



# 別讓兔子看管生菜：港交所角色衝突的反思

蘇偉文

香港中文大學財務學理學碩士課程主任

email: rayso@cuhk.edu.hk

原刊於《信報財經新聞》2002年11月29日

二零零二年十一月二十一號的《遠東經濟評論》，以香港公司管治為封面主題，撰文剖析香港公司管治之過失，並引述香港公司法改革委員會主席羅傑士法官之言論，謂港交所身為上市公司，處處以股東利益為重，與其肩負前線監管上市公司的角色存在根本利益衝突。羅傑士法官並以兔子比作港交所，上市審批權比作生菜，讓港交所擁有公司上市審批權無異將生菜交與兔子看管。羅傑士法官的「兔子生菜論」引起港交所高調回應，港交所董事羅嘉瑞先生並公開表示，現行由港交所執行的上市審批程序並無不妥，沒有問題。

造成港交所角色衝突的主因自2000年起，港交所由會員制改為上市公司，這轉變卻為港交所帶來管治上的不同架構。其營運目的亦變成以盈利為主導，會員制的交易所並非以盈利為前提，由會員制的交易所去進行上市審批並沒有予人私相授受的感覺。間中或有貪污現象，但總體上監管可以較為超然。可是，上市後的港交所卻以股東利益為依歸，繼續讓其擁有上市審批權，很自然讓人懷疑港交所的中立性。

觀乎世界趨勢，交易所由會員制轉到公司化是一種潮流，而世界上主要證券市場的交易所大多已是公司化。表一詳列已公司化的交易所如下：

交易所	公司化年份
瑞典斯德哥爾摩交易所*	1993
芬蘭赫爾辛基交易所*	1995
丹麥哥本哈根交易所	1996
荷蘭阿姆斯特丹交易所	1997
意大利交易所	1997
澳洲交易所*	1998
冰島交易所	1999
新加坡交易所*	2000
希臘雅典交易所	1999
香港交易所*	2000
加拿大多倫多交易所	2000
英國倫敦交易所*	2000
德國交易所*	2000
美國納斯特市場	2000
美國芝加哥商品交易所	2000

資料來源: 各交易所網頁 \*為上市公司

由表一可見，交易所公司化是大勢所趨。然而，交易所公司化卻帶來一連串監管課題。例如，政府和交易所在監管方面擔當的角色分配，交易所規管交易活動的責任，又如隨著更多公司在海外掛牌，港交所將面對更嚴峻的競爭，生意下跌，公司化的交易所理論上更有倒閉的可能，投資者也將面對股票流通量不足之困局。為防範於未然，澳洲交易所成立了儲備基金，多倫多交易所更需維持若干水平之財務比率，以及一旦財務比率下滑，多倫多交易所必須即時通知監管當局。觀乎這些問題，最惹人關注的是交易所在公司化後，它們如何解決上市審批、監管和進逐盈利的角色矛盾，與及它們會否遇到港交所相同的利益衝突的問題。

從港交所 2001 年年報分析，其收入來源依次序排列為買賣徵費(56.56%)，數據提供收入(20.73%)，上市服務費(13.77%)及其他如投資、利息收入(8.94%)。其中數據提供服務是較為穩定的一種收入，和 2000 年相比，兩者金額差別不多，但 2001 年因股市交投疏落而令港交所收入下降，使上市服務費和買賣徵費所佔的比率下降。從上述收入來源可見，港交所生存的命脈在上市公司數目(上市服務費)和股市活躍程度(買賣徵費)，兩者共佔其收入差不多 70%。和其他上市交易所上市公司買賣及服務費佔收入百分比相比，德國交易所為 68%，倫敦交易所為 50%，澳洲交易所為 64%，由這些數據來看，上市公司化後的交易所盈利來源無異依賴上市公司活動。而數據提供方面，目前雖然還可構成交易所主要一種收入來源，但隨著資訊日益發達，這方面的收益比重相信會逐漸下降，而兔子看管生菜的矛盾將會加劇。

相信對監管當局來說，最大的問題在於如何平衡公司化交易所為股東創價、交易所自我監管和其獨立性，以及保障投資者這幾方面不同的訴求所帶來的衝擊。對公司化的交易所而言，口碑、信用及聲譽最為重要，因為上市公司視股票市場為主要集資渠道，

如果交易所信用不彰，投資者不願前來投資，結果會令市場交投疏落，公司集資無從，上市公司定會轉移上市地方，令交易所收入下降。所以，完善的監管制度可使交易所予投資者信心，從而令投資者更放心於當地投資買賣，交易所收入也會增加。換句話說，監管和收入兩者其實是息息相關，唇亡齒寒。如果交易所短視，只顧眼前利益，盲目放低監管門檻，初時無異可令上市公司數目增加，可多賺交易費，但長遠來說，投資者因市場監管不足望而卻步，交易所生意便會縮減，結果必定是得不償失。

那麼，公司化後的交易所在監管方面應何去何從？第一個可能方案是繼續由交易所執行上市審批權，也就是現時港交所運行的模式。然而，國際經驗告訴我們，紐約交易所一直以監管上市公司為己任，拒絕公司化，因為美國証監會堅持要成立另一獨立監管組織，去取代公司化交易所審批上市公司的功能。紐約交易所清楚的明白，上市審批權和公司盈利潛在利益上的衝突，故此寧願保留上市審批權而不進行公司化。

