

諮詢總結

主板盈利規定



目錄

	頁碼
摘要	1
第一章：引言	6
第二章：市場回應及分析	10
第三章：未來路向	26
釋義	32
附錄	
附錄一：回應人士名單	
附錄二：分析方法	
附錄三：司法權區比較	
附錄四：《主板上市規則》修訂	

摘要

目的

1. 聯交所早前諮詢市場意見，建議調高盈利規定，本文件就有關諮詢作出總結。

背景

2. 盈利規定是三大財務資格測試之一，是聯交所釐定上市申請人是否適合在主板上市時所用的穩健性及定量評估的其中一環。從市場劃分來看，盈利規定發揮重要作用，確保依據此資格測試申請上市的公司，都具備與主板定位相稱的最低所需營運規模及增長水平。
3. 香港以至環球經濟過去數十年來都大有增長和發展。市值規定自 1989 年推出至今已調高了五倍，以維持主板的獨特性及其作為供可符合香港最高市場標準的規模較大的公司上市的市場定位。相對之下，盈利規定自 1994 年推出後都未有因應經濟和市場其他重要發展而作任何修訂。盈利規定推出之時，主板是聯交所營運的唯一集資及交易平台，及至 1999 年 11 月聯交所才推出創業板（現稱 GEM）。
4. 市值規定是依據盈利規定申請在主板上市的申請人必須遵守的其中一項規定。聯交所最近一次調高市值規定是在 2018 年，但當時並沒有相應調整盈利規定，導致僅僅符合兩項規定最低要求的公司的引申歷史市盈率由 10 倍大升至 25 倍。自此市場便突然多了許多僅僅符合盈利規定的最低要求的上市申請人，必須要以極高的歷史市盈率（相對於上市同業）上市才可符合市值規定。這些上市申請人一般都以提交給聯交所的樂觀盈利預測來證明其偏高的估值合理，但當中不少在上市後都達不到有關盈利預測。基於依據盈利規定上市的公司一般以招股價來證明其符合市值規定，監管當局會關注這些上市申請人的估值是否純粹為了符合市值規定而倒算所得，因為以那個價格市場大眾並無足夠興趣投資其證券，令人質疑上市申請人是否適合上市，而申請人適合上市可是《上市規則》最基本的原則之一。
5. 聯交所及證監會亦注意到一些於盈利規定與市值規定脫節后出現的失當行為，包括部署「唱高散貨」計劃，通常涉及的都是低市值的公司的首次公開招股。在一些有問題的個案中，資料顯示犯事者利用首次公開招股的配售部分，將股份分配予受控制承配人，藉此(a)非真實地滿足《上市規則》的首次上市規定，為有關股份營造一個虛假市場；或(b)進行挾倉，以便在上市後更易於操控有關股份的市場。此外，過去兩年，在部分這些有問題的首次公開招股項目中，包銷商獲支付異常高昂的佣金。這些高昂的包銷佣金連同其他上市開支，與該等首次公開招股項目的集資淨額不合比例。資料顯示，在部分個案中，包銷佣金及其他上市開支的一部分可能被用作為某些涉及失當行為的安排提供部分資金。最後，鑒於部分低市值發行人產生相對龐大的上市開支，而上市後公布的財務業績披露中亦可見當初有部分上市文件少報了相關數額，亦不禁令人質疑對這些發行人而言，透過在主板上市來集資的成效有多大。
6. 考慮到主板的市場定位和聯交所維持市場質素的角色，上述監管議題凸顯出我們有必要重新評估現行的盈利規定到底是否仍然恰當。有鑒於此，聯交所於 2020 年 11 月 27 日刊發《諮詢文件》，當中載有（其中包括）聯交所調高盈利規定的建議。諮詢期於 2021 年 2 月 1 日結束。

市場回應

7. 聯交所收到 115 份非重覆意見，回應人士來自香港資本市場各界持份者的代表，當中 69%為機構回應人士，31%為個人回應人士。回應人士名單（要求不公開名稱 / 姓名者除外）載於**附錄一**。
8. 大部分回應人士都不贊成建議調高盈利規定的幅度或迫切於 2021 年就付諸實行，但認同聯交所想保持市場質素的目標。回應人士提出了許多不同意見，都有助我們規劃未來路向。

調高盈利規定的建議（《諮詢文件》問題 1）

9. 17%回應人士支持調高盈利規定的建議，主要是認為盈利規定該因應通脹、香港經濟增長及 1994 年（推出盈利規定的年份）以來市值規定的調高幅度而調高，而調高盈利規定的建議配合執法機制有助提高整體市場質素，符合投資大眾的利益。這些回應人士都傾向將盈利規定調高 150%（方案 1）。
10. 83%不支持此建議，理由各異。

替代規定（《諮詢文件》問題 2）

11. 58%回應人士指聯交所應考慮其他替代規定。總括而言，27 名回應人士建議減低調升幅度，將現行盈利規定調高 20%至 100%，則盈利總和要求將介乎 6,000 萬港元至 1 億港元。

有條件的臨時寬限（《諮詢文件》問題 3 及 4）

12. 54%回應人士支持為調高後的盈利規定提供有條件的臨時寬限，部分回應人士亦建議修改現行的盈利分布（六比四），使營業紀錄期最後一個財政年度的盈利的調高幅度高於首兩個財政年度。

聯交所對主要意見的見解

13. 回應人士的關注點主要環繞對中小企及傳統公司在港上市能力的影響。他們不認為GEM是主板以外一個可行的替代上市平台，又質疑在現行經濟情況下，作有關修訂是否適當時機。部分回應人士擔心，此舉還可能會使聯交所相對其他主要交易所的競爭力降低。又有指現時的上市後監管制度已十分嚴謹全面，調高盈利規定並非解決估值及殼股問題的適當方法。
14. 聯交所對這些事宜的意見論述如下，詳細分析載於第二章。

中小企上市

15. 作為香港唯一的認可證券交易所，聯交所有責任維持及持續提升香港資本市場的質素，另外交易所亦有法定責任按公眾利益行事，尤其注重投資大眾的利益。所以無可否認，聯交所並不能迎合所有規模的公司的需要，支持及協助所有業務來上市，而不審慎考慮市場質素及投資者保障方面的事宜。
16. 聯交所不認為調高盈利規定的建議會剝奪合適中小企於香港上市的機會，理由如下：
 - (a) 2016年至2019年間依據盈利規定而申請上市的公司有一部分是中小企並仍能符合《諮詢文件》建議的盈利規定；及

- (b) GEM作為聯交所的第二板，是專為中小企而設的集資平台，這亦符合國際慣例：海外市場設立第二板也是要協助中小企（包括本地公司）參與資本市場。

GEM 作為替代上市平台

17. 最近 GEM 的首次公開招股數目大減，可歸因於市場對「空殼公司」失去興趣，因為聯交所和證監會於 2018 年採取監管行動，及取消 GEM 轉主板的簡化轉板程序。新規例旨在削減製造「殼股」活動，而不是禁止適合公司在 GEM 上市。我們認為，GEM 一直是不符合主板財務資格規定的公司的替代上市平台。我們注意到：
- (a) (i)2019年至2020年，GEM首次公開招股的平均公眾認購率為58倍；(ii)該兩年GEM發行人年化成交率的中位數（23%及26%）與主板發行人相近（24%及27%）；及(iii)於2021年3月31日，所有GEM上市發行人中，市值高於上市時市值並超逾5億港元者佔9%；及
- (b) 上市成本（不論是在主板還是GEM上市）取決於專業人士進行盡職審查及其他工作的程度有關，當中很大程度視乎上市申請人架構及業務的複雜性及規模而定。

聯交所的競爭力

18. 調高盈利規定並不會使聯交所相對於其他海外交易所的競爭力降低。具體而言：
- (a) 各交易所的監管框架均是由其發展歷史產生，且是為迎合自身資本市場需要而設。聯交所實施了不同的上市制度，協助不同規模、特點和行業的本地及海外發行人參與香港資本市場。調高盈利規定的建議將鞏固主板作為容納規模較大公司的市場定位，能為股東提供充足的保障，令發行人基礎多元化；及
- (b) 主板與選取海外主市場的資格規定無從直接比較，因為不同交易所對上市申請的資格規定採用了不同準則的組合。此外，不同交易所的上市準則（包括盈利或市值規定）不應不顧市場的整體監管制度、投資者分布及其他社會經濟特點而作直接比較評估。

估值及殼股問題

19. 劣質公司對受害投資者造成的影響，單靠上市後的上市規則執行工作本身無法消除。公司上市前的嚴格把關與上市後的規例兩者結合，方可解決《諮詢文件》及本文件所提到的關注事項，保障投資大眾的權益。

傳統行業公司上市

20. 我們繼續歡迎傳統行業的公司的主板上市。事實證明，2017年至2020年間每年的首次公開招股當中，逾65%都是來自傳統行業的公司。

未來路向

21. 正如上文第 8 段所述，香港資本市場的持份者雖然不一定同意聯交所建議調高盈利規定的力度及實施時間，但都不反對改善香港資本市場質素及確保其多元化的措施。
22. 正如《諮詢文件》所述，聯交所也知道建議調高盈利規定會影響到有意在主板上市的初創公司或中小型公司，只是聯交所亦有責任通過制定適當的首次上市標準，吸引理想的公司來港上市，以維持主板質素並保障投資大眾的權益。我們亦致力保持競爭力，顧及（其中包括）持份者的期望和國際最佳常規。

23. 經審慎考慮回應人士對《諮詢文件》建議調高盈利規定的力度和實施時間的意見，聯交所決定修改建議如下：
- (a) **降低調高盈利規定的幅度**——聯交所認為盈利規定宜調高 60%，等同盈利總和要求是 8,000 萬港元，並將盈利分布改為 56%：44%，即營業紀錄期首兩個財政年度所須的最低盈利總和為 4,500 萬港元，最後一個財政年度為 3,500 萬港元，引申歷史市盈率約 14 倍（與 1994 年至 2020 年恒生指數的平均市盈率一致）（統稱「修訂後的盈利調高幅度」）；
 - (b) **實施日期**——修訂後的盈利調高幅度將於 2022 年 1 月 1 日生效；及
 - (c) **對盈利分布更靈活的寬限**——聯交所亦預期會按情況就個別申請人不用符合盈利分布授予寬限，靈活處理，而不是按照固定條件。
24. 聯交所與證監會將繼續監察實施修訂後的盈利調高幅度後的情況。若有需要，之後可能會再重新審視盈利規定。修訂後的盈利調高幅度的進一步詳情載於第三章第 100 至 108 段。
25. 除上述建議外，聯交所將與證監會合力應對《諮詢文件》及本文件所述的監管事宜（例如不合理的高估值）：
- (a) **審查申請人的預測估值**——聯交所與證監會將繼續嚴格檢視上市申請人（尤其是歷史市盈率相對較上市同業高者）於上市時的預測估值，以確定其真有能力符合市值規定及其招股價可得到投資者充分支持；
 - (b) **聯合聲明**——嚴加監管那些出現聯交所與證監會今日發布的聯合聲明中所述的一項或以上特點的上市申請，該聲明詳述了《諮詢文件》及本文件所載的關注事項的範圍及性質以及監管當局可如何在有關情況下運用各自的權力（包括拒絕 / 反對權）；
 - (c) **證監會的監管框架**——加強證監會監管框架下對首次公開招股簿記建檔及配售活動所涉中介人的監管，以期找出任何弊端及失當行為；及
 - (d) **聯交所的紀律機制**——一如今天刊發的《有關檢討〈上市規則〉有關紀律處分權力及制裁的條文的諮詢總結文件》所述，聯交所已對紀律機制提出修訂，加強就不同類型的失當行為作出有效的監管回應。日後將會特別強調個人亦須對違反《上市規則》承擔責任，及訂明更多對受聯交所制裁機制管轄之人士施加紀律制裁的情況。
26. 此外，聯交所亦回應市場對 GEM 的意見，準備檢討 GEM，審慎考慮回應人士就《諮詢文件》提出的事宜，包括關於 GEM 的定位及市場觀感之意見。若檢討後認為聯交所必須修訂《GEM 上市規則》，我們將刊發諮詢文件，就如何作恰當的改革徵詢市場意見。

實施相關《上市規則》條文

27. 經修訂的《主板上市規則》載於附錄四，包括修訂後的盈利調高幅度和對《主板上市規則》第 15 項應用指引第 3(c) 段的相應修訂，將於 2022 年 1 月 1 日生效。於 2022 年 1 月 1 日或之後提交的主板上市申請（包括之前提交申請的續期或 GEM 轉板申請），將按修訂後的盈利調高幅度評估。

28. 聯交所在此感謝所有回應《諮詢文件》的人士所提供的寶貴意見，我們會繼續尋找能令各界達成最大共識、對香港整體資本市場都有益的監管方案。

背景

29. 盈利規定是三大財務資格測試之一，是聯交所釐定上市申請人是否適合在主板上市時所用的穩健定性及定量評估的其中一環。從市場劃分來看，盈利規定發揮重要作用，就是確保依據此資格測試申請上市的公司，都具備與主板定位相稱的最低所需營運規模及增長水平。
30. 儘管過去數十年來本港以至環球經濟都大有增長和發展，盈利規定自 1994 年推出後都未有因應經濟和市場其他重要發展而作任何修訂，但市值規定自 1989 年推出至今已調高了五倍，以維持主板的獨特性及其作為供可符合香港最高市場標準的規模較大的公司上市的市場定位。
31. 聯交所最近一次調高市值規定是在 2018 年，在《2017 年諮詢總結文件》刊發後，將市值規定由 2 億港元調高至 5 億港元，以清楚區分主板上市與 GEM 上市的公司¹，因為 GEM 市值規定由 1 億港元調高至 1.5 億元後，與主板當時的市值規定非常接近。市值規定是依據盈利規定申請在主板上市的申請人必須遵守的其中一項規定。
32. 由於當前的盈利規定不曾隨市值規定一併提高，僅僅符合兩項規定最低要求的公司的引申歷史市盈率由 10 倍大升至 25 倍，遠高於市場平均數。2018 年起，市場便突然多了許多僅僅符合盈利規定的最低要求的上市申請人，必須要以極高的歷史市盈率（相對於上市同業）上市才可符合市值規定。這些上市申請人一般都以提交給聯交所的樂觀盈利預測所反映的增長潛力來證明其偏高的估值合理，但當中不少在上市後都達不到有關盈利預測及 / 或股價大跌以致市值也大跌（相關分析載於第 71 段）。基於依據盈利規定上市的公司一般以招股價來證明其符合市值規定，監管當局會關注這些上市申請人的估值其實是否純粹為了符合市值規定而倒算所得，因為以那個價格市場大眾並無足夠興趣投資其證券，令人質疑上市申請人是否適合上市，而申請人適合上市可是《上市規則》最基本的原則之一。
33. 聯交所及證監會亦注意到一些於盈利規定與市值規定脫節后出現的失當行為，當中包括：
- (a) 部署「唱高散貨」計劃²，較常涉及低市值的公司的首次公開招股。在一些有問題的個案中，資料顯示犯事者利用首次公開招股的配售部分，將股份分配予受控制承配人，藉此(i)非真實地滿足《上市規則》的首次上市規定，為有關股份營造一個虛假市場；或(ii)進行挾倉，以便在上市後更易於操縱有關股份的市場；
 - (b) 過去兩年，在部分這些有問題的首次公開招股項目中，包銷商獲支付異常高昂的佣金。這些高昂的包銷佣金連同其他上市開支，與該等首次公開招股項目的集資淨額不合比例。資料顯示，在部分個案中，包銷佣金及其他上市開支的一部分可能被用作為某些涉及失當行為的安排提供部分資金。若沒有這些安排，部分上市申請人可能無法滿足《上市規則》下的某些首次上市規定，及首次公開招股價和估值可能會大幅低於招股章程所披露的水平。在某些個案中，股價在首個交易日大幅下跌至更真實地反映公司實際市場價值的水平；及

