

拒绝港交所上市申请的五大原因 — 以及如何避免该等情况发生

香港联合交易所有限公司（下称「**联交所**」）自2013年起刊发与拒绝上市申请之原因有关的决定，以提高市场透明度。此前，联交所只刊发经挑选的拒纳信或上市决策，但未涵盖所有被拒绝的申请。我们根据该等已刊发的信函及决策，以定量方式汇编了最主要的拒绝原因。这些数据可为上市申请人及保荐人在处理上市申请方面所遇到的实际问题提供指引，亦让他们可更深入地了解联交所对某些问题的立场。

概述

阁下若对上市决策或拒纳信已有所了解，则可阅读这部分以知悉最常见的拒绝原因，并略过稍后较详细地解释该等原因的部分。

以下图表显示主要的拒绝原因大致是基于赋予联交所能以相对广泛酌情权评定上市申请人之优劣的规则。图1总结了联交所刊发的所有上市决策、拒纳信或指引信中所载的拒绝原因之分布情况。图2则总结了仅限于自2013年联交所决定公布所有拒绝原因以来的原因分布情况。

在该两个图表中，「不可持续业务」及「缺乏商业理由」是最主要的拒绝原因。这可以理解为联交所已就上市申请的其他方面及对上市申请人的要求发出具体规则及指引（例如披露要求及发售要求）的自然结果。因此，当上市申请被拒绝，这通常是虽然申请人符合了大多数其他要求，但联交所或上市委员会认为未足以证明其适合上市。正如联交所确认的，这反映联交所在评估上市的适合性方面进行了更高层次的审查，并会行使其酌情决定权以确定事实及情况能否构成合理的基础，以认定某申请人上市后相当可能会导致出现投机交易，或因着其具有上市地位而被收购¹。

¹上市决策121-2019

量化分析

从图表中可以看出，自从联交所开始公布拒绝的原因后，当中的两个最主要原因（即不可持续业务及上市缺乏商业理由）已占拒绝原因的35%。而当联交所自2013年公布所有的拒绝原因以来，该两个原因则占有所有拒绝原因中的40%。

有趣的是，自2013年以来，第四个最普遍的拒绝原因（如图2所示）是申请人未能证明其具能力符合最低盈利要求。骤眼看来，这似乎是令人难以想象的，因为这通常是发行人或其顾问在开始准备提出上市申请之前须要考虑的首要问题。当我们对某些被拒绝的申请进行详细审视之后会发现，联交所过往在分辨某利润是否符合盈利测试方面对一些上市申请造成若干障碍。有关讨论载于下文「联交所拒绝上市申请的常见原因」一节。

我们将在下文更详细讨论拒绝接纳申请的首五个原因，但它们并非全部的拒绝原因。随着越来越多上市申请被提出，其中一些无可避免地会被拒绝，因此无法保证这里所述的原因乃未来拒绝接纳申请的主要原因。另一方面，我们举出这些原因，是因为它们在拒绝接纳申请的原因中占有相当大的比例，并且至少在目前是除了一般核对表中通常列出的项目外，保荐人及顾问须予关注的重要问题。阁下若认为任何该等原因可能适用于阁下现时的上市申请，不妨完整地阅读相关上市决策、指引信或拒纳信，并向阁下的顾问进一步寻求建议。

