

「上市發行人集資活動」諮詢文件之回應

撰寫機構：保障投資者協會

日期： 2017年11月11日

A. 引言

2017年9月，香港交易所（以下簡稱「港交所」）發出「上市發行人集資活動」諮詢文件，向公眾諮詢上市發行人借殼上市、持續上市準則及上市後集資活動等問題，其中重點諮詢具「高度攤薄效應的供股、公開招股及特定授權配售作出限制」等方面，「保障投資者協會」（以下簡稱「本會」）對港交所此一舉措深表歡迎，並積極對諮詢文件提出的問題作出回應。

「具高度攤薄效應的供股」，「合股、大折讓供股前股價大跌」等市場行為，市場統稱為「向下炒」，這類股份就稱之為「老千股」。「向下炒」在香港股票市場存在已久，2011年本會收到多名投資者投訴，本會就有關事件曾與港交所反映，也曾發起反「向下炒」示威遊行，唯港交所對向下炒問題愛理不理，令老千股一直存在¹於港股市場，愈來愈多小投資者「中伏」。

最近，有國內金融公司及本港股評人發表報告，公開點名多隻本港二三線股不應沾手，加上有十隻「老千股」在同一交易日暴跌，反映出老千股問題愈來愈嚴重，甚至令香港國際金融中心蒙羞。經諮詢後，本會冀望港交所能糾正此股歪風，有效維持一個公平公正的投資市場。

B. 諮詢文件之回應

本會對諮詢文件之回應，乃基於以下三點原則進行：

1. 修例建議可以真正保障小股東及小投資者；
2. 新修訂之條例可切實有效執行；
3. 對市場無大負面影響。

以下是本會對諮詢文件各問題的回應：

問 1. 您是否贊同禁止進行具高度攤薄效應的優先認購要約的建議，除非涉及特殊情況？如否，請提供原因。

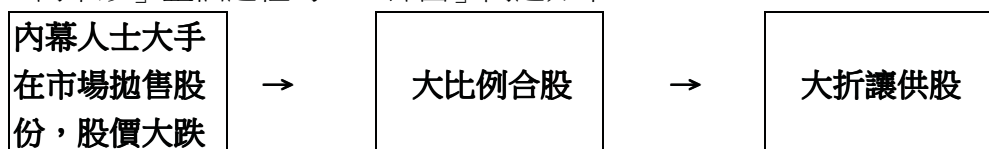
答：贊同。

問 2. 您是否贊同建議中價值攤薄效應 25%的界線？如否，怎樣才是合適的百分比界線？請提供原因。

答：反對。因為此一建議未能有效保障小股東權益不被大幅攤薄，不能杜絕「向下炒」在市場中不再發生。

一般來說，具高度攤薄效應的認購要約（即大折讓供股）大多緊接著大比例合股後發生，而大比例合股則在股價大跌後出現。

「向下炒」整個過程的「三部曲」簡述如下：



建議中價值攤薄效應不超逾 25%，只是限制了這些「向下炒」人士在大折讓供股階段中有限度攤薄小股東權益，但股價在大折讓供股前「人為性」大跌，令小股東帶來的重大損失仍沒法防止。舉個例說，A 股某交易日突然從 10 元大跌 90%至 1 元，然後該股董事會宣佈 10 股合 1 股，合股後再根據經修訂的上市條例（假設「價值攤薄效應不超逾 25%」之修訂獲得通過）宣佈供股，再攤薄小股東 25%權益。A 股小股東實際上的損失不是 25%，而是 92.5%！

建議中價值攤薄效不應超逾 25%的界線，只是規管了「向下炒」三部曲中的第三部，經諮詢後的有關「上市後集資活動」上市條例縱然獲得通過²，向下炒仍然「利潤豐厚」。因此可以預期「向下炒」的不法市場行為依然沒法制止，「老千股」在市場中依然存在，小股東權益仍然沒法受到保障。「向下炒」甚至可能成為香港股市的「風土病」！

本會認為，要有效阻止市場這些行為，應作出以下三點修訂：

1. 合股及供股不可同時進行，供股要在合股 12 個月後才可進行；
2. 供股價為宣佈供股當天前 10 個交易日的平均價為基準，最大折讓價應不超逾 25%；
3. 供股所得金額應和該股市值掛鉤，不得超逾該股宣佈供股當天前 10 個交易日的平均市值 30%。

合股及供股不可同時進行，以及供股所得金額和該股市值掛鉤，可防止有無良大股東在大折讓供股前大幅度推低股價。因為推低股價及合股後，要 12 個月後才可進行供股，費時失事。至於供股所得金額和該股市值掛鉤，無良大股東把股價推得愈低，能夠從小股東身上騙取的金錢愈少；至於大市值企業由於其市值龐大，平均市值 30%的集資金額實際所得金額巨大（參閱例 1 及例 2），故不會影響市場正常的集資功能。

例 1：騰訊控股（0700） 市值（11 月 15 日）：3.64 兆
30%集資金額所得：1.09 兆

例 2：匯豐控股（0005） 市值（11 月 15 日）：1.53 兆
30%集資金額所得：0.46 兆

例 3：長和（0001） 市值（11 月 15 日）：3780 億
30%集資金額所得：1134 億

問 3. 您是否贊同建議中的規定亦適用於特定授權的股份發行？如否，請提供原因。

答：不贊同。因為當港交所相信公司 i)並無清晰商業理據及可能並非以上市發行人及整體股東利益而設計的交易及 ii) 可能導致對現有股東造成價值攤薄效應及將價值轉移至新認購人士的交易時，港交所應馬上予以阻止，而不是用另一個對小股東權益損害較少的方案（最大折讓價應不超逾 25%）取代。

