

陳志華 | 為何犧牲優質的中小企來打擊不良分子？

編輯：周瑋瑜 責編：梁庭希

2023年11月



筆者認為聯交所應以開放的態度對待業界的批評。資料圖片

文:陳志華

本會透過此公開信函，就GEM上市改革提出多項觀點。

一、對GEM成為「香港之恥」的錯誤理解

根據諮詢文件的第1頁，聯交所將GEM自2019年起新股上市數量及集資額的大幅下降，歸咎於受新冠疫情及其他中小企上市地（即諮詢文件後來所指的北京證券交易所，（下稱「北交所」），這間接表明北交所搶奪了許多原本計劃在GEM上市的企業）的影響。對於這種觀點，本會建議聯交所應向外界提供從2019年疫情爆發起至2022年年底的數據，包括GEM上市申請總數、符合上市條件的案例數、被聯交所正式書面拒絕上市申請的案例數，以及因無限期的質詢而遭放棄上市申請的案例數。

然而，本會認為GEM的失敗主要源於聯交所的政策失誤，與上述外在因素無關。以下部分將進一步詳細闡述此觀點。

二、視北交所為競爭對象是方向性錯誤

根據諮詢文件的第2頁及第10頁，聯交所將北交所視為競爭對象，並參考其相關機構投資者意見，以作為是次GEM上市改革的藍本。本會認為這是一個錯誤的觀點。香港一直以來之所以能夠吸引內地企業在此上市，是因為香港提供了一個國際化的資本市場平台，使得內地企業在此能夠吸納外資。這是香港作為一個「一國兩制」城市的獨特優勢，北京、上海和深圳等城市無法媲美。**相反地，如要吸納內資，香港亦無法與北京、上海和深圳等城市競爭。因此，參考北交所的做法並將其視為競爭對象是方向性錯誤。如果必須參考競爭對象，應考慮選擇其他國際市場，如新加坡交易所及納斯達克交易所等。**

三、香港中小企業和GEM的定位

根據諮詢文件的第1頁，GEM歷來吸引主要收益來自香港的發行人，而在GEM上市的公司企業規模相對較小，故此，香港的中小企業一直是支撐整個GEM市場的主要參與者。然而，儘管聯交所對外宣稱支持本地中小企上市集資（如諮詢文件的第15頁所述），實際政策執行卻與之相反。

四、口頭上支持卻實際上打擊香港中小企業上市 - 醜惡的GL68-13A指引信

聯交所在2016年6月3日發佈（並於2019年10月更新）的GL68-13A「有關首次公開招股審批及申請人是否適合上市」的指引信（下稱「GL68-13A指引信」）中，列出了七個的特點，用於描述潛在的「殼股」：

低市值；

僅勉強符合上市資格規定；

集資額與上市開支不合比例（即上市所得款項絕大部分用作支付上市開支）；

僅有貿易業務且客戶高度集中；

絕大部分資產為流動資產的「輕資產」模式；

精選



韓成科 |
義：基層



來論 | 落
堅拒反中



吳桐山 |
製造業的



馮煒光 |
香港電台



龔靜儀 |
港法律界

與母公司的業務劃分過於表面：申請人的業務只是按地區、產品組合或不同開發階段等刻意從母公司業務劃分出來；及 / 或

在上市申請之前階段幾乎沒有或無外來資金。

根據GL68-13A指引信（如第3.1段及3.2段所述），如上市申請人符合上述特點中的一個或多個，聯交所將要求申請人及保薦人在上市文件中提交詳盡的分析，內容包括上市集資所得款項用途等，以證明申請人適合上市。因篇幅有限，本會將不再重複GL68-13A指引信的詳細內容。

然而，根據向從事上市相關業務的行業人員的瞭解，當一個上市申請人符合這七個特點中的一個或多個特點時（尤其是首三點），監管機構往往會假定該上市申請的目的是企圖「造殼」，從而要求申請人及保薦人自行證明其不是「造殼」的目前。在這種情況下，中小企業在上市過程中將面臨重重困難，並將受到監管機構帶有偏見的質疑（詳細內容稍後將進一步說明）。

這七個特點中，尤其是首三點，不論是有意或無意，可能在大多數有意申請GEM上市的香港中小企業中存在：

特點一：低市值

申請GEM上市的公司通常規模較小，因此其市值自然受到限制。此外，GEM上市的資格要求明確規定了最低市值要求。假若申請上市的企業已符合最低市值要求，但同時也符合GL68-13A指引信中的「低市值」的特點，而被拒絕上市申請。這實際上等同於聯交所間接承認了所謂的「搬龍門」行為，同時也意味著絕大部分香港的中小企業被拒諸上市門外。

