

## 第三章 建議

3.1 我們會在本章詳細闡述所作建議，並解釋各項構思的背後原因。我們也會討論各項反對上市機制作重大改革的論點，以及我們的回應。在下一章，我們會探討推行建議的有關事宜，包括過渡安排等。

### 在證監會設立上市局及上市委員會的建議

#### 上市局

3.2 我們建議香港交易所不應再負責規管上市的職能。規管上市的職能(包括處理上市申請及制定和執行與上市事宜有關的規則)應由證監會下設的香港上市局(上市局)負責。

3.3 上市局應聘用全職的專業人才，以豐富市場經驗及正確決斷能力去處理上市申請，使香港能夠達至成為國家首選集資中心及躋身世界五大證券市場的目標。有關人員應有能力訂定策略，按《上市規則》的規定確定公司是否適宜上市，以及決定是否有充分理據豁免遵守《上市規則》的規定等。上市局應先行聘用香港交易所上市科的原有職員，當中很多具備出任上市局行政人員所需的資歷和才能。上市局也應從本地及海外招聘專業人員，以助提高專業水平及公信力。因此，有關的薪酬必須有足夠的吸引力。我們充分了解人事問題的重要性及敏感性，並會在第四章進一步討論。

3.4 上市局應由一位有高度領導能力，熟悉金融市場運作，且在業界廣受尊重的人員領導。這位領導人員必須明瞭上市局在上市機制的角色及職能。

3.5 我們也建議上市局的主管應為證監會的執行董事，作為上市局這個主要運作單位與證監會最高決策當局之間的重要連繫，向證監會匯報上市局的工作，以及向證監會尋求政策指引及所需資源，以便上市局能有效執行其上市職能。

3.6 上市局在運作上應是證監會內的一個獨立單位，有本身以收回成本為原則的預算。但上市局仍須與證監會其他單位緊密合作，藉以分享資訊，以及在執法行動上相互合作。

3.7 證監會可根據《證券及期貨條例》訂立規則以成立上市局，並訂明該局的組成、職權範圍及運作方式。然而，《證券及期貨條例》明顯是以維持上市機制的現狀為基礎，即香港交易所作為上市事宜及上市公司的前線規管機構，以及負責制定和執行《上市規則》。

3.8 雖然《證券及期貨條例》有足夠彈性，容許我們移交規管上市職能的建議不需經修訂該條例，便可以實施，政府可考慮於適當時候修訂該條例，務使有關法律框架與新的行政實況一致。

## 上市委員會

3.9 我們建議就上市局的決定而提出的上訴，可向根據《證券及期貨條例》第 8 條成立的上市委員會提出，委員會的地位應與收購及合併委員會相似。委員會由 18 至 20 名委員組成，由證監會從下列各機構或團體委任：香港交易所、交易所參與者、發行人、投資者、經紀、投資基金公司、銀行，以及其他市場中介人如律師和會計師等。委員會會議的法定人數為委員總數的三分之一，理由是委員會委員均十分忙碌，各人本身事務繁多，而有些委員可能因避免利益衝突之嫌而沒法出席討論有爭議性個案的會議，若法定人數訂得再高一些，會議會較難有足夠人數舉行。

3.10 我們曾考慮建議各利益相關組別委任一定數目的代表，但由於為某些組別（特別是投資者代表）物色具備資歷及願意服務的合適人選會有困難，故此最後決定不作這項建議。就投資者代表，我們認為應考慮邀請證監會股東權益小組的成員出任委員會委員。在此必須強調，應盡可能讓不同利益相關組別平均分配代表數目，以確保不會出現由一個組別操控的情況。我們認為 18 至 20 名委員是合理人數，應能讓各利益相關組別有足夠的代表。委員會委員一般為每兩年一任，除非有需要確保委員會的連貫性或未能物色適合人選，否則不應連任超過四年，以免任何一個委員長時間直接影響上市事宜。委員會委員的委任應交錯進行，使委員會運作有延續性。我們認為，倘任期少於兩年，委員便不能在其任期結束前熟習委員會的運作及有效執行職務。

