



SECURITIES AND  
FUTURES COMMISSION  
證券及期貨事務監察委員會

香 港

---

# 證 券 市 場 的 監 管

---

香 港

---

# 證 券 市 場 的 監 管

---

證券及期貨事務監察委員會

©證券及期貨事務監察委員會2002年

出版者

**證券及期貨事務監察委員會**

香港中環皇后大道中15號

置地廣場公爵大廈12樓

電話： (852) 2840 9222

圖文傳真： (852) 2521 7836

電郵： enquiry@hksfc.org.hk

證監會網址： <http://www.hksfc.org.hk>

網上投資者資源中心網址： <http://www.hkeirc.org>

本文集為英文原稿譯本。兩者內容如有歧異，應以英文本為準。

*銷售條件*

版權所有。未得出版者事先書面批准，不得以電子、機械、影印、錄音或任何其他形式或方法，將本刊物的任何部分複製、傳送或儲存於檢索系統之內。

ISBN 962-7470-86-4

# 目錄

前言	vii
作者簡歷	ix
鳴謝	xvii
<b>第I部－香港證券市場早期歷史(直至1988年)</b>	
1. 邁向交易所的合併 <i>霍禮義，《危機與轉變》(朗文出版社，1992年)</i>	3
<b>第II部－戴維森報告書，1988年</b>	
2. 證券及期貨事務監察委員會的成立－戴維森報告書	25
<b>第III部－建立監管架構</b>	
3. 證券及期貨事務監察委員會的首要任務 <i>區偉賢</i>	53
4. 證監會維持輕度監管的傳統 <i>區偉賢</i>	67
5. 三十人集團就結算及交割事宜召開的會議 <i>利國偉</i>	73



#### 第IV部—改革與發展

6. 證券及期貨市場監管架構的選擇 81  
*羅德滔*
7. 九十年代中國內地證券市場的發展 93  
*羅德滔*
8. 證監會在發展香港市場中的作用1992年-1994年 117  
*羅德滔*

#### 第V部—香港跨越1997

9. 香港金融市場：未來的機遇與挑戰 149  
*梁定邦*
10. 霸菱事件之後的日子 157  
*梁定邦*
11. 證券法的領域 163  
*梁定邦*
12. 精明投資：證監會的投資者教育計劃 175  
*梁定邦*
13. 亞洲新興市場的證券市場監管 183  
*吳偉聰*

14. 證監會在監管香港上市公司方面的作用 195  
史美倫
15. 市場上升期的挑戰 203  
狄勤思
16. 保護投資者權益的含意 211  
鄭維健
17. 香港是否需要二板市場？ 221  
鄭維健

#### 第VI部—科技、市場及管治

18. 香港及全球市場：回歸基本要素 231  
沈聯濤
19. 新經濟與舊要素： 243  
科技、投資者及市場  
沈聯濤
20. 新的《證券及期貨條例草案》： 261  
為世界級金融中心而設的頂級監管制度  
沈聯濤
21. 金融監管的藝術—在變革中求穩定 271  
沈聯濤

22. 交易所合併後的監管架構 299  
史美倫
23. 證券市場的改革：香港的經驗 311  
史美倫
24. 從監管者的角度看電子商務 319  
狄勤思
25. 證監會的執法理念 329  
白禮賢
26. 交易所在21世紀的展望 339  
李業廣
27. 環球競賽中的中國健兒 — 為香港的證券市場定位 351  
鄭維健
28. 香港期貨交易所 — 香港金融基礎設施的主角 367  
葉謀遵

## 附錄

- 香港證券市場 — 重要指標 375

# 前言

**當** 我在1998年10月出任證券及期貨事務監察委員會（證監會）主席時，我很驚訝竟然沒有一本關於香港證券業的監管和監督的全面性參考文集。我們這次出版這本文集，是為那些希望進一步掌握香港證券監管的運作、理據和方法的市場參與者、投資者、專業人士、學者、學生及傳媒工作者，填補上述的空白。

這本精心編選的文集，載有多位證監會委員、香港聯合交易所主席及香港期貨交易所主席的演講辭，標誌著香港證券市場自1999年以來的發展歷史。本書開首摘錄霍禮義先生的《危機與轉變》一書第3章，由他親身描繪香港的證券交易所由成立開始到1986年四家交易所合併之前的歷史演變。在1987年10月發生股災後，政府發表了戴維森報告書，而載於本書的當中若干摘錄反映出該份報告書建議改革香港證券業的背景，並為證監會的成立奠下基礎。

香港人為香港的法治傳統感到驕傲。我們身為這個法治傳統在證券期貨業的捍護者，深深感受到有關制度、其淵源和市場運作環境的重要性。任何市場的首要目標都是提供透明度和藉著清晰、公開和公平的遊戲規則來保障產權。這個目標在充滿活力和急劇波動的證券期貨市場中，尤其顯得重要。

我們若要為不明朗的前景作好準備，便需要理解歷史、傳統和周邊的環境。

這些演講辭載有香港證券業多位領袖的重要觀點。雖然這些觀點未必代表證監會的看法，但總體來說有助讀者掌握證券監管政策是如何形成和落實的。這些演講辭突顯出這些領袖人物如何從他們身處的多姿多采的時代中冒起，並如何在證券市場中努力創新、致力監管甚至推動市場發展。

證券監管的目標是要鞏固高度流通、具備效率和透明公平的市場，從而保護投資者的權益。在過往多年，我們已盡力澄清證監會的角色和任務。證監會身兼多重角色，包括進行監管、發展市場和保護投資者的權益。但證監會最終為誰存在？最簡單的答案就是：我們的存在便是要致力保護投資者的權益。

如何執行證券監管是一樁既複雜亦饒有趣味的事。我相信讀者透過這本文集，將可以更深入地掌握我們的工作。

證券及期貨事務監察委員會

主席

沈聯濤

香港，2002年5月

# 作者簡歷

(以下按作者姓氏首個英文字母順序排列)

**白禮賢**現已退休。白氏歷任香港證券及期貨事務監察委員會法規執行部執行董事、高級總監及該部多個職位(1989-2001)，以及證券及商品交易監理專員辦事處高級證券主任(1984-89)。白氏由1965年起出任香港警務處多個職位，當中包括商業罪案調查科(1972-84)(高級警司(1984))。

**史美倫，銀紫荊星章** — 史女士於2001年2月獲中國國務院委任為中國證券監督管理委員會副主席，主管該會的發行部、上市公司監管部及基金監管部。

史女士在加入中國證券監督管理委員會前為香港證券及期貨事務監察委員會副主席及營運總裁。史女士在1991年1月加入香港證券及期貨事務監察委員會擔任助理總監一職，並於1993年擢升為高級總監；1994年獲委為執行董事；其後於1998年1月1日出任香港證券及期貨事務監察委員會副主席。在加入香港證券及期貨事務監察委員會前，史女士先後在美國三藩市Pillsbury, Madison and Sutro律師事務所和香港高特兄弟律師事務所(Coudert Brothers)任執業律師，執業範圍主要包括商業法、公司法及跨國公司的交易。

史女士獲美國威斯康辛-麥迪遜大學(University of Wisconsin-Madison)頒授文學士學位，並獲加州聖達嘉娜大學(University of Santa Clara)頒授法學博士學位。史女士為美國認可律師，自1983年起獲准在美國加州執業。

**鄭維健博士，太平紳士**是環球(香港)投資有限公司主席。

鄭博士現年58歲，在過去30年曾在美國及香港兩地從事多個不同行業，當中包括醫學界、商界、金融界及公共服務。

鄭博士在美國聖母大學(University of Notre Dame)及威斯康辛醫學院畢業後，便開始其醫療事業。他曾任康奈爾大學(Cornell University)醫學院醫學臨床副教授，並曾於美國史隆凱特林癌症中心(Memorial Sloan-Kettering Cancer Centre)擔任醫生及研究員。在1980年代，鄭博士返港協助管理家族業務，職位達至環球(香港)投資有限公司的主席兼董事總經理。在1999年2月至2001年12月期間，鄭博士暫離職位，加入香港特別行政區政府出任中央政策組首席顧問。

鄭博士曾任職多家上市公司、私人公司及金融機構的董事，包括恒生銀行有限公司的非執行董事及副董事長。鄭博士曾任香港聯合交易所理事會主席、國際證券交易所聯會副主席、香港證券專業學會主席、專責研究成立財經學院的需要和可行性的督導委員會主席、香港期貨交易所有限公司董事及美國會議研究中心(The Conference Board)的全球諮詢委員會委員。鄭博士現時是香港金融研究中心董事局的成員。

鄭博士經常參與內地與香港的事務。在1991年，鄭博士獲中央政府任命為香港事務顧問。在1996年，鄭博士成為全國人民代表大會的香港特別行政區籌備委員會及推選委員會的委員。

**狄勤思**現任香港證券及期貨事務監察委員會委員及市場監察部執行董事。狄氏1991年初加入香港證券及期貨事務監察委員會，最初出任企業融資部高級總監，專責收購、上市及政策事宜，其後在1997年晉升為香港證券及期貨事務監察委員會的委員及法規執

行部執行董事。狄勤思在1992年7月至2002年1月期間出任香港收購及合併委員會的委員。狄氏加入香港證券及期貨事務監察委員會之前，自1980年起歷任澳大利亞全國公司及證券事務監察委員會首席律師及營運部主管等職位。狄氏對於澳大利亞和香港這兩個亞太區市場的證券期貨業監管各方面都擁有豐富經驗，並透過不同的工作小組參與國際證券事務監察委員會組織(IOSCO)的工作。狄氏持有澳大利亞國立大學頒授的法律及經濟學學位，並取得澳大利亞法院執業律師資格。

**霍禮義，巴茲勳爵士，英帝國司令勳章** — 霍禮義的事業可說是循着雙軌發展：霍氏早年在英國貿易局工作時，集中處理國際貿易及金融事務，在太平洋區累積了廣泛的經驗，也建立了廣闊的聯繫。

霍氏在離開公職崗位後出任倫敦證券交易所首任行政總裁，擔任該職7年後，於1981年11月即接近《中英聯合聲明》簽署前，應香港政府邀請來港出任證券事務監理專員，3年後即1984年擔任銀行事務監理專員一職3年。經過一次在英國的短暫“退休”後，霍氏在1987年重臨香江，擔任香港聯合交易所首位行政總裁，直至1988年10月該所新理事會成立為止。

霍氏目前是獨立金融顧問及公司董事。

**李業廣，金紫荊星章，太平紳士**是香港著名律師行胡關李羅律師行的創辦人之一。此外，李氏是認可會計師及特許秘書。

李氏自2000年4月起擔任香港交易及結算所有限公司的主席；現任公職包括：由1997年起任香港特別行政區政府行政會議



成員、自1998年起擔任香港公開大學校董會主席及由1998年開始出任強制性公積金計劃管理局主席。

李氏在1991至1994年期間為香港聯合交易所的主席。

**利國偉，大紫荊勳賢，太平紳士** — 偉倫有限公司及偉倫基金有限公司的主席。利氏為資深銀行家，於恒生銀行服務51年後，在1997年12月31日退任該行董事長職務，現任該行名譽董事長。利氏於1978年至1984年為香港上海滙豐銀行有限公司的非執行董事，並於1984至1992年期間出任香港上海滙豐銀行有限公司的董事局顧問；1991至1997年期間擔任滙豐控股有限公司的董事局顧問。利氏亦為美麗華酒店企業有限公司、新世界發展有限公司、邵氏兄弟(香港)有限公司及上海實業控股有限公司的董事。1982至1997年，利氏為香港中文大學校董會主席，目前為該校終身校董。利氏於1988年至1991年為香港聯合交易所主席。利氏亦為前行政局及立法局議員、銀行業務諮詢委員會委員、外匯基金諮詢委員會委員、經濟檢討委員會委員、總督商務委員會委員。利氏是敦豪國際與南華早報合辦的1994年度“香港商業獎”中“商業成就獎”得主，並於1988年獲英女皇伊利莎白二世頒授爵士勳銜，及於1997年7月獲香港特別行政區政府頒發大紫荊勳章。

**梁定邦，資深大律師，太平紳士** — 中國證券監督管理委員會首席顧問。梁氏除擔任北京大學的客座教授外，亦在中國(包括香港在內)多家大學出任不同的客席學術職位，並經常在中國的大學和政府機關發表演說。在2001-2002年度的學年，梁氏在哈佛法律學院擔任客座教授。

1997年7月1日，梁氏獲全國人民代表大會常務委員會委任為基本法委員會的委員。梁氏在內地的其他正式任命包括：中國國際經濟貿易仲裁委員會的仲裁員，深圳、廈門及福建政府的名譽法律顧問及天津市的經濟顧問。

梁氏於1995年至1998年間為香港證券及期貨事務監察委員會的主席，期間於1996年至1998年擔任國際證券事務監察委員會組織(IOSCO)的技術委員會主席。在任職香港證券及期貨事務監察委員會之前，梁氏曾在香港公務員體系中擔當多個首長級職位(1966-1979)，離職前為廉政公署助理署長。

梁氏於1979年至1995年間為執業大律師，並曾任香港最高法院的高等法院暫委大法官。梁氏於1990年4月獲頒授御用大律師(現改稱資深大律師)資格，並曾在美國三藩市Pillsbury, Madison and Sutro 律師事務所以美國加州律師公會會員身分任執業律師。

梁氏曾在香港聯合交易所擔任理事會及上市委員會成員、紀律委員會及債務證券工作小組主席，在建立促進內地企業在香港聯合交易所有限公司上市的法律架構中擔當重要角色。

**羅德滔，英帝國司令勳章，澳大利亞公司董事協會會員，商學碩士** — 雖然羅氏正半退休，但仍與澳大利亞證券交易所(澳大利亞證交所)保持密切聯繫。羅氏主要以澳大利亞證交所監督檢查有限公司(ASX Supervisory Review Pty Ltd)(該公司專責監察澳大利亞證交所作為自律組織的表現)的董事身分參與有關事務。此外，羅氏亦是標準普爾/澳大利亞證交所指數諮詢委員會的主席、澳大利亞財務報告委員會委員、澳大利亞會計準則委員會董事、澳大利亞商業監管諮詢小組成員及為協調澳大利亞會計準則與國際會計準則而設的監察委員會的主席。在1995至2000年期間，羅氏

曾任職澳大利亞證交所，最初擔任全國理事(監察)，其後由1997年起出任副常務理事，專責處理為澳大利亞證交所賺取收入的業務。1989年至1994年期間，羅氏先後擔任香港證券及期貨事務監察委員會副主席及主席。在此之前(即1981年至1988年)，羅氏在澳大利亞全國公司及證券事務監察委員會出任多項要職。

**區偉賢** — 區氏在1961年於牛津大學畢業後，加入英國外交部，並在美國華盛頓特區的英國大使館工作5年。在1968年至1970年期間，區氏在倫敦英國財政部任職秘書。

1970年，區氏加入英國商人銀行摩根建富(Morgan Grenfell)有限公司，並於1973年成為該公司的董事。

1979年，區氏加入萊斯國際銀行任職商人銀行業務部董事，其後於1982年成為亞太區董事。1984年，區氏肩負成立萊斯商人銀行的任務，其後出任萊斯商人銀行的主席兼行政總裁，及擔任萊斯銀行集團的投資銀行業務董事。

1988年，區氏獲香港政府任命為證券市場顧問(同時出任證券事務監理專員)，領導落實全面改革香港證券期貨市場的監管及營運的工作，當中包括於1989年成立其後稱為證券及期貨事務監察委員會的新法定機構，專責香港證券及期貨市場的規管及監督和促進市場發展。區氏其後出任香港證券及期貨事務監察委員會的首任主席，並擔任該職位3年。區氏在任期間，為香港證券市場的新監管制度奠下穩固基礎，並推出多項新改革及市場發展措施。

自1992年起，區氏出任野村亞洲集團有限公司的副主席及野村國際(香港)有限公司高級顧問。區氏亦是亞科網有限公司主

席、Sunday Communications Ltd.的董事、International Securities Consultancy Ltd.的主席及倫敦European Capital Co. Ltd.的董事。

**沈聯濤，銀紫荊星章，太平紳士** — 特許會計師，肄業於英國布里斯托爾大學(University of Bristol)，並獲該校頒授經濟學一級榮譽學位。

沈氏於1976至1989年間出任馬來西亞中央銀行不同職位，包括首席經濟師及主管銀行與保險業監管工作的助理行長。沈氏於1989至1993年借調位於美國華盛頓特區的世界銀行，出任金融界別發展部高級經理，專責金融市場和支付系統的工作。沈氏於1993至1998年出任香港金融管理局副總裁，掌管儲備管理部及外事經研部。

沈氏由1998年10月1日起擔任香港證券及期貨事務監察委員會主席。

沈氏於1999年獲英國布里斯托爾大學頒授榮譽法學博士學位。

**吳偉聰**是香港匯富金融集團的獨立董事及審核委員會成員。吳氏曾於監管機構工作超過10年，期間曾出任香港證券及期貨事務監察委員會副主席兼營運總裁及執行董事等職位。吳氏現時是中國證券監督管理委員會的顧問及上海證券交易所的副理事長。

**葉謀遵，銀紫荊星章，英帝國員佐勳章，太平紳士** — 肄業於美國，於1953年獲美國伊利諾大學(University of Illinois)榮譽理學士學位、1954年獲哈佛大學(Harvard University)理學碩士學位，於1982年獲紐約聖約翰大學(St. John's University)頒授榮譽博士學位

(DCS)。在專業方面，葉氏是英國特許建造學會會士、香港董事學會會士及香港建築管理者學會榮譽會士。

葉氏於1955年加入由其先父葉庚年先生於1939年創辦的建築公司新昌公司。葉氏現時為新昌集團主席，該集團轄下的公司包括在香港上市的新昌營造集團有限公司及經營物業投資及發展的新昌地產代理有限公司，以及其他以新昌為名的公司。葉氏目前是希慎興業有限公司及香港中旅國際投資有限公司的非執行董事。

在1991年6月，葉氏出任香港期貨交易所有限公司的獨立董事。在1993年，他成為該所副主席，並由1998年6月至2000年3月期間擔任該所主席。葉氏在香港期貨交易所有限公司的所有職位都是屬於非執行職位。

葉氏由1985年起擔任牙買加駐香港名譽領事。

# 鳴謝

本書得以付梓，證監會首先要向所有作者致以深切謝忱。他們允許證監會重新刊發其過往發表的著作及演辭，本會至為感謝。

證監會主席辦公室顧問陳玉蕊就本書的出版、統籌、編輯及製作擔當領導角色，期間獲得劉美華及李煥瑩得力協助，承擔起所有排版及大部分文書工作。此外，陳詩韻及林碧嫦亦參與沈重的草擬稿文書處理工作，值得表揚。本書的大部分中譯工作由本會翻譯組的梁永堅、黃麗嬋及蕭瑤負責，並且獲得本會中國政策組的王沅及葉翔提供寶貴意見。他們兩位仔細審閱所有譯文，包括外發稿件譯本，以確保譯文質量及行文貫徹統一。此外，他們亦參與中文版校對工作。

證監會不少同事亦協助校對，使本書得以趕及付印，當中包括協助英文版校對工作的肖耿博士、陳鴻緣、林艷寶、梁潔明、張丹薇、江宇行、鄭琬琪、王蕾、何蘊瑩、李俊傑、李梓聰、黃國才、鄭愛華、陳安定，以及協助校對中文版的滕紅軍及閔宇紅。

證監會圖書館的黃啓杰及香港交易所圖書館在翻查檔案資料以搜尋演講辭方面提供寶貴協助。證監會機構傳訊科亦在本出版計劃不同階段臂助良多，並就本書的推出付出不少心力。本會雷祺光秘書長擔任本出版計劃的總指揮。

對於上述各位及很多無法在此逐一致謝的同事的貢獻，本會謹此衷心鳴謝。在他們攜手努力下，這本載錄香港證券業監管的重要歷史文獻終於得以面世。



# 第I部

## 香港證券市場早期歷史 (直至1988年)

倫敦證券交易所首位行政總裁霍禮義先生曾清楚勾劃出  
香港證券市場早期歷史。

霍禮義先生在1981年11月在香港獲委任  
為證券事務監理專員。

本章摘錄自霍禮義先生撰寫的《危機與轉變》  
(1992年，朗文出版社)一書題為《邁向交易所的合併》的第3章。





霍禮義

# 邁向交易所的合併

1

《危機與轉變》，朗文出版社

1992年

地理和歷史因素使香港成為中國大陸以外最多華人聚居的地方。香港的華人生活在英國殖民統治之下，有其獨特的政府架構體制，對英國皇室只是暫時效忠。但在這個極為獨特的社會，卻創造出高度的繁榮和經濟發展，這些成就又可能無意中引發了相當重要的二級經濟發展，其中包括一個重要的國際性證券市場。證券交易的歷史跟這個殖民地的歷史差不多同樣悠久。但戰前香港的股票交易跟今日的國際市場相比，簡直相距甚遠。直至1969年12月17日，由李福兆創立的遠東證券交易所開業，香港股市才稍為顯露現代股市的特點。香港早期的證券交易跟今日的制度的相關之處，是證券發行和交易方式都是源於英式制度，這點在公司法、合約法和金融慣例方面尤為明顯。比起香港股市歷史更具相關意義的，是香港到了1969年在經濟方面所取得的蓬勃發展。這方面的成就除了為證券市場提供了更合理的需要和基礎之外，亦同時創造了大量可動用的財富，為大額交易提供所需的流動資金。

在香港，買賣公司股票的歷史，最早可追溯至1860年左右。香港證券經紀協會早在1891年成立，到1941年改名為香港股票交易

所。從香港證券經紀協會成立日期來看，香港股票交易的歷史已有百年。不過，早期的交易所只限於少數人—英國人和居港的外國人參與。1921年，第一家交易所香港股票經紀協會成立，首次招收本地華人為會員。到了1947年，這兩家交易所合併成為香港證券交易所。在1969年前，該交易所是香港唯一的證券交易所，註冊經紀有90人，在當時的股市和迎合當時的經濟需求進行專業交易。香港證券交易所的宗旨受到倫敦方面的認許和讚賞，於是被國際證券交易所聯會接納為會員。香港交易所對招收會員和批准公司上市頗為審慎，履行著一家證券交易所的典型任務，即透過證券交易為工商業籌集資金，並提供二級市場，讓證券持有人可以向有意調動其儲蓄進行投資的人士出售手上證券。但香港交易所基本上仍然只是一個本地二級市場。在1942年前，若以市場規模和性質來作比較，上海股市在遠東區更勝一籌。

二次大戰後，來自上海的移民湧入香港，香港的經濟活動激增。但其後交易所每年的成交額逐漸穩定下來，維持在2億港元之下。據公司法修訂委員會的記載，香港股票市場在這12年間“死氣沉沉”。到了1959年左右，不少公用事業公司上市，現代股市的活動開始出現。這些公司股票上市價低，股價很快就升越上市價，因而吸引不少小投資者入市。香港的早期工業增長，打造了戰後首個經濟景氣。1960年一年內，32家新銀行和銀行分行成立，使香港持牌銀行數目增至86家，分行合共有142家。交易所的成交額也反映出在金融方面的增長，成交額增加了4倍。1961年外資受香港的迅速發展所吸引，湧入市場，證券交易所該年度的成交額創下14.14億港元的高峰。怡和有見及此，藉著公眾對股市的濃厚興趣及本身亦有部分股東希望出售手上股票，於是申請首次公開發行股票。該公

公司以每股16元的價格，出售佔該公司已發行股本25%的90萬股股份。結果，社會反應熱烈，超額認購56倍，還引起一次輕微的銀行擠提。在上市首個交易日收市時，怡和股價升至31.25港元，比發行價上升92%，超額認購的回報進一步刺激股市上升。

但好景不常，銀行體系出現問題，使牛市終結。在這段期間，股市有時極為淡靜。舉例來說，1965年有好幾個月，怡和股價徘徊在12/12.5元至12/12.75元間，簡直聞風不動。1967年政治局勢惡化，文化大革命帶來的震盪使香港證券交易所兩度停業10天，以防止社會上的不安和動盪造成恐慌拋售。

市場縱使規模小，但只要活動過熱，就會引起有關當局干預。不過，香港政府當時另有其他更加迫在眉睫的擔憂。香港證券交易所只有65家上市公司，交投活躍的不外乎25隻股票，而大部分交易還集中在8隻公用股之上。總的來說，香港當時的資金，就正如瑪麗·希金斯在她的《香港的證券監管》一書中所說，並不是通過股市來活動的，而是通過銀行體系來運轉的。從1955年至1964年，香港全民就業，市民工資提高，銀行存款大增，“銀行利用這些存款為貿易活動和公司的業務擴張提供融資。香港是在順暢的間接融資體系中運作的。”

香港政府當時擔心的其實是銀行業的急速發展。1962年，香港政府進行一項有關適當地監管香港銀行的研究，結果在1964年頒布《銀行業條例》。雖然這項研究其中一項結果顯示，有些銀行向地產業和證券業提供過多融資，但政府沒有為此立即直接監管證券交易。當年的交易所公司並不受管制，而且在一定意義上享有特權。幾乎任何人都可以成立一家公司來開辦交易所。此外，《公司條例》雖然禁制公司透過書面方式向公眾兜售股票，但該條例卻不適用於在認可證券交易所上市或買賣的股票。甚至所謂“認可”證券

交易所這一表面的管制，其實並沒有絲毫約束力，因為直至1970年，這種所謂的“認可”還沒有法律上的定義。

然而，市場已開始轉型。1965年的經濟衰退導致兩家銀行倒閉。接著是大規模的銀行擠提，恒生銀行資金周轉出現問題，匯豐銀行爲了挽救恒生銀行，便將其收購過來。1965年底，銀行危機終於受到控制。可是，危機過後，金融界和工商業銀根短缺，尤其在政府實行新例規定銀行儲備下限之後，銀根更爲緊絀。小部分上市公司因而嘗試發行認股權證。這個嘗試證明成功，導致市場轉向股本籌資。認股權證的發行量大增，不少家族公司利用寬鬆的上市規則，紛紛把公司的25%股權上市。1968年，交易所的成交額達9.44億元，是直至當時爲止股市歷史上的第二高的成交額。

接著下來，香港股市出現很急劇的轉變。中國文化大革命的餘波一受到控制，香港經濟很明顯邁向另一個豐盛的十年。隨著銀行存款增加，市民尋求比銀行存款回報更高的投資。香港當時在北京政府眼中已不再是首要的課題，政治氣候改變使投資者放心。李福兆看準市場潛力，試圖改革香港證券交易所的會員制，但不成功。他於是開辦了遠東證券交易所，會員以廣東人爲主，明顯地比原來的交易所更具投機性。到了1969年，牛市正在醞釀，成交額高達21.25億港元。在1970年，遠東交易所成立已一年，成交額急升至60億港元，一年內增加135%。證券業的革命已經展開。

這樣豐盛的收穫又怎會只讓兩家交易所獨佔。1970年底，已有7家旨在開辦證券交易所的公司根據《公司條例》成立。這些公司的結構符合《公司條例》的規定，並已完成註冊成爲公司的手續。在該7家公司中，4家成立於1970年，但在當年有證券交易的只有兩家。一家是原來的香港證券交易所，其歷史遠溯到1891年；另一家是在1969年才開業的遠東證券交易所。接著開業的，是主要由黃金

市場行員組成的金銀證券交易所，在1971年3月15日啓市。由於有3家交易所提供股票交易服務，使1971年的成交額再增加150%，達到150億港元。香港的第4個股票市場九龍證券交易所於1972年1月5日開業，但其成交額一直無法跟其他的交易所競爭。無論如何，4個股市的總成交額在1973年達到490億港元，比遠東交易所開業前的1969年的成交額增加了25倍。到1973年，從事股票經紀的人數已達到1,006人。

公眾對股市的興趣帶動了一項影響深遠的革新。這就是恒生指數的出現。恒生銀行是廣受大眾歡迎的銀行，當年開始推行電腦化，並爲了進行內部研究，制訂了一個股市指數。1969年11月該指數向公眾公開，開始時的成分股有33隻，以1964年7月31日的股價爲基數，定爲100點。當時市況比較平靜，並沒有受到任何特殊活動影響。負責這項創舉的利國偉本人都想象不到他日後在股票交易所扮演的角色。

由於銀行存款再度累積，加上銀行從流動資金短絀的情況中復元過來，並開始史無前例地大規模爲股票交易活動提供信貸，結果4家交易所吹起一個龐大的投機泡沫。時機也配合得天衣無縫。一向受香港股民歡迎的紐約股市，在1969年初進入熊市，海外的共同基金亦出現問題。於是，在香港上市的新股往往受到熱烈認購。在1973年，4家交易所共批准53家公司公開招股，而且亦有48宗股票配售。這是香港股市的過熱期，跟17世紀末倫敦市場的初期情況相若。若干具合理業績的公司公開招股，而另一些奇怪的公司卻以古怪的條件上市。部分新股的交投價是發行價的500%。小市民排隊索取招股章程，但並非是要細看其內容，而只是爲了取得附於有關招股章程的股份申購表格。正如當年一位觀察者所說，一隻股票的價值往往跟經濟數據無關；它的價值純粹是取決於其上市後翌日的成交價。1973年初，恒生指數創下1,775點的新高峰。

在這段時期上市的公司中，最重要的莫如恒生銀行本身。恒生銀行在香港證券交易所上市，是戰後首家上市銀行。存戶在其他銀行排隊提款申購恒生的100萬股股份，每股發行價是100元。到了1972年6月6日截止接受申購時，恒生銀行這次的招股發行超額認購29倍，涉及款額約28億元，幾乎等於1971年香港政府全年收入的一半。在1972年6月13日恒生銀行股票公開交投的當日，恒生股價升至186元。正如《南華早報》的報道說：“恒生銀行昨日成功上市，導致大綱的鈔票落入幸運的投資者的口袋，並引發香港股市飆升。”毫無疑問，在皇后大道中一號的匯豐銀行董事局會議室內，相信也有低調的慶祝儀式（該行在1965年收購恒生51%股權）。

政府一開始就抱持善意中立的態度。對政府來說，即時的利益是政府庫房驟然增加印花稅收入。因此，整體氣氛仍是不加干預。不過，政府也並非完全坐視不理。1962年，就在檢討銀行法例的同時，香港政府成立了公司法檢討委員會。當時的《公司法》以1929年英國的《公司法》為藍本。在1962年當時的原意，是香港的委員會將會參照英國曾健士委員會將會發表的報告而修訂香港的《公司法》。可惜，香港的委員會以為倫敦方面會很快制訂新的公司法例，所以便把檢討公司法的工作暫時擱下，靜待倫敦的檢討結果。英國的政治突變使有關的法律改革無疾而終，同時香港政府亦必需將有限的資源，轉而投放於處理60年代中期出現的銀行危機。

公司法檢討委員會在1969年重新組成，在1970年開始向公眾諮詢。委員會的有利位置是它可以按兵不動，等候證券市場進行革新和新的交易所開展大額的新業務時，才參與其事。委員會主席是代表律政司的湯普森，成員包括法律界代表黃頌顯（亦即1987年股災時證券事務監理委員會的主席）、代表會計界的麥蘊利（在我初到香港時，他是委員會中一位表現突出的成員）及代表公司秘書界的

施彼得。委員會首份報告是關於如何保障投資者權益，在1971年6月完成。該報告長252頁，是條理清晰的典範，具有歷史洞悉力，反映出香港有識之士的想法。

委員會進行研究時，將香港市民得到的投資機會和保障，與主要海外市場同類投資者得到的保障進行比較。委員會基本上反對以立法方式作出干預，但傾向於接納當時盛行於倫敦、新加坡和澳大利亞新南威爾斯省的做法，以經紀註冊和文件登記手續來提供有關的保障。有關建議根據香港情況而作出修改。由於香港政府沒有類似英國貿易部的架構，委員會討論應否由註冊總署署長按照其執行公司法的總體責任，負責執行有關的註冊手續。此時，政府內部開設了一個新的職位銀行監理專員，負責銀行的監管。委員會以此作為藍本，建議委任證券事務監理專員，執行有關的註冊和監察的責任。其他任務，例如監察單位信託基金和共同基金，以及促進投資機會等工作，也可以納入其工作範圍。

正如銀行監管的情況一樣，政府將不會設立一個監理委員會。相反，政府將會成立一個由熟悉證券業的人士組成的顧問委員會，而證監專員將會以當然成員身分出席，並透過秘書處提供支援服務。委員會也注意到新的證券交易所的成交額增加，但認為政府毋需干預。委員會經過商議後的意見是：

我們深信政府不應過份介入監管和監督股票交易所。政府應將活動局限於確保當交易所在出現任何違法舞弊行為時，或有跡象顯示違法情況在形成時，可以通過監管行動來作出補救。

委員會也不擔心交易所的數目增加。他們認為，經濟因素將會解決交易所數量的問題，而交易所的成敗取決於其能否取得賴以生存的市場佔有率。



不過，委員會認為，公司收購活動應該有法定的監管。委員會的新理據是香港缺乏倫敦的市場基礎設施，而倫敦式的收購守則在香港不能有效實行。委員會的報告提交後，政府很快便作出反應。這明顯是深受當時的股市過熱活動所促使。香港政府第一步是成立證券顧問委員會。該組織的責任在於根據公司法修訂委員會所確立的精神，向交易所提供“權威性的指引”，而非對交易所作出仔細的監管。1973年1月，首位證券事務監理專員走馬上任。

1973年底，中東出現戰爭，石油價格大幅上升。全球性通脹和一般經濟情況意味著牛市終結。而戳破股市泡沫的，是市場上發現偽造股票。到了1974年，信貸全面緊縮使股市真正陷入低潮，全年成交額下跌至110億港元，不足1973年高峰的四分之一成交額。1973年12月，恒生指數已從年初的歷史性高峰跌至400點，而到了74年12月，更跌至歷史低點150點。雖然股災並未導致大量經紀行倒閉，但大批股民蒙受虧損，並黯然離開市場。政府一如以往，都是在出事後才被迫採取行動。在股市崩潰後，新的監管制度才以法例形式確立起來。1974年3月1日起，《證券條例》和《保障投資者條例》開始生效。政府監管機構開始介入證券市場。交易商必須註冊，而申請註冊的有1,200人。

羅賓·赫捷安在1981年的《香港年報》中這樣描述股災：  
政府和市民都不會輕易忘記這個短暫的瘋狂年代……當然有人從中賺大錢，但同樣肯定的是很多人損失了大筆金錢。雖然很多大公司和擁有內幕消息的人士，都從這次投機活動中贏得大筆利潤，但小投資者卻嚐到一次長久而慘痛的教訓……這是一個不僅是使人自尊心受損或投資虧蝕的時代。很多人在抗日戰爭時一無所有，然後在戰後努力重建家園，國共內戰時再度赤貧，在香港25年的繁榮中重新積聚財富，但卻在1973年又一次傾家蕩產。香港股市在未來5年相信也會繼續低沉。

遭受打擊的也不僅是股市，香港經濟陷入戰後以來首次嚴重衰退。1972年中國內地將輸往香港的基本貨品的價格提高至國際水平；石油價格暴升4倍，打擊全球經濟；貿易和工業生產急跌，造成嚴重失業和收入縮減。在1973年3月至1975年3月期間，實際工資下跌超過18%。

幸好在這個逆境背後中尚有光明的一面。經過證券市場過度熾熱投機這一役，香港變成市場老手，交易所的會員成分開始轉變，加入了外國公司，還出現一家由才智過人的馮景禧所創立全港最大的經紀行。除此之外，證券交易活動為商人銀行業務打開了出路。1971年，寶源跟渣打銀行和嘉道理家族合夥並開始營業。羅拔·富林明則夥拍怡和成立怡富。匯豐銀行則開設附屬公司獲多利。公司法檢討委員會認為香港欠缺的市場基礎設施開始成形。在更廣闊的經濟層面，香港致力設計新產品，迅速地轉向生產塑料、電子和鐘表等產品，而工業界亦積極地開拓新市場。1976年香港的人均本地生產總值增長25%，香港重新昂首闊步上路。1978年的工資不但回復1973年的水平，其後更繼續急劇上升。

在這個格局之下，首任證券事務監理專員由曾任英倫銀行經濟專家的詹姆士·塞爾溫出任。他的當務之急是按照其獲賦予的新權力設立有關機關，並在某程度上整頓一直以來不受監管的市場。公司法檢討委員會報告給了他很有用的參考，因為該報告詳細載述其他股票市場的監管慣例。報告亦提到澳洲新南威爾斯省的法例，為香港的法律草擬專員提供指引。1973年股災災情之慘重，使人懷疑交易所能否在完全沒有政府干預的情況下自身作出改革。政府最後的決定跟檢討委員會報告的建議相反。香港政府頒布了《證券交易所管制條例》，禁止新的交易所成立，而顧問委員會亦讓位與證券事務監理委員會。該委員會的成員都是商界中“具良好操守的知名人士”，但在成立初期成員之間卻欠缺凝聚力。

無論如何，儘管當時的情況暗淡，監理委員會很快便開始工作。1975年8月，監理委員會再一次跟檢討委員會報告唱反調。由於當時市場已經具備有關的基礎設施，該委員會制訂了一份參照倫敦慣例的《收購守則》，作為監管收購合併交易的指引。不過，其最主要的策略還是推動成立一個聯合的證券交易所，取代原來的4家交易所。這4家交易所實際是4家各自爭逐市場佔有率和利潤的公司。證券事務監理委員會在6年之間取得穩定而成功的進展，最終導致聯合交易所成立，確實是一項踏實的成就。

1974年，4家交易所組織起來，成立香港證券交易所聯會，由每家交易所的主席輪流出任為該會主席。儘管聯會的決議並無法律效力，但聯會卻並非純粹空談的場所。1977年5月，4家交易所成立工作小組，配合證券事務監理專員推動成立聯合交易所的工作。1980年7月，香港聯合交易所有限公司成立，作為日後成立的交易所的基礎。在8月，立法局頒布了4家交易所合併的有關法例。

由於交易所在1973年至1974年的崩潰之後變得淡靜，大家的注意力就集中於會籍事宜之上，特別著重於在淡市中維護當時對執業的規限，以保障將來加入聯合交易所的權利和確保日後的市場佔有率。在1969年，倫敦一家經紀行獲准加入香港證券交易所，條件是一切交易須由一個本地會員進行，而全部經紀佣金亦歸該本地會員所有。倫敦其他經紀行亦紛紛做法，加入成為交易所的附屬會員。雖然附屬會員的會費跟正式會員的一樣，但附屬會員為了希望日後可成為正式會員，亦在所不計。然而，根據《證券條例》，不管個別交易所的慣例如何，公司會員是可以根據法例規定加入證券交易所的。如此一來，當法例一經頒布，多家倫敦經紀行均申請成為證券交易所的正式會員了。

如果這些海外經紀行都加入，4家交易所的會員成分就會有所改變。因此，若干本地經紀行群起反對海外公司成為正式會員。香港證券交易所聯會於是在1975年2月通過議決案，通知海外會員他們將不會獲接納為正式會員。聯會認為這個決定是合理的，因為聯合交易所的會員，應該純粹是香港傳統的獨資經營商，而海外會員只能做附屬會員。另一次可能導致會員成分改變的行動，是香港證券交易所和遠東證券交易所的主席動議的。他們希望兩家交易所合併，但此項動議因為香港證券交易所這家歷史較悠久的交易所的會員反對而未能通過。

然而，李福兆在1979年卻在遠東交易所打破上述的階級界限，接納加拿大宏發證券的勞汝福為正式會員，成為另一次創舉。由於香港證券交易所堅持交易所應該只接納本地交易商作為正式會員，因此向財政司和證券事務監理委員會投訴。然而，證券事務監理委員會沒有法律依據作出反對，因為聯會的決議沒有法律約束力，而更何況《證券條例》是准許交易所接納任何國家的公司會員。聯會為了解決這個問題，決定設立警戒線，防止有人違反行規。在1979年7月，聯會議決：

……如有任何海外會員、或有合理理由懷疑是代表海外會員的人士，與交易所的任何會員接觸以尋求成為正式會員的話，會員應馬上向〔聯會〕的理事報告。

為了強調決議的目的，聯會的會議記錄有以下記載：

本決議旨在防止所有海外會員、或海外會員公司、或有合理理由懷疑是代表海外會員或海外會員公司的人士，成為本港任何交易所的正式會員。

證券事務監理委員會在草擬4家交易所合併的法例時，以這個堅決而清晰的決議作為指引。證券事務監理委員會關注到本地會員對海外會員的強烈抗拒，認為本地會員需要某種程度的保護，免受海外對手的競爭威脅。因此，對未來新的聯交所會籍的建議，也希望保持以本地獨資交易商作為會員這個傳統，而海外公司只可當附屬會員。這個觀點得到政府的接受，並成為1980年8月頒布的《證券交易所合併條例》的基礎。

可是，在1980年10月，亦即是新的交易所政策已經確定、獲得接納和寫入法例之後，遠東證券交易所竟然再次破格，接受了一直只是香港證券交易所附屬會員的倫敦公司唯高達在香港的董事，作為遠東證券交易所的正式會員，因而爆發一場小型的會籍之爭。這次沒有人再向聯會上訴，反之，香港交易所和金銀交易所為了報復，都批准屬下的海外會員成為正式會員。一下子，10個海外會員得到接納，成為正式會員，並在有關交易所的支持下，計劃日後在聯合交易所中享有同等地位。至於《證券交易所合併條例》中把海外會員摒諸門外的條文，並未獲得考慮。

《證券交易所合併條例》在法律上所允許的會籍，跟幾家交易所所在會籍事宜上的演變的分歧，已超乎證券事務監理委員會或交易所的理解。根據法律，任何公司或合夥商行都不能成為聯交所的會員，但實際上4家交易所都有各類型的公司和合夥商行會員。會籍必須以個人名義持有，但往往受信託契約或某種隱密的協議所約束，而背後卻另有真正的實益擁有人。這些擁有人可能是香港或海外註冊的合夥商行或公司。按照法律，這些信託契約都必須由聯交所理事會批准，而聯交所理事會對此有絕對決定權。根據法例來說，非會員的信託契約很可能會被宣布為無效，因為法例的依據是為了保障交易所會員全部都是本地的獨資交易商。這並非是要針對

外國人，而也是爲了防止財雄勢大的本地經紀行藉著信託契約，變相在各家交易所都擁有交易席位。雖然有些經紀（大部分是倫敦的經紀）對法例規定和實際情況背道而馳感到不安，但海外公司大多數都處之泰然。他們認爲他們的信託契約必會得聯交所批准，因爲他們目前在交易所的席位，看來已保證了它們日後在聯交所的會籍。這種從“自然公義”原則帶來的安然感，經不起第一次考驗。

在聯交所第一屆理事選出之前，法例規定聯交所由交易所聯會成員組成的過渡委員會管理。委員會主席是胡漢輝，而委員會的職責包括接受會員申請加入聯交所及審批會籍。胡漢輝和他的交易所會員以他們的基地金銀業貿易場的宗旨爲依歸，帶著某種沙文主義的取向，並且顧及到他們預計將會從一個緊密控制的會籍架構中所得到的利益。

1981年9月30日，過渡委員會在甄選會員申請及行使酌情權和解釋法律的權力時，聽任本身的直覺，決定把一切牽涉非會員信託契約的申請都加以否決。換句話說，委員會推翻了當時的政策，把情況回復到勞汝福和唯高達加入遠東證券交易所之前的情況。委員會還打算拒絕50份申請，其中包括本港的新鴻基證券有限公司和海外經紀代表的申請。證券事務監理委員會當時因爲新的證監專員仍未到任，顯得有點不知所措。幸好一位高級官員梅輝賢了解到該委員會的決定可能造成的危機，設法說服委員會讓步。委員會接納梅輝賢的勸告，接受個人申請，只要申請人已經行使現存交易所的會員權利。然而，有關申請仍要待委員會審查過信託契約後才作實。一次公開的對抗因而得以消弭，但選取會員的尺度問題，仍留待即將成立的第一屆聯交所理事會和新任的證監專員去解決。

聯交所第一屆理事會在1981年12月3日宣誓就職時，我跟財政司彭勵治一同會見各位理事和職員。會籍問題已擺在我桌面。這除

了是我第一個要修補的鍋之外，我還要確保日後的證券交易所得以發揮其重要作用，以維持香港在1997年後的國際金融中心地位。

我在倫敦時，從英格蘭和愛爾蘭股票交易所合併的經驗中，上了十分重要的一課：會籍是一切交易所最敏感的一環。會籍是交易所的最基本業務關鍵，並且界定本國壟斷市場中的各個競爭參考標準。會籍的成分除了可能反映出其經濟因素之外，還附帶著有關交易所的歷史因素及其在發展過程中所形成的定見。這關乎會員如何合作和會員之間的信任有多大。會籍事宜的精神和有關的物質回報差不多同樣重要。

這個敏感課題必需加以重視，因為如果要解決會籍問題，便需要更改交易所的組織章程，而這便要獲得75%或以上的大多數會員同意才可作實。另一方面，我又要面對來自倫敦的公司。這些公司擔心會失去交易所的會籍，而這個憂慮倒不是沒有理由的。但倫敦公司的法律顧問對交易所理事會對於有關法律和聯交所章程中的詮釋的質疑，使我在這方面的憂慮稍減。可是，抗拒改變的情緒根深蒂固，而且當事人感情用事，幾乎完全忽略已經在各個交易所中出現的改變，及有關改變將會為所有會員帶來的新業務機遇。爭取理事會的信心是我的首要責任。我必須爭取大多數理事支持。

現時追述當年情況，要準確分析為何理事會首次改變態度，是不可能的。我很幸運，在1972至82年牛市的中期上任。交易所的理事們忙於賺錢，說服他們改變，當然比較容易。我估計，理事會成員上任兩、三個月後，開始不再那麼緊張，也是原因之一。在理事會正式就職前，理事會跟政府簽署了一份協議，當中規定任何公司若投得現時交易廣場土地後，必須把土地上所落成的大廈內4,000平方米的面積轉讓給政府，而政府則會將其轉租給證券交易所作交易

大堂和辦公室之用。理事會研究過租約的細則，可能覺得需要投桃報李才對；那麼理事會也可能認為，既然新的證券事務監理委員會上任發表公開聲明，表示希望通過交易所來落實對市場的監管，而不會針對交易所，理事會應該作出一點友善的回應，而接受了這個善意的姿態後，新的監理專員應該不會知恩不報。在理事會內部，李福兆必定亦再次發揮其游說功能。還有，可能最重要的原因是理事會認識到遠東證券交易所和金銀證券交易所所佔票數既然仍然發揮作用，而且他們事實上很容易控制日後只佔少數的公司會員。更何況在可見將來，胡漢輝和李福兆仍會輪流出任兩年一屆的主席。

不論動機如何，事情在1982年1月21日出現突破：胡漢輝跟副手湛兆霖、李福兆和黃啓銘前來與我會晤，提出突破性的建議。他們同意現行會員資格規例有不少漏洞，有機會給人們進行隱密的幕後安排。若干個人會員其實是由業外的不活躍合夥人資助。有關公司會員及海外會員方面的過渡事宜，如果用協商方式解決，總比對簿公堂為佳。他們突破性的新建議是取締一切隱密的幕後安排，取而代之是公開的和以註冊方式批准會員之間的和會員與非會員之間的合夥關係。儘管非會員是一家合夥商號或有限公司，有關申請亦會獲得批准，但銀行或接受存款公司的參與就不會獲得接納。在這次非常有益和有建設性的討論結束時，理事會表示有把握游說大多數會員投贊成票。

老練的胡漢輝在這次會晤後發出多封公函，當中給我的一封信件確認這次討論，清楚說明：

理事會認為會籍應該開放給法團和有信譽及具規模的海外交易商（公司或個人）……作為東南亞最大的金融中心，香港應該為其門戶開放政策感到自豪。有實力的外國交易商參與本地股市，將會引進海外資金及國際專業人才。



2月3日，胡漢輝和他的副主席聯名致函當時的財政司和銓敘司，建議實質委任我作為證券事務監理專員，他們寫道：“我們衷心相信霍禮義先生的獨特經驗和專業知識，對政府及本地證券業是十分寶貴的。”我首年的工作可以說是開工大吉，一開始就有好的兆頭。

很可惜，現在看來相信是可行的迅速解決方法，卻受到銀行參與市場這個問題的阻礙。銀行業跟經紀業之間的公認藩籬，在世界各地正開始改變。1982年我們在香港已趕過了其他國際市場的勢頭，在交易所會籍上率先開放。馮景禧白手興家，看準了新交易所成立後的機會，創立新鴻基，成為全港最大的經紀行。李福兆推動股市革命，而馮景禧更前所未有地使股票買賣得以進入廣大市民的生活。1977年，他的股票公司規模膨脹到可以申請上市，資金雄厚，分公司遍布海外。新鴻基業務擴展，並加設一間接受存款公司，附屬於其證券業務。這家存款公司迅速發展，到了1982年更得到銀行牌照，成為一家銀行。新鴻基更和當年國際上規模最大的美林證券及本來已是新鴻基財務的股東法資百利達銀行合夥。香港無需再參考海外的交易所在會籍上有什麼問題：我們本土成長的公司的組織架構，已足以反映出交易所會籍這個兩難問題的複雜性。

此外，怡和的附屬本地商人銀行怡富，在3個主要交易所中都控制經紀牌。另一家商人銀行寶源也在1982年決定成立經紀行，並在遠東證券交易所取得交易牌照。（寶源加入遠東證券交易所的曲折經歷，說明了本地交易商對於改革的抗拒。寶源最先申請加入香港證券交易所，但遭理事們投票否決。）這還不止，日本的大經紀行野村和大和在香港經營的存款公司，實則兼營證券業務，而在管理和賬目上，接受存款業務與證券業務沒有區分，使問題更形複雜。而最後激化這個問題的，莫過於匯豐銀行以最匪夷所思的方式成立股票經紀行。

匯豐銀行連同其附屬的恒生銀行成立了一家公司，由勞汝福負責證券和期貨交易。勞是首名被接納加入交易所的海外會員。他是李福兆在1979年批准加入遠東證券交易所的，在香港證券交易所也有會員牌照，而其合夥人蘇惠賢在金銀證券交易所是持牌會員。每一個牌照的持有人都有權加入聯交所。匯豐銀行、恒生銀行成立的證券公司的主席是雷興悟。他當時是匯豐銀行香港行長，也是銀行公會永久代表，參與制定銀行利率。他的辦事處地址跟這家新成立的證券公司萬勝證券有限公司的地址一樣。匯豐銀行此舉很可能是衝著新鴻基而來的，因為新鴻基以證券起家，再演變成爲銀行，又同時成爲全港最大的經紀行。萬勝的成立馬上引起整個行業的恐慌，經紀行擔心匯豐銀行和恒生銀行的所有分行會通過其本身的交易員爲客戶買賣股票。

匯豐銀行的行動又引發另一複雜問題。中國銀行一直緊貼著匯豐銀行競爭。舉例來說，中國銀行通過13家兄弟行，使其分行總數不少於匯豐銀行和恒生銀行。在13家兄弟行之中，寶生銀行長期活躍於金市。爲了追上新的創業形勢，寶生跟另一家兄弟行和金銀證券交易所一位姓張的經紀合作，成立中茂證券，後來更在遠東證券交易所取得會員牌照。我體驗到一個嶄新經驗，就是主持一家幕後由中國共產政府支配的經紀行的開幕儀式。雖然想到這種事情只能在資本主義的香港出現確實使人感到莞爾，但事實上這卻使我們的會籍計劃變得更加錯綜複雜。

在國際市場上也有很多轉變，尤其是在倫敦。倫敦的經紀行給美國的銀行收購。香港市場上兩大經紀行馬上受到影響。浩威被太平洋銀行收購，而當時的外資經紀行中最具影響力的唯高達，則出售予花旗銀行集團。在較小規模的層面上，擁有兩家證券交易所牌照的亨隆證券，在一家新加坡集團1982年購入道亨銀行後，變成爲受到新加坡財團的控制。

以印花稅繳納金額計算，我們計算出由銀行控制的經紀行，佔了股市總成交額的20%。在這麼一個基礎上，純粹由證券事務監理委員會跟聯交所理事會達成的協議，很明顯不是一個可行的解決方法。我們必須找尋一個能照顧各方利益，同時又能夠維持香港市場團結的解決方法。諮詢層面必須盡可能廣泛，從而將問題妥善鋪陳出來。我們希望通過諮詢過程達致共識。各家交易所、個人經紀、銀行、存款公司、律師、會計師、大學和理工學院，全部獲邀發表意見。書面和口頭的意見都加以記錄下來。我個人的傾向是交易所應該一方面符合本地尺度，但另一方面又能夠吸引迅速邁向全球化的證券界的興趣和投資。爲了爭取各方面接受這個見解，我們確實需要而且亦成功地發起一場全面的討論。

在獲得交易所理事會的同意之下，我們終於可以在1984年3月整理好各方建議，爲聯合交易所1986年4月的成立奠定基礎。聯交所的開幕，猶如一次“宇宙大爆炸”。經過廣泛諮詢和不斷向各方宣揚我們的信念後，大家終於達成共識。爲了爭取聯交所成立，證券事務監理委員會要向交易所理事會作出兩項讓步。

第一，理事會堅持不讓公司會員參與理事會的競選，而證券事務監理委員會則認爲，不適宜在有關法例中設立這個關卡，而問題應該由交易所的公司章程處理。我們得以脫身，是因爲理事會的看法跟香港當時的公司法一致。公司法規定，董事必須是個人，不能是公司。公司會員有全面投票權，我們已心滿意足了。無論如何，在1984年有意申請加入交易所的公司會員，並沒有表示不滿。申請者的經濟考慮是要取得交易所的席位，而證券事務監理委員會則希望擴大會員基礎。

證券事務監理委員會希望香港成爲開放的市場，其經濟作用在於滿足本地和地區性的需求。在這個前提下，證券事務監理委

員會歡迎中國內地資本的加入和作出投資。在當年，香港股市的海外輔助市場是倫敦，倫敦股票經紀在倫敦股市以市場莊家形式買賣香港藍籌股份。他們雖然是海外經紀中最活躍的一群，但他們就港股的買賣，總嫌太過零星。正如一位倫敦經紀口頭上向我們提供意見時說，他們把網撒下，等潮漲時捕魚，而在潮退時他們又會重新下網。換句話說，他們掌握和鼓勵港股的價格波動。野村在1983年股市低潮的時代已採取進取的做法，開設寬敞的新辦事處。但日資也好，美資也好，他們的經紀行對於買賣自己本土的證券興趣更大，而他們在香港的買賣，當然是經過香港的經紀行進行。

第二個讓步，是有關銀行擁有的公司在初期的市場佔有率的協議。理事會提出多種建議，限制這些公司的交易。在我們眼中，這些建議的約束，全部都是很容易迴避的。最後，理事會終於同意不應對它們設立任何法律上的規限。投桃報李，證券事務監理委員會協助理事會跟銀行談判，就交易所初期的業務發展方向，達成自願性協議，使雙方建立互相信任。

