
第十一章

評論檢討

引言

11.1 與細價股事件有關的事宜和問題已有不少評論及討論。其中一些是與我們研究範圍相關的，也有一些僅略有關連的。我們現在也加以討論。我們嘗試收集並整理一些意見和批評，了解部分關鍵人物對這些說法有何回應，以及闡釋我們的看法。我們的目的並不是要巨細無遺地討論。事實上，本章的部分內容已在報告內其他章節論及。

對事件的評論

11.2 市場人士及公眾極為支持提升本港證券市場的素質。同時，公眾一般都批評當局在事件前後的一些做法和言論。立法會財經事務委員會特別會議上所表達的意見，亦支持徹底處理細價股問題及建立有效除牌機制的建議。我們將從傳媒報道、所收到的意見書和陳述書蒐集到的意見，綜述於下文各段。加入這些意見，是要令調查報告更為完整，讓有關各方可進一步加以研究，進而適當地作出改善。

諮詢文件背後的精神

11.3 即使並非所有，起碼大部分評論者均支持諮詢文件的精神，即加強企業管治、增加透明度，以及提升本港市場的素質。他們大多同意這些措施一旦通過及實施，會淘汰企業管治欠佳的劣質公司，從而惠及投資者。大部分人士均認同這些建議普遍符合良好的國際做法，並相信有關措施有助保持甚至加強香港的國際金融中心地位。評論者大多留意到本港現時已有除牌機制，儘管其準則很多時不太清晰，而且往往不容易執行。他們對於為除牌機制引入清晰客觀和具透明度的數量和質量準則，均表示歡迎。

尺度

11.4 雖然大部分人士均支持引入更有效的除牌機制，但亦有人認為以股價作為除牌準則並不恰當，因為一間公司的股價並不一定能反映其財政是否健全。有些細價股公司在財政上相當健全，而部分高價股公司卻有財政問題。一間公司的素質，不應只以其股價為指標，公司的業績及企業管治架構的透明度應為更好的指標。遭投訴的問題，包括香港交易所只處理問題的表徵而忽略問題的根源，以及香港交易所與證監會應把焦點放在公司的盈利能力及財政表現上。我們希望在正繼續進行的諮詢中，這些意見會繼續得以發表並獲得考慮。

準則數目

11.5 有些評論者認為除牌準則太多，有意見指部分準則之間互相矛盾，結果造成有些財政上較弱的公司獲准繼續上市，而相對較強的卻可能被剔除。為免造成混亂，有建議認為香港交易所應只引入兩至三項除牌準則，以淘汰那些最差劣的公司。同樣，這些意見應在繼續進行的諮詢中予以考慮。我們會在本章的稍後部分談到香港交易所對部分這些批評的回應。

最低股價及諮詢文件所涵蓋的範圍

11.6 諮詢文件把最低股價定為 5 角，會影響差不多一半在主板上上市的公司。然而，證監會及香港交易所估計，各項建議一併計算，即使推行全部建議，亦只會引致約 20 至 30 家公司除牌。如建議旨在以這些公司為目標，則證監會及香港交易所應集中焦點，而不應把範圍設定得那麼廣闊。

11.7 有些專業服務機構亦批評香港交易所低估了各項建議的連鎖反應。有評論指出，一家上市公司每年平均可為其他支援服務及專業如律師及會計師等帶來 100 萬元的生意額，如有約 400 家公司要除牌，則損失的生意額將高達 4 億元。如此一來，有關建議不僅影響投資者，更會對其他服務提供者及整體經濟造成影響。

11.8 大部分分析者均認為對一家上市公司來說，除牌是最嚴厲的制裁。由於除牌涉及控股股東、小投資者、財務中介機構及銀行等的利益，因此，只應在有充分理由的情況下使用。除牌建

議不單會影響現有的上市公司，更會影響那些計劃於香港上市的本地和海外公司。

信息混亂

11.9 諮詢文件及隨後的新聞簡報會都沒有充分解釋清楚，5角這個界線只是觸發有關股份合併，而不是觸發公司除牌。由於諮詢文件篇幅長而富技術性，而除牌事宜又明顯是文件的重點，因此不難理解一般投資者以為只要股份的股價低於5角便會自動除牌。

另設交易平台

11.10 有些人認為，香港交易所應該把退市機制及另設交易平台的建議包括在諮詢文件內。他們指的是粉紅價單和場外交易告示板。此外，有人提議，如果有關股份遭除牌，應該規定大股東收購小股東的股份。倘若沒有任何上述機制，一般投資者，特別是細價股的投資者，把除牌視為等同清盤，是可以理解的。

股份合併

11.11 有些評論者認為強制股份合併未必對投資者最有利，因為有關過程不但需時和代價高昂，還可能會分散公司的注意力，以致未能處理其他應優先處理事項，例如致力扭轉劣勢，以改善公司業績。也有評論者認為，應有機制防止控股股東純粹透過不遵從規定的做法，壓低股價進行私有化。此外，股份合併亦可能會製造或增加碎股數目，壓低碎股的股價，特別對小股東而言，這樣會令這些股份貶值。

低估市場反應

11.12 大部分人認為，香港交易所和證監會（後者所涉程度較低）均低估了市場反應。股票市場極為敏感，而市場參與者一向以來不但根據已證實的消息，亦有根據未經證實的傳聞而採取行動，因此有關當局在制訂對市場敏感的建議時，即使該等建議只作諮詢而非予以實施，也應該格外小心。基於細價股一向波幅很大，而且沒有建議退市機制，投資者在他們的投資變成“廢紙”之前拋售股票，並非不合理。此外，有人指出，即使缺乏市場知識

