

英格蘭及威爾斯特許會計師公會／香港會計師公會

中國與國際金融市場論壇

2006年5月12日

第V節 — 與政策制定人對話

要旨演說

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)

先生，女士：

1. 今日我很榮幸在由這兩個極具威嚴的會計專業團體舉辦的論壇上，發表有關投資者信心的演說。在上一個與會計師對話的環節上，曾討論過對審計程序的信心問題。對一個成功的金融市場而言，對審計程序具備信心，並繼而對財務披露抱持信心，是非常重要的。主辦今次論壇的兩個專業團體，以及各位會員，負有維持這份信心的首要責任。
2. 我今日想談一談監管者能夠做些甚麼去提高投資者的信心。今日，我將與大家分享我在三個主要範疇的看法：
  - 香港與內地市場的整體關係，以及中國／香港監管制度的並存；
  - 因內地公司在香港上市而衍生的政策問題及監管挑戰；及
  - 監管機構怎樣回應在確保投資者信心方面的挑戰。

讓我首先簡述為甚麼對內地公司的信心是香港監管機構所面對的關鍵問題。

### 中國／香港監管制度並存所產生的異常現象及挑戰

3. 經濟師在研究證券市場是否成熟時，所採用的其中一項統計數據是股市市值與本地生產總值的關係。一般的經驗法則是，當某個資本主義經濟體的市場的市值與本地生產總值大致相同時，便反映出那個市場相當蓬勃和成熟。值得注意的是，日本股市市值經歷過去數年的低潮後，最近已重返高於本地生產總值的 100% 的水平。美國及英國股市的市值約相當於本地生產總值的 140%。再分別觀察中國及香港的數據，便會有驚人發現。香港股市的市值是本地生產總值的 650%，而中國市場（上海與深圳兩地相加）的市值則是本地生產總值的 24%。然而，假如將香港與中國市場的數字相加起來，結果是 80% — 與印度的數字相同。
4. 歷來在香港進行的 10 宗最大規模的首次公開招股，全部都涉及內地企業。去年 H 股的首次公開招股佔在 2005 年透過首次公開招股而籌集的股本資金的 80%，當中包括全球最大宗的首次公開招股中國建設銀行。
5. 單看上述所有統計數據，你可能會認為內地缺乏資金，因此到香港來補足這方面的需要。但事實上，內地是全球存款比率最高的地方之一，資金充裕。因此，問題不在於資金短缺，而是缺乏優質的資產可供投資。在香港上市是一項有意識及刻意的政策，目的是要把香港的標準引入內地公司，並在過程中改變後者的管治和表現。香港的標準備受國際公認和尊崇，而內地公司 — 有些只是首次踏足國際舞台 — 需要證明本身有能力符合嚴格的企業管治和透明度標準。

我很高興表示，大部分前來香港市場的公司都明白有關要求，並致力遵從。

6. 然而，並不是所有公司都能符合要求。有些會被拒諸門外，我將會在稍後談及我們所面對的若干問題。有些在上市後出現缺失，因而產生執行法規及司法管轄權方面的問題。
7. 內地經濟維持高於 9% 的本地生產總值增長。投資者想方設法，希望從該項增長中受惠。這個市場固然對環球投資者深具吸引力，但這些投資者同時希望對市場所採納的標準具備信心；這便是香港的角色，以及香港監管機構所面對的挑戰 — 亦帶出我想討論的第二個範疇。

### 因內地公司在香港上市而衍生的政策問題及監管挑戰

8. 鄧小平先生創造了“一國兩制”的口號，來形容香港回歸中國主權後的新制度，而這正好是現時的寫照 — 兩個法律體制。
9. 香港大部分上市申請人的註冊地／主要業務都位於香港境外，這對於我們的監管制度如何有效監管這些發行人造成挑戰 — 他們並不完全是海外公司，但也並非本地公司。根據中國法例成立的內地發行人，須遵守中國《公司法》及其他內地法規。
10. 在香港，有關公司的主要法定條文是《公司條例》，但並不適用於在香港以外註冊成立的發行人。主要的監管規定載於由香港聯合交易所實施及執行的《上市規則》，但這些規則只具備契約而非法定效力。
11. 自 2003 年 4 月以來，所有上市申請都必須根據所謂的雙重存檔制度經由交易所及證監會核准。如證監會認為某宗申請在事關重要的事

