

執法新思維：開闢嶄新路徑 追求卓越成果
第十屆亞洲公司及證券法年度研討會主題演說

戴霖先生 (Mr Michael Duignan)
法規執行部執行董事

2026 年 9 月 24 日

各位早安，感謝大會邀請。

很高興能夠參與這次亞洲區公司及證券法界別聚會。這類會議有助我們互相交流意見，探討哪些做法真正行之有效、哪些地方需要改變。

去年底，當我接任證券及期貨事務監察委員會（證監會）法規執行部執行董事時讓我感到出乎意料的是，外界非常關注本人的執法工作重點。坦白說，如果我方才接掌法規執行部，便宣稱部門過往工作有何不足之處和需要改革的地方，未免自視過高。無論如何，只要一宗案件值得跟進，縱然它未必在預定的執法重點之列，我們仍會堅持處理。舉例說，當我看到一宗明顯可疑的內幕交易案時，絕不會因為市場操縱是我們今年既定的工作重點，便認為不應該調查。

在座有些業界人士可能不同意，但若有人認為一些近期的法庭判決反映了證監會目前的工作重點，那顯然是誤解。如果這些判決真的有所啟示，那充其量只是反映了我們幾年前的執法重點而已。

隨著時間推移，我開始將工作重點這個問題，重新定調為我的監管理念。簡而言之，我認為只要是合法、可行、並且能迅速、高效地達致良好結果的方法，我們都應予以採用。

理念總是說易行難。任何人都可以說執法應該更快、更靈活。真正的考驗在於，當你處理一宗錯綜複雜的個案，面對不完整的證據、諸多優先事項，以及分秒必爭的時間壓力時，這套理念是否仍然站得住腳？因此，讓我向大家展示這套理念如何在現實中付諸實行。

我們的理念：在案件開始之前防患未然

在談及具體個案前，首先有一點值得一提。執法不一定是利器。有時，最聰明、最快捷的執法行動，反而是你根本不用採取行動，因為你已經先向市場說明甚麼不可以做。

《致持牌法團有關保薦人工作的通函》

以證監會今年 1 月向保薦人發出的通函為例¹。

¹ 日期為 2026 年 1 月 3 日的 [《致持牌法團有關保薦人工作的通函》](#)。

註：此為演講辭的草擬本中文版，與現場以英文發表的版本可能稍有出入。

2025 年是香港首次公開招股市場非常蓬勃的一年。集資額按年計算上升超過 200%²，香港亦重登全球上市集資榜首。不過，當成交量如此迅速飆升，質素往往會在不知不覺間下降。

在該通函中，我們清楚列明了對所見情況的擔憂，以及對保薦人的期望：我們不希望看到上市文件的編製形同“核對清單”式的例行公事，而非真正盡職審查的成果；也不希望看到主要人員同一時間處理的進行中交易，遠超任何人所能合理承擔的數量；而在某些情況下，我們甚至發現由不合資格人員作出的簽批。

我們不僅指出了問題所在，更進一步劃下清晰界線。任何主要人員同時監督六宗或以上的進行中交易，我們都會給他一個不輕易冠上的標籤：“負擔過重的主要人員”。我們會給予有關公司一星期的時間去識別正處理進行中交易的不合資格人員，並給予兩星期時間，要求他們匯報其主要人員與交易的整體比例。

被我們標示為“值得關注”的公司，須於三個月內完成內部檢討，並提交一份由其核心職能主管簽署的糾正方案。另外，我們同時提高了勝任能力的門檻，收緊了從事保薦人工作的人員必須預先通過的發牌考試要求。