的普通市民也應該可以預測到市場反應，但香港交易所和證監會的高薪行政人員竟然忽略了這一點，實在令人感到意外。

缺乏市場經驗

11.13 有意見指出香港交易所的中層或甚至高層人員並非經驗豐富的商界人士，對市場的觸覺有欠敏銳。部分人士認為，交易所人員大都明顯缺乏一家如香港交易所般的機構所應具備的市場觸覺。此外，某些業界協會亦投訴香港交易所人員不了解香港股票市場的運作，指他們實質是外行人規管內行人。這是一種既不理想亦不可行的安排。

時間欠佳

11.14 有人認為香港交易所不應在市場已相當疲弱的情況下發表諮詢文件。他們指香港股市自一九九七年以來一直處於熊市，近期更因美國及其他主要股票市場股價急挫而嚴重受創。此外，本地投資者信心持續不振，經濟仍處於低迷。在市場最需要穩定時提出建議，增添了不明朗因素。

11.15 香港交易所選擇發表諮詢文件的日期和時間，亦備受批評。很多人認為由於文件所載建議對市場敏感，香港交易所不應在交易日，即星期四發表。如在星期五收市後發表諮詢文件，香港交易所便可在星期一開市前有更充裕的時間派發文件、更詳細解釋建議內容、澄清灰色地帶，以及提出補救措施。

香港交易所的諮詢做法

11.16 若干規模較小的經紀行對香港交易所的諮詢意見時的態度提出嚴厲的批評。他們認為，香港交易所的諮詢工作一直不足夠，亦不能發揮功效。即使香港交易所並非真正相信建議可取或可接受，仍經常提出苛刻建議，以期讓自己有更多談判空間及籌碼。

假諮詢

11.17 類似組織亦表示，根據他們的經驗，香港交易所的諮詢意見時，純粹為提出本身的建議，知會一聲，而非諮詢他們的意見。香港交易所的諮詢建議前已有所決定，而建議已屬定案。諮詢文件顯示香港交易所的很多建議上已有清楚的立場，對有待審

議的問題亦有明確的答案，討論餘地其實不多。最後，諮詢期只為期一個月。對於內容如此複雜的建議，如諮詢工作是出於真誠的，一個月的時間豈能切合實際需要？

香港交易所與市場人士溝通不足

11.18 另一項普遍及廣泛的指責是，香港交易所和市場人士缺乏溝通。鑑於有關建議對市場敏感，香港交易所應在發表諮詢文件前，廣泛諮詢業內人士，收集意見並改善有關建議。

11.19 部分證監會股東權益小組成員的說話被不提名地引述。他們指出，在諮詢文件發表前，曾表示對有關建議有所保留。然而，他們的意見沒有被考慮或反映在文件內。

忽視小投資者及小型企業的利益

11.20 部分本地經紀對於規管當局設法把香港的股票市場“國際化”，而沒有考慮本地的需要感到不滿。此外，他們指責香港交易所及證監會只考慮大型企業及機構投資者的利益，而忽視中小型公司及投資者的利益。

缺乏應變計劃及立場不定

11.21 有意見指稱有關當局並無應變計劃，以面對市場的反應。此外，有關當局表現猶豫不決，於三天內多次改變立場，最初為諮詢文件作出辯護，之後延長諮詢時間，到最後撤回諮詢文件的有關部分。

當局卸責

11.22 有很多人對政府、證監會及香港交易所高層人員的言行表示不滿。這些高級人員被指責欲逃避責任。有意見認為，有關人士不能單憑說句文件純粹用作“諮詢”用途，以及“很難預測市場反應”而將責任推卸。

11.23 新上任的問責官員不應過於簡化工序，務求快速取得結果。對於所有具深遠影響的政策事項，在進行任何諮詢前均須作出充分的準備 — 進行詳細的研究及分析、仔細考慮建議的可接納程度，以及清楚解釋有關的政策 — 這些均是推行任何重要建

議時所需進行的工作。否則，即使一些用意良好的建議亦會帶來不幸的後果。

有關當局之間缺乏協調

11.24 香港交易所解釋沒有在諮詢文件中提及退市機制的時候，聲稱這是證監會的責任，一篇報道對此表示憤怒。該報道認為，香港交易所在倉促公布整套措施之前，應該就有關建議與證監會妥善協調。

對香港交易所的意見

11.25 以下意見是特別針對香港交易所提出的:-

- (a) 儘管不就上市事宜向香港交易所董事會徵詢意見，是符合現行政策及程序的做法，但鑑於此事對市場和香港交易所的上市費收入影響深遠，有關人員應該事先向董事會徵詢意見。再者，此事關乎交易所業務的事宜。
- (b) 香港交易所把監管細價股公司的責任，推到股東身上。在維持市場穩健的同時，香港交易所仍須向投資在該市場的人士負責，不論是小投資者還是大投資者。
- (c) 香港交易所作風“官僚”，處事因循守舊，對投資者利益的觸覺有欠敏銳。
- (d) 自二零零零年進行合併及改組領導層後，香港交易所與業界便缺乏溝通，隔閡日益擴大。

對證監會的意見

11.26 以下意見是針對證監會而提出的:-

- (a) 證監會將最低股價定為 5 角的“元兇”。一如香港交易所於立法會進行公開聆訊時提供的事件紀要所顯示，將最低股價定於較高水平是由證監會提出的，其目的是要符合其他國際市場的做法。香港交易所主張以 1 角或 3 角為最低股價，務求減少受影響公司的數目。然而，由於證監會堅持，香港交易所在別無選擇的情況下，妥協將最低股價定於較高水平，交由市場決定。
- (b) 建議發表之前，已有人向證監會表示憂慮。然而，證監會似乎沒有向香港交易所反映該等意見。

