

乙部 諮詢問題

請在適當的方格填上「☑」號以示選擇。回答以下問題時，請按可在香港交易所網站 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/November-2020-MB-Profit-Requirement/Consultation-Paper/cp202011_c.pdf 下載的《諮詢文件》所討論的各項修訂建議表達意見。

如問卷預設的位置不敷應用，請另頁填寫。

除非另有界定，否則本文所用有關字詞的涵義與《諮詢文件》所界定者相同。

1. 您是否同意盈利規定應按方案 1 調高 150%或按方案 2 調高 200%？請說明理由。

是

否

您可說明理由。

我們不同意諮詢文件中的調高盈利規定的建議（包括方案 1 和方案 2）。理由請看附件《安勝恪道(香港)有限法律責任合夥律師行代表 13 家投行和 275 名持牌人士作出的聯合回應和建議》。

2. 除了建議調高盈利規定外，是否可以考慮其他替代規定？請說明理由。

是

否

您可說明理由。

我們不同意諮詢文件中的調高盈利規定的建議（包括方案 1 和方案 2）。我們的替代建議見附件《安勝恪道(香港)有限法律責任合夥律師行代表 13 家投行和 275 名持牌人士作出的聯合回應和建議》的第 57 段，理由請看該文。

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？請說明理由。

是

否

您可說明理由。

請看我們對問題 1 和問題 2 的以上回答。

4. 若您對問題 3 的答案為「是」，您是否贊同第 55 段所載的臨時寬限條件？請說明理由。

是

否

您可說明理由。

請看我們對問題 1 和問題 2 的以上回答。

- 完 -

香港交易所
在 2020 年 11 月公布的
主板盈利規定的諮詢文件

安勝恪道(香港)有限法律責任合夥律師行
代表 13 家投行和 275 名持牌人士
作出的聯合回應和建議

2021 年 1 月 31 日

內容

	頁
簡介	1
香港交易所的優秀成績	2
2018 年 2 月提高主板市值要求	4
2020 年 11 月諮詢文件建議提高主板盈利規定	7
提高主板盈利規定將會導致的重大問題	8
利用 GEM 填補提高主板盈利後被主板淘汰的上市申請人的可行性	15
提高主板盈利規定與上市公司質素的關係	17
對諮詢問題的具體回答	18
結論和建議	19

簡介

1. 我們是 13 家投行和 275 名持牌人士。
2. 香港交易所在 2018 年實行的改革，除了基本維持原有的主板上市要求，進一步讓生物科技公司、已在海外上市的公司（包括中概股）及同股不同權公司能到香港上市，加強了香港作為國際融資和上市中心的地位。我們認為這些是良性的改動。對於有份參與推動和/或予以批准的香港政府、財經事務及庫務局、香港金融發展局、證券及期貨事務監察委員會（“香港證監會”）、香港交易所和其他部門、團隊和個人，我們予以充分肯定。
3. 除了上述改動，2018 年其他的改動還包括提高主板市值要求。這個改動極具爭議性，亦對之後出現的問題埋下了伏筆。
4. 這次，我們注意到香港交易所在 2020 年 11 月公布的主板盈利規定的諮詢文件，建議提高主板盈利規定。為了分析和研究提高主板盈利規定的影響，我們認為有必要先回顧一下 2018 年提高主板市值要求的背景和其導致的重大問題。
5. 我們會重點說明這次提高主板盈利規定將會導致的各個重要問題。最後，我們提供了我們對這次諮詢的結論，和未來鞏固香港作為國際融資和上市中心地位的建議。
6. 我們支持香港作為國際融資和上市中心的地位，並支持香港聯交所繼續吸引更多、不同區域的公司到香港上市，服務香港、內地、亞洲及全球的企業。
7. 為了更廣泛收集業界意見，我們不欲公開姓名資料。

香港交易所的優秀成績

8. 首先，我們贊賞香港交易所一直以來為吸引不同類型公司到香港上市的不懈努力和優秀成績。根據香港交易所的統計，香港交易所在過去 12 年中 7 次登上全球 IPO 集資榜首，特別是儘管 2020 年環球市場波動，香港交易所的一級市場仍領先全球 IPO 集資榜，集資金額達 3,975 億港元，是 2010 年以來最高。
9. 在 2017 年中旬至 2018 年初期間，香港交易所對香港上市制度進行了全面檢討。在 2018 年 4 月，香港交易所除了基本維持原有的主板上市要求以保留傳統上市途徑，也進一步容許其他類型的公司到香港上市：
 - (a) 未能通過上市規則第 8.05 條的財務資格測試的生物科技公司，包括未有收益或盈利紀錄的生物科技公司（見上市規則第 18A 章）；
 - (b) 尋求在香港交易所作第二上市的已在海外上市的公司（包括中概股）（見第 19C 章）；及
 - (c) 擁有同股不同權架構的創新公司（見上市規則第 8A 章）。
10. 就 18A 章生物科技公司而言，從 2018 年 4 月至今，至少有 28 家 18A 章生物科技公司在香港交易所成功上市，成績斐然。隨著香港交易所的有效推動，加上新冠疫情帶動了投資者對生物科技的關注，香港用不到三年時間，已經成為世界第二大生物科技公司上市地點。根據樂觀預測，在未來的 5 到 10 年間，香港有可能成為世界最大生物科技公司上市地點。
11. 就已在海外上市的公司而言，自 1980 年代起，香港交易所一直努力提高其競爭力，吸引已在海外上市的公司到香港上市。根據統計，至今有超過 40 家已在海外上市的公司毅然選擇在其他地區下市然後再到香港上市，另外也有超過 40 家已在海外上市的公司在香港作雙重主要上市。而香港交易所在 2018 年 4 月帶來新的第 19C 章，加上美國政府對某些在美上市的中概股的制裁，更進一步推動已在海外上市的公司到香港上市的趨勢。從 2018 年 4 月至今，至少有 10 家已在海外上市的公司通過第 19C 章在香港作第二上市。

