

## 香港联交所作为首次 公开招股市场的竞争力

朱静文  
2023年1月12日

“有人辞官归故里，有人连夜赶科考”，这句出自 300 年前中国的诗词可用以诠释香港股市在过去几年的现象。

**香**港联合交易所有限公司（联交所）一直为维持香港作为一个有吸引力及竞争力的国际证券市场而努力。然而，自愿撤销上市的情况越来越多，其中一些公司的规模不小。另外，联交所正在积极执行非自愿退市的规定。

在香港，最近的首次公开招股（IPO）以及大部分上市公司的股价表现都不似预期。

尽管如此，我们仍有许多方法可以更好地提升香港的 IPO 市场。

### 香港的首次公开招股与退市

表 1 总结了香港交易及结算所有限公司（港交所）<sup>1</sup> 提供的关于公开招股和退市的统计数据。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 香港联合交易所有限公司是香港交易及结算所有限公司的全资附属公司。

<sup>2</sup> 联交所有关首次公开招股申请、除牌和停牌公司之报告：

[https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2022/220930news?sc\\_lang=zh-cn](https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2022/220930news?sc_lang=zh-cn)  
[https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2021/211231news?sc\\_lang=zh-cn](https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2021/211231news?sc_lang=zh-cn)  
[https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2020/201231news?sc\\_lang=zh-cn](https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2020/201231news?sc_lang=zh-cn)  
[https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2019/191231news?sc\\_lang=zh-cn](https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/news/market-communications/2019/191231news?sc_lang=zh-cn)

	2022 年前 9 个月	2021 年	2020 年	2019 年
新股上市数目 <sup>3</sup>	55 • 主板: 55 • 创业板: 0	98 • 主板: 97 • 创业板: 1	154 • 主板: 146 • 创业板: 8	183 • 主板: 167 • 创业板: 16
撤回上市的数目 (通过私有化或其他自愿方式)	13 • 主板: 12 • 创业板: 1	30 • 主板: 27 • 创业板: 3	26 • 主板: 24 • 创业板: 2	10 • 主板: 10 • 创业板: 0
被香港联交所取消上市地位的数目	33 • 主板: 25 • 创业板: 8	34 • 主板: 21 • 创业板: 13	31 • 主板: 23 • 创业板: 8	19 • 主板: 13 • 创业板: 6

从表 1 可以得出一些有趣的观察结论。从 2019 年到 2022 年，IPO 数量持续减少。创业板的 IPO 从 2019 年的 16 宗大幅下降至 2020 年的 8 宗，并在 2021 年和 2022 年又进一步下降到几乎为零。另一方面，从 2019 年至 2021 年期间，将香港上市公司私有化的举措持续上升。

联交所也积极执行上市规则下的退市制度将不少公司从交易所除牌，取消上市地位的宗数从 2019 年的 19 宗增加到 2020

年、2021 年和 2022 年的每年 30 宗以上。虽然创业板上市公司在 IPO 和私有化中占的比例很小，但在香港联交所退市的所有案例中，创业板上市公司占了 30% 至 60%。

### 香港在国际 IPO 市场的地位

根据安永全球 IPO 研究<sup>4</sup>，香港的定位在过去几年中发生了变化，如表 2 所示。

	2022 年前 6 个月		2021 年		2020 年		2019 年	
	按 IPO 数量排名	按筹资额排名	按 IPO 数量排名	按筹资额排名	按 IPO 数量排名	按筹资额排名	按 IPO 数量排名	按筹资额排名
第一	深圳	上海	纳斯达克	纳斯达克	上海	纳斯达克	香港	香港
第二	上海	深圳	上海	纽约证券交易所	纳斯达克	香港	纳斯达克	沙特

<sup>3</sup> 港交所高层的简报:

2023 年前三个季度: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2022/221019news/2210192news/2022-Q3-Results-Announcement-Presentation\\_c\\_1019.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2022/221019news/2210192news/2022-Q3-Results-Announcement-Presentation_c_1019.pdf)

2021 年: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2022/2202243news/2202243news\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2022/2202243news/2202243news_c.pdf)

2020 年: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2021/2102243news/2102243news\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2021/2102243news/2102243news_c.pdf)

2019 年: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2020/2002263news/2002263news\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2020/2002263news/2002263news_c.pdf)

<sup>4</sup> [https://www.ey.com/en\\_gl/ipo/trends](https://www.ey.com/en_gl/ipo/trends)

