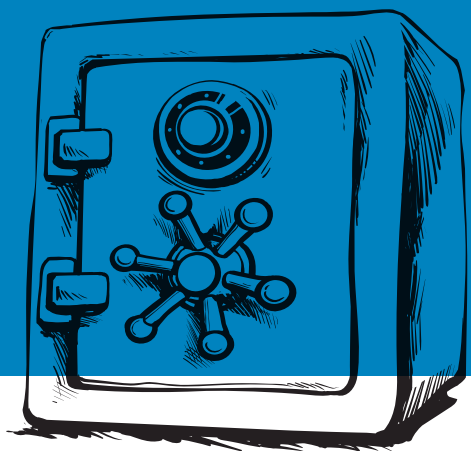




第6章

申请人是否适合上市

随着成功首次公开招股的公司数目按年上升，近年也有越来越多的上市申请被香港联合交易所有限公司（「港交所」）以上市申请人不适合上市为由否决。上市申请人最好在筹备上市初期便进行深入的上市前评估，从而识别出有可能令港交所质疑其是否适合上市的问题。

「是否适合上市」作为上市资格之一

香港证券市场素以透明度高及订有客观上市资格为荣，这有助申请人确切预计上市申请能否成功。过去，市场人士认为只要符合上市资格（特别是盈利／现金流量规定、管理层维持不变及拥有权维持不变的规定），其他牵涉上市的问题通常便可透过披露方式处理。此期望与香港证券市场主要以信息披露为基础的特点一致，意味着港交所很少对业务或公司的商业可行性或上市发行人将进行交易的商业元素作出判断。

《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（《上市规则》）第8.04条及《GEM证券上市规则》（《GEM上市规则》）第11.06(1) 条订明，发行人及其业务必须属于港交所认为适合上市者。《上市规则》及《GEM上市规则》强调，上市申请人是否适合上市视乎多项因素而定，即使上市申请人遵守《上市规则》／《GEM上市规则》，亦未必确保其适合上市，港交所仍有批准或否决上市申请的酌情权。

《上市规则》／《GEM上市规则》唯一列出不适合上市的例子，是拟上市集团的全部或大部分资产为现金及／或短期投资。市场人士曾经普遍认为，除了上述例子或某些极端情况外，港交所很少会用不适合上市这把「尚方宝剑」来否决上市申请。

然而，近年有越来越多的上市申请被港交所以不适合上市为由否决。于2018年，港交所拒绝了24宗上市申请，而2017年则为3宗。¹ 虽然目前并没有明确的测试方法可确定甚么因素使发行人及其业务不适合上市，但港交所已刊发多份上市决策及指引信来阐释有关原则。

¹ 数字反映已经尝试港交所所有上诉途径的上市申请。

防止「壳股」的出现 一七宗罪

近年，港交所留意到有些上市申请人看来是在将其公司上市，以便他们可以将上市后的实体售作另一项业务的「上市空壳公司」。不少上市发行人在一年禁售期结束不久即出现控股股东变动或逐渐减持其权益的情况。港交所认为，若有潜在买家发现此等情况，将对该等空

壳公司展开投机买卖，这可能导致上市后市场上出现操控股价、内幕交易及不必要的波动，并可使借壳上市活动有机会规避监管审查。港交所于2016年6月刊发的指引信GL68-13A指出了「上市空壳公司」的七项特点，令市场关注此等公司是否适合上市，以及使港交所加强对此等公司的审核。这七项特点被业内称为「七宗罪」。

