



張華峰議員，銀紫荆星章，太平紳士

Hon Christopher CHEUNG Wah-fung, SBS, JP

致：香港交易所

## 回應：「有關上市發行人集資活動諮詢」

### 引言

「老千股」肆虐，股民當災。近年股票市場出現不少「有心人」，濫用合股、供股、派送紅股等股本重組和融資渠道，再配以「向下炒」等不良技倆，巧取豪奪，無視投資者利益，影響香港股票市場質素和聲譽。本人樂見港交所就此諮詢市場，提出多項建議打擊這股市場歪風，撥亂反正。

一個公平、公正、具公信力的投資和營商環境，永遠是投資者的信心保證。只要投資者對香港金融市場滿有信心，各方資金自會蜂擁而來，帶動港股成交蓬勃增長，惠及金融證券同業、投資者、上市公司及整個香港。尤其近年中港積極推進「滬港通」和「深港通」，未來又有「新股通」，大量內地資金蓄勢湧港，香港更加有責任杜絕「老千股」，提升及加強國家的金融安全。

就諮詢文件內的建議，本人有以下回應：

**回應重點：**

- 1/ 支持港交所加強規管上市公司融資活動，打擊無理供股合股和「向下炒」等不良財技，保障小投資者利益，維護香港股票市場公信力。
- 2/ 不反對引入「25%攤薄效應界線」，但關注 25%界線水平，能否全面阻嚇「老千股」及堵截所有「大比例、大折讓」集資活動，這方面要有待觀察。
- 3/ 除了加設 25%界線，建議港交所審批集資活動時，必須評估上市公司的過往集資紀錄，例如有否善用之前的集資款項、之前的集資活動能否為全體股東帶來經濟效益等。
- 4/ 建議港交所善用《上市規則》第 2.03(5)條賦予的否決權，適時叫停不符股東利益的集資活動。
- 5/ 建議港交所為「25%攤薄效應界線」加設豁免條文，訂明在何種情況下可豁免遵守，以免妨礙真正有收購合併、紓解財困需要的上市公司融資。
- 6/ 支持港交所要求上市公司加強披露集資款項用途，但不應只著眼在「事後匯報」，建議增加「事前披露」。
- 7/ 贊同改善供股及公開認購(Open Offers)制度，包括強制上市公司為股東提供「額外認購安排」或「補償安排」，以及要求包銷商必須為獨立持牌人，確保大股東等關連人士，不能以其包銷優勢剝削小股東權益。

具體回應內容：

## (一)高度攤薄效應的集資活動

### (1)不反對訂立「25%攤薄效應界線」

港交所在諮詢文件中提出「25%攤薄效應界線」，建議禁止所有超越此界線的供股、公開認購(Open Offers)和特定授權配售，並建議合併計算 12 個月的供股、公開認購(Open Offers)和特定授權配售的攤薄效應。換言之，單次超越 25%界線的二手集資活動會被禁，一年內累計超越 25%界線的集資活動也會被禁。

本人不反對港交所訂立「25%攤薄效應界線」，但關注 25%的界線水平，是否足以阻止無理攤薄小股東權益的融資活動？因根據該所在諮詢文件第 10 頁提供的數據分析，即使加設 25%界線，似乎仍未能完全阻截「大比例、大折讓」的集資活動，立心不良的「老千股」仍是有機可乘。

因此，本人建議在設立「攤薄效應界線」以外，加入其他審批標準，例如港交所審核融資活動時，必須評估上市公司的過往集資紀錄，包括有否善用之前的集資款項、以及之前的集資活動能否為上市公司及全體股東帶來經濟效益等。

假如港交所發現上市公司過往的集資紀錄不理想，有濫用供股配股等渠道圖取私利之嫌，該所有責任先發制人，拒絕批准相關融資活動。

## **(2)建議善用《上市規則》第 2.03(5)條賦予的否決權**

《上市規則》第 2.03(5)條指出：「《上市規則》反映現時為市場接納的標準，並旨在確保投資者對市場具有信心，尤其在下列方面：上市發行人的董事本着整體股東的利益行事（當公眾人士只屬上市發行人少數的股東時，尤須如此）。」

港交所最近曾引用上述《上市規則》，叫停個別有違投資者利益的供股合股活動。本人認為，日後即使港交所引入「25%攤薄效應界線」或收緊其他集資規則，也必須保留和善用《上市規則》第 2.03(5)條賦予的否決權，適時叫停有違投資者利益的融資活動。

因為眾所周知，「老千股」幕後的「有心人」，財技手法永遠層出不窮，其剝削小投資者的行動，未必單靠供股、配股完成，也會輔以合股、拆股、派送紅股或其他技倆，甚至利用股票供求製造「向下炒」情況。

