

香港证券主板市场* 停复牌制度浅析

——兼与《上海证券交易所股票上市规则》

相关规定的比较

范志鹏**

摘要:停复牌是上市公司信息披露制度的主要内容之一,直接关系到信息披露公平、交易效率等市场核心问题。香港证券交易所主板市场停复牌制度有其特色,在比较香港主板市场停复牌制度和上海证券交易所停复牌制度基础上,对香港主板市场停复牌制度合理内容予以借鉴,将有助于提高内地证券市场效率,提高境内证券市场监管协调。

关键词:香港主板市场 停复牌制度 上市公司

停复牌作为上市公司信息披露制度的主要内容之一,直接关系到信息披露公平、交易效率等市场核心问题。随着内地与香港证券市场的发展和不断融合,对香港证券市场停复牌制度的研究、比较和借鉴,将在提升内地证券市场效率,完善境内

* 香港证券主板市场是指由根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》的规定发行上市,并接受其监管的上市公司所组成的证券市场。

** 上海证券交易所公司管理部高级经理。

外证券市场监管协调等方面起到积极作用。

香港证券主板市场停复牌制度的主要规定来源于《香港联合交易所有限公司证券上市规则》(以下简称《MBR》)总则部分第6章第6.01-6.09条以及《第11项应用指引——停牌及复牌》(以下简称《11号指引》),内容涉及停复牌原则、停牌的权力、常见的停牌原因和复牌等方面。

一、香港证券主板市场停复牌的主要原则

《MBR》第6.01条阐明了香港联合交易所有限公司(以下简称联交所)对于停复牌问题的基本原则,即:为保障投资者或维持一个有秩序的市场,无论是否应上市公司的要求,联交所均可在其认为适当的情况及条件下,随时暂停任何证券的买卖。

对于保障投资者或维持一个有秩序的市场,可以从三个方面来理解:

(一)在股价敏感资料公开披露前,根据保密原则,相关证券应该停牌,直至披露后复牌

这一原则的关键是确定有关信息是否属于股价敏感资料。只有公司认为有关信息构成股价敏感资料并被联交所认可,公司才需要在披露前申请停牌。比如在处理一个市场传闻是否需要停牌时,公司需要首先判断该传闻是否构成股价敏感信息。通常情况下,如果传闻不是事实,则联交所不会接受有关传闻构成股价敏感资料进而需要停牌的申请,而只会要求公司尽快地发布有关澄清公告。只有在传闻属实的情况下,公司才应当在确认有关传闻并充分披露信息前申请停牌。

《MBR》第13.09(1)条规定股价敏感资料包括以下三种情况:
(1)供有关机构、人士及公众人士评估公司的状况所必需的资料;
(2)避免其证券的买卖出现虚假市场情况所必需的资料;(3)可合理预期会重大影响其证券的买卖及价格的资料。

(二)在股价敏感资料的披露过程中,应确保以适当、公平的方式进行,避免信息不对称

《11号指引》第5项规定,上市公司的董事不但要确保未经公布的股价敏感数据得以适当保密,还要确保该等数据是以适当、公平的方式披露,从而维护市场的整体利益,而并非只顾及一小撮人或个人的利益。联交所如认为有人不适当运用股价敏感资料,将会下令停牌。

(三)停牌时间应尽量缩短,以维持一个公平而持续运作的市场

《MBR》在第6.02条附注(1)、第6.05条等多处强调:只有在衡量有关各方的利益并认为必要的情况下,方可采取停牌措施。在大多数情况下,上市公司发出公告比不适当或不合理的停牌更为可取,因为后者会妨碍市场的正常运作。同时,对于任何证券的停牌,其时间应尽可能短。

在这一原则下,联交所对于上市公司信息披露充分性的把握表现出明显的特点,就是在面对不确定信息时,更倾向于要求公司充分披露有关事项的不确定性及风险,而不会等待相关信息全部确定后再要求公司披露。

二、香港证券主板市场停牌的权力与实施程序

《11号指引》第3项列明了上市公司可以申请停牌的原因,但同时规定有关申请必须获得交易所的批准,不存在上市公司可以自行决定停牌的情况。此外,《11号指引》第6项明确了《MBR》关于停牌的规定不影响香港证监会有关停牌的法定权力。因此,香港证券主板市场有权作出停牌决定的只有联交所和香港证监会。