七项特点	注意事项
1. 低市值	上市申请人应查核其计划上市项目的市值是否合乎市场惯例。
2. 仅勉强符合上市资格规定	根据《上市规则》的盈利测试，主板上市申请人在刊发上市文件前一个财政年度的股东应占盈利应不少于港币2,000 万元，而前两个财政年度累计则不少于港币3,000 万元。此外，自2018年2月起，主板上市申请人在上市时的市值不得低于港币5亿元。² 若上市申请人的纯利仅勉强符合上市资格规定，该公司将不太可能符合上述市值规定，因为其市盈率预期与市场上可比较的公司大致相若。 GEM上市申请人应具备至少两个财政年度的适当编制的充分营业纪录，包括从日常及正常业务经营过程中产生净现金流入（但未计入营运资金的变动及已付税项）。申请人在紧接刊发招股章程前两个财政年度从经营业务所得的净现金流入总额必须最少达港币3,000万元³，而上市时的市值预期为港币1.5亿元。⁴ 上市申请人应注意，港交所在判断其是否符合上市资格时，应不会考虑申请人在日常业务以外的业务所产生的任何收入或亏损或一次性盈利。此外，港交所亦可能会忽视重大不合规事件所产生的收入。
3. 集资额与上市开支不合比例	上市申请人应考虑募集资金规模及上市费用占募集资金的比例是否恰当和符合市场情况。若上市所得款项将大部分用于上市费用支出，上市申请人应解释为何上市所带来的好处值得耗用高昂的上市费用申请上市。
4. 仅有贸易业务且客户高度集中	上市申请人应注意，港交所不太可能认为仅有单一贸易业务的公司适合在香港上市。 对于客户高度集中的企业而言，港交所将考虑以下因素来确定这种依赖是否会对上市的适合性产生影响： a. 上市申请人与有关客户的关系是否由来已久，又或双方订有长期协议；⁵ b. 上市申请人可否轻易改变业务模式来减少依赖程度，例如寻找替代客户； c. 上市申请人是否有计划令其业务重点多元化以减少依赖程度； d. 整个行业是否由少数公司操控； e. 有关的依赖是否为双向且相辅相成的；及 f. 在有所依赖的情况下，上市申请人将来是否仍有能力保持收益。⁶

2 《上市规则》第8.09(2) 条

3 《GEM上市规则》第11.12A(1) 条

4 《GEM上市规则》第11.23(6) 条

5 港交所指引信GL68-13第3.12(b) 段

6 港交所上市决策LD107-1

5. 绝大部分资产为流动资产的「轻资产」模式	上市申请人应考虑其业务的资产比率是否符合其所经营行业的性质及与可比较的公司相若。
6. 与母公司的业务划分过于表面	在上市前重组中，上市申请人普遍会将与上市业务不一致的业务从上市集团架构中剥离，如果除外业务的划分过于表面，可能会引起港交所关注。特别是，上市申请人应注意，因为被剥离的公司存在重大不合规事宜，或者因亏损交易而将其剥离在上市集团业务之外，在监管机构看来并不是合理理由。
7. 在上市申请之前阶段几乎没有或无外来资金	为了评估上市申请人是否确实有融资需要，港交所将审视以下事项：上市申请人的资产负债比率是否合理及其闲置现金金额；上市申请人的已动用银行融资及其他借款金额；及上市申请人是否已尝试过所有较低廉的融资方法。

若上市申请人具备以上一项或多项特点，该上市申请人及其保荐人应提交详尽分析以证明申请人适合上市，分析的内容包括以下几方面：

- (i) **所得款项用途** - 上市申请人应披露所得款项的具体用途，而有关用途应符合上市申请人过往及未来的业务策略及行业趋势，并解释上市的商业理据。
- (ii) **未来目标及策略** - 上市申请人应提交全面的分析以证明其就业务营运及增长具有详细的策略计划。
- (iii) **盈利及收益增长** - 若上市申请人 (a) 曾录得盈利及收益增长下跌或偏低；及 / 或 (b) 预期将于上市后录得盈利及收益增长下跌或偏低，便须提交全面的分析以证明其业务可持续发展。
- (iv) **潜在夕阳行业** - 若上市申请人处于潜在夕阳行业或其行业市场前景下滑，便须能证明其业务的可行性，及其有能力和资源调整其业务以回应市场需求的转变。⁷

港交所强调其重点在于检视上市申请人是否适合上市，例如上市是否符合上市申请人的业务策略（包括所得款项的拟议用途）及申请人是否确实有融资需要。⁸ 若申请人未能证明上

市的商业理据，则不论其业务性质及财务状况如何，港交所可能都会认为该申请人不适合上市。此外，若有特定事实及情况使港交所可合理相信上市申请人在上市后很可能招致投机买卖或因其上市地位而被收购，港交所亦可能会认为申请人不适合上市。⁹

业务模型的可持续性

港交所公布的指引信GL68-13（最新于2019年3月更新）就港交所在评估上市申请人的业务是否适合上市时所考虑的部分因素提供指引，而其中一项因素是业务模型的可持续性。业务模型可因多项因素而被视为不适合上市，例如：