表 2

	2022 年前 6 个月		2021 年		2020 年		2019 年	
	按 IPO 数量排名	按筹资额排名	按 IPO 数量排名	按筹资额排名	按 IPO 数量排名	按筹资额排名	按 IPO 数量排名	按筹资额排名
第三	印度	韩国	深圳	上海	深圳	上海	上海	纳斯达克
第四	纳斯达克	迪拜	澳大利亚	香港	香港	纽约证券交易所	东京	上海
第五	东京	印度	纳斯达克 OMX 和第一 一北市	深圳	东京	深圳	深圳	纽约
其它	香港排名第 10	香港排名第 9	香港排名第 10					

可以合理的总结，自 2019 年以来，香港作为国际主要证券交易所的地位一直在下降。美国交易所在 2019 年至 2021 年仍然保持强劲，但在交易数量和 IPO 筹资额方面被包括上海和深圳交易所在内的亚洲交易所超越。

近年来，香港吸引了一些大型 IPO，包括 2019 年的阿里巴巴（IPO 规模为 130 亿

美元）和百威亚太（58 亿美元），2020 年的京东（44 亿美元）、京东健康（40 亿美元）和网易（31 亿美元），以及 2021 年的快手科技（62 亿美元）和京东物流（36 亿美元）<sup>5</sup>。如下表 3 所示，仅前两项 IPO 就占据了全年 IPO 募资规模的相当大比例。<sup>2 和 4</sup>

表 3

	2021 年	2020 年	2019 年
本年度所有 IPO 募集的资金	425 亿美元	513 亿美元	403 亿美元
前两大 IPO 募集的资金	98 亿美元	88 亿美元	188 亿美元
前两大 IPO 募集的资金占总年度 IPO 募集资金的比例	23%	16%	46%

<sup>5</sup> [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2022/2202243news/2202243news\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2022/2202243news/2202243news_c.pdf)

## 香港上市申请

### 统计数据

香港联交所关于上市申请的统计数据汇总于表 4 中：<sup>2</sup>

表 4	2022 年前 9 个月	2021 年	2020 年	2019 年
<b>新上市</b>				
IPO 数目	55 • 主板: 55 • 创业板: 0	98 • 主板: 97 • 创业板: 1	154 • 主板: 146 • 创业板: 8	183 • 主板: 167 • 创业板: 16
<b>新上市申请 比对 再次呈交上市申请</b>				
香港联交所在对应期间接受的新上市申请数目 <sup>6</sup>	153 • 主板: 150 • 创业板: 3	316 • 主板: 304 • 创业板: 12	231 • 主板: 216 • 创业板: 15	300 • 主板: 255 • 创业板: 45
香港联交所在三个月内接受同一申请人提交的因已失效、被拒或自行撤回申请后再次呈交上市申请的数目	130 • 主板: 124 • 创业板: 6	140 • 主板: 127 • 创业板: 13	166 • 主板: 142 • 创业板: 24	218 • 主板: 170 • 创业板: 48
<b>上市申请的情况</b>				
截至相关期间结束时, 香港联交所正在处理的申请数目	114 • 主板: 107 • 创业板: 7	131 • 主板: 123 • 创业板: 8	92 • 主板: 81 • 创业板: 11	126 • 主板: 100 • 创业板: 26
在相关期间失效和撤回的申请数目	219 • 主板: 209 • 创业板: 10	286 • 主板: 257 • 创业板: 29	265 • 主板: 218 • 创业板: 47	366 • 主板: 285 • 创业板: 81

从上面的表 4 中, 可以观察到一些显著的现象。每年的新申请和重新申请的合计数目远远超过了下一年的公开招股数目。这基本上意味着超过一半的申请是不成功的。每年大量的失效、申请被拒、被发回申请和自行撤回申请也证实了这一点: 在表 4

