

公開發售超購不回撥 精準向機構投資者分配 九成新股選機制B 冀長遠股價穩定

透視IPO分派新規②

港交所（00388）8月4日落實全新公開發售規則，並推出機制A（超購回撥）和機制B（不設回撥）供發行人選擇，惟近九成新股均採納機制B方案，為何如此？天風國際投資銀行部主管兼股權資本市場部主管張今邁告訴《大公報》記者，儘管散戶能為新股支付更高溢價，但在保障後續股價穩定方面，機構投資者優勢更顯著，兩種機制的選擇主要視乎發行人自身的需求。

大公報記者 蔣去情

優化新股回補的機制A，是將散戶認購的最大回撥比例由新規前的50%下調至35%；機制B則是發行人在10%至60%範圍內選定一個固定比例分配予散戶，且不設回補機制。上市公司偏好機制B，從統計數據可見端倪：新規推行至上周五共有45隻新股上市，當中僅5隻採納機制A，佔比僅為11%。究其原因，多位業內人士均提及「維護股價穩定」，機構投資者長期持有的策略，是機制B成為新股主流選項的核心考量。

張今邁表示，散戶份額降低之後，雖然招股結果對市場情緒的反饋能力受到影響，但受惠於機構投資者更加專業的判斷能力，以及其更加穩定的投資策略及情緒管理，可以為上市公司股價長期穩定提供強而有力的保障。

在張今邁看來，機制B並不意味着散戶的價值遭否定，散戶作為港股重要參與者，在許多領域能夠填補機構投資者的空白，對發行人來說不容忽視。他指出，發行方案的選擇，更多取決於發行人自身戰略，以及對公司基本面和訂單結構的預期，在散戶和機構投資者比例方面，不同企業需求不一。

避免散戶沽壓過大導致破發

不過，散戶中籤後，不少在暗盤階段或上市首日便套現離場，惟上市公司不僅注重散戶參與度，股價長期穩定亦十分重要。香港證券及期貨專業總理侯思明指出，機制B有助發行人更精準地向機構投資者分配股份，從而避免散戶沽壓過大導致「潛水」，「無回補機制便無Uncertainty（不確定性）」，保證上市後股價穩定，是發行人選擇機制B的主要考量。

畢馬威中國華南區資本市場發展主管合夥人姜健成分析道，機制B較機制A更為直接和固定，不論公開發售部分熱度有多高，最終分配給散戶的份額都是10%，對於追求資本結構和股東基礎穩定的發行人而言，為更合適的選項。

德勤中國華南區主管合夥人歐振興認為，散戶買賣行為整體更偏向消息面，而非技術性研究，相比之下，長線持有的機構投資者，能為股價帶來更大支撐，相信上市公司也希望在兩者間求得平衡。

事實上，新股定價和分配機制的穩健性，始終是港交所本次改革的重要考量。張今邁亦提到，機制B的出台一定程度上參考了年內新股市場情況，特別是散戶在部分項目的表現，相信港交所希望推動市場健康、有序及可持續的發展，同時也納入了中長期考量，以延長本輪牛市的持續時間。

「蛋糕不斷做大」投資者機會不減

長遠而言，張今邁依舊看好散戶在IPO市場的機遇，這與市場企穩向好的積極趨勢密不可分。他指出，今年有大量內地龍頭企業赴港上市，當中不乏消費、高科技、生物製造、「A+H」等優秀主題，表面看來機制B削減了散戶份額，但可供選擇的優秀項目反而多出不少，他形容「整個市場的蛋糕被不斷做大，對於散戶來說，投資機會其實在不斷增加。」

