

關於香港股市創業板未來發展的若干建議

香港交易所:

貴所 2006 年 3 月 23 日來函收悉。現送上本會對香港股市創業板未來發展的若干意見和建議，供參考。

一、不能否定創業板的作用

自 2001 年後，香港股市創業板的發展進入低潮期，市場價值和集資額不斷下降，上市公司素質參差。但是，任何市場都會有高潮和低潮的出現，這是市場的規律。我們應該對此進行辯證、全面的分析，不能全盤否定這一市場的價值。

首先，關於創業板對整個資本市場的貢獻問題，由于一些大規模的創業板上市公司已經轉往主板上市（這表明其已發揮了培育中小企業的功能），所以創業板的實際整體貢獻要比數位顯示的為高。另外，創業板是主板以外的另類市場，其存在可以讓資本市場功能更完備。在增加較小規模（或增長型）公司上市機會的同時，與創業投資基金以至主板的發展，都有相輔相承的作用。一個相對完善的創業板市場，可以增加創業投資基金的退出途徑，增加其選擇餘地、彈性乃至發展空間。

其次，創業板市場發展不理想，可能與周期性因素有關。香港經濟到 2005 年才算真正的恢復動力，而且經濟發展中還是缺乏具有良好發展前景的新行業出現，這一宏觀環境並不利于創業板發展。進入 2006 年後，在整個資本市場交投量上升之際，創業板無論是在集資額、成交量和市值方面，都見好轉。現在還不能斷定創業板完全沒有自我恢復活力的能力。

再次，在創業板上市公司素質問題上，創業板上市公司在業績表現和公司管治方面，與主板上市的成熟型公司相比，肯定會有差距。這是由公司發展階段與成熟狀況決定的，也是創業板的性質決定的。香港交易所當初推出創業板時就已經預期到將可能會出現類似問題。

二、創業板未來發展需要重新定位

既然創業板的存有其內在價值，所以保存創業板是不容置疑的。但其未來發展還是需要一些新思路和新定位。

首先，就現階段而言，創業板應該將香港本地企業作為其主要對象，同時也應吸引內地及其它地區的中小企業來港上市。

其次，創業板服務的功能還應該定位於服務於增長型中小企業融資。至于處於什麼發展階段的公司才可以在創業板上市這一問題，應該不作限制性規定。因為有的由創業資本投資的公司選擇在創業板上市是為了融資，而有的則是為了實現創業資本的“退出”。

再次，創業板市場的核心投資者群應該定位於以專業投資者和機構投資者為主。原因有兩點：第一，創業板是一個風險相對較高的市場，散戶投資者因為資金實力和個人專業能力方面的限制，在風險識別與風險承受能力方面都不如專業投資者和機構投資者；第二，在公司管治方面，由專業投資者或機構投資者作為創業板上市公司的股東，更能發揮作用。創業板原先的構思就是將散戶摒除在外，通過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來實現這一目。當然，散戶投資者隨時都可能通過由專業人士管理的專門投資創業板的基金來間接參與創業板投資。

三、創業板未來可考慮的結構性方案

貴所討論文件就創業板未來可考慮的市場架構提出了三個選擇：保持創業板並將其作為第二板、與主板合並為單一板塊（其中再分為兩級）、設立全新的增長型市場。本會認為，其中第一、二兩個方案，差異不明顯，主要視乎何者較具正面形象，同時充分考慮對主板可能產生的拖累、監管的有效性和監管資源的充分利用等問題。

第一種結構方案類型新加坡的 Sesdaq、馬來西亞的第二板以及加拿大的 TSX-V，臺灣的 GTSM 也具有第二板的功能。若採用這一方案，交易所將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量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，轉往主板的手續會儘量簡化。

如果採用第三種方案，即另行設立類似英國 AIM 的增長型市場。AIM

市場的特點是交易所/監管人不會審查上市公司（發行人），而將保薦人作為監管對象，且只限專業投資者參與。只要上市公司在倫敦 AIM 市場維持上市地位，其保薦人就一直要承擔責任。在這種制度下，AIM 上市公司的表現就等同于指定顧問的表現。倫敦金融市場上強烈的自律文化也是保證這種監管方式成功的基礎。傳統上，倫敦金融市場上的金融從業人員，包括指定顧問（包括環球投資銀行及會計師行以及小型公司）都非常重視本身的聲譽。為了維持良好的聲譽，專業保薦人肯定會向市場推薦高素質的公司。他們依賴市場信譽維持生存，對同業的不當行為亦會加以阻撓。倫敦交易所亦善用這一點，例如，在網站登載新指定顧問的申請，以收集公眾對申請的意見，如知道申請人信譽或素質不佳，現有指定顧問可通報交易所。這應該對香港創業板監管當局具有啟發作用。

無論採取上述哪種方案，本會認為，加強監管（包括對保薦人的監管）、令投資者建立信心，都是此項改革成功的關鍵。

關於如何改進監管，本會認為應注重增加市場透明度。證監會近日提出加強對保薦人的規管，應是正確方向。但除此以外，本會認為，監管當局可考慮在這一行業創造更專業和高度問責的文化，參考金管局推動財資市場更專業化的做法（催生成立財資市場發展委員會），推動設立保薦人業界組織。同時，鑑於內地企業也是創業板的目標，監管當局需探討如何與內地監管機構合作，令保薦人能更順利履行其職責，更有效發揮作用。

在創業板的改革中，建議一併考慮設立一個系統的除牌機制，以確保上市公司的質素及股票市場的整體表現。

此外，香港交易所還可考慮探討與內地股市相互掛牌的可能性。

香港中國企業協會

2006 年 4 月 28 日