細價股事件
調查小組報告書

羅正威先生及鄺志強先生

二零零二年九月

目 錄

頁 數

報告摘要 I

引言 I

主要調查結果 I

結論 II

建議 IV

加強市場人士及市民的參與 IV

評估市場反應 V

改善諮詢程序 VI

檢討三層規管架構 VI

加強對投資者的教育及保障 VII

其他建議 VII

結語 VII

第一部分 背景

第一章 引言 1

細價股事件 1

委任調查小組 2

調查範圍 3

調查方式 3

報告結構 4

第二章 香港股票市場概況 6

引言 6

香港股票市場概況 6

細價股或小型股 7

證券業內的主要利益相關者 9

頁數

利益相關者 9
投資者 10
證券中介機構 10
信貸提供者 11
觀察所得 11

第三章　證券及期貨業的三層規管架構 12
引言 12
三層規管架構 12
三層架構的起源 12
第一層 — 政府 13
第二層 — 證監會 16
第三層 — 香港交易所 18
檢討及改進 20

第四章　體制、溝通及諮詢渠道 21
引言 21
參與證券業規管的人士 21
第一層 — 政府 21
第二層 — 證監會 21
第三層 — 香港交易所 22
香港交易所本身的業務及其規管職能的分隔 23
上市委員會 23
有關各方內部及相互之間的協調 24
第一層 — 政府內部 24
第二層 — 證監會內部 25
第三層 — 香港交易所內部 25
第一層與其他兩層之間的協調 25

頁數

第二層與第三層之間的協調 26
諮詢及市場評估 26
政府 26
證監會 27
香港交易所 28

第五章 香港交易所擬備及公布《上市規則》及修訂有關規則的程序 29

引言 29
上市 29
制訂或修訂《上市規則》的權力 29
有關權力由證監會移交聯合交易所及由香港交易所董事會移交上市委員會 29
修訂《上市規則》的程序 30
四個階段 30
展開工作 30
擬備及發表諮詢文件 31
市場諮詢 35
批核 35
觀察所得 36
香港交易所並無進行事先諮詢工作 36
上市委員會的參與 36
證監會的角色 38

第六章 問責制及其影響 40

引言 40
問責制 40
財政司司長的角色 40

頁數

財經事務及庫務局局長的角色 41
問責制對三層規管架構的影響 41
財政司司長和財經事務及庫務局局長的法定權力及職能 42
監督執行部門的責任 42
觀察所得 43

第二部分 擬備及發表諮詢文件 44

第七章 擬備諮詢文件 44
引言 44
確定細價股是一個問題 44
制定建議 45
建議的雛形 45
其後演變 46
主要意見交流 46
事件的演變 48
香港交易所與證監會之間的意見交流 48
重要意見交流過程 48
股份合併文件第一稿 50
證監會對股份合併文件第一稿的意見 51
股份合併文件第二稿 52
證監會對股份合併文件第二稿的意見 53
首次上市資格及持續上市資格諮詢文件第一稿 54
諮詢文件第二稿 57
諮詢文件第三稿及證監會的意見 57
諮詢文件第四稿及證監會的意見 58
諮詢文件第五稿及證監會的意見 58

頁數

諮詢文件第六稿 59
第六稿交予上市委員會 59
上市委員會的審議 60
敲定諮詢文件 60
觀察所得 60
政府方面的參與 62
涉及政府的事件紀要 62
二零零零年十月至二零零一年十一月 65
二零零一年十二月至二零零二年一月 65
三方會議和統籌委員會會議 67
首次三方會議（二零零二年一月二十四日） 68
統籌委員會會議（二零零二年三月一日） 68
第二次三方會議（二零零二年三月十九日） 68
第三次三方會議（二零零二年六月七日） 68
財經事務及庫務局局長在二零零二年七月一日上任 69
二零零二年七月一日至二十四日 69
財政司司長的參與 70
觀察所得 70
與市場人士的溝通 71
香港交易所 71
證監會 73
諮詢網絡 73
就香港交易所的建議諮詢股東權益小組 73
觀察所得 75
二零零二年三月六日的股東權益小組會議 76
諮詢委員會在二零零二年五月十三日的會議 .. 76
政府 77

頁數

整體觀察所得 77
制訂建議 77
另設交易平台 77

第八章 諮詢文件的表達形式及發布方式 80
文件表達形式 80
公關策略的時間安排 80
發布諮詢文件的時間安排 81
香港交易所的計劃 81
為何選擇二零零二年七月二十五日？ 82
為何選擇星期四？ 83
記者招待會 84
諮詢文件的分發 84

第九章 發生連串演變的六天 — 七月二十六日至三十一日 85
市場反應 85
其後演變 85
概況 85
二零零二年七月二十六日 87
早上及下午早段時間 87
香港交易所的聲明 88
證監會的聲明 88
財經事務及庫務局局長向傳媒發言 89
二零零二年七月二十七日 89
香港交易所作出澄清及延長諮詢期 89
財政司司長與財經事務及庫務局局長的討論 89

頁數

二零零二年七月二十八日 89
與證券經紀午膳 89
在財政司司長官邸舉行會議 90
下午六時的記者招待會 90
二零零二年七月二十九日 91
為財經事務及庫務局局長擬備事件紀要 91
財政司司長的言論 91
二零零二年七月三十日 92
財經事務及庫務局與局長的討論 92
二零零二年七月三十一日 92
澄清 92
準備工作 93
立法會財經事務委員會於二零零二年七月三十一日舉行的特別會議 93
財經事務及庫務局局長 93
證監會主席 94
香港交易所集團行政總裁 94

第十章 二零零二年七月二十六日發生的事及原因 96
引言 96
一般討論 96
經濟概況 97
諮詢文件公布前的傳媒報道 97
二零零二年六月二十六日至七月二十五日期間的市況 97
二零零二年七月二十五日及二十六日的市況 98
二零零二年七月二十五日 98
二零零二年七月二十六日 — 緊接開市後 98

頁數

二零零二年七月二十六日上午十一時後 99
二零零二年七月二十六日的市場總值損失 100
成交率 100
報跌股份在二零零二年七月二十六日前的表現 101
二零零二年七月二十六日後的市況 102
初步調查結果 102
證監會的結論 103
調查小組的看法 104

第十一章　評論檢討 105
引言 105
對事件的評論 105
諮詢文件背後的精神 105
尺度 106
準則數目 106
最低股價及諮詢文件所涵蓋的範圍 106
信息混亂 107
另設交易平台 107
股份合併 107
低估市場反應 107
缺乏市場經驗 108
時間欠佳 108
香港交易所的諮詢做法 108
假諮詢 108
香港交易所與市場人士溝通不足 109
忽視小投資者及小型企業的利益 109
缺乏應變計劃及立場不定 109
當局卸責 109

頁數

有關當局之間缺乏協調 110
對香港交易所的意見 110
對證監會的意見 110
財政司司長的角色 111
財經事務及庫務局局長的角色 111
對三層架構的意見 112
評估意見 112
最低股價 112
香港交易所的回應 112
證監會的意見 113
調查小組的看法 114
另設交易平台 115
香港交易所的回應 115
證監會的回應 116
調查小組的看法 117
低估市場反應 118
香港交易所的意見 118
證監會的意見 119
調查小組的看法 119
欠缺市場觸覺 120
香港交易所的意見 120
調查小組的看法 121
未有在香港交易所諮詢網絡進行諮詢 121
香港交易所的意見 121
調查小組的看法 122
上市委員會 123
與市場缺乏溝通 124
香港交易所的意見 124

調查小組的看法 124
時間欠佳 125
香港交易所的意見 125
證監會的意見 126
調查小組的看法 126
假諮詢 127
香港交易所的意見 127
調查小組的看法 128

第十二章　個別人士角色 129
引言 129
財政司司長 129
參與情況 129
在新問責制度下財政司司長與財經事務及庫務局局長之間的職責劃分 130
問責制度下的政治責任 131
二零零二年七月二十九日的言論 133
觀察所得 133
財經事務及庫務局局長 134
參與情況 134
他的責任 134
證監會主席 135
參與情況 135
七月二十八日的言論 135
他的責任 136
香港交易所集團行政總裁 137
參與情況 137
他的責任 137

頁 數

財經事務及庫務局 138
參與情況 138
責任問題 141

第三部分 結論及建議

第十三章 結論 142
引言 142
結論 142
結論 1 142
結論 2 142
結論 3 142
結論 4 143
結論 5 143
結論 6 143
結論 7 144
結論 8 144
結論 9 144

第十四章 建議 145
建議摘要 145
一般建議 146
擬備及發布諮詢文件 146
加強市場人士及市民的參與 146
善用現有諮詢網絡 147
擴大諮詢網絡 147
確保諮詢網絡具廣泛代表性 148
及早讓市場人士參與 148

香港交易所行政人員的建議 148
評估市場反應 148
改善諮詢程序 149
檢討三層規管架構 149
加強對投資者的教育及保障 151
其他建議 151

第十五章　結語 152

附件目錄

附件	文件	頁數
附件 **1.1**	接獲的陳述書	A1
附件 **4.1**	參與證券方面政策工作的政府人員	A2
附件 **4.2**	證券及期貨事務監察委員會（證監會）組織架構圖	A3
附件 **4.3**	證監會企業融資部組織架構圖	A4
附件 **4.4**	香港交易及結算所有限公司：香港交易所董事會及委員會成員名單	A5
附件 **4.5**	香港交易所各諮詢小組職權範圍及成員名單	A7
附件 **4.6**	香港交易所組織架構圖	A10
附件 **4.7**	香港交易所上市、監察及風險管理單位	A11
附件 **4.8**	香港聯合交易所有限公司董事會	A15
附件 **4.9**	香港交易所上市委員會職權範圍及成員名單	A16
附件 **4.10**	證券及期貨事務聯絡會議	A17
附件 **4.11**	三方會議	A18
附件 **4.12**	統籌委員會	A19
附件 **4.13**	聯交所－證監會（上市）聯絡委員會會議	A20
附件 **4.14**	證監會諮詢委員會	A21
附件 **4.15**	證監會股東權益小組	A23
附件 **6.1**	授予財政司司長權力及職責的法律條文例子	A25
附件 **7.1**	事件紀要	A28
附件 **7.2**	2001年1月至2002年7月25日有關「仙股」及「除牌」的報道概略	A80
附件 **11.1**	2002年7月26日有關「仙股」及「除牌」的報道概略	A102
附件 **12.1**	財經事務及庫務局局長的職責說明	A106

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隻爲細價股）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

選擇將最低股價定爲 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. 負責爲上市事宜"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爲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，提高本港作爲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，或會與當局的看法不同。

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的安排。

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。有意見認爲，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，各方極爲支持繼續沿用。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爲妥善。

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. 調查小組認爲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，至爲重要。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，把諮詢程序分爲兩階段：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，使制度更爲清晰、公平及更具公信力。

28. 政府應確立本身作爲推動者及協調者，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。

<u>加強對投資者的教育及保障</u>

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爲存在的重大缺失。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爲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，爲日後的工作作出改善。

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。

第二章

香港股票市場概況

引言

2.1 本章概述香港股票市場的情況、撮述與細價股或小型股有關的問題，並確定證券市場內若干主要利益相關者。我們相信，這些資料有助研究和了解諮詢文件在擬備和發布之前所發生的事件。我們提出日後應作出的改善時，這會是不可或缺的背景資料。

香港股票市場概況

2.2 截至二零零二年七月三十日為止，共有 934 家公司[4]在本港股票市場上市，總市值達 38,680 億元，其中 790 家公司在主板上市，市值為 38,020 億元（即總市值的 98%），另外 144 家在創業板上市，市值為 660 億元（即總市值的 2%）。香港交易所是本港唯一的股票交易所公司。

2.3 根據證監會的一項研究[5]，香港股票市場在二零零一年的表現及國際上的排名如下:-

[4] 此數目並不包括認股權證、"I"股和納斯達克股份，但包括在二零零二年七月三十日仍然暫停買賣的上市公司。就暫停買賣的公司而言，其市值是按暫停買賣前的收市價乘以已發行股本單位計算所得。

[5] 證監會在二零零一年十二月十二日擬備的"香港市場的素質 — 評論檢討"文件所載數據反映截至二零零一年的情況。

表現指標	香港交易所	全球排名
總市值	4,380 億元	第 10 位
二零零一年首九個月總成交額	1,880 億元	第 17 位
流通速度[6]	0.47	第 26 位
集資額	1,170 億元	第 7 位
在全球投資組合所佔比重[7]	佔總數的 0.7%	第 14 位

細價股或小型股

2.4 本港市場無疑有出色表現，但市場人士和證監會對以下情況，仍表關注:-

(a) 市場偏重於幾個發行人。截至二零零二年五月底，七家規模最大的公司的市值佔本地市場總市值的 52%，成交量佔今年首五個月的總成交額的 37%。

(b) 成交量偏低。二零零一年，在主板上市的公司，有 26%每日成交量平均少於 10 萬元。

(c) 很多股份的交易價偏低（即細價股），亦有不少股份市值頗低（即小型股）。截至二零零二年五月底，香港主板的股份約有 73%的交易價低於 0.2 美元，新加坡則有 57%、澳洲有 54%、倫敦和台灣均有 20%、東京和韓國少於 1%， 而紐約或中國內地的數字均為零。在主板上市的所有公司中，95 家公司（佔總數的 12%）的個別市值低於首次上市所需最低市值，即少於港幣 1 億元。有關詳情如下:-

[6] 流通速度是除以市值後成交量。該數字為截至二零零一年九月三十日止九個月的平均數。

[7] 經調整摩根史丹利資本投資(MSCI)全球指數，以計入公眾持股量。

二零零二年五月底價格（港元）	(1) 香港的股份（註 1）	%	(2) 每日總成交額（註 2）(百萬港元)	%	(3) 總市值 (十億港元)	%	(4) 出現淨虧損的公司	% (4)/(1)
低於 0.01	10	1.3%	1.8	0.0%	1.7	0.0%	10	100.0%
0.01+至 0.1	97	12.4%	105.5	1.5%	20.1	0.5%	76	78.4%
0.1+至 0.5	249	31.9%	391.4	5.6%	95.9	2.4%	145	58.2%
0.5+至 1	127	16.3%	311.9	4.5%	85.3	2.1%	39	30.7%
1 以上	298	38.2%	6184.7	88.4%	3788.4	94.9%	37	12.4%
合計	**781**	**100.0%**	**6995.3**	**100.0%**	**3991.3**	**100.0%**	**307**	**39.3%**

資料來源： 香港交易所每月交易數據

註： 1. 不包括根據除牌程序處理中的六家公司

2. 以二零零二年一月至五月的成交量作為依據

2.5 在過去兩年，傳媒評論及市場意見都促請有關當局處理細價股的問題。以下為受關注的部分問題:-

(a) 由於香港交易所的自動對盤及成交系統（自動對盤系統）無法為股價低於 1 仙的股票進行交易，許多細價股須以碎股形式，透過半自動對盤系統，由經紀以人手進行交易。這導致在輸入買盤賣盤時，出錯機會增加，若經紀無法糾正有關錯誤，便須承擔損失。

(b) 在半自動對盤系統進行交易，不及在自動對盤系統進行交易般具透明度。因此，發行人的股票不宜長期在半自動對盤系統交易。

(c) 由於小量資金及數宗交易已足以令細價股的股價有變動，而股價的輕微變動又可導致升跌的百分率有重大變化，因此細價股很容易在市場受到操控。

(d) 市場上有許多蓄意壓低股價的例子，主要是透過股份拆細、供股及其他集資活動而進行，損害了小股東的權益。

(e) 儘管股票的上市價並不一定是公司素質的指標，有些公司會因本身基礎薄弱（由於虧損[8]或其資產值偏低或下降），以致股份低價買賣。許多人認為，素質差劣的細價股公司眾多，有損本港作為主要金融中心的形象。

(f) 對股票認識不多的人會以為股價低的股票便宜。一些小投資者亦會以博彩心態購買此等股票。

(g) 根據現行的收費結構，以百分比計，細價股的交易成本較高價股的為高，有關投資者的負擔亦因而遠為偏高。

2.6 考慮到其他主要市場維持市場素質的方法，監管當局普遍認為有需要通過以下方法改善香港市場的素質:-

(a) 從其他地區積極物色優質的機構，並設法吸引這些機構在香港市場上市；

(b) 實施更嚴格的首次上市資格準則，以及嚴格執行資料披露、企業管治和其他監管規則，以確保做好"把關"的工作；以及

(c) 修訂現行除牌規則及引入有效用的持續上市規定，以淘汰素質欠佳的公司，並發出信息，指出有問題的公司不受歡迎。

證券業內的主要利益相關者

利益相關者

2.7 除政府、證監會、香港交易所及發行人外，證券市場中有三類主要利益相關者，即投資者、證券中介機構及信貸提供者。

[8] 根據證監會於二零零二年七月發表有關"市場素質與除牌機制"的研究文件，上市公司的市值及股價與其負面財務表現相關。在 95 家市值低於 1 億港元的公司中，有 72 家錄得虧損；而在 71 家市值高於 50 億港元的公司中，只有 2 家錄得虧損。在 107 家股價低於 0.1 港元的公司中，有 86 家即 80%錄得虧損，而在股價高於 1 港元的公司中，錄得虧損者為 12%。

投資者

2.8 根據香港交易所最近進行的調查[9]，香港現貨市場[10]的買賣中，有 93%是以股票形式進行。以交易價值計算，海外機構投資者和本地散戶投資者所佔比重最大，分別為 38%及 36%。本地散戶的買賣一直佔市場最大比例，儘管有關比率在過去十年隨着市場氣氛變化而波動不定，由大約三分之一至超過 50%不等。本地機構投資者則佔 19%[11]。所有客戶當中，本地散戶投資者的數目最多。據估計，在二零零一年，本港股票及衍生產品市場的散戶投資者數目超過 100 萬。更具體來說，在香港，每五名成年人中便有一名投資股票或衍生產品。這個數字比一九九二年的 9%增加超過一倍。

證券中介機構

2.9 截至二零零二年六月三十日，本港共有 715 間證券中介機構，包括 707 個證券交易商及 8 個保證金融資人。根據證監會最新的調查[12]，在二零零一年，證券中介機構聘用了約 17,000 人，有 41%在員工數目少於 50 人的公司工作，27%在 51 至 200 人的中型公司任職，而其餘 32%則在 200 人以上的公司工作。二零零一年，證券交易總額達 72,488 億元[13]，較二零零零年增長了 41%。然而，根據證監會就回應分析所得的結果，證券中介機構的純利大幅下跌。（由二零零零年的 42.9 億元，跌至二零零一年的 4.29 億元，跌幅為 90%。）經紀投訴，交投量不斷減少，而來自銀行的競爭卻愈趨激烈。中小型公司所受打擊最大。

---

9 香港交易所進行的五項調查分別為：(a)現貨市場交易研究調查；(b)衍生產品市場交易研究調查；(c)散戶投資者調查；(d)衍生產品散戶投資者調查；以及(e)集資市場意見調查。上述各項調查的最新調查報告，均載於香港交易所網站(http://www.hkex.com.hk/research/research_c.htm)。

10 現貨市場涵蓋股票、認股權證、債務票據、單位信託及交易所買賣基金。

11 有關數據摘錄自《證監會季刊—2002 夏季》內"加強投資者的參與：香港交易所各項調查結果的啟示" 一文。自營買賣及海外散戶投資者分別佔 4%及 3%。該季刊載於證監會網站(http://www.hksfc.org.hk/chi/press_releases/html/index.html)。

12 證監會於二零零一年十月進行證券／期貨中介團體及獲豁免人業務活動調查，回應率為 88%。

13 交易額包括香港及海外的證券及債券買賣。

2.10 一如其他成熟市場，本港目前保證金交易（又稱孖展買賣）相當活躍。在二零零二年六月，本港有 571,534 名活躍現金客戶及 57,358 名活躍孖展客戶。大部分保證金融資人也是證券交易商，須受由證監會通過及執行的《財政資源規則》管限，確保其符合審慎資本充足比率的規定。

信貸提供者

2.11 信貸提供者大部分均為財務機構，也擔當重要的角色，是最終的融資來源。投資者、證券交易商及保證金融資人常以股票作為銀行貸款的抵押品。股價升跌會影響財務機構的抵押品價值及有關法定比率。此外，銀行也加入競爭，擴展證券買賣業務。

觀察所得

2.12 有關當局及利益相關者均認為，有需要改善本港證券市場的素質。問題的關鍵是如何以最佳方法達致目標。任何重要建議，成功與否須視乎眾多利益相關者能否同心協力，而利益相關者的規模、業務性質及利益所在可能大有分別。此外，由於涉及證券與銀行兩個界別，規管機構必須慎防建議可能對其他經濟界別引起連鎖效應。

第三章

證券及期貨業的三層規管架構

引言

3.1 本章扼述證券及期貨業的三層規管架構，並說明政府、香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）和香港交易及結算所有限公司（香港交易所）的角色。

三層規管架構

三層架構的起源

3.2 現時規管證券及期貨業的架構屬於“三層架構”，其起源可追溯至在一九八八年發表的《證券業檢討委員會報告書》（《證券業報告書》）[14]所載述的建議。該三層架構在《證券及期貨事務監察委員會條例》（第 24 章）、《交易所及結算所（合併）條例》（第 555 章）和最近制定並且經大幅修訂的《證券及期貨條例》（第 571 章），以及其他有關法例中有所訂明。

3.3 我們要注意的是，雖然這架構通常被稱為“三層規管架構”，但我們並不認為這稱謂能正確說明該三個組織的角色和職能。首先，若以所用字眼的正確意義而論，政府的角色絕不能被形容為一般所指的規管機構。證監會顯然是一個規管機構，但其地位並非沒有獨特之處，我們稍後會探討其中部分特點。同樣，一般被形容為“前線規管機構”的香港交易所，只是狹義上的規管機構，因為它並不具備法定調查權力，其權力是尋求上市的發行人所簽訂的上市協議所賦予的。換言之，香港交易所的規管權力

[14] 一九八七年十月股災後，當時的總督成立以戴維森先生為首的證券業檢討委員會，其工作之一是檢討當時分別負責規管證券業及期貨業的有關政府部門的組織、權力、管理和運作，以及就確保市場完整和保障投資者所應作出的改革，提出建議。證券業檢討委員會於一九八八年五月發表報告，並提出多項建議，包括在公務員架構以外設立一個新的市場規管機構來代替當時的證券事務監察委員會、商品交易事務監察委員會和證券及商品交易監理專員辦事處。

來自合約。有人會認為，把有權執行與上市及發行人責任和職權有關合約的一方形容為規管機構，是言過其實。我們注意到，香港交易所在某些情況下發出的資料中，經常把其部分職能形容為"執行《上市規則》"，而非"前線規管機構"。

3.4 這個架構的精髓在於市場的運作必須由一個貼近市場的營運機構（即香港交易所）負責，並由聘有具備專業知識及市場經驗人員的獨立規管機構（即證監會）加以監察。政府則對金融市場發展訂定整體政策，並保持關注，因為金融市場是香港經濟體系的一部分。

第一層 — 政府

3.5 政府作為第一層架構，須根據《基本法》第一百零九條，全面負責提供適當的經濟和法律環境，以保持香港的國際金融中心地位。按照《證券業檢討委員會報告書》的精神及國際慣例，政府不涉及日常的規管職能。為履行其職能，政府委任證監會，並確保證監會成為及被視為一個可信及獨立的監察機構，並獲賦予所需權力及聘有專業人才執行職務。政府的不干預市場原則（除遇特殊情況外）與我們收到的意見的看法一致，我們認為這措施應該維持不變。

3.6 在最近有關《2002 年證券及期貨條例》的辯論中，政府的角色獲得清楚說明。正如政府當局向《證券及期貨條例草案》及《2000 年銀行業（修訂）條例草案》委員會所解釋:-

> "政府明白到，雖然把規管責任轉授證監會，但不能把對公眾的責任，即妥為規管證券及期貨市場的責任全部轉授證監會。公眾期望政府有責任確保證監會妥善履行其職能；如證監會有失職的情況，政府最終須負上責任。公眾亦期望政府應有效地協調金融界別各監管機構，因為金融機構涉及多個界別服務的情況日益增加，更要就金融體系的迅速改變作出回應。這情況已超出證監會的規管權限，因為其職能及權力基本上只涵蓋證券

及期貨市場，故此證監會未能處理跨越不同金融界別及影響整體經濟的事宜。"[15]

3.7 立法會上辯論的其中一項焦點是政府應否具有備用權力[16]，其中之一是讓行政長官可向證監會發出書面指示。所預期的權力只會在認為符合公眾利益及可進一步履行證監會的規管目標或加強其任何職能的情況下，並諮詢證監會主席的意見後才予以行使。這項權力被視為政府的"最後板斧"。正如當時的財經事務局局長葉澍堃所解釋:-

"政府只有在非常緊急的情況下才會運用備用權力，以保障公眾利益。可能的情況包括制衡失效，證監會未有妥善履行其職責，或例如在金融市場動盪的時候，政府急需得到證監會及其他金融規管機構配合，採取穩定金融市場的措施。"[17]

3.8 政府把備用權力比喻為"具有核子威力以對付證監會任何失責行為的阻嚇措施"，並且是政府可予以採用的唯一法定工具，在危急情況下有效地實行補救措施。如美國證券交易委員會前主席及其後成為美國最高法院法官的 William O Douglas 所說："打個譬如，[政府]會在門後放置裝上子彈、抹好油及打理乾淨的獵槍，雖隨時可用但卻希望永遠不需要用。"[18]

3.9 至於公眾對政府角色的看法，當時的財經事務局局長有以下補充:-

"在兩年多的諮詢期內，市場人士及公眾並沒有就[建議的備用權力]提出反對意見，反映出公眾對政府應確保金融市場穩健的期望。"

3.10 持異議的議員在立法會上以強而有力的論據指出，"不受政治影響的獨立規管機構，是一個值得尊重和信任的現代規管制度所不可或決的。有關的規管機構不但要獨立，還要清楚的讓人

---

[15] 二零零一年五月四日提交《證券及期貨條例草案》及《2000 年銀行業（修訂）條例草案》委員會的第 2B/01 號文件。

[16] 備用權力包括《證券及期貨條例》（第 571 章）第 11 條所列出的權力。

[17] 在二零零二年三月十三日立法會會議上，當時的財經事務局局長葉澍堃發言，以動議恢復二讀《證券及期貨條例》及條例草案第 11 條的相應修訂。

[18] William O Douglas, "Democracy and Finance" , 1940

看到它真的能夠獨立運作。"[19] 由此可見這方面的普遍情緒是如何強烈。

3.11 在研究政府與規管機構之間權責的適當分配時，《證券及期貨條例草案》及《銀行業（修訂）條例草案》委員會曾參考英國及美國兩地規管機構的問責安排[20]。在英國，於二零零一年十二月實施的《2000 年金融服務及市場法令》把英國金融服務管理局確立為金融市場的獨立規管機構。雖然金融服務管理局委員會的成員是由財政大臣任免，但《金融服務及市場法令》的條文並無賦權財政部或政府的行政機關向金融服務管理局發出指令。相反，該法令訂明其他制衡措施，例如賦權財政部指令調查金融服務管理局備受公眾關注的規管工作、要求金融服務管理局定期向國會交代工作，以及委任獨立人士檢討金融服務管理局的資源管理。

3.12 同樣，美國的證券及期貨市場分別由獨立的證券交易委員會及商品期貨交易委員會規管。兩個委員會的委員均由總統在參議院同意下任命；兩者須定期向國會匯報及出席聽證會。然而，國會無權干預這些委員會的工作，行政機關或立法機構亦無權指令委員行事。立法會訪問團的報告指出，英美兩地的法例均沒有給予政府的行政機關任何超然的權力向規管機構發出工作指令。要確保制衡措施充分發揮作用，並非容許政府享有備用權力，而是賦權政府委任及要求規管機構向立法機構匯報及交代工作。

3.13 鑑於各地有不同的組織架構來規管市場監管機構的運作，立法會大多數議員經衡量後，接納政府當局的建議，讓其保留對證監會的備用權力，以執行其作為"監管機構的監察者"的職能。

---

[19] 在二零零二年三月十三日立法會會議上，吳靄儀議員就《2000 年證券及期貨條例草案》第 11 條的相應修訂發言。

[20] 二零零一年四月，立法會財經事務委員會與《證券及期貨條例草案》及《2000 年銀行業（修訂）條例草案》委員會組成代表團訪問倫敦、華盛頓市及紐約，研究英國及美國的金融制度。研究結果詳載於二零零一年六月發表的《英國及美國的金融制度研究報告書》。法案委員會參考該報告後所得的結論，則載於二零零二年三月五日的《證券及期貨條例草案》及《2000 年銀行業（修訂）條例草案》委員會報告書（立法會文件第 CB(1)1217/01-02 號）。

3.14 概括而言，政府不應干預證監會的日常規管職能，並應專注於下列事項:-

(a) 政府應不時檢討規管架構，以維持公平、具透明度及有秩序的市場。政府的職責亦包括加強公眾對市場的信心、確保投資者獲得適度保障，以及盡量杜絕市場失當行為。此外，政府應促進市場創新及競爭，並採取措施，提升香港作為主要國際金融中心的地位[21]；

(b) 政府應確保現行制度有足夠的制衡措施；

(c) 政府應發揮協調者的作用，協調不同金融界別的各個規管機構；

(d) 政府已保留在特殊或緊急情況下行使的備用權力，但只有在制衡失效、證監會未有妥善履行其職責，或在金融市場出現動盪，以致政府急需得到證監會及其他金融規管機構配合，以採取措施穩定金融市場和香港經濟體系的情況下，政府才會運用備用權力；以及

(e) 換言之，政府應擔當推動者及協調者而非規管者的角色。政府應提供穩健的環境，讓香港的金融市場得以發展及繁榮昌盛。政府只應在特殊情況下才作出干預。這大致上是政府對本身所擔當角色的看法，也與大多數人的看法不謀而合。

第二層 — 證監會

3.15 第二層架構是證監會。證監會是市場營運機構的監察者。市場營運機構指交易所及結算所（現已合併）以及市場中介機構。政府是按照《證券業檢討委員會報告書》的以下建議，在一九八九年成立證監會:-

(a) 證監會應為一個法定機構，完全獨立於公務員架構以外，並具備足夠人手和資金。證監會應向政府當局負責。證監會雖然並非公務員架構其中一部分，但廣義上而言應屬政府運作系統其中一部分；

[21] 二零零二年三月十三日，當時的財經事務局局長葉澍堃在立法會會議上的發言。

(b) 雖然政府應繼續統籌一切，但所有法定規管權力應賦予證監會，以確保其獨立性；

(c) 為免削弱證監會的獨立性，政府不應派代表出任證監會董事或加入其諮詢委員會；以及

(d) 政府的角色是確保證監會妥善履行其職責。只有在證監會未能妥善履行職責的情況下，政府才應提出獨立意見，決定採取什麼正確行動。

3.16 因應證券業檢討委員會的建議，政府引進了下列保障措施:-

(a) 香港特別行政區的行政長官（行政長官）負責委任證監會的主席及其他董事，並且有權將他們免職；

(b) 行政長官可在特殊情況下向證監會發出指示；

(c) 證監會須向行政長官提交年報及帳目表，而行政長官會將年報及帳目表提交立法會省覽；

(d) 證監會的諮詢委員會應由證監會委任，而有關委任須獲行政長官批准；以及

(e) 證監會須擬備及向立法會提交其每年財政預算。

3.17 另外，政府亦引進以下的制衡措施:-

(a) 證監會所徵收的各項費用須在有關的附屬法例中訂明，並須通過立法會不否決或不提出修訂的議決程序；

(b) 證監會作出的較重大決定，須獲證監會全體董事通過，以及除非獲立法會批准，否則不得把這項職能轉授；

(c) 設立一個獨立的證券及期貨事務上訴委員會（上訴委員會），以聆聽因證監會某些決定而感受委屈當事人的上訴。根據新制定的法例，上訴委員會現已升格為證券及期貨事務上訴審裁處，由一名法官出任主席；該審裁處將會全時間運作，其職權範圍亦告擴大；

(d) 原訟法庭可對證監會的決定進行司法覆核；

(e) 對證監會或其屬下人員的行動如有任何投訴，可向申訴專員公署提出；以及

(f) 在二零零零年十一月成立一個程序覆檢委員會（覆檢委員會），檢討證監會的內部程序，以確保程序公平合理。覆檢委員會須向財政司司長提交報告，以期在符合證監會法定保密責任的規定下予以發表。

3.18 實際上，證監會是證券及期貨市場的主要規管機構。證監會可獨立履行其規管職能，而無須就其規管職權的日常行使向政府交代。證監會稍嫌不足之處，是該會比較上難以規管與其沒有任何合約關係的上市發行人，但自本年年初實施雙重呈報機制後，情況已略有改善；證監會至少已有一些準則監管上市發行人，否則只有當偶然觸發《收購守則》的條文時，證監會才有權介入上市發行人的企業違規行為。

3.19 規管制度的基本理念和大前提，是證監會具備或應具備專業知識、熟悉本地市場情況和國際間的優良做法、備有健全的機制以衡量利益相關者的意見，以及有公信力並對市場情況保持警覺，才能有效地履行其職能。倘證監會不具備或未能具備任何一項條件，則制衡措施的成效便會削弱。總括來說，我們的調查證實證監會能有效運作，並具備以上作為規管機構所需的重要條件。

第三層 — 香港交易所

3.20 在第三層架構又是最接近市場的架構，市場營運機構擔當自我規管的角色，並執行某些公共職能例如風險管理及市場監管。正如我們較早前所提及，香港交易所並無獲賦予任何法定調查權力，其權力須以發行人所簽訂上市協議的條款為依據。目前，香港只有一間交易所（即香港交易所）。為增加競爭力及應付日益全球化的市場的挑戰，香港聯合交易所有限公司與香港期貨交易所有限公司實行股份化，並與香港中央結算有限公司合併，由單一控股公司即香港交易所擁有。有關的合併於二零零零年三月六日完成，而香港交易所的股票於二零零零年六月二十七日在聯合交易所上市。

3.21 作為一家自我規管機構，香港交易所有責任確保證券及期貨合約在香港交易所或透過香港交易所於有秩序及公平的市場買賣，亦必須確保審慎管理有關風險。

3.22 香港交易所須按以下各項制衡措施行事:-

(a) 在《合併條例》（第 555 章）下，香港交易所行事必須以公眾利益尤其是投資大眾的利益為依歸；

(b) 政府有權委任指定數目的人士加入香港交易所董事會。

(c) 證監會是香港交易所包括其全資附屬公司即香港聯合交易所有限公司、香港期貨交易所有限公司及香港中央結算有限公司的法定規管機構。一般而言，證監會有責任督導及監察香港交易所的工作。作為規管機構，證監會可向香港交易所送達 "限制通知書"及"暫停買賣令"；

(d) 證監會可於發生緊急事故時，指令香港交易所停止提供或營辦特定的安排或服務；以及

(e) 證監會獲授權核准任何新訂或經修訂的上市規則，然後該等規則才可予以推行。

3.23 證監會和香港交易所在過往兩年曾簽訂四份主要的諒解備忘錄[22]載列類同的條款，促進彼此之間的合作關係。根據有關的諒解備忘錄，凡尋求證監會批准對香港交易所規章作出任何修訂，必須容許證監會的有關人員參與修訂過程的某個階段，讓證監會對修訂建議的性質有足夠認識及提出關注事宜[23]。

---

[22] 該等諒解備忘錄是：

(a) 有關管限上市事宜所訂立的經修訂及重新闡述的諒解備忘錄（二零零零年三月六日）；有關管限上市事宜所訂立的諒解備忘錄的經修訂及重新闡述的附件（二零零零年三月六日）；有關管限上市事宜所訂立的諒解備忘錄首份補充文件（二零零零年八月二十一日）；

(b) 有關香港交易及結算所有限公司在香港聯合交易所有限公司上市而訂立的諒解備忘錄（二零零零年六月十九日）；

(c) 有關證監會監察職能、監管交易所參與者及市場監察安排事宜的諒解備忘錄（二零零一年二月二十日）；

(d) 有關香港交易及結算所有限公司在香港聯合交易所有限公司上市而訂立的諒解備忘錄（二零零一年八月二十一日）。

[23] 有關證監會監察、監督交易所參與者及市場監察安排事宜的諒解備忘錄**附件 V**（二零零一年二月二十日）。

檢討及改進

3.24 自從在一九八九年推行三層規管架構以來，當局並未對有關架構進行任何重大檢討，但曾特別在制定《2002 年證券及期貨條例》時予以改進。

3.25 在香港交易所公布諮詢文件後翌日即二零零二年七月二十六日發生拋售細價股及小型股事件之前，未有任何方面對這基礎鞏固及行之有效的架構表示重大不滿。

3.26 當然，即使在二零零二年七月二十六日之前，財經服務業界人士偶爾亦會投訴香港交易所沒有讓經紀參與，以致部分經紀聲稱被忽視，以及證監會被視為權力過大等情況。如被規管者對規管機構只有讚美的話，則有關的規管機構必然是有不妥的地方。

3.27 我們經過考慮後認為，三層規管架構本身健全。我們稍後會提述收到的意見的某些範疇，並提議就該等意見考慮作出若干改進和改善措施。

第四章

體制、溝通及諮詢渠道

引言

4.1 三層架構成功與否，取決於有關各方是否有清晰的職責劃分、對有關劃分是否有明確的理解，以及各機構內部和互相之間是否有協調。本章會確定有份參與證券業規管的人士及組織，概述它們內部及互相之間的溝通渠道，以及闡釋它們蒐集並評估市場意見的機制。

參與證券業規管的人士

第一層 — 政府

4.2 在政府架構內，財政司司長是負責就財經、金融、經濟和就業範疇制訂整體政策方針及督導有關工作的最高級官員。財經事務及庫務局局長是 11 位局長之一，擔任財經事務及庫務局的首長，也可說是財經事務及公共財政政策的託管者。他負責制訂施政方針及目標，這包括構思、制訂及落實有關政策，以及監察這些政策在財經範疇內的成效。財政司司長與財經事務及庫務局局長的職責劃分，在第六及第十二章會有較詳盡的論述。

4.3 財經事務及庫務局局長之下設有財經事務及庫務局常任秘書長（財經事務），向其提供支援及協助。財經事務及庫務局常任秘書長（財經事務）的職責範圍涵蓋所有財經事務。局內設有證券組，由三名公務員組成，直接負責有關證券業的事宜。有關的組織架構圖載於**附件 4.1**。在本報告書內，所指的財政司司長為梁錦松先生，財經事務及庫務局局長為馬時亨先生，財經事務及庫務局常任秘書長（財經事務）為苗學禮先生。

第二層 — 證監會

4.4 證監會是由行政長官委任的法定組織，現有 11 名董事，其中五名為執行董事（包括證監會主席在內），另外六名為獨立

的非執行董事[24]。在證監會之下，設有六個委員會，有關詳情載於**附件 4.2**。證監會的總人手剛超過 400 人，分屬在四個執行部門及兩個支援部門[25]。企業融資部由一名執行董事掌管，工作包括監管聯合交易所在上市方面的職能與職責。企業融資部有員工 36 名（26 名行政人員及 10 名支援人員），其組織架構詳情載於**附件 4.3**。在證監會內，企業融資部（以及監管其他各部的證監會主席）參與上市事宜的規管工作。在報告述及的期間，證監會主席為沈聯濤先生，而企業融資部執行董事則為歐達禮先生。

第三層 — 香港交易所

4.5 香港交易所是一家上市公司，由一個 15 人組成的董事會（一名執行董事及包括主席在內的 14 名非執行董事）負責管理。另外，香港交易所設有六個委員會[26]及三個小組[27]，成員來自不同商業及專業界別。**附件 4.4** 載列董事會與轄下委員會之間的關係，以及兩者的成員名單。各諮詢小組的職權範圍及成員名單則載於**附件 4.5**。

4.6 香港交易所集團行政總裁負責監管七個功能單位，包括上市、監察及風險管理單位[28]，並透過集團營運總裁督導四個業務單位[29]。香港交易所的組織架構圖載於**附件 4.6**。在本報告述及的全部有關時間，香港交易所的集團行政總裁為鄺其志先生。

4.7 在香港交易所內，上市、監察及風險管理單位直接負責執行香港交易所的規管職能，單位主管為李潔英女士。上市、監察及風險管理單位轄下的上市科，負責監管上市程序，以及確保

[24] 新的《證券及期貨條例》生效後，證監會的董事數目不得少於八名，並以非執行董事佔多數。

[25] 四個執行部門分別為企業融資部、中介團體及投資產品部、市場監察部，以及法規執行部。兩個支援部門則為法律服務部及機構事務部。

[26] 六個委員會分別為(a)常務委員會、(b)稽核委員會、(c)投資顧問委員會、(d)風險管理委員會、(e)酬薪委員會，以及(f)提名委員會。

[27] 三個小組分別為(a)現貨市場諮詢小組、(b)結算諮詢小組，以及(c)衍生工具市場諮詢小組。

[28] 其餘六個功能單位分別負責(a)企業傳訊、(b)企業策略、(c)財務、庫務及行政管理、(d)集團內部稽核、(e)人力資源，以及(f)法律及公司秘書事務。

[29] 四個業務單位分別負責交易市場、結算、電子商務及資訊服務，以及資訊科技／系統。

發行人持續履行他們在《上市規則》下的責任，其組織架構圖載於**附件 4.7**。香港交易所的企業傳訊單位則是香港交易所與公眾之間的一道"雙向溝通橋樑"，負責處理關於傳媒關係，以及投資者關係和教育計劃的事宜。

4.8 與上市事宜有關的人員和部門為香港交易所集團行政總裁、上市科及上市委員會。企業傳訊單位只會間接參與其中。

香港交易所本身的業務及其規管職能的分隔

4.9 根據證監會與香港聯合交易所有限公司（聯交所）[30]於二零零零年三月六日簽訂的《上市事宜諒解備忘錄（經修訂及重新闡述本）》（《諒解備忘錄》），聯交所"全權負責香港股票市場內所有與上市有關的事宜的日常行政工作"[31]。鑑於香港交易所有其本身的業務，同時亦執行規管職能，因此其行政架構亦經過特別設計，在機構內設有所謂"中國牆"，將業務單位與規管單位完全分隔開。上述機制旨在確保香港交易所能夠，亦被人看到能夠公正獨立地執行其規管職能，而不受本身的商業考慮因素所影響。為配合上述方針，香港交易所的董事會已授權上市委員會執行一切有關上市事宜的職能及權力，而不會同時行使這方面的管轄權。董事會不會參與亦不會獲告知關於上市的政策和運作事宜。這一點是相當重要的，即使是業內人士，也經常對香港交易所董事會和上市委員會的角色有所誤解。

