

## 近期有關延長「禁止買賣期」的批評

### 引言

1. 為鞏固香港作為一個主要國際金融及集資中心的地位，我們致力提升及維持市場質素。要達到這目標，《上市規則》是其中一個最有效途徑。因此，我們與證券及期貨事務監察委員會（證監會）合作，定期檢討《上市規則》，以期確保規則內容既配合市場及國際最佳常規的發展，又屬可接受的準則，使投資者繼續對我們的市場有信心。
2. 2008年1月11日，我們刊發《綜合諮詢文件》，邀請市場人士就18項具體政策事宜的《上市規則》修訂建議連同若干非主要的規則修訂發表意見。
3. 爲期三個月的諮詢期於2008年4月7日結束。2008年11月28日，我們刊發了《綜合諮詢文件》中的15項政策事宜的諮詢總結（《諮詢總結》）連同規則修訂的定稿。
4. 該15項事宜當中包括延長《標準守則》（《主板規則》附錄十及創業板的相應條文）內有關「禁止買賣期」的建議。
5. 在《標準守則》現時有關禁止買賣期的規定下，發行人的董事不得在禁止買賣期內買賣發行人的證券。「禁止買賣期」由下述日期之前一個月開始：(a)為通過發行人年度、半年度或季度業績而舉行的董事會會議的日期；或(b)發行人公布年度、半年度或季度業績的限期（取較早者）；有關限制在業績公布日結束（「舊有的30日禁止買賣期」）。新修訂的規則將禁止買賣期延長至由財務期間結束之日後開始，至有關業績公布的日期止。
6. 新規則連同《諮詢總結》內的其他《上市規則》修訂原定於2009年1月1日執行。
7. 然而，自2008年12月中起，我們收到約240份來自上市發行人、個別董事及其他相關人士反對新規則的信函，另收到13份支持規則修訂的意見。
8. 2008年12月30日，立法會財經事務委員會召開特別會議，討論市場對新規則的關注。財經事務委員會以大比數通過一項非具約束力的動議，要求「有關當局取消原定於2009年1月1日對該守則修訂後的執行，並就有關問題重新展開為期6個月的諮詢，以妥善解決市場的疑慮」。
9. 特別會議後，上市委員會於同日就上市發行人、傳媒及立法會財經事務委員會的議員所提出的意見以及證監會的看法進行討論。上市委員會尤其注意到外界

所提出的意見，即認為是次延長「禁止買賣期」的幅度過大，以及延長「禁止買賣期」的通知期不足。為釋除這些疑慮，上市委員會決定將有關規則延至2009年4月1日始實施。

10. 本陳述的目的是概述信函及呈交的意見中所提出的主要意見及關注，並列出相關的事實。

## 背景資料

11. 在討論所呈交的回應意見之前，我們認為宜就當初為何會有此項規則修訂以及近期我們提出的其他相關建議提供一些背景資料，因為有關「禁止買賣期」的規則修訂並不應單獨抽出來看，以致脫離香港上市公司在披露（或缺乏披露）方面的整體現實。
12. 我們在過去18個月先後公開建議過兩項政策措施，二者均是我們相信能夠大力推動市場持正操作，並能在不同程度上填補我們市場缺乏披露文化以及由此引起各種關注的不足之處；這兩項建議的政策措施分別是：縮短定期匯報的時限及推行季度匯報。最後，我們建議延長禁止董事進行證券交易的「禁止買賣期」。這項建議與上述兩項互有關連，因為這項建議對投資者總認為內幕資料會被人濫用的看法正好對症下藥，也可能推動董事早一點刊發賬目。以下載有這三項措施各自的背景資料及詳情。

## 持續披露

13. 一個成效卓見的持續披露機制，必須既能維持市場的持正操作，亦能維繫投資者的信心，讓投資者深信不單市場本身具備全面資訊，其利益亦不會因重要的訊息發布不公而受到損害。在這方面，《主板規則》第13.09(1)條及創業板的相應條文是香港持續披露機制的基石。按此規定，上市發行人須（其中包括）特別就其財務表現、對其財務表現的期望、或上市發行人及其附屬公司以及其他業務的財務狀況的任何可能影響股價的變動作出披露。
14. 我們於2008年中曾就上市發行人按《主板規則》第13.09(1)條所作披露的次數進行分析，發現香港的上市發行人整體而言，在定期知會市場有關其財務表現、前景及財務狀況方面並無一套發展成熟的工作常規。
15. 證監會人員最近亦曾表示，香港上市公司未有及時披露股價敏感資料的情況已成為監管上一個重要問題。

16. 有些人士指，要解決披露常規薄弱所涉及的問題，加強規則執行才是正道。然而我們相信，在這方面，規則執行的工作無疑非常重要，但始終不能替代維持高透明度、兼顧各權益人的利益的文化。再者，有些人士認為此方面的規則執行力度不足。近年來，市場意見及投資大眾均關注到我們可以提出的紀律制裁實在有限；他們認為，現行的制裁並不能起有效的阻嚇作用，徒讓部分公司視之為按己意經營業務所自必涉及的輕微代價，無足為慮。
17. 因應上述關注，政府曾建議透過制定法定條文來要求發行人遵守最重要的上市要求，包括持續披露可能涉及股價敏感資料的責任；屆時，若然違反這些具法定地位的上市要求，發行人將要接受按違法程度遞增的民事及刑事制裁。到今天在我們不斷提升整體上市監管機制的工作中，這些建議仍然是重要的。

### 財務匯報

18. 《上市規則》中的披露規定旨在尋求促進高水平的財政披露。顯然，只有適時發布的財務資料才會對股東及準投資者有用處。現時主板發行人須在半年結後三個月內公布及刊發半年度業績公告及報告，以及在年結後四個月內公布及刊發年度業績公告及報告。
19. 相對於大部分其他國際市場，這些匯報期限較為寬鬆，這從對照其他海外市場上市發行人定期公布財務資料的期限（見我們於2007年8月《有關定期財務匯報的諮詢文件》內的表3）可以得見。我們現將有關比較的列表載於**附件 I**。
20. 此外，與若干其他國際市場不同，上市發行人似乎普遍並無滿足投資者對適時資訊的期望，而披露文化並不普及，所以自願作出適時匯報的上市發行人亦不多。
21. 表A<sup>1</sup>是2008年香港上市發行人匯報方面的情況，我們相信這也是過去幾年的典型情況。

---

<sup>1</sup> 數據取自香港交易所資料。

**表A**  
刊發財務業績的時間概覽

**平均日數**

年度業績

	整體市場		主板		創業板	
	公司數目	平均日數	公司數目	平均日數	公司數目	平均日數
恒指公司	42	80.3	42	80.3		
非恒指公司	1200	99.9	1014	102.4	186	86.5
所有上市公司	1242	99.3	1056	101.5	186	86.5

中期業績

	整體市場		主板		創業板	
	公司數目	平均日數	公司數目	平均日數	公司數目	平均日數
恒指公司	42	54.2	42	54.2		
非恒指公司	1223	68.7	1036	73.0	187	44.5
所有上市公司	1265	68.2	1078	72.3	187	44.5

季度業績

	主板				創業板			
	整體市場		第一季		第三季		第一季	
	公告 數目	平均 日數	公告 數目	平均 日數	公告 數目	平均 日數	公告 數目	平均 日數
恒指公司	33	33.9	16	33.9	17	33.9		
非恒指公司	537	41.9	81	38.5	88	36.1	187	44.5
所有上市公司	570	41.4	97	37.7	105	35.8	187	44.5

註： 年度業績匯報期限——主板：4個月；創業板：3個月。

中期業績匯報期限——主板：3個月；創業板：45日。

季度業績匯報期限——主板：不適用；創業板：45日。

**表B**

刊發財務業績的時間概覽

**平均日數——按市值分類**

年度業績

市值	主板		創業板	
	公司數目	平均日數	公司數目	平均日數
<1 億	109	110.9	82	93.0
>=1 億但<4 億	330	108.9	65	82.1
>=4 億但<10 億	204	104.1	24	82.2
>=10 億但<40 億	202	95.0	13	76.3
>=40 億但<100 億	89	94.6	2	77.0
>=100 億	122	84.8		
總計	1056	101.5	186	86.5

中期業績

市值	主板		創業板	
	公司數目	平均日數	公司數目	平均日數
<1 億	108	80.0	84	48.3
>=1 億但<4 億	332	79.4	67	41.3
>=4 億但<10 億	207	75.6	23	42.4
>=10 億但<40 億	214	67.5	12	39.5
>=40 億但<100 億	94	62.6	1	43.0
>=100 億	123	56.5		
總計	1078	72.3	187	44.5

季度業績

	主板				創業板			
	第一季		第三季		第一季		第三季	
	公告 數目	平均 日數	公告 數目	平均 日數	公告 數目	平均 日數	公告 數目	平均 日數
<1 億	6	69.0	3	56.7	83	48.2	84	46.4
>=1 億但<4 億	12	44.4	15	45.0	65	41.9	64	40.7
>=4 億但<10 億	9	29.7	12	31.1	24	41.7	22	40.5
>=10 億但<40 億	19	36.8	21	37.3	13	39.3	10	43.5
>=40 億但<100 億	16	35.0	18	31.2	2	43.5	1	41.0
>=100 億	35	33.9	36	33.1				
總計	97	37.7	105	35.8	187	44.5	181	43.5

