

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 中概股回归的动因及路径选择研究

——以百济神州为例

研究生姓名: 杨浩林

指导教师姓名、职称: 马雪峰、副教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融硕士

研究方向: 金融管理

提交日期: 2023年6月14日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 杨浩林 签字日期： 2023年6月8日

导师签名： 马辉 签字日期： 2023年6月8日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，\_\_\_\_\_（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 杨浩林 签字日期： 2023年6月8日

导师签名： 马辉 签字日期： 2023年6月8日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

**Research on the motivation and path  
selection of the return of Chinese concept  
stocks  
Take BeiGene, for example**

**Candidate : Yang Haolin**

**Supervisor: Ma Xuefeng**

## 摘 要

随着中美贸易战加剧、美股监管的日趋政治化，加上境外做空机构对中国企业的围剿行动，中概股企业的处境日益艰难。越来越多的中概股选择回国国内资本市场，并掀起一轮又一轮的回归热潮，那么中概股回归的深层动因就值得进行研究。随着中国资本市场的深化改革和日趋成熟，创新的回归的路径也应运而生，在传统的中概股回归路径下，先在境外完成私有化退市，在通过借壳上市或国内重新 IPO 是早期中概股回归的主要方式。然而，作为回归的传统路径，不论是借壳上市还是重新 IPO，都面临着巨大的时间成本和风险因素，致使许多境外市场的中概股公司，始终没能成功回归国内市场。

国内资本市场也一直在进行改革与创新，已经能够更好的承接中概股的回归需求。港股市场可接受双重主要上市，以第一上市地承接中概股回归；A 股市场也推出了存托凭证、科创板和创业板等创新方式或创新板块。其中，科创板是注册制的先行试验板块，对尚未盈利、特殊股权结构的企业上市需求也提供了支持。通过创新的回归路径，中概股无需进行境外的私有化退市便可在境内市场进行上市，不仅规避了境外退市的法律风险，也大大提高了时间效率，且最终可实现中概股的多渠道融资。境外市场不利因素和境内市场有利条件的双重作用之下，越来越多的中概股企业回归 A 股或港股，而回归路径的选择对中概股来说至关重要。

本文选取百济神州为案例分析，通过百济神州两次回归的动因与路径分析，对于创新形式的回归方式进行分析并对回归的效果进行评价，并得出以下结论：首先，中概股企业的回归符合自身长期战略发展需要，境外市场的不稳定与融资效率的波动使得企业考虑回归国内市场。其次，不论是从国内资本市场日趋成熟的角度还是中概股企业自身资金配置效率的角度来看，多地上市都是最符合中概股企业的回归模式，并且已经成为当下中概股回归的首要选择。

**关键词：**中概股 资本市场 回归路径 双重主要上市 百济神州

## Abstract

As the trade war between the United States and China intensifies, U.S. stock regulation becomes increasingly politicized, and foreign short sellers attack Chinese companies, the situation for Chinese companies is increasingly difficult. More and more Chinese concept stocks choose to return to the domestic capital market, and set off round after round of return boom, then the deep motivation of the return of Chinese concept stocks is worth studying. With the deepening reform and maturity of China's capital market, the path of innovative return also emerges at the historic moment. Under the traditional return path of Chinese concept shares, the main way of early return of Chinese concept shares is to complete privatization and delisting abroad first, and to go public through backdoor listing or re-IPO in China. However, as the traditional way of return, either backdoor listing or re-IPO are faced with huge time cost and risk factors, resulting in many Chinese concept stock companies in overseas markets have not been able to successfully return to the domestic market.

Domestic capital market has been carrying out reform and innovation, has been able to better undertake the return of Chinese concept stocks demand. Hong Kong stock market can accept dual main

listing, as the first place to undertake the return of Chinese concept stocks; The A-share market has also launched innovative ways or sectors such as depositary receipts, science and technology innovation board and growth enterprise Board. Among them, the science and Innovation board is the pilot plate of the registration system, which also provides support for the listing demand of enterprises that have not yet made profits and have special shareholding structure. Through the innovative regression path, China Concept shares can be listed in the domestic market without overseas privatization delisting, which not only avoids the legal risks of overseas delisting, but also greatly improves the time efficiency, and finally realizes the multi-channel financing of China Concept shares. Under the dual effect of unfavorable factors in overseas market and favorable conditions in domestic market, more and more Chinese concept stock enterprises return to A shares or Hong Kong shares, and the choice of return path is very important for Chinese concept stock.

This paper selects Beigene as a case study, analyzes the regression mode of innovative forms and evaluates the effect of regression by analyzing the motivation and path of the two regressions of Beigene, and draws the following conclusions: First of all, the return of Chinese concept stock enterprises is in line with their long-term strategic development needs. The instability of overseas markets and the fluctuation of financing efficiency make enterprises consider returning to

the domestic market. Secondly, whether from the perspective of the maturing of domestic capital market or the efficiency of fund allocation of Chinese concept stock enterprises, multi-place listing is the most consistent with the regression mode of Chinese concept stock enterprises, and has become the primary choice of Chinese concept stock return at present.

**Keywords :** China concept stock; capital market; return path; Dual primary listing; Beigene

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景与意义 .....	1
1.2 国内外文献综述 .....	2
1.3 研究内容与方法 .....	3
1.3.1 研究内容 .....	3
1.3.2 研究方法 .....	4
1.3.3 创新与不足 .....	4
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	5
2.1 相关概念 .....	5
2.1.1 中概股 .....	5
2.1.2 企业绩效评价 .....	5
2.2 理论基础 .....	5
2.2.1 价值发现理论 .....	5
2.2.2 市场时机理论 .....	6
2.2.3 信息不对称理论 .....	7
2.2.4 规避管制理论 .....	8
<b>3 中概股回归的动因分析</b> .....	9
3.1 内部原因 .....	10
3.1.1 扩大融资需求 .....	10
3.1.2 符合长期战略发展 .....	11
3.1.3 提高估值水平 .....	12
3.1.4 降低交易成本 .....	13
3.2 外部原因 .....	13
3.2.1 境外市场恶意做空的风险 .....	13
3.2.2 境内市场政策支持的利好 .....	14

3.2.3 境内资本市场的日趋完善 .....	15
<b>4 中概股回归的路径选择分析 .....</b>	<b>16</b>
4.1 回归路径介绍 .....	17
4.1.1 借壳上市 .....	17
4.1.2 科创板/创业板 IPO .....	17
4.1.3 双重主要上市 .....	18
4.1.4 二次上市 .....	19
4.1.5 回归路径比较 .....	20
4.2 不同中概股企业的路径选择 .....	23
4.2.1 基于估值差异 .....	23
4.2.2 基于行业差异 .....	24
4.2.3 基于市场与政策风险的差异 .....	25
<b>5 百济神州回归案例分析 .....</b>	<b>26</b>
5.1 百济神州基本情况 .....	26
5.2 百济神州回归过程 .....	27
5.2.1 香港联交所上市 .....	27
5.2.2 内地科创板上市 .....	28
5.3 百济神州回归动因及路径分析 .....	29
5.3.1 动因分析 .....	29
5.3.2 路径分析 .....	31
5.4 百济神州回归效果分析 .....	32
5.4.1 融资效果分析 .....	32
5.4.2 市场绩效分析 .....	35
5.4.3 财务状况分析 .....	40
<b>6 研究结论与建议 .....</b>	<b>46</b>
6.1 研究结论 .....	46
6.1.1 中概股企业的回归动因更加倾向于自身长期战略发展需要 .....	46
6.1.2 多地上市模式或成为中概股企业的回归路径首选 .....	46

6.2 建议 .....	47
6.2.1 基于回归动因的建议 .....	47
6.2.2 基于回归路径的建议 .....	48
<b>参考文献</b> .....	49
<b>致    谢</b> .....	52

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与意义

近年来，中美贸易摩擦升级，国际形势日趋严峻，在海外市场上市的中国企业也受此影响，在监管和交易上都面临着更大的挑战。先是在股价上的表现，中概股企业在美市场的集体暴跌，再是美国 SEC 将大批中概股企业纳入“预摘牌名单”，更是引发中概股股价“雪崩”。中概股企业面对愈来愈严峻的挑战，纷纷选择回归包括 A 股和港股在内的国内资本市场，在 2022 年引发了新一轮的回归热潮。其实中概股回归一直在进行中，最初的回归热潮在 2015 年，大批中概股企业选择回归且回归后的股价和市值都获得了较大的增长额，此次回归热源于浑水香橼等做空机构对中概股的围剿以及部分中概股企业财务造假被大肆报道，导致了在美中概股的出现集体性的股价下跌和交易量的下滑，并推动中概股回归的热度在 2015 年达到高潮阶段。此后一段时间内，我国颁布了一系列针对中概股回归的政策与文件，加大了对中概股回归的监管要求，提高了入市门槛，一定程度上缓解了集中回归的热度。在 2019 年阿里巴巴在香港市场二次上市成功，带动一批互联网企业加入回归热潮，包括网易、百度等中概股企业纷纷加入回归香港市场的热度中。但与早期先退市再上市的模式不同的是，这一波回归热潮中的中概股企业大多选择是不在先前市场退出而是直接在港股二次上市，如今回归的中概股大多选择双重主要上市的方式回归港股。

随着我国对证券交易市场相应的监管措施和新规的出台，中概股企业所处的环境和政策也变得有所不同，资本市场也对中概股的回归提出了新的标准与要求。当前，学者们对于中概股企业回归的研究主要在企业自身的退市行为、退市动因以及路径方式层面。随着近些年来一大批中概股企业私有化回归到国内 A 股市场，国内的研究可参考的案例越来越多，不过目前的研究内容更多聚焦于中概股私有化退市后再上市的模式，随着近年来回归的中概股企业新的回归方式的增多，许多不再先进行私有化退市，而是选择保留海外上市地位后在选择二次上市或者双重主要上市，国内文献对相关案例的研究还比较少。本文以百济神州为案例，百济神州以双重主要上市回归港股，再以科创板 IPO 的形式回归 A 股，成为

中概股首家实现三地上市的创新药企。研究将会丰富中概股回归路径选择的应用和理论基础，给相关企业和研究者都具有重要的借鉴与参考的意义。

## 1.2 国内外文献综述

关于中概股回归的动因，目前研究文献主要可以分为内部动因和外部动因这两个方面。HongLi（2020）通过将中概股的股价收益率和上市前的企业特征等指标进行联系与对比研究，认为中概股的上市收益率与退市的概率存在密切的相关性。王诺方（2022）认为对中概股的监管存在空缺，有效监管的前提在于准确了解中概股企业的最新发展情况。李博、杜坤伦（2021）发现中概股在海外一直受到的估值歧视与信息不对称密切相关，认为中概股始终存在回归中国资本市场的动机。苏莉，付志能（2022）研究发现目前港股对中概股具有更大的吸引力，但随着 A 股不断深化注册制改革，已经具备了较好的承接中概股回归上市的条件。余丽霞，杨丹（2022）认为影响中概股企业回归的重要原因在于境内外资本市场估值水平的差异、成本降低的需要、企业战略调整的需求以及国内政策的支持等因素。刘向东（2022）认为要从政策和制度方面积极引导中概股回归国内资本市场，不仅要健全企业在境外上市监管制度，同时要健全境外主体在境内的发行上市制度。

关于中概股回归方式，目前的研究文献主要集中在私有化退市重新 IPO、借壳上市、二次上市等回归方式。Carl A Williams（2020）分析了奋进矿业的收购案例，认为公司二次上市的回归方式有利于优化公司治理、增加股票的流动性。许正宇（2022）在资本市场的角度认为香港市场是一个高度开放和国际化的市场、监管制度与国际主要市场接轨，是内地企业可选的一个高效率、公开透明的上市平台。余丽霞，杨丹（2022）研究发现回归路径和回归时机的选择至关重要，其与企业回归所耗时长及所面临风险的大小密切相关。郑路瑶（2022）认为借壳上市能够有效提振市场绩效，借壳上市总体上是一种优秀的回归路径。原洋（2021）分析了多家中概股企业案例，发现中概股若以二次上市的形式回归香港市场具有成本较低、拓宽融资渠道的优势，也能够促进香港的资本市场发展，使内地和香港的投资者收益。李瑾（2020）从市值角度分析了中概股的市值与回归的市场选择，发现较大市值的公司多选择在香港上市，而中小市值企业更多选择回归 A 股

市场。冷静（2021）认为香港资本市场更加自由化、市场化，监管的改革也更适应中概股回归，并且香港市场对科技股的估值较理想，在香港二次上市对于目前在美上市的中概股来说既有可行性也有吸引力。曾慧兰、徐佳欣、常媛（2022）通过对回归后经济效果的对比研究，认为中概股企业在选择回归路径时需要考虑自身情况与各回归路径特点的匹配。比如分拆路径的回归方式适合企业业务多元的中概股企业，通过分拆业务不仅可以提高融资效率还能够提升企业业绩。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

本文以中概股回归的动因和路径选择为主题，通过对百济神州的回归过程介绍，分析其回归动因、路径选择和市场效果评价，从而得出相应结论与建议。根据上述主线本本文共分为五个章节，以下是每个章节的具体内容：

第一章绪论，从文章的研究背景和意义、文献综述、研究方法和研究内容以及创新点与不足这四个方面对文章的总体框架与背景进行了介绍，其中文献综述主要针对中概股回归动因、路径选择这两个方面。

第二章相关概念及理论基础，对涉及中概股的相关概念和四大理论进行了介绍与分析，从而使文章更易于理解。

第三章、第四章是中概股动因及路径分析，动因从内部原因和外部原因两个方面进行分析，并对不同路径进行比较分析，针对不同中概股企业的路径匹配进行分析。

第五章为案例介绍，主要说明百济神州的基本情况和回归过程，对百济神州的回归案例进行深入分析，并对回归的效果进行评价分析。

第六章是结论和建议，结论主要是由百济神州回归案例与理论结合后进行总结，以期后续中概股回归提供理论基础和参考价值，建议分为基于中概股动因及路径选择两个部分，以期为中概股在回归路径及市场的选择创造更好的环境条件。

### 1.3.2 研究方法

本文在研究过程中综合运用了以下四种研究方法：

第一，案例研究法。通过选取当下契合主题的案例进行分析，可以由点及面，将理论应用于现实并检验理论，可以由单一案例的启示推广至总体的借鉴，得出可供总体参考的结论。同时案例研究的可以实现对同类型企业的借鉴，具有一定参考价值。

第二，文献分析法。通过对现有文献的梳理，在现有研究的基础上结合当前在最新政策与环境，确定本文的研究方向与思路，通过对各个学者成熟的研究成果进行对比整合，从而确定以及完善本文的基础。

第三，对比分析法。本本文通过对比借壳上市、科创板 IPO 上市、二次上市和双重主要这四种回归方式的优缺点，以及 A 股、港股之间上市条件的差异，给不同的企业提供适合自己的回归路径。

第四，事件研究法。事件研究法是利用某一时点的事件发生后的绩效变化来评价此事件的效果，因此该方法主要是用于百济神州的短期绩效评价上，利用 CAR 方法分析百济神州回归上市的短期市场绩效，以此得出百济神州的回归对短期绩效的影响。

