

為香港小型股建立可持續和穩健的市場生態 在香港證券及投資學會監管事務午宴上的演說

梁鳳儀女士
行政總裁

2023年7月7日

各位午安。很榮幸獲香港證券及投資學會邀請在這個午宴上發表演說。今天，我的分享將涉及眾多議題，包括香港股票市場的結構、證監會在打擊不當的市場作業手法以保障散戶方面的工作，以及建立穩健及可持續發展的小型股市場生態的願景。

股票市場的可持續發展

我曾在不同場合就綠色金融議題，講解氣候變化和可持續發展方面的工作，包括本會致力為香港的可持續產品建立有效的監管和披露制度，並支持國際可持續準則理事會（ISSB）首次發布的企業可持續披露準則。事實上，很多氣候相關概念也與股票市場的可持續發展息息相關。

我們從氣候變化中學到的重要一課是，有必要妥善管理我們生活環境中的污染物。這些污染物不單包括直接危害我們健康的有毒物質，還包括各種導致全球暖化加劇和破壞生態系統平衡的碳排放和其他溫室氣體。同樣道理，在股票市場中，我們亦必須監控和減少“污染物”，以保持潔淨的生態系統，這對市場的可持續發展至關重要。這些“污染物”可以不同形式的市場和企業失當行為存在，並可嚴重荼毒和損害市場。

“唱高散貨”騙局

“唱高散貨”騙局就是其中一種主要污染物，騙徒先透過各種手段推高股價，然後利用社交媒體平台誘使不虞有詐的投資者買入流動性低的股票，再將股票拋售。

儘管此問題的確切規模及嚴重性難以量化，但“唱高散貨”個案所涉的被凍結資產金額可看出一些端倪——自2020年以來，根據證監會發出的限制通知書凍結的資產約值18億港元，並涉及十隻“唱高散貨”騙局的目標股票。這些資產主要為騙徒帳戶中的資金及證券，包括向投資者拋售股票所得的收益。我們認為此數字或許只是冰山一角，實際上投資者可能蒙受更大的損失。

我們的調查顯示，這些騙局極為精密，並由分工明確的詐騙集團精心策劃。詐騙集團可能由以下團隊組成：

- (i) 上市圍飛團隊——負責物色代理承配人認購首次公開招股的股份，並安排認購資金；
- (ii) 造市團隊——負責製造交投活躍的假象，以引誘投資者參與，並透過控制代理人的證券帳戶來推高股價；及

註：此為演講辭草擬本的譯文，與現場發表的版本可能稍有出入。

- (iii) 散貨團隊——負責經營社交媒體帳戶，包括以投資專家、網紅或微信女的相片開設假帳戶，誘騙投資者以被推高的股價向詐騙集團買入股份，然後“按部就班”執行散貨程序，直至最後完成拋售股票為止。

我們發現，這些“唱高散貨”集團鎖定的股票有多個共同特徵，包括成交額低和市值小¹，原因是“造市團隊”更容易推高此類股票的價格，而操作成本亦較低。我們亦留意到，此類個案多牽涉新上市的股票。“上市圍飛團隊”在首次公開招股階段便開始“圍飛”，即安排代理承配人認購配售部分的股票。

儘管正受調查的“唱高散貨”個案所涉及的小型股只佔市場的小部分，但這些騙局已令投資者蒙受巨額的財務損失，同時亦可能動搖投資者的信心。俗語有云：“一朝被蛇咬，十年怕井繩”。投資者一旦損手，便可能不會再踏足市場，因而可能會損害市場的流動性和估值，尤其是小型股板塊。

香港股票市場的結構

市場失當行為為隨時間不斷演化，形式多變。雖然我們已採取極具針對性的執法行動，但同時我們必需了解現時香港股市的結構。

過去十年，香港股票市場的總市值增長 62%，平均每日市場成交額上升逾一倍。香港曾多次高踞全球首次公開招股集資額榜首²並刷新紀錄，在此帶動下，上市公司的數目亦由 1,500 家增加至大約 2,600 家³。

新股市場成功的背後，存在著一個值得密切關注的現象。與許多其他市場一樣，二級市場的交投及流動性均向最大型股票靠攏。市場總成交額絕大部分來自最大市值的 250 隻股票。在過去十年間，儘管以股票數量及市值計，小型股板塊正不斷增長，但其所佔的市場交易份額卻不斷縮減。

截至 2022 年底，約有 40%（即約 1,100 家）上市公司的市值低於五億港元。當中絕大部分公司的每日成交額少於十萬港元⁴。此現象值得我們深思——究竟這背後有何成因？對本港市場、發行人和投資者又有何影響？

小型股流動性低迷

小型股流動性低迷，顯示缺乏投資者需求。儘管香港及其他市場的機構投資者對小型股的持股量均普遍偏低，但此情況在香港似乎更見明顯。而且過去十年，以金額計算，散戶投資者對股市的參與度並無增長。