中所记录的任何时期, 失败的案例远远超过香港联交所正在处理的申请。

在香港, 上市申请的有效期为 6 个月, 也就是说, 如果申请人在 6 个月内没有上市, 申请就会过期。在这种情况下, 如果申请

<sup>6</sup> 新上市申请的数目不包括投资工具, 如交易所买卖基金、房地产信托基金、集体投资计划和投资公司, 也不包括从创业板转到主板的申请个案。

人不让申请失效，并希望保持该申请持续有效，就必须更新其申请。更新申请可以超过一次。更新的数目相对较多，这表明许多申请无法在 6 个月内获得批准。

## 不成功的上市申请

让我们从表 5 来自港交所公开的官方资料中详细了解上市申请不成功的原因：

	2022 年前 9 个月	2021 年	2020 年	2019 年
申请已获原则上批准，但在申请有效期内没有上市，申请因而过期	54 • 主板: 54 • 创业板: 0	44 • 主板: 44 • 创业板: 0	48 • 主板: 46 • 创业板: 2	74 • 主板: 68 • 创业板: 6
申请的处理期限已过，而且没有获得原则上批准	160 • 主板: 151 • 创业板: 9	230 • 主板: 204 • 创业板: 26	210 • 主板: 165 • 创业板: 45	241 • 主板: 184 • 创业板: 57
自行撤回申请	5 • 主板: 4 • 创业板: 1	9 • 主板: 6 • 创业板: 3	6 • 主板: 6 • 创业板: 0	21 • 主板: 11 • 创业板: 10
申请被拒	0 • 主板: 0 • 创业板: 0	1 • 主板: 1 • 创业板: 0	1 • 主板: 1 • 创业板: 0	26 • 主板: 18 • 创业板: 8
被发回申请	0 • 主板: 0 • 创业板: 0	2 • 主板: 2 • 创业板: 0	0 • 主板: 0 • 创业板: 0	4 • 主板: 4 • 创业板: 0
总计	219 • 主板: 209 • 创业板: 10	286 • 主板: 257 • 创业板: 29	265 • 主板: 218 • 创业板: 47	366 • 主板: 285 • 创业板: 81

如果申请已获原则上批准，但在申请有效期内没有上市因而过期，这通常意味着是源于当时的市场气氛欠佳，或者承销商无法在申请人可接受的价格范围内获得足够的认购。随着市场的波动，这种申请的过期情况时有发生。因此，该类别的数目在过去几年中没有经历任何重大变化。

“申请被拒”类别是指香港联交所不接受申请，因此不会进行审核，主要是因为有关公司的基本上市资格或申请文件不符合

规定。自 2020 年以来，由于香港联交所就申请可能被拒绝的情况提供了指引，被拒绝的数目大幅减少。这种指引可以帮助相关申请人确保申请符合基本标准。

“被发回申请”指的是接受审核的申请，但随后因上市申请证明或相关文件中的信息不甚完整而被退回给申请人。这类别的数目少得可以忽略不计，这亦归功于香港联交所致力就被发回申请提供指引，使相

关申请人能够更好地了解香港联交所对申请文件质量的期望。

失败案例中最重要的组成部分是没有获得原则性批准的失效申请。在 2019 年至 2022 年 9 月期间，它们占了不成功申请的 65%至 80%。这种失效的案例比公开招股上市数目还要多。这些申请没有被拒或被发回，因此肯定符合基本要求，也经过了香港相关监管机构（即联交所和香港证券及期货事务监察委员会（证监会））的审核，他们的失败原因值得深究。

### **上市申请的审核标准**

联交所和证监会一直在监督申请人的上市适合性和投资潜力，每宗上市申请都必须满足客观的上市资格，包括利润、现金流或收入表现、管理层持续性和所有权的连续性以及市值要求。从事特定行业的公司（如生物技术和矿业公司）须符合行业相关的上市标准。

然而，仅仅满足这些资格是不够的，香港监管机构还关注上市规则或香港联交所指南中没有明确规定的其他方面。在审查过程中，监管机构可能会详细询问申请人的商业模式和增长计划，其目的可能是为了保护投资者，因为申请人必须证明其适合上市和未来的可持续性。

上市申请的“真实性”也备受关注。几年前，曾发生过某些上市公司的控股权在上市后不久就易手的情况，原有业务被公司出售给退出的股东，这让人怀疑整个公开招股是否为借壳上市提供了便利，这当然不是香港监管机构允许上市的目的。因此，联交所和证监会都非常关注首次公开招股

的真实性，尤其是那些规模较小的申请人。他们可能会对公开招股募集资金后的用途提出疑问，或者询问申请人为什么不进行银行贷款或其他类型的债务融资而选择进行公开招股。对于一些规模较小的申请，保荐人和承销商可能被要求解释市盈率、证明公开招股配售投资者的独立性、或者证明预计公开股值的市值是合理的。倘若在公开招股前没有引入第三方的投资，也可能会引起对于在公开招股后如何吸引投资的询问。

