

客户通讯 | 2025年8月15日

# 香港联交所刊发首次公开招股市场定价及公开市场改革的总结

[Read this Client Alert in English](#)

联交所采纳了大部分首次公开招股市场定价及公开市场规定的建议，并根据市场意见进行了某些修订。

香港联合交易所有限公司（联交所）继其于2024年12月刊发建议优化首次公开招股市场定价及公开市场规定的[谘询文件](#)之后，在2025年8月1日发布了[谘询总结](#)。联交所将实施有关建议，并根据市场意见进行了修订，同时已就持续公众持股量建议展开进一步谘询。对《联交所证券上市规则》（《上市规则》）的修订已于2025年8月4日生效，适用于所有发行人及所有在该日或之后刊发上市文件的新申请人。针对持续公众持股量要求，已实施过渡性安排，待进一步咨询市场后再作决定。

## 主要修订

修订的重点在于提升首次公开招股的市场流动性、透明度和灵活性，同时使香港的监管框架与国际标准接轨。在考虑市场意见后，联交所采纳了以下新的主要规定及实施时间表：

### 层级式公众持股量门槛

- 联交所将实施一个三层结构的初始公众持股量要求新的门槛为：

层级	上市时相关证券类别预期市值	上市时公众人士持有该证券类别最少须占的百分比
A	≤60 亿港元	25%
B	>60 亿港元至 ≤300 亿港元	以下较高者：(i)使公众人士持有的有关证券于上市时的预期市值相当于15亿港元的百分比； 及(ii) 15%
C	>300 亿港元	以下较高者：(i)使公众人士持有的有关证券于上市时的预期市值相当于45亿港元的百分比； 及(ii) 10%

- 联交所保留酌情权，可豁免上市时相关证券类别的预期市值远高于450亿港元的发行人严格遵守上述规定。
- 此类门槛应用于任何首次上市的股本证券类别，惟以下各项除外：(a) 拥有其他上市股份的中国发行人（如A+H股发行人）的首次上市；及(b) 在符合若干条件的情况下发行新类别证券的派送股份。
- **对于在联交所上市时并无其他上市股份的中国发行人**，将适用上表中的新门槛，并按照以下方法计算：在计算其最低公众持股量百分比时，将只参照其H股计算。任何其他已发行且与H股同类别之股份将只计入分母。相关证券类别的预期市值则指所有H股所属类别股份的预期市值。
- **对于拥有其他上市股份的中国发行人（如A+H股发行人）**，其寻求上市的H股中由公众人士持有的部分，于上市时必须占发行人其H股所属类别股份已发行股份总数的至少10%或预期市值至少30亿港元。
- **“公众人士”的涵义**：对“公众人士”的涵义进行了修订，使以下人员不被视为“公众人士”的一部分（下划线部分为修订内容）：
  - 任何由**发行人（或其任何附属公司）或发行人的**核心关连人士（直接或间接）资助购买证券的人士
  - 就以其名义登记或以其他方式持有的**发行人**证券作出购买、出售、投票或其他处置，而惯常听取**发行人（或其附属公司）或发行人的**核心关连人士的指示的任何人士
- 非核心关连人士的受托人（或仅因信托的受益人是核心关连人士而成为核心关连人士的受托人）根据股份计划持有已授予特定参与者（即非核心关连人士，亦非惯常听取发行人、其任何附属公司或其任何核心关连人士）的股份，无论是否已归属，均被视为由“公众人士”持有的股份。

### 新初始自由流通量规定

- **新初始自由流通量规定**：所有新申请人必须确保寻求于联交所上市的股份类别部分由公众人士持有，于上市时概不受任何禁售规定（即由公众人士持有的自由流通量）。
- **对于大多数发行人**：相关股份类别中至少10%（预期市值至少为5,000万港元）或预期市值至少为6亿港元的股份必须为自由流通量。
- **无其他上市股份的中国发行人**：寻求上市的H股由公众人士持有，且不受任何禁售规定所限的一部分，必须占于上市时H股所属类别股份已发行股份总数的至少10%（预期市值至少5,000万港元）或上市时的预期市值至少6亿港元。
- **拥有其他上市股份的中国发行人（如A+H股发行人）**：自由流通量门槛修改为占于上市时H股所属类别股份已发行股份总数的至少5%（预期市值至少5,000万港元）或上市时的预期市值至少6亿港元。

