
報告摘要

引言

1. 香港交易及結算所有限公司（香港交易所）在二零零二年七月二十五日，發表了一份“首次上市及持續上市資格及除牌程序有關事宜之上市規則修訂建議諮詢文件”（諮詢文件），諮詢公眾的意見。香港交易所的其中一項建議是，上市公司的股份價格如低於 5 角便須合併，否則經過一連串的程序，以及完成處理可能提出的上訴後，或會遭除牌。諮詢文件亦載有若干其他除牌準則。有關諮詢期原定於二零零二年八月底結束。

2. 二零零二年七月二十六日，在主板上市的 761 隻股份中有 577 隻（即 76%）的股價下跌。二零零二年七月二十五日收市價 5 角或以下的股份（細價股）的總市值下跌 109.1 億元，相等於全部細價股市值約 10%或主板總市值約 0.3%。66 隻股份（當中 62 隻為細價股）的股價下跌 20%或以上，跌幅最大的股份更急瀉 88%。香港交易所於七月二十七日決定延長諮詢期至十月底，於一天後再宣布決定撤回諮詢文件有關“持續上市資格”的 C 部分，到二零零二年十月再行公布。

3. 鑑於市場對這次事件的反應及關注，財政司司長委任一個調查小組，調查有關草擬及發布諮詢文件的安排，並要求調查小組在二零零二年九月十日前提交報告，臚列調查結果及建議。

4. 調查小組在調查期間，共收到 20 個機構及 8 名個別人士提交的 71 份意見書，並會見了 11 名個別人士。

主要調查結果

5. 香港交易所（上市科及集團行政總裁）是諮詢文件所載建議的主要構思者。證券及期貨事務監察委員會（證監會），特別是其中的企業融資部，在整個過程中一直有密切的參與，不單就政策方面，還包括建議的細節，提供詳盡而全面的意見。這些意見對諮詢文件的方向和內容，均有重大影響。香港交易所最終

選擇將最低股價定為 5 角的建議，也是證監會與香港交易所討論所得的直接結果。

6. 香港交易所集團行政總裁和證監會主席，尤其是後者，均沒有直接參與香港交易所和證監會行政人員之間的日常意見交流。然而，香港交易所集團行政總裁就重要的事項訂定方向，當中包括 5 角的最低股價，在整個過程中亦一直獲悉有關進展。

7. 負責為上市事宜“把關”的香港交易所上市委員會，是在諮詢文件發表前約兩星期，才首次接獲有關文件，上市委員會已在極短的時間內按序審批發放諮詢文件。在諮詢文件的方向和細節制定過程中，香港交易所主席及董事局則並沒有直接參與。

8. 政府大約自二零零零年年底起，開始得知與細價股和證券市場的素質有關的問題和事宜。政府是經當時的財經事務局，透過證監會，市場人士及其後香港交易所告知有關事宜的概況。財經事務及庫務局、財經事務及庫務局局長和財政司司長，均知悉香港交易所計劃就多個範疇，當中包括經修訂的除牌機制，發表一份諮詢文件。香港交易所並無就建議的細節與政府討論，亦沒有向政府徵詢意見。證監會及香港交易所分別於七月十日和七月十七日，向財經事務及庫務局提供建議的摘要。

9. 證監會在二零零一年及二零零二年曾先後與其董事局、股東權益小組及其諮詢委員會，討論有關證券市場素質的一般事宜。香港交易所並無正式記錄顯示，曾就與細價股有關的事宜或諮詢文件所載建議，非正式地廣泛諮詢外界人士。然而，自二零零一年起，香港交易所開始向傳媒發放消息，表示有計劃引入一個經修訂的除牌機制。

結論

10. 調查小組的結論載於下文各段。

結論 1

11. 市場人士及市民均極為支持改善香港證券市場的素質，並有清楚的共識，就是有關當局應攜手合作，提高本港作為主要國際金融中心的地位。

結論 2

12. 有關當局應繼續推行有關改革措施，莫讓細價股事件改變或拖慢持續進行的改革。

結論 3

13. 提出及推行改革時，當局需要小心謹慎、周詳考慮、觸覺敏銳，以及堅定不移。市場從業員及市民亦已表達了希望有關方面聽取他們的意見。市場改革要成功落實，必須讓市場及公眾掌握充分資料，詳細討論。

結論 4

14. 政府、證監會及香港交易所均已表明決心，會盡快推行改革。與此同時，部分市民對是否需要推行改革及改革的步伐，或會與當局的想法不同。

結論 5

15. 細價股事件明確顯示了細價股問題須予處理。細價股事件似乎是多項相互衍生和相互增強的因素所引致。香港交易所發表的諮詢文件或許是引發了七月二十六日股市的下滑，但絕非唯一因素。

結論 6

16. 如在進行諮詢工作前有更充分準備，而市場人士亦有機會就有關建議的構思和細節提出意見，則整項諮詢工作當會做得更好。

結論 7

17. 香港交易所和證監會在整個過程中，均付出努力，並遵照處理類似諮詢文件行之已久的慣例行事。事後看來，架構上的一些障礙，包括未能充份善用其諮詢網絡、對上市委員會的角色及期望稍欠清晰，以及與證監會之間的關係間或緊張，均令香港交易所難以充分善用本可借助的知識、經驗和專長。若沒有這些障礙，香港交易所應可作出更佳安排。

結論 8

18. 當局在七月二十六日後的反應，加上新推行的問責制所帶來的期望及討論，引起很多批評及議論。有意見認為，在三層規管架構下，政府、證監會及香港交易所的角色，尤其是三者的職責界定及劃分，有欠清晰。