作出了這些讓步後，我們成功地使我們一開始便提出的建議得到各方面的接納。我們的建議是，會員的成分應該混合多元化的，包括獨資交易商、合夥商行和公司會員，每個會員有適當的財政架構。會員的所有權可以是外資的，但必須經由一家香港註冊實體管理。任何金融集團也必須另設專門機構來經營證券業務。1985年8月，立法局就這些決定通過有關的法例。1986年4月，新的會員開始在新的交易所進行買賣，有關會籍的兩難問題終於解決。落實制度性的大改革的最主要元素已經準備就緒。

在會籍這個基本問題上做的工作，從1981年出現困局起計，到終於在1984年得到各方接納有關的解決方法為止，前後整整經歷

4年。其間取得更大的成就，而這大部分都是理事會的功勞。證券事務監理委員會只是從旁支持。聯交所需要設計和建造一個比倫敦股市還要大一點的交易場所，每個入市人員都應該有一張交易枱，還要有喊價成交的交易場所。交易所還要安裝一套龐大的通訊系統。最重要的，是一套大家都可以接受的電子資訊系統，以取代大家心愛的黑板。當4家交易所合併後，共有500多名會員，用黑板記錄股票牌價是不切實際的。

聯交所現在看來操作順利。但事實上在1982年至1984年期間，股市背後有著很多暗湧。地產市場和股市崩潰、一名銀行家被殺、一位著名律師自殺、自殺律師的兩名合夥人逃離香港、香港期貨交易所首任主席被剝奪資格甚至繫獄、先後有若干銀行倒閉、港元匯價大瀉、中英談判97主權問題、一次猛烈的颱風襲港及英國首相戴卓爾夫人訪華等等。那確實是一個十分刺激的時代。然而，證券事務監理委員會在這段期間實現了其首個重大目標。第二個目標是後來才定出的，那就是為股票市場建立一個相應的金融期貨市場。

## 第II部

# 戴維森報告書 1988年

隨著黑色星期一之後的證券交易所停市事件，香港總督衛奕信爵士在1987年11月16日任命了證券業檢討委員會。該委員會由戴維森擔任主席，負責檢討證券及期貨交易所的組織章程、權力、管理及運營，以及其監管架構。

證券業檢討委員會在1988年5月27日向政府呈交名為《香港證券業的運作與監察》的報告書（通常稱為“戴維森報告書”），建議作出多項改革，包括對兩家交易所的組織章程作出根本的修改，以及在公務員體系之外成立獨立的法定組織，負責監管和監督證券期貨業。

本章載有戴維森報告書的重點摘要。首先是該份報告書中關於1987年股災的摘要，有關部分載於該報告書附件1 — 〈停市及其後發生的事件〉，以及轉載該報告書第一章：〈總論〉及第三章：〈目標及原則〉若干摘錄。



# 證券及期貨事務 監察委員會的成立— 戴維森報告書

# 2

1998年5月27日

## 停市及其後發生的事件<sup>1</sup>

**在** 1987年10月19日(星期一)，紐約杜瓊斯工業平均指數在過去連續3日跌市中下挫10.5%後，香港股市下跌約11.1%，成交額為41.76億元。日本日經指數下跌2.4%；倫敦金融時報指數30下跌10.1%；澳洲綜合普通股指數下跌3.7%；紐約杜瓊斯指數下跌22.6%，這是該指數歷來一日內最大的跌幅。

香港股市與世界其他股票市場一樣，在跌市前一直大幅上揚了一段時間。現將各地股市的有關數字列載如下，以供比較：

指數	1987年 最高點	日期	1986年 同日的點數	12個月的 增幅百分率
金融時報指數30	1,926	7月16日	1,306	47%
杜瓊斯指數	2,722	8月25日	1,872	45%
日經指數	26,646	10月14日	17,318	54%
恒生指數	3,950	10月1日	2,090	89%
澳洲綜合 普通股指數	2,306	9月21日	1,211	90%

<sup>1</sup> 摘錄自戴維森報告書附件1。



恒生指數(恒指)由1987年1月2日的2,540點升至1987年10月1日有史以來最高的3,950點，即在9個月內上升1,410點，即55%。<sup>2</sup>期內，成交額差不多增至3倍。

期內，恒指期貨市場亦大幅上揚。該市場於1986年5月開始買賣，該月的成交量為31,070手。自此以後，成交量一直快速增加，至1987年9月，成交量為601,005手，即在17個月內增加近2,000%。

鑑於海外各主要股票市場在過去一星期反覆下跌，香港期貨交易所於1987年10月19日開市前，將現貨月份半日市的價格變動上下限定為180點，兩個遠期月份的半日市則定為150點。另一方面，國際商品結算所(香港)有限公司要求所有持好倉合約的會員(共49名)，在中午每手即日補加按金8,000元。<sup>3</sup>同日下午3時，補加按金增為10,000元。當日，3個月份的合約全部跌停板。

當紐約股市出現有史以來最大跌幅的消息在1987年10月20日凌晨傳到香港後，香港聯合交易所有限公司主席通知財政司，說準備要求交易所委員會通過在該星期其餘日子停市。雖然政府對停市的日數是否適當表示懷疑，但該委員會在早上8時30分召開緊急會議後，決定根據其管理交易所事務的一般權力(香港聯合交易所規則第203條)及其在緊急情況下可暫停所有買賣活動的特定權力(規則第204(11)條及572條)，停市四日。

聯合交易所委員會公布停市四天，是顧慮以下情況會發生：可能出現恐慌性拋售、市場會一片混亂及失去秩序、會員的流動資金會出現問題、可能出現銀行擠提及因交收積存而帶來不能預

<sup>2</sup> 恒生指數基準日：1964年7月31日為100點。

<sup>3</sup> 被要求即日補加的按金總額為1.92億元，除700萬元外，其餘按金已如數收取，700萬元中的400萬元於翌日收到。

料的形勢(當時估計積存超過250,000宗交易，相等於整個星期的成交量)。

聯合交易所作出停市四天的決定後，期貨交易所亦在10月20日決定在同期暫停買賣恒指期貨合約。同日(1987年10月20日)稍後時間，期貨交易所主席通知金融司，由於客戶置其須承擔的責任不顧，因此導致期貨經紀在追收合約按金方面遇上困難。<sup>4</sup>期貨交易所主席當時指出，香港期貨保證公司能否以手上的1,500萬元資本額及約750萬元累積儲備金來履行責任，實屬疑問。

香港單位信託基金公會亦在當日(1987年10月20日)表示，兩間交易所停市的決定令到不少單位信託面臨重大壓力，因此暫時是極有可能停止贖回單位。<sup>5</sup>

由於期貨交易所在按金未有補足之前不能恢復買賣，因此金融司在10月21日早上與期貨保證公司主席及主要期貨經紀的代表開會，商討該事。會上，經紀強調事態嚴重，並指出在約40,000份未平倉的恒指期貨合約中，有不少是從事套戥及對沖者所持的淡倉合約。這些多屬海外機構客戶，他們一邊持有淡倉合約，一邊實際擁有股票，其價值估計在50億元至60億元之間。與會經紀補充說，倘若期貨市場崩潰或有關方面試圖使合約持有人按一個任意訂定的價格平倉，他們便只能出售實際擁有的股票套現，以結算合約。如此一來，便會對市場造成極強大的向下調整壓力，嚴重破壞經濟，並大大損害香港作為一個國際金融中心的聲譽。

為解決問題，與會經紀建議集資20億元注入保證公司：政府負責提供10億元，餘數則由期貨保證公司股東及主要期貨經紀各

<sup>4</sup> 按10月19日跌停板價格計，當日須補倉之數達3.82億元；但該日收市時，仍有1.08億元(即28%)未能收到。

<sup>5</sup> 最後，除了其中兩間外，所有單位信託公司均在該星期暫停贖回單位。

負責5億元。這個數目足可應付恒生指數下跌1,000點。但這個建議不獲政府接納。政府認為期貨保證公司的問題，應由本身的股東重整資本來解決，而淡倉合約持有人則應自行協議不大量拋售股票。

當日(1987年10月21日)下午較後時間，期貨交易所主席促請政府同意按10月19日收市時的最後成交價，將未平倉的恒指合約平倉，以免期貨交易所崩潰。這個提議亦為政府所拒。

在財政司與期貨交易所各有關方面舉行會議，考慮不同意見及問題的複雜程度後，政府於1987年10月22日聘請倫敦一間著名的投資銀行－亨寶銀行為顧問，就此事提供意見。亨寶銀行來港的人員由該銀行副主席率領，成員包括倫敦國際金融期貨交易所主席。

在與各方面的市場參與者進行一連串會議及詳細分析可供選擇的方案後，顧問人員於1987年10月24至25日週末訂出一套解決辦法，包括為期貨保證公司提供20億元貸款，利息按市場利率計算。該筆貸款，有5億元由保證公司7個股東提供(即國際商品結算所(香港)有限公司、渣打資本有限公司、里昂信貸、美國大通海外銀行有限公司、栢克萊國際銀行、永安銀行及香港上海匯豐銀行)；5億元由期貨交易所一些經紀及會員提供；餘下10億元由香港政府外匯基金提供。這些貸款，將透過期貨交易所徵收的交易徵費、聯合交易所徵收的特別附加費、以及未履行責任的會員補交的款項及向他們追討的欠款等途徑償還。

該項措施的其他要點包括重組期貨交易所的最高管理階層(委任李敦及霍秉義分別出任交易所的主席及執行副主席)，以及要那些利用合約套戥的人士承諾，除非他們在期貨市場平掉同等數量的淡倉合約，否則不能在12月31日(當時最長期的恒生指數合

約的約滿期)前出售任何為淡倉期貨合約而持有的股票。他們同時承諾在1987年11月1日(即11月份合約成為現貨合約之日)前，不會出售任何與11月恒生指數合約套戥的證券。<sup>6</sup>

股市及期貨市場於10月26日上午11時重開。股市一開即大幅下挫，恒生指數下跌1,120點，以2,242點收市，跌幅為33%。恒生指數期貨市場通過一項臨時決定，除平倉外，禁止所有拋售活動，每份合約按金則由10,000元增至25,000元。在該日正常交易時間後的現貨月份交易跌至1,975點，下跌1,544點，即現貨月份跌幅達44%。

鑑於當日恒生指數錄得有史以來最大的跌幅，以及由於很多持好倉的期貨經紀看來無力再補交按金，香港期貨保證有限公司主席在當日下午向財政司建議，除非當局能提供額外資源，否則期貨保證公司在無可選擇的情況下，只好停止承擔保證的責任，並會導致期貨交易所停業。

為使期貨保證公司能履行責任，當局在該日黃昏作出安排，再為保證公司提供20億元備用貸款<sup>7</sup>，其中10億元由外匯基金提供，餘下10億元則由香港上海匯豐銀行、渣打銀行及中國銀行平均分擔。縱使恒生指數跌至1,000點水平，這筆額外備用貸款仍足以使期貨保證公司繼續運作。

此外，收購委員會應若干上市公司的要求，在1987年10月26日宣布豁免公司須遵守香港《公司收購及合併守則》第33條有關觸發點及逐步遞增股份的條文，為期1個月，條件是公司必須將全部資料公開，以及在12個月內回復本來的持股量。

<sup>6</sup> 其後由套戥人士提供的報表顯示他們已履行承諾。

<sup>7</sup> 直至1988年4月26日期滿，這筆貸款毋須動用。

為支持市場，香港的銀行連續兩次將最優惠利率調低1厘，先由1987年10月26日的8.5厘減至7.5厘，然後在10月27日再減至6.5厘。

1987年10月28日，聯合交易所宣布委任霍禮義為交易所的高級行政總裁。

除卻期貨經紀所繳交的按金，以及結算公司為在全部37,000多份未平倉的合約中約27,000份淨持好倉的合約平倉後，當局仍要從備用貸款中動用17.95億元，使期貨保證公司能履行責任。

1987年11月16日，總督委出證券業檢討委員會，對兩間交易所及其監察機構的組織、管理及運作進行檢討。

在1988年1月2日，當時已從聯交所主席職位退任但仍然擔任為理事會成員的李福兆，被廉政專員公署拘捕，並在1月15日根據《防止賄賂條例》被檢控，控罪是非法收受一項利益，即是就審批一家建築公司的新股發行中，接受一項有關股份配發的實益權益。李氏與其他6名聯交所理事會成員(他們均未有被起訴)同意不再參與聯交所的事務。其後，聯交所的管理由一個14人組成的管理委員會執行。

## **戴維森報告書的建議<sup>8</sup>**

### **背景**

1987年10月19日，在華爾街股市下挫一星期後，世界各地的證券市場都準備面對一場風暴。各市場在當日開市後，股價急挫的消

<sup>8</sup> 摘錄自戴維森報告書總論(第一章)。

息迅即傳遍世界各地，華爾街股價進一步下跌22.6%，這是歷來最急劇的跌幅，比1929年股災所造成的重創還要厲害。其他股市亦出現類似情況。隨後數日，倫敦、東京、澳洲、新加坡及亞洲其他股市的跌幅都盡破紀錄。

香港亦未能倖免，單在10月19日，本港股市便下跌了11.1%。不過，本港在10月股市風暴的經歷，卻可說是獨特的<sup>9</sup>。10月20日，股市宣佈由該日起停止交易4天；股票指數期貨市場也採取同樣措施。結果，大批期貨經紀未能履行合約，政府須聯同一些主要經紀和銀行籌集20億元<sup>10</sup>作為救市措施，使香港期貨保證公司和期貨市場不致倒閉，並藉此維持本港整個金融制度。兩間交易所於10月26日重開後，股市大幅下挫33%，政府在一夜間連同香港上海匯豐銀行、渣打銀行和中國銀行再籌集20億元救市。<sup>11</sup>

在10月前，香港股市跟世界其他股市一樣，已強勁上揚一段期間。指數在10月1日升至3,950點最高峰，即在9個月內上升了1,410點，增幅為55%，成交額增至近3倍。

期指市場在1986年5月開業後，成交量的增長異常迅速。1987年9月的成交量達601,005手，即在17個月內曾上升至接近20倍，以致期指市場的支持者稱之為世界第二大期指市場。<sup>12</sup>可惜的是，市場基本設施和監察制度都跟不上市場增長的步伐。

<sup>9</sup> 1987年10月所發生的事件詳載於附件1題為〈香港聯合交易所的停市〉的部分。

<sup>10</sup> 相等於2.56億美元。除另外說明外，本報告書所用的“元”均指港元。編寫本報告書時，匯率為7.8港元兌1美元；14.5港元兌1英鎊。在本報告書內，凡屬適當，我們都採用上述匯率。

<sup>11</sup> 第二筆20億元的款項結果毋須動用。

<sup>12</sup> 這是以成交的合約數目而言。若按未平倉合約的價值計算，本港期指市場的規模便小得多。請參閱報告書中題為〈目標及原則〉的部分的第4段。

在這背景下，總督於1987年11月16日委出本委員會<sup>13</sup>，檢討兩間交易所及其監察機構的組織、管理和運作。根據指示，我們須深入檢討有關結構和制度，而非追究過失，或對股災的起因和經過進行調查。

## 主要批評

我們發現，雖然整個證券業制度最初是以各交易所自行規管的原則為基礎，並由一個“有正式權力、大公無私的機構協助交易所採取自律行動，以抑制不誠實的交易手法”<sup>14</sup>，但自行規管及市場自律的觀念，在香港未能成功地推行。同樣令人遺憾的，就是在這個情況下，負責市場監察的機構，亦不能實施有效的監管。

雖然我們的職權範圍是為未來架構制訂藍圖，而非追究過失，但事實證明，我們的檢討過程難免會揭露過往措施的缺點。這些缺點是我們從收到的意見書和舉行的研討會得悉的。雖然進行深入調查，並非我們的職責，但這些缺點的存在，已足以令我們確定有大事改革的需要。我們認為這些缺點可概述如下：

- (a) 由四間規模較小的交易所合併而成、在1986年4月啓業的聯合交易所內，有一小撮人士將交易所視作私人會所，而不是一個為會員、投資者和證券發行者服務的公用事業機構。交易所的行政人員未能發揮職能，缺乏充足的知識和經驗去處理不斷演變和擴展的證券業務，而且不能充分脫離管理委員

<sup>13</sup> 證券業檢討委員會的成員是戴維森、陳壽霖，CBE，JP、劉華森，JP、潘永祥議員，MBE，JP、蘇仁曾及杜輝廉。

<sup>14</sup> 當時的財政司夏鼎基爵士在1973年1月3日立法局會議席上，宣佈成立證券事務諮詢委員會(即證券事務監察委員會的前身)時所作的聲明。

會而獨立工作。24小時交收制度亦不能有效地實施；事實上，當成交量不斷增加、股市日益國際化之際，更難期望交易所能夠切實執行24小時交收制度。此外，上市安排存有嚴重的缺點，對會員的監察亦不夠嚴密。雖然管理委員會成功擴展交易所的業務，但卻沒有執行適當的管理和規管措施，更沒有顧及市場過熱所帶來的風險。

- (b) 改組後的香港期貨交易所<sup>15</sup>，管理雖然略佳，但卻建立於不穩固的基礎上。特別是由期貨交易所、結算公司和保證公司組成的鼎足結構，令三方的責任界線含糊不清。任何期貨市場都必須有一個處理風險的妥善制度，但上述情況卻妨礙了這個制度的發展。三間機構理應採取行動，以控制成交量增長及少數投資者持有大量合約的情況所造成的危險。
- (c) 至於負責監察整個行業的證券事務監察委員會和商品交易事務監察委員會，則在工作上普遍缺乏方向。政府要使它們成為獨立及擁有正式權力的監察機構的原先目標，並未達到。兩個監察委員會不但不能成為有力的監察機構，近年更變得被動和保守。
- (d) 設於政府架構之內，負責兩個監察委員會的行政工作的證券及商品交易監理專員辦事處，則備受限制。監理專員多次要求增撥資源，以應付市場急劇發展的需要，卻屢遭政府拖延或否決。不過，該機構在分配其僅有的資源時，亦顯示它重視審查文件的工作多過對市場和經紀進行積極的監察。在缺乏政府充分的支持下，加上面對近來聯合交易所強而有力的領導層，監理專員辦事處便失去主動。

<sup>15</sup> 期貨交易所經歷一次危機後，在1984年重新領牌，其後進行改組。



## 主要建議

我們認為香港應發展成為東南亞地區的主要資本市場；為達此目標，我們應加強制度和管理措施，鼓勵發展新市場和促進現有市場國際化。我們反對把現有制度作根本的改變，贊成在現有制度的基礎上發展，這是因為香港金融服務業有今日的成就，主要有賴自由企業制度的健康運作，而這個制度已表現有強勁的力量，能促進創新精神和業務的增長。因此，我們認為應保留從業員自行規管市場的制度，但應同時於每個層面實施保障措施。

為此，我們的主要建議如下：

- (a) 徹底重整兩間交易所的內部組織，特別是聯合交易所的個人會員和公司會員應有適當的代表加入決策部門，也應有獨立人士加入，以確保交易所管理妥善，能以全體會員及使用者的利益為重；
- (b) 兩間交易所應發展一組獨立的專業行政人員，負責執行由交易所決策部門制訂的政策；
- (c) 將聯合交易所的交收期限延長至3日，並須嚴格執行，此外亦應及早實施中央結算制度；
- (d) 香港期貨交易所及期指合約買賣應予保留，繼續運作，但結算及保證制度則應重整，以加強處理風險的措施，特別是結算公司應屬於期貨交易所一部分，並設立結算會員基金，作為支持保證之用；
- (e) 設立不屬政府架構的單一個獨立法定機構，取代現時的兩個監察委員會和監理專員辦事處。這個機構的主管和職員應是全職監察人員，經費主要來自市場。該機構的職責是確保市場健全運作，保障投資者，特別應確保兩間交易所能適當地

規管自己的市場，但應保留廣泛權力，在交易所不能履行職責時加以干預。

我們相信，及早實施上述建議，可奠定妥善監察香港證券業的基礎。

## 目標及原則<sup>16</sup>

### 引言

我們認為重要的，是首先清楚闡述我們訂定建議所依循的原則。因此我們會在本章內概述我們的目標和策略，希望能使讀者從正確的角度參看各項建議。

我們考慮的第一點，是本港證券市場的管理和規管方針，必須視乎證券業的整體目標而定。如果香港只著眼於一個本地為主的市場，則重點應是確保制度的穩定性，同時使投資者獲得適當的保障。但假如香港有野心成為地區性或國際性市場，便要進一步努力，確保制度能照顧到海外投資者及證券經紀的需要、監察架構大致上能符合現有的國際標準，而股票及期貨市場能廣闊及深入地發展。我們因此先行研究香港在世界金融市場的地位，並定下一套我們認為充滿挑戰但並非不能實現的目標。

<sup>16</sup> 摘錄自戴維森報告第三章〈目標及原則〉。

## 香港的金融市場

依照職權範圍所述，本報告書集中研究股票及期貨市場。香港聯合交易所有限公司共有276間上市公司，絕大部分都在本港註冊。這些公司在1987年年底的市場資本總值為4,200億元(540億美元)，佔國際證券交易所聯會<sup>17</sup>所有會員的資本總值0.67%。香港聯合交易所在該聯合的會員中名列20，但在亞洲區則名列第3，僅次於兩間日本交易所。<sup>18</sup>香港股市的特色，是零售交易特別活躍。

香港期貨交易所有限公司處理的期貨合約共有四類，分別為原糖、大豆、黃金及恒生指數。本港的原糖和大豆期貨市場主要是日本的外圍市場，平均每月的成交合約分別為2萬及3萬份。黃金期貨市場基本上是一個訂價的工具，每月的成交合約平均為500份左右。恒生指數合約自1986年五月開始買賣以來，成交量迅速增長，到1987年9月更達約60萬份的高峰<sup>19</sup>，但自10月股市風暴後，成交量已下降，現時每月的合約交易量只有3至4萬份。

<sup>17</sup> 國際證券交易所聯會(Federation Internationale des Bourses de Valeurs)在1961年成立。截至1987年年底，會員共有33個，是來自28個國家的交易所或全國性證券交易所協會，其中包括世界主要證券市場在內。

<sup>18</sup> 香港聯合交易所與其他證券交易所的比較載於載維森報告書附件8。

<sup>19</sup> 以1987年9月的月底現貨指數計算，下列股票指數期貨合約的成交額為：

指數合約	交易所	10億美元
恒生指數	香港期貨交易所	15.2
標準普爾500指數	芝加哥商業交易所	312.0
紐約證券交易所綜合指數	紐約期貨交易所	30.4
倫敦金融時報證券交易所100指數	倫敦國際金融期貨交易所	4.8

雖然聯合交易所和期貨交易所吸引了不少國際投資者的興趣，但它們主要仍被視為一個“外圍”市場。主要理由有以下4項：

- (a) 以市場資本值而言，本港市場規模細小。主要國際投資者傾向於按世界各大市場的相對資本值把投資分散。由於本港佔這些資本值不足1%，故在這些機構的投資組合中所佔比例，理論上亦不超過1%，雖然過去在某些情況下，這比例實際上高出1%很多；
- (b) 本港上市公司所代表的行業，種類有限，而二三線股又缺乏流動性，因此只有少數證券能符合機構投資者對流動性的要求<sup>20</sup>；
- (c) 本港市場的交收制度落伍，不足應付需要，阻礙了外國機構投資者進軍本港市場；及
- (d) 本港對市場的監察不足，以致規模較大的捐贈及退休基金都不願意在本港市場投資。

不過，香港還有其他各類金融市場，包括：

- (a) **外匯市場** — 所有主要國際貨幣，包括美元、西德馬克、日圓、英鎊及瑞士法郎，都在各銀行、接受存款公司及大公司之間買賣活躍。與其他金融中心的外匯市場進行的買賣，亦非常暢旺，尤其與東京和新加坡市場以及歐洲和美國的夜間市場為然。雖然未有市場成交額的統計資料，但相信數字甚為龐大 — 業內人士估計每日達250至350億美元；

<sup>20</sup> 香港單位信託基金會最近推行的一項調查顯示，其會員的資產中，只有39億元（5億美元），即僅超過會員資產5%是投資在本港。

- (b) **銀行同業拆放市場** — 基本上是一個批發市場，供銀行及接受存款公司拆放短期資金(港元期限由隔夜至六個月，美元可達12個月)，最低交易額為100萬元。截至1987年12月底，銀行同業(包括接受存款公司)的港元負債總額為2,000億元。同日的銀行同業外幣負責總額則達20,870億元(2,680億美元)。外幣拆放市場對銀行業十分重要，因為本港沒有公債，該業的初級流動資產大部分以外幣為單位。<sup>21</sup>銀行同業拆放市場由香港上海匯豐銀行控制；
- (c) **債務市場** — 香港主要是一個收支平衡的經濟體系，因此沒有政府舉債計劃<sup>22</sup>，也缺乏中期或長期的公司債務市場。主要的兩類債務票據為存款證及商業票據。存款證(短期及中期)是由銀行及接受存款公司發出，而商業票據(短期)則由本港信譽昭著的大公司發出，大部分由銀行持有。1987年內，獲准發出的存款證及商業票據共值365億元(47億美元)；及
- (d) **黃金市場** — 就成交量而言，本地黃金市場是世界最大黃金市場之一，與倫敦及蘇黎世並列。買賣主要透過金銀業貿易場及本地倫敦金市場進行。1987年內，金銀業貿易場的成交總額達2,920億元(即374億美元)<sup>23</sup>。至於本地倫敦金市場的成交量，則沒有詳盡的統計資料，但相信甚為龐大。

<sup>21</sup> 截至1987年年底，銀行業的負債或資產總額，約81%是以外幣為單位。

<sup>22</sup> 唯一未償還的政府債務票據，是在1984年4月發行，為期五年的10億元(1.28億美元)可轉讓債券。

<sup>23</sup> 以年底每金衡安士486美元的價格計算。

此外，香港也是海外華僑轉移他們在區內的資金的集中地。近年，本港亦再度成爲中國內地的主要轉口港<sup>24</sup>，並發展爲中資投資的重點。

由於這些方面的業務興旺，本港現時擁有各類金融機構，數目如下：

截至1987年12月31日	
銀行 <sup>25</sup>	155
接受存款公司 <sup>25</sup>	267
基金管理公司(管理504個單位信託／互惠基金)	99
香港聯合交易所註冊會員	735
註冊商品交易商	325
認可保險商	278

概略來說，本港既不是一個完全封閉的本地市場，也不是一個類似東京、紐約或倫敦般發展成熟的國際資本市場。作爲東南亞的重要金融基地；吸引着爲數不少的本地及國際投資者；擁有非常活躍的本地零售交易，以上可說是對香港金融業的最佳寫照。雖然本港是一流的地區性商業及金融中心(特別是作爲國際銀行中心)，但現有的證券市場卻不能與它的其他經濟成就媲美。不過，若干國際投資公司曾對我們表示，他們預期東南亞區的證券業會迅速擴展，而本港將成爲區內突出的證券業中心。

<sup>24</sup> 過去10年，本港迅速地再度成爲轉口港，現時轉口貿易約佔出口總額50%。1987年，本港的出口貨物中，約有33%輸往中國內地，而轉口貨物中，約有46%來自中國內地。

<sup>25</sup> 其中273間在海外註冊或屬海外機構的分行。這些機構合共代表約30個國家。以所代表的銀行總行數目來說，本港位居全球第三，僅次於倫敦及紐約。

## 策略性目標

有人認為，由於香港基本上是一個服務中心(相對於主要資本市場)，一個以本地為重心的股票及期貨市場，實無損它作為銀行業及基金管理中心的實力。我們認為這個論調似乎忽略了香港今日的驕人成就，實有賴於它過往實行的開放經濟政策。我們認為這策略應同樣適用於本港的資本市場。此外，我們認為一個健全的證券市場，對任何有地位的金融中心來說是不可或缺的，除能引進各類金融機構、各方面的專才和服務而加強香港的基本金融設施外，還可直接或間接吸引更多資金。在中港關係中，一個健全的證券市場亦扮演重要的角色，它正好填補中國內地金融基本設施的不足。

雖然有人確認證券市場國際化的利益，但他們也強調這發展會帶來的風險及可能要付出的龐大代價。正如上次股市風暴所顯示，雖然香港經濟及上市公司的根基穩固，香港的股市和期貨市場仍然隨外圍跌市一起狂瀉。此外，從傳聞的跡象顯示，10月風暴的大賣家中，有不少是海外投資者。我們同意，要在所謂“世界市場”佔一席位是有風險的，但相信10月事件已表明，這些風險在目前來說，無論如何是難於避免的。在世界各地投資者有興趣踏足本港的股票和期貨市場的時候，香港須把握機會有所行動，但同時亦須致力改善本身的制度及加強管制，以減低風險。因此，我們認為香港應朝著成為東南亞地區超卓的資本市場的目標邁進。為達此目的，香港應將證券市場逐步國際化，視為一個重要的策略性目標。我們所指的“國際化”，是促進海外證券發行機構、投資者及經紀對本港股票及期貨市場的使用。

香港能否達致這個目標，有賴於本身實力及能否克服若干人為的缺點而定。作為一個金融市場，香港所具備的主要**有利條件**是：

- (a) 經濟表現優良；
- (b) 交通及通訊設備完善 — 地點適中的機場及良好的電訊服務；
- (c) 位於一個方便的時區，與倫敦及三藩市的距離相等，與東京相差一小時；紐約股市收市後，香港的股市正營業；
- (d) 流動資金充裕 — 傳統上，香港是海外華僑資金的集中地；
- (e) 擁有一大批能幹而勤奮的中層管理及企業人才；
- (f) 語言能力高強；
- (g) 具備各項專業基本設施；
- (h) 與其他主要國際金融中心比較，香港的經營開支較低；
- (i) 實行自由經濟：無外匯管制、入息稅及公司盈利稅的稅率低而穩定、出入境和出版自由；及
- (j) 是通往中國的大門。

作為一個證券市場，香港主要有下列**缺點**：

- (a) 經濟體系規模細小，可作投資的內部儲蓄較少，只有少數公司適合掛牌上市；
- (b) 在聯合交易所上市的公司所代表的行業，種類有限，主要為地產及金融行業，外國公司在聯合交易所掛牌的很少；
- (c) 只有少數的本地公司在香港以外地方從事大規模的買賣；
- (d) 可以買賣的金融工具未能式式具備；
- (e) 與其他已發展有公平和有秩序市場的主要金融中心比較，本港對證券業的監察及規管不足；
- (f) 在推廣及支持本港金融服務行業方面，政府缺乏一致或有條理的政策；
- (g) 在政治方面的疑慮，使屬於中級管理階層的華人相繼離港，引致人才外流。



此外，10月股市風暴及其後發生的事情，打擊國際投資者對香港股市的信心。本港當局及兩間交易所必要採取措施，向世界各地保證股市停市及期貨市場崩潰的事件不會重演。<sup>26</sup>

權衡之下，我們相信，只要採取積極而堅決的行動去克服障礙，本港的優點是可以蓋過缺點的。因此，依我們所見，我們的主要任務就是釐定改革措施，改善兩間交易所的運作和管理，藉此恢復投資者的信心；同時，我們亦要建議如何製造一個可使證券及期貨市場的基礎加深及擴闊的環境。

## 市場要具備的條件

如要實現上述願望，我們就必須清楚了解，市場必須具備哪些基本條件才有蓬勃的發展。我們的結論是：第一，市場必須自由發展。第二，投資者、證券發行機構及經紀，無論是本地或海外的，都必須對香港的證券市場具有信心，深信它是有效率和有能力的，這是指套現容易，交易費用低，而價格亦能準確反映出整體的供求情況，對所有與預期收益及風險有關的資料能夠迅速作出調整。

在市場發展方面，我們認為，在符合保持金融市場健全運作及保障投資者的原則下，金融市場應盡量自由開放，特別是有了適當的保障後，應准許設立新的市場。同樣地，加入市場的資格限制，應訂得既可將沒有信用的公司拒諸門外但又不致阻礙

<sup>26</sup> 1987年12月，香港聯合交易所委託博雅公共關係公司在倫敦、紐約、東京、雪梨及香港就國際投資者對本港股市停市一事的態度進行調查。接受調查人士一致表示停市事件有損聯合交易所在國際上的聲譽，至少在短期內削弱投資者對本港市場的信心。主要的調查結果載於戴維森報告書的附件9。

誠實可靠的公司加入。此外，市場業務也不應受一些純為保持結構或制度特色而制訂的規例所妨礙。因此，舉例來說，我們認為維持課稅在市場各行業間的中立性，是一個值得推許的目標。研究如何改進本港證券市場，並為這些市場的未來發展制訂一個全面的策略，是十分重要的。進行這項工作，要證券業及政府雙方深思熟慮，齊心協力，才能排除可能遇到的障礙。

我們認為，如果維繫各方面對市場效率的信心，該市場必須符合以下條件：

- (a) **制度的穩定性**。有關制度不應因市場可能出現嚴重崩潰而受到威脅，但萬一市場崩潰，亦應有應變措施補救。制度穩定性是香港一個特別重要的目標，因為股市停市及期貨市場崩潰事件，正擊中整個制度的要害。對制度穩定的要求，帶出處理風險及資本充足性的問題；
- (b) **有秩序及運作暢順的市場**。市場的運作，必須有效率而暢順，有規律而可靠。價格方面基本上應有連貫性。在連續的買賣之間，價格不應出現大幅而不合理的波動，如果沒有適當的交投量，價格亦不應有急劇的變動。交易、結算及報價程序須順利進行，不應有任何中斷或阻延。這個要求涉及市場的操作及各方面連繫的問題；問題的癥結在於有關的制度及程序；
- (c) **公平的市場**。市場不應受到操縱，也不應有欺詐的行為，以免任何參與者以不公平的手段取得利益；此外，上市公司的股東，應受到同等的待遇。這點涉及價格的透明度以及公開資料的問題。上市公司必須及時提供足夠的資料，令投資者作出有所根據的決定，此外，市場的證券分析家，亦應透過觀察所得，指出哪些是誤導他人的聲明，並且協助確保將公司的資料，用於將價格作出適當調整；以及

- (d) **對投資者的保障**。“買主自負責任”的原則仍有其重要性，但卻不能任其自行發展到支配市場。私人投資者必須得到保障，以免他們受騙徒所害或愚昧的人所累。這涉及經紀的入會資格(指誠實及能力方面)、自律、監察及執行的問題。

## 風險的處理

鑑於去年10月所發生的事件，我們認為在討論其他問題之前，應該提出一項警告。我們相信，試圖建立一個全無失誤的制度，是絕對不恰當的。市場將仍繼續波動，有時還波動急劇，投資者失敗和客戶不能履行合約的情況，將仍繼續發生。任何自由市場制度都不能防止這類事件發生，事實上也不應加以防止。重要的是確保問題只局限於某一部分，不致擊中制度的要害，從而導致或可能引致市場全面崩潰或近乎全面崩潰。去年10月所發生的事件，說明了盡量確保證券市場危機不致蔓延到銀行業及貨幣市場等其他方面，是至為重要的。因此，必須做到的是認識市場固有的風險，並將之適當地分散及徹底處理。

撇開其他一切問題，最迫切的便是處理風險的問題。整個問題的重心是兩間交易所及中央結算所，而後者所扮演的角色，越來越重要。事實上，確保中央結算所能夠審慎運作，大概是市場機構及監察者的一個最重要目標。不過，本港的證券市場和監察機構，似乎都未能明白這點。

## 規管

概括來說，我們會為香港訂定下列目標：金融市場應保持穩健、有秩序、公平和以合理的成本為投資者提供充分保障。要達到這些目標，便要訂定準則及進行監察。

問題是，這些工作應由業內人士抑或政府進行。公司條例修訂委員會在其1971年的保障投資者報告書中表示：

“……確信政府不應過分參與規管及監察各證券交易所，及在這些交易所進行的買賣……”。我們支持市場機構自行規管的概念，並贊同香港政府應按照其一貫的自由市場原則，負責提供一個可使股票及期貨市場發展及欣欣向榮的環境及架構。

## 自行規管

我們明白，所謂自行規管的制度，似乎未能在香港成功地推行。不過，我們仍推薦採用一個以從業員為本的自行規管制度，這是能夠實現我們為香港訂下的目標的最佳途徑。我們作出這個決定，是希望極力避免以嚴厲的法定制度來約束證券市場，這樣的一個制度很容易會使市場過分受到反應緩慢或運作不靈的管制方式限制。香港奉行放任主義，一直甚見成效，我們不能單單因為有人不當地使用或嚴重濫用這個制度而完全將它摒棄。

在一個瞬息萬變的市場裡，如由從業員負責市場管理及規管，可提供更大靈活性及適應力。此外，在這制度下，由於所需的市場知識是來自從業員本身，因而更能爭取市場成員的支持。

至於法例規定的程序，由於具有全面法律效力，因此必然緩慢，而且法定的監管人員，亦未必具備所需的知識和經驗。

另一個原因是，我們相信，由於現今的證券市場錯綜複雜、瞬息萬變，除實施以從業員為本的規管制度外，實無其他選擇。只有市場機構才能知道最新的市場整體情況和經紀的財政狀況，也可以當場察覺不當的買賣行為。因此，兩間交易所及結算所應在盡可能的情況下，進行即時的監察，並以此為每日例行工作之一。

最後，我們認為有需要指出，自去年10月以來，聯合交易所及期貨交易所已採取不少整頓內部的行動。對這些改革，我們深表支持。

除認為兩間交易所應在自行規管方面繼續擔任一個重要角色外，我們還主張讓其他市場人士和證券業使用機構參與規管工作。舉例而言，我們希望市場從業員能帶頭制訂業務守則。我們取守則而捨法規，因為守則較易草擬和執行，雖然守則可能缺乏法律效力，但如違反守則，當局亦可據此採取法律行動。

## 制衡措施

然而最重要的，是自行規管制度必須同時具備有效的措施，以防規管權力落在內部人士手上。正如美國國會總會計局在關於美國證券交易委員會的報告書指出：

“雖然概念上自行規管有可取之處，例如可免政府過分加入，但亦有潛在的危險。其中一個危險是，由於負責自行規管工作的人士是規管自己的行業，所以未必會盡力而為。另

一個理論上的危險是證券業機構會運用自行規管權力來減少競爭，藉此謀求個人利益而非實現自行規管的目標。”<sup>27</sup>

這些危險在香港確實存在。以下是美國國會眾議院某委員會主席在1983年所作的坦率表示：

“對證券業的自行規管制度打擊最大的，是因自律機構不採取行動去充分監管會員或因證券交易委員會對自律機構監察不力而引致的任何醜聞。”<sup>28</sup>

我們覺得，香港最近發生的事件，絕對顯示制衡措施急須在整個制度的每個階層推行。我們建議設立的結構，就是以這個基本原則為依歸。

首先，我們認為必須實施一個雙層監管制度，即交易所在單一個法定機構的監察下，規管本身的事務。換言之，這個法定機構會負起監察的職責，而市場則自行負責日常的監督和規管工作。

第二，我們主張這個監察機構脫離政府架構。只有在監察機構失職時，才需政府干預；日常發生的市場緊急事件，政府絕不插手，以免政府權力不必要地被削弱。

第三，市場機構的操守，必須是無可置疑的，而且應讓投資者看到它有這樣的操守。這些機構的管理階層則應代表各有關方面的利益，以確保所作決策足以反映市場的整體需要。同時，我

<sup>27</sup> 1986年9月美國國會總會計局發表的報告書—《證券交易委員會：對自行規管制度的監察》。

<sup>28</sup> 摘自美國國會眾議院能源與商業委員會屬下電訊、消費者保障及財政小組委員會的主席致證券交易委員會的一封信。

們建議應有獨立人士加入市場機構(即兩間交易所和結算所)的董事局；相信藉著獨立人士的參與，能對市場成員產生制衡作用，以免規管程序因內幕人士的利益介入而受影響，亦藉此提醒兩間交易所，證券市場之設立，是為集資人士、投資者、公眾人士提供服務，以及照顧證券商和顧問的利益。董事局的獨立成員應具備證券業的專門知識，但不得加入兩間交易所或結算所成為會員。

不過，第一防線須由兩間交易所一群獨立、高薪和具備專業資格的職員組成，以不畏權勢、大公無私的態度執行市場的規則。發展這支專業隊伍不錯是一項很富挑戰的工作，但卻是我們計劃中不可或缺的一環。市場成員應積極參與制訂市場規管政策的工作，但另一方面，由於利益衝突的關係，他們應盡量避免參與執行規則的工作。

## 成本

雖然我們認為有需要實施某個程度的法定監察，但我們必須提出警告，就是法定監察很容易窒礙證券市場，而非有助於它有效率地運作。以下兩個情況可能發生：競爭會減弱；監察費用會增加經紀的間接成本，從而增加交易的費用。因此，監察機構必須提高警覺，使實施監察的好處與代價達致均衡。

## 一個適用於香港的解決方法

正如我們所解釋，香港的證券市場是獨特的，很多方面都與眾不同。本港的規管制度必須適合目前及預測的未來情況。

首先，我們採納了一個“對症下藥”的政策。在上述的整體架構內，我們盡量避免採用一個概括的解決方法，以免在市場的每一個環節重複著同一個模式。我們因此預料，在某些情況下，如果有關行業沒有組織可以負起規管工作，而目前的安排又似乎運作不錯的話，便由法定監察當局負起直接監察的責任。

第二，香港比較缺乏規管的資源及經驗，我們已顧及這點。

第三，我們已考慮到香港證券業的本地零售成分濃厚，以及這些小戶投資者與其他金融中心的投資者不同，他們大多數都甘於冒險。

第四，亦是最關鍵的一點，就是我們所制訂的政策，是考慮到本地經紀、交易商及顧問在一個發展迅速的市場內的利益，並從而鞏固他們的地位。

這就是我們為香港證券市場建議的策略。





## 第III部

# 建立監管架構

繼戴維森報告書發表後，證券及期貨事務監察委員會(證監會)  
在1989年5月1日成立。

證監會首任主席區偉賢上任後專心致志，  
致力建立新的監管架構。

區偉賢在1989年6月15日的就任演辭中  
闡述了當時剛成立的證監會的組織、職能及權力，  
以及其首要任務。

區偉賢的第二份演講辭談到證監會的監管理念，  
並指出“……香港的有關當局仍然維持著其  
輕度監管及不干預的傳統。”

當時香港聯合交易所的主席利國偉在三十人集團  
就結算及交割事宜召開的會議上，  
與出席者分享香港在遵守該組織  
的有關建議方面已準備就緒。



區偉賢

# 證券及期貨事務監察 委員會的首要任務

3

國際研究中心(IIR)主辦的新證券監管制度研討會  
1989年6月15日

## 簡介

在證券業檢討委員會(證檢會)發表其有關證券期貨業的運作及監察的報告書之後的10個半月,《證券及期貨事務監察委員會條例》於1989年4月12日在立法局通過最後一讀。香港聯合交易所(聯交所)的重組在1998年開始,而期貨交易所的重組則在上月完成。人們不能指控香港處理1987年10月股災之後的情況反應緩慢。政府及由張鑑泉議員及夏佳理議員領導的專責小組,以專業的態度極為勤奮地工作,並按照有關的時間表擬備好了一條公平、清晰及易明的法例。證券及期貨事務監察委員會(證監會)於5月1日起開始運作。有人認為就日後的發展而言,證監會成立得非常及時。

## 證監會的組織、職能和權力

證監會現時的高層管理人員,大部分已到任。4名執行董事分別領導4個營運部門 — 白嘉道領導企業融資部(他過往曾任職加拿大安大略省證券事務監察委員會及多倫多證券交易所);喬偉能主管市場監察部,包括交易所和結算所的監管。(他來自芝加哥商品交易所並

曾在納斯達克及費城證券交易所任職)；羅德滔主管中介團體監察及投資產品部(他將會在稍後向大家致辭，他來自澳大利亞全國證券及公司事務監察委員會)；而主管法規執行部的是從業界人士搖身一變成爲監管者的依啓榮。他在香港擁有18年會計、商人銀行及經紀業的經驗。這些主要的營運部門由其他支援部門，例如法律服務、財務監控、資訊科技、人事管理及機構傳訊等部門協助履行職能。此外，我們的規劃與發展總監麥美琳過去9個月在努力建立起我們的組織架構方面，發揮著關鍵的作用。而今天研討會主席羅逸仕先生是我們的新法例高級顧問，他在起草、擬備和推動《證券及期貨事務監察委員會條例》方面，扮演著十分重要的角色，而他亦會帶領我們推行下一個非常重要的法例改革。稍後我會對此加以闡述。

證監會另一個重要元素是5位非執行董事，他們分別是張健利、陳曾燾、鄭立利、費理明及黃匡源。我們很幸運能夠邀請到以上5位在香港商界和專業界備受尊崇的翹楚，和我們一起落實證監會的工作。他們整體和他們每一個人都對香港的市民和制度有深刻認識，並且能夠爲我們提供廣闊的視野和豐富的經驗。如果我本人或其他執行董事行事過分衝動或未能針對要點的話，相信他們必定會從旁提點和加以約束；倘若我們在工作上稍爲怠惰，他們亦必定會從旁加以鞭策。

此外，證監會亦可就影響市場和市場參與者的政策事宜，從證監會的諮詢委員會獲取意見。香港總督在諮詢證監會後，從證券期貨業各個領域和其他相關的專業中，委任了12位經驗豐富和備受尊敬的資深人士，作爲該委員會的委員。

前證券事務監理專員辦事處大部分富有經驗的職員都接受我們邀請加入證監會，對此我們深感榮幸。連同更多的從外界招聘的職員，我們目前已有約70名行政人員(預算編制是100人)。現時

職員總數是148名(預算編制是229人)。我們希望在10月左右可以擁有一個完整的人手編制。雖然我們尚未能開展很多我們已識別出來且認為需要推動的工作，但整體來說，我們目前已有足夠職員來處理繁多的日常工作。

爲了讓大家更清楚掌握證監會的工作範圍，我想逐個介紹每個營運部門的職能，相信這將有助於加深大家對證監會的認識。

**企業融資部**處理有關證券的上市、企業信息披露、收購合併和企業重組的政策事宜。具體來說，其工作範圍包括：

- 審批有關企業交易(包括收購合併、公開發行和私募發行、配售、以介紹方式上市、須予公布的交易、企業公告等)的文件，確保有關交易符合《收購守則》、法定的上市規則、《聯交所上市規則》、配售準則及其他規定；
- 作爲收購合併委員會的執行部門；
- 研究和更新《收購守則》，及對於違反《收購守則》與《上市規則》的事件進行查訊；
- 就《收購守則》和《上市規則》的應用，及關於企業信息披露的事宜，向商人銀行家、專業人士、其他從業員及中介人提供意見；
- 確保上市公司遵守上市規定；
- 檢討聯交所的《上市規則》及其應用，包括與聯交所進行很多的聯繫。

除了根據《證券條例》、《證券交易所合併條例》及《商品交易所條例》監督交易所的職責和權力之外，《證監會條例》中亦訂有若干新的職責和權力。所有這些職責和權力都是由**市場監察部**執行的。該部門負責：

- 監督交易所及結算所的管理及審批其規則；
- 監察香港及其他市場的交易活動、交易模式及交易趨勢，以識別和及早防備潛在的問題；
- 監控交易和交割的風險，包括監控跨市場買賣；
- 監督新結算系統及存管安排的引進；
- 監察交易規則及操作(例如有關保證金融資的規定、賣空的規則等)，及在適當情況下提出有關的修訂建議；
- 確保訂立適當的市場內外的業務操守規則及交易商和經紀操守準則；
- 監督和促進在香港於交易所以外(例如債券市場)進行的證券交易活動的健全發展；
- 管理和監管賠償基金；
- 檢討和審批新產品及服務和相關的作業方式，例如股票借貸、新的期貨合約、期權等。

很明顯，這些活動亦往往涉及其他部門。

**投資產品及中介團體監察部**的工作範圍很廣泛。

**投資產品科**對監管投資管理和投資顧問業務，以及投資產品的有關政策作出建議。該科涵蓋兩個主要領域。首先，透過執行《單位信託及互惠基金守則》來監管單位信託及共同基金行業，包括：

- 處理認可申請(審核公司章程大綱及細則、信託契約、解釋備忘錄、託管協議、投資協議、管理協議、銷售文件、年度報告及季度報告等)；
- 向單位信託委員會作出建議及擬備有關文件；
- 監察認可的單位信託及互惠基金，以確保其遵守有關規定及詳細審閱其建議的改變；

- 審批向公眾人士發出的投資於信託或基金的廣告及其他形式的邀請；
- 就業界、專業人士及投資大眾的查詢作出回應。

第二，該科亦在以下情況行使證監會在《保障投資者條例》之下的職責；

- 就呈交予證監會知照、審批或認可的不同類型的投資安排(不論是否關於證券或其他財產)進行仔細審閱和評核；
- 確保存款證、商業票據、紙黃金計劃、與單位信託掛鉤的人壽保險計劃、存款管理保單及集體公積金計劃符合其審批準則；
- 監察傳媒有否刊登未經認可或違反《保障投資者條例》規定的投資安排及投資顧問意見。

在過往的證監處的制度之下，**發牌科**的責任如下：

- 處理有關證券交易商、商品交易商、投資顧問、商品交易顧問及其各自的代表的註冊申請及註冊續期事宜－《證券條例》第VI部及《商品交易條例》第V部。目前有1,435名交易商(包括709名聯交所會員及83名期交所會員)、4,300名交易商代表、980名投資顧問、482名投資代表及269名豁免交易商及投資顧問；
- 暫時吊銷及撤銷註冊；
- 處理申請豁免註冊的個案；
- 執行《證券條例》第IX部及《商品交易條例》第V部中有關帳目及審計的條文。這主要涉及查核帳目，以確保交易商有否遵守關於備存適當的會計及其他記錄、維持適當的信託帳戶及遵守《證券條例》第65B條的資金規定等要求。



日後，該科除了要制訂發牌政策外，亦要執行若干新的職能，包括：

- 應用《證監會條例》第IV部的新註冊條文。這將會要求該科：
  - 使用新的《適當人選的準則》來對新申請人作出正面的審批；
  - 以新的準則來全面檢討每個現有的註冊實體；
  - 應用有關註冊人保存其記錄的新條文；
- 落實證檢會關於收回豁免交易商資格的建議，而這很明顯會增加註冊人的數目；
- 執行證檢會的建議，將證券登記機構納入發牌制度；
- 引進證檢會建議，對發牌制度作出其他改變；
- 就關於拒絕、暫時吊銷或撤銷註冊的任何上訴聆訊擬備有關的文件。

**中介團體監察科**對交易商、經紀及顧問進行監察。該科：

- 制訂關於資本充足程度的政策，包括為證券期貨行業制訂資本及速動資金規則；
- 協助制訂業務操守規則；
- 透過對註冊商號進行例行及特別的稽核，以監察這些規則有否獲得遵守；
- 與外部審計師及交易所聯繫，確保有關的規則得到更好的遵守；

**法規執行部**分成兩個科。**監察科**負責監控在證券期貨市場的交易活動。這包括：

- 監控股價或成交量的不尋常變動，及維持一份“監察股份名單”；
- 對有可疑的股價波動或交易模式進行初步查訊；
- 搜集數據及維持一個數據庫，以方便進行調查。

在這一方面，我們愈來愈需要採用精密先進的方法及科技，以配合急速演變的市場。

**調查科**負責調查註冊人的涉嫌違規行為或失當行為。這些調查通常是由監察科、證監會其他部門、聯交所及期交所移交的，或來自公眾人士的投訴或傳媒報道。

調查科將會調查的違規行為包括：

- 營造虛假市場
- 詐騙性或欺騙性的手法／安排
- 固定價格
- 作出虛假或誤導陳述
- 兜售投資產品
- 就取得或出售證券而作出的不正確要約
- 期權或遠期買賣
- 賣空
- 不正確地處理股票
- 有關買賣超出交易限額及持倉限額
- 內幕交易

該科在準備有關個案時，是希望發出警告或意見，作出初步紀律研訊、採取簡易訴訟途徑，或就表面證供成立的可作公訴的違規行為進行檢控。

除了目前的職責外，該科將會需要在《證券(披露權益)條例》及新的內幕交易條例通過後，執行該等條例的條文。

## 證監會的首要任務

以上談過證監會的具體職能。現在就讓我談談我認為證監會的首要任務是甚麼。首先，我們需要建立一個策略性架構。這需要從一個很概略或“宏觀”的層面，根據其長遠目標和宗旨、其在有關政策架構的角色及其監管理念來檢視證監會。我們目前正在草擬一份正式的策略性計劃，雖然仍未完成或通過。因此，我在這裡所說的只是初步看法，我必須強調我並非在此陳述任何已達成協議的政策，亦不是全面地去處理有關的課題。然而，我可以概括地提出幾點。

證監會的總體角色是透過有效的監管來確保香港的證券期貨市場能夠以公平、有效率和有秩序的方式運作。監管的目的是要建立一個架構，利便市場在健全的基礎上發展及促進市場的長遠利益，從而使有關市場能為香港的財富創造及其社會經濟發展作出更好的貢獻。對於哪些手段才是達致這些目標的最佳方法，不同人必然有不同意見，但在指導證監會的活動方面，有以下若干重要的指導原則：

- 主要的目標是要將香港發展成為重要的國際金融中心和頂級的區域性證券期貨交易市場和投資管理中心。縱使出現近期事件，我相信這仍然意味著香港不久將會成為中國金融基礎建設的重要組成部分。
- 證監會將會考慮香港市場的特點及傳統、本地投資者所關注的事宜及企業的架構和慣例。然而，有關市場及其參與者必須維

持國際公認的標準。我們市場日後的增長，取決於國際上的參與和興趣。

- 證監會將會鼓勵和協助市場發展負責任的自我監管。
- 證監會必須與市場建立緊密合作和深入瞭解，雙方聯手找出問題所在和堵塞漏洞，以及鼓勵發展新產品、新技術和新科技。
- 證監會必須作出迅速和靈活的反應，隨時與市場專業人士和市場使用者接觸，及適當地諮詢相關團體的意見。
- 證監會將會致力推行可落實上述目標的活動。
- 證監會將會避免吹毛求疵，但若發現任何違規行為，都必定會採取嚴厲行動。
- 證監會將會因應每個具體情況，盡量避免制訂複雜的規則和程序。
- 證監會將會緊記必需平衡監管的成本和效益。

在這些普遍原則之下，我希望提述若干我目前認為在未來一兩年證監會必須落實的具體工作及其優先次序。

首次，我們需優先落實以下的**組織工作**：

- (1) 我們將要完成行政人員和文書人員工作隊伍的組建。我們在本年 1 月起才開始運作，因此在這個艱難的環境中，仍有很多工作要完成。
- (2) 組織需要完成其“安頓過程”、發展內部工作關係和行政系統。
- (3) 我們目前正在推行一個很重要的計劃，就是建立電腦軟件系統，將證監會的主要運作工序電腦化，以建立容易取用的數據庫，及運用電腦科技來履行各項職能。在 10 月，我們將會有一台電腦主機運到。證監處的其中一個主要的工作障礙(而這個問題目前仍因