因此，本人贊同港交所擁有否決權或酌情權，遇有上市公司的股份發行比例或價格折讓對小股東不公平，該所有權拒絕相關集資活動，或是施加額外監管規定。

### (3)建議加設豁免條文

香港之所以能夠成為世界數一數二的集資市場，部份原因源於香港股票市場的自由、靈活和有效率。近年確有「老千股」干擾市場，但相對香港整體上市公司數目、市值和集資規模，「老千股」數目暫未算龐大。

港交所和證監會主動打擊「老千股」當然值得鼓勵，但沒有人欲見到監管機構為了打擊少數「老千股」惡行，而剝削其他優質上市公司靈活集資的機會。

因此，假如港交所引入「25%攤薄效應界線」或收緊其他集資規則，本人認為該所必須加設豁免條文，訂明在何種情況下，上市公司可豁免遵守相關規則。

值得考慮的豁免情況，例如：

- 上市公司能向港交所提供實質證明，公司正面臨財務困難。

- 上市公司能向港交所提供實質證明，公司需要籌集資金完成重大收購合併或發展業務。
- 經濟環境逆轉(例如 2008 年金融海嘯)或個別行業面臨危機，上市公司有需要集資度難關。

#### (4)建議加設「觀察期」及分階段推行

誠如本人在第(1)點所言，「25%攤薄效應界線」的水平，可能未必足以全面阻截不合理的「大比例、大折讓」集資活動。因此，本人建議港交所加設「觀察期」，先以 25%界線為起點，6 至 12 個月後再作檢討。倘發現上市公司仍未能自律，繼續以不合理的集資活動剝削投資者利益，港交所可考慮把界線進一步收緊，反之亦然。

同樣，港交所提議引入的「攤薄效應界線」，暫未有海外市場例子作參考，故實際執行上會否有困難、計算模式會否太複雜等問題，仍有待觀察。因此，本人建議港交所以分階段方式推行，例如先行應用在供股或公開認購(Open Offers)上，倘運作暢順，始考慮擴展至所有特定授權配售。

## (二)披露集資所得款項用途

港交所在諮詢文件中提出，擬要求上市公司在中期報告及年報內，仔細披露集資款項資料，包括：(i)所有股本集資款項用途、(ii)剩餘款項金額和計劃用途、(iii)實際用款情況與原來建議用途是否脛合等。

港交所上述提議值得支持，但僅在中期報告和年報內「事後匯報」，可能並不足夠。本人建議港交所加強「事前披露」，要求上市公司在建議集資的通告和股東通函內，具體交代集資理由、集資款項用途、對上一次集資有否為上市公司帶來效益、以及集資收購的資產對上市公司是否有利等重要資訊。

因為綜觀當下不少公司通告和股東通函，上市公司常以「集資所得將用於一般營運資金」等空泛字句交代集資理由，根本無法解釋為何有逼切需要集資，以及為何有需要通過「大比例、大折讓」的方式發股集資。

再者，不少上市公司經常透過發股集資，向上市公司大股東或董事收購資產，但又沒有充份解釋該項收購對上市公司有何益處、以及相關資產的收購價估值是否合理等。

港交所有責任要求上市公司加強這方面的披露，好讓小股東了解相關

集資活動和收購，是否符合上市公司和所有股東的整體利益。

### **(三)供股和公開認購(Open Offers)**

#### **(1)包銷商必須為獨立持牌人**

港交所在諮詢文件中，提出多項建議改善供股和公開認購(Open Offers)的包銷制度，包括要求包銷商必須為獨立於上市公司、控股股東和主要股東等關連人士的持牌機構。

港交所提出上述提議，因發現若干供股及公開認購(Open Offers)欠缺明確商業理據，該所在文件中指出：「令人關注包銷商（非持牌人）可透過包銷安排購入新股以取得或鞏固其對發行人的控制權或達致背後的目的。如負責包銷的是控股或主要股東，可能會因其個人動機而產生利益衝突，令人質疑發行條款是否符合發行人及全體股東利益。」

本人認為港交所上述提議值得探討，因綜觀近年的情況，確有不少上市公司大股東夥同關連人士，借用包銷商的角色和優勢，透過供股及公開認購(Open Offers)圖利。再者，持牌人及持牌機構受到證監會監管，這可對投資者多加一重監管和保障。

## (2)強制提供「額外申請安排」或「補償安排」

根據現行《上市規則》，上市公司在供股及公開認購(Open Offers)中，可自行選擇會否為「未被認購股份」提供「額外申請安排」或「補償安排」。

不過，根據港交所提供的數據，上市公司對提供「額外申請安排」或「補償安排」並不積極。在 2013 至 2016 年四年間，只有 1 宗交易提供「補償安排」；自願提供「額外申請安排」的交易，亦只佔 61%。沒有提供「額外申請安排」或「補償安排」的上市公司，變相把「未被認購股份」的價格折讓，全數轉至包銷商及其關連人士。

