

中譯本僅供參考

2016年11月

聯合諮詢文件：建議改善香港聯合交易所有限公司的上市監管決策及管治架構

易周律師行擬備回應

茲提述聯交所與證監會刊發的《聯合諮詢文件：建議改善香港聯合交易所有限公司的上市監管決策及管治架構》”(諮詢文件)。

除非另有訂明，該諮詢文件所定義的術語與本回應的術語具相同涵義。

我們歡迎及理解監管者恒常努力審視香港的監管制度，以確保維持並提升香港市場的質素及效率。對於如何最佳實現該等目標，自會有不同意見，而無論結果如何，市場仍無疑將獲益於該等辯論。

我們同意聯交所及證監會應尋求確保香港上市公司的質素及上市申請程序的效率，但認為，該諮詢文件的建議(該等建議)無助提升上市公司的質素或上市程序的效率，而且即使不對目前的決策程序及管治架構進行所建議的修訂，該等目標亦同可達致。我們尤其關注，該等建議將大量增加證監會的權力以拒絕申請人于聯交所上市及釐定聯交所的政策之權力，而同時移除對其行使權力的重要的制衡制度，該制衡制度是目前制度的最根本性的組成部分。就上市申請人及上市發行人而增加證監會的權力，將有違聯交所作為一線監管者的角色及證監會作為聯交所的獨立法定監管者的角色。進而言之，我們看不到該等建議將如何改善及致力於持續的市場發展以符合市場需求。

我們認為該諮詢文件並未能充分證立進行所建議的重大改革的需要。目前的三級監管制度已運行 20 餘年，並已見證市場取得巨大成就。聯交所聯交所一直在全球首次公開招股集資市場中位列前五名，在 2015 年全球首次公開招股集資市場中位列第一。該成就亦非藉由犧牲投資者保障來實現：這由香港於 2016 年在保障少數投資者利益方面在世界銀行排名中位列全球第一可見。¹ 現有制度的韌力從其已經安然抵受 1997 年及 2008 年金融危機的範例中，顯而易見。

根據該諮詢文件所建議的標題，我們列載我們的意見如下：

(a) 政策制定

我們認為，根據現有制度，該諮詢文件就政策制定所述目標其實已可達致。

該等目標包括“令證監會及聯交所在制訂政策方面達致更緊密的協調和合作”。² 根據目前制度，證監會的批准是以下所述情形的前提條件：(i)對《上市規則》的所有修訂³；(ii)任何將產生一般性影響的對《上市規則》的豁免或更改⁴；及(iii)任何具有強制效力或普遍適用的政策決定⁵。並且，聯交所與證監會已簽署《管限上市事宜的諒解備忘錄》(《上市諒解備忘錄》)，其規定聯交所將與證監會就政策事宜進行協調。《上市諒解備忘錄》規定的聯交所的義務則要求聯交所就屬罕見或具潛在爭議或敏感事宜、或具公眾政策影響事宜通知證監會。證監會與聯交所已舉行月度上市事宜聯絡會議，商討政策事宜及其他事宜。

⁶ 《上市諒解備忘錄》亦規定召開高層小組會議，以檢討涉及上市相關事宜的系統性及政

¹ 世界銀行報告“2016 年開展業務，衡量監管質量及效率”。

² 諮詢文件第 1(a)段。

³ 《證券及期貨條例》第 24 條。

⁴ 《上市規則》第 2.04 條。

⁵ 證監會與聯交所簽署的《管限上市事宜的諒解備忘錄》第 6.4 段。

⁶ 《上市諒解備忘錄》第 10.3 段。

策事項。⁷ 因此，證監會與聯交所就政策制定的必要的條文及平台均已到位，看起來似乎無需對聯交所的管治架構進行任何變動。

該諮詢文件第二個所述的目標是，應令證監會“更早及更直接地參與上市政策事宜及上市監管。”⁸ 根據目前制度，證監會能根據《證券及期貨（在證券市場上市）規則》（《證券市場上市規則》）享有的權力於上市申請提交後 10 個營業日內進行干預，以反對上市申請。因此，證監會在上市批准程序開始時已具有能力對之進行干預。根據雙軌存檔程序，證監會亦能遠在上市委員會獲得上市申請之前，與聯交所幾乎同時收到上市申請。因此，似乎並無沒有任何必要使證監會比其目前任何更早地參與上市申請程序。

