

# 港交所特专科技公司上市新规面临的机遇与挑战

◎吴秀波 张家璇

**摘要：**港交所新增的上市规则第18C章允许无盈利甚至无收入的特专科技公司赴港上市，特专科技行业范围与科创板的行业定位高度重合。特专科技公司上市新规具有生命力，例如，第18C章更适合处于初创阶段尚未商业化的科技公司，有利于与科创板的错位发展；第18C章合理保护了社会公众投资者利益，对可接纳行业保持灵活性，给内地科技公司带来新的融资机会，等等。当然也应看到，特专科技公司上市新规的推出，恰逢港股市场行情低迷；对特专科技公司的市值门槛仍旧处于较高水平。港交所应努力提高市场流动性水平，适时合理调降市值门槛，为第18C章的顺利实施营造良好的市场氛围。

**关键词：**特专科技公司；港交所；第18C章；资本管制

**中图分类号：**F832      **文献标识码：**A

2023年3月24日，港交所修改《主板上市规则》，新增第18C章，推出特专科技公司上市新规，允许无盈利甚至无收入的特专科技公司在香港主板发行上市(IPO)，并于2023年3月31日起正式生效。第18C章的推出体现了香港市场对吸引科技公司上市的迫切要求。

众所周知，在港交所主板发行股票并上市的要求很高，需要通过不同市值、收入、现金流等相关指标的组合测试，港股市场传统上更青睐成熟的大型金融、地产以及公用事业公司。而处于初创阶段的高科技公司，尽管产品技术先进，但是短期内往往不能盈利，甚至没有营业收入，按照传统规则无法发行上市。2018年新增的第18A章虽然放宽了盈利及营业收入的要求，但仅限于生物科技行业。本次新增的第18C章将未盈利甚至无收入的特专科技公司纳入允许主板上市的范围，是香港股票市场发展史上的一件大事，是对港股主板市场传统认知的颠覆，有利于优化港股结构，改变金融地产等周期股的传统优势地位。对此，社会各界也寄予厚望。不过，受到港股市场行情低迷、特专公司的市值门槛较高等不利因素的影响，第18C章目前还没有发挥出应有的“威力”。距新规生效已半年，尚只有黑芝麻智能（内地从事车规级自动驾驶计算芯片和平台研发企业）一家企业在2023年6月30日以第18C规则申请上市。由于该公司历年亏损持续扩大，最终能否成功上市尚有疑问<sup>①</sup>。总之，一方面，特专科技公司上市新规是港交所与时俱进积极制度创新的产物，具有较强的生命力；另一方面，由于特专科技公司上市新规推出时机不理想，也面临诸多

作者简介：吴秀波，经济学博士，复旦大学金融与资本市场研究中心研究员；张家璇，上海外国语大学国际金融与贸易学院金融学硕士研究生。  
<sup>①</sup>2023年11月9日取得中国证监会备案通知书，从递交招股书到通过聆讯一般耗时3~6个月，通过聆讯后两到三日即可开启上市路演，并启动招股流程。

挑战。为保证第 18C 章规则的顺利实施，特区政府应采取有效措施改善港股流动性。

## 一、特专科技公司上市新规具有较强的生命力

### (一) 特专科技公司上市新规适合初创阶段的科技公司

第 18C 章中所提及的“特专科技行业”(Specialist Technology Industries)，目前包括五大类行业，即新一代信息技术、先进硬件、先进材料、新能源及节能环保，以及新食品及农业技术。可以看出，特专科技行业的外延与科创板有很大的重合。而所谓“特专科技公司”(Specialist Technology Companies)指主要从事上述特专科技行业可接纳领域内的科技产品(或者服务)的研发或销售的公司。第 18C 章按照特专科技公司的发展阶段将其分类为已商业化和未商业化公司两类，已商业化的标准为特专科技公司经审计最近一个会计年度的收益达到 2.5 亿港元。

在上市门槛方面，第 18C 章借鉴了美国纳斯达克(NASDAQ)与科创板的经验，放弃盈利指标，而采用市值、研发开支比例(研发投资金额/总营运开支)等指标来界定。在市值方面，已商业化公司需在 60 亿港元及以上，未商业化公司需在 100 亿港元及以上。在研发开支比例方面，已商业化公司研发开支比例不低于 15%；最近一个会计年度收益达 1.5 亿港元但低于 2.5 亿港元的未商业化公司，研发开支占比需不低于 30%；未商业化公司研发开支比例不低于 50%。在适用期间方面，上市前三个会计年度中有至少两个年度达到相关比例，或是上市前三个会计年度合计达到相关比例。