香港监管机构在审查上市申请时，似乎采纳“价值”原则而非“披露”原则。这样做的初衷是好的，可为投资者隔绝过大的风险，但这种做法可能会导致上市申请的不确定性、成本的增加和潜在的延误，过去几年大量的更新申请就证明了这一点。此外，在肩负起监督的角色时，监管机构可能会遇到挑战，例如，他们必须确保其人员具备必要的商业专业知识，以评估申请人的商业模式、以及其业务运作在相关行业中是否可行。对监管机构来说，在这个不断变化的经济环境中评估申请人的商业潜力或可持续性可是极为困难的。

### **监管机构在推进联交所主板所作的努力**

综上所述，香港监管机构一直在为公开招股开辟新的途径。尽管如此，他们的重点似乎更多的是放在经行业认证的大型申请人身上。

### **生物技术公司、拥有同股不同权的公司和海外公司的二次上市**

2018 年，联交所逐步向香港股票市场多元化迈进。

生物技术公司即使不能满足通常的资格测试，只要满足某些特定的生物技术相关要求就可以在主板上市，例如每宗申请人至少有一个开发和验证的核心产品，并满足研发和上市前引入投资等要求。

如果具有同股不同权/不同投票权（WVR）结构的申请者可以证明创新和增长的必要特征，也允许在主板上市，不受“同股同权”的约束。他们如果个别创始人对公司的快速增长和成功负有重大责任的话，即使他们的股权因上市前和公开招股募资而被大量稀释，也能透过 WVR 架构保留对公司的控制权。考虑到与 WVR 结构相关的风险，香港联交所引用额外的要求，即规定同股同权股东的投票权占比的最低比例，并要求 WVR 股东在公司中拥有经济利益占比的最低比例。此外，采用 WVR 结构的申请人上市时市值至少为 400 亿港元（51.3 亿美元），或如申请人经审计的最近一个

会计年度收益至少为 10 亿港元（1.28 亿美元），其上市时市值至少为 100 亿港元（12.8 亿美元）。

联交所亦在为合资格的交易所（即纽约证券交易所有限责任公司、纳斯达克股票市场或伦敦证券交易所有限公司主板市场，并属于英国金融市场行为监管局的“优质上市”板块）上市的海外发行人开辟了一条二次上市的捷径。申请人必须在其第一上市的合资格交易所有良好的监管合规记录，并且在香港二次上市时有较大的预期市值。

自上述上市改革于 2018 年 4 月 30 日生效以来，截至 2022 年 9 月 9 日，已有 79 家公司根据新制度上市。摘自联交所<sup>7</sup>的有关资料载于下表 6：

表 6

	2018 年 4 月 30 日起新上市		2022 年 9 月 9 日市值	由 2022 年年初累积至 9 月 9 日成交额
	数目	占上市发行人总数百分比	占市场总额百分比	占市场总额百分比
生物科技公司（注）	52	7.1%	1.4%	1.7%
不同投票权(WVR)发行人	11	1.5%	6.4%	11.0%
海外发行人第二上市（注）	17	2.3%	13.0%	11.0%
总计（注）	79	10.8%	20.7%	22.3%

注：有一家生物技术公司同时在生物技术公司和海外发行人的二次上市制度下上市。它只在“总数”一栏中被计算了一次。

<sup>7</sup> 香港联交所关于“特专科技公司上市制度”咨询文件第 14 页到第 15 页：

[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210_c.pdf)

2018年的努力进一步推动在香港上市公司的多样化，特别是具有WVR结构和海外发行人二次上市的公司大多从事信息技术行业。尽管这37家公司只占香港上市公司总数的一小部分，但其市值和交易额占据了整个市场的11%。这也激发了投资科技公司的气氛。从事资讯科技业（包括电信设备、电脑及周边器材、系统开发及资讯科技顾问、电子商贸及互联网服务、软件开发和半导体等子类别）的公司总市值占香港总市值的比例从2018年前的约15%上升至2021年12月31日的30%。

联交所因科技行业倍受欢迎而鼓舞，其最近刊发有关特专科技公司新上市规则的咨询文件详情如下。

### **提高盈利要求**

从2018年2月起，主板上市资格的最低市值由2亿港元（2,560万美元）提高到5亿港元（6,410万美元），而盈利要求则维持不变。如果新申请人在整个业绩记录期的最后一个财政年度仅达到2000万港元（256万美元）的盈利要求，其隐含历史市盈率至少是25倍，人们通常认为在大多数行业领域这一比例过高了。