擾著我們)，就是在存取記錄方面過於緩慢、過分依賴人手操作和紙張記錄。

- (4) 我們必須為職員制訂培訓計劃。

第二，在**運作層面**，最重要的是確保所有系統盡量暢順和有效率地運作，以履行我們的日常監管職能。同樣重要的是進一步發展我們與兩家交易所和結算公司的現有工作關係。

若干需要優先處理的具體工作(優先次序不論先後)如下：

- (1) 引入新的註冊／發牌制度。這包括就註冊人的“適當人選”測試草擬指引，及制訂制度以確定申請人能否通過有關測試(包括也許是最終認可某些考試)。
- (2) 根據最新的《適當人選的準則》來檢討現存的註冊人。這將是一個持續的計劃，可能會持續3年。
- (3) 為金融中介人設計和引入新的財政資源(資本充足)規則，以取代《證券條例》第65B條，以及將資本充足程度的監管，擴展至包括期貨交易商及其他類別的註冊人。這些規則將會需要顧及到營業規模及不同類別的風險。我們需要廣泛地諮詢市場參與者及其他監管機構的意見。若要引入新規則，證監會需要註冊人與其攜手合作，發展新系統以符合新規定。
- (4) 修訂或制訂適用於交易商及顧問的操守準則，以涵蓋其與客戶進行或替客戶進行的交易、重大利益的披露及利益衝突等。
- (5) 落實取消豁免交易商的制度。這將會涉及諮詢有關業內組織、其他監管機構及相關團體。
- (6) 使去年立法局通過的《證券(披露權益)條例》生效。大家都會記得這條條例監管大股東、董事及其他關連人士對超過某個水平的持股量和買賣進行披露。這條條例仍未“生效”，是因為

確保其獲得遵守的配套設施和系統仍未準備就緒。聯交所及證監會都需要招聘人手和添置電腦系統，以收集和備存有關記錄、監察持股量轉變及向市場發放有關信息。當這條條例生效之時，它很可能會對上市公司及其顧問的運作帶來很大的衝擊。

- (7) 研究新的《聯交所上市規則》，這意味著將會對先前的規則全面加以檢討和整頓。此項工作已進行得如火如荼，並且接近完成。同時法定的上市規則亦要作出修訂，以配合有關的修改建議。
- (8) 與這些規則相關的，是涉及香港上市公司的“遷冊”事宜。我們明顯地關注到這個愈來愈普遍的趨勢，但我們不會允許上市公司透過這個方法來迴避遵守旨在保護投資者的利益的法定條文或監管要求。證監會目前正與聯交所緊密合作，以制訂措施來實現這個目標。
- (9) 檢討《公司收購及合併守則》及研究香港在監管公司收購交易方面的制度。
- (10) 監督就聯交所交易而設立的新中央結算及交割系統。就提高市場效率、改善風險管理、削減成本及增加對國際投資者的吸引力方面而言，這可能是目前所進行的最重要的舉措。最近新成立的結算公司，50%由聯交所持有，而其餘的50%則由5家主要銀行持有。這是我們踏出的重要一步。對於那些希望我們的市場能夠長期保持穩定和增長的人士來說，迅速落實這個系統必定是首要任務。這個範疇是證檢會報告書的核心，亦是其有待落實的最重要的建議。近期三十人集團的報告中，亦突出了結算及交割系統的重要性，並建議各個市場逐漸接納該集團所建議的同一國際準則。雖然目前的交割系統仍能夠應付過往3個星期的成交額，但

上述計劃的重要性並不會因此而稍減。目前的交割系統仍然是複雜、過時、昂貴及缺乏有效的紀律。我們必須盡快落實新系統，不容有任何的拖延。

- (11) 協助引入新的打擊內幕交易的法例，並加以執行。在過往數年，世界各地(由法國至日本，以至其他國家)對於內幕交易的態度明顯地有所改變。各地都制訂了嚴厲的新規定以打擊這種違規行爲，而內幕交易這種行爲，更日益打擊個別市場的誠信和投資者使用有關市場的意願。相信大家都留意到，政府正草擬一條新的內幕交易條例草案。此外，相信大家亦記得在兩年前行政局曾建議雖然暫時不應將內幕交易訂爲刑事罪行，但應對內幕交易作出更嚴厲的懲罰。很明顯證監會在起草這條條例草案的工作中，發揮著重要的作用。
- (12) 此外，另外一項尚待進行的重要工作，是將監管證券期貨市場的多項條例加以修訂、綜合和簡化(如果不計《公司條例》，這些條例合共有8條)。根據新的立法計劃，《證監會條例》只是朝著這個方向踏出的第一步。證檢會仍有若干涉及立法改變的建議有待審議和執行。此外，亦有多個環節已被認爲需要或適宜加以改善。因此，證監會和政府都必須作出很大努力，以完成這個極爲重要的目標。
- (13) 我們亦有多項須與聯交所合作落實的工作，包括檢討在去年3月成立的期貨結算有限公司的風險管理系統和加以落實。此外，我們亦要檢討建議推出的新利率期貨產品的相關事宜。
- (14) 在投資管理方面，我們亦有一系列議程。首要的目標是大幅削減輪候審批以取得認可的投資產品的數目。我們亦構思爲投資經理制訂業務操守準則。這是我們希望在適當時間建立起來的新自我監管機制中需要發展的範疇。單位信託基金公會已在這

方面擔當著發起人的角色，而這個發展亦是證監會所歡迎的。然而，我相信仍然需要一段時間其他團體才可以發展到可以取代法定監管職能的階段。

上述工作的優先次序並非鉅細無遺。我只是希望可以讓大家了解多一點我們日後的工作範疇和方向。如果大家就上述的工作清單有任何補充建議，請大家在答問時段中提出。

在結束之前，我希望簡短地談談最近在中國發生的事情對本地市場的衝擊。雖然有關事件對香港的所有活動都帶來一定的衝擊，並且必然會影響我們的策略性思維，但我在陰霾背後卻看到曙光，這就是本地市場系統在期間表現得極為穩健。在過往的9個月，很多外地金融機構高層訪客都問我如何及在何時可以顯示或證明，在過去18個月推行的市場改革確實發揮其效用。我有時會這樣回答：“只要當我們面對重大的市場危機時所有系統都完好無缺，並且繼續穩定運作，這就是最好的例證。”我並不希望在證監會創立初期就要面對這樣的危機。然而它確實來臨了，但直到目前為止，有關系統都安然無恙。在任何階段都絲毫沒有關閉任何一個市場的需要。交易在十分有秩序的情況下進行；兩家交易所的管理層都控制大局；期交所作出多次追加保證金的要求，並且都全面獲得滿足；其他風險管理程序都維持不變；經紀和交易商的財政狀況受到緊密監察，而有關方面在有需要時都補足資金，結算及交割系統並沒有出現任何阻滯。到目前為止，並沒有任何經紀出現嚴重的經營問題。證監會與兩家交易所聯繫得十分密切。單位信託的贖回極為順利。公允地來說，我認為香港市場和監管架構表現出其兩年前所缺乏的韌力、專業性和成熟程度。我相信國際投資者和監管機構都注意到這點，並且這將會影響他們日後對香港



的觀感。縱使就短期而言，在投資者心目中，他們對於政治風險的擔憂，可能會在某程度上超過了這個正面因素。

區偉賢

# 證監會維持輕度 監管的傳統

4

《證券月刊》

1990年10號

**證**監會已成立了17個月，但日子好像要長得多。這段期間所取得的成果，無論是就監管事宜還是就市場本身而言，與任何市場相比，都是相當豐碩的。我們很容易列舉出聯交所及證監會在過去1年所取得的眾多成就。如果要列出已提到議事日程之上並有待落實的措施，那麼就更加容易。這方面的清單已在證監會最近出版的年報中披露。讀者可能較有興趣的，相信是關於證監會的監管理念及最近成為公眾爭議的連串問題。

今年較早前，香港證券市場普遍關注“過度監管”的問題。尤其在香港，公眾的感覺很容易受到社交圈子之中某些相當強烈的，但有時卻欠缺分析力的論調所左右。無論這種過度監管的指摘是針對聯交所、政府還是證監會(後者可能最是眾矢之的)，卻往往缺乏證據支持。在我看來，這些指控的來由部分可歸因於過去3年來監管架構迅速轉變，包括較早前醞釀的連串措施(例如《證券(權益披露)條例》以及新的內幕交易條例等)。無疑，這些轉變都必需在這段期間出現。

不過，若以客觀角度來衡量目前香港相對於其他國際市場(包括區內的其他市場)的監管“程度”，即使我們已顧及到作

出這樣的比較的困難程度，我們仍屬於較為寬鬆。在有關監督經紀及證券商操守的條例方面，這個說法尤其真確。儘管我仍然堅信這是我們應該維持的原則，但我覺得有很多市場參與者仍未認識到，相對於其他市場來說，香港仍然在很大程度上維持輕度的監管傳統及政府所奉行的不干預主義。

證監會成立早期，我亦認為公眾對未知因素（尤其是對“外國人”）的恐懼，影響了公眾對監管的態度。我們已力圖通過溝通來消除公眾的恐懼。我希望市場參與者至今對我們本身和我們所做的工作，會有更清晰的概念。

證監會一如其成立目標所言，其信念是認為監管的主要目的，在於確保市場運作完善，並促進市場在促進經濟發展和創造財富方面的功能。

證監會尤其關注到其促進香港市場發展的法定功能。某些金融市場的力量來自其市場規模及內部經濟動力。另一些則透過開放市場及提供更有效率、更先進及更方便的服務及產品，從而吸引國際資金。儘管本港的內部經濟朝氣勃勃，但是其經濟規模卻不及其他人口較多的東南亞國家般那麼大，足以推動金融市場發展。

主要的增長潛力來源（無論對基金管理還是證券買賣而言）在於香港作為一個市場及地區中心提供的方便，可以吸引區內及國際性的投資，特別是與中國內地有關的投資。這種吸引國際投資的能力能產生相得益彰的良性循環（一如倫敦與歐洲的關係）。

在銀行及基金管理方面，香港已成為一個全面的國際中心，並藉此而得以繁榮興盛。儘管我們的股票市場正朝著這個正確方向邁進，但距離有關的目標仍有一段距離。朝向國際化

的發展無可避免會構成一些壓力及商業利益的衝突。其他證券市場在經歷國際化的過程中，亦曾面對類似的壓力。然而，這些壓力不應使我們忽視本身的策略性目標及其大多數的市場參與者的裨益，確保香港成為這個地區的主要國際股票市場對整體經濟所帶來的長遠利益。

成功的主要因素有賴市場的流通性(反過來這亦受到投資者的數目、種類以及其發揮的作用而影響)、交易及交割系統的效率、交易成本(相對於其他市場)、產品種類及複雜程度，以及對市場的穩定性及公平性的信心等。證監會在衡量決定及作出行動時，充分考慮上述因素。香港具有不少既有的優點(包括其聞名的企業家技巧、一流的通訊網絡、全面的專業服務，以及成功凝聚了來自各個主要地區的基金經理)。除非香港採取保守倒退的政策作繭自縛，否則香港必然會順理成章地在日趨國際化的市場中，扮演著主要地區中心的角色。這與繼續買賣一系列切合本地投資者需要的證券這個目標，正好不謀而合。

證監會認真地肩負本身的責任，促進市場機構及團體發展自我監管。很遺憾的是，不同市場參與者對“自我監管”的闡釋明顯不同。由證券業檢討委員會提出的自我監管涉及從業員自願遵守嚴謹的業務操守準則(尤其是涉及如何對待投資者)，以及市場團體自願保證其會員須遵守這種標準，甚至不惜可能因此而不受歡迎，無私無畏、不偏不倚地對違規行為採取紀律處分行動。

像聯交所這類自我監管機構，其獨立性及客觀性，正好是任何自我監管制度的關鍵所在。至於個別經紀行、交易商及投資顧問機構，能否維持類似的道德標準，亦左右著自我監管制

度能否成功。任何自我監管制度的成敗，都取決於業內人士能否明白他們的長遠利益其實與保持這種標準的目標是一致的，甚至往往需要犧牲其短暫利益而為其長遠利益服務。在任何市場，往往難於說服業內人士為遷就長遠目標而修訂其短暫追求的目標。在目前情況下，這對交易所、有關機構及團體的領導階層來說，實在是一項富挑戰性的工作。

證監會明白到任何市場都不會完美，而行為模式的改變往往進展得比較緩慢。即使在全球最成熟的市場中，負責任的自我監管仍需假以時日來發展，而且有時亦會出現失誤。這正是需要成立有力的法定監管機構的理由之一。然而，證監會已銳意鼓勵交易所履行真正的自我監管職能，及促進市場各個環節發展出其本身的自我監管組織。

證監會與聯交所的角色一直是交易所代表的公開評論的話題，尤其是在涉及雙方職能重疊方面。事實上，雙方只有一方面的職能真正重疊，而且我們目前對此正力圖加以糾正。聯交所的主要作用是監管及發展市場，監管其會員的財政狀況及業務操守，及在上市方面發展及執行《上市規則》，保證公眾股東能得到正確及公平的對待。後者的職能往往被誤解為自我監管，而事實上聯交所卻是為了投資大眾的利益而監管其他人士(上市公司)。

聯交所是公共機構，擁有法定的專營權，財政資源主要來自投資者支付的法定徵費及上市公司所繳交的費用。聯交所在發揮其功能時，正肩負代表公眾利益(特別是投資者的利益)這個重要責任(世界其他交易所亦然)，尤其是在代表市場整體的最佳利益來說，其他團體或組別的利益都屬於次要。

證監會的職能包括為經紀、交易商及投資顧問(其中約有三分之一是聯交所會員)進行註冊登記、監察非交易所會員的財政狀況及業務操守、監管向公眾作出的投資安排、執行有關證券期貨交易的法定條文、為政府在立法方面提供意見及執行《公司收購及合併守則》的規定。對聯交所而言，證監會發揮其監管機構作用，旨在保證聯交所有效地和大公無私地發揮其監管及自我監管功能(為了這個目標，證監會定期收取報告並進行稽核，以視察聯交所的系統是否運作如常。)

目前雙方只就有關上市事宜方面是職能重疊的。舊有做法是證券事務監理專員辦事處與聯交所一同批准公司交易及有關文件。當新的聯合交易所《上市規則》在1989年生效時，這方面的重疊在很大程度上已消弭。其餘的職能重疊(包括批准新股上市、供股建議及其他涉及大型的企業融資交易)，亦將在未來數月內逐步消除。待雙方檢討交易所的上市職能並簽訂諒解備忘錄後，這個目標便可達致。證監會的目的是希望聯交所日後將會負責執行所有關於上市事宜的日常工作。

概括而言，證監會不是為了監管而監管，也不會為輕微的技術性過失而進行懲罰。涉及真正的過失的個案仍然眾多。我們正力圖採用彈性及務實手法，因應香港的實際情況而不是採取外地的規則來作為解決方法，及如果有關的監管限制含混不清或未能發揮正面作用的話，我們會盡量刪除(過去17個月來已刪除或放寬了大量這類的規定)。然而，在一些重要事項上，我們絕不會作出妥協。

我在香港觀察到一個現象，就是舉凡任何人抵觸到市場參與者的個人或商業利益時，有關方面都傾向利用媒體反映意見(但公眾往往卻毫不思考便全盤接收)。然而，有關的爭辯論點

往往流於簡單化或純粹出自本能反應，而且辯論焦點往往對人不對事。這無疑對證監會有所影響，但卻無損我們成立只有1年所取得的成績。我們力求取得平衡，且不會背棄我們的目標，就是力求保持各個市場完善穩健操作，及促使其朝著正確的方向發展，從而使香港繼續繁榮。

利國偉

# 三十人集團就結算及 交割事宜召開的會議

5

1990年3月14日

在處於領先地位的交易所當中，香港的地位十分獨特。香港已經為交易設有迅速的交割安排。我們值得對這個安排的優點廣為宣傳，因為很多更具規模的交易所目前仍在較為寬鬆的交割時限的基礎之上運作的。

將交割期盡量縮短，可以提高運作效率、減低市場風險和加強流通性。在原則上來說，股票市場的交割期應該縮至最短，從而盡量在確定的情況下使買賣雙方迅速地貨銀兩訖。在國際證券交易所聯會研究國際交割的專責小組報告書中，已清楚列明這個原則：

“小組的目標是要盡量縮短執行交易和進行交割之間所需時間。時間愈短，風險愈低。因此，在交易當日進行交割將會是主要目標，而即時線上交割可能是我們要達到的最終目標。因此，三十人集團所建議在1992年達到T+3的這個中期目標得到廣泛支持，而那些其目前的交割時限已較T+3為短及可進一步縮短這個時限的市場則除外。”



一直以來，香港都是採取24小時交割的。目前，香港的股票交割需要經紀之間就實物股票進行交割，而大規模地交換實物股票的程序十分繁複。

如果投資者在購入股票後希望即時取得附帶於有關股票的利益和行使有關權利，將會使情況變得更加複雜。有關的登記轉名手續需時21天，然後投資者才可以取得新股。我們的24小時交割循環和適用於股票賣空或借貸的法律限制，基本上禁止投資者在登記轉名期間出售有關的股份。

結果，在股東名冊截止登記期間以外的日子，大部分股份都是以街名登記的。因此，有關股票實際上成為不記名股票，而登記轉名手續往往積壓於公司派發股息或其他權利截止登記之前的時間進行。這個系統缺乏保障，而當市場活動極為活躍，這便會對整個系統構成很大的壓力。

此外，正如在其他市場一樣，現有的交割系統被廣泛地認為對於可處理大量交易的交易系統造成障礙。在1987年10月股災，我們的市場確實出現了這方面的弊端，雖然早在那時業界已認識到需要有一個中央結算及交割系統。

1986年，香港的4家交易所合併及引進電腦化交易系統，導致成交額大增及吸引更多外國投資者參與。1986至87年間的牛市顯示，即使買賣雙方都是本地投資者，要求所有交易都遵從傳統的24小時交割時限是無法辦得到的。我們必須承認24小時交割的規則並沒有切實執行，而這個情況當然是不理想的。

然而，選擇一個較長的交割時限是相當複雜的事情。撇開其他方面不談，我們要注意到效率較高的經營者 — 即那些現時可以從容地符合24小時交割時限的參與者 — 將需要接納較

之前長兩倍(或甚至更多)的交割時限，因而使它們面對更大的市場風險。

因此，聯交所能夠本著妥協的精神，與幾乎所有的會員達成協議，將交割期由T+1增至T+2。這確實是一個重大的成就。現時的統計數字顯示，幾乎約有75%的交易持續地在T+1的基礎上完成交割。坦白來說，我們決定將交割期延長至T+2基本上是懲罰大部分較有效率的經紀，因此，這可以視為一項倒退。

那麼，我們為什麼要轉變有關的方向？香港往往以其經濟體系的開放性及國際性為傲，因此，我們不能單從本地角度來看理想的交割期這個問題，即使確實有強而有力的理據去爭辯不應將T+1改為T+2，我們亦要全面考慮國際投資者的情況和不同時區對交割程序的影響。舉例來說，設想一下以下這個複雜的交割個案，當中涉及：一家澳洲悉尼的基金管理公司、實益擁有人位於紐約、全球託管商在倫敦而分託管商在香港。即使在最麻煩的個案中，如果我們假設有相關的交割程序是有效率和工序準確的話，一般來說可在T+2之內完成交割。

相信大家都會估計到，對於這方面我們有很漫長和激烈的爭論。幸好，我們能夠和衷共濟就此達致妥協。當然，我們亦注意到目前仍有若干細節事宜需要處理。目前的情況是T+1的支持者與支持T+3或更長的交割時限的陣營都同意，當股票借貸和中央結算及交割系統設立後，我們將會採取T+2的交割期。有關的執行日期將會是1991年的下半年。當T+2這個制度運作6個月後，我們將會加以檢討。

在這些情況下，我們的當務之急很明顯是建立一個交割系統，以允許所有參與者盡量減低交割所需的平均時間。當然，

這不是新目標。提供中央結算系統是聯交所的組織章程之下的目標。然而，當成立了聯合交易所之後，首要工作是要整合先前4個交易所的市場，從而建立一個運作暢順的統一市場。與此同時，我們亦要設立電腦化的交易系統。這些迫切的目標無可避免地佔用了我們大部分的財政及管理資源。

1987年10月的危機大大更改了有關目標的緩急次序。交割問題已由股票公司的後勤事務，搖身一變成爲報章頭條。設立中央結算系統變成爲最迫切的工作。

我們最初的回應是交由一個由霍禮義先生領導的聯交所臨時管理委員會來推行有關的結算計劃(大家相信都會認識身爲三十人集團的執行委員的霍先生)。雖然這個結算計劃最初的經費來自聯交所及由聯交所職員負責，但最終這個系統將會是另一個由所有主要市場參與者所支持的機構。這個安排的額外好處，是有關計劃將確保所有的相關團體都能夠全面參與，並由多個成員來自經紀、託管商及股份登記機構的諮詢小組給予支援。到了1989年5月，有關工作進展良好，已識別出所涉及的問題及解決方案，並可進一步推動建立新的系統。

這方面的工作由1989年5月5日所成立的香港中央結算有限公司(中央結算公司)負責。該公司是一家非牟利擔保責任有限公司。爲著延續有關結算計劃的安排，聯交所將提供有關的資金，並承擔50%擔保額，而其餘50%擔保額將由香港5家首屈一指的銀行承擔：中國銀行、東亞銀行、恒生銀行、香港上海匯豐銀行及渣打銀行。該公司董事局亦反映出該計劃的諮詢性質，由14名成員組成，5名來自交易所、每家股東銀行各派一名代表出任董事，連同託管商及股份登記機構各派一名代表作

為董事，而聯交所及中央結算公司的行政總裁則是董事局的當然成員。

長遠來說，我們認為新的交割系統將會消除有關的時間因素。到了1991年第3季，我們希望能夠出現一個暢順運作的中央結算及交割系統。這個系統的建立基於兩個概念：經紀之間進行中央淨額交割，及電子記帳形式的非實物股票交付及轉帳。在交易日，交易數據將會在收市時由聯交所傳送至中央結算公司處理。電子化的聯繫安排將會把所有參與者聯繫起來。款項的轉帳將會透過目前的銀行系統進行。中央結算公司將會擔保在交易數據傳送時凍結在系統的香港股份交易順利進行交割。

在三十人集團的9項建議當中，香港將可以完全遵守其中7項，而另外一項將會以另外一個形式遵守，即交割時限將會是T+2而不是滾存形式的T+3。唯一暫時不會考慮的建議是第二項，因為最初中央結算公司只會接受經紀及託管商作為成員。所有間接的市場參與者，包括專業投資者都會透過其經紀及託管商進行交割。我們希望私營部門將會在1992年為非直接市場參與者或最起碼是機構性客戶提供交易核對設施。

香港因此正處於一個獨特的位置。當其他交易所正嘗試將現行的交割時限縮短以減低市場風險時，香港正建議將其延長，從而使交割規則可以作出合理安排。

我們注意到就三十人集團要求在1992年達到T+3的建議。但我們並不清楚這是最終目標，還是中期目標，而最終還是希望進一步縮短交割時限，以達致即時線上交割的目標。對我們來說，我們的信念是交割期愈短，情況就愈理想。我們有信

心，即使是面對重大的制度性轉變及極為波動的市場情況，我們致力縮短交割時限的努力，將會顯示出縮短交割時限是可達致的目標，可以作為有用的指標來衡量市場效率，以及可以有效地保障市場參與者的權益。

## 第IV部

# 改革與發展

羅德滔自1989年起擔任證監會首位副主席。

羅德滔在1992年出任證監會主席後，繼續落實制度建設的工作。中國內地在1980年代初期採取經濟開放政策，從而為香港資本市場的增長帶來種種機遇和挑戰，而證券業的改革與發展亦變得愈來愈地區化和國際化。

羅德滔在1992年9月25日於北京發表演講，探討一個國家在為其證券期貨業設定合適的監管架構時，應該考慮哪些因素。他強調監管當局成員的素質和經驗的重要性，以及需要為他們提供足夠的資源。

他的第二篇演講辭則描述

中國內地證券市場發展、股票市場監管及中國企業在香港上市等課題。

1993年，羅德滔為《亞洲資本》雜誌撰寫一篇文章，詳細記錄了證監會在1992至1994年間在推動香港的資本市場各個環節的發展時所發揮的作用。



羅德滔

# 證券及期貨市場 監管架構的選擇

6

發展中國證券市場研討會  
北京，1992年9月25日

## 引言

**我**很榮幸應邀在此次研討會中，就如何建立中國證券及期貨市場的行政監管架構這個課題，談談我的某些看法。在探討這個課題之前，我首先恭賀國務院決定成立監管當局，因為要讓市場人士清楚瞭解到監管機構的存在及其工作性質是極為重要的。正如香港在過往亦曾分享其他市場所提供的多元化經驗一樣，我希望能與中國分享香港的經驗，包括它的成就及缺失。

當然，香港的監管架構只是全球眾多的監管制度之一。從世界各地存在種種的監管架構來看，對於就某個國家來說，哪個制度才是最合適的監管模式的這個問題，相信並無確切答案。如果我們深入考察不同國家對監管架構的選擇，通常都會發覺到，新監管架構的設立，往往是對市場發生的危機的回應。此外，每個市場所採納的行政監管制度，都深受當地的歷史及政治考慮的影響。

上述的觀察肯定適用於香港。香港在經歷過1987年的股災後，便決定成立獨立的法定市場監管機構 — 證券及期貨事務



監察委員會。在很大程度上，由於香港先前存在的行政架構未能有效監管當時的證券期貨市場，香港政府才決定成立一個由董事會管理的法定團體，作為獨立於政府的監管架構。儘管香港先前的監管行政架構的最大問題是職員人手及經費不足，但由於1987年股災所呈現的問題的嚴重性，促使香港採取全新的方式去處理這個問題。同樣，美國經歷過在1920年代出現的一系列市場違規及不當的行為後，在1930年代初期，美國便成立證券交易委員會。

中國內地幸好至今尚沒有遇到該等戲劇性及負面的情況。

在決定哪個架構才是監管某個國家的證券期貨市場的最合適的行政架構之前，我相信有某些因素對於最終決定有著舉足輕重的影響。這些因素包括：

- 該國的政治及歷史，包括中央政府相對於其他政府架構的組成部分(特別是地方政府)所發揮的作用；
- 當時監管金融服務業或其他經濟活動的機構的性質及其相對重要性；
- 自我監管發展到哪個階段及政府對自我監管作為整個監管制度其中可行的一環的看法；
- 該國的地理面積，因為這會決定監管當局是否須設立地方辦事處。

最終出現的監管制度將會是這些因素相互影響後的產物。整個選擇的過程是艱鉅的，因為通常這會涉及互相衝突的考慮，而且很多涉及該決定的人士，都會希望維持或突出某些立場。

正如我先前所述，世界各地的證券市場的監管制度，存在顯著分別。雖然如此，但大部分的監管制度都運作良好。因

此，我今天不是要告訴大家哪個制度對中國來說是最理想的。我只是想指出，在選擇不同的可行方法之前，必須考慮某些因素。然而，我必須強調一點，就是我們不應忽略人的因素。監管機構的表現，不但取決於其設立的行政架構，而且最重要的是其表現亦取決於在監管機構工作的人員的素質與經驗，以及有關人員是否獲給予足夠的資源。最重要的是某些職員須擁有實際經驗，正如中國諺語所說：“聽君一席話，勝讀十年書”。

在決定究竟哪個行政架構是最適合用作監管某個國家的證券期貨市場時，我們最少要處理下列事宜：

- 監管的機構的性質；
- 哪些活動將會受到監管(這涉及哪些類別的人士將會受到監管)；
- 監管機構將會獲給予哪些權力及須承擔哪些職能；
- 監管規定以何種方式確立下來。

雖然為方便說明起見，我將會分別逐一討論上述各點，但事實上它們都是互為影響的。在討論過程中，我將會提到多個證券市場(尤其是香港、新加坡、澳大利亞、加拿大及美國等地)的監管架構。

*首先，我想談談監管機構的性質這個課題。*

在作出這個決定時，我們可選擇不同的模式。正如我先前所述，香港的監管機構是一個由董事局管理、相對地獨立於政府的法定團體。雖然這個模式在香港證實十分可行，並且具備另

一個優點，就是政府無需直接涉及在日常監管證券期貨市場的過程中所出現的爭議，但這並不表示政府完全置身於監管過程之外。其中值得一提的，就是獨立或半政府機構不能制定法律。在香港，政府的其中一個部門金融事務科負責將證監會建議制定的法律呈交予立法局審議。此外，證監會的年度預算案亦須獲得政府批准。再者，當證監會要行使某些重大的監管權力，例如指示交易所及結算所採取某些行動之前，必須首先諮詢財政司及獲得其批准，或至少財政司須對此不表反對，方可行使該等權力。最後，香港總督有權向證監會發出指示。

在這個連續體的另外一端，就是由政府部門(例如財政部)監管證券期貨市場的這個監管模式。德國及日本就是採用這個模式(雖然日本剛修訂這種安排，將某些非政府的成分注入其監管制度之內)。在1992年7月20日，日本在通產省內設立了證券及交易所監察委員會，主要承擔兩項責任：調查任何可能會妨礙市場公平運作的非法行為及稽核證券公司。該監察委員會由一位主席及兩位在通產省以外委任的監理專員組成。因為該兩位監理專員不受通產省的指示或監督，所以有其獨立成分。由於日本政府曾被批評過於介入市場的日常監管，上述架構便是回應這個批評而設立的。

在上述這兩個模式之中，存在著另一個很多國家都採納的模式，就是設立一個“證券事務監察委員會”。該等監察委員會有其本身的組織章程，並且傾向僱用公務員作為職員。採納這個監管模式的地方包括澳大利亞聯邦政府，以及法國、意大利、荷蘭、新西蘭、西班牙及美國等地的政府。

在加拿大，聯邦政府並不負責監管證券業的日常運作，反而在地方層面設立獨立監管機構。這主要是由於悠長的歷史及

憲政因素所致。在過往，澳大利亞亦是採取同樣做法。但在1980年代，澳洲聯邦政府逐漸取代地方政府監管證券市場。現時，加拿大的地方層面亦憂慮加拿大開始出現同樣的演變。

新加坡現時採納了有別於上述任何一個模式的體制。新加坡的證券期貨市場是由其中央銀行，即新加坡金融管理局負責監管。像世界上其他的中央銀行一樣，新加坡的金融管理局並非政府部門，而是由一個向新加坡政府負責的，並由董事會管理的半政府機構。

英國的監管制度複雜，由政府部門(財政部及貿易及工業部)及獨立的監管機構，例如證券及投資管理局及收購委員會共同組成。證券及投資管理局是根據法例成立，由董事會組成的法定機構。該局將其權力轉授予若干“自我監管組織”，各自擁有其權力範圍，包括監管證券期貨交易商、投資管理公司、人壽保險公司及單位信託機構。收購委員會是一個原先由英倫銀行資助成立的非政府監管架構，負責執行非法定的監管守則。英國的監管制度是由複雜的金融制度及熟練的市場人士所支撐，而市場人士須付出相當的資金及時間來參與有關的監管過程。

以我之見，愈少部門及機構參與市場監管，效果愈佳。如果涉及多個監管機構，就會拖慢監管者對市場發展措施的回應時間，並且會導致監管重複，從而使市場人士及監管工作者都感到沮喪。若監管架構存在一個以上的監管機構，就必須清楚劃分各自職能，以避免職責重疊或遺漏。剛剛卸任的證券及投資管理局主席曾對英國的金融監管制度的分割性質表示關注。

此外，對於像中國、澳大利亞及加拿大這般幅員廣闊的國家來說，通常在某程度上會在地方層面進行監管，因而產生地

方監管當局與中央監管當局之間的協調問題。縱使存在中央／地方這樣的行政架構，地方當局通常會傾向偏離中央的規定。兩者之間的關係應小心加以管理。如果缺乏中央監管當局，我們幾乎可以肯定的，是地方層面監管規定在某些情況下將會有頗大的差異。我認為如果可能的話，這個情況應該盡量避免，因為幾乎可以肯定的是，接受監管者將會四處比較，然後才選擇他們認為最合適的監管架構來接受監管。

就監管機構的性質來說，我最後想談談決策過程的結構。

在某些監察委員會之中，組織的職能及權力是由監察委員會作為一個整體行使的，我稱之為“同僚式”的決策模式。在其他的監察委員會之中，其職能及權力是由主席行使的，我稱之為“單一式”的決策模式。我個人相當傾向支持上述的“同僚式”決策模式，因為這種模式要求參與決策者須達致某個程度的共識。儘管達致共識的過程可能會使人感到沮喪，但通常這種決策模式可確保所有意見都獲得考慮。“單一式”的決策模式可能是對抗性的，並且可能會產生未能適當地平衡各市場參與者的利益，及未能協調市場整全運作及市場發展的問題。在決策過程中，必須設有一個機制，讓那些受監管者，可參與政策的制定，這點是十分重要的。為了讓這個過程正式確立下來，很多的監管當局都會委任一些業內各個範疇的資深代表，作為其諮詢委員會的委員。

我現在想轉向探討我先前所述的第二項重點，即*哪些活動將會受到監管，這亦涉及如何決定哪些類別的人士將會受到監管*。

我相信我們需要考慮三個基本的監管範疇：證券市場的監管、期貨市場的監管及公司內部事宜的監管。首兩個範疇包括

監管活躍參與該兩個市場的人士，例如市場中介人及上市公司的控制人。第三個範疇則包含對公司董事的監管。

在最高層次，我們必須決定是否所有三個範疇都會受到監管。大部分的國家都會對上述三個範疇加以監管，但至於是否由單一個監管機構來監管上述三個範疇，則仍可斟酌。如果一個國家具備不受過往歷史因素約束的優點，則由單一個監管機構監管上述三個範疇，則明顯地有較為優勝，特別是上述三個範疇有這麼多重複之處。

最低限度，證券市場和期貨市場最好由同一個機構監管。在美國，證券及期貨是分別兩個全國性機構負責監管。隨著創新的投資產品不斷推出，無可避免會出現重複和不確定的情況，而且亦會因此而導致持續的“領域糾紛”和有需要使兩個監管機構達致正式的協議。很多國家都已經採納由單一個監管機構去監管證券及期貨市場的行政模式，以避免上述的問題。

另一方面，當已挑選出來的行政模式有需要區分監管一家公司的證券活動及監管其公司內部事務，則會出現類似上述的問題。在這裡要明確地劃出界限並非易事，但一般來說，證券監管集中於確保一系列有關上市公司的運作和管理的事宜，都得以充分地及及時地向市場披露；公司事務的監管則對公司管理層可進行的活動施加限制，並且監管持控制權的股東與少數股東之間的關係。大部分的證券監管工作者都發覺，單憑信息披露規定不能防止公司採取某些足以影響市場信心的行動，因此有需要制定某些規則，規定某些類別的交易先要取得股東的批准。由於大部分國家都決定將上述兩類活動分開監管，因此都會遇到上述問題。再者，我相信大部分國家都並非刻意分開監管這兩類活動，因為隨著公眾有限公司的數目增加，大部分

國家都設立公司註冊機構。隨著時間過去，公司註冊機構就逐漸發展成爲監管公司的機構。正如我先前所說，證券監管機構的成立，通常都是在政治上對市場危機的回應。可能正是因爲這個原因，設立不同的機構來監管證券及公司事宜產生了問題。例如，在公司收購這個範疇中，通常管理層都十分忙碌處理公司事務，而如果董事不按照少數股東的最佳利益行事，可能會違反收購規例(這通常屬證券監管機構的管轄範圍)及違反董事職責(這通常屬公司監管機構的管轄範圍)。澳大利亞是世界上少數的國家，是由其中央監管機構負責監管證券市場及公司的內部事宜，因此可以採用整全的方式去考慮該等事宜。然而，對於我先前所述大部分受著過往歷史演變過程所規限的國家來說，澳大利亞屬於例外的情況。

雖然現時中國內地在全國及地方層次已有若干個部門涉及公司及證券的監管，對於有關證券及公司事務的監管來說，中國仍處於襁褓階段，這會使到中國較少受歷史因素的約束。不論最後的決定爲何，我促請您們認真考慮選擇一個盡量以綜合方式來進行監管和避免零散地處理監管事宜的監管模式。

我現時希望集中討論第三項要點，就是監管機構應承擔甚麼職能及應獲賦予哪些權力。

這個課題當然在很大程度上是視乎我們希望該監管機構監管哪些範疇而定。爲了簡潔地作出說明起見，我將會假設我們暫時只是考慮證券期貨監管機構的職能及權力。一般來說，我們期望此等監管機構維持市場健全運作，保障投資者的權益及確保市場是朝著穩健的方向發展。這些職能的核心，就是監管機構有責任去確保承擔義務的人士將會履行這些義務，或如果他們失責的話，監管機構有辦法去強制他們履行職責。這個過程的健全運作是任何良好操作的市場的基石。

要執行這些職能，監管機構通常獲賦予權力，以監督市場賴以運作的交易所及結算所。如果我們以舞台表演作為比喻，這方面的監管屬於對“舞台”的監管。此外，監管機構亦通常有權監管舞台上表演的“演員”，包括證券發行人、市場中介機構(例如經紀及投資顧問)及其客戶。

就以“舞台”的監管來說，通常的做法是由監管機構批准舞台(即有關交易所)的設立，而之後則監管關於如何規管交易所、交易產品及交易和交割應如何進行等規則的改變。

這些監察機制是由一些方式所組成，而透過這些方式，交易所須向監察機構證明，它們在運作上有能力去進行交易，並且設有系統性的監控措施去承擔交易風險，以及它們備有監控措施，可適當地監管那些希望將其證券上市的公司，以及交易所會員希望與其交易的人士(包括會員之間的交易及會員與其客戶的交易)。透過保留拒絕批准修改規則的權力，監管機構可確保設有適當的監控措施和風險管理架構。

這將引領我對交易所作為自我監管機構的討論。基本上自我監管是指由參與某項活動(在這裡是指證券期貨交易)的人士自行負責監管。自我監管最大的優點是可以將市場經驗及專業知識引入監管過程之中，以及其本身固有的靈活性。政府的監管機構經常都缺乏該等專業知識。然而，有效的自我監管要求有適當的規例、公認的專業標準，以及共同接納當這些專業標準遭到違反時，有關方面將會受到公平和堅定的紀律處分行動所制裁。以我之見，當中國內地發展法定管制之同時，內地的交易所應積極發展自我監管制度。這兩個過程可互相配合，互補不足。



在某些方面而言，由於數目和類別較多，監管舞台上的“演員”較為複雜。就以市場中介人來說，監管機構通常集中於其進入及離開市場時的監管(透過發牌規定以訂出最起碼的標準)，以及監管中介機構參與市場活動時，其持續的行為操守。這是要確保一般市場參與者(尤其是投資者)對與他們交易的人士或機構抱有信心，相信對方有效率、誠實及財政健全，並會公平對待他們。

至於證券發行人的監管，監管機構通常不單止在證券首次發售時定出披露信息的規定，而且亦持續地就發行人的內部運作定出結構性規定，包括規定上市前的最起碼的業績記錄及公眾持股量的最低要求。這可確保市場人士獲充分知會他們交易的产品本身的價值，並且就股東權利和發行工具的結構定出最起碼的標準。

對發行人的監管亦包括對集體投資計劃發行人的監督。這方面的監督亦是透過信息披露和結構規定達致的，例如規定計劃的形式、監察有關計劃的獨立代理人的角色，以及對計劃可進行的投資的類別加以限制和監管等。在大部分的司法管轄區，對公開發售證券和集體投資計劃的發行人的監管，通常主要是透過在發行和上市之前，事先審核有關的信息披露文件。我很高興見到中國亦在這個基礎上進行監管。

監管發行人的另一個方面涉及公司控制權的轉移，即對收購合併活動的監管。

就授予監管機構的權力來說，最具爭議性的權力通常都是與法規的執行有關。這即是說監管機構可在何種程度上調查受其監管的人士，並且在發現有違規情況出現時，可採取哪些補救行動。

一般來說，證券監管機構有廣泛權力去搜集資料及進行查訊，包括進行調查聆訊，以了解中介機構的財政狀況及市場交易活動。較為困難和具爭議性的，是關乎監管機構對上市公司事務、其管理人員和控制人進行調查的權力的性質和程度，以及當發現有違規情況時，可採取哪些補救行動。以我的經驗來說，在這個就企業事務出現“企業詐騙”的情況下，企業的股東和債權人可能遭受重大損失，但在若干情況下，監管機構在這方面的調查和採取補救行動的權力，卻是十分有限的。

另一個我們須考慮的重要事項，是監管規定應以哪種方式確立下來。

大致來說，監管機構可以有三個主要的選擇：

- 以成文法規方式將有關規定確立下來；
- 以自律守則或指引的方式確立下來，而該等守則或指引並不是成文法規，所以並無法律效力，因此其有效程度視乎市場參與者是否願意遵守有關規定而定；
- 交易所及證券自我監管機構所制定的《上市規則》或經紀操守規則是否可以強制執行，是視乎制定有關規則的監管機構或自我監管機構與發行人與市場參與者之間的合約安排而定。此等安排讓監管機構對受監管者施加控制，例如，交易所可撤銷未遵守其規則的發行人的證券的上市資格或暫停其交易，或對違規會員罰款或撤銷其在市場進行交易的資格。

大部分的監管制度都是由成文法規和透過交易所／自我監管機構制定的規則所組成。然而，自律守則或指引的角色通常（雖然並非必然）是有限的，因為該等規定難以肯定必會獲得執行。很自然，如果要自律守則及指引在長遠來說是有效的，則

必須培養出一種牢固的合作精神，並且對於何謂適當的市場行為及慣例有明確的共同標準。

對於規定的確立形式的其中一個問題，就是有關規定是以概括性的普遍原則寫成，還是以十分仔細和具體的方式草擬。如果有關規定以概括的原則寫成，其優點是具有彈性，可迅速適應改變中的市場環境及新產品，但其缺點是對於某個特定的市場情況來說，可能未夠具體。《公司收購及合併守則》列出幾個概括性的一般原則，述明公司控制權轉移應以何種方式進行，但同時亦附加註釋，向市場參與者說明這些原則在不同情況下應如何詮釋和應用。該等詮釋需要定期更新及修訂，以顧及新的市場形勢。由於該守則是自律守則，因此容易修訂，但如果該守則改為以成文法規方式制定，則修訂的程序便會繁複得多。

## 結論

所以，大家都了解到，哪個監管機構最適合中國內地的需要是一個十分複雜的問題。我希望通過提出某些必須考慮的事項，從而就您們的抉擇提供個人意見。

羅德滔

# 九十年代中國內地 證券市場的發展

7

亞洲友好協會與《機構投資者》

日內瓦，1993年6月21日

## 背景

1 1949年10月中國共產黨取得政權後，關閉了證券市場，停止發行新證券，中國證券市場步入了漫長的停滯時代。直到1978年，在當時中國共產黨副主席鄧小平實行“社會主義現代化”的經濟體制改革號召下，中國證券市場再次興起。鄧將這一新的政策描述為“具有中國特色的社會主義”，其目的是將市場力量引入經濟運作中，並向外國資本及企業家開放國門。發展證券市場的目的之一，是為中國政府解決因大規模補貼國企引致巨額財赤造成的資金短缺問題。也有看法認為證券市場可以使國營企業能夠調動並有效分流內地預計達2,000到3,000億美元的巨額儲蓄存款。作為改革進程的一部分，政府也期望把國營企業推向資本市場，可以有助於加強企業的內部管理並提高生產力。

按照鄧的指示，中國政府在時隔30年後，於1981年又重新發行政府債券。開始時只向各政府機關和企業發行國庫券。到1984年，允許部分企業通過指定的金融機構向公眾發行債券和股票。1982年，首次“允許”個人通過所在單位購買國庫券。但這種購買是強制性的，並構成員工薪酬的一部分，而且禁止流通和交

易。1988年，內地開放了國庫券市場，非金融機構獲准參與包銷，債券持有人也可以進行買賣活動。隨著54個城市相繼開放國庫券市場，國庫券的市場性和流通性不斷提高。最近，內地政府按現行利率發行410億元人民幣國庫券，銷售出現困難。為此，國務院下發通知，規定在該批國庫券全部售出後，才允許“公開發行”新債或新股。

中國當局目前正計劃發展人民幣商業票據市場。針對外國投資者的債券和商業票據也在構想階段。

為了促進證券市場的發展，過去十年進行了大量的試點工作。其中一項就是引入股份制公司制度。股份制公司制度是建立證券市場的先決條件。1984年9月，第一家股份制公司(北京天橋百貨)成立。上海和深圳相繼於1985年和1987年10月開始實行股份制公司制度。

另一項試點工作就是建立證券交易市場。這項工作始於1986年。當時，中國人民銀行上海分行批准中國工商銀行建立了一個債券及股票場外交易市場。1988年，深圳發展銀行股票開始在深圳場外市場交易。

1990年12月19日，上海證券交易所取代場外交易市場正式開業。其後深圳證券交易所於1991年7月3日正式開業。雖然一直面對各省級地方政府要求建立更多證券交易所的壓力，但是，這兩家證券交易所是目前中國內地僅有的兩家經批准的交易所。在上海和深圳證券交易所買賣的股票僅限於在各自交易所上市的股票，而非上市股票則繼續在大陸各主要城市的場外交易市場進行買賣。起初，在兩家證券交易所交易的股票僅限於由內地投資者買賣，並以人民幣計價。然而，1991年中國證券市場向前跨進了一大步，取消了外國投資者購買內地公司股票的限制，同時，允

許上市公司發行僅限於境外投資者買賣的特種股票，即B股。首支B股上海真空於1992年1月20日在上海發行，並於1992年2月21日開始在上海證券交易所交易。上海證券交易所和深圳證券交易所是僅有的兩處能夠進行B股交易的場所。

爲進一步提高中國證券市場的效率，1989年3月成立了證券交易所研究設計聯合辦公室(聯辦)<sup>1</sup>，負責建立一套全國性國庫券交易系統，即證券交易自動報價系統。該系統於1990年12月5日建成。成立之初，該系統連接了內地約30個城市及80家經批准的證券交易商，每月平均交易量超過6億元人民幣。

自上海和深圳開展股票市場的試點工作以來，這兩個城市已頒布了一系列有關的法規，涵蓋例如股份公司管理、股票的發行與交易，以及證券公司和證券交易所等諸多方面。其他省市也制定了一些規定。但是，全面而系統性的證券業法規體系的缺乏，削弱了市場發展的動力，並促使中國政府花了很大力氣去解決類似缺陷。中央政府於1991年8月成立了中國證券業協會，並於1992年底成立國務院證券政策委員會及其執行機構中國證券監督管理委員會。中國證券監督管理委員會目前正在從事中國《公司法》和《證券法》的立法準備工作。

發展中國內地證券市場的進一步試點，是把大型國有企業進行股份制改造，並在中國境內外包括香港的交易所掛牌上市。第一批該類企業已經選定，可望於1993年中開始上市。

<sup>1</sup> 編者按：“證券交易所研究設計聯合辦公室是由九家全國性非銀行金融機構發起和集資成立，並取得中國政府有關部門支持的非營利、民間性、會員制的事業單位。1989年3月15日成立，1991年12月改爲“中國證券市場研究設計中心”，但仍簡稱爲“聯辦”。

介紹了中國發展證券市場的背景後，下面我想探討一下：

- 市場現有產品的性質
- 證券發行及二級市場交易
- 上海和深圳的股票市場
- 股票市場監管
- 內地企業在香港上市

### 市場現有產品的性質

截至目前，中國內地證券市場以債券交易為主，債券交易佔總交易量的90%以上。如前所述，兩家法定交易所以外的交易是通過場外交易市場和證券交易自動報價系統進行的。

目前主要有四種債券：國庫券、建設債券、企業債券及金融債券。

從數量上看，*國庫券*是最重要的定息債券，由財政部國債管理司發行，用以彌補財政赤字及為內地大型建設項目籌集資金。國庫券的利息在贖回時一次性付清，不付中期利息。*建設債券*由企業或政府機關(或由財政部代理)發行，用於大型建設項目或基礎設施項目的專項投資。*金融債券*由專業銀行發行，是專業銀行有別於客戶存款、中央銀行貸款及預算貸款等傳統資金來源的另一種融資渠道。發債所籌資金一般專款專用，如支持項目融資等。與國庫券利息不同，金融債券的利息按年支付。*企業債券*由有關企業發行，用以補充其一般收入和加強財務實力。

除了各種債券以外，還有四種主要股票。按其所有權可分為：國有股、法人股、個人股和外資股。

*國有股*由政府指定的國有單位持有，未經國有資產管理局批准，不得出售或轉讓。*法人股*由公司或除國家和自然人以外的法人單位持有。合併計算，國有股和法人股的總數量幾乎是上海、深圳兩地交易所上市股票總和的9倍。儘管有嚴格規定禁止此類股票轉讓，但“地下”市場已經抬頭，並相當活躍，以致國務院於1993年4月下達通知，要求國家經濟體制改革委員會、國家對外經濟貿易合作部及國務院證券委員會攜手打擊非法交易。*個人股*由公司員工或個人公眾投資者持有。

這三種股票統稱為“A”股，只允許中國內地公民購買。但據悉，港商和台商都有購買A股。

1991年底，約有3,300家中國內地企業改組為“股份有限公司”，並發行了法人股或個人股。到1992年底，這個數字已上升到約4,000家。

*外資股(人民幣特種股)*由中國內地境外的政府、法人和個人持有，既是促進中國證券市場發展的一種機制，又是吸引外國直接投資進入中國企業及合資企業的一種手段。在兩家交易所發行上市的特種股票稱為“B”股，以美元計價、交易和結算(最初是以人民幣計價的)。廣義來說，B股持有人與A股持有人享有同樣權利，負有相同義務。

截至1993年3月31日，上海證券交易所上市的證券有37支債券(其中國庫券4支、金融債券11支及企業債券22支)、43支A股和10支B股。

深圳證券交易所的交易活動基本限於股票交易，截至1993年3月底，有24支A股、9支B股、1支認股證和5支債券在該所上市。



## 證券發行及二級市場交易

### 發行

在中國內地，證券發行的監管責任分散在多個機構。財政部負責國庫券發行；國家計劃委員會負責審批企業債券的發行；而發行3,000萬人民幣以上的股票和債券，則由中國人民銀行審批。最近成立的中國證券監督管理委員會及各省級的證券管理委員會也有權審批上市股票的發行。

發行A股的方式有公募、私募(私募股票的轉讓僅限於法人之間)或內部發行(向公司內部員工發行且發行量不得超過公司股份的30%)。A股的公募實行所謂的“抽籤”制，即有關發行人的認購表派發給內地投資者；投資者的申請被集中放置箱內；最後通常以電視廣播抽籤的方式決定成功的申請人。

發行B股既可用公募方式，也可採用私募方式。公募只能通過指定的證券機構進行，如果是通過代表發行人的分銷團進行，則分銷團須由中國內地認可的證券機構與經批准的境外機構共同管理，並由該中國內地認可的證券機構充當主分銷商。經有關監管當局批准後，B股可向中國境外法人進行私募。

若要在上海發行證券和將證券上市，發行人必須向上海證券交易所提出申請，同時還須直接或通過證券公司或者信託投資公司，間接向最近成立的上海證監會提出申請。在眾多的規定之中，新成立的股份公司必須取得經承認的資產評估機構出具的資產評估報告，而且發行牽頭人的認購量不得少於擬發行股份總量的30%。原有的股份公司如欲增資擴股，必須提供經會計師事務所審計的財務報表，反映出其在上一季度及最近至少兩年連續錄

得盈利。至於B股，還有其他規定，如規定公司需有穩定和足夠的外匯收入以支付紅利，以及發行所籌資金的用途必須符合國家外商投資管理的有關政策。

深圳有關股票發行的管理規定比上海更嚴格一些。發行人必須直接向深圳證監會報批 — 淨資產須達1,000萬人民幣以上；有形資產淨值與總資產比例不得低於25%；任何時候公眾持股量不得低於25%；以及公司股東不得少於800名。在深圳發行B股，發行人必須有三年營業記錄。

在上海，總額超過1,000萬人民幣的債券必須向公眾公開發行。除一些必要的文件外，發行人還必須提交經由註冊會計師審計的財務報表，反映其在當年上一季度及最近兩年連續盈利。同時，發行人必須向中國人民銀行指定的評級機構申請債券評級。A級或A級以上等級的債券才獲准發行。深圳現階段沒有針對債券發行的具體規定，因為其債券市場相對較小。儘管已經由非金融機構任包銷人，專業銀行作為代理，負責向個人投資者發行政府債券，但是政府債券仍是按“強制方式”以較低利率發給機構投資者，並禁止交易。

新券的發行期兩地有所不同，上海不得超過90天，深圳不得超過60天(由批准之日起至分銷期結束)。其後仍未售出的證券若未經人民銀行批准不得再售。

## 交易

股票和債券的交易既在兩家交易所進行，也通過證券交易自動報價系統在場外交易市場進行，但上市股票交易則只在兩家交易所

進行。到1992年底，全國大約有70家專業證券公司、1,000家設有證券營業部的企業及5,000個證券交易櫃檯。

場外交易通過券商撮合買賣指令進行，有關市場遠遠未達到成熟階段。不同場外交易市場間的供求不同，經常會導致同一證券在不同市場價格相差懸殊。

通過衛星通訊網絡和電腦界面，證券交易自動報價系統目前連接43個城市和70多家持有牌照的交易商，其中心設在北京。該系統的功能包括為各場外交易市場傳送報價和市場信息、統計分析、無紙交易及結算交割服務。在1992年底，有10支債券在該系統進行交易，並且自1992年7月，該系統也已經為法人股提供試點性交易。據公布，在1993年3月有15家公司在該系統尋求法人股報價，這15家公司的流通值達7億5,000萬元人民幣。證券交易自動報價系統計劃每月批准1至2家公司進入該系統，而每家公司的流通值約3,000萬元人民幣。

上海和深圳交易所的交易通過計算機自動撮合系統按價格和時間優先原則執行，交易信息顯示在交易大廳的電子屏幕上，並用電子方式傳送到會員的交易終端機。A股以人民幣報價，而B股以美元報價。只允許進行現金帳戶交易，禁止保證金交易、指數交易和賣空等交易。

B股交易必須通過經核准的本地經紀或經批准的境外經紀在兩家交易所進行。海外投資者必須在交易所的結算所開設帳戶，並通過經授權的境外經紀來指令經核准的本地經紀執行交易(最近上海提議讓一些境外經紀直接進入B股市場)。外國證券公司如希望成為核准境外經紀，須向中國人民銀行申請，如獲批，在參與任何B股買賣之前，須與一家(而且只能是一家)本地經紀簽訂代理協議。

