

香港全新的无纸证券制度： 上市公司快速指南

香港证券及期货事务监察委员会（证监会）**宣布**，香港上市证券 2026 年初实施无纸证券市场（USM）制度的准备工作正如期推进，具体实施日期将会适时公布。此外，香港交易所（联交所）已发布了一份**资料文件**，解释上市规则的拟议修订，并概述上市发行人的准备步骤。无纸证券市场制度将为投资者提供一种全新的上市证券持有与管理方式，发行人须采取相应措施配合实施。本文重点介绍该制度的主要特点以及上市公司需要采取的行动要点。

主要变动概览

- 目前，投资者若希望持有其香港上市证券的法定所有权（即以自身名义持有），只能在中央结算系统（CCASS）以外以凭证（有纸）形式进行。在无纸证券市场制度下，投资者将可以选择在无需纸本文书的情况下持有法定所有权，从而直接享有股东权利，并以电子方式管理和转让其证券。
- 参与无纸证券市场制度的上市发行人须委任一家核准证券登记机构（ASR），以就证明和转让非凭证式（无纸）证券营运一个电子系统（称为**无纸证券登记及转让系统（UNSRT system）**），并在指明日期前停止发出实体所有权文书。随着更多投资者逐渐趋向以本人名义持有证券，投资者参与度及透明度将得到提升。

上市公司应了解哪些事项？

1. **适用范围** - 无纸证券市场制度适用于“订明证券”，即在**香港上市**的股份、预托证券、可从中央结算系统提取基金单位的证监会认可基金（如房地产投资信托基金（REITs））、合订证券、股本权证及在供股下的权利。所有订明证券的发行人均属于无纸证券市场制度的涵盖范围，而根据**香港、中国内地、百慕大或开曼群岛**注册成立的上市公司（**主要司法管辖区发行人**）将首先参与该制度。
2. **主要准备步骤及实施时间表** - 所有订明证券的发行人¹必须在**无纸证券市场实施日期**（预计为 2026 年年初）前委任一家核准证券登记机构（即受证监会监管的证券登记机构）。这些发行人还必须对章程文件/证券的发行条款作必要修订，以符合无纸证券市场制度的要求，但修订内容不得与相关司法管辖区（就股份而言，即发行人的注册成立地）的法律相抵触。主要司法管辖区发行人须在无纸证券市场实施日期后一年内完成相关修订。

主要司法管辖区发行人²还必须设定并宣布无纸证券市场制度**参与日期**，从参与日期起启动其无纸证券登记及转让系统且不再发出纸本证明书；同时必须发布无纸证券市场实施计划。³参与日期不得晚于包括联交所及证券登记公司总会在内的相关机构为该发行人设定的特定期限，相关期限将设定在无纸证券市场实施日期起的**五年**内实施。证监会已表示，有关期限可协商（如因即将发生的公司行动或需要修订公司章程）。目标是让四个主要司法管辖区以外的发行人尽可能在五年期限内参与，但某些情况下（如英国发行人的股份）可能因当地法律而需要更多时间。

有关主要步骤的详情，请参见下表。

3. **非“一步到位”式的证券去实物化** - 除非在特定情况下（见下文第 4 点），否则投资者**并无责任将其现有证券去实物化**（即转换为无纸形式）。因此，参与的发行人须**无明确期限地维持双轨并行体系**，以满足有纸证券和无纸证券的并存需求。目前，证监会尚未明确规定此安排必须终止的最终期限。