-
- (c) 證監會對是否存在操縱市場的情況展開調查，純屬企圖將批評轉移的舉動。證監會高調調查是否存在操縱市場的情況，把受查證券行的部分客戶嚇跑了。

財政司司長的角色

11.27 關於財政司司長的角色，公眾的意見如下:-

- (a) 他將事件政治化，欲把責任推到香港交易所身上，表示香港交易所在發表諮詢文件前，沒有知會財經事務及庫務局，並認為香港交易所可能低估了市場反應，沒有充分考慮有關問題。但實情是財經事務及庫務局確有收到香港交易所諮詢文件摘要的預發本。
- (b) 在新推行的問責制度下，財政司司長與財經事務及庫務局局長之間的職責劃分有欠清晰。
- (c) 在新推行的問責制度下，主要官員負責的政策職責範疇若出現推行政策及措施方面的重大事故，有關主要官員即使在過程中，本身沒有參與任何工作，亦沒有任何疏忽行為，亦應負上政治責任。
- (d) 財政司司長既為監管金融事宜的最高級官員，應對事件負責。

財經事務及庫務局局長的角色

11.28 各方就局長的角色表達了以下意見:-

- (a) 觀乎局長最近就上市委員會架構所作出的決定，香港交易所應不能在局長毫無參與的情況下，單方面發表對本港股票市場有深遠影響的建議。由於除牌建議取決於政府會否制訂政策，建立機制讓除牌公司的股票在本港自由買賣，局長一定曾參與其中。
- (b) 局長對建議會帶來的嚴重後果，警覺性不夠高。正如他向立法會財經事務委員會所表示，他未有閱讀載有屬其政策職責範疇的重要建議的文件。他不明白，亦沒有嘗試了解有關建議及其影響。他並無積極採取行動跟進市場對建議所作出的反應。
- (c) 在事件後，局長沒有承認責任。反之，他擬利用種種藉口令自己置身事外。他理應設法更充分了解香港交易所

及證監會計劃提出的建議。這應視為協調，而非干預香港交易所及證監會的工作。

對三層架構的意見

11.29 大多數人普遍贊同三層架構在概念上是健全的。不過，細價股事件卻揭露這個架構實際上存在瑕疵。因此，他們促請政府檢討三層架構、清楚劃分香港交易所及證監會所擔當的角色及應履行的職責，以及改善各方之間的協調。

11.30 不少意見認為香港交易所明顯存在利益衝突情況，或至少在香港交易所自二零零零年起成為上市公司兼且擔當前線規管機構的角色時便開始有這個問題。有些人士建議，香港交易所應集中發展及推廣新產品，而將所有規管職能轉交證監會。我們注意到，這項建議已成為很多人持有的意見。另外亦有人認為，香港應仿倣英國的做法，為消費者及從業員成立委員會。

評估意見

11.31 我們邀請了有關各方在意見書內及會晤時回應上述部分意見及批評。由於調查小組的職權範圍列明須集中調查有關草擬及發布諮詢文件的安排，而非文件內建議本身的優劣，因此，基於本報告引言部分所述的原因，加上建議的優劣將是現時進行中和日後再進行的諮詢工作的討論主題，我們邀請有關各方就此提供的意見不多。有關回應及我們的簡略評估載列於下文各段，並且已在報告的適當地方提述。財政司司長和財經事務及庫務局局長的角色則在報告內文第六章及第 12.2 至 12.27 段中論述。

最低股價

香港交易所的回應

11.32 香港交易所集團行政總裁在立法會財經事務委員會會議上強調，香港交易所最初建議以 1 仙作為合併的價格，並禁止導致股價跌至“最低價格”1 角以下的企業行動。至於 1 元及 5 元的建議，則是由證監會提出的。了解到證監會的建議會對太多公司造成影響，香港交易所嘗試建議由 1 角至 3 角的較低的合併界線，

但卻不獲證監會接納。證監會表示：“3 角的數目會給人一種妥協和沒有決心的印象。投資者和市場可能會收到錯誤信息。”最後，“為免耽誤整項諮詢工作，交易所最終同意在諮詢文件內建議將最低交易價定為 5 角，作為折衷的界線。”

11.33 證監會沒有就香港交易所有關最低股價的建議提出進一步意見。二零零二年六月，證監會表示他們“對 5 元 / 1 元及 2 元 / 5 角的問題，仍未定出任何意見。但無論如何，諮詢文件應探討把[香港]與國際一般規定看齊的最終目的。”在其後多次擬稿及諮詢文件內，均保留了 5 角最低股價。

證監會的意見

11.34 證監會主席的意見為:-

- (a) 從政策角度看，是項基本建議是理性的和合理的，反映了市場參與者及評論者的意見，並與國際做法一致。
- (b) 證監會的明確理解為，5 角最低股價一旦實行，本身並不會引發除牌，因為上市公司有各種機會透過股份合併的簡單方法，把理論股價恢復至最低股價之上。
- (c) 證監會曾向香港交易所查證，由於上市公司可簡單地透過股份合併達至 5 角最低股價，因此綜合所有與公司業績及盈利能力有關而可能影響各類公司的除牌建議，只會為約 20 家上市公司帶來除牌危機，而且只會在多個月後才除牌。
- (d) 建議的 5 角最低股價由香港交易所提出。證監會認為這是一個合理的數字，而該數字最後亦成為諮詢文件的方案。證監會並無堅持一個指定的最低股價。
- (e) 證監會接受建議的最低股價為合理數字，以及股份合併的獨立建議加入上市準則及除牌的整套方案內。同時，證監會做了另外兩件事：第一，提醒香港交易所該諮詢文件太冗長、複雜及難於掌握；第二，嘗試要求香港交易所在記者招待會中作非常清楚的解釋，不要把 5 角最低股價與除牌混為一談。

