

持續上市準則及相關事宜  
之  
諮詢

2002年11月



香港交易及結算所有限公司

(本諮詢文件以英文本及中文譯本刊發。如中文譯本的字義或詞義與英文本有所出入，概以英文本為準。)

## 目錄

	頁次
<b>A部：引言</b>	1
背景	1
目的	2
總覽	2
是否需要設定維持上市地位的最低標準	2
要求發行人採取行動以符合保持上市地位	
所需最低標準的指標和界線	3
主板除牌證券的處理方法	3
細價證券	3
下一步	4
<b>B部：維持上市地位的最低標準</b>	7
<b>C部：最低持續上市標準</b>	13
財務標準	16
盈利	16
市值	17
股東權益	18
絕對最低市值	22
無償債能力	24
核數師不表示意見或核數師表示不利意見	29
最低交易量	30
營運資產及/或業務運作減少	32
現金資產公司	37
長時間停牌	40
《上市協議》第38段	43
持續違反《主板規則》	44
業務運作不合法	46
聯交所酌情權	47
過渡期	47

	頁次
<b>D部：主板除牌證券的處理方法</b>	51
概況	51
強制私有化或由控股股東購回股份	51
強制清盤	53
另設上市市場交易板	54
買賣非上市證券的市場	56
其他市場做法	57
香港設立另類交易場所的可行模式	58
<b>E部：細價證券</b>	63
概況	63
企業管治相關事宜	63
公平有序市場的相關事宜	70
<b>附錄一：其他市場退市標準的比較表</b>	75
<b>附錄二：主板細價股列表</b>	77

## A部 引言

### 背景

1. 上市市場的質素對投資者的信心起關鍵作用。今年7月，我們發出《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》(下稱《7月諮詢文件》)，就我們各項冀能增強香港上市市場質素從而進一步提高其對投資者及發行人吸引力的建議，徵求市場的意見。
2. 《7月諮詢文件》旨在研究及檢討適用於根據《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》(下稱《主板規則》)第八章申請在香港聯合交易所有限公司(下稱「聯交所」)主板上市或已經上市的股本證券(不包括債務證券)發行人，以及適用於礦務公司<sup>1</sup>及基建公司<sup>2</sup>的首次上市和持續上市的資格以及除牌程序，希望透過諮詢，我們可以收到各界意見，協助我們制定日後政策。
3. 《7月諮詢文件》發出後，公眾對《7月諮詢文件》部分有關持續上市資格的建議表示關注，我們遂撤回其中C部有關持續上市資格的建議另作諮詢。
4. 本諮詢文件可予獨立處理和閱讀，讀者無需同時參閱《7月諮詢文件》。而《7月諮詢文件》中的討論，也只在有需要及有助讀者參照的情況下才予轉載在本諮詢文件中。然而，鑑於《7月諮詢文件》的C部已經

---

<sup>1</sup> 《主板規則》第十八章所述的公司

<sup>2</sup> 《主板規則》第8.05(2)條及聯交所1996年1月31日發出通告所述的公司

撤回，《7月諮詢文件》E部中凡提及C部之處均不用理會。聯交所在分析過各界對《7月諮詢文件》E部的回應後，或會在完成這次諮詢後，修訂任何持續上市標準之前，先行實施新的程序規定。

## 目的

5. 我們希望各界(包括上市公司、投資者和普羅大眾)對本文件B部至E部的各項不同建議和方案提出寶貴意見，冀能藉此就我們特別提出的各種問題提出處理方法。文件中部分建議比其他建議描述得較為深入，但這並不代表我們已決定採用某個方法或方案。聯交所對應該如何繼續進行，保持開放態度，歡迎回應者提出意見和分析；特別是D部所得的意見將讓我們知道其他進一步的工作和建議，或會構成日後諮詢文件的建議。

## 總覽

6. 上市市場的質素對投資者的信心起關鍵作用，而影響質素高下的，又包括市場上多項不同的要素的相互配合，如發行人、投資者、中介人士、基礎設施(軟件和硬件)以及資訊等等。在《7月諮詢文件》中，我們討論過首次上市資格準則、首次上市時的披露要求、持續上市的责任以及新的除牌程序等。在本諮詢文件中，我們將集中討論各項持續上市標準有關事宜、主板除牌證券的處理方法以及細價證券的常見問題。我們將作討論並徵詢市場意見的事項如下：

### 是否需要設定維持上市地位的最低標準

7. 在B部，我們會探討究竟除了首次上市資格外，是否還需要設定一套最低標準，以作為顯示發行人財務表現及公眾支持度是否足夠維持其上市地位的指標。若是次諮詢的回應表示支持，認為應該設有

這樣的規定，則又是否需要在現行《上市協議》第38段的一般描述性質規定<sup>3</sup>以外，增設一套客觀的與數量和質量有關的標準。

### **要求發行人採取行動以符合保持上市地位所需最低標準的指標和界線**

8. 在C部，我們看看可用甚麼作為要求發行人採取補救行動以長期符合保持上市地位所需最低標準的指標和界線。是否採納此等措施，要看B部有關是否需要設定維持發行人上市地位最低標準的諮詢結論，也要視乎是次諮詢所得回應的分析結果而定。

### **主板除牌證券的處理方法**

9. 持續資格標準規定問題，無可避免地牽涉到香港證券市場結構這較大範圍的問題。在D部，我們看看從主板除牌的證券可有何處理方法，並徵詢市場的意見。此事或須作進一步諮詢，但視乎市場對今次諮詢的回應而定。

### **細價證券**

10. 在E部，我們從發行人企業管治常規和維持公平有序市場等角度，來看看細價證券的常見問題，並徵詢市場的意見。

---

<sup>3</sup> 請參閱《上市協議》第38段。該段規定發行人須有足夠的業務運作或資產，方可繼續在聯交所上市；詳細討論見本諮詢文件第31及41段

## 下一步

11. 本諮詢文件會根據市場各界的意見，探討有關問題背後的理念。
12. 有市場人士質疑說，鑑於當前經濟環境情況，現在是否發出這類性質諮詢文件的最適當時機。由於是次諮詢的議題對香港上市市場日後發展或有深遠影響，因此我們有需要從長遠着想，及早考慮有關政策；因應對是次諮詢的回應，實行個別建議的實際時間可在考慮對市場可能構成的影響後才作出決定。
13. 本諮詢文件所載各項建議及方案皆旨在方便大眾對有關問題的討論，並不一定代表聯交所最終的立場。請公眾人士詳細考慮本諮詢文件中各項論述和建議，如有任何意見，請送交聯交所。我們會分析有關回應和意見，然後發表諮詢的結果。請將問卷冊子填妥交回：

香港中環  
港景街一號  
國際金融中心一期11樓  
香港交易及結算所有限公司  
上市科  
傳真：(852) 2868 5028

另外，閣下亦可填妥並呈交載於香港交易及結算所有限公司（「香港交易所」）網站([www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk))的電子版本問卷。

又或從香港交易所網站下載問卷，填妥後以電郵方式傳回；電郵地址：[cvw@hkex.com.hk](mailto:cvw@hkex.com.hk)。

14. 諮詢期將於2003年2月28日結束。

#### 提供個人資料

15. 個人資料<sup>4</sup>以回應者自願提供方式收集。
16. 請注意：香港交易所是次諮詢所收到的回應意見的原文正本，將自諮詢結果刊發日期起計的14天內，全部置於香港中環港景街一號國際金融中心一期11樓香港交易所辦事處，以備公眾人士查閱。因此，請細閱以下的收集個人資料聲明。
17. 假如閣下不欲在有關意見內容中公開姓名，請在提供意見時說明；屆時，香港交易所會複印閣下呈交的意見，將其中涉及閣下姓名之處預先刪去，始備作公開查閱之用。

#### 收集個人資料聲明

18. 此是按個人資料私隱專員指引而發出的收集個人資料聲明。本聲明載有以下內容：收集得來的回應者個人資料的用途；回應者對香港交易所使用其個人資料一事作出的同意；以及回應者在《個人資料(私隱)條例》中的權利。

#### 收集得來的資料的用途

19. 香港交易所是次諮詢收集得來的回應者個人資料可作下列一項或多項用途：
- 以進行香港交易所本身及其附屬公司在相關法例、規則及規例下的職能
  - 研究及統計
  - 任何其他合法活動

---

<sup>4</sup> 香港法例第486章《個人資料(私隱)條例》所界定的個人資料



## 個人資料轉讓

20. 香港交易所可在本諮詢文件的公開諮詢過程中，將收集得來的個人資料在香港及其他地方公開。

## 查閱或更正資料

21. 根據《個人資料(私隱)條例》，閣下有權查閱及修改閣下的個人資料。如欲查閱及／或更正於提交閣下對本諮詢文件之意見中提供的個人資料，可致函下列地址：

香港中環  
港景街一號  
國際金融中心一期11樓  
香港交易及結算所有限公司  
個人資料私隱主任  
[cvw@hkex.com.hk](mailto:cvw@hkex.com.hk)

香港交易所所有權向要求查閱資料的人士收取合理費用。

## 私隱政策聲明

22. 香港交易所對於回應者自願向香港交易所提供之個人資料會絕對保密。個人資料包括姓名、地址、電郵地址及用戶登入名稱等。香港交易所只會使用收集得來的個人資料作在已說明的用途上。除非法例容許或規定，否則香港交易所不會在未經閣下同意前將有關個人資料作任何其他用途。
23. 香港交易所設有保安措施防止失去、誤用及錯誤更改回應者的個人資料。香港交易所在合理可行的情況下將致力維持個人資料的正確性，並保留有關資料，直至香港交易所及其附屬公司恰當履行其職能為止。

## B部 維持上市地位的最低標準

24. 上市市場的質素對投資者信心非常重要。在香港，亦對維持香港的環球金融市場亞洲中樞領導地位非常重要。我們相信，上市市場的質素取決於市場各項重要組成部分的互動，這些部分包括發行人、投資者、中介人士、基礎設施(軟件和硬件)以及資訊，它們不但互有關連，而且會互相強化，共同影響上市市場的質素。
25. 作為市場營運者，香港交易所希望透過設定發行人最低規定及標準、建立投資者信心和刺激市場活動，平衡和盡量達到不同市場組成部分的目標。
26. 作為「三層監管架構」的第一層發行人監管者，聯交所的主要職能是提供一個公平、有序、有效率和具透明度的市場，以供進行證券交易。《主板規則》包括了證券上市必須符合的最低規定，以及發行人上市後必須持續遵守的持續責任。這些規則旨在監管發行人的企業程序和行動，以確保股東權益得到保障以及有關資料能恰當地向公眾披露。
27. 投資者在作投資決定時或會有不同的考慮因素，而發行人的表現可能是其中之一。有意見(大概主要來自投資大眾)認為，最重要的質素要求應該是發行人須在商業上有良好的表現；即是說能賺取利潤，以致其股價亦會表現良好。另有意見認為，發行人出現虧蝕或股價

偏低並不表示其質素必然低劣。對持這類意見的人來說，真正影響發行人質素的，是企業管治水平，特別是發行人管理層的誠信。

28. 綜合上述各項，投資者可參考上市發行人的成就來評估其是否值得投資：

(a) 以數量來衡量－在財務表現方面，這是可客觀評核的；在公眾對發行人的興趣方面，這也可從發行人的股東分布、股價表現、資產以及盈利等因素來評估；及

(b) 以質量來衡量－企業事宜，包括關於企業管治的範疇。這些方面可透過資料披露達致，而其最終更可能影響到發行人的財務表現、投資者接受程度以及業務前景。

29. 在現行《主板規則》下，聯交所批准上市背後的一大規限原則是：聯交所日後可為保障投資者或維持一個有序的市場，而隨時在其認為適當的情況及條件下，暫停任何證券的買賣或將任何證券除牌<sup>5</sup>。發行人如沒有足夠的業務運作或資產以保證其證券可繼續上市，聯交所可採取的行動包括取消發行人的上市資格<sup>6</sup>。在這些情況下，除牌程序始自發行人出現業務運作或資產不足的跡象而需要停牌。這些情況通常見於正在清盤或被接管的發行人。

