

---

上市公司内幕消息指引

---

CHARLTONS  
易周律師行  
Solicitors

香港

上海

北京

仰光

[www.charltonslaw.com](http://www.charltonslaw.com)

## 目录

I.	披露股价敏感信息.....	2
1.	什么是内幕消息?.....	2
2.	披露的时限.....	4
3.	披露的方式.....	4
4.	安全港.....	4
5.	高级人员的责任.....	6
6.	制裁.....	7
7.	民事责任-私人诉权.....	7
8.	案例分析.....	8
II.	《上市规则》披露义务.....	10
1.	披露内幕消息.....	10
2.	避免虚假市场的义务(《主板规则》第 13.09(1)条).....	10
3.	回应联交所查询的义务.....	11
4.	短暂停牌或停牌.....	11
5.	案例分析.....	12
III.	《上市发行人董事进行证券交易的标准守则》(《标准守则》).....	12
1.	绝对禁止.....	12
2.	通知义务.....	13
IV.	《证券及期货条例》项下的内幕交易.....	13
1.	什么是内幕交易?.....	13
2.	定义.....	15
3.	什么不是内幕交易?.....	17
4.	内幕交易的影响及其他市场失当行为的形式.....	19
5.	刑事责任.....	19
6.	民事责任-私人诉权.....	20
7.	上市法团高级人员的责任.....	20
V.	申请短暂停牌.....	21
1.	要求短暂停牌.....	21
2.	回应联交所查询.....	22
3.	处理具体市场揣测及负面报道.....	22
4.	避免短暂停牌及尽量缩短停牌时间.....	22

5.	短暂停牌期间维持市场资讯流通.....	22
6.	行政事宜 .....	23
VI.	应对可能引致短暂停牌的指控 .....	23
1.	发行人的行动 .....	23

## 上市公司内幕消息指引

### I. 披露股价敏感资料

《证券及期货条例》第 XIVA 部是规管上市公司披露股价敏感资料（法例中称为“内幕消息”）的法定制度，该条例已于 2013 年 1 月 1 日生效。香港证监会已发布 [《内幕消息披露指引》](#)（“[证监会《指引》](#)”）协助上市公司遵守披露义务。

该制度为上市公司创立了在知悉内幕消息后，在合理地切实可行的范围内尽快向公众披露该等内幕消息的法定义务。违反披露规定由市场失当行为审裁处处理。市场失当行为审裁处可对上市公司及，在特定情况下，其董事及行政总裁施加一系列民事制裁，包括高达 800 万港元的罚款。香港证监会可提起在市场失当行为审裁处进行的研讯程序，以便实施披露规定。

#### 1. 什么是内幕消息？

该制度使用“内幕消息”一词来指代上市公司须披露的股价敏感资料。《证券及期货条例》第 307A 条对“内幕消息”一词定义为：

##### **具体消息：**

- (a) 关于：
  - (i) 该上市公司的；
  - (ii) 该上市公司的股东或高级人员的；或
  - (iii) 该上市公司的上市证券的或该等证券的衍生工具；及
- (b) 并非普遍为惯常（或相当可能会）进行该上市公司的上市证券交易的人所知，但该等消息或资料如普遍为他们所知，则相当可能会对该等证券的价格造成重大影响。

上市公司须披露的内幕消息与《证券及期货条例》第 XIII 部及第 XIV 部的打击内幕交易制度规定的禁止在交易上市公司证券中使用的消息相同。

##### 客观测试

判断一则消息是否为内幕消息，须适用客观测试。测试即：一名合理的人，如以上市公司高级人员身份行事，是否会视该有关上市公司的消息为内幕消息。

##### 该定义的主要元素

该定义的 3 个主要元素为：

- (a) 消息或资料必须**具体**；
- (b) 该等消息或资料必须**并非普遍**为进行（或相当可能会进行）该法团上市证券交易的市场界别所知；及
- (c) 该等消息或资料如普遍为他们所知，则**相当可能会对该法团证券的价格造成重大影响**。

证监会《指引》提供市场失当行为审裁处过去如何解读该条款的指引。

### 消息的具体性

- 该等消息或资料可予以识别、界定及以毫不含糊的方式表达。

关于上市公司事务的消息或资料如已包含某项交易、事件或事宜的细节，或建议交易、事件或事宜的细节，将该交易、事件或事宜识别出来，并以条理清楚的方式描述及使人了解其性质，即属充分具体。

- 该等消息或资料不需是精确

该交易、事件或事宜无需包含精准确切的细节或详情，仍可被视作具体。例如，某上市公司正面对财政危机，或正考虑配售股份，即使详情并未知悉，仍会被视为具体消息。

- 正在考虑进行或商议中的交易（及仍未达成最终协议（正式或非正式的））的消息或资料可属具体消息或资料。
- 某项建议应超越不明确的交换意见或渔翁撒网式的打探阶段，否则不能构成具体消息或资料。如已展开商议或接触，该等商议应大体上反映商业实况，即各参与方均有意怀着切实可行的想法，为达成可识别的目标进行商议，否则不能被视为具体消息或资料。
- 纯属谣传、不明确的希望及忧虑、遐想，以及无凭据的臆测不是具体消息或资料。

### “并非普遍为人所知”

证监会《指引》指出有关某上市公司事件或情况的谣传、传媒揣测或市场期望不等于该等消息或资料已普遍为市场所知。经上市公司妥善披露后为市场实际知道的确切事实，与揣测或期望可能发生并有待证实的事件或情况，两者不可混为一谈。

上市公司在决定某项消息或资料是否因传媒评论、分析员报告涵盖或新闻服务提供者报道而属普遍为人所知时，不但应考虑散发该消息或资料的广泛程度，还应考虑散发的消息或资料是否准确及完整，以及市场可倚赖该消息或资料的程度。若市场所知的消息或资料并不完整或有重大遗漏或其真诚程度受到质疑，该消息或资料将不能视作普遍为人所知，而该上市公司必须作出全面披露。

### “可能会对上市证券的价格造成重大影响”

在判断内幕消息是否对上市公司证券的价格造成重大影响时，须视乎该消息或资料会否影响惯常（或相当可能会）进行该股份的交易的人决定是否买入或沽售该股份。该测试须于该消息或资料可供披露的有关时间应用，因此必属于假设性质。

证监会《指引》第 7 页列出了上市公司应考虑有否出现披露责任的常见事件及情况的非穷尽清单。这些包括（但不限于）：

- 公司业务表现或对业务表现的展望出现变动；
- 财政状况出现变动；
- 控制权出现变动；
- 董事或核数师出现变动；
- 股本变动—如新股配售、红股发行、供股、股份拆细等；

- 发行可藉以取得或认购证券的债务证券、可换股票据、期权或权证；或
- 法律争议及程序等。

## 2. 披露的时限

上市公司须在知道任何内幕消息后，在合理地切实可行的范围内尽快向公众披露该消息（《证券及期货条例》第 307B(1)条）。如有以下情况，上市公司即属已知道内幕消息：

- (a) 该上市公司的高级人员在以该上市公司的高级人员的身分执行职能时，知道或理应知道该消息；及
- (b) 一名合理的人，如以该上市公司的高级人员的身分行事，会认为该消息属关乎该上市公司的内幕消息（《证券及期货条例》第 307B(2)条）。

上市公司必须确保他们设有有效的系统及程序，以确保已为高级人员所知的任何重要消息或资料能尽速地予以识别，及上报至董事会，以决定是否需要作出披露。

### “合理地切实可行的范围内尽快”的含义

根据证监会《指引》“合理地切实可行的范围内尽快”指上市公司应即时采取在有关情况下一切必要的步骤，向公众披露消息。在发出公告前，该上市公司应即时采取的必要步骤可能包括确定足够详情、对有关事宜及其可能影响作出内部评估、在有需要时寻求专业意见，以及核实有关事实（证监会《指引》第 40 段）。

