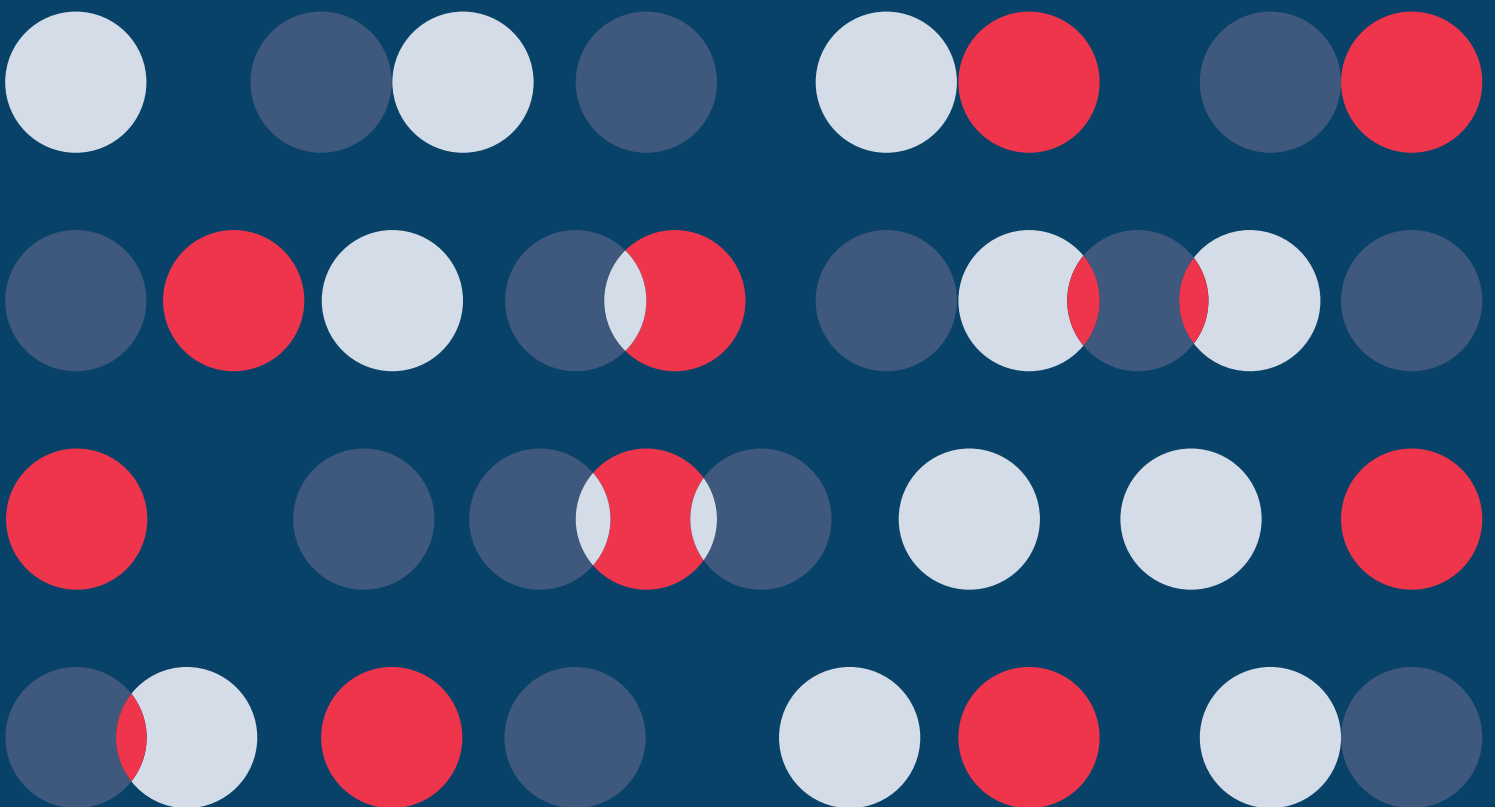


2019年9月

研究報告

香港的新股上市制度改革與突破



目錄

頁數

摘要	1
1. 「不同投票權」章節.....	2
1.1 设计理念及原則.....	2
1.2 上市資格及基本條件.....	2
1.3 對創新產業的範疇的界定.....	2
1.4 對不同投票權受益人的限制	3
1.5 額外的上市規定及股東保障措施.....	3
2. 生物科技公司章節	4
2.1 设计理念及原則.....	4
2.2 上市資格及基本條件.....	4
2.3 向基石投資者及原股東配售的要求.....	6
2.4 特別的風險管理措施.....	6
3. 第二上市章節	6
3.1 第二上市的概念及優勢	6
3.2 第 19C 章項下的合資格發行人在香港聯交所作第二上市須符合的附加條件及例外情況.....	7
3.2.1 合資格發行人.....	7
3.2.2 申請人應屬於創新產業公司.....	7
3.2.3 獲豁免的大中華發行人.....	8
3.2.4 未獲豁免的大中華發行人	8
3.2.5 非大中華發行人	9

摘要

2018年2月香港聯合交易所（簡稱「香港聯交所」）進行新興及創新公司諮詢（簡稱「創新公司諮詢」），建議修訂《上市規則》以拓寬原有上市機制，便利新興及創新產業公司上市。創新公司諮詢亦提議，為已在合資格交易所上市的大型創新公司增設全新的優待第二上市機制。創新公司諮詢中提出的建議廣獲市場支持，香港聯交所宣佈《主板規則》的相關修訂建議已於2018年4月30日生效。

本文簡潔概述《上市規則》為三類公司新增章節的上市規定條文。這三類公司為：（1）擁有「不同投票權」架構的公司；（2）生物科技公司；（3）擬作第二上市的公司。

1. 「不同投票權」章節

1.1 設計理念及原則

