
第七章

擬備諮詢文件

引言

7.1 根據我們所得的資料，我們嘗試順序重組在二零零零年年底至二零零二年七月三十一日期間發生的事件，這些事件或多或少與細價股事件有關係。關於已發生的事件，大部分有關人士的意見沒太大分歧，儘管他們對原應出現的發展，並非經常意見一致。事件的發生經過詳載於附件 7.1，這是本報告的重要部分，應可為那些特別關心誰知道什麼、如何知道、何時知道的人，提供大部分答案。

7.2 概括來說，一連串的事件可劃分為以下五大範疇:-

- (a) 確定細價股是一個問題；
- (b) 制訂建議；
- (c) 提交及發表諮詢文件；
- (d) 市場反應；以及
- (e) 其後發展。

7.3 本章闡述首兩個範疇。第八章討論提交及發表諮詢文件的安排。第九章概述市場對諮詢文件的反應及其後發展。第十章則根據證監會最近的調查結果，詳述七月二十六日發生的事情和箇中原因。

確定細價股是一個問題

7.4 自二零零零年年底以來，細價股、小型股和除牌機制一直是證券業及傳媒關注的事情。二零零零年十月，香港證券經紀業協會在與當時的財經事務局舉行的定期會議上，提出有關事宜，要求進行討論。協會的關注基本上屬技術性質。由於聯合交易所的自動對盤及成交系統（自動對盤系統）不能進行 1 仙以下

的交易，因此，細價股須以碎股形式，通過半自動對盤系統，以人手進行交易，這導致經紀在輸入買盤賣盤時，出錯機會增加，所承擔的風險亦會更大。

7.5 財經事務局把協會的關注轉達證監會，而證監會亦已就類似問題初步進行內部討論。證監會早前與香港交易所討論時，似乎亦已表達對這方面的一些關注。財經事務局的信件引起了證監會內部進一步的討論。由於流動性低，價格上落幅度大，容易受操控，而且與企業管治不善和基礎欠佳有相互關係，細價股因此被視作一項問題⁴⁶。細價股為數甚多，有人認為這有損香港作為主要國際金融中心的形象。有關其後所發生的事件，參見第 7.48 段及以後段落。

制訂建議

建議的雛形

7.6 處理細價股問題的首項建議，是證監會企業融資部在二零零零年十二月回覆財經事務局時提出的。企業融資部提出一系列措施，以供考慮:-

- (a) 首次公開招股的價格須高於 1 元；
- (b) 不得採取會導致股份價格跌至 1 元以下的企業行動（例如股份拆細或派送紅股）；以及
- (c) 如股價超過 30 天或在 90 天內有超過 60 天低於 5 角，須強制合併，令股價達至 1 元以上。

7.7 在提出這些建議時，證監會企業融資部指出:-

- (a) 這些建議將會是激烈的措施，預期會遇到阻力。然而，這些建議可給市場傳達清楚信息，表明政府及規管機構希望提高市場素質。
- (b) 美國市場把 30 天以上交易價低於 1 美元的股份視為“細價股”。在此情況下，這類股份可能超越了個別投資基金的委託權，因為發行人有機會遭除牌，而有關股份或許

⁴⁶ 細價股或小型股所涉及的問題，參閱第 2.4 至 2.6 段。

不符合保證金（又稱孖展）融資的資格。證監會關注到這些問題對香港市場的影響，因為許多涉及保證金融資的問題均與“細價股”及“細價股”操控活動有關。

其後演變

主要意見交流

7.8 由二零零零年年底至二零零二年七月二十五日發出諮詢文件，證監會及香港交易所曾一直就與細價股有關的事宜，在內部及互相進行討論，並與外界人士交流意見。財經事務局局長定期獲悉有關進展。在二零零二年七月將建議摘要送交財經事務及庫務局之前，財經事務及庫務局並無收到任何有關該建議的細節（參閱事件紀要二零零二年七月十日、十七日及十八日部分）。主要的意見交流要點如下：-

(a) 香港交易所與證監會之間

香港交易所上市科將兩份有關股份合併的諮詢文件擬稿及六份有關上市資格和除牌程序的諮詢文件擬稿，交予證監會企業融資部。證監會企業融資部就每份擬稿，提供詳盡的意見。雙方亦曾在聯絡委員會的四次月會和兩個特別會議，討論有關事宜。此外，亦曾多次以書面和電話交換意見。

(b) 政府、證監會及香港交易所之間

在財政司司長與證監會主席定期舉行的會議、兩次統籌委員會會議、三次三方會議和證監會聯絡會議的一次會議，以及在二零零二年七月中財經事務及庫務局召開的兩個特別會議，為宣布一套與上市公司和企業管治有關的獨立建議作準備時，曾約略討論細價股、除牌機制和證券市場的素質。會上知悉香港交易所會就除牌機制發表一份諮詢文件，但並未討論有關建議的細節（參閱事件紀要二零零二年七月十五日、十七日及二十三日部分）。二零零二年七月十日，財經事務及庫務局收到證監會所擬備有關上市準則和除牌程序建議的摘要表。此外，二零零二年七月十七日，財經事務及庫務局在向香港交易所提出要求後，收到香港交易所諮詢文件的摘要。

(c) **香港交易所內部**

二零零二年七月十日，香港交易所將諮詢文件擬稿交予上市委員會傳閱。該委員會在二零零二年七月十八日的會議上，亦即發出諮詢文件之前一星期，審議諮詢文件擬稿。香港交易所董事會並無參與或知悉有關事宜。

(d) **與市場的溝通**

(i) 政府方面，二零零零至零一年間，財經事務局與香港證券經紀業協會看來曾在定期會議上兩三度提及與細價股有關的問題。

(ii) 證監會內部方面，證監會董事局（二零零一年十二月）、證監會股東權益小組（二零零二年三月）及證監會諮詢委員會（二零零二年五月）曾先後討論股份合併及除牌機制的事宜，但這些討論主要與證監會就香港證券市場的素質進行內部研究有關。

(iii) 香港交易所方面，沒有正式記錄顯示香港交易所曾就細價股或諮詢文件所載建議徵詢外界意見。不過，香港交易所卻曾非正式地告知傳媒，計劃推行經修訂的除牌機制。

(e) **向外公布**

(i) 香港交易所集團行政總裁在二零零一年年終回顧簡報會上，提及除牌機制建議是香港交易所二零零二年首要工作之一。

(ii) 此外，傳媒亦引述香港交易所行政人員談論股份合併及除牌的事宜。

(iii) 二零零二年六月二十日，財政司司長在香港交易所慶祝成立兩周年的酒會上致詞，提到香港交易所擬就除牌事宜展開諮詢（參閱事件紀要二零零二年六月二十日部分）。

事件的演變

7.9 首先，二零零零年年底至二零零二年四月間，證監會及香港交易所均着眼於一項旨在鼓勵或規定細價股合併的獨立建議上，雙方均沒有提出任何將股份合併與經修訂的除牌機制掛鈎的建議。與此同時，香港交易所正審議有關首次上市及除牌的建議及準則。二零零二年四月三十日，香港交易所才首次將該項股份合併的獨立建議納入一份有關上市準則及除牌程序各項措施的諮詢文件擬稿內，並將文件提交證監會。其次，證監會及香港交易所於二零零一年七月至二零零二年六月間，曾討論五個由 1 仙至 1 元的股份合併最低股價界線。第三，香港交易所與證監會均有提到應否為被除牌的細價股另設交易平台的問題，以及如要設立，應從何入手。（參閱事件紀要第 52 及 58 項）。諮詢文件最終並無包括另設交易平台的建議。

香港交易所與證監會之間的意見交流

重要意見交流過程

7.10 一如第 7.9 段所述，在擬備諮詢文件二零零二年四月三十日擬稿之前，香港交易所未有將股份合併和除牌兩者一併考慮。在該日之前的意見交流過程中（詳情載於下文），只論及股份合併的股價。我們亦注意到，在二零零一年七月三十日（即香港交易所向證監會提交有關股份合併的諮詢文件初稿時）至二零零二年七月十日，證監會就諮詢文件第五稿（內容與兩星期後發表的諮詢文件相若）發表意見這段期間，有關建議均是由香港交易所提出、研究和草擬。然而，對於香港交易所提交的每份擬稿，證監會均小心謹慎地詳細就建議提出意見。證監會很多時都提出了切合實際和重要的意見。香港交易所和證監會之間的意見交流過程詳列於附件 7.1的事件紀要，現摘錄如下:-

