

香港市场私有化情况概览

香港作为成熟的国际金融中心之一，拥有稳健繁荣的资本市场，因此一直以来都为中国企业从海外投资者那里筹措资金提供良好的平台，同时也令国际投资者可以从中国企业快速发展带来的红利中分一杯羹。

然而从另一角度而言，近年中国经济增长持续放缓，欧美经济体市场环境也不明朗，这些都会为香港的资本市场表现带来不利影响。2019年不断升级的中美贸易战在一定程度上阻碍了香港的金融相关活动。根据Factset的数据，2019年中国的实际国民生产总值（“GDP”）增速降至6.1%，是上世纪90年代以来的最低水平，而同期香港的GDP增长则急剧下降至1.1%，同比下降1.2%。市场参与者曾寄希望2020年会触底反弹，但可惜香港市场又受到全球公共卫生危机和油价战的双重冲击。香港政府统计处预测，[2020年香港GDP](#)的实际变动率为-4%至-7%。

市场环境持续低迷，投资者也对市场能够快速回暖渐失信心，这也导致自愿退市的数量呈上升趋势。根据Factset的数据，2019年有10家企业完成从港交所退市，而这一数据在

2018年只有3家。

在本文中，我们分析了公司自愿退市的动机，股东的考虑因素，成功门槛以及基金经理通常对私有化议案作何反应。

私有化的原因

估值差异

在自愿从香港联合交易所（“HKEX”）退市的公司中，中国内地公司占很大比例。这些公司不仅在组织架构方面比较复杂，而且业务层面涉及的行业较为繁杂，这就令香港市场的投资者难以充分了解其业务性质，有时甚至将其归类为仅反映部分业务的行业。如此一来，公司会觉得自己的价值被低估了。特别是那些在中国大陆和香港两地上市的股票，H股的估值与A股相比可能会出现持续性差异。

[More information on IHS Markit products and services](#)



AMERICAS +1 212 931 4900

sales@ihsmarkit.com

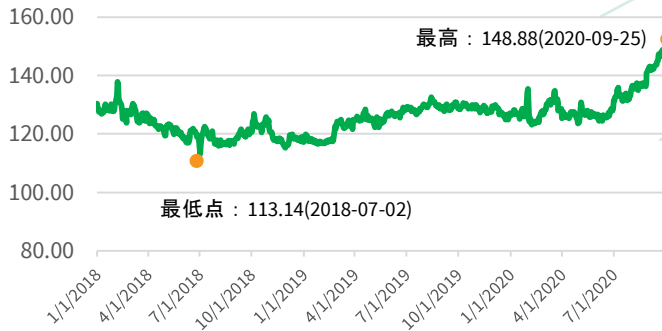


EMEA +44 20 7260 2000



APAC +65 6922 4200

恒生AH股溢价指数(2018.01-2020.09)



根据恒生AH股溢价指数在2018年1月至2020年9月期间的表现可见，A股相对H股持续存在溢价，即便在期内的最低值（2018年7月2日）都达到13.14%的溢价率，而2020年开始更是持续走高，一度于2020年9月25日达到48.88%。

流动性较低

此外，投资香港市场的国际机构通常对区域内的蓝筹股或龙头企业热情更高。市值较小的公司通常流动性相对较小，在吸引优质的机构投资者方面更具挑战，这也使得这类公司在市场波动时处于更被动的地位。

资本效率较低

低估值和低流动性使得股价陷入恶性循环，股价的持续疲软将抑制上市公司的融资能力。当市净率低于1倍时，国有企业背景的公司原则上不能通过配股筹集资金，否则可能被视为贱卖国有资产。如此一来，即便公司维持着上市地位，但却已被丧失了作为支持业务

扩展的融资渠道这一主要职能。

认知差异

当面临市场萎缩或同行竞争等挑战时，公司可能会采取各种方法争取业务的可持续发展，例如出售相关业务，或是进行合并，收购和重组。这可能会导致在相当一段时间内公司的净资产收益率下降，而股东可能会认为公司未为其创造应有的价值。当股东的期望与公司的战略计划之间存在严重分歧时，私有化或为减轻负担的一种方法。

披露要求较低

公司成功退市后，就未必会如上市期间出于监管要求在财务指标和经营情况的披露方面花费大量资源投入。而在进行业务重组或资产整合时，在处理敏感信息方面则具有更高的灵活性。

降低管理成本

每年上市公司都需花费相当金额的费用来确保及时披露所有权变动、相关业务交易以及完整的财务报表。如果维持上市地位的成本超过了获得的收益，私有化可以为公司节省庞大的法律咨询和审计管理费用。

[More information on IHS Markit products and services](#)



AMERICAS +1 212 931 4900



EMEA +44 20 7260 2000



APAC +65 6922 4200

sales@ihsmarkit.com

市场反应

如果退市议案获得股东批准，要约方通常需要花费大量资源收购目标公司的流通股。因此，有此打算的公司通常在市场环境不济的情况下进行。在整体悲观的市场情绪下，投资者会更急于寻找退出的机会。如此一来从要约方的角度来看，则有机会以更理想的价格完成私有化。

