



联交所就优化首次公开招股市场定价及公开市场规定进行咨询

2024 年 12 月 19 日，香港联合交易所有限公司（“联交所”）发布了一份咨询文件¹（“咨询”），就优化首次公开招股市场定价及公开市场规定的建议征求市场反馈意见。该建议旨在确保联交所的上市机制对现有及潜在发行人具有吸引力和竞争力。具体措施包括：

- 检讨对公开市场要求的规定，确保发行人在上市时有足够的股份供公众投资者交易；与此同时，放宽若干对公众持股量限制的规定（若按金额价值计，现行规定的数额可能非常庞大）。
- 优化首次公开招股市场定价流程的建议旨在增加“具议价能力”投资者的参与，以减少最终发售价与在上市后的实际交易价格之间存在较大差距的情况。

主要建议列表

公开市场规定

- 公众持股量计算** — 仅参考该类证券总数厘定公众持股量百分比（不考虑在香港境外上市的股票）
- 初始公众持股量** — 将初始公众持股量门槛分成不同级别
- 持续公众持股量** — 就适当持续公众持股量要求（包括发行人于上市后是否应获得更大灵活性以维持较低的公众持股量水平）征求意见
- 自由流通量** — 对所有新申请人应用自由流通量规定：
 - 市值至少为 5,000 万港元，占寻求上市的类别已发行股份总数至少 10%；或(b) 市值至少为 6 亿港元
- A + H 发行人** — 将 A + H 发行人必须在香港上市的股份的相对比例最低门槛降低至：
 - 占 H 股所属类别股份总数至少 10%；或(b) 于上市时的预期市值至少为 30 亿港元

首次公开招股市场定价

- 基石投资** — 就保留现有的六个月禁售期规定或允许分段解除禁售征询市场意见
- 建簿配售部分** — 要求发行人将至少一半的发售股份分配予建簿配售部分
- 公开认购部分** — 减少首次公开招股向公开认购部分的分配和强制回补机制，允许：
 - 初始分配 5%，强制回补机制最终分配不多于 20%；或(b) 首次公开招股至少初始分配 10%，不设回补机制
- 灵活定价机制** — 允许上调定价灵活性，比发售价范围上限高不多于 10%

¹ 联交所咨询文件，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/December-2024-Optimise-IPO-Price/Consultation-Paper/cp202412_c.pdf

关于公开市场规定的主要建议

1. 公众持股量的计算

联交所建议，在计算公众持股量百分比时，应参照寻求上市的相关证券类别的总数（即，就中国发行人而言，公众持股量百分比的分子将只参照其 H 股计算）。

目前，就计算公众持股量百分比而言，已发行但于其他受监管市场上市股份（例如在中国证券交易所上市的 A 股）也计入分子，即使该等股份不能与香港上市股份互换，亦因此不会对建立香港公开市场作出帮助。建议将确保计算公众持股量的分子时只会计算那些对联交所建立公开市场有帮助的证券。

2. 初始公众持股量

联交所建议以层级式初始公众持股量门槛取代现有的初始公众持股量门槛：

层级	相关证券类别于上市时预期市值	由公众持有的相关证券类别最少须占百分比
A	≤60 亿港元	25%
B	60 亿港元至 300 亿港元	以下较高者：(i) 使公众持有的有关证券的市值相当于 15 亿港元的百分比；及(ii) 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市值相当于 70 亿港元的百分比；及(ii) 5%

A 级和 B 级分别与目前 25% 初始公众持股量门槛和 15% 公众持股量豁免门槛相同，而增设 C 级和 D 级旨在确保联交所对大型及特大型市值发行人而言仍是具吸引力的上市地点。10% 及 5% 的百分比门槛可使我们的公众持股量规定更贴近国际证券交易所的相关规定。

联交所指出，与其他国际证券交易所相比，联交所当前的初始公众持股量门槛相对较高。联交所应按个别情况来决定是否给予豁免，当中的不确定性亦可能导致部分申请人选择其他上市地点。该建议将让上市申请人（尤其是特大型市值新申请人）对上市时须达到的最低公众持股量要求可以更确定，也减少新申请人申请豁免的需要。