上市公司在向公众全面披露有关消息前，应确保该消息绝对保密。若上市公司认为无法保持所需的机密性，或该消息可能已外泄，便应即时向公众披露该消息（证监会《指引》第 41 段）。证监会《指引》还提出，若上市公司需要时间明确某项事件或某组情况的详情及影响，然后才能发表详尽公告以适当地通知公众，上市公司应考虑刊发“临时公告”。

### “高级人员”的定义

根据《证券及期货条例》，“高级人员”就某上市公司而言，指其董事、经理或秘书，或其他参与其管理的人。在内幕消息披露制度中，“经理”通常指在董事会的直接授权下负有管理责任的人，而该管理责任影响整个上市公司或其重大部分。“秘书”指公司秘书。必须披露的消息只限于高级人员以高级人员身份执行职能时知道的消息。

## 3. 披露的方式

内幕消息须依照《上市规则》第 2.07(C)条，以在联交所网站和上市公司网站刊发公告的方式披露（《上市规则》第 13.09(2)(a)条规定）。在联交所网站刊发公告满足了《证券及期货条例》第 307C(1)条的规定，即披露内幕消息的方式须使公众能公平、适时及有效地取得所披露的消息（《证券及期货条例》第 307C(2)条）。

证监会《指引》规定上市公司可使用其他途径散发内幕消息，例如以新闻服务机构或通讯社发表新闻稿、在香港召开新闻发布会及/或在其网站上刊登公告。这些必须是在联交所网站公布消息之外的额外措施，因为这些措施本身不能符合《证券及期货条例》第 307C(1)条的要求。

内幕消息公告中包括的资料在所有要项上均须完整及准确，不得具误导性或欺骗性（无论是否由于疏忽或其他原因）。

## 4. 安全港

《证券及期货条例》第 307D 条规定了四项安全港条文，允许上市公司不披露或延迟披露内幕消息。除安全港条文 A 之外，上市公司只可在采取了合理的预防措施以维护内幕消息的机密性及使得内幕消息不被泄露的情况下，才可援引安全港条文。

安全港条文 A：如果披露消息会违反香港法庭所出的命令或其他香港法例的任何条文

此安全港条文容许上市公司无需披露内幕消息，如若上市公司被法庭命令或其他香港法例禁止作出有关披露。

安全港条文 B：如果该消息关乎一项未完成的计划或商议

证监会《指引》提供如下例子：

- 合约仍在商议中但尚未落实；
- 上市公司决定出售其于另一上市公司的主要持股；
- 上市公司正与某金融机构商议股份配售；或
- 上市公司正与债权人协商提供融资。

证监会《指引》指出，如上市公司面临财政困难，并正在与第三方商议融资，可援引此安全港条文，无需披露该等商议。然而，安全港条文并不允许上市公司暂缓披露引致有关融资商议的财务状况或表现的任何重大变动，如该等变动属内幕消息，应在公告中披露。

安全港条文 C：如果该消息属商业秘密

「商业秘密」一词并没有法定定义。但证监会《指引》指出，「商业秘密」一般指上市公司拥有的专有资料，而这项资料：

- (a) 在该上市公司的行业或业务中使用；
- (b) 属于机密资料（即尚未存在于公共领域）；
- (c) 一旦向竞争对手披露，可能会对该上市公司的商业利益造成实质或严重损害；及
- (d) 只限于少数有需要知道的人员传阅。

商业秘密可能关乎发明创造、制作工序或客户名单。但是，商业秘密不包括商业协议中的商业条款和条件或上市公司的财务资料。此等资料不可被视为该上市公司拥有的专有资料或所有权利。

安全港条文 D：当政府外汇基金或中央银行向上市公司提供流动资金支援

在此安全港条文项下，如果消息关乎政府外汇基金或某执行中央银行（包括香港之外地方的机构）职能的机构向上市公司或其所属集团的任何成员提供流动资金支援，则无需披露。

安全港条文的保密条件

除了安全港条文 A 之外，倘及只要在以下情况，安全港条文才会适用：

- (a) 该上市公司采取合理预防措施，将该消息予以保密；及
- (b) 该消息得以保密。

如果有关消息不再保密或经已泄漏，安全港条文将不再适用，而上市公司必须在合理地可行的范围内尽快披露该内幕消息。

如果有关消息不再保密，上市公司将不被视为违反了关于内幕消息的披露要求，若该上市公司：

- (a) 已经采取合理措施监察该消息的保密情况；及
- (b) 在察觉该消息不再得以保密后，已在合理可行的范围内尽快披露该消息。

#### 证监会授予豁免的权力

若在香港披露内幕资料一事会被另一司法管辖地颁发的法庭命令或法律所禁止，或会构成违反另一司法管辖地的执法机构或政府机关所施加的限制，证监会可授予豁免（《证券及期货条例》第 307E（1）条）。证监会将按每件案件的情况给予豁免甚，而豁免或附带条件。上市公司须向联交所提供向证监会申请豁免披露义务的文件及收到的证监会决定的副本。

### 5. 高级人员的责任

上市公司的高级人员均须采取一切合理措施，以确保有妥善预防措施防止该上市公司违反内幕资料披露的规定（《证券及期货条例》第 307G（1）条）。虽然高级人员违反本规定不能被起诉，若该上市公司违反该披露义务及在以下任一情况下，该高级人员会被视为违反披露规定：

- (a) 该项违反是由该人员的蓄意、罔顾后果或疏忽的行为所致；或
- (b) 该人员没有采取一切合理措施，以确保有妥善的预防措施，防止该项违反（《证券及期货条例》第 307G（2）条）。

有关高级人员就采取一切合理措施以确保具有妥善预防措施的义务方面，证监会《指引》专注于高级人员（包括非执行董事）就确保上市公司已设有适当的系统和程序及作出定期审查之责任，以使上市公司能遵守披露规定。具有行政权的高级人员还有责任监督程序得以妥善执行及运作，以确保及时发现并修复重大漏洞。在设立适当的系统及程序时，需要考虑到上市公司的特别需要及情况。证监会《指引》非穷尽列举了上市公司应考虑实施的系统及程序的例子。

#### **预防违反披露规定措施的例子(非穷尽无遗)**

- (a) 设立监控措施来监察业务及企业发展及事件，以便能迅速识别及上报任何可能构成内幕消息的资料。
- (b) 设立定期财务汇报程序，以便能有系统及适时地识别及上报关键的财务及营运资料。
- (c) 备存一份敏感资料清单，列明很可能导致出现内幕消息的因素或发展，并定期检讨清单内容。
- (d) 授权一名或多于一名高级人员或一个内部委员会，其需获知会任何可能构成内幕消息的资料，并由其将任何该等资料上报董事会知悉。
- (e) 设立限制，只让少数有需要知道的雇员取得内幕消息。确保管有内幕消息的雇员充分熟知其保密责任。



- (f) 当上市公司进行重大商议时，确保订有适当的保密协议。
- (g) 制订预先审阅简报材料的程序，以致只有经审阅的材料方可于分析员或传媒简报会上发放。
- (h) 记录与分析员或传媒所作的简报及讨论，事后查看有否不慎披露任何内幕消息。
- (i) 制订就市场谣传、资料外泄及不慎披露消息作出回应的程序。
- (j) 向有关雇员提供定期培训，协助他们了解上市公司的政策及程序，以及他们的相关披露责任和义务。

