
第五章

香港交易所擬備及公布《上市規則》及修訂有關規則的程序

引言

5.1 本章載述香港交易所擬備及公布新訂或修訂《上市規則》的現行程序。

上市

5.2 上市是指公眾公司的證券獲准在交易所買賣的程序。就香港交易所而言，上市程序受《證券上市規則》（《上市規則》）³⁹規管。《上市規則》訂明：-

- (a) 公司獲准上市必須符合的資格；
- (b) 公司必須遵守的持續責任，作為其證券上市的條件；以及
- (c) 違規的罰則，包括暫停買賣及撤銷上市資格。

制訂或修訂《上市規則》的權力

有關權力由證監會移交聯合交易所及由香港交易所董事會移交上市委員會

5.3 直至一九九一年年底，證監會及香港聯合交易所（聯合交易所）均負責監察證券上市的事宜。為免證監會及聯合交易所的職責重疊，證監會在一九九一年把審批上市申請的職能移交聯合交易所，惟聯合交易所必須採取措施，在內部作出有系統的制衡。聯合交易所遂成為本港上市程序的所謂前線規管者。相關的

³⁹ 有關規管證券在香港交易所首次上市及持續上市的其他規則及條例，分別載於《證券（在證券交易所上市）規則》及《公司條例》（第32章）。

安排載於證監會及聯合交易所在一九九一年首次簽訂的《有關管限上市事宜所訂立的諒解備忘錄》（《諒解備忘錄》）。自香港交易所合併及上市後，《諒解備忘錄》由二零零零年三月的經修訂及重新闡述本取代。

5.4 在香港交易所，香港交易所董事會把有關上市事宜的職能和權力轉授予上市委員會⁴⁰，而香港交易所董事會不會同時行使這方面的管轄權。因此，上市委員會是正式確立的權力組織，負責有關上市的所有事宜，包括審批諮詢文件，以及先通過新訂及修訂的《上市規則》，然後才把有關規則送交香港交易所常務委員會、聯合交易所董事局及證監會作最後批核。上市科⁴¹是香港交易所行政架構的一部份，負責提供支援，協助上市委員會執行其職能。

5.5 雖然證監會可對任何上市規則的最後公布行使最終權力，而香港交易所通常在諮詢市場人士後制訂有關《上市規則》，但《諒解備忘錄》並無條文規定，香港交易所諮詢文件須先得到證監會批准方可發表。在實際運作上，即使香港交易所的建議只是在一般理念階段，證監會都會與香港交易所緊密合作。

修訂《上市規則》的程序

四個階段

5.6 香港交易所採用的擬備及公布新訂及修訂《上市規則》的程序，由一九九一年起沿用至今。下文各段載述詳細程序。概括而言，有關程序可分為四個階段，即展開工作、擬備及發表諮詢文件、諮詢市場及批核。

展開工作

5.7 在下列情況下，香港交易所會採取行動，修訂《上市規則》:-

⁴⁰ 請同時參閱第 4.9 至 4.11 段，

⁴¹ 上市科為上市、監察及風險管理單位轄下的三個科別之一。請參閱第 4.7 段及附件 4.7。

- (a) 如市場的意見和回應認為，《上市規則》應按照市場發展情況予以修訂，不論有關意見和回應是直接向香港交易所提出或透過傳媒發表，香港交易所上市科均會考慮是否有需要作出有關修訂。
- (b) 香港交易所留意其他主要證券市場的發展情況，並考慮應否參考當前國際趨勢修訂本身的規則。
- (c) 在執行《上市規則》時，上市科行政人員會找出需予修訂的地方，從而澄清灰色地帶及堵塞漏洞。
- (d) 如證監會指出某項規則須予修訂，香港交易所須考慮及跟進有關建議。

