



香港市場的質素管理

就有關《持續上市準則及相關事宜之諮詢》的回應聲明

2005年2月7日

引言

1. 展望未來，交易所的成功與否端視其能否與政府、證券及期貨事務監察委員會(證監會)以至其他利益相關者共同協力，致力維持其作為國際金融中心以及內地企業首選集資市場的角色。當中，保持以至進一步提升市場素質為至為重要的先決條件。
2. 這亦是交易所致力積極提高市場企業管治水平的原因。企業管治水平提升後，內部監控及風險管理方面的做法亦將有改進，令投資者信心增加、上市發行人的資金成本下降，市場上的買賣盤以至流通量亦有所提高。這樣可以形成一個良性循環：有更多高質素的企業來港上市，世界各地也將有更多的投資者前來投資香港的證券市場。
3. 在2002年11月，交易所發出有關持續上市準則及相關事宜之諮詢文件(下稱《2002年11月諮詢文件》)，繼續致力研究加強其處理上市發行人事宜的行政措施，因為有關事宜若處理不善，或有可能危及到：交易所須盡可能維持一個公平有秩序、資訊完備市場的法定責任，又或是香港主板市場的聲譽和吸引力。
4. 《2002年11月諮詢文件》討論的事宜涉及持續上市標準、主板除牌證券的交易安排以及細價證券常見問題等等，徵詢市場意見。
5. 諮詢期已於2003年2月28日結束，前後共收到57份意見書，其中23份皆來自同一家專業團體，內容基本完全一樣。
6. 就2002年7月有關除牌程序諮詢及2002年11月諮詢所收到回應意見的分析，上市委員會已於2004年4月的季度政策會議上作出商討，以期定出交易所日後在處理有關事宜上的政策方向。

上市委員會決定的下一步

7. 上市委員會得悉市場普遍反對引入新的上市準則及對除牌機制作任何重大修訂。上市委員會亦知道最近對《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》(《主板上市規則》)及《香港聯合交易所有限公司創業板證券上市規則》(《創業板上市規則》)的修訂以及上市科工作常規上的改進，應對處理上述諮詢文件中提及的若干問題產生正面影響，實際上亦已着手處理有關事宜。

.../2

8. 上市委員會決定：《上市規則》似乎並無必要進行大幅修訂，應該暫時維持現狀不變。上市委員會給予上市科的指示是針對具體的監管問題，例如對於長期停牌公司提出未符標準的復牌建議、財務匯報系統及監控措施的不足、創業板尚無完善的發行人除牌程序等等，均需要更著力處理。上市委員會並表示，上市科可以就上述問題諮詢該委員會及證券及期貨事務監察委員會的意見，確立和制定政策及新的工作常規。
9. 本回應聲明擬就 2002 年 7 月及 2002 年 11 月兩次諮詢作一總結，列出相關的回應意見摘要，並就有關事宜在過去一年來的發展作出評論。透過上市科發表的評論，交易所履行其上市監管職能方面的透明度亦可望進一步提高。

諮詢的背景

10. 2002 年 7 月，交易所發出《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》（《2002 年 7 月諮詢文件》）。
11. 《2002 年 7 月諮詢文件》擬研究和檢討普遍適用於根據《主板上市規則》第八章申請上市、或已在交易所主板上市的股本證券(不包括債務證券)發行人以及礦務公司和基建公司的《主板上市規則》。檢討的範圍包括：
 - (a) 首次上市的資格準則；
 - (b) 持續上市的資格準則；
 - (c) 持續責任；
 - (d) 除牌程序；及
 - (e) 首次上市時的披露規定。
12. 《2002 年 7 月諮詢文件》發出後，公眾對其中部分涉及持續上市資格準則的建議表示關注。為此，交易所其後抽出《2002 年 7 月諮詢文件》中 C 部有關持續上市資格準則的內容另行諮詢。
13. 《2002 年 7 月諮詢文件》中就上述(a)、(c)及(e)項提出的諮詢建議大部分均獲得市場普遍支持，其後亦據而修訂《上市規則》，修訂條文已於 2004 年 3 月 31 日生效。

