

有關創業板的討論文件

2006年1月



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
香港交易及結算所有限公司

目 錄

	頁
摘要	1
第一章 引言	3
第二章 創業板的經驗	5
第三章 受訪人士對創業板的意見	7
第四章 創業板可考慮的結構性方案	12
第五章 主要的討論問題	14
附錄一 創業板的發展與概況	16
附錄二 創業板公司上市時配發配售股份的集中度分析	32
附錄三 創業板公司新上市、除牌及轉板的影響	36
附錄四 海外增長型公司市場的經驗	38
附錄五 部分第二市場的基本資料	48
附錄六 部分第二市場的首次上市規定	50
附錄七 部分第二市場的持續上市要求/責任	55
附錄八 主板及創業板的首次上市要求及持續責任	61
附錄九 個人資料收集及私隱政策聲明	64

前言

1. 本討論文件希望可以協助公眾人士就創業板進行討論，以期促進該市場的進一步發展，並確保其目標及功能均適當切合市場各利益相關者的期望和需要。
2. 在發表本文件之前，香港交易及結算所有限公司(交易所)除徵詢其董事及上市委員會成員的意見外，亦曾於2005年9、10月期間與市場使用者及其他人士進行非正式的訪談，當中包括發行人、投資者、保薦人、市場專業人士、經紀、專業及業界組織以及學者(統稱「受訪人士」)。透過這些訪談所獲得的意見相當多樣化。
3. 因此，本文件現階段並沒有就創業板提出任何方案。本文件只簡述受訪人士所提出的較顯著的意見，輔以交易所本身有關創業板的統計分析以及有關海外增長型公司市場經驗的研究資料。
4. 交易所未必完全同意這些意見，亦不會忽視創業板現有的上市公司及其投資者的立場，將來若提出任何建議，也定必慎重顧及他們的權益。任何此等建議必會另作諮詢。

受訪人士的意見

5. 受訪人士最明顯的意見概述如下，以便公眾人士討論。
 - (a) **對增長型公司板塊的需求** — 受訪人士大致上對於有相對多的公司在創業板上市並籌得相對大額資金給予好評。然而，對於創業板整體而言的目的和定位，不同受訪人士有非常不同而又往往很強烈的意見。有人認為創業板應是香港或內地中小企的集資平台；有人認為應是一個讓具有增長業務主題的公司籌集資金的平台；也有人覺得應是公司晉身主板的踏腳石。
 - (b) **市場質素** — 有受訪人士表示，創業板雖也吸引到一些表現優秀的公司，但相當數量的公司都未達水平，這些公司的股票流動性每每甚低。不過也有受訪人士指出，增長型公司本來就是高風險，任何增長型公司板塊也當預計有一定比例的公司會業務失敗，創業板個別公司的失敗個案不應被視為是創業板市場整體的失敗。有受訪人士認為應該將業務失敗的公司透過一個更快捷的除牌過程移離市場，但也有人提醒應該給予業務失敗的公司足夠時間讓其重整旗鼓。
 - (c) **企業管治及披露** — 有受訪人士認為創業板現時的披露及企業管治制度已屬足夠，也有人提出因為創業板公司固有風險甚高，上述制度應再作改善。
 - (d) **監管方式** — 有受訪人士支持創業板採用寬鬆的「強化披露為本」的監管模式，但也有人質疑這是否適合用於監管增長型公司。有人覺得上市程序過份地繁複。有人要求提高創業板申請人的資格準則，並更多採用以評審優劣為本的方針去篩選申請人，嚴謹地審核上市申請，以及預先審閱公告。

- (e) **集資** — 有受訪人士建議每宗創業板上市都應有公開售股，但也有人認為這會令發行人的成本負擔過高。
- (f) **保薦人** — 有受訪人士對若干創業板保薦人的工作表示失望，要求嚴厲執行與保薦人有關的規定。有人建議強制規定申請人須在上市前聘用保薦人一段合理時間，而上市後聘用合規顧問的時間亦該加長（現行規定是兩個完整財政年度）。
- (g) **推廣及教育** — 受訪人士猶記交易所在創業板成立初期曾投放大量資源作市場推廣，但有些人認為交易所近年其實可以在這方面多做一點。部分人士認為，讓市場中介人和投資大眾在對增長型公司的風險方面知多一點非常重要。

可考慮的結構性方案

- 6. 為方便公眾人士討論，交易所根據受訪人士的意見和對多個海外增長型板塊經驗的初步研究，為創業板得出三個在市場結構上可以考慮的方案。交易所對這些方案保持開放態度，歡迎各界就這些方案或其他可行的創業板方案提出進一步的意見。
- 7. 該三個方案可概括如下：
 - (a) **創業板作為第二板** — 這模式在外國市場很常見。在這方案下，創業板將大致維持現行的架構，並定位為公司到主板上市的踏腳石。監管模式與主板基本相同，負責的交易所職員也相同。交易所會旨在鼓勵創業板公司成長，然後轉往主板上市。因此，申請人只要符合資格，轉往主板的手續會盡量簡化。
 - (b) **創業板與主板合併成為單一板塊** — 在這方案下，創業板將併進主板而成為單一板塊，合併而成的單一板塊可以是一個無分級別的市場（為接納增長型公司上市的特惠渠道可有可無），亦可以有兩個級別 — 增長型市場會是較低級別及另有其上市準則。現有創業板公司將會轉到該板。
 - (c) **全新的另類市場** — 在這方案下，創業板將會併進主板。現有的創業板公司將會轉到主板；再為增長型公司重新開展一個新的另類市場，市場制度要比先前的嚴格。新市場將有別於主板，為發行人提供一個可供長期掛牌的上市場地。此市場的審批制度可以較具彈性，但對保薦人的監管可能會較嚴，也可能只限專業的投資者參與。

下一步

- 8. 交易所希望收集更多不同市場使用者及有關人士的進一步意見。交易所會對收集所得的意見加以考慮，若認為適合，會就創業板定出具體的建議方案和工作計劃，屆時交易所將會再發出諮詢文件徵詢市場意見。

第一章 引言

文件的背景及目的

9. 從若干方面來說，創業板是頗為成功的。自1999年11月推出至今的六年內，到創業板上市的公司共超過220家¹，集資金額累計450億港元。期間有12家創業板發行人轉到主板上市。創業板無疑為內地與香港的公司增闢上市渠道。
10. 然而，不少創業板股份在創業板推出初期分享過一輪科網熱潮的風光之後，股價卻連年下跌。有些創業板公司出現虧蝕及/或長期停牌，其股份的流動性往往也甚低。與此同時，近年創業板新上市的公司數目呈現下降²，而創業板公司上市後的集資活動一般亦較主板為少。
11. 在這環境下，加上創業板推出至今已逾六年，交易所認為對此市場進行檢討將可促進其進一步發展，並確保其目標及功能均適當切合市場各利益相關者的期望和需要。

本文件的編排

12. 在發表本文件之前，交易所除徵詢其董事及上市委員會成員的意見外，亦曾於2005年9、10月期間與市場使用者及其他人士進行非正式的訪談，當中包括發行人、投資者、保薦人、市場專業人士、經紀、專業及業界組織以及學者(統稱「受訪人士」)，舉行過的訪談逾40次。透過這些訪談所獲得的意見相當多樣化。
13. 由於意見紛紜，交易所認為現階段不宜就創業板提出具體建議。本文件的目的只在列出上述非正式訪談中所獲得的意見，務求吸引更多市場用者及有關人士提出進一步意見。交易所會對收集所得的意見加以考慮，若認為適合，會就創業板定出具體的建議方案和工作計劃，屆時交易所將會再發出諮詢文件徵詢市場意見。
14. 交易所未必完全同意非正式訪談中所獲得的這些意見，亦不會忽視創業板現有的上市公司及其投資者的立場，將來若提出任何建議，也定必慎重顧及他們的權益。
15. 本文件的第二章概述創業板的發展歷程及現況，並將創業板與海外市場略作比較。
16. 第三章概述受訪人士提出的較顯著的意見；第四章則基於這些意見和交易所對海外增長型板塊經驗的初步研究，逐一討論創業板在市場結構方面各個可以考慮的方案。一系列主要的探討問題則載於第五章。
17. 更詳盡的分析及資料見各附錄。

¹ 至2005年底，已除牌的公司共25家，當中轉到主板上市的公司有12家。

² 2005年創業板新上市公司數目減少，或許多少與國家外匯管理局於2005年1月及4月先後發出的第11號及第29號通知有關：該兩項通知涉及內地民企利用離岸工具在海外上市。不過，已於2005年11月生效的第75號通知已取代了第11號及第29號通知。

如何回應本討論文件

18. 交易所誠邀市場使用者及有關人士在**2006年4月30日**或之前就本文件所論述事宜遞交書面意見。回應本文件的人士請盡可能回應第五章提出的問題，但其他的意見亦同樣歡迎。
19. 交易所處理個人資料的政策載於附錄九。
20. 遞交書面意見的方法如下：
 - 郵寄：香港中環港景街1號
國際金融中心一期12樓
香港交易及結算所有限公司
企業傳訊部
「創業板討論文件」
 - 傳真：(852) 2524-0149
 - 電郵：GEMdiscussionpaper@hkex.com.hk
21. 提交意見方面的查詢請致電交易所：(852) 2840-3844

第二章 創業板的經驗

22. 本章旨在簡單介紹創業板的發展及市場數據，並將創業板與部分海外增長型公司板塊作一比較，為其後各章內容提供背景資料。

創業板的發展路徑

23. 香港特區行政長官《1998年施政報告》中承諾會「研究有關開設創業板股票市場的具體建議，該市場主要為扶植有潛力的小型公司和創新科技公司而設」³，創業板其後於1999年11月成立。成立之前，香港已就應否設立第二板進行了超過10年的討論。
24. 結果，創業板就在1999/2000年間全球掀起科網熱潮之際推出，舉凡有增長希望的公司，市場上無不趨之若鶩。除了中小型企業之外，主板公司旗下的科網業務亦紛紛尋求到創業板上市。
25. 後來，全球科網熱潮退卻，創業板股價跟全球證券市場(包括香港主板及海外主板及增長型公司板塊)一樣下滑，但創業板股價下跌的趨勢普遍比主板更為持久。
26. 創業板的監管方針亦經歷多次重要變化。在創業板推出之前，交易所考慮到增長型公司股份的風險較高，故計劃只讓專業人士參與；但到創業板啟用時，交易所預期散戶投資者會對增長型公司感興趣，固散戶亦獲准參與。創業板在推出時，部分規則要求被視為過於嚴苛，因此有所豁免，其中多項豁免後來更納入規則修訂中。
27. 最初交易所原打算以寬鬆的手法按披露為本的方針監管創業板，但隨著部分公司業務失敗及部分公司牽涉入醜聞當中，交易所決定對上市申請及上市後的公司交易作更嚴格的審查。此外，交易所原本屬意創業板為另類市場，創業板在開始時擁有專責的職員、規則及上市委員會。但隨著創業板與主板的規則趨於一致，確保交易所的監管方針貫徹一致變得十分重要。因此，由2004年初開始，負責主板與創業板的職員及上市委員會已大致合併統一。有關創業板政策發展的更詳細資料，見附錄一。

創業板現況

28. 創業板成立六年多以來取得極大進展。如表1所示，於2005年12月底，創業板上市公司共201家，是主板公司數目的22%，但創業板公司平均規模小得多，每家公司平均市值為3.31億港元(主板公司平均市值為86.87億港元)，因此整個創業板的市值僅是主板市值的0.8%。成交額比率亦低於主板 — 33%對比51% (縱使在早些年創業板的成交額比率較主板的為高)。附錄一載有創業板更詳細的統計數據。

³ 香港特區行政長官《1998年施政報告》第42段。

	創業板	主板	相當於主板的百分比
公司數目 (年底)	201	934	21.5%
市值 (百萬港元) (年底)	66,604	8,113,333	0.8%
每家公司的平均市值 (百萬港元) (年底)	331	8,687	3.8%
股本證券總成交金額 (百萬港元)	22,336	3,587,584	0.6%
股本證券的年度化成交額比率*	33.1%	50.5%	—
新上市公司數目	10	57	17.5%
股本證券集資額 (百萬港元)	2,898	292,330	1.0%
— 透過首次公開招股	665	164,805	0.4%
— 上市後集資	2,233	127,525	1.8%
創業板指數/恒生指數 (年底)	1007.28	14,876.43	—
— 與2004年比較的變幅百分比	+1.9%	+4.5%	—
— 年度化標準差# (全年)	12.1%	11.4%	—
市盈率 (年底)	22.94	15.57	—

* 股本證券的年度化成交額比率 = 2005年1月至12月每月股本證券成交額比率的簡單平均數乘以 12。

期內指數每日百分比回報率的標準差，按每年250個交易日基準年度化計算。

29. 須注意的是，至2005年底，已有12家創業板公司轉往主板，因此創業板的整體貢獻要比上述數字顯示的為高。關於創業板公司轉主板的影響，附錄三載有更詳細的資料。

海外增長型板塊的經驗

30. 推動交易所決定推出創業板的因素之一，是九十年代中期，海外市場紛紛推出增長型公司板塊，例如倫敦推出另類投資市場(AIM)、巴黎推出新市場(Nouveau Marché)等。之後，陸續有增長型公司板塊啓用⁴，已有的同類型板塊亦擴大規模。

31. 與海外其他同類型板塊⁵比較，於2005年6月的創業板在上市公司數目上排名在較後的位置：創業板有203家上市公司，比日本的MOTHERS (130家) 或新加坡的Sesdaq (166家) 的數目為多，但遠不及英國的AIM (1,240家) 或加拿大的TSX創業交易所(TSX-V) (1,971家)。市值方面，創業板為84億美元，高於 Sesdaq的32億美元，但市值最大的是AIM，達717億美元。若以成交額比率計，創業板在2005年上半年的數字為 14%，南韓的Kosdaq為399%，AIM為50%。在新上市公司方面，創業板在2005年上半年有兩家⁶，AIM則有277家。

32. 附錄四及五載有這些第二板市場的進一步資料。

⁴ 均富刊發的《環球新興市場指南 2005》共涵蓋15個較大型的增長型公司市場。

⁵ 與創業板比較的共有七個海外第二市場：GTSM (台灣)、Kosdaq (南韓)、MOTHERS (日本)、Sesdaq (新加坡)、AIM (英國)、TSX-V (加拿大)、納斯達克(Nasdaq)小型公司市場 (美國，現稱納斯達克資本市場；只有公司數目的數據)。

⁶ 2005年全年創業板共有十家新上市公司。

第三章 受訪人士對創業板的意見

33. 為方便公眾討論，交易所將非正式訪談中所得的較為顯著的意見概述如下。交易所未必完全同意這些意見。

對創業板設立的整體目的及定位的意見

34. 受訪人士大致上對於有相對多的公司在創業板上市並籌得相對大額資金給予好評。

35. 然而，對於創業板整體而言的目的和定位，不同受訪人士有非常不同而又往往很強烈的意見。這些不同的意見概述如下：

- (a) 部分人士認為，香港應具備全面、多元化的資本市場，為大型也為較小型的增長型公司提供設施。另外，香港還應有一群中小型企業及專業人士去支持小型公司。如創業板等增長型公司板塊將會對此類策略有所幫助。然而，部分人士質疑小型公司於創業板上市是否經濟上可行，因為相對於籌集所得的小額資金，進行恰當盡職審查及編撰文件所涉及的成本相當高。
- (b) 部分人士認為，創業板應作為一平台，專讓具有增長業務主題的公司籌集資金擴展其地區或全球業務，因此，他們認為凡處於非常初期發展階段的公司，又或沒有重大業務擴張計劃的公司，均不應獲准向公眾集資。
- (c) 部分人士強調創業板之重要在於能為那些符合交易所主板上市資格但尚未能符合內地當局的額外規定(所謂的「4-5-6規則」⁷)的內地企業提供上市渠道。
- (d) 部分人士認為，創業板是進入主板的一塊有用踏腳石，已轉往主板的公司便是成功例子。然而，部分人士相信，這些規模較大的公司轉往主板導致創業板欠缺「模範」公司，否則當可有助提升創業板的整體形象。
- (e) 部分人士指，公眾資金並非增長型公司融資的唯一來源，他們舉例指出，創業資本家會物色具增長潛力的小型公司，向它們提供資金，直至公司業務增長至可以直接在主板或海外上市(因為他們相信這可使公司估值更高，股份上市後的交投也會更活躍)。結果，當中部分公司根本不用上創業板。

36. 部分受訪人士質疑，創業板作為主板以外另一個集資平台所帶來的好處，是否足以抵銷以下種種影響：會消耗已見不足的監管及市場資源；投資者要承受公司本身存有較高的風險；投資者對香港金融市場的信心等。

⁷ 根據中國證券監督管理委員會(中國證監會)於1999年7月發布的規定，企業必須擁有淨資產不少於4億元人民幣、籌資額不少於5,000萬美元、稅後利潤不少於6,000萬元人民幣，方合資格申請到境外(包括香港)主板市場上市。

37. 部分受訪人士指出創業板原來的構思是摒除散戶的參與，故倡議恢復原來的構思，例如對創業板發行人訂立很高的每手價值或最低交易金額的規定。他們認為，散戶隨時也可以透過由專業投資人士管理的專門投資創業板的基金間接參與。然而，另一種意見則認為任何不容散戶直接參與市場的舉措都不恰當。

對創業板公司的表現、企業管治及透明度的意見

38. 部分受訪人士表示，雖然創業板吸引了一些表現理想的公司，但亦有相當數量的公司有虧損或市值甚低，又或只有微不足道的資產⁸，這些公司股票流動性每每甚低。然而，部分受訪人士指，增長型公司本來就是高風險，任何增長型公司板塊也當預計有一定比例的公司會業務失敗，創業板個別公司的失敗個案不應被視為是創業板市場整體的失敗。
39. 部分受訪人士指，主板亦有不少表現欠佳的公司，情況有如那些創業板公司，他們認為應該對兩個板塊的此類公司採取同一方針。
40. 部分受訪人士認為應為創業板公司推出莊家制，以改善其流動性⁹。然而，其他人士認為莊家活動可導致市場操控，損害投資大眾的利益；他們認為影響流動性的因素中，公司質素與業績較市場機制更為重要。
41. 部分受訪人士認為，雖然創業板公司已須每季匯報，但由於其內在風險較高，有關這些公司的資訊提供應有所改善。有關建議可概括如下：
- (a) 部分人士認為應由交易所或第三方供應商為創業板發行人設立網上的全面中央數據庫，重點提供有關各創業板發行人的行業、財務及營運表現等詳情。
 - (b) 部分人士建議創業板公司應就其業務計劃的執行作出更詳細的匯報。
 - (c) 部分人士建議交易所可考慮進一步加強在其網站發布根據公開資料編制的有關創業板公司違規(如逾時存檔、譴責)的資料。部分人士建議，交易所可在交易熒幕上標記違規的公司。
42. 另一方面，也有部分受訪人士認為交易所無必要向投資者製作提供一套有關創業板公司的指定資訊材料。他們認為投資者有責任自行研究並進行分析。

⁸ 2004年，創業板公司中有48%呈現虧損，而有37%擁有市值低於5,000萬港元。

⁹ 交易所現行的交易系統可讓人輸入買賣報價，因此，在不違反現行規則及規定的情況下，現時是可以進行有限度的莊家活動。

43. 部分受訪人士建議進一步改善兩個板塊的企業管治如下：減低發行新股的一般性授權、增加以表決方式投票的決議案類別以及將內幕人士的禁止交易期(現為業績發布前一個月)延長。

對創業板公司首次上市及轉往主板的意見

44. 部分受訪人士建議，由於創業板公司的內在風險較高，交易所應對其有更仔細的規管，包括在事前深入審閱及審批上市申請和預先審批公告。部分人士更認為創業板應推出量化的上市準則(如核心業務的盈利紀錄、資產淨值要求)，縱然所設水平可較主板為低或有別於主板。
45. 部分受訪人士建議，創業板作為增長型公司板塊，應較主板有更簡單直接的上市程序，而交易所在審批兩個板塊若干類別的公告時，大致上應繼續由預先審批轉至事後審批。他們認為，相對申請人的業務規模而論，創業板現行的上市申請審批程序令申請人承擔龐大的費用，也拖延了他們進入資本市場的時間。另有一些人士認為創業板根本不用施加上市要求，因為對擬申請上市的公司來說，作為上市公司所需承擔的費用及遵守規則的責任負擔已形同上市的最低門檻，但其他人士則不同意，指有些在創業板上市的公司規模已非常小。
46. 部分受訪人士認為，大部分創業板公司首次上市時配售股份的做法可能會限制股份的流動性，另外承配股份的人士也可能並不是真正獨立的人士¹⁰。他們認為，創業板公司籌集的資金應至少有部分來自首次公開招股，而監管機構應查核承配人的身份是否獨立。然而，部分受訪人士指，透過首次公開招股向公眾推介股份的費用高昂，對大部分創業板公司而言不符合經濟效益。他們認為只要持股量分布獲適當披露，配售本身並不是問題所在。
47. 部分受訪人士認為，投資者通常會預期增長型公司的管理層給予額外的保證，因此交易所應將公司首次上市後所有管理層股份的禁售期規定回復至2000年前所訂的兩年(而非現時的6個月或一年¹¹)。部分受訪人士認為，禁售問題應留待市場處理，某程度上如同美國的情況般；但其他人士指出，在美國集體訴訟權等可對違規行為起遏止作用，但香港並沒有這些機制。
48. 部分認為創業板是主板踏腳石的受訪人士要求為合資格轉板的公司實施較簡化的轉板程序。他們指現時公司由創業板轉往主板的安排不夠簡單：發行人須先從創業板除牌，然後才可以新申請人身份申請在主板上市；到在主板上市後，發行人若未有事先取得交易所豁免，還不得在6個月內發行新股¹²，控股股東亦不可在6個月內出售股份¹³。

¹⁰ 由創業板推出至2005年底期間，77%的創業板新上市都是只以配售方式進行。詳情見附錄二。

¹¹ 管理層股份在上市後一年內不得出售；若有關持股量佔已發行股本不足1%，則禁售期為6個月(《創業板上市規則》第13.16條)。

¹² 《主板上市規則》第10.08條。

¹³ 《主板上市規則》第10.07條。

對創業板公司復牌及除牌程序的意見

49. 部分受訪人士建議應給予業務失敗的創業板公司更多時間準備復牌計劃或進行反收購。部分人士則建議應將業務失敗的公司放到另一板塊進行交易。
50. 部分受訪人士指出，創業板公司和主板公司都沒有任何有關持續上市的數量化準則，只會令決策留有爭議空間並拖長除牌程序。他們要求加快創業板¹⁴及主板¹⁵的除牌程序。

對創業板申請人的保薦人的意見

51. 部分受訪人士對若干保薦人的工作表示失望。他們認為，應鼓勵不達標準的保薦人證明他們對「認識你的客戶」規則有更清楚的瞭解，並應與其客戶緊密合作，在申請上市期間，編制良好水平的文件，這樣有助交易所減少提問數目，縮短上市過程。受訪人士認為，必須加強對保薦人及公司董事執行規則的力度，以確保任何失當行為或不符標準的工作均要承受應得的後果。
52. 部分受訪人士認為應強制申請人在上市前一段合理時間內聘用保薦人，有助確保保薦人對公司有充分的認識，但也有人認為這目標不能單靠加長聘用時間而達到。
53. 部分受訪人士建議，創業板公司的合規顧問的任期應由現時的上市後兩個完整財政年度延長。另一些人士更認為只要創業板公司仍在創業板上市，便須繼續任用保薦人，這與AIM的規定差不多。然而，其他人士指出，在英國，發行人是依賴保薦人(指定顧問)維持其在AIM的持續上市地位，但香港的發行人是憑本身的資格上市，情況並不相同；也有部分受訪人士對香港的保薦人是否準備好承擔此責任表示懷疑。