問 4. 您是否贊同建議中將 12 個月期（滾動計算）內的供股、公開招股及特定授權配售合併計算？如否，請提供原因。

問 5. 您是否贊同建議中累計價值攤薄效應的計算方法？如否，怎樣才是合適的方法？

4 及 5 合併作答：不贊同。因為本會認為有關建議不能有效保障小股東權益不被大幅攤薄。（本會的建議請參考問 2 答案）。

3

問 6. 您是否贊同建議中將須取得少數股東批准的規定延伸至所有公開招股（除非新股是根據一般性授權發行）？如否，請提供原因。

答：贊同。

問 7. 您是否贊同廢除優先認購要約的包銷規定之建議？如否，請提供原因。

答：贊同。

問 8. 您是否贊同包銷商需要是獨立於發行人及其關連人士的持牌人士之建議？

答：贊同。不過有關條例在執行時將遇上極大困難。因為目前市場上普遍存在的現象是「隱形」大股東聘請不同人士以「他人名義代持股份」及各人持股量不超逾百分之五，以迴避監管條例，因此獨立於發行人及其關連人士的持牌人士可能是關連人士的。

問 9. 考慮到第 72 及 73 段所述：

(a) 您是否贊同容許控股股東擔任包銷商？如贊同，請提供原因。

(b) 您認為應否容許主要股東（非控股股東）擔任包銷商？如贊同，請提供原因。

9 (a) 答：不贊同。

9 (b) 答：不贊同。不排除非控股股東和主要股東關係密切，屬一致行動人士。此一做法亦有機會令供股利益轉移往非控股股東身上。

問 10. 您是否贊同當優先認購要約由關連人士包銷時，應強制提供補償安排？

答：贊同。

問 11. 您是否贊同廢除關連人士包銷（包括分包銷）優先認購要約可獲豁免遵守關連交易規則的建議？如否，請提供原因。

答：贊同。

問 12. 您是否贊同強制規定發行人在優先認購要約須採納額外申請安排或補償安排的建議？如否，請提供原因。

答：贊同。相信這是對大小股東最公平最一視同仁的做法。

問 13. 您是否贊同將控股股東及其聯繫人的額外申請限制在發行股份數目減去其按股權比例所應得證券的範圍？如否，請提供原因。 ⁴

答：贊同。相信這可阻止控股股東及其聯繫人在發行認購不足時提交非常大額的額外申請，攤薄其他股東的額外申請，增加自己獲分配份額的方法。

問 14. 您是否贊同禁止使用一般性授權配售權證或期權以換取現金的建議？如否，請提供原因。

答：贊同。

問 15. 您是否贊同根據一般性授權配售的可換股證券，其初步換股價不可有價格折讓的建議？如否，請提供原因。

答：贊同。

問 16. 您是否贊同規定在中期報告及年報披露所有股本集資所得款項用途的建議？如否，請提供原因。

答：贊同。另外，董事會若擬更改集資所得款項的用途，須召開股東特別大會通過。

問 17. 您是否贊同對股份分拆或紅股發行施加最低價格規定的建議？如否，請提供原因。

答：贊同。

問 18. 您是否贊同經調整價格不得低於 1 港元的建議？如否，您認為更適合的界線是：

(a) 0.5 港元，還是(b) 其他價位？

答：贊同。

問 19. 您是否支持將觀察期定於六個月？如否，請註明您認為合適的時間。

答：沒意見。

C. 其他意見

由於市場上由其他人士代持股份及受薪作為上市公司主席及董事的公司在三、四線公司中普遍存在（市場稱為「人頭董事」或「另類財經演員」），因此許多上市條例難以確實執行。例如：諮詢文件中第 6 頁第 20 項指「發行人的控股股東或（如無控股股東）董事及最高行政人員以及其聯繫人必須放棄表決贊成有關決議。」在目前市場情況下就變得毫無意義，概因表面上和董事會並無任何關連的獨立小股東就是替幕後大股東持有股票的「人頭」，其實就是幕後大股東操控整次投票的結果。這正正解釋了諮詢文⁵件中第 9 頁第 32 項所說的「……我們留意到雖然股東出席率偏低，但絕大部份的具高度攤薄效應的優先認購要約均獲超過 75% 的出席股東批准。」的現象了。真正的小股東知道沒法改變董事會的投票結果，故大多數人會採取消極態度不出席會議投票。

故此，本會建議：**擔任上市公司主席人士必須持有該上市公司不少於 10% 股份**，此一建議主要是增加幕後大股東背後操控上市公司的難度。

D. 結語

本會由衷希望港交所能廣納民意，決意改革及淨化市場，以保障小投資者利益為依歸，不要把香港股市變為「老千俱樂部」，切實維護香港國際金融中心的美譽。

～全文完～

通訊地址：香港灣仔駱克道 348 號恆發商業大廈 20 樓 A 室

電話：2116 3818 傳真：2116 9200