

2021年5月20日

有關涉及首次公開招股의失當行為的聯合聲明

本聲明闡述證券及期貨事務監察委員會（證監會）及香港聯合交易所有限公司（聯交所）針對在近期新上市的公司中留意到的某些監管事宜而採取的整體方針，以及日後可如何運用它們在《證券及期貨條例》、《證券及期貨（在證券市場上市）規則》（簡稱《證券市場上市規則》）、《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》及《香港聯合交易所有限公司 GEM 證券上市規則》（統稱《上市規則》）下各自的權力處理有關事宜。

有關事宜主要涉及一些涉嫌為非真實地滿足首次上市規定或便利在日後操縱有關股份的市場而作出的安排。以上行為可能會阻礙一個公開、有秩序及公平市場的發展，並令人質疑是否有投資者真正對某些首次公開招股項目感興趣¹。證監會及聯交所均關注到，上述安排可能會對本地資本市場的質素及廉潔穩健和香港作為國際金融中心的聲譽造成影響。

觀察所得及監管關注事項

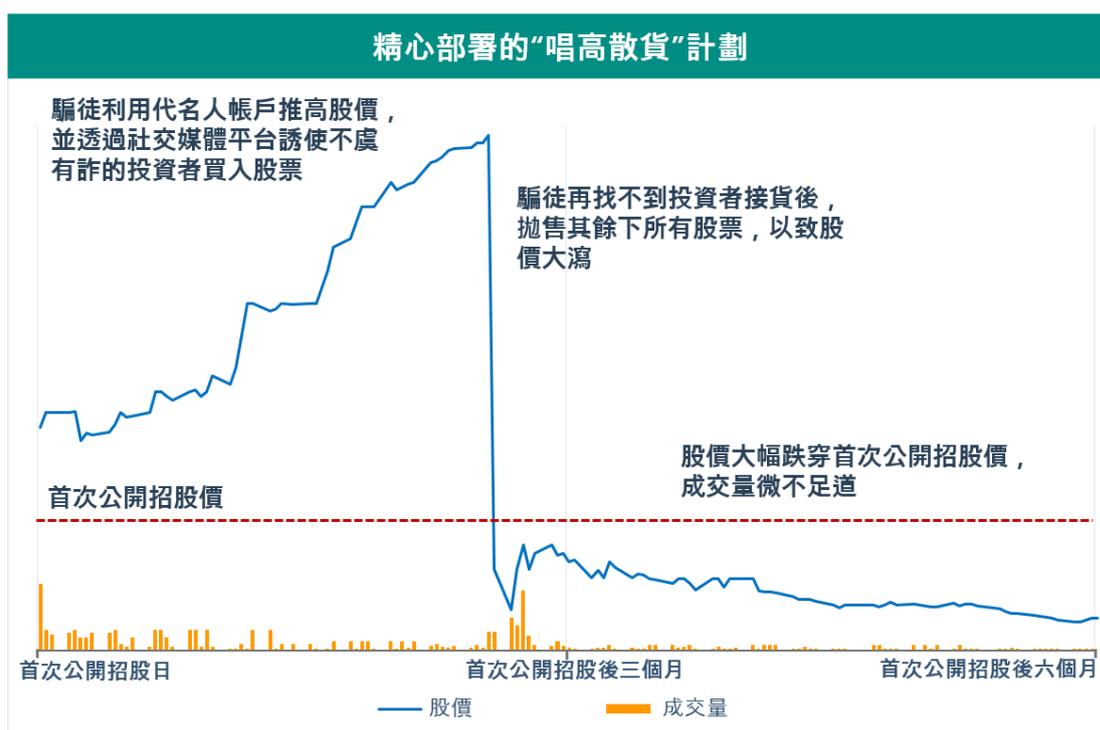
“唱高散貨”計劃

愈來愈多懷疑“唱高散貨”計劃與近年的首次公開招股項目有關。“唱高散貨”計劃屬於操縱股票市場的手法之一。騙徒利用不同方法將某上市公司的股價人為地推高，然後誘使不虞有詐的投資者以高價買入騙徒拋售的股票。這些計劃通常利用社交媒體平台進行。

我們有理由懷疑，這些計劃有部分早在首次公開招股過程的初期便已部署，目的是要在稍後操縱股價。在某些個案中，似乎有配售部分的股份被分配至受控制的帳戶，而有關帳戶的部分資金似乎是由首次公開招股過程中所支付異常高昂的包銷佣金或其他上市開支所轉撥。股價在上市初期急升後，往往會大幅跌穿首次公開招股價，令眾多投資者蒙受重大損失，而成交易通常會在其後縮減至微不足道的水平。

