

優化監管 因時制宜 香港證券及投資學會的卓越領袖系列

梁鳳儀女士
中介機構部執行董事

2017年5月4日

John¹、Ruth²、各位先生、女士，午安。

我很榮幸今天能夠在香港證券及投資學會的卓越領袖系列上發表演說，向大家講述證監會因時制宜的監管策略。

不斷演變的挑戰

證監會的使命是透過履行發牌及監察職能，以促進證券及期貨市場的廉潔穩健。我們的使命不會隨時間而改變，但營商環境在變，市場參與者在變，而且還興起了更多創新科技。為了與時並進，我們必須調整本會的監察工作重點、措施和方針。

我們目前的一大挑戰是如何善用本會有限的監管資源，以處理快速增長的持牌法團的數目。新公司申請數目在去年增加超過 50%，在截至 3 月底的財政年度，持牌法團的數目已幾乎接近 2,500 家。同時，經營環境因市場成交額下跌而仍然嚴峻。去年，持牌法團的營運收入總額下跌 11%，純利總額亦減少 51%。由於僧多粥少，競爭日益激烈。

另一項挑戰是，如何應對現時新加入的市場參與者。隨著內地與香港的金融漸趨融合，愈來愈多內地公司在本港申請成立附屬公司或收購現有的經紀行。事實上，內地已經超越美國，成為控制本港持牌法團的最大一群股東。在所有持牌法團中，約有 13% 是由內地公司所控制。

市場參與者所從事的活動亦正在演變。本港現時的資產管理公司的數目比經紀行還要多。從事第 9 類資產管理活動的公司數目現時多於從事第 1 類受規管活動（證券交易）的公司數目。現時，近三分之二的新公司所申請的都是第 9 類牌照。

雖然我們樂見中介機構賺取利潤，但它們絕不能夠為此而犧牲客戶或公平有序的市場。在追蹤資金流向時，我們不難發現最賺錢的勾當往往涉及最嚴重的失當行為，譬如在承配股票時莊家“圍飛”、操控價格或提供不切實際的資產估值等違規行為發生在細價股的市場。我們必須杜絕害群之馬及懲罰違規者，以維持市場的質素及保障投資者。

科技創新令金融服務轉型，而程式買賣及自動化投資建議帶來了新機遇及風險。在零售界別，愈來愈多投資者透過網上交易系統，利用電腦或甚至是手提電話買入股票、債券和基金。本會就提供合理適當建議的責任而制訂的規定，本來適用於與客戶面對面進行的互動，但現時必須

¹ 香港證券及投資學會主席麥若航先生

² 香港證券及投資學會行政總裁孔慶詩小姐



作出更新，以涵蓋在網上交易平台上提供的建議。而且，網上交易帳戶亦須獲得保護，以免成為日益精密的網絡攻擊的對象。

為了對應這個新常態，我們的監管方法現時聚焦於前置式監管、實時監察、主題檢視及透明度。此外，我們亦會與其他監管機構加強合作，特別是香港金融管理局（金管局）及中國證券監督管理委員會（中國證監會）。我將會逐一解釋以上各點。

前置式監管

我們的執法及紀律處分行動旨在阻嚇不良行為。雖然它們是強力而有效的遏制措施，但並非處理所有監管問題的靈丹妙藥。這解釋了為何我們現時致力進行前置式監管，務求將不良行為撲滅於萌芽期。我們的目的是要在識別到市場上出現新的風險時及早直接介入，防止問題蔓延開去。由於市場問題涉及不同的界別及市場參與者，這種前置式監管取向與“一個證監會”策略相輔相成；我們集中所有來自證監會的資源、市場資訊及工具，透過更協調的方式打擊特定風險。

舉例來說，我們啟動了一個名為 **ICE** 的行動。**ICE** 是一個縮寫詞，由證監會三個前線部門，即中介機構部、企業融資部和法規執行部的首個英文字母組成。促使 **ICE** 在去年 7 月成立的原因是，不少在創業板新上市的股票出現股價異動。事件令人關注到某些市場做法可能會影響一個有秩序、信息靈通和有效率的市場的運作。