調查小組的看法

11.35 由於建議的最低股價 5 角將是下一輪諮詢的課題，我們不應預先干擾或試圖影響大眾的決定。通盤考慮過所見、所聞及所聞（第七章第 7.10 至 7.45 段已大部分提過），以及有關各方的回應後，我們認為提出以下意見並非不恰當的：-

- (a) 事件出錯的關鍵，在於市民以為最低股價引致除牌而非股份合併。股份合併是最初的焦點所在，但在諮詢文件內卻不再是首要課題。文件發表前的兩三個月，傳媒的討論亦集中在除牌建議上。此外，該兩個課題在冗長、複雜及技術性的諮詢文件內互相緊扣。因此，與最初的股份合併的獨立建議相比，諮詢文件內所提出的最低股價 5 角比原先所預期更為重要。無論是證監會還是香港交易所，似乎均沒有把注意力充分集中在這項微妙轉變上。證監會更假設（而這假設並非不合理），除牌與合併之間的分別會交代清楚，因此會易於明白。但實情卻非如此。
- (b) 證監會曾強烈表示其意向是把最低股價定為 1 元 / 5 元。因此，雖然 5 角的最終建議是由香港交易所提出的，但是一個合理推論是香港交易所是考慮過證監會的意見後才提出建議的，而證監會亦是願意以該水平作為諮詢基礎。
- (c) 在提出最低股價 1 元的建議時，證監會行政人員極希望定出一個能以香港貨幣標準整數為依據，而且貫徹始終並合乎邏輯的水平，使香港符合公認的國際做法。
- (d) 雖然證監會及香港交易所均估計，若諮詢文件內的整套建議付諸實行，僅有 20 至 30 家公司會有除牌之虞，但這個信息並沒有告知大眾，而市民只知道上市公司中，約有半數的股價低於 5 角。在二零零二年七月二十五日的香港交易所記者招待會上，香港交易所集團行政總裁無意亦沒有提供這項數據。事後看來，他當時是應該這樣做的。
- (e) 只要並非罔顧香港本身的商業環境及經濟情況而盲目遵循，我們並不認為參照國際標準、慣例及做法是失當或錯誤。根據我們所參考過的資料，我們相信就本港的情

況而言，以 5 角作為股份合併的界線是恰當的折衷方案，也是供諮詢的合理基礎。

另設交易平台

香港交易所的回應

11.36 對於香港交易所未有在諮詢文件內建議另設交易平台的批評，香港交易所集團行政總裁有以下解釋：-

- (a) 諮詢文件亦認同“有意見認為應另設交易平台”，但正如諮詢文件所解釋，交易所並不認為有必要建議另設交易平台，因為交易所提出的除牌建議會給予投資者足夠的“預早警告”訊號。如該等建議獲得市場接受及推行時，投資者將會有充分時間採取行動，以及在除牌前在市場出售其股份。
- (b) 現行的《上市規則》已載有關於除牌的條文。在過往三年，共有七家公司被除牌，而交易所並沒有為被除牌的股份另設交易平台。這並沒有阻止被除牌的股份在場外交易。
- (c) 現行除牌準則是以質量為基礎。諮詢文件內的除牌建議旨在引進清晰、質與量並重的持續上市準則，以提高透明度，讓投資者預早知道有關發行人是否可能無法符合持續上市準則及可能因此遭受除牌。新措施如果推行，可為投資者提供更多保障，因為在現行措施下，有關發行人的證券可能在除牌程序實施之前已暫停買賣，而暫停買賣的時期有時頗長。如交易所考慮對某發行人採取除牌行動，該發行人的證券通常經已暫停買賣，因而小股東無法在市場交易。該等股份將繼續暫停買賣，直至有關發行人提出適當的挽救建議及獲上市委員會批准為止。如沒有提出挽救建議又或所提出的建議不獲上市委員會批准，則有關發行人將被除牌。
- (d) 即使展開除牌程序，亦會給予時間，讓有關發行人對違規情況作出補救，而不會立刻將其股份停牌。
- (e) 整套建議的措施包括一個經簡化的上訴機制，不滿初步除牌決定的有關發行人，可以根據機制提出上訴。

-
- (f) 香港交易所在諮詢文件中提出的建議僅屬建議性質，旨在方便市場人士對有關建議加以研究和發表意見。倘若市場反應顯示，市場人士明確要求另外引入一套交易安排，作為除牌措施的一部分，香港交易所會另外進行一次諮詢，考慮有關要求。
- (g) 應否另設交易平台，以及如決定設立的話，此平台應如何運作及監管，牽涉到整體監管及運作事宜上複雜問題，須仔細研究。
- (h) 考慮應否提及可能另設交易平台時，香港交易所曾參考證監會一份題為“香港市場的素質 — 評論檢討”⁶²的文件內的意見，其中載道:-

“場外交易平台的規管環境通常會較寬鬆，失當行為因而較為普遍……不過，至於香港應否考慮把市場劃分，會帶出幾個重要問題。目前，香港很多法例條文只適用於（上市證券而根據《證券及期貨條例草案》亦將只適用於）上市證券。香港交易所享有經營證券交易所的法定專營權，亦須重新研究。但更重要的根本問題是，本港的經濟和市場規模能否容納第三板（即在主板和創業板以外）的上市市場，實屬疑問。”

證監會的回應

11.37 證監會提出以下意見:-

- (a) 香港交易所是一家須向股東負責的公眾上市公司，而是否願意為除牌公司營辦另一板市場屬於其商業決定。不論過去或現在，香港交易所皆可自由決定是否就其對此事的意見正確與否，諮詢市場的意見。證監會並無訂立任何規則或規例，禁止為被除牌股份設立交易機制，但該等產品的買賣必須由註冊經紀處理。證監會對此事持開放態度。舉例來說，假如多方面屬意另設市場，證監

