



4 892246 1888889

碼上看

十五運「黑科技」圖鑑：在深，解鎖未來賽場！



掃碼睇長圖

內地首款 鴻蒙人形機器人亮相



掃碼看圖睇文

金價返上 4000 美元 後市或盤整企穩



掃碼睇文

# 黃天祐：同股不同權值得檢討

## 須防因科技定義擴闊而現「魚目混珠」



港股自 2018 年引入「同股不同權」(WVR) 制度，至今已逾 7 年。證監會主席黃天祐接受港商記者專訪時表示，為與時俱進，WVR 制度值得檢討，可考慮納入更多公司以此機制上市。惟他亦強調，檢討過程中必須確保小股東的權益獲得保障、不被剝奪，同時須防止日後循 WVR 上市的公司因科技定義擴闊而出現「魚目混珠」。

香港商報記者 鄺偉軒

### 確保小股東話語權不被削弱

黃天祐表示，上月特首發表的最新施政報告中提出研究優化「同股不同權」的上市規定。他說，目前「不同投票權股份」相對普通股投票權不得超過 10 倍的上限「可以接受」；但即使日後調整稀釋 (dilution) 比例，於重大事項投票時，亦須確保小股東的話語權不被削弱，以免無法制衡上市公司的重大決策。

黃天祐續稱，隨着科技發展日新月異，「何謂科技」的定義亦須重新界定。檢討 WVR 的最大挑戰，除了投票權問題，亦包括如何準確界定「創新科技」。他強調，重新定義後必須確保不會因標準放寬而讓不符資格的企業「魚目混珠」地納入制度內。「證監會在檢討制度時，更着重市場的公平性和 WVR 板塊的連貫性，必須全方位討論。」

### 修訂新股回撥機制確保公平分配

除 WVR 外，自 8 月推行改革後的新股回撥機制，市場出現新股超額認購動輒逾十倍、首日掛牌或暗盤倍升等

### 同股不同權制度 在港發展進程

日期	事件內容
2020 年	▶ 恒指公司宣布，符合特定條件的「同股不同權」股票，可納入恒生指數及恒生中國企業指數的選股範圍。
2019 年 10 月	▶ 在香港上市的「同股不同權」股票，於滿足特定條件下，可獲納入「港股通」標的。
2018 年	▶ 港交所成功修訂《上市規則》，同年 7 月引入首隻「同股不同權」股票——小米集團 (1810)。
2017 年	▶ 港交所再次就引入「同股不同權」制度諮詢市場意見，明確提出建立新上市制度，允許新經濟公司以此架構在港上市。
2016 年	▶ 證監會與港交所 (388) 就香港引入「同股不同權」制度諮詢市場意見，但最終未有共識。
2013 年	▶ 阿里巴巴原擬於該年在港上市，惟其合夥人制度不符合當時奉行的「同股同權」原則，最終於 2014 年轉往紐約證交所上市。
1989 年	▶ 因擔心小股東利益受損，香港全面奉行「同股同權」制度，即一股一票。
1980 年代	▶ 香港曾短暫允許「同股不同權」安排。



黃天祐指出，今年香港在股市及期貨市場的增長非常理想，相反，固定收益及貨幣市場的發展空間仍有待加強。記者 蔡啓文攝

情況。黃天祐表示，修訂機制的初心是確保公平分配，並信賴機構投資者的定價能力。

「我們相信機構投資者在協助新股定價時具專業判斷，能發揮良性作用；但若這個初心落空，證監會亦會重新檢視其有效性。」黃天祐強調，證監會會持續密切監察市場，一旦發現涉嫌操控股價或其他不當行為，必定主動展開調查並依法執法，維護市場秩序與投資者利益。

### 虛擬資產監管立法進入草擬階段

近期市場關注港交所 (388) 對部分企業申請轉型為「數字資產財庫」(Digital Asset Treasury, DAT) 提出質疑。黃天祐回應，對由科技引發的新型上市案例須審慎考慮，「若該類公司申請上市，必須提出充分理據，說服監管機構批准。」他呼籲投資者認清 DAT 背後的實際價值，並表示會持續監察市場發展。

黃天祐透露，證監會及財經事務及庫務局就規管虛擬

資產交易的立法建議已完成公眾諮詢，目前正進入草擬條例階段。他期望，新法例有助完善交易運作，同時提升國際投資者信心，「若國際投資者缺乏信心，香港虛擬資產交易市場便難以做大。」