上市委員會

4.10 在董事會的授權下，上市委員會是對所有上市發行人的"把關者"，儘管感到不滿者可向香港交易所上市上訴委員會（由香港交易所主席擔任主席）提出上訴。現時共有兩個上市委員會，一個為主板而設，另一個為創業板而設。上市委員會的委員"廣泛代表各個證券業團體，而他們的共同目標是更妥善規管股票市場"[32]。所有上市委員會委員均由獨立的提名委員會提名[33]，再

[30] 香港聯合交易所有限公司（聯交所）為香港交易所（控股公司）的附屬公司之一，其他附屬公司包括香港期貨交易所有限公司及香港中央結算有限公司。

[31] 《諒解備忘錄》第 2.4 段。

[32] 《諒解備忘錄》第 2.6 段。

經由聯交所董事會通過[34]。現時，主板上市委員會共有25名委員，包括六名交易所參與者[35]或其董事、六名上市公司代表、12名市場從業人士及參與者，以及香港交易所集團行政總裁。目前，主板上市委員會主席並非由香港交易所董事會的董事擔任，而集團行政總裁是香港交易所董事會與上市委員會之間的唯一溝通橋樑。主板上市委員會現任委員名單及職權範圍載於**附件4.9**[36]。

4.11 將上市事宜交由香港交易所負責，主要是由於香港交易所更貼近市場。香港交易所的人員應具備所需的市場專業知識和經驗。香港交易所亦通過其龐大網絡，與眾多市場從業人士保持聯繫。

有關各方內部及相互之間的協調

第一層 — 政府內部

4.12 二零零二年七月一日前，財經事務局局長和局內的證券組人員同於海富中心的辦事處辦公。他們透過會議、口頭和書面意見交流經常保持聯絡，更會在辦公地點或附近碰面。然而，由二零零二年七月一日起，財經事務及庫務局局長的私人辦公室改由一名政務助理擔任主管。該辦公室目前設於中區政府合署，至於財經事務及庫務局常任秘書長和其他負責證券事宜的財經事務及庫務局人員，則仍在金鐘辦公。局內的通信均透過局長的政務助理進行，她會替局長預先篩選所收到的函件。辦公地點不同，

---

[33] 提名委員會由三名證監會代表及三名香港交易所代表組成。

[34] 參閱**附件 4.8**。

[35] 根據《上市規則》，"交易所參與者"指符合以下條件的人士：(a)根據《上市規則》可在交易所或透過交易所進行買賣；及(b)其姓名或名稱已獲登錄在由交易所保管的，以記錄可在交易所或透過交易所進行買賣的人的列表、登記冊或名冊內。

[36] 上市委員會的委任及職能載於《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》。該規則經由香港交易所董事會及證監會通過，並根據《證券交易所合併條例》第34條訂定。上市委員會的委任事宜詳載於《上市規則》第2A.20至2A.23條。

與二零零二年七月事件發生的經過有重大關係，可能是引致某程度的溝通問題及誤解，繼而產生不幸後果的原因。

第二層 — 證監會內部

4.13 證監會主席定期與其執行董事舉行會議。此外，他亦主持及參與董事局會議和部分委員會會議。各部的日常運作由執行董事負責，而執行董事會就重大事宜，知會主席。

第三層 — 香港交易所內部

4.14 香港交易所集團行政總裁定期與屬下高級人員舉行會議。上市、監察及風險管理單位直接向集團行政總裁匯報，集團行政總裁亦會出席該單位的高級行政人員月會，聽取主要工作的整體進度報告。此外，單位主管會向集團行政總裁匯報所有重大事宜並進行商議，以及徵求批准和指引。

第一層與其他兩層之間的協調

4.15 在第一層架構與其他兩層之間，共有四個主要渠道，協調和討論共同關注的事項:-

(a) **財政司司長與證監會主席和財經事務及庫務局局長的定期會議**每年舉行大約九次，討論金融市場的重大發展，並讓財政司司長知悉主要市場改革措施的整體方向。

(b) **證券及期貨事務聯絡會議**是財經事務及庫務局與證監會之間的一般聯絡會議，基本上以討論內務為主。會議由財經事務及庫務局局長擔任主席，每月舉行一次。詳情載於**附件 4.10**。

(c) **三方會議**是另一個由財經事務及庫務局、證監會和香港交易所組成的聯絡會議，以協助注視影響香港證券及期貨市場發展的一般事宜。同時，從財經事務及庫務局的角度來說，目的在增加證監會與香港交易所之間的溝通渠道。會議每隔一個月舉行一次。詳情載於**附件 4.11**。

(d) **統籌委員會**於二零零一年成立，以確定、討論和解決有關規管和政策事宜，並協助香港交易所實施其新策略性

計劃[37]。詳情載於**附件 4.12**。這個小組由香港交易所主席擔任主席，成員包括財經事務及庫務局常任秘書長（財經事務）、香港交易所集團行政總裁和證監會主席，並由財經事務及庫務局一位較高級的副秘書長協助。會議每兩至三個月舉行一次。

4.16 另外，財經事務及庫務局局長分別是財經市場發展專責小組和金融市場穩定委員會的主席。這兩個組織討論的，均為與金融市場有關的一般事宜，而非專注證券市場的事宜。證監會主席也是這兩個組織的成員[38]。

第二層與第三層之間的協調

4.17 除上文第 4.15(c)及(d)段所述的兩個渠道外，證監會及香港交易所管理高層均沒有定期舉行其他會議，討論彼此共同關注的事宜。在運作層面上，證監會及香港交易所人員經常透過電話、電郵及書面保持聯絡。有關上市事宜，證監會企業融資部及香港交易所上市、監察及風險管理單位每月舉行聯絡會議。有關會議的職權範圍及成員名單載於**附件 4.13**。

諮詢及市場評估

4.18 政府、證監會及香港交易所各有相當廣泛的網絡收集民意。

政府

4.19 政府一直致力讓市場人士參與有關事務，自一九九五年起，財經事務局更不時與經紀業人士舉行會議。為協助立法會審議《證券及期貨條例草案》，財經事務局更由二零零零年年中

[37] 新策略性計劃也稱為《麥健時報告書》。

[38] 財經市場發展專責小組由財經事務及庫務局局長擔任主席，負責探求有助促進本港金融市場發展的新措施，並在有需要時發揮協調作用，以保持香港作為國際金融中心的地位。其他成員包括香港金融管理局總裁、保險業監理專員、投資推廣署署長，以及強制性公積金計劃管理局行政總裁。金融市場穩定委員會負責監察本港金融市場（包括貨幣、外匯及證券市場）的運作、研究有可能對市場內外及有關制度構成影響的事件、問題和情況，以及在有需要時制訂相應措施並擔當協調角色。

起，把該局與香港證券經紀業協會每月舉行的午餐會改為定期會議。

證監會

4.20 證監會亦有廣泛的諮詢網絡:-

(a) **證監會諮詢委員會**根據《證監會條例》（第 24 章）成立，委員來自多方，代表了投資者、中介團體、上市公司，以及其他參與者的權益。委員會的成員名單及職權範圍載於**附件 4.14**。根據最近新制定的《證券及期貨條例》，諮詢委員會最少須每三個月舉行一次會議，而證監會主席或任何三名其他成員亦可召開特別會議。該委員會是證監會的一道橋樑，藉此與證券及期貨市場上的金融服務提供者和使用者保持聯繫。

(b) **股東權益小組**於二零零一年年初成立，藉此蒐集股東和消費者的意見。股東權益小組的基本理念是，確保所有股東獲得公平對待，以及上市公司董事及管理層對股東問責，對於增強投資者信心、保持市場廉潔穩健，以及確保證券市場發揮適當功能，至關重要。股東權益小組每兩個月召開一次會議，負責就監管架構中有關保障小股東權益和促進良好企業管治的不同層面，向證監會提出意見。股東權益小組的成員名單和職權範圍載於**附件 4.15**。由二零零二年六月起，股東權益小組已根據《證監會條例》（第 24 章）第 6 條升格為法定委員會。

(c) **專責常務委員會**根據《證監會條例》第 6 條成立，以協助證監會執行工作。證監會現時設有逾十個涉及市場人士和投資大眾的專責常務委員會，其中包括單位信託委員會、收購及合併委會員和投資者教育諮詢委員會。

(d) **工作小組**由具備相關專業知識人士組成，成立目的是協助證監會就特定課題（例如有關自動化交易服務的規管）制訂規則、守則和指引擬稿。一般做法是把初稿交由相關的工作小組審議，並由其提供技術性意見。因應工作小組的意見作出修訂後，文件才會公開發表作公眾諮詢。這些規則大多涉及技術上的事宜。證監會在構思階段會參考專家對擬稿的意見，亦會就相關事宜向消費者委員會、機構投資者、學者和其他人士徵詢意見。

4.21 為修訂附屬法例或任何證監會守則而制訂新建議時，證監會通常會分兩個階段進行公眾諮詢。展開公眾諮詢前，證監會會先透過其諮詢網絡，非正式地探測意見。其目的在於邀請見識廣博的知名人士（特別是在保密方面可以信賴者）驗證基本概念。證監會亦會在草擬過程中徵詢從業員的意見，而在適當情況下，這些諮詢工作會透過工作小組及常務委員會進行。

香港交易所

4.22 正如上文第 4.5 段所述，在香港交易所這個大家庭中，有許多非執行董事擔任各個委員會及小組的成員。他們都是具備豐富市場經驗及專業知識的人才。

(a) 所有**董事會成員**均為來自商界及業界的傑出社會人士。不論個別或整體而言，這些董事都能就有關香港交易所的事宜提供意見及技術協助。

(b) 香港交易所設立了三個**小組**就特定的業務範疇，即現貨市場、衍生工具及結算提供意見。如**附件 4.5**所顯示，小組會就國際趨勢，中介機構、發行人、投資者及其他市場參與者的需要，科技方面的挑戰，以及在各個市場推出新產品的機會，向董事會提供市場專業知識及意見。小組通常亦為關乎各個市場的政策建議、策略措施及主要投資測試初步反應，以蒐集意見。

(c) **上市委員會**各委員在市場知識及經驗方面均有廣泛代表性，能就上市事宜及其他規管方面的相關事件提供具體意見。

(d) 非上市事宜方面，香港交易所間或亦會設立專責**工作小組**，研究市場關注的事項。

第五章

香港交易所擬備及公布《上市規則》及修訂有關規則的程序

引言

5.1 本章載述香港交易所擬備及公布新訂或修訂《上市規則》的現行程序。

上市

5.2 上市是指公眾公司的證券獲准在交易所買賣的程序。就香港交易所而言，上市程序受《證券上市規則》（《上市規則》）[39]規管。《上市規則》訂明:-

(a) 公司獲准上市必須符合的資格；

(b) 公司必須遵守的持續責任，作為其證券上市的條件；以及

(c) 違規的罰則，包括暫停買賣及撤銷上市資格。

制訂或修訂《上市規則》的權力

有關權力由證監會移交聯合交易所及由香港交易所董事會移交上市委員會

5.3 直至一九九一年年底，證監會及香港聯合交易所（聯合交易所）均負責監察證券上市的事宜。為免證監會及聯合交易所的職責重疊，證監會在一九九一年把審批上市申請的職能移交聯合交易所，惟聯合交易所必須採取措施，在內部作出有系統的制衡。聯合交易所遂成為本港上市程序的所謂前線規管者。相關的

[39] 有關規管證券在香港交易所首次上市及持續上市的其他規則及條例，分別載於《證券（在證券交易所上市）規則》及《公司條例》（第 32 章）。

安排載於證監會及聯合交易所在一九九一年首次簽訂的《有關管限上市事宜所訂立的諒解備忘錄》（《諒解備忘錄》）。自香港交易所合併及上市後，《諒解備忘錄》由二零零零年三月的經修訂及重新闡述本取代。

5.4 在香港交易所，香港交易所董事會把有關上市事宜的職能和權力轉授予上市委員會[40]，而香港交易所董事會不會同時行使這方面的管轄權。因此，上市委員會是正式確立的權力組織，負責有關上市的所有事宜，包括審批諮詢文件，以及先通過新訂及修訂的《上市規則》，然後才把有關規則送交香港交易所常務委員會、聯合交易所董事局及證監會作最後批核。上市科[41]是香港交易所行政架構的一部份，負責提供支援，協助上市委員會執行其職能。

5.5 雖然證監會可對任何上市規則的最後公布行使最終權力，而香港交易所通常在諮詢市場人士後制訂有關《上市規則》，但《諒解備忘錄》並無條文規定，香港交易所諮詢文件須先得到證監會批准方可發表。在實際運作上，即使香港交易所的建議只是在一般理念階段，證監會都會與香港交易所緊密合作。

修訂《上市規則》的程序

四個階段

5.6 香港交易所採用的擬備及公布新訂及修訂《上市規則》的程序，由一九九一年起沿用至今。下文各段載述詳細程序。概括而言，有關程序可分為四個階段，即展開工作、擬備及發表諮詢文件、諮詢市場及批核。

展開工作

5.7 在下列情況下，香港交易所會採取行動，修訂《上市規則》:-

[40] 請同時參閱第 4.9 至 4.11 段，

[41] 上市科為上市、監察及風險管理單位轄下的三個科別之一。請參閱第 4.7 段及**附件 4.7**。

(a) 如市場的意見和回應認為，《上市規則》應按照市場發展情況予以修訂，不論有關意見和回應是直接向香港交易所提出或透過傳媒發表，香港交易所上市科均會考慮是否有需要作出有關修訂。

(b) 香港交易所留意其他主要證券市場的發展情況，並考慮應否參考當前國際趨勢修訂本身的規則。

(c) 在執行《上市規則》時，上市科行政人員會找出需予修訂的地方，從而澄清灰色地帶及堵塞漏洞。

(d) 如證監會指出某項規則須予修訂，香港交易所須考慮及跟進有關建議。

5.8 香港交易所會按修訂建議的輕重，採用不同的方式，為修訂《上市規則》作準備。如屬重大修訂，香港交易所會發表正式諮詢文件，就建議修訂徵詢市場的意見。如修訂性質較為輕微，香港交易所會在報章刊登公告，公布修訂建議，並請公眾就該等修訂建議發表意見。如屬無關重要的修訂，例如就行政事宜作出修訂，香港交易所不會進行正式諮詢。在落實這些修訂時，香港交易所同樣會在報章刊登公告，告知市場人士有關修訂事項。這些修訂通常無重要影響，而可能只涉及草擬方式或就其他事項稍作澄清。

5.9 香港交易所在二零零零年年初合併後，曾就《上市規則》進行 33 次修訂。有關修訂細分如下:-

修訂類別	次數
作出重大修訂，發表諮詢文件	8
較輕微修訂，透過登報發布公告，請公眾就建議修訂發表意見	2
無關重要的修訂，在落實修訂時，透過登報發布公告	23

擬備及發表諮詢文件

5.10 對於可能成為諮詢文件討論事項的重大改革，上市科會按照圖 5.1 所載流程圖的程序辦理。首先，上市科在分析有關事宜後會擬訂詳細建議，研究其他主要市場的有關上市規則，蒐集任

何有關的統計資料以評估有關建議的影響，以及留意傳媒所報道的有關市場意見。如有需要，上市科會尋求獨立意見，特別是有關技術事宜的意見。

5.11 根據聯合交易所與證監會所簽訂的《諒解備忘錄》，香港交易所在發表諮詢文件前，無須就該文件的擬稿徵詢證監會的意見。不過，慣常做法是，上市科會擬備討論文件，向證監會的企業融資部尋求意見，並參考證監會的意見對該等文件作出修訂。視乎所諮詢事宜的重要性，上市科可能安排與證監會舉行會議，討論文件擬稿的內容。檢討及修訂過程會持續，直至證監會表示再無其他意見或同意文件擬稿的內容。

5.12 即使經過長時間的討論，證監會和香港交易所也未必會就所有問題達成一致意見。雖然如此，由於有關建議最終也會進行公眾諮詢，雙方通常都能達成一些折衷方案。證監會和香港交易所都傾向採取務實態度，並會達成一些可接受的方案，以便就有關建議進行諮詢。

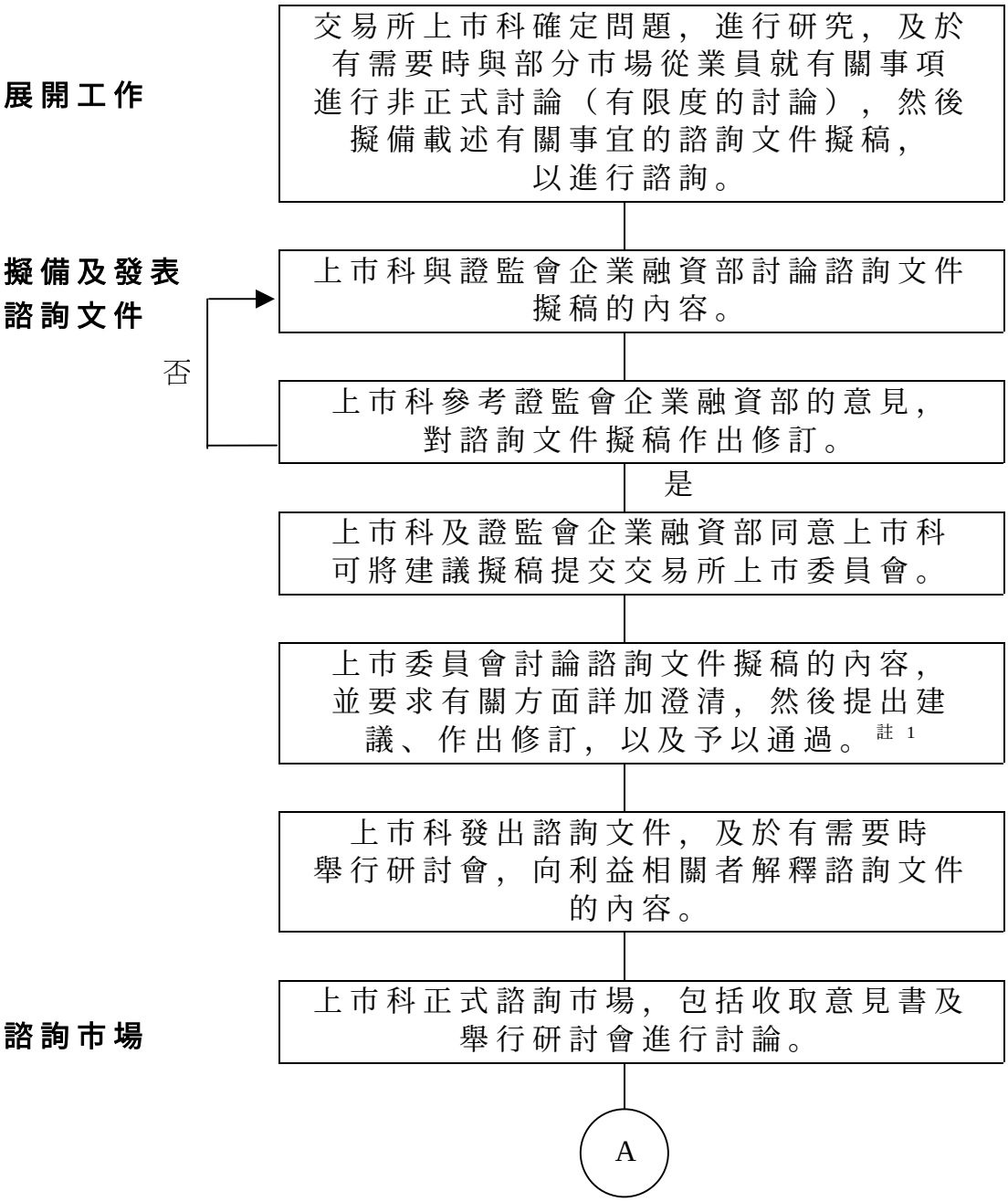
5.13 上市科與證監會企業融資部磋商後，便會為有關文件定稿，然後送交所有上市委員會委員傳閱，以供討論。上市委員會幾乎每個星期四都舉行會議。一般而言，上市科會在星期一下午或星期二上午把星期四會議的議程和文件送交各成員。至於政策事宜，包括諮詢文件，上市委員會通常會在一星期前把文件送交各成員，讓他們至少有一個周末的時間審閱有關文件。

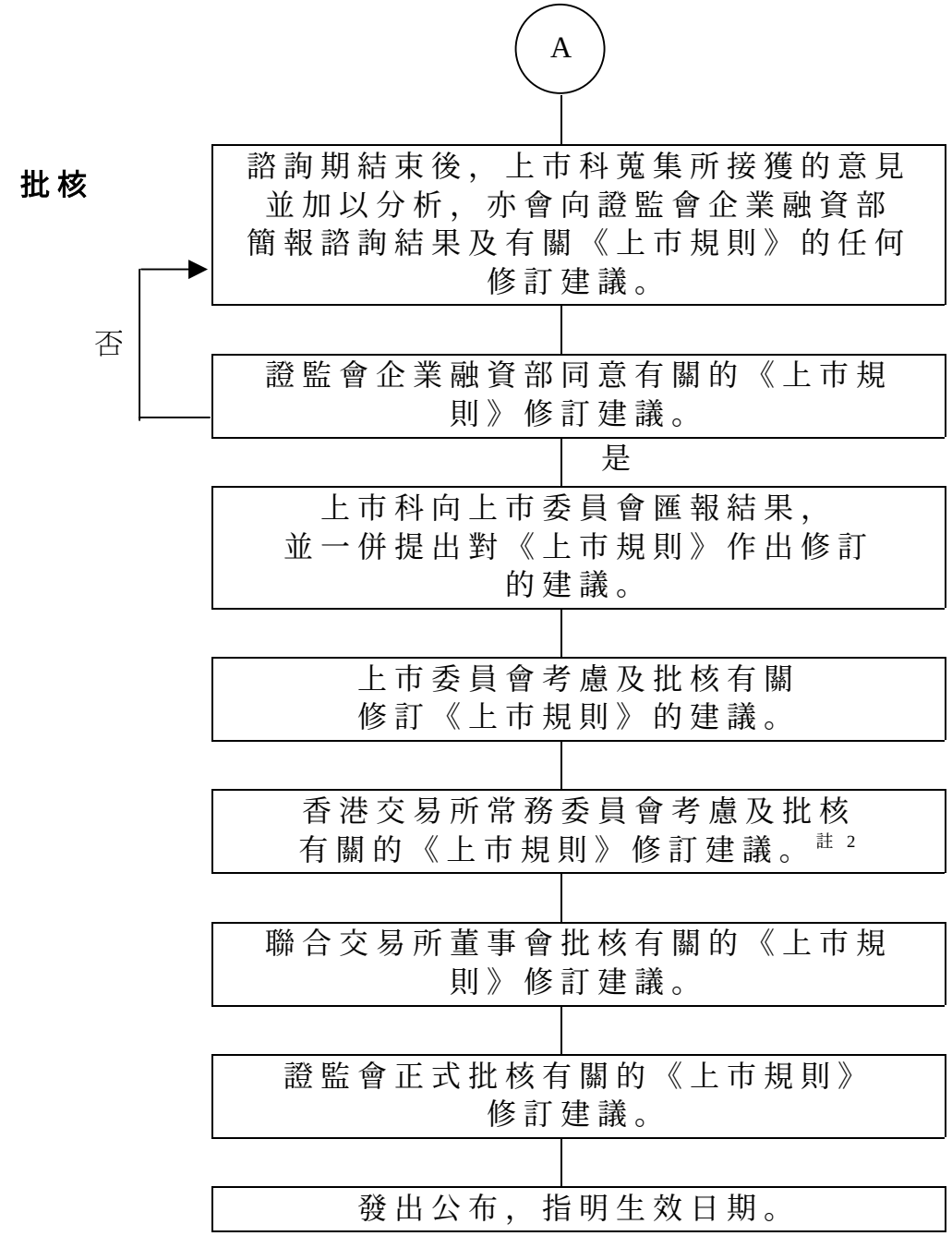
5.14 上市委員會委員的意見和建議均會在發出諮詢文件前納入文件內。倘若上市委員會對建議作出重大修改，有關修改通常會先轉告證監會，再納入諮詢文件內，最後才由上市科安排發布事宜。

5.15 上市委員會是擁有通過及發布上市事宜諮詢文件最終權力的組織。任何建議如未經上市委員會通過，一律不得進行諮詢。

圖 5.1

發出諮詢文件及通過《上市規則》修訂建議流程圖





註 1： 上市委員會的成員包括交易所參與者、上市公司代表或市場從業員。《上市規則》第 2A.01 條說明多項事宜，包括聯合交易所董事會已安排由上市委員會執行有關一切上市事宜的職權及職務。

註 2： 自交易所及結算所合併後，如對《上市規則》作出任何修訂，必須先獲香港交易所常務委員會批准，然後再經聯合交易所董事會審批。

市場諮詢

5.16 諮詢的時間長短不一，由三星期至三個月不等[42]。一般而言，香港交易所會透過新聞稿或新聞簡報會宣布發出諮詢文件，宣傳安排則視乎建議的重要性而定。對於重大建議，例如二零零二年一月發出的“有關企業管治事宜的上市規則修訂建議諮詢文件”，香港交易所在發布文件後，先後為上市發行人舉行了三次研討會（分別以英語、普通話和廣東話進行），共有約 560 人出席。香港交易所亦與專業團體舉行會議，合共作出九次簡報，以討論有關建議。另外亦曾主持九次午餐會，會見了 54 名上市發行人代表。香港交易所同時亦為那些可能會對諮詢文件內容有疑問的利益相關者，提供電話查詢服務。結果，香港交易所收到 503 項對該份企業管治事宜諮詢文件的回應。在這 503 項回應當中，110 項來自上市發行人、12 項來自商會或專業組織，餘下的回應則來自市場從業員及投資大眾。

批核

5.17 諮詢期結束後，上市科會收集及分析所得的意見，並會在有需要時更改建議修訂。經更改的修訂獲正式通過前，會按以下五個步驟處理:-

(a) 上市科與證監會企業融資部一同討論建議修訂。討論一直進行，直至證監會表示沒有進一步意見，並且贊同建議修訂為止。

(b) 上市科接着向上市委員會匯報結果及經更改的建議修訂，以供批核。

(c) 上市科其後把上市委員會所批核的建議修訂提交香港交易所常務委員會通過。（常務委員會包括四名香港交易所非執行董事及香港交易所集團行政總裁。）

(d) 建議修訂通過後，提交香港交易所董事會供香港交易所內部最後批核。（香港交易所董事會只包括香港交易所行政人員。參閱**附件 4.8**。）

(e) 其後請證監會正式通過新修訂的《上市規則》。

[42] 有關企業管治文件的諮詢期原定為三個月，但其後延長至四個月。

5.18 修訂獲正式通過後，香港交易所會登報發出公告，扼述修訂規則的詳情，並通知市場人士該等規則的生效日期。視乎有關事宜的複雜程度，整個修訂過程或許長達多月。在個別情況下，香港交易所亦會給予上市公司合理的過渡期，使其得以符合新規定。

觀察所得

香港交易所並無進行事先諮詢工作

5.19 儘管香港交易所在提出有關《上市規則》的改革時會考慮市場意見，但其一貫做法是不會於諮詢公眾前，就建議改革的細節事先徵詢市場不同界別的意見。香港交易所主要關注下列四點:-

(a) 於公眾諮詢前作事先徵詢意見，會令資料發布不均，以致部分市場人士會較整體市場先知悉某些資料。

(b) 任何修訂建議均須從整體的角度考慮，並有詳細分析及正反論據。在未備妥諮詢文件前，就詳細規則改革，向部分市場人士作非正式的事先徵詢意見，可能會引起誤解，以致收到的意見不太可靠。

(c) 事先徵詢或會導致公眾諮詢前的游說活動，以求影響諮詢建議內容，並為證監會或上市委員會成員帶來不必要的壓力。

(d) 正式的諮詢文件應該只是對整個市場作諮詢的起點，而文件則應載列關於具體修訂的詳細建議。

上市委員會的參與

5.20 儘管上市委員會是核准發布有關上市事宜諮詢文件的權力當局，並為《上市規則》各項修訂的主要“把關者”，值得注意的是:-

(a) 在諮詢文件的擬稿差不多定稿時，上市委員會才參與其事。換句話說，上市委員會通常不會參與諮詢文件所涵蓋的基本概念、目標及原則等範圍的早期討論或磋商。

(b) 上市委員會成員通常來自商界，工作繁忙，且以自願性質參與委員會的工作。他們只得數天閱讀議程和文件。即使是載有詳細建議的諮詢文件，而這些建議又會造成深遠影響，例如這次涉及的諮詢文件，成員最多也只得約一星期時間研究有關建議。

(c) 在某些情況下，例如這次的諮詢文件，上市科並沒有隨文件夾附由其製備的統計數據或影響分析，以協助上市委員會審議有關建議，儘管這些資料早已備妥，而在實際會議內審議文件時，如有成員提出，上市科也會提供這些資料。

(d) 對於上市委員會的角色，香港交易所人員的觀點和期望，可能與上市委員會的有所分別。上市委員會的職權範圍，字眼非常籠統[43]。上市委員會認為其角色屬“技術”性質。即使一些涉及政策的事宜，他們認為在這些事宜上的角色，僅是改善《上市規則》的實用性和運作效率。上市委員會成員並不認為其角色是要確定市場可能的反應，除非當局特別要求他們這樣做，而這次諮詢文件的發布過程中並沒有這樣的要求。另一方面，香港交易所人員似乎期望上市委員會就建議可能引起的所有問題，包括技術問題和市場影響，提供意見，即使當時未有提出將後者包括在考慮之列。上市委員會成員都是克盡厥職的人，只要文件上有指出要他們注意的地方，以及他們認為與此等事項有關的問題，他們都會加以研究。不過，到了他們有份參與的階段，通常已屬太遲，他們無法把建議徹底改變，或有實質意義地，提出一些關於基本假設的問題。（詳情參閱第 7.45(d)段及第 11.51 至 11.55 段。）

(e) 目前，香港交易所集團行政總裁是董事會與主板上市委員會之間的唯一橋樑。上市委員會獨立運作，除非透過香港交易所集團行政總裁，否則上市委員會無法借助香港交易所董事會的各種專長。

[43] 參閱**附件 4.9**。

5.21 有鑑於此，有疑問指出上市委員會的現行架構、角色及運作是否有需要再加以改進，使其可以充分發揮其角色，作為香港交易所對上市事宜負有最終責任的機構。

證監會的角色

5.22 一如**圖 5.1**所示，有關程序涉及香港交易所及證監會，特別是香港交易所的上市科及證監會的企業融資部的互動關係。當中有三點值得注意。

5.23 第一，證監會及香港交易所是否應就某些對市場具深遠影響的重要政策，進行聯合諮詢。根據二零零零年三月的經修訂及重新闡述的《諒解備忘錄》第七條，證監會及香港交易所同意就日後政策的制訂攜手合作，尤其是就某些“經商定範疇”為上市公司引入法定責任。這些“經商定範疇”包括上市文件、補充資料、帳目、顧問的責任及罰則。證監會及香港交易所承諾就上述範疇諮詢對方或發出聯合諮詢文件。“經商定範疇”的項目表應未有修訂。在一九九零至一九九七年間，證監會及香港交易所發出了三份聯合諮詢文件[44]。雙方並無正式機制，決定何時應發出聯合諮詢文件，有人認為宜考慮設立這個機制。

5.24 第二，香港交易所及證監會並無明確協議，訂明證監會應否及應如何透過其正式及非正式的諮詢網絡，在香港交易所的建議擬稿公布前，研究有關建議的構思及細節。就證監會本身而言，作出修訂時常會採取兩階段的諮詢方法，先就構思的大綱作非正式諮詢，再就細節作進一步諮詢（參閱第 4.21 段）。證監會在處理香港交易所擬進行的《上市規則》修訂時，不會進行非正式諮詢。二零零一年十二月，證監會與其股東權益小組就香港交易所的初步建議，進行一般討論，香港交易所人員對此表示有重

[44] 證監會／香港交易所於一九九零年六月、一九九五年六月及一九九七年六月共進行三次聯合諮詢:-

(a) 一九九零年六月：就香港公司回購本身股份的能力進行聯合諮詢；這項諮詢是應公司法改革常務委員會的要求展開的，涉及與《公司條例》有關的事宜；

(b) 一九九五年六月：就上市公司董事是否為該職位適當人選的問題，進行聯合諮詢；這項諮詢是因應各方對董事隱瞞刑事記錄的關注而進行的。

(c) 一九九七年六月：就要約機制進行聯合諮詢；證監會參與這項諮詢工作，是因為穩定股價及市場操控問題，屬證監會的規管職責。

大保留。自此，證監會因而認為應小心謹慎，以免令人覺得其插手香港交易所的事務。就規管者與受規管者的關係而言，就算雙方採取合作的態度，雙方的關係仍常覺緊張。如說這種情況無可避免，論調或許過於悲觀，但實際情況與此相差不遠。雙方需要更多技巧（及諒解），以紓緩雙方間或微妙敏感的關係。（詳情另參閱第 7.71 至 7.76 段）

5.25　　第三，證監會及香港交易所對證監會的角色有不同理解。證監會認為，其角色是作為香港交易所測試及傳達建議的渠道，而香港交易所則認為證監會對其建議有 “最終決定權”。關於這一點，第七及第十一章會作更詳細討論。我們認為，雙方的觀點均欠全面，甚至可以說是欠準確。（另參閱第 7.8(a)、7.10、7.45 及 7.83 段）

第六章

問責制及其影響

引言

6.1 在本章內，調查小組會盡其所能，論述二零零二年七月一日起新實施的問責制，並嘗試探討問責制對三層規管架構的影響。然而，我們必須承認，我們未能就此進行具效用或全面的研究。不管以如何廣闊的定義詮釋調查小組的職權範圍，這樣的研究都大有可能完全是範圍以外的工作。我們亦承認，我們兩人並不是政治學家或政制理論家。

問責制

6.2 二零零二年七月一日，行政長官在開始其第二屆任期時，實施新的問責制度。正如當局所解釋，該制度的目標是加強主要官員對所負責政策範疇的承擔；確保政府能更好回應社會的需要；加強政策制定工作的協調；加強行政機關與立法機關的合作；以及確保有效推行政策和向市民提供優質的服務[45]。在問責制下，共設有三名司長和 11 名局長。

財政司司長的角色

6.3 財政司司長是三名司長之一。他協助行政長官督導相關決策局的工作，確保財經、經濟和就業範疇內政策的制定和實施得到妥善協調。財政司司長也主理行政長官政策議程中的指定優先處理項目，並行使相關的法定職能，例如涉及公共財政和金融事務的職能。他會根據行政長官的政策議程編製政府財政預算

[45] 參閱政制事務局二零零二年四月十七日提交立法會的文件《主要官員問責制》，以及該局二零零二年六月六日提交財務委員會轄下人事編制小組委員會討論的會議文件（編號 EC(2002-03)2）。

案。此外，根據職責說明，財政司司長的職責之一是“向立法會、市民和傳媒介紹政府政策，並回答他們的提問”。

6.4 就財經事務而言，財政司司長擁有廣泛的法定權力，任命適當人士擔任重要事務委員會的成員、委任調查員、訂立法則，以及批核規管機構的財政預算案和業務計劃。不過，他在行使某些權力之前，有責任先徵詢指定委員會的意見。財政司司長的一些法定權力及職責載於**附件 6.1**。

財經事務及庫務局局長的角色

6.5 財經事務及庫務局局長是 11 名局長之一。如財政司司長一樣，財經事務及庫務局局長並非公務員。他是財經事務及庫務局的首長，負責確立政策目標和目的、構思及擬定政策，並就如何落實政策，以及監察有關工作的實際成效方面負責。財經事務及庫務局局長的職責範圍廣泛，包括:-

(a) 掌握民意，並對社會的需要作出回應；

(b) 設定政策目標和目的；構思、設計和調整政策；

(c) 行使法例賦予他的法定職能；以及

(d) 監督屬下執行部門所提供的服務，並確保政策能有效地落實，以及達到理想的效果。

6.6 財經事務及庫務局局長繼承了以往賦予財經事務局局長的部分法定權力。該等權力包括批准證監會披露機密資料、調整期貨交易所及聯合交易所特別徵費的款額，以及委任證券及期貨事務上訴審裁小組的成員。除行使本身的法定權力外，財經事務及庫務局局長還會協助財政司司長行使獲授的各種法定權力，並向其提供意見。

問責制對三層規管架構的影響

6.7 我們所取得的資料並無顯示當局因為新實施的問責制，而計劃改變現行規管架構的原則和慣例。儘管如此，當局強調主要官員的問責，可能令市民對政府的角色和責任有更高期望。以下兩點是值得注意的。

財政司司長和財經事務及庫務局局長的法定權力及職能

6.8 最近修訂的《釋義及通則條例》（第 1 章）已於二零零二年七月一日生效，根據該條例，除非相關法例另有指明，或表示相反法律意圖，否則“財政司司長”的定義包括“財經事務及庫務局局長”。在此之前，“財政司司長”的定義一直包括“庫務局局長”。最近作出修訂，使“財政司司長”的定義包括“財經事務及庫務局局長”，看來是因應新問責制的實施，而對名稱作出相應修訂。因此，除非相關法例表明相反意圖或另有指明，否則現時歸屬財政司司長的法定權力及職能，均可由財經事務及庫務局局長行使。

6.9 我們曾請政制事務局局長作出澄清，所得意見如下:-

(a) 當局的一般政策是，現時交由財經事務及庫務局局長行使的權力只限於有關公共財政的法定權力及職能，例如庫務局局長先前根據《公共財政條例》（第 2 章）行使的權力及職能。財經事務及庫務局局長接管前財經事務局局長的職責時，並未獲邀行使財政司司長在財經事務這一政策範圍的任何法定權力及職能。在行使關乎公共財政的法定權力及職能方面，根據常規安排，財經事務及庫務局局長無須通知財政司司長或向其匯報，除非財經事務及庫務局局長認為有需要這樣做。儘管如此，財經事務及庫務局局長行使該等法定權力及職能時，仍須向財政司司長負責，因為財政司司長的職責之一，是協助行政長官督導財經事務及庫務局和財經事務及庫務局局長。

(b) 財經事務及庫務局現正檢討有關的法例條文，檢討工作預期年底前完成。進行檢討的目的，在於正式確立在新實施的問責制下，財政司司長與財經事務及庫務局局長之間在行使該等權力和職能方面的既定安排。

監督執行部門的責任

6.10 由於財經事務及庫務局局長的職責之一，是監督屬下執行部門所提供的服務，並確保政策能有效地落實，以及達到理想的效果，因此有人提問，究竟證監會及香港交易所是否其屬下的

執行部門，而財經事務及庫務局局長應否就證監會及香港交易所在有效地落實政策及達到理想效果方面的表現負責。

6.11 關於這一點，政制事務局局長表示:-

(a) 一般來說，當政府提及"執行部門"，一如在問責制下的詮釋，指的是一名局長所負責的政府部門，並不包括在該名局長職權範圍內的法定機構。

(b) 以財經事務及庫務局局長來說，"執行部門"的意思並不包括證監會及香港交易所。

(c) 各局局長須對其政策範圍內的事宜負責，而在極端情況下，可能需要為嚴重政策失誤而辭職。他們須對其職責範圍內的所有事宜負責*。他們須負責監督其職責範圍內執行部門的工作，以及這些執行部門所提供的服務。因此，各局局長須為這些執行部門的表現負責。至於有關局長轄下的法定機構，則須充分顧及相關的法定條文。這些法定機構可能須按照成立時所依據的法規，在某些方面獨立行事。一般來說，在不抵觸有關法律條文的情況下，法定機構在日常運作上高度自主，而政府的施政方針則由有關決策局局長決定。

觀察所得

6.12 我們同意在三層架構下，證監會及香港交易所均不能視為財經事務及庫務局局長轄下的執行部門。執行部門顯然是指政府架構內的部門，而非公務員體制以外的機構；證監會尤不能視作執行部門，因為證監會是設於政府以外的獨立機構。香港交易所則固然是一家公眾上市公司，由本身的董事會及其他行政人員管理。第十二章討論到財政司司長和財經事務及庫務局局長的角色時，會再深入探討這一點。

* 因手民之誤，英文本有所遺漏。原文應作"..... in extreme cases, they may have to step down for serious policy failures. They are responsible for all aspects of their portfolio."