综上所述，特专科技公司上市新规放宽对盈利甚至业务收入指标的要求，适合初期的高科技公司，初期期的科技公司最大痛点是融资困难，科技成果由于缺乏资金支持，难以实现产业化。尽管特

专科技行业的外延与科创板重合，然而，特专科技公司上市新规聚焦于初创阶段高科技公司，有效地避免了与科创板的正面竞争。

### (二) 特专科技公司上市新规合理保护了公众投资者利益

传统港股市场在发售环节对投资者的保护并不到位。例如，发行上市过程中，由于公司融资订单认购量不足，采取“结构单”方式扩大 IPO 发行规模<sup>①</sup>；询价机构高报发行价，自己申购的数量却很少；承销商故意缩减发行量，以维持虚高的股价。以上种种行为，都严重损害了信息不对称的公众投资者利益。为克服上述弊端，对社会公众投资者负责，第 18C 章除了建立以公司估值为核心的评价体系外，在发行环节对定价、配售比例、发售规模，在上市后对最低自由流通量、持股锁定期等都有特殊要求。

一是引入“资深独立投资者”把关。第 18C 章非常重视机构投资者，要求发行人要有来自“资深独立投资者相当数额的投资”，这个要求在以往的港交所主板上市规则中是没有的。港交所通常认为管理资产规模超过 150 亿港元的资产管理公司、基金、多元化投资公司能够胜任资深独立投资者的角色。因为这些机构研究力量强大，如果申请人能够得到它们的投资，相当于获得隐形担保。

二是新股配售比例向独立定价投资者倾斜。对于特专科技公司申请人，由于风险更大，为保护散户利益，必须将至少 50% 的发售股份分配给独立定价投资者，防止不负责任的高报价；采取新的分配及回补机制，散户初订分配份额为 5%，但是最高不超过 20%。

三是规定 6 亿港元的最低自由流通量。这两年在港股发行中屡屡出现所谓“丐版”IPO，公开发行的股本比例极低，易于控制，造成股价虚高。第 18C 章规定上市后特专科技公司股份的最低流通量有助于难以估值的公司进行市场定价，并减少市场操纵及价格波动情况。

<sup>①</sup>“结构单”具体安排如下：发行公司与一家名为 ABC 的投资机构约定，令其以 X 万美元认购公司上市发行订单，并承诺于上市发行当天将全部 X 万美元募集基金以委托理财形式“归还”ABC 公司，导致发行人实际可用的资金非常有限。将来一旦股价低于发行价，发行公司只好以理财减值加以掩盖。

四是受锁定期限制的投资者范围广泛。对于已商业化企业，控股股东及关键人士及其紧密联系人的锁定期为 12 个月，领航资深独立投资者锁定期 6 个月；对于“未商业化”企业，以上投资者的锁定期则会翻倍。

### （三）特专科技公司上市新规对可接纳行业保持灵活性

与科创板上市规则相比，第 18C 章的部分条款更为灵活，这有利于港交所吸引特专科技公司上市。例如，科创板对拟上市企业的科创属性（硬科技属性）有更高要求，必须是具有核心技术、行业领先、有良好发展前景和口碑的企业，相比而言，18C 章仅对申请人从事研发的时间和研发费用进行了规定，并根据是否商业化对研发费用占比进行区分，这就为很多不能满足科创板定位的科技公司带来希望。对于红筹企业和特别表决权企业，科创板、创业板的市值要求均较高，而第 18C 章并不专门对红筹企业进行区分，这有利于已在海外上市的科技公司赴港二次上市。

由于香港资本市场汇聚了大量的国际投资者，有国际化发展需求的特专科技企业，根据第 18C 章在港交所主板上市，可以促进企业实施国际化战略。另外，拥有较多海外投资者的科技公司，根据第 18C 章在港交所主板上市有利于海外创投资金的顺利退出。与纳斯达克相比，在美国要与中国科技“脱钩断链”的背景下，第 18C 章的最大优势是内地科技公司在港交所上市能规避相关政策变动风险。

