

精益求精：優化市場的監管之道

香港總商會議事論壇系列

唐家成
主席

2018年9月19日

袁莎妮行政總裁、孫立勳副主席、各位先生、女士，午安。

非常感謝袁女士邀請我在香港總商會議事論壇系列上發表講話。

這次邀請來得很及時，因為我下個月的這個時候便退任證監會主席，這是我自2011年從畢馬威退下來後的第二次退休。

今天，我將與大家分享一系列的議題，當中包括證監會為打擊企業管治問題及上市公司失當行為而採取的新監管方針。

我亦會就獨立非執行董事（獨立非執董）的角色、近期有關同股不同權公司及借殼上市的監管轉變，以及我們與內地監管機構的緊密合作關係，分享一些看法。

企業管治

在我從事執業會計師的三十年間，以及作為監管者的任內六年期間，我向來關注企業管治這課題。

在整個職業生涯中，我目睹了不少在本地和海外發生的重大企業缺失。

十年前的這個星期正值環球金融危機的高峰時期。回想起來，雷曼兄弟及AIG在企業管治方面帶來沉重的教訓。我們幾經艱辛才明白到遵循道德操守的企業行為及良好的管治是多麼的重要。

我們從危機中得到的一大啟示，就是企業管治能協助公眾和私人公司以更具透明度及問責性的方式營運，並有助各行各業營造一個公平競爭的環境，支持資本市場的長遠發展。

由於恒生指數中超過一半旗艦企業是香港總商會成員，顯然企業管治這課題對你們來說同樣息息相關。

我認為，要實踐良好的企業管治，關鍵在於高級管理層是否能發揮一錘定音的作用，以及是否設有穩健和有效的董事會。獨立非執董在這方面發揮重要的作用。因此，我將與大家分享本人對獨立非執董角色的看法。

備註：此為演講辭擬本，與現場發表的版本可能稍有出入。



但是，我想先談談證監會自兩年前為打擊市場上一些根深柢固的問題而採取的新監管方針，尤其是針對市場失當行為及可疑的企業交易。

證監會的前置式監管方針

我們都清楚知道，當出了亂子時，對任何人、公司以及投資者來說，都可能帶來嚴重後果。考慮到這一點，證監會開始以更積極的方式打擊企業失當行為和保障投資者的利益。

我們採取了一項稱為實時、前置式的監管方針，意味著我們在進行監管工作時，會於問題出現前便迅速行動和及時作出回應，讓我們所採取的行動得以發揮最大成效。

在這個新方針之下，當我們對上市申請人的首次公開發售及上市公司的企業行動感到關注時，我們便會運用《證券及期貨(在證券市場上市)規則》（或簡稱為《證券市場上市規則》），及在較廣泛的情況下根據《證券及期貨條例》所賦予證監會的現有法定權力，與有關的上市申請人及上市公司直接交涉。

去年，約有 40 宗個案涉及可能或實際運用我們在《證券市場上市規則》下的權力。相比過往每年只有兩、三宗個案，這個變化甚為顯著。

我們在 2016 年設立一個名為“ICE”的跨部門工作小組，將中介機構部、企業融資部及法規執行部的資源匯集起來。該工作小組在打擊影響本港市場質素的上市問題方面，取得良好進展。我們現時會對上市或集資行動提出反對，及在必要時指示股份暫停買賣。

讓我提供一些實例給大家，以說明有關情況。

上市申請

股權高度集中

在一宗個案中，我們發現某公司在上市後，其位列前 25 名的股東將會持有公司已發行股本總額超過 99%。有關情況屬於股權異常高度集中，難怪引起很多疑問。有關股份是否有一個公開、有序和公平的市場？顯然，答案是否定的，因此我們行使了在《證券市場上市規則》下的權力，反對該上市申請。

與最大供應商的關連

在另一宗個案中，我們關注到某上市申請人就其與最大供應商的關係提供虛假或具誤導性的資料。該申請人形容有關供應商是獨立第三方，但申請人與供應商明顯有關連，包括交叉持股。這令我們質疑該申請人的誠信及其與供應商的關係。毫無意外地，該申請人最終亦撤回了其上市申請。

企業行動

多項企業交易因本會近期的監管行動而被終止或重組。

以重大折讓配售新股

在一宗個案中，某家上市公司擬以重大折讓向一小撮投資者配售新股。此舉會導致控制權由現有控股股東轉移至新投資者。更可疑的是，部分投資者可能一直都在為不知名人士以代名人身分行事。經證監會多次查問後，該公司終止了有意進行的配售活動。



