



金利豐財務顧問有限公司
KINGSTON CORPORATE FINANCE LIMITED

致： 香港
皇后大道中 2 號
長江集團中心 35 樓
證券及期貨事務監察委員會
企業融資部

香港中環
港景街 1 號
國際金融中心一期 12 樓
香港交易及結算所有限公司
企業傳訊部

敬啟者：

關於：建議改善聯交所的上市監管決策及管治架構的聯合諮詢文件

香港作為國際金融中心及內地和其他海外公司的首選集資中心，須定期檢討監管機制架構，以確保機制持續有效，能回應市場發展需要，極為重要。金利豐財務顧問有限公司，作為受證監會監管規管的活動中介人，強烈支持諮詢文件中提及的建議目標（包括提高監管決策的透明度，加強在證監會和聯交所監管過程中的協調，以解決各種監管問題等），但就諮詢文件所建議的新架構，能否達到建議目標，解決當前的監管問題（包括股價操縱、企業管治缺失、披露問題及其他損害公眾投資者利益的失當行為），我司持保留意見。

現時香港新股上市申請，由聯交所的上市委員會和上市部負責審批，證監會充當著監管聯交所的角色。諮詢文件所建議的新架構，在聯交所現有的上市委員會和上市部之外，另加一個負責政策制訂的“上市政策委會”和處理牽涉合適性問題或具更廣泛的政策影響的個案的“上市監管委員會”，兩個新委員會的成員將有一半來自為證監會。根據諮詢文件，新增設的上市政策委員會將有權改變規則，在適當時建議制訂新的《上市規則》條文，亦會按需要修改《上市規則》。新架構的原意希望能夠提升決策架構效率，加強在證監會和聯所在監管過程中的協調，可是建議的改革把證監會由後場轉到前線監管，將令權力集中在證監會從而有可能欠缺制衡，在現存的法律框架下令部分法例“形同虛設”。失去了上市申請審批的權力制衡，新的架構或許會對市場發展造成不利影響。

此外，新改革令香港監管制度由披露為本轉變為審批為本，與此同時大部分亞太區證券市場（如日本、馬來西亞和中國內地等）均逐漸將監管上市發行人的根本政策，從監管機構評審轉為資料披露，同其他市場背道而馳，或會長遠地影響本港新股市場發展以及企業供股集資等，更甚或會使本港失去現今全球新股集資額重要的位置。另外，諮詢文件並未有具體提及新制度將能夠如何解決監管問題和加強保護投資者。

故此，對聯合諮詢文件提出的部分改革建議，我方有以下見解：

由上市申請的合適性考慮，上市監管委員會可能不及現有的上市委員會

上市規則第 8.04 條規定，申請人及其業務必須屬於聯交所認為適合上市者。是否適合上市取決於多個因素，申請人符合《上市規則》第八章所載的資格規定本身並不一定保證其適合上市，而且事實上大多數上市申請均需要考慮合適性。在新制度下，上市監管委員會將會就關乎個別新上市申請人或上市發行人當中涉及合適性問題或更廣泛的政策影響的日常上市事宜作出決定。上市委員會將會和現時一樣，就不涉及合適性問題或更廣泛的政策影響的個案，繼續擔任 IPO 申請的決策者的角色，以及聯同上市部對上市發行人事宜作出決策。在監管思維主導下，上市申請個案有很大機會將轉交上市監管委員會審批。

在現有機制下，由 28 人組成的上市委員會均為獨立人士，聯交所不能作出干預，同時在後方監管的證監會仍具有最終否決權。而在新機制下，只有六位成員的上市監管委員會將需要處理大量申請，該六位成員除了上市委員會正、副主席外，都是來自監管機構，對於判斷申請人是否適合上市，能力和代表性或將不及現行擁有 28 位成員的上市委員會，欠缺制衡、市場觀點及專業不足等問題都有顯而易現。而且，日後上市委員會的角色將只限於負責小量一般性個案，擔任例行職務被邊緣化，或令其 28 名成員的經驗及專業知識不能充分發揮作用。

