

研究報告

# 香港市場作為國際公司集資樞紐

# 目錄

## 頁數

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 摘要 .....                            | 1  |
| 1. 主要市場的離岸上市概覽 .....                | 2  |
| 2. 企業作離岸上市的主要考慮因素 .....             | 5  |
| 2.1 對本土市場的偏好、市場成熟度及業務特定因素 .....     | 5  |
| 2.2 香港市場的上市途徑 .....                 | 8  |
| 3. 香港市場對國際發行人越發具吸引力 .....           | 10 |
| 3.1 香港的上市制度迎合國際發行人 .....            | 10 |
| 3.2 從中國內地企業的離岸集資中心到國際發行人的上市中心 ..... | 11 |
| 4. 香港市場有望成為國際公司投資樞紐 .....           | 15 |
| 4.1 滬深港通優化措施：納入國際公司 .....           | 15 |
| 4.2 持續市場優化 .....                    | 18 |
| 5. 結語 .....                         | 20 |

## 摘要

環顧世界，企業尋求於本土市場以外的市場上市相當普遍。不難想象，不同規模、行業以至來自不同地方的企業都會視國際金融中心級別的市場為最具吸引力的離岸上市地點。中國內地經濟增長強勁，固然是離岸上市企業的一個重要來源地，但其實來自全球其他地區的企業對離岸上市的需求也不容小覷。

企業無疑大多會先尋求在本地市場進行首次公開招股。不過，基於種種原因，企業也可能會考慮在海外市場作主要上市或第二上市，這些原因包括擴大投資者基礎與融資渠道、支持業務擴張及合作、提高國際地位與品牌知名度，又或想尋找一個適合的上市地，擁有可迎合投資者需要的上市制度、相關信息披露和管治規定。

香港多年來一直是全球市場中首屈一指的新股集資地。香港已是內地企業主要的離岸股本融資中心，也是最受東南亞國家聯盟（簡稱「東盟」）成員國的企業歡迎的海外上市地點。

香港市場的上市制度已然為迎合來自世界各地的發行人而持續改革，以促進各類本地和海外公司在香港作主要上市和第二上市，同時也維持着強而有力的投資者保障。

香港市場對國際發行人的一項吸引力，是其協助中國內地與世界互聯互通的獨特定位，為本地市場提供諸多優勢。香港市場擁有高效完善的市場結構、多元化的全球和內地投資者基礎，以及成熟的資產管理行業，以滿足投資者對內地和全球化資產配置日益增長的需求。

政策方面的突破（尤其是滬深港通）大大提升了香港股市的流動性。港股通已成為內地投資者的海外資產配置和投資組合多元化的重要途徑。

滬深港通持續的優化措施包括自 2023 年 3 月 13 日起將港股通合資格證券的範圍，擴大至包括在香港主要上市的合資格國際公司，加上持續的產品創新和市場優化措施，預期國際公司獲納入滬深港通將會逐步提升市場流動性。

在市場發展方面，恒生指數公司已就將在香港主要上市的國際公司納入恒生指數進行市場諮詢。如果得以落實，將吸引更多被動型基金投資這些公司，可增加海外發行人的股票流動性，助力發展相應的市場生態圈，以及提升香港作為亞洲主要的國際公司集資中心及投資樞紐的吸引力。

## 1. 主要市場的離岸上市概覽

企業尋求在本土及/或海外市場上市的原因可以有許多，除了為業務發展籌集資金這一主要目的之外，還包括建立品牌/聲譽、提升市場曝光/知名度、擴大股東基礎、激勵/挽留員工、增加其股票流動性等。為了更有效實現上述目的，企業可能會選擇不在本土市場上市而在一個或多個海外市場上市，又或同時在本土市場以及一個或多個海外市場上市（詳細討論見第 2 節）。

海外上市有多種途徑。以香港市場為例，海外公司可以尋求在香港作主要上市、雙重主要上市或第二上市；亦可以選擇以股份或香港預託證券的形式，通過以上三個途徑其中一個來上市（見表 1）。

| 表 1：海外公司在香港上市的途徑 |                      |                          |                         |
|------------------|----------------------|--------------------------|-------------------------|
| 特點               | 主要上市                 | 雙重主要上市                   | 第二上市                    |
| 上市證券類別           | 股份或代表公司特定數目股份的香港預託證券 |                          |                         |
| 公司已在其他市場上市       | 否                    | 是                        | 是                       |
| 監管制度             | 香港市場的法規              | 香港市場的法規以及另一主要上市市場的法規同時適用 | 主要上市市場的法規，獲廣泛豁免遵守香港市場規則 |

資料來源：香港聯合交易所（簡稱「香港聯交所」）的主板上市規則。

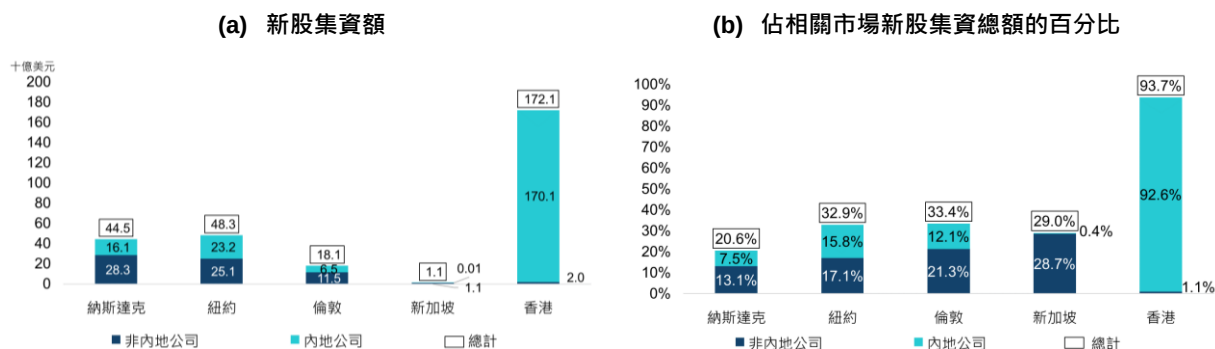
全球各地證券交易所的上市外國公司為數眾多（以下將之稱為「離岸上市」）。據國際證券交易所聯會（World Federation of Exchanges，簡稱 WFE）的數據，於 2022 年年底，共有 5,433 家公司在 56 家交易所作離岸上市，而在 2018 年至 2022 年的五年間，新增了 1,479 家公司在 43 家交易所作離岸上市<sup>1</sup>。

國際金融中心級別的市場會被視為最具吸引力的離岸上市之地，因此國際金融中心的離岸上市情況值得深入研究。下文將探討美國的納斯達克和紐約證券交易所（簡稱「紐約交易所」）、英國的倫敦證券交易所（簡稱「倫敦交易所」）、新加坡的新加坡交易所，以及香港的香港聯合交易所（簡稱「香港聯交所」）的情況。

在截至 2022 年的五年間，離岸上市佔這些市場首次公開招股（或稱「新股」）集資總額相當大的比例。圖 1 所示，2018 年至 2022 年期間，美國、倫敦、新加坡各交易所的離岸上市新股集資額佔其新股集資總額約 20%-30%，其中在紐約交易所，中國公司的離岸上市集資額佔比高達 16%。香港市場在這段期間離岸上市新股集資額的佔比是最高的；然而，幾乎全份額都是來自內地企業。相較之下，在美國和英國作離岸上市的企業來源地則較平均地分佈在中國內地和其他國家。為了汲取它們的經驗，我們會仔細看看美國和英國的例子。

<sup>1</sup> 資料來源：WFE 網站的交易所數據，於 2023 年 6 月 28 日下載。

**圖 1：所選國際金融中心的離岸上市公司新股集資額與其佔市場新股集資總額的百分比（2018 年至 2022 年）**

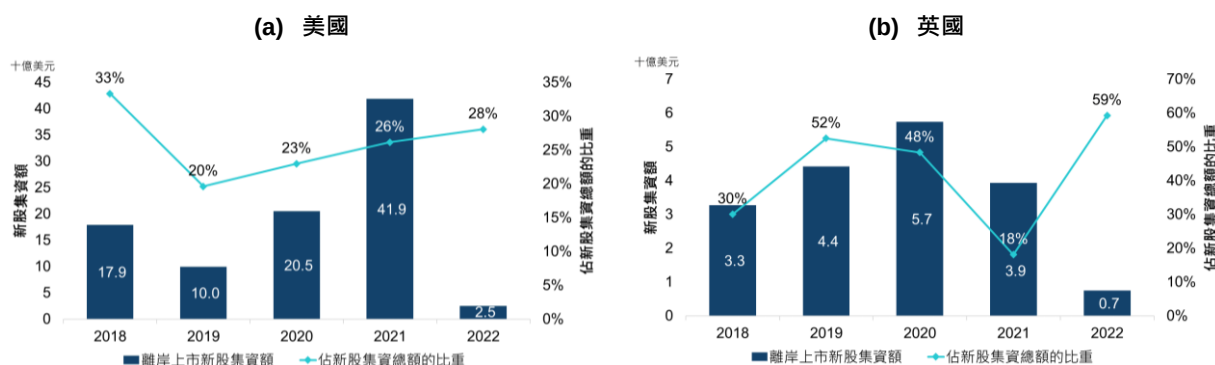


註：於某一市場作離岸上市的新股是指（按 Dealogic 所界定及識別）來自這市場以外的公司的新股。

資料來源：Dealogic。

在美國和英國，離岸上市的新股集資額以及其佔所有新股集資總額的百分比於期間出現波動（見圖 2）。2018 年至 2022 年期間，美國的每年離岸上市新股集資額介乎 25 億美元（2022 年）至 419 億美元（2021 年），英國則介乎 7 億美元（2022 年）至 57 億美元（2020 年）。每年離岸上市新股集資額的佔比（儘管於期間多有波動）在這兩個市場一直都相對較高——美國的區間為 20%-33%，英國為 18%-59%。