5.8 香港交易所會按修訂建議的輕重，採用不同的方式，為修訂《上市規則》作準備。如屬重大修訂，香港交易所會發表正式諮詢文件，就建議修訂徵詢市場的意見。如修訂性質較為輕微，香港交易所會在報章刊登公告，公布修訂建議，並請公眾就該等修訂建議發表意見。如屬無關重要的修訂，例如就行政事宜作出修訂，香港交易所不會進行正式諮詢。在落實這些修訂時，香港交易所同樣會在報章刊登公告，告知市場人士有關修訂事項。這些修訂通常無重要影響，而可能只涉及草擬方式或就其他事項稍作澄清。

5.9 香港交易所在二零零零年年初合併後，曾就《上市規則》進行 33 次修訂。有關修訂細分如下:-

修訂類別	次數
作出重大修訂，發表諮詢文件	8
較輕微修訂，透過登報發布公告，請公眾就建議修訂發表意見	2
無關重要的修訂，在落實修訂時，透過登報發布公告	23

擬備及發表諮詢文件

5.10 對於可能成為諮詢文件討論事項的重大改革，上市科會按照圖 5.1 所載流程圖的程序辦理。首先，上市科在分析有關事宜後會擬訂詳細建議，研究其他主要市場的有關上市規則，蒐集任

何有關的統計資料以評估有關建議的影響，以及留意傳媒所報道的有關市場意見。如有需要，上市科會尋求獨立意見，特別是有關技術事宜的意見。

5.11 根據聯合交易所與證監會所簽訂的《諒解備忘錄》，香港交易所在發表諮詢文件前，無須就該文件的擬稿徵詢證監會的意見。不過，慣常做法是，上市科會擬備討論文件，向證監會的企業融資部尋求意見，並參考證監會的意見對該等文件作出修訂。視乎所諮詢事宜的重要性，上市科可能安排與證監會舉行會議，討論文件擬稿的內容。檢討及修訂過程會持續，直至證監會表示再無其他意見或同意文件擬稿的內容。

5.12 即使經過長時間的討論，證監會和香港交易所也未必會就所有問題達成一致意見。雖然如此，由於有關建議最終也會進行公眾諮詢，雙方通常都能達成一些折衷方案。證監會和香港交易所都傾向採取務實態度，並會達成一些可接受的方案，以便就有關建議進行諮詢。