¹⁴ 創業板的除牌程序主要包括兩個步驟：(1)交易所通知發行人交易所擬取消其上市地位，原因為發行人營運不足；給予發行人一段期間(一般為6個月)提交可行的復牌建議；(2)若發行人並無提交令交易所滿意的可行復牌建議，便會遭取消上市地位。發行人須在接獲交易所於第(1)步發出的通知時及指定期間屆滿時刊發公告。(詳情見《創業板上市規則》第9.14至9.18條。)

¹⁵ 主板的除牌程序包括四個階段：(1)6個月的監察期，期間發行人須定期公布進展；(2)第二階段，交易所向發行人發信要求在未來6個月內提交復牌建議，另外亦須提交每月進展報告；(3)第三階段，交易所公開宣布，發行人作為上市公司的資產/營運不足，並施加提交復牌建議的期限(一般為6個月)；(4)取消上市地位。(詳情見主板《第17項應用指引》。)

對創業板推廣及教育工作的意見

54. 受訪人士猶記交易所在創業板成立初期投放大量資源作市場推廣，但有些人認為交易所近年其實可以在這方面多做一點。這些受訪人士認為宣傳推廣對創業板十分重要，因為規模小的增長型公司未必會得到研究分析員作足夠的研究，若這些公司能得到多些傳媒及投資者注意，將會有所得益。
55. 部分受訪人士認同，交易所可以做的推廣活動不無掣肘，因為交易所始終身兼監管者的角色，向投資者推介或令人覺得在推介個別公司都非恰當之舉。
56. 部分受訪人士認為，讓市場中介人和投資大眾在對創業板的期望方面知多一點非常重要，建議交易所應加強傳遞有關風險與回報的概念：增長型公司當中，總有一定比例會失敗，但也有少數會取得成功，背後的因素不一而足。

第四章 創業板可考慮的結構性方案

57. 交易所從非正式訪談中所得到的回應，顯示就多項事宜所獲得的意見均頗為分歧，因此為創業板的未來可考慮的方案範圍可以很闊。在這個背景下，受訪人士一般認為，交易所的首要工作是就日後創業板最適宜採取的定位與結構獲取市場的確實意見，這或涉及或不涉及對現有模式作出結構性的改變。
58. 為方便公眾人士作更詳細的討論，交易所根據第三章所簡述的受訪人士意見及對多個海外增長型板塊經驗的初步研究，得出三個定位不同的結構性方案。
59. 交易所對這些方案保持開放態度，歡迎各界就這些方案及其他可考慮的創業板方案提出進一步的意見，或提出在何種市場結構模式之下均可採用的任何建議。無論如何，交易所在落實任何具體建議之前必會另外進行一次公眾諮詢。
60. 為方便參考，附錄五載有部分海外增長型公司市場的基本資料。附錄六至八載有主板及創業板以至部分海外第二市場的首次上市要求及持續上市要求/責任。

創業板作為第二板

61. 在這個方案下，創業板大致維持現行的架構，並定位為公司到主板上市的踏腳石。創業板上市要求將是主板上市要求的寬鬆版，兩個板塊的監管方針、職員及管理與監督運作基本相同。交易所會旨在鼓勵創業板公司增長然後轉往主板上市；由創業板轉往主板上市的公司數目將成為衡量創業板成功與否的部分指標。據此，申請人只要符合資格，轉往主板的手續會盡量簡化。
62. 許多海外市場都屬這類型的第二板。例子有新加坡的Sesdaq、馬來西亞的第二板以及加拿大的TSX-V。有些增長型公司市場雖然在架構上獨立於相關主板之外，但仍具有第二板的功能，例如台灣的GTSM。

創業板與主板合併成為單一板塊

63. 在這方案下，創業板會併進主板而成為單一板塊。合併之後的單一板塊可能具有單一通用板塊的結構或分級單一板塊的結構。
 - (a) 在單一通用板塊的結構下，所有公司將需要符合同一套上市準則及持續責任。增長型公司日後仍可以透過一特惠上市渠道獲接納到市場上市；另一種考慮是不會為增長型公司特設上市渠道，而所有申請人將需要符合現有主板的上市要求。
 - (b) 在分級單一板塊的結構下，創業板將是較低級別的市場，現有的主板則是較高級別的市場。每級的新申請人須符合該級別獨立的上市要求。上市公司將按市值、盈利能力及/或持續出色或不濟的表現等準則自動升級或降級。有些海外市場增設更多的級別來細分上市公司，營造一個企業龍虎榜的效應。

64. 現有創業板公司將轉往該單一板塊，即所有創業板公司將會於該單一板塊上市，並將遵守該板塊的持續責任要求。
65. 台灣證券交易所正是一個單一無分級別並提供特惠渠道供科技公司上市的板塊。科技公司除獲豁免符合業務紀錄要求外，在其他上市要求上亦獲降低。要符合科技公司的資格，有關公司必須獲政府證明其為科技公司，並已成功研發一種具市場潛力的產品。
66. 分級單一板塊的模式可見於海外若干市場。東京證券交易所基於這個模式上作些改變 – 該所設有第二市場，除極大型的發行人外，凡發行人首次上市都會先歸入第二市場，第一市場只供大型及較成熟的發行人上市，而發行人會在兩個市場之間升級或降級。另一例子是TSX-V：TSX-V市場本身分三級 – 第一級為大型創業公司，第二級為較小型公司，NEX則為現金空殼公司 – 每級都有本身的上市要求及規則，升降級視乎公司表現。

全新的另類市場

67. 在這個方案下，創業板將併入主板，現有的創業板公司將轉到主板；再另外設立一個有清晰不同定位的另類市場。
68. 新的另類市場將有別於主板，新市場將是發行人可長期掛牌的一個上市場所。在監管、品牌建設及所提供的服務方面，另類市場一般會與主板採取不同的方針。另類市場公司轉往主板並無便捷的渠道。新市場的審批制度或會較具彈性，但對保薦人的監管卻可能更嚴格，而且可能只限專業投資者參與。
69. 英國的AIM具有另類市場的某些特色，不過AIM最大型的發行人最終通常也會升級至主市場。AIM的定位是提供一個只有輕度監管的上市平台供增長型公司掛牌買賣。主市場的發行人直接由英國上市局監管，但對於AIM的發行人，監管當局則主要依賴指定顧問。指定顧問與發行人保持長久的關係，發行人是否遵守相關規則及披露規定，指定顧問須負上責任。倫敦證券交易所及英國上市局均不審理有關上市文件。

第五章 主要的討論問題

70. 交易所歡迎各界人士對下列問題作出回應。有關回應請盡可能同時提供理據，例如支持的論點或有關資料。

對增長型公司市場的需求及增長型公司市場的性質

問題1：香港是否有需要設立增長型公司市場？

問題2：如需要，該市場應否主要為香港本地公司服務？抑或該市場應以中國內地公司或地區性/國際性公司為服務對象？

問題3：公司發展至甚麼階段才可於增長型市場上市？是在始創的階段抑或是較成熟的階段？

問題4：增長型公司市場的核心投資者群應屬於甚麼類別 — 散戶、專業及/或機構投資者？增長型公司市場應否只限專業及機構投資者參與？

問題5：根據你對上述問題的回答，何種監管制度會適合增長型公司市場？尤其是增長型公司應否有渠道以低廉的成本向公眾集資？抑或，因其本身風險較高的關係，該等公司應否遵守一套成本比主板相對較高的集資程序？

可考慮的結構性方案

問題6：根據你對問題1至5的回答，請就香港是否適合採用下述可考慮的結構性方案設立增長型公司市場這方面表達意見(有關方案的詳細資料，見第四章)：

(a) 創業板作為第二板

(b) 創業板與主板合併成為單一板塊：

i. 單一通用板塊 — 創業板與主板合併成為不分彼此的單一板塊；

ii. 分級單一板塊 — 創業板與主板合併成為單一板塊，增長型市場會是較低級別的市場，而主板則為較高級別的市場；也可增設更多級別。

(c) 全新的另類市場 — 創業板與主板合併，然後另設一新市場供增長型公司上市，並強化監管制度。

(d) 其他 — 有沒有任何其他創業板結構性方案的建議？

問題7： 根據你選擇的創業板結構性方案，你對下列方面有沒有任何具體意見或建議：

- (a) 發行人對象 (例如業務類別、發展階段等) 及投資者對象 (例如散戶、專業投資者、機構投資者等)；
- (b) 監管方針；
- (c) 首次上市要求及上市程序；
- (d) 持續監管程序；
- (e) 資訊披露及企業管治規定；以及
- (f) 保薦人及其他專業人士的角色？

問題8： 如認為香港根本不需要增長型公司板塊，那創業板及其現有的發行人應如何處置？

問題9： 除了牌的公司應否作任何處置、又應作何處置？應否另設買賣這些公司股份的市場？

其他事宜

問題10： 你對提升增長型公司板塊上市公司的形象有何建議？

問題11： 應否提供更多增長型公司的資料？如應該，應提供甚麼資料及由哪一方提供？

問題12： 增長型公司板塊應否容許有莊家制？如應該，莊家應承擔甚麼責任？又應提供甚麼誘因使其成為莊家？

前言

1999年11月，香港聯合交易所有限公司（聯交所）慎重籌劃逾十年的創業板正式推出，為始創公司提供集資渠道以及主板以外的另一個市場選擇。本附錄轉載交易所2005年10月號季刊內的一篇文章，並增添與更新文內的統計數據，內容敘述創業板成立以來的發展過程，並把在香港成立第二板市場這個構思的源起、創業板的設計以及其推出以來的政策發展一一陳述。一如附錄四所顯示，創業板的經驗與海外的第二板市場比較實有眾多相同之處。

第31頁的表8載有香港第二板市場發展的時間表。

未設創業板的時期：1986至1996年

當四家證券交易所於1986年合併而成為聯交所（其後於2000年成為香港交易所的一部分）之前，香港可以說並無設立第二板市場的需要。

那時候，雖說四家交易所各只有一個市場，上市要求亦不太統一，但交易所之間相互爭取公司上市，故其實也可以說，當時的香港股票市場有四個市場板塊之多。

後來四所合併，其中一個原因正是市場認為為免交易所之間的惡性競爭，有需要建立一個統一的上市制度；所以，那次合併可說為香港提供一個實行單一市場板塊的機會。

首次提出第二板市場構思：1987年

四所合併後，市場幾乎隨即提出設立第二板市場這個問題。背後原因包括：發行人數目下降；市場覺得處於增長期的小型公司難以籌集資金；以及市場認為需要支持香港發展創業資本投資等。

1987年6月，聯交所向當時的證券監理專員（現時的證券及期貨事務監察委員會（證監會）的前身）提交建議，正式提出在香港設立證券第二市場。建議中最低的上市要求包括：市值2,000萬港元至5,000萬港元；有兩年營業紀錄；公開發售新股；以及公眾持股量最少佔已發行股本的15%。

同月，香港銀行公會一個為探討香港創業資本投資業而成立的工作小組發表報告，建議設立證券第二市場以刺激創投行業，而在第二市場上市的公司將主要是製造業的公司。

1987年的股災令設立第二市場之建議遭擱置。為調查股災而成立的證券業檢討委員會雖也研究過第二板市場的構思，但發現市場意見分歧。證券業檢討委員會在1988年5月發表的報告中提出成立第二板市場會對創投行業可能帶來的好處，並指第二板市場之設會鼓勵中資公司來港上市，因為內地經濟處於發展階段，這些公司並不符合當時上市規則所要求有關業務紀錄的規定（當時的要求是五年）。不過，證券業檢討委員會認為股本資金並非製造業的首要集資途徑，故無明確需要成立第二板市場，並指一個上市要求較低的第二板市場會導致質素稍遜的股份上市。

二度提出第二板市場構思：1990至1991年

縱然如此，第二板市場之構思並未就此消失。於1990年10月，聯交所成立第二板顧問小組研究交易所應否設立第二板市場。

不過，後來情況出現變化，令有關構思沒有繼續推進：聯交所修訂了本身的上市規則，公司尋求上市比前容易－以往的五年業務紀錄要求在1990年減至三年；另外，意識到中資發行人在旗下市場的活動與日俱增，加上香港主權快將回歸中國，聯交所確定了其使命在於促進不僅在香港以至在中國內地的集資活動。

為此，第二板顧問小組於1991年6月改組為中國研究小組；後來正是這個小組的工作最終促成H股在港的上市。

1993至1996年

聯交所在1994年3月有關其策略性計劃的諮詢文件中指出，雖有部分業界人士支持第二板市場的構想，但同時亦有其他的意見對當時市場自放寬業務紀錄期規定後所大量湧現的小型公司(1991年至1993年間每年超過60家)的質素表示關注。因此，聯交所建議不再繼續跟進有關第二板市場的構想。

可是，這個提議又因事情的發展而改變：為處理市場上愈來愈多有關發行人質素的批評，聯交所於1994年9月向上市申請人加設一項盈利紀錄規定；此舉再次引起市場對第二板的興趣，因為新進的公司不一定能夠擁有盈利紀錄。

此外，當時許多海外交易所皆紛紛增設第二板市場，例如倫敦的另類投資市場(AIM)和巴黎的新市場(Nouveau Marché)等，故當聯交所於1995年2月正式發布其策略性計劃時，承諾會致力重新研究是否有需要設置第二板市場。

為履行承諾，聯交所於1995年7月向部分市場人士非正式地諮詢有關第二板市場的建議草稿，但由於意見分歧，令這項建議的重要性減低。

到1996年6月，聯交所委任了新市場發展工作小組，以探討第二板市場和地區性產品的發展潛力，但工作小組主要集中研究地區性產品。另外，聯交所的《1996年交易市場意見調查》發現第二板市場這構想不乏支持：在回應的聯交所會員、基金經理和託管商當中，42%表示贊成，儘管也有25%的基金經理表示反對。

與此同時的另一項相關發展，是聯交所於1996年就莊家制及其他改善二線股市場的建議展開諮詢，可惜所得的回應不多而且意見分歧，有關構思遂被擱置。

創業板籌劃階段：1997至1999年

政府對發展香港科技行業和中小企業的大力支持，為第二板市場這個構想重新注入動力。

行政長官在1998年的施政報告中承諾會「研究有關開設創業板股票市場的具體建議，該市場主要是為扶植有潛力的小型公司和創新科技公司而設」(第42段)。

1997年，聯交所就第二板市場的發展機會委聘外間諮詢機構進行兩項研究並同時自行進行一項有關研究，結果顯示本地公司(中國內地公司並非當時的研究對象)對此存在若干需求，但亦提出若干問題，例如股份流動性、缺乏高質素發行人等。

諮詢文件：1998年

1998年5月，聯交所刊發《建議設立新興公司新市場之諮詢文件》，文件中建議的第二板市場將為主板市場以外的另類市場。

這個第二板市場的對象將是熟悉投資技巧的投資者，故最低交易額定於較高的250,000港元水平。第二板市場將採納「買者自負」的監管理念，監管機制更加著重資料披露(包括須作季度報告)。公司組織文件中將有條文讓股東可在特定情況下就將公司清盤的決議進行表決。

第二板的上市要求會比主板為低 — 只須有兩年活躍業務的紀錄，且不設盈利要求。聯交所的監管方式也較輕簡：只根據上市初步通知審閱申請人是否適合上市，並確保申請人符合《公司條例》及《上市規則》的規定；至於所有公布及通告文件，聯交所會在刊發後才加以審閱，而上市文件，則於公司上市後以抽樣形式審閱。聯交所會較依賴保薦人，並對保薦人訂下詳盡的資格準則。

第二板將會使用獨立的公告板作為交易途徑；此外不強制規定要由包銷商包銷；來自任何司法地區的公司均可上市¹。

文件並提及香港設立第二板市場可能引起的關注事項，包括：此屬高風險市場，投資者成熟程度是否足夠應付；發行人倒閉可能令香港的聲譽受損；對上市公司的研究的覆蓋面不足等；此外，在亞洲金融風暴餘波之下設立第二板市場，亦令人覺得時機不合；另外當時也有人認為香港與內地經濟尚未緊密結合。

1998年12月，聯交所公布其建議中的第二板市場的詳情：市場將稱為「創業板」；待第三代自動對盤及成交系統(AMS/3)正式推出後，交易將以單一價格競價方式進行；稍後會研究是否准許以美元交易；最低交易額定為50,000港元；管理層股東於公司上市後兩年內不准出售其股份；策略性投資者的限制期則為一年；訊息發布將透過交易所的網站或以新聞稿的形式進行，即不強制規定刊發付費廣告。

有關公布亦預期創業板將可能存在若干問題，包括股份買賣相對缺乏流動性、發行人數目會因香港經濟體系規模不大而相對不多、發行人方面或有失責行徑和企業管治水平不佳、市場操控行為等等，但與此同時亦認為下述的正面因素將更為重要：

- 創業板提供了資金退出的途徑，會鼓勵更多直接投資及創業資金投入規模較小的企業。
- 創業板將有助教育香港、內地及台灣三地小型企業的企業管治工作。
- 創業板會鼓勵投資者將注意力從綜合企業及地產股轉到工業股。
- 創業板會提供寶貴的經濟利益，鞏固香港作為中國內地企業重要本土市場的地位。

¹ 聯交所1998年5月的諮詢文件第5頁。

1999年7月，交易所發布《創業板上市規則》，其後作出若干修訂。與主板申請人比較，創業板的上市申請人須就其過往業務及日後業務目標作出較詳盡的解釋；公司上市後首兩年的業務進展須與原來陳述的業務目標作比較；公司須委任一名指定的法規主任；最低公眾持股量將為3,000萬港元或已發行股本的20%至25%不等(以較高者為準)。高持股量股東不得在公司上市後首六個月內出售股份。

1999年11月，《創業板上市規則》再次修訂，將公眾持股量的規定降低 — 市值少於10億港元的公司為3,000萬港元或已發行股本的20%(取較高者)；市值超過10億港元的公司為2億港元或已發行股本的15%(取較高者)。同月，交易所一篇新聞稿強調，創業板上市委員會有權酌情豁免管理層股東的股份禁售期。

2000年1月，聯交所出版「創業板投資者指南」。創業板投資者買賣創業板股份前必須先行簽訂一份風險披露聲明。

創業板推出後的發展：1999至2005年

創業板於1999年推出後，旋即趕上全球科網股熱潮。

全球連帶香港均出現了所謂的「電子商務」及「互聯網商務」的龐大增長，這都是過去不曾存在的經濟環節。與其他地區的第二板市場一樣，創業板吸引了這些迅速演進的行業。1999年11月25日，首家公司在創業板上市。至2000年3月底，創業板已吸引了18家公司上市，其中多家是從事新經濟業務。

首批創業板公司的估值攀升，投資者對創業板的股份發售趨之若鶩。除科技公司外，創業板亦吸引到那些與主板發行人有關連的公司上市。

與此同時，創業板亦受惠於內地發行人對此市場的興趣。由於內地首次公開招股市場存在不少限制(尤其是對民營企業)，創業板頓成具吸引力的籌資途徑。然而，中國證券監督管理委員會(中國證監會)在1999年10月發出指引，要求內地企業申請到創業板上市前須先取得中國證監會批准。後來指引更清楚闡明，即使外資公司(如紅籌股)將其內地資產上市，亦須獲得中國證監會的批准或不反對意見。

其時，美國納斯達克證券市場及許多其他國際市場正迅速發展，創業板的目標公司都是他們的招攬對象。因此，當時市場認為創業板的規則必須與國際市場的規則看齊並具競爭力。

在管理及營運創業板方面取得若干實際經驗後，證監會與聯交所對創業板再作評估，以確保有關規則依然切合需要而又能提供足夠的投資者保障水平。不過，規則修訂往往涉及冗長的程序，為了不阻礙合適的申請人，創業板上市委員會初步對上市申請人遵守上市規則的規定作出若干豁免。

所有建議中的豁免及規則修訂均是經過周詳討論及研究後才定出。然而，豁免事宜卻引起公眾的關注²。因此，於2000年3月11日，證監會與聯交所聯合發表公告，暫時放寬若干上市規則，將給予豁免的做法納入一般常規並即時生效，並待進行市場諮詢後再全面檢討有關規則。

² 如聯交所2000年3月11日新聞稿中所認知。

放寬了規則後：

- 管理層股東的股份禁售期由兩年縮短至六個月；
- 24個月活躍業務紀錄的規定減至12個月；
- 會計師報告只須涵蓋12個月；
- 授出購股權的一般授權上限設定為10%，但所有尚未行使的購股權總數不得超過現有股本的30%。

2000年5月，聯交所按計劃刊發諮詢文件。除上述四項變動外，諮詢文件還提出兩個問題：

- 所有創業板首次公開招股是否均須強制安排一部分股份進行公開認購；
- 創業板是否需要設定任何收益或盈利規定。

大約在進行市場諮詢時，證監會亦委任新企業上市國際委員會進行市場研究。委員會研究過海外常規及訪問香港市場用家後，建議：

- 不應誇大想像中要令創業板在海外其他上市地點中具競爭力的需要。委員會雖然也認同競爭是一項因素，但亦指出企業多屬意在本土市場上市。此外，在參考其他市場如納斯達克證券市場的上市規定時，須注意在美國進行公開發售所須符合的法定要求，比香港更嚴格。市場架構及管理的質素也同樣重要；
- 將創業板保留作為統一的市場，同時為「新成立企業」及有「活躍業務」的企業而設；
- 可研究增訂有關盈利、收益或其他量化的上市規定；
- 引入莊家制；
- 重新探討公眾持股量和獲配售人的持股量集中的情況，以期增加流通量。

2001年7月，聯交所與證監會聯合公布之前一年有關創業板諮詢的結果。《創業板上市規則》的主要變動如下：

1. 活躍業務紀錄的最短期限恢復至24個月；但規模龐大並廣受公眾追捧的公司（如收入達5億港元及股東達300名者），則其最短期限可縮短為12個月。
2. 創業板發行人在上市後六個月內不得發行新證券（為購入可配合其主營業務的資產除外）。
3. 上市時的管理層股東的股份禁售期延長至12個月（持股不足1%的上市時管理層股東的股份禁售期則為6個月）。
4. 購股權計劃的某些規定作出修訂，並收緊相關的披露規定。
5. 公眾持股量（不包括僱員的持股量）須佔25%（適用於市值不超過40億港元的發行人），或20%或10億港元（以較高者為準）（適用於上市時市值超過40億港元的發行人）。

有關規則修訂於2001年10月1日生效。

美國證券交易委員會於2000年8月認可創業板為離岸證券市場，然而該年科網股泡沫爆破，導致創業板股價下跌，成交量亦告萎縮。鑑於當時市況，已上市的創業板發行人獲豁免遵守「公眾持股量」的規定。

