



林鴻恩指，本港搞新板要成功，新板要有足夠的交投。莫雪芝攝

## 創業板改革系列

對於港交所（0388）與證監會研究成立新板，有意讓「同股不同權」股份上市，熟悉香港及海外資本市場上市事務的立信德豪董事林鴻恩表示歡迎。不過，他建議新板應獨立於主板與創業板之外，不要再設轉板機制，同時要設定清晰的門檻，集中吸引內地已有相當規模及有一定基金支持的大型公司，以確保新板的公司質素及可持續發展，以免新板日後淪為爛板。

香港文匯報記者 陳楚倩

# 新板獨立辦 免淪為爛板

## 林鴻恩倡禁止轉板 吸高質素上市公司

林鴻恩在接受本報訪問時指出，「創新」目前已成推動世界經濟發展的新動力，愈來愈多科網企業成立，改革上市制度，引入「同股不同權」有助迎合這股新趨勢，鞏固本港集資市場地位。不過，他不傾向在主板及創業板引入相關制度，一方面會對現有上市公司不公平；另一方面，若果新板的定位以創業板為藍本，把初創企業（Start-up）及在美退市的TMT（Technology Media Telecom）中概股混為一談，這恐怕會將現時創業板的問題複製，會在新板重演。

### 定清晰指引 保持發展

為了避免風險匯聚，他認為新板應獨立於主板與創業板之外，不要再設什麼轉板機制；當局應清楚釐定新板的定位。他以甲組、乙組足球賽形容主板及創業板，新板就是另一種球類運動比賽。因應初創企業的風險太大，為免創業板公司普遍質素差、成交低迷、「啤殼」的猖獗重現，建議新板應集中吸引內地已有相當規模，且有一定基金支持的大型公司。同時設定清晰的門檻，以及確保新板公司的質素及可持續發展。

林鴻恩表示：「本港搞新板要成功，新板要有足夠的交投、足夠的市值及股份數目，這才有吸引力。而且，就算是同股不同權的創新公司，由於有基金股東持股，他們變相可為小股東監察公司，能防止公司創辦人為所欲為。」他指，赴美上市的內地企業，大部分業務也在內地，在亞洲的知名度也較高，交投主要來自亞洲時區，相信新板做得好，他們有機會回流本港上市。他又建議創業板改革，設立新板和研究「同股不同權」三項工作可同時進行，以加快進度，以免改革變成「明日黃花」。

### 門檻忌過高 增加競爭力

新加坡在研究「不同投票權架構（WVR）」上市方面較港先行，其首輪諮詢今年2月19日已展開，計劃4月中結束，並預計第三季會展開第二輪諮詢。

香港證監會與港交所目前也在收集市場對改革上市審批架構的意見，林鴻恩認為現時是可以檢討上市架構，但需留意的是，本港目前的上市門檻相對其他市場，其實並不低，一旦將門檻推高，過一陣子全球經濟又進入「冬天」的話，本港的競爭力就會不足，吸引力亦下降。

參考現時容許「雙重股權架構」上市的市場，主要是沿用美國法例的國家，如美國、加拿大。原因是美國法例有集體訴訟條例，容許小股東透過集體訴訟討回權益，所以可讓同股不同權的公司上市。至於沿用英國法例的國家或地區，如英國、新加坡及香港，由於沒有小股東集體訴訟機制，所以也沒有這些「雙重股份架構」的公司，因為若上市規則向大股東傾斜，小股東的權益便容易受損。

近年，不論英國或新加坡，皆有討論推行「雙重股份架構」的可行性。林鴻恩指出，這是市場形成的壓力，導致市場有改革的需要。近年科技公司興起，有關公司有實際需要，讓部分股東擁有特別投票權。他認為，未來無論上市審批架構或新板的討論，均應集中在小股東權益的保障。



林鴻恩指，「創新」目前已成推動世界經濟發展的新動力。莫雪芝攝

### 林鴻恩新板八建議

- 一、要特別的個案才能容許採用「同股不同權」上市；
- 二、公司需達到一定的市值，因為大企業內有大型投資者，可為小股東監察公司運作；
- 三、特別投票權與一般投票權的比例，需要設下限制；
- 四、列明什麼狀況會讓特別投票權失效；
- 五、訂定哪些人士可擁有特別投票權；
- 六、增加「同股不同權」上市公司的獨立股東比例，並增強獨董的管理；
- 七、創辦人在出售及辭職後的股份需變回同股同權；
- 八、公司被收購時，投票權變回同股同權。

