

**就證券及期貨事務監察委員會與香港交易及結算所有限公司
在二零一六年六月發表的聯合諮詢文件：
《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》)
金融發展局的回應**

背景

1. 在二零一六年七月五日的會議上，金融發展局(金發局)就證券及期貨事務監察委員會(證監會)與香港聯合交易所有限公司(聯交所)在二零一六年六月發表的聯合諮詢文件進行討論。金發局歡迎證監會與聯交所為改善香港上市監管制度作出努力。
2. 金發局的使命，是鞏固香港作為重要國際金融中心的地位，以及推動香港金融服務業持續發展。對於《諮詢文件》，金發局的着眼點是提高現行制度的效率，以及更清晰界定上市職能的管治安排；因兩者均有助提高香港市場質素，而市場質素就是香港奠定國際金融中心地位的基石。
3. 現行上市制度是在上世紀九十年代中期，針對香港市場特色而設計的。根據該制度，聯交所上市部行政人員負責審核上市申請，由市場從業員和專業人士組成的獨立上市委員會負責批准上市。如有人對上市委員會的決定提出反對，會視乎情況，由上市委員會另一批成員組成的上市(覆核)委員會或上市上訴委員會進行覆核。聯交所就政策和《上市規則》提出的修訂建議，須得到證監會批准。這個框架至今大致行之有效。
4. 不過，香港證券市場現在的規模和複雜程度，已遠非 20 年前可比。我們又留意到，近年上市委員會的決策程序有變，而在修改政策方面，上市委員會、聯交所和證監會的問責安排模糊不清。最近不少新上市公司的股價極為波動，企業行為亦惹來爭議，有市場評論員因此質疑上市委員會批准這些公司上市的決定。有鑑於此，我們認為檢討現行制度，以優化上市程序和改善上市監管架構的管治安排，是可取的，應會受到市場歡迎。
5. 正如二零一四年六月金發局發表的第 9 號文件《定位香港為國際首選的首次公開招股中心》所述，香港有足夠能力通過

研究並改善首次公開招股方式，適當地引入靈活措施，以及修正架構和法律問題等，進一步拓展市場。

6. 金發局相信，要改良和優化現行上市制度，必須考慮環球市場當前的競爭情況。為使香港能夠維持良好信譽和優勢，繼續吸引企業以香港作為國際融資基地，我們需要以新的監管方式，應對新經濟 / 行業中有意申請上市者所帶來的挑戰，同時維持優質監管水平。
7. 《諮詢文件》提出四個目標：(a)證監會與聯交所在制訂政策方面更緊密協調和合作；(b)精簡重要或艱巨的上市決策程序；(c)簡化首次公開招股申請的審核程序以提高效率；以及(d)就聯交所內部決策訂立更清晰的問責安排，並加強監察《上市規則》的執行情況。
8. 上述目標十分遠大，但金發局認為《諮詢文件》的建議(有關建議)未必能夠達至該等目標。下文詳述我們的具體意見。

上市監管委員會

9. 關於新上市申請人或上市發行人的上市事宜，有關建議設想在上市委員會之上增設上市監管委員會。假如成立新委員會，現時經兩個組織(上市部 / 上市委員會) / 兩重步驟批准上市申請的程序，會改為經三個組織(上市部 / 上市委員會 / 上市監管委員會) / 三重步驟的批准程序。
10. 我們不贊成增設上市監管委員會。本文附錄 1A 和 1B 分別載有“現行”和“建議”程序，相較之下，建議的架構顯然沒有簡化上市程序，反而因為設立上市監管委員會而多了一層結構，上市程序的工作亦隨之增加。若說建議的架構能夠提高上市程序的效率，實在難以令人信服。
11. 根據建議的架構，上市委員會除了按常規審核上市申請外，還會就涉及適合性或更廣泛的政策影響的問題，向上市監管委員會提供“不具約束力的意見”。至於就處理上市政策事宜所建議設立的上市政策委員會，在架構上與上市監管委員會相若(詳見下文第 20 至 23 段)。這種架構會削弱上市委員會在批准上市和制訂政策過程中的權力，變相把上市委員會降為中介組織。我們認為這個架構更難吸引從業員和專業人士

