



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

證券及期貨事務監察委員會就交易所規管上市事宜的表現
而作出的 **2015** 年度檢討報告

2016年6月



目錄

摘要	1
第 1 節	2
檢討目的及焦點	2
檢討方法及檢討範圍	3
本會如何進行評估	3
評估過程	4
整體評估	4
市場對交易所表現的觀感	4
第 2 節	5
對上市部表現的觀察所得	5
活動水平	5
發出與《上市規則》有關的指引	7
反收購行動	10
結構性產品發行人提供流通量的表現	11
建議	12
附錄 A	13



摘要

1. 本報告撮述證券及期貨事務監察委員會（證監會）就香港聯合交易所有限公司（交易所）於 2014 年規管上市事宜的表現而進行的 2015 年度檢討的主要結果及建議。
2. 本會檢討了交易所上市部各營運組的營運程序及決策過程，從而評估該等程序是否適當，使交易所能夠履行《證券及期貨條例》（該條例）第 21 條下的法定責任。交易所根據第 21 條負有法定責任，須在合理地切實可行的範圍內確保市場是有秩序、信息靈通和公平的。
3. 本會認為，除下文“發出與《上市規則》有關的指引”一節所詳述的向市場發出指引的若干程序外，交易所上市部各營運組（即下文“檢討方法及檢討範圍”一節所述者）的營運程序及決策過程均屬適當，使交易所能夠在檢討期內履行該條例第 21 條下的法定責任。
4. 本會信納交易所已採取措施回應本會於 2014 年度報告內的建議。
5. 本報告分為以下各部分：
 - (a) 第 1 節闡釋是次檢討的範圍、目的和焦點及檢討程序；
 - (b) 第 2 節載列本會對交易所上市部各營運組的營運程序及決策過程的檢討評估和建議，從而評估該等程序是否適當，使交易所能夠履行該條例第 21 條下的法定責任；及
 - (c) 就本會向上市委員會委員及市場人士對交易所表現作出的意見調查，附錄 A 載列回應人士的概覽及調查結果撮要。
6. 本會謹此感謝上市委員會委員及上市部職員在檢討過程中向本會提供的協助。



第 1 節

檢討目的及焦點

7. 本會根據該條例第 5(1)(b)條，負有監管、監察和規管交易所活動的法定責任。一如證監會與交易所於 2003 年 1 月 28 日簽訂的諒解備忘錄（《上市事宜諒解備忘錄》）所載，我們已與交易所協定本會應定期檢討交易所在規管上市相關事宜方面的表現。
8. 政府在 2004 年 3 月發表的《有關改善規管上市事宜的建議——諮詢總結》中建議，除其他事宜外，證監會應就其對交易所履行上市職能的表現所作的檢討擬備年度報告，並在發表報告前將之呈交予財政司司長。
9. 作為該條例下的認可交易所，交易所負有法定責任：
 - (a) 在合理地切實可行的範圍內確保市場是有秩序、信息靈通和公平的；及
 - (b) 以維護公眾利益為原則而行事，尤其須顧及投資大眾的利益¹。
10. 交易所亦須根據該條例第 21(6)(b)條，為經營其業務而提供及維持稱職的人員。交易所亦已在《上市事宜諒解備忘錄》內同意，將會在上市部內維持足夠的人手，而職員須具備充分的專業水平及經驗，以便履行上市部的職責。
11. 除獲上市委員會根據《上市規則》特別保留的事宜外，有關《上市規則》的大部分事宜均首先由上市部處理。上市部處理的事宜包括處理上市申請，以及監察並以強制方式確保上市公司遵守《上市規則》。
12. 與上次檢討一樣，本會檢討了交易所的營運程序及決策過程，從而評估該等程序是否適當，使交易所能夠履行其於該條例第 21 條下的法定責任。
13. 交易所根據該條例負有持續的法定責任，不能單憑過去的合規表現去判斷交易所是否已作出所需安排，以便在將來履行責任。因此，本會利用檢討程序，評估交易所是否已採取適當步驟以履行其法定責任，並識別出本會認為應予處理以確保持續合規的事項。
14. 本會在檢討交易所表現的過程中，亦可能會觀察交易所在其營運程序及決策過程中要面對的當前問題及轉變。

