

上市監管及 規則執行通訊

摘要

- 持續優化上市制度
- 發行可換股債券並同時購回股份 — 最新情況
- 透過庫存股份提升資本效率
- 香港推出新的公司遷冊制度
- 為無紙證券市場作好準備
- 香港交易所的發行人平台「香港交易所聯訊通」即將推出
- 新企業管治規定
- 就財務匯報投放足夠資源
- 參與證券交易及財務投資活動的發行人
- 重大交易的不合規

歡迎瀏覽香港交易所2025年6月的上市監管及規則執行通訊。作為監管機構，我們致力提升市場的透明度、管治水平及質素，並提高市場的活力、競爭力及吸引力。本通訊每年刊發兩期，旨在提供最新的發行人監管資訊，帮助大家維持合規經營。

持續優化上市制度

經濟環境及市況不斷變化，為上市發行人、投資者及聯交所同時帶來挑戰和機遇。聯交所持續審視評估上市制度是否周全，2018年至今《上市規則》已先後增設五個「特殊」章節，為更多來自不同行業、身處不同發展階段、擁有不同資本架構的公司提供在聯交所上市的途徑，也令香港上市發行人的多樣性大大提升。



於上市監管及規則執行部門，我們在《上市規則》的日常應用中也以盡量利便市場為依歸。在執行《上市規則》時，我們會着眼於相關規定和政策背後的用意，願意在適當情況下靈活處理，利便發行人進行有利其本身及股東的公司行動。去年，我們推出了庫存股份制度，促進發行人的資本管理（有關庫存股份的最新發展見下文）。現時，我們正在檢視上市發行人的持續公眾持股量要求，以解決現時所知的事宜並完善相關監管框架。我們在考慮市場對建議優化首次公開招股市場定價及公開市場規定的意見後，將進一步徵詢市場意見。

發行可換股債券並同時購回股份 — 最新情況

在2024年11月的通訊中，我們特別指出聯交所觀察到第二上市發行人發行可換股債券籌集資金而同時購回股份的趨勢，這意味著發行人購回其被投資者賣空的股份以便投資者對沖風險。另外，上期通訊也提及，根據《主板規則》第10.06(3)(a)條，除非事先徵得聯交所同意，主要上市發行人購回股份後30天內不得發行任何新股；這項規定旨在確保股份的發行價格不會受到之前的股份購回影響，但亦可能會令主要上市發行人無法選用這種發行結構。為此，我們請對這種發行結構感興趣的主要上市發行人盡早向聯交所查詢。

至今，三家主要上市發行人在經聯交所同意後成功開展發行可換股債券籌集資金而同時購回股份。對於這些發行，我們均仔細審視其交易特徵及保障措施，並相信有關發行不會構成《主板規則》第10.06(3)條旨在防止的操縱股價問題。

最近，一家發行人提出了另一種集資結構，即發行股本掛鉤證券而當中附有發行人和銀行相互授予的若干權證「跨價認購期權」安排。股本掛鉤證券在這些權證的運作下，讓發行人實際上能夠透過類似可換股債券發行的方式籌集資金，且轉換價更高，令發行人從中獲益¹。由於有關建議涉及權證發行，因此須遵守《上市規則》若干以防在缺乏商業理據及損害股東權益的情況下濫發權證的規定²。在這個案中，我們相信附有權證的股本掛鉤證券不會引起此類問題，遂同意豁免

若干《上市規則》規定以利便該項集資交易。

上述發行的集資總額為約27億美元，佔本年度迄今的各類型股本掛鉤證券的發行總額30%。聯交所注意到，發行人和投資者對於根據創新結構進行交易的需求日增。面對這些新穎的交易結構，我們將繼續仔細評估，確保在執行相關《上市規則》規定時，既能保障投資者利益，又能在適當情況下靈活處理，利便市場進行合法合理交易。



