

香港联交所放宽首次公开招股 的公众持股量规定并改革首次公开 招股市场定价流程

2025年8月



上周五（2025年8月1日），香港证券交易所（“**联交所**”）就其2024年12月的《建议优化首次公开招股市场定价及公开市场规定》咨询文件刊发总结（“**《咨询总结》**”）。在获得市场广泛支持后，联交所已基本采纳相关建议，并根据市场反馈作出了若干修订和澄清。

新规定已于**2025年8月4日**¹正式生效。本简报重点概述经《咨询总结》修订后的若干关键新要求。

此外，联交所正在就适用于上市发行人的公众持股量规定的详细修订方案展开为期两个月的进一步咨询。该进一步咨询的反馈截止日期为**2025年10月1日**。相关内容请参阅我就进一步咨询另行发送的**简报**。

若您希望就新规的任何方面或正在进行的咨询展开深入讨论，请联系您在年利达律师事务所的惯常联系人。

首次公开招股时的公开市场规定

自由流通量

新的自由流通量规定现已适用于所有新的主要上市（而非第二上市），坚持确保新上市股份的充足流动性原则，并设立不受禁售限制且上市后即可自由交易的最低股份数量。这一新标准取代了此前仅适用于生物科技公司 and 特专科技公司（“**特专科技公司**”）在首次公开招股时的强制自由流通量规定。现在，无论处于哪个行业领域，所有新的主要上市均适用相同的自由流通量标准。

目录

首次公开招股时的公开市场规定	1
对首次公开招股发售机制作出的修订	5
主要联系人	8

¹ 新规定适用于在2025年8月4日或其后刊发上市文件的新申请人。

首次公开招股时最低自由流通股份量的定义

为满足关于香港首次公开招股的新的自由流通量规定，仅以下股份可计入所要求的最低股份数量：

> 合资格股份：

- (a) 必须由公众持有；及
- (b) 必须不受任何处置限制的约束 — 不论是由合约、《上市规则》、适用法律或其他规定所施加。只有在联交所上市时已发行的股份才计入最低自由流通量。

> 除外股份：

- (a) 在上市时尚未发行的股份，例如在行使超额配股权后拟发行的股份（“**超额配股权股**”）；
- (b) 受托人根据参与人涉及奖励或期权的股份激励计划持有的股份（不考虑其是否被视为由公众持有）；及
- (c) 库存股。

最低自由流通量门槛及/或其市值

在上市时，发行人必须确保其自由流通量达到适用的门槛。

> 除中国发行人外的所有发行人

- > 至少占寻求上市的相关类别股份总数量的**10%**，且预期市值至少为**5000万港元**；或
- > 预期市值为**6亿港元**或以上。

> 若中国发行人没有其他上市股份

- > 至少占H股所属类别已发行股份总数的**10%**，且预期市值至少为**5000万港元**；或
- > 预期市值为**6亿港元**或以上。

> 若中国发行人拥有其他上市股份（如A股）

- > 至少占H股数量所属类别已发行股份总数的**10%**，预期市值至少为**5000万港元**；或
- > 预期市值为**6亿港元**或以上。

（注：以上修订反映了与最初建议相比的最终规则变化。）

公众持股量

联交所已采纳了关于首次公开招股公众持股量规定的拟议分层结构，但是删除了原建议中的D层级，因为该层级仅适用于极少数首次公开招股申请人。联交所认为，对于所谓的“超大型”发行人（其市值极高），更适合逐个对其进行公众持股量规定的评估。

适用范围

- > 新的分层结构适用于所有首次公开招股发行人，但受限于另一套特定规则的A+H中国发行人除外。详情参见下文的表B。
- > 分层结构适用于新上市的任何类别的股本证券（包括股份、可转换股本证券、期权和权证）。其目的是促进这些证券在上市后立即进入一个公开且可流通的市场。