同時，披露規則繼續收緊，例如：中期報告須包括資產負債表、收入及現金流動表、股本權益變動表，以及管理層討論及分析。

2005年12月，創業板共有201家上市公司，但股價表現及市場成交均遜於早年。

創業板的內部管理

最初，聯交所依循倫敦證券交易所對AIM採取的方針，在上市科轄下設立專責創業板的獨立部門，並另設創業板上市委員會。

然而，除上市條件及若干披露程序外，創業板規則的內容皆依據主板規則制定，與主板規則很相似。要兩組員工及兩個上市委員會在兩套規則的詮釋上保持一致，確是一項挑戰。

因此，聯交所嘗試整合有關架構。自2003年5月起，主板及創業板上市委員會以一個整合單位形式同時為主板及創業板兩個市場運作，令決策趨於一致。

2004年1月，上市科重組為單一團隊，之下再劃分部門，每個部門同時處理主板及創業板兩個市場。創業板不再獨立佔用管理資源。先前為創業板獨立制定政策的運作模式亦大致終止。

至此，雖然創業板的上市要求及少數披露條文仍不同於主板，但兩個市場的營運和政策發展已同出一轍，若要進行諮詢及修訂規則亦會為兩者同時進行。2005年1月，《創業板上市規則》刊發第二十次修訂。

創業板的概況

此部份重點討論創業板與主板的表現。然而，須注意的是創業板乃主板以外的另類市場，將兩個市場作直接比較並無意義。

統計數字顯示，現時創業板的市值相當於主板市值的0.8%，成交額相當於主板成交額的0.6%。不過，由於一些較大規模的公司已轉往主板，創業板的整體貢獻要比數字顯示的為高。

表1列出兩個市場的概況。

表1. 創業板與主板的概況 (2005年)			
	創業板	主板	相當於主板的百分比
公司數目 (年底)	201	934	21.5%
市值 (百萬港元) (年底)	66,604	8,113,333	0.8%
每家公司的平均市值 (百萬港元) (年底)	331	8,687	3.8%
股本證券總成交金額 (百萬港元)	22,336	3,587,584	0.6%
股本證券的年度化成交額比率*	33.1%	50.5%	—
新上市公司數目	10	57	17.5%
股本證券集資額 (百萬港元)	2,898	292,330	1.0%
— 透過首次公開招股	665	164,805	0.4%
— 上市後集資	2,233	127,525	1.8%
創業板指數/恒生指數 (年底)	1,007.28	14,876.43	—
— 與2004年比較的變幅百分比	+1.9%	+4.5%	—
— 年度化的標準差# (全年)	12.1%	11.4%	—
市盈率 (年底)	22.94	15.57	—

* 股本證券的年度化成交額比率=2005年1月至12月的每月股本證券成交額比率的簡單平均數乘以12。

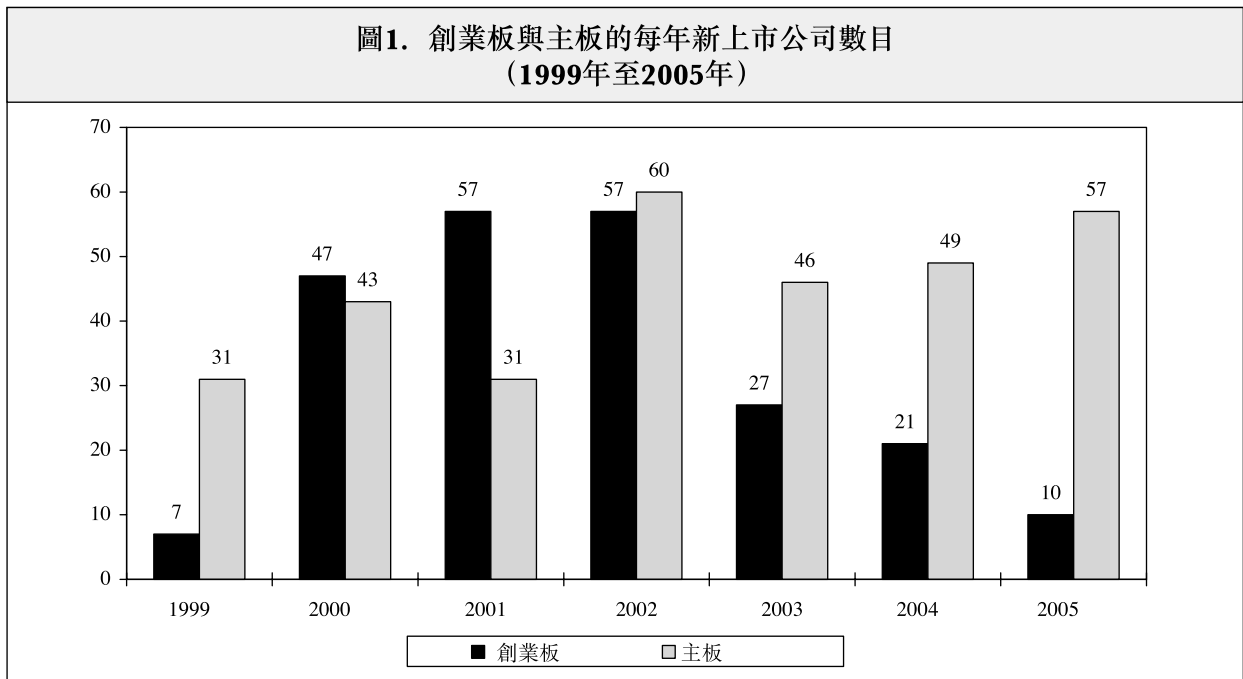
期間內每日百分比回報率的標準差，按每年250個交易日的基準年度化計算。

隨著業務增長，好些創業板公司已符合主板的上市規定，當中一些表現較佳的尋求轉板。至2005年底，轉往主板上市的公司共有12家(見表2)。

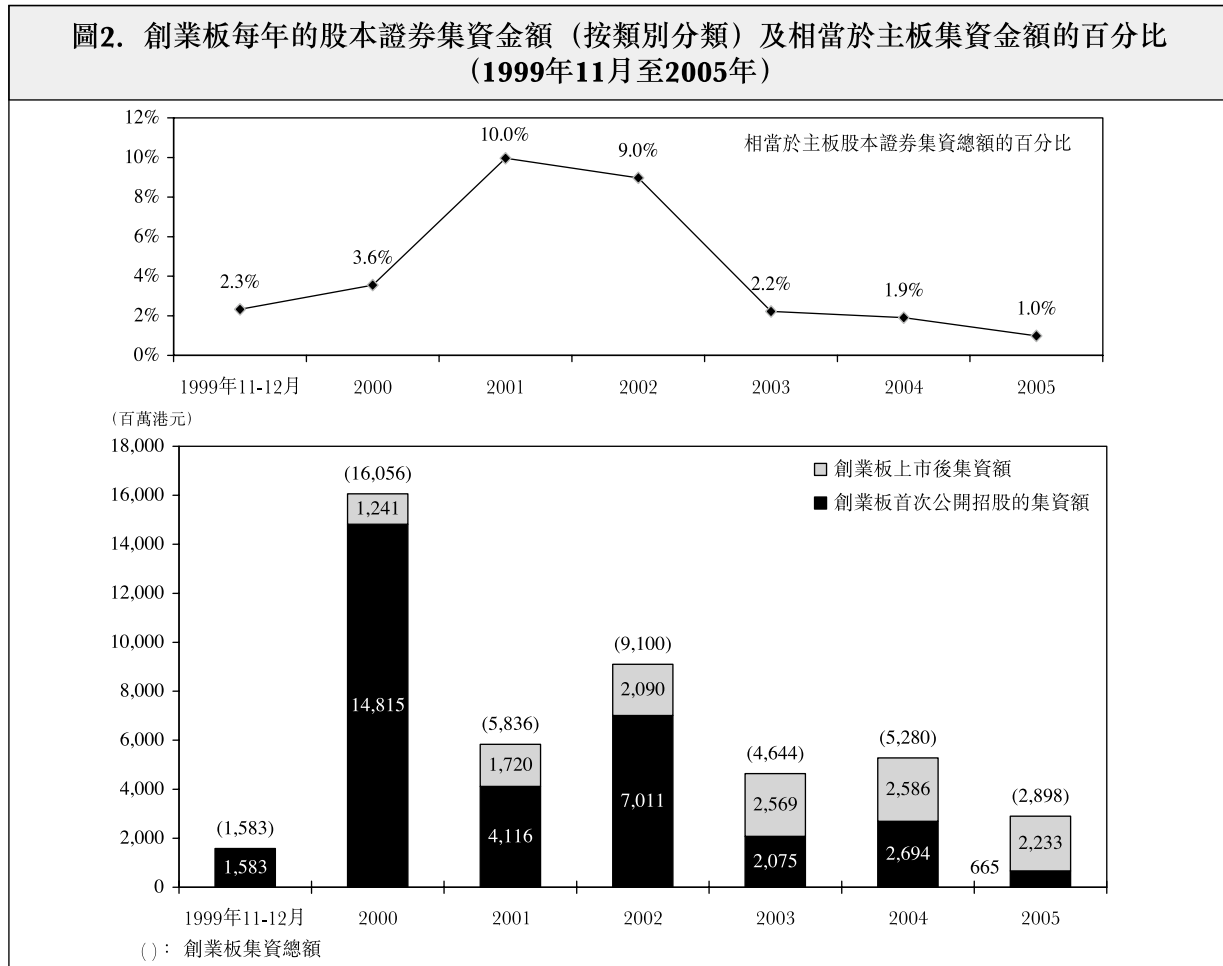
表2. 除牌的創業板公司及原因 (截至2005年12月)				
年份	轉往主板上市	私有化	被交易所除牌	總數
2000	0	0	0	0
2001	0	0	0	0
2002	2	0	0	2
2003	6	2	0	8
2004	2	0	0	2
2005	2	4	7	13
總數	12	6	7	25
佔公司總數的百分比*	5.31%	2.65%	3.10%	11.06%

* 基於2005年底上市公司數目與所有已除牌公司數目的總和。

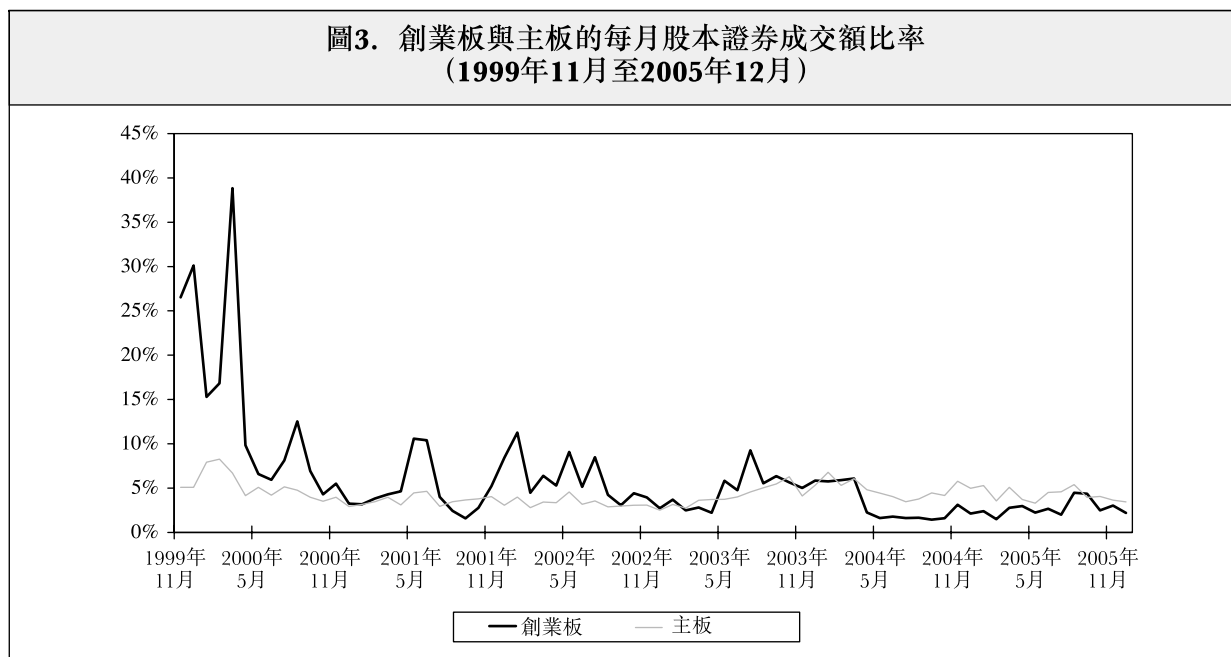
創業板上市公司的數目增長在早年最為急速。在2000年及2001年，創業板的新上市公司數目較主板還多，如圖1所示。



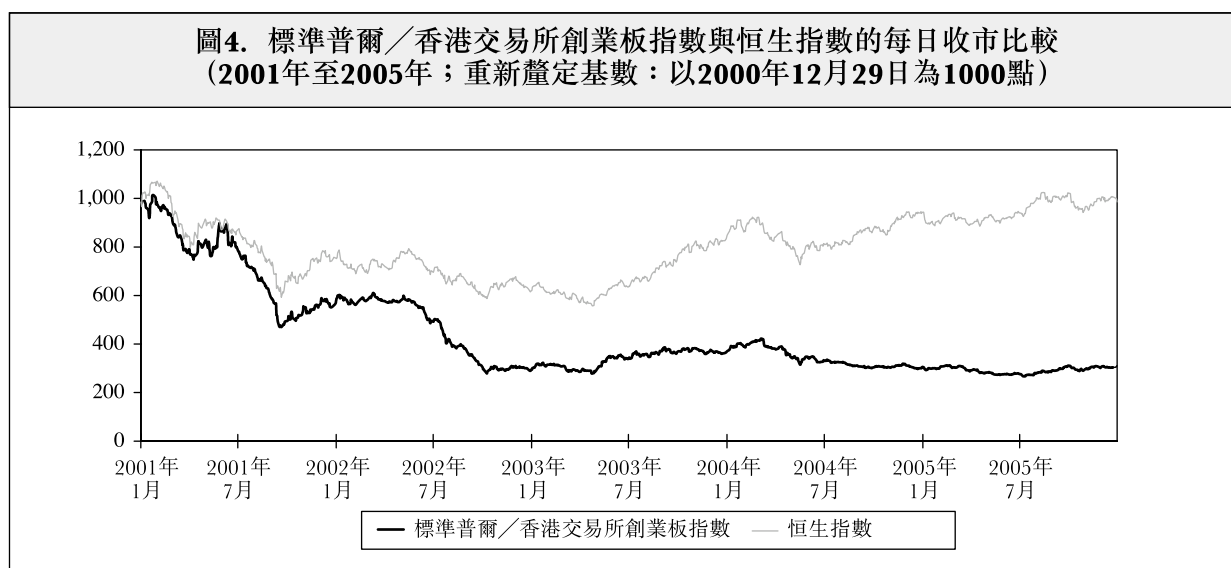
創業板曾為公司籌集大量資金。在2001年，創業板的集資額相當於主板集資額的10%。



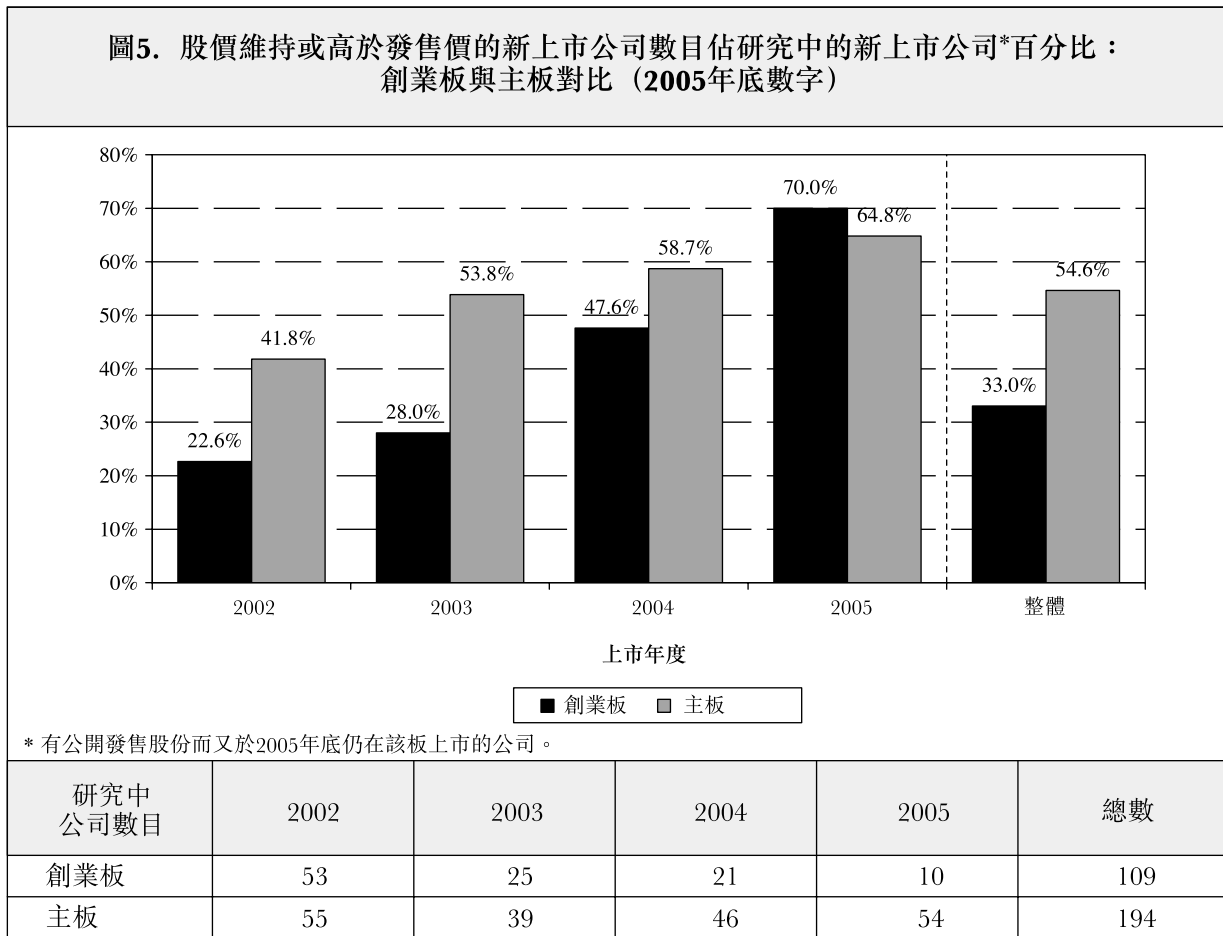
雖然創業板成交額從1999年至2000年的高峰回落(如圖3所示)，但創業板的每月成交額比率過去大部分時間均高於主板。在2000年至2002年間，創業板每年的成交額介乎主板的2%至3%。



成交額下跌的原因之一，是創業板股份的價格表現常遜於主板股份。圖4所示為2001年1月以來創業板相對恒生指數的跌勢。如上文所述，期間差距擴大可能是好些大型創業板公司轉了往主板。

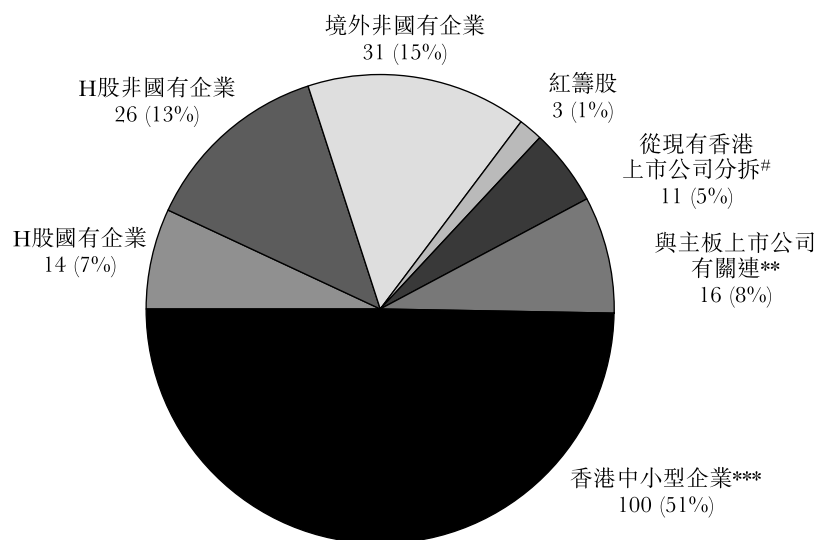


由於股價下跌，從圖5可見，於2005年底，在2002年至2005年間上市創業板股份只有33%維持或高於其發售價，而同期上市的主板股份則有55%。



現時在創業板上市的是哪類公司？如圖6及圖7所示，於2005年底以數目計，創業板主要為香港中小型企業(佔51%)；而以市值計，創業板是以由與主板公司或其主體企業有關連的公司為主(49%)。

圖6. 按數目劃分的創業板公司組成 (2005年底)

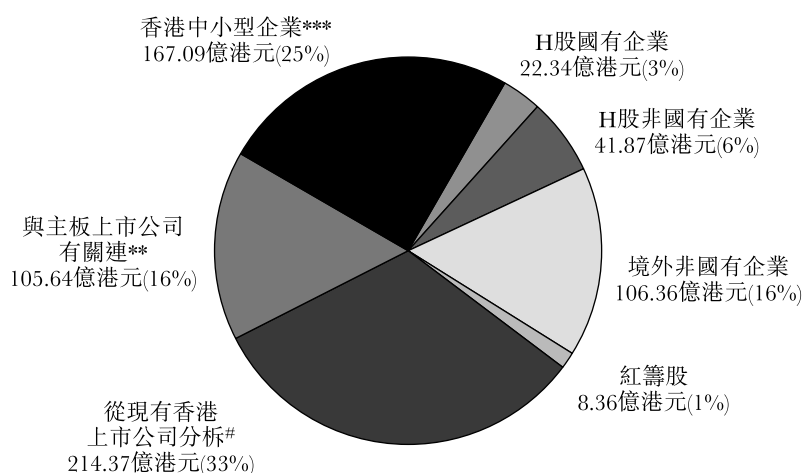


** 非從主板（香港或海外）上市或公眾公司分拆出來的相關公司（相關持股量為20%或以上）。

不包括3家已私有化的公司、1家停牌超過一年的公司、1家已轉往主板上市的公司、另包括2家非直接分拆但透過實物分派進行上市的公司。

*** 屬減去其他部份後餘下之數。

圖7. 按市值劃分的創業板公司組成 (2005年底)



