

香港黃金五十對香港交易所建議設立創新板的回應

讓創新板帶領香港金融市場再創高峰

金融市場的最重要功能是服務實體經濟，當企業及投資者的需求在不斷演變的同時，金融市場各方就有需要適時推動創新及變革。創新科技的研究及應用近年來為環球市場各行各業帶來翻天覆地的變化，因此香港金融市場確有急切需要，把創科企業及投資者納入我們的金融生態圈。我們樂見港交所於 6 月中就設立創新板推出框架諮詢文件，並以吸引新經濟企業來港上市為主要目標。我們認為，創新板的設立除了將為香港的創科發展注入新動力外，更將可帶領香港金融市場再創高峰！

只顧降低金融風險將增加社會各層面的風險

市場上有反對意見認為，創新板及引入「同股不同權」會為香港金融市場帶來風險，損害投資者利益。但其實，香港與所有發達多元的地區一樣，目前也在各層面、各行業面對林林種種、各式各樣的機遇與風險。金融風險非但不是社會的唯一風險，更肯定不是最重大的風險！就社會及民生發展而言，最大的風險無疑是土地供應及醫療體系容量不足；而經濟發展的最大風險，則莫過於對創新科技發展的支持及投入不足。例如，香港的研發開支只佔本地生產總值 0.74%，遠比鄰近地區的 2-4% 低。雖然政府已開始在教育及創新科技方面增加投放資源，但假如創新板未能推出，我們就損失了吸引大量創科公司在香港上市及發展業務的大好機會。如果我們不發展全球公認、最有前景的創科行業，那我們天天談要支持年輕人上流、大力發展經濟、增加稅收等願景又從何說起呢？當然，金融風險任何時候都需要妥善監管，但這不等如我們要把創新板這個大好建議抹煞！打個比喻，其實我們每天走在街上都有被車撞傷的風險，難道我們會為了規免風險而每天待在家中，不走到街上嗎？「斬腳趾避沙蟲」絕非解決問題的應有態度，正本清源的方法應是在街上樹立明顯的警告標語、管理好交通燈

系統及對行人提供道路使用教育。設立創新板與管理交通的道理一樣，我們應該從做好監管的角度入手，而非怕麻煩就因循守舊，白白放棄這支持香港創科及金融行業黃金機會！

其實從阿里巴巴 2014 年棄港赴美上市開始，香港就已經開始思考如何改革市場以吸引新經濟企業（主要是能否接受「同股不同權」制度）。現在回望，由於香港市場向阿里巴巴說「不」，我們在 2014 年送走了直至今天仍是全球規模最大的股票公開招股（IPO）。而且，阿里上市後縱使沒有主場之利，在他國土壤仍能贏盡全球投資者的信任而節節上升，股價更在最近創出上市新高，最近兩個月的日均交易量多達 220 億港元。如果阿里已在香港上市，每日單是 1 支股票就已經能帶來相等於整個香港市場近 30% 的交易額！事實上，阿里的最新市值已達 4,200 億美元，是全球最大電子商貿平台亞馬遜的 91%，也是港人熟悉的 HSBC（匯控）市值兩倍有多！若以 2015/16 年的股票印花稅收數字推算，單是阿里一間公司沒有在香港上市，就等於令庫房失去了近 90 億元的收入。這等於特首已推出每年 36 億教育新資源的 2.5 倍！90 億元的額外稅收，亦等於同年薪俸稅的 16%。若有關金額全數用作退還薪俸稅，並由最低收入的納稅人開始退稅的話，180 萬個納稅人中，將有近 90% 或逾 150 萬個年收入少於 75 萬（月薪 6.3 萬元）的打工仔，完全不用繳交薪俸稅！而且，我們還未計上金融業界因此減少與阿里股票交易相關的收入，管理資產規模（AUM）的降低，以及投資者包括 MPF 打工仔無法享受阿里升值因而所失去的收益！這就是監管機構 3 年前小做小錯的官僚主義令香港在經濟發展、年青人上流空間及香港發展為創科中心上已付出的「初期」代價。當 E-commerce 繼續在中國火速發展的同時，港人的機會成本（opportunity cost）肯定將以倍數增加！單是一間阿里，已令香港承受如此巨大損失，面對在國家以至世界都浩浩蕩蕩的創科潮流下，反對推出創新板的人士，有甚麼理由相信不會再有下一個阿里到香港申請上市？有甚麼理由認為香港不會再次因我們的監管制度未有與時並進而蒙受更大損失？

對於在 3 年前有份作出「趕阿里」決定的金融監管人士，每季阿里「超出預期」的優秀業績和日益受世界認受的道德水準，其實同時也在提醒他們以及廣大市民，單以一點金融「維穩」及道德高地的格子 (pixel) 作考慮已為香港帶來的社會發展風險。因此我們急需以創新板為契機，由整體社會的利益及風險全觀 (holistic) 角度出發，檢視眼前這機會。