¹ 《主板上市規則》第 8.07 條及《GEM 上市規則》第 11.22A 條規定，尋求上市的證券必須有充分的市場需求。這是指聯交所必須信納，將有足夠公眾人士對發行人的業務及證券感興趣。《主板上市規則》第 8.08(1)條及《GEM 上市規則》第 11.23(7)條訂明了公眾持股量規定，當中指明無論何時，發行人已發行股份數目總額必須至少有 25%由公眾人士持有。

例子：



儘管這些計劃較常涉及低市值的公司（尤其是僅僅能符合《上市規則》最低市值規定的公司）的首次公開招股²，但本聲明闡述的監管方針所針對的是涉及首次公開招股的失當行為，不管相關公司的規模如何。

欠缺穩健且具透明度的股份配售安排及價格探索過程

在一些有問題的個案中，我們有理由懷疑犯事者利用首次公開招股的配售部分，將股份分配予受控制承配人，藉此(i)非真實地滿足《上市規則》的首次上市規定，為有關股份營造一個虛假市場；或(ii)進行挾倉，以便在上市後更易於操縱有關股份的市場。

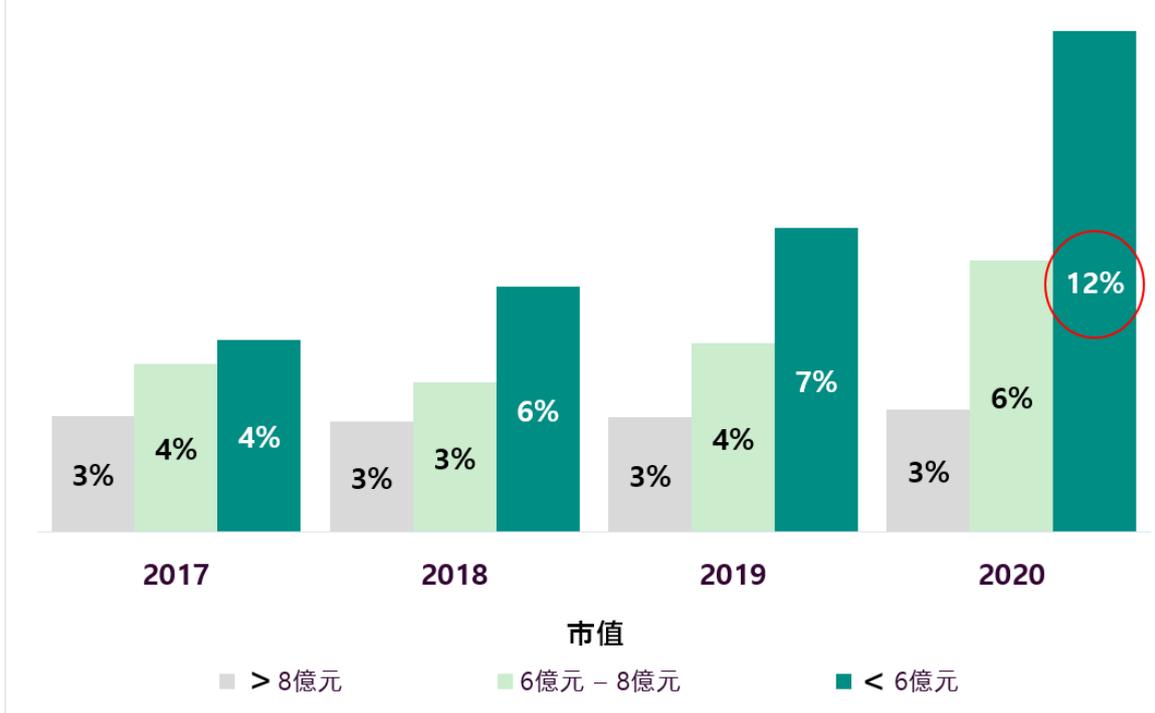
另一個受關注事項是在某些個案中，股份配售安排及價格探索過程有欠穩健且缺乏透明度，令人難以理解當時如何物色有關承配人，配售部分的股份分配基準為何，以及如何釐定首次公開招股價。

異常高昂的包銷佣金及可疑的安排

我們亦注意到於過去兩年，在部分這些有問題的首次公開招股項目中，包銷商獲支付異常高昂的佣金。舉例來說，市值低於 6 億元的首次公開招股項目的平均包銷佣金率，由 2017 年的約 4% 大幅上升至 2020 年的 12%。這些高昂的包銷佣金連同其他上市開支，與該等首次公開招股項目的集資淨額不合比例。在最極端的個案中，在一個首次公開招股項目中支付予各經紀行的整體包銷佣金率超過 20%，而其中一些經紀還從佣金池中收取更高的佣金率。