⁶² 這是證監會內部進行的一項研究，有關研究文件已於二零零一年十二月送交香港交易所和財經事務局（參閱第 2.3 段）。這份文件其後經過修訂，並於二零零二年七月二十五日向傳媒發表。

會期望香港交易所進一步考慮有關事情，而證監會亦同樣會予以考慮。

- (b) 證監會行政人員確曾向香港交易所的上市科提出設立一個退市機制。不過，香港交易所決定不會建議另設市場。然而，有關是否另設交易市場的討論，顯然尚未有定案。在諮詢工作結束後，於制訂政策時須考慮有關退市問題的回應意見。
- (c) 香港交易所已備有設立第三板的軟件和硬件。第三代自動對盤及成交系統具備強大功能，包括可為除牌股份編配某一編號，讓市場參與者進行四位數字類股票的交易。有關交易甚至可透過中央結算及交收系統結算。
- (d) 證監會在有關香港市場素質的報告內所表示的保留態度，純粹是證監會的初步意見。

調查小組的看法

11.38 我們的意見如下:-

- (a) 諮詢文件處理有關問題的方式會向不知情人士及許多其他人士表達一個信息，就是香港交易所認為無需引入這種機制。因此，他們作出香港交易所對此事早有非常清楚立場的結論，並非不合理。換言之，即使香港交易所注意到市場可能有憂慮，但看來並不打算在現階段就此事徵集意見。這或許是導致疑慮的原因。
- (b) 有論據指出在沒有另一交易平台的情況下，除牌機制早已存在。這種說法雖無不妥，但在過去三年，實際上只有七隻股份遭除牌。但當市場誤以為訂定 5 角最低股價，會令過半在主板上市的公司面臨除牌危機，再加上沒有另一交易平台，所有這些公司的股份持有人很多因而產生憂慮，是可以理解的。
- (c) 根據現行架構，香港交易所應主要負責決定是否設立另外的交易平台。在擬備階段時，證監會提出若干方案，但香港交易所並無着意跟進，部分原因是香港交易所急於敲定整套建議，另外也因為避免就創業板的角色及市場劃分問題引起更大爭論。

-
- (d) 上市科不跟進證監會所提方案的其中一個原因，是這些事宜屬香港交易所業務發展單位的職權範圍。證監會已承諾在適當時間向香港交易所業務發展單位提出有關事宜。
 - (e) 我們認為，沒有在諮詢文件提到可能另外設立交易平台，或未有就有關事宜持開放態度及徵詢公眾意見，誠屬失策，有可能令人對香港交易所是否願意考慮這個方案產生誤會，並可能是導致那些擔心投資未能變現的人之所以產生憂慮的原因。

低估市場反應

香港交易所的意見

11.39 對於香港交易所低估了市場反應的批評，香港交易所集團行政總裁解釋：-

- (a) 諮詢文件中所提建議的醞釀期接近 18 個月。在該段期間，香港交易所正考慮強制細價股合併及改善除牌機制一事，傳媒亦經常作出報道及討論。由香港交易所企業傳訊單位擬備的傳媒報道摘要載於附件 7.2。
- (b) 在諮詢文件發表前的一星期，傳媒報道有關建議的一些細節，包括細價股及除牌機制，甚至連低於 5 角最低股價而又沒有採取補救行動的股份可能遭除牌的建議細節，亦有報道。此外，許多市場從業員亦紛紛向傳媒發表意見。儘管有些意見認為 5 角的最低股價可能訂得太高，當時卻沒有任何預兆甚或迹象顯示細價股可能出現恐慌性拋售。
- (c) 在七月十七日至二十五日期間，細價股及除牌建議的要點已為公眾所知，市場仍然一片平靜。因此，香港交易所沒有理由懷疑或估計市場會對諮詢文件的公布作出非理性及不冷靜的反應。
- (d) 諮詢文件在當日中午休市期間發表後，下午的整個交易期間並沒有出現異常的市場波動。
- (e) 二零零二年七月二十六日早上，新聞報道及市場從業員對有關建議，包括有關細價股的建議的意見大致上屬於

立場中性或是表示支持，並無迹象顯示有任何不幸的事情即將發生。二零零二年七月二十六日早上的傳媒報道摘要載於附件 11.1⁶³。

- (f) 根據香港交易所集團行政總裁所言，這一連串事件顯示，市場在二零零二年七月二十六日所作反應超出了大部分人（包括傳媒評論員、市場從業員、證監會及香港交易所）所合理預料的。

證監會的意見

11.40 證監會主席的意見如下:-

- (a) 由於這是一份由香港交易所發出的諮詢文件，關乎香港交易所本身的規則，香港交易所自始至終都清楚表示會負責整個市場諮詢程序。證監會沒有把詳細建議提交轄下有關小組討論。
- (b) 在證監會與經紀協會代表舉行的正式和非正式會議中，沒有人對建議的最低股價 5 角表示關注。香港交易所上市委員會成員包括市場專家，他們是這次諮詢工作的主要決策者，在二零零二年七月十八日討論時，也沒有表示關注市場可能會有敏感反應。
- (c) 雖然香港交易所的建議要點，早於二零零二年七月二十五日公布前一周左右，已因洩露而為報界所知，但從正式與非正式渠道收到的意見，都沒有顯示建議會引起任何問題。
- (d) 諮詢市場的建議並非既定政策決定，作出修訂在所難免。所有建議都須經過討論和辯論。諮詢市場的整個目的是盡量評估業界的反應。