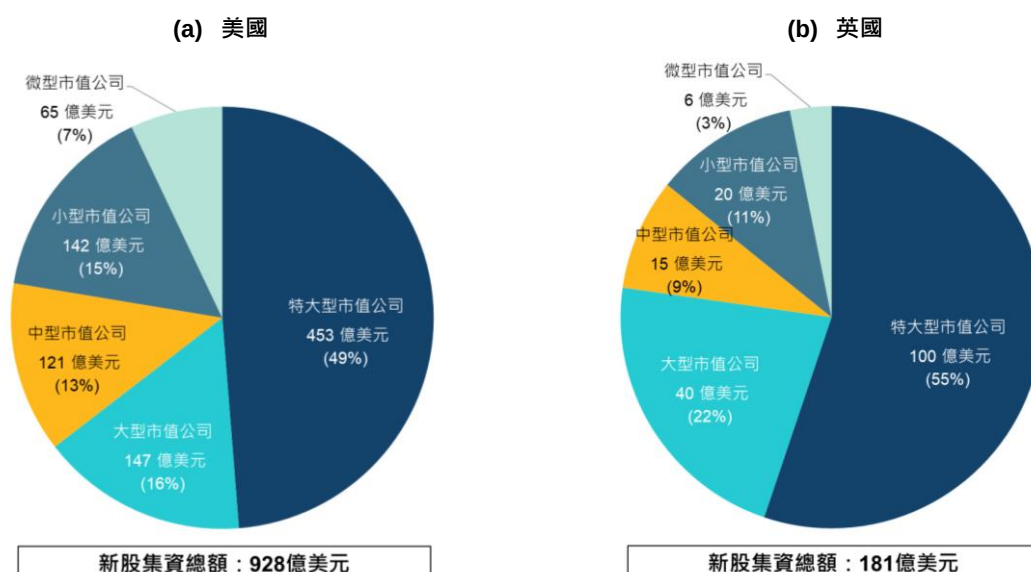
**圖 2：美國與英國的每年離岸上市新股集資額（2018 年至 2022 年）**



註：數據不包括特殊目的收購公司（Special Purpose Acquisition Company，簡稱 SPAC）。美國的數據是納斯達克和紐約交易所的數據總和。英國的是倫敦交易所的數據。

資料來源：Dealogic。

2018 年至 2022 年期間，以新股集資額計，美國與英國的離岸上市以特大型市值公司（上市時市值超過 10 億美元）為主，分別佔美國與英國離岸上市新股集資總額的 49% 和 55%（見圖 3）。

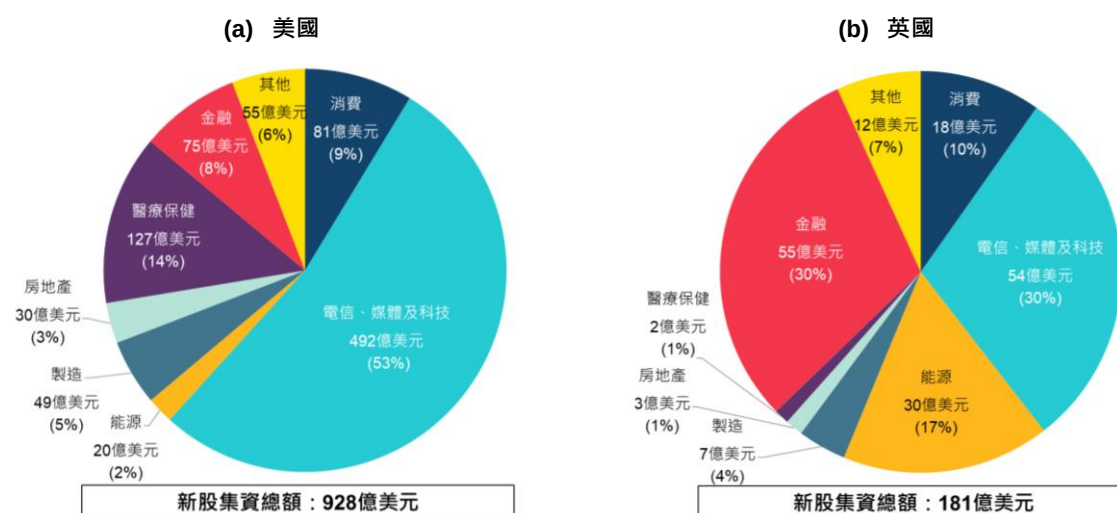
**圖 3：美國與英國的離岸上市新股集資總額的分布（按公司規模劃分）（2018 年至 2022 年）**

註：數據不包括 SPAC。美國的數據是納斯達克和紐約交易所的數據總和。英國的是倫敦交易所的數據。

特大型市值公司上市時的市值超過 10 億美元；  
 大型市值公司上市時的市值介乎 5 億美元至 10 億美元；  
 中型市值公司上市時的市值介乎 3 億美元至 5 億美元；  
 小型市值公司上市時的市值介乎 1 億美元至 3 億美元；  
 微型市值公司上市時的市值為 1 億美元或以下。

資料來源：Dealogic。

2018 年至 2022 年期間，美國與英國的離岸上市新股集資額的行業分布有所不同（見圖 4）。在美國，電信、媒體及科技行業佔離岸上市新股集資額一半以上，其次是醫療保健行業和消費行業。在英國，電信、媒體及科技行業、金融行業和能源行業是佔比最大的三個行業，合計約佔離岸上市新股集資總額的 77%。

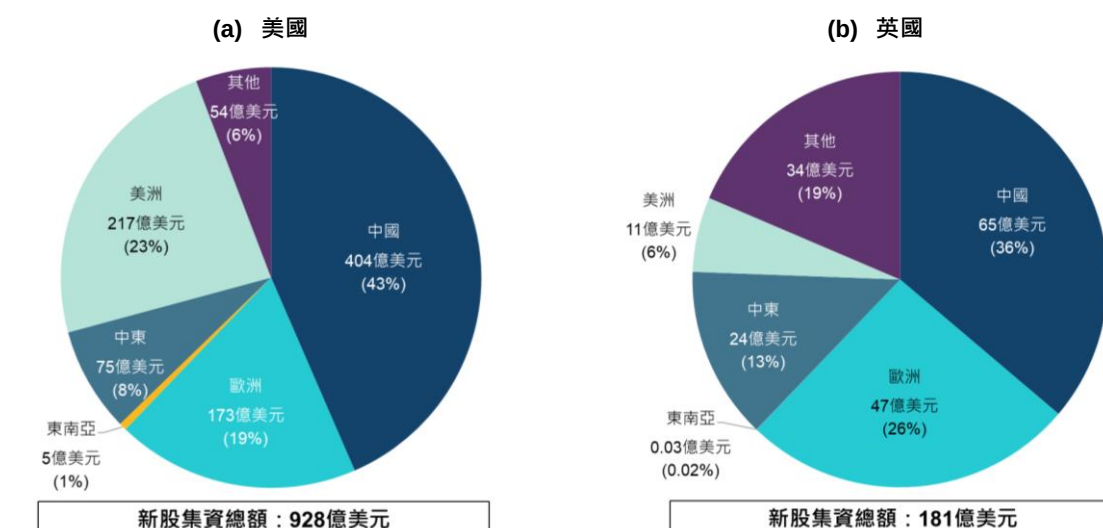
**圖 4：美國與英國的離岸上市新股集資總額的分布（按行業劃分）（2018 年至 2022 年）**

註：數據不包括 SPAC。美國的數據是納斯達克和紐約交易所的數據總和。英國的是倫敦交易所的數據。

資料來源：Dealogic。

就發行人來源地而言，同期美國與英國的離岸上市若按新股集資額計，中國公司的佔比最大，其次是歐洲和中東企業（見圖 5）。值得注意的是，市場的地理位置是否相近可能是企業選擇離岸上市地點的主要考慮因素，正如在英國的離岸上市中，歐洲和中東公司的佔比相對較高，而在美國，美洲公司的佔比相對較高。

圖 5：美國與英國的離岸上市新股集資總額的分布（按發行人來源地劃分）（2018 年至 2022 年）



註：數據不包括 SPAC。美國的數據是納斯達克和紐約交易所的數據總和。英國的是倫敦交易所的數據。

資料來源：Dealogic。

從美國和英國的經驗來看，國際金融中心吸引了不同規模、行業及來源地的公司作離岸上市。中國內地經濟增長強勁，固然是離岸上市企業的一個重要來源，但其實來自其他地區的企業對離岸上市的需求也不容小覷。

香港作為國際金融中心，已是內地企業主要的離岸股本融資中心。下文將探討作為上市地選擇的香港，可如何更好地服務內地與國際發行人，以及為內地與全球投資者提供更廣泛的投資選擇。

## 2. 企業作離岸上市的主要考慮因素

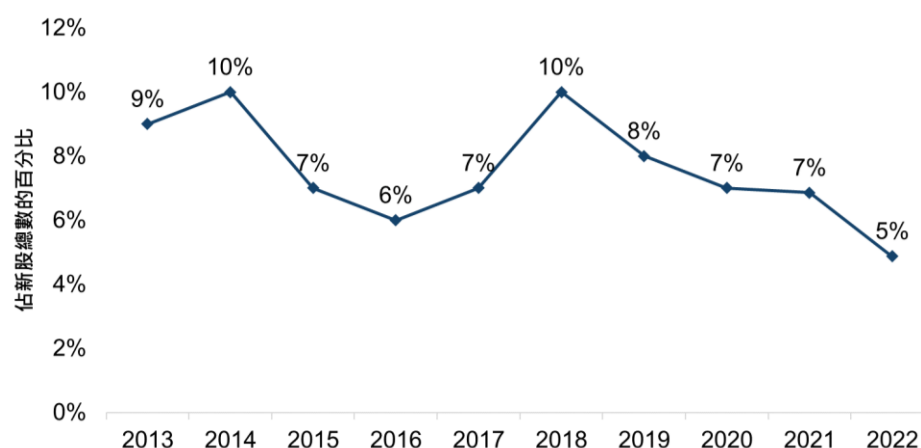
宏觀經濟及市場因素是左右企業做上市相關決定的基本考慮，當中包括可爭取的最大集資額、資本成本、上市時機、投資者群體的成熟度及多樣性，以及監管責任是否易於遵守。此外，市場成熟度、企業本身的具體情況，以及不同上市途徑的利弊等也可能會影響企業對選擇海外上市的決定。