如欲了解更多信息，请参阅下表（摘自谘询总结的附录七），以了解不同类型发行人的新初始公众持股量及自由流通量规定的说明：

			旧初始公众持股量规定	新初始公众持股量规定	新初始自由流通量规定
拥有单一类别股份的发行人（中国发行人除外）	百分比计算基准	分子	公众人士持有的股份		由公众人士持有及自由流通之股份
		分母	已发行股份总数（不包括库存股份）		
	门槛	25%（或倘预期市场总值于上市时超过100亿港元，则为15%至25%）	层级式门槛，介乎10%至25%	10%及市值至少5,000万港元（GEM：1,500万港元）（或市值6亿港元）	
具有不同投票权架构的发行人及特殊目的收购公司	百分比计算基准	分子	公众人士持有之股份（或证券）		由公众人士持有及自由流通之股份
		分母	已发行股份总数（不包括库存股份）	拟上市类别之已发行股份（或证券）总数 <sup>1</sup> （不包括库存股份）	
	门槛	25%（或倘预期市场总值于上市时超过100亿港元，则为15%至25%）	层级式门槛，介乎10%至25%	10%及市值至少5,000万港元（GEM：1,500万港元）（或市值6亿港元）	
拥有单一类别及无其他上市股份的中国发行人	百分比计算基准	分子	由公众人士持有之H股		由公众人士持有及自由流通之H股
		分母	已发行股份总数（不包括库存股份）		
	门槛	25%（或倘预期市场总值于上市时超过100亿港元，则为15%至25%）	层级式门槛，介乎10%至25%	10%及市值至少5,000万港元（GEM：1,500万港元）（或市值6亿港元）	
拥有单一类别股份的A+H发行人	百分比计算基准	分子	由公众人士持有之A及H股	删除当前要求	（不适用）
		分母	已发行股份总数（不包括库存股份）		

			旧初始公众持股量规定	新初始公众持股量规定	新初始自由流通量规定
最低H股	门槛		25%		
	百分比计算基准	分子	由公众人士持有之H股		由公众人士持有及自由流通之H股
		分母	已发行股份总数（不包括库存股份）		
	门槛		15%	10% (或市值30亿港元)	5%及市值至少5,000万港元 (GEM: 1,500万港元) (或市值6亿港元)

### 首次公开招股发售机制

- **基石投资者禁售期：** 现行的基石投资者六个月监管禁售期予以保留。联交所决定不引入分阶段方法，即允许在上市三个月后处置最多50%的基石股份，其余部分在上市六个月后解除限售。
- **建簿配售部分：**
  - 新的最低要求是：在首次公开招股中股份总数的至少40%必须分配予建簿配售部分的投资者（此分配比例已从原建议的50%下调），此举实际上为基石投资部分设定了上限。
  - 有关确保分配具有一定规模（40%）的规定不适用于根据《上市规则》第十八C章寻求以特专科技公司身份上市的新申请人，但现时有关将发售股份总数至少50%分配予独立定价投资者的规定将适用于配售部分。
  - 指引中就承配人分布的最低要求已被删除，即每配售100万港元的证券，须由至少三名人士持有，而配售部分须至少由100名人士持有的规定。
- **分配至公开认购部分：**
  - 发行人可以选择两个选项之一，以确定向公开认购部分分配股份的最低份额：
    - 机制A：将现行分配及回补机制替换为以下公开认购部分的指定分配比例：

	初订分配份额	公开认购部分超额认购倍数		
		≥ 15 倍至 < 50 倍	≥ 50 倍至 < 100 倍	≥ 100 倍
修订后的分配予公开认购部分的发售股份百分比	5%	15%	25%	35%