特點二：僅勉強符合上市資格規定

這個簡直是荒謬。GEM的上市資格是明文規定的，符合就是符合，不符合就是不符合，「僅勉強符合」即是符合，如因為僅勉強符合上市資格而對上市申請者帶歧視性的審查目光，是醜惡的「搬龍門」行為。

特點三：集資額與上市開支不合比例（即上市所得款項絕大部分用作支付上市開支）

GEM的上市開支主要來自專業團隊的收費，這些費用會根據市場需求而調整。如果申請上市所需文件的要求高、上市难度大、及 / 或上市準則存在不確定性（即有許多不明文規定及要求，只有活躍於上市領域的專業團隊才能了解並做好準備），那麼專業團隊的費用自然會上升，反之亦然。申請GEM上市被形容為「仲難過張家朗拎奧運金牌」（比喻上市難度極高），那麼專業團隊的費用何以會下降呢？再者，申請GEM上市的公司通常規模較小，市值有限，這導致上市開支在本質上不合比例。

故此，GL68-13A指引信引起了極大的爭議，業界甚至將這七個特點稱為「七宗罪」。顯而易見，GL68-13A指引信的實際目的已經改變，聯交所表面上以打擊「殼股活動」為口號，但實際的潛在目的是，聯交所根本不打算讓香港的中小企業上市。因為中小企業上市後的交投量少，對聯交所的利潤貢獻有限，就像「大雞唔食細米」。

同時，聯交所又不希望承擔不支持香港中小企業的指責，因此藉着打擊「殼股活動」的名義，巧妙地將香港中小企業的特性視為一種「原罪」。聯交所純粹追求高效的利潤回報，並且不願意承擔社會責任。對聯交所來說，香港中小企業就像是「莫須有」，而GL68-13A指引信則成為聯交所的一個有力工具。

歧視性的質問：

為使香港中小企業知難而退，但又避免正面拒絕上市申請以免被指責不支持香港中小企業，監管機構於是「各出奇謀」，就香港中小企業的上市申請中提出一系列荒謬或「強人所難」的問題，包括：

「為何申請人預期能夠實現盈利？」

「為何申請人不考慮在新加坡上市？」

「考慮到集資額相對較小，為何申請人不考慮選擇借款？」

「對於這個年度盈利的大幅增長，申請人有何解釋？」

「在疫情期間，為何申請人能夠實現盈利，而同比企業卻錄得虧損？」

「申請人如何證明其所宣稱的收益是真實可信的？」

同時，監管機構有意或無意地延緩上市審查程序，迫使上市申請人需要多次更新財務數據，甚至需要多次修改上市申請文件，從而導致其上市成本的大幅增加。當上市開支增加後，監管機構又會再次質疑集資額與上市開支不成比例的問題，力圖迫使香港中小企業自行放棄上市申請。

這些行為引起了市場的廣泛關注看在眼內，並觸發了寒蟬效應，使得有意申請香港上市的企業卻步。

事實上，不僅是香港企業，連內地企業也不再選擇在GEM上市。業界只能無奈地提議客戶不再選擇在香港上市，而是轉向其他地方，例如納斯達克交易所。

五、上市原因是否重要？

在諮詢文件的第15頁，聯交所提到了多種不同的上市原因。事實上，申請上市本身就是一項商業行為，應當在市場主導的基礎上進行。監管機構的主要職責只需要確保申請者符合上市資格，而其他關於上市原因的問題應該由申請者向市場做出說明。如市場認為申請者的上市原因欠缺充分理據，自然而然地，市場參與者不會投資相關的股票，因此監管機構也無需過度關注申請人的上市原因。再者，申請者在上市時沒有明確的「造殼」的動機，並不代表隨著時間和環境的改變，申請者在未來不會參與「造殼活動」或市場操縱行為。

可以用一個比喻來解釋，申請成為馬會會員並不一定代表對申請人對賽馬運動感興趣，同樣地，申請在香港上市也不一定需要有一個所有人都認為是合理的商業理由。對許多在香港創業的企業家來說，能夠在聯交所上市是一個夢想。縱使他們理性地明白集資金額有限，成本效益不佳，但實現這個夢想對他們來說至關重要。上市對他們來說，代表一種身份認同感和榮譽感。

然而，監管機構卻以狹隘的心態看待中小企業的上市，將申請者貼上「造殼股」的標籤，並根據GL68-13A指引信提出一系列令人恥辱且難以應對的問題，最終迫使申請者的上市申請失敗。

六、建議

本會了解GL68-13A指引信的背景是因為過去曾有一小撮業界的不良分子搗亂，但時至今日，監管機構是否應該進行檢討？在近年來「殼股活動」幾乎已絕跡的情況下，監管機構是否應該改變「草木皆兵」的心態？**即使要防止「殼股活動」死灰復燃，監管機構是否還需要犧牲所有優質的中小企業在香港上市為代價，來打擊少數不良分子呢？**

