

第二章

具體議題的討論

2.1 我們於本章更詳細討論在摘要裏所提出的一些議題。

市場質素

2.2 我們在摘要裏用了不少篇幅討論香港市場的質素，結論是近年主板及創業板新上市公司的質素每況愈下，尤其是有大量小型公司上市，而這些公司在首次公開招股後股價表現普遍欠佳，投資者對這些公司也缺乏興趣，而市場成交額微不足道，情況令人憂慮。我們不打算在此覆述同一論點，但會提供更多數據以支持我們的看法。

2.3 於二零零二年新上市的 117 間公司當中(60 間在主板上市，57 間在創業板上市)，90%(即 105 間公司)初期市價總值少於 10 億港元(1.28 億美元)⁸。除九間投資公司⁹外，在主板上市的公司當中，65%(即 33 間)的市價總值低於 3.9 億港元(5,000 萬美元)，即較納斯達克小型市值市場的最低要求為低。

2.4 許多在主板新上市的公司，只能僅僅符合首次公開招股的最低要求。除投資公司外，有八間上市公司的集資額剛好是 5,000 萬港元(640 萬美元)，即公眾持股量的最低規定。在創業板上市的 57 間公司當中，24 間集資額少於

⁸ 第 2.3 至 2.7 段中所有數據均由證監會提供。

⁹ 我們沒有把不受任何市價總值或公眾持股量規定規限的九間投資公司計算在內，但實際上這些公司的平均集資額為 8,400 萬港元(1,080 萬美元)。

5,000 萬港元(640 萬美元)。在扣除上市費用後，新上市公司的實際集資額更低。在扣除開支及公開發售所得的收益後，30 間新上市公司為發行人集資的金額少於 3,000 萬港元(380 萬美元)。

2.5 在主板上市的 60 間公司當中，部分在首次公開招股前派發的股息，與上市所籌集得的資金及在招股書所列的業績記錄期所賺取的利潤比較相對頗高。21 間新上市公司(除投資公司及內地國有企業¹⁰外)在首次公開招股前的年度所派發的股息，超過公司在該年度的利潤。其中三間公司所派發的股息甚至超出招股書所載業績記錄期的總利潤。此外，18 間公司在首次公開招股前所派發的股息超出公司最終收到的上市淨收益。

2.6 投資大眾對大部分在二零零二年新上市的 117 間公司興趣不大。除投資公司及通過介紹上市的公司外，有 53 間公司的上市認購率少於 5 倍，31 間少於兩倍。有 19 間公司的上市認購率更少於 1.2 倍，僅僅達到集資數額。

2.7 截至二零零三年二月底，在 117 間新上市公司中，有 23% 的股價已下跌超過 50%。其中三間的股價更在首次上市後兩個月內下跌超過 90%。八間公司在上市後的短短數個月內，市價總值已跌至少於從上市所籌集得的資金(經扣減從任何公開發售所得的收益)。

2.8 以上情況令人質疑很多公司尋求上市的商業邏輯。部分意見認為某些公司是要通過上市製造操控工具。另一些意見認為上市可以用作成立“空殼公司”，以待日後出售，某記者稱之為“真上市，假集資”。還有部分人士認為某些公司上市是為了提高地位，不單提升控股股東的個人地位，還有助公司營業前景，提升公司的信譽和利便公司從例如銀行等籌集更多資金。也有人認為在某些個

¹⁰ 內地的國有企業很多時會在上市前進行重大改組，大派股息。這些國有企業是從國家擁有及管理過渡至公司形式及管理，與這裏所述的情況有很大分別。

案，部分從上市活動籌集得來的資金實際上來自控股股東本身或與其有聯繫的人士。

2.9 這些推論皆無助提升香港作為國際金融中心的聲譽。

2.10 香港交易所也對市場質素欠佳表示關注。在二零零三年一月出版的第七期《交易所》刊物¹¹中，香港交易所指出：“市場上充斥著相當多表現欠佳的公司確實是一個問題，甚至只是.....[存有]這些觀感往往亦是一個問題”。香港交易所認為“要避免有問題的公司充斥，首要工作明顯是該從《上市規則》規定的上市資格着手。”但香港交易所同時指出：“事實上，主板的上市準則與大部分發展成熟的國際市場相比，標準已是定得較高”。附件4比較各主要金融市場主板對首次公開招股定量的規定。該表是根據各交易所公布的資料編製，可以看到，香港聯合交易所(聯交所)所訂的定量上市準則雖然大部分與其他主要交易所相差不遠，但就股東分布的最低規定而言，所訂的要求相對偏低。一如摘要所述，我們認為這方面的要求須盡快提高。聯交所與倫敦交易所、紐約交易所及東京交易所等主要交易所一樣，擁有廣泛的酌情決定權，可採用質素準則審批上市申請。但據我們所知，聯交所近年甚少行使這項質素酌情決定權。

2.11 香港若要達到成為國家首選的集資中心及躋身全球五大證券市場之列的既定目標，必須處理上述的市場質素問題，並迅速作出改善。

¹¹ 該刊物載於香港交易所網站：www.hkex.com.hk。

上市委員會

2.12 《細價股事件報告書》提出一些有關上市委員會的角色、職責及處事效率等重要問題(第 11.51 至 11.55 段)。我們也從意見書、會議及個別人士會晤中得到很多有關意見。