### 1.3.3 创新与不足

本文的创新点在于研究层次的丰富新颖。中概股回归的热度在近期一度高涨，国际局势的变化以及国内资本市场的成熟，选择回归的中概股企业数量始终不减，近年来的创新回归路径是本文的重点，基于中概股回归的动因及路径选择研究依然具有重要的参考价值和借鉴意义。研究方法具有创新上的可行性。在研读大量现有文献的基础上，选取案例进行分析，个案研究更加具体简单，能够实现利用企业的精确数据进行分析，借鉴意义更强。作为上市公司的百济神州有较好的数据可得性，对股价表现和财务数据的分析都有大量数据支撑。

本文的不足之处在于所选案例百济神州的第二次回归发生于 2021 年 12 月，其事件发生日期较新，目前只能做市场的短期绩效分析，对于回归的长期效果分析欠缺。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

概念股是依靠某一种内涵或是某种类型的集合术语，概念股其实是一种选股的方式，相较于绩优股是将优秀营运业绩的股票企业作为标的内涵，概念股是将同类型的股票列入选股标的的一种组合概念。

#### 2.1.1 中概股

中概股即中国概念股，在定义上，可以分为狭义和广义：狭义上，中概股是海外投资者对在海外上市的中国企业股票的统称；广义上，注册地在国内，但在国外上市或者是注册地和上市均在国外，但业务和关系在中国的上市公司，都可以叫做中概股。

#### 2.1.2 企业绩效评价

企业绩效评价是在经济、效益和效率三方面上对企业进行评价，一般选取特定时间内的数据进行分析。在分析方法上结合定性与定量的方式，达到细致且客观评价一定时间的绩效。利用绩效评价的结果可以反映企业特定期间的经营业绩和效益，并且可以反映出企业的经营现状，有利于管理者进行管理分析，帮助企业实现效益增长。绩效评价不仅可以对企业资产、盈利等财务方面的情况作出客观真实的反映，还可以通过数据对比分析反映出企业的发展能力和成长能力等方面的未来趋势。

### 2.2 理论基础

#### 2.2.1 价值发现理论

价值发现理论认为企业的内在价值是由市场和投资者通过对企业做出合理的投资决策后形成的。价值发现理论一般应用于在市场上寻找被低估的企业的股票进行投资，其理论基础还是认为企业的股票价格会向其价值靠拢，在价格被低

估时选择投资是明智的选择。中概股企业早期赴美上市潮是由于国内资本市场被低估，因而选择定价更合理的美国资本市场上市更能够使其价值被发现；而后期的纷纷回归也是由于在美市场的做空和监管政治化倾向的影响下，中概股的估值表现不佳，其价值不能被发现，因而选择回归已经成熟的国内资本市场。企业的内在价值通常体现在存量资本的调整和增量资本的累积。上市的方式同样会影响中概股企业的价值发现，由于回归路径造成的信息传递与交易的不一致会影响投资者对于中概股企业的价值判断，投资者会依据不同的市场与上市方式给出不同的价值评估，市场表现出其市场价格的波动，从而让企业的价值被发现，这便是价值发现理论。其中，企业价值也会随着市场的波动持续地出现高估或者低估的情况，价值发现便是在波动的调整中逐渐表现出最合理的价格。

### 2.2.2 市场时机理论

市场时机资本结构理论，认为市场时机的表现分为股价被高估和被低估这两种状态，上市企业会依据市场时机的表现选择不同的融资模式。同时认为市场时机主要被市场情绪和信息不对称影响，市场对某一行业投资热情高涨或者此行业信息不对称程度相对较轻低是进入市场的好时机。随着对市场时机理论研究的深入和扩展，发现公司对不同上市地点的选择也是市场时机的体现。在研究总结了企业进入和退出不同地点资本市场的估值对比，以及市场时机与公司私有化退市的关系后，认为公司选择上市地点主要考虑的因素是估值差异，估值差异的市场时机体现在海内外资本市场的估值差异：当海外资本市场的估值较高时，企业看中高估值，会选择在估值相对较高的海外市场进行上市；而在国内资本市场的估值较高时，企业会放弃海外市场转而选择国内市场进行资本运作，即估值差异决定市场选择。

各地资本市场的发展状况不一，中概股企业不论是到国外资本市场进行上市还是回归国内都是对资本市场进行选择的过程，选择的依据往往是各地资本市场的对所属行业的估值以及融资效率，并选择合适的时机进行上市或者退市。早期中概股赴美上市的重要原因之一就是美国资本市场对上市企业的估值较高，特别是互联网企业以及高新科技行业的企业的估值都维持较高水平，近年来由于国际局势变化以及美国对证券市场的监管愈发政治化，使得中概股企业因为国别身份

被针对，也造成了中概股企业在美国市场的估值由盛转衰，也相对提高了中概股企业的海外上市成本和退市风险。与此同时，我国资本市场经过深化改革与创新，已经具备成熟资本市场所需的环境条件，注册制改革和监管新规的出台为中概股回归打开了新的方式，科创板、创业板的设立为一些以前不能在 A 股上市的企业开辟了新市场，不仅上市步骤简化，效率提高，其上市门槛的降低也更能接纳更多中概股的回归。中概股选择此时回归国内资本市场，是提高企业估值水平，脱离海外监管困境的有利时机，同时对于上市成本与上市后的经营风险都有不同程度的降低，有利于企业未来的长期发展。因此，市场时机理论能够有效解释早期中概股企业赴美上市到近期中概股选择回归国内资本市场的择机行为。

### 2.2.3 信息不对称理论

信息不对称理论认为市场中的卖方比买方拥有更多的产品相关信息，通过向信息了解不足的买方传递信息可以帮助卖方获得收益。在一个市场中，买卖双方对信息了解的程度不同，信息差致使买卖双方处于不同等的地位，信息完备的一方一般占据更优势的地位，而信息了解不足的一方处于劣势地位，从而造成双方交易的不有效性。信息不对称的现象处处可见，比如股票市场、商品市场中买卖双方存在的的信息差。从基础的农贸市场到无实体的金融市场，信息不对称理论在各个领域都有所应用，在金融市场中，该理论为市场投资者提供了新的角度去理解投资，即交易中会存在一方信息相对另一方不完整的情况，从而使其对交易缺乏信心，对盈利保持怀疑，这种理论现象也极大地影响了中概股企业的估值，中概股企业虽然在美股等国外资本市场上市融资，但实际上的经营业务和商业主体大都在中国境内，导致国外投资者对中概股的信息了解渠道不畅，对中概股企业的实际经营的信息获取不足，从而产生信息不对称问题，使得中概股企业在资本市场中处于不利地位，造成中概股在市场的股价表现不佳，甚至大幅影响企业估值；而中概股企业相对于国内投资者的信息透明度较高，在国内资本市场中，中概股企业管理者对市场行情的信息不对称程度也相对不高，因此国内资本市场在信息不对称的视角下更有利于公司的股票价格处于不被低估的正常水平。

## 2.2.4 规避管制理论

规避管制理论是指企业往往会对各种限制性措施和规章制度做出回避,从而便于自身发展。理论的提出者凯恩斯认为,管制规则的制定者与遵守者之间有着一种互动,即规则的制定、回避以及再制定的方式,能够互相制衡以达到一种较为成熟有效的市场监管机制。这种互动可以看做是一种博弈,在相互博弈下,形成最合理的规章制度。规避管制的行为并非一种违法行为,这种方式不仅在解决企业现有难题上使企业处于积极主动的位置,还有利于现有的管制措施和规章制度的合理化调整。不论是国内资本市场还是海外资本市场,对上市企业监管都有着各自严格的规定,监管的本质是为了给市场创造公平有效的交易环境,并能够对违反监管规则的行为作出具有警示力度的惩罚。但是过于严苛的监管条件不仅阻碍了市场的自我调节机制甚至影响了市场交易的效率,过多的信息披露要求有时会造成企业机密战略的外泄,不利于上市企业的竞争发展。此外,资本市场过于严格的审查与监管容易造成上市企业的短视行为,包括为应付监管条件造成的资源浪费与效率低下的情况常发,进而影响企业长期的战略发展。在中概股企业回归的现象中,中概股企业赴美上市和退市以及回归都属于规避管制的行为,因为中美市场的监管方的规则不同,造成市场管控的力度与限制条件也不同,企业在选择资本市场时会对比不同市场的监管规则,回避掉不利于自身发展的限制。早期中概股企业选择海外资本市场上市,大多是由于国内资本市场早期的不成熟的制度机制和限制条件,相较于海外资本市场的门槛条件与监管力度,国内资本市场的门槛条件和监管都更不易满足,因此出于规避国内市场的限制条件管控的目的,大批中概股企业选择在海外尤其是美国市场上市。同样,此后的中概股企业回归在一定程度上也是出于规避监管和管制的原因,美国市场愈发政治化的监管制度下,中概股企业经常感到被针对,因为监管的强行不合规造成的法律诉讼问题也深深影响着中概股的股价表现。相较于海外资本市场严苛的监管环境和信息披露的监查力度的加大,国内资本市场在经过不断地改革与调整后已经完善与成熟且没有海外对于中概股企业的种种压力,因而中概股企业纷纷选择回归也是对国外监管环境的一种规避。

### 3 中概股回归的动因分析

现今的海外中概股企业已有近四百家，其中在美证券市场进行上市交易的中概股有 280 家<sup>①</sup>。总的来看，2011 年前是中概股赴美上市的大浪潮时代。当时中国经济处于高速增长阶段，境外投资者尤其是美国资本市场对中国发展持相对乐观的态度，境内企业的快速发展造成了巨大的融资需求，使得中概股在美国市场的供给和需求都处于增长状态。在 2011 年前上市的 80 家中概股企业，总融资达到了约 500 亿美元。2011 至 2013 年期间，在美上市的中概股经受了一轮“做空潮”，中概股的股价表现出现较大波动，市场对中概股发展持观望态度，导致随后中概股企业赴美上市节奏明显放缓，同时“做空潮”的袭击使得中概股退市数量短时间大量增长，三年间累计有 33 家中概股退出美国的证券交易市场。此后，随着此次做空危机的热度退去，中概股赴美上市的热度又呈现出增长态势。2017 年后是中国互联网企业蓬勃发展的时期，诸如阿里巴巴、网易等老牌互联网企业市值迅速飙升，产生巨大融资需求，又产生一批互联网系中概股企业赴美上市热潮。

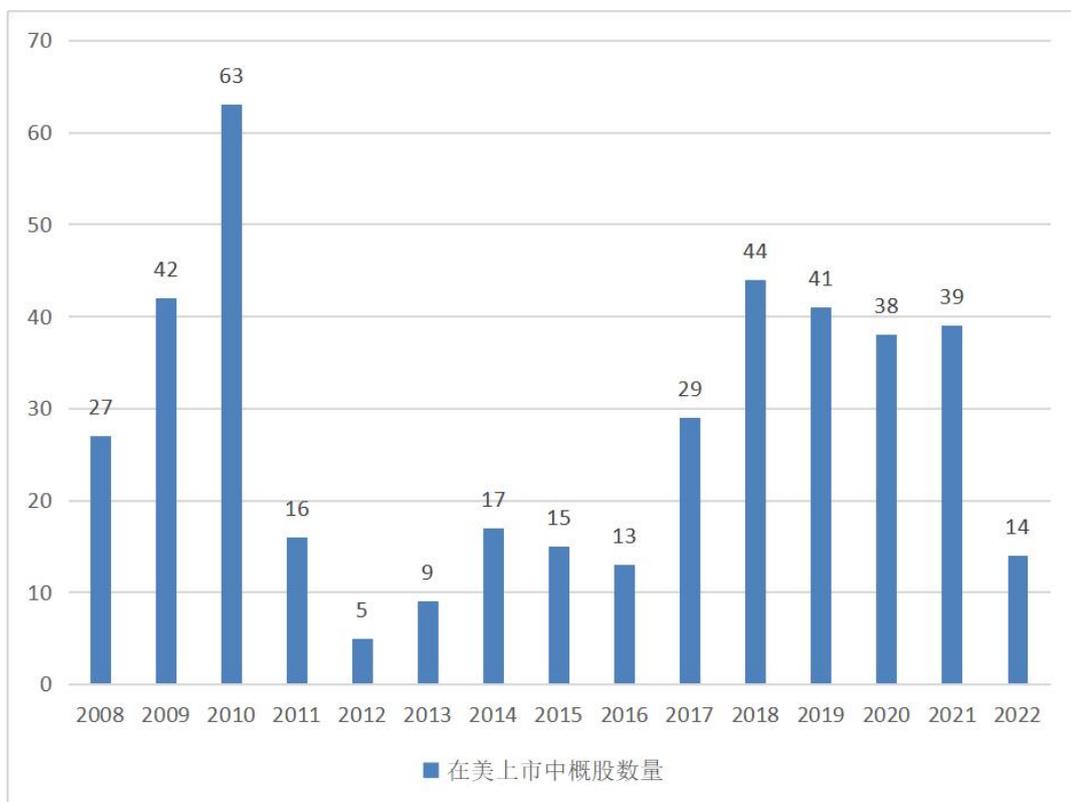


图 3.1 近 15 年中概股企业在美上市数量图

<sup>①</sup> 据同花顺数据整理

从 2020 年开始，美国市场的中概股股价持续走低，市值缩水严重。瑞幸咖啡、好未来教育等公司的财务造假事件的影响被不断放大，导致市场投资者对中概股的信任危机爆发。加上中美国际贸易冲突加剧，美国政府对中概股企业的限制和监管措施开始不断加强，中概股企业的股价表现从此一蹶不振，在美市场的估值表现出现历史新低，中概股的回归热潮便再次开启。截至 2022 年 3 月，已有 28 家中概股企业回归港股或 A 股上市，其中 2019 年 11 月至今，在香港上市的中概股企业有 15 家。

中概股企业纷纷选择回归港股或者 A 股市场的动因是有多方面影响的，本文从内部原因和外部原因两个层次进行分析。

### 3.1 内部原因

#### 3.1.1 扩大融资需求

融资需求是企业从外部获取资金支持的需要，融资的效率与市场流动性密切相关，因为往往流动性强的股票能够更容易满足企业对于融资的需求。美国市场是被机构投资者主导的资本市场，机构投资者或慎重或抱团的交易行为使得在市场上的股票交易相对不活跃，交易量低容易造成流动性差，从而引发了股东无法及时套现以至于影响融资效率的问题。如表 3.1 所示，美国纳斯达克市场的换手率大幅低于 A 股科创板的换手率，可见美国市场的股票流动性相对于中国资本市场并不具有融资效率的优势，甚至处于低效率的状态。

表 3.1 百济神州的换手率（2022）

	科创板	纳斯达克
日均换手率	2.55%	0.28%

数据来源：根据同花顺财经数据计算

据同花顺财经数据，在美国上市流通的中概股中，大约只有 15% 的股票交易活跃，超过 60% 的股票交易处于低迷状态，也就造成了大批中概股在美国市场的融资效率不佳。在国内资本市场上市的公司股票的流通量则很大，特别是科创板，

在注册制施行后，科创板日平均换手率为 2.38%，高于创业板的 1.98%与上证主板的 0.75%，周平均换手率为 2.2%，均高于创业板与上证主板；月平均换手率为 2.2%，高于上证主板与北交所，低于创业板；可见科创板的流动性处于高位，股票交易活跃，即便是一家小型上市公司都可能有日均几千万的交易量，极大促进了上市企业的融资效率。融资效率再融资能力的巨大差距是在美中概股选择回到国内资本市场上市的重要原因，中概股纷纷回归以期获取较好的融资效率。