3.11 委員會主席應是業界備受尊重的人士，其操守毋庸置疑，而且願意投放時間及貢獻個人專業知識，領導委員會面對種種挑戰。委員會主席不應是證監會董事，以免外界認為證監會對委員會有過多直接影響或操控。委員會主席及委員均以個人身分獲證監會委任，他們應獨立於證監會，履行本身的職能，無懼無私地以香港市場整體利益為出發點，積極提供意見。

3.12 除了審理就上市局的決定而提出的上訴個案外，委員會也應發揮諮詢的功能，就發展市場的上市策略及修改《上市規則》等事宜提供指引，以達到預期效果。委員會的職能應涵蓋主板及創業板兩個市場。此外，在有需要就新建議進行諮詢時，委員會是首要的諮詢機構，上市局應盡早諮詢其意見。

3.13 上市局須對委員會提供足夠支援，包括為委員會會議提供秘書處服務，例如準備會議議程、文件、會議記錄，以及進行研究及分析。我們明白這需投入頗多資源，但為了有效地履行規管上市的職能，我們認為需要這樣做，使委員會能夠發揮其應有的作用。

3.14 我們明白假如負責審批上市申請的行政人員同時為檢討他們自己的決定的委員會提供秘書處服務，可能會出現利益衝突。不過，由於委員會的決定是由來自非證監會的利益相關組別的委員作出，而非證監會行政人員，因此我們相信可能的衝突不會太嚴重。我們同時也認為作為一個諮詢及上訴組織，委員會未必需要經常開會，故此預期的工作量可能不足以構成設立全職專責支援小組的理由。然而，政府可考慮再深入研究這議題。

3.15 為了給予上市局行政人員充足時間建立公信力，從而建立市場對他們能夠勝任工作的信心，我們建議採取一項過渡安排，在上市局成立的首十八個月，由現有的上市委員會委員及數名投資者代表組成新的上市委員會。委員會除了履行上文第 3.12 段所述職能外，也是批准或否決上市申請的最終權力當局。十八個月的過渡期應該足以讓上市局展示其在執行工作時，在規管和市場發展之間取得平衡的能力。我們相信市場極之需要進行我們所建議的改革，因此過渡期不宜太長。

3.16 在過渡期間，委員會將如現有上市委員會般運作，每周開會一次，而秘書處則負責在訂明限期前向委員提交討論文件，我們建議限期為開會前兩整天。除非情況特殊及經主席同意，未能在限期前送達委員的文件不會獲得審議。秘書處應協助委員取得補充資料，並在有需要時，就某些課題進行研究，以便委員審議。

3.17 過渡期結束後，委員會應成為上文第 3.12 段所述的諮詢和上訴機構。屆時委員會的開會次數應會減少，委員可更專注地就上市政策及策略提供指引，並審理上訴個案。

3.18 對委員會決定感到不滿的人士可要求司法覆核。在過渡期間，委員會會如上文第 3.15 及 3.16 段所述，以現有上市委員會的模式審理上訴個案。不過，我們建議在檢討上訴的決定時，秘書處應向委員提供作出該決定的理由及過往的案例，以助委員進行審議。

## 反對將規管上市的職能移交證監會的論點

3.19 少數意見書及一些人士認為應繼續由香港交易所履行規管上市的職能，他們所提出的一些理由及關注頗為一致，可歸類如下－

- (a) 證監會是規管者，反對風險，其程度甚至窒礙市場發展。
- (b) 證監會行政繁瑣，未能貼近市場。
- (c) 香港交易所不能提供“一站式服務”(尤其是在內地)，會令香港交易所在競爭日益激烈的營運環境中較其他交易所遜色。
- (d) 證監會作為一個推銷機構將會欠缺效率。
- (e) 證監會集多項責任於一身，將成為擁有前所未有的權力的控權過大機構。
- (f) 將規管上市的職能移交證監會，會令《上市規則》變成附屬法例，其施行會受法律程序規限。
- (g) 將規管上市的職能移交證監會，會嚴重偏離了香港交易所上市文件的陳述。