¹ 《2017 年諮詢總結文件》第 117 段。

² 「唱高散貨」計劃屬於操縱股票市場的手法之一。騙徒利用不同方法將某上市公司的股價人為地推高，然後誘使不虞有詐的投資者以高價買入騙徒拋售的股票。這些計劃通常利用社交媒體平台進行。

(c) 鑒於部分低市值發行人產生相對龐大的上市開支，而上市後公布的財務業績披露中亦可見當初有部分上市文件少報了相關數額³，亦不禁令人質疑對這些發行人而言，透過在主板上市來集資的成效有多大。

34. 這些發行人估值過高，也令人關注究竟招股價的發現過程有否受到若干行為的影響，例如向投資者提供回佣或捏造股東基礎。這些行徑都有違《上市規則》中的基本原則——證券的發行及營銷應按公平有序的方式進行。此外，若發行人上市時的估值並非有真正的市場支持，就不符合投資大眾的利益，亦影響主板上市公司整體質素。
35. 考慮到主板的市場定位和聯交所維持市場質素的角色，上述監管議題凸顯出我們有必要重新評估現行的盈利規定到底還否恰當。另外，正如第 30 段所述，盈利規定自 1994 年推出以來一直保持不變。聯交所建議調高盈利規定將進一步區分 GEM 上市與主板上市的發行人，亦符合我們對主板定位的目標，希望將其打造成可吸引能符合更高資格標準的大型公司上市的主要市場。
36. 基於主板的市場定位及上述問題，以及與證監會討論後，聯交所於 2020 年 11 月 27 日刊發《諮詢文件》，就（其中包括）調高盈利規定 150%（方案 1）或 200%（方案 2）徵詢市場意見。諮詢期於 2021 年 2 月 1 日結束。
37. 此外，為了處理第 32 至 34 段所述問題，聯交所與證監會將會(a)繼續嚴格審查上市申請人（尤其是歷史市盈率相對上市同業高者）於上市時的預測估值；(b)嚴加監管那些出現聯交所與證監會今日發布的聯合聲明中所述的一項或以上特點的上市申請；(c)加強證監會監管框架下對首次公開招股簿記建檔及配售活動所涉中介人監管，以期找出任何弊端及失當行為；及(d)適當運用聯交所現正進一步加強的紀律機制，加強就不同類型的失當行為作出有效的監管回應。如果就股份配售安排及價格探索過程所提出的問題未能得以圓滿解決，或《上市規則》下的基本上市條件未獲符合，聯交所可行使酌情權以拒絕某項上市申請，及 / 或證監會亦可藉不符合《上市規則》或公眾利益為理據反對該項上市申請。

建議

38. 《諮詢文件》提出兩個調高盈利規定的方案，詳情見表 1（《諮詢文件》問題 1）：

表 1: 聯交所調高盈利規定的建議方案

	現行的盈利規定	方案 1	方案 2
建議增幅(%)		150% ⁴	200% ⁵
	百萬港元		
首兩個財政年度累計	30	75	90
最近一個財政年度	20	50	60
總計	50	125	150
引申歷史市盈率 ⁶	25 倍	10 倍	8 倍

³ 在多個涉及低市值發行人的個案中，預計上市開支佔首次公開招股所得款項總額逾四成之多；還有部分發行人上市後首份年報所披露的實際上市開支較招股章程所披露者高達一成。

⁴ 按於 2018 年市值規定由 2 億港元增至 5 億港元的增幅百分比調高。

⁵ 按恒生指數的平均收報點數由 1994 年盈利規定推出實施時的 9,541 點上升至 2019 年的 27,569 點的概約增幅調高。

⁶ 假設恰恰符合盈利規定和市值規定。

39. 除建議調高盈利規定外，聯交所亦就以下事宜徵求市場意見：
- (a) 除了調高盈利規定外，應否考慮其他替代規定（《諮詢文件》問題 2）；
 - (b) 聯交所應否因現時嚴峻的經濟環境而考慮就調高後的盈利規定的盈利分布提供臨時寬限（《諮詢文件》問題 3）；及
 - (c) 臨時寬限的條件（《諮詢文件》問題 4）。

回應意見數目及回應人士背景

40. 聯交所收到 115 份非重覆意見，回應人士來自香港資本市場各界持份者的代表。

表 2: 按回應人士類別劃分的回應數目及百分比

類別 ⁷	回應意見數目	百分比
個人		
企業融資公司僱員	12	10.4%
律師	10	8.6%
散戶投資者	4	3.5%
會計師	3	2.6%
香港交易所參與者僱員	1	0.9%
投資管理公司僱員	1	0.9%
上市公司僱員	1	0.9%
其他	4	3.5%
個人總計	36	31.3%
機構		
律師事務所	22	19.1%
企業融資公司	19	16.5%
專業團體 / 行業組織	16	13.9%
會計師行	8	7.0%
上市公司	4	3.5%
香港交易所參與者	3	2.6%
投資管理公司	3	2.6%
其他	4	3.5%
機構總計	79	68.7%
總計	115	100.0%

⁷ 回應人士分類是交易所基於可得資料對最合適的描述而作出的最佳判斷。

41. 回應人士名單（要求不公開名稱/姓名者除外）載於**附錄一**。除四名要求聯交所不公開其意見的回應人士外，所有其他回應意見全文均載於香港交易所網站：

https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2016-to-Present/Responses_May_2021_2?sc_lang=zh-HK

分析方法

42. 聯交所進行了定性分析，妥善考慮來自廣泛類別的回應人士及其意見，對代表眾多人士或機構的回應意見及回應人士立場背後的理據予以應有的重視。
43. 聯交所亦進行量化分析，計算《諮詢文件》各項建議獲得支持的回應數目。量化分析只數算收到的回應意見數目，而不是該等意見背後代表的回應人士數目。例如，一個專業團體提交的意見計作一份回應意見，即使該團體可能代表了許多個人會員。
44. 分析方法的進一步詳情載於**附錄二**。
45. 本文件應與載於香港交易所網站的《諮詢文件》一併閱讀：

https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/November-2020-MB-Profit-Requirement/Consultation-Paper/cp202011_c.pdf

第二章

市場回應及分析

46. 在本章中，聯交所提供(a)回應人士對《諮詢文件》每條問題提出的主要意見摘要，當中會列出回應人士的背景及其意見的理據（如有提供）；及(b)就有關回應意見作出的定性分析以及聯交所的回應。
47. 就本章的分析而言，表3載列有關方案1對於主板上市申請的影響的主要資料，這些主板上市申請於2016年至2019年間按盈利規定提出申請（共745項）（即**盈利規定申請**），而表4載列有關方案1對其後截至2020年6月30日成功上市的盈利規定申請（共463項）的影響的主要資料。
48. **合資格的申請**指會符合方案1調高的盈利規定（若獲實施）的盈利規定申請，而**不合資格的申請**則指不會符合方案1調高的盈利規定（若獲實施）的盈利規定申請。

表 3：方案 1 對盈利規定申請的影響

	合資格的申請	不合資格的申請	合計
盈利規定申請數目 (佔 745 項盈利規定申請的百分比)	308 (41%)	437 (59%)	745 (100%)
於作出上市申請時的市值分布：			
- 低於 5 億港元	8	141	149
- 介乎 5 億港元至 7 億港元	30	203	233
- 超過 7 億港元	270	93	363

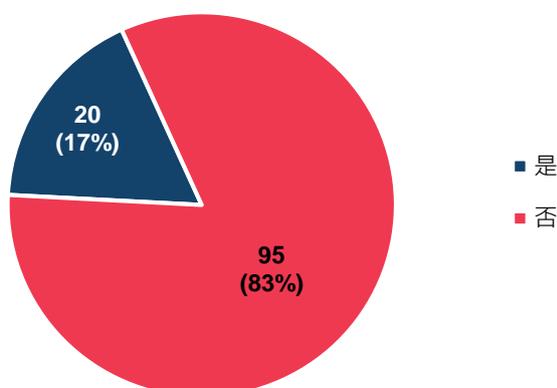
49. **合資格發行人**指其後截至 2020 年 6 月 30 日成功上市並會符合方案 1 調高的盈利規定（若獲實施）的盈利規定申請，而**不合資格發行人**則指其後截至 2020 年 6 月 30 日成功上市但不會符合方案 1 調高的盈利規定（若獲實施）的盈利規定申請。

表 4：方案 1 對其後截至 2020 年 6 月 30 日成功上市的盈利規定申請的影響

	合資格發行人	不合資格發行人	合計
成功上市的盈利規定申請數目	210	253	463
(佔 463 項成功上市的盈利規定申請的百分比)	(45%)	(55%)	(100%)
(佔 745 項盈利規定申請的百分比)	(28%)	(34%)	(62%)
於作出上市申請時的市值分布：			
- 低於 5 億港元	5	94	99
- 介乎 5 億港元至 7 億港元	15	101	116
- 超過 7 億港元	190	58	248

問題1 您是否同意盈利規定應調高150% (方案1) 或調高200% (方案2) ?

圖 1 : 問題 1 的回應



主要回應

50. 20名回應人士⁸支持有關建議。大多數回應人士均選擇方案1，一名選擇方案2，其餘五名則未有作出選擇。整體而言，支持聯交所建議的回應人士主要著重於提升主板上市發行人的質素，有關概要如下：
- (a) 考慮到 1994 年引入盈利規定以來香港的通脹率、經濟增長以及市值規定有所提高的情況，盈利規定應予調高。特別是 5,000 萬港元的盈利總和要求已是根據 26 年前的經濟及企業分布釐定，當時主板仍是香港唯一的上市平台，但有關定量界線已不符合現時的經濟狀況以及主板作為香港主要市場的定位；
 - (b) 調高盈利規定的建議配合聯交所的執行機制，將有助減少「啤殼」活動、維持整體市場質素並提升投資者及發行人對香港資本市場的信心，因為現行盈利規定與市值規定之間的脫節將會縮小；
 - (c) 儘管有關建議會使部分低市值發行人無法於主板上市，有關公司仍可使用其他集資渠道（例如風險投資）或改為於 GEM 上市。就 GEM 而言，部分機構回應人士亦提出聯交所應制定計劃對 GEM 進行優化，將其打造成更可行及吸引中小企的集資平台；
 - (d) 單靠公司上市後的上市規則執行工作本身無法消除劣質公司對受害投資者造成的影響，將發行人股份除牌亦損害投資者的利益。聯交所調高盈利規定的建議配合其執行機制，有助維持香港資本市場的整體質素；及
 - (e) 至於部分表示盈利規定調高後中小企將無法再於資本市場集資的市場意見，聯交所的責任是要確保投資者受到保障，並促進香港資本市場增長及發展，其焦點並非只放於一些本身亦未必代表投資大眾權益的持份者。聯交所的社會責任亦不限於中小企或為中小企提供服務的專業人士（當中部分可能對 GEM 有不合理的偏見，及 / 或就調高盈利規定的建議而言有明顯的利益衝突）。

⁸ 11 家機構（包括 2 家企業融資公司、3 家律師事務所及 4 家專業團體 / 行業協會）及 9 名個人。

51. 95名回應人士⁹反對建議。其主要憂慮調高盈利規定會帶來的負面影響，包括：中小企及傳統公司會被拒於主板上市（而GEM對他們來說並不是可行的替代上市平台）；實施建議的時間就當前經濟狀況而言是否適當；以及會使聯交所相對於其他主要交易所的競爭力降低。部分回應人士亦表示現時已有嚴謹而全面的上市後監管制度，調高盈利規定並非解決估值問題及殼股問題的適當方法。這些回應人士的主要意見以及我們的回應載於第52至83段。

A. 中小企上市

52. 大部分回應人士均憂慮聯交所調高盈利規定的建議會使中小企無法於主板上市。67名回應人士¹⁰表示，考慮到以下因素，有關建議會對中小企不公平：
- (a) 中小企（包括較小型的科技及創新公司）將沒有機會進入資本市場，而這對香港經濟不利；
 - (b) 既然未有收入或錄得虧損的公司可於主板上市，有盈利的中小企亦不應被拒於主板門外；及
 - (c) 聯交所是獨家專營機構，有其社會及道德責任為所有大小企業提供服務，並支持及允許從事不同業務的公司上市。

我們的回應

53. 聯交所並不認為調高盈利規定的建議會剝奪適合的中小企於香港上市的機會。根據我們的分析，在合資格的申請當中，約 12%是中小企¹¹。此外，儘管盈利規定於 1994 年首次引入時是唯一可用的財務資格測試，但其後聯交所引入了其他主板上市財務資格測試，又為資歷較淺的公司設立了 GEM 上市平台。因此，若有中小企因其盈利紀錄未符合經調高的盈利規定而不合資格於主板上市，其仍可尋求於 GEM 上市。
54. 盈利規定的用意是確保按這項資格測試於主板上市的公司最低限度能維持若干營運規模及增長水平。未有收入及利潤的公司雖不是按盈利規定上市，這類公司必須證明其符合相關《上市規則》條文及相關指引材料下的其他資格及適合性規定才合資格上市¹²。聯交所對特定類型公司施加不同的資格規定，可確保投資者面對風險狀況不同的公司亦受到足夠的保障，並建立方便更多不同類型發行人參與香港資本市場的上市制度。
55. 聯交所作為香港唯一的認可證券交易所的特殊角色，並不同要承擔必須為各種規模的公司提供服務、支持並協助所有企業上市的社會及道德責任，而不審慎考慮市場質素及

