



首頁 / 評論 / 議事堂

# 陳志華 | 談改革「借殼上市」法規後之利弊

編輯：阮一帆 責編：梁庭希

2023年10月



聯交所對「極端交易」有特定指引。資料圖片

文：陳志華

聯交所為打擊「借殼上市」行為，於2018年6月就「借殼上市」的《上市規則》條文進行諮詢，2019年7月刊發《有關借殼上市、持續上市準則及其他上市規則條文修訂的諮詢總結》，並於同年10月1日完成相關《上市規則》修訂。不過有關修訂卻引起各界批評，認為對香港證券業市場發展造成不利影響，甚至妨礙了香港經濟的正常發展。

**什麼是「殼公司」？其實是最終控股公司並不從事實際的業務運作，而相對應的實際業務實體則被稱為「餡子」，即營運子公司。如果「餡子」順利營運並擁有優質資產，整個上市集團的價值也將相應提升。然而，如果「餡子」是虛無的或質量不佳，該公司就被稱為「空殼公司」。借殼上市的英文為「Back Door Listing」，通常帶有負面的含義。與之相對應的是「Front Door」，指的是首次公開發售（IPO）。若大股東A有意進行首次公開發售（IPO），則在此之前需要考慮以下事項：**

1. 進行一系列重組，例如設立開曼群島控股公司、搭建上市集團架構、股份轉換等操作；
2. 準備上市文件，包括草擬招股書和綜合財務報表；
3. 委任保薦人進行盡職調查；
4. 提交上市文件至聯交所和證監會進行審批；
5. 成功通過審批後可進行公開招股，委任包銷商承銷股票

### 那麼，「借殼上市」是如何進行的呢？

為更好地說明這種交易操作，列舉例子：假設大股東B完全持有一間香港公司，且該公司的業務經營良好。經過一連串的重組工作後，(1)大股東B現設立兩間BVI公司，主要目的是為了避免印花稅。與此同時，大股東B向大股東A提出將其業務注入大股東A所持有的一間已上市的開曼群島公司。(2)大股東A也開始為這間開曼群島公司進行收購行動，並成為收購方，收購對象是大股東B旗下公司的業務，涵蓋了全部100%的股權。作為上市公司，大股東A可採用不同的支付方式，其中包括以發行等值的股票作為交易代價。經過大股東A以股票支付方式完成交易後，大股東B將掌握BVI公司絕大多數的控制權。(3)因此，大股東B間接地成為該開曼群島公司的主要大股東，擁有多數的控制權。

交易完成後，這間上市公司將會由大股東B控股。這項交易的獨特之處在於，大股東A最初是收購方，最終卻被大股東B進行收購。根據上市規模，此類收購行為被聯交所稱為「反收購行動」，而不是「借殼上市」（Back Door Listing）一詞。

根據時任港交所上市科主管戴林瀚（David Graham）在2018年夏季在香港上市公司商會雜誌Momentum的訪談，他指出這類交易並非違規。他強調聯交所並未全面禁止借殼上市活動，但必須依法遵守所有上市規定，包括是否適合上市的要求。與「反收購行動」有關的上市規定包括：《上市規則》第14章有關反收購行動的規定「有關應用反收購行動規則的指引信（HKEX-GL104-19）；有關大規模發行證券的指引信（HKEX-GL105-19）」。

根據《上市規則》第14章的規定，若聯交所及證監會認為某個收購行為符合借殼上市的標準及認為借殼上市，則此收購將被視為「反收購行動」，同時也被視為新的上市申請。換言之，提出該收購的



龔靜儀 | 來參選資



吳桐山 | 文台



許榮 | 關球稅和香



解局 | 習代表團



卓偉 | 民不合時宜

和**要求**，包括委任保薦人，但同時亦被聯交所要求額外提交招股文件。此外，收購方還需要支付上市申請費用。更重要的是，這涉及到聯交所的審批程序，聯交所將以新上市申請的方式處理反收購行動，並要求收購方證明收購目標符合業務規定和財務要求，包括過去一年至少實現2,000萬港元的盈利。這種方式的一個優點是不需要在市場上籌集資金，但並非所有情況都能如此順利進行。