## 市場交易的結算

兩家交易所均採用中央結算系統進行A股交易的交割和結算。為進行債券及A股的交割與結算，每家核准經紀必須在人民銀行開設帳戶，並保持足夠的餘額用以結算。結算實行“淨結算”，經紀只需結算應收與應付金額相抵之後的淨差額。至於股票，其交割系統是無紙化的，實行電子記帳。

在B股方面，結算實行T+3。在上海，所有B股以美元結算，匯率按上海外匯調劑中心前一星期美元兌人民幣的加權平均匯率計算。自1993年4月起，結算功能由新成立的上海中央證券登記結算公司執行，這將可提高以前分兩步結算的效率。

在深圳，所有B股以港幣結算，匯率按深圳外匯調劑中心前一日港幣兌人民幣的收市價計算(1993年6月1日起，美元可望成為結算貨幣)。結算由以下三家經批准的銀行中的一家處理：花旗銀行、渣打銀行和匯豐銀行。

在上海，證券的上市、交易、交割、結算、託管及登記的管理工作，全部由上海證券交易所負責。而在深圳，股票登記由其交割代理機構負責，該機構保留股東清單，並向深圳證券登記有限公司(即深圳中央證券登記機構)報告。目前在深圳，交割及登記代理機構的委任按每支股票而定，即發行公司只能指定三家經批准的銀行中的一家作為其股票的中央交割和登記代理機構。

## 兩家交易所的會籍

中國內地兩家證券交易所是非營利機構，實行會員制。會員制允許從事證券業務的機構進入交易市場。兩家交易所都擁有廣泛的

會員，包括證券公司、信託投資公司、保險公司、銀行、財務公司以及信用合作社。經中國證券監督管理委員會和中國人民銀行批准後才可成為會員。會員除了可以從事代理業務之外，也可從事自營業務。

上海不僅吸收本地會員，而且吸收來自其他地區如北京、山東、瀋陽、安徽、江西、浙江和海南等地的會員。1992年年中時，上海有81個核准會員，106個席位，後來席位數目增至200個，最近更增至600個，並全部已獲分配。上海證券交易所目前正在建築一座新大廈，據了解可容納1,600個席位。最近上海推出一種新會籍(非完全會籍)，即為境外經紀設立新席位(以其指定的上海經紀的名義持有)，使其能夠直接就B股進行交易。截至1993年5月中，23家境外經紀行已擁有此類會籍。

深圳證券交易所會員則少得多，只有85個，其中大約一半來自深圳本地，另一半主要來自廣東省周邊地區。鑒於上海證券交易所向境外經紀開放其會籍的舉措，深圳證交所最近提議允許境外經紀享有該所的“完全會籍”。這項提議目前正由深圳證監會研究。

## 上海和深圳的股票市場

與許多其他發展中市場一樣，上海和深圳兩地的市場投機性都很高，無論是價格還是成交量，波動甚大。截至1993年2月底，兩家交易所共有市值約1,840億元人民幣(上海1,190億元人民幣，深圳650億元人民幣)，相當於320億美元，相比之下，香港有1,980億美元市值。與上海/深圳市值相當的交易所有聖地亞哥(348億美元)、哥本哈根(346億美元)及特拉維夫(298億美元)。

由於股票的特點不同，把上海和深圳的A、B股市場分開研究更有實際意義。

## **A股市場**

A股開始在兩家交易所上市的時間，顯然與兩家交易所的開業時間相吻合，即1990年底和1991年中。至1992年中，有14支A股票在上海上市，17支在深圳上市。而到1993年4月30日，上海有43支，深圳有24支。

上海：股票市場的新奇加上大量可用現金存款，導致整個1992年上半年市場過熱，上海股票價格指數急速上升。然而，股價上升受到人民銀行(上海分行)每日1%(1991年7月由5%收緊至1%)的價格波幅規定限制，以致出現了市場效率問題，因為需求明顯超過供給。1992年5月，當局採取了各種措施來解決這些問題，包括改變價格限制(最終被廢除)，延長交易時間及禁止聯手交易。結果股票價格上漲了350%至450%。但6月份以後一直到年底，由於更多的新股發行以及投資者變得更為謹慎，股票市場進入下跌階段。1993年首6個星期，A股市場再次飆升，但之後股價又跌入低谷。整個1993年，過度投機始終是一個突出問題，為此上海證券交易所頒布規定禁止報價超過現價3%。

與價格一脈相承，成交量也大幅波動。例如，1993年2月期間，交易量屢創新高——2月9日上海A股市場成交額創紀錄地達到16.5億元人民幣(相當於港幣15.6億港元，當天香港市場成交額15.7億港元)。目前成交額小多了。

深圳：與上海市場類似的各種因素造就了高度投機的牛市，一直持續到1992年5月。指數在5月27日探頂，但是緊接著兩個星

期內下跌了25%，之後整個1992年剩餘時間都處於下降盤整階段。有一點不同的是，深圳並未設定“價格限制”來控制過度投機，但是當局成立了一支“基金”，通過公開市場操作來平抑價格波動。

受經廣泛報導的1992年8月股票認購表格騷亂和深圳原野公司事件(公司高層管理人員被拘留)影響，深圳證券交易所的形象遭到極大損害。整個1993年，深圳一直致力重塑形象，但市場波動仍在持續。

毫無疑問，現階段A股市場仍處於試驗階段，市場活動由投機者主導。市盈率處於驚人水平(估計深圳平均約120倍，上海約135倍)，而且事實表明買家只為短炒。對於這些問題官方已經表示關注，而且很可能會繼續採取措施打壓各種投機因素(1993年3月出台了一些規定，以限制投機者操縱市場)。

## **B股市場**

B股最早於1992年初在兩家交易所面世。截至1992年6月30日，有1支B股在上海上市，7支在深圳上市。而到1992年底，每家交易所所有9支B股上市。在上海首次招股籌得資金6.4億美元，在深圳首次招股籌得1.7億美元。目前有10支B股在上海上市，9支在深圳上市。預計到1993年底，B股總數可能會增長到30至40家。

*深圳*：深圳最初推出7支B股時，恰逢香港的一些基金經理興趣濃厚，股票成交量上升強勁，股價被迅速推高。首次公開招股時市盈率平均8.5倍，但因一些新成立的基金建倉，市盈率於5月中迅速升至高點。但從1992年6月初開始，市場進入了幾乎是連續下跌的狀態，價格回落，成交額萎縮，流通性成了一個大問

題。這次調整是對市場過熱的正常反應，但也同上海推出大批B股及投資者信心受8月份股票認購表格事件影響下降有關。儘管如此，在1992年底，所有在深圳證券交易所上市的B股的收市價，雖然遠低於其當年最高價，但都大大高於其發行價。

1993年初市場情緒轉好，深圳B股價格又迅速攀升，從2月1日到2月8日的6個交易日裡，股價上升了49%（主要由於傳聞B股報價將由人民幣改為港幣），市盈率超過30倍，估值難以為繼。在這種情形下，股價開始下滑，此後，一沉不起。流通性也一直是個問題，只有半數B股有成交的交易日司空見慣。

上海：上海於1992年下半年推出B股，發行量之大及市盈率之高，遠非當年上半年深圳的情況可比。上海上市的B股以相當於1992年利潤18倍的市盈率籌集了相當於股本金4倍的資金。這些令人咋舌的數字，與前面提到的因素一起，對上海B股市場造成極大壓力。結果到了年底，除1支股票外，所有股票的收市價均大大低於其發行價。

和深圳一樣，上海B股市場整個1993年也一直波動無常，周內波幅驚人。例如，2月14、15日兩天股價分別上漲7.9%和9.2%（因農曆新年的牛市），而2月3日則下跌7.4%，因為有消息稱上海外匯管理局將會嚴厲打擊日益公開的“本地投資者”購買B股的行為。

*B股的一些問題*：毫無疑問，儘管中國有望在中期保持強勁的經濟增長率，但是國際投資者仍對B股市場持審慎態度。投資者審慎的原因包括人民幣持續貶值；公司法和證券法規仍處於醞釀階段；公司未能按照國際會計準則公布業績；公司管理層不能及時通過便利國際投資者的媒體來公布業績；對選擇性地發布股東信息的關注；關注除權方法及對“盈利質量”的關注，因為中



國企業看起來更熱衷於做“投機性投資”，而不是加強經營核心業務。

## 中國基金

中國B股在上海和深圳兩地上市交易不久，不同的“中國基金”便已面世。1992年2月首兩支B股上市一個月後，第一家中國基金便誕生了。

鑒於廣大機構投資者及個人投資者對發展中國內地證券市場的興趣，1992年3月至8月間，20多支中國基金先後成立，既有開放式的，也有封閉式的，而當中大多數是封閉式的，分別在香港、倫敦或紐約上市，籌集了約10億美元用以投資於B股、非上市的中國股票及在香港上市的中國概念股。這種基金很多已在兩年內改組為開放式基金。

除封閉式基金外，9支開放式B股基金在首次發行時亦籌得資金2億美元。這些基金都在香港認可(其中許多是已在香港取得認可的傘子基金的子基金)，分別在盧森堡、海峽群島或百慕達註冊。

開放式基金由香港的證券及期貨事務監察委員會(證監會)認可。有關認可依據完全符合現有的法規，包括對流通性和分散投資的規定，以及嚴格的風險披露要求。風險披露的焦點集中在中國內地的市值和流通性、內地當時尚不完善的法律、法規和會計制度，以及涉及內地市場機制試驗的一般政治風險。

儘管有這些風險預警制度，由這些基金釋放出的對B股的巨大需求，促使證監會發布了另外一項預警制度，關注到供求嚴重失衡對價格波動的影響。在中國基金興起之初(當時的數量幾乎與

上市的B股同樣多)，證監會密切監察有關廣告，以確保基金沒有對B股市場投資作出失實承諾。

目前中國基金相當淡靜。雖然有些開放式基金全部投資於B股，但大部分基金還是在不同程度上投資於在香港上市的中國概念股。

## 股票市場監管

目前，中國內地證券市場的監管仍處於起步階段——新成立的國家證券委員會仍處創建時期(上海和深圳的省級管理機構亦如此)；各部門之間的界限尚未明確；全國性法規仍在起草之中；以及現有的法規框架尙有不明朗之處。

### 監管機構

根據1992年10月12日的一項決議，中國國務院成立中國證券監督管理委員會，負責監管中國證券市場，由劉鴻儒教授任主席。香港證監會與國務院的聯繫通過朱鎔基副總理任主席的國務院證券委員會進行。證券委是宏觀政策制訂機構，由與證券監管有關的政府機構如人民銀行和財政部的代表組成。

中國證監會與其他政府機構共同履行證券業的監管職責，包括中國人民銀行(其職能含審批中介機構牌照、共同基金經理人及共同基金發行等事宜)及各省級監管委員會。

在深圳和上海地區，市級監管當局(深圳證券監督管理委員會和上海證券監督管理委員會)已於近期成立，履行監管職能，特別是針對省級發行人和中介人的監管職能。深圳採用類似北京模式

的雙層監管架構。1993年4月1日，深圳證券監督管理委員會開始運作，人員主要由來自當地人民銀行和市經濟體制改革委員會的官員組成，負責處理日常運營事務，如監管新股的發行、上市和交易，以及監管中介機構和專業人士。上海市證券監督管理委員會於1993年3月開始運作，簡言之，負責監管上海市場。

最後，上海和深圳兩地的交易所履行大多數其他股票交易所通常履行的職能，例如批准證券上市及規範會員行爲。

### **證券監管規定**

全國性的法規仍在制訂中，這是一個漫長過程，需時數年。主要的監管規定收編在以下文件裡：

- (1) 《國務院證券管理暫行條例》。若頒布，這條例規定成立國務院證券委員會和中國證券監督管理委員會，並明確其各自的責任和權力。其他事項包括證券中介機構和發行人的義務與基本要求，以及有關證券交易、投資基金管理和結算的一些要求。同時還規定了中國證監會的調查權及對違規人士的處罰權。
- (2) 《股份有限公司規範意見》。由國家經濟體制改革委員會下發，建立了股東權利和公司管治的基本框架(包括一些通常在西方公司法中規定的要求)。
- (3) 《股份公司註冊登記暫行規定》 — 將由國家工商行政管理局頒布，對股份公司註冊爲法人規定了有關的要求。國家工商行政管理局負責頒發註冊登記證。註冊登記證是一家公司擁有合法地位的憑證。

- (4) 《股票發行與交易管理暫行條例》。1993年4月22日公布，雖然不是全國性的證券法規，但該法規目前相當於中國內地管理A股發行和交易的全國性法律。該法規對股票發行(招股說明書要求等)、股票交易(上市要求等)、上市公司收購(包括持股量一旦達到30%界限便須進行全面收購的要求)、上市公司的披露義務以及市場操縱罰則等方面進行了詳細規定。
- (5) 《中華人民共和國公司法》— 目前正由全國人大常委會的法律起草專家起草。全國人大最終會建立堅實的中國公司法(將取代上述2和3的有關法規)。
- (6) 《中華人民共和國證券法》— 目前正由全國人大常委會的法律起草專家們起草，最終將會納入上述涉及股票發行和交易的有關規定。證券法草案的規定涉及新的國家監管機構的權力、證券發行(包括發行人資格和文件要求)、重大事件披露(新聞發布)、證券交易、披露權益、內幕交易和其他失當行爲、證券中介機構發牌、收購合併、投資基金、證券交易所和場外交易市場，以及爭議仲裁機制和違反規定的處罰。

因爲上海和深圳的股票交易先於作爲全國性法律的《公司法》和《證券法》的實施，所以各種監管規定不得不先在地方建立起來。例如，上海人民銀行、上海市人民政府和上海外匯管理局已頒布了如下規定：

- 《上海證券交易所交易市場業務規則》(1990年12月1日)
- 《人民幣特種股票管理辦法》(1991年11月22日)
- 《人民幣特種股票管理辦法實施細則》(1991年11月25日)
- 《股份有限公司暫行規定》(1992年5月18日)

深圳也制訂了類似規定以支持其市場發展。

## 中國企業在香港上市

幾年來，香港一直是被稱爲“中國概念”股的主要上市地，所謂“中國概念”股，即在香港、百慕達或其他實施英國普通法地區成立但資產大部分(如果不是全部)集中在中國內地的公司。中國概念股中比較知名的公司有中旅集團、粵海投資有限公司、越秀投資有限公司、中國海外發展有限公司和駿威投資有限公司。這些公司由中國內地控制，在香港成立並在香港聯交所上市。

顯然，中國概念股進一步拓展了香港市場的空間。但從某些方面來講，更爲重要的是，中國概念股爲進一步讓在中國註冊的企業來香港並以香港作爲主要上市地上市這個發展奠定了基礎。這一市場發展舉措已進行了12個月左右，不管是對香港聯交所來講，還是對香港證監會來講，都涉及大量創造性工作，需要設計適當的*投資者保障機制*和*有效的市場架構*，以保證上市工作順利進行。

### ***投資者保障機制***

目前香港聯交所《上市規則》的主導思想是：海外發行人如果尋求在香港聯交所上市，其註冊地的股東保護標準至少要“相當”於香港相關的標準。鑒於中國內地證券市場的特性和發展階段、法律和會計體制、監管架構以及政府和公司機制，顯然不能使用“相當”這個概念。作爲替代，幾個監管當局創造了應有“足夠”水平的股東保障的概念。

爲建立“足夠水平”的股東保障，以下的重要事宜已加以處理：

- 建立一套“股東公司權利”(措施一)；
- 建立一套“股東證券市場權利”(措施二)；
- 建立一套程序，以確保投資者保障的規定具可操作性(措施三)。

*措施一“股東公司權利”*。欲申請來港上市的中國國企須首先組建成為股份公司。這些企業可以發行兩種等級相同的股票：一種以人民幣計價，只在中國內地交易所上市交易，並且只向中國公民和內地法人發行(即A股)；另一種也是以人民幣計價，但在香港聯交所上市，以港幣交易，並且只向海外投資者發行(即H股)。H股不同於B股(以美元計價，也只向海外投資者發行)，因為B股在中國內地交易所交易，且沒有下面將要討論的公司及證券市場投資者保障措施。根據有關的設想，發行H股的企業不得在內地任何交易所發行或上市B股，但是很可能會允許他們同時在內地發行A股和在香港發行H股。

措施一是在中國國家經濟體制改革委員會頒布的“規範意見”的基礎上制訂出來的。“規範意見”載有關於成立股份公司的具體規定。由於“意見”與香港公司法不一致(有的地方有差距、有的地方重疊及有的地方有衝突)，因而必需建立機制以“協調”該“規範意見”與香港公司法涉及公司治理方面的問題。通過採取一系列方法，我們做到了這一點。有關的方法包括：

- 一套強制性的規範的公司章程。該章程必須納入擬上市的中國國企章程，並以合約形式規定了許多存在於香港公司法而“規範意見”沒有的權利。例如，含有諸如股東權利、董事的信託責任、不同類別股東之間的權利、財務披露事項以及解決涉及公司事務爭端的仲裁機制等事項。有一項條款尤為

重要，它賦予每位股東直接向任何違反董事責任的董事採取行動的權利，而這種權利通常是由公司而不是股東來行使的。還有一些條款規定必須由某類股東通過一項特別決議才能改變該類股東的權利(但有一個例外)。

- 規範意見的“補充意見”和一份規範意見“說明”。這兩份文件為希望來港上市的中國國企解決了“規範意見”與香港慣例的矛盾，並提供對“規範意見”的權威解釋。

*措施二“股東證券市場權利”*。發行H股的中國國企必須符合香港的《公司條例》有關招股說明書的要求及香港聯交所的上市要求。一旦在香港聯交所上市，內地發行人必須遵從香港所有相關法律和守則，如《證券條例》、《證券(內幕交易)條例》、《證券(披露權益)條例》、《公司條例》第XI部關於海外公司的規定、《保障投資者條例》及《公司收購、合併及股份購回守則》。

可想而知，對香港聯交所的《上市規則》進行一些修改在所難免。特別是修改了上市協議和企業的組織章程及組織大綱，修改後的規定載於《上市規則》的新章節中，其做法類似於對註冊在百慕達和開曼群島的公司的做法(目前在香港聯交所上市的公司約有50%在百慕達和開曼群島註冊)。對《上市規則》所做的具體修改包括要求內地發行人至少連續三年聘用香港的保薦人或獲接納的專業公司作為履行《上市規則》要求的顧問，要求有兩位獨立非執行董事，要求公開發行的A股和H股的總和至少佔公司股本的25%(H股佔5,000萬港元或公司股本10%，以較高者為準，所有H股必須由公眾持有)。

措施二中特別重要的一部分是關於用作報告目的的會計標準的部分。《上市規則》的現有規定要求所有在香港聯交所上市的公司，包括海外公司，符合經香港會計師公會認可並在其定期出版的“標準會計準則”中公布的會計標準；或者符合國際會計標準委員會定期頒布的國際會計準則。

在中國內地，國有企業目前必須符合財政部按行業頒發的會計準則，而當組建為股份公司後，則要遵守財政部1992年頒發的《股份制企業會計》準則。該準則有很多地方與國際會計準則出入甚大，例如，在外匯交易的會計處理、折舊、工廠與設備的維護費以及啓用日期等方面。由於這些偏差在詮釋公告的利潤和財務狀況(關係到紅利分配等)時，可能會引發很大問題，因此有必要建立一套既符合中國要求又滿足國際投資者需要的機制。

目前已經商定的辦法是在香港上市的內地企業建立兩套會計帳目——一套按中國《股份制企業會計準則》審計，另一套按《國際會計準則》審計，力求“真實、公平”，而審計工作一般由“國際性”審計公司進行。按照香港《上市規則》和香港《收購守則》規定，《國際會計準則》將適用於首次及持續披露。公司最大可分配利潤則取根據中國會計準則和《國際會計準則》計算出的利潤中的較低者。

“證券市場權利”措施中另一重要內容是披露。與香港任何其他發行人一樣，中國內地發行人須受《公司條例》和《上市規則》所規定的披露要求約束，包括在招股說明書中披露某些特別因素。特別因素包括簡要說明：

- 有關的中國法規；
- 中國政治經濟環境／結構；
- 外匯管制和人民幣匯率風險；
- 中國內地企業上市的監管機制未受檢驗；



- 涉及發行人的業務或產品的具體風險因素；
- 不同於香港通行做法的投資者保障機制。

*措施三“程序”*。爲了保證上述兩項措施規定的投資者保障要求具可操作性，我們建立了兩套重要程序。

第一，香港證監會、香港聯交所、中國證監會和中國內地兩家交易所聯手擬備了一份《監管合作備忘錄》。該備忘錄確立了一套相互合作監管的機制，提出了協調監管活動應考慮的事項和原則。監管合作備忘錄的基本原則是保障投資者，保持市場公平、有序、有效，以及確保遵守彼此的法規。因此，備忘錄的範圍不僅包括在港上市的中國內地企業，而且涵蓋所有在中國或香港上市公司的證券發行人、董事、管理人員、股東及專業顧問；在中國內地或香港經營的交易商和投資顧問；交易、交割與結算活動；在中國內地或香港任何股票市場進行的內幕交易、市場操縱和其他欺詐行爲；以及經有關各方同意的人員培訓和交流。合作的具體領域及其詳細機制包括公司信息交流、停牌、收購與合併、中介人監管以及證券術語標準化。必要時可對上述各項進行修訂。

正如香港證監會簽署的其他諒解備忘錄一樣，監管合作備忘錄含有一項意向申明，即備忘錄對各簽署方沒有法律約束力。因此，該備忘錄既不會凌駕於各自內部的法規之上，也不影響其他合作渠道。

第二，建立了一套爭議解決機制。據商定，涉及H股香港或國際股東與其他方因公司事務而產生的爭議，按照公司註冊地的法律（即中華人民共和國法律，包括規範意見及其補充規定）仲裁解決。仲裁可在中國國際經濟貿易仲裁中心或香港國際仲裁中心

進行，由仲裁申請人任選。香港已經任命了六位委員加入中國國際經濟貿易仲裁中心仲裁小組，同時中國也已委任了六位委員加入香港國際仲裁中心仲裁小組。中國國際經濟貿易仲裁中心和香港國際仲裁中心(這兩家機構都有份簽訂《承認和執行國際仲裁裁決紐約公約》)的仲裁裁決在雙方的司法管轄區都可以執行。

仲裁條款不適用於因投資者保護法(規範公司證券的營銷、銷售、購買、交易或其他行爲)所引發的索償等方面。香港法院對所有此類索償有司法管轄權。

### **有效市場架構**

如前所述，A股交易在中國內地交易所進行，H股交易在香港，也可能在其他地方進行。因爲外匯管制，兩方市場會受到多少有所不同的供求狀況所影響，因此價格可能會有所偏差(正如當前A股和B股的情況)。雖然涉及紅利支付和登記方面的諸多問題尚待解決，但從交易角度看，H股在港上市已沒有什麼特別的問題。

H股在香港聯交所的交易，與所有其他在聯交所上市的公司股票一樣，使用相同的設施，適用相同的交易規則。H股的交割與結算通過香港中央結算及交收系統以純粹淨額並擔保的方式進行。

H股持有人的紅利支付按深圳外匯調劑中心所報的匯率計算。任何由於人民幣兌換港幣所造成的紅利損失由公司補償。因此，H股持有人會得到與A股股東金額完全相同的紅利。

將來在上海或深圳保留一家股東登記機構，服務A股股東；另一家股東登記機構將留在香港，服務所有H股股東。香港的登記機構按月向中國的登記機構提供一份股東名冊，以便公司能夠

掌握其最新的A股股東和H股股東的情況。香港中央證券登記有限公司已經成立一家公司，作為在香港聯交所上市的中國公司股票登記機構。H股的登記程序將與香港任何其他股票一樣，唯一一點不同的是，在需要登記時，受讓方須按必備條款要求書面同意提交仲裁，以便對公司或董事採取行動。在需經受讓人簽名的文件中加入一項申明，再交給股票登記機構，以便股票進行轉名登記，這個過程便完成了。

## 結論

中國內地目前在發展證券市場方面所進行的試驗取得初步成功。然而，正如我們通篇所提到的，仍有大量的問題需要時間來解決。隨著各市場參與者 — 監管者、證券交易所、中介人、發行人及投資者積累更多經驗，許多問題很可能會在反復實踐與錯誤中得以解決。毋庸置疑，很多時候學習的過程是痛苦的 — 歷史告訴我們世界所有證券市場都經歷過這一過程。如前所述，同樣不容置疑的是，由於中國的經濟規模(根據國際貨幣基金組織最近統計，中國目前是世界第三大經濟體)和高儲蓄偏好，中國證券市場的增長潛力巨大。如果中國現時的經濟政策不變，到2000年，中國股票市場將會躋身世界前15大的股票市場這個推斷，並非天方夜譚。

羅德滔

# 證監會在發展 香港市場中的作用 1992年-1994年

8

載於《亞洲資本》  
1993年9月2日

## 序言

本文旨在從證監會的角度廣泛而具體地探討有關香港市場發展的一些策略性問題。

《證監會條例》第4(1)(j)條規定，促進香港證券及期貨市場發展，鼓勵香港和其他地區投資者充分利用香港市場是證監會的法定職能。

根據證監會的機構策略性計劃，證監會把推動市場發展和提高投資者保障與確保市場穩健運作，一起列為證監會的主要任務。

我認為無論是出於進攻還是防禦的原因，發展市場對於香港的未來都非常重要。

從進攻意義上講，發展市場非常重要，因為發展市場可以增加交易活動、提高效率並提供更多的產品選擇 — 所有這些都會改善市場融資功能，也有助於提高實際收入和生活水平。

從防禦意義上講，發展市場對於抵禦日益來自東亞地區內外的其他金融中心的競爭非常重要。來自其他金融中心的競爭愈趨激烈，具體表現於：

- 證券期貨交易以及基金管理活動的流動性增加；
- 金融產品及技術多樣且複雜；
- 國際和本地投資者的資產組合更趨多元化。

雖然發展市場顯然重要，但是發展市場的含意及監管者應該及能夠在發展市場中起什麼作用，卻可能不那麼明顯。因此，我想花些時間探討這兩個問題。

## 市場發展機制

### 發展市場的含意

我認為發展市場是改變市場結構和傳統市場運作方式的過程，其目的在於改善市場表現，並進而提高市場向社會提供的效益。

憑藉對下列一個或多個指標的改善，我們可以明確判斷市場表現得到提升：

- 相對於其他市場，市場成本變得更具競爭力，比如交易費用下降；
- 市場質量提高，比如市場價格的透明度提高及流通性增強；
- 市場效率提高，比如結算交割和登記的時間縮短；
- 產品種類增多及有更多合適的產品，比如交易品種增多、集體投資品種增加和籌資技術多樣化；
- 交易活動數量增加，比如新股發行、集體投資產品銷售和二級市場的成交額均有所增加。

這些市場表現指標的改善總體上有益於社會，包括降低資金成本，增加就業，促進經濟增長，並最終增加個人和公共財政收入。

某一特定市場表現指標的改善能夠推動市場進一步發展，認識到這一點也很重要。例如，市場透明度提高是成功開展衍生工具交易的基礎。同樣，降低交易費用可以吸引新的一級市場和二級市場交易。

因此，在考慮發展市場時，證監會傾向於從可以改善市場表現的政策出發考慮問題，而市場表現的改善可以通過我剛剛提到的表現指標的改善來判斷。從我們的角度看，這些改善會因為市場規模、市場結構以及提供金融服務方式的改變而實現。

**市場規模**很大程度上依賴於人口和經濟的規模及增長率、人口的“滲透”程度，當然也取決於國際化能否落實，例如，通過提供吸引外國人的、具競爭力的產品或服務。

**市場結構**方面，可以通過改變進入市場的條件(如清除妨礙進入市場的監管壁壘)和調整有關費用(如降低政府收費)來促進市場發展。

在**金融服務**的生產方式方面，可以通過下述措施發展市場：

- 可以改善生產和銷售方式的技術創新和其他形式的創新；
  - 改變定價政策；
  - 改變營商行爲或市場參與者招徠客戶和履行合同義務的方式。
- 這決定了市場能否通過我所謂的“嗅探測試”，一個影響投資者(尤其是國際機構投資者)是否願意參與市場的因素。

因此，從我們的角度看，以上這些是發展市場的幾個方面，我們會在這些方面制定改善市場表現的監管政策。

## 監管者與發展市場

因此，很清楚，發展市場的過程有許多方面。但是，監管者在這一過程中扮演甚麼角色呢？

在證監會，我們一向主張發展市場的主要原動力必須來自市場本身。因此，監管者的作用基本上是促進市場提出的發展措施。在這個意義上，監管者有許多事情可做。

第一，監管者可以建立一套監管機制，並且通過旨在建立對市場的系統穩定性和對市場的穩健操作抱有信心的方式來執行該套機制。換言之，監管者可以採取措施確保市場能夠通過我前面提到的“嗅探測試”。這是一項基本的長期任務，其效益需數年時間才能在市場上體現出來。

第二，監管者可以放寬那些限制市場發展但卻對投資者保障沒有必要的限制，而通常這稱之為解除管制措施。

第三，監管者可以簡化監管審批過程，縮短處理申請的時間，確保為市場參與者提供快速、靈活、切合需求的服務。

第四，監管者可以鼓勵市場組織消除保護壁壘，避免從事限制市場競爭的行為。

第五，監管者可以協助希望創新的人士克服既得利益者設置的種種障礙。

第六，監管者還可以向市場參與者、市場組織以及希望推行市場發展措施但缺少專業知識的其他監管者提供指導和幫助。

當然，監管者一向希望確保發展市場的措施能夠實現其發展市場的最大功效，以及盡量吸引和有益於本地和國際市場參與者。

我認為對各種市場發展的監管行為的需要會因目標市場不同而有所差異，這一點對於不論是股票市場、公司控制權市場、債券市場、期貨市場、集體投資組合產品市場，還是投資顧問服務

市場等，都是不言而喻的。認識到這一點後，證監會已經為其負有監管責任的各個市場，制訂了一套市場發展策略。

現在我就針對每個市場談談我們的現狀和日後可能的發展方向。

## 股票市場

我們可以從兩個方面考查股票市場，即新股發行市場和二級市場，儘管這兩個市場之間有著明顯的聯繫。自1989年證監會成立以來，這兩個市場都取得了巨大的進步。

香港聯合交易所 - 新募資本  
 市值和成交額 1987-1992  
 (10億港元)

年份	新募資本	市值	成交額
1987	49	420	371
1988	20	580	199
1989	22	605	299
1990	24	650	289
1991	45	949	334
1992	117	1,332	701

雖然最近幾年取得了長足進步，但仍有巨大空間有待進一步改善。就我們認識，我們的策略性挑戰是那些涉及市場擴張、市場結構和市場創新的挑戰。

## 市場擴張

不言而喻，擴大香港股票市場取決於供求兩方面因素。由於區內的強勁經濟增長，證券供給(企業對資金的需求的鏡子反映)目前



正處於增長階段。從策略上講，我們相信打造連結香港資本市場與中國資本市場(尤其是中國南部資本市場)的紐帶至關重要。如果這些紐帶可以打好，對中國內地和香港都大有裨益。對中國內地來說，可以增強籌資能力；對香港來說，可以給投資者和中介機構提供商機。正是基於這一點，我們已經建立了一套機制，讓中國的證券在香港發行和交易。1993年6月第一支股票發行，7月開始交易。

擴大證券需求需要兩面出擊，即增加本地居民的持股水平，同時亦提高國際投資者的持股水平。我現在僅有的數字是香港聯交所1989年進行的調查結果。有關調查顯示9%的成人持有本地股票。儘管這個數字之後無疑已經有所增加，但是我深信這方面仍有很大的增長空間。例如，其他國家相對應的數字分別是日本27%、英國21%、新加坡14%。當然，擴大香港股票需求基本上意味著進一步推進國際化進程，這一點十分必要，因為香港較少的人口數量限制了擴大本地市場的機會。香港人口的年增長率不到1%，並不足以支撐股票市場持續擴張，因此，我們必需制定措施鼓勵本地居民和外國投資者參與香港市場。

## **市場結構**

如前所述，市場進入條件和有關費用是影響市場結構，進而影響市場發展的重要考慮因素。

在香港，股票二級市場實際上分成兩層。第一層是香港聯交所的公開競價市場，依法由聯交所獨家經營，有500家活躍的會員商號，其中最大的10家約佔成交額的20%，而最大的100家約佔成交額的70%，另外一層是“隱形的”國際市場，由約25家國

際交易商組成，每天在香港與世界其他地方進行非港股的交易，成交額相當於香港聯交所的3到4倍。毋庸置疑，隨著金融創新和國際化步伐的加快，香港聯交所的法定專營地位將受到更大的壓力。

影響香港市場表現的一個重要因素，是香港相對於其他市場的交易成本，尤其是香港的競爭對手(例如新加坡、倫敦和紐約)的市場。隨著為保險起見而遷冊的香港公司，現在同樣為保險起見在其他市場作第二上市，這些市場日益成為香港更強大的競爭對手。

從下表可見，種種跡象表明香港市場的交易成本高於其他三個主要競爭對手市場。從策略考慮，這個問題一定要解決。

交易費用  
香港股票交易的競爭市場

國家	交易所規定的最低佣金	印花稅	交易徵費	特別徵費
	%	%	%	%
香港	0.25	0.15	0.02	0.03 <sup>1</sup>
美國	可議	0	0	0
英國	可議	0 <sup>2</sup>	0	0
新加坡	遞減 <sup>3</sup>	0.100 <sup>4</sup>	0	0

<sup>1</sup> 自1993年8月中開始降為零。

<sup>2</sup> 針對非英國公司以代名人名義持有的香港股票的交易。

<sup>3</sup> 以新加坡元進行的交易，介乎1.0%—最低0.5%間遞減。

<sup>4</sup> 新加坡境外居民與經批准的證券公司或經批准的亞洲貨幣單位(經新加坡金管局批准進行亞洲美元交易的金融機構的內部運作實體)之間進行的交易，無需繳付合約印花稅。

註釋：表中所有數字只是單邊交易費用。

## 市場創新

發展市場的另一個主要挑戰，是確保香港不會錯過技術和產品創新所帶來的諸多益處。技術和產品創新一直是金融服務業進行全球擴張的重要推動力量，不能實行和適應金融創新的國家，在金融方面將淪為一池死水。

在技術創新方面，我們馬上面臨的挑戰包括開發一套自動化證券交易系統，以及為在聯交所進行交易的衍生工具建立一套合適的結算機制。在產品創新方面，我們面臨的挑戰包括引入新產品和市場技術，比如有監管的賣空交易和股票期權。

最近引入的以持續淨額結算為基礎的證券結算交割系統，對於香港證券市場至關重要。該系統將降低市場的系統性風險，減少不確定因素，提高效率和減低結算成本，同時也提供了空間以應付成交額的增加，並為創造新產品奠定基礎，從而帶來新業務及繼而增加成交額。

通過讓結算公司在整個過程中作為透過聯交所進行的每一筆交易的對手和為該等交易運營的擔保系統，系統性風險將降低。另外，中央結算會減少欺詐的機會和香港常見的“遺失股票”問題。

中央結算還會降低結算費用並提高結算效率，使香港能夠處理更大量的業務而不會出現整個系統混亂的潛在風險。我們不應忘記1987年香港聯交所停市四天的一個主因，就是積壓了大量未交割的交易。

通過允許經紀掌握他們的交易屏幕所顯示的全部報價(而不僅僅是他們所認識的或者是他們對其信用有把握的經紀的報

價)，該系統會提高市場流通性，因為經紀對經紀之間的交易對手風險基本上可以被消除。同樣原因，香港投資者更可以得到最好價格。更重要的是以持續淨額結算為基礎的結算，可以主要通過開發自動對盤及成交系統而推動市場在電子化方面的發展。自動對盤及成交系統繼而會促進期權及其他衍生產品的發展，而期權及其他衍生產品的發展會增加投資者在投資工具方面的選擇，並會推高成交額。這不但會推高香港聯合交易所的成交額，而且亦會推高香港期貨交易所的成交額。

因此，1992年6月開始運作的持續淨額結算系統的成功實施，對發展二級市場至關重要。電子交易的成功引入同樣非常重要，可望於今年年底開始運作的電子交易系統將擴大市場交易能力，更快和更有效地執行交易，並提高市場透明度。實時在線輸入和執行指令將解決目前電話交易的局限及其導致的市場網絡堵塞問題，從而使市場能夠處理更大量的交易，並且該系統將能夠按照價格優先、時間優先的原則執行指令，因而使投資者能夠快速獲取市場最佳價格。該系統還將會提供幾乎是即時的成交報告，因而提供準確及時的價格信息，這項最新的發展是支持計劃推出的新產品的關鍵。

在產品方面，引進有監管的賣空交易及特定股票的期權是市場創新的首要任務。計劃引入的賣空交易將首次為香港市場的參與者提供一個監管環境，而在這個監管環境裡，投資者所作的投資決策是基於其認為股票的價值將下跌而非上升而作出的。這將為交易決策反映供求因素提供一套機制，並使有關股票的定價更為準確。賣空將吸引新賣家進場，當他們平倉的時候，這些賣家又繼而變成新買家，從而提高市場成交額。賣空者必須借入股票

來完成交易，因此會為股東和中介機構創造新的收入機會。最後，賣空會為期貨市場的對沖業務和計劃中的股票期權市場創造新的需求。

引入特定股票的期權交易將使聯交所提供的產品品種更加完善，因而進一步使其與世界更成熟的市場看齊。股票期權將為投資者創建新型股票交易風險回報投資策略及創造新收入提供許多機會。例如，投資者可以利用期權對沖股價升跌的風險，因而帶動本來無多大吸引力的股票買賣。另外，投資者可以“沽出”期權獲利，從而可以增加潛在的整體回報。同樣，股票期權交易總體上應該增加市場成交額，並為投資者和中介機構提供新機會。

### **證監會與股票市場**

證監會的工作重點是擴大市場，推動必要的市場結構調整，並且使市場從產品創新中受益。關於這些挑戰，證監會現在已有措施並且將會在日後繼續採取措施，從而：

- 完善監管機制，並通過旨在加強市場誠信的方式執行該套機制；
- 放寬阻礙市場發展的諸多限制；
- 簡化監管審批程序；
- 鼓勵廢止保護壁壘和反競爭行為；
- 協助創新者抵禦和反擊阻礙市場發展的既得利益者；
- 在諸多技術問題上提供指導和幫助。

在監管機制方面，證監會曾在1989-1991年實施過三年計劃，消除存在多年的各種差距，其目的是改善我們在“嗅探測試”方

面的表現，而“嗅探測試”是國際投資者決定如何在眾多市場間分配資產以及中介機構決定是否及在多大程度上參與市場時所採用的眾多標準中的一個重要因素。

該計劃主要包括：

- 在1989-1991年間，對聯交所的建制和治理方式進行了重大改革。經過改革，不僅聯交所有了獨立和專業的管理層，而且聯交所理事會更具代表性，廣泛地代表其經紀會員及各類其他涉及市場利益的參與者，而這當然包括代表上市公司、機構投資者以及投資大眾的人士。
- 為配合上述改革，在1991年，香港聯交所獲賦予維持市場公平有序並須代表公眾利益的法定責任。
- 在風險管理方面，證監會建立了一套法定和非法定規定相結合的監管機制，以推動實施證券交易中央結算。1992年6月開始實行中央結算時，這套機制已經建妥。在此過程中，證監會還建立了一套包括引入經紀忠誠保險和聯交所會員財務月報，以及把賠償基金賠付限額從200萬港元增加到800萬港元的監管機制，還建立了一套股票借貸機制。
- 1991年9月，頒布實施《證券(披露權益)條例》，要求大股東、公司董事以及其他內幕人士公開披露其超過一定水平的持股和交易情況，以提高市場透明度。
- 1991年9月，還出台了一部新的《證券(內幕交易)條例》，大幅提高了內幕交易的處罰力度。
- 1989年引入一套新的香港聯交所《上市規則》，並於1990年進行了修訂。該規則建立了符合國際標準的規定，同時大大加強了聯交所上市科的職能。隨後在1992年初，又成立了重新組建的上市委員會。

- 除了上述以外，證監會還協助建立了一套促進在香港發行中國“B股”的監管機制，詳情載於在1992年7月由註冊總署署長發出的《招股章程指引》中。

在1992-1994年間，我們一直在採取進一步措施完善股票市場監管機制。對證監會而言，這將涉及到工作重心從監管改革逐步轉向有效的監管執法，特別是我們將會加強在比如在披露文件中進行虛假陳述等領域的執法行動，同時尋求遏止小股東所關注的涉及上市公司控股股東和管理層的一些行爲。

當然，工作重心的轉移並不意味著完全忽視監管機制改革。目前，正在考慮的涉及股票市場的重要事宜有：

- 完成關於自動交易的監管制度。我們的目標包括客戶指令須優先執行。這涉及客戶交易公正性的“排隊次序”及“以最優價格執行”，而這一點可能有所爭議；
- 實施關於有監管的賣空交易的監管制度。具爭議性的事宜涉及完成交易的申報速度(一旦實行自動交易後，這就包括對於沒有通過電子交易系統執行的交易的申報速度)；
- 爲聯交所開展股票期權交易建立監管制度；
- 改革賠償基金，提高賠付資格的確定性，增加可用賠償資金，提高其運作效率，並把更多的管理職能委託予聯交所執行；
- 檢討《上市規則》和《公司條例》中有關財務報告以及其他信息披露的規定；
- 檢討1992年針對外國發行人(尤其是中國企業)而制定的《招股章程指引》。我們會在實施該指引並取得一些經驗後再進行這項工作。

- 考慮為上市公司制定最基本的法定責任，包括“全面、真實、清晰”地披露信息，披露補充信息，真實、公正地鋪陳帳目以及投資顧問的責任。
- 檢討《證券(披露權益)條例》，彌補疏漏之處(並取消不必要的程序)。
- 完成對現行有關證券銷售的法規所進行的檢討，重點是消除關於“向公眾銷售”這個概念的模糊之處。

在此，我應該提到，自從1990年以來，證監會一直在進行一項稱之為“法例精簡合理化”的活動。這項活動源於證券業檢討委員會的建議。有關建議認為“有必要對現行法例進行一次全面檢討，以確保其足以應付近期的市場變化和現代交易方式”。這項活動的主要目的是盡量綜合、更新、合理化和精簡化涉及證監會所監管的市場的多項條例。因此，其根本目的是加強監管機制。計劃於1993年稍後時間向財經事務科提交白紙條例草案初稿，並在1994年全年進行後續工作。

現在談談放寬管制問題。1989-1991年間，我們採取了許多重要措施以促進股票市場發展。

證監會實施了《公司股份購回守則》，使香港上市公司第一次可以回購股份。一般來說，守則要求通過向所有股東發出全面要約的方式，或者根據規定無需進行全面要約的豁免條款來回購股份。豁免包括根據《上市規則》修訂條款的規定而通過聯交所設施進行的股份回購。大致而言，《上市規則》修訂條款允許上市公司每月回購最多不超過其對上一個月在聯交所買賣的股份總額的25%的股份，但每年回購的股份數量，不得超過公司已發行股份的10%。



繼1989年5月底進行的一次大型供股活動失敗後，證監會敦促聯交所重新檢討涉及供股的有關融資規定，包括優先認購權、強制包銷、董事局10%配發股份授權以及對認股權證的限制等事宜。經過聯交所檢討後，在1990年6月1日頒布及實施涉及這方面內容的新《上市規則》。該規則：

- 大幅放寬了強制包銷要求；
- 把董事局配發股份的授權限額提高到20%；
- 放寬了認股權證限制。

證監會認為有待改進的另一個領域，是香港聯交所《上市規則》對新上市公司的准入要求。證監會鼓勵聯交所放寬某些上市資格要求，尤其是5年業績記錄的要求。證監會建議3年業績記錄已經足夠，並建議聯交所行使酌情權，接納只有2年(或更短)業績記錄的公司，只要其符合最低資產規模要求，並能夠證明有足夠的流動資金滿足其發展需要，而且有一個穩健的管理層。聯交所把這些建議納入了其“《上市規則》半年檢討”的範圍之內。1991年2月，證監會批准了該項等建議。

1992-1994年間，我們繼續檢討能夠促進新股發行市場發展的放寬管制措施，以確保香港上市公司的融資機制，在靈活性、速度和成本效益方面，完全符合國際標準。

證監會進一步協助市場發展的方式，是採取措施簡化監管過程。1989-1991年期間，證監會在一級市場的工作重點是採取措施，以清理監管重複這個問題。

證監會完成了就聯交所涉及上市的有關職能所進行的檢討，為證監會進一步向聯交所移交《上市規則》的管理職能鋪平了道路，同時制定了一些新的制衡措施，以確保聯交所能夠長期始終

如一及公正專業地履行這一職能，並允許證監會在放棄參與日常管理後繼續進行持續有效的監督，這項職能移交工作於1991年底完成。

另外，為進一步減少註冊總署、證監會和聯交所三者之間的職能重疊，證監會起草了一份建議，推動註冊總署署長把其審批公司(包括根據《公司條例》註冊的公司和香港境外成立的公司)的股票和債券的發行章程的職責移交出來。聯交所現在承擔審批上市公司股票和債券的發行章程的職責，而證監會則承擔審批非上市公司招股章程的職責。

除上述以外，證監會投入了大量資源簡化程序，於1991年9月引入《證券(披露權益)條例》。為幫助市場參與者符合有關的法定要求，證監會設計了一套供市場參與者自願使用的特定表格，廣為市場採用。

最後，在制定關於中央結算的監管機制時，作為有關內容的一部分，證監會加入了一項條款，讓證監會可以宣布結算所的某些規則，無需證監會批准即可自行修訂。

1992-1994年間，我們繼續貫徹措施簡化監管審批程序，促進市場發展。目前正在考慮的重要事宜包括：

- 修改法例使證監會有權宣布香港聯交所某些規則無需證監會批准即可自行修訂；
- 統一聯交所和結算所各種規則的呈報和審批程序；
- 檢討《證券(披露權益)條例》的有關程序，進一步簡化市場參與者的合規程序。

另一類發展市場的措施是**掃除競爭障礙**。按照亞洲股票市場的標準，香港很可能是最開放、最少障礙來限制競爭的市場，但是仍有一些問題值得考慮。

在一級市場方面，證監會已經施加壓力，要求聯交所取消供股必須包銷的規定。證監會認為供股包銷與否，應由公司董事決定。聯交所已經取消了部分規定，但這條規定還沒有廢除。

1992年，香港經紀業提高最低佣金比例的壓力大增。證監會認為全面提高最低佣金比例是反競爭行為，因為它限制了經紀行進行價格競爭的能力。證監會將堅持這個立場，這是降低交易費用促進整體市場發展舉措的要素之一。1992-1994年間這方面的舉措的其他元素包括：

- 進一步向財政司建議降低證券交易印花稅(之前曾建議取消股票借貸印花稅，取消在中央結算系統內部轉讓證券的轉讓契約稅，降低市場交易印花稅—1991年從0.6%降到0.5%；1992年從0.5%降到0.4%；而1993年從0.4%降到0.3%)。
- 進一步檢討香港聯交所交易徵費，爭取在1994年7月1日後再有所減低(1993年7月1日交易徵費比率從0.025%降到0.02%)；以及
- 向財政司建議暫停徵收股票和期貨市場交易的“特別徵費”(已獲採納，很可能從1993年8月中開始生效)。

鑒於過去三年印花稅已連續下調，如果不採取行動制定更富競爭力的佣金比率，而單純期望進一步調減印花稅，恐怕是脫離現實的想法。

涉及競爭事宜的一個更富爭議的問題，是聯交所獲賦予的法定專營地位。聯交所享有在香港建立、運營、維持股票市場的獨有權利。隨著股票市場性質日益改變(特別是跨境電腦交易系統的發展)和通過電腦系統進行交易的金融工具性質的日益變化(特別

是股票與其他在交易所買賣的工具間的傳統界限愈趨模糊)，證監會有必要重點考慮如何就現時交易的產品和交易系統的性質來照顧這些新技術的發展，但同時不會對香港聯交所目前所享有的權利構成任何重大影響。

為發展股票市場，證監會可以採取的另一種措施，是協助創業者克服來自抗拒變化的傳統利益集團的反對。整個1989-1991年期間，證監會投入了相當大的精力來挫敗對許多重要措施的反對勢力，特別是對中央結算系統開發、股票借貸、證券賣空、經紀忠誠保險以及電子交易系統等的反對勢力。證監會還鼓勵聯交所採取措施，把國際金融機構就某些香港上市公司發行的備兌證上市。很顯然，類似的許多重大措施能否取得進展，在很大程度上取決於相互競爭的各既得利益集團有多願意把其個人利益服從於整體市場利益，以及他們是否認識到其個人和香港的較長遠利益與整個市場發展的關係。1992-1994年間，我們將繼續集中精力，致力使某些市場參與者確信有監管的賣空交易、電子交易系統以及股票期權交易能帶來裨益。我們也將繼續敦促股票過戶處採取措施，縮短股權轉讓登記所需時間。

證監會進一步推動股票市場的措施，涉及就技術問題提供指導和幫助。1989-1991年間，我們的大部分精力都放在幫助制定和持續檢討《上市規則》、中央結算、股票借貸、證券賣空以及電子交易系統上。1992-1994年，工作重心已經轉移到股票期權交易的技術性事宜以及在香港買賣中國內地股票的問題。香港證監會也將向中國提供大量幫助，使之建立適當的監管架構，監管其新近崛起的證券市場。

## 公司控制權市場

公司控制權市場由多套機制組成，而通過這些機制的的作用，某家公司的控制權從一個集團轉移到另一個集團，或者一個控制集團擴大或減少其控制權。從監管者的角度看，基本上有兩個問題：一個是關於市場發展，另一個是關於市場的誠信。

第一個問題的焦點是收購合併的監管機制是否限制經濟增長與結構調整所必需的併購活動。我認為香港在這方面沒有任何問題，所以我們不必在這個問題牽扯精力。

第二個問題的焦點是收購合併的監管機制在均攤控制權溢價方面，是否大體上產生“公平結果”。如果不是，那麼證券市場的誠信就會有問題，並會抑制小股東，包括機構股東和個人小股東參與這個市場。

香港證監會對第二個問題一直非常關注，並已經在1989-1991年間投入了大量精力，致力改進收購合併的監管機制。1992年4月經全新修訂的守則開始生效。但是，涉及收購合併監管的許多重要且富爭議的問題依然存在，並計劃於1992-1994年間解決這些問題。因為這些實質上是投資者保障問題，我不打算在此多講。

## 債券市場

建立一個重要的中期港元債券市場，是發展市場的另一個重要問題。雖然短期政府債券市場近幾年發展迅速，但中期市場卻發展緩慢，儘管有些頂級國際借款人如世界銀行、亞洲開發銀行、國

際金融公司及通用電氣財務公司等也發行了一些債券，但是，中期債券市場主要還是由銀行發行的存款證和政府發行的兩年期票據組成。

與股票市場相比，中期債券市場規模相對較小，原因眾多，包括政府債券規模太小；很多債券流通性不足；散戶投資者總體偏好投資於股票；機構投資者對長期固定利率港元票據的需求有限；以及調期交易對手嚴重不足等。

然而，因為香港沒有外匯管制，港元可自由兌換，以及具有大批金融中介機構，香港確實有潛力發展成為債券集資和二級市場交易中心。這種潛力可能在未來幾年開始顯現，因為一些大型基建工程和內地企業的資金需求應會增加債券供應，而且，因應新的法例要求，退休金與公積金的更快速增長和籌集，應該會增加香港機構投資者對中期債券工具的需求。

### **證監會與債券市場**

證監會直接影響上述進展的能力，是受限於其根據《保障投資者條例》的規定在實際監管債券市場票據發行時的作用。

比如，香港政府的外匯基金票據就不受證監會的監管。外匯基金票據計劃始於1990年3月，首次發行是以記帳方式發行91天港元短期票據，這項計劃是出於貨幣政策方面的考慮而引進市場的，現有91天、182天及364天期限的短期票據。截至1992年第一季度末，該計劃已發行了146億港元的短期票據，每日平均成交額是50-70億港元。因為政府發行的證券免受《保障投資者條例》約束，所以外匯基金票據不在證監會的監管範圍之內。

證監會在債券市場基本上只起到監管者的作用，具體的監管形式體現在認可某些類別的資本市場工具向公眾發行前“預審”其發行文件。這些工具包括存款證、外匯基金票據、本票及其他可籠統地稱之為商業票據的工具。

雖然證監會在債券市場上的角色基本上只是一個監管者，但是證監會仍然可以促進債券市場的發展。證監會除了可以高效率 and 迅速地審批其所接獲的有關申請認可的資本市場工具的文件外，也可以通過向政府建議取消若干證監會認為對投資者保障沒有必要的資本市場的法律限制來實現這個目標。

在1989-1991年間，證監會就《保障投資者條例》發起了第一輪旨在放寬管制的修改，以放寬某些對債券發行的管制措施。這些修訂的結果是把香港認可機構(銀行、有限制持牌銀行及接受存款公司)發行的存款證移出證監會的管理範圍，因為這些認可機構受香港金融管理局的審慎監管。此外，我們還豁免了若干符合一定標準的受豁免機構和多邊機構發行的商業票據。

1992-1994年間，證監會將繼續推動在這個領域放寬管制。證監會已經建議修改《賭博條例》和《保障投資者條例》，以解決為某些資本市場票據發行人製造困難的許多技術性問題，包括進一步放寬受豁免機構的條件，取消證監會和香港聯交所在某些問題上的重複要求，把現有向專業人士發售證券的豁免，擴大到向專業人士提供的投資安排的發售。

## 期貨市場

眾所周知，自1987年10月股災以來，香港期貨市場一直在進行一場艱苦的重建戰役。這場戰役還沒有結束，這一點從成交額的水

平可以看出。然而，過去幾年裡，香港期貨交易所的主要合約品種 — 恒生指數期貨合約一直以令人鼓舞的步伐增長。

香港期貨交易所 — 成交額 (1987-1993)

年底 (3月31日)	恒生指數 期貨	香港同業 拆息利率 期貨	大豆	糖	黃金	總計
1987	1,556,899	-	368,703	312,459	6,475	2,244,536
1988	2,921,698	-	628,086	236,899	4,602	3,791,285
1989	149,548	-	307,675	190,123	1,920	649,266
1990	222,979	31,803	137,844	129,150	996	552,772
1991	302,996	24,622	92,110	94,131	984	514,843
1992	521,977	298	19,368	28,281	996	570,920
1993	1,433,753	145	-	1,546	984	1,436,428

註: 大豆合約於1992年暫停。

顯然，香港期貨交易所面臨的策略挑戰，是如何把市場擴大到一個可以自我維持並足以建立其信用和財政穩定性的規模。如果不在市場結構及產品和技術創新方面進行改革，恐怕難以做到這一點。