---

<sup>5</sup> 請參閱《主板規則》第6.01條

<sup>6</sup> 請參閱《主板規則》第6.01(3)條、《第17項應用指引》第2段及《上市協議》第38段

30. 所有發行人均須與聯交所簽訂《上市協議》，承諾履行持續上市責任，作為其證券可以繼續上市的條件之一。這些責任一般涉及資料披露，旨在確保發行人將可能會影響其證券持有人權益的各項因素通知其證券持有人（及公眾人士），並以正當的方式對待其證券持有人<sup>7</sup>。發行人如不遵守《上市協議》條款，可能會招致其證券遭停牌或除牌的後果<sup>8</sup>。不過，聯交所可視乎違規情況的嚴重程度，對違規的發行人採取適當的紀律行動，其中以除牌為最嚴厲的制裁。
31. 除了《上市協議》第38段的一般及描述性規則外，現行的《主板規則》並沒有任何與數量有關的持續上市標準。《上市協議》第38段規定，發行人須有足夠的業務運作（不論由其直接或間接進行），或擁有相當價值的有形資產及／或無形資產（就無形資產而言，發行人須向聯交所證明其潛在價值），其證券才得以繼續上市。不過，現行規則對何種情況會觸發除牌並無客觀的界定。有些發行人在上市一段日子後，在財務表現或公眾投資者數目方面均可能持續不理想，有時甚至降至低於首次上市所要求的水平。由於現行的規則只載有一般的描述性規定，聯交所無可避免地要行使若干程度的酌情權，因此據此條文所作的裁決便有可能引起爭議，特別是當所持理由是聯交所行使的酌情權可能缺乏市場透明度時，尤以為然。在這樣的情況下，應用此規例時，提高透明度和確定性會較為可取。

<sup>7</sup> 請參閱《主板規則》第13.01條

<sup>8</sup> 請參閱《主板規則》第13.07條

32. 一些論者認為，上市地位是一種特別權利，而非一般的權利事宜。因此，發行人在聯交所上市時及繼續在聯交所上市期間，應符合若干與數量<sup>9</sup>和質量有關的最低標準，這樣將能維持香港上市市場的質素。論者一般同意，最低標準應建基於清晰、客觀和具透明度的與數量和質量有關的準則上，藉以決定發行人是否能繼續保持財務表現和投資者信心。不過，論者對界定發行人是否有明顯跡象會出現問題的適當準則卻意見不一。
33. 其他論者認為，根本毋須設定任何最低標準，因為市場會自我監管。表現不濟的發行人將面對集資困難，又或需付出較高的集資溢價。對提出此論者來說，表現不濟的發行人在其無法挽救而必須清盤的情況下，最終必會被市場力量所淘汰。也有意見認為，如某個發行人無法在市場集資，維持上市地位對它來說其實毫無實益。因此，《主板規則》內並無制定退市機制的實際需要。
34. 一些論者認為，香港交易所作為香港唯一提供發行人集資設施的市場營運者，是不應該設定持續上市質素測試來限制發行人使用其服務。對提出此論者來說，質素是市場事宜，非監管機構該插手的事情。不過，如果香港交易所要循著只提供優質發行人上市市場這個方向來發展，就應另設其他交易設施，供那些未能達到有關質素要求的發行人使用。
35. 更有意見認為，現行規則下規定發行人要有足夠水平的業務及／或資產的機制一直運作良好。因此，根本毋須就有關事宜尋求市場意見和諮詢市場。

---

<sup>9</sup> 例如：在相若的管理層管理下具備足夠的營業紀錄（《主板規則》第8.05段），最低公眾持股量（《主板規則》第8.08(1)段），證券須由足夠數目的人士所持有（《主板規則》第8.08(2)段），以及預期的最低市值（《主板規則》第8.09段）。

36. 支持實行清晰、客觀和具透明度的最低標準的論者一般認為，這些準則有助維持香港上市市場的質素，提升香港的國際金融中心地位。其他則認為，香港的股票市場是本地的事務，鑑於香港上市市場的成份股主要是本地和中國內地的發行人，而投資者又以散戶為主，香港應建立有本身特色的上市市場，而不應只跟隨國際模式。
37. 另有意見反對要發行人符合清晰、客觀和具透明度的最低標準才能持續上市的建議。這些論者認為，這些具透明度的最低標準會為所謂三、四及五線發行人構成集資困難，因向其提供融資的機構會更小心謹慎，提防他們或有可能違反有關的最低標準。同類情況也可能出現在提供孖展融資的機構。這些機構可能接受這些所謂三、四及五線發行人的證券為抵押品，又或融資給投資者買賣這些發行人證券。這類情況尤其發生在：當控股股東希望質押其股份，為其本人或發行人取得融資。
38. 其他論者則認為第37段的見解，正好顯示了要有清晰界定和具透明度的準則作為維持最低標準的重要性，因為財務機構和提供孖展融資的機構將能更有效地管理其投資風險。

39. 因應上述意見，我們希望尋求市場對以下事宜的意見：除了首次上市資格外，《主板規則》是否應載有發行人需遵守的任何客觀的持續最低標準，以維持其在聯交所的上市地位。

問1. 你是否同意有需要為發行人設定若干持續最低標準，使其可資遵守以維持其在聯交所的上市地位？

- 同意 (請回答第2題)
- 不同意

請說明原因。

請注意，C部和D部的討論是基於以下前提：為維持市場質素，我們為發行人設定若干客觀的、與數量有關的最低持續上市標準，使其可資遵守以維持其在聯交所的上市地位，是適當的做法。假如你對第1題的答案是不同意，可直接翻閱到E部。

問2. 假如你對第1題的答案是同意，你是否同意《主板規則》所規定的發行人需符合的最低標準，應該盡量是清晰界定、具透明度和客觀的？

- 同意 (請繼續閱讀C部)
- 同意，但《主板規則》現行條文已足夠達致目的，毋須修訂。  
(請繼續閱讀E部)
- 不同意 (請解釋原因，並繼續閱讀E部)

## C 部

### 最低持續上市標準

40. 正如B部所述，部份論者贊成為發行人引入一套清晰、客觀及具透明度的最低持續上市標準。基於以下前提，即為維持市場質素，我們為發行人設定若干最低持續上市標準，使其可資遵守以維持其在聯交所的上市地位，是適當的做法；我們將在本文件C 部列出可以考慮採納的一些最低標準，請提供你的意見。
41. 現時《主板規則》除了《上市協議》第38段的一般描述性規定外，並沒有與數量有關的持續上市標準。《上市協議》第38段規定，發行人須有足夠的業務運作（不論由其直接或間接進行），或擁有相當價值的有形資產及/或無形資產（就無形資產而言，發行人須向聯交所證明其潛在價值，其證券才得以繼續上市。不過，現行的規則並無明確客觀地訂明甚麼情況下會觸發除牌。由於現行的規則只載有一般描述性的條文，聯交所無可避免地要行使若干程度的酌情權，因此據此條文所作的有關裁決便有可能會引起爭議，特別是當所持理由是聯交所行使的酌情權可能缺乏市場透明度時，尤以為然。
42. 根據我們現行的做法，《上市協議》第38段適用於顯然正處清盤或被接管階段的發行人。這些發行人的證券會即時停牌，既無預先警告，而有關發行人的情況亦無透明度，因此投資者並無給予任何機會在證券停牌前套現離場。停牌會持續下去直至出現白武士拯救有關發行人，又或復牌無望而被取消上市地位為止。很多時，拯救方案都會對現有股東的權益有重大的攤薄影響；但如無實行拯救方案，則根據現行規則，有關發行人在最少18個月後會被除牌。有意見認為，現行規則下的除牌機制效用不大，且對於情況明顯不可行以及無可挽回的發行人，除牌程序亦拖得太久。



43. 在制定C部所討論的各個最低標準的選擇方案時，我們參考了其他主要市場的除牌標準。附錄一比較了多個市場的除牌標準<sup>10</sup>。由於美國市場的除牌標準最為廣泛，因此我們在制定C部的考慮方案時，一般引用了這些標準。我們注意到，納斯達克規則中的最低交易價格部分現正進行檢討，有關基準將作出修訂。
44. 本文件C部所述的最低標準的選擇方案只是純粹提供一個觸發點，讓發行人在無法符合這套最低標準以維持上市地位時須採取適當的補救行動。關於這方面，我們認為不宜由聯交所訂明發行人應採取何種補救行動。我們認為應由發行人管理層及股東(如有需要)決定何種行動最適合發行人及其本身的情況。
45. 即使觸發了發行人須採取適當行動的規定，發行人的證券也不會即時除牌；相反，我們會向市場發出公告，指出有關發行人未能符合持續上市標準，然後要求發行人在指定期限<sup>11</sup>內提交一項建議。該項建議須闡明發行人如何可在若干期間內重新長久並持久符合持續上市標準。在此期間，發行人的證券會繼續進行買賣，除非發行人未能提交或實施令聯交所滿意的建議，我們才會採取步驟將有關發行人的證券除牌。任何除牌行動均須獲上市委員會批准，也須符合

---

<sup>10</sup> 附錄一的資料主要來自證監會研究文件「市場質素與退市機制」。

<sup>11</sup> 有關呈交復牌建議的指定期限，屬《7月諮詢文件》E部各項建議的主要議題。我們在作任何規則修訂之前，將先行考慮及分析各界對該等建議的意見。

自然公正規則。此外，有關發行人的交易屏幕亦會有特別編號知會市場。如此，市場將預先獲得通知，有關發行人可能無法符合維持上市的最低標準。

46. 我們明白，發行人無法符合持續上市標準但又未有停牌時，這情況本身可能引起發行人股價(進一步)下跌，這又令發行人更難符合建議中的持續財務標準。這是向投資者提供發行人可能被除牌預警的固有風險，而且很難避免。總的來看，我們相信，設定若干預警機制能提供一定程度的透明度，其重要性一般甚於對發行人股價的潛在影響。
47. 我們重申，本文件C部所述的持續上市標準建議只屬可予考慮的選擇方案。這些建議旨在方便公眾人士就有關問題進行討論。我們在制訂政策時會考慮回應者對本諮詢文件的意見，並在有需要的情況下修訂有關規則。
48. 以下，我們會討論一些可予考慮的持續上市標準。有意見認為，若要制訂持續上市標準，有關標準就必須盡量簡明，不宜繁複，方能容易理解和應用。

問3. 你是否同意，持續上市標準必須盡量訂得簡明，不宜繁複？

- 同意(請回答第4題)
- 不同意

問4. 你認為什麼才是適當的持續上市標準？請說明原因。

## 財務標準

### 問題

49. 盈利、市值、以及股東權益等多種指標都可有助評估發行人上市後的財務表現以及投資者對發行人的接受程度。儘管有論者認為，每項指標獨立來看已足以觸發起發行人採取補救行動，但也有人認為應有一套指標的組合。