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。

<u>證監會對股份合併文件第一稿的意見</u>

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鈎。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) **<u>將股份合併與除牌掛鈎</u>**

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) **<u>最低股價的界線</u>**

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) **<u>另設交易平台</u>**

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基本理念，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和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 7.2**[52]）。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的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。

第八章

諮詢文件的表達形式及發布方式

文件表達形式

8.1 就諮詢文件第五稿提出意見時，證監會企業融資部對文件的篇幅及草擬方式表示關注（參閱上文第 7.36 段的摘錄），並請上市科“着人重新”小心審閱擬稿。我們留意到，在擬備關於企業管治的諮詢文件時，香港交易所聘請了外間顧問進行校訂。但擬備是次的諮詢文件時卻沒有這樣做，而這做法或許原是必需的。若時間更充分，可能有關方面亦會向外求助，請專人審閱及校訂文件。無論如何，就這份文件而言，企業傳訊單位曾協助校訂擬稿，供市民閱覽。

8.2 許多評論者，包括市場專業人士及財經分析員都指出以下事項:-

(a) 建議的內容富技術性。

(b) 文件篇幅長達百多頁。

(c) 文件沒有直接或明確強調，5 角的最低股價只是引發股份合併而不是引發除牌的界線。

(d) 文件沒有提出任何關於另設交易平台的建議，亦沒有論及另設交易平台的利弊。

公關策略的時間安排

8.3 二零零二年七月二十四日及二十五日，分別舉行了三個不同的記者招待會或傳媒簡報會:-

(a) 二零零二年七月二十四日（下午）向立法會財經事務委員會作簡報後，財經事務及庫務局局長聯同證監會主席和香港交易所主席及集團行政總裁召開聯席記者招待會，宣布他們已達成共識，從三方面着手提高香港市場的素質和競爭力。該三項措施是成立更具代表性的合併上市

委員會，引入精簡的上市程序，以及加強執行資料披露規定。

(b) **二零零二年七月二十五日（上午後段時間）**於傳媒簡報會上，證監會企業融資部公布對香港股票市場素質進行研究[53]的結果。該份文件以世界主要股票市場為基準，評估本港股票市場，並得出以下結論：香港必須設立有效的除牌機制，讓不再適合上市的公司有秩序地退市。是次新聞簡報會只有證監會人員出席。

(c) **二零零二年七月二十五日（中午左右）**香港交易所集團行政總裁召開新聞簡報會，宣布發表《首次上市及持續上市資格諮詢文件》（諮詢文件）。

8.4 財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁，只出席了七月二十四日的記者招待會。政府自七月初開始的準備工作，全為了這項公關策略。我們相信，這次記者招待會是財經事務及庫務局局長上任後首次正式公開露面，藉此給人留下印象。第二個簡報會則與證監會二零零一年十二月所擬備的一份文件有關。這份文件只是簡略本，因為原先的文件過於技術性和負面。對於第二個簡報會的時間安排，證監會的用意在於介紹背景，務求與香港交易所稍後公布的建議前後呼應、立場一致。至於第三個記者招待會，只有香港交易所的行政人員在場發布諮詢文件，連香港交易所主席也沒有出席。毫無疑問，以上情況表明了諮詢文件純屬香港交易所的事情，與其他人無關，儘管有一些未經深思熟慮的意見持反對論調。

發布諮詢文件的時間安排

香港交易所的計劃

8.5 一如**附件 7.2**顯示，自二零零一年年初起，傳媒已開始廣泛報道香港交易所計劃引入一個經修訂的除牌機制。香港交易所承諾在二零零二年七月發布有關諮詢文件。

[53] 該份研究文件題為《市場素質與除牌機制》，其撮要載於以下網頁：http://www.hksfc.org.hk/chi/press_release/html/index.html。

(a) 二零零二年六月八日，香港交易所把諮詢文件第二稿送交證監會，當中包括一個暫定時間表，列明於二零零二年七月十五日進行公眾諮詢。

(b) 二零零二年七月三日，香港交易所主席致函財政司司長，信中除回應財政司司長所關注的事情外，亦提及將於"七月底／八月初"發出一份諮詢文件。

(c) 二零零二年七月九日，上市科將有關時間表告知財經事務及庫務局，即諮詢文件將於七月十日送交上市委員會傳閱，然後於十八日進行討論，並於二十五日進行公眾諮詢。

(d) 二零零二年七月十七日出版，供傳媒及公眾閱覽的香港交易所集團刊物《交易所》載有一篇文章，指出香港交易所表示即將發表諮詢文件，當中涉及首次上市及持續上市資格的規定和除牌程序。《交易所》七月號的發行量超過 3,000 份。

為何選擇二零零二年七月二十五日？

8.6 諮詢文件的發布日期及時間是由香港交易所選擇的。香港交易所曾就這日期與財經事務及庫務局和證監會交換意見。香港交易所在揀選這日期時，考慮過以下事項:-

(a) 香港交易所曾多次公開表示及承諾（參閱第 8.5 段），指有計劃在二零零二年七月二十五日或二零零二年七月公布諮詢文件。

(b) 這是一項市場諮詢工作。預料會收到市場意見及傳媒查詢。

(c) 二零零二年七月二十四日（星期三）會舉行一個由新任財經事務及庫務局局長主持的聯席記者招待會，公布經修訂的上市架構及企業管治改革。香港交易所董事會亦會在二零零二年七月二十六日（星期五）早上召開會議，就延長交易時間作出決定，預計會後將有公布。香港交易所不希望諮詢文件的記者招待會與這些安排相撞，因為有關信息可能會對公眾造成混淆。

(d) 鑑於諮詢文件的部分建議已獲廣泛報道，香港交易所希望盡快發表諮詢文件。

(e) 由於加入上市委員會七月十八日所提出的意見，然後製備諮詢文件，需要一段時間，香港交易所最早可於七月二十五日（星期四）發表諮詢文件。

8.7 儘管諮詢文件首批印刷本因印製上的延誤，只能在二零零二年七月二十六日早上送交香港交易所，香港交易所仍維持原定計劃在七月二十五日發表文件，足見其殷切之心。在七月二十五日的記者招待會開始前，香港交易所只可向記者派發諮詢文件影印本，而諮詢文件的印刷本則於翌日才分發予各利益相關者。

為何選擇星期四？

8.8 市場參與者普遍認為，香港交易所不應在交易時段發布諮詢文件。香港交易所企業傳訊單位援引了一些例子，向我們說明該所不在星期五作出重要公布，是"因為周末的財經新聞讀者較少，某些有份量的財經報章，包括《亞洲華爾街日報》、《香港經濟日報》、《信報》於星期六、日停刊"。（註：我們後來發現，後兩份報章雖然於星期日停刊，但星期六卻如常出版。如企業傳訊單位當時也知道這一點，或許不會認為星期五如此不合適。）該等例子現表列如下:-

諮詢文件內容	發布日期	時間
衍生權證	31.5.2001（星期四）	收市後
延長交易時段	4.9.2001（星期二）	午膳時間
企業管治	21.1.2002（星期一）	下午三時
上市發行人發布公告	12.3.2002（星期二）	收市後
第三者結算	10.7.2002（星期三）	收市後

8.9 我們看來，香港交易所主要關注的，是盡量爭取宣傳及傳媒報道。有關建議可能對市場造成多大影響，則似乎不是企業傳訊單位首要的考慮事項。

記者招待會

8.10 記者招待會共有 73 名來自 39 個新聞機構的記者出席，其中 28 名也出席了傳媒午餐會。香港交易所集團行政總裁宣布發表諮詢文件，並回答傳媒的提問。

8.11 在傳媒午餐會上，集團行政總裁和上市、監察及風險管理主管請記者全面報道建議的內容，避免誇張的報道及標題。他們亦表明下列各點:-

(a) 股價低於 5 角界線的上市公司不會遭即時除牌。

(b) 有關公司會有 12 個月的過渡期，把股價提高至界線水平，而合併股份是達到符合規定的方法之一。

8.12 然而，我們注意到，無論是長達六頁的新聞稿或是傳媒簡報會文件，均沒有強調這兩點。此外，集團行政總裁被問到有可能被除牌的公司數目時，並無提供任何數字。他的理據是，在諮詢文件收集到市場意見前，不可能確定日後哪些除牌準則會落實，而在作出決定前，也不可能知道最終有多少家公司會被除牌。

8.13 鄺其志先生非常中肯地表示，事後看來，有關信息應可傳遞得更清晰，而他應可進一步強調股價低於最低水平的股份不會自動除牌，即使所有建議均獲市場接納並落實推行，有可能遭除牌的公司數目應會很小（即 20 至 30 家）。

諮詢文件的分發

8.14 香港交易所以傳真及電郵方式，把新聞稿及諮詢文件傳送給 90 多個新聞機構，以及 96 家本地及海外投資公司的 170 多名分析員及基金經理。另外，香港交易所於七月二十五日下午把新聞稿及諮詢文件登載於該所的網頁。七月二十五日，登入香港交易所網頁瀏覽諮詢文件英文本及中文本的人次分別為 114 次及 34 次。翌日，兩項數字分別上升至 330 次及 180 次。

8.15 印刷本於二零零二年七月二十六日備妥。當日，香港交易所辦事處分別派出了 123 份英文本及 104 份中文本。

第九章

發生連串演變的六天 — 七月二十六日至三十一日

市場反應

9.1 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，在上午十時四十五分左右之前，股票交易情況大致正常。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%）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%。

9.2 第十章詳載七月二十六日發生的事件及其原因。

其後演變

概況

9.3 諮詢文件發表後的六天內發生了很多事情，現按日期順序概述如下:-

時間	事件
二零零二年七月二十六日（星期五）	
上午	香港交易所分發諮詢文件的印刷本； 香港交易所展開推廣計劃。
上午	股市由大約上午十時四十五分起出現不正常波動。

時間	事件
下午	財經事務及庫務局局長會見傳媒，強調文件只屬諮詢性質。
下午	香港交易所透過傳媒發出聲明，就細價股的建議作出澄清。
下午	證監會透過傳媒發出聲明。
傍晚	財經事務及庫務局局長在徵詢香港交易所主席的意見後，在約見傳媒時表示，建議的 5 角最低股價仍有待磋商。
二零零二年七月二十七日（星期六）	
全日	財政司司長在行政長官於新界某一酒店主持的集思會期間，與財經事務及庫務局局長就市場的反應及須盡快採取的行動進行討論。
上午及下午	香港交易所在早上首先透過電台節目，然後再在下午發出新聞稿，宣布把諮詢期延長兩個月至二零零二年十月三十一日，並表示計劃稍後發出有關除牌建議的補充文件。
下午	財政司司長着其政務助理安排與財經事務及庫務局局長、證監會及香港交易所舉行會議，商討對策及未來路向。
下午後段時間	財經事務及庫務局局長政務助理要求財經事務及庫務局首席助理秘書長（證券）（甄美薇）在二零零二年七月二十九日（星期一）前，備妥一份事件紀要，供局長參考。
二零零二年七月二十八日（星期日）	
午膳時間	財經事務及庫務局局長和香港交易所主席與證券經紀午膳。
下午四時	財政司司長、財經事務及庫務局局長、證監會主席，以及香港交易所主席及集團行政總裁舉行會議。
下午六時	財經事務及庫務局局長、證監會主席，以及香港交易所主席及集團行政總裁舉行記者招待會，宣布撤回諮詢文件 C 部分（除牌建議部分）。

時間	事件
二零零二年七月二十九日（星期一）	
上午	財政司司長在回應傳媒的詢問時表示，香港交易所:- ● 可能在考慮問題方面不太周詳； ● 可能低估了市場的反應；以及 ● 在推出諮詢文件前，沒有知會財經事務及庫務局文件內容。
下午	財經事務及庫務局（甄美薇）備妥事件紀要，並在徵詢常任秘書長（苗學禮）及副秘書長（區璟智）的意見後，將紀要送交財經事務及庫務局局長政務助理。
二零零二年七月三十日（星期二）	
	財經事務及庫務局局長、香港交易所主席及集團行政總裁，以及證監會主席舉行會議，為立法會財經事務委員會特別會議作準備。
二零零二年七月三十一日（星期三）	
上午	財經事務及庫務局局長、證監會主席，以及香港交易所主席及集團行政總裁再舉行會議，為立法會財經事務委員會特別會議作準備。
下午	財政司司長宣布委任細價股事件調查小組。
下午	立法會財經事務委員會舉行特別會議。

二零零二年七月二十六日

<u>早上及下午早段時間</u>

9.4 股市在當天早上出現不正常波動後，香港交易所及證監會告知財經事務及庫務局市場的反應，並繼續監察市場走勢。財經事務及庫務局局長收到一名相識人士的來電，獲悉股價急挫，於是與香港交易所集團行政總裁聯絡。之後，他向公眾澄清諮詢文件只是建議，諮詢期至八月底才結束，而且建議即使獲得通過，最快也要到在二零零二年年底或二零零三年年初才會落實，屆時亦會有 12 個月的時間讓公司有一個調節期去符合有關規定。

他亦重申，當局在實施建議前，會先徵詢市場人士的意見，而有關措施可提高市場的透明度和素質。當天下午早段時間，財政司司長的政務助理告知財政司司長，市場對香港交易所的建議反應強烈，而財經事務及庫務局局長亦已向公眾作出澄清。當天下午較後時間，財經事務及庫務局局長致電財政司司長，通知他市場的最新情況。

香港交易所的聲明

9.5 香港交易所回應傳媒的查詢發表聲明，澄清以下幾點:-

(a) 有關建議只是關於《主板上市規則》市場諮詢的一部分。

(b) 香港交易所預料會收到市場參與者的不同回應。

(c) 諮詢期結束後，也將需要數月制訂規則，方能實施任何修訂。

(d) 假如任何有關將現有細價股除牌的新規則最終獲得採納，在修改規則後仍有 12 個月過渡期。

證監會的聲明

9.6 證監會亦透過傳媒發出聲明，與香港交易所的聲明互相和應:-

(a) 有效的除牌機制對市場整體及香港作為國際金融中心的聲譽都有所裨益。

(b) 公布的建議為諮詢公眾意見而發表的。在諮詢期完結之前，不會作出任何決定。有關方面亦會設立一段長過渡期，讓有關上市公司達致上市要求，或在必要時有秩序地撤出市場。

(c) 成交量並不龐大。跌幅最大的 30 隻股份的成交額為 8,430 萬元，約佔市場成交額 1%。其中一隻股份（兆晉國際科技有限公司）佔 5,100 萬元。30 隻股份中，有 22 隻在二零零二年七月二十五日低於 1 角收市，當中沒有一隻的收市價高於 2 角 5 仙。該 30 隻股份的市值損失約佔總市值的 0.06%。

財經事務及庫務局局長向傳媒發言

9.7 當天傍晚會見傳媒時，財經事務及庫務局局長再次呼籲市民不要恐慌。他重申有關建議仍在諮詢階段，並強調所提出的5角最低股價純屬建議，尚待進一步討論。

二零零二年七月二十七日

香港交易所作出澄清及延長諮詢期

9.8 香港交易所決定將諮詢期延長兩個月至二零零二年十月三十一日，"讓個別投資者和機構有更多時間考慮有關建議，並作出回應和提出意見"。此外，香港交易所承諾就股價低於5角的股份需要除牌的建議發出一份補充諮詢文件。香港交易所強調，香港交易所是"誠意徵詢市場對有關諮詢文件中各項建議的意見"。香港交易所隨後提供聯絡資料詳情，方便有關各方表達意見。該決定首先在早上電台節目公布，然後在下午透過新聞聲明再予發布。

財政司司長與財經事務及庫務局局長的討論

9.9 財政司司長在行政長官主持的集思會期間的空檔時間，與財經事務及庫務局局長就市場對香港交易所諮詢文件的反應，以及為消除市場的憂慮而須盡快採取的行動進行討論。鑑於公眾對事件的關注，財政司司長着其政務助理作出安排，在二零零二年七月二十八日（星期日）下午與財經事務及庫務局局長、證監會和香港交易所舉行會議，討論對策及未來路向。

二零零二年七月二十八日

與證券經紀午膳

9.10 財經事務及庫務局局長聯同香港交易所主席與證券經紀舉行午餐會。會上，證券經紀對香港交易所未有就除牌建議徵詢他們的意見，以及把5角定為除牌準則所帶來的問題，表示關注。他們亦憂慮可能有些證券經紀無法履行合約責任。午膳後，香港交易所主席建議將除牌建議從諮詢文件中撤回。

在財政司司長官邸舉行會議

9.11 會上，香港交易所主席表示，鑑於市場對除牌建議的關注，香港交易所計劃暫時從諮詢文件中撤回該等建議。與會者同意由財經事務及庫務局局長、證監會主席及香港交易所主席和集團行政總裁在下午六時舉行記者招待會，宣布撤回除牌建議，並再次解釋這項建議背後的理據，以消除公眾疑慮。

下午六時的記者招待會

9.12 財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁均有出席記者招待會。會上發表了聲明，有關要點如下:-

(a) **香港交易所**

香港交易所主席表示，市場誤解股價在 5 角以下的即要除牌。他們澄清香港交易所只是建議股價跌至 5 角以下的公司須作出修正，方法包括將股份合併或採用其他安排。為了消除公眾疑慮及誤解，香港交易所已決定將諮詢文件有關持續上市及除牌事宜的 C 部分全部撤回，以便與市場另行討論，從而改善建議。香港交易所會在十月底發表一份補充諮詢文件，而市場會有三個月時間提出意見。

(b) **證監會**

證監會主席強調，除牌建議只屬諮詢性質，尚未有任何決定。證監會仍會聯同香港交易所繼續研究此事，並會密切留意是否有任何操縱市場的情況。

(c) **財經事務及庫務局局長**

財經事務及庫務局局長重申政府支持建立一個已有共識的上市及退市機制，完善的退市機制有助提升企業管治的水平，及有利改善市場素質，從而可以有效保障投資者的利益。局長並補充，政府、證監會及香港交易所明白，部分市場人士對於香港交易所建議的除牌機制有一些誤解。

9.13 在記者招待會上，證監會主席被問及證監會是否有參與制訂香港交易所提出，以 5 角作為最低股價界線的建議。證監會

主席以廣東話回答，證監會“無同港交所傾任何一個價”。他在回答另一問題時亦用了類似的字眼。證監會主席一直搜尋適當的字眼，而顯然有點力不從心，直到記者第三次提問時才說，“範圍當然有傾，一蚊、幾毫什麼價錢都有傾過，但係無講指定係一個價”。

二零零二年七月二十九日

為財經事務及庫務局局長擬備事件紀要

9.14 在二零零二年七月二十七日（星期六）下午後段時間，財經事務及庫務局局長的政務助理（鄧詠菁女士）請首席助理秘書長（證券）（甄美薇女士），在二零零二年七月二十九日（星期一）前備妥一份事件紀要，以供局長參考。甄女士在二零零二年七月二十八日（星期日）返回辦公室處理這項工作。甄女士不知道事件紀要的用途，她得到的印象是事件紀要須顯示自財經事務及庫務局知悉細價股問題以來事態的整體發展。她手上沒有有關檔案，因此只能就有關事件擬備一份簡略的事件紀要。在二零零二年七月二十九日（星期一）完成擬稿後，她把擬稿交予副秘書長及常任秘書長，請他們快速提供意見。之後，她把事件紀要送交財經事務及庫務局局長的政務助理。事件紀要並無提到她在七月十七日收到香港交易所摘要，因為她認為這與她已在七月十七日轉交局長政務助理的證監會摘要表相若。事件紀要遺漏這一點是可以理解的，但卻導致一些令人遺憾的結果。財經事務及庫務局局長以為局方從未收過香港交易所任何文件，他亦這樣告訴財政司司長，而財政司司長在同一天向記者重覆這番話。結果，財經事務及庫務局局長和財政司司長兩人同受批評，並受到一些猛烈和毫不留情的指責，指他們說謊和不誠實。

財政司司長的言論

9.15 二零零二年七月二十九日，財政司司長在返回辦公室途中回應傳媒的提問時說:-

(a) 香港交易所在發布諮詢文件前並無知會財經事務及庫務局，他希望有關方面將來在協作方面可以做得更好。

(b) 香港交易所可能在考慮問題方面不太周詳，也可能是低估了市場的反應。他希望香港交易所能檢討這方面，以後可以做得更好。

二零零二年七月三十日

財經事務及庫務局與局長的討論

9.16 在二零零二年七月三十日早上，甄美薇女士發覺香港交易所摘要的提述在整個事態發展可能會被看為重要，同時這份文件又可能會與證監會摘要表混淆（在七月三十一日召開的立法會財經事務委員會特別會議上，似乎亦出現了這樣的情況），她便把情況告知財經事務及庫務局副秘書長區璟智女士，並在與局長和副秘書長透過電話進行的會議中，確認（在七月十七日）收過香港交易所摘要。值得一提的是，常任秘書長、副秘書長及甄美薇女士的辦公室都在海富中心，而局長及其政務助理的辦公室則在中區政府合署。局長記不起有此對話。他以為在翌日早上才接到通知。對於這處有兩個不同版本，我們並不認為屬關鍵問題。

二零零二年七月三十一日

澄清

9.17 在二零零二年七月三十一日早上，財經事務及庫務局局長與證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁，以及財經事務及庫務局人員舉行會議，為當日下午召開的立法會財經事務委員會特別會議作準備。在會議舉行之前，副秘書長區璟智女士表示有傳聞謂財經事務及庫務局在諮詢文件發布之前，已取得文件的文本。為了弄清楚誰知道什麼，甄美薇女士在會上確認她在二零零二年七月十日收到證監會摘要表，並在七月十七日把這份文件送交財經事務及庫務局局長政務助理。她亦於七月十七日收到香港交易所上市科送來的香港交易所摘要，但她沒有把這份文件送交財經事務及庫務局局長。財經事務及庫務局局長由此時方得悉財經事務及庫務局曾收到香港交易所摘要。他隨後向財政司司長提述此事。

準備工作

9.18 在籌備會議上，財經事務及庫務局局長、證監會主席及香港交易所主席讀出他們將於下午發表的聲明擬稿。香港交易所集團行政總裁表示，其擬稿完成了六成左右，當時的擬稿並無包括其於下午發表的聲明所載的詳細事件紀要。

立法會財經事務委員會於二零零二年七月三十一日舉行的特別會議

9.19 在立法會財經事務委員會的特別會議中，政府、證監會及香港交易所均有代表出席，與會者更包括其他應邀在會上作出陳述的有關人士。財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁各自讀出聲明。會上，有關人士就他們的角色及行動發表了意見。會議要點載於以下各段。

財經事務及庫務局局長

9.20 在回應立法會議員的提問時，財經事務及庫務局局長表示:-

(a) 他"應該負上一定程度的責任"。

(b) 證監會主席和香港交易所集團行政總裁均沒有聯絡及通知他有關諮詢文件的細節。

(c) 如果被問及假如他可以預先知道市場有如此強烈反應的話，他會否"叫停"，他的答案是"一定會"。我們注意到這裡有一個不清晰之處，就是當時財經事務及庫務局局長看來有點緊張及相信亦有點無奈，似乎說過假如他知悉有關建議，他必定會加以阻止。從整個情況來看，我們很清楚他說的是假如他能預見七月二十六日發生的事情，他會採取行動加以阻止。顯而易見，財經事務及庫務局局長並無否認他知悉有諮詢文件（雖則並非詳細內容）或諮詢文件會在二零零二年七月二十五日發表。

(d) 他是在二零零二年七月三十一日才知道有同事從證監會取得一份摘要表，並已送交他的辦公室。然而，他沒有閱讀該份文件，這是由於他辦公室的文件和檔案堆積如山，他"不可能每一張紙都看過"。他並無察覺，在七月十七日，當他準備要趕赴晚宴，隨後趕往機場乘搭飛機

前往英國時，該份證監會摘要表實已送至他的收件盤內（詳情參閱**附件 7.1**事件紀要第 115 及 174 項）。

(e) 就三層規管架構而言，財經事務及庫務局局長曾多次說過，而我們認為其大意是說，根據架構規定的職責劃分，他不需要知道，也不應知道或設法知道任何香港交易所的諮詢文件的細節。

9.21 上述的大部分言論中，雖然在某程度上屬合情合理，甚至有理據支持，可是，如表達方式稍為不同，則會變得難以令人信服。財經事務及庫務局局長遭受連串不客氣的嚴厲批評，而他卻無法以清楚明確的方式，為自己解釋。相信只有圓熟老練、經驗豐富的資深官員，才能在這樣的情況下，對一切妥為解釋。

證監會主席

9.22 證監會主席曾表示"證監會是香港交易所的法定規管機構。如果香港交易所的規管有任何問題，我認為證監會也應負上責任。我個人會承擔責任。諮詢文件是由聯合交易所發出的，證監會曾與他們進行討論。因此，我們不會逃避就此事應負的部分責任。我說過如果證監會有做錯，如果任何證監會職員有做錯，我願意負全責。"

香港交易所集團行政總裁

9.23 香港交易所集團行政總裁的聲明內容，包括香港交易所如何與證監會作連串討論後，才把最低股價定為 5 角的事件紀要。事件紀要指出，證監會最初建議把首次上市和合併股份的最低股價分別定為 5 元及 1 元。在其後數天，傳媒對集團行政總裁聲明的解讀和詮釋，都是正面的。直至當時為止，香港交易所集團行政總裁是唯一曾就細價股事件道歉的人。若非香港交易所堅持，證監會似乎會建議把除牌的股價界線定為 1 元，而這樣做可能會在七月二十六日觸發更嚴重的損害。其後亦有人表示，香港交易所集團行政總裁列舉的事件，顯示證監會的參與程度遠高於公眾先前所理解者，而證監會設法置身事外的做法也屬不當。此外，證監會主席於二零零二年七月二十八日表示不曾與香港交易所討論任何（一個）價格的言論，亦似乎是謊話。

9.24 我們已於上文清楚表明，我們並不認同該等針對證監會的批評（參閱第 7.10 段）。總的說來，香港交易所及其集團行政總裁是在其後數天內，是唯一有較好輿論的一方。

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，是因為經紀被追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追補保證金並非實情。

(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。

第十一章

評論檢討

引言

11.1 與細價股事件有關的事宜和問題已有不少評論及討論。其中一些是與我們研究範圍相關的，也有一些僅略有關連的。我們現在也加以討論。我們嘗試收集並整理一些意見和批評，了解部分關鍵人物對這些說法有何回應，以及闡釋我們的看法。我們的目的並不是要巨細無遺地討論。事實上，本章的部分內容已在報告內其他章節論及。

對事件的評論

11.2 市場人士及公眾極為支持提升本港證券市場的素質。同時，公眾一般都批評當局在事件前後的一些做法和言論。立法會財經事務委員會特別會議上所表達的意見，亦支持徹底處理細價股問題及建立有效除牌機制的建議。我們將從傳媒報道、所收到的意見書和陳述書蒐集到的意見，綜述於下文各段。加入這些意見，是要令調查報告更為完整，讓有關各方可進一步加以研究，進而適當地作出改善。

諮詢文件背後的精神

11.3 即使並非所有，起碼大部分評論者均支持諮詢文件的精神，即加強企業管治、增加透明度，以及提升本港市場的素質。他們大多同意這些措施一旦通過及實施，會淘汰企業管治欠佳的劣質公司，從而惠及投資者。大部分人士均認同這些建議普遍符合良好的國際做法，並相信有關措施有助保持甚至加強香港的國際金融中心地位。評論者大多留意到本港現時已有除牌機制，儘管其準則很多時不太清晰，而且往往不容易執行。他們對於為除牌機制引入清晰客觀和具透明度的數量和質量準則，均表示歡迎。

尺度

11.4 雖然大部分人士均支持引入更有效的除牌機制，但亦有人認為以股價作為除牌準則並不恰當，因為一間公司的股價並不一定能反映其財政是否健全。有些細價股公司在財政上相當健全，而部分高價股公司卻有財政問題。一間公司的素質，不應只以其股價為指標，公司的業績及企業管治架構的透明度應為更好的指標。遭投訴的問題，包括香港交易所只處理問題的表徵而忽略問題的根源，以及香港交易所與證監會應把焦點放在公司的盈利能力及財政表現上。我們希望在正繼續進行的諮詢中，這些意見會繼續得以發表並獲得考慮。

準則數目

11.5 有些評論者認為除牌準則太多， 有意見指部分準則之間互相矛盾，結果造成有些財政上較弱的公司獲准繼續上市，而相對較強的卻可能被剔除。為免造成混亂，有建議認為香港交易所應只引入兩至三項除牌準則，以淘汰那些最差劣的公司。同樣，這些意見應在繼續進行的諮詢中予以考慮。我們會在本章的稍後部分談到香港交易所對部分這些批評的回應。

最低股價及諮詢文件所涵蓋的範圍

11.6 諮詢文件把最低股價定為 5 角，會影響差不多一半在主板上市的公司。然而，證監會及香港交易所估計，各項建議一併計算，即使推行全部建議，亦只會引致約 20 至 30 家公司除牌。如建議旨在以這些公司為目標，則證監會及香港交易所應集中焦點，而不應把範圍設定得那麼廣闊。

11.7 有些專業服務機構亦批評香港交易所低估了各項建議的連鎖反應。有評論指出，一家上市公司每年平均可為其他支援服務及專業如律師及會計師等帶來 100 萬元的生意額，如有約 400 家公司要除牌，則損失的生意額將高達 4 億元。如此一來，有關建議不僅影響投資者，更會對其他服務提供者及整體經濟造成影響。

11.8 大部分分析者均認為對一家上市公司來說，除牌是最嚴厲的制裁。由於除牌涉及控股股東、小投資者、財務中介機構及銀行等的利益，因此，只應在有充分理由的情況下使用。除牌建

議不單會影響現有的上市公司，更會影響那些計劃於香港上市的本地和海外公司。

信息混亂

11.9 諮詢文件及隨後的新聞簡報會都沒有充分解釋清楚，5 角這個界線只是觸發有關股份合併，而不是觸發公司除牌。由於諮詢文件篇幅長而富技術性，而除牌事宜又明顯是文件的重點，因此不難理解一般投資者以為只要股份的股價低於 5 角便會自動除牌。

另設交易平台

11.10 有些人認為，香港交易所應該把退市機制及另設交易平台的建議包括在諮詢文件內。他們指的是粉紅價單和場外交易告示板。此外，有人提議，如果有關股份遭除牌，應該規定大股東收購小股東的股份。倘若沒有任何上述機制，一般投資者，特別是細價股的投資者，把除牌視為等同清盤，是可以理解的。

股份合併

11.11 有些評論者認為強制股份合併未必對投資者最有利，因為有關過程不但需時和代價高昂，還可能會分散公司的注意力，以致未能處理其他應優先處理事項，例如致力扭轉劣勢，以改善公司業績。也有評論者認為，應有機制防止控股股東純粹透過不遵從規定的做法，壓低股價進行私有化。此外，股份合併亦可能會製造或增加碎股數目，壓低碎股的股價，特別對小股東而言，這樣會令這些股份貶值。

低估市場反應

11.12 大部分人認為，香港交易所和證監會（後者所涉程度較低）均低估了市場反應。股票市場極為敏感，而市場參與者一向以來不但根據已證實的消息，亦有根據未經證實的傳聞而採取行動，因此有關當局在制訂對市場敏感的建議時，即使該等建議只作諮詢而非予以實施，也應該格外小心。基於細價股一向波幅很大，而且沒有建議退市機制，投資者在他們的投資變成“廢紙”之前拋售股票，並非不合理。此外，有人指出，即使缺乏市場知識

的普通市民也應該可以預測到市場反應，但香港交易所和證監會的高薪行政人員竟然忽略了這一點，實在令人感到意外。

缺乏市場經驗

11.13 有意見指出香港交易所的中層或甚至高層人員並非經驗豐富的商界人士，對市場的觸覺有欠敏銳。部分人士認為，交易所人員大都明顯缺乏一家如香港交易所般的機構所應具備的市場觸覺。此外，某些業界協會亦投訴香港交易所人員不了解香港股票市場的運作，指他們實質是外行人規管內行人。這是一種既不理想亦不可行的安排。

時間欠佳

11.14 有人認為香港交易所不應在市場已相當疲弱的情況下發表諮詢文件。他們指香港股市自一九九七年以來一直處於熊市，近期更因美國及其他主要股票市場股價急挫而嚴重受創。此外，本地投資者信心持續不振，經濟仍處於低迷。在市場最需要穩定時提出建議，增添了不明朗因素。

11.15 香港交易所選擇發表諮詢文件的日期和時間，亦備受批評。很多人認為由於文件所載建議對市場敏感，香港交易所不應在交易日，即星期四發表。如在星期五收市後發表諮詢文件，香港交易所便可在星期一開市前有更充裕的時間派發文件、更詳細解釋建議內容、澄清灰色地帶，以及提出補救措施。

香港交易所的諮詢做法

11.16 若干規模較小的經紀行對香港交易所在諮詢意見時的態度提出嚴厲的批評。他們認為，香港交易所的諮詢工作一直不足夠，亦不能發揮功效。即使香港交易所並非真正相信建議可取或可接受，仍經常提出苛刻建議，以期讓自己有更多談判空間及籌碼。

假諮詢

11.17 類似組織亦表示，根據他們的經驗，香港交易所在諮詢意見時，純粹為提出本身的建議，知會一聲，而非諮詢他們的意見。香港交易所在提出建議前已有所決定，而建議已屬定案。諮詢文件顯示香港交易所在很多建議上已有清楚的立場，對有待審

議的問題亦有明確的答案，討論餘地其實不多。最後，諮詢期只為期一個月。對於內容如此複雜的建議，如諮詢工作是出於真誠的，一個月的時間豈能切合實際需要？

香港交易所與市場人士溝通不足

11.18 另一項普遍及廣泛的指責是，香港交易所和市場人士缺乏溝通。鑑於有關建議對市場敏感，香港交易所應在發表諮詢文件前，廣泛諮詢業內人士，收集意見並改善有關建議。

11.19 部分證監會股東權益小組成員的說話被不提名地引述。他們指出，在諮詢文件發表前，曾表示對有關建議有所保留。然而，他們的意見沒有被考慮或反映在文件內。

忽視小投資者及小型企業的利益

11.20 部分本地經紀對於規管當局設法把香港的股票市場"國際化"，而沒有考慮本地的需要感到不滿。此外，他們指責香港交易所及證監會只考慮大型企業及機構投資者的利益，而忽視中小型公司及投資者的利益。

缺乏應變計劃及立場不定

11.21 有意見指稱有關當局並無應變計劃，以面對市場的反應。此外，有關當局表現猶豫不決，於三天內多次改變立場，最初為諮詢文件作出辯護，之後延長諮詢時間，到最後撤回諮詢文件的有關部分。

當局卸責

11.22 有很多人對政府、證監會及香港交易所高層人員的言行表示不滿。這些高級人員被指責欲逃避責任。有意見認為，有關人士不能單憑說句文件純粹用作"諮詢"用途，以及"很難預測市場反應"而將責任推卸。

11.23 新上任的問責官員不應過於簡化工序，務求快速取得結果。對於所有具深遠影響的政策事項，在進行任何諮詢前均須作出充分的準備 — 進行詳細的研究及分析、仔細考慮建議的可接納程度，以及清楚解釋有關的政策 — 這些均是推行任何重要建

議時所需進行的工作。否則，即使一些用意良好的建議亦會帶來不幸的後果。

有關當局之間缺乏協調

11.24 香港交易所解釋沒有在諮詢文件中提及退市機制的原因時，聲稱這是證監會的責任，一篇報道對此表示憤怒。該報道認為，香港交易所在倉促公布整套措施之前，應該就有關建議與證監會妥善協調。

對香港交易所的意見

11.25 以下意見是特別針對香港交易所提出的:-

(a) 儘管不就上市事宜向香港交易所董事會徵詢意見，是符合現行政策及程序的做法，但鑑於此事對市場和香港交易所的上市費收入影響深遠，有關人員應該事先向董事會徵詢意見。再者，此事關乎交易所業務的事宜。

(b) 香港交易所把監管細價股公司的責任，推到股東身上。在維持市場穩健的同時，香港交易所仍須向投資在該市場的人士負責，不論是小投資者還是大投資者。

(c) 香港交易所作風 “官僚”，處事因循守舊，對投資者利益的觸覺有欠敏銳。

(d) 自二零零零年進行合併及改組領導層後，香港交易所與業界便缺乏溝通，隔閡日益擴大。

對證監會的意見

11.26 以下意見是針對證監會而提出的:-

(a) 證監會是將最低股價定為 5 角的“元兇”。一如香港交易所於立法會進行公開聆訊時提供的事件紀要所顯示，將最低股價定於較高水平是由證監會提出的，其目的是要符合其他國際市場的做法。香港交易所主張以 1 角或 3 角為最低股價，務求減少受影響公司的數目。然而，由於證監會堅持，香港交易所在別無選擇的情況下，妥協將最低股價定於較高水平，交由市場決定。

(b) 建議發表之前，已有人向證監會表示憂慮。然而，證監會似乎沒有向香港交易所反映該等意見。

(c) 證監會對是否存在操縱市場的情況展開調查，純屬企圖將批評轉移的舉動。證監會高調調查是否存在操縱市場的情況，把受查證券行的部分客戶嚇跑了。

財政司司長的角色

11.27 關於財政司司長的角色，公眾的意見如下:-

(a) 他將事件政治化，欲把責任推到香港交易所身上，表示香港交易所在發表諮詢文件前，沒有知會財經事務及庫務局，並認為香港交易所可能低估了市場反應，沒有充分考慮有關問題。但實情是財經事務及庫務局確有收到香港交易所諮詢文件摘要的預發本。

(b) 在新推行的問責制度下，財政司司長與財經事務及庫務局局長之間的職責劃分有欠清晰。

(c) 在新推行的問責制度下，主要官員負責的政策職責範疇若出現推行政策及措施方面的重大事故，有關主要官員即使在過程中，本身沒有參與任何工作，亦沒有任何疏忽行為，亦應負上政治責任。

(d) 財政司司長既為監管金融事宜的最高級官員，應對事件負責。

財經事務及庫務局局長的角色

11.28 各方就局長的角色表達了以下意見:-

(a) 觀乎局長最近就上市委員會架構所作出的決定，香港交易所應不能在局長毫無參與的情況下，單方面發表對本港股票市場有深遠影響的建議。由於除牌建議取決於政府會否制訂政策，建立機制讓除牌公司的股票在本港自由買賣，局長一定曾參與其中。

(b) 局長對建議會帶來的嚴重後果，警覺性不夠高。正如他向立法會財經事務委員會所表示，他未有閱讀載有屬其政策職責範疇的重要建議的文件。他不明白，亦沒有嘗試了解有關建議及其影響。他並無積極採取行動跟進市場對建議所作出的反應。

(c) 在事件後，局長沒有承認責任。反之，他擬利用種種藉口令自己置身事外。他理應設法更充分了解香港交易所

及證監會計劃提出的建議。這應視為協調，而非干預香港交易所及證監會的工作。

對三層架構的意見

11.29 大多數人普遍贊同三層架構在概念上是健全的。不過，細價股事件卻揭露這個架構實際上存在瑕疵。因此，他們促請政府檢討三層架構、清楚劃分香港交易所及證監會所擔當的角色及應履行的職責，以及改善各方之間的協調。

11.30 不少意見認為香港交易所明顯存在利益衝突情況，或至少在香港交易所自二零零零年起成為上市公司兼且擔當前線規管機構的角色時便開始有這個問題。有些人士建議，香港交易所應集中發展及推廣新產品，而將所有規管職能轉交證監會。我們注意到，這項建議已成為很多人持有的意見。另外亦有人認為，香港應仿傚英國的做法，為消費者及從業員成立委員會。

評估意見

11.31 我們邀請了有關各方在意見書內及會晤時回應上述部分意見及批評。由於調查小組的職權範圍列明須集中調查有關草擬及發布諮詢文件的安排，而非文件內建議本身的優劣，因此，基於本報告引言部分所述的原因，加上建議的優劣將是現時進行中和日後再進行的諮詢工作的討論主題，我們邀請有關各方就此提供的意見不多。有關回應及我們的簡略評估載列於下文各段，並且已在報告的適當地方提述。財政司司長和財經事務及庫務局局長的角色則在報告內文第六章及第 12.2 至 12.27 段中論述。

最低股價

香港交易所的回應

11.32 香港交易所集團行政總裁在立法會財經事務委員會會議上強調，香港交易所最初建議以 1 仙作為合併的價格，並禁止導致股價跌至"最低價格"1 角以下的企業行動。至於 1 元及 5 元的建議，則是由證監會提出的。了解到證監會的建議會對太多公司造成影響，香港交易所嘗試建議由 1 角至 3 角的較低的合併界線，

但卻不獲證監會接納。證監會表示：“3 角的數目會給人一種妥協和沒有決心的印象。投資者和市場可能會收到錯誤信息。”最後，“為免耽誤整項諮詢工作，交易所最終同意在諮詢文件內建議將最低交易價定為 5 角，作為折衷的界線。”

11.33 證監會沒有就香港交易所有關最低股價的建議提出進一步意見。二零零二年六月，證監會表示他們“對 5 元／1 元及 2 元／5 角的問題，仍未定出任何意見。但無論如何，諮詢文件應探討把[香港]與國際一般規定看齊的最終目的。”在其後多次擬稿及諮詢文件內，均保留了 5 角最低股價。

證監會的意見

11.34 證監會主席的意見為:-

(a) 從政策角度看，是項基本建議是理性的和合理的，反映了市場參與者及評論者的意見，並與國際做法一致。

(b) 證監會的明確理解為，5 角最低股價一旦實行，本身並不會引發除牌，因為上市公司有各種機會透過股份合併的簡單方法，把理論股價恢復至最低股價之上。

(c) 證監會曾向香港交易所查證，由於上市公司可簡單地透過股份合併達至 5 角最低股價，因此綜合所有與公司業績及盈利能力有關而可能影響各類公司的除牌建議，只會為約 20 家上市公司帶來除牌危機，而且只會在多個月後才除牌。

(d) 建議的 5 角最低股價由香港交易所提出。證監會認為這是一個合理的數字，而該數字最後亦成為諮詢文件的方案。證監會並無堅持一個指定的最低股價。

(e) 證監會接受建議的最低股價為合理數字，以及股份合併的獨立建議加入上市準則及除牌的整套方案內。同時，證監會做了另外兩件事：第一，提醒香港交易所該諮詢文件太冗長、複雜及難於掌握；第二，嘗試要求香港交易所在記者招待會中作非常清楚的解釋，不要把 5 角最低股價與除牌混為一談。

調查小組的看法

11.35 由於建議的最低股價 5 角將是下一輪諮詢的課題，我們不應預先干擾或試圖影響大眾的決定。通盤考慮過所見、所閱及所聞（第七章第 7.10 至 7.45 段已大部分提過），以及有關各方的回應後，我們認為提出以下意見並非不恰當的:-

(a) 事件出錯的關鍵，在於市民以為最低股價引致除牌而非股份合併。股份合併是最初的焦點所在，但在諮詢文件內卻不再是首要課題。文件發表前的兩三個月，傳媒的討論亦集中在除牌建議上。此外，該兩個課題在冗長、複雜及技術性的諮詢文件內互相緊扣。因此，與最初的股份合併的獨立建議相比，諮詢文件內所提出的最低股價 5 角比原先所預期更為重要。無論是證監會還是香港交易所，似乎均沒有把注意力充分集中在這項微妙轉變上。證監會更假設（而這假設並非不合理），除牌與合併之間的分別會交代清楚，因此會易於明白。但實情卻非如此。

(b) 證監會曾強烈表示其意向是把最低股價定為 1 元／5 元。因此，雖然 5 角的最終建議是由香港交易所提出的，但是一個合理推論是香港交易所是考慮過證監會的意見後才提出建議的，而證監會亦是願意以該水平作為諮詢基礎。

(c) 在提出最低股價 1 元的建議時，證監會行政人員極希望定出一個能以香港貨幣標準整數為依據，而且貫徹始終並合乎邏輯的水平，使香港符合公認的國際做法。

(d) 雖然證監會及香港交易所均估計，若諮詢文件內的整套建議付諸實行，僅有 20 至 30 家公司會有除牌之虞，但這個信息並沒有告知大眾，而市民只知道上市公司中，約有半數的股價低於 5 角。在二零零二年七月二十五日的香港交易所記者招待會上，香港交易所集團行政總裁無意亦沒有提供這項數據。事後看來，他當時是應該這樣做的。

(e) 只要並非罔顧香港本身的商業環境及經濟情況而盲目遵循，我們並不認為參照國際標準、慣例及做法是失當或錯誤。根據我們所參考過的資料，我們相信就本港的情

況而言，以 5 角作為股份合併的界線是恰當的折衷方案，也是供諮詢的合理基礎。

另設交易平台

香港交易所的回應

11.36 對於香港交易所未有在諮詢文件內建議另設交易平台的批評，香港交易所集團行政總裁有以下解釋:-

(a) 諮詢文件亦認同"有意見認為應另設交易平台"，但正如諮詢文件所解釋，交易所並不認為有必要建議另設交易平台，因為交易所提出的除牌建議會給予投資者足夠的"預早警告"訊號。如該等建議獲得市場接受及推行時，投資者將會有充分時間採取行動，以及在除牌前在市場出售其股份。