股東投票權與股權比例相對稱的概念（常被稱為「一股一票」原則）是投資者保障的重要環節，有助於維持控股股東權益與其他股東權益一致。如果管理層表現不理想，持有發行人最大股權的股東也會有能力罷免相關管理層。

香港聯交所認為「一股一票」原則仍然是賦予股東權力及使股東權益一致的最理想方法。因此，如果公司希望以「不同投票權」架構上市，則需要滿足相應的資格要求，證明其具有所需的創新及增長元素，並證明其建議的不同投票權受益人的貢獻。

在這一理念下，香港聯交所推出了全新的《上市規則》第 8A 章，允許符合條件的「不同投票權」架構公司赴港上市。截至 2019 年 6 月 30 日，已有小米集團-W（股份代號：01810）和美團點評-W（股份代號：03690）兩家公司在此章節框架下成功登陸香港資本市場。

1.2 上市資格及基本條件

- 只限新上市的申請人，已上市公司不可以申請更改為「不同投票權」架構；
- 上市時市值至少為 400 億港元；或市值至少 100 億港元及經審計的最近一個會計年度收益至少為 10 億港元；
- 必須是創新產業公司；
- 業務經營成功，具備高增長業務的紀錄並預計可持續（可用業務活動、使用者、客戶、收益、盈利或市場價值等運營數據客觀計量）；
- 外界認可，必須已得到至少一名「資深投資者¹」提供相當數額的第三方投資。

1.3 對創新產業的範疇的界定²

申請人必須是創新產業公司，應具備多於一項的下述特點：

- (1) 能證明公司成功運營有賴其核心業務應用了新科技、創新理念及/或新業務模式，使得公司有別於現有的行業競爭者。

申請人應詳細解釋其業務運作與業內傳統運作模式有何不同，能令其從同業中脫穎而出。若申請人業內其他公司也採用類似技術/業務模式，香港聯交所會將申請人應用技術、創新舉措及/或業務模式的實施時間與業內與其最貼近的公司作比較，判斷申請人是否業內的先行者。