### 依法監管 不評論個別個案

對於美國財政部日前制裁太子集團主席陳志，指其涉嫌電信詐騙及洗錢，而陳志控股的坤集團 (924) 及致浩達控股 (1707) 事後並未停牌一事，黃天祐表示，不能評論個別個案，「但若任何人觸犯《證券及期貨條例》，證監會一定會調查；若證據確鑿，定必依法執法。」

對於現年 65 歲的證監會行政總裁梁鳳儀任期屆滿，外電報道她或續任三年，黃天祐回應稱，雖然證監會一般員工以 65 歲為退休年齡，但執行董事級及以上職位，包括行政總裁，並無硬性退休規定。他又指，證監會人員流失不大，但現階段仍凍結人手，暫無增聘計劃。

## 香港有條件做大定息貨幣市場

證監會早前聯同金管局發表《固定收益及貨幣市場發展路線圖》(下稱《路線圖》)，提出 10 項措施，冀將香港定位為全球固定收益及貨幣產品樞紐。對此，黃天祐表示，本港固定收益及貨幣市場「有條件做大」，期望透過完善孳息曲線，引領市場逐步邁向成熟。

### 冀完善孳息曲線與互聯互通

「今年香港在股市及期貨市場的增長非常理想；相反，固定收益及貨幣市場的發展空間仍有待加強，因此證監會便與金管局共同制定《路線圖》。」黃天祐指，在企業來港上市集資的過程中，可同時壯大定息產品

市場。現時市場上發行的定息產品普遍年期較長，導致流通量偏低，無法形成最新的到期收益率 (Yield to Maturity)，因此應鼓勵發行機構推出更多不同年期的債券。

另外，市場一直關注「新股通」的落實進度。對此，黃天祐表示，由於內地與香港兩地的上市條例及法律基礎並不相同，推進時須審慎考慮相關差異，並按部就班推行。他稱，希望互聯互通產品可進一步多元化，目前正在研究擴闊人民幣產品及房地產信託基金 (REITs) 互聯互通的南北雙向安排。他亦強調，擴闊互聯互通不僅要回應業界需求，更需確保投資者能有序參與，並維持海外投資者的信心。

## 延長港股交易時段須謹慎而行

當前，世界各主要金融中心正研究甚至落實延長股市交易時間。黃天祐表示：「我們並非反對延長交易時段。但是，若日後股市奉行 24 小時全天候交易，一旦深夜出現全球風險事件，監管機構該如何即時處理？」他強調，相關安排須謹慎推進，應循序漸進，並在過程中仔細權衡利弊。

### 散戶風險管理或成關鍵考量

黃天祐說，港股若延長至 24 小時交易，技術上並非不可行，但問題在於「散戶或非「巨人級」金融機構，是否具備足夠的風險管理能力與電腦系統，以保障自

身利益」。他指出，觀察過去散戶買賣表現，普遍不及大型機構。倘若實施全天候交易，散戶應如何自處，值得深思。他又補充，即使開通 24 小時交易，港股成交額未必因此顯著增加，因此不宜過早表態，應審慎考量推行時機。

至於提升企業管治方面，黃天祐表示，證監會第一階段相關工作已完成，下一步應藉着加強上市公司企業管治水平進一步促進財務表現。他指，目前香港上市公司市盈率偏低，原因在於盈利增長動力不足，令投資者不願承受較高估值。「若能提升公司管理水平，從而推動財務改善，將有助提升整體港股的市盈率。」

## 當荷蘭明搶安世 中國用達爾文優勝劣汰回應



38 歲的文森特·卡雷曼斯原本春風得意。數周前，他才由「青年、預防與健康國務秘書」——一個相當邊緣的職務——直升飛機般升任荷蘭看守內閣經濟大臣。然而，這位新人甫一上任，便向議會遞交了一份僅有 3 頁的信函——《關於〈物資供應法〉適用的提示》。

隨着阿姆斯特丹企業法院閃電批准，荷蘭政府突然出手臨時接管安世半導體 (Nexperia) ——一家早在 8 年前以 27.5 億美元售予由建廣資產領銜的中方財團的公司。荷蘭方面在凍結安世全球 30 個子公司的資產調整權限的同時，還罷免了 CEO 張學政的職務。作為聞泰科技董事長，他在 2020 年 7 月以近 334 億元人民幣的最終價格取得安世控制權；如今，荷蘭方面竟勒令聞泰將 99.99% 的持股交由第三方託管！

