

联交所就上市发行人集资活动发表咨询总结

2018年5月4日，香港联合交易所有限公司（联交所）就关于上市发行人集资活动的[咨询发表总结](#)，旨在处理市场对部分上市发行人集资方式所存在的质疑和顾虑，包括以大幅折让价格进行的上市后集资活动以及股份合并及分拆。咨询文件的各项建议均得到大部分回应人士的支持，联交所将按照市场意见作出轻微修订后实施相关建议。修订后的《上市规则》将于2018年7月3日生效。

本期香港资本市场通讯概述了咨询总结中对《上市规则》作出的相关修订。

主要《上市规则》修订

具有高度摊薄效应的集资活动：

- 禁止所有会令累计价值摊薄效应达 25%或以上的供股、公开招股及特定授权配售（个别计算或合计 12 个月滚动计算），特殊情况除外，例如发行人出现财政困难。

供股及公开招股：

- 规定所有公开招股须取得少数股东批准，除非有关新股是根据现有的一般性授权发行。
- 废除供股及公开招股必须作出包销安排的规定。
- 规定供股及公开招股的包销商必须为《证券及期货条例》下的持牌人士以及独立于发行人及其关连人士。
- 废除现时适用于关连人士担任供股或公开招股包销商的关连交易豁免。
- 规定发行人必须采用额外申请安排或补偿安排处理未被认购的股份。
- 对于控股股东及其联系人作出的额外申请，上市发行人毋须理会任何超出认购发行规模减去该等人士按股权比例所应得证券的部分。

一般性授权配售权证或可换股证券：

- 禁止使用一般性授权配售权证。
- 规定使用一般性授权配售可换股证券时，其首次换股价不得低于配售时的股份市价。

其他变更：

- 在中期报告及年报中加强有关股本集资所得款项用途的披露。
- 禁止会导致调整后理论股价低于 1 港元的股份分拆或红股发行行动。

关于上市发行人集资活动的咨询总结¹

2016年12月9日，联交所联同证券及期货事务监察委员会(证监会)刊发联合声明，密切关注具有高度摊薄效应的供股及公开招股(统称“优先认购要约”)对少数股东权益的负面影响和市场对此的相关顾虑。联交所及证监会对2013年至2016年期间的上市集资活动进行检视，发现虽然具有高度摊薄效应的优先认购要约得到了少数股东的批准，但股东大会的出席率和少数股东的认购率极低。这些情况显示了投票结果未必可以公平反映少数股东对认购要约的支持度。部分集资活动缺乏商业理据，令人对集资活动的交易目的以及其是否符合上市发行人及全部股东的利益产生质疑。

根据市场意见，联交所将修订《上市规则》：(i) 实施针对性措施处理滥用大规模及大幅价格折让集资活动的潜在问题；(ii) 处理有关供股、公开招股及一般性授权的特定事宜；及(iii) 加强有关集资活动所得款项用途的披露及实施对股份分拆及红股发行的额外规定。

具高度摊薄效应的集资活动

现行《上市规则》规定上市发行人发行新股本证券必须先售予现有股东，除非上市发行人向股东取得授权发行新股份。《上市规则》保障少数股东的方法是要求发行人向股东：i) 寻求针对该次建议股份发行的特定授权(特定授权)；或ii) 就证券发行规模及价格折让不得超过20%的规限取得事先授权(一般性授权)。

虽然优先认购要约容许所有现有股东参与，但选择不认购的股东的拥有权将会因为新股发行而被摊薄。当上市发行人按市价折让发行新股时，该价格折让将进一步摊薄没有认购股份的股东的投资价值。市场评论认为该等认购要约的条款可能会特意以不吸引少数股东为目的进行设计，从而使内幕人士能够以极低价格购入大量未被认购的股份。此外，部分具有高度摊薄效应的特定授权配售缺乏清晰的商业理据，令人质疑有关交易是否是为了促成其他活动而非配合上市发行人的资本需求。