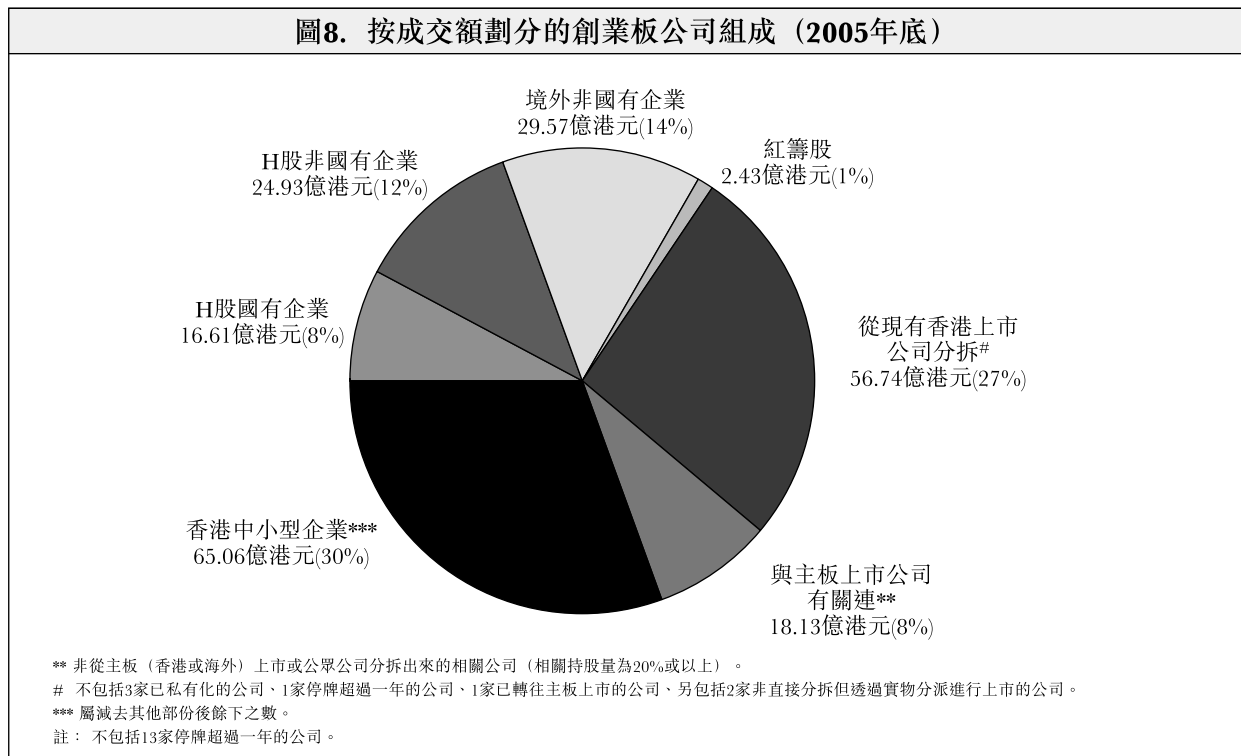
** 非從主板（香港或海外）上市或公眾公司分拆出來的相關公司（相關持股量為20%或以上）。

不包括3家已私有化的公司、1家停牌超過一年的公司、1家已轉往主板上市的公司、另包括2家非直接分拆但透過實物分派進行上市的公司。

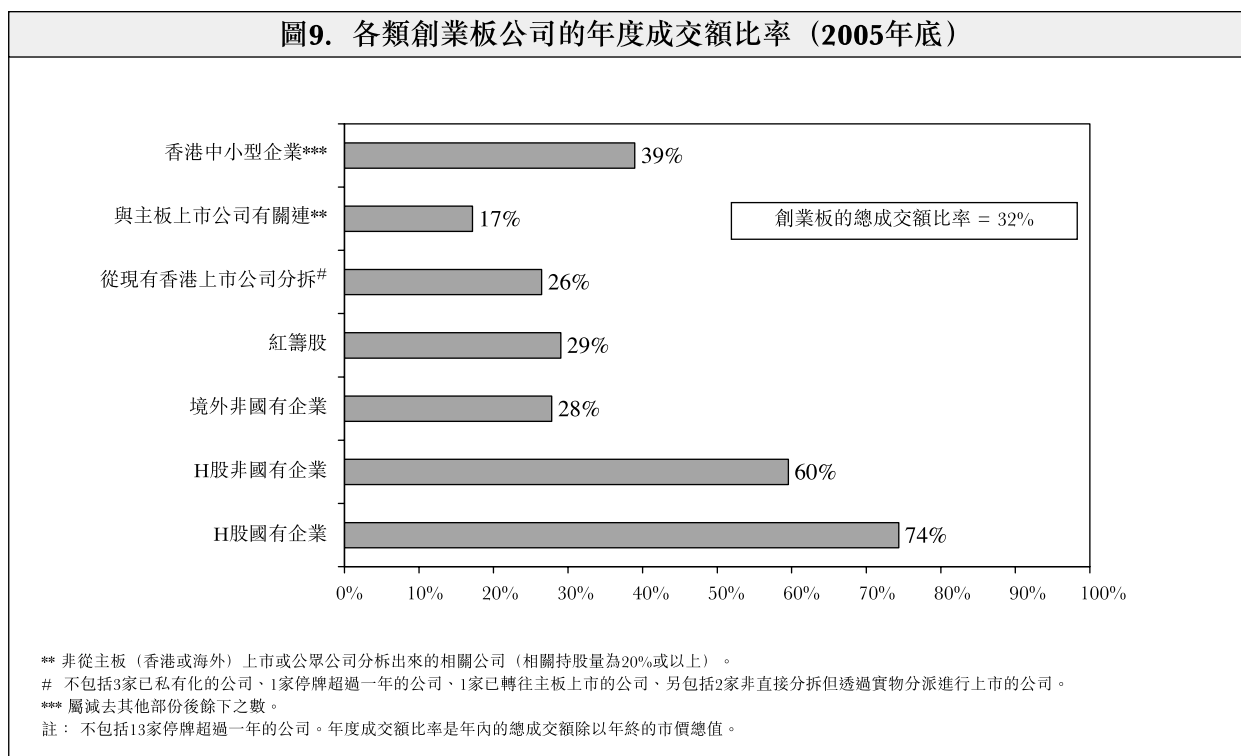
*** 屬減去其他部份後餘下之數。

註： 不包括13家停牌超過一年的公司。

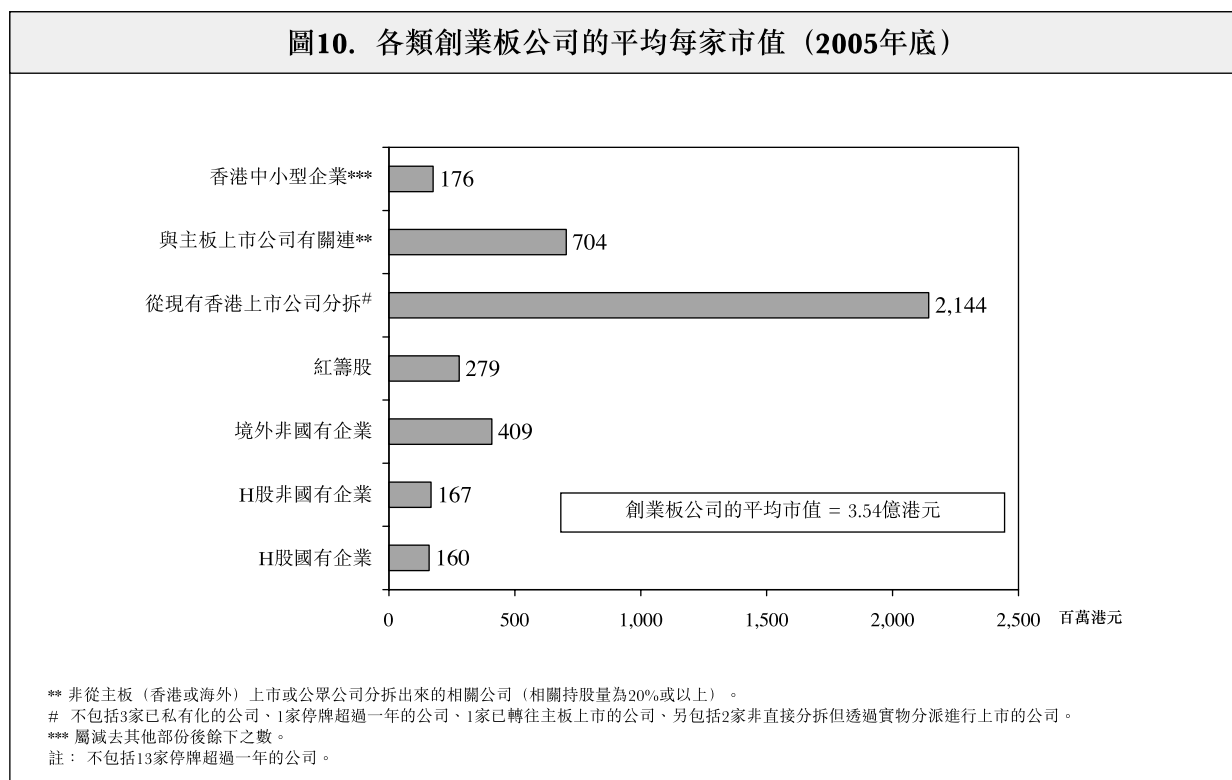
雖然這樣，但如圖8所示，若以成交額計，則以中國相關公司及其他非主板相關的香港公司佔最大部分(2005年總成交額的65%)。



從圖9所見，H股的流動性最高(以年度成交額比率計，H股國有企業為74%，而H股非國有企業為60%)；緊隨其後的是香港中小型企業(39%)。



從圖10所見，於創業板上市的H股的平均(較小)市值(H股國有企業為1.60億港元，而H股非國有企業為1.67億港元)與香港中小型企業(1.76億港元)差不多，是各類創業板股份中最小型者。從現有上市公司分拆上市的創業板公司為各類別中最大型者(平均每家市值21.44億港元)。



與預計中以及其他第二板市場所得的經驗一樣，部分創業板公司在上市後遭遇困難。出於經營困難或其他原因，停牌的創業板公司比率要比停牌的主板公司為高，如表3所示。

表3. 停牌超過一個月的創業板及主板公司數目 (2005年底)

開始停牌年份	創業板停牌公司數目	主板停牌公司數目
2002	1	2
2003	5	10
2004	7	14
2005	13	16
總計	26	42
佔上市公司總數百分比	13%	4%

創業板公司長期停牌的主要原因是等待公司發出股價敏感資料、主要交易或財務業績。主板公司長期停牌的主要原因是面對財政困難。(見表4)

原因	宗數					
	所佔總數 創業板 百分比		所佔總數 主板 百分比		所佔總數 總數 百分比	
有待發布股價敏感資料或主要交易或業績	23	62%	20	38%	43	48%
財政困難/核數師發表具保留意見/持續經營基礎	9	24%	22	42%	31	34%
法律程序/涉嫌違法行為	2	5%	7	13%	9	10%
股價或成交量異常波動	1	3%	2	4%	3	3%
其他*	2	5%	2	4%	4	4%
總計	37	100%	53	100%	90	100%

* 包括創業板公司懷疑虛報財務資料、就私有化所提出的強制性收購；主板公司未經控股股東同意，出售已質押股份及不當使用集資所得款項的淨額。

不過，兩個市場的公司受聯交所公開制裁的比例相若，以數目計每年約為1%至2% (見表5)。然而，創業板公司有延誤公布業績的比例以及上市申請失敗的比例較主板公司為高 (分別見表6及表7)。

年份	公開譴責的個案數目			原因為財務報告延誤的個案數目			
	創業板 佔總數(A) 的百分比	主板 佔總數(A) 的百分比	總數(A)	創業板 佔總數(A) 的百分比	主板 佔總數(A) 的百分比	總數(A) 佔總數(A) 的百分比	總數(A) 佔總數(A) 的百分比
2001	1 6%	17 94%	18	0 0%	8 44%	8 44%	8 44%
2002	0 0%	14 100%	14	0 0%	10 71%	10 71%	10 71%
2003	2 20%	8 80%	10	0 0%	1 10%	1 10%	1 10%
2004	7 32%	15 68%	22	3 14%	12 55%	15 68%	15 68%
2005	3 17%	15 83%	18	1 6%	3 17%	4 22%	4 22%
公開譴責的個案數目相當於上市公司總數的百分比							
年份	上市公司 總數的 百分比		上市公司 總數的 百分比		上市公司 總數的 百分比		
	創業板	主板	創業板	主板	創業板	主板	
2001	1 1%	17 2%	17 2%	17 2%	18 2%	18 2%	
2002	0 0%	14 2%	14 2%	14 2%	14 1%	14 1%	
2003	2 1%	8 1%	8 1%	8 1%	10 1%	10 1%	
2004	7 3%	15 2%	15 2%	15 2%	22 2%	22 2%	
2005	3 1%	15 2%	15 2%	15 2%	18 2%	18 2%	

表6. 創業板公司與主板公司業績公布延誤的個案數字(2004年6月至2005年12月)

	個案數目	公司數目*	最終結果**					
			除牌		其後公布業績		仍待公布業績	
			個案數目	公司數目	個案數目	公司數目	個案數目	公司數目
創業板	108	28 [14%]	35 (32%)	6 (21%)	38 (35%)	15 (54%)	35 (32%)	11 (39%)
主板	102	47 [5%]	28 (27%)	8 (17%)	41 (40%)	26 (55%)	33 (32%)	17 (36%)
總數	210	75 [7%]	63 (30%)	14 (19%)	79 (38%)	41 (55%)	68 (32%)	28 (37%)

* []內為佔年底上市公司總數的百分比。

** ()內為佔個案總數或涉及上市公司總數的百分比。由於一家公司有可能同時在「其後公布業績」與「仍待公布業績」的分類中均有個案，故所涉上市公司的百分比的總和可能高於100%。

表7. 創業板與主板的上市申請統計報告(2004年及2005年)

	2004			2005		
	主板	創業板	總數	主板	創業板	總數
已接受之上市申請	96	34	130	93	18	111
已獲上市委員會原則上批准	59	23	82	74	11	85
處理中之上市申請個案(於年底)	39	12	51	30	7	37
—處理中(根據已接受之上市申請表格)	33	11	44	25	6	31
—已獲上市委員會原則上批准，但仍未上市	6	1	7	5	1	6
沒有進展之上市申請個案	46	64	110	62	21	83
—申請的處理期限已過*	37	46	83	54	18	72
—申請被拒	6	9	15	4	2	6
—自行撤回申請	3	9	12	4	1	5
重新申請**	19	25	44	26	8	34
新上市公司數目	49***	21	70	57***	10	67

* 包括於6個月內未獲批准、被拒或自行撤回之任何申請或(重新申請)。

** 包括所有由同一申請人在其申請的處理期限已過或申請被拒又或自行撤回申請後3個月內重新提出而獲接受的申請。

*** 包括從創業板除牌而轉到主板上市的公司(2004及2005年分別有兩家)。

表8. 香港第二板發展的時間表	
日期	紀事
1986年	四家股票交易所合併成為香港聯合交易所(聯交所)。
1987年	聯交所與香港銀行公會向當局提交有關證券第二市場的報告。 十月股災令有關建議遭到擱置。
1988年	證券業檢討委員會對設立第二板的建議表示保留。
1990年	聯交所成立顧問小組探討第二板的構思。 聯交所把當時業務記錄的規定由五年降至三年。
1991年6月	聯交所顧問小組重新以發展中國內地業務為重點，放棄研究第二板。
1994年3月	聯交所表明不會進一步研究設立第二板。
9月	聯交所設定盈利紀錄規定。
1995年2月	聯交所承諾重新探討第二板的發展潛力。
7月	聯交所就第二板進行非正式諮詢。
1998年5月	聯交所發出第二板市場的諮詢文件。
9月	聯交所成立第二板市場工作小組。
12月	聯交所公布成立創業板的詳情。
1999年7月	聯交所刊發《創業板上市規則》。
8月	聯交所委任創業板上市委員會。
9月	聯交所修訂《創業板上市規則》擴大創業板上市委員會的成員人數，由13名增至21名。 創業板上市委員會委任30家保薦人及聯席保薦人。 創業板上市委員會開始接受上市申請。
10月	舉行首個投資者教育研討會。 中國證監會就內地公司尋求在創業板上市的事宜刊發指引。
11月	首批公司在創業板上市。 修訂《創業板上市規則》以降低公眾持股量的要求並接納美國《公認會計原則》。
2000年3月	聯交所及證監會發表聯合新聞稿，宣布暫時放寬若干《創業板上市規則》的規定。 聯交所推出涵蓋所有在創業板上市股票的「創業板指數」。
4月	證監會委任新企業上市國際委員會以檢討創業板市場。
5月	聯交所就修訂《創業板上市規則》發出諮詢文件。
8月	美國證券交易委員會認可創業板為指定離岸證券市場。
2001年7月	聯交所及證監會聯合宣布《創業板上市規則》的修訂。 證監會發表新企業上市國際委員會研究報告書。
10月	經修訂的《創業板上市規則》生效。
12月	聯交所准許會計師同時出任上市申請人的聯席保薦人及核數師。
2004年3月	《創業板上市規則》中有關企業管治的修訂生效(內容與主板相同)。
2005年1月	《企業管治常規守則》生效(內容與主板相同)。

附錄二 創業板公司上市時配發配售股份的集中度分析

根據《創業板上市規則》，不論採用哪種發售機制，具有最少24個月活躍業務紀錄的公司上市時須擁有最少100名公眾股東；若公司只符合12個月的活躍業務紀錄規定，則其上市時須擁有最少300名公眾股東。

研究涵蓋的公司：

- 1999年11月至2005年12月期間上市時進行股份發售的創業板公司 — 公司數目共有224家(不包括在2000年及2003年以介紹方式上市的2家公司)；
- 2004年至2005年期間上市的29家創業板公司中，有26家具有完備數據可作配售股份分布的進一步分析。

資料來源：發行人就配售部分¹的比例的公布；包銷商向香港交易所呈交的報告。

主要觀察

- 差不多全部的創業板公司在上市時發售的股份絕大部分是以配售方式進行。當中有77% (即172家公司) 純粹以配售方式發售股份。(圖1)
- 在2004年及2005年上市的公司中，分別有50%或以上向少於25%的承配人配發1至3手配售股份。(圖2)
- 配售股份的分配集中在少數承配人 — 所有於2004年及2005年上市的公司將其合共30%的配售股份配發予少於10名承配人，而當中四分之一以上的公司將其合共50%的配售股份僅配售予3名或少於3名的承配人。(圖3-5)

¹ 配售部分包括發售以供配售及發售現有證券。

圖1. 創業板新上市公司按配售股份佔發售股份總數百分比的分布 (1999年11月至2005年12月)

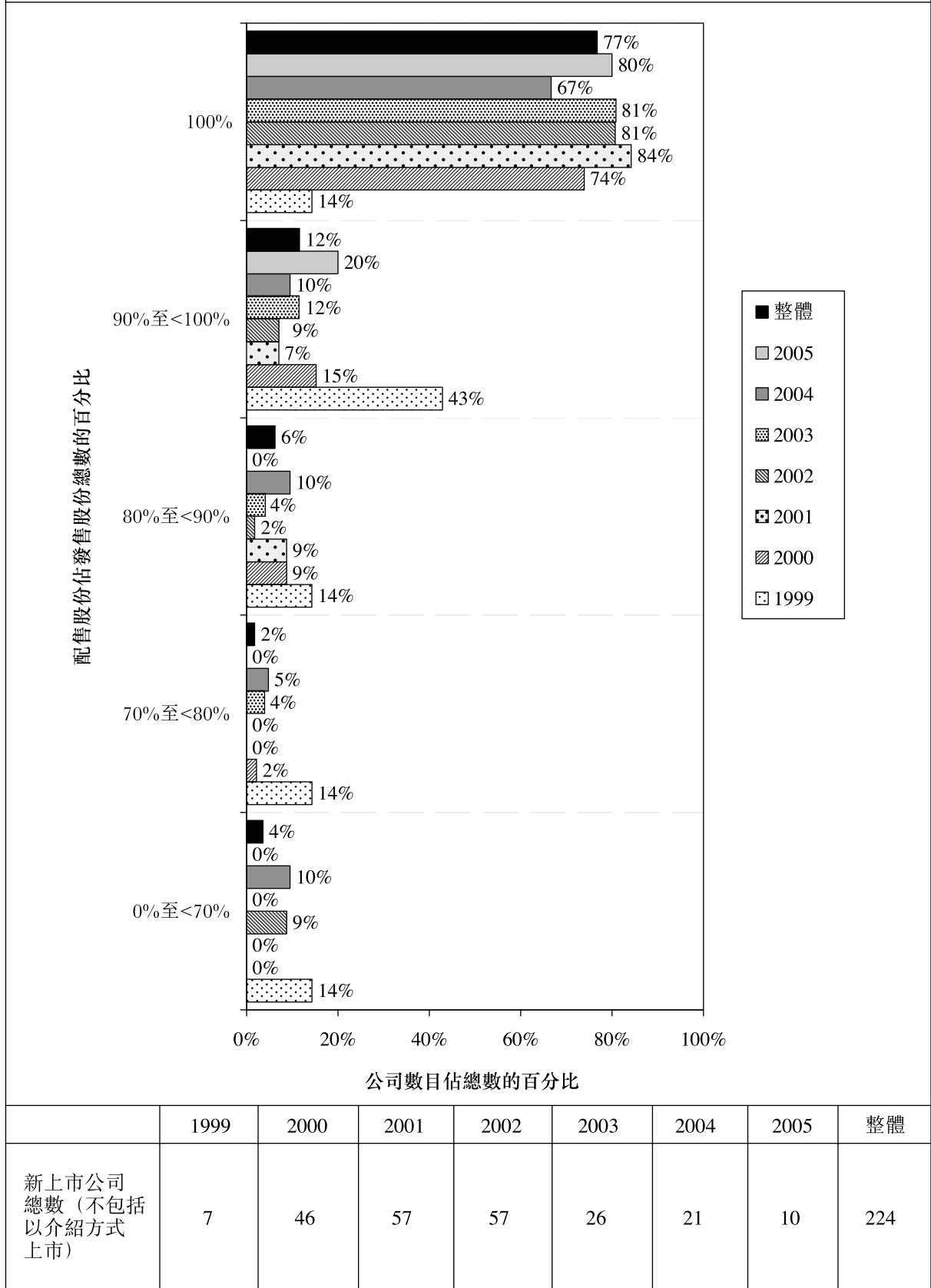
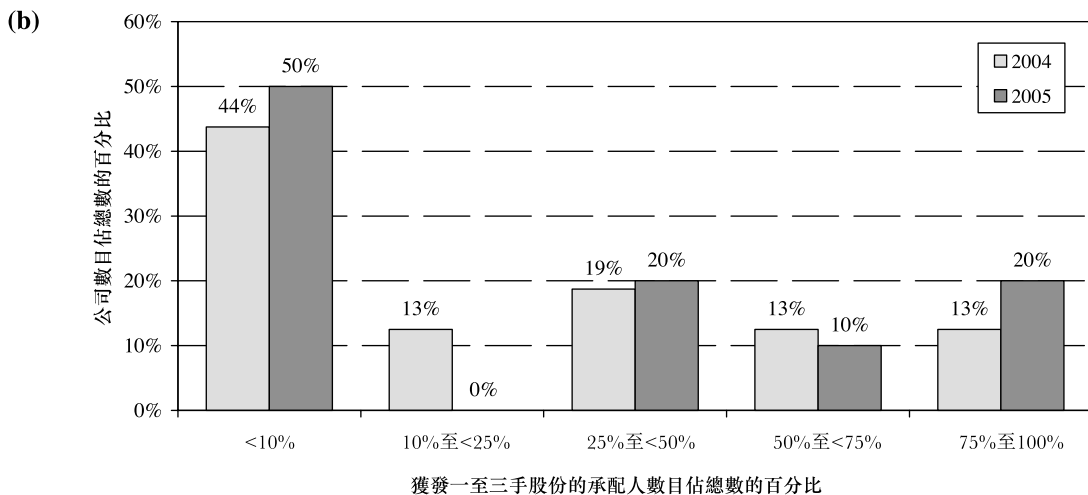
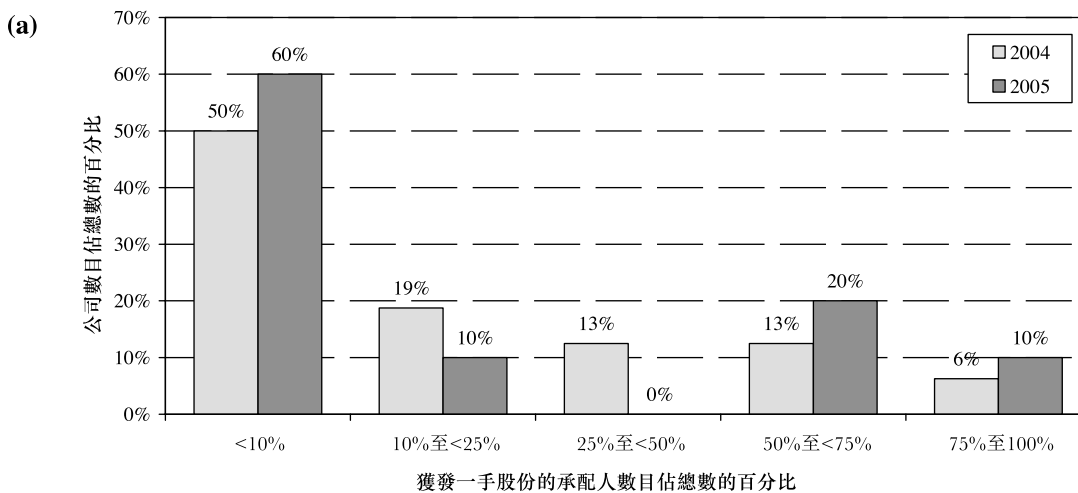
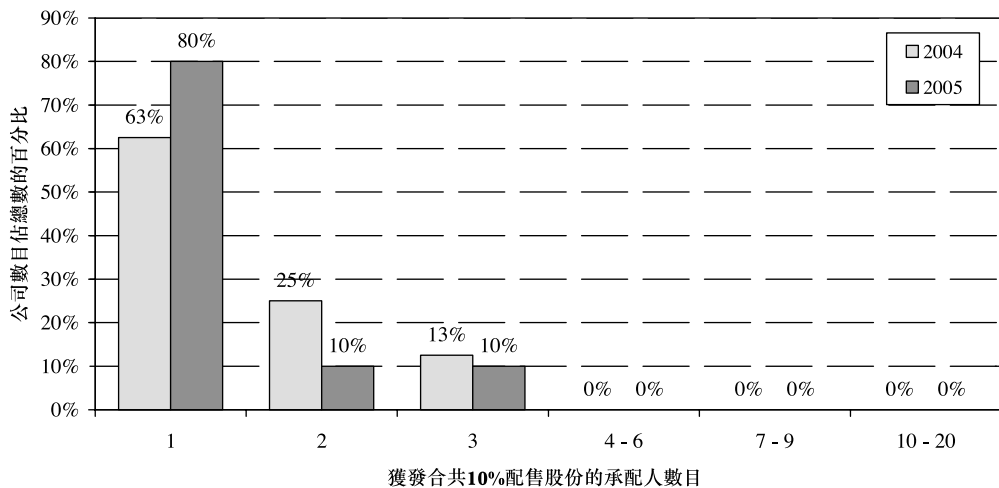


