



香港證券業協會  
HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



敬啟者：

本協會已就《GEM 上市改革》制諮詢文件成立小組委員會進行研討，茲將本協會的意見回覆如下：

本協會就本次《GEM 上市改革》內容僅限於簡化 GEM 轉主板機制、取消季度報告、僅限於放寬從事大量研發活動企業上市門檻及其他一些引伸的技術性修改表示失望。

自 1999 年底創業板 GEM 市場推出以來儘管經歷了兩次改革，無論是上市公司數量還是市值 GEM 市場卻每況愈下。這是因為每次改革的目的並不是為了振興 GEM 市場。經歷了過二十四載及兩次改革後，GEM 也逐漸背離了成立 GEM 最初為小型公司籌集資金，開闢一個另類資本市場以促進香港的經濟發展和創造就業機會的使命。本協會認為做成今天局面有下面幾個主要原因：

1. **香港是唯一同時有保薦人制度及積極上市審批的中小企市場，這導致上市審批過程冗長增加上市成本：**用監管成熟或有規模的公司的監管政策和手法套用於初創或小型企業只會扼殺他們在 GEM 上市的意欲。在 GEM 剛推出時，上市專業費用(不包銷售佣金) 平均在港幣一千萬以下，但看近年的上市專業費用已經達到平均港幣三千萬以上。昂貴的上市專業費用主要是因為審批上市的政策及提高上市門檻帶來的影響。根據 2022 年數據，企業由首次申請到上市的平均時間是 218 日，較 6 個月的上市申請有效期還要長，而當中數據顯示 GEM 上市審批時間遠超主板大型上市的時間，這是匪夷所思的。歸根究底這是源於監管機構摒棄了原初「披露為主、風險自負」的監管理念，因此對 GEM 的審批加強了不必要的監管。
2. **GEM 和主板上應採取不同的監管政策，迎合不同的中小企業和投資群體的需要：**監管機構卻忽視了投資創業板的風險是初創公司本質風險，加強上司審批程序並不會有效減低本質上的風險，只會大幅增加上市成本及窒礙初創公司



的發展，不但無法取得投資 GEM 上市公司的風險與回報權衡，更加抹殺整個 GEM 市場的生存空間。監管機構必須接受中小型公司與主板公司體量上的不同是一個現實，一定會比成熟公司擁有較高風險，也一定會吸引到市場裡不同風險取態和資金規模的投資者參與。比起以「保護投資者為名」而刻意用監管條例把所有中小型公司拒諸門外，港交所應該建立能多層次、多元化的上市平台，夠兼容不同體量、地域的企業融資的平台，吸引更多不同類型的中小企業發行人和投資者，製造一個國際金融中心應有的深度和廣度。

就這次 GEM 改革，我們有以下幾項建議：

1. **GEM 上市門檻**：GEM 上市門檻應整體大幅度降低而不應只為研發開支比例高的科技公司有特別安排，因為初創公司不只在科技領域。GEM 推出的初期發揮了一定的成效，建議參考最初 GEM 的上市要求。
2. **合規顧問**：除非剛在 GEM 上市公司管理層有相關經驗，否則應保留 GEM 公司目前合規顧問輔導的期間和內容，讓他們為上市公司建立一套符合主辦合規要求的框架。
3. **簡化轉主機制**：在簡化轉主機制下，建議要求增加一名具保薦人經驗的上市代理人作為與交易所之間溝通和轉板程序的整體管理。
4. **每日成交金額測試和成交量加權平均市值測試**：鑒於過去香港市場大部分的成交量都集中在恆指成分股等藍籌股上，有市場人士擔心 GEM 公司能否在沒有任何人為干預下達至轉板要求的最低每日成交金額門檻。
5. **建立一個 OTC 平台區真正保障投資者**：自 2018 年《上市規則》修改除牌程序生效以來，勒令除牌的數量逐年激增，2022 年，港交所按照《上市規則》的除牌程序取消了合計 47 家上市公司的上市地位，創歷史新高。其中主板上市公司 37 家，GEM 上市公司 10 家，除牌時合計總市值 284 億港元，而一旦公司



遭到除牌，股東持有的股票頃刻間成為廢紙，由於本港並沒有為買賣除牌股票而設的場外交易市場。若港交所真正為保障投資者，未來應該設置二手市場，讓小股東有機會為手上的除牌後的股票找買家或定價。

6. **從新審視及重建香港市場的競爭優勢：**過去，由於等待監管機構批准的時間較長且難以預測，尋求在可預測時間內籌集資金的內地企業更傾向於在香港上市，但自從內地於今年第一季度全面實施註冊制以來，企業會有更大誘因留在內地上市。根據德勤分析，前三季度，上交所預計將有 89 隻 IPO，募集資金人民幣 1,792 億元；深交所則有 115 隻 IPO，募集資金約人民幣 1,333 億元，預計將穩居第一和第二位。同時，香港前三季預計只 44 單 IPO，籌資 247 億港元，比起 2022 年第一季至第三季的 51 隻 IPO，籌資 640 億港元，交易量下降 14%，交易價值暴跌 61%；當中只有一隻大額發行和兩隻中概股將於 2023 年第三季末上市-----這是一個警告信號，表明越來越多的中國公司決定在內地上市。同時，雖然香港作為全球最大的人民幣離岸中心、資本自由流動、接觸國際投資者的優勢、以及與內地資本市場的各種互聯互通機制，理應成為中國企業境外上市的首選；然而，2023 年第一季至第三季度，儘管地緣政治緊張，仍有 25 家中國公司決定赴美上市，融資額達 6.51 億美元，交易量激增 92%，募集資金額增長 45% 上調。有市場人士指出，與香港市場相比，一些公司可能更青睞在美國市場上市，因為美國市場上市流程更簡單、成本更低、公司估值更高。

縱使今次將上市改革的建議取消了強制季度匯報的規定和簡化轉主板機制從而帶來的合規成本，但對於高昂的首次上市成本無任何改善的建議。過往幾年 GEM 的申請個案聊聊可數，加上現時進取的除牌機制，在沒有重整審批、監管理念和推行大刀闊斧的改革，GEM——甚至整個 IPO 市場——恐怕只會繼續是一潭死水。面對地緣政治日益緊張和內地和海外交易所的強烈競爭，港交所必須從（1）估值方法、（2）上市審批過程、（3）上市成本、（4）維持上市地位成本、（5）除牌後安排維持上市地位成本等綜合措施基本因素去衡量香港對於內地、東盟和中東國家的吸引力，重新建立香港的競爭優勢。



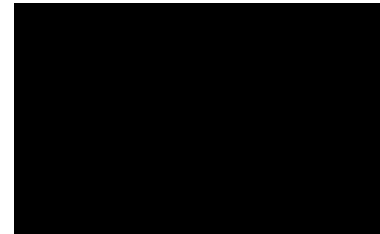
香港證券業協會  
HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



敬希詳細考慮本協會的意見，貴所如須要就上述意見作任何查詢或進一步探討，歡迎隨時與本協會聯絡。

此致  
香港交易所

香港證券業協會



2023年11月6日