

## 細價股事件的深層問題

新世紀論壇經濟組發言人 羅祥國 (09-09-2002)

港交所發表除牌建議諮詢文件引發細價股股災個多月以來，一般輿論的焦點，往往集中在事件的責任誰屬，以及有關除牌建議是否合理。而調查今次事件的獨立調查委員會即將提交的報告，預計也只會集中調查事件經過。然而，今次事件正好反映出本港財經監管架構在諮詢和決策機制上的漏洞。而更值得關注的是，本港金融政策似乎有長期打擊小型證券公司業務的情況，以及將股價及營利不符「理想」的企業摒諸市場之外，這方向對本港發展為金融中心又是否有利？

今次事件發生後，公眾和業界都歸咎於港交所和證監會在公布文件前未有充諮詢業界，也沒有足夠評估市場反應。這反映現行諮詢機制存在不少問題。美國證監會和各交易所制訂規則時，一般會就有關的規則建議(Rule Proposal)發表諮詢文件，進行三十至六十日的公眾諮詢，然後再經由證監會的委員會通過。若涉及法例修訂，更會提交國會審議。

不過，每當遇到一些較複雜的問題時，美國證監會展開具體規則建議展開諮詢前，會先進行一輪概念性諮詢(Concept Release)，向公眾介紹需要處理的範疇，並列舉在這範疇內各項問題，讓公眾自由發表意見。這一方面可以集思廣益，另一方面也可讓公眾有足夠的心理準備，避免對市場造成不必要的衝擊。

反觀香港，港交所和證監會在制訂政策前，雖然同樣會進行公眾諮詢，表面上與美國的情況類似，但諮詢工作的深入程度卻值得商榷。例如兩年前港交所公布的「取消最低經紀佣金規則」諮詢文件，連圖表在內，合共才只有五頁。儘管文件列舉出一些支持建議的論據及海外例子，但卻完全沒有評估建議對業界的影響。

對於一些重大問題的諮詢，港交所和證監會更沒有一套明確的程序。以除牌機制事件為例，雖然港交所一再強調，在正式發表諮詢文件前，已透過傳媒「放風」，有關消息已獲報章報道，但公眾和業界根本無從得知這些消息的真確性，也不會就著未經證實的消息提出意見。因此，「放風」始終不能取代正式的概念性諮詢。

更值得關注的是，近年本港的金融政策，為促進國際金融中心的地位，一些新政策已影響到中小型證券公司的生存空間。近年的例子包括：大幅提高證券公司的最低資本要求，以及內部監控部門的條件；最低佣金制也將於明年四月取消。另外，去年港交所建議將交易時間大幅延長，在業界的大力反對下，在最後關頭才改為將午市前後各增半小時。

根據港交所較早前公布今年六月份的資料，中、小型經紀行的股票市場佔有率顯



著下跌三至四個百分點，分別減至 30.6% 及 18.1%，而十四家大型證券行的佔有率則急升至 51.26%。去年七月本港開業經紀行共有 501 家，但至今年六月已減至 481 家，反映中小型經紀行的經營環境愈趨困難。而今次貿然提出細價股除牌建議，不單會進一步打小型證券行，而且還會對股價和營利不理想的企業造成影響。

無可否認，爲了確保上市公司的質素，減低市場受操控的機會，引入適當的除牌機制是值得支持的。然而，要將香港發展爲一個世界級的金融中心，簡單地將股價偏低的企業擯出市場，絕非正確方向，我們應該加強企業管治，幫助這些公司提升透明度和質素，並加強促進多元化的融資渠道。

事實上，即使在美國，也會設立不同的交易所，讓不同規模的股份進行交易，除了紐約交易所這個全球金融中心外，當地亦有一些較小規模的區域性企業掛牌點，例如美國股份交易所(American Stock Exchange, AMEX)。另外，美國在 90 年引入細價股重整條例(Penny Stock Reform Act of 1990)，亦同時開始運作場外交易公告板(Over The Counter Bulletin Board, OTCBB)，讓一些股價和營利未符各個主要交易所要求的股份，可以繼續在場外進行買賣。時至今日，在 OTCBB 掛牌的股份已超過 3700 種，爲了將這些細價股的交易進一步完善化，2003 年第二季開始，更會成立公告板交易所(Bulletin Board Exchange, BBX)，讓 OTCBB 股份以半年時間逐步過渡到 BBX。

事實上，在 OTCBB 的股票仍然非常活躍，以今年八月份爲例，三千七百多隻股份中，有四成半，近一千七百隻有成交，而且每年的總成交金額和成交宗數都有大幅度增長，反映這確能爲企業提供有效融資渠道，而不少投資者也認爲這些股份有投資價值。若在香港設立場外市場，更可以讓散戶進行較低成本的投資，而以這些散戶爲主要服務對象的小型證券行，也有一定的拓展業務機會。

事實上，在港上市的企業中，當然不乏一些由本地公司發展而成的跨國企業，但本地中型企業和國內的股份仍然是市場的中流砥柱。在港上市的海外公司可謂寥寥可數。即使年前來港掛牌的七隻美國納斯達克科技股，成交量仍遠低於不少本地公司。中小型證券公司的市場佔有率仍有近五成，不少散戶仍慣於光顧這類歷史悠久的經紀行。若以發展國際金融中心爲名，新政策則有意無意地扼殺這些上市企業和證券行，究竟是否切合香港的實際利益呢？

(本文已刊載於 2002 年 9 月 9 日之《信報》。)