⁹ 68 家機構（包括 12 家專業團體 / 行業協會、17 家企業融資公司及 19 家律師事務所）及 27 名個人。

¹⁰ 50 家機構（包括 11 家企業融資公司、11 家專業團體 / 行業協會及 16 家律師事務所）及 17 名個人。

¹¹ 見表 3——市值 7 億港元或以下的合資格的申請。

¹² 例子：

- (a) 未有收入的生物科技公司須符合專屬其行業的先決條件（如指引信 HKEX-GL92-18 所載，例如已開發至少一項已超過概念階段的核心產品，及獲得至少一名資深投資者於首次公開招股前投資，並至首次公開招股前仍未撤資），且若與循盈利規定的主板上市申請人比較，未有收入的生物科技公司的市值要求較高（15 億港元（與市值規定相比）），公眾持股量要求亦然（3.75 億港元，不包括由現有股東及基石投資者認購的股份）（《上市規則》第 18A.03 及 18A.07 條）。
- (b) 礦業公司須證明其至少有「有意義」及「具有足夠實質，以證明上市具備充份理由」的控制資源量或後備資源量組合。有關組合須可按公認的報告準則確認，並已獲合資格專業人士根據有關準則編備的報告證實（《上市規則》第 18.03(2)）。

投資者保障方面的事宜。聯交所須負責維持並持續提升香港資本市場的質素。聯交所亦有法定責任按公眾利益行事（尤其須注重投資大眾的利益）¹³。

56. 因此，聯交所透過多項上市改革措施¹⁴（包括《諮詢文件》中有關調高盈利規定的建議）履行其責任，旨在支持及協助從事不同業務及來自不同行業的公司上市，同時使可投資的發行人基礎更多元化與確保市場質素及股東保障水平充足之間取得平衡。
57. 如《諮詢文件》中所述，GEM作為聯交所的第二板，是專為中小企及其他未能符合《主板上市規則》的資格規定的公司而設的集資平台。這亦符合國際慣例——海外市場設立的第二板，都是為協助中小企（包括本地公司）參與資本市場。據我們所審視的若干第二板的資料顯示，大多數於第二板上市的發行人均為中小企，所以聯交所主板與GEM之間的市場差異可說與國際慣例一致。

B. 提出建議的時間

58. 超過一半的回應人士¹⁵均認為，鑒於 2019 年社會運動對經濟的影響、新冠肺炎疫情持續再加上中美政治角力產生的不穩定因素，現時並非實施有關建議的適當時機。
59. 部分回應人士表示任何調高盈利規定的計劃均應延後，直至可合理確定經濟狀況能恢復至疫前水平。其他回應人士則指有關建議會對香港企業融資業內人士（例如專業會計師、法律執業者、包銷商及保薦人）不利，因為大量低市值發行人均會不再合資格於主板上市，對有關人士帶來直接影響，造成企業融資業的失業率上升。

我們的回應

60. 聯交所也清楚疫情及中美政治角力產生的不穩定因素對全球及本地經濟的影響，《諮詢文件》中已計及有關因素，所以亦提出有關就經調高盈利規定下的盈利分布實施臨時寬限的建議。

C. 聯交所的競爭力

61. 57 名回應人士¹⁶表示有關建議會使聯交所相對於其他海外交易所的競爭力降低，並提出了不同的論點。其中：
 - (a) 部分海外交易所會協助不同規模的國內發行人隨時參與資本市場。其中，(i) 納斯達克設有三個不同的層級——納斯達克全球精選市場、納斯達克環球市場及納斯達克資本市場，各自針對不同規模的公司上市而訂有不同的財務、流動性及企業管治規定；及(ii) 倫敦交易所的主要市場有三個分部——高級、標準及高增長市場，分別為不同的集資規定而設。倫敦交易所的另類投資市場便是協助中小企及增長公司參與資本市場的平台；

¹³ 《證券及期貨條例》第 21 條。

¹⁴ 例如：(a) 自 2016 年起改革當時的創業板、刊發指引材料及修訂《上市規則》，以打擊盛行的製造「殼股」的現象，並維持市場秩序；(b) 於 2018 年提高市值規定，以方便區分主板與 GEM 發行人；(c) 於 2018 年引入新上市制度，吸引來自新興及創新行業的公司；及(d) 於 2021 年 3 月 31 日刊發諮詢文件（[連結](#)），就聯交所有關優化及精簡海外發行人上市制度的建議徵詢市場意見。

¹⁵ 59 名回應人士，包括 47 家機構（包括 10 家專業團體 / 行業協會、12 家企業融資公司及 15 家律師事務所）及 12 名個人。

¹⁶ 48 家機構（包括 9 家專業團體 / 行業協會、12 家企業融資公司及 16 家律師事務所）及 9 名個人。

- (b) 《諮詢文件》所載的建議會使聯交所主板的盈利規定變為相比選取海外主市場而言最為嚴格的一個。此外，聯交所主板現時是唯一規定上市申請人須同時符合市值規定及盈利規定的交易所；
- (c) 來自盈利規定較低的深交所創業板及上交所科創板的競爭會愈來愈大；及
- (d) 方案 1 或方案 2 的建議均會使 745 項盈利規定申請當中過半數不合資格於主板上市。

我們的回應

- 62. 各交易所的監管框架均是由其發展歷史產生，且是為迎合自身資本市場需要而設。類似於納斯達克及倫敦交易所等主要海外交易所，聯交所實施了不同的上市制度，全都是在最大程度上協助不同規模、特點及行業的本地及海外發行人參與香港的資本市場（詳情請參閱第 56 段）。因此，聯交所認為調高盈利規定的建議不會對香港的競爭力造成不利影響，反而可鞏固主板作為容納規模較大公司的市場定位，加上充足的股東保障及多元化的發行人基礎，讓香港作為國際金融中心，在市場質素方面取勝。
- 63. 認為調高盈利規定的建議最終會導致香港在所有前領交易所當中有著最嚴格的首次准入準則的想法實屬誤解¹⁷。如《諮詢文件》中所述¹⁸，主板的資格規定與選取海外主市場的資格規定無從直接比較，因為不同交易所對上市申請採用了不同要求的組合。例如，要在納斯達克全球精選市場或紐約證券交易所上市，盈利測試所要求的最低盈利總值（適用於國內發行人¹⁹）為 1,100 萬美元至 1,200 萬美元（約 8,500 萬港元至 9,300 萬港元），但兩個市場亦規定發行人須有公眾持股量至少達 4,000 萬美元（約 3.10 億港元），比香港主板上市申請人的最低公眾持股量要求 1.25 億港元²⁰高許多。
- 64. 不同交易所的上市準則（包括盈利或市值規定）不應不顧市場的整體監管制度、投資者分布及其他社會經濟特點而作直接比較評估。舉例而言，美國的證券規例主要以披露為基礎，背後有集體訴訟機制支持，與香港市場不一樣。
- 65. 至於部分回應人士視為香港主板競爭對手的深交所創業板及上交所科創板，其資格規定亦相當不同。例如，上交所科創板的最低資格規定為市值至少人民幣 10 億元以及通過最低盈利或營運收入測試。加上我們於第 63 段的分析，大部分不合資格的申請均不符合深交所創業板及上交所科創板規定的行業標準（高科技、新興及創新），而即使有關的不合資格的申請考慮於海外市場上市，其亦不符合大部分選取海外市場的資格規定。

D. 估值及股問題

- 66. 56 名回應人士²¹表示有關建議並非解決估值及股問題的適當方法。有關回應人士普遍認為聯交所已有充足的監管措施去應對有關問題。其中：

¹⁷ 若要比較相同的規定以作說明，與部分選取海外市場、深交所創業板及上交所科創板的盈利相關資格規定相比，方案 1 下的建議盈利規定及市值規定並非最嚴格的規定（詳情請參閱附錄三表 A）：

- (a) 盈利規定 – 方案 1 下的營業紀錄期間最後一個財政年度的最低盈利規定（5,000 萬港元）低於新交所（約 1.70 億港元的稅前盈利）及紐約交易所（就海外發行人而言）約 1.94 億港元的稅前盈利）；及
- (b) 市值規定 – 主板的規定（5 億港元）低於納斯達克（約 12.42 億港元）、紐約交易所（就海外發行人而言）約 38.81 億港元）、新交所（約 8.50 億港元）、深交所創業板（約 12 億港元）及上交所科創板（約 12 億港元）的規定。

¹⁸ 《諮詢文件》第 40 至 42 段及附錄二。

¹⁹ 海外私人發行人亦可根據紐約交易所的國內公司上市標準上市。

²⁰ 《上市規則》第 8.08(1)條。

²¹ 43 家機構（包括 9 家主要為專業團體 / 行業協會、9 家企業融資公司及 14 家律師事務所）及 13 名個人。

- (a) 現時的機制已足以解決殼股問題，包括透過刊發 GL68-13A、於 2018 年改革 GEM 以移除 GEM 轉板的簡化程序及調高市值規定、結合證監會的前置式監管方針處理借殼上市及殼股活動，以及修訂有關反收購及借殼上市事宜的《上市規則》條文及指引信；
- (b) 監管機構應透過紀律及執行行動打擊啤殼或向投資者安排回佣等市場失當行為，而非調高盈利規定，那只會不利潛在發行人從市場集資；
- (c) 建議的前提是規模較大的公司質素較規模小的公司高又或風險較低，但其實無客觀證據證明發行人的規模與其質素有任何關聯；及
- (d) 市盈率應由市場釐定，且無實證可以支持方案 1 下以 10 倍的引申歷史市盈率作為主板的盈利門檻，因為(i)不同行業有不同的市盈率；及(ii)對投資決策而言，上市申請人的前景（而非歷史市盈率）更重要。

我們的回應

解決估值及殼股問題的監管制度

- 67. 如部分回應人士所指，聯交所於近年修訂了有關上市後行為（借殼上市及反收購）的《上市規則》條文，並對來自有殼股跡象的低市值發行人的上市申請採納更嚴格的審批程序，包括（如適用）要求發行人於上市文件中作出額外披露又或拒絕有關上市申請。儘管有關措施已解決部分監管問題，聯交所及證監會仍繼續投放大量資源去識別與首次公開招股有關的上市後失當行為，並就此跟進及執行相關規則。然而，單靠公司上市後的上市規則執行工作本身無法消除劣質公司對受害投資者造成的影響，將發行人證券除牌亦損害投資者的利益。
- 68. 因此，除第 66(a)及 67 段提及的監管方針外，聯交所認為其亦應採納穩健的把關措施，以解決《諮詢文件》及本文件中強調的監管問題，保障投資大眾的利益。我們同意市值規定或盈利規定均無法保證發行人上市後能維持良好的企業管治水平或業務能持續成功，但這些規定能根據上市申請人的盈利紀錄而確保申請人在其證券可於香港公開發售前已達到某個最低限度的營運規模及增長水平，提供投資者保障。

發行人規模與其質素的關聯

- 69. 只要調高盈利規定，自然就會有部分規模較小的公司變得不合資格於主板上市。聯交所的建議並非單純建基於規模較大的公司質素較高或風險較低的前設。提出這建議的背景源於 2018 年調高市值規定後出現的問題（詳見第 32 至 34 段），凸顯了評估現行的盈利規定是否應配合市值規定以及還是否適合作為主板上市的資格準則的需要。聯交所亦認為建議調高盈利的幅度屬合理，因為現行的盈利規定自 1994 年推出至今逾 26 年來不曾改變，但市值規定推出以來已由 1 億港元輾轉增至 5 億港元，增幅五倍。
- 70. 聯交所仍然相信（基於下文第 71 段所載有關方案 1 下 210 名合資格發行人及 253 名不合資格發行人上市後表現的分析），調高盈利規定將有助確保合資格發行人上市後的表現更符合聯交所對主板發行人的預期。
- 71. 合資格發行人（大部分（90%）並非低市值發行人）在以下各方面的表現普遍勝過不合資格發行人（大部分（77%）為低市值發行人）²²：

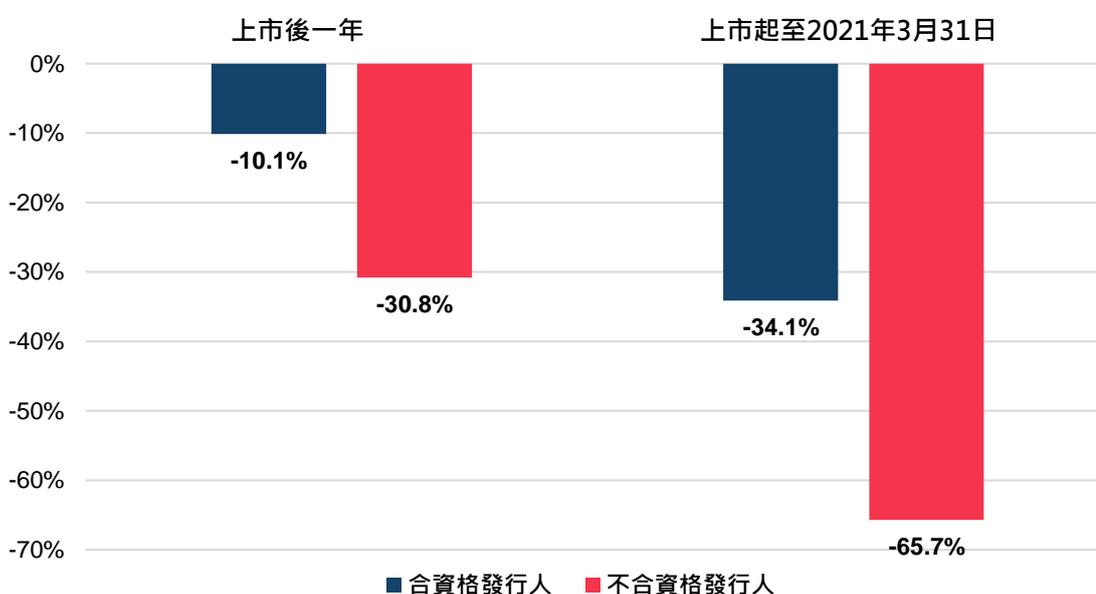
²² 除另有指明外，此項分析的數據概以截至 2021 年 3 月 31 日的數據為基礎。在適用情況下，我們均使用中位數（而非平均數）以消除離群值的影響。

(a) **上市後股價表現** – 若將上市後的股價與首次公開招股價格對比，合資格發行人於上市後一年及截至 2021 年 3 月 31 日的表現均優於不合資格發行人：

(i) 上市後一年 – 合資格發行人上市後一年的股價相較於首次公開招股價格的相關價格變動中位數（與恒生綜合行業指數比較）為-10.1%，而不合資格發行人則為-30.8%；及