¹ 該條例第 21 條。



檢討方法及檢討範圍

15. 本會檢討的重點是上市部各營運組的決策過程及程序，特別是以下幾方面（見本報告第 2 節）：
 - (a) 發出與《上市規則》有關的指引；
 - (b) 反收購行動是否已按照交易所在 2014 年 5 月發出的指引信獲得處理；及
 - (c) 交易所對結構性產品發行人提供流通量的表現的監察。
16. 本會檢討了上市部以下各營運組的營運情況：
 - (a) 首次公開招股交易組，主要職責是處理股本證券的新上市申請；
 - (b) 監察組，負責監察上市公司遵從《上市規則》的情況；
 - (c) 上市規則執行組，負責調查涉嫌違反《上市規則》的個案，並會就公司及其董事的違規行為要求上市委員會展開紀律處分行動；及
 - (d) 結構性及定息產品組，負責處理衍生權證及可收回牛熊證（牛熊證）等債務及結構性產品的上市申請。
17. 我們審察上市部整體的既定工作程序及流程，並檢討了抽樣個案，以便了解上市部的政策實際上如何運作，以及核實上市部的常規是否與其政策一致。
18. 與過往年度一樣及作為檢討程序的一部分，本會與 2014/2015 年度的上市委員會的委員進行面談。我們亦與各營運組的主管進行面談（當中包括上市部主管），以了解他們對轄下各組的決策過程及營運程序的效益和效率的評價。

本會如何進行評估

19. 本會進行評估時，參考了：
 - (a) 交易所的相關內部資料、由上市部有關營運組備存的書面政策、程序及流程，以及任何沒有以書面方式備存的一般常規；
 - (b) 抽樣個案，包括有關營運組的內部報告及個案檔案；
 - (c) 本會在與上市部日常聯絡的過程中自上市部接獲的資料，包括上市部向本會提供的每月報告、內部報告及個案數據；
 - (d) 香港交易及結算所有限公司（港交所）《2014 年年報》及《2014 年上市委員會報告》；
 - (e) 由交易所刊發的紀律處分程序、上市決策、拒納信、指引信，以及其他在港交所網站上的相關文件；
 - (f) 與上市委員會委員的討論；



- (g) 與上市部有關營運組的高級管理層的討論；
- (h) 有關個案主任在與本會會面或討論期間作出的評論；
- (i) 本會根據《上市事宜諒解備忘錄》與交易所的持續溝通；及
- (j) 為評估市場對交易所在上市相關職能方面的表現的觀感而進行的市場人士意見調查。

評估過程

- 20. 本會對交易所表現的評估及在本報告內發表的意見，代表了本會的實地工作、對市場人士及上市委員會委員進行的諮詢，以及本會根據《上市事宜諒解備忘錄》與交易所持續溝通的綜合結果。
- 21. 本會與上市部主管討論了本會的檢討結果。
- 22. 本會曾就本報告所述的事實及本會的結論，徵詢交易所的意見。
- 23. 本會於 2015 年 5 月完成實地工作及檢討程序，並於 2015 年間觀察了交易所目前在營運程序及決策過程方面所面對的問題及轉變。

整體評估

- 24. 本會認為，除下文“發出與《上市規則》有關的指引”一節所詳述的向市場發出指引的若干程序外，交易所上市部各營運組（即下文“檢討方法及檢討範圍”一節所述者）在檢討期內的營運程序及決策過程均屬適當，使交易所能夠履行其法定責任，在合理地切實可行的範圍內確保市場是有秩序、信息靈通和公平的。

市場對交易所表現的觀感

- 25. 作為檢討程序的一部分，本會以私人及保密方式對多名市場人士，包括投資銀行家、法律顧問、會計師、投資者及上市公司，以及上市委員會的委員，進行了一項調查。該項調查的目的是要了解他們對交易所在規管上市事宜方面的表現的看法，以及評估市場在相隔一段時間後對交易所表現的觀感有否改變。
- 26. 回應者需要對交易所及上市部各營運組在各主要範疇的表現進行評分（1 至 5 分，5 分代表完全滿意）。
- 27. 本會向 162 名（2014 年：179 名）上市委員會委員及市場從業員發出有關交易所表現的問卷，並接獲 56 份（2014 年：72 份）回應，回應率為 34.6%（2014 年：40.2%）。回應者對交易所表現的看法整體上並無重大改變。2015 年的總平均分是 4.0，與 2014 年的一樣。回應者普遍滿意交易所在審閱上市及上市後事宜的過程中的效率及公平性。有關回應者的概覽和調查結果的詳細撮要，載於附錄 A。



第 2 節

對上市部表現的觀察所得

活動水平

28. 下表顯示上市部四個營運組在 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年的活動水平²。

	2010	2011	2012	2013	2014
首次公開招股交易組接納的上市申請數目	204	247	141	177	194
首次公開招股交易組審核的上市申請數目	235	286	205	227	232
監察組處理的合規及監察行動數目 ³					
上市規則執行組處理的調查數目	39,823	39,393	48,395	49,103	58,450
結構性及定息產品組處理的上市申請數目 ⁴	133	142	91	69	60
- 衍生權證	7,826	6,917	5,886	7,264	7,560
- 可收回牛熊證（一般簡稱牛熊證）	6,541	5,334	6,056	8,948	9,983