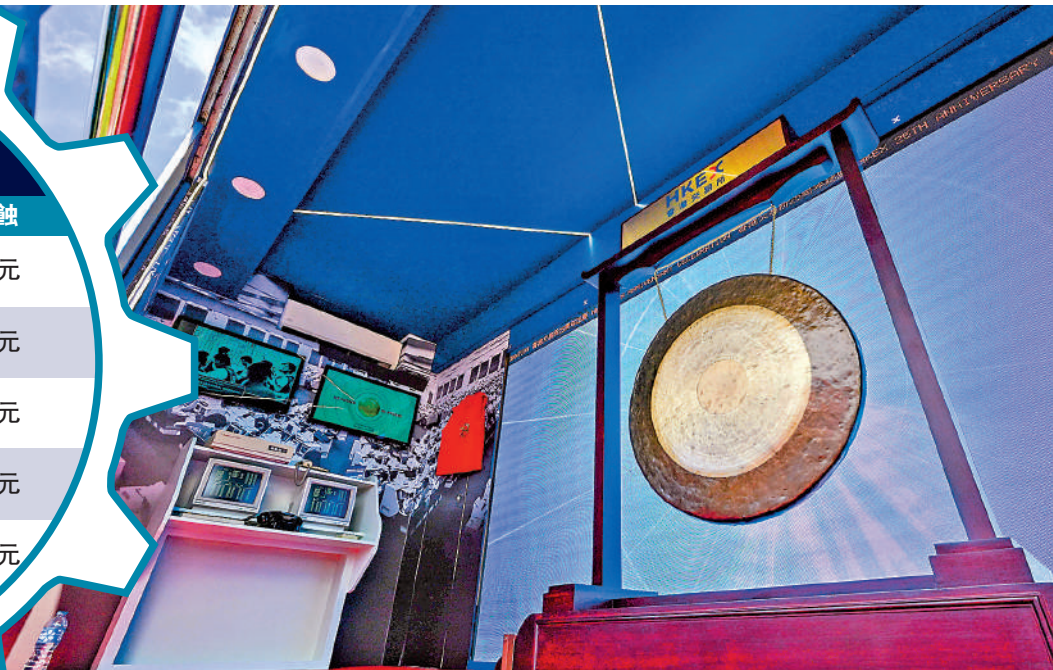
張今邁表示，機構投資者具有穩定投資策略及情緒管理能力，能為新股提供強而有力的保障。公司投資策略及情緒管理能力，能為新股提供強而有力的保障。



機制A 首日表現前五新股			
股份	首日升跌	一手賺蝕	
滴普科技 (01384)	▲150.6%	▲8028元	
雲迹 (02670)	▲26.1%	▲1245元	
天岳先進 (02631)	▲6.4%	▲274元	
奧克斯電氣 (02580)	▼5.4%	▼188元	
文遠知行 (00800)	▼10.0%	▼270元	
資料截至12月12日			

機制B 首日表現前五新股			
股份	首日升跌	一手賺蝕	
金葉國際集團 (08549)	▲330.0%	▲8250元	
西普尼 (02583)	▲258.1%	▲7640元	
銀諾醫藥 (02591)	▲206.5%	▲7714元	
摯達科技 (02650)	▲192.1%	▲6429元	
佳鑫國際資源 (03858)	▲177.8%	▲7768元	
資料截至12月12日			

新IPO機制 新股統計			
IPO宗數：45隻			
機制A新股	5隻		
• 首日股價上升	3隻		
• 首日股價下跌	2隻		
機制B新股	40隻		
• 首日股價上升	32隻		
• 首日股價下跌	8隻		
資料截至12月12日			



▲新股定價和分配機制的穩健性，是港交所本次改革的重要考量。

舊制疑有「套路回撥」 限制散戶份額

溫故知新

上市公司重視股價穩定性，部分發行人傾向在招股階段減少散戶比例、引入更多機構投資者。資料顯示，在新股新機制推出前，上市公司或採取「套路回撥」的方式限制散戶份額，即利用港股IPO規則的特殊條款，人為製造國際發售認購不足額的情況，從而降低重新分配至公開發售的股份規模。

據了解，「套路回撥」的觸發條件一般為：國際配售認購不足額，則採用特殊回撥條款，整體協調人有權按其認為適當的數目進行重新分配，對公開發售超額分配作出限制，此種情況下，公開發售比例不會超過20%。

以最後一隻以舊回補機制上市的股份中慧生物（02627）為例，該股公開發售部分超額認購逾4000倍，公開發售部分股份佔比應上調至50%，惟國際配售部分僅錄得0.99倍認購，因此參考招股章程所載，將公開發售股份比例降至11.95%，該股也被市場視作新規前最後一宗「套路回撥」。

至於另一個案例為宜搜科技（02550），該股公開發售部分錄得超額認購逾110倍，不過國際配售部分僅錄得0.98倍認購，同樣未足額，因此將公開發售的佔比修正為13.17%。

儘管「套路回撥」限制散戶份額，但相關股份也普遍取得更理想的首日表現。參考具體案例，中慧生物及宜搜科技首日分別大漲157%和91.7%，同樣被散戶視作「套路回撥」的EDA集團（02505），首日亦錄得84.2%增幅。

不願分貨 首掛多造好

統計顯示，採取「套路回撥」的新股往往有極高的上漲概率，且首日平均漲幅超過50%。有分析指出，「新股背後的機構不願意把貨分給散戶，這當然利好新股上市表現」，這種股份質量一般不會太差，對首日股價有正面作用。



