

《應用指引 19》：連鎖關係原則

1. 在某些情況下，一個人或一組人可能會由於取得一間公司（該公司不必是《收購守則》適用的公司）的法定控制權，繼而基於第一間公司持有第二間公司 30%或以上的投票權而取得或鞏固對第二間公司的控制權。在這些情況下，《收購守則》規則 26.1 註釋 8 規定第一間公司的收購方或會觸發向第二間公司作出強制全面要約的責任。這種情況稱為連鎖關係原則要約。

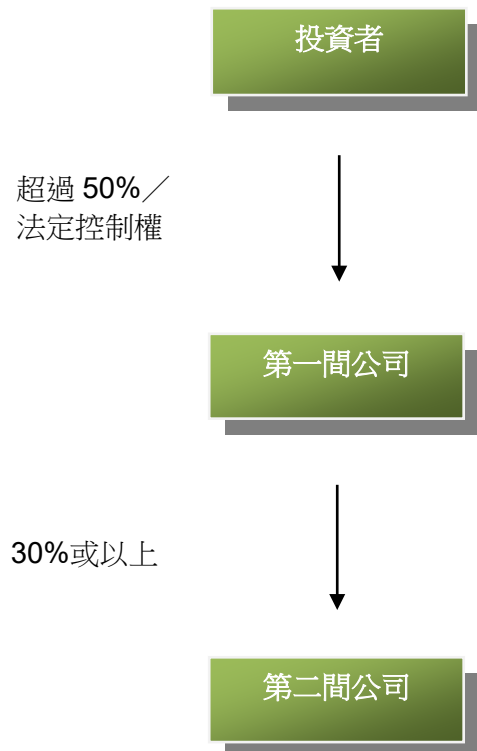
連鎖關係原則

2. 規則 26.1 的註釋 8 規定“一個人或一致行動的一組人取得一間公司的法定控制權後（該公司不必是《收購守則》適用的公司），或會因此而取得或鞏固對第二間公司按本守則界定的控制權，原因是第一間公司本身持有該第二間公司的控制性權益，或第一間公司透過中介公司直接或間接持有該第二間公司的控制性權益，或第一間公司持有的投票權經與該人或該組人已經持有的投票權合計後，便會令致取得或鞏固對該第二間公司的控制權。在這些情況下，執行人員通常不會規定須根據本規則 26 作出要約，但下列任何一項情況則除外：
 - (a) 在該第二間公司的持有量構成第一間公司的重大部分。在衡量該等情況時，執行人員將考慮若干因素，當中（如適用）包括分別屬於有關公司的資產和利潤及（如兩間公司均為上市公司）其各自的市值。就此等相對價值而言，60%或以上將通常會視為構成重大部分；或
 - (b) 取得第一間公司控制權的其中一項主要目的，是要取得該第二間公司的控制權。

如果出現任何可能屬於本註釋範圍內的情況，應諮詢執行人員的意見，以確定當時的情況下，是否已產生本規則 26 規定的任何責任。

如根據(a)段對相對資產及利潤價值所作的任何計算可能產生異常結果或在其他方面屬不適當，有關各方應參照有關公司至少最近三個經審核財務期間提供進一步計算及替代測試（如適用），並提出理據。

本註釋的“法定控制權”指一間公司對其附屬公司的控制程度。”



3. 根據連鎖關係原則，假如一名投資者在一般情況下透過收購或增加其持股量至超過 50%而取得第一間公司的法定控制權，並且符合下列兩項測試之中的任何一項測試的標準，便會觸發對第二間公司的連鎖關係原則要約：

- (a) **重大性測試**——為決定在第二間公司的持有量是否構成第一間公司的重大部分，第一間公司及第二間公司的資產及利潤會加以比較。假如該兩間公司均為上市公司，其各自的市值也會進行比較。
- (b) **目的測試**——取得第一間公司的其中一項主要目的，是否為要取得該第二間公司的控制權。

重大性測試

資產及利潤

4. 在評估重大性測試時，有關公司的所有恰當資產及利潤細項（包括總資產、淨資產、毛利及純利）的相對價值應予以計算。這樣，將不同業務性質的公司進行比較的固有局限性（例如一間公司為重資產公司，而另一間公司為輕資產公司）便可減輕。

5. 相對資產及利潤價值通常應根據最新發表的財務報表上呈報的數字來計算。

市值

6. 如果第一間公司及第二間公司均為上市公司，在評估重大性測試時，通常會考慮基於其各自市值的相對價值。
7. 對市值進行比較時，應考慮到每宗個案的事實及情況，選擇恰當的參考日期。一般來說，執行人員會接受最新可獲得的市值數據為恰當。

比較相對價值與異常結果

8. 60%或以上的相對價值通常會被視為構成重大部分。就資產、利潤及市值計算所得的所有相對價值將予考慮。不會以任何單一數據本身作為決定性因素。
9. 當第一間公司或第二間公司處於淨負債的狀況、錄得淨虧損或收支平衡時，重大性測試可能會產生異常結果。舉例來說，如果第一間公司綜合而言收支平衡，而第二間公司錄得象徵式純利，在這個情況下，以純利作出比較後得出的相關比率將為算術上的“無限”，表示第二間公司構成第一間公司的重大部分。另一個情況是，第一間公司綜合而言錄得虧損，因此得出的比率將為負數。在此類情況下，有關各方應遵循下文第11至12段所載的做法。
10. 單一一個結果高於60%本身未必會觸發連鎖關係原則下的強制全面要約。每宗個案會根據其本身的所有事實及情況予以考慮。