在這方面，期交所在1993年3月5日成功向前邁進一大步，恒生指數現金結算期權當日開始交易。為順利推行這個產品，期交所向美國期權結算公司購入保證金與風險管理系統，提升其結算程序。該產品開局不錯，每天平均約有600手交易。



## 證監會與期貨市場

為支持香港期貨交易所發展市場，1989-1991年期間，證監會採取了多項措施以：

- 改善監管制度；
- 簡化監管審批程序；
- 提供技術援助；
- 降低法定交易成本。

在監管制度方面，證監會鼓勵香港期貨交易所改革其董事會架構，引進非經紀成員。證監會還為期交所新引進的結算系統制定了適當的監管制度。為簡化監管審批程序，證監會與期交所簽訂了諒解備忘錄，清楚劃分雙方各自的監管責任。

證監會向期交所提供了大量技術援助，重組結算系統和設計新產品(香港銀行同業拆息港元利率、恒生分類指數和股票指數期權)。此外，證監會還向期交所提供了一位任期六個月的行政總裁。

在成本方面，香港證監會支持把恒生指數期貨合約的“救市”徵費，從30元降到5元。此外，亦安排實行任何新產品首六個月豁免徵收交易徵費，並向政府提議把交易徵費從2.5元減到2元，自1993年7月1日起生效。

在1992-1994年期間，我們著眼於同前一個策略性計劃期間相同的措施。在改進監管制度的旗幟下，我們將：

- 遵循對聯交所的做法，為期交所引入其法定責任；
- 改革賠償基金，提高賠付資格的確定性，增加可用賠償資金，提高其運作效率，並把更多的管理職能委託予期交所執行；

- 引進經紀忠誠保險；及
- 把期交所的結算公司納入監管架構。

至於放寬管制方面，我們將考慮是否可以同時實行淨額保證金制度而不會對系統性風險產生負面影響。在簡化監管審批程序方面，證監會將會：

- 要求行政局把變更交易所交易產品規格的審批權授予證監會；
- 引入法例使證監會有權宣布期交所的某些規則的制訂無須證監會批准；
- 統一期交所和結算公司的呈交規則以作為審批的程序。

證監會還將向期交所和結算公司提供技術援助，開發新的結算方法、電腦屏幕交易及保證金聯接程序。

## 市場的產品

國際上主要的基金管理公司大多在香港設有地區總部，這是香港需要保持的一個重要優勢，而這不僅僅是因為這個優勢本身，而是在發展區域性產品和交易活動方面，這個優勢會使香港早著先鞭。

下表關於獲認可在香港銷售的基金的情況，清楚顯示出香港的國際基金管理中心地位。

按地區劃分的認可基金 (%)

	31. 03. 90	31. 03. 91	31. 03. 92	31. 03. 93
澤西島	21	14	10	8
盧森堡	21	29	30	31
香 港	19	15	12	8
根西群島	12	13	14	15
開曼群島	10	8	12	13
英 國	6	10	9	6
百慕達	5	5	6	7
其 他	6	6	7	12
<b>總 計</b>	<b>781</b>	<b>920</b>	<b>856</b>	<b>901</b>
淨資產估值				
(百萬美元)	36,234	25,777	28,768	28,655

香港的監管制度促進了這一國際化進程，並已經適應了因跨境發行證券所產生的挑戰。

香港基金業目前正處於發展的重要關口，在香港銷售的認可基金數量，在1990年12月31日達到高峰，共有936個。但此後一路下降，這一趨勢很大程度上是基金管理公司整頓的結果，因為超過三分之二經撤銷的認可基金，再也沒有在香港推出或根本就不再銷售。

基金業的主要挑戰不在於產品開發方面，而是在銷售方面。到目前，基金業還沒有取得較高的滲透率 — 經常引用的數字是有關滲透率不到香港人口的2%。部分原因在於目前的投資顧問業落後於具有同等規模和產品品種的國家。解決這個問題的辦法基本上掌握在業界手裡，因為監管者除了可以參與廣泛的教育計劃以外，在其他方面可作貢獻之處恐怕不多。

## 證監會與投資產品的市場

人們可能還記得，1989年5月1日證監會成立時，單位信託基金業在市場發展方面，曾經面臨諸多嚴重問題：

- 等待處理的申請看來堆積如山；
- 對貨幣市場和資本市場基金有嚴格的額外監管限制；
- 基金經理不得在港銷售認股權證基金，儘管有些基金經理在有關業績排名表中位居前列；
- 關於非認股權證基金可以持有的期權和認股權證水平的規定模糊不清；
- 《單位信託與互惠基金守則》明顯過時，早應該進行全面的檢討。

我們當時立即著手處理這些發展問題。

首先，清理積壓的申請。1989年5月1日，有58個有效申請有待處理，其中18個是在1987年積壓下來的，34個是在1988年積壓的，6個是在1989年當年收到的。到1989年9月初，有效申請的數量已從58個降到了9個。而且，這9個申請全部都正由證監會工作人員處理之中。因此，自1989年9月開始，基金業已經可以明確，對於任何申請，證監會都會在受理後一個星期左右著手處理，並在21天內處理完畢。換言之，從1989年9月開始，我們已經把平均審批時間，從一年多縮短到約3周。

這個問題是通過簡化來自一些離岸司法管轄區的申請的處理程序而解決的。根據有關基金所處司法管轄區的監管制度，再結合管理公司所做的某些承諾，證監會得以制定一套標準化的豁免制度，這就提高了處理認可申請的速度並降低了申請人的成本。

目前，享有標準豁免的司法管轄區有英國、盧森堡、海峽群島、人島、愛爾蘭共和國和百慕達。

其次，全面檢討了貨幣市場與資本市場指引，結果是原先附加於資本市場基金的額外規定除了一條之外全部廢除。這樣，資本市場基金不再受制於最低認購要求、流通性要求、特殊投資限制和廣告限制，從而與股票基金處於同一起步點，只是其借款比例限於基金淨資產的10%，而股票基金的上限是25%。雖然貨幣市場基金指引仍然保留，但許多限制都已經放寬，比如，已經廢除了流通性要求，保留下來的對貨幣市場基金最重要的限制，是以港元計價的基金的最低認購金額是5萬元。只保留這一條，是因為政府認為取消這一規定，將會影響政府實施宏觀貨幣政策的能力。

此外，從1989年11月開始，允許銷售認股權證基金，證監會同時決定非認股權證基金的期權和認股權證持有水平，可以從基金市值的10%提高到15%。

從1990年到1991年，證監會集中精力處理最後一個主要問題，即檢討《單位信託及互惠基金守則》。經過廣泛的公開諮詢後，公布了修訂後的守則。新守則於1991年9月1日開始生效。修改守則的主導思想是放寬管制，結果對該守則進行大幅修改以便於操作。

修訂後的守則第8章涉及專門性投資計劃，如單位信託組合管理基金、貨幣市場基金和認股權證基金等。1991年單位信託委員會擴大了可被認可的計劃的範圍，以包括槓桿基金，而最近期貨與期權基金認可指引已經被納入這一類別。

對於那些希望銷售具投資成分的人壽保險產品和集資退休基金的公司來說，單位信託業面臨的問題同樣存在，只是程度較

輕。同樣，市場人士面對排隊輪候審批的問題，但是沒有監管制度為發起人提供指引。到1989年10月，積壓的申請清理完畢，並於1991年發布了《與投資有關的人壽保險及集資退休金計劃守則》。

在香港向公眾發售的另一種集體投資計劃是所謂的“與移民有關的投資計劃”。基本上有關計劃是發行證券或提供投資安排，使之與某種形式的計劃掛鉤，而該計劃使投資者可以得到所在國家的“護照權”。證監會針對這種計劃的發行，建立了一套監管制度，並於1990年頒布了一套守則。在1992年又對該守則進行了修訂。

因此，在組合性的集體投資產品市場方面，證監會的工作主要集中在建立一套監管制度，放寬不必要的限制和縮短申請時間。我認為我們現在已經為可見的未來完成了大部分我們可以主動促進的市場發展工作。從現在開始，我們的主要工作，將更多是回應業界提出的措施。

唯一的例外當然是考慮以港元計價的貨幣市場基金的5萬港元認購限制，而這基本上只是時間性的問題。

## 交易及投資顧問服務的市場

交易與投資顧問服務的市場同我已經提到的其他市場不盡相同，因為它是關於對金融中介機構所提供的服務的供求，而不是對特定證券、投資產品或期貨合約的供求。

投資者在選擇中介機構時，會考慮諸如服務的價格、服務的質量以及他們對提供該服務的中介機構在財務上和道德上的穩健性和誠信的認識等問題。

註冊交易商和投資顧問的數量（截至3月31日）

	1989	1990	1991	1992	1993
<b>證 券</b>					
交易商	1,178	1,209	1,297	1,256	1,333
交易商代表	3,263	3,701	3,887	4,012	4,428
投資顧問	853	999	1,078	1,158	1,209
投資顧問代表	445	573	739	830	990
	5,739	6,482	7,001	7,256	7,960
<b>商 品</b>					
交易商	247	261	263	269	286
交易商代表	957	1,089	980	934	1,143
投資顧問	96	112	112	108	108
投資顧問代表	8	21	18	17	22
	1,308	1,484	1,373	1,328	1,559
<b>總 計</b>	<b>7, 047</b>	<b>7, 966</b>	<b>8, 374</b>	<b>8, 584</b>	<b>9, 519</b>

1989年以來，證監會註冊人總數逐年增加，雖然大部分增長是來自證券方面，尤其是來自交易商代表、投資顧問及投資顧問代表方面。這種增長格局並不奇怪，因為對中介機構服務的需求，基本是從他們提供的服務所涉及的證券及期貨產品的需求衍生而來的。

### **證監會與交易及投資顧問服務市場**

對於證監會可用以發展交易與投資顧問服務市場的各種措施，我們已經進行了深入研究，但得出的結論是監管當局到底能夠採取哪些措施來發展這一領域，尚未十分清晰。我們已經集中注意：

- 改善監管機制；

- 簡化監管審批程序；
- 鼓勵推廣專業教育計劃。

1989-1991年間，證監會根據新訂立的用以評定註冊人士是否符合“適當人選”的準則，實施積極主動的發牌制度來改善監管制度，其目的是提高業界的形象和操守。爲了配合這個方法，證監會鼓勵實行標準的客戶協議和風險披露文件，以協助公眾與證券及期貨交易商進行交易。在此期間，證監會還投入大量時間，建立了一套新的交易商資本充足比率制度，從而更適當地反映所涉及的交易的總體風險。該制度含有多項措施以確保管理客戶資金的顧問們符合適當的要求，包括帳戶分開處理和投購足夠的專業過失保險。

在此期間，證監會還採取措施簡化監管審批程序，最重要的措施有：

- 廢除牌照每年續期制度；
- 引進臨時牌照制度，使那些持有獲承認的海外監管當局牌照的來訪中介人，可以在“投資展覽會”上分銷認可的集體投資產品；
- 引進一套程序盡量減少中介人因僱傭關係變動而對其牌照造成的影響。

證監會還鼓勵並參與香港聯交所制訂證券業專業資格計劃，並1989年開始一項股票經紀培訓與考試的計劃。1991年10月，該計劃終於獲得證監會承認，作爲“適當人選”準則之下的專業考試。



1992-1994年間，證監會通過以下方法採取措施改善監管制度：

- 制定和實施交易商與投資顧問的操守準則；
- 實施新的財政資源規則，其框架是在1989-1991年期間確定下來的；
- 改革交易商按金計劃，並考慮實行強制性誠信保險規定。

此外，我們還設計了一份問卷調查表，發給所有註冊投資顧問，旨在建立一個投資顧問業信息庫。有關問卷包括有關機構業務的性質和範圍、收入模式、組織和運營架構以及財政資源和營商手法等範疇。我們希望這個信息庫可幫助我們在未來幾年為業界制定適當的政策。

## 結論

本文旨在從證監會的角度既廣泛而又具體地探討有關香港市場發展的一些策略性事宜。鑒於其推動發展並鼓勵投資者充分利用香港證券期貨市場的法定職能，證監會高度重視市場發展。我已經在文中探討了在協助和推動市場發展方面，證監會現在可以做哪些工作、過去已經做了哪些工作，以及在不遠的將來將會做哪些工作。然而，文章也指出市場發展的主要原動力，必須來自市場本身，同時亦述明監管者的作用基本上是推進市場提出的發展措施。未來的挑戰是如何使證監會和市場參與者齊心協力，以確保香港得以鞏固並提高其作為主要的國際金融中心的地位。

## 第V部

# 香港跨越1997

梁定邦在1995年至1998年出任證券及期貨事務監察委員會第三任主席。這段期間有很多事情發生，包括香港主權回歸中國、霸菱事件及亞洲金融危機。香港的資本市場繼續充滿活力及穩健地發展。

梁定邦在出任主席後首份演辭中，與大家分享他對《基本法》之中述明香港將會繼續作為國際金融中心的看法，以及香港如何協助中國內地籌集資金以作出大規模的投資。他的第二份演辭勾劃出他對霸菱事件之後的市場的看法。梁定邦在其第三份演辭中列出他認為關於證券市場的八大成功元素，以及提到在制訂證券法時需要作出的八項決定。他的第四份演辭提到投資者教育的重要性。

本章亦收錄了吳偉驄（當時的證監會副主席）、史美倫（當時證監會的企業融資部執行董事）及狄勤思（當時證監會的法規執行部董事）的演辭。吳偉驄提出監管工作者須擁有清晰的監管目標的重要性，以及地區性市場的監管方針應配合有關市場發展和制度建立的階段。

史美倫在其演講中闡釋證監會在監管上市公司方面所發揮的作用，而狄勤思則提到當市場處於上升期時對執法工作帶來的挑戰。

此外，本部分亦收錄了香港聯合交易所前主席鄭維健兩篇演辭，分別探討香港的投資者教育及關於香港應否設立二板市場的辯論。

梁定邦

# 香港金融市場： 未來的機遇與挑戰



香港投資基金公會會員午餐會

1995年2月21日

**作**為剛剛履新的證監會主席，我覺得當下我能夠闡述的最有用的想法，可能就是對未來的一些思考，而正是對未來的思考促使我接受了現時我這個職位。

談起未來，我們離不開過去，過去的某些歷史時點是我們籍以參照作為我們將來前進的方向和行程遠近的航標。如果要我來選擇這樣的航標，理所當然我會選擇1985年《中英聯合聲明》的簽署及1987年股災這兩件事。前者使我們看到了建設未來的希望，後者會對香港證券期貨市場造成巨大衝擊，致使許多人損失慘重，有些人甚至輸掉了終生積蓄。然而，1987年的股災推動了香港為未來建立穩健的制度。

《中英聯合聲明》驅走了陰霾。而直到1985年，一切都還不甚明朗。從歷史角度看，《中英聯合聲明》當然重要，但是當你看到中國經濟改革所取得的巨大成就及香港經濟日益融入中國經濟時，毋庸置疑，中國恢復對香港行使主權，開創了令人振奮的未來。

讓我們來看一下一些經濟數據。

1993年中港有形貿易總額達7,400億港元。中國不僅是香港轉口貿易的最大供應商，而且是香港轉口貿易的最大市場。

香港一直以來都是並將會繼續是通往中國的重要門戶。1993年，港人到中國內地旅遊的人數達2,300萬人次，另外經香港到中國內地的外國遊客有190萬人次。新機場竣工後，這一數字預期還會增加。香港對華投資佔中國外來直接投資的三分之二，隨著眾多私下配售及公開發售的投資基金的成立，香港對華投資正日益增加。截至目前已有15家中國國企在港上市，共籌募190億港元。同時，中國也在香港大舉投資，在港的中資銀行正日益挑戰那些在港運營的大型國際金融集團。《中英聯合聲明》簽署9年後的這些統計數字，足以證明中港兩地的經濟日益相互依賴，水乳交融，密不可分。

今天在座各位都十分清楚香港證券的價格既受香港境內基本經濟因素影響，又受大陸境內基本經濟因素所左右。當然，有一些人會覺得政治因素在這過程中也會起著一定作用。我無意向任何人提供投資建議，也不覺得這是一個監管者所應扮演的角色。然而，作為投資界的專業人士，你們無疑深具慧眼，可以從現象看到本質，並且可以判定真正的發展趨勢。根據我個人的經歷和已公布的資料，我想提出以下幾點。

我在內地進行法律教學和做立法顧問已達10年之久。在這10年來，我親眼目睹了許多令人鼓舞的變化。1985年我開始在深圳大學為中國律師講課的時候，中國的律師不足1萬人，如今這一數字已達10萬。當時，文革後恢復授課的第一家法學院北京大學法學院的第三班畢業生尚未畢業，而如今每省都有一家法學院，有些省還不只一家。當時，中國剛開始派學員赴海外學習法律，如今法學畢業生成批回流中國，每一個主要城市都能找到有回流法學畢業生加入的法律事務所從事涉外商業法律工作。法律行業正朝著自律方向健康發展。

我剛開始研究中國法律的時候，只有一套“薄薄的”十卷已公布的法規。如今中國所頒布的法例已裝滿了一書架，需用數碼形式儲存起來以便管理。全國人大向證監會提供的數據庫佔了個人電腦60MB的空間，而且每季度更新一次，每次都需用數張磁碟。

1985年，中國法院鮮有真正合格的法官。如今中級法院經濟庭(處理涉及外商任何性質、任何金額的經濟糾紛的一審法院)的絕大多數法官，在過去10年都取得了相當於大學水平的法律資格。所有的法官都必須參加持續專業教育。1985年以來，中國的國際仲裁案件增加了10倍。中國國際經濟貿易仲裁中心現在擁有許多著名的國際仲裁員。而且，自1987年開始，中國已經承認了《承認和執行國際仲裁決議紐約公約》。

國際貨幣基金組織最近發表了一份報告，題為《中國經濟改革：全新時期》，對已經發生或即將發生的結構改革進行了現成的總結。貫穿所有改革的主線，就是承認政府需要更高的透明度。中國已經修改並公布了許多法規(以前是不公布的)，其中重要的有外匯條例和外貿及稅收規定。重要的基礎性改革包括頒布了《公司法》；建立了中央銀行體系(不久將以立法的形式確定下來)；成立了證監會；成立了國家稅務總局，依法收稅(過去是地方政府收稅，然後按比例上繳中央政府)；及在國企民營化方面採取了許多措施。

作為本應代表香港說話的人，我卻好像在花過多時間訴說中國內地的發展。只所以如此，首先是因為從經濟意義上講，中港邊境已不復存在。有跡象表明香港作為急速發展經濟體中的一個發達市場正處於獨有的有利地位。其次，我這樣做是想闡明中國的法律和結構性改革是制度建設的一個組成部分，而制度建設是過去發展經濟不可或缺的一環。隨著經濟持續發

展，中國將建立更多制度。第三，正如各位所見，中國並沒有尋求對現有制度做“大手術”。很多這些的制度在發達的經濟體中已經存在。因此，當中國進入21世紀建立了本身的制度時，與國際社會的對話和交流就有了堅實的基礎。在我看來，香港將來成功的關鍵就在於此。

中國領導人一貫承認中國需要建立長遠的制度，這是對香港《基本法》裡所包含的各種制度會受到尊重的最好保證。香港已經是並將會繼續是高度透明並貫徹公正地執行的法規體制如何保持經濟繁榮的光輝典範。

眾所周知，基本法規定現有的法律和司法制度97年後不變（終審權除外，終審權將來會留在特區，現在則由英女王會同樞密院行使）。香港特別行政區被賦予明確責任，確保香港的國際金融中心地位：

109條規定：香港特別行政區政府提供適當的經濟和法律環境，以保持香港的國際金融中心地位。

110條規定：香港特別行政區政府自行制定貨幣金融政策，保障金融企業和金融市場的經營自由，並依法進行管理和監督。

112條規定：香港特別行政區不實行外匯管制政策。港幣自由兌換。繼續開放外匯、黃金、證券、期貨等市場。香港特別行政區政府保障資金的流動和進出自由。

基本法保持了我們現有的制度，在有些地方甚至對現有制度加以擴展，而1987年股災後進行的證券期貨市場改革，則為未來奠定了堅實的基礎。

1989年，證券及期貨事務監察委員會(證監會)依法成立，我有幸被委任為第三任主席。香港需要非常感謝證監會前兩任主席，區偉賢先生和羅德滔先生，他們兩位為香港貢獻良多。

過去5年，我們已經建立了許多市場制度，足以成為市場發展歷史的里程碑。首先，我們徹底改組了股票交易所。股票交易所現有一支專業的員工隊伍和一個由大、中、小型證券行及其他市場參與者和專業人士組成的理事會。聯交所亦大幅修改了《上市規則》，一方面使香港具有國際市場水準的股東保障和市場操守，另一方面使在其他司法管轄區(主要是百慕達和中國)註冊的企業，可以在香港上市從而利用香港作為集資地點。在二級市場，股票交易所和期貨交易所都建立了先進的結算所和風險管理制度。香港聯交所建立了可自動撮合多達200手的電子對盤交易系統，該系統一天可處理多達30萬宗交易。1994年1月市場高峰期時，指數上試13,000點，每日成交額最高超過170億港元。該系統每日輕鬆處理11萬多宗交易。現有的風險管理制度確保香港市場可以經受起近幾個月市場波動的考驗；推出了新型金融產品，特別是金融衍生產品。今年，期貨交易所還會推出股票期貨和貨幣期貨，聯交所亦會推出在交易所買賣的期權合約。市場正不斷變化，因而不斷挑戰中介機構和監管者的智慧和技巧。

市場變化的步伐一向由當地乃至世界經濟形勢所決定。金融市場的運作已跨越國土疆界，所以，未來的最大挑戰可能也正正在於此。現在讓我們來看一下區內的資本需求形勢。

據亞洲開發銀行預計，以亞洲現在的基礎設施水平和目前每年5%的國內生產總值增長率計算，亞洲每年需要約1,300億美元資金。到2000年，有關的需求約為1萬億美元(按93年貨幣



計，或者考慮通脹因素而按當時貨幣計算約為1.2萬億美元)。而這僅僅是基礎設施方面的需求，另外還有區內對房屋和社會開支的渴求。在美國這樣的發達經濟體中，房屋固定投資預計佔國內生產總值的3%—4%，在經濟增長較快的國家，這一比率幾乎肯定更高。這樣，到2000年，住房業又至少需要1.2萬億美元。此外，還有經濟發展迅猛且雄心勃勃的國家對社會開支的強勁需求。所有這些加起來，到2000年需籌集的資金保守地估計約有3萬億美元。在這方面，中國政府事實上只定出了溫和的目標：中國的財政部長最近在香港的一次演講中，宣稱中國希望未來10年在國際資本市場籌集5,000億美元。因為中國的資金需求可能佔區內的三分之一。我敢說這位緊守先賢教誨因而謙虛審慎的部長只說了半數。

另外，還有亞洲各國的儲蓄率。亞洲的國內儲蓄總額平均佔國內生產總值的23%，經濟增長較快的國家超過30%（新加坡42.5%、中國34.4%及香港31%）。這意味著如果有公眾信任的中介體系，資金需求很大部分可以內部得到解決。對資金的渴求以及相應的止渴願望，導致區內的證券市場迅速發展。同時，區內證券市場的大幅波動已暴露出流通性和信心的問題。總的來講，還是需要進行妥善的市場監管這個問題。

此外，還有《關貿總協定》及其姊妹協定《服務貿易總協定》的潛在解放力。給予所有締約方最惠國待遇地位，並最終消除貿易壁壘，以及要求各締約方內部法律和執法透明等總體原則，要求新興市場各國不斷提高其法規的透明度，並保持執法尺度如一，以增強國內外人士信心，從而釋放其能量。我預計不久的將來，中國將會以正式成員的身分加入世界貿易組織。《關貿總協定》及《服務貿易總協定》各項原則在中國的實施，將會加速我們正在目睹的發生在中國的變革。

下面談談我們本地的情況。日趨複雜的金融市場將不斷考驗我們中介機構的技巧。目前，市場上有很多選擇，隨著市場發展，選擇將會更多。對最新信息和高水平研究的需求空前高漲。因此，投資者紛紛轉向基金經理絕非巧合。1987年，認可基金有504個，現在有978個，而1978年時，只有46個。1987年只有約30家經批准的基金管理公司，現在已有100多家，包括許多世界大型金融機構的子公司和分公司。

基金管理公司數目的增加，是一些最大型的金融機構對香港的法律和監管體制、基礎設施、勞動力、毗鄰中國的優勢及有待管理的資金的絕對數量的認同。香港的貨幣和財政儲備達3,000多億港元，1997年7月1日，除了現有儲備的增長，現有600多億港元的特區土地基金還會全數併入儲備。預計在1997年7月1日特區土地基金至少會達1,000億港元。除此以外，還有許多公共和私人退休基金或公積金需要專業的基金管理。《職業退休計劃條例》的頒布實施，會使專業基金管理變得更加重要。強制性退休金計劃如果實行的話，又會為基金經理增加一項重要工作。

我作為證監會主席，促進本地市場發展以使其在投資過程中充分發揮作用，是我應盡的職責。未來幾個月，我希望盡可能多與業內外人士進行廣泛交流，看看有什麼政策我應該向證監會董事局推薦。希望大家屆時暢所欲言，不吝賜教。



梁定邦

# 霸菱事件之後的日子

10

香港銀行公會年度晚宴

1995年7月27日

今晚受邀在此講話，特別是與我的朋友 — 英國證券及投資管理局主席安德魯•拉治(Andrew Large)先生共度今晚這個盛會，我深感榮幸。拉治先生是霸菱事件後呼籲國際社會改善證券期貨活動監管的一個主要推動力量，也是《溫莎宣言》的聯合倡導者。

英倫銀行的銀行監管局擬備的“霸菱報告”非常精彩。該報告對一家外表穩健的老牌機構的內部監控體系如何徹底崩潰，描述得鞭辟入裏。和許多讀過此報告的同事一樣，我也深受觸動，特別是霸菱當時不僅有相關的管理委員會，而且擁有許多經驗豐富的信貸和風險經理。這件案例對我們所有人來說，都是一個有益的教訓。我們不能僅僅依靠組織架構和書面規定，而必須依靠經理人員對業務的真正瞭解和嚴格監管，這個古訓再次提醒了我們。

霸菱倒閉後，我所接觸的每一家大型金融機構都認真檢討了其風險管理和內部監控制度，反應之快讓我感到驚訝。在此我想從監管者的角度就霸菱倒閉事件發表一點看法。值得注意的是“霸菱報告”雖然清楚地描述了管理上的缺失，卻沒有清楚表述監管制度上的疏忽。

眾所周知，在管理層作出擔保的基礎上，霸菱獲豁免遵守法定的最大風險額不得超過資本25%的規定，但條件是其海外風險須受到檢討。然而，這種檢討從未進行過。很顯然，事後證明致命的海外風險確實太大。正如“霸菱報告”所述，這是銀行監管鏈條上一位成員的判斷失誤。但是，除了判斷失誤以外，該份報告也公正地指出了銀行監管機構基本上只注重資本充足率，而沒有重視涉及證券期貨交易的日常風險這個事實。報告因而非常正確地提出銀行業和證券業的監管機構之間，需要進一步加強協調。

對於這一結論，我完全贊成。但是，我們香港面臨一個特殊問題。英國銀行的證券期貨交易活動受英國證券和期貨管理局監管，而香港的銀行則不受香港證券及期貨事務監察委員會監管。1974年，《證券條例》頒布時，大家認為銀行只會把證券業務當作銀行業務的一小部分，例如，銀行擔任證券託管人，或者接受股票或其他有價證券作為貸款抵押品。所以，《證券條例》規定銀行獲得豁免無需依例領牌。然而，近幾年情況發生了很大變化。現在，銀行往往作為主事人或代理人，向客戶提供證券和衍生工具買賣服務。銀行這樣做引發了兩方面問題，第一是類似活動對其作為金融機構的穩健性的影響；第二是銀行在從事證券及衍生工具交易活動中作為中介機構的行為，是否應該與非銀行持牌機構一致。

## 監察財政健全性

監察財政健全性首先要求監管機構有能力確保金融機構有足夠的內部監控；其次，需要制定對市場形勢敏感的資本充足率規

則；第三，需要一種制度確保財務報告充分及時；第四，如果涉及多過一個監管機構，便需要監管機構之間進行有效協調。

## 內部監控

至於內部監控，到現在大家對於三十人集團提出的建議已經耳熟能詳，而香港金融管理局與證券及期貨事務監察委員會（證監會）數月前聯合發出的風險管理及內部監控指引便是參照該等建議而制定的。香港金融管理局之後進行的調查顯示，這些指引的遵守程度相當之高。證監會所進行的調查尚未完成，但我希望將來可以把調查結果公之於眾。

香港內部有一個共識，而根據“霸菱報告”來看，這個共識證明絕對正確，那就是監控應當包括：貫穿各個管理層次直至最高層的實事求是的管理監督、有效地理解和清楚地界定職責、獨立的風險管理以及應與外部審計人密切聯繫的強有力且經驗豐富的內部審計職能。具體地說，大家普遍認為必須嚴格實行內部監控，特別是當員工表現與利潤緊密掛鉤的時候。另外，自營交易應與客戶委託交易清楚分開，而且前線業務和後勤業務亦應有明確分工。

證監會將根據今年早些時候發出的《風險管理和內部監控指引》，以及我們今年稍後時候將會公布的更詳細的指導意見，加強現場稽核。

## 資本充足率

講到資本充足率，大家會同意在證券和衍生工具交易活動中，價格波動及因價格波動而產生的市場風險，會從根本上影響一

家公司的安全運營能力。因此，資本充足率規定不但應該考慮適用於滿足既定責任的資本，而且也應該考慮適用於滿足潛在責任——即應付款和潛在應付款的資本。同時，規定的資本條件不應太苛刻，以至於給中介機構造成不適當的壓力，使其爲了追逐高回報而承擔高風險。顯然，必須取得合理的平衡。證監會已經從這方面著手，最近修改了《財政資源規則》以解決聯交所期權交易引起的資產負債處理問題。這些修改考慮了未平倉淨額。至於聯交所股票期權市場的莊家，證監會將考慮採用所有交易所交易產品的自營對沖所產生的持倉淨額。通過進行這些修改，希望我們已經在控制市場風險和有效利用資本兩方面取得了合理的平衡。當然，這些修改只是針對在交易所買賣的產品。作爲監管者，我們仍然可以依靠兩個交易所，特別是兩個交易所的結算所，作爲風險管理的前線。在場外衍生工具交易活動中，情況要複雜得多，而且沒有交易所來管理風險。香港可以進行各種各樣的衍生工具買賣，因此，如何量化或有負債的問題確實十分複雜。然而，即使在這方面，經過大型國際金融機構的內部努力，以及監管部門和業界在國際層面的通力協作，解決辦法相信指日可待。

國際金融機構現在越來越傾向於全球統一管理其自營交易。我最近接觸的許多機構已經實行了全球化的組合和風險管理，其好處很明顯：不僅可以全球管理資本的配置，而且可以全球管理風險。就監管權力受國境所限的各監管機構而言，在下述方面急需協作：

- 達成共識，把風險量化作爲資本充足率的一部分；
- 子公司和集團公司的財務報告體制；
- 制定行爲規範。

國際證監會組織和國際結算銀行一直致力於在這些問題上取得國際共識。最近，一個三方小組已經成立，以納入保險業監管機構。同時，美國六大證券公司已經成立了“衍生工具政策小組”，以幫助監管機構建立風險量化模型及內部監控和財務報告體系。期貨業協會也已經為交易所、中介機構及客戶提出了一系列建議。香港一直在國際合作中扮演積極角色，日後亦將繼續如此。

## 監管機構間的合作

最後，讓我回到銀行從事證券交易這一特殊問題。時光飛逝，各位現在可能已經忘記證監會曾在1991年就此問題進行過公眾諮詢並得出結論：人們總體上支持這一主張——如果銀行從事超出借貸和託管等主流銀行業務以外的證券活動，那麼這些銀行應該受到和證券中介機構同樣的監管。邏輯可能很明顯：這不僅僅是公平競爭的問題，因為公眾必須受到同等水平的保障。為達到這個目的，必需進行立法上的修改，有關的修改已經被納入1988年成立的證券業檢討委員會所建議推行的“法例精簡合理化計劃”，這項工作即將結束，應於明年初開始諮詢公眾意見。同時，在不久的將來，我們應該可以和香港金融管理局簽訂諒解備忘錄，以便我們可以協助香港金融管理局的銀行監管官員來監管銀行業的證券交易活動。

總的來說，我只是從香港的角度，讓大家簡單瞭解一下霸菱事件後的市場格局。





梁定邦

# 證券法的領域

11

中國未來的證券法國際研討會

中國證券監督管理委員會

北京，1996年7月16日

我感到非常榮幸，能夠有機會與在座嘉賓分享本人一點見解。適逢內地正在評估資本市場現時的发展，並正在為將來設計一套合適的證券法，這個會議可說是深具意義。相信主辦單位一定可以透過這次會議集思廣益，精益求精。

最近，我們在香港亦推行了一些法規改革工作。

今年4月，我們公布由8條香港證券及期貨事務監察委員會負責執行的法規綜合而成的《證券及期貨綜合條例草案》，以諮詢公眾的意見。雖然這份建議草案主要是關於條例的綜合，但其實還包含了一些重要的改革，包括增添監管電子交易設施所需的權力，以及適用於所有受香港證監會監管的金融機構的統一發牌規則等。而最重要的，是以單元形式制訂法規，令將來可以透過增添新的單元來推行革新措施。該綜合條例將為業內人士及社會大眾提供簡明便捷的參考，讓他們更容易掌握香港證券法規的要點，也為未來的法律改革奠下了良好基礎。

為了綜合條例，我們曾為證券法應該涵蓋的範圍費了不少思量，因此我大膽選擇了“證券法的領域”作為講題，藉此機會延續我的思想旅程。我選擇這個講題並不意味著我能夠確切

地劃定證券法的範圍，而只是希望拋磚引玉，聽取各位的寶貴意見。

證券法和其他法規一樣，都是旨在規範行爲。換言之，證券法就是希望規範市場和市場使用者的行爲。所以，我首先簡單介紹市場上會出現的行爲，然後便探討在未來數年，市場最有可能在甚麼環境下增長和發展。

## 巨大的發展潛力

毫無疑問，未來數年內地證券市場會茁壯成長，規模將比現時大許多倍。世界銀行在1995年發表的統計顯示，1994年內地股票市場的市值佔其國內生產總值9%，債務市場總值佔國內生產總值7%。若與英國比較，則兩項數字分別為116%和35%；若與美國比較，則分別為75%和110%。無可置疑，國內證券市場擁有巨大的發展潛力。

讓我再引述世界銀行的統計：內地單是在1995至2004年發展基建所需的資金將達到7,740億美元，而同期內地對入口貨物的需求就達到2萬億美元。毫無疑問，我們的資本市場將有很大的發展空間。

內地1995年發表的5年計劃和2010年遠景目標，除了展示出中國未來發展的正確路向之外，亦確認了基建及輸入境外產品的需要，以及隨之而來拓展資本市場的需要。

## 成功市場的八項基本特徵

我不是經濟學家，所以不打算詳細論述市場的運作。但作為監管機關的代表，我想在這裏冒昧地提出成功的金融市場應具備的八項基本特徵：

- 首先，由於金融產品的交易是一連串信息分析結果，所以金融市場可說是信息市場。因此，市場愈能夠公平、自由和準確地發布信息，金融產品就愈能按其真實價值買賣。金融市場這項基本特徵普遍稱為“透明度”。所有成功的金融市場都具備很高的透明度。
- 第二，金融產品的交易和所有交易一樣，必須在可能的範圍內以最快速度和最低成本執行。即是說，市場必須有效率地執行交易。任何缺乏效率的市場，必定會很快被淘汰。
- 第三，市場是進行產品及資金交易的地方，而交易是很少和締約同時進行的。買賣雙方可以相隔千里，賣方或會需要時間著手去提供所賣出的產品，而買方亦或會需要時間去準備資金。市場如果不能保證交易會確實進行，即是確保買賣雙方必定會履行交割義務，則市場必定很快被淘汰。
- 第四，當金融產品在市場買賣時，經常會出現價格波動的情況。買賣和交割之間的時差使市場參與者蒙受價格波動風險。如果購買金融產品的資金是透過貸款提供，或者如果產品的權責是取決於市場的波動，則風險就會倍增。市場如果缺乏完善的風險管理制度，必定很快被淘汰。

- 第五，金融產品通常是透過中介人買賣的，所以中介人會負責處理客戶資產，這些資產可以是金錢，或是證明產品的擁有權的文件。因此，中介人須對客戶負責，而由於他們本身亦參與市場活動，所以亦須向其他市場參與者負責。市場內的中介人如果不獲信任，市場必定很快被淘汰。因此，每個市場都必須訂立業務操守準則，一方面致力保護中介人的客戶，另一方面致力保護其他市場參與者。
- 第六，金融市場需要貫徹執行一套明確有效的法規，以致一切權利、義務和責任不會流於泛泛之談，而是有其實效。市場如果缺乏這項重要特徵，很快會被淘汰。
- 第七，金融市場需要富於經驗的從業員。這些從業員除了是在買賣金融產品方面具備豐富經驗的中介人之外，亦應包括具備豐富投資管理經驗的中介人。此外，從事法律、會計、商業及投資銀行業等提供支援服務的專業人士亦不可缺少。如果沒有一群經驗豐富的市場從業員和提供支援服務的專業人士，市場是很難與時並進的。
- 第八，金融市場需要有能力掌握信息的投資者。他們明瞭各類金融投資的風險和回報，和作為中介人的客戶的權利。這些投資者會對中介人構成一種壓力，就是如果他們不思改進，客人便會透過其他中介人進行買賣。如果市場上這類投資者數目不多，則市場是不會真正成熟和成長的。

任何地區的證券法規，都應該能夠讓其金融市場擁有以上八項基本特徵。我相信內地的證券法一定能為我們市場的發展，成

功打造適當的環境。這裏，我想提出一點，就是在為將來建立有關制度時，我們或需要先考慮兩組問題：

- 甚麼是證券法的適當領域？
- 在決定具體的證券法架構及其實質內容時，應考慮什麼因素？

## 證券法的領域

我想強調一點：證券法是法律制度的一部分，所以我們應視證券法為一個制度，而不是孤立的法規。至於甚麼構成證券法的一般範疇，我建議可以把制度視為一組同軸圓圈：

- 首先，最中央的圓圈是法律制度的一般法律，這些法律管轄到民事能力、權利、義務和責任。我認為民法的範疇是證券法賴以建立的基礎。
- 第二個圓圈是一項或以上(最好是一項)具體針對監察證券市場和市場參與者的法律。許多國家稱之為“證券法”，我把它放在第二個圓，是因為民法才是所有事情的核心所在。
- 離中軸再遠一點的是所有其他影響涉及證券產品的權利、義務和責任的法律。例如：關於股份制公司的法規、關於會計標準和資產估值的法規、破產法、關於銀行業，特別是信貸及可轉讓票據的法規等。

業內從業員和立法者應緊該記：沒有任何專門的證券法可以孤立存在，所以他們亦要考慮民法及其他關於金融產品的法律的發展。由於時間所限，現在就讓我解釋一下第二個圓圈和第二組問題：即專門的證券法的結構和實質內容。

## 證券的定義

第一條關於證券法的問題，很明顯就是甚麼構成“證券”這個概念。很多司法管轄區，包括香港在內，都感到這個問題相當棘手，因為市場有時可通過衍生金融工具的形式在法律定義以外運作，因而避過監管。所以國際上有一種趨勢，就是對“證券”一詞盡可能賦予最廣泛的定義，來盡量涵蓋最多的衍生工具。不過，如果有各自獨立的交易所買賣證券及期貨，又或是有各自獨立的公共組織去監察期貨及證券，就可能會出現問題：在第一個情況下，我們目睹澳大利亞證券交易所和悉尼期貨交易所之間進行過一場激烈的訴訟。在第二個情況下，美國雖然有《沙－莊遜協約》(Shad-Johnson Accord)，但證券交易委員會和商品期貨交易委員會仍就如何劃定兩個組織的監管範疇而爭論不休。

這種定義上的問題，帶來了一些在組織上及法律上的解決方法。

關於組織上的解決方法，許多司法管轄區都選擇以單一監管機構來監察證券期貨市場以及其參與者。英國、澳大利亞和差不多所有設有資本市場的亞洲國家都採用這種模式。

至於法律上對定義的解決方法卻並不一致。雖然所有司法管轄區一方面傾向於對“證券”和“期貨”設下廣泛定義，但通過制定條款去針對那些符合或不符合上述兩種定義的衍生產品的情況不多。例如，《泰國證券及交易所法》就賦予泰國證券交易委員會把任何金融產品歸入“證券”的權力。這無疑是簡便的解決方法，但有些司法管轄區或會認為難以制定這種法律，因為這似乎賦予監管機構過多權力。英國的解決方法是

棄“證券”和“期貨”等字眼不用，而用“投資”這個比較廣泛的概念，並通過一個很長的法定清單來加以定義。這清單可以根據“部長命令”予以增刪。在香港，我們的《證券及期貨綜合條例草案》建議除了允許主要產品在交易所買賣外，任何獲香港證監會准許的產品都可以在交易所買賣。

## 銀行業務監管與證券監管

下一個要面對的問題通常是銀行業務監管和證券監管的分野。60多年來，由於《格拉斯－斯提格爾法》(Glass-Steagall Act)禁止銀行證券買賣，所以銀行業務監管和證券監管，除了在支付系統涉及證券買賣的交收，或在銀行系統涉及對證券買賣提供信貸的時候，一直都是並肩發展的。

在歐洲，傳統上銀行一直是主要的中介機構，為銀行本身或客戶進行證券交易。因此，銀行業務的監管者把這類活動的監管也納入銀行業務監管的工作範圍。隨著非從事銀行業務的證券市場中介機構的出現，許多歐洲國家(和不少亞洲及拉丁美洲國家)都設立了專責的證券監管機構。在出現兩個監管機構的情況下，這些國家要面對的首項問題，理所當然地，就是銀行業監管者應不應該繼續監管銀行的證券活動。每個曾經面對這項問題的國家，它們的答案如出一轍：銀行監管機構是銀行業務和銀行財政健全性的主要監管機構，但銀行的證券活動應受證券監管機構的監察。它們答案一致的原因很簡單，就是為了達致有效率的監管。銀行業務的監管重點則在於銀行的財政隱健性，而證券的監管重點在於市場上的操守和從業員對客戶的操守。再者，證券業隨著科技的進步而日新月異，只有專業的監管機構才可以和證券業同步並進。



## 八項基本決定

爲了達致有針對性的監管，明確而充分地說明證券監管機構的職能十分重要。我建議在制定證券法時，可以著眼於八項基本的決定：

### **第一：對活動的監管範圍的決定**

第一項要作的決定就是受監管活動的範圍。例如，究竟只是監管證券，還是監管證券及期貨，又或是證券和國務院所規定的其他類別的投資呢？第一個選擇使證券法要面對我先前提到的定義問題。第二個選擇使監管機構的工作範圍更廣泛，而最後的選擇很明顯最富彈性。

### **第二：對機構的監管範圍的決定**

第二個要作的決定是受監管機構的範圍，即是說，要監管什麼類別的市場機構和參與者。這通常會包括交易所、結算所和那些進行監管機構所監察的活動的中介機構；而通常監管機構會以發牌的權力，去行使對機構的監管。這樣便可在牌照訂明有關條件，若不遵守有關條件，就可能要受到適當制裁，包括罰款、暫時吊銷牌照等。若情況嚴重，更有可能被撤銷牌照。這個模式強調發牌制度的統一性，即發牌及監管機構應該是同一家機構。

### **第三：對個人的監管範圍和實質內容的決定**

第三個要考慮的問題是對個人的監管範圍及其實質內容。監管機構在監管中介機構時面對一個主要的限制：從社會角度看，吊銷一家擁有許多客戶和職員的中介機構並非易事。這和可以使用核武器作阻嚇的國家要面對的問題一樣，就是沒有人是願意使用核子武器的。所以，中介機構常有試探監管極限的傾向。基於這個原因，再加上任何機構最終都要透過個人來運作，使我們必須設法去監管其僱員或代理人的操守。這可以透過監管機構，或是自我監管機構(例如交易所)代表監管機構，以發牌制度來監管個人操守。一般來說，發牌規定都要求每一持牌人遵守一套“操守準則”和要求他具備一定的品格和學歷，以確保能夠維持他獲發給牌照時所具備的“適當人選”資格。

### **第四：關於受監管操守的範圍的決定**

第四個要作的決定，就是在對機構和個人發牌制度或任何自我監管制度的範圍以外，哪些方面的操守要受到監管。在前者，因為每個持牌人都要有良好的聲譽，所以須維持操守。後者是藉著自我監管制度成員之間的協議來維持操守。在這兩種情況下漏網的不法行爲，一般是關於在證券交易中使用詐騙手法，例如“內幕交易”和“操控市場”等。我們必需決定甚麼是應予以禁止的行爲，而違規者又應承受甚麼後果。許多司法管轄區都已立例制定刑事及民事制裁，有關的監管機構可以在法院上要求實施。制裁必須夠強硬才能發揮效用，我想這點無需多

費唇舌。所以大部分國家的刑事制裁都包括很重的罰款和監禁，而民事制裁的罰款更可高達從不法交易所獲利潤的3倍。

### **第五：權力範圍的決定**

第五個決定是關於在發牌制度規定以外的權力範圍。我們必須承認，沒有權力的監察機構只是一頭“無牙老虎”。所以，一般來說，證券監管機構會被賦予以下5類權力。

- (1) **調查權力**：容許監管機構調查任何涉嫌未能遵守任何證券法規定的人士。
- (2) **指令權力**：容許監管機構指示持牌人士或持牌機構以監管機構所指令的方式進行業務，以保護投資者利益或確保金融市場的健全性。
- (3) **起訴權力**：確保監管機構可提起刑事和民事訴訟，以作出懲罰或追討，從而遏止失當行爲。
- (4) **相互協助權力**：確保監管機構可代表海外監管機構，對涉及該海外監管機構的市場的失當行爲的人士或機構進行調查，而這種協助雙方都可以相互提供。
- (5) **制訂規章權力**：確保監管機構可詳細說明證券法的某些條文應如何遵循。大部分司法管轄區對這些法規都有審批權，即當這些法規呈交予立法機關或國家機關後，它們可在指定時間內修訂或廢除這些規則。

### **第六：保護的範圍的決定**

第六項決定是有必要訂出保護監管機構及其人員的範圍。鑑於金融市場對信息十分敏感，所以監管機構往往承受很多壓力，

被要求公開有關其調查活動的信息。此外，由於金融市場牽涉多方面的重大利益，監管機構及其人員很容易牽涉入訴訟之內。因此，我們須引入有關法規，規定除非符合十分嚴格的條件，否則不得向任何人士披露有關調查的信息，以及當證監會及其人員真誠履行其職責時，可獲豁免承擔法律責任。

### **第七：審裁機制的決定**

第七項決定是要決定應設立哪些審裁機制，以處理證券法內訂明的失當行爲。此外，我們亦需要考慮除了法院外，是否應成立其他的審裁機構，以處理有關發牌決定的上訴，或可否使用仲裁機制來解決民事爭議。

### **第八：監管理念的決定**

第八項決定是證券法應否載入監管理念。很多司法管轄區都會透過概括性的陳述，就監管機構的職能說明其監管目標。在我們提出的《證券及期貨綜合條例草案》中，我們建議列入若干有關監管理念的概括性陳述，以協助我們在所有時候都能夠將注意力對準我們的目標。

在提出這八項決定之餘，我希望補充一點，就是我們必須瞭解到市場永遠不停地轉變。所以，我們在草擬法規時應盡量保持彈性，以便合理地顧及到市場的創新發展及其他情況的改變。

## 總結

我希望以上有關成功市場的八項特徵及八項可能必須作出的決定，在某程度上起著拋磚引玉的作用，從而誘發與會專家展開深入和精采的討論。當然，我在以上列出的特點和決定的數目並非千古不移的。隨著討論的展開，大家都可以對其加以增減。不過，我相信八十八這個數目，最少對金融市場來說是一個十分幸運的號碼，所以我希望這能夠為是次會議帶來良好的開始。

梁定邦

# 精明投資：證監會的 投資者教育計劃

12

香港婦女金融協會

1996年7月31日

今天我會談一個至今尚未在香港受到密切關注的問題，就是開展投資者教育的必要性。

## 為什麼要開展投資者教育？

大家也許會問“為什麼要在香港開展投資者教育？”，依我看來，有三個主要原因。

### 信息靈通的投資者

首先，有效的金融市場需要信息靈通的投資者既知曉他們的客戶權利，又明白各種投資所涉及的風險及潛在的回報。信息靈通的投資者能夠透過金融產品的包裝看到其實質，他們瞭解自己的首要財務需要，在選擇經紀人、顧問或投資產品時，他們會提出應該問的問題。這樣就對中介機構提出一定的要求，從而使符合要求的中介機構生意興隆，而不符合要求的中介機構日趨蕭條。

你們中間來自經紀行業的都很清楚受過教育的投資者對市場產生的長期正面作用。美國證券交易委員會主席阿瑟·利維特最近在向美國散戶投資者發表演講時，列舉了進行投資者教育多方面的好處：“投資者新手更早地開始投資；在穩定的市場中，成熟的投資者可安然度過市場低潮；當投資者學會提防欺詐和虧本交易時，就會有更多的資金流向那些創造就業和財富的正當企業，從而增強經濟實力”。

### **證監會投資者調查結果**

證監會致力開展投資者教育的第二個原因，是基於證監會最近對香港散戶投資者進行的一項調查結果。我今天帶了幾份調查報告來。調查顯示香港只有極少數成年人了解現有的投資渠道，或各種投資產品的風險及潛在回報。

幾乎有三分之一的香港成年人，如不經提示，就不能立即說出除了房地產之外，還有甚麼其他個人投資。即使那些能分清具體金融產品的人，很多亦承認自己對該產品或該類投資所知甚少。調查還顯示人們對投資者的權利認識不夠，對監管制度本身的瞭解，如果說有的話，也極為膚淺。

正如所料，這種低水平的投資意識反映香港人對各種投資方式的參與程度都很低。10個香港成年人中，有6個在過去3年裏，除了港幣定期存款外，從未投資過其他任何金融產品，並且，10人中有7人在過去12個月投資並不活躍。即使在現有投資者中，26%的人也不打算在未來一至兩年進行投資。

有趣的是，調查得出的最受歡迎的投資產品依次是：外幣儲蓄存款、股票以及具投資成分的保險產品。

## **無知／缺乏信心**

必須開展投資者教育的第三個原因是由第二個原因引發而來的。一系列調查顯示，香港股票市場的散戶投資者佔香港成年人口的7%至9%，而散戶投資的成交額現在徘徊在總成交額的30-35%之間。散戶的參與程度如此低，主要有兩個原因：一是公眾對金融產品缺乏瞭解；二是他們對中介機構缺乏信心。

考慮到以上各個方面的因素，證監會認為投資者教育計劃不僅僅是一個好主意，而且不可或缺。包括美國和澳大利亞在內的一些發達國家的市場監管機構，都得出同樣結論，即確認鼓勵信息靈通的投資者參與市場是非常重要的。

證監會既要鼓勵投資者更多地參與市場，又要保護投資者利益。我們認識到確保投資者獲取充分信息，同時為市場主體如交易所和業界組織開展公眾教育提供便利，是我們的本職工作。

關鍵在於監管機構、交易所和業界在此過程中攜手合作，因為這是一項惠及大眾的事情。

## **對投資大眾的四點主要建議**

有鑑於此，證監會向投資大眾提出了以下幾點主要建議。這些建議都是來自我們對散戶投資者進行的調查結果，可以分四方面來表述。在座的大多數對投資之道無疑都十分熟悉，但我還是希望大家允許我先向大家講完我們建議的要點。這樣，如果你們對此有任何建議，可隨時告訴我。



## **步驟一：如何走出投資的第一步**

步驟一是“如何走出投資的第一步”。我們建議投資者從*確定首要需要*入手，如確立投資目標(例如作退休儲蓄或保本應急)、投資時限及願意承擔的風險程度等等。投資者的首要需要又取決於工作的穩定性、年齡及投資經驗等因素。

如果你不認清自己的首要需要，最後你可能會發現你所投資的金融產品或投資組合並不適合你的需要。比如，如果你認為你可能需要短期內取回投資，一項對提前退出徵收罰金的10年期投資計劃就不適合你。

我們也建議投資者運用平衡投資組合的方法分散投資以*平衡風險與回報*，而不要把所有雞蛋全部放在一個籃子裏。另外，我們敦請投資者“*瞭解你們的投資*”。這就意味著要下工夫做好準備工作，通過研究銷售文件(如果有的話)，評估所作投資的潛在盈利能力和瞭解其性質。或者，要始終堅持在交易前搞清楚事實。例如，在買賣衍生認股證(這種產品在香港很流行，但我不建議投資新手購買)時，瞭解發行人是誰及其財務狀況如何等。

## **步驟二：挑選專家幫手**

決定了作何種投資後，你需要選擇一位稱職的經紀人或財務顧問。首先，你必須確保與你交易的人士及公司都持有證監會發出的牌照。證監會的發牌制度對註冊人在市場准入和執業方面有嚴格的要求。然而，證監會的牌照不能保證某個人或某個機構的誠信和未來表現。投資者可能仍會蒙受由於中介機構的低效、疏忽或失職而造成的損失。

在此，我想特別強調一點，絕大多數銷售金融產品的人士都是誠實的。許多衣食無憂的人士都要感謝他們的經紀人，正是經紀人讓他們很早以前就步入正軌，幫助他們規劃舒適的退休生活、子女教育或其他重要投資。

雖然如此，業內也有些害群之馬沒有把客戶利益放在心上，或者更糟，他們會造成巨大損失。因此，我們能夠向投資者提供的最好建議，便是他們需要向經紀人或顧問提出適當的問題。比如，投資者應直截了當地問及：

- 中介人所持有的牌照類別；
- 費用；
- 如對服務不滿或出現爭議時的投訴渠道；及
- 持有其資產的方式。

謹慎的投資者還應“立字為憑”，在買賣前準備合適的合約。而且，要堅持讓對方用你能夠完全理解的語言清楚地解釋合約內容，確實明白並同意後，方可簽名。

### **步驟三：監察投資的重要性**

一旦作出投資，監察投資便非常重要。這一點無論是對有經驗的投資者，還是對投資新手來講，都非常重要。我們中間有多少人已經做了原以為是安全的長期投資，但卻沒有密切監察其表現或管理方式？