日期	事件	建議最低股價		
		須合併股 份的最低 股價	因企業行動 而導致的最 低股價	最低首次公開 招股價
30.7.2001	香港交易所向證監會提交有關股份合併文件第一稿。	\$0.01	\$0.1	-
8.8.2001	證監會就有關股份合併的諮詢文件第一稿提出意見。	\$1	\$5	-
20.12.2001	香港交易所傳閱有關股份合併文件第二稿。	\$0.1	\$0.3	-
25.1.2002	證監會就有關股份合併的諮詢文件第二稿提出意見。	\$1	-	-
30.4.2002	香港交易所傳閱首次上市及持續上市資格諮詢文件（諮詢文件）第一稿。	\$0.3	\$0.3	\$1
13.5.2002	證監會就諮詢文件第一稿發表意見。	\$1	-	\$5
15.5.2002	召開首次特別會議，討論諮詢文件第一稿。	香港交易所反對“\$1”的建議，但同意考慮以\$0.5或\$0.3為最低交易價。		
17.5.2002	香港交易所向證監會發送電郵。	香港交易所建議以\$0.3為最低交易價。		
8.6.2002	香港交易所傳閱諮詢文件第二稿，並向證監會提交發表諮詢文件的暫定時間表。	\$0.5	\$0.5	\$2
		“會就\$1/\$5的建議諮詢市場人士”		
11.6.2002	香港交易所提交諮詢文件第三稿。	\$0.5	\$0.5	\$2
17.6.2002	證監會就諮詢文件第三稿提出意見。	證監會表示對“\$1/\$5”或“\$0.5/\$2”的建議未定出任何意見。		

日期	事件	建議最低股價		
		須合併股 份的最低 股價	因企業行動 而導致的最 低股價	最低首 次公開 招股價
20.6.2002	召開第二次特別會議，討論諮詢文件第三稿及證監會的意見。	證監會並沒有就“\$0.5/\$2”的建議提出反對。		
26.6.2002	香港交易所向證監會提交諮詢文件第四稿。	其後的擬稿和交流過程中，並無提出任何其他變動。		
3.7.2002	香港交易所向證監會提交諮詢文件第四稿第二版。			
3.7.2002	證監會透過電郵，就諮詢文件第四稿第二版提出意見。			
4.7.2002	香港交易所向證監會企業融資部提交諮詢文件問卷初稿。	其後的擬稿和交流過程中，並無提出任何其他變動。		
5.7.2002	香港交易所透過電郵，向證監會提交諮詢文件第五稿。			
10.7.2002	證監會就諮詢文件第五稿提出意見。			
10.7.2002	香港交易所向上市委員會提交諮詢文件擬稿（第六稿）預發本，供二零零二年七月十八日會議審議之用。			

註：

“香港交易所”指“香港交易所上市科”，“證監會”則指“證監會企業融資部”。

股份合併文件第一稿

7.11 二零零一年七月三十日，香港交易所上市科向證監會企業融資部送交股份合併文件第一稿。香港交易所的文件實質包括兩項建議。第一，收市價在任何三個月內共計有 20 個交易日跌至 1 仙或以下的股票須予合併，以提高股價至 1 角或以上。第二，把最低股價定為 1 角。發行人不得採取派送紅股、股份拆細、公開

發售、供股，以及其他企業行動，致令其股份每股理論價格跌至 1 角以下。

7.12 香港交易所的着眼點的是技術問題。文件表示:-

“股票一般是經自動對盤及成交系統（自動對盤系統）交易。可使用自動對盤系統交易的股票，最低股價為 1 仙。透過半自動對盤系統，股票可以低於 1 仙的價格成交。在半自動對盤系統進行交易，不及在自動對盤系統般具透明度。聯合交易所認為發行人的證券不宜長時間在半自動對盤系統交易。因此，聯合交易所建議，倘發行人的股票收市價跌至[1 仙]⁴⁷或以下，則規定發行人須向其股東提交建議，把股份價值提高。聯合交易所會視合併發行人證券的建議為可予接受的方案。”

7.13 香港交易所在文件初稿中亦載述建議可能帶來的影響。第一，香港交易所承認股份合併會增加投資者所持有的碎股數目。香港交易所認為這問題最好是根據每個發行人的個別情況處理。第二，香港交易所留意到發行人及其股東關注股份合併的成本。這些成本包括召開股東會議、公布有關更改、更換股票證明書，以及尋求專業意見。為減低部分成本，香港交易所建議引入規定，給予發行人一段合理的時間，使其能透過日常業務運作，符合所需規定。

證監會對股份合併文件第一稿的意見

7.14 證監會企業融資部在二零零一年八月八日的回覆中，提出兩大關注事宜，即建議的涵蓋範圍及合併股的界線。首項關注是:-

“文件只解決了細價股的其中一項問題 — 即如何處理股價低於自動對盤系統所能處理的界線的股份（即股價在 1 仙以下的股份）。較重大的問題是股市操控者集中操控細價股的情況。”

7.15 第二項關注事宜是:-

⁴⁷ 在本章中如數字以方括號標示，這即表示原文亦標以方括號。

“我們認為，[就首次上市及合併而言]，合適的最低股價[分別]約為 5 元及 1 元。我們知道以 1 元為股票合併的界線，會對在交易所上市遠多於一半以上的公司造成影響，但這並不構成設定較低的最低股價的理由，而我們需要做的是對現有發行人分階段推行有關措施。”

股份合併文件第二稿

7.16 二零零一年十二月二十日，香港交易所上市科把股份合併文件第二稿送交證監會企業融資部。主要改動涉及最低股價。香港交易所建議，“股票在[最長 3 個月內]多於[30 天]收市價為 1 角或以下，必須合併至 2 角或以上的水平。”此外，香港交易所建議禁止導致股份理論價格跌至 3 角以下的企業行動。

7.17 香港交易所引述其市場影響所作評估，為其新建議提出支持論據:-

“正如貴會所留意到，把價格設定在[5 元或 1 元]的水平將會影響大量的公司。在主板及創業板上市的公司約有 63%至 65%的股價低於 1 元。在創業板上市的公司中，並沒有公司的股價高於 5 元，而主板亦只有約 8%的公司的股價高於 5 元。因應貴會提出的意見，我們已修訂有關建議，現建議將合併價格定為 1 角。”

“根據截至二零零一年八月十日的過去三個月股價計算，是項建議會對主板 93 家公司及創業板 6 家公司有所影響。此外，建議的最低股價亦由 1 角提升至 3 角。”

“將合併價格設定為 1 角後，有關公司的股價要進一步下跌 90%，才會達到 1 仙的水平，即股份再沒可能通過自動對盤系統交易。同樣地，將最低股價定為 3 角後，股價要有相當大的跌幅才會跌至合併價格。”

證監會對股份合併文件第二稿的意見

7.18 證監會企業融資部在二零零二年一月二十五日的答覆中，重申其對於涵蓋範圍及最低股價的關注。就第一關注事項，證監會企業融資部有以下意見：-

“建議的 1 角／3 角機制仍遠不能達到最終目標。細價股（或仙股）的問題並非只是第三代自動對盤系統如何處理股價每股低於 1 仙的交易。事實上，如果系統功能是唯一受關注的問題，我們會同意 1 角／3 角的建議是一個好的解決方法。然而，這個問題十分複雜，亦涉及市場素質和市場看法的問題。”

7.19 就第二個關注事項，證監會表示：-

“名義價格會導致投資者 — 錯誤地 — 認為價格低至仙位的股票“便宜”。本地市場從業員早已指出這種投資者心態。部分發行人為迎合這種心態會就其股本作出安排，使股價低至仙位，這做法是可以理解的。對於整體市場發展，這情況並不理想，因為會誤導投資者，並提供機會予有關人士操控市場。這亦會鼓勵部分投資者尋求“博彩號碼” — 希望其他人會推高股價。”

“證監會設定最低股價的長遠目的，是防止公司和投資者把股票視為“博彩號碼”，以及鼓勵他們着眼於股票的素質。以 1 元作為最低股價具有心理上的重要性，亦可提高本港的國際形象。（其他設有最低股價規則的市場，例如紐約證券交易所、美國的納斯達克證券市場、德國的 Neuer 市場及內地市場，均把最低股價定為其法定貨幣的最低整數值，例如 1 美元、1 歐元，及人民幣 1 元。事實上，相比之下，以港幣 1 元作為最低股價，其絕對值甚低，但這是依循國際慣例的做法）。”

