

Key Amendments to the Listing Framework of the Hong Kong Stock Exchange

Author: Donald YUM, Angus CHIU

一、引言

香港联合交易所有限公司（“**联交所**”）于2026年3月13日刊发《有关上市机制竞争力检讨的咨询文件》。2026年7月24日，联交所正式发布《有关上市机制竞争力检讨的咨询总结》，采纳咨询文件中的全部建议（经稍作修改及厘清），即日生效。

本次改革将降低不同投票权架构公司的上市门槛，让更多科技及创新企业能够以不同投票权架构上市；同时便利海外上市发行人来港作第二上市；为已商业化的生物科技及特专科技公司提供更大的上市路径灵活性；将保密递交申请的资格扩大至所有新申请人，以保护其商业敏感信息；并提升上市申请过程的透明度和问责性。

二、不同投票权架构公司——主要上市

（一）财务资格规定（《主板上市规则》第8A.06条）

不同投票权架构（WVR）的申请人的财务资格测试门槛已大幅降低。按照《主板上市规则》第8A章，WVR发行人须符合测试A（仅考虑预期市值）或测试B（考虑预期市值以及收入）。过去，测试A的市值至少为400亿港元，现下调至200亿港元；测试B的市值至少为100亿港元且收入至少为10亿港元，现下调至市值至少60亿港元且收入至少6亿港元。此项修订预期将让更多类型的创新公司能够采用不同投票权架构，同时由于经修订的门槛仍显著高于《主板上市规则》第8章的一般主板上市要求，投资者保障并未削弱。

（二）投票权比率上限（《主板上市规则》第8A.10条）

不同投票权股份的投票权比率上限仍维持10:1，但联交所现允许上市时市值达400亿港元或以上的申请人采用20:1的较高比率。此项修订旨在为曾透过多轮首次公开发售前融资而被大幅摊薄的超大规模公司创办人提供灵活性，同时透过现有保障措施（如日落条款、企业管治委员会、非不同投票权股份的投票权保留等）维持良好的企业管治水平。

（三）上市时最低经济利益要求（《主板上市规则》第8A.12条）

申请人首次上市时，其不同投票权架构受益人实益拥有其已发行股本（不包括库存股份）相关经济利益的占比，合计必须不少于10%。若相关经济利益涉及至少40亿港元的金额，则联交所可接受不同投票权受益人合共持有最低5%的经济利益（且申请人符合联交所的其他适合性要求）。此双重门槛（百分比加绝对金额）确保不同投票权受益人保留足够的“利益捆绑”，同时亦考虑到创办人在多轮融资后持股比例往往被摊薄至低于10%的实际情况。

（四）创新产业公司规定（《新申请人指南》第2.2章）

联交所已将“创新产业”测试细化为两条路径，将现有审阅惯例编成正式规定，为申请人提供更清晰的方向。路径X（新科技路径）要求申请人采用的科技本身具新颖性，或其对核心业务的新颖性具有重要作用。该路径下的申请人须具备以下特征中的至少两项：（i）研发为其预期价值的重大贡献因素并构成主要活动及开支；（ii）其成功归因于知识产权；（iii）相对于其有形资产价值，拥有超乎比例的市值或无形资产价值。

新增的路径Y（创新业务模式路径）则要求申请人的成功归因于其核心业务采用新的业务模式（该模式不一定由科技推动）。该路径下的申请人须同时符合两项条件：（i）于业绩记录期间，收入的复合年增长率至少达30%（或可使用联交所接纳的其他营运指标以证明达到同等增长率）；及（ii）在其行业中占有相对较高的地位。

此外，联交所扩大了自动被视为“创新产业”的申请人类别，因此相关申请人无需进行完整

的创新产业评估。就合格生物科技申请人（即完全符合《主板上市规则》第18A章的规定）及合格特专科技申请人（即完全符合《主板上市规则》第18C章的规定）而言，即使该等申请人并非根据第18A章或第18C章（视情况而定）申请上市，亦会被推定为创新产业公司。