監察投資意味著保持警覺，指令要明確；交易建議、成交單據及對賬單要檢查；最後但同樣重要的是，要對一些異常跡象保持警覺。比如，你的聯繫人突然聯繫不上了；交易確認書

經人手修改了；或因種種藉口，拿不到本應收到的賣出結算支票等等。

#### **步驟四：投訴的時機**

出現上述情況時，你可能想去投訴。投資者通過向證監會報告親身遭遇的違規操作，可以在執法和監管活動中發揮關鍵性作用。證監會已經成功地揭露了業內許多違規案例，並處罰了有關當事人。這些成功的範例許多都源於公眾的投訴。

當然，投資者也可通過其他渠道投訴，例如向有關公司的高層管理人員投訴。或者，如果投訴對象是證交所或期交所成員，也可向這些自我監管機構投訴。

證監會設有熱線電話，如要投訴個別註冊人，投資者可以撥打證監會的熱線電話。所有投訴一律保密，我們會認真評估每一個案，並採取相應措施。我們的熱線電話號碼是2840-9333。

儘管證監會樂意處理此類投訴，但我們投資者教育使命的一部分，是向投資者解釋清楚哪些是我們無能為力的，哪些是投資者為保護本身利益而需要自己去做的。

比如，證監會沒有法定權力，也沒有義務去仲裁或調解投資者與中介機構之間產生的民事糾紛。因此，在追討投資損失時，我們幫不了甚麼。我們更無權下令有關方面補償或賠償損失。

證監會的執法行動通常不會給某一個人帶來什麼金錢補償，也不會代替民事索償訴訟。如有人向你提供欺詐性投資建議，你可能需要訴諸民事訴訟。

## 如何宣傳建議？

以上所歸納的四個步驟就是我們專為投資者編寫的一系列小冊子的主題。這些小冊子不久就會面世，在證監會以及消費者委員會全部16個辦事處都可供索取。如各行業組織和中介機構願意的話，歡迎他們在其辦事處向客戶展示這些讀物(但如果他們不願意這樣做，我也保證他們不會受到任何紀律處分)。不久後，這些讀物也可從證監會的新網頁上下載。大家下次上網時，歡迎你們瀏覽我們的網頁。如你們有興趣並有帶筆的話，請記下證監會的網址：<http://www.cuhk.edu.hk/sfc>。\*

我們也正考慮通過其他媒介傳播這些信息，包括與本地一家報紙合作開闢投資者教育專欄。今後幾個月裏，你們會聽到更多類似活動的消息。

## 結論

有人擔心證監會的投資者教育計劃會過分強調投資風險而忽略投資回報。你們大可放心，這種情況絕不會發生。雖然給投資者的建議的確指出了一些危險信號，但那僅僅是爲了鼓勵投資者提出問題，促使他們保持警惕，爭取最佳投資方案，並最終符合*精明投資*的原則。

我希望業界會支持我們開展投資者教育，鼓勵客戶仔細甄別投資選擇。這不僅有利於工作的開展，而且從長遠來看，也有助於香港的散戶投資市場充分發揮其應有的潛力。

\* 證監會目前的網址是：<http://www.hksfc.org.hk>。  
網上投資者資源中心的網址是：<http://www.hkeirc.org>。



吳偉驄

# 亞洲新興市場的 證券市場監管

13

國際貨幣基金組織與日本國際中心(JCIF)  
亞洲資本流入發展中國家鞏固金融領域聯合研討會  
1996年2月7-9日

**我**今天發言的題目是亞洲新興市場的證券市場監管。我深信你們許多人比我更有資格就這個議題向大會發言，但是，一趟免費的東京之旅的吸引力使我失去了判斷力，我現在就像待宰的羔羊一樣站在你們面前。希望大家能夠容忍我的一些不太成熟的想法，多多包涵。

正如我剛才所說，我不是市場監管方面的專才，也不是香港市場監管方面的專家，更不是亞洲新興市場監管方面的權威。我所能做的就是圍繞這一主題談一談，就區內的情況描繪出一幅概括的圖畫，作為我對區內發展和走向的個人看法的背景。

但是，在我開始前，就像所有監管者會堅持要做的那樣，我應該做一個全面及坦率的風險披露聲明。這就是我只會談談我在監管行業的一點經驗，以免大家對我的“專業水準”有所誤解。這樣，大家就可以恰如其分地評論我即將要發表的意見。

我開始涉足監管事務，是1987年10月股災之後，即不太久以前。大家可能還記得，十月股災期間，香港市場在黑色星期一暴跌10%後停市將近一周，在緊接著的周一市場重開時，又續跌了35%。當時，幾乎半數的期貨市場參與者紛紛違約，香港期貨交易所結算系統遭

受重大壓力，通過兩項耗資近40億元的拯救行動，期貨交易所才得以避免破產。

危機發生後，香港政府成立了一個委員會進行事後調查，要求該委員會就發生了什麼事、出錯之處以及如何進行補救提交一份全面的報告，而且要在6個月內完成。即使對專家而言，這也是一樁嚴峻的考驗！對像我這樣的事事通卻事事不精的公務員來說，簡直是不可能完成的任務。我猜想他們當時一定是在到處尋找一個人來做代罪羔羊，以便當整個行動最後弄得一團糟時有人負責。就像俗語說，因為我可以任勞任怨，所以他們的目光落在我身上。於是，這項差事歸我了。到現在我仍然相信就是這麼回事兒，因為直到那時，我對證券業一無所知，之前從沒有在證券期貨市場投資過。因此，對於手頭工作，我幾乎茫無頭緒。然而，行軍令已經下達，我受命開展這項工作。公平地講，政府確實成立了一個由業界和其他專業人士組成的督導委員會監督整項工作。

後來我運用以前受訓時獲得的知識，做了一個律師在這種情況下通常會做的事情：閱讀我能夠找到的所有關於這一科目的書籍，變成速成專家。這是我犯的第二個錯誤——第一個錯誤是同意接受這項工作！那些書籍顯然不是為了教育外行人而寫的，滿篇充斥著技術用語和沒有詳加解釋的行話，對一個外行人而言，晦澀艱深，而且全部是關於西方發達市場理論上應如何運作，沒有一本是關於市場在實際上如何運作。至於如何監管亞洲新興市場，更沒有隻字片言。

一周後，我沮喪至極，於是自費進行了一次環球之旅。我挑選我最喜歡的城市——紐約、倫敦、東京和新加坡“去跟市場專家談話”。這是我連續犯的第三個錯誤，因為接下來的10天都花在進進出出機場、從一個地方飛到另一個地方和倒時差上。

到旅程結束時，我唯一的發現就是已經失去了寶貴的一個月。原以為是一項相對簡單的工作——就香港可以套用的理想監管制度，從多個重要的國際市場的監管專家那裡取得共識意見，結果卻變成了一場令人眼花撩亂的惡夢。我訪問的每一個地方似乎都有稍為不同的制度：

- 美國和英國有全職的專業監管者，而日本和新加坡則由公務員監管；
- 美國、日本和新加坡的監管機構權力至上，而英國則剛剛經歷了金融大改革，大部分監管權力已交由多個自我監管組織執行；
- 美國主要依賴明文法規，英國靠所謂的“懷疑”取向，而日本和新加坡則主要依靠行政法令；
- 美國和日本有類似《格拉斯—斯提格爾法》的法例，德國和瑞士則相反，實行綜合銀行制度，而英國和新加坡則介乎兩者之間；
- 日本和新加坡對中介機構有相當高的資本要求，美國的資本要求比較溫和，而英國的要求則相當有限；
- 美國市場有專家，英國市場有莊家，日本有交易所的“才取會員”（Saitoris），而新加坡有新加坡金融管理局；
- 美國和英國是買賣報價驅動市場，新加坡採用買賣指令配對制度，而日本則介乎於兩者之間。

類似的例子不勝枚舉，我可以這樣講幾個小時，但我不想再悶大家了。

總之，我不但發現監管的內容和形式在不同地區大相逕庭，而且發現即使這些市場的監管水平和風格也迥然不同。然而，所有這些地



方都被認為監管良好，而且每一批監管機構都誠摯地認為自己的監管體制至為恰當。我如何從這些不同的片段整理出一些頭緒來？

那個時候，我焦急萬分。我仍然記得鬱鬱寡歡地坐在那裡看著我妻子和女兒玩我買給他們作為聖誕禮物的“大富翁”的情景。突然，我注意到他們遊戲中一些不合常規的怪事，因此，我更仔細地觀察了一會兒，然後發現了他們的“錯誤”。他們不是按照遊戲規則的規定，買入你首先落腳的地方及在經過別人的屬地時要付款，而是不論走到那裡都從銀行取錢。

作為一個盡責的父親，我嘗試教導他們如何玩這個遊戲。我妻子跳起來問我把一個三歲的孩子弄至破產有什麼意思？並且問道，如果遊戲的唯一結果是讓小孩不開心，那這種遊戲對小孩有什麼意義呢？因此，她簡化了遊戲規則，看她們多快可以一起把銀行搞破產，然後點算每人在這過程中掙了多少錢。那樣，她們都可以享受這一遊戲，而且還教會了我女兒數一點數。

我想了一會兒，然後心想，確有道理啊！沒有任何理由必須遵守別人制定的遊戲規則。你大可以讓這些規則適應你自己的環境來實現你自己的目標，而如何運用這些規則的關鍵，當然是制定清晰的目標。

“大富翁”這個遊戲的一般結局是弄至某個或所有成員破產。證券監管的效果同樣具有普遍性：投資者權益的保護和系統的穩健操作，必須承認在此過程中會有一些破產事件，儘管這可以完全不是監管者蓄意造成的。這些目標適用於所有市場，無論監管的形式、風格和水平如何，不同市場的分別微乎其微，或僅僅是同一主調的不同變奏，最終只反映了不同市場的成熟程度和環境不同。而且，究竟應該把這些目標定在什麼水平，歸根到底還是一個平衡的

問題，抉擇只是大家的日常公共政策決策，這一點我們從事政務工作的就最擅長。

理清了頭緒，我立刻著手進行工作。我們在規定的期限內完成了研究工作，提出了240多條改革市場的建議。老實講，我完成這樁任務，並不代表我對市場運作和市場監管有深刻的認識，而且，從那時到現在轉眼已有數年，而我並沒有掌握任何更多的關於監管現代金融市場的上策的專業技能。所以，你們應該有適當的心理準備了。

下面回到我要講的題目：區內市場的監管。

總體而言，我認為這樣說可能並不過分：除了極少數例外，亞洲金融市場全部相當新，而且都是最近才發展起來的。在市場發展的初期，許多決策者面對的問題是：“應否冒著拖慢市場發展步伐的風險而從一開始就建立高度穩健的市場？”抑或“實行漸進主義，犧牲一定程度的投資者保護而加快市場發展的步伐？”。換句話說，這是在兩種願望之間作出抉擇：一開始就為相對不成熟的投資者提供較高水平的保護，還是應實行不妨礙或不阻礙市場發展的監管。

雖然這兩個目標未必互不兼容，但是它們確實經常產生衝突。顯然，市場監管越嚴，人們(投資者和中介機構)越難進入市場，因而會拖慢市場發展步伐。另一方面，監管越寬鬆，人們越容易進入市場，但是流氓無賴也會乘機參與，因而投資者會面臨更大風險。

對大多數市場而言，包括香港市場在內，這個選擇相當明顯，因為你顯然需要某種市場，然後才能有所監管。如果沒有一個活躍的市場，空有一套先進的“杜絕騙子”的監管制度就毫無意義。這一點特別正確，因為我認為說投資者不會進入監管較鬆的市場是誇大其詞。金融市場本來就是講風險／回報，經驗告訴我們哪裡的回報能夠證明風險合理，資金就會流向哪裡，不受一個市場是否受

“適當監管”的一般感覺影響。因此，如果認為預期回報合理，即使最保守的退休基金，也會把一部分資金投入所謂的“特種產品市場”（exotic markets）。因而，多年來，儘管香港市場被稱為“西部牛仔市場”，國際投資者仍然在那兒與眾多東方賭王和香港當地的散戶盡情地推籌換碼。

國際投資者進入香港市場無疑有助我們市場的發展，特別是對提高我們市場的成熟程度貢獻良多。但是，隨之而來，他們也帶來了一些獨特問題，特別是國際基金在市場升跌中所引起的大幅波動，這是因為這些基金極其反覆無常：他們追逐最新的市場熱點，毫無忠誠感或同情心。當他們進出市場的時候，價格和成交額視有關情況大起大落。但是，這是我們必須接受的現實。

在此，我想說點題外話，簡單談一下市場波動問題。因為亞洲區內大多數政府相對家長式的作風，保護散戶投資者的傾向通常更高，這種願望有時會演變成對市場波動過度敏感，特別是在對市場運作知之甚少的公務員中間。我記得區內一位高級政府官員曾問我有關“監管波動”的最佳方法：是採用美國的自動暫緩交易機制概念，還是日本的漲跌停板制度，抑或是韓國的共同干預基金的做法。我當時驚詫莫名，不知如何作答，至少不知道如何用堂而皇之的外交辭令回答，以免令我所服務政府尷尬。

那位官員顯然找錯了人來要求一個本屬合理問題的答案，他明顯忘了我們香港是最自由的市場經濟體系，而且反對任何哪怕是一點點干預市場機制的行爲。我們誓死捍衛這一信念：任何類似的干預行爲都會使市場的價格發現功能失效，因而都不予考慮。因此，我們香港人對我們市場存在波動相對不敏感，特別是我們堅信除了市場不活躍以外，最糟糕的事情莫過於一個可預知的市場。

任何情況下，監管完全可預知的市場都是一件徒勞無益的事，因為那些實力雄厚(即坐擁巨資)的市場參與者無可避免地會成為贏家，從而損害散戶的利益，而散戶正是大多數監管制度要保護的對象。

在我們看來，解決市場波動的真正答案是令市場更加多元化，即在產品方面多元化，又在投資來源方面多元化。

配合金融產品的投資工具(特別是衍生工具)為市場提供了種類繁多的分散風險和轉移風險的渠道，因而使市場從整體而言更加穩定，而各種各樣的投資來源使市場充斥著各種各樣的關於市場發展趨勢的意見和見解。所有這些在市場上相互作用，當某一部分或另一部分的情緒發生變化，希望他們可以相互抵消。這樣應可避免市場大起大落。這些因素加上一套強有力的風險管理制度，將有助於確保市場即使在極度波動的時候都能夠整體穩定。

然而，我們承認不可能消除市場大幅波動這一事實，意味著香港的監管機構傾向於必須比西方的同行更密切地監察市場累積的風險。而且，我們必須更要竭盡全力來確保“整體市場”的風險有足夠的保護措施。

我之所以強調“整體市場”，是因為證券監管機構對於不時會有中介機構倒閉無可奈何。有別於銀行監管機構，我們無意阻止類似事情發生，儘管如果可能的話，我們確實會盡最大努力去避免這樣的事情。我們有責任確保當一家公司倒閉時，它不會拖垮整個體系，這是整體市場穩健操作的關鍵所在。

因此，當市場成熟時，我們難免會開始關注市場的穩健性。一方面，當市場發展到一定規模，對市場累積的風險的關注就會開始抬頭。從去年霸菱銀行倒閉汲取的簡單教訓，就是決不能允許某一個市場參與者持有半數的未平倉合約，不管其規模多大，也不管其

財力多麼雄厚。他們提供的業務也許很有吸引力，但是這等於手握定時炸彈。為確保此類事情不會發生，你需要預防措施和制度。

另一方面，市場發展到了一定規模就不會再壯大，除非機構投資者，特別是國際機構投資者願意大規模入市。他們(尤其是大型美國退休基金)往往會受法律或其組織章程所規限，因而不能大舉進入一個市場，除非這個市場被認為“妥善監管”並系統性安全。因此，為吸引這些投資者，你必須引入適當的監管，著手建立更穩健的市場基礎。

區內大部分市場事實上都處在這個第二階段，市場根基已經牢固，市場在穩步擴展，他們現在都在致力於改善監察標準，增強管理能力以提高市場的穩健性。

對於那些正在苦苦尋求如何達致這個目標的人，下面是我從1987年的經驗中得出的教訓：雖然在這過程中向西方取經可能有一定誘惑力，但是應當牢記西方國家的制度是在一個完全不同的環境裡運作的，而且這個環境多半在區內是無法複製的。因此，把所謂國際監管制度和標準照搬到區內市場，可能完全並不合適。

就拿美國的以信息披露為本的制度來說，在美國行得通是因為美國有一套先進的信息系統。該系統實時運作，迅速傳播市場上披露的價格敏感信息，而高度發達的研究和市場分析行業幫助消化這些信息，然後他們對這些披露的含義所進行的評估被公平地廣泛報道，之後市場便可以及時地對有關信息做出反應。這樣的信息系統，特別是分析和研究能力，在區內基本上是缺乏的。但是，正是這樣的支援性服務使得整個系統有效運作，因此，我們實行信息披露為本制度的能力嚴重受限，並不是像許多西方評論家所說的缺乏監管意願或者投資者尚未成熟，而是因為業內的內在缺陷所致。

另外，西方發達市場性質上一般以機構投資者為主，而區內市場仍然以散戶為主，這一區別從根本上改變了市場的性質，因為即使我們採用與美國相同的制度，散戶投資者一般也不能像機構投資者那樣緊貼市場的發展，因而更不能對類似的披露做出及時反應。

而且，在西方，公司的所有權與經營管理涇渭分明，而區內大多數公司仍然相對上受少數人牢牢控制，這又妨礙了實行以信息披露為本的制度，因為上市公司管理層和所有者之間的自然制衡在區內不存在。區內的監察角色大部分留給了監管機構，這又對我們的監管制度提出了額外要求，而且使我們看起來更像干預主義者。正是由於這個原因，人們通常認為區內的監管者比我們的西方同行嚴厲得多。

最後，過去6、7年我在業內的經驗告訴我，區內市場從業人員的執業水平明顯比西方低。我不是批評區內從業人員的能力，因為區內從業人員可以輕易地與世界上最好的從業人員比拼。我的意思是，由於某種原因，即使是西方最受尊敬的公司，當他們在我們的市場運作時，也會實行較低的標準並經常會拒絕承擔某些責任，而這些責任是他們在所屬的司法區內日常營業過程中毫無疑問要承擔的，其結果導致我們市場上的公司一些信息披露的質量，尤其是所謂的“獨立意見”的可靠性比西方低得多。這也妨礙了在區內採用這種監管取向。

這些差別綜合起來就是區內市場的內在保護措施或者所謂的市場參與者的自我監管功能沒有那麼可靠。為向我們的投資者提供同等水平的保護，這一區別又逼使我們的監管者在監察市場活動時，比西方更有必要干預市場。

在考慮監管我們市場的最佳方法時，我們必須持續警覺區內散戶投資者與其西方同行相比，很少會靠經濟的基本因素和研究做投

資決定。區內市場更加是“謠言驅動”，這對監管者來說有兩層含義：第一，當謠言充斥市場時，個別股票的股價和成交額暴瀉的機會大增，暫時的混亂會導致市場短期波動，並威脅市場整體穩定。我們市場單日波幅高達10%是家常便飯。除非市場崩潰，類似情況在西方市場極為罕見。因此，我們的風險管理制度需要更為健全。

第二層含義是對內幕交易的監察變得困難得多，因為每個人似乎都在依靠來自明顯是內幕人士(比如控股股東的司機的妻子的朋友)的謠言來進行交易。因此，我們的市場監察組常常超負荷工作。這也意味著西方對經證實在區內市場進行內幕交易的人實行道德譴責的方式，在我們的環境中的成效備受質疑。因此，我們被迫尋求另一種方式來解決類似的違規行為。

我們需要持續警覺的另一個事實，是亞洲的投資者非常謹慎，不願透露其投資情況，甚至會竭盡全力隱瞞其持股情況，即使此舉沒有任何監管誘因。結果，我們的市場遠沒有那麼透明，這使得在西方很規範的客戶身分規則變成了裝飾擺設，而且使收購合併的監管更加困難。另外，我們市場的小股東保護措施，如對關聯交易的監管，遠沒有那麼有效。

我們市場與西方市場的一個根本區別在於區內的小散戶投資者比其西方同行強勁得多，這一點我為之驕傲並深感欣慰。只要散戶投資者知道他沒有上當受騙，他就會勇於接受虧損而毫不退縮。在西方，他們就會奔向其監管機構，或者更糟，奔向國會議員高喊有人犯規並尋求賠償。因此，諸如適當性規則和仲裁制度等做法在區內沒有發展起來，但是，我不敢肯定這就是一件壞事或者這使得我們的投資者更不成熟。我誠心相信我們市場的散戶投資者同樣成

熟，只是在不同意義上講－他們左右逢源並更具冒險精神，使我們的市場更添姿彩。

遺憾的是，我同時認為散戶投資者即將面臨威脅，因為當我們的市場向西方開放時，他們正日益與其他投資者比拼，而後者的資金更充裕，資源更豐富，當中有使用最先進的電腦的火箭專家和數學博士。過去數年我們金融市場衍生工具的迅速發展，也使得這場戰爭不利於小散戶投資者。這對我們市場造成的危險是小散戶投資者將不再抱有幻想並集體離場，這將徹底地改變我們市場的性質。這個趨勢是我們不得不面對的現實，除非我們可以找出方法扭轉局面。我們香港人目前正在上下求索以矯正這種失衡。

作為監管者，我們還必須面對市場正日趨複雜，我們正日益滯後這個現實。香港市場有各種各樣的創新產品和大量的場外衍生工具業務，已經處在這個階段，區內的其他市場也落後不多，當市場變得甚至更複雜及適度平衡的時候，重要的事情是確保我們沒有滯後得太遠，至少不要到了市場失控，我們無法有效監管的程度。

我們必須承認無論我們監管機構的資源配置怎樣好，我們都不能寄望與市場競爭而招募具有相當水平技能的人加入我們的行列。我們的工資待遇沒有足夠的吸引力，因此，在技術能力方面，我們無法與業界抗衡。而且，出於確保市場能發揮效用的緣故，我們認為不應該阻礙市場創新或企圖管死市場，這使我們左右為難，傳統的方法只能帶領我們到此，而西望尋求靈感這個途徑，亦因市場架構和環境的內在相同也困難重重。我們除了苦思冥想出新的答案以改進我們的監管能力以外，看來別無選擇。

隨著區內市場日趨融合，我相信一點，那就是我們過去獨自監管各自市場的做法顯然有其不足之處。我們之間必需進行更廣泛的



合作，區內的各監管機構應當匯集專長，分享經驗，彼此緊密合作，以提升我們有限資源的價值。我們還必需不斷提高我們個人的監管技能以力圖生存。

正如區內市場散戶投資者正要面臨威脅一樣，像我這樣非專業監管者亦快要面對考驗了。

史美倫

# 證監會在監管香港 上市公司方面的作用

14

董事大會 – 上市規則檢討及更新

1997年7月17日

今天，我想講一下證券及期貨事務監察委員會(證監會)在監管交易所上市公司方面所起的作用。我要先講一下香港金融市場的監管架構、證監會的職能及其對聯交所的監督，特別是證監會企業融資部的職能及我們對聯交所上市科的監督；第二，我要講一下證監會直接監管的一些領域；最後，我將會談談我們與內地同行的關係。

## 香港金融市場的監管架構

根據香港現行法律，證監會是負有監督和檢查聯交所和期交所活動的權力和責任，並執行與證券期貨市場有關的法規的法定組織。

另一方面，香港聯合交易所(聯交所)是一家由會員擁有的私人機構，但被政府授予專營權在香港運作和管理股票市場。1992年以前，聯交所和證監會共同承擔審批上市申請和上市公司某些須予披露的交易的責任，爲了消除重複監管及作爲證監會重組交易所工作的一部分，1991年11月，證監會與聯交所簽

訂《諒解備忘錄》，把對《上市規則》的日常管理及監管上市公司的直接責任，移交給了聯交所。

如今，聯交所是香港上市公司的前線監管機構。

證監會保留了對聯交所的監督職能，基本上把所有涉及上市的前線責任都交給了聯交所，但與收購合併有關的事情、總的上市政策問題及上市規則的修改除外。證監會還保留了根據法定規則暫停股票交易的權力，執行其他與證券有關的法規，如《證券條例》、《證券(披露權益)條例》、《證券(內幕交易)條例》及《保障投資者條例》等等也是證監會的職責。這些問題我將在稍後詳細探討。現在我想講一下證監會與聯交所簽訂的《諒解備忘錄》的要點。

## 證監會與聯交所之間的諒解備忘錄

《諒解備忘錄》規定了證監會和聯交所各自的義務及與上市有關的責任和職能。根據《諒解備忘錄》，有多項機制使證監會有效履行其監督聯交所與上市事務的表現有關的職能。

今天，我想向大家介紹一下在1991年簽訂的《諒解備忘錄》的一些要點。

## 重組上市委員會

以前，上市委員會的大部分成員是上市科的行政人員，證監會與聯交所之間簽訂的《諒解備忘錄》重組了上市委員會，把上市委員會作為對上市科的一種制衡機制，擴大了上市委員會，納入來自如上市公司、商人銀行、基金經理、律師、會計師及

股票經紀等各類市場參與者的代表，期望市場參與者會把他們的集體經驗和市場專長加入上市審批過程中，並確保上市科所做出的決定公正專業。

應該說明一下，上市委員會的成員由上市提名委員會任命。上市提名委員會由3名來自證監會的代表和3名來自聯交所的代表組成，以確保在任命上市委員會成員時，兩家機構的觀點都會被考慮。

可以欣慰地說，過去數年上市科的工作成果和經歷，已經表明這套制衡機制十分有效。

### **企業融資部與上市科每月舉行聯繫會議並實行月報制度**

證監會企業融資部和上市科密切協作，我們的員工經常不定期會晤及商討涉及政策層面的問題。因為證監會不再與上市公司就《上市規則》有關的問題打交道，我們依靠與聯交所的頻密接觸來瞭解情況。另外，上市科每月向我們提供一份報告，簡述他們當月的主要行動，而且我們每月舉行聯絡會議，討論月報和其他具體事務。

### **定期審計聯交所的上市審批職能**

根據《諒解備忘錄》，證監會有權對上市科每年進行一次審計，以確保上市科專業地並以投資大眾利益為依歸履行職責。可以欣慰地講，在1993年初次進行審計後，我們發現接下來的審計可以每18個月進行一次，而無需每年一次，而且，上市科的員工在履行其職責時，已經顯示了成熟和專業的精神。證監

會進行的審計也是聯交所在政策問題和程序方面識別出有待改進之處的一種有益工具。

### **改變規則須經證監會同意**

爲了緊跟市場發展的步伐，聯交所有必要不時修改《上市規則》。與聯交所所有其他規則一樣，任何對《上市規則》的修改或增補都需要證監會最後批准。實際上，在醞釀修改任何規則的過程中，上市科都與證監會企業融資部磋商，而證監會一般都會支持聯交所的舉措。

總的來說，重組後的上市委員會、上市科月報、對上市科進行的定期審計，以及《上市規則》的所有修改須經證監會批准等舉措，都是我們引入的制衡制度的一部分，以確保投資大眾的利益和市場受到適當保護。

有人可能會問，那麼對證監會有何制衡措施？

首先，證監會是一家向政府和公眾負責的公眾機構，其董事會由5位執行董事和5位非執行董事組成，均由香港總督任命，任期固定。證監會向財政司報告並對立法會負責，我們經常被傳召到立法會就涉及到我們監管的市場的公眾利益事宜做出解釋，並且必需對投資者的投訴做出總體回應。

證監會的權限依法而定，證監會的員工受申訴專員公署的審核的約束。到目前爲止，我們都能夠做到滿意地答覆經申訴專員公署轉交及與我們有關的投訴。

## 證監會直接監管的事務

### 收購與合併

有關香港公眾公司的收購與合併事宜，由證監會運用非法定的《公司收購及合併守則》來監管。《公司收購及合併守則》的基本目的，是確保受收購合併交易影響的股東得到公正對待。

### 回購股份

《公司股份購回守則》要求公眾公司一般通過向所有股東發出全面收購要約的方式，或者是根據無需作出全面收購要約的豁免方式回購股份。幾乎無一例外，香港的公眾公司都是按照《上市規則》的規定通過聯交所提供的設施引用豁免條文來回購股份。

### 《證券（披露權益）條例》

《證券（披露權益）條例》要求上市公司的董事向交易所披露他們在其公司或任何“關聯公司”（根據該條例的定義）中的股票或債券權益。

每一位董事還必須通知聯交所其認購所屬公司股票的回購權益和交易情況。在很多情況下，董事被認為擁有股票權益，如果一位董事是股票的登記持有人，他就擁有股票的權益。此外，他也可能因為公司、家庭、信託及合約利益而被認為擁有股票權益。

## 《證券（內幕交易）條例》

作為確保上市公司所有股東都能夠平等地收到價格敏感資料的一種措施，大多數司法管轄區都有某種法規，禁止擁有內幕消息的人士買賣上市公司股票。香港這方面的法規是《證券（內幕交易）條例》，由證監會法規執行部負責執行。法規執行部把有關的案件提交給財政司，由財政司指示成立內幕交易審裁處審理每宗案件。

### 中國方面 — 與中國證監會的關係

1993年6月，香港證監會和香港聯交所與中國證監會、上海證券交易所及深圳證券交易所一同簽訂了《監管合作備忘錄》。《監管合作備忘錄》的目的是使各方通過相互協助和互通信息實現：(1)保護投資者的基本原則；(2)保持市場公平、有序、有效；(3)確保簽署各方遵守彼此的法規。因此，《監管合作備忘錄》的範圍不僅包括證券發行人，而且包括在中國內地或香港上市的企業的董事、官員、股東和專業顧問，在中國內地和香港經營的交易商和投資顧問也在《監管合作備忘錄》的管轄範圍之內。《監管合作備忘錄》還包括在中國內地或香港任何股票市場進行的交易、交割與結算活動、內幕交易、市場操控和其他欺詐行爲，並且包括簽署各方的人員培訓和交流，以及經有關各方同意的任何其他事情。

具體合作領域包括公司信息發放、停牌、收購合併、中介機構監管以及證券術語標準化，必要時亦可對上述各項進行調整。

像世界上證券監管機構之間簽訂的其他諒解備忘錄一樣，《監管合作備忘錄》含有一項意向申明，即該備忘錄對各簽訂方都沒有法律約束力。因此，該備忘錄既不會凌駕於簽訂各方各自的內部法規之上，也不會影響其他合作渠道。根據《監管合作備忘錄》的條款，有關各方每季會晤一次，討論各自市場的最新發展和共同感興趣的問題。這些會晤已經表明各方之間加強對話，有助於增進對彼此市場和共同關注的事宜的處理方式的瞭解，特別有助於確保兩地監管當局用同一標準來監管在內地與香港兩地同時上市的企業。





狄勤思

# 市場上升期的挑戰

15

香港東北扶輪社

1997年8月1日

我 不可能論及來自處於上升市場的所有挑戰，而且，從某種意義上講，如果我真的那樣做，也很奇怪。最近幾周以來，大家一直都在跟蹤媒體報道，你們大家對香港有史以來最火紅的股票市況的細枝末節都非常熟悉。最重要的是香港目前是世界第六大股票市場，指數處於歷史最高點，我們已經經歷了數月，期間許多股票已經漲了兩倍、三倍，有的甚至漲了四倍。但是，站在監管者的角度，更為重要的是成交額已經創了歷史新高。昨天，成交額是280億元。成交額似乎可以沖到300億元。當我離開辦公室的時候，成交額是150億元。而且，市場又比原來的最高點上漲了50點，成交額一直在上試300億元，市場一直竭力上升至這水平，最後終於成功。

那麼，一個監管者講這些幹什麼？好吧，在古羅馬時代，當一個將軍因為打贏一場偉大勝仗凱旋而歸時，他必需乘戰車通過歡呼的人群。有一個奴隸，其職責是站在將軍所乘的戰車上，並在一路上對將軍耳語：“記住，你是凡人”。很不幸，這就是一個監管者此時此刻的任務。

告訴你如何投資，或者投資的風險有多大，或者你該不該投機，或者投機是健康還是不健康，都不是我們的責任。但

是，我們確實不得不提醒人們已經出現的一些風險。如果你很不幸地負責掌管證監會法規執行部，你便得到了一份甚至更不受人歡迎的工作。這份工作不僅面對可能會出問題之類的風險，而且還要試圖辨別、追尋並令人遺憾地懲罰確實違規的人。他們雖然是市場中的極少數，但卻是法規執行部面對的大多數。

現在我要講一下，我們的工作在此時此刻變得越來越有趣並越來越有挑戰性的原因，是我們的自我監管體系正受到重壓。香港市場的一個主要優點，是市場總的來說是靠各個行業的自我約束，這是第一道防線。第二道防線是聯交所，通常稱為前線監管機構，但事實上它是第二道防線。聯交所後面是證監會，而在證監會的最後一道防線是一個執法部門，有40位專業員工和一些做支援性工作的文書職員。這套體系的各個環節受壓的原因，倒不是因為指數上升或某些股票的價格上漲，而是因為成交額的增加以及業務流量的上升。成交額的增加與市場行為及市場性質的巨大變化有關。

目前散戶投資活動的規模在香港多年未見。有些年紀較長的經紀跟我說，現在的情形讓他們想起1973年而不是1986年時的景況。當然，我們自己進行的市場監察也證實了這一點。市場正從原來以機構投資者買賣藍籌股為主，轉向現在日益以散戶投資者在市場上積極買賣各種股票為主導，並正在偏離藍籌股。你會看見散戶投資者，通常資產不多，一天就做四、五頁紙三、四支股票的單筆交易，基本上都是即日買賣而且極其活躍。他們坐在經紀的辦公室邊看屏幕，邊喝咖啡，邊下指令。280億元成交額中的相當部分是來自這兒。

因為市場變成了概念驅動，上市公司的董事不得不改變其考慮與市場溝通的方式。本來不是價格敏感的信息，例如公司

的長遠規劃、公司前景、可能帶來業務的嘗試性做法，就像市場上流傳的謠言一樣，突然都變得價格敏感起來。另一個很大的調整當然是上市公司的董事很少會像擔心股價下跌一樣去擔心股價上漲。因此，他們很容易把股價上漲的好消息當成理所當然，而不會自問會不會是什麼地方出了問題，會不會是人們對公司有所誤解，要不要檢查一下股價上漲的原因，要不要與聯交所談談等等。

另外，企業融資界備受壓力，因為市場極其活躍，因為沒有人知道好景會持續多久，因為業務流量驚人，他們沒有時間。他們現在飽受客戶要求完成交易、順利過關及滿足監管部門的要求的壓力。他們也沒有時間盡職審查，而且，盡職審查的機會成本增加，他們調查公司以確保他們對有關的業務和數字滿意所花的時間越多，他們錯過的生意也就越多，因為如果他們可以抽出時間的話，生意可能源源不斷。

投資者放鬆了警惕。因為監察市場的緣故，過去幾個月來，我一直在緊緊地盯著屏幕，假如我是個積極的投資者，僅僅即日買賣有異動的股票，我就可能每日平均淨賺一百萬元左右。因此，從中國概念驅動，到謠言驅動，再到交易驅動，市場變化很快。實際上，目前在開市時買入開始發力的股票，一直是一種行之有效的策略，只要你盯著屏幕並在情況不妙時迅速出貨，你可能會做得很不錯。有些股票一天上漲10%、15%、20%，甚至25%。

現在的市況為進行內幕交易和操縱市場的一小撮人創造了理想的環境。內幕交易變得十分有利可圖，虛假的謠言可以變得極富生產力，因為它們推動了股價。另外，操縱市場變得簡單易行，因為你只需給股票一個啓動力，即日買賣的炒家就會

跟進，並會替你完成剩下的事，而且操縱市場變得越來越難偵察。

在這種情況下，聯交所和證監會，特別是企業融資部備受壓力。他們有那麼多交易需要處理，那麼多事情需要關注，那麼多公告和通告需要檢查，而且，所有事情必須及時處理，但是要保持平常的檢查水準十分困難。更糟糕的是，企業融資界現在沒有他們平常那樣認真。最後的結果是，為保持服務水準，前線監管機構延期採取紀律處分和查訊行動。這向不法之徒發出了一個信號，使他們以為可以變本加厲，結果你向市場傳遞了負面信息。

這樣，就出現了執法的問題。執法的問題是我們不善於迅速傳播信息，並受十分嚴格的私隱規定約束。我們不能詳細談論我們的工作，而且，執法是通過抓人並懲罰他們以阻嚇違規行為，而這需要花很長時間。對於1997年發生的違規行為，可能要到1998年末才能展開訴訟行動，不管是在地區法院，還是在內幕交易審裁處，或者在任何哪裡。

正是為解決這些問題，聯交所和證監會坐在一起，探討如何採取更加積極進取的措施來打擊日益湧現的違規行為，討論的最實質性結果是5月21日聯交所和證監會聯合發出的政策通告，近來通常稱之為“停牌政策”。但事實上，這遠不止停牌這麼簡單，大家應該認真地讀一讀。該通告有一些創造性的規定，其中一條規定，聯交所和證監會要求大家遵守他們發出的公告，如果你說你不會從事一筆交易，不會做配售、不會供股、不會與內地某一方談判，那麼，當真的有類似生意需要你去完成的時候，你很可能會拿不到必需的豁免和發行新股所必需的許可，或者至少你必須給予合理的解釋，為什麼你過去說一套，現在卻做另一套。

但是，我需要執行或協助執行的，正是該政策的停牌部分。我已經得悉大家對此有點誤解，因而應該就這部分談一談。

這份非常簡短的通告所說的另一件事是，從現在開始，監管部門會盡力密切監察市場動態。如果我們發現股價和成交額不正常地上漲，而又未經解釋，那麼該股票將被停牌，直到調查清楚原因為止。自從該政策公布後，我們已經把大約36支股票停牌。順便說一下，其中大多數股票停牌兩周左右。大家好像認為時間很長，有些股票被暫停數月，有一兩支我們正在調查的股票，可能會被無限期停牌。這就是我們在監察過程中發現具體問題的地方。這意味著該公司必須公布其不想公布的事情，或者必須完成一宗交易，然後才能前進。

我們決定暫停哪支股票的方法是參照一系列標準，這些標準都是常識性的。我們觀察股價變動的幅度並關注其成交額，如果你看到股價上揚許多，而成交額卻很低，我們不會採取任何行動，總有一天，我們會回過頭來，再看看這些股票，檢查他們是否具有流通性或者其公眾持股量是否適當。但是到目前，我們還沒有時間這麼做。另外一點是股票與其基本因素的關係，香港大量股票一直被嚴重低估，因而一旦他們被認真分析，他們應該被重新評級，這一點毫不為奇。所以，如果市盈率升到十幾二十幾倍，未必需要擔心。我們還觀察交易的速度，我們也檢查買盤的來源和性質，我們現在非常善於辨認經紀公司的身分，雖然他們參雜在這些股票一起，不易區分。我們查看股票的歷史表現，然後做出判斷，因為只是一種判斷，我們不會永遠正確。我們並非完美地始終如一，我們已經檢查了一些我們將其停牌的股票，發現其股價變動的原因只是市場氣氛變化的結果，我們沒有暫停其他一些事後看來應該將其停

牌的股票。所以，判斷永遠不會完美，但是這個政策將會繼續實行下去。

結果，通過上述監察程序，我們已經根據我們的標準進行了大量根據《證監會條例》第33條進行的調查。這的確涉及絕大多數被停牌的股票。這意味著我們正在調查涉嫌與那些股票有關的內幕交易、市場操縱、違反收購合併守則以及其他嚴重違規行爲。我們正在調查的股票包括一些與內地有關的公司和一些香港公司，對於各種類型的公司，我們執行該政策時一視同仁，並將會繼續如此。

至於我們能否證實的確有違規行爲，或者有些股票是否有合理的解釋，可能言之尚早。

但是這些調查的一個明確目標是，只要涉及到嚴重的違規行爲，就把我們的調查範圍擴大到那些協助此類行爲的人，而不僅僅是內幕交易人士或造市者，並擴大到那些本應採取措施防止此類事情發生的袖手旁觀者。

目前，自我監管體系需要一定程度的鞏固。有些人沒有履行他們應有的職責，我們需要樹立一些典型，以廣泛宣傳玩忽職守不會產生競爭優勢的教訓。因此，我們對公司董事是否應該更充分地、更公正地、更早期地發布信息感到興趣，我們依然對公司董事何時應該接受查訊，或者至少何時應該與聯交所探討未能解釋的股價變動的原因感到興趣。

至於中介機構，他們需要公正守信地從維護客戶和市場穩健操作的最大利益出發履行職責，運用適當的技巧，認真仔細，盡職盡責，並且要瞭解客戶。有時，這可能意味著他們必須通知散戶投資者不要買入某種股票，這會很少見。有時，這會意味著他們必須通知某一方反對某些交易。

但是，這始終意味著他們不得與涉嫌的違規行為有任何瓜葛。他們有責任進行查詢，他們有責任拒絕行動。

我不是在此主要談論經紀行業，這個信息很大程度上是對財務顧問業而言，是對擔任上市公司與聯交所和證監會之間的中間人而言。當他們向我們介紹情況時，無論是出於甚麼原因，他們需要確保他們有合理的依據相信他們所說屬實，而僅說他們相信客戶是不夠的。他們對監管機構有盡職審查和誠信的責任。僅僅是極少數顧問在起吹鼓手的作用，而不是履行他們的職責。有建設性地把客戶利益和市場利益聯繫在一起，這才是財務顧問需要發揮專長的地方，這才是他們獲取酬勞的原因。

這是對極少數人發出的信息，因為我是個執法者，這聽起來像是威脅。對香港金融業的大部分人來說，對上市公司的大部分董事來說，我希望這不是威脅。我希望這是一個你必須保持警覺的提醒，你必須記住我們不是神仙，你必須從整體市場和香港長遠發展的利益出發，竭盡所能鞏固我們的自我監管制度。我個人實際上非常有信心這一定會實現。

1987年後，香港曾面臨嚴峻挑戰。香港奮起直擊，接受挑戰，迅速而成功地建立了國際間對香港的信心。世人認為香港是新市場，堅守國際標準和有信用的金融中心，面對在新市場創始階段重建信用的新挑戰，香港現在需要有所作為。我們希望竭盡所能加強自我監管機制，我們需要自我監管所提供的靈活性和適應能力。我是個執法者，但我不想看到要透過新規定、白紙黑字的規定和新制定的法律來賦予我們新的權力。我們希望看到的是自我監管像過去一樣有效。





鄭維健

# 保護投資者權益 的含意

16

1995年

**過**去幾個月，新聞界就香港的投資者的保護，尤其是保護小投資者和小股東的權益問題展開了一些討論。

借此機會，我就這個問題發表一點個人意見。

首先，有必要搞清楚投資者保護的含意是什麼。投資者保護的含意甚廣，下面我就簡單介紹主要的幾點。

第一點，防止因市場參與者出現財務違約事件而給投資者造成損失。這一點可能是投資者保護的核心所在，而且當市場機制有效運作時，就像現在(而不是像近期如1987年時的情況)，這一點往往被想當然。關於這一點，關鍵的保護措施是建立一套有效的中央結算及交收系統(中央結算系統)，並始終如一地實施適當的風險管理流程。就此而言，我們現在有中央結算系統。中央結算系統的建立是香港股票市場發展的重要里程碑。為使上述系統有效運作，也為了保護投資者從事場外證券交易活動，我們還制定了一些規定，要求認可交易商必須具備一定的資本。香港聯合交易所(聯交所)和證券及期貨事務監察委員會(證監會)負責檢查這些規定的執行情況，目前效果很好。此外，聯交所還建立了資金充足的賠償基金，一旦經紀人無力償債，用以補償投資者；同時，聯交所還設有經紀人強制性保險制度。經紀人強制性保險制

度(與其他制度一起)保護投資者免受因聯交所會員的職員或其代理人竊失證券或現金而造成的損失。

投資者保護的第二個主要含意，是防止金融中介機構(經紀人、交易商、投資顧問 — 冒昧地講，就是你們大多數人所代表的公司)違規。關於這一點，主要的保護措施如下：

- 實行經紀人、交易商及投資顧問發牌制度。發牌程序由證監會及聯交所共同管理，以“適當人選”作為有關的準則。
- 制定業務守則。由聯交所及證監會共同執行，遏止違規行為(如扒頭交易和“老鼠倉”活動)。
- 定期稽核(如聯交所對會員公司所進行的定期稽核)。檢查其財務狀況及業務操守是否合規。
- 對違規行為進行處罰。

另一項防止金融中介人違規的相關措施是建立高透明度的交易系統。自1993年聯交所引入自動對盤及成交系統後，大大提高了定價和買賣盤排序方面的透明度和客觀性。

公正地說，香港的投資者保護體系在上述幾方面都做得不錯。

下面我要講一下投資者保護的第三個含意，即防止其他股東(尤其是控權股東)及公司董事和管理人員濫權舞弊。這個問題是最近討論的焦點，香港在這方面也並非淨土。因此，我要重點談談這個問題。

這個問題之所以成為香港的一個永恒主題，原因眾多。其中之一是大多數香港上市公司的股權結構與當今美、英等國市場的大多數上市公司的股權結構存在很大差異，即香港上市公司大多由創建該公司的個人和家族控制。這些控權股東利用其控股地

位，有時利用其對公司業務前景的獨特瞭解，以犧牲其他股東利益為代價而增加自身財富的誘惑顯而易見。香港的公司史上有許多類似性質的交易或重組。但是另一方面，我們也應該看到，絕大多數香港上市公司的大股東都是非常公正的。

在某種程度上說，小股東相對於大股東的弱勢，是香港社會和商業文化、乃至歷史、特別是買者自負原則深入人心的產物。按照這個原則，投資者都心智成熟，應會照顧自己的利益而無需管家(政府或聯交所)插手相助。這種商業文化盛行勢必影響為保護小投資者或小股東利益的規章、制度及法例的制定及其內容。特別是在立法領域(稍後我還會談到這個問題)，與多數國際市場相比，香港保護小股東的法規少之又少。

在下結論前，我想先簡單回顧一下香港現有的保護措施，相關措施主要載於以下條例：

- 《聯合交易所上市規則》
- 《公司條例》
- 《證券及期貨事務監察委員會條例》
- 《證券(披露權益)條例》
- 《證券(內幕交易)條例》
- 《公司收購及合併守則》
- 《公司股份購回守則》

我想探討一下上述部分規定。首先談談《聯交所上市規則》。眾所周知，自1991年起，獲證監會授權的聯交所已經承擔了上市事務前線監管者的職能。《上市規則》的目的主要是確保：

- 申請公司適合上市；

- 證券的發行和銷售公平有序，及潛在投資者獲得足夠信息，以便對發行人做出適當評估；
- 上市公司以適當的方式通知投資者可能影響其利益的各種因素、變化或有關交易 — 特別是，立即披露任何可能對公司股價產生重大影響的信息；
- 所有上市證券持有人受到公正和公平的對待；
- 上市公司董事從全體股東利益出發，特別是在公眾股東佔少數的情況下。

在保護小股東利益方面，《上市規則》第14章有關須予具報事項的各項條文尤為重要。該些條文規定了何種交易或多大金額的交易需要通知股東，以及何種交易需要徵得股東同意，主要是大多數“關聯交易”，即交易一方是上市公司，而另一方是公司董事、大股東或行政總裁及其他關聯人士。在這種情況下，利益衝突顯而易見。

《上市規則》有關財務披露的有關條款及所涉的會計準則也非常重要。

眾所周知，我們的《上市規則》是以倫敦證券交易所做法為藍本，在1989年重新起草的，之後又幾經修改，公平地講，完全符合國際標準。與規則本身同等重要的，是確保人們理解並接受這些規則。這就意味著需要“教育”上市公司以及其他市場人士（如商人銀行等），使其瞭解他們對投資者應負的責任。我並不是說聯交所是老師，而上市公司的董事都是小學生；也並非鼓吹考試評核等作法（請剛才發言的白嘉道先生容我發表不同的看法，事實上，據我瞭解，白嘉道先生也從未作此建議）。但是聯交所

確實可以做很多事情，並正在做一些事情，來引導公司和市場尊重《上市規則》（長遠來講，這是對自身非常有利的東西），並培養一種更有投資者保護意識的文化。我們的上市科定期組織有關公司治理和投資者保護等議題的研討班，據我所知該科已計劃擴大此類活動。

然而，關於聯交所在執法領域是否需要更多支援（這種支援只能通過政府行動才能實現），頗有爭議。《上市規則》僅僅為上市公司與聯交所之間達成契約式協定奠定基礎。如果公司違反《上市規則》的規定，聯交所能採取的制裁措施僅限於發出譴責，或在情況嚴重時指責該公司或其董事；宣布有關人士不適合擔任上市公司董事；及最後一招，就是將其停牌或取消其上市資格。譴責和指責可能會對有些業內人士（通常是那些受人尊敬的人）起到有效的阻嚇作用，但是對一些無良商人的作用卻極為有限。而且，譴責董事絲毫無助於補償遭受損失的投資者。停牌或撤銷上市資格與其說是保護小股東利益，倒不如說是自戕的武器，因為其結果是把上市公司摒除出市場——而市場是小股東套現的唯一渠道。因此，從執法角度來看，《上市規則》本身所起的作用非常有限。

在大多數其他“發達”市場，股票交易所是上市事宜的主要監管者，其《上市規則》已有法律上的支援。1986年，英國頒布的《金融服務法》為倫敦的上市規則引入了類似支援。在其他市場，有些法律條款規定了上市公司及其董事的責任，這一點與我們《上市規則》的主要條款是一致的，違反規定將受到法律制裁，及／或須承擔賠償責任。我深信現在是香港認真考慮究竟是否進行類似立法的時候了。我願把這個想法提出來供大家認真討論。如果我們確實要引入這方面的立法，我認為立法要簡單，而

且範圍應該限於提供一些法律武器以支援《上市規則》。這樣做決不會削弱聯交所的作用。說實話，這應會加強其作用。我認為這也不會給絕大多數公司董事帶來任何不便，對他們來說，遵紀守法是理所當然的事。然而，立法應該影響極少數意欲挑戰《上市規則》的人的行為。如果制訂類似的關於上市公司董事法定責任的法規，執行時應當務實，並輔以由聯交所或證監會組織的宣傳活動，確保該些董事充分意識到他們的責任。

除了《上市規則》以外，還有什麼其他的投資者保護措施？《公司條例》有一些重要的條款涉及董事欺詐和瀆職，但是《公司條例》只是針對公司設立及控制等一般事宜的框架，並不涉及對上市公司的具體要求。公司法和證券法是兩回事。而且，香港近半數的上市公司在境外註冊，因而根本不受《公司條例》許多條款的約束。

《證券及期貨事務監察委員會條例》和《證券條例》密不可分，因為這兩個條例賦予證監會某些調查權。然而，這些權力也僅限於調查與證券交易有關的事情，而非公司控制人或管理層的行為。如果發生表面證據成立的詐騙案，證監會或政府可以干預，但是壓制小股東的行為則在該兩條條例的監管範疇之外。

《證券(披露權益)條例》(通常稱為《披露權益條例》)規定董事、行政總裁與其關聯人士以及持股量超過一定數量的所謂“大股東”，必須披露其持股量及其增減變化。這是一條既複雜但又相當空泛的法例，大股東的披露界線(10%)太高，在許多情況下，已經失去披露的意義。據我瞭解，有關方面正在考慮調低這一界線。在英國，該界線是3%。然而，在披露董事和其他人士進行的股權交易方面，該條例一向十分成功——聯交所和證監會已經因為涉及《披露權益條例》的披露事宜或(也許更確切地)未有披

露信息的行爲採取了許多紀律處分行動。很湊巧，剛剛引入《披露權益條例》時，其執行情況就是我所說的實施法律時的“務實取向”的很好例子——注重教育，並在實施之初寬鬆執行，以便市場逐漸適應新規定。如果香港決定採用任何新的有關公司董事法定責任的法規，也應該運用類似的執行方法。

《證券(內幕交易)條例》頒布於1990年。該條例是根據之前一條專為香港制定並由特別設立的審裁處執行的條例制定的。1990年以前，內幕交易最嚴重的處罰就是公開譴責。現在，懲罰措施包括最高達內幕交易人士非法所得利潤或所避免損失3倍的罰款。礙於該審裁處的權限，其所能處理的或一次能受理的案件數量非常有限。

在任何市場，查處內幕交易都非常棘手，而且，僅這一個方面就能提供足夠的素材來寫一篇演講稿。在大多數國際市場，內幕交易目前是刑事罪行。但這並不意味著在許多情況下內幕交易者都會被抓到或繩之以法。我認為，國際上主流看法目前傾向於用強有力的民事處罰(有時與受害人對內幕交易者的訴訟權結合起來)作為最有效的制裁措施。香港不僅沒有刑事處罰，而且現有的民事處罰幾乎比其他任何一個尋求國際化的市場“寬鬆”。鑒於近幾年的經驗以及國際市場的新發展，我認為政府應該重新考慮此事。

在保證平等對待股東方面的另一項重要規定是《公司收購及合併守則》。香港的《公司收購及合併守則》是根據英國的相關守則制定的，由證監會負責執行。該守則也適用於許多嚴格意義上說不屬於收購合併的公司重組交易。該守則所規定的很多情況，都涉及如何公正對待小股東的問題。與英國守則一樣，該守則是“自願遵守性質”(即該守則缺乏立法支援)，以及對無視該



守則一方的最高處罰是公開譴責或所謂的“冷淡對待”（即要求投資銀行或其他專業顧問將來不向涉案人提供服務）。這些懲罰的效果英國比香港好。在大多數其他司法管轄區，合併事宜均由立法規範。因此，在這一領域，香港的有關罰則在國際而言也較為“寬鬆”。儘管我個人認為《公司收購及合併守則》近幾年運作得相當有效，但我仍然認為香港現在應該考慮制訂簡單法例，至少在執行領域為收購合併守則提供一些法律支援。目前，該守則沒有真正的“阻嚇作用”。當遇到不在乎其在香港的聲譽，又不需要香港的專業顧問提供服務及罔顧小股東利益者的人士時，該守則缺乏真正有力的制裁武器。

香港還有什麼其他保護小股東利益的規定？我想介紹一下聯交所制訂的《證券交易的標準守則》。該守則就上市公司董事從事個人股票交易規定了最起碼的行為標準。《上市規則》中關於公司治理的規定也很重要——特別是至少2名獨立非執行董事的要求，這些董事對公司管理層或控制人起著一定監督作用，至少在涉及關聯交易時可發揮關鍵作用。

適時可靠的財務披露當然是保護投資者利益免受侵犯的最有力武器之一，這也是制定H股上市特別規定時受到特別關注的事宜。到目前為止，這方面的規定比許多人預期的要成功。但是，無論上市公司是在中國內地，還是在百慕達或香港註冊，現有措施的有效性仍是一個問題。

那麼，還可以做些什麼來改進香港的投資者保護機制？梁定邦先生曾建議基金管理公司(包括在座各位所代表的許多公司)應該代表廣大小股東發揮積極主動作用。這一點我支持，但我認為還遠遠不夠。香港機構投資者所持上市公司股份的比例，無法與其英國同行相比。而且，一直以來，香港的散戶投資者(許多其