## 6. 制裁

市场失当行为审裁处有权施加下述一项或多项制裁：

- (a) 判罚上市公司、其董事或其行政总裁（高级人员除外）最高八百万港元；
- (b) 撤销董事或高级人员出任董事或参与上市公司管理的资格不超过 5 年；
- (c) 对相关董事或高级人员裁处不超过 5 年的"冷淡对待令"（即有关人士不得使用证券设施进行证券、期货合同及其他投资交易）；
- (d) 向相关上市公司、董事或高级人员发布"终止及停止令"（即不得再次违反法定披露规定的命令）；
- (e) 颁布命令，建议有关董事或高级人员所属任何机构对其作出纪律处分；及
- (f) 判处有关上市公司、董事或高级人员支付民事调查及/或证监会的调查费用。

为防止上市公司再度违反披露的规定，市场失当行为审裁处或会提出额外要求：

- (a) 委任独立的专业顾问审查上市公司的股价敏感资料披露程序及就合规事宜向上市公司提供建议；及
- (b) 相关高级人员承诺参与经证监会核准的培训计划，其内容包括《证券及期货条例》第 XIVA 部的合规事宜、董事责任及公司管治。

## 7. 民事责任 – 私人诉权

被裁定违反法定披露义务的上市公司或高级人员，在另一人根据第 307Z(1)条提出的独立诉讼中，可被判负有法律责任，赔偿该受害人因该项违反而蒙受的金钱损失。只要上市公司或高级人员所需承担的赔偿责任是公平、公正及合理的，他们将有法律责任支付赔偿金。市场失当行为审裁处裁定曾发生违反披露规定或所作的裁定中识辨某人违反披露规定此一事实，可在任何上述诉讼程序中获接纳为呈堂证供，以证明披露规定曾被违反，或指认该人违反了披露规定。此外，法庭还可判处禁制令，以附加于或替代损害赔偿。

## 8. 案例分析

法定披露义务于 2013 年 1 月 1 日生效，已经有一些违反该等义务被纪律处分程序处罚的案例出现。

### 光亚有限公司

证监会于 2015 年 7 月首次展开针对光亚有限公司（「光亚」）的市场失当行为研讯程序，指其违反法定披露规定，延迟 13 天披露在印尼提起的针对光亚的破产相关程序。

光亚的主席及行政总裁于 2013 年 1 月 4 日接获提起破产相关程序的印尼文法庭文件及有关文件的英文翻译本。然而，光亚延至 2013 年 1 月 17 日，即在印尼法庭针对光亚颁发破产相关命令两天之后，才向公众披露该消息。证监会指，破产相关程序是关乎光亚的具体消息，于关键时间并非普遍为公众所知及属高度股价敏感资料，原因是该等程序令光亚面临失去对其主要资产的控制权的威胁，并可导致光亚被清盘。

于 2016 年，证监会在市场失当行为审裁处展开指称另外两间公司违反内幕信息披露要求的法律程序。该等公司的高级人员亦被控罔顾后果或疏忽的行为导致有关所指称的违反。

### 美亚控股有限公司

美亚控股有限公司（「美亚」）案例中，研讯程序与其未披露未获解决的审核事项有关，核数师表示假如审核事项未获解决，他们会对财务报表发出有保留的审核意见，而及核数师随后辞任的消息。

证监会指出美亚于 2012 年 8 月 23 日获知有待处理的审核事项及核数师可能发出有保留意见的审核报告的通知。

核数师于 2012 年 12 月 27 日辞任，并表示美亚不配合处理他们发现的审核问题。美亚于 2013 年 1 月 23 日才披露核数师辞任的消息。

证监会亦指称十名美亚的现任及前任高级人员（包括公司秘书/财务总监、董事会主席及核数师委员会主席）违反了《证券及期货条例》第 307G 条的规定，未确保美亚履行《证券及期货条例》第 307B 条规定的披露义务。

### 精熙国际（开曼）有限公司

精熙国际（开曼）有限公司（「精熙」）也被指控未披露 2012 年下半年录得的重大的亏损，及财务表现的大幅恶化（「财务恶化」）的消息。

精熙在其 2012 年度未经审核中期业绩中，录得收益与 2011 年同期相比减少 12.1%，净利润减少 62%。然而，精熙预测“2012 年下半年将会较 2012 年上半年明显增长及获利攀升”。

精熙 2012 年度经审计业绩报告于 2013 年 3 月 25 日刊发。精熙录得纯利与 2011 年相比减少 99%，而 2012 年全年纯利少于首 6 个月的纯利。业绩报告发布后，精熙的股价于三日内下跌 21.25%。

精熙从 2012 年 8 月 16 日发表未经审计中期业绩至 2013 年 3 月 25 日发表经审核年度业绩期间，未刊发任何利润警告公告，或向公众披露财务恶化的消息。证监会指精熙未向公众披露消息违反了《证券及期货条例》第 307B 条的规定。

证监会在其向市场失当行为审裁处作出的通知指称，精熙于 2012 年下半年录得重大亏损，及财务表现大幅恶化的消息从 2012 年 7 月至 11 月的按月综合管理账目清楚可见。因此，证监会指称精熙在以下任一期间知悉该等内幕消息：

- 大约自 2012 年 12 月中起，当精熙的行政总裁知道或理应知道截止 2012 年 11 月止的按月综合管理账目的内容的该段期间；或
- 最迟大约自 2013 年 1 月中起，当 2012 年度内部账目的内容提交至精熙的行政总裁时。

证监会进一步指出 2012 年财务业绩发表前，精熙的行政总裁及财务总监/公司秘书已深知财务恶化的消息。证监会认为精熙未能确保及时披露财务恶化的消息已构成罔顾后果或疏忽的行为，从而导致违反披露要求。

### **确保精确、清晰及持平**

证监会还就选择性或不平均地发放内幕消息提出警告。上市公司应当以清晰和持平的方式，不加掩饰或遗漏任何重大事实地，把好消息和坏消息公布。披露须包含充分的细节，供投资者对公司事务作出合理的及现实的评估。

就这点而言，所有内幕消息，不论好坏，均须予以披露。有一系列英国案例强调每个消息须予以独立考虑，而好消息和坏消息不能相互抵消以作为不披露的原因。

### **Wolfson Microelectronics PLC (2009 年 1 月)**

于 2008 年 3 月 10 日，一个 Wolfson Microelectronics PLC (「Wolfson」) 的主要客户决定不继续履行若干订单，这意味着 Wolfson 的预期利润将降低 8%。该客户告知 Wolfson 将来会有其他商品的订单以补偿取消的订单。Wolfson 亦认为市场会对取消订单的消息过度反应，而 Wolfson 与客户间的保密协议亦禁止披露。起初，投资者关系顾问认为无需公告。最终咨询公司律师及经纪人，均表示不同意上述意见。

英国金融服务局认为取消订单的消息属内幕消息，投资者可能使用该项消息作为作出投资决策的部分依据。因延迟 16 日披露该项消息，Wolfson 被罚款 140,000 英镑。

就 Wolfson 举出的未披露消息的原因，英国金融服务局表示：

- 好消息和坏消息相互抵消是不可接受的。法团须公告所有类型的消息，让市场决定该等消息是否相互抵消；
- 担心市场可能对新闻过度反应 – Wolfson 的董事会担心公告取消订单的消息可能会导致股价下跌而未发出公告，因为他们相信下跌的股价不能准确地反映公司的价值。英国金融服务局认为公司不能因其可能导致股价下跌或导致股价不能反映公司真实价值而拒绝披露负面内幕消息；
- 保密协议 – Wolfson 不公布负面消息的其中一个原因是 Wolfson 与客户之间存在保密协议，禁止其公告客户可能增加其对另一种类产品的订单的正面消息，因而抵消负面消息。英国金融服务局认为公司不能因为保密协议而隐瞒内幕消息。

## Entertainment Rights PLC (2009 年 1 月)

Entertainment Rights PLC 与其一家附属公司在美国签订了 DVD 分销协议。该协议的修改案于 2008 年 7 月 10 日生效，并使公司 2008 年的预期利润减少 1390 万美元。公司考虑到将来会有机会消弭修改案的影响，因而推迟披露该项消息。公司最终于 78 天后公告该项消息，并导致公告当天股价下跌 55%。因迟延披露，该公司被罚款 245,000 英镑。英国金融服务局再次强调负面消息与正面消息不能相互抵消，以作为不披露的辩解。