22. 表B<sup>2</sup>的結果印證表A所示模式，顯示市值越高的發行人會較市值較小的發行人更早匯報其財務業績。例如，市值少於1億元的主板發行人於公布其年度業績時，平均用上110.9日，而市值逾100億元的主板發行人則平均用了84.8日。此模式亦適用於創業板發行人：市值少於1億元的創業板發行人在公布年度業績時，平均用上93日，而市值介乎40億元至100億元的創業板發行人則平均用了77日。此種模式在季度業績公告上則不太顯著。
23. 上述結果顯示，主板發行人刊發年度業績時，120日的匯報期限平均會花上101.5日，刊發半年度業績時，則90日的匯報期限平均會用上72.3日。換言之，主板發行人平均在期限前約18日作出匯報。創業板發行人方面，刊發年度業績的90日匯報期內平均用了86.5日，中期業績的45日匯報期則平均用了44.5日。相比之下，恒生指數成份股公司的匯報時間較早，年度及中期業績分別平均需80.3日及54.2日。
24. 按香港的經驗所見，所有上市公司中有35%是在《上市規則》所定期限前最後兩星期才公布其年度業績，此外另有25%也是在限期前的一個月內才作公布。換句話說，40%的公司是在期限前最少一個月前已作公布，25%是在隨後的兩星期內公布，35%是在最後兩星期內公布。
25. 在這樣的背景下以及作為上述三項政策措施之一，我們就縮短財務匯報期限諮詢市場意見。
26. 2008年7月18日，我們公布有關縮短主板發行人半年度及年度匯報期限的諮詢總結，並刊發有關規則修訂，縮短刊發半年度業績公告的匯報期限（由三個月縮短至兩個月）及年度業績公告的匯報期限（由四個月縮短至三個月），令有關發行人的披露更及時；半年度業績匯報期限的新規定將適用於2010年6月30日或以後結束的會計期間，而年度業績匯報期限的新規定則適用於2010年12月31日或以後結束的會計期間。推行前特設頗長的寬免期，是要讓發行人、其財務部門及外聘核數師有充足時間適應新機制。

### 內幕人士交易的影響

27. 董事及其他內幕人士交易的影響一直是英美以至香港許多學術研究的課題。2005年在香港刊發的一項研究<sup>3</sup>（分析1993年1月至1998年12月的數據）發現，即使公司內幕人士交易受法例規

<sup>2</sup>數據取自香港交易所資料。

<sup>3</sup>香港中文大學財務學系 Cheuk、Fan 及 So 的「內幕交易在香港：若干風格實錄」（"Insider trading in Hong Kong: Some stylized facts"），刊於 Pacific-Basin Finance Journal 14 (2006) 73-90

管，但上市發行人、其董事及主要股東仍可從買賣本身公司的股份而謀取「不正常」的利潤。但是研究報告卻沒有指出，由於公司董事具備個別行業或業界的經驗和專業知識，所以他們在有關行業所作的投資決定能夠獲利亦是自然不過。

28. 此研究及其他學術研究結果均有助瞭解，為何一般能為內幕人士帶來更高利潤的交易在財政年度的某些時段看起來會令人覺得特別敏感，以至惹人懷疑內幕人士是否曾不當使用其可獲提供的資訊。若缺乏相應對策，這些疑慮可對投資者信心及外界對市場是否持正操作的觀感產生極大不良影響。
29. 禁止買賣規則是補足法定內幕交易規例的一項監管措施，香港（透過《標準守則》）及其他地區都設有相關規定，目的是為了消減公司內幕人士涉嫌濫用其可能知悉或被視為知悉（特別在即將公布業績的期間）的股價敏感資料的觀感，從而增加投資者的信心。
30. 《標準守則》所載措施的主要目的，是希望藉此減少外界對公司內幕人士涉嫌濫用資料的觀感，從而增強投資者信心。鑑於任何在此方面的不當行為均屬嚴重事項，若要對內幕交易及市場失當行為作出懲處，相對於聯交所可施行的制裁，最有效的途徑應該是《證券及期貨條例》，而非《上市規則》。

#### 董事在2008年敏感時段進行的買賣

31. 我們研究過2008年發行人董事按《證券及期貨條例》呈交的披露權益表格申報的董事交易的模式，研究結果顯示，在董事呈交的表格中，約3%的申報交易在「舊有的30日禁止買賣期」內發生，但另外約33%則於財務期間結束至財務業績公告前30日的一段期間內發生（後述期間即就是實際新的「禁止買賣期」減去「舊有的30日禁止買賣期」）。在「舊有的30日禁止買賣期」內申報的許多交易均屬《標準守則》下的豁免交易。餘下64%的交易是在新的「禁止買賣期」以外期間發生。

表C<sup>4</sup>

**2008年全年披露權益表格的分析——買賣（即是指表格內所述代號第121及122的買賣）  
(不包括單位信託基金、房地產投資信託基金)**  
**披露權益表格數目**

	全年合計
(1)在原有「禁止買賣期」內（1個月）進行	251
(2)在原有「禁止買賣期」以外但在新的「禁止買賣期」內進行	3274
(3)在原有及新的「禁止買賣期」以外進行	6315
總計	9840

	主板	創業板
年度	195	56
中期	1210	18
季度	36	38
	5987	328
	9295	545

**披露權益表格各欄數目所佔百分比**

	全年合計
(1)在原有「禁止買賣期」內（1個月）進行	3%
(2)在原有「禁止買賣期」以外但在新的「禁止買賣期」內進行	33%
(3)在原有及新的「禁止買賣期」以外進行	64%
總計	100%

	主板	創業板
年度	2%	10%
中期	20%	19%
季度	13%	3%
	0%	7%
	64%	60%
	100%	100%

32. 此外，我們將此三段期間的每日平均交易宗數的統計數字以及「場內」交易的平均價值作比較。

表D<sup>5</sup>

**每日平均成交量(按披露權益表格數目／價值計算)**

平均日數：	平均每日提交的表格張數 (包括「場內」及「場外」交易) (按披露權益表格張數計)			平均每日成交金額 (只包括「場內」交易) (按披露權益表格價值計) (百萬港元)		
	合計	主板	創業板	合計	主板	創業板
(1)在原有「禁止買賣期」內（1個月）進行	3.4	2.9	0.5	1.2	0.8	0.3
(2)在原有「禁止買賣期」以外但在新的「禁止買賣期」內進行	29.3	27.3	1.7	50.0	48.4	0.6
(3)在原有及新的「禁止買賣期」以外進行	35.4	32.5	2.2	82.4	79.4	0.6
期間(2)平均數相對於期間(3)平均數的比重	82.9%	83.8%	73.7%	60.7%	60.9%	100.2%

33. 上述統計數字顯示，期間(2)（即新的「禁止買賣期」減去「舊有的30日禁止買賣期」）內董事平均每日提交29.3張表格，而期間(3)（即新「禁止買賣期」以外期間）則平均每日提交35.4張表格，因此期間(2)的平均數是期間(3)的平均數的82.9%。以成交金額計，期間(2)每日平均成交金額為5,000萬元，而期間(3)每日平均成交金額則為8,240萬元，因此期間(2)的平均數是期間(3)的平均數的60.7%。

<sup>4</sup> 數據取自香港交易所資料。

<sup>5</sup> 數據取自香港交易所資料。

34. 然而，令人關注的是，不少董事交易似乎都集中在舊有「禁止買賣期」開始之日附近。在更詳細分析下表E所載數據後發現，董事在新的「禁止買賣期」於減去舊有的「禁止買賣期」後所餘下的期間內進行的交易中，大部分（57%）的交易是在「舊有的30日禁止買賣期」開始前的30日內發生，另外36%是在「舊有的30日禁止買賣期」開始之日前31至60日內進行，只有7%是在新「禁止買賣期」的首30日內進行。<sup>6</sup>
35. 董事的交易集中在「舊有的30日禁止買賣期」快到之時，其中一個有可能的解釋是：董事們在舊有的「禁止買賣期」快要開始時調整其所持公司倉盤。不過，投資者已可能從此交易行為作出推論，那就是「舊有的30日禁止買賣期」是不足以改善市場對公司內幕人士的不良看法，即市場總相信董事及僱員等公司內幕人士會利用其擁有的資料，在上市發行人業績刊發之前的時段私自謀利。

**表E**

距原有「禁止買賣期」開始之日的日數（披露權益表格數目）

	全年合計	主板			創業板			全年合計
		年度業績	中期業績	季度業績	年度業績	中期業績	季度業績	
0-10日	627	236	302	20	19	17	33	627
11-20日	647	323	297	10	11	1	5	647
21-30日	575	292	267	5	11			575
31-40日	502	257	220		25			502
41-50日	377	244	102	1	30			377
51-60日	293	264	20		9			293
61-70日	146	146						146
71-80日	79	79						79
81-90日	28	26	2					28
總計	3274	1867	1210	36	105	18	38	3274