若建议的分层级初始公众持股量门槛获市场支持，联交所将就制定持续的公众持股量要求征询市场意见。对初始公众持股量及持续公众持股量的建议变更将同时实施，且仅在相关进一步咨询结束后方可实施。

3. 持续公众持股量

联交所现就发行人在上市后应否有灵活度以低于上市时的规定水平维持其公众持股量；及应否保持现行将公众持股量低于规定水平的发行人停牌的监管方向寻求意见。

现时，无论发行人的市值在上市后上升抑或下跌，其必须维持与上市时相同的公众持股量。若发行人的公众持股量低于 15%，联交所会将其股份停牌。当证券仍可能存在公开市场时，此举剥夺了股东的交易能力。此外，如果上市发行人进行若干企业交易（例如股份购回）将会导致违反持续公众持股量规定，即使有关交易可能有利于发行人及其股东，发行人可能不愿意进行有关交易。

4. 自由流动量

联交所建议要求所有新申请人确保寻求于联交所上市股份类别部分由公众持有，且于上市时不受任何售股限制。

此由公众人士持有的自由流通量须：

(a) 占寻求上市的相关股份类别的数目至少 10%，预期市值至少为 5,000 万港元；或 (b) 于上市时的预期市值至少为 6 亿港元。

发行人上市后，其部分股东出售所持股份可能会受到限制，包括适用法律法规所规定的限制以及合同约定下的禁售。目前，联交所并无规定当中部分股份不受禁售限制。如公众持股量之股份中有大部分由受禁售限制的股东持有，相关股份在上

市后一段时间无法进行买卖，这可能对上市后建立活跃交易市场造成负面影响。该建议旨在确保公众持有充足的股份数量可供上市后交易，以便在上市后建立一个活跃的交易市场。

5. A + H 发行人

联交所建议，对中国发行人（以及拥有其他股份类别于海外上市的发行人）降低在联交所发行股份总数的最低 15% 门槛。取而代之的规定是，发行人寻求于联交所上市的股份于上市时必须：(a) 占已发行股份²（不包括库存股份）总数的至少 10%；或 (b) 具有至少 30 亿港元的预期市场价值。

该等最低门槛规定旨在确保发行人有相当比例的证券将于联交所上市，以吸引“重大规模”的投资者兴趣。利益相关者表示，最低 15% 门槛对于总市值非常大的发行人（尤其是 A + H 发行人）而言过高，因此可能会减低他们来香港上市的意愿。该等发行人可能并无筹集如此大量资金的即时需要，而规模较小的发售规模可能更符合其商业需要。此等建议旨在解决上述问题，同时确保最低门槛仍代表一个有意义的金额，足以吸引“重大规模”投资者对该等发行人在香港上市的证券的兴趣。

关于首次公开招股市场定价的主要建议

6. 基石投资

联交所正就以下两个选项寻求市场意见：(a) 维持目前至少六个月的禁售规定；(b) 允许进行分阶段的解除限售安排，使至少：(i) 向基石投资者配售的所有首次公开招股证券将须遵守上市日期后三个月的禁售期；及 (ii) 向基石投资者配售的 50% 首次公开招股证券将须遵守自(a) 所述期间届满当日起计三个月的禁售期。

对潜在投资者来说，基石投资者为首次公开招股带来信心，因为其愿意在初期认购股份以及接受六个月的禁售约束。然而，由于市场预期基石投资者可能于禁售期届满后尽快出售股份（即抛售股份），因此大型基石配售部分的上市发行人的股价于六个月禁售期届满后可能会波动。该建议或将减轻解除限售对股价大幅波动的影响，并改善上市后的流动性，但也可能更频繁地触发抛售股份，导致波动风险增加。