加入上市委員會。

12. 《諮詢文件》強調上市部和上市委員會將會繼續“就大部分首次公開招股申請及上市後事宜”作出決定。根據建議的架構，上市部會負責決定某事宜應否提交上市監管委員會，若然，上市監管委員會便會對所作決定負責，否則會由上市部和上市委員會作出決定，並共同對所作決定負責。這樣，上市部行政人員為安全計，向上市監管委員會提交的事宜會比在現行制度下為多。
13. 上市部行政人員決定應否把某事宜提交上市監管委員會時，還有更大的難處，就是上市政策委員會將會監察他們的工作和評核他們的表現(連帶薪酬檢討也受影響)。我們認為這是有關建議中最令人擔憂的一項，當評核員工表現的委員會成員大多是外來人士，其中半數更來自監管機構時，不但有違基本管治原則，更令問責安排模糊不清。

上市程序中證監會的角色

14. 在現行制度下，證監會有權拒絕任何上市申請，亦可批准或拒絕聯交所更改規則的建議。證監會制訂政策的權力屬於其董事局，而該董事局成員包括證監會各部的執行董事和代表市場各界的非執行董事。這樣的架構確保行政人員受到制衡，證監會各部均可表達意見，非執行董事亦可反映市場觀點。
15. 證監會行政人員出任上市監管委員會和上市政策委員會成員，會引起以下一些基本法律和管治問題，證監會須予以澄清：
 - (a) 上市監管委員會和上市政策委員會都是聯交所屬下委員會，在法律上，證監會行政人員以什麼身分參與其中？假如兩個委員會的決定受到質疑，證監會在有份參與決策的情況下，能否繼續保持其作為聯交所監管機構的立場？
 - (b) 出任上市監管委員會和上市政策委員會成員的證監會行政人員，是否根據證監會轉授的權力行事？若然，由證監會董事局全體成員提供意見的好處便不復存在；若否，兩個委員會討論的事宜最終仍須交由證監會董事局

全體成員討論，即是又多了一重程序。

16. 現時，證監會行政人員參與聯交所及其母公司香港交易及結算所有限公司(港交所)屬下委員會的例子有兩個，分別為聯交所上市提名委員會(來自證監會和港交所的成員人數相同)，以及港交所法定風險管理委員會。不過，這兩個委員會都不是決策組織：前者為上市委員會提名成員人選，後者是根據《證券及期貨條例》第 65 條成立的政府委任組織，負責監督港交所營辦的市場的風險管理。
17. 值得注意的是，二零一四年七月，國際貨幣基金組織根據金融體系更新評估計劃，發表有關香港的《遵守情況評估》報告，當中(第 18 段)指出，證監會在港交所風險管理委員會的角色，與其監管角色可能有衝突。建議的上市監管委員會 / 上市政策委員會架構同樣有這個問題，就是證監會有權就某項決定行使覆核或上訴管轄權，而該項決定卻是參與上述委員會的證監會代表有份作出的。
18. 二零零二年九月，羅正威先生和鄺志強先生發表《細價股事件調查小組報告書》，檢討當時上市決策的規管框架，特別指出各項管治保障措施對證監會內部決策過程至為重要。該報告列出政府為確保規管制度穩健而推行的多項制衡措施，其中一項為“證監會作出的較重大決定，須獲證監會全體董事通過，以及除非獲立法會批准，否則不得把這項職能轉授”(第 3.17(b)段)。
19. 鑑於上述管治問題，並為了讓證監會發揮更大作用，上市委員會可安排證監會企業融資部執行董事和其中一名高級總監以觀察員身分出席會議，讓他們更了解上市委員會成員在審核和批准上市申請時討論的問題，並分享他們的觀點。證監會行政人員在上市委員會的角色和參與模式須審慎設計，以解決上文第 15 和 17 段提到的潛在問題和衝突。

上市政策委員會

20. 上市監管委員會令上市程序更加繁複，上市政策委員會反而較直接了當。附錄 2A 和 2B 載有“現行”和“建議”上市政策制訂程序，兩者對照下，可見上市委員會將會成為上市部和上市政策委員會之間一個額外的步驟，對於上市政策委員會審