各日數欄目所佔百分比

	全年合計	主板			創業板			全年合計
		年度業績	中期業績	季度業績	年度業績	中期業績	季度業績	
0-10日	19%	13%	25%	56%	18%	94%	87%	19%
11-20日	20%	17%	25%	28%	10%	6%	13%	20%
21-30日	18%	16%	22%	14%	10%	0%	0%	18%
31-40日	15%	14%	18%	0%	24%	0%	0%	15%
41-50日	12%	13%	8%	3%	29%	0%	0%	12%
51-60日	9%	14%	2%	0%	9%	0%	0%	9%
61-70日	4%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	4%
71-80日	2%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
81-90日	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
總計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

<sup>6</sup> 數據取自香港交易所資料。

36. 從上述結果可見，內幕交易法例及現行的《標準守則》至少在某程度上是有其成效，因為董事在限制期內進行交易的比率確有下跌，而在有關期間內進行的交易價值亦大幅減少，只是交易頻率依然頗高。

#### 強制季度匯報

37. 有關強制推行季度匯報的建議，是2007年8月進行的公眾諮詢的主要內容。為執行此建議而對作出的《上市規則》修訂，則有待被正式採納。
38. 強制規定作季度匯報的監管目的在於：提高透明度及市場效率、令香港的匯報準則與國際最佳常規看齊、協助確保適時披露及向股東提供更大保障。
39. 我們的意向一直是，強制季度財務匯報的建議應適用於2011年12月31日或之後結束的季度會計期間。刊發首季及第三季度報告的建議限期均為1.5個月。
40. 落實有關建議的《上市規則》修訂內容尚待聯交所正式採納。[《上市規則》的修訂內容提呈上市委員會批准時，上市委員會亦將考慮有關禁止買賣期的安排應否作出調整。]
41. [如經採納，有關強制推行主板發行人作季度匯報的規則修訂將提交證監會通過。如證監會通過《上市規則》的修訂，我們將於適當時候發布諮詢總結文件。]

#### 根據《證券及期貨條例》第XV部的權益披露

42. 禁止董事在上市發行人的年度財務匯報周期內的敏感時段進行買賣，只是監管上的其中一項工作。要避免公司內幕人士有濫用資料之嫌，董事買賣所屬上市發行人證券亦須保持高度透明，故同樣重要的，是要設有適當的權益披露機制，讓董事的證券交易可備受公眾人士監察。
43. 《上市規則》規定，上市發行人須就已發行股本變動向聯交所呈交「翌日披露報表」(Next Day Disclosure Return)：有部分情況須在下一個營業日上午9時前呈交，其他情況則要視乎有否觸及5%的最低界線水平及遵從若干其他準則（如合併計算）；
44. 《證券及期貨條例》第XV部規定，上市發行人的董事、最高行政人員及持有5%或以上權益的人士須在三個營業日內向聯交所及上市發行人呈交若干權益變動的披露資料。

45. 根據《證券及期貨條例》第XV部存檔的資料均登載在香港交易所的網站上。然而，電子存檔尚非強制規定，郵寄表格亦同樣接受，因此資料的披露或會出現延誤。
46. 加強《證券及期貨條例》的披露機制可能有助達成監管目標，提高若干主要公司內幕人士進行證券交易的透明度，從而有助避免外界以為資料被濫用，又讓投資者適時知悉若干主要公司內幕人士就本身公司所作的投資決定。

## 事宜

47. 延長董事禁止買賣期的規則修訂引來以下意見和批評：
  - (i) 經延長的禁止買賣期過長，特別是如果同時實行強制季度匯報建議。
  - (ii) 市場流通量將減少。
  - (iii) 將失去對抗「股壇狙擊手」的一個防守性工具。
  - (iv) 將影響發行人在現時低迷的市況下集資的能力。
  - (v) 原擬出任發行人董事的獨立投資者將卻步。
  - (vi) 董事將不再樂意持有其出任董事的公司股票。
  - (vii) 對董事不公，亦將令擬出任董事、獨立非執行董事及非執行董事的人士卻步。
  - (viii) 現行《上市規則》及內幕交易法例已然足夠。
  - (ix) 此規則相對其他可比較的海外司法管轄區更為嚴緊。
  - (x) 此規則修訂有損香港的競爭力。
  - (xi) 對資訊流有不良影響。
  - (xii) 諮詢過程不周。
  - (xiii) 贊成延長禁止買賣期的論點有偏差。

- (xiv) 財政期間結束並不代表董事就必擁有任何未經刊發的股價敏感資料。建議延長「禁止買賣期」並無理據支持。
  - (xv) 延長禁止買賣期應與縮短匯報期限及強制季度匯報的建議一併重新考慮。
  - (xvi) 延長禁止買賣期會增加發行人的行政負擔，令擬來港上市的公司卻步。
  - (xvii) 延長後的禁止買賣期可能會導致交易高度集中在年內某些期間，造成市場不穩定。
48. 上述意見大多數都未曾在《綜合諮詢文件》的回應中提出。

#### **接獲的意見及相關因素**

##### **(i) 經延長的禁止買賣期過長，特別是如果同時實行強制季度匯報建議**

###### 意見

49. 在呈交的意見當中，有人批評延長後的禁止買賣期過長，部分意見更認為如季度匯報成為規定，因延長禁止買賣期所產生的問題將更嚴重。公司如實行季度匯報，其董事的買賣就進一步受到限制。

###### 相關因素

###### **禁止買賣期過長**

50. 建議對這項規則作出修訂時，我們是考慮了如上所討論的背景情況，特別是市場認為舊有的 30 日禁止買賣期不足以減少人們對董事濫權的質疑，以及有跡象顯示公司董事越近舊有的禁止買賣期的開始日期就越傾向於進行買賣。
51. 贊成此項規則修訂的人士表示，現代資訊科技的使用令董事在某些情況下，可在遠早於舊有的 30 日禁止買賣期之前已知悉公司的財務表現。

###### **季度匯報的影響**

52. 須注意：現時所有創業板發行人及約 100 名主板發行人已實行季度匯報，而後者是自發性地執行的，主要是以之作為一項良好企業管治措施。

53. 如原定於 2009 年 4 月 1 日開始生效的經延長禁止買賣期在強制季度匯報實行後繼續適用，禁止買賣期將涵蓋年度、半年度及季度財政期間結束之後至相關期間業績公布之日的所有期間。首季及第三季度的禁止買賣期將由有關季度結束之日起，至業績公布之日止。
54. 對董事買賣的影響將視乎有關上市發行人公布相關業績的時間而定。如上市發行人選擇在季度匯報期的限期當日作出匯報，禁止買賣期將合共加長了 90 日。

#### **(ii) 市場流通量將減少**

##### **意見**

55. 在呈交的意見當中，大部份意見認為：

- (a) 長期禁止董事(可能還同時是大股東)進行買賣將削弱資金流動，對香港上市公司不利；及
- (b) 經延長後的禁止買賣期會減少交易量(因主要股東的交易量佔總市值一個相當的份額)；此類交易量是市場資金的重要來源，對股東價值亦有穩定及支持作用。

##### **相關因素**

56. 下述數據顯示董事交易並非大部分公司的市場成交的主要來源。
57. 下面表 F<sup>7</sup>顯示，由 2008 年 1 月 2 日至 12 月 18 日期間，就 42 家恒生指數成份股公司而言，董事(及其聯繫人)之股份買賣的加權比重僅佔所有交易量的 0.12%。就其中 32 家恒指成份股公司(佔所有恒指成份股 76%)而言，董事(及其聯繫人)交易量的比重佔這段期間市場成交量不足 0.1%。這段期間只有一家恒指成份股公司的董事交易量佔公司總成交量逾 2%。

---

<sup>7</sup> 數據由證監會提供。

表 F

42 隻恒指成份股：	恒指成份股數目	佔恒指公司的百分比
全無董事交易	15	35.7%
交易量低於 0.1%	17	40.5%
交易量介乎 0.1% 和 0.5% 之間	3	7.1%
交易量介乎 0.5% 和 1.0% 之間	3	7.1%
交易量介乎 1.0% 和 2.0% 之間	3	7.1%
交易量高於 2.0%	1	2.4%

58. 從更廣闊的角度看，可參考下面表 G<sup>8</sup>，該表顯示出主板及創業板公司 2008 年董事(及其聯繫人)之買賣情況。2008 年，62% 的公司、董事及其聯繫人都沒有買賣其所屬公司的股票，餘下 38% 的公司則其董事曾買賣其公司股票。在這 38% 公司當中，27% 的董事交易量低於 3%，只有 11% 的公司之董事交易量佔公司股份的市場成交量逾 3%。

表 G

2008 年曾買賣的所有公司：	公司數目			各欄相應百分比		
	主板	創業板	合計	主板	創業板	合計
全無董事交易	652	153	805	59%	78%	62%
交易量低於 0.1%	73	3	76	7%	2%	6%
交易量介乎 0.1% 和 0.5% 之間	85	8	93	8%	4%	7%
交易量介乎 0.5% 和 1.0% 之間	61	7	68	6%	4%	5%
交易量介乎 1.0% 和 2.0% 之間	63	9	72	6%	5%	6%
交易量介乎 2.0% 和 3.0% 之間	31	4	35	3%	2%	3%
交易量介乎 3.0% 和 10.0% 之間	51	6	57	5%	3%	4%
交易量高於 10%	87	5	92	8%	3%	7%
合計總數	1103	195	1298	100%	100%	100%