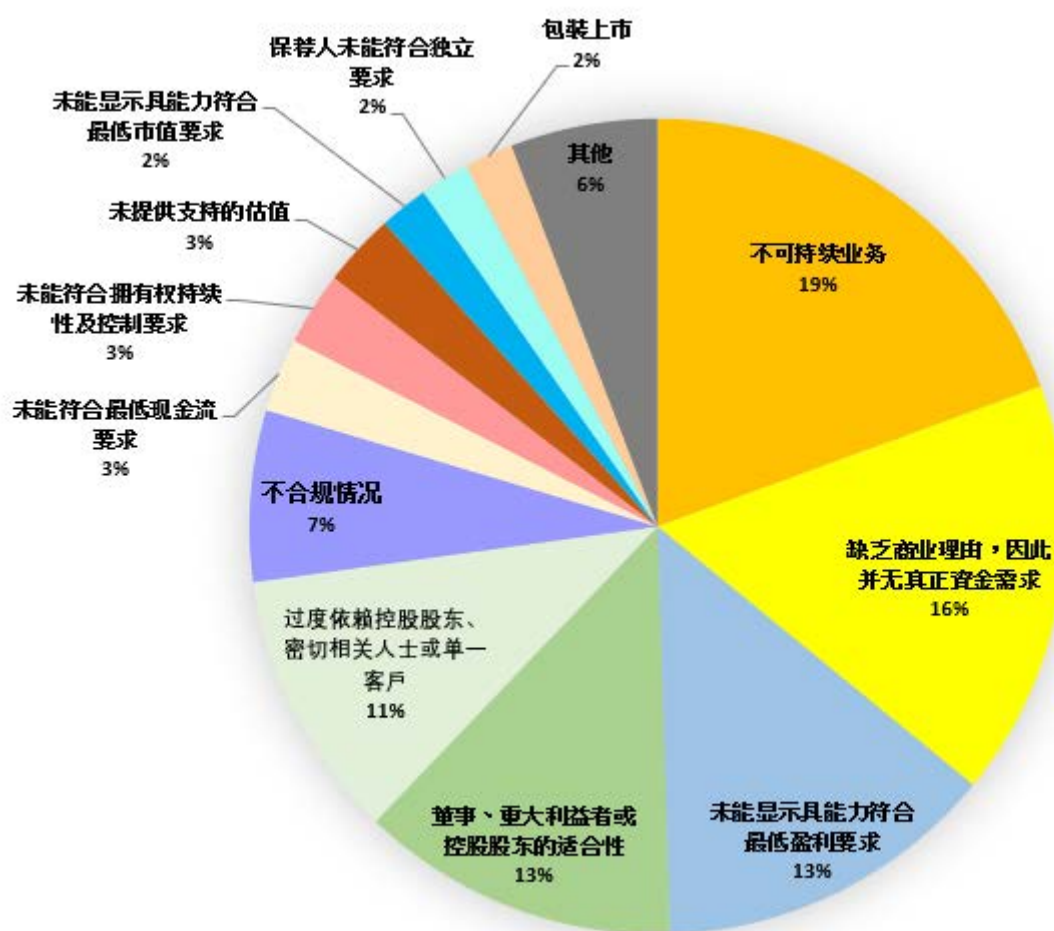


图1 在所有已刊发的上市决策、拒纳信或指引信中显示的拒绝原因

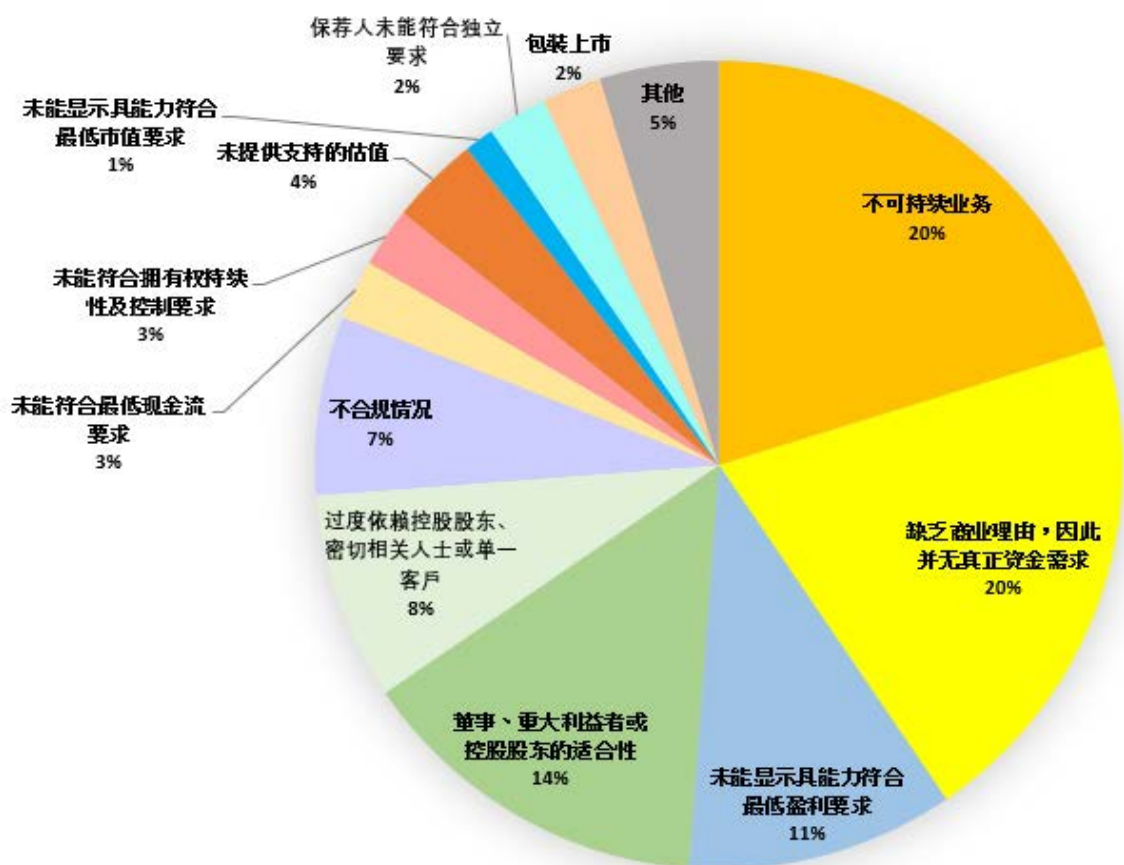


图2：自2013年以来在所有已刊发的上市决策中显示的拒绝原因

联交所拒绝上市申请的常见原因

第5项：过度依赖控股股东、密切相关人士、客户或供货商

这原因曾经是上市申请人最关注的问题之一，而且是上市申请绝对不能出现的情况。然而，联交所经过多年开始意识到，某些行业参与者须依赖少数客户，或须倚赖其业务性质可与申请人明确划分之控股股东提供的服务或设施，实乃自然之事。

此类别的其中一个例子可见于联交所以申请人对一名主要客户的极端依赖为由拒绝了其上市申请。该申请人在营业记录期内的总收入分别有超过20%、60%及75%是来自该名主要客户，该等依赖并不属于双向及互补性质，并且不大可能于上市后会减少²。在另一宗上市申请中，申请人被拒绝是因为在营业记录期间，其收入有90%以上是来自其最大客户，而该最大客户并不依赖申请人。换句话说，申请人的大部分收入虽是依赖该名最大客户，但该等依赖并非双向及互补性质。由于申请人缺乏在不断变迁的营运技术及监管环境中销售升级产品的经验，因此它未能证明其自身具有吸引新客户，从而减少依赖程度的能力。当申请人严重依赖其控股股东提供财务援助及客户转介时，联交所亦会认为该申请人并不适合上市³。若申请人严重倚赖数

²上市决策 92-2015, 「公司 F」

³上市决策 92-2015, 「公司 B」

名业务伙伴招徕客户，该等客户的部分信贷也是由该等业务伙伴提供担保，这亦会导致所提出的上市申请被拒绝。值得注意的是，此处的重点是申请人于上市后是否能减少依赖。假如该等依赖确实有可能减少，而申请人亦已经在采取措施减少该等依赖，那么这可能会是一个减轻在营业记录期间的严重依赖之因素。该等措施的例子包括寻找新客户及采用多元化策略。