7. 建簿配售部分

联交所建议将首次公开招股中初始发行的股份总数的至少 50% 分配予建簿配售部分的投资者。

由于建簿承配人在厘定最终发售价的过程中会表示其愿意支付的价格及其愿意认购的股份数目，该等投资者为首次公开招股中的关键“定价者”。然而，联交所并没有对首次公开招股必须分配至建簿配售部分的股份比例设任何最低要求。这意味着，建簿配售部分的规模有机会过小而无法切实影响最终的首次公开招股定价。该建议有助于确保向建簿配售部分的投资者进行有意义的分配，这将有助于优化首次公开招股建簿配售部分的“定价”功能。

8. 公开认购部分

联交所建议以以下选项取代现行规定（最低初订分配为向公开认购部分发行发售股份的 10%，回补机制³最终分配不多于 50%）：

- (a) 最低初订分配为向公开认购部分发行发售股份的 10%，不设回补机制；或
- (b) 最低初订分配为向公开认购部分发行发售股份的 5%，回补机制最终分配不多于 20%（见下文）

	初订分配份额	公开认购部分超额认购倍数	
		≥10 倍至<50 倍	≥50 倍
分配予公开认购部分的发售股份最低百分比	5%	10%	20%

² 若新申请人为有其他上市股份的中国发行人（如 A+H 发行人），则其寻求于联交所上市的 H 股于上市时必须占 H 股所属类别股份总数的至少 10%。

³ 若公开认购部分存在显著超额需求，发行人须将原分配予建簿配售部分的首次公开招股股份转分配至公开认购部分。

公开认购部分的最低分配规定连同回补机制，减少了可分配至建簿配售部分的主要定价者的股份比例。面对相关情况，发行人可能会选择将最终的首次公开招股发售价定得较高，即使建簿配售部分可能只有小部分投资者接受该价格，导致上市后股价表现不佳的风险增加。此外，回补机制将导致建簿投资者未能确定其是否将会获得最初表示愿意购买的分配份额，这可能会减低其参与香港首次公开发售的意愿。

9. 灵活定价机制

联交所建议扩大现行灵活定价机制，允许上市申请人在招股章程发布后上调最终的发售价，最多为高于指示性发售价或发售价范围上限的 10%。

目前，新申请人仍可在上市前将最终发售价定为低于指示性发售价（或发售价范围下限）不超过 10%，而毋须延迟上市或刊发补充招股章程。然而，若要将首次公开招股定价为高于指示性发售价（或发售价范围），新申请人仍须刊发补充招股章程并延迟上市时间表。该建议旨在为上市申请人提供灵活性以应对意外市况或需求与为投资者决定是否参与首次公开招股提供有意义指引之间取得适当平衡。

交易所还提出了一项选择性参与安排，允许公开发售认购人在最终发售价调整后选择是否认购股份，从而允许投资者可根据自身风险偏好决定是否参与灵活定价机制。

公众咨询期

联交所诚邀公众人士就有关建议提供意见，公众咨询期截至 2025 年 3 月 19 日（星期三）。联交所会在考虑本文件收到的意见或回应后，刊发咨询总结及《上市规则》修订的最终版本。

如阁下对本期内容有任何疑问，欢迎联系以下资本市场合伙人。

刘国贤

主管合伙人
资本市场及执业技术
毕马威中国
电话：+852 2826 8010
电邮：paul.k.lau@kpmg.com

刘大昌

合伙人，
香港资本市场组主管
毕马威中国
电话：+852 2143 8876
电邮：louis.lau@kpmg.com

邓浩然

合伙人，资本市场组
毕马威中国
电话：+852 2833 1636
电邮：mike.tang@kpmg.com

文肇基

合伙人，资本市场组
毕马威中国
电话：+86 10 8508 5548
电邮：terence.man@kpmg.com

谭晓林

合伙人，资本市场组
毕马威中国
电话：+852 2978 8188
电邮：elton.tam@kpmg.com

kpmg.com/cn

本通讯所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本通讯所载资料行事。

© 2025 毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，是与毕马威国际有限公司（英国私营担保有限公司）相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球组织中的独立成员所经许可后使用的商标。