(b) 現行的《上市規則》已載有關於除牌的條文。在過往三年，共有七家公司被除牌，而交易所並沒有為被除牌的股份另設交易平台。這並沒有阻止被除牌的股份在場外交易。

(c) 現行除牌準則是以質量為基礎。諮詢文件內的除牌建議旨在引進清晰、質與量並重的持續上市準則，以提高透明度，讓投資者預早知道有關發行人是否可能無法符合持續上市準則及可能因此遭受除牌。新措施如果推行，可為投資者提供更多保障，因為在現行措施下，有關發行人的證券可能在除牌程序實施之前已暫停買賣，而暫停買賣的時期有時頗長。如交易所考慮對某發行人採取除牌行動，該發行人的證券通常經已暫停買賣，因而小股東無法在市場交易。該等股份將繼續暫停買賣，直至有關發行人提出適當的挽救建議及獲上市委員會批准為止。如沒有提出挽救建議又或所提出的建議不獲上市委員會批准，則有關發行人將被除牌。

(d) 即使展開除牌程序，亦會給予時間，讓有關發行人對違規情況作出補救，而不會立刻將其股份停牌。

(e) 整套建議的措施包括一個經簡化的上訴機制，不滿初步除牌決定的有關發行人，可以根據機制提出上訴。

(f) 香港交易所在諮詢文件中提出的建議僅屬建議性質，旨在方便市場人士對有關建議加以研究和發表意見。倘若市場反應顯示，市場人士明確要求另外引入一套交易安排，作為除牌措施的一部分，香港交易所會另外進行一次諮詢，考慮有關要求。

(g) 應否另設交易平台，以及如決定設立的話，此平台應如何運作及監管，牽涉到整體監管及運作事宜上複雜問題，須仔細研究。

(h) 考慮應否提及可能另設交易平台時，香港交易所曾參考證監會一份題為"香港市場的素質 — 評論檢討"[62] 的文件內的意見，其中載道:-

> "場外交易平台的規管環境通常會較寬鬆，失當行為因而較為普遍.....不過，至於香港應否考慮把市場劃分，會帶出幾個重要問題。目前，香港很多法例條文只適用於（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。香港交易所享有經營證券交易所的法定專營權，亦須重新研究。但更重要的根本問題是，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。"

<u>證監會的回應</u>

11.37 證監會提出以下意見:-

(a) 香港交易所是一家須向股東負責的公眾上市公司，而是否願意為除牌公司營辦另一板市場屬於其商業決定。不論過去或現在，香港交易所皆可自由決定是否就其對此事的意見正確與否，諮詢市場的意見。證監會並無訂立任何規則或規例，禁止為被除牌股份設立交易機制，但該等產品的買賣必須由註冊經紀處理。證監會對此事持開放態度。舉例來說，假如多方面屬意另設市場，證監

[62] 這是證監會內部進行的一項研究，有關研究文件已於二零零一年十二月送交香港交易所和財經事務局（參閱第 2.3 段）。這份文件其後經過修訂，並於二零零二年七月二十五日向傳媒發表。

會期望香港交易所進一步考慮有關事情，而證監會亦同樣會予以考慮。

(b) 證監會行政人員確曾向香港交易所的上市科提出設立一個退市機制。不過，香港交易所決定不會建議另設市場。然而，有關是否另設交易市場的討論，顯然尚未有定案。在諮詢工作結束後，於制訂政策時須考慮有關退市問題的回應意見。

(c) 香港交易所已備有設立第三板的軟件和硬件。第三代自動對盤及成交系統具備強大功能，包括可為除牌股份編配某一編號，讓市場參與者進行四位數字類股票的交易。有關交易甚至可透過中央結算及交收系統結算。

(d) 證監會在有關香港市場素質的報告內所表示的保留態度，純粹是證監會的初步意見。

<u>調查小組的看法</u>

11.38 我們的意見如下:-

(a) 諮詢文件處理有關問題的方式會向不知情人士及許多其他人士表達一個信息，就是香港交易所認為無需引入這種機制。因此，他們作出香港交易所對此事早有非常清楚立場的結論，並非不合理。換言之，即使香港交易所注意到市場可能有憂慮，但看來並不打算在現階段就此事徵集意見。這或許是導致疑慮的原因。

(b) 有論據指出在沒有另一交易平台的情況下，除牌機制早已存在。這種說法雖無不妥，但在過去三年，實際上只有七隻股份遭除牌。但當市場誤以為訂定 5 角最低股價，會令過半在主板上市的公司面臨除牌危機，再加上沒有另一交易平台，所有這些公司的股份持有人很多因而產生憂慮，是可以理解的。

(c) 根據現行架構，香港交易所應主要負責決定是否設立另外的交易平台。在擬備階段時，證監會提出若干方案，但香港交易所並無着意跟進，部分原因是香港交易所急於敲定整套建議，另外也因為避免就創業板的角色及市場劃分問題引起更大爭論。

(d) 上市科不跟進證監會所提方案的其中一個原因，是這些事宜屬香港交易所業務發展單位的職權範圍。證監會已承諾在適當時間向香港交易所業務發展單位提出有關事宜。

(e) 我們認為，沒有在諮詢文件提到可能另外設立交易平台，或未有就有關事宜持開放態度及徵詢公眾意見，誠屬失策，有可能令人對香港交易所是否願意考慮這個方案產生誤會，並可能是導致那些擔心投資未能變現的人之所以產生憂慮的原因。

低估市場反應

香港交易所的意見

11.39 對於香港交易所低估了市場反應的批評，香港交易所集團行政總裁解釋:-

(a) 諮詢文件中所提建議的醞釀期接近 18 個月。在該段期間，香港交易所正考慮強制細價股合併及改善除牌機制一事，傳媒亦經常作出報道及討論。由香港交易所企業傳訊單位擬備的傳媒報道摘要載於**附件 7.2**。

(b) 在諮詢文件發表前的一星期，傳媒報道有關建議的一些細節，包括細價股及除牌機制，甚至連低於 5 角最低股價而又沒有採取補救行動的股份可能遭除牌的建議細節，亦有報道。此外，許多市場從業員亦紛紛向傳媒發表意見。儘管有些意見認為 5 角的最低股價可能訂得太高，當時卻沒有任何預兆甚或迹象顯示細價股可能出現恐慌性拋售。

(c) 在七月十七日至二十五日期間，細價股及除牌建議的要點已為公眾所知，市場仍然一片平靜。因此，香港交易所沒有理由懷疑或估計市場會對諮詢文件的公布作出非理性及不冷靜的反應。

(d) 諮詢文件在當日中午休市期間發表後，下午的整個交易期間並沒有出現異常的市場波動。

(e) 二零零二年七月二十六日早上，新聞報道及市場從業員對有關建議，包括有關細價股的建議的意見大致上屬於

立場中性或是表示支持，並無迹象顯示有任何不幸的事情即將發生。二零零二年七月二十六日早上的傳媒報道摘要載於**附件 11.1**[63]。

(f) 根據香港交易所集團行政總裁所言，這一連串事件顯示，市場在二零零二年七月二十六日所作反應超出了大部分人（包括傳媒評論員、市場從業員、證監會及香港交易所）所合理預料的。

證監會的意見

11.40 證監會主席的意見如下:-

(a) 由於這是一份由香港交易所發出的諮詢文件，關乎香港交易所本身的規則，香港交易所自始至終都清楚表示會負責整個市場諮詢程序。證監會沒有把詳細建議提交轄下有關小組討論。

(b) 在證監會與經紀協會代表舉行的正式和非正式會議中，沒有人對建議的最低股價 5 角表示關注。香港交易所上市委員會成員包括市場專家，他們是這次諮詢工作的主要決策者，在二零零二年七月十八日討論時，也沒有表示關注市場可能會有敏感反應。

(c) 雖然香港交易所的建議要點，早於二零零二年七月二十五日公布前一周左右，已因洩露而為報界所知，但從正式與非正式渠道收到的意見，都沒有顯示建議會引起任何問題。

(d) 諮詢市場的建議並非既定政策決定，作出修訂在所難免。所有建議都須經過討論和辯論。諮詢市場的整個目的是盡量評估業界的反應。

調查小組的看法

11.41 有多位評論者事後都認為市場在七月二十六日的反應是完全合理和可預測的。但我們注意到:-

[63] 有關摘要由香港交易所提供。

(a) 一如香港交易所所述，傳媒對除牌建議的報道一般都是立場中性或表示支持的。在二零零二年七月二十六日諮詢文件發表後，大部分傳媒的報道均表示支持建議。

(b) 雖然業界對有關建議意見分歧，但無迹象顯示市場的不利反應會這麼激烈，以致出現恐慌性拋售。

11.42 我們雖不能完全同意第 11.39 段概述的香港交易所意見，但可以了解為何香港交易所或其他人士未能察覺市場會有這樣的反應。然而，我們須知道，該份諮詢文件當時仍未向傳媒發布，以收集意見，而公眾不能單單將最低股價及改善除牌機制的建議獨立考慮。導致恐慌的原因，其實也可以理解，就是未有清楚解釋 5 角的界線是促使股份合併，而非引發除牌。另一原因是並無就另設交易平台問題進行充分討論。我們深信，這次事件也是出於一些恐慌性反應。我們亦覺得不妥的是，現時並無有系統的方法，可事先探取及評估市場可能出現的反應。證監會並不認為可以啟動其諮詢網絡，因為有關建議是香港交易所提出，而香港交易所一直對任何被認為是證監會的干預都非常敏感。香港交易所假定上市委員會可發揮市場感應功能，但委員會實際的角色卻被動得很：見第 11.51 段及其後各段。因此，出現了某種真空狀況，就是無人真正負責收集及分析市場意見。

11.43 我們注意到，香港交易所倚重傳媒作為評估市場意見及向市場發放資訊的渠道。這確是一個有用的途徑，但也不可以是唯一途徑，應兼用其他渠道：參閱第 7.70 段的討論。

欠缺市場觸覺

香港交易所的意見

11.44 就香港交易所高中層職員缺乏市場經驗及專業知識的批評，香港交易所集團行政總裁承認，上市科大部分職員因無從事經紀工作，故不屬市場參與者，但他們大多已於香港交易所工作多年，普遍具備專業資格及在上市事務方面有豐富經驗。此外，上市委員會的委員擁有不同的專業知識，當中多位是執業經紀。

11.45 集團行政總裁亦告知我們以下事項，而我們亦同意他所說:-

(a) 香港交易所職員在日常工作中有很多機會與市場人士接觸及討論，包括上市公司及金融中介機構的人員、交易所參與者及基金經理。他們應早已累積豐富的經驗。

(b) 香港交易所最近的諮詢文件提出了一套頗為全面的建議，回應市場認為重要的事宜。諮詢結果顯示，香港交易所人員所指出並提供改善建議的事宜，都能針對公司管治問題的核心。

調查小組的看法

11.46 我們獲悉以下統計資料:-

(a) 在上市科 71 名行政人員中，44 名（即 62%）在上市科工作了三年或以下，五名則已在上市科工作 10 年或以上。一如其他機構，上市科不時會有人事變動，在市道暢旺時尤甚。

(b) 59 名行政人員具有專業（主要為律師及會計師）資格、61 名則有學位程度，而 49 名同時具有專業和學位程度資格。當中 36 名（50%）的工作經驗少於 10 年。

(c) 在負責擬備諮詢文件的小組成員中，四名在香港交易所（或其附屬機構）的年資為兩年至 17 年之間，其中一人全職負責擬備工作，其餘三名行政人員，包括擔任組主管的上市、監察及風險管理單位執行總監，須兼顧日常的監管職務和處理若干個其他大型工作項目。有人因此質疑，香港交易所有否因應所涉及事宜的複雜程度、技術困難和敏感性，就諮詢文件的工作提供足夠資源。總的來說，我們並不認為香港交易所在這方面有任何失當之處。

未有在香港交易所諮詢網絡進行諮詢

香港交易所的意見

11.47 在被問及上市科為何並無就這樣重要的政策事宜，諮詢香港交易所董事會的意見時，香港交易所集團行政總裁作出以下解釋:-

"我們並無諮詢董事會或各諮詢小組的意見，主要原因是須遵照諒解備忘錄的規定，將上市委員會的職務與董事會負責的其他業務事宜完全分隔。設立多個諮詢小組，例如現貨市場諮詢小組、衍生工具市場諮詢小組和結算諮詢小組，目的是就交易所從事的業務工作，向董事會提供意見。"

11.48 有關上市科為何未有諮詢個別成員的意見，以借助他們的豐富經驗和專業知識，香港交易所集團行政總裁作出以下解釋:-

(a) "在某程度而言，上市科是遵照一貫做法，將董事會和上市委員會的職能分開。事實上，數月前，市場對香港交易所既是規管架構又是營利上市公司實際上或可能引致的利益衝突問題，提出不少意見。經過連番討論後才達成協議，就是我們應繼續保留有關職責，但上市管治架構會有所修改。在討論過程中，有關各方一直都希望維持上市管治委員會的獨立性。"

(b) "嚴格劃分職能，甚至包括借助個別人士的專業知識，可避免遭人投訴有利益衝突或混淆不清的情況，甚或可避免董事會或個別成員被人認為試圖對監管方面的發展模式有不公平影響的問題。"

<u>調查小組的看法</u>

11.49 我們認為假如香港交易所繼續擔當上市公司"前線規管者"的角色，則本身的業務應與其規管職能斷然分隔，令香港交易所的規管單位可以，亦被視為可以獨立、勝任，並因而有誠信地履行職能。誠信至為重要，故此必須避免有任何人認為存在利益衝突的問題。

11.50 不過，我們認為香港交易所現時的做法，反而令其無法借助董事會及諮詢小組成員的豐富經驗和專業才能。這些成員不論個人或整體而言，均具備市場知識及實際運作知識，起碼就某些方面而言，大有可能勝過素質最佳的規管者。我們同意香港交易所不應就上市事宜諮詢其董事會，而董事會亦不應就關乎上市的事宜行使獲兼賦的權力。然而，縱有這些專業知識卻不去利用，實在太浪費資源。我們認為香港交易所應建立或採納正式或非正式的機制，善用香港交易所大家庭成員的經驗。我們欣悉，

香港交易所行政人員就這次事件進行檢討後，已循這個方向建議建立新的諮詢網絡。

上市委員會

11.51　在目前的架構下，香港交易所的上市委員會為上市事宜把關，亦是香港交易所從外收集意見的渠道。無論在設計上或在實際上，上市委員會大體上可代表市場人士及社會大眾的利益，即使上市科有任何可覺察到的不足之處，上市委員會亦具有所需閱歷及經驗加以彌補。

11.52　然而，期望與實際之間或許存在距離。上市委員會逢星期四開會，委員一般相當盡責。我們翻閱過委員會的會議記錄，發覺討論內容詳盡而全面。不過，上市委員會看來有一些架構上的阻礙，以致難以充分發揮成效。

11.53　首先是上市委員會的角色。上市委員會的職權範圍頗為籠統。香港交易所表示上市委員會是就上市事宜擁有最終權力的組織，而且是香港交易所與市場人士之間的橋樑。然而，上市委員會認為其角色較側重於技術層面。即使在政策事宜上，委員認為他們的角色只是從實用性和可行性的角度改善《上市規則》。委員並不認為他們的工作是衡量任何建議背後的理念或評估市場有可能作出的反應，因為通常兩者都不會交由他們考慮。交由他們研究的事項，往往都到了最後幾乎完成的階段。他們在相當後期才有機會參與工作。委員至此所能做到的，實際上僅限於一些修正和輕微調整工作。由於時間緊迫，特別是要顧及推出的時間表及實際安排，委員在這樣後的階段，或許會不太願意提出根本性的修改。

11.54　另外亦有些中肯的意見認為，如要上市委員會成為測試市場對建議接受程度的有效途徑，則須在早期提出建議的理念和細節時便諮詢該委員會的意見。在這次事件中，上市科於二零零二年四月傳閱除牌文件第一稿後，雖然已定於七月二十五日發表該份文件，但在七月十日之前卻一直未有讓上市委員會參與。無論如何，就如此複雜的建議而論，很多人都會認為八天的審閱時間並不足夠，特別是由於所有委員本身的業務都很繁忙。

11.55　現行的架構明顯未能讓上市委員會有效監察上市科的工作。上市委員會只能審議向其提交的文件，並不能決定應向其提

交什麼文件。因此，在會議舉行前數天傳閱文件之前，上市委員會的參與不多。

與市場缺乏溝通

香港交易所的意見

11.56 香港交易所並無在進行公眾諮詢前徵詢市場意見，箇中原因和顧慮載於第 5.19 段。

11.57 至於為何某些諮詢組織（例如證監會股東權益小組）的意見並無反映出來或予以考慮，香港交易所集團行政總裁的解釋如下:-

(a) 雖然香港交易所可從傳媒報道得知股東權益小組曾討論有關細價股及除牌機制的某些事宜，但證監會沒有將有關意見告知香港交易所。倘若股東權益小組提出了實質意見，證監會定會將有關意見轉告香港交易所。

(b) 香港交易所現承認證監會股東權益小組是證監會諮詢架構的一部分。在報告有關證監會與香港交易所之間意見交流的第 7.72 至 7.76 段，我們已提過，證監會曾於二零零一年十二月就另一項建議諮詢股東權益小組。

調查小組的看法

11.58 或許令人感到遺憾的是，香港交易所將自己與市場隔離，以致無法接觸市場及獲得極為需要的信息，從而找出問題所在並加以澄清、測試概念是否可行、探討政策方向，以及制訂政策建議。《上市規則》是市場規則，是為市場而制訂的。雙向溝通是非常重要的，除有助制訂最能符合市場需要的建議，亦有助在制訂過程中尋求並建立共識。

11.59 不過，我們必須注意，正式諮詢前的意見徵詢及甚至諮詢本身都存在一定程度的風險。由於既得利益的問題或純粹各人看法不同，都很可能會產生意見分歧。即使諮詢是絕對有誠意的，亦並非所有提出的意見均可獲接納或採用。

11.60 證監會應能夠徵詢股東權益小組對香港交易所諮詢文件擬稿的意見，而且亦希望如此。然而，香港交易所那封措辭強硬

的函件和兩者之間溝通上的隔閡，無疑在某程度上令證監會感到受制而再沒有諮詢該小組。

時間欠佳

香港交易所的意見

11.61 有人批評香港交易所不應在市場疲弱的時間發表諮詢文件。香港交易所認為本港及海外市場已呆滯了好一段時間，而有關建議如獲通過及推行，長遠會對香港市場有利。香港交易所並且指出，如有關改革是對香港有利及可以改善香港市場的形象，便不應無限期等候。我們認為這些見解都是合理及經過深思熟慮的。

11.62 對於較嚴厲的批評，認為香港交易所不應選擇在星期四交易日公布有關建議，香港交易所集團行政總裁表示:-

(a) 香港交易所一向避免在星期五公布諮詢文件，因為財經報章通常不會在周末期間予以詳細報道。（參閱第8.8段）

(b) 有關詳情（包括以 5 角為最低股價）早已為公眾所知，而市場並無異常反應，所以在星期五黃昏公布諮詢文件，而周末期間傳媒的報道會較少，香港交易所亦未必能知道有任何迹象市場會在下個星期一作出無法預測的反應。

(c) 香港交易所選擇在午飯時候公布諮詢文件，是考慮到證監會認為適宜在收市後作出公布的提議。對香港交易所而言，這可指早上或下午收市後。

11.63 此外，亦有傳聞表示所選擇的日期及時間（星期四午飯時候）與集團行政總裁計劃在二十七日（星期六）放假有關。我們接受集團行政總裁就此作出的以下解釋:-

> “本人或屬下人員從未想過這是決定性因素……。事實上，財經事務及庫務局、證監會和香港交易所曾就有關[安排的]細節及公布詳情的時間問題進行多次討論。”

證監會的意見

11.64 證監會的意見如下:-

(a) 進行諮詢工作有別於公布決定，一般不會因應市場的普遍情緒而在時間上加以配合。不然，就一些可能會引起爭議，但合乎公眾利益的重大長遠改革建議的諮詢工作，便會受到窒礙。一如香港交易所的看法，我們知道，在市場受壓的情況時便會有意見要求提出改革建議。我們應採用一個常用的假設，即是除非實際上有清楚的警告徵兆，顯示進行諮詢即會引起問題，而問題的影響大於廣泛諮詢公眾的得益，否則有關諮詢工作應如期進行。

(b) 據證監會所知，在這次事件中並無任何“警告徵兆”。證監會沒有發現，亦沒有獲告知有任何警告徵兆。香港交易所似乎能妥善處理一切，而證監會已反映其關注的問題。今次有關的實質建議是合理的，能提出重點問題討論，以及能處理深為市場關注的事宜。諮詢文件早在發表之前，已獲傳媒準確和詳細報道。市場對這些在七月二十五日前作出的報道，並無任何明顯的反應。

調查小組的看法

11.65 對於發表諮詢文件的時間，一般不應由市場情緒支配這點意見，我們認為是正確的。一如李業廣先生提醒我們，在現實世界中並無所謂“十全十美的時間”。假如可以選擇在牛市期間提出建議，而市場又受到建議的影響的話，則理論上損失可能會更大。延遲推行改革建議，長遠來說甚至會損害公眾利益。在諮詢文件發表前一個星期，傳媒已作廣泛報道。我們並不批評那些認為市場已預期有關建議即將公布的人士。香港交易所希望盡量擴大傳媒報道，固然是無可厚非，然而，我們認為這可能在某程度上將對市場影響所應有的關注擱在一旁。

11.66 有人認為，香港交易所如在星期五收市後公布整套建議，會較為適當。事後看來，我們亦贊同這個看法。因為這樣有關行政人員便可在新聞簡報會上，以及在電台、電視上討論有關建議，並在周末期間繼續以同類方式跟進事件。這可容許更充裕的時間向市場發出適當信息和採取措施，緩和及減輕市場關注和

憂慮。另一點是，由於建議主要涉及細價股和小型股，亦即是指在零售市場主要為小投資者所持有的股票，而大家都知道這些股票即使在市況最佳的時候，也會大幅波動，因此，為確保有充裕時間和適當程序處理任何未可預料的不利市場反應，對建議的推出進行審慎的部署尤其重要。

假諮詢

香港交易所的意見

11.67 香港交易所以下述解釋及事例來駁斥這項批評:-

(a) 上市科諮詢過證監會企業融資部的意見後，便會敲定有關文件，供所有上市委員會成員傳閱，以作討論。上市委員會多在星期四舉行會議。在這次事件中，香港交易所根據上市委員會的意見，對諮詢文件作出了十多項的修訂。

(b) 香港交易所曾建議延長交易時間。進行諮詢後，有關晚間交易的建議，受到強烈反對，而對於延長日間交易時間，意見亦不一。結果，最終的決定跟原先所建議的已有很大分別。

(c) 另一事例是，在香港交易所合併前，交易所曾在一九九九年五月就主板的認購股權規定進行諮詢。交易所共收到上市股票發行人、市場參與者及專業團體提交的 26 份意見書。當中有具理據的意見認為，諮詢文件中建議的規定過份嚴格，需要放寬，以便上市股票發行人能更靈活制訂認股權計劃。交易所因應這項意見，放寬原來建議的規定，並在一九九九年十一月就修訂建議諮詢某些人士的意見。基於修訂建議涉及進一步的放寬，以及會引入一些新元素，並且涵蓋主板及創業板，交易所在二零零零年五月進行另一輪公眾諮詢。交易所就建議的主板規定進行諮詢，共收到 14 名回應者的意見，而就建議的創業板規定進行的諮詢，則收到 157 名回應者的意見。

調查小組的看法

11.68 我們知悉一些經紀組織過往一直對香港交易所的諮詢工作有所不滿。他們指香港交易所的諮詢工作只是作出通知而非諮詢意見。我們未能審閱之前所有的諮詢工作的資料，但我們已注意到有關的事例。可以這樣說，即使這項指稱不成立，至少香港交易所的形象也有問題，這可能造成影響，令公眾不願向香港交易所提供意見，因而削弱了其諮詢工作的成效。

11.69 無論上述的看法是否有事實依據，是次諮詢缺乏自由發表意見的議題，加上香港交易所對若干主要建議表現出有明確的立場，以及諮詢期短促，這種種情況或許促成了上述的看法（參閱第 11.17 段）。

11.70 香港交易所的形象問題亦可能與其處理和傳達諮詢結果的方式有關。證監會在完成諮詢工作後，會發表一份總結報告，當中包括一份所收到意見及證監會對這些意見回應的詳盡摘要。這做法現於最近重新制定的《證券及期貨條例》中作出了規定。香港交易所似乎沒有類似的做法。部分人士對其就香港交易所建議所提供的意見沒有被接納及不知為何不被接納感到不滿。我們認為證監會的做法值得香港交易所考慮及採用。

第十二章

個別人士角色

引言

12.1 我們提過財經事務及庫務局、證監會和香港交易所的角色、職能及在此事件的參與程度。本章會詳述部分個別人士，即財政司司長、財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所集團行政總裁，以及財經事務及庫務局人員涉及此次事件的情況。

財政司司長

參與情況

12.2 財政司司長獲通知香港交易所計劃檢討其上市規則，以便精簡規則及加強執行。他知道香港交易所會在二零零二年七月底或八月初，發表一份上市資格及除牌程序的諮詢文件。不過，他並無參與制訂有關建議，在諮詢文件發表之前，亦沒有收到諮詢文件文本或任何摘要。他是在七月二十八日（星期日）其政務助理從互聯網下載諮詢文件的摘要後，才首次閱讀摘要，有關詳情載於第 7.65 至 7.67 段。

12.3 在分析財政司司長在此事件中的角色時，我們特別考慮下列各點:-

(a) 財政司司長與財經事務及庫務局局長（局長）之間的職責劃分；

(b) 財政司司長及政府在現行規管制度及新的問責制下對這事件的責任；以及

(c) 他在七月二十九日的言論。（參閱第 9.15 段的摘要及事件紀要有關項目。）

在新問責制度下財政司司長與財經事務及庫務局局長之間的職責劃分

12.4 一如上文第六章所述，在任何條例中，凡提述財政司司長之處，都應詮釋為包括財政司司長和財經事務及庫務局局長。這是《釋義及通則條例》（第 1 章）第 3 條的規定。財政司司長和財經事務及庫務局局長均直接向行政長官負責，這與二零零二年七月前的情況不同。以問責而言，財經事務及庫務局局長不再向財政司司長負責。因此，他們之間的職責劃分並不十分清晰。

12.5 我們知道，實際上，財經事務及庫務局局長協助財政司司長執行很多法定職能，而政府為立法會辯論問責制度而擬備的組織圖，顯示財經事務及庫務局局長是隸屬財政司司長之下的架構。從理論及事實的角度來看，雖然財經事務及庫務局局長只向行政長官負責，但行政長官已把與香港經濟和金融事務有關的一些職責和職能轉授財政司司長，而財政司司長按行政長官的命令，有責任監督轄下的架構，包括財經事務及庫務局和作為局主管的局長。因此，在實際上，財經事務及庫務局局長先向財政司司長負責。他與其局也協助財政司司長管理香港的財經事務。這種組織結構與上述的理解一致，因為財政司司長辦公室的規模細小，只有一名政務助理、一名新聞秘書，當然還有一些文職人員和其他職員。他須依賴財經事務及庫務局的支援，初步處理，例如證券市場、保險業、強制性公積金計劃，以及銀行業（程度較少），可能出現的事情。

12.6 根據現行架構，財政司司長是掌管香港經濟、金融、財政及就業等範疇的最高級官員。他須考慮這些範疇的政策大綱。與這些事宜有關的詳細政策制訂、把法例提交立法會審議，以及監管其他執行機構的工作，則由各局負責。

12.7 換言之，政府實際運作的情況是，財政司司長負責最宏觀的整體財政狀況。財經事務及庫務局局長則履行法定職責及職能，並在財政司司長要求時協助工作。當然，現時已有既定做法，確保制度順利運作。

12.8 我們得悉，當局已着手研究明確劃分財政司司長與財經事務及庫務局局長的職責，但這項研究工作尚未完成。鑑於有人對財政司司長與財經事務及庫務局局長的職責劃分明確表示關

注，雖然我們獲保證，制度的實際運作順利，以及財經事務及庫務局局長的職責說明（參閱**附件 12.1**）亦相當明確，我們相信將兩者的角色更清楚地劃分會人人歡迎。

12.9 我們須在此重申，我們受到本身職權範圍限制（及時間限制），故不能更深入研究這些問題及有關情況。在考慮我們以下其餘的意見時，須顧及上述限制。

問責制度下的政治責任

12.10 我們嘗試在此開列我們對問責制度下政治責任的理解。不過，這亦受到種種條件限制，包括本身職權範圍、時間緊迫，以及有關專業知識不足。過去六個星期我們已嘗試就有關專業知識不足加以補救，但成效不大。

12.11 我們以較為簡單的前題開始，即據我們所知，世上對“政治責任”一詞並無一致的說明或定義。

12.12 其次，“政治責任”一詞在不同的政治架構及制度有不同的後果及影響。

12.13 第三，“政治責任”一詞的解釋及涵義，很大程度上視乎某個地方的歷史、政治、憲法、憲法慣例、政治成熟程度，以及政府制度而定。因此，在美國，內閣閣員並非國會議員，他們只向總統負責。在“政治責任”一詞的發源地英國，經過多年的發展及改進，政治責任的其中一個後果是當政府在國會遭到重大挫敗，政府便會引退。同樣，當有重大錯誤或過失而後果相當嚴重，即使是下屬犯錯，內閣部長有時亦須請辭。

12.14 第四，就文字而言，問責的意思或淵源是指規定或必須對事情（通常是已發生的事情）作出交待，這是指有責任解釋，甚至表明事情發生或不發生的正當理由。這並不包含或規定在作出交代之後發生的事情。任何進一步影響將視乎有何事情發生、後果的嚴重性，以及考慮較早時第三點所提的情況。問責與獨裁相反，獨裁者無須解釋、列舉理由或為自己作交代。

12.15 我們承認以上初步觀察缺乏深度和有欠縝密，然而，我們也嘗試基於上述觀察所得，提出一點意見，說明我們對擔任財

政司司長和財經事務及庫務局局長職位者的合理期望以及他們在這件事上最終要負上什麼責任。

12.16 以我們現時討論的事宜來說，我們相信責任可分為以下四大類。第一是政策上的責任；第二是行政上的責任；第三可說是制度上的責任，關乎制度的設計；第四是人事上的責任，指負責人員及擔任負責職位的人員是否已委任合適人選處理有關工作。

12.17 我們以這次事件為例。首先談談政策責任。如果為業績欠佳公司訂立除牌機制是錯誤的政策，則容許有關政策推出就是犯了錯誤。如修訂有關機制是不對的話，則財經事務及庫務局局長及甚至財政司司長將至少須負上部分政策責任，因為他們批准有關的原則或概念。不過，就此事而言，有關政策不論過去或現在都獲得普遍支持，只是在政策如何推行方面存有不同意見，當局正正因此而須進行公眾諮詢。

12.18 就此事而言，行政責任指制訂、設計及草擬文件的工作，以及推出文件和加以宣傳的安排，而這並非財政司司長或財經事務及庫務局局長的責任之一。

12.19 制度責任是要研究三層架構是否恰當，以及在三層架構下，是否每個組成單位均有履行其職能：香港交易所負責構思及草擬，證監會負責提供建議及意見，財經事務及庫務局局長和財經事務及庫務局負責給予所需鼓勵、支持和協調，但不是干預。若香港交易所的文件編製或諮詢過程出錯，又或者證監會犯錯，則政府無須負上制度責任。然而，若問題出現在三層架構上，則政府便須承擔制度責任，因為該制度是由政府設立。在這事件中，一般意見似乎表示，而我們亦認同，三層架構原則上是完善的，儘管汲取是次事件的經驗再稍作調整，更清晰地劃分職責，特別是證監會與香港交易所之間的職責，以及改善這兩層架構之間的協調，並非不恰當。

12.20 在此，人事責任指身在其位的是否都屬恰當人選，而他們是由誰委任的。

12.21 再者，財政司司長身為最高級的“財金”官員，至少有政治責任了解發生何事，以及在有需要的情況下，研究誰有犯錯和誰須承擔責任的問題。在其能力範圍內，財政司司長亦應確保

事情出錯後，問題會盡快解決，而當局亦會採取措施盡量減少這種過失對經濟的影響。第三，我們相信財政司司長亦有責任確保當局會採取措施，防止類似過失或事故再次發生。

二零零二年七月二十九日的言論

12.22 關於財政司司長七月二十九日的言論，要指出的第一點是，他曾表示交易所沒有把諮詢文件的內容知會財經事務及庫務局。這一點引起評論，指財政司司長在得知所有事實之前暗有所指。此外，亦有人指稱財政司司長逃避責任，而更嚴重的是，財政司司長表示香港交易所沒有把諮詢文件的內容告知政府是失實陳述。事實上，直至在其後的星期三（即七月三十一日），財經事務及庫務局局長向財政司司長表示，其職員曾收過香港交易所提供的文件摘要，這與局長較早前知會財政司司長的完全相反。這一點已在上文第 9.16 及 9.17 段述及。財政司司長顯然是收到錯誤信息，因此不應因其言論受責。他是有權相信局長所報告的事情的。

12.23 財政司司長指交易所可能在考慮問題方面不太周詳，也可能是低估了市場的反應，他這樣評論，是因為文件看來沒有清楚說明 5 角是股份合併的界線，而且不知什麼緣故向公眾傳達了或令公眾相信了 5 角是除牌準則及界線的信息。此外，市場明顯會關注的是，公司若遭除牌，持有該公司股份的股東可做什麼。財政司司長認為，就除牌後給予另一交易平台的利弊作出一些討論，總是可取的，還可避免引起市場恐慌。由於諮詢文件由香港交易所負責，財政司司長假設香港交易所有判斷錯誤，亦是合理和合乎邏輯的。我們同意這點。（參閱第 7.87 段）。

觀察所得

12.24 我們已講述對財政司司長四方面的職責的意見。我們不能說他未有履行這些職責的任何一項。事件或許揭示了三層架構在實際運作中涉及職責劃分的一些不足之處，特別是香港交易所及證監會之間的職責劃分，以及香港交易所內部的事和其與外界的溝通，但歸根究柢，這些其實都是應先由香港交易所處理的瑕疵。我們亦認為，財政司司長和財經事務及庫務局局長應提供必須而且權威性的鼓勵，以協助解決問題。

財經事務及庫務局局長

參與情況

12.25 財經事務及庫務局局長在二零零二年七月一日履新。他知道除牌建議一事，至於詳情，他並未獲告知，也沒有被諮詢。在籌備七月二十四日的聯席記者招待會時，他知道香港交易所會在七月二十五日發表諮詢文件。七月十七日，其政務助理把一份載列建議要點的證監會摘要表放在收件盤中，但他沒有看見。他當晚赴宴，之後飛往倫敦，直到七月二十二日（星期一）才返回辦公室。而且，他要到七月三十一日早上才知道財經事務及庫務局已取得香港交易所的摘要，但這份文件並未轉交給他。之後，他把有關事情告知財政司司長。

12.26 七月二十五日至七月三十一日期間，他不斷與財政司司長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁，以及商界及證券界的朋友聯絡，嘗試了解情況，並制訂處理事件的最佳策略。

他的責任

12.27 他在立法會財經事務委員會會議上，承認須負上“一定程度的責任”。我們已表明立場，指財經事務及庫務局局長和財政司司長二人均須承擔第 12.10 至 12.21 段所述的責任。除了財經事務及庫務局局長在立法會委員會會議上表現欠佳（詳情參閱我們於第 9.20 至 9.21 段所述的意見）外，我們並不認為他失職。我們亦注意到，財經事務及庫務局局長自二零零二年七月一日加入政府以來，確有大量事情須熟習，職責與文化的轉變也需要時間適應。我們看過財經事務及庫務局局長的工作日程簿，其工作確實排得滿滿。在此之上，還加上他的辦事處與局內同事的在地理上並不接近，聯絡出現問題，因而造成混淆和對事件的實情有誤解。由於熟習工作的時間短促，同時在崗位工作經驗尚淺時有事情出錯下，引致財經事務及庫務局局長在立法會財經事務委員會上應對欠佳。向前展望，財經事務及庫務局局長現正需要帶頭檢討這制度及其他引致七月二十六日發生的事件的各種問題。

證監會主席

參與情況

12.28 證監會主席知道有關除牌的建議，他知悉大概情況，但並無參與其中細節，包括有關最低股價的討論。由於這屬香港交易所的諮詢文件，因此只有企業融資部的職員才參與跟香港交易所之間的日常溝通。除非涉及爭議或重要政策，否則香港交易所的諮詢文件不會提交證監會主席審批或評論。只有在香港交易所已完成諮詢，訂出對規則的修訂並提交證監會董事局審批時，證監會主席才會參與其中。

12.29 他於二零零零年底首次獲悉有關強制股份合併的構思，內部職員會議曾就此構思作一般討論，在其中一次於二零零二年五月三十日舉行的會議中，他獲告知香港交易所建議的粗略大概。他是自七月九日參與為七月二十四日的公關工作推展計劃舉行的會議起才開始參與其中，而證監會亦於七月二十五日發表了一份新聞公報。沈先生在七月二十八日舉行的新聞簡報會上發表了一些意見，並在該次簡報會後才首次閱讀諮詢文件。他於七月三十一日出席立法會財經事務委員會會議。他並沒有出席證監會於七月二十五日就香港市場素質召開的傳媒簡報會。我們已看過他較早時就香港股票市場素質與財經事務局局長葉澍堃先生、香港交易所主席李業廣先生及後來的新任財經事務及庫務局局長馬時亨先生的通信。

七月二十八日的言論

12.30 七月二十八日舉行的新聞簡報會，是牽涉到證監會主席的重要事件。他在會上以廣東話發表了若干言論。證監會主席回答一名記者的提問時，表示"證監會無同港交所傾任何一個價"。其後回答一條跟進問題時，他再次以廣東話表示"範圍當然有傾，一蚊、幾毫什麼價錢都有傾過，但係無講指定係一個價"。因此，前者的言論單獨來說，與香港交易所集團行政總裁在二零零二年七月三十一日立法會財經事務委員會特別會議上公開的事件紀要中所載的事件有所出入。因此，有人問到證監會主席所說的是否實情。

12.31 我們注意到:-

(a) 沈聯濤先生的廣東話水平，在談論技術事宜，並不流利。他在七月二十八日舉行的記者會上以英語宣讀自己的聲明，其他出席者，即財經事務及庫務局局長、香港交易所主席和集團行政總裁，則以廣東話發言。沈先生一向的習慣，是以提問者使用的語言來回答傳媒的問題。而他於七月二十八日亦不明智地依循了這個習慣。

(b) 記者會結束後，沈先生詢問證監會的職員，他的言論會否對證監會的角色造成混淆或誤解。證監會的職員查閱相關記錄後，認為沈先生的言論若與其後的澄清說明一併閱讀的話，應該不會造成混淆之虞。證監會的職員亦有留意星期一和星期二的報章報道。這些報道均指沈先生表示證監會曾就價格範圍進行討論。有見及此，證監會的職員認為無需要作出澄清，而這樣做反而可能會引發進一步的爭論。為協助記者了解整件事，證監會機構傳訊科的職員在七月二十八日向傳媒發出了記者會相關部分的發言謄本。

<u>他的責任</u>

12.32 沈先生在七月二十八日的言論有混淆不清之處，誠屬不幸，但亦不應導致其後的嚴重指責，然而，這畢竟發生了。事後看來，如能盡早澄清有關事宜，情況會較好。我們從不認為沈先生曾刻意誤導他人，亦確信，他所說的每句話，從上文下理來看，均不應有混淆不清之處。

12.33 沈先生在二零零二年七月三十一日立法會財經事務委員會會議上表示，倘在規管香港交易所方面有任何出錯，或他本人或任何屬下職員有任何過失，他願意承擔全部責任。我們並不認為，證監會就諮詢文件方面提供意見（參閱第 7.45 段）或在防止七月二十六日發生的事件方面，尚有應做而未做的事情。我們注意到，證監會和香港交易所間或會就規管上市公司，彼此擔當的角色、想法和責任，以及內部和兩者之間的溝通，有意見分歧或出現不愉快情況。這次事件凸顯不少分歧，部分這些瑕疵現時必須予以消除。

香港交易所集團行政總裁

參與情況

12.34 香港交易所集團行政總裁參與訂定諮詢文件的方向和範圍。文件的基本工作由上市科職員負責。他本人並無參與上市科和證監會企業融資部的日常討論，但上市科會就所有重大事項，包括最低股價的磋商，以及發表諮詢文件的方式和時間表，諮詢其意見。他在上市科的定期和特別會議上討論所謂“關鍵”事件，亦就諮詢文件的一份後期擬稿提供意見。他是上市委員會成員之一，儘管沒有出席七月十八日的會議。他在二零零二年七月二十五日主持發表諮詢文件的記者招待會。

他的責任

12.35 由於諮詢文件是由香港交易所發出，交易所的集團行政總裁負有如下的責任:-

(a) **行政責任**

他在過去及現在均是香港交易所的集團行政總裁。這份文件是香港交易所的諮詢文件，而身為集團行政總裁，他雖然無須定出所有細節，但他訂定明確的政策方向，並有責任確保諮詢文件在制訂、草擬及公布方面全部達到應有的水平。作為香港交易所最高級的行政人員，他要代表香港交易所為在擬備及發表諮詢文件方面出現的任何重大政策失誤負上責任，例如未有充分強調 5 角的最低股價是股份合併而非供除牌的界線、沒有就另設交易平台進行足夠的討論，以及在制訂諮詢文件的過程中未能與業界有足夠的溝通等。

(b) **制度責任**

集團行政總裁必須確保香港交易所內部，以及交易所與證監會之間設有妥善的制度和架構。在這方面，集團行政總裁嚴格依循一貫做法，在實際諮詢之前不向其他方面徵詢意見。他亦遵守董事會職能及上市職能的明確分隔的做法，因此，香港交易所沒法借助董事會及各諮詢小組成員的豐富專業知識，甚至董事會的主席亦沒有就諮詢文件提供意見。集團行政總裁依循行之已久的慣例行事，他不應因此而受到任何批評。儘管如此，我們相

信有關做法很值得再予研究。我們已提出了一些建議（第 5.20、7.70、11.49、11.50、13.13 段及第 14.6 至 14.14 段），並留意到香港交易所亦已提出了本身的建議。我們希望香港交易所的董事會及證監會能夠很快便予以考慮。

