

證監會《企業規管通訊》第2期出版了。本通訊系列重點闡述與上市申請人及上市公司披露有關的具體事宜。

今期，我們討論因內部發展及投資組合表現而產生的內幕消息的披露。我們建議公司要小心考慮曾經披露的資料，最後會談到一些與上市申請有關的事宜。

我們希望本通訊能對公司、保薦人、市場從業員及其他關注上市公司披露事宜的人士有所幫助。歡迎閣下提出意見及作出回應，包括就希望我們在日後討論的議題提出建議。

請將意見電郵至：CRnews@sfc.hk。

我們期待收到閣下的意見。

曾經披露的內幕消息

2014年，部分公司在上市後不久發出盈利警告，表示龐大的上市費用是導致盈利下跌的主因之一，引來傳媒一陣廣泛的報道。這些費用須在公司的招股章程內公布，故早已為公眾所知悉。因此，其存在或數額一般不會被視為內幕消息。發出公告重複曾經披露的事實並無必要，更可能造成混亂。

如果公司認為有需要就曾經在招股章程內披露的事宜發出公告，便應釐清在公告內的消息與曾經披露的消息在程度上有何分別。顯然地，如在發出招股章程後於事實和情況方面有重大改變，便須發出內幕消息公告。

摘要

- 曾經披露的內幕消息
- 披露因內部發展及投資組合表現而產生的資料
- 雙重存檔制度：客戶身分及首次公開招股獎勵計劃

特定新消息

公司甚少須要根據《證券及期貨條例》第XIVA部有關披露內幕消息的法定制度，發出公告重複披露於招股章程內已包含的詳盡、清晰及可量化的資料。然而，這不適用於招股章程內屬較為廣泛的提述，例如風險披露。

舉例來說，工廠可能出現停工或可披露為一項風險因素。在這情況下，假若工廠其後暫停營運，這很可能屬於並非普遍為公眾所知悉的特定消息。該公司要考慮披露有關消息會否對其股價造成重大影響，以及是否須要根據《證券及期貨條例》發出內幕消息公告。該公司不可倚賴其曾經在招股章程內所作的披露，因為如果任何預期將來可能發生的事件確實發生了，即使該公司曾對該等事件作出空泛的提述，並不表示其已履行披露責任。

一次性事件

此外，還有因為公司在公告內重複將消息描述為盈利警告或預喜而造成混亂的其他情況。例如，缺少去年所包含的一次性收益通常會被說為本年盈利下跌的原因之一。在定義上，一次性、非經常性、已經終止或其他類似描述的項目不會再發生是預期之內的事，故此它們不會再發生的事實一般不會被視作內幕消息。若公司致力強調其缺少一次性事件，並因而造成掩飾其他因素對其財務表現的影響的效果時，該公司可被視為作出了具誤導性的陳述。例如：

- 某家公司公布，其2015年的盈利將會遠低於2014年5億元的水平，原因是缺少了上年因出售一家附屬公司而獲得的3億元收益。
- 該公司隨後發表2015年的帳目，顯示有5,000萬元的虧損。
- 扣除2014年的一次性收益後，該公司由2014年取得2億元盈利變為在2015年出現5,000萬元的虧損。在經營表現上如此重大的改變很可能在較初期便已顯而易見，並需要與上年度的一次性收益分開來考慮。

重複披露

同樣，有些公司在同一年就相同事件公布多過一次。這種情況有時在盈利預喜或警告中出現，即在中期及年終報告中重複相同披露。例如：

- 某家公司公布其六個月盈利因出售樓宇的收益而上升。
- 它隨後在年底發表盈利預喜，表示年度盈利因出售樓宇的重大收益而大幅上升。

法例條文並無規範公司要再次特別提及出售物業的收益作為盈利上升的因素。出售樓宇的收益已為公眾所知悉，所以該公司無須根據《證券及期貨條例》再次披露有關消息。

有些公司可能認為，重複披露有關詳情有助投資者在考慮該公司的全年業績時，客觀地評價物業出售及所獲取的收益。不過，如果兩份公告極不明確清晰，以致可能令部分投資者以為是兩項皆獲得收益的不同交易，那麼該公司便可能會被視為作出了具誤導性的陳述。

