



中的份额有所缩减。截至2022年底，市值不足五亿港元的上市公司约有1100家，占总市值的40%。当中绝大部分公司的每日成交额少于十万港元。<sup>6</sup>

虽然机构对小型股的持有量往往较低，但香港的情况尤其明显，而且由于过去10年香港股市的散户参与度缺乏增长，这种情况更加严重。根据香港交易所的现金市场交易调查，过去十年，以美元计算，散户投资者的交易量相对停滞不前，而其占市场总交易量的份额则从2010年的25.8%<sup>7</sup>下降至2020年的15.5%。<sup>8</sup>

与此同时，小型股上市的数目在过去十年急增，导致有更多小型股基本上摊分并争逐散户投资者的同一资金池。

## 2015年至2018年期间小型股数目暴增

2015年至2018年期间，小型股公司数量的增长速度尤其快。香港证监会将这种现象部分归因于“造壳活动”，指出在此期间上市的公司中，约有一半的初始市值不到5亿港元。许多满足当时GEM（前称创业板）的最低现金流规定或主板的最低盈利规定的企业，愿意承担让自己的公司上市的巨大上市开支。这些费用有时可能相当于首次公开招股集资额一半以上。梁女士指出，在某些情况下，新上市公司随后会将其业务售回控股股东，藉以制造“壳股”，由第三方收购，并注入其本身的业务，以规避新上市规定，包括资格、保荐人尽职审查及披露的规定。这种借壳上市过程通常分为多个步骤完成，以避免在反收购规则下被视为新上市。例如，向空壳公司注入资产这一步骤可能会延至较后日期，而期间空壳公司为求维持其上市地位，可能会投资金融资产，包括其他壳股。

正如梁女士所指出的，一些市场参与者从事“造壳”的动机是当时上市壳的高交易价值。据报道，壳公司的最高成交价超过5亿港元，这个数字往往超过了实际业务的价值。考虑到较低的上市门槛，在GEM上“制造”一个壳更容易，壳活动的影响特别明显。梁女士在演辞中并没有指出，香港交易所于2008年将GEM的定位由“新兴及成长型公司的替代板”重新定位为“进入主板的跳板”，并引入新的GEM数量准入准则，以及简化符合主板上市要求的转板程序。这使得每年的GEM上市数量从2008年下半年的零增加到2016年的45次ipo，筹集资金46亿港元。<sup>9</sup>

## 香港GEM的市场失当行为

梁女士指出，制造壳通常与各种形式的市场失当行为有关。由于空壳公司往往对投资者的吸引力不大，故一些不良分子会安排代理承配人认购首次公开招股的股份，人为地营造公司的估值及股东分布，从而符合上市时的最低市值及股东人数规定。

过去，GEM首次公开招股无须设有公开认购部分，因此股权往往高度集中于少数的股东手中，在某些个案包括有嫌疑的代理承配人。这使得这些公司的股价可能会大幅波动，且容易发生市场舞弊。在2015年及2016年，新上市的GEM公司的股价于首个交易日较其首次公开招股价平均飙升约六倍。然而，这些股票的股价大多数随后跌穿首次公开招股价，令投资者蒙受巨额损失，其中在二级市场高价买入股票的投资者尤甚。

## 证监会打击香港市场失当行为所作的努力

为了打击市场失当行为，2016年，证监会成立了一个名为“ICE”（中介机构部、企业融资部和法规执行部）的跨部门工作组，汇集了专家，来制订和实施整个机构的策略，以全面的方式应对企业失当行为。

为解决市场质素问题及降低企业失当行为及市场舞弊的风险，香港交易所实施了多项政策措施，包

<sup>6</sup> 基于2022年的日均营业额

<sup>7</sup> 数据可访问：[现金市场交易调查2010](#)

<sup>8</sup> 数据可访问：[现金市场交易调查2020](#)