- (2) 研究及開發為公司貢獻一大部分的預期價值，是公司的主要活動，佔大部分開支。

申請人除要提供其業績紀錄期的研發開支金額（數字及佔收入/總開支百分比）外，亦應解釋研發為申請人創造了什麼價值。就此而言，香港聯交所會看申請人的賬目是否將研發開支資本化為無形資產，作為評估有關研發活動對申請人所產生價值的指標。若大部分研發開支都沒有資本化，申請人應解釋箇中理由。

¹ 「資深投資者」是指經考量其淨資產或管理資產、相關投資經驗以及於相關範疇的知識及專業技能等方面的因素後，聯交所認為具備豐富經驗的投資者。

² 詳情請見香港交易所指引信 HKEX-GL93-18。

- (3) 能證明公司成功運營有賴其獨有業務特點或知識產權及/或相對於有型資產總值，公司的市值/無形資產總值極高。

僅提供專利及商標名單並不足以證明申請人符合有關特點。申請人應詳細解釋其知識產權如何助其取得業務成功。

香港聯交所認為，「創新產業」的範疇將視乎申請人所屬行業及市場狀況，且會隨著科技、市場及行業發展而有所變化。因此某家公司符合以不同投票權架構上市的資格，不一定表示其他有類似技術、創新或業務模式的申請人也符合以不同投票權架構上市的資格。香港聯交所將根據個案事實及具體情況認定申請人是否證明其滿足相關要求，單憑表面上在傳統業務中應用新科技並不足以證明有關公司具備本節所述的特點。

1.4 對不同投票權受益人的限制

- 只限個人：對推動公司業務增長有重大貢獻（會就法團受益人另作諮詢）；
- 只限董事：每名不同投票權受益人在上市時及其後必須一直擔任公司董事；
- 最低持股量：上市時合共持股至少 10%；
- 禁止轉讓：自然的日落條款、容許信託及合法的稅務規劃。

1.5 額外的上市規定及股東保障措施

- 公司上市後，具有不同投票權的股份類別不得流通，也不得將股份比例增至超過上市時該等股份所佔比例；
- 公司上市後，不得提高不同投票權比例；
- 不同投票權股份的投票權不得超過普通股可就任何股東大會議案投票權的 10 倍；
- 普通股股東必須佔股東大會議案合資格投票權的至少 10%；
- 首次申請上市時，不同投票權架構受益人實際擁有的公司相關經濟利益合計不少於 10%。

以下重大事宜必須按「一股一票」的基準投票表決：

- 修訂組織章程文件；
- 委任及罷免獨立非執行董事；
- 委聘及辭退核數師（審計師）；
- 任何類別股份所附帶權利的變動；及
- 上市發行人自願清盤。

加強披露及企業管治：

- 在上市文件及公司通訊加入示警字句；
- 股份名稱有「W」的標記；
- 企業管治委員會，以檢視、監察及申報發行人是否有遵守不同投票權保障措施；
- 一直聘用合規顧問，就是否有遵守不同投票權保障措施及相關規則提供意見；
- 企業管治委員會成員必須全部是獨立非執行董事。

組織章程的法律效力及法律補救行動：

- 不同投票權保障措施必須納入組織章程文件；
- 不同投票權受益人必須以香港聯交所接納的方式向發行人承諾會遵守不同投票權保障措施。

2. 生物科技公司章節

2.1 設計理念及原則

2018年4月，香港聯交所就主板上市規則全新推出了第18A章「生物科技公司」章節，主要適用於未能通過《上市規則》第8章所列相關的「盈利測試」或「市值/收益測試」或「市值/收益/現金流量測試」，但尋求在香港聯交所主板上市的生物科技行業公司，以進一步增強香港市場服務新經濟企業的能力³。