另外的一個可行方案是上市交易所大可能將其上市審批和監管功能分拆，如美國納斯達市場，在2000年公司化後，將上市審批功能和監管職責分別交由兩家子公司負責，其中這兩間子公司的「中國牆」正發揮緩衝作用，將利益衝突減至最低。

最後，一個較為極端的方案是，上市交易所將其監管功能外判至另一完全獨立的第三者，正如美國國家期貨協會，監管著好幾個期貨交易所的運作，這樣可以免卻先前所述的監管和利益的潛在衝突問題。從現時的环境來看，第二和第三種方案皆不會得到港交所同意，道理很簡單，世上沒有一所交易所會承認自己沒有能力去監管上市公司，更不願白白的將手上最大的皇牌 – 上市審批權拱手予人。

但是，以香港的情況，第一種自我監管的成效如何，大家心中有數。人家美國紐約交易所奉行自我監管，明知公司化會帶來利益衝突，所以寧願保留會員制。實行自我監管最大的條件，也是最主要的因素，是交易所能否做到大公無私。從香港最近一連串的公司管治問題來看，如雅佳控股、杰威、廣南、歐亞農業、華晨汽車及超大農業等等，可謂罄竹難書，要說服投資大眾港交所有這個能力，有這個決心去監管上市公司，可謂癡人說夢。最諷刺的是，當港交所行政總裁鄺其志先生宣佈明年三月約滿後會離職，事件經過傳媒廣泛報導，而港交所作為上市公司，竟然沒有第一時間出通告向小股東交代公司重要職位變動之詳情，而港交所亦沒有對上市公司(即自己)的上述疏忽事件有任何告誡或查詢。上市交易所需向自己公佈重大消息，監察其不當行徑，當中執行上的混亂及邏輯上之混淆不清可見一斑。

所以，筆者以為港交所應正視自身的監管角色問題，不應對他人的批評一味迴避，對他人的意見、建議一口拒絕。如果港交所在監管方面有實幹成績，旁人也不會對其角色衝突起疑。要旁人不要把港交所當兔子，最直接的策略是不要做兔子，應立志做園丁或農夫，把菜地灌溉得更茂盛，這才是正本之道。可是言者諄諄，聽者藐藐，兔子和生菜的故事將會繼續下去。

# 從上市審批權看市場監管盲點

張綺華  
香港中文大學財務學系

蘇偉文  
香港中文大學財務學理學碩士課程主任  
email: [rayso@cuhk.edu.hk](mailto:rayso@cuhk.edu.hk)

原刊於《信報財經新聞》2003年4月30日及5月2日

檢討市場監管架構的專家小組報告於2003年3月21日公佈，當中指現時的三層監管架構存在矛盾，而港交所在其中有利益衝突之嫌。專家小組雖建議保留現行由財經事務及庫務局、證監會及港交所組成的三層監管架構，但提出港交所的上市審批職能，必須移交到在證監會架構下新成立的香港上市局，並由它執行港交所的《上市規則》及成立新的上市委員負責處理上訴個案，使證監會成為唯一規管上市公司的法定機構。財政司司長梁錦松並於當日表示會接納專家小組報告中的建議。

專家小組提出此項安排，其理由為香港上市公司及市場平均質素有下降跡象。現行的制度，透過港交所與證監會之間的相互關係監管機制，關係非常複雜，並且在審批上市程序和應用上市條例上，產生不明確、延誤與重疊等問題，由電盈擬收購大東所發出兩份內容不同的聲明這案例可見一斑，故建議進行責任重組，使上市公司的審批及監管更有效。改革後，證監會集中審批及監管上市公司，而港交所則專心市場推廣及品牌建立工作。

然而，梁錦松於2003年4月10日宣布，將極具爭議的專家小組報告書中上市規管內容，進行為期12至18個月的公開諮詢，才決定是否把港交所上市審批權移交證監會。這意味一場由專家小組報告觸發的權力之爭暫時得到緩和。

## 港交所的利益衝突問題

港交所在審批過程中可能有利益衝突，這是一個無可否認的事實。作為一間上市公司，港交所其中一個重要目標當然是提高盈利，為股東創價；而其中一個提高盈利的方法，就是增加主板或創業板的上市公司數目。這難免令人懷疑港交所在審批過程中，因為收入考慮而影響到審批質素。根據港交所數字顯示，上市收入佔去年港交所收入大約百分之十八。上市公司數目增加，自然提高港交所利潤，而且公司數目增加，投資者選擇增多，自然增加交投量，而港交所的交易收入亦會因此而上升。

根據專家小組報告統計的數據，截至2003年2月底，在117間2002年新上市公司中，有二成三的股價已下跌超過五成，其他新上市公司的股價跌幅更嚴重。而且在去年，世界各地，包括內地，新上市公司的數目都在下跌，但反觀本港，過去兩年的新上市公司數量卻有所增加，由2000年的90間，升至2002年的117間。但是不是真的有證據

顯示港交所因為利益衝突，而引致上市公司質素下降呢？大家請別忘記由 2000 年至今，香港的經濟每況愈下，香港股市跟亞洲所有股票市場一樣，近年來一直受到外圍因素影響，股票表現未如理想。專家小組單以 2002 年一年的數字證明股價表現差，未免有點不公平。但因為利益衝突是一種主觀觀感，也是一種潛在威脅，會直接影響投資者的信心。隨著近年出現了英龍及世界通訊等企業醜聞，世界主要金融市場對企業管治的要求只會日漸增高，港交所受質疑會有利益衝突的言論只會愈來愈多。若不幸有一宗事例，已足以徹底破壞港交所，以至香港的聲譽，所以港交所應及早解決利益衝突的問題。仙股風波的出現，其實正正暴露了港交所作為監管者的尷尬身份。所以在上市審批權的問題上，筆者認為港交所難以有任何堅持保留上市審批權的理據（見拙作《別讓兔子看管生菜：港交所角色衝突的反思》）。