“兩名甚受重視的傳媒評論員最近呼籲把最低股價定為港幣 1 元⁴⁸。”

7.20 有關香港交易所對採用 1 元為最低股價的關注，證監會企業融資部有以下解釋:-

“我們明白到把最低股價定為 1 元會影響許多發行人。因此，我們應給予較長的過渡期，讓有關公司充分準備，而投資者亦可作出適應。然而，必須立即做的是，在公眾諮詢文件清楚列明建議的長遠目標，並陳述正反兩面的相關考慮因素。我們理解到一下子把最低股價定為 1 元可能過於急進，故此或許有需要分階段實施。”

首次上市資格及持續上市資格諮詢文件第一稿

7.21 二零零二年四月三十日，香港交易所上市科把首次上市資格及持續上市資格諮詢文件（諮詢文件）的第一稿送交證監會企業融資部。文件擬稿包括有關首次及持續上市準則的一系列建議。正如文件所載，這些建議“與發出《企業管治諮詢文件》背後的目標一致，就是提高聯合交易所上市發行人的素質，並鞏固香港的國際金融中心地位”。檢討上市及持續上市資格是有必要的，“令我們的規定繼續與國際標準看齊”。

7.22 諮詢文件第一稿涵蓋五個範疇：(a)批核首次上市申請時的資格；(b)持續上市的資格；(c)持續上市責任的加強；(d)除牌程序；以及(e)投資公司。

7.23 原初的股份合併建議已納入整套建議內。具體而言，該份文件提出多項建議，其中包括:-

- (a) 香港交易所會實施以最低收市價 3 角作為一項持續上市資格的規定。若某發行人的平均股價連續 30 天以上低於 3 角，則發行人並不符合持續上市資格；
- (b) 在過渡期內或之後，發行人不得採取任何會導致證券交易價低於 3 角的企業行動；以及

⁴⁸ 證監會引述了二零零二年一月九日於《信報》財經新聞刊登的曹仁超的文章，以及二零零二年一月六日於網頁 www.webb-site.com 上登載的 David WEBB 的文章。

(c) 最低首次公開招股價為 1 元。

7.24 香港交易所亦建議實施新的程序，給予不符合規定的發行人合理機會取得所需資格。與此同時，發行人須提醒投資大眾稍後有除牌之虞，或已建議的補救措施。至於最低收市價，除牌程序適用與否，視乎有關“自動修正”的條文及過渡期而定。只要發行人的股價高於最低價格，並最少 60 天維持於該水平之上，則股價方面的不足當作已糾正，而新訂的除牌程序會停止啟動。

7.25 文件擬稿也提到另設交易平台。內容如下:-

“有意見認為須成立另一個交易平台，為除牌股份的股東或投資者提供渠道，在股份除牌後進行股份交易。我們則認為一套以質量為本，具透明度的除牌規則可向投資者傳遞足夠信息，並讓他們有充裕的時間採取行動及作出投資決定。因此，我們認為無須為除牌股份另設交易平台。”

7.26 這份文件是一個轉捩點，意味着香港交易所處理與細價股有關問題的原則和方式有根本性的改變。這是第一次把細價股問題與除牌掛鉤。傳媒在二零零一年五月的一份報道引述香港交易所當時執行總監霍廣文的講話，指香港有別於美國市場，他們透過“粉紅價單”和“場外交易告示板”方式為除牌股份另設交易平台，香港則沒有這類交易平台。如投資者持有的股票被除牌，實際上便無法出售其投資的股票。他認為解決方法是要求細價股合併，而非將其除牌。

7.27 同樣地，證監會於二零零一年九月在其網頁刊登了一篇文章，文內指出：“監管機構不宜單純因為一家上市公司連續超過兩年錄得虧蝕或股價偏低便將該公司除牌。一家公司不會純粹因為股價低於 5 角便被視作不再適合上市。除牌是聯交所對上市公司實施最嚴厲的制裁之一。一般來說，除牌對小股東所造成的損害，比對有關公司的主要股東為大。只要公司有足夠的業務運作或資產，便不應把它除牌。除牌只適用於特殊情況⁴⁹。”

⁴⁹ 摘錄自證監會網頁 (www.hksfc.org.hk/eng/investor/html/questions/edelist.htm) 的一篇文章，標題為“連續虧蝕超過兩年，或股價低於 5 角的上市公司應否被除牌，以保障小股東的利益？”

7.28 將股份合併建議與除牌機制結合，股份合併問題在諮詢文件擬稿中便沒再特別加以討論，而只是隱含於有關“自動糾正條文”的提述中。同時，諮詢文件亦沒有討論如何才可解決較早時提出對沒有另設交易平台及小股東利益可能有損的憂慮。

7.29 二零零二年五月十五日，證監會企業融資部與香港交易所上市科舉行會議，討論諮詢文件初稿。會議之前證監會企業融資部要求香港交易所上市科作出一些澄清，並就建議可能產生的影響進行了內部評估。評估顯示，“只有約 20 家”公司可能遭除牌，不過會有超過 300 家公司需進行股份合併。香港交易所上市科亦曾進行類似統計分析，而結果亦相若。

7.30 二零零二年五月十五日會議上，雙方討論了諮詢文件，並且提出下列意見:-

(a) **將股份合併與除牌掛鈎**

證監會質疑為何將最低股價定為一項持續上市資格，而未能符合即會遭除牌。香港交易所解釋，這是必要的手段，讓香港交易所可規定公司股份合併，或令有關公司遵從上述規定。雙方的理解是，訂立最低股價是鼓勵有關公司將股份合併。香港交易所的論點是，除牌這項制裁只是最後手段，倘發行人長時間仍未能符合最低交易價的規定才考慮使用。討論後，證監會認為這個觀點合理，並且可接納為向外諮詢的建議。

(b) **最低股價的界線**

證監會重申建議 1 元作為最低成交價背後的理據，並且強調應由公眾在掌握充分資料的情況下討論。證監會認為，闡明建議的正反考慮因素，以及表明會有一段很長的過渡期，十分重要。證監會不願看到提出意見的人士，純粹因為捨難取易而沒有考慮訂立最低股價的目的，便選擇較低價位。香港交易所對證監會提出 1 元最低股價的建議不表贊同，因為有關改變過於倉促。不過，香港交易所同意再考慮將最低交易價定於 5 角或 3 角的建議。

(c) **另設交易平台**

證監會詢問遭除牌公司能否申請在創業板[作為另一交易平台]上市。證監會從政策角度而言並不反對這做法。香

港交易所則表示，如在主板遭除牌的公司符合創業板現行的所有規定，並不會拒絕有關公司在創業板上市。不過，香港交易所同時亦指出，會考慮設立“冷靜期”，以免有關公司被除牌後即時再上市，因為這樣會令創業板的形象受損。上市科亦表示，關於創業板未來發展的政策及方向，並不屬於諮詢文件的討論範圍。證監會同意此點，並表明稍後會與香港交易所的業務組提出有關的政策事宜。

諮詢文件第二稿

7.31 二零零二年六月八日，香港交易所上市科向證監會企業融資部提交諮詢文件第二稿及暫定時間表。香港交易所提出了多項建議，其中包括把最低交易價及最低首次公開招股價分別定為 5 角及 2 元。

諮詢文件第三稿及證監會的意見

7.32 香港交易所在提交諮詢文件第二稿的三天後，即六月十一日，向證監會企業融資部提交第三稿，當中重點簡介各項最新修訂。證監會提供了非常詳細的回覆，對 55 個不同段落提出多項具體意見。有關要點載述如下：-

(a) **最低股價**

證監會表示“對 5 元 / 1 元及 2 元 / 5 角的問題，未定出任何意見”。不過，證監會促請香港交易所在文件中提述，最終的目標是要把最低股價與國際一般規定看齊。

(b) **對股東及發行人的影響**

證監會建議香港交易所應考慮討論以下問題：如何能減低股份合併的成本、公司如何能將取得合併批准的時間與股東周年大會配合而進一步減省成本，以及很多家公司現已採取相類的企業行動。證監會亦建議應制訂一些指引或例子，說明香港交易所認為什麼措施才足以使不符合規定的公司重新長期持續符合有關準則。