**那麼，我們該如何界定「反收購行動」呢？**

《上市規則》14.06B條針對借殼上市模式設定了廣泛的規定。該條款要求符合「原則為本測試」，即需從原則出發，對收購交易的內容進行細緻分析，以判斷其是否符合聯交所的要求。若某些上市公司進行一項或一系列資產收購，且旨在逃避《上市規則》第8章與IPO相關的要求，則被視為「反收購行動」。聯交所對此概念的界定有一些具體的基準。

這些基準主要包括以下幾點：(1)收購規模是否相對於公司規模過大，例如出現蛇吞象的情況。(2)收購後，公司業務是否發生實質性變化，例如從建築公司轉型為毫不相干的餐飲業。(3)收購前後業務性質及規模是否存在關聯。(4)收購目標的質素，這一點相對較難定義。(5)收購是否導致控制權發生重大改變，具體的改變程度並未明確界定。(6)其他交易或安排是否與被上市的目的或安排有關聯。以上這些因素賦予了聯交所極大的酌情權，用以確定或解釋是否涉及「反收購行動」。

**對於這種情況，業界感到極度擔憂並提出了一些疑問：是否可以為「反收購行動」設定明確的界限或準則，意味着一旦觸及相關基準就視為違規。聯交所的回覆是《上市規則》已給出的明確測試（Bright Line Test），一旦觸及相關條件，即被視為反收購行動。**

在明確測試中：(1)若連串的收購行動導致公司的控制權發生變更，當他人以大量新股或可轉換債券方式購入該公司的股權，將原本的大股東A轉變為大股東B，則此測試將明確認定為違規。然而，市場上很多人可能會在進行全面收購後，再逐步注入資產，以避開此類情況。(2)在上市公司的控制權轉換後的36個月內，根據某項協議、安排或諒解文件，對於在此36個月之前取得控制權的人士而言，對其資產進行收購，則將被視為反收購行動。

聯交所列出這些規則，主要是因為在明確測試的第2條中提到了36個月的追溯期。聯交所或預料到市場上可能會有人試圖調整某些交易的順序，以規避上市規則，因此提前堵塞了這兩個漏洞。那麼「會否令規模較小的上市公司進行併購活動時遭遇阻礙？會否令表現欠佳又或從事夕陽行業的上市公司難以進行收購以扭轉業務狀況？」分散業務是現今追求業務增長的常見策略，而且技術創新推使許多行業都要轉型，如果上市公司為放棄虧損業務又或推動轉型又或進軍新業務作多元發展而所採取的公司行動，會否被視為「殼股活動」而被錯誤打擊？

**賦予聯交所過多酌情權，會否引致監管方面的不確定性？**

在審視了這些規則之後，明確測試已經有效地遏制了大部分的借殼上市行為。然而，業界最關注的問題並不是是否能打擊借殼上市行為，而是擔心自身業務會否受到影響，尤其是一些細價股。基本上業界最擔心的問題，並非能否打擊到借殼上市行為，而是怕自己也受到牽連（細價股等）。細價股經常受到市場質疑，因此一些小型公司在進行收購時，是否會被誤解為借殼上市的行為是他們的憂慮之一。本會在與聯交所進行諮詢時已經反映了業界的擔憂，並提醒小型公司進行併購活動可能並非意圖借殼上市，而是真正有收購需求。此外，一些公司可能從事夕陽行業或表現不佳，他們希望改變現狀並開拓新業務，但這些行動是否會被誤解為借殼上市，也是一個值得關注的問題。

無論是大型公司還是小型公司，在當前的經營環境下，分散業務已成為常態。即使公司業務表現良好，但如果存在一些虧損業務，公司也會考慮進行業務轉型並收購其他業務。然而，這種行為是否會被誤解為是殼股，也是一個需要考慮的問題。另外，聯交所在規則中確實擁有相當的酌情權。剛剛提到的許多因素確實帶有主觀性，這可能引起市場的憂慮。