### 2.1 對本土市場的偏好、市場成熟度及業務特定因素

企業大多傾向於在本地市場上市，而離岸上市的新股於 2013 年至 2022 年期間佔全球市場新股總數的百分比徘徊在 5%-10%（見圖 6）。由於本地投資者與本地市場的公司有相同的語言及文化，也通常對本土公司的業務更為熟悉，因此本地投資者傾向於投資本土市場而非外國市場（即所謂的「本土偏好」）<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 見 Dodd O. 與 B. Frijns〈跨境上市決定與國際股本投資的本土偏好〉（“The cross-listing decision and the home bias in international equity investments”），第一屆國際金融及銀行會議的文件，2013 年 12 月 11 日。



**圖 6：離岸新股數目在全球市場中的佔比（2013 年至 2022 年）**

資料來源：安永《全球首次公開招股趨勢》(Global IPO Trends) · 2017 年至 2022 年各年第四季的期刊。

然而，對企業來說的最佳選擇，可能是往海外（或稱「離岸」）市場進行單一主要上市，又或在本土市場上市後再往外地進行雙重主要上市或第二上市。此外，企業也可能認為會獲益的，是在多個主要金融中心的海外市場同時作主要上市。

不少研究均探討過企業尋求海外上市的主要考慮因素。基於這些研究的結果，海外上市的主要推動力可歸納如下：

### (1) 擴大投資者基礎及融資渠道

企業可以通過海外上市，將其投資者基礎由本土市場擴大到外國市場。更多的投資者參與可能會提升上市公司股票的流動性以及提高其股票估值。一項對於 1989 年至 2004 年間同在美國上市的 277 家加拿大上市公司的實證研究發現，與沒於美國上市的加拿大國內上市公司相比，同於美國上市的加拿大上市公司有估值溢價，溢價會隨着持有其股份的美國機構投資者數量及其持股比例的增加而增加<sup>3</sup>。

於海外上市的公司多了來自海外市場的投資者基礎，其融資渠道也會更多元化。

### (2) 披露及管治

企業可能會選擇在有健全的披露及管治框架的海外市場上市，以助提升其在投資者眼中的可信度，進而提高其估值，以獲取最佳融資所得。

一項對在 1990 年至 2005 年期間於紐約交易所與倫敦交易所相互上市的公司研究發現，紐約交易所健全的監管及管治框架使得同時於美國上市的公司該市場取得估值溢價，並且有助其上市後的股本發行<sup>4</sup>。

另一方面，也有一些公司可能會選擇往披露及管治方面監管負擔較少的海外市場上市<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 見 King M.R. 與 D. Segal 〈相互上市、投資者認可及所有權結構對估值的長期影響〉(“The long-term effects of cross-listing, investor recognition, and ownership structure on valuation”)，〈加拿大銀行工作文件〉，第 2006-44 號，載於加拿大銀行的網站，2006 年 12 月。

<sup>4</sup> 資料來源：Doidge C.、G.A. Karolyi 與 R.M. Stulz (2007) 〈紐約在全球市場上的競爭力是否有所下降？評估多年來的境外上市選擇〉(“Has New York become less competitive in global markets? Evaluating foreign listing choices over time”)，載於《金融經濟學雜誌》(Journal of Financial Economics)，第 91 期，253-277 頁。

<sup>5</sup> 見 Cheung C.S. 與 J. Lee (1995) 〈披露環境與往外國證券交易所上市〉(“Disclosure environment and listing on foreign stock exchanges”)，載於《銀行與金融雜誌》(Journal of Banking and Finance)，第 19 期，第 347-362 頁。



### (3) 地區或全球業務擴張

一家公司若希望將業務拓展至特定地區，則在該地區的金融中心作離岸上市，可以讓該地區的潛在客戶通過其按合規要求披露的上市公司信息進一步了解該公司，有助公司吸引新客戶、開拓新商機。同樣，一家放眼全球業務發展擴張的公司，也可能會選擇往吸引全球注目的國際金融中心上市。

### (4) 同一行業公司的聚集效應

企業可以選擇在被公認為聚集了同一行業上市公司的市場上市。聚集效應有助吸引分析師的關注，並使行業數據和信息集中，令投資者對行業有更深入的了解，從而為該行業的股票估值提供支持。緊貼當前經濟趨勢的行業尤其如是，例如近年的先進技術及創新行業。例子有：加拿大的多倫多證券交易所和澳洲的澳洲證券交易所已形成礦產公司的生態圈，並創造了相關行業的聚集效應<sup>6</sup>。

此外，若某個行業的發行人和投資者聚集在同一個市場，彼此之間的互動有助他們進一步了解業內最新業務發展和催生新的業務想法，助推業務增長。

一項對 1986 年至 1997 年間在歐洲與美國相互上市的實證研究顯示<sup>7</sup>，美國的交易所吸引了高科技及出口業務為主的上市公司，他們後來都得以在沒有重大財務槓桿的情況下迅速擴張，但於歐洲跨境上市的外國公司則未有此發現。

### (5) 成熟的市場以及切合發行人需要的合適上市制度

企業選擇到海外上市，也可能是因為本土市場出於各種原因無法滿足其融資需要。例如，某些國家的金融市場可能較為落後、資金與流動性不足，而且沒有足夠的風險管理工具對沖風險。

企業也可能選取一個擁有較本土市場更切合其所需的上市機制的海外市場尋求上市，以滿足其融資需求。這項選擇尤其適用於創新型公司——這些公司或會採用特殊股權架構（例如不同投票權或可變利益實體結構）來上市，以及尚處於未有盈利或未商業化階段的公司。

不過，本土市場與海外市場在監管制度上的差異可能對海外上市構成障礙。一家公司需要耗費時間與金錢來符合監管規定，特別是對於雙重主要上市的公司而言，因其需要全面遵守兩個上市市場的要求。稅務安排方面的差異會影響投資者所賺取的稅後回報。若海外市場的稅務規例較本土市場的對投資回報有更大影響，會削弱投資者對該海外市場的興趣。因此，稅務安排可能會影響海外股票在該市場的流動性及市場對海外發行人的吸引人，因為流動性是發行人的主要關注之一。再者，若干研究結果顯示，並不是所有市場都能夠為海外上市公司擴大投資者基礎及提高估值<sup>8</sup>。

隨着宏觀及業務環境不斷變化，海外上市的誘因和需求也會隨之改變。根據一項對 1995 年至 2007 年間來自 90 個國家 17,808 個發行人的研究<sup>9</sup>，海外發售的新股所來自的國家，通常近期同一行業的新股數量明顯較少、其資本市場較為落後而且信息披露標準較低；但同一項研究也特

<sup>6</sup> 見〈全球上市礦產公司的約 40%於 TSX 和 TSXV 上市〉（“~40% of the world's public mining companies are listed on TSX and TSXV”），多倫多證券交易所網站上的網頁，於 2023 年 9 月 26 日閱覽；〈2022 年影響金屬和採礦併購的 6 個趨勢〉（“6 trends impacting metals and mining M&A in 2022”），載於 Natixis 的網站，2022 年 3 月 7 日。

<sup>7</sup> 資料來源：Pagano M.、A.A. Röell 與 J. Zechner (2002) 〈股本上市的地理學：為什麼公司選擇到境外上市？〉（“The geography of equity listing: Why do companies list abroad?”），載於《金融雜誌》（*The Journal of Finance*），第 57 期，2651-2694 頁。

<sup>8</sup> 資料來源：Hawtrey K. (2019) 〈雙重上市公司結構可有未來？〉（“Does the dual listed company structure have a future?”），載於《管理政策與實踐雜誌》（*Journal of Management Policies and Practices*），第 7 期，1-11 頁。

<sup>9</sup> Caglio C.、K.W. Hanley 與 J. Marietta-Westberg 〈海外上市〉（“Going public abroad”），《DERA 工作文件系列》，載於美國證券交易委員會的網站，2013 年 11 月。

別指出，企業對往若干外國市場上市的偏好已隨時間改變，而左右它們選擇在哪個市場上市的因素，則每個國家不盡相同。

此外，跨國企業也可能會考慮將其海外業務分拆上市。例如，印尼一些有海外業務的企業集團有意分拆這些業務於包括香港在內的北亞市場上市，以擴大其投資者基礎<sup>10</sup>。

近期的一項研究指出，地緣政治局勢愈趨緊張下，全球各地的證券交易所都在探索如何提升其在全球新股市場的份額，可能會加快其上市制度改革的地步，以吸引新一波新經濟企業上市<sup>11</sup>。

## 2.2 香港市場的上市途徑

如果一家公司決定作海外上市，它須考慮哪個市場（與哪個板塊）以及哪種上市途徑最能切合其需要。可行選擇包括在海外市場單一主要上市、在兩個市場（其中一個可能是其本土市場）雙重主要上市，以及在海外市場第二上市（如果已經在本地市場或另一個海外市場上市）。

在香港的上市制度下，一家公司可選擇作主要上市、雙重主要上市、或第二上市的途徑。企業可以根據不同的考量自行選擇上市途徑。

以香港市場為例（見表 2），第二上市的監管要求較主要上市為輕，而且第二上市的發行人獲豁免遵守多項規則。再者，若非採用不同投票權架構的發行人，第二上市的相關上市資格要求也較寬鬆，例如市值門檻較低。