可是，是不是簡單的通過把上市審批權移交證監會，就能解決現有的監管問題呢？

### 本末倒置的改革建議

市場上有不少評論集中在審批上市權應歸港交所還是證監會所有，但根本問題並不在於由港交所或證監會監管、審批。我們應搞清楚問題的根本，改革的目的是什麼，有關建議能否達到此目的，而新安排會否產生另一種風險？

香港股市存在很多深層的問題，例如為何會有這麼多「仙股」，報告根本並無觸及，簡單的把股市質素下降原因推在上市審批權上，只是找港交所來「揸黑鍋」而已，並抹殺港交所多年來的努力。對投資者來說，監管的目的就是不再讓上市公司質素低落的情況持續，應維護整體市場利益。仙股事件所暴露的其中一個問題，是港交所和證監會在具體操作上經常有嚴重分歧。這些協調和合作上的問題，是不會在政府把上市審批權轉交證監會便得到解決，就算將來《上市規則》由新上市局執行，但港交所作為前線監管機構，繼續擁有本身的上市標準，保留部分權力，如自行訂立批准買賣和停牌的準則、上市公司行為守則等，這又怎能保證兩家機構日後不會出現紛爭？

筆者原則上同意港交所應交出上市審批權，原因是可以令監管責任和商業營運之間的權責分清，但要提升香港股市的素質，其實還需要其他環節配合，證監會並無通天徹地之能，單單靠移交上市審批權是不可能立竿見影的把市場素質提高。

而且，日後設在證監會之下的新上市局，可預期因證監會作風一直比較保守及嚴謹，定必會收緊上市審批。但這種複雜嚴謹的審批方式，將會令企業花費更高的上市成本，或要應付更繁複的行政程序，與現代金融市場講求高效率、簡單、透明的發展方向背道而馳。同時，上市時機對上市公司非常重要，因為消息、經濟及局勢瞬息萬變，如果審批時間過長，會嚴重影響公司的上市價。

專家小組報告書建議只針對制度的改革，顯然不是對症下藥，當中並未提到如何改善香港股市的素質、同時避免過度監管阻礙市場發展，反而著眼改動制度。報告沒有因地制宜地構思香港市場的規管模式，全球證券監管架構中，僅有英國採用接近報告書建議的模式，美國、澳洲、新加坡均採用類似香港現行的模式，箇中原因值得深思。

## 其他國家例子

### 英國

專家小組建議主要是效法英國的審批模式，倫敦交易所於 2000 年將上市審批權移交金融服務局(FSA)，倫敦交易所並於 2001 年 7 月正式上市。根據倫敦交易所數字顯示，2000 年倫敦新上市公司數目為 487 家，但自從移交上市審批權後，新上市公司數目由 2001 年的 404 家，進一步減至 2002 年的 228 家。新上市公司數目減少，當然與過去兩年全球經濟不景絕對有關，但監管機構收緊上市審批條件，亦極可能是當中的一個原因。

### 澳洲

港交所經常以澳洲交易所為藍本，因為港交所經歷由會員制轉為公眾上市公司，在全球同類個案很少，澳洲交易所便是其中之一。澳洲交易所在 1998 年 10 月上市，當時澳洲審批上市申請還是交由澳洲證券交易所負責，而澳洲證監會則協助澳洲證交所，就像現時的港交所仍保留上市審批權，而香港證監會則協助港交所一樣。但是，在 2000 年底，澳洲已發現上述安排存在問題，為提高上市審批的獨立性，避免利益衝突之嫌，澳洲當局成立一間全資附屬公司，名為澳洲交易所監檢公司。根據 2001 年發佈的《澳洲證監法案》，澳洲交易所監檢公司是一間有外界參與的內部檢討機構，負責審批澳洲交易所可能出現利益衝突的上市申請，以確保澳洲交易所投放於監管職能的資源恰當，但公司的架構及經費並非完全獨立於澳洲交易所。

### 新加坡

新加坡交易所與港交所同樣是上市公司，當地的上市申請，由新交所旗下全資擁有的附屬新加坡證交所直接負責審批。為防止利益衝突，新加坡交易所與新加坡金融管理局簽訂了一份承諾契約，列載了所有處理利益衝突個案的安排及程序。根據此承諾契約，新加坡交易所須遵守本身交易所所訂立的上市規則，同時亦受新加坡金管局所監管。新加坡交易所董事會須委任一個「處理衝突委員會」，以審議因新交所股票在本身交易所上市或報價而可能出現的利益衝突問題。一般而言，新上市公司都是由新加坡證交所進行審批，而招股書及售股備忘書必須呈交金管局，如發現有問題，金管局有權終止招股。若申請上市的機構與新加坡證交所有利益衝突，上市事宜則全權交由金管局審批。如金管局收到有關交易所的投訴，金管局甚至有權把交易所停牌。