### 盈利

50. 有意見認為，盈利應是唯一衡量發行人財務表現的指標，因為人們一般預期發行人能夠從業務活動中賺取盈利。對於提出這些意見的人士來說，如發行人在一段延續期間內（譬如連續三年）一直虧損，則其上市地位就應被取消。不過，我們應當注意，有時可能基於一些發行人無法控制的原因，例如整體經濟氣候持續轉壞，發行人賺取盈利的能力或會受損。因此，期望發行人每年均有盈利能力，或盈利每年均有增長並不合理。另外，亦有意見認為，由於盈利只能反映發行人的過往表現（即屬回溯性質），因此不是一個適當的衡量指標。
51. 也有意見認為，不應該純粹以持續虧損為足夠理由而取消發行人上市資格，這是因為即使發行人多年持續錄得虧損，發行人可能仍然擁有足夠的資產和業務。同樣，發行人即使可能虧損，但其市值仍可能反映其對投資者具有吸引力。因此，作為測試是否有強而有力的指標衡量發行人失敗與否，有意見認為，長期虧損應與其他指標如市值及股東權益一併考慮。就此，由於上市申請人需要證明其符合三年財務紀錄規定，我們建議類似的三年連續虧損是量度「長期虧損」的一個合理基準。

## 市值

52. 有意見認為，市值是投資者眼中對發行人價值的唯一隨時可獲得的合理指標。由於市值反映了普羅大眾對發行人及相關行業前景的評價，因此它應是最可靠的價值指標。但也有人認為，市值太受市場力量影響，非發行人所能控制，因此作為指標並不適宜，反而資產淨值具有更佳的指標作用。
53. 《主板規則》現時對持續上市沒有設定最低市值要求，但對首次上市則要求至少要有1億港元的市值。現行的《主板規則》一般規定，由公眾人士持有的股份預期在上市時的市值不得低於5,000萬港元<sup>12</sup>，以及公眾至少持有25%的股份<sup>13</sup>。基於這些規定，我們一般預期上市申請人在上市時，其市值至少為2億港元。否則，那些預期市值只有1億港元的上市申請人，必須增加公眾持股量至50%，方能在聯交所上市。符合2億港元市值的新上市發行人(按《主板規則》第21章上市及以介紹形式上市的發行人除外)佔總新上市發行人的百分比，在截至2000年12月31日的年度內約為92%，在截至2001年12月31日的年度內約為93%，在截至2002年7月31日的7個月內則約為88%。正是基於這個背景，我們在《7月諮詢文件》第67段建議，首次上市時預期最低市值須增加至2億港元。
54. 市值會隨股價波動，因此有意見認為，規定那些符合最低盈利紀錄要求而上市的發行人任何時候均須符合建議中首次上市時最低市值要求並不合理。但也有意見認為，發行人必須維持最低市值，作為其於聯交所持續上市的先決條件。

<sup>12</sup> 請參閱《主板規則》第8.09(1)條

<sup>13</sup> 請參閱《主板規則》第8.08條

55. 由於市值波動，我們建議市值的基準宜定於5,000萬港元，即代表上市時最低市值下降約75%（如《7月諮詢文件》第67段建議的最低市值規定獲得採納）。
56. 為方便在本文件C部計算發行人市值起見，我們認為必須採用「平均市值」，以避免即將收市前出現股價操控。「平均市值」指在聯交所上市買賣證券在某一期間內的每日交投量加權市值的平均數。為此，我們建議應以連續30個交易日作為觀察發行人市值移動趨勢的合理基準。發行人的證券如同時在其他受監管市場上市買賣，「平均市值」即指連續30個交易日內的「環球市值」的平均數。「環球市值」則指以下市值的總和：發行人於聯交所上市買賣的證券的每日交投量加權市值，以及發行人在其他受監管市場上市買賣的證券的市值。計算發行人在其他受監管市場上市買賣的證券的市值時，將參照該等市場所公布這些發行人證券的每日收市價。不過，有意見認為，連續30日為期太短，未能充分顯示發行人市值移動的趨勢。

### **股東權益**

57. 雖說市值是衡量發行人表現，以致衡量投資者對發行人的興趣和接受程度的重要方法，但在有些行業，發行人的股價相對其資產賬面值有一定折讓。在這個情況下，單靠市值或未能充分反映企業真正的基本價值。遇到這些例子，我們認為應該將發行人的股東權益列作考慮因素。一如第55段所載市值百分比下降一樣，我們建議股東權益的基準也應定於5,000萬港元的水平。關於這方面，發行人最近

發表經審計的財務資料以及任何其後發表的財務資料，俱可作為釐定股東權益之用。

### 徵求意見

58. 我們提出以下建議供大家考慮，即建議以下各項應屬可觸發起發行人採取補救行動的最低標準：

- (a) 三年連續虧損，並出現負資產；或
- (b) 三年連續虧損，而其證券在連續30個交易日的平均市值低於5,000萬港元；或
- (c) 其證券在連續30個交易日的平均市值低於5,000萬港元，同時股東權益低於5,000萬港元。

59. 截至2002年8月31日，所有在主板上市的發行人<sup>14</sup>當中，有12個發行人未能符合第58(a)段的最低標準（約佔主板上市發行人總數1.5%），有20個未能符合第58(b)段（約佔主板上市發行人總數2.5%），及有18個未能符合第58(c)段（約佔主板上市發行人總數2.3%）；在這些發行人當中，又有3個未能同時符合第58(b)及58(c)段，有5個未能同時符合第58(a)、58(b)及58(c)段。

問5. 你認為下列哪幾項（一項或多項）是評核發行人在其行內的財務表現及投資者對其接受程度的適當指標？

- 盈利
- 市值
- 股東權益
- 其他。請註明。

<sup>14</sup> 於2002年8月31日，主板上市的發行人共有794家。

問6. 你是否認為，下列每項指標獨立來看，均足以觸發起發行人採取補救行動以維持其上市資格？

是

不是。指標的組合應為（請以√選擇其中一項）：

盈利及市值

盈利及股東權益

市值及股東權益

其他組合。請註明。

請說明原因。

#### 盈利

問7. 如你同意盈利（獨立或聯同其他指標）是適當指標，則你認為甚麼是界定長期虧損的合理基準？

兩年連續虧損

三年連續虧損

其他。請註明。

請說明原因。

問8. 如你同意盈利(獨立或聯同其他指標)是適當指標,則你認為長期虧損應自哪時起開始計算?

- 由本諮詢可能引起的任何建議規則修訂的生效日期起計算
- 由本諮詢可能引起的任何建議規則修訂的生效日期起往前追溯
- 其他。請註明。

請說明原因。

#### 市值

問9. 如你同意市值(獨立或聯同其他指標)是適當指標,則你認為甚麼是適當的最低市值界線?

問10. 你是否認為,連續30日是觀察發行人市值移動趨勢的合理基準?

- 是
- 不是。適當期間應為\_\_\_\_\_日。

請說明原因。



## 股東權益

問11. 如你同意股東權益(獨立或聯同其他指標)是適當指標，則你認為甚麼應是最低股東權益界線？

請說明原因。

## 絕對最低市值

### 問題

60. 有意見認為，市值小的發行人容易遭受市場操控，因為只須動用較少量的資本就足以影響其價格。因此，如發行人在聯交所上市買賣的證券的市值長期處於過低水平，則未能提供一個公平有序的市場。
61. 然而，其他論者認為，如市值變得過小因而導致有潛在的市場操控的話，則市場操控問題應由監管機構根據市場操控規則加以規管。這個辦法確實可取，因為一方面特定問題可以得到解決，另一方面人們亦可繼續買賣有關的發行人證券。
62. 也有意見認為，市值是受市場力量影響的，倘事情超越發行人或其管理層所能控制，發行人不應受到處罰。對提出這些意見的人士來說，在考慮發行人是否取得足夠的投資者興趣時，市值須與其他指標(例如交易活動水平)一併考慮。

## 徵求意見

63. 我們提出以下建議供大家考慮：如在聯交所上市買賣的證券在連續30個交易日的平均市值低於若干絕對水平，例如3,000萬港元，則不論股東權益多少，發行人均須採取適當的補救行動。
64. 截至2002年8月31日，有25個發行人（約佔主板上市發行人總數3%）其連續30個交易日的平均市值低於3,000萬港元；當中，有2個發行人未能符合第58(a)、(b)和(c)段，有1個發行人未能符合第58(b)和(c)段，有11個發行人未能符合第58(b)或58(c)段。

問12. 你是否認為，絕對最低市值本身是一個適當的指標，足以觸發發行人採取補救行動以維持其上市地位？

- 是（請回答第14題）
- 否（請回答第13題）

請說明原因。

問13. 你是否認為，絕對最低市值須與其他指標一併考慮，以證明發行人取得足夠的投資者興趣？

- 是。請註明你認為哪個指標以及哪個水平方才合理
- 否

請說明原因。

問14. 如你認為絕對最低市值本身已是一個適當的指標，則界線須設於哪個水平方才合理？請註明及說明原因。

## 無償債能力

### 問題

65. 上市地位隱含著發行人在過去及未來的財政穩健性力及其表現，均有合理預期。因此，我們認為發行人必須是個「持續經營」的機構。我們在重視「持續經營」概念的同時，亦很看重「不應在發行人還有機會被挽救的時候就過早將其除牌」這原則。如發行人接獲由法庭頒布的清盤令（或在發行人註冊所在國家採取的同等行動）而且這項命令（或這個行動）已開始生效，即表示發行人正面對財政及營運困難，並已到達無可挽救的境地。在這些情況下，鑑於發行人以公司實體存在的「壽命」很快便要終止，我們建議發行人須立即除牌。
66. 現行《主板規則》下，發行人被接管或被清盤均是停牌的理由<sup>15</sup>。在2000年1月1日至2002年8月31日期間，有14個發行人因被接管或清盤而被停牌。當發行人被接管或進入臨時清盤階段，亦即表示發行人正面對財政或營運困難。可是，有別於發行人接獲已開始生效的清盤令（或在發行人註冊所在國家被採取的同等行動）以致無從挽救的情況，我們認為被接管或進入臨時清盤階段的發行人應被給予機會，

---

<sup>15</sup> 請參閱《主板規則》《第11項應用指引》第3段

在指定期間<sup>16</sup>內採取補救行動恢復其運作，自行修正至長期並持久地符合最低標準。

67. 至於發行人旗下任何個別或合佔發行人總資產或營業額或除稅後盈利或生產量超過75%的附屬公司(下稱「主要附屬公司」)，如接獲法庭頒布清盤令或被接管或進入臨時清盤階段，我們認為情況跟上文第66段相近。在這些情況下，發行人的營運可能會受到嚴重影響。可是嚴格地說，上述只是主要附屬公司(而並不是發行人本身)面對財政或營運困難，發行人應被給予機會採取補救行動，自行修正至長期並持久地符合最低標準。
68. 我們提出以下建議供大家考慮：如發行人的主要附屬公司接獲法庭頒布的清盤令或被接管或進入臨時清盤階段，而發行人餘下的業務未能符合首次上市的資格準則，則發行人須採取適當的補救行動。就此而言，我們也明白，發行人若要計算其不計主要附屬公司的市值或會相當困難，而要其按《證券(披露權益)條例》進行調查以確定其股東分布情況，也會相當費時和昂貴<sup>17</sup>。據此，我們認為適當的做法是容許發行人在證明其餘下業務能夠符合首次上市的資格準則時，不一定要同時符合市值規定和股東分布規定，不過，純粹就討論而言，我們建議發行人仍須持續遵守市值規定和股東分布規定。
69. 若發行人的主要附屬公司接獲法庭頒布清盤令或被接管或進入臨時清盤階段，而發行人餘下業務仍能夠符合所有首次上市資格準則(發

<sup>16</sup> 請參閱註腳11

<sup>17</sup> 請參閱《證券(披露權益)條例》第18條

行人將要持續遵守的市值規定和股東分布規定除外)，我們建議發行人不應被視為未能符合最低標準。

70. 有意見認為，無償債能力的發行人應獲機會拯救自己。鑑於其上市地位有價值，而且，如發行人等待被拯救的話，則少數股東及債權人均可受惠於收回其部份投資的金額（不論是多少）。