<sup>8</sup> 數據源自香港交易所資料。

**表 H**

2008 年曾買賣的所有公司：	百萬港元			各欄相應百分比		
	主板	創業板	合計	主板	創業板	合計
全無董事交易	0	0	0	0%	0%	0%
交易量低於 0.1%	476	0	476	2%	0%	2%
交易量介乎 0.1% 和 0.5% 之間	2497	14	2511	12%	7%	12%
交易量介乎 0.5% 和 1.0% 之間	2832	8	2840	14%	4%	14%
交易量介乎 1.0% 和 2.0% 之間	4828	10	4838	24%	5%	24%
交易量介乎 2.0% 和 3.0% 之間	1653	95	1747	8%	49%	9%
交易量介乎 3.0% 和 10.0% 之間	1223	45	1268	6%	23%	6%
交易量高於 10%	6690	19	6709	33%	10%	33%
合計總數	20197	192	20389	100%	100%	100%

59. 上面表 H 顯示，交易量低於 3% 的董事買賣的成交金額為 124.12 億元，佔有關公司股份的成交總額的 61%，而交易量高於 3% 的董事買賣的成交金額為 79.77 億元，佔有關公司股份的成交總額的 39%。
60. 另外，《主板規則》第 8.08 條(及創業板相應規則)規定，上市發行人須時刻符合最低公眾持股市量(大部分情況下均指已發行股本的 25%)。董事及其聯繫人的持股不計入最低公眾持股市量之內。換句話說，構成公眾持股市量的股份不包括董事或其聯繫人的持股，永遠不受禁止買賣期所限。因此，如沒有其他因素，上市發行人大部分股份在任何時候都能夠繼續自由轉讓及保持流通。
61. 同時，我們也明白控股股東可能具有為公司股份提供市場流通量、在市場上合法地承接買賣盤的角色，尤其是所謂三、四線的股份。但對於贊成延長禁止買賣期的人士來說，此角色被削弱不過是為香港追求更高企業管治水平以及令投資者對整體市場有更大信心的一項必要犧牲而已。

### (iii) 將失去對抗「股壇狙擊手」的一個防守性工具

#### 意見

62. 根據呈交的意見，延長禁止買賣期將使董事在禁止買賣期間面對「襲擊」時束手無策，以致「股壇狙擊手」可摧毀大小股東的價值，另主要股東未能買賣公司股份更可能帶來諸如敵意收購等干擾市場的行動。

## 相關因素

63. 如有控股股東覺得其公司股份的價值正受到不懷好意的人惡意摧殘，但其時適逢禁止買賣期，不難想像，其可能會出現情緒困擾及產生挫敗感，在「防衛」股價上自覺力不從心。更甚者，如他已將股票作為抵押品質押，股價下跌更可能令他要面對貸款人追收按金，雖則據我們所知，在被迫斬倉的情況下，股票售價多數會很低殘，故要追收按金貸款亦未必是銀行所樂見的情況。因此，市場都相信，限制董事自由買賣資產甚可能導致銀行出現三種情況：較不願意向其借貸、要求其提供更多抵押品或向其借貸時徵收溢價等。
64. 面對類似的情況，公司會採取的另一辦法就是購回股份。適用於公司購回股份的規則並未作出修訂。《主板規則》第 10.06(2)(e)條有關禁止公司在公布業績前 30 日內購回股份的規定未變。
65. 不論是國有還是家族控股，在香港上市公司中，由控股股東持有者數目眾多，由第三者策動的侵略性行動向來少之又少。事實上，過去兩年僅有一、兩宗企圖敵意收購的行動，而未經管理層股東同意而成功的收購近年來更根本從沒出現過。
66. 我們曾就公司年報的資料及按《證券及期貨條例》第 XV 部呈交的資訊披露進行分析。根據我們對 2008 年 12 月 31 日的 1,261 家聯交所上市公司的分析所得，約 65% 的公司似乎都由家族控制(即公司至少 20% 股權由個人或家族擁有，包括透過持有控股權的另一家公司擁有)。
67. 以其中一個罕見的個案為例：某基金在一家上市公司的管理層及控股股東不歡迎的情況下坐擁該公司大量股權，公司管理層及控股股東的「回應」是推出「盡力而為」的配股計劃，為業務所需進一步集資，而此舉勢將基金於公司的持股大量攤薄。配股計劃公布之後，基金隨即出售於該公司的股權。在經延長的禁止買賣期後，上市公司採取類似策略的能力不受影響，雖則公司董事必須確信公司有合理的集資需要。
68. 萬一真的出現敵意收購，《公司收購及合併守則》規定的時間表亦提供足夠時間讓其他股東作出回應，包括有足夠時間提出反對收購的建議。如業績將於要約期間公布，《公司收購及合併守則》規則 15.4 規定，受要約公司須於敵意收購方的時間表的第 39 天之前公布業績。當受要約公司刊發最新的業績時，禁止買賣期應已結束。另一選擇是，上市發行人可要求我們考慮豁免其遵守或修訂《標準守則》的規定。在敵意收購較頻密的英國，其收購守則及禁止買賣規定亦與我們相若，但據我們所知，其市場未有提出相同的憂慮。

**(iv) 將影響發行人在現時低迷的市況下集資的能力**

**意見**

69. 在呈交的意見當中，大部份意見表示延長後的禁止買賣期將剝奪(本身亦是董事的)控股股東為供股進行包銷(因可構成於禁止買賣期內買賣證券)的機會，削弱上市公司的正常集資能力。

**相關因素**

70. 我們進行的分析卻顯示，供股並非公司最常用的集資途徑。在 2008 年，就香港所有上市公司的集資來看，只有 3% 的資金來自供股或公開招股。
71. 要知上市公司的集資能力會否因延長禁止買賣期而受損，我們須考慮的相關因素如下。
72. 《上市規則》並不規定上市發行人在發行新股或新的證券時須遵守類似董事禁止買賣期的規定 (除非新股乃發給董事或其聯繫人，則須遵守《上市規則》有關關連交易的規定 )。市場亦普遍理解，發行人如未能準確披露最新資訊，不應要求投資者認購新股。發行新股這類集資活動可增加證券交易，有助保持市場資金流動。
73. 《上市規則》已作修訂(於 2009 年 1 月 1 日生效)，增設一項有關董事或其聯繫人之「交易」的例外情況，這有助促進新股發行。在這一項新納入《上市規則》的例外情況下，董事或其聯繫人可於禁止買賣期內以「先舊後新」方式配股為發行人集資。「先舊後新」的配股可獲准成為例外情況，是因為有關董事不會在行動中受益。公司可藉此在短時間內進行集資，也能避過因供股時間表較長而出現的市場不明朗因素。
74. 關於董事包銷股份這一環節，我們理解發行人在現市況下所要面對的困難。特別是，我們注意到發行人在集資方面可能有難度。就以供股而言，發行人可能難以找到願意承擔長期包銷風險的包銷商。在這些情況下，我們理解控股股東有時或須親自負責包銷。

75. 回應有關此事宜的查詢，我們先前已表明，如包銷協議是在非禁止買賣期內簽訂，則董事或其聯繫人完成或執行協議下的包銷責任，將不視作在「交易限制」範圍內的交易。不過，上市發行人須採取措施，以及確保獲邀參與供股的投資者在獲邀行使有關權利時擁有足夠有關上市發行人的準確最新資料。事實上，不論上市公司是打算在禁止買賣期內抑或非禁止買賣期內作任何股份發行，都必須遵守此一大原則。

**(v) 原擬出任發行人董事的獨立投資者將卻步**

**意見**

76. 在呈交的意見當中，少數意見表示：獨立投資者(例如持股甚多的長線股票基金)參與管理層及擔任董事的趨勢有增無減。延長禁止買賣期會增加流動性風險，減低擔任董事的意欲，最後損害香港金融市場的發展。
77. 延長禁止買賣期使董事的股份變成極不流通的資產，徒令董事沒有興趣購入其所出任董事的公司股票。

**相關因素**

78. 我們未察覺持股甚多的獨立投資者或機構投資者在參與管理層或出任董事方面有任何重大的趨勢。反之，好些大型機構(包括長期股票基金)認為，禁止買賣期夠長才可保障投資者。機構投資者最關心的是良好的管治及管理，以及穩固的業務表現。
79. 根據我們了解，多數機構投資者並不喜歡成為上市公司董事會的成員，因為參與了董事會之後，每當機構投資者準備買賣上市公司的股票時，其將需要考慮其代表董事是否擁有上市公司的股價敏感資料。即使確信沒有股價敏感資料，人們仍可能覺得該機構投資者的信息較市場更靈通，以致其進行任何交易均可能產生未符合企業管治最高水平的印象。
80. 不過，機構投資者擁有股價敏感資料或人們以為機構投資者擁有股價敏感資料這個情況，亦不一定構成交易障礙。有代表出任有關公司董事的機構投資者可利用其於董事會的影響力，促使發行人盡快向市場發布任何尚未公布的股價敏感資料，使其可盡快自由買賣股份。如上述分析不錯，又如果機構投資者出任公司董事確成趨勢，則延長禁止買賣期或會減少他們出任公司董事的意欲。