14. 交易所抽出《2002年7月諮詢文件》的C部後，與多家機構組織、專業團體和業內人士展開了長時間的非正式諮詢過程，以助交易所重新編撰諮詢文件，也就是後來的《2002年11月諮詢文件》。
15. 在《2002年11月諮詢文件》中，交易所盡可能如實反映各有關方面在非正式諮詢過程中表達的意見。文件的目的是，希望有助提高諮詢工作的透明度，並讓回應者瞭解到交易所須予考慮的回應意見和各種因素均複雜繁多，不盡相同。

回應意見摘要

16. 《2002年11月諮詢文件》收回來的意見不論在範圍和深入程度上均有頗大分別，有些回應者專注於大原則，有些則深入論及各種細節。可以說，回應者意見紛陳，對主要的建議並無清楚共識，儘管意見當中也引出若干課題。
17. 不過，明顯的是，回應者並不贊同以股價作為決定一家公司除牌與否的準則。多名回應者表達其對監管理念的看法時表示，信息披露應當扮演重要角色，而投資者也應該為自己的決定承擔責任。整體而言，對於交易所致力提升香港市場質素以期增加對投資者及發行人的吸引力，市場表示支持。
18. 以下數段是收到回應意見中較重要的意見以及從中引伸的課題。

最低標準及持續上市標準

19. 回應者普遍支持「公司須符合若干最低標準方可保持上市地位」這個概念，儘管對於應以甚麼作為有關標準則有許多不同看法。
20. 大部分回應者均原則上同意持續上市準則應該愈簡單和愈少愈好，且須輔以一個以披露為本的機制。交易所採用的就是主要以披露為本的監管機制，而這樣的監管方式唯有在各種所需條件均全部齊備的情況下才能成功執行。這些條件包括：上市發行人有責任設存足夠的程序、系統及監控措施以確保其遵守《上市規則》、董事有責任去了解《上市規則》規定其須履行職責、監管機構有足夠權力在發生違規事件後追究及施以有效制裁等等。這些制裁應能阻止上市公司的董事及其他高級人員不真誠地作出決定而損及股東利益。

21. 多名回應者強烈表示，引用有關標準時，應該考慮到一家公司財務表現及財政狀況的所有主要經濟指標，而不是僅僅針對單一指標。交易所應該同時考慮到上市公司不符合任何持續上市標準背後的特殊情況，例如上市發行人陷於財政困難。
22. 回應者都有一個廣泛的共識：價格本身並不能衡量質素的高下，交易所不應引入以股價作為個別發行人股份應否除牌的準則。
23. 有些回應者認為，要評估個別發行人的證券是否適合繼續在交易所上市，單靠一套純粹以若干客觀和數量上的量度或規定為基礎的持續上市標準並不足夠。他們認為，容許交易所在有關事宜上作某程度的酌情考慮，對上市發行人及對市場均有益處。
24. 相反，有一意見認為公司一旦獲准上市並在交易所的平台上進行買賣，有關的設施即不應隨便撤回，除非在極少數的情況下，例如上市公司清盤完成、或在接管收購後其 100% 的已發行股本全部被收購。此觀點比現行《上市規則》的範疇還更具限制性，而交易所亦不認同所列舉的例子已是上市發行人或遭除牌的所有可能情況。
25. 有回應者擔心，若引入建議中財務或數量上的最低標準，或會誘使發行人及其控制人影響並誤導市場，可能透過捏造利好的消息或謠言而推高股價，亦可能在賬目上弄虛作假。
26. 對於建議中用作顯示發行人必須採取補救行動的指標項目，回應者大都同意在涉及營運資產及營運水平大幅下降、又或上市發行人已變成現金公司(即其 90% 的資產均為現金或短期的證券或股份投資組合或其他有價證券)時，發行人均應該採取該等補救行動。在上述的兩種情況下，回應者皆同意發行人在進行有關公司行動之前，必須先尋求獨立股東的批准。在 2004 年 1 月公布的《上市規則》修訂就引入「非常重大的出售事項」這概念，涉及有關規模測試的新百分比率均全部在 75% 或以上。現在，非常重大的出售事項將須事先經由沒有在建議中交易佔重大利益的股東批准。