### 徵求意見

71. 我們提出以下建議供大家考慮：當法庭向發行人頒布清盤令（或在發行人註冊所在國家採取的同等行動），而這項命令（或這個行動）開始生效時，發行人須立即除牌。
72. 我們也提出以下建議供大家考慮：若出現下列情況，發行人即須採取補救行動：
  - (a) 發行人被接管或進入臨時清盤階段；或
  - (b) 其主要附屬公司已接獲由法庭頒布的清盤令（或在主要附屬公司註冊所在國家被採取的同等行動）或被接管或進入臨時清盤階段，而發行人餘下的業務未能符合所有首次上市資格準則（發行人將要持續遵守的市值規定和股東分布規定除外）。

「臨時清盤」一詞指提出清盤呈請後至法庭正式頒布清盤令前的一段期間（或在發行人或其主要附屬公司註冊所在國家規定的同等期間）。

問15. 你是否認為，發行人必須以持續方式經營是很重要的？

是

否

請說明原因。

問16. 你是否認為，在法庭向發行人頒布的清盤令生效後立即取消發行人的上市地位是適當的做法？

是

否

請說明原因。

問17. 將「發行人被接管或進入臨時清盤階段」個案，與「發行人被法庭頒布的清盤令開始生效」個案分開處理這種做法，你是否認為適當？

是（請回答第18題）

否

請說明原因。

問18. 當發行人被接管或進入臨時清盤階段，發行人須獲機會採取補救行動自行修正至長期符合最低標準，你認為這種做法是否適當？

是

否

請說明原因。

問19. 倘發行人其中一家主要附屬公司被法庭頒布清盤令、或被接管或進入臨時清盤階段，你會否因此關心發行人業務的穩健性？請說明原因。

會

不會

請說明原因。

問20. 倘發行人的主要附屬公司被法庭頒布清盤令、或被接管或進入臨時清盤階段，你認為要求發行人採取補救行動是否適當？

是

否

請說明原因。

問21. 倘發行人的主要附屬公司被法庭頒布清盤令、或被接管或進入臨時清盤階段，而且發行人餘下的業務也未能符合首次上市的資格準則（發行人將要持續遵守的市值規定及股東分布規定除外），你認為要求發行人採取補救行動是否更為適當？

是

否

其他意見。請註明。

請說明原因。

## 核數師不表示意見或核數師表示不利意見

### 問題

73. 我們極為重視發行人是否能按「持續經營」基礎營運，同時我們也認為發行人能夠妥善記賬及儲存紀錄也同樣重要。市場需要的是可靠及時的資料。若發行人最新的核數師報告內核數師不表示意見(指核數師沒有就財務報表是否真實及公平反映情況表示意見)或表示不利意見(指有若干重大事項以致核數師未能同意財務報表真實及公平反映發行人狀況)，市場會非常關注發行人能否履行其作為上市公司的披露責任。此等情況下，我們相信為保障投資者，應該要求發行人採取補救行動。
74. 不過，市場上也有意見認為，所謂不表示意見或表示不利意見，其實只是核數師的意見，而非事實的說明，因此不應以此為發行人維持上市地位所必須符合的最低標準之一，否則核數師在作出有關意見時可能會有所顧慮而猶豫不決。對持此等意見的人士來說，這個問題可用資料披露方式解決。

### 徵求意見

75. 我們提出以下建議供大家考慮：若發行人最新核數師報告內核數師不表示意見或表示不利意見，發行人即須採取補救行動。
76. 財政年度結算日屬於2000年1月31日至2002年2月28日期間的發行人所發出的年報中，共有56家發行人的年報的核數師報告內核數師不表示意見；其中，23家只涉及核數師基本上不能確定公司是否能按「持續經營」基礎營運問題，25家涉及核數師基本上不能確定公司是否能按「持續經營」基礎營運以及其他會計問題。16家發行人的年報連續兩個財政年度的核數師報告內，均包含核數師不表示意見。



問22. 若發行人最新的核數師報告內核數師不表示意見或表示不利意見，會否影響投資者的投資決定？

會

不會

請說明原因。

不適用 (若閣下並非投資者)

問23. 你認為以下規定是否適當：若發行人最新的核數師報告內核數師不表示意見或表示不利意見，發行人即須採取補救行動？

適當 (請回答第24題)

不適當

請說明原因。

問24. 應給予發行人多少時間採取補救行動？請說明原因。

## 最低交易量

### 問題

77. 現行《主板規則》沒有要求發行人必須符合最低交易量才可持續上市。

78. 市場上有些發行人在聯交所的交易量偏低，證券成交長年稀疏甚至全無成交。缺乏成交或成交量稀少或可反映投資者對這些發行人的證券缺乏興趣，或其現有股東正持有股份作長線投資。

79. 可是我們也明白，有時某些與發行人基礎因素全無關係的外在因素，例如整體市場活動普遍放緩，也可能會窒礙發行人證券的交易活動。另外有些情況是發行人有大量股東是公眾投資者，但成交量卻甚低。這些投資者極有可能持有發行人的證券作長線投資。
80. 為了確保每個在聯交所上市的發行人都能夠吸引足夠公眾人士興趣以維持持續上市資格，有意見認為宜設定最低交易量要求，作為持續上市資格的要求之一。然而，有鑑於第79段所述的理由，缺乏流通量本身不一定表示發行人的表現差至應該將其證券除牌。因此，我們不建議設定最低交易量作為持續上市的其中一項資格標準。

### 徵求意見

81. 我們不建議規定發行人因交易量偏低而須採取補救行動。

問25. 你是否同意交易量本身並非一個適當指標，可據以觸發起發行人採取補救行動以維持上市地位？

- 交易量是個適當的指標 (請回答第26題)
- 交易量並非適當的指標
- 交易量本身並非適當的指標，應連同其他指標一併考慮。  
請註明何謂其他指標。

請說明原因。

問26. 你認為哪個交易量水平才是適當的界線？請說明原因。

## 營運資產及／或業務運作減少

### 問題

82. 現行《主板規則》下，發行人如出現下列問題，顯示其業務運作或資產有所不足，即需要停牌，亦即展開除牌程序的第一步：
- (a) 出現財務困難，以致嚴重影響發行人繼續經營業務的能力，或已導致發行人暫停部分或全部業務；及／或
  - (b) 資產負債表結算日出現負債淨額<sup>18</sup>。
83. 根據上文第82段所述的現況，我們提出以下建議供大家考慮：若發行人資產淨值或總資產或業務運作或營業額或除稅後盈利已經或將會因某項企業行動<sup>19</sup>而大幅減少或耗盡，以致餘下的業務未能符合首次上市資格準則，發行人必須採取補救行動以再次長期持續符合有關的最低標準。就此而言，我們建議：凡發行人資產淨值或總資產或業務運作或營業額又或除稅後盈利因企業行動而較對上一個財政年度減少75%或以上，即屬大幅減少。由於發行人的營運資產及／或運作水平大幅減少的影響，與2002年1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》（《企業管治事宜諮詢文件》）<sup>20</sup>所建議的「非常重大的出售事項」的影響相若，我們建議同樣採用75%分界線。

---

<sup>18</sup> 請參閱《主板規則》《第17項應用指引》第2.2段

<sup>19</sup> 就本諮詢文件C部「營運資產及／或業務運作減少」及「現金資金公司」項下討論的事項來說，「企業行動」指發行人一般日常業務以外的行動

<sup>20</sup> 請參閱《企業管治事宜諮詢文件》B部第16節

84. 若發行人擬進行的企業行動會導致其資產淨值或總資產或業務運作或營業額或除稅後盈利較對上一個財政年度減少75%或以上，以致餘下業務未能符合所有首次上市的資格準則，則這樣其實等同出售其大部分(若非全部)的業務。我們認為，假如我們在第87(a)段的建議獲得採納，任何計劃進行此類企業行動的建議均會令發行人有需要採取行動。在此等情況下，為保障股東，發行人必須讓其股東了解有關情況，並須尋求他們批准有關的企業行動。因此，為了讓發行人股東能對是否進行有關企業行動的決議作表決，我們提出以下建議供大家考慮：發行人須遵守現行《主板規則》中有關私有化的規定<sup>21</sup>。
85. 與本諮詢文件第68段所述理念一樣，發行人若要計算其在進行可導致其資產淨值或總資產或業務運作或營業額又或除稅後盈利大幅減少或耗盡的企業行動後的市值，可能會相當困難；同樣地，要其在進行此等企業行動前先按《證券(披露權益)條例》進行調查以確定其股東分布情況，也會相當費時和昂貴。故此，我們認為，可以容許發行人在證明其進行企業行動後餘下的業務能夠符合首次上市的資格準則時，不一定要同時符合市值規定和股東分布規定，不過，純粹就討論而言，我們建議發行人仍須持續遵守市值規定和股東分布規定。
86. 我們提出以下建議供大家考慮：若發行人在進行可導致其資產淨值或總資產或業務運作或營業額又或除稅後盈利較對上一個財政年度減少75%或以上的企業行動後，餘下的業務仍能夠符合所有首次上

<sup>21</sup> 請參閱《主板規則》第6.12條

市資格準則(發行人將要持續遵守的市值規定和股東分布規定除外)，發行人就不應視為未能符合最低標準。我們也提出以下建議供大家考慮：在衡量發行人餘下業務是否符合首次上市資格準則時，應以其進行企業行動後所發表的最新財務資料作準(不包括現金)。

### 徵求意見

87. 我們提出以下建議供大家考慮：

- (a) 若發行人在進行某項建議進行的企業行動後，其資產淨值或總資產或業務運作或營業額或除稅後盈利將較對上一個財政年度減少75%或以上，以致餘下的業務未能符合首次上市資格準則(發行人將要持續遵守的市值規定和股東分布規定除外)，發行人必須採取適當的行動；及
- (b) 發行人進行任何此等企業行動前，應先尋求股東批准。為使發行人股東能對是否進行有關企業行動的決議作表決，發行人須遵守《主板規則》中有關私有化的規定如下：
  - (i) 取得獨立股東的批准，而根據現行《主板規則》，批准須是一個大比數，佔親自出席或委派代表出席股東大會並在會上投票的股東所持股份價值的四分之三。但如果《企業管治

事宜諮詢文件》提出私有化須取得股東批准的建議獲得採納，發行人則要符合下列規定：

- 取得親自出席或委派代表出席獨立股東大會投票的獨立股東以所持有股份所附表決權至少75%批准通過；及
  - 反對有關議案的票數須不超過獨立股東所持有股份所附表決權的10%；以及
- (ii) 向董事、行政總裁及控股股東以外的股東及其他類別上市證券持有人(如適用)提供合理的現金選擇或其他合理選擇。

問27. 你認為以下規定是否適當：發行人如在進行某項企業行動後，其資產淨值或總資產或業務運作或營業額或除稅後盈利已經或將會大幅減少或耗盡，以致餘下的業務未能符合首次上市資格準則(發行人將要持續遵守的市值規定和股東分布規定除外)，即必須採取補救行動？

適當(請回答第28題)

不適當

請說明原因。

問28. 你是否認為：發行人的資產淨值或總資產或業務運作或營業額又或除稅後盈利若因企業行動而較對上一個財政年度減少75%或以上，即屬大幅減少？

是

否 (請回答第29題)