12. 就同股不同權架構的創新公司而言，香港交易所更是做了一個突破，追趕著美國交易所的規則，打開新的局面。從 2018 年 4 月至今，至少有 2 家同股不同權架構的創新公司通過第 8A 章在香港上市，使香港站在亞洲資本市場的前沿。
13. 香港交易所在吸引公司上市方面至今非常成功。香港交易所在 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年及 2021 年（至今）主板新上市的公司數量分別是 81 家、94 家、143 家、168 家、146 家及 13 家（至今）。
14. 我們認為，基于香港交易所本身行之有效的原有主板上市要求，加上 2018 年的良性改革，加強了香港作為國際融資和上市中心的地位。對此，我們贊賞香港交易所。

2018年2月提高主板市值要求

15. 香港交易所在 2017 年中旬至 2018 年初期間的全面檢討中，其中一個議題就是對主板盈利規定是否作出提高。
16. 我們先看看 2018 年當時的主板上市要求，特別是盈利測試：

	必須滿足以下三個財務標準之一		
	盈利測試	市值/營業額測試	市值/營業額/現金流測試
盈利要求	過往三年利潤至少5千萬港元 (最近過往一年利潤至少為2千萬港元，其餘兩年利潤總額至少為3千萬港元)	不適用	不適用
市值要求	至少為2億港元	至少為40億港元	至少為20億港元
營業額	不適用	最近一個財政年度的經審計營業額至少為5億港元	最近一個財政年度的經審計營業額至少為5億港元
現金流	不適用	不適用	過往三個財政年度的營運現金流入總數至少為1億港元

17. 根據香港交易所在 2017 年 6 月公布的《有關檢討創業板及修訂《創業板規則》及《主板規則》的諮詢文件》的第五章第 14 段，香港交易所當時強調，無意提高主板盈利要求：

“基於盈利要求仍然與選取海外主市場看齊，對業務記錄期最後一年的規定更是高於大部分市場（包括美國），故我們建議無須修訂盈利要求中的盈利水平。”

18. 然而，在同一份諮詢文件中，香港交易所建議了提高主板市值要求，並在 2018 年 2 月開始實施：

	必須滿足以下三個財務標準之一		
	盈利測試	市值/營業額測試	市值/營業額/現金流測試
盈利要求	過往三年利潤至少5千萬港元 (最近過往一年利潤至少為2千萬港元，其餘兩年利潤總額至少為3千萬港元)	不適用	不適用
市值要求	至少為5億港元	至少為40億港元	至少為20億港元
營業額	不適用	最近一個財政年度的經審計營業額至少為5億港元	最近一個財政年度的經審計營業額至少為5億港元
現金流	不適用	不適用	過往三個財政年度的營運現金流入總數至少為1億港元

19. 上述的單方面提高主板市值要求的結果是：假設主板上市申請人的業績期最後一年的淨利潤是 2 千萬港元（已符合主板要求），在提高主板市值要求之前，該主板上市申請人只需 10 倍市盈率即可符合 2 億港元市值的要求；在提高主板市值要求之後，該主板上市申請人需要 25 倍市盈率才能符合 5 億港元市值的要求。
20. 我們認為，既然香港交易所在 2017 年的時候已提供充足的理由決定不提高主板盈利要求，而 2018 年單方面提高主板市值要求的做法，無疑是大幅度拉開了對主板上市申請人的市盈率要求。香港交易所在 2017 年 6 月年對提高主板市值要求作諮詢的時候，我們當時就已經在我們 2017 年 8 月的回復諮詢文件中，提醒這會導致包括以下的幾個重大的問題：

(a) 超出歷史平均市盈率

恒生指數是反映香港股票市場表現的重要指標，它代表香港的上市公司的平均值。從 2016 年至今，恒生指數平均市盈率是在 7.90 和 17.58 的區間，從來沒有超過 20 倍市盈率。然而，在提高主板市值要求之後，一個符合主板盈利要求的上市申請人需要 25 倍市盈率才能符合 5 億港元市值的要求。

(b) 不同行業有不同市盈率

市場給予不同行業的公司不同的市盈率。打個比方，一般來說，傳統實業的公司的市盈率較低，而新經濟概念的公司較高。大幅度拉開了主板的市盈率要求，意味著有些行業比其他行業更難在主板上市。

(c) 上市資格過度受制于股市表現

股票市場有高有低，不可能永遠維持高水平。香港交易所在 2018 年 2 月提高主板市值要求的時候，正好是恒生指數平均市盈率最高（17.58）的時候（2018 年 1 月）。大幅度拉開了主板的市盈率要求，導致主板上市資格過度受制于股票市場的表現。一旦股票市場變差，就會普遍出現能滿足主板盈利要求但仍然未能上市的請況。

(d) 缺乏市場支持的高市盈率

由于 25 倍市盈率的要求太高，新股市場無可避免地出現上市申請人儘量推高估值以滿足主板上市資格。上市後，一旦投資者不認可該高估值，即出現股價大跌，導致小股東遭受損失。

2020 年 11 月諮詢文件建議提高主板盈利規定

21. 2020 年 11 月，香港交易所公布了主板盈利規定的諮詢文件（“諮詢文件”），建議提高主板盈利規定。香港交易所提出了兩個提高方案：方案 1 將現有的主板盈利要求大幅提高 150%，方案 2 將現有的主板盈利要求大幅提高 200%。下圖為諮詢文件的摘錄：

	現時	方案 1	方案 2
建議增幅 (%)		150%	200%
	百萬港元		
首兩個財政年度合計	30	75	90
最後一個財政年度	20	50	60
合計	50	125	150
引申歷史市盈率 (以市值規定為基礎) ¹²	25 倍	10 倍	8 倍

