

# 第一章 背景

## 細價股事件

1.1 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《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》。香港交易所的其中一項建議是，上市公司的股票價格如低於港幣 5 角(細價股)，便須合併。如有關公司未能將其股票合併，經過一連串的程序，以及完成處理可能提出的上訴後，會遭除牌。有關諮詢期原定於二零零二年八月底結束。

1.2 二零零二年七月二十六日，在主板上市的 761 隻股票中有 577 隻(即 76%)的股價下跌。收市價為港幣 5 角或以下的股票的市價總值下跌 109 億港元(14 億美元)，相等於全部細價股市價總值約 10%或主板市價總值約 0.3%。鑑於市場對這次事件的強烈反應，財政司司長委任一個由羅正威先生及鄺志強先生組成的細價股事件調查小組調查事件，並要求調查小組在二零零二年九月十日或之前提交報告，臚列調查結果及建議。

1.3 調查小組於二零零二年九月九日向財政司司長提交報告(細價股事件報告書)。調查小組的其中一項建議是政府應檢討由政府、證券及期貨事務監察委員會(證監會)及香港交易所組成，規管證券及期貨市場上市事宜的三層規管架構，特別是上市委員會的現行架構、角色及運作。

## 專家小組及職權範圍

1.4 財政司司長接納調查小組的建議，於二零零二年九月二十六日宣布委任一個由三人組成的專家小組，負責檢討政府、證監會及香港交易所就證券上市及發行人有關事宜的角色及職能、規管架構在上市事宜方面的運作、三層規管架構之間的溝通渠道和方式，以及提交改善建議。

1.5 專家小組由甘雅隆先生擔任主席，成員為錢果豐博士及祈炳達先生。

1.6 專家小組的詳細職權範圍如下－

(a) 為提高香港證券及期貨市場規管制度的效能和效率，使其更清晰、公平和可信，並確保市場的完整性，和為投資大眾提供適當的保障，專家小組將會負責以下工作－

(i) 檢討政府、證監會、香港交易所以及其附屬公司就證券上市及發行人有關事宜的角色及職能；

(ii) 檢討規管架構在上市事宜方面的運作；

(iii) 檢討政府、證監會及香港交易所的溝通渠道和方式；以及

(iv) 視乎就上述(i)至(iii)項事宜的檢討結果，提交改善建議。

(b) 在作出檢討時，專家小組應該考慮以下各點－

(i) 有需要維持香港作為國際金融中心的地位；

- (ii) 本地及國際證券及期貨市場的發展；
  - (iii) 香港須保持競爭力，作為來自內地、亞洲時區以至全球資本市場的公司的上市集資中心；
  - (iv) 香港證券及期貨市場的發行人及投資者的多元性；
  - (v) 立法會就《證券及期貨條例》（第 571 章）所作的討論；以及
  - (vi) 細價股事件調查小組就有關事件所作的調查結果及建議。
- (c) 專家小組也應－
- (i) 邀請有關方面及公眾提交意見書，包括（而不限於）證券發行人、證券經紀和投資大眾的代表、立法會議員，以及公司法改革常務委員會；
  - (ii) 考慮其他主要市場的規管架構和制度；以及
  - (iii) 盡力於二零零三年三月底前提交報告。

## 訂定檢討範圍及工作方式

1.7 我們於二零零二年十月九日召開記者招待會後，市場頗為擔心我們這次檢討可能只會側重上市事宜而忽略其他重要問題。一些較為嚴厲的批評更指檢討純粹是“粉飾”工作，只為顯示政府已聽取調查小組的建議。我們由始至終認為，所訂職權範圍已足以讓我們檢討一切關乎各有關機構的規管角色的事宜，以及提出所必需的改革建議。此外，我們從開始已獲財政司司長保證，可以探討任何關於規管證券及期貨市場的重要問題。我們是在這樣的基礎上進行檢討，並毫不猶疑地向政府反映一些嚴格來說可能不在我們職權範圍之內的重要問題。

1.8 我們須指出，雖然我們的名稱及職權範圍特別提到“期貨”一詞，但在檢討期間，並無任何人或機構向我們提出任何有關本港期貨市場的問題。因此，我們在以下篇章不會再提及期貨市場。

1.9 雖然專家小組的主席在澳洲工作，而其餘兩名成員也事務繁忙，但是專家小組安排於二零零二年十月至二零零三年三月期間，每月至少在香港舉行一次工作會議，其他時間則透過電郵及電話會議方式聯絡。我們一共在香港舉行了六輪工作會議，每輪會議為期兩至六天。

1.10 我們把工作劃分為三個階段。第一階段是廣徵意見和蒐集資料，在此期間，我們聽取和接收有關各方的意見，以及蒐集和研究關於本港現行的規管制度、各主要市場的規管架構及市場規管的全球趨勢等資料。在第二階段，我們評估所得的意見和資料，並認定受關注的重大議題。到了最後階段，我們作出總結和建議，並擬備這份報告書。