然而，若第二上市的發行人從主要上市的市場退市或其股份大部分的交易已轉移至香港市場，發行人就需要由第二上市轉為主要上市。企業作主要上市的地點多取決於其股份交易的集中地。因此，若企業是基於希望擴大投資者基礎和提高其股份流動性來選擇於香港上市的話，就要準備成為主要上市的發行人，並遵守香港所需的信息披露及管治要求。

在香港市場，只有主要上市的國際公司才合資格獲納入供內地投資者買賣的港股通標的（見第 4 節）。對全面符合主要上市資格的第二上市發行人，這推動了他們自願選擇轉為主要上市，而交易所亦會視乎情況給予不同的適用寬限期，讓其達至完全遵守主要上市的相關規定。這些公司自願選擇主要上市，是因預期其股份的流動性會因成為港股通合資格證券而有所增加。

<sup>10</sup> 資料來源：〈深入分析：探索香港與印尼的戰略潛力〉（“In-depth: Exploring Hong Kong and Indonesia’s strategic potential”），《亞洲金融》（FinanceAsia），2023 年 8 月 1 日。

<sup>11</sup> 資料來源：〈上市爭奪戰〉（“The battle for listings”），載於貝克·麥堅時（Baker McKenzie）的網站，2019 年 12 月。

表 2：海外發行人在香港主板雙重主要上市與第二上市的比較

| 範疇                        | 主要上市                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 第二上市                                                                                                                                                                                                            |
|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 上市資格*                     | <p>非不同投票權發行人（「合資格基本要求」）：</p> <p>(1) 盈利測試：首兩年累計的盈利<math>\geq</math> 4,500 萬港元，最近一年的盈利<math>\geq</math> 3,500 萬港元，以及市值<math>\geq</math> 5 億港元；或</p> <p>(2) 市值/收益/現金流量測試：最近一年收益<math>\geq</math> 5 億港元、市值<math>\geq</math> 20 億港元，以及業務於前三年的現金流入合計<math>\geq</math> 1 億港元；或</p> <p>(3) 市值/收益測試：最近一年收益<math>\geq</math> 5 億港元，以及市值<math>\geq</math> 40 億港元</p> <p>合資格的生物科技公司可根據第 18A 章的 15 億港元的最低市值要求來上市。</p> <p>合資格的特專科技公司可根據第 18C 章的要求來上市。未商業化公司：市值<math>\geq</math> 100 億港元。已商業化公司：最近一年的收益<math>\geq</math> 2.5 億港元，以及市值<math>\geq</math> 60 億港元。</p> | <p>非不同投票權發行人：<br/>（另加「合資格基本要求」）</p> <p>(1) 市值不低於 30 億港元，以及至少 5 年於以下作主要上市（並有良好的合規紀錄#）<br/>(a) 「合資格交易所」；或 (b) 任何「認可證券交易所」（僅適用於業務重心不在大中華地區的海外發行人）；或</p> <p>(2) 市值不低於 100 億港元，以及於「合資格交易所」作主要上市至少 2 年，並有良好的合規紀錄#</p> |
|                           | <p>除了須符合「合資格基本要求」外，不同投票權發行人必須是創新產業公司也需滿足下列任何一項條件：</p> <p>(1) 市值不低於 400 億港元；或</p> <p>(2) 市值不低於 100 億港元，以及最近一個經審計財政年度的收入不少於 10 億港元</p> <p>第二上市方面，不同投票權發行人必須已在「合資格交易所」上市至少兩年，並且於期間保持良好合規紀錄。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                 |
| 不合規的不同投票權及/或可變利益實體結構公司的資格 | 「獲豁免的大中華發行人」及「非大中華發行人」可申請（見註）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                 |
| 適用的市場法規                   | <p>雙重主要上市的發行人：受兩個主要上市市場所監管；</p> <p>只在香港主要上市的發行人：受香港市場監管</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 主要受主要上市市場所監管                                                                                                                                                                                                    |
| 上市規定豁免                    | 按個別情況考慮                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 有各項自動豁免、常見豁免，以及因應個別情況授予的特定豁免                                                                                                                                                                                    |
| 由第二上市轉為主要上市               | 不適用                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <p>以下任何一種情況（對達至須完全遵守主要上市規定可給予的寬限期長短不一）：</p> <p>(1) 從海外交易所退市</p> <p>(2) 交易轉移</p> <p>(3) 自願轉換</p>                                                                                                                 |
| 納入滬深港通                    | 合資格                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 不合資格                                                                                                                                                                                                            |

\* 此表所列的上市資格要求只包含主要的財務要求，並不是完整的所有上市資格要求。

# 若尋求第二上市的申請人是發展成熟的公司，而且其上市時的市值遠超 100 億港元，則這項上市記錄的要求或可獲豁免。

註：

- (1) 「獲豁免的大中華發行人」是指於 2017 年 12 月 15 日或之前在「合資格交易所」作主要上市的「大中華發行人」；或於 2017 年 12 月 15 日後但於 2020 年 10 月 30 日或之前在「合資格交易所」作主要上市，並於 2020 年 10 月 30 日之時由法團身份的不同投票權受益人控制的「大中華發行人」。（「合資格交易所」按香港聯交所指定。）
- (2) 「非大中華發行人」是指並非「大中華發行人」（即於香港聯交所的主板上市規則第 19C 章定義為業務重心在大中華地區的發行人）的「合資格發行人」。

資料來源：根據以下資料編制：《海外發行人上市制度諮詢總結》，載於香港交易所網站，2021 年 11 月；〈來港作第二上市〉，香港交易所網站上的網頁，於 2023 年 5 月 31 日閱覽；《聯交所主板上市規則》，載於香港交易所網站，於 2023 年 6 月 29 日閱覽。

### 3. 香港市場對國際發行人越發具吸引力

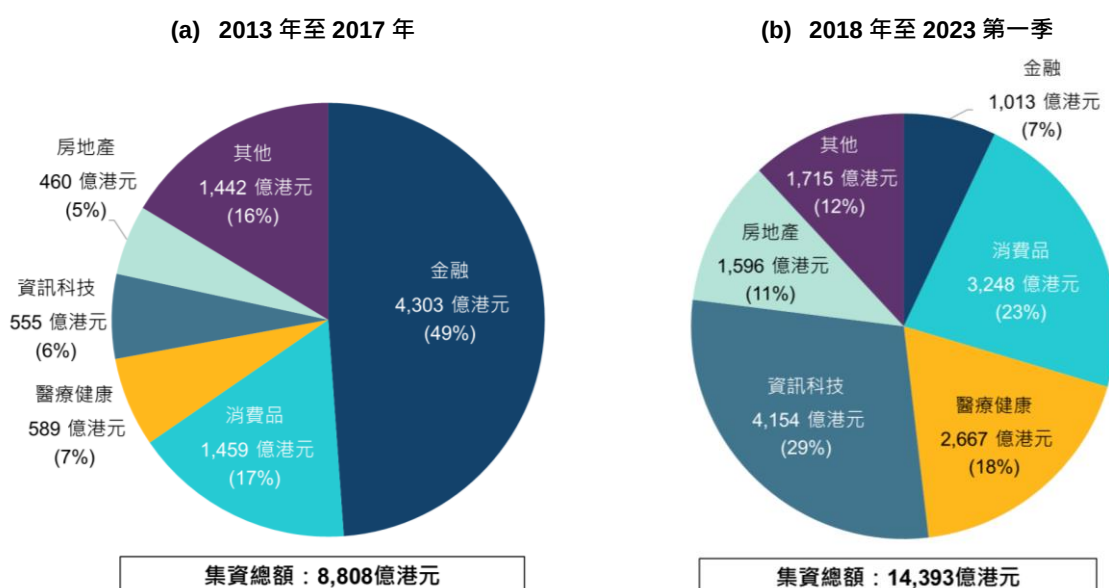
#### 3.1 香港的上市制度迎合國際發行人

香港市場的上市制度發展以來，迎合來自世界各地的發行人來港上市，同時維持穩健的投資者保障。自 1986 年起，香港聯交所已訂立海外公司的相關上市規則篇章（*Overseas Companies — Listing of Securities of Companies Not Incorporated in Hong Kong*），讓國際公司均可於主板及 GEM（前稱「創業板」）上市。後來主板與創業板的《上市規則》分別於 2007 年及 2013 年經過改良優化，以迎合不斷轉變的發行人和投資者的需求而同時維持對投資者的保障。這吸引了於百慕達、巴西、開曼群島、德國、意大利、澤西島、盧森堡、新加坡和英國註冊成立的公司來港上市。

為切合新興及創新型公司的需要，香港的上市制度自 2018 年持續改革。香港市場開始接受採用不同投票權架構的公司及未有盈利的生物科技公司申請上市，亦允許於海外市場上市的「合資格大中華發行人」來港作第二上市<sup>12</sup>（包括採用可變利益實體結構的公司）。香港的上市制度亦已作出變更，接受特專科技公司的上市申請<sup>13</sup>，並開始優化 GEM 市場，為中小型企業提供更好的服務<sup>14</sup>。

經過最近的上市制度改革，香港市場已進一步成為創新型公司的集資中心。相對於 2013 年至 2017 年間首次公開招股市場由金融公司主導（佔新股集資總額的 49%）的局面，2018 年至 2023 年第一季期間不同行業的佔比已較為均衡，其中創新型行業的佔比相當高（見圖 7）。2018 年至 2023 年第一季，按新股集資額計，首三大行業分別為資訊科技（29%）、消費品（23%）和醫療健康（18%）。