## Universal Salvage PLC (2004 年 5 月)

Universal Salvage PLC 签订了一份滚进式协议，占营业额的 40%，并可能提前 3 个月通知予以终止。董事会于 2002 年 3 月 20 日被告知该协议将终止。公司认为此举为谈判伎俩，并且就此决策进行了大量争论。经签约方考虑后，公司于 4 月 16 日确认损失该笔生意。公司花了 4 个工作日取得公司财务顾问的建议。根据顾问的建议，公司次日发出公告，而其股价下跌 55%。就迟延 5 日发布公告，公司被罚款 9 万英镑。同时，行政总裁被罚款 1 万英镑，因其明知而涉及违反；而他是最有条件采取必要的步骤以通知市场的人，他却没有这样做。

## II. 《上市规则》披露义务

### 1. 披露内幕消息

根据《主板上市规则》第 13.09(2)条，若发行人须根据《证券及期货条例》披露内幕消息，其亦须同时公布有关消息。发行人在向证监会提交豁免披露申请时，须同时将副本抄送联交所；当获悉证监会是否给予豁免时，亦须及时将该等决定抄送联交所。

### 2. 避免虚假市场的义务(《主板规则》第 13.09(1)条)

若联交所认为发行人的证券出现或可能出现虚假市场，发行人经咨询联交所后，必须在合理切实可行的情况下尽快公布避免其证券出现虚假市场所需的资料。

如果发行人认为其证券有可能产生虚假市场，须在合理切实可行的情况下尽快联系联交所。

「虚假市场」一词指市场上有重大失实或严重缺漏的资料流传而影响到正常应有的价格发现，例子包括：

- (a) 发行人作出虚假或误导公告；
- (b) 市场流传其他虚假或误导资料，包括不实传言；
- (c) 发行人握有根据《证券及期货条例》第 XIVA 部须予披露的内幕消息，但却未有公布有关消息（例如：发行人在交易时间内签署重大合约，但并无公布有关消息）；  
或
- (d) 市场内部分人士根据内幕消息进行交易，但有关消息并非整个市场知晓。（联交所常问问题系列 22，常问问题编号 1）

### 3. 回应联交所查询的义务

根据《主板上市规则》第 13.10 条, 若联交所就发行人上市证券的价格或成交量的异常波动、其证券可能出现虚假市场或任何其他问题向发行人查询, 发行人须及时以如下任一方式回应联交所的查询:

- (i) 向联交所提供及应联交所要求公布其所知悉任何与查询事宜有关的资料, 为市场提供信息或澄清情况; 或
- (ii) 若合理及若联交所要求, 其须发表公告作出声明确认, 其董事经作出在相关情况下有关发行人的合理查询后, 并没有知悉任何属于或可能与查询事宜有关的资料, 又或根据《证券及期货条例》须予披露的任何内幕消息。

上述第(ii)条所述公告的标准格式载于《主板上市规则》第 13.10 条注 1:

「本公司现应香港联合交易所有限公司的要求, 发出公告如下:

本公司已知悉〔最近本公司的〔股份/认股权证〕价格〔或成交量〕上升/下跌〕或〔本公司现提述联交所查询的事宜。〕本公司经作出在相关情况下有关本公司的合理查询后, 确认并没有知悉〔导致价格〔或成交量〕波动的任何原因〕, 或任何必须公布以避免本公司证券出现虚假市场的资料, 又或根据《证券及期货条例》第 XIVA 部须予披露的任何内幕消息。

本公告乃承本公司之命而作出; 本公司董事会各董事愿就本公告的准确性共同及个别承担责任。」

《主板上市规则》第 13.10 条规定如果根据《证券及期货条例》第 XIVA 部, 消息被豁免披露, 发行人无需按《上市规则》披露内幕消息。

如发行人未能及时根据《主板上市规则》第 13.10 条的规定发出公告, 联交所保留指令发行人证券停牌的权利。

### 4. 短暂停牌或停牌

《主板上市规则》第 13.10A 条规定若出现下列情况致令未能及时发出公告, 发行人必须申请短暂停牌或停牌:

- (a) 发行人握有联交所认为是必须披露以避免其上市证券出现虚假市场的资料;
- (b) 发行人合理地相信有根据《证券及期货条例》第 XIVA 部必须披露的内幕消息; 或
- (c) 若涉及向证监会申请豁免遵守法定披露义务或获豁免法定披露义务(除非豁免是关于香港法律或香港法院命令禁止的披露)的内幕消息可能已经被泄露。

联交所也有权直接指令发行人的证券停牌, 如果:

- a) 发行人并无就上市证券价格或成交量的异常波动而作出解释, 或发行人证券的交易已经或可能出现虚假市场, 而又未能即时联络到发行人的授权代表, 以确认发行人并不知悉有任何事宜与其上市证券价格或成交量出现的异常波动有关或造成虚假市场;
- b) 发行人延迟刊发一则根据《主板上市规则》第 13.10 条所规定发出公告以回应联

交所的查询；或

- c) 市场内内幕消息发布不平均或有所外泄，导致发行人上市证券价格或成交量出现异常的波动。(《第 11 项应用指引》第 3 段)

## 5. 案例分析

### 虚假市场谣言

媒体报道一家上市公司收到另一家公司发出的收购要约。联交所在开市前作出查讯，而公司确认新闻报道是没有事实根据的。公司股价上涨超过 20%。联交所要求上市公司根据《上市规则》第 13.10 条刊发澄清公告否认新闻报道。

## III. 《上市发行人董事进行证券交易的标准守则》(《标准守则》)

上市公司须采纳一套不比载于《主板上市规则》附录十的《标准守则》所订标准宽松的规则，以规管董事买卖其所属上市发行人的证券。所有上市发行人董事须遵守《标准守则》(或公司自己的守则)，而违反这些标准将被视作违反《上市规则》。

### 1. 绝对禁止

《标准守则》规定上市发行人董事不得买卖公司证券，如：

- a) 董事如管有与其所属发行人证券有关的内幕消息，或尚未接获批准进行交易(《标准守则》第 A.1 条)；
- b) 在上市发行人刊发财务业绩当天；
- c) 年度业绩刊发日期之前 60 日内，或有关财政年度结束之日起至业绩刊发之日止期间(以较短者为准)(《标准守则》第 A.3(a)(i)条)；及
- d) 刊发季度业绩(如有)及半年度业绩日期之前 30 日内，或有关季度或半年度期间结束之日起至业绩刊发之日止期间(以较短者为准)(《标准守则》第 A.3(a)(ii)条)。

上市发行人必须在每次因上述第(c)及(d)项的规定而不得买卖公司证券的期间开始前，预先通知联交所。

另外，如董事以其作为另一发行人董事的身份管有与发行人证券有关的内幕消息，均不得买卖任何该等证券(《标准守则》第 A.2 条)。对董事进行买卖的限制，同样适用于董事的配偶或任何未满 18 岁的子女所进行的交易，以及任何其他就《证券及期货条例》第 XV 部而言，该董事在其中被视为拥有权益的交易(《标准守则》第 A.6 条)。这包括，例如，由某董事控制的公司或某董事作为受托人或受益人的信托所进行的交易。

载于《主板上市规则》附录十四的《企业管治守则》的条文亦规定董事会应就有关雇员买卖上市发行人证券事宜设定书面指引。指引内容应该不比《标准守则》宽松。「相关雇员」包括任何因其职务或雇员关系而可能会管有关于发行人或其证券的内幕消息的上市发行人、其附属公司及其控股公司的雇员及董事(《标准守则》第 A.6.4 条)。若发行人不遵守此守则条文，须在《企业管治报告》中说明不合规的经过审慎考虑的理由。