實方面，或因遺漏某些事關重要的事實而屬虛假或具誤導性，則有權否決上市。

12. 讓我告訴大家證監會在審核上市招股章程的過程中，在很多上市申請內所發現到的部分共通問題。
13. 很多時候，內地公司在上市前會涉及一家大型國有企業的重組。重組過程中，部分資產與業務會被分隔開來 — 通常較優質的部分會組成上市集團，而其餘資產則由母公司集團保留。鑑於上市集團通常會與集團的其他部分保持密切的業務聯繫，因此便產生以下疑問：
  - 上市公司能否獨立於母公司集團而運作；
  - 會否與母公司集團內的其他業務存在潛在競爭；及
  - 日後會否有重新整合的計劃，尤其是母公司集團會否把其他資產注入上市集團。
14. 在大多數情況下，母公司集團如保留構成競爭的業務，其會作出一項不競爭承諾。然而，能否有效地遵守這項不競爭承諾是一項內部事宜，在很大程度上倚賴集團的企業管治 — 因此，這再次說明為何企業管治水平是如此重要。

#### *其他披露事宜*

15. 當我們審閱上市招股章程時，亦注意到其他信息披露不足的問題，這些問題牽涉廣泛類別的公司，而不單止發生在內地公司身上。以下是一些相當典型的例子：
  - 沒有充分提供行業資料 — 在其中一宗個案中，行業部分的篇幅幾乎不足一頁，而有關的業務描述則主要是根據董事的看法而作出的；

- 申請人作出沒有根據的聲稱，指他們曾經或將會在市場推出新產品，並預期該產品會成功；
  - 依賴單一客戶作為其大部分收入的來源；
  - 依賴單一供應商提供其絕大部分的製成品，而其沒有對該些製成品作出太多的進一步加工；及
  - 倚賴少數分銷代理，但卻不認識該些分銷代理的客戶。
16. 另一項與不少內地上市項目有關的共同特點是，上市公司在上市後與其母公司集團有大量的關連交易。
17. 向控權股東提供財務資助是內地公司常有的特點。一項在 2003 年進行的調查識別出逾半數在內地上市的公司都存在這個特點。
18. 有見及此，政府與證監會現正處理的其中一項舉措，是涉及賦予較重要的上市要求(特別是關連交易)法定地位的建議。
19. 雙重存檔制度強調信息披露的質素，重點在於就重大的資料作出具意義的披露，使投資者得以就是否投資作出有根據的決定 — 上市申請人必須披露全盤的資料。就這方面而言，我們的監管制度非常倚重保薦人的工作。保薦人必須履行充分的盡職審查工作，以了解有關公司經營業務的概況或環境，並在招股章程中呈列有關整體業務的持平而準確的描述。
20. 除了在披露方面的盡職審查工作外，我們的監管制度亦倚賴保薦人去確保首次公開招股的公司具備符合《上市規則》訂明的責任的適當制度及監控措施，及確保董事知悉其責任。保薦人的角色是我們制度中的重要一環 — 這說明了為何我們在過去數年一直逐步收緊對保薦人的監管。保薦人是投資者保障的重要構成部分。