联交所作出的停牌决定,可以应上市公司申请,也可以是自行决定。实践中,绝大部分停牌都是由上市公司申请,经联交所批准作出。联交所主动作出停牌决定的情况极少,原因在于:(1)《MBR》所规定的需要联交所主动停牌的情况实际很少发生;(2)更主要的原因是停牌决定直接影响到市场交易乃至上市公司的市场形象,如果未经与上市公司的沟通而直接停牌,虽能保证交易所监管的权威性,但可能会影响

交易所与上市公司之间的关系,甚至产生不必要的法律风险。因此,即使是交易所认为需要停牌的情况,比如联交所认为上市公司没有足够的业务运作或相当价值的资产,以保证其证券可继续上市时,往往也不会主动停牌,而是采取各种措施要求上市公司确认自己不再适合上市而主动申请停牌。

三、香港证券主板市场停牌的原因

从类型上划分,停牌大部分是由上市公司主动提出申请经联交所批准,小部分可由联交所直接作出决定。

1. 对于允许上市公司申请停牌的原因,《11号指引》第3项一共列举了7种情况:

(1)上市公司不能于某个时间披露某项股价敏感资料,而交易所接纳上市公司提交的理由;

这是最为常见的停牌原因。具体而言,如果公司能够预计到交易时间内会有股价敏感资料发生,比如约定上午11点签订一项重大合同,而又无法在签订合同后立即披露,则应该在当日交易开始前申请停牌。如有关事项事前无法预知,则应当在事项发生后立即向联交所申请停牌。

(2)上市公司接获某项收购要约,但只在原则上就有关的条款(主要指收购价格)达成协议,还须与一名或多名主要股东^①商议并获得其同意。一般而言,只有在事前未作出公告的情况下,方可采取停牌措施。在其他情况下,应按照《MBR》第2.07C条的规定公布收购要约的详情。如不能公布收购要约详情,则应按照《MBR》第2.07C条的规定发出一项公告,说明上市公司正与有关方面进行商议,并且他人可能因此而发出收购要约,而不应要求停牌。

^① 主要股东(substantial shareholder)是指有权在公司股东大会上行使或控制行使10%或以上投票权的人士。

(3)为了维持一个有秩序的市场。

这一原因的表述十分原则,其目的主要还是为防止市场因为信息不透明而混乱。比如市场出现有根据的传闻,而公司出于某种原因无法及时发布澄清公告,则应该以此为理由申请停牌。即使上市公司没有及时申请停牌,大部分情况下,联交所也会根据这一原则与上市公司进行沟通,要求公司主动申请停牌。

(4)须予公布的交易达到某个程度,例如上市公司的性质、控制权或结构出现重大的改变,以致上市公司必须公布所有有关资料,以便投资者实际评估有关证券的价值,或该项交易需要股东予以批准。

对于特定交易披露前的停牌,有些情况与第1项所述原因重合。不过,有些须予公布的交易本身可能不被公司认为是股价敏感资料,从而使得公司有理由不以第1项原因申请停牌。为避免因对股价敏感资料判断不同所引发的有关停牌申请的分歧,联交所直接从交易本身的角度对停牌作出了要求。

(5)上市公司不再适合上市,或成为“现金资产公司”。

上市公司通过资产收购重组后,其业务可能被联交所认为不适合上市,比如一家上市公司在被收购后的主营业务由医药变更为博彩业,就可能被联交所认为其业务不再适合上市。《MBR》第8.05C条以及14.82条规定:如上市公司(投资公司除外)全部或大部分资产为现金或短期证券,该上市公司一般不会被视为适合上市,这一类型的公司即为现金资产公司。

(6)上市公司被接管或清盘。

(7)上市公司确认未能根据《上市规则》履行披露定期财务资料的责任。

另外,在停牌期间,有关证券的上市公司有责任就其所知向交易所提供所有有关的信息,以使联交所得以在掌握有关信息的情况下,决定上市公司证券的停牌是否仍然是适当的。上市公司当初申请停牌时所持理由的任何变化,以及上市公司希望联交所在决定应否继续停牌时应加以考虑的其他信息,均应该及时通知联交所。

2. 除上述可以由上市公司提出申请的停牌原因外,联交所在以下情况下,可以直接作出停牌决定:

(1)上市公司因上市证券价格或成交量的异常波动或其他问题,需要作出解释,而联交所未能实时联络到上市公司,以确认上市公司并不知悉有任何事宜或发展,会导致或可能导致其上市证券价格或成交量出现异常波动;或者发行人延迟刊登一则根据《MBR》第 13.10 条以及(如适用)有关上市协议“对查询的回应”纲目下所规定的格式的公告;