2.13 總括來說，上述問題可歸納如下－

- (a) 香港交易所董事會轉授職能及權力予上市委員會及上市委員會的實際運作情況；
- (b) 上市委員會的成員組合；以及
- (c) 兼職義務人士與全職專業人士的比較。

(a) 香港交易所董事會轉授職能及權力予上市委員會及上市委員會的實際運作情況

2.14 一如《細價股事件報告書》指出，上市委員會的職權範圍清楚訂明，委員會須執行董事會一切有關上市事宜的職能及權力。香港交易所《上市規則》中有關主板及創業板兩個上市委員會的部分，節錄於附件 5。這安排的必然含意是，董事會已放棄執行這一重要範疇的全部職責。董事會甚至不獲知會有關上市政策的策略或運作方面的事宜，以顯示商務與規管職責清楚劃分。《細價股事件報告書》(第 11.47 段)已清楚闡明這一點，有關方面並無就“首次上市及持續上市資格及除牌程序有關事宜之上市規則修訂建議諮詢文件”的內容徵詢董事會的意見。

2.15 然而，我們知悉在符合覆核程序的規定下(《上市規則》第 2A.02 條)，上市委員會又安排上市科及聯交所行政總裁行使大部分的權力和職能。這無疑會引起權力是否真正劃分的疑問。我們並得悉，創業板上市委員會自成立

以來，其主席一直同時擔任香港交易所董事會董事，這也引致同樣的疑問。

2.16 我們的調查發現上市委員會的真正權力及問責性並不明確。

2.17 首先，除了香港交易所行政總裁外，上市委員會的成員全是經驗豐富但屬兼職性質的義務人士。他們沒有薪津，大多視他們的參與為公職服務，性質就如他們當中很多都有參與的慈善或其他公益活動。他們本身都是工作繁忙的專業人士，沒可能要求他們把大量時間放在上市委員會的事務上。我們會在下文第 2.27 至 2.31 段加以評論。

2.18 其次，上市委員會本身缺乏支援。我們可以確定的是，委員會所獲轉授的職權，只限於根據不是由委員會本身的要求和掌控的資料而作出決定。委員會不會管控或設定本身議程，有關細節由上市科負責，但上市科的預算卻非由委員會審批，委員會也不會參與其組織結構的討論，或負責招聘或評核職員的表現。並無證據顯示上市科與上市委員會有任何從屬關係。實際上，上市科是向香港交易所的領導層負責。有些人向我們表示，上市科視委員會為內部程序的一環，而委員會則視本身主要為具備制衡功能的諮詢組織。委員會似乎不認為本身應完全擔負上市職能或接受問責。香港交易所董事會似乎也沒有要求委員會就其獲轉授的職責接受問責。部分委員表示，委員會實際上類似議事小組，每次出席會議審理個案的人數不多。不少有關人士因而感到洩氣，這也不足為奇。

2.19 我們的檢討結果顯示上市委員會還有其他可改善之處—

- (a) 由於在 25 名委員中，只須有五名出席會議便符合法定人數，而委員的專長和觀點又各有不同，所作出的決定很大程度會視乎運氣，即當日出席會議的委員組合。如此不一致的決策過程並非執行規管的最佳方式。有建議認為應增加最低法定

人數，特別是碰上政策事項時，可考慮增至八至十名，以便取得較佳平衡。但也有意見指出，很多委員或許未能或不願意出席涉及具爭議性個案的會議，因此較低的法定人數可能是唯一可行的辦法。

- (b) 由一個不包括全體委員的小組所作出的決定未必會迅速向沒有出席的委員傳閱——曾有在多月後才向委員傳送記錄決定的文件的情況。由於上訴個案的決定不一定及時送達其他委員，決定不一致和對先例缺乏正確了解的情況每有發生。
- (c) 由於發放文件的時間與開會日期十分接近，委員須在時間相當緊迫下閱讀大量文件。按照一般程序，文件會在星期二下午發送，會議則在星期四舉行，當然期間委員都須處理本身的工作。我們聽聞曾有文件在有關的會議舉行後才發送給委員的情況。
- (d) 委員會是根據上市科所訂的議程行事。在大多數情況下，委員都是在交易所人員與申請人及其代表討論多時，相信也已達成諒解後，才加入討論，因此他們所能發揮的功用有限。委員會在訂定議程方面沒有多大自主權。

2.20 總的來說，現行審批上市的機制存在弊端，沒有釐清各方所需承擔的責任、沒有善用願意為上市委員會服務的委員所付出的寶貴時間，以及除透過香港交易所行政總裁及創業板上市委員會其中一名董事諮詢外，完全利用不到董事會及轄下其他委員會和小組的豐富經驗。

(b) 上市委員會的成員組合

2.21 現時上市委員會的結構備受批評。根據《上市規則》(第 2A.17 條)，上市委員會由 25 名委員組成，其成員

包括：香港交易所行政總裁擔任當然委員，或在其缺席時，由聯交所行政總裁替補、六名交易所參與者或交易所參與者的董事、六名上市發行人董事(這些人士須為非交易所參與者，也非交易所參與者的行政人員或僱員)，以及 12 名來自下列五個類別的人士(這些人士須為非交易所參與者，也非交易所參與者的行政人員或僱員)－