## 2. 通知义务

《标准守则》要求上市发行人制订程序，规定其董事在进行买卖发行人的任何证券之前，必须书面通知主席或董事会为此而指定的另一名董事（其本人以外的董事），并接获注明日期的确认书。接获书面通知的主席或董事须于五个营业日内对要求批准买卖有关证券的董事作出回应；而获准买卖证券的有效期，不得超过接获批准后五个营业日。发行人需保存有关董事发出的书面通知、接获该等通知的确认书及回复的书面记录。

## IV. 《证券及期货条例》项下的内幕交易

根据《证券及期货条例》，内幕交易属民事及刑事罪行。

### 1. 什么是内幕交易？

广义上，当一名人士买卖其持有内幕消息的上市公司的证券时，内幕交易即告发生——即，知悉有关公司的不为公众所知的某一事实，而若该等消息为公众所知悉，公司的股价会受影响。

《证券及期货条例》第 270 条及第 291 条列出了 7 种有关上市公司发生内幕交易的情况。

#### a. 与该上市公司有关连的并掌握属该公司内幕消息的人士进行该公司的证券交易 – 第 270(1)(a)条及第 291(1)(a)条

当以下情况出现时，与某上市公司有关连的内幕交易即告发生——当与该上市公司有关连的人，掌握他知道属关于该公司的内幕消息的消息，并且：

- 进行该公司（或该公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易；或
- 在知道或有合理理由相信另一人会进行该等上市证券或工具的交易的情况下，怂使或促致该另一人进行该等交易。

#### b. 收购要约 – 竞价人进行目标公司的证券交易 – 第 270(1)(b)条及第 291(2)条

当以下情况出现时，与某上市公司有关连的内幕交易即告发生——当正意图或曾意图提出收购该上市公司的要约的人，在知道该项收购意图的消息或已打消该意图的消息是内幕消息的情况下：

- 为该项收购以外的目的，进行该上市公司（或该上市公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易；或
- 为该项收购以外的目的，怂使或促致另一人进行该等证券或工具的交易。

该规定是为了禁止即将进行收购交易的公司的董事，在拟收购的目标股价将不可避免地上涨时，告知其亲友购买目标股份，以牟取利益。这并不禁止提出收购要约的发行人的董事在收购交易前夕购买目标股份（或意图怂使或促致其他人购买），如果交易的唯一目的是为了促成该收购交易。

该规定亦旨在规管如并购投标人的董事卖空目标股份，若其知悉（但公众不知悉）投标人在首次要约期间结束时不会增加要约价格，反而让要约失效。

《证券及期货条例》附录 1 定义了「收购要约」。

#### c. 与上市公司有关连的人泄露有关上市公司的内幕消息 – 第 270(1)(c)条及第 291(3)条

当以下情况出现时，与某上市公司有关的内幕交易即告发生——与该法团有关连的人，直接或间接向另一人披露任何消息，而他知道该消息是关于该法团的内幕消息，并知道或有合理理由相信该另一人会利用该消息而进行该上市公司（或该上市公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易，或怂使或促使他人进行该等交易。

该条旨在规管故意泄露机密信息的人士，以期使某人（无论是向其泄露情报的那个人或其他人士）利用该等消息在联交所进行有利的交易。

**d. 提出收购要约的人泄露收购消息 – 第 270(1)(d)条及第 291(4)条**

当以下情况出现时，内幕交易即告发生——正意图或曾意图提出收购上市公司的要约的人，在知道该项收购意图的消息或已打消该意图的消息是内幕消息的情况下，直接或间接向另一人披露该消息，并知道或有合理理由相信该另一人会利用该消息而进行该上市公司（或该上市公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易，或怂使或促使他人进行该等交易。

该条适用于当任何人如正意图或曾意图提出收购另一上市公司的要约，向其他人士泄露其正意图提出该要约或已打消该意图的消息，以期使该其他人士利用该消息而进行目标公司的证券的交易，或怂使或促使他人进行该等交易。

**e. 从与上市公司有关连的人处收到内幕消息的人士进行该上市公司的股份交易 – 第 271(1)(e)条及第 291(5)条**

当以下情况出现时，与某上市公司有关的内幕交易亦即告发生——任何人知道另一人与该上市公司有关连，并知道或有合理理由相信该另一人因该项有关连而掌握关于该法团的内幕消息，而他在直接或间接从该另一人收到他知道属关于该上市公司的内幕消息的消息的情况下：

- 进行该上市公司（或该上市公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易；或
- 怂使或促使他人进行该等证券或工具的交易。

该条规管，使用遭泄露的消息自己进行交易或怂使或促使他人进行交易的泄露消息的接受者。（实际泄露内幕消息的人受第 270(1)(c) 条及第 291(3)条规管。）

**f. 收到有关收购要约的内幕消息的人士进行目标股份交易 – 第 270(1)(f)条及第 291(6)条**

当以下情况出现时，内幕交易亦即告发生——任何人如知道或有合理理由相信另一人正意图提出收购上市公司的要约，或已打消该意图，并直接或间接从该另一人收到上述意图或打消该意图的消息，而在知道该消息是关于该上市公司的内幕消息的情况下：

- 进行该上市公司（或该上市公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易；或
- 怂使或促使他人进行该等上市证券或工具的交易。

**g. 掌握内幕消息的人致力促成于海外市场进行的交易 – 第 270(2) 及 291(7) 条**

当以下情况出现时，内幕交易亦即告发生——明知而在上述条款（即第 270 (1) 条及第 291 (1) - (6) 条）描述的情况下掌握关于某上市公司的内幕消息的人，并：

- 知道或有合理理由相信另一人会于香港以外地方的海外证券市场进行该上市公



司（或该上市公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易，而怱使或促致该另一人进行该等交易；或

- 知道或有合理理由相信另一人或其他人会利用该内幕消息，于香港以外地方的海外证券市场进行或怱使或促致别人如此进行该上市公司（或该上市公司的有连系法团）的上市证券或其衍生工具的交易，而将该内幕消息披露予该另一人。

## 2. 定义

### i. 「证券」

「证券」被广泛定义为：

- a. 任何团体（不论是否属法团）或政府或市政府当局或由它发行（或可合理预见将由它发行）的股份、股额、债权证、债权股额、基金、债券或票据；
- b. 上述各项目中的或关乎该项目的权利、期权或权益（不论以单位或其他方式描述）；
- c. 上述各项目的权益证明书、参与证明书、临时证明书、中期证明书、收据，或认购或购买该等项目的权证；
- d. 通常称为证券的权益、权利或财产，不论属文书或其他形式；或
- e. 财政司司长在宪报公告订明将被视为「证券」的权益、权利或财产，不论是否属文书形式。

### ii. 「上市证券」

问题交易发生时，在香港联交所上市的证券。「上市证券」的定义包括：

- 内幕交易发生时，已发行而没有上市，但当时可合理预见会上市，而其后确实上市的证券；及
- 内幕交易发生时，并未发行，但当时可合理预见会发行及上市，且之后确实发行并上市的证券。

这是为了规管二次发行证券前的「暗盘买卖」交易。内幕交易只能发生当交易与「上市公司」有关，因此首次公开招股的暗盘买卖的内幕交易并不包括在内。但是市场操纵条款可能适用于该等交易，若其影响到上市后的股价及交易。