主板除牌證券的其他處理方法

27. 大部分回應者擔心文件中兩項或會導致擁有人權益被強行清盤的建議(即「強制私有化或由控股股東購回股份」及「強制清盤」)只會損害股東的利益，並指兩項建議都可能會遇到許多實際上和法律上的困難，可予執行的機會不大。

28. 為因不符合建議中的持續上市標準而從主板除牌的發行人另設上市市場交易板，受到大部份回應者的歡迎。理論上這樣的一個機制可為小股東提供一個出售已除牌證券套現的渠道。
29. 惟有見及上市委員會對各項諮詢建議的總結，交易所將不會就另設交易板之建議進行任何進一步的研究或可行性評估。

細價證券

30. 大部分回應者均不支持涉及細價證券的建議。他們大多認為，即使從交易所須盡可能維持公平有秩序並資訊完備市場的角度衡量，市場上有這麼多細價證券並不影響一般人對市場質素的想法。他們表示，細價證券是每個市場均存在的東西，是市場供求力量的產物，與市場的公平或秩序毫無關係。
31. 這些回應者認為，交易所不應試圖對股份合併或分拆設定限制，指這些公司行動應該純粹是公司股東的決定。然而，交易所認為，面對處於極端價格水平之細價證券對市場秩序的影響，交易所不應完全不嘗試加以管理。雖則交易所也知道若實行強制股份合併或分拆將會帶來成本的考慮及其他可能隨而出現的執行上的問題，但上市科仍會按個別情況向發行人提出其關注事宜，並可能會運用《上市規則》第 13.64 條所賦予交易所的權力，迫使發行人採取步驟合併或分拆其股份。

取消上市程序

32. 大部分回應者不支持引入取消上市的新程序。對於交易所建議透過增設建議中的持續上市準則以及縮短除牌程序的時間，從而加快除牌的行政程序，他們並不同意。
33. 這些回應者認為必須顧及每家上市發行人的個別情況，譬如陷於財政困難的上市發行人就應獲給予重納正軌的機會。這個過程較為複雜，所需時間遠較交易所建議的長。
34. 這些回應者並強調其對上市地位重要性的看法，指公司獲給予上市地位後，就只應在非常特殊的情況下才可被褫奪。他們並表示，更嚴格的上市要求、更高質素的監管、堅定而收效的法規執行輔以完善徹底的跟進程序，將是上市市場具吸引力的主要因素。

35. 在 2004 年 1 月發表的諮詢意見總結文件中，交易所曾在研究增訂有關反收購及借殼上市的新規定時，就財務陷於困境的上市發行人作過以下論述：

「很多時會有投資者建議向財務陷於困境的發行人注入資產，由發行人向該等投資者發行大量原發行人或新公司的新股作為其注入資產的代價，有關投資者因而獲得發行人或新公司的控制權。

我們知道回應者所擔心的是，規定『所注入的資產本身亦要符合營業紀錄及／或財務標準規定』或會有礙拯救陷入財政困難的發行人。不過，我們認為，若要為所有有意到聯交所上市的申請人（特別是擬買殼上市者）提供公平的競爭環境，就需要有這樣的規定。有些市場人士視經營失敗但擁有上市地位的公司仍有價值（就好像上市地位本身已有其價值似的）。若發行人作為法團實體經營失敗，其空殼公司（沒有足夠資產或業務的上市公司）亦沒有資格將其上市地位視作一項具價值的資產，或沒有資格維持其上市地位，除非有符合首次上市準則的資產被注入。此規定背後的原則，在於避免原本並不具備資格的上市申請人規避首次上市準則，改以買殼形式取得上市地位。