酌情豁免

联交所保留酌情权，若上市时相关类别证券预期市值远远超过450亿港元，可在个案基础上豁免其严格遵守新的首次公开招股公众持股量规定。

分层结构门槛

各层级的具体百分比和市值要求详见表A。

表A

本表中修订之处反映了与最初建议相比的最终规则变化。

层级	上市证券类别于上市时预期市值	上市时公众持有该证券类别最少须占百分比
A	≤60 亿港元	25%，公众持有的有关证券的预期市值至少为 1.25 亿港元
B	>60 亿港元至≤300 亿港元	以下较高者：(i) 使公众持有的有关证券的预期市值相当于 15 亿港元的百分比；及 (i) 15%
C	>300 亿港元至 ≤700 亿港元	以下较高者：(i) 使公众持有的有关证券的预期市值相当于 45 亿港元的百分比；及 (ii) 10%
D	>700 亿港元	以下较高者： (i) 使公众持有的有关证券的预期市值相当于 70 亿港元的百分比，及 (ii) 5%

注：

- > 在计算证券在首次公开招股时的预期市值时，发行人应仅计算寻求上市的证券类别以及在上市时已发行的证券。超额配售权股和库存股应当排除在外。
- > 目前规定是：(a) 上市时必须至少有300名股东及(b) 在公众人士持有的证券中，由持股量最高的三名公众股东实益拥有的百分比不得超过50%。这两项规定将保持不变。

下文表B汇总了适用于非中国发行人、具有不同投票权架构的发行人及SPACs以及中国发行人（无论是否有A股上市）的现行和新采用的首次公开招股公众持股量和自由流通量要求。这些信息从《咨询总结》的表11中摘录出来。修订部分反映了与最初建议相比的最终规则变化。

表B

			现行初始公众持股量规定	初始公众持股量新规定	初始自由流通量新规定	
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			
	门槛		25%（或若预期总市值于上市时超过 100 亿港元，则为 15%至 25%）	层级式门槛， 介于 5 10%至 25%	10%及市值至少 5000 万港元（或市值 6 亿港元）	
具有不同投票架构的发行人及 SPAC	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	拟上市类别之发行股份（或证券）总数 ²		
	门槛		25%（或若预期总市值于上市时超过 100 亿港元，则为 15%至 25%）	层级式门槛， 介于 5 10%至 25%	10%及市值至少 5000 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			
	门槛		25%（或若预期总市值于上市时超过 100 亿港元，则为 15%至 25%）	层级式门槛， 介于 5 10%至 25%	10%及市值至少 5000 万港元（或市值 6 亿港元）	
拥有单一类别股份的 A+H 发行人	公众持股量	百分比 计算基准	分子	由公众人士持有之 A 股及 H 股	删除当前要求	(不适用)
			分母	已发行股份总数		
		门槛		25%		
	最低 H 股	百分比 计算基准	分子	由公众持有之 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		
门槛		15%	10% @ (或市值 30 亿港元)	5 10%及市值至少 5000 万港元（或市值 6 亿港元）		

Ⓐ 对于依赖该市值门槛来满足首次公开招股公众持股量规定的中国发行人而言，它们必须满足上市后最低公众持股量百分比，即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市值所得的百分比。

² 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SPAC而言，发起人股份（及发行人认股权证）将不包括在内。

哪些人士不会被视为“公众”的一部分

另外两类股东将不被视为“公众”的一部分。下文将对照《上市规则》第8.24条在修订前对“公众”作出的解释，重点强调新的规定。

- > 核心关连人士（即董事、最高行政人员、主要股东、（就中国发行人而言）监事或任何该等人士的紧密联系人）。
- > 任何由发行人（或其任何附属公司）或核心关连人士资助购买发行人股份的人士。
- > 惯常听取发行人（或其任何附属公司）或发行人的核心关连人士发出的关于处置其所持发行人股份的指示的任何人士。
- > 以库存方式持有自己股份的发行人。

根据公众持股量规定处理受托人持有的股份

对于受托人代表股票期权或奖励计划的参与者而持有的股份，目前在公众持股量计算中受到更加严格的监管。联交所相信，由于这些股份通常不参与活跃交易，因此这些股份并不会对建立香港公开市场作出帮助。然而，联交所将容许独立受托人代表独立计划参与者（两者均为非核心关连人士）持有的股份被视为公众持有的股份。

