

廉政公署第三屆國際會議

2006年5月10日

上市公司應有的管治水平及  
證監會如何杜絕企業貪污和管理失當

講者

香港證券及期貨事務監察委員會

主席

韋奕禮先生(Mr Martin Wheatley)

主席，先生、女士，午安。

謝謝你們邀請我在國際會議上發言。

我想與大家討論上市公司應有的管治水平及證監會如何杜絕企業貪污和管理失當。

香港的市值達 1,400 億美元，是全球第八大證券市場，而在亞洲更是繼日本後的第二大市場。

不單在香港，而是在環球各地每天都似乎不斷創造出新紀錄或股市新高峰。在香港，我們目睹前所未有的交投量，恒生指數突破 17,000 點大關。放眼全球，各地市場都創出五年來的高水平。我從報章上得知，六年來全球最大宗的首次公開招股將會於下月在香港進行！

眼前的市場一片興旺 — 很容易令人忘卻證券市場的基本作用。市場的功能其實十分簡單 — 提供一個分配資金以實踐理念的機制。不論是國營的大公司還是小型企業家，都需要資金。有時是爲了開發新產品或業務線；有時是爲了收購他們認爲由他們來做可以辦得更好的其他業務；有時是爲了補充已用掉的資金。但基本上，它們的需求十分簡單 — 資金。

另一方面，投資者卻持有資金 — 他們想藉著資金來產生回報，也願意爲此而接受一定的風險。假如他們承受很高的風險 — 例如投資於新創立或高科技業務 — 便期望獲得很高的回報。當然，他們亦要承擔損失投資額的風險 — 但投資者一般都是樂觀主義者，傾向著眼於升值潛力。

市場基本上是這麼一回事，將有錢又願意承受風險以獲得回報的人手上的資金，分配到各種不同的理念上去。

從公司的角度來看，當然也要付出成本，以便令你放棄對資金的控制權。最終，你可能會放棄全部控制權 — 公司的管理層實際上都是僱員，首要目標是為投資者帶來回報。在某些情況下，只會放棄部分控制權 — 原有股東有意保留公司部分但並非整體的控制權。在有些情況下，原有股東仍掌握控制權 — 他們允許小股東投資，但實際上仍然透過他們作為大股東的身分操控公司。這問題便會變得非常複雜 — 誰來照顧小股東的權益？即使他們不滿意公司的現況，也不能罷免管理層！

我較早前說過，股東基本上是為了獲得財務利潤而作出投資。這固然是真的 — 但並非所有股東都按同一方式行事。很多人 — 可能是大部分人 — 投資是因為他們認為公司的管理層能幹一番大事。他們可以坐享其成，看著投資不斷增值 — 只要選中優質的公司，往後便安枕無憂了。然而，另一些人作出投資是因為他們想行使控制權 — 迫使管理層改變作風，或踢走行政總裁，或改變公司的策略，甚至把整間公司收購過來。抱持這種心態的人較只打算坐享其成的人遠為進取，但理想的結果都是一樣 — 更佳的回報。

在一個完美的世界裡，公司言出必行，按照所宣布的策略來作出投資，謹慎地打理資產，如要作出改變，便會禮貌地徵求股東的批准。可惜完美的世界只存在於理論當中。

現實是，投資者將大量資金交託予公司。有些是十分大型的投資者，事前做過大量的研究，但很多人卻並沒有這樣做，尤其是私人投資者 — 他們會把資金交託予素未謀面的人手上；但卻從不翻閱這些人的詳盡財務報表，以及會追捧一些他們一知半解的策略。他們之所以這樣做，是因為公司“炙手可熱”，股價必定上升。曾有人告訴我，市場上實際上只有兩類投資者 — 不必細分甚麼對沖基金、私人投資者、宏觀基金、套戩基金等 — 所有投資者都可歸入兩類，一是內幕人士（意即他們掌握並非人人都可得到的保密資料），其他則是自以為屬內幕人士的人。