29. 上市部主要透過計算完成時間來評估其行動的效率或及時程度。每個營運組均會就特定職務的完成時間作出服務承諾，以提升及保持工作效率。

首次公開招股交易組

30. 首次公開招股交易組於 2014 年審核了 232 宗上市申請，較 2013 年增加了 5 宗，上升 2.2%。2014 年內，由接獲申請至發出首封意見函件平均需時 10 個營業日（2013 年：14 個營業日）。於 2014 年在 120 日內獲上市委員會審核的申請人百分比為 72%，而 2013 年則為 54%。

31. 首次公開招股交易組發出及更新多份指引文件（例如指引信、常問問題及核對表），以協助市場參與者了解及遵守《上市規則》的規定。

² 資料來源：港交所《2014 年年報》第 34-38 頁。

³ 合規及監察行動包括審閱公告及通函、監察股價及成交量、就新聞稿提出查詢及處理投訴。

⁴ 2014 年的數字與新結構性產品事宜有關，並不包括其他事宜。過往年度的相應數字已重列。



32. 配合保薦人新監管規定⁵而實施的《上市規則》於 2014 年 10 月 1 日全面生效。2014 年，交易所多次更新其於 2013 年 7 月發出的指引文件，以釐清新制度的規定。隨著發出新增及經修訂指引以及簡化首次公開招股審核程序，交易所注意到提交的申請版本質素有見提升，審核／處理所需的時間亦見縮減（見下表）。

	處理申請以提呈聆訊所需的時間（日）	上市申請的發回比率 ⁶
2013 年 10 月 1 日至 2014 年 5 月 31 日	115	11%
2014 年 6 月 1 日至 2015 年 1 月 31 日	102	3%

監察組

33. 監察組繼續其推動上市公司自律遵守《上市規則》的工作。2014 年 3 月，監察組修訂了與關連交易有關的《上市規則》，亦發表相關的指引文件。監察組亦發表了有關主要上市事宜（包括執行有關反收購行動規定（2014 年 5 月 30 日刊發）、上市發行人業務使用合約安排（2014 年 5 月 23 日刊發）及獨立財務顧問根據《上市規則》規定編備意見函件（2014 年 5 月 2 日刊發））的指引信。
34. 事後審閱公告仍然是監察組工作的重要一環。2014 年，有 2%（2013 年：3%）的事後審閱公告須由上市公司採取補救跟進行動，主要是發表澄清公告。
35. 在及時程度方面：
- (a) 業績公告有 99%（2013 年：98%）的個案於五個營業日內獲監察組完成事後審閱；
 - (b) 其他公告有 98%（2013 年：99%）的個案於一個營業日內獲監察組完成事後審閱；及
 - (c) 需事前審閱的公告有 98%（2013 年：98%）的個案獲監察組即日完成審閱。

上市規則執行組

36. 對上市公司持續披露內幕消息的責任賦予法定效力的規定於 2013 年 1 月實施後，監督執行該責任的職責已轉交予本會。
37. 2014 年，經上市委員會批准後，上市規則執行組今後的調查重點為以下五個方面：
- (a) 董事履行《上市規則》規定的誠信責任，尤其是就出售及收購資產行使謹慎、應有技能和勤勉行事；
 - (b) 公司因內部監控缺失未能刊發財務報表；
 - (c) 導致出現“極度”保留意見的財務報表（指核數師發表不利或免責意見）的情況與董事職責；

⁵ 新保薦人制度已於 2013 年 10 月 1 日實施。

⁶ 發回比率為交易所發回申請數目佔收到申請總數的百分比。



- (d) (長期停牌中的) 公司及其董事未能及時回應交易所的關注以儘快復牌；及
- (e) 公司及董事未能配合交易所的調查。

38. 2014年，上市規則執行組處理的調查數目為60宗(2013年：69宗)。部門完成了6宗(2013年：8宗)紀律處分個案、發出了14封(2013年：16封)警告信或告誡信，及以“不採取進一步行動”為理由，結束了另外12宗(2013年：8宗)個案。交易所認為，近年的調查宗數下跌主要是因為2013年1月開始實施法定內幕消息制度。

	調查宗數	已發出的警告信／告誡信	以“不採取進一步行動”為理由而結束的個案	紀律處分個案
2010	133	27	20	9
2011	142	42	26	9
2012	91	20	13	12
2013	69	16	8	8
2014	60	14	12	6

