

就香港交易所「有關建議設立創新板的框架諮詢文件」及「有關檢討創業板及修訂《創業板規則》及《主板規則》諮詢文件」的回應

金融發展局（「金發局」）在 2017 年 7 月 4 日會議上，就香港聯合交易所（「聯交所」）2017 年 6 月刊發的題述文件（「該兩份文件」）進行討論。除另有註明外，本回應所用詞彙與該兩份文件所用詞彙具相同涵義。

1. 概述——全盤檢視

總括而言，金發局非常支持聯交所在該兩份文件提出的整體方向。

我們在 2014 年 6 月發表第 9 號報告《定位香港為國際首選的首次公開招股中心》（「金發局 IPO 報告」），提出多項建議提升香港市場的水平。市場劃分是其中一項建議，旨在推動市場多元發展，以及消除「適合所有公司的劃一」上市制度的若干弊端。我們樂見聯交所已採取具體行動，把這項建議付諸實行。

金發局 IPO 報告也提到，全面檢視香港市場的金融和法律基礎建設是正確做法。我們認同聯交所所指，需就該兩份文件作全盤考慮，並據此擬備本回應。

2. 吸引新經濟發行人

我們同意聯交所的看法，也非常支持聯交所提出的整體方向。聯交所從實質數據得出令人信服的結論，認為有需要吸引更多類型的公司來港上市。我們也十分認同聯交所所指，應聚焦於新經濟行業。事實上，任何地方如要成為全球首屈一指的首次公開招股市場，需要提供適切環境，吸引優質的新經濟企業。日後進行首次公開招股的公司勢必以這類企業為主。

3. 通向中國及世界的門戶

在金發局 IPO 報告中，我們強調香港得天獨厚，既是中國通向世界的門戶，也是世界通向中國的門戶。我們着眼於國際市場參與者，儘管或許當中不少來自中國，但由於種種發展，尤其是新經

濟企業打破傳統的實際及地域界限，「中國企業」這標籤將會迅速淡化。

聯交所在該兩份文件中表示，過去十年，內地有逾 6 000 家公司因未能通過香港主板盈利測試或創業板現金流量測試而轉到新三板、紐約交易所或納斯達克上市，其中市值至少達 2 億港元的公司佔 1 502 家。我們認為，這正正顯示只要我們在制度內加入新的靈活元素，日後應能把握這些龐大的機遇。

4. 創業板加強規管和重新定位

我們也支持加強規管創業板的建議。香港市場要取得一直渴望的成功，質與量的提升同樣重要。近年，濫用「創業板轉往主板」的程序及上市「殼股」問題，令香港市場的聲譽和秩序受到不必要的損害。我們認同聯交所的意見，加強創業板上市要求十分重要。

我們與聯交所觀點一致，認為應提高創業板的上市資格規定、採取措施處理造殼問題，以及從根本上重新考慮創業板的長遠定位並向公眾清楚交代。我們贊成取消由創業板轉往主板上市的簡化轉板申請程序，此舉可改變把創業板作為「踏腳石」的定位，並有助遏止某些相關的不當行為。

5. 我們對建議的意見

我們明白，框架諮詢文件的原意只在說明建議創新板的輪廓，聯交所日後會根據公眾意見制訂相關細節。關於建議增設的創新板，我們提出以下範疇，望聯交所審慎考慮。

a. 創新主板

我們大致認同創新主板的概念，並相信設立新板塊讓各類投資者全面參與，同時照顧新經濟和其他各類優質潛在發行人的需要，對市場發展至為重要。

然而，在我們看來，上述板塊不一定需要是獨立的新板塊，也可以附設於主板。由於我們認為創新初板未必是需要首先推行的項目（見我們在下文第 5b 段提出的意見），隨之而來的

問題是，到底是否必須增設完全獨立於主板的創新板，才能締造合適的板塊。通過加入新的特點和層級，主板可更具靈活度，並似乎已能達到聯交所的目標。聯交所應已仔細考慮各項方案的利弊。我們也注意到個別方案的成本和效益，並會繼續跟進。