在此理念的指引下，僅經過一年多的培育，香港已然成為全球第二大生物科技企業上市中心。自新章節頒佈以來至2019年6月30日止，共有14家生物科技公司已在香港聯交所主板上市，總計集資475億港元；其中包括8家尚未有營業收入的生物科技公司，集資總額約235億港元。此外還有5家生物科技公司已經提交A1申請表，未來將進一步強化香港在生物科技行業領域的領先資本市場地位。

表 1：香港聯交所依生物科技公司章節的新上市情況（2019年6月底）

	股票簡稱	股票代號	上市日期	主要營運地點
1	歌禮製藥-B	01672	01/08/2018	杭州
2	百濟神州	06160	08/08/2018	北京
3	華領醫藥-B	02552	14/09/2018	上海
4	信達生物-B	01801	31/10/2018	蘇州
5	君實生物-B	01877	24/12/2018	上海
6	基石藥業-B	02616	26/02/2019	上海
7	康希諾生物-B	06185	28/03/2019	天津
8	邁博藥業-B	02181	31/05/2019	泰州

註：由於百濟神州的經營及股價表現已可通過上市規則第8.05(3)條之「市值/收益」測試，經香港聯交所批准，已於2019年6月28日轉為普通上市，「B」標誌已從其股票代碼中移除。

資料來源：香港交易所。

2.2 上市資格及基本條件⁴

(1) 申請人最少有一項核心產品已通過概念開發流程

適用法律法規表明須經有關主管當局⁵根據臨床試驗（即人體試驗）數據評估及批准，方可在有關主管當局所規管的市場行銷及發售的生物科技產品，是構成生物科技公司根據《上

³ 需要注意的是，如果相關生物科技公司已經符合《上市規則》第8章所列相關的「盈利測試」或「市值/收益測試」或「市值/收益/現金流量測試」，則不可按照第18A章要求申請上市。香港聯交所鼓勵發行人盡早與交易所聯繫並確認是否符合相關規定。

⁴ 詳情請見香港交易所指引信 HKEX-GL92-18。

⁵ 有關主管當局包括美國食品和藥物管理局(FDA)、中國國家食品藥品監督管理總局以及歐洲藥品管理局，其他機關會因應個別情況作考慮。

市規則》第 18A 章申請上市的最重要基礎之一。根據產品類型的不同，香港聯交所一般會將符合以下條件的產品認定為已通過概念開發流程：

- **藥劑（小分子藥物）** — 已通過第一階段臨床試驗，或先前已獲批准的產品（例如美國 FDA 505(b)(2)）至少已通過一次人體臨床試驗；同時有關主管當局不反對開展第二階段（或其後階段）的臨床試驗。
- **生物製劑** — 如屬於新生物製劑產品已通過第一階段臨床試驗，或生物仿製藥至少已通過一次人體臨床試驗；同時有關主管當局不反對開展第二階段（或其後階段）臨床試驗。
- **醫療器材（包括診斷器材）** — 屬於有關主管當局分類標準項下的第二級（或相等級別）或以上分類醫療器材；已至少通過一次人體臨床試驗；有關主管當局同意或不反對開展進一步臨床試驗又或開始銷售有關器材。
- **其他生物科技產品** — 需要按情況逐一個別考慮；需要證明有關生物科技產品已通過概念開發流程；應具備適合框架或客觀指標可供投資者作出知情投資決定。

(2) 申請人應主要專注於研究與開發核心產品

- 上市前最少 12 個月一直主要從事核心產品的研發；
- 上市集資主要用於研發，以將核心產品推向市場；
- 必須擁有多項與核心產品有關的長期專利、已註冊專利、專利申請及/或知識產權；
- 如申請人從事小分子藥物或生物產品研發，需證明其擁有多項潛在產品。