調查小組的看法

11.41 有多位評論者事後都認為市場在七月二十六日的反應是完全合理和可預測的。但我們注意到:-

⁶³ 有關摘要由香港交易所提供。

-
- (a) 一如香港交易所所述，傳媒對除牌建議的報道一般都是立場中性或表示支持的。在二零零二年七月二十六日諮詢文件發表後，大部分傳媒的報道均表示支持建議。
- (b) 雖然業界對有關建議意見分歧，但無迹象顯示市場的不利反應會這麼激烈，以致出現恐慌性拋售。

11.42 我們雖不能完全同意第 11.39 段概述的香港交易所意見，但可以了解為何香港交易所或其他人士未能察覺市場會有這樣的反應。然而，我們須知道，該份諮詢文件當時仍未向傳媒發布，以收集意見，而公眾不能單單將最低股價及改善除牌機制的建議獨立考慮。導致恐慌的原因，其實也可以理解，就是未有清楚解釋 5 角的界線是促使股份合併，而非引發除牌。另一原因是並無就另設交易平台問題進行充分討論。我們深信，這次事件也是出於一些恐慌性反應。我們亦覺得不妥的是，現時並無有系統的方法，可事先採取及評估市場可能出現的反應。證監會並不認為可以啟動其諮詢網絡，因為有關建議是香港交易所提出，而香港交易所一直對任何被認為是證監會的干預都非常敏感。香港交易所假定上市委員會可發揮市場感應功能，但委員會實際的角色卻被動得很：見第 11.51 段及其後各段。因此，出現了某種真空狀況，就是無人真正負責收集及分析市場意見。

11.43 我們注意到，香港交易所倚重傳媒作為評估市場意見及向市場發放資訊的渠道。這確是一個有用的途徑，但也不可以是唯一途徑，應兼用其他渠道：參閱第 7.70 段的討論。

欠缺市場觸覺

香港交易所的意見

11.44 就香港交易所高中層職員缺乏市場經驗及專業知識的批評，香港交易所集團行政總裁承認，上市科大部分職員因無從事經紀工作，故不屬市場參與者，但他們大多已於香港交易所工作多年，普遍具備專業資格及在上市事務方面有豐富經驗。此外，上市委員會的委員擁有不同的專業知識，當中多位是執業經紀。

11.45 集團行政總裁亦告知我們以下事項，而我們亦同意他所說：-

-
- (a) 香港交易所職員在日常工作中有很多機會與市場人士接觸及討論，包括上市公司及金融中介機構的人員、交易所參與者及基金經理。他們應早已累積豐富的經驗。
 - (b) 香港交易所最近的諮詢文件提出了一套頗為全面的建議，回應市場認為重要的事宜。諮詢結果顯示，香港交易所人員所指出並提供改善建議的事宜，都能針對公司管治問題的核心。

調查小組的看法

11.46 我們獲悉以下統計資料:-

- (a) 在上市科 71 名行政人員中，44 名（即 62%）在上市科工作了三年或以下，五名則已在上市科工作 10 年或以上。一如其他機構，上市科不時會有人事變動，在市道暢旺時尤甚。
- (b) 59 名行政人員具有專業（主要為律師及會計師）資格、61 名則有學位程度，而 49 名同時具有專業和學位程度資格。當中 36 名（50%）的工作經驗少於 10 年。
- (c) 在負責擬備諮詢文件的小組成員中，四名在香港交易所（或其附屬機構）的年資為兩年至 17 年之間，其中一人全職負責擬備工作，其餘三名行政人員，包括擔任組主管的上市、監察及風險管理單位執行總監，須兼顧日常的監管職務和處理若干個其他大型工作項目。有人因此質疑，香港交易所所有否因應所涉及事宜的複雜程度、技術困難和敏感性，就諮詢文件的工作提供足夠資源。總的來說，我們並不認為香港交易所在這方面有任何失當之處。

未有在香港交易所諮詢網絡進行諮詢

香港交易所的意見

11.47 在被問及上市科為何並無就這樣重要的政策事宜，諮詢香港交易所董事會的意見時，香港交易所集團行政總裁作出以下解釋:-

“我們並無諮詢董事會或各諮詢小組的意見，主要原因是須遵照諒解備忘錄的規定，將上市委員會的職務與董事會負責的其他業務事宜完全分隔。設立多個諮詢小組，例如現貨市場諮詢小組、衍生工具市場諮詢小組和結算諮詢小組，目的是就交易所從事的業務工作，向董事會提供意見。”

11.48 有關上市科為何未有諮詢個別成員的意見，以借助他們的豐富經驗和專業知識，香港交易所集團行政總裁作出以下解釋：-

- (a) “在某程度而言，上市科是遵照一貫做法，將董事會和上市委員會的職能分開。事實上，數月前，市場對香港交易所既是規管架構又是營利上市公司實際上或可能引致的利益衝突問題，提出不少意見。經過連番討論後才達成協議，就是我們應繼續保留有關職責，但上市管治架構會有所修改。在討論過程中，有關各方一直都希望維持上市管治委員會的獨立性。”
- (b) “嚴格劃分職能，甚至包括借助個別人士的專業知識，可避免遭人投訴有利益衝突或混淆不清的情況，甚或可避免董事會或個別成員被人認為試圖對監管方面的發展模式有不公平影響的問題。”

調查小組的看法

11.49 我們認為假如香港交易所繼續擔當上市公司“前線規管者”的角色，則本身的業務應與其規管職能斷然分隔，令香港交易所的規管單位可以，亦被視為可以獨立、勝任，並因而有誠信地履行職能。誠信至為重要，故此必須避免有任何人認為存在利益衝突的問題。