當我們仔細研究這些在創業板新上市的股票時，發現不少都出現股權高度集中及股東基礎狹窄的情況。部分承配人多次在表面上互無關連的創業板首次公開招股中出現。而且，透過配售一手或兩手股份予僅僅足夠的人數來符合《上市規則》內需要 100 名股東的規定。在 2016 年的 45 宗創業板首次公開招股中，首日的平均股價升幅為 530%，最極端的升幅有 20 倍。這些股票有八成僅以配售方式上市，它們絕大部分的股價於掛牌首日結束時至少增加一倍，但其後股價卻下跌 50% 或更多。

大家可能都留意到，我們在 1 月向參與創業板股份上市的保薦人、包銷商及配售代理發出指引，闡述中介機構應如何就配售活動作出建議及進行配售活動，確保維持一個公平、公開的市場。我們亦與聯交所發出一份相關聲明，清楚表明若對我們的期望置諸不理，我們將毫不猶豫地採取執法行動。隨後相關公司的行為迅速作出改變。首次公開招股的股份配售變得更均衡、有欠佳的上市計劃被擱置，而且大部分首次公開招股開始包括公開發售部分。由此可見，我們的前置式監管方法已在改變創業板上市申請者的行為。

我們愈來愈關注有上市公司以不合理的高價購買資產，或以大幅度低估的價格賤售資產的情況。正如本會行政總裁歐達禮先生〔**Mr Ashley Alder**〕在上星期一個傳媒聚會上提到，證監會期望採取措施，處理上市公司以不合理估值出售或購買資產此等存在已久的問題。所有有份參與該等公司交易業務的人士，皆有責任確保有適當的估值，以保障股東利益。

把關工作

在監管中介機構時，我們的前置式監管工作以發牌科的把關職能作為起步點。發牌程序只容許適當人選獲得發牌。過去，公司申請者的大股東及董事通常都為證券業界所認識的，就此我們較容易追蹤他們及評估他們是否適當人選。但是，現時有愈來愈多來自內地，且在香港的證券業並無任何經驗的人士尋求在本港成立或收購經紀行及資產管理公司。這表示我們需對申請個案進行更詳細的審查，並需與其他監管機構，例如中國證監會，更緊密合作。



誠然這是內地融入國際的市場發展的一部分等。我希望在此談一談，近日市場上有一種現象令我們感到不安。一些業務規模小及不活躍的公司以數百萬元的代價在市場放售。這些安排還包括以每月數萬元的薪金聘請兩名純粹在名義上擔任負責人員而無需到辦公室上班的人士。

控制該公司的非持牌人或許以為，他們可以管理公司而無須為其行為承擔任何後果。這是一種誤解，因為任何參與管理持牌法團的人士都必須為其違規行為承擔法律責任，而證監會可行使其紀律處分權力懲處他們。若法團和受僱負責人員並非真正經營受規管活動的業務，證監會可以撤銷他們的牌照。

對於真正有意在香港成立業務的人士來說，申請新牌照的程序既簡單又直接，一般需時約 15 個星期。作為新的市場參與者，無論你成立新公司或收購現有的公司，我們皆會對新股東進行同樣的評估及審核程序。適當性及財務穩健性是評估的主要指標。就此，我要重申，我們不僅考慮可量化的準則，並會定性地評估每宗申請。取得牌照是一項特權，而非一項基本權利。

主題監察

談到我們的持續監察工作，本會的首要目的是倡導恰當行為和合規文化。例行現場視察對我們來說是重要的監察措施。我們會針對風險較高的範疇概括地進行檢查，以審視公司有否具備系統和監控措施以管理風險。進行視察後，我們會發出函件，列明缺失所在，提出須作出改善行動的地方。若發現有嚴重的違規情況，我們會將個案轉介至法規執行部，以決定是否採取行動。

由於持牌法團的業務運作規模龐大，而且愈趨複雜，證監會現時進行更多主題檢視，以對應市場上某些特定和更為複雜的風險。去年，我們已展開或完成了 45 個主題視察，所涉範疇包括有關第三十七章債券³的銷售手法、另類交易平台、以最佳條件執行交易指示及利便客戶服務、打擊洗錢、在創業板首次公開招股配售及網絡保安。