2020年11月，香港联交所建议大幅提高公开招股的盈利要求，提高的幅度为当时最低要求的三倍。该咨询文件是在香港社会和经济正遭受2019新型冠状病毒带来的不利影响时刊发的，因此建议遭受83%的回应者消极回应和反对。<sup>8</sup>最终，香港联

交所决定将盈利要求提高60%，即从2022年1月1日起，业绩记录期中的最后一个财政年度盈利要求为3500万港元（449万美元），之前的两个财政年度盈利要求为4500万港元（577万美元）。

这项新规定可能纠正了上市后过高的市盈率预测，但筛掉了规模较小的主板上市申请。

### **特殊目的收购公司**

特殊目的收购公司（SPAC）是一种没有实质性业务或资产的上市工具，其唯一目的是通过首次公开招股募集资金，以便将来在一定时间内收购或合并目标公司。在完成收购或合并后，SPAC和目标公司将被合并，从而导致后续公司的上市。这种过程被称为“SPAC并购交易”。

香港联交所于2022年1月1日引进新主板上市规则来规范SPAC，只有专业投资者可以认购SPAC的股份和权证，并在上市后进行交易。SPAC通过IPO筹集的资金至少必须达到10亿港元（1.28亿美元）。

SPAC并购交易须予股东大会上经SPAC股东批准作实。SPAC必须在其上市后36个月内完成SPAC并购交易，但在获得股东批准的情况下，可以要求延长最多6个月。SPAC股东必须有权在股东大会上投票是否批准SPAC并购交易或于延长SPAC并购公告期限之前赎回其股份。

<sup>8</sup> 联交所于2021年5月刊发有关主板盈利规定的咨询总结文件第2页：

[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/November-2020-MB-Profit-Requirement/Conclusions-\(May-2021\)/cp202011cc\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/November-2020-MB-Profit-Requirement/Conclusions-(May-2021)/cp202011cc_c.pdf)



SPAC 并购目标必须符合所有新的上市要求（包括首次公开招股保荐人的委任、尽职审查规定、财务资格测试和最低市值规定）。香港联交所也将把继承公司的每项上市申请视为新上市申请。

截至 2022 年 11 月 21 日，新制度吸引了 4 家特殊目的收购公司上市。

### 拟议特专科技公司的新上市制度

联交所于 2022 年 10 月就其建议的“特专科技公司”上市制度征求公众意见。“特专科技公司”是指从事(a)下一代信息技术；(b)先进硬件；(c)先进材料；(d)新能源和节能环保；及(e)新食品及农业技术的公司，而它们可能未能达到主板资格测试的盈利、收益或现金流量要求，<sup>9</sup> 联交所会不时更新可接受在主板上市的公司类别。

特专科技公司将分为两类，第一类“商业化公司”，指那些已将其特专科技产品商业化的公司，在经审计的最近一个会计年度特专科技业务所产生的收益至少为 2.5 亿港元（即 3200 万美元）；第二类“未商业化公司”，指那些尚未达到该收益门槛的公司。

这两类公司没有盈利或现金流量的要求，但每家特专科技公司在上市前必须有至少三个会计年度经营现有业务。商业化公司

和未商业化公司的最低市值建议分别为 80 亿港元（即 10.3 亿美元）和 150 亿港元（即 19.2 亿美元）。此外，联交所还对研发支出、上市前的独立第三方投资、上市文件披露以及创办人、WVR 架构受益人、执行董事、高级管理层以及负责技术运营和/或研发的主要人员在上市后的禁售期提出了额外要求。

香港拟议的对上市申请人的市值要求（未计入盈利和现金流量）高于上海证券交易所科创板（科创板）的要求，也高于纽约证券交易所、纳斯达克全球精选市场、新加坡主板和伦敦证券交易所的标准。<sup>10</sup>

科创板自 2019 年 7 月成立以来，截至 2022 年 11 月 21 日，已经吸引了 487 家公司上市，其中只有 14 家公司的市值超过 10.3 亿美元（10.3 亿美元是商业化公司在香港主板上市的建议门槛）。<sup>11</sup>

### 香港上市公司的私有化

2019 年之前，上市公司私有化曾经非常罕见。在 2019 年、2020 年、2021 年和 2022 年的前 9 个月，分别有 10 家、26 家、30 家和 13 家上市公司成功私有化或以其他方式自愿撤回上市地位，在此期间 IPO 数量分别为 183、154、98 和 55。