圖 7：新股集資總額按不同行業的分布（2013 年至 2023 年第一季）



資料來源：香港交易所。

<sup>12</sup> 「大中華發行人」是指於合資格交易所（即紐約證券交易所、納斯達克或倫敦證券交易所主市場（並屬於英國金融市場行為監管局「高級上市」分類））作主要上市，並且業務重心在大中華地區的海外發行人。

<sup>13</sup> 見〈新增特專科技公司《上市規則》〉，載於香港交易所網站上的新聞稿，2023 年 3 月 24 日。

<sup>14</sup> 見《有關 GEM 上市改革的諮詢文件》，載於香港交易所的網站，2023 年 9 月。

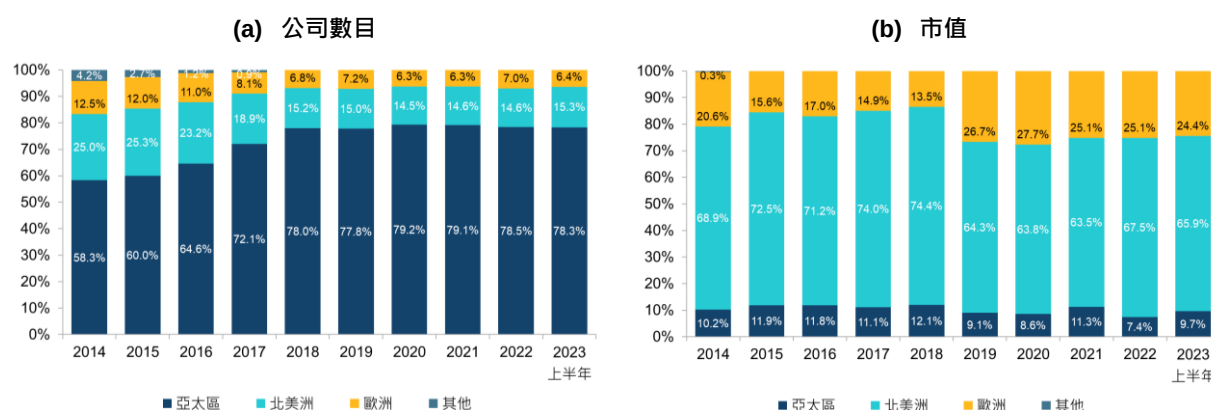
自 2022 年起，香港聯交所進一步簡化海外發行人的上市制度<sup>15</sup>。經過最近的修訂，現時已有一套適用於所有發行人的核心股東保障水平，涵蓋股東大會程序、權利更改及組織章程文件修訂等範疇<sup>16</sup>，為所有投資者提供水平一致的保障。同時，海外發行人必須證明其所須遵守的當地法律、規則及規例連同其組織章程文件均符合這套核心股東保障水平。

香港市場的上市制度經優化後，靈活性和包容度大大提高，可吸引世界各地的發行人來港上市。

### 3.2 從中國內地企業的離岸集資中心到國際發行人的上市中心

基於香港市場的國際地位，加上強力的政策支持，香港一直是中國內地企業的主要離岸股本融資中心。2023 年 6 月底，內地公司分別佔香港市場所有上市公司的總數及總市值約 55% 及 77%<sup>17</sup>。於 2014 年至 2023 年上半年期間，來自大中華地區（內地、台灣、香港及澳門）以外地點的香港上市公司當中，以數目計是亞太區公司為主，以市值計是則以北美洲（主要為美國）公司最高（見圖 8）。

圖 8：來自大中華地區以外地點的香港上市公司數目及市值的分布（按來源地劃分）  
（2014 年至 2023 年上半年）



資料來源：香港交易所。

香港亦是東南亞國家聯盟（簡稱「東盟」）成員國公司的首選海外上市地點<sup>18</sup>。對國際發行人來說，香港市場的吸引力在於其連接中國與世界的互聯互通機制的獨特定位，配合富有效率和發展成熟的市場基建，為發行人帶來各種不同的優勢：

#### (1) 有助公司拓展中國及亞洲業務

香港一直是中國內地公司「走出去」以及國際公司進入內地市場發展業務的主要跳板。無論是中國的境外直接投資還是外商的境內直接投資，香港的佔比均逾一半（見圖 9）。當中，香港於累計外商直接投資中的佔比更持續增加，由 2010 年的 57% 增至 2021 年的 76%。

此外，有資訊<sup>19</sup>反映，國際公司於香港市場上市對其品牌認同、市場滲透、客戶獲取及同業合作均有推動作用，有助其於中國及/或亞洲拓展業務。

<sup>15</sup> 見〈聯交所就優化海外發行人上市制度的改革刊發諮詢總結〉，載於香港交易所網站上的新聞稿，2021 年 11 月 19 日。

<sup>16</sup> 見《主板上市規則》的〈附錄三：核心的股東保障水平〉，載於香港交易所的網站，於 2023 年 8 月 21 日閱覽。

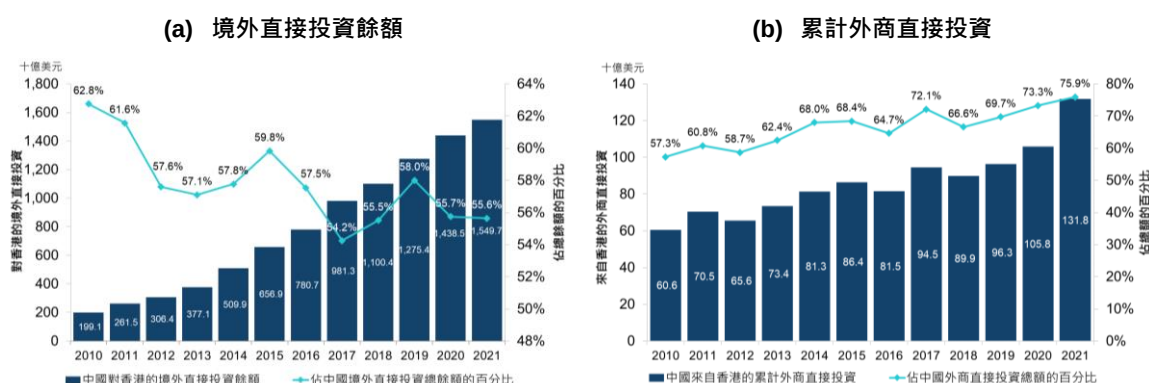
<sup>17</sup> 資料來源：香港交易所。

<sup>18</sup> 資料來源：《香港：東盟企業的理想上市地》，由建銀國際金融有限公司及香港貿易發展局（簡稱「香港貿發局」）聯合編制，載於香港貿發局的網站，2022 年 5 月。

<sup>19</sup> 資料來源：香港交易所與發行人及市場參與者會面時向其收集的資訊。



圖 9：中國對香港的境外直接投資餘額及來自香港的累計外商直接投資（2010 年至 2021 年）



資料來源：Wind。

## (2) 高效上市及融資機制帶來可預期的上市時間

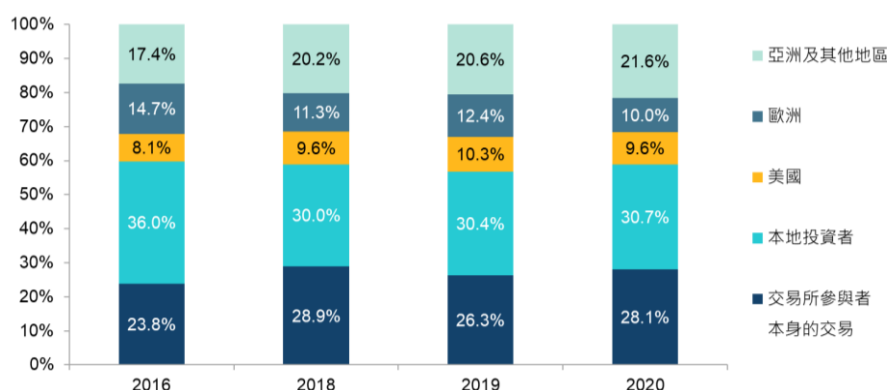
由於上市流程清晰<sup>20</sup>，處理上市申請的時間大致可預期，符合香港聯交所上市規定的公司可選擇適當時機上市。上市時間的可預測性亦適用於新股後的再融資，處理時間或少於一周<sup>21</sup>。

香港某些行業（例如生物科技）的聚集效應也或有助吸引潛在發行人。香港已成為亞洲最大及全球第二大的生物科技集資中心，許多生物科技公司都在此上市，開拓粵港澳大灣區商機和合作機遇<sup>22</sup>。

## (3) 多元化的投資者基礎，在市場互聯互通機制下進一步擴大

香港市場吸引了亞洲、歐洲及美洲等許多不同地區的不同類型投資者，助上市公司建立多元化及相對穩定的股東結構。2020 年，非本地投資者佔香港現貨市場成交金額約 41.2%，香港本地投資者則佔 30.7%，其餘為經紀本身的公司交易<sup>23</sup>（見圖 10）。亞洲投資者當中又以內地投資者佔比最大，2018 年時已佔香港現貨市場成交金額逾 10%<sup>24</sup>。

圖 10：香港現貨市場成交金額按投資者來源地的分布（2016 年至 2020 年）



資料來源：《現貨市場交易研究調查》，載於香港交易所網站，2016 年至 2020 年的報告。

<sup>20</sup> 見香港交易所網站上的網頁〈主板上市流程〉所載的詳細程序。首輪意見會於接獲申請後十五個營業日內發出。上市時間並沒有一個預設的時間表，主要取決於申請人回覆的時間及質量。

<sup>21</sup> 見〈在香港，IPO 上市只是一個起點，上市後的不斷再融資才更重要〉，載於 [sina.com.cn](http://sina.com.cn)，2021 年 7 月 23 日。