身為監管者，我們的工作是確保對每個經濟體系都十分重要的資金分配程序，能夠以公平、有效率的方式運作，杜絕內幕交易，確保投資者的權益受到保障 — 沒有法例規定能確保投資必定獲利，你可能選錯了公司，但投資者應該有信心所選的公司會遵照適用法例、守則或指引來運作。

我今天想向大家提供香港監管架構的一些背景資料 — 包括現時的狀況，以及這個架構的發展情況。我會闡述香港證監會的執法理念 — 我們的工作，以及工作成果。然後，我想花一些時間討論有關境外司法管轄權的棘手問題 — 如果想跨境執法，可以怎樣做。這是對香港來說尤其關切的問題，我將會在稍後說明。鄧小平先生創造了“一國兩制”的口號，來形容香港回歸中國內地主權。而這正好是現況的寫照 — 一個國家存在兩個法律體制，因而衍生複雜的問題。

在很多方面，香港證券市場都是獨一無二的。與全球其他主要市場比較，香港有重大比例的上市公司都是由主要控權股東控制的，他們可能是公司的創立人、創辦家族，或是（在內地公司的情況下）由國家控制的單位。這一點本身並不常見，而我們身為監管者，必須格外關注小股東的權益。香港的上市公司當中，超過 80%在香港以外註冊成立。此外，在香港新上市的公司很多（若非大部分）都是中國企業或在內地有重大生意業務的公司。內地公司尋求在香港上市，不但是為了資金，同時亦是由於香港有穩健的法律及監管制度、資金及信息的自由流通，以及具備採納符合國際標準的常規的關鍵數量的專業人士及服務提供者。

規管香港上市公司的監管架構可劃分為：

- a. 公司法規 — 例如《公司條例》、公司組成文件、《上市規則》等；
- b. 證券法規 — 《證券及期貨條例》(該條例)；及
- c. 業內或市場實務準則 — 例如會計及審計準則。

該條例是香港的主要法定證券規例。在該條例下，對上市公司及其董事施加的制裁可分為三個層面。首先是刑事法。該條例列明了多項證監會可在裁判法院提出檢控的罪行。這些罪行由違反披露權益規定到無牌交易或無牌提供意見，及由自薦造訪到操縱市場不等。雖然在大部分成功檢控個案中違規人士都被判處罰款，但亦曾經有操縱市場的人士被判處監禁刑罰。案情較為嚴重的操縱市場個案會轉介商業罪案調查科，以便由律政司循公訴程序提出檢控。

第二個層面是在法院提起民事訴訟。該條例第 X 部賦予證監會廣泛的干預權力，讓其可向法院尋求不同的解決方法，其中包括：在合乎公平公正的原則下將公司清盤；委任管理人，防止客戶資產被違責經紀行耗用，以及在發生虧空公款、欺詐、不當行為或其他失當行為時取消上市法團董事的資格。此外，證監會可以將懷疑的民事市場失當行為(例如內幕交易)轉介財政司司長，由其委任市場失當行為審裁處審理有關案件。市場失當行為審裁處由一名高等法院法官擔任主席，連同兩名從行政長官所任命的小組中選出的外界成員所組成。

第三個層面是行政措施。證監會獲該條例第 IX 部賦予一系列權力，對中介人(即經紀行)、替它們工作的人及銀行的經紀部門作出紀律處分。證監會可對犯有失當行為，包括違反該條例或證監會頒布的守則和指引的人作出譴責、暫時吊銷或撤銷其牌照或註冊、施加罰款及禁止其踏足業界。就證監會的決定提出的上訴由證券及期貨事務上訴審裁處負責聆訊。與市場失當行為審裁處一樣，該審裁處由一名高等法院法官擔任主席，以及由兩名從行政長官所任命的小組中選出的外界成員所組成。

《公司條例》是主要的法定公司規例。此條例只適用於在香港註冊成立的公司，以及不適用於在香港以外的地方註冊成立的公司，但卻規定這些公司須在香港設有註冊辦事處。

因此，由香港交易所實施及執行的非法定規則便成爲了規管並非在香港註冊成立的上市公司的主要監管規定。

在香港上市的公司必須採納國際實務準則。在上市過程中，公司須向它們的保薦人證明其設有足夠的程序、系統和監控措施，確保其遵守各項監管規定，特別是關乎披露責任的規定。參與香港市場的公司編製及審計其帳目時必須採納國際會計和審計準則。