### （四）符合特专科技定位的潜在上市资源非常丰富

符合特专科技定位的潜在上市资源非常丰富，这一点可从对“专精特新”中小企业的认定角度得以验证。所谓“专精特新”，是指中小企业具备专业化、精细化、特色化、新颖化的特征。工业和信息化部 2022 年 8 月实施的《优质中小企业梯度培育管理暂行办法》（工信部企业〔2022〕63 号），明确了“创新型中小企业”“专精特新中小企业”“专精特新‘小巨人’”企业等三类层级的评价或认定标准。根据清科研究中心推出的《2022 年“专精特新”

企业投融资研究报告》，国家级专精特新“小巨人”主要集中在高端装备制造、新一代信息技术、化工及新材料等三大领域，与第 18C 章界定的特专科技行业定位高度契合。截至 2022 年 9 月，工信部已累计培育专精特新“小巨人”企业 8997 家，带动各地培育省级“专精特新”中小企业近 5 万家。而截至 2022 年 11 月，在沪深京交易所及新三板上市的“小巨人”合计 719 家，不到累计培育的“小巨人”数量的十分之一。

由于 A 股市场上市门槛高，每年能够融资上市的公司数量有限，因此，对于广大亟待资金支持的中小企业而言，第 18C 章给内地中小企业提供了新的融资机会。假以时日，部分小公司的市值逐渐能够满足第 18C 章要求。总之，从“专精特新”企业角度分析，远期符合第 18C 章要求的潜在的上市资源丰富。

## 二、影响特专科技公司上市新规有效实施的不利因素

### （一）短期内港股市场吸引力有限

受到地缘政治及美联储收紧货币政策的双重影响，港股市场近年来的走势不理想。一方面，港股主板发行市盈率不高，港股主板并不具有足够的吸引力；另一方面，交易投资不活跃、流动性较差是港股一直以来存在的问题，尽管 2014 年互联互通为香港注入了源源不断的流动性，港股整体与 A 股及美股相比流动性较差的状况并未有效缓解。受到低估值、流动性不足等问题的困扰，2018—2021 年，港股 IPO 公司数量分别为 201 家、161 家、146 家以及 97 家，呈现逐年下降趋势。2022 年港股 IPO 更为冷清，全年仅有 89 只新股上市，集资金额约 1043 亿港元，同比下跌约 68.5%，首日破发率为 43.75%。而同期 A 股上市企业合计 428 家，较 2021 年 524 家同比减少 18.32%，募资规模达 5869.07 亿元，较 2021 年同比增加 8.17%，A 股首日破发比例为 28.50%。

综合港股的发行市盈率以及流动性来看，内地科技公司更倾向 A 股市场或者美股市场发行上市。要有效吸引特专科技公司上市，港交所必须增强自身的吸引力。

## （二）特专科技公司上市新规的市值门槛仍为较高水平

尽管第18C章放宽了营业收入要求，然而特专科技公司上市新规的市值门槛还是较高，这不利于港交所吸引科技公司上市。在科创板的5套上市标准中，对市值、营业收入、研发投入、盈利能力等指标有较高要求，但是无论是哪一套标准，对市值的要求都不高于人民币40亿元<sup>①</sup>。同样地，纳斯达克在1997年首次对未盈利非美国企业在其全球精选市场上市（发行上市要求最高）规定了4套上市标准，涵盖不同的市值、营业收入、经营活动现金流、净资产等指标的组合，然而最高的市值指标不超过8.5亿美元（折合66亿港元）。港交所将商业化标准定为最近一年的收益2.5亿港元，与科创板的标准2、标准3、标准4对营业收入的要求相似，但是港交所对已商业化的科技公司的市值要求是60亿港元，明显高于科创板标准2、3、4对市值的要求，所以对于已商业化的申请人而言，港交所的市值指标明显缺乏竞争力。

对于未商业化申请人而言，港交所要求申请人市值超过100亿港元，相较于此前咨询建议中未商业化公司150亿港元的门槛已经降低，但属于高要求。可供对比的是科创板标准5，只要求市值人民币40亿元。此外，2018年港交所曾推出上市规则第18A章，对未盈利生物科技公司的市值门槛为15亿港元，这次对未商业化特专科技公司的市值门槛相当于生物科技公司的7倍，也远超过认定为独角兽企业的10亿美元估值门槛。而根据胡润研究院发布的《2023全球独角兽榜》，截至2022年年底，全球只有1361家独角兽企业，总价值4.3万亿美元。因此，短期内能够满足市值要求且愿意赴港上市的科技公司恐怕有限。