<sup>9</sup> 联交所（2017年6月）‘[有关检讨GEM及修订《GEM规则》及《主板规则》的谘询文件](#)’。

括修订《上市规则》，包括：

- GEM 首次公开招股现时须纳入公开认购部分，以减少在首次公开招股中利用代理承配人来取得高度集中的股权的风险；
- 反收购规定已经收紧，以遏止借壳上市的难度及成本。具高度摊薄效应的集资活动亦变得更加困难；及
- 在2018年及2022年先后提高了主板及GEM的首次上市准则，包括将主板的最低市值由二亿港元调高至五亿港元。

香港证监会还加强了对“唱高散货”骗局的市场监管督，并采取了更多的执法行动。此外，海关亦扩大调查范围，力求捣破幕后的主脑集团，并加强与廉政公署、警务处商业罪案调查科及海外监管机构更紧密地合作，绝不容许不良分子逍遥法外。

## 为香港建立充满活力的小型股生态系统的愿景

在解决了影响GEM的各种问题后，香港证监会现在希望重新聚焦于吸引优质小型股公司，并促进该行业的可持续增长。由于市场力量在过去十年推动了变化，例如针对具有不同投票权架构的创新公司、生物科技公司 and 特专科技公司的上市改革，香港股市现在充斥着更多具有高增长潜力的新经济股。2022年，62家IPO是新经济公司，占当年融资额的65%。<sup>10</sup> 自2018年首次允许营收前生物技术公司上市以来，香港也成为亚洲最大的生物技术融资场所。<sup>11</sup>

为重获机构及散户投资者的兴趣，梁凤仪强调有必要重振中小企业在香港市场的融资功能，以提高在港上市小型股的素质。香港证监会的目标是恢复投资者信心，重新确立GEM作为优质成长型企业融资场所的初衷，从而实现这一目标。在振兴GEM方面，梁女士强调有必要制定明确的路线图，发展一个充满活力的小型股生态系统，以支持在香港主板上市的小型股的流动性。她指出，买卖双方都需要参与进来。机构投资者参与小型股市场可以提高流动性和估值，从而吸引更多优质发行人在市场上市。投资者也可以提供资金支持中小企业上市前后的成长。中介机构，特别是保荐人和承销商，可以通过在尽职调查过程中筛选出有问题的公司，从而帮助保持质量。

最后，梁女士强调教育对改善投资者文化的重要性。随着科技的日益普及，许多缺乏防范意识的投资者落入了“骗局”阶段，他们误信冒充知名股评人的网络红人或声称认识知情人士的社交媒体所提供的投资情报。有见及此，联交所一直与辖下附属机构-投资者及理财教育委员会（投委会）紧密合作，教育散户投资者不应盲从网络红人或道听途说的贴士作出投资决定，并透过社交媒体渠道分享防骗资讯，以提高投资者对已上市或拟上市小型股的认识，打击诈骗。

<sup>10</sup> 数据可访问：[2022 年报\(hkexnews.hk\)](https://www.hkexnews.hk)

<sup>11</sup> 截至2020年10月，[联交所生物科技 新闻 第四期 英文版.pdf](#)

此通讯仅为提供相关资料信息之用

其内容并不构成法律建议及个案的法律分析。

此通讯的发送并不是为了在易周律师行与用户或浏览者之间建立一种律师与客户之关系。

易周律师行并不对可从互联网获得的任何第三方内容负责。

如果您不希望收到该法讯，请电邮[unsubscribe@charltonslaw.com](mailto:unsubscribe@charltonslaw.com)告知我们。

CHARLTONS  
易周律师行

香港办事处

香港皇后大道东43-59号  
东美中心12楼

[enquiries@charltonslaw.com](mailto:enquiries@charltonslaw.com)

[www.charltonslaw.com.cn](http://www.charltonslaw.com.cn)  
电话: + (852) 2905 7888  
传真: + (852) 2854 9596