因內部發展而產生的內幕消息

內幕消息的定義載於《證券及期貨條例》第307A條。廣義來說，內幕消息包括關於一家公司的特定消息，如果公開了有關消息，便可能對其上市證券的股價造成重大影響。此定義並無包括對可產生有關消息的情況的任何提述。

證監會的《內幕消息披露指引》載列了一份並非詳盡無遺但具指示性質的事件或情況清單，公司應對照這份清單以考慮有否出現披露責任的情況。清單中的大多數例子都涉及收購、重大重組、收購或出售主要資產或重要銷售合約的簽署（或取消）等多項交易。

不過，還有其他產生內幕消息的情況。正如上述指引的第85段所述，公司的經營表現是由公司內部產生的內幕消息的例子，與特定事件可能沒有直接關係。決定經營表現在甚麼情況下屬內幕消息並需要作出披露可以是很困難的判斷，並須顧及多項因素，而當中大多數都很可能屬於公司的特定情況。雖然我們難以提供一份詳盡無遺的清單，但公司最少需要考慮以下情況：

確定性—公司向市場提供預計長期盈利的精確數字時採取謹慎態度是合乎情理的表現。不過，這並不表示該公司在決定其經營表現是否構成內幕消息前，需要知道某段期間內的精準盈利數字。公司需要小心評估業績的明顯變動是否只屬短期效果抑或反映了長遠的趨勢，但公司不應該純粹因為無法絕對確定將來客戶落單的情況是否一樣理想，便忽視由大量客戶訂單所帶動的盈利上升。

預期—公司應考慮業績如何符合市場預期。在正常情況下，如果期內的交易盈利遠低於前期，則有關消息很可能是內幕消息；但如果該公司早已向投資者發出警告，表示由於損失了一份重要合約，有關結果是預期之內，則有關消息屬內幕消息的可能性較低。

同樣地，一家物業投資公司可能會認為，由於相關市場的物業價格下跌10%，市場的預期是他們的投資組合也有相若的跌幅。不過，如果該公司有持續跑贏大市的往績紀錄或大部分分析員的意見均較為利好，則該公司仍須考慮發出公告。再者，如果本地報章沒有緊貼相關市場（例如某海外物業市場），即使該公司的表現符合分析員的預期，其仍須考慮發出公告，因為公眾可能不會同樣充分獲悉有關物業市場的資料。

重大程度—純粹基於一個月的交易成績高於預期可能不足成為發出公告的理據，但是如果該月的銷售數字特別重要（例如12月臨近聖誕節的銷售），則從該月的表現便可知道該年的交易狀況是好還是壞。由於單月數據可以如此重要，更新交易數字是適當的做法。

披露投資組合的表現

同樣，在考慮披露投資組合的投資收益或虧損時，以下三方面可能同樣適用：

確定性—因出售上市投資而產生的收益或虧損，以至容易按市價計值的上市投資的公平價值調整，都無須先獲核數師確認才能予以公告。如果有關收益或虧損非常重大，足以被視為內幕消息，則該公司便應考慮是否適宜發出公告。

預期—如果某公司已披露所持有的上市股份的投資組合（有關詳情經常成為中期及年度帳目一部分），而假若有關投資組合沒有重大改變，則投資者可評估投資組合在價值上的變化及其對該公司財務的重要性。然而，如果投資組合已改變，而且現時的估值與沒有改變的投資組合的估值有很大差別，該公司便應考慮是否需要發出公告。

重大程度—按照現時規定，如果公司的業務之一是投資股票買賣，它無須每天將投資組合估值的正常波動通知市場。不過，如果該公司在1月初出售一項投資時所獲得的巨額收益較之前的帳面估值為高，或者其持有的上市投資的市場估值（但以往未曾披露）的升幅足以對期內的預計盈利構成重大影響，那麼僅於截至6月止期間的中期業績公告內才披露有關事實則似乎不合理。

當投資組合可能大大影響公司的財務時，最少每半年披露一次投資組合的詳情是值得考慮的。

雙重存檔制度

根據新保薦人制度，保薦人應得出合理意見，認為上市文件初稿的申請版本“大致完備”，但有關在本質上只能於較後日期處理的事項的意見除外。現有證據顯示，從業員普遍遵守此項規定，而似乎有關規定對加快上市過程有正面影響。

