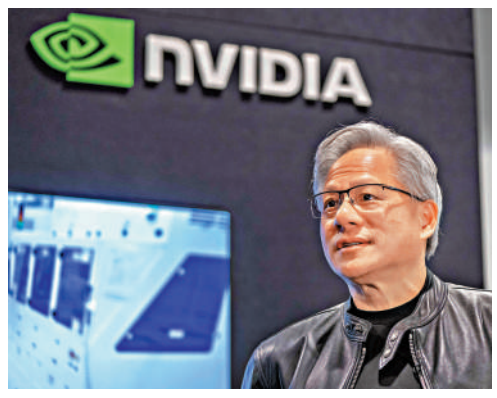
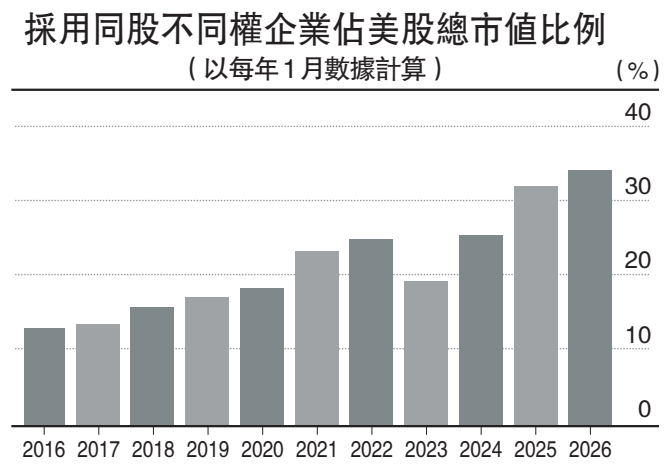
上市太着急 黃仁勳吃大虧?

投資全方位 —點靈犀

黃仁勳的離職讓太多網友意難平，這也引出有關公司治理的大哉問：如果當年英偉達（NVDA）上市時採取雙層股權（AB股）架構，黃仁勳得以牢牢掌握董事會控制權，是否就不會出現今天的逼宮戲碼？回答這個問題，需要回顧美股監管變遷史。



▲黃仁勳雖然是英偉達的創辦人，但其持股不足以左右董事會的決定。 資料圖片



創始人倚靠特殊股權安排，在盡量擴大融資額的同時，不影響自身對公司的掌控，這種想法並非互聯網企業所獨有。歷史上可查的AB股鼻祖是1898年上市的國際銀器公司（International Silver Company），當時公司發行了2000萬完全沒有投票權的普通股，開啟了同股不同權的先河。

同股不同權一度遭禁

到了「咆哮的二十年代」（1920s），這種AB股權架構已經蔚然成風，最為知名的案例當屬1925年掛牌的道奇兄弟（Dodge Brothers）。創始人家族僅憑1.7%的股權，就控制了公司100%的投票權。此舉引發了資本市場巨大爭議，擔心會對公眾股東利益造成巨大損害。在輿論壓力下，紐交所於1926年開始嚴格限制無投票權股票上市，並在1940年正式出台禁令。

其後的幾十年時間裏，AB股公司幾乎在美股絕跡。除了像福特汽車（1956年上市）、紐約時報（1967年上市）這樣的特例，源於很多年前創始人就已確立雙層股權機制，並非掛牌前臨時更改規則，交易所本着對「已有結構」的尊重才網開一面。

事態的轉變發生在八十年代末，美國三大股票交易所爆發「搶人大戰」。彼時納斯達克規模最小，急需吸引優質公司提升地位，特意拿出「同股不同權」作為招徠。恰好趕上華爾街掀起「惡意收購潮」，企業擔心被「野蠻人」敲門後強行收購分拆，因此紛紛轉投納指，最終紐交所也不得不擁抱AB股架構。但要指出的是，這種股權安排在當時是以傳統行業為主。

這個故事對於香港投資者再熟悉不過。2013年，香港證監會與港交所因違反「一股一票」原則為由，拒絕了阿里巴巴的上市申請。但科網新貴的話語權愈來愈大，不接受AB股架構如同自我邊緣化。2018年，港交所還是推出了《新興及創新產業公司上市制度》，正式接納同股不同權架構公司及未盈利生物科技公司上市。

