創業板改革系列

港交所（0388）計劃於上半年，為設立新板及創業板檢討進行諮詢。有市場人士認為，本港創業板經營不善，即使再設新板也作用不大。香港證券業協會主席繆英源贊成設立新板，但認為現在是時候為本港市場「打掃一下」，還市場人士信心，否則新板只會成為第二個創業板。該會建議，初期新板可先讓某些特定投資者參與，最好只容許「同股不同權」的公司上市，讓投資者明白自己的權益，慢慢熟悉後才再加強開放。 ■香港文匯報記者 周紹基

清瘀大革新 創板挽信心

繆英源贊成設新板 建「同股不同權」秩序

■繆英源建議，設立新板的第一步是要清晰說明「遊戲規則」。 莫雪芝 攝

繆英源日前接受本報專訪時表示：「新板搞得好，的確可以吸引到在美國上市的內地企業回流。事實上，已有很多專家提出過，內地企業到外國上市，主要因為在內地上市較困難，本港卻沒有『同股不同權』的上市規則，結果被迫到外國上市。如今他們做大做強後，一方面受到外國法律的規管，受外國投資者的挑戰，但業務又主要在內地，這很可能成為國家貿易磨擦的『犧牲品』。」

清晰說明規則 新板不容有失

目前如阿里巴巴、百度、京東等大市值的在美國上市中國公司，皆採用不同投票權架構，其中阿里巴巴一度希望說服香港證監會接納其合夥人制的投票權架構。阿里巴巴現市值達2,561.51億美元，即約19,979.78億港元，與騰訊（0700）的20,129.68億港元相若。

繆英源認為，一旦本港設立新板，對那些已在外國上市的內地企業有頗大的吸引力，但大前提是本港的監管機構能否說服市場人士，本港市場是一個具質素的市場。他笑言，近期創業板的「亂象」，令大部分市場參與者「眉頭大皺」，認為他們是時候為本港市場「大掃除」，以挽回市場人士信心。

他直言，今次成立新板，其實不容有失，若再有差錯，新板只會淪為第二個創業板。該會建議，第一步要清晰說明新板的「遊戲規則」，例如哪些投資者准入、投資者面對的風險等。「如果在成立初期，只讓特定投資者參與，最好只容許『同股不同權』的公司上市，這樣有助市場建立秩序。」

加強創板披露 打擊殼股瘋炒

另一方面，就要加強創業板的訊息披露。據統計，近5年新上市的創業板公司中，有約三分之一已經轉手，反映本港「賣殼」、「炒殼」風氣比較熾熱。繆英源則認為，買殼賣殼是正常交易，有一些公司是真的想做生意，但基於時間緊逼，或者本身業務較難說服市場監管者，故採取了借殼上市的快速方法。

「目前真正要打擊的，是利用殼股炒上炒落，損害投資者利益的公司。」故此，繆英源建議設立退市機制，那些不符合業績、資產標準的公司，強制要求其退市。證監會在去年底，建議引入措施，以加強對券商高層的問責，日後連資訊科技、風險管理等後勤部門，甚至公司老闆等，皆須向證監會問責。繆英源也表示支持，認為有助提高本港市場質素。

標籤問題股份 助投資者避險

至於一些流通量不足、持股高度集中、經常有高層「跳船」或會計師辭職的股份，可給予他們一個標記，例如可參考內地交易所的ST股、PT股等。這可以讓投資者一眼便知道，相關公司的財務狀況或其他狀況有異常，自然更曉得如何規避風險。

他認為，相對於近期證監會要求部分創業板新股延遲上市等做法，「股份標籤化」及加強上市公司審批，更能長治久安。「目前創業板的定位，與當初設立已有很大落差，回顧1999年創立創業板之時，目的是為了迎合科網的潮流，讓涉及新經濟的初創企業，在沒有盈利下仍能上市集資。」及後科網泡沫爆破，創業板乏人問津，港交所便降低了創業板轉主板的門檻，變相令創業板成為主板的「跳台」。他指出，這等於叫業務表現好的創業板股份，轉到主板上市，那創業板剩下的公司，還會是什麼？據他了解，很多機構投資者已甚少接觸創業板，他希望監管機構重新建立市場對創業板的信心。

四招加強市場對創業板信心

- 標籤出財務或其他狀況有異常的股份
- 強制不符合業績、資產標準的公司退市
- 加強上市公司的審批
- 推行券商高層問責制

創業板近15年走勢

■繆英源認為，初期新板可先讓特定投資者參與，最好只容許「同股不同權」的公司上市。 莫雪芝 攝

倡港牽頭設亞洲債市託管機構

香港文匯報訊（記者 周紹基）香港證券業協會主席繆英源認為，本港市場太集中於股票產品，容易令監管風險集中。有見亞洲債市近年愈做愈大，他強烈建議港府發起與內地聯合設立服務亞洲區的結算及託管機構，做大債券市場，讓本港金融中心更多元化。他透露，早前曾與內地及香港相關機構初步探討，內地某些大型券商對此極有興趣，該會冀今年內有實質建議提交政府。