固然網絡保安是經常出現的檢視主題，但鑑於發生一連串黑客入侵事件，去年 10 月，本會特別針對網上經紀行對黑客入侵風險的抵禦能力展開檢視。為了識別出應有的基本網絡保安監控措施，我們就經紀行現時在網上交易系統內的客戶登入和發出通知的做法，進行問卷調查；然後選定多家公司，展開深入視察。同時，我們將本港的監管規定和市場作業方式與海外的加以對比，並且與系統供應商溝通。我們在完成檢視後，於 1 月舉行了業界工作坊，分享調查結果，亦就建議的基本規定向業界進行初步諮詢；證監會擬於本月稍後時間就此發出諮詢文件。

透明度和提示

現場視察好比一面倒後鏡，主要的作用是回顧並找出問題所在，了解沒有制訂某些監控措施的原因，以及看看是否有需要作出改善行動。

雖然隨機檢查是必需和有效的方法，但證監會現時更強調透過向業界作出提示，說明我們的視察重點及有關行為的適當標準，從而改變業界的行為模式。舉例說，去年 10 月，我們通知業界即將就經紀行的互聯網或流動裝置交易系統進行網絡保安主題檢視，並列出我們將會把重點放在哪些常見缺失和漏洞之上。在提高規定方面的透明度的同時，我們給予公司充足的通知，讓它們在視察展開之前作出糾正。這便是本會的前置式監察的一個例子。

³ 根據《主板上市規則》第三十七章上市的債券



近期另一項檢視以程式買賣為焦點。檢視結束後，我們於 2016 年 12 月發出通函，釐清市場人士的某些關注點，及分享良好的作業方式。我們現正計劃於 5 月較後時間舉辦工作坊，讓業界有機會更多了解是次檢視的結果及最佳的作業方式。

證監會相信，對中介人的監察不止於進行視察和採取監管行動。維持透明度，為業界提供所需指引和作出澄清，以加強業界的認知，以及協助業界遵守各項監管規定，同樣重要。去年，我們發出約 40 份通函，並舉辦或參與了超過 40 場有關發牌和監察的工作坊，目的是要提升業界對本會的監察重點的意識，分享我們對業界在遵守各項監管規定方面的觀察所得，並在有需要時提供進一步的指引。

實時監察

證監會有責任促進市場和中介機構的抵禦能力。我們的非現場監督小組密切監督財務資源是否充足，而事實上這項工作是在實時基礎上進行的。在座有部分人士可能曾經在市場極度波動時，收過我們就保證金和流動資金狀況作出的查詢；這便是實時監督的一個例子。實時監察背後的理念是，在可行情況下，迅速採取行動先發制人，或在失當行為對市場造成進一步損害前，減低其破壞力。

近期有一隻被大量質押的股票的價格急挫，就讓我利用這個事例，來說明這一點。我們估計，這隻股票有總市值超過四分一的股份被質押予約 20 家保證金經紀行。在若干情況中，以這單一股票作為抵押品而借予該名大股東的款項，已佔相關經紀行約 20%至 40%的總保證金貸款。即使當日沽出的股份總數在該上市公司已發行的股份中只佔很小的比重，這隻股票的股價仍暴跌超過 80%。

這意味著，保證金經紀行在強行平倉時要承受很大的股價折讓，或者即使想斬倉亦不得要領，因為股份其後被暫停買賣。對於那些主要以這隻股票作為抵押品而借出保證金貸款的經紀行來說，股價大跌和股份其後的暫停買賣，幾乎耗盡了它們的流動資金。在股價急挫當日 and 隨後的一個星期，我們要求經紀行注入新資金。

上述的崩盤事件正好提醒我們，保證金經紀行的貸款手法涉及高風險，有需要加以改善。我們的財政資源規則⁴的設計是要令中介機構防患於未然，以及能夠預早考慮到有否需要注入額外的流動資金。我們經常會就保證金貸款進行壓力測試，確保經紀行審慎地管理保證金業務。假如我們發現風險過高，便會即時跟進並要求加強風險管理。