22. 根據諮詢文件第 4 段，香港交易所建議提高主板盈利規定的原因是：

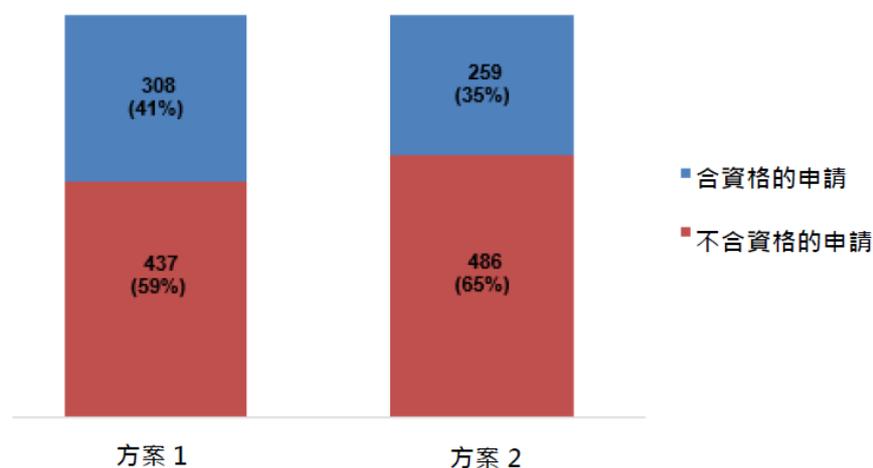
“自從市值規定于 2018 年調高而盈利規定未有相應調高後，聯交所注意到來自僅符合盈利規定的最低要求，但歷史市盈率相較于已上市的同業就相對偏高的低市值發行人的上市申請有所增加。這些低市值發行人一般都是傳統行業的中小型公司。尤其是 2018 年來自低市值發行人的盈利規定申請，其歷史市盈率都遠比從前為高，相信是調高了市值規定後的影響。這些低市值發行人一般都通過參考增長潛力來證明其偏高的估值合理，但當中不少在上市後都不能達到上市申請時提交給聯交所的盈利預測，這引起了對其估值合理性的關注（例如其估值是否有真正的增長預期所支持）。”

23. 很不幸的，我們在 2017 年當時對提高主板市值要求的問題的預測，確實發生了。（請看本文第 20(d)段）
24. 香港交易所這次建議提高主板盈利規定，目的就是為了修正 2018 年提高主板市值要求而導致的問題，嘗試把 2018 年拉開的主板市盈率要求降低，讓上市估值回歸歷史平均市盈率區間。但是，香港交易所這次建議提高主板盈利規定，我們注意到了這會導致更多更大的問題。

提高主板盈利規定將會導致的重大問題

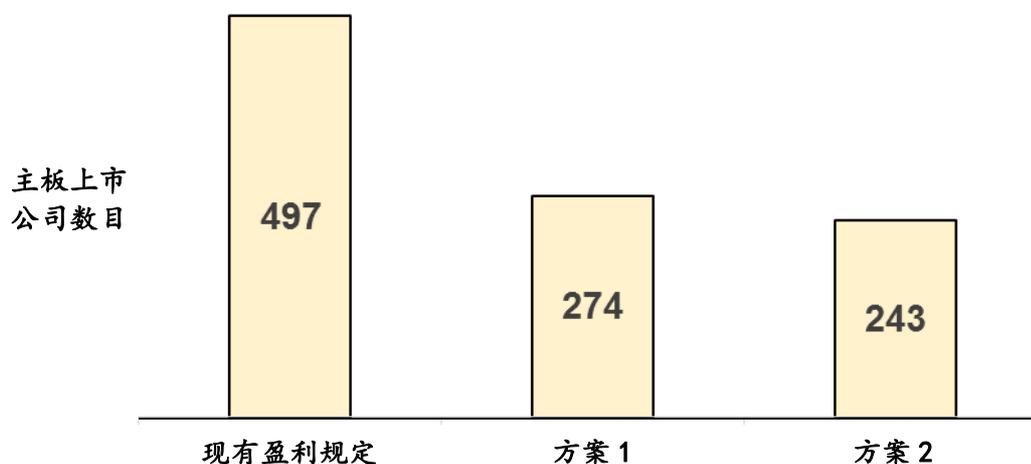
25. 首先，我們先看看香港交易所自己的統計。假設以其建議的方案 1 和方案 2，套用在 2016 年到 2019 年的上市申請，其得出的結果是將會有 59%（437 項）及 65%（486 項）的申請不符合主板上市資格：