議的政策建議，只會提供“不具約束力的意見”。

21. 雖然我們理解設立上市政策委員會是為了讓證監會行政人員盡早參與聯交所制訂上市政策的過程，但是否需要為此新增一個委員會，實在值得商榷。假如為了促進雙方協調和深入討論，而有必要新增一個委員會，該委員會須有均衡的成員組合，才能達至上述目的。本文附錄 3 載有《諮詢文件》建議的各個新委員會成員組合，從中可見成員大多來自證監會。我們注意到，這些委員會雖然是聯交所屬下委員會，但成員中只有少數甚至沒有港交所代表。
22. 我們雖然支持證監會和聯交所在制訂上市政策方面加強合作，但對於證監會行政總裁成為上市政策委員會當然委員卻有很大保留。鑑於上文第 15 和 17 段所述的情況，我們認為證監會行政總裁應一如以往，不加入這些委員會，俾能以無利益關係者的身分，覆核須由證監會董事局批准的政策決定。
23. 我們認為，從港交所董事會的良好管治和問責角度來說，港交所安排兩名非執行董事取代或聯同行政總裁出任上市政策委員會成員，是較為恰當的做法。

在贊同上市政策方面港交所董事會的角色

24. 基於歷史原因，上市委員會作為聯交所的獨立委員會，並沒有港交所董事會成員參與，也不受董事會監督。設立這種架構的原意，是防止港交所董事會干預上市申請程序，而不是把董事會摒諸門外，不容許董事會審議有關《上市規則》的政策修訂，即使該等修訂或會影響港交所的業務或發展策略。
25. 可是經過多年發展，港交所董事會已完全不能參與討論上市政策事宜；理由是上市委員會和港交所董事會之間須設有職能分管制度，確保董事會不會把商業和利潤考慮凌駕於公眾利益責任之上，以保障香港市場。我們認為此舉並不合理，也無必要。
26. 現有的保障措施三管齊下，確保港交所營運時顧及公眾利益。《證券及期貨條例》第 63 條(見附錄 4)訂明，港交所董事會履行職務時有責任維護公眾利益；除其他規定外，港交

所董事會必須“(a)以維護公眾利益為原則而行事，尤其須顧及投資大眾的利益；及(b)確保一旦公眾利益與該控制人的利益有衝突時，優先照顧公眾利益。”這是政府把香港證券市場的專營權給予港交所的交換條件。

27. 此外，港交所 12 名董事中(行政總裁作為董事會當然成員，是第十三名董事)，有六名由政府委任。各董事均有責任確保港交所符合法例規定。港交所主席雖由董事會投票選出，卻由政府委任；而港交所行政總裁雖由董事會委任，卻必須先獲證監會批准。第三重保障措施訂明，更改聯交所任何規則或政策，最後必須經證監會批准(證監會擁有否決權，可拒絕接納會損害公眾利益的政策變更)，此規定確保港交所董事會制訂政策時，不會罔顧公眾利益。
28. 港交所是上市公司，其董事會成員有受信責任決定公司的發展策略。香港境外機構投資者往往質疑，港交所董事會不參與制訂公司發展策略，如何就這項重要工作負責？我們認為現在是時候糾正這種不合理的情況。因應是次檢討，我們建議上市政策委員會成員應包括兩名港交所非執行董事。此舉既可讓董事會在承擔其保障公眾利益責任的同時，在制訂港交所主要政策方面充分發揮其應有角色，同時亦會令上市政策委員會的成員組合取得平衡。

《諮詢文件》沒有處理的管治問題

29. 上市委員會成員的任期
 - (a) 過去十年，上市委員會成員大多在委員會服務達六年之久。雖然根據現行規則，成員的任期為一年(委任信也有註明)，但不知何故，上市提名委員會卻跟隨政府各委員會的規則，把任期定為最多六年。因此，上市委員會成員的預期是，如非出席率太低，他們應可在委員會服務六年。然而，這並非上世紀九十年代中期設計上市委員會制度時的原意。
 - (b) 雖然有指上市委員會成員任期較長，有助他們汲取經驗，但不要忘記他們獲委任時，已是經驗豐富的從業員；而且有別於政府大部分諮詢委員會，上市委員會是決策組織，成員可接觸大量市場敏感資料。我們認為，成員更替較頻密，可盡量減少利益衝突，並可避免外界