### 美國

美國制度以披露為本，硬性規定上市公司必須持續作出全面及清晰的披露。若公司有意在美國交易所上市，須同時向美國證監會及美國交易所遞交申請，美國證監會負責審閱公司招股書，及格的公司才可向美國交易所申請掛牌。公司上市後，須向美國證監會申報全年及半年度的財務報表、管理層討論、分析及公司重大變動等資料。由於上述條例全屬法例，若公司故意向投資者發表虛假消息，美國證監會便可對該上市公司作出起訴。事實證明，美國市場監管架構多年來也行之有效，亦較英國制度有制衡。

現時香港的《上市規則》並非法定條例，只是港交所與上市公司之間的一個契約，

因此，港交所可規管上市公司的能力很少。一旦發現有上市公司違規，港交所一般可以做的就是發表公開譴責聲明，甚至將公司停牌。但當事件較嚴重或涉及刑事成分，港交所便會轉介給證監會、廉政公署或警務處商業犯罪調查科跟進調查。所以，筆者以為香港應效法美國制度，在資料披露上強化法律效力支持，例如本港執法《公司條例》保障投資者的一大局限，在於大部分上市公司註冊地在海外，不受公司條例約束。又如美國以證券法作為公眾公司監管的法定架構，監管主體是買入證券的投資者所在地，而不是公司註冊地。美國證券法的監管模式，起步點多為上市公司及董事須遵守的法定披露責任。這些披露責任包括公司的審核全年財務報表、對財務報表的管理層討論及分析、未經審核季度業績財務報表、在公司業務出現重大變化時即時發公告，以及披露關連交易，這些責任即使在公司除牌後仍適用。故政府可考慮把上市規則中一些重要部分改為法例，以收阻嚇之效。而且，亦可考慮引入集體訴訟制，賦予投資者真的有控告上市公司的能力和機會，令上市公司明白到，欺騙投資者要付出沉重的代價。

如果以為依從專家小組報告書的建議，單單把上市審批權移交證監會，市場質素便能得以提高，這樣的想法實在將問題簡單化。要提升本地上市公司的質素，重點不應只放在於由誰來掌管審批上市權，而是現行的上市規則、要求及監察水平是否足夠。在這艱難的時候，希望特區政府能小心地處理此問題，令香港金融市場能有效、健康地發展。

# 上市審批權：專家小組報告之謬誤

蘇偉文

香港中文大學財務學理學碩士課程主任

email: [rayso@cuhk.edu.hk](mailto:rayso@cuhk.edu.hk)

李勤健

香港中文大學財務學系

原刊於《信報財經新聞》2003年5月16-17日

去年七月「仙股事件」所衍生出來的三層架構監管問題，由財政司司長梁錦松委任的三人專家小組於二〇〇三年三月二十一日發表公開報告，批評本港上市公司的質素下滑。在「檢討證券及期貨市場規管架構運作報告書」中，建議有利益衝突之嫌的港交所，將所有關於上市事宜的權力，移交證監會轄下新成立的香港上市局，結果引來港交所大力反對，港交所主席李業廣及創業板上市委員會主席羅嘉瑞更一度高調地揚言不再留任。及後，梁錦松宣佈會對專家小組報告作公開諮詢。事件發展至今，港交所可以保留上市審批權年半，於未來十二至十八個月保留上市科的運作。

專家小組報告多處提到新上市公司的質素受損、創業板市場不成功、多隻股票表現差勁，給人的印象是香港金融市場質素下降。雖則香港股市百孔千瘡，流弊叢生，上市公司質素欠佳，報告書提到的觀點都是事實，相信沒有人會反對，但觀乎專家小組的報告書中，其立論有以下幾點值得商榷：

## 港交所利益衝突是新上市公司質素下降的唯一原因？

專家小組暗指港交所重量不重質，令新上市公司的質素每況愈下。當然，港交所作為三層監管架構中的一環，對新上市公司質素下降，有不可逃避的責任。報告書指出二〇〇二年上市的一百一十七隻新股當中，有百分之六十的股份交易價是在招股價之下，有些更甚至低於招股價九成。公司質素差，股價表現不濟是可以理解的。專家小組報告又提及，直至今年二月為止，跌幅超逾招股價一半的共佔了新上市公司一百一十七家當中的百分之二十三，其中三家更在掛牌後兩個月內交易價比招股價跌逾百分之九十；另外有八家公司在上市後數月內，市值更低於所籌集得的資金。這些都是反映上市公司質素下降的例子。

但是，股份交易價低於招股價，並不一定等於上市公司質素差勁，兩者未必做成必然的關係。除了公司本身的基本因素外，公司股價或多或少會受到不同的市場狀況影響，令其交易價低於招股價，其中最為人所熟悉的例子應是盈富基金和中銀香港，現時兩者的交易價均低於其招股價，難道我們又輕率的指盈富基金和中銀香港質素差勁？對新股份而言，市場對於公司所經營行業的認識程度，及其在招股訂價上（以市盈率計）比較同類型股份為高等情況，均有機會令公司股價於上市後低於招股價。一些質素較好的公司，若果交易價受市道或其他因素影響股份的一般表現，這些股份的交易價通常在



市道向好的情況下，普遍都能夠回升到招股價以上。所以，股份交易價低於招股價只是公司質素的其中一個指標，而不是評價公司質素的唯一依據，其他指標包括董事局結構、關連交易、供股、批股的資金用途等；但專家小組僅從一年的數據，便單以公司交易價在招股價之下來評定有關公司的質素差的說法，似乎欠缺嚴謹的驗證和論據。再者，依照這邏輯推論，是否所有在這段時間股價下跌的公司都有質素問題？