圖 1：建議調高盈利規定對盈利規定申請的影響

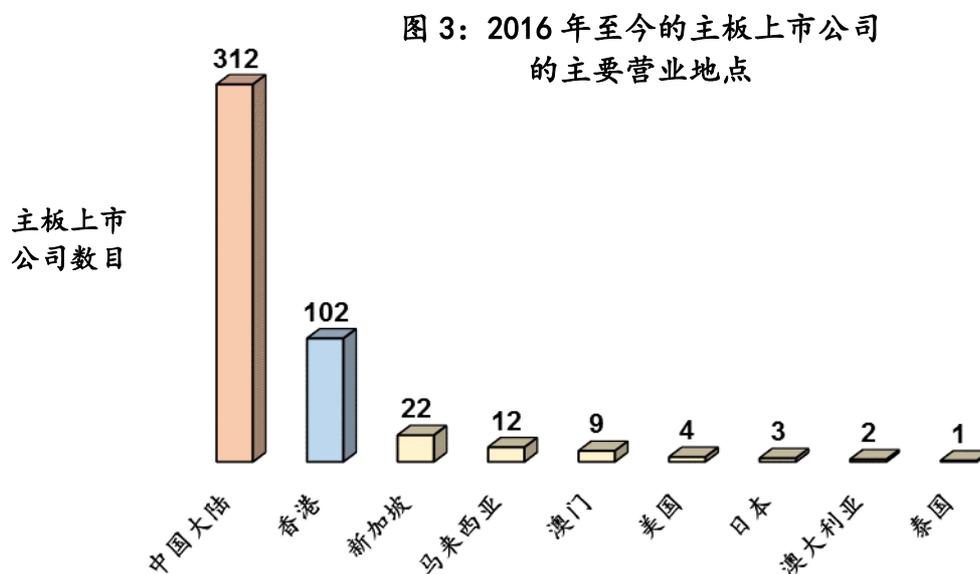


26. 我們自己做了一個更詳細的分析。我們將 2016 年至今的主板上市公司做了一個數量和盈利的統計。2016 年至今的主板上市公司，在去掉轉板和其他不用盈利測試的公司後（下同），一共有 497 家。假設套用方案 1，2016 年至今的主板上市公司就會剩下 274 家。假設套用方案 2，2016 年至今的主板上市公司就會剩下 243 家。

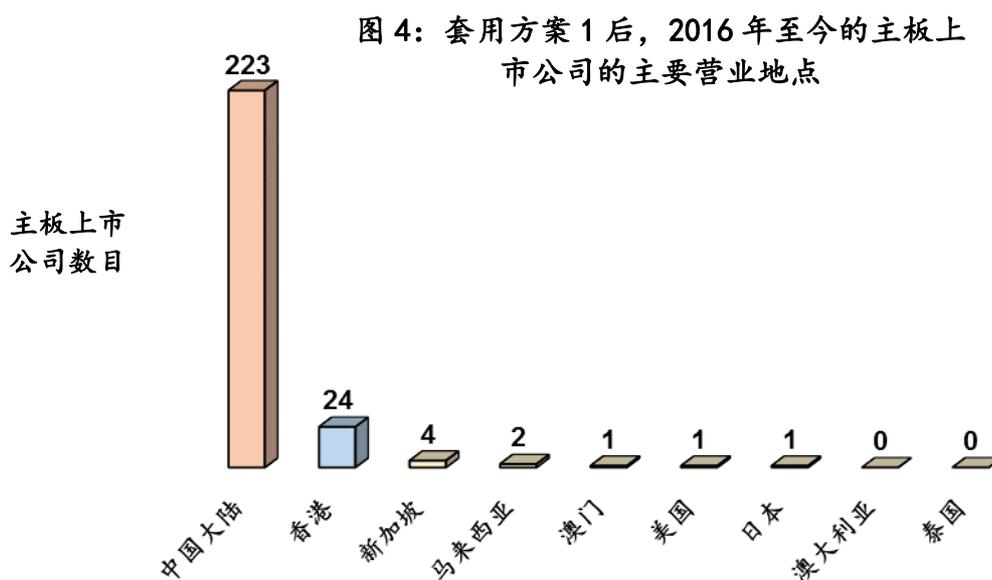
圖 2：建議調高盈利規定對 2016 年至今的主板上市公司數目的影響



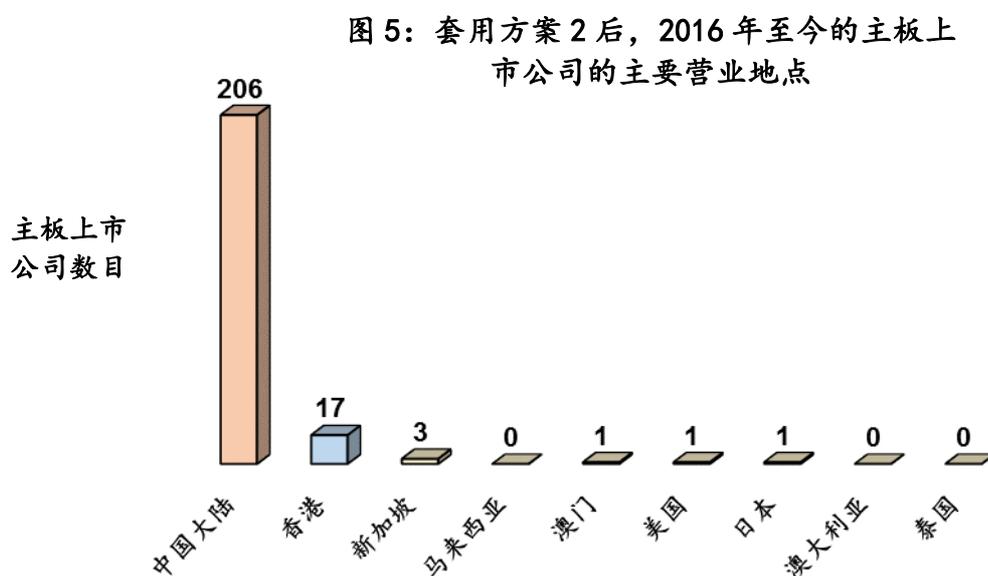
27. 就 2016 年至今的 497 家主板上市公司中，主要營業地點單一在中國大陸、香港、新加坡、馬來西亞、澳門、美國、日本、澳大利亞和泰國的分別有 312 家、102 家、22 家、12 家、9 家、4 家、3 家、2 家、1 家：



28. 就套用方案 1 後，剩下的 274 家主板上市公司中，主要營業地點單一在中國大陸、香港、新加坡、馬來西亞、澳門、美國、日本、澳大利亞和泰國的分別有 223 家、24 家、4 家、2 家、1 家、1 家、1 家、0 家、0 家：



29. 就使用方案 2 後，剩下的 243 家主板上市公司中，主要營業地點單一在中國大陸、香港、新加坡、馬來西亞、澳門、美國、日本、澳大利亞和泰國的分別有 206 家、17 家、3 家、0 家、1 家、1 家、1 家、0 家、0 家：