联交所会考虑多项因素，以确定申请人对另一方的重大依赖是否会对其是否适合上市造成影响，包括(a)相关方是否同样依赖申请人，及(b)申请人与相关方是否订有长期协议⁴。申请人及其顾问应仔细检查是否存在对任何控股股东、密切相关人士、客户或供货商的倚赖。若然如此，申请人应证明该等倚赖在上市后将可减少，而其可减轻任何关于其与相关方关系的重大不利变化或终止之忧虑。

第4项：无法满足最低盈利要求

正如上文所讨论的，第四个最普遍的拒绝原因，是申请人未能证明其具能力符合上市的最底盈利要求。尽管经审计账目录有足够符合联交所上市规则（下称《上市规则》）第8.05条的基本要求之净利润，发行人及保荐人亦应就申请人的整体业务状况进行审查。

在此类别下的例子包括于排除非常规收入后未能达至最低净盈利要求的情况⁵。联交所亦排除了其来源根据申请人持有的重要牌照或不合规业务的收入⁶。在另一宗个案中，申请人被拒绝是因为其纯利有80%以上是来自投资物业的公平值收益，而若排除了它，申请人将无法符合最低盈利要求⁷。

经审计账目应结合其他指标来加以严格审查，例如来自投资物业公平值或不合规活动的收益。为了避免基于这项原因而被拒绝，尽管经审计账目达至最低财务要求，申请人仍应尽量将申请人的大部分利润根据「要不是」计算方法而被排除的可能性降至最低，否则将使原来合格的财务资料变成不符合《上市规则》第8.05条下的基本上市规定。

第3项：董事、控股股东及 / 或拥有重大利益人士的不适合性

尽管《上市规则》第8.04条明确提述发行人及其业务的适合性，但不会让人感到奇怪的是，联交所亦关注董事、拥有重大利益人士及 / 或申请人之控股股东的不合规或不当行为，因为该等人士能够对申请人的经营及管理产生重大影响，从而影响申请人的上市适合性。

在其中一宗个案中，联交所基于适合性理由而拒绝一个上市申请，原因是在营业记录期间，申请人的董事因贿赂行为而被定罪。基于上述的董事不当行为，联交所认为董事不适合，故亦导致申请人不适合上市⁸。在另一宗个案中，因为身为申请人的控股股东、创办人及董事的某人士过往蓄意逃税的行为，导致联交所拒绝申请人所提出的上市申请。故由此看来，假如不当行为涉及不诚实的行为而引致某人之诚信受到关注时，联交所有较大可能认为该人不适担任上市申请人的董事，并以适合性作为理由拒绝有关的上市申请⁹。

⁴ 指引信 68-13

⁵ 上市决策121-2019, 「公司 I」

⁶ 上市决策 107-2017, 「公司 A 及公司 B」

⁷ 上市决策 100-2016, 「公司 E」

⁸ 上市决策 107-2017, 「公司 L」

⁹ 上市决策 121-2019, 「公司 Q」

申请人应对董事、控股股东及任何有重大利益的人士进行彻底的尽职审查，以调查过往是否存在可能妨碍申请人上市适合性的不合规或不当行为，尤其是与诚实及诚信有关的行为。对于不涉及不诚实或性质较轻的过往不合规行为，申请人及 / 或有关人士应从相关人士处获得法律确认函，以确认将不会有进一步行动或后果。

第2项：缺乏商业理由，因此并无真正资金需求

虽然考虑的因素有多项，但现时联交所会更严格审视申请人申请上市的商业理由。我们将不会评论联交所是否应审视（以及若然，须达至何等程度）申请人的上市意图，但缺乏上市的商业理由及真正的资金需求（而这会影响申请人上市的适合性）于近年已成为第二个最普遍的拒绝理由。

