

From: Adao Gano
Sent: 09, September, 2016 6:52 PM
To: Listing Regulation
Subject: 有關建議改善聯交所的上市監管決策及管治架構的諮詢文件

您好，港股上市監管者！

我是一名內地港股投資者，鑑於港股老千股越來越多，長期以往肯定會讓港股投資者越來越少，大量上市公司長期低估。我有以下一些建議，請傾聽我們小股東的聲音，謝謝！

(1) 合股

其實筆者想先解釋，關於合股，但很多國內朋友不知道的事實。在2002年香港仙股改革後，港交所為免仙股過多，影響市場觀感，況且股價低於1仙需于碎股版買賣，增加了小散戶交易成本，增加了一條上市規則，即是13.64條。條文列明，“如發行人的證券市價接近港幣0.01元或港幣9，995.00元的極點，本交易所保留要求發行人更改交易方法，或將其證券合併或分拆的權利。”所以有部分國內投資者建議上市公司取消合股的建議，完全是和這一條有衝突的，所以要改革，就要從這一條著手的。

其實合股和拆股對股份市值沒有影響，但現在由於部分財技人士經常合股後加上大額供股，所以在投資者眼中，合股已是一種原罪，但個人認為只要扭轉濫供股的手法，合股不改只是可有可無，所以為了減省改革的細節，我會建議保留原制。

(2) 折價配股

港交所早年對配股價是無限制的，但在2000年間增加了不少向下炒的股份，很喜歡折價30%、甚至40%的配股，遠遠低於資產值，故造成對小股東的攤薄非常嚴重，後來港交所推出了一個指引，更修改了上市規則，增加了13.36(5)條，條文列明，如果配售價和市價折讓20%是需要股東的批准，原文如下：

“(5) 如屬配售證券以收取現金代價，而有關價格較證券的基準價折讓20%或20%以上，則發行人（按：即上市公司）不得根據《上市規則》第13.36(2)(b)條所給予的一般性授權而發行證券；上述的基準價，指下列兩者的較高者：(a) 簽訂有關配售協議或其他涉及建議根據一般性授權發行證券的協議當日的收市價；或(b) 下述三個日期中最早一個日期之前五個交易日的平均收市價：(i) 公布配售或涉及建議根據一般性授權發行證券的交易或安排之日；(ii) 簽訂配售協議或其他涉及建議根據一般授權發行證券的協議之日；或(iii) 訂定配售或認購價格之日”。

不過，却有一個例外，就是陷於財困情況下，可以進行大額賤價發行新股而不需股東准許，原文如下：

“除非發行人能令本交易所信納：發行人正處於極度惡劣財政狀況，而唯一可以拯救發行人的方法是採取緊急挽救行動，該行動中涉及以較證券基準價折讓20%或20%以上的價格發行新證券；或發行人有其他特殊情況。凡根據一般性授權發行證券，發行人均須向本交易所提供有關獲分配股份人士的詳細資料。”

但是在這些背景下可做成的漏洞不少，舉例如下：

(1) 仍然沒有考慮限制配股價和資產值的折讓，導致上市公司仍然可以賤價發行新股。

(2) 就算折讓或大額發行新股需股東通過，但極少數小股東有興趣參與投票，同時沒有限制關連人士投票，又或是關連人士可以非關連化，又或是公司沒有主要股東導致沒“關連人士”，但投票只需參與股東會的股東大多數票即可通過，導致投票在沒有代表性下可以通過；

(3) 部分老千股可以透過大額的發行大額可換股債券或承兌票據，之後經營不善需全部撇帳，從而可以大額賤價發行新股，回到(2)的老問題

故筆者建議港交所可如下修例：

(1) 建議減少配股的折讓和一般授權幅度至10%，並加入和資產值折讓的測試，如果任何一條違反規則，需進行股東投票；

(2) 強制要求券商必需利用電子方式主動提醒持有的小股東投票，收費應該愈低愈好。

(3) 以超額折讓發行新股予關連人士或獨立第三方時，大股東及關連人士不得投票。

(4) 投票參與的股東需要達到股東的50%以上及非利害股東的20%以上，否則投票作廢。

(5) 除大多數通過外，增加引入私有化非利害股東10%反對制度，如反對票多於非利害股東數的話，發行新股需作廢。

(6) 長遠股份登記處或券商應引入電子投票制度，提高投票率。

(3) 大折價、大比例供股

關於供股，其實港交所所有分為“公开发售”和“供股”兩種方式，“公开发售”是售予所有投資者，並不是股東的權利，所以沒有供股權，至於供股，則屬股東權利，所以有供股權。其實兩者類近，前者更是对原有股東的一種傷害，筆者建議取消“公开发售”制度，保留供股制度，以對原有股東多一點保障。