**(vi) 董事將不再樂意持有其出任董事的公司股票**

意見

81. 《標準守則》第 3 段所述的原則鼓勵上市發行人的董事持有發行人的股票，以示信心，及將本身利益與公司長期業績掛鈎。有意見認為，延長禁止買賣期違背此原則，因其並不鼓勵董事持有其所出任董事的公司股票。
82. 在呈交的意見當中，有些意見指，董事未能買賣其公司股票即其未能隨時隨意自由行使購股權，這就可能剝奪了董事將其應得收益變現的機會。

相關因素

83. 《標準守則》其中一項基本原則為董事最好能持有其所屬上市發行人的股票。有見及此，並加上本陳述所述的理由，董事實不宜為短線利益經常買賣這些股票。
84. 《標準守則》亦指出，董事可於特殊的情況下出售其所屬上市公司的證券，譬如董事要應付一項無法以其他方法解決的緊急財務承擔，便是特殊情況的一例。因此，如董事股東因目前市況關係在財政上要承受重大困難，亦有紓困的途徑。
85. 《標準守則》進一步為交易限制設有一個例外的情況：只要購股權協議在禁止買賣期之前簽訂，董事可行使已授予他並已既得的購股權。新訂的《上市規則》對此未有任何修訂。不過，我們亦明白董事未必想為此而承受一個固定的納稅義務。

**(vii) 對董事不公，亦將令擬出任董事、獨立非執行董事及非執行董事的人士卻步**

意見

86. 在呈交的意見當中，有些意見指，此規則修訂對董事、獨立非執行董事及非執行董事不公，因其等於懲罰董事，亦令擬出任上市公司董事的人士卻步。其他批評包括：
  - (a) 上市公司董事為求保持及改善股東回報已貢獻不少時間及專業知識。新的禁止買賣期進一步限制董事買賣其所屬上市發行人股份的自由，令具適當才能的人士不再有興趣出任上市發行人的董事；

- (b) 若董事每年大部分時間均未能買賣股份，將令其個人一項主要資產出現重大資金流動風險；
- (c) 新的禁止買賣期損及董事作為投資者的合法權利和功能；
- (d) 對持有股票多年的董事不公。董事購入股票時的理解是，除了每年兩個月的禁止買賣期外，其可隨時買賣有關股票；
- (e) 獨立非執行董事及非執行董事都認為，新的禁止買賣期對他們過於嚴苛，因為他們並未參與上市發行人的日常管理，而他們也未必可以取得管理賬目；及
- (f) 法律及《上市規則》的精神皆應在於公平競爭，不偏重任何組別的投資者。

#### 相關因素

- 87. 董事對公司有誠信責任，即其本身利益與其他股東的利益之間不可存有衝突或潛在衝突。董事通常在有關年度／期間結束後不久就知悉公司的業績表現，有時甚至可能更早。准許董事在此敏感時刻進行交易如同容許他們將本身利益置於可能與其他股東利益有所衝突之地。
- 88. 大部分香港上市發行人都是家族擁有，因此正常來說，家族持股大部分屬於長線及多數不會發生上述的利益衝突情況。
- 89. 獨立非執行董事及非執行董事與任何董事一樣，都具有相同的誠信責任，因此其利益不應與其他股東的利益存在衝突或潛在衝突。雖然與其他投資者不同，他們不涉及公司日常管理，但他們仍具有特權可取得未經刊發的公司資訊。

#### **(viii) 現行《上市規則》及內幕交易法例皆妥善及有效**

#### 意見

- 90. 在呈交的意見當中，有意見指出，《上市規則》載有足夠的條文為市場提供透明度及保障。論點包括：
  - (a) (i) 《上市規則》載有良好及可行的措施，可有效向公眾提供所需資料。《上市規則》第 13.09 條規定發行人須持續披露股價敏感資料，《標準守則》則禁止擁有未經刊發股價敏感資料的董事買賣股份；

- (ii) 《標準守則》禁止董事在未通知主席或董事會為此而指定的另一名董事及在接獲註明日期的確認書之前買賣股份。上市發行人須保存有關通知的記錄；
  - (iii) 發行人須在一個時限之內回應董事要求批准買賣股份的要求；董事亦須在接獲批准之後的一個時限之內完成買賣。有關時限可進一步防止董事在禁制期及當股價敏感事件發生時買賣股份；
- (b) 規管董事的證券交易活動並非屬《上市規則》的責任；
- (c) 《證券及期貨條例》有關內幕交易的條款已足以防範市場不當行爲；
- (d) 既然監管者的關注僅限於防止《證券及期貨條例》所述的內幕交易，禁止買賣期不宜劃一地擴闊至所有情況；
- (e) 證監會在執行內幕交易法例及規例方面一向很堅定，其行動近年來已導致多宗定罪；
- (f) 新規則旨在降低內幕交易風險，及減少「內幕交易存在」的市場觀感。此理據不符香港法治的原則，問題應從執法方面處理；
- (g) 在香港法例及規例下，公司董事較其他投資者更信息靈通，因而可能濫用職權，這是無法避免的事；
- (h) 如監管者擬加強內幕交易規例，較適當的做法是修訂《證券及期貨條例》；及
- (i) 在香港市場可能引起監管者關注的內幕交易，通常涉及個別交易及特殊的公司活動資料，少有關於財務業績者。

### 相關因素

91. 本陳述的開端已經提及，香港監管機構一向不認為上市發行人有定期就財務表現、前景及財政狀況向市場提供最新資訊的良好習慣。(見第 14 段)

92. 我們亦曾指出，很多董事的交易似乎都集中於上市發行人擁有大量未經刊發的財務業績資料的敏感期間。因此，我們質疑舊有的 30 日禁止買賣期能否充分回應投資者對董事及僱員等內幕人士所持的不良印象，即投資者認為這些內幕人士每於上市發行人刊發業績之前便可能利用所持的資訊圖利。(見第 34 段)
93. 就上文第(a)至(g)段而言，以下各點或亦須留意：
- 新規則旨在處理財務業績或其他重大股價敏感資料公布之前有關內幕人士涉嫌濫權的市場印象，其意在於清除或至少減少人們對公司董事及僱員濫權的懷疑或觀感，以加強投資者信心；
  - 內幕交易為《證券及期貨條例》所禁止，受到刑事及民事制裁。延長後的全新禁止買賣期旨在補足《證券及期貨條例》有關內幕交易的法定條款，不在取締或取代有關條款；
  - 透過防禦性的監管措施來培養良好的企業管治文化，這較倚重法制執行可能更為可取；
  - 董事股東不但有途徑取得其他人未能獲悉的資訊，其亦可能具有該等資訊發布過程的操控權。雖則「有途徑取得」資訊不代表「擁有」資訊，但董事股東與其他投資者之間已可能因此出現利益衝突情況。此利益衝突情況令人覺得市場可能已出現不當行為，這次的規則修訂正是要消滅這種印象。
94. 關於第(h)段，是否有需要檢討內幕交易法例與是否有需要檢討《上市規則》下禁止買賣期足夠與否，按理說是兩個截然不同的問題，應分開處理。
95. 關於第(i)段，董事若違反《證券及期貨條例》的規定而濫用有關個別交易(而非財務業績)的資訊圖利將受到相應的制裁，但這不代表《上市規則》其他方面的重要性較低。
- (ix) **此規則相對其他可比較的海外司法管轄區更為嚴緊**
- 意見
96. 在呈交的意見當中，有幾個意見指出，與海外規例比較，延長後的禁止買賣期更為嚴緊，並認為監管機構指澳洲及新加坡市場的情況不同之說欠缺說服力。

## 有關因素

97. 因公司的文化和常規不同，要公平地將不同司法管轄區的情況作比較並不容易。要將規則及規例在不同司法管轄區所可能產生的效力一一比較，需要考慮到其他可能影響該等司法管轄區的政策的決定因素，包括：

### (a) 股權架構

眾所周知，香港上市公司大部分是由家族擁有及管理。一般都或會認為，在家族控制的公司中，董事要買賣公司股份大致上都可以獲得主席批准。反觀新加坡及中國內地，大部分的大型公司都是國有企業，由專業人士管理。

澳洲、英國及美國公司亦多由專業人士管理，許多大型公司的股權架構也比較廣闊。

### (b) 財務匯報時限及市場常規

香港現行的《上市規則》中有關財務匯報的規定相對於有關司法管轄區（見上文第19段及附件I）已可說是較為寬鬆。此外，該等司法管轄區的市場常規亦令許多上市公司（尤其是大型上市公司）遠早於規定限期前便作出匯報。

### (c) 利用其他法例條文作為阻嚇

美國、英國及中國內地均採取措施，限制內幕人士在短期內買賣上市公司股份。

98. 現逐一探討這幾個司法管轄區的情況如下：

## 美國

### 在短期內買賣公司股份

99. 美國並無等同香港「禁止買賣期」的條文，但其法例實際上可收阻嚇董事及其他內幕人士在短期內買賣公司股份之效。

100. 普遍而言，美國上市公司的董事、高級職員及擁有任何類別股本證券逾10%的實益擁有人（統稱「內幕人士」）均須受《1934年美國證券交易法》(US Securities Exchange Act of 1934)（《證券交易法》）第16(a)條的申報規定及第16(b)條的「短線交易利潤追收規則」(short-swing profit recovery rules)所規限。第16(b)條規定，上述內幕人士若在任何少於六個月的期間內先買後沽或先沽後買公司任何股本證券（獲豁免證券及若干獲豁免交易除外）或涉及

