NORTON ROSE FULBRIGHT

联交所竞争力检讨：优化上市机制的重点改革措施

香港联合交易所有限公司（**联交所**）于 2026 年 7 月 24 日刊发了有关第一阶段上市机制竞争力检讨的咨询总结（**《咨询总结》**）。相关改革旨在通过拓宽上市渠道，吸引更多类型的发行人来港上市，同时继续维持稳健的投资者保障制度，从而进一步提升香港作为上市平台的竞争力。

主要改革措施聚焦于：

A. 优化不同投票权制度；

B. 改进海外上市发行人的赴港上市途径，尤其是第二上市；及

C. 完善首次上市规定及上市安排。

上述修订自《咨询总结》公布之日起**即时生效**。本文旨在阐述联交所在《咨询总结》中提出的各项主要修订，以供参考。

A. 不同投票权上市架构

联交所已落实改革措施，大幅降低申请人以不同投票权架构上市所须符合的财务资格门槛，同时提高投票权比率安排的灵活性，并优化创新性测试及外界认可要求。

尽管联交所已如下文所述放宽了不同投票权制度的若干规定，但其重申“一股一票”的原则对维护股东权益公平仍然重要，并继续将此原则视为最理想的公司治理模式。[1]

1. 财务资格门槛

测试	修订前规定	新规定2
不同投票权测试 A	市值 ≥ 400 亿港元	市值 ≥ 200 亿港元
不同投票权测试 B	市值 ≥ 100 亿港元 **及** 收入 ≥ 10 亿港元（经审计的最近一个财政年度）	市值 ≥ 60 亿港元 **及** 收入 ≥ 6 亿港元（经审计的最近一个财政年度）

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。

在新修订出台前，联交所规定的相关财务资格门槛与其他实施类似上市制度的市场相比，属于最高水平之一[3]。新规定实施后，不同投票权测试 A 的门槛下调了 50%，而不同投票权测试 B 的门槛则下调了 40%。修订后的门槛总体上与上海证券交易所及深圳证券交易所主板的可比要求大致接轨，并显著高于联交所主板常规上市路径的相关要求（最高为 40 亿港元），从而确保不同投票权的上市架构不会取代传统主板上市制度成为市场常态。

2. 投票权及经济利益

	修订前规定	新规定
最高投票权比率	上限为 10 比 1	如申请人于上市时市值 ≥ 400 亿港元，比率上限可提高至 20 比 1[4]
最低经济利益	上市时的不同投票权持股占比 ≥10%（或按个别情况批准较低的比率）	如果上市时不同投票权持股金额 ≥ 40 亿港元，持股占比可降低至 ≥5%[5]

尽管联交所放宽了不同投票权比率的上限，使其不同投票权制度与英美等国际市场的相关制度更趋一致，但相关放宽措施仅适用于上市时市值达到 400 亿港元门槛的申请人。同样，最低持股占比降至 5%的安排亦须满足相应的市值最低标准规限。这些措施均旨在确保相关宽免适用于规模较大的申请人，从而维护联交所的监管原则。

3. 创新性及外界认可要求

	修订前规定	新规定
创新产业公司测试	申请人必须证明其为“创新产业”公司	明确涵盖采用不同投票权架构上市的非科技创新类申请人，并提供两种路径：**路径 A**（新科技路线）及**路径 B**（新业务模式路线，但不一定借助科技）。详见下文注脚 7。[6,7]
推定创新产业	根据《主板上市规则》第 18A 章规定的生物科技公司、第 18C 章规定的特专科技公司都一般被自动视为符合创新性及“外部认可”要求	范围扩大至根据《主板上市规则》第 8 章及路径 A 申请上市且属于以下类别的申请人：[8] - 合资格生物科技申请人，即：

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。

	修订前规定	新规定
		▪ 主要从事至少一种核心产品[9]的研发、且该产品已商业化的生物科技公司； ▪ 显示在上市前 12 个月内持续进行该核心产品的研发工作；及 ▪ 拥有与核心产品相关的知识产权；或 - 合资格特专科技申请人，即： ▪ 主要从事可接纳领域内特专科技产品[10]的研发，并已将相关产品商业化；及 ▪ 符合第 18C 章有关已商业化公司[11]的研发开支测试要求。
外界认可要求	获得最少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资	对“资深投资者”的涵义作出更明确指引，即：参考特殊目的收购公司[12] 及特专科技公司[13] 的相关指引。 对于路径 B 的上市申请人，“相当数额的第三方投资”是指合计投资额须达到申请人上市时已发行股本的 10%。[14]