中概股融资需求的也会影响其对回归路径的选择。从融资方式上看，IPO 在发行时就可以进行资金的募集，且募资额具有一定的主导与灵活性。IPO 的融资额度是净利润、发行市盈率与发行股份比例的乘积，其中，发行股份比例受公司自身需求的影响并与市场供求关系有关，发行市盈率与该公司上市市场的情况相关，净利润则是由公司盈利情况决定。因此，IPO 融资适用于融资需求较大、上市时急需融资的公司。而借壳上市只是取得了壳公司的上市资格，重组上市时不能像新上市企业一样募集资金，只能在一段时间后申请增发股票，不适用于短期内急需资金的公司。从上市板块上看，与主板、中小板和新三板相比，科创板对上市的门槛有独特的要求，适合于新兴科技行业、未盈利但发展前景较好的创新型企业。

### 3.1.2 符合长期战略发展

公司长期战略要求是一个公司长久发展的支柱，符合公司的根本利益。中概股企业早期赴美上市的重要原因，是出于募集资金满足发展需求、拓展国际化战略布局以及提高公司的国际声誉考虑的。但国际局势的变化、经济的波动以及中概股企业未来发展的不确定性都会影响到中概股企业的长期战略调整，当中概股企业长期发展目标偏离既定目标时，其长期发展战略就会出现调整，相应的就会对上市地点进行调整以更好地适应当前长期战略的调整变化。

随着中国资本市场的成熟与制度的完善，国内资本市场的监管与融资能力再在进一步地增强，在早期出海的很多中概股企业发现，要想实现国际化的战略进程，把握住中国的经济增长机会是必不可多少的，才能更好地促进公司发展。近年的中美贸易冲突以及国际经济形势下行等原因也使得中概股企业不得不调整自身的未来战略布局，而且多数中概股企业的商业交易和产品市场都在大中华

区，相较于海外，国内资本市场对中概股企业的了解与认知更充分，因此，中概股企业从自身长期战略发展的角度上，纷纷选择重视国内市场，从而掀起一波回归热潮。

### 3.1.3 提高估值水平

估值水平的差异一直是上市企业选择资本市场的重要依据，A股市场、香港市场以及美国资本市场的估值水平都存在着巨大差异，这也是近年来中概股回归热的主要原因之一。2015年A股市场持续走高时，估值差异带来的强烈对比使得中概股受到显著影响，中美市场非常态化的估值差异导致中概股私有化退市并回归A股的热度高涨。境内资本市场对中概股企业的估值已经超过其在美资本市场的估值，中概股估值在美国资本市场的持续被低估，首先是因为中美两国市场投资者的构成不一，美国市场的机构投资者占比较大，对于信息的获取更为专业，但是相对的其获取的信息也就具有限制性，几大机构投资者一旦对中概股作出相同的投资策略，就容易使得中概股的融资处于被动地位，在美国资本市场的投资者对于中概股企业的商业模式和盈利模式往往不能充分的理解和认同；更重要的是由于美国资本市场严格的监管制度使得中概股无所适从，在瑞幸咖啡、新东方等中概股企业的财务造假事件被爆出后，引发了海外投资者对中概股的整体不信任，做空机构也伺机发布做空报告，进而对中概股的整体股价表现产生了消极负面的巨大影响。

因此，境内外资本市场的估值差异造就了早期大多数中概股企业选择私有化退市然后选择A股或港股重新上市的回归方式，以期提升市场估值。受国内的高溢价市场诱惑，中概股在A股能够较为容易获得高估值，从而提升中概股企业自身的融资水平，这也是中概股回归的重要目的之一。而国内不同板块对不同行业的企业有不同的投资偏好，也会影响中概股回归的市场选择。随着中国资本市场注册制改革的全面开花，科创板和创业板作为先行试验市场，拥有着不可忽视的高溢价水平，这对海外中概股企业带来重大利好，也正符合中概股企业提高高估值水平的目标。

### 3.1.4 降低交易成本

中概股更换上市地进行资本运作也出于降低交易成本的考量。中概股企业的回归属于资本市场的变更或者拓展，企业可以重新获得资金支持，相较于海外投资者，国内投资者也更了解中概股的商业模式和经营理念。特别在国内互联网行业快速发展之后，国内投资者有大量关于中国互联网企业的投资需求，在此时回归国内资本市场有利于降低其交易成本，在更短的时间内获得更大的融资，从而有利于促进公司发展。同时，债务融资方式在美股市场中占据再融资规模的比重较高，成为主流融资模式，相较于股权再融资，中概股在美国市场的股权再融资限制条件较多，导致中概股企业的融资成本一直处于高位。

中概股回归国内资本市场，不论是发行新股进行股权再融资，还是借壳上市，都有利于交易成本的降低，更有利于促进公司的快速发展，从而完成公司的长期发展战略。因为在中国资本市场内部改革和国际化进程的加速，交易模式更加成熟，国内投资者对中概股企业的经营活动有着更加直观的感受，无形中也降低了信息差造成的交易成本。中概股代表之一的药明康德和奇虎三六零的回归，都使其市值得到了极大增长，总体来看，中概股的回归往往都能对其自身市值的增长有极大地促进作用。

## 3.2 外部原因

### 3.2.1 境外市场恶意做空的风险

美国资本市场存在做空机制，做空机构的做空行为能够在某种层面上对上市公司的各项行为起到监督的作用，但这更加依靠做空机构的客观公正，在实际操作上，国外做空机构为了趁机牟取利益，常常夸张发布做空报告，以期从中能够获得利润。为了谋取利润，做空机构通过高价卖出股票，再对目标公司的财务问题和非正向的公告进行夸张报道，进而导致被做空公司的股价大跌，再伺机低价买入股票，以此赚取巨大差价。中概股企业的主营业务往往存在于大中华区，与上市地的投资者存在较大的信息不对称。由于文化差异与监管区别，中概股企业的部分经营理念与发展战略有时候并不能获得海外投资者的认可，做空机构可以

利用信息差对中概股企业发布做空报告，扰乱中概股在资本市场的正常交易。此外，部分中概股企业存在的财务造假行为，比如瑞幸咖啡的财务造假事件就成为了做空机构对中概股进行联合做空的契机。对 2010 年至 2020 年间在美知名做空机构的目标公司进行统计整理，可以发现这十年中知名做空机构共做空了 66 家中概股企业，占据当年全部被做空企业数量的 60.55%，其中，在 2010 年、2011 年以及 2020 年这三年，遭遇做空的企业均为中概股企业。在 2011 年和 2018 年，中概股企业遭遇做空数量多达 10 家，这时中概股企业的处境已经出现日益艰难的态势，做空机构持续不断地对中概股进行围剿行动，使得中概股企业在美国市场上处于相当被动的地位。

### 3.2.2 境内市场政策支持的利好

国内资本市场在针对中概股的政策方面出现利好信息。2013 年，国家出台《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，其中，明确了将建立多层次体系的资本市场，加大包括注册制等措施在内的改革力度。在 2015 年，A 股证券交易所之一的深交所发布重要利好消息，将努力为海外上市企业创造有利条件，并支持创新型企业回归国内创业板。早期中概股赴美上市热潮中，以新浪为首的中概股企业曾采用 VIE 架构的方式进行资本运作，当时对于 VIE 架构的监管办法处于初级阶段，随着中概股采用 VIE 架构回归国内资本市场的案例增多，证监会及相关部门对 VIE 架构的包容性也在不断加强，国务院在 2015 年 6 月的常务会议中明确表示将推动特殊的股权结构类创业企业在境内的上市，其中就包括 VIE 架构。2020 年 4 月，由证监会发布的《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》中明确表示，在境内主板、中小板、创业板和科创板上市企业中，要为红筹企业提供试点的创新路径，允许特殊股权结构企业、红筹企业等在创业板上市，未盈利企业也可以申请上市等一系列门槛的降低。其次，针对在境外上市、拥有自主研发、国际领先技术的企业的上市市值要求的标准放宽至 200 亿元人民币，以支持在行业竞争中处于相对优势地位的红筹企业上市。同期，上海沪交所也出台一系列措施，大大加强了科创板相关制度安排的包容性和适应性，为中概股的回归起到了制度上的承接。从近年来的一系列措施的出台不难看出，国内资本市场不论是在监管还是各交易所的规章制度层面上都为接纳中概股

回归进行了主动积极准备，为境外上市企业创造了回归的便利条件。

### 3.2.3 境内资本市场的日趋完善

境内资本市场经过不断深化的改革与监管调整，已经具备成熟资本市场的条件。A 股市场的注册制改革，到如今已经推行全面注册制，大大减少了上市企业准备上市的时间成本，提高了市场效率；随着审核制成为历史，证券发行人的上市标准被大大放宽，未盈利的拟上市企业获得了更低的上司门槛；允许存在 AB 股（同股不同权）及 VIE 架构的企业上市，丰富了中概股回归路径选择，除了借壳上市和主板 IPO 等传统路径模式，诸如发行 CDR（中国存托凭证）、科创板 IPO 以及双重主要上市等创新回归路径，为中概股回归 A 股提供了更适合自己的选择方式。在香港市场上，港交所在 2018 年对上市规则进行了改革，如允许存在 AB 股的企业和尚未产生收益的生物科技公司上市，为百济神州等生物科技药企回归港股的提供了政策支持，也针对中概股赴港的二次上市和双重主要上市提供了极大便利。境内资本市场的日趋成熟可以规避中概股的跨境监管冲突风险，为中概股回归提供了有力的承接。

## 4 中概股回归的路径选择分析

在已回归港股或 A 股的中概股中，主要以整体 IPO 上市、借壳上市或分拆后 IPO 等传统路径为主。随着境内资本市场的成熟和完善，A 股和港股市场分别出台相关措施吸引境外创新科技企业的“落户”，放宽了一系列上市条件，中概股回归的可选路径不断丰富，二次上市和双重主要上市初步取代传统的先退市再上市的传统路径模式，成为当下中概股回归的主流路径。在允许发行 CDR、科创板 IPO 和创业板 IPO 对注册制的普及之后，优质中概股公司回归 A 股市场又增加了更多新的路径。

表 4.1 部分中概股的回归路径选择

名称	回归时间	回归路径	所属行业	上市板块
分众传媒	2015.08	借壳上市	互联网传媒	中小板
巨人网络	2015.11	借壳上市	互联网游戏	中小板
奇虎 360	2018.02	借壳上市	互联网安全	沪主板
药明康德	2018.05	IPO	生物医药	沪主板
百济神州	2018.08	IPO(双重主要上市)	生物医药	香港联交所
迈瑞医疗	2018.10	IPO	生物医药	创业板
澜起科技	2019.07	科创板 IPO	半导体芯片	科创板
晶澳科技	2019.09	借壳上市	新能源光伏	中小板
阿里巴巴	2019.11	二次上市	互联网	香港联交所
网易	2020.06	二次上市	互联网	香港联交所
京东	2020.06	二次上市	互联网	香港联交所
中芯国际	2020.07	科创板 IPO	半导体芯片	科创板
百济神州	2021.12	科创板 IPO	生物医药	科创板
知乎	2022.04	IPO(双重主要上市)	互联网传媒	香港联交所
贝壳	2022.05	IPO(双重主要上市)	房地产	香港联交所

资料来源：根据公开资料整理

表 4.1 为近年来具有代表性中概股企业的回归方式，可以看出，中概股的回

归方式以借壳上市、科创板 IPO、双重主要上市等为主。相比较互联网企业大多选择的二次上市路径，双重主要上市更容易获得沪港通的资格，对于进入 A 股市场也起到了一定的铺垫作用。

## 4.1 回归路径介绍

### 4.1.1 借壳上市

“借壳上市”指首先在一个资本市场中找到合适的壳企业，然后通过置换或者是现金购买等方式达到对壳公司的控制权，剔除壳企业自身资产后，将自身的业务与壳企业进行融合的方式，等于对一个已上市公司进行控股的方式实现在壳企业所在地上市。中概股公司在海外市场私有化退市后，在 A 股市场买入壳公司，将中概股企业资产与壳企业进行融合或者置换，达到控股地位后，更改壳公司名称为中概股企业名即可，这样便实现了中概股的回归。之后和 A 股上市其他企业一样，可通过市场交易实现中概股企业的融资需求。

早期的部分中概股回归选用借壳上市的路径是因为当时 A 股市场的上市门槛高，在审核制的规则下上市效率低；相比之下，借壳上市这一路径方式不需要经过复杂的审核与信息披露，具有审核时间短、受市场干扰小、不需向公众披露企业各项指标等一系列便利条件，因此，借壳上市成为早期中概股回归的首选。但是借壳上市需要借助壳公司的特点也造成了壳资源的争抢与溢价，在壳企业进行控股时也容易被稀释股份以及受到壳公司原始股东的反对，并且借壳上市往往伴随着业绩对赌协议，容易产生业绩风险。奇虎 360 公司回归 A 股便是借壳上市的典型案例，奇虎 360 借壳江南嘉捷回归 A 股市场主要进行了三大阶段的操作，首先是作为壳公司的江南嘉捷进行重大资产出售，随后奇虎 360 便与江南嘉捷进行资产置换，最后奇虎 360 发行股份购买资产置换后的差额部分以达到控股地位。

### 4.1.2 科创板/创业板 IPO

科创板作为近几年新兴的上市板块，也是注册制的先行试验区，拟上市的发行人在公司性质上应当符合科创板定位，即面向新兴科技、主体经济要求、国家

发展重大需求的企业，科创板为掌握关键核心技术、科技创新能力突出并具有成长性的企业提供了关键支持。

创业板又称二板市场，即第二股票交易市场，主要上市企业为中小企业和新兴公司，这些中小企业一般暂时不符合主板上市条件，因此创业板是对主板市场的补充与拓展，同样也是注册制的先行试验区，在我国证券交易市场中具有重要的存在价值。

选取这两个市场进行上市属于回归 A 股 IPO 上市的方式，提供了 A 股主板市场之外的有效补给。科创板和创业板都对进入市场的投资者进行了最低投资额的限制，因此筛选了较为专业的投资者，大大提高了市场的有效性，资源配置的效率获得较好提升，为企业融资创造了优秀的环境。当然选择科创板或是创业板 IPO 都有着一定的门槛条件，其中对于拟上市公司性质和融资条件都有严苛的准入限制，对于满足上市门槛的中概股企业来说，科创板 IPO、创业板 IPO 无疑是更好的选择。近年来中芯国际作为半导体芯片的科技创新企业回归 A 股市场就选择了科创板进行 IPO，作为生物科技创新药企的百济神州在 2021 年底也选择了科创板 IPO 回归 A 股。