11.50 不過，我們認為香港交易所現時的做法，反而令其無法借助董事會及諮詢小組成員的豐富經驗和專業才能。這些成員不論個人或整體而言，均具備市場知識及實際運作知識，起碼就某些方面而言，大有可能勝過素質最佳的規管者。我們同意香港交易所不應就上市事宜諮詢其董事會，而董事會亦不應就關乎上市的事宜行使獲兼賦的權力。然而，縱有這些專業知識卻不去利用，實在太浪費資源。我們認為香港交易所應建立或採納正式或非正式的機制，善用香港交易所大家庭成員的經驗。我們欣悉，

香港交易所行政人員就這次事件進行檢討後，已循這個方向建議建立新的諮詢網絡。

上市委員會

11.51 在目前的架構下，香港交易所的上市委員會為上市事宜把關，亦是香港交易所從外收集意見的渠道。無論在設計上或在實際上，上市委員會大體上可代表市場人士及社會大眾的利益，即使上市科有任何可覺察到的不足之處，上市委員會亦具有所需閱歷及經驗加以彌補。

11.52 然而，期望與實際之間或許存在距離。上市委員會逢星期四開會，委員一般相當盡責。我們翻閱過委員會的會議記錄，發覺討論內容詳盡而全面。不過，上市委員會看來有一些架構上的阻礙，以致難以充分發揮成效。

11.53 首先是上市委員會的角色。上市委員會的職權範圍頗為籠統。香港交易所表示上市委員會是就上市事宜擁有最終權力的組織，而且是香港交易所與市場人士之間的橋樑。然而，上市委員會認為其角色較側重於技術層面。即使在政策事宜上，委員認為他們的角色只是從實用性和可行性的角度改善《上市規則》。委員並不認為他們的工作是衡量任何建議背後的理念或評估市場有可能作出的反應，因為通常兩者都不會交由他們考慮。交由他們研究的事項，往往都到了最後幾乎完成的階段。他們在相當後期才有機會參與工作。委員至此所能做到的，實際上僅限於一些修正和輕微調整工作。由於時間緊迫，特別是要顧及推出的時間表及實際安排，委員在這樣後的階段，或許會不太願意提出根本性的修改。

11.54 另外亦有些中肯的意見認為，如要上市委員會成為測試市場對建議接受程度的有效途徑，則須在早期提出建議的理念和細節時便諮詢該委員會的意見。在這次事件中，上市科於二零零二年四月傳閱除牌文件第一稿後，雖然已定於七月二十五日發表該份文件，但在七月十日之前卻一直未有讓上市委員會參與。無論如何，就如此複雜的建議而論，很多人都會認為八天的審閱時間並不足夠，特別是由於所有委員本身的業務都很繁忙。

11.55 現行的架構明顯未能讓上市委員會有效監察上市科的工作。上市委員會只能審議向其提交的文件，並不能決定應向其提

交什麼文件。因此，在會議舉行前數天傳閱文件之前，上市委員會的參與不多。

與市場缺乏溝通

香港交易所的意見

11.56 香港交易所並無在進行公眾諮詢前徵詢市場意見，箇中原因和顧慮載於第 5.19 段。

11.57 至於為何某些諮詢組織（例如證監會股東權益小組）的意見並無反映出來或予以考慮，香港交易所集團行政總裁的解釋如下:-

- (a) 雖然香港交易所可從傳媒報道得知股東權益小組曾討論有關細價股及除牌機制的某些事宜，但證監會沒有將有關意見告知香港交易所。倘若股東權益小組提出了實質意見，證監會定會將有關意見轉告香港交易所。
- (b) 香港交易所現承認證監會股東權益小組是證監會諮詢架構的一部分。在報告有關證監會與香港交易所之間意見交流的第 7.72 至 7.76 段，我們已提過，證監會曾於二零零一年十二月就另一項建議諮詢股東權益小組。

調查小組的看法

11.58 或許令人感到遺憾的是，香港交易所將自己與市場隔離，以致無法接觸市場及獲得極為需要的信息，從而找出問題所在並加以澄清、測試概念是否可行、探討政策方向，以及制訂政策建議。《上市規則》是市場規則，是為市場而制訂的。雙向溝通是非常重要的，除有助制訂最能符合市場需要的建議，亦有助在制訂過程中尋求並建立共識。

11.59 不過，我們必須注意，正式諮詢前的意見徵詢及甚至諮詢本身都存在一定程度的風險。由於既得利益的問題或純粹各人看法不同，都很可能會產生意見分歧。即使諮詢是絕對有誠意的，亦並非所有提出的意見均可獲接納或採用。

11.60 證監會應能夠徵詢股東權益小組對香港交易所諮詢文件擬稿的意見，而且亦希望如此。然而，香港交易所那封措辭強硬

的函件和兩者之間溝通上的隔閡，無疑在某程度上令證監會感到受制而再沒有諮詢該小組。

時間欠佳

香港交易所的意見

11.61 有人批評香港交易所不應在市場疲弱的時間發表諮詢文件。香港交易所認為本港及海外市場已呆滯了好一段時間，而有關建議如獲通過及推行，長遠會對香港市場有利。香港交易所並且指出，如有關改革是對香港有利及可以改善香港市場的形象，便不應無限期等候。我們認為這些見解都是合理及經過深思熟慮的。

11.62 對於較嚴厲的批評，認為香港交易所不應選擇在星期四交易日公布有關建議，香港交易所集團行政總裁表示:-

- (a) 香港交易所一向避免在星期五公布諮詢文件，因為財經報章通常不會在周末期間予以詳細報道。（參閱第 8.8段）
- (b) 有關詳情（包括以 5 角為最低股價）早已為公眾所知，而市場並無異常反應，所以在星期五黃昏公布諮詢文件，而周末期間傳媒的報道會較少，香港交易所亦未必能知道有任何迹象市場會在下個星期一作出無法預測的反應。
- (c) 香港交易所選擇在午飯時候公布諮詢文件，是考慮到證監會認為適宜在收市後作出公布的提議。對香港交易所而言，這可指早上或下午收市後。