市民大眾可能會問，新經濟企業與其他傳統企業有什麼不同，為什麼要特別容許它們採用「同股不同權」？要回答這問題，我們首先要了解新經濟企業的特有商業模式。從無所不曉的網上搜尋引擎(Google)，以至連繫全球的社交平台 (Facebook)，創辦人的創新意念及執行能力都是這些企業成功的最重要因素。這些企業在發展初期都需要大量資金爭奪市場佔有率，以形成足夠的用戶群(critical mass)吸引廣告或其他收入來扭虧為盈。資金上的需求使這些企業無可避免地需要引入天使及風投基金作股權投資，但後果卻是創辦人的擁有權被稀釋，與他們對公司發展的重要影響相違背。「同股不同權」就是在這考慮下引入的，目的是在引入資金到新經濟企業的同時，保留創辦人的影響力及發展公司的誘因。宏觀一點看，這也反映了創辦人的**人力資本 (human capital)** 在新經濟發展年代日益增加的重要性。

誠然，香港的上市制度牽涉眾多利益群體，也對香港是否能維持國際金融中心地位有重要影響。建議新設的創新板引起熱烈討論，甚至反對聲音也是可以預期的。但環顧市場的不同意見，並對引入「同股不同權」的來龍去脈進行了解後，目前的建議實已在監管考慮和市場發展之間取得了充足平衡：

能否只在現有主板引入「同股不同權」，不設創新板？

事實上這次建議不是港交所第一次向市場諮詢引入「同股不同權」。在 2015 年 6 月首次諮詢總結發佈後，香港證監會董事局發表公開聲明提出多點理

由，反對繼續諮詢，其中包括擔心指數基金及被動投資者要被逼買入成為指數成份股的「同股不同權」公司，以及「同股不同權」可能會被大量上市公司採用。由於目前絕大部分指數只會納入主板公司成為指數成份股，因此另設新板將可消除投資者被逼買入的擔憂，也可更有效地分隔市場，防止「同股不同權」變成香港市場的慣例。除非香港證監會董事局對此事的立場有大幅度轉變，否則在主板引入「同股不同權」看來已經是「此路不通」。

能否只容許「同股不同權」公司來港作第二上市？

在眾多反建議，我們認為此意見最不可行。只容許第二上市等於向所有「同股不同權」創科公司宣告香港永遠只能是第二選擇，不歡迎這些公司以香港作為首選上市地。難道我們對自己的監管制度毫無信心，需要倚賴其他市場（如美國）替我們先作審批？

新經濟公司如何定義？

的確，新經濟是一個廣泛及帶有主觀看法的概念，而且定義也可能隨時間不斷演變。但如果不限制只容許新經濟公司採用「同股不同權」，則可能有傳統行業公司只為了「以小控大」濫用機制，港交所也未必能阻止「同股不同權」變成香港市場的慣例。我們認為解決定義問題的方法很多，例如成立一個由創科專家學者組成的獨立委員會，為上市審批提供市場信服的意見。

創新初板的公司未有盈利且風險較高，但上市規定卻較為寬鬆，是否自相矛盾？

在監管者的角度而言，對風險較高的公司採用較嚴厲的規定聽起來合理不過。但對初創企業而言，目前嚴厲的規定代表上市的成本動輒高達數千萬，是它們不可能負擔的。因此這次建議限制創新初板只接受專業投資者參與，希望可平衡未有盈利公司帶來的較高風險。對於香港是否可接受這種「買

者自負」的原則，當局很應該仔細聆聽市場的各方意見，再作出審慎的決定。

除了提升香港作為國際金融中心的地位以外，設立創新板也對協助本地初創公司有莫大益處。雖然本文開首部分以阿里巴巴為切入點，而且在創新板推出後也預期會有很多內地初創公司來港上市（與今天主板情況相約）。但作為一個公開平等的上市平台，創新板絕對可以讓本地發展成熟的企業（例如大眾應熟悉的貨車電召平台 GoGoVan、食譜教學及分享網站 DayDayCook 及電子錢包公司 TNG 等等）上市融資以擴展業務。而且，這些本地初創以營運香港市場為主要業務，有機會更受本地投資者歡迎，在上市時可以取得更好的估值。而對於很多對創業有熱誠及希望投身創科行業的年青人而言，成功的科技企業家如「雙馬」都是他們這新一代的偶像。新設創新板並引入成功的初創企業，可以為他們帶來希望，也能夠推進集中於金融和地產行業的香港經濟作多元化發展。

金融發展及改革創新往往會帶來一定程度的風險，需要小心處理及平衡利弊。事實上，香港在這方面有大量成功經驗，其中包括：

1. 在 90 年代初內地企業的管治、法律及財務安排與國際標準有很大差異的情況下，設計出一套可行的上市規則讓內地 H 股來港上市；
2. 在 97 年金融風暴後以推出亞洲除日本以外首支 ETF 盈富基金為契機，在不衝擊市場的情況下套現政府持有的股票；
3. 複雜及較高風險的結構性產品如衍生權證及牛熊證都在港交所掛牌交易，而且容許散戶參與，更發展成全球最活躍的市場之一；及
4. 滬深港通及債券通將內地未開放的資本市場與國際聯通，解決了多個監管及操作上的難題。

在我們看來，這次的創新板推出建議與以上的多個金融創新本質上是一致

的，只要能小心設計監管規則和管理風險（如為「同股不同權」引入限制或日落條款等），我們就能掌握新機遇並把香港國際金融中心的地位帶上新的高峰。我們希望政府、監管機構及交易所能盡快認清吸納新經濟公司來港上市的重要性，總結市場意見並盡快推出創新板。