

推動創新不能因噎廢食

梁穎宇

創業投資者聯盟召集人

港交所六月推出的優化上市架構文件，提出「創新板」框架諮詢，探討在現時主板和創業板之外，增設接納同股不同權架構的「創新初板」和「創新主板」，不設盈利要求，鼓勵更多從事創新科技的公司上市，推動香港新經濟發展。對一向致力推動創新科技發展的人來說，意義非常重大。

雖然，接納同股不同權引發爭議，部分人擔憂新制容易被濫用，但提出具體倡議吸引新經濟公司來港掛牌，有助本港發展新經濟，目標值得支持，不能因噎廢食。三年前，阿里巴巴集團力爭以同股不同權的合夥人制來港上市不果，最終棄港赴美到紐交所掛牌。若港交所繼續原地踏步，香港還能保住亞洲國際金融中心的寶座嗎？

從事創業投資多年，比較理解一些企業創辦人對同股不同權的想法。他們憑著當初一個信念，埋頭苦幹到公司IPO上市，大多經歷多輪籌資，持股早已大幅攤薄，部分持股甚至不到10%。上市後，為防範一些新股東追逐短期利益，期望藉同股不同權架構，保留決策權，確保公司發展方向不輕易動搖，要求不無道理。與其繼續糾結在同股不同權的爭議，不如放膽踏前一步。

廣納賢能從嚴把關

2015年，大中華地區的初創企業共吸納280億美元資金；至去年已增至320億美元，按年增幅超過14%。單計2015年，大中華區新增2,500個創投基金，市場擁有逾100家估值10億美元以上的獨角獸公司，但這些公司很多尚未盈利。

在美國，若干高增長行業如生物技術，無長期盈利紀錄的公司上市集資是常態，一如Amazon、Facebook在納斯達克上市時也是未有盈利，到今天已成為商界巨人。港股主板對上市公司盈利要求嚴格，原意在確保公司質素，但是看看如今的創業板，一些符合條件的創科公司寧過門不入，證明提升上市公司質素，更重要的是有效監管。

建議中的創新板放寬上市條件，但關鍵是負責審批上市的部門，由熟悉創新科技的人把關，一開始能夠把沒有潛力的申請摒諸門外，並逐步建立一個完善的監管生態，對上市公司質素可能更有保障。

完善市場投資生態

創新科技公司與舊經濟不同，用傳統指標未必能評估出真正價值。如一些生物製藥公司的新藥研發只到第二及第三階段臨床，在美國納斯達克估值可高達10億美元，亦有一些僅值數億美元甚或更低，差別在於對其未來現金流和發展潛力，而非當前的現金流的看法。監管機構及投資者必須懂得評估創新科技，才能準確判斷創科公司的價值，創業家也會視乎投資者是否能正確判斷公司價值，才決定到那一個市場上市。

港交所推出創新板，必須確保負責把關和審批的上市科、上市委員會內，有熟悉科技趨勢、具前瞻視野的委員；負責統籌上市事務的投資銀行家、律師、會計師等，也必須懂得如何評估公司價值。上市後，若能像美國一樣有專門研究創新行業，了解不同科技趨勢的股票分析員，而非單憑公司財務報表呈報的數字去判斷；投資者亦能不斷提升對創新科技的認知，學習用新的標準去評估公司價值，市場自然可發揮汰弱留強的本能。

早於2000年科網泡沫爆破之時，德國已上演過「外行人管內行人」的慘痛經歷。當年德國設立Neuer Markt原意是仿效Nasdaq推動歐洲創新科技發展，並且吸納不少優質的創科公司上市。不過，後期交易所對科技發展的理解薄弱，以致愈來愈多劣質企業上市，令整體市場每況愈下，即使交易所推出多項措施強化上市公司的素質，仍未能挽回投資者的信心，最終2002年9月結束收場，香港必須致力避免重蹈覆轍。

力爭內資股全流通

港交所同時建議，取消內地公司在創新板第二上市的限制，期望能吸引更多內地創新科技公司來港掛牌。不過，內地公司境外上市涉及內資股的流通問題，必須得到中證監配合，港交所在推進自身改革的同時，更重要是致力爭取內地監管機構在適當時候拆牆鬆綁，才能水到渠成。

內地公司股權結構複雜，中資在內地註冊成立的公司，股權都是內資股，只能在內地買賣；中外合資在內地註冊的公司，如香港上市的H股公司，中資所持的也是內資股，只剩外資持有的外資股，可以在境外自由買賣。要把內資股轉換成可在境外交易的股份，必須得到中證監及相關部門審批，可惜內資股全流通改革研究多年，至今未有時間表，內地創新科技公司大舉來港上市，相信非短期內可以實現。

至於已經在美國上市的中國公司，基本上都是離岸註冊的紅籌公司，不涉內資股，股份可自由買賣，要來港上市比較容易。不過，由於已經在美國上市，公眾持股量需佔約25%，再來香港第二上市，要進一步攤薄10%至25%股份，讓更多股份在市場流通，公司創辦人或管理層未必願

意作出犧牲。比較樂觀去看，他們或許會像近年一些回歸A股的例子般，先把在美國上市的股份私有化，除牌後始來港重新上市，把攤薄效應減至最低。

總的來說，香港終於採取行動吸引更多創新科技公司來上市，確是令人鼓舞，期望未來能慢慢建立一個完善的生態，讓香港成為創科公司上市集資的亞洲樞紐。

「香港創業投資者聯盟」召集人梁穎宇

梁穎宇小姐為香港著名科技創業投資專家，致力推動行業發展，積極參與公職服務，為創新、科技及再工業化委員會成員、香港科技園公司董事及香港科技大學商學院理事會成員，並擔任香港創業投資者聯盟召集人。

梁小姐現為啟明創投主管合夥人，負責醫療健康行業投資，其主理的啟明創投已發掘和投資了不少現今內地知名企業，包括小米科技、大眾點評、美圖、嗶哩嗶哩、甘李藥業、再鼎藥業、知乎、優必選和摩拜單車等。總基金規模逾27.5億美元，投資達210家創新企業。