- (a) 從事基金管理業務的公司的董事或合夥人；
- (b) 商人銀行的行政人員或高級僱員；
- (c) 大律師或律師行合夥人；
- (d) 會計師行合夥人；以及
- (e) 參與或對證券市場及公司財務事宜或證券監管有經驗的人士。

上述五個類別分別可選出最多四名委員。

2.22 很多人提到由於委員會成員中，經紀、上市公司、投資銀行、律師及會計師佔大比數，令委員會過度偏重於發行人一方。事實上，委員會現時只有一名來自基金管理業的代表，雖然規則容許有四名來自此行業的代表。有很多人建議，委員會的架構須作重大重組，以增加投資者代表。部分資深從業員甚至建議委員會須有一半成員為投資者代表。

2.23 雖然從表面及尋求更廣泛代表性的角度看，我們理解這些意見的用意，但在檢討過程中發現一項明顯的限制。本港的金融中介機構十分發達，其中包括經紀、投資銀行家、財務顧問、會計師及律師等。因此，富經驗並自願參與委員會工作的合適人選頗多。同樣，市場也有大量具備良好資歷，而且在香港有多年相關工作經驗的上市公司董事。

2.24 反過來說，要物色這麼多富經驗，願意而又能夠抽出大量時間參與規管工作的國際基金經理則較為困難。大部分基金經理只對小部分在香港新上市的公司感興趣，而有關投資只佔這些基金經理的區域投資項目的一小部分。個別基金經理向我們表示，在去年發行的 117 隻新股中，他們只對極少數感興趣。此外，部分基金經理會認為加入上市委員會可能會有潛在利益衝突，因為他們可能是新上市證券的買家，如參與討論個別上市申請，便會得知有關的內幕資料。但若討論政策或策略事宜，則並無這樣的衝突。

2.25 對於加強投資者參與的建議，雖然普遍獲得支持，但並不容易推行。順便一提，投資者的參與不應只限於上市委員會。若干提供意見者提議香港交易所及證監會的董事應包括投資者代表(目前香港交易所董事會及證監會董事均沒有投資者代表)。我們知道，證監會的諮詢委員會已有投資者代表，而證監會所成立的股東權益小組也包括若干機構投資者以及知名學者、評論員和專業顧問。

2.26 本港的個人投資者欠缺有組織的代表，而僅有的組織只集中於投資者的教育及保障方面，因此能代表投資者意見的義務人士數目十分有限。但要使香港的金融市場能夠平衡發展，一定要繼續物色具經驗而又願意代表投資者的人士。

(c) 兼職義務人士與全職專業人士的比較

2.27 我們接獲不少關於此課題的意見。部分意見認為，由兼職義務人士參與的做法已不合時宜，上市決策事宜應由幹練、獨立及富經驗的專業人士負責。這些規管人員須具備制訂策略及確定公司是否適合上市的能力，並能決定應否批准任何發行人對某些規則的豁免申請。他們也須有能力因應商業實況作出決定，並且適當平衡他們在保障投資者及市場發展兩方面所扮演的角色。在這情況下，

兼職性質的上市委員會會成為一個諮詢及審裁上訴的組織。

2.28 在另一個極端，有些人認為現時上市科按規則辦事的運作方式，必須輔以有市場經驗的市場參與者參與及提供意見的安排。大部分對於上市科的評論首先會稱讚上市科職員工作勤奮及仔細，但也指出該科職員流動性高、經驗較淺、決策能力有限，並且傾向於“剔格子”的處事方式，而不運用商業判斷能力。一些人更稱事無大小，上市科都傾向於提交上市委員會審理，以避免承擔決策責任（即向上轉授職責）。

2.29 全球大部分規管機構均希望吸納及聘請幹練及富經驗的人員。在現時的經濟環境下，規管機構大有機會吸納富市場經驗的專業人士，以加強高級職員人手，進而協助培訓年輕人員及集中資源處理實質及細節事宜，從而精簡上市工作。

2.30 我們留意到香港交易所其意見書中建議由上市委員會擔當更積極的角色，作為該所提高新上市公司質素工作的一部分。根據建議，上市委員會應審查申請者的業務性質、申請上市的理據，以及擬上市公司與控股股東旗下任何私人公司之間的關係。如委員會對申請有任何疑問，或未能就其查詢得到滿意答覆，可要求申請者繼續解釋，直至滿意為止。

2.31 我們固然歡迎香港交易所承認上述措施應予實施，但我們認為要一個兼職性質的組織履行這項職能，既不切實可行，也不公平。這項工作理應由全職的專業人士負責，他們須接受問責，但可在有需要時向委員會尋求指引。