覺得上市委員會某些成員會(不當地)使用市場敏感資料。

- (c) 為加強上市職能的管治架構，我們促請證監會和港交所檢討上市委員會成員的任期，作為是次檢討工作的一部分。我們會建議上市委員會成員任期不應超過兩年，主席則可多服務兩年，任期最長四年。成員卸任兩年後，可獲再次委任。

金發局的建議

30. 金發局謹提出以下建議，供證監會和港交所在總結諮詢時考慮：

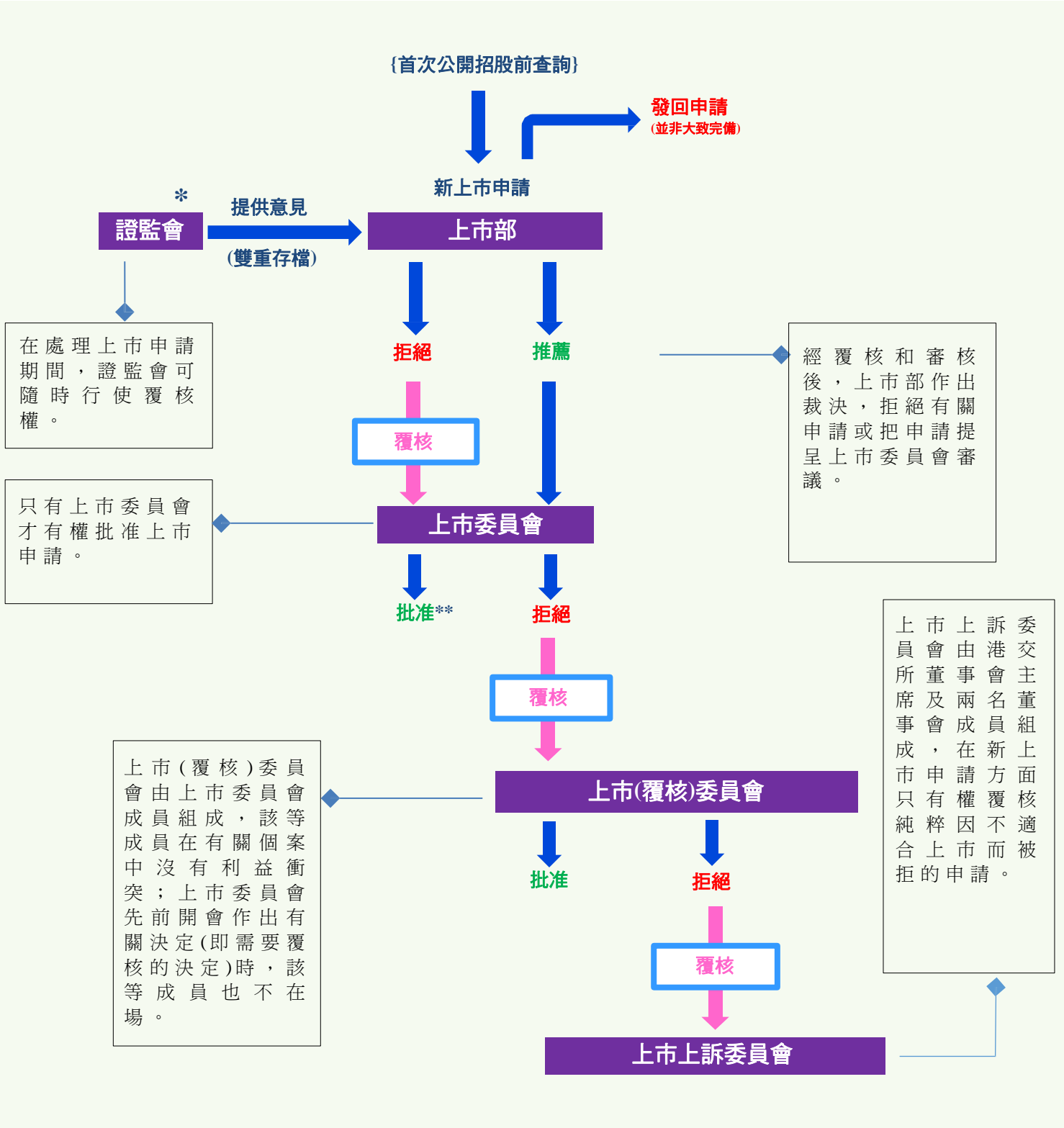
- (a) 證監會和港交所應更清楚交代有關建議的監管目標；
- (b) 如上文第 15 段所述，證監會應釐清其行政人員在上市監管委員會和上市政策委員會的身分；
- (c) 如上文第 19 段所述，現有的上市委員會可增加人數，加入兩名證監會行政人員，無須增設上市監管委員會；這樣，當上市委員會的決定受到質疑時，證監會仍可維持作為監管機構的權力；亦可省卻一重程序，達至《諮詢文件》提升效率的目標；
- (d) 如上文第 22 段所述，證監會行政總裁不應成為上市政策委員會的當然委員；
- (e) 上市政策委員會的成員應包括：收購委員會主席、證監會企業融資部執行董事和一名高級總監、上市委員會主席和兩名副主席、港交所兩名非執行董事，以及港交所行政總裁。如上文第 23 段所述，這樣可平衡各方意見；
- (f) 上市部員工的表現，應由上市部主管評核(上市委員會主席和副主席可提供意見)；而上市部主管的表現，應由港交所行政總裁評核(上市委員會主席和副主席可提供意見)；如上文第 12 段所述，上市政策委員會作為一個組織，在工作表現評核方面不應扮演任何角色；