它們亦須採納香港《上市規則》所要求的公司管治常規及程序，包括《企業管治常規守則》。《上市規則》訂有詳細的規定，確保當上市公司直接或透過其他關係密切的家族成員或該上市公司控制的公司與主要控權股東(即董事或控權股東)訂立交易時，少數股東的權益會得到保障。這些規則規定上市公司與關連人士在訂立所有交易前，必須事先取得少數股東的批准。

香港的《企業管治常規守則》以英國的公司管治守則作爲藍本。該守則沒有訂明公司必須作出哪些行爲，但制定了它們應遵從的最佳作業準則，若公司未有遵從某項作業準則，便須給予解釋。

這些準則及我們執行這些準則的能力，對建立香港作爲國際金融市場的條件至關重要。我們要求上市公司遵守的準則是眾多公司選擇在香港上市的其中一個主要原因。我稍後將會討論香港還有哪些吸引上市公司和投資者的主要條件。爲了維持作爲協助公司採納最高的公司管治標準的市場這個角色，我們須確保我們繼續採納最高的標準，及設立機制來讓我們能夠因爲知道這些標準都得以正確地應用和實施而感到放心。

純粹具備適當的準則本身並不足夠。就如我們需要利用審計程序來監督會計準則的應用一樣，我們需要充分的監管權力來執行《上市規則》之下的公司準則和披露責任，以及會計和審計準則。就此而言，需要下的功夫仍有很多，但必要的工作已在進行中。

香港的監管取向被形容爲以披露爲本。個別交易或行動的利弊並不是證監會及香港交易所的關注所在。上市公司及其董事有責任全面披露投資者所需的資料。監管者的職責是要確保市場能適時地獲得全面而準確的資料。若缺乏資料，投資者便無法作出有根據的決定。正因爲如此，香港政府已同意有需要給予《上市規則》內部分較重要的要求法定效力，特別是那些涉及上市公司披露的要求。我們相信有三類資料對股東權益來說極爲重要，應就這些資料訂立附有充分法定執法權力的法定規則：

- a. 定期在年報、半年報告及季度報告內提供的財務資料及其他資料。這是投資者所需的基本資料。
- b. 股價敏感資料—這是應即時向市場披露而不應留待下次發出定期報告時才披露的資料，以便投資者評估上市公司的情況及防止有關股份出現虛假市場的資料，或者是可能會影響市場活動或股價的資料。
- c. 當上市公司要求股東批准某特定交易或行動時向股東提供的資料。

正因為上述種種及更多未有列舉的原因，香港在不斷演變的最佳慣例方面一直走在最前線，從而彰顯其國際金融中心地位。香港亦憑藉其以可靠、貫徹一致及不偏不倚的方式執行監管規定和相關準則而贏得世界級金融市場的美譽。正如其他主要金融市場一樣，法規執行是持續進行的工作。

我想講述一下證監會鼓勵採納與實行國際標準及企業管治原則的若干方法。在驢子、胡蘿蔔與棒的比喻中，我會集中於棒這方面。為甚麼？因為若執法無效，即使最佳的合規標準亦不能獲得落實至足以維護各界投資大眾的利益和市場的廉潔穩健的程度。

若證監會有理由相信某上市公司涉及某種形式的欺詐或不當行為，或某些事宜有損其任何股東，證監會便會對該公司進行視察。證監會的視察行動基本上只限於檢查有關的簿冊及紀錄，並要求解釋當中的內容。審查員並沒有獲得一般性的賦權以調查涉嫌的欺詐事宜，亦沒有廣泛的權力可要求任何人回答問題。他們只可以要求有關人士就其對有關記項(及編製該等記項所依據的任何指示)的所知而解釋簿冊及紀錄的內容。