3.20 我們逐一探討以上各項。

### (a) 證監會是規管者，反對風險

3.21 持此論者認為，任何由全職規管人員管理的上市管理當局均會過度反對風險，偏重法律，以及傾向預防問題發生而非着重市場發展。

3.22 我們對此有幾點回應。第一，雖然這種關注合符邏輯及有其道理，但我們相信為上市局制定明確目標，便

能妥為處理這個問題。上市局的目標必須十分清楚，包括落實香港就其金融市場所訂的策略目標，而上市局的領導人員須全然承擔保障投資者及市場發展兩方面的責任，他們的工作會按此被評估，而其薪酬會按表現釐定。新制定的《證券及期貨條例》大致上已做到這一點，條例訂明證監會的規管目標包括維持及促進證券及期貨業的效率及競爭力。

3.23 第二，我們認為上市局這類機構的文化，是由機構內的人員，尤其是領導人員所塑造。因此，我們認為上市局必須由有豐富經驗、思想獨立、廣受尊重及從事市場活動多年的人士領導。除領導人外，也須有足夠具備所需經驗的高級人員負責規劃策略及並予以實施，而無須過度依賴上市委員會。

3.24 最後，我們可比較紐約、倫敦，以至內地的情況，這些地方的中央規管機構並沒有窒礙市場發展。

#### **(b) 證監會行政繁瑣，不能貼近市場**

3.25 我們就這個課題收到不同的意見。有些市場參與者認為香港交易所行政非常繁瑣，市場觸覺不夠敏銳。也着實有些人認為證監會未必一定更不能貼近市場，證監會（或許基於其監管中介人的角色）在某些情況顯得較香港交易所更為貼近市場。另有一些人從與證監會的接觸中，發現該會具有更強的觸覺和更高的專業水平。

3.26 這不是說所收到有關證監會的意見全屬正面，但我們不相信證監會的行政明顯較香港交易所更為繁瑣及不貼近市場。

3.27 我們認為只要有適當的問責機制及領導架構，便能減低人們對證監會的行政架構及市場觸覺的疑慮。

(c) 香港交易所不能提供“一站式服務”(尤其是在內地)，會令香港交易所在競爭日益激烈的營運環境中較其他交易所遜色

3.28 內地無疑已成為全球各交易所所注視的焦點。目前，不僅紐約交易所、納斯達克及倫敦交易所等國際主導市場正在加強開拓內地市場的工作，新加坡、澳洲、東京、法蘭克福及其他地方的交易所也正在推廣其服務。

3.29 香港於發展國企股市場方面早着先鞭，迄今仍能維持強勢競爭地位，順理成章是內地公司尋求國際上市的基地。

3.30 香港交易所認為因其控制規管上市的職能，所以能為內地企業提供“一站式服務”，從而得到明顯的競爭優勢。雖然我們明白這項安排在商業上的吸引力，但本報告書於其他章節所論及潛在的利益衝突問題(即為了吸引上市而放寬規管)，也顯而易見。此外，據我們所知，紐約及倫敦的主要交易所雖然對其“產品”沒有絕對控制權，仍能相當有效地競爭，而內地的主要公司不應也不見得難以應付法定規管機構的要求。

3.31 最後，我們認為很多已在香港上市的小型內地公司對全球主要交易所沒有多大吸引力。那些交易所及國際保薦人的興趣在於較大的發行人，故此很多最近在香港上市的公司並不會成為其他地區交易所的主要上市目標。