我們亦已就上市委員會的角色及職能作了一些評論（見第 4.10、4.11、5.20、5.21 段、第 7.39 至 7.43 段及第 7.45(d)段）。我們在此提及這些評論並非是批評香港交易所集團行政總裁容許有關情況發生，而是為了表明充分利用香港交易所整個組織內的經驗及專業知識的重要性（亦參閱第 4.5 及 4.22 段）。

(c) <u>人事責任</u>

集團行政總裁有責任確保在數量和質量方面撥出足夠資源，以擬備有關建議。在今次的情況中，由於問題本身的複雜性，我們並未完全清楚是否已把足夠資源撥給是項重要的工作。總的來說，我們並不認為集團行政總裁在這方面有差錯。

財經事務及庫務局

<u>參與情況</u>

12.36 在財經事務及庫務局內，有三名人員與事件直接有關:-

(a) 苗學禮先生 — 財經事務及庫務局常任秘書長（財經事務），於二零零二年七月一日上任

(b) 區璟智女士 — 財經事務局副局長（財經事務）(1)（二零零二年七月一日易名為財經事務及庫務局副秘書長（財經事務）1*），負責監督證券組及《證券及期貨條例》特別事務組

(c) 甄美薇女士 — 財經事務局首席助理局長（證券）（二零零二年七月一日易名為財經事務及庫務局首席助理秘書長（財經事務）（證券）*），實際負責證券政策事宜的人員

*此兩職位的英文名稱並無更改。

12.37 下表扼述這些人員與事件的關連。除非另外指明，否則事件的主要參與者均為甄美薇女士。

日期	事件／工作任務
2000 年 10 月至 2001 年 11 月	甄女士把香港證券經紀業協會對細價股及攤薄股值的關注轉達證監會，並作出跟進。
2001 年 12 月	籌組首次三方會議。
2002 年 3 至 5 月	出席由香港交易所集團行政總裁擔任主席的統籌委員會會議，會上主席提到除牌建議的進展。
08.07.02	組織預備會議，就財經事務及庫務局局長公布上市委員會改革一事，確定主要建議及推展計劃的細節。
09.07.02 – 17.07.02	為財經事務及庫務局局長準備二零零二年七月二十四日記者招待會的資料。
10.07.02	取得有關除牌建議的證監會摘要表。
17.07.02	取得香港交易所的諮詢文件摘要。
17.07.02	把證監會摘要表交予財經事務及庫務局局長政務助理。
18.07.02	擬備有關除牌建議的簡略分析，供副秘書長(1)及秘書長（財經事務）參閱。
29.07.02	擬備事件紀要。該份文件其後交予財經事務及庫務局局長和財政司司長，但遺漏了收到香港交易所摘要的記錄。事件紀要由副秘書長(1)及秘書長（財經事務）審批。

日期	事件／工作任務
30.07.02 – 31.07.02	把遺漏事項告知財經事務及庫務局局長。

12.38 財經事務及庫務局在發展香港的證券及期貨市場有政策方面的責任。在有關證監會及香港交易所事情的工作層面上，財經事務及庫務局首席助理秘書長（證券）是主要的聯絡人員。有關就更改香港交易所規則而諮詢公眾意見的建議，該局過去及現在都不會參與屬規管機構的證監會或屬市場營運機構的香港交易所的商議。如該等建議有助支持或進一步推行政府的政策，該局只會留意其整體進展。該局亦會把市場人士向其表達的任何意見，轉告規管機構及市場營運機構。

12.39 該局最初是在二零零零年年底與香港證券經紀業協會舉行兩月一次會議上，得知有關細價股的問題。

12.40 有三件事情值得注意。首先，甄女士把證監會的摘要表而非香港交易所的摘要送交財經事務及庫務局局長的政務助理。第二，她在送交財經事務及庫務局局長並分送財政司司長參閱的事件紀要中，遺漏了指出她已取得香港交易所的摘要。第三，直至二零零二年七月三十日的早上她才指出該項遺漏，並在二零零二年七月三十一日向財經事務及庫務局局長再強調這點。

12.41 甄女士解釋時表示，她並不認為有必要把香港交易所摘要送交局長，因為她認為證監會的摘要表"在當時情況下跟香港交易所的摘要同樣有用"，而證監會摘要表的格式較合適送交財經事務及庫務局局長迅速閱覽。我們相信甄女士當時採取的行動明智合理。香港交易所很少把諮詢文件或文件摘要預早送交該局參閱。如非有需要協調在七月二十四日記者招待會的公關工作推展計劃，甄女士亦不會索取香港交易所的摘要。

12.42 至於第二點，甄女士解釋她所得的印象是，事件紀要應顯示整體發展。因此，她的事件紀要只包括重大事件。她認為香港交易所的摘要與證監會的摘要表性質相似。此外，她是在周末辦公室關門後才獲通知要短時間內準備有關文件。由於未能取得有關檔案，她只能根據已有資料準備一份粗略擬稿。有關遺漏原應不屬重要，而甄女士不應因事件紀要遺漏該項而屬有錯失。

12.43 我們認為甄女士的做法合情合理，因為取得證監會的摘要表與香港交易所的摘要，是作為二零零二年七月二十四日聯席記者招待會的背景資料。這些資料並非證監會及香港交易所為告知財經事務及庫務局有關諮詢文件擬稿詳情而提交的資料。兩份文件的用途相似。也許不幸的是，在不知道有遺漏的情況下，財政司司長根據其理解，即香港交易所並沒有就諮詢文件知會財經事務及庫務局，發表了一些言論。

責任問題

12.44 我們已講過財經事務及庫務局自二零零零年年底開始涉及事件的情況。該局已促請證監會注意有關問題，鼓勵香港交易所加強股票經紀的參與，並成立及參加了不同會議，鼓勵各方加強溝通，尤其是加強證監會與香港交易所之間的溝通。我們相信在這過程中，財經事務及庫務局取得適當平衡。該局的作為不會被視為干預，但又提供了一定程度的協調彌補先前的不足。雖然不同文件摘要與事件紀要有所混淆，我們不認為財經事務及庫務局屬有錯失。

第十三章

結論

引言

13.1 經過之前各章的討論後，我們最後到了總結部分。我們在本章內綜合事件發展的線索，得出以下結論。

結論

結論 1

13.2 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:-

(a) 維持公平、具透明度及有秩序的市場；

(b) 增強公眾對市場的信心；

(c) 確保所有投資者，特別是小股東得到適當的保障；

(d) 盡量杜絕市場失當行為，並淘汰有損香港市場聲譽的劣質公司；以及

(e) 提高香港作為主要國際金融中心的地位。

結論 2

13.3 建基於結論 1，我們認為各方已有共識，香港應繼續推行改革措施，莫讓細價股事件改變或拖慢持續進行的改革。

13.4 無痛的改革是絕無僅有的。提出及推行改革是一項艱巨的任務，特別是在市況欠佳的情況下。

結論 3

13.5 提出及推行改革時，當局需要小心謹慎、周詳考慮，以及觸覺敏銳。我們了解到，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，並建立共識。

結論 4

13.6 政府、證監會及香港交易所均已表明決心，推行改革，以提高市場素質。儘管各方都熱切期望早日推行改革，而此事亦可說有其迫切性，但改革的步伐不可操之過急，而且必須平衡各方的利益。劇作家普勞圖斯曾經說過，倉促行事，有失意義。

13.7 市場及社會不同界別的人士對是否需要改革及改革的步伐持不同意見，是意料中事。

結論 5

13.8 細價股事件顯示了這些股份的股價波幅很大，證明當局有需要盡快處理細價股問題。

13.9 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。

結論 6

13.10 我們現在可以向前看，而經過這次事件，我們能夠就有關事宜作出檢討。如在醞釀過程中多作事前的諮詢工作，整項諮詢工作當會做得更好。

13.11 香港交易所直至公布諮詢文件前大約兩星期，都沒有正式讓市場參與制訂有關建議的概念及詳情。證監會因感到受制而未有在草擬階段讓其諮詢網絡就香港交易所的建議提出意見。雖然香港交易所一直都有認真記錄傳媒表達的意見，但這並不能完全替代及早和經常讓利益相關者參與的做法。

結論 7

13.12 香港交易所和證監會在擬備諮詢文件的過程中，均付出努力。香港交易所遵照處理類似諮詢文件行之已久及合理的慣例行事，但就某方面而言，在遵照適當的程序行事時，可能過於僵化。

13.13 香港交易所不會不同意若非因架構上一些障礙，香港交易所是可以做得更好。未能充分善用其諮詢網絡、上市委員會角色稍欠清晰，以及與證監會關係略為緊張，均令香港交易所未能充分善用本可以借助的知識、經驗及專長的原因。

結論 8

13.14 七月二十六日後所發生的事情及當局的反應，可能引發了更多議論和意見，令事件更為複雜。新引入的問責制及其實際意義，幾乎蓋過與諮詢文件有關的技術問題。細價股事件迅速演變成棘手的政治問題。有批評指，政府、證監會和香港交易所在三層架構下的角色不明確，而財政司司長和財經事務及庫務局局長的職責劃分以至問責制的範圍，均有欠清晰。

結論 9

13.15 三層規管架構於過去十三年在香港一直行之有效，各方極為支持繼續沿用。與此同時，有人要求更清楚界定三者的職責，並更妥善協調三者之間的關係。

第十四章

建議

建議摘要

14.1 規管機構、投資者及香港整體經濟均為細價股事件付上沉重代價。在報告之前各章，我們討論過事件的因由。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。

14.2 在作出建議時，我們以事件的實情，以及各方表達的共同意見和目標為依歸。各方均有共識，認為當局應在以下範疇加倍努力:-

(a) 維持公平、具透明度及有秩序的市場；

(b) 增強公眾對市場的信心；

(c) 確保投資者得到適當保障；

(d) 設法杜絕市場失當行為；

(e) 促進市場創新和競爭；以及

(f) 提高香港作為主要國際金融中心的地位。

14.3 我們的建議大致分為以下三類:-

(a) 一般建議；

(b) 有關擬備和發表類似諮詢文件及修訂《上市規則》的建議；以及

(c) 其他建議。這些建議是參考聲望昭著的機構或人士的周詳意見後得出的。我們認為日後檢討相關事宜時，這些建議值得考慮。

一般建議

14.4 我們留意到各方極為支持提升本港證券市場的素質。因此，我們**建議**政府、證監會及香港交易所繼續推行改革措施，提高本港金融市場的企業管治水平、透明度和整體素質。此外，我們亦**建議**當局繼續就公眾所關注事宜進行廣泛諮詢。

擬備及發布諮詢文件

14.5 根據從各方收集的意見書和陳述書綜合所得的意見，我們**建議**在以下範疇作出改善:-

(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

14.6 我們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:-

(a) 找出市場面對的主要問題，以便制訂最切合市場需要的適當建議；

(b) 通過在切實可行的範圍內讓市場人士及市民廣泛參與，建立共識；

(c) 提高透明度，增強公眾對制度的信心；以及

(d) 方便在掌握充分資料的情況下就建議進行討論。

14.7 我們**建議**在原有工作成果的基礎上，香港交易所、證監會及政府應:-

(a) 以最具建設性及效率的方式，充分利用現有諮詢網絡；

(b) 盡量擴展諮詢網絡，以提高成效；

(c) 確保諮詢網絡具有廣泛代表性；以及

(d) 在討論建議概念和綱領及制訂建議初期，讓諮詢網絡參與其中。

善用現有諮詢網絡

14.8 香港交易所和證監會的諮詢網絡均涵蓋多個委員會、董事會及小組，成員由熟悉市場不同範疇，富有經驗和成就卓越的人士組成。我們**建議**應在可行情況下，盡量借助這些委員會、董事會及小組成員的知識，即使諮詢方式屬非正式和向個別人士進行。具體來說，我們**建議**:-

(a) 對於香港交易所提交證監會，以便徵詢其意見的諮詢文件擬稿，證監會應可為此徵詢其轄下的股東權益小組和諮詢委員會的意見。股東權益小組現已根據《證券及期貨事務監察委員會條例》（第 24 章）正式成為法定委員會；

(b) 香港交易所應借助香港交易所董事會和各諮詢小組個別成員的市場專長（不論是以個人身分，或透過香港交易所現正擬設立的新處理上市事宜的正式架構），從而輔助上市委員會履行職責；

(c) 香港交易所應更早讓上市委員會參與討論建議的構思和綱領；

(d) 香港交易所應讓上市委員會充分知悉有關修訂《上市規則》和發表諮詢文件的工作計劃；以及

(e) 香港交易所應考慮成立工作小組，成員包括具有所需專長的人士和香港交易所行政人員。

擴大諮詢網絡

14.9 我們注意到，財經事務及庫務局與股票經紀業定期接觸及舉行會議。這些接觸是有用的機會，讓雙方就共同關注的問題交流意見及想法。證監會也有類似的安排。我們**建議**香港交易所考慮增加和改善與經紀及經紀業協會的聯繫。

確保諮詢網絡具廣泛代表性

14.10 我們**建議**，無論是現有或新設的諮詢網絡，應包括主要的利益相關者，即公司及散戶投資者、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。

14.11 我們注意到，香港交易所的架構內並無任何專為反映消費者及股東意見而設的小組。為確保香港交易所知悉他們的權益，我們**建議**香港交易所考慮在其下成立消費者小組或股東權益小組。

14.12 中小型金融中介機構及公司在金融市場擔當極為重要的角色。我們**建議**香港交易所考慮設立適當的渠道，聽取上述組別人士的意見。

及早讓市場人士參與

14.13 我們留意到，證監會把外界諮詢程序分為兩階段：先就概念作討論，再研究詳細建議。有關安排看來行之有效。我們**建議**香港交易所引入最恰當配合其架構及需要的類似程序。

香港交易所行政人員的建議

14.14 我們得悉香港交易所行政人員在細價股事件後，擬備了初步建議，務求在擬備《上市規則》修訂建議的諮詢文件時，改善向市場徵詢意見的程序。其中的重點，是建議在最近公布的上市管治架構下，為與紀律無關的上市事宜，建立正式機制。這個機制可作為早期的討論渠道。我們**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

14.15 評估市場反應不單是一門藝術，亦是一門科學，講求制度和管理。我們注意到，最近重新制定的《證券及期貨條例》規定，香港交易所把規章呈交證監會批准時，須附有就該等規章的目的及相當可能會有的影響（包括對投資大眾的影響）而作出的解釋，該等解釋的詳細程度，須足以使證監會能夠決定是否批准該等規章。我們**建議**，香港交易所應考慮對諮詢文件採取類似的安排，而不僅限於該等須提交證監會以徵詢其意見的文件。具體而言，我們**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，以便委員會可就應否發表該份諮詢文件及文件發表時的內容，作出決定；以及

(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，充分解釋建議可能帶來的影響。

14.16 我們注意到，有些問題可能對政策產生重大影響，而有些建議則會影響金融市場其他環節。在這些情況下，我們**建議**香港交易所對可能造成的市場反應作出評估後，應盡早把結果通知證監會和財經事務及庫務局。

改善諮詢程序

14.17 為使市民在掌握資料後進行充分討論，我們**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) 香港交易所在發表諮詢文件後進行的推廣計劃十分成功，應在此基礎上繼續推行，並予以擴大。至於影響投資大眾的事宜，香港交易所須考慮為他們籌辦特別講座及研討會。

檢討三層規管架構

14.18 經研究後我們認為架構本身是健全的。然而，我們接獲一些意見及陳述書，認為架構仍有改善餘地。我們研究過所有的意見。現把較重要和較具深遠影響的意見概述如下，以供當局考慮。

14.19 我們**建議**:-

(a) 當局應再審慎研究上市委員會的現行架構、角色及運作情況是否可以改善及如何改善，以便委員會可完全履行其職責，作為香港交易所轄下最終負責上市事宜的單位（參閱第 5.20、5.21、7.45(d)及 11.51 至 11.55 段）。

(b) 香港交易所及證監會應審慎研究如何確保兩者之間有效地協調彼此的工作。具體來說，我們**建議**香港交易所及證監會:-

- 在諒解備忘錄內進一步清楚釐定兩者所擔當的角色，並列出明確條文，闡明兩者在處理諮詢文件及《上市規則》修訂事宜方面應履行的職能和職責，以及這些工作涉及的程序；

- 加強現行的聯絡機制，並在有需要時通過引入新的高層組織來達致這個目標，該組織成員包括香港交易所集團行政總裁，以及（視乎需要)）董事會主席和上市委員會主席。證監會主席，以及（視乎需要)）一名執行董事及一名非執行董事，作為證監會的代表。證監會及香港交易所均可提出討論課題。這項安排應可定期檢討制度及政策上的事宜。有關組織應在負責處理一般運作事宜的工作會議以外，另行設立。

- 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（參閱第 5.23 及 5.24 段）。

14.20 我們在本報告（參閱第 7.80、11.29 及 11.30 段）中曾提到，商界有不少有地位的人士指出香港交易所被認為存在利益衝突情況，至少自二零零零年起，亦即在香港交易所成為上市公司兼且擔當前線規管機構時便有這個問題。有意見認為，香港交易所將業務與規管職能分開這種安排不理想。禁止董事會參與上市公司的重要事宜，更可能會影響效率。

14.21 由香港交易所和證監會共同處理規管事宜，並劃分兩者的角色和應履行的職能，不僅影響效率，更會導致混亂。上市事宜的規管職能由證監會轉交香港交易所後，至今已差不多 12 年，但有關角色和職責方面的問題依然存在。我們認為現在是適當時候檢討現行安排。因此，我們**建議**政府應聯同證監會和香港交易

所，檢討如何重新釐定上市事宜方面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。必須補充的是，香港交易所被認為有利益衝突問題，以及雙重規管職能所引致的效率問題和混亂情況，不僅有市場從業員和財經分析員就此提出意見，甚至不少過去和現時都是香港交易所集團的成員，亦曾提出意見。特別要提的是，大多數人都表示，上市委員會如須予以保留（多數人認為須保留上市委員會），則不應隸屬香港交易所。在現行架構下，證監會是唯一可以設立上市委員會的機構。我們認為這些意見可取，並建議當局進一步考慮。

14.22 我們認為，政府應避免干預證券業的日常規管工作，是行之有效的原則。我們**建議**，政府應確立本身作為推動者及協調者，而非規管者的角色，讓市場力量在整體的政策架構下自行運作，不受政治干預。政府應向業界及投資大眾傳遞清楚信息，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

14.23 由於香港的股票市場有大量散戶投資者，而大部分公司又是由家族擁有或控制，政府（作為推動者）、證監會（作為監管者）和香港交易所（作為市場營運者），在確保小股東的權益獲得公平的保障方面宜倍加小心。我們**建議**當局應進一步和不斷研究如何更適當地保障小股東的權益。日常出現的大股東欺壓小股東的報道，特別是部分規模較小的上市公司，會令香港市場的形象受損。再者，小投資者是最需要幫助的一群。

其他建議

14.24 此外，我們注意到，問責制令細價股事件變得更加複雜。為確保三層規管架構和香港整體管治健全，當局可能需要就某些問題採取進一步的行動。政府應在切實可行範圍內盡快:-

(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。

第十五章

結語

15.1　七月二十六日發生的事件實屬不幸，令人遺憾。處事失當的指控和對此作出的反訴，此起彼落，至為激烈。當中大部分已在本報告內提及，而關鍵人物均已得到充分及適當機會回應所受的批評。結果，在各方充分合作下，經過我們認為已相當詳盡（亦相當費神）的調查後，我們並沒有發現展開工作之時，一些報道及批評使我們以為存在的重大缺失。不過，我們發現了一些情況，當中涉及一些判斷上的錯誤（而部分錯誤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，以及一些制度上的瑕疵。我們所找到的問題，獨立看來，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，並導致市民對當局其後處理事件的方式感到不滿。

15.2　我們頗費篇幅臚列了調查結果，這主要是為了使報告詳盡透徹。倘若有更多時間，我們肯定報告可撰寫得更精簡，組織得更有系統，編輯得更有條理。事實上，調查小組認為報告必須包括事件的大部分經過，作為調查結果的背景，以及利便詳列各項相關事宜。

15.3　任何人如認為有需要辨別誰是誰非，又或不全然接受我們所得出的結論和結果，亦可看到我們調查時所接觸大部分的原本資料。任何人如認為我們所提的意見或其中一些意見不中肯或不合理，至少可在報告中看到他們所述的大部分論據及情況。

15.4　是次調查的目的並非在於追究責任。我們重申，我們大部分的意見，主要根據事後對事件的了解而提出。我們雖然同樣面對緊逼的時間，幸好仍可檢討及討論、查詢及追查真相。我們當中所受的壓力，與當時證監會、香港交易所以至財經事務及庫務局實際面對的壓力相比，實在是微不足道。

15.5　最終來說，我們希望有關方面可以汲取經驗，在將來作出改善。

15.6 我們已對曾經提交意見書、陳述書及文件的所有人士表示謝意。若非得到秘書處克盡厥職，全力支援，相信我們不可能如期完成報告，而調查工作也會倍加困難。秘書處主管李美嫦女士精明能幹，魄力不凡，其助手潘惠娥女士、李振平先生、黃穎欣女士、馮詠思女士、方嘉莉女士及劉靜文女士亦鼎力襄助，全面配合。我們謹此向他們致以衷心摯誠的感謝。

附件 1.1

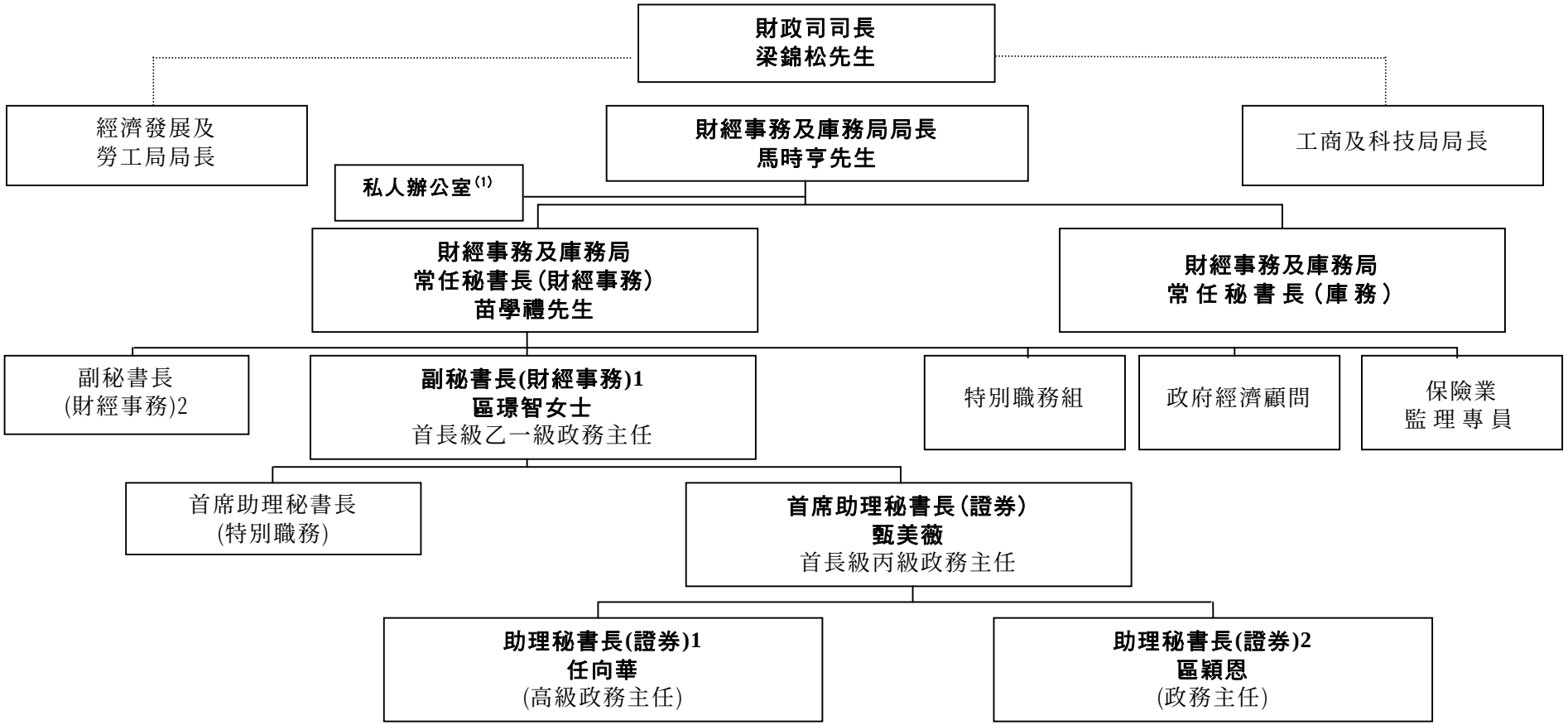
接獲的陳述書

曾向調查小組提交陳述書的機構和人士名單如下：

政制事務局
消費者委員會
鄭維健博士，金紫荊星章，太平紳士
羅嘉瑞醫生
經濟發展及勞工局
財政司司長私人辦公室
財經事務及庫務局
香港交易及結算所有限公司
香港投資者學會
香港證券及期貨業職工會
香港證券學院
香港證券學會有限公司
香港證券經紀業協會有限公司
劉殖強先生
梁定邦先生，資深大律師
WEBB David M 先生
陸恭惠女士
破產管理署
證券及期貨事務監察委員會
香港上市公司商會有限公司
香港網上經紀協會
香港金融管理局（陳述書由公司法改革常務委員會秘書處轉交調查小組）
民主黨
胡經昌議員，銅紫荊星章
劉慧卿議員，太平紳士
自由黨
證券商協會有限公司
宏高證券有限公司

附件 4.1

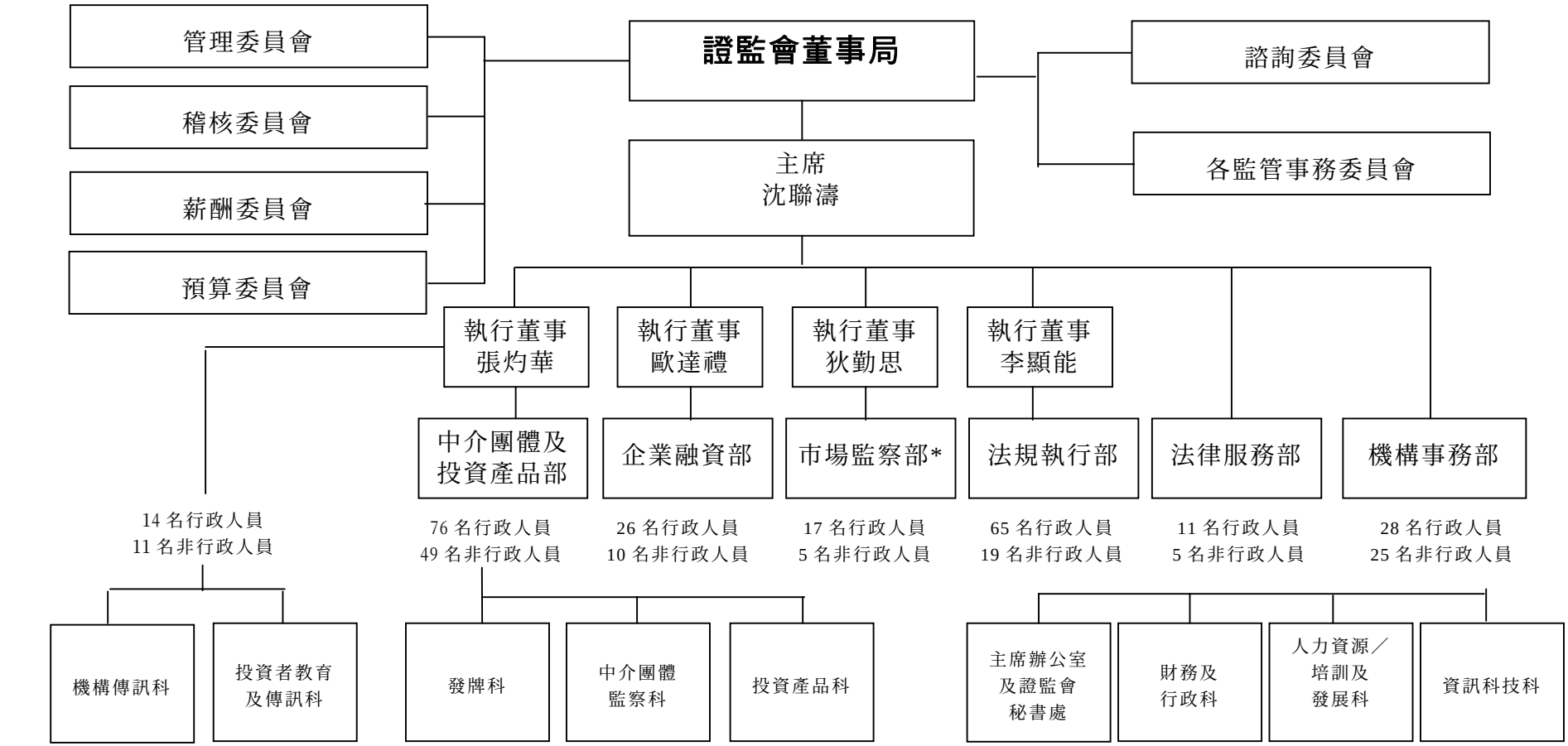
參與證券方面政策工作的政府人員



註 1：財經事務及庫務局局長私人辦公室的人員包括 1 名政務助理、1 名新聞秘書及 1 名私人秘書。

附件 4.2

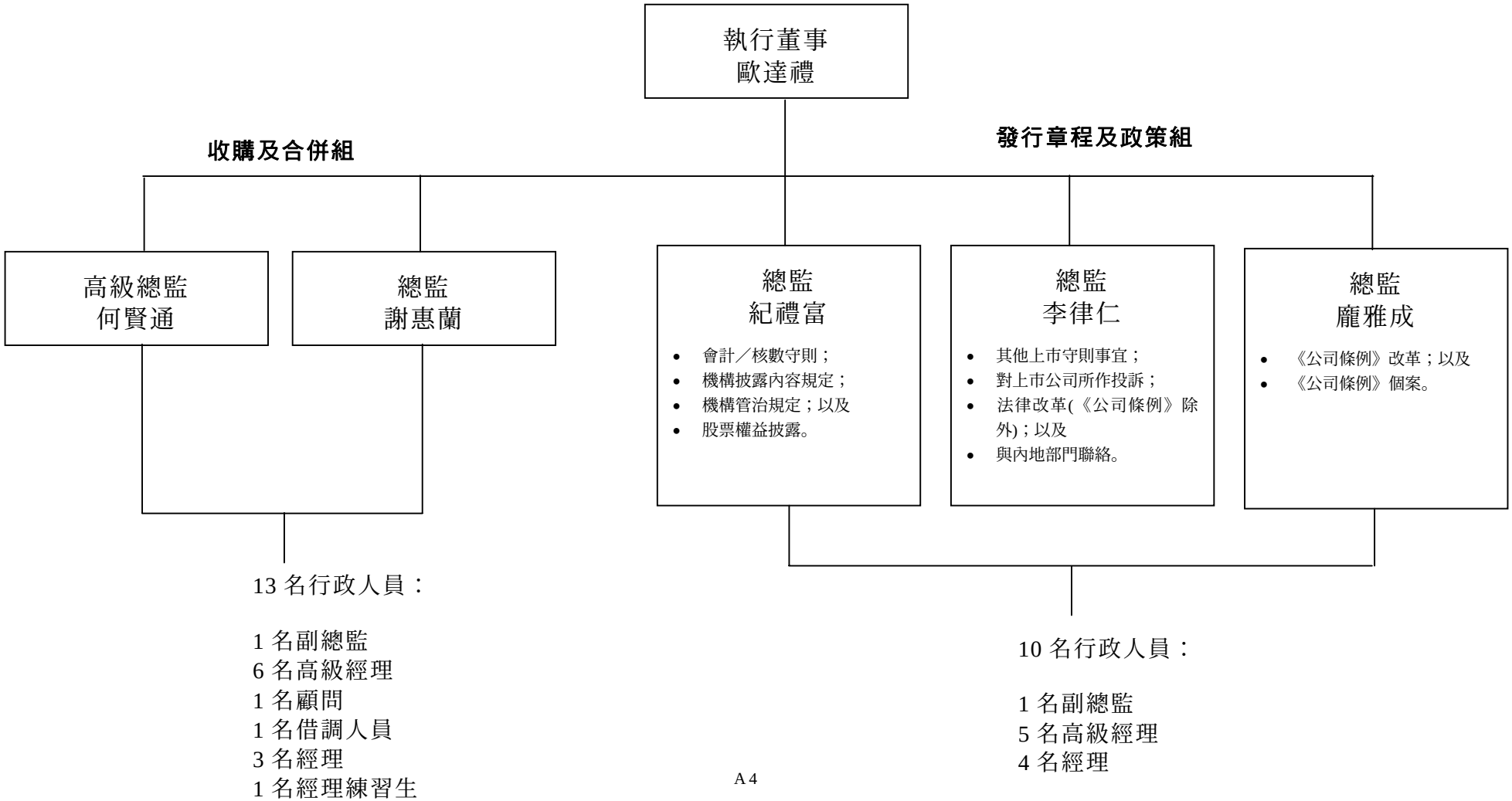
證券及期貨事務監察委員會



* 包括研究科

附件 4.3

證監會企業融資部



香港交易及結算所有限公司

董事會

非執行主席：
李業廣，金紫荊星章，太平紳士
由財政司司長委任的公眾利益董事

執行董事兼集團行政總裁：
鄺其志，金紫荊星章，太平紳士
當然董事

非執行董事：
由財政司司長委任的公眾利益董事
陳祖澤，金紫荊星章，太平紳士
范華達
梁家齊，太平紳士
劉金寶
羅嘉瑞，太平紳士
施德論，金紫荊星章，太平紳士
賀利華

由香港交易所股東選出的董事
范佐浩，太平紳士
郭志標
李佐雄，銅紫荊星章
李君豪
司徒振中
余維強

六個委員會的委員

常務委員會

李業廣(主席)
甘禮德
鄺其志
梁家齊
司徒振中

稽核委員會

施德論(主席)
范佐浩(副主席)
范華達
梁家齊
余維強

投資顧問委員會

范華達(主席)
司徒振中(副主席)
祈炳達
孫德基
辛定華

風險管理委員會

李業廣(主席)
陳祖澤
郭志標
林建
沈聯濤
施德論
王冬勝
任志剛

薪酬委員會

陳祖澤(主席)
李佐雄
賀利華

提名委員會

李業廣(主席)
范佐浩
羅嘉瑞

附件 4.5

香港交易所各諮詢小組
職權範圍及成員名單

A. 衍生工具市場諮詢小組

職權範圍：

諮詢小組每年須開會至少一次，如諮詢小組工作上需要，應召開額外會議。

2. 諮詢小組的職責、權力及職能如下：

(a) 就國際趨勢，中介機構、發行人、投資者和其他市場參與者的需要，科技方面的挑戰，以及推出與衍生工具市場有關的新產品的時機，向董事會提供市場專業知識和意見；
(b) 研究董事會所要求，與衍生工具市場有關的其他課題及事宜，並作出匯報；
(c) 一般而言，就與衍生工具市場有關的政策建議、策略性措施和主要投資，擔當諮詢角色；以及
(d) 按董事會不時的要求，就上述事宜進行討論及制定政策，並向董事會提供意見。

成員名單：

梁家齊(主席)
郭志標(副主席)
張英潮
程燮康
郭伯偉
關伯忠
潘鐵珊
黃紹開
黃瑞棠
葉維義

B. 現貨市場諮詢小組

職權範圍：

諮詢小組每年須開會至少一次，如諮詢小組工作上需要，應召開額外會議。

2. 諮詢小組的職責、權力及職能如下：

(a) 就國際趨勢，中介機構、發行人、投資者和其他市場參與者的需要，科技方面的挑戰，以及推出與現貨市場有關的新產品的時機，向董事會提供市場專業知識和意見；
(b) 研究董事會所要求，與現貨市場有關的其他課題及事宜，並作出匯報；
(c) 一般而言，就與現貨市場有關的政策建議、策略性措施和主要投資，擔當諮詢角色；以及
(d) 按董事會不時的要求，就上述事宜進行討論及制定政策，並向董事會提供意見。

成員名單：

李佐雄(主席)	祈炳達
范華達(副主席)	馮志堅
BLOT Raphael	郭淳浩
包志雄	雷賢達
陳葆心	史習平

C. 結算諮詢小組

職權範圍：

諮詢小組每年須開會至少一次，如諮詢小組工作上需要，應召開額外會議。

2. 諮詢小組的職責、權力及職能如下：

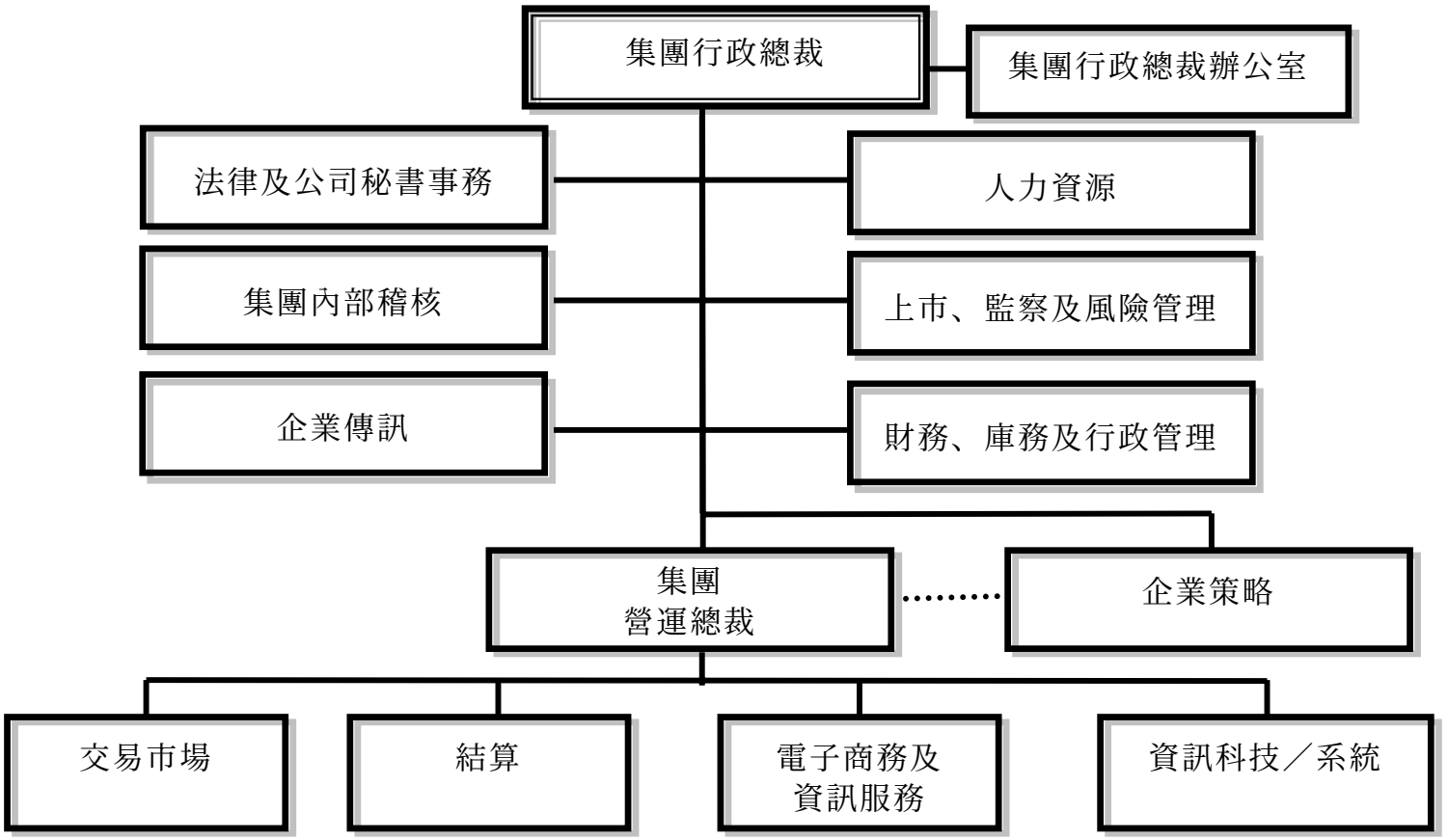
(a) 就國際趨勢，中介機構、發行人、投資者和其他市場參與者的需要，科技方面的挑戰，以及推出與結算有關的新產品的時機，向董事會提供市場專業知識和意見；
(b) 研究董事會所要求，與結算有關的其他課題及事宜，並作出匯報；
(c) 一般而言，就與結算有關的政策建議、策略性措施和主要投資，擔當諮詢角色；以及