30. 根據上述的數據和分析圖，我們認為，香港交易所建議提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2，會導致以下幾個比較重大的問題：

(a) 香港不再適合絕大部分的香港企業上市

一個區域的企業是否能做大做強的因素很多，其中一個主要因素是該區域的經濟和市場是否能提供足夠的空間讓企業發展。中國大陸的經濟騰飛，除了政策得當，其中一個主要原因就是土地和市場夠大，工業能力超強、產業體系完整、各行各業還有許多發展的空間，帶動整個經濟增長呈一個良性循環。然而，香港的土地和市場相對較小，經濟發展已是成熟階段，很多行業的結構已經基本搭建完成，新企業發展的空間受限。

根據上述圖 3、圖 4 和圖 5 的統計，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，以香港為主要營業地點的香港企業的主板上市資格將會從 102 家，大幅度減少到 24 家（方案 1）和 17 家（方案 2），減少幅度超過約 75%。

我們認為，一個立足于香港并持有壟斷地位的股票交易所，理應支持香港企業的發展，提供合適的上市融資渠道。如果因為提高主板盈利規定而導致香港不再適合香港企業上市，我們覺得是非常惋惜和遺憾的。

(b) 高達三分之一的內地企業失去了香港的上市融資渠道

香港一直在努力通過各種渠道，吸引更多的企業到香港上市融資。我們認為，至今香港在這方面是相當成功的。

根據上述圖 3、圖 4 和圖 5 的統計，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，以中國大陸為主要營業地點的內地企業的主板上市資格將會從 312 家，大幅度減少到 223 家（方案 1）和 206 家（方案 2），減少幅度約三分之一。

香港的上市產業，帶動了內地和香港許多人員和資金的流通和交流、促進了經濟和證券市場的發展，也解決了內地民企的融資需求。

因為提高主板盈利規定而導致約三分之一的內地企業失去到香港融資的機會，受影響幅度之大，我們相信這不是有關當局樂見的。

(c) 香港與成為“國際首選的首次公開招股中心”的理想越行越遠

香港致力於維護其國際金融中心的地位。我們非常贊同香港金融發展局在 2014 年 6 月公布的名為《定位香港為國際首選的首次公開招股中心》的文件（FSDC Paper No. 9）。該文件的摘要有以下的說明：

“香港在全球主要的金融市場中享負盛名，是最受歡迎的集資中心之一。我們成功的關鍵，在於擁有完善的法律制度、無虞或缺的專業人才，以及方便營商的整體環境。香港得天獨厚，在政治和地理上與內地關係密切、毗鄰相接，坐享作為中國與世界互通門戶的優勢。多年以來，政府和監管機構致力吸引高質素的海外公司來港上市，竭盡所能，推動本地金融市場的業務拓展和國際化。”

“成績斐然，固然足以自豪，但香港與真正國際首次公開招股中心、成為全球各地計劃公開集資的高質素公司之必然首選這既定目標，仍有一步之遙。過去十年，監管機構先後推出了多項重大措施（例如修訂和簡化海外注册公司來港上市的規定，以及推出預托證券計劃），以推動金融市場多元發展。然而，種種努力帶動的成果似

乎未如預期豐碩。目前，在香港首次公開招股市場集資的企業，仍以內地企業占大多數。”

“我們建議，香港的政策制訂者應全面檢討相關的法律環境和金融局勢，設法令香港在首次公開招股中心加強國際化的過程中，早著先鞭，從中受惠。在檢討進行之前，我們鼓勵市場監管機構採取靈活進取的行政措施，儘快完善一些無須經過諮詢、立法或訂例程序的要項，並為需要經過諮詢、立法或訂例的措施加速推進相關程序，讓市場早日得見其成。”

從 2014 年以來，我們從眾多的外國企業到香港上市的案例中，確實感覺到香港正邁向“國際首選的首次公開招股中心”的地位前進。

但是，當我們研究了上述圖 3、圖 4 和圖 5 的統計後，我們非常遺憾的注意到，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，以 2016 年至今的主板上市公司作統計，其他國家的企業尋求香港主板上市的資格將會從 53 家，大幅度減少到 9 家（方案 1）和 5 家（方案 2），減少幅度超過約 80%。

我們相信，實行提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2，導致其他國家或地區（包括香港）的企業對香港上市融資敬而遠之，是與香港致力於成為“國際首選的首次公開招股中心”的努力背道而馳的。

(d) 導致失業率上升

根據香港證監會的記錄，香港現有 126 家保薦人公司。香港的保薦人公司的規模大小不一。一般來說，根據上市申請人的規模、需求和市場，大型上市申請人傾向於聘用大型保薦人公司、小型上市申請人傾向於聘用小型保薦人公司。

我們注意到，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，有份參與從 2016 年至今的上市項目的保薦人公司只有 66 家（方案 1）和 60 家（方案 2）。這意味著，有至少一半的保薦人公司將會失去上市保薦工作而被淘汰。

我們也統計了預期被淘汰的所有保薦人公司的持牌人員的數字。假設方案 1 和方案 2 一旦實行，預期有多達 1,446 持牌人員（方案 1）和 1,506 持牌人員（方案 2）失去 IPO 工作的機會。這兩個數字只是被淘汰保薦人公司的持牌人員，還不包括保薦人公司的其他職業人員。

另外，每一個香港上市項目，除了保薦人公司，還需要會計師事務所、至少兩家律師事務所、行業專家公司、內控諮詢公司、ESG 諮詢公司、評估公司、稅務諮詢公司、制裁諮詢公司、查冊公司、收款銀行、承銷商、股份過戶登記處、印刷商等約 14 家中介。我們拿個最保守的平均，假設 1 家中介有 3 人參與一個香港上市項目，再加上需要聘用的一位公司秘書和三位獨立非執行董事，意味著每一個香港上市項目都至少為超過 40 人提供 IPO 工作。