其實，在美國納斯達克市場，過去三年已下跌了百分之七十五。由於過去數年受到外圍因素影響，全世界所有小型的股票市場在科技股泡沫爆破的情況下，都面對同樣的情況。筆者同意很多新上市公司質素不佳，公司管治低劣，欺壓小股東情況屢見不鮮，但單以一年的數字來以偏概全，實在對港交所處理公司上市方面的貢獻有欠公允。同樣道理，證監會和港府作為三層監管架構中的成員，兩者對上市公司企業管治低劣一樣有不可逃避的責任，不能把責任單獨推給架構中的一方。

### 轉移港交所上市職便可改善公司質素？

報告書建議上市審批權應轉到證監會手上，然而，證監會的主要工作應是維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度及秩序，並採取與證券期貨業有關的適當步驟，以維持香港在金融方面的穩定性，而並非負責推廣生意及控制生意的商業機構。筆者同意由港交所來進行上市審批是不妥當的做法，正如香港公司法改革委員會主席羅傑志法官所言，上市審批權好比生菜，港交所好比兔子，讓港交所擁有上市審批權無異將生菜交與兔子看管。可是，是否由證監會推行上市審批便能扭轉乾坤，把香港股市脫胎換骨，將本地證券市場的陋習一下子改變過來？假若如專家小組所言，將現時上市科移植證監會，但缺乏相應的配套，不對現時上市程序中的流弊進行堵塞，不過是「換湯不換藥」的行徑，充其量只是解決了港交所「利益衝突」的問題，而其他要鑽法例上空子的上市公司依然可為所欲為，對改善上市公司質素是沒有任何實際幫助。

### 創業板市場不成功？

報告指出創業板指數三年間下跌了約九成，市場平均每日成交去年跌至九千四百萬元，有八成以上的創業板公司跌穿招股價，所以報告書以為創業板市場並不成功。同樣地，報告書以股價作為衡量創業板成敗的單一條件。回想當初創業板的設立，是政府大力鼓吹而成立，希望仿效美國納斯達克市場，為具有增長潛力的企業提供集資渠道，並讓投資者有多一個可投資於「高增長、高風險」業務的選擇。創業板這個新興市場特質，正是投資風險所在，買者需有「買者自負」的承受風險的心理準備。正如前文所說，美國納斯達克市場在同期亦下跌了百分之七十五，我們可以說創業板市場成立倉卒，準備不足，但創業板指數下跌，一部份是外圍因素，非戰之罪也，完全以指數來衡量創業板的成敗是不當的。創業板公司的質素可能良莠不齊，不過正如前文所提，投資者(尤其是散戶)對其公司或行業認識不足，外圍因素不佳，減少投資，從而影響流通量、股價及成交金額。這並不代表創業板市場發展得不成功。而且，從另一角度來看，某些創業板公司成交疏落，不啻反映投資界對經營不善的公司的懲罰！現時創業板主要由數隻有實質業務的公司如 Tom.com、長科、香港網等主持大局，其他奄奄一息的公司其實已無大作為。這現象好比「投創基金」，因為只有小部份「投創基金」的投資才會有收成，難道我們又直指「投創基金」不成功，一無是處？

## 建議中的香港上市局可有效保障投資者？

小組報告建議可參考英國當局現行做法，但筆者對是項建議的成效存疑。倫敦交易所於二〇〇〇年將上市局的職責移交予法定規管機構，即金融服務管理局(FSA)，倫交所並於二〇〇一年七月正式上市。交出上市審批權後，倫敦新上市公司數目由二〇〇〇年的四百八十七家，下跌一半至二〇〇二年的二百二十八家。反觀香港，二〇〇二年新上市公司上市數目創新高達一百一十七家（見附表）。

年份	新上市公司數目	
	倫敦交易所	香港交易所
1999	236	38
2000	487	90
2001	404	89
2002	228	117

表面看來，交出監管權令到倫交所新上市公司數目減少。當然，全球股市下挫亦是令數目減少的原因之一。不過，是否交出審批權後，就能保證公司質素，從而保障到投資者利益呢？倫交所有來自六十多個國家的公司在交易所各板市場買賣，有四百七十家非在英國註冊的公司股票，佔倫交所上市公司股票的百分之二十一。在英國，保障投資者的法定措施收列於公司法內，而公司法主要應用於英國註冊的公司。而香港的法制，有大部份源於英國的制度，但香港則有八成以上的公司在香港以外的地方註冊，是否意味香港法例未有足夠能力監管公司以保障投資者呢？從美國的經驗來看，證券法例並非建基於上市公司註冊或成立之地點，而是投資者的所在地。而且，香港在處理及執行企業失當行為的彈藥亦不足，商業罪案調查科對上市公司舞弊的成功起訴例子甚少，難以對企業起阻嚇作用。

專家小組報告的目的，是希望檢討現時的三層規管架構，以加強架構的效能及效率，但現實卻已淪為港交所與港府就上市審批權的政治角力。對港府而言，在處理三人專家小組報告這事件上的出爾反爾，令其在財經事務上的威信蕩然無存，顯然又是另一項沉重打擊！而港交所今次顯示的政治實力，亦令港府和證監會日後有所顧忌。三層監管架構的平衡，亦受到政治角力的考驗，最終只會做成本港金融地位下降、市民投資意欲減少及令有意在香港上市集資的公司望而卻步，最終的輸家始終是香港的證券市場。

# 上市審批權爭拗本末倒置

蘇偉文

香港中文大學財務學系副教授兼財務學理學碩士課程主任

Tel: (852) 2609-7640

Fax: (852) 2603-6586

email: [rayso@cuhk.edu.hk](mailto:rayso@cuhk.edu.hk)