科企話語權日益膨脹

由此看出，這其實是交易所與上市公司之間長期博弈結果。而在九十年代末，互聯網公司作為新興勢力，在市場上的議價能力還不足。亞馬遜（1997年上市）、eBay（1998年上市）等早期首次公開招股（IPO）科企均遵循一股一票原則，因為你若果提出異議，很可能會遭遇投資者的冷落。

1999年1月22日，英偉達在納斯達克掛牌，發行350萬股，募資額約4200萬美元。時值互聯網泡沫狂飆，公司首個交易日上漲64%，市值達到6.26億美元。但即便如此，英偉達還是不能在股權架構上越雷池一步。據招股書披露，IPO前黃仁勳持有13.1%的股份，上市後為10.8%。其後歷經股份增發，以及個人捐贈／出售，2026年黃仁勳的持股比例已降至3.58%。

從法律意義上講，黃仁勳一直都不掌握公司的絕對控制權，但他憑藉自身威望與驕人成績，維持了33年的領導地位。如若不是陷入美國AI產業的路線鬥爭**（詳見11月14日撰文《美《AI監督法案》料是強監管序幕》）**，相信黃仁勳在英偉達的地位無人可以挑戰。

讓人十分惋惜的是，就在英偉達上市的5年後，谷歌就為硅谷群英爭來了「人上人」的地位。公司的B類股只佔流通股本的6.9%，卻握有58.9%的投票權。而其招股書明確指出，傳統上市公司結構可能削弱企業的獨立性，因此希望通過AB股維持管理層對公司的長期控制權，保障長期戰略的實施。

據統計，去年全美IPO有35%（科網板塊高達64%）採用同股不同權。截至今年1月，此類股權架構的上市公司已佔據美股總市值的約三分之一。

心水股

粵海投資（00270）	中國移動（00941）	新奧能源（02688）

板塊輪動 公用股逆市揚

沈金 頭牌手記

港股持續尋底，並創出恒指11月份收市及中段新低，收市報23294點，跌213點或0.91%，而中段低點則為23208，較原低點23271低63點。

昨日總成交1772億元，較上日少9億元。投資氣氛薄弱，不少散戶損失慘重，在撫平「傷口」之前，恐怕淡靜的成交氣候將難以驅散。

板塊輪動方面，僅公用分類指數上升，其餘俱跌。科技指數的跌幅有收斂，少於恒生指數。

「失驚無神」的重跌繼續出現。昨日輪到公布季績的京東集團（09618），收入按年升3.5%，符合預期，經營利潤率穩定於5.8%，低於去年同期0.1%，可能就是利潤率收縮出事，沽家無情拋售，大跌7.1%；京東健康（06618）更慘，瀉15.4%。

20隻熱門股升者6隻。晶片國產替代股華虹宏力(01347)漲3.7%，表現正常。其他上升的有智譜(02513)升9.6%、聯想(00992)升4.5%及建滔積層板(01888)升2.9%。

下跌熱門股中，京東系兩股排前，接着是跌6%的紫金礦業(02899)。由於現貨金跌破3800美元而創一年新低，遂使所有金股都被拋售而下瀉，例如靈寶黃金(03330)就挫7%，老鋪黃金(06181)跌3.4%。

新世界（00017）仍然下跌，不過已由昨日最低的2.29元推上2.425元收市，跌幅收窄至0.6%。由宣布大比例1供11之後，其累積跌幅最多達53%，令人咋舌。

公用、電訊股是昨日的王牌。粵海（00270）手握東江水供港運營權，收8.3元，升1.2%，亦為公用股中升幅最大股份。電訊股方面，中移動（00941）和中電信（00728）均微揚，而升得最多的是聯通（00762），收5.43元，升1.6%。



走筆至此，傳來騰訊（00700）的最新季績，純利636.12億元（人民幣，下同），按年升0.8%。大家都關心的自由現金流數額為負691億元，不過若剔除算力採購的預付款，自由現金流將轉正至169億元，這份成績表市場是否收貨，今日就有答案。