請說明原因。

問29. 你認為所減少的幅度以甚麼百分比為宜？

問30. 若真的進行此等企業行動，你認為是否需要為保障股東而規定發行人在進行此等企業行動之前先尋求股東批准？

需要

不需要

請說明原因。

問31. 你是否認為：為了保障股東，發行人如要進行此等企業行動，就需遵守《主板規則》中有關私有化的規定，取得獨立股東的批准？

是

否

請說明原因。

## 現金資產公司

### 問題

88. 根據現行《主板規則》，如發行人或集團（投資公司除外）全部或大部分資產為現金或短期證券，並因此已停止營業，該發行人或集團（投資公司除外）一般不會被視為適合上市。因此，如發行人的財政狀況改變至如上情況時，一般均會導致停牌<sup>22</sup>。
89. 我們認為，現行規則已足以衡量那些沒有足夠業務但現金充裕的公司應否維持上市地位。不過，我們認為應有客觀準則界定何謂現金資產公司。就此而言，我們提出以下建議供大家考慮：如發行人（投資公司、銀行、保險公司及其他類似金融服務公司除外）所擬進行的任何企業行動會導致其資產有90%為現金或短期證券或股票投資組合或其他有價證券，則發行人將被視為現金資產公司。我們明白某程度而言，90%是個主觀數字，但我們提出這較高分界線的用意，是為了確保有關規則能針對資產大部分為現金及現金等值物的公司，而非那些保留高水平流動資產作真正商業用途的公司。
90. 假如我們在91(a)段的建議獲得採納，發行人要建議任何有關的企業行動的後果，將會是觸發起發行人須通知股東有關建議並獲他們事先批准。就此，我們提出以下建議供大家考慮：發行人須遵守《主板規則》中有關私有化的規定。

<sup>22</sup> 請參閱《主板規則》第14.35條



## 徵求意見

91. 我們提出以下建議供大家考慮：

- (a) 假如發行人完成建議中的企業行動後會成為現金資產公司的話，則需要採取適當的補救行動。就此規定而言，如發行人(投資公司、銀行、保險公司及其他類似金融服務公司除外)資產有90%為現金或短期證券或股票投資組合或其他有價證券，發行人將被視為現金資產公司；及
- (b) 發行人進行任何此等企業行動前，應先尋求股東批准。為了讓發行人股東能對是否進行企業行動的決議作表決，發行人須遵守《主板規則》中有關私有化的規定如下：
  - (i) 取得獨立股東的批准，而根據現行《主板規則》，批准須是一個大比數，佔親自出席或委派代表出席股東大會並在會上投票的股東所持股份價值的四分之三。但如果《企業管治事宜諮詢文件》提出私有化須取得股東批准的建議獲得採納，發行人則要符合下列規定：
    - 取得親自出席或委派代表出席獨立股東大會投票的獨立股東以所持有股份所附表決權至少75%批准通過；及
    - 反對有關議案的票數須不超過獨立股東所持有股份所附表決權的10%；以及
  - (ii) 向董事、行政總裁及控股股東以外的股東及其他類別上市證券持有人(如適用)提供合理的現金選擇或其他合理選擇。

問32. 你是否認為應有客觀準則界定何謂現金資產公司？

是

否

請說明原因。

問33. 你是否認為，如發行人(投資公司、銀行、保險公司及其他類似金融服務公司除外)所進行的任何企業行動導致其資產有90%為現金或短期證券或股票投資組合或其他有價證券，則發行人即屬現金資產公司？

是

否(請回答第34題)

請說明原因。

問34. 你還會考慮甚麼其他因素和減幅百分比？請說明原因。

問35. 若真的進行此等企業行動，你認為是否需要為保障股東而規定發行人在進行此等企業行動前應先尋求獨立股東批准？

需要

不需要

請說明原因。

問36. 你是否認為：為了保障股東，發行人如要進行此等企業行動，就需遵守《主板規則》中有關私有化的規定，取得獨立股東的批准？

是

否

請說明原因。

## 長時間停牌

### 問題

92. 根據現行《主板規則》，如發行人長時間持續停牌，而其並無採取適當的行動以恢復其上市地位，則可能導致聯交所將其除牌<sup>23</sup>。不過，何謂「長時間」卻沒有具體說明。在2000年1月1日至2002年8月31日期間，共有7個發行人因某些原因（發行人被接管或清盤或未能遵守《上市協議》第38條規定等原因除外）而長時間停牌。為維持市場公平與持續運作，並確保停牌期盡量縮短，我們建議大家考慮就何謂「長時間」訂立客觀標準。關於這一點，我們建議大家考慮以12個月為合理基準。在考慮採用此基準時，我們參考了英國採用的方法。假如某一證券已停牌超過6個月<sup>24</sup>，而發行人又沒有採取任何適當的行動以求獲得復牌，英國上市主管機構（UK Listing Authority）一般會將其除牌。

---

<sup>23</sup> 請參閱《主板規則》第6.04條。《英國上市規則》第1.19條也有類似的規定，即假如英國上市主管機構認為有特別情況妨礙任何證券的一般正常交易，其或會撤銷有關證券的上市地位。

<sup>24</sup> 請參閱英國上市主管機構的指引手冊第9.4.3段。

93. 正如《7月諮詢文件》D部第204至206段所述，我們建議制定持續責任，規定發行人須及時發表財務業績。我們建議將未有按時發表所需的財務業績的發行人停牌。我們並建議因延遲發表其財務業績而被停牌超過12個月的發行人，表面上不會因長時間停牌而被當作未能符合最低標準。在2000年1月1日至2002年8月31日期間，共有75個發行人未能在《主板規則》規定的限期內發表財務業績。在這75個延遲發表賬目的發行人中，有10個在過了限期後12個月或以上仍未能發表賬目。而在這10個發行人中，有3個最終發表了其財務業績，餘下7個則或是進行重組、或是已被除牌，以致最後也未能發表其財務業績。不過，若有跡象顯示發行人有可能無法符合其他最低標準，而發行人又沒有可接受或合理的理由可以解釋為何其遲遲未能發表業績，我們提出以下建議供大家考慮：發行人須採取適當的補救行動，以使其可以重新長期符合最低標準，否則，發行人將面對被撤銷上市地位。

#### 徵求意見

94. 我們提出以下建議供大家考慮：如發行人的證券被連續12個月停牌（不論任何原因），發行人須採取適當的補救行動。我們不建議將那些因延遲發表其財務業績而被停牌超過12個月的發行人當作表面上未能符合最低標準。不過，若有跡象顯示發行人有可能無法符合其他最低標準，而發行人又沒有可接受或合理的理由可以解釋為何其遲遲未能發表業績，聯交所可要求發行人採取適當的補救行動，以使其可以重新長期符合最低標準，否則，發行人將面對被撤銷上市地位。

問37. 根據現行《主板規則》，如發行人長時間持續停牌，而其並無採取適當的行動以恢復其上市地位，則可能導致聯交所將其證券除牌。你是否認為有需要具體說明何謂「長時間」？

是 (請回答第38題)

否

請說明原因。

問38. 你認為多長時間才是合理基準？請說明原因。

問39. 你認為以下做法是否合理：發行人長時間停牌 (延遲發表其財務業績而被停牌者除外) 即被當作未能符合維持上市所需的最低標準？

是 (請回答第40題)

否

請說明原因。

問40. 若有跡象顯示發行人有可能無法符合其他最低標準，而發行人又沒有可接受或合理的理由可以解釋為何其遲遲未能發表業績，則你是否仍然同意發行人應被當作未能符合維持上市所需的最低標準？

是

否

請說明原因。

## 《上市協議》第38段

### 問題

95. 現行《上市協議》第38段訂明一項持續責任，規定發行人須有足夠的業務運作或擁有相當價值的資產，以保持其上市地位。我們認為，發行人是否能夠繼續經營切實可行的業務，對維持其上市地位非常重要。基於這個原因，我們在第87段提出以下建議供大家考慮：若發行人「營運資產及／或業務運作大幅減少」，以致餘下的資產未能符合首次上市資格準則，發行人須採取補救行動，以使其重新長期符合最低標準，否則將面對被撤銷上市地位。因此，業務或資產是否足夠傾向屬於持續上市標準問題（發行人如未能符合這些標準，將導致其須採取適當的補救行動，以保持其上市地位），而非持續責任問題（發行人如未能遵守這些責任，將導致違反《主板規則》，並會受到紀律處分）。

### 徵求意見

96. 我們提出以下建議供大家考慮：建議保留《上市協議》第38段為維持上市的一般持續最低標準，以補充以「營運資產及／或業務運作減少」作為數量指標的建議（第87段）。我們也提出以下建議供大家考慮：發行人如未能符合《上市協議》第38段，就須採取適當的補救行動。

問41. 現行《上市協議》第38段訂明一項持續責任，規定發行人須有足夠的業務運作或擁有相當價值的資產，以保持其上市地位。你是否認為，業務或資產是否足夠傾向屬於持續上市標準問題（發行人如未能符合這些標準，將導致其須採取適當的補救行動，以保持其上市地位），而非持續責任問題（發行人如未

能遵守這些責任，將導致違反《主板規則》，並會受到紀律處分)？

是

否

請說明原因。

## 持續違反《主板規則》

### 問題

97. 有時發行人會持續違反《主板規則》，以致要接受紀律處分。其實，只要發行人小心謹慎履行有關責任，違規的情況往往可以避免。我們的目的是要促進發行人對於嚴格遵守《主板規則》的重要性形成高度意識。因此，我們提出以下建議供大家考慮：對於持續違反《主板規則》的發行人(例如屢遭聯交所根據《主板規則》的紀律處分程序作出公開譴責或批評者)，聯交所可在考慮過其違規次數及性質後，酌情實施除牌程序。

## 徵求意見

98. 我們提出以下建議供大家考慮：對於持續違反《主板規則》的發行人，聯交所可在考慮過其違規次數及性質後，酌情實施除牌程序。

問42. 你認為應該如何促進發行人對於嚴格遵守《主板規則》的重要性形成高度意識？請闡述你的看法。

問43. 你認為以下做法是否適當：聯交所對於持續違反《主板規則》的發行人應採用除牌程序，而非紀律程序？

是

否

請說明原因。

問44. 在考慮是否構成「持續違反規則」時，應考慮哪些因素？違規次數及性質？抑或其他因素？



## 業務運作不合法

### 問題

99. 《主板規則》內的一大原則是聯交所在批准發行人上市時有以下條件：如聯交所認為有需要為保障投資者或維持一個有序的市場，聯交所日後可隨時在其認為適當的情況及條件下，暫停任何證券的買賣或將任何證券除牌<sup>25</sup>。
100. 在一些特別情況，如發行人改變其主營業務，轉而從事不合法的或有違《主板規則》載列的聯交所一般原則<sup>26</sup>的主營業務活動，則我們提出以下建議供大家考慮：聯交所為了保障投資者或促進公平交易，可運用酌情權對發行人實施除牌程序。

### 徵求意見

101. 我們提出以下建議供大家考慮：如聯交所認為有任何事件、狀況或情況存在或出現，導致發行人的證券繼續買賣或上市會有違聯交所一般原則，聯交所可要求發行人採取適當的補救行動。

問45. 你認為如發行人經營的主營業務不合法或有違聯交所一般原則，應否讓其繼續在聯交所上市？

是

否

請說明原因。

---

<sup>25</sup> 請參閱《主板規則》第6.01條

<sup>26</sup> 請參閱《主板規則》第2.03條。聯交所的一般原則是：(例如) 證券的發行及銷售須以公平有序方式進行，而準投資者可獲得足夠資料，讓他們在掌握有關資料的情況下，對發行人作出評估；發行人須向投資者及公眾人士全面披露相關資料；上市證券的所有持有人均獲得公正平等對待；發行人董事按全體股東的利益行事；以及發行人所有新發行的股本證券均先以供股方式向現有股東提呈發售(除非他們另有決定，則作別論)。

問46. 如發行人經營此等業務，你認為以下規定是否適當：為了保障投資者或促進公平交易，聯交所應要求發行人採取適當的補救行動？

是

否

請說明原因。

### 聯交所酌情權

102. 我們明白，推出客觀和具透明度的持續上市標準可能會提供機會予發行人的控股股東規避《主板規則》和《公司收購及合併守則》中對少數股東的保障規定。由於發行人一旦除牌，就不再受《主板規則》規管，亦可能不再受《公司收購及合併守則》和《公司購回本身股份守則》規管，因此除牌可能削弱對少數股東的保障。為防止除牌程序被濫用，我們建議聯交應保留酌情權，即可酌情偏離除牌程序的應用範圍。