香港文匯報訊（記者 陳楚倩）早前證監會多次叫停並延遲部分創業板新股上市，近日證監會終於發公告指明原因。立信德豪董事林鴻恩認為，證監會表明已留意到有部分創業板公司，正利用現行的上市條例漏洞上市。文件帶出不少訊息，並指明問題新股的特徵，要求股份的承人要「了解其客戶」，了解那些認購股份的客戶，包括地址、資金來源等否相近等。

### 嚴打利用漏洞上市

另外，證監會指，發行人有責任確保證券有一個公開市場，更提到承配人的數目，並非公開市場成立與否的唯一因素。他指出，近日有意見認為，將全配售的股東人數，由目前的100人增加至300人，與主板的的要求相同，但證監會今次的聲明想表達，該會希望公司在上市前，要有足夠的路演，資金來源也要清晰。

林鴻恩指，全配售的上市形式容易導致股權過度集中、定價市場封閉等問題，當局可考慮禁止創業板新股以全配售形式上市。雖然此舉會增加上市時間及成本，但可令市場更公開，並讓更多散戶參與一級定價市場。他認為，現時以全配售形式上市的公司已經減少，本港的企業應變能力高，能夠彈性改以公開發售（IPO）形式上市。對於全配售轉IPO所額外增加的成本也不成問題，可避免上市計劃有延誤。

林鴻恩指，證監在短期內暫停全配售起到一定作用，但相信不會成為常態，因為部分中小企未必能夠應付額外的上市費用。若公司計劃以全配售形式上市，費用最低約2,000多萬元；如果以公開發售形式上市，最少會增加200多萬元的上市開支，即額外增加約10%成本。除費用增加外，新股若由全配售，轉為加入公開發售成分，同時亦會增加文件上的工作及時間。

### 公開發售增透明度

「成立創業板之初，當時有兩大憂慮，一是擔心散戶太容易接觸到創業板的IPO，所以容許創業板全配售，讓一些有實力的專業投資者，才能投資創業板股份；二是擔心上市門檻太高，會窒礙他們上市的心態。」林鴻恩說，十多年後的今天，由於市場游資太多，連創業板股份也很受歡迎，「證監變了好心做壞事」。在全配售下，散戶認購不到股份，要在二級市場搶購，股價很容易被大幅搶高。創業板股份如能加入公開發售，相信有助增加創業板的市場透明度，改善創業板的形象。

林鴻恩建議，香港的創業板可改名，易名為「第二板」市場，設有升主板及退市機制，讓投資者明白第二板市場的風險就是較高的。他坦言，香港的創業板對比其他主要金融市場的第二板，問題已經算較少及更容易解決。

# 禁創板全配售 防股權太集中

## 大鱷「互聯互通」港配合中證監執法

香港文匯報訊（記者 周紹基）近期多隻全配售創業板新股的上市被叫停，證監會更幾乎每日對失職的券商或投行作出譴責及巨額罰款，對違規行為「零容忍」。有市場人士認為，香港證監會近期的強硬態度，固然與近年創業板「啤殼」猖狂有關。另一方面則相信是配合中證監的執法行動，因兩地股市互聯互通後，本地及內地資本大鱷也「互聯互通」，損害兩地投資者的利益及破壞香港市場的聲譽。

證監會行政總裁歐達禮上周在公司註冊處企業管治圓桌會議上的演講，強烈批評很多問題涉及少數上市公司及中介人，重複直接損害投資者，或為公司財務報告粉飾誤導。投資者學會主席譚紹興向本報指出，證監會或受到來自內地的壓力，所以才加強執法。近期內地傳媒多番報道，內地股民透過不同渠道買入的創業板股份皆輸錢，令他們怨聲載道。

### 冀股份擁適當流通量

譚紹興認為，有關香港創業板的種種問題，早已為業界詬病，連港交所行政總裁李小加也承認香港有「老千股」。證監會不可能允許「老千」在市場呢呢騙騙，其實應該早些行動，以免影響本港金融中心的聲譽。他指出，證監會隨後發表的公告表明，一隻全配售股份承配人數目的多寡，並不成為該股份是否

擁有「公開市場」的唯一標準；相信證監會是有關股份承配人，需要為股份提供適當的流通量。

譚紹興表示，早前的創業板全配售新股，首日掛牌即升多倍，例如發售價1元，首日可以升至5元。以客觀角度而言，這是保薦人的失職，因為股價反映出，該股是可以5元發售，為何以1元平價出售？這反映出保薦人為公司的上市訂價有極大的偏差，也等如讓大股東蒙受損失，保薦人要負最大責任。