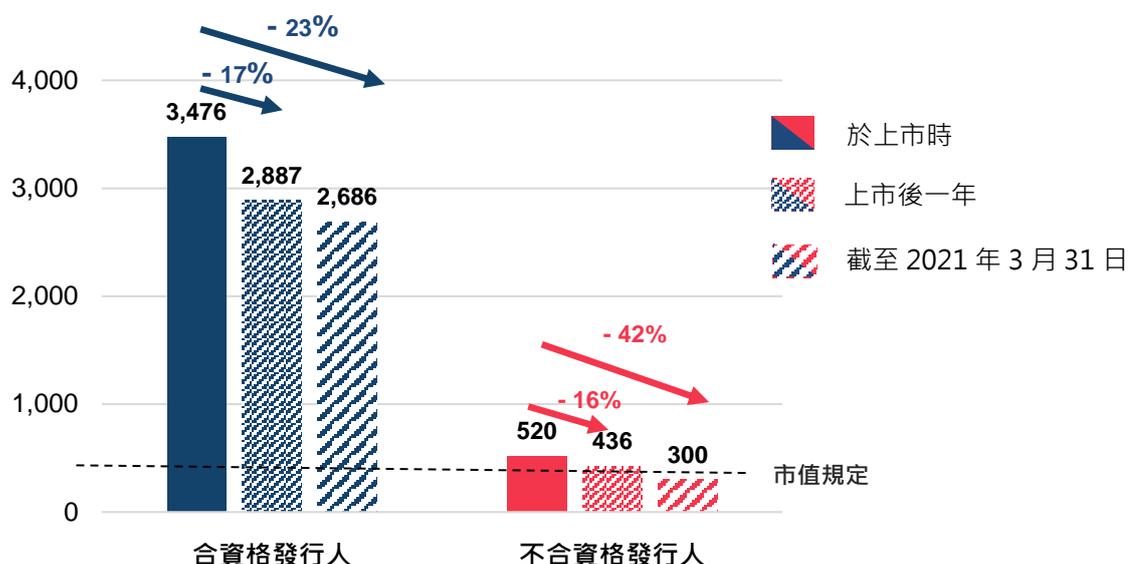
(ii) 上市起至 2021 年 3 月 31 日 – 合資格發行人的股價相較於首次公開招股價格的相關價格變動中位數（與恒生綜合行業指數比較）為-34.1%，而不合資格發行人則為-65.7%；

圖 2：上市後一年及上市起至 2021 年 3 月 31 日的相關價格變動中位數（與恒生綜合行業指數比較）



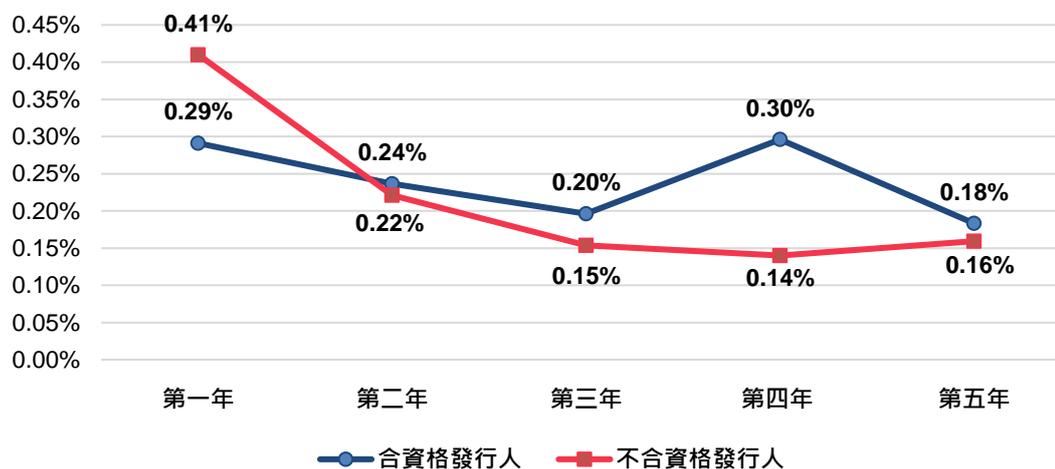
(b) **上市後的市值** – 合資格發行人的市值中位數跌了 17%，由作出上市申請時的 34.76 億港元跌至上市後一年的 28.87 億港元。不合資格發行人方面亦跌了 16%，由作出上市申請時的 5.20 億港元跌至上市後一年的 4.36 億元，跌幅與合資格發行人相近。然而，就自上市起至 2021 年 3 月 31 日的市值中位數而言，不合資格發行人跌了 42%，由作出上市申請時的 5.20 億港元跌至 2021 年 3 月 31 日的 3 億港元，合資格發行人則跌了 23%，由作出上市申請時的 34.76 億港元跌至 2021 年 3 月 31 日的 26.86 億港元，可見不合資格發行人的跌幅大於合資格發行人：

圖 3：上市後一年²³及於 2021 年 3 月 31 日²⁴的市值中位數（百萬港元）



- (c) **上市後的流動性** – 儘管不合資格發行人於緊隨上市後首年的平均每日成交量（佔已發行股份總數的百分比）較合資格發行人高（分別為 0.41%及 0.29%），不合資格發行人的流動性水平並不持久，其後便即大幅下跌：於第二至第五年，不合資格發行人的流動性水平持續低於合資格發行人（平均分別為 0.17%及 0.23%）：

圖 4：上市後的平均流動性



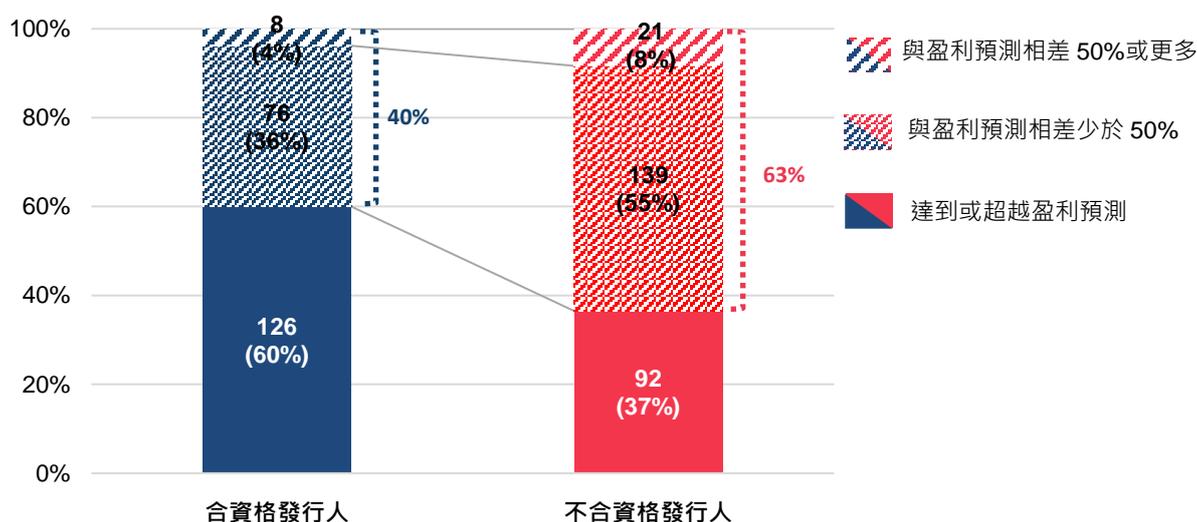
²³ 如表 4 所示，94 名不合資格發行人（37%）於作出上市申請時的建議市值低於 5 億港元，因為其當時須遵守的市值規定為 2 億港元。撇除該 94 名不合資格發行人，其餘 159 名不合資格發行人（即於作出上市申請時的建議市值至少達 5 億港元者）的市值中位數由 6 億港元降至上市後一年的 4.80 億港元，降幅 20%。

²⁴ 撇除附註 23 所述的 94 名不合資格發行人，其餘 159 名不合資格發行人的市值中位數由 6 億港元降至 2021 年 3 月 31 日的 4.03 億港元，減幅 33%。

(d) 上市後財務表現

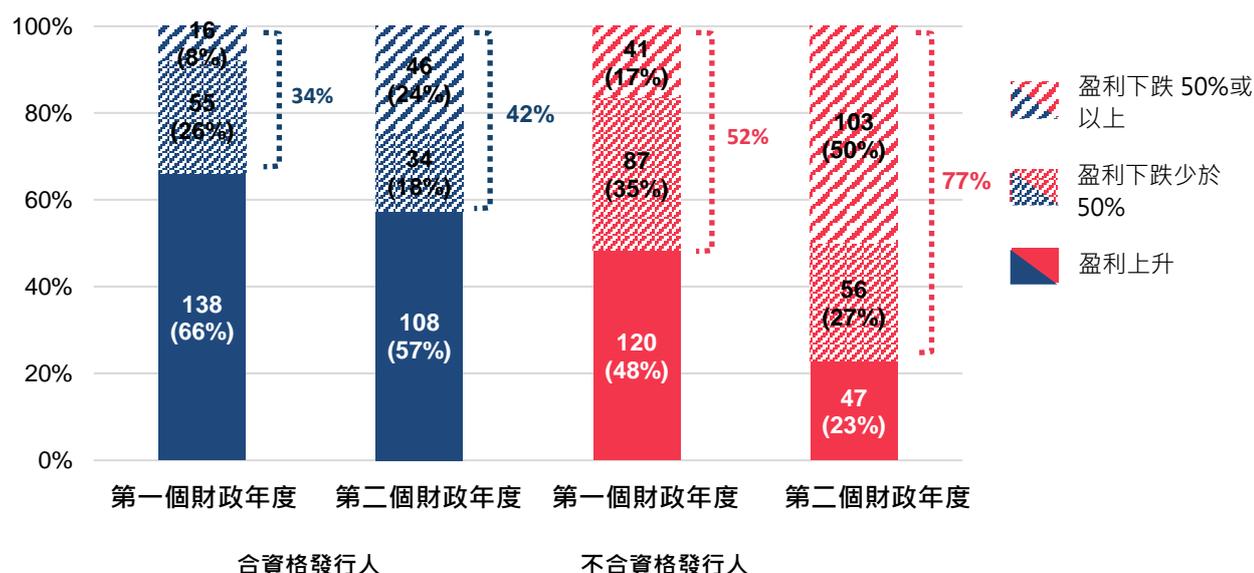
- (i) 達不到盈利預測 – 與合資格發行人相比，不合資格發行人未能達到其向聯交所提交的盈利預測的比例較高（分別為 40% 及 63%）。此外，不合資格發行人當中有 8% 與盈利預測相差 50% 或更多，而在合資格發行人當中有關比率則僅為 4%；

圖 5：經調整純利與盈利預測的差距



- (ii) 經調整純利減少 – 就上市後的首個財政年度而言²⁵，經調整純利減少的不合資格發行人的比例高於合資格發行人（分別為 52% 及 34%）。有關差異於上市後第二個財政年度²⁶明顯許多（分別為 77% 及 42%）。此外，在經調整純利減少的不合資格發行人當中，大部分的跌幅均超過 50%。

圖 6：上市後首個及第二個完整財政年度的經調整純利



²⁵ 截至 2020 年 6 月 30 日已上市的 463 項盈利規定申請當中，457 項（209 名合資格發行人及 248 名不合資格發行人）已於上市後公布了首個完整財政年度的業績。

²⁶ 截至 2020 年 6 月 30 日已上市的 463 項盈利規定申請當中，394 項（188 名合資格發行人及 206 名不合資格發行人）已於上市後公布了第二個財政年度的業績。

(e) **停牌及除牌** – 截至 2021 年 3 月 31 日，在 463 名合資格發行人及不合資格發行人當中，有七名發行人停了牌，主要涉及延遲公布業績、要就若干核數問題進行調查以及財務困難，另有一名發行人因未能（其中包括）就一項未有發現的交易進行調查並解決財務困難而被除牌。該八名發行人當中，五名為不合資格發行人（四名正停牌中，一名已除牌），僅三名為合資格發行人（全部均正停牌中）。

72. 上述分析支持了聯交所的觀點——好些低市值發行人於上市時的估值過高，股價以至市值於上市後未能得到市場支持，結果使投資者遭受虧損。估值過高亦令人關注價格探索過程中有否涉及向投資者提供回佣以使其認購股份的行為，以及是否存在一些舞弊行徑（例如捏造股東基礎（即「種票」）以符合《上市規則》）。有鑒於此，聯交所認為調高盈利規定有助解決部分監管問題，並符合將主板定位為主要市場以吸引可符合較高市場標準的大型公司的目標。

引申歷史市盈率

73. 聯交所澄清，我們的建議並不是要求所有主板首次公開招股的歷史市盈率須為 10 倍或以下。有關建議旨在將僅僅符合盈利規定及市值規定的主板上市申請人的引申歷史市盈率恢復至 2018 年調高市值規定之前的水平。在現行的盈利規定下，僅僅符合盈利規定的上市申請人於上市時的歷史市盈率須達約 25 倍（按最近財政年度盈利計）才符合市值規定，遠高於恒生指數 1994 年至 2020 年間的平均市盈率（14 倍），而這些上市申請人通常都會就下一財政年度提供非常樂觀的盈利預測去證明其市盈率偏高屬合理。若盈利規定按聯交所所建議調高，僅僅符合有關規定的上市申請人為符合市值規定而須達到的最低市盈率就會降低，這些上市申請人只要如實依據本身過往財務表現及市場比較數據評估，已可有效證明其於上市時的市盈率屬合理，而其盈利預測亦不需要就其過往表現而言過於樂觀。

74. 許多低市值發行人都在上市後表現欠佳（見第 71 段），其於上市時的估值是否合理便成疑問，特別是不合資格發行人主要來自消費品及服務業、房地產及建築業以及工業等非高增長行業。有如第 32 段所述，許多這類上市發行人於首次公開招股時的估值均大幅高於其上市同業。由於這些不合資格發行人並非來自通常預期有高增長的行業，從其上市後的表現來看，上市前的估值在上市後難以獲得長期支持。

E. 傳統行業公司上市

75. 17 名回應人士²⁷認為有關建議會減少於主板上市的傳統行業公司，令香港主板主要只吸引中國內地的生物科技及新經濟公司。這會減少市場多樣性及使投資大眾可選擇的首次公開招股類型減少，影響香港作為國際金融中心的吸引力。