尽管证券交易可能被暂停，证券仍被视为上市。

### iii. 「上市公司」

「上市公司」的定义包括大量在香港上市但在外国注册的公司。

### iv. 「与上市公司有关连的人」

「与上市公司有关连的人」是任何因为其与上市公司的关系而可以获取上市公司的内幕消息的人。此人通常被称为「内幕人士」。

根据《证券及期货条例》第 247 及 287 条，任何个人如符合以下说明，即属与某上市公司有关连的人：

- a. 他是该上市公司或其有连系法团的董事或雇员；
- b. 他是该上市公司或其有连系法团的大股东（即持有 5%或以上公司已发行的表决权）；
- c. 他身居某职位，而因以下理由可合理预期该职位给予他接触关于该上市公司的内幕消息的途径：
  - i. 在他本人（或他的雇主、他担任董事的法团，或他属合伙人的商号）与该上市公司、其有连系的法团，或该上市公司或有连系法团的任何高级人员或大股东之间存在专业或业务关系；或
  - ii. 他是该上市公司或其有连系法团的大股东的董事、雇员或合伙人；或
- d. 他有途径接触关于该上市公司的内幕消息，凭借他与另一上市公司有关连（上述(a)、(b)或(c)段中所界定的）。而该消息关乎涉及上述两个上市公司的交易（实际进行的或意图进行的），或涉及该两个上市公司的其中一个与其余一个的上市证券或其衍生工具的交易（实际进行的或意图进行的），或关乎已打消进行上述交易的意图；或
- e. 在与该上市公司有关的内幕交易发生之前 6 个月内的任何时间，根据上述(a)、(b)、(c)或(d)段中所指，他会被视为与该上市公司有关连的人。

只要某上市公司的任何董事或雇员是与另一上市公司有关连的人，该上市公司则被视为与该另一上市公司有关连的人。董事的定义包括影子董事，即上市公司的董事习惯于或须按照其指令行事的人士。

根据第 248 条及第 288 条，任何公职人员或某些机构的成员或雇员如以该身分接获关于某上市公司的内幕消息，将被视为是与该上市公司有关连的人。

#### v. 「内幕消息」

「内幕消息」的定义与在第 XIVA 部中为披露要求而设的含义相同，即——

##### 具体消息：

- (a) 有关：
  - (i) 上市公司；
  - (ii) 上市公司的股东或高级人员；或
  - (iii) 上市公司的上市证券或其衍生工具；及
- (b) 不为经常交易或可能交易上市公司的上市证券的人士所知，但若被该等人士所知悉，可能引起对上市证券价格的重大影响的消息。

内幕消息可包括上市公司股东或高级人员变更，及有关上市证券及该等证券的衍生工具的所附权利的消息。

#### vi. 「交易证券」

根据《证券及期货条例》第 249 条，凡任何人（不论以主事人或代理人身分）与别人协议交易，及售卖交易权利，《证券及期货条例》下亦被视为交易。

#### vii. 「有连系法团」

就《证券及期货条例》而言：

- a. 两个或以上法团被视为彼此的有关连系法团，如果其中一个法团：

1. 是另一个法团的控股公司；
  2. 是另一个法团的附属公司；及
  3. 是另一个法团的控股公司的附属公司；
- b. 任何个人如：
1. 控制一个或多个法团的董事会的组成；
  2. 控制一个或多个法团的股东大会 50% 及以上的投票权；或
  3. 持有一个或多个法团 50% 及以上的已发行股本（不包括有任何部分在分配利润或资本时无权分享超过某指明款额的股本），

上述 1 至 3 段所述的每一个法团及其每一附属公司，会被视为彼此的有连系法团。

### 3. 什么不是内幕交易？

#### **免责辩护**

根据《证券及期货条例》第 271 及 292 条，任何人能证明他属于以下情况，则有免责辩护：

1. 以以下目的和在以下过程中进行，怱使或促致该交易：
  - a. 唯一目的是取得成为某上市公司的董事或未来董事的资格所需的股份；
  - b. 在真诚地履行有关的上市证券或衍生工具的包销协议过程中；或
  - c. 在真诚地执行其清盘人、接管人或破产管理人的职能过程中。
2. 若是上市公司：
  - a. 当时已有有效的安排（通常被称为「职能分隔制度」），以免上市公司的董事及雇员掌握的内幕消息被泄露；及
  - b. 就有问题的上市证券或衍生工具交易而言，每个为上市公司做出决定以进行，怱使或促致该等交易的人士当时并没有掌握内幕消息，亦没有从掌有该等消息的人士收到意见。
3. 任何人进行或怱使或促致另一人进行上市证券或该上市证券衍生工具的交易或披露有关消息的目的，并非在于利用该内幕消息为自己或他人获得或增加利润，或避免或减少损失。
4. 任何人进行或怱使或促致另一人进行上市证券或该上市证券衍生工具的交易，而他：
  - a. 是以代理人身分行事；
  - b. 没有拣选该等上市证券或衍生工具；及
  - c. （如他以某人的代理人身分行事）不知道该人是与该上市公司有关连的人或掌握内幕消息。
5. 交易发生在香港的场外市场，且：
  - a. 在他进行上市证券或该上市证券衍生工具的交易时，他与另一方直接与对方订立该宗交易，及在他订立该宗交易时，该另一方知道或理应知道有关的内幕消息；或

b. 在他怂使或促致另一人进行上市证券或其衍生工具的交易时，他怂使或促致有关的交易的另一方直接与他订立该宗交易，而当时该另一方知道或理应知道有关的内幕消息。

6. 进行上市证券或该上市证券衍生工具的交易的人，并没有怂使或促致另一方进行有关的交易，以及在订立该宗交易时，该另一方知道或理应知道他是与该上市公司有关连的人。

本条免责辩护假设，知道或理应知道与他交易的另一方是该公司的内幕人士的人，应注意到该宗交易可能会构成内幕交易，因此应在与他们交易前向内幕人士作充分查询，并可就披露内幕消息的条款进行协商。

7. 怂使或促致另一人进行上市证券或该上市证券衍生工具的交易的人证明：

- a. 该另一人没有怂使或促致有关交易的另一方进行上市证券或衍生工具的交易；及
- b. 在他怂使或促致该另一人进行该等交易时，有关交易的另一方知道或理应知道该另一人是与上市公司有关连的人。

本条可在上述 6 条可作为进行有关交易的人的免责辩护的相同情况下，作为怂使或促致另一人进行上市证券或其衍生工具的交易的人的免责辩护。这确实是上述第 6 段的免责辩护的逻辑延伸。例如，当某商业银行向上市公司的大股东介绍准买家，而该银行可能认为该大股东希望撤走其所持股权，并为该股东就出售股权提供意见时，本条可为该商业银行提供保护。

8. 进行或怂使或促致另一人进行上市证券或该上市证券衍生工具的交易的人，以及：

- a. 他是就任何正在考虑中或属商议标的的交易（不论该宗交易是由他本人或另一人进行）而行事的，或是在一连串该等交易的过程中行事的，而他亦是为利便该宗交易或一连串该等交易的完成而行事的；及
- b. 有关的内幕消息是由于他牵涉入该宗交易或一连串该等交易而直接产生的市场消息。

「市场消息」指包含以下一项或多于一项事实的消息或资料：

- 曾有或将会有（或不曾有或将不会有）某类上市证券或该上市证券衍生工具的交易，或有任何该等交易正在考虑中或属商议标的；
- 上市证券或该上市证券衍生工具的数量及的价格（或价格范围）；及
- 所涉人的身分。

本条是为根据其交易意向或活动而交易的人，亦为仅为其本人执行或促成一个人提供免责辩护。本条免责辩护是针对以下情况：任何人的交易活动可能为股价敏感消息（例如：某大股东 — 故亦是关连人士 — 增持其于某上市公司的股份）。即使香港监管机构根据先前的立法并未对此采取行动，在没有这样一个明确的免责辩护的情况下，利用“内幕人士”消息自己进行交易活动，在技术上属仍于内幕交易。