過去香港的「買賣殼」風潮是一種香港市場獨有的現象，箇中涉及地緣經濟因素。然而，時至今日，「買賣殼」的誘因及支撐「買賣殼」的地緣經濟因素基本上已經不復存在，且經濟環境已經發生變化，支援本地中小企業已變得至關重要，聯交所應不再奉行過往的思維方式來管理市場。

就是次諮詢文件所提出的GEM上市改革措施，本會大致贊同。然而，若聯交所想徹底改善GEM的現狀，這些改革措施實際上還不足夠。聯交所首先必須堅決實踐「市場主導」的理念，並回復GEM最初的監管取向，以披露為本的「買者自負」理念。這其中包括全面撤回GL68-13A指引信等具有高度主觀性且明顯針對香港中小企業上市的歧視性規則。

七、更徹底的改革

當前，企業要在香港上市，只能選擇聯交所，這構成了一個市場上的壟斷。此外，聯交所在上市方面中亦集大權於一身，由訂立上市規矩，以至處理申請、對申請作出提問，到進行上市聆訊、審核、上訴都由聯交所負責。現時，市場已有不少聲音呼籲進行更徹底的改革，本會相信聯交所了解所謂的「更徹底的改革」。除了是次GEM上市改革外，本會在此暫不對其他改革提出任何意見。但本會懇請聯交所踏實履行社會責任，為香港整體的繁榮作出貢獻，通過實際行動，為香港的中小企業提供支持，而不是純粹以一間盈利商業機構去運作。

八、業界的心聲和呼籲

要成就一間企業上市需經歷大量的前期工作，這涉及到眾多人的努力。一間企業能在香港上市，也同時能支持不少企業板塊，包括會計師、券商、保薦人、行業專家、稅務專家、內控顧問、律師、印刷商、公關公司，甚至餐飲業，這對香港經濟的發展起到了推動作用。如果因監管機構的不合理政策，最終迫使企業不得不選擇在美國上市，這將是一種無奈和捨己為人的決定。每一位業界人士為向其客戶提出這樣的提議都是艱難和痛心的決定。

最後，本會強調，對於GEM上市改革提出的建議同樣適用於主板。當前，香港的新股市場（主板）的集資金額已經不如印尼，雖然尚未到達「香港之恥」的程度，但前景並不比GEM好多少。

本會呼籲聯交所應以開放的態度對待業界的批評，不要自認為是「疾風中的勁草」，盲目堅持，最終危害了香港的股市和經濟。香港已被印尼超越，被新加坡忽視，請聯交所不要將責任推卸給大環境、不要將責任推卸給疫情。懇請聯交所堅定改革決心，讓香港證券市場邁向更美好的新篇章。

作者為香港證券及期貨專業總會會長

本文為作者觀點，不代表本媒體立場

圍爐

WARM TALKING

與其在網上自說自話

“不如一齊圍爐傾吓計”

點擊此圖

訂閱圍爐Warm Talking Youtube頻道

- #股市
- #上市
- #陳志華
- #GEM
- #證券業
- #聯交所

評論

寫下您的評論...

評論

編輯推薦



崔劍 | 《施政報告》推動愛國主義教育的三大意義

議事堂 | 3天前



田飛龍 | 香港之變與世界之變

議事堂 | 3天前



林智彬 | 美國所謂「制裁建議」

議事堂 | 4天前



龔靜儀 | 以政治凌駕法治 美國自暴其短

議事堂 | 4天前



馮煒光 | 美國參眾議員為何總是「長臂管轄」？

議事堂 | 4天前



來論 | 揮舞制裁的大棒 終會自傷

議事堂 | 5天前

- 橙TV

專訪

視頻專題

動畫圖解

直播
- 資訊

港聞

國際

兩岸

區聞
- 評論

議事堂

有話直說

圍爐

投投是道
- 財經

財經專欄

產經

地產

搵錢呢啲嘢
- 文化

文化本事

書人書事

專欄作家

樓上戲院
- 生活

發緊夢

Mycooky

診所橙事

慢慢活
- 親SON教

名人專訪

教養妙法

好書推薦

升學導航
- 美人計

煲劇誌

天下無雙李專

靈氣碧仁

亞熱帶中年
- 公仔紙

YO! s 生活漫畫式

老少女改運大法

Dear me,

大Y漫畫
- HK Eye

OPINION

STAND UP

STAR TA

THE REAL

社區

- 社區我有SAY
- 區區無小事
- 區內熱話

[關於我們](#) [招聘信息](#) [聯絡我們](#) [版權聲明](#) [廣告服務](#) [友情鏈接](#)

Copyright © 2014-2023 All Rights Reserved 橙新聞 版權所有