債務及衍生工具組

39. 債務及衍生工具組所處理的衍生權證及牛熊證上市申請總數由2013年的16,212宗增至2014年的17,543宗，升幅為8.2%。

發出與《上市規則》有關的指引

- 40. 《上市規則》包含規則、指引摘要／應用指引及附錄三部分。《上市規則》的改動必須經由上市委員會提出及得到交易所董事會批准，並須獲證監會根據該條例第24條批准，否則不具效力。
- 41. 交易所亦在其網頁登載有關其對《上市規則》的詮釋及指引的參考資料。根據其網頁所載，這些資料既不是《上市規則》的一部分，也不是用作修改《上市規則》的要求。這些資料也不能免除發行人及／或其董事作獨立判斷的責任⁷。
- 42. 交易所一般會發出上市決策，以解釋上市委員會及／或上市部所作的決策。上市決策以上市委員會或上市部處理的過往個案為基礎，根據獲提供及可取得的具體個案實況而作出，並可能與某宗交易中出現的罕見或具爭議性的事宜（不論是在審理首次公開招股申請或是發行人的持續公司交易的過程中出現），或經常重複出現的事宜有關。發出上市決策的原因是要藉此提高決策過程的透明度，並讓市場了解交易所在該等個案中對《上市規則》的詮釋。據交易所表示，每項上市決策均是根據有關個案的特殊情況而作出的，因此並不可以作為未來個案的先例⁸。這意味著上市申請人、發行人、市場從業員及上市部可將已發出的上市決策作為參考或指引，但交易所並不受在過往個案中作出的決策所約束。交易所認為，上市決策不會產生、修訂或更改《上市規則》或上市政策。

⁷ 資料來源：港交所網頁：〈規則與監管〉>〈上市規則與指引〉。

⁸ 資料來源：港交所網頁：〈規則與監管〉>〈上市規則與指引〉>〈上市決策〉。



43. 由於上市決策具體地反映出交易所就執行某項《上市規則》規定的做法、詮釋或觀點，且市場從業員、保薦人及發行人在考慮特定《上市規則》的影響時，慣常會參考已發出的上市決策，故本會認為，即使交易所表明上市決策不應作為未來個案的先例，但上市決策內載列的決策或觀點仍然成為《上市規則》的例外情況或對其的修訂，而市場從業員及交易所職員均以其作為先例。
44. 監察手冊⁹所載的制定決策指引中規定，豁免申請、規則詮釋或決策等例行地由上市部職員處理的事項如屬罕見或具爭議性，或如某規管關注事項無法透過嚴格應用《上市規則》得以妥善處理，便可將這些事項上報上市部主管或上市委員會。然而，本會注意到上報上市委員會審理及決定的日常事項（例如豁免申請、規則詮釋或決策）相對較少，相反這些事項例行地由上市部職員處理¹⁰。儘管監察手冊規定，如這些事項屬罕見或具爭議性，或如某規管關注事項無法透過嚴格應用《上市規則》得以妥善處理，便可將這些事項上報上市部主管或上市委員會，但現時並無指引或機制以釐定何時應將該等事項轉介上市委員會審理及批准。
45. 除上市決策外，交易所亦以指引信、常問問題及其他指引文件（例如上市相關事宜的常規及程序指引）的形式發出其他詮釋及指引。過去幾年，決策、指引及詮釋文件的數量有所增加。在 2010 年至 2014 年期間，共發出了 127 份上市決策、64 封指引信、23 份其他指引文件及 21 個系列的常問問題。下表概列交易所發出的指引文件。

	於 2014 年發出	於 2013 年發出	於 2012 年發出	於 2011 年發出	於 2010 年發出
常問問題	5 個系列	6 個系列	2 個系列	4 個系列	4 個系列
上市決策（註 1）	8	38 ¹¹	15	23	43
指引信（註 2）	10	24 ¹²	21	2	7
其他指引文件 （註 3）	6	9	4	0	4
總計	29	77	42	29	58

註 1：上市決策包括上市委員會及／或上市部就其處理的特定個案所作的決策。
註 2：指引信就特定的規則規定提供指引。
註 3：其他指引文件包括就《上市規則》提供的一般指引及參考資料（例如《交易所有關審閱已刊發的公告的處理常規及程序指引》）。

上市決策

46. 2014 年共發出八份上市決策。作為是次檢討的一部分，本會審閱了全部該等上市決策以及最近更新的一份上市決策樣本。
47. 本會進行檢討時發現，在多個個案中，上市決策內所載的資料有局限性而且過於籠統，可能導致上市決策中的結果被應用於某些情況，而該等情況與所發出的決策內所涉及的情況有著重大的差別。本會審閱上市決策時注意到，在上市部對上市發行人進行持續監察的多個個案