不必要及具高度攤薄效應的集資

另一例子：某家上市公司在一年內完成了兩次具高度攤薄效應的集資，並擬進行第三次集資。我們認為此事頗有可疑，因為該公司在這三個情況下似乎都沒有迫切的集資需要。我們在調查後發現，該公司某些董事與投票贊成集資的股東有未經披露的關連。更令人擔憂的是，那些董事可能與其後在集資行動中買入公司股份的人士有關連。考慮到有關事實及另一次集資對股東的影響後，我們指示暫停該公司的股份買賣。

以可換股債券進行收購

一宗較極端的個案是，某家上市公司擬透過發行較市價折讓超過 60% 的可換股債券以進行收購。若可換股債券獲全數行使，所得的股份將會佔經擴大已發行股本超過一半。我們憂慮，有關收購活動旨在於無需通過正常申請程序的情況下取得上市。我們作出了查詢及發出關注函，但該公司未能提供任何合理的解釋。該計劃中的配售活動其後被取消。

獨立非執董

大家可能留意到，在我剛才提及的多宗個案中，本會於調查及使用其他執法工具時會一併運用《證券市場上市規則》所賦予的法定權力。

原因是執行《證券及期貨條例》是證監會的法定責任，而該條例讓我們對違規者進行調查及作出多項刑事和民事行動。違規者包括有責任保障股東利益的董事及高級行政人員。

在 2018 年上半年，有 60 名上市公司的董事受到紀律制裁，當中包括 36 名執行董事、五名非執行董事及 19 名獨立非執董，有關數字是四年以來的新高。這清楚顯示公司董事的質素存在問題。

根據本會的年報，由 2013 年 4 月至 2018 年 3 月期間，受到證監會調查的企業管治失當個案數目由 41 宗增至 72 宗，在短短五年期間增加超過 70%。

大家或者記得兩年前民眾金融科技控股有限公司的個案。我們根據《證券及期貨條例》展開法律程序，就該公司十名前任執行董事和非執行董事違反董事職責一事，取消他們出任董事的資格。我們亦尋求法庭頒令該公司的董事總經理和一名非執行董事向民眾有限公司賠償 7,680 萬元，金額相等於據稱他們令公司蒙受的損失。由於有關法律程序仍在進行中，現階段我不能作進一步評論。

在這宗個案及遠東控股及漢能薄膜等個案中，高級行政人員及非執行董事是我們追捕的對象，務求令他們為自己的違規行為負責。

這些執法行動雖然是必要的，但是否防止失當行為的最佳方法？依我認為，最佳方法莫過於加強香港公司的企業管治。非執行董事與獨立非執董往往過於依賴執行董事或管理層，而未有理解他們在建立和維持穩健的企業管治框架方面擔當的重要角色。

聯交所近期建議修改《企業管治守則》，是提高整體企業管治標準的正確做法。新措施涵蓋董事會的透明度和問責、獨立非執董的獨立性、獨立非執董擔任過多董事職務，及董事會成員多元化等問題，並將於 2019 年生效。

借殼上市及殼股活動

接下來，我想談談的是多年來大家深感興趣的一個議題。



這就是市場對用作借殼上市的空殼公司龐大的需求，以及空殼公司的價值被大幅推高的問題。借殼上市的弊病在於此舉規避了慣常的上市規定。資產在未有按照慣例經由首次公開招股保薦人執行適當盡職審查的情況下注入了上市公司，而且只就新業務作出了非常有限的披露。這情況令人懷疑市場是否公平有序。

也許有人會說，這些活動畢竟只佔市場的一小部分。然而，有關活動可導致市場操縱行為、內幕交易及股價極端波動等問題，可對本港市場及投資者構成重大損害。

本會在過去數年一直與聯交所緊密合作以處理這些問題，而有關借殼上市及持續上市準則的諮詢工作已於上月結束，這是我們共同努力的成果。

簡單來說，諮詢文件建議收緊反收購規則及持續上市準則，以防止借殼上市，尤其是涉及空殼公司的上市活動。

這措施涉及納入控制權或實際控制權出現變動的情況，藉以收緊現有的原則為本測試，並將一連串交易的明確測試的累計期由兩年延長至三年。

在評估實際控制權是否有轉變時，將考慮以下因素：

- 其董事局及主要管理層有否重大變動
- 其單一最大股東有否變動
- 有否發行任何受限制可換股證券

從本會於展開諮詢當日發出的新聞稿可見，證監會是非常支持這些建議的。為了處理在監管上市公司時所發現的有問題的企業行為及市場行為，我們已作出了更廣泛的努力，而有關建議正是當中重要的一環。

