

香港交易所上市決策

HKEX-LD35-2012 (2012年7月刊發) (於2018年8月、2019年10月(《上市規則》修訂)更新)

涉及人士	甲公司——主板上市公司 附屬公司乙——甲公司全資附屬公司 母公司股東——甲公司的控股股東 投資者——擬購入母公司股東於甲公司所持全部股權的第三者
事宜	甲公司在建議交易後是否符合《上市規則》第 13.24 條的規定，擁有足夠的業務運作或相當價值的資產
上市規則	《主板上市規則》第 13.24 條
決策	甲公司在建議交易完成後未能符合《上市規則》第 13.24 條

實況

1. 甲公司從事若干業務。
2. 甲公司與母公司股東擬簽訂以下交易及安排（統稱**建議交易**）：
 - 甲公司將其大部分現有業務注入附屬公司乙，然後將附屬公司乙的全部股份按比例實物分派予甲公司股東（**股份分派**）。
 - 股份分派完成後，母公司股東將提出以自願現金要約方式，收購其他股東所持有附屬公司乙的所有餘下股份（**私人公司收購建議**）。
 - 母公司股東亦會將其持有的甲公司控股權益出售予投資者，而投資者其後會提出要約收購甲公司餘下所有由其他股東持有的股份（**上市公司收購建議**）。
3. 股份分派須經甲公司股東（不包括母公司股東）批准。母公司股東出售甲公司的控股權益則須待股東批准股份分派後方可進行。上市公司收購建議與私人公司收購建議均須符合《收購守則》的規定。
4. 建議交易後，甲公司將繼續從事**餘下業務**。在最近一個財政年度期間，餘

下業務錄得虧損及負營運現金流。相關總資產及收入佔建議交易前甲公司的總資產及收入約6%。

5. 投資者無意注資入甲公司或進行集資活動。甲公司將透過擴大客戶基礎進一步開拓餘下業務。投資者擬為甲公司物色新業務機會及投資項目，但至今仍未有任何目標對象。
6. 上述情況涉及以下問題：甲公司在建議交易完成後是否有足夠的業務運作或擁有相當價值的資產，以證明其符合《上市規則》第13.24條可繼續在聯交所上市。

有關的《上市規則》

7. 第 13.24 條訂明：

「發行人須有足夠的業務運作（不論由其直接或間接進行），或擁有相當價值的有形資產及／或無形資產（就無形資產而言，發行人須向本交易所證明其潛在價值），其證券才得以繼續上市。」

8. 第 6.01 條訂明：

「本交易所在批准發行人上市時必附帶如下條件：如本交易所認為有必要保障投資者或維持一個有秩序的市場，則無論是否應發行人的要求，本交易所均可在其認為適當的情況及條件下，隨時指令任何證券短暫停牌或停牌又或將任何證券除牌。在下列情況下，本交易所亦可採取上述行動：

……

- (3) 本交易所認為發行人沒有足夠的業務運作或相當價值的資產，以保證其證券可繼續上市（參閱《上市規則》第 13.24 條）……」~~（於 2018 年 8 月更新）~~

（《上市規則》第6.01(3)及13.24條於2019年10月1日作出修訂。參見下文註1。）

9. 第 6.04 條訂明：

「……如停牌持續較長時間，而發行人並無採取適當的行動以恢復其上市地位，則可能導致本交易所將其除牌。」

分析

10. 《上市規則》第 13.24 條對發行人施加持續責任的規定，發行人須有足夠的業務運作或擁有相當價值的資產，其證券才得以繼續上市。
11. 未能符合此規定的發行人會暫停交易及可能被除牌。在該等情況下，唯有發行人能夠證明，並令聯交所確信其擁有可行及可持續的業務以支持其繼續上市，其證券交易方可復牌。為方便聯交所評核，發行人必須詳細陳述其情況，包括對未來業務發展的預測以及清晰詳細的計劃。
12. 《上市規則》第 13.24 條旨在維持整體市場質素。未能符合此規則的發行人均屬高度投機性公司，公眾投資者對其業務計劃及前景一無所知，令市場大有揣測公司日後可能進行收購的餘地。容許這些發行人股份繼續交易及上市，這或會損害投資者信心。
13. 在此個案中，甲公司擬出售其大部分現有業務及資產。聯交所注意到甲公司進行建議交易實際上是將公司現有業務私有化，只是刻意安排以維持該公司的上市地位。甲公司只餘下少量業務運作，這衍生出有關市場質素方面的問題。甲公司提交的資料未能證明其在建議交易完成後擁有可行及可持續的業務。在進行相關評核時，聯交所計及以下各項：
 - 餘下業務相比起甲公司在建議交易前的業務運作及資產價值只是微不足道。
 - 餘下業務的絕對規模很小，近幾個財政年度的資產值及全年營業額亦僅有 2,000 萬港元或以下，另外還錄得淨虧損及負營運現金流。
 - 甲公司的業務計劃缺乏具體細節，未能顯示餘下業務的營運規模或財務狀況在短期內會有任何重大增長或改進。財政預測亦顯示餘下業務來年會持續錄得淨虧損及負營運現金流。
14. 甲公司認為其在建議交易後仍能符合《上市規則》第 13.24 條，因為其繼續擁有業務運作。甲公司亦指出有些上市發行人的業務活動及／或資產價值不高，而其股份仍然在聯交所買賣。
15. 聯交所不同意甲公司的觀點，因為：