² 《主板上市規則》第 8.09(2)條規定，新申請人預期在上市時的市值不得低於 5 億元。《GEM 上市規則》第 11.23(6)條規定，GEM 申請人的預期市值不得低於 1.5 億元。

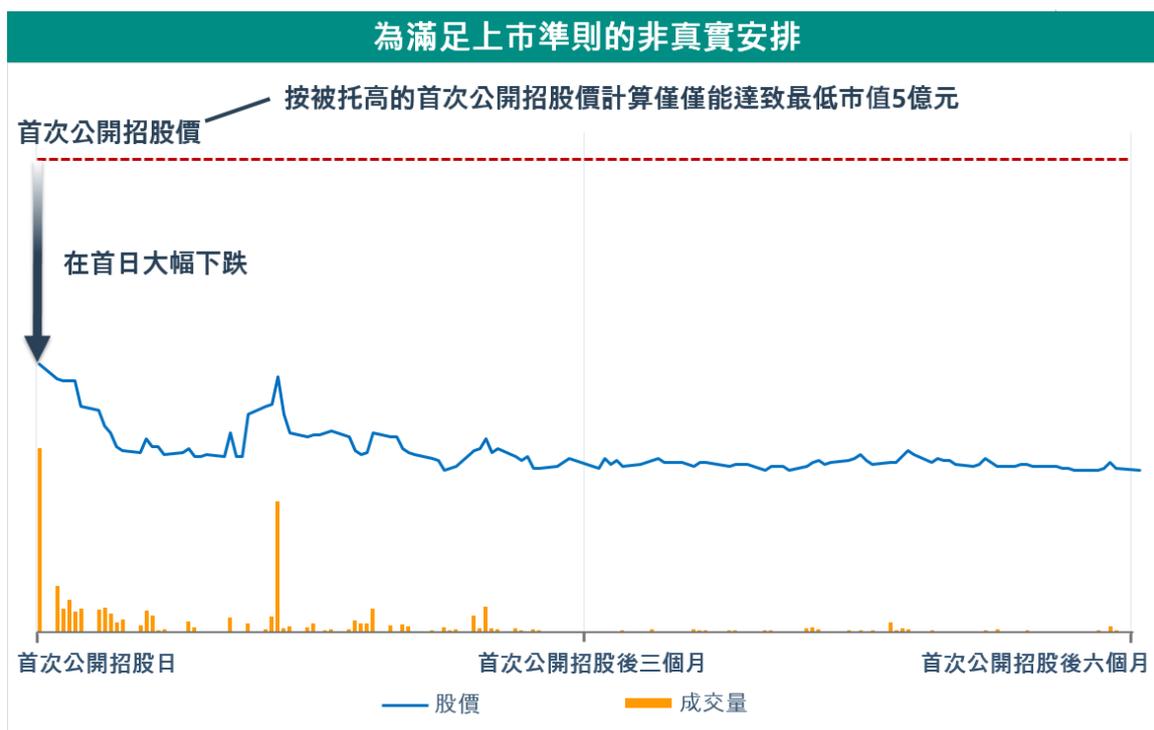
平均包銷佣金率



我們有理由懷疑，在某些個案中，包銷佣金及其他上市開支的一部分被用作為某些安排提供部分資金，而這些安排旨在(i)非真實地滿足《上市規則》下有關足夠的投資者興趣、最低市值及足夠數目的股東的首次上市規定，或(ii)進行“唱高散貨”計劃。舉例來說，部分上市開支可能以回佣形式輸送了給協助營造“市場”的受控制承配人，以向他們作出補償，或資助這些承配人認購價格被托高的股份。我們亦注意到，有些情況是上市申請人在上市後支付大額的額外“酌情”上市開支，但沒有解釋這樣做的根據。在許多情況下，申請人可用的所得款項淨額因而比招股章程所披露的有重大減少。

若沒有上述安排，部分上市申請人可能無法滿足《上市規則》下的某些首次上市規定，及首次公開招股價和估值可能會大幅低於招股章程所披露的水平。在某些個案中，股價在首個交易日大幅下跌至更真實地反映公司實際市場價值的水平。

例子：



可能引致監管機構查詢的有問題的首次公開招股項目的特點

證監會作為法定監管機構，負責執行《證券及期貨條例》和《證券市場上市規則》，及監察聯交所履行其上市職能的情況。聯交所負責執行《上市規則》，並且是所有上市申請（除了證監會根據《證券市場上市規則》提出關注事項的上市申請）的主要前線監管機構及聯絡點。