至於為各位投資者詬病的大額供股制度，根據港交所上市條例第7章現有條例，再引列如下：

“如建議進行的供股會導致發行人的已發行股份數目或市值增加50%以上。 . . .”

(a) 供股須待股東于股東大會上通過決議批准方可作實，而任何控股股東及其聯繫人，或（如沒有控股股東）發行人董事（不包括獨立非執行董事）及最高行政人員及其各自的聯繫人均須放棄表決贊成有關決議。發行人須在致股東的 通函中披露《上市規則》第2.17條所規定的資料；

(b) 发行人须在致股东的通函中载列建议进行的供股的目的、预期的集资总额，及所得款项的建议用途之细项及描述。发行人也须载列在建议进行供股公布之前的12个月内发行的任何股本证券的集资总额及集资所得的细项及描述、款项的用途、任何尚未使用款项的计划用途及发行人如何处理有关款额的资料。 . . .”

但漏洞如下：

- (1) 理论上，供股价和供股比例没有上限，完全可以大比例、大折让供股，没有考虑公司资产值，对不供股的股东非常不公平。
- (2) 可以发行较现有股权50%亦不需股东同意，虽然如果有大股东的情况下，大股东也需要负责供股费用，但可未经股东同意即可进行供股，似乎也是不合理的行为。
- (3) 如果发行50%以上新股，虽然关连人士不可投票，但由于众多老千股都是喜欢透过关连人士非关连化股权，所以大股东可以不持一股，由非关连的关连人士以压倒性比例通过供股，也是对股东不公平。
- (4) 因为没有限制参与股东大会的股数比例下限，大股东或管理层可以预先利用一般授权发行新股份予友好，再大比例大折价供股，然后由友好利用发行的股票投票通过，造成鱼肉小股东情况出现。

建议如下：

- (1) 供股价应考虑引入如配股一样的10%折让制度，评定标准除近期股价外，也需考虑资产值。
- (2) 供股比例下限不设，但上限必需如现有发红股指引的最大比例，为扩大前股本的2倍，即最多为1供2。
- (3) 供股的授权应加上股东大会上提呈，如否决，则需逐次在特别股东大会上通过，否则如供股扩大股本比例多于20%，也需再经股东通过，并需加入每年以任何集资方式增发股份多于20%以上，亦需得到股东同意。
- (4) 每次投票参与的股东需要达到股东的50%以上及非利害股东的20%以上，否则投票作废。
- (5) 除大多数通过外，增加引入私有化非利害股东10%反对制度，如反对票多于非利害股东数的话，发行新股需作废。
- (6) 长远股份登记处或券商应引入电子投票制度，提高投票率。
- (7) 可以考虑供股前3个月不得增发股票。
- (4) 高价购买垃圾资产和股票

供股集资后的资金，根据上市规则第14章，除了较低级别的须予披露交易和低于一般授权股份交易外，全部也需交予所有股东同意，除重大交易以上的交易，但如果持有50%以上股东书面同意，就不需开股东会。虽然重大交易以上的，也需要上股东会，但只要大股东同意，其实也不成问题，关连人士不能在有害交易投票。这就造成以下漏洞。

- (1) 重大交易中，部分交易可以关连交易非关连化，或是大股东在重大交易背后重大利益，但大大损害股东，小股东极难可反对
- (2) 对于进行股票投资交易，小股东难以得悉投资的标的
- (3) 因为没有限制参与股东大会的股数比例下限，大股东或管理层可以预先利用一般授权发行新股份予友好，再大比例大折价供股，然后由友好利用发行的股票投票通过，造成鱼肉小股东情况出现。