難怪北京火冒三丈。事實上，關於「偷」「扒」

之類的事實還算客氣，許多人甚至直接使用「搶」字來形容。

在中國，但凡研讀過世界經濟史的人都清楚，荷蘭於 17 世紀初便誕生了歷史上首家股份制公司。有限責任制度、小股東進入董事會、確保長期分紅……憑藉 1.5 萬艘商船一度壟斷環球貿易的荷蘭人，曾被認為擁有極佳商譽，甚至願為履約付出生命代價。

可惜，2025 年秋天發生的上述事件，徹底擊碎了東方對鬱金香之國的綺麗想像。

最令人氣惱之處，在於荷方所依仗的，竟是一部 1952 年的法律。當中關鍵條款寫着：只要荷蘭某位部長認為有必要在緊急情況下確保物資供應，即可下令凍結相關資產。

一方面，文森特先生聲稱舉措出於「防止資本與技術外流」；另一方面，他堅稱「未受任何國家指使或與之協商」。然而事實是，美國早在 2024 年 5 月已將安世列入實體清單，理由是其收購英國 Newport Wafer Fab 構成「重大風險」。因此，荷蘭知名記者平克斯特倫在接受本國主流電視台採訪時直言：「我不相信這是巧合。荷蘭就像被美國牽着的小羊羔。」

隨着中美經貿磋商「吉隆坡回合」取得進展，而

荷蘭看守內閣亦將改選，安世的命運或許未必那麼糟糕。但一個更大的問題浮現——當歐洲因地緣政治因素，頻頻對中國正常海外投資採取超常規行動，甚至將其作為屢試不爽的武器時，中資企業應如何應對？

北京權威分析人士指，中國對歐盟 (含英國) 的投資，過去 25 年大致經歷了三個階段：最初七八年間以小標的、小品牌及大型企業的少量股權為主；2010 年後，以吉利 18 億美元收購沃爾沃 100% 股權為標誌，中資開始大膽多元化；高峰期出現在 2016 年——中化集團以 440 億美元收購先正達、美的以 115 億歐元收購德國庫卡——震驚全球，那一年也被稱為「中國資本的歐洲年」。此後，隨着歐洲各國明顯收緊政策，中資轉入審慎期，無論綠地投資或跨國併購，金額皆大幅下挫。

數據顯示，去年中國對歐盟及英國的直接投資 (FDI) 接近 100 億歐元，按年增長 47%。其中，以新能源汽車全產業鏈為主導的綠地投資達 59 億歐元，其餘併購資金為 41 億歐元，按年激增 114%。這是 2020 年以來的最佳表現，惟與高峰期相比仍相去甚遠。9 年前，中資在歐洲的投資高達 2570 億元人民幣 (約 350 億歐元)；截至 2024 年，僅達當年 28.5%。這還要多虧騰訊對海外遊戲企業不斷揮舞支票。

未來中國資本對歐洲的興趣有多大？殊難預料。一種可能是放棄「意識形態掛帥」的西歐，轉向中歐、南歐；另一種可能是，如剛達成的雙匯收購德國百年香腸商 Wolf Essgenuss GmbH，只在小體量「隱形冠軍」企業上動腦筋。

還有一種「戰略財務投資」路線，類似 2018 年吉利以 90 億美元取得奔馳 9.99% 股權時的承諾——不入董事會、休眠投票權，只做安靜的「出資人」。不過，對於早已在財務與科技實力上非吳下阿蒙的中國企業來說，真會甘心嗎？

其實，也沒什麼大不了！10 月 28 日晚，北京正式發布「十五五」規劃建議稿，長達兩萬多字，強調「在科技自立和創新方面，對關鍵技術攻關與破除瓶頸制約採取超常規措施，取得決定性成果」。這正是歐洲阻擊「紅色資本」的底層邏輯——生怕技術外流。

分析人士指出，達爾文式的優勝劣汰，從來不存在東西方的分割線。

Starry Starry Night——說來，中國人其實一直對荷蘭的文森特懷有莫名好感，那是拜美國民謠歌手所賜，也是對梵高的致敬。《Vincent》中有句歌詞——「他們也許學會傾聽了」——或許正是現在。

香港商報記者 子瑜