9. 问题交易受限于认可结算所的规则，及由该结算所与某结算所参与者订立的交易是为了结算及交收市场交易。

第 272 条及第 293 条提供了进一步的免责辩护 — 任何属受托人或遗产代理人进行或怂使或促致另一人进行上市证券或该上市证券衍生工具的交易，若他是依照真诚地得自另一人的意见而行事的，而他当时并不觉得假使该另一人进行有关的上市证券或该上市证券衍生工具的交易，该另一人会涉及内幕交易。

任何人行使权利以认购或以其他方式取得上市证券或该上市证券衍生工具而进行该等上市证券或该上市证券衍生工具的交易，而且该权利授予他时，或该权利自他所持有的证券或其衍生工具时，他并不知悉任何内幕消息的情况下，第 273 条及第 294 条为此类人士提供免责辩护。

#### 4. 内幕交易及其他形式的市场失当行为的后果

##### 市场失当行为审裁处

##### 市场失当行为审裁处的研讯程序

如果证监会认为有内幕交易发生或可能发生，证监会可在市场失当行为审裁处提起研讯程序。市场失当行为审裁处依据民事证明标准得出结论。因此须以相对可能性的衡量确立某人有进行内幕交易（而非「证明没有合理疑点」的刑事证明标准）。

##### 市场失当行为审裁处的命令

根据第 257(1) 条，在任何研讯程序结束时，市场失当行为审裁处可对任何被识辨从事市场失当行为的个人作出如下命令：

- a. 取消资格令 — 命令他在该命令指明的不超过 5 年的期间内，未经原讼法庭许可，不得担任或留任上市公司或其他指明上市公司的董事或清盘人，或担任或留任该等上市公司的财产或业务的接管人或经理人，或以任何方式直接或间接关涉或参与该等上市公司的管理；
- b. 冷淡对待令 — 命令他在该命令指明的不超过 5 年的期间内，未经原讼法庭许可，不得在香港直接或间接处理任何证券、期货合约、杠杆式外汇交易合约，或任何证券、期货合约、杠杆式外汇交易合约或集体投资计划的权益；
- c. 终止及停止令 — 命令他不得再作出任何形式的市场失当行为；
- d. 交出款项令 — 命令他向政府缴付一笔款项，金额不得超逾该人士因该失当行为而令他获取的利润或避免的损失的金額；
- e. 支付政府讼费令 — 命令该人士向政府支付政府就有关研讯程序和任何相关调查所招致的讼费及开支；
- f. 支付证监会讼费令 — 命令该人士向证监会支付证监会就有关研讯程序和任何相关调查所招致的讼费及开支；及
- g. 纪律转介令 — 在他是某团体的成员而该团体可针对他采取纪律行动的情况下，本命令建议该团体针对该人士采取纪律行动。

#### 5. 刑事责任

根据《证券及期货条例》第 XIV 部，内幕交易也构成刑事罪行。

##### 罚则

最高刑罚为 10 年监禁及罚款高达 1000 万港元。此外，法庭可实施取消资格令、冷淡对待令和纪律转介令。

##### 避免双重提控

一个人的相同行为不能根据《证券及期货条例》第 XIII 部的民事程序，及第 XIV 部刑事程序被“双重提控”。《证券及期货条例》规定，如任何人已根据《证券及期货条例》

第 XIV 部被刑事起诉，而该法律程序仍待决，或没有对该人士根据第 XIV 部提出进一步刑事检控，则不得对该人士就相同的行为提起市场失当行为审裁处的研讯程序，反之亦然（第 283 条及第 307 条）。

## 6. 民事责任 – 私人诉讼权

《证券及期货条例》规定任何人因另一人作出市场失当行为（包括内幕交易）而遭受金钱损失，有权对该另一人提出私人民事诉讼；除非赔偿金额是公平、公正和合理的，否则该另一人无须根据该款作出赔偿（第 281 条及第 305 条）。

某人将被视为作出市场失当行为，如果：

- a. 某人作出任何市场失当行为；
- b. 某人是某上市公司的高级人员，而该上市公司在获得该人同意或纵容的情况下作出市场失当行为；或
- c. 某人协助或纵容该另一人作出市场失当行为，而该人是知道该行为构成或可能构成市场失当行为的。

提起民事诉讼前，不需要事先有市场失当行为审裁处的裁断或根据第 XIV 部的刑事定罪。但是，市场失当行为审裁处的裁断在民事程序中可获接纳为表面证据，以证明有发生有关市场失当行为，或某人作出了市场失当行为。此外，刑事定罪构成证明某人犯这种罪行的不可推翻的证据。法庭可实施额外的强制令或替代赔偿损失。

## 7. 上市公司高级人员的责任

### 高级人员的责任

《证券及期货条例》第 279 条规定任何上市公司的所有高级人员，均须采取一切合理措施，以确保有妥善的预防措施，防止该上市公司以导致它作出构成任何市场失当行为的行为的方式行事。

“上市公司的高级人员”的定义包括上市公司的董事（包括影子董事及以董事名义行事的人）、经理或公司秘书，或任何其它参与管理的人。最后的分类（即任何其他参与管理的人士）原则上可涵盖监事和其他任何履行管理职责的人。

根据第 258 条，凡某上市公司被识辨为曾从事市场失当行为，而该行为可直接或间接归因于该上市公司的高级人员违反第 279 条委予他的责任，则即使他并没有被识辨为曾从事市场失当行为，市场失当行为审裁处仍可就他而作出一项或多于一项上面详述的命令。

### 民事责任

如上所述，《证券及期货条例》清楚地订明因市场失当行为而遭受金钱损失的任何人有民事诉讼权利以寻求赔偿。以上列明如果某上市公司因其高级人员同意或默许而作出市场失当行为，该高级人员会被视为曾作出市场失当行为。

### 刑事责任

根据《证券及期货条例》第 390 条，凡任何上市公司犯了第 XIV 部所订的罪行，经证明是在该上市公司的任何高级人员或看来是以该身分行事的人协助、教唆、怂使、促致或诱使下犯的，或是在该人的同意或纵容下犯的，或是可归因于该人罔顾实情或罔顾后果而犯的，则该人与该上市公司均属犯了该罪行，并可据此予以起诉和处罚。

## 《证券及期货条例》第 213 条规定的法律程序

终审法院就案件证券及期货委员会对亚洲老虎基金管理有限责任公司（「亚洲老虎」）及其他人作出的判决确认了法庭具有作出证监会根据《证券及期货条例》第 213 条请求下达的最后命令的权力，而事前无须要有市场失当行为审裁处或刑事法庭对内幕交易或其他市场失当行为的裁断。

《证券及期货条例》第 213 条允许法院作出证监会请求下达的命令，以防止或补救违反（其中包括）《证券及期货条例》的情况。该等命令包括要求该人士采取措施使交易各方回复他们订立交易之前的状况的强制令和命令。老虎亚洲是一家总部位于纽约的资产管理公司，在香港没有实体存在。老虎亚洲及其两名高级官员被发现在买卖两家香港上市银行股时违反了《证券及期货条例》有关内幕交易和市场操纵的规定。法庭下令老虎亚洲和该两名高级人员向受其内幕交易影响的投资者支付 4500 万港元。

2013 年 12 月杜军先生（曾任摩根士丹利亚洲董事总经理）一案，也清楚表明，证监会可同时对内幕交易或其他市场失当行为采取刑事诉讼及根据《证券及期货条例》第 213 条寻求命令。杜军先生被裁定内幕交易罪，被判处 6 年的有期徒刑，并处以罚款 170 万港元。于 2013 年 12 月根据 213 条单独提起的诉讼中，法院对杜军先生判处回复原状命令，令他向受内幕交易影响的投资者支付 2390 万港元。责令支付的金额旨在令内幕交易对手回复到进行交易前的状况，而考虑到杜军先生所拥有的内幕消息后，有关金额相等于是股份在交易当日的价值与实际交易价格之间的差额。

