



## 向“老千股”宣战

随着“沪港通”“深港通”的推进，越来越多的大陆投资者开始步入香港证券市场。然而，有机会的地方就会有风险。不久前，香港证监会连续停牌三只涉嫌“老千股”的股票。然而防范风险，不仅是香港证券市场要关心的问题，也是内地证券投资者需要掌握的本领。

文 | 林海

所谓“老千股”，没有一个明确的定义。按照香港交易所总裁李小加的解释，就是“大股东不以做好上市公司业务来盈利，而主要通过玩弄财技和配股、供股与合股等融资方式损害小股东利益”。

有意思的是，通常“老千股”损害小股东利益的行为并不违法。其惯用的大比例折价供股、合股等财技，都在港交所《上市规则》所许可的范围之内。但是，看上去合情合法的手段，却侵害着投资者的利益。

进入2018年，随着“沪港通”“深港通”的推进，越来越多的内地投资者开始步入香港证券市场。然而，有机会的地方就会有风险，如何识破“老千股”，防范“老千股”带来的侵害，不但是香港证券市场要关心的问题，也是内地证券投资者需要掌握的本领。

## 对投资者合法绞杀

有人曾把“老千股”的特征总结为四点：一是不以做好主营业务为主要目的，甚至没有固定的主营业务；二是不断地玩“财技”和再融资；三是有利于大股东损害小股东利益；四是从股价和估值长期走势上来看，通常会经历巨大的股价下跌、成交清淡、且股价和估值也往往处于绝对低位。

近年来，“老千股”还呈现出另一个有趣的特征：频繁更换股票代码和名称。这是为了掩人耳目，更好地请投资者“入瓮”。比如典型的威利国际（现名民信金控，273.HK），据不完全统计，2003年以来，该股累计更换过17次股票代码，并多次更改公司名称。另外一只“老千股”蒙古矿业（1166.HK）自2002年以来也至少改过6次代码，并于2015年底更换过中文名称（现名星凯控股）。

而“老千股”套利的的基本操作手法，叫作“向下炒”。所谓“向下炒”，是指大股东通过股价

下跌获利。这个行动需要三步走：第一步，先通过释放利好消息，吸引二级市场投资者入场，以抬高股价；第二步，当股价涨到一定程度时，大股东开始不断抛售股票导致股价大跌，甚至跌破1倍高净率；第三步，在低位大比例进行配售，向大股东、大股东关联方供股——这样可以使大股东低位拿回筹码。同时，逼迫投资者继续增资，否则将导致其所持股份被不断摊薄。

这时，投资者将面临两难选择，如果不再增资，那么自己所持的持股比例会不断减少，对应的每股净资产实际在不断减少；如果继续增资，万一大股东悄然离场，或是变卖资产，最终拿到手的都是些垃圾股票，那么又该如何是好？大多数投资者只能选择耗尽资金后被迫离场。

于是，“老千股”的大部分股份又集中在大股东手中了。这时，公司往往会进行合股。合股的目的，一方面是为了避免被停牌甚至退市。因为根据港交所的上市规则，港股的最低交易价为0.01港币，若某只股票接近这一价位，港交所保留要求其更改交易方法、或者合并或分拆的权利；另一方面，通过合股操作可以“掩盖”之前股价大幅下跌的现象。合股之后，又可以成为新一轮“向下炒”、绞杀新的投资者行动的开始。

## 自由无为的代价

“老千股”的大量存在，会损害中小投资者利益，并造成港股中小市值公司流动性低迷的“价值陷阱”。

所谓“价值陷阱”，是指投资者采取价值投资的理念，买入那些价格低于净资产的资产，结果发现价格却进一步走低。久而久之，投资者将形成一个心态——香港市场的每股净资产根本靠不住，玩价值投资的，玩不过市值管理的，玩市值管理的，玩不过搞“老千股”的。看上去有投资价值，到头来却是陷阱。

可以看到，港股市场上有相当数量的公司，

“老千股”呈现出一个特征：频繁更换股票代码和名称。这是为了掩人耳目，更好地请投资者“入瓮”。

## 香港股市几种常见的“价值陷阱”

除了有人为操纵打压上市公司价值的“老千股”，香港股市还有许多价值陷阱。

类别	技术淘汰类股	赢家通吃行业里的小公司股	分散的夕阳行业股	景气顶点的周期股	低水平大幅扩张产能的公司股
特点	未来利润很可能逐年走低甚至消失。	行业老大老二抢了老五老六的饭碗。行业龙头在品牌、渠道、客户黏度、成本等方面的优势会越来越明显，这时业内的小股票即使再便宜也可能是价值陷阱。	分散意味着供过于求的行业可能无序竞争甚至打价格战。这类股票便宜是假象，因为其利润可能将每况愈下。	在经济扩张的早期和中期，低估值的周期股是很好的投资标的。然而，在经济扩张晚期，低市盈率的周期股就变成了价值陷阱。因为顶峰的利润不可持续，资产价格的下滑速度也不可预计。	在不具有技术领先优势的情况下，为了上规模而大幅扩张的产能，立即会进入严重过剩，全行业陷入惨烈价格竞争之中。
常见行业或实际案例		互联网行业	2000年后的彩电行业		新能源行业

