

## 聯交所建議提高主板盈利規定



2021 年 1 月 25 日

作者：陳兆榮、譚振聲、李昀澤、林雋熙、羅彥嵐

### 引言

2020 年 11 月 27 日，香港聯合交易所有限公司（“**聯交所**”）刊發諮詢文件，誠邀公眾人士對（i）調高聯交所主板上市盈利規定（“**建議盈利規定**”）；及（ii）推出建議盈利規定的臨時有條件寬限的建議提供意見。聯交所建議，若建議盈利規定被採納，將不早於 2021 年 7 月 1 日生效。

### 現行盈利規定

根據聯交所證券上市規則（“**《上市規則》**”）第 8.05 條，上市申請人若符合（其中包括）（i）盈利測試；（ii）市值／收益／現金流量測試；或（iii）市值／收益測試，即或可視為符合主板上市資格。

根據現行的盈利測試，上市申請人的股東應佔盈利必須符合以下最低要求：（i）最近一個財政年度不低於 2,000 萬港元；及（ii）前兩個財政年度累計不低於 3,000 萬港元（“**現行盈利規定**”）。

## 修訂盈利規定的理由

現行盈利規定自 1994 年起引入，及在過去多次公眾諮詢及檢討後一直保持不變。此間，《上市規則》第 8.09 (2) 條的最低市值規定（“**市值規定**”）自 2018 年起由 2 億港元調高至 5 億港元。

自從市值規定於 2018 年調高而盈利規定未有相應調高後，聯交所注意到來自上市時市值擬定為 7 億港元或以下的發行人（“**低市值發行人**”）的上市申請有所增加，這些低市值發行人僅符合盈利規定的最低要求，但歷史市盈率相較於已上市的同業就相對偏高。

這些低市值發行人通常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未能達到上市申請時提交給聯交所的盈利預測，這引起監管機構對其估值合理性的關注，尤其是其估值是否有真正的增長預期所支持，或是僅為了符合 2018 年修訂的市值規定而倒算所得，以便製造潛在的空殼公司於上市後出售。

## 提高盈利規定的建議

為回應上述監管機構的關注，聯交所提出解決方案通過以下其一的方案提高現行盈利規定：

- **方案一**：將現行盈利規定調高 150%，按於 2018 年生效的市值規定的增幅百分比調高。這將使股東應占盈利的最低標準增加至：(i) 上市之前的最近一個財政年度從 2,000 萬港元增加至 5,000 萬港元；及 (ii) 其前兩個財政年度累計從 3,000 萬港元增加至 7,500 萬港元；或
- **方案二**：將現行盈利規定調高 200%，按 1994 年至 2019 年恒生指數的平均收報點數的概約增幅百分比調高。這將使股東應占盈利的最低標準增加至：(i) 上市之前的最近一個財政年度從 2,000 萬港元增加至 6,000 萬港元；及 (ii) 其前兩個財政年度累計從 3,000 萬港元增加至 9,000 萬港元。

兩個建議方案詳情載於下表：

	現時	方案一	方案二
建議增幅 (%)	不適用	150%	200%
首兩個財政年度合計 (百萬港元)	30	75	90
最後一個財政年度 (百萬港元)	20	50	60

合計（百萬港元）	50	125	150
引申歷史市盈率（以市值規定為基礎）	25 倍	10 倍	8 倍

### 建議方案的影響

根據聯交所進行的影響分析，如果在 2016 年至 2019 年之間採納方案 1 和方案 2，在所述期間按現行盈利規定提交的 745 份主板上市申請中，將會分別導致 437 份（59%）和 486 份（65%）主板上市申請不符合主板上市資格。然而，值得注意的是，上述兩個方案的不合資格申請中，均有約 30% 的申請的擬議市值少於 5 億港元，因此不符合現行市值規定資格上市。

聯交所亦注意到相對選取海外主要市場的盈利規定，方案 1 及方案 2 都會令聯交所對三年業績紀錄期內合計的盈利規定的要求成為最高。

儘管建議盈利規定可能會大大影響到有意在主板上市的初創公司或中小型公司，聯交所注意到這些公司仍可透過在較低財務資格標準的 GEM 上市，從而進一步區分 GEM 和主板上市的發行人，提高主板發行人的整體質素。