中國發債增 自立門戶更放心

繆英源進一步稱，現時全球債券均存管在以歐洲為主的Euroclear（歐洲結算）及Clearstream，另外還有一個相關機構在美國。「目前亞洲市場的投資者持有了大量的債券，反映亞洲投資者開始接受債券產品。同時，中國無論國家或是企業層面，發債量都與日俱增，既然投資者、發債體，以及持有的債券規模等，亞洲區都佔去相當大比例，那為何不設計以亞洲為中心的機構，為亞洲區的債券作結算及保管，這不是更放心嗎？」

減地區風險 爭取更多話語權

故此，繆英源倡議「另起爐灶」，由本港發起、內地支持，設立類似「Asia clear」的國際結算及託管機構。

事實上，亞洲地區有不少投資者均反映，亞洲債市的交易主要集中在歐美市場、歐美時區，既要用歐元、美元做交易，交易時間又是歐美時間。更重要的是將自己的資產，寄放到其他地區保管，本身已有一定風險，法律上的保護，也基於了當地的法律，對亞洲區投資者的保障被受質疑。

資金聚亞洲 內地及香港受惠

現時全球三個規模最大的國際中央證券託管機構，分別在歐美，在未來要爭取更多話語權的考慮下，成立亞洲區的結算及託管機構甚為重要。

繆英源相信，一旦類似「Asia clear」的機構成立後，可吸引全球的託管商、銀行、證券及基金公司參與，將資金匯聚在亞洲區，對亞洲、內地及本港皆有利。

現時金管局也設立了CMU（債務工具中央結算系統），但繆英源指CMU參與者單一，主要是銀行，較少基金及證券公司，也比較本地化，海外很多託管銀行均沒有加入CMU。另外，CMU是金管局以非商業模式去運作，既不夠效率，如客戶要買債券，要提前付款。以中信建投為例，由去年已將由CMU存管的債券，轉到Euroclear及Clearstream。

新板料吸科網巨擘轉場香港

香港文匯報訊（記者 周紹基）本港在2014年失去了阿里巴巴這個世紀「IPO」，一直扼腕不已。去年新加坡展開讓「同股不同權」公司上市的計劃，港交所（0388）也反應迅速，去年提出設立「新板」，讓同股不同權公司來港上市。到今年初，港交所已向證監會提交新設「新板」及檢討創業板的草擬文件，預計上半年可就「雙重股權架構」展開諮詢。

部分採不同投票權架構於美國上市中國公司

股份	代碼	市值(億美元)	股權架構
阿里巴巴	BABA	2,561.51	採用合夥人制度，創辦人有絕對控制權
百度	BIDU	597.25	類別A(上市)1票；類別B(非上市)10票
京東	JD	439.23	類別A(上市)1票；類別B(非上市)20票
微博	WB	100.14	類別A(上市)1票；類別B(非上市)3票
中通	ZTO	82.14	類別A(上市)1票；類別B(非上市)10票
唯品會	VIPS	78.09	類別A(上市)1票；類別B(非上市)10票
陌陌	MOMO	61.31	類別A(上市)1票；類別B(非上市)10票

註：市值額截至上周五 製表：記者 周紹基

須兼顧退市機制

港交所建議的新板，主要針對三類公司：一是初創企業、二是未與香港簽訂監管諒解備忘錄（MOU）的外國公司、第三為已符合本港主板上市要求，但屬同股不同權的企業。後者更是瞄準那些到了美國上市的內地科網巨擘，「轉場」來香港上市。

關於雙重股權架構的上市準則，當中仍有眾多問題需解決，包括這些公司會為投資者帶來什麼風險、公司有否能力承擔相關風險、公司業務表現遜色應如何退市等。故準則需審慎兼顧到公司退市，以及公司股東的退出機制。

不開放散戶參與

有指新板並不建議全面開放予散戶參與，以免風險承擔能力不足的投資者，因投資風險較高的初創企業而蒙受損失。此外，據悉港交所正為新板考慮了多個不同的發展方向，包括採用「純披露為本」的準則，主力吸引那些已在美國上市的內地新經濟企業回流，或者接納業務模式涉及合適性問題的具潛力企業。

消息人士指出，若日後新板採用純披露為本的模式，相信審批準則會較寬鬆靈活，有利吸引那些已在美國上市的內地新經濟企業回流，因為有關企業能夠成功上市，質素及業務已具一定基礎。

另一個方案，是容許一些未能完全符合現行上市要求或合適性，但具強大增長潛力的初創企業在新板上市。由於初創企業沒法與那些由美國回流的企業相比，如果新板要兼顧初創企業，或會令新板的審批偏向嚴格，不能單靠披露來獲得上市資格。