1.11 在檢討期間，一個由公務員組成的專職秘書處一直為我們提供支援，他們不論在安排探訪和會議、研

究有關參考資料，或擬備這份報告書方面，都表現了卓越的能力和效率。秘書處職員為我們竭誠工作，克盡厥職，我們謹此致謝。

## 廣徵意見及所收意見書

1.12 我們按照職權範圍，廣泛諮詢了所有利益相關者。我們在二零零二年十月九日舉行記者招待會，正式宣布開始工作及檢討範圍，並邀請各界向我們提交意見書。我們並於當日在本地及區內主要財經報章刊登廣告，邀請各界在二零零二年十一月二十日或之前將意見交給我們。雖然訂了限期，所有在限期後才收到的意見書，我們都有加以考慮。我們共收到 28 份由業界及公眾提交的正式意見書，這些意見書分別來自政府、證監會、香港交易所、消費者委員會、上市公司董事、股票經紀、投資銀行、立法會議員、投資者及商會等。提交意見書的個別人士及團體名單載於附件 1。我們謹此向所有提供意見的人士及團體致以衷心的謝意，他們當中很多花了不少時間及精神擬備意見書，我們至為感激。

## 約晤有關各方

1.13 在二零零二年十一月至二零零三年三月期間，我們三人一同與 33 個有關團體及個別人士舉行會議，並分別與個別人士進行了 65 次會晤，以收集資料及意見。這些團體及人士於百忙中抽空與我們會面及坦誠發表意見，我們謹此致謝。

1.14 我們也利用個人的網絡和透過私人訪問，與美國、英國及澳洲的業界人士交談，了解這些主要市場的最新發展及他們對香港市場的看法。

## 研究各主要市場的規管架構

1.15 我們按照職權範圍，對美國、英國、澳洲、加拿大、日本、新加坡及內地的證券市場規管架構進行研究。所搜集的資料大部分取材自有關機構所設的網站，有關網址載列於附件 2。在有需要的情況下，我們曾向有關的規管機構及交易所索取進一步的資料及求證。我們也曾透過在海外市場及規管機構所認識的人士，取得有關各大市場的近期發展及市場規管的全球趨勢的最新資料。研究結果載於附件 3。我們把有關香港現行規管架構的介紹載列於同一附件，以方便與其他市場的規管架構作比較。由於透過上述途徑所取得的資料已足夠我們研究分析之用，故此我們並沒有特別安排前往海外考察。

1.16 美國的紐約證券交易所（紐約交易所）及英國的倫敦證券交易所（倫敦交易所），是全球具領導地位的交易所。倫敦交易所更是最國際化的交易所，獲准在該交易所各板市場買賣的，有來自 60 多個國家，約 470 間非在英國註冊的公司的股票，約佔所有在倫敦交易所上市公司股票的 21%。由於香港約八成的上市公司是在香港以外地方註冊成立的，因此英國規管當局的經驗，對我們甚具參考價值。倫敦交易所最近也在其交易所上市，正好用來與香港交易所作一比較。澳洲證券交易所（澳洲交易所）及新加坡證券交易所（新加坡交易所）也實行股份化，在本身交易所上市。多倫多證券交易所在二零零零年進行股份化，並在我們工作期間成為一間上市公司。由於香港是以成為國家首選的集資中心為目標，故此我們也探討了內地的模式。

1.17 我們的研究結果顯示，各地的交易所進行股份化的趨勢，即由過去屬會員擁有的非營利機構轉為由股東擁有的營利機構。這種改變主要是因為國際競爭加劇，各交易所須改善運作效率及從更多途徑籌集資金以投資於新科技。就規管而言，交易所股份化所引起的主要問題是，由營利商業機構同時負責規管市場，即處理

公司上市事宜，會構成實質和被認為存在的利益衝突。由於上市費用及交易徵費是交易所的直接收入來源，因此普遍的關注是，營利的交易所可能會傾向寬鬆審批上市申請，以及不會那麼願意動用足夠資源來嚴格執行自我規管。

1.18 國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）的技術委員會曾發表專題文件<sup>6</sup>，就利益衝突的性質，提出很多有用意見，例如利益衝突也是傳統會員制模式的特徵。文件指出，在交易所股份化及在本身交易所上市方面，現時並無任何單一的“正確”規管方式可供採用。文件沒有提出應予採用的解決方法，因為這須視乎情況而定。我們同意這個看法，並沒有因為其他地方採用了某種方法而認為有足夠理由在香港採用（本報告書當然也不應被視為示意其他地方採用我們建議的模式）。不過，我們應參考其他地方的經驗，起碼可避免採用那些在其他地方已顯示實效低於理論效益的解決方案。