(a) 财务表现下滑

港交所会考虑（其中包括）：(a) 上市申请人的财务表现有多容易受到非其可控制的变动所影响；(b) 财务表现下滑的深层原因，以及倒退的趋势是否预期继续又或是否业内的周期性循环；及 (c) 上市申请人是否已证明其能够有效减低相关风险或扭亏为盈。¹⁰

(b) 过于依赖客户、供应商、有限的分销渠道及 / 或控股股东及其紧密联系人（「控股股东组群」）。

7 港交所指引信GL68-13A第3.2段

8 港交所指引信GL68-13A第4.1段

9 港交所指引信GL68-13A第4.2段

10 港交所指引信GL68-13第3.10段

若上市申请人过于依赖其他人士（「相关对手方」），而上市申请人与该方的关系可能会重大不利地改变或终止，则可能会威胁到上市申请人的业务可持续性。¹¹

- 在没有其他负面因素的情况下，若上市申请人
- (i) 与相关对手方的关系不太可能会有重大不利变动或终止；或
 - (ii) 可以或将可设法有效减低与相关对手方的关系出现重大不利变动甚或终止的风险，则只须对其过于依赖相关对手方的详情加以披露。上市文件应披露的资料应包括：
 - (i) 相关对手方的背景；
 - (ii) 上市申请人与相关对手方的业务关系、依赖性质及有关安排之详情；
 - (iii) 上市申请人与相关对手方的关系不太可能会有重大不利变动或终止的根据；及
 - (iv) 上市申请人可以或将可以设法有效减低与相关对手方的关系出现重大不利变动甚或终止的风险的根据。¹²

(c) 来自控股股东组群的财务支援

上市申请人可能会从控股股东组群获得重大财务资助（例如控股股东组群提供的贷款、个人担保或其他形式的抵押品或抵押，以确保上市集团偿还债务）。若无相反证据，港交所评估上市申请人的可持续性时会假设上市后有关财务支援将会撤销。¹³

港交所在评估上市申请人业务是否在没有财务支援的情况下仍可持续时所考虑的部分因素如下：

- (i) 上市申请人能否取得条款相若的独立融资（例如没有财务支援下）；或
- (ii) 上市申请人手头上是否有足够的速动资产应付其财务需要。¹⁴

(d) 可能对公司前景带来不利影响的重大变动

- 若上市申请人面临若干变动以致其业务受到迫切威胁，亦会令人质疑其业务的可持续性，例如：
- (i) 监管规定的变动，令上市申请人或未能以现有的形式或盈利水平继续经营；或
 - (ii) 新科技发展，令上市申请人的业务过时。¹⁵

针对这些问题，港交所预期上市申请人要确定地证明有关变动成真的机会不高又或不会影响上市申请人业务的可持续性。¹⁶

不合规事宜会否影响上市的合适性

若上市申请人、其董事或控股股东作出涉及欺诈、欺骗或不诚实（例如逃税或贿赂）的违规事件（「违反诚信事件」）及严重不遵守法律及法规（「重大不合规事件」），则可能导致其业务不适合上市。至于违反诚信事件对营运及财务的影响，港交所或会要求上市申请人证明其经调整违反诚信事件影响后的业绩纪录期的业绩仍符合《上市规则》的相关资格规定，且若其当时已遵守相关规定或规则，亦不会对其当时和往后的业务及财务表现造成任何重大不利影响。¹⁷

类别	影响	考虑因素
违反诚信事件	违反诚信事件很可能使上市申请人不适合上市或违责董事不适合担任上市公司董事。	港交所在厘定违反诚信事件会否使上市申请人不适合上市时，会考虑所有有关事实及情况（包括违反诚信事件的底因及相关缓和因素、对营运及财务的影响、违责人士对上市申请人营运、内部监控及交易纪录业绩的影响力，及可有实施（及已实施多久）有效的内部监控措施避免同类违反诚信事件再次发生等等）。
	违反诚信事件会令人质疑违责董事的品格及诚信不符合《主板规则》第3.08及3.09条（《GEM规则》第5.01及5.02条）的标准规定。	港交所预期违责董事或控股股东在上市申请人上市前已不再为其董事或控股股东（视情况而定）。
重大不合规事件	若控股股东须对违反诚信事件承担责任，则只要其有能力对上市申请人产生重大影响，上市申请人便会因其将大受此控股股东影响而不适合上市。	港交所预期上市申请人实施加强的内部监控措施，以避免重大不合规事件再次发生。 ¹⁸ 港交所一般预期重大不合规事件在上市前已予以纠正。 ¹⁹
	重大不合规事件若令人担忧任何参与事件的董事或当时在任的任何董事的能力，继而质疑其是否适合担任董事一职，而问题又不能透过披露解决。	涉及银行票据融资及利率／贷款套利的重大不合规事件可予通过披露处理。上市申请人将需要终止一切违规票据融资交易，并至少在其上市申请前已维持12个月，以证明在合规情况下其业务仍可持续。 ²⁰

