
第十章

二零零二年七月二十六日發生的事 及原因

引言

10.1 以下一節大體上以證監會二零零二年九月三日的報告為依據。我們已在適當之處加上我們的意見。

一般討論

10.2 傳媒廣泛報道，指七月二十六日“細價股事件”是由香港交易所發表的諮詢文件所引發。證監會蒐集到的資料證實，這很可能至少是事實的一部分。然而，整件事並非如此簡單。

10.3 有傳聞指經紀與市場參與者串通，在二零零二年七月二十六日推低細價股的股價，推翻香港交易所的建議。證監會沒有找到充分證據，證明曾有人串謀操控細價股。證監會亦沒有證據顯示，在客戶保證金不足的情況下經紀或銀行聯合拋售。

10.4 七月二十六日，許多投資者顯然並不明白該份文件旨在諮詢。證監會認為雖然市場如此反應，但不代表香港交易所或多或少應已料到這樣的情況，故此不應公布其建議。證監會與香港交易所都認為，由於數張有份量的暢銷報章由六月二十六日起報道了一些洩漏的準確資料，公眾因而會知道香港交易所建議的具體內容。

10.5 最近，不少報道提到散戶小投資者的遭遇。二零零二年七月二十六日，他們都在名義上或實際上在市場上損失金錢。另有相當多的意見則指出，絕大部分散戶投資者都明白，細價股本身比恒生指數成份股上落更大。事實上，波幅大可以是一大吸引力，因為細價股給予投資者更佳機會，以低成本（相對於市值大的公司的股份）買入一兩手，賺取高回報率的利潤。許多時候，

投資者是在掌握資料不全，以及對有關公司所知不多的情況下買入細價股的。

經濟概況

10.6 二零零二年內，美國市場在企業爆發醜聞及經濟不景的情況下，持續下滑。二零零二年七月，美國投資者破記錄從美國股票基金撤走 500 億美元，金額之大，是有史以來每月流出淨額之最，這明顯是投資者對股票市場缺乏信心所致。標準普爾 500 指數在二零零二年上半年下跌 13.8%，恒生指數則下跌 7%。很多市場分析員認為香港市場會一直呆滯，至少待美國持續呈現經濟復蘇迹象後才會好轉。香港的市場價格及成交額數月來大致下跌。這抑制了市場交投，亦影響所有股份的表現，唯香港規模最大及管理最佳的數家上市公司除外。這是二零零二年七月二十五日發表諮詢文件時的經濟背景。

諮詢文件公布前的傳媒報道

10.7 為評估諮詢文件的影響，證監會審閱過二零零二年七月二十五日中午作出公布前，傳媒對香港交易所建議的報道。我們在下文會列舉數項報道，較為完備的摘要載於附件 7.2。二零零二年六月二十六日，《星島日報》登載一篇文章，指出香港交易所建議強制細價股合併。二零零二年七月十七日，《南華早報》準確報道香港交易所計劃引入“強制合併規則，淘汰細價股”。二零零二年七月十八日，《南華早報》報道香港交易所打算設定 5 角為最低股價，“股價低於此界線的公司須合併其股份或注入資金提高價格”。《香港經濟日報》及《星島日報》在二零零二年七月十九日亦有類似報道。由二零零二年七月二十日至七月二十五日公布諮詢文件期間，有更多報章開始刊登相關報道。總的來說，評論者歡迎香港交易所的建議，儘管有一些對 5 角是否為合適界線仍有所保留。當時沒有激烈聲音顯示公布正式建議有可能產生強烈的負面反應。

二零零二年六月二十六日至七月二十五日期間的市況

10.8 六月二十六日至七月二十五日期間的市場表現撮述如下:-

-
- (a) 市況在上述期間大致偏軟。在六月二十六日至七月二十五日期間，全日計算，14 天是跌市，7 天是升市。如上文所述，期內香港市場跟隨美國市場的整體弱勢及不穩定走勢上落。
- (b) 整體而言，期內報升或報跌的高價股數目多於細價股⁵⁴。並無證據顯示投資者因已洩漏的香港交易所建議而將手上細價股拋售。倘情況如此，報跌的細價股數目便應多於報跌的高價股數目。
- (c) 股價並無變動的細價股數目一直較股價無變動的高價股為多⁵⁵。此現象以全日無成交的股份尤為明顯。
- (d) 明顯的走勢是，與高價股比較，細價股的股價波動普遍較大。