因此，本人認同港交所的提議，可考慮規定上市公司必須為供股及公開認購(Open Offers)的「未被認購股份」，提供「額外申請安排」或「補償安排」。

不過，正如港交所在諮詢文件內指出，即使設有「額外申請安排」，也不代表完全公平，因為過往有事例顯示，上市公司控股股東及各方關連人士，可利用其掌握認購反應數據的優勢，提交非常大量的額外申請，確保自己能大量吸納餘下未被認購股份，攤薄其

他小股東成功申請的機會。

因此，本人認為港交所可考慮增設其他條件，以加強保障小股東，例如規定「額外申請安排」必須讓獨立小股東先行申請，倘有餘下股份未被認購，始容許主要股東、控股股東或其關連人士申購。

### (3)檢討「強制包銷規定」

現行《主板上市規則》設有「強制包銷」要求，規定所有供股及公開認購(Open Offers)必須獲全數包銷，《創業板規則》則沒有相關限制。港交所在諮詢文件中指出，英國、澳洲和新加坡並無強制包銷規定，故建議香港與海外看齊，廢除主板的「強制包銷規定」。

本人不反對有關提議，因目前創業板也沒有包銷限制，但創業板股份也能透過供股及公開認購(Open Offers)有效集資，故即使主板跟隨創業板不設「強制包銷規定」，只要上市公司能及早向股東披露「有可能認購不足」的風險，相信對上市公司及投資者的實質影響未必很大。

另一方面，港交所建議規定所有公開認購(Open Offers)須取得少

數股東批准，除非有關新股是根據「一般性授權」發行。該所所持理由，是因為公開認購(Open Offers)的股份認購權不可轉讓，引伸而來的攤薄效應更嚴重，控股股東更可透過包銷商身份，以低價購入大量股份，有違其他股東利益。

由於建議不會觸及「一般性授權」的發股程序，只涉及根據「特定授權」提出的公開認購(Open Offers)，影響範圍有限，故本人不反對有關提議。不過，港交所亦可考慮給予上市公司選擇權，假如上市公司在其提出的公開認購(Open Offers)方案上，有為小股東提供「額外申請安排」或「補償安排」，可豁免取得少數股東批准。

#### **(四)使用一般性授權配售權證或可換股證券**

港交所建議禁止上市公司使用「一般性授權」配售權證(Warrants/Options)，只容許上市公司使用「特定授權」配售。因該所發現不少上市公司常以象徵式價格，向一小撮投資者配售權證，變相平價配股，有違「一般性授權」規定配股價不能折讓超過 20%的原則，亦不符上市公司和股東的整體利益。本人認同港交所這關注，不反對檢視上市公司配售權證的規則。

同時，港交所建議規範可換股證券(Convertible Securities)的換股價，規定上市公司使用「一般性授權」配售可換股證券時，換股價不能低於當時的正股市價。

然而，綜合近年上市公司發行可換股證券的個案，逾七成的換股價是等於或高於市價，顯示大幅折讓問題未算普遍，故本人認為未必需要急於修例，只需與「一般性授權」規定不能折讓超過 20%的水平看齊已足夠，不用一刀切完全禁止折讓。

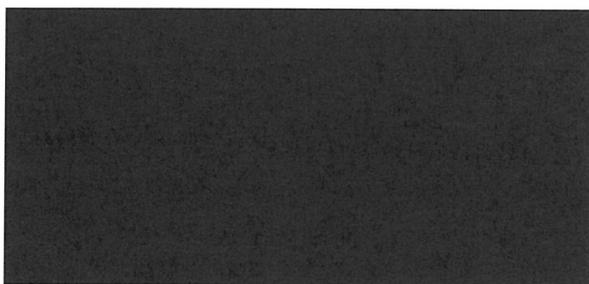
## **(五)股份分拆及紅股發行**

港交所建議禁止任何導致股價降至 1 港元或 0.5 港元的拆股或發行紅股行動。本人認為可以考慮，但推行時務必要審慎，宜採用 0.5 港元或以下作起點，先行測試水溫，避免市場反應過敏。假如上市公司仍未能自律，繼續透過無理反覆拆股和派送紅股，人為影響股票供求推低股價圖取私利，港交所始考慮進一步收緊門檻。

環顧海外市場，如澳洲、新加坡和馬來西亞，也有類似規則，禁止上市公司透過企業行動把股價推至太低水平。香港目前沒有這類限制，但近年明顯有不少上市公司鑽法規空子，濫用合股、拆股和派送紅股

等伎倆，人為舞弄股票供求和股價，甚至「向下炒」，罔顧小投資者利益，港交所必須注視這種不良操作，並加以制止。

(完)



立法會金融服務界議員

張華峰

2017年11月24日