香港证券监管机构面临难题：一方面，港股的活跃离不开新鲜血液，必须有源源不断的新股上市；

另一方面，A股市场确实对港股市场在吸收上市资源方面构成竞争。如果单纯降低上市条件，招来的企业缺乏投资价值，更不利于港股市场的发展；如果要求过高，企业就会选择A股科创板、创业板或者纳斯达克上市。

## （三）科技公司估值不确定性大

由于科技公司的业务特殊，技术及商业前景并不确定。如果技术路线失败，公司将无法生存；即使技术成熟，要商业化仍旧存在变数。例如，当年技术先进的协和超音速客机、铱星移动通信系统最终都没有成功商业化。对科技公司的准确估值历来是个难题，相对来说，华尔街拥有较多的专业机构，眼光比较独到；香港与内地这方面的机构及人才较为欠缺。近年来，内地科技公司的估值提升过于依赖多轮融资而不是市场影响力（市场份额），是通过一轮又一轮的融资拉高估值。而这些高估值又是以实际控制人与投资者签订代价昂贵的“对赌协议”达成的，既有“明股实债”的压力，也增加了实际控制人不择手段造假上市的动机。以首家按照第18C章规则申报的黑芝麻智能为例，根据招股说明书，从2016年9月至2021年12月，黑芝麻智能共获得10轮融资，总计融资额约6.95亿美元，交易后估值从1810万美元上涨到22.18亿美元，短短5年时间，估值飙涨了约122倍。

然而，黑芝麻智能对应的收入及市场份额（市场影响力）是否足以支撑这样的高估值仍有争议<sup>②</sup>。按2022年车规级高算力系统芯片（SOC）的出货量计算，黑芝麻智能尽管号称全球第三大供货商，然而全球市场占有率和中国市场占有率分别为4.8%和5.2%，远小于排名靠前的英伟达和地平线公司。截至2022年12月31日，企业的现金及现金等价物仅有9.82亿元。假设按照2022年的现金消耗率水平计算，这些资金仅能支撑企业运转14个月。

<sup>①</sup> 标准1：10亿元市值+最近两年净利润为正且累计净利润0.5亿元（或者最近一年净利润为正+营业收入1亿元）；标准2：15亿元市值+最近一年营业收入2亿元+最近三年研发投入/营业收入的比例不低于15%；标准3：20亿元市值+最近一年营业收入3亿元+最近三年经营活动现金流1亿元；标准4：30亿元市值+最近一年营业收入3亿元；标准5：40亿元市值，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，且医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验。

<sup>②</sup> 2020—2022年，黑芝麻智能收入分别为5302.1万元、6050.4万元、1.65亿元，而公司权益持有人应占亏损分别为7.6亿元、23.57亿元、27.54亿元。即便剔除金融工具公允价值变动等因素影响，企业同期经调整净亏损（非国际财务报告准则计量）依旧高达2.73亿元、6.14亿元、7亿元。2023年的亏损净额很可能大幅增加，并可能在短期内继续产生亏损净额。