指引材料：為提高透明度及加強指引，我們刊發了有關上述發行的上市決策，解釋在執行相關《上市規則》規定以及最後作出決策時考慮的主要事實和關鍵因素³。

¹ 跨價認購期權安排下，發行人將授予銀行「上限認股權證」，銀行可以按大幅高於股本掛鉤證券行使價的價格行使新股的認購期權，而銀行將授予發行人「下限認購期權」，發行人可以按與股本掛鉤證券行使價相同的價格行使認購期權。當發行人行使認購期權時，其將以現金收取相關股份的市價高於下限行使價之差額，即實質上抵銷了其在股本掛鉤證券轉換時的部分付款責任。

² 例如，《主板規則》第13.36(7)條規定，上市發行人不得使用一般性授權發行認股權證，而《主板規則》第15.02條則限制其行使期。

³ 上市決策 [LD139-2025](#) 及 [LD140-2025](#)。

透過庫存股份提升資本效率

為了讓上市發行人能夠更靈活地透過股份購回和庫存股份再出售來管理其資本結構，聯交所：(i)於2023年10月推出向發行人授予豁免的框架，利便其進行自動股份購回計劃；及(ii)於2024年6月11日在《上市規則》中落實生效的庫存股份機制，允許發行人以庫存方式持有購回股份以供日後再出售。近期，香港政府於2025年4月修訂《公司條例》⁴，讓在香港註冊成立的上市發行人能夠運用庫存股份制度，使香港的相關規定與目前在聯交所上市的絕大多數發行人註冊成立的其他司法權區看齊。

近年，越來越多上市發行人進行股份購回活動，作為其資本管理策略中的一部分，在聯交所進行的股份購回金額從2023年的1,270億港元增長至2024年的2,620億港元，足足翻了一倍。2025年的首五個月聯交所的股票購回總額共730億港元。

上市發行人也紛紛使用庫存股份和自動股份購回計劃新機制：

- 2024年6月11日至2025年5月31日期間，在聯交所購回庫存股份的合共289家上市發行人中，有35%(102家發行人)持有購回股份以待日後再出售。
- 2024年和2025年的首五個月，取得豁免而可以進行自動股份購回計劃的發行人在聯交所進行的股份購回分別佔聯交所股份購回總額的34%和44%。

市場在利用庫存股份和股份購回作為資本優化的策略工具上已見越來越成熟。我們鼓勵發行人繼續研究和探索如何有效運用這些工具來提高股東回報及加強其資本配置策略。

香港推出新的公司遷冊制度

為進一步提升香港的競爭力，香港政府自2025年5月23日起實施新的公司遷冊制度⁵。在香港交易所上市的海外發行人可利用新制度，將其註冊地無縫遷冊至香港，而不用作出繁複、須經法院批准的協議計劃。遷冊公司可以維持其法律身份和業務持續性，同時減少兩地合規的負擔和監管成本。

就符合《上市規則》而言，海外發行人遷冊香港的流程很簡單—上市發行人除了需要符合香港及其原註冊地的法律要求⁶外，最重要便是必須通知股東和公眾其遷冊的計劃，包括時間表和原因⁷。計劃若有任何重大進展，例如主要股份過戶登

記處和註冊辦事處變更，以及必要時公司名稱的變更等，上市發行人亦應及時公布。在徵求股東批准時，相關通函也應包括建議的公司章程摘要，以便股東做出知情決定。

考慮遷冊香港的發行人如對涉及《上市規則》規定的任何相關影響有疑問，歡迎與我們聯絡。發行人亦可瀏覽公司註冊處[網站](#)，了解更多有關遷冊制度的資料，以及參閱[《公司遷冊指引》](#)以了解相關申請程序。