鑑於本聯合聲明所識別的關注事項，若某宗上市申請展示出以下一項或多項特點，證監會與聯交所便會作出查詢，以確定是否有足夠的投資者真正對申請人及其證券感興趣，以及是否有足夠數目的股東，讓有關證券能在上市後發展出一個公開公平而有秩序的市場。

- (i) 申請人的市值僅僅能符合《上市規則》下的最低門檻³。
- (ii) 鑑於申請人的基本因素（包括其盈利預測）及其同業的估值，市盈率非常高。
- (iii) 異常高昂的包銷或配售佣金或其他上市開支⁴。
- (iv) 股權高度集中於極少數股東，特別是當公眾持股量的價值偏低及股東數目僅僅能符合《上市規則》所載的最低門檻⁵。

³ 這亦是《有關首次公開招股審批及申請人是否適合上市的指引》（HKEX-GL68-13A）所識別的一項空殼公司的特點——(i)低市值。

⁴ 這亦是《有關首次公開招股審批及申請人是否適合上市的指引》（HKEX-GL68-13A）所識別的一項空殼公司的特點——(iii)集資額與上市開支不合比例（即上市所得款項絕大部分用作支付上市開支）。

⁵ 這些門檻是：(a)《主板上市規則》第 8.08(2)條（至少 300 名股東）；(b)《主板上市規則》第 8.08(3)條（上市時由公眾人士持有的證券中，由持股量最高的三名公眾股東實益擁有的百分比，不得超過 50%）；及(c)《主板上市規則》附錄六（至少 100 名承配人），以及《GEM 上市規則》內的相應門檻。

以上各點並非詳盡無遺，而證監會及聯交所審閱上市申請及其後進行調查的過程中，可能會識別出令監管機構必須加強審查的其他特點。

在首次公開招股項目的審批過程中，證監會及聯交所可能會要求申請人提供具說服力的證據，以證明有真正的投資者需求來符合《上市規則》的規定⁶，及（考慮到可比上市公司的估值倍數後）預期估值的合理性。此外，上市申請人或須證明首次公開招股價已經或將會透過穩健且具透明度的價格探索程序（包括其有關鎖定目標投資者、推銷、定價及分配的策略）予以釐定。上市申請人應預備就任何偏離上述策略的情況作出解釋。

如上市申請人或其關連人士可能支付(i)異常高昂的包銷佣金或其他上市開支，或(ii)大額的酌情上市開支，有關上市申請人便應提供這些開支的完整詳情，以供監管機構審查，同時也應在上市文件內披露相關資料。聯交所將繼續密切監察所得款項在有關股份上市後的用途。

監管機構反對新上市的權力

如果就股份配售安排及價格探索過程所提出的問題未能得以圓滿解決，或《上市規則》下的基本上市條件未獲符合，聯交所可行使酌情權以拒絕某項上市申請。這些條件包括但不限於有足夠公眾人士感興趣⁷，有關股份有一個公開市場及由足夠數目的股東持有⁸。聯交所亦會就潛在“殼股”的問題，重點檢視某首次公開招股項目會否引起如《有關首次公開招股審批及申請人是否適合上市的指引》（HKEX-GL68-13A）所闡述的涉及是否適合上市的關注事項。

證監會根據《證券市場上市規則》第 6(2)條獲賦權，可在其覺得出現以下情況（除其他理據外）時，反對某項上市申請：

- (i) 該項申請並不符合《上市規則》的規定⁹；或
- (ii) 讓該等證券上市並不符合投資大眾的利益或公眾利益¹⁰。

例如，若聯交所基於某個案的具體事實，認為該項上市申請不符合《主板上市規則》第 8.07 條的規定（即沒有足夠公眾人士對上市申請人的股份感興趣），則聯交所可拒絕該項上市申請。證監會亦可根據《證券市場上市規則》第 6(2)(a)條，以該項申請並不符合《上市規則》的規定為理據反對該項申請。

另外，證監會在評估應否行使其反對上市申請的權力時，將顧及任何會引起公眾利益關注的問題。關於證監會可在哪些情況下，根據《證券市場上市規則》第 6(2)(d)條援引“公眾利益或投資大眾的利益”的理據以反對某項上市申請，舉例如下（非詳盡無遺）。