那麼，為何要在通函中定下如此詳盡的規定，而不是等到問題浮現時才逐一處理？因為這正體現了我剛才所說的“快速而高效”的監管理念，只不過是把它的實際應用前置。

我們在檢視進行中的交易時發現，負擔過重的主要人員及薄弱的盡職審查，往往會導致上市文件質素欠佳；而上市文件質素欠佳的發行人，日後往往會演變成執法個案。

若以守株待兔的方式採取行動，並不快速，亦不高效，對市場亦欠公允，因為我們採取行動之時，實質性的損害可能已經造成。這正是通函背後的邏輯：在問題尚未成為個案之前，先從根本上糾正引發失當行為的結構性因素——即承載能力、勝任程度及誘因。同時，及早以書面方式列明期望，當我們日後採取行動時，便沒有人還會感到出乎意料，因為我們只是執行早已言明的規則而已。

處理中介機構持續的失當行為：案例分享

讓我先舉一個案例。由於案件尚未公開，請容我概括說明。

請想像一家存在嚴重結構性缺陷的本地小型經紀行：客戶款項未獲妥善分隔保管；帳戶結單不可靠；職責沒有實質的分隔；缺乏切實防範利益衝突的屏障，亦沒有對全權委託交易帳戶作出監督——經紀行的獨資經營者既為自己進行交易，亦為公司客戶進行交易。雖然客戶尚未受到任何實質損害，但這家公司顯然是難以將其業務運作改善至可接受水平。

事情的最終發展如下：

- 本會的中介機構部在例行視察中發現了這些問題。他們先發出一封管理層函件，列明有關缺失，隨後又發出一封意向書，再施加嚴格的發牌條件。

² 證監會截至 2026 年 3 月 31 日止年度的年報。

- 與此同時，法規執行部亦就該公司的行為，以及其高級管理層的適當人選資格，展開了全面調查，結果確認了中介機構部觀察到的內部管理缺失依然持續。
- 我們的紀律處分小組建議作出公開譴責、處以巨額罰款，以及暫時吊銷該名負責人員的牌照。
- 然而，紀律處分並不能解決該公司的持續監控缺失。因此，在該公司、其負責人兼唯一股東（基本上是由其獨自管理整家公司）正面臨紀律程序之際，我們探討了可否讓其自願交回牌照，而無需繼續進行整個紀律程序，然後由中介機構部監督業務有序結束。

為甚麼這一點很重要？若循傳統途徑處理，便要經歷可能長達數月甚至數年的法律程序、上訴及聆訊，最終只是懲罰一家可能早該停止營運的公司。

執法行動有時是為了向市場傳遞訊息。但值得深思的是：在上述情況下，甚麼才是最佳結果？我們希望這家公司停止營運。保障市場免受這類公司影響，是我們決定在本案中如何行使監管酌情權時的一項重要考慮因素。

潛在執法行動的壓力，加上已實施的嚴格發牌條件，令該公司深切明白，自願結業是其最佳出路。

我們在過程中省卻了舉行全面聆訊的繁瑣程序，但結果絕非退而求其次。這正體現了執法工作應有的運作模式：跨部門合作、多管齊下，並且以結果為本，不拘泥於形式。

保障少數股東：兩宗個案分享

接下來，我由中介機構轉談企業失當行為，特別是少數股東的利益——他們往往是最後才會被想起的一群，而且經常為時已晚。

羅兵咸永道會計師事務所

相信不少人對這宗案件不會感到陌生。中國恒大集團在高峰時曾是中國內地最大型的房地產發展商之一，直至其因沉重債務倒下、違約，並導致許多小股東的積蓄化為烏有。

我們的調查結果顯示，該公司在最終倒閉前多年一直誇大收入。此案引起我們注意，並非因為其倒閉本身，而是因為倒閉前發生的事情：整體而言，其財務報表令投資者以為情況沒有想像中那麼惡劣——直到事實最終揭露。

我今天要談的這宗和解個案，涉及中國恒大的核數師羅兵咸永道會計師事務所（羅兵咸永道香港）³。由於相關司法覆核程序正在進行中，因此我只會談及已公開的資料。一個顯而易見的問題是：既然是公司偽造帳目，為何要追究核數師？在證監會看來，核數師在多方面都失職：