⁴ 《2025年公司(修訂)條例》。

⁵ 《2025年公司(修訂)(第2號)條例》。

⁶ 包括獲得股東批准並確保其所在司法權區允許遷冊其他地區。

⁷ 《主板規則》第2.13及13.51條 / 《GEM規則》第17.56及17.50條。

為無紙證券市場作好準備

無紙證券市場制度將於2026年初生效。在該制度下，百慕達、開曼群島、香港及中國的上市訂明證券發行人須在五年內過渡至無紙證券市場。其他司法權區的訂明證券發行人則可自由參與無紙證券市場。

上市發行人應盡早向其服務提供者（包括證券登記機構）作出查詢，確保其在無紙證券市場實施後能完成所有必要行動，以符合適用法律、規例及《上市規則》。

無紙證券市場制度生效後，某些《上市規則》規定將會作出修訂⁸。我們會適時為發行人提供進一步指引，協助其過渡至無紙證券市場。

香港交易所的發行人平台「香港交易所聯訊通」即將推出

2023年，我們開展了一個網上平台建設計劃，希望讓上市發行人與聯交所以更現代化的方式溝通，同時作為一個利便發行人向聯交所提交公開文件及進行書面溝通往來的一站式安全渠道。

該計劃現已到達最後階段，大部分原型測試均已完成，參與測試的發行人及市場人士都提供了寶貴的意見。我們預期：

- 六月底／七月初：發布介紹這平台的視頻；
- 2025年底：推出原型網站，並提供全面的培訓材料及用戶指引；及
- 2026年上半年：開始接受登記，分階段推出。

這個發行人平台將命名為「香港交易所聯訊通」。

為利便發行人與我們之間的溝通，香港交易所聯訊通也會在發行人提交文件時就特定的《上市規則》規定即時發出警示、指引或提示，可以協助發行人的合規工作。

透過香港交易所聯訊通提交的發行人及董事資料亦會重新編排整合再匯入翻新後的聯交所網站。網站將主要數據集中展示，並提供經改良的搜尋及篩選功能以及數據分析圖表，以支援針對個別發行人的查詢以至更廣泛的市場分析，投資者及分析師也可以受惠。

為配合發行人平台實施，《上市規則》將會作出若干行政修訂⁸。我們稍後會提供進一步更新，確保所有市場人士都能為過渡作好準備，敬請留意！



⁸ 有關經修訂《上市規則》的預覽，見於2025年5月30日刊發的有關實施無紙證券市場及「發行人平台」所需的《上市規則》條文修訂的資料文件。

新企業管治規定

我們於2024年12月19日刊發有關《企業管治守則》及相關《上市規則》條文檢討的諮詢總結。經修訂的《企業管治守則》及相關《上市規則》規定主要旨在提升董事會整體效能、獨立性及多元化水平。新的《企業管治守則》規定將適用於2025年7月1日或之後開始的財政年度的企業管治報告及年報，而有關獨立非執行董事（**獨董**）任期及超額任職上限的規定將設過渡安排。

發行人應留意以下規定：

- **董事培訓**：所有現有董事每年均須完成有關特定主題的強制培訓。初任董事⁹在其獲委任後18個月內須完成有關特定主題的最低培訓時數。
- **董事會表現評核/ 技能**：發行人須至少每兩年進行一次董事會表現評核，並披露董事會技能表。
- **獨董任期上限**：獨董任期上限（最多九年）將於六年的過渡期內分兩個階段實施¹⁰。
- **超額任職上限**：獨董超額任職上限（最多同時出任六家香港上市發行人的董事）將提供三年過渡期。
- **首席獨立非執行董事**：發行人（尤其是董事會主席並非獨董的發行人）應指定一名獨董為首席獨立非執行董事。

就財務匯報投放足夠資源

我們剛渡過了另一個財務匯報旺季。截至2025年3月底（以12月為財政年結的發行人的匯報期限），約97%的相關發行人成功在期限前刊發了獲核數師同意的2024年年度業績，表現與去年相若。

今年發行人因財務及人力資源不足而未有如期進行財務匯報的情況有明顯增加。我們向有關發行人了解後發現部分發行人在分配資源時並未優先考慮財務匯報，有些發行人甚至仍未支付去年的審計費用，導致核數師拒絕開展今年的審計工作。