- (i) 經考慮對申請人證券表示有興趣的投資者的背景及數目、申請人證券的分布模式，以及在上市後立即持有申請人證券的人士的數目後，證監會覺得不存在所需條件，可讓申請人的證券在上市後發展出一個有秩序和公平的市場；或

⁶ 《主板上市規則》第 8.07 條及《GEM 上市規則》第 11.22A 條。

⁷ 《主板上市規則》第 8.07 條。

⁸ 《主板上市規則》第 8.08 條。

⁹ 《證券市場上市規則》第 3(a)及 6(2)(a)條。

¹⁰ 《證券市場上市規則》第 6(2)(d)條。

- (ii) 證監會覺得申請人因其架構、業務、財務狀況、管治安排、董事會或管理層而可能不適宜在香港上市，例如，上市申請人的董事會或管理層被發現參與“唱高散貨”計劃，或旨在誤導監管機構或投資大眾或規避適用規則的計劃。

此外，證監會在考慮是否援引“公眾利益或投資大眾的利益”的理據以反對一項上市時，亦可能顧及該項上市會否損害香港資本市場作為一個公平、有效率、具競爭力和透明度且有秩序的市場的聲譽。

證監會亦可根據《證券市場上市規則》第 6(3)(b)條獲賦權，對上市申請施加條件¹¹。

暫停交易及其他監管行動

如出現下列情況，證監會及聯交所便會根據《證券及期貨條例》、《證券市場上市規則》或《上市規則》對涉事各方進行調查及採取適當行動：

- (i) 股價或成交量出現任何異動；
- (ii) 上市後股權高度集中；
- (iii) 上市文件似乎可能載有虛假、不完整或具誤導性的資料；或
- (iv) 有其他失當行為的證據。

除了聯交所根據《上市規則》所進行的上市發行人監管工作之外，證監會亦將毫不猶豫地對涉嫌參與失當行為的發行人、董事、大股東及中介人行使其法定權力（包括調查權）。

證監會可根據《證券市場上市規則》第 8(1)條，指示聯交所暫停於聯交所上市的任何證券的交易¹²。舉例來說，若有證據證明在上市時，大多數首次公開招股承配人並非真正投資者，且並未有足夠的投資者真正對有關證券感興趣，證監會可行使其在《證券市場上市規則》第 8(1)條下的權力，發出暫停交易通知。

除上述行動外，凡涉及具有上述特點（即市值僅僅能符合《上市規則》的最低門檻，市盈率非常高，異常高昂的包銷或配售佣金，或股權高度集中）的有問題的首次公開招股項目的中介人，都可能會被重點選定以進行較深入的視察，從而評估它們遵從適用的法律及監

¹¹ 《證券市場上市規則》第 6(3)條規定，證監會可在《證券市場上市規則》第 6(6)條指明的限期內，通知申請人及聯交所——

- (a) 證監會並不反對有關申請所關乎的證券上市；或
- (b) 證監會並不反對有關申請所關乎的證券在證監會認為適合施加的條件規限下上市。

¹² 《證券市場上市規則》第 8(1)條規定，如證監會覺得出現以下情況，則可指示聯交所暫停於聯交所上市的任何證券的一切交易：

- (a) 以下文件載有在要項上屬虛假、不完整或具誤導性的資料：在與證券於聯交所上市有關連的情況下發行的文件（例如招股章程或通告），或由發行人或由他人代它作出或發出的與發行人的事務有關連的公告、陳述、通告或其他文件；
- (b) 暫停在聯交所買賣的證券的一切交易，對為證券維持一個有秩序和公平的市場是有需要或合宜的；
- (c) 為維護投資大眾的利益或公眾利益起見應暫停有關證券的一切交易，或為保障一般投資者或保障在聯交所上市的任何證券的投資者而暫停有關證券的一切交易是適當的；或
- (d) 證監會根據《證券市場上市規則》第 9 條就恢復交易（繼先前暫停交易之後）所施加的條件沒有獲得遵從。

管規定的情況¹³。一旦發現到任何看似嚴重的違規及監控缺失的情況，證監會便會迅速調查有關事宜，並將毫不猶豫地就涉及首次公開招股的失當行為，對中介人採取執法行動。

證監會與聯交所將會繼續緊密合作和交換資料，以確保能採取適當的監管對策來處理任何不當行為。

證券及期貨事務監察委員會

香港聯合交易所有限公司

¹³ 請參閱證監會於 2021 年 2 月 8 日就適用於香港資本市場交易的操守規定而發表的諮詢文件。建議的規定將有助釐清中介人在股權及債務資本籌集過程中所擔當的角色，並訂明它們在簿記建檔、定價、分配及配售活動中應達到的操守標準。