我們的回應

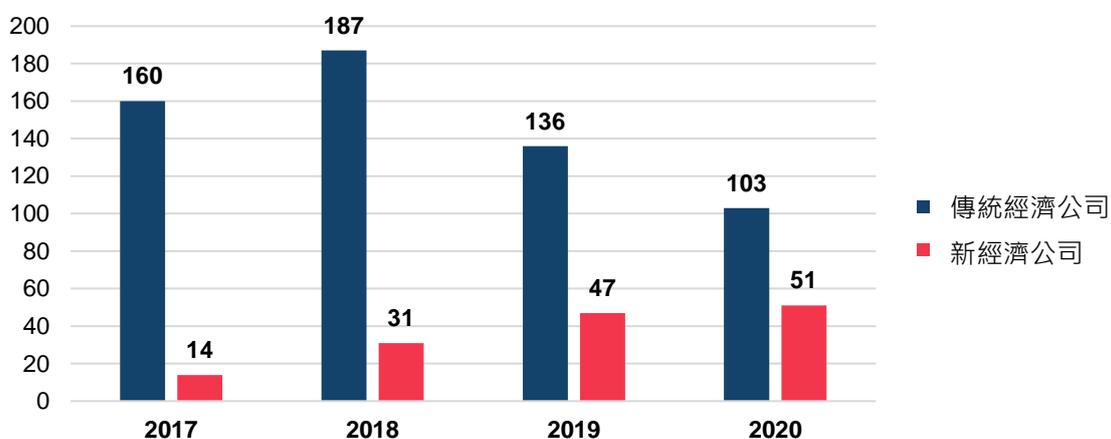
76. 如第 56 段所闡述，聯交所一直致力發展及提升香港作為國際金融中心的定位。我們近年的其中一項策略是吸引不同類型的公司來港上市。於 2018 年，聯交所推出新的上市制度吸收新經濟公司來港上市。有關策略相當成功：從 2018 至 2020 年間共 129 家新經濟公司（包括醫療及生物科技公司）於香港上市，總集資額達 5,490 億港元，佔期內香港首次公開招股集資額的 55%²⁸。

²⁷ 15 家機構（包括 4 家企業融資公司及 4 家律師事務所）及 2 名個人。

²⁸ 資料來源：《IPO 快訊》第三期，由聯交所於 2021 年 1 月刊發（[連結](#)）。

77. 上文第 76 段所述的新上市制度的成功與傳統公司上市並無衝突。尤其是由 2017 年至 2020 年，(a)香港資本市場的整體規模由 1,280 億港元增至 3,980 億港元；及(b)在當中的每一年，傳統行業公司均佔首次公開招股總數逾 65%，如圖 7 所示：

圖 7：首次公開招股數目²⁹



78. 此外，未能符合調高後的盈利規定的傳統公司可考慮於 GEM 上市或通過《主板上市規則》下其他財務資格測試尋求上市。因此，聯交所的建議不會對香港上市公司多樣性造成任何不利影響。

F. GEM 作為替代上市平台

79. 52 名回應人士³⁰認為就適用於未能符合調高後的盈利規定的公司而言，GEM 並非可行的替代上市平台。其中：
- (a) 於 2018 年將 GEM 重新定位為獨立板塊後，GEM 不再是具吸引力的上市平台，此後其上市數目、流動性水平及交易量均有所下跌；
 - (b) 於 GEM 上市及其後的合規工作（包括要作季度匯報）成本較高；及
 - (c) 聯交所應對 GEM 進行全面的檢討，並考慮為中小企提供可行的上市地點，包括將 GEM 重新定位為於主板上市的「踏腳石」。

我們的回應

GEM 作為替代上市平台

80. 我們了解近年 GEM 首次公開招股數目大幅減少（由 2018 年的 75 項減至 2020 年的 8 項）。於 2018 年 GEM 改革前，若干 GEM 發行人涉嫌操控股價，以將其市值提升至可轉移至主板的水平。後來我們取消了 GEM 發行人的簡化轉板程序，加上聯交所及證監會的其他監管行動，或已消滅市場對 GEM 殼股公司的興趣並降低其價值，令其市場需

²⁹ 資料來源：《IPO 快訊》第三期，由聯交所於 2021 年 1 月刊發（[連結](#)）。

³⁰ 47 家機構（包括 9 家企業融資公司、12 家專業團體 / 行業協會及 15 家律師事務所）及 5 名個人。

求下跌³¹。因此，僅僅符合現行的盈利規定的公司或寧願選擇申請於主板上市，而以較高的價格銷售其證券，以符合調高後的市值規定。

81. 根據以下統計數據，我們認為 GEM 一直是不符合主板財務資格規定的公司的可行的替代上市平台：

(a) **集資額** – 由 2019 年³²至 2020 年的共 98 項首次公開招股在 GEM 上市，平均首次公開招股集資額 6,350 萬港元，平均公眾認購率 58 倍，當中六名發行人的公開發售認購率更達 100 倍或以上³³。此外，2019 年至 2020 年間所有 GEM 發行人的總集資額（包括首次公開招股及首次公開招股後的股本證券集資額）佔 2020 年 12 月 31 日的 GEM 總市值的 6%³⁴，高於主板發行人（2.5%）³⁵；

(b) **上市後流動性** – 2019 年至 2020 年間 GEM 發行人的平均每日成交量（佔已發行股份總數的百分比）為 0.20%，於 2019 年及 2020 年的年化成交比率中位數³⁶則分別為 23%及 26%，與主板發行人（2019 年及 2020 年分別為 24%及 27%³⁷）相近；及

(c) **市值** – 於 2021 年 3 月 31 日，GEM 366 名上市發行人當中，市值高於上市時市值並超逾 5 億港元者佔 9%。

於 GEM 上市的成本

82. 至於指在 GEM 上市並維持上市地位的成本普遍較高，聯交所澄清，於香港上市以及遵守《上市規則》下的持續責任的成本主要取決於須由專業人士進行盡職審查及其他工作的程度，當中很大程度視乎上市申請人的架構及業務的複雜性及規模而定，而 GEM 及主板的上市規定差異不大。若不考慮任何其他因素，單看(a)《上市規則》對 GEM 上市申請人的營業紀錄期要求僅為兩年，而主板上市申請人則為三年；及(b)GEM 上市申請人傾向聘請本地會計師事務所，在 GEM 上市的成本一般低於在主板上市³⁸。

83. 基於 2018 年至 2020 年間 GEM 上市申請人及申請於主板上市的低市值發行人向聯交所提交的資料，在 GEM 上市的成本一般低於在主板上市：

(a) GEM 上市申請人的平均上市開支（2,700 萬港元）較主板的低市值發行人的平均上市開支（3,600 萬港元）低約 25%；及

(b) 申報會計師就首次公開招股向 GEM 上市申請人收取的平均費用（280 萬港元）較向主板的低市值發行人收取的費用（390 萬港元）低約 28%。

³¹ 資料來源：《香港的低市值首次公開招股數目因受壓而下跌》(Hong Kong's Small-Cap IPO Numbers Drop as Crackdown Takes Effect)，由彭博於 2019 年 3 月 8 日刊發 (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-08/hong-kong-s-small-cap-ipo-numbers-drop-as-crackdown-takes-effect>)。

³² 我們使用 2019 年起計的數據是因為 GEM 是在 2018 年 2 月重新定位，並且按照《2017 年諮詢總結文件》所載的過渡安排，多名 GEM 發行人是於 2018 年按之前的制度上市。

³³ GEM 網站的市場統計資料 (https://www.hkgem.com/statistics/tc_default.htm)。

³⁴ GEM 網站的市場統計資料 (https://www.hkgem.com/statistics/tc_default.htm)。

³⁵ 香港交易所《2020 年度市場數據》(連結)。

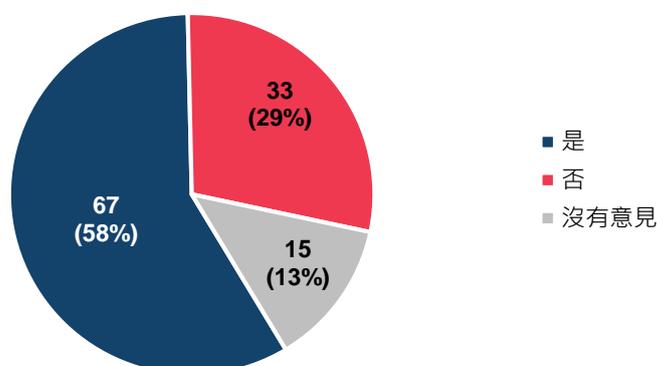
³⁶ 年化成交比率用於計算個別股份的流動性，計算方法為其平均每日市場成交額除以其平均市值再乘以年內交易日數。

³⁷ 資料來源：彭博。

³⁸ 根據 2018 年至 2020 年間 GEM 上市申請人向聯交所提交的資料，平均上市開支約為 2,700 萬港元，當中主要包括法律顧問費用（35%）、保薦人費用（19%）、包銷商費用（13%）及申報會計師費用（10%）。

問題2 除了建議調高盈利規定外，是否可以考慮其他替代規定？

圖 8：回應人士對問題 2 的回應



主要意見

84. 67 名回應人士³⁹指聯交所應在方案 1 及方案 2 以外考慮其他規定。
85. 整體而言，27 名回應人士⁴⁰提議聯交所考慮降低調高盈利規定的幅度，作為聯交所建議的方案 1 或方案 2 的替代方案。在該 27 名回應人士當中，部分回應人士就調高的幅度提出了具體建議，並提供了理據。這些回應人士提議的調高幅度（如有）為現行的盈利規定的 20%至 100%之間（平均 53%），因此盈利總和要求約為 7,700 萬港元。
86. 此外，六名回應人士表示會支持調高幅度不多於 150%的方案。
87. 回應人士亦提出了以下建議：
 - (a) 對平均歷史市盈率較高的上市申請人所提交的盈利預測備忘錄更嚴加審核，或對這些上市申請人施加額外披露規定（例如於上市文件中披露盈利預測及估值的理據及假設）；
 - (b) 對製造「殼股」公司、推高估值及捏造股東基礎的保薦人採取執行行動，因為強而有力執行機制將有助遏止舞弊行為、維持資本市場質素；或延長《主板上市規則》第 10.07(1)條項下的禁售期以打擊殼股活動；及
 - (c) 降低市值規定。

我們的回應

88. 聯交所同意回應人士有關採納強力的執行機制以打擊《諮詢文件》中提出的問題的提議。因此，聯交所將與證監會合力應對《諮詢文件》及本文件所述的監管事宜，包括(a)繼續嚴格檢視上市申請人（尤其是歷史市盈率相對上市同業較高者）於上市時的預測估值；

³⁹ 48 家機構（包括 7 家會計師事務所、9 家專業團體 / 行業協會、12 家律師事務所及 14 家企業融資公司）及 19 名個人。

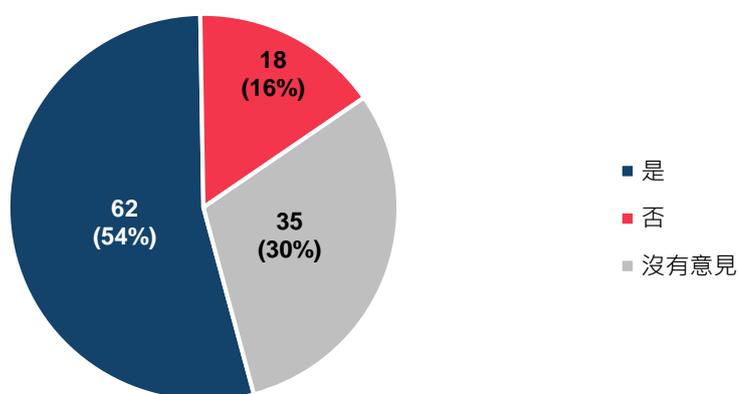
⁴⁰ 包括回答《諮詢文件》問題 2 的 21 名回應人士及於回答《諮詢文件》其他問題時提議減少盈利規定調高幅度的 6 名回應人士。

(b)嚴加監管那些出現聯交所與證監會今日發布的聯合聲明中所述的一項或以上特點的上市申請；(c)加強證監會監管框架下對首次公開招股簿記建檔及配售活動所涉及的中介人的監管，以期找出任何弊端及失當行為；及(d)適當運用聯交所現正進一步加強的紀律機制以對不同類型的失當行為作出有效的監管回應（詳見第三章第 110 至 119 段）。

89. 然而，聯交所並不認為延長禁售期就足以解決有關製造殼股的根本問題，因為這只會延遲發行人成為殼股的時間⁴¹。鑒於我們所收到的市場的支持意見（載述於《2017 年諮詢總結文件》）⁴²，聯交所並不同意降低市值規定的建議。

問題 3	您是否贊同聯交所應因現時嚴峻的經濟環境而考慮就調高後的盈利規定提供臨時寬限？
-------------	--

圖 9：回應人士對問題 3 的回應



90. 62 名回應人士⁴³支持就調高盈利規定提供有條件的臨時寬限的建議。18 名回應人士反對有條件的臨時寬限以及調高盈利規定的建議。其餘 35 名回應人並未提供任何意見。
91. 有關回應人士當中，有部分亦提議修訂現行的盈利分布要求，使營業紀錄期最後一個財政年度的盈利的調高幅度高於首兩個財政年度。他們提議首兩年與最後一年的盈利分布最高為 43%比 57%，而最低為 53%比 47%。

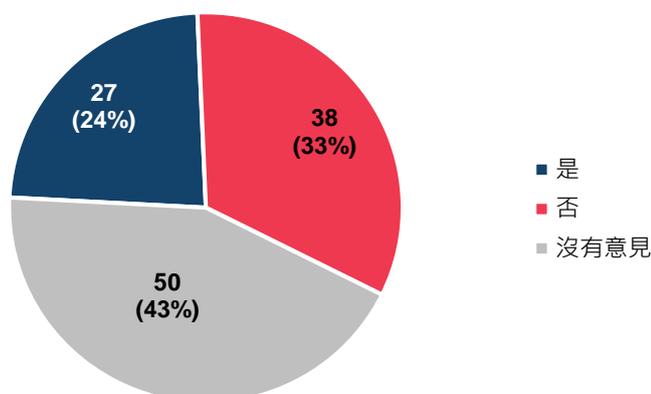
問題 4	若您對問題 3 的答案為「是」，您是否贊同《諮詢文件》所載的臨時寬限條件？
-------------	---------------------------------------

⁴¹ GL68-13A 第 4.3 段。

⁴² 《2017 年諮詢總結文件》第二章第 111 段。

⁴³ 46 家機構（包括 15 家律師事務所及 15 家企業融資公司）及 16 名個人。

圖 10：回應人士對問題 4 的回應



92. 27 名回應人士⁴⁴支持我們建議的臨時寬限。38 名回應人士並不同意建議的條件，有部分認為若干條件過於嚴格。其餘 50 名回應人士並未提供任何意見。

主要意見

93. 部分回應人士表示臨時寬限的若干條件過於嚴格：
- (a) **盈利預測** – 疫情下經濟環境不穩定，提供可信或準確的預測會較為困難。因此，保薦人不會願意就盈利預測提供相關確認；及
 - (b) **淨現金流入** – 上市申請人須於上一年度達到淨現金流入的規定，會使來自受打擊最嚴重行業（例如航空、郵輪、酒店、食肆、戲院、賭場及娛樂產業）的上市申請人無法獲得臨時寬限。