圖2. 創業板新上市公司*按獲配發少量手數股份的承配人所佔百分比的分布 (2004年至2005年)



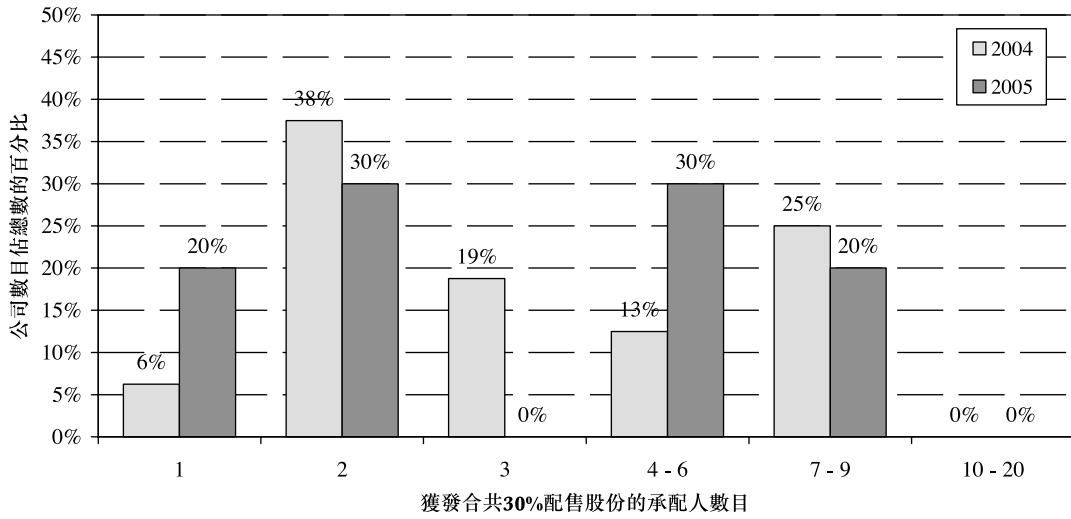
* 不包括四家未有足夠數據的公司。

圖3. 創業板新上市公司*按獲配發合共10%配售股份的承配人數目劃分的分布 (2004年至2005年)



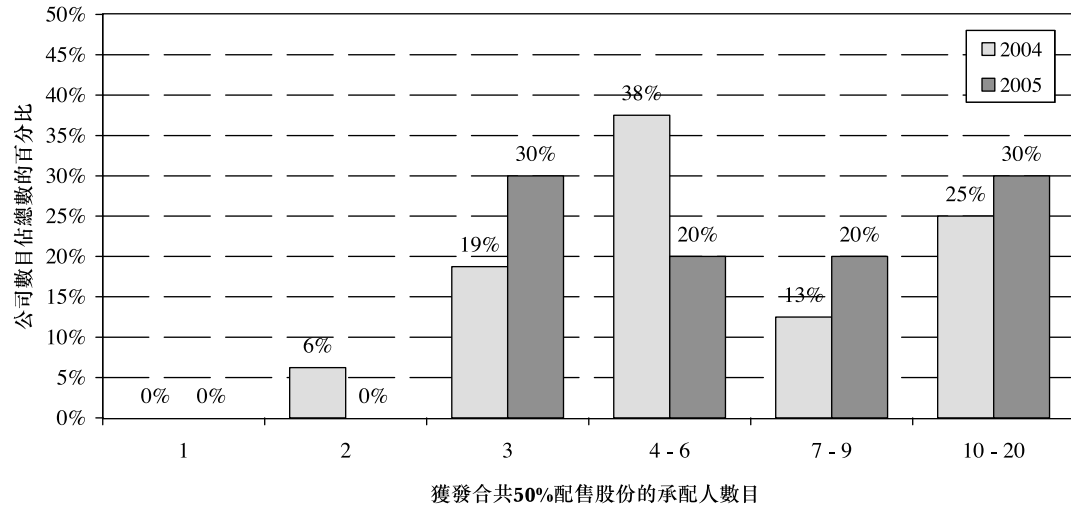
* 不包括四家未有足夠數據的公司。

圖4. 創業板新上市公司*按獲配發合共30%配售股份的承配人數目劃分的分布 (2004年至2005年)



* 不包括四家未有足夠數據的公司。

圖5. 創業板新上市公司*按獲配發合共50%配售股份的承配人數目劃分的分布 (2004年至2005年)



* 不包括四家未有足夠數據的公司。

附錄三 創業板公司新上市、除牌及轉板的影響

年份	新上市數目		集資額(百萬港元)		期末公司數目	除牌數目		轉往主板數目	
	該期間	累計	該期間	累計		該期間	累計	該期間	累計
1999 11至12月	7	7	1,583	1,583	7	0	0	0	0
2000	47	54	16,056	17,639	54	0	0	0	0
2001	57	111	5,836	23,474	111	0	0	0	0
2002	57	168	9,100	32,575	166	2	2	2	2
2003	27	195	4,644	37,219	185	8	10	6	8
2004	21	216	5,280	42,499	204	2	12	2	10
2005	10	226	2,898	45,397	201	13	25	2	12

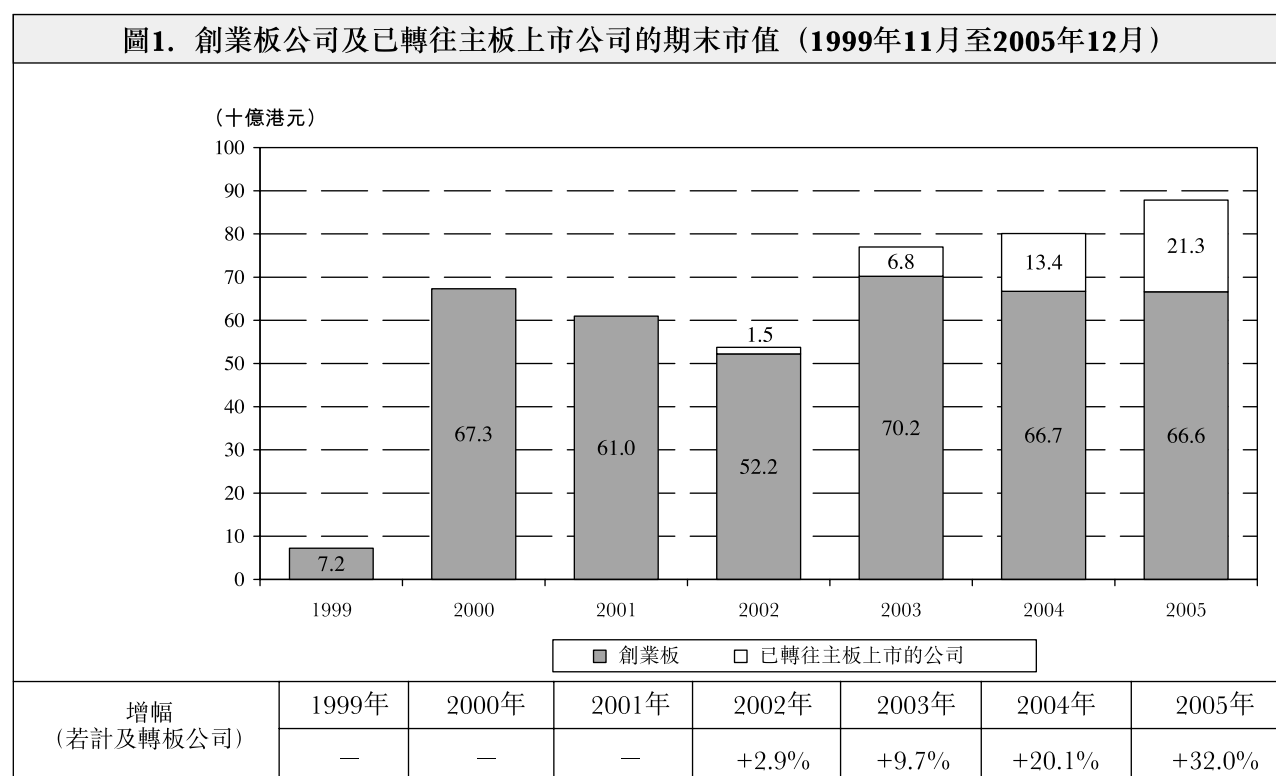
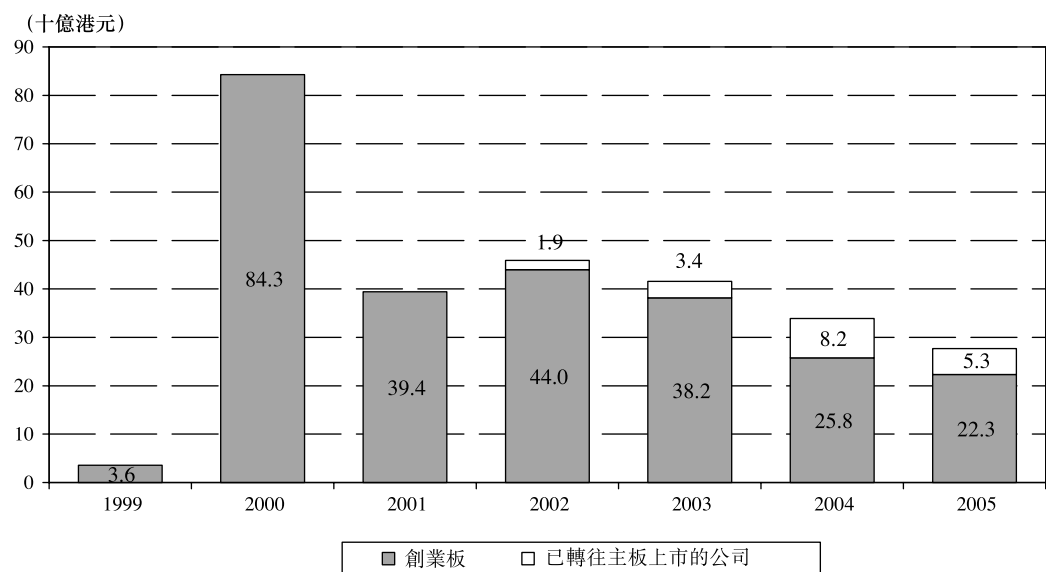


圖2. 創業板公司及已轉往主板上市公司在有關期間的成交額 (1999年11月至2005年12月)



增幅 (若計及轉板公司)	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
	—	—	—	+4.4%	+8.9%	+31.7%	+23.8%

附錄四 海外增長型公司市場的經驗

前言

本附錄轉載交易所2005年10月號季刊的一篇文章，內容為探討海外創業板市場的發展。這類市場為數甚多¹，但大部分規模很小。下文先討論增長型公司市場的主要特色，繼而探討全球增長型公司的市場環境，最後再逐一研究各主要市場，包括倫敦另類投資市場(AIM)、加拿大TSX-V市場及德國新市場。

本附錄根據紀錄檔案及網上資料撰寫，部分內容源自與交易所人員的討論。對於文中試圖就不同市場所作的比較，跟所有跨市場的比較一樣，讀者必須小心處理。每個市場各有自己的文化、法制和習慣，因此每個市場的經驗幾乎都是獨一無二的，倒是經驗背後的原因通常頗相似。

創業板市場的概念

各證券交易所皆設最低上市準則。一般來說，申請上市的公司必須具有若干規模及實質的業務。例如，香港交易所主板要求申請人上市前三年須錄得5,000萬港元累計盈利。即使某些交易所的上市要求不甚嚴苛(如倫敦證券交易所僅要求市值70萬英鎊)，但發行人籌備上市的成本卻甚高，即已間接為上市申請人的規模定下最低準則。因此，普遍來說，一家公司最低限度也要具備成熟的雛型方可在交易所上市。

問題是，一家公司如何籌集能讓其發展至具成熟雛型所需的資金？公司尚在成立初期如何可以融資擴張業務？兩難的局面產生了「融資差距」或「資金缺口」的問題。新興的小型公司沒有足夠資產作為向銀行貸款的抵押，要在公開股本市場集資，公司規模又太小；難怪有人說，本來有潛力能夠對經濟及就業等作出貢獻的公司都被剝奪發展的機會。有見及此，許多交易所(部分在政府鼓勵下)都創立了第二或「平行」市場來資助新興增長型企業。香港的創業板亦是在政府支持中小企發展的背景下成立的。

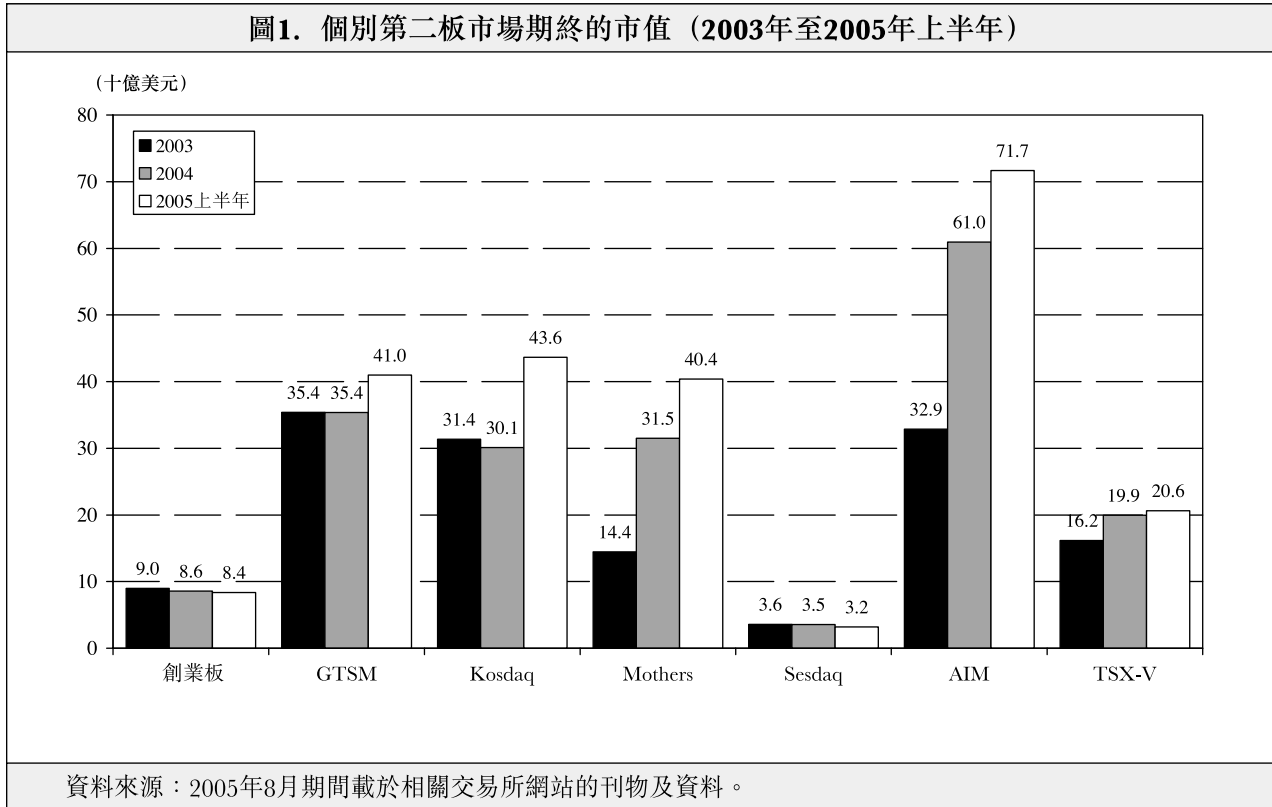
然而，假如准許這些公司向公眾集資，投資者又如何獲得保障？主板公司都有一定的實質業務及業績紀錄，但小型增長公司本質上兩者皆欠奉。此外，上市成本也可能是個障礙，小型公司上市可能根本不符合經濟原則。對此，部分市場會以放寬上市規則來處理首次上市的成本問題，令增長型企業更容易上市。至於處理有關風險方面，監管機構一般都是加強增長型公司市場上市公司的披露要求，部分則附加更多企業管治措施，如對公司的管理層股東出售股份設定限制等等。

¹ 均富刊發的《環球新興市場指南2005》共涵蓋15個增長型公司市場。

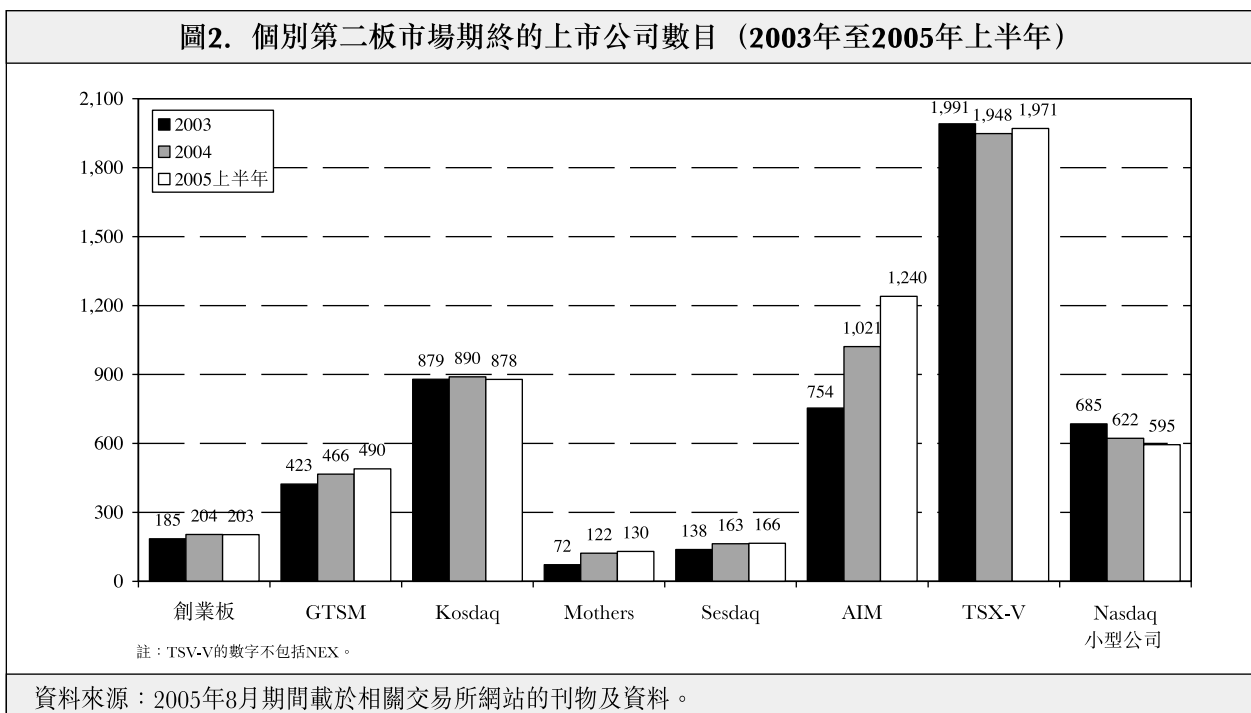
海外創業板市場概覽

本節以比較形式綜覽某些創業板市場；我們選了七個較大的市場：香港創業板、台灣的證券櫃檯買賣中心(GTSM)、南韓的Kosdaq、日本的Mothers、新加坡的Sesdaq、倫敦的AIM及加拿大的TSX-V。