针对上述问题，联交所认为发行人不得进行具高度摊薄效应的优先认购要约或特定授权配售，导致没有认购的股东的价值摊薄25%或以上(除非发行人能使联交所确信涉及特殊情况)。价值摊薄按以下公式计算²：

$$\frac{\text{新发行股份数目} \times \text{价格折让百分比}^3}{\text{经新发行所扩大的股份数目}}$$

为了阻止发行人规避上述规则，价值摊薄将累计计算，合并计算股份发行之前12个月滚动期间的所有优先认购要约和特定授权配售⁴。

¹ 有关上市发行人集资的《上市规则》修订概要，请参阅附录一。

² 供股中认购权的价值并未考虑在内。

³ 价格折让参考(i)协议当日股份收市价；及(ii)紧接公告日期、协议日期或价格厘定日期前5个交易日的平均收市价之较高者厘定，与现有一般性授权计算价格折让的规则相符。

⁴ 累计价值摊薄效应参考(i)过往12个月内发行的股份总数，相对于首次发行或配售前已发行股份数目；及(ii)价格折让的加权平均值(每次价格折让按发行当时的股份市价计量)计算。

供股及公开招股

所有公开招股须取得少数股东批准

公开招股的认购权属于不可转让的权利。和供股不同，股东不能向第三方转让公开招股的认购权。因此，不拟认购新股的股东不能通过出售认购权减轻价值摊薄效应，并且为了避免因为价值被摊薄而遭受损失被逼要出售股份。当公开招股的条款具有高度摊薄效应，很多少数股东可能希望出售股份，令股价进一步受压，股东的亏损就可能更大。

联交所将修订《上市规则》，规定所有公开招股须取得少数股东批准，除非有关新股是根据现有的一般性授权发行。控股股东（如无控股股东，董事（不包括独立非执行董事）及最高行政人员）以及其联系人不可就有关决议案投赞成票。

供股及公开招股的包销

根据现行《上市规则》，在一般情况下，所有主板上市发行人的优先认购要约必须获全数包销。这为发行人提供一定程度的确定性，使发行人可在资金获得保证的情况下进行规划。如委聘的是独立专业的包销商，则能够确保优先认购要约按公平原则磋商议定。关连人士若以优先认购要约的包销商或分包销商的身份认购新证券，而发行人采用额外申请安排⁵或补偿安排⁶，相关新股认购可获全面豁免，毋须遵守关连交易规则。

联交所将废除所有主板上市发行人提出优先认购要约须获包销的规定。如发行人决定不为供股或公开招股安排包销，应向股东披露相关风险，以及在认购不足的情况下资金计划如何分配使用。

当发行人决定委聘包销商时，包销商必须是在证监会持牌或注册可进行第1类受规管活动（证券买卖）的人士⁷。此外，其日常业务必须包括证券包销，并且独立于上市发行人。发行人的控股股东或主要股东可继续出任包销商，但他们必须就未被认购的股份采用强制性的补偿安排⁶。

供股公告、上市文件及通函必须载有声明，确认包销商是否符合上述其中一项情况。

联交所将废除现行《上市规则》下的有关豁免，关连人士进行的包销或分包销安排须取得独立股东批准，发行人亦须委聘独立财务顾问就相关安排的条款提出意见。

处理优先认购要约的未被认购股份

根据现行《上市规则》，发行人可安排额外申请安排⁵或补偿安排⁶，以处置优先认购要约认购期间未被股东认购的新股。若两类安排都没有实施，未被认购股份的价格折让所带来的价值将转移至包销商。联交所将会强制规定发行人进行优先认购要约时，处理未被认购股份必须采用额外申请安排⁵或补偿安排⁶两者之一。

⁵ 容许股东申请认购超出其股权比例所应得证券的未被认购新股，发行人须按公平基准向申请人分配未被认购股份。

⁶ 将未被认购的股份出售给独立投资者，然后向没有认购股份的股东返还任何溢价。

⁷ 作为证监会持牌人的包销商须遵守证监会《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》有关持牌中介人士的要求，必须公平、诚实行事，有适当技能及勤勉尽责，并符合相关监管规定的要求，以促进公司最佳利益及市场持正操作。此外，这些人士本身受证监会监察，能配合对集资活动的联合规管。