“回顧”期

11. 如果任何計算產生異常結果或在其他方面屬不適當，則應參照有關公司至少最近三個經審核財務期間作進一步計算，並提出理據。
12. 如果任何計算被視為不合適，便應提供替代測試，並提出理據。

目的測試

13. 只要取得第一間公司的其中一項主要目的，是為了要取得該第二間公司的控制權，就會觸發連鎖關係原則要約。這是一項有用的反規避測試，並可在要約人開始買入於第一間公司的權益，而其最終目的是取得第二間公司的控制權時，保障規模小得多的第二間公司的股東的權益。

連鎖關係原則要約價

14. 要約價應於考慮第一間公司的股份成交價以及第二間公司的相對價值後作客觀計算。此舉旨在確定第一間公司於第二間公司的持有量，在就收購第一間公司所支付的價格中所佔的比重。
15. 連鎖關係原則要約的定價機制可能因應每宗個案而有所不同。以資產為主的公司通常會利用資產價值來釐定連鎖關係原則要約價。假若存在非控股權益，執行人員通常將減去非控股權益後的資產淨值（即公司擁有者應佔的權益）作為資產價值。在其他情況下，盈利可能是更重要或相關的考慮因素。交易的當事人及顧問在釐定連鎖關係原則要約價時，應考慮業務性質和所涉及資產等所有相關因素。如有疑問，便應諮詢執行人員的意見。

霸寶公式

16. 收購及合併委員會（委員會）在 1993 年曾就中策投資有限公司對霸寶集團有限公司及香港建屋貸款有限公司的股份要約當中涉及的連鎖關係原則要約的定價機制作出考慮。委員會採取了及後普遍稱為“霸寶公式”的循序漸進方式。
17. 在以下例子中，一名要約人觸發了對一間以資產為主的公司連鎖關係原則要約：



要約人取得 A 公司 10%權益，令其持股量由 45%增加至 55%。A 公司持有 B 公司 30%權益（即 150,000 股股份）。A 公司及 B 公司均從事物業發展及投資。

A 公司的股份收購價為每股 4.00 元。A 公司減去非控股權益（如有的話）後的資產淨值為 500,000 元，而 B 公司減去非控股權益（如有的話）後的資產淨值則為 400,000 元。A 公司及 B 公司的已發行股份總數分別為 1,000,000 股及 500,000 股。

18. 對 B 公司的連鎖關係原則要約價的計算步驟：

1. 釐定反映 A 公司及 B 公司相對價值的比率

(a) A 公司應佔 B 公司的價值，是以 B 公司減去非控股權益後的資產淨值乘以 A 公司於 B 公司的持股百分比來計算：

$$400,000 \text{ 元} \times 30\% = 120,000 \text{ 元}$$

(b) 將上文步驟(a)所得出 A 公司應佔 B 公司的價值除以 A 公司減去非控股權益後的資產淨值，得出的相對比率是 0.24：

$$120,000 \text{ 元} / 500,000 \text{ 元} = 0.24$$

2. 釐定 A 公司的引伸市值

按照 A 公司每股 4.00 元的收購價計算，A 公司的引伸市值為：

$$4.00 \text{ 元} \times 1,000,000 = 4,000,000 \text{ 元。}$$

3. 將 A 公司的引伸市值分配至 B 公司

此乃透過將步驟 1 取得的相對比率乘以步驟 2 取得的 A 公司引伸市值而釐定：

$$0.24 \times 4,000,000 \text{ 元} = 960,000 \text{ 元}$$

4. 換算為 B 公司的每股股價

從步驟 3 取得的 B 公司引伸市值與 A 公司所持有的 B 公司股份總數（即 150,000 股）相關。因此，B 公司的每股股價為：

$$960,000 \text{ 元} / 150,000 = \text{每股 } 6.40 \text{ 元。}$$

B 公司的連鎖關係要約價為每股 6.40 元。

19. 總括而言，按霸寶公式計算的連鎖關係原則要約價如下：

$$\frac{\left(\begin{array}{l} \text{第二間公司} \\ \text{減去非控股權益後} \\ \text{的資產淨值} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{第一間公司於第二間} \\ \text{公司的持股百分比} \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{l} \text{第一間公司} \\ \text{的成交價} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{第一間公司的} \\ \text{已發行股份總數} \end{array} \right)}{\left(\begin{array}{l} \text{第一間公司} \\ \text{減去非控股權益後} \\ \text{的資產淨值} \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{l} \text{第一間公司持有的} \\ \text{第二間公司股份數目} \end{array} \right)}$$

20. 我們注意到，霸寶公式實質上是採用要約人在收購第一間公司時的資產淨值（減去非控股權益後）溢價或折讓來釐定第二間公司的連鎖關係原則要約價。

2023年9月29日