(3) 申請人應獲得「資深投資者」認可及投資

申請人的研發及生物科技產品應有相當程度的市場認可，應在首次公開招股至少 6 個月前，已得到至少一名資深投資者「相當數額的投資」，且直到首次公開招股時仍未撤回。

香港聯交所對於以上所述「資深投資者」定義的考量，包括其淨資產或管理資產、相關投資經驗、知識、專業技能等因素。一般而言，「資深投資者」主要包括以下四種類型：

- 專門的醫療保健或生物科技投資基金，或旗下有專門或側重於投資生物製藥領域的分支/部門的大型基金；
- 主要的製藥/醫療保健公司；
- 大型製藥公司/醫療保健公司的風險投資基金；
- 管理資產總值不少於 10 億港元的投資者、投資基金或金融機構。

香港聯交所對於以上所述「相當數額的投資」定義的考量，包括投資的性質、金額、份額、時機等因素。一般而言，「相當數額的投資」的參考指標包括以下三個等級：

- 如申請人市值在 15 億至 30 億港元之間，則投資佔申請人上市時已發行股份不少於 5%；
- 如申請人市值在 30 億至 80 億港元之間，則投資佔申請人上市時已發行股份不少於 3%；
- 如申請人市值高於 80 億港元，則投資佔申請人上市時已發行股份不少於 1%。

(4) 申請人應滿足的其他上市條件

- **市值**：上市時的市值至少達到 15 億港元；
- **業績記錄**：上市前最少兩個會計年度一直從事現有業務，管理層大致相同；

- **營運資金**：申請人應確保有充足的營運資金（包括首次公開招股的集資額），以應付上市文件刊發之日起至少 12 個月開支（包括一般、行政及營運開支及研發開支）的 125%。

2.3 向基石投資者及原股東配售的要求

根據《上市規則》第 18A 章申請上市的生物科技公司，須於上市時符合額外的公眾持股量最低要求，即在撇除基石投資者及公司的現有股東在公司首次公開發售（IPO）過程中認購的股份後的公眾持股量須不少於 3.75 億港元，方可將 IPO 股份配售給基石投資者及公司的現有股東。

2.4 特別的風險管理措施

(1) 重大業務變化

未經香港聯交所批准，根據第 18A 章上市的生物科技公司不得進行任何個別或一系列收購、出售或其他交易及安排，令其於上市申請文件中描述的主營業務活動出現根本性變化。

(2) 較短的除牌流程

當發行人出現財政困難、嚴重損害發行人繼續經營業務的能力、或導致其部分或全部業務停止運作，以及/或發行人於結算日的負債額高於其資產值時⁶，香港聯交所將發行人的證券停牌甚至除牌⁷。如果發行人在 12 個月內未能重新符合並遵守《上市規則》第 13.24 條的相關要求，香港聯交所會將發行人的證券除牌。

(3) 特殊的股份標記

根據第 18A 章上市的生物科技公司的股本證券的股份名稱結尾須有「B」字作為標識。如果相關生物科技公司上市後，已滿足《上市規則》第 8 章所列相關的「盈利測試」或「市值/收益測試」或「市值/收益/現金流量測試」，經香港聯交所批准，可以轉為一般上市公司，其股份名稱結尾將不再有「B」字作為標識。

3. 第二上市章節

3.1 第二上市的概念及優勢

在實踐中，許多已在海外上市的發行人也希望能夠同時香港上市，使其股份獲得香港資本市場的流動性及估值支持。如果公司在香港作主要上市，則公司須完全遵守《上市規則》的規定。如果公司在香港作第二上市，則公司主要受其作主要上市的司法權區的法規及監管機關所規管，香港聯交所則預期公司證券主要在該海外交易所交易。在此基準上，香港聯交所豁免第二上市或尋求第二上市的海外發行人遵守《上市規則》的若干規定。

因此，對於這部分已在海外上市的發行人而言，相較於退市再上市或雙重主要上市等形式，選擇在香港做第二上市是可操作性最強、難度最低的首選。尤其是已在海外上市的「中國概念股」，在香港聯交所作第二上市的主要優勢包括：