此外，针对控股股东由于知道认购的程度，可能会利用额外申请安排图利，以折让价认购未被认购股份的情况，联交所亦将采取有关措施。联交所将修订《上市规则》，规定发行人必须采取行动识别控股股东及其联系人的额外申请，毋须理会任何超出认购发行规模减去该等人士按股权比例所应得证券的部分。

根据一般性授权配售权证或可换股证券

根据现行《上市规则》，发行人可向股东寻求一般性授权发行新证券（不超过已发行股份数目的 20%，而发行价格折让限制为 20%³）。一般性授权规则为发行人提供灵活性，让其可迅速在市场上集资，而 20% 的价格折让限制能限制新股发行造成的摊薄效应，为现有股东提供保障。然而，市场担心一般性授权应用于配售权证时会出现滥用情况，导致认购人而非发行人获利。

联交所将修订《上市规则》，禁止使用一般性授权配售权证或期权以募集现金。这意味发行人进行这些配售须取得特定授权。此外，使用一般性授权配售可换股证券时，首次换股价必须等于或高于配售时上市股份的基准价⁸。所有其他情况下则必须使用特定授权配售可换股证券。

其他规则修订

发行人中期报告及年报对股本集资所得款项用途的披露

在现行制度下，发行人只需在公告、股东通函（特定授权）和年报中披露有关股本集资方面的信息。联交所将推行更严谨的披露框架，要求发行人在中期报告及年报披露所有股本集资所得款项用途的详情，包括：

- (i) 集资所得款项于年内作不同用途的明细及描述；
- (ii) 提供尚余未动用款项拟定用途的明细、描述及预期时间表；及
- (iii) 所得款项的用途或拟定用途，是否符合先前所披露的计划，若出现重大变动或延误，则提供个别原因。

股份分拆或红股发行

虽然股份合并、分拆或发行红股不会改变股东在发行人的权益比例，但该发行可能会导致现有股东持有不足一手的碎股或不足一股的零碎股份，该等股份的交易价格普遍比以完整买卖单位交易的价格低。如果在股份分拆或红股发行公布前 6 个月期间，根据股份最低每日收市价计算的调整后理论股价低于 1 港元，则联交所将禁止该股份分拆或红股发行行动。

⁸ 基准价为以下两者的较高者：

- (a) 签订有关配售协议或其他涉及建议根据一般性授权发行证券的协议当日的收市价；及
- (b) 下述三个日期当中最早一个日期之前五个交易日的平均收市价：i) 公布配售或涉及建议根据一般性授权发行证券的交易或安排之日；ii) 签订配售协议或其他涉及建议根据一般性授权发行证券的协议之日；或 iii) 订定配售或认购价格之日。