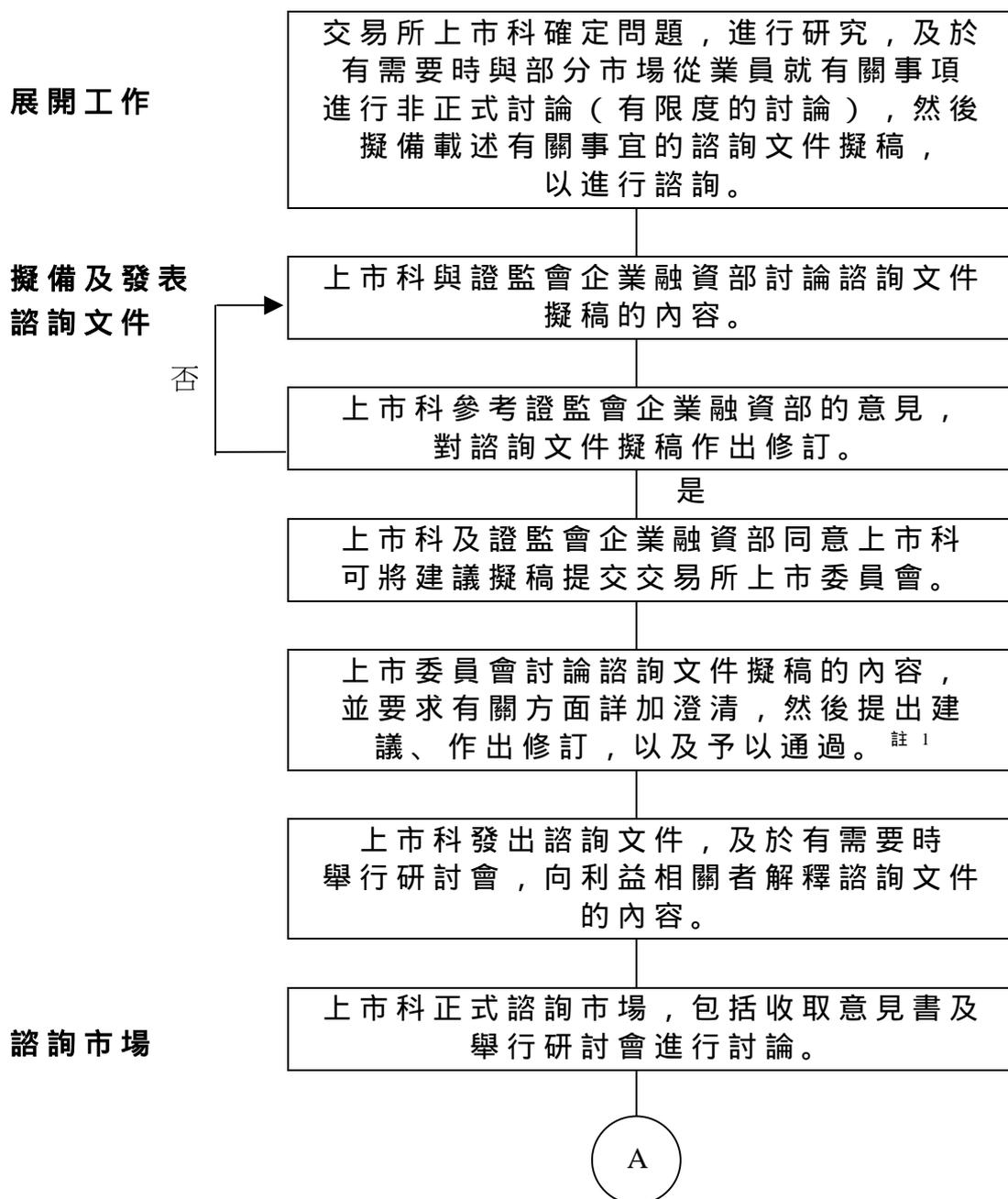
5.13 上市科與證監會企業融資部磋商後，便會為有關文件定稿，然後送交所有上市委員會委員傳閱，以供討論。上市委員會幾乎每個星期四都舉行會議。一般而言，上市科會在星期一下午或星期二上午把星期四會議的議程和文件送交各成員。至於政策事宜，包括諮詢文件，上市委員會通常會在一星期前把文件送交各成員，讓他們至少有一個周末的時間審閱有關文件。