<sup>9</sup> 香港联交所有关“特专科技公司上市制度”的咨询文件：[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210_c.pdf)

<sup>10</sup> 联交所有关“特专科技公司上市制度”的咨询文件第 61 段以及附录二：[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210_c.pdf)

<sup>11</sup> <http://www.sse.com.cn/market/stockdata/marketvalue/star/>

近年来，上市公司私有化的增加并不是一个积极的信号。自愿退市的公司规模不一，从事的行业领域也各有不同。放弃香港上市地位的一个常见原因是市值和股价不能反映公司的价值或潜力，某些案例更见市值甚至远低于公司的资产净值。据了解，其中一些公司可能会申请在中国内地的股票市场重新上市。

话虽如此，某些私有化的公司还是具有相当的规模。仅以 2021 年为例，在总共 30 家退市公司中，有 8 家公司的市值超过 10 亿美元（按私有化要约价格计算）。令人遗憾的是，近年来，伴随着上市公司私有化也在不断增加，某些优秀或规模较大的公司离开了联交所。

## 非自愿退市

在 2018 年 8 月之前，上市规则仅规定了“较长时间”持续停牌而未采取“充分行动”恢复上市的公司可能会被取消上市地位的一般原则。然而，对于“长时间”或“充分行动”的含义，并没有具体的规定。

联交所于 2018 年 8 月采用了修订后的退市制度。就主板而言，如果公司未能在 18 个月内解决导致其停牌的问题，香港联交所可取消其上市地位。该期限允许被停牌的公司有时间提出复牌计划，并允许香港联交所考虑该计划和其实施的可行性，在特殊情况下，规定的 18 个月可以延长。就

创业板而言，在连续停牌 12 个月后，香港联交所可将创业板上市发行人退市。

表 1 显示，被联交所除牌的公司越来越多，在 2019 年、2020 年、2021 年和 2022 年前 9 个月分别为 19 家、31 家、34 家和 33 家。这可能是由于联交所决心加强执行修订后的除牌制度。截至 2022 年 10 月 30 日，共有 102 家主板公司和 13 家创业板上市公司被长期停牌。<sup>12</sup> 因此，在 2022 年的最后一个季度，可能会有更多的公司被除牌。

## 第二或初级市场

如今，寻求在国际交易所上市的企业种类繁多，其规模、行业、发展阶段和目标投资者各不相同。因此，几乎所有资本市场发达的国家都提供不同的板块，以配合企业的不同情况和投资者的不同需求。

亚洲的初级市场包括深圳创业板、香港创业板、印度的孟买中小企业和国家中小企业、马来西亚 ACE 市场、日本东京证券交易所（标准市场和增长市场）、韩国 KOSDAQ、泰国的另类投资市场和新加坡 Catalist。多伦多风险交易所和加拿大国家证券交易所是美国的初级市场。欧洲有 Alternext、伦敦另类投资市场、德国的法兰克福 SCALE（以前是 Entry Standard）、西班牙的 Mercado Alternativo Bursatil、纳斯达克 OMX First North 和华沙 New Connect。

<sup>12</sup> 有关长时间停牌公司之每月报告（主板）（于 2022 年 10 月 31 日）：[https://www2.hkexnews.hk/-/media/HKEXnews/Homepage/Exchange-Reports/Prolonged-Suspension-Status-Report/psuspenrep\\_mb\\_c.pdf](https://www2.hkexnews.hk/-/media/HKEXnews/Homepage/Exchange-Reports/Prolonged-Suspension-Status-Report/psuspenrep_mb_c.pdf)  
有关长时间停牌公司之每月报告（创业板）（于 2022 年 10 月 31 日）：[https://www2.hkexnews.hk/-/media/HKEXnews/Homepage/Exchange-Reports/Prolonged-Suspension-Status-Report/psuspenrep\\_gem\\_c.pdf](https://www2.hkexnews.hk/-/media/HKEXnews/Homepage/Exchange-Reports/Prolonged-Suspension-Status-Report/psuspenrep_gem_c.pdf)

理论上，香港有两个板块，主板和创业板。香港联交所自 2018 年 2 月将创业板重新定位为面向中小企业的独立板块以来，创业板公司的新上市数目和募资额均有所下降。在 2020 年和 2021 年，分别只有 8 家和 1 家在创业板成功上市。在 2022 年的前 9 个月，没有任何上市申请在创业板获得批准。许多机构投资者并没有将创业板作为他们进行证券交易的板块。因此，实际上创业板的作用太不明显。事实上，绝大多数的交易活动都是在主板进行的。