陳中耀

香港中文大學財務學系

原刊放《太陽報》2003年8月22日

隨著全球金融一體化，世界各地的金融市場競爭日趨激烈，要保持香港的金融中心地位，前瞻性的市場改革，事在必行。由前財政司司長委任的三人專家小組，就去年「細價股事件」後，負責一併檢討政府、證監會和港交所就證券上市及發行人有關事宜的角色及職能、規管架構在上市事宜方面的運作，以及三層架構之間的溝通渠道和方式。

## 專家小組研究

三人專家小組建議的《檢討證券及期貨市場規管架構運作報告書》，已在本年三月下旬發表，當中專家小組認為香港證券市場有著以下的問題：(1) 市場質素，(2) 利益衝突，(3) 對上市公司的規管，(4) 對中介機構的規管，(5) 三層規管架構的角色和職責。由於上述問題在企業管治和保障投資者方面有深遠影響，為解決這些問題，小組向政府提出了好些建議。其中一項最引起爭議的是卸除港交所規管上市的職能，並成立香港上市局，負責審批及規管公司上市申請。港府現正考慮在今年第三或第四季開始就上市審批權作公開諮詢。

成立新的香港上市局，所帶來的影響好壞參半。將審批上市公司的權力由港交所轉移至證監會，可以避免後者因收益問題而可能出現濫批的情況。不過，將上市審批權轉移至證監會，令審批、監管、調查、懲罰權力全部集中於證監會，缺乏了平衡權力和互相制衡的制度，不但製做了證監會內的權力、利益衝突，而且權力過分集中於一個機構更會製造了貪污的危機。

## 外國例子

現時世界各地的交易所採用的上市機構審批單位大致可分為兩類：獨立性與非獨立性。獨立運作的上市審批機構，例如英國的上市局(UK Listing Authority)，是英國證管會轄下的一個機構，與倫敦證交所沒有任何關係。建議香港成立上市局的模式大概是參照英國的。

至於採用非獨立運作上市審批機構的國家，例子有美國、澳洲和新加坡。美國紐約交易所一直負責監管上市公司，紐約交易所亦明白上市審批權和公司盈利潛在利益上的衝突，故此選擇保留上市審批權而不進行公司化。在澳洲，任何有利益衝突的公司上市時，便由澳洲交易所附屬公司澳洲交易所監檢公司處理審批，而監檢公司直接向澳洲證監會負責。新加坡與香港的情形最相似，新加坡交易所本身為一間上市公司，但是新加坡交易所同時亦負責審批公司申請上市，而任何有利益衝突的公司在新加坡交易所上市時，便交由新加坡金融管理局負責。

四個地方，四個運作模式，究竟那一個才最適合香港呢？

英國的上市局經營多年，其獨立性和誠信無用置疑。不過，香港長久以來都是由港交所的上市科負責批核上市，要將上市科「提升」為上市局，可以增加透明度之說尚嫌言之過早，卻先會帶來更官僚的架構。至於紐約交易所的模式，就更加難以達到，要將港交所由上市公司轉回會員制，根本就是退步。新加坡和澳洲與香港的情形相似，交易所收入大部份來自上市服務費和買賣徵費，本身就已存在著利益衝突的問題。不過，有關新加坡、澳洲利益衝突問題似乎較少，反映出現有的運作雖然有問題，但這問題並非無藥可救。法改會主席羅傑志法官雖然不贊同由港交所進行上市審批，但也同意沒有證據顯示港交所為了增加收入而胡亂審批。

## 改善現況、加強股東監察

從新加坡和澳洲的例子可知，由交易所主持上市申請的模式並非不可行。如何提升香港金融中心的地位，似乎與上市的審批權花落誰家無關。相反，上市公司的質素卻是問題的癥結所在。從香港最近一連串的企業管治問題來看，如杰威、歐亞農業、華晨汽車、中國稀土及超大農業等等事件，可以看出香港企業管治質素如何。

要提升上市公司質素，港交所有著不容推卸的責任。增加上市科成員的專業性和獨立能力，收緊上市公司審批，對香港股市以及長遠發展都是百利而無一害的。作為一所上市公司，提高盈利實是無可厚非，但港交所不僅要對股東負責，更要向大眾利益負責。

要有效地監察港交所的運作，可以從董事局成員著手。最近港交所選出了最新一屆董事局成員，其中有兩位是獨立人士身份當選的，打破了多年來董事局由經紀主導的局面，對港交所日後推出改革，相信會有正面的影響。筆者相信，一個更有效的交易所，

更具透明度的監管制度，對香港繼續維持及發展金融中心的地位十分重要。

# 港交所應否保留上市審批權？

蘇偉文

香港中文大學財務學系副教授兼財務學理學碩士課程主任

Tel: (852) 2609-7640

Fax: (852) 2603-6586

email: [rayso@cuhk.edu.hk](mailto:rayso@cuhk.edu.hk)

原刊放《信報財經新聞》2003年10月17日

二〇〇二年九月二十六日，由於細價股事件，港府宣佈委任一個三人專家小組，負責檢討本港證券及期貨市場，專家小組並於二〇〇三年三月發表了「檢討證券及期貨市場規管架構運作專家小組報告書」，建議將上市審批權由港交所移交證監會，旋即被港府接納。該建議引起港交所強烈反彈，主席李業廣更一度揚言呈辭，最後港府宣佈會對專家小組報告書的建議作公開諮詢，並在二〇〇三年十月三日發表有關改善規管上市事宜的建議諮詢文件，諮詢期到二〇〇三年底。