(c) **退市機制**

證監會關注到，如公司遭即時停牌，而在六個月後被認為不符合持續上市資格準則，公眾股東可能沒有機會退

市。此外，證監會要求香港交易所討論對建議的潛在影響的評估。

7.33 二零零二年六月十八日，證監會就第三稿提出補充意見。證監會提出多項建議，其中一項是香港交易所應在諮詢文件中澄清股份合併建議是否當作“自動修正”建議。此外，又促請香港交易所確保建議不會遭控股股東濫用，純粹透過刻意地不符合規定而達致自動私有化的目的，損害小股東的利益。

7.34 二零零二年六月二十日，香港交易所上市科及證監會企業融資部舉行第二次特別會議，討論第三稿。會上並無討論最低股價及另設交易平台事宜，而是專注其他問題，如最低公眾持股量規定、某些方面有可能遭濫用，以及就避免擬議的除牌機制啟動而言，香港交易所認為如何才是可予接受的“明確”建議。香港交易所表示，在擬備其後的擬稿時，已考慮這些意見。

諮詢文件第四稿及證監會的意見

7.35 香港交易所上市科分別於二零零二年六月二十六日及七月三日，向證監會提交諮詢文件第四稿的兩個版本。香港交易所並無再次提議修改最低股價 5 角 / 2 元。

諮詢文件第五稿及證監會的意見

7.36 上市科分別於二零零二年七月四日及七月五日，向證監會企業融資部提交諮詢文件第五稿及有關問卷的初稿。二零零二年七月十日，證監會就兩份文件提出詳盡的意見及問題。具體而言，證監會對文件的長度及草擬方式表示關注。證監會認為：-

“文件篇幅極長，毫無疑問會對公關工作造成一些問題，但我們會交由你們處理。對於第五稿，我們認為最大的問題關乎其草擬方式。由於經過一連串的更改，擬稿變得冗長而累贅。此外，一些地方的相同改動似乎互相矛盾。我們列舉以下一些例子，但這顯然是眾多例子的其中數個。我促請你們在未來數星期，着人重新小心審閱文件，然後才公開發表。”

諮詢文件第六稿

7.37 上市科於同日回覆:-

“謝謝貴會的來信[付連對第五稿的意見]。大部分意見已納入我們的最新擬稿（實際上，上周末曾最後修改擬稿三次）。稍後會將最後擬稿送交給你，謝謝！”

7.38 該日稍後時間，證監會企業融資部要求香港交易所提交會交予上市委員會的第六稿。此外，企業融資部亦通知上市科，企業傳訊單位需要隨時作好準備，萬一有資料外洩情況發生，可予以處理。期間，證監會請機構傳訊部，將任何有關問題轉介香港交易所企業傳訊單位處理。因此，上市科在同日將經修訂的諮詢文件擬稿，送交企業融資部。

第六稿交予上市委員會

7.39 同樣在二零零二年七月十日，上市科將諮詢文件擬稿預發本交予上市委員會的全體成員傳閱。隨文函件特別指出，有關文件會在“上市委員會二零零二年七月十八日的會議上作政策事宜討論”，而“證監會已原則上同意擬稿的內容，上市科現正與證監會行政人員敲定所有事宜。”

7.40 隨文函件夾付兩份文件。首份文件是長達九頁的上市科報告，由劉玉蓮女士（總監）和李月雲女士（高級經理）擬備。該報告由黃建耀先生（高級總監）覆核，並獲李潔英女士（上市、監察及風險管理單位主管）通過。有關文件包括報告摘要和要點摘要。文件特別指出:-

- (a) “由於所涉範圍相當廣泛，上市委員會成員應參閱諮詢文件擬稿（“文件”），以了解詳情。證監會已原則上同意文件的內容。”
- (b) “[上市科]建議在二零零二年七月二十五日之前向外發表該文件。諮詢期至二零零二年八月三十一日結束。”
- (c) “[上市科]建議上市委員會成員通過文件中所載建議的原則。”

7.41 第二份文件是長達 110 頁的諮詢文件擬稿，內容和編排與最後向公眾發表的版本相若。儘管證監會曾在早前建議，應促請上市委員會留意與除牌機制建議有關的詳細統計數據（參閱事件紀要第 18 項），然而，不論上市科報告或諮詢文件，均未有載述上市科就有關建議對市場可能造成的影響所進行的統計分析。

上市委員會的審議

7.42 於二零零二年七月十八日（星期四）會議上，上市委員會討論過該份諮詢文件。二十四位委員中，有九位出席會議。兩位未能與會的委員則把其詳盡的書面意見送交上市科。該等意見論及除牌機制的核心理念，以及有關建議的技術問題。會上提交了該等意見，但與會者似乎未有加以討論。

7.43 會議於下午四時三十分召開，約於下午六時五十一分結束。會上，委員會詳細討論過有關建議。委員所關注的事項及提出的問題較多涉及技術層面。至於一般事項，委員建議諮詢文件應包括一些概括性問題：究竟《上市規則》應收緊還是放寬？是否還有其他事宜是市場人士認為香港交易所在進一步釐定須持續責任時所應考慮的？提出該等問題，可給予市場人士更多空間表達他們對總體方向的意見。會議結束時，上市科主管向委員表示，該科會修訂諮詢文件，以反映所收到的意見，而諮詢文件會於下周發表。

敲定諮詢文件

7.44 二零零二年七月十八日至二零零二年七月二十三日，香港交易所為諮詢文件定稿，在文件內加入上市委員會委員所提出的意見。香港交易所又稍微修訂文件的整體內容。二零零二年七月二十六日，上市科致函證監會企業融資部，表示該科根據上市委員會的意見對文件第六稿作出了 12 項重大修訂。

觀察所得

7.45 上述事件顯示:-

- (a) 上市科是擬備各項詳細建議的主力，在建議的制訂過程中擔當發起者角色，而證監會企業融資部則一直密切參與整個過程，不單就政策方面，還就建議的細節提出詳盡而全面的意見。證監會對諮詢文件的方向和內容，均

有重大的影響。最低股價定為 5 角的建議，也是證監會企業融資部與上市科討論所得的直接結果。這個數額極有可能是雙方為諮詢目的而接納的一項折衷方案，實際數額是香港交易所集團行政總裁鄺其志先生與上市科主管李潔英女士討論後由上市科提出的。對於將股份合併這項獨立建議改為納入有關上市資格準則及除牌程序的措施中，證監會亦知悉此事，但卻再沒有明確的提述。

- (b) 香港交易所集團行政總裁和證監會主席，尤其是後者，均沒有直接參與兩個機構之間的日常意見交流。雙方高層人員的意見參與情況，詳載於第十二章。
- (c) 二零零一年七月至二零零二年七月這十二個月內，諮詢文件經連番草擬，共有八個稿。首三稿分別在前十個月內發出，其餘五稿則在最後兩個月擬備和修訂，反映香港交易所似乎極有決心在二零零二年七月發表諮詢文件。
- (d) 負責為上市事宜“把關”的上市委員會，並無在任何階段參與訂定建議的整體方向。當委員會在二零零二年七月十八日審議文件時，並無取得任何統計分析可用以評估建議可能對市場造成的影響。委員會亦沒有意識到有需要重點研究該事宜。有關方面曾知會委員會將會發表諮詢文件，但顯然並無就諮詢文件應否及何時發出徵詢其意見，而只是尋求委員會通過文件中所載的“原則”。委員約有一星期的時間審閱和研究該份篇幅頗長的文件。有人曾指出，時間安排並不太適合，因為部分委員一般會在夏季休假。縱使如此，二十四名委員中仍有九名能出席會議，討論這個重要的政策問題。兩名未能出席會議的委員所提交的一些詳細書面意見，除了一項與本討論無關的事宜外，均無在會議上討論，且亦顯然沒有在會後跟進。我們應該讚揚那些出席會議或提出意見的委員對此事的關注和提供精闢的見解，絕不應因二零零二年七月二十六日所發生的事件而批評他們。

政府方面的參與

涉及政府的事件紀要

7.46 一如第 7.8(b)段所載，有關細價股、除牌機制及證券市場素質的問題，已在兩次統籌委員會會議、三次三方會議、一次證券及期貨事務聯絡會議，以及兩次為公布除牌事宜建議做準備的特別會議中，進行了一般性的討論。這些會議進行期間，亦同時有以下三項相關的發展：-