- 机制B：至少10%的发售股份初步分配予公开认购部分，且不设回补机制。机制B下发行人最初可分配至公众认购部分的股份的最大比例为总发售股数的60%，因为分配至建簿配售部分的股份的最低比例为40%。
- 请注意，上述机制A和机制B不适用于根据《上市规则》第18C章上市的特专科技公司。
- 联交所继续拥有酌情权，对于发售规模极大的申请人，可因应个别事实及情况而豁免其遵守机制A或机制B项下的指定分配百分比，并可施加适当的豁免条件。
- **灵活定价机制**：联交所决定不实施有关允许发行人在招股章程发布后将指示性发售价或发售价范围上限最多上调10%的建议。

### 《上市规则》实施

《上市规则》相应修订已于**2025年8月4日**（实施日期）生效，并适用于(i) 所有发行人；及(b) 于该日期或之后刊发上市文件的新申请人。

### 持续公众持股量建议：作进一步咨询

鉴于初始公众持股量门槛的调整，联交所就持续公众持股量建议征询意见。以下是主要建议。

#### 初始指定门槛

2025年8月4日之前，《上市规则》规定，无论何时，发行人已发行股份（不包括库存股份）数目总额必须至少有25%由公众人士持有。鉴于层级式初始公众持股量门槛，联交所建议，要求发行人于联交所上市的股份类别中由公众人士持有的部分在任何时候必须至少达到：

- 上市股份类别的已发行股份（不包括库存股份）总数的25%；或
- 其首次上市时规定的任何较低公众持股量百分比（初始指定门槛）。

初始指定门槛建议的第二项条件将适用于：(i) 已获豁免遵守**现行**初始公众持股量规定（即于上市时公众持股量须达25%门槛）的现有发行人；及(ii) 按**新订**的初始公众持股量门槛的B级或C级上市的发行人，及任何已获豁免使用较低首次公众持股量门槛的发行人。

### 替代门槛

为了给予发行人更大灵活性及空间，以便在其资本管理策略中进行公司行动，联交所建议允许发行人选用新的替代持续公众持股量门槛，即发行人于联交所上市的股份类别中由公众人士持有的部分在任何时候必须：

- 达至少10亿港元的市值（以随时序移动的方式厘定股份的市值，即计算方式是将以下两者相乘：(i) 于厘定日期当日由公众人士持有的股份数目；及(ii) 于联交所上市的股份类别于紧接厘定日期前125个交易日的成交量加权平均价）；及
- 占发行人的上市股份类别的已发行股份（不包括库存股份）总数的至少10%（替代门槛）。

联交所预期，替代门槛将主要适用于市值超过40亿港元的发行人，因为占其上市股份总数的25%的股份的市值已能达到替代门槛下的第一项条件。初始指定门槛和替代门槛也将适用于无其他上市股份的中国发行人。然而，敬请留意，如发行人的股份自联交所上市之日起计在联交所的交易时间少于125个交易日，则上市发行人不可选用替代门槛。

选用替代门槛的发行人将须刊发公告，说明选用替代门槛的原因以及有关其公众持股量的实际市值和百分比等资料，并在月报表及年报中披露额外信息。

### 拥有其他上市股份的中国发行人

对于拥有其他上市股份的中国发行人（如A+H股发行人），联交所建议其在联交所上市并由公众人士持有的H股于任何时候必须：

- 达至少10亿港元的市值；或
- 占与H股所属股份类别（不包括库存股份）总数的至少5%。

上述建议同样适用于拥有股份于中国证券交易所上市的非中国发行人。就该等发行人而言，有关规定中提述“H股”的部分应被修改为指其于联交所上市的股份。上述定制持续公众持股量门槛，连同初始指定门槛及替代门槛，被称为持续公众持股量门槛。

### 定期汇报公众持股量

联交所建议所有发行人均须在其月报表及年报中确认其是否已达到适用的持续公众持股量门槛，以履行公众持股量报告的要求。

- **月报表：**
  - 就选用初始指定门槛的发行人而言：披露其适用的最低百分比门槛。

- 就(i) 选用替代门槛的发行人；或(ii) 拥有其他上市股份的中国发行人就其适用的定制持续公众持股量门槛选用有关市值条件而言，披露其于联交所上市的股份类别中由公众人士持有的部分的市值及百分比。
- **年报：**于年报中披露其截至相关财政年度结束之日与月报表中要求的相同资料。