### 4.1.3 双重主要上市

双重主要上市是指同一公司在两地证券交易所挂牌上市，同时存在于两个市场进行交易的上市方式。双重主要上市在两地证券交易所挂牌的既不是同一批股票也不是相关联的股票，而是挂牌的非流通股或者是进行增发以融资的股票。因此，在双重主要上市方式下，企业可以再两个证券市场拥有同等的上市地位，就算企业在其中一个上市的证券交易所退市，也不会影响到另一个上市的证券交易所的上市地位。双重主要上市的流程在上市流程上等同于普通的 IPO，需要达到上市地的上市门槛与条件，但是还要同时满足两个证券市场的不同的监管制度，因为是重新 IPO，所以在两地发行的股票是在独立的两个市场各自流通的，并且不能随意跨市场流通。不同证券交易市场之间的行情价格和交易量不一，因此企业在两地股价也是相对独立的。越来越多的中概股谋求港股双重主要上市，一方面是香港市场对于双重主要上市的准入条件适合中概股的上市需求，另一方面港股也是中概股回归的目标承接地。继阿里巴巴、网易等多家中概股 相继向香港

联交所递交了双重主要上市申请后，截至目前，已有 B 站、知乎、贝壳等多家中概股公司在港股实现双重主要上市。

中概股企业选择双重主要上市的回归路径是当前国际局势下的自我保护，境内外两地市场都保持上市地位有利于公司保持市场主动权，即便海外市场遭遇联合做空甚至是被迫退市，也可以保证国内市场的继续正常交易。未来海内外局势的不确定性因素的进一步加大，如果中概股企业主体的上市地一直保持在境外，有可能会受到较大政策风险和汇率风险等国际风险。双重主要上市已经成为中概股选择的主要路径，不论是从资本市场监管来看还是中概股企业的风险规避来看，都成为回归的趋势之一。

#### 4.1.4 二次上市

二次上市 (Secondary Listing)，是指同一公司在两地证券交易同时上市进行股票交易，并且流通的股票是相同类型的的上市方式，一般利用存托凭证的形式进行两地市场股票的价值连接。二次上市的企业股份能够跨市场流通，主要是经国际托管行和证券经纪商实现的，这种方式的主要形式是存托凭证 (Depository Receipts)。存托凭证包括美国存托凭证 (ADR)、全球存托凭证 (CDR) 等，其中，最为有名、使用最多的模式是美国存托凭证 (ADR)。在二次上市的路径下，首先银行对中概股公司进行股票的购买交易并托管，之后在进行股票打包的操作，随后实现在二级市场交易代表已打包的股票的证券，这样一番操作下便完成了海外中概股企业股票的跨市场流通，在美国，这些证券就被叫做 ADR。中概股回归香港资本市场如果选择二次上市的路径则不需要先进行海外市场的私有化退市，节约了成本。香港市场的监管要求与美国很多方面相似，第二上市流程也会更加便捷。通过二次上市的路径，中概股企业实现了海内外市场的价格传递、提升了中概股国际影响力。随着中美两国贸易冲突升级，香港证券交易所也针对中概股回归提供了政策与监管上的便利，允许同股不同权的公司股票上市、放宽在海外上市的新兴创新产业的公司二次上市等就位中概股的回归提供了极大的便利。

2019 年 11 月份至 2022 年期间，港交所吸引阿里巴巴、京东、网易等互联网企业以及中通快递、百胜中国、万国数据等多家中概股企业以二次上市的路径

回归，累计募资额达 2820.08 亿港元（约合 2366.32 元人民币）。

#### 4.1.5 回归路径比较

中概股回归的传统路径主要是先在海外市场进行私有化退市，然后分为两种情况，第一，或整体或拆分后进行重新 IPO 的形式进行回归；第二，选定已上市企业作为壳公司进行借壳上市的形式回归国内资本市场。随着中国存托凭证（CDR）的推出、注册制的试点到全面推行等改革，为境外中概股的回归提供了更多可选择的创新路径，比如科创板、创业板 IPO，二次上市以及双重主要上市等路径受到中概股企业的欢迎。当下中概股最多采用的是科创板 IPO 和双重主要上市的路径。

通过路径比较来说明创新路径的优势，主要对比分析借壳上市与科创板 IPO、双重主要上市与二次上市的两两比较。

（1）双重主要上市与二次上市的对比，以在香港市场上市为例，如表 4.2 所示：

表 4.2 双重主要上市与二次上市的对比

	双重主要上市	二次上市
上市地位	主要上市，第一上市地	从属地位，与海外市场挂钩
上市门槛	门槛较高，资料审核与一般 IPO 趋同	享受诸多豁免，审核及信息披露要求较低
上市审核时间	较慢	较快
公司治理	原则上遵循海外上市地的要求，享受一般政策豁免，需作调整较少	需同时满足两地上市交易所的公司治理要求
是否有资格纳入港股通标的	有资格	无资格

资料来源：根据公开资料整理

双重主要上市在现阶段已经成为中概股公司回归香港市场的首选路径，不同

于以前颇受中概股欢迎的二次上市，双重主要上市和二次上市各有其优点与缺点。

在上市地位上，二次上市有一个主要上市地和一个第二上市地，第二上市地相较于第一上市地处于一种从属地位，其股票价格完全由主要上市地的股票价格来决定，只是实现了相同类型股票的跨市场流通，因此第二上市地缺少独立性。这就意味着两个上市地关联度极高，如果中概股企业在主要上市地遇到做空造成的价格异常波动甚至是退市，那么第二上市地交易的存托凭证也将受到影响，造成价格波动或退市。双重主要上市则避开了上述问题，双重主要上市在两个证券交易市场都属于第一上市，因此两地证券交易所都作为第一上市地，是各自独立定价的，在股价上并没有强关联。双重主要上市的模式下，两地上市的是不同类型的股票且两个市场的股票无法跨市场流通，因此两地股价表现基本是相对独立的。所以及时中概股企业在美股被迫退市，在双重主要上市的模式下，其在香港市场的股票是不受影响的并可正常交易的。

从上市门槛的角度分析，二次上市在门槛上其实要比双重主要上市要低一些，二次上市的审核更加宽松、上市成本更低、政策豁免等优势较多，而双重主要上市的股票发行需要严格遵循两个证券交易市场的上市审核与监管条件，比如中概股企业在美国市场上市后想要继续在香港市场进行双重主要上市，就要求中概股企业要符合港股的上市条件，如果不能同时满足两个资本市场的门槛，就不能选择双重主要上市的路径。上市门槛的严格其实不足以抵消退市风险的威胁，因此在符合港股上市条件的情况下，中概股企业更愿意选择双重主要上市的方式回归香港市场。另外，选择双重主要上市方式，对于港交所来说也不失为一种激励，双重主要上市让股票在香港市场与美国市场处于一种并列关系，其在香港市场的价格不受美股影响，单独的融资也增加了香港市场的流动性，对于香港市场在国际市场中的地位也达到了进一步地提高。

从内地与香港市场的联动来看，选择在香港二次上市的中概股企业，其在市场上流通的是存托凭证而非融资性质的股票标的，实质上只是对中概股企业在海外市场的股票流动性的补充。而双重主要上市的流通股票是独立发行于香港市场的，可以加入到港股通的交易，A股的投资者就可以采用港股通的方式来交易这些双重主要上市的股票，而二次上市的中概股企业是无法加入到港股通标的

的，因此，双重主要上市可以同时满足两地市场投资者的交易需求，大大增加了中概股企业股票的流动性。

(2) 借壳上市与科创板 IPO 的比较，首先在概念上，首次公开募股(Initial Public Offering)是指发行人的首次向公众出售股票的行为，通常在首次公开上市流程完成后，股票发行者就可以到证券交易所进行挂牌交易。中概股企业的借壳上市是指非上市的中概股通过把资产注入已上市公司，从而得到该上市公司的控股权，使中概股企业自身的资产得以上市的行为。通常该壳公司在资产注入后会更名成中概股企业的名字。

在上市流程与审核的区别上，中概股企业 IPO 上市前需要经过企业改制，在注册制全面推广以前还需要审核和路演等步骤，上市周期短则一两年，长则数年，时间成本较大，上市时间也受证监会审核效率的影响。而借壳上市实际上不受证监会对于新上市企业的审核与监管的限制，时间成本较小，一般在一年左右便可完成重组委的审核，从而达到上市状态。企业如果要选择 IPO 上市，首先要经由股份制改造，这样企业就可以以股份公司的形式申请发行股票并完成审核。借壳上市的流程中主要以并购、重组、资产置换等方式获得控股权的过程中需要耗费时间。科创板 IPO 上市的企业最终是否能够成功上市还会受到外部经济环境因素的影响，但是上市成功后的板块优势十足。借壳上市的审核程序简单，审核时间短，审核标准较宽松，受到大环境的干扰也较少，只是受限于壳公司所在板块，不能跨板块上市。

在发行费用上，科创板 IPO 上市的费用包括上市所需律师与会计师费用以及券商的佣金等，一般按募集资金比例收取。而借壳上市的公司需要支付给壳公司原大股东一定的对价，以获得其手中的股份从而达到控股，借壳上市本身不是融资行为，因此在无资金到账的情况下还需要支付壳公司相当的买壳费用。

在融资效果上，科创板 IPO 可以发行新股进行融资从而一次性募集到大量资金，时间成本较低且融资效率高。而借壳上市后是不发行新增股票，在借壳上市后经过一定时间才可进行再融资。因此，科创板 IPO 有融资的功能，而借壳上市一般只是快速获得上市地位的手段。

在风险方面，科创板 IPO 的风险主要有审核风险、发行后引起票价下跌的市场风险等。借壳上市对壳公司的人员和资产的重组过程中主要面临着操作风险、

信用风险等，并购重组也会面临巨大的风险，科创板 IPO 则没有这种风险。

综上所述，科创板 IPO 适合符合科创板上市要求的新兴与科创企业且需要大量资金融通的企业；此外，科创板 IPO 对于上市公司的品牌与口碑传播也有积极影响，更有利于制定和调整公司的长期战略发展目标；科创板 IPO 还能够更准确的衡量企业的价值，有利于股东的权益增值。借壳上市的手续简便，低廉的成本有利于想要快速上市的企业，借壳上市本身并不是融资行为，但在借壳成功后可以增发股票以解决新的资金需求，因上市效率的高效和较低的成本花费从而受到中小企业欢迎。

## 4.2 不同中概股企业的路径选择

### 4.2.1 基于估值差异

中概股企业融资规模会影响其股本结构和回归路径的选择。对于借壳上市，一般股权集中的中概股企业，如果其大股东仍有较强的控股意愿，那么选择借壳上市的路径就不容易造成股权稀释的情况。另一方面，借壳上市相对于直接 IPO 可以规避针对新上市企业的门槛限制，但是借壳成功后的中概股企业没有新融资，如果企业有较大的资金需求就需要借壳复牌后的一定时间后进行再融资的流程，且再融资规模一般不会大于 IPO 的规模。像发行 CDR 这种回归路径，需要以部分海外股票作为基础股票，在进行凭证的发行，一般其融资规模也不会大于中概股企业私有化后再重新 IPO 的募资额。因此，中概股企业会结合自身融资需求选择合理的回归路径，一般融资需求较大的大型企业会选择 IPO 为主，包括双重主要上市、科创板和创业板 IPO 等路径，而融资需求较小的企业会选择借壳上市以及二次上市等路径。

随着我国资本市场加速改革与成熟，创新回归路径也应运而生，基于公司规模及融资需求差异的路径选择，主要体现在回归 A 股的上市板块选择和是否保留海外上市主体融资地位等方面。如大中型的中概股企业一般选择主板 IPO，微型可选择新三板板块等，在海外主体的保留上，想要拓宽融资规模的中概股企业可以选择发行 CDR 或者科创板/创业板 IPO 的路径，这样就可以避免在海外的私有化退市和 VIE 架构的拆除，保留海外上市主体的同时实现多地同时上市的协同

效应。

#### 4.2.2 基于行业差异

中概股企业所处行业对其路径选择也有不可忽视的影响。如果对赴美上市的中概股企业所处的行业进行分类的话，可以分成创新型传统行业和互联网行业，创新型传统行业主要以生物医药和新能源汽车等为代表，互联网行业主要以 TMT（Technology、Media、Telecom 即科技、媒体和通信）即数字新媒体为主。创新型传统行业一般选择 IPO 的路径进行回归，诸如药明康德和百济神州等创新生物药企都选择了 IPO 的路径。互联网行业早期很多采用了借壳上市和港股二次上市的路径，如奇虎 360 借壳江南嘉捷、分众传媒借壳七喜股份以及巨人网络借壳世纪游轮等，阿里巴巴二次上市港交所等，在 CDR、科创板以及创业板 IPO 等创新路径出现后，互联网行业大多选择双重主要上市与科创板、创业板 IPO 的路径，近年来哔哩哔哩、网易等互联网企业纷纷选择我在香港市场双重主要上市。传统创新型行业的大量资金投入需用于技术研发，存在着较大风险，国内资本市场在企业未盈利前很少提供资金支持，相比之下，美国市场对于创新且未盈利企业的接受度更高，这也是早期科技创新性企业纷纷赴美上市的原因，也是近期纷纷回归境内市场的原因，因为境内资本市场成熟了。与传统行业相比，TMT 行业更加创新与高效，更新迭代快是互联网产品的特点，在科技发展迅速、更新频繁的时代，行业内各企业需要大量的高科技人才和持续充足的资金投入才能保持创新，而 IPO 路径审核门槛高、耗时长，对于 TMT 等新互联网行业并不适合，所以新数字媒体行业的回归路径选择更灵活，借壳上市、双重主要上市都是此行业的优选，借壳上市更快速便捷，省去了 IPO 排队的时间成本；而双重主要上市在排队上市时，企业可以在另一市场上的融资活动不受影响，可以维持稳定的资金投入，因此，对于需要持续融资的企业是更高效和更安全的方式。

中概股的路径选择不仅受到企业所处的行业不同，还受行业地位不同的影响。如果中概股企业处于行业领先地位，往往自身竞争力较强，能够承担一定风险干扰，回归时由于路径选择造成的障碍的影响就会变得甚微，因此在选择回归路径时所需考虑的因素就相对较少。比如作为生物医疗行业领头的药明康德、彼时作为互联网软件行业领头的奇虎三六零以及作为半导体行业龙头的中芯国际

分别选择主板 IPO、借壳上市以及科创板 IPO 三种不同的路径，国内监管层为处于行业领先地位的企业也提供了更多的便利性以方便其更好回归国内资本市场。

#### 4.2.3 基于市场与政策风险的差异

中概股企业对于回归路径的选择也受市场政策环境和回归时机的影响。适宜的市场政策环境是促使中概股企业回归的助推器，良好的时机选择更能极大提高其回归的成功率和效果，不合时宜的回归便会不同程度地影响中概股的顺利回归。早期中概股回归 A 股市场多采用借壳上市的路径，在 A 股市场的壳资源出现稀缺现象，市场追捧壳资源，一方面为回归后的中概股企业估值大幅提升创造了契机，另一方面，过度炒作的后果也会造成诸多的隐藏风险，比如壳资源过度炒作后的监管加强和限制等，因此，当选择借壳上市的路径时，要考虑到壳公司是否具备借壳后升值的契机，在一个合适的时机进行借壳的操作至关重要。把握住市场预期也很重要，当一个行业处于蓬勃发展的时期，在前期进入的企业往往能够获得更多增值的机会，对于中概股企业的回归时机也是一样，“独角兽”类的新经济企业在市场“风口”的时候，进行回归会有更多的机会和选择空间。