關於建議的賦予上市政策委員會政策制定權的尤存隱憂，即，其成員不具有上市委員會成員所具備的一線經驗。並且，根據該等建議，上市政策委員會的決策將不會公開。至於提交予上市政策委員會以獲批准但被拒絕的改革倡議，則可能缺乏透明度。另，為保持競爭力，聯交所必須進行創新。現所建議的上市委員會成員均不是具一線市場經驗的投資銀行家或企業金融顧問。這會引致對上市政策委員會可能不會啟引聯交所所要求的、與不斷變化的市場同步的創新性的政策的憂慮。

(b) 新申請人的上市申請

該諮詢文件建議，涉及上市監管委員會事宜的上市申請，將由建議的上市監管委員會作出決策，而不是由上市委員會作出（其僅將就不涉及上市監管委員會事宜的申請作出決定）。涉及上市監管委員會事宜的上市申請（依據定義），是最難作出決定的。我們認為，該等最難作出的決策最能獲益於上市委員會成員所具有的大量經驗及專業知識。但是，上市委員會就上市所發揮的作用將被削減至僅僅作出意見，而該等意見將傳達予上市監管委員會。實際上，我們質疑該建議將因上市監管委員會成員沒有任何平台與上市委員會成員進行面對面商討這一事實而受限制。進而言之，上市監管委員會將有賴上市委員會向成員可靠地轉達意見。鑒於該等原因，坊間已頗有提議，更佳的建議是證監會的代表出席上市委員會的會議，該會議將聆訊涉及上市監管委員會事宜之申請。正如金融發展局對該諮詢文件作出的回應所建議，證監會代表應以觀察員的身份而不是作為委員會成員出席上市委員會會議，以避免與證監會作為聯交所的獨立監管者的角色相衝突。

證監會代表出席上市委員會會議的主要益處在於，其將提供一個由積極參與香港首次公開招股市場的各方代表（上市公司、投資者及市場從業員，包括律師、銀行家、會計師及估值師）商討事項的平台。這亦為證監會代表提供一個機會，以直接聆聽經常受邀出席上市委員會聆訊的上市申請人的董事及保薦人的意見。

對該等建議的一大憂慮在於，上市委員會的作用將被大量削減。雖然其仍將對涉及上市監管委員會事宜的申請作出意見，但其意見能否將在上市監管委員會的決策中反映出來，則毫無保證。同屬上市監管委員會的上市委員會成員亦無任何義務根據上市委員會的意見來投票。因此，上市委員會僅將對最簡單的上市申請具真正的決策權。該等建議將進而將對

⁷ 《上市諒解備忘錄》第 5.1 段。

⁸ 諮詢文件第 1(b) 段。

上市委員會帶來負面影響，因為上市委員會最終可能不如目前更能吸引具經驗的市場從業者。

我們同樣關注，該等建議將增加證監會對哪些公司獲准上市及維持上市地位之控制權。法定框架（即《證券及期貨條例》及《證券市場上市規則》）所設定的證監會的角色是，證監會擔任聯交所的獨立監管者。根據《證券市場上市規則》，證監會基於若干原因及在訂明的期間內反對上市申請的權力，本意為備用權力。但是，該等建議將會使證監會在最困難及最重要的上市申請中轉而為一線監管者的角色。這不僅削減聯交所作為一線決策者的角色，亦混淆證監會作為對聯交所上市申請的決策者以及對聯交所的監管者之角色。正如其他各方已指出，我們認為，鑒於證監會作為《證券及期貨條例》規定的監督角色，證監會行政人員參與制定上市決策之建議，則產生根本性衝突問題。