⁹ 專業員工適用的監察手冊，當中載有監察組的工作過程及程序。

¹⁰ 2014 年，上市部審理 359 份與上市後事宜有關的豁免申請。其中六份（佔總數 1.7%）由上市委員會審理。

¹¹ 38 份中的 13 份與《上市規則》第 18 章（礦業公司）有關。

¹² 24 封中的 10 封與為配合保薦人新監管規定而修訂規則有關；24 封中的 5 封與上市文件的簡化系列有關。



中（例如與發行人的公司交易有關的個案），有關的決策全都是由上市部單獨作出¹³。在沒有上市委員會監察的情況下，該等決策其後以上市決策的形式發出。在 2014 年發出的八份上市決策中，只有一份上市決策所涉事宜已經過上市委員會審理。本會沒有發現上市委員會曾審閱 2014 年發出的任何其他上市決策。

48. 據交易所表示，《上市規則》清楚載列上市委員會及上市部各自有關上市事宜的職務及職權。此外，上市部訂有內部指引及程序，以確保其有關上市事宜的決策是根據上市委員會在《上市規則》下轉授予上市部的職權及職務而作出的。上市委員會及上市部均信納發出這些指引文件的職務完全屬於上市部在《主板上市規則》第 2A.02 條及《創業板上市規則》第 3.02 條下的職務。交易所解釋，上市部草擬上市決策時，務求只載入就作出該決策及理解該決策而言屬必要的相關及重大資料。上市部認為，其上市決策已提供適當的事實摘要及相關個案分析。

49. 以下舉例說明與上市決策有關的問題。

上市決策 LD8-2011 — 甲公司在計算其上市股份的公眾持股量時，是否須將可轉換優先股計入其已發行股本總額內

50. 第 8.08 條規定發行人已發行股本總額必須至少有 25% 由公眾人士持有¹⁴。

51. 在 LD8-2011（於 2014 年更新）所載的一個個案中，交易所認為發行人在計算公眾持股量時，無須計入其非上市可轉換優先股。誠如上市決策所載，作出這項決策的理由僅僅是“…在考慮可轉換優先股的條款後，該等股份與債務證券類同”。上市決策所提供的資料十分有限，亦無分析交易所是如何得出這一結論。

52. 本會審閱了此個案及之後的類似個案的實況（尤其是可轉換優先股的條款），發現除了在清盤時獲分派股本的優先權外，可轉換優先股在所有重大方面與普通股相似。在收取股息方面，可轉換優先股的地位與普通股相同，因可轉換優先股的持有人有權根據其股份可兌換的普通股數目收取股息。大部分可轉換優先股在各有關發行人的年報中以股本權益的形式披露。上市部並無清楚說明是依據甚麼基準，得出該等個案中的優先股與債務證券相似的結論。

53. 此個案由上市部作出決策，上市委員會並無審理或批准有關決策。本會注意到，上市公司在收購資產交易中發行可轉換優先股已成為常見做法，而假如在收購資產時發行普通股則會令公眾持股量跌至低於《上市規則》規定的下限¹⁵。

54. 上市部解釋，上市決策 LD8-2011 討論的個案決策是根據具體個案實況而作出的。由於該決策符合上市部對公眾持股量規則的政策原意（即確保每一類別的上市證券均有足夠的公眾持股量可供進行買賣）的理解並依循在 LD8-2011 發出以前的一貫做法，故上市部認為該決策既非罕見亦不具爭議性。

55. 儘管本會接納上市部的解釋（請參閱第 48 段），但仍建議交易所檢討有關程序，以釐定何時應將豁免申請、規則詮釋或決策等上市後事宜上報上市委員會審理及批准。所發出的指引文件內應清楚列明相關資料及作出決策的理據，以協助公眾對有關事宜有透徹了解。