我們算一下，根據圖 2，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，將會導致 2016 年至今的主板上市公司有多達 223 家（方案 1）和 254 家（方案 2）未能在主板上市。根據最保守估計，由於每一個香港上市項目都為約 40 人提供 IPO 工作，上述的計算代表著，假設方案 1 和方案 2 一旦實行，有多達 8,920 人（方案 1）和 10,160 人（方案 2）失去 IPO 工作。

我們現在看看香港的失業情況。2021 年 1 月 17 日，香港財政司司長表示，節錄如下：

“事實上，很多企業和打工仔正承受著巨大壓力。數字上來說，雖然本港經濟去年第三季、按季已扭轉萎縮趨勢，而 2021 年全年亦很可能恢復正增長，但目前的狀況仍非常嚴峻。就以破產管理署最近公布的數字為例，去年破產申請宗數接近 8,700 宗，按年增加 6.6%；提交強制清盤呈請亦有約 450 宗，按年升 7.2%。十二月本港採購經理指數重回收縮區間，中小企營商氣氛亦趨向悲觀。而即將公布的最新失業率（去年 10 至 12 月），在第四波疫情衝擊下，勢將升破近期的 16 年高位，本地勞工市場正處加壓狀態。”

“我在財政預算案諮詢期間也收到不少業界代表反映，若果不儘快平復疫情，恐怕在農曆新年過後，或會出現較多的結業和裁員。”

“過去一年，在努力控疫的同時，政府維持逆周期的財政政策，加大社會投資、創造就業機會，以緩衝經濟下行對就業市場的衝擊。”

假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，根據上述統計，半數保薦人公司和成千上萬的人將會失去 IPO 工作，隨時可以導致大量的公司倒閉和失業。

我們相信，實行方案 1 和方案 2 導致大批從業員失去 IPO 工作，與香港政府加大社會投資、創造就業機會，以緩衝經濟下行對就業市場的衝擊的努力，是相違背的。

(e) 全體持牌人士的就業失衡

我們相信，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，上述的失去 IPO 工作機會的持牌人員，將不限于預期被淘汰的保薦人公司的持牌人員，而是全體持牌人員都會受影響。原因是任何失去 IPO 工作機會的持牌人員，除非轉行，都會爭取加入能為方案 1 和方案 2 上市公司做保薦工作的大型保薦人公司，導致原先在或有機會在大型保薦人公司就業的持牌人員因而失去 IPO 工作機會。

人浮于事，無疑會造成持牌人員的供需失衡，我們相信這會進一步導致金融行業薪酬下降。另外，由于競爭異常激烈，多人競逐一個 IPO 項目的情況會更頻密發生，違規作業的風險肯定會增加。

利用 GEM 填補提高主板盈利後被主板淘汰的上市申請人的可行性

31. 根據諮詢文件第 47 段，香港交易所提出：

“我們也注意到建議調高盈利規定可能會影響到有意在主板上市的初創公司或中小型公司。這些公司仍可透過在 GEM 這個未能符合主板上市要求的初創公司或中小型公司的集資平臺上市，進入資本市場。”

32. GEM 的原名本身就是“創業板”。GEM 的設立原意，就是提供一個上市融資平臺給初創或處在發展前期的公司。一般投資者對 GEM 公司的印象，是盈利還未跟的上、具有較大投資風險的公司。很多基金或投資者會避免投資 GEM 上市公司。因此，無論在交投量或市值，GEM 上市公司相對主板上市公司而言都有一段距離。

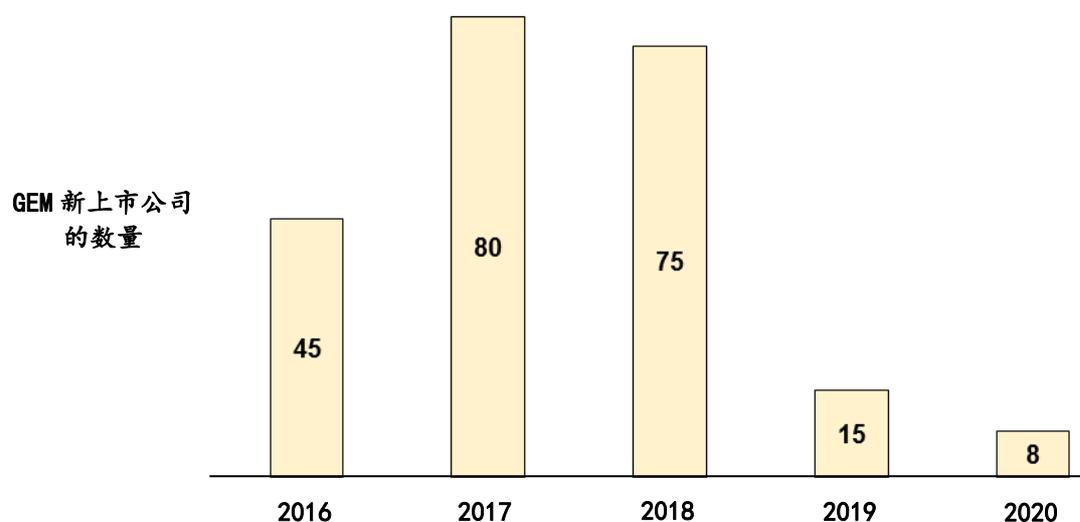
33. 在 2018 年 2 月之前，GEM 上市公司如果能夠滿足主板要求，其可通過發出公告的形式簡易申請轉板，直接在主板上市。這個 GEM 的跳板功能，提供了 GEM 上市公司的上升階梯，讓 GEM 上市公司懷有希望，以待有一天把業績做到滿足主板要求，就能簡易申請轉板在主板上市。因此，儘管 GEM 上市公司的交投量或市值比較弱，2018 年 2 月之前的初創或處在發展前期的公司還是普遍覺得 GEM 上市具有吸引力。