他地方也如此)在其權益受到大股東侵犯時，一般認為不值得花時間和金錢去爭取自己的權利，這一點很悲哀。部分原因是缺乏小股東(無論機構還是個人)可賴以的法律規定向公司經理或控股人興訟。目前，他們通常最多只能發動公眾輿論或是依賴監管部門(正如我已經解釋過，其權力也很有限)。在香港，利用公眾輿論對付經濟實力雄厚的人，其成效亦值得懷疑。

因此，我認為現在是我們應該考慮究竟應否建立一些新的基本法規的時候了。我認為這些法規，並不需要太廣泛或複雜。當然不管我們制訂甚麼樣的法律法規都不應該參照美國的立法模式。美國法律冗長煩瑣，因而不可避免地產生了許多不健康的訴訟活動。我認為現在的問題是香港是否應該為上市公司董事引入一到兩項基本的法定責任，例如披露對公司股價明顯有重大影響的事實或事件的責任，及在所有此類公告中進行真實、公正陳述的責任。如果我們從政策角度決定這樣的規定是適當的，可以利用對證券法規進行調整的機會加入這些內容，我相信證監會或政府不久將會對證券法規進行調整。正如我前面所提到的，任何類似規定在執行時應靈活務實，並應為董事和投資者組織特別的“教育”活動。

當然，我非常清楚當前制訂新法例面臨的困難。有些監管者已經說了，從政治上講，修改法規十分困難。但是，若在關乎我們作為成熟金融市場聲譽的問題上無動於衷，同樣令人難以接受。我認為，香港證券法在數個方面需要改進以適應我們自身市場發展和更加複雜及更加國際化的經營環境的需要，是不爭的事實。我相信解決這個問題不僅符合香港的利益，而且符合中國整體的利益。

政府部門有許多問題亟待解決，尤其是在此時的香港。“不破不補”的古訓往往是維持現狀的一股強大力量。當然，我也不能說，我所提到的投資者保護機制的缺陷，已經嚴重到會導致市場突然崩潰。但是，如果不解決這些問題，其後果可能是我們的證券市場漸漸失去國際競爭力。

儘管我建議應該考慮上述問題，但我還是想強調一下我的信念，即香港盡可能做到最少監管的理念是正確的，這一點對於保持我們市場的現狀和發展不可或缺。總而言之，監管規則要簡單。我對過度監管的危害，同任何一位商界人士一樣敏感。但我堅持認為，一旦我們有了規定，規定就應該切實有效執行。同時我認為我們不應自欺欺人地以為只要有了規定，就等同有了有效的監管。法規需要普及，要讓人們認識到：誰犯法，誰就要承擔責任。我希望政府能夠排除困難，認真檢討在這方面是否應該進行一些法律修改。

鄭維健

# 香港是否需要二板市場？

17

香港創業投資協會有限公司

1997年1月23日

**很**高興有機會與在座的業內人士探討香港聯交所是否應該建立二板這個熱門話題。

所謂二板，是指專為不能完全滿足主板上市條件的規模小、成長快及更具創業性質的公司而設立的，不同於聯交所現有主板的獨立市場。

我想在此略為回顧香港探討這個問題的歷史，透視一下海外市場二板的經驗，提出一些香港可能採取的模式，並指出一些我們應該注意的主要問題。

## 香港二板問題的歷史

香港創建二板的想法由來已久，早在1986年原來4家股票交易所合併後不久，就成立了工作小組，1987年政府就收到了建議成立“第二證券市場”的報告。這項建議是以當時倫敦的“非上市證券市場”作為參照模式提出的：允許公司進入證券市場而非上市，因此，發行人不必準備完整的招股說明書，但是他們須履行持續的責任，可以使用交易所現有的交易系統，但需要接受監察以防操縱市場。

該建議提出不久，1987年10月股災就發生了，工作重心便集中在一些更根本性的改革上，以挽救主板市場並修補股災對香港監管體制的聲譽所造成的傷害。1988年由戴維森任主席的“證券業檢討委員會”所提交的報告，確實觸及到二板的想法，但發現市場意見分歧因而擔心二板會成爲一個股票質量差、披露標準和監察標準低的“二流”市場。儘管如此，1990年又成立了另外一個“諮詢小組”，該小組原則上支持爲成立歷史較短的成長型公司(有2年業績紀錄，而主板當時的業績要求是5年)建立二板。然而，有人對按集資比例收取上市費用表示關注，並建議進一步研究如何降低上市費用。但當時其他事情牽扯了主要精力。這些事情包括大幅修改主板《上市規則》的條文(業績紀錄規定降至3年)，以及聯交所集中資源發展更具迫切性的內地企業市場(現稱H股市場)。因此，二板建議就被擱置起來。

1994年，聯交所在準備其策略發展計劃(題爲《發展路向》)時，進行了一項公眾諮詢。在此諮詢過程中，再次提出了創建二板的想法。坦率地說，業界的反應並不積極。我認爲市場對二板缺乏熱情在一定程度上反映了人們當時對一些在主板上市的三線公司的質量的憂慮。儘管如此，1995年初(我剛擔任主席)最終公布的策略發展計劃仍承諾“重新評估若干發展項目的需要性及市場需求潛力，包括爲較小型而具增長潛質公司而設立的第二板或「增長性」市場。”

1995年7月，關於二板的初步建議再次發給業界徵求意見，結果同上次一樣，回應意見最多只能說是褒貶參半。如此的市場反應當然無法使聯交所的行政總裁高度重視此事。然而，這一概念保留了下來，被列入1996年6月成立的“新市場工作小組”的議程。直到現在，二板問題仍由“新市場工作小組”負責處理。目前，工作

小組已經致力研究為區域性股票和其他金融工具建立第二個交易場所（一個正受到重視的不同但相關的概念）的可行性。然而，去年聯交所進行的“香港證券交易市場意見調查”中再次提出二板問題，而且收到了某個程度的積極回應 — 42%受調查的聯交所會員公司、基金管理公司和託管銀行支持建立二板，但仍有25%的基金管理公司反對。

近期，我收到好幾個組織包括香港工業總會、亞太經合組織商務諮詢委員會香港分會以及中小型企業委員會的來信，建議應該考慮為成長型小公司建立某種形式的特殊市場，其中一項建議是建立類似美國納斯達克的市場。

所以，儘管過去10年我們在不同版本的“二板”概念基礎上採取了一些措施，但是我們仍然沒有建立這樣一個市場，而且業界對建立這樣一個市場的願望似乎仍有分歧。然而，我認為交易所要作出最終決定的時候已經到了：要麼放棄這個想法，要麼就建立二板，儘管這可能要面對新市場可能會失敗的風險。問題不僅僅是我們是否應該建立二板，而且是如果建立的話，應該採取什麼形式 — 在規則方面與主板應該有何區別？以及應該專門服務哪一類公司？

## 海外市場二板的經驗

為了有根有據地探討這些問題，顯然，我們應該放眼其他市場的經驗。一般來講，大多數海外的發達股票市場確實都有不只一個上市場所。在亞洲，新加坡的新加坡證券經紀商協會自動報價系統和吉隆坡的二板市場在過去一兩年已經表現得相當不錯。倫敦的非上市證券市場(USM)於1996年關閉，但旋即被另類投資市場(AIM)所取代，這個市場一開始就運行得不錯，巴黎的新興市場也一樣。

海外的第二上市場所形式不盡相同。有些是把交易所的主板分成不同板塊以服務不同類型的公司，如泰國和臺灣；而在新加坡和吉隆坡，都建立了第二板市場，在質量方面有不同於主板的上市要求，但主要由同一批交易所人員按照類似於主板的市場規則和文化進行管理。

倫敦的另類投資市場則是另一種模式。英國原來的二板即非上市證券市場與主板的運作方式相似，區別是上市條件寬鬆一些。當主板上市的業績紀錄要求降低後，非上市證券市場的重要性也相應下降了。在籌建另類投資市場時，曾盡量使其具有不同的文化並發揮不同的作用。另類投資市場作為交易所的子公司成立，有自己的行政總裁、自己的指令驅動交易系統（與當時主板市場的報價驅動系統不同）、簡化而低成本的規則以及指定的顧問以幫助發行人合規，並支持其進行首次公開發行後的交易。另類投資市場剛剛運營一年多，現有200多家上市公司，總市值50多億美元，去年的總交易額約16億美元。一般認為，即使考慮到另類投資市場承繼了原來非上市證券市場的一些上市公司，並受惠於一些技術性措施（如廢棄了原來主板上市規定的第4.2條的上市安排），這樣的開始仍然可以稱得上非常成功。

法國也採用了單獨建立一個有自己的管理架構和制度的市場的方法。其新興市場(Nouveau Marché)於1996年推出，現有12家上市公司，總市值8.5億美元。

毋庸置疑，世界上最成功的成長型或小型公司市場是美國的納斯達克（NASDAQ），雖然這個市場很難稱之為二板。納斯達克於1971年推出，現有市值1.4萬億美元，每日平均成交額120億美元，接近紐約證券交易所的每日成交額。納斯達克不僅僅是小公司在具備紐約證券交易所上市資格前的上市場所，而且規模龐大，已經發

展成爲紐約證券交易所的競爭對手。多家美國大型公司如微軟以及像路透社和富豪這樣的國際公司都選擇留在納斯達克市場，儘管如果它們願意的話，它們可以輕而易舉地在紐約證券交易所上市。

日本也有一家採用場外交易所形式的獨立市場，近年取得極大成功。現有市值1,250億美元，780家上市公司。1996年每日平均成交額爲2.3億美元，當年有114家公司上市。

簡單回顧了海外經驗後，我認爲在市場架構方面，香港有兩種模式可選：

- 真正的“二板”模式 — 其上市條件比現有主板寬鬆且簡單，但在其他方面由同樣的人員以類似的方式進行管理，並使用現有的指令驅動交易系統。這是交易所工作小組於1987年和1990年建議的模式。這個模式的明顯優點是成本低、投資少。
- 第二，獨立市場模式。最好的例子可能要數倫敦的另類投資市場。有關市場單獨管理，但仍由交易所的董事會控制；有自己的行政總裁和工作人員、自己的營銷職能以及可能不同的交易機制。雖然上市公司可以從該市場轉到主板，但它不會成爲主板的“育嬰室”。保薦人也許要對所保薦股票承擔某些特殊的持續責任。

第二種模式顯然是比較大膽的作法，需要進行大量的人力和技術投資，而這些投資可能需要很長時間才能收回。如果所有成本都由新市場的使用者承擔，該計劃可能永遠無法實施。減輕成本負擔的唯一辦法，看來只能是某種形式的補貼(另類投資市場就是這種作法)。如果成功的話，該新市場很可能會影響主板，甚至會與主板展開競爭(我認爲這未必是件壞事)，從而必定會爲香港資本市場開闢新的天地。



## 香港所面對的問題

下面我粗略地講一下香港在考慮建立二板時所面對的一些具體問題。

首先，該市場應該有何重點？應該針對哪一類發行人？一種可能是“高科技”股。我經常聽聞對香港工業基礎萎縮表示憂慮，要求學習新加坡的作法，採取新措施在香港發展高科技產業的呼聲。我也聽說有人建議我們應該重點鼓勵發展從事服務業的小型公司。二板的一個明確目標，應該是吸引高增長潛力的內地企業(或業務在內地的香港企業)，包括合資企業。這可能需要制定一些非常特殊的規定以適應內地的情況。現在許多在香港管理的私人股票基金，對內地未上市公司進行了巨額投資，在香港成立二板也許能為這些投資者提供一個有吸引力的潛在退出渠道。二板的另一個可能目標是那些在當地沒有股票市場的(如越南或緬甸)或者有區域性業務的或者在尋求本國市場以外的選擇的東南亞國家的企業。

第二個問題是監管理念。這也許是最棘手、也是在以前進行的公眾諮詢時引起最多關注的問題。根據定義，二板上市的公司一定較主板上市的公司規模小而風險大，而且通常來講，他們可用於確保遵守有關法規的資源較少。操縱市場及內幕交易的風險也較高。甚至在我們主板上市的三線股票也存在這樣的問題。大家擔心二板可能會變成一個賭場，結果一敗塗地，因而損害交易所的聲譽。

必須承認這種擔心很難消除。香港的上市制度很大程度上依賴自我監管和上市公司管理層的誠信。違反《上市規則》不會受到法律制裁。監管部門可採用的執法措施大大少於擁有二板的那些較成熟的市場。因此，確實存在二板可能吸引不良的經營者。關鍵是我們如何解決這個問題？理論上可以設計出一個上市要求低但監管要

求嚴的二板市場，但實際上很難操作。我認為我們只須考察一下二板有多大可能性會墮落到這一地步，並權衡一下香港對該市場的需求程度。二板市場還可以附加一些其他的警示條件，以盡量使投資者意識到所涉風險較大。關鍵是讓投資者正確瞭解聯交所對二板上市公司行為所承擔的責任。

另一個可能的選擇是有意識地盡量建立一個純粹的“買者自負”的二板——也就是說，交易所只為該類股票提供一個交易場所，而不承擔其他的監管職能，完全由市場去評估或發現哪些公司管理不當或是由騙子經營。如果投資者正確理解和接受這種市場的性質，這種做法也可行。然而，這與我們經營主板的方式大相逕庭。而且，不管我們在門上掛多少警鈴，我們都需要仔細評估這種作法會對交易所名聲造成的潛在影響。

在我看來，第三個問題是二板是否應該使用與主板不同的交易機制。過去，我們曾經考慮為小型公司引入“市場莊家制”或者其他新興市場使用的單一價格競價制度，但最後我們得出結論：這種制度不適合我們的主板市場。然而，對二板市場而言，答案可能截然不同。在一定時間內製造市場，也許會成為二板股票保薦人的一項責任。

第四個需要考慮的問題是二板的設立應否同時附帶對主板進行改組。目前我們採用的“統攝性”制度已容納了一系列無論在規模、經驗和質量方面都差別很大的公司。

最後，一個很重要的問題是關乎成本的問題。在本質上二板可以帶來的額外交投量不多，起碼在最初幾年是如此。我們的交易所要設立二板需要相當的成本，尤其是如果我們需要投放很多監管資源的話。純粹按照商業律則運營的二板幾乎肯定是不可行的；發行股票的支出將會打擊有意在二板上市的公司的上市意欲。因此，如

果我們要在香港設立二板，我們肯定要從聯交所其他收入來源來補貼其支出，而這將會維持多年。我並不是說這個安排並不合適。如果市場上真正有成立二板的需要，以及我提到的監管風險是可以接受的話，那麼我相信聯交所會願意承擔有關的成本，只要其效益相對於有關的成本並非不成比例。

## 第VI部

# 科技、市場及管治

沈聯濤在1998年10月出任證券及期貨事務監察委員會主席。沈氏在上任後首篇演講辭〈香港及全球市場：回歸基本要素〉中指出，香港需要在會計、法律、透明度、問責性及業務操守方面採納最高的國際準則。當他發表第二次演講時，正值香港市場經歷“科技泡沫”，所以，他在該篇演講辭中探討新經濟及其對於基本因素、科技、市場及投資者的含意。

沈氏第三篇演辭就如何落實綜合的《證券及期貨條例草案》進行了深入分析。在最後一篇演辭中，沈氏剖析監管的理論及實踐，指出金融監管是一門技藝而不是一門科學。

證監會前副主席史美倫是聯交所及期交所合併的其中一個主要監督者。她在此處收錄的演講辭中，討論到香港的監管架構及證券市場三管齊下的改革。證監會執行董事狄勤思提及到電子商貿在擴闊監管範疇、加強投資者權益的保護及確保市場穩健操作，以及在避免對業內構成不合理負擔情況下減低系統不穩定性的各個層面所帶來的影響。

證監會前執行董事白禮賢則與讀者分享證監會的執法理念：即執法行動的內容、理據、方式及原則。

本部分載有香港交易所主席李業廣一篇演講辭，  
題為〈交易所在二十一世紀的展望〉。

香港聯合交易所前主席鄭維健博士是  
首位就交易所合併的需要作出解說的人士。

鄭博士在此分享他一篇從未發表的文章，  
題為〈環球競賽中的中國健兒 – 為香港的證券市場定位〉。

香港期貨交易所前任主席葉謀遵亦在其演講辭中，  
提到期交所在風險管理方面所發揮的作用。

沈聯濤

# 香港及全球市場： 回歸基本要素

18

香港總商會

1998年10月26日

今天承蒙香港總商會邀請，有機會在履任證券及期貨事務監察委員會主席後首次發表演講，我感到非常榮幸。我上任至今不足1個月，可以說仍在學習中，因此，對於香港證券市場，我相信仍未能提供鞭闢入裡的想法。

當我答應掌管證監會時，我曾問過我自己幾條問題。我希望在這個下午，和大家一同分享我對這些問題的看法：

- 第一，怎樣的架構才是香港證券市場適當的監管和治理架構？
- 第二，作為中國的首要國際金融中心，香港應該擔當哪個角色？
- 第三，面對區內及全球金融市場的急劇轉變，香港應如何將本身定位？

這些都是極為困難的問題，而且亦很難有簡單而正確的答案。然而，我希望日後當我諮詢過我的同事和業內人士的意見後，以及在您們鼎力協助之下，我將會找到處理這些問題的正確路向。當明年證監會慶祝其成立10周年之時，我相信證監會未來10年的使命，將會變得更為清晰。

我希望藉這個機會，向幾位曾經大力協助我接任我目前這個新職位的人士，致以衷心的感謝。第一位是我以前在金融管理局的上司任志剛先生。任先生帶領我深入掌握香港的金融市場。第二位是成就卓著的證監會前主席梁定邦先生。梁先生帶領香港躋身國際級證券監管機構的行列，而他給我的首個忠告，就是要“保持冷靜”。第三，我亦要多謝香港聯合交易所兩位貢獻良多的前任主席：利國偉博士和鄭維健博士。對於我先前提到曾向自己提出的那些問題，他們都不厭其煩，賜贈很多真知灼見，使我得益匪淺。此外，至於其他我亦曾就上述事宜向他們請教過的人士，對於他們所給予的寶貴意見，我恐怕未能在此一一致謝。

## 從亞洲金融危機汲取的教訓

前事不忘，後事之師。首先，我希望將這三個問題從一個更廣闊的角度去檢視。特別是以下兩個問題：

- 我們可以從亞洲金融危機中汲取哪些教訓？
- 證券市場在未來21世紀將以何種範式出現？

當我們事後來看，導致證監會成立的1987年股災，只是在90年代的牛市之前的一個短暫市場下挫。近期亞洲金融危機的最突出之處，就是其複雜性。沒有人曾預見其影響之猛烈程度及其散播的速度。在僅僅超過一年的時間，40%的全球經濟體系由興盛轉變為衰退或收縮。在短短幾個月的時間之內，我們就經歷了美國聯儲局主席格林斯潘所描述的幾個階段：即由沉迷於對預期回報的憧憬，發展到對風險評估極為輕視，再轉為不合理地對前景感到極度悲觀。

毫無疑問，每個人對這次危機都感到震驚，包括投資者、工人、企業、金融機構、學者、監管者以至政策制訂者。賺快錢的日子已經過去。我們要回歸基本的要素。但是，哪些是基本要素呢？我認爲的基本要素是5個以字母C開首的詞語：即**Credit(信貸)**，**Capital(資金)**，**Competition(競爭)**，**Confidence(信心)**及**Cooperation(合作)**。

作爲22個經濟體(G22)的“改善透明度及問責性工作小組”的聯席主席，我有幸對這些基本要素作出反思。很明顯，亞洲陷入目前困境的一個主因，就是信貸過多而優質資產太少，因而帶來過度的槓桿借貸和經濟泡沫的情況。很多亞洲企業太容易取得**信貸**，兼且低估了全球**競爭**日趨激烈，結果帶來新一輪的收縮和整固，而由於資金迅速撤離脆弱的市場，它們就交易對手風險及市場能否穩健操作的**信心**，亦因此而動搖。

我們目前正處於糾正過度的槓桿借貸的階段。然而，企業只可透過取得更多**資金**和減低負債來達致這個目標。因此，資本和證券市場的價值亦因此而顯現出來。我們重新認識到基本的真理：*證券市場的主要作用在於其融資功能*。

作爲一個高成本的國際金融中心，香港需要認識到其融資能力，就功能和地理上而言，正面對很多挑戰和十分劇烈的競爭。簡單來說，就金融基礎設施和監管而言，市場正轉移往那些最透明、最流通、最高效率、最具競爭力、最公平和監管最嚴謹的金融中心。

作爲市場參與者，在座各位都明瞭到要和其他市場人士爭一日之長短，在產品和服務方面就要減低成本、提高生產力和改善質量。作爲監管工作者，*我亦瞭解到香港在監管方面亦面對劇烈競爭*。當新加坡資政李光耀先生說香港市場受到“溫和的監管”



時，可以說是對香港讚譽有加。李先生其實還可以補充指出，香港市場的監管亦是“堅定不移和不偏不倚”的。

英國首相貝理雅在月初訪問香港時提到目前的全球危機性質十分複雜，並非由單一個體、企業或經濟體系可以解決。他的說法可說一矢中的。這正是我先前所說的最後一個C字（Cooperation－合作）的關鍵所在。面對劇烈的本地和國際上的競爭，我們必須攜手合作，推動改革，進行整合，加強建設，從而走上振興之路。

10天前在聯交所成立12周年的慶祝酒會上，我曾向利漢釗主席說過，證監會和聯交所必需攜手合作，以確保我們的市場在透明和公正的環境下，興旺而穩健地發展。發展市場和引進新業務是聯交所和期交所的工作。證監會作為監管機構，其使命是要確保監管環境有利於市場競爭、創新和成長。

## 邁進21世紀的證券市場

在未談到在金融市場發展中市場監管所擔當的角色之前，我們需要掌握日後的大方向。在這方面，我們需要留意若干發展趨勢。

首先，市場正朝向全球化24小時運作的方向發展。我們見到超過20%的港股在倫敦買賣，而且在紐約的買賣亦日趨普遍。愈來愈多新興市場的股份將會在各個主要金融中心作24小時買賣。

第二，市場是由科技所帶動的。新科技已超越時間和地理上的局限，加快交易速度，降低成本和創造新產品。隨著類似納斯達克（NASDAQ）的市場在上市、流通性和中介費用方面帶來的競爭，傳統的交易所的特許專營權正遭受侵蝕。現時有20%的NASDAQ買賣盤是透過互聯網成交的。

第三，劇烈的競爭將會隨著創新和轉變而出現。我們見到法蘭克福的德國期貨及期權交易所電子交易系統，在短短數個月內便使得倫敦國際期貨及期權交易所公開叫價市場的德國國債期貨合約交易量大幅流失，導致倫敦和法蘭克福證券交易所締結策略性聯盟。出於類似考慮，倫敦證券交易所已經和上海證券交易所簽訂諒解備忘錄。

因此，如果大家問到香港的證券市場如何配合這個全球化、高科技和競爭劇烈的發展，很明顯我們面前有著很多艱巨工作。我們確實擁有很多優勢，而我亦不打算在此加以重複。但是，面對劇烈的競爭，我們不能將這些優勢視為理所當然的。

## 建設更加良好運作的市場

我希望在此重溫一下過往的問題和未來的趨勢對我們現時的處境有何啓示。我們可以簡單地總結如下：

- 雖然目前正存在全球運作的市場，但監管法規卻往往過時及過於本地化，而且未有互相協調；
- 過份的流通性／過多的信貸資金追逐著規模太小的市場，導致經濟泡沫和通貨收縮的情況出現；
- 不良的帳目 = 偏差的統計數據 = 錯誤的決定和政策 = 差劣的風險管理 = 金融危機；
- 要全球化的市場妥善運作，我們需要互相配合的政策，協調一致的會計和法律準則，令投資者更自由地進入市場，而且要有更多的競爭，及允許投資者有秩序地退出市場。

這些教訓對香港有什麼意義呢？

答案十分清晰。作為國際金融中心，我們的市場是開放的，我們必須符合在會計、法律、透明度、問責性及業務操守各方面的國際準則。簡單來說，我們必須符合最嚴謹的國際標準，從而令市場運作得更理想。

事實上，對我來說，最優秀和最頂尖兒的學者及政策制訂者，都未能預見這次全球性金融危機的原因之一，就是我們雖然在宏觀經濟層面上都明瞭自由市場的運作，但正如聯邦儲備局格林斯潘主席最近在美國國會聽證會中作證時所說的，我們都未能全面掌握自由市場的微觀部分在面對新科技和創新時的實際運作。

正如福爾摩斯聰明的觀察，破案要點往往在於對常理的質疑和探究。自由市場假設社會存在穩健完善的會計架構、法律制度、法院體系、破產清盤法和反壟斷法，以確保產權可以公平、透明和有效率地轉讓。市場亦假設存在信息透明度、問責性和制衡機制，以打擊市場操控和市場不法行爲。當前這個危機的一個主要特徵，就是我們所謂的“組合謬誤”(fallacy of composition)。很多由投資者、企業家、監管工作者及政策制訂者所作的假設，結果都是錯誤、偏差或不足。

鑑於市場主要關注的是產權的保障、轉讓和交換，我們有必要再探討有關的法律架構。我們是否擁有一套配合全球運作的市場的法律架構？

在證券方面，全球兩個最興旺和活躍的市場，正對其監管法規作出重要的修訂。在今年7月底，英國剛發表其《金融服務及市場法草案》，以取代1986年制訂的已運作了13年的《金融服務法》。在11天前，經過15年的反復辯論，美國剛對1933年及1934年的《證券及交易法》進行全面和大規模的立法改革，藉以“更適時地和透過更方便的科技形式”，向投資者提供信息。

我們的《證券條例》實質上已有25年的歷史，而我們的《證券及期貨綜合條例草案》，雖然經過超過5年的草擬，但基本上仍然處於將舊有法例簡單綜合起來的階段。

- 我們必須承認，雖然作為一個主要的普通法適用地區，香港有很多優勝之處，但鑑於外部環境的重大轉變，我們的證券法規，在符合現代化、穩健性及有效率的金融市場的需要方面，顯然已經有點過時。
- 我們必須承認，市場是會轉往那些使投資者或債權人知道其產權在這個科技發達的年代能夠得到保障，以及是可以在確定和可預知的情況下自由轉讓的金融中心。
- 我們必須承認，法律及監管方面的不確定性，將會大大地削弱我們的競爭力和生產力。

因此，我的首要工作很明顯是要確保我們的證券監管制度，能夠配合及協助香港繼續作為一個現代化、效率卓越及富競爭力的國際金融中心。正如美國證券交易委員會主席阿瑟•利維特於兩個星期前，在推出他的證券法改革計劃時所說：“改革殊非易事，但卻通常是不可或缺。”我將與全體金融界與香港特別行政區政府的同僚、立法機關、學術界及在海外的友好共同努力，展開這項艱巨但非常重要的工作。就此而言，我需要得到您們的協助及鼎力支持。

## 證監會的使命與理念

說過我其中一個首要工作後，我還想簡單談談證監會的使命和理念。我們在年報中已清楚說明證監會的使命主要分為五個方面：

- 信心** 提高市場人士對香港證券及期貨市場在公平運作及交易效率方面的信心。
- 發展** 支持香港市場繼續發展，尤其是發揮其作為中國的集資中心的功能。
- 平衡** 在維持市場持正操作、保障投資者權益及鼓勵市場發展和創新等措施之間，取得適當的平衡。
- 公允** 在堅定及公允地行事之餘，同時亦作為負責任及易於為市場人士及投資大眾接觸的組織。
- 諮詢** 就監管環境的重大改革諮詢各界意見，除了充分考慮香港的環境，亦會適當地顧及國際監管標準。

我自己的監管理念比較簡單一點，就是公信(即投資者對市場抱有信心)；公正(即市場持正操作及公平運作)；公平(即市場訂立的公平遊戲規則)和公開(即市場具備透明度及有充分的信息披露)。國際證監會組織<sup>1</sup>將證券監管的目標訂明為：

- 保障投資者
- 確保市場公平、有效率及具透明度
- 減低系統性風險

我們的工作並不是孤立的。我們的主要任務，是作為監管證券市場的機構，與聯交所和期交所等自我監管機構合作，共同發揮作用。由於各金融市場的關係愈來愈密切，我們執行監管任務時，需要與本港其他監管機構，包括香港金融管理局、保險業監理專員辦事處、強制性公積金計劃管理局、警方商業罪案調查

<sup>1</sup> 國際證監會組織，《證券監管的目標與原則》，1998年9月。

科，以及其他部門和各個政策局，緊密磋商。在發展標準方面，我們需要與香港會計師公會、香港大律師公會及法律界人士緊密合作。在國際層面上，我們將與國際證監會組織攜手，並與主要市場及地區市場的主要證券監管機構直接合作。

簡單來說，雖然我們的職責在於執行監管工作，我們基本上是一個知識為本的服務機構，在一個高度開放和以知識為本的經濟體系中運作。我們是否可以有效執行職務，在於我們是否有能力大量吸納有關市場和監管方面的信息，及對有關信息加以分析，並按現有法律作出監管決定。

我們都知道，今天的金融市場，以資訊及科技為主導。為有效監管市場，我們需要對市場有透徹而深入的認識。因此，我們需要不斷學習，並且要適應市場，以協助市場成長，並確保有妥善的法規和制裁措施，足以對市場操縱行為及市場失當行為起阻嚇作用。

同時，我們也要實事求是。複雜的金融市場發展之快，已超過監管機構及投資者所能理解的速度。沒有監管制度可以完全防範我們不斷目睹的危機和失責事故。過份監管會抑制市場創新和發展；缺乏監察卻會使市場因不當行為而導致重大損失。愈來愈重要的，是正如英國證券及投資管理局前主席安德魯·拉治(Andrew Large)所說的：“由客戶和金融業一同採取必需的措施，妥善照顧自己和股東的權益，才是向前邁進的唯一方法。”

因此，監管機構的工作亦是一項關乎資訊的業務。我們必需確保市場參與者提供準確、可靠、及時和一致的信息，以便投資者在掌握充分信息的情況下，作出投資與風險管理的決定。我們必需確保市場能夠獲得全面而完整的信息，以避免陷入市場上必然存在的組合謬誤。監管機構亦必須向市場人士清楚解釋其應該

預期和遵守的政策和規則。我們必需確保投資者瞭解他們要承擔的風險，並明白自己的權利和義務。透明度既可促進經濟效率，又能鞏固問責制度。

科技的進步大幅增加了投資產品與服務的種類，亦同時增加了這些投資工具的風險；監管機構也必須學習掌握科技，善用科技。假如監管匯報和稅項徵收的制度仍依靠書面文件方式來進行，則金融市場將無法邁向電子化的實時交易。假如買家、賣家及其高層管理人員以至監管機構均未能全然理解涉及複雜和槓桿成份極高的衍生工具的風險，則出現這些產品所引致的意外指日可待。

正如我在上周跟我的同事所說一樣，在未來幾年，證監會將需要在其人力資源及科技資源方面作出大量投資，藉以提供最高質素的監管服務，以符合你們對於一個興旺活躍、效率卓越及自由開放的國際金融中心的期望。在進行這項工作的同時，我們會以審慎態度，抓緊財政預算，確保所花的一分一毫，都是物有所值的，而證監會的財政預算是需要得到政府批准和透過議會程序獲得確認。如果我們要監管市場，我們便要更加掌握市場的轉變。

在未來幾年，我預見證監會將會成爲一個開放及適應力強的機構，其任務是要達到最高的國際監管標準，即溫和、堅定和公平。假如我們要求市場有高透明度和向公眾負責，我們本身亦必須有高透明度和具備問責性。我們會在符合《證券及期貨事務監察委員會條例》第59條的規定下做好這項工作。根據該條例，我們有責任對受監管人士及機構所提供的監管資料保密。我已經主動向立法會財經事務委員會提出，我們會每半年匯報一次工作進展，同時亦會就我們的活動及效率向公眾負責。我們會隨時應要

求作出匯報。我們會利用互聯網及證監會的投資者教育部門，使市民更容易接觸及更多地瞭解我們的工作。我們會與香港證券專業學會及其他專業團體緊密合作，致力提高本港金融業的專業水平。

證監會工作的獨立性有時會受到質疑。以我所知，現時並沒有一個公認的、關於證券監管機構的獨立定義。然而，我相信來自中央銀行傳統內有關中央銀行的一句名言，會同樣適用於證券監管業務。這句名言是：中央銀行並不獨立於政府，但在政府架構內卻是獨立的。即使如此，這種在政府及社會內部的獨立性仍未能在法例中充分彰顯出來，而且一般來說，這是要努力爭取的，以及必須是由社會所給予的。國際證監會組織認為，“監管機構在行動上應該是獨立的，並且應能對其所行使的職能及權力承擔問責要求。”讓我再次借用中央銀行的例子來說明，任何機構的獨立性完全繫於其職員的操守、才能及專業水平。我們要提供中肯的意見、客觀地執行職責及承擔問責要求，以取得自主權和公眾對我們的信任。

我們可能有需要提醒自己金融市場監管者的工作往往是不受歡迎的。執行法規與制裁必定會影響若干人士的利益。在有需要時，我們偶爾亦會令人身陷囹圄。因此，開宗明義，我們大部分職責是為人所厭惡的和並不討好的。然而，我們必須不偏不倚、公正持平地依法履行職責。與此同時，我們亦受到司法審核的制衡。如果公眾意見的正反兩面都同樣對我們作出批評，我會認為我的表現可算不俗。我接受這項任命之前，曾向朋友表示過，我已作好心理準備可能會遭人擲雞蛋或出現更難堪的場面。然而，如果任何人準備作出此等行爲，我想他們知道我會抱著積極樂觀的心態去面對他們的行爲。



最後，在最近幾個月，我最常被問及的一個問題是：亞洲金融風暴將於何時結束？作為市場監管工作者，對市場情況發表意見是愚蠢及不智的，特別是談及市況會上升還是下調的問題。這些轉變，只有市場本身才會知道。我能夠說的是：我本性對未來發展樂觀，對下調風險感到悲觀，而對履行職務則希望保持客觀。

我們面前仍有大量工作等待我們處理。然而，得到您們的協助、支持及諒解，我很有信心我們可以繼續使香港處於自由市場的領導地位。

沈聯濤

# 新經濟與舊要素： 科技、投資者及市場

19

香港證券專業學會

2000年3月15日

首先，我要澄清，作為一個金融監管工作者，我的職責不是去解釋怎樣和何時去投資及應投資些什麼。這應該是投資顧問的工作。事實上，顧名思義，在鑑別哪隻股份會跑贏或跑輸大市，或在預測指數會去到哪個水平方面，監管者所知的必定比不上市場人士。格林斯潘曾在1997年2月談到股市上所出現的“非理性亢奮情緒”已“過分地推高資產價值”，但即使他這樣的專家亦無法預見杜瓊斯工業平均指數能夠再上升多40%，及納斯達克綜合指數會上升多幾乎兩倍而達到近日的水平。

然而，作為監管者，我的職責是要提出警告、解釋風險及指出潛在的問題。

近日香港股市創下歷史新高，很多投資者都賺了大錢。有些甚至可能已經忘記了恒生指數在18個月前才創下歷史低位。在不足30個月前，香港出現過紅籌股熱潮。也許這幾天的股市走勢正好提醒我們每一個人，股市升得愈高，風險也愈大。

在今次的熱潮中，人人都追捧科技股。雖然我也提出相同的風險警告，但很多小投資者都問我，而且也問得很對，科技股怎樣改變了股市的運作方式？他們追捧科技股有錯嗎？當科

技對小投資者來說仍然是高深莫測的時候，追入編號5354或8589的科技股有何不妥？[我要強調的是，實際上並沒有一家上市公司的股份代號是5354或8589。]我於是意識到在投資者教育方面，我們要做的還有很多。這也是今次講座所要談及的課題。當你購買某家公司的股票或向人推薦某家公司的股份時，你是否知道你所買的或向客戶推薦的是甚麼？

在我心目中，科技毫無疑問正在改變我們的生活，以及我們的證券市場，而改變方式無人能準確預知。科技引發出新經濟企業家對資金的渴求，並導致希望參與這場社會及經濟革命的投資者大量地湧現，從而在供求互相配合的情況下產生了強大的影響力。科技使很多社會上的機制，包括監管制度在應付急劇的轉變方面顯得無能為力。隨著更多更複雜的科技及知識的湧現，我們所面對的機會和風險亦日增。市場上的專業人士、投資者、交易所和監管者，也即是我們每一個人，都應該仔細研究這些有著深遠影響的改變，以免只懂得將目光集中在美好的時刻，而忘記為迫近眉睫的事情作出準備。

當聯交所的新電子交易系統(即第三代自動對盤及成交系統)在今年第三季推出之後，在香港進行網上交易便會成為事實。一旦在納斯達克市場上市的股份可以在香港掛牌，及當本港與其他區內及國際性的交易所進一步結盟時，香港的投資者便可以透過個人電腦、手機或家中的有線電視，買賣香港及全球的證券。由於很快香港賽馬會的賭博活動也可以在網上進行，我們每人家中將來都可能有一部終端機，讓我們透過互聯網24小時作出投資或進行賭博活動。

證券及期貨事務監察委員會(證監會)作為市場的監管者，不應該成為市場發展路途上的絆腳石。事實上，我們應該盡可

能推動積極的發展。然而，不容否認的是，新風險正在湧現，因此監管者需要在推動轉變和保護投資者權益之間取得平衡。

在科技領域，轉變速度之快使很多人感到困惑。雖然大部分人已察覺得到有一些很重要的事情正在發生，但都難以明白這些事情對我們的全盤影響。結果，很多投資者都希望用盡一切方法參與這個新經濟。這種行爲其實是頗爲理性的。這股對新經濟的興趣造成了現時席捲美國、歐洲、日本及香港的“科技熱潮”。

在面對這些挑戰和風險時，香港並非孤軍作戰。在其他發達市場和新興市場，亦有同樣令人關注的問題。由全球各主要市場的證券監管機構代表組成的國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）(IOSCO)已同意盡速交換意見，就如何處理大家都關注的風險達成協議。

最近我去了美國一趟，希望從中瞭解當地的發展趨勢。我和證監會的同事都嘗試盡量與國際上其他監管機構及市場參與者交換彼此的經驗及取向。我想將我對到目前爲止證券市場上所發生的變化，及新經濟對投資者、發行人、市場中介人、交易所及監管者會帶來何種影響的一些個人看法與大家分享，並希望這會對大家有所幫助。

## 新經濟

作爲一位前中央銀行家，我認爲近日股市的升勢有宏觀及微觀兩方面的因素。在宏觀的層面而言，全球市場目前充斥著大量流動資金（諷刺的是，這些資金的出現，部分是因爲在97至98年的亞洲金融風暴期間，全球的資金供應增加，藉以避免發生

全球性的金融市場崩潰)。第二，經合組織市場人口老化，提高了投資者對購買證券以供養老的意慾。第三，金融市場的放寬監管及金融革新為投資者帶來更多選擇、改善中介服務、提高市場的效率和驅使市場走向全球化。第四，隨著私有化及科技發展帶來改革，公司經過90年代的汰弱留強、鞏固及合併後，已變得更具效率。

在我心目中，科技毫無疑問已成為改革的主要推動力。人們形容矽谷為“歷史上合法地製造最多財富的地方”。透過電訊、傳媒及互聯網的改革，以及隨著透過風險投資資金及例如納斯達克等市場在集資能力方面的改變，企業家現時已能夠為開發新概念及在科技上作出新投資籌集愈來愈多的資金。富有創意的小企業家從來都未可以如此輕易地在金融市場上集資。

目前，香港的法例規定小型公司必須編印招股書和進行正式的首次公開股份發行(簡稱“首次公開發行”)，方可向公眾集資。但從技術上而言，很多美國公司已透過互聯網直接接觸投資者，以籌集資金。假如沒有了傳統的中介人、股票經紀和交易所，那麼對投資者和發行人來說又會有什麼風險呢？

在需求方面而言，其中一個世界性趨勢是，科技正在把金融市場變得更公平，使小投資者可以取得在過往只有專家或專業人士才可獲得的資訊。互聯網令幾乎每一個人都可在網上進行交易。此外，隨著市場變得愈來愈全球化，今日的小投資者已能夠涉足傳統投資者做夢也沒想過可以涉足的市場，並擁有方便的工具，使得他可以買賣傳統投資者做夢也沒想過可以涉足的金融產品。

在美國，網上交易增長迅速，其成交額佔納斯達克市場總成交額約四分之一。然而，有誰可以想像得到，在2年前幾乎

不存在的韓國網上交易，其交易量目前已經足以媲美美國的網上交易？一旦日本、歐洲及其他亞洲的投資者急起直追，一個全球化的證券市場將會成為事實，而再也不是一個夢想。

簡而言之，目前的情況是科技正在增強普羅大眾的力量，而這種趨勢目前正是方興未艾。我不能確定這個潮流將會把我們帶往何處。然而，我可以肯定地說，在朝著這個方向進發的過程中，我們將會遇到不少前所未有的挑戰。

其中一個可能出現的挑戰，便是在每宗首次公開發行之中，股份供應量通常相當有限，但散戶往往希望能夠分一杯羹。有幾位其他地區的監管者及市場分析家曾向我提出他們對目前市況的看法。他們認為，新股供應有限，加上投資者需求殷切，形成股價攀升，及後在投資者一窩蜂地盲目追入的情況下，股價出現爆炸性上升。正如一位矽谷的分析家所說：“夢想和貪婪是最佳的拍檔。”<sup>1</sup>就如其他市場的經驗一樣，最初買賣這些高風險股份的，通常是專業投資者和散戶短線炒家。

當一家公司的市值上升至某個水平時，該家公司便會躋身市場的指數成分股中，而機構投資者便會開始購入其股份（他們有些是因為法例規定而必須作出該等購買行動，另外一些機構投資者則是受到其本身的投資政策所驅使而買入這些股份）。事實上，投資在傳統股份價值上的基金經理，因為其表現遠遠落後於那些買中了股價不斷創新高的公司的人的回報，而受到市場“懲罰”。因此，當審慎的機構投資者和從事高風險投資的短線炒家同時追逐有限供應的高科技股時，有關股份的價格便會飆升。我不知應怎樣證明或反駁這個理論。我們現

<sup>1</sup> 大衛·卡普蘭，《矽谷小子與其夢想之谷》，1999年。

正向其他人提出這項論點，並試圖加深對這方面的瞭解。明顯地，如果這項論點成立的話，便表示市場上正潛伏著一股非常危險而熾熱的動力。原先急升的股價可以江河日下，而虧損則由最後一個接棒的投資者來承受。

除了小投資者的影響日益增加之外，伴隨而來的另一股全球趨勢，便是有愈來愈多的科技股公司在證券市場籌集資金。這個現象在某程度上反映出目前市場上確實有大量從事科技行業的公司。然而，這些科技股份在若干層面上的確有別於傳統的上市公司。

首先，不少科技股公司較傳統上市公司更早或甚至在他們仍未錄得任何盈利前，便已在市場上集資，導致所有現行的定價模式徹底失效。

其次，科技本身不斷演變，而其改變之快，使任何人也難於斷定某一家科技股公司會否變成另一家微軟或相反地成為另一家面臨破產的公司。直至目前為止的統計數字顯示，很多科技股公司都失敗收場。在美國，超過75%創業資金投資都需要關門，而在這類公司中，每10家只有大概1家能夠為投資者賺取利潤。在1999年進行首次公開發行的公司中，83%錄得虧損，但其股價卻仍見上升。<sup>2</sup>

很明顯，身為監管工作者，我不能評論任何個別股份的價值評估。不過，我可以概述市場的現況，並引述若干歷史事實和市場對科技股的一些意見，供大家參考：

- 現時美國科技股的市盈率已大大高於1929年9月時所創下的歷史高位；

<sup>2</sup> 史提夫·加爾布雷思，伯恩斯坦研究，2000年3月14日。

- 在日本的TMT(即科技、傳媒及電訊的英文簡稱)公司雖然大部分並沒有被納入傳統的日經225平均指數成分股中，但其市值卻已達到指數成分股的90%市值；
- 目前恆生指數在科技股及電訊股熱潮帶動下所錄得的升幅，已經超越1997年紅籌股熱潮所錄得的水平，且其升幅來得更快速(圖1)<sup>3</sup>；
- 在個人電腦出現至今的18年內，在1,200家進行首次公開發行的美國科技股公司中，有66家公司(即約佔總數的5%)的股價錄得1,000%以上的升幅，合共創造出達到該市場86%的財富；
- 對於在1992至98年間，在香港進行首次公開發行的公司的分析顯示，該等錄得大幅超額認購的公司的股份在首日掛牌買賣之後的1年內，其表現通常較恆生指數的表現遜色(圖2)<sup>4</sup>。

所有市場的表現都隨著供求的變化而出現漲跌周期。新的公司以其創新技術業務打入市場，有時甚至取代了那些無法在新經濟環境下競爭的傳統公司。由於科技所引發的供求力量，今次這個周期過渡得更快，過程中也帶來更多衝擊。然而，我們肯定有一點是永遠不變的，就是市場要求公司最終能夠賺錢。有時如果個別公司在收入方面取得很大的增長，則該公司

<sup>3</sup> 資料來源：彭博。

<sup>4</sup> 資料來源：摩根士丹利添惠。



可以將賺取盈利的時間推遲(以及容許其出現短期虧損)，但最終必須能夠提供純利。正如一位久經歷練的互聯網投資者說：“我已習慣購買一些沒有盈利的公司，但我未至於購買連收入也欠奉的公司。”如果市場信賴某家公司始終能夠獲利，其股價便會上升，但這時市場所依賴的是其對該公司的信心。信心和信任是所有市場賴以發展的重要基石，縱使是高科技股公司的市場亦一樣。

## 投資者的角色

投資者應該緊記，在購買沒有盈利和沒有業績的公司的股份時，他們是在購買一些概念。這些概念是以某個計劃的形式表達出來的。假如它們有任何實質的存在的話，其價值通常是維繫於一些無形的東西之上(如企業家的背景、良好的管理和正面的前景預測)，而不是具體地表現於一些有形的資產或業務營運之中。

換句話說，投資在這些概念股上的投資者，主要是將信念寄託在承諾和預測之上。每個高科技公司的投資者都有責任掌握其所投資的實際是甚麼。美國證券交易委員會主席阿瑟·利維特稱之為“先檢視，方投資”<sup>5</sup>。公司的管理層能否履行其有關利潤增長的承諾？管理層最終必須要使公司賺取盈利，而不能永遠只是提出概念。

<sup>5</sup> 阿瑟·利維特，“先檢視，方投資”，《洛杉磯時報》舉辦的第4屆周年投資策略研討會，2000年2月12日。

此外，現有公司在其名稱後面加上“dot com”，並不代表該公司會在一夜之間變為高科技的神話。

投資者亦應該明白，資訊愈多同時亦會導致資訊過剩、資訊過份渲染和資訊失誤的情況。一位觀察家表示，“在互聯網上，任何公司也可在沒有任何真正的基礎上看似極具規模，任何研究也可看似可信，任何人也可看似具備適當資格。”<sup>6</sup>一言以蔽之，“在電腦網絡的虛擬空間裡，人們很容易描繪出言過其實的幻象。”難怪很多美國互聯網公司都花費巨款進行宣傳，大吹大擂。

若干分析家建議在投資高科技公司前，需要問幾個簡單的問題：

- 公司的市場在哪裏？該公司是否專注於其業務？
- 公司可否從該業務中賺取利潤？其利潤幅度有多少？
- 公司是否擁有任何專有的科技，換句話說，其他人可否輕易抄襲其技術，從而奪取其業務？
- 公司是否有收入？每個人都希望使用互聯網，但迄今只有少數人曾為使用有關服務而繳費。
- 公司的管理是否健全及信譽良好？
- 公司是否獲得適當的集團支持，例如有良好以往業績的創業資本家？

基本上，我所說的是投資者最低限度必須瞭解所投資的項目，也就是“知道自己在買甚麼”。沒有人會阻止投資者投資概念股或認購新股藉以致富。但這些行為都帶有高風險。投資者必須緊記，錢賺得快時也蝕得快。

<sup>6</sup> 芭芭拉·佩莉德，美國證券交易委員會的科技圓桌會議講話，1998年4月。

審慎的投資者必須管理本身的風險。以賽馬為例，無人會阻止任何成年人將零用錢拿去香港賽馬會投注，但假如該人將家用、孩子的教育費或退休金也輸掉的話，則大家都會感到非常痛心。一般的投資者也是一樣。你應該清楚知道你準備投資多少錢在概念股上。假如你盲目追隨股票消息或你所追逐的不過是一個號碼，則一旦你輸了錢，就不可責怪他人。

此外，用保證金(即孖展)融資方式購買股票看似簡單，但槓桿效應使風險大幅增加。你是以借來的款項對未來作賭注。正如利維特主席所說，假如你用的是借回來的款項，你所賺的固然可能倍增，但你所虧損的也同樣可能倍增。假如你有任何疑問，便應請教合資格的投資顧問。互聯網上亦有愈來愈多投資者教育資料可供參考。

然而，投資者教育一向偏重於購買股份方面的資訊。其實我們亦需要考慮到出售股份的問題。“知道自己在買什麼”的反面便是“知道自己所持有的是什麼和在什麼時候需要離場”。投資者應密切留意有關公司有否努力將概念轉變為業務和將承諾落實。假如你覺得不放心，可以走為上策。傳統的智慧包括著最簡單的真理，這就是：“獲利回吐，分散投資，總沒有壞處”，以及“貪勝不知輸”。

## 發行人的角色

我們在前面提過，投資者所信賴的，是發行人對有關業務計劃最終會帶來利潤的承諾和預測。

發行人應該認真看待這種信任。發行人能夠集資，是因為投資者信賴它們有無限創意、勤奮努力和具備商業觸覺。對那

些以往業績良好的發行人來說，他們是拿自己的信譽作賭注。他們應該傾盡全力落實概念和兌現承諾。很多公司都以股份認購權作為激發優秀表現的獎勵。

家父曾經說，賺錢有三個方法。第一是以血汗和淚水換取金錢。很多小企業家都以這種傳統的方法起家。而當你達到某一個成功階段時，你所積儲起來的錢便會繼續為你賺錢。最後，單靠你的名字財富便會滾滾而來。由於很多小投資者不能清楚分辨各種不同的科技，他們選擇投資聲名可靠、信譽良好的公司，是不足為奇的。

我希望指出，對發行人來說，向公眾集資的同時亦需要向公眾負責。假如經過多番真正的努力，而結果仍然強差人意，沒有人會因此而受責。但假如控股股東和管理層違背公眾對他們的信任，把交給他們用來將概念轉化成真正業務的資金錯誤運用，或將資金花在其他用途之上，或為一己的私利而濫用資金，他們便對不起投資者。這種做法是我們所不容的。

公眾人士及監管機構應時刻就可能出現欺詐及市場操控的行為保持警覺。我們會盡力與其他監管機構合作，包括香港交易及結算所有限公司(香港交易所)、商業罪案調查科，及如有需要的話，與國際性監管機構合作，盡力將發生金融欺詐及罪案的機會減至最低。

此外，投資者對發行人表示信任，意味著發行人除了要盡力落實概念及履行其承諾之外，亦有責任確保投資者時刻掌握所需的資料。財務報告的最主要目的是向股東或有意成為股東的人士提供可靠、有用及適時的資料，使他們在有根據的情況下作出投資決定。

爲了加強對提供虛假或誤導性資料的人士作出制裁，立法會現正審議一項條例草案。該條例草案規定任何人士如向證監會及認可的交易所及結算所提供虛假或誤導性的資料，即屬違法。該條例將在下月徵詢公眾意見，並預計可在本立法年度結束前提交立法會審議的綜合條例草案內訂有若干旨在加強企業信息披露的規定。我們的法律架構必須確保發行人及其管理層不會提供錯誤或具誤導性的資料。

## 中介人及市場專業人士的角色

中介人及市場專業人士亦是上述的信任關係的其中一環。他們除了在金錢及證券交易中提供中介服務外，亦扮演著發放資料及客觀審查發行人和其管理層的角色。

明顯地，中介人在提供財務意見、市場信息和其他資料方面發揮著主要的作用。投資銀行及證券公司就投資項目提供建議。獨立核數師就財務報表是否真確及公允發表意見，基本上就是對發行人有否落實其概念及履行其承諾提供客觀評估。律師負責查證公開文件及其他文件內的聲明是否真確。專業估值師則爲資產估值提供外界意見。負責任的投資顧問及經紀人向其客戶解釋客戶需承擔的風險。

正如我較早前所說，概念股在估值方面有其特殊的問題。會計師在進行有關工作時會遇到一些困難，因爲他可能需要公司的商業計劃發表意見。我之前曾提到使用股份認購權作爲激發管理層優秀表現的獎勵。但正如美國聯邦儲備局副局長羅杰·費格遜的觀察所得，在很多情況中，股份認購權在授予時並沒有當作薪酬入帳。他們估計這些股份認購權的價值將相等

於標準普爾指數的1,500家公司的收入下降10%。這現象明確地顯示出會計方法在衡量經濟價值時的重要性。

證監會亦注意到有一些估值看來是被誇大了。因此，本會要求發行人規定其估值專家公開其估值的基準，使公眾人士可以衡量所採用的方法是否可靠。證監會現正與香港會計師公會的會計準則委員會合作，檢討高科技公司的股份估值的基準。這是現正進行的一項重要工作。

鑑於專業人士擁有專門知識，投資者對他們及發行人同樣信任。他們有責任小心謹慎地行事，及應該認真地看待投資者對他們的信任，有道德地、謹慎地及恰當地履行他們的工作，因為這涉及很多小投資者的積蓄。

## 交易所及監管機構的角色

聯交所作為上市公司的前線監管機構，及證監會作為法定監管機構，兩者都扮演著一定的角色。我們愈來愈意識到我們的監管制度中以公司素質為基礎的監管元素，必須趨向加入更多以信息披露為基礎的規則。

在主板市場上，由於《上市規則》規定公司必須有過往的業績紀錄才可以向公眾人士發售股份，投資者的權益因而得到保護。這方面的規定起了重要的把關作用。然而，就擁有少於2年業績紀錄及欠缺盈利紀錄的創業板發行人而言，這些公司的前景更加不明朗，他們的股東所承受的風險更大。因此，我們要更加依賴保薦人披露的資料及其扮演的角色，因為他們是專業人士，較門外漢更能夠判斷公司質素。這亦是為甚麼投資者在創業板進行買賣時要簽署風險聲明。