90後違法「圍飛」一周賺過百萬元

香港文匯報訊（記者 陳楚倩）市場人士及監管當局近年之所以認為要改革創業板，一方面是由於創業板已淪為「啤殼工場」，全配售上市新股近年猛增（**見表**），弊病叢生；另一方面亦希望藉着改革引入「同股不同權」等新經濟股份。就前者，本報透過關係，輾轉訪問到一位曾參與「啤殼」搵食的人士「阿祖」（化名），道出做「人頭」協助殼股「圍飛」上市的經歷。

90後的阿祖，年紀輕輕已經年薪過百萬元，有着同輩羨慕的地位及收入。他正職是上市公司管理層，位列中環金融才俊之一，但其實另有神秘身份，就是全配售新股的「圍飛人頭」。

原是職場新鮮人的阿祖透露，自己剛畢業在外資金融機構工作，當時月薪才一萬幾千。偶然機會下，認識了上市殼股的老闆，賞識其「膽識」及「才華」，邀請其加入旗下上市公司的管理層，當上執董。執董的主要職責是「傾Deal（交易）」、代表公司向銀行申請借貸，他晉升為「執董一族」後，便經常出入米芝蓮餐廳與私人會所，打交道的對手變成投行、大戶、大律師等，可謂紙醉金迷。

做「人頭」借孖展購股

阿祖另一個職責是「做頭仔」，先向與殼股老闆有關係的財務公司借孖展，然後認購老闆的殼股股份。他記得首次借入100萬元孖展額認購新股，那時的緊張心情，就好像心臟「跳了出來」。做成第一單Deal後，阿祖一周賺到過百萬元，即時搬離舊家改租高層望海單位。後來愈來愈多介紹形式上市的創業板公司，令他獲得很多「入股」的機會。

經過一番「搏殺」，阿祖說賺得「打工一百世都賺唔到的錢」，後來老闆幾乎要他「逢股必認」，惟有在外頭借取大量孖展額認購新股。不過近月開始，創業板新股的升幅不如預期，部分更插水，他曾試過一天蝕近百萬元，加上孖展利息高昂，賺錢愈來愈難，漸漸過去賺的錢也賠了不少。

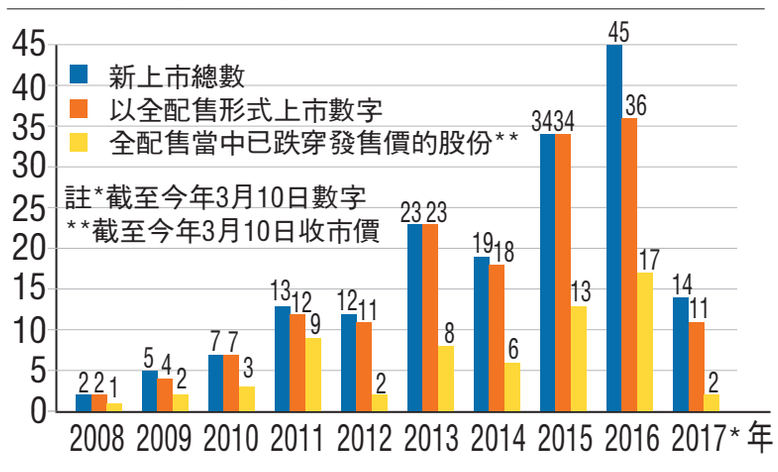
更可怕的是最近證監會似乎收緊了創業板上市的準則，多隻股份被要求延遲上市，更有股份被中途強制停牌。阿祖指幸好自己在去年底後，已「金盤洗手」沒有再做：「始終是不合法的事，再加上去年部分大老闆在股場大蝕，監管部門也查得很嚴，圈中活動已收斂轉趨低調。」

他又向本報透露業內運作：「每宗股份上市，可能牽涉到幾個認股團隊。每個認股團隊又至少有三四個人，其中一個是介紹生意的老闆，事成分賬也最多。團隊成員可以是有錢的普通人，也可能是專業人士。」

「人頭」主要是老闆的朋友，也有老闆打本給旗下員工認購新股，「彈藥」可以利用薪金方式提供。此外，團隊內也有提供孖展的人。阿祖續解釋：「當『人頭』認購了股份後，仍然會聽令於老闆，令殼股老闆繼續掌操着公司的全數貨源。」

老闆啤殼後再操縱股價

殼股成功上市後，或部署賣殼，或由老闆操縱股價；若屬後者，便需要製造虛假市場交易，最常見的手法就是「搭棚」：「A君以每股1元的價格賣給B君，B君以每股2元的價格賣給C君，C君以每股3元的價格賣回給A君。這當然是證監會禁止的，但利用此方法，可創造股價升幅及大額交投，吸引到散戶入市。」

阿祖說，當中如要避免股價大升引起證監會的注意，還要「做多啲嘢」，例如公佈有新合作、收購等消息，令市場相信股價升得有理由。這些合作、收購項目，部分涉及幕後老闆的關係人士，是經得起調查的，但最後可用洽談無法與賣方達成協議而終止。不少細價股在派貨完畢後，原先的承接力頓失，股價當然急插，老闆再在低位重新撈貨，重新玩過。

創業板股份近十年配售上市一覽