

揭開「IPO 首年就虧損」之謎

11-06-2025



筆者近年一直從事與新股上市（IPO）相關的工作，因此特別關注剛完成 IPO 的香港上市公司刊發的首份年報，也想借此機會將一些個人觀察所得與各位讀者分享。

各位有關注上市公司 IPO 後首份年報的讀者可能都會發現一個奇怪現象，就是不少上市公司在 IPO 之後的首個財年均出現虧損。這個現象與一般人對 IPO 的認知（只有盈利的公司才能上市）有所出入，甚至質疑公司經過監管機構嚴格審批為何業績仍然大為走樣。然而出現虧損並不一定代表上市後業績「走樣」，因為其中一個導致虧損的原因是公司在上市前融資過程中簽訂的對賭協議所產生的虧損。

各位可能會問為什麼對賭協議會導致上市公司在 IPO 後的首份年報出現虧損。這是由於對賭協議的條款一般會約定公司如未能在限定時間內上市，投資方有權要求公司或其大股東按約定價格贖回股票，從而構成公司對投資方的負債。由於該負債一般以公允值計量且變動計入損益，與公允值掛鉤亦意

味著當公司越接近上市成功估值越高，對賭協議對公司盈利的負面影響亦越大。如果公司上市時的估值較之前一個財務報表日為高，則公司很可能會因對賭協議導致在 IPO 後的首份年報出現虧損。當然，這些虧損對於公司來說既非與其主營業務相關，亦不是其實際上需要向投資方支付的現金支出，某程度上只屬於「帳面上」的虧損，實質意義不大。

上市公司高級管理人員（高管）的薪酬福利是另一個經常引起財務報表使用者關注的事項，但年報上反映的相關薪酬福利不一定是「事實的全部」，因為當中一般會包含股權激勵部分。對於擬上市企業來說，股權激勵計劃非常普遍，因為這些計劃既可通過認股權作為留住優秀人才的誘因，同時這些認股權由於無需通過現金支付亦可以減輕公司在財務方面的壓力。要注意的是股權激勵計劃在財報上反映的高管薪酬金額往往會與其實際上收到的金額存在差異，因為財務報表上反映的金額是按照公司授予高管認股權時的公允價值計量，相反高管實際上收到的報酬一般是與公司上市後的股價掛鉤，兩者關係不大。如果公司上市後股價低於行權價，則財務報表上反映的相關薪酬福利對於高管來說只是「紙上富貴」。

值得一提的是公司因對賭協議產生的虧損以及股權激勵產生的支出在會計的角度有一個共通點，就是兩者均不涉及現金支出，而且都牽涉到會計估計和判斷，因此公司在申請上市時提交的盈利預測對相關金額的估計往往會與實際情況有所出入，而香港聯交所亦經常會對兩者之間的差異提出質疑，要求上市公司提供合理的解釋。

讀懂上市公司年報對投資者可謂至關重要。上市公司年報中值得投資者關注的地方還有很多，本文受篇幅所限不能盡錄，筆者希望本文能起拋磚引玉之用，幫助各位讀者舉一反三，作出更英明的投資決定。



鄧浩然 (Mike Tang), CFA 是香港執業會計師、中國註冊會計師和特許金融分析師，自香港大學一級榮譽畢業後曾於中國內地和香港從事審計工作，現為畢馬威會計師事務所合夥人。

鄧先生的專業領域包括審計、會計諮詢和資本市場交易，尤其擅長 IPO，並經常撰寫署名文章分享相關經驗。鄧先生的專業知識廣受業界認可，是香港青年會計師發展交流協會的理事，亦曾擔任香港科技大學和城市大學的客席講師。

關於「CFA 聯盟」

「CFA 聯盟」是由《CFA 指揮室》過往逾十年以來的節目嘉賓組成。《CFA 指揮室》是由香港特許金融分析師學會 (CFA Society Hong Kong) 與新城財經台共同策劃的投資者教育計劃，通過訪問金融業及商界的專業人士，提升大眾對業界和各類投資的認識。

*作者的言論純屬個人意見，並不代表本會立場。內容只供參考及作教育用途，並非投資意見，亦非對任何產品或服務的建議、認許或推介。



文章由 香港特許金融分析師學會 CFA Society Hong Kong 協助提供

TAGGED

CFA聯盟

IPO

鄧浩然