我們已準備就緒，一旦發現經紀行普遍採取的高風險作業方式持續不斷，而又缺乏相應資金支持時，便會提早介入，而不會等到財政資源規則遭違反時才採取行動。假如有嚴重及迫在眉睫的問題，或有高風險的業務作業方式未曾得到處理，我們便會向經紀行發出警告。假如情況沒有改善，我們會毫不猶豫地施加發牌條件，或在必要時，發出限制通知書。我們的監管制度不能保證零缺失，但我們會確保經紀行有充足的資源，以有秩序的方式逐步結束業務，並且將對客戶的影響減至最低。

加強與同業的監察合作

過去一年，我們十分著重加強與監管同業的合作。正如我剛才所說，金管局和中國證監會是與本會合作最為緊密的兩家監管機構。

⁴ 《證券及期貨(財政資源)規則》



證監會與金管局去年聯手，首次合作對某個銀行集團進行非現場檢視。兩個團隊從兩個合約方，即銀行和證券行的不同角度，對同類交易進行檢視，從而揭示出若只由一家監管機構對受其監管的實體進行檢視的話，便不會留意到的利益衝突問題。我們已就識別出的缺失發出聯合函件，重點指出影響集團內不同機構的事宜。在另一項舉措中，證監會職員快將聯同金管局的視察組進行工作，以便雙方能夠在檢視企業融資的作業方式時，結合並發揮各自的專長。

隨著本港與內地的市場愈趨融合，內地公司現時在本地市場擔當更為重要的角色。內地公司佔本地保薦人業務的 70%，證券交易的 10%，及保證金借貸的 40%。我們明白內地公司在本地市場的角色愈來愈吃重，因此我們加強了與中國證監會在各方面的合作，由發牌、持續監察，至培訓和其他事宜不等。

根據我們與中國證監會的《諒解備忘錄》，雙方會共享監察資料及定期舉行高層會議。我們在各個範疇上合作，包括對總公司治理的檢視、對位於香港的證券公司的監督，以及對總公司高層人員的培訓。去年 11 月，我們聯手在上海舉辦了一場研討會，就我們對設於香港的證券公司的關注範疇，向總公司的高層人員提供進一步指引。這些舉措已漸見成果。

結語

各位來賓，我在今天的演說中，概述了本會一套傾向前置式、具針對性和實時的新監察方法。換句話說，你會預期，我們日後將會作出迅速、防患於未然和相稱的監察回應。同時，我們亦會提高透明度，以及向業界提供充足的指引和培訓。但總而言之，如果市場參與者沒有建立良好的合作和合規文化，始終不可能達致我們的監察目標。

自從在約一年前接掌現時的職務以來，我與同事便一直探討一個問題，就是鑑於本會可運用的監管資源有限，且面對業界發展迅速所帶來的監察挑戰，我們可如何倡導恰當的行為和更有效地保障投資者？執法行動固然是一個行之有效的方法，但如上文所述，並不能完全解決所有問題。

我想強調，證監會的監管方法建基於一個原則，就是中介人對其活動及在確保其業務遵從相關法例和規管規定的文義和精神方面，負有主要責任。我們希望公司的主管人員能承擔合規責任，以及偵察違規行為並向我們匯報，而非依賴本會的檢察組去找出問題。最重要的是，我們期望高層人員由上而下建立良好公司文化，即每當在作出業務決策時，都自覺地及必然地將客戶權益及維持市場廉潔穩健列為首要考慮因素。說到底，這才是成功的不二法門。

任何一家機構最重要的部分，便是處於頂層、負責作最終決定的一群人士。若要提升操守標準和改變行為，我們便應由最高層開始，釐清責任誰屬，並要求他們對公司的操守和行為承擔責任。我們在去年 12 月引入核心職能主管制度，旨在明確界定公司內責任誰屬，以及制訂向證監會匯報有關資料的架構。兩星期前，我們開始收集有關核心職能主管的資料。我們視這項舉措為契機，有助推動公司由最高管理層開始，從上而下作出最佳的決策及恰當的行為。

最後，我衷心感謝香港證券及投資學會在過去 20 年來，大力支持推動和發展香港證券業的專業水準。證監會將會繼續與香港證券及投資學會合作，提升市場的勝任能力標準。

謝謝。