如果公司不能满足永续经营假设，再高的估值也不过是堆起来的“雪人”。

#### （四）未盈利生物科技板块的不景气影响投资者对第 18C 章规则的信心

2018 年 4 月，港交所开启了 25 年来最大的上市制度改革——在主板上市规则中新增第 18A 章，允许未有收入、未有利润的生物科技公司提交上市申请（股票代码后缀“B”标志）。申请公司上市时的市值至少达到 15 亿港元，同时其运营资金足可应付集团由上市文件刊发日期起至少 12 个月所需开支的至少 125%。然而，受宏观环境的不利影响，第 18A 章规则的上市实践难言成功。第一，上市成功集中在 2021 年以前。截至 2023 年 8 月底，已有 60 家公司遵循第 18A 章成功上市，历年上市的公司数分别为 5、9、14、20、8、4 家（2023 年仅统计前 8 个月）。第二，上市以来，成功商业化的公司有限。遵循第 18A 章规则上市的公司，当其满足年收入大于 5 亿港元、市值大于 40 亿港元的条件后，可申请“摘 B”。截至 2023 年 8 月底，只有博安生物、诺辉健康、再鼎医药、信达生物等 11 家公司实现“摘 B”，曾经盈利过的则仅有康希诺、荣昌生物两家。第三，销售额主要由少数头部公司支撑。据不完全统计，2022 年港股 18A 创新药企销售额总和为 275.95 亿元，而收入排名前 8 的企业合计销售额为 232.2 亿元，占比超过了 84%。对于大部分的 18A 创新药企而言，已经逐渐沦为市场的“后 80%”。其中，有 9 家企业依旧未有营业收入。第四，市场热情减退。60 家公司累计集资额 1190 亿港元，平均每家接近 20 亿港元。然而，2018 年 IPO 平均募资额是 36.9 亿港元，而在 2022 年则没有企业 IPO 募资额超过 10 亿港元。2023 年以来 IPO 的 4 家企业，即绿竹生物、科笛、来凯医药、科伦博泰生物分别募资 3.41 亿港元、4.65 亿港元、7.91 亿港元、15.64 亿港元，网上有效认购倍数分别为 3.25 倍、1.42 倍、5.81 倍、1.27 倍，上市首日涨幅分别为 -32.93%、0.46%、20.87%、3.14%。第五，大部分公司股价持续下跌，交投清淡。以富途港股生物医药 B 类股指数（BK1254）为例，2019 年 1 月 1 日基准 1000 点，一路上涨到 2021 年 6 月最高的 2139.66 点，然后再

一路向下，跌至 2023 年 8 月底的 551.95 点；交易额则从 2021 年 7 月的 427 亿港元下跌到 2023 年 8 月底的 100 亿港元。按照第 18A 章规则上市的生物科技板块的不景气必然影响到投资者对第 18C 章规则的信心。

### 三、提升港股市场流动性水平，营造有利于实施第 18C 章规则的市场环境

影响港股市场流动性的因素来自多方面，既与宏观经济、国际政治方面的因素有关，也与港股市场的微观结构有关。特区政府应多管齐下，努力提升港股市场的流动性水平，营造有利于实施第 18C 章规则的市场环境。

#### （一）来自宏观经济与国际政治方面的影响因素

与其他国际金融中心相比，香港的最大优势来自背靠内地“大市场”所赋予的区位优势与要素资源禀赋，是中国与世界之间的“超级联系人”。然而，这种定位也使香港市场更容易受到国内外政策变动的冲击。恒生指数在 2018 年 1 月份达到历史最高的 33484.08 点，随后受到 2018 年 5 月美国特朗普政府对中国挑起贸易摩擦、2019 年香港修例风波、2020 年新冠疫情等事件的影响，港股市场持续受到冲击。

2022 年，受新冠疫情期间的过度刺激政策以及俄乌冲突导致全球供应链中断的影响，美国的消费物价指数（CPI）飞涨，美联储不得不在 2022 年 7 次加息，将基准利率从 0~0.25% 升到 4.25%~4.50%，同时启动量化紧缩（QT），减持债券，市场流动性急剧收缩。由于香港实行联系汇率制，美联储收紧货币政策，导致港股的流动性收紧，恒生指数从 2022 年年初的 23397.67 点一路向下跌到 10 月最低时的 14597.31 点，当年跌幅高达 37.61%；而与 2018 年 1 月的高点相比跌幅为 56.41%。2023 年以来，美联储再次加息 4 次，基准利率上升到 5.25%~5.50% 的水平，利率提升至 2001 年 1 月以来的新高。总体来看，2022 年以来美国紧缩的货币政策对香港市场的流动性影响最大，且这种不可控的影响尚未结束。

## （二）来自港股市场本身的政策及微观结构方面的影响因素

第一，从交易费用上来看，港股市场以印花税为主的交易成本相对较高，难以吸引更多类型的投资者和更多交易。目前，进行港股交易要分别向特区政府、港交所以及开户的证券公司缴费，平均单边综合交易费率达 0.17%~0.39%，显著高于 A 股的 0.08241%（沪深交易所卖方）和美股的 0.0016% 左右，使得有利于活跃市场的高频交易和量化交易等类型的投资者难以在港股市场上开展交易，挫伤了投资者的交易活跃度。其中，香港特区政府收取的股票印花税为 0.13%，且面向买卖双方双边收取，合计收取的印花税达到总成交金额的 0.26%，是中国内地 8 月 28 日调降后的税负（税率由原来的 0.1% 减半为 0.05%，单独向卖方收取）的 5.2 倍。实际上，美国、德国、日本、新加坡等发达经济体早就取消了股票印花税。

