

中环观察 | 港股GEM板改革之困：亡羊补牢？对标纳斯达克？

2023年11月17日 20:12 21世纪经济报道 21财经APP 张伟泽

21世纪经济报道见习记者 张伟泽 香港报道

11月6日，港交所结束了为期六周的香港创业板（下称“GEM板”）上市改革市场意见咨询。该改革意见并没有获得市场参与者的认可，在咨询期结束后，许多市场持份者纷纷对此咨询文件提出批评意见。

香港科技创新界立法会议员邱达根在11月13日接受传媒访问时表明反对转板机制，他希望对GEM板进行更彻底的改革：将GEM板更名为科创板，同时鼓励目前在主板上市的龙头科技类企业转入，打造亚洲版的纳斯达克。

GEM板的发展近年来一直被人所诟病，GEM板指数日前创出历史新低，2023年年内跌幅已超33%，过去20年累计下跌约98%。GEM板二级市场的表现不佳，一级市场更是无人问津。根据港交所公布的数据，2023年年初至今，仅有3家企业提出GEM板上市申请，但都仍未通过申请。根据港交所披露的数据，目前GEM板上市的公司数量为328家，较2021年下降8.4%。

一位从事公司上市业务的律师G先生对21世纪经济报道记者表示，在他与企业接触的过程中发现，香港的企业并非全然对GEM板失去兴趣，目前仍有公司向其咨询至GEM板上市的相关事宜。不过他同时也指出，在惨淡的现实面前，包括他在内绝大部分为上市公司提供咨询的专业机构人士都不会建议企业来GEM板上市。

GEM板先天不足？

GEM板并非生来便是弃儿。

1999年推出之时，GEM板便是参照美国纳斯达克而设计，目标是给予有增长潜力的新兴科技企业提供融资渠道，上市规则较为宽松。

乘着千禧年互联网投资热潮的东风，GEM板一经推出便受到追捧，总市值从最初的45亿港元到2000年底突破600亿港元。

随着科网股泡沫的破裂以及市场环境的变化，2008年7月，GEM重新定位，由最初的单独另类市场转变为到主板上市的“踏脚石”，放宽相关转板的要求。但随着借壳上市需求的增长，不少素质欠佳的公司透过创业板上市转入主板，同时创业板股票波动显著，令不少散

户投资者蒙受损失，GEM板逐渐成为资金短期炒作的“赌场”，充斥着市场操控以及内幕交易。

最终，港交所及香港证监会于2018年修订《GEM板规则》，提高GEM板上市和转板的门槛：企业在创业板上市的现金流要求由最少2000万港元增至最少3000万港元，而最低市值要求由1亿港元上调至1.5亿港元，兼需进行公开发售和取消简易转板机制。

GEM板似乎陷入了一管就死，一放就乱的尴尬局面，一系列的改革都没有改变GEM板下行的趋势，最终GEM板演变为如今无人问津的现状。

简化转板机制

为了激活GEM板，今年年初起，港交所就开始酝酿GEM板新的改革方向。9月26日，港交所正式发布关于GEM板上市改革的咨询文件，展示其初步的改革方案。

在此次的咨询文件中，除了现有的转板规定外，GEM板引入了更为简洁的转板机制。新规定下，合格的GEM板发行人转往主板时无须委任保荐人进行尽职审查，刊发达到“招股章程标准”的上市文件。

取而代之的是，转板申请人必须：1、符合主板上市的所有资格；2、已刊发作为GEM板发行人的三个完整财政年度的财务业绩，期间拥有权和控制权不变以及主营业务未发生任何根本性变化；3、需符合：每日成交金额测试：“简化机制”下的转板申请人在转板申请前的250个交易日至股份在主板开始买卖为止（参照期），须有至少50%的交易日达到每日最低成交金额门槛；成交量加权平均市值测试：“简化机制”下的转板申请人在参照期的成交量加权平均市值须达到主板上市的最低市值规定，及在转板申请之前12个月至股份在主板开始买卖为止皆有良好合规纪录。

持续责任方面，咨询文件中取消了强制季度汇报规定，GEM板发行人的其他持续责任亦改为与主板发行人一致。

有来自GEM板的企业对此表示欢迎。骏码半导体材料有限公司执行主席周博轩对21世纪经济报道记者表示，GEM板简化转板机制的改革措施对于在GEM板上市的优质企业是一个正面的信号。他指出，其企业在GEM板上市之初就是想借由GEM板这一台阶跳向主板，简化转板机制能够帮助其企业更便利地转至主板上市。

周博轩表示，取消强制季度汇报规定能够有效地减少企业在面对合规要求上的精力和金钱投入，能够更好地专注于其本职工作。

合规成本高

除了上市规则，一些市场持份者也在诟病港交所上市问询所带来的不确定性。

G律师表示，在上市规则之外，企业在GEM板上市过程中，最难应对的是港交所“有关首次公开招股审批及申请人是否适合上市”（GL68-13A指引信）指引所带来的不确定性。他指出，很多企业符合港交所对GEM板上市所设定的规则，但由于无法通过港交所的问询，而导致上市进程停滞。