**柯达：在数码相机发明后，柯达的股价从15年前的90美元一路跌到现在的1~2美元。**

股价持续低于账面价值（即市净率小于1倍）；即使是在市场最好的2007年，仍有超过30%的港股上市公司，市净率在1倍以下，而其中三分之二均是市值不足10亿港元的小盘股。于是投资者对其十分警惕，这些小盘股通常流动性很差，一定规模以上的机构投资者均不参与；另一方面，由于“老千股”价值陷阱现象的存在，使得投资者敬而远之，进而又进一步加剧了流动性低迷的现象。

这就像一个恶性循环：市值差的小盘股融不到资金，很容易成为“老千股”；而“价值陷阱”加上“老千股”横行，又进一步挫败了投资者的信心，越没有流动性，越只能向下炒；越向下炒，越无人问津。在这个意义上，倒也形成了某种另类的“市场平衡”。

那么，香港为什么会有那么多的“老千股”呢？李小加2016年9月11日发表的一篇文章《关

注“老千股”》一文中，我们不难看出其对于“老千股”的监管理念，即“法无禁止即可为”，保障市场自由、强调事后追责。也就是说，相比严苛的审批制度，港交所的监管理念是“尽量不干涉市场自由，主要通过事中监察和事后追责来惩罚坏人”。

同时，李小加还提到：“在监管层面上，香港证监会和香港交易所分别肩负不同的职责。作为上市公司的前线监管机构，香港交易所根据《上市规则》监管上市公司和董事的合规情况（例如是否及时进行信息披露、是否按规定召开股东大会等），但尽量不干预上市公司股东的决策自由，且无权监管投资者行为。而香港证监会作为独立的法定机构，根据《证券及期货条例》全面监管整个市场，因此，有关收购、股份回购及私有化等上市公司事宜和内幕交易、操纵市场等违法行为，由于可能涉及投资者的行为，均由证监会负



责事中监管和事后检控。”

从这个出发点出发,我们便不难理解为什么香港市场对待新股发行、再融资,以及上市后监管都采取非常宽松的条件和宽松的姿态。很多时候,港交所履行的职责是确保上市公司及时充分的披露信息与是否合规,但除此之外,上市公司则享有很大的自由。

与此同时,香港证券市场奉行“买者自负”的原则,正是这些监管理念,使得香港资本市场在高度自由化、市场化的同时,在便利了企业获得融资和服务的同时,也产生了“老千股”这样的市场毒瘤。

## 停牌背后的大动作

众所周知,法律的宗旨是保护守法者自身利益不受侵害。“老千股”尽管不算是违法,但它明显与“守规者应得到保护”的法律原则不相符。在当下,港股成为不少内地股民的投资方向。但是,由于“老千股”等价值陷阱存在,不少股民心存疑虑。为了更好地维护市场秩序,香港证监会和证券交易所已经开始行动。不久前,香港证监会连续停牌三只涉嫌“老千股”的股票——第一信用、康健国际和华仁医疗。

但很多人认为,这次停牌只是一个剪影。从去年下半年开始,香港证监会已经采用一系列动作,从三面向“老千股”全面宣战。

第一,加强事中监管,对那些疑似“老千股”的运作手段提前喊停。

港交所可以通过否决有可能损害小股东利益的再融资方案,来避免高送转的现象出现。例如,某上市公司原计划先5股供2股,同时再进行每1股送4股红股(类似于10送40)以及1股送1股的红利认股权证,但方案并未得到港交所批准。根据公告,港交所拒绝理由是,供股及高送转后,该股的理论除权价将接近0.01港元。

从最近一些上市公司发布的供股公告可以看

出,港交所近期对于大比例供股的审批,也更加谨慎,不仅要求公司加强披露,包括供股原因、集资用途、风险因素等均需进行详细披露,同时还要求公司检讨是否有其他替代融资方案。

第二,继续加强事后追责。

去年下半年,香港证监会发表了《季度报告》,总结2017年7月至9月期间的重要发展,并表示已成立专责小组,处理上市公司有关诈骗案及失当行为,其中就包括了令股民深恶痛绝的“老千股”。香港证监会将全面检讨执法工作,以“全盘方式”在企业集团层面上识别系统漏洞,并针对犯有多项缺失的公司和企业,作出执法行动。

同时,专门成立有关小组,将主要调查市场操纵、企业欺诈及中介人不当行为等,另有小组负责调查投资产品、反洗钱等问题。香港证监会亦会与内地监管机构加强联系,继续紧密合作,打击跨境操纵市场行为。如发现“老千股”所涉及的市场操纵、利益输送、欺诈发行、信息披露造假等行为,香港证监会将采取严厉的追查行为。

第三,对不符合上市条件的公司,坚决祭出“退市令”。

近期,港交所也对一些达到退市标准的公司加快了除牌程序。例如,创益太阳能控股有限公司就曾收到香港联交所的“监管函”,限其六个月整改,若无法做到,上市地位将被取消。而去年7月份已被港交所列入“退市待定区”的中国东方集团,近期也被要求加快整改步伐。

总体而言,从前述对疑似“老千股”采取的行动,我们可以看到香港证券监管机构的决心,和对这类“害群之马”主动出击的态度转变。我们相信,随着两地市场互联互通的深入,香港市场的实践与内地投资者的利益之间,也将取得平衡。而香港市场对于注册制、信息披露和投资者自负其责的理念,也将对内地资本市场的深化改革带来积极的作用。互通有无,臻于郅治。E

香港证券市场奉行“买者自负”的原则,因此在如何规避“老千股”这一问题上,投资者不应该过于依赖监管,而应该提高风险意识,谨慎决策。