香港交易所提出成立獨立附屬公司的建議

2.32 從香港交易所的意見可見，該所也承認其上市公司地位與執法職能在觀感上存在問題。為消除疑慮，香港交易所建議成立一間名為“香港上市有限公司”的附屬公司；董事會會把與上市有關的職責，包括審批上市及持續執行《上市規則》的工作，正式轉授該附屬公司。香港上市有限公司的組織章程會清楚訂明其職責，並清楚指出該公司的工作重點在於上市規管工作的質素及效率。香港上市有限公司的財政預算須由香港交易所董事會審批。

2.33 香港上市有限公司的董事會將名為交易所上市董事會，成員由香港交易所委任，提名程序與現時上市委員會所採用的程序相若。交易所上市董事會的成員將包括由資深市場人士出任的非執行董事，也可包括香港交易所董事會中代表公眾利益的若干名董事。董事會也會有投資者代表，而且是所有上市政策事宜的決策組織。

2.34 交易所上市董事會將下設一個新的上市委員會，負責處理個別上市申請及除牌建議。委員會仍會由義務人士組成，其中投資者人數會較目前為多。委員會會透過抽籤或輪流組成多個五人或六人小組，負責處理個別個案及確保業界能夠參與決策程序。委員會主席或副主席會參與所有小組的工作，以確保工作的一致性及連貫性。至於小組的職能屬諮詢抑或決策性質，則仍有待討論。在處理上訴方面，方案之一是仿照現行做法，成立上市上訴委員會，或由交易所上市董事會履行這方面的職能。

2.35 交易所上市董事會將委任一個包括上市委員會成員及其他人士的諮詢委員會，就重要的政策措施向其提供意見。

2.36 香港交易所認為上述架構可全面解決現時上市委員會權責不清的問題，加強規管上市的職能，以及保留市場在決策過程的參與，也有助招聘工作和強化規管上市的職能與營利部門之間的“中國牆”，令證監會可安心減少

直接參與，並讓交易所上市董事會履行其職能。香港交易所也認為上述架構說明交易所上市董事會須接受問責，但與執法有關的責任則繼續由證監會承擔。

2.37 經詳細考慮後，我們就香港交易所的建議有以下回應－

- (a) 建議反映香港交易所了解目前問題的癥結，我們對此表示歡迎。
- (b) 成立一間獨立的附屬公司，在釐訂規管職責方面會較現行架構清晰。
- (c) 建議在董事會及各委員會引入更多投資者代表，是一項正面的措施。
- (d) 建議由上市委員會主席或副主席參與所有小組的工作，有助保持決策的一致性。
- (e) 將上市審批權力轉授數層的兼職專業人士，一如目前上市委員會的情況，實際執行會非常困難。
- (f) 由香港交易所董事會審批財政預算，反映最終控制權誰屬。
- (g) 交易所上市董事會的成員中有來自香港交易所董事會的代表，這固然可提供寶貴的決策經驗，但會再次觸及職能有否真正劃分的問題。
- (h) 建議未有探討該附屬組織的行政管理架構與香港交易所行政總裁的角色。
- (i) 建議包含三層兼職義務人士，分別是交易所上市董事會本身、新的上市委員會及諮詢委員會。據我們所得的資料顯示，目前最需要的是更多全職

專業人才以處理上市事宜，而非更多兼職義務人士。

- (j) 實施上述架構，是否有助招攬富經驗的專業人士，會是一個疑問，因為這些人才較喜歡明確的從屬關係及強勢的全職領導。

2.38 總括來說，香港交易所的建議雖然包含不少有用的構思，但我們並不認為成立獨立附屬公司的建議足以消除現時的疑慮。賦權兼職義務人士的做法在過去已證明十分困難，在建議的架構中也將繼續帶來問題。表面的利益衝突問題不會因而解決，而建議也不一定有助提升上市程序的專業水平。我們未能支持這項建議。

對上市公司的規管

2.39 一連串涉及安然、世界通訊、環球電訊、泰科及其他公司的企業醜聞凸顯了美國一些公司資料披露及管治失當的嚴重問題，而其他主要市場也有許多類似個案。在香港，雖然問題規模較小，但投資者也不能免受影響。

2.40 二零零二年十月，歐亞農業(控股)有限公司宣布，該公司有嚴重的現金流動問題。隨後該公司的管理高層、財務顧問及審計師相繼辭職，而其股票也暫停買賣；更有報導指該公司的控股股東在內地正遭拘留調查。據報導，歐亞農業聲稱在公司上市之前的三年期間，有相當於20億港元(人民幣21億圓)的營業額，但此數字與內地稅務當局的記錄並不一致，當局的記錄顯示歐亞農業的營業額其實少於9,500萬港元(人民幣1億圓)¹²。

2.41 二零零二年十二月，三間主板上市公司(裕豐國際集團控股有限公司、金禾國際控股有限公司及富昌國際控股有限公司)的一些執行董事及行政人員，連同多名其他人士，包括一名會計師、一名財務顧問及一名會計師行的高級經理，以及其他公司的一名董事及一名擁有人，因涉嫌就該三間公司的上市偽造帳目及行賄，遭廉政公署拘捕。

2.42 這些個案及其他更近期的事件已嚴重削弱了投資者的信心。特別是歐亞農業的個案，已引起了市場關注規管機構未能察覺出現披露虛假資料情況，以及質疑中介機構在上市程序中未有適當查證。市場普遍認為急需嚴格檢討上市制度及對金融中介機構的規管。