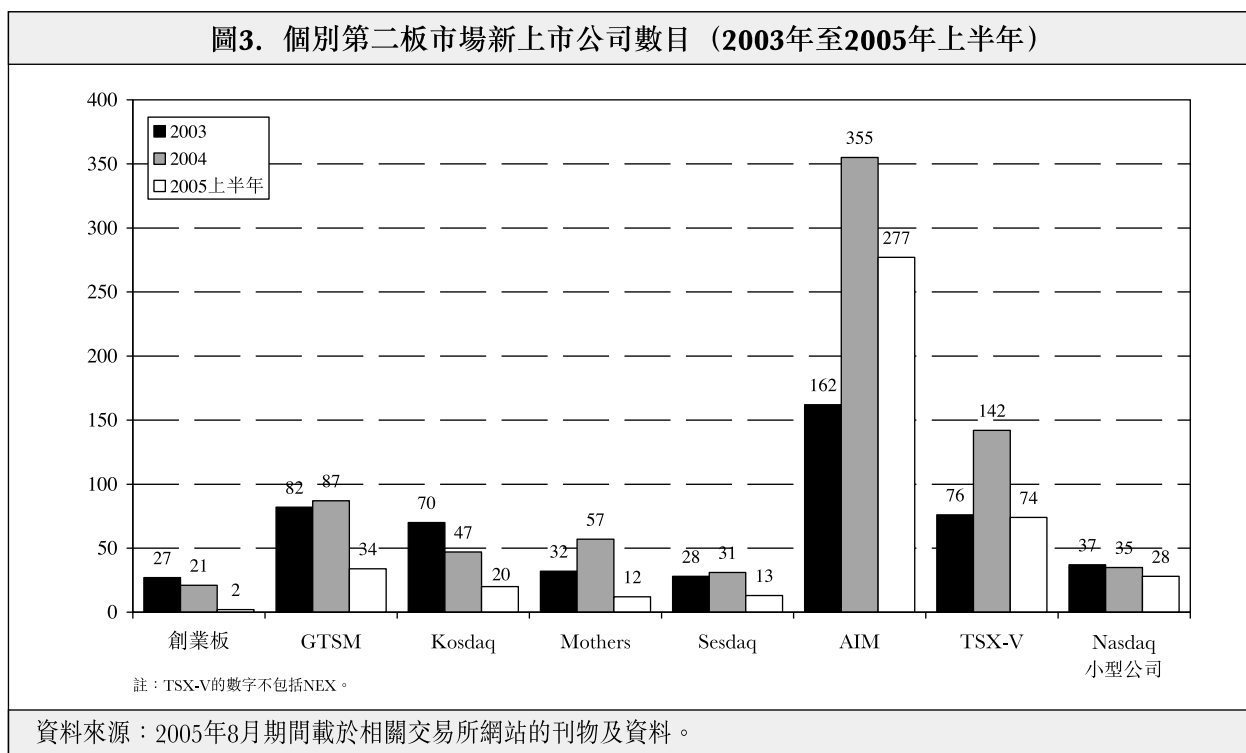
如圖1所示，以市值計，AIM是目前世界上最大的創業板市場，市值達710億美元。



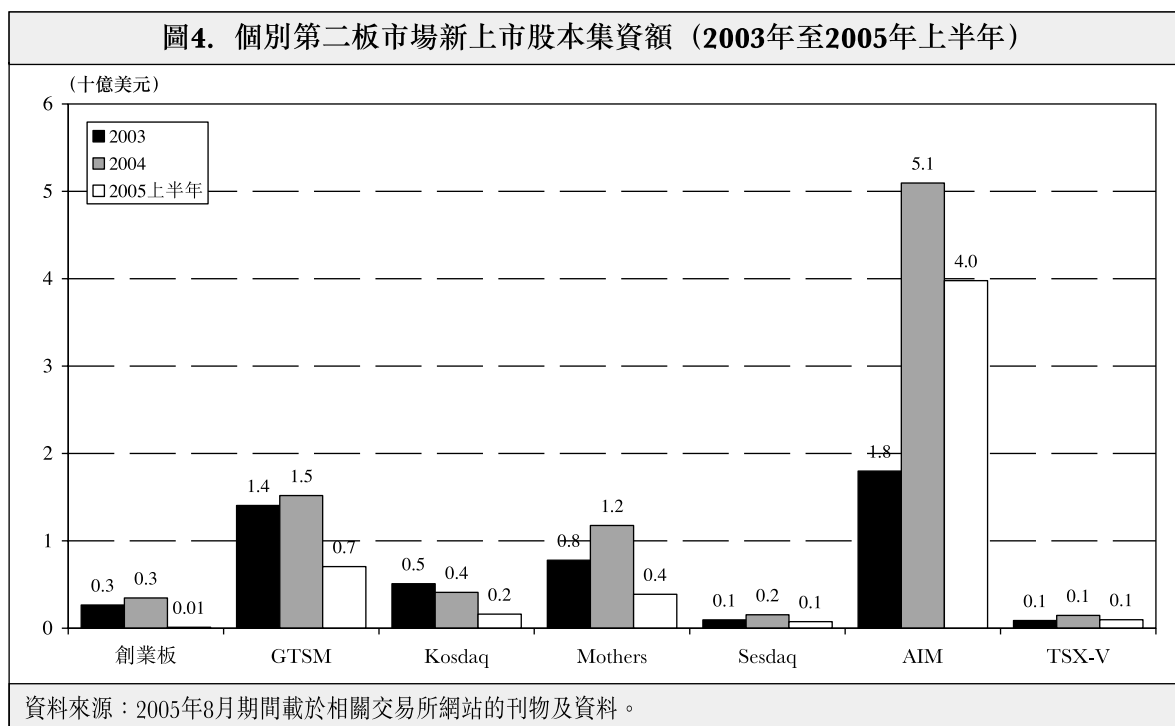
如圖2所示，以上市公司數目計，擁有超過1,900家公司的TSX-V位居榜首，顯示許多在TSX-V上市的公司規模極小。



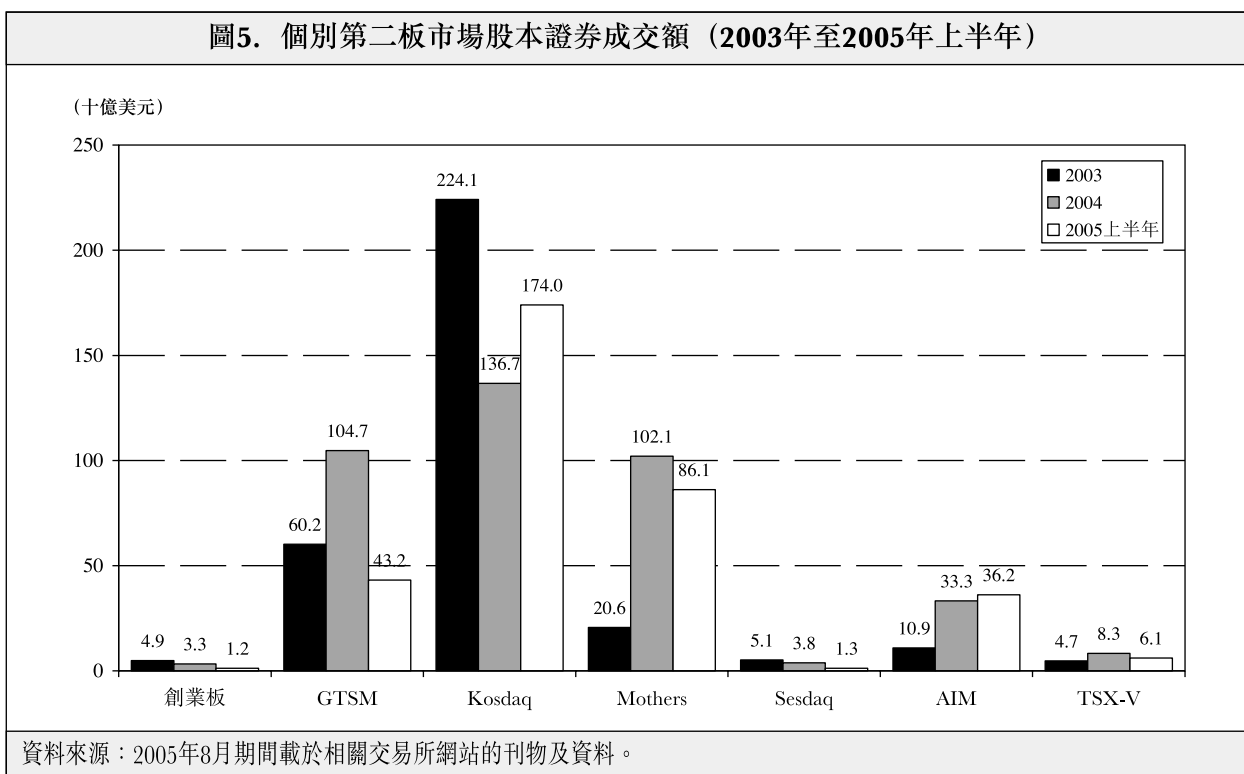
然而，如圖3所示，以新上市宗數計，AIM仍然居於首位，反映目前AIM極受歡迎。



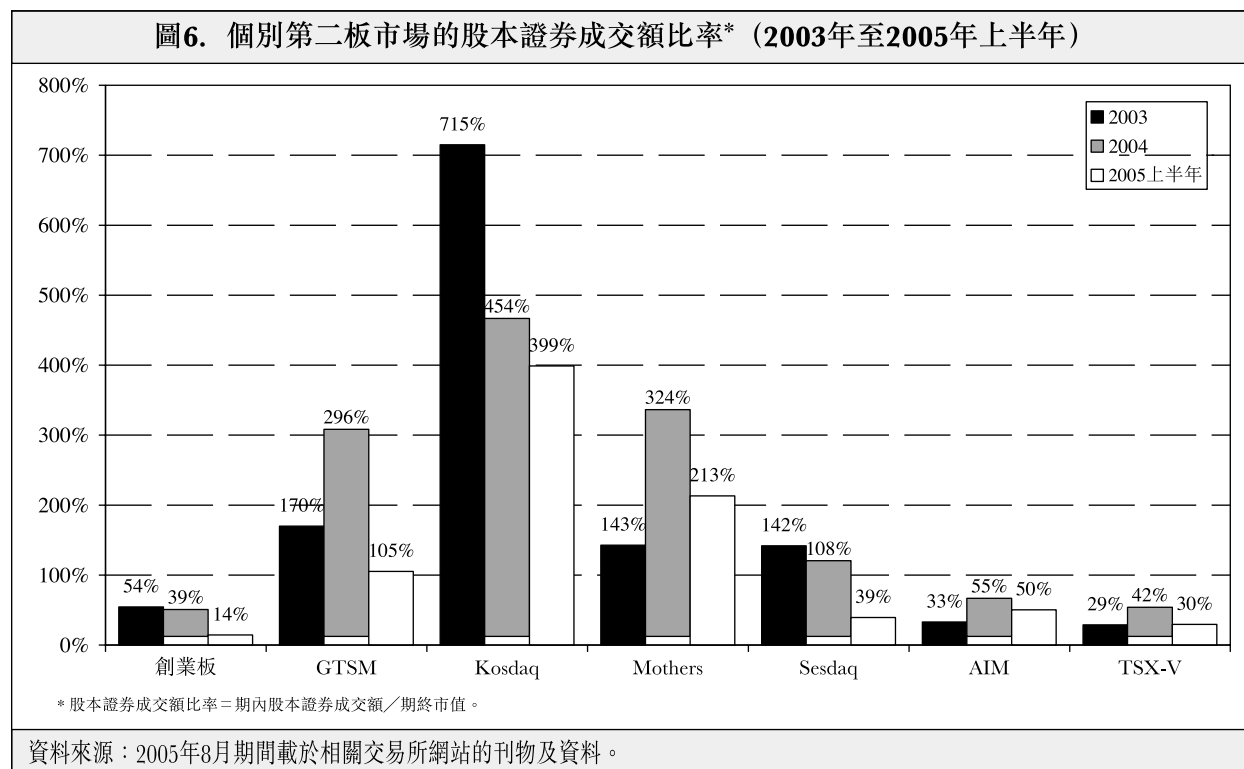
以新上市集資額計，AIM至今亦穩佔首位(圖4)。本來集資總額更能反映市場對整體經濟的貢獻，可惜部分市場未有相關數據。不過，就TSX-V來說，2004年股本集資總額達33億美元，是首次上市集資額1億美元的多倍數 — 見圖10。



至於交易市場方面，我們發現流動性最高的要數亞洲的幾個增長型公司市場，尤其是Kosdaq (圖5)。



因此，Kosdaq的成交額比率最高 — 在截至2005年6月底為止的半年內，其成交額比率幾近400% (圖6)。



亞洲主要增長型公司市場的成交額比率皆遠高於各自主板的成交額比率(圖7)。

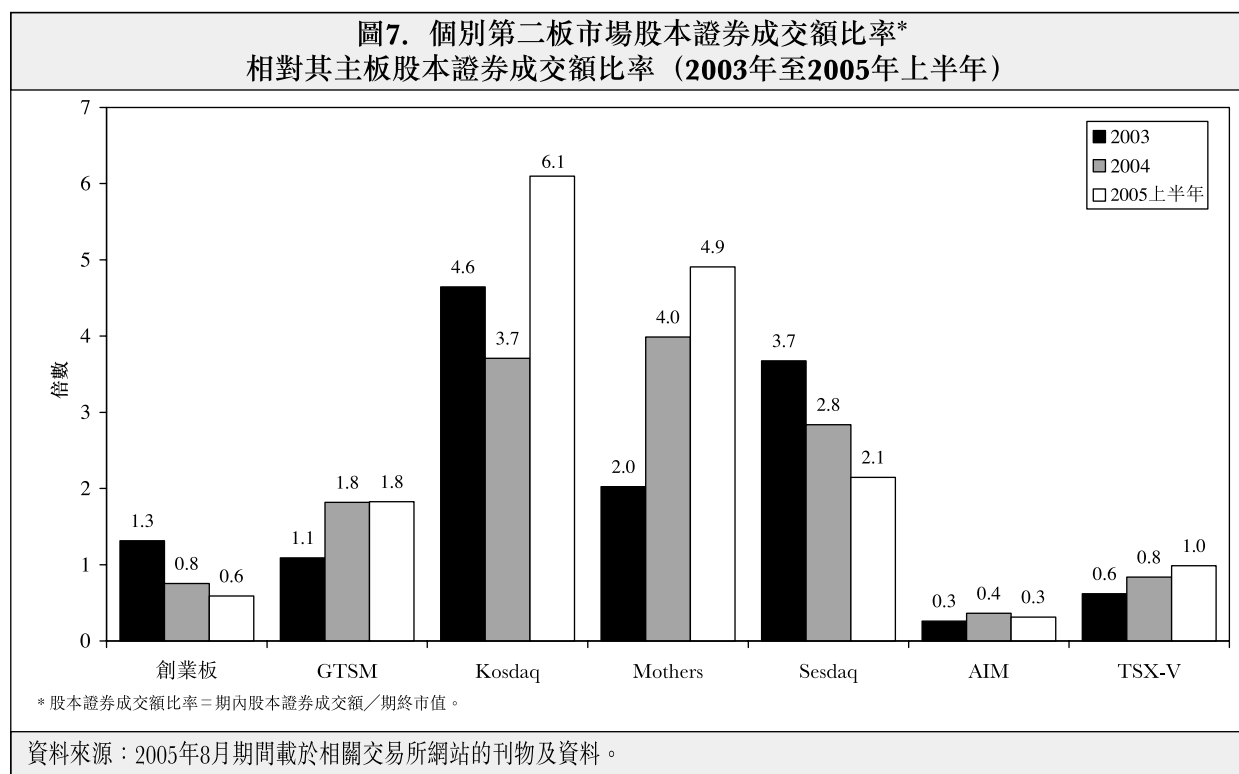
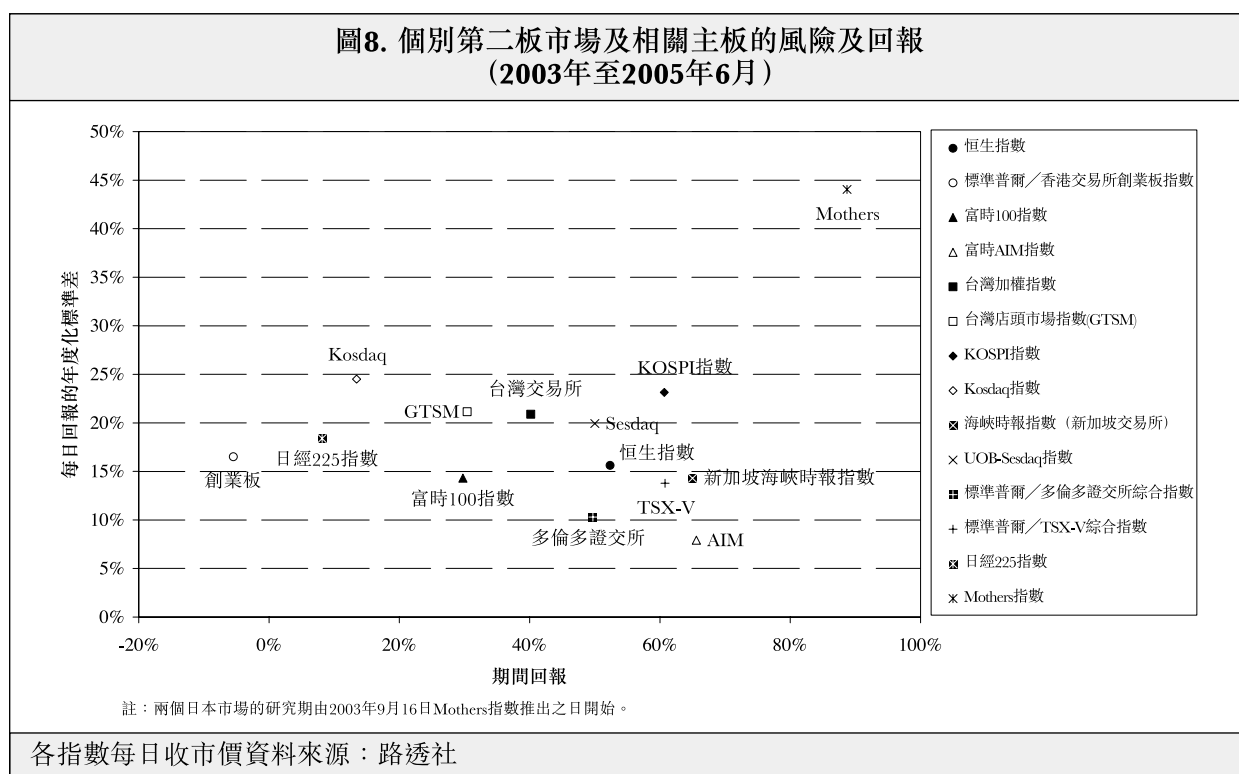


圖8顯示的是個別增長型公司指數及相關主板指數的風險及回報。圖中顯示的兩個日本市場的關係可能在意料之內：增長型公司市場Mothers的風險及回報(遠)高於藍籌指數日經225指數。不過，有趣的是，在兩年半的研究期間，富時AIM指數相比富時100指數，回報較高，但風險卻較低。



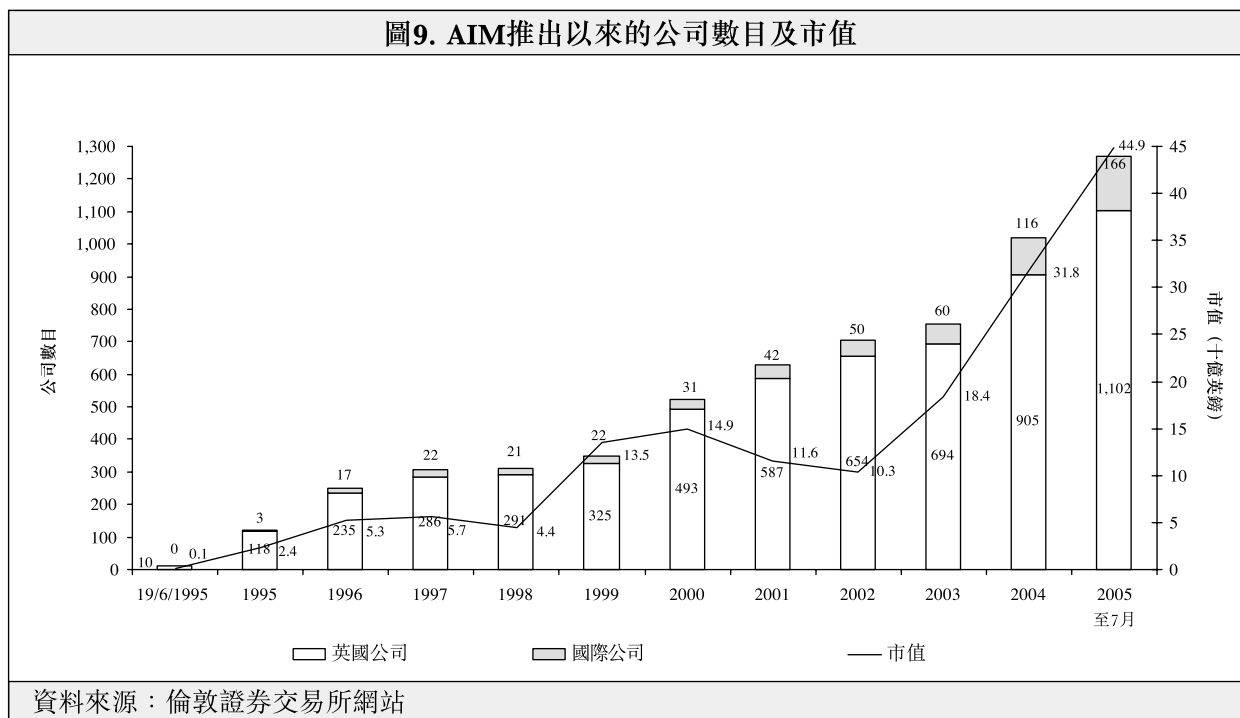
市場模式

本節主要討論三個市場 — AIM、TSX-V及已結業的德國新市場，希望對三者的市場經驗及經營模式有更深的了解。

AIM

如上述統計所示，AIM在許多方面都是世界上最前領的增長型公司市場。倫敦證券交易所最初並不熱中推出AIM，認為第二板市場沒有商業價值²。在AIM之前，倫敦證券交易所已推出過類似的市場 — 規則第4.2條 (1970年設定，1995年結束)、非上市證券市場 (1980年成立，1996年結業) 及第三市場 (1987年啟用，1990年結業)，但每次的經驗都很不同。儘管如此，倫敦證券交易所於1995年6月再推出AIM。不過，AIM到1999年8月的時候仍「廣泛被認為是一次失敗的經營」³，尤其是與當時蒸蒸日上的德國新市場比較。

究竟AIM當年如何奠定其地位？AIM的成熟期始於2000年的科網股熱潮，當時AIM的新上市公司都是具有一定份量的公司，基金經理不得不留意這個市場。不過，AIM從來不是純科技板，故科技熱潮過後，AIM因為上市行業多樣化而仍然具有吸引力。今天，在AIM上市的公司涉及約32個行業，其中市值佔有率最大的行業為礦務、石油及燃氣業 (合佔市值30%)。最近兩年，在倫敦證券交易所努力推廣下，AIM的業務已進一步國際化，上市海外公司約166家，可見圖9。2005年至7月止的七個月內，由倫敦證券交易所主板轉至AIM上市的公司有29家，由AIM轉至主板的只有一家。



² 《金融時報》1994年11月7日《Questionable AIM (備受質疑的AIM)》。

³ 《金融時報》1999年8月25日《High-tech listings set for launch (高科技公司行將上市)》。

AIM是以甚麼模式經營？AIM最不尋常甚或與別不同的地方，是AIM將監管重點放在保薦人(即指定顧問)而非發行人身上。發行人只要維持在AIM上市，就必須留用一名指定顧問。在這個制度下，AIM只靠輕度的監管即可營運。根據歐盟編製的《歐盟招股章程指示》，技術上，AIM屬交易所監管市場而非歐盟監管市場。因此，凡金額少於250萬歐元(296萬美元)或售予少於100人的證券發行，皆毋須編製招股章程或經法定機構(英國金融管理局內的英國上市局)審批。兩項準則中又以「少於100人」的影響較大，因為經紀的私人客戶並不計入100人的範疇，因此即使發行金額龐大，很多在AIM上市的公司皆毋須編製招股章程。

因此，AIM公司的表現亦往往等如其指定顧問的表現。如在2004年，逾千家AIM公司中，最後一敗塗地的只佔六家⁴。是甚麼推使指定顧問能夠保持滿意的表現？

倫敦市獨特的文化似乎正是答案所在：傳統上，倫敦的金融從業員一諾千金；指定顧問(包括環球投資銀行及會計師行以及小型公司，共約84家)都非常重視本身聲譽，自然要為市場推薦高質素的公司。此外，下述的因素亦可能有關。