任何此類股本證券的以證券為基礎的掉期協議，而從中獲得利潤，則概須將所得利潤交回公司，除非此證券或以證券為基礎的掉期協議是就早前已訂約的債務真誠地購入者，則作別論。

101. 若公司在股東提出要求後的60日內未能向受第16條規管的內幕人士提起訴訟，收回內幕人士違規進行短線交易圖利所賺取的利潤（或未能盡力提出檢控），則該股東可代表公司提起訴訟，但提起訴訟之日與有關利潤變現之日相隔不能超過兩年。
102. 公眾人士只要查閱受第16條規管的內幕人士根據第16(a)條的實益擁有申報規定呈交的存檔資料，即可看到有誰違反了短線交易圖利的規定。
103. 《證券交易法》第16(b)條是嚴格地執行的，而且不看受規管人士是否經證實利用或確實利用了重大而又未公開的資料，也不管是否出於真誠，受規管人士也必須承擔責任。所以，內幕人士進行交易時的真正意圖及實際上是否擁有或意識其擁有內幕資料都沒有關係。因此，這些條文與修訂後的《標準守則》中那加以延長的禁止買賣期一樣，均屬預防性質，同是適用於最有可能擁有內幕資料的人士，而不論交易是否根據內幕資料進行。

#### 非法內幕交易

104. 任何人士（即不單只是公司的行政人員或董事）若知悉有關公司證券的或公司本身的重大、非公開資料而參與公司證券的交易，又或向其他人士披露有關資料而該等人士利用該等資料進行交易，則其須受刑事及民事的罰款及懲罰，甚至可能會被判處監禁。
105. 為保障公司及其內幕人士免致要承擔內幕交易法下的責任，許多公司均設有固定的季度禁止買賣期，由其財政季度結束前的兩至四星期開始至該季度財務業績公告後的一至兩個交易日止。此外，許多公司均設有強制的預先審批程序，全年適用，不論其時是否屬禁止買賣期的生效期間。

#### 英國

106. 買賣限制載於其上市規則的標準守則內。
107. 受限人士（即負責管理公司的人士或公司僱員）若未有事先取得買賣批准，不得買賣公司任何證券。受限人士在「禁限期」內或被視為進行短線交易時，均不獲批准買賣公司任何證券。
108. 「禁限期」指任何「禁制買賣期」或任何存有構成公司內幕資料的事宜的期間。

109. 就年度業績而言，「禁制買賣期」是在初步公告年度業績或刊發年度財務報告前的60日，或有關財政年度結束之日起至發出業績公告或報告（視屬何情況而定）之日止（包括當日）期間（以較短者為準）。公司必須在每個財政年度結束後的4個月內刊發年度財務報告。
110. 至於半年度報告，「禁制買賣期」由有關財政期間結束時起至業績刊發之日止（包括當日）期間。半年度財務報告必須在有關報告的期間結束後盡快且不遲於兩個月內向公眾發布。
111. 對於進行季度財務資料匯報的發行人而言，在第一、第二及第三季度的業績公告前的「禁制買賣期」為30日，或由有關財政期間結束時起至公告之日止（包括當日）期間（以較短者為準）。
112. 因此，每半年度作一次匯報的公司的「禁制買賣期」共長達約120日，而每季度匯報的公司的「禁制買賣期」則共長達150日。
113. 英國在指定「禁制買賣期」方面的規定似乎比香港新延長的「禁止買賣期」寬鬆。在英國，最長的單一禁制買賣期僅為60日（年度業績）或兩個月（每半年匯報一次的發行人的半年度業績），而根據新的《上市規則》，香港主板發行人的禁止買賣期最長分別為4個月及3個月，而當這延長後的「禁止買賣期」實施後，有關期間可共長達7個月。然而，這只是理論上的最長禁限時間。若公司提早匯報，其「禁止買賣期」自會相應縮短。根據我們在表A的分析，恒生指數成份股公司的新延長「禁止買賣期」平均約為4.5個月。
114. 在發展完善的市場，大多數上市公司遠早於規定限期前已作匯報，及／或規定限期遠短於香港現行的規定；相較起來，香港上市發行人的匯報時間就傾向較遲，而這又令延長「禁止買賣期」產生更大的影響。
115. 唯有在公司待到《上市規則》所容許的最後一刻始作匯報的情況下，才會出現所謂的最長限制時間。如上文所述，據香港的經驗，所有上市公司中有35%是在《上市規則》所定限期前最後兩星期公布其年度業績，另外還有25%也是在限期前的一個月內始作公布。對於關注延長「禁止買賣期」的公司而言，它們大可視此為提早匯報的誘因。到頭來，「禁止買賣期」的時限某程度上還是公司自己所能控制的。儘管英國的「禁制買賣期」較香港新延長的「禁止買賣期」為短，但許多英國公司仍然會在指定限期前提早匯報，等同縮短了「禁制買賣期」；若香港的公司在延長「禁止買賣期」後也提早匯報的話，當也收同樣果效。

## 澳洲

116. 澳洲的法例並無禁止董事在「禁止買賣期」內進行交易。澳洲公司一般把「禁止買賣期」設定為在刊發年度或半年度業績之前。
117. 雖然澳洲並無「禁止買賣期」的規定，但根據澳洲證券交易所的《企業管治原則及建議》(Corporate Governance Principles and Recommendations)第3.2項，每家公司均預料要制定有關董事、高級行政人員及僱員買賣公司證券的政策，並要披露該政策或其摘要。例如，澳洲證券交易所作為上市公司，就定有關於董事、僱員、承判商及暫調員工買賣其證券的政策：此等人士每年只准在三段期間——公布半年度業績之日起計的五個星期、公布全年業績之日起計的五個星期以及公布股東周年大會舉行之日起計的五個星期——內買賣澳洲證券交易所的證券。
118. 2008年，澳洲證券交易所兩次檢討董事進行證券交易的情況，內容包括在報告所指的「禁止買賣期」內進行的交易；其所謂的「禁止買賣期」是指暫停辦理股份過戶登記之日至有關上市公司的半年度或全年業績公布之日的期間。
119. 澳洲證券交易所進行上述檢討後，澳洲國民對在「禁止買賣期」進行交易的問題有諸多討論，最後由澳洲政府在2008年12月要求檢討此方面的情況。澳洲退休金及公司法部長(Australian Minister for Superannuation and Corporate Law) Nick Sherry表達其關注，指出「在暫停辦理股份過戶登記之日至刊發業績之日期間交投活躍，有可能影響外界對澳洲市場持正操作的信心。從政策角度來看，此信心卻是維持澳洲作為投資目的地吸引力的支柱」。
120. 因此，在試圖以澳洲作可援先例時必須注意，單單依賴公司自行制定守則似乎並未能在自我監管與澳洲市場現時所尋求的施加規定之間取得適當平衡。現時還未能知道澳洲會否推行明確的「禁止買賣期」，又或即使推行，其所定時限長短亦屬未知之數，但財務匯報期甫結束即開始進入「禁止買賣期」，顯然是其中一個備受考慮的選擇。

## 新加坡

121. 規管證券交易的條文載於新加坡上市規則第1207(18)條，當中規定上市發行人須在年報內載有其有否遵守以下有關證券交易的最佳常規的聲明，並說明遵守方法：
  - (a) 上市發行人須自行制定及採納內部合規守則，以便就上市發行人及其高級職員買賣公司證券事宜向高級職員提供指引；
  - (b) 高級職員不得買賣公司證券以求短期獲利；及

- (c) 在公司財政年度首三季每個季度的財務報表公布前兩周，或在半年度或全年財政年度的財務報表公布前一個月（視屬何情況而定），至有關業績公布之日止期間，上市發行人及其高級職員概不得買賣上市發行人的證券。
122. 雖然上述條文的禁止買賣機制似乎不太嚴緊，但要注意的是：絕大部分的大型公司都是國有，因此看來並不需要採納正式的禁止買賣規則，以保障市場不受內幕交易的影響。
123. 此外，大部分新加坡公司都可以早至半年或全年財政年度結束後六星期便匯報業績。

## 中國

124. 由2006年1月1日起，中國《證券法》制定多項措施，以規管上市發行人董事、監事、高級管理人員及持有公司股份5%或以上的股東買賣公司股份。
125. 中國《證券法》第47條規定，上市公司董事、監事、高級管理人員、持有上市公司股份5%或以上的股東，(i)將其持有的該公司的股票在買入後六個月內賣出，或者(ii)在賣出後六個月內又買入，由此所得收益概歸該公司所有。此外，該等措施還包括：
- (a) 提供渠道，讓股東可在董事會未能應要求追回所得收益時透過司法程序追討；
  - (b) 要求董事會就其未能應要求追回所得收益共同及個別承擔責任；及
  - (c) 對在六個月禁止買賣期內進行證券交易的董事、監事、高級管理人員及持有公司股份5%或以上的股東施加行政責任，包括警告及／或處以人民幣3萬元以上10萬元以下的罰款。
126. 此條文背後的理據是，中國法律確認董事、監事、高級管理人員及持有公司股份5%以上的股東（中國法律視之為大股東）較公眾人士更容易取得上市公司的資料，因此，對此等人士的買賣公司證券加以限制，以維持市場公正持平。