根據香港交易所進行的《現貨市場交易研究調查》，過去十年，散戶投資者⁵的交易金額停滯不前，其佔市場總成交額的比重甚至由 2010 年度⁶的 25.8% 降至 2020 年度⁷的 15.5%。根據透

¹ 目標股票的股價被唱高之前

² 在過去十年間，香港有四年位列全球首次公開招股市場的榜首（以首次公開招股集資額計）

³ 截至 2022 年 12 月 31 日

⁴ 根據 2022 年的平均每日成交額

⁵ 在該研究調查中，散戶投資者被定義為以個人戶口進行交易的投資者

⁶ 截至 2010 年 9 月止 12 個月

⁷ 截至 2020 年 12 月止 12 個月（最近發布的報告的研究調查期）

過 2023 年 3 月推出的香港投資者識別碼制度取得的最新數據，散戶投資者大概佔市場總成交額約 12%。

同時，小型股上市的數目在過去十年急增，導致有更多小型股基本上攤分並爭逐散戶投資者的同一資金池。2015 年至 2018 年期間，小型股上市數目的增長特別迅速。上市時市值低於五億港元的公司的首次公開招股⁸有 290 宗，佔該段期間首次公開招股總數約 48%。

2015 年至 2018 年期間小型股數目暴增

小型股暴增的因素之一是“造殼活動”。當公司符合 GEM（前稱創業板）的最低現金流規定或主板的最低盈利規定時，部分業務經營者為求令公司上市，願意承擔龐大的上市開支。有關開支可能相當於首次公開招股集資額一半以上。待上市後，公司便在相對短暫的時間內將業務售回控股股東，藉以製造“殼股”。

新控股股東購入空殼，並注入其本身的業務，以規避新上市規定，當中包括相關上市資格、保薦人盡職審查及披露的規定。這種借殼上市過程通常分為多個步驟完成，以避免在反收購規則下被視為新上市，且該等步驟或會以不同次序進行。舉例來說，向空殼公司注入資產這步驟可能會延至較後日期，而期間空殼公司為求維持其上市地位，可能會投資金融資產，包括其他殼股。

當時，殼股的價值扭曲了上市的誘因。高峰時，殼股的成交價據報超過逾五億元，往往高於公司業務本身的價值，誘使了一些市場人士從事所謂的“造殼”業務。

殼活動的影響在 GEM 更加明顯，因為 GEM 的上市門檻較低，令“造殼”更加容易。此類上市本來就不是由投資者需求帶動，所以這些股票在上市後的交投自然不會活躍。

市場失當行為

造殼活動往往附帶一系列市場失當行為問題。由於這些公司對投資者的吸引力不大，故一些不良分子會安排代理承配人認購首次公開招股的股份，人為地營造公司的估值及股東分布，從而符合上市時的最低市值及股東人數規定。

此外，由於當時的 GEM 首次公開招股無須設有公開認購部分，因此股權往往高度集中於少數的股東手中，在某些個案包括有嫌疑的代理承配人。故此，股價可能會大幅波動，且容易發生市場舞弊。在 2015 年及 2016 年，新上市 GEM 股票的股價於首個交易日較其首次公開招股價平均飆升約六倍。然而，這些股票的股價大多數隨後跌穿首次公開招股價，令投資者蒙受巨額損失，其中在二級市場高價買入股票的投資者尤甚。

雖然我們充分明瞭這些不良分子僅佔市場參與者的極小數，但有關失當行為已對投資者帶來巨大虧損，並損害本港市場生態的穩健度。無論實施何種限制及規則，都無法防止所有失當行為。不良分子總會有機可乘。此外，我們不可能試圖阻止所有潛在的失當行為，因為這種制度或會嚴重窒礙合理的市場活動和發展。因此，關鍵在於如何平衡。上述期間的證據顯示，該平衡在當時確實需要調整。

⁸ 其中，GEM 上市有 227 宗，主板上市有 63 宗

杜絕市場上的不良作業手法及有害行為

正如本會前任行政總裁歐達禮先生（Mr Ashley Alder）曾經在貴會圓桌午宴上所提及，證監會在 2016 年成立了名為“ICE”的跨部門工作小組。“ICE”乃取自“中介機構部、企業融資部和法規執行部”英文名稱的首個字母，匯聚了這些部門的專業知識來制訂和實施整個機構的策略，以全面的方式應對企業失當行為。

讓我回顧過去數年的努力帶來的一些成果。香港交易所透過修訂《上市規則》，進行大量政策層面的工作，以解決市場質素的問題，並降低企業失當行為及市場舞弊的風險。以下是一些例子：

- **GEM** 首次公開招股現時須納入公開認購部分，以減少在首次公開招股中利用代理承配人來取得高度集中的股權的風險；
- 反收購規定已經收緊，以遏止借殼上市的難度及成本。具高度攤薄效應的集資活動亦變得更加困難；
- 在 2018 年及 2022 年先後提高了主板及 **GEM** 的首次上市準則，包括將主板的最低市值由二億港元調高至五億港元，使主板的定位更貼近海外主要市場。