## 公众持股量不足的后果

- **违反持续公众持股量规定后的责任**
  - **回复所需公众持股量：**采取积极措施恢复其公众持股量以符合适用的持续公众持股量门槛。
  - **初步公告：**在发现公众持股量不足后一个营业日内刊发公告，并在不迟于发现公众持股量不足后15个营业日内，于后续公告中公布其拟回复至适用的持续公众持股量门槛的计划及预期时间表。
  - **其后每月更新公告：**提供每月更新公告，告知市场其公众持股量的最新情况及恢复所需公众持股量的进度。
  - **限制：**发行人及其每名董事均不得采取任何可能令发行人的公众持股量百分比进一步下降的行动（如购回股份或董事/紧密联系人购买股份）。
- **停牌及退市：**
  - **不实施停牌：**联交所建议，不会仅因发行人的公众持股量不足而将其停牌。
  - **实施特别股份标记：**联交所建议，若发行人的公众持股量严重不足，则其股份名称须加入特别股份标记。除非在联交所上市的股份类别中由公众人士持有的部分符合以下条件，否则公众持股量不足被视为“严重”：(i) 占上市股份类别已发行股份总数的至少15%（就首次上市时须符合的公众持股量低于25%的发行人而言，则为发行人初始指定门槛的50%），或(ii) 市值至少达5亿港元，并且占上市股份类别已发行股份总数的至少5%。如中国发行人拥有其他上市股份，则除非由公众人士持有的H股市值至少达5亿港元或占H股所属类别股份总数的至少5%，否则公众持股量不足被视为“严重”。只有当发行人可证明其公众持股量已回复至适用的持续公众持股量门槛时，特别股份标记才会被取消。
  - **除牌：**联交所建议，如被加入特别股份标记的发行人未能在公众持股量严重不足开始日期起的18个月内回复所需公众持股量，则其将被除牌。

请参阅下表，以比较现行和建議的持续公众持股量规定：

	现行规定	建议规定
<b>持续公众持股量门槛</b>		
拥有单一股份类别的 发行人（并非在中国 内地注册成立） 无其他上市股份的中 国发行人	无论何时，维持上市时的规定公众持 股量百分比（即25%或上较低百分比）	无论何时，维持： (i) 初始规定门槛：上市股份类别已发 行股份（不包括库存股份）总数的 至少25%或首次上市时规定的任何 较低百分比（如就获得豁免或属于 B/C级的发行人而言）； (ii) 替代门槛：公众持股量达至少10 亿港元的市值，且占上市股份类别 已发行股份总数的至少10%。
拥有其他上市股份的 中国发行人（如A+H 发行人）		定制持续公众持股量门槛：由公众人 士持有的H股于任何时候必须： (i) 达至少10亿港元的市值；或 (ii) 占与H股所属股份类别总数的至少 5%。
报告公众持股量	于其年报中声明其公众持股量是否足 够	在年度报告和月报表中确认公众持股 量是否充足，并遵守附加的实际公众 持股量披露规定
<b>公众持股量不足的后果</b>		
违规责任	恢复公众持股量并刊发公告	恢复公众持股量、发布公告及每月刊 发公告告知最新情况  发行人及其董事不得采取任何可能令 发行人的公众持股量百分比进一步下 降的行动（如股份购回，或董事/其紧 密联系人购买股份）
停牌	在公众持股量跌至低于15%（就上市时 最低公众持股量为25%的发行人而言） 或10%（就上市时公众持股量为15%至 25%的发行人而言）时，则可停牌	不会仅因公众持股量不足而停牌  若发生公众持股量严重不足，便加上 特别股份标记
退市机制	连续停牌18个月，即可除牌	若发生公众持股量严重不足，便加上 股票标记  若发行人在公众持股量严重不足开始 日期起的18个月内未能恢复公众持股 量，即可除牌

## 持续公众持股量的过渡安排

联交所欢迎各界对持续公众持股量建议提出意见，并将根据收到的意见发布总结。在落实有关新持续公众持股量规定（如采纳）之前，现行的持续公众持股量规定将继续适用于所有发行人。联交所已对这些现行的持续公众持股量规定作出相应的过渡性修订，以确保其能够与新的初始公众持股量规定相容：