我們的回應

94. 聯交所提出就調高的盈利規定提供臨時寬限的設定特定條件，背後的理據如下：
- (a) **盈利規定** – 如第 73 段所述，在現行的盈利規定下，僅僅符合盈利規定的上市申請人一般會以非常樂觀的下一財政年度盈利預測去證明其市盈率偏高屬合理。若盈利規定按聯交所的建議調高，僅僅符合有關規定的上市申請人即使沒有就其過往表現而言過於樂觀的盈利預測，只要如實依據本身過往財務表現及市場比較數據估值，已可證明其市盈率屬合理。然而，若盈利分布在建議臨時寬限下不適用，營業紀錄期最後一年的盈利可能會低於規定，使歷史市盈率較高，投資者可能須更加倚靠發行人的盈利預測去評估其估值是否合理。為遏止發行人推高盈利預測造成估值過高（而誤導潛在投資者）的情況，聯交所會嚴謹地評估（其中包括）發行人的盈利預測備忘錄，以評估其市盈率的合理性，並可能要求發行人於上市文件中披露其盈利預測。《上市規則》⁴⁵本來就要求申請人及發行人披露投資者作知情決策所必須的重大資料，這與要申請人刊發盈利預測的規定一致。
 - (b) **淨現金流入** – 現金流是評估上市申請人的業務是否可持續發展的其中一項重要指標。公司若能從（日常業務過程中的）經營活動產生淨現金流入（未計營運資金

⁴⁴ 20 家機構（包括 3 家企業融資公司及 9 家律師事務所）及 7 名個人。

⁴⁵ 《主板上市規則》第 2.13 條（《GEM 上市規則》第 2.18 條）。

的變動及已付稅項) , 可證明其有能力增長 , 並能對其本身再投資或向股東派付股息。

共同目標

95. 《諮詢文件》的回應意見顯示，香港市場持份者全都希望提高市場質素和有更多不同選擇。意見的分歧只在於怎樣才最能達到有關目標。交易所非常感謝所有回應《諮詢文件》的人士所提供的寶貴意見，我們會繼續尋找能令各界達成最大共識、對香港整體資本市場都有益的監管方案。

所採用方針

96. 我們刊發《諮詢文件》，是因為留意到 2018 年調高市值規定後，多了許多僅僅符合盈利規定的最低要求的低市值發行人申請上市，但相對於其他上市同業，他們都要用極高的歷史市盈率上市才可符合市值規定方面的要求。
97. 這些低市值發行人一般都以樂觀的增長潛力來證明其偏高的估值合理，但當中不少在上市後都達不到提交給聯交所的盈利預測，令人質疑到底其估值是否合理（例如背後是否有真正的增長預期支持）及是否適合上市。
98. 聯交所明白回應人士對我們為處理這問題而建議調高盈利規定的幅度非常關注。不過，若聯交所置之不理，《諮詢文件》及本文件所指出的問題只會繼續。
99. 作為香港唯一的認可證券交易所，聯交所有責任維持及不斷提升香港資本市場的質素，交易所亦有法定責任以公眾利益行事，尤其須注重投資大眾的利益⁴⁶。身為前線監管機構，我們責無旁貸。經審慎考慮回應人士對《諮詢文件》建議調高盈利規定的力度和實施時間的意見，我們決定平衡兼顧主要的考慮事項，採用以下方針，冀能繼續致力發展香港這個國際市場，為投資者提供充足的保障，同時為不同類型及規模的公司提供增長和發展機遇。

修訂後的盈利調高幅度

100. 聯交所認為必須調高盈利規定。不過，我們亦知道回應人士的顧慮，亦注意到部分回應人士對盈利規定的調高幅度及盈利分布的調整有其他建議（見第 85 及 91 段）。
101. 考慮市場回應及此以及以下因素，並經諮詢證監會意見後，聯交所決定將盈利規定調高 60%，等同盈利總和的要求是 8,000 萬港元。修訂後的盈利調高幅度主要按以下因素釐定：
- (a) 建議調高幅度與每月綜合消費物價指數（常用於評估通脹）1994年9月（68.6）至 2020年12月（110.7）期間的61%增幅（2019年：60%）一致⁴⁷；
 - (b) 按照修訂後的盈利調高幅度，不合資格在主板上市的盈利規定申請將會減少（見圖11及12），而這是許多回應人士的關注（第61(d)段）；及
 - (c) 8,000萬港元的盈利總和的要求屬替代範圍（6,000萬港元至1億港元）內的金額，而 60%的調高幅度亦與上文第 85 段所述部分回應人士建議調高幅度的平均數（53%）相差無幾。

⁴⁶ 《證券及期貨條例》第 21 條。

⁴⁷ 資料來源：香港特別行政區政府統計處。

102. 鑒於監管當局關注若干僅符合最低要求的上市申請人的引申歷史市盈率過高，聯交所亦決定將現行盈利分布由 60%:40%調整為 56%:44%，相信有助吸引具理想業務規模和增長的公司。如此一來，首兩個財政年度的盈利總和規定便變為 4,500 萬港元，最近一個財政年度的盈利規定則變為 3,500 萬港元。符合這些最低要求的上市申請人的引申歷史市盈率約 14 倍，與 1994 年至 2020 年間恒生指數的平均市盈率一致⁴⁸。

103. 表 5 比較了修訂後的盈利調高幅度及盈利分布與《諮詢文件》原來的建議的比較：

表 5: 修訂後的盈利調高幅度與《諮詢文件》建議的比較

	現時	修訂後的盈利 調高幅度	方案 1	方案 2
建議調高幅度(%)		60%	150%	200%
	百萬港元			
首兩個財政年度總和	30	45	75	90
最近一個財政年度	20	35	50	60
總計	50	80	125	150
盈利分布	60%:40%	56%:44%	60%:40%	60%:40%
引申歷史市盈率 ⁴⁹	25 倍	14 倍	10 倍	8 倍

104. 附錄四載列《主板上市規則》的修訂，包括修訂後的盈利調高幅度和對《主板上市規則》第 15 項應用指引第 3(c) 段的相應修訂。

105. 修訂後的盈利調高幅度（加上調整盈利分布後）的影響如下：

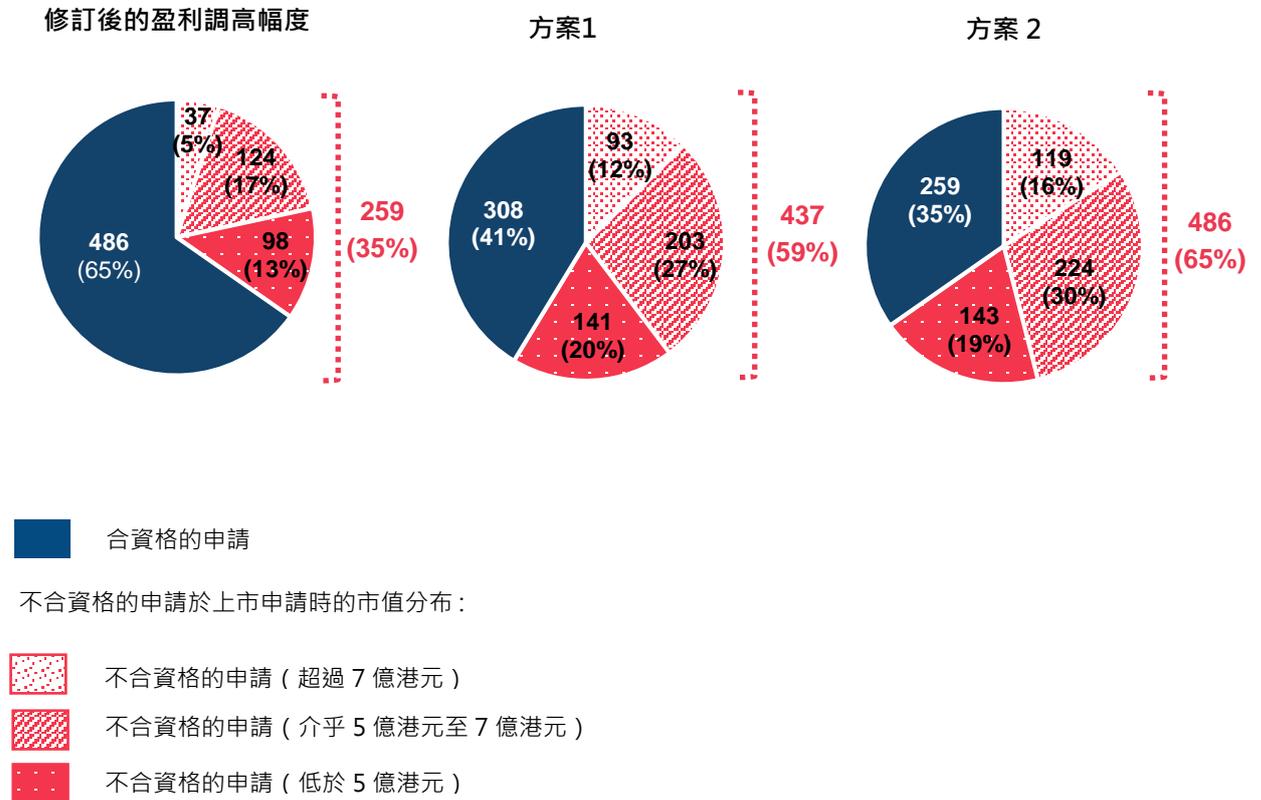
- (a) 745 項盈利規定申請中，259 項（35%）會不合資格在主板上市，聯交所原方案 1 所建議調高幅度（150%）下的不合資格申請數目則為 437 項（59%）。在這 259 項盈利規定申請中，98 項的市值低於 5 億港元⁵⁰，124 項的市值介乎 5 億港元至 7 億港元，全都是低市值發行人；及

⁴⁸ 根據恒生指數網站 1994 年至 2020 年恒生指數月終加權平均市盈率（[連結](#)）計算。

⁴⁹ 假設盈利規定及市值規定兩項要求均剛好符合。

⁵⁰ 這些上市申請須符合當時的 2 億港元市值規定。

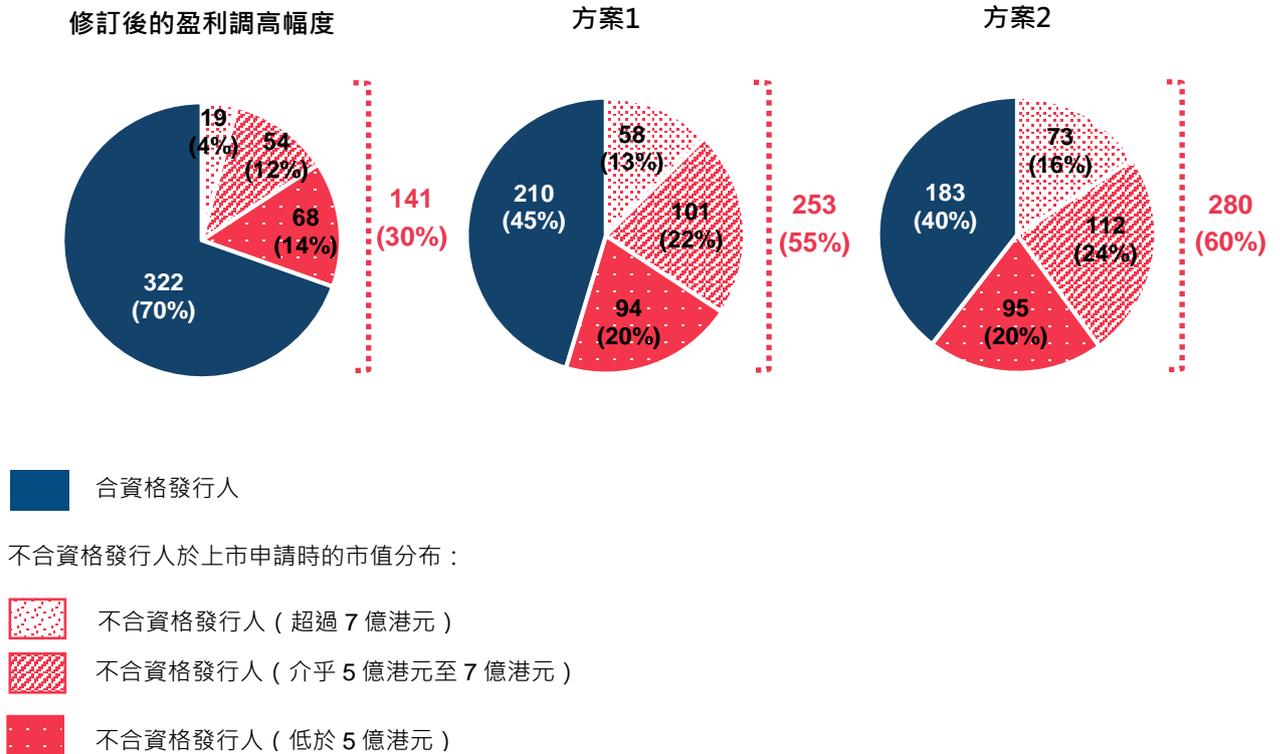
圖 11：修訂後的盈利調高幅度相對其他方案對盈利規定申請的影響



- (b) 463項已上市的盈利規定申請中，僅141項 (30%) 會不合資格在主板上市，聯交所原方案1所建議調高幅度 (150%) 下的不合資格發行人則為253項 (55%)。在這141項盈利規定申請中，68項的市值低於5億港元⁵¹，54項的市值介乎5億港元至7億港元，全都是低市值發行人。

⁵¹ 這些上市申請須符合當時 2 億港元的市值規定。

圖 12：修訂後的盈利調高幅度相對其他方案對後來成功上市的盈利規定申請的影響



106. 只要上市申請人符合調高後的盈利總和的要求 (8,000 萬港元)，聯交所預期會按情況就個別申請人不用符合盈利分布授予寬限，而不是按照固定條件。就此，聯交所一般會 (其中包括)：
- (a) 評估上市申請人的業務性質及其未能符合盈利分布要求的理由 (例如公司尚處增長階段，又或公司業務受疫情及當前經濟衰退重創等)；及
 - (b) 適當時施加條件，包括上市申請人須在上市文件中披露盈利預測。
107. 考慮申請豁免符合修訂後的盈利調高幅度下的修訂後的盈利分布規定時，聯交所(a)將嚴格評估其上市文件可需包括盈利預測，好讓投資者對發行人的狀況及前景作知情決定；及(b)或會詢問發行人其招股價是如何參照簿記建檔過程而釐定。
108. 修訂後的盈利調高幅度及修訂後的盈利分布將於 2022 年 1 月 1 日生效。於 2022 年 1 月 1 日或之後提交的主板上市申請 (包括之前提交申請的續期或 GEM 轉板申請)，將按修訂後的盈利調高幅度評估。新上市申請人不得將其尚未失效的上市申請撤銷然後在臨近修訂後的盈利調高幅度生效日期前重新提交申請，以圖延長其申請可按現行盈利規定接受評估的時間。
109. 聯交所與證監會將繼續密切留意實施修訂後的盈利調高幅度後的情況。若有需要，之後可能會再重新審視盈利規定。