## V. 申请短暂停牌

联交所有关上市发行人短暂停牌以待披露重大资讯的指引信 [HKEx-GL83-15](#)（「指引信」）发布于 2015 年 12 月。指引信提供以下信息：

- 要求短暂停牌；
- 避免短暂停牌及尽量缩短停牌时间；及
- 短暂停牌期间维持市场资讯流通。

### 1. 要求短暂停牌

如以上所述，根据《主板规则》第 13.10A 条，任何上市发行人出现下列情况而未能及时刊发公告，必须为它的上市证券申请短暂停牌：

- 发行人拥有的资讯必须披露，以避免出现虚假市场（按联交所意见为准）；发行人相信有根据《证券及期货条例》第 XIVA 部必须披露的内幕消息；或
- 发行人相信属于其中一个安全港范围内的资料或已提出豁免申请的内幕消息或已泄露或合理认为有关消息相当可能已泄露。

该等情况下，发行人应在切实可行的范围内尽快申请短暂停牌。

联交所只会在有合理疑虑内幕消息经已泄露或／有实际保密困难的情况下，方同意发行人短暂停牌。

## 2. 回应联交所查询

联交所经常监察股价及成交量变动并查看媒体报道，以侦测内幕消息是否可能经泄露，并防止证券交易市场可能出现虚假或不公情况。上市发行人的授权代表必须随时可以联络到，并能够回答联交所有关股价及成交量异常变动及媒体新闻的任何查询。他们须确认各董事是否知悉任何与上市证券的异常交易活动有关或可能有关的事宜或发展、避免出现虚假市场所必需公布资料，又或根据《证券及期货条例》第 XIVA 部须披露的任何内幕消息，而如有上述情况，则提供资料详情。

倘上市发行人进行机密的业务商议，则应监察其股价及成交量变动及媒体报道，以侦查内幕消息是否可能经泄露。

上市发行人回应联交所有关股价及成交量异常变动及／或媒体报道的查询时，必须即时仔细评估是否有根据《证券及期货条例》须披露内幕消息的责任。上市发行人均须设立适当的授权机制，以便及时向联交所及在适当情况下透过公告向公众发放资料，并容许授权代表可在刊发公告前，及时要求股份短暂停牌。

## 3. 处理具体市场揣测及负面报道

当有关于上市公司的具体传言、揣测或负面报导出现，有关发行人的董事必须即时仔细评估根据《证券及期货条例》及《上市规则》是否负有披露责任。发行人一般毋须回应传言、揣测或市场评论，但如市场评论对发行人股价／成交量造成影响或很可能造成影响，以致可能出现虚假市场，联交所可要求发行人刊发澄清公告。若发行人未能及时发表公告，联交所可要求发行人申请短暂停牌，以待作出澄清。

因此，发行人必须制定程序积极监察其股价及市场上流传有关发行人的消息、评论或报道。发行人的董事应清楚明白发行人的业务、财政状况及前景，并有完善制度供董事持续监察有关发展，使董事可及时准确回应联交所的查询，并在必要时刊发公告纠正或防止虚假市场。

## 4. 避免短暂停牌及尽量缩短停牌时间

联交所预期上市发行人应筹划其事务，以避免短暂停牌及，如无可避免，则尽可能缩短停牌时间。《主板上市规则》第 6.05 条规定上市发行人有责任确保在刊发公告后，或当初要求短暂停牌的原因不再适用时，在切实可行的范围内尽快复牌买卖。

根据《上市规则》，发行人只可在交易时间以外刊发载有内幕消息的公告。因此，联交所建议发行人只应在交易时间以外签订重大协议，和应在签订协议前先行拟备公告，以便签订协议后立即刊发。

若公告根据《主板规则》第 13.52(2)条的规定刊发前须经联交所预先审阅及批准，应在协议签订前尽早寻求联交所审批，以便签订协议后立即刊发。

发行人在短暂停牌以待刊发交易公告的期间，应尽快刊发有关公告并复牌。在短暂停牌期间，交易如有任何发展（例如后续商讨可能会使交易条款出现重大变更），发行人不应该继续停牌，以待磋商结果。在该等情况下，发行人仍需尽快刊发交易公告并复牌。

## 5. 短暂停牌期间维持市场资讯流通

一旦短暂停牌生效，上市发行人须公告其短暂停牌的原因。例如：「甲公司之股份已经于……短暂停止买卖，以待刊发有关……内幕消息的公告」。联交所要求上市发行人披露详情，如交易的主体、根据适用《上市规则》的交易分类等，公告才有实质意义。例如：「甲公司之股份已经于……短暂停止买卖，以待刊发公告，内容有关甲公司增发占



其现有已发行股份 5% 的股本证券，有关发行将构成《上市规则》中的关联交易及《证券及期货条例》中的内幕消息……」

发行人如无法避免停牌，并需要相当长时间草拟及发布有关重要资料，则应定期刊发最新消息（「提示性公告」），披露复牌的进度。

然而，上市发行人须紧记，内幕消息须在合理切实可行的范围内尽快予以披露。不论上市证券是否暂停买卖，有关法律责任仍然存在。

## 6. 行政事宜

如需申请短暂停牌，须在以下时段书面提出：

- 早上交易时段的短暂停牌要求应在上午 9 时前提出；及
- 下午交易时段的短暂停牌要求应在下午 1 时前提出。

任何短暂停牌要求均须有理据支持。

一般而言，上市发行人应在紧随其刊发重大资料後的下一个交易时段，使股份恢复买卖。在若干情况下，联交所可对上市发行人施加需在复牌前履行的特定条件。

## VI. 应对可能引致短暂停牌的指控

2016 年 4 月，联交所发布有关上市发行人被指涉及诈骗、严重的会计或企管失当行为（统称「指控」）而成为传闻或市场评论的对象，并因而可能需要短暂停牌的新指引信 [HKEx-GL87-16](#)。该指引信就发行人应对此等指控及其处理有关事宜的责任提供指引。

### 1. 发行人的行动

倘市场上流传对上市发行人的指控，而联交所认为有关指控导致或可能导致发行人的证券出现虚假市场，联交所或会根据《主板规则》第 13.10 条作出查询。发行人须 (i) 即时刊发澄清公告否认指控；或 (ii)（若发行人不能即时刊发澄清公告）申请停牌，以防证券出现虚假市场或市场混乱。如果申请短暂停牌，停牌的时间应尽可能短——发行人须在切实可行的情况下尽快刊发澄清公告，以复牌买卖。<sup>1</sup> 应注意，根据《上市规则》第 13.10 条，不论联交所是否作出查询，发行人有义务刊发澄清公告防止出现虚假市场或市场混乱。

澄清公告应提述有关指控和说明发行人对每项指控的立场，以避免出现虚假市场或市场混乱。如有可能，澄清公告亦应刊载资料细节回应或反驳指控。发行人亦应披露根据《证券及期货条例》第 XIVA 部须予披露的内幕消息（如适用）或作恰当的否定声明。

一般而言，联交所不会预先审阅澄清公告，并预期发行人在切实可行的情况下尽快刊发该公告，以尽量缩短停牌的时间。通常联交所预期停牌的股份在澄清公告刊发后即恢复买卖。若公告无助释除虚假市场或市场混乱的疑虑，联交所可能要求发行人提供更多资料并继续停牌以待进一步澄清。如澄清公告所载资料与发行人其他已刊发文件内容严重不符，或所载资料令市场混淆，以致联交所关注有关股份可能出现虚假市场或市场混乱，联交所可能对发行人提出提供更多资料并继续停牌以待进一步澄清的要求。

<sup>1</sup> 《主板规则》第 6.05 条 / 《创业板规则》第 9.09 条。

**2016年6月**

本报告仅供资料参考，并不构成法律建议。应就特定情形而寻求具体建议。本报告依据其编写之日生效的法律及法规编写，该等法律及法规随后可被修订、修改、重新编写、重述或替代。