- 在新的初始公众持股量规定下，若寻求于联交所上市的新申请人于**实施日期或之后**刊发上市文件，其新的持续公众持股量规定（如采纳）实施前任何时候均须维持其上市时指定的相关最低公众持股百分比，即：
  - 25%或上市时指定的任何较低的最低百分比；或
  - 就拥有其他上市股份的中国发行人（如A+H发行人）而言，其由公众人士持有的H股：(i) 占H股所属类别已发行股份（不包括库存股份）总数的10%；或(ii) 若发行人依据30亿港元市值门槛上市，则为30亿港元除以发行人上市时H股所属类别已发行股份总数的总市值所得的百分比。
- 所有其他发行人（即包括所有现有上市发行人）将仍须符合现有最低持续公众持股量门槛（即25%，或于上市时联交所接受的较低最低百分比），有关门槛按现行计算基准计算。

下表概述了在设计日期或之后刊发上市文件的新申请人在过渡期内的持续公众持股量门槛（摘自谘询总结的附录八）：

	过渡性的相应修订		建议规定（见第3章第IV.A节）
	现有发行人	於实施日期或之后刊发上市文件的新上市发行人	所有发行人
所有发行人（中国发行人除外）	25%或联交所于上市时接纳的较低百分比 <sup>2</sup>	初始指定门槛（即介乎10%至25%的层级式百分比门槛）	初始指定门槛，或替代门槛（即1,000,000,000港元及10%）
无其他上市股份的中国发行人	25%或联交所于上市时接纳的较低百分比 <sup>3</sup>	初始指定门槛（即介乎10%至25%的层级式百分比门槛）	初始指定门槛，或替代门槛（即1,000,000,000港元及10%）
拥有其他上市股份的中国发行人（如A+H发行人）	25%，分子计入由公众人士持有的发行人证券总数（于所有受监管市场）	基於上市时新定制初始公众持股量门槛的最低规定百分比门槛（即10%或3,000,000,000港元）	新定制持续公众持股量门槛（即1,000,000,000港元或5%）

## 总结

对于上市申请人而言，评估新的层级式初始公众持股量和自由流通量规定对其首次公开招股结构和规模的影响至关重要。尤其是中国发行人，应当考虑新规则带来的影响，并确保发行足够的新H股以满足新的层级式公众持股量和自由流通量门槛。在规划分配和簿记建档时，上市申请人应当考虑更新后的簿记建档和公开认购部分规定，确保分配结构符合新规定。

上市发行人应当关注“公众人士”定义的修订内容，确保其有足够的股份由公众人士持有。特别是，上市发行人应审查其股份计划和受托人安排，以确保这些安排符合修订后的“公众人士”定义，尤其是在明确了受托人持有股份的处理方式之后。他们必须积极监控持续公众持股量水平，以确保在过渡期内持续符合规定，并做好准备以满足任何新的报告和披露义务，迎接持续公众持股量门槛谘询的结论。市值较大的发行人应考虑如何利用替代门槛提供的灵活性进行资本管理。了解任何公众持股量不足的后果也至关重要，有关后果可能包括加上特别股份标记，若未能纠正，可能导致除牌。

## 联系人

### 邓植之 (Terris Tang)

terris.tang@lw.com  
+852.2912.2719  
香港

### 王诗华 (See Wah (Mandy) Wong)

mandy.wong@lw.com  
+852.2912.2682  
香港

本出版物由瑞生国际律师事务所推出，旨在为客户和友好各方提供新闻资讯服务。所载信息不应视为法律意见。如需对相关主题进行更深入的分析或解释，请联系您通常咨询的律师。此联系邀请并不构成瑞生律师在未获授权执业的任何司法管辖区内提供法律服务的要约。请参阅我们的[律师广告和使用条款](#)。

## 尾注

<sup>1</sup> 这表示：(a) 就采用不同投票权架构的发行人而言，不同投票权股份将不包括在内；及(b) 就特殊目的收购公司而言，发起人股份（及发起人认股权证）将不包括在内。

<sup>2</sup> 聯交所先前曾因特殊情况而豁免部分發行人上市後遵守公眾持股量的要求。為避免疑問，該等豁免將繼續適用。

<sup>3</sup> 同上。