2.43 很多市場人士向我們表示，現行的上市機制及規管架構無法有效防止上述的企業失當行為重覆發生。部分人士指出，香港欠缺一個牽頭的企業監管機構；而更多人

¹² 二零零二年十月二十日出版的《財經》雜誌。

感歎法律阻嚇作用及執法力度不足，未能打擊企業，尤其是基地設於內地的上市公司的違法行為。

2.44 目前，規管上市公司的主要工作由香港交易所及證監會分擔。此外，其他政府部門及執法機構也有參與規管公司的活動。公司註冊處負責處理公司的成立及註冊事宜，並執行《公司條例》(第 32 章)、《有限責任合夥條例》(第 37 章)、《受託人條例》(第 29 章)、《註冊受託人法團條例》(第 306 章)及其他雜項法團條例。破產管理署則負責根據《破產條例》(第 6 章)及《公司條例》分別處理法院下令公司破產及強制清盤的個案。警方商業罪案調查科及廉政公署則分別處理涉及上市公司的商業罪行及貪污案件。此外，財政司司長可根據《公司條例》第 142 或 143 條展開調查。

2.45 在現行的三層規管架構中，香港交易所是“前線”規管機構，獨力管理日常一切與上市有關的事務，並透過訂立及執行《上市規則》監督及規管上市公司。《上市規則》並非法定規則，香港交易所透過與發行人簽訂屬於商業合約的上市協議，由發行人承諾遵守《上市規則》。違反《上市規則》可遭私下譴責、公開批評、公開譴責、停牌或除牌等制裁。然而，很多人認為這些制裁並不奏效，因為倘若失當行為的金錢得益高於商譽上的損失，譴責便欠缺足夠的阻嚇作用。至於停牌或除牌，則主要會不利於小股東。

2.46 一些人認為香港交易所嚴格執行《上市規則》時欠缺“力度”。作為一間商業機構而非法定規管機構，香港交易所沒有法定權力進行調查，也無權強制公司與其合作及不能施加法定制裁。有人表示，香港交易所似乎沒有足夠資源以市場感到滿意的程度去監察上市公司遵行《上市規則》的情況。

2.47 根據《證券及期貨事務監察委員會條例》(第 24 章)及新的《證券及期貨條例》的規定，證監會有若干法定權力，對上市公司進行調查，以及透過簡易程序提出檢控

及展開不公平損害訴訟。此外，證監會也負責執行《公司收購及合併守則》及《股份購回守則》，且具有監管及監察聯交所執行規管上市的職能的法定職能。然而，證監會把大部分資源用於處理中介機構的發牌及監管、認可投資產品及市場基礎建設等事宜，以及執行規管內幕交易及披露證券權益等證券法例和規例，而焦點並非放在規管上市公司方面。

2.48 目前，證監會依據《證券及期貨事務監察委員會條例》第 29A 及 37A 條(分別保留在《證券及期貨條例》第 179 及 214 條)處理行為失當的上市公司。如某公司被懷疑對股東進行欺詐、不當行為、欺壓性行為或其他失當行為，例如公司未有向股東發放股東理應知悉的公司事務資料，第 29A 條授權證監會可指令接受調查公司提供記錄及文件。經調查後，如證監會認為公司事務是以不公平地損害股東利益的方式處理，則證監會在諮詢財政司司長後，可根據第 37A 條向法院申請作出命令，以一

- (a) 制止公司作出不當行為；
- (b) 以公司名義進行衍生訴訟；
- (c) 委任公司接管人或管理人；
- (d) 對公司未來事務的處理作出規管；或
- (e) 迫使由公司或其任何股東收購其他股東的股份。

如果證監會認為是符合公眾利益，也可根據《證券及期貨事務監察委員會條例》第 45 條向法院提出稟狀，申請頒令將公司清盤。

2.49 上述措施看似嚴厲，但實際上無甚實用價值，且一般不會引發懲處個別違法者的行動。該等措施會導致證監會直接介入有關公司的運作，在最壞的情況下，公司最

終會清盤，但有關公司其實已徹底失敗。因此，該等措施在日常規管上市公司方面，未能發揮很大作用。

2.50 本地註冊的上市公司除受香港交易所的《上市規則》及證監會根據《證券及期貨事務監察委員會條例》和《證券及期貨條例》所賦予的權力規管外，也受《公司條例》規管。《公司條例》的大部分條文由公司註冊處實施和執行。但由於調查能力及資源有限，公司註冊處的執法行動主要限於監察各公司有否按時提交報表，而這類案件只屬裁判法院審理的簡易罪行。一個真正阻礙公司註冊處工作的問題，據我們理解是一個香港獨有的問題，是本港約八成上市公司都是在其他地方成立，因此不受《公司條例》規管。這些公司的主要業務很多都位於其他地方，即是說公司的管理層及絕大部分資產都不在香港。這個情況同時影響了香港交易所及證監會的規管工作，理由是一般而言，市場規管機構會以為可以於有需要時採取行動，以規管那些在其管轄市場上市的公司，因為公司及公司的高層人員通常會身處規管機構有執法權的司法管轄區。但香港的情況卻非如此。