(d) 證監會作為一個推銷機構將會欠缺效率

3.32 我們認為此疑慮是錯誤的。向未來的證券發行人積極推銷，並非規管機構的工作。即使將規管上市的職能移交給證監會，香港交易所仍是負責推廣其服務及交易平台的機構。據我們所知，美國證券交易委員會及英國金融服務管理局均不會直接在內地進行推銷活動。市場推銷是由一些市場經營者，例如紐約交易所、納斯達克及倫敦交易所等負責，而投資銀行界及其他中介機構當然也有進行

推廣活動。不過，證監會沒有理由不應訪問內地及其他地方，以增加香港交易所推銷工作的公信力，因為證監會的工作目標之一，是證明香港擁有世界級的規管架構及上市機制，而將這個信息傳遞給未來的上市申請人及投資者，應是該會的職責之一。

**(e) 證監會集多項責任於一身，將成為擁有前所未有的權力的控權過大機構**

3.33 我們理解這主要是小型經紀行及一些規模較小的上市公司的關注。我們知道，現有制度已有一套有效機制用以制衡證監會的權力。證監會的非執行董事定期監督證監會的工作，發揮獨立的第一線監管作用。另外還有證券及期貨事務上訴委員會聆聽反對證監會就有關中介人的註冊、規管及紀律決定的上訴。證券及期貨事務上訴委員會會被證券及期貨事務上訴審裁處取代。審裁處將於二零零零年三月四月一日《證券及期貨條例》生效時開始運作。證券及期貨事務上訴審裁處是獨立於證監會的機構，由一名法官擔任主席，並有兩名具備相關經驗的業外人士協助。證券及期貨事務上訴審裁處可根據個案所有的情況檢討證監會的決定，也有權確認、更改或推翻決定。受證監會決定影響的當事人，也可尋求司法覆核，而對證監會處事感到不滿者也可向申訴專員公署投訴。此外，程序覆檢委員會已於二零零零年十一月成立，負責檢討證監會的內部運作程序，以決定該會是否遵行其內部程序，包括確保處事公平和一致的程序。證監會也受廉政公署監察。

3.34 我們並沒有發現任何證據顯示上述的制衡有不足之處。我們認為移交規管上市的職能，賦予作為法定規管者的證監會更多權力，其利大於風險。倘規管上市的職能如我們建議移交證監會，不滿上市局就上市事宜決定的人士，可向建議成立的上市委員會上訴，還可尋求司法覆核。

**(f) 將規管上市的職能移交證監會，會令《上市規則》變成附屬法例，其施行會受法律程序規限**

3.35 部分團體表示，假如《上市規則》成為法例，將會更難修訂以配合新的投資者保障規定及新的金融產品。法定規則的施行及闡釋也屬法律程序，很可能須由法庭解決，因而減低香港集資系統的效率。我們會於本報告書其他章節討論這個問題，以下僅扼述幾個重點。

3.36 證監會無疑是一個法定規管機構，但這並不表示《上市規則》一旦由證監會施行，便會成為附屬法例。證監會現時已施行一些非法定準則及守則，例如《證券及期貨事務監察委員會註冊人操守準則》，該準則詳細說明證監會如何闡釋及施行《證券及期貨條例》的有關規定。至於《公司收購及合併守則》及《股份購回守則》等，則是市場人士及證監會的意見共識。這些非法定準則及守則均由證監會施行，該會具有法定權力，對於懷疑違反規定的個案，可進行調查及搜集證據。

3.37 我們也認為非法定守則可以有彈性，利便日後為配合市場發展而作出修訂，但我們堅信《上市規則》必須有法律支持，方能成為有效的規管工具。我們會在以下3.44至3.48段再討論此事。

**(g) 將規管上市的職能移交證監會，會嚴重偏離了香港交易所上市文件的陳述**

3.38 提出這個議題的背景是，香港交易所是以現行的規管安排為基礎，在不久前上市。任何改變可能令負責該次上市的人士需要對投資者負上一些法律責任。但我們認為無須擔心，理由見以下各段。