(d) 按董事會不時的要求，就上述事宜進行討論及制定政策，並向董事會提供意見。

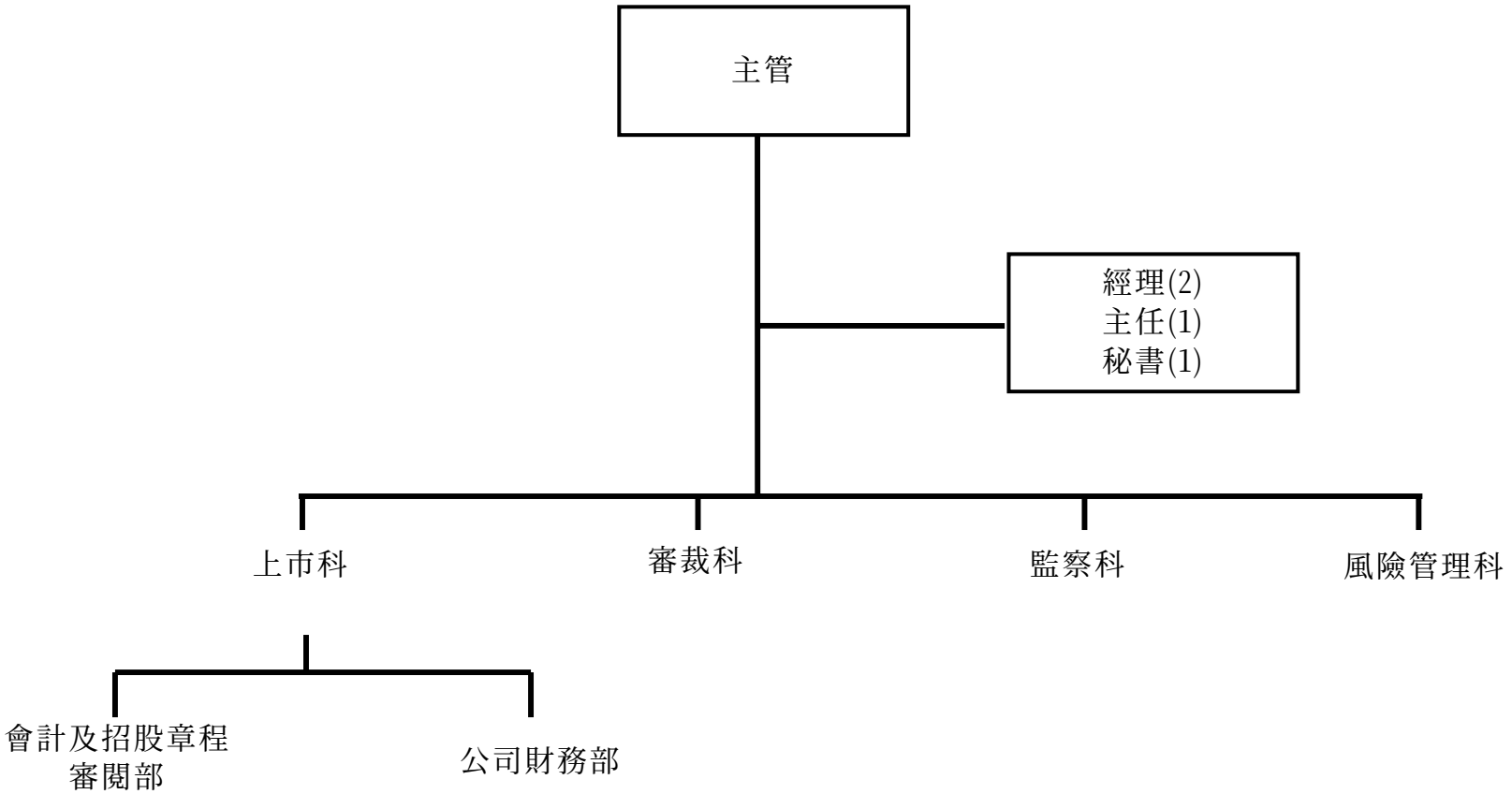
成員名單：

陳祖澤(主席)	葉鈞澤
李君豪(副主席)	LANCE Robert W
陳銘潤	韋禮廉
陳慶華	莊偉林
樂宏業	黃龍和

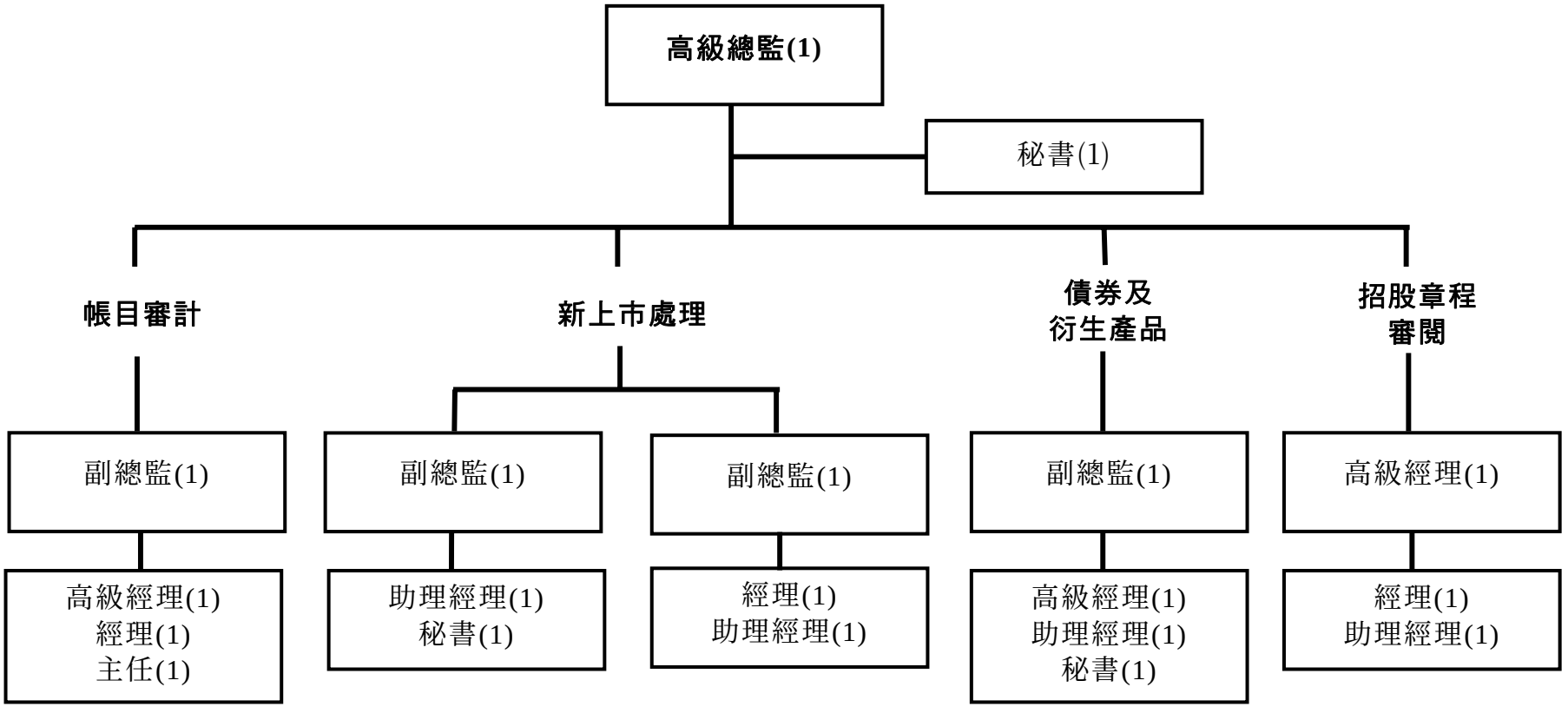
香港交易所組織架構圖
(二零零二年二月一日)



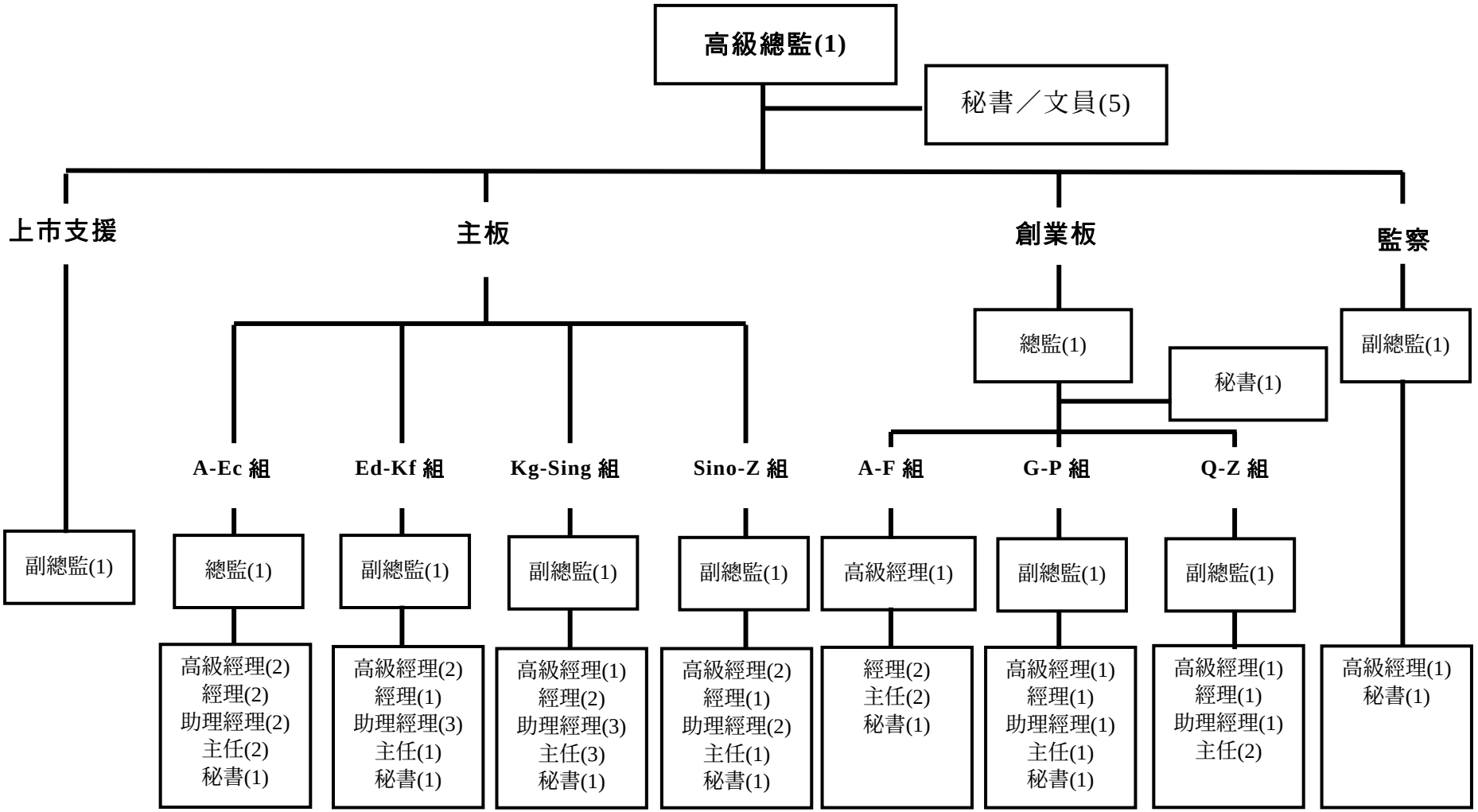
香港交易所
上市、監察及風險管理單位



上市科 — 會計及招股章程審閱



上市科 — 公司財務


高級總監(1)
秘書／文員(5)
上市支援
主板
創業板
監察
副總監(1)
A-Ec 組
Ed-Kf 組
Kg-Sing 組
Sino-Z 組
總監(1)
秘書(1)
A-F 組
G-P 組
Q-Z 組
副總監(1)
總監(1)
副總監(1)
副總監(1)
副總監(1)
高級經理(1)
副總監(1)
副總監(1)
副總監(1)
高級經理(2)
經理(2)
助理經理(2)
主任(2)
秘書(1)
高級經理(2)
經理(1)
助理經理(3)
主任(1)
秘書(1)
高級經理(1)
經理(2)
助理經理(3)
主任(3)
秘書(1)
高級經理(2)
經理(1)
助理經理(2)
主任(1)
秘書(1)
經理(2)
主任(2)
秘書(1)
高級經理(1)
經理(1)
助理經理(1)
主任(1)
秘書(1)
高級經理(1)
經理(1)
助理經理(1)
主任(2)
高級經理(1)
秘書(1)

上市、監察及風險管理

主管：李潔英

負責執行香港交易所的監管職能，包括：

- 監管上市程序及確保發行人持續履行他們根據《上市規則》及《創業板證券上市規則》的責任；
- 監察市場，其中包括查出不當交易行為及維持市場透明度；
- 確保交易規則獲得遵守；
- 監察交易所參與者的財政狀況及未平倉合約；
- 處理申請成為交易所參與者事宜；以及
- 確保市場審慎管理有關風險。

其架構按職能分為以下各部門：

上市

負責管理在主板及創業板上市的事宜。它屬下的會計及招股章程審閱部負責詮釋及檢討公司新上市時及其後在規則遵守方面所涉及的會計事宜，制定及草擬會計政策及上市規則，根據《公司條例》審核及批准招股章程的文件登記及處理公司管治事宜。公司財務部負責處理公司新上市的申請及上市公司其後的發行，監察公司上市後持續遵守有關上市規則，詮釋及檢討上市規則，審閱上市公司的招股章程、通函及消息公布，以及處理紀律個案。

監察

負責進行市場監察、調查有關違反交易規則／結算所規則的情況、查核交易所參與者的財政及經營能力，以及處理申請成為交易所參與者事宜。

風險管理

負責管理集團風險(業務、法律及運作)及進行市場系統風險分析。

香港聯合交易所有限公司
董事會

鄺其志(主席，於二零零零年三月六日獲委任)

霍廣文(行政總裁，於二零零零年八月一日獲委任)

甘禮德(於二零零零年八月一日獲委任)

香港交易所主板上市委員會職權範圍及成員名單

成員名單：

白泰德（主席），上市公司董事
辛定華（副主席），證券公司董事
陳尚偉，會計師
陳銘潤，證券公司董事
鄭慕智，律師
鄭育彥，商人銀行家
張英潮，證券公司董事
方俠，會計師
郭慶偉，律師
鄺其志，當然成員
林耀堅，會計師
李嘉士，律師
梁國權，上市公司董事
李鴻鈞，前上市公司董事
羅啟耀，上市公司董事
羅友禮，上市公司董事
雷賢達，基金管理公司董事
MARGOLIS Richard，商人銀行家
MOORE Vernon，上市公司董事
羅拔萃，證券公司董事
史習平，證券公司董事
唐家成，會計師
黃紹開，證券公司董事
黃偉明，公司董事
葉維義，上市公司董事

職權範圍：

上市委員會須就一切上市事宜行使及執行董事會的所有職權及職務。上市委員會於行使及執行該等職權及職務時只須受上市上訴委員會的覆核職權所規限（經修訂的《上市規則》第2A.27條）。

附件 4.10

證券及期貨事務聯絡會議

職能：

- 證券及期貨事務聯絡會議是財經事務及庫務局與證券及期貨事務監察委員會(證監會)舉行的一般聯絡會議，以處理證監會事務。

- 會議沒有正式的職權範圍。

與會者：

- 證監會 —

  主席
  屬執行董事職級的高級人員
  首席律師
  證監會秘書

- 財經事務及庫務局 —

  財經事務及庫務局局長
  財經事務及庫務局常任秘書長(財經事務)
  副秘書長(財經事務)1
  首席助理秘書長(證券)
  首席助理秘書長(特別職務)
  助理秘書長(證券)1
  助理秘書長(證券)2

會議召開次數：每月一次

附件 4.11

三方會議

職能：

- 財經事務及庫務局、證券及期貨事務監察委員會(證監會)與香港交易及結算所有限公司(香港交易所)舉行的聯絡會議，以達致下述目的:-
  - 注視任何影響香港證券及期貨市場發展的事宜；以及
  - 促進證監會與香港交易所之間的溝通。
- 會議沒有正式的職權範圍

與會者：

- 財經事務及庫務局常任秘書長(財經事務)
- 證監會主席
- 香港交易所集團行政總裁
- 財經事務及庫務局副常任秘書長(1)

會議召開次數：每兩個月一次

附件 4.12

統籌委員會

權責範圍：

- 提出、討論及協助解決任何關乎推行麥健時報告書(Mckinsey Report)所載建議(新策略性計劃)的規管及／或政府政策事宜。
- 協助香港交易及結算所有限公司(香港交易所)就推行新策略性計劃的事宜，與本港及內地的相關規管機構及政府部門進行磋商，並徵詢他們的意見。
- 以諮詢小組的形式，就全面推行新策略性計劃向香港交易所提供意見。

與會者：

財經事務局 — 財經事務局局長、首席助理局長(證券)

證監會 — 主席、總監(企業融資)

香港交易所 — 主席、集團行政總裁及高級人員

會議召開次數：每兩個月／每季一次

附件 4.13

聯交所–證監會(上市)聯絡委員會會議

根據二零零零年三月六日證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)與香港聯合交易所有限公司(“聯交所”)簽訂的有關管限上市事宜所訂立的經修訂及重新闡述的諒解備忘錄(“備忘錄”)第 6.2 條, 證監會企業融資部的代表及聯交所上市科的代表須每月舉行“聯交所-證監會(上市)聯絡委員會”會議, 討論：

(a) 續議事項；

(b) 送交證監會的聯交所最新每月報告所提的任何事項, 該報告由上市科根據備忘錄條文擬備；

(c) 與規管上市公司有關的事宜, 以及證監會就有關上市事宜對聯交所的監管；以及

(d) 有關聯交所或證監會任何上市職能及職責的任何政策事宜或其他事宜, 包括更改規則的建議。此外, 有關會議記錄須妥為備存。

附件 4.14

證監會諮詢委員會

（二零零一年六月一日至二零零三年五月三十一日）

成員名單：

主席

1. 沈聯濤先生，銀紫荊星章，太平紳士
   證券及期貨事務監察委員會主席

委員

2. 歐達禮先生
   證券及期貨事務監察委員會執行董事
3. 張灼華女士
   證券及期貨事務監察委員會執行董事
4. 白泰德先生
   南華早報主席
5. 鮑文德先生
   法國巴黎銀行行政總裁
6. 張永森先生
   信和置業有限公司董事
7. 周文耀先生
   匯豐投資管理(香港)有限公司行政總裁
8. 范佐浩先生
   好利發證券有限公司主席
9. 許德善先生
   富達基金(香港)有限公司首席投資主管
10. 傅善庭先生
    摩根士丹利添惠亞洲有限公司總裁及執行董事
11. 許小榮女士
    嘉信理財(香港)有限公司地區總經理
12. 許照中先生
    萬信集團有限公司集團董事總經理
13. 陸恭惠女士
    思匯政策研究所行政總監
14. 潘耀堅先生
    美林(亞太)有限公司執行董事
15. 翁以登先生
    香港總商會總裁

職權範圍：

根據《證券及期貨事務監察委員會條例》(第 24 章)有關諮詢委員會的第 10(5)條，證監會可請求諮詢委員會，就它執行職能的政策事宜，提供意見。

附件 4.15

證監會股東權益小組

（二零零二年六月十七日至二零零三年六月十六日）

成員名單：

主席

歐達禮先生	證券及期貨事務監察委員會企業融資部執行董事

成員

艾哲明先生	亞洲公司管治協會行政總裁
歐陽伯權先生	信安國際(亞洲)有限公司亞洲區董事總經理及行政總裁
陳志輝教授	消費者委員會主席 香港中文大學工商管理學院副院長
陳永陸先生	裕陸控股有限公司股評人
杜漢文先生	道富環球投資管理亞洲有限公司行政總裁
香樹輝先生	宙輝有限公司董事總經理
雷賢達先生	寶源投資管理(香港)有限公司副總裁
孫德基先生	香港會計師公會副會長及企業管治委員會主席
戴志華先生	香港公司秘書公會企業管治委員會主席
徐林倩麗教授	香港城市大學會計學系系主任及教授
WEBB David 先生	Webb-site.com 編輯
葉維義先生	VP Private Equity Ltd.管理合夥人

職權範圍：

1. 確保所有股東獲得公平對待，這對於保持投資者信心和確保市場廉潔穩健至關重要。證券市場如要發揮適當功能，上市公司董事及管理層亦須對股東負責。這最終會使上市公司及其股東同時受惠。

2. 為了進一步落實上述原則，小組將會就監管架構的下列多個(主要為非法定的)層面向證監會提供意見：

   a. 公眾股東可取得的信息的質素；

   b. 保障小股東權益；

   c. 機構投資者的角色及其作為一股制衡力量的發展；

   d. 促進股東對公司事務的高度參與；

   e. 提升良好的企業管治水平，以達致最佳作業準則和世界級的標準。

3. 小組打算每兩個月召開一次會議，但須視乎需要和工作量而定。

附件 6.1

授予財政司司長權力及職責的法律條文例子

條文	權力及責任
A.《證券及期貨事務監察委員會條例》(第 24 章)[1]	
4(1)	監察委員會的職能
5(4)	監察委員會的組織
13	監察委員會提供資料
16(2)	核數師及審計
33(15)	調查
59(2)(e)、2(j)	保密…等
B.《證券及期貨事務上訴委員會程序規則》(第 24E 章)[1]	
規則第 20 條	審裁小組成員的薪酬
C.《商品交易條例》(第 250 章)[1]	
14(5)	延展證監會批准交易所公司等的章程、規則修訂的時間
D.《證券交易所合併條例》(第 361 章)[1]	
2	釋義
27(1)、(2)	聯合交易所
40(2)	時間的延展
E.《證券及期貨(結算所)條例》(第 420 章)[1]	
4(9)	延長證監會批准認可結算所的規則等的時間
F.《槓桿式外匯買賣條例》(第 451 章)[1]	
7(10)	財政司司長根據證監會的規則委任仲裁小組成員
63(2)	保密…等
G.《槓桿式外匯買賣(仲裁)規則》(第 451C 章)[1]	
條文	權力及責任
4(2)、(4)	仲裁委員會的組成

[1] 此條例將於《證券及期貨條例》生效後予以廢除。

條文	權力及責任
12	仲裁人的報酬
H.《交易所及結算所(合併)條例》(第 555 章)[1]	
7(1)、(2)、(5)、(6)	豁免遵守第 3(1)條及撤銷豁免
9(3)	風險管理委員會的成立及職能
10(5)	延展證監會批准認可控制人的章程或規章修訂的期限
20(1)、(2)	財政司司長可委任不超過 8 人進入交易結算公司的董事局
I. 《證券及期貨條例》(第 571 章)	
4(f)	證監會的規管目標
5(1)	證監會的職能及權力
12	證監會須提交資料
13(3)	財政年度及預算
15(3)	帳目及年報
16(3)、(6)	核數師及審計
24(6)	延展證監會批准認可交易所規章或對該等規章的修訂的期限
41(6)	延展證監會批准認可結算所規章或對該等規章的修訂的期限
62(1)、(2)、(5)、(6)	豁免而不受第 59(1)條的規限及撤銷豁免
65(3)	風險管理委員會的設立及職能
67(6)	延展證監會批准認可控制人規章或對該等規章的修訂的期限
77(1)、(2)	財政司司長可委任不超過 8 人進入交易結算公司的董事局
83(6)	延展證監會批准認可投資者賠償公司規章或對該等規章的修訂的期限
118(2)(b)	委任仲裁小組成員
142	附表 5 的修訂

條文	權力及責任
216(6)	證券及期貨事務上訴審裁處
240(9)、(10)	賠償基金的帳目
378(3)、(12)	保密...等
附表 2 第 1 部分第 7 條	副主席及主席或副主席的出缺

附件 7.1

事件紀要

日期	編號	事件
26.10.00	1	**財經事務局與香港證券經紀業協會舉行的定期會議** 香港證券經紀業協會致函財經事務局，建議將股份價格跌至 1 仙以下、攤薄股值而令小股東利益受損及細價股激增等問題，列為與財經事務局舉行的定期會議的議程項目。
27.12.00	2	財經事務局(財經事務局首席助理局長(證券)甄美薇)致函證券及期貨事務監察委員會(證監會)(當時的執行董事(企業融資)冼達能)，反映香港證券經紀業協會關注的事情，並就下次與協會舉行的會議徵詢其意見。
2000 年 年底	3	證監會內部討論了香港市場存在大量細價股的問題，並討論了財經事務局的來函(見上文第 2 項)。
28.12.00	4	**首次就解決細價股問題提出的建議** 證監會(冼達能)告知財經事務局(甄美薇)，證監會已與香港交易及結算所有限公司(香港交易所)討論有關事宜好幾年。 證監會(冼達能)同時解釋香港買賣價格低於 1 仙的股份的機制，以及美國把價格低於 1 美元的股份列為"細價股"的制度。他亦請財經事務局留意香港有大量 1 元以下股份的情況，以及"細價股"易受市場操控的問題。 證監會(冼達能)在解釋強制股份合併的構思時說:- "其中一項處理辦法，或許是推行以下一系列措施:- 1. 首次公開招股的價格須高於 1 元。

日期	編號	事件
28.12.00 (續)	4 (續)	2. 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)。 3. 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，令價格達至 1 元以上。 以上將會是激烈的措施，預期會遇到阻力，但可向市場傳達清楚信息，表明政府及規管機構希望提高市場質素。”
2001 年 年初	5	香港交易所與市場參與者進行非正式磋商。
02.01.01	6	證監會(冼達能)致函財經事務局(甄美薇)，隨函付上報章專欄文章，指經紀所收取的股票登記費用，亦是細價股的另一問題。
15.02.01	7	信報專欄作家(林行止)認為，如要解決細價股問題，必須要求股份合併，或將那些拒絕股份合併的公司除牌。
16.02.01	8	財經事務局(甄美薇)致函證監會(冼達能)，提及二零零一年二月十五日的報章評論(第 7 項)，並表示需要就各項可能的解決方法諮詢市場意見:- “……我們的關注有兩方面：香港國際金融中心的地位及投資者的保障。後者是有根據的，因為細價股合併後，股東需要支付額外的股票登記費。股價再跌的話，則整個過程又再重複。除牌則只會令小股東無法透過交易所將所持的股份變現。美國的模式著重交易所的聲譽問題，因此未必適用於香港。”

日期	編號	事件
16.02.01 (續)	8 (續)	"我知道你們正與香港交易所商討這問題。由於現時並無清楚明確的對策，我認為明智的做法是就這問題徵詢市場意見。"
	9	證監會(冼達能)答覆財經事務局(甄美薇)如下:- "現時很多人都關注到股份合併後簽發股票證書的收費問題，但這問題是可以解決的。如果我們能找到解決方法，我們會就此徵詢公眾意見。"
10.05.01	10	信報報道，香港交易所副營運總裁霍廣文表示，香港交易所會要求細價股合併而非除牌。
13.06.01	11	證監會收到一名市民的來信，其中建議包括:- "連續兩年虧蝕或股價低於 5 角的公司，均應除牌。" 證監會相信這是投資者普遍關注的問題，因此決定把回覆登載在其網頁上。
30.07.01	12	**香港交易所的股份合併諮詢文件第一稿** 香港交易所(上市科助理總監麥貝利先生)向證監會提交有關股份合併諮詢文件的第一稿。該份文件重心在於技術方面的問題，即香港交易所自動交易系統無法處理股價低於 1 仙的交易。 文件中亦載有一項建議，規定細價股(即股票收市價在 3 個月內共計有 20 個交易日跌至 1 仙或以下)須予合併，以提高股價至 1 角或以上。另外，任何企業行動均不得令股份每股理論價格降至 1 角以下。

日期	編號	事件
30.07.01 (續)	12 (續)	文件擬稿表示:- "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進行交易般具透明度。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](原文有方括號)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……。" "聯合交易所建議把最低股價訂為 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"理論"股價較最低股價為低。"
08.08.01	13	**證監會對股份合併諮詢文件第一稿的意見** 證監會(企業融資部總監紀禮富)就細價股股份合併文件的第一稿提出意見。 證監會認為香港交易所的建議不足以處理較重大的問題，即股市操控者集中操控細價股的情況。證監會認為合適的最低股價約為 1 元及 5 元。 以下為證監會的答覆:- "[香港交易所]的文件只解決細價股的其中一項問題 — 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。"

日期	編號	事件
08.08.01 (續)	13 (續)	"[證監會]認為合適的最低股價約為 5 元及 1 元。我們知道以 1 元作為股票合併的界線會對在交易所上市遠多於一半以上的股份造成影響，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。"
03.09.01	14	**財政司司長與證監會主席(沈聯濤)的例會** 證監會主席告知財政司司長，"香港交易所正檢討其上市規則，以精簡及加強規則的執行。" 署理財經事務局局長(區璟智)亦有出席會議。
24.9.01	15	證監會就一封二零零一年六月十三日的信件(第 11 項)，在其網站登載了一條有關細價股的問答:- "連續虧蝕超過兩年或股價偏低，並非必然代表一間公司沒有足夠的業務運作或有形資產。其他外來因素亦可能導致公司持續虧蝕或股價偏低，例如全球經濟放緩或市場氣氛欠佳等。" "基於上述因素，監管機構不宜單純因為一間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。" 證監會(紀禮富)曾就這項網站資料的更新，致函香港交易所(上市、監察及風險管理單位主管李潔英女士)。
01.11.01	16	香港證券經紀業協會向財經事務局提供一些上市公司攤薄小股東權益的例子，並建議香港交易所跟進該等事件。
02.11.01	17	財經事務局(甄美薇)致函證監會(企業融資部總監李律仁先生)，反映香港證券經紀業協會所關注的事項，並將該協會提供的具體例子轉交證監會。

日期	編號	事件
02.11.01 (續)	17 (續)	財經事務局(甄美薇)把信件副本送交香港交易所(集團行政總裁鄺其志和上市、監察及風險管理單位主管李潔英), 並告知香港交易所, 財經事務局鼓勵該協會直接向香港交易所表達意見, 以及建議香港交易所在制訂建議, 處理攤薄股值及其他保障投資者事宜時, 邀請該協會參與。
28.11.01	18	**證監會與香港交易所舉行第 124 次聯絡委員會月會** 在會上, 除牌和細價股事宜分開獨立討論。 在除牌方面, 有關討論集中在上市委員會的立場, 以及為保障小股東的權益, 應全面探討是否可以重整架構的論點。證監會表示, 應向上市委員會提供有關的統計數字, 以在討論除牌建議時一併考慮。 至於細價股方面, 與會者注意到香港交易所正在擬備一份政策文件的擬稿。
03.12.01	19	**證監會董事局會議** 證監會企業融資部向董事局匯報其就香港上市公司和企業管治質素進行的內部研究。
12.12.01	20	香港交易所(李潔英)就一套旨在提高企業管治水平但與細價股無關連的上市規則修訂建議的擬稿, 致函證監會(企業融資部執行董事歐達禮)。 香港交易所對證監會在建議尚未定稿, 以及未經上市委員會審議前, 將諮詢文件擬稿交予其轄下股東權益小組進行討論, 表示疑慮。香港交易所要求證監會, 除非事先經香港交易所同意, 否則不應將政策文件擬稿交予股東權益小組進行討論。

日期	編號	事件
12.12.01 (續)	21	**證監會主席給財經事務局局長的信** 證監會主席(沈聯濤)致函財經事務局局長(葉澍堃), 並付上證監會就上市公司和企業管治素質進行的內部研究報告。有關文件經證監會董事局在早前會議審議(第 19 項)。證監會主席告知財經事務局, 證監會董事局對證券發行人的素質表示關注, 並已要求證監會職員就此提供解決辦法。證監會主席提出在翌日與財經事務局召開的定期聯絡會議上, 討論有關事宜。
13.12.01	22	**財經事務局與證監會舉行的證券及期貨事務聯絡會議** 與會者同意財經事務局、證監會及香港交易所的最高主管應舉行三方會議, 監察影響證券及期貨市場發展的重要事項的整體進展。
14.12.01	23	證監會(歐達禮)回覆香港交易所(李潔英)十二月十二日的來函(第 20 項), 解釋有關與轄下股東權益小組討論香港交易所的建議的立場。
20.12.01	24	財經事務局(甄美薇)致函請證監會主席就首次三方會議的議程項目提出建議。 籌備有關會議時, 財經事務局強調戴維森報告(即證券業檢討委員會於一九八八年五月發表的報告)所載, 有關證監會作為監管機構的獨立性, 以及法例賦予證監會在監管市場營運機構的權力。
	25	香港交易所集團行政總裁召開年終回顧簡報會, 提及 “檢討除牌程序” 是香港交易所在二零零二年的其中一項首要工作。
	26	**香港交易所的股份合併諮詢文件第二稿** 香港交易所(麥貝利)提交股份合併諮詢文件第二稿供證監會審議。

日期	編號	事件
20.12.01 (續)	26 (續)	諮詢文件包括有關細價股份合併的修訂建議，即股票在[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，因企業行動而導致之理論價亦不得低於 3 角。(原文有方括號) 在發送給證監會的電郵中，香港交易所根據其對市場影響所作評估，為其建議提出支持論據:- "正如貴會所留意到，把價格設定在[5 元及 1 元]水平將會影響大量的公司……在主板及創業板上市的公司中約有 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。" "因應貴會所提出的意見，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 間公司及創業板 6 間公司有所影響。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%，才會到達 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。"
約在 20.12.01 及 其後時間	27	證監會(李律仁)與香港交易所(李潔英)在數次的電話交談中就股份合併的建議事宜進行討論。

日期	編號	事件
約在20.12.01及其後時間(續)	27(續)	在討論中，香港交易所認為，股份合併將會減少上市公司的股票數目，而有關股票的流通性亦會因而減低。證監會解釋，股票的價格僅屬"名義價格"，而"交易單位"實際是以每手股份為單位；因此，股份合併一事，除了會因股價偏低而誤使投資者認為股價便宜外，與股份的流通性並無關係。李律仁表示，他會將有關的考慮因素詳列在函件中。
	28	其後，在進一步回覆香港交易所前，證監會行政人員就與股份合併有關的各項問題進行內部討論，並研究有關歷史數據，以及就費用上的影響作出估計。
21.12.01	29	**證監會主席給香港交易所主席的信** 證監會主席(沈聯濤)致函香港交易所主席(李業廣)，告知證監會就市場素質的內部研究報告結果，對香港上市市場的素質給人日趨下滑的印象表示關注，並且提出證監會及香港交易所有需要盡快合作，以期扭轉這令人不安的趨勢，辦法如下:- • 尋求素質優良的公司； • 提高披露標準及加強執行有關條款；以及 • 就公司上市、退市及監察上市公司制訂持續有效的質素保證準則。 至於除牌問題，該信表達了以下觀點:- **"當一間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。"** 信件副本送交財經事務局局長(葉澍堃)。

日期	編號	事件
29.12.01	30	國際貨幣基金組織(基金組織)就基金組織協議第四條進行了有關香港特別行政區的磋商，基金組織問及香港會否像其他市場一樣，對持續表現欠佳的上市公司有除牌規定。經徵詢證監會意見後，財經事務局回覆基金組織，扼要闡述根據《上市規則》而設的現行機制。
19.01.02	31	**香港交易所主席對證監會主席來信的回應** 香港交易所主席(李業廣)在給證監會主席二零零一年十二月二十一日來信(第 29 項)的覆函中，概述了香港交易所就市場素質問題所做的工作，並提及股份合併的建議。 有關細價股方面，香港交易所主席表示，香港交易所同意宜設定最低交易價格，並已提出建議，如股價低於 1 角超逾 20 日，有關股票的發行人應把股份合併至 2 角的理論價格。隨函夾附的一份 "主要行動項目摘要"一覽表指出，這兩項事宜(即股份合併建議及除牌建議)或可合併，同時作出諮詢。 信中指出:- "我們已把改善我們的除牌機制列為本年優先處理項目之一。我們預計除牌機制項目會檢討持續上市資格，並處理需加快除牌程序事宜。我們計劃於本年首季完成研究，並制訂改革建議，以便與貴會行政人員討論。視乎討論結果，我們可於第二季諮詢市場。"

日期	編號	事件
19.01.02 (續)	31 (續)	"至於細價股，我們同意宜設定最低交易價。如你所知，我們在過去一年一直與貴會的行政人員商討此事。我們已提出建議，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將股份合併至 2 角的理論價。我們亦建議禁止發行人作出任何會導致理論股價低於 3 角的企業行動。我們已向貴會的行政人員提交諮詢文件的擬稿，尋求意見。視乎所得意見而定，我們建議在本年第二季諮詢市場。" 隨函付上的一覽表指出:- "……視乎[與證監會行政人員的討論]結果及諮詢市場的時間安排而定……可考慮將該兩項事宜合併，同時作出諮詢。" 信件副本送交財經事務局局長(葉澍堃)。
24.01.02	32	**首次三方會議** 財經事務局局長(葉澍堃)、證監會主席(沈聯濤)及香港交易所集團行政總裁(鄺其志)舉行會議，討論有關香港交易所的事宜。財經事務局副局長(區璟智)亦有出席。 與會者注意到，為提高市場素質，香港交易所除檢討有關企業管治的《上市規則》外，亦正研究除牌機制及檢討上市資格。 證監會主席承諾，會加速審議香港交易所提出強制把股價跌至低於 3 角的細價股合併的建議(見下一項)。
25.01.02	33	**證監會對香港交易所股份合併文件第二稿的意見** 證監會(李律仁)就香港交易所股份合併文件的第二稿致函香港交易所(麥貝利)(第 26 項)。

日期	編號	事件
25.01.02 (續)	33 (續)	證監會表示，香港交易所股份合併文件的第二稿仍然未能達到有關素質和市場看法的最終目的。證監會認為訂定最低股價可能是確保素質的重要措施，不過，證監會也注意到有評論反對這個方法。 證監會重申最低股價應該是 1 元。 證監會亦認為事情應交由市場人士在掌握充分資料的情況下討論，這樣對事情會有裨益，而一份載有相關考慮因素的公眾諮詢文件，將有助討論。 證監會答覆的摘錄值得原文引述如下:- "細價股的問題並非只是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，真正的問題涉及市場素質和市場看法的問題，比功能問題更加複雜。" "我們的分析所依據的大前提正是，如你在電郵所說，股價只屬"理論"價格。(有些人亦稱此為"名義"價格。)股價並不反映投資者在交易時應支付或收回多少款項。"交易單位"是以多少手計算，而不是股票的數量。" "但有一點很重要的是，名義價格會導致投資者 — 錯誤地 — 認為價格低至仙位的股價"便宜"。本地市場從業員早已指出這種投資者心態。海外市場亦有類似經驗。(美國的細價股討論便是經常引用的例子。)"

日期	編號	事件
25.01.02 (續)	33 (續)	“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，並可能導致股票淪為“博彩號碼”，而非對企業作出投資。事實上，許多評論員經已指出，散戶投資者 “買號碼” 的現象有違提高香港市場素質的發展路向。” “我們訂定最低股價的長遠目的，是防止公司和投資者把股票視作 “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 元等。事實上，相比之下，以港幣 1 元作為最低股價，其絕對價值甚低，但這是依循國際慣例的做法。)” “事實上，你們或許也知道，兩名甚受重視的評論員最近呼籲把最低股價定為港幣 1 元。(請參閱信報一月九日所刊登曹仁超的文章，以及 David Webb 一月六日刊登於網站(網址：webb-site.com)的文章。)” “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，公眾諮詢文件應清楚列明（建議的）長遠的目標，並陳述正反兩面的相關考慮因素。”

日期	編號	事件
25.01.02 (續)	33 (續)	該信詳盡分析了股份合併的方法和成本，以及每手股份如何相應減少，並帶出以下結論:- “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。然而，這個政策目標是相當重要的。在公眾諮詢文件內，必須清楚表明這個目標，並陳述正反兩面的相關考慮因素，其中一部分上文已討論過。 在此順帶一提，正如我向李潔英所提及，我們同意修訂持續上市資格、除牌程序，以及有關所謂借助買殼上市的規則，是確保市場素質的基本要求。但訂定最低股價亦可說是一項重要措施。我們知道有人反對這做法，而我們對此仍保持開放態度。不過，這問題應交由市場人士在掌握充份資料的情況下討論，這樣對事情會有裨益，而一份載有相關考慮因素的公眾諮詢文件，將有助討論。”
28.01.02	34	財經事務局(區璟智女士)在該局(甄美薇)於同日發給證監會(秘書長雷祺光先生)的電郵中，就有關向立法會財經事務委員會報告的事項作補充，其中提及除牌及細價股事宜:- “請同時注意，委員會副主席胡經昌議員在會議中特別問及，是項有關[企業管治]的[上市規則]檢討是否有處理其利益相關者對除牌及細價股問題所關注的事宜。” “根據香港交易所剛提供予證監會的時間表所載，我們告知胡議員香港交易所會分別就上述兩事項作諮詢。有關建議大概會在五月至七月期間準備就緒，屆時我們會徵詢委員會的意見。”

日期	編號	事件
29.01.02	35	證監會(李律仁)把其於二零零二年一月二十五日致香港交易所(第 33 項)的信件副本送交財經事務局(甄美薇), 以供參閱。
07.02.02	36	**證監會總監會議** 李律仁向與會者簡報就香港上市市場素質進行的研究的主要結果。李律仁表示香港交易所正着手制訂更嚴格的除牌規則, 以及制訂強制細價股合併的建議。李律仁亦提到與香港交易所就股份合併設定最低股價的討論內容。
26.02.02	37	**證監會與香港交易所舉行第 126 次聯絡委員會月會** 委員會就"持續上市資格／除牌"事宜進行的討論集中於設定最少股東數目作為一項須持續履行的責任。
01.03.02	38	**統籌委員會會議**(統籌委員會 [1]) 會議由香港交易所主席(李業廣)主持, 出席者包括證監會主席(沈聯濤)和財經事務局局長(葉澍堃)。 與會者注意到香港交易所研究除牌機制的進展及於二零零二年第二季諮詢市場的計劃。
06.03.02	39	**股東權益小組會議** 證監會向股東權益小組提交有關香港上市市場質素的研究結果。小組討論了:-

[1] 二零零一年年中, 證監會與香港交易所共同出資, 委聘麥格理(香港)有限公司進行一項顧問研究, 題目為 "在新中國及國際資本市場取得成功的計劃"。研究報告書於二零零一年七月完成, 提出多項把香港進一步發展為重要金融中心的建議。報告書獲證監會及香港交易所通過。一個由香港交易所主席擔任主席的統籌委員會於二零零一年九月成立, 成員包括香港交易所、證監會及財經事務局的代表。財經事務局代表出席會議的目的, 是監察影響香港發展為國際金融中心的重要事項的進展。

日期	編號	事件
06.03.02 (續)	39 (續)	• 與細價股有關的問題； • 收緊持續上市資格準則的可能性；以及 • 更嚴格的除牌程序。 會上，證監會並沒有提出任何關於股份合併或除牌的實際建議。
19.03.02	40	**第二次三方會議** 與會者知悉香港交易所正進行《上市規則》第二階段的檢討，這一階段的檢討涉及強制細價股合併及可引致公司除牌的最低股價，作為其改善市場素質的部分措施。香港交易所表示，會於一至兩個月內與證監會討論有關建議。
27.03.02	41	**證監會與香港交易所舉行第 127 次聯絡委員會月會** 與會者討論了上市及持續上市規定。香港交易所(李潔英)表示，香港交易所會於四月底前傳閱一份諮詢文件的擬稿。
17.04.02	42	香港交易所舉行週年大會。 香港交易所集團行政總裁向記者表示，香港交易所將會發表一份關於除牌機制的諮詢文件。
24.04.02	43	**證監會與香港交易所舉行第 128 次聯絡委員會月會** 香港交易所表示有計劃在四月底前傳閱一份有關上市及持續上市規定的文件擬稿。與會者亦知悉財經事務局關注該工作項目，而公眾普遍支持制訂清晰的除牌政策。