如開首所述，為了集中打擊“唱高散貨”騙局，我們已加強市場監察工作和執法行動，同時亦擴闊調查範圍，力求搗破幕後的主腦集團。我們亦與廉政公署、香港警務處商業罪案調查科及海外監管機構更緊密地合作，絕不容許不良分子逍遙法外。我們至今已拘捕多人並凍結多項資產。

我們已提醒持牌法團，表明它們根據《操守準則》有責任立即向證監會匯報任何可疑的市場失當行為，例如代理承配人開立帳戶。從速匯報可疑活動乃至關重要，因為此舉有助證監會展開調查及迅速採取行動，例如阻止涉嫌非法取得的款項遭轉走，藉此減輕損害。

經過一連串監管行動及規則修訂後，**GEM** 新股的股價在上市首日無故飆升的現象已成過去，而進行借殼上市的難度及成本亦大大提高。市場對殼股的需求隨之下降，導致股價暴跌。再者，監管機構更嚴謹地審核有預警跡象的上市申請，亦令疑似殼股的首次公開招股宗數減少。證監會還準備應用其全套監管工具，以減低細市值、低流動性的公司被用作協助市場不當行為並造成投資者損失的風險。要做的工作或許還有很多，但市場無疑已邁向更公平、更透明的方向發展。

建立蓬勃的小型股市場生態

昔日上市誘因被扭曲的情況已不復見，現在是時候重新整備部署，並重新聚焦於吸納優質的小型股公司，推動相關板塊達致可持續增長。在思考這個目標時，不妨先審視過去十年間市場力量如何帶動改變。《上市規則》新增的數個章節乃專為具有不同投票權架構的創新公司和生物科技公司的上市而設，及至近期更涵蓋特專科技公司，令股市增添更多增長潛力強大的新經濟股。目前，新經濟公司佔港股的總市值逾三分之一，及佔總成交額超過 40%，而五年前則只佔不足 20%。香港亦已成為亞洲最大的生物科技公司上市中心。

顯然，現時正有需要改善本港市場的小型股質素，以重燃機構及散戶投資者的興趣。鑑於近年發生的事件及當前的宏觀環境，這項工作可謂任重道遠，但本港股市如要繼續為中小企發揮集資功能，便必須進行改革。我們須還原基本步，恢復投資者信心，並重拾為優質增長企業建立

初級市場板塊的初衷。財政預算案中有一項與 GEM 改革有關的公布，而香港交易所將在下半年就此展開公眾諮詢。

不論對 GEM 採取任何改革舉措，應最好配合發展蓬勃的小型股生態系統的願景和路線圖，藉此支持小型股在 GEM 以至主板市場的流動性。另外，我們亦必先解決投資者需求和流動性的問題，因為在投資者欠缺興趣並進而導致股票流動性偏低的情況下，即使有更多公司加入，亦不大可能提升香港的上市市場。

包括買方和賣方在內的市場參與者在這方面均擔當重要角色。要匯聚大量優質發行人，繼而重燃投資者對小型股的需求，中介人——尤其是保薦人和包銷商——應為質量把關，在盡職審查中運用其專業知識來協助篩除有問題的公司。

有優質公司和可觀投資機遇的市場，自然就是投資者所到之處，尤其是尋求為管理基金或客戶提供卓越投資回報的投資經理。機構投資者的參與將有助提升流動性及估值，繼而吸引更多優質發行人來港上市。機構投資者亦可在中小企的首次公開發售前及上市後提供資金，以支持這些企業的增長。此外，現時證券分析師對小型股的研究可謂寥寥無幾，而機構投資者的參與將推動研究該板塊的需求，從而有助提高市場的透明度及效益。

最後但同樣重要的是，我們須透過教育改善投資文化。缺乏防範意識的投資者之所以被誘騙高位接貨，是因為他們誤信冒充知名股評人的網絡紅人或聲稱認識知情人士的微信女所提供的投資情報。我們一直與轄下的附屬機構——投資者及理財教育委員會（投委會）緊密合作，教育散戶投資者不應盲從網絡紅人或道聽途說的貼士作出投資決定。隨著社交媒體平台愈趨普及，這項工作變得更為艱巨。除了過去所專注的範疇外，我們亦將戰線擴展至騙徒為誘騙投資者而散播投資情報的社交媒體平台，並透過證監會的 Facebook 專頁及微信公眾號等平台分享防騙資訊。我們亦曾舉行網上宣傳活動，讓網民模擬體驗被捲入社交媒體投資騙局。

結論

各位，我剛才曾經提到，過去十年，散戶投資者的股票交易額停滯不前，而小型股的數目卻急增，導致小型股的流動性相對偏低。

這個現象背後的原因不一而足，但要重獲散戶投資者的信心，關鍵在於確保已經或將會上市的小型股不受騙徒操縱且值得投資。為此，我們必須繼續致力維持廉潔的環境，增強投資者信心。我們將繼續與業界保持溝通，共同探討如何能更有效地支持本港市場的可持續發展。

多謝各位。