11.63 此外，亦有傳聞表示所選擇的日期及時間（星期四午飯時候）與集團行政總裁計劃在二十七日（星期六）放假有關。我們接受集團行政總裁就此作出的以下解釋:-

“本人或屬下人員從未想過這是決定性因素……。
事實上，財經事務及庫務局、證監會和香港交易所曾就有關[安排的]細節及公布詳情的時間問題進行多次討論。”

證監會的意見

11.64 證監會的意見如下:-

- (a) 進行諮詢工作有別於公布決定，一般不會因應市場的普遍情緒而在時間上加以配合。不然，就一些可能會引起爭議，但合乎公眾利益的重大長遠改革建議的諮詢工作，便會受到窒礙。一如香港交易所的看法，我們知道，在市場受壓的情況時便會有意見要求提出改革建議。我們應採用一個常用的假設，即是除非實際上有清楚的警告徵兆，顯示進行諮詢即會引起問題，而問題的影響大於廣泛諮詢公眾的得益，否則有關諮詢工作應如期進行。
- (b) 據證監會所知，在這次事件中並無任何“警告徵兆”。證監會沒有發現，亦沒有獲告知有任何警告徵兆。香港交易所似乎能妥善處理一切，而證監會已反映其關注的問題。今次有關的實質建議是合理的，能提出重點問題討論，以及能處理深為市場關注的事宜。諮詢文件早在發表之前，已獲傳媒準確和詳細報道。市場對這些在七月二十五日前作出的報道，並無任何明顯的反應。

調查小組的看法

11.65 對於發表諮詢文件的時間，一般不應由市場情緒支配這點意見，我們認為是正確的。一如李業廣先生提醒我們，在現實世界中並無所謂“十全十美的時間”。假如可以選擇在牛市期間提出建議，而市場又受到建議的影響的話，則理論上損失可能會更大。延遲推行改革建議，長遠來說甚至會損害公眾利益。在諮詢文件發表前一個星期，傳媒已作廣泛報道。我們並不批評那些認為市場已預期有關建議即將公布的人士。香港交易所希望盡量擴大傳媒報道，固然是無可厚非，然而，我們認為這可能在某程度上將對市場影響所應有的關注擱在一旁。

11.66 有人認為，香港交易所如在星期五收市後公布整套建議，會較為適當。事後看來，我們亦贊同這個看法。因為這樣有關行政人員便可在新聞簡報會上，以及在電台、電視上討論有關建議，並在周末期間繼續以同類方式跟進事件。這可容許更充裕的時間向市場發出適當信息和採取措施，緩和及減輕市場關注和

憂慮。另一點是，由於建議主要涉及細價股和小型股，亦即是指在零售市場主要為小投資者所持有的股票，而大家都知道這些股票即使在市況最佳的時候，也會大幅波動，因此，為確保有充裕時間和適當程序處理任何未可預料的不利市場反應，對建議的推出進行審慎的部署尤其重要。

假諮詢

香港交易所的意見

11.67 香港交易所以下述解釋及事例來駁斥這項批評:-

- (a) 上市科諮詢過證監會企業融資部的意見後，便會敲定有關文件，供所有上市委員會成員傳閱，以作討論。上市委員會多在星期四舉行會議。在這次事件中，香港交易所根據上市委員會的意見，對諮詢文件作出了十多項的修訂。
- (b) 香港交易所曾建議延長交易時間。進行諮詢後，有關晚間交易的建議，受到強烈反對，而對於延長日間交易時間，意見亦不一。結果，最終的決定跟原先所建議的已有很大分別。
- (c) 另一事例是，在香港交易所合併前，交易所曾在一九九九年五月就主板的認購股權規定進行諮詢。交易所共收到上市股票發行人、市場參與者及專業團體提交的 26 份意見書。當中有具理據的意見認為，諮詢文件中建議的規定過份嚴格，需要放寬，以便上市股票發行人能更靈活制訂認股權計劃。交易所因應這項意見，放寬原來建議的規定，並在一九九九年十一月就修訂建議諮詢某些人士的意見。基於修訂建議涉及進一步的放寬，以及會引入一些新元素，並且涵蓋主板及創業板，交易所在二零零零年五月進行另一輪公眾諮詢。交易所就建議的主板規定進行諮詢，共收到 14 名回應者的意見，而就建議的創業板規定進行的諮詢，則收到 157 名回應者的意見。

調查小組的看法

11.68 我們知悉一些經紀組織過往一直對香港交易所的諮詢工作有所不滿。他們指香港交易所的諮詢工作只是作出通知而非諮詢意見。我們未能審閱之前所有的諮詢工作的資料，但我們已注意到有關的事例。可以這樣說，即使這項指稱不成立，至少香港交易所的形象也有問題，這可能造成影響，令公眾不願向香港交易所提供意見，因而削弱了其諮詢工作的成效。

11.69 無論上述的看法是否有事實依據，是次諮詢缺乏自由發表意見的議題，加上香港交易所對若干主要建議表現出有明確的立場，以及諮詢期短促，這種情況或許促成了上述的看法（參閱第 11.17 段）。

11.70 香港交易所的形象問題亦可能與其處理和傳達諮詢結果的方式有關。證監會在完成諮詢工作後，會發表一份總結報告，當中包括一份所收到意見及證監會對這些意見回應的詳盡摘要。這做法現於最近重新制定的《證券及期貨條例》中作出了規定。香港交易所似乎沒有類似的做法。部分人士對其就香港交易所建議所提供的意見沒有被接納及不知為何不被接納感到不滿。我們認為證監會的做法值得香港交易所考慮及採用。