作為上市公司，按時進行財務匯報十分重要。這不僅是合規責任，更是發行人向投資者披露其最新表現及狀況以提升投

- **多元化**：發行人須每年檢討董事會多元化政策，且除了董事會多元化政策外還須制定員工多元化政策。提名委員會應有不同性別的董事。
- **加強披露規定**：有關風險管理及內部監控、股息政策/ 決定以及股東互動的新披露規定。

獨董任期及超額任職上限的過渡安排旨在為發行人提供充足的時間和靈活性，以有序、適度的方式逐步淘汰相關獨董，避免對董事會架構造成突然變動，並減少對董事會持續性的影響。發行人應制定適當的繼任計劃，以便有時間招募合適的獨董。我們強烈建議發行人提前規劃－發行人可以參考香港交易所的「董事會多元匯」，其中包含各種市場舉措和外部平台的鏈接，以幫助其董事會識別和吸引合適的人才。

我們最近更新了《董事會及董事企業管治指引》，就董事會更有效履行職責提供指引。有關指引應與經修訂的《企業管治守則》及《上市規則》一併閱讀。我們亦更新了常問問題1.1（有關董事）及常問問題17.1（有關《企業管治守則》），就新規定為發行人提供進一步指引。

資者信心及確保市場透明度的重要途徑。董事（包括審核委員會）有責任確保發行人調撥足夠的公司資源（包括資金、系統、管理層的注意力等等）履行其財務匯報職能。

我們正著手與這些仍未進行財務匯報的發行人以及所刊發的財務報表獲核數師發出非無保留意見的發行人作出跟進。我們會繼續關注發行人的風險管理及內部監控系統是否充足。我們強烈建議發行人重溫聯交所就有關財務匯報及相關監控措施刊發的指引¹¹，如有需要立即作出改進或糾正。

⁹ 初任董事指 (a) 首次獲委任為聯交所上市發行人的董事；或 (b) 在獲委任前的三年內未有擔任聯交所上市發行人董事的人士。

¹⁰ 到第一階段結束（於2028年7月1日或之後首次舉行的股東周年大會）時，發行人董事會大多數獨董須為在任不足九年的獨董。到第二階段結束（於2031年7月1日或之後首次舉行的股東周年大會）時，發行人董事會不能再有任何在任九年或以上的獨董。

¹¹ 2023年6月通訊、2024年5月通訊及《2024年發行人年報審閱》。

參與證券交易及財務投資活動的發行人

在定期審閱發行人的財務報表時，聯交所注意到發行人在主營業務以外頻繁及/ 或大量參與證券交易及財務投資活動的情況有上升趨勢，而這些活動有部分導致發行人違反《上市規則》。

審閱後我們亦發現部分發行人在這些活動中可能存在管治缺失。其中，我們注意到部分發行人的交易行為與其所述目的不一致，例如有些發行人聲稱購買股票是作為長期戰略性投資，卻一直頻繁買賣而未見有重大收益，又例如有些發行人聲稱要透過財資管理進一步善用閒置資金，但最終這些臨時資金卻都放進流動性不高及高風險的投資工具。這次審閱涉及的發行人大多表示其從事交易活動是為了提升股東價值，但當中不少發行人的投資都錄得虧損。選擇用手上多出來的現金購回股份或分派股息予股東的發行人寥寥可數。

發行人對其交易/ 投資活動的披露過於有限且籠統。大部分發行人均未有在公開文件中詳細說明其投資政策及監控機制。

我們要強調，上市發行人的現金及其他財務資產均屬於其股東所有。董事決定運用這些由股東交託董事會代為管理的資金於買賣證券或進行任何其他形式的財務投資前，其應必先作出多方面的審慎評估，例如那是否恰當使用股東的資金，