<sup>22</sup> 見〈香港生物科技與醫療健康業概況〉，載於香港貿發局的網站，2023 年 3 月 31 日。

<sup>23</sup> 資料來源：《香港交易所現貨市場交易研究調查 2020》，載於香港交易所的網站，2022 年 4 月。

<sup>24</sup> 資料來源：《香港交易所現貨市場交易研究調查 2018》，載於香港交易所的網站，2019 年 7 月。

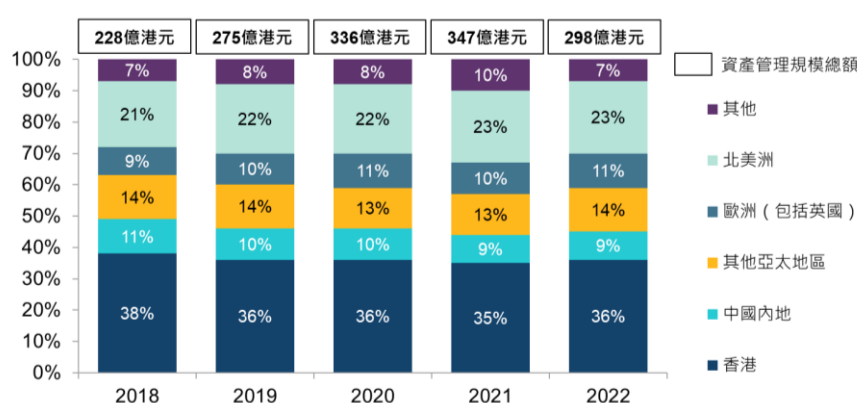
在非本地投資者當中，內地投資者的參與在滬深港通開通後得以便利化，可通過內地代辦券商直接買賣合資格的香港上市股票。此類南向交易於 2022 年佔香港市場總成交金額的 12.7%（見第 4 節）。

因此，於香港上市有助國際公司吸引本土市場以外的不同投資者，尤其是內地投資者。

#### (4) 資產管理行業發展成熟，可切合全球投資者不斷增長的需求

根據證券及期貨事務監察委員會（簡稱「香港證監會」）的資產管理行業年度調查，香港的資產及財富管理業務所管理的資產除了來自中國內地和香港之外，亦來自其他亞太地區、歐洲及北美洲（見圖 11）。來自香港與中國內地以外所有其他來源地的資產管理規模的總金額每年均有增長，其佔比由 2018 年的 51% 增至 2022 年的 55%。

圖 11：香港資產及財富管理業務的資產管理規模按投資者來源地的分布（2018 年至 2022 年）



資料來源：香港證監會《資產及財富管理活動調查》，2018 年至 2022 年的報告。

涉及香港上市內地公司及海外公司股票各類金融產品，可擴闊內地和全球基金的投資選擇。

#### (5) 採納國際標準，提供具透明度的指引

香港市場採納國際標準，並提供具透明度的指引。例如，自 2016 年起，香港聯交所規定其上市公司須編制及刊發環境、社會及管治（Environmental、Social、Governance，簡稱 ESG）報告，及刊發了《ESG 報告指引》，並不時更新指引內容以緊貼國際標準。

投資者保障方面，香港市場對所有發行人（不論公司於哪個市場作主要上市）採用一套統一的投資者保障標準，提供同一水平的投資者保障（見第 3.1 節）。香港採用符合國際標準的穩健監管標準，這會有助提升香港上市公司的知名度和可信度，以助吸引投資者及持份者。

#### (6) 全面的產品生態圈

香港市場提供一個綜合平台，有多種資產類別的產品，可以多種不同貨幣交易。上市公司在發售股份時除港幣櫃台外，可選擇同時提供人民幣櫃台。上市股份可獲納入於香港及/或其他市場上市的多種交易所買賣基金（ETF），為潛在投資者提供更多不同產品選擇。

香港的全面產品生態圈提供各種不同的產品種類，包括涵蓋全球及內地股票的相關指數與 ETF、個股股票期權、結構性產品、債券、以美元及/或人民幣計價的貨幣與大宗商品衍生產品，有助長線投資者的資產配置，並支撐市場的高度流動性，以滿足發行人的融資需要。



除了受香港的靈活上市制度（見第 3.1 節）及上述優勢吸引外，企業選擇於香港上市亦可能是看中香港市場在不斷轉變的全球與內地市場宏觀經濟環境下具吸引力的市場定位：

### (1) 跨國企業分拆上市以變現企業價值

中國是全球第二大經濟體<sup>25</sup>，許多跨國企業都將業務擴展至中國市場，這從中國的外商直接投資數字增長可見一斑。香港的地理位置毗鄰中國及亞洲地區，香港市場的投資者都很熟悉中國及亞洲業務，對中國及亞洲業務的興趣自然比其他市場的投資者更大。跨國企業可能會選擇將其於中國或亞洲的業務分部分拆出來在亞洲金融市場（如香港）上市，以變現企業價值。

也有些跨國企業可能會因為其內地業務面對中資企業的競爭愈益激烈，而考慮減持中國方面的投資。雖然在中國經濟相對快速增長的推動下，跨國企業來自中國的業務收入自 2006 年起不斷增加，但這方面的收入於其總收入的佔比已然減少<sup>26</sup>。這些公司可能會選擇將其中國業務分拆上市，再重新分配財務資源。此外，跨國企業可能會就分拆公司推出僱員持股計劃來招攬/保留人才，從而維持競爭力。

### (2) 便利中國綜合企業實現海外業務多元化

儘管中國的境外直接投資持續增長，但宏觀環境充斥着複雜地緣政治及全球增長前景疲弱等挑戰，內地綜合企業與科技巨頭或會選擇重整其海外業務投資組合<sup>27</sup>。將海外業務在香港上市有助這些內地公司騰出資金來投資創新行業（例如電訊、媒體與科技，以及醫療健康）。

### (3) 區內合作舉措令亞洲與中東公司有更大資金需要

「一帶一路」倡議及區域全面經濟夥伴關係協定均促進區內經濟合作。根據安永的一項研究<sup>28</sup>，2022 年中國對「一帶一路」沿線國家（主要是東盟成員國、巴基斯坦、阿拉伯聯合酋長國、塞爾維亞及孟加拉）的非財務境外直接投資達 210 億美元，按年升 3.3%。

香港一直為這些區內合作舉措充當集資中心的角色，香港的股票市場也可滿足相關項目的融資需要<sup>29</sup>。此外，區內不少市場都已經或擬與香港交易所簽署合作備忘錄。

相關例子包括香港交易所於 2023 年 2 月與沙特阿拉伯的證券交易所營運商沙特證交所集團（Saudi Tadawul Group）簽署的合作備忘錄<sup>30</sup>，以及於 2023 年 7 月與印尼證券交易所簽署的合作備忘錄，旨在開拓多個戰略領域的機遇，共同推動雙方金融市場的發展<sup>31</sup>，其中香港與印尼兩個市場跨境上市便是其中一個合作範疇。根據香港貿易發展局（簡稱「香港貿發局」）的一項研究<sup>32</sup>，現時於印尼證券交易所上市的公司當中，分別逾 70%及 25%的公司符合於香港 GEM 與主板上市的最低資本規定。

<sup>25</sup> 見載於世界銀行網站上的網頁〈GDP（現價美元）〉所列的經濟規模排名。

<sup>26</sup> 資料來源：McKinsey Global Institute〈跨國企業中國業務的當務之急：重新配置機遇和風險〉（“The China imperative for multinational companies: Reconfiguring for opportunity and risk”），載於 McKinsey 的網站，2023 年 1 月。

<sup>27</sup> 見〈2022 年中國海外投資概覽〉，載於安永的網站，2023 年 2 月 16 日。

<sup>28</sup> 資料來源：〈2022 年中國海外投資概覽〉，載於安永的網站，2023 年 2 月 16 日。

<sup>29</sup> 見建銀國際與香港貿發局《香港：東盟企業的理想上市地》，載於香港貿發局的網站，2022 年 5 月 27 日。

<sup>30</sup> 見〈香港交易所與沙特證交所集團簽訂合作協議〉，載於香港交易所網站上的新聞稿，2023 年 2 月 6 日。

<sup>31</sup> 見〈香港交易所與印尼證券交易所簽署合作備忘錄〉，載於香港交易所網站上的新聞稿，2023 年 7 月 26 日。

<sup>32</sup> 資料來源：〈印尼公司在香港上市：善用香港資本市場助力區域擴展〉，載於香港貿發局的網站，2023 年 2 月 27 日。

#### (4) 私募股權基金為退出其亞洲或全球投資對上市渠道的潛在需求

由於亞洲是全球經濟增長的主要動力所在<sup>33</sup>，私募股權對亞洲初創企業與項目興趣濃厚，這些企業或項目涉及的行業涵蓋中國及東南亞的工業、可再生能源及醫療健康行業<sup>34</sup>。

香港政府推出了不少政策支持私募股權發展，例如於 2018 年 7 月實施的開放式基金型公司制度及於 2020 年 8 月推出的有限合夥基金制度。香港現時已是亞洲第二大私募股權市場，截至 2023 年 2 月底有超過 700 家私募股權基金在此註冊<sup>35</sup>。這些私募股權可通過將其投資在香港上市來減持或離場變現。