問47. 你對聯交所擁有這種酌情權有甚麼看法？酌情權又應如何行使？請說明原因。

### 過渡期

103. 我們建議若持續上市標準納入《主板規則》，有關標準應在《主板規則》修訂後隨即生效，因為發行人即使未有採取相關行動也可能已符合其中一些標準；但我們也知道，部分新規則若在修訂生效後就即時執行，對現有發行人來說或會過於嚴苛，故可能會設置過渡期，讓發行人有時間採取所需補救行動以符合規則。

104. 事實上，也有人認為，這做法會對現有的發行人不公平，因為這些標準在他們上市時並不存在。他們認為，若諮詢完結後決定要引入持續上市標準，現有的發行人應獲給予較長時間的過渡期以符合有關標準。因此，我們提出以下建議供大家考慮：

(a) 應給予發行人12個月的過渡期，以便他們符合下列最低標準：

(i) 財務標準；及

(ii) 絕對最低市值；

(b) 有關下列規定，則不設過渡期：

(i) 營運資產及／或業務運作減少；

(ii) 現金資產公司；

(iii) 長時間停牌；

(iv) 《上市協議》第38段；

(v) 持續違反《主板規則》；

(vi) 業務運作不合法；

(vii) 無償債能力；及

(viii) 核數師不表示意見或核數師表示不利意見；及

(c) 《主板規則》修訂後才獲得批准其上市申請的上市申請人，應一概要在其證券於聯交所上市後立即符合新訂的持續上市資格準則。這些新上市發行人不應有上述過渡期。

問48. 就現有的發行人而言，你是否同意設立過渡期，以便他們符合持續上市標準（如獲採納）？

是（請回答第49題）

否

請說明原因。

問49. 若你認為應給予發行人時間以符合各項持續上市標準，你認為每項標準的過渡期應有多久？請說明原因。

財務標準

---

絕對最低市值

---

無償債能力

---

核數師不表示意見或核數師表示不利意見

---

營運資產及／或業務運作減少

---

現金資產公司

---

長時間停牌

---

《上市協議》第38段

---

持續違反《主板規則》

---

業務運作不合法

---

其他。請說明：

---

問50. 《主板規則》修訂後才獲得批准其上市申請的上市申請人，應一概要在其證券於聯交所上市後立即符合新訂的持續上市資格準則。你認為這是否合理？

是

否

請說明原因。

## D部 主板除牌證券的處理方法

### 概況

105. 證券從主板除牌後，發行人即成為非上市公司，在這情況下，《主板規則》不再適用於此等公司。其個別股東的權利將改由公司註冊成立所在地的法例以及公司本身的組織章程文件規管。
106. 從主板除牌後，發行人仍屬公眾公司，有意買賣其證券的人士仍可在場外市場進行交易。然而，有意見認為，在欠缺有組織的開放市場下，這些已除牌發行人的現有股東所受的不利影響最大，因為透明度不足等問題將令他們難以出售有關證券。對持這看法的人士來說，為除牌證券安排設置其他處理方法是引進除牌機制的先決條件。他們認為，讓既有股東可在公司除牌後繼續買賣有關證券非常重要，儘管他們也知道這樣的除牌證券交易渠道不一定有流通量。
107. 在讓小股東得以出售名下投資套現方面，現時提出以供考慮的機制有兩個：「強制購回股份」和「強制清盤」。為著下文所述的理由，若干人士認為這兩項建議皆不能提供切合實際、可予執行並可貫徹應用的可行方案。然而，我們仍希望各界可就這兩個及其他可行機制作進一步分析並提出建議。

### 強制私有化或由控股股東購回股份

108. 處於除牌程序的發行人，不論是處於現行的除牌程序<sup>27</sup>或是建議中的除牌程序，均必須提交復牌或重新恢復原有景況的建議，以確保

<sup>27</sup> 請參閱《主板規則》《第17項應用指引》第3段

其有能力根據現行規則遵守《上市協議》第38段規定而有足夠的資產或業務水平以維持上市地位，或確保其可以根據建議中的除牌程序，重新長期持續符合建議中的最低持續上市標準。

109. 有人建議，若發行人未能呈交或拒絕呈交建議又或所呈交建議不獲聯交所批准，應強制發行人控股股東提出全面收購，以合理價格購回小股東所持的股份，將發行人私有化。

110. 然而，市場上也有其他意見認為，這樣「特別」對待控股股東並不公平，尤其是假如發行人處於岌岌可危的境地是由發行人的財政困難或嚴重虧損所引致，而這些均源自發行人的日常業務。對持這看法的人士來說，控股股東與小股東之間不應有別。兩者在發行人除牌時的權利和責任均應相同。若除牌之事並非因控股股東的操守行為而致，又或控股股東只是被動股東，並無參與發行人的管理事務，則上述建議是否公允將更引人關注。再者，即使不計發行人、其小股東甚或聯交所(以執法者身份)在發行人的註冊成立司法管轄區所要面對的實際法律困難，在是否可以強迫發行人控股股東進行強制私有化問題上，也還有不少原因可導致強制規定控股股東將要除牌的發行人私有化不一定可行。現試列舉其中一些困難的例子，儘管這些並非問題的全部：

(a) 屆時不一定有控股股東(控股股東的定義是持有可在發行人股東大會上表決權利30%或以上者<sup>28</sup>)。

---

<sup>28</sup> 請參閱《主板規則》第1.01條有關「控股股東」的定義

- (b) 即使有控股股東，他們也不一定有足夠財力提出全面收購。
- (c) 在若干受監管行業，控制權轉變又或由控股股東進一步收購股份均須經相關監管機構同意；又或者某些情況下必須事先獲豁免有關競爭的限制。在這些情況下，可不能擔保提出收購人士必能取得所需的同意。
- (d) 控股股東(例如中國境內企業)要在香港市場購入股份有諸多限制(公司回購本身股份除外)，因而對這類企業來說是一個大問題。同樣，中國發行人要修改組織章程文件也不一定獲得內地當局批准。

## 強制清盤

111. 有些人士認為，若控股股東不協助發行人避免除牌，則發行人除牌後即應強制清盤，好使公司既有股東能攤分發行人餘下的資產(如有)；但也有人認為，強制清盤並不可行，因為除牌後，《主板規則》不再適用於有關發行人，而已除牌發行人股東的權利將會涉及發行人註冊成立所在地的法例以及公司本身的組織章程文件。與強制私有化的情況相似的是，要發行人除牌後即強制清盤，可能會在啟動和執行有關程序方面，因發行人註冊成立的司法管轄區的有關法律而出現困難，以致這方案在法律上未必可行。再者，經無力償債法律程序而保留的資產價值，一般都較相關資產在發行人賬冊中的賬面值為低，也可能(視乎資產淨值是否有任何折讓)較市值為低。此外，若公司已無償債能力，清盤過程中的主事人多是公司債權人而非股東，而債權人的目標不一定與股東相同。



問51. 你對強制購回股份和強制清盤是否可行有何看法？

請說明原因。

問52. 你預計強制購回股份和強制清盤還會遇到甚麼其他實際上和法律上的困難？

問53. 對於上述強制購回股份和強制清盤建議涉及的種種困難，你有何解決方法又或任何其他建議？

請說明原因。

### 另設上市市場交易板

112. 有意見認為，從主板除牌的發行人應可以保留上市地位，繼續在聯交所的第三代自動對盤及成交系統（「第三代自動對盤系統」）的平台上買賣；而要將這些已無資格在主板上市的發行人與主板其他發行人加以區別，應將這些發行人重新分類，歸入另一特別組別，待他們符合首次上市準則，即可按簡化了的程序重返主板。
113. 有意見認為，從主板除牌的發行人應可轉到創業板上市買賣。然而，創業板的設立，是要為新興公司提供業務發展及／或擴展所需資金的渠道，若容許不符合主板持續上市資格標準的發行人可在從主板除牌後立即將證券買賣轉到創業板進行，也不一定是妥善的做法。因此我們認為，若發行人從主板除牌後擬申請到聯交所營運的其他

市場上市，必先要符合該市場的有關上市規定。就此而言，我們建議以發行人從主板除牌的日期，作為業務紀錄期開始計算的日期。

114. 第112段所述的方式，是特為那些符合主板首次上市資格準則但不符合在主板持續上市所需最低標準的發行人營運一個上市市場。

115. 由於另設交易板或其他平台均涉及政策考慮，還須進一步研究一系列的監管及營運事宜，我們將盡量收集市場對這些問題的意見。視乎是次諮詢所得的市場意見，我們或會就另設交易板或其他平台(如這樣做被認為是適當的做法)另行發出諮詢文件，諮詢市場意見。

問54. 你認為以下做法是否適當：主板與創業板應繼續各為不同目標和特色的公司提供服務，而且，從主板除牌的證券也不應容許立即轉到創業板上市？

是(請回答第55題)

否(請回答第56題)

請說明原因。

問55. 應否規定從主板除牌的發行人應符合若干條件才可讓其證券轉到創業板上市？

應該，有關條件應是：\_\_\_\_\_

不應該(請回答第56題)

請說明原因。

問56. 你認為以下做法是否適當：另設交易板，以買賣從主板除牌發行人的上市證券？

是

否

請說明原因。

### 買賣非上市證券的市場

116. 與其保留那些不再符合持續在主板上市資格的發行人的上市地位，有人建議應該提供其他交易平台選擇，讓已除牌的主板發行人之證券可繼續掛牌買賣。
117. 現時香港並無任何有組織的非上市股本證券公開市場，但設有安排透過「自動化交易服務」<sup>29</sup>提供證券交易設施。自動化交易服務屬《證券及期貨條例》所述的9類受規管活動之一（屬第7類）<sup>30</sup>，擬進行自動化交易服務活動的人士必須符合有關發牌、認可及註冊的規定<sup>31</sup>。

---

<sup>29</sup> 「自動化交易服務」指透過並非由認可交易所或認可結算所提供的電子設施而提供的服務，而藉該項服務(i)買賣任何證券或期貨合約的要約經常以某種方式被提出或接受，而以該種方式提出或接受該等要約構成具約束力的交易或導致具約束力的交易產生；(ii)人與人之間經常互相介紹或認識，從而洽商或完成任何證券或期貨合約的買賣，或在有他們將會以某種方式洽商或完成任何證券或期貨合約的買賣的合理期望的情況下經常互相介紹或認識，而以該種方式洽商或完成該等買賣構成具約束力的交易或導致具約束力的交易產生；或(iii)符合以下說明的交易得以更替、結算、交收或獲得擔保，即：(i)段提述的；(ii)段提述的活動而產生的；或在證券市場或期貨市場或在該等市場的規則的規限下完成的。不過，「自動化交易服務」一詞不包括由政府或代政府營辦的法團所提供的該等服務。請參閱《證券及期貨條例》附表5第2部有關「自動化交易服務」的釋義。

<sup>30</sup> 請參閱《證券及期貨條例》附表5第1部。

<sup>31</sup> 《證券及期貨條例》第III部第7分部及第V部；有關由證監會發牌、認可及註冊的原則、程序及準則詳情，請參閱證監會2002年2月發出的《監管自動化交易服務的指引》。

## 其他市場做法

### 美國

118. 在美國，進行非上市證券交易的渠道有二：「場外交易議價板」(OTC Bulletin Board)<sup>32</sup>以及「粉紅價單」(Pink Sheets)。前者屬一電子報價服務，由美國全國證券交易商協會(NASD)在納斯達克(Nasdaq)市場系統營運，這項服務不受納斯達克監管，也與納斯達克沒有關連；後者則是一報價服務，由獨立入門網站Pink Sheet LLC所提供。