我們亦質疑該等建議是否能提升上市程序尤其是涉及上市監管委員會事宜的申請之效率，而涉及上市監管委員會事宜之程序，因其須受兩個委員會而非一個委員會審核，則可能需要更長的時間。上市委員會會議審議申請後，其作出的意見則需由上市部傳達予上市申請人及申請人的保薦人以及上市監管委員會的成員，這一事實亦將使上市程序效率低下的問題惡化。我們亦質疑，該等建議是否將能取締違規行徑，譬如殼股公司及借殼上市。若取締該等違規行徑正是提出該等建議的主因，我們則建議監管者反而應重新著眼於加強履行有關現金資產公司、將長期停牌公司除牌及反收購行動之現有規則，以執行市場失當行為法律、處理潛在損害市場聲譽的價格操縱，以及取締借殼上市。

因上市申請目前處於雙軌存檔程序下，證監會將不再覆核上市申請。不涉及上市監管委員會事宜的申請則會比目前更快獲批准。但是，風險在於在指定上市申請不涉及上市監管委員會事宜及將該申請提及上市委員會作出決策時，該等申請將被假定為具“常規性”。然而，該等申請可能涉及其他事宜，譬如上市部可能不熟悉的具體的行業相關事宜，但該等事宜須嚴肅審查。如此以來，則會導致簡化上市程序將比目前的安排產生更多疏漏的問題之風險，而目前的安排下，申請則須受證監會及聯交所的雙重審查。根據目前的制度，就證監會可通過不對所有上市申請作出意見的方式來提升效率。依據該等建議，證監會明顯似乎願意採納這種立場。

至於提升香港上市批准程序的效率，應注意的是，自 2013 年 10 月對上市申請程序實施重要變革以來，上市批准程序其實已更具效率。上市申請階段需提交大致完備的申請版本的規定及聯交所把焦點放在重大事宜上使得 2014 年有 72% 的上市申請在呈交上市申請後的 120 日內獲上市委員會審核，⁹（相比 2012 年的百分比為 33%）。¹⁰ 如證監會為編制其“就聯交所規管上市事宜的表現而作出的年度檢討報告”而作出的市場參與者調查問卷所述，市場參與者普遍對聯交所審閱上市過程的效率及公平表示滿意。¹¹ 提升效率固然為可取，但並不因此表明市場具有提升香港上市程序的迫切需求。

⁹ 證監會《證券及期貨事務監察委員會就交易所規管上市事宜的表現而作出的 2015 年度檢討報告》。2016 年 6 月，第 30 段。

¹⁰ 證監會《證券及期貨事務監察委員會就交易所規管上市事宜的表現而作出的 2013 年度檢討報告》。2013 年 12 月，第 33 段。

¹¹ 出處同上，見附录 A。

試圖在上市申請階段識別潛在的殼股公司的危險性

有媒體評論已建議，所建議的制度改革的其中一個主要原因在於，證監會欲減少已造成負面形象的、於聯交所進行上市的殼股公司及反收購行動的數目。我們理解該等關注，但認為該建議的方法會同時引起導致削弱聯交所作為上市場所的競爭力之風險，因日漸增加的繁苛的及高昂的上市申請程序有可能降低香港上市的吸引力。

正如以上所述，加強監督及更加強硬地監管上市公司則能更有益於取締殼股公司及借殼上市。過去幾年，上市委員會已加強對反收購行動的監管。所採取的措施包括：根據指引信 78-2014 加強對反收購行動的監管；要求發行人於出售重大資產（或實物分派）後證明其餘下業務是可行及可持續之新規定；向上市發行人注入大量現金適用現金資產公司之規則。該等事宜由上市委員會作出檢討及在其年報中作出報告。我們建議加強對上市公司的收購及出售之監管，以識別反收購行動及確保反收購行動規則得以貫徹執行：該規則要求，若有關交易旨在規避新上市的要求，則須作出與首次公開招股的招股章程大致相類的披露文件。

關於殼股公司的其他關注，毫無疑問地最好通過更加有效率的除牌程序解決，以從市場上取締殼股公司。這與將所有上市申請人或至少所有中小企業上市申請人納入在上市申請階段試圖釐定其是否屬於潛在殼股公司之高度主觀程序相比，看起來是更為可取的解決方法。鑒於釐定殼股公司的極其籠統的標準¹²，實際上，在試圖篩掉意欲從上市殼股公司的地位獲取利潤的申請人時，不可能確保真正的上市申請人不被拒絕或在該程序中不被拖延。聯交所就殼股公司上市作出的最新指引¹³，譬如，有可能對真正的中小上市申請人實施嚴厲的監管，並導致打擊真正需要投資的中小企業上市之風險。