結論 9

19. 過去十三年來，三層規管架構在香港一直行之有效，各方極為支持繼續沿用。然而，現在或許也是適當時候對架構再作改進，確保三層之間的協調更為妥善。

建議

20. 調查小組**建議**在五個範疇作出改善：

- (a) 讓市場人士及市民參與；
- (b) 評估市場反應；
- (c) 改善諮詢程序；
- (d) 檢討三層規管架構的運作；以及
- (e) 加強對投資者的教育及保障。

加強市場人士及市民的參與

21. 調查小組認為在切實可行的範圍內，讓市場人士及市民盡量及盡早參與有關事宜，至為重要。這有助於找出主要問題、建立共識，增強公眾信心，以及方便市民在掌握充分資料的情況下進行討論。

22. 調查小組**建議**，在原有工作成果的基礎上：

- (a) 香港交易所、證監會及政府應以最具建設性及效率的方式，充分利用現有諮詢渠道，包括香港交易所董事會、諮詢小組、上市委員會，以及證監會股東權益小組。香港交易所亦應考慮在研究重大政策建議時成立工作小組；

-
- (b) 香港交易所應考慮加強和改善與股票經紀業的溝通，以提高成效；
 - (c) 香港交易所應確保無論是現有或新設的諮詢網絡，應包括主要的利益相關者，即投資者、中介機構、信貸提供者、證券發行人，以及可代表投資大眾意見的人士。具體來說，香港交易所應考慮在其下成立消費者小組、股東權益小組，以及中小型金融中介機構及企業小組；以及
 - (d) 香港交易所應考慮在適當的情況下，把諮詢程序分為兩階段：先就概念作討論，再研究詳細建議。

23. 調查小組歡迎香港交易所管理層就設立新機制主動作出建議，務求在擬備上市規則修訂建議諮詢文件時，改善向市場諮詢意見的程序。調查小組**建議**香港交易所繼續探討有關事宜，並把結果盡快呈交董事會討論。

評估市場反應

24. 調查小組**建議**：

- (a) 香港交易所在徵求上市委員會同意發表諮詢文件時，應及早就建議可能帶來的影響(特別是對投資大眾的影響)作出詳盡分析，並提交委員會參考，以便委員會可充分考慮有關建議，提出修訂，以及最終就應否發表該份諮詢文件作出決定；
- (b) 香港交易所在發表諮詢文件時，應向各利益相關者，特別是對投資大眾，解釋建議可能帶來的影響；以及
- (c) 若諮詢建議對政策構成重大影響，或有關問題涉及金融市場其他環節，香港交易所及證監會應及早知會政府，以作研究。

改善諮詢程序

25. 調查小組**建議**：

- (a) 諮詢期的長短應按建議事項的敏感程度、涉及的技術問題及複雜程度來決定；
- (b) 在適當情況下，諮詢文件應就提出的概念作綜合討論。諮詢文件的設計，應有助鼓勵並容許市民就有關建議的整體方向及可供選擇的方案提出意見；
- (c) 香港交易所應就諮詢文件發表總結報告，概述所收到的意見、交易所對這些意見的看法和回應以及整體結論；以及
- (d) 香港交易所現時就諮詢文件進行的推廣計劃應繼續推行，並予以擴大。

檢討三層規管架構

26. 三層規管架構原則上健全，但仍有改善餘地。調查小組**建議**當局：

- (a) 審慎研究上市委員會的現行架構、角色及運作情況是否及如何可作出改善；
- (b) 就處理諮詢文件及《上市規則》修訂事宜，清楚釐定各有關當局所擔當的角色和職責，以及這項工作涉及的程序；
- (c) 加強現時香港交易所與證監會之間高層人員的聯絡機制；以及
- (d) 清楚確定證監會及香港交易所在什麼情況下須共同進行諮詢。

27. 中期而言，政府、證監會及香港交易所應檢討如何重新釐定在上市事宜所擔當的角色及應履行的職能，以加強規管制度的效能，使制度更為清晰、公平及更具公信力。

28. 政府應確立本身作為推動者及協調者，而並非規管者的角色。並應向業界及投資大眾傳遞清楚訊息，以免他們對政府的角色存有與實際不符的期望。

加強對投資者的教育及保障

29. 調查小組**建議**當局：

- (a) 審慎考慮如何保障小股東的權益；以及
- (b) 研究可取的措施，以加強投資者教育，使他們可在掌握充分資料的情況下作出選擇。

其他建議

30. 調查小組**建議**政府應優先處理以下工作項目：

- (a) 完成有關現時賦予財政司司長，但由財經事務及庫務局局長代其行使或履行的法定權力和職能的檢討；以及
- (b) 清楚釐定財政司司長和財經事務及庫務局局長之間的職責劃分及統屬關係。

結語

31. 這項調查的目的並非在於追究責任。調查小組並沒有發現原先以為存在的重大缺失。不過，調查小組發現了一些情況，當中涉及一些判斷上的誤差，(而部分誤差或許在有關情況下是可以理解的)、一些小事故和溝通上的誤會，以及一些制度上的問題。這些問題，個別看來，本身並不嚴重。不過，種種問題結合起來，卻在七月二十六日引發了始料不及的事件，並導致公眾對當局其後處理事件手法的不滿。

32. 規管機構、投資者及香港整體經濟均已為細價股事件付上沉重代價。事情已屬過去，我們應繼續邁步向前。政府及規管機構必須慎防日後發生同類事件。調查小組希望各方面都能汲取經驗，為日後的工作作出改善。