盡職審查是保薦人的工作

單靠信息披露是不足以保障投資者的權益，保薦人亦應確定所披露的消息是否準確。對上市申請人及其上市文件進行合理盡職審查，並向監管機構提出任何可能對申請人業務的持續性及合法性造成不利影響的根本性問題，均屬保薦人的職責。與其他重要的司法管轄區的證券監管機構一樣，證監會不可能核實上市文件內的所有陳述。保薦人倚賴監管機構的查詢來發現他們的披露缺失是不可接受的。

上市文件是申請人的文件，其董事及顧問須對文件負責。雖然在雙重存檔制度¹下，證監會與香港聯合交易所有限公司（聯交所）並行審閱上市文件，但證監會的目的主要是評核投資者是否獲得充足的資訊，讓他們能就上市申請人的業務、前景及風險作出有根據的評估，以及評核有關上市是否符合投資者或公眾的利益。因此，證監會的評論程序以關乎非常重要事宜的披露作為焦點，而非檢視上市文件內的每一項細節。

在推廣文件內披露客戶身分

如果申請人的大部分收入是來自幾名客戶，則客戶身分的資料有助投資者正確地了解申請人的業務。我們強烈建議申請人在上市文件內披露重要客戶的身分。如果在上市文件內沒有披露客戶身分，該申請人及保薦人須採取合理步驟，以確保向分析員或投資者提供的任何營銷文件內不會包含這些資料。

首次公開招股獎勵計劃

公司不時向我們呈交包含獎勵計劃的首次公開招股建議。這些獎勵計劃可採用各種不同結構，例如，計劃可能涉及購買首次公開招股本身的股份，或繼續持有首次公開招股的股份作為酬謝股東忠心的一種方式。實際的獎勵可能訂於某個劃一水平，讓投資者不論持有多少股份都可獲得獎勵，或者與在首次公開招股時或一段時間後的總持股量直接掛鉤。

一些明顯的獎勵容易評價及易於明白。超級市場“買一送一”的推廣可鼓勵人多購物，有關推廣相等於半價優惠，易於理解。該實質價格可與其他商店內的相同貨品的價格（或該貨品在同一商店的以往價格）互相比較，當客人買了貨品後，該獎勵所產生的作用便告實際完成。

¹ 《證券及期貨(在證券市場上市)規則》規定上市申請人須將上市申請送交聯交所和證監會存檔及審閱。

不過，與首次公開招股有關的獎勵計劃或會採用各種不同結構，可能涉及僅與發行股份有隱約關係的獎勵，在這情況下投資者則難以了解該筆獎勵的價值。與授出或撤回獎勵有關的條件亦可能會影響到投資者應否購買首次公開招股的股份，以及在購買股份後，在面對市場價格不斷轉變的情況下應否繼續持有該等股份的決定。

根據一家公司的預計未來價值來作出投資決定是一件不容易的事，即使是簡單直接的首次公開招股亦然。增設獎勵計劃令投資決定變得更加複雜。

任何獎勵計劃如可能不當地影響投資決定，必定會令人懷疑其適合性，證監會很可能會對此作出仔細審查。如有充分理由關注到某獎勵計劃會不當地影響到投資決定，證監會便可運用其於《證券及期貨(在證券市場上市)規則》第6條下的權力拒絕其上市申請。發行人如考慮使用獎勵計劃，便應在上市過程中及早就此事與聯交所和證監會商討。

《企業規管通訊》的所有期號載於證監會網站
(www.sfc.hk)〈資料庫〉-〈業界相關刊物〉-
〈企業規管通訊〉一欄。

歡迎讀者回應本通訊和提供寶貴意見。請將意見電郵至
CRnews@sfc.hk。

如欲以電郵方式收取本刊物，只需在證監會網站
(www.sfc.hk)訂閱並選擇《企業規管通訊》即可。

證監會網站亦登載《雙重存檔簡訊》、《執法通訊》、《收購通訊》及《業界風險研討會議系列》。

證券及期貨事務監察委員會
香港皇后大道中2號長江集團中心35樓

電話: (852) 2231 1222
傳真: (852) 2521 7836

網址: www.sfc.hk
電郵: enquiry@sfc.hk