(c) 涉及上市發行人之事宜

我們就涉及上市發行人的上市監管委員會事宜如何在該等建議下進行處理之關注，與我們就涉及上市監管委員會事宜的上市申請之關注，本質上是相同的。

我們再次強調上市委員會的市場從業員成員發揮的重要作用。香港建基於從業員的監管所發揮的作用起源於《戴維森報告》，其認為香港應採取建基於從業員的監管制度，以“避免以嚴厲的法定制度來約束證券市場，這樣的一個制度很容易會使市場過份受到反應緩慢或運作不靈的管制方式限制”。¹⁴ 我們亦同意該報告認為“如由從業員負責市場管理及規管，可提供更大靈活性及適應力”及“法定的監管人員，亦未必具備所需的知識和經驗”。¹⁵

¹² 聯交所“指引信-GL68-13A”，2016年6月。

¹³ 出處同上。

¹⁴ 《戴維森報告》，1988年5月。

¹⁵ 出處同上。

(d) 覆核上市決策

根據該等建議，當上市監管委員會拒絕上市申請的決定時將只有上市監管（覆核）委員會有權作出進一步的覆核，而該覆核委員會則由證監會的主席及行政總裁、證監會的一名非執行董事和上市提名委員會提名的三名前上市委員會成員組成。

我們就該建議所表達的關注是，遭受不公的上市申請人將無權提呈證券及期貨事務上訴審裁處對上市監管委員會的決策進行覆核，而只能由上市監管（覆核）委員會進行覆核，上市監管（覆核）委員會的成員架構，與其他新委員會的架構一樣，將賦予證監會代表成員對提交該委員會的任何事宜之決策進行否決的權利。根據目前的制度，證監會根據《證券市場上市規則》賦予的權力反對上市申請，該權利須受上市申請人有權就證監會所作出的決定向證券及期貨事務上訴審裁處提出覆核之規限。¹⁶可以說，若上市監管委員會的證監會代表實質上能通過投反對票阻止上市申請，則證監會可實質上行使《證券市場上市規則》規定的其反對上市申請的權利，儘管該反對的權利毫無疑問地於該等規則訂明的期間以外行使。在此基礎上，可以說上市監管委員會的決策應由證券及期貨事務上訴審裁處進行覆核。但是，根據該等建議，證監會實質上將能繞過《證券市場上市規則》規定的其反對上市申請的權力，因為其將能通過上市監管委員會的證監會代表反對上市批准而實現相同的結果。

但是，這看起來顯然不公平。證券及期貨事務上訴審裁處主席由一名法官擔任，其法定目的是確保證監會所作出的規管決定公平合理，因而其服務於加強證監會的問責性之目的。¹⁷若上市申請人對審裁處所作出的決定感到不滿，該上市申請人有權向上訴法庭就法律論點提出上訴。¹⁸值得注意的是，不涉及上市監管委員會事宜及繼續由上市委員會作出決定的上市申請仍將有權就證監會反對其上市的決策向證券及期貨事務上訴審裁處提出上訴。亦存在這樣的情形，即證監會對不涉及上市監管委員會事宜的上市申請施加影響的唯一權利將通過行使《證券市場上市規則》規定的其權力而實現。因此，吊詭的是，最容易被上市監管委員會拒絕的申請及涉及遭受不公的上市申請人之申請，將是那些最不具權利要求由獨立機構進行覆核的申請。

對證監會作出的決策有權向獨立的證券及期貨上市審裁處提交覆核，是對證監會行使其法定權力的重要制衡。該等建議的問題在於，其實際上向證監會提供一個方法以規避反對上市申請的法定程序及規避上市申請人向證券及期貨上市審裁處提交覆核的權利。

諮詢文件未有處理的另一憂慮在於，鑒於上市監管（覆核）委員會的一半成員將由證監會高級行政人員成員擔任，上市監管（覆核）委員會將如何就上市監管委員會作出的決策能擔任覆核機構。作出決策後將由上市監管（覆核）委員會對其進行覆核的機構，亦有類似成員組成。但是，問題在於，上市監管（覆核）委員會的證監會代表是否有義務糾正上市監管委員會的證監會代表作出的決策，或後者作出的決策是否將會推翻。