- (a) 葉澍堃先生轄下的財經事務局，主動與證監會及香港交易所加強聯絡，舉行三方會議討論共同關注的事宜。
- (b) 證監會就本港證券市場素質的問題進行內部研究。證監會於二零零一年十二月完成研究，並將所得結果告知政府、香港交易所及其諮詢網絡。
- (c) 新的問責制在二零零二年七月一日實施。在二零零二年七月一日至七月三十一日期間，政府作出多項宣傳安排，介紹新任的財經事務及庫務局局長。

7.47 以上三項發展是在諮詢文件前後多個擬稿擬備同時出現。無論如何，這三項發展與細價股事件或許都有一些間接關係。下表及下文各段概述涉及政府的主要意見交流（詳情請參閱附件 7.1的事件紀要）：-

日期	事件
2000 年 10 月	財經事務局局長（葉澍堃先生）與香港證券經紀業協會舉行例會，會上協會對細價股表示關注。
2000 年 10 月至 2001 年 11 月	財經事務局與證監會企業融資部聯絡，跟進細價股事宜。
16.2.2001	財經事務局建議，證監會企業融資部應研究與細價股有關的問題，並就建議徵詢市場意見。
2.11.2001	財經事務局致函證監會（副本送香港交易所），建議香港交易所在制訂有關處理攤薄股值及其他投資者保障事宜時，直接與香港證券經紀業協會聯絡，聽取該協會的意見。

日期	事件
12.12.2001	證監會主席致函財經事務局局長，信內夾付證監會有關提高香港證券市場素質的內部研究報告（研究報告），在此之前，證監會已在二零零一年十二月三日的會議上，向董事局簡介研究所得結果。
13.12.2001	財經事務局與證監會舉行證券及期貨事務聯絡會議。
21.12.2001	證監會主席致函香港交易所主席，信中夾付該研究報告。
19.1.2002	香港交易所主席回覆證監會主席二零零一年十二月二十一日的來函。
24.1.2002	財經事務局局長、證監會主席及香港交易所集團行政總裁舉行首次三方會議。
1.3.2002	財經事務局局長、證監會、香港交易所及高層人員舉行統籌委員會會議。
19.3.2002	第二次三方會議。
30.4.2002	證監會主席向財政司司長提交證監會季度報告（截至二零零二年三月三十一日止季度）。 財政司司長概略得知香港交易所計劃在二零零二年引入一個經修訂的除牌機制。
30.5.2002	統籌委員會會議。
7.6.2002	第三次三方會議。
20.6.2002	財政司司長與證監會主席舉行例會。當日稍後時間，財政司司長在香港交易所成立兩周年慶祝酒會上致詞。
28.6.2002	財經事務局局長為財政司司長草擬致香港交易所主席的函件，表示關注上市公司的企業管治水平，並請香港交易所主席研究改善措施。
1.7.2002	馬時亨上任為財經事務及庫務局局長。

日期	事件
3.7.2002	香港交易所主席回覆財政司司長二零零二年六月二十八日的來函，簡述香港交易所計劃收緊主板的首次上市及持續上市資格準則（包括細價股的處理方法），以及除牌機制。
8.7.2002	證監會主席致函財經事務及庫務局局長，闡述證監會改善香港上市市場的素質，以及提升企業管治水平的主要措施。
9.7.2002	舉行首次特別會議，討論財經事務及庫務局局長二零零二年七月二十四日的公關工作推展計劃。
9.7.2002	香港交易所上市科主管就香港交易所傳閱諮詢文件的時間表，知會財經事務及庫務局。
10.7.2002	證監會企業融資部應財經事務及庫務局的要求，提交證監會編製的首次上市及持續上市資格建議摘要（“證監會摘要表”）。
17.7.2002	財經事務及庫務局與證監會舉行證券及期貨事務聯絡委員會會議。
17.7.2002	香港交易所把諮詢文件擬稿的摘要（“香港交易所摘要”）傳真到財經事務及庫務局。
17.7.2002	財經事務及庫務局把證監會摘要表轉交財經事務及庫務局局長私人辦公室。
17.7.2002 傍晚	財經事務及庫務局局長離港（於二零零二年七月二十二日星期一回港辦公）。
23.7.2002	舉行第二次特別會議，敲定財經事務及庫務局局長二零零二年七月二十四日的公關工作推展計劃。
24.7.2002	財經事務及庫務局、證監會和香港交易所召開聯合記者招待會，公布一系列改善企業管治水平和簡化上市程序的相關但獨立措施。

二零零零年十月至二零零一年十一月

7.48 在二零零零年十月舉行的雙月會議上，香港證券經紀業協會提出有關股價低於 1 仙的股票交易問題。該次會議由財經事務局局長及香港證券經紀業協會主席聯合擔任主席。日常負責證券方面事宜的財經事務局首席助理局長（證券）（在所有關鍵時間均為甄美薇女士），會後即時把協會的關注轉達證監會企業融資部，並一直作出跟進。在其後舉行的會議上，協會再三表達其關注。二零零一年十一月二日，財經事務局致函證監會企業融資部，建議香港交易所在制訂涉及《上市規則》有關股值攤薄和其他投資者保障事宜的建議時，直接聯絡該協會，聆聽其意見。該信副本分別送交香港交易所集團行政總裁及上市科主管。

7.49 與證監會商討期間，財經事務局表示關注到有關細價股的問題，以及這些問題對香港的國際金融中心地位和投資者保障的影響。二零零一年二月十六日，財經事務局亦指出，除牌會剝奪小股東透過聯交所將所持股票變現的機會，並表示美國模式未必是適用於香港的解決辦法。由於知悉證監會正與香港交易所檢討有關事宜，而該問題並無清晰明確的解決辦法，財經事務局認為明智的做法，是就這問題徵詢市場意見。

二零零一年十二月至二零零二年一月

7.50 證監會完成“香港上市市場的素質：評論檢討”的內部研究（證監會研究）。證監會主席於二零零一年十二月初向證監會簡報該研究的內容後，先後致函財經事務局局長及香港交易所主席，並隨函夾付該報告書一份。

7.51 在其於二零零一年十二月十二日致財經事務局局長的函件中，證監會主席表示關注到證監會所進行的研究，證實香港市場的素質給人日趨下滑的印象。該項研究特別提出有相當數量上市公司素質差劣、上市的公司種類和水準等的嚴重問題。研究並指出，該等問題若不予處理，將對本港作為主要國際金融中心的發展有所不利。

7.52 證監會於二零零一年十二月二十一日致香港交易所主席的函件（該函件的副本亦已送交財經事務局局長）涉及更廣泛的問題，其中包括：-

(a) **規管方式**

儘管國際趨勢之一是着重對資料披露的規管多於對公司素質的規管，對資料披露作出規管的意思是指披露的資料須全面、準確無誤、及時和有意義。第二，實行有效的資料披露規管的大前提是，有適當的調查權力及嚴格的執行措施作配合。第三，資料披露規管並不表示須對每個申請人作同樣處理。有風險的業務必須披露多些資料，並須特別列出所有有關事實及潛在而不易察覺的問題。第四，每個成功的市場均存在某種形式的素質規管。

(b) **公司上市、除牌及監察上市公司**

主板用以規管首次上市的有關素質衡量措施略為粗簡。當一家公司明顯不再有任何可靠業務來支持其上市地位，便應將有關公司除牌。

(c) **向前邁進**

證監會及香港交易所應致力於(i)尋求素質優良的公司在本港上市；(ii)提高資料披露的標準並加強執行；以及(iii)制訂可長期實施而有效的素質保證準則。

7.53 香港交易所主席在二零零二年一月十九日回覆證監會主席。該覆函亦有副本送財經事務局局長。香港交易所主席在函內特別指出以下兩點:-

(a) **持續上市規定**

香港交易所已把改善除牌機制列為二零零二年優先處理項目之一。香港交易所預計除牌機制項目會檢討持續上市資格，並處理加快除牌程序事宜。香港交易所計劃在二零零二年首季完成有關研究，並制定改革建議，以便與證監會的行政人員討論。視乎討論結果而定，香港交易所可於第二季諮詢市場。

(b) **細價股**

至於細價股，香港交易所同意宜訂定最低的交易價。香港交易所亦提及其行政人員曾於二零零一年內與證監會討論此事。香港交易所建議，如股價在3個月內多於20天低於1角，有關股票的發行人必須把股份合併達至3