附录一 – 《上市规则》修订概要

以下是现行《上市规则》与咨询文件总结中有关集资活动新修订《上市规则》的比较。

上市发行人集资活动

项目	受影响集资活动类别		新修订《上市规则》	
	现行《上市规则》	新修订《上市规则》	现行《上市规则》	新修订《上市规则》
具有高度摊薄效应的集资活动	供股、公开招股及特定授权配售	<ul style="list-style-type: none"> 并无就具有高度摊薄效应的集资活动设定具体限制 	<ul style="list-style-type: none"> 禁止所有会令累计价值摊薄效应达 25% 或以上的供股、公开招股及特定授权配售（个别计算或合计 12 个月滚动计算），特殊情况除外 	
少数股东批准	公开招股	<p>如任何公开招股 1) 导致发行人的已发行股份数目或市值增加 50% 以上⁹ 或 2) 有关证券并非供现有证券持有人按其现时所持有的证券比例认购，则除非根据一般性授权发行该等证券，否则公开招股必须获得股东批准</p>	<p>除非有关新股是根据现有的一般性授权发行，否则所有公开招股必须取得少数股东批准</p>	
供股及公开招股的包销	供股及公开招股	<ul style="list-style-type: none"> 在通常情况下，所有主板发行必须全部包销 对包销商的身份或资格没有限制 如果发行人已就未被认购的股份采用额外申请安排⁵或补偿安排⁶，则担任包销商的相关人士可全面豁免遵守关联交易的规定 	<ul style="list-style-type: none"> 废除强制性包销规定 包销商（如已委任一名包销商）必须为《证券及期货条例》持牌或注册可进行第 1 类受规管活动的人士，其日常业务包括证券包销，且独立于上市发行人；若发行人的控股或主要股东担任包销商，则必须对于未被认购的股份遵守强制性补偿安排⁶ 废除关联交易豁免、控股股东或主要股东担任包销商（包括分包销）时必须取得独立股东批准及征求独立财务顾问意见 	
处理优先认购要约中未被认购的股份	供股及公开招股	<ul style="list-style-type: none"> 并非强制规定采用额外申请安排⁵及补偿安排⁶ 	<ul style="list-style-type: none"> 规定采取额外申请安排⁵或补偿安排⁶处理未被认购的股份。如果控股股东担任包销商，则只能采取补偿安排⁶。 控股股东及其联系人作出的额外申请，则毋须理会任何超出认购发行规模减去该等人士按股权比例所应得证券的部分 	
使用一般性授权配售权证或可换股证券	权证或可换股证券	<ul style="list-style-type: none"> 发行人可向其股东寻求发行新证券的一般性授权（最多占已发行股份数目的 20%，发行价格折让限制为 20%） 只有当权证按公允价值或接近公允价值发行，才可以根据一般性授权配售权证 	<ul style="list-style-type: none"> 配售权证或期权来筹集现金，发行人必须取得特定授权 只有当首次换股价等于或高于上市股份的基准价时，配售可换股证券才可以使用一般性授权，所有其他情况下则需要特定授权 	
对股本集资所得款项用途的披露	所有股权集资	<ul style="list-style-type: none"> 一般性授权 - 在集资时公布股本集资的条款，拟定所得款项用途，以及在年报中披露所得款项的实际用途 特定授权 - 于股东通函公布更详尽的股本集资条款，拟定所得款项用途，以及在年报中的【重要事项】里披露所得款项的实际用途 	<ul style="list-style-type: none"> 除了现有披露规定，要求发行人在中期报告及年报披露有关股本集资所得款项用途的详情，包括： <ul style="list-style-type: none"> (i) 年内集资所得款项使用的明细及描述 (ii) 未动款项(如有)拟定用途的明细、描述及预期时间表 	

⁹ 不论单指该次交易，或与发行人在下述期间公布的任何其他供股或公开招股合并计算：(i) 公布建议进行公开招股之前的 12 个月内；或(ii) 此 12 个月期间之前的交易而在此 12 个月期间开始执行此等供股或公开招股中发行的股份包括授予或将授予股东的任何红股、权证或其他可换股证券（假设全部转换）。

			(iii) 所得款项的用途或拟定用途，是否和之前所披露的计划一致。
股份分拆或红股发行	股份分拆或红股发行	<ul style="list-style-type: none">并无就股份分拆或红股发行后的经调整的交易价格设定具体要求	<ul style="list-style-type: none">如果发行人股份分拆或红股发行后的经调整理论股价低于 1 港元（按股份分拆或红股发行公告前六个月期内最低每日收市股价计算），发行人不得进行该股份分拆或红股发行。

若您对本刊物所讨论的事项有任何疑问，欢迎与下列毕马威资本市场的合伙人或总监联系。

刘国贤

主管合伙人，资本市场组
毕马威中国
电话：+852 2826 8010
paul.k.lau@kpmg.com

刘大昌

合伙人，资本市场咨询组
毕马威中国
电话：+852 2143 8876
louis.lau@kpmg.com

王霭怡

合伙人，资本市场咨询组
毕马威中国
电话：+852 2978 8195
katharine.wong@kpmg.com

文肇基

总监，资本市场咨询组
毕马威中国
电话：+86 1085085548
terence.man@kpmg.com

kpmg.com/cn

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2018 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。在香港印刷。毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标