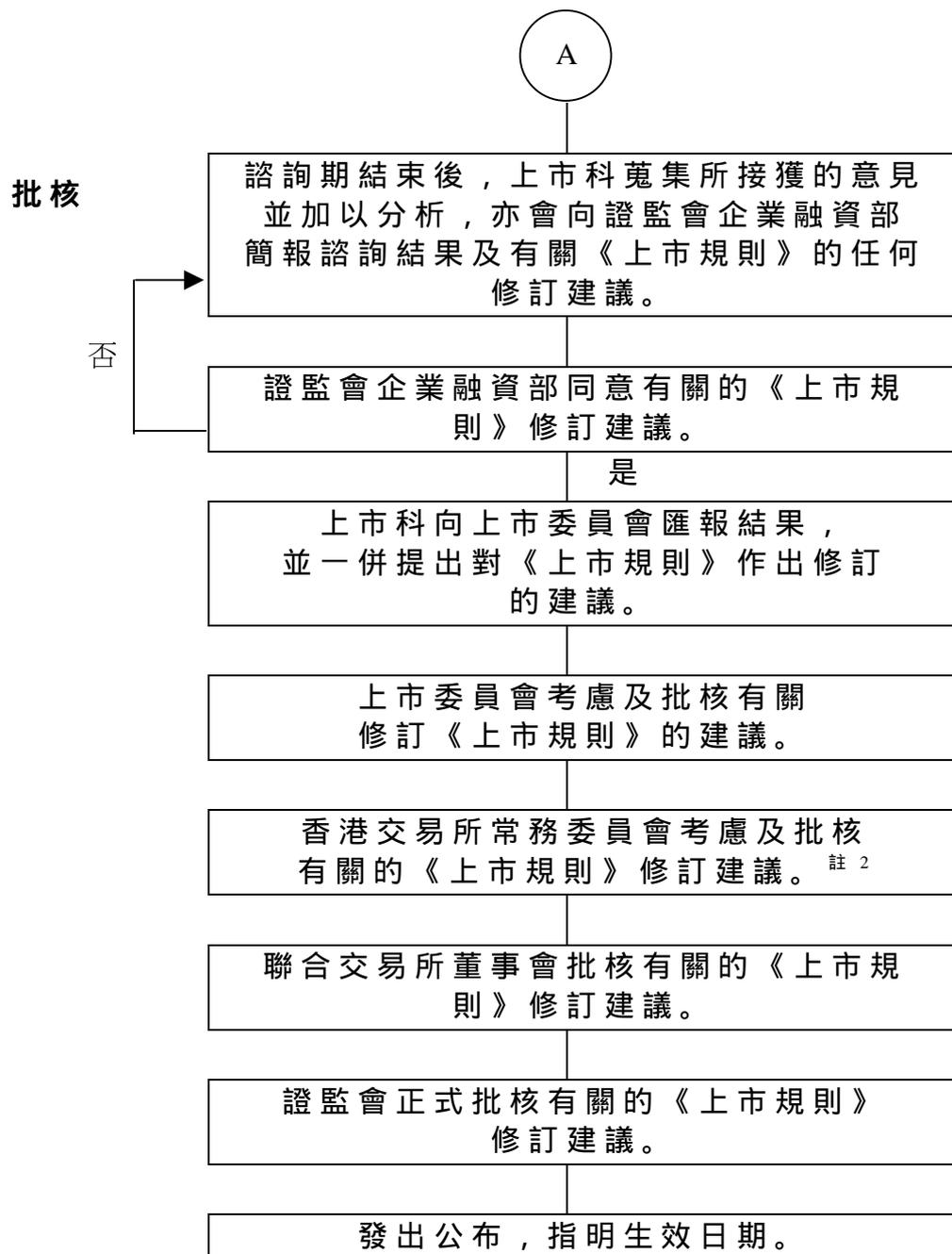
5.14 上市委員會委員的意見和建議均會在發出諮詢文件前納入文件內。倘若上市委員會對建議作出重大修改，有關修改通常會先轉告證監會，再納入諮詢文件內，最後才由上市科安排發布事宜。

5.15 上市委員會是擁有通過及發布上市事宜諮詢文件最終權力的組織。任何建議如未經上市委員會通過，一律不得進行諮詢。

圖 5.1

發出諮詢文件及通過《上市規則》修訂建議流程圖





註 1：上市委員會的成員包括交易所參與者、上市公司代表或市場從業員。
《上市規則》第 2A.01 條說明多項事宜，包括聯合交易所董事會已安排由上市委員會執行有關一切上市事宜的職權及職務。

註 2：自交易所及結算所合併後，如對《上市規則》作出任何修訂，必須先獲香港交易所常務委員會批准，然後再經聯合交易所董事會審批。

市場諮詢

5.16 諮詢的時間長短不一，由三星期至三個月不等⁴²。一般而言，香港交易所會透過新聞稿或新聞簡報會宣布發出諮詢文件，宣傳安排則視乎建議的重要性而定。對於重大建議，例如二零零二年一月發出的“有關企業管治事宜的上市規則修訂建議諮詢文件”，香港交易所在發布文件後，先後為上市發行人舉行了三次研討會（分別以英語、普通話和廣東話進行），共有約 560 人出席。香港交易所亦與專業團體舉行會議，合共作出九次簡報，以討論有關建議。另外亦曾主持九次午餐會，會見了 54 名上市發行人代表。香港交易所同時亦為那些可能會對諮詢文件內容有疑問的利益相關者，提供電話查詢服務。結果，香港交易所收到 503 項對該份企業管治事宜諮詢文件的回應。在這 503 項回應當中，110 項來自上市發行人、12 項來自商會或專業組織，餘下的回應則來自市場從業員及投資大眾。