¹³ 與首次公開招股個案有關的上市決策通常涉及上市委員會已審理及作出決策的事宜，因按慣例該等事宜會交由上市委員會處理。

¹⁴ 已於 2015 年 4 月修訂第 8.08 條以規定發行人已發行股份數目總額必須至少有 25% 由公眾人士持有。

¹⁵ 本會了解交易所正在檢討公眾持股量規則的執行，包括考慮將有關規則應用於可轉換優先股。



反收購行動

56. 本會在 2013 年的報告¹⁶中，檢討了交易所有關反收購行動的過程及程序，並建議交易所對反收購行動規定的應用及監管進行一般性檢討，以確保不會背離其政策原意。
57. 此後，本會一直密切監察交易所為回應上述建議而進行的工作，並注意到交易所採取了以下步驟以收緊其對反收購行動規定的執行。
58. 2013 年 10 月，上市部向上市委員會提交了一份討論文件，其中載有其對反收購政策的建議，並分析了上市部執行反收購行動規定的措施。
59. 上市委員會審議了該份文件並總結如下（除其他事項外）：
- (a) 上市部應繼續採取現行做法，逐步收緊對反收購行動規定的執行；
 - (b) 不應改變有關“控制權出現變動”的明確測試（即《上市規則》第 14.06(6)(a)及(b)條）；
 - (c) 《上市規則》對“控制權”一詞的定義應繼續與《收購守則》內該詞的定義保持關聯性；
 - (d) 在根據原則為本的測試衡量某項收購是否屬於“極端”個案時，應將實際控制權轉變及發行具高攤薄性的可換股證券列作考慮因素；及
 - (e) 不應改變 24 個月的“回顧期”測試¹⁷。
60. 2014 年 5 月，交易所就執行反收購行動規定發出指引信¹⁸，當中釐清了以下事項（除其他事項外）：
- (a) 交易所在考慮某項非常重大收購事項是否屬於反收購行動時，將計及一籃子因素，包括通過發行受限制可換股證券¹⁹而導致實際控制權轉變；及
 - (b) 被定為“極端”個案²⁰的非常重大收購事項會上報上市委員會作出決定。假如上市委員會的決定是反收購行動規定並不適用於該項收購，則交易所會要求公司在編製涉及交易的股東通函時採用適用於新上市申請人的上市文件披露標準，以及委任財務顧問對該項收購進行盡職審查。財務顧問採用的工作標準須與保薦人的工作標準類似。
61. 至於 2014 年 5 月的指引信是否在政策層面對借殼上市及反收購問題的關注作出充分回應，並非本報告的研究範圍。

¹⁶ 《證券及期貨事務監察委員會就交易所規管上市事宜的表現而作出的 2013 年度檢討報告》。

¹⁷ 這是指《上市規則》第 14.06(b)條，即在控制權轉手後的 24 個月內，假如有關上市公司向將會成為控股股東的人士提出收購，交易所會審核該項收購事項，以決定是否屬於反收購行動。

¹⁸ 就根據《上市規則》14.06(6)條（《創業板上市規則》第 19.06(6)條）執行有關反收購行動規定的指引。

¹⁹ 受限制可換股證券是指設有避免觸發《公司收購及合併守則》下的控制權改變的轉換限制機制（例如轉換不得導致證券持有人持有 30%或以上權益）的具高攤薄性證券。

²⁰ 交易所應用“極端個案”準則釐定某項非常重大收購事項是否屬於“極端”個案。有關衡量準則包括：(1)收購規模相對於上市公司的規模；(2)所收購業務的質量；(3)上市公司於收購前的業務性質及規模；(4)上市公司的主要業務有否出現任何根本轉變；(5)其他事件及交易，連同該收購會構成一連串的安排，以規避反收購行動規定；及(6)向賣方發行任何具高攤薄性的可換股證券，使賣方擁有對發行人的實際控制權。



62. 就本年度的檢討而言，本會檢討了交易所執行反收購行動規則的營運程序及過程，以確保交易所在考慮非常重大收購交易時已遵照在 2014 年 5 月發出的指引信所載的程序。是次檢討的範圍包括交易所在發出指引信後所處理的交易，本會亦抽查交易所就該等交易備存的案宗。
63. 交易所已依照其指引信審批反收購行動。本會注意到，交易所在釐定某項非常重大收購事項是否屬於極端個案時，已考慮載於指引信內的各项衡量準則（包括發行受限制可換股證券而導致實際控制權轉變）。交易所已就上市部定為極端個案的情況尋求上市委員會批准。