審查員有限的權力範圍意味著證監會有時不能弄清一家公司的業務事宜，亦不能要求沒有直接參與編製簿冊及紀錄的記項的人士回答問題。因此，證監會的審查權力缺乏足夠的力度以徹底查察上市公司內的欺詐事宜及不當行為，並因而阻礙本會取得充分的證據呈交法院。在某些情況下，若所涉罪行十分嚴重，我們可以將有關個案轉交廉政公署或警方查辦。但在很多情況中，我們因缺乏充足力度的調查權力而難以繼續追查違法者。

至於證監會在執行(雖然是間接地)國際會計準則及企業管治原則方面所扮演的角色，可以說在調查我們稱之為市場失當行為及證券條例所指的其他罪行方面充分表現出來。市場失當行為包括(除其他事項外)內幕交易、操縱股價及就上市股份營造虛假市場等等。

若干犯上述罪行的人屬於上市公司的行政人員或大股東時，我們便可常常見到犯罪機會是如何因為《企業管治常規守則》內訂明的原則未有得到落實而引致的。

該守則極力鼓勵上市公司董事充分知悉其作為公司董事的責任和職能，並時刻了解公司業務。然而，每當公司涉及市場失當行為，或公司主席讓公司簽

訂對公司本身沒有多大經濟利益的合約，便往往會發現其他董事均聲稱他們對其在《上市規則》下的責任或在確保公司得到適當管理及已遵守所有法規方面的角色一無所知。

該守則敦促發行人在董事局層面落實清晰的職責劃分，以管理董事局及其事務，理據是要避免一旦權力過度集中於一名個人(該人可以是上市公司的執行主席、執行董事或某大股東)身上時，可能出現的濫權及對權力的行使缺乏制衡的情況。

正如其他很多原則一樣，企業管治原則並不單純是一項須採取的審慎措施；它甚至是避免股東資金遭侵吞或小數股東的權益受損的關鍵所在。然而，若執行董事及獨立非執行董事不履行責任和職能，該原則就不能落實；就此，他們需要時刻掌握公司的業務計劃，而獨立非執行董事則須獲賦權在董事局會議上及透過公司的稽核委員會及薪酬委員會履行監控職能。

我們曾遇到若干個案，由於權力過度集中於一人身上，以致該人能夠藉著某些手段挪取股東資金。通常該名擁有大權的人士幾乎不會與董事局分享信息，而董事則可能會要在缺乏充足資料以了解有關的業務計劃實際上涉及些甚麼的情況下，同意該等業務計劃。例如，公司可能會簽訂合約，向聲稱正與公司洽談合資經營或特許權協議的第三者支付數百萬元，但有關的商談最終告吹，款項亦無法追回。另一例子是以遠超過實際價值的數額購入若干資產，結果發現該等資產是向公司主席的有聯繫者購入的。再舉一個例子，宣稱是與獨立第三者簽訂的合約，後來證實是與關係密切的有聯繫者簽署的；與其分享利益的是誰，你我皆知。上述個案的共同點是，透過公司主席或其他持控制權的人員的部署，公司股東的資金最終被掏空(可能達到使公司償債能力出現危機的程度)，而執行董事或獨立非執行董事均不能透過質疑有關交易的價值，或作出所需的盡職審查以確定該等交易可能為公司帶來的利益，藉以對公司的業務事宜施加任何監控或限制。

當上市公司的質素變壞，透過聯交所發出的公告亦可能被發現載有虛假或具誤導性的信息，這點毫不出奇。有時，該等公告會隱瞞股價敏感資料，或虛報某項事實，例如指某些人士是獨立人士，但實際上並不是。即使是公司秘書，也可能對公司業務毫不知情；當發行人的股價有異動或公司秘書被要求澄清公告內容時，公司秘書未必能回答監管機構的提問。

在該等情況中，證監會定期就主席、行政總裁或董事是否曾明知或罔顧後果地向聯交所發出虛假或具誤導性的資料以供在公告中刊載而展開調查。然而，由於在證實上述個案時遇到困難，特別是當關鍵人員身處司法管轄區以外時，以致對就此罪行而發出的傳票數目造成不利的影響。截至 2006 年 3 月 31 日，只有兩項此類控罪被定罪，另外兩項被裁定罪名不成立，另有兩項正在等候審訊。