建议如下：

- (1) 重大交易以上投票参与的股东需要达到股东的50%以上及非利害股东的20%以上，否则投票作废。
- (2) 重大交易以上除大多数通过外，增加引入私有化非利害股东10%反对制度，如反对票多于非利害股东数的话，发行新股需作废。
- (3) 长远股份登记处或券商应引入电子投票制度，提高投票率。
- (4) 重大交易前3个月增发的股份不能投票。

筆者增加:

- (5) 對於購買股票的名稱和金額，在發出公告後必須要告知股東，如有任何變更，也需公告

From: Adao Gano
Sent: 05, October, 2016 8:06 PM
To: Listing Regulation
Subject: 有关建议改善联交所的上市监管决策及管治架构的咨询文件

我是一名港股投资者，我支持香港证监会的立场，严厉打击老千股，维持一个健康的港股市场。谢谢！

From: Adao Gano
Sent: 18, November, 2016 12:00 PM
To: Listing Regulation
Subject: 有关建议改善联交所的上市监管决策及管治架构的咨询文件

香港证监会的诸位，

本人作为一名普通的港股投资者，所以一直比较关注这次监管当局对于监管的改善。

香港老千股横行已经是一个不争的事实，而且非常普遍，某些不良商人以及联交所某些人还在以自由市场为由淡化老千股问题。同为自由市场的美国怎么没有那么多老千股？财务欺诈可能每个市场都存在，那个哪里都属违法，但是像港股这种利用大比例低价供股合股往下炒，明目张胆又合法地掠夺中小股东财富的老千股，估计也算香港特色了。其实为老千股开脱之词都不值一驳，自由市场不等于滥用大股东权力和信息不对称对中小股东进行肆意掠夺，这种权力的滥用必须要有独立的监管公权力进行平衡。

这次深港通的风险提示中专门有关于香港老千股的风险提示。现摘录如下：

“二是中小市值股票可能出现“老千股”的风险。投资者需关注中小市值股票普遍具有规模小、业绩不稳定、价格波动幅度较大等特点，特别注意部分港股通上市公司基本面变化大、股票价格低，可能存在大比例折价供股或配股、频繁分拆合并股份的行为，投资者持有的股份数量、股票面值可能发生大幅变化，导致投资者权益可能受损。”

这些条款好像沪港通开的时候没有，现在为何有了？我想肯定是大量内地的中小投资者在港股通踩雷了血本无归了，于是交易所就立马加上了（如果诸位的这次改革有这种速度就好了）。

我不知道诸位看到这些是如何想的？但在我眼里这是实实在在，啪啪地在打香港监管当局的脸，别人能把香港市场的问题看的明明白白，而香港多年来自诩为国际金融中心，以其效率先进的法治商业环境为傲，到现在才有些许改善的意愿，我想这还是外部倒逼的结果，而且这姗姗来迟的改善还在香港内部遇到颇多阻挠。我理解监管当局希望进行改善工作的难度，需要对抗香港本土的众多老千既得利益集团的阻挠，其实逻辑也很简单，因为出千，所以富有，因为富有所以有势力，有话语权。联交所本身作为盈利机构也无法完全保持独立，无可避免与利益集团有瓜葛。其实去看看阻挠监管改善者中，有多少是中小投资者？越是如此越说明既得利益者在现有体制下有巨大的不公平利益所在，也说明强化监管当局的独立监管权是多么必要。

目前沪港通已开，深港通在即，越来越多内地的中小投资者南下需要得到监管当局的关注。希望香港监管当局有担当，有勇气冲破既得利益者的阻挠，还香港市场一个清明的治理环境，让中小投资者在一个更公平的环境下博弈。否则哀莫大于心死，长期的劣币驱逐良币，以及国内资本市场的逐步开放和制度完善的竞争压力下，东方之珠必将失色，最终丧失融资功能，

综上，变革就在当下，本人坚决支持监管当局能够顺应广大中小投资者(包括香港和内地)意愿，强化监管当局独立的监管权力，承担其制衡大股东管理层滥用权力的责任，完善良币驱逐劣币的生态系统，将老千股彻底驱逐出市场，并对相关责任人采取市场禁入措施，降低中小投资者其追责成本并提供法律便利，增加出千者的成本。