B. 海外上市发行人（第二上市／回港上市）

联交所已采纳改革措施，以进一步完善海外上市发行人来港进行第二上市或双重主要上市的途径，重点在于便利大中华发行人回港上市，以及促进东南亚发行人在香港进行第二上市[15]。

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。

1. 第二上市资格规定

	修订前规定	新规定[16]
采用不同投票权架构的海外发行人，必须在合资格交易所[17] 拥有至少两个完整财政年度的良好合规纪录，同时符合财务资格准则：		
财务资格	与以不同投票权架构作主要上市的门槛一致（上市时预期市值 ≥ 400 亿港元，或市值≥100 亿港元 + 经审计的最近一个财政年度收入为 10 亿港元）	降低相关门槛，与修订后的以不同投票权架构作主要上市的门槛一致，即：200 亿港元（不同投票权测试 A）/ 60 亿港元 + 收入 6 亿港元（不同投票权测试 B）。详见上文 A(1)部分。
非采用不同投票权架构的海外发行人，必须符合以下准则 A 或准则 B 中的其中一项：		
准则 A	市值 ≥ 30 亿港元 + 在合资格交易所或认可证券交易所[18] 有五年度的良好合规纪录（仅适用于以非大中华业务为主的发行人）	无变动
准则 B	市值 ≥ 100 亿港元 + 在合资格交易所有两年度的合规纪录	下调市值至≥ 60 亿港元 + 在合资格交易所有两年度的合规纪录

这些改革旨在鼓励更多发行人回港上市，同时维持第二上市制度的基本原则，即第二上市仍应主要适用于规模较大且展现良好合规纪录的发行人。

2. 转为主要上市

联交所已采纳建议，重新拟订并明确有关第二上市转为（双重）主要上市的规定，并就达到监管合规要求所需采取的一般步骤，提供更详细指引。预计有关措施将简化有意转换上市地位的发行人所遵循的程序路径。

3. 进一步便利发行人在港进行第二上市

联交所亦就进一步便利发行人在港进行第二上市的措施征询市场意见，包括引入加快及简化审批流程、设立专门咨询渠道等安排，有关市场征询体现了联交所持续提升其第二上市制度吸引力的方针。

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。

C. 首次上市规定及上市安排

	修订前规定	新规定
拥有权及控制权延续性	在紧接上市前的最后一个财政年度直至上市（**有关期间**）内，申请人必须在对管理层有重大影响力的同一股东控制下，以一个整体的形式营运	把实务安排正式编制在《上市规则》内：若申请人能证明，虽然拥有权出现变动，但在有关期间并无对管理层的影响力造成重大改变，即被视为已符合此规定[19]
《美国公认会计原则》— 适用资格	仅限已于或拟于美国上市、且寻求在香港作双重主要上市或第二上市的申请人，可获豁免使用《美国公认会计原则》	适用范围扩大至美国上市母公司旗下的附属公司，以及于美国拥有大量业务的公司[20]
《美国公认会计原则》— 改回使用《香港财务汇报准则》或《国际财务汇报准则》	美国上市发行人于美国退市后，必须改回使用《香港财务汇报准则》或《国际财务汇报准则》	删除于美国退市后改回使用《香港财务汇报准则》或《国际财务汇报准则》的规定[21]
对账表	未经审计财务业绩编制的对账表必须由核数师审阅	删除核数师审阅对账表的规定[22]
已商业化生物科技公司／特专科技公司	若符合《主板上市规则》第 8 章的财务资格测试，则必须按照该章的一般上市途径上市（即不得根据第 18A 章／第 18C 章申请上市）（**合资格特专公司**）	合资格特专公司即使已符合第 8 章的财务资格测试，但仍可选择按照第 18A 章／第 18C 章申请上市。经修订的相关上市规定将适用（详见下文注脚 24）[23, 24]
以保密形式呈交上市申请 即：毋须刊发招股章程申请版本（**申请版本**）	仅适用于合资格的第二上市申请人、生物科技公司、特专科技公司，或在个别情况下获豁免的申请人	现扩展至所有上市申请人 申请人可毋须刊发申请版本，并可将整体协调人公告的刊发时间延后至刊发聆讯后资料集当日，但聆讯后资料集仍须强制刊发[25] 这些申请人亦可自愿选择于刊发聆讯后资料集前，刊发招股章程拟稿，以助其接触更多投资者，但须符合以下条件：[26]