## 執法行動及跨境合作

21. 大部分發行人都設有完善的管理制度，並受到投資者的尊重。它們以適當的監控措施及常規進行事務，沒有引起監管機構的任何關注。然而，亦有一些眾所周知的問題個案。
22. 在過去一些個案中，發行人在其招股章程內捏改財務資料、將從公開市場籌集的資金轉而用於並非以公司利益為出發點的用途之上，或按照不公平的條款向關連方提供大量財務資助。該些個案部分涉及刑事成分及正在調查中。
23. 企業倒閉或醜聞在任何市場均會發生，這是難以避免的事實。這些情況可能會在倫敦和紐約發生，亦同樣可能會在香港發生。假如該公司是一家位於本地司法管轄區內的本地公司，則監管機構通常都擁有一系列的權力去對付該公司。假如該公司位於你本身的司法管轄區以外，你便需要倚賴“本地”監管機構的權力。
24. 在國際證監會組織(全球證券監管機構組織)的管轄下有一個發展完善的模型 — 《多邊諒解備忘錄》的簽署機構在調查市場失當行為及企業倒閉時能夠同時尋求及提供協助。國際證監會組織的成員由覆蓋全球 90%資本市場的逾 100 家監管機構組成。該些成員中有 30 名為正式簽署方，它們在展開調查時能夠互相分享資料，而更重要的是，可以代表其他方行使監管權力。中國內地的證券監管機構 — 中國證監會 — 尚未成為此《諒解備忘錄》的簽署機構，我們已敦促中國證監會採取必要的步驟成為正式簽署方，這將顯著地加強跨境的監管工作。
25. 因此，在尚未簽署這項開放予全球主要監管機構的多邊協議的情況下，香港與內地的監管機構保持有效和緊密的合作是非常重要的。我們與中國證監會在 1993 年簽訂了監管合作協議。該協議並無涵蓋

國際證監會組織標準所規定的各個範疇，但該協議是令我們能夠規管內地上市公司的主要元素。

26. 透過這份協議，香港證監會與中國證監會定期會面，討論監管事宜及政策、分享公開及非公開信息，以及互相提供監管協助。儘管香港與內地的法律框架有所不同，兩地的監管機構均盡量與對方保持充分合作。香港證監會過去一直獲得中國證監會的寶貴協助，便利了本會的執法行動。
27. 以下是我今天涵蓋的第三及最後一個範疇 — 對確保投資者信心這項挑戰作出的監管回應。
28. 過去數年來，香港的監管機構在完善發行人的企業管治、提升市場的監管標準以及達致有效的執法方面均付出了重大的努力。證監會與政府及交易所將會繼續實施及落實多項措施及舉措，藉以提升香港上市市場的質素。
  - 新上市公司 — 證監會將會繼續與交易所合作加強對新上市公司的把關工作。自雙重存檔安排於 2003 年 4 月實施以來，該安排一直運作暢順，本會對此感到非常欣悅。在與交易所的共同努力下，我們相信上市公司的質素已獲得改善。
  - 對保薦人的規管 — 保薦人在上市過程中肩負著關鍵的角色，因為他們是安排新上市公司到市場上市的主要促進者。他們負責確保招股章程已作出充分的盡職審查及足夠的披露。我們已為加強對保薦人的規管作出努力。交易所在 2005 年 4 月發出了對保薦人的新規定及有關盡職審查工作的指引。上月，證監會公布了適用於保薦人的新監管制度的詳情。證監會亦已加強其對保薦人有關上市申請方面的工作的視察。

- 有關賦予較重要的上市要求法定地位的建議 — 政府及證監會在去年 1 月就賦予重要的上市規則法定地位而建議作出的法例修訂，發表了諮詢文件。這些修訂包括及時披露股價敏感資料、定期財務匯報及披露，以及就須具報及關連交易取得股東批准等。證監會與政府參考交易所及市場從業員提供的寶貴意見，正就進一步完善該等建議進行商討。
- 與中國證監會及內地機關的合作 — 證監會將會繼續與內地監管機構合作，藉以加強我們有關內地企業的調查及執法工作。由於經修訂的《中華人民共和國證券法》賦予中國證監會新的調查及執法權力，我們將會與該會保持緊密聯繫，藉以了解這些新的權力將會如何加強該會可以為其他監管機構 (包括香港證監會) 提供的監管協助。

29. 因此，概括而言，我們已目睹並且將會繼續目睹香港作為國際資金大量流入內地公司的渠道。該等投資者在作出上述投資時均要求及期望有高度的透明度和專業操守。我們已在香港建立了這樣的架構。然而，這架構永遠都是一件未完成的製品，因為市場不斷發展，而監管架構亦必須與市場同步發展。目前正在香港和中國內地進行的監管變更對於上述發展是必不可少的。

謝謝各位。