雖然聯交所已接納了本會的意見，但目前聯交所卻沒有做出任何改變。與如同時，為了增加平衡性，聯交所提出了一些新的措施，包括「極端交易」：有幾種條件需要符合，(1)完成建議交易之前，上市公司的控制權不會改變。(2)其次，只要交易金額超過10億港元，並且該公司的業務規模龐大，若想進一步進行收購，聯交所將視其為「極端交易」來處理。

儘管聯交所將交易視為「極端交易」，收購目標公司仍需符合《上市規則》第8章的盈利測試，需要具備連續3年的盈利記錄，這與借殼上市的規定完全一致。儘管收購方無需提供招股書，然而需要刊登的通函仍需要包含許多內容，包括需提供會計師報告，詳細說明業務和管理層情況，同時披露風險因素和合法合規事項。這些披露內容與招股書的章節相似。另外，雖然收購方無需聘請保薦人（sponsor），僅需尋找財務顧問進行盡職調查，但財務顧問的責任類似於保薦人，需要向聯交所提交聲明，與進行首次IPO所需的工作相似。

**結語**

綜上所述，進行「極端交易」實際上需要應對一系列挑戰和程序，包括眾多關卡和程序。因此，「借殼活動」和「借殼上市」實際上很難明確定義。同時，就空殼和殼股交易，目前亦存在許多模糊地

做法。如果某公司無意進行借殼上市，為何仍要採取嚴格做法？聯交所的取態「是」，不希望這種借殼上市行為發生，因為這可能導致許多有嚴重問題的公司上市。這種立場可以理解，但聯交所採用的一刀切打擊手法牽連甚廣，影響了很多正常的商業行動。

這種方式目前存在爭議，因我們不能以偏概全地認定所有從事借殼上市的人都是壞分子，或者所有持有殼股的小股東都參與了欺詐行為。為此，我們應該如何去定義這個問題？既然聯交所原則上認為借殼上市並非違規行為，為什麼仍要採取嚴格做法？聯交所的取態「是」，不希望這種借殼上市行為發生，因為這可能導致許多有嚴重問題的公司上市。這種立場可以理解，但聯交所採用的一刀切打擊手法牽連甚廣，影響了很多正常的商業行動。

對於小股東而言，他們希望持有的小市值上市公司，尤其是缺乏交投量的股票，能透過「借殼上市」方式被資金方收購，以提供他們退出的機會。然而，聯交所的規則變更，不單導致這些中小公司難以繼續生存，而業務表現差的公司更難扭轉局面，同時也限制了小股東實現套現退出的機會。在聯交所常強調維護小股東權益的背景下，這顯得有些自相矛盾。《上市規則》的修訂間接對中小型公司的生存與發展空間造成壓力，並未充分照顧香港辛勤經營的中小企業。某些政策似乎針對市值較小的公司，且不斷提高上市門檻和要求。對已經上市的小企業而言，只要不涉及欺騙小股東利益，其業務狀況或商業行為並不應成為政策干預的主要依據。

現實情況是，香港現行的上市規則存在很多問題，並需要進行改善，因為很多企業都選擇向美國和印尼上市，導致香港失去了大量的上市業務。上市規則的改變直接影響了香港的中小企業，進而損害了數百萬計香港市民的生計。現在，聯交所是時候認真檢討並放寬上市規則，以刺激低迷的香港經濟。

作者為香港證券及期貨專業總會會長

本文為作者觀點，不代表本媒體立場

- #陳志華
- #香港交易所
- #上市規則改革
- #聯交所
- #發展經濟
- #借殼上市
- #空殼公司

## 評論



寫下您的評論...

評論





區議會選舉的參選者必須要符合「愛國者治港」標準。資料圖片

文：龔靜儀

2023年9月20日，民主黨召開中委會指將派出8人出戰區議會選舉。值得注意的是，民主黨聲稱在參選的同時，對「反對區議會改制」的立場不變。

作為政黨，民主黨當然希望藉參選去擴展自己的地盤及勢力，並爭取政府資源來「養活」自身，這樣的想法無可厚非。然而，民主黨始終對「反對區議會改制」的立場不變，無疑是繼續以「食敵之糧」的方式，一面收買特區政府的錢，繼續採取「反中亂港」的路線大撈「政治本錢」。死性不改的民主黨，仍然妄想食「老本」，利用政治事件來煽動普羅市民的「仇中恐共」情緒，繼續抹黑中央及特區政府。只會喊政治口號的民主黨，根本毫無扎根基層服務市民的基礎，其遭到市民的唾棄是必然的，如此的結果，正是其「昨天種的因，今天出的果」，實屬「自作孽，不可活」。