批核

5.17 諮詢期結束後，上市科會收集及分析所得的意見，並會在有需要時更改建議修訂。經更改的修訂獲正式通過前，會按以下五個步驟處理：-

- (a) 上市科與證監會企業融資部一同討論建議修訂。討論一直進行，直至證監會表示沒有進一步意見，並且贊同建議修訂為止。
- (b) 上市科接着向上市委員會匯報結果及經更改的建議修訂，以供批核。
- (c) 上市科其後把上市委員會所批核的建議修訂提交香港交易所常務委員會通過。（常務委員會包括四名香港交易所非執行董事及香港交易所集團行政總裁。）
- (d) 建議修訂通過後，提交香港交易所董事會供香港交易所內部最後批核。（香港交易所董事會只包括香港交易所行政人員。參閱附件 4.8。）
- (e) 其後請證監會正式通過新修訂的《上市規則》。

⁴² 有關企業管治文件的諮詢期原定為三個月，但其後延長至四個月。

5.18 修訂獲正式通過後，香港交易所會登報發出公告，扼述修訂規則的詳情，並通知市場人士該等規則的生效日期。視乎有關事宜的複雜程度，整個修訂過程或許長達多月。在個別情況下，香港交易所亦會給予上市公司合理的過渡期，使其得以符合新規定。

觀察所得

香港交易所並無進行事先諮詢工作

5.19 儘管香港交易所在提出有關《上市規則》的改革時會考慮市場意見，但其一貫做法是不會於諮詢公眾前，就建議改革的細節事先徵詢市場不同界別的意見。香港交易所主要關注下列四點:-

- (a) 於公眾諮詢前作事先徵詢意見，會令資料發布不均，以致部分市場人士會較整體市場先知悉某些資料。
- (b) 任何修訂建議均須從整體的角度考慮，並有詳細分析及正反論據。在未備妥諮詢文件前，就詳細規則改革，向部分市場人士作非正式的事先徵詢意見，可能會引起誤解，以致收到的意見不太可靠。
- (c) 事先徵詢或會導致公眾諮詢前的游說活動，以求影響諮詢建議內容，並為證監會或上市委員會成員帶來不必要的壓力。
- (d) 正式的諮詢文件應該只是對整個市場作諮詢的起點，而文件則應載列關於具體修訂的詳細建議。

上市委員會的參與

5.20 儘管上市委員會是核准發布有關上市事宜諮詢文件的權力當局，並為《上市規則》各項修訂的主要“把關者”，值得注意的是:-

- (a) 在諮詢文件的擬稿差不多定稿時，上市委員會才參與其事。換句話說，上市委員會通常不會參與諮詢文件所涵蓋的基本概念、目標及原則等範圍的早期討論或磋商。

-
- (b) 上市委員會成員通常來自商界，工作繁忙，且以自願性質參與委員會的工作。他們只得數天閱讀議程和文件。即使是載有詳細建議的諮詢文件，而這些建議又會造成深遠影響，例如這次涉及的諮詢文件，成員最多也只得約一星期時間研究有關建議。
- (c) 在某些情況下，例如這次的諮詢文件，上市科並沒有隨文件夾附由其製備的統計數據或影響分析，以協助上市委員會審議有關建議，儘管這些資料早已備妥，而在實際會議內審議文件時，如有成員提出，上市科也會提供這些資料。
- (d) 對於上市委員會的角色，香港交易所人員的觀點和期望，可能與上市委員會的有所分別。上市委員會的職權範圍，字眼非常籠統⁴³。上市委員會認為其角色屬“技術”性質。即使一些涉及政策的事宜，他們認為在這些事宜上的角色，僅是改善《上市規則》的實用性和運作效率。上市委員會成員並不認為其角色是要確定市場可能的反應，除非當局特別要求他們這樣做，而這次諮詢文件的發布過程中並沒有這樣的要求。另一方面，香港交易所人員似乎期望上市委員會就建議可能引起的所有問題，包括技術問題和市場影響，提供意見，即使當時未有提出將後者包括在考慮之列。上市委員會成員都是克盡厥職的人，只要文件上有指出要他們注意的地方，以及他們認為與此等事項有關的問題，他們都會加以研究。不過，到了他們有份參與的階段，通常已屬太遲，他們無法把建議徹底改變，或有實質意義地，提出一些關於基本假設的問題。（詳情參閱第 7.45(d)段及第 11.51 至 11.55 段。）
- (e) 目前，香港交易所集團行政總裁是董事會與主板上市委員會之間的唯一橋樑。上市委員會獨立運作，除非透過香港交易所集團行政總裁，否則上市委員會無法借助香港交易所董事會的各種專長。