¹ 无论其是否为主要司法管辖区发行人。

² 亦包括任何自愿参与无纸证券市场制度的发行人。此类发行人可在相关海外法律允许的情况下选择参与。股本权证及在供股下的权利须遵守不同的规定。

³ 该计划拟涵盖（除其他事项外）参与日期、过渡至无纸证券市场制度的步骤、对证券持有人的影响、证券持有人可能需要采取的行动以及任何不采取行动的影响。

4. **逐步取消有纸证券**⁴ - 然而，发行人自参与日期起发行的新证券只能是无纸形式（如供股或以股代息的情况），而不能就现有证券发出所有权文书（如转让该证券时）。因此，**证券转让和发行将转换为无纸证券**。⁵此外，以香港中央结算（代理人）有限公司名义在中央结算系统内持有的现有证券将全部去实物化，而无纸证券不能再实物化（除退市等有限情况外）。
5. **无纸证券登记及转让系统或中央结算系统中的无纸证券** - 投资者可选择透过发行人的核准证券登记机构营运的无纸证券登记及转让系统上的数码 **USI 账户**，以本人名义持有和管理无纸证券（新选项），或透过中央结算系统内的中介人以香港中央结算（代理人）有限公司的名义持有和管理无纸证券（现行选项，该选项在无纸证券市场实施后仍将保留）。透过 **USI 账户** 持有的证券必须存入中央结算系统，方可在交易所买卖。不过，在无纸证券市场制度下，无纸证券存入中央结算系统的流程可以通过电子方式进行，因而将比现有流程更快捷、更便利。
6. **拥有权透明度及对公司交易的影响** - 随着更多投资者逐渐趋向以本人名义而不是透过经纪在中央结算系统持有股份，上市发行人将能更清晰地了解自身的股东基础，并能更直接地接触股东及分析股东对需经股东投票表决的事宜可能作出的反应。在收购及私有化方面，对《证券及期货条例》第 329 条规定的拥有权调查程序的依赖程度可能会减少。该调查程序涉及发送一系列通知，由经纪层层追溯至最终实益持有人的拥有权情况。由于涉及多个层级的拥有权结构，整个过程可能既困难又耗时。
7. **核准证券登记机构** 的角色在无纸证券市场制度下将大大加强，并将受证监会监管。发行人在任何时候都必须要有核准证券登记机构，若有空缺都将导致上市资格暂停（除非该空缺获得证监会许可）。如果发行人随后更换了其核准证券登记机构，尚未在新的核准证券登记机构开设无纸证券投资者账户（**USI 账户**）的无纸证券持有人，必须在该机构重新开设 **USI 账户**，因为 **USI 账户** 无法从一个核准证券登记机构转移到另一个核准证券登记机构。
8. **成本及其他影响** - 无纸证券市场制度对上市公司而言并不会没有成本上的影响。向发行人和机构投资者收取的核准证券登记机构费用将由商业协商决定，且不设上限（尽管核准证券登记机构有义务保持收费公平和相称）。核准证券登记机构运行双轨并行体系所涉成本及运营影响，可能会影响发行人调整其投资者沟通定位，例如鼓励去实物化。发行人亦应更新其内部流程和政策，以适应无纸证券市场制度，如缩短处理时间和履行新的合规义务。例如，须向无纸证券持有人发送新类型的通知，包括在持有人的证券结余发生变化时发送最新信息。

上市公司应采取哪些核心举措？

核心举措	截止期限
<ul style="list-style-type: none"> 在香港、中国内地、百慕大或开曼群岛注册成立的上市公司（即主要司法管辖区发行人）应与其证券登记机构沟通，根据为其设定的特定期限制定实施时间表，任何时间安排上的问题应尽快提出。其他上市公司应考虑是否愿意并有能力自愿参与无纸证券市场制度，如决定参与，还应考虑时间表安排。 评估参与带来的影响，包括对章程文件的修订、相关成本和其他影响。 了解核准证券登记机构的服务模式并就服务条款进行谈判。 	尽快进行
核准证券登记机构的委任	对于所有上市公司：截止无纸证券市场实施日期（预计为 2026 年初）
就参与无纸证券市场修订章程文件	对于主要司法管辖区发行人：无纸证券市场实施日期（预计为 2026 年初）后一年内 主要司法管辖区发行人可考虑最早在 2026 年度周年股东大会上获得修订其公司章程的批准
公告发行人获通知的参与无纸证券市场的特定期限（适用于主要司法管辖区发行人）	在合理可行的情况下尽快公告，且不迟于获特定期限通知后的一个营业日内

⁴ 在无纸证券市场实施后首次上市的订明证券（即首次公开发售证券），从首次上市当日起必须采用无纸形式，除非联交所另行许可。

⁵ 未经在相关核准证券登记机构开设 **USI 账户** 而获得无纸证券的登记持有人，将作为临时成员持有这些证券。尽管持有人的股息和投票权不受影响，但在相关核准证券登记机构进行完整登记之前不能转让这些证券。

核心举措	截止日期
公告无纸证券市场实施计划（包括参与日期和专用网页链接）*	最终确定无纸证券市场实施计划后，且在合理可行的情况下尽快公告 ⁶
公告参与日期的提示以及关于遵守所有无纸证券市场参与程序的确认*	参与日期前至少 21 个营业日
无纸证券登记及转让系统投入运行。停止发出新的实物证明书*	参与日期 对于主要司法管辖区发行人，参与日期必须不晚于为其设定的特定期限，预计在 2026 年至 2031 年之间

*适用于主要司法管辖区发行人和自愿参与无纸证券市场制度的发行人

如需无纸证券市场制度方面的协助或有任何疑问，请联系蔡珍吾律师、陈力恒律师或您在司力达的通常联系人。

联系人



蔡珍吾

合伙人

T: +852 2901 7217

E: clara.choi@slaughterandmay.com



陈力恒

合伙人

T: +86 10 5965 0610

E: vincent.chan@slaughterandmay.com

伦敦办事处

电话 +44 (0)20 7600 1200

传真 +44 (0)20 7090 5000

布鲁塞尔办事处

电话 +32 (0)2 737 9400

传真 +32 (0)2 737 9401

香港办事处

电话 +852 2521 0551

传真 +852 2845 2125

北京办事处

电话 +86 10 5965 0600

传真 +86 10 5965 0650

本材料仅用于一般参考，并不构成法律意见。© Slaughter and May, 2025.

欲了解更多信息，请联系您在司力达的通常联系人。

www.slaughterandmay.com

⁶ 如果发行人能够在获指定期限通知时公告其无纸证券市场实施计划，则必须在不迟于获指定期限通知后的一个营业日内，通过同一份公告公布其指定期限和无纸证券市场实施计划。