二零零二年七月二十五日及二十六日的市況

二零零二年七月二十五日

10.9 二零零二年七月二十五日報章對市況的評論，均沒有指出當日有任何重大事情發生。

二零零二年七月二十六日 — 緊接開市後

10.10 二零零二年七月二十六日上午十時開市之前，沒有人預計會出現不正常波動。前一晚華爾街市況平穩（標準普爾 500 指數僅下跌 0.44%），這顯示香港市況亦會大致維持不變。差不多所有本地報章的頭條均報道發表諮詢文件的消息，但並無表示有關建議會對市場造成衝擊。某些報道重點評論 5 角是否適當的界線，因為超過一半的主板發行人會受影響。總的來說，傳媒似乎都支持有關建議。

10.11 上午十時，市場輕微低開，證監會後來所會見的經紀均無預計市場出現急劇變動。儘管開市後瞬即有不少股份的價格下

⁵⁴ 計至七月二十六日的 22 個交易日內，股價上升的高價股有 2,353 隻，而細價股有 1,592 隻。報跌的高價股有 3,878 隻，而細價股則為 2,514 隻。

⁵⁵ 同期內股價無變動的細價股有 3,325 隻，高價股有 2,776 隻。事實上，在這段時期，無成交的細價股有 2,015 隻，而高價股只有 1,344 隻。

跌，鑑於看淡的氣氛已籠罩市場一段時間，沒有任何迹象顯示市場會出現重大變動。

二零零二年七月二十六日上午十一時後

10.12 由於越來越多股份的股價進一步下跌，上午十時四十五分後市況開始惡化。在成交量不多的情況下，很多股份均報跌（跌幅遠較過去數月為大），但兆晉國際科技(491)⁵⁶的成交額龐大，跌幅最大。根據證監會的調查，約於上午十一時後，市場人士開始把市場下滑的情況歸咎於前一天香港交易所公布的建議，更有傳聞指保證金融資人因細價股股價大跌而將客戶的證券套現。早上收市前是當日所有股份的拋售高峯。

10.13 以單日計算，市場在下午已顯著回升。在二零零二年七月二十六日下跌的 283 隻細價股⁵⁷中，有 63 隻在午市已回升，升幅超過其一日內最低點的 20%。在這 63 隻回升的股份中，有四隻（包括兆晉國際科技）反彈超過 100%。高價股並無類似的升幅。

10.14 關於二零零二年七月二十六日的統計數字撮錄如下:-

- (a) 下跌的細價股共有 283 隻。與前一日比較，有關公司的市值共下跌了 109 億元，即 10.1%。
- (b) 在二零零二年七月二十六日，以市值計，這些細價股佔總市值 36,640 億元的 2.6%。
- (c) 細價股的成交額為 5.589 億元，即佔市場總成交額的 7.6%，而前一日的成交額則為 2.212 億元，即市場總成交額的 3.3%。
- (d) 在二零零二年七月二十六日，總市值下跌了 610 億元，即 1.6%。市場總成交額增加了 7.9%，達 74 億元，而恒生指數則下跌了 1.1%。

⁵⁶ 兆晉國際科技前稱 Wellback Holdings Limited，從事電子消費產品製造。二零零一年十一月，該公司控制權有變。當時，劉國輝先生（即該公司現任副主席）收購該公司 18.4% 的股本，成為控股股東。由於控制權易手，該公司着手收購台灣的科技公司。在遭拋售前，該公司的股價曾上升至三倍多。

⁵⁷ “細價股”是指二零零二年七月二十五日收市價在 5 角或以下的股份。

二零零二年七月二十六日的市場總值損失

10.15 評估股票市場損失的準則之一，就是計算市場總值⁵⁸（又稱為市值）的損失。根據這項準則，細價股股價下跌，導致有關公司的市值合共減少了 109 億元，這大約相等於同日股價超過 5 角的其他公司所減損市值的 22%。與整個主板的市值損失比較，細價股的損失約為 0.31%，因此，以整個市場而言，損失不算巨大。

10.16 在二零零二年七月二十六日，市場交投集中在 160 隻開市時股價低於 2 角的細價股。這些股份的交投量及成交額均上升最多，而股價則錄得最大跌幅（市值亦因此大幅下跌）。與前一日比較，細價股的交投量及成交額分別增加了 3.4 倍及 1.5 倍。

成交率

10.17 成交率界定為相對於發行人已發行股份數目⁵⁹的市場成交量。這項指標有助了解市價是否可靠地反映投資者對某公司股份的綜合看法。成交率偏低，通常是由於已發行股份遭囤積或市場對有關發行人不感興趣，亦表示有關發行人的股價易有較大波動。此外，統計資料顯示：-