- 赴港第二上市可使用《美國公認會計原則》，毋須就三個會計年度的營業記錄額外/重新審計，且不需要提供調節表，以減低發行人在準備財務報表及相關招股書披露方面的工作量；

⁶ 詳情請參閱《上市規則》第 13.24 條。

⁷ 停牌、除牌等相關事宜詳情請參閱《上市規則》第 6.01 條。

- 在符合條件的情況下，赴港第二上市可享有多項自動及有條件的豁免，包括豁免遵守多項於香港聯交所主要上市的持續責任（例如：有關須予公佈的交易及關連交易的規則）；部分能符合條件的海外上市發行人還可以按保密形式提交上市申請；
- 赴港第二上市可以增發新股進行融資，為公司發展資金進行補充；也可以不增發新股，以介紹上市、老股出售、回購並再次出售等方式進行，則毋須稀釋現有股東權益；
- 在香港聯交所上市流通的股份具有價格傳遞作用，更加貼近亞洲交易時段的投資者，形成全天候的股票流通體系，促進股票活躍度；
- 香港提供資本運作的長期便利性，赴港第二上市可以使發行人更加接近國內消費用戶市場，進一步提升品牌知名度和影響力。

傳統上，香港聯交所僅允許業務重心在大中華地區以外的海外發行人申請來港作第二上市⁸。此限制的主要用意在於防止「監管套利」，即業務以大中華地區為重心的公司通過先在海外交易所作主要上市，然後在香港作第二上市，以規避遵守香港主要上市的規定。近年來，不少內地及非內地大型的新興及創新產業公司都在美國及其他主要國際交易所作主要上市。當中的內地公司都是因為香港有「業務重心」限制，而不是為了「監管套利」而到當地上市，因此「業務重心」限制在一定程度上阻礙了內地公司通過第二上市來接觸香港投資者。

在此背景下，香港聯交所於 2018 年 4 月 30 日正式實施修訂後的《上市規則》，專門增加了第 19C 章「合資格發行人第二上市」章節，吸引高增長及創新產業公司，特別是為大中華地區申請人赴港作第二上市提供便利。

3.2 第 19C 章項下的合資格發行人在香港聯交所作第二上市須符合的附加條件及例外情況

3.2.1 合資格發行人

第 19C 章項下的「合資格發行人」分為以下三個類別：

- 「獲豁免的大中華發行人」，即於 2017 年 12 月 15 日或之前已在「合資格交易所」⁹作主要上市，而業務以大中華為重心的發行人；
- 「不獲豁免的大中華發行人」，即 2017 年 12 月 15 日後才在合資格交易所作主要上市，而業務以大中華為重心的發行人；
- 「非大中華發行人」，即在合資格交易所作主要上市，而業務以大中華以外為重心的發行人。

3.2.2 申請人應屬於創新產業公司

除了一般第二上市申請的規定外，合資格發行人如要根據《上市規則》第 19C 章作第二上市，必須是符合「創新產業」範疇的公司。一般而言，創新產業公司具備下述兩項或以上的特點：

- 應用了有別於競爭者的新科技、新理念或新業務模式；
- 研發活動為公司貢獻大部分的預期市值，同時亦是公司的主要活動及佔去公司大部分開支；
- 成功營運有賴於獨有業務特點或知識產權；及/或
- 相對於有形資產總值，公司市值或無形資產價值極高。

⁸ 詳情請參閱 2018 年 2 月香港交易所《新興及創新產業公司上市制度》諮詢文件。

⁹ 「合資格交易所」包括紐約證券交易所、納斯達克證券市場或倫敦證券交易所主市場（並屬於英國金融市場行為監管局「高級上市」分類）。

何謂「創新」則視乎申請人所屬行業及市場的狀況，且會隨着科技、市場及行業發展而有變。

3.2.3 獲豁免的大中華發行人

條件及上市資格：

- 發行人須在合資格交易所作主要上市並且於至少兩個完整會計年度保持良好合規紀錄；
- 上市時的市值至少 400 億港元，或者上市時的市值至少 100 億港元及最近一個經審計會計年度的收益至少 10 億港元；
- 發行人須證明其當地法律、規則及規例以及其組織章程文件合起來如何達到相當於香港提供的主要股東保障水平（如有需要，公司或要修訂組織章程文件）；