#### 「場外交易議價板」

119. 根據美國《1934年證券交易法》<sup>33</sup>，凡股東人數逾500人、資產超過1,000萬美元的公司，必須遵守美國證券交易委員會(下稱「美國證監會」)的定期申報規定<sup>34</sup>；而凡一直向美國證監會提交報告的非上市公司(包括從納斯達克除牌的公司)，均有資格在「場外交易議價板」進行交易。
120. 「場外交易議價板」是受監管的報價服務，能顯示場外交易股本證券的實時報價、上一次成交價及成交量等資料。「場外交易股本證券」一般是沒有在納斯達克或其他全國證券交易所上市或買賣的股票。
121. 「場外交易議價板」以交易商制度形式營運。因此，擬在「場外交易議價板」掛牌的公司應聯絡有參與的市場莊家(美國證監會註冊經紀／交易商)，請求該莊家登記為該證券報價。在「場外交易議價板」掛牌的公司須遵守定期向美國證監會匯報財務資料的規定<sup>35</sup>。

<sup>32</sup> 到2003年，「場外交易議價板」將逐漸淡出，而一個新市場「交易議價交易所」(Bulletin Board Exchange)將會推出

<sup>33</sup> 請參閱美國《1934年證券交易法》第12(g)條

<sup>34</sup> 例如：以10-K表格呈交年報，以10-Q表格呈交季度報告。

<sup>35</sup> 請參閱註腳34

## 「粉紅價單」

122. 與「場外交易議價板」相若，「粉紅價單」本身並非交易所，而是一中央報價服務，收集並發布市場莊家對場外交易市場證券的實時報價。只有市場莊家才可用「粉紅價單」方式提供報價。但與「場外交易議價板」不同的是，有關公司要獲市場莊家在「粉紅價單」替其證券報價，並不需要向美國證監會匯報資料，也不需要符合最新的匯報規定。
123. 應注意的是，「場外交易議價板」和「粉紅價單」均以市場莊家制為營運基礎。

## 中國內地

124. 在中國內地，中國證券業協會<sup>36</sup>於2001年6月設立「代辦股份轉讓系統」，為原NET、STAQ系統<sup>37</sup>掛牌公司和退市公司提供一個交易場所<sup>38</sup>。這交易平台用的是內地證券交易所的交易設施。

## 日本

125. 在日本，營運 JASDAQ 場外市場的日本證券交易商協會設有為非上市股份而設的「綠價單市場」(Green Sheet Market)。「綠價單市場」包括「鳳凰板」(Phoenix Section)，是一個為已除牌股份而設的市場；現時在「綠價單市場」交易的公司共有58家，其中有4家公司股份在「鳳凰板」交易。

## 香港設立另類交易場所的可行模式

126. 從其他市場的做法來看，專為已除牌證券設立一個交易場所似乎存有一定困難。美國的「場外交易議價板」及「粉紅價單」比較成功，皆

---

<sup>36</sup> 中國證券業協會是個非政府團體；該會成立於1991年8月，在內地登記為一個非營利性的證券業自律性組織。

<sup>37</sup> NET系統指「全國電子交易系統」；STAQ系統指「證券交易自動報價系統」。

<sup>38</sup> 截至2002年8月16日，在「代辦股份轉讓系統」掛牌買賣的公司有9家，投資者約95,000戶，累計成交21億元人民幣。

因本身是獨立的市場，除了已除牌證券外，尚有其他證券掛牌買賣。純粹為已除牌公司，即人們認為已「失敗」的公司，建立有一定群眾支持的交易市場，殊非易事。

127. 因此，關於香港應否為非上市證券或應否僅為自主板除牌的證券另設交易板或設立另類交易場所這個問題，其他相關的問題，例如運作模式應在甚麼程度上仿效「代辦股份轉讓系統」模式或是「場外交易議價板」模式又或「粉紅價單」模式（三者皆是由有關證券交易所以外的人士經營）、交易和披露標準以及結算和交收安排應該如何等等，也須作進一步考慮。

128. 本諮詢文件現邀請各界人士就設立另類交易場所各有關方面（包括交易和披露標準以及結算和交收安排）提供意見。視乎本諮詢工作所得意見，我們日後或會特別就引入另類交易場所問題展開諮詢工作。

問57. 你認為是否應該設立有組織的公開市場或自動化交易服務，供全部非上市股本證券或只供由主板除牌的股本證券掛牌買賣？

- 是，供全部非上市股本證券（包括由主板除牌的股本證券）掛牌買賣
- 是，但只供由主板除牌的股本證券掛牌買賣
- 否，沒有必要另設其他交易場所

請說明原因。

問58. 你認為在另類交易場所掛牌買賣的公司應遵守甚麼水平的披露規定最為適當？

- 須定期(半年度)匯報並持續報告股價敏感資料
- 只須定期(半年度)匯報
- 其他。請註明。

請說明原因。

問59. 你認為發行人的定期財務資料報告應呈交下列哪個機構？

- 證監會
- 聯交所
- 其他。請註明。

請說明原因。

問60. 你認為香港的另類交易場所應該由下列哪個機構經營？

- 聯交所
- 由證監會監管的獨立市場營運商

請說明原因。

問61. 你認為香港的另類交易場所是否應該採用市場莊家制的交易模式？

- 是
- 否，應採用自動對盤系統
- 其他。請註明。

請說明原因。

問62. 你認為應如何解決另類交易場所的結算和交收安排？

請說明原因。



## E部 細價證券

### 概況

129. 一如前文所述，市場質素的高下端視多項不同要素的互動結果，其中包括發行人、有關發行人表現的資訊以及與公平、有序市場有關的元素，例如市場透明度、波幅和執行成交的效率。我們認為，企業管治水平是衡量發行人的表現及其作為投資的吸引力的一項重要準則。
130. 本文件E部會從發行人的若干企業管治常規和維持一個公平、有序市場的角度，來討論與細價證券有關的議題<sup>39</sup>。

### 企業管治相關事宜

131. 我們注意到，有市場評論和投資者投訴一些發行人關於供股、股份合併和股份分拆的若干企業管治常規，這些企業行動有時會攤薄小股東權益或造成股價下挫。市場評論員傾向將他們對有關企業管治常規的疑慮與股價偏低的發行人掛鉤。然而，需注意的是，不論股價高低，事實上發行人都可進行這些涉及企業管治常規的活動。

---

<sup>39</sup> 證監會研究文件「市場素質與退市機制」亦有討論細價證券。根據該文件，香港擁有很多市值小、股價低的小型上市公司，即所謂細價股及小型股。上市公司的市值及股價與其財務表現呈負相關關係。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家股價在0.1港元以下的公司中，有86家即80%錄得虧損。相比之下，股價在1港元以上的公司中，有12%錄得虧損。

### 根據一般性授權配股後持股被攤薄

132. 有投資者投訴有些控股股東濫用一般性授權，以比市價有大幅折讓的價格配股，結果造成採取這些企業行動的發行人證券價格下跌。這類行動損害小股東權益，在某些情況下更令其權益被大幅攤薄。
133. 我們在《企業管治事宜諮詢文件》中，已就一般性授權可能被濫用和大折讓價配股等問題諮詢市場，諮詢事宜包括：(a)根據一般性授權發行的股份數量應否有限制；(b)應否容許更新一般性授權；(c)更新一般性授權是否必須獲獨立股東批准；及(d)應否限制以大折讓價發行股份。我們目前正在分析市場對《企業管治事宜諮詢文件》的回應，預期很快會公布結果。

### 供股後持股被攤薄

134. 現行《主板規則》的目的是在協助發行人集資與保障股東權益之間取得平衡。因此，《主板規則》規定任何供股，如連同前12個月內進行的任何供股及公開招股，會令發行人的已發行股本或市值增加50%以上，就必須取得獨立股東批准才可進行。由於供股是按股東優先認購基礎進行，因此《主板規則》就供股事宜除了有這項須取得獨立股東批准的規定之外，並沒有其他要求股東批准的規定。
135. 由於供股是按持股比例分配，因此如果現有股東認購其全部獲配之供股權，他們的權益就不會因供股而被攤薄，但如果他們基於本身的投資決定和投資準則，決定不行使全部供股權，則其權益將被攤薄。《主板規則》確保發行人就供股事宜作詳盡的資料披露，包括在

上市文件中列明供股所得款項用途，讓股東在掌握有關情況下作出決定。

136. 一些論者認為，發行人多次供股會攤薄那些不行使其供股權的少數股東的權益，對他們不公平。正如第134段所述，現行的《主板規則》已載有若干保障少數股東的條文，規定了發行人在若干情況下供股必須獲得獨立股東批准。我們在《企業管治事宜諮詢文件》中曾諮詢過市場是否應保留如下規定：任何供股連同前12個月內進行的任何供股及公開招股，若會令發行人的已發行股本或市值增加50%以上，就必須取得獨立股東批准才可進行；諮詢原因是因為一些論者認為基於「一股一票」原則，所有股東（在交易中涉及重大權益者除外）均應獲准表決。我們現正分析回應結果，預計短期內可公布對諮詢文件的回應。

#### 股份合併、分拆和供股的組合

137. 根據聯交所上市發行人註冊成立所在地的法例，股份合併或分拆必須經股東在股東大會上批准，因為這些均涉及變更發行人的股本。
138. 我們有一些個案，是發行人股票在相當低的價格水平進行買賣，而價格偏低的原因，可能是由於市場力量所導致，或是由於供股、股份合併或股份分拆等企業行動所導致。這些發行人於是進行股份合併，但股份合併後股價再次下跌；其後，發行人再進行另一股份合併，股價又一跌再跌。重覆不斷的股份合併似乎會令股價陷入下跌循環，大大削減了股東所持股份的價值。一些論者認為，此舉是濫用了股份合併等本身屬合法的企業行動。這些未獲獨立股東批准下濫用的企業行動對少數股東很不利。更不利的情況是，發行人同時

進行股份合併和供股，以致對股價構成進一步下調壓力。在此情況下，少數股東都不太可能行使其供股權，其權益遂被攤薄。

139. 我們認為，發行人的股價應反映其基本因素及基本價值。股份合併或分拆理論上不應影響股份的價值和股東所佔發行人的權益比例。假如沒有不利股價的外在因素，股份價格應仍能反映出發行人在股份合併或分拆前相近的基本價值。假如股價下挫是市場操控的結果，就應受到適用的規則和規定所規管。
140. 一些論者認為，股份合併可能導致少數股東持股數目減少，甚至少至變成碎股。在聯交所買賣的碎股，每股買賣價一般低於一手股份的每股買賣價，令少數股東因而處於不利情況。不過，其他論者卻認為，發行人的股價應反映發行人的基本因素和基本價值。假如發行人的股價很低，例如0.01港元，股價再跌已無法在交易系統上反映出來。在此等情況下，發行人的股價並不能反映其真正的基本價值。因此，合併後股價下跌或許能更公平反映發行人的基本價值。在一些情況下，當股份的買賣價格低於0.01港元，市場可能流通不足和無透明度可言，投資者亦難以出售套現。倘若發行人進行股份合併令其股價回到0.01港元以上而在「第三代自動對盤系統」內交易，每股價值將增加，這樣或可為投資者提供出售套現機會。
141. 股份分拆亦不應導致發行人價值或股東權益有所改變。發行人分拆股份並按比例增加每手股數的做法也是非常普遍的。分拆股份的常見理由之一是增加證券流通量，但這未必是一個合理的理由，因為