对首次公开招股发售机制作出的修订

香港首次公开招股的典型发售机制框架（包括配售指引、回补机制、联交所刊发的多份指引，以及市场惯例）已作出修订以优化首次公开招股市场定价流程，并且已进行更新从而使香港更好地与其他国际市场的惯例保持一致。以下是对典型的香港首次公开招股发售机制若干关键变动的总结。

基石投资禁售期

- > 联交所维持了基石投资者六个月强制禁售期要求不变。
- > 联交所决定不实施“分阶段解除限售”方案。市场参与者并未就放宽六个月禁售期达成共识。此外，采取其他措施有助于解决因股票“挤压代发”而引起的股价波动担忧。联交所认为维持现有基石投资者禁售期是审慎之举。

配售（建档）部分

- > **对本部分（不包括特专科技公司）的最低分配：**已引入新的最低分配要求，即须将最初发售股份的至少40%（从建议的50%下调）分配予配售（建档）部分（不包括基石投资）。该计算不包括超额配售权股和任何发售规模调整。此项变更旨在确保向机构投资者提供较大比例的发售股份，而机构投资者作为“定价者”，预计将会提升首次公开招股市场定价流程的质量和透明度。
- > **特专科技公司的最低分配：**由于特专科技公司的独特性，现行针对特专科技公司的更为严格的最低分配要求将继续适用。
- > **删除两项原有规定：**不再要求每配售100万港元的证券须由不少于三名人士持有。同时也取消了每次配售的证券至少要有100名承配人的要求。只要分配过程符合《证监会持牌人或注册人操守准则》，这两项原有规定的删除将给予承销团队更大的灵活性。

公开认购部分

全面修订初订分配及回补机制：联交所已推出修订框架，允许首次公开招股发行人就公开认购部分的股份初订分配与相关回补流程在两个机制中任选其一。此项调整是在广泛听取市场对最初建议的反馈后作出的。

机制A

本表的修订之处反映了与最初建议相比的最终规则变化。

	初订分配比例	公开认购部分超额认购倍数		
		≥40 15 倍至<50 倍	≥50 倍至<100 倍	≥100 50 倍
分配予公开认购部分的发售股份最低百分比	5%	<u>15</u> 40%	<u>25</u> %	<u>35</u> 20%

机制B

将发售股份的至少10%分配予公开认购部分，并不触发回补机制。

意见

- > **机制A — 修订后的PN18回补：**机制A保留了熟悉的PN18回补机制，但是调低了因散户强大需求而触发的强制再分配百分比。对于采用机制A的首次公开招股发行人，对不同部分的分配将随着公开认购部分的超额认购水平而变化。

	初订分配	公开认购部分超额认购倍数		
		≥15 倍至<50 倍	≥50 倍至<100 倍	≥100 倍
公开认购部分	5%	15%	25%	35%
配售（建档）部分	40%（硬性规定）			
基石部分	55%	45%	35%	25%

若基石投资者事先同意认购超过初始发售股份的25%，则其可获分配的发售股份数量可能按比例缩减。

对于发售规模极大的首次公开招股发行人，它们可以继续沿用现行做法，即向联交所申请个别豁免遵守指定的分配机制（以调整规定的分配百分比。联交所保留了“典型的PN18豁免”，并且《新上市指南》中的豁免授予标准100亿港元仍作为“发售规模极大”的基准。

- > **机制B：**该机制为三个主要部分提供了明确而灵活的发售股份分配的结构。通过引入不低于40%的建档（配售）部分的分配硬性规定，公开认购部分与基石投资合计可获得的最高初订分配将控制在发售的60%以内。在此60%的限额范围内（但须遵守联交所决定在修订后保留的公开认购部分的分配上限），首次公开招股发行人可自主制定公开认购与基石部分的最佳股份分配比例。