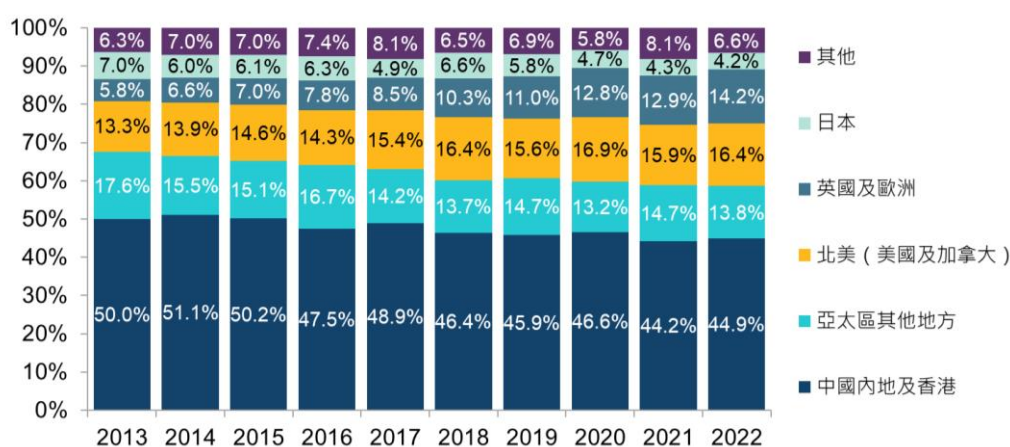
此外，中資企業亦可將其海外投資以發行新股的方式來減持或變現離場，而這方面香港正正可以提供適當的平台。

### 4. 香港市場有望成為國際公司投資樞紐

#### 4.1 滬深港通優化措施：納入國際公司

香港一直是全球與內地的投資樞紐。根據證監會過去十年對資產管理業進行的年度調查，在香港管理的資產遍布各大金融市場（見圖 12）。自 2013 年起，於內地與香港的投資所佔的份額約為 40%至 50%，而於全球其他地區（主要是亞太區其他地方、北美和歐洲）的投資佔比則由 2013 年的 50%增至 2022 年的 55.1%。

圖 12：在香港管理的資產分布 —— 按投資地域劃分（2013 年至 2022 年）



資料來源：證監會《資產及財富管理活動調查》，2013 年至 2022 年的報告。

香港市場多年來吸引全球與內地不少投資者前來投資。對全球投資者而這，香港市場的吸引力有一定程度在於其容許資本自由流動及國際化常規；內地投資者則可通過合格境內機構投資者計劃及港股通計劃投資於香港股票市場。港股通無疑已成為內地投資者分散投資組合的重要渠道。

自 2014 年推出港股通以來，內地投資者經港股通買賣香港上市股票的成交額及持有量持續增長（見圖 13 和 14）。港股通日均成交額佔香港主板日均成交額的比例，由 2014 年的 0.5%升至

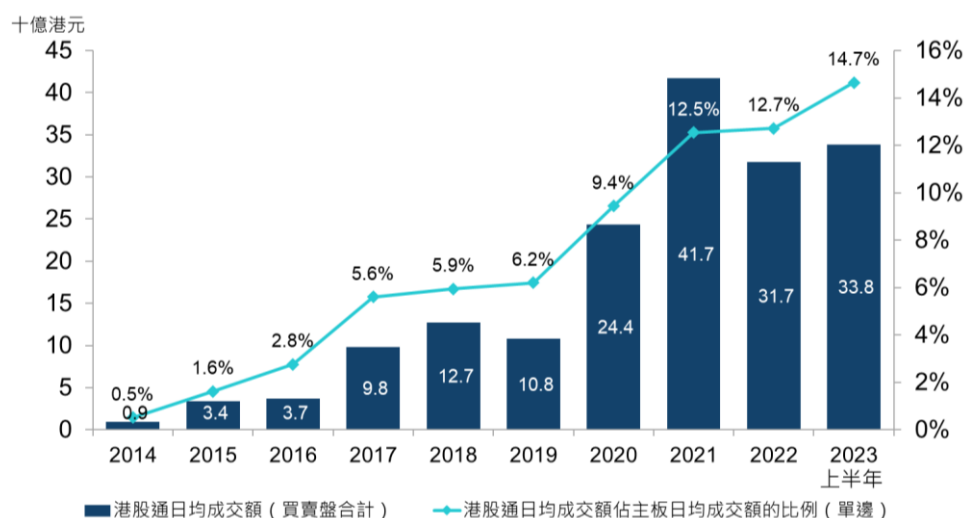
<sup>33</sup> 見〈亞洲有望實現蓬勃增長，但也面臨着政策挑戰〉，載於國際貨幣基金組織網站上的博客文章，2023 年 4 月 13 日。

<sup>34</sup> 見〈亞洲私募股權於 2022 年放緩後勢將穩步增長〉（“Asia private equity set for modest uptick after slow 2022”），載於《Asian Investor》，2023 年 1 月 29 日。

<sup>35</sup> 資料來源：〈立法會十五題：吸引海外私募基金遷冊來港〉，香港特別行政區稅務局網站上的新聞稿，2023 年 3 月 15 日。

2023 年上半年的 14.7%，而港股通股票持股市值佔港股通合資格股票的比例則由 2018 年的 2.94% 上升至 2023 年上半年的 7.80%。

圖 13：滬深港通下港股通的日均交易額（2014 年至 2023 年上半年）



註：滬港通於 2014 年 11 月 17 日開通，深港通於 2016 年 12 月 5 日開通，兩者均從一開始已同時提供北向及南向交易。2022 年 7 月 4 日，合資格 ETF 獲納入滬深港通，可作北向/南向交易。

資料來源：香港交易所。

圖 14：期末的港股通持股市值及其佔港股通合資格股票市值的比例（2018 年至 2023 年 6 月）



註：不包括 ETF。

資料來源：香港交易所。

港股通成交額及持股量的增長，部分歸因於滬深港通計劃的持續優化。自從滬港通於 2014 年 11 月開通後，到 2016 年 8 月已取消了總額度的限制，然後深港通於 2016 年 12 月推出。2018 年 5 月，滬股通、深股通及港股通的每日淨買入額度增至四倍。

此外，在滬深港通下可供買賣的合資格證券的範圍已擴大。港股通方面，合資格證券的範圍自 2019 年 8 月起納入不同投票權架構公司<sup>36</sup>、自 2020 年 11 月起納入未有盈利的生物科技公司<sup>37</sup>，2022 年 7 月起進一步納入若干於香港上市的 ETF<sup>38</sup>。

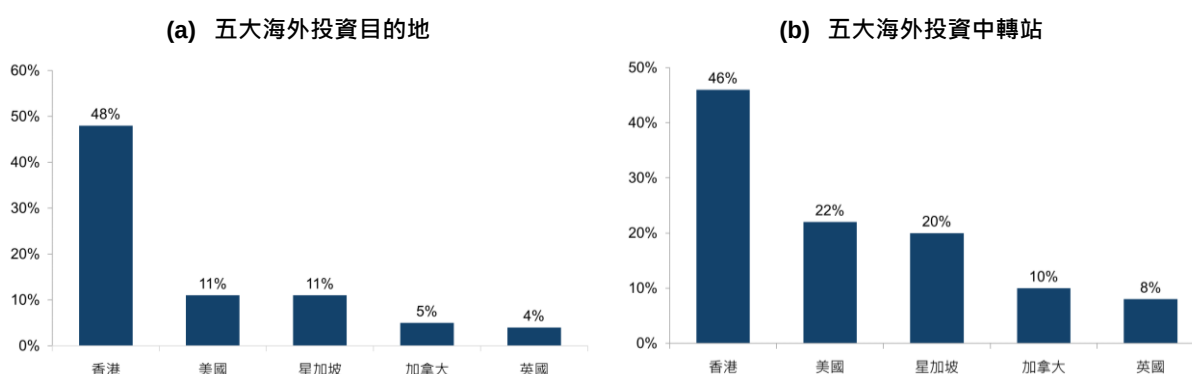
另一項較突破性的優化措施，就是自 2023 年 3 月 13 日起將港股通的合資格證券範圍擴大至包括在香港主要上市的合資格國際公司<sup>39</sup>。合資格國際公司必須在香港主要上市，且須為（1）恒生綜合大型股指數或恒生綜合中型股指數的成份股，或（2）恒生綜合小型股指數的成份股，且市值須達 50 億港元或以上<sup>40</sup>。

在 2023 年 3 月的這次優化之前，恒生綜合指數的成份股當中只有數隻國際公司股票<sup>41</sup>，這些公司的股票根據當時的納入標準獲納入港股通，當中包括多家有亞太區業務的跨國企業分拆出來的公司，以及在中國拓展業務的環球企業<sup>42</sup>。

港股通擴大合資格證券範圍、納入更多國際公司股票，將加強香港作為全球投資樞紐的角色。國際公司若獲納入港股通，會有內地投資者通過港股通投資其股票，合資格國際公司的股票流動性料將逐漸提振，這或會吸引更多國際公司來港上市<sup>43</sup>。

香港市場一直是內地投資者的首選市場及達致其投資組合多元化的主要渠道。根據 2021 年一項對內地高淨值人士的調查<sup>44</sup>，不論作為海外投資目的地或中轉站，香港都是他們的首選（見圖 15）。調查報告亦指出，香港在地理位置、金融市場、人力資源及資本配置方面均擁有獨特優勢，可作為中國內地與全球的橋樑。將國際公司納入滬深港通，拓寬了內地投資者全球資產配置的投資選擇。

圖 15：內地高淨值人士五大海外投資目的地及中轉站的調查結果（2021 年）



資料來源：招商銀行〈2021 中國私人財富報告——中國私人銀行業：納川成海〉，2021 年 5 月 18 日。

<sup>36</sup> 見〈滬深港交易所就 WVR 公司納入港股通條件達成共識並啟動相關規則修訂〉，載於香港交易所的網站上的新聞稿，2019 年 8 月 2 日。

<sup>37</sup> 見〈滬深港交易所就擴大滬深港通股票範圍達成共識〉，載於香港交易所的網站上的新聞稿，2020 年 11 月 27 日。

<sup>38</sup> 見〈香港交易所擬於 7 月 4 日推出 ETF 納入互联互通標的〉，載於香港交易所的網站上的新聞稿，2022 年 6 月 28 日。

<sup>39</sup> 見中國證監會與香港證監會發出的《中國證券監督管理委員會 香港證券及期貨事務監察委員會 聯合公告》，2022 年 12 月 19 日；〈香港交易所歡迎滬深港通進一步擴容〉（2022 年 12 月 19 日）及〈滬深港通股票標的範圍 3 月 13 日起再擴容〉（2023 年 3 月 3 日），載於香港交易所網站上的新聞稿。