**(x) 此規則修訂有損香港的競爭力**

意見

127. 在呈交的意見當中，有些意見表示，延長禁止買賣期將有損香港作為上市地的競爭力，亦嚴重損害香港國際金融中心及集資中心的地位。
128. 亦有論者表示，新規則將削弱有意在香港上市的公司的興趣。

相關因素

129. 《標準守則》載有最佳守則，其最關注的問題是公司財務業績及其他股價敏感重大資料公布之前一段期間內可能發生的失當行爲。《標準守則》向被視為有警惕董事及要員勿作不當的行爲，有其遏制作用，因此能提高香港上市公司的企業管治水平，增加投資者對香港市場的信心，而投資者信心又是香港成為國際金融中心及集資中心的基本因素。
130. 對個別上市公司來說，未能符合適當的企業管治水平不僅削弱投資者的信心，亦有機會令股東更加懷疑投資環境並不公平；在此不公平投資環境下，少數特權人士可利用內幕消息買賣圖利。投資者信心一旦失去，市場在財政上可能受到損害。投資者可能不再長期投資在有關公司，這樣就可能使公司更難在集資市場取得投資者的支持，以致公司的資金成本攀升。如投資者未能相信其獲公平對待，並決定避開若干上市公司的證券，則有關股份的流通量及估值均會大受影響。
131. 擬投資香港市場的外地投資者亦可能會因害怕此地的投資環境不公而卻步。要注意：外地投資者是香港維持國際金融中心地位及繼續朝此方向發展的重要元素。
132. 公司最後選擇在何地上市，可能根本不關董事買賣證券的限制收緊與否。反而，市場操守及投資者信心才是其主要考慮因素，因二者直接影響公司的集資能力。

**(xi) 對資訊流有不良影響**

意見

133. 在呈交的意見當中，有人問及延長禁止買賣期對資訊流的影響，即具體是問：在加長後的禁止買賣期內，董事是否不得與分析員及基金經理討論公司表現。

相關因素

134. 我們知道上市公司有時會實行所謂「休息期」。在這段期間，董事及高級管理層謝絕一切與分析員及傳媒會晤。原因之一就是要避免在財務匯報周期的敏感期間會見有關人士之後，惹來外界及監管機構對其曾否選擇性披露潛在股價敏感資料的疑慮及查問。
135. 香港《上市規則》並不禁止有關會晤。若要減低疑慮，上市公司首先須確保其一直遵守持續披露的責任。為免監管者擔心其向分析員及基金經理作出選擇性披露，上市公司可考慮在「休息期」之前或「禁止買賣期」之前發布一份業務簡報。這辦法應可減輕對資訊流的潛在憂慮。
136. 我們刊發的《股價敏感資料披露指引》(「《指引》」)就如何處理與分析員的會晤提供具體指引。《指引》第 24 段指明，若回答分析員問題的內容個別地或綜合起來後會等同於提供了未曾發布的股價敏感資料，發行人即應拒絕回答。此外，遇有分析員施予壓力，要求提供或評論一些資料或數據，在提供或評論這些資料或數據可能牽涉發放未曾發布的股價敏感資料的情況下，董事亦應堅拒作答。
137. 上段主要源自《指引》第 4 段所述的原則及準則，包括：
- 在公布有關資料前，發行人董事必須確保資料絕對保密。
  - 有關資料應向整個市場披露，使所有市場使用者均可以同時知悉同樣的資料。「股價敏感資料」不得選擇性地向發行人及其顧問以外的人士披露，以致任何人士或任何類別人士在證券買賣上得以處於有利位置。
138. 公司董事是否不得與分析員討論公司業務表現，要視乎有關情況是否違反上述指引、指導原則及準則。這些討論是否在延長後的禁止買賣期內進行並非問題所在，而是發行人任何時候都有責任披露未曾發布的股價敏感資料及不得選擇性披露。

## (xii) 諮詢過程不周

### 意見

139. 在呈交的意見當中，有些意見表示諮詢過程不周，理由如下：

- (a) 反對數目並非無關重要，諮詢結果未夠全面；
- (b) 市場上還有很大部分人士對結果大有保留；
- (c) 《綜合諮詢文件》包括太多事宜，發行人未必能就所有事宜發表意見；
- (d) 諒詢過程太倉卒，方向太廣泛；
- (e) 延長禁止買賣期是具有重大影響的事情，上市公司董事卻未獲特別諮詢；
- (f) 未有充分與上市公司及公眾進行溝通，確保他們對建議有充分認識而能夠作出回應或按意願提出反對；及
- (g) 公布諮詢總結前並無披露諮詢回應，期間亦無詳細分析反對意見所代表的市場人數及範圍。

### 相關因素

- 140. 諒詢期於 2008 年 4 月 7 日結束。我們共收到 105 份回應意見，回應者來自多個不同界別，包括上市發行人、市場從業人士以及專業及業界組織等等。除一名回應者要求不公開其意見外，其餘所有回應者的意見均已於 2008 年 4 月及 5 月登載在我們的網站上供公眾參考。
- 141. 諒詢期由 2008 年 1 月 11 日公布《綜合諮詢文件》時開始，為期約三個月。我們已致函所有上市發行人的授權代表，通知他們有關刊發《綜合諮詢文件》事宜，並請他們發表意見；該函件亦已登載在我們的網站上。透過我們的辦事處，上市發行人、業界及專業組織以及市場從業人士已獲發給或已向我們索取《綜合諮詢文件》的印刷本逾千份。
- 142. 諒詢期內，《綜合諮詢文件》討論的事宜(包括禁止買賣期的事宜)亦是多間機構主辦的多個研討會的課題，我們亦有派員到場發表演說。
- 143. 有關的規則修訂同是根據以往採納規則修訂的正常程序，經過適當的步驟而作出。
- 144. 因應個別的論點，我們的意見如下：

(a) 反對數目並非無關重要，諮詢結果未夠全面

145. 諒詢(不論是公開諮詢還是閉門諮詢)的主要目的在於改善決策，確保所有決策皆有良好的根據，決策者已顧及受影響人士的意見和經驗，並考慮過其他方案，始作出切實可行的新安排。諮詢的過程就是為了權衡雙方論點的優劣。純以數目多寡為準可令結果扭曲。試想，一人或一家公司的意見算一名回應者，但一組公司或一個專業或業界組織的意見亦算一名回應者。

(b) 市場上還有很大部分人士對結果大有保留

146. 如上文所述，有關的規則修訂是經過仔細研究雙方論點之後得出的結果。

(c) 《綜合諮詢文件》包括太多事宜，發行人未必能就所有事宜發表意見；

147. 《綜合諮詢文件》載有逾 40 項建議，歸納為 18 項具體政策事宜及若干非主要規則修訂。

148. 《綜合諮詢文件》所載的事宜源出多處，都是經過一段時間所產生。為了提高諮詢效率，我們將要諮詢的不同政策事宜放進同一份文件中。

149. 有關事宜按相關《上市規則》的先後次序排列。載有「禁止買賣期」條款的《標準守則》位於《主板上市規則》附錄十，是諮詢文件的事宜 18。

150. 將政策事宜分刊於不同的諮詢文件是否就更易吸引發行人回應，這仍屬未知之數。

(d) 諒詢過程及規則修訂的執行過於倉卒，方向過於廣泛；

151. 諒詢過程依照適當的既定程序進行，為期約三個月。

(e) 延長禁止買賣期是具有重大影響的事情，上市公司董事卻未獲特別諮詢；

152. 諒詢的目的在於尋求市場各界別人士的意見。我們未有特別針對董事進行諮詢。儘管如此，在《綜合諮詢文件》刊發後，多個業界及專業組織先後發行刊物及舉辦研討會，我們亦就《綜合諮詢文件》的刊發通知所有上市發行人的個別授權代表。上市發行人的授權代表一般為上市發行人的董事或公司秘書。

(f) 溝通不足 及 (g)公布諮詢總結前並無披露諮詢過程，期間亦無詳細分析反對意見所代表的市場人數及範圍。

153. 除在我們的網站上刊發《綜合諮詢文件》及所有回應(除一份外)外，我們亦特發信通知每名上市發行人，邀請他們提供意見。此外，諮詢文件的內容(包括禁止買賣期的事宜)在本地傳媒有廣泛報道，亦是業界及專業組織多個研討會的課題。對於反對意見所代表的市場人數和範圍，我們的分析已有顧及。