- 對於股份正在聯交所買賣的發行人，聯交所應用《上市規則》第 13.24 條時，只要有關發行人擁有業務運作及符合持續披露責任，聯交所一般都准許其股份繼續交易。若聯交所因發行人的業務活動或資產價值水平低而將其停牌，公眾股東即無法在市場上買賣此等發行人的股份。為平衡公眾股東利益與維持市場質素的需要，聯交所只會在極端情況下暫停有關證券交易。
- 此個案中，《上市規則》及《收購守則》提供了股東保障：
 - 建議交易須待甲公司股東批准股份分派方可作實，而母公司股東因其在建議中的不同權益而不得投票。少數股東將有機會決定是否讓建議交易繼續進行。
 - 上市公司收購建議及私人公司收購建議均須符合《收購守則》的規定。少數股東可從上市工具及分派業務套現，又或繼續持有甲公司及附屬公司乙的股份。
- 如上文第 13 段所述，甲公司在建議交易後將只餘下少量業務運作，這衍生出有關市場質素方面的問題，故不應鼓勵。

總結

16. 聯交所裁定，甲公司在建議交易完成後並無足夠的業務運作或相當價值的資產，以證明其符合《上市規則》第 13.24 條可繼續在聯交所上市。
17. 倘甲公司進行建議交易，在交易完成後其將未能符合《上市規則》第 13.24 條而須停牌或可能須除牌。

註:

(A) 《上市規則》第6.01(3)及13.24條修訂

1. 經修訂的《上市規則》第6.01條列明：

「本交易所在批准發行人上市時必附帶如下條件：如本交易所認為有必要保障投資者或維持一個有秩序的市場，則無論是否應發行人的要求，本交易所均可在其認為適當的情況及條件下，隨時指令任何證券短暫停牌或停牌又或將任何證券除牌。在下列情況下，本交易所亦可採取上述行動：

...

(3) 本交易所認為發行人所經營的業務不符合《上市規則》第13.24條的規定；或

…」

經修訂的《上市規則》第13.24條列明：

「(1) 發行人經營的業務（不論由其直接或間接進行）須有足夠的業務運作並且擁有相當價值的資產支持其營運，其證券才得以繼續上市。

附註：《上市規則》第13.24(1)條屬質量性的測試。舉例如言，若本交易所認為發行人的業務並非具有實質的業務及／或長遠而言並不可行及不可持續發展，則本交易所可能會認為發行人不符合此條的規定。

本交易所將按個別發行人的特定事實及情況作評估。舉例如言，評估個別發行人的借貸業務是否具有實質的業務時，本交易所可能會考慮（其中包括）該發行人借貸業務的營運模式、業務規模及往績、資金來源、客源規模及類型、貸款組合及內部監控系統等因素，以及相關行業的慣例與標準。

若本交易所質疑發行人不符合本條，發行人有責任提供資料回應本交易所的疑慮、令本交易所確信發行人可符合此條。

(2) …」

2. 《上市規則》第13.24(1)條釐清發行人須有足夠的業務運作方可繼續上市。發行人亦須擁有相當價值的資產支持其營運。

聯交所對此案的分析 and 結論將維持不變，但毋須評估「資產是否有相當價值方能支持其上市」。

(B) 《上市規則》第14.06E條修訂(限制出售)

3. 由2019年10月1日起，若發行人在控制權轉手之時或其後36個月內建議出售全部或大部分原有業務，該發行人亦須符合《上市規則》第14.06E條（其併入了帶有若干修改的過去第14.92及14.93條）。

根據《上市規則》第14.06E條：

「(1) 上市發行人在下述兩種情況下不得將其全部或大部分原有業務出售或作實物配發（或進行一連串出售及／或實物配發）：

(a) 上市發行人（不包括其附屬公司）的控制權（如《收購守則》所界定的）擬轉手；或

(b) 控制權（如《收購守則》所界定的）轉手起計36個月內，除非發行人餘下部分，或上市發行人向此（等）取得控制權的人士或一組人士或其聯繫人所收購的資產（連同上市發行人在控制權轉手後所收購的任何其他資產），能夠符合《上市規則》第8.05條（或第8.05A或8.05B條）的規定。

…」

4. 《上市規則》第14.06E條適用於本案所述的情況。

17.