角的理論價格。此外，香港交易所亦建議禁止發行人作出任何會導致股票理論價格低於 3 角的企業行動。香港交易所表示經已把一份諮詢文件擬稿提交證監會徵詢意見。（這是二零零一年十二月二十日有關股份合併文件的第二稿，而證監會在二零零二年一月二十五日就此文件擬稿提出意見。）視乎所得意見而定，香港交易所建議在二零零二年第二季諮詢市場。主席隨函夾付的摘要表指出，視乎與證監會的討論結果而定，香港交易所可能考慮把上市準則及細價股事宜合併，同時作出諮詢。

7.54 財經事務局局長把市場的關注轉達證監會及香港交易所後，一直都獲悉有關方面就市場素質進行的討論、香港交易所發表有關細價股及除牌機制諮詢文件的計劃，以及把合併股份的最低價格定為 3 角 / 1 角的建議等的大概情況。

三方會議和統籌委員會會議

7.55 收到證監會主席二零零一年十二月十二日的信件後，財經事務局局長決定就證監會主席提出的各項問題，舉行由他本人、證監會主席及香港交易所集團行政總裁出席的三方會議，因為這些問題會影響香港作為國際金融中心的發展。在統籌首次會議時，財經事務局首席助理局長（證券）甄美薇女士曾去信證監會，就首次會議所討論的事項徵求建議。同時，她提及證監會獲賦予規管市場營運機構的法定權力，包括倘情況需要時作出干預的權力。她並強調規管機構需向市場營運機構清楚說明有關問題及其觀點。

7.56 首次三方會議於二零零二年一月二十四日舉行，會議由財經事務局局長主持。證監會主席、香港交易所集團行政總裁及財經事務局副局長⁽¹⁾出席了會議⁵⁰。截至二零零二年七月三十一日止，共舉行了三次會議，日期分別為二零零二年一月二十四日、三月十九日及六月七日。三次會議涉獵的範圍甚廣，但並無深入討論。

⁵⁰ 有關三方會議成員及職權範圍的詳情，請參閱附件 4.11。

7.57 此外，財經事務局局長亦主持或出席了統籌委員會會議和證券及期貨事務聯絡會議⁵¹。

首次三方會議（二零零二年一月二十四日）

7.58 二零零二年一月二十四日舉行首次三方會議時，香港交易所集團行政總裁報告，香港交易所正研究除牌問題及檢討首次上市資格，作為其改善市場素質的部分措施。證監會主席亦同意加快研究香港交易所提出當細價股股價跌至 3 角以下時，便須強制將其合併的建議。事實上，證監會於翌日便將意見送回。

統籌委員會會議（二零零二年三月一日）

7.59 在二零零二年三月一日向統籌委員會會議提交的進度報告中，香港交易所集團行政總裁告知證監會及香港交易所主席，有關持續上市資格準則的背景研究正進行中。有關建議的要點或原則會在二零零二年三月底前備妥，供內部審批，接着會在二零零二年第二季諮詢市場，以及在二零零二年第四季實施。

第二次三方會議（二零零二年三月十九日）

7.60 在二零零二年三月十九日舉行的第二次三方會議上，與會者再次留意到香港交易所正進行第二階段檢討，即強制合併細價股事宜，以及另外訂定除牌的最低價格，這是香港交易所改善市場素質的部分措施，而香港交易所會在一至兩個月內與證監會討論有關建議。財經事務局局長再次提出讓市場參與一事。他歡迎香港交易所集團行政總裁出席其與證券經紀舉行的定期會議，因為此舉可與業內發表意見的人士保持對話，並能更好地處理市場對轉變的反應。

第三次三方會議（二零零二年六月七日）

7.61 在第三次三方會議上，香港交易所集團行政總裁表示，香港交易所打算在二零零二年七月就細價股及除牌建議諮詢公眾。財經事務局局長表示，讓公眾知道證監會及香港交易所正致

⁵¹ 有關統籌委員會會議和證券及期貨事務聯絡會議成員及職權範圍的詳情，請分別參閱附件 4.12及附件 4.10。

力解決小股東權益的問題，至為重要。有關改善資料披露素質的建議，以及即將提出的除牌建議，均應強調這方面。

財經事務及庫務局局長在二零零二年七月一日上任

7.62 新的問責制在二零零二年七月一日實施後，馬時亨先生及苗學禮先生分別出任財經事務及庫務局局長（局長）與財經事務及庫務局常任秘書長（財經事務）。提供予兩位的綜合簡介文件，包括改善香港企業管治水平各項措施的概要，其中扼要提到香港交易所即將就除牌及細價股事宜諮詢公眾。

二零零二年七月一日至二十四日

7.63 由二零零二年七月初起，財經事務及庫務局協同證監會及香港交易所，就“加強企業管治及精簡程序”這個主題擬備一系列建議，以及制訂財經事務及庫務局局長的公關工作推展計劃。有關建議並非以細價股或除牌事宜為重點，事實上，這方面的問題幾乎沒有提及。二零零二年七月九日及二十三日，財經事務及庫務局先後召開兩次特別會議，討論及敲定公關工作建議內容。期間，財經事務及庫務局、證監會及香港交易所交換了對公關工作推展計劃的意見。香港交易所上市科並向財經事務及庫務局和證監會表示，打算在二零零二年七月十日向上市委員會發送諮詢文件擬稿，並在二零零二年七月十八日舉行上市委員會會議，以及於二零零二年七月二十五日發表諮詢文件。

7.64 二零零二年七月十日，首席助理秘書長（證券）從證監會企業融資部取得該會就“首次上市、持續上市資格及除牌程序建議”所擬備的摘要（證監會摘要表），為二零零二年七月二十四日舉行的聯合記者招待會做好準備，以及供新任局長一旦被問及當時已有報章報道的除牌建議的內容時有所準備。二零零二年七月十七日，首席助理秘書長（證券）由於未能得到證監會證實其摘要表是否最後定稿，遂亦向上市科索取上市科報告副本及上市委員會所接獲諮詢文件最新擬稿的摘要（香港交易所摘要）。其後，首席助理秘書長（證券）獲悉證監會摘要表已屬定稿，便在二零零二年七月十七日將該摘要表（而非香港交易所摘要）交給財經事務及庫務局局長的政務助理。證監會摘要表的內容在多方面都較為簡明全面及容易理解。

財政司司長的參與

7.65 財政司司長並無參與詳述於第 7.48 至 7.64 段的各項會議及書信往來。他非常概略地獲悉港交所將於二零零二年推出新除牌機制的計劃。首先，他於二零零二年四月三十日收到的截至二零零二年三月三十一日季度證監會季度報告，提到香港交易所正考慮引入更嚴格的除牌準則，從而提高上市公司的素質，並會就此於第二季諮詢市場人士的意見。該份報告副本亦按照慣例送交予財經事務局局長。

7.66 第二，財政司司長政務助理根據財經事務局提供的發言重點擬稿，為財政司司長提供在香港交易所於二零零二年六月二十日舉行的成立兩周年慶祝酒會上致詞的擬稿。財政司司長採用了該致詞的擬稿，當中提到香港交易所稍後會提交另一份諮詢文件，內容有關除牌機制，目的是提升市場素質。

7.67 第三，香港交易所主席二零零二年七月三日的來信透露:-

“我們已向證監會建議收緊一些在主板首次及持續上市資格準則（包括細價股的處理方法）及除牌程序。我們現正與證監會擬備諮詢文件的定稿，並會於七月底／八月初發布。我們的目標是在二零零三年首季實施新規則。”

觀察所得

7.68 正如上文所述:-

- (a) 財經事務局是知道香港交易所就強制股份合併、上市準則及除牌程序的建議，進行制訂工作，並一直就此諮詢證監會的意見。香港交易所及證監會均不時向財經事務局報告事情的最新進展概況。具體而言，財經事務局獲悉有關股份合併和除牌的建議會合併為一份諮詢文件，並於二零零二年七月底／八月初公布。在二零零二年七月第二周，財經事務局獲告知發表諮詢文件的時間表。
- (b) 政府並沒有任何決策局或人員參與制訂建議。即使財經事務局初期曾就與細價股有關的問題的可行解決方法提供了意見，並提出應把有關建議提交市場考慮，但亦沒有參與制訂過程。