增加灵活性 — 联交所认识到，超大型首次公开招股可能需要较低的散户分配比例。发售规模极大的发行人可以申请豁免所规定的10%初订分配比例。

- > **特专科技公司 — 没有变动：**由于特专科技公司的明显特点，特专科技公司既不适用机制A也不适用机制B。此前在第18C.09条中为其设计的专门机制保持不变。

不允许灵活上调首次公开招股发售价

联交所决定保持香港首次公开招股流程在发售价设定和调整方面的相对稳健性。具体而言：

- > 若首次公开招股发行人拟将最终发售价定于价格区间上限之上，则须发布补充招股章程，此举将导致上市时间表延后。
- > 联交所决定不推进将指示价格区间的上下限允许差额从30%缩减至20%的建议。维持现行最高30%差额的规定。

首次公开招股发行人在设定价格区间时须审慎判断，若预期市场需求强劲应预留充足空间，因为建档后上调发售价在操作上存在困难。

配售指引

配售指引已按建议进行更新，仅作细微修改以明确相关要求。

主要联系人



许文嘉 (Christine Xu)

大中华区股权资本市场业务部主管，
合伙人，香港特别行政区
电话: (+852) 2842 4128
christine.xu@linklaters.com



陈伟邦 (Donnelly Chan)

合伙人，香港特别行政区
电话: (+852) 2901 5071
donnelly.chan@linklaters.com



郑志豪 (Roger Cheng)

合伙人，香港特别行政区
电话: (+852) 2901 5282
roger.cheng@linklaters.com



李家栋 (Lipton Li)

合伙人，（年利达有限合伙律师事务所，英格兰及威尔士），注册外地律师（纽约州），香港特别行政区
电话: (+852) 2901 5013
lipton.li@linklaters.com



钟晴川 (Oliver Zhong)

特别高级顾问及新经济团队负责人（大中华区），香港特别行政区
电话: (+852) 2842 4132
oliver.zhong@linklaters.com



唐嘉雯 (Queenie Tong)

顾问，香港特别行政区
电话: (+852) 2901 5096
queenie.tong@linklaters.com



陈澍森 (Samson Chan)

顾问，上海
电话: (+86) 21 2891 1813
samson.chan@linklaters.com



曾智健 (Gary Tsang)

顾问，香港特别行政区
电话: (+852) 2901 5391
gary.tsang@linklaters.com

关于一般性询问，请联系：

年利达律师事务所

中国香港特别行区遮打道

历山大厦 11 楼

电话: +852 2842 4888

传真: +852 2810 8133/2810 1695

www.linklaters.com

本刊物仅旨在重点列出相关事项，并不全面，也不提供法律意见。如果贵方对本报告陈述的内容或其他法律问题有任何疑问，请联系贵方在年利达的日常联系人或本刊编辑。

© Linklaters。保留一切权利 2025

年利达律师事务所接受香港律师会的监管。年利达律师事务所在香港特别行政区的负责人、律师和注册外国律师的具体名单可在其位于中国香港遮打道历山大厦11楼的注册办事处查询。年利达律师事务所附属于年利达有限合伙律师事务所（Linklaters LLP），后者是一家在英格兰和威尔士注册的有限合伙企业，注册号码：OC326345。“合伙人”一词用于年利达有限合伙律师事务所时，指年利达有限合伙律师事务所的成员（member），或指年利达有限合伙律师事务所或其任何一家附属律师事务所或实体的具有相应地位和资质的雇员或者顾问。年利达有限合伙律师事务所的成员以及视同其合伙人的非成员的具体名单及他们的专业资格可在年利达有限合伙律师事务所位于One Silk Street, London EC2Y 8HQ, England的注册办事处或www.linklaters.com查询。请登入www.linklaters.com/regulation了解年利达有限合伙律师事务所在监管方面的重要信息。

本文件含有机密和专有信息。提供本文件的条件是须将本文件的内容保密，未经年利达律师事务所事先书面同意，不可向任何第三方披露本文件的内容。

3213387626