審查申請人的預測估值

110. 聯交所與證監會將繼續嚴格審查歷史市盈率相對較高的上市申請人的上市申請（包括 GEM 轉板申請），並將其預測估值與其他上市同業作比較。具體而言，聯交所將嚴格評估（其中包括）這些發行人的盈利預測備忘錄，以評核其估值是否合理，並在適用時要求發行人在上市文件披露盈利預測（正如第 94(a)段所述）。就 GEM 轉板申請而言，聯交所將考慮 GEM 轉板申請人在營業紀錄期內的股價可有異常升幅，若有而申請人和其保薦人都不能提供合理和令人滿意的解釋，聯交所或不批准轉板⁵²。這些都是我們評估發行人是否符合市值規定並是否有充分投資者支持所需確認的資料，而這兩項都是首次上市的先決條件。

聯合聲明

111. 聯交所與證監會今天發布的聯合聲明詳述了《諮詢文件》及本文件所載關注事項的範圍及性質。
112. 聯合聲明籲請市場特別注意「唱高散貨」計劃，懷疑在首次公開招股過程的初期便已部署，目的是要在稍後操縱股價。在某些個案中，似乎有配售部分的股份被分配至受控制的帳戶，而有關帳戶的部分資金似乎是由首次公開招股過程中所支付異常高昂的包銷佣金或其他上市開支轉撥。股價在上市初期急升後，往往會大幅跌穿首次公開招股價，令眾多投資者蒙受重大損失，而成交量通常會在其後縮減至微不足道的水平。
113. 這些問題在發行人僅僅符合市值規定最低要求而歷史市盈率極高的新上市股份屢見不鮮。所以，若發現有上市申請出現聯合聲明中所述的一項或以上特點，聯交所和證監會將會加強審查和查詢，以確定是否有足夠的投資者真正對申請人及其證券感興趣，以及是否有足夠數目的股東，讓有關證券能在上市後發展出一個公開公平而有秩序的市場。
114. 如果就股份配售安排及價格探索過程所提出的問題未能得以圓滿解決，或《上市規則》下的基本上市條件未獲符合，聯交所可行使酌情權以拒絕某項上市申請。證監會亦可根據《證券市場上市規則》第 6(2)(a)條，以該項上市申請並不符合《上市規則》的規定為理據反對該項上市申請。另外，證監會會因應公眾利益的考量而評估應否行使其反對上市申請的權力。

其他執行措施

115. 規則執行只針對違規者，對有良好合規紀錄的公司不存在任何額外監管負擔。所以，有數名《諮詢文件》回應人士都表示在處理監管問題上支持加強規則的執行。
116. 聯交所和證監會都會加強應對與有問題的首次公開招股項目相關的監管議題。

簿記建檔及配售活動的監管措施

117. 證監會監管框架下對首次公開招股簿記建檔及配售活動所涉中介人的監管工作將會加強，以期找出任何弊端及失當行為。正如《聯合聲明》所述，凡涉及具有聲明所述特點的有問題的首次公開招股項目的中介人都可能會被重點選定以進行較深入的視察，從而評估它們遵從適用的法律及監管規定的情況。

⁵² 詳見常問問題系列 5 第 21 ([連結](#))。

加強聯交所的紀律處分權力及制裁

118. 聯交所今天刊發了《有關檢討〈上市規則〉有關紀律處分權力及制裁的條文的諮詢總結》，載列了聯交所將對其紀律機制作出的修訂，加強對不同類型的失當行為作出有效的監管回應。除一項建議外，所有建議均獲得大比數支持。聯交所決定採納諮詢文件中的各項建議，而對其中一項作修改。
119. 日後將會特別強調個人亦須對違反《上市規則》承擔責任，及訂明更多對受聯交所制裁機制管轄之人士施加紀律制裁的情況。具體而言，此舉將擴大可作聲譽制裁的範圍，並確保可對個別人士施加紀律制裁，包括導致或明知而參與違反《上市規則》而非董事的高級管理人員，方便對有份參與聯合聲明所點出有問題行為的人士採取行動。

GEM 檢討

120. 許多《諮詢文件》回應人士指，大幅調高盈利規定會令許多中小企失去來港上市的機會，而且 GEM 亦不是主板以外一個可行的替代上市平台。
121. 隨着《2017 年諮詢總結文件》刊發，GEM 便重新定位為專為中小企上市而設的交易板塊。回應意見顯然認為，GEM 要真能當作主板以外一個可行的替代上市平台，聯交所仍有待進一步加強相關工作的空間。
122. 因此，聯交所準備檢討 GEM，審慎考慮回應人士就《諮詢文件》提出的事宜，包括關於 GEM 的定位及市場觀感之意見。若檢討後認為聯交所必須修訂《GEM 上市規則》，我們將刊發諮詢文件，就如何作恰當的改革徵詢市場意見。

釋義

詞彙	釋義
「《2017 年諮詢總結文件》」 (2017 Consultation Conclusions Paper)	《檢討創業板及修訂〈創業板規則〉及〈主板規則〉諮詢文件諮詢總結》(2017年12月)(連結)
「經調整純利」 (Adjusted Net Profit)	除稅後的純利(未計上市開支及其他重大的單次項目)
「盈利總和要求」 (Aggregate Profit Threshold)	根據盈利規定，在營業紀錄期內的最低盈利總和
「另類投資市場」 (AIM)	倫敦交易所旗下增長市場，專門協助小型公司在公開市場集資
「澳洲交易所」(ASX)	澳洲證券交易所
「凱利板」(Catalist)	新交所子市場，對象是增長迅速的公司
「深交所創業板」(ChiNext)	深交所子市場，目標對象為高增長潛力的創新公司
「《諮詢文件》」 (Consultation Paper)	《主板盈利規定諮詢文件》(2020年11月)(連結)
「新冠肺炎」(COVID-19)	2019年新型冠狀病毒肺炎
「合資格的申請」 (Eligible Applications)	會符合方案1的建議盈利規定的盈利規定申請

「合資格發行人」 (Eligible Issuers)	於2020年6月30日或之前上市的合資格的申請
「交易所」或「聯交所」 (Exchange)	香港交易所的全資附屬公司香港聯合交易所有限公司
「金融市場行為監管局」 (FCA)	英國金融市場行為監管局 (Financial Conduct Authority)
「GEM」	聯交所營運的 GEM
「GEM 轉板」 (GEM Transfer)	發行人的證券由 GEM 轉往主板上市
「GL68-13A」	指引信 HKEX-GL68-13A (有關首次公開招股審批及申請人是否適合上市的指引) (連結)
「歷史市盈率」 (historical P/E ratio)	申請人於上市時的預期市值除以營業紀錄期的最後一個財政年度的經調整純利
「香港交易所」 (HKEX)	香港交易及結算所有限公司
「不合資格的申請」 (Ineligible Applications)	不會符合方案1下的建議盈利規定的盈利規定申請
「不合資格發行人」 (Ineligible Issuers)	於2020年6月30日或之前上市的不合資格的申請
「JASDAQ」	東京交易所營運的 JASDAQ 證券交易所
「《聯合聲明》」 (Joint Statement)	聯交所與證監會於 2021 年 5 月 20 日刊發的有關首次公開招股的失當行為的聯合聲明
「KONEX」	韓國新交易所，韓國交易所營運的早期中小企及創業板塊

「科 斯 達 克 」 (KOSDAQ)	韓國證券交易所協會自動報價系統，由韓國交易所營運、專為科技及資訊技術初創及中小企而設的交易板塊
「韓國交易所」(KRX)	南韓的證券市場
「上市文件」 (listing document)	有關上市申請而刊發或建議刊發的招股章程、通函及任何同等文件（包括債務償還安排及/或其他形式的重組安排計劃的文件及介紹上市的文件）
「《上市規則》」 (Listing Rules 或 Rules)	《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》（除非另有說明，否則概指《主板上市規則》）
「倫敦交易所」(LSE)	倫敦證券交易所
「主板」 (Main Board)	聯交所營運的主板
「市值規定」(Market Capitalisation Requirement)	《上市規則》第8.09(2)條，當中規定新申請人預期在上市時的市值不得低於5億港元
「修訂後的盈利調高幅度」(Modified Profit Increase)	將盈利規定調高 60%，股東應佔盈利必須符合以下最低要求：(a)最近一個財政年度不低於 3,500 萬港元；及(b)前兩個財政年累計不低於 4,500 萬港元
「MOTHERS」	東京交易所營運的高增長新興股票市場
「納 斯 達 克 」 (NASDAQ)	美國的納斯達克證券市場（分設三個市場層級— 納斯達克全球精選市場；納斯達克環球市場；及納斯達克資本市場）
「紐約交易所」 (NYSE)	紐約證券交易所
「方案 1」(Option 1)	將盈利規定調高 150%的建議方案
「方案 2」(Option 1)	將盈利規定調高 200%的建議方案

「市盈率」(P/E ratio)	公司股價與公司每股收益之比率
「盈利規定」 (Profit Requirement)	《主板規則》第 8.05(1)(a)條，規定新申請人的股東應佔盈利必須符合以下最低要求：(a)最近一個財政年度不低於 2,000 萬港元；及 (b)前兩個財政年度累計不低於 3,000 萬港元
「盈利規定申請」 (Profit Requirement Applications)	2016 年至 2019 年間（首尾兩年包括在內）按盈利規定提交的 745 項主板上市申請 ⁵³
「盈利分布」(Profit Spread)	盈利規定中所涉及的盈利在三年營業紀錄期的首兩個財政年度及最後一個財政年度之間的分佈
「招股章程」 (Prospectus)	與《公司（清盤及雜項條文）條例》第2(1)條所界定者具相同涵義
「第二板」 (Second Boards)	十個海外交易所的第二板（另類投資市場（倫敦交易所）；凱利板（新交所）；深交所創業板；上交所科創板；JASDAQ、MOTHERS 及 Tokyo PRO（東京交易所）；KONEX 及科斯達克（韓國交易所）以及 TSXV（加拿大 TMX））
「選取海外主市場」 (Selected Overseas Main Markets)	六家海外主市場（澳洲交易所、金融市場行為監管局（高級上市類證券）、納斯達克全球精選市場、紐約交易所、新交所（主板）及上交所（主板））
「證監會」(SFC)	證券及期貨事務監察委員會
「新交所」(SGX)	新加坡交易所
「低市值發行人」 (Small Cap Issuer)	根據盈利規定申請上市、上市時市值擬定為 7 億港元或以下的發行人
「上交所」(SSE)	上海證券交易所

⁵³ 包括 GEM 轉板、透過介紹方式上市、非常重大收購事項以及根據《上市規則》第 14.54 條被視為新上市的反收購，以及同一申請人在申請失效逾三個月後再次提交的上市申請。

「上交所科創板」 (STAR Board)	上海證券交易所科創板
「深交所」(SZSE)	深圳證券交易所
「TMX」	TMX 集團，多倫多的證券交易所營運商，營運多倫多證券交易所及 TSXV
「Tokyo PRO」	Tokyo PRO 市場，由東京交易所營運，為具增長潛力的公司提供融資機會
「東京交易所」 (TSE)	東京證券交易所
「TSXV」	多倫多交易所創業板市場，TMX 所營運、為新興公司而設的公開創投市場

機構

會計師行

1. 德勤·關黃陳方會計師事務所
2. 安永會計師事務所
3. 致同(香港)會計師事務所
4. 畢馬威會計師事務所
5. 大華國際諮詢有限公司
6. 羅兵咸永道會計師事務所
- 7 至 8. 2 家會計師行 (要求不公開名稱)

企業融資公司

9. 安勝恪道(香港)有限法律責任合夥律師行 (代表要求不公開名稱的 13 家企業融資公司和 275 名持牌人士)
10. 豐盛融資有限公司
11. 博思融資
12. 中州國際融資有限公司
13. 易周律師行 (代表同人融資有限公司、浩德融資有限公司、英高財務顧問有限公司、卓亞融資有限公司、富比資本有限公司、滙富融資有限公司、東英亞洲證券有限公司、新百利融資控股有限公司、禹銘投資管理有限公司以及鼎珮證券有限公司)
14. 中國國際金融香港證券有限公司
15. 金利豐財務顧問有限公司
16. 力高企業融資有限公司
17. 邁時資本有限公司
- 18 至 27. 10 家企業融資公司 (要求不公開名稱)

香港交易所參與者

28. 一通投資者有限公司
29. 國信證券(香港)融資有限公司
30. 中國通海證券有限公司/中國通海國際金融有限公司/兩家要求不公開名稱的香港交易所參與者

投資管理公司

- 31. 馬山資本有限公司
- 32 至 33. 2 家投資管理公司 (要求不公開名稱)

律師事務所

- 34. 艾金·崗波律師事務所
- 35. 佳利(香港)律師事務所
- 36. 通商律師事務所 / 周俊軒律師事務所 / 嘉源律師事務所 / 競天公誠律師事務所 (中國) / 競天公誠律師事務所有限法律責任合夥 / 君合律師事務所 / 絲路國際資本有限公司 / 天財資本國際有限公司 / 天元律師事務所 / 紀曉東律師行(有限法律責任合夥) / 中倫律師事務所 / 4 家要求不公開名稱的律師事務所
- 37. 的近律師行
- 38. 何耀棣律師事務所
- 39. 何韋律師行
- 40. 許林律師行
- 41. 丘煥法律師事務所
- 42. 郭葉陳律師事務所
- 43. 龍炳坤、楊永安律師行
- 44. **M.B. KEMP LLP**
- 45. 柯伍陳律師事務所
- 46. 朱國熙、黃錦華律師事務所
- 47. 司力達律師事務所
- 48. **Wan & Tang**
- 49. 衛達仕律師事務所
- 50 至 55. 6 家律師事務所 (要求不公開名稱)

上市公司

- 56. 新濠國際發展有限公司
- 57. 新工投資有限公司
- 58 至 59. 2 家上市公司 (要求不公開名稱)

專業團體及行業組織

- 60. Asia Securities Industry & Financial Markets Association (ASIFMA)
- 61. 香港特許公認會計師公會
- 62. 香港特許金融分析師學會
- 63. 香港總商會
- 64. 香港會計師公會
- 65. 香港特許秘書公會
- 66. 香港董事學會
- 67. 香港投資基金公會
- 68. 香港專業及資深行政人員協會
- 69. 香港證券業協會
- 70. 香港證券學會
- 71. 香港英商會
- 72. 香港上市公司商會
- 73. 香港創業及私募投資協會
- 74. 證券商協會/實德證券有限公司
- 75. 香港律師會

其他

- 76. 新民黨
- 77. 方圓企業服務集團(香港)有限公司
- 78. 公共專業聯盟
- 79. 1 家機構 (要求不公開名稱)

個人

會計師

- 80. Alvin Lau
- 81 至 82. 2 名會計師 (要求不公開姓名)