¹⁶ 《證券及期貨條例》第 217 條。

¹⁷ 證券及期貨事務上訴審裁處主頁 <http://www.sfat.gov.hk/english/aboutus/welcome/>。

¹⁸ 《證券及期貨條例》第 229 條。

(i) 上市政策委員會的構成及程序

構成

諮詢文件表示，新委員會由聯交所及證監會共同控制。但是現實上，證監會控制上市委員會的獲委任人將意味著其將能實質控制新委員會的構成。

證監會將直接控制上市政策委員會的一半成員：證監會的行政總裁、證監會的两名高級行政人員及證監會委任的收購委員會主席，儘管收購委員會方有權根據《證券及期貨條例》第 8(6)條選舉其自身的主席，但該項權力仍受限《證券及期貨條例》第 8(3)條，即若證監會未委任該收購委員會主席時，收購委員會方才能選舉其自身的主席。上市政策委員會的其餘四名成員將是聯交所的行政總裁、上市委員會主席及兩名副主席。但事實上，證監會憑藉上市提名委員會由一半證監會的代表組成這一事實，能對提名以委任於上市委員會的任何人士行使否決權。

程序

諮詢文件建議，上市政策委員會作出決策須大多數投票批准。然而，在出現僵局時，事實上由於主席在投票僵局出現時沒有決定票（姑勿論此亦有違聯交所及香港交易所的章程細則），這可能亦不會實現。

(j) 上市監管委員會的構成及程序

成員組成

上市監管委員會的三名成員將是證監會的高級行政人員，而其餘三名成員將是上市提名委員會（由聯交所及證監會相同數目的代表組成）提名獲委任的上市委員會的主席及兩名副主席。上市提名委員會缺乏決定票意味著證監會能有效地否決上市委員會的任何人士的委任，並因而對委任任何人士進入上市監管委員會享有實質否決權。聯交所及上市委員會對擔任上市監管委員會的證監會代表均將無相匹配的影響力。

程序

正如以上所述，就上市監管委員會而言，主席缺少決定票意味著投票僵局出現時不清楚會發生什麼情況。譬如，就合適性作出的決策而言，投票僵局是否意味上市申請失敗或仍可繼續進行，並不明瞭。同樣地，就上市發行人作出的決策而言（例如聲稱因業務營運不足而違反《上市規則》第 13.24 條），僵局投票將意味著發行人維持上市或被停牌？

(j) 上市監管（覆核）委員會的構成及程序

我們就缺少主席決定票對上市監管委員會及上市政策委員會作出的上述意見，同樣適用於上市監管（覆核）委員會。

(k) 上市（紀律）委員會、上市（紀律覆核）委員會的構成及程序

請參閱以上關於缺少主席決定票之意見，主席的決定票亦是聯交所及香港交易所的章程細則所作的規定。

(I) 其他事宜

就該等建議的其他關注列載如下：

(i) 所建議的證監會角色的立法權限

諮詢文件未列載所建議的安排如何能配合《證券及期貨條例》及《證券市場上市規則》創建的當前監管架構。

根據諮詢文件，在決定涉及上市監管委員會事宜的上市申請時，上市監管委員會的證監會代表將“實際行使根據《證券市場上市規則》[第 6 條]獲賦予的權力”¹⁹。證監會根據《證券市場上市規則》反對上市申請的權利可在提交上市申請後 10 個營業日內、或在上市申請提交 10 個營業日內而證監會要求上市申請人提交任何進一步的資料獲提供後或申請人收到證監會要求提供任何進一步資料後 10 個營業日內，方可行使。²⁰ 但是，該等建議將允許證監會通過上市監管委員會的證監會代表在*任何時間*（即在《證券市場上市規則》訂明的期間以外）舉行的上市監管委員會會議上反對上市申請。而這只能根據《證券市場上市規則》在以下情況下方可獲准：若證監會就每個涉及上市監管委員會事宜的上市申請反復要求提交進一步的資料，以便將其反對申請的權利延長至超過提交日後的 10 個營業日。很明顯，這並非該等建議所意圖達致的，而且一旦再無法證立要求提交進一步資料的需要時亦可能變得不可行。因此，如須致使保證監會行使諮詢文件中所建議的證監會的權力，實須修訂《證券市場上市規則》第 6(2)條。