政府現時考慮中的新法例一賦予《上市規則》內若干披露規定法定效力的規定，將大幅提高證監會遏止上市公司披露不充分及具誤導性資料的能力。

然而，假如法定效力僅限於《上市規則》內披露價格敏感資料的規定，而不涉及披露其他資料(例如關連方交易或重大交易)的規定，便將無法確保上市公司會就向市場作出全面及坦誠的披露而接受問責。在缺乏全面、坦誠和及時的披露的情況下，市場會被剝奪取得評估公司股價的價值或其前景所需資料的權利。在沒有適當地披露這些事宜的情況下：

- 市場無法發揮其釐定價格的功能；
- 該公司股份的市場將欠缺透明度；及
- 投資者會因為未能就買入或賣出該公司的股份作出有根據的決定而招致損失。

因此，對《上市規則》內的披露規定賦予的法定效力，以及對違規者施加足以阻嚇披露缺失的嚴厲懲處的能力愈全面，市場將能夠更有效地發揮其功能，而投資者及小股東的權益亦將得到更大保障。

本人認為，就上述缺失及違規行為採取有效的執法行動，在很大程度上取決於是否具備：(i)可供自由行使的必要法律權力；(ii)迅速、合法及不偏不倚地行使該等權力的資源及專業知識；及(iii)與有關的對口機構攜手合作的能力—不論是本地的執法機構還是海外的監管機構。

證監會在內地並無司法管轄權；我們根據《證券及期貨條例》獲賦予的權力只可以在香港特區的地域範圍內行使。因此，鑑於香港是中國發行人的首選市場，我們與中國證監會(我們在中國內地的對口監管機構)之間最為緊密的監管合作是維持執法工作(特別是與內地發行人有關者)的有效性的關鍵所在。

我現在首先要說的是，證監會獲得中國證監會最大的合作及協助(反之亦然)，儘管上述的合作及協助因中國證監會現時根據其監管法規獲賦予的權力範圍而受到限制。該法規現正進行修訂，我們期望中國證監會最終獲賦予所需的一切權力，以便它能夠在跨境執法方面與香港證監會及其海外的對口監管機構合作無間。

適用於跨境執法合作的國際認可基準是國際證券事務監察委員會組織頒布的《關於諮詢、合作及信息交流的多邊諒解備忘錄》—稱為國際證監會組織《多邊諒解備忘錄》。國際證監會組織(其成員規管全球超過 90%的證券市場)在《多邊諒解備忘錄》中鄭重地載入一些基本的先決條件，要求證券監管機構須同時具備全面的配置及有能力在各個範疇內參與全面及有效的跨境執法合作。

任何國際證監會組織的成員如有意加入《多邊諒解備忘錄》，均須就其監管權力及代表其海外對口機構行使該等權力的能力是否達到國際證監會組織《多邊諒解備忘錄》成員的先決條件而接受嚴格的評估。我們期望中國證監會將在適當時候符合資格加入國際證監會組織《多邊諒解備忘錄》。屆時，視乎中國證監會可運用的資源而定，在香港上市的內地公司涉嫌犯有的證券法例所指的欺詐行為及罪行，應該等同於在香港地域範圍內進行的欺詐行為及罪行。基本上，我們像世界各地的警隊一樣，運用對方的權力來進行監管。

我們都不樂見的事實依然是，由於香港與內地之間不能互相提供全面對等的監管及執法協助，兩個司法管轄區之間亦缺乏對等承認及執行民事判決的機制以及相互移交逃犯的安排，證監會在明顯具備“中國因素”的個案中採取有效執法行動的能力受到嚴重掣肘。無法在內地進行調查，意味著欠缺證據支持在香港採取檢控或執法行動，這一點是不容忽視的。