同樣，我們認為並不適宜在涉及拯救陷入財政困難的發行人的個案中給予豁免，因為許多時候，上市申請人都只是為著所注入資產本身不適合上市而要求豁免有關營業紀錄及／或財務標準的規定。若給予豁免，首次上市準則將會在遇有上述視為新上市申請人時變得毫無作用。」

36. 此外，上市科近 18 個月來的經驗顯示，長期停牌發行人的復牌建議不論在時間、表述以至實質內容上均常常不合交易所的要求。有關的經驗更告訴我們，若申請人能呈交一份清楚、合理及條理清晰的建議，建議內容又符合或接近《主板上市規則》第八章對新上市申請人所要求具備的數量上標準，則其將最有機會符合《主板上市規則》第 13.24 條或《創業板上市規則》第 17.26 條(即過往的《上市協議》第 38 段)的規定。

交易所常規做法上的最新改進及發展

37. 上市科為更有效處理《2002 年 7 月諮詢文件》及《2002 年 11 月諮詢文件》內各項建議所針對的有問題公司而採取的步驟涵蓋三個主題範疇：提高涉及若干上市發行人情況的透明度；重點處理那些在合規事宜上呈現嚴重問題的上市發行人；以及按規定嚴格處理長期停牌的上市發行人。

提高透明度

38. 2004 年 3 月，香港交易所網站內容全面革新，為公眾提供更佳的資訊服務。與此同時，上市科籌劃並推出多項定期報告及專題報告系列，協助投資大眾取得更多資訊。
39. 增設上述的報告系列後，香港交易所網站中「上市公司」環節下共有下列 7 種提供個別發行人若干最新資料的報告：
- 有關股份權益過份集中之公告
 - 有關發行人延遲公布業績之報告
 - 有關除牌程序及停牌公司之報告
 - 有關長時間停牌公司之報告
 - 附帶「保留意見」及/或「說明段落」的核數師報告
 - 有關上市公司之核數師變動之公告
 - 有關上市公司之公司秘書變動之公告

重點處理

40. 現時上市科已專注檢討並按規定嚴格處理那些在合規事宜上呈現嚴重問題的公司；當中包括延遲發布財務業績、賬目附帶核數師保留意見又或核數師或審核委員會成員辭任的公司。上市科實行此做法後，上市發行人即常要就有關保留意見所涉及事宜或是核數師或審核委員會成員呈辭的理由，向交易所以至市場披露更多相關資料。
41. 在若干情況下，上市科會查究發行人在內部監控及財務匯報方面是否還有較重大的系統問題。在某些極端情況下，上市科或會要求有關公司委任專業公司進行特別的檢討以處理有關問題。根據今年初修訂的《上市規則》，交易所有明確權力指令上市發行人委任合規顧問，即使《上市規則》中規定須有此委任的期間已經過去亦然。

處理長期停牌公司

42. 上市科亦密切跟進長期停牌公司(即陷入財政困難而停牌超過三個月的公司)。長期停牌的主板公司會按《主板上市規則》《第 17 項應用指引》處理；根據該指引，長期停牌公司將經過三個除牌程序，然後才正式從交易所除牌。
43. 截至 2005 年 1 月 31 日止十三個月內，共有 12 家長期停牌公司按交易所安排進入除牌程序的第三階段；同一期間，交易所根據此等除牌程序將 7 家長期停牌的主板公司除牌。於 2005 年 1 月 31 日，長期停牌的主板公司共有 32 家，其中 10 家處於除牌程序的第三階段。

44. 《創業板上市規則》並無等同《主板上市規則》《第 17 項應用指引》的條文。長期停牌的創業板公司是按《創業板上市規則》第九章處理。上市科將根據處理長期停牌的創業板公司除牌事宜的經驗，研究是否需要制定創業板公司的除牌程序。

45. 於 2005 年 1 月 31 日，長期停牌的創業板公司共 19 家。上市科已開始處理這些公司，至今已根據《創業板上市規則》第九章向其中 5 家發出除牌通知。另外，交易所於 2005 年 1 月 27 日將數碼庫有限公司除牌。數碼庫有限公司是首家遭交易所除牌的創業板公司。