▲中慧生物在今年8月掛牌，是最後一隻以舊回補機制上市的股份。

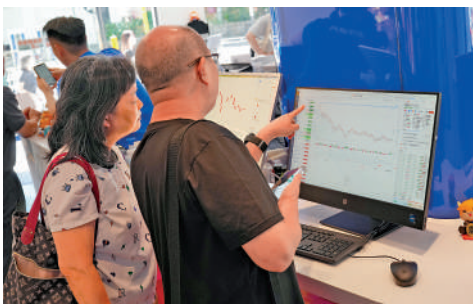
「散戶是重要參與方」維持市場活躍度

不容忽視

儘管散戶在專業能力和資金規模方面不及機構投資者，但其在港股市場仍扮演關鍵角色。天風國際投資銀行部主管兼股權資本市場部主管張今邁直言，儘管散戶相對機構在專業能力與資金體量上存在差異，但仍不可忽視散戶的功能性。長期資金的配置有助於價格穩定和估值體系的構建，但若散戶參與度不足，市場交易活躍度與流動性可能受到影響。

成交暢旺 提高股份換手率

「散戶是資本市場重要參與方。」張今邁指出，作為高頻次小額交易的主要來源，散戶填補了機構投資者的流動性缺口，為市場活躍度提供有力支撐。他提到，相較注重建立模型和基本面分析的機構，散戶更偏重產品體驗和話題熱度，不



▲散戶在港股市場扮演關鍵角色。

僅反映資金流向，也體現出上市公司產品與用戶關係的變化。

在張今邁看來，從一級市場到二級市場，散戶均可為上市公司帶來諸多幫助，不僅通過火爆的認購氣氛體現上市公司的價值，還能藉此擴大上市公司股東規模，從而舒緩大型機構投資者對股價的影響，在新股定價的合理性層面發揮巨大作用。

今年首8個月港股日均成交額突破2500億元，按年增加1.3倍，市場氣氛大受提振。張今邁相信，進入二級市場，散戶亦可提高股份換手率，從而擴大社群效應，有助維持交易連續性、保持新股話題和熱度。

談及新IPO機制是否有調整空間，張今邁認為，市場很難就散戶持股比例找到最優方案，最重要是制定一個相對健康的公開發售份額，為散戶參與新股發行注入信心，從而在「股價波動性」和「市場活躍度」兩方面求得平衡。

張今邁提醒，一個在投資者關係層面交出優秀答卷的上市公司，往往會平等地重視散戶和機構投資者，與兩者保持良好溝通，並提供充足的信息披露，這不僅有助打造健康的股東結構，更為公司自身帶來收益。

長線機構歡迎新規 加大投資積極性

有利股價

不同規模的上市公司對散戶持股比例存在差異化的需求，其中高質量的IPO項目，往往更願意向機構投資者傾斜。以兩隻今年5月上市的大型新股為例，寧德時代（03750）向港交所（00388）申請豁免回補機制，將散戶比例控制在7.5%，恒瑞醫藥（01276）則最多回補21.5%股份予散戶投資者。

新資金湧入 市場不會被抽乾

在業內人士看來，此舉為港交所改革公開發售機制的預演。天風國際投資銀行部主管兼股權

資本市場部主管張今邁指出，寧德時代作為散戶和機構都非常看好的項目，其招股模式與機制B有相似之處，可以為市場參與者提供參考。

「大型IPO項目是市場重要的風向標。」張今邁提到，在本輪IPO牛市的初始階段，投資者對市場前景信心並不充足，特別是擔憂募資規模巨大的IPO項目，或抽乾市場大部分流動性。但事實並非如此，寧德時代通過良好的招股表現及股價走勢，充分證明新股市場的穩定性及可持續發展的潛力。

事實上，今年IPO市場吸引力不斷提升，不少海外資金紛紛來港淘金。高盛統計發現，截至

今年7月共有51隻新股在港上市，合計融資1240億元，其中基石投資者貢獻42%資金，而在眾多基石投資者，又有三分之二屬於海外投資者。

隨着港交所在8月調整IPO發售及定價機制，市場有望進一步增強對機構投資者的吸引力。據瑞銀全球投資銀行部副主席李鎮國觀察，長線機構對本次改革表示歡迎，原因是許多長線機構在入場前需要花費大量時間對新股進行研究，然而舊IPO機制下，相較投入的大量時間成本，機構並未獲得足夠份額，參與IPO的積極性或受到影響，相信在新規推動下，香港IPO市場將迎來更多機構投資者。



▲寧德時代今年5月招股時，申請豁免回補機制，將散戶比例控制在7.5%。