因此，本會定必密切監察涉及這些問題的情況。在有理據支持本會介入時，我們將會毫不猶豫地採取前置式監管方針，以打擊上市公司的失當行為及其他嚴重問題。

同股不同權及生物科技公司

新的上市制度是另一個相信各位都十分感興趣的議題。新制度容許未有收入的生物科技公司，及具有同股不同權制度的新興和創新產業公司上市。

或許你們都知道，聯交所在獲得證監會的批准後，於今年較早時刊發了新規則以拓寬香港的上市制度。

香港的整體策略是要吸引更多不同類型的公司來港上市，而新制度正是策略的其中一環，將會增強本地市場的競爭力及有助吸納內地和國際資金。

從多方面而言，新制度是一個重大突破——首家在香港上市的同股不同權公司小米於7月9日開始買賣，而首家於本港上市的未有收入的生物科技公司歌禮製藥亦於8月1日開始買賣。

新上市制度亦為在海外合資格交易所上市的大中華及國際創新產業公司，設置優待第二上市的渠道。

更重要的是，香港是首個設有關於同股不同權的自訂法規的主要司法管轄區。這確實是史無前例的。



當然，我們在容許有關公司上市時，必須優先考慮對投資者的保障。多項限制措施已經落實，以確保同股不同權制度不會成為本港市場的常態。

例如，上市申請人須符合一套嚴格的準則，包括有關是否適合上市和加強披露的詳細規定，以及較高的市值門檻。

同股不同權公司須遵從不同投票權權力的限制，以及保障同股同權股東的投票權的規則，並符合加強企業管治的規定。

市場認為未有盈利紀錄的生物科技公司很容易成為借殼上市及殼股活動的目標。為了應對這個問題，我們引入了多項措施，以簡化除牌流程及禁止對公司業務進行根本性的改變。

此外，你們可能已聽聞，聯交所最近決定押後進行建議容許企業持有不同投票權的諮詢。在現階段我沒有甚麼補充，但各位可放心，證監會將繼續監察此事的進展。

跨境聯繫

在開始議事論壇的討論之前，我想談一談本會與中國內地的關係。

香港從一開始便處於獨特位置，能夠隨著內地開放而從愈趨緊密的跨境聯繫中受惠。

1993年，首隻H股青島啤酒上市，標誌著本地資本市場發展的新時代誕生了。時至今天，有260隻H股在香港上市，而內地公司佔港股市值超過60%，以及佔我們的市場成交額超過80%。

之後推出的滬港通、深港通及基金互認安排等，都只是我們在加強市場融合及穩固與內地的緊密合作方面的眾多舉措中的幾個例子罷了。

當市場互聯互通計劃的範圍日後逐漸擴大時，以上項目將會發揮關鍵作用。事實上，我們正與中國證券監督管理委員會（中國證監會）討論擴大滬港通、深港通、債券通、ETF¹通及基金互認安排的範圍。

香港能否提升其作為國際金融中心的競爭力，現時最大的關鍵在於這些跨境措施是否成功。

此外，隨著愈來愈多的中資公司獲證監會發牌，而在香港上市的內地公司數目亦有所增加，證監會與中國證監會的監管目標已漸趨一致。

去年年底，本會與中國證監會就期貨市場的監管和執法合作簽訂諒解備忘錄。這項合作不但讓我們能更有效地管理共同的風險，而且為香港發展成為內地市場相關風險的管理中心奠定了基礎。

今年6月，本會亦與中國銀行保險監督管理委員會簽訂諒解備忘錄，就監管及監察跨境營運的金融機構加強合作。

結論

總括來說，雙邊互惠的監管合作對香港在未來作為領先國際金融中心及雙向資金流動的主要樞紐至關重要。

¹ 交易所買賣基金（Exchange-traded fund，簡稱ETF）。



就此，我們與香港總商會有著相同的目標，就是致力促進市場的積極發展，並維持本港市場的廉潔穩健和質素。

一如既往，我對香港總商會在過去 157 年來在促進和保障商界的權益及推動業界發展方面的努力，表示高度讚賞。

多謝各位。