(2)市场内股价敏感资料发布不公平或有所外泄,导致上市公司上市证券价格或成交量出现异常波动。

四、香港证券主板市场的复牌

已停牌证券的复牌,包括上市公司发布经联交所认可的公告后复牌和联交所主动复牌两种情况。

(一)一般情况下,上市公司有义务在停牌后尽快提交一份适当的公告初稿,供交易所审阅。待上市公司刊登适当的公告或符合若干指定的规定后,复牌申请将得到批准

比如因等候披露股价敏感资料公告而暂时停牌的,上市公司作出有关公告后即可复牌。特殊情况下,如《MBR》第 14.84 条所规定的上市公司因为业务不适合上市而停牌的情况,只要上市公司经营有一项适合上市的业务,即可向交易所申请复牌。交易所会将其复牌申请视为新申请人提出的上市申请加以处理。如该项停牌持续超过 12 个月,或联交所认为有需要的其他情况,可能会取消上市公司的上市资格。

(二)联交所主动复牌,主要是指上市公司未能按规定刊登公告,可能导致联交所自行发表公告,而证券将在上市公司并无刊登公告的情况下复牌

根据《MBR》第 6.08 条规定,联交所在行使上述权力前,必须先行给予停牌证券的上市公司按照《MBR》第 2.07B 条规定提起聆讯的机

会。根据相关资料,^②联交所主动复牌的案例虽未实际发生过,但在2006年的一宗个案中,上市委员会与有关公司会面时,该公司已停牌约两周,并已就一项会对其一家海外上市附属公司及一家海外上市联营公司构成影响的重组刊发公告。该公司已寻求批准继续停牌,以便落实其重组条款。上市委员会认为,有关公告已向市场提供充足资料。这些资料使得该公司股份能在公平有序的基础上买卖,因而最后决定联交所应在当时情况下行使此项权力。不过,该公司之后同意实时复牌,联交所并未正式行使有关权力。

五、上海证券交易所停复牌制度与香港的主要差异及其分析

通过比较上海证券交易所(以下简称上交所)与联交所上市规则的列举性规定,双方在停盘具体原因、停牌时间长短等方面的差异显而易见:比如沪市存在上市公司召开股东大会的停牌,而香港没有;沪市常见的股价异常波动公告,无论公告内容,均在公告当日开盘时停牌一小时,而香港只有在发觉股价异常波动,经询问公司确认存在重大未披露信息时才会停牌直至公司公告,且一旦公告就立即恢复交易等。

对这些具体差异的简单列举式分析,无法解答市场对两地差异存在的原因及其未来变化趋势的疑惑,更不是两地规则孰优孰劣的判断依据。其关键在于需要把停复牌制度与整个信息披露制度乃至证券市场的整体状况结合起来分析。因为停复牌制度不是单独存在,其目的是让投资者在停牌期间有机会获得对称的信息,维护市场交易公平。这一层面上,两地的差异主要体现在以下四个方面:

(一)信息披露充分性与停复牌的关系不同

1. 两地在处理上市公司披露不确定信息后的停牌政策不同

所谓不确定信息,是指具有多种可能性,对上市公司的影响不确定的事件,比如商业谈判等。在香港市场,上市公司如果需要发布一项不

^② 参见 http://www.hkex.com.hk/chi/listing/listcomrpt/documents/annualrpt_2006dec_c.pdf, 2010年10月4日访问。

确定信息,联交所倾向于要求公司向市场充分提示该事件结果的不确定性及其风险,而不会同意公司停牌。而上交所的常见措施是停牌,直至不确定性消除后公司公告时复牌。比如在2007年中国铝业吸收合并包头铝业案例中,中国铝业在筹划阶段向沪港两地交易所申请停牌均得到批准。而待中国铝业披露公司正与包头铝业商谈有关吸收合并事宜,具体方案未定时,公司股票在两地交易所的复牌就有所不同了。香港地区方面,公司披露了有关商业谈判及谈判具有不确定性后,即被复牌。而上海市场对于同样的内容,则被继续停牌,直至与包头铝业的谈判形成初步结果并发布公告后复牌。

需要特别说明的是,在香港证券市场的停牌获得联交所批准后,对于不确定信息的披露时点,公司掌握有较大的主动性,而何时披露直接关系到复牌的时间。对比2007年中国远洋非公开发行及收购控股股东资产一案与同年东方航空非公开发行引入新加坡航空战略投资者一案,两者在香港因有股价敏感信息未能披露而申请停牌后的最大差异在于前者主动披露了有关不确定性后得以复牌,而后者基于自身考虑未采取披露不确定信息复牌的做法,而是一直待信息确定后披露并复牌,这使得后者的实际停牌时间远远长于前者。

