
第一章

引言

細價股事件

1.1 過去兩年，細價股、小型股¹和除牌機制備受證券業和傳媒的關注。二零零二年七月二十四日²，當局正式向公眾表示會進行改革，當日財經事務及庫務局局長（局長）在宣布其他措施時，提到香港交易及結算所有限公司（香港交易所）會在二零零二年七月二十五日發表諮詢文件，處理上市和除牌事宜。

1.2 在二零零二年七月二十五日中午左右，香港交易所舉行新聞簡報會，介紹《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）。香港交易所提出多項建議，包括修訂機制，規定公司如不符合諮詢文件所指的持續上市資格，便會遭除牌。香港交易所的其中一項建議是，股份的價格如為 5 角或以下便須合併，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。諮詢期由七月二十六日開始，原定於八月三十一日結束。

1.3 在七月二十五日下午，諮詢文件並未對證券市場造成任何重大影響。七月二十六日（星期五）上午十時開市後，直至在上午十時四十五分左右，股票交易情況相當正常。其後約一小時，出現大量拋售，導致股價下瀉。在主板上市的 761 隻股份³中，有 577 隻（即 76%）的股價下跌、151 隻（即 20%）的股價不變、而 33 隻（即 4%）的股價則上升。在 370 隻細價股（即七月二十五日收市價為 5 角或以下的股份）中，有 283 隻（即 76%）

¹ 在香港，“細價股”及“小型股”並無正式定義。近日，“細價股”一詞用以形容股價低於某一水平，例如 5 角的股份。“小型股”通常指市值小的公司，並無標準定義，1 億港元或 2,000 萬美元這兩個數額都曾用作界定“小型股”的標準。

² 二零零二年七月二十四日，財經事務及庫務局局長、香港證券及期貨事務監察委員會和香港交易及結算所有限公司舉行聯席新聞簡報會，宣布改善上市架構及程序的一系列措施，當中並不包括除牌建議。

³ 這個數目包括可買賣的股份，但不包括暫停買賣的股份。

的股價下跌、75 隻（即 20%）的股價不變、12 隻（即 3%）的股價上升。這些細價股的總市值下跌了 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（其中 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%。

1.4 鑑於市場的強烈反應，財經事務及庫務局局長、香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）及香港交易所於七月二十六日分別發表聲明，強調有關建議只是市場諮詢工作的一部分，當局需要數月時間制訂實施建議所需的規則，而即使新規則獲得通過，亦要在 12 個月過渡期後才告生效。香港交易所於七月二十七日宣布決定延長諮詢期至十月三十一日，並在翌日再宣布撤回諮詢文件有關持續上市資格的 C 部分，把該部分自當時的諮詢範圍剔除。香港交易所承諾修訂建議，加以改善，並在十月底發表補充文件，給公眾再多三個月提出意見。

1.5 雖然股價在七月二十九日後回穩，但事件仍令市場普遍感到憂慮。為此，財政司司長決定委任調查小組，就事件展開調查及建議改善措施。

委任調查小組

1.6 二零零二年七月三十一日，財政司司長宣布委任調查小組，調查有關二零零二年七月二十五日所發表的諮詢文件的草擬及發布安排。

1.7 調查小組的職權範圍如下:-

- (a) 研究在草擬和制定新訂或修訂香港交易所規則和規例方面的現有程序，包括諮詢業界和公眾的程序；
- (b) 根據(a)項的研究結果，檢討諮詢文件的草擬和發布安排；
- (c) 就改善日後在草擬和制定同類規則和規例方面的協調和程序安排，包括諮詢業界和公眾的程序，提出在有需要時須採取的建議措施；以及
- (d) 於二零零二年九月十日前向財政司司長提交報告書，闡述調查結果和各項建議。

調查範圍

1.8 我們從一開始便已清楚知道，與細價股事件有關的問題多而廣泛。由於時間十分緊迫，即使職權範圍容許，我們的調查範圍亦只能僅限於我們現已做的。明顯地，我們無法研究香港交易所的所有規則或賠償問題。但另一面，財政司司長及香港特區行政長官在我們獲委任之後發表的公開講話，令我們相信調查小組可探討一些嚴格來說未必屬職權範圍以內，但為市民所關注和憂慮的問題。我們認為在報告中提供所需的背景資料和有關資料，是極為重要和必需的，否則報告的效用及意義便會降低。無疑，我們不能越權調查職權範圍以外的事宜，但我們認為有需要時可更廣義地詮釋我們的職權範圍。我們明白，仍會有人認為調查範圍過於狹窄，而有些則認為調查範圍過大。

1.9 由於時間和資源所限，以及我們獲委任對特定的範疇進行調查，我們認為，雖然在若干情況下可廣義地詮釋職權範圍，但我們仍須採取平衡的做法，按照職權範圍的規定進行調查。最後，我們決定按照有關規定:-

- (a) 研究香港交易所的《上市規則》；以及
- (b) 把調查集中在草擬及發布諮詢文件的背景和安排上。至於建議本身的實質或優劣，則無論怎樣廣義地理解，亦屬超出我們的職權範圍。

1.10 另外，香港交易所由現在至十月及之後，亦會進行諮詢工作。我們認為任何廣泛的諮詢工作，都是適當和有必要的；但這卻超出我們的職權範圍和資源，且亦是我們在指定時間內無法應付的。在現階段，我們只能說有關建議須作詳細和公開的討論和辯論。

調查方式

1.11 為履行職責，我們從以下方面着手工作:-

- (a) 收集所有關於這次細價股事件的公開文件及傳媒報道，其中部分文件及報道追溯至二零零一年年初；

-
- (b) 邀請所有直接或間接涉及這次事件的人士及機構，順時詳述事件的過程，以及提供陳述書、有關文件的副本及改善建議；
 - (c) 邀請有關人士提交意見書；以及
 - (d) 與曾涉及或參與有關事件的人士會面。

1.12 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。提供意見者包括在二零零二年七月三十一日向立法會財經事務委員會作出陳述的個別人士及團體、與香港金融服務業有關的主要機構、立法會議員，以及願意向我們表達意見的個別人士。調查小組共會見了 11 名個別人士。

1.13 調查小組會按情況應提供意見者的要求作出承諾，確保他們的意見只會用於是次調查，並會絕對保密。在一些情況下，調查小組會應提供意見者的要求作出進一步承諾，保證在未得到他們的書面同意前，不會引述他們的意見。因此，我們在報告內並無夾附這些意見書。除香港交易所外，這次事件中的關鍵人物，均沒有要求調查小組作出類似的承諾。香港交易所亦只就一些敏感資料提出有關要求，我們認為在這情況下，香港交易所的要求是合理的。

1.14 所有意見書均經詳細審閱。我們很多時更向提供意見者要求更多資料及作出澄清。他們在意見書中和與我們的會晤時所陳述的事實及表達的意見，以及給予我們的大量文件，是我們研究有關事宜的依據。我們謹此向所有參與是次調查、向我們提供資料，或提出看法及意見的人士致謝。有關人士名單載於附件 1.1。

報告結構

1.15 本報告分為三個部分。第一部分載列證券業的規管架構的背景。這方面的資料是不可或缺的，因為在調查期間，我們發現各界存有不少誤解和一些因受錯誤引導而作出的報道和批評。我們認為，掌握充分的背景資料，有助我們詳細分析和深入了解細價股事件及相關事宜。第二部分載列由草擬及發布諮詢文件至本調查小組獲委任期間所發生的事情。此部分重點描述相關各方

之間的互動關係，以及圍繞整個事件的有關情況。第三部分則撮述調查小組的主要調查結果及建議。