2.51 鑑於香港以成為國家首選的集資中心為目標，在香港上市的內地公司數目將持續現時的趨勢，不斷增加。內地的法律及商業基礎設施仍在發展之中，而數目不斷增加的內地公司已為規管機構帶來了新的挑戰。

2.52 證監會根據《證券及期貨條例》第 36(1)條訂立的《證券及期貨(在證券市場上市)規則》，將於二零零三年四月一日開始生效。此規則是增加《上市規則》規管“力度”的第一步。當中第 3 條除訂明其他要求外，還規定就已發行或將會發行的證券而提出的上市申請，必須載有所需的有關詳情及資料，使投資者能夠就該申請者在申請時的業務、資產、負債及財務狀況，以及就其盈虧和該等證券所附權利，作出有根據的評估。此外，規則第 5 條訂明，申請者須在其向香港交易所呈交申請書後，將申請書副本送交證監會存檔。第 6 條賦權證監會可要求申請者提交進一步的資料及反對任何證券上市。第 7 條進一步訂

明，發行人必須將作出或發出的任何公告、陳述、通告，或其他文件的副本送交證監會存檔。《證券及期貨條例》第 384 條訂明，任何人向證監會或香港交易所提供虛假或具誤導性的資料即屬犯罪。這條文連同新的雙重呈報安排，使證監會得以對呈報虛假或具誤導性公司資料的董事及其他人採取執法行動。

2.53 即使有了雙重呈報安排，《證券及期貨條例》始終沒有訂明上市申請者及上市發行人所需披露的資料，也沒有處理不披露資料的問題—不遵從《上市規則》要求呈交文件，或呈交的文件遺漏有關資料，並不一定要承擔法律責任。此外，有人擔心新安排會令香港交易所與證監會之間的職責劃分及問責情況更為複雜。

2.54 我們會在第三章列舉各項改善現況的建議。在擬定該等建議時，我們曾考慮二零零三年企業管治行動綱領（行動綱領載於附件 6）。政府及其他有關機構制定該行動綱領，目的是提升公司（尤其是上市公司）的企業管治水平至與國際標準看齊，以改善證券市場的質素。

2.55 在此順帶指出，有些人對證監會、警方商業罪案調查科及廉政公署這三個主要執法機關之間的溝通及合作表示關注。我們於研究後發現這方面的合作有可觀進展，而三個機構之間的工作關係不斷改進。我們知道證監會及商業罪案調查科定期舉行聯絡會議及合辦訓練課程，並安排借調商業罪案調查科的督察往證監會工作。

《上市規則》

2.56 現有的《上市規則》詳載各項規定，包括一

- (a) 首次上市及持續上市的資格準則；
- (b) 上市文件的資料披露；
- (c) 上市發行人透過定期報告披露的資料；
- (d) 股價敏感或重要事件資料的披露；
- (e) 上市發行人的董事及顧問的職責；
- (f) 上市發行人的董事買賣公司本身的證券；
- (g) 上市發行人的某類交易，包括《上市規則》所界定的“須予公布的交易”，其中包括關連交易、須予披露的交易及主要交易等；以及
- (h) 上市發行人某些企業活動，包括第二發行及配售、供股，以及批給認股權等。

2.57 我們聽到一些認為應給予《上市規則》法律支持的有力論據。但到底何謂給予法律支持？我們認為這是指在懷疑有人違反《上市規則》時，由法定規管機構處理，而此規管機構具有調查實權，包括強制協助調查，以及施加實質制裁等權力。若違反規則的情況證明屬實，法定規管機構較香港交易所更能對違規的上市公司及公司董事，以及中介機構施加各項制裁。以此安排執行《上市規則》，將較現有安排更具“力度”。目前香港交易所是負責訂立及執行《上市規則》的機構，而發行人則根據與該所訂立的上市協議而遵行規則。

2.58 很多向我們提出意見的人士強烈支持按上述原則給予法律支持。但一些人擔心《上市規則》因而須受立法

機關審議，並有機會遭到否決。此外，《上市規則》的施行會成為一項法律程序，並須根據嚴格的法律規則作出釋義。反之，非法定或非以法例為依據的《上市規則》則無須受到相同規限，因此可以更迅速及靈活地制訂或修改，但由於能夠施加的制裁有限，因此被廣泛認為效用不大。

2.59 我們既要確保《上市規則》具有效用，也要使之符合市場對速度及靈活性的要求，因而必須在兩者之間求取適當平衡。其他地區也面對同樣問題，並各以不同方法處理。但據我們所知，沒有一個主要市場將整套交易所上市規則轉化為須經立法程序確認的法規。我們不支持這個做法。

2.60 《證券及期貨(在證券市場上市)規則》所規定的雙重呈報安排，其實是一項為《上市規則》提供某程度法律支持的措施，因為證監會可按《證券及期貨條例》，向證實提供虛假或具誤導性資料的上市公司及其控股股東及董事施加制裁。要探討的問題是，到底《上市規則》是否需要較雙重呈報安排為多的法律支持及如何達至理想效果。