是否符合股東的投資期望和發行人的方向及策略等。根據《企業管治守則》及相關《上市規則》，上市發行人須說明其股息政策；若無有關政策，則須說明原因。在此背景下，我們強烈建議那些持有大量超過其主要業務營運所需的現金及/ 或大量投資證券等投資工具的發行人應該要制定及執行股息政策以提高股東回報，並根據新的《上市規則》規定詳細披露有關政策。這將有助此類發行人提升公司資金用途方面的透明度和對股東的問責。

至於考慮從事證券交易業務的發行人，其必須確保具備所需的專業知識、基礎設施及監控機制（例如投資政策、風險管理及監控措施以及審批及監督程序），可以支持有關活動並保障股東利益。

發行人應提升披露水平，以提高透明度及問責水平。我們強烈建議發行人在日後的財務報告及其他監管文件中詳細說明以下事宜：

- **投資政策及目的：**投資目的及允許/ 禁止進行的投資；
- **風險管理及監控措施：**明確設定風險限額、交易對手風險及流動性管理；及
- **審批及監督機制：**董事會或指定委員會（例如投資委員會）在批准、監控及檢討投資項目的角色及權力。

遵守《上市規則》有關須予公布的交易的規定 — 購買或出售證券及財務資產須符合《主板規則》第十四章/ 《GEM規則》第十九章的規定，只有極少數例外情況可獲豁免¹²。發行人須制定適當的監控程序，確保其證券交易完全符合規定。另外，我們觀察到在某些情況下，發行人（為遵守規則）會試圖向股東事先取得「概括性批准」，使發行人可以在一段長時間內自由購買（或同時購買及出售）若干投資目標。在某些個案中，投資目標涵蓋多個性質和風險狀況迥異的資產類別。我們認為這些建議未能按《上市規則》的規定向股東提供足夠資料，使股東可根據資料決定如何表決。聯交所將審慎檢視尋求「事先取得股東授權」的建議，並不會接受任何具有濫用或不符合《上市規則》要求的特性的建議。

¹² 豁免適用於由經營銀行業務的公司、保險公司或《證券及期貨條例》下的受規管證券公司組成的發行人集團在日常業務中進行的交易（見《主板規則》第14.04(1)(g)條/ 《GEM規則》第19.04(1)(g)條）。

重大交易的不合規

聯交所會調查《上市規則》違規背後牽涉的行為，務求透過及時偵察以及發現違規後執行相關規則的行動，可收阻嚇之效，減少日後違規行為，同時也教育市場、灌輸合規文化並加強發行人的企業管治。

近年，我們屢見有發行人在進行重大及以上級別的交易或關連交易時未有遵守《上市規則》的披露及股東批准規定。部分發行人將違規歸咎於疏忽遺漏、相關人員缺乏充足技術知識、人手資源不足，又或辯稱違規純屬個別事件，但根本原因可能都是公司內部監控不足。發行人重複違規，也可能表示先前採取的補救行動未足以防微杜漸。

遇有這樣的違規事件時，聯交所除了考慮採取適當行動作為回應外，也一般會要求發行人檢討並優化既有內部監控政策及程序，詳情如下：

要求	詳情
提供事件時序	被揭發違規的始末，以及後續行動和決定的詳情
提出補救行動	針對違規情況提出具體行動，並訂立明確的實施及完成時間表
進行內部監控檢討	- 內部監控檢討的範圍及完成時間表 - 完成檢討後，列出結果及建議（包括優化發行人流程及程序的建議計劃）
優化流程及程序	發行人優化其流程及程序的計劃及完成時間表
就重大變動提供最新資料	先前公布的補救行動的任何重大更新或變動
披露已完成補救行動	在完成所有補救行動後通知市場。董事會應確認優化後的內部監控措施及程序充分及有效。