第二，从投资者结构上来看，港股市场机构化水平较高，个人投资者占比小导致市场流动性水平较低。由于机构投资者更加重视长期投资和价值投资的风格，其交易行为更加理性，换手率水平亦远低于个人投资者。据港交所统计，2020 年港股总成交金额中有 56.5% 为机构投资者所贡献，且自 2008 年有调查数据以来始终维持在 50% 以上。而 2020 年年末 A 股机构投资者占比仅为 33.68%，大量上市公司股份集中在个人投资者和一般法人手中，2020 年年末占比分别为 34.5% 和 24.7%。由于个人投资者占比更高，A 股交易相对更为活跃。

第三，从市场机制上来看，香港股票市场并无竞争性做市商制度以保证市场流动性水平良好。而做市商制度有利于改善市场流动性、提升交易业务的市场份额。科创板、NASDAQ 市场均存在做市商制度<sup>①</sup>。目前，香港市场只有部分衍生产品（如 ETF、债券等）和港币 - 人民币双柜台模式等机制下有做市商（庄家）参与，而大部分现货市场（传统的股票

交易）则是纯指令驱动市场，没有做市商参与。因此港股整体无法受益于市场庄家的持续做市为其带来的充沛流动性，从而难以实现流动性水平的提升。

## （三）多管齐下，努力提升港股市场的流动性

为确保第 18C 章的有效实施，需要从扩大上市资源、拓宽资金渠道、改善市场微观结构等多方面着手。

第一，适时合理调降市值门槛。港交所对特专科技公司设定高市值门槛，本意是保护公众投资者利益，进而维护港交所声誉。然而，设置过高的市值门槛，不仅使得短期内能满足条件的高科技上市资源有限，与港交所吸引更多科技公司上市的宗旨不符，而且易于诱发道德风险，驱使申请人与机构合谋虚报高市值，对上市后股价的长期走势不利。2022 年以来，由于二级市场的不景气，同样也影响到风险投资对初创科技公司的投资热情，导致准备上市的科技公司很难通过融资获得高估值。适时合理调降市值门槛，有利于扩大上市资源数量，筛选出有发展潜力的公司。

第二，努力拓宽资金来源渠道，提高市场流动性水平。在美联储收紧货币政策的背景下，吸引更多全球资金有利于活跃市场。一是加强与内地监管机构的合作，吸引更多资金南下。具体措施如扩大港股通股票标的范围，加快推出面向内地资金的“港币 - 人民币双柜台模式”，开发更多的离岸人民币投资产品，做大离岸人民币市场规模等<sup>②</sup>。二是吸引更多外国公司来港上市，因为在满足一定条件的前提下，在港上市的外国公司也能成为港股通股票标的，能吸引到额外的南下资金。三是中东地区作为石油输出国，拥有较多的可投资资金，吸引更多中东资金前来投资港股很有意义。

第三，改善港股市场微观结构。一是既然较高的交易税负对活跃市场的高频交易和量化交易等不利，特区政府不妨阶段性降低印花税负。当前特区

<sup>①</sup> NASDAQ 市场采取竞价交易 + 竞争性做市商机制，每一只在纳斯达克上市交易的股票都必须有两个以上做市商提供做市服务，做市商通过 IPO 配售或从公开市场中购入股票的方式获取库存股并提供竞争性的连续双边报价，投资者可以择优选择做市商进行交易。科创板做市商机制 2022 年 10 月 31 日上线。

<sup>②</sup> “港币 - 人民币双柜台模式”于 2023 年 6 月 19 日在香港证券市场推出，初期共有 24 家香港上市公司入选。现阶段，主要针对持有离岸人民币资金的投资者，内地投资者尚无法通过港股通参与双柜台。