中概股作为具有中国特色的概念股，与中国资本市场的改革与发展紧密相连。早期由于资本市场的局限性造成了中概股的出走，而资本市场的改革创新则吸引了中概股的回归。在注册制未取代核准制全面推广前，往往不允许企业进行多地上市，中概股想要回归必须先在国外私有化退市，才能在国内资本市场再上市；而在注册制全面推进的过程中，双重股权、未盈利企业的上市不再受到过去严格的限制，这为中概股回归开辟了更多的路径选择。此外，几大回归路径都面临着不同的法律风险，中概股企业在回归路径的选择上需要考虑各路径所面对的风险情况。如境外私有化退市，需要满足境外市场的退市要求，也面临着一些法律风险和时间成本。而如果选择通过科创板、创业板 IPO，双重主要上市等方式进行回归，虽然符合目前的监管制度与政策要求，但海内外双重上市的身份，需要满足海内外双市场的监管要求，存在多重监管和一定的法律风险。

## 5 百济神州回归案例分析

### 5.1 百济神州基本情况

百济神州(BeiGene, Ltd.), 全名百济神州有限公司, 是一家商业化阶段的生物科技公司, 专注开发癌症以及肿瘤免疫治疗的药物研发和商业化。有三款自主研发创新药和超过五款商业化引进新药上市。2010年, 北京生命科学研究所以所长王晓东联合前保诺科技 CEO 欧雷强在北京成立百济神州, “科学家+职业经理人” 搭配使得百济神州成立之初就被看好。百济神州在中美两国均设有研发中心和生产基地, 其业务遍及全球。在 2021 年的全球营收为 75 亿元, 在各国的营收占比上, 全球业务营收的 86%来自中美两国, 其中中国占比 44%、美国占比 42%; 其他地区占比为 14%。

2016年2月3日, 百济神州在美国成功 IPO, 并在同年4月21日与美国纳斯达克精选市场进行股票交易。虽然已有多家中概股企业赴美上市, 但百济神州是第一家本土创新型生物制药公司在美国成功上市。随后在2018年8月8日, 百济神州在香港联交所双重主要上市成功, 成为首个在美国纳斯达克和香港联交所双重主要上市的创新生物药企。2021年12月15日, 百济神州完成科创板 IPO, 成为全球首家在三地上市的创新生物药企。

表 5.1 百济神州发展历程重大事件

时间	重大事件
2010	百济神州在北京成立。
2011	在北京建立研发中心并启动 PARP 和 RAF 抑制剂项目。
2012	启动 PD-1 和 BTK 抑制剂项目。
2013	在澳大利亚开始 RAF 抑制剂的临床研发。
2014	在澳大利亚开始 PARP 抑制剂（帕米帕利）和 BTK 抑制剂（泽布替尼）的临床研发。
2015	将业务市场拓展至美国, 在美国马萨诸塞州剑桥市成立首个办公室; 在中国启动临床试验。
2016	在美国 IPO 上市, 成为首家在纳斯达克上市的中国生物科技公司。

---

2017	与新基公司达成合作，授权其瑞复美和维达莎两款药物的商业化销售； 启动关于泽布替尼的首个全球临床 III 期试验。
2018	在香港 IPO 上市； 在巴塞尔设立办事处，公司业务扩展至欧洲。
2019	自研产品百悦泽和百泽安分别在中美两国获批上市，其中百悦泽（泽布替尼胶囊） 获得 FDA 批准在美国上市，百泽安（替雷利珠单抗注射液）获得 NMPA 批准在中 国上市； 与安进公司达成全球肿瘤战略合作； 广州生物药生产基地第一工厂竣工； 成立百济神州苏州研究院。
2020	百悦泽（泽布替尼胶囊）在中国获批上市； 上海医药研发中心正式启用。
2021	在科创板 IPO 上市； 与诺华公司达成全球战略合作。

---

资料来源：根据公开资料整理

## 5.2 百济神州回归过程

### 5.2.1 香港联交所上市

2018年8月8日，百济神州在香港联交所以双重主要上市的方式上市交易，股票交易代码“6160.HK”，发行价为108港元/股，预期预期募集资金额度为70.8亿港元（9.03亿美元）。百济神州在香港市场的发行规模为590.4万股，加上国际发售5969.6万股股份，本次上市总计基础发行规模6560万普通股；占经扩大股本的8.55%，绿鞋股份比例为15%；基础发行额在62亿港元至73亿港元之间（相当于7.9亿美元至9.3亿美元），价格区间为94.40至111.60港元；香港公开发售于7月30日至8月2日进行，并在2018年8月8日正式上市。截至2022年底在港股市值接近800亿港元。

本次上市形式为双重主要上市，香港为证券第一发行地。登陆港股后，百济神州也成为首个美、港两地双重上市的中国生物科技公司。需要强调的是，百济

神州此次在香港为主要上市而非二次上市，在美国和香港市场上，百济神州都有流通股进行交易，并且两个市场的股价走势是独立的，受各自市场的供需影响，这意味着公司需同时遵守两地市场监管与政策准则，也意味着百济神州可以吸收跟多的流动性，同时接受来自美国和香港市场的投资者的投资。

## 5.2.2 内地科创板上市

2021年12月15日，百济神州正式登陆科创板，股票代码“688235.SH”成为全球第一家在美国纳斯达克市场、香港港交所、上交所三地上市的生物科技公司。此次百济神州的发行公告显示，科创板新股发行价达到了192.6元/股，是当年科创板新股发行价的第二高，仅次于中芯国际。此次在科创板上市发行股份总数为普通股1.15亿股，预期募集资金总额高达221.60亿元。其融资的主要用途在于药物的研发和临床试验、在中国境内的硬件设施建设以及流动资金的补充，并期望能够扩大在华的销售市场。据百济神州招股书，此次科创板IPO由多家知名机构参与了战略配售。具体配额如表5.2：

表 5.2 百济神州科创板 IPO 战略配售分配表 单位：元

名称	配售金额
社保基金	8902 万
中国保险投资基金（有限合伙）	9.27 亿
中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	9.23 亿
阿布达比投资局	4.64 亿

资料来源：百济神州招股书数据整理

此外，百济神州还执行了高管及核心员工（总监级别及以上）的配股计划，也引入了绿鞋机制。本次A股科创板IPO完成后，百济神州的资金实力将得到几大增强，有助于降低公司的资产负债率，从而可以提升公司的持续经营能力以及对风险的抵抗能力。通过此次IPO，百济神州在中国的业务看展将获得更加便利的条件，对于主营业务的拓展亦有促进，在中国以及全球市场的战略融资将增强公司持续盈利能力，以便尽快摆脱未盈利状态，从而弥补最大的盈利短板。

## 5.3 百济神州回归动因及路径分析

### 5.3.1 动因分析

百济神州选择回归的动因主要出于外部市场政策原因和内部长期战略发展原因。首先，随着香港市场对中概股回归的限制要求降低以及 A 股市场注册制的完善和推广，香港市场和科创板市场对创新型企业的支持力度持续加大，百济神州作为中概股中创新药企的代表符合两个市场的政策调整，因此两次回归其实是顺势而为，既符合两地的监管要求又能够最大化自身利益。此外，香港市场对于投资者的吸引力也是巨大的，在香港市场上注册成立的基金大多是开放式基金，投资者的资金变现性好，对于海外投资者也具有吸引力。科创板市场作为近年来在上交所成立的新板块、注册制的试点地，相比 A 股主板有着更强的灵活性和包容度，也拥有更优惠的政策支持。同时作为国内资本市场对创新型新兴科技企业上市支持力度最大的板块，百济神州进入 A 股的首选路径只能是科创板 IPO。科创板对于上市条件、涨跌幅设置等方面相较于主板有较大的区别，是更加专业化的证券交易通道，对百济神州这样的未盈利创新型企业有着天然的适配，也大大拓宽了科技创新型企业的在 A 股的融资渠道。科创板的成立是对国内创新型企业的一大激励，科创板的上市条件更为严苛，对投资者的要求也更为专业，使得科创板相较于其他市场的资金配置能力更为合理。

表 5.3 科创板的上市条件

上市条件
(一)符合中国证监会规定的发行条件；
(二)发行后股本总额不低于人民币 3000 万元；
(三)公开发行的股份达到公司股份总数的 25%以上；公司股本总额超过人民币 4 亿元的，公开发行股份的比例为 10%以上；
(四)市值及财务指标符合本规则规定的标准；
(五)上交所规定的其他上市条件。

资料来源：根据公开资料整理

科创板设置了严苛的行业准入负面清单，对维持市场的安全性、有效性起到了重要作用，百济神州作为生物技术支持的创新药企，满足科创板的上市要求，且科创板严苛的准入要求也为百济神州的资金配置安全提供了制度保证。

其次，百济神州的回归是出于长期战略发展目标的要求。百济神州的业务营收在中国有较大占比。百济神州的全球业务分布如图 5.2 所示：

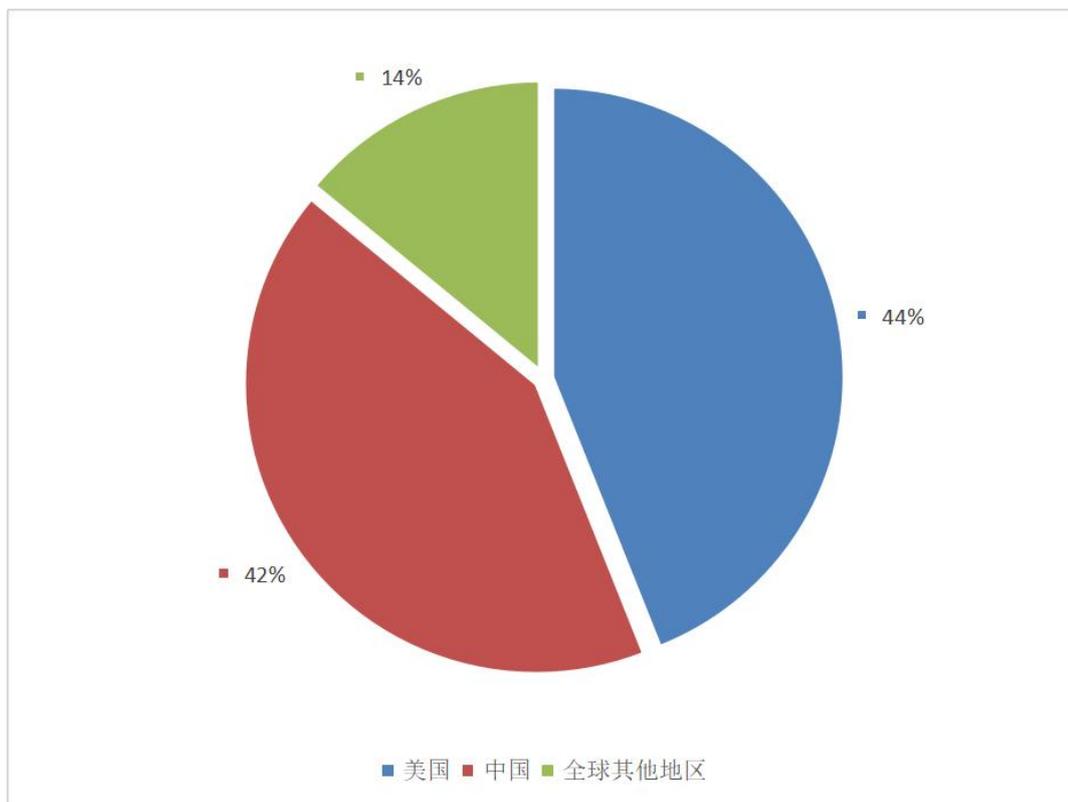


图 5.1 百济神州的全球业务营收占比图（2021 年）

百济神州成立于中国，虽然目前主要投资者为外国资本，但是其主营业务收入近九成集中于中美两国，在中国也有超四成占比。随着百悦泽在 2020 年中国的获批上市，百济神州的业务将更多的服务于中国市场。其实除了最初上市的美国纳斯达克市场，百济神州也一直寻求与中国上市的机会，在 2018 年于香港上市时，已经具备沪港通与深港通的条件，而彼时中国内地资本市场还未设立科创板，A 股主板并不适合百济神州这样的创新型企业，但这也为后续 A 股上市的动作奠定了基础。由于相当占比的业务集中于中国市场，百济神州的未来发展也考虑到中国国内的环境，在 2018 年回归香港市场就顺应了亚太投资者对于百济神州的投资热情，更彰显了未来在大中华区的战略发展目标。随后的科创板 IPO 更

是天时地利，中国国内你的资本市场改革完善与百济神州开拓中国业务的长期目标不谋而合，因此，百济神州两次回归都是符合其自身长期战略发展需要的。

此外，百济神州回归的动因还受到拓宽融资渠道的需求的影响。百济神州是商业化阶段的生物技术公司，公司投入大量资金用于肿瘤及癌症的免疫治疗和药物研发，成立短短十余年，百济神州还处于尚未盈利的阶段，因此百济神州需要且必须拥有大量的可用投资。面对美股市场对中概股的不友好，寻求其他市场的融资渠道便是刚需，特别是占据主营业务收入近半的中国市场。因此，不论是选择香港市场上市，还是选择 A 股科创板上市，都是百济神州对融资渠道的拓宽。并且，百济神州保留了美国纳斯达克市场的上市身份，三地上市现状使其拥有了更多元更便捷更畅通的融资渠道。百济神州到现在为止从股东结构上看，很多是欧美关于生物科技的专业投资者，保留美国市场的可交易，也是为了方便全球投资者对百济神州的投资需要。在开始进入商业阶段以后，百济神州寻求全球化的融资需求，中国和亚洲的投资者对中国的商业市场更加了解，在香港和内地上市希望让更多的中国和亚洲投资者来参与投资。

### 5.3.2 路径分析

百济神州首次回归的路径选择是香港港交所的双重主要上市。中国生物技术公司百济神州宣布登陆港交所并公布募股发行计划并于 2018 年 8 月 8 日正式登陆港交所，以香港为第一上市地，发行流通股。此次在香港为主要上市（primary listing），并不是二次上市（secondary listing）。这也是继港交所 2018 年 4 月修改上市新规后以双重主要上市进行回归的首家中概股企业。

双重主要上市是此次回归的上市形式，百济神州选择以这种上市方式的原因主要有：第一，上市形式较为简便。相较于私有化退市再 IPO 的形式，双重主要上市的形式不再需要进行私有化退市的步骤，从而可以省去从申请退市到私有化过程中数月乃至数年的流程时间，大大加快了香港上市的时间，节省了大量时间成本。第二，融资渠道的拓宽而非改变。双重主要上市保留了美国市场的流通股，并且在香港上市的流通股与美股关联不大，不像二次上市那样一个股票市场依托于另一个股票市场的情况，两方处于两个独立市场，因此大大拓宽了融资渠道，不仅美国投资者可以进行投资，亚洲投资者也可以进行投资。第三，风险规避的

需要。美国市场对中概股的做空一直存在，中美关系、国际局势等也影响着股价的波动，通过双重主要上市的形式回归香港市场，对百济神州来说，是一种风险规避的举措，可以避免单一市场带来的退市风险，即便美国市场面临退市风险，仍然有香港市场的融资来源，可以保证公司的继续融资。这也是百济神州选择香港上市的一个重要意义，香港市场的投资者更熟悉中国市场，美国市场面向的全球投资者中，更多的了解生物技术而不熟悉中国市场；在香港上市后，对于中国的投资者和百济神州自身来说，是相互补充的。