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。

	修订前规定	新规定
		▪ 该招股章程拟稿必须反映截至刊发时已收到、并已回应的所有联交所及证监会意见（**经更新申请版本**）； ▪ 现行适用于申请版本的规定（例如遮盖招股资料、加入特定免责声明及警告声明、提交确认函等）同样适用于经更新申请版本； ▪ 经更新申请版本须载有警告声明，提示该版本只是待批拟稿、仍须待联交所及证监会审阅，且不代表审核进度或已获批准；及 ▪ 整体协调人公告必须与经更新申请版本一并提交
A1 上市申请的退回机制 — 相关人士名称披露	被退回上市申请的申请人及保荐人的名称将于联交所网页公布	联交所将在网页公布保荐人及其他参与的专业人士（如法律顾问、申报会计师、行业顾问等）的名称及角色，同时注明退回申请的原因[27]
A1 上市申请的退回机制 — 八周禁止申请期的计算方法	申请人在联交所作出退回决定后的八周内不得重新呈交上市申请	八周禁止申请期自有权提出复核程序的期限届满时开始计算，或如申请人提出复核，则自所有复核程序完成后开始计算[28]

D. 总结

联交所于《咨询总结》中落实了改革措施，通过扩大不同投票权架构的灵活性、便利第二上市及优化现行首次公开招股规定，进一步拓宽了香港市场的上市路径。上述修订共同为更多类型的公司提供了赴港上市的机会，并为潜在上市申请人带来了更大的适用弹性。

总体而言，上述改革体现了联交所不断提升香港上市地竞争力及吸引力的决心。随着竞争力检讨工作的持续推进，预计将有更多改革措施陆续出台。

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。

[1] 联交所于 2026 年 3 月发布的《上市机制竞争力检讨咨询文件》（**《咨询文件》**）第 86 段

[2] 《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（**《主板上市规则》**）第 8A.06 条

[3] 《咨询文件》第 84(a)段

[4] 《主板上市规则》）第 8A.10 条

[5] 《主板上市规则》第 8A.12 条

[6] 《新上市申请人指南》（于 2026 年 7 月 24 日最后更新）（**《指南》**）第 2.2 章第 4 段

[7] 目前，寻求以不同投票权架构上市的申请人必须证明其属于"创新产业公司"。联交所已优化该项测试，明确提供两种路径（《指南》第 2.2 章第 4 段）：

> **路径 A**：申请人须证明采用了新颖科技，或用了对其核心业务有重要作用的科技，相关评估将参考以下一项以上创新特点：(i) *研发特点*（研发是预期价值的重要贡献因素，亦构成主要活动及占去大部分开支）；(ii) *知识产权特点*（公司的成功经营有赖于其知识产权）；及 (iii) *极高市值特点*（相对于有形资产，公司的市值／无形资产总值极高）。
>
> **路径B**：要求申请人证明，其成功经营有赖于核心业务中使用的**新业务模式**（不一定借助科技），且其具备以下**所有**创新特点：(i) *复合年增长率[7]特点*（在业绩记录期内的收入复合年增长率达到至少30%，或达到同等水平的营运指标）；及(ii) *行业地位特点*（在同业中地位相对较高）。

[8] 《指南》第 2.2 章第 10 及 12 段

[9] 核心产品指（单独或连同其他受规管产品）作为生物科技公司申请上市基础的受规管产品（《主板上市规则》第 18A.01 条）

[10] 特专科技产品指（单独或连同其他产品或服务）应用特专科技的产品及／或服务（《主板上市规则》第 18C.01 条）

[11] 商业化公司指已于上市时符合《主板上市规则》第 18C.03(4)条所述的收益规定的特专科技公司（《主板上市规则》第 18C.01 条）

[12] 《指南》第 2.4 章第 16 至 20 段

[13] 《指南》第 2.5 章第 20 至 24 段

[14] 《指南》第 2.2 章脚注 9 及 10

[15] 《咨询文件》第 167 段

[16] 《主板上市规则》第 19.05 条及第 19C.05A 条

[17] 指纽约证券交易所、纳斯达克证券市场或伦敦证券交易所主市场

[18] 指在联交所网站登载之认可证券交易所列表（不时更新）中的证券交易所主板市场（《主板上市规则》第 1.01 条）

[19] 《主板上市规则》第 8.05 条附注

[20] 《指南》第 2.1 章第 30 段

[21] 《主板上市规则》第 19.14 条；《指南》第 3.11 章注脚 13

版权归 **Norton Rose Fulbright LLP** 所有。转载本文时，必须注明出处。

[22] 《指南》第 3.11 章注脚 12

[23] 《指南》第 2.3 章第 1 段、第 20 至 22 段；第 2.5 章第 1 段及第 69 至 70 段

[24] 《主板上市规则》第 18A 章 / 第 18C 章适用于合资格特专公司的规定将作出以下修订（《指南》第 2.3 章第 20 至 22 段；第 2.5 章第 69 及 70 段）：