1.19 我們研究過已進行股份化及在本身交易所上市的交易所對這問題的處理方式－

- (a) 在澳洲，澳洲交易所採用的方式是成立一間附屬公司，名為澳洲交易所監檢公司。這間公司是一個有外界參與的內部檢討機制，以確保澳洲交易所投放於監管職能的資源恰當，但公司的架構及經費並非獨立於澳洲交易所。我們知道，儘管有此安排，市場仍然擔心，不管是實質或被認為存在的利益衝突都會影響澳洲交易所的監管工作。雖然市場的擔心不斷見於報章報道，但國會一個委員會於二零零二年二月指出，暫時不應考慮對監管架構作出重大更改，但假如澳洲交易所的運作出現巨變，又或澳洲

---

<sup>6</sup> 二零零一年六月，查閱報告內容，可瀏覽 [www.iosco.org](http://www.iosco.org)。

交易所與另一交易所合併或組成聯盟，委員會將再作檢討<sup>7</sup>。

- (b) 在加拿大，多倫多證券交易所集團成立了一間名為市場規管服務公司的附屬機構，以監督股份化後對交易所成員的規管。市場規管服務公司在集團架構內為獨立單位，與集團營利業務分隔開。
- (c) 在新加坡，新加坡交易所就對利益衝突問題的關注，與新加坡金融管理局（新加坡金管局）簽訂一份承諾契約，契約列載了處理利益衝突個案的安排及程序。新加坡交易所須遵守其本身交易所所訂的上市規則，並受新加坡金管局監管。新加坡交易所董事會須委任一個“處理衝突委員會”，以審議因新加坡交易所股票在本身交易所上市或報價而可能出現的利益衝突問題。
- (d) 在英國，倫敦交易所將英國上市局的職責移交給法定的規管機構，即金融服務管理局，從而徹底消除了任何被認為存在或實質的利益衝突。

1.20 儘管不少人士認為，即使經紀會員不能直接分享盈利，由經紀管控的交易所的營運方式，總會存在利益衝突的問題，但並非所有主要交易所都面對同樣問題。在美國，紐約交易所一直以非營利的基礎運作，而並沒有因為有營利動機而產生實質或被認為存在的利益衝突問題。雖然在美國，各交易所獲賦予規管上市的職能，證券仍須事先向規管機構（即證券交易委員會）登記，始會獲准買賣。至於內地，上海及深圳證券交易所

---

<sup>7</sup> 澳洲參議院經濟查考委員會編製的《澳洲各證券交易所市場監管架構調查報告》（二零零二年二月）。查閱報告內容，可瀏覽 [www.aph.gov.au](http://www.aph.gov.au)。



均為非營利機構，而上市制度則由作為證券及期貨市場的法定規管機構的中國證券監督管理委員會（中國證監會）監控。

1.21 雖然一些人持不同看法，我們認為交易所同時擔當市場規管者及商業機構的雙重角色，確實存在利益衝突問題。這個問題備受市場及規管機構關注，因此很多地方採取了各種措施去解決問題。所採取的措施通常是在交易所之下設立附屬監管機構，或由交易所與規管機構簽訂協議，訂明處理利益衝突的程序。此等措施的目的，在於解決而非消除衝突。現時英國是唯一消除了所有潛在利益衝突的地方，做法是將倫敦交易所規管上市的職能移交金融服務管理局。

1.22 我們這次研究的結果，也就規管機構所擔當的角色提供了不少有用的參考資料。在美國，儘管上市職能由各交易所執行，但所有證券均須先向證券交易委員會登記，始可買賣。在內地，證券發行事宜由中國證監會審批。在這兩個例子裏，即使交易所是以非營利的形式運作，因而應無須擔心會出現利益衝突，但規管機構仍然在上市制度中擔當活躍的角色。

1.23 在此必須強調，我們雖然參考了其他金融市場的規管模式及各國際論壇所討論的最佳作業模式，但我們並沒有忽視香港市場的獨特情況，例如香港交易所實質上擁有的獨家經營權、香港大部分上市公司並非在港註冊成立，以及香港市場在某程度上是一個具備世界一流基建，通往一個龐大但新興市場的門戶等。我們沒有建議全盤仿效在其他地方行之有效的規管模式，因為某一模式即使在別處卓見成效，未必符合香港的最佳利益。根據我們的職權範圍，我們的目標是為香港市場制訂一個既切合當前需要，又能靈活配合未來發展的模式。

## 《證券及期貨條例》

1.24 我們認同政府通過執行《證券及期貨條例》作出的各項改善。這條例整合及更新現有十條規管證券及期貨市場的條例，將於二零零三年四月一日生效。《證券及期貨條例》所載列的規管目標，與國際證監會組織所頒布的證券規管核心目標一致，分別為-

- (a) 保障投資者；
- (b) 確保市場公平、有效率及具透明度；以及
- (c) 減少系統風險。

在擬定建議時，我們依據《證券及期貨條例》的架構，提出可進一步改善規管制度的建議。