- (g) 如上文第 28 段所述，港交所董事會應有份參與制訂上市政策；
- (h) 如上文第 29(c)段所述，證監會 / 港交所應釐清上市委員會成員的任期，上市委員會成員的任期不應多於兩年，主席的任期則不應多於四年。

金融發展局

二零一六年九月九日

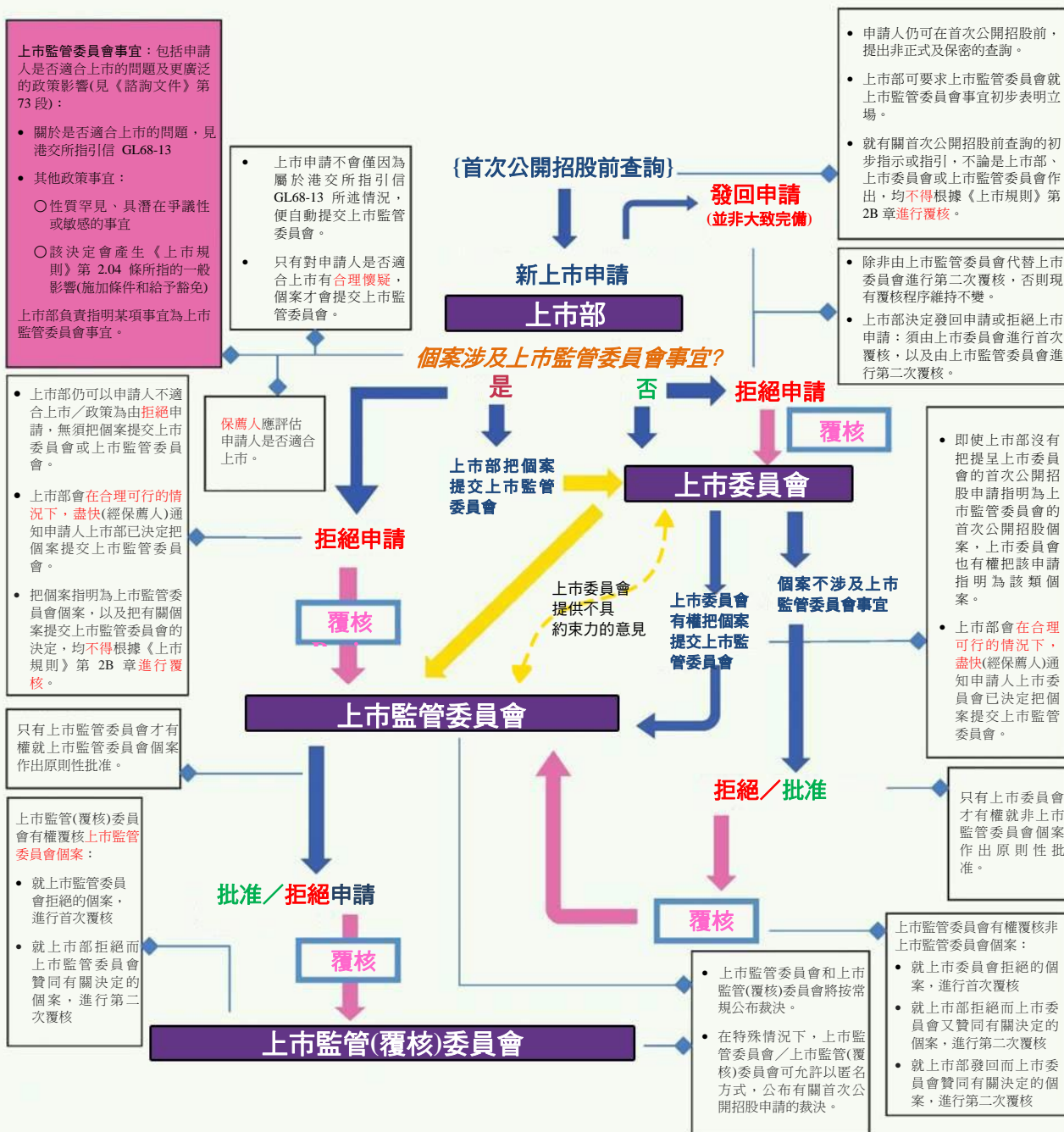
現行上市批准+覆核程序



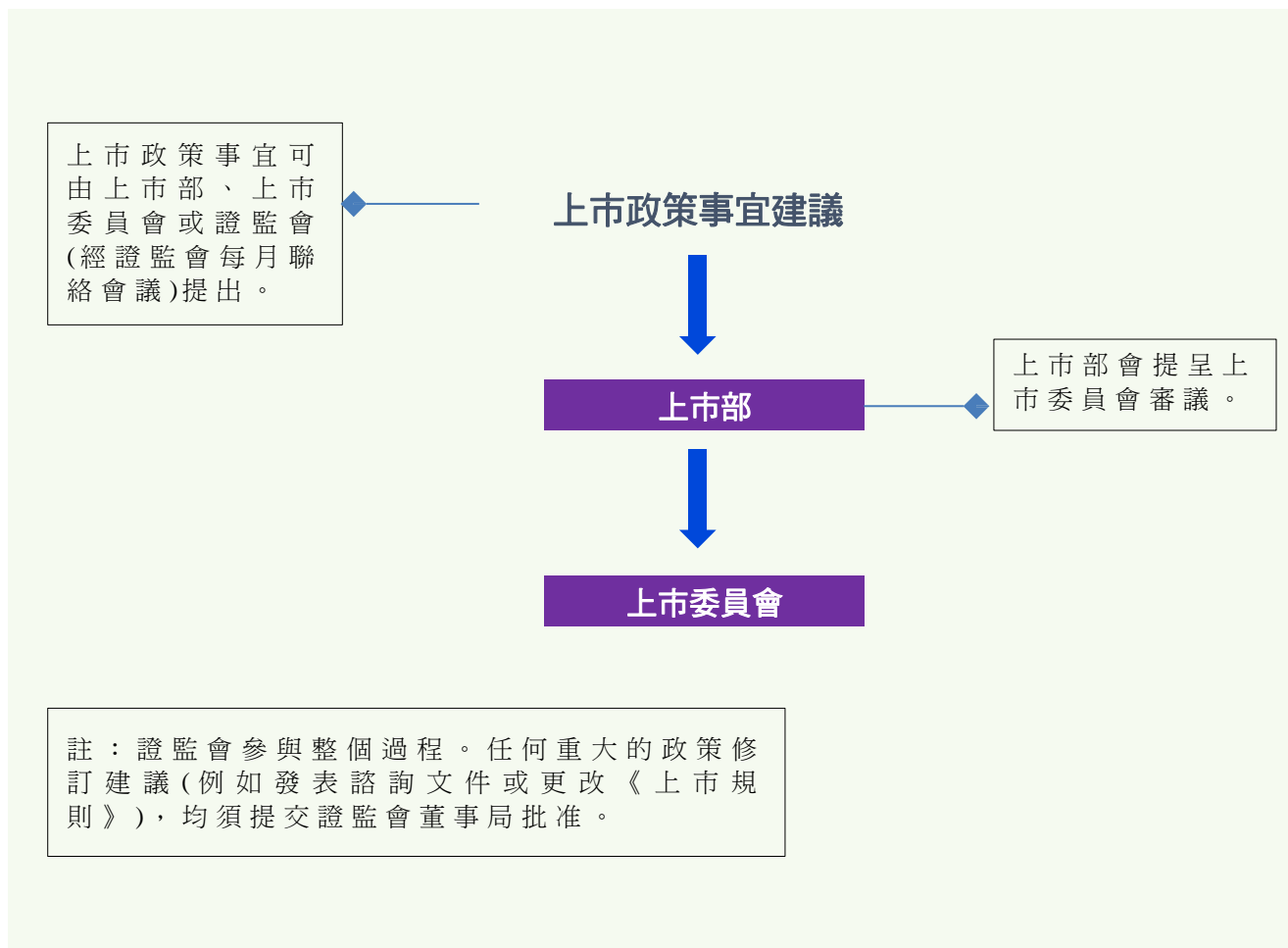
* 證監會保留反對上市申請的權力。

** 如施加條件，個案可退回上市委員會，進行另一次聆訊。

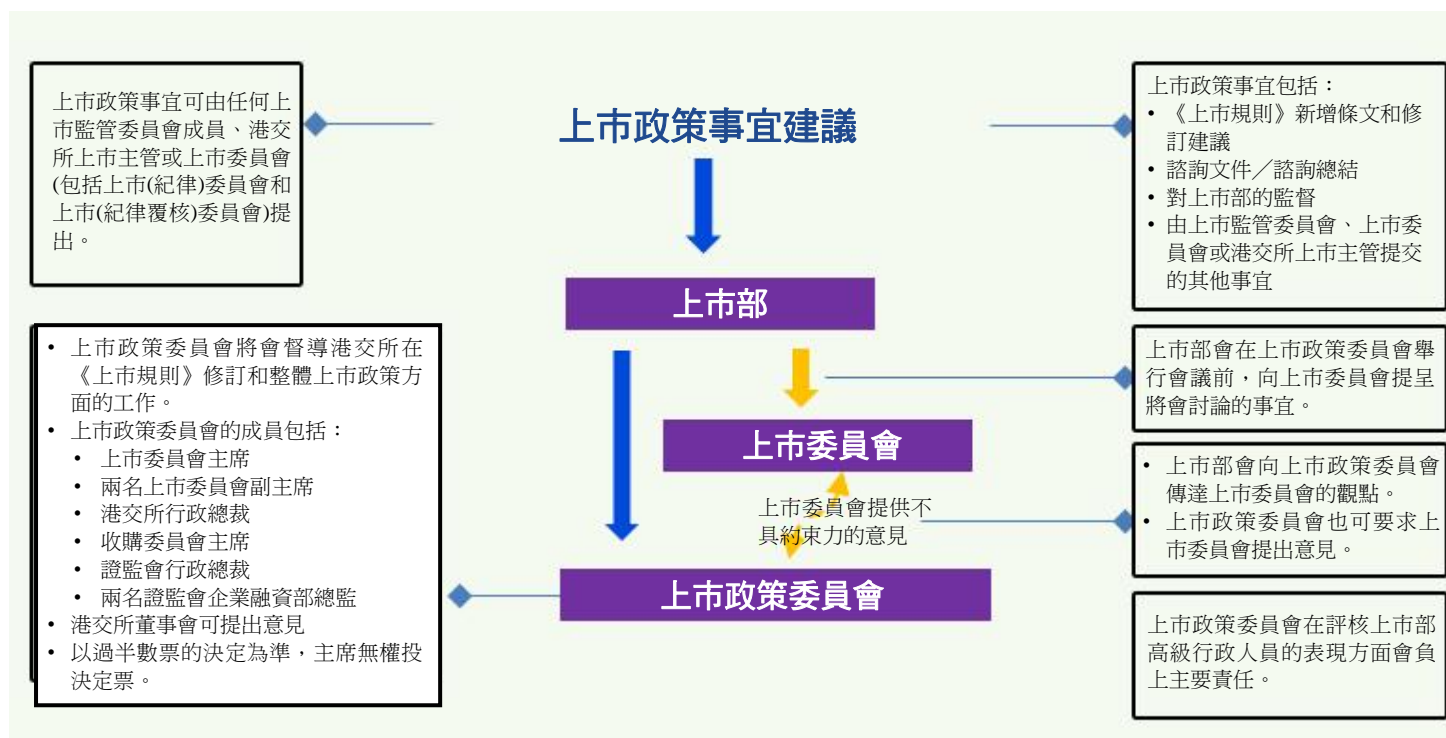
建議上市批准+覆核程序



現行上市政策制訂程序



建議上市政策制訂程序



註：證監會除了加入上市政策委員會，也保留現行架構下對任何重大政策修訂建議的批准權。

附錄 3

《諮詢文件》設想的委員會成員組合

委員會	證監會代表	上市委員會代表	港交所代表