股份是以整手進行買賣的。減少每股價值但保留每手價值並不會令證券更便宜。由於分拆後每手價值不變，股份的流通量應該不變。

142. 一些論者建議，聯交所應限制發行人在任何一年內可分拆或合併股份的次數。也有意見認為，聯交所不應批准發行人在股份合併後立即進行供股。另有論者認為，聯交所應禁止發行人在合併股份後或之後的一段時間內供股。
143. 我們注意到，發行人或許有合理原因需要合併股份，例如股價低於面值。一般而言，根據聯交所上市發行人註冊成立所在地的相關條例，發行人不得以低於面值的代價發行股份。鑑於此限制，股價低於面值的發行人是不可能集資的。假如發行人正在虧損及賬目上有累積虧損，將令情況更為嚴峻。在此情況下，發行人可先合併其股份，增加股份面值和每股價格，然後再削減股本以減少股票的面值，如此面值就會低於合併後股份的價格。削減的股本可用來刪減累積虧損。經過這一連串措施後，發行人資產負債表的財政狀況會較佳，同時每股股價將高於面值，發行人就可集資了。

問63. 你是否同意需要限制發行人合併股份及分拆股份？

同意 (請回答第64題)

不同意

請說明原因。

問64. 如果你認為需要限制發行人合併股份及分拆股份，請說明應設定甚麼限制及在何種情況下應受到限制？

限制應為：

---

在下列情況應受到限制：

---

請說明原因。

問65. 關於股份分拆，你是否認為，如果股價低於一個最低基準價，就不應分拆股份？基準價應否與時間掛鉤？

是。最低基準價應設定為\_\_\_\_\_港元，以\_\_\_\_\_天為期。

否

請說明原因。

問66. 你是否認為，鑑於：(a)供股是按優先認購基礎進行，(b)《主板規則》規定須全面披露供股的詳情包括供股所得款項的用途，及(c)如供股會增加發行人市值或已發行股本超過50%，就需要獨立股東批准，因此聯交所需要介入，禁止發行人在股份合併或分拆後的指定期間內進行任何供股？

是。請說明：

(a) 你認為聯交所應如何介入？

---

(b) 具體期間應為：

---

否

請說明原因。

問67. 你認為還需要制定其他與股份合併和分拆有關的措施，以保障股東權益嗎？

需要。請說明需要制定哪些措施：

---

不需要

請說明原因。

問68. 你認為還有甚麼其他措施可改善第131段至143段所述範疇的發行人企業管治常規？

有。請說明你認為恰當的措施：

---

沒有

請說明原因。

## 公平有序市場的相關事宜

144. 本節討論內容只涉及那些有可能符合C部所述各項持續上市標準的細價證券發行人。以下各段探討細價證券對維持公平有序市場的影響。

### 欠缺透明度

145. 在聯交所的「第三代自動對盤系統」中，買賣盤輸入及配對成交的最低價為0.01港元。「第三代自動對盤系統」將個別上市證券的買賣價格以及成交量和成交金額等實時數據，透過其交易網絡提供給各聯交所參與者，並另行透過其他網絡，將同樣的實時數據提供給資訊供應商，再由他們向整體市場提供。這透明度有助確保有關證券有秩序地交易。
146. 價格低於0.01港元的證券不能透過「第三代自動對盤系統」進行交易。這類證券的買賣盤遂全部輸入聯交所的「半自動配對系統」進行交易。只有聯交所參與者方可透過其交易終端機得知在「半自動配對系統」內成交證券的價格及成交股數等資料；「半自動配對系統」內的實時買賣價資料不會向市場提供。
147. 有論者認為，聯交所應修改其交易系統以便可買賣那些股價極為偏低的股份。不過，如此的系統修改不但影響聯交所的交易系統，還會影響到其他如聯交所參與者和資訊供應商等人士的系統。

### 特殊波幅

148. 細價股份不論在「第三代自動對盤系統」或「半自動配對系統」內進行買賣，其交易均較為反覆，因為細價股的些微價格變動以百分比計算是相當大的；舉例說：股價從0.015港元降至0.01港元，只跌了0.005港元，但以百分比計算，跌幅就已是33%。此外，《交易所規則》規定，造價0.01港元至0.25港元的股份，其股價每次變動至少須為0.001



港元；造價0.50港元至2.00港元的股份，其股價每次變動至少須為0.01港元。因此，造價0.01港元的股份每升0.001港元（最低價格變動）已等同升了10%，但造價1.00港元的股份每升0.01港元（最低價格變動）才等同升了1%<sup>40</sup>。因此，有人認為，造價0.01港元的股份應予合併，藉以減少不必要的波幅。

### 投資者的誤解

149. 證券價格低企或會令一些未夠成熟的投資者以為有關證券「便宜」、「值得吸納」，以為是「超值之選」，不用多看個別發行人的基本因素就貿然購入。有論者認為，這問題的解決之道在於投資者教育計劃。

### 市場看法

150. 撇開發行人能否符合持續上市標準的問題不計，有意見認為，香港上市市場有這麼多細價證券，即已可能影響到一般對市場整體質素的看法；究其原因，部分可能是細價證券交易的一些常見問題所致，例如特殊波幅（第148段）和欠缺透明度（第145及146段）等。眾所周知，國際機構投資者不論是基於法律或其他因素所限，多不會吸納股價不足1美元的股份。對持上述意見的人士來說，在聯交所上市股份純粹因為股價較低而被拒於國際投資者投資組合之外，不論對香港上市市場的持續增長或是香港的國際金融中心形象發展，均是沒有好處的。附錄二所載的統計數字顯示，香港上市市場上細價證券的發行人數目不斷上升。

---

<sup>40</sup> 請參閱《交易所規則》附表二

151. 也有意見認為，當發行人股價下跌至若干水平，就應該被強制即時採取補救行動。補救行動可包括將股份合併和購回股份。這些發行人也應被禁止進行任何會導致其理論股價事後進一步下跌的企業行動。他們認為，《主板規則》應明文列出標準股價數字。因此，聯交所應澄清並修訂現行《上市協議》如下的字眼，即：如發行人的證券市價接近0.01港元或9,995港元這兩個極端水平，聯交所保留要求該發行人改變交易方法，或將其證券合併或分拆的權利。若有發行人持續不符合任何建議中的最低標準股價，聯交所應可就此對違反《主板規則》的發行人及其董事採取紀律行動。
152. 持反對意見的人士認為，香港應根據本地的特徵和需要，集中發展本身的上市市場。香港上市市場以散戶佔了大比數，其中細價證券是這個市場的特色之一。有論者認為，投資者承受風險的能力和態度以及進行交易的目的都各有不同，有些持有證券是為了長線投資，有些則是作短線投機。對持此等看法的人士來說，市場應要為投資者提供不同類型產品，讓他們可按個人需要作出選擇。因此，若發行人符合其他持續上市標準，則只要股價符合他們的投資風險和準則，投資者實在無需考慮他們所投資的是否細價股份。
153. 也有論者認為，只要市場具透明度，投資者又完全知悉投資細價證券涉及的風險，則根本不存在細價證券市場是否公平有序的問題。為此，他們認為應該修改現行的交易系統以促進透明度，同時，聯交所也應進行投資者教育計劃。如出現任何市場操控問題，應以市場操控方面的規則處理，以使違規者受到檢控。

問69. 你認為細價證券充斥市場，會否影響人們(從市場是否公平有序的角度)去衡量市場質素？

會

不會

請說明原因。

問70. 你認為以下哪個是細價證券發行人最應該採取的補救行動？

在股價到達預設的基準水平時強制合併股份

發行人購回股份，直至股價到達預設的基準水平

其他。請具體說明

---

毋須採取行動

請說明原因。

問71. 若你認為發行人應在股價到達預設的基準水平時強制合併股份，你認為這基準值應設於甚麼水平？這水平應否與時間掛鉤？請說明原因。

基準水平應設定為\_\_\_\_\_港元，以\_\_\_\_\_天為期。

問72. 若發行人未能為其細價證券採取任何補救行動，你認為哪些是聯交所最適宜採取的行動，例如不採取行動、發出警告信、採取紀律行動又或考慮取消其上市地位？

毋須採取行動。

最適宜採取的行動是：

---

請說明原因。

問73. 你對細價證券問題是否還有其他意見？

有。我的意見是\_\_\_\_\_

沒有。

請說明原因。

問74. 就維持市場公平有序而言，你認為還有甚麼其他方法可保障股東權益？請說明原因。

# 附錄一

## 其他市場退市標準的比較

量化準則	納斯達克 (美國)	紐約證券 交易所 (美國)	倫敦 (英國)	新加坡交易所 (新加坡)	澳洲證券 <sup>(1)</sup> 交易所 (澳洲)	中國內地 市場
	全國市場	小型 企業市場				
1. 成交價	√ <sup>(2)</sup>	√				
2. 市值	√*	√*				
3. 股東權益	√*	√*				
4. 總資產值	√*					
5. 收入	√*					
6. 盈利	√	√	√	+		√
7. 公眾持股量	√	√				
8. 股東數目	√	√				
9. 莊家數目		√				
特定量準則						
1. 企業管治	+	+	+	+	+	+
2. 破產/清盤	+	+	+	+	+	+
3. 帳目載有保留意見或涉及有關「持續經營」的關注	+	+	+	+	+	+
4. 未有定期呈報資料/報告	+	+	+	+	+	+
5. 未有遵從良好的會計作業方式	+	+	+	+	+	+
6. 財政狀況未能令人滿意	+	+	+	+	+	+
7. 未能履行債務責任/財務運作	+	+	+	+	+	+
8. 異常低的賣出價或成交量	+	+	+	+	+	+
9. 營運資產及/或營運規模縮減	+	+	+	+	+	+

\* 在單一測試中的其他準則；√必然導致退市的準則；+可能導致退市的準則。

- (1) 根據澳洲證券交易所《上市規則》，一個實體在以下情況才會被除牌：假如(i)該實體無法或不願遵守又或違反《上市規則》；(ii)沒有報價的證券；或 (iii)一些其他恰當的理由。以往有規則規定一個實體在長時間停牌後就會自動除牌，但該規定已在2001年9月取消。
- (2) 納斯達克規則中的最低成交價部分現正進行檢討，有關基準將作出修訂。
- (3) 英國上市主管機構如認為有特別情況妨礙任何證券的一般正常交易，其或會撤銷有關證券的上市地位。假如某一證券已停牌超過6個月，而發行人又沒有採取任何適當的行動以求獲得復牌，又或公眾持股量不足，則英國上市主管機構一般會將其除牌。理論上，停牌可導致被除牌。近期英國上市主管機構一般會要求停牌的例子包括：(i)發行人未能根據上市規則發表財務資料；(ii)發行人未能符合持續上市責任；(iii)發行人無法準確評估其財政狀況並通知市場；及(iv)發行人已委任了管理人或接管人，又或正在清盤。



## 附錄二

下表列出在1997年12月31日、1998年12月31日、1999年12月31日、2000年12月31日、2001年12月31日及2002年8月31日，股價在0.50港元或以下、0.30港元或以下、0.10港元或以下及0.01港元的**主板發行人**數目及所佔百分比：

股價在以下範圍的 <b>主板發行人</b> 數目 (及所佔百分比)	1997年 12月31日	估發行人 總數的 百分比	1998年 12月31日	估發行人 總數的 百分比	1999年 12月31日	估發行人 總數的 百分比	2000年 12月31日	估發行人 總數的 百分比	2001年 12月31日	估發行人 總數的 百分比	2002年 8月31日	估發行人 總數的 百分比
0.50港元或以下	140	21	302	44	306	44	355	48	371	49	408	51
0.30港元或以下	65	10	209	31	210	30	252	34	272	36	320	40
0.10港元或以下	28	4	65	10	91	13	91	12	119	16	157	20
0.01港元	0	0	0	0	0	0	5	1	9	1	16	2
<b>發行人總數</b>	658	100	680	100	701	100	736	100	756	100	794	100