觀乎該諮詢文件，其建議改革模式有下列四項：（一）將上市職能移交證監會所設的新部門，也即是專家小組報告書的建議；（二）將上市職能移交港交所的一家附屬公司；（三）將上市職能移交與一個獨立於港交所和證監會的法定機構；和（四）保留現時由港交所和證監會分別擔任的上市職能，但會對《上市規則》一些條文法定化，並擴大今年四月一日起實施的「雙重存檔」制度。

那麼，新規管文件中的各項建議又是否可行呢？

首先，就方案一而言，將上市審批權交由證監會執行並不能改善上市公司質素。以英國為例，倫敦交易所將上市審批權交給英國證監會底下的上市局執行，而方案一正是參照英國的做法。但實施這種上市安排後，倫交所在金融市場的地位大幅下降，因為倫交所已簡單的變成一個交易平台，亦由於這個原因，倫交所也漸缺乏對前線市場的敏感度，也影響到創新金融工具的推出。上市局基於其獨立性，加上其缺乏誘因去緊貼市場，造成其市場觸覺不足，結果新上市公司數目大減，金融業務創造性下滑，這是香港在研究推行英國模式上的一個重要考慮。而由證監會包攬上市審批權和監管，也會造成權力過份集中，這並非一個無的放矢的憂慮。更重要的是，假若證監會在上市審批中犯錯，或又有貪污事件，足以摧毀香港金融地位。

而第二個方案，即是由港交所成立一所附屬公司，負責審批公司的上市申請，這也是現時納斯特市場、新加坡和澳洲交易所實施的措施。實行這模式的好處是將上市審批權上的利益衝突減低，因為負責上市審批的不是港交所的一個部門，而是一所獨立的子公司。理論上，這方案可發揮投資界的「中國牆」作用，即把有利益衝突的雙方分隔出來，但問題是，由於上市審批是由子公司執行，這很難令人相信該公司運作真的是獨立

於港交所。新加坡和澳洲交易所雖然實行這模式，而其運作也一直良好，但依然不時受到外界質疑其獨立性，這是港交所一定要正視的課題。因為不管你如何的向外澄清，這個懷疑必定長留人們心裏。

第三個方案，建議將上市審批權交由第三個獨立法定機構去執行，表面好處是港交所和證監會皆沒有指染上市審批權，港交所可以擺脫其利益衝突的指控，而證監會又不會一個機構獨大，看起來是兩面討好，面面俱圓的辦法。可是，現時的三層監管架構已明顯存在分工不清，架床壘屋的問題，存著灰色地帶，讓「有心人」有機可乘，以致有上市公司違規時監管部門溝通不足，影響市場質素。現時若再成立一個新的機構，香港監管模式的踴腫可思泰半。兼且新上市審批機構需時熱身，其間香港有多少時間給新機構去學習？而且，正如將上市審批交由證監會處理一樣，由法定機構去審批上市，無疑是政府對新上市公司質素背書，若其中出錯，從果可以非法嚴重。所以，通過成立新法定機構去進行上市審批，我們不要冀望可以改善上市公司質素。

至於第四個方案，其實就是維持現狀，擴大「雙重存檔」，不正是將證券及期貨條例上的執行闊度加大，兼且透過將部份《上市規則》法定化，無疑是可給予一些立心行騙的公司一種警惕。但這種安排不僅沒有正視港交所的角色衝突的指責，反而，透過將部份《上市規則》法定化，港交所可將監管上的問題轉交政府執法部門，也就是說，港交所可以一手保留上市審批權，另一方面又可將其監管責任一部份轉給政府，所有的好處盡歸港交所。在這方案裏，港交所可謂立於不敗之地。

筆者分析過這四個方案，認為四種方案皆不能完全解決問題。筆者以為，真的要從這四個方案中挑一個的話，第二個方案是最穩妥的選擇。然而，我們必須要求強化由港交所子公司審批上市的程序。以新加坡、澳洲交易所和納斯特市場為例，由交易所子公司進行上市審批，運作大致良好，「中國牆」發揮作用，也就是說，儘管由交易所以不同名義進行上市審批，只要有良好機制，也不是「無可救藥」。正如香港公司法改革委員會主席羅傑志法官所言，雖然他不同意由港交所進行上市審批，但也沒有證據去支持港交所為了增加收入而胡亂審批公司的上市申請，但我們必須讓公眾相信該公司真的是專業和獨特於港交所。我們可以從改善該子公司的企業管治入手，例如硬性規定必須有三份一的董事由證監會或相關人士擔任，三份一的董事為具代表性的獨立公眾人士，使人對由該子公司負責上市審批具有信心。

說了這麼久，我們只是圍繞著上市審批權的爭拗，其實還是沒有觸到改革的核心，我們只是被報告書和諮詢文件帶著走。首先，我們要攪清楚一個核心問題：為甚麼會有這一系列的改革文件？而這一系列的報告書、諮詢文件又能否針對這核心問題？在三人專家小組的報告書中，認定了市場質素、對中介機構和上市公司的規管、三層監管架構和港交所利益衝突為主要議題的五個範疇。而若果我們將之綜合起來，就是如何改善現有制度，去提升本港上市公司質素，推進上市公司的企業管治。那麼，從三人專家小組報告書和新一輪的規管諮詢文件中，我們又有否針對這問題核心作一回應？我們看到的是，一系列文件的中心點只放在上市審批權花落誰家身上，對改善市場質素的建議只當是「飯後甜點」，沒有一針見血的作出具前瞻性的批判。