結構性產品發行人提供流通量的表現

64. 2012 年 7 月，交易所發表《提高上市結構性產品市場監管的指引》（該指引），旨在推動結構性產品發行人制定更高標準、提高流通量提供者的服務水平及促進香港上市結構性產品市場的長遠健康發展。
65. 該指引涵蓋多項加強監管措施，包括改善提供流通量服務的水平。該指引引入新的主動報價準則作為業界最佳常規、收緊回應報價的報價責任，並釐清發行人應遵守業界最佳常規。雖然發行人理應遵守業界常規，但有關常規並非約束性承諾，亦不會衍生可強制執行的責任。不過，交易所在評估發行人是否適合發行結構性產品時，發行人遵守業界最佳常規的情況將是考慮因素之一。
66. 根據新的主動報價準則，發行人在若干市況下為與交投活躍資產掛鈎的產品提供報價的時間應至少佔一個交易日內的 90%，而每次暫停主動報價不得超過十分鐘。最大買賣差價則為五至 15 個價位²¹，視乎產品種類而定。
67. 根據該指引，回應報價的報價責任亦收緊如下：
 - (a) 回應報價的最長時間由 15 分鐘縮短至十分鐘；
 - (b) 最大買賣差價由 25 個價位減至 20 個價位；
 - (c) 引入了報價應維持至少五分鐘的規定；及
 - (d) 最少報價數量由十個買賣單位增至 20 個買賣單位。
68. 除就主動報價引入新準則外，交易所亦設立機制監察發行人的流通量表現，從而識別是否需要任何加強措施。
69. 交易所參考發行人內部編製的報告，定期監察發行人提供流通量的表現。交易所內的負責人員就所有被識別出的潛在不合規個案與相關發行人跟進。交易所每天監察發行人的主動報價表現，而回應報價表現則按月進行監察。此外，小組會將概述所有主動報價及回應報價不合規的個案的每月報告交由小組主管審閱，然後進行討論。
70. 本會對交易所監察發行人流通量表現的過程及程序進行了檢討，並檢閱了交易所 2014 年所有關於主動報價及回應報價的每月監察報告。

²¹ (i) 本地指數權證：五個價位；(ii) 交投活躍正股的權證或本地指數牛熊證：十個價位；(iii) 交投活躍正股的牛熊證：15 個價位。



71. 本會注意到，兩名發行人曾多次沒有符合主動報價的應有服務水平。交易所表示，大多數不合規的情況是由於發行人需要更多時間調整或重新確認報價、人為錯誤或交易員的疏忽所致。
- (a) 2014年，一名發行人在合共 14,954 宗個案中有 139 次沒有符合主動報價的服務水平（相當於 0.93% 的不合規比率），而該等情況於全年均有出現。雖然有關的發行人屢次未能符合主動報價的應有水平，但交易所在全部上述個案中，均僅以作出口頭指引的方式處理不合規的情況。
- (b) 另外有一名發行人則在合共 53,860 宗個案中有 62 次沒有符合主動報價的服務水平（相當於 0.12% 的不合規比率），而該等情況出現於 2014 年其中九個月。交易所就大部分上述不合規個案作出了口頭指引。只有在 11 宗主要因發行人在設定主動報價條件時出錯而導致不合規的個案中，才發出書面指引。至於因系統缺失而導致的不合規個案，交易所已經與發行人跟進有關事宜，及發行人其後已糾正有關缺失。
72. 交易所的解釋是，由於提供主動報價是一項最佳作業常規而非承諾要負的責任，故交易所一般只會作出口頭指引提醒發行人有關主動報價的規定，以及與發行人跟進有關事宜，糾正系統缺失以防止日後再出現不合規的情況。
73. 正如第 65 段所述，發行人須符合主動報價的服務水平，否則可能會影響到發行人發行結構性產品的合適性資格。雖然本會注意到該等發行人出現不合規情況的比率不算高，但若同樣情況再三出現，便應採取措施。
74. 交易所採取的行動應與發行人不合規情況的嚴重性及頻密程度相符。鑑於上文所述，本會建議交易所應考慮採取更嚴厲的規管行動，處理再三出現沒有遵守該指引下主動報價的規定的情況。就此而言，本會注意到交易所除進行日常監察外，亦於 2015 年 8 月開始就結構性產品發行人及流通量提供者的表現進行定期檢討。這項檢討旨在識別在一段時間內再三出現的不合規情況。交易所已根據這項檢討向相關的發行人發出提示函。

建議

75. 本會現將上文討論的建議概述如下：
- (a) 就與《上市規則》有關的指引而言，交易所應檢討有關程序，以釐定何時應將豁免申請、規則詮釋或決策等上市後事宜上報上市委員會審理及批准。所發出的指引文件內應清楚列明相關資料及作出決策的理據，以協助公眾對有關事宜有透徹了解；及
- (b) 就結構性產品發行人的流通量表現而言，交易所應對再三出現沒有遵守該指引下主動報價的規定的情況採取更嚴厲的行動。就此而言，本會注意到交易所除進行日常監察外，亦於 2015 年 8 月開始就結構性產品發行人及流通量提供者的表現進行定期檢討。這項檢討旨在識別在一段時間內再三出現的不合規情況。交易所已根據這項檢討向相關的發行人發出提示函。



附錄 A

下表列出過去五年就本會有關交易所表現的意見調查作出回應的人士的概覽。

	2011	2012	2013	2014	2015
專業顧問	17	16	14	21	20
投資銀行家	7	5	4	8	7
法律顧問	4	5	4	5	5
會計師	6	6	6	8	8
投資者	15	21	15	20	9
上市公司	19	15	17	13	11
上市委員會委員	10	13	11	18	16
回應總數	61	65	57	72	56
發出問卷數目	184	189	188	179	162
回應率	33.1%	34.4%	30.3%	40.2%	34.6%