-
- (c) 政府未獲告知有關建議的細節，且到二零零二年七月二十六日才收到諮詢文件。財經事務局從二零零二年一月十九日香港交易所主席致證監會主席的函件（副本送財經事務局）中獲悉，股份合併的建議最低股價為 3 角 / 1 角。在二零零二年一月二十四日舉行的首次三方會議上，也曾簡略討論有關建議。政府在二零零二年七月十日 and 七月十七日分別收到證監會的摘要表和香港交易所的摘要之前，並不知道任何有關細節。這兩份摘要最初是送交甄美薇女士，而索取兩份文件的目的是提供背景資料，以方便為新局長於二零零二年七月二十四日舉行的聯合記者招待會做好準備。當時並沒有預期除牌及細價股問題會在記者招待會提出，但優秀的公務員須時刻都有所準備！

與市場人士的溝通

香港交易所

7.69 香港交易所設有一個專責部門，即企業傳訊單位，負責評估市場人士及公眾人士的關注程度。就今次的諮詢文件所載建議而言，企業傳訊單位負責留意所有傳媒報道、處理傳媒查詢，以及就推展工作安排適當的宣傳和公關活動。香港交易所表示，一直透過傳媒將其計劃的進展告知市場人士和投資大眾:-

- (a) 二零零一年一月十一日至二零零二年七月二十五日期間，企業傳訊單位蒐集了超過 100 份關於細價股和除牌機制的傳媒報導（摘要載於附件 7.2⁵²）。這是一份極為重要的文件，因為可以顯示公眾人士獲悉資料的多寡、傳媒曾討論的事項，以及市場對在不同時間供討論的各項建議的反應。
- (b) 香港交易所在二零零一年年初，與市場參與者進行非正式的討論。初期的重點在於股份合併，而香港交易所聽取了市場人士對此的各種不同意見。

⁵² 摘要由香港交易所提供。

-
- (c) 二零零一年十二月二十日，香港交易所集團行政總裁在記者招待會上發表香港交易所二零零二年業務計劃時，提到香港交易所正進行內部研究，以修訂股份除牌機制。
 - (d) 二零零二年四月十七日的股東周年大會結束後，香港交易所集團行政總裁站着接受訪問時，進一步向記者提到，香港交易所將會就除牌機制發表一份諮詢文件。
 - (e) 企業傳訊單位於二零零二年五月及六月，安排集團行政總裁及上市科主管出席一連串傳媒訪問和午宴。上市公司的素質是討論的事項之一。傳媒活動包括與七份主要中文報章的編輯共晉午餐，以及接受數份主要中英文報章和兩個電子傳媒機構訪問。在這些場合上，香港交易所向新聞媒體發放消息，表示有計劃就上市及持續上市資格發表一份諮詢文件。
 - (f) 二零零二年七月十六日，香港交易所集團行政總裁、上市科主管和企業傳訊單位主管應《南華早報》編輯的邀請，參觀《南華早報》的新聞編輯室，並與編輯人員進行非正式的討論。香港交易所集團行政總裁提到多項事情，其中包括已將一份有關上市資格的諮詢文件提交予上市委員會審議，但他沒有透露詳情。他亦提到，香港交易所將會引入多項與質量和數量有關的持續上市資格。

7.70 香港交易所並沒有保存記錄，顯示在制訂建議期間曾非正式地邀請市場參與者直接或間接參與。就此，我們留意到以下事項:-

- (a) 香港交易所以上的工作，是以傳媒而非市場參與者（特別是小投資者）為對象。這並不是要作出批評，很明顯，傳媒同樣是傳播消息的理想渠道。然而，除非事情出錯，否則傳媒通常不足以充分傳達大眾所關注的事宜。
- (b) 雖然香港交易所的董事會、小組及委員會羅致了眾多卓越的社區領袖和傑出的業內人士為成員，但香港交易所沒有正式或非正式地蒐集他們的意見。香港交易所堅信，其業務與規管職能應完全分隔清楚。交易所人員認

為在這種分隔的情況下，不容許交易所向董事局成員以個人身分進行非正式諮詢。香港交易所現已檢討此做法，日後亦會再行跟進。

- (c) 正如上文第 7.39 至 7.45 段所述，直至最後階段，上市委員會才有份參與。
- (d) 香港證券經紀業協會選擇向財經事務局局長（政策監管者）而非香港交易所（市場經營者）反映其對上市事宜的關注，大抵顯示香港交易所和經紀業人士的聯繫不多，而兩者之間的溝通亦不足。我們留意到，在二零零二年七月三十一日的立法會財經事務委員會會議上，部分應邀出席人士的發言都有提到這一點。我們所收到的意見書在提到相關論點時，亦更為直接和激烈。

證監會

諮詢網絡

7.71 證監會建立了完善且運作良好的諮詢網絡——證監會董事局本身、股東權益小組及諮詢委員會。在二零零一年十二月、二零零二年三月及五月，證監會先後向上述三個組織簡介其名為“香港市場的素質：評論檢討”的內部研究結果。證監會並無徵詢這三個組織對香港交易所諮詢文件擬稿的意見。股東權益小組曾對香港交易所將於另一份諮詢文件發表的某些其他建議提出了多項意見，證監會將該等意見轉交香港交易所後，於二零零一年十二月收到香港交易所一封措詞嚴厲的函件（內容詳載於下文）。證監會開始謹慎起來，以免香港交易所認為證監會超越本身的職責或干預香港交易所的諮詢工作。

就香港交易所的建議諮詢股東權益小組

7.72 二零零一年十二月十二日，香港交易所上市科致函證監會企業融資部，指出對一封由證監會股東權益小組秘書發出的函件表示關注。該函件載述了股東權益小組對香港交易所《上市規則》有關企業管治部分的修訂建議所提出的意見。經諮詢香港交易所集團行政總裁後，香港交易所上市、監察及風險管理單位主管這樣闡釋此事：-

“得悉我們的文件擬稿在股東權益小組會議上討論，並且收到經小組秘書正式提交的意見，我實在感到非常意外，並對此頗為關注。該份諮詢文件擬稿並非最後版本，連上市委員會也未曾審議有關建議。我們向貴會提供該份文件，是基於我們之間有非常良好的工作關係，以及雙方在資料保密方面所建立的信任。想不到除貴會外，竟然還有其他機構在建議尚未敲定又未經上市委員會審議之前細閱及討論了有關文件。關於這點，我們是極為關注的。”

“因此，請告知我們證監會是否曾向股東權益小組提供我們的諮詢文件擬稿。”

“至於股東權益小組成員的意見，我們認為只適宜於適當時候進行市場諮詢時再作考慮。我們會在分析諮詢所得的回應時考慮他們的意見。”

“基於上述各點，請確認日後除非事先取得我們的同意，否則不會將我們向證監會提供的保密政策文件擬稿，轉交股東權益小組討論。”

7.73 證監會企業融資部執行總監（歐達禮先生）在二零零一年十二月十四日回信中表示:-

“你們關注保密和資料發放的問題，我十分了解。我向你們保證，除證監會職員外，本會並無向任何人傳閱諮詢文件的擬稿。本會委任股東權益小組就股東關注的事宜，向董事局提供意見。將該小組視作一個外間“機構”並不正確。該小組負責的職能屬證監會工作的重要一環。透過這個機制，我們可在充分聽取小組的意見後，作出決策及得出結論。因此，該小組應視為重要的機制。此外，政府一再及愈發強調該小組在董事局的工作中所發揮的重大作用，以及我們須就有關建議向小組成員徵詢意見。事實上，為正式確立其地位和提升其職能，我們現正着手根據《證券及期貨事務監察委員會條例》第 6 條，將該小組定為法定委員會。”

“由於建議擬稿討論的事項相當重要，而該小組擔當重要的諮詢角色，我確信，假若我們在現階段未有徵詢小組的意見，勢必受到各方人士，包括小組成員有理據的抨擊。進行這類諮詢工作，正是設立該小組的目的。”

“我謹此再次向你們保證，本會並無將諮詢文件的擬稿傳閱。我們只將可能提出的建議扼要撮錄。之前，我們已提醒各成員，有關資料須絕對保密，並特別指出，全體成員須受適用的法定保密規定約束。”

7.74 香港交易所及證監會並無就此問題有進一步書信往來或舉行會議。這事件發生後，證監會再無就修訂《上市規則》，與股東權益小組進行討論，亦未有向香港交易所轉達股東權益小組的意見，而香港交易所亦沒有諮詢股東權益小組的意見。我們注意到，香港交易所蒐集的報章報道摘要（附件 7.2）（二零零二年三月十五日一項）顯示，歐達禮先生曾向立法會財經事務委員會匯報股東權益小組就細價股和除牌事宜提供的意見。