日期	編號	事件
30.04.02	44	**香港交易所首次上市資格及持續上市資格諮詢文件(諮詢文件)第一稿** 香港交易所(李潔英)向證監會(歐達禮)遞交首次上市資格及持續上市資格諮詢文件(諮詢文件)第一稿。 原初的股份合併建議現已納入除牌建議內。 諮詢文件擬稿提出多項建議，其中包括:- • 設定最低收市價為 3 角，作為一項持續上市的資格。 • 任何企業行動不得令股份理論價格下跌低於 3 角。 • 設定最低首次公開招股價為 1 元。 諮詢文件並不認為須為除牌股份另外設立交易平台進行股份交易:- "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。" "我們明白要求發行人必須將最低收市價經常維持不低於建議的最低發行價 1 元，是不切實際的，因為股票市價定會受各項因素影響，包括股份上市後發行人的業績或公司所採取的行動。因此，我們認為宜將最低價定於 1 元以下，並且認為以 3 角作為評定持續上市資格的基準是合理的。就交易所的交易系統來說，即使並無交易活動，亦有可能因輸入買盤價而令收市價上升。因此，我們認為除設定最低收市價外，亦應同時設定股份交易量的要求。"

日期	編號	事件
30.04.02 (續)	45	證監會主席(沈聯濤)向財政司司長(梁錦松)提交截至二零零二年三月三十一日季度的證監會季度報告。報告提到“香港交易所現正考慮引入更嚴格的除牌準則，從而提高上市公司的素質。香港交易所會於第二季諮詢市場人士的意見。” 財經事務局局長(葉澍堃)亦收到一份證監會季度報告。
2002 年 5 月至 6 月	46	香港交易所(鄺其志及李潔英)接受一連串傳媒訪問及出席午餐會，透露香港交易所計劃就持續上市資格發表一份諮詢文件。
06.05.02	47	證監會(企業融資部高級經理黎志慧)審閱諮詢文件第一稿時，要求香港交易所(上市科總監劉玉蓮)提供一份載列當時在主板上市，但未能符合盈利規定的公司名單。
07.05.02	48	香港交易所(劉玉蓮)向證監會提交一份獲豁免遵守溢利規定的公司名單。
10.05.02	49	證監會完成內部評估，計算可能受香港交易所諮詢文件擬稿內各項建議影響的公司數目。 評估顯示僅約 20 家公司可能需要除牌，但超過 300 家公司須將股份合併。 證監會透過其後與香港交易所進行的討論，得悉後者亦曾進行類似評估，而結果亦相若。
13.05.02	50	**證監會諮詢委員會會議** 證監會向諮詢委員會提交有關本港上市市場質素的研究報告，以供討論。證監會並無向諮詢委員會提交任何有關股份合併或除牌的實質建議。

日期	編號	事件
13.05.02 (續)	51	**證監會對諮詢文件第一稿的意見** 證監會(李律仁)在將於五月十四或十五日與香港交易所進行會議，討論諮詢文件第一稿前，將其初步意見及政策意見送交香港交易所(李潔英)。 證監會再次表明最低招股價與交易價應該分別為 5 元和 1 元。證監會同時問及有關的過渡安排:- "我們仍然深信，最低招股價與交易價應該分別為 5 元和 1 元。我們的分析已詳列於我在數月前給你的信件。此外，3 角這個數字給人一種妥協和沒有決心的印象。投資者和市場可能會收到錯誤的信息。" "對於過渡安排，你們有何想法？"
15.05.02	52	**香港交易所與證監會舉行首次特別會議討論諮詢文件的第一稿** 香港交易所的代表為上市科的李潔英、黃建耀、劉玉蓮及李月雲。 證監會的代表為企業融資部的紀禮富、李律仁及黎志慧。 有關制定最低股價作為持續上市資格，而未能符合有關要求即會遭除牌的問題，證監會知悉香港交易所的解釋，即這是必要的手段，讓香港交易所可規定公司進行股份合併，或令有關公司遵從規定。證監會同意，就政策而言，把最低股價水平與除牌掛鈎是合理的，因為股份合併是明顯的補救方法。將沒有合併股份或沒有採取其他補救行動的公司除牌則是最終的制裁。

日期	編號	事件
15.05.02 (續)	52 (續)	有關最低交易價格，證監會解釋了最低股價定為 1 元這項建議背後的理據。證監會表示，最低股價的界線，應交由公眾在掌握充分資料的情況下討論，而諮詢文件必須列出正反的考慮因素，以及表明會有一段長的過渡期。 香港交易所不同意把最低交易價格定為 1 元，因為轉變會過於倉促，但同意再考慮把最低交易價格定為 5 角或 3 角的建議。 有關遭除牌的公司能否申請重新在創業板(作為另一交易平台)上市的問題，會議也有討論。證監會認為從政策角度而言，並不反對讓有關公司在創業板重新上市。香港交易所則認為，就既定政策而言，設立創業板的目的，是為了利便有發展潛力的公司集資。香港交易所不會把有意在創業板發行證券而又符合創業板規定的機構，拒諸門外，而這政策原則上同樣適用於從主板除牌的公司，但可能有需要訂立 “冷靜期”，以免從主板除牌的公司可即時進入創業板。由於政策及創業板未來發展方向的問題，不屬諮詢文件的討論範圍，證監會同意稍後與交易所的業務組討論有關的政策事宜。
16.05.02	53	證監會(黎志慧)向香港交易所(劉玉蓮及李月雲)就二零零二年五月十五日會議討論的若干政策事宜提出跟進問題，包括過渡安排的問題。
17.05.02	54	香港交易所(劉玉蓮)答覆證監會(黎志慧)有關過渡期的詢問時表示:-

日期	編號	事件
17.05.02 (續)	54 (續)	"持續上市資格方面，現有發行人會獲寬限期一年，其後必須完全符合新建議規則的規定。不過，發行人不得採取任何令最低收市價跌至低於 3 角(數額有待最後釐定)的企業行動。在截分日期(待定)過後才上市的新公司，須即時符合持續上市資格，不會有寬限期。"
30.5.02	55	**統籌委員會會議**(參閱第 38 項註釋 1) 與會者獲悉香港交易所計劃於六月向上市委員會提交有關發行人除牌機制的諮詢文件擬稿，供委員會考慮，並在七月發表該文件以諮詢市場意見。
30.05.02	56	**證監會總監會議** 李律仁告知與會同事各項主要建議的最新情況，其後與法規執行部監察科高級總監鄭啟森及副總監兼企業傳訊科主管陳志強商談，指出需要審慎處理數目"超過 300 家"的公司(股價低於 5 角的公司)。李律仁又就建議對經紀及保證金融資人可能造成的影響，諮詢中介團體監察科總監浦偉光的意見。
07.06.02	57	**三方會議** 香港交易所集團行政總裁鄺其志表示，香港交易所計劃在七月就細價股及除牌事宜的建議諮詢公眾意見。
08.06.02 前某些時間	58	**有關諮詢文件第二稿的討論** 證監會(李律仁)及香港交易所(李潔英)在某次電話交談中論及被除牌公司以創業板為另一交易平台重新上市的問題。 證監會(李律仁)建議讓被除牌公司的股份繼續買賣，唯在有關的股份代號前須加上數字"4"。(註：數目字"4"與廣東話"死"字的諧音相近。)

日期	編號	事件
08.06.02 前某些時間(續)	58(續)	香港交易所(李潔英)表示，由於上市公司將有接近兩年的時間去符合規定，投資者有充裕的時間退市。如公司只在最低股價方面未能符合規定，要其再符合有關規定並不困難。將被除牌的公司不大可能有任何價值或引起投資者的興趣。因此，以公司過往業績來處理"冷靜期"問題，最能確保上市公司的質素及符合創業板規定公司須持續擁有及管理核心業務的上市政策。在主板上市的發行人通常從事多種而非單一業務。此外，香港交易所(李潔英)指出，若有規管與不受規管這兩類市場在同一交易平台運作，或會造成混亂。 證監會(李律仁)沒有進一步跟進此事。
08.06.02	59	**香港交易所的諮詢文件第二稿及暫定時間表** 香港交易所(透過李潔英發給證監會行政人員的電子郵件)向證監會提交諮詢文件第二稿及發表諮詢文件的暫定時間表。 在諮詢文件第二稿中，香港交易所建議把最低股價定為 5 角，而建議的首次公開招股價最少則為 2 元。該電子郵件現引錄如下:- "至於最低股價，我們建議上市時應為 2 元，而上市後則為 5 角。我們會就 5 元及 1 元的最低股價諮詢市場人士。" 至於證監會於二零零二年五月十五日會議上所提出關於已除牌公司在創業板重新上市的問題，文件擬稿如此載述:- "就此，我們應指出，如發行人被除牌後欲申請在交易所之下的任何市場上市，就業務記錄而言，開始日期應由主板市場除牌之日起計。"

日期	編號	事件
08.06.02 (續)	59 (續)	時間表方面，香港交易所表示，視乎證監會進一步的意見而定，按照計劃，上市委員會應於二零零二年七月四日進行討論，公開諮詢會於二零零二年七月十五日展開，並於二零零二年八月三十一日結束，而首次上市資格準則由二零零三年一月一日起實施，持續上市資格準則則由二零零四年一月一日起實施。
10.06.02	60	香港交易所(李潔英)向證監會(歐達禮)發出電郵，澄清建議的過渡安排。
11.06.02	61	**香港交易所的諮詢文件第三稿** 香港交易所(透過李月雲發給歐達禮的電郵)向證監會提交諮詢文件第三稿。
12.06.02	62	香港交易所(李月雲)向證監會(歐達禮)提交諮詢文件摘要第一稿。
13.06.02	63	香港交易所與證監會就豁免公開上市最低要求(有關首次上市資格準則的建議事項之一)，以及在諮詢文件內加入披露資料建議(作為首次上市資格準則建議的一部分)交換意見及資料。
14.06.02	64	香港交易所(劉玉蓮)把在二零零二年五月七日發送有關豁免盈利規定的先例清單，再次發送予證監會(第 48 項)。
	65	財經事務局把一些發言重點的擬稿送交財政司司長辦公室，以便財政司司長在二零零二年六月二十日舉行的香港交易所成立兩周年慶祝酒會上致詞時使用。 擬稿其中一點為:- "香港交易所.....即將[發表]有關收緊細價股除牌機制的公眾諮詢文件"。

日期	編號	事件
14.06.02 (續)	65 (續)	資料簡介亦載述"香港交易所及證監會現正檢討現行的除牌機制，以期將之加強。諮詢文件將於本年年底發出"。
17.06.02	66	**證監會對香港交易所諮詢文件第三稿的意見** 證監會(李律仁)(透過給香港交易所(李潔英)的電郵)對諮詢文件第三稿提出的意見:- "我們對 5 元／1 元及 2 元／5 角的問題，未定出任何意見。但無論如何，諮詢文件應探討把香港除牌機制與國際一般規定看齊的最終目標。"(有關第 84 段。) "你們或可稍稍討論如何能減省股份合併的成本、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，以及有多少家公司現已採取相類的企業行動(例如股份拆細及更改名稱)。"(有關第 188 段。) "現行《規則》第 6.12(2)條有關[在公司自動退市的情況下，應給予股東一項合理的現金選擇或其他合理安排]的規定，似乎亦應適用。"(有關第 200 段。) "除牌的威脅，可能實際上會被那些有意圖在未經股東投票通過的情況下，就把公司私有化的大股東利用.....我們需要討論這個問題。"(有關第 198 至 206 段。) "如有關公司在六個月後被認為不符合持續上市資格準則便立即遭停牌，公眾股東可能沒有機會退市。我們希望討論你們對建議的潛在影響所作的評估。首先須研究未有準時呈交帳目的公司的數目，以及延誤的時間。至於濫用的可能，見上文....."(有關第 222 段。)

日期	編號	事件
17.06.02 (續)	66 (續)	"總的來說，雖然我們大力支持加快除牌程序這目標，但要求發行人在一個月內提交建議，並在六個月內完全符合規定，看來可能非常嚴苛.....我們想討論此點。"(有關第 231(e)段。) "應該有一些特點、指引、指標或例子，說明(i)什麼補救建議可以或不可以接納；(ii)什麼建議是明確或不夠明確的；以及(iii)什麼建議會足以或不足以使不符合規定的公司重新長期持續符合有關準則。"(有關第 231 段。)
18.06.02	67	**證監會對香港交易所諮詢文件第三稿的意見** 證監會(黎志慧)就諮詢文件第三稿向香港交易所(劉玉蓮)提出進一步意見。
	68	證監會曾就需要討論長遠目標的事宜，以及公司須在六個月內重新符合持續上市資格準則提出意見。香港交易所(劉玉蓮)再就這些意見給證監會(李律仁)回應。
	69	**證監會對香港交易所諮詢文件第三稿的意見** 證監會(黎志慧)向香港交易所(劉玉蓮)發出電郵，跟進有關潛在濫用問題等多項意見。內容如下:- "我們須確保建議只會迫使公司自動退市，而不會遭控股股東濫用，純粹透過刻意地不符合持續上市規定而達致自動私營化的目的。"(有關第 198 至 206 段。) "請在諮詢文件中澄清股票合併是否會當作一項建議，還是自動補救措施。"(有關第 234 至 235 段。)

日期	編號	事件
18.06.02 (續)	69 (續)	“我們注意到，有關最少股東人數及公眾持股量的持續上市資格準則可能會對收購情況造成嚴重的影響.....這兩項準則亦很可能易遭濫用(以強制除牌)。我們需要進一步討論這些問題.....”
20.06.02	70	**財政司司長與證監會主席(沈聯濤)舉行的例會** 證監會主席告知財政司司長，香港交易所正“計劃就除牌機制發表諮詢文件”。 財政司司長對香港交易所近期發生的若干事件表示關注，例如不間斷電源裝置出現問題，可能會令香港股票市場的形象受損。財政司司長着財經事務局局長(葉澍堃)草擬信件，向香港交易所主席強調，確保香港市場素質和交易系統的穩健性，至為重要。
	71	**香港交易所成立兩周年慶祝酒會** 財政司司長政務助理(李達志)根據財經事務局在二零零二年六月十四日提交的發言重點擬稿(第 65 項)，為財政司司長在酒會上致詞提供擬稿。 財政司司長發言內容包括:- “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，目的是提升市場質素。”
	72	**香港交易所與證監會舉行第二次特別會議討論諮詢文件第三稿** 香港交易所的代表為李潔英、黃建耀、劉玉蓮和李月雲。 證監會的代表為紀禮富、李律仁和黎志慧。

日期	編號	事件
20.06.02 (續)	72 (續)	討論範圍涉及有關豁免符合最低營業記錄期和最低公眾持股量規定的建議、某些方面有可能遭濫用的問題，以及在建議除牌機制下，香港交易所認為那些才是可予接受的"明確"建議。 證監會對將最低交易價定為 5 角的建議，並無異議。
	73	**證監會對香港交易所諮詢文件第三稿的意見** 證監會(黎志慧)發電郵給香港交易所(劉玉蓮)，跟進一些由諮詢文件擬稿的內容引起的(有關可能發生的濫用情況)政策事項，內容如下:- "計劃把公司私有化的控股股東可輕易操控這兩項準則[即公眾持股量及最少股東數目]，以觸發除牌。我們須處理這些可能發生的濫用情況。"
21.06.02	74	香港交易所(李潔英)同意證監會(李律仁)的意見，認為要解決這問題，應把在二零零二年六月二十日發出的電郵(第 73 項)中特別提到的兩項規定作為持續責任(而非持續上市資格)，使不符合規定者受到紀律處分，而非除牌。
	75	**證監會對香港交易所諮詢文件第三稿的意見** 證監會(黎志慧)就第 73 項再發出電郵給香港交易所(劉玉蓮)，並作出以下建議:- "我們相信文件若加入一些一般準則指引，說明香港交易所在決定一項有關恢復遵循持續上市準則的建議是否可以接受時所須考慮的事項，會對市場非常有幫助。"

日期	編號	事件
21.06.02 (續)	76	香港交易所(劉玉蓮及李月雲)及證監會(紀禮富及黎志慧)就與其中一項持續上市準則建議有關的交易流通速度，以及英國和香港招股章程內容規定的異同交換意見及資料。
24.06.02	77	**證監會對香港交易所諮詢文件第三稿的意見** 證監會(黎志慧)就諮詢文件第三稿有關供股一點的內容要求香港交易所(劉玉蓮)澄清:- "我們留意到，根據目前的建議，交易所不會批准有可能導致理論股價低於 5 角的供股安排。我們希望確認一點，就是發行人若為方便供股而同時進行股份合併，而在不合併股份的情況下，該次供股有可能導致股價低於 5 角的水平，是否不會被禁止。"
25.06.02	78	香港交易所(李月雲)就供股問題回覆證監會(黎志慧)，確認以下事宜:- "我們不會反對任何有可能導致股價低於 5 角的供股安排，惟供股安排必須連同其他建議(例如合併股份建議)一併實施，而最終結果是把股價提高至 5 角以上。"
26.06.02	79	**香港交易所的諮詢文件第四稿** 香港交易所向證監會提交諮詢文件第四稿，以及對證監會早前的意見所作出的回應。 香港交易所確認以下事宜:- ".....公眾持股量及最少股東人數是一項持續責任，而不是一項持續上市資格準則。"
	80	《星島日報》一篇報道以"港交所擬強制合併仙股"為標題。
27.06.02	81	證監會(紀禮富)就有關招股章程披露規定的建議向香港交易所(李潔英)提供意見。

日期	編號	事件
28.06.02	82	**財政司司長給香港交易所主席的信** 財政司司長(梁錦松)致函香港交易所主席(李業廣)。該函件指出一些事項，其中包括"上市公司目前的企業管治情況令人憂慮"，並請香港交易所主席研究改善措施。 該信件由財經事務局局長(葉澍堃)草擬，副本亦有送交葉局長。
	83	證監會(紀禮富)及香港交易所(李潔英)就資料披露建議交換意見及資料。
01.07.02	84	馬時亨出任財經事務及庫務局局長。 財經事務局易名為財經事務及庫務局。 財經事務及庫務局為局長(馬時亨)擬備資料簡介，扼述整套改善企業管治標準的措施，並提及有關聯合交易所《上市規則》就除牌及細價股的擬議修訂進行公眾諮詢一事。
02.07.02	85	財經事務及庫務局局長(馬時亨)在新城電台一個節目中接受訪問時，透露他對改善上市架構("上市委員會架構改革")的看法。
03.07.02	86	**香港交易所主席對財政司司長信件的回應** 香港交易所主席(李業廣)回覆財政司司長二零零二年六月二十八日來信(第 82 項)時表示:- **"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。"** 信件副本送交財經事務及庫務局局長(馬時亨)。

日期	編號	事件
03.07.02 (續)	87	**香港交易所的諮詢文件第四稿第二版** 香港交易所李月雲向證監會(歐達禮)提交諮詢文件第四稿第二版。
	88	證監會(黎志慧)就第四稿第二版部分待決事項，向香港交易所(李月雲)表達意見。
04.07.02	89	香港交易所(李月雲)向證監會(歐達禮)提交諮詢文件問卷的初稿。
	90	香港交易所及證監會繼續就諮詢文件擬稿交換資料和意見。
	91	證監會(黎志慧)向香港交易所(李潔英)證實，證監會對有關資料披露的建議再沒有其他意見。
05.07.02	92	證監會就諮詢文件第四稿第二版有關資料披露的建議，向香港交易所提出進一步意見。
	93	香港交易所(劉玉蓮)就證監會對諮詢文件第四稿第二版提出的問題向證監會(黎志慧)作出回應。
	94	**香港交易所的諮詢文件第五稿** 香港交易所把諮詢文件第五稿提交證監會。文件由香港交易所(李月雲)以電郵方式傳送證監會(歐達禮)。
08.07.02	95	**證監會主席給財經事務及庫務局局長的信** 證監會主席(沈聯濤)致函財經事務及庫務局局長(馬時亨)，解釋證監會為改善香港上市市場的素質及提升企業管治水平而採取的主要措施。 隨信夾付了證監會在二零零一年十二月進行內部研究的報告，報告指出香港有不少素質欠佳的上市公司。

日期	編號	事件
08.07.02 (續)	95 (續)	證監會主席(沈聯濤)指出，研究所帶出的一項主要建議，是檢討香港上市市場首次上市及退市的準則；為此，香港交易所正諮詢證監會意見，檢討主板現行的首次上市及持續上市資格準則，以期在七月底發出一份公眾諮詢文件。
	96	財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)向財經事務及庫務局轉述局長有關改革上市委員會的建議，並請財經事務及庫務局協助聯絡證監會及香港交易所收集意見。
	97	財經事務及庫務局(區璟智)為財經事務及庫務局、證監會和香港交易所安排了一個會議，於七月九日舉行，討論整套建議及公關推展計劃。整套建議的主題為“加強企業管治及簡化上市程序”。
09.07.02	98	**協調財經事務及庫務局局長的公關工作推展計劃的首次特別會議** 財經事務及庫務局、證監會和香港交易所舉行會議，以制訂一系列建議，以及定於二零零二年七月二十四日舉行的三方聯合記者招待會的公關工作推展計劃，公布重組上市委員會和簡化上市程序的措施。 (註：此系列措施並不包括細價股或除牌建議，因為這部分被視為獨立項目，而非改善企業管治水平的措施之一。) 首次特別會議由財經事務及庫務局常任秘書長(財經事務)(苗學禮)主持，出席者包括香港交易所集團行政總裁(鄺其志)、證監會代表(沈聯濤及歐達禮)和財經事務及庫務局代表(區璟智及甄美薇)。

日期	編號	事件
09.07.02 (續)	98 (續)	香港交易所集團行政總裁(鄺其志)在會上提到，他計劃於七月二十四或二十五日，待財經事務及庫務局局長於七月二十四日出席立法會財經事務委員會會議後，發表有關除牌建議的諮詢文件，引入一系列改善企業管治水平的措施。 與會者亦注意到，香港交易所的“除牌”建議將於七月十八日供上市委員會審議，以及於其後進行公開諮詢。證監會及香港交易所均建議，財經事務及庫務局、證監會和香港交易所於七月底聯合公布整套建議時，應同時提及“除牌”建議，因為有關建議十分配合整套建議的三個主題之一，即改善企業管治水平。其餘兩個主題分別是重組上市委員會的架構和簡化上市程序。
	99	會議結束後，財經事務及庫務局的甄美薇被委派負責跟進將證監會和香港交易所的意見加入上述整套建議之中的協調工作，同時着手擬備簡報資料(答問資料及回應口徑)。
	100	黃昏時，香港交易所(李潔英)致電財經事務及庫務局(甄美薇)，向其扼要介紹香港交易所有關發放其諮詢文件的時間表:- • 在七月十日將諮詢文件擬稿傳送給上市委員會，供其在七月十八的會議上審議；以及 • 在二零零二年七月二十五日發表諮詢文件。

日期	編號	事件
09.07.02 (續)	100 (續)	香港交易所(李潔英)關注到在七月二十四日財經事務及庫務局局長公布有關整套建議之前，香港交易所的諮詢文件中所提建議可能會遭洩露。李潔英亦就香港交易所在翌日(七月二十五日)公布“除牌”建議的公關工作推展計劃諮詢甄美薇的意見，主要是為了確定香港交易所應否推遲公布建議，以免擾亂定於七月下旬[二零零二年七月二十四日]作出聯合公布的公關計劃。
10.07.02	101	甄美薇將香港交易所發放其諮詢文件的時間表告知區璟智，並指出香港交易所集團行政總裁已向新聞界表示，將在七月底發表諮詢文件。她並就有關建議可能遭洩露的問題徵詢其意見。 區璟智向甄美薇表示，市場正期待着香港交易所就“除牌”問題進行諮詢。
	102	**證監會摘要表送交財經事務科** 財經事務及庫務局(甄美薇)向證監會(李律仁)索取有關除牌建議的一些回應口徑及概要，以便為將於七月二十四日的聯合記者招待會上公布的改進企業管治及簡化上市程序的公關工作推展計劃作好準備。 證監會(李律仁)將(證監會內部所擬備)有關首次上市及持續上市準則和除牌程序的建議的摘要表(“證監會摘要表”)擬稿以電郵方式送交甄美薇，以供其參閱。
	103	**證監會對諮詢文件第五稿的意見** 證監會(李律仁)就諮詢文件第五稿及問卷向香港交易所(李潔英)提供意見。 證監會沒有再就文件第五稿，其中包括把最低交易價定為 5 角的建議，提出任何政策方面的意見。

日期	編號	事件
10.07.02 (續)	103 (續)	不過，證監會對擬稿，包括文件的草擬方式及篇幅表示關注： "……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。" 香港交易所(李潔英)告知證監會，在諮詢文件的最新擬稿，已考慮過證監會大部分的意見及觀點－"(實際上，上個周末曾最後修改擬稿三次)"。
	104	**諮詢文件擬稿(第六稿)送交上市委員會** 香港交易所把諮詢文件擬稿預發本送交上市委員會成員(以供在二零零二年七月十八日會議上討論)。
	105	證監會(李律仁)以電郵要求香港交易所(李潔英)提供一份香港交易所送交上市委員會的擬稿最後版本。
	106	**諮詢文件第六稿送交證監會** 香港交易所(李月雲)把諮詢文件第六稿(即送交上市委員會成員的版本)送交證監會。 她同時告知證監會這份最新版本已納入了證監會的意見及觀點。
15.07.02	107	財經事務及庫務局(甄美薇)向財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)送交一份資料簡介，供二零零二年七月十七日證券及期貨聯絡委員會會議(與證監會舉行的內務會議)之用。

日期	編號	事件
15.07.02 (續)	107 (續)	該份資料簡介概述有關上市事宜的公關工作推展計劃，並提到香港交易所會於七月二十五日發表有關除牌事宜的諮詢文件。 該份資料簡介亦有送交證監會。
16.07.02	108	香港交易所(鄺其志及李潔英)應邀參觀《南華早報》新聞編輯室，並與編委成員進行了非正式討論。香港交易所集團行政總裁提到一份有關持續上市資格的諮詢文件已提交上市委員會考慮，但沒有透露詳情。
17.07.02	109	**香港交易所把諮詢文件摘要送交財經事務及庫務局** 財經事務及庫務局(甄美薇)由於未能聯絡證監會(李律仁)，確認證監會所擬備的證監會摘要表的擬稿(第 102 項)是否已屬定稿，於是致電香港交易所(李潔英)，要求提供一些回應口徑，以及確認除牌建議的主要內容。 香港交易所(李潔英)於是把以下文件傳真給財經事務及庫務局(甄美薇)：諮詢文件擬稿的摘要(“香港交易所摘要”)，以及已向上市委員會傳遞的隨附文件的摘錄。 與此同時，財經事務及庫務局(甄美薇)也得到證監會(李律仁)確認，得悉證監會摘要表已包括最後提交予上市委員會的建議。 財經事務及庫務局(甄美薇)分別與香港交易所(李潔英)及證監會(李律仁)進行電話討論，要求就以下事宜提供意見:- (a) 他們認為建議內哪些部分具爭議性；以及 (b) 投資者若已投資於或會被除牌的公司，他們將有何選擇。 李潔英告知甄美薇，對“買殼”活動所造成的抑制效果或會引致一些不滿。

日期	編號	事件
17.07.02 (續)	109 (續)	李律仁向甄美薇表示，若所有建議即時實施，約有 25 家公司會有被除牌之虞。李律仁進一步強調，最低交易價旨在引發股份合併的安排，而過渡期也會相當長。
	110	**財經事務及庫務局與證監會舉行證券及期貨事宜聯絡會議** 與會者知悉定於二零零二年七月二十四日舉行的記者招待會的工作推展計劃。
	111	**財經事務及庫務局的內部溝通** 財經事務及庫務局(甄美薇)知會其上司(財經事務及庫務局副秘書長區璟智及財經事務及庫務局常任秘書長苗學禮)後，把證監會摘要表以電郵傳送給財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)，該電郵提出以下要點:- • 上市委員會將於七月十八日考慮有關建議，建議並於七月二十四日舉行記者招待會之後的日子發表；以及 • 證監會澄清，最低股價定為 5 角的建議，旨在引發股份合併。
	112	財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)其後把由財經事務及庫務局(甄美薇)送交的電郵印刷本及證監會摘要表，放進財經事務及庫務局局長(馬時亨)的收件盤上。
	113	香港交易所出版其刊物《交易所》，內載一篇文章提及交易所即將發出上述諮詢文件。
	114	《南華早報》一篇題為“細價股將面臨淘汰”的文章中作如下報道:- “交易所亦計劃引入強制合併規則，淘汰所有細價股。”

日期	編號	事件
17.07.02 (續)	114 (續)	"根據香港交易所的建議，倘任何公司的股價跌逾某一水平，則會被強迫進行股份合併，即是把若干舊股合併為一新股。這個做法可提高股份每股的理論價格。"
	115	財經事務及庫務局局長(馬時亨)前赴晚宴，並在晚上稍後時間離港前往倫敦(在二零零二年七月二十二日早上回任)。
18.07.02	116	《經濟日報》載有一篇題為"股價低於 5 角擬強制併股"的報道。 《南華早報》亦載有一篇題為"香港交易所擬取消所有細價股交易"的文章，詳細報道該項有關股價低於 5 角的股份須進行合併的建議。該文章引述消息來源的解釋:- "消息來源表示：'我們希望及早給予公司警告。建議中的 5 角最低股價並不是除牌的界線，而是公司須採取企業行動改善公司表現的界線。" "倘我們把界線定得過低，則即使公司採取任何行動解決問題，亦可能會為時已晚。"
	117	財經事務及庫務局(甄美薇)經副秘書長(財經事務)區璟智向常任秘書長(財經事務)苗學禮提供一份內部錄事，該份錄事包括了對由證監會及香港交易所提供的兩份摘要的簡略分析。 證監會摘要表(第 102 項)及香港交易所摘要(第 109 項)均夾附在該份錄事上。

日期	編號	事件
18.07.02 (續)	117 (續)	在該份錄事內，財經事務及庫務局(甄美薇)提及從香港交易所(李潔英)及證監會(李律仁)取得的意見，同時提到截至二零零一年底，有53.2%於主板上市的公司股價低於 5 角。這份錄事並無送交財經事務及庫務局局長(馬時亨)。
	118	**香港交易所上市委員會會議** 委員會就諮詢文件中的各項建議進行了超過兩小時的商議，委員一般均支持以各項建議為諮詢基礎，包括把最低股價定在 5 角的建議。 委員有對其餘各項建議提出意見，但並無提及諮詢文件的建議可能會導致細價股遭拋售。 委員會對其他各項目提出若干修訂，並通過把該份文件作公眾諮詢。
19.07.02	119	《星島日報》刊登以 “強制併股變相益莊家” 為標題的文章。
	120	香港交易所(李潔英)透過電話通知證監會(李律仁)上市委員會在諮詢文件中加插了一項有關應否在某些收購情況中豁免公眾持股量規則的問題。李潔英問及該問題是否對《收購守則》有影響。李律仁回應謂，《收購守則》一向獨立引用，並補充謂，他認為原則上不應有豁免，但由於上市委員會已把是項問題加插在諮詢文件內，因此問題亦應視乎公眾諮詢結果而定。 其後，香港交易所(劉玉蓮)就此事與證監會(黎志慧)跟進。

日期	編號	事件
15.07.02 周內某時間	121	證監會(李律仁)與香港交易所(李潔英)透過電話就香港交易所將於何時發出諮詢文件一事進行商討。在一連串的討論中，其間有提及香港交易所集團行政總裁(鄺其志)的放假計劃。 李潔英透露香港交易所已計劃於星期四(七月二十五日)發表諮詢文件，李律仁接着詢問為何不在星期五下午發放，並建議證監會可先於星期四公布證監會的研究文件，以作事前描述，使公眾能在掌握充分資料的情況下討論[稍後公布的諮詢文件]。 李潔英向李律仁轉述機構傳訊科同事的意見，指星期五一般並不大適合發放重要消息，這是由於星期六媒體的報道較少，能吸引的注意亦較少。 證監會(李律仁)接着說，在這種情況下，證監會會於七月二十五日午飯時間發放有關香港上市市場質素的研究報告，好讓新聞工作者在港交所的發報會(李律仁仍以為會於星期四收市後)前有數小時了解背景事實。
	122	香港交易所李潔英要求證監會李律仁提供一份證監會的研究文件。
18.07 - 23.07.02	123	香港交易所就諮詢文件作最後定稿，納入上市委員會成員的意見，並對整份文件內容作最後修飾。
25.07.02 前的數日	124	證監會李律仁在諮詢文件發表之前多次與香港交易所李潔英在電話商談。 雙方曾討論須詳細解釋最低股價 5 角並非除牌價的重要性。李潔英提及她會強調並非“到價即死”。

日期	編號	事件
25.07.02 前的數日 (續)	124 (續)	雙方也曾討論如何協調就新的上市管治架構，香港交易所諮詢文件和證監會的研究報告的發布安排。
22.07.02	125	東方日報專欄作家 DR. STOCK 發表下列意見:- "仙股數目超過 120 隻，可算是歷史新高，而股價低於 0.5 元的公司，亦都佔上市公司半數。須知唔少仙股及細價股公司拒絕將股份合併，當中不少是存心不良。一來怕股份合併令細價變大價，股份下跌"空間"增加，或者是希望繼續以細價股身分，博股民以為易於炒作，令到公司可以更容易從股民身上抽水。"
23.07.02	126	**協調財經事務及庫務局局長的公關工作推展計劃作的第二次特別會議** 財經事務及庫務局局長馬時亨與證監會及香港交易所舉行會議，為七月二十四日的記者招待會作最後準備，上次公布有關改革上市委員會，以及精簡上市程序的措施。 與會者同意，記者招待會由財經事務及庫務局局長主持，證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁亦會參與。 與會者亦同意，香港交易所的"除牌"建議只會在記者招待會開始時簡略提及，香港交易所會另外在七月二十五日公布有關建議詳情。倘在七月二十四日記者會上有記者詢問有關"除牌"建議，則由香港交易所集團行政總裁解答。 與會者亦得悉，證監會會於七月二十五日發表其"市場素質與除牌機制"的研究報告。

日期	編號	事件
23.07.02 (續)	126 (續)	香港交易所主席(李業廣)在會議結束前表示，關注到證監會的研究報告可能會將有關除牌建議的新聞報道擠出篇幅以外。財經事務及庫務局常任秘書長(財經事務)(苗學禮)表示同意研究報告的內容可能被視為帶來負面的信息。證監會(歐達禮及李律仁)表示，為除牌建議營造一個使公眾能在掌握充分資料後作理性討論的環境相當重要。與會者全部同意證監會只發表研究報告撮要本。
	127	證監會(李律仁)把證監會的研究報告副本電郵予香港交易所(李潔英)。
	128	證監會(李律仁)於同日稍後時間把證監會的研究報告另一份副本電郵予香港交易所集團行政總裁鄺其志，並提出:- "本人亦已於較早前向李潔英指出我們計劃在該日(即七月二十五日)舉行記者午餐會。由於除牌建議可能影響部分股票的價格，我們假設交易所會在收市後才舉行簡報會.....。我們會請機構傳訊科的同事聯絡羅文慧。"(註：羅文慧是香港交易所企業傳訊主管。)
	129	香港交易所(鄺其志)回覆證監會(李律仁)時表示，李潔英將會就在七月二十五日舉行的新聞簡報會安排與李律仁聯絡。
	130	證監會(李律仁)及香港交易所(李潔英)曾兩次通電話，商談香港交易所發表其諮詢文件的時間問題。

日期	編號	事件
23.07.02 (續)	130 (續)	在第一次通電話時，李潔英從李律仁方面得知證監會將會在香港交易所計劃發表諮詢文件的同一日發表其研究報告後，表示須與鄺其志討論有關的時間問題。她憶及李業廣及苗學禮在二零零二年七月二十三日有關公布新的上市管治架構的協調會議上所關注的問題(第 126 項)。 李潔英就有關安排徵詢企業傳訊的同事後再聯絡李律仁，並告知他關於香港交易所將會在翌日上午收市後發表諮詢文件，以及香港交易所對證監會發表其研究報告的時間並無意見，因為這是證監會方面的事。 與此同時，證監會機構傳訊科的人員(機構傳訊科主管陳志強)及香港交易所企業傳訊人員(企業傳訊副總監陳涓涓)亦有就香港交易所舉行記者招待會的時間表進行討論。證監會問及香港交易所可否另訂日期舉行記者招待會以發表其諮詢文件，因為原訂日期可能與證監會就發表研究報告舉行新聞簡報會的日期有所衝突，再者香港交易所記者招待會所發放的部分消息可能對股價有影響。陳涓涓與李潔英討論有關事情後通知陳志強，表示香港交易所將於七月二十五日下午十二時三十分開始其新聞簡報會。
	131	蘋果日報刊登以“股份不足 5 毫或須合股”為標題的文章。 在七月二十三日及之前一星期內，均有傳媒報道關於市場參與者的訪問及引述他們的談話；大部分受訪者認為以 5 角為最低股價屬於偏高，但沒有人預測可能會因此引起市場恐慌。 與前一星期的交投情況相比，細價股並無交投混亂的迹象，股價亦沒有不尋常的波動。

日期	編號	事件
24.07.02	132	財經事務及庫務局局長(馬時亨)出席立法會財經事務委員會會議。
	133	**企業管治及簡化上市程序措施的聯席記者招待會(由財經事務及庫務局局長擔任主席)** 財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁一同出席記者招待會。 香港交易所集團行政總裁回應記者的提問時證實，一份有關首次上市、持續上市資格及除牌程序的諮詢文件將於七月二十五日公布。
	134	香港交易所(劉玉蓮)於下午六時二十一分向證監會(李律仁)發出電郵，夾附有關將於翌日公布的建議的新聞稿副本，以供參考。
25.07.02	135	**證監會召開記者簡報會** 證監會企業融資部於上午十一時三十分召開記者簡報會，發表其對香港證券市場素質的研究結果。
	136	**<u>香港交易所集團行政總裁於下午十二時三十分的記者招待會上發表諮詢文件</u>** 在記者招待會前，記者約有一小時閱讀諮詢文件的時間，了解有關內容。 記者招待會後，香港交易所為記者安排午餐會。鄺其志及李潔英於會上要求記者全面報道諮詢文件的建議，避免過分渲染的報道和標題。他們又在午餐會上重申:- • 股價低於 5 角的公司不會被即時除牌；以及 • 會有一段 12 個月的過渡期。
	137	香港交易所在記者招待會後將諮詢文件上載於其網站。

日期	編號	事件
25.07.02 (續)	138	證監會李律仁向香港交易所李潔英發出電郵，索取已發表的諮詢文件有標示修訂的最後定稿。
	139	七月二十五日下午，股市交易如常。
	140	香港交易所企業傳訊科留意電子傳媒在下午對諮詢文件的報道，得悉市場參與者透過傳媒發表對諮詢文件所載建議的意見時，普遍態度中立或表示支持建議。
	141	財政司司長(梁錦松)經電子傳媒獲悉香港交易所發表了一份有關除牌機制的諮詢文件。
	142	財經事務及庫務局局長(馬時亨)於午夜左右獲一名相識的人士向他反映，指諮詢文件所載的除牌建議或會有問題。
26.07.02	143	香港交易所繼續留意傳媒對諮詢文件的報道，並認為沒有迹象顯示發表了的建議會引起市場恐慌或細價股會被大量拋售。
	144	股市由上午十時四十五分起出現不正常波動，情況持續了大約一小時。
	145	財經事務及庫務局(甄美薇)接獲一個證券工會和證監會的報告，指低價股出現恐慌性拋售。她即時將此事告知財經事務及庫務局(苗學禮及區璟智)、財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)和財經事務及庫務局局長新聞秘書(麥麗雲)。
	146	上午十一時左右，財經事務及庫務局局長(馬時亨)收到第 142 項所述的同一人士來電，告知細價股股價下瀉的消息。
	147	財經事務及庫務局局長(馬時亨)向其政務助理(鄧詠菁)和新聞秘書(麥麗雲)表示，他沒有收過任何與除牌建議有關的文件。鄧詠菁於是指出，早前曾向他提交證監會摘要表副本。鄧詠菁隨即把摘要表另一副本給他。

日期	編號	事件
26.07.02 (續)	148	財政司司長(梁錦松)獲其政務助理(李達志)告知，市場對香港交易所的建議有強烈反應，而財經事務及庫務局局長已向公眾澄清，有關建議僅屬諮詢階段。
	149	財經事務及庫務局局長(馬時亨)致電財政司司長匯報市場情況，並表示他會於當日稍後時間再發表公開聲明，以消除公眾疑慮。
	150	財經事務及庫務局局長(馬時亨)與香港交易所集團行政總裁(鄺其志)聯絡，並透過傳媒澄清除牌建議只不過是向公眾諮詢意見的建議。
	151	香港交易所向上市發行人、市場參與者和有關的專業及商業機構派發諮詢文件印刷本。 香港交易所於發表文件後展開推廣計劃，徵詢市場人士對諮詢文件的意見:- • 香港交易所(李潔英)與證券經紀組織的代表(蔡陳葆心女士及曾熾暄先生)聯絡，邀請他們提出意見，並提議如果他們認為有需要，可為其會員舉辦研討會； • 香港交易所邀請上市發行人及市場參與者出席訂於二零零二年八月十三及十四日舉辦的研討會(以英語、廣東話及普通話進行)，以解釋諮詢文件的內容，並邀請市場人士就諮詢文件發表意見；以及 • 香港交易所提供電話查詢服務，為可能對諮詢文件內容有疑問的人士提供服務。
	152	財經事務及庫務局(甄美薇)收到諮詢文件及香港交易所(李潔英)邀請提供意見的信件。
	153	香港交易所(李月雲)在下午四時五十六分以電郵方式，把對諮詢文件在上市委員會七月十八日舉行會議後所作出的重大修訂的摘要送交證監會(黎志慧)。

日期	編號	事件
26.07.02 (續)	154	香港交易所在下午早段時間透過傳媒發出聲明:- • 有關建議只是關於《主板上市規則》市場諮詢的一部分； • 香港交易所預料會收到市場人士的不同回應； • 諮詢期結束後，也將需要數月的時間去制訂規則，方能實施任何修訂；以及 • 假如任何有關將現有細價股除牌的新規則最終獲得採納，在修改規則後仍會有 12 個月過渡期。
	155	證監會發出聲明，與香港交易所的聲明互相和應。
	156	財經事務及庫務局局長(馬時亨)在徵詢香港交易所集團行政總裁後，在傍晚約見傳媒時表示，建議的 5 角最低股價仍有待磋商，並呼籲公眾人士不要恐慌。
27.07.02	157	香港交易所集團行政總裁(鄺其志)與同事商討事件。然後，他在早上致電財經事務及庫務局局長和證監會主席，提議撤回 5 角最低股價的建議。
	158	財經事務及庫務局局長在磋商(第 157 項)時，向香港交易所提出延長諮詢期的建議。 他也請一相識人士安排他和證監會主席在翌日與市場從業員會面，共進午餐。 傍晚，他向證監會主席及香港交易所主席表示，關注到細價股股價大跌可能會引發經紀不能履行交收結算責任，以及對市場造成更廣泛的影響。