<sup>40</sup> 見〈擴大互联互通合資格股票範圍的更新資訊〉，載於香港交易所網站上的通告，2023 年 1 月 19 日。

<sup>41</sup> 恒生綜合指數自 2018 年第三季起納入外國公司。見〈恒生指數公司就外國公司被納入恒生指數的候選資格徵詢市場意見〉，載於恒生指數有限公司的網站，2023 年 4 月 26 日。

<sup>42</sup> 例如，百威亞太控股有限公司（股份代號：1876）及保誠有限公司（股份代號：2378）分別自 2019 年 10 月 21 日及 2022 年 9 月 5 日獲納入滬深港通。見〈上任至今僅一大型外企來港上市 查太稱疫下難敲門 認國際業務可做更多〉，載於《明報》，2022 年 6 月 21 日；〈英國保險商保誠港股獲納入港股通，亦正式成為恒生綜合指數成份股〉，載於《路透社》，2022 年 9 月 5 日。

<sup>43</sup> 據報導，多家外國公司因為流動性低而於 2017 年從香港市場退市。見〈為何在港上市的國際公司最終都黯然離場？〉（“Why do Hong Kong's international listings always fail to take off?”），載於《南華早報》，2017 年 11 月 4 日。

<sup>44</sup> 見招商銀行〈2021 中國私人財富報告——中國私人銀行業：納川成海〉，2021 年 5 月 18 日。



由於合資格國際公司才剛納入滬深港通不久，其在港股通下的流動性仍需要時間逐步建立。內地投資者對國際公司認識或不多，要有相關市場配套服務方可望提高其投資意欲，這包括提供公司信息、股票交易數據以及研究分析這類市場中介機構可以提供的服務，然而市場中介機構亦需要時間培育這方面的能力。

以 ETF 為例，雖然於 2023 年 6 月底合資格在港股通下買賣的六隻 ETF 在香港市場的交投一直非常活躍（佔所有香港 ETF 於 2023 年上半年的交易額的 96%），但這些 ETF 在納入港股通後六個月，其成交額才拾級而上（見圖 16）。所有港股通合資格 ETF 的南向日均成交額佔香港市場所有 ETF 的日均成交總額的比例，由 2022 年 7 月的 1% 上升至 2023 年 6 月的 18%。

**圖 16：港股通 ETF 南向日均成交額及其佔香港市場所有 ETF 日均成交總額的比例（2022 年 7 月至 2023 年 6 月）**



註：合資格 ETF 於 2022 年 7 月 4 日起可經港股通買賣（南向交易），當時共有 4 隻合資格 ETF，及後於 2022 年 11 月及 2023 年 5 月分別增至 5 隻及 6 隻。

資料來源：香港交易所。

以此為鑑，於香港上市的國際公司股票獲納入港股通後多了內地投資者的參與，這些股票的流動性有望逐步提升，而流動性的增加有望吸引更多海外發行人來港上市<sup>45</sup>，這將會令香港提供的全球投資選擇更豐富多樣，而香港作為全球投資樞紐的吸引力亦將進一步提升。

## 4.2 持續市場優化

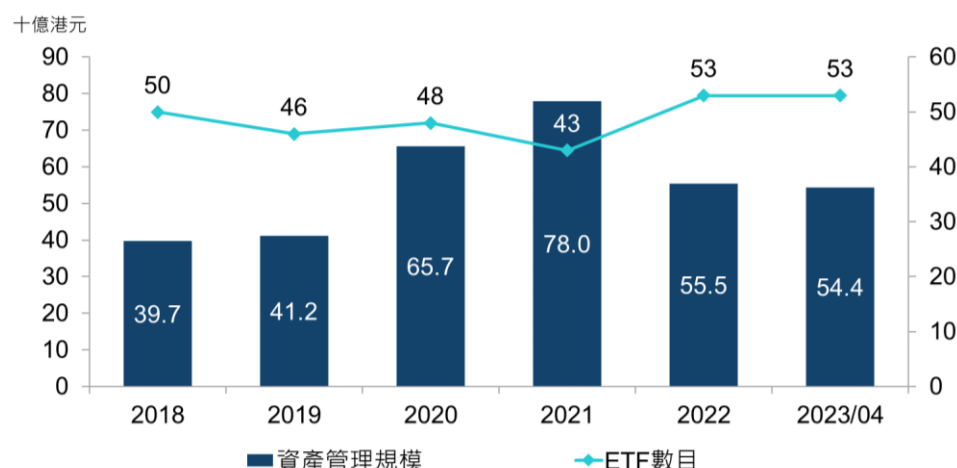
要吸引投資者參與，完善的市場生態圈不可或缺，這當中包括能夠提供大量不同類型的產品，方便投資者豐富和管理投資組合，也包括高效的市場機制及基礎設施，方便投資者進行交易。因此，香港市場要建立國際公司股票的流動性，持續的產品創新及市場優化必不可少。

在產品創新方面，發展與指數相關的產品——如國際公司股票的 ETF 及風險管理工具等，可分別促進被動投資及對沖活動——將有助吸引投資者將資金配置於國際公司。

香港市場提供多種涵蓋亞太區及其他海外股票的 ETF，覆蓋的市場包括印度、台灣、日本、美國、越南、韓國、東盟成員國、及歐洲各國。於 2023 年 4 月底，共有 53 隻涵蓋亞太區及其他海外股票的 ETF，合共管理資產總值約 544 億港元（見圖 17）。

<sup>45</sup> 見香港金融發展局〈定位香港為國際首選的首次公開招股中心〉，《香港金融發展局研究報告》第 09 號，2014 年 6 月。

**圖 17：香港的亞太區股票 ETF 和海外股票 ETF 的期末數目與資產管理規模  
(2018 年至 2023 年 4 月)**



註：不包括香港股票 ETF 和中國內地 A 股 ETF。

資料來源：〈ETF 市場概覽〉，載於香港交易所的網站，2018 年至 2022 年各年的 12 月及 2023 年 4 月的期刊。

隨著更多國際公司股票獲納入滬深港通後，恒生指數公司亦正考慮擴大香港市場旗艦指數的合資格股票範圍，將國際公司加入其中。恒生指數公司就於香港作主要上市的國際公司被納入恒生指數的資格徵詢了市場意見<sup>46</sup>。倘若這些國際公司被納入恒生指數，追蹤恒生指數的現有及新的 ETF 將開始投資於該等國際公司，相關股票的流動性定必隨之增加。

滬深港通的運作機制及交易設施（例如大宗交易）如能進一步優化<sup>47</sup>，將可促進計劃下的本地和國際公司合資格股票的交易活動。大宗交易有助降低交易成本及促進套戥與對沖活動，機構投資者向來有此需要。

此外，如滬深港通能擴展至一級市場，讓內地投資者參與認購香港市場的新股，將有助新上市公司產生更大市場迴響，吸納更多投資者，令股票流動性進一步提升。

市場流動性的提升，又將有助開發更多新產品（如 ETF 及衍生工具），令產品生態圈更包羅萬有，投資者更踴躍投資，再進一步提高流動性。國際公司或因而被吸引來港上市，令香港市場提供的投資選擇更豐富。

與在香港上市國際公司有關的產品及市場生態圈如能持續發展，亦將惠及擁有全球投資視野的香港資產管理行業。此外，內地投資者獲准通過滬深港通買賣國際公司股票，再加上與在香港上市國際公司股票的產品創新（如指數、ETF 及相關衍生工具），以及滬深港通可能推出的進一步優化措施等，均可大大推動國際公司產品及市場生態圈日益壯大，最終鞏固加強香港市場作為全球公司投資樞紐的角色。

<sup>46</sup> 見〈恒生指數公司就外國公司被納入恒生指數的候選資格徵詢市場意見〉，載於恒生指數有限公司的網站，2023 年 4 月 26 日。

<sup>47</sup> 見〈重新連接中國市場〉，香港證監會行政總裁梁鳳儀在《亞洲證券業與金融市場協會中國資本市場會議》上的主題演說，載於香港證監會的網站，2023 年 6 月 27 日。



## 5. 結語

環顧世界，企業於本土市場以外的市場上市相當普遍。不同規模、行業以至來自不同地方的企業都會視主要國際金融中心級別的市場為最具吸引力的離岸上市地點。中國內地的經濟增長強勁，固然是離岸上市企業的一個重要來源地，但其實來自全球其他地區的企業對離岸上市的需求也不容小覷。

作為國際金融中心，香港市場靈活且包容度高的上市制度不只能吸引內地公司上市，對世界各地的企業也極具吸引力。

此外，香港市場亦能夠通過市場互聯互通聯繫中國內地與世界，為世界各地的上市公司提供全球與內地投資者交集的投資者基礎。香港市場的優勢亦包括拓展業務的機遇、符合國際標準的優質市場服務，以及全面的產品生態圈。靠着這些優勢，全球及內地投資者可以通過香港市場投資世界各地的公司。

將國際公司納入滬深港通將會帶來重大改變，長遠而言可提升在香港上市國際公司的流動性。流動性的增加將吸引更多海外發行人來香港上市，助力進一步發展與在香港上市的國際公司相關的產品及市場生態圈，進而擴大香港的全球投資選擇，以及進一步提升香港在亞洲地區作為國際公司主要集資及投資樞紐的吸引力。

## 免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

## 香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號  
交易廣場2期8樓

[hkexgroup.com](http://hkexgroup.com) | [hkex.com.hk](http://hkex.com.hk)

[info@hkex.com.hk](mailto:info@hkex.com.hk)  
電話 +852 2522 1122  
傳真 +852 2295 3106