2021年12月15日，百济神州成功在上交所科创板IPO，成为首个三地上市的中国创新生物药企。科创板IPO是此次回归的上市形式，百济神州选择科创板进行IPO的原因主要以拓宽融资渠道、获得资金为主。科创板市场作为近年来在上交所成立的新板块、注册制的试点地，相比A股主板有着更强的灵活性和包容度，也拥有更优惠的政策支持。同时作为国内资本市场对创新型新兴科技企业上市支持力度最大的板块，百济神州进入A股的首选路径只能是科创板IPO。科创板对于上市条件、涨跌幅设置等方面相较于主板有较大的区别，是更加专业化的证券交易通道，对百济神州这样的未盈利创新型企业有着天然的适配，也大大拓宽了科技创新型企业的在A股的融资渠道。百济神州在科创板IPO的路径适合符合科创板上市要求的新兴与科创企业且需要大量资金融通的企业；此外，科创板IPO对于百济神州的品牌与口碑传播也有积极影响，更有利于制定和调整公司的长期战略发展目标；科创板IPO还能够更准确的衡量百济神州的价值，有利于股东的权益增值。

## 5.4 百济神州回归效果分析

### 5.4.1 融资效果分析

百济神州两次上市均有新发股份进行融资，百济神州在美股、港股上市时也多次融资。诸如，2016年2月百济神州首次发行美国存托股份并在纳斯达克交易所上市时，融资规模净额为1.66亿美元，2016年11月-2018年1月，百济神州还通过公开增发美国存托股份等方式进行了4次融资。

表 5.4 百济神州融资规模表

	时间	类别	投资方	融资规模（亿美元）
一级市场	2011.11	创投资金	\	0.2
	2014.11	A 轮	高瓴	0.75
			中信产业基金	
	2015.4	B 轮	高瓴	0.97
集成富达投资等				
二级市场	2016.2	美股 IPO	公开发行	1.47
	2016.11	定向增发	\	2.12
	2017.7	战略融资	新基	1.5
	2017.8	定向增发	\	1.89
			摩根士丹利	
	2018.1	定向增发	高盛集团、科恩	8
			Leerink Partners	
			高瓴	
	2018.7	定向增发	汇侨资本	\
			PSG、Baker Bros	
	2018.8	港股 IPO	公开发行	9.03
	2019.11	战略融资	安进	27.8
高瓴、安进				
2020.7	定向增发	Baker Brothers	20.8	
		Advisors LLC		
2020.9	战略融资	凯得	1.95	
2021.12	科创板 IPO	公开发行	30.8	

资料来源：百济神州公告、研究报告整理

百济神州除了三次 IPO 公开发售股票外，还有多次定向增发，成立十余年来融资规模超过 700 亿人民币。其中，两次回归就带来了近 300 亿人民币的融资增量。

2018年8月百济神州在港交所发行上市时，融资规模净额达8.7亿美元。2021年12月在科创板公开发售时，募集资金总额221.60亿元人民币。具体如表5.5所示：

表 5.5 百济神州两次上市融资对比表

	香港双重主要上市	科创板 IPO
时间	2018年8月8日	2021年12月15日
首发价	108港元/股	192.60元/股
发行规模	6560万普通股	1.15亿股普通股
融资规模（发行额）	62亿港元至73亿港元之间	221.60亿元人民币

资料来源：根据百济神州招股书整理

第一阶段，在香港双重主要上市。香港公开发售于7月30日至8月2日进行，百济神州（06160.HK）此次基础发行规模为6560万普通股（包括香港发售590.4万股及国际发售5969.6万股股份），占经扩大股本的8.55%，绿鞋股份比例为15%；基础发行额在62亿港元至73亿港元之间（相当于7.9亿美元至9.3亿美元）。此次在香港上市为百济神州带来了70亿左右的融资额，成为百济神州在亚洲地区的发展的资金支持来源。其融资一定程度上达到了：第一，为百济神州中国地区研发中心的建设提供资金；第二，为百济神州的合作代理提供资金支持与宣发，以香港上市为契机，拓宽了与亚洲药企的合作机会；第三，提供一定的现金流支持。此次香港上市的融资效果主要体现在亚洲市场的回归与股本的扩大上。

第二阶段，在科创板IPO。据招股书公开内容显示，百济神州此次科创板IPO吸引了多家知名机构参与战略配售。百济神州发行价为192.60元/股。此次在科创板上市发行股份总数为普通股1.15亿股，募集资金总额221.60亿元。Wind数据显示，在科创板上市的企业中，中芯国际以532.3亿元位列科创板之首，百济神州以超200亿元的首发募集资金位列科创板融资额的第二位。百济神州本次融资的主要投向包括：第一，用于继续推进百济神州的研发项目和药物候选物的临床实验；第二，用于支持在中国的研发中心和生产基地的建设；第三，用于扩大国内销售网络以及用于补充流动资金。

## 5.4.2 市场绩效分析

基于短期的市场绩效分析,本文采用事件研究法,利用 CAR 模型对百济神州上市后的短期市场表现进行评价,从而确定上市后的绩效。所谓事件研究法,就是在市场有效的假设前提下,由某一事件引起的并造成事件发生前后股价变化,依据股票收益率的变化可量化此事件带来的影响。事件研究法的步骤主要包括事件的确定、事件窗口期的选择、预期收益率的选取以及超额收益率的计算。

首先是事件以及窗口期的选择。选取事件即百济神州于 2018 年 8 月 8 日在香港上市这一事件,事件窗口期的选取为上市后的 20 个交易日,为了保证对事件影响量化的准确性,剔除了上市当日及次日股价收益率出现非常规波动的情况,最后窗口期确定为 2018 年 8 月 10 日至 2018 年 9 月 6 日。

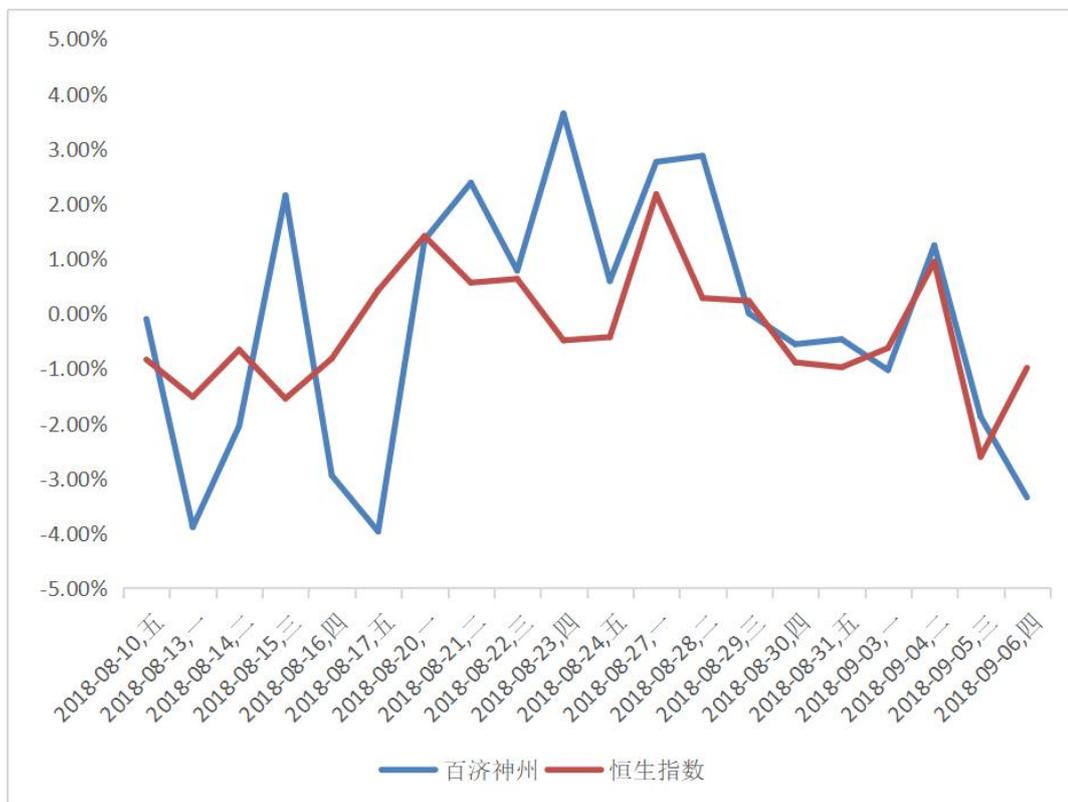


图 5.2 百济神州与恒生指数在窗口期的走势图

其次是预期收益率的选取。由于百济神州在香港上市为双重主要上市,属于在香港重新 IPO 进行流通股发行,因此在上市前没有在香港股市的流通股股价等历史数据,故在 CAR 模型中选择市场调整法计算百济神州上市后的正常收益率。在市场调整法中,假设了该公司在事件窗口期内每一天的预期收益率,换句话说,

正常收益率就是市场收益率。

对于市场收益率的选取，由于百济神州是在香港市场上市，在香港市场上，恒生指数是以香港股票市场中的 50 家上市股票为成份股样本，以其发行量为权数的加权平均股价指数，是反映香港股市价幅动趋势最有影响的一种股价指数。以恒生指数作为基准的市场收益率更能综合反应香港市场的股价水平，本文选取恒生指数为市场收益率。

最后是超额收益率的计算。在 CAR 模型中，相关公式如下：

$$CAR_{it} = \sum_{t_1}^{t_0} AR_{it} \quad (5-1)$$

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (5-2)$$

其中：

$CAR_{it}$ ——在 t 日的累计超额收益率

$AR_{it}$ ——在 t 日的超额收益率

$R_{it}$ ——百济神州在 t 日的股价收益率

$R_{mt}$ ——恒生指数在 t 日的日收益率

依据公式对相关数据进行计算，得出超额收益率后，对事件日内的超额收益率进行汇总加和便得到了事件期内的累计超额收益率，累计超额收益率为正表示是市场反应为正向，即上市对股价的超额收益起到了促进作用。

相关数据来自于同花顺财经，对数据进行整理计算，如表 5.6 所示：

表 5.6 百济神州香港上市的累计超额收益率

日期	$R_{it}$	$R_{mt}$	$AR_{it}$	$CAR_{it}$
2018-08-10	-0.10%	-0.84%	0.74%	0.74%
2018-08-13	-3.89%	-1.52%	-2.37%	-1.63%
2018-08-14	-2.05%	-0.66%	-1.39%	-3.02%
2018-08-15	2.15%	-1.55%	3.70%	0.68%
2018-08-16	-2.95%	-0.82%	-2.13%	-1.45%
2018-08-17	-3.97%	0.42%	-4.39%	-5.84%
2018-08-20	1.34%	1.41%	-0.07%	-5.91%
2018-08-21	2.38%	0.56%	1.82%	-4.09%
2018-08-22	0.78%	0.63%	0.15%	-3.94%
2018-08-23	3.64%	-0.49%	4.13%	0.19%
2018-08-24	0.59%	-0.43%	1.02%	1.21%
2018-08-27	2.76%	2.17%	0.59%	1.80%
2018-08-28	2.87%	0.28%	2.59%	4.39%
2018-08-29	0.00%	0.23%	-0.23%	4.16%
2018-08-30	-0.56%	-0.89%	0.33%	4.49%
2018-08-31	-0.47%	-0.98%	0.51%	5.00%
2018-09-03	-1.03%	-0.63%	-0.40%	4.60%
2018-09-04	1.24%	0.94%	0.30%	4.90%
2018-09-05	-1.88%	-2.61%	0.73%	5.63%
2018-09-06	-3.35%	-0.99%	-2.36%	3.27%

可以看到，百济神州上市港交所后的短期时间内，港股市场表现较为平稳甚至偏弱，百济神州在窗口期内取得正向超额收益的天数为 12 天，占比超过事件窗口期内天数的 50%，表明市场反应在窗口期内大多数时间为正向的反馈。在窗口期内最终累计超额收益率为正也表明市场反应为正向，即取得了相较于市场收益率的超额收益率，获得了不错的市场绩效表现。

对百济神州香港上市的超额收益率以及累计超额收益率的计算结果进行线性表述，绘制如下：

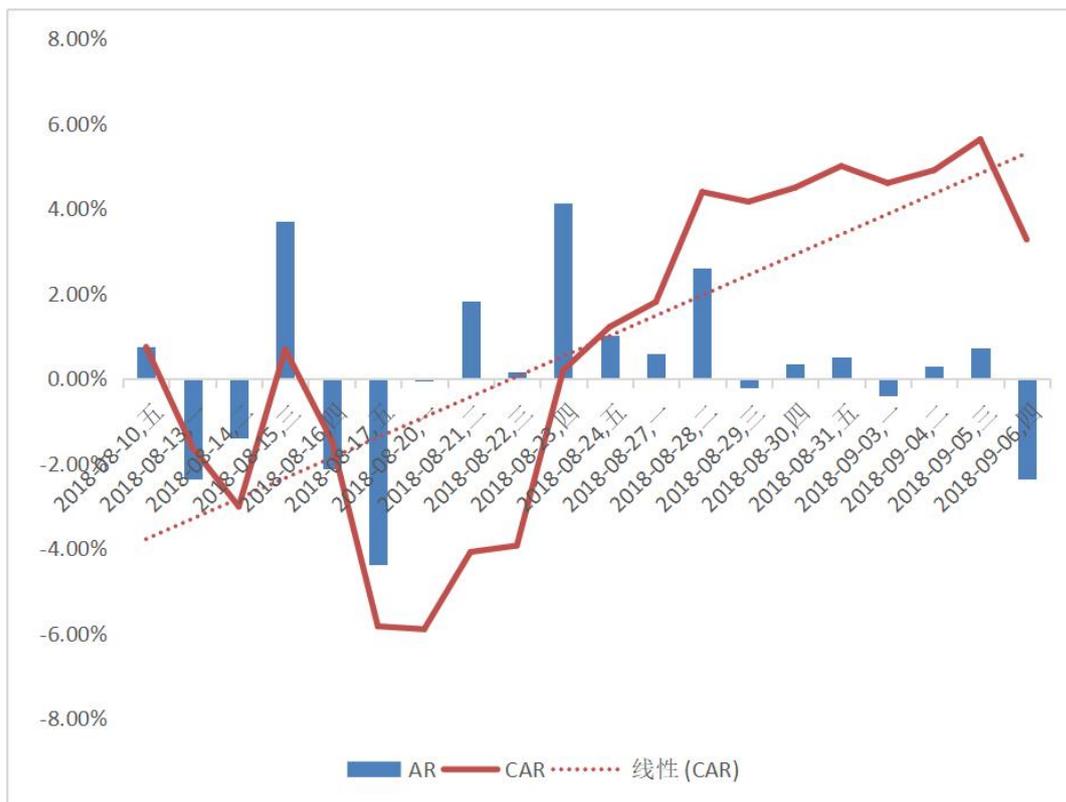


图 5.3 百济神州香港上市后的超额收益率和累计超额收益率

在上市一周左右的时间范围上，百济神州的累计超额收益率（CAR）出现较大波动甚至呈现下滑状态，可能是由于市场对创新型企业尚未盈利的担忧，但是在后续走势上迅速恢复上扬状态，表明市场和投资者对百济神州的未来收益预期看好。整体来看，百济神州在香港上市短期内取得了较为平缓的超额收益增量，最终的累计超额收益为正，表明百济神州在香港的上市取得了积极的市场反馈。故可得出结论：百济神州在香港上市取得了正向的市场绩效。