2. 对于市场传闻的停牌政策不同

一般情况下,联交所会首先与传闻相关的公司取得联系,除非公司确认该传闻属于股价敏感信息应该停牌,否则在与公司联络等待回复过程中,以及公司答复该传闻不属实并要求公司在交易时间内发布澄清公告的过程中,公司股票均不停牌。

根据2008年修订发布的《上海证券交易所股票上市规则》(以下简称《上市规则》)第12.7条规定:“公共传媒中出现上市公司尚未披露的重大信息,可能或者已经对公司股票及其衍生品种的交易价格产生较大影响的,本所可以在交易时间对公司股票及其衍生品种实施停牌,直至公司披露相关公告的当日开市时复牌。”据此,观察近期沪市发生的开盘紧急停牌案例,在公共传媒中出现上市公司尚未披露的信息,且可能对公司股票交易价格产生较大影响,上交所对于公司股票作出的停牌决定与该传闻的真假并无直接关联。

由此可以清楚地看到对于一个市场传闻,联交所只有在上市公司

确认传闻属实且属于股价敏感资料时,才会应上市公司申请在有关公告披露前停牌,其他情况均不停牌。而上交所在发现该市场传闻,并认为传闻可能对股价产生较大影响时就会直接作出停牌决定,不存在联络公司,等待其确认消息真假后再决定停牌的问题。

(二) 两地对于以提醒投资者关注为主要目的的停复牌处理不同

香港市场原来并无以提醒投资者关注为目的的停复牌制度,但随着联交所推出的上市公司信息披露电子化,《MBR》也增加了以提醒投资者关注为目的的停牌,但这种停牌与上交所在上市公司披露某些特定公告时实施的例行停牌区别很大。《MBR》规定,如果上市公司在交易日上午6点至9点发布股价敏感资料,有关证券停牌半天。可见,香港市场因信息披露时间的特殊性,而新增了提醒投资者关注的停牌,以保证市场主体在信息发布当日交易开始前,有足够的时间了解并消化相关信息;而上交所是因信息披露内容的特殊性而实施了提醒投资者关注的停牌。

(三) 两地为预防内幕交易,加强内幕信息管理而实施的停牌政策不同

在内地市场,为预防内幕交易,加强内幕信息管理,对于上市公司重大资产重组,相关规则规定,由公司筹划的重大资产重组,上市公司应当最迟在向公司董事会发出董事会会议通知前向交易所提出股票连续停牌申请,直至按照《上市公司重大资产重组管理办法》的规定披露重大资产重组预案后复牌。由股东筹划的重大资产重组,上市公司在获悉股东、实际控制人筹划并购重组等重大事件时,应当及时申请股票及其衍生品种停牌,并披露影响股票价格的重大信息。如果上市公司预计难以保密、已经泄漏或者股票出现异常交易的,也应当立即申请停牌。上述规定直接明确了上市公司重大资产重组的停牌时点,与《上市规则》有关信息保密及停牌一般性规定相比,重大资产重组触发停牌起点的时间更早。

而香港地区,对于上市公司重大资产重组并无专门界定,由此引发的信息披露及停复牌均适用一般性规则。因此,在境内外同时上市的公司,如果出现重大资产重组时,经常遇到适用内地规则需要停牌,而在香港地区无强制停牌要求的情况。

目前,为保证两地交易市场的平稳及信息的透明公平,境内外同时上市公司有关重大资产重组的停牌境内外基本同步完成,但规则上的差异仍然存在。

(四) 曾经的差异

研究沪市停复牌制度的演变可以发现,历史上沪港两地市场有关停复牌制度的差异远远超出上述分析的不同。通过对这些曾经的差异的分析,可以清楚地看到停复牌制度与信息披露制度乃至证券市场整体状况的联动性。

1. 信息披露的及时性与停牌

在香港市场,有关信息一旦达到信息披露时点而又无法立即披露,上市公司如果认为该信息属于股价敏感资料就应当申请停牌直至披露。如果因为特殊原因需要延迟披露信息,那么公司只有在承担严格的保密责任的基础上才能避免停牌。

在上海市场,依据《上市规则》,上市公司在达到信息披露时点后的2个工作日内公告即符合信息披露的及时性要求。但在正式披露前,2006年修订的《上市规则》(以下简称06版《上市规则》)第2.5条虽然规定了信息披露义务人的保密责任,但该项责任仅要求公司将信息的知情者控制在最小范围内,不得泄露内部信息。这一规定是从责任主体的角度来防止信息披露的不公平,但无法在结果或事实层面避免信息不对称情况的发生。因为,06版《上市规则》并没有在无法或可能无法保密的情况下,义务人应主动申请停牌的规定。另外,对于触及信息披露时点而又无法及时披露的情况,06版《上市规则》也无有关停牌的制度安排。而对信息披露义务人责任的追究作为事后处罚,同样不能有效防止信息不对称情况的发生。