- 它在對中國恒大 2019 及 2020 財政年度的財務報表進行審計期間，未能維持核數師的獨立性；
- 無論是在審計規劃、執行審計程序，抑或處理審計違規事項方面，它都未能抱持充分和專業的懷疑態度；
- 它未能設計並執行有效的實地視察，以確定物業實際建造及交付狀況，從而作出妥善的收入確認；

³ 請參閱本會有關與羅兵咸永道香港達成和解的[新聞稿](#)。

- 更令人擔憂的是，它主動默許中國恒大管理層操縱審計樣本及實地視察——這些操控致使提前確認收入此一操作遭到隱瞞；及
- 最後，它未能充分核實提交給它的相關證明文件及紀錄的真確性。

綜合來看，這些缺失之所以關鍵，是因為核數師是市場信任的核心——當投資者無法自行核實公司帳目時，核數師便是他們所依賴的獨立把關者；而當這道防線失守時，被蒙在鼓裡的小股東將首當其衝承受損失。

我們當然可以循市場失當行為審裁處或法院的法律程序提出訴訟，沿著漫長而充滿未知數的道路尋求賠償。又或者，我們可直接與核數師達成和解，並為真正受影響的獨立小股東取得即時的補償。

我們選擇了後者。羅兵咸永道香港在不承認責任的基礎上，同意支付 10 億港元以補償獨立小股東，作為多項補救措施之一。在羅兵咸永道香港履行和解協議的條款的前提下，證監會將不會對其採取進一步行動。

這項至少在香港屬創新的做法，其後在法院受到了挑戰。中國恒大的清盤人指稱，證監會無權達成這類庭外和解，而這樣做亦打亂了清盤程序中債權申索的一般優先次序。

正如證監會在八月向法庭陳述的立場：這項和解是我們根據一般合約權力與羅兵咸永道香港自願訂立的協議。《證券及期貨條例》第 213 條所規定的法院監督程序，只有在我們根據該條正式展開程序後才會適用；而我們並沒有採取該程序。這項和解並未改變中國恒大債權人之間的申索優先次序，因為這筆 10 億港元屬於羅兵咸永道香港，而非中國恒大的財產；該筆款項從未屬於可用以清償公司債權的資產。

因此，該項安排並不屬於清盤程序的一部分；清盤人所指稱被繞過的法定優先次序，實際上從未被觸發。上述論點目前正由法院考慮，預計判決會在 10 月底左右作出。

這亦說明了一個更廣泛的觀點：任何嶄新做法，即使出發點良好，也難免帶有一定風險。這種風險固然需要衡量，但並非唯一考慮因素。任何監管決定都不可能取悅所有人，但真正重要的問題是：所採取的做法是否最符合公眾利益。

再補充一點，針對為持牌法團提供意見的在場人士：有些人曾問，持牌法團可否像羅兵咸永道香港一樣，在不承認責任的情況下，就紀律處分事宜與證監會和解？答案是否定的，原因在於制度結構。當我們對持牌法團提出紀律程序時，其實已經認定違規存在。

換句話說，我們在該程序中既是標準制定者，也是決策者，這也是為何制度須設有外部上訴機構以對事實作出重新審視。然而，針對第三方（例如核數師）的訴訟則完全是另一回事，相比多年的爭訟，不承認責任的和解安排讓我們能更快為投資者取得補償。是否適宜以不承認責任的方式和解，始終取決於案件的事實、證據，以及雙方的實際考慮。這正是羅兵咸永道香港個案中的取捨；但這種做法並不適用於本會的紀律處分框架，因為當我們展開紀律處分程序時，已認定確實存在違規。

佐丹奴國際有限公司

讓我從收購合併的角度舉一個例子。這並非由法規執行部處理的案件，但這是我在擔任企業融資部主管時，簽署的最後一份協議。

根據《公司收購及合併守則》（《收購守則》），有一項簡單但極為基本的原則：當某人連同與其一致行動的人，取得一家上市公司 30% 或以上的投票權時，便須作出強制要約，讓其他所有股東都可得到與新控股集團實際上為自己提供的同等退出機會。這不僅是一項技術性規則，更是在控制權被取得或鞏固時保障少數股東的機制。