例如：若干事項（包括發行人任何類別股份所附帶權利的變動、組織章程文件的重大變動及自動清盤）須經股東以絕大多數票批准；審計師的委聘、辭退及薪酬須由多數股東或獨立於董事會以外的其他組織批准等。

例外情況：

- 與傳統的非創新產業公司並業務重心在大中華地區以外來港申請第二上市的發行人一樣，獲豁免的大中華發行人能豁免遵守多項於香港聯交所作主要上市的持續責任（例如：有關須予公佈的交易及關連交易的規則）；
- 發行人能豁免遵守《上市規則》對於組織章程的內容及條文的有關規定；
- 發行人可保留現行的不同投票權架構及可變利益實體（VIE）結構作第二上市（如適用）；
- 豁免遵守《上市規則》對於不同投票權的保障設施（有關披露規定除外）；
- 如發行人股份的主要成交地永久轉移到香港聯交所市場¹⁰，便需要遵守香港聯交所主要上市的規定，但豁免遵守《上市規則》對不同投票權保障規定（有關披露規定除外）。

3.2.4 未獲豁免的大中華發行人

條件及上市資格：

- 發行人須在合資格交易所作主要上市並且於至少兩個完整會計年度保持良好合規紀錄；
- 上市時的市值至少 400 億港元，或者上市時的市值至少 100 億港元及最近一個經審計會計年度的收益至少 10 億港元；
- 發行人須證明其作主要上市的海外交易所為股東提供的保障至少相當於香港提供的保障水平；
- 發行人須遵守《上市規則》對於組織章程的內容及條文的有關規定。

例外情況：

- 與傳統的非創新產業公司並業務重心在大中華地區以外來港申請第二上市的發行人一樣，未獲豁免的大中華發行人能豁免遵守多項於香港聯交所作主要上市的持續責任（例如：有關須予公佈的交易及關連交易的規則）。

¹⁰ 倘發行人最近一個會計年度的上市股份全球成交量（包括該等股份的預托證券的成交量）總金額有 55%或以上在香港聯交所市場進行，香港聯交所即視其上市股份交易已大部分永久轉移到香港聯交所市場。

為防止「監管套利」：

- 不同投票權架構及 VIE 結構必須遵守於香港作主要上市的規定（如適用）；
- 如發行人股份的主要成交地永久轉移到香港聯交所市場，便需要遵守香港聯交所主要上市的規定。

3.2.5 非大中華發行人

條件及上市資格：

- 發行人須在合資格交易所作主要上市並且於至少兩個完整會計年度保持良好合規紀錄；
- 同股同權的發行人於上市時的市值至少 100 億港元；擁有不同投票權架構的發行人於上市時的市值至少 400 億港元，或者上市時的市值至少 100 億港元及最近一個經審計會計年度的收益至少 10 億港元；
- 發行人須證明其當地法律、規則及規例以及其組織章程文件合起來如何達到相當於香港提供的主要股東保障水準（如有需要，公司或要修訂組織章程文件）。

例外情況：

- 與傳統的非創新產業公司並業務重心在大中華地區以外來港申請第二上市的發行人一樣，非大中華發行人能豁免遵守多項於香港聯交所主要上市的持續責任（例如：有關須予公佈的交易及關連交易的規則）；
- 發行人可保留現行的不同投票權架構及 VIE 結構作第二上市（如適用）；
- 豁免遵守《上市規則》對於不同投票權保障措施（有關披露規定除外）；
- 如發行人股份的主要成交地永久轉移到香港聯交所市場，適用的監管規定及例外情況不變。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