否决个案

港交所历年来公布了许多上市决策，以说明一些上市申请被否决的原因。以下是一些常见否决理由的摘要。应注意的是，单是某一项问题的存在未必会令上市申请人不适合上市，港交所会审视上市申请人的各项问题的整体影响，以评估其是否适合上市。

问题	相关上市决策
过多与紧密关联方或关连人士进行的交易	2010年5月公布的LD92-1（于2019年3月撤销并被GL68-13取代，但此项上市决策所载的原则仍然相关）
	2016年4月公布的LD100-2016中的公司B（2015年拒绝的个案）
	2019年3月公布的LD121-2019中的公司A（2018年拒绝的个案）
矿业公司未能证明其主要资产具有清晰的商业生产计划	2015年6月公布的LD92-2015中的公司A（2013年拒绝的个案）及公司G（2014年拒绝的个案）
	2016年4月公布的LD100-2016中的公司D（2015年拒绝的个案）

11 港交所指引信GL68-13第3.11段
12 港交所指引信GL68-13第3.15段
13 港交所指引信GL68-13第3.16段
14 港交所指引信GL68-13第3.17段
15 港交所指引信GL68-13第3.18段
16 港交所指引信GL68-13第3.19段
17 港交所指引信GL68-13第3.6及3.8段

18 港交所指引信GL63-13第3.4段
19 港交所指引信GL63-13第3.4(d)段
20 港交所指引信GL63-13第3.7段

未能纠正不合规事宜从而可能影响重续重要牌照	2015年6月公布的LD92-2015中的公司B（2013年拒绝的个案）
高度倚赖控股股东的财务援助	2015年6月公布的LD92-2015中的公司B（2013年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司B（2016年拒绝的个案）
董事、重大利益关系人士或控股股东适任与否	2015年6月公布的LD92-2015中的公司B、公司C及公司E（2013年拒绝的个案）、公司J及公司N（2014年拒绝的个案） 2016年4月公布的LD100-2016中的公司C及公司F（2015年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司L（2016年拒绝的个案） 2019年3月公布的LD121-2019中的公司F、公司N及公司Q（2018年拒绝的个案）
如不计算（a）一次性收益、豁免的董事酬金及豁免的租金和政府补助，（b）不合规事宜产生的收入，或（c）来自投资物业的公平值收益，但计入股东贷款要付出的利息支出，便无法符合财务要求	2015年6月公布的LD92-2015中的公司D（2013年拒绝的个案）及公司N（2014年拒绝的个案） 2016年4月公布的LD100-2016中的公司C及公司E（2015年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司A、公司B、公司E及公司M（2016年拒绝的个案） 2019年3月公布的LD121-2019中的公司I（2018年拒绝的个案）
不可持续的业务模式及 / 或财务表现倒退，而没有充足理据相信情况会改善	2015年6月公布的LD92-2015中的公司D（2013年拒绝的个案）、公司L、公司N、公司O及公司P（2014年拒绝的个案） 2016年4月公布的LD100-2016中的公司A、公司E及公司G（2015年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司F、公司H及公司M（2016年拒绝的个案） 2018年3月公布的LD119-2018中的公司B（2017年拒绝的个案） 2019年3月公布的LD121-2019中的公司E（2018年拒绝的个案）
违反诚信事件（例如逃税）	2015年6月公布的LD92-2015中的公司E（2013年拒绝的个案）
人员辞任或重大收购事宜，导致未能符合拥有权和管理层维持不变及盈利测试的规定	2015年6月公布的LD92-2015中的公司E（2013年拒绝的个案）及公司H（2014年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司D（2016年拒绝的个案） 2018年3月公布的LD119-2018中的公司C（2017年拒绝的个案）