3.39 香港交易所是經由介紹在主板上市的，而非公開招股。派發給公眾的上市文件並非向公司註冊處註冊的上市招股書，故此不會產生與招股書有關的責任承擔。我們

知悉理論上這並不排除普通法責任，但一如以下所述，那方面的責任同樣不會產生。

3.40 即使有關文件被說成是上市招股書，須受《公司條例》規管，有關香港交易所履行規管上市的職能的引述，在當時均屬正確及沒有誤導成份，即使現時有改變，也不應產生責任。任何提及現有條文的引述，均不會是“情況永不改變”的陳述。這是機構投資者向我們表達的意見。

3.41 不過，事實上上市文件完全沒有關於這方面的任何陳述。因此，沒有投資者可成功辯稱曾根據一項現已不實的陳述而作出投資，理由是上市文件從未作出該陳述。

3.42 我們建議香港交易所保留來自上市收費的盈餘，而新成立的上市局應按收回成本方式運作。我們將在本章稍後部分及第四章再討論此事。雖則我們無意作任何投資建議或評估，但香港交易所的運作理應有所改善，理由是香港交易所不必再分身處理規管工作，而可以集中處理其商務活動。

3.43 另一件相關事宜，就是有些人憂慮政府可能需就過去有關實施上市機制的陳述而負上責任。根據我們所得的法律意見，政府的陳述不可能引發對政府不會改變政策的實質合理期望。法律意見指出，法庭認同政府絕對可以基於公眾利益而改變其政策。

## 《上市規則》

3.44 我們極力建議給予《上市規則》第二章第 2.57 段所述的法律支持，而有關規則繼續無須交立法機關審議。如我們的建議獲得採納，我們也建議由上市局負責訂立和執行《上市規則》。

3.45 應怎樣給予《上市規則》所需的法律支持，必須經由政府及其他相關團體仔細作法律分析。我們以下會探討一些可以採用的方案。

3.46 方案之一是由證監會根據《證券及期貨條例》制定附屬法例，把《上市規則》與法例內某些因對保護投資者非常重要而須在法例訂明的一般規定聯繫起來，但不把規則本身變成附屬法例。舉例來說，新的附屬法例可規定須向上市局披露**該局認為滿意的**全面、準確及適時的資料，並於《上市規則》訂明如何披露才能夠令上市局感到滿意。具體來說，為解決第 2.53 段所述雙重呈報的一項限制，不披露資料可成為一項受法定制裁的罪行。《上市規則》會成為由法定規管機構證監會轄下上市局所執行的業務守則。守則本身並非法定條文，但提供詳細指引，說明應如何解釋及遵行相關的法律規定。由於《上市規則》與部分法律規定聯繫，並由法定規管機構執行，故此若上市公司及公司董事，以及中介機構經證明違反規則，便會遭受各項制裁。這項安排既可保留《上市規則》的非法律性質，也可維持其靈活性。

3.47 另一方案是當香港交易所將規管上市的職能轉交上市局後，給予《上市規則》等同證監會根據《證券及期貨條例》第 399 條公布的守則及指引的地位。這樣《上市規則》便可維持其非法律條文的性質，上市局可以迅速進行修訂，以確保能夠對市場環境迅速作出配合。上市局作為一個法定規管機構，根據《證券及期貨條例》具有調查及取證等法定權力，處理涉嫌違反《上市規則》的個案，並可採取條例訂定的制裁對違規者加以處罰，這對改善規管架構的成效及公信力大有幫助。如採用這個方案，對付

違規者的制裁範圍可能較受限制，同時也未能解決先前提及雙重呈報安排的限制，但優點是可以即時實施。

3.48 上述方案可為由上市局訂立及執行的《上市規則》提供法律支持，而無須修改主體法例。另一方案是在主體法例，即《證券及期貨條例》訂明第 3.46 段所述的一般規定。這方案和第 3.46 段所述方案有相同的效果，但會是一個較為複雜的立法程序。然而，為反映這些上市規定的重要性，長遠而言，把有關規定寫在主體法例內，可能是較理想的做法。