同理，对百济神州科创板 IPO 进行市场绩效分析。特别说明的是，由于科创板是上海证券交易所下的新板块，主要上市企业为创新企业，定位于美股纳斯达克相似，百济神州又在纳斯达克市场与科创板市场同时上市，故本文选取更为成熟的纳斯达克市场代替科创板市场进行事件研究。首次，纳斯达克市场相比较科创板不仅是相似定位的市场而且是更为成熟的市场，其资金配置能力更具合理性；其次，百济神州同时上市纳斯达克与科创板，虽然两地市场表现相对独立，但是作为百济神州一大动作——科创板 IPO，美股市场一定会给出相应的市场预期，从而影响股价收益。如此一来，针对科创板 IPO 应用 CAR 模型中预期收益率将选取纳斯达克指数，窗口期选择剔除上市当日后的 25 个交易日。对数据进行

整理计算，如表 5.7 所示：

表 5.7 百济神州科创板 IPO 的累计超额收益率

日期	$R_{it}$	$R_{mt}$	$AR_{it}$	$CAR_{it}$
2021-12-16	9.85%	0.80%	9.05%	9.05%
2021-12-17	0.25%	-1.27%	1.52%	10.57%
2021-12-20	0.03%	-1.28%	1.31%	11.88%
2021-12-21	0.53%	1.88%	-1.35%	10.53%
2021-12-22	-0.50%	0.97%	-1.47%	9.06%
2021-12-23	-1.92%	0.60%	-2.52%	6.54%
2021-12-27	-1.32%	1.73%	-3.05%	3.49%
2021-12-28	2.10%	0.36%	1.74%	5.23%
2021-12-29	-3.62%	0.11%	-3.73%	1.50%
2021-12-30	4.81%	-0.41%	5.22%	6.72%
2021-12-31	-0.91%	0.43%	-1.34%	5.38%
2022-01-03	-0.51%	-3.60%	3.09%	8.47%
2022-01-04	-8.66%	-2.50%	-6.16%	2.31%
2022-01-05	-10.01%	-1.20%	-8.81%	-6.50%
2022-01-06	1.70%	0.23%	1.47%	-5.03%
2022-01-07	1.85%	-1.00%	2.85%	-2.18%
2022-01-10	4.20%	-2.27%	6.47%	4.29%
2022-01-11	1.04%	1.82%	-0.78%	3.51%
2022-01-12	3.33%	0.35%	2.98%	6.49%
2022-01-13	-5.41%	-3.12%	-2.29%	4.20%
2022-01-14	1.04%	-0.58%	1.62%	5.82%
2022-01-18	0.41%	-1.27%	1.68%	7.50%
2022-01-19	-1.16%	-1.45%	0.29%	7.79%
2022-01-20	6.13%	-0.63%	6.76%	14.55%
2022-01-21	0.03%	-1.69%	1.72%	16.27%

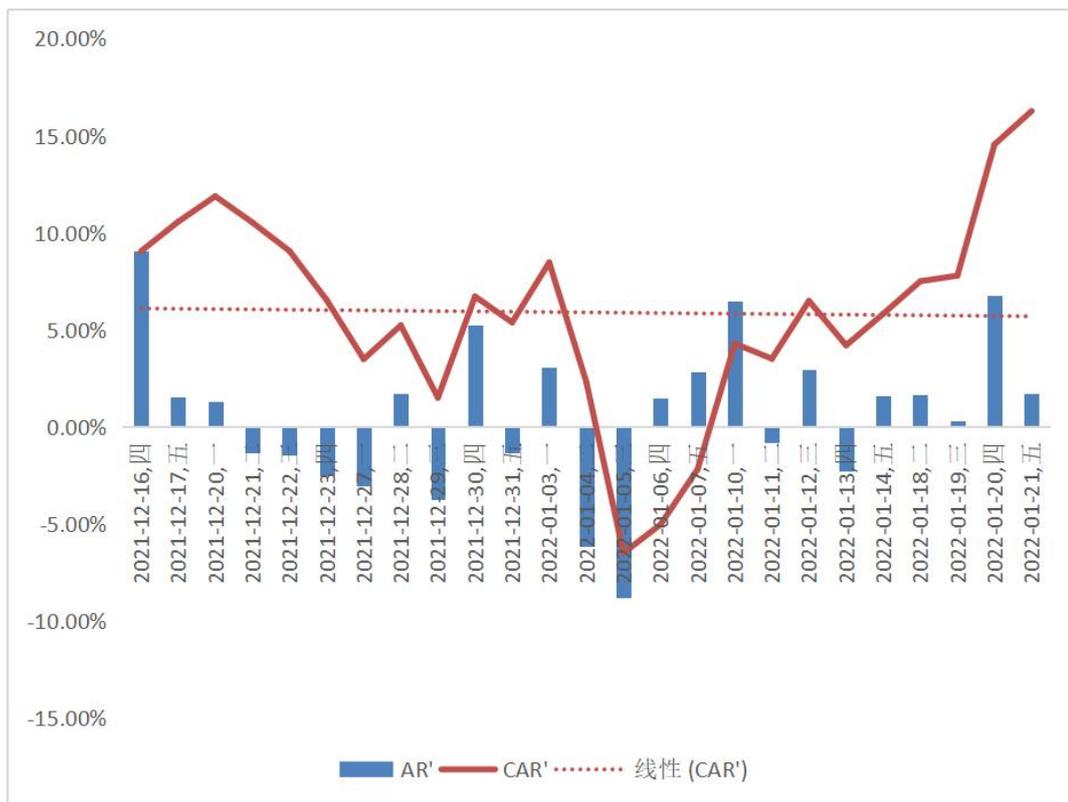


图 5.4 百济神州科创板 IPO 的超额收益率和累计超额收益率

可以看到，百济神州在科创板 IPO 后，美股市场立即给出正向反馈，在上市首周累计超额收益率均超过 5%；两周左右出现超额收益下降至负值的情况，应该是市场对前期股价增长的调整，而随后便出现稳步攀升，可见市场预期正向且趋于稳定。整体来看，百济神州上市后的累计超额收益率呈现稳定增长状态，窗口期内最终收益率超过 15%，处于较高位置，表明市场信心十足，因此认为百济神州在科创板 IPO 取得了积极的市场反馈。

市场绩效是衡量企业在某一方面是否达到正收益的价值判断，百济神州两次回归上市均取得正向的超额收益率，表明百济神州的上市为市场带来积极的可持续收益的信号，从而为中概股企业在回归路径的选择上提供了可靠的历史经验，对于相关产业下的相似中概股企业的回归具有较高的参考价值。

### 5.4.3 财务状况分析

本文将从每股盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力四个方面，选取相应指标，对百济神州的回归前后的财务状况进行分析，从而分析回归是否促进百济神州财务状况的改善。

本文选取净资产收益率和毛利率这两个指标对百济神州的盈利能力进行分析，特别说明的是，百济神州作为成立仅十二年（截至 2022 年底）的创新型生物药企，由于新药研发、生产、商业化过程投资大、周期长、风险高，百济神州在药物早期发现、临床前研究、临床开发、监管审查、生产、商业化推广等多个环节持续投入，导致在报告期内持续亏损，目前处于尚未盈利的状态，因此本文选取毛利率作为盈利能力的衡量，避免出现净利润为负值的情况。相关数据如表 5.8 所示：

表 5.8 百济神州的毛利率和净资产收益率

	毛利率	净资产收益率
2022	78.96	-34.84
2021	1.81	-27.95
2020	77.12	-66.1
2019	83.38	-70.23
2018	85.52	-55.94
2017	98.05	-18.83

数据来源：根据百济神州年报和半年报整理计算

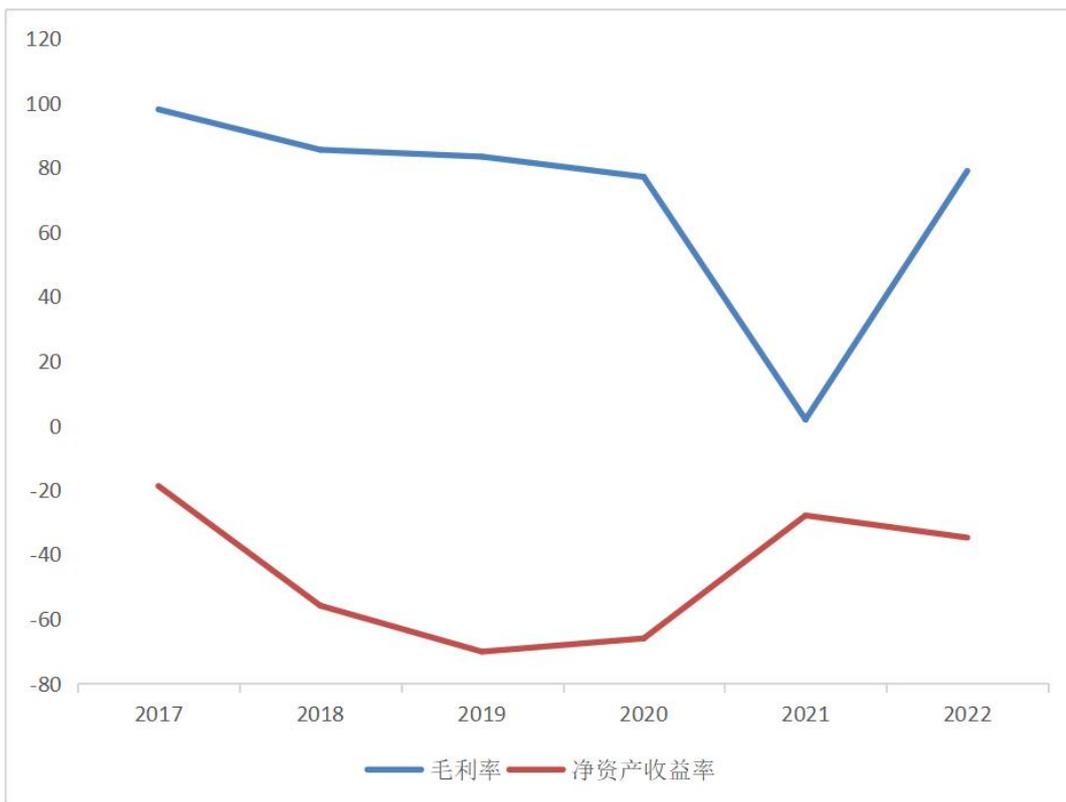


图 5.5 百济神州的毛利率和净资产收益率

可以看到，百济神州上市对于盈利指标的改善并不明显，在香港上市后，出现了净资产收益回升的“U”型曲线，表明净资产收益有所改善。在科创板 IPO 后，毛利率出现大幅反弹，表明科创板 IPO 带来了明显的毛利提升，净利润可能是由于研发投入继续加大导致没有明显提升。

偿债能力是评价公司偿还到期债务的承受能力或保证程度。本文选取资产负债率和流动比率作为衡量指标。

表 5.9 百济神州的资产负债率和流动比率

	资产负债率	流动比率
2022	28.13	4.54
2021	27.79	4.76
2020	30.92	4.61
2019	39.32	3.78
2018	22.05	7.89
2017	34.06	6.2

数据来源：根据百济神州年报和半年报整理计算

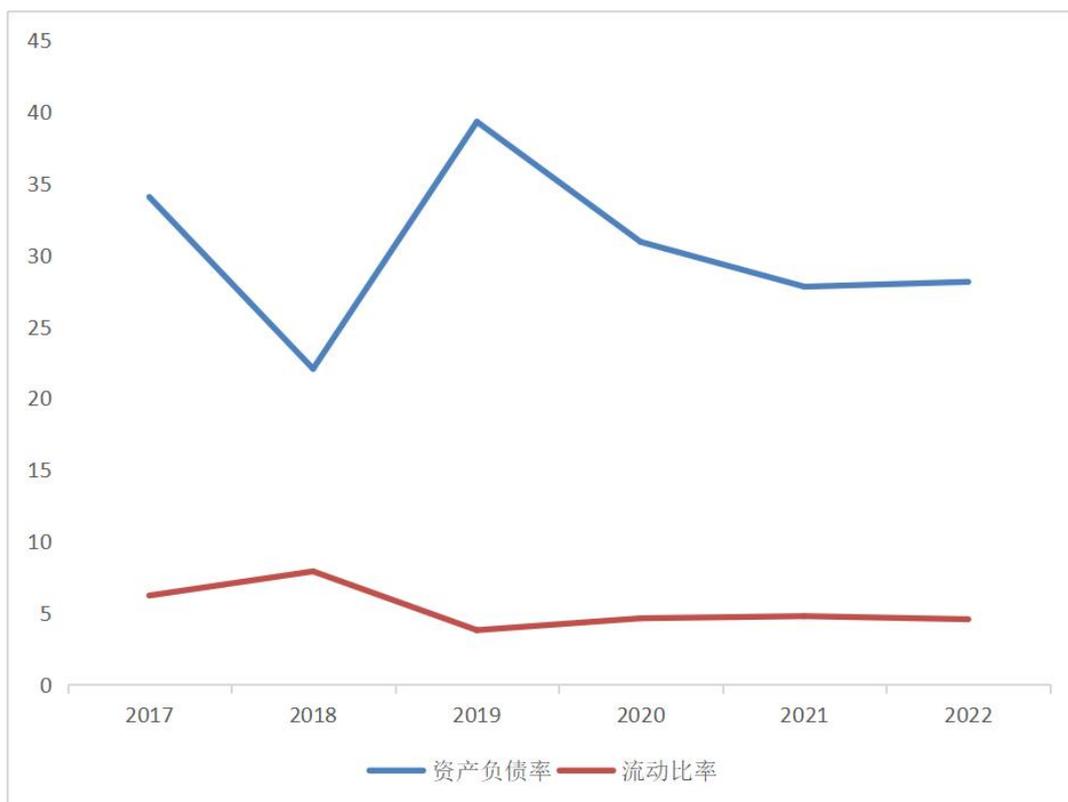


图 5.6 百济神州的资产负债率和流动比率

可以看出，百济神州近年的流动比率一直处于数值较高水平，一般认为流动比率大于2即为拥有不错的短期内偿债能力，近年百济神州的流动比率在4以上，可见其有着相当优秀的短期偿债能力，当然这也与百济神州重视研发的企业态度有关，其自有资金大部分都会投入到药物的研发与临床试验之中。其；流动资金来自于市场融资的比例也相对较高，较好的市场交易量与换手率也为百济神州的流动资金提供了补充。

资产负债率相较其他一般企业偏低，但是属于创新型企业的资产负债率范围内，创新型企业的资金来源更多来自资本市场的融资，即接收来自投资者的投资，这部分资金并不属于对外债务，这也与新技术型企业外债较少的行业特点相关，总体来看，百济神州的偿债指标均处于正常水平，不论短期还是长期来看，百济神州的偿债能力良好。