香港行政长官在 2022 年 10 月 19 日发表的《施政报告》中指出，香港联交所正计划振兴创业板，为中小型企业和新成立的公司提供更有效的募资平台。

香港金融发展局最近建议改革创业板，使其资格要求考虑到新经济行业的需要。其他利益相关者更倾向于为科技公司设立一个不同于创业板的新的独立上市市场。联交所建议的特专科技公司的新上市制度可以解决这些问题，但不一定能解决中小企业的募资需求，联交所将探索其他方法来解决这个问题。<sup>13</sup>

## 进一步提升香港作为国际 IPO 市场的可能途径

虽然外部因素可能会继续影响资本市场，但香港仍有许多领域和方面可以改善，以加强其作为 IPO 市场的地位，例如：

- 联交所一直在为不同类型的申请人推出新的上市制度，最新的是特专科技公司。一

个常见的障碍是高市值的资格要求。联交所可以考虑放宽这种高门槛，以吸引规模较小、业务前景良好的公司。

- 联交所可能会更加关注上市申请人的招股说明书的披露质量，而不是深入评估申请人的业务增长或首次公开招股配售投资者，这可能有助于提高上市申请的确定性和透明度。毕竟，上市申请人作出适当和准确的披露后，投资者都可判断任何上市公司是否值得投资。关于是否投资于某一特定的 IPO，最好由投资大众来评估，包括机构投资者和其他拥有所需评估专业知识和经验的专业投资者。许多国际证券交易所在筛选上市申请时采用了“披露”的原则，因为“让买家知道”的概念最符合市场原则。另外，自 2019 年 10 月实施反借壳上市制度以来，借壳上市活动已被大幅遏制。
- 香港必须有一个“有效”的初级板块，最直接的方法是改造创业板，吸引规模较小但有潜力的企业（不限于特专科技公司）。引入一个新的板块会带来不确定性，可能无法解决现存的 342 家创业板上市公司所面临的问题。如果创业板将继续成为中小企业的市场，那么监管机构的审核程序应简化，以避免上市申请人承担与他们所筹集的资金规模不相称的高额上市费用，目前的一项不满是，监管机构对创业板申请的审核有时甚至比主板还要严格。
- 创业板为在中国大湾区经营的中小企业上市募资可能提供更容易的途径。预计香港将利用其金融中心的地位，在粤港澳大湾区的发展中发挥积极作用。
- 香港联交所可以考虑为东盟国家等非传统来源的上市申请提供便利，以使上市申请的来源多样化。多样化也有助于香港股票市场

<sup>13</sup> 香港联交所有关“特专科技公司上市制度”的咨询文件第 8 页：[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/October-2022-Specialist-Technology-Co/Consultation-Paper/cp202210_c.pdf)

场吸引更多不同类型的投资者。

- 可出台新规则以促进将募集资金主要用于环境、社会及企业管治（ESG）的上市申请人，特别是“环境”或“社会”方面的上市申请人。ESG 的目的并不限于新经济产业，传统企业如制造业企业也可能需要在 IPO 中筹集资金，以从 ESG 的角度改善其原材料、供应链、生产流程、废物管理或“公平贸易”。

- 联交所和证监会都应该对已经在香港上市的公司执行其监管规定，可对其财务报表和公告进行更彻底的分析，以发现是否有任何不当行为或违反规则的行为。更多的关注可以放在诚信、诚实和合规上，以保持香港股票市场的质量。

## 主要联系人



朱静文  
管理合伙人  
Rossana.Chu@eylaw.com.hk  
+852 2629 1768

## 联系我们

林朱律师事务所有限法律责任合伙  
香港鲗鱼涌 英皇道 979 号  
太古坊一座 31 楼 3106 室  
电话: (852) 2629 3200  
传真: (852) 2956 1980  
[https://www.eylaw.com.hk/zh\\_hk](https://www.eylaw.com.hk/zh_hk)

## 关注本所微信公众号



© 2023 LC Lawyers LLP. 版权所有。

本篇文章仅是对有关题目提供的一般概述，并非旨在成为可依赖的专业意见。请联系我们获取进一步的具体法律意见。

于 2022 年 12 月 22 日 ALB 官网中首次发表。