2.61 我們會在第三章進一步討論如何處理這個問題。

對中介機構的規管

2.62 歐亞農業事件及其他個案引起市場廣泛討論，市場強烈要求有關當局對中介機構，尤其是對首次公開招股的保薦人加強監管。

2.63 證監會負責規管保薦人及其他註冊中介機構。根據《證券條例》(第 333 章)，未有註冊的個人不能從事證券交易，或作為投資顧問，包括不得處理首次公開招股的申請，倘被發現違規，會遭證監會懲罰。證監會有權對沒有履行本身職責者予以譴責、停牌或除牌。創業板的《上市規則》訂明，保薦人須向證監會註冊成為投資顧問或證券交易商，或必須由證監會宣布為獲豁免交易商(規則第 6.13 條)，並須遵守《企業融資顧問操守準則》。但與創業板的《上市規則》不同，主板的《上市規則》沒有訂明保薦人必須向證監會註冊。

2.64 現時，香港交易所規定在創業板上市的公司，上市後首兩年運作期間須委任保薦人。創業板的《上市規則》第 6.03 條訂明保薦人的角色如下一

“保薦人的角色對創業板能否成功運作尤為重要，因為本交易所的期望是：各發行人應該在保薦人的指引及協助下，毋須過分地依賴本交易所的意見，以遵守及履行《創業板上市規則》所訂明的責任。為此，保薦人預期以勝任、專業及公正的態度就上述責任向發行人提供意見，務求令投資者放心。”

2.65 創業板的《上市規則》同時訂明擔任保薦人的資格準則，包括參與首次公開招股的經驗以及聘用具足夠相關經驗的特定數目僱員。香港交易所所有權拒絕處理一再試圖引入劣質公司的保薦人。主板上市方面，主板的《上市規則》只提到“保薦人須根據所有已得的資料，確信發行人適合上市”(規則第 3.04 條)。除香港交易所發出的

《保薦人標準守則》所訂指引外，再無其他有關保薦人資格的準則，對不稱職的保薦人也無訂明的罰則。兩個交易板的資格準則存在差異，意味着未合資格處理創業板上市申請的保薦人，卻可以處理主板的首次公開招股事宜。我們認為主板對上市公司的市值及業績紀錄等各方面都有較高要求，首次公開招股的保薦人理應更加勤勉盡責，因為保薦人在確保發行人全面遵守上市要求方面，扮演着關鍵角色。創業板理論上風險較高，是為專業及知情投資者而設，因此我們認為沒有理由主板的保薦人資格準則不及創業板的準則嚴格。

2.66 我們獲悉，要證明究竟是保薦人還是公司管理層須對上市文件內的虛假資料負責，通常相當困難。而保薦人的註冊及規管雖然由證監會負責，但事實上香港交易所作為前線規管機構卻較證監會跟個別保薦人有更多的工作接觸，這樣的安排基本上似乎並不理想。

2.67 《證券及期貨條例》將規定每一中介機構須提名至少兩名參與或負責直接監管中介機構獲准進行受規管業務的負責人員，從而收緊對中介機構（包括保薦人）的規管。除現有的制裁措施外，證監會將獲授權力，就經證實的失當行為判處民事罰款，最高為 1,000 萬元或所獲取利潤或所避免損失金額的三倍，以較高者為準。

2.68 對處理首次公開招股事宜的中介機構加強規管，將有助確保上市申請者遵行上市要求及可望提高證券市場的質素。在過去數月，政府、證監會、香港交易所及中介機構本身分別就這方面提出多項建議。香港交易所建議就修訂《上市規則》以收緊對首次公開招股中介機構，特別是保薦人及財務顧問的監管一事，徵詢市場意見。證監會則向公司法改革常務委員會建議修訂《公司條例》，擴闊與招股書有關的法律責任範圍，以包括首次公開招股的保薦人甚或其他中介機構，以確保向投資者披露的資料質素。這些措施都是屬於第 2.54 段所提及的二零零三年企業管治行動綱領的一部分。另外，香港會計師公會已承諾改

革有關會計師的投訴調查程序，以加強對其本身專業的監管。我們歡迎並支持這些新措施。

三層規管架構之間的溝通

2.69 我們的職權範圍包括研究政府、證監會及香港交易所之間的溝通渠道和方式。《細價股事件報告書》(第 4.15 段)認定政府有四個主要渠道與證監會及香港交易所溝通，以討論共同關注的事項－

(a) 財政司司長與證監會主席和財經事務及庫務局局長的定期會議

這些會議每年約舉行九次，討論金融市場的重大發展，並讓財政司司長知悉主要市場改革措施的整體方向。

(b) 證券及期貨事務聯絡會議

這是財經事務及庫務局與證監會之間每月的聯絡會議，以處理證監會的內務事宜。

(c) 三方會議

這是一個由財經事務及庫務局、證監會和香港交易所組成的聯絡會議，每兩個月舉行一次，以協助監察影響證券及期貨市場發展的事宜，並促進證監會與香港交易所之間的溝通。

(d) 統籌委員會

這是另一個由財經事務及庫務局、證監會和香港交易所三方舉行的會議，每兩個月或每季舉行一次，以確定、討論和解決有關規管和政策事宜，以協助香港交易所實施其新策略性計劃，即《麥肯錫報告書》(McKinsey Report)。