营运能力指企业运用各项资产来赚取利润的能力，营运能力主要体现在周转率上，企业各项资产负债的周转期决定着企业的营运能力。本文采用的分析指标有应收账款周转率和总资产周转率。

表 5.10 百济神州的总资产周转率和应收账款周转率单位：次

	总资产周转率	应收账款周转率
2022	0.08	1.99
2021	0.17	4.37
2020	0.09	4.77
2019	0.22	7.58
2018	0.12	5.47
2017	-	-

数据来源：根据百济神州年报和半年报整理计算

由表可知，百济神州的总资产周转率处于较低水平；应收账款周转率维持在一个正常水准，可以看到在 2018 年香港上市之后，当年的应收账款周转率出现上涨情况，因为上市预期达到客户激励作用，使得账款回收加快，表明上市取得较好反馈。百济神州的相关周转率指标的表面数据一直不太好看，究其原因，百济神州定位于抗癌药的研发与肿瘤的免疫治疗，主要依靠大量研发投入，其药品并不是走量的药物，目前处于尚未盈利的状态，对于此类创新型生物药企，还是要看其未来的发展能力。

本文选取营业总收入作为成长能力的衡量指标。

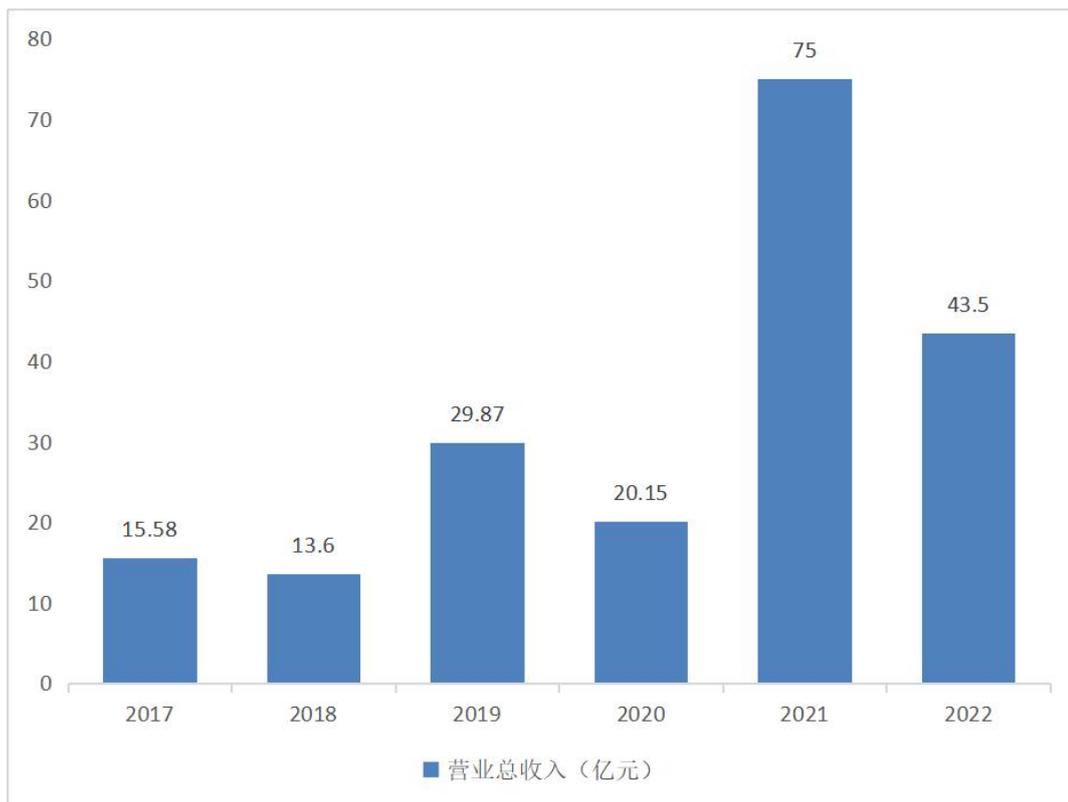


图 5.7 百济神州的营业总收入

可以看出，百济神州的营业收入处于上升趋势，预计 2022 年营业收入将超过 2021 年，继续保持增长态势。2018 年香港上市后，百济神州在第二年便实现营业收入的翻番，由 2018 的 13.6 亿元增长至 2019 年的 29.87 亿元，表明上市对发展的正向促进作用。可以预期，2021 年的科创板上市对百济神州也具有正向的促进作用。因此，两次回归上市均提升了百济神州的发展能力。

综上所述，百济神州两次回归对其自身的盈利能力有所促进；偿债能力一直处于良好状态，回归上市对其偿债能力指标的促进不明显；未能改善营运能力相关指标，原因在于研发投入和销售网络的扩大的影响已经超过上市对其自身的促进作用；两次回归上市，特别是回归科创板市场，对其发展能力的提升明显。

## 6 研究结论与建议

### 6.1 研究结论

#### 6.1.1 中概股企业的回归动因更加倾向于自身长期战略发展需要

本文通过对百济神州回归的案例分析,认为百济神州回归 A 股市场的主要内部原因是融资需要和企业长期战略发展的需要。作为主要市场在中国并且多个研发基地在中国的生物药企,百济神州一直以来也将自身的未来发展与中国深深挂钩。此番回归 A 股科创板不仅是因为科创板对创新型企业的巨大吸引力,也是与其未来发展战略最契合的一条道路。中概股企业在境外市场受限于国际局势、人文差异、经济环境等多个方面的影响,早期出走是因为寻求融资,那么如今回归便是符合未来长期的战略发展的决定。中概股回归的动因从来不是单一定向的,而是与全球资本市场的发展动向密切相关,随着海内外资本市场效率差距逐渐缩小,中概股企业以及中概股回归的决策选择在现阶段更加倾向于关注自身的长期战略发展。

中国市场正在迅速完成市场的国际化进程,正在提高监管的有效性,因此,不论是从中国资本市场积极的国际化进程还是中概股企业自身的发展需要上来看,中概股企业回归 A 股是符合自身长期战略发展需要的。

#### 6.1.2 多地上市模式或成为中概股企业的回归路径首选

百济神州的回归并没有从海外市场私有化退市,依然保留海外上市主体身份,而是选择三地同时上市的模式,这也是越来越多中概股企业的回归趋势,即选择多地上市的模式进行回归,相关回归路径也受到热捧,诸如二次上市、发行 CDR 以及双重主要上市等路径已经取代早期中概股海外私有化退市后再寻找板块上市的传统模式。究其原因,一方面是海外私有化退市的风险因素多且时间成本巨大,海外退市不仅要遵守海外市场的退市规章,并且退市至再上市期间的时空空缺造成资金短缺的风险也大;另一方面是由于国内资本市场新规出台、改革深化,已经能够允许未盈利企业或是特殊股权企业通过港股市场或 A 股科创板以

及创业板进行上市，对于部分中概股企业上市的限制条件已经不复存在，成熟的本土资本市场自然更受青睐。

不论是从国内资本市场日趋成熟的角度还是中概股企业自身资金配置效率的角度来看，多地上市都是最符合中概股企业的回归模式，并且已经成为当下中概股回归的首要选择。

## 6.2 建议

### 6.2.1 基于回归动因的建议

第一，深化注册制改革和加速资本市场的国际化进程，拓宽中概股回归的路径选择。境内外的证券市场都是为企业发展提供资金的场所，市场本身应该坚持优化资金配置的基础功能，随着中国资本市场国际化进程的展开，越来越多的国际投资者尤其是长线投资者可以参与到中国的资本市场中来，这对国内资本市场的长久发展是有极大促进作用的，也能够为中概股的回归提供良好的海内外市场环境。过去国际资金进来的渠道非常有限，而现在资金来源却很丰富。国际资本市场的互联互通，诸如港股通、存托凭证等方式将加速推进我国资本市场国际化。更多国际市场的互联互通也为中概股企业回归国内市场提供了更多更优质的承接方式。

第二，加强对资本市场的监管，促进资本市场的规范化运行，更好的承接中概股的回归需求。中概股企业早年出海上市无非就是看中海外资本市场的规范性，从而资本配置的效率相较于国内更高，如今回归也是基于国内资本市场的日益成熟与规范化，国内的资本市场一直在改革与创新中前行，在资本市场深化改革与全面创新的大环境下，监管始终是保证资本市场公平有效的不二法则，资本市场的规范化运行不可以离开合理的监管。成熟的资本市场必须有独立有效的监管体系，严格且公正的监管体系才能够创造出良好的投融资环境，从而促进国内资本市场有序发展与规范化运行，更为规范化的资本市场就能更好的承接住中概股企业日益强劲的回归需求，为中国企业的上市与回归提供支持。

## 6.2.2 基于回归路径的建议

第一，中概股回归的多元路径已经打通，企业可主动回归寻求增长机会。早期中概股企业的回归大多是因为外部原因的推动，像是海外监管的针对、市值的低估等原因而被迫回归，可选路径也比较少，现今不论是国内资本市场的环境因素还是估值环境都已经达到成熟资本市场的状态，中概股企业应该放眼于未来，主动谋求自身的更好发展，主动回归国内资本市场，积极把握住国内资本市场转型机制下的机遇。

第二，拟回归的中概股企业应该从战略发展、相关政策、风险防范等多方面综合考量，做出最适合企业的回归路径选择。中概股的回归不仅仅是资本市场的转换，也是企业发展的关键决定。不论是回归 A 股还是港股，都要遵从企业的长期战略发展目标，并结合资本市场的相关政策，充分考虑外部环境，选择回归路径，“A+H”股或可开启中概股回归新模式。同时，中概股企业更加要注意资本市场的风险因素，注册制的全面推行以及监管新规的施行都是机遇与风险并存的，中概股企业要从外部和内部两方面作出综合考量，确定回归路径的选择。

## 参考文献

- [1]Carl A Williams.Endeavour Mining eyes dual listing after Semafo acquisition [J].The Northern Miner,2020,8(106).
- [2]Chen YM, Huang YS,Wang DK,etal.Going private transactions by US-Listed China-s companies:What drives the premiums paid[J].International Review of Economics&Finance,2014,32:79-91.
- [3]Hong Li.Dataofpre-IPOorlistingfirmcharacteristicsandpost-listingstockreturnsofChineselistedfirms[J].Data in Brief,2020,29.
- [4]Hong Li.Direct overseas listing versus cross-listing:A multi-valued treatment effects analysis of Chinese listed firms[J].International Review of Financial Analysis,2019,66.
- [5]Li Li Wang.Overseas Listing Location and Cost of Capital:Evidence from Chinese Firms Listed in Chinese Hong Kong,Singapore,and the United States[J].Emerging Markets Finance and Trade,2019,55(2).
- [6]Renneboog L,Simons T,Wright M.Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors,incentive realignment and under-valuation [J].Journal of Corporate Finance,2007,13(04):591-628.
- [7]巴曙松,方云龙,柴宏蕊.资本市场双向开放下的中概股回归:动因、影响与应对[J].清华金融评论,2021(09):27-29.
- [8]曹萌.中概股“回家”[J].法人,2020(06):55-57.
- [9]曾慧兰,徐佳欣,常媛.不同路径回归的中概股企业经济效果对比分析[J].市场周刊,2022,35(01):109-111.
- [10]曾慧兰,徐佳欣.中概股企业退市与回归特征分析[J].全国流通经济,2021(26):125-127.
- [11]陈坤,鲁强,张远.市场时机、跨境上市与中概股回归——以三六零为例[J].财会通讯,2020(16):94-97+102.
- [12]陈旭.私募股权基金参与中概股回归国内资本市场研究——AA集团的案例分析[J].中国产经,2020(06):166-167.
- [13]程实,王宇哲.中概股回归的币种选择[J].新理财,2021(05):17-18.
- [14]董登新.2020年是中概股回归元年[J].商业观察,2020(12):16-19.

- [15]付志能, 苏莉. 中概股回归路径及选择[J]. 清华金融评论, 2022(01):78-80.
- [16]高水平开放下的中概股出海与回归[J]. 中国外汇, 2022(12):6-7.
- [17]高子璇, 周密, 朱相雪. 中概股回归 A 股动因与对策分析——以中芯国际为例[J]. 农村经济与科技, 2021, 32(10):122-124.
- [18]黄诚. 中概股回归中国资本市场问题探析[J]. 现代商业, 2021(30):133-135.
- [19]贾倩仪. 中概股回归动因及回归方式探析[J]. 市场周刊, 2020, 33(09):154-156.
- [20]兰盈, 刘旭. 中概股退市风险与回归路径探析[J]. 中国外汇, 2022(12):26-27.
- [21]雷俏婷. 药明康德回归国内资本市场的路径及效果研究[J]. 营销界, 2021(08):41-42.
- [22]李博, 杜坤伦. 中概股市场回归的影响[J]. 中国金融, 2021(12):58-59.
- [23]李瑾. 在美中概股回归潮的原因及回归路径分析[J]. 国际金融, 2020(11):56-68.
- [24]刘向东. 企业境外上市监管与中概股回归[J]. 中国金融, 2022(04):49-51.
- [25]刘泽浩. 全球科技股为王 大国竞争中概股回归[J]. 股市动态分析, 2020(12):29-30.
- [26]苏莉, 付志能. 新形势下中概股的破局之路[J]. 国际金融, 2022(03):60-65.
- [27]孙艺文. 基于 CDR 的中概股回归 A 股市场路径研究[J]. 上海商业, 2020(06):60-62.
- [28]谭小芬, 刘美辰. 中概股回归潮见证我国资本市场日臻完善[J]. 中国外汇, 2021(08):22-24.
- [29]唐昌宇, 刘婧, 吕秋实. 厘清中概股回归的股权激励税务处理[J]. 中国外汇, 2020(18):28-30.
- [30]王涛. 中概股私有化浪潮中的关键因素和潜在风险[J]. 中外管理, 2020(08):28-29.
- [31]王维维. 基于 CDR 的中概股回归路径研究[J]. 合作经济与科技, 2021(21):53-55.
- [32]熊瑾, 邹利萍. 中概股回归 A 股市场问题研究的文献综述[J]. 广西质量监督

导报, 2021(04):194-195.

[33]余丽霞, 杨丹. 我国中概股回归的路径及影响研究——以中芯国际为例[J]. 晋城职业技术学院学报, 2022, 15(02):47-53.

[34]张丽娅. 中概股回归国内资本市场路径及效果研究——以药明康德“一拆三”回归为例[J]. 现代营销(下旬刊), 2020(07):10-11.

[35]张晓镨, 赵自强. 中概股第二次回归原因及其影响研究[J]. 上海立信会计金融学院学报, 2020, 32(04):60-71.

[36]赵爱玲. 中概股回归是昙花一现还是长期趋势? [J]. 中国对外贸易, 2020(07):36-37.

[37]赵燕菁, 宋涛. 中概股回归与中国资本市场再造[J]. 经济资料译丛, 2022(01):8-17.

[38]周冰, 黄雪卉, 雷嘉美. 中概股回归路上银行融资的道与术[J]. 中国外汇, 2020(17):60-61.

[39]周茂华. 中概股回归之路[J]. 金融博览(财富), 2020(07):20-21.

## 致 谢

光阴似箭，日月如梭，三年的硕士研究生求学即将结束。回想期间的学习和生活，面对培育我的导师、我的母校，陪伴我的同门、同学……心中只有感谢。