- (a) 七個發行人在無成交的情況下⁶⁰，平均錄得虧損 16.5%；以市值損失計算，損失額達 2.81 億元。
- (b) 成交率偏低的發行人可以對市值損失造成相當重大的槓桿式影響。共有 133 隻股份（當中僅有 14 隻在二零零二年七月二十五日價格高於 5 角）的成交率少於 1%，市值損失合共 84 億元。在成交額只有 1.45 億元的情況下，價格平均下跌 18.5%，跌幅介乎 10.2% 與 53.6% 之間。

⁵⁸ 市場總值是上市公司已發行股份數目乘以每股市價所得的金額，通常也是指一家公司的市值。根據這個定義，公司的股價下跌，市值便會蒙受損失。

⁵⁹ 以發行人的公眾持股量（即減去控股股東持有的股份）作為基數，代替已發行股分，在理論上較為恰當。控股股東持有的股份通常不會作交易用途。

⁶⁰ 透過自動對盤系統，即使該天並無成交，上市公司的收市價仍可予以調整。以下述情況為例，如某人有意沽售股份，但發現並無買家承接，可以較低價格連續發盤。在這種情況下，只要最後一次發盤價（最低價格）低於前一天的收市價，該發盤價會作該天的收市價論（註：實際機制較此略為複雜）。

10.18 明顯地，在許多情況下，成交率極低會令市值出現重大損失。損失越大，股價便跌得越低。這與較少投資者經常留意低價股走勢的情況相符。如突然出現大量買盤或賣盤，這些股份的價格會有較大變動。投資者一般的心理是避免就帳面嚴重虧損的投資作出決定（但繼續持有股份）。部分細價股曾一度價格飛漲。

報跌股份在二零零二年七月二十六日前的表現

10.19 自二零零一年十二月三十一日以來，在這些股份當中，只有 16 隻的股價於期內上升，89 隻的股價則下跌，平均升幅及跌幅分別為 37% 及 34%。兆晉國際科技(491)是其中一隻股價上升的股份，二零零零年年初至二零零二年七月二十六日遭拋售前這段期間，股價上升 198%。撇開兆晉國際科技不計，這些股份的平均升幅會減為 26%。與年內高位比較⁶¹，只有五隻股份的跌幅小於 20%。二零零二年七月二十六日前，有 62 隻股份的跌幅超過 40%，其中 45 隻在二零零二年七月二十五日的收市價為 1 角或以下。

10.20 因此，在二零零二年七月二十六日前，股價跌幅最大的股份大多顯著下跌。這些股份在二零零二年七月二十六日的跌幅，遠遠不及股價從早前二零零二年的高位或二零零一年十二月三十一日前的收市價下滑所累積的跌幅。

10.21 由此可見，不少細價股的股價已下跌一段時間。因此，指細價股投資者一夜之間財富盡失的說法，不盡不實。有關投資者在二零零二年七月二十六日前，已損失大部分資金。細價股股價在該日錄得的百分比跌幅看來很大，但該等百分比所代表的實際損失與過去六個月比較，實質相當小。舉例來說，鈞濠集團（代號：115）的股價由 8.7 仙跌至 6 仙（跌幅達 31%，為二零零二年七月二十六日第十三大報跌股份），但二零零二年三月中中的股價約為 7 角。中國星集團（代號：326）的股價在二零零二年七月二十六日下跌 1.2 仙至 2.7 仙（跌幅同樣達 31%，為第十四大報跌股份），但二零零二年一月初的股價約為 2.7 角。

⁶¹ 根據定義，這個比率必定是負數。

10.22 證監會亦留意到，在二零零二年七月二十六日前，數家公司所公布的業績極不理想，這亦可能是個別有關股份在市場表現疲弱的原因。二零零二年七月二十四日，亞洲聯網科技（代號：679，第四大報跌股份）公布截至二零零二年三月三十一日年度的年終業績錄得 1.32 億元虧損，每股虧損約 2.45 仙，約相等於二零零二年七月二十五日股價的 94%。同樣在二零零二年七月二十五日，亞洲資源（代號：899，第十九大報跌股份）公布二零零二財政年度的年終業績錄得 1.36 億元虧損，每股虧損約 7.5 仙，大約是二零零二年七月二十五日股價，即 3.6 仙的兩倍（按絕對價值計算）。在急跌的市勢下，這些股份成交額極低（因為沒有買家承接），與上述看法吻合。