- **倫敦證券交易所的監管** 倫敦證券交易所對新指定顧問的每宗申請均仔細審查，例如要求申請人呈交文件證明確實擁有相關企業融資經驗。同時亦對指定顧問進行持續監察，若顧問出現困難會鼓勵他們諮詢交易所，若顧問行為不當會發出譴責。儘管有關譴責通常只是私下發出，但倫敦證券交易所會通知市場其已經發出私下譴責；倫敦金融市場中人關係緊密，發出這類通知的效果差不多等同對違規者點名批評。
- **機構投資者群體** 英國的市場是以機構投資者為主；因此指定顧問須向機構投資者推介其保薦的公司。許多這類型的機構專門研究小型公司或相關行業，絕對有資格審查這類招股；如有個別指定顧問連續推介多宗不堪的交易，當不容於這類機構投資者。
- **由指定顧問進行自我監管** 指定顧問依賴市場信譽維生，對同業的不當行為極有誘因加以阻撓。倫敦證券交易所亦善用這一點，例如會在網站登載新指定顧問的申請，以收集公眾對申請的意見；如知道申請人有問題，現有指定顧問可通報交易所。

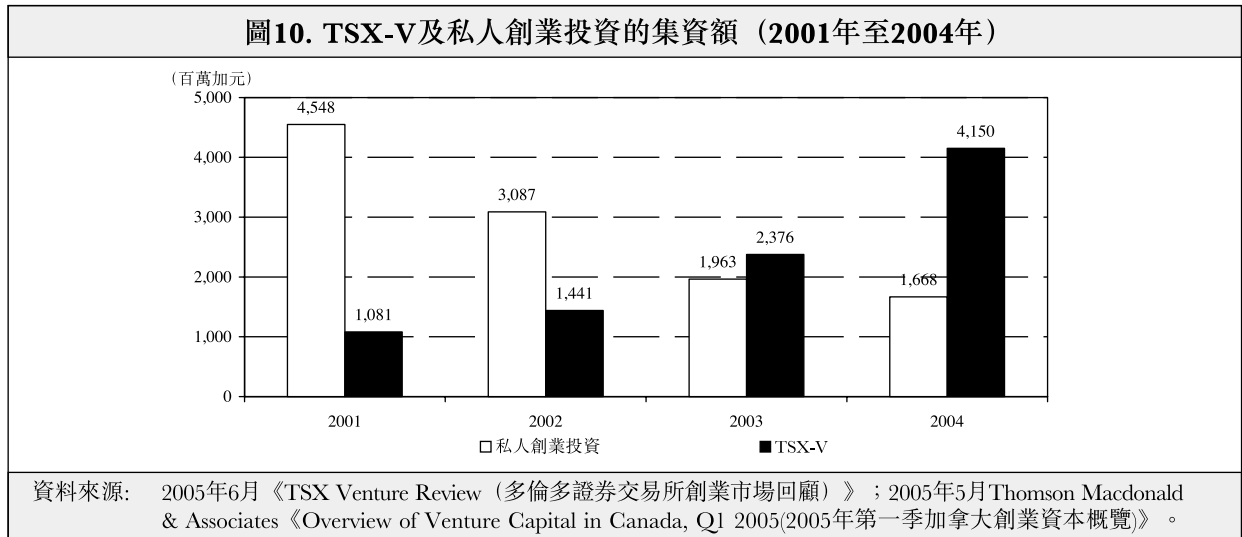
多倫多創業交易所(TSX-V)

TSX-V市場隸屬多倫多證券交易所的營運機構多倫多證券交易所集團。加拿大原本正式有六家證券交易所，後於1999年至2001年間陸續整固成為單一集團。TSX-V的前身是溫哥華證券交易所及阿爾伯達證券交易所，前蒙特利爾證券交易所部分小型公司亦已轉至TSX-V。

TSX-V是多倫多證券交易所旗下一個初階市場。2004年內，TSX-V共有58家公司升級轉往主市場。交易所歡迎公司升級，擬升級的公司會獲豁免符合部分的一般上市要求。因此，雖然TSX-V的市值僅為多倫多證券交易所市值的1.5%，但其整體貢獻要大許多，因為這統計數字並未計算由TSX-V升級的公司。

⁴ 2005年6月10日《金融時報》《Smaller companies UK: 10 years of AIM (英國小型公司：AIM的10年經營)》。

TSX-V的另一特色，是許多上市公司都是規模極小的公司。於2005年6月，TSX-V公司的平均市值為1,300萬加元(1,060萬美元)，而主市場的平均市值則為11.13億加元(9.08億美元)，反映TSX-V的設計完全是創業板塊的模式。事實上，該交易所亦自稱是提供公眾創業資本的市場，集資能力要比私人創業投資渠道還高(可見圖10)。



本著此一宗旨，TSX-V給予上市公司極大的集資自由度：在大部分的增長型公司(包括AIM)，申請人大多會在首次上市時籌集較大的金額，但TSX-V卻容許申請人首次上市時只籌集小量資金，留待日後才作較大額的融資。事實上，經TSX-V籌到的資金只有5%是透過首次公開招股而來。這對創新企業相當有利，因為企業可以只在有需要時才籌集所需的金額，而毋須在首次上市時即以偏低的估值發行大量股份。TSX-V亦批准資本匯集公司(capital pool companies)上市；資本匯集公司是純現金空殼公司，是創業投資者為收購已有業務的企業所資助成立的公司。

TSX-V分兩級：第一級是較佳的級別，有關公司都是較成熟、財政資源較充足者，這級的資訊披露要求較寬鬆；第二級為成熟程度較低的公司，資訊披露的要求亦較多。兩個級別的公司皆以行業劃分－礦務、石油及燃氣、技術或工業、研究及發展以及地產或投資，上市要求針對個別行業各有不同。TSX-V並特設「NEX」市場，專門收容無實質業務的TSX-V公司供人進行反收購。整個運作好比一個企業龍虎榜，公司在各級別之間有上有落，視乎表現，或跳升主市場，或降至NEX。

上述的彈性有賴上市成本保持低企。表1為各類公司在TSX-V上市的預計成本。大體上，一般成本在100,000加元至200,000加元(81,000美元至163,000美元)之間；TSX-V一直致力保持低廉的上市成本。上市過程需時三至六個月。

表1. TSX-V上市成本約數			
費用*	首次公開招股	資本匯集公司	反收購
交易所			
首次上市	7,500 - 30,000加元	12,500 - 40,000加元	7,500 - 30,000加元
年費	2,750 - 8,000加元		
證券監察委員會	1,000 - 10,000加元	1,000 - 3,000加元	不適用
法律	75,000加元以上	75,000加元以上	100,000加元以上
會計及核數	25,000 - 50,000加元	25,000 - 50,000加元	25,000 - 50,000加元
* 除交易所上市年費外，所有費用為首次上市費。			
資料來源：2005年7月TSX-V《Your Guide to Public Venture Capital (公眾創業資本指南)》			

TSX-V明白一家公司在發展初期每每需要協助，因此其管理層透過派駐加拿大多個主要城市的企業融資人員向發行人提供各種支援服務。這些人員會與有意上市的公司討論研究：

- 現時是否公司考慮上市的適當時候；
- 為公司提供按步就班的上市指引；
- 將公司推介予創業投資行業方面的專業人士(包括律師及會計師)；
- 提供論壇讓公司可分享已上市同業的經驗。

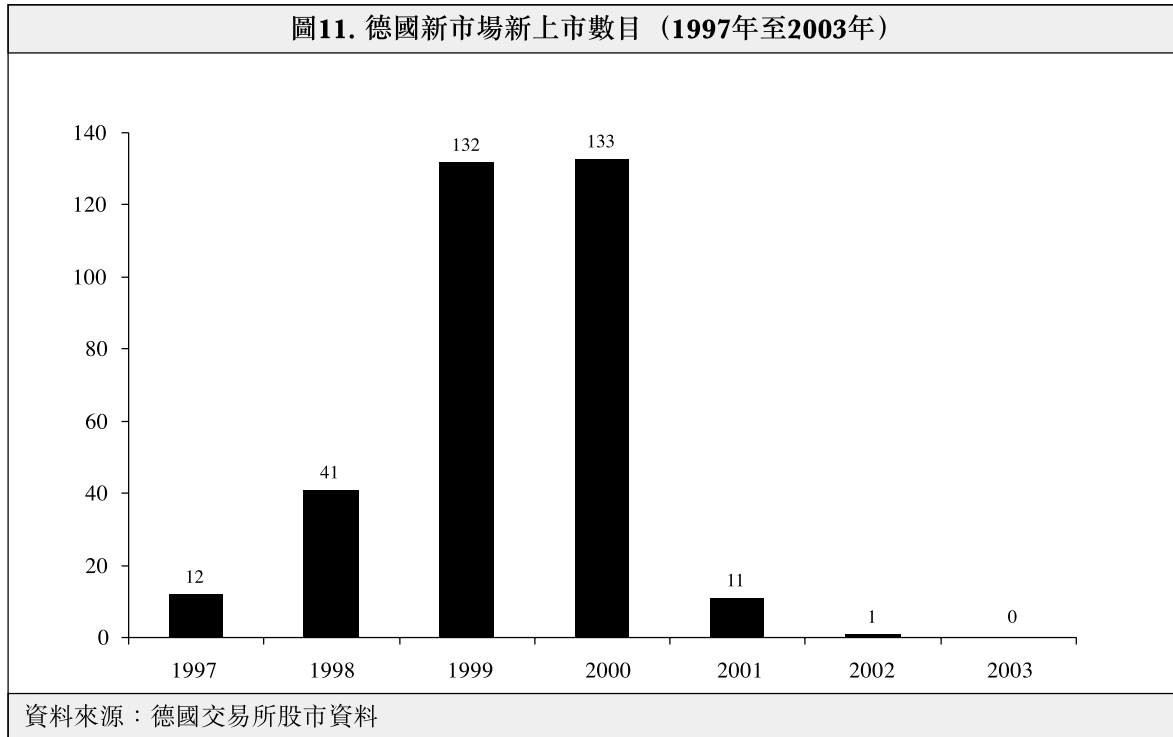
TSX-V亦提供上市後輔導服務(例如創業成功工作室)，讓發行人的管理層可學習各方面題目包括企業管治、證券法、與股東的溝通等。

德國新市場(Neuer Markt)

1997年3月由德國交易所成立之後，新市場的業務在2000年達到頂峰，市值超過2,000億美元，上市公司345家。德國散戶傳統上傾向保守，後來因為國有企業相繼私有化(如1996年德國電訊私有化)才開始投資股票；對新市場的成立，德國散戶反應非常熱烈。然而，不過三年，新市場已較頂峰時期蒸發了96%的市值，終於在2003年6月結業，餘下的發行人轉往德國交易所主市場。

當時新市場可曾是備受注視的市場。德國交易所與倫敦證券交易所商討合併旗下科技板的建議時，新市場是被視為比倫敦證券交易所旗下AIM更優勝的市場，也是當時商議的一項主要因素。事實上，雙方當時已同意以法蘭克福作為兩個市場創業板塊合併後的交易場地，而屬於「舊經濟」的藍籌股則留在倫敦進行買賣。

德國當局從一開始已採取措施維護新市場的聲譽：新市場採用較德國交易所主市場更高水平的透明度準則；公司須每季公布業績，並須在期終的兩個月內完成公布；公司不得發行優先股；原股東不得在公司招股後六個月內出售股份等等；如市場出現明顯的問題，有關當局更即時收緊規則。此外，規則的執行亦相當嚴謹：在2000年上半年，金融監管機構BaAWe共向44家違反交易所規則的公司罰款，並將9宗內幕交易可疑個案轉介國家檢控機構處理。



然而，上述監管措施似乎仍未足夠。雖說商業倒閉在創業板市場來說並不意外，但除此以外，市場上還有各樣的企業醜聞，當中包括公司發布虛假營業數字⁵。此外，支持該市場的分析研究亦可能不太可靠⁶，原因可能是投資銀行在市況大好期間難以覓得足夠人手。

德國新市場的經驗突顯了將散戶投資者與創業公司結合起來的危險性。創業公司本身是高風險的企業。在英國，在AIM上市的公司須面對機構投資者的審查，這些投資者一般都有足夠知識評估這類公司。反觀德國新市場興起時，本土散戶投資者並不太富經驗，許多根本還是投資股票的新丁；甚至向市場推介公司的保薦人及創業資本家⁷等中介人士亦有欠成熟。如此看來，即使背後有監管機構執行法規，單靠資訊披露制度也似乎不足以解決問題。

經過新市場一役，人們清楚認識到德國需要改進其證券法。後來，德國成立了企業管治委員會，推行了公司管治守則，又頒布了有關透明度及資訊披露的法例。

結論

海外的經驗顯示了創業板市場有不同的經營模式，既有成功的例子，也有可記取的教訓。香港交易所檢討創業板的過程中，如何為這市場板塊的未來正確定位正是挑戰所在。在這方面，香港有著本身的特徵，包括擁有活躍的散戶投資者群、從事保薦業務的公司既有跨國大行也有本地小型公司、基本上採用非法定的監管架構，還有上市公司當中許多也是來自中國內地等等。因此，任何海外模式均無法原封不動地套用到香港來。不過，正當香港找尋本身出路之際，海外的經驗至低限度也能夠提供借鏡。

⁵ 2002年9月27日《金融時報》〈Deutsche Boerse to close Neuer Markt net year (德國交易所新市場明年結業)〉。

⁶ 2001年9月10日《金融時報》〈Banks improve quality of research (銀行改善研究質素)〉。

⁷ 2001年8月16日《金融時報》〈German high-tech miracle may start to go sour (德國高科技奇蹟或開始瓦解)〉。

附錄五 部分第二市場的基本資料

	亞太區				歐洲		美洲			
	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)	SESDAQ (新加坡)	中小企業板 (深圳)	AIM (英國)	Alternext (法國)	NASDAQ 資本市場 ⁽¹⁾ (美國)	TSX-V (加拿大)
推出日期	1999年11月	1994年	1996年	1999年 11月11日	1987年	2004年 6月25日	1995年 6月19日	2005年 5月17日	沒有資料	2003年 ⁽²⁾
架構	主交易所 (香港交易所) 旗下一個 另類市場	台灣 證券交易所 擁有部分權益 的非牟利組織 所營運的 場外市場	南韓交易所 集團旗下一個 旗幟分明的 市場	主交易所 (東京證券 交易所) 旗下一個 市場	主交易所 (新加坡 交易所) 旗下的 第二板	主板之下 一個 分部市場	主交易所 (倫敦證券 交易所) 旗下一個 另類市場	Euronext 營運的一個 另類市場	Nasdaq 證券市場 旗下一個 市場	TSX 集團 旗下一個 另類市場， 但獨立於 主交易所
定位	增長型企業 的市場	企業家 的搖籃	中小企及 創業公司 的市場	為新成立 但業務不斷 增長的公司 而設	為規模較小 的公司 提供集資 渠道	為中小企 而設	增長型 公司的 環球市場	中價股及 細價股 在歐元區的 基準市場	為小型公司 而設	公眾創業 資本市場
對象公司	主要是 本土及中國 內地	主要是本土	主要是本土	本土及外國	本土及外國	本土	本土及外國 所有 公司及行業	歐元區的 公司	本土及外國	本土及外國
交易系統	AMS/3 (跟主板相同)	(跟台灣證券 交易所相同)	KETRA (Kosdaq 電子交易 系統)	CORES (電腦輔助買賣 盤傳遞及 執行系統) (跟主市場 相同)	中央限價 盤紀錄 (CLOB)系統 (跟主板相同)	跟主板相同	大部分 AIM 股份： SEAQ/ 流通量較低 股份： SEAQ Plus (也為主板 提供服務)	沒有資料	SuperMortgage (NASDAQ 市場中心) (跟主市場 相同)	跟主交易所 相同
交易模式	買賣盤帶動 自動對盤	電腦對盤及 議價(大手 交易)	自動化 單一價格競價 或多價格競價	買賣盤帶動 自動對盤	買賣盤帶動 自動對盤	買賣盤帶動 自動對盤	報價帶動 (SEAQ)/ 買賣盤帶動 莊家保證 流通量	混合 市場模式— 在不同時段進行 莊家作價及 集合競價	買賣盤帶動 自動對盤， 同時設流通量 提供者	買賣盤帶動 自動對盤

	亞太區						歐洲			美洲	
	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)	SESDAQ (新加坡)	中小企業板 (深圳)	AIM (英國)	Alternext (法國)	NASDAQ 資本市場 ⁽¹⁾ (美國)	TSX-V (加拿大)	
市場的主要 指數名稱	標準普爾/ 香港交易所 創業板指數	店頭市場指數	Kosdaq 綜合指數	TSE Mothers 指數	UOB Sesdaq 指數	中小企業板 指數 ⁽³⁾	FTSE AIM All-Share 指數 ⁽⁴⁾	—	FTSE NASDAQ 小型公司指數 ⁽⁵⁾	S&P/TSX Venture 綜合指數	
指數按年變化 (2005年底)	+2%	+15%	+85%	+48%	+1%	+1% ⁽⁷⁾	+4%	—	沒有數據	+23%	
上市公司數目 (2005年底)	201	503	918	140 ^(6,8)	172	50	1,399	17 ⁽⁶⁾	568 ⁽⁶⁾	2,221	
新上市公司數目 (2005年)	10	56	67	24 ⁽⁶⁾	19	12	519	17 ⁽⁶⁾	37 ⁽⁶⁾	165 ⁽⁹⁾	
首次公開招股 集資金額 (百萬美元， 2005年)	86	303	833	609 ⁽⁶⁾	96	355	11,707	沒有數據	沒有數據	5,092 ⁽¹⁰⁾	
市值 (百萬美元， 2005年底)	8,591	40,377	70,394	41,123 ⁽⁶⁾	3,536	5,963	97,584	沒有數據	沒有數據	29,272	
全年成交金額 (百萬美元， 2005年)	2,873	98,542	437,518	152,935 ⁽⁶⁾	2,603	14,725	76,387	沒有數據	沒有數據	12,968	
市盈率 (2005年底)	22.94	27.81	沒有數據	沒有數據	11.27 ⁽⁶⁾	24.49	沒有數據	沒有數據	沒有數據	沒有數據	
平均年度化 成交額比率 ⁽¹¹⁾ (2005年)	33%	263%	888%	433 ⁽⁶⁾	76%	246%	99%	沒有數據	沒有數據	55%	

(1) 2005年9月前稱為Nasdaq小型公司市場。
(2) 經多次將不同的地區交易所相互合併而成。
(3) 於2005年12月1日推出，基日：2005年6月7日，基日指數為：1000點。
(4) 於2005年5月16日前稱為FTSE AIM指數。
(5) 於2005年4月1日推出，以NASDAQ上市公司（不論是在全國市場(National Market)或資本市場(Capital Market)上市）中市值最低的10%公司作為成份股。
(6) 2005年11月底或2005年1月至11月期間數字（取適用者）。
(7) 2005年12月1日至30日的指數變化。
(8) 包括1家外國公司。其他數字不包括這家外國公司。
(9) 不包括NEX。
(10) 包括上市後所集資金額。
(11) 某個月的年度化成交額比率 = 該月成交金額 x 12 / 月底市值。
平均 = 該年各月份的年度化成交額比率的簡單平均數。
因應情況，所用匯率為有關統計數字於各期間結束時的匯率或期間月底匯率的平均數（資料來源：香港金融管理局）。

「—」：不適用
資料來源：各交易所的網站及資料。

附錄六 部分第二市場的首次上市規定

1. 歐洲與美洲

主要準則	歐洲		美洲	
	AIM ¹ (英國)	Alternext (法國)	NASDAQ資本市場 ² (美國)	TSX-V (加拿大)
盈利及財務條件	<ul style="list-style-type: none"> 沒有規定 投資公司須於上市前籌得300萬英鎊(540萬美元)。 	沒有規定	<ul style="list-style-type: none"> 股東權益達500萬美元；或 市值達5,000萬美元；或 持續經營的淨收入達75萬美元(於最近年度或過去三年中的兩年錄得)。 	<ul style="list-style-type: none"> 沒有盈利要求(科技/工業公司除外)； 第1級：稅前盈利介乎零至20萬加元(16萬美元)； 第2級：稅前盈利介乎零至5萬加元(40,300美元)；或營運收入為25萬加元(20萬美元)。 有形資產淨值介乎零至500萬加元(400萬美元)，視乎等級及行業而定。
營運紀錄	沒有規定	兩年	一年營運紀錄或市值達5,000萬美元(不適用於非加拿大的外地證券)。	沒有規定
市值	沒有規定	沒有規定		沒有規定
公開招股	沒有列明	若上市不包括公開招股，申請人必須在提交上市申請之前兩年內先行完成向至少5名合資格股東私人配售至少500萬歐元(600萬美元)。	最低買入價：4美元 (若公司只符合市值規定，必須於提交上市申請前連續90個交易日符合此規定。)	每股或每單位的發售價：最少0.15加元(0.12美元)。
最低公眾持股量	沒有規定	如上市包括公開招股：250萬歐元(300萬美元)； 如上市不包括公開招股：沒有規定。	100萬股(美國預託證券則為100,000)及500萬美元。	已發行股份的20%，及 第1級：市值最少為100萬加元(80萬美元)(以及100萬股)； 第2級：市值最少為50萬加元(40萬美元)(以及50萬股)。

¹ 靠指定顧問(而非公司本身)去確保公司符合有關的規定。

² 2005年9月之前稱為NASDAQ小型公司市場。

主要準則 (續)	歐洲		美洲	
	AIM (英國)	Alternext (法國)	NASDAQ資本市場 (美國)	TSX-V (加拿大)
股東分布	沒有規定	沒有規定	300名持有完整一手股份(每手至少100股)的股東。	200名各持至少一手的公眾股東。
保薦人/顧問/服務提供者	必須委任一名指定顧問。	必須委任一名上市保薦人；若上市包括公開招股，還須另聘經紀進行配售。	3名市場莊家	沒有列明
管理層及主要股東的持股量	沒有列明	沒有列明	沒有列明	沒有列明
股份禁售期	若公司兩年沒有可產生收入的主營業務，所有有關人士及適用僱員的股份禁售期為1年。	沒有列明	180日(在若干情況下有例外)。	現有股東及主要管理人員的股份禁售期為18個月至3年不等。
業務計劃	沒有規定	沒有列明	沒有列明	須提交報告交待有關業務成功機會的資料。

註：所用匯率按2005年6月國際交易所聯會的每月統計折算。
資料來源：各交易所網站所載的刊物及資料(瀏覽時間：2005年8月)。

2. 亞太區

亞太區					
主要準則	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)	SESDAQ (新加坡)
盈利及財務條件	沒有規定	<ul style="list-style-type: none"> 最近年度稅前收益須達400萬新台幣(13萬美元)。 稅前收益相當於逾4%的實繳股本，而最近年度亦沒有累積虧損；或 最近兩年的每年營運溢利及稅前收益均相當於逾3%的實繳股本；或最近兩年平均計算均超逾3%，而最近年度的盈利較之前一年為佳。 (科技及政府企業獲豁免。)	<ul style="list-style-type: none"> 創業公司：最近一年的普通股收益須為正數，以及股本回報率至少5%。 股本達100億韓圓(970萬美元)或以上並具備500億韓圓(4,800萬美元)或以上資產的非創業公司：沒有規定。 其他非創業公司：最近一年的普通股收益須為正數，以及股本回報率至少10%。 非創業公司：負債比率一般為行內平均數的100%至150%。(剛成立而有發展潛力的創業公司獲豁免。) 	沒有規定	<ul style="list-style-type: none"> 沒有數量化規定。 業務須切實可行及有利可圖，並有良好增長前景。
營運紀錄	最少有24個月活躍業務紀錄(若在營業額、資產總值、市值及公眾持股量方面符合若干數量化規定，活躍業務紀錄要求或可減至12個月)。	最少兩年 (科技及政府企業獲豁免。)	<ul style="list-style-type: none"> 創業公司以及股本達100億韓圓(970萬美元)或以上並具備500億韓圓(4,800萬美元)或以上資產的非創業公司：沒有規定； 其他非創業公司：3年。 	在上市申請日期之前曾有高增長潛力業務方面的銷售紀錄。	沒有業務紀錄的公司須證明旗下業務已經詳細研究及計算資金發展。