其實，上市審批權只是眾多問題之一，香港上市公司質素是沒可能透過單就移交上市審批權便可獲得解決，更重要的是上市公司需要正視企業管治，投資大眾也不要將股

市當作賭場，筆者不時收聽電台的財經節目，不少散戶連所買股票的公司做甚麼也不甚了了，這又如何發揮監管制約？新諮詢文件應該當作是深層改革的第一步，筆者希望是次改革不要淪為港交所和證監會在權力、利益上之爭，真的著實為本港金融業發展作出努力。



# 上市審批落後國際水平

蘇偉文

香港中文大學財務學系副教授兼財務學理學碩士課程主任

Tel: (852) 2609-7640

Fax: (852) 2603-6586

email: [rayso@cuhk.edu.hk](mailto:rayso@cuhk.edu.hk)

原刊放《太陽報》2003年10月17日

由於去年中的細價股事件，港府有感目前證券市場的三層監管架構（即港交所、證監會及政府），有溝通不足及權責不清的問題，遂於去年九月委任三人專家小組去檢討三層規管架構事宜。專家小組報告書在今年三月底發表，建議港交所將上市審批權交予證監會。報告公佈後，港交所強烈反對，及後港府答允作公開諮詢，諮詢文件於今年十月三日公佈，表示會作到年底的諮詢，而是次公開諮詢的焦點是上市審批權花落誰家。筆者以為，上市審批權並非問題核心，但港交所在上市審批過程中的表現明顯未能使人滿意。

港交所本身是一家上市公司，是三層架構中最貼近市場的一層，理應最了解市場脈搏，因此由港交所定下的市場運作規則，照理也應更切合實際，更受市場歡迎，更有利於香港金融市場發展。但與此同時，亦因為港交所作為一間上市公司，同時擁有審批公司申請上市的生殺大權，這審批角色一直被批評存有利益衝突。而根據專家小組的報告，港交所的上市科有不少員工持有港交所上市前的股份認購權，所有員工也均可按其工作表現而獲發花紅，而他們的工作表現很大程度上與為港交所帶來的收入有所關連，所以港交所在上市審批過程中難免予人瓜田李下之感。很多人都認為港交所為求一運上達至足夠的數量，來維持其盈利，或會在審批上市申請時一重上市公司的數量，而忽略了上市公司的質素，連帶整個股票市場的質素也出現了問題。

事實上，近年來在港交所新上市的公司質素真的每況愈下，連帶香港亞洲國際金融中心的聲譽也連番受損。首先是去年爆發幾宗在港上市公司的醜聞，最矚目的是歐亞農業。歐亞農業聲稱上市前三年的營業額約為二十億港元，但最後因其流動現金出現問題、公司高層相繼離職、其控股股東在內地遭拘留調查，經連番查證後更發現其上市前三年的營業額其實少於一億港元。而在去年底，金禾、富昌及裕豐三家上市公司的主席、董事、執業會計師及財務顧問，亦因涉嫌就這三家公司的上市申請偽造賬目及行賄，遭廉正公署拘捕。最近，展鴻在股票

掛牌前突然因匿名信而押後上市。這些個案都顯示了港交所在未能察覺出現虛假資料的情況下，在上市程序中未能作出適當查證，便批准這些公司上市，而這些金融醜聞已嚴重削弱投國際資者對香港股市的信心。

上市公司質素的下降也直接影響香港證券市場質素。正當其他股票市場如紐約、倫敦及上海的上市公司的總數目減少，去年在港交所新上市公司的數目（117間，60間在主版，57間在創業版）較2001年上升33%。新上市公司數目上升的同時，恒生指數卻下跌了18%。在這117間新上市公司中，只有5間在主版及2間在創業版上市的獲國際投資者或全球性投資銀行保薦的，例如中銀香港及渣打，這表示只有極少數上市公司得到專業投資者及國際保薦人垂青，其他公司的質素也可想而知。在主版中，除了那5間獲全球性投資銀行保薦的公司外，去年其餘55間新上市公司的集資額平均為1.142億港元，當中有25間的集資額少於6千萬港元，只剛剛符合港交所最低集資額5千萬港元，當中原委，大家心裡有數。

而從是次諮詢文件中有關上市審批的建議安排來看，香港現時由港交所負責的上市審批過程，對比起世界各地的證券市場的上市監管制度，香港實在是處於一個不利的落後位置，因為觀乎現今的國際大趨勢，是交易所將上市審批權交由獨立機構掌管。在英國，上市審批的職能已由倫敦交易所，轉移到法定機構金融服務管理局。在澳洲，儘管上市審批權由澳洲交易所附屬公司澳洲交易所監檢公司處理，但監檢公司需要直接向澳洲證監會負責。新加坡方面，與澳洲一樣，任何有利益衝突的公司在新加坡交易所上市時，便由新加坡金融管理局負責，而新加坡交易所及澳洲交易所均為當地的上市公司。

在美國，紐約交易所是一非牟利機構，所以即使持有規管上市的職能，並不需面對如港交所的利益衝突，可是上市公司仍需得到美國證監會的批准。上海及深圳證券交易所也是非牟利機構，而上市制度則由法定規管機構中國證監會監控。由此可見，香港的上市監管制度並未能與國際制度接軌。