3.49 無論政府採用哪個方案為《上市規則》提供我們所屬意的法律支持，我們都建議上市局將來在修改《上市規則》前，須先行了解市場意見及徵詢上市委員會的意見，以便市場人士的意見在過程中獲得適當考慮。我們知悉香港交易所在建議訂立或修改《上市規則》時，會視乎建議的重要性而採取不同的方式公開諮詢市場意見。遇有重大修改時，香港交易所會發出諮詢文件徵集意見。至於較次要的修改，香港交易所一般會在報章刊登廣告邀請各界發表意見。對於草擬方式上的修訂、澄清事項或行政事宜等輕微修改，香港交易所只會在報章刊登廣告，公布市場周知。上市局應考慮採用類似安排。如決定不諮詢市場，上市局應在公布時解釋理由。不過在任何情況下，上市局均應諮詢上市委員會以聽取其專業意見。

3.50 除了建議由上市局訂立及執行《上市規則》，我們也建議香港交易所可就獲上市局批准上市的股票在交易所進行買賣，自行訂定批准買賣和停止買賣的準則，以及行為守則或規則。這樣，香港交易所便可界定其“品牌形象”。

## 上市收費

3.51 我們建議上市局按香港交易所目前的做法，為處理初次上市申請及持續給予上市資格等事宜收費。所收費用應足以應付上市局履行規管上市的職能的成本開支，即是說應收回成本，此外並須參考香港以外地方各交易所的收費水平。各項收費數目應在《上市規則》內清楚列明，並盡可能向市場清楚解釋計算收費的基礎。

3.52 香港交易所應可繼續就上市的證券在其交易所買賣收取費用，作為提供交易平台的商業服務費。香港交易所應提出適當的收費水平，以供證監會審批。香港交易所的收費水平，最終應主要基於商業考慮(例如競爭力)而訂定。短期而言，隨着上市科的大部分人員過檔上市局，香港交易所的成本開支將顯著減少，故此應將得益回饋發行人。

3.53 為減低對市場的影響，上市局及香港交易所的總收費應盡可能不超過現時香港交易所收取的費用。不過，我們明白，為改善對上市公司的規管，證監會也許需要動用更多資源，以執行其新增的規管職能。因此，收費水平必須經過小心考慮才訂定。

3.54 我們認為上述安排公平合理，對香港交易所這間營利機構及其股東的影響減至最低。同時，證監會也能確保香港交易所(作為香港唯一獲准經營股市的交易所)的收費合理及有利香港市場保持競爭力。

## 對中介機構的規管

3.55 我們建議對中介機構，特別是保薦人(因其在確保上市質素方面擔當重要的角色)，進一步加強規管。此外，執法工作也須加強，確保沒有妥善履行責任者會迅速受到適當制裁。證監會根據《證券及期貨條例》獲授權力，可對被裁定行為失當的中介機構處以罰款，故此應能增強該會的執法“力度”。正如第二章所述，政府、證監會、香港交易所及一些中介機構最近就這方面提出建議。我們支持這些改善措施，並促請各有關方面仔細研究這些建議，以便及早實施有關改善措施。

3.56 如我們將規管上市的職能移交證監會上市局的建議獲採納，負責規管中介機構的證監會便能與保薦人有更緊密的接觸及更妥善監察他們的表現。由於規管工作歸一，故此問責機制清晰，而證監會也會成為中介機構的唯一規管機構。由於證監會將無須依賴香港交易所提供資料或等待該所的轉介或報告，故可更迅速及有效地執行法規。證監會內各規管職能相輔而行，也能發揮協同作用。

3.57 我們在第二章提及，現時主板的《上市規則》有關保薦人的規定，不及創業板的《上市規則》嚴格。我們建議證監會應考慮在主板的《上市規則》為保薦人訂立明確的資格準則，並列明保薦人在首次公開招股的角色；而有關規定即使不較創業板的《上市規則》所載者更為嚴格，也應與之等同。我們相信這樣有助改善主板上市公司的質素。