### 料重錘打壓創板圍飛

另外，證監會的公告也表明，配售代理要制定健全的推銷及配售策略，接觸所有活躍客戶。譚紹興相信，證監會未來會針對創業板配售的「圍飛」，出重手打壓。近日多隻創板新股宣佈以公開發售及配售同步形式，實行招股上市，他認為這有助降低創業板新股貨源歸邊的機會，但由於該類股份知名度甚低，散戶甚少會主動認購，在無人問津下，料公開招股的部分又會回歸到少數人手上，只是仍較之前的全配售理想一點。

根據證監會數據，去年45宗創業板上市中，有36宗為以配售方式上市，9宗則包括有公開招股，僅以配售方式上市的首日平均股價升幅656%，當中最高升幅2005%。至於包括有公開發售部分上市的首日平均股價變動為升22%，反映有公開招股的部分，股價炒作成分較小，比較接近真實市價。

## 9號牌增不尋常 內地股民頻中招

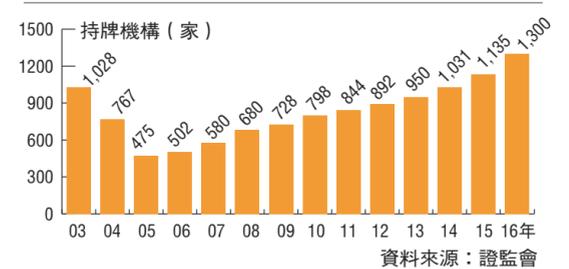
香港文匯報訊（記者 周紹基）有投行高層對本報表示，認同內地股民近期有聲音指摘本港的「妖股」橫行，才令監管機構收緊限制。原因本地有人將一些創業板股份包裝為「基金」及「可換股債券」，吸引內地的投資移民來投資，更直指「9號牌」（從事資產管理的牌照）猛增，其實內裡大有文章。

該人士指出，其實本港散戶已甚少炒作創業板股份，（配售）一來拿不到貨，二來股價波動太大，最多只會「刀仔鋸大樹」。內地股民則不同，據他了解，早前透過投資移民計劃，要在本港投資過千萬元，才能獲得港人身份證，有關資金需在香港「鎖死」7年。有心人便利用此機會，包裝一些由創業板股份組成的基金組合，讓內地投資移民來投資。

### 移民投資「財息兩空」

除股份外，部分公司也可以發行「可換股債券」，以高息吸引投資移民客戶，結果很大機會是「財息兩空」。他又稱，近年證監會批出多個資產管理牌照（9號牌），局外人以為香港的經濟真的很好。其實大家心知肚明，一年裡面有900億元、1,000億元成交的日子十隻手指可以數晒，港股市場並非很好景，大市成交不算高之餘，大量9號牌近日獲批，絕對不尋常。他建議記者去調查一下，有哪些獲得9號牌的公司，與投資移民顧問公司有聯繫。

### 「9號牌」持牌機構數目變化



據證監會資料，今年1月再有22間機構成功申請俗稱「9號牌」的資產管理牌照，比去年12月的18間機構更多。整個2016年，就有165家機構獲證監會發出「9號牌」，為2006年以來最多；至去年底，9號牌共1,300個。

### 「殼股」表現難如人意

該人士又指出，特別是本港與內地市場互聯互通下，更多內地股民對港股有憧憬，首先是港股估值本身就比A股低，其次是在互聯互通的概念下，部分股份也容易「被炒起」。

近年不少上市的創業板新股，動輒爆升幾倍，即使後來股價大幅回落，也會令內地股民憧憬有關股份有朝一日會「返家鄉」，反而更容易說服他們入股。再加上由於投資移民的資金要在港鎖7年，他們會期望所買的「殼股」，他朝賣殼成功，會有翻倍的利潤。事實上，從內地投資者的投訴聲音可猜測出，他們的「如意算盤」未必能打得響。

### 去年創業板新股發行形式及首日表現

- 2016年45宗創業板上市中，有36宗為僅以配售方式上市，9宗則包括公開發售部分。
- 僅以配售方式進行的創業板新股，首日平均股價（與配售價相比）變動為上升656%，當中最高升幅2005%。
  - 在該36宗僅以配售方式進行的上市中，有30宗的股價於掛牌首日錄得100%或以上升幅。
  - 截至2017年1月31日，當中9宗上市的股價較其首日收市價下跌逾90%，另外10宗股價下跌50%至90%。
- 就僅以配售方式進行的創業板上市而言，首25名承配人持有的股權佔股份總數的70.0%至99.6%。
  - 該36宗僅以配售方式進行的上市的承配人數目介乎107名至578名。
- 就於2016年設有公開發售部分的創業板上市而言，所接獲的有效公眾認購申請數目介乎647項至17,031項。
  - 該9宗上市於首日的平均股價變動為上升22%。

資料來源：證監會