**(xiii) 贊成延長禁止買賣期的論點有偏差**

**意見**

154. 延長禁止買賣期可鼓勵公司提早作出匯報的論點有偏差：

- (a) 指延長禁止買賣期可鼓勵上市發行人提早作出匯報，猶如指上市發行人董事趕快公布發行人的業績是為了可盡快買賣發行人的證券，這種對上市發行人董事的誠信有所不信任的看法是不公平的；
- (b) 指要加長禁止買賣期是因為上市公司往往不到最後限期不作匯報是不負責任的說法。編制準確的管理賬目固然需要時間，核數師也不是隨時候命，而是他們通常先完成重要大客戶的核數工作，然後才有時間理會其他；及
- (c) 要鼓勵上市發行人提早匯報財務業績，最好是修訂刊發財務業績的時限。如匯報限期縮短，禁止買賣期將毋須延長。

**相關因素**

155. 關於上文(a)段，我們一直都只將之當作一個或可能見的效果，從來不曾認為那就是足以使我們修訂有關規則的因素。

156. 上文(b)段並非我們所發表的意見。我們說的是，與英國的情況比較，香港上市發行人傾向在接近《上市規則》規定的限期時始匯報業績(見上文第 20 至 24 段的分析)，如發行人可早於限期作出財務匯報，其禁止買賣期可以縮短。就這點而言，我們亦注意到有人提出說，部分較小型的發行人即使想提早作出財務匯報，亦可能難以在核數師行提供服務的時間上獲得配合。

157. 有關上文(c)段，請參閱前面有關縮短匯報限期建議的討論(見上文第 18 至 26 段)。

(xiv) 財政期間結束並不代表董事就必擁有未經刊發的股價敏感資料。建議延長「禁止買賣期」並無理據支持。

#### 意見

158. 在呈交的意見當中，有一兩份意見書表示，董事要到真正進行財務匯報前約一個月的時間才會知悉有待公布的股價敏感資料。另外，有一份意見書則指，制定新的禁止買賣期涉及太多主觀判斷和人為因素。現實中，管理層早於財務期間結束之前一段時間已知悉公司的財務業績。

#### 相關因素

159. 市場普遍的看法是，與公司賬目有關的屬於尚未公布的股價敏感資料可於多種情況下產生，包括當上市發行人編制指定結構形式的披露資料，如定期財務報告、通函及上市文件的時候。投資者相信，當上市發行人編制此等指定的披露文件時，上市發行人就會得悉一些先前尚未為高級管理層及董事所知的重大資料，又或公司發展過程中有關事宜或財務趨勢的資料到此時候亦可能已確定為重大資訊。
160. 上市發行人須知道，在編制此等披露文件特別是定期財務資料時，可能會出現《主板規則》第 13.09(1)條規定要披露的重大資料，同時，上市發行人不得將潛在的股價敏感資料留待公布指定披露文件時才一併發布，而是要即時另行披露，以提請市場注意。

(xv) 延長禁止買賣期應與縮短匯報限期及強制季度匯報的建議一併重新考慮

#### 意見

161. 與其現在引入加長版的全新禁止買賣期，不如將此規則修訂連同其他有密切關係的題目一併重新考慮；有關題目包括應否在香港引入季度匯報，以及禁止買賣期與縮短年度及中期業績公布限期的時間表之間的關係等。

### 相關因素

162. [如強制季度匯報落實，禁止買賣期的修訂建議或可獲得支持。我們請上市委員會就此發表意見。]

(xvi) 延長禁止買賣期將增加發行人的行政負擔，令擬來港上市的公司卻步  
意見

163. 英國於 2007 年修訂其標準守則，取消對「內幕僱員」的交易限制，因這些所謂內幕僱員動輒數以百計，發行人要記錄名單又要監管他們的買賣活動，行政負擔不謂不重。現在香港卻建議延長禁止買賣期，上市發行人要確保其董事及無數其他人士(董事的家屬成員、受託人及投資經理等)每年最多七個月均遵守買賣規定，與英國目前的趨勢正正背道而馳。行政負擔增加，或會嚴重打擊公司選擇香港作為上市地或註冊地。

### 相關因素

164. 上市發行人的行政負擔不但不會因這規則修訂而大增，反而或會有所減輕，因為修訂後的禁止買賣期完全在預測之內，公司上下人盡皆知。

(xvii) 延長後的禁止買賣期可能會導致交易高度集中在某些期間，造成市場不穩定  
意見

165. 禁止買賣期不僅影響發行人董事，亦影響其直系親屬成員、受託人及投資經理。由於香港大部分上市發行人的年結均在 12 月底，多類人士均只能夠在若干共同的自由買賣時段內出售股份。這可能導致這些期間出現大量交易，造成市場不穩定。

### 相關因素

166. 我們的分析顯示，董事及其聯繫人的交易僅佔市場資金流動一個很小的百分比(見上文表 F 至 H)。另請參閱上文第 72 至 75 段有關上市公司集資的能力。

香港交易所上市科, 二零零九年二月

## 附件一

表3：現行《上市規則》與其他國際證券市場有關定期公布財務資料的期限比較（2007年7月31日）

刊發的文件	香港聯交所			上海及深圳 證券交易所 (《中國證監會 通知》)	紐約 證券交易所 (《美國證券交易 委員會規則》)	倫敦 證券交易所 (《英國上市 管理局規則》)	法蘭克福 證券交易所 (《交易所 規則》)	多倫多 證券交易所 (《上市手冊》)	東京 證券交易所 (《證券及 交易法》)	澳洲 證券交易所 (《上市規則》)	新加坡 證券交易所 (《上市手冊》)
	主板 (《上市規則》)		創業板 (《上市規則》)								
	建議	現時	現時								
1. 年度業績	90 日 (3 個月) (經審計)	120 日 (4 個月)	90 日 (3 個月)	120 日 (4 個月)	大型加快 <u>披露公司</u> : 60 日 其他加快 <u>披露</u> <u>公司</u> : 75 日 其他: 90 日 (經審計) (表格 10-K) <b>(註 1)</b>	120 日 (經審計)	120 日 (4 個月)	90 日 (經審計)	90 日 (3 個月)	60 日 (經審計或審閱)	45 日 (未經審計)
2. 中期業績	60 日 (2 個月) (未經審計)	90 日 (3 個月)	45 日 (未經審計)	60 日 (2 個月)	所有加快 <u>披露公司</u> : 35 日 其他: 45 日 (未經審計) (表格 10-Q) <b>(註 1)</b>	60 日 (未經審計)	60 日 (2 個月)	45 日 (未經審計)	90 日 (3 個月)	60 日 (經審計或審閱)	45 日 (未經審計)
3. 季度業績	45 日 (未經審計)	不適用	45 日 (未經審計)	30 日 (1 個月)	所有加快 <u>披露公司</u> : 35 日 其他: 45 日 (未經審計) (表格 10-Q) <b>(註 1)</b>	<b>(註 2)</b> (DTR 4.3)	60 日 (2 個月)	45 日 (未經審計)	45 日 (經核數師審閱)	30 日 (1 個月)	45 日 (未經審計)

表 3 (續)

註 1	<p><u>大型加快披露公司</u>：在美國的定義是，發行人由非聯屬人士持有具投票權及不具投票權的普通股權的總計全球市值至少達 7 億美元，即屬此列。</p> <p><u>加快披露公司</u>：發行人由非聯屬人士持有具投票權及不具投票權的普通股權的總計全球市值至少達 7,500 萬美元但不超過 7 億美元，即屬此列。</p> <p><u>其他發行人</u>：不符合《美國證券交易法》有關加快披露公司的定義的發行人；其可繼續按 90 日的期限呈交年度報告及按 45 日的期限呈交季度報告。</p> <p>聯屬人士的定義為某指定人士的「聯屬人」或與之「有聯屬關係」的人士；該名人士直接控制或透過一個／多個中介人士間接控制該指定人士，或被該指定人士所控制，或與該指定人士受到共同的控制。</p>
註 2	<p>根據《披露及透明度規則》(Disclosure and Transparency Rule)第 4.3 條，在倫敦證券交易所上市的公司均須在刊發年度及中期業績之間的六個月期間內編制兩份中期「管理層報告」。編制該等報告的時間不得早於該六個月期間開始後的 10 個星期，亦不得遲於該六個月期間結束前的六個星期，並須載有由有關六個月期間開始至報告刊發日期期間的資料。報告須提供下列內容：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－闡釋在有關期間內已發生的重要事件及交易，並說明這些事件及交易對發行人財務狀況的影響；及</li> <li>－概括說明發行人在有關期間內的財政狀況及財務表現。發行人毋須呈交資產負債表或損益表。</li> </ul> <p>《披露及透明度規則》適用於 2007 年 1 月 20 日或之後開始的會計年度。上市發行人如沒有提供季度財務報告，就要提供季度「管理層報告」。</p>
註 3	<p>根據東京證券交易所網站的資料，由 2008 年 4 月 1 日或以後開始的會計年度起，在東京證券交易所上市的公司將須刊發季度財務報告，報告內須包括綜合資產負債表及綜合損益表。</p>
註 4	<p>上市公司須在會計年度結束後四個月內將年報送交澳洲證券交易所（規則第 4.7 條）及公司的普通及優先股持有人（規則第 4.6 條）。</p>
註 5	<p>上市發行人須於股東周年大會舉行之前至少 14 天向股東及新加坡證券交易所送交年報，送交日期無論如何不得遲過發行人會計年度結束後三個月（規則第 707 條）。</p>