企業融資公司僱員

- 83. Rabo Leung
- 84. Steven Lo Wing Shing
- 85 至 94. 10 名企業融資公司僱員 (要求不公開姓名)

香港交易所參與者僱員

95. 1 名香港交易所參與者僱員 (要求不公開姓名)

投資管理公司僱員

96. 1 名企業管理公司僱員 (要求不公開姓名)

律師

97. Ernest Chung

98. Howard Lau

99. Larry Kwok

100. Rosanna Chu/ Bonnie Yung/ Jason Wang

101 至 106. 6 名律師 (要求不公開姓名)

上市公司僱員

107. 1 名上市公司僱員 (要求不公開姓名)

散戶投資者

108. Lo Chun Kit

109 至 111. 3 名散戶投資者 (要求不公開姓名)

其他

112. David Webb/ Ng Kai Pong/ 1 名個別人士 (要求不公開姓名)

113. V F Moore

114 至 115. 2 名其他個人回應人士 (要求不公開姓名)

聯交所分析方法的目的

1. 在審閱諮詢回應並草擬總結的過程中，聯交所的宗旨一直是確保得出符合市場整體最大利益及公眾利益的平衡觀點。
2. 這過程的成效取決於來自廣泛類別的回應人士提出自身意見，並附以背後經審慎考慮的實質性理據。為此，聯交所的分析方法希望能將回應者準確分類，並辨識不同的立場。這方法也與聯交所過往沿用的並公開說明的政策一致。回應意見除需作量化評估外，亦要進行定性評估。

區分回應人士類別

3. 在本文件中，回應人士按其是否代表下列各項類別的意見而進行分類：
 - (a) 機構意見或是個人意見；
 - (b) 以下機構類別：「會計師行」、「企業融資公司」、「香港交易所參與者」、「投資管理公司」、「律師事務所」、「上市公司」、「專業團體 / 行業組織」或「其他」；及
 - (c) 以下個人類別：「會計師」、「企業融資公司僱員」、「香港交易所參與者僱員」、「投資管理公司僱員」、「律師」、「上市公司僱員」、「散戶投資者」或「其他」。
4. 聯交所根據所得資料盡力按上述最合適的描述來將回應人士歸類。
5. 聯交所將「專業團體 / 行業組織」自成一組，而沒有嚴格地將其逐一歸入其他分類（譬如將會計師組織列為「會計師事務所」）。這做法符合聯交所的慣例。將專業團體歸類為其他類別涉及主觀判斷，而且部分專業團體也不容易歸類。不過，在本文件中，聯交所嘗試在提及部分專業團體時亦提及與其最接近的所屬界別，希望盡量準確反映市場不同層面的意見。
6. 聯交所分析諮詢回應意見時，向來不以所管理資產去區分「投資管理公司」，因為一家機構的全球資產規模並不代表聯交所更重視其論點或意見。這做法亦帶出了如何處理會員數目和類別上都有很大差别的代表團體的問題。同樣地，聯交所向來不按會員的規模及性質區分專業團體。

定性分析

7. 聯交所進行了定性分析，妥善考慮來自廣泛類別的回應人士及其意見，對代表眾多人士或機構的回應意見及回應人士立場背後的理據予以應有的重視。

量化分析

8. 聯交所亦進行分析，以純數值決定諮詢文件各項建議獲得的支持。為進行量化分析，聯交所根據各諮詢文件建議的回應內容將每個回應歸為下列三類其中之一：(a) 支持；(b) 反對；或(c) 無意見。
9. 進行量化分析時，聯交所只數算收到的回應意見數目，而不是該等意見背後代表的回應人士數目。這表示：
 - (a) 一個專業團體提交的意見計作一份回應意見，即使該團體/組織可能代表了許多個人會員；
 - (b) 代表一群個別人士提交的意見計作一份回應；及
 - (c) 一家律師事務所代表一批市場參與者（例如保薦人公司/銀行）提交的意見計作一份回應意見。
10. 然而，對回應意見進行定性分析時，聯交所已考慮由其他回應人士代表的人士或公司的數目及性質。
11. 聯交所計算回應意見（而非其代表的回應人士）的方法是聯交所由來已久的公開既定政策。

匿名回應意見

12. 49 名回應人士要求匿名（其所屬類別的數目載於**附錄一**）。
13. 在有關的 49 名匿名回應人士當中，
 - (a) 48 名回應人士要求不公開其姓名 / 名稱。香港交易所網站登載他們的回應意見時僅以其所屬類別識別（例如「律師事務所」）；及
 - (b) 一名回應人士要求不在香港交易所網站公開他提交的意見。我們不會在登載本文件之回應意見的網頁提供該等意見的連結。
14. 3 名回應人士沒有要求匿名，但要求不在香港交易所網站公開他們提交的意見。我們不會在登載本文件之回應意見的網頁提供該等意見的連結。
15. 我們已在量化及定性分析意見時計及該等意見。

附錄三

司法權區比較

表 A 盈利規定¹與選取海外主市場、深交所創業板及上交所科創板²的盈利相關資格規定的比較

市場	三年 盈利總和 (百萬港元)	最後一個年度 盈利 (百萬港元)	市值 (百萬港元)	規定性質
主板 (現時)	50	20	500	盈利規定及市值規定
主板 (修訂後的盈利 調高幅度)	80	35	500	
主板 (方案 1)	125	50	500	
主板 (方案 2)	150	60	500	
澳洲交易所	6 ³	3 ⁴	90 ⁵	獨立盈利規定
金融市場行為監管局 (高級上市證券)	無規定	無規定	7 ⁶	無盈利規定
納斯達克全球精選市場	85 ⁷	17 ⁸	1,242 ⁹	獨立盈利規定
紐約交易所 (本地發 行人)	93 ¹⁰	39 ¹¹	1,552 ¹²	獨立盈利規定
紐約交易所 (外國發 行人)	776 ¹³	194 ¹⁴	3,881 ¹⁵	獨立盈利規定
新交所 (主板)	無規定	170 ¹⁶	850 ¹⁷	獨立盈利規定，或盈利及市值規 定
上交所 (主板) ¹⁸	36	無規定	不適用	盈利規定、已發行股本規定連同 收入或現金流規定
上交所 (科創板) ¹⁹	60 (最近兩 年總和)	無規定	1,200	盈利規定以及市值規定，或市值 /盈利/收入規定
深交所 (創業板) ²⁰	60 (最近兩 年總和)	無規定	1,200	獨立盈利規定，或市值/盈利/收 入規定，或市值/收入規定

1 營業紀錄期內盈利規定的相關金額相加合計，以便比較。

2 選取海外主市場、深交所創業板及上交所科創板規定的最低盈利/市值金額均轉換為港元，以便比較。

3 為符合盈利規定，申請人必須達成 (a) 最近三個完整財政年度持續經營所得總盈利至少為 100 萬
澳元 (600 萬港元) (澳洲交易所上市規則第 1.2.4 條)；(b) 連續十二個月 (結束日期距離申請

-
- 人申請上市日期不多於兩個月)的持續經營所得盈利至少為 50 萬澳元 (300 萬港元) (澳洲交易所上市規則第 1.2.5 條) 。
- 4 見註 3 。
 - 5 為符合資產規定，申請人必須擁有至少 400 萬澳元 (2,400 萬港元) 的有形資產淨值，又或市值達至少 1,500 萬澳元 (9,000 萬港元) (澳洲交易所上市規則第 1.3.1 條) 。
 - 6 所有將會上市的股份 (不包括庫存股份) 的預期總市值須至少為 70 萬英鎊 (700 萬港元) (英國上市規則第 2.2.7 條) 。
 - 7 為符合盈利規定，申請人必須達成 (a) 前三年所得稅前持續經營的總盈利至少為 1,100 萬美元 (8,500 萬港元) ； (b) 前三年每年所得稅前持續經營的盈利均為正數；及 (c) 最近兩年每年所得稅前持續經營盈利至少為 220 萬美元 (1,700 萬港元) (納斯達克股票市場規則第 5315f (3)(A) 條) 。
 - 8 見註 7 。
 - 9 為符合市值及資產規定，申請人必須達成 (a) 市值至少為 1.6 億美元 (12.42 億港元) ； (b) 總資產至少為 8,000 萬美元 (6.21 億港元) ；及 (c) 股東權益至少為 5,500 萬美元 (4.27 億港元) (納斯達克股票市場規則第 5315f(3)(D) 條) 。
 - 10 為符合盈利規定，申請人必須達成 (a) 最近三年的稅前盈利總額至少為 1,000 萬美元 (7,800 萬港元) 、最近兩年每年的最低稅前盈利至少為 200 萬美元 (1,600 萬港元) 並須於過去三年一直保持正數；或 (b) 過去三年的稅前盈利總額至少為 1,200 萬美元 (9,300 萬港元) ，當中最近一年的稅前盈利至少為 500 萬美元 (3,900 萬港元) ，而其前一年度亦至少為 200 萬美元 (1,600 萬港元) (紐約交易所上市公司手冊第 102.01C(I) 條) 。
 - 11 見註 10 。
 - 12 為符合市值規定，申請人市值必須至少為 2 億美元 (15.52 億港元) (紐約交易所上市公司手冊第 102.01C (II) 條) 。
 - 13 為符合盈利規定，申請人過去三年的稅前總盈利必須至少為 1 億美元 (7.76 億港元) ，而最近兩年每年的最低稅前盈利至少須為 2,500 萬美元 (1.94 億港元) (紐約交易所上市公司手冊第 103.01B(I) 條) 。
 - 14 見註 13 。
 - 15 為符合市值及收入和現金流的規定，申請人必須達成 (a) 市值至少為 5 億美元 (38.81 億港元) ； (b) 最近 12 個月期間收入至少為 1 億美元；及 (c) 最近三年的現金流總額至少為 1 億美元 (7.76 億港元) ，當中最近兩年每年報告的現金流至少須為 2,500 萬美元 (1.94 億港元) (紐約交易所上市公司手冊第 103.01B (II) 條) 。
 - 16 為符合盈利規定，申請人過去一年的稅前盈利總額至少須為 3,000 萬新加坡元 (1.7 億港元) (新交所上市規則第 210 (2)(a) 條) 。
 - 17 為符合市值及盈利規定，申請人過去一年必須有盈利，且市值至少達 1.5 億新加坡元 (8.5 億港元) (新交所上市規則第 210 (2)(b) 條) 。
 - 18 申請人最近連續三年總盈利須超過人民幣 3,000 萬元 (3,600 萬港元) ，且每年盈利須為正數 (《首次公開發行股票並上市管理辦法》第 26(1) 條) 。
 - 19 為符合盈利規定，申請人必須達成 (a) 過去兩年的總盈利至少為人民幣 5,000 萬元 (6,000 萬港元) ，且每年盈利須為正數，而市值至少為人民幣 10 億元 (12 億港元) ；或 (b) 過去一年盈利為

正數，且營業收入至少為人民幣 1 億元（1.2 億港元）及市值至少為人民幣 10 億元（12 億港元）（上交所科創板上市規則第 2.1.2 條）。

- ²⁰ 為符合盈利規定，申請人必須達成（a）過去兩年的總盈利至少為人民幣 5,000 萬元（6,000 萬港元），且每年盈利須為正數；或（b）過去一年盈利為正數、營業收入至少為人民幣 1 億元（1.2 億港元）及市值至少為人民幣 10 億元（12 億港元）（深交所創業板上市規則第 2.1.2 條）。

第八章

股本證券

上市資格

前言

...

基本條件

...

8.05 發行人必須符合《上市規則》第8.05(1)條的「盈利測試」，或《上市規則》第8.05(2)條的「市值／收益／現金流量測試」，或《上市規則》第8.05(3)條的「市值／收益測試」。

「盈利測試」

(1) 為符合「盈利測試」，新申請人須在相若的擁有權及管理層管理下具備足夠的營業記錄。這是指發行人或其有關集團（不包括任何聯營公司，或其業績是以權益會計法記入發行人財務報表內的其他實體）（視屬何情況而定）須符合下列各項：

(a) 具備不少於 3 個會計年度的營業記錄（參閱《上市規則》第 4.04 條），而在該段期間，新申請人最近一年的股東應佔盈利不得低於 ~~2,000~~ 萬港元 3,500 萬港元，及其前兩年累計的股東應佔盈利亦不得低於 ~~3,000~~ 萬港元 4,500 萬港元。上述盈利應扣除日常業務以外的業務所產生的收入或虧損；

(b) 至少前 3 個會計年度的管理層維持不變；及

(c) 至少經審計的最近一個會計年度的擁有權和控制權維持不變。

...

香港聯合交易所有限公司

證券上市規則

(「本交易所的上市規則」)

《第 15 項應用指引》

依據《上市規則》第 1.06 條而發出

有關發行人呈交的將其現有集團全部或部分資產或業務在 本交易所或其他地方分拆作獨立上市的建議之指引

...

3. 原則

不論擬被分拆上市的機構是在香港或海外上市，以下原則均屬適用：

...

(c) 母公司經分拆後餘下之業務

...

在母公司 (不包括其在新公司的權益) 未能符合第 8.05 條的最低盈利規定的情況下，母公司如能證明其 (不包括其在新公司的權益) 未能符合第 8.05 條的最低盈利規定的原因，純粹是由於市況大幅逆轉，則聯交所可能給予豁免。同時，母公司亦須證明導致其未能符合最低盈利規定的情況只是暫時性質，而且相當可能不會繼續存在或日後再次出現；或者，母公司已採取適當措施以抵銷市況逆轉對其盈利的影響 (視屬何情況而定)。此外，母公司 (不包括其在新公司的權益) 在緊接提出申請分拆前的 5 個財政年度中，其中任何 3 個財政年度的股東應佔盈利總額不得少於 5,0008,000 萬港元。

附註：為符合上文所述的最低盈利總額規定，母公司必須達到以下標準：

- (a) 在緊接提出申請分拆上市前連續 3 個財政年度的盈利/虧損合計後的純利，不得少於 5,0008,000 萬港元；如未能達到這個標準的話，則
- (b) 在緊接提出申請分拆上市前連續 4 個財政年度中，其中任何 3 個財政年度的盈利/虧損合計後的純利，不得少於 5,0008,000 萬港元；如仍未能達到這個標準的話，則
- (c) 在緊接提出申請分拆上市前的 5 個財政年度中，其中任何 3 個財政年度的盈利/虧損合計後的純利，不得少於 5,0008,000 萬港元。

有關的盈利/虧損指母公司的股東應佔盈利/虧損(不包括母公司在新公司的權益)，並應扣除母公司日常業務以外的業務所產生的收入或虧損。

在上述(b)或(c)的情況下，母公司必須證明，就那些沒有將盈利/虧損計算在 5,0008,000 萬港元最低純利內的財政年度，其盈利/虧損是受到市況大幅逆轉所影響。

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號
交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk
電話 +852 2522 1122
傳真 +852 2295 3106