（五）外界认可（《新申请人指南》第2.2章）

申请人必须已曾得到相当数额的第三方投资（不只是象征式投资），且有关投资须由最少一名资深投资者提供，并在进行首次公开招股时仍未撤回。就路径Y（创新业务模式路径）申请人而言：（i）申请人必须已获最少一名资深投资者作出相当数额的投资，而该投资连同于上市时向各资深投资者发售股份的任何所得款项，须使此等合计有关股份（或可换股证券）达到相当于申请人上市时已发行股本至少10%的数额；及（ii）若实际投资金额巨大，联交所可按个别情况接受较低的比率，并会考虑申请人于首次上市时的预期市值是否超过200亿港元以及联交所认为合适的其他因素。路径X（新科技路径）申请人并无设定类似量化的最低投资额门槛。

联交所就“资深投资者”的要求亦提供了更清晰的指引。联交所会按个别情况评估投资者是否属资深投资者，参考因素包括其相关投资经验，以及对相关范畴的知识和专业技能（可藉其净资产、管理资产总值、投资组合规模或投资记录（如适用）等予以证明）。就此而言，联交所通常会视乎投资者是否符合特殊目的收购公司或特专科技公司相关指引下的任何适用资格标准，而将其视为资深投资者。有关管理资产规模、基金或投资组合（视属何情况而定）的规模，应提供截至以下日期的资料：（i）有关投资者对申请人作出投资的最终协议签署之日前的六个月内；及（ii）上市申请日期前的六个月内。

三、海外发行人——第二上市

（一）不同投票权架构发行人（《主板上市规则》第19C.05条）

具有不同投票权架构的海外发行人申请第二上市的财务资格门槛，现已与不同投票权主要上市的新门槛看齐，即测试A为上市时预期市值至少200亿港元，测试B为上市时预期市值至少60亿港元且最近一个经审计财政年度收入至少6亿港元。

（二）非不同投票权架构发行人（《主板上市规则》第19C.05A条）

对于没有不同投票权架构的海外发行人，在合资格交易所上市、具备两年良好合规记录的海外发行人的市值门槛由100亿港元下调至60亿港元；而在合资格交易所或认可证券交易所上市、具备五年良好合规记录的海外发行人的30亿港元市值门槛则维持不变。

四、首次上市规定及上市安排

（一）拥有权和控制权延续性（《主板上市规则》第8.05条）

联交所已将现有指引编入《上市规则》。若申请人能向联交所证明，尽管在紧接上市前最少最近一个经审计财政年度内（“有关期间”）出现控股股东/最大股东变动，但并无对管理层的影响力造成重大改变，则该申请人将被视为已符合拥有权和控制权延续性规定。此项修订侧重于管理层影响力的实质延续性，而非形式上的股权延续性，从而配合在不存在包装业务的问题的情况下进行首次公开发售前的重组及多轮融资。

（二）财务报告准则 -- 美国公认会计原则的使用（《主板上市规则》第19.14条、第19.25A条、第19C.10D条、第19C.23条及附录D2）

联交所已扩大容许使用美国公认会计原则的范围。适用范围扩大至涵盖在美国上市母公司的附属公司申请在联交所上市，以及在美国有大量业务运营的公司。过往，美国公认会计原则仅适用于已在或寻求在美国上市的申请人。同时，使用美国公认会计原则的美国上市发行人若其后从美国退市须转用《香港财务报告准则》或《国际财务报告准则》编制财务

报表的规定已被取消。此举消除了发行人考虑来港上市或转为主要上市的一项重大合规负担和障碍。此外，为未经审计中期财务报告编制的对账表不再需要经审计师“审阅”，即审核委员会的监督已被认为足够。此项修订使对账表的保证水平与相关中期财务报表的保证水平看齐，降低了合规成本和行政负担，对与香港及美国均有关联的发行人更具吸引力。

（三）已商业化的生物科技及特专科技公司（《主板上市规则》第18A章及第18C章；《新申请人指南》第2.3章及第2.4章）

在原有规则下，能够符合《主板上市规则》第8章任何一般财务资格测试的生物科技公司及特专科技公司，必须根据第8章（而非第18A章或第18C章）申请上市。然而，新规则允许该等“合资格特专公司”（即符合《主板上市规则》第8章任何财务资格测试的生物科技公司或特专科技公司）选择根据适用的特专章节（第18A章或第18C章）申请上市，这对取得商业成功的生物科技公司及特专科技公司而言更具灵活性及吸引力。