G律师形容，港交所向中小型企业提出的问题更像是在“刁难”。他举例称，如果企业第二年的营收低于前一年，港交所则会判定企业不适合上市，但如果企业第二年的营收远高于前一年，港交所又会询问企业营收增长的原因。

他进一步表示，企业需要付出极大精力以应对港交所询问。除此之外，每一次回答都需要律师、会计师以及公关等专业团队的服务，而专业团队对企业的服务并非承包制，而是根据具体工作量计算报酬，因此，过多的询问会导致企业的上市成本倍增，加重企业负担。他举例称，有一些准备到GEM板上市的企业前后花费3-4年，但由于需要不断应对港交所的询问，迟迟没获得批准，最终企业选择放弃申请。在这3-4年中，企业每年都需要花费金钱和精力重新制作财务报表。

香港证券及期货专业总会会长陈志华接受21世纪经济报道记者采访时也指出，申请上市本身就是一项商业行为，应当在市场主导的基础上进行。监管机构的主要职责只需要确保申请者符合上市资格，而其他关于上市原因的问题应该由申请者向市场做出说明，市场会通过自身的资源配置机制做出选择。

针对质疑，港交所发言人对21世纪经济报道记者回应表示，作为《上市规则》的补充，GL68-13A于壳股活动比较普遍的时期推出，目的是为了市场提高的整体素质，并打击潜在的操纵市场和危害投资大众利益的行为。港交所会因应现在市场的情况持续审视该指引的适用性，适时及按需要作出修订。作为香港证券市场的营运和监管机构，香港交易所需要着眼市场的长远健康发展，兼顾市场各方利益，不仅要为上市公司提供融资支持，也要为投资者提供适当的投资者保障、维护市场的整体素质。

澳洲会计师公会大中华区分会会长吕志宏对21世纪经济报道记者表示，为了保护GEM板的上市环境，港交所的监管监督仍是必要，重点是在港交所的监管和便利企业上市之间需要取得平衡。他建议港交所与业界相关持份者成立监管委员会，定期审视市场情况，追踪国际市场发展动向，以调整相关监管尺度。

对标纳斯达克？

在采访过程中，大部分受访者都认为，本次的改革措施并不能扭转GEM板的颓势。因而，相较于技术层面的改变，一些市场的声音也在呼吁更为彻底的改革。

要想进行更彻底的改革，首先要解决“我是谁，我从哪里来，我要到哪里去”的根源问题，确定GEM板的定位。在港交所解析GEM上市改革的播客中，港交所上市主管伍洁旋指出，GEM定位为中小企业重要的集资平台，目的为支持中小企业创新发展，创造价值及业务增长。

不过，一些的持份者则认为GEM板定位应该对标纳斯达克。

邱达根指出，GEM板应取消转板机制，直接更名为“科创板”，并让主板的小米、腾讯等上市公司转至“科创板”上市。他指出，在转板机制下，永远只会让表现优秀的公司离开，并无法提升GEM板上市企业质量。他认为应当对GEM板进行大规模整顿，重新包装及宣传，卸下GEM板的历史包袱。

吕志宏同样认为，GEM板发展应当参照纳斯达克。他指出，GEM板改革首先应该明确GEM板未来的发展方向。他认为GEM板改革应该吸纳高成长的科技公司或是绿色企业，只要能够吸引相应板块的优质企业，交投量不足等问题会得到解决，GEM板就有可能重新活化。不过相较于全方位的改革，他认为可以先设立类似于主板“18C”的规定，为相关高成长的科技公司或是绿色企业提供上市便利。

事实上，在咨询文件中也有提及对科创企业的支持，文件中为大量投入研发活动但缺乏充足净营运现金流记录的高增长企业推出新的可替代资格测试。咨询文件提出，采用此新测试的GEM板上市申请人，除符合其他条件外，须确保其在上市前两个财政年度的合计研发开支不少于3000万港元，而每个财政年度的研发开支占同期总营运开支达15%或以上。

香港投资基金公会行政总裁黄王慈明则是从投资者的角度为GEM板的定位提出建议。她对21世纪经济报道记者表示，本次的《咨询文件》将重点放在GEM板的供应端上，希望能够吸引更多公司来GEM板上市。但如此一来就忽略了投资者的需求，这样会导致创业板的流动性问题始终得不到解决。港交所应重新审视GEM板定位，确认GEM板针对的投资者类别，拓宽GEM板潜在的投资者群。她指出，对于基金公司而言，他们通常会为投资领域设定一个最低门槛，上市公司只有达到一定的市值才会被纳入投资范围。而一些中小型股票基金则没有这样的限制。

黄王慈明进一步表示，针对机构投资者，港交所需要对他们的诉求进行回应和沟通，向他们解释GEM板的未来发展方向，以此摆脱此前GEM板负面消息的影响，重建投资者的信心。

[返回21经济网首页 >>](#)

分享到：



[关于我们](#) | [联系我们](#) | [版权声明](#) | [友情链接](#)

粤ICP备2021113567号 互联网新闻信息服务许可证编号：44120180007

中国互联网举报中心 违法和不良信息举报电话：020-87399755 law21@21jingji.com

广东二十一世纪环球经济报社有限公司版权所有

粤公网安备 44010402000579号