此外，證監會亦未有為上市“合適性”定下客觀標準，諮詢文件未能反映上市監管委員會將會比現有的上市委員會能對涉及合適性問題或更廣泛的政策影響的日常上市事宜作出更好決定的理據。

證監會或將享有特權，與立法原意產生矛盾

在現時架構下，證監會就上市申請個案的否決權或附加條件的權力，有其法定制衡，例如證監會在特殊情況下，才會酌情行使其否決上市的權力。然而，新架構下的上市政策委員會及上市監管委員會兩個新委員會均附屬於聯交所，並不受限於上述法定制衡，變相令證監會擁有新的渠道去禁制上市申請，無形中繞過了立法原意，從而令某些規條失去意義。另外，由於證監會於上市政策委員會及上市監管委員會內擁有絕對權力，故有機會演變成證監會透過上市監管委員會及上市政策委員會，反過來控制聯交所的上市監管職能。若真的如此，證監會或需先明確對於聯交所的受信責任以及在《公司條例》下的責任。

新架構並非輕微調整，證監會或將擁有絕對權力，令架構不均衡

在監管結構及司法制度方面，雖然表面上建議方案未對現有架構帶來重大變動，只成立上市政策委員會及上市監管委員會，但實際上卻賜予了證監會“負控制 (Negative Control)”及“影子控制 (Loom Control)”的兩種權力：

1. 證監會或將擁有負控制權力，因為證監會在上市政策委員會及上市監管委員會內持有一半票數從而持有否決權。
 - 負責審批具爭議申請個案的上市監管委員會由六名成員組成，除了三名證監會高層外，另外三人中，其中兩人為上市委員會正、副主席，由於證監會有權否決委任，變相證監會將有機會坐擁主導權，欠缺制衡。
 - 由八人組成的上市政策委員會，四名來自證監會高層，而真正來自聯交所則的只有一名成員。
2. 證監會或將擁有影子控制權力，因為證監會在《證券及期貨條例》及《證券及期貨(在證券市場上市)規則》現有制度下擁有絕對權力。

證監會或將在現時擁有的否決權力以外獲得絕對權力，變相接管聯交所上市審批職能。此外，上市監管委員會成員人選將由上市提名委員會提名，但是上市提名委員會裏一半成員來自證監會，因此實質上證監會將對上市監管委員會成員的組成擁有很大的影響力。新架構或將使證監會權力過大，“披露為本”亦會被“監管為本”取代，有可能長遠的影響本港新股市場發展以及企業供股集資等，更甚或會使本港失去全球新股集資額第一的地位。以古鑑今，倫敦交易所自 2000 年起將新股審批和監管工作交由英國金融服務監管局 (Financial Services Authority) 批准，其後其新股市場表現每況愈下。

此外，諮詢文件建議成立的上市政策委員會將全權處理現行上市條例的管理和審議，從另一個角度，上市委員會的上市申請審批權將被架空，上市條例新增和修訂權力也被移交，證監會將因此擁有整個上市審批的全面權力。

證監會在現行制度上已經擁有足夠權力制衡

在現行《證券及期貨條例》的雙重存檔制度下，從新股審批初期，若證監會對申請公司有疑問，其企業融資部就可以常規性地就新申請人所提交的法定存檔發表意見，並一直擁有拒絕申請的最終權力，簡而言之證監會已經擁有足夠權力從初期開始就把關監管問題公司。另外，《證券及期貨條例》及附屬法例賦予證監會調查、糾正及紀律處分權力，包括調查違規個案及市場失當行為。以上兩點，使證監會在現行制度下已經擁有足夠權力，執行其監管證券市場的工作。因此改革將無助改善上市監管決策過程，管治架構及效率等目標。新制度的過分嚴苛審批程序，以及過於複雜的監管程序將有機會扼殺本港新股市場的活力，並嚇退有意來港上市的公司，令市場參與者無所適從。

新架構或將失去法定制衡，令監管人員在公司法下存在矛盾

在現行架構上，證監會的法定責任之一是監督及監察聯交所履行其與上市事宜有關的職能及職責，證監會亦會定期稽核聯交所在規管與上市有關的事宜方面的表現。聯交所在規管擬在香港市場上市的公司，以及在上述公司上市後，繼續在對它們進行監察