那麼，證監會在加強遵循國際標準及企業管治方面的成效是如何計量的呢？我本身雖然是一名會計師，但不諱言數字是我的一個弱項——沒錯，是統計數字。

自 1998 年 5 月以來，證監會共對 57 家上市公司進行過視察行動，結果其中一項轉交財政司司長處理（以供考慮是否將事件轉介市場失當行為審裁處審理）、18 項轉介警方、七項轉介聯交所、四項轉介廉政公署，另有一項轉介香港會計組織。這些數字並未包括證監會法規執行部就所處理的其他查訊及調查而導致向廉政公署及警方轉介的個案。

在一宗源自證監會對在香港上市的內地公司採取視察行動的個案中，某上市公司的股東資金出現了約 130 萬美元的耗損——我們正尋求禁止一名董事在法庭認為恰當的時期內持有一家上市公司的董事職位。我們亦建議提出另一項類似的呈請，以獲取針對一家前上市公司的五名前董事的禁制令，理由是他們犯有不當行為、失當行為，以及未能適當地履行其身為上市公司董事的職責及責任。

在 1998 年 5 月至 2006 年 3 月 31 日期間，證監會就各種不同的市場操縱行為發出了 104 張傳票，其中四宗個案正在等候審訊。在餘下的個案中，有 80% 的人士／公司已被定罪。

由 1993 年 1 月 1 日起至 2006 年 3 月底為止，財政司司長共將 28 宗懷疑涉及內幕交易的個案轉介內幕交易審裁處審理。其中有七宗個案尚待審理，一宗正在等候最終決議。在其餘 20 個已完結的個案中，我們發現有 17 宗曾發生內幕交易——成功率相當於 85%，情況令人吃驚。此外，該審裁處亦禁止了

41 人持有上市公司的董事職位，為期六個月至四年不等 — 這是保障投資大眾的有效措施。

正如我所說，有效的執法行動往往取決於證監會與本地執法機構（即廉政公署和警方）之間的緊密合作。近期一宗可引以為例的個案涉及對上海地產控股有限公司股價的操縱及其他罪行。繼廉政公署在獲得證監會提供一定程度的協助而進行調查後，各涉案人士在區域法院接受審訊。法庭以本會一名專家所作的證供作為判案的部分依據，裁定各被告罪名成立，判處他們即時監禁，刑期介乎六個月至三年半不等。警方的調查亦取得類似成果，顯示出各執法機構通過團隊合作將違規者繩之於法的重要性。

我們希望藉著這些成果，使本地及國際社群接收和明白到一個明確的信息：執行法規是證監會的一項策略性重點工作。違反證券法例及監管規定的行為，不論是源於公司管治缺失、蓄意的詐騙或其他原因，均不會受到容忍，違規者應預期會受到法律制裁。

然而，我們不應被上述的統計數字沖昏頭腦。執法機制的成效並不是單單以被判內幕交易罪成的人數而計量，亦不是以導致施加紀律制裁的紀律處分個案的數目來衡量。

這些統計數字無疑十分重要，但我深信有一點是同樣重要的，就是我們僅應將它們視為反映證監會履行執法功能的表現的其中一個方面。我們能夠錄取這些統計數字，全因我們懷有堅定不移的決心，無所畏懼且不偏不倚地行使查訊及調查的權力，從而貫徹證監會的使命，保障投資者，以及為所有參與者維持有秩序和具透明度的市場。

證監會在已成功完成監管行動的個案及沒有導致施加懲罰或制裁的個案兩方面的執法紀錄，都說明香港是一個恪守法治、秉持公義的司法管轄區。

儘管目前跨境執法合作存在缺口，以致我們未能將一些越過邊界後便告失蹤的內地公司及行政人員繩之於法，但我深信，上述種種因素對發行人及投資者而言均極具吸引力，可促使他們分別於香港上市及投資。

總括而言，香港市場的發展取決於我們克服挑戰的能力，以及我們作為社會的一份子是否願意貫徹我們認為最能符合香港利益的方針。我深信香港必定能夠成功奠定其作為區內首選國際資本市場的地位。而我亦會竭盡所能，與包括特區政府、本港的執法機構及全球的監管機構在內的相關團體攜手合作，領導證監會發揮最大功能，以達致上述目標。

多謝。