為提高市場透明度，發行人應迅速就上述事項刊發公告。

發行人必須考慮持續實行以下措施，以確保合規：

- **完善的政策及程序：**建立並維持足夠的政策及程序，以確保符合《上市規則》的規定。
- **資源充裕的合規職能：**建立一個資源齊備的合規團隊，團隊成員須專業稱職，能作出精準判斷，遇有問題及時上報高級管理層。
- **董事及高級管理層作出監察：**確保董事及高級管理層認真監察合規相關的決策及行動。
- **定期培訓：**為高級管理層及相關人員提供持續培訓，以加深他們對《上市規則》及合規要求的了解。
- **尋求專業意見：**適當時聘請專業顧問提供意見。

刊物

我們最近發布或修訂了以下指引材料：

- [2024年發行人年報審閱](#)（2024年12月10日），公布發行人2023年財政年度的年報的審閱結果及建議。
- [年報編備指引](#)（2024年12月10日），當中概述《上市規則》中所有有關年報編備的披露規則及現行建議。2025年5月6日及29日再作了更新，以反映GL77-14的變動（見下文）及有關核數師發出非無保留意見的新披露規定。
- 有關[環境、社會及管治報告守則的常問問題](#)的更新（2024年12月31日），反映最新的氣候相關披露規定。
- [常問問題10 – 編號3A](#)（2024年12月31日），提供有關盈利警告或預告公告披露的指引。
- [常問問題17.3 – 編號12](#)（2024年12月31日）澄清，倘一名董事僅因為持有發行人的股份而擁有庫存股份的權益，則發行人回購股份或日後出售、轉讓或註銷該等庫存股份，將不構成《標準守則》下董事就發行人的股份進行「交易」或「買賣」。
- 將[上市規則執行簡報按主題重新分類](#)（2025年3月31日），利便發行人尋找相關指引材料。
- [經修訂GL77-14](#)（2025年5月6日），當中反映適用於使用合約安排的上市發行人的變動。
- 更新《[董事會及董事企業管治指引](#)》、[經修訂常問問題1.1](#)、[經修訂常問問題17.1](#)及[有關持續責任的網上學習](#)（2025年5月29日），就新企業管治規定提供進一步指引（見上文討論）。
- [上市決策LD139-2025](#)（2025年6月20日）—聯交所會否根據《主板規則》第10.06(3)(a)條同意上市發行人發行可換股債券並同時購回股份（見上文討論）。
- [上市決策LD140-2025](#)（2025年6月20日）—聯交所會否就上市發行人就其發行股本掛鈎證券而發行的認股權證授出豁免（見上文討論）。

我們最近也刊發了：

- [建議優化首次公開招股市場定價及公開市場規定](#)的諮詢文件（2024年12月19日），回應市場對首次公開招股市場定價及公開市場規定的監管架構的顧慮。
- 有關《[企業管治守則](#)》及相關《[上市規則](#)》[條文檢討](#)的諮詢總結（2024年12月19日），推進良好的企業管治實踐（見上文討論）。
- 有關[建議進一步擴大無紙化上市機制及其他《上市規則》修訂](#)的諮詢總結（2025年1月24日），進一步擴大無紙化上市機制。諮詢總結的附錄六分別列出每項相關《上市規則》修訂的生效日期。
- 有關[實施無紙證券市場及「發行人平台」所需的《上市規則》條文修訂](#)的資料文件（2025年5月30日）（見上文討論）。

其他建議參考資料：

- 會計及財務匯報局（會財局）發布有關[香港可持續匯報及核證市場準備情況](#)的報告（2025年1月27日）（僅英文版本），報告旨在向市場闡明現行可持續核證實踐概況，並為香港制定可持續核證監管框架提供指引。
- 題為「[制定氣候策略擁抱未知將來：情景規劃及分析](#)」的ESG Academy研討會的錄影視頻（2025年6月9日），會上發行人代表及資深市場從業者分享對進行氣候相關情景分析的見解，並講解妥善作出分析如何有助提升業務應對挑戰的能力。

我們歡迎您的反饋。

請將您的想法和意見發送到

listingnewsletter@hkex.com.hk