上述差异在现行《上市规则》第12.5条下得以消除,该条规定:上市公司预计应披露的重大信息在披露前已难以保密或者已经泄漏,可能或者已经对公司股票及其衍生品种的交易价格产生较大影响的,应当立即向本所申请对其股票及其衍生品种停牌。

2. 年度报告、业绩预告等重大信息与停牌

现行《上市规则》取消了06版《上市规则》中有关上市公司披露年度报告、业绩预告等重大信息需停牌一小时的规定。这一变化同样有

效地消除了两地在例行停牌问题上的诸多差异。

3. 市场传闻与停牌

即使是目前仍存差异的市场传闻停牌方面,将现行《上市规则》与06版《上市规则》比较可以发现,06版《上市规则》有关上市公司市场传闻的处理是应当停牌,而现行《上市规则》使用的是“可以停牌”。从应当到可以,已经反映出上交所在处理信息不确定性方面的立场变化。

总结上述所有现存差异或是历史上曾经有过的差异,对于这些差异的产生原因,笔者认为,首先还是源于沪港两地市场情况的不同。虽然两地规则均有关于信息披露充分性的要求,但信息披露充分性的认定很大程度上有赖于具体执行机构及其人员的职业判断。在处理信息披露充分性与停复牌的关系问题上,要解决的是信息披露到何种程度就被认为是充分,进而让市场恢复交易。在不同市场中,投资者的投资习惯及其风险偏好均可能有所不同,监管者以此为基础所形成的市场监管理念,尤其是对于市场交易效率的认识因此会存在差异。成熟市场的监管者可能更倾向于将信息不确定的风险交由市场自己解决,而在市场发展的前期,将大量的不确定信息全部交给风险识别、风险防范乃至风险承受能力均不足的投资者承受时,后果往往是市场交易秩序的混乱。这也是为什么有些现行的制度安排往往不惜成本,宁可以行政手段代替市场调节,宁可以降低效率换取更多一点的绝对公平的原因。其目的就是保护投资者,避免极端状况的发生。正是由于市场对于不确定信息的处理缺乏理性,在面对公司所发生的不确定信息时,监管者更愿意以停牌来消除不确定性,提高市场交易质量。相信随着内地市场的不断成熟,两地在不确定性信息方面的停复牌差异也会逐步消除。

其次,上海市场有关上市公司信息提交及披露方式,没有类似香港盘中发布信息的安排。这也是造成内地复牌没有香港快的一个重要原因。而如果允许交易时段披露信息以及实现电子化披露,将涉及内地投资者信息获取习惯的重大改变,应做好充分的前期宣传等各项准备。

再次,《上市规则》制定时所依托的内地市场的特殊性也是造成差异的原因之一。比如我国很多地区交通不便,信息传播速度很慢。对于很多偏远地区的投资者,由于报纸印刷和邮递等问题,当天报纸要到

下午甚至第二天才能看到的情况在几年以前相当常见。再如我国幅员辽阔,东西地理时差就有2小时之大,沪市上午9点半的开盘时点,对于一名位于新疆的投资者而言,相当于要求上海投资者在上午7点半就赶到营业部参与交易。正是为了尽可能地保护包括上述情况在内的更多投资者利益,确保信息公平,建立以提醒投资者关注为主要目的的例行停牌虽然降低交易效率,但可以留给投资者充分的时间去关注有关信息。随着经济的发展,信息传播技术的提高,信息传播的途径方式越来越多,信息传播的速度越来越快,目前市场环境下,以提醒投资者关注为主要目的的例行停牌所起的作用也越来越小。由此,前述有关大幅度取消例行停牌的做法实为顺应市场形势发展之举,也是未来的发展趋势。

总之,分析香港与上海市场停复牌制度,理解双方在某一时间阶段上存在的差异,其关键还是在于不同的市场基础决定了基本类似但局部有所区别的信息披露制度,该种信息披露制度又决定了不同阶段下的停复牌理念及其具体做法。两地停复牌制度,只要符合其各自的市场特征,即使存在差异亦不足为奇。一方面,随着两地证券市场发展的融合,上述差异必将逐步缩小。另一方面,关注本地市场发展,及时消除不必要差异也将为两地市场的健康发展提供保障。