34. 然而，香港交易所在 2017 年中旬至 2018 年初期間的全面檢討中，其中一個措施就是取消 GEM 的跳板功能。在 2018 年 2 月之後，GEM 上市公司就算能夠滿足主板要求，也必須委任保薦人和所有其他中介，重新撰寫招股書，再向香港交易所作出轉板申請，流程、費用和時間如同新上市。

35. GEM 上市申請人在作出 GEM 上市申請時，需要耗用至少數以千萬港元計的上市費用，動員公司員工應付海量的盡職調查、管理層日以繼夜地協調整個上市申請過程的有序進行、歷經普遍超過半年的申請時間，才能在 GEM 上市成功。然而，等到 GEM 公司的業績達到主板上市資格想轉板的時候，其又要再次承擔上述的成本、精力、時間，這大大影響了 GEM 上市的吸引力。

36. GEM 新上市的公司數量可以證明 GEM 上市不再具有吸引力。在 2016 年、2017 年及 2018 年，GEM 新上市的公司數量分別是 45 家、80 家及 75 家。自從 2018 年 2 月取消 GEM 的跳板功能之後，2019 年及 2020 年分別只有 15 家及 8 家：

图 6: 2016 年至 2020 年 GEM 新上市公司的数量



37. 我們認為，綜合一般投資者對 GEM 公司的印象、很多基金或投資者避免投資 GEM 上市公司、GEM 在交投量或市值都比主板低很多、GEM 沒有了跳板功能，這些因素都不吸引上市申請人到 GEM 上市。GEM 新上市的公司數量近年大幅減少可以證明這一點。因此，我們對提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行後，利用 GEM 填補提高主板盈利後被主板淘汰的上市申請人的可行性，存在疑慮。

提高主板盈利規定與上市公司質素的關係

38. 根據諮詢文件第 48 段，香港交易所提出：

“調高盈利規定的建議有助於區分 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高市場標準的大型公司上市的主要市場。此建議將提高主板上市發行人的整體質素，有利于提升其上市後的流動性，從而也提高投資者對市場的信心和鞏固香港作為國際金融中心的地位。”

39. 我們認為，上市公司規模的大小，和上市公司的質素并無直接關係。無論公司大小，都會有可能出現爛蘋果。打個比方，以下是在香港證券歷史上被罰得最重的幾家上市公司：

序号 No.	公司名称 Company Name	除牌前股票代码 Stock code before delisted	往績期內盈利額（港元） Profits during TRP (HKD)			
			第一年 1st year	第二年 2nd year	第一年及第二年 1st year & 2nd year	第三年 3rd year
1	中国金属再生资源(控股)有限公司	773	46,626,000	137,691,000	184,317,000	294,431,000
2	中国森林控股有限公司	930	402,950,475	929,502,997	1,332,453,472	6,975,784,792
3	洪良国际控股有限公司	946	121,560,256	202,166,746	323,727,002	287,414,054
4	天合化工集团有限公司	1619	1,124,459,646	2,597,297,304	3,721,756,950	3,114,790,614

以上幾家公司，都是當年的主板上市公司，其等各自的盈利都超過這次提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2。但是，這幾家公司在上市以後，都出現各種的問題，到最後被除牌，導致小股東遭受不同程度的損失。

40. 對於提高主板盈利規定能鞏固香港作為國際金融中心的地位的說法，我們也很難認同。在本文第 30(c)段的統計證明，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，以 2016 年至今的主板上市公司作統計，其他國家的企業尋求香港主板上市的資格將會從 53 家，大幅度減少到 9 家（方案 1）和 5 家（方案 2），減少幅度超過約 80%。