下表列出是次調查的回應者所給評分的加權平均值。回應者被要求對交易所在各主要範疇的表現進行評分（1至5分，5分代表完全滿意，1分代表完全不滿意）。

		2011	2012	2013	2014	2015
對交易所規管上市相關事宜的表現的意見						
1.	向市場傳達交易所根據《上市規則》制訂的政策及常規（就其是否清晰、資料是否充足及是否適時而言）	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1
2.	適時回應市場發展	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8
3.	為維護投資大眾的利益而行事	3.9	3.8	3.9	4.1	4.0
4.	為證券交易提供公平有序及有效率的市場	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1
5.	成功確保上市公司適時提供股價敏感資料	3.7	3.7	3.8 ²²	3.9	4.0
6.	以平等及公平的方式對待所有上市公司持有人	3.8	3.7	3.7	3.8	4.0
7.	上市的公司的質素	3.3	3.4	3.3	3.5	3.5

²² 該條例第 XIVA 部之下的內幕消息披露制度於 2013 年 1 月 1 日生效。



		2011	2012	2013	2014	2015
對上市部的表現的意見						
8.	對《上市規則》的詮釋及應用的一致性	3.8	4.1	3.9	4.1	4.2
9.	不偏不倚	4.0	4.2	4.1	4.3	4.3
10.	適時回應	4.1	4.1	4.0	4.3	4.3
11.	在審核或調查過程中提出切題的查詢及意見	3.9	4.0	3.9	4.0	4.1
12.	執行《上市規則》的經驗及對《上市規則》的認識度（就其對《上市規則》背後的政策事項的了解而言）	4.0	3.9	4.1	4.2	4.3
13.	執行《上市規則》的經驗及對《上市規則》的認識度（就其對《上市規則》有關條文的規定的了解而言）	4.2	4.3	4.2	4.3	4.4
對首次公開招股交易組及監察組各工作範疇的意見						
14.	處理一般查詢	4.1	4.1	4.0	4.2	4.1
15.	處理有關就《上市規則》個別規則的應用提供指引的要求	4.0	4.0	3.9	4.1	4.1
16.	處理豁免申請	3.8	4.0	4.0	4.1	4.1
17.	處理上市申請	4.0	4.1	3.9	4.3	4.2
18.	審批公告、通函及其他企業信息的草擬本	4.1	4.1	4.1	4.3	4.2
19.	處理投訴	3.5	3.7	3.9	4.0	3.8
20.	處理短期停牌事宜	3.9	3.9	3.6	4.3	4.0
21.	處理長期停牌事宜	3.5	3.7	3.5	4.0	3.8
22.	處理首次公開招股前的查詢	4.0	3.9	3.7	4.1	4.0



		2011	2012	2013	2014	2015
對經過交易所審閱的披露文件的質素的意見						
23.	招股章程、公告、通函及其他企業信息的清晰度	3.6	3.7	3.7	3.9	4.0
24.	有關文件能提供足夠資料，讓投資者及股東（如適用）對相關發行人作出有適當根據的評估	3.8	3.8	3.8	4.0	3.9
25.	有關文件易於理解	3.5	3.4	3.5	3.7	3.7
26.	適時發出公告及通函	3.9	3.8	3.8	4.0	4.0
對交易所在監察《上市規則》是否獲得遵守以及執行《上市規則》方面的表現的意見						
27.	成功監察上市公司及董事遵守《上市規則》的情況	3.7	3.8	3.9	4.1	4.0
28.	適時對上市公司及董事採取紀律處分行動	3.3	3.3	3.3	3.6	3.5
29.	有關紀律處分行動的政策透明度	3.4	3.7	3.4	4.0	3.9
30.	在紀律處分個案中採取的方針的一致性	3.8	3.6	3.3	3.9	4.0
對交易所進行諮詢的表現的意見						
31.	有關諮詢文件中提及的議題及建議易於理解	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1
32.	諮詢期的時間足夠就有關諮詢文件作出考慮及回應	3.9	3.8	3.8	4.0	4.0
33.	提供足夠的指引及措施，利便過渡至修訂規則	3.7	3.7	3.8	3.9	3.9
34.	進行足夠的宣傳工作，令新增或修訂規則得到更廣泛的注意	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7
35.	就有關諮詢文件中提出的議題、論據及建議作出充分解釋及討論	3.6	3.6	3.7	3.8	3.8
總平均分		3.8	3.8	3.8	4.0	4.0