亞太區					
主要準則(續)	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)	SESDAQ (新加坡)
市值/實繳股本	<ul style="list-style-type: none"> • 市值至少達4,600萬港元(590萬美元)；或 • 只有12個月活躍業務紀錄的公司：市值至少達5億港元(6,400萬美元)。 	實繳股本至少為5,000萬新台幣(160萬美元)。(科技及政府企業獲豁免。)	<ul style="list-style-type: none"> • 創業公司：實繳股本至少達5億韓圓(50萬美元)。 • 股本達100億韓圓(970萬美元)或以上並具備500億韓圓(4,800萬美元)或以上資產的非創業公司：沒有規定； • 其他非創業公司：實繳股本至少達10億韓圓(100萬美元)。(剛成立而有發展潛力的創業公司獲豁免。) 	市值至少達10億日圓(900萬美元)。	沒有規定
公開招股	<ul style="list-style-type: none"> • 不強制包銷。 • 只具備12個月活躍業務紀錄的公司：招股價必須≥1港元。 	推薦證券商須包銷至少10%的實繳股本(股數至少要有100萬股)；若10%超逾1,000萬股，則至少1,000萬股。	沒有列明	至少公開發售1,000個交易單位，其中包括新發行的股份至少500個單位(交易單位介乎1至1,000股不等，視乎股價而定)。	沒有列明
最低公眾持股量	<ul style="list-style-type: none"> • 上市時市值≤40億港元(5億美元)：25%； • 上市時市值>40億港元：10億港元(1.28億美元)或20%(取較高者)。 	沒有列明	<ul style="list-style-type: none"> • 已發行股份總數的30%或以上；或 • 10%及100萬至500萬股(視乎情況而定)。 	沒有列明	至少50萬股或已發行股數的15%(取較高者)。

主要準則 (續)	亞太區				
	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)	SESDAQ (新加坡)
股東分布	至少100名股東(但僱員不計)(只有12個月活躍業務紀錄的公司:至少300名股東,其中持股票量最高的5名及25名股東合計的持股票量分別不得超過公眾持有的證券的35%及50%)。	持有1,000股至50,000股的股東: • 300名登記股東以上;及 • 持有股份總數佔已發行股份總數逾10%或多於500萬股。	至少500名小股東	至少300名新股東	至少500名股東
保薦人/顧問/服務提供者	必須從香港交易所合格保薦人名單中委任一名保薦人。	至少有兩家推薦證券商負責包銷及給予意見。	沒有列明	<ul style="list-style-type: none"> 須與一家提供股東服務代表的代理公司(即提供有關股東業務的獨立機構)訂定合約。 外國公司須委任一家日本銀行負責派息。 	沒有列明
管理層及主要股東的持股票量	合共≥35%	沒有列明	每名主要股東均持有5%(或以上)股份。	沒有列明	沒有列明
股份禁售期	6或12個月,視乎股東類別及持股票量而定。	沒有列明	一年	沒有列明	沒有列明
業務計劃	列明整體業務目標,並闡述如何在上市後達標。	沒有列明	沒有列明	倘上市前的銷售紀錄不足1億日圓(90萬美元)並預計現年度會出現虧損,便須披露業務計劃。	沒有列明

註:所用匯率按2005年6月國際交易所聯會的每月統計折算。
資料來源:各交易所網站所載的刊物及資料(閱覽時間:2005年8月)。

附錄七 部分第二市場的持續上市要求/責任

1. 歐洲及美洲

主要準則	歐洲		美洲	
	AIM ⁽¹⁾ (英國)	Alternext (法國)	NASDAQ資本市場 ⁽²⁾ (美國)	TSX-V ⁽³⁾ (加拿大)
信息披露	<ul style="list-style-type: none"> 年報(6個月內)及半年度報告(3個月內)。 有關財務狀況、業務範圍、業務表現或預期表現等的股價敏感資料。 披露董事交易及高持股量股東的變動。 披露公司交易，如主要交易、關連人士交易及反收購。 	<ul style="list-style-type: none"> 年度(經審核)及半年度(未經審核)賬目。 可影響股價的任何資料。 董事買賣公司股份。 凡股東持股超越限額(50%及95%)，即須公布。 	<ul style="list-style-type: none"> 年報及中期報告。 任何公司行動的通知。 將會影響股份價值或投資者決定的重大消息披露，包括關連人士交易。 透過網站電子披露呈交服務或其他途徑，將若干消息事件預先通知Nasdaq。 就其證券的不尋常交易活動或其他可對其證券交易構成重大影響的事件作出回應。 	<ul style="list-style-type: none"> 經行政總裁及財務總監核實的全年(經審核)及中期(未經審核)財務報告；無季度報告。 披露行政人員酬金、內幕人士股份交易及重大公司變動的資料。 第1級公司：按年披露有關企業管治程序及常規的資料。 董事會成員須負上信息披露的法律責任。
其他企業管治要求	沒有列明	若出售控股權益後大股東出現變動，必須也向少數股東提出相同要約。	<ul style="list-style-type: none"> 獨立董事及審核委員會。 必須在上市後首個財政年度完結後12個月內舉行股東周年大會。 所有關連人士交易必須經審核委員會或類同的董事會組織批准。 	<ul style="list-style-type: none"> 最少3名董事(其中2名為獨立董事)；最少1名擁有有關業務的專業知識及1名擁有管理上市公司經驗。 審核委員會最少有3名董事，大部分為獨立人士。

主要準則 (續)	歐洲		美洲	
	AIM ⁽¹⁾ (英國)	Alternext (法國)	NASDAQ資本市場 ⁽²⁾ (美國)	TSX-V ⁽³⁾ (加拿大)
最低公眾持股量/ 股東分布	沒有列明	沒有列明	<ul style="list-style-type: none"> 50萬股及100萬美元。 300名持有完整一手股份 (每手至少100股) 的股東。 	<ul style="list-style-type: none"> 第1級：最少75萬股，總值75萬加元 (60萬美元)； 第2級：最少30萬股，總值10萬加元 (8萬美元)。 兩個級別的公司均須有最少150名股東各持有至少一手股份及公眾人士持股份量至少佔上市股份的10%。
財務	沒有列明	不一定要符合IFRS會計規則	<ul style="list-style-type: none"> 股東權益250萬美元；或 市值3,500萬美元；或 持續經營的淨收入達50萬美元 (於最近年度或過去三年中的兩年錄得)。 	<ul style="list-style-type: none"> 第1級：須有充足營運資金可維持12個月的營運； 第2級：營運資金最少5萬加元 (4萬美元)，可供6個月的營運。 第1級：有形資產淨值介乎100萬加元至200萬加元； 第2級：零至25萬加元，視乎行業界別而定。
業務活動	沒有列明	沒有列明	沒有列明	<ul style="list-style-type: none"> 有關現金流量或營運收益或開支方面的要求。 不得大幅減少或削弱主要營運資產，或終止營運。
保薦人/顧問/ 服務提供者	<ul style="list-style-type: none"> 任何時候均聘有指定顧問。 聘有公司經紀。 	上市公司在整個上市期間均任用一名上市保薦人。	<ul style="list-style-type: none"> 2名莊家。 最低買入價：1美元。 	沒有列明

(1) 若發行人未能遵守持續上市要求，該交易所可向發行人徵收罰款、發出譴責、暫停其交易及/或取消其上市。

(2) 2005年9月之前稱為NASDAQ小型公司市場。若發行人未能遵守持續上市要求，該交易所可決定將發行人除牌。

(3) 若發行人不符合持續上市要求，該交易所可決定將發行人降至較低級板塊或NEX，又或將其除牌。

註：所用匯率按2005年6月國際交易所聯會的每月統計折算。

資料來源：各交易所網站所載的刊物及資料 (閱覽時間：2005年8月)。

2. 亞太區

主要準則	亞太區			
	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)
信息披露	<ul style="list-style-type: none"> 全年業績 (3個月內)、半年度及季度業績 (45日內)。 披露股價敏感資料、關連交易及須予公布的交易。 就股價或成交量的不尋常變動作出回應。 透過創業板網站作出披露。 	<ul style="list-style-type: none"> 披露定期財務報告，包括年報、半年度報告 (8月底前) 及季度報告 (4月底及10月底前)。 披露可對股價及股東權益構成重大影響的事件。 必須在網站系統「公開資訊觀測站」披露信息。 	<ul style="list-style-type: none"> 年報 (90日內)、半年度及季度報告 (45日內)。 有關公司管理事宜及業務發展的重要資訊報告。 披露有關管理/財務/投資或信貸變動的重要資訊。 透過 Kosdaq 網站上的電子披露系統 (Electronic Disclosure System) 呈交披露文件。 不遵守披露規定可遭除牌。 	<ul style="list-style-type: none"> 年報及中期報告；及經核數師審閱的季度報告。 披露重大公司資料、重大事件的發生及盈利預測。 本地公司必須委任公司資料專員；外國公司必須委任代理人 (attorney-in-fact)。 本地公司：若交易單位超出 50 萬日圓 (4,500 美元)，須披露削減交易單位值的計劃。 上市後三年內必須每年舉行兩次股東及分析員會議。
			<ul style="list-style-type: none"> 全年及中期財務報告；市值超過 7,500 萬新加坡元 (4,400 萬美元) 的公司須公布季度報告。 披露可影響股價或股值的重大資料。 公布有關營運事宜、主要股東及董事權益的變動，以及收購及變現的資料。 	<ul style="list-style-type: none"> 全年及中期財務報告；市值超過 7,500 萬新加坡元 (4,400 萬美元) 的公司須公布季度報告。 披露可影響股價或股值的重大資料。 公布有關營運事宜、主要股東及董事權益的變動，以及收購及變現的資料。

主要準則 (續)	亞太區				
	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)	
其他企業管治要求	<ul style="list-style-type: none"> 最少3名獨立非執行董事；最少一名擁有專業資格或會計或相關財務管理專業知識。 審核委員會最少由3名成員組成，全部均為非執行董事，當中最少一名為獨立人士，擁有專業資格或會計或相關財務管理專業知識。委員會的大部分成員及主席必須為獨立非執行董事。 必須僱用一名全職合資格會計師及一名公司秘書。 必須指定一名執行董事為合規主任。 優先認購權。 遵守《企業管治常規守則》的條文；若未能遵守有關條文須交代原因。 遵守董事買賣的標準守則。 	<ul style="list-style-type: none"> 最少2名獨立董事及1名獨立監事。 	<ul style="list-style-type: none"> 最少3名董事(除非總資本少於5億韓圓(50萬美元))。 總資產超過1,000億韓圓(9,700萬美元)的公司必須委任最少1名獨立董事(董事會內須有25%董事為獨立人士)及一名常任核數師。 總資產超過2萬億韓圓(20億美元)的公司必須最少有3名獨立董事(獨立人士須佔大比數)及審核委員會。 董事酬金、分派予董事或僱員的股票期權(上限為已發行股份的15%)必須經股東決議批准。 連續兩年不符合獨立董事人數或委任審核委員會的規定，可遭除牌。 	<ul style="list-style-type: none"> 本地公司：必須披露其有關改進企業管治的構思和政策。 	<ul style="list-style-type: none"> 在年報內披露遵守企業管治守則的企業管規；如有偏離，須加以解釋。

主要準則 (續)	亞太區			
	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)
最低公眾持股量	<p>於2001年10月1日或之後上市：</p> <ul style="list-style-type: none"> 上市時市值≤40億港元 (5億美元)：25%。 上市時市值>40億港元：20%或10億港元 (1.28億美元)，取較高者。 	沒有列明	<p>若少數股東少於200名或持有股數佔已發行股份總數少於20%，可遭除牌。</p>	<p>少於150名股東而歷時一年可遭除牌。</p>
財務	沒有列明	沒有列明	<p>未能遵守若干資本、市值、銷售/盈利能力或股價/成交額的規定可遭直接除牌。此外，若出現下列情況，公司將被列作「行政處理公司」(administrative issue)：</p> <ul style="list-style-type: none"> 根據年報資料，50%或以上資本遭侵蝕； 根據半年度報告，全部資本遭侵蝕； 市值連續30日少於20億韓圓 (200萬美元)；或 普通虧損曾兩年相等於股東權益50%或以上。 <p>公司被指定為「行政處理公司」超過一個財政年度，將遭除牌。</p>	<p>若發生以下任何一件事項，公司可遭除牌：</p> <ul style="list-style-type: none"> 連續兩年負債超出資產 (不適用於上市後首三年)； 銷售紀錄少於1億日圓 (90萬美元)； 每月平均市值連續三個月少於5億日圓 (450萬美元)，寬免期為6個月； 每月平均成交量少於10個交易單位而歷時一年；或過去三個月並無成交。
				<p>SESDAQ (新加坡)</p> <ul style="list-style-type: none"> 最少佔股本證券的10%；不遵守規定可遭除牌。

主要準則 (續)	亞太區				
	創業板 (香港)	GTSM (台灣)	KOSDAQ (南韓)	MOTHERS (日本)	SESDAQ (新加坡)
業務活動	<ul style="list-style-type: none"> 主要業務在上市後的該財政年度以及其後的兩個完整財政年度內不得有本質上的變動，除非取得香港交易所的豁免或事先取得獨立股東的批准。 必須有足夠的業務營運。 	沒有列明	終止營運及銀行戶口中止操作可遭除牌。	銀行戶口中止操作、破產、業務運作中止、公司重組/清盤，以及逾時存檔或失實財務匯報等，均可遭除牌。	沒有列明
保薦人/顧問/服務提供者	<ul style="list-style-type: none"> 必須委任合規顧問，直至寄發上市後第二個完整財政年度的年報為止。 	沒有列明	沒有列明	沒有列明	沒有列明

註：所用匯率按2005年6月國際交易所聯合會的每月統計折算。
資料來源：各交易所網站所載的刊物及資料(閱覽時間：2005年8月)。

附錄八 主板及創業板的首次上市要求及持續責任

以下資料是從主板及創業板上市規則中撮錄而成。詳情請參閱該兩套上市規則。

1. 首次上市要求

主要準則	主板	創業板
財務要求	<p>1. <u>盈利測試 (測試1)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 過去3年盈利5,000萬港元(最近一年2,000萬港元, 之前兩年合共3,000萬港元); 及 • 市值≥2億港元。 <p>或</p> <p>2. <u>市值/收益測試 (測試2)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 市值≥40億港元; 及 • 最近一個經審計的財政年度的收益≥5億港元。 <p>或</p> <p>3. <u>市值/收益/現金流量測試 (測試3)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 市值≥20億港元; 及 • 最近一個經審計的財政年度的收益≥5億港元; 及 • 之前三個財政年度來自業務的現金流入合計≥1億港元。 	無規定
營業紀錄	<ul style="list-style-type: none"> • 在大致相同的管理層下最少具有三個財政年度的營業紀錄。 • 通過測試2的申請人即使營業紀錄期較短亦可能獲接納。 	<ul style="list-style-type: none"> • 最少具有24個月的活躍業務紀錄(如在營業額、資產總值、市值及公眾持股量上符合若干數量化要求, 活躍業務紀錄期或可減至12個月)。
市值	<ul style="list-style-type: none"> • 市值≥2億港元。 	<ul style="list-style-type: none"> • 市值≥4,600萬港元; 或 • 如屬只有12個月活躍業務紀錄的公司, 市值≥5億港元。
最低公眾持股量	<ul style="list-style-type: none"> • 最少5,000萬港元; • 已發行股本總數的25%; 如上市時公司市值 > 100億港元, 並符合若干條件, 則為已發行股本總數的15% - 25%。 	<ul style="list-style-type: none"> • 如上市時公司市值≤40億港元: 25%; • 如上市時公司市值 > 40億港元: 10億港元或20%, 以較高者為準。
管理層及主要股東的持股	<ul style="list-style-type: none"> • 至少最近一個經審計的財政年度的擁有權和控制權維持不變 	<ul style="list-style-type: none"> • 合計≥35%。

主要準則(續)	主板	創業板
股份禁售期	<ul style="list-style-type: none"> • 控股股東6個月內不得出售股份(上市後12個月內須就任何持股的質押/抵押作出披露)。 • 在第二個6個月期內, 控股股東可出售股份, 但須保留公司的控制權。 	<ul style="list-style-type: none"> • 如屬上市時的管理層股東(即發行人的高層管理層成員或董事): 12個月; 如有關股東的持股不超過已發行股本的1%: 6個月。 • 如屬高持股量股東(有權行使或控制5%投票權者): 6個月。
股東分布	<ul style="list-style-type: none"> • 如公司通過測試1或測試3, 股東人數最少300名; 或 • 如公司通過測試2, 股東人數最少1,000名; • 持股最多的3名公眾股東持股不得超過50%。 	<ul style="list-style-type: none"> • 不包括僱員的股東人數最少100名(如公司只有12個月活躍業務紀錄, 股東人數最少300名, 持股最多的5名及25名股東持股分別不得超過公眾持股的35%及50%)。
包銷及招股機制	<ul style="list-style-type: none"> • 公開招股部分須獲全數包銷; • 公開認購部分的分配有指定限制, 以及超額認購時配售部分及公開認購部分之間設有回補機制; • 不可僅以配售形式上市。 	<ul style="list-style-type: none"> • 包銷乃非強制規定; • 只要作出全面披露, 公司可自由決定招股機制; • 如屬只有12個月活躍業務紀錄的公司, 招股價須為1港元或以上。
保薦人	須委任一名保薦人。	須自交易所的合資格保薦人名單中委任一名保薦人。
主營業務	無規定。	須專注於一項主營業務。
業務計劃	無規定, 但須包括有關未來計劃及前景的聲明。	須陳述整體業務目標, 並解釋上市後如何達到目標。

2. 持續責任

主要準則	主板	創業板
財務匯報要求	<ul style="list-style-type: none"> 年度業績(4個月內)、半年度業績(3個月內)。 在報章及香港交易所網站上披露。 	<ul style="list-style-type: none"> 年度業績(3個月內)，半年度業績及季度業績(45天內)。 透過創業板網站披露。
其他主要信息披露	<ul style="list-style-type: none"> 披露股價敏感資料、關連交易及須予公布的交易。 就異常股價波動或成交量作出回應。 	
其他企業管治要求	<ul style="list-style-type: none"> 最少3名獨立非執行董事；最少一名具有專業資格或會計或相關財務管理知識。 審核委員會最少3名成員，全部為非執行董事；大部分成員及主席必須為獨立非執行董事，最少一名獨立非執行董事須具有專業資格或會計或相關財務管理知識。 須委聘全職的合資格會計師。 須委聘公司秘書。 優先認購權。 符合《企業管治常規守則》條文，並就不符合條文的地方提供解釋。 符合有關董事進行證券交易的標準守則—限制董事在擁有未經公布的股價敏感資料及在公布業績前的禁止買賣期內進行有關證券的買賣。 	
最低公眾持股量	<ul style="list-style-type: none"> 已發行股本總額的25%；如上市時公司市值>100億港元，並符合若干條件，則為已發行股本總額的15%-25%。 	<ul style="list-style-type: none"> 須指定一名執行董事為合規主任。 如上市時公司市值≤40億港元：25%； 如上市時公司市值>40億港元：10億港元或20%，以較高者為準。 如屬2001年10月1日前上市的公司： <ul style="list-style-type: none"> 如公司市值≤10億港元：20%； 如公司市值>10億港元及≤13.33億港元：上市時的2億港元； 如公司市值>13.33億港元：15%。
保薦人/顧問	<ul style="list-style-type: none"> 須委任合規顧問，直至刊發上市後第一個完整的財政年度的年報為止。 	<ul style="list-style-type: none"> 須委任合規顧問，直至刊發上市後第二個完整的財政年度的年報為止。
業務	<ul style="list-style-type: none"> 上市後一年內主要業務沒有根本變化，除非交易所已給予豁免，及事先已取得獨立股東批准。 符合現有集團將資產/業務分拆的上市要求。 	<ul style="list-style-type: none"> 上市後的該財政年度以及其後兩個完整財政年度內主要業務沒有根本變化，除非交易所已給予豁免，及事先已取得獨立股東批准。
是否有足夠的業務運作	<ul style="list-style-type: none"> 須有足夠的業務運作，或擁有相當價值的有形資產或足夠潛在價值的無形資產。 	<ul style="list-style-type: none"> 須有足夠的業務運作。

附錄九 個人資料收集及私隱政策聲明

個人資料的提供

- 閣下是自願向香港交易所提供個人資料。在此等聲明中，「個人資料」的涵義與《個人資料(私隱)條例》(第486章)所界定的「個人資料」相同。

收集個人資料聲明

- 此是按個人資料私隱專員指引而發出的收集個人資料聲明。本聲明列載收集閣下個人資料後的用途；閣下對香港交易所使用、轉交及保留閣下個人資料一事作出的同意；以及閣下可要求查閱及修改本身個人資料的權利。

收集所得資料的用途

- 香港交易所可將閣下就本討論文件提供的個人資料用於有關是次討論過程及下列一項或多項用途：
 - 以進行及履行香港交易所本身及其附屬公司在相關法例、規則及規例下的職能；
 - 研究及統計；
 - 任何其他合法活動。

個人資料轉交

- 香港交易所可就上述任何一項用途而將閣下的個人資料轉交或將其披露予香港交易所的附屬公司及/或監管機構。
- 閣下的個人資料亦可能會作為本文件所作的公開討論的一部分而轉交或將其披露予香港及其他地方的公眾，內容包括(但不限於)將閣下姓名/名稱連同閣下全部或部分意見登載於香港交易所網站、刊載於文件中又或以其他途徑公開發布。若閣下不欲向公眾披露本身姓名/名稱，請於提交回應意見時註明。

查閱或更正資料

- 根據《個人資料(私隱)條例》，閣下有權查閱及修改閣下的個人資料；香港交易所所有權向要求查閱資料的人士收取合理的處理費用。如欲查閱及/或更正閣下提供的個人資料，可透過下列途徑提出書面要求：

郵寄： 香港中環
港景街一號
國際金融中心一期12樓
香港交易及結算所有限公司
個人資料私隱主任

電郵： pdpo@hkex.com.hk

保留個人資料

- 閣下的個人資料將在進行上述指定用途所需期間予以保留。

私隱政策聲明

- 香港交易所對於閣下自願向香港交易所提供之個人資料會絕對保密。個人資料包括姓名/名稱、地址、電郵地址及用戶登入名稱等，而這些個人資料會用於資料收集時所指定的用途。除非法例容許或規定，否則香港交易所不會在未經閣下同意前將有關個人資料作任何其他用途。
- 香港交易所設有保安措施防止失去、誤用及擅自更改所提供的個人資料。香港交易所在合理可行的情況下將致力維持個人資料的準確性，而保留有關資料的時間則視乎進行指定用途及恰當履行香港交易所及其附屬公司職能所需而定。