我們理解聯交所其中一個顧慮是，有必要「限制」並非完全符合主板上市資格的公司被納入恒生指數，從而確保恒生指數及追蹤該指數或與其有連繫的投資產品的穩健。然而，我們認為聯交所無須過慮。哪些股份應納入或不應納入某指數，主要由指數公司決定，監管機構不大可能作出太多干預。隨着市場不斷轉變，指數編纂公司或會調整本身的策略，而關注團體更可能會游說這些公司作出改革。聯交所這方面的顧慮不是推出獨立創新板的充分理由。

聯交所也可考慮進一步擴大新板塊，使其涵蓋範圍不僅限於因採用非傳統企業管治架構而未能符合主板規定的公司。舉例說，聯交所可修訂財務資格準則，以顧及更多尚未有盈利的公司，其中一個可行做法是在《上市規則》加入篇章，訂明該等修訂。此舉也可鼓勵聯交所和公眾在新訂《上市規則》的草擬和諮詢過程中，對相關事宜作全盤考慮。為協助投資者區分新的目標發行人和傳統發行人，聯交所可在股份代號之前或之後加上標記，或在交易系統中使用其他標示工具。

簡而言之，我們期望聯交所深入研究設立新交易平台以外的其他方案，以及探討現有架構的提升是否可以更有效地達到該兩份文件所述的目標。無論如何，我們不可讓上述問題妨礙或拖延整個改革進程。

b. 創新初板

i. 只向專業投資者開放的上市板塊

關於增設只向專業投資者開放的創新初板，我們對是否適宜在現時引入該市場板塊極有保留。

在這方面，香港市場並非沒有經驗可資借鑑。就主板而言，《上市規則》第 21 章載列投資公司發行的股本證券

的上市事宜，第 37 章載列債務證券的上市事宜。眾所周知，香港過往未能匯聚大批投資公司根據第 21 章申請上市，原因是根據第 21 章以向專業投資者作規限銷售的方式上市，須遵守相當嚴格的規定，往往令有關證券難以建立足夠的流通量。因此，我們認為不應把設立只向專業投資者開放的創新初板視作嶄新的試驗措施，事實上過去已有先例，我們應研究從中可汲取的經驗。此外，建議的創新初板上市規定較為寬鬆，市場關注在該板塊上市的公司質素，也是理所當然的。聯交所應慎重考慮，是否值得為一項香港現時並不需要的試驗措施而降低規管標準（即使這只不過是公眾的觀感而已）。

ii. 各類投資者均可參與

我們認為，建議的創新板若要吸引優質發行人，設計上必須讓發行人接觸到各類專業投資者和散戶，包括透過滬深港通投資於香港市場的投資者，聯交所在構思「容納」這些新經濟發行人的最理想方式時，應留意這點。公眾或會覺得這些新經濟發行人（特別是採用其他企業管治架構的發行人）當中，有部分風險狀況較高。然而，我們相信更為合適的風險緩減方案可以是：推行完善的投資者教育、訂立更嚴格的披露規定（例如更頻密地提交定期報告），以及採取其他可加強發行人董事問責性的措施。

若聯交所有意進一步研究為風險狀況較高的發行人增設板塊，並且只限某類投資者參與，我們建議把計劃延後，並對該市場的定位作更徹底的研究，因為在我們看來，該市場似是報價系統多於交易板。推展有關創新主板的建議，是較迫切和應優先處理的工作。

c. 「業務重心」

在金發局 IPO 報告中，我們期望《2013 年聯合政策聲明》（當時發表僅一年）會吸引更多不同國家公司來港進行第二上市，可惜由於種種原因未能實現。金發局 IPO 報告公布時，共有十家公司在香港作第二上市；在擬備本回應期間只餘下七家。就我們所見，過去三年，香港對有意作第二上市的公