涉案公司是香港知名的時裝零售商佐丹奴國際有限公司（佐丹奴）⁴。

本地不少人對案件背後的名字也相當熟悉：相關持股工具隸屬周大福代理人有限公司集團旗下，並與香港最著名的商業家族之一的鄭氏家族有關連。

根據公開披露資料，該集團自 2011 年起透過華富國際有限公司持有佐丹奴股份，但其所披露的持股一直低於 30%。

市場無法看到的正是問題所在。從公開披露資料看，周大福代理人有限公司集團的持股似乎一直維持在 30% 以下。但經調查佐丹奴的股權架構後，收購執行人員認為另外兩名股東——佳誠有限公司及頂級企業有限公司曾一直與該集團一致行動。

一經計入這些持股，便產生兩個後果。第一，30% 的門檻已於 2016 年 5 月被超越，因而須以每股 3.60 港元提出強制要約。第二，2022 年以每股 1.88 港元提出的自願要約，理應成為無條件，而非容許它失效。

這不僅僅是文書處理的失誤。據稱未有披露一致行動人士關係，直接觸及《收購守則》下兩項核心保障：第一，當控制權超越 30% 時，股東有權獲得強制要約；第二，一旦要約公布，除非所訂條件確實未能達成，否則要約必須繼續進行。這些規則關乎整個收購制度的誠信，若沒有這些規則，股東便無法信賴控制權的變動會被披露，或者收購要約會被切實履行。

在一般情況下，這類違規行為可透過要求重新提出收購要約來處理。但在此個案中，涉及的違規行為發生時間太久，已不再適合採用這種補救辦法。向現時股東提出要約，惠及的絕非當時受有關違規行為所影響的人士。

因此，這次和解結果便具有重大意義。和解協議要求向在相關違規日期持有佐丹奴股份的獨立股東支付現金。要精確判定最終哪些股東會獲得多少賠償，向來並不容易，但最高總付款額可達 15 億港元。

這宗案件亦正好呼應我今天演說的宏觀主題。我們本可將此個案提交給收購及合併委員會席前進行充滿爭議的聆訊。這條路徑依然重要，在某些情況下亦屬必要。

但它同樣會涉及時間、成本及不確定性。在這裡，收購執行人員權衡各項因素後，並得出結論，認為和解最能符合投資大眾的利益。有人或會說，這在某種程度上只能算是“差強人意的公道”——畢竟，但凡試圖改寫歷史，本來就不可能做到完全精確。

這與羅兵咸永道香港一案結果背後的務實考量如出一轍：只要監管目標清晰，而且能更快落實投資者補償的情況下，一項經過審慎設計的和解方案往往比漫長的爭訟更能為投資者帶來實際成果。

⁴ 請參閱本會有關就佐丹奴國際有限公司達成和解的[新聞稿](#)。

如果你在想，為何我要把這些案例串聯起來與大家分享？那是因為它們其實並非互不相干的篇章。

連同保薦人通函在內，它們代表著同一套理念在不同場景中的體現：通函告訴市場甚麼不該做，自願交回牌照代替冗長的紀律程序，以和解取代在審裁處或法院耗費多年。工具固然不同，但背後的邏輯一致——先給予市場合理通知，然後在時機成熟時果斷而高效地採取行動。

暫停交易：在損害加劇前採取行動

讓我再直接談談另一項工具：根據《證券及期貨（在證券交易所上市）規則》（《上市規則》），我們有權指示香港聯合交易所有限公司暫停上市公司股份的交易。

這不是法規執行部專屬的權力，但該部門展開的調查往往會引發這項措施。一般而言，我們傾向讓股東和投資者有機會進行交易，買賣股份。

因此我們明白勒令暫停交易是一項重大的措施。它限制了股東的交易能力，尤其是在長期暫停交易的情況下，可能會對投資者造成嚴重的實際後果。這些影響不容輕視。正因如此，我們必須因應每宗個案的情況，審慎考慮有關決定。