虽然已商业化生物科技公司可根据第18A章申请上市，惟相关规则与适用于一般未商业化生物科技公司的规则存在若干差别，主要包括：（i）业绩记录期将由两个财政年度延长至三个财政年度；（ii）上市集资须主要用于研发核心产品，以将其推出市场的规定不适用；（iii）上市前六个月已获至少一名资深投资者为申请人提供相当数额的第三方投资的规定不适用；（iv）须就每项核心产品在上市文件中显眼位置作出示警，告诫投资者有关核心产品最终不一定能够成功开发及上市的规定不适用；（v）须在股份名称上加上股份标记“B”的规定不适用；及（vi）适用于生物科技公司在首次公开招股中向现有股东及 / 或其紧密联系人配售股份的条件不适用，然而现有股东及 / 或其紧密联系人可以依靠《新申请人指南》第 4.15 章的“规模豁免”（即发售总价值在超额分配前至少为10亿港元、分配予现有股东及其紧密联系人的所有证券不超过所发售证券总数的30%、申请人的每名董事、最高行政人员、控股股东及（如为中国发行人）监事必须确认，彼等及彼等各自的紧密联系人未有依据规模豁免获分配证券）进一步认购或购买首次公开招股证券。

虽然已商业化特专科技公司可根据第18C章申请上市，惟相关规则与适用于一般未商业化特专科技公司的规则存在若干差别，主要包括：（i）须已获资深独立投资者相当数额的投资规定以及有关资深独立投资者的禁售规定均不适用；（ii）上市文件封面或封面内页必

须显眼而清晰地展示警告声明的规定不适用；及（iii）适用于特专科技公司在首次公开招股中向现有股东及 / 或其紧密联系人配售股份的条件不适用，然而现有股东及 / 或其紧密联系人可以依靠上述规模豁免进一步认购或购买首次公开招股证券。此举为已达商业成熟的发行人提供了重大的灵活性。

（四）非公开递交上市申请（保密递表） -- 扩大至所有申请人（《主板上市规则》第12.01A条、第20.25条；《主板上市规则》第22项应用指引；《新申请人指南》第6.4章）

联交所已将保密（非公开）呈交上市申请选项扩大至所有新申请人，不再仅限于第二上市、生物科技或特专科技公司。若申请人最初选择非公开呈交，其后可在聆讯后资料集刊发前自愿选择刊发更新版申请版本，但须遵守额外的免责声明及警告声明，包括说明该文件待批拟稿且仍须经联交所及证监会审阅、登载经更新申请版本纯属申请人的自行选择而并不表示审核工作的进度等。此项改革将能够更有效地保护申请人的商业敏感信息（如营运策略、专有技术、上市计划），避免过早披露。

（五）优化退回机制 -- 申请材料“并非大致完备”时（《主板上市规则》第9.03条；《新申请人指南》第6.2章）

为加强问责性和透明度，联交所已优化退回机制。当上市申请因“并非大致完备”而被退回时，联交所将在其指定网页上公开申请人、保荐人及其他参与准备申请材料的专业机构（包括法律顾问、行业顾问、申报会计师、独立核数师等）的名称及角色，且申请人须自发回日期起计不少于8周后方可重新提交申请。此项规定同样适用于选择了非公开申请的申请人。

五、总结及对潜在上市申请人的影响

总体而言，本次改革是香港巩固其作为全球领先上市地的关键一步，既提升市场竞争力与

灵活性，也为创新及高增长企业营造更有利的融资环境。改革对科技、生物科技及新经济公司，以及考虑来港上市的海外发行人具有重大影响。潜在上市申请人应仔细评估新制度，并考虑改革对其上市策略、合资格性及时间表的影响。

本文作者



陈嘉信 (Philip CHAN)

合伙人 Partner

philipchan@haiwen-law.com



扫描二维码
查阅律师简历

Scan QR Code for Attorney Profile



陈 敏 (Isaac CHEN)

国际合伙人 International Partner

isaacchen@haiwen-law.com



扫描二维码
查阅律师简历

Scan QR Code for Attorney Profile



任冠彤 (Donald YUM)

香港助理律师 Hong Kong Assistant Solicitor

donaldyum@haiwen-law.com



赵倬晞 (Angus CHIU)

香港实习律师 Hong Kong Trainee Solicitor

anguschiu@haiwen-law.com

声明：本文不代表海问律师事务所对于任何相关问题的法律意见，如您需要法律意见或专业分析，请咨询本文相关作者。如需转载或引用该文章的任何内容，请注明出处。未经本所书面同意，不得转载或使用该文章中包含的任何图片或影像。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。

2026-07-27