司的吸引力，充其量只是維持不變，從壞方面看則是每況愈下。

我們非常贊同聯交所建議，取消有意在香港進行第二上市的公司須遵守「業務重心在中國以外」這項規定。如上文第 3 部分所述，隨着愈來愈多新經濟企業拓展全球業務，按地域劃分業務重心的概念不久便會過時。香港不應受制於這項規定，我們樂見聯交所以更廣闊的視野審視此問題。

d. 不同投票權

金發局大致支持開放市場，以容納採用非傳統企業管治架構（例如不同投票權）的公司。聯交所需在市場諮詢後擬訂相關細節。

然而，我們認為這方面的改革不應被已上市公司用以剝奪投資者的權利。投資者是基於這些公司屬「一股一票」公司而作出投資。因此，我們建議只有新的上市申請人才可獲豁免。聯交所應制訂保障措施，防止已上市公司從主板除牌後，隨即在新的市場板塊重新上市。

e. 制訂更切合新經濟需要的《上市規則》

框架諮詢文件主要討論適用於不同板塊的上市要求，但沒有提出任何建議，令《上市規則》更切合新經濟公司的需要。我們深信，聯交所應在這方面多加注意。

《上市規則》大部分篇幅及已公布的指引，在制訂時都是以傳統公司為對象，當中不少基本概念並未顧及新經濟公司的營商和保持競爭力方式。舉例說，對於現時的業務劃分方式、對母公司的依賴、競爭力、僱員獎勵及其他妨礙新經濟公司上市的事宜，聯交所很容易便可穩妥地引入增加靈活性的措施。即使是對這些範疇作出微調，尤其是加強採納披露為本原則的意願，也可以起重大作用。我們籲請聯交所與市場保持溝通、收集意見和作出適當革新。

我們要強調，上述調整不應成為主板或創業板採納新上市要求準則的先決條件。聯交所應着手推行令市場有所改善的改

革措施，而非坐視不理，只等待一個能解決所有問題的「完美方案」出現。

f. 確立名稱

我們注意到，創新初板和創新主板的名稱只屬初步建議而非定案。就此，我們向聯交所提出以下意見：

- a. 在選取名稱時，應留意名稱會被長期使用，而「創新」一詞日後無可避免地淪為過時，在使用時務須小心。
- b. 主板應是香港市場最高級別的板塊，為免發出錯誤訊息，也應重新考慮類似「主(板)」等字眼是否合適。

6. 總結：把握時機 邁步向前

我們在本回應提出若干事宜，建議聯交所再作深入探討，但這無損我們對聯交所致力促進香港市場發展的整體支持。

由於圍繞創新初板的建議仍有一些問題尚待進一步研究，我們建議聯交所先行推展其他較迫切的改革，分別是按照目前創新主板的概念設立新的市場板塊，以及對創業板重新定位和加強規管。我們認為提升香港市場刻不容緩，因此建議聯交所採取積極靈活的方式落實建議，目標是在年底前公布規管架構，待累積更多處理新經濟發行人上市申請的經驗後，發出指引信加以補充。

部分評論員表示，關注創新板會削弱主板的流動性，對市場不利。我們不太擔心創新板對流動性的影響。我們認為，目前的流動性問題主要歸因於某些現行做法，例如大量引入基礎投資者，以及扭曲價格發現流程。一如金發局 IPO 報告所述，我們應集中改革對基礎投資的規管，糾正價格發現流程中其他扭曲現象，以妥善解決流動性的問題。

改變存在風險，也會帶來機遇；同樣，每項改革皆有利弊。我們不能因此而忽略香港保持作為全球其中一個主要首次公開招股市場的聲譽和地位的迫切需要。這是當前要務，我們絕不能因擔心市場可能會被濫用，便任由市場停滯不前。事實上，我們認為加強執法，才是應對濫用市場之策。我們注意到，證監會過去數年

曾採取多次重要執法行動，成績斐然，有助鞏固香港市場監管完善的美譽。有鑑於此，我們認為任由可能出現濫用的憂慮窒礙市場發展，有損無益。我們深信，證監會與聯交所定會通力合作，在市場發展與監管之間取得適當平衡。

現在是為香港市場注入新動力的適當時機。聯交所正朝着正確的方向邁進，實在令人鼓舞。

金融發展局
2017年8月