對諮詢問題的具體回答

41. **問題 1:** 您是否同意盈利規定應按方案 1 調高 150%或按方案 2 調高 200%? 請說明理由。

我們不同意諮詢文件中的調高盈利規定的建議（包括方案 1 和方案 2）。理由請看本文。

42. **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? 請說明理由。

我們不同意諮詢文件中的調高盈利規定的建議（包括方案 1 和方案 2）。我們的替代建議見本文第 57 段，理由請看本文。

43. **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? 請說明理由。

請看我們對問題 1 和問題 2 的以上回答。

44. **問題 4:** 若您對問題 3 的答案為「是」，您是否贊同第 55 段所載的臨時寬限條件? 請說明理由。

請看我們對問題 1 和問題 2 的以上回答。

結論和建議

45. 諮詢文件提出的想要解決的問題，即由于主板盈利規定不變但主板市值規定已調高，從而拉開了對主板上市申請人的市盈率要求而導致與市場脫節的情況，本身就是 2018 年主板市值的調高遠超出歷史平均市盈率所致的。除此之外，2018 年的提高市值規定使到普遍低市盈率的傳統行業望主板興嘆，并導致上市資格過度受制于股市表現。
46. 這次提高主板盈利規定的建議（包括方案 1 和方案 2），無論是香港交易所或我們所做的統計，以 2016 年至今的主板上市公司的盈利作為計算基礎，都證明了將會有接近一半的主板上市公司不能符合建議中的提高主板盈利規定（包括方案 1 和方案 2）。其中，受打擊最重的就是以外國作為主要營業地點的外國企業，超過 80% 的外國企業不能符合方案 1 和方案 2。接下來就是以香港作為主要營業地點的香港企業，超過 75% 的香港企業不能符合方案 1 和方案 2。這造成的結果是，香港不再適合絕大部分的香港企業上市，也與香港金融發展局推動香港與成為“國際首選的首次公開招股中心”的理想越行越遠。
47. 我們必須理解，近幾年來在香港上市的大型企業，幾乎全部來自內地。這是因為中國大陸有超強的經濟、廣大的經濟發展空間。但中國大陸的超強經濟體并不是其他國家或地區（包括香港）都能擁有的。以內地企業的優秀業績為基礎來大幅提高香港主板盈利規定，就會導致排除其他國家或地區（包括香港）在香港上市融資的可能性。
48. 這次提高主板盈利規定的建議（包括方案 1 和方案 2）還帶出嚴重的社會問題。根據我們的統計，假設提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行，有至少一半的保薦人公司將會失去上市保薦工作而被淘汰，并有多達 1,446 持牌人員（方案 1）和 1,506 持牌人員（方案 2）失去 IPO 工作的機會。另外，每一個香港上市項目，除了保薦人公司，還需要會計師事務所、至少兩家律師事務所等約十多家中介。每一個香港上市項目都至少為超過 40 人提供 IPO 工作。換句話說，假設方案 1 和方案 2 一旦實行，2016 年至今的主板上市公司有多達 223 家（方案 1）和 254 家（方案 2）未能在主板上市，代表多達 8,920 人（方案 1）和 10,160 人（方案 2）失去 IPO 工作，隨時可以導致大量的公司倒閉和失業。這種結果，與 2021 年 1 月 17 日香港財政司表示要加大社會投資、創造就業機會，以緩衝經濟下行對就業市場的衝擊的努力，是相違背的。

49. 上述的失去 IPO 工作機會的持牌人員，將不限于預期被淘汰的保薦人公司的持牌人員，而是全體持牌人員都會受影響。原因是任何失去 IPO 工作機會的持牌人員，除非轉行，都會爭取加入能為方案 1 和方案 2 上市公司做保薦工作的大型保薦人公司，導致原先在或有機會在大型保薦人公司就業的持牌人員因而失去 IPO 工作機會。人浮于事，無疑會造成持牌人員的供需失衡，我們相信這會進一步導致金融行業薪酬下降。另外，由于競爭異常激烈，多人競逐一個 IPO 項目的情況會更頻密發生，違規作業的風險肯定會增加。
50. 換句話說，這次提高主板盈利規定的建議（包括方案 1 和方案 2），已經不是單純的上市資格問題，而是會負面影響失業率和民生的問題。
51. 諮詢文件提出的利用 GEM 填補提高主板盈利後被主板淘汰的上市申請人，我們認為，綜合一般投資者對 GEM 公司的印象、很多基金或投資者避免投資 GEM 上市公司、GEM 在交投量或市值都比主板低很多、GEM 沒有了跳板功能，這些因素都不吸引上市申請人到 GEM 上市。GEM 新上市的公司數量可以證明這一點。在 2019 年及 2020 年，GEM 新上市的公司數量分別只有 15 家及 8 家。因此，我們對提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2 一旦實行後，利用 GEM 填補提高主板盈利後被主板淘汰的上市申請人的可行性，存在疑慮。
52. 諮詢文件提出的提高主板盈利規定的建議將提高主板上市發行人的整體質素，我們認為，上市公司規模的大小，和上市公司的質素并無直接關係。無論公司大小，都會有可能出現爛蘋果。打個比方，在香港證券歷史上被罰得最重的幾家上市公司：中金再生、中國森林、洪良國際、天合化工，其各自的盈利都超過這次提高主板盈利規定的方案 1 和方案 2。但是，這幾家公司在上市以後，都出現各種的問題，到最後被除牌，導致小股東遭受不同程度的損失。
53. 回歸諮詢文件提出的想要解決的問題，即由于主板盈利規定不變但主板市值規定已調高，從而拉開了對主板上市申請人的市盈率要求而導致與市場脫節的情況，我們認為，為解決此問題，最佳的做法就是把已調高的主板市值規定調回到 2018 年前的正常水平，而不是提高主板盈利規定。

54. 無論如何，香港交易所在 2018 年實行的其他重要改革，讓生物科技公司、已在海外上市的公司（包括中概股）及同股不同權公司能到香港上市，加強了香港作為國際融資和上市中心的地位。我們認為這些是良性的改動。對於有份參與推動和或予以批准的香港政府、財經事務及庫務局、香港金融發展局、香港證監會、香港交易所和其他部門、團隊和個人，我們予以充分肯定。
55. 另外，我們認同當今世界正處于百年未有之大變局。這次的疫情更加快推動了這大變局的形成。哪個國家或地區能掌握下一代工業革命的亮點，就能取得世界的制高點。下一代工業革命的亮點包括生物科技、新一代信息技術、晶片、機器人、乾淨能源、新材料（譬如納米和石墨烯）、基因工程、人工智能、量子科學、核聚變等等。我們建議，香港交易所可以研究，以容許 18A 生物科技公司到香港上市的經驗，讓從事下一代工業革命亮點的公司以類似模式到香港上市，打造各個亮點的生態圈，既為國家工業化助力，也能進一步鞏固香港作為國際融資和上市中心的地位。
56. 我們支持香港作為國際融資和上市中心的地位，並支持香港聯交所繼續吸引更多、不同區域的公司到香港上市，服務香港、內地、亞洲及全球的企業。
57. 綜上，我們的結論和建議是：
- (a) 反對這次提高主板盈利規定的建議，包括方案 1 和方案 2。
 - (b) 把 2018 年調高的主板市值規定調回到 2018 年前的正常水平，以糾正主板上市申請人的市盈率與市場脫節的問題。
 - (c) 研究下一代工業革命亮點的行業，以 18A 生物科技公司的經驗，促進從事下一代工業革命亮點的公司到香港上市，既為國家工業化助力，也能進一步鞏固香港作為國際融資和上市中心的地位。

安勝恪道(香港)有限法律責任合夥律師行
代表 13 家投行和 275 名持牌人士
2021 年 1 月 31 日