2019年11月24日是上一屆區議會選舉的日子。當日，泛暴派利用當時選舉制度的漏洞，在區議會選舉中獲得壓倒性選票，壟斷了離島區議會以外的17個區議會的絕大部分議席。不過，泛暴派卻從來沒有真正地考慮過市民的福祉，也沒有任何意圖去建設一個更美好的香港，這群禍港分子把持着區議會，使各區的區議會均變成「亂港基地」，區議會有權動用的資源亦全部變成了「禍港基金」。如果泛暴派的亂象持續，受苦的只會是普羅市民。

幸好，自完善選舉制度後，在即將舉行的區議會選舉中，「禍港者」已不能再利用選舉漏洞去操控區議會。對於這等劣跡斑斑的壞分子，大家絕不能掉以輕心，容許他們入關參選區議會，不然就如埋下一顆不知會何時爆發、且有機會嚴重危及國家安全的「炸彈」。香港社會各個方面的發展在近幾年先後被「黑暴」禍港及新冠疫情重創，現時正是百業待興，絕對再經不起任何動蕩。市民目前最需要的，是社會穩定，以及可以集中精力和資源來拼經濟，而不是陷入永無止境的政治鬥爭。區議會的角色，應該是在地區治理層面，而不是像昔日泛暴派一樣，利用壟斷及控制區議會來拖特區政府的後腿，令施政舉步為艱，更令普羅市民的實際利益全面受損。

作者為香港執業大律師、粵港澳大灣區執業律師、粵港澳大灣區創新智庫顧問、華商律師事務所港澳律師執業中心副主任

本文為作者觀點，不代表本媒體立場



龔靜儀 | 來參選



吳桐山 | 文台



許榮 | 關球稅和香



解局 | 習代表團



卓偉 | 民不合時直

圍爐

與其在网上自說自話

“ 不如一齊 圍爐傾吓計 ”

👉 點擊此圖

訂閱圍爐Warm Talking Youtube頻道

#龔靜儀
#愛國者治港
#區議會選舉
#民主黨
#區議會選舉制度

[#龔靜儀](#)
[#愛國者治港](#)
[#區議會選舉](#)
[#民主黨](#)
[#區議會選舉制度](#)



寫下您的評論...

評論

### 編輯推薦



鄧飛 | 重視思想宣傳體現習近平對和平發展的前瞻性視野

講事堂 | 1天前



梁文聞 | 打造高端產業鏈 引進企業宜內外並重

講事堂 | 2天前



博梁 | 戶外夜市多局限 活動多

講事堂 | 2天前



觀察 | 香港應如何認識習主席指出的這項「極端重要的工作」

講事堂 | 3天前



馮煒光 | 習近平文化思想點明文化自信的重要性

講事堂 | 3天前



韓成科 | 習近平對宣傳思想工作達了什麼信息？

講事堂 | 3天前

橙TV	資訊	評論	財經	文化	生活	親SON教	美人計	公仔紙	HK Eye
專訪	港聞	講事堂	財經專欄	文化本事	發緊夢	名人專訪	煲劇誌	YO!'s 生活漫畫式	OPINION
視頻專題	國際	有話直說	產經	書人書事	Mycooky	教養妙法	天下無雙 李專	老少女改運大法	STAND UP
動畫圖解	兩岸	圍爐	地產	專欄作家	診所禮事	好書推薦	靈氣碧仁	Dear me,	STAR TA
直播	區間	投投是道	搵錢呢啲嘢	樓上戲院	曼慢活	升學導航	亞熱帶中年	大V漫畫	THE REA

### 社區

社區我有SAY

區區無小事

區內熱話

社區生活

關於我們 招聘信息 聯絡我們 版權聲明 廣告服務 友情鏈接