2.70 《細價股事件報告書》也提及財經市場發展專責小組及金融市場穩定委員會(第 4.16 段)。財經市場發展專

責小組由財經事務及庫務局局長擔任主席，其他成員包括香港金融管理局(香港金管局)總裁、證監會主席、保險業監理專員、投資推廣署署長，以及強制性公積金計劃管理局行政總裁。專責小組每三個月開會一次，以探求有助促進本港金融市場發展的新措施，並在有需要時發揮協調作用，以保持香港作為國際金融中心的地位。專責小組下設**五個工作小組**，就下列五個特定課題進行研究：銀行業(由香港金管局主持)、債務市場(由財經事務及庫務局主持)、證券及期貨市場(由證監會主持)、保險業(由保險業監理專員主持)以及基金管理(由香港金管局主持)，這些工作小組在有需要時便舉行會議。金融市場穩定委員會由財經事務及庫務局局長擔任主席，成員包括證監會主席、香港金管局總裁，以及財經事務及庫務局常任秘書長(財經事務)，委員會大約每月舉行一次會議，並定期監察金融市場(包括貨幣、外匯及證券市場)的運作，研究有可能對制度構成影響和有跨市場影響的事件、問題和情況，以及在有需要時制訂相應措施及擔當協調角色。

2.71 除《細價股事件報告書》所述的渠道外，我們知道香港交易所根據《交易所及結算所(合併)條例》(第 555 章)第 9 條成立**風險管理委員會**，負責制定與香港交易所活動有關的風險管理政策，以供香港交易所董事會考慮。委員會由香港交易所主席擔任主席，另有七名委員，其中五人由財政司司長委任(包括兩名公眾利益非執行董事、證監會主席、香港金管局總裁及一名外界專業人士)，兩名由香港交易所委任(當中至少一人須為香港交易所董事會董事，但不是香港交易所行政總裁)。

2.72 在此順帶指出，我們認為由證監會主席及香港金管局總裁參與一間上市公司的風險管理委員會的安排似乎並不恰當。假如出現與財政穩定或系統風險有關的事宜，而需要他們兩人與香港交易所共同處理，則該等事宜應由金融市場穩定委員會邀請香港交易所一起討論。這樣，香港交易所的風險管理委員會便可專注履行一間上市公司的風險管理委員會的傳統職能。

2.73 在工作層面上，證監會企業融資部及香港交易所上市科每月舉行聯合交易所—證監會(上市)聯絡委員會會議，討論—

- (a) 每月報告所提的任何與聯交所上市職責活動有關的事項；
- (b) 與規管上市公司有關的事宜，以及證監會就有關上市事宜對聯交所的監管；以及
- (c) 任何有關聯交所或證監會規管上市的職能及職責的政策或其他事宜，包括更改規則的建議。

除這些定期會議外，企業融資部與上市科職員經常透過電話、書信及電郵聯絡。

2.74 一個高層工作小組於不久前成立，負責討論上市公司的規管事宜，其成員包括證監會主席、香港交易所主席、香港交易所行政總裁、主板上市委員會主席、創業板上市委員會主席、收購及合併委員會主席、香港交易所上市、監察及風險管理單位執行副總監及證監會企業融資部執行董事。高層工作小組已於二零零二年十二月九日舉行首次會議。

2.75 以上各段說明三層規管架構之間確有充足的溝通渠道。但據我們收集的資料所得，雖然已有細密的聯絡網絡，但正如《細價股事件報告書》指出，實際的溝通情況似乎並不理想。市場參與者當中有強烈的感覺，認為三者經常向市場發出不是互相矛盾，便是混淆不清的信息。

2.76 此外，部分人士向我們透露，聯交所—證監會(上市)聯絡委員會會議的氣氛並不全然融洽。當企業融資部批評上市科的工作時，氣氛會頗為緊張。我們明白到由於雙方之間的規管關係而導致關係緊張，是無可避免的。只要香港交易所仍執行規管職能，即作為所有與上市有關事宜及其市場上市發行人的前線規管機構，便得接受證監會的

監管。作為一間營利的公眾上市公司，香港交易所或會認為證監會有時規管過度，造成干擾。雙重呈報安排的實施會導致證監會及香港交易所就上市事宜的職責有某程度的重疊，可能令情況更形複雜。

2.77 我們相信，把政府的政策目標清楚演譯為證監會及香港交易所的明確使命，特別是清楚訂明上市當局於提升市場質素所扮演的角色，並如我們建議重整各項有關規管上市的责任，應有助改善情況。當各方均明白及接受各自在規管架構中的角色及責任，便無須多作澄清及磋商，更可減少干預的需要及可能產生的磨擦，到時雙方便可坦誠討論及緊密合作。當彼此已取得充分諒解和合作以至能夠減少討論及會議次數時，應精簡溝通渠道。屆時，盡量採用專責會議的形式及為新成立的小組(甚或一些現有小組)訂定完成工作的期限，可令有關各方依循嚴謹的規律，按規定檢討每個小組是否有需要繼續運作。