同樣地，除非進行立法改例，否則證監會作為聯交所的獨立監管者是否可通過其於聯交所各委員會的證監會員工來代表證監會，同樣成疑。證監會的代表若加入成為聯交所的委員會的成員之建議，將混淆證監會（作為法定監督者）與聯交所（作為受監督者）的角色，此將違反《證券及期貨條例》立法意圖。

我們注意到，聯交所作為盈利公司已被錯誤認為存在利益衝突。我們認為，該利益衝突與其說是現實際，毋寧說是種錯覺，因為聯交所大多數權力已交托予上市委員會，在“處理潛在利益衝突及確保其上市職能的獨立性”時，便進行該轉授。²¹ 進而言之，上市委員會的 28 名成員中，僅有一名是聯交所的代表，即香港交易所的行政總裁。

(ii) 加強聯交所作為國際市場的作用

證監會就香港首次公開招股市場的法定角色是“監管、監察和規管……聯交所進行的活動”，²²。其亦發揮投資者保障之重要作用。²³ 證監會“維持香港作為具競爭力的國際金融中心的地位”之作用，須遵從其在履行職能時應顧及適切性之規定。²⁴

¹⁹ 諮詢文件第 18 段。

²⁰ 《證券市場上市規則》第 6(2) 條及第 6(6) 條。

²¹ 諮詢文件第 40 段。

²² 《證券及期貨條例》第 5(1)(b)(i) 條。

²³ 《證券及期貨條例》第 5(1)(l) 條。

²⁴ 《證券及期貨條例》第 6(2)(a) 條。

證監會作為聯交所監管者及投資者利益保障者的角色是否與改善香港證券市場之需要相可相容共存，以確保該市場與其他國際證券市場相比維持競爭力實須考慮。證監會在防止問題出現及保證投資者利益時享有法定角色，我們擔憂的是，該角色可能導致上市政策委員會及上市監管委員會在制定政策及作出決策時過於規避風險，這將扼殺市場發展及削弱聯交所的競爭力。證監會不允許對聯交所就有關不同投票權架構的建議擬稿展開公眾諮詢可視為聯交所作為投資者利益保障者的角色而約束市場發展的適切例子，儘管聯交所在第二階段諮詢中已獲市場支持。²⁵

因此，我們認為，在與證監會進行諮詢並最終由證監會批准的前提下，最好由目前具廣泛專業知識及市場需求及方向有關的一線知識的上市委員會制定政策。

總括而言，我們認為監管者應重新考慮所建議的改革，並轉而聚焦通過增配資源以積極監察及監管上市發行人的活動及從事任何可疑的操縱“殼股公司”價格及反收購行動的參與者，以尋求遏止諸如借殼上市及價格操縱等行徑。我們認為，與其冒著導致上市申請程序比目前更加複雜和昂貴的風險而採納該等建議，毋寧集中精力於上市後執行及將長期停牌公司除牌，這將更能改善香港市場質素。若聯交所要維持及提升其作為國際資金募集平台的競爭力，該危險更須避免。

最後，我們認為，證監會作為聯交所的獨立監管者之角色是重要的。制定上市政策及市場開發、批准上市申請及取消上市地位的主要責任，宜交聯交所承擔。另一方面，證監會應著力發揮其作為對聯交所的監管者及投資者利益的保障者之重要作用，而非尋求擔任一線決策者及政策制定者之角色。我們亦認為，證監會繼續獨立於聯交所是至關重要的，以免混淆聯交所作為決策者及證監會作為監管者之角色。進而言之，證監會行使權力亦須受司法覆核及證券及期貨事務上訴審裁處覆核之規限，以確保作為香港市場最根本性的組成部分的制衡制度。

²⁵香港交易所“有關不同投票權架構概念文件的諮詢總結”，2015年6月，第5章。