倚赖主要客户、单一项目或产品	2015年6月公布的LD92-2015中的公司F（2013年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司I、公司J及公司K（2016年拒绝的个案）
重大或系统性不合规事宜，令人质疑上市申请人以合规方式经营的能力或其业务前景	2015年6月公布的LD92-2015中的公司J及公司K（2014年拒绝的个案） 2016年4月公布的LD100-2016中的公司C及公司F（2015年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司A及公司E（2016年拒绝的个案）
欠缺中国物业的所有权证或物业所有权证说明书，而有中国物业对其业务举足轻重	2015年6月公布的LD92-2015中的公司N及公司O（2014年拒绝的个案）
与控股股东的激烈竞争	2015年6月公布的LD92-2015中的公司O（2014年拒绝的个案）
保荐人缺乏独立性	2015年6月公布的LD92-2015中的公司M（2014年拒绝的个案） 2019年3月公布的LD121-2019中的公司V（2018年拒绝的个案）
于高危地区营运，有多项极其不确定的法律及政治因素	2016年4月公布的LD100-2016中的公司A（2015年拒绝的个案）
业绩纪录期内或之后的业务模型有重大变更，导致业绩纪录期业绩不代表日后表现	2016年4月公布的LD100-2016中的公司B及公司E（2015年拒绝的个案） 2017年5月公布的LD107-2017中的公司G（2016年拒绝的个案）
向第三方提供大额垫付款，令人质疑董事的诚信	2016年4月公布的LD100-2016中的公司F（2015年拒绝的个案）
市盈率没有合理解释	2017年5月公布的LD107-2017中的公司C（2016年拒绝的个案） 2019年3月公布的LD121-2019中的公司D、公司H及公司M（2018年拒绝的个案）
控股股东及主要股东过去曾参与出售上市空壳公司，令人质疑股东是否有心促进上市申请人的长远发展	2018年3月公布的LD119-2018中的公司A（2017年拒绝的个案）
欠缺上市的商业理据及 / 或真实的集资需要	2018年3月公布的LD119-2018中的公司A（2017年拒绝的个案） 2019年3月公布的LD121-2019中的公司B、公司C、公司G、公司H、公司J、公司K、公司L、公司M、公司O、公司P、公司R、公司S、公司W及公司X（2018年拒绝的个案）
将不同公司包装上市以符合资格规定	2019年3月公布的LD121-2019中的公司T（2018年拒绝的个案）

加强审查上市的商业理据

港交所近年加强了审查上市的商业理据，以致2018年被否决的上市申请个案明显增加。港交所强调，被否决的个案并无集中于特定行业；港交所在评估上市申请人是否适合上市时的主要考虑因素，是上市申请人的上市理由是否基于其预期增长，从而有集资的需要。维持市场质素是港交所的任务，预计港交所日后在评估上市申请人是否适合上市时，将更着重集资所

得资金的拟议用途及集资需要，以及与上市申请人的业务策略及未来计划是否相符。

注意

以上内容涉及十分专门和复杂的法律知识及法律程序。本篇文章仅是对有关题目的一般概述，只供参考，不能构成任何个别个案的法律意见。如需进一步的法律谘询或协助，请联络我们的律师。

有关ONC柯伍陈律师事务所

ONC柯伍陈律师事务所自1992年成立至今，透过不断努力已发展为最大的本地律师事务所之一，拥有大约50名执业律师及超过100名支援团队成员。我们荣获Asialaw Profiles评选为「高度推荐」律师事务所，并获Chambers and Partners评选为亚太地区领先律师事务所。

本所为公司及个人客户提供全面的法律服务，包括：

- 仲裁
- 资产管理及基金
- 银行及金融
- 资本市场
- 商业罪行
- 企业融资
- 雇佣、私隐及歧视
- 家事及婚姻程序
- 清盘及重组
- 保险及人身伤亡
- 知识产权及科技
- 诉讼及调解争议
- 收购及合并
- 私募及创业投资
- 房地产
- 金融及证券规管
- 航运及物流
- 遗嘱及遗产处理

联络人

ONC Lawyers

ONC柯伍陈律师事务所

香港中环康乐广场 8 号
交易广场第三期 19 楼
电话：+852 2810 1212
传真：+852 2804 6311
电邮：onc@onc.hk
网站：www.onc.hk

张国明

合伙人 · 公司及商业部门主管

黄丽文

合伙人

张昊

资深律师