7.75 香港交易所集團行政總裁提供給我們文件在方針和語氣上，略有改變:-

“就股東權益小組而言，交易所接納該小組為證監會之下的諮詢架構其中一部分，並相信證監會將在其認為合適的情況下，在擬備諮詢文件擬稿的內容及進行討論期間，向交易所提出股東權益小組的任何重大意見。正如證監會二零零一年十二月十四日的函件所指出，交易所及證監會之間有一項具體協議，就是證監會不會諮詢“外界”，而股東權益小組則被證監會視為轄下的一個正式組織。”

觀察所得

7.76 我們希望可以保持現行方針。如香港交易所並非採用前文所述有關的強硬措詞，而鄺其志先生現在所持的見解能在較早時向證監會表達，證監會便可就香港交易所的諮詢文件及建議，全面向股東權益小組諮詢意見，並可向香港交易所提供該小組經

過深思熟慮的意見。因上述情況，證監會感到不便就香港交易所的實際建議諮詢股東權益小組的意見。香港交易所先前的態度，不論是對是錯，都阻止了證監會全面透過其網絡評估市場的回應，以惠及香港交易所。

二零零二年三月六日的股東權益小組會議

7.77 雖然證監會並無就香港交易所諮詢文件擬稿的實際建議諮詢其股東權益小組及諮詢委員會，但當審議證監會有關市場素質的文件時，關於細價股、股份合併及除牌等事宜均有討論。

7.78 在二零零二年三月六日，股東權益小組討論與香港細價股有關的問題。成員表達了不同的意見，部分摘錄如下:-

- (a) 他們大致同意細價股易受操控，而市場存在大量細價股會助長博彩風氣及對公信力構成問題。
- (b) 他們對於以除牌作制裁是否可公平及有效地解決與細價股有關的問題，意見不一。部分投資者更認為除牌等同清盤。成員要求為投資者提供足夠保障，以免他們在股票除牌時虧蝕。部分成員提議另設交易平台，包括粉紅價單、場外交易告示板、在創業板重新上市及引進一個“第三板”或一個“病股觀察板”。“病股觀察板”具有清楚的指示作用，告知投資者應特別注意這市場的風險因素。
- (c) 成員普遍支持引進以數量有關的準則，令除牌機制更具透明度及更加切實可行。成員一般不認為成交價是有關公司業績好壞的有效指標。部分成員亦認為以 1 元為最低股價可能過於主觀。

7.79 證監會並沒有正式或非正式將這些意見轉告香港交易所。不過，在向香港交易所就各擬稿提供意見時，證監會已輕輕地將部分觀點納入本身意見中。

諮詢委員會在二零零二年五月十三日的會議

7.80 二零零二年五月十三日舉行會議時，證監會諮詢委員會曾討論多項問題，其中包括香港上市市場的素質和企業資料披露的規管。委員會並無特別討論細價股。問題多集中於現有規管制度能否有效提升香港上市市場素質。會上指出，香港交易所是一

間牟利機構，當交易所同時進行牟利業務活動及規管職能時，便有可能或被視為可能有利益衝突。此外，上市委員會似乎未實際擁有應有的權力，香港交易所亦沒有調查權力。部分委員建議，長遠而言，證監會應考慮接管香港交易所的上市（及規管）職能，理由是香港交易所本身有利益衝突。這些意見反映了很多人的看法，在我們收到的大部分意見書及陳述書中亦經常提及。有些委員認為，《上市規則》應對最低上市資格有更嚴格的規定。

政府

7.81 政府在諮詢市場一事上並無參與。市場人士在定期的聯絡會議上，提出此事與財經事務局商討。政府的做法是，首先將有關意見轉告香港交易所及證監會，然後鼓勵香港交易所讓市場人士參與，以便香港交易所及證監會可得知其他意見。

整體觀察所得

制訂建議

7.82 香港交易所上市科是諮詢文件所載建議的主要構思者。證監會企業融資部人員就前後多個擬稿，提供詳盡的意見。香港交易所或證監會均沒有徵詢政府的意見，亦無借助政府一向賴以評估市場反應的諮詢網絡收集意見。香港交易所這次的安排，在很大程度上是由於其一向不在事前諮詢意見的慣常做法使然，並且亦受到其並非不合理的看法影響，即有關文件是一份諮詢文件，目的正正是就建議廣泛徵詢意見。市場人士及市民在諮詢期間，均會有充分機會表達意見。

7.83 在制訂建議階段，香港交易所與證監會確有討論市民所關注的一項問題，即應否另設交易平台。由於此事頗為重要，我們會在下列各段扼要重述部分討論重點。

另設交易平台

7.84 香港交易所最初只着眼於強制規定細價股合併的建議，而把修訂除牌規則看作另一事宜處理。然而，證監會在二零零一年十二月進行內部研究時，曾提到對除牌及另設買賣除牌股份交易平台的問題。有關意見如下：-

“在多個市場中，不能在交易所上市（或從交易所除牌）的細價股／小型股公司的股份，可在場外交易市場買賣，美國的場外交易告示板及粉紅價單為兩個廣為人知的例子。英國、台灣及韓國亦設有類似的“初級市場”，以配合素質未明而規模較小公司的需要。”

“這些場外交易平台的規管環境通常會較寬鬆，市場失當行為因而較為普遍。然而，把場外交易市場與交易所市場作明顯劃分，可給予投資者清楚而有力的風險警告。這亦可保護主要市場，避免受素質低的發行人損害形象。”

“不過，至於香港應否考慮把市場劃分，會帶出幾個重要問題。香港有很多法例規定現時只適用於上市證券（而根據《證券及期貨條例草案》亦將只適用於上市證券）。香港交易所享有的經營證券交易所的法定專營權，亦須重新研究。但最根本的問題是，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。”

7.85 二零零一年十二月至二零零二年六月間，上市科及證監會企業融資部亦討論了其他兩個另設交易平台的方法。

(a) **重新在創業板上市**

如第 7.30(c)段所述，證監會提出讓遭除牌公司重新在創業板上市的可能性。對此，上市科並不感興趣。首先，創業板為高增長新興企業而設，並非作為第二板市場。創業板的未來發展是政策決定，不屬上市科的職權範圍。第二，公司遭除牌後即時自動在創業板重新上市，或會為創業板帶來形象問題。公司獲准重新上市前應有一段“冷靜期”。第三，遭除牌的公司亦必須符合創業板的上市資格。

(b) **在股份代號前加上數字“4”**

二零零二年六月初，證監會亦提出讓遭除牌的公司繼續交易的可能性，但須在股份代號前加上數字“4”，以資識別，數目字“4”的廣東話諧音通常指“死”。這構思可能來

自股東權益小組在二零零二年三月六日所討論的“病股觀察板”建議（參閱第 7.78(c)段）。上市科認為，若有規管及不受規管這兩類市場在同一交易平台運作，會造成混亂。證監會企業融資部沒有再跟進此事。

7.86 這些建議未有作進一步研究，似乎亦有以下原因:-

- (a) 上市科認為，由於有關公司會有大約兩年的時間去符合規定，因此，投資者有充裕時間退市，如公司只在最低股價方面未能符合規定，只須合併股份，便可作出補救。最終需要除牌的公司不大可能有任何價值或影響投資者利益，並很可能有基本及無法解決的問題，而非純然是股價低於 5 角的公司。
- (b) 關於(a)項，證監會及香港交易所估計受整套除牌措施影響的公司，約為 20 家或介乎 20 至 30 家。由於數目甚少，設立第三板的可行性和理據誠屬疑問。估計除牌的公司約有 20 家或介乎 20 至 30 家這數目，是將所有其他除牌準則套用在上市公司後計出。其中一項既定的準則是，某家公司如只有股價低於 5 角的問題，則可透過股份合併而避免除牌。
- (c) 諮詢文件旨在蒐集公眾意見。廣集意見的工作，建基於各項建議得到詳細討論。市場如強烈認為應另設交易平台或進行其他改革以處理有關問題，香港交易所會考慮這些建議。對香港交易所及證監會來說，這就是發表諮詢文件的目的。

7.87 我們不會亦不能說上述各項意見不合理或不合情理，但我們深信這些意見原應在諮詢文件內適當反映及討論。有關方面，尤其是上市科，應預料到一般市民不大可能具備所需的知識和見識，去透徹了解這些不同的概念，而他們所關注的，會是一旦除牌，他們的股份將會或可能會變成毫無價值。