上市監管委員會*	<ul style="list-style-type: none"> 企業融資部執行董事# 兩名企業融資部高級總監 	<ul style="list-style-type: none"> 上市委員會主席#+ 兩名上市委員會副主席 (包括一名投資者代表+) 	不適用
上市政策委員會*	<ul style="list-style-type: none"> 收購委員會主席#+ 證監會行政總裁#+ 企業融資部執行董事# 一名企業融資部高級總監 	<ul style="list-style-type: none"> 上市委員會主席# 兩名上市委員會副主席 (包括一名投資者代表+) 	港交所行政總裁+
上市監管(覆核)委員會	<ul style="list-style-type: none"> 證監會主席# 證監會行政總裁# 一名證監會非執行董事 	<ul style="list-style-type: none"> 三名上市委員會前任成員+ (包括一名投資者代表) 	不適用
上市紀律主席小組	<p>由最少五名執業或已退休的資深大律師(或其他具備同等資格的人士)組成</p> <p>由上市提名委員會提名、港交所董事會委任</p>		

* 上市政策委員會和上市監管委員會成員會由港交所董事會委任為當然委員，或按照上市提名委員會或證監會執行董事所作出的有關提名(視何者適用而定)而獲委任。

當然委員

+ 或視乎情況由候補人代表

就上市監管委員會而言，每名來自上市委員會的成員的候補人(視乎候補人能否出席該會議及利益衝突而定)必須從其指定的由其他現任上市委員會成員組成的一批候補人中輪流選出；每名來自證監會的成員的候補人將會是由證監會企業融資部執行董事(或如其有利益衝突，由證監會行政總裁)選出的該部一名高級總監，或如沒有相關人選，則證監會內任何由證監會企業融資部執行董事(或如其有利益衝突，由證監會行政總裁)選出的其他高級總監。

就上市政策委員會而言，除指明的候補人外，其他成員將不能委任候補人或代理人在其缺席時代其行事或投票。

就上市監管(覆核)委員會而言，上市提名委員會須提名另外四名曾擔任上市委員會成員的人士，其中包括最少一名代表投資者權益的人士，以擔任上市提名委員會的提名成員的候補人。

附錄 4

《證券及期貨條例》第 63 條：

“(1) 任何身為認可交易所或認可結算所的控制人的認可控制人，有責任在合理地切實可行的範圍內，確保— (a)在該交易所營辦的證券市場或期貨市場或透過該交易所的設施買賣證券或期貨合約是在有秩序、信息靈通和公平的市場中進行的；(ab)透過該交易所的設施買賣場外衍生工具產品，是在有秩序、信息靈通和公平的市場中進行的；(由 2014 年第 6 號第 7 條增補) (b)透過該結算所的設施結算或交收任何證券、期貨合約或場外衍生工具產品的交易，是在有秩序、公平和快捷的結算及交收安排下進行的；(由 2014 年第 6 號第 7 條修訂) (c) 審慎管理與其業務及營運有關聯的風險；(d)該所遵從根據任何成文法則或法律規則施加於該所的合法要求或規定，及遵從施加於該所的其他法律規定。

(2) 認可控制人在履行第(1)(a)、(b)或(c)款所指的責任時，須— (a) 以維護公眾利益為原則而行事，尤其須顧及投資大眾的利益；及(b)確保一旦公眾利益與該控制人的利益有衝突時，優先照顧公眾利益。”