	《主板上市规则》第 18A / 第 18C 章的规定（如适用）	有关合资格特专公司的主要修订
根据第 18A 章有关生物科技公司的规定适用，除非另有调整修改：		
业绩纪录期	两个财政年度的业绩记录	三个财政年度的业绩记录
主要上市理由	为筹集研发资金，以推动其核心产品商业化	此项规定不适用
第三方投资	在建议上市日期的至少六个月前，已获至少一名资深投资者向上市申请人提供相当数额的第三方投资	此项规定不适用
未能维持足够营运的补救期	12 个月补救期，以恢复至足够的运营水平	此项规定不适用
主要业务活动转变	限制参与导致主要业务活动出现变动的安排	此项规定不适用
向现有股东或紧密联系人配售股份	一般而言，持有 ≥ 10%股份的现有股东必须以基石投资者身份认购股份；持有 < 10%的现有股东可选择以基石投资者或承配人身份认购股份	**适用于普通主板上市申请人的规模豁免**（发行规模不少于 10 亿港元的申请人可获宽面，但前提为：现有股东及其紧密联系人获配股份不超过发售规模 30%；且董事、最高行政人员、控股股东、中国发行人监事及其紧密联系人不得获配股份。）-《指南》第 4.15 章第 18 段
根据第 18C 章有关已商业化特专科技公司的规定适用，除非另有调整修改：		
业绩纪录期	三个财政年度的业绩记录	无变动
第三方投资	已获得资深独立投资者相当数额的投资	不适用
向现有股东或紧密联系人配售股份	与生物科技公司适用的规定相同。见上文	与生物科技类合资格特专公司适用的规定相同。见上文。（《指南》第 2.5 章第 56 段）

[25] 《指南》第 6.4 章第 6 段

[26] 《主板上市规则》第 22 项应用指引第 17A 段

[27] 《指南》第 6.2 章第 2 段

[28] 《主板上市规则》第 1.01 条（“发回日期”的定义）

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。

如你希望得到更多信息，请与我们联系：



戴志珊
诺顿罗氏香港主管 | 香港资本市场业务主管合伙人
+852 3405 2353
psyche.tai@nortonrosefulbright.com



陈宇新
合伙人
+852 3405 2558 | +86 21 6137 7060
ethan.chen@nortonrosefulbright.com



陈颖仪
合伙人
+852 3405 2507
winnie.chan@nortonrosefulbright.com



吴一帆
合伙人
+852 3405 2516
doris.ng@nortonrosefulbright.com



陈励聪
合伙人
+852 3405 2322
rachel.chan@nortonrosefulbright.com



田志豪
美国资本市场香港主管 | 合伙人
+852 3405 2583
harold.tin@nortonrosefulbright.com

本通讯旨在提供有关法律法规的信息，并不含对法律法规的全面分析，也不构成 Norton Rose Fulbright 任何机构对所 讨论法律观点的意见。阁下如有疑问，应咨询具体法律意见。阁下如需其他意见或更多信息，请与 Norton Rose Fulbright 的联络人联系。

Norton Rose Fulbright US LLP、Norton Rose Fulbright LLP 和 Norton Rose Fulbright Canada LLP 每一家均为独立的法律实体，同为 Norton Rose Fulbright Verein（一家瑞士式结构集团）的成员。Norton Rose Fulbright Verein 帮助协调 Norton Rose Fulbright 成员的活动，但本身不向客户提供法律服务。 欲了解有关各实体的具体信息，包括若干监管信息，请浏览 nortonrosefulbright.com/legal-notices。

“Norton Rose Fulbright”、“本律师事务所”和“法律业务”指 Norton Rose Fulbright 的一个或多个成员或其各自的 一个关联机构（统称“Norton Rose Fulbright 机构”）。Norton Rose Fulbright 任何机构的任何自然人，包括其成员合伙人、合伙 人、股东、董事、雇员或顾问（无论该自然人是否被称 为“合伙人”），均不就本通讯向任何人接受、承担或负有任何 责任。合伙人或董事指 Norton Rose Fulbright 相关机构的成员合伙人，或具有同等级别和资格的雇员或顾问。

Law around the world

nortonrosefulbright.com

2026 年 7 月

版权归 Norton Rose Fulbright LLP 所有。转载本文时，必须注明出处。