⁴³ 參閱附件 4.9。

5.21 有鑑於此，有疑問指出上市委員會的現行架構、角色及運作是否有需要再加以改進，使其可以充分發揮其角色，作為香港交易所對上市事宜負有最終責任的機構。

證監會的角色

5.22 一如圖 5.1 所示，有關程序涉及香港交易所及證監會，特別是香港交易所的上市科及證監會的企業融資部的互動關係。當中有三點值得注意。

5.23 第一，證監會及香港交易所是否應就某些對市場具深遠影響的重要政策，進行聯合諮詢。根據二零零零年三月的經修訂及重新闡述的《諒解備忘錄》第七條，證監會及香港交易所同意就日後政策的制訂攜手合作，尤其是就某些“經商定範疇”為上市公司引入法定責任。這些“經商定範疇”包括上市文件、補充資料、帳目、顧問的責任及罰則。證監會及香港交易所承諾就上述範疇諮詢對方或發出聯合諮詢文件。“經商定範疇”的項目表應未有修訂。在一九九零至一九九七年間，證監會及香港交易所發出了三份聯合諮詢文件⁴⁴。雙方並無正式機制，決定何時應發出聯合諮詢文件，有人認為宜考慮設立這個機制。

5.24 第二，香港交易所及證監會並無明確協議，訂明證監會應否及應如何透過其正式及非正式的諮詢網絡，在香港交易所的建議擬稿公布前，研究有關建議的構思及細節。就證監會本身而言，作出修訂時常會採取兩階段的諮詢方法，先就構思的大綱作非正式諮詢，再就細節作進一步諮詢（參閱第 4.21 段）。證監會在處理香港交易所擬進行的《上市規則》修訂時，不會進行非正式諮詢。二零零一年十二月，證監會與其股東權益小組就香港交易所的初步建議，進行一般討論，香港交易所人員對此表示有重

⁴⁴ 證監會 / 香港交易所於一九九零年六月、一九九五年六月及一九九七年六月共進行三次聯合諮詢:-

- (a) 一九九零年六月：就香港公司回購本身股份的能力進行聯合諮詢；這項諮詢是應公司法改革常務委員會的要求展開的，涉及與《公司條例》有關的事宜；
- (b) 一九九五年六月：就上市公司董事是否為該職位適當人選的問題，進行聯合諮詢；這項諮詢是因應各方對董事隱瞞刑事記錄的關注而進行的。
- (c) 一九九七年六月：就要約機制進行聯合諮詢；證監會參與這項諮詢工作，是因為穩定股價及市場操控問題，屬證監會的規管職責。

大保留。自此，證監會因而認為應小心謹慎，以免令人覺得其插手香港交易所的事務。就規管者與受規管者的關係而言，就算雙方採取合作的態度，雙方的關係仍常覺緊張。如說這種情況無可避免，論調或許過於悲觀，但實際情況與此相差不遠。雙方需要更多技巧（及諒解），以紓緩雙方間或微妙敏感的關係。（詳情另參閱第 7.71 至 7.76 段）

5.25 第三，證監會及香港交易所對證監會的角色有不同理解。證監會認為，其角色是作為香港交易所測試及傳達建議的渠道，而香港交易所則認為證監會對其建議有“最終決定權”。關於這一點，第七及第十一章會作更詳細討論。我們認為，雙方的觀點均欠全面，甚至可以說是欠準確。（另參閱第 7.8(a)、7.10、7.45 及 7.83 段）