的方面擔當主導角色。如果上市政策委員會和上市監管委員會加入證監會人員代表，令證監會不再是獨立監管機構，證監會監督及監察聯交所的系統就將出現矛盾，與國際最佳慣例不符，並違背現代司法制度的基礎。

新架構將令部分上市監管法例失去意義，亦令原本聯交所及證監會各自執行獨立權力的局面瓦解，失去制衡；證監會由“守龍門”轉做“前線”，亦與當初建立“雙重存檔”制度下，獲法律授予的保留權力不同。

由於新設的上市政策委員和上市監管委員會都在聯交所旗下，理論上聯交所的董事局不能完全免除責任，必須監管兩個委員會，但是兩個委員會中，都有證監會的行政人員代表，包括證監會行政總裁，這會導致聯交所董事反過來監管證監會人員，令根據《證券及期貨條例》賦予證監會監察聯交所規管上市事宜的表現的位置變得尷尬，存在權力衝突。

新設的兩個聯交所委員會只是在聯交所、證監會之間狹義地滿足了透明度

諮詢文件中提到，新設的兩個聯交所委員會將會令證監會及聯交所能夠在更協調的環境下合作，更有效地分享各自的知識和觀點，並且在制訂政策及規則時促進共識和提升效率。可是，新設的兩個聯交所委員只是在聯交所、證監會之間狹義地滿足了透明度和問責性，對公眾而言，監管透明度在新制下反而越見低落。

諮詢文件中沒有說明依據為何要成立兩個新委員會以加強溝通

諮詢文件中另外提到，建議的目標是為加強證監會及聯交所之間的合作。在現有監管框架下，證監會與聯交所已經簽訂諒解備忘錄，釐定雙方在上市決策的角色，有關備忘錄亦訂明要成立由雙方高層代表組成的小組，去審視與上市有關的系統性及政策性事宜，在運作層面亦要求雙方代表舉行月度會議商討特殊上市個案及一般政策事宜，這兩個平台功能接近上市政策委員會及上市監管委員會，從諮詢文件中卻無法找到證明成立兩個新委員會將比現行制度加強溝通的依據。

諮詢文件中沒有清楚解釋為何需設立兩個委員會以解決市場問題

諮詢文件評論中提到在證監會及聯交所現今需要應付的監管問題當中（包括股價操縱、企業管治缺失、披露問題及其他損害公眾投資者利益的失當行為）只能透過在上市監管方面採取更協調的方法才能夠作出更佳的处理，卻沒有清楚解釋為何設立上市政策委員會和上市監管委員會兩個新委員會，就能解決所指出的市場問題。諮詢文件中的建議被推銷成市場所有問題的靈藥，但具體方案卻似乎有些含糊不清。

建議

2006年由 R. L. Porta, F. Lopez-de-Silanes 和 A. Shleifer 發表的“*What Works in Securities Laws?*”的研究文章曾指出，通過分析全球 49 個主要金融市場發展與金融市場（包括香港）監管新股市場的證券法例的關係發現，有關強制訊息披露和清晰責任標準的法例均有助於金融市場發展，但公共監管機構（如證監會）的權力大小卻與金融市場發展無顯著關係。

全球的上市委員會大多向披露為主方向發展，以披露為本的香港在 2015 年重奪全球新股集資市場第一名，相反以監管為本的英國和新加坡的在全球新股集資市場排名卻在倒退。因此，證監會和聯交所現時提出增加監管權重，有機會令市場倒退而非向前行，將會令香港金融中心陷入危機。我方支持市場需適當監管有問題的新股上市，但對當局在源頭上過於嚴苛審批新股持保留意見，亦都不希望見到過份複雜的監管程序扼殺本港新股市場的活力。

香港一直奉行自由市場原則及適度規管，才使其成為全世界投資者理想的營商地點。我方促請證監會及聯交所進行改革前，先進行規管影響評估。要達到上市監管決策及管治架構的聯合諮詢文件的建議目標，並未必需要重整架構。證監會和聯交所可以考慮在現時的上市委員會加以改良。

金利豐財務顧問有限公司
董事總經理
何志豪 謹啟

二零一六年十一月十八日