政府主要的顾虑是该项印花税收入已经纳入预算，担心该项收入下降过多，实际上，如果港股交投更为活跃，交易量上升，即使税率下降，收入也不一定下降<sup>①</sup>。二是扩大投资者基础，改变机构投资者与个人投资者的构成比例。推出有吸引力的措施，例如，推出更多的双柜台模式股票标的，让内地个人投资者尽快不用将人民币资金转换为港元就可以直接投资，从而吸引更多内地投资者开通港股通。三是适时引入做市商制度。NASDAQ 与科创板市场的经验表明，基于报价驱动的做市商机制与基于指令驱动的竞价机制可以同时存在，港交所不妨将衍生品市场存在的做市商制度推广到现货交易市场，以提高市场流动性水平。

第四，其他配套措施。一是加强港股市场的强制退市力度。以美股为代表的成熟市场每年总退市率在 5%~7%，总退市数量基本等于 IPO 数量。而港股每年并购退市率和被迫退市率均只有 1%~2%，两类退市数量分别 10~20 家，但每年 IPO 超过 100 家，上市公司连年进多出少，存在大量的“仙股”，这些该退而未退的公司，直接导致大量公司的交易资金被分流。二是加快香港创业板的改革。目前，香港创业板一共 334 家上市公司，总市值在 5 亿港元以下的 306 家，占比 92%。港交所 2003 年 4 月启用新 GEM 指数（标普香港创业板），基点为 1000 点，截至 2023 年 8 月底，该指数为 26.52 点，指数跌幅达到 98%。低价股泛滥、股价波动巨大、股票成交量稀少、流动性不足是当前香港创业板面临的普遍问题。这些小市值股票不仅影响对港股整体的观感，而且不时兴风作浪，控股股东的心思不是放在做大做强实体业务回报中小投资者，而是通过“造壳卖壳”或者“唱高散货”的方式坑害中小投资者<sup>②</sup>。使得在创业板亏损巨大的中小投资者丧失对同样属于中小企业的特专科技公司的投资信心。

## 四、结语

特专科技公司上市新规是继 2018 年港交所引

入特殊上市规则，允许符合条件的未盈利的生物科技公司上市、允许采纳不同投票权制度的创新产业公司上市、允许合格的海外发行人第二上市之后，又一市场期待已久的改革。与科创板及 NASDAQ 相比，港股市场在流动性与估值水平方面处于劣势。然而，与科创板相比，第 18C 章对特专科技公司的营业收入没有要求，对硬科技属性的要求也比较灵活，更适合处于初创阶段而没有商业化的科技公司；与 NASDAQ 市场相比的最大优势是不存在政策变动风险。因此，特专科技公司上市新规具有一定的生命力。当前，尽管美国收紧货币政策对港股市场的冲击无法控制，然而，随着美国通胀的回落，美国货币政策的拐点即将到来，影响特专科技公司上市的最大外部障碍有望解决。此外，中国经济已经走出新冠疫情带来的冲击，主要指标边际改善，国民经济恢复向好，高质量发展扎实推进，这些变化都有利于潜在上市公司提高经营业绩。与此同时，特区政府已开始从扩大上市资源、拓宽资金渠道、改善市场微观结构等多方面着手改革。可以预计，港股市场必将迎来新一轮特专科技公司上市的高潮。

### 参考文献：

- [1] 侯宇宸、吴秀波. 试点注册制的创业板与科创板能做到错位发展吗? [J]. 国际融资, 2020 (9): 51-55
- [2] 刘刚、寇玥、王汉锋. 解读香港特专科技公司上市制度咨询 [EB/OL]. 2022-10-31
- [3] 罗曼. 港交所拟允许特专科技公司在港上市 [N]. 证券时报, 2022-10-20
- [4] 罗曼. 港股创业板改革箭在弦上 [N]. 证券时报, 2023-05-25
- [5] 清科研究中心. “专精特新”扬帆起航 | 《2022 年“专精特新”企业投融资研究报告》带您开启探索之旅 [EB/OL]. 2022-10-02
- [6] 唐燕飞、黎灵希. 新特专科技公司上市机制“落地”港股市场迈入新里程 [N]. 上海证券报, 2023-03-25
- [7] 王汉锋、寇玥. 中资企业上市: 择地、择时、择势 [EB/OL]. 2021-08-30

(责任编辑: 冯天真)

<sup>①</sup> 香港特区股票交易印花税率已于 2023 年 11 月 17 日从 0.13% 下调为 0.1%。

<sup>②</sup> 所谓“唱高散货”骗局就是骗徒先通过各种手段推高股价，然后利用社交媒体平台诱使不虞有诈的投资者买入流动性低的股票，再将股票抛售。