联交所要求申请人解释其运用首次公开招股所得款项具有的商业意义。在若干个案中，联交所拒绝上市申请是因为申请人拟将所得款项用于购买土地或物业，但拥有及租赁物业所节省的成本并不显著。在该类别下的另一个例子是申请人过去于营业记录期间一直倚赖内部资金以应付营业所需，并未显示其有外部资金需求，故未能证明有真正资金需求。

因此，申请人应仔细检讨其过去及未来业务策略，以及观察行业发展的趋势，然后才订立与该等策略及趋势相称的所得款项用途计划。上市文件中应详细说明上市的商业理由，并避免作出下列一般性描述：如使用上市所得款项(a)提升声誉及品牌知名度；(b) 留待他日进行收购（而未能提供收购目标名称及特定甄选标准），及 / 或(c)增加人手以备扩充等等¹⁰。

第1项：不可持续的业务

最后，最普遍的拒绝原因是申请人业务的不可持续性。尽管在技术上无人能预测一家公司（不论其是否上市）是否能维持其业务，但联交所会审视数项其认为能影响申请人业务可持续性的因素。

例子包括：(a) 新申请人的财务表现有多容易受非其可控制的变动所影响；(b) 财务表现是否下滑以及倒退的趋势底因；(c) 任何可能迫切威胁申请人业务经营的重大变化；及(d) 新申请人是否已证明其能够有效减低相关风险¹¹。

在一宗个案中，联交所拒绝上市申请的原因是在营业记录期间，申请人的财务业绩明显恶化。尽管申请人试图转亏为盈，但联交所并无足够理由相信情况会有所改善，因为申请人在近期才建立新业务分部来进行业务多元化，而该新业务分部的长期前景尚不明确¹²。

在另一宗上市申请中，联交所认为申请人的业务不可持续，原因是申请人在营业记录期间的纯利大幅下降，加上价格竞争导致其流失一位最大客户。另外需要关注的是，在吸引新客户及留住现有客户方面，申请人可能会面对进一步的价格压力，这将导致其盈利能力进一步恶化¹³。

¹⁰ 指引信 68-13A

¹¹ 指引信 68-13

¹² 上市决策 121-2019, 「公司 A」

¹³ 上市决策 100-2016, 「公司 G」

因此，申请人及其顾问应在上市文件中提供有力而全面的分析，以证明其业务可持续发展，尤其是当申请人(a) 正面对利润及收入的增长下跌或偏低；及 / 或(b) 预期将在上市后录得利润及收入的增长下跌或偏低¹⁴。可能的解决方案包括分散收入来源、扩大客源并将成本降低，或至少显示其正在采取有关措施。假如存在任何可能对申请人的前景产生不利影响的重大变化（例如法规变更或新技术的发展，使其业务落后于人），则申请人应明确地向联交所证明该等变化不太可能会出现，且不会影响申请人业务的可持续性¹⁵。

结论

在各项主要拒绝原因中，一个共同点是：即使申请人遵守了所有其他规则，但联交所在考虑某些申请人是否适合上市方面，仍可根据第8.04条规则行使相对广泛的酌情决定权。虽然较为理想的做法是对含糊的拒绝理由订立明确的规则及指引，但我们理解联交所应握有拒绝接纳某些申请的酌情决定权，并按实际情况逐一考虑。我们期望这一指引能就拒绝原因为大家提供一个概约（但非详尽无遗）的概论，并协助保荐人及其顾问在首次公开招股项目程序的早期阶段，甚至在首次公开招股项目启动之前审视相关问题。

主要联络人



Enoch Wong 王卓衡
Partner, Dentons Hong Kong LLP
D +852 2533 3673
enoch.wong@dentons.com



Koey Chan 陈凯莹
Trainee Solicitor, Dentons Hong Kong LLP
D +852 2533 3659
koey.chan@dentons.com

¹⁴ 指引信68-13A

¹⁵ 指引信68-13