二零零二年七月二十六日後的市況

10.23 在二零零二年七月二十八日撤回文件 C 部分之後，許多細價股在二零零二年七月二十九日反彈。然而，在持續疲弱的經濟環境下，加上海外市場的不穩定因素，股價回升只屬相當個別的情況。雖然意見普遍認為發表諮詢文件是導致拋售的原因，另有傳聞指一班經紀曾於七月二十五日晚上會面，串謀在翌日蓄意推低細價股的股價來推翻有關建議。據稱，這亦因而引致上文所提及的保證金額遭收緊的情況。

初步調查結果

10.24 證監會的初步調查結果如下：

- (a) 證監會所得的資料顯示，發表諮詢文件及細價股在二零零二年七月二十六日前數周普遍偏軟，是一些賣家有意沽出的主要原因。
- (b) 不過，許多細價股欠缺流通性（缺乏買盤），更令情況加劇。
- (c) 與證監會有聯絡的經紀中，無一料到股價其後的下滑幅度如此嚴重。
- (d) 這些經紀當中，無一表示銀行追補保證金令他們出現緊絀的情況。他們表示，當日的沽盤是客戶的決定，不是他們的決定。

-
- (e) 證監會所會見的一些經紀指出，兆晉國際科技的股價急挫，對二零零二年七月二十六日的市況有重大心理影響，但這並非所有經紀的一致意見。
 - (f) 兆晉國際科技的股價急挫，是因為經紀被迫補保證金而迫不得已沽售。至目前止，證監會並無證據顯示經紀遭迫補保證金並非實情。
 - (g) 沒有證據顯示經紀普遍被迫沽出客戶以保證金擔保的股份，又或者經紀由二零零二年七月二十五日起被迫增加銀行借貸，為客戶填補未結算的交易。
 - (h) 調查並無發現系統性的隔夜沽空活動。

證監會的結論

10.25 根據上述調查結果，證監會認為二零零二年七月二十六日拋售細價股的事件，主要是由於投資者對一套作市場諮詢的建議反應過敏，不幸地誤以為當中涉及政策轉變。

10.26 由於全球和本地經濟欠佳，市場氣氛本已相當疲弱。這些因素，再加上多隻細價股持續虧損，令大部分跌幅最大的股份，早在二零零二年七月二十六日前股價已大幅受挫。事實上，這些細價股在七月二十六日的股價跌幅，遠遠不及其股價從二零零一年十二月三十一日的收市價或從二零零二年的高位回落的幅度。投資者在這些股份上的投資，並不是一夜之間化為烏有。

10.27 要評估二零零二年七月二十六日股價下滑的真正幅度及對市場的影響，應綜觀市場的整體表現。即使股價下跌的百分點相當大，但也不一定等於絕對價值亦同樣大幅下跌。舉例來說，二零零二年七月二十六日大華國際有限公司的股價下跌 54%，但股價則僅由 1.1 角跌至 5.1 仙，而成交額亦只有 50,000 元。從各方面來看，大華股份的交易，正正顯出細價股對市場的公平運作和透明度所構成的問題。

10.28 另外，細價股流通性不足，亦令股價容易波動。133 隻（當中只有 14 隻在二零零二年七月二十五日股價超過 5 角）成交率低於 1% 的股份，令市值合共減損 83.5 億元。市值下跌，是由於該等股份的成交額在二零零二年七月二十六日僅為 1.45 億港元，

即佔總成交額的 0.2%。較之該日主板所有股份的整體市值損失，細價股市值的損失僅佔 0.31%。

10.29 沒有根據的傳聞，是細價股下滑的另一因素。傳聞指銀行與經紀聯手收緊信貸，令股市下滑，但這說法並無實證。另外，亦無證據證明有一群或數群投資者及／或經紀串謀操控整個細價股市場。

調查小組的看法

10.30 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，包括當時市場氣氛欠佳、投資者信心普遍虛弱，以及這些股份本身不穩定的特性。我們注意到諮詢文件的內容及發表諮詢文件的安排受到批評。七月二十六日的市場反應顯然是發表諮詢文件所觸發，但若以諮詢文件為導致事件的唯一原因，則是將事情過於簡單化，亦屬不正確。有關追補保證金（又稱孖展）的未經證實傳聞、恐慌性拋售的連鎖反應、碰運氣及投機取巧的心態，加上羊群心理也是部分原因。