在大多数情况下，公司宣布自愿除牌将对短期股票价格有推动作用，因此一些对公司行为较为敏感的机构或个人投资者往往会在这期间调整仓位。在退市前，公司的股价通常会接近于收购价，当然这也取决于市场对退市能否成功的信心程度。

与此同时，公司股价突然上涨所带来的风险也不容忽视。如果私有化失败或因意料之外的变化而中止，股票价格可能会急剧下跌至其公布私有化计划之前的价格，从而令那些在私有化消息公布后买入的投资者蒙受损失。

合理估值

股东试图阻止私有化交易的原因通常是由于他们对私有化价格不满意。为了体现公平性和合理性，公司所提的私有化价格一般而言会较交易价格（在不受私有化消息影响下）

有30%-50%的溢价。尽管如此，如果股东在历史交易中以较高的价位买入股票，则仍可能会录得损失。

在私有化项目中，市盈率和市净率是经常被论及的比值，以证当前要约价格高于可比交易的平均和中位数。然而，即使以要约价完成私有化能令股东有所收益，但如果考虑到相较于公司的资产净值的折让幅度过大，股东仍有可能认为要约价格并未反映目标公司的真实价值从而意欲令其折戟。

成功门槛

香港的上市公司通常会采用协议安排或全面要约的方式进行私有化。如果投资者希望在私有化交易中寻找投资机会，需注意成功撤回上市地位的前提条件如何。下表显示了私有化项目获得最终批准所需满足的要求。

[More information on IHS Markit products and services](#)



AMERICAS +1 212 931 4900



EMEA +44 20 7260 2000



APAC +65 6922 4200

sales@ihsmarkit.com

	需满足条件 注册地	在股东大会上 获得≥75%参 与投票之独立 股东支持且 ≤10%所有独立 股东反对	在法院会议上 获得≥75%参 与投票之独立 股东支持且 ≤10%所有独立 股东反对	法院会议上 的“数人头” 条款	获得所有独 立股东90% 接纳率
协议安排	香港	√	√		
	开曼群岛	√	√	√	
	中国内地	√	√		
全面要约	香港	√			√
	开曼群岛	√			√
	中国内地	√			√

如上图可见，通过协议安排方式进行私有化的公司中，如果其注册地在开曼群岛，则另需取得出席或委派代表出席法院会议的独立股东人数中超过一半的比例赞成，方可顺利通过。不少此类公司因不能满足人数验证条款（俗称“数人头”）而私有化失败。

不同于股东大会中采取“一股一票”的投票原则，法院会议上的“数人头”赋予了每个符合资格的参与者与其财务贡献不成比例的平等投票权，目的是赋权予中小股东特别是散户股东，从而使其对于公司能否成功退市有更大的发言权。但是，该法规的特性也使得某些机构投资者，尤其是对冲基金可以通过一些手法而取巧获利。这些对冲基金开设不同

账户买入同一家公司，在私有化进程中通过一些账户持有股票，在另一些账户中却进行卖空，而在“数人头”投票时则反对公司私有化议案，那么如果交易失败，该机构就可以因为公司股价下跌而获利。

复杂的退市程序和成功所需达到的高门槛也正显示了监管机构为保护小股东利益所做出的努力。香港证券及期货事务监察委员会就在其编制的《公司收购、合并及股票回购守则》明确了相关规定。该守则的核心是“为股东提供公平的待遇”，因此它要求公司“及时和充分的进行信息披露”并“确保有一个公平和知情的市场”。

[More information on IHS Markit products and services](#)



AMERICAS +1 212 931 4900



EMEA +44 20 7260 2000



APAC +65 6922 4200

sales@ihsmarkit.com

基金经理的做法

由于在股东大会上获得股东的支持是迈向成功私有化的第一步，因此必须了解不同类型的基金通常如何对此类提议做出反应。

主动型基金的投资经理一般来说倾向于直接与公司进行沟通。除了对私有化理据和估值比较关注之外，该类基金经理也希望着重了解私有化时间表，总体市场反应以及退市后的安排等。如果消息公布以来公司股价上涨幅度较为可观，一部分基金经理可能会在截止日期前出售其在目标公司的全部或部分持股，以此规避潜在的风险。也有部分基金经理或基于利益考虑而继续增加持股，以推动公司成功退市。

被动投资者的投资策略在于实时调整成分股公司的权重使其尽可能接近基准指数。因此，该类投资者通常会等到在结果比较明朗的时候才进行投票或接受要约。与参与其他议案的投票不同，被动基金的投资组合经理会就私有化事项与其他机构的投资经理、券商甚至公司本身进行更为深入的对话，以了解私有化成功的可能性。

纵观2020年上半年，鉴于香港市场的动荡与挑战并无缓和的迹象，私有化的势头不减。其中备受市场关注的一单来自新能源行业，因其以交易企业价值计是香港上市公司有史以来最大的央企/国企私有化交易。对于国企背景的公司而言，基金经理通常对其H股退市后整合资产再转A股上市抱有较大期待。

[More information on IHS Markit products and services](#)



AMERICAS +1 212 931 4900



EMEA +44 20 7260 2000



APAC +65 6922 4200

sales@ihsmarkit.com