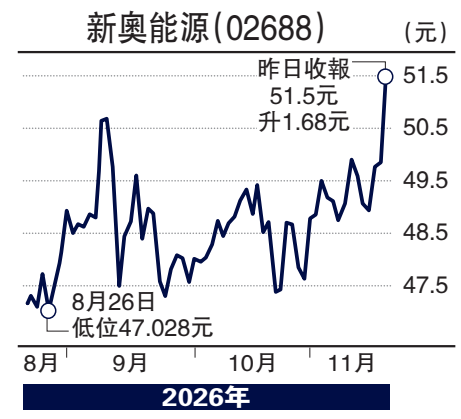
托底幾率較穿底高

經近期兩連跌失去458點之後，11月股市已處於去留的十字路口。因為昨日的收市指數23294點，剛好與10月30日的收市指數相同，即本月與上月比較暫為「無升降」，而距11月收官還有8個交易天。個人希望大好友最終能發力再演一場「屠熊記」。10月低位為22803，應不會「話穿就穿」吧！估計「托底」幾率比「穿底」高，且看結果是否如此了。

新奧能源估值吸引 有望追落後

高飛 股壇魔術師

在恒生五大分類指數中，公用分類指數在今年的表現最好，到昨天為止，升幅達到11%；而在恒生公用分類指數成份股當中，新奧能源（02688）表現最落後，但昨天逆市上升3.4%，獲單日成交量大增配合，相信中短期有追落後的潛力。現價動態市盈率8.2倍，息率近5.9厘，估值吸引，後市應該可攻可守。



消息面上，近日，新奧能源發布公告，2026年前三季度，集團的天然氣零售銷售量錄得192.3億立方米，年增0.2%。當中，工商業用戶的售氣量較去年同期成長0.4%至152.73億立方米，而民生用氣銷售量較去年同期成長1.4%至38.56億立方米。

申萬宏源發研報稱，港股城市燃氣股市賬率（PB）處於歷史低點。該行指出，港股城燃業績穩定性增強，接駁邊際影響持續減弱，新興業務逐漸貢獻業績增量，疊加資本開支下降，各公司分紅力度可望增強。該行指出，需求短期承壓，成本回落後長期仍有廣大發展空間。

摩根大通日前發表研究報告指，該行重新覆蓋中國燃氣公用股，選股偏好依次為昆侖能源（00135）、新奧能源、華潤燃氣（01193）、中國燃氣（00384）等。當中，予昆侖能源及新奧能源「增持」評級，其餘則予「中性」評級。

具備穩定派息前景

摩通認為，行業提供5%至6.5%的股息收益機會，且盈利溫和增長，故在選股時着重股息韌性、吸引估值及盈利上調空間。當中，昆侖能源本年迄今跑贏恒生指數及其H股同業，相對防守性的盈利、股份回購及2026至28年穩健股息下限支持股價表現，但其液化天然氣（LNG）接收站業務仍被市場低估。新奧能源則具備穩定的派息前景，並在接駁與燃氣銷售以外錄得盈利增長往績，所以該行偏好直接持有新奧能源。

聯儲料續加息 美匯指數上望105.5

郭啟倫 實德攻略

美匯指數在11月開局以來，展現出反覆向好的走勢，在月初的時候，於101.1水平找到支持之後，經過9個交易日下來，已經走高至103.8水平，這自去年4月以來的高位水平，投資者現階段垂青美元，主要是因為對聯儲局在12月份加半厘息的預期正不斷增加。

此外，美聯儲主席沃什對聯儲局積極改革，所帶出關於減少市場人士極為依賴對聯儲局貨幣政策去向的推斷，而且把這依賴性由向着聯儲局轉移至宏觀經濟、就業市場及通脹數據上，這樣的轉變是否正在反映出聯儲局在未來是傾向於不會輕易地放寬貨幣政策的推測所影響下，投資者便自自然然地加添了對吸納美元的意欲，從而給予美元推動作用。

單次加半厘機會增

首先，事情是起源於聯儲局宣告在明年8次貨幣政策會議中，10月的那一次改為貨幣政策策略的討論，而不會有利率決定。隨着議息會議次數減少，無形中強化了投資者對聯儲局於任何一次會議有加息決定，大有機會加息半厘而不是慣常0.25厘的預期，這情況亦會增加投資者對聯儲局會維持現時利率水平或更高一段時間的推斷，這利率居高不下的發展，亦會增加投資者買入美元的興趣。

其次是沃什早在上任時，已經表明其作風不是給予前瞻性指引，而是讓市場透過不同的數據結果去分析需要加息或減息與否。此外，市場人士關注沃什對聯儲局進行改革如今只是序幕，但萬變不離其宗的是維持價格穩定，以及就業最大化。由於現階段美國就業市場並非處於下滑的情況，投資者傾向相信聯儲局會收緊貨幣，以打壓通脹和維持價格穩定。