### 盈利規定的臨時寬限

鑑於 2020 年新冠肺炎肆虐及整體經濟低迷，聯交所進一步建議就建議盈利規定給予若干臨時寬限，若潛在申請人符合以下條件：

- 業績紀錄期的總盈利達到盈利總和要求（即 1.25 億港元（方案 1）或 1.50 億港元（方案 2））；
- 於業績紀錄期的最後一個財政年度，日常及正常經營業務過程產生淨現金流入（未計營運資金的變動及已付稅項）；
- 能證明導致申請人未能達到建議盈利規定的情況只屬暫時性；
- 業績紀錄期須有至少連續六個月涵蓋於 2020 年公曆年內；及
- 申請人的上市文件內披露了足夠的資料。

申請人若擬獲盈利規定的臨時寬限，須向聯交所提交申請，由聯交所按個別情況作出考慮。

## 過渡安排

為減低建議盈利規定對已計劃按現行盈利規定申請在主板上市的潛在申請人的影響，聯交所建議在採納建議盈利規定之前推出若干過渡安排。

聯交所建議，建議盈利規定（如獲採納）將不早於 2021 年 7 月 1 日（“生效日期”）生效。對於在生效日期之前提交並截至生效日期仍有效的主板上市申請，聯交所會根據現行盈利規定評估其主板上市資格，這些上市申請可於生效日期後續期一次，前提是有關續期申請須於上次申請失效當日起計三個曆月內作出。任何後續續期將會根據建議盈利規定去評估申請人是否符合上市資格。



## 我們的觀點

如果建議被採納，我們認為建議盈利規定將矯正現行盈利規定（在 26 年來不曾變動）與修訂後市值規定的脫節，及回應監管機構對主板上市申請人，尤其是低市值發行人整體質量的關注。它還將進一步區分主板和 GEM 發行人，並可能吸引更多大型公司在主板上市。

但是，建議盈利規定可能不合理地排除從事「新經濟」或高增長行業中在往績記錄期間盈利相對較低的公司的主板上市的機會，即使它們適當地證明公開市場給予偏高的估值是合理的，並預期在上市後有強勁增長。它也令人質疑對實施建議盈利規定是否能有效阻止從事潛在空殼製造活動的上市申請人尋求在主板上市，因為聯交所原則上僅抑制利潤相對較低的低市值發行人進行此類活動，市場上似乎沒有證據證明這些低市值發行人比起那些能夠滿足建議盈利規定的發行人更可能從事潛在空殼製造活動。

此外，香港資本市場的成功很大程度上歸功於其具有多種投資選擇和融資機會的市場經濟體制。全球各地的投資者受他們可以自由選擇投資和出售上市公司股份的資本市場所吸引，只要投資者能有較高的透明度以作出明智的決定。我們預計在實施建議盈利規定後，在主板上市的申請數量將會顯著地減少。按理說，資本市場投資產品的種類將會變窄，及投資者的投資選擇將更加有限。此外，繼 GEM 於 2017 年 12 月進行改革後，GEM 被重新定位為一個“獨立板塊”，並被一些企業和投資者視為是吸引力較低的主板替代方案，因其地位、形象和融資功能都較改革前的「踏腳石」的定位下降，從 GEM 上市公司的市值和交易量減少就表明了這一點。因此，在 GEM 重新定位後，將那些具有真正增長潛力但稍微不合資格的發行人重新導向到 GEM 上市可能對社區中各持份者不利，盈利相對較低的潛在優質發行人可能會因擬議的變更尋求在其他海外市場上市，而經常投資於中小型上市公司的投資者亦可能因此考慮在其他地方進行投資，這無疑會損害香港資本市場的整體吸引力和競爭力。

考慮到許多潛在申請人的財務表現持續受到 COVID-19 的長期情況和 2020 年市場低迷的嚴重影響，而引起公眾對在當前市場氣氛下推出建議盈利規定的必要性、重要性和時間性的關注。儘管潛在申請人可能獲得建議盈利規定中盈利分布的臨時寬限，但它僅適用於那些規模相對較大的公司，因為潛在的申請人仍然需要（其中包括）在往績記錄期間獲得 1.25 億港元或 1.50 億港元的總盈利，這仍顯著地高於現行盈利規定。

無論如何，正在考慮在主板上市的潛在申請人應注意建議盈利規定可能對他們的上市資格和當前時間表所產生的潛在影響，無論他們是否能夠依賴擬議的臨時寬限和過渡安排。

公眾人士可在公眾諮詢期結束之前（即 2021 年 2 月 1 日）提交對建議的回應。