日期	編號	事件
27.07.02 (續)	159	**香港交易所宣布延長諮詢期** 香港交易所在早上首先透過電台節目，然後在下午發表新聞稿，宣布將諮詢期延長兩個月至二零零二年十月三十一日，並表示計劃稍後發出有關除牌建議的補充文件。
	160	財政司司長(梁錦松)在特區政府行政長官主持的集思會期間的空檔時間，與財經事務及庫務局局長(馬時亨)就市場反應，以及為消除市場的憂慮而須盡快採取的行動進行討論。(整天)。
	161	財政司司長(梁錦松)請政務助理(李達志)作出安排，以在七月二十八日下午與財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁舉行會議，商討未來路向及對策。(下午)。
	162	財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)要求甄美薇擬備一份事件紀要，以供財經事務及庫務局局長在七月二十九日作參考。(下午稍後時間)。
28.07.02	163	財政司司長(梁錦松)在特區政府行政長官主持的集思會期間的空檔時間，繼續與財經事務及庫務局局長就市場反應，須盡快採取的行動進行討論。
	164	財經事務及庫務局局長(馬時亨)聯同香港交易所主席(李業廣)與證券經紀午膳。之後，香港交易所主席建議撤回諮詢文件的 C 部分(除牌機制建議)。 財經事務及庫務局局長其後在證監會辦事處與證監會主席(沈聯濤)會面。財經事務及庫務局局長留意到證券經紀持倉量在七月二十六日並無問題，但對未來一周的交收情況則表示關注。(下午三時)。

日期	編號	事件
28.07.02 (續)	164 (續)	財經事務及庫務局局長(馬時亨)在沈先生辦公室首次看到香港交易所的諮詢文件。
	165	財政司司長閱覽政務助理(李達志)透過互聯網所取得的香港交易所諮詢文件摘要摘錄。(下午四時之前)。
	166	甄美薇返回辦公室，打算按財經事務及庫務局局長政務助理提出的要求(第 162 項)，擬備事件紀要，但並無所需的檔案。
	167	**在財政司司長官邸舉行會議** 財政司司長、財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁於下午四時在財政司司長官邸舉行會議。與會者同意香港交易所主席提出的建議，即撤回除牌建議，並於下午六時舉行記者招待會，公布撤回除牌建議，以及再次解釋這項建議背後的理據，以消除公眾疑慮。
	168	**舉行記者招待會公布把諮詢文件 "C" 部分撤回** 財經事務及庫務局局長(馬時亨)、證監會主席(沈聯濤)、香港交易所主席(李業廣)及集團行政總裁(鄺其志)於下午六時聯合舉行記者招待會，宣布撤回除牌建議。 證監會主席在會上曾回應一條以粵語提出的問題。其後有些報道把其答覆理解為證監會並沒有就最低股價的問題提出意見。(註：若根據所有有關問題及答覆的上文下理一併分析應能清楚交待證監會曾與香港交易所討論最低股價的問題。)
29.07.02	169	財政司司長(梁錦松)在返回辦公室途中回應傳媒的提問時，提到香港交易所:- • 在細節方面，可能在考慮問題方面不太周詳；

日期	編號	事件
29.07.02 (續)	169 (續)	• 可能低估了市場的反應；以及 • 在推出諮詢文件前，沒有知會財經事務及庫務局。
	170	甄美薇得到的印象是事件紀要須顯示自政策局知悉細價股問題以來事態的整體發展。於是她以此原則草擬完畢事件紀要。該紀要並沒有包括她從香港交易所取得的香港交易所摘要(第 109 項)，因為她認為該份摘要與她送交財經事務及庫務局局長政務助理的證監會摘要表(第 102 項)類似。甄美薇將把擬稿交予區璟智及苗學禮快速提供意見後，將事件紀要送交財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)。
30.07.02	171	甄美薇早上發覺香港交易所摘要的提述在整體事態發展可被看成重要，而"摘要"一詞可能會造成混淆。她將「事件紀要」沒有包括該份摘要一事告之區璟智，而當時區璟智正與財經事務及庫務局局長透過電話磋商。在區璟智建議下，甄美薇利用電話機的免提功能與財經事務及庫務局局長對話，確認她收過香港交易所摘要。財經事務及庫務局局長則記不起有此對話。
	172	財經事務及庫務局局長與證監會、香港交易所及該局職員舉行會議，為二零零二年七月三十一日舉行的立法會財經事務委員會議作準備。 證監會主席(沈聯濤)及香港交易所集團行政總裁(鄺其志)確認在二零零二年七月二十五日之前，沒有諮詢過財經事務及庫務局局長(馬時亨)，亦沒有向其提供諮詢文件文本。
	173	財政司司長(梁錦松)、財經事務及庫務局局長(馬時亨)與香港交易所主席(李業廣)會晤。

日期	編號	事件
31.07.02	174	早上財經事務及庫務局局長、證監會主席、香港交易所主席及集團行政總裁再次舉行會議，為定於下午舉行的立法會財經事務委員會特別會議作準備。 在籌備會議上，財經事務及庫務局(甄美薇)在澄清"誰知道什麼"時確認:- • 她於二零零二年七月十日收到的證監會摘要表，並於七月十七日轉交財經事務及庫務局局長政務助理(鄧詠菁)(第 102 及 111 項)；以及 • 香港交易所(李潔英)於二零零二年七月十七日提交的諮詢文件摘要(第 109 項)並無送交財經事務及庫務局局長辦公室。(該份摘要只於二零零二年七月十八日經區璟智送交苗學禮(第 117 項)。) 財經事務及庫務局局長(馬時亨)由此時方得悉香港交易所曾於二零零二年七月十七日將諮詢文件摘要送交財經事務及庫務局。他隨後向財政司司長提述此事。 在籌備會議上，財經事務及庫務局局長、證監會主席及香港交易所主席均讀出他們將於立法會財經事務委員會上發表的演辭擬稿。當時香港交易所集團行政總裁的演辭擬稿尚未完成，亦沒有包括他其後在事務委員會會議上發表的演辭的最終版本內所載的事件紀要。
	175	財政司司長委任調查小組調查細價股事件。
	176	**立法會財經事務委員會特別會議** 請參閱報告正文第 9.19 至 9.22 段的詳細討論。

事件紀要中提及的人士

財政司司長私人辦公室

梁錦松	財政司司長
李達志	財政司司長政務助理

財經事務及庫務局／財經事務局

馬時亨	財經事務及庫務局局長
葉澍堃	財經事務局局長(二零零二年七月一日前)
苗學禮	財經事務及庫務局常任秘書長(財經事務)
區璟智	財經事務及庫務局副秘書長(財經事務)
甄美薇	財經事務及庫務局首席助理秘書長(財經事務)(證券)
鄧詠菁	財經事務及庫務局局長政務助理
麥麗雲	財經事務及庫務局局長新聞秘書

證券及期貨事務監察委員會

沈聯濤	主席
歐達禮	企業融資部執行董事
冼達能	企業融資部執行董事(二零零一年十月一日前)
李律仁	企業融資部總監
紀禮富	企業融資部總監
黎志慧	企業融資部高級經理
鄭啟森	法規執行部監察科高級總監
陳志強	副總監兼機構傳訊部主管
浦偉光	中介團體監察科總監

香港交易及結算所有限公司

李業廣	主席
鄺其志	集團行政總裁
霍文廣	集團副營運總裁
李潔英	執行總監兼上市、監察及風險管理單位主管
黃建耀	上市科高級總監
劉玉蓮	上市科總監
麥貝利	上市科副總監
李月雲	上市科高級經理
羅文慧	企業傳訊單位主管
陳涓涓	企業傳訊單位副總監

(資料來源：香港交易所)

2001 年 1 月至 2002 年 7 月 25 日
有關「仙股」及「除牌」的報道概略

日期	報章	報道概略
11.01.01	星島日報	• 東泰證券鄧聲興直指，上市公司股價成「仙」，通常不外乎過度集資、盈利前景欠佳以及之前出現大量投機買盤所致，就算當局建議強制合併股份，也未必能夠解決股價再跌的問題。 • 譚紹興直指現有仙股問題，當局也要負上一定責任，容許個別質素有問題的股份上市。 • 萬信證券黃國英認為香港當局對待「仙」股手法寬鬆，嚴重影響交易效率，因此贊成當局強制將「仙」股合併。
19.01.01	太陽報	• 霍廣文表示早前曾就仙股合併向業內人士進行非正式諮詢，而業界對此普遍支持。霍廣文強調合併仙股的目的是提高市場透明度，因為現時低於一仙的股份只會在碎股的平台買賣，而一般投資者是不能知悉當中的交易情況。 • BNP 百富勤梁伯韜認為合併仙股對公司的好處有限，因為股價能否回升很大程度是取決於業績好壞。
	大公報	霍廣文表示，港交所正研究仙股合併事宜，原因是股價低於一仙的股份，只能透過碎股板交易，一般投資者未能得悉交易資料，故有欠透明度。

日期	報章	報道概略
19.01.01 (續)	公正報 成報	霍廣文表示，港交所有非正式諮詢市場參與者意見，而有關人士普遍支持要求上市公司將仙股合併，主要認為股價太低便不可以透過市場進行交易，難以維持高透明度。
	亞洲電視網上新聞	霍廣文表示，會非正式向業界諮詢仙股合併的建議，解釋因股價低過 1 仙，交易所系統會不能顯示，影響公司的透明度。
	香港商報 文匯報 蘋果日報	• 霍廣文表示港交所曾非正式地諮詢業界有關仙股合併的意見，業界普遍支持仙股合併。因低於一仙的股份當作碎股買賣，故合併後可增交易透明度。
	星島日報	• 霍廣文表示交易所考慮將仙股合併，以提高成交的透明度。 • 梁伯韜認為作用不大，因為甚少投資者留意仙股。
23.01.01	蘋果日報	• 黃紹開強調香港創業板歷史只有一年，交易所不會因股價或市值低而要將有關公司除牌，除非公司本身經營出現問題。
29.01.01	東方日報	• 作者老周認為港交所可引入美國納斯達克交易所的除牌制度，以淨化本地市場。納所規定，當地掛牌公司股價要長期保持在 1 美元以上，如連續 30 個交易日內股價一直低於規定，會給予 90 日寬限期，其後並要連續 10 個交易日股價維持在 1 美元以上。第二個條例是，如掛牌公司的資產淨值不足 400 萬美元，股價便要保持在 5 美元以上，不符合指標的股票，會受到制裁處分。

日期	報章	報道概略
29.01.01 (續)	東方日報 (續)	• 香港二、三線股的大股東在近十多年來，經常先供股集資，然後高價買資產、「做手腳」令公司蝕本，然後又再供股集資。這些「老千股」的股價不斷大跌，而大股東就因為不斷向股民「抽水」而發達，當股價跌無可跌時，就不惜合併、削減股本，然後再「抽過水」，令小股東跌入無底深潭。因此，納指的機制可以說是對付這些「老千股」的最有效辦法，以限制那些大股東無限量將自己股票向下炒。
05.02.01	成報	• 對於港交所有意將某一水平的仙股股價合併為最少五或一角的建議，證券界人士認為此雖可令股票面值增大，但若公司質素並無改善，最終股份亦可能打回原形，並不能吸引投資者買賣。 • 譚紹興認為此舉短期雖可令股票流通量增加，但若該些公司質素並無改善，股份合併後股價仍然會下跌。 • 譚紹興認為，交易所可考慮美國納斯達克市場做法，若某一隻股份股價長期低於一美元，則交易所有權將之除牌。 • 東泰證券鄧聲興認為將股份合併並不能解決問題，而且還會引來削股本等技術上問題。
16.02.01	經濟日報	黃紹開認為，聯交所在研究仙股合併問題上，應考慮有關措施是暫時性安排，或是成為長期的市場機制。聯交所可考慮規定將股價維持在 1 仙一段時間(例如 3 個月或 6 個月)的仙股進行合併，若合併後再跌為 1 仙股，便可能要除牌。
19.02.01	大公報	• 恒豐證券張華峰表示，同意將仙股合併。

日期	報章	報道概略
19.02.01 (續)	大公報 (續)	• 霍廣文表示，正研究合併仙股，並向市場進行非正式諮詢，業界反應普遍支持有關建議，並認為此舉可助提高市場透明度。 • 不過，有業界認為，合併仙股未必能解決問題，因為股份合併後，股價仍可以再跌，再次變回仙股。 • 有市場人士建議仿效美國的規例，將在限期屆滿後仍未合股者除牌。 • 張華峰贊同將仙股合併，但認為本港未必需要設立除牌制度，因為聯交所現時已有一除牌機制;若再強加仙股除牌，將為奉行自由體系的香港帶來負面影響。 • 立法會議員胡經昌認為，將仙股合併原則上是對的，但在硬性規定將仙股合併之前，必須先了解到個別公司本身的問題所在。 • 胡經昌並指出，除牌制雖可促使有關的公司努力去進行改善，但壞處卻是令那些只因環境問題導致股價大瀉至變成仙股的公司，永無翻身之日，對一般小股東來說，亦失去了保障。 • 萬信證券許照中則反對將仙股合併，他更強調，即使硬性規定公司必須將仙股合併，亦無人能保證合併後的股價會上升，若只是不停地將仙股合併,只會不斷榨乾小股東的利益。因此，許照中贊成實行除牌制度，勒令取消長期沒有成交的仙股公司的上市地位，及要求該公司清盤。
23.02.01	蘋果日報 香港商報	沈聯濤正與港交所檢討上市規則，其中包括處理仙股的問題。

日期	報章	報道概略
14.03.01	東方日報	• 作者老周認為股票是自由買賣，必須盡量減低人為干預。 • 純以股價低於某價而要除牌，會剝奪股東止蝕機會。
20.03.01	東方日報	• 許照中認為，「除牌制度」可以作為對付一些刻意將股價推低至不合理水平的上市公司(如仙股公司)的管理層或大股東，迫使他們回購股份。 • 近年很多三、四線小型上市公司的大股東或管理層，縱有大量閒資也不願於股價有重大折讓的情況下回購本身股份，寧可以超高價格收購其他公司股份藉以消耗本身的大量現金。對此，許照中認為只有「除牌制度」可以堵塞這個漏洞。
22.03.01	東方日報	• 作者許照中構思中的「除牌制度」，建議上市公司回購本身股份，但有關回購水平則屬主觀看法。 • 雖然在自由市場而言，由條例來規定上市公司的合理價格並不大適當，但只要條例是在公平的原則下訂定，並無不可。所謂「合理水平」，可從資產淨值及平均市盈率來作考慮。
26.04.01	經濟日報	在專欄【散戶心聲】中，筆者「不平鳴」反對將仙股合併，因為合併只會為這些公司的大股東提供機會炒低股價壓榨小股民金錢。聯交所及證監會均須三思。
10.05.01	經濟日報	就市場中要求將股價長期維持在 1 仙股份除牌的建議，霍廣文表示不會效法美國市場，勒令股價長期低迷的股份除牌，因為上市公司一旦除牌，投資者便無法變現。

日期	報章	報道概略
14.05.01	信報	• 社評談及中美日除牌要求較香港嚴格。 • 紐約交易所規定上市公司必須符合下列條件才不會被除牌：一、連續 30 天股價最少要達到 1 美元；二、公司市值不得少於 5 千萬美元；三、股東權益不得少於 5 千萬美元。若上市公司未能符合上述規定，便會被交易所取消上市資格。 • 日本則要求上市公司要有最少 150 位股東及不能連續三年資不抵債。 • 中國證監會近期也規定將連續三年出現虧損的上市公司除牌。 • 有學者指出除牌機制的問題。 • 中大郎咸平、齊大慶及蘇偉文撰文指出，除牌機制本身存在不少問題:- * 被除牌公司的股票喪失流通能力，令投資者不能套現，並引致場外股價大跌。 * 除牌公司會計項目更易被操縱，公司管理層或會更改甚至偽造會計資料，以符合相關盈利規定。 * 如除牌以股價決定，公司大可利用多股合一，從而提高股價，並將除牌的時限拉後，對股東利益反而沒有幫助。 • 京華山一數碼金融服務董事鄧君栩不支持仙股除牌，認為應容許仙股繼續買賣。

日期	報章	報道概略
14.05.01 (續)	信報 (續)	• 社評報道，有證券經紀指港交所曾就成立仙股板向市場作出非正式諮詢，但經紀指出這建議將大大增加電腦系統的費用，可行性成疑，證券界仍傾向將仙股除牌。 • 霍廣文表示如勒令仙股除牌，投資者要買賣私人公司股份變現便極為困難，他們所受的損害更大，故香港不會仿效美國市場，要求仙股除牌。 • 一名經紀透露，仙股成交額佣金有限，因此很難令他們支持仙股市場。 • 證券界人士指出，目前在市場上，針對仙股只有兩個考慮方案，第一個是除牌，第二個是正式成立仙股板。但是，對證券商來說，由於仙股成交額佣金根本難以支持更改電腦系統的成本，更遑論賺取利潤，故證券行更改電腦的誘因甚少，亦因而並不熱烈支持仙股板。
15.05.01	成報	「股市漫談」作者許照中認為除牌並非如洪水猛獸，只要是有適當的善後安排，股民未必不會接受；相反，讓那些不符合資格的公司繼續掛牌，只有令更多投資者受到禍害。
17.05.01	信報	沈聯濤表示由於是否需要強制要求仙股除牌的建議涉及修訂《上市規則》，最終需由港交所負責，並向市場作出諮詢。
	香港商報 星島	沈聯濤表示該會將與港交所討論公司除牌事宜，是否引入除牌機制需要諮詢市場意見。

日期	報章	報道概略
17.05.01 (續)	東方日報	• 沈聯濤表示會與聯交所商討除牌制度。 • 大福證券黃紹開指出，仙股問題雖有必要檢討，但是否要除牌則必須要諮詢市場意見，因除牌可能會令仙股股東不能再將股份買賣。
	太陽報 文匯	沈聯濤表示將與港交所研究公司除牌事宜，以配合提高公司管治的目標。
	大公報	• 就設立除牌制度及仙股除牌事宜，沈聯濤認為需要先聽取港交所的看法，以及諮詢市場的意見。 • 另外，創業板上市委員會委員黃紹開表示，由於投資者對除牌機制甚為關注，他認為交易所亦會向市場進行諮詢及參考外國處理手法，但亦擔心仙股除牌不一定對投資者有好處。
	明報	沈聯濤指出，會就本港是否引入除牌機制及是否效法美國等地方引入除牌制度，與聯交所進行商討。
	成報	• 沈聯濤表示，該會將與港交所討論公司除牌事宜，而未來亦會諮詢市場意見。 • 對於設立除牌制，市場爭議性頗大，例如除牌的釐定各方人士均有不同意見，故推行有關制度確有難度。 • 目前市場對仙股除牌的建議一般都不大贊成，認為此對公司並不公平，主要公司股價未能反映公司盈利及公司管治水平等狀況，而股價低殘可能是受外圍因素或交投欠活躍有關，他們認為將仙股合併會較為恰當，相信若公司質素良好，股份合併反可增加公司股份流通情況。

日期	報章	報道概略
17.05.01 (續)	成報 (續)	• 普遍人士認為監管者應以彈性處理的方法，以考慮長期處於虧損的公司應否除牌。
18.05.01	南華早報	(中文譯本) • 低面值不但限制公司股票流通，亦削弱公司集資的能力。 • 香港投資者學會主席譚紹興表示，若公司欲穩定其股價，必須改善業務表現，而不能單靠股票合併。 • 譚紹興表示，他對於在香港設立一個與紐約股票交易所相似的除牌機制有所保留。紐約股票交易所的除牌機制規定，若一隻股票的股價連續 30 天以上低於 1 美元，便會被交易所除牌。他指出，香港與美國不同，沒有活躍的場外市場讓投資者將被交易所除牌的股份變現。
19.05.01	深圳經濟日報	• 沈聯濤表示證監會將與港交所就香港是否引入除牌機制進行商討。 • 有專家提出，香港可以仿效美國納斯達克，採取強制仙股除牌的機制。按照納斯達克市場的條例，股價連續 90 日低於 1 美元水平的股份就要除牌。
	大公報	創業板上市委員委員林雄不贊成將仙股除牌，因為對小股東並不公平，而且部分公司的業務必須經歷周期性上落，於一間公司面對低潮時將之除牌，並不公平。
25.05.01	東方日報	• 霍廣文表示，不會勒令仙股除牌，如勒令仙股除牌，投資者往往難以套現，可能所受的損害更大。

日期	報章	報道概略
25.05.01 （續）	東方日報 （續）	• 業界對除牌制度有不同的看法，有經紀認為除牌後對投資者更加不利，但亦有人認為仙股影響股市的健康發展，長遠而言應除牌。 • 大福證券銷售及研究部董事杜冠雄表示，不贊成仙股除牌的制度，認為此政策對小股東打擊甚大，因為公司一旦被撤銷上市地位，股東便會喪失僅有的套現機會，亦影響市場主導的原則。 • 杜冠雄亦認為若仙股除牌建議落實,有關方面須研究復牌機制,研究遭除牌上市公司可透過那些渠道復牌,還是需要重新申請上市;他又認為鼓勵上市公司合併股份較倣效美國勒令仙股除牌制為佳。 • 新世紀證券董事岑偉納及信誠證券投資部經理連敬涵同樣認為股價不理想的股票應被除牌。岑偉納表示，長期不能改善業務的公司，不應有上市的資格，若果落實仙股除牌制度，可規定股價一仙維持在半年外，亦應考慮公司的業績，若仙股公司同樣連續虧損兩年，便應將其除牌。 • 連敬涵亦認為，仙股存在令股民不斷蒙受損失，有些股票在進行合股下，股價每每大幅下挫，最終受影響的是股民。雖然，勒令仙股除牌，或令投資者無法把股票套現，但仙股問題始終要解決。不過，連敬涵認為仙股除牌並非可行的解決方法，因為仙股的大股東可利用現時的合股方式，令股價不致於到達一仙水平，他建議考慮把市值低於二千萬至三千萬元的公司除牌，而不應只看股價。

日期	報章	報道概略
31.05.01	東方日報	作者老周認為有股票的地方就會有「藍籌股」、「二、三線股」或「仙股」等。如果單純因為「仙股」而要除牌，以求淨化股壇，根本不切實際。
	大公報	鄺其志指出，該所正就上市公司的除牌機制進行全面性的內部研究，主要參考歐洲及美國的做法，預期數個月內可以完成有關報告。
	東方日報 蘋果日報 文匯報	港交所正參考國際上其他國家及地區對上市公司除牌的做法，並就除牌機制進行內部研究，而股價只是其中一個考慮的因素，估計新的機制需待幾個月後才能推出。
	信報	• 鄺其志在上海表示，港交所內部正研究主板及創業板的除牌機制，目前正在參考美國及歐洲證券市場的股票除牌機制。 • 港交所發言人解釋說，檢討企業除牌機制，關鍵在於平衡投資者的權益，准許原有投資者有較公平的退出機會，並同時保障小投資者的權益。
	太陽報	港交所正檢討兩板的除牌機制，要求股價表現太差的公司除牌會是其中一個考慮方案。
	星島日報	• 鄺其志表示港交所正內部研究有關問題，計畫參考其他市場的做法，才對現時的制度作出修訂，但至少要數月後才有具體細節公布，不過公司股價則會是其中一個考慮元素。 • 目前香港市場的除牌制度與美國納斯達克不同，後者是純以股價衡量，低過某個價格公司便要除牌，但香港則是以業務活躍度為準則作決定。

日期	報章	報道概略
31.05.01（續）	經濟日報	• 港交所擬回應市場意見，研究上市公司除牌機制，並會參考歐美等海外市場，而股價偏低將為考慮因素之一。 • 除牌制度在海外市場並不罕見，美國納斯達克規定上市公司如連續 30 日股價低於 1 美元，便會受到交易所警告，90 日低於 1 美元則會被勒令停牌。 • 除牌制度的研究，為港交所與證監今年全面檢討「上市規則」工作的一部分，鄺其志稱，檢討結果將於數個月內公布。
	大公報	• 港交所正研究的除牌機制，可能會參照其他地區，包括美國及歐洲市場的做法，有關檢討過程中，股價過低亦會一併成為考慮因素。 • 部分業內人士認為應把股價表現不理想的公司，列入監管範圍內；但亦有人表示，這反而會對小股東不利。 • 譚紹興表示，除以企業股價及業績等表現來評估除牌與否，亦應根據公司市值來決定除牌問題。在實行除牌制度時，可參照美國市場，為被除牌的公司提供另類市場，好讓有問題公司能繼續進行買賣，不致令投資者蒙受損失。 • 富昌證券總經理蘭常念贊成檢討現行監管制度，讓投資者得到保障，又可避免有公司不停在市上集資「吸水」。 • 東泰證券鄧聲興郤認為實行除牌制度可能會令投資者所持有的股份變成「一張廢紙」。他亦認為以股價來衡量一家公司的經營狀況並不恰當，彈性處理才是有效方法。

日期	報章	報道概略
31.05.01 (續)	東方日報	• 鄺其志在上海出席研討會時表示，正就上市公司的除牌機制進行全面內部研究，主要將參考歐洲及美國的做法。 • 深滬股市新設的除牌機制，提醒人們注意到除牌機制的實效。有了除牌機制以後，上市公司有限期改善經營的壓力，不會像香港一些上市公司，不理經營如何只會一味在股市集資得過且過。
01.06.01	香港商報	港交所鄺其志在上海一個會議中指出港交所正就上市公司的除牌機制進行全面性的內部研究，主要參考歐洲及美國的做法，預期數個月內可以完成有關報告。
	星島日報	「謫仙記」專欄:- • 在除牌機制上香港較美國及內地落後。 • 香港交易所正研究除牌機制。 • 時富證券董事許雪明認為除牌制度對仙股公司具積極作用，建議港交所可規定掛牌公司的盈利如果在一定時期，如過去三年都出現虧損時，便應除牌。
02.06.01	星島日報	鄺其志重申應市場需要，港交所正研究除牌機制。
	東方日報	鄺其志表示有關除牌機制會快將諮詢市場意見。
	經濟日報 成報	鄺其志表示香港交易所正就除牌機制進行內部研究。
15.06.01	太陽報	香港交易所正研究現有除牌機制，考慮細價股是否有被除牌的需要。
	蘋果日報	• David Webb 反對細價股除牌機制，認為香港交易所會逼使上市公司合併股份。

日期	報章	報道概略
15.06.01 (續)	蘋果日報 (續)	• David Webb 不贊成香港市場採用類似美國市場的除牌制度，要求股價持續一段時間在低位徘徊的上市公司除牌，反而港交所應運用權力，要求仙股把股份合一，如 10 合 1，令股份能夠易於買賣，硬性要求仙股除牌最終只會令投資者受損。
03.07.01	蘋果日報	社評認為引入除牌機制及莊家制可增加交投量。
27.07.01	經濟日報	聯交所計劃發表除牌機制諮詢文件。
30.07.01	大公報	「文鋒」建議創業板引進除牌機制，以改善上市公司質素。
01.08.01	經濟日報	財政司司長在今年 3 月發表的預算案中，特別指出提高本港公司管治水平，是鞏固國際金融中心地位的重要措施。
05.09.01	信報	證監會企業融資部執行董事冼達能表示證監會亦關注本港公司管治水平，例如建議主板公司公布季度業績，以增加透明度。此外亦考慮本港是否需要訂立除牌機制。
22.09.01	成報	黃國英指「仙股」數目急漲有損金融中心形象；新股上市之時，不應訂價過低，港交所應處理。
29.10.01	東方日報	作者老周認為聯交所有必要重新制訂一套適時除牌制度，以求保障小股民利益。好似美國納斯達克市場咁樣，當上市公司股連續 30 個交易日收低於 1 美元水平以下者，將會被除牌，交易所方面大可以考慮下呢個規則。

日期	報章	報道概略
07.12.01	東方日報	中國證監會日前推出新的除牌制度，凡連續虧蝕三年嘅公司都將被即時停牌，有關公司會有半年時間進行重組，若然仲未得到改善將被即時除牌。本港上市嘅 H 股中，大部份都有發行 A 股，雖則話 A 股、H 股屬兩種不同「產品」，但終歸係涉及同一間公司，若然其 A 股被除牌，將大大打擊其 H 股嘅表現。老周認為，本港監管機構應該制訂一套相關措施。
21.12.01	東方日報	港交所還提出其他計劃，其中包括檢討除牌程序及檢討有關海外發行人之上市規則等。
	大公報 太陽報	交易所計劃明年推出現貨市場遙控交易設施，並會檢討買賣單位機制、除牌程序及上市規則等。
09.01.02	信報	香港創業板在大力引入內地民企上市的同時，也應該引入除牌制度—大陸股市已經實行除牌制，規定一段時間內仍未錄得盈利的公司必須出局，在這方面香港似乎還未及得上內地。
22.01.02	太陽報	《在商言商》作者認為提升企業管治的建議其實已有不少，例如仿照美國市場訂出更嚴厲的除牌機制、推行投資者集體訴訟等，做到既有監管機構的監督、亦有市場力量的制衡，才可從多方面保障小投資者利益。
15.03.02	蘋果日報	證監會執行董事歐達禮出席立法會討論公司管治的會議時，透露為回應投資者的關注，證監會屬下股東權益小組曾討論「仙股」及將問題公司除牌的問題，希望了解公眾意見。

日期	報章	報道概略
15.04.02	信報	• 市場人士建議效法美國及中國引入除牌機制，剔除素質差和連續數年虧損的公司。 • 中大郎咸平認為應引入除牌機制及引入一個二等市場。
18.04.02	星島日報	• 證監會股東權益小組於 2002 年 3 月的第 5 次會議上討論有關「仙股」事宜。 • 陳永陸表示推行除牌機制會遇上不少阻力。 • 大福李耀榮認為除牌機制會令小股東「無仇報」。
	南華早報	• 港交所正研究有關除牌機制。 • 證監會股東權益小組於 2002 年初曾討論有關「仙股」事宜。
	明報 經濟日報	港交所行政總裁鄺其志指出港交所內部正進行一項研究，考慮收緊現有的上市資格，包括引入持續上市的要求，以及設定最低股價要求，若公司股價長期處於這水平下，便會被除牌。
19.04.02	東方日報	• 作者老周認為實施「仙股」除牌制，令小股民有仇冇得報，無疑係本末倒置，利己不利人。 • 若非針對「仙股」，長遠而言設立除牌機制亦有其理。
20.04.02	東方日報	《產經》認為香港股市有充當購併中介的條件，但也要藉退市機制，平衡投資者的過度風險。

日期	報章	報道概略
23.04.02	信報	作者強烈呼籲港交所和監管機構早日引入「除牌機制」以保護小股東的利益和避免浪費資源，更希望港交所在修改《上市規則》除牌機制的同時引入「供股和配股機制」，防止公司利用上市的合法地位連續以供股或配股之名，榨取小股東利益並延長其除牌的命運。
29.04.02	成報	作者黃國英支持交易所引入除牌機制，但認為以股價作為除牌機制可能並不適宜。
02.05.02	成報	作者許照中認為經營不善的仙股公司損害了本港作為國際金融中心的形象，應引入更嚴厲的措施如除牌制度。
03.05.02	蘋果日報	陳永陸認為除牌機制不是隨便推出，因為當中涉及很多技術上問題，而且還需要不少配套措施加以配合，因為除牌基本上是沒有涉及任何價值的交易，假若某公司被剝奪上市資格，小股東基本上沒有任何得益。
05.05.02	新報	香港交易所高層正式宣告正為長期低於一仙的「仙股」公司研究除牌退市方案。
06.05.02	信報	《經濟評論》認為退市並不是最終目的，而是確保上市公司總質量的必要途徑。
11.05.02	信報	港交所應考慮為質素差的創業板公司引入除牌機制，把創業板及主板的低質素公司放到另一個市場，提高主板創業板的質素。
04.06.02	信報	專欄「米松」指股市有太多「仙股」，港交所及證監會對「仙股」的情況視若無睹。

日期	報章	報道概略
10.06.02	大公報	港交所鄺其志首次證實檢討除牌制度，以及全面檢討創業板上市條例，期望在條例進一步完善配合下，市場有更佳發展。
12.06.02	蘋果日報	港府發言人就證監會法規執行部前任高級總監彭張興致函財政政司司長梁錦松表示已採取一系列措施加強法規的內容及執行，並密切關注市場發展，確保公司管治達到國際水平，其中港交所將於未來兩個月，就引入除牌機制及處理仙股問題諮詢市場。
	經濟日報	港交所稱本港主板及創業板上市規則部分要求較英、美市場更嚴謹。交易所亦計劃在未來兩個月內就除牌機制發出諮詢文件。
	The Standard	• 證監會的股東權益小組(Shareholders' Group)曾討論將仙股除牌的可行性。 • 香港交易所表示將發出有關除牌機制的諮詢文件。
13.06.02	The Standard 星島日報	• 聯交所預計將於兩個月內發出有關除牌制及仙股的諮詢文件。 • 市場反對以股價高低決定是否除牌的建議。
15.06.02	明報	香港交易所考慮在一兩個月發出除牌的諮詢文件
17.06.02	大公報	「文鋒」建議可引入退市機制及把連續三年虧損的公司除牌。
	南華早報	鄺其志表示將於下月發出有關除牌的諮詢文件。

日期	報章	報道概略
17.06.02 (續)	經濟日報	鄺其志表示研究除牌已到最後階段，正與證監會一起審議諮詢文件草案，相信於短期內發表。鄺氏說會參考海外市場，將股價持續低於某水平股份或連年虧損的公司除牌。他並認為只要除牌機制的期限清晰，投資者在公司除牌前已有足夠時間決定是否沽貨套現。
18.06.02	南華早報	• 香港交易所將發諮詢文件建議令表現差的上市公司更容易被除牌。 • 證監會研究員 Geng Xiao 及 Yuhong Yan 表示市場充斥細價股是由於本港欠缺除牌機制及最低股價限制。他們表示一些表現差的公司可能將股價維持在一個低水平，藉以增加流通量及吸引無知的投資者。 • 部份經紀及基金經理擔心小投資者難售出手持的股份，但亦有經紀表示支持引入除牌機制，以提高上市公司的質素。
21.06.02	經濟日報	葉澍堃表示香港交易所及證監會將為上市公司除牌機制進行市場諮詢。
	明報 東方日報	葉澍堃表示香港交易所快將推出上市公司除牌諮詢文件有助加強本港的企業管治水平。
	新報	美國市場有 OTC，讓那些被除去上市地位的公司股份持有人可經場外市場將手上股份沽出。
23.06.02	蘋果日報	信誠證券連敬涵指內地一早有除牌制度，本港仍處於建議階段，希望當局盡快推出除牌制度。

日期	報章	報道概略
24.06.02	信報	鄺其志表示除牌制的其中一個研究方向在於強制要求「仙股」合併，提高仙股的透明度，不少經紀反對強制仙股合併，認為對保障小投資者權益無助。
	蘋果日報	黃國英認為引入除牌制度應值得考慮。
	信報	「港交所擬強制合併仙股券商反對」不少經紀反對強制仙股合併，擔心若引進仙股合併，會令小股東損失更多，無助保障小股東權益。
26.06.02	星島日報	• 市場向港交所反映強制仙股合併不能解決問題，亦不能保障投資者利益。 • 港交所現行交易系統對一仙以下的股份交易欠效率及透明度。 • 港交所的構思是把股份多以合併後不斷打回原形，而又缺乏實質業務的仙股公司除牌，並縮短現有問題公司除牌程序時間。 • 自今年初起，港交所已就此與市場進行商討；市場亦多已反映仙股合併並不能解決問題，除牌對股民並非好事。
28.06.02	上海證券日報	鄺其志表示將於兩個月內發出除牌及仙股諮詢文件。初步傾向縮短現有問題公司除牌程序時間。
03.07.02	信報	香港交易所正研究修訂《上市規則》並在短期內就新的上市公司除牌機制諮詢市場。
17.07.02	南華早報	• 港交所引入嚴格「除牌」機制及「仙股」合併機制。

日期	報章	報道概略
17.07.02 (續)	南華早報 (續)	• 有關諮詢於 7 月 18 日於上市委員會討論，通過後將於稍後發表，此做法可避免分析員指控港交所只顧增加上市公司數目的說法。
18.07.02	經濟日報	• 陳永陸認為界線如定 1 角較適合。 • 消息人士指若界線定於 1 角或 2 角未能反映香港為世界級股票市場。 • 監管機構曾考慮以 1 元為分界線。
	南華早報	• 港交所計劃要求 5 角以下股份合併，一般認為 1 角以下才是「仙股」。 • 上市委員會成員表示建議嚴格，但委員會將通過文件予公眾諮詢。
19.07.02	南華早報	• 上市委員會成員通過建議，經紀及議員支持計劃但擔心建議步伐太急。 • 張華豐指有需要引入規定將「仙股」合併，但若影響超過半數已上市公司將為市場帶來不穩定因素。張指若 1 角為界線，75 家上市公司受影響。 • 民主黨單仲偕指界線應定為 1 角。
	星島日報	• 詹培忠認為監管機構提出有關建議態度上是正確，但市場更關心公司質素問題。 • 專欄「芝芝」支持強制合併的建議。
21.07.02	新報	專欄「北野」指港交所應早強制合併「仙股」。
22.07.02	蘋果日報	鄧聲興指強制細價股合併並非良策，反而有機會導致這些股份交投下降。
25.07.02	星島日報	專欄「芝芝」指「仙股」除牌機制必須構思成熟，不然會令大股東趁機以低價回購資產。

日期	報章	報道概略
25.07.02 (續)	大公報	港交所改革大方向正確，但強制「仙股」合併為市場帶來憂慮。

附件 11.1

(資料來源：香港交易所)

2002 年 7 月 26 日
有關「仙股」及「除牌」的報道概略

報章	報道概略
大部分傳媒	• 港交所諮詢文件建議，將股價連續三十個交易天低於五角的主板公司股票除牌。 • 鄺其志表示，美國納斯達克亦有最低股價的類似規定。 • 鄺其志表示會給予十二個月過渡期，使股價提升至最低水平，合併股份也是其中一種修正方法。港交所未有打算另設新板讓除牌股份進行交易。 • 李潔英表示，股價低於五角的上市公司有三百八十六家。這些公司的股價如重回五角以上，並於其後六十個交易天維持於五角以上便無須除牌。 • 證監會研究報告指本港細價股比例較其他城市高。
信報	• 梁伯韜認為，要求五角以下股份合併純屬數字遊戲。 • 羅嘉瑞認為，把仙股除牌對投資者更慘。 • 證監會企業融資部總監李律仁表示，有急切需要制訂一套有效的除牌制度。
經濟日報	• 安隆事件促使港府及證監會注視問題公司。 • 過去一年，市場對「仙股」能維持上市地位有意見，港府亦有留意。

報章	報道概略
經濟日報(續)	• 有知情人士指出，監管機構之間曾就除牌機制內的最低股價作討論。 • 證券經紀業協會主席黃偉深表示，最低股價應否定於五角值得商榷，至於投資者能否有渠道沽貨離場亦須顧及。 • 羅兵咸永道合夥人質疑，如建議令過半上市公司受影響，會否向市場發出現時上市公司的質素很差的錯誤信息。 • 新鴻基證券譚秉松表示，細價股可藉合併避過除牌程序。 • 有小股東擔心股份合併後，股價仍持續下跌。
明報	• [東泰證券]鄧聲興表示，不應以五角作為「分水嶺」，因為波幅最大的細股通常是低於一角的股份。 • 大福證券黃仲文同意以一角作為「分水嶺」較佳。 • [香港投資者學會]譚紹興指出，美國雖有除牌制度，但美國亦有場外交易市場(OTC market)。香港卻沒有場外交易市場，除牌制度或會對投資者不利。 • 有人擔心五角除牌機制會遭濫用。 • 李錦表示，股份合併會增加市場成本，影響本地市場成交。 • 羅嘉瑞對建議有保留，認為將「仙股」除牌對投資者更不利。 • 證券業人士普遍認為，五角水平太高，令小型經紀行的經營更加困難。 • 韋伯表示除牌機制應由證監會負責。
蘋果日報	• 除牌機制明年首季實施時，將有過百細價股遭除牌。

報章	報道概略
東方日報	• 證監會調查顯示，股價低於零點一元的上市公司有一百零七家，佔上市公司總數的一成四，比例並不符合國際的標準。 • 黃偉深擔心，即將除牌的股份會乏人承接。 • 有上市公司行政人員指出，公司須付出時間及金錢進行股份合併，因合併後股價會繼續下滑。 • 《產評》批評除牌機制嚴苛，憂好事辦壞。
太陽報	• 有市場人士預期，除牌建議一旦實施，會引發仙股合併及拋售潮。
星島日報	• 有市場人士認為，引入除牌制等於判小股民死刑，建議一旦實施，恐會引發仙股拋售潮。
成報／新報	• 企業融資界指除牌機制雖然有助加強監管，不過做法對「仙股」過嚴。股份合併潮將湧現。
香港商報	• 馬時亨認為，五角股價是否過高應由業界決定，投資者不應太短視。至於有指港交所選擇在市況疲弱的環境下，推出這建議加添市場不明朗因素，馬時亨認為這說法不當。 • 商報社評指除牌須顧及投資者利益，因為小股民只選擇低價股投資。此外，除牌制度若覆蓋面太大，亦會嚇跑內地投資者。
大公報	• 胡孟青認為，上市公司的業績好與壞，不能單由股價反映出來。 • 曾熾暄指出，將最低股價定於五角是過高，一角水平會較為適合。 • 馬時亨表示，諮詢文件有助提升公司管治質素。 • 經濟短評恐建議對市場帶來負面影響。

報章	報道概略
南華早報	• 羅兵咸永道會計師事務所葉冠榮指建議太苛刻，會導致大量上市公司除牌。

註： 這份概略由香港交易所提供，原文為英文。在翻譯過程中，我們追溯報道的原文，務求正確反映報道內容。現經修訂後的內容，跟英文原稿並非完全相同，但獲香港交易所確認。

附件 12.1

財經事務及庫務局局長的職責說明

財經事務及庫務局局長的職務如下：

1. 掌握民意，並對社會的需要作出回應；
2. 設定政策目標和目的；構思、設計和調整政策；
3. 擔任行政會議成員，協助行政長官決策；
4. 就政策與立法建議，以及收費和公共開支的建議，爭取公眾和立法會的支持；
5. 出席立法會全體會議，提出法律草案或動議辯論；參與議員提出的動議辯論和回應議員的質詢；
6. 出席立法會委員會、小組委員會及事務委員會會議，參與重要政策事項的討論；
7. 行使法例賦予他的法定職能；以及
8. 監督屬下執行部門所提供的服務，並確保政策能有效地落實，以及達到理想的效果。