在鷹派貨幣政策展望的氛圍下，美匯指數在短期間應該會展現出反覆向好的走勢，大有機會逐步嘗試突破105.5的阻力。

（作者為實德金融集團首席分析師）

應對市場轉變 宜選股不選市

張志高 華僑觀點

美國中期選舉落幕，民主黨取得國會兩院控制權，令白宮與國會形成分裂政府。大規模立法改革空間或受到限制，監管、資金投放優先次序及州政府政策仍可能改變。人工智能（AI）基建尤其值得關注，數據中心發展、電力成本及當地資源運用正受到更嚴格審視，或影響相關投資步伐。

不過，本行認為AI長期應用及投資增長趨勢依然穩固。近期科技股波動，反映投資者不再單純追逐AI概念，而是更重視龐大資本開支能否帶來實際回報。隨着市場逐步分辨真正贏家，穩健盈利、商業應用及創造價值的能力將更為重要。

利率高企 債券收益率上升

宏觀方面，經濟增長及企業盈利仍具韌性，但通脹持續高於主要央行目標，加上地緣政治不明朗，政府債券孳息率或繼續波動。較高利率雖令金融環境偏緊，卻同時提高整體債券收益率，為追求收益的投資者提供更多機會。

在此環境下，本行戰術性資產配置對股票維持適度正面看法，地區上「增持」美國股票，日本及亞洲（日本除外）維持「中性」，歐洲則「減持」。

固定收益方面，存續期維持「中性」，偏好短至中期債券，以平衡票息收益與利率風險。成熟市場投資級別及高收益債券均維持「中性」；新興市場企業債券維持「中性」，主權債券則「減持」。

亞洲市場方面，本行維持「中性」觀點。區內不同市場各有投資機會，其中包括內地及香港。投資者宜聚焦AI受惠企業，以及基本面具韌性並獲政策支持的市場。隨着投資回報更取決於企業自身盈利及基本面，選股的重要性亦進一步提升。

內地和香港股市方面，兩地均存在具吸引力的投資機會。面對外圍利率、政策及科技投資周期的變化，投資者更需要重視企業質素及盈利能力，而非單純依賴市場整體估值上升。具備穩健基本面、清晰盈利前景，以及能夠受惠於長期結構性趨勢的企業，值得持續留意。

當政治、通脹、利率及科技投資周期互相交織，投資部署不應依賴單一市場或投資主題。透過跨資產及跨地區分散配置，在捕捉增長機會的同時兼顧收益與風險，將是提升投資組合韌性的關鍵。

（作者為OCBC華僑銀行（香港）財富管理部投資方案主管）

投資泰國的機遇與考量

貿發焦點

泰國的投資促進框架成熟完備，位居東盟前列，為外國投資者提供廣泛的稅務及非稅務優惠，助其拓展業務。視乎行業類別及項目性質，符合資格的投資項目可豁免企業所得稅、減免進口機械及原材料關稅，以及享有營運層面的優惠待遇。項目若落戶泰國投資促進委員會（BOI）認可的工業園區、經濟特區及指定發展區域，更享有額外優惠。

此外，泰國多個行業均面對技術人才短缺問題，企業如何留聘專才成為一大挑戰。以印刷電路板產業為例，業界專家估計未來兩年需要約10萬位工程師及操作員等專才，但泰國目前仍然欠缺專門的培訓或專業課程。與跨國企業相比，本土印刷電路板公司規模普遍較小，在核心知識及技能方面仍有不足，相當依賴外資企業在泰國設立業務，引進海外專才培訓本地員工。

投資者面對的另一挑戰是土地擁有權限制。若投資項目未獲泰國工業園管理局（IEAT）或BOI批准，外資企業一般不得購買泰國土地。投資項目即使已獲BOI批准，土地面積及用途亦受嚴格限制。

與當地人合資 解決土地問題

若企業不在BOI清單範圍但仍有需要自置土地，業界建議與泰國國民合資，外商持股不超過49%即可註冊為泰國公司。這樣企業可依法持有土地，更快完成註冊程序。

（香港貿易發展局）

責任編輯：呂泰康