有評論指出，散戶股東在暫停交易期間或會被“套住”。當然，當交易是由聯交所或公司本身主動暫停時（實際上這類情況更為常見），散戶股東同樣會面臨這種情況。但我們暫且只討論由證監會指示的暫停交易，這些情況主要源於我們對不準確、具誤導性（無論是因遺漏還是主動披露所致）甚或是徹頭徹尾的虛假陳述感到憂慮。

我想指出的是，評論者甚少進一步探討更艱難的問題：若市場並未獲得充分資訊，而又如常地繼續交易，這些股東實際上會向誰出售股份？

而在為這些股份合理定價所需的關鍵資訊的可信性存在重大疑問時，交易價格又會是多少？這些問題並沒有簡單的答案。

允許股份繼續交易並不能解決問題；這只會把問題轉嫁給下一位毫不知情的買家。暫停交易本身不能挽回已經造成的損失，但這往往是尋求真正補救的第一步。在許多個案中，我們會繼續透過法院採取行動，要求須為失當行為負責的人士以適當的價格向投資者回購股份。

這個方案未必完美，且可能需要一段時間才收到成效，但與在我們已對公司的真實財務狀況有嚴重憂慮的情況下，仍允許其他毫不知情的散戶投資者買入同一股份相比，這似乎是較可取的做法。

暫停交易背後的目的並非為了懲罰公司或其股東。它是一項保障措施，旨在當現有資料可能不再為交易提供可靠依據時，維持一個有序和資訊流通的市場。

我們須考慮的不僅是有意出售股份的股東的利益，還包括繼續持有股份的股東，以及那些可能未掌握全部情況而買入股份的人士的利益。

這些決定從來都不容易。這類選擇絕少是單純在一個會造成損害與全然無害的選項之間作出取捨。真正需要考慮的是，根據具體情況及現有資訊下，繼續交易的風險是否大於暫停交易的後果。

當然，作為處理資訊不足問題的一種工具，暫停交易並不完美。這正是我們在 2025 年 3 月發表的諮詢文件中提出修訂《上市規則》的原因之一。有關建議包括容許我們施加條件，作為暫停交易的替代方案。我們預期，這些條件往往會涉及要求上市公司作出額外披露。有關建議已獲得廣泛支持及建設性的意見，我們正將所有意見納入必要的法例修訂草擬程序中，而有關工作仍在進行。

以上種種，正好帶出我今天最後幾點想法。

結語：闢新蹊徑

我今天所說的一切，絕不是否定程序的重要性，而是反對漠視案件的具體需求，便將某一種特定程序視為達致良好結果的唯一合理途徑。

常規途徑——調查、通知、聆訊、審裁程序始終至關重要。但這並非唯一路徑；若每宗個案的處理都千篇一律，勢必付出代價：不僅結案較慢、補償滯後，有時甚至令實際損害白白拖延，遲遲無法解決。

有時候，較快、甚至較理想的做法，是透過和解、及早發出通函，或以自願方式解決問題，在問題演變成耗費數年的法律訴訟之前將其化解。

我希望在座各位負責在證券市場提供建議的專業顧問，都能認同這個基本理念。我也期待與大家進行具建設性的討論，共同促成更有效率的成果。透過更緊密的協作，我們定能為受到違規行為影響的人士，爭取到更佳的结果。

同時，這也能為證監會騰出資源，集中火力對付那些最惡劣的害群之馬。這些人損害香港市場聲譽，為許多人帶來無法估量的痛苦；更因為他們的惡行，直接增加了在座各位的營運和合規成本。我相信，任何明理之士都會支持我們聚焦在這些壞份子身上。

希望大家剛才有所啟發，我相信未來兩天的議程定會有更多精采內容。多謝各位。