人們有時會把高科技公司在創業板上市與在納斯達克上市相提並論。有人甚至將此看作是兩地的監管制度的競爭。這是因為有些發行人表示除非獲給予豁免遵守在創業板上市的某些條件，或將該等條件放寬至可與納斯達克或美國監管制度相比的程度，否則他們便會選擇在納斯達克上市。這個論點反映出提出論點的人誤解了香港及美國在監管取向上的分別。在美國，所有公司披露的聲明及財務帳目都會提交予美國證券交易委員會，而該會亦附帶對會計專業有監察的職能。向監管機構披露虛假或誤導性的資料屬刑事罪行。美國的監管制度亦對失當行為施加巨額罰款。更重要的是，美國的司法制度容許私人集體訴訟。勝訴一方在金錢上所獲得的賠償可以高達其所蒙受的損失的3倍。由於律師在勝訴後才收取費用，小股東能夠輕易地提出這些可能導致敗訴一方財政崩潰的訴訟，是美國在阻嚇披露不全、管理不善和信息失實方面的關鍵武器。在香港，我們的執行法規工具及監管架構仍在討論及不斷發展中。因此，對於沒有掌握充分資料和沒有接受過任何訓練的投資者來說，其所面對的風險亦較高。

此外，納斯達克是一個成熟的市場，業內有很多經驗豐富的專業人士及熟練的即市炒家。反觀香港目前仍基本上屬於散戶的市場，很多小投資者在買賣急劇波動的概念股方面不是經驗不足就是一知半解。

基於這些原因，證監會審慎地對待有關豁免遵守上市監管規則的要求，是不足為奇的。證監會將會與香港交易及結算所合作改善監管架構，令有關架構不致於打擊小規模的增長型企業在香港上市的意慾，但同時又能與為投資者提供足夠保障的需要謀取平衡。

創業板的目的是要協助小規模的增長型企業，包括高科技公司籌集資金，從而將概念轉化為真正的業務。中小型企業一向都是香港賴以成功的支柱。大公司亦是由小規模公司演變而成的。高科技並未有改變企業家精神的寶貴之處。我本人對創業板的前景充滿信心。創業板本著促進及孕育企業家創業精神的宗旨，將會為香港的發展發揮積極的作用。

互聯網發展迅速，有一個地方是無法等候監管制度的改革。那些數以百萬計定期輪候新股上市的投資者，將會發覺以電子方式認購首次公開發行更為方便易用。證監會及香港交易所已成立專責小組，負責這方面的推廣工作。首先，全自動化的交易所買賣系統第三代自動對盤系統將在今年稍後時間正式推出。網上交易為經紀行在執行買賣指令時的能力、容量及顧問技巧帶來新的考驗。這個系統除了為投資者提供即時的交易機會外，亦帶來了即時的風險。

因此，證監會將盡速與香港交易所、香港證券專業學會及證券業緊密合作，就網上交易的規則制訂投資者教育計劃。我們會定期就這些事項發表資料，而大家亦會發現我們正不斷加強本會在這方面的工作。我們剛在上星期於證監會網站上發出了一些對投資者即市交易的意見。我們的網上投資者資源中心將在年中推出，屆時便會為公眾提供更完善的投資者教育資料。

證監會發揮的作用是維持一個公平的市場，並監管先前所提及的信任關係。我們將繼續進行監察，以偵察任何操縱市場的活動及不公平的交易。我們亦會堅持股份發行人要充分和及時地披露消息。此外，正如我之前解釋過，如發行人或其管理層為自己的私利而違背投資者對他們的信任，將原本應用來落



實概念及兌現其上市承諾的資金轉撥作其他用途，聯交所、證監會及警方的商業罪案調查科便會採取一切我們可運用的法定及執法權力來制裁有關人士。

## 結論

科技把我們的生活和證券市場徹底改變過來。證監會的角色不是要妨礙投資者賺取金錢或對發行人在集資時製造諸多不便。然而，證監會的職責是維持公平、透明及有效率的證券期貨市場。我們有責任在法律允許的情況下，盡量保護投資大眾。然而，最佳的保護莫如讓自己成為信息靈通和有識見的投資者。我們會盡量提醒公眾有關的風險，並在教育投資者方面作出更大的努力。就此，我們須與香港交易所及香港證券專業學會加倍緊密合作。

科技可能締造了新經濟，並改變了市場的力量，但卻沒有改變證券市場的基本功能：

- 首次公開發行幫助企業家籌集資金，投資於可為股東帶來回報的業務；
- 股東期望這些企業家以誠實、專注、透明及公平的方式為該公司的投資者帶來利潤；
- 投資者期望市場是公平、透明及有效率的。

最基本的還是信任及信心的原則。如發行人透過履行承諾來維持投資者對他們的信任，及如我們維持公平、透明及有競爭力的市場，則外界對香港作為國際金融中心的信念及信心亦得以持續下去。科技可以一夜之間改變，但投資者的信任及信心卻不能在一夜間建立起來，反而可以頃刻喪失。

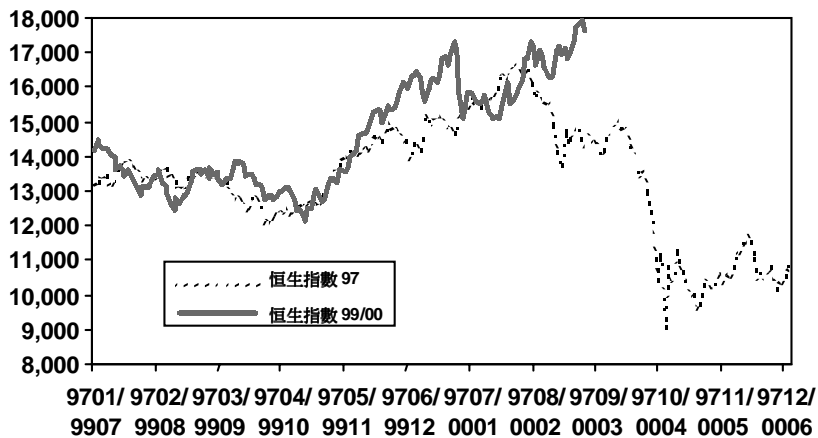
新經濟的潛力甚大，香港應盡量站在這方面的增長的最前線。證監會將協助促進和支持這個為本港市民帶來機會和就業的新發展。然而，每個社會都需要在革新和監管的需要之間取得平衡。監管者不可能防止每一宗意外或每一宗金融罪案的發生。在一個法治的社會裏，監管者只能根據人們賦予的權力和資源進行監管，所能做的亦有一定限制。

作為一個前中央銀行家，一向以來我都很欣賞前美國聯邦儲備局局長馬丁(William McChesney Martin)說過的一番話：“中央銀行家的工作，是要在人人都沉醉在派對的歡樂之中時，將他們喚醒過來。”人人都喜歡參加派對，但沒有人願意在派對過後收拾杯盤狼藉的局面。正如“酒後不要駕駛”的宣傳廣告所說，最好的派對是人人都能夠盡歡和知道自己的極限。你要在新經濟下進行投資，便請認識清楚你的風險，瞭解自己的極限。

最後，我們每人都有責任確保我們的市場充滿生氣、公開、公平、富競爭力和有效率。但除非證監會得到證券及期貨業，及更重要的是，我們整個社會的積極合作和支持，否則我們無法達致以上目標，因為監管者只能根據人們賦予的權力和授權進行有效的監管。這便是市民對證監會的信任，我們將盡力以最公開和最公平的方式，就如我們對接受本會監管的人的要求一樣，做到最好以答謝公眾對我們的信任。

圖1

1997年恒生指數與1999/2000年恒生指數比較

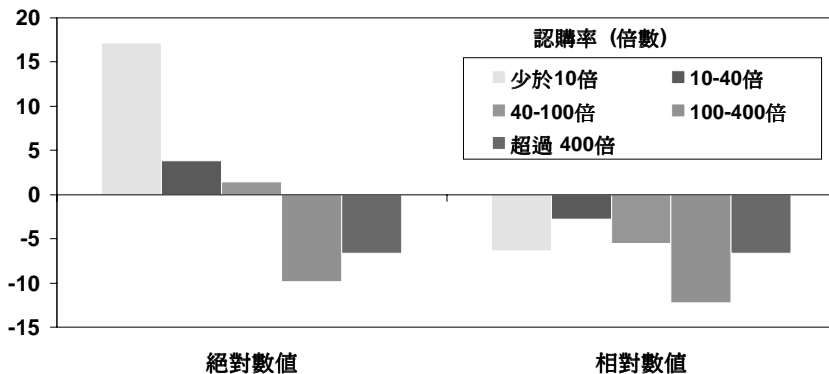


資料來源：彭博

圖2

1992至1998年期間首次公開發行股份的表現

(由首個交易日起計的第一年，%)



備註：“絕對”指以股價與首次公開發行的發行價比較

“相對”指以股價與恒生指數比較

資料來源： 摩根士丹利添惠

沈聯濤

# 新的《證券及期貨條例草案》：為世界級金融中心而設的頂級監管制度

20

美國商會  
香港，2001年7月13日

**承**蒙美國商會邀請我向大家介紹《證券及期貨條例草案》的最新發展，我感到非常榮幸。我相信密切留意該條例草案進展的人士都會注意到，該條例草案已進入由條例草案委員會審議的階段。該委員會目前每星期開會兩次，並且很快會逐條條文加以審議，屆時開會次數將會更為頻密，達到每星期四次之多。條例草案委員會主席單仲偕議員和他的法會同事為了使該條例草案能夠盡快獲得通過，都貢獻出寶貴的時間、精力和經驗；我謹在此對他們所作出的努力致以深切謝意。該條例草案可望在今年年底之前通過。

新條例草案的通過將代表著一項重大的成就。這是1989年發表的戴維森報告書內最後一項有待落實的建議。為了該條例草案，各有關方面經過了超過10年的策劃和努力，以及在過去3年展開密集的籌備工作。這項艱巨的工作由財經事務局、律政司和證監會牽頭推動。我可以說，我們已對新條例草案的主要政策和法律原則進行了最廣泛和最深入的檢討，以及從開始便已經在每一階段全面諮詢業界意見。即使到了現在，我們仍在聽取市場人士的意見，以改善該條例草案的各個範疇。

其他司法管轄區亦通過了主要的新監管法例和正等候正式頒布有關法例：例如英國的《2000年金融服務及市場法》、美國把《格拉斯·史提格爾法》廢除的最新法例和澳大利亞的《2001年金融服務改革法》。目前是我們重新整頓本地金融法例的時候，以便引入一個足以支持香港的世界級金融中心地位的頂級監管制度。面對今時今日的全球化競爭，我們的監管架構必須能夠配合科技發展對金融市場結構和活動造成的深遠改變。

在這樣的背景下，與其沉悶地向大家詳細講述該條例草案的內容，倒不如讓我向大家介紹一下我們日後將會如何落實該條例草案。這把我們帶到一個哲學問題，就是我們為何要監管證券市場和如何監管證券市場。

目前的《證券及期貨事務監察委員會條例》只列出證監會的職能，但卻沒有述明其監管目標。這種有違常理的做法，是歷史遺留下來的問題。新的條例草案具體地說明證監會的目標，以闡明證監會應該以甚麼方法去促進市場的穩健操作和保護投資者的權益。我們將需要就我們實現這些目標的手法向公眾負責。

扼要來說，我們為甚麼會存在？簡單來說，證監會是為了解保護投資者權益而存在的。

## 我們為何要進行監管？

新的條例草案開宗明義地列明證監會的六個主要監管目標：

- 維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度和秩序；
- 促進投資者教育；
- 確保投資者獲得適當的保護；
- 盡量減少金融罪行和失當行爲；

- 減低系統性風險；及
- 協助維持香港在金融方面的穩定性。

這六個目標可以歸納為兩大目標或主題，即促進：

- 市場的穩健操作；及
- 保護投資者權益。

我們在制訂運作上的優先次序和履行職能時所做的一切，都是以上述兩大主題作為指引的。

## 我們如何落實該條例草案？

在落實法例時，我們的目標是以堅定和公平的方式進行監管。這可能意味著我們需要對於違規人士提出檢控或採取紀律處分行動。但對我們來說，成功的標準不在於被檢控人數的多寡，而是在於投資者是否對我們的市場抱有信心，認為我們的市場一如其他主要的國際金融中心般具備透明度、公平運作和沒有失當行為。

這是艱巨的工作，因為我們需要考慮到各項工作之間的優先次序，以及照顧發行人、投資者和中介人之間各自的利益。我們不希望過度監管，為市場帶來不必要的負擔。我們的資源有限，因此最終必須在這些利益、監管目標和監管成本之間取得平衡。因此，找到適當的平衡點是非常重要的。我們深信，未來我們應該以落實具備透明度和問責性、以風險為本的監管制度為目標。

要實行以風險為本的監管制度，便必須首先識別出高風險的情況，然後集中注意力和資源處理這些情況。

哈佛大學史百路教授(Malcolm Sparrow)在其《監管技藝》一書中寫道：“[監管] 技藝的精粹在於選擇適當的監管工具，知道應在甚麼時候多管齊下，並且訂立制度，以識別出該等工具在甚麼時候已不足以應付所需和必須研製出嶄新的工具來。”

證監會備有一系列優質的監管工具，以助我們履行職責。這些監管工具包括有關的條例、規則、守則、指引、原則、監管計劃、政策項目和賠償計劃。要實現促進市場穩健操作和保護投資者權益這兩項目標，我們必須審慎地運用這些工具。例如，規定註冊人呈交《財政資源規則》報表有助我們*識別和評估*風險，以及與有關的中介人一起處理這些風險。進行市場監察有助我們透過例如是識別市場失當行為等工作來*監察和掌握*風險。就投資騙局向投資者發出警告有助我們*避開*風險。提供投資者教育計劃有助我們教育投資者，使他們能夠更好地評估本身的風險和保護本身的權益，使香港具備這項成熟和穩健的市場的主要元素。

在執行該條例草案時，我們將會以*公平和自然公正*的原則為依歸。這即是說，假如我們相信堅持決定會符合投資大眾的利益，或我們需要為了公眾利益而堅持決定的話，我們必定會這樣做。我們會嘗試確保證監會的決定或行動大體上與過往的監管決定貫徹一致，但亦會緊記每宗個案或每個情況都必須根據其本身的具體事實和環境加以考慮。這牽涉到我們必須確保我們所作的決定或行動與有關違規行為的嚴重性是*相稱*的。

我們亦會確保我們行使酌情權的方式是具備透明度的。根據法規，我們將需要將關於給予寬免的資料公開 — 誰人可以受惠、涉及的事項和原因(但證監會可因應情況而拒絕將屬高度敏感的商業資料公開)。

## 改善市場的素質

我們都意識到，科技發展、全球化和日趨激烈的競爭，已為我們的商業環境帶來深遠的變化。競爭其實是指素質上的比拼。監管機構必須隨著市場改變而改革。新的條例草案不單鼓勵中介機構、市場參與者和投資者採納更高的水平，同時亦針對目前監管架構內的缺口。該條例草案就這些範疇提供了新的監管工具和解決辦法。

就讓我列出該條例草案內的幾點內容，以作闡釋。

## 發牌和中介機構

該條例草案規定：

- 設立單一牌照制度；及
- 經紀行的高級管理層有責任確保監管規定獲得遵守。

新的發牌和監管制度為銀行和經紀行提供公平的競爭環境，使中介機構因此而受惠。在新的條例草案下，中介機構面對的入行障礙大幅減少，同時入行程序亦大為簡化。例如，根據新的發牌制度，中介機構只需填寫一份《財政資源規則》報表和呈交一份周年報告，而毋須根據目前的制度就每類牌照填寫《財政資源規則》報表和呈交周年報告。我們一直緊記應盡量減低監管成本或負擔，而監管效益應該足以抵消有關成本。



## 盡量減少市場失當行為

證監會非常嚴厲地對待市場失當行為，因為市場失當行為會直接打擊市場的誠信和投資者的信心。

目前，市場操控(包括價格操控、市場操控、為誘使他人進行交易而發布虛假信息等)屬於刑事罪行。但控方在舉證時愈來愈難以達到“無合理疑點”這個刑事舉證標準。

根據該新條例草案，證監會將可以選擇以民事或刑事途徑來懲處從事市場操控和內幕交易的人士。由全職法官擔任主席，另外再輔以兩名具備所需專門知識的成員的市場失當行為審裁處，將會負責審理透過民事途徑提出的訴訟。此舉應可提高打擊失當行為的成功率。

證監會在向上市公司進行查訊時，將會獲賦予更多調查權力或“工具”，包括向有關公司的高級人員／職員索取額外資料，以及向核數師、銀行家和第三者索取與查訊有關的資料。這對於我們就上市公司的涉嫌失當行為而搜集所需資料方面，將會有很大的幫助。

新的條例草案亦將會賦予有關人士法定的民事訴訟權，使他們可以向被發現須對市場失當行為負責和曾向公眾發出影響股價的虛假或誤導性信息的人士提出民事訴訟。這是增加投資者尋求補償的機會的重要一步。

## 保護小股東

我們需要在改善對小股東的保護和企業治理方面多下工夫。這方面的工作需要在該條例草案以外的範圍進行。我們尤其需要研究提高公眾可獲得的財經信息的質量、小股東的權利、鼓勵股東更

廣泛地參與上市公司事務和提高機構投資者在市場的參與。公司法改革常務委員會目前正研究上述事項，並將會於今年稍後時間就此提出建議。在這段期間，證監會成立了一個旨在加強投資者保護和提高企業治理水平的股東權益小組。該小組已於上月舉行首次會議。我們會不時向大家匯報該小組的進展。

## 證監會的制衡機制

證監會清楚知道，沒有清晰的制衡機制，沒有人會願意接受監管；但另一方面，監管機構必須獲賦予足夠的權力才可以進行有效的監管，卻是不爭的事實。監管機構需要具備廣泛的權力和酌情權；這不單是爲了要保護投資者，同時亦是爲了利便監管機構本身的運作。當然，足夠的制衡機制是必須的，以確保證監會以公平、合理、相稱的方式行使權力，尊重自然公正原則和遵守適當程序。

目前證監會已受制於多項制衡措施，例如：

- 證監會董事局內設有6名非執行董事，就證監會的行政職能進行獨立監察，以及從客觀角度向董事會提供重要觀點。
- 對證監會的裁決感到不滿的人士有權尋求司法覆核。
- 被紀律處分的中介人或被證監會拒絕發牌的人士，有權向獨立的證券及期貨事務上訴委員會提出上訴。
- 根據新的條例草案，全職的證券及期貨事務上訴審裁處將獲授權對證監會的所有發牌和紀律處分決定(包括譴責)進行全面覆核。該個由全職法官擔任主席的審裁處將有權要求取得新的證據、擱置任何法律程序、推翻證監會的決定或甚至以其他裁決取代證監會原先的決定。

- 我們大部分的工作都屬於申訴專員和廉政公署的調查範圍。此外，廉政公署亦會對我們的運作部門定期進行審查。最近一次的審查於去年進行。
- 我們必須在採取若干監管行動，例如尋求法院對上市公司頒發命令、下令股份暫停買賣或制訂若干規則之前，就涉嫌的市場失當行為向財政司司長提交報告和諮詢財政司司長的意見。

此外，政府又設立了一個完全獨立的審查組織 — 程序覆檢委員會，覆核與證監會的運作決定和行動有關的程序。該委員的職權範圍是要確保我們的內部決策過程是公平的，以及已充分考慮到自然公正原則與適當程序的要求。此外，程序覆檢委員會有權審核已完成或被中止的個案，以確保證監會已遵守有關程序。

以我所知，全球沒有其他金融監管機構像我們受到這樣嚴格的監督。

程序覆檢委員會的職責不是根據每宗個案的案情來進行覆檢的，因為這等於重複了證券及期貨事務上訴審裁處的工作。該委員會亦不是處理投訴的組織，以免重複了申訴專員的工作。相反，該委員會的設立，是爲了確保我們不單作出公平和正確的決定(這是由證券及期貨事務上訴審裁處負責審核的)，而且有關的決定是透過適當的程序，以公平、合理和正當的方式作出的。換句話說，該委員的設立，是爲了確保受我們的監管行動影響的人士，在有關行動的過程中，獲得適當、合宜和公平的對待。

爲此，我們已徹底地檢討過我們的內部程序，並作出輕微的修改，以確保該等程序符合目前市場對透明度的要求。我們亦正研究如何進一步簡化若干程序，以配合該條例草案的精神和內容。

整體來說，該條新條例草案的條文和程序覆檢委員會的設立，將會提高證監會的透明度和問責性，使中介機構和投資大眾因此而受惠。

## 平衡得法

總括來說，目前的條例草案在為市場創新提供足夠的靈活性、充分保護投資者權益和確保監管機構的問責性等方面，已取得了適當的平衡。

證監會將繼續在受到制度內各項制衡機制全面監督的情況下，無私無畏和不偏不倚地執行法律。作為證券期貨市場的監管機構和證券期貨法規的執法者，我們必須訂立高水準的適當程序和問責要求。我們的權力來自市場，因為市場希望得到堅定和公平的監管。我們會經常聆聽來自市場的聲音，以及與市場緊密合作。

我們諮詢市場意見和收集市場反應的過程相當透徹，並將會納入法例之內。在修改任何守則或規則之前，我們都會進行精心策劃的諮詢。首先，我們會草擬諮詢文件。視乎有關的諮詢事項而定，我們會將諮詢文件交給剛於近日完成重組、由16位來自證券期貨業專家組成的諮詢委員會審閱，以收集業界意見。我們亦設立了多個由市場參與者和專家組成的工作小組，就有關政策和根據該條例草案草擬附屬法例、守則和指引的事宜，與我們共同進行研究。

當諮詢委員會或使用者小組就諮詢文件發表意見後，我們便會將諮詢文件提交予每月召開一次會議的證監會全體董事局通過。之後，我們便會將有關諮詢文件公開發表，以便全面諮詢市場的意見。諮詢期通常介乎1至3個月不等。

當我們接獲意見書後，便會對市場人士的意見進行研究。這可能會導致我們修訂有關守則或規則的最後定稿，然後才將有關修訂呈交予證監會董事局通過。我們與涉及有關事宜的機構／人士、傳媒和立法會議員定期會面，向他們簡報我們的工作和推行有關工作的目的。

此外，我們目前正進行一個為期三年的策略性規劃。這項計劃將會協助我們優先處理關鍵的項目和將資源集中投放在該等項目之上。我們亦委託了外界顧問公司，就有關的機構／人士的意見進行獨立調查，以掌握市場人士對證監會的工作表現的評價。

隨著上述各項措施的推行，我可以坦率地說，我們將會為香港這個世界級金融中心建立起頂級的監管架構。正如我經常掛在嘴邊的一句話，“布丁的味道如何，一試便知”。我們願意就我們的公平公正、專業水準和工作表現，接受任何評斷，而我們亦已為接受這方面的評斷作好準備。

最後，我必須對曾經竭盡心力，努力不懈地使該條例草案能夠到達最後第二階段的所有人士，致以深切謝意。我謹此對所有為此投入心力的證監會同事、財經事務局和律政司，以及其他專業團體，加以表揚。

我們在英國的對口機構金融服務管理局正熱切期待2001年11月底(代號N2)的來臨，因為屆時英國的《金融服務及市場法》將會正式生效，而我們亦可以像他們一樣，熱切地企盼新條例草案通過成為法例的日子的來臨。

## 後記

2002年3月13日，立法會正式制定《證券及期貨條例》。

沈聯濤

# 金融監管的藝術 — 在變革中求穩定<sup>1</sup>

21

澳大利亞證券及投資監察委員會 (ASIC) 暑期班  
布里斯本，2002年2月18日

很榮幸獲邀在澳大利亞證券及投資監察委員會(ASIC)暑期班上發言。澳大利亞證監會暑期班開創了一個很好的範例，讓證券市場的監管者能夠聚首一堂，交流經驗，分享知識。我要特別祝賀澳大利亞證監會，在洛隄 (David Knott) 主席的領導下，在布里斯本這座美麗的城市成功地舉行一期暑期班。

2000年5月，哈佛大學史百路(Professor Malcolm Sparrow) 教授在完成了當年悉尼澳大利亞證監會暑期班的講課後，在國際證監會組織(IOSCO)悉尼年會上，又作了一次有關監管的演講，演講內容主要取自他的專著《監管技藝》(Regulatory Craft)<sup>2</sup>。他的演講給我留下非常深刻的印象，我當時就決心回香港後按照他的思路實施監管。我還將他的一句名言，儲存作為電腦屏保護程式，時刻提醒我他所努力倡導的監管之道：“挑選關鍵

<sup>1</sup> 我要感謝香港證監會的陳玉蕊女士為準備本文做了大量的研究工作。文中的觀點純屬個人意見，不代表香港證監會的立場。

<sup>2</sup> Sparrow, M.K., (2000), 《監管技藝：監控風險、解決問題、管理規則》(美國：布魯金斯學院出版社)。

問題，加以解決，然後公之與眾。”此書是我所閱讀過最重要的關於一般監管的專著。

我今次的演講還得益於一位中央銀行與貨幣政策領域的巨擘古德教授 (Professor Charles Goodhart) 的學術著作。著名的古德貨幣政策定律正是以古德教授命名的。2001年11月，英格蘭銀行邀請我為古德教授紀念論文集遞交一篇題為“是否存在金融監管的古德定律？”的文章<sup>3</sup>。這個問題的答案無疑是肯定的。因為金融監管者或中央銀行與市場存在一種反射互動的關係。金融監管的性質之所以改變，是因為監管者與被監管者都是同一個遊戲的有機組成部分。監管者的行為改變了被監管者的行為，而市場的隨之而作出的反應又會反過來影響監管者的政策行為。

古德教授<sup>4</sup>將金融監管視為監管者與被監管者之間訂立的契約，當中包含著非常重要的激勵結構。如果激勵措施不當，市場就會扭曲。比如，過度的存款保險，就會造成銀行家的道德風險行為。

因此，今次我演講的內容是以古德教授的理論為基礎，結合史百路教授有關監管的見解，再加上我本身在金融方面的工作經驗而形成的。我的第一個工作是會計師，然後轉為中央銀行家，負責監管銀行與保險業，目前是證券期貨業監管者。

<sup>3</sup> 沈聯濤及陳玉蕊(2001), 〈是否存在金融監管的古德定律?〉就英格蘭銀行為古德教授出版的紀念文集提交的論文, 11月15-16日(倫敦)。

<sup>4</sup> Goodhart, C., Hartmann, P., Llewellyn, D., Rojas-Suarez, L., and S. Weisbrod (1998), “金融監管：原因，方式，時機？”與英格蘭銀行聯合出版(倫敦 Routledge)。

## 變化中的金融業

亞洲金融危機之後，我們對金融業中存在的問題有了更深刻的認識，但並未取得可行的解決方案。我們意識到提高會計標準並向國際監管標準靠攏是必要的，我們也意識到必須加強市場監察，增加信息透明度並制定應急計劃。但市場環境卻由於四個主要趨勢而急劇變化，即科技、全球化、競爭及架構重組。

科技發展是如此迅速，令人應接不暇。與各位一樣，我也一直在努力掌握其影響。*我最終領會到所有金融市場都是網絡*。梅特卡夫定律<sup>5</sup>的基本涵義是網絡的價值按其用戶數量成指數性增長。故此，網絡用戶越多，其價值越大，外部效應越強。這解釋了銀行網絡為何要合縱聯橫，與證券網絡、保險網絡甚至消費者網絡連接起來。

網絡是公共設施，產生公共產品。在將不同的網絡相互連接的瞬間，他們的問題就成了你的問題，你的問題也就是他們的問題。網絡經濟學與網絡的外部效應推動了全球化進程，使區域網絡相互連接而成為全球網絡。它推動了網上交易，出現了7x24的交易模式(即1星期7天，1天24小時)。這樣，市場運作不息，監管者也無法歇息。換言之，科技與全球化已改變了整個市場的結構以及競爭的性質。

在規模經濟與範圍經濟的共同作用下，交易所之間、金融集團之間也出現了合併與合作的趨勢。國際結算銀行近期的一

<sup>5</sup> Carl Shapiro and Hal R. Varian (1999), 《信息法則—網絡經濟的戰略指引》, 美國: 哈佛商學院出版社。



篇研究報告分析了全球外匯交易萎縮的原因。當然部分原因是因為歐元的出現，消除了歐洲貨幣間的交易。

但國際結算銀行也指出，外匯交易商數量已因併購而減少，不少銀行與保險公司及基金管理公司合併<sup>6</sup>。基金管理公司規模變得極為龐大，僅富達(Fidelity)一家管理的資產就達到1萬億美元，規模更勝過許多銀行與國家。這些合併已產生了龐大而複雜的金融機構，提供全方位金融服務，有些是在單一品牌下，其他一些則是通過控股集團下的本地及專門性機構提供。

一旦合併，這些公司就不需要這麼多的分行或區域公司。這種在區域上及全球範圍內將業務合併、集中成更大規模更具影響力的機構的現象，與沃爾馬通過其超級市場服務質量的影響，進而促使美國零售業進行重組，具有異曲同工之效。

無論是在某個市場內還是跨越不同的邊界，全球化進程已模糊了法律管轄權的界線。一個澳大利亞人通過香港的經紀商買賣巴西債券，然後經紐約進行結算，這一筆電子交易該算是何地的交易呢？產權的交換跨越了不同的時區、不同的疆界、不同的銀行與證券監管者的管轄區。

我們的市場是全球性的，但是我們的法律與監管卻都是地域性的。缺少全球性法律，我們該如何保護投資者的產權呢？

在科技與全球化的變化過程中，競爭也變得異常激烈。層出不窮的新產品令人眼花繚亂，而如對沖基金之類的新的市場

<sup>6</sup> 國際結算銀行(2001)，“爲什麼全球的外匯交易下降？2001年的三年市場調查說明”，《季刊：國際銀行與金融市場發展》，12月。

參與者，正改變著我們理解市場的方式。誰能預計到，去年上半年香港竟然有四分之一的儲蓄投資在具有衍生產品特點的本金保證產品上呢？提供這些投資產品的正是銀行，他們正積極地推出自己的對沖基金，與經紀商和資產管理公司競爭。

確實，對沖基金是嶄新的金融機構，各類型對沖基金差別很大，難以籠統概述。他們當中許多並不真的進行對沖，而只是使用極為不同、複雜的衍生工具與投資策略。有不少是來自離岸金融中心，並未受到任何適當監管。但在某些市場，他們佔了市場流動性的四分之一之多。

我們十分清楚，金融創新與競爭會使部分人獲利而另一部分人蒙受損失。金融業必須進行變革。本地銀行面臨外來競爭，小的金融機構無力與大機構競爭。舊的特許權正在消失，金融業的損失正在不斷積累。這些損失或者以不良貸款的形式或以中介機構倒閉的形式出現。當然，中介機構的倒閉並不能簡單地歸咎於過度競爭或管理不善，實質經濟部門的衝擊同樣會使本身並不強健的金融機構倒閉。但是金融機構就在監管者的眼皮底下倒閉，我們也難辭其咎。

## 監管改革的迫切性

在市場的急劇變化下，監管體系面臨著巨大的改革壓力。這些結構性問題對監管者的能力、效用與效率構成了根本的挑戰，迫使我們反躬自問，我們到底該何去何從。我們需要清楚因何監管，如何監管，如何向公眾負責。近期提出的有關監管的成本、責任的明確、監管的義務、監管目標的衝突、

監管套利、競爭的中立性及公眾搞不清誰人負責的困惑等等問題，都是社會上有關金融監管的正當角色的爭論所在。

總之，金融監管者需要清楚地了解我們所處的周邊環境。在監管的政策與過程需要改革的環境下，最大的問題是：“我們如何建立一個靈活的監管架構，適應急劇變化的環境？”簡單地說，我們要麼主動改革，要麼讓危機迫使我們改革。

## 公共部門與金融監管目標

金融監管的作用及其目標和過程是公營部門改革目標的有機部分。對公營部門目標的最佳表述，莫過於澳大利亞政府在1998年所發表的有關說明<sup>7</sup>，當中申明公眾希望公營部門：

- 高效、有效、合理地使用資源，以澳大利亞納稅人承擔最低成本下的方式，實現最佳的結果；
- 向政府提供誠懇、恰當的政策建議；
- 向國民提供公平、有效、公正、謙恭的服務，並及時回應社會的要求；
- 確保高標準的公眾問責要求；
- 向其他部門的高標準看齊，並盡量趕上這些標準；
- 發展促進競爭的環境；
- 政策應行之有效；

<sup>7</sup> 公共服務與品質保證委員會澳大利亞聯邦(1998)，〈概覽：對澳大利亞公共服務部門的改革－我們在做什麼？〉。

- 推動創新性的組織制度；
- 增加澳大利亞的國際競爭力。

這組標準同樣適用於衡量金融監管者的作用與表現。

## 監管的目標

那麼，甚麼是金融監管的目標呢？古德教授認為，監管的目標應該是去影響中介機構的行為，以實現政策目的。無可置疑，不同的經濟體政策目的各不相同。但每個經濟體都會有一個監管循環。就象任何決策循環一樣，一旦確定了你的*政策目標*，就必須有一組*過程或程序*來實現這些目標。這些監管過程執行之後，是會產生一組*政策結果*。但是結果可能與你的政策目標不相符，正如西諺有云：“通往地獄之路，是由良好的願望鋪墊而成的”。因此，需要進行政策評估，以確定是目標不對還是過程錯誤。

這又把我們帶回到了史百路教授列舉的政策目標與政策結果的經典事例。這是關於所得稅不申報者的案例。政府目標是盡量多徵稅收。稅款徵收是以申報的所得稅表為基礎。當美國的稅務部門評估這個程序時，吃驚地發現最大的稅收漏洞是那些不申報者。如果某人不填報所得稅表，你就不能對它徵稅。沒有一個程序去向不申報者徵稅，也沒有一個程序負責去逮捕不申報者。所以政策結果就是，課稅負擔全由作出申報並支付稅款的人來承擔，而不申報者卻無需付出分文。

換言之，這個程序未曾實現有關的政策目標，反而導致錯誤的政策結果。

顯然，我們需要重新評價我們的許多在80年代及90年代制定的監管過程或程序，以確定其是否還滿足21世紀的政策目標呢？

史百路教授認為，你應當清楚地界定你的目標，然後制定有效的過程來實現政策目的。如果結果與目標不符，監管者的信譽就會受損。每天我都要捫心自問，“我是否挑選了關鍵的問題，是否解決了這些問題，並將結果公之與眾？”這似乎是一種常識，但常識卻往往並不平常。

“公之與眾”這一點至關重要，因為監管者在執行法律時必須鐵面無情。有許多人工作得非常出色，但卻無人知曉。公眾如果不了解我們的工作，當我們需要法律授權有效地執行法律時，可能會得不到公眾的支持。因此，我們需要向公眾解釋我們的工作，以取得監管信譽。

國際證監會組織(IOSCO)總結出證券監管的三大目標：

- 保護投資者權益；
- 確保公正、高效、透明的市場；
- 減低系統風險。

英國《2000年金融服務及金融市場法》規定英國金融服務管理局的目標是：

- 提高市場信心；
- 提高公眾意識；
- 保護消費者；
- 減少金融犯罪。

美國證券交易委員會的任務則言簡意賅：“我們是投資者的代言人。”

這些目標無疑都是正確的。借用史百路教授的名言，我可以將我們的工作簡單地表述為“使市場運行得更好”。換言之，當市場出現問題，投資者就會受到損害。下面我將進一步說明我的觀點。

## 金融市場的功能與性質

我們該如何使市場運行得更好？再次借用史百路教授的說法，我們只有清楚地了解金融市場的功能與性質，我們才能確定重要的問題。金融市場的功能基本上有四項：

- 價格發現；
- 資源配置；
- 風險管理；
- 公司治理。

亞洲金融危機清楚地說明，亞洲的市場沒有很好發揮這四個方面的功用。首先，價格發現。亞洲金融市場的價格是否很好地反映出所涉及的風險呢？發生亞洲金融危機的國家，銀行平均的不良貸款率是15%-50%而平均的銀行貸款息差(即貸款利率減去存款利率再減去行政費用)大約是1.5%，銀行該如何利用這個息差去清理不良貸款？另一個例子是過高的市盈率。市盈率高達50倍就意味著發行人的資金成本不足2%，這可能會鼓勵發行人將廉價的資金投資於無效率的資本性資產上。

其次，資源配置。市場是否扭曲？亞洲金融系統中，近四分之三的國內儲蓄存放在銀行系統，同時債券市場不成熟，股

票市場往往又充滿投機氣氛。亞洲的資本市場是否對儲蓄的使用有足夠的市場紀律，特別是如果政府通過利率的政策指令或指引來引導國內儲蓄的使用，資本市場還有多大的約束力。爲什麼亞洲在90年代更容易出現資產泡沫？

第三，資本市場功用之一是幫助投資者沖抵風險。但是當亞洲的衍生產品市場一般來說仍不夠發達，投資者和借款人或發行人又如何規避他們的風險？決策者及投資者是否清楚單一多頭的投資策略實際上是增加投資者的風險？

最後，金融市場是否會懲罰不良的公司治理結構？如果缺乏此功用，監管者該如何幫助提高公司治理結構的質量？

## 市場的質量

如果監管者關心市場的質量，那麼我想可以從七個方面來討論，而這七個方面都是以英文字母“I”開頭的：

- 信息 (Information)
- 激勵機制 (Incentives)
- 發行人 (Issuers)
- 中介機構 (Intermediaries)
- 基礎設施 (Infrastructure)
- 投資者 (Investors)
- 我，監管者 (I-regulator)

## 信息與市場

及時、可靠、可以獲取的信息是市場的根本。這一點必須銘記於心。缺少高度可靠的信息，市場就無法正常運行。如果

信息不能及時準確披露，或披露的信息是選擇性或誤導性的，市場的公正、誠信及公平就受到質疑。如果你對金融體系的狀況缺少良好的信息，你也就不能進行有效的監管。

要取得良好的信息，你就必須具備國際會計標準及良好的審計標準。安然(Enron)這一至今世界最大的公司破產案充分說明，缺少良好的信息及有效的會計與審計的制衡機制，即使在監管最好的市場，也會有大公司破產。

我個人從亞洲金融危機中汲取的教訓是，低劣的會計 = 低劣的信息 = 低劣的決策 = 低劣的風險管理 = 金融危機。

### **激勵機制**

我剛成爲證券監管者時，一位長期從事證券監管工作的監管者告訴我，證券市場充滿貪婪與恐懼。我的工作背景是銀行監管，當時對此話並不十分理解。因爲銀行家基本上都盡量迴避風險的，在這樣的世界裡，銀行監管者相當於球賽中的球證。證券市場則對風險與投機的性質了解至深。通過內幕交易、市場操縱及欺詐，證券市場相對易於操控。由於市場交易常常以迅速及不透明的方式進行，幾百萬資金一瞬間就會到手或失去。如果市場操縱者認爲他不會被逮住，他就可以毫無顧忌地在市場上非法圖利。阻止金融犯罪的唯一手段往往要依靠高質量的金融監管。

當然，金融監管者並非全都是扮演金融警察的角色。在香港，證券市場的監管是由多家機構共同完成的。香港聯合交易所是金融信息披露的監管者，證券及期貨事務監察委員會是內幕交易與市場操縱的監管者，香港警方商業犯罪調查



課防範欺詐盜竊，廉政公署則防止行業的貪污舞弊。此外，香港的財政司長可以根據《公司條例》針對特定的欺詐案件任命調查員進行調查。能否遏制市場操縱就看我們能否逮得住犯法者。因此，我們需要與各機構在執法上密切合作，以減少金融的不法行為與犯罪。

換言之，市場要有效地運行，應有平衡的激勵結構。如果風險與回報不平衡，市場就可能因過度貪婪及無懼懲處而受到扭曲。

這樣的激勵結構也適用於監管者。古德教授充分認識到，監管是一項不討好的工作。當問題出現，監管者首當其衝，立即受到公眾指責為管理不善。在許多新興的市場，相對於市場的薪酬水平，監管者的報酬總體偏低，同時法律與犯罪調查及執法體系發展不足，不能有效地遏制金融犯罪。

此外，因為監管者的權力來自監管，所以完全可以理解，為何監管者願意將精力放在能增加其監管權力的領域，如牌照批核事宜，卻迴避執法及制裁等不受歡迎的範疇。用一位台灣律師Lawrence Liu教授的話說，就是“亞洲的監管者傾向於過度監管，但執法力度卻不足夠。”嚴格的執法會使你喪失朋友，但要讓市場廉潔並公平地運行，就必須有效地嚴格執法。

## 發行人

從公眾集資的公司的質量決定市場的質量。有一天，公司必須向投資者提供適當的經風險調整後的回報。業績良好的公司能吸引更多的投資者，提高股票的流動性。流動性進一步

產生流動性，帶來質量更好的發行人、金融中介機構與投資者，從而形成一個良性循環，最終提高市場的質量。

對公司質量承擔首要責任的是它的管理層與控股股東。是他們設定了公司的道德標準及用於判斷公司良莠的業績準則。

一個良好的公司治理結構應該有三重*紀律*。首先是依靠管理層或控股股東的*自律*。當指控股股東或管理層具有高度的道德感，能夠公正地對待小股東，自律就能發揮作用。如果內部的制衡機制，象董事會的各獨立委員會，內部與外部的審計，及透明的披露制度等等，不能有效地運轉，那麼系統就要發生問題。經濟合作發展組織發表了《公司治理結構指引》，為公司的行為確定了基準。

但是僅僅自律是不夠的，我們還需要*監管紀律*。監管者還必須通過向公眾諮詢，確定遊戲規則，最好是國際標準的規則，並公正透明地執行這些公認的規則。我們還應該通過加強公眾教育與信息披露規則來保護投資者。一旦出現欺詐，必須採取必要的執法措施來落實有關的紀律。

在亞洲，政策制定者往往依賴自律與監管紀律，卻對*市場紀律*重視不足。如果公司受到保護，缺乏競爭，就出現卡特爾或壟斷集團的傾向，因而不能公正地對待消費者或投資者。由於外國投資者或小投資者會因此而感受到不公平的待遇，所以可能會影響他們進入市場。

良好的公司治理結構需要三重的紀律，保持有效的制衡機制，以利於公司的健康發展。

## 中介機構

金融中介機構是資金的使用者與供應者之間的中間人。他們還是資本市場質量的第一線控制人。投資銀行代表發行人，對首次公開發行、併購提供諮詢與承銷服務，同時還得到會計師、法律顧問的幫助，共同進行盡職調查，以使信息披露達到專業標準。中介機構的質量越高，金融監管者就越能夠依靠市場來約束市場參與者。

要讓中介機構發揮有效的作用，他們就必須專業、富有道德感及免受利益衝突的影響。因為，利益衝突會影響他們的獨立判斷及盡職調查。信息質量完全取決於這些獨立的專業建議。專業性應以國際標準作為參照。

確實，正是由於缺少高質量的中介機構，許多證券的監管者不得對市場採取一些直接的監管措施。結果，許多新興市場的監管者也要承擔著促進市場發展的角色，培育高質量的中介機構的成長。遺憾的是，許多市場仍在保護本地的中介機構，阻止那些具有國際技能的中介機構進入，這意味著市場的發展也將受到阻礙。

## 基礎設施

金融市場的交易、交割、結算及支付過程需要跨越不同網絡。基礎設施或者是以紙張憑證為基礎的，或者是提供電子化交易的。基礎設施的質量決定了操作風險的大小。因為人為錯誤、硬件或軟件故障，以及自然災害或恐怖分子的襲擊，都會造成市場交易的中斷，就象9-11慘劇一樣。

金融基礎設施不僅包括交易平台與過程，以使市場能有序、穩健地運行；它還包括法律框架及高效、公正的司法體系，以保護市場參與者的產權。國際證監會組織（IOSCO）與巴塞爾銀行監管者委員會的支付與結算系統委員會，越來越強烈地意識到，交易、結算、交割與支付系統的有效性在控制金融市場風險中的重要性。

此外，風險管理還需要平衡的市場。亞洲危機說明，亞洲不僅是信息不完全，市場也不完全。在亞洲的許多地方，銀行為主導的金融體系缺乏價廉且流動的債券與衍生工具市場，以便投資者和發行人能夠以合理的成本分散與對沖風險。因此，監管者必須關注市場的發展，以確保有不同類型的投資工具與廣泛的市場範圍，從而有利於全國的總體風險管理。

某些部門的風險過於集中，卻無力對沖這些風險，是亞洲危機中暴露出來的一大問題，而許多經濟體至今尚未解決這個問題。

## **投資者**

市場的質量最終取決於投資者的質量。但是未受過良好教育的投資者經常會捕風捉影，聽信謠言，再加上中介機構的服務質量低下，投資者會因風險管理不善，不斷跟風而導致持續虧損。投資者教育是促進投資者保護的重要監管手段。監管者通常會提供一些持續的投資者教育計劃。香港證監會就設置一個投資者教育網站（HK eIRC－網上投資者資源中心），提供一些基本的投資知識，檢測投資者投資知識的遊戲，以及與全球400多個網站相連的550個網站連接。

投資者了解風險與回報的概念，清楚自己的權利，能對他們的經紀商及向其推銷金融產品的中介人提出正確的問題，知道何處可以查證有關信息，核實他們的疑問。股東爭取權益的行動對市場也是有益的，因為這樣會對上市公司施加更大的市場紀律，保護小股東利益。

### **我，監管者**

最後一點，但同樣重要。市場的素質還取決於監管者的素質。史百路教授在他的著作中，引述了經合發組織的報告：

“立法者將法規的制訂視為向公眾顯示的某個象徵性行動，而並非將其視為解決真正問題的實際解決方法。監管方面的膨脹削弱了所有監管規定的效用、對中小企業造成了不相稱的傷害，並增加了濫用行政酌情權和貪污舞弊的機會。”

所有的金融監管都有成本，這為監管套利帶來了空間。古德教授指出，還可能出現過度監管的危險，特別是公眾會認為監管是免費產品。當危機出現時，監管者會過度反應，增加監管，試圖盡量減少未來的問題，避免受到指責。如何在需要執法而不出現過度監管間找到一個平衡點，是一件很微妙的工作。

缺乏公眾支持的監管者絕不可能實施其監管權力。要獲得公眾的支持，監管者必須具備四方面的公共特點，其中三個已寫在了中國的《證券法》中，即公平、公正、公開，我要再加上一個，公信。

## 監管的工具

不對監管的工具進行簡單的概括，談論金融監管是不完整的。監管有不同的形式：審慎監管、職業操守、系統穩定、競爭、市場監察披露、系統的穩健性等等。每一類監管根據其確定的目標需要不同的監管方法與工具。

監管有普通規則和差異規則。普通規則適用於所有不同的各方，差異規則採用的不是標準的比率，而是因應風險程度來實施有關規則。

准入規則管限牌照的批核、資本與流動資金的要求；還有其他規則是對市場行為進行監管，如市場監察，監測與紀律制裁，以及對市場退出的監管，如破產管理，投資者賠償計劃與中介人無力償債等。但我們應切記，規則的好壞在於執行。監管者的行動必須清晰，他應該讓市場看到他正在監管，正在執行法律。

史百路教授認為，如果我們的資源有限而問題叢生，我們必須集中精力消除最大的風險。我們應該採用以風險為本的監管方法。要採用這個方法，我們必須知道不同的工具可能會有互相衝突的目標。例如，發牌要求可用於歧視外地公司或小型中介機構的准入，這是不利於競爭的。

我再引用史百路教授的一段話，“監管技藝的本質，在於根據工作特點選擇正確的工具，並清楚何時綜合使用，讓系統意識到何時這些工具不再適用，需要發明新的工具。”

換言之，監管目標不同，監管者必須合理地組合不同的監管工具，以實現這些目標。然而，在目標與工具間需要平衡，這樣監管者必須對監管效力與政策結果進行判斷。監管既是技巧，也是藝術。

## 監管的模式

這一部分內容可以概括為一個問題：誰在監管什麼？何者監管取決於監管的模式。金融監管有四個基本模式。

美國模式是一種專業監管者的系統，在功能上為世界廣泛模仿。在銀行領域，有四個監管機構，貨幣監理署(OCC)、聯邦存款保險公司(FDIC)、各州監管機構及聯邦儲備銀行。在證券領域，監管機構是美國證券交易委員會(SEC)和商品期貨交易監理委員會(CFTC)。投資銀行的證券業務是由美國證監會和聯儲局共同監管。美國的保險則是由各州監管。

香港與美國的模式相近。香港金融管理局負責貨幣發行局與銀行監管，保險業監理處負責保險業的監管，香港證券及期貨事務監察委員會管理證券期貨市場，還有強制性公積金計劃管理局管理強制性退休金計劃。

澳大利亞採用雙峰模式，按照監管的目標安排監管。澳大利亞證券及投資監察委員會負責企業融資範疇的監管與證券的公開發行，澳大利亞審慎監管局負責銀行與中介機構的監管，澳大利亞儲備銀行關注貨幣政策與系統的穩定。此外，澳大利亞還有一個競爭管理部門負責制定競爭政策。

英國則是將幾個自律組織與英格蘭銀行的監管部分合併為一個超級監管機構—金融服務管理局(FSA)。這樣，金融服務管理局就負責金融業各方面的監管，包括銀行、保險、證券、養老金、共同基金及消費者權益。

中央銀行與監管當局間並不存在最佳的分工。新加坡金融管理局屬於超級中央銀行模式，負責金融業的各個方面，包括金融市場的發展。

何種模式最適合於某個經濟體，取決於當地的制度性條件、法律歷史及確定的政策目標，並沒有一個適合所有市場與經濟體的統一模式。不管採用何種模式，我的基本觀點是務實的，就象已故中國領導人鄧小平常說的，“不管白貓黑貓，抓住老鼠就是好貓。”重要的是在各監管者間需要更好的協調和信息溝通，以實現市場更好運行的目標。

### 史百路教授的監管實踐的六個要點

以下，我嘗試採用史百路教授的方法，分析監管者應該如何才能讓市場更好地運行。他認為舊式的監管者是“關注細節，缺乏理性，過分對抗，僵化官僚，不能合理地靈活處理具體問題。”

對新式的監管者，史百路教授認為監管實踐應具備六個要點：

- 廢除不合時宜的陳規；
- 注重結果，而不是繁文縟節；
- 建立監管者與受監管者之間的夥伴關係；
- 協商而不是命令；
- 減少監管申報負擔；
- 追求實效。

必須有三個核心要素：

- 關注效果、影響與結果；
- 採用解決問題與風險控制的方法；
- 建立合作性的關係。



## 挑選重要問題...

我們日常工作中的最大問題，就是花太多的精力在緊急但卻不甚重要的事務上了。我想引用我們如何在亞洲金融危機中汲取教訓，並將總結經驗應用到日常工作為例來說明這個問題。

1998年10月，亞洲正處於金融危機的困難時期，我應邀將出任香港證監會主席一職。顯然當時要解決的問題成堆，但我問自己，哪些是最重要的，應該率先解決。當時，我有幸遇到了一位好朋友，馬來西亞國際戰略研究院的董事蘇彼博士 (Mr Noordin Sopiee)。他告訴我，在危機時不要試圖解決所有的問題，只要挑最重要的三個。

他的這個忠告與公元前一千年前中國的《左傳》的治國方略吻合，“安定國家，必大焉先。”

1998年，亞洲危機之後，香港政府為解決香港證券市場中的結構性問題，三管齊下地進行改革：

- 市場改革。將股票交易所、期貨交易所及結算所股份化、合併，然後將合併後的控股公司上市，以使制度與市場的激勵機制相一致；
- 基礎設施改革。迅速發展一個完全電子化、方便網上操作的世界級基礎設施，提高效率，降低成本，減少風險；
- 法律改革。將11個獨立的條例合併為一個新的《證券及期貨條例草案》。

我很高興告訴大家，這些改革差不多已經全部實現，只有新的條例草案，應該會在今年3月由立法會通過，從而完成一個近10年的討論與修改過程。我們現在將進入第二輪的改革，也是從三個方面開展：市場與產品的發展，強化並監督制度性結構，加強證監會內部的建設，以迎接新千年的挑戰。

### …解決重要問題，並公之與眾

確實，我發現分析技術問題並得到技術上的解決方案，遠比人際間的溝通，動員人力支持改革要容易得多。後者要比我早先預計的更加複雜，更有挑戰性。在進行任何涉及公眾的行動前，比如重組或改革，你都需要得到行業與利益相關者的支持。在發現問題並找到解決問題的方案上，最大的挑戰就是如何成功地傳遞這樣的信息，即任何改革要得到廣泛接受，必須是雙贏方案。股東與既得利益者本能上對任何變革都會疑慮重重，他們很自然地會採取反抗或敵對的態度對待改革的倡導者。

他們本能的反應是：“如果我對改革的影響一無所知，我如何支持改革？”這就是為什麼“公之與眾”顯得如此重要。

在起草新條例及交易所的股份化過程中，我們邀請證券界與有關行業的領袖加入討論，並要說服他們，建議的改革措施是符合香港最大利益的。在討論過程中，我們也發現，並不是所有的問題及其影響我們都經過深思熟慮和反復思量。在與股票經紀組織及註冊人的長時間對話過程中，我們

與業界之間對繼續改革的迫切性才漸漸形成共識，雙方才有了互信。

要完成這些工作，證監會本身應該具備透明度、問責性和公信力。但這三種要求都不可能一蹴即至。香港證監會對其諮詢委員會進行了重組，設立了股東權益小組、學術界顧問小組，還對相關團體與投資者進行調查，了解市場是如何看待證監會的表現，證監會的工作是否有效，如何加以改進。證監會還加強了投資者教育，並開始發表季度報告及一些快訊如《證監快訊》等，以加強與公眾的聯繫。我們的網站平均每天的點擊率超過了20萬次。

爲了使公眾相信證監會不會濫用其調查權，去年我們設立了程序覆檢委員會，可以對證監會完成的任何案件進行獨立地覆檢。委員會由一位知名銀行家任主席，其他成員由股票經紀商、會計師及法律專家組成。委員會還對證監會工作進行檢查，確保證監會能符合適當的程序並公正地開展工作。就我所知，我們是全球第一個採用如此嚴格的制衡制度的證券監管機構。

史百路教授無疑是正確的，你應該告訴公眾你正在解決問題。但是你要傳達的信息必須有說服力和動聽。你必須十分清楚，你的目標是什麼，有哪些過程，你將如何處理具體的結果。公信非常重要，因爲證券監管者的工作，尤其是我們中有部分人還是作爲金融警察，並不是人人都歡迎的。業界必須理解，爲什麼你要嚴格地執行監管紀律，並且爲何要支持你的工作。

總之，在每個市場中，監管過程與程序都會遇到問題。有關人士常常受到指責，他們自然會抵制這些變革。我想說明的是，更應該受到指責的是政策目標不清晰，過程與體制

陳舊不合時宜。變化是永恆的，監管者需要不斷地變化以適應工作的需要。我們需要取得受影響者的支持，包括自己機構的員工的支持，才能夠推動改革。我們也需要得到公眾的支持，才能實施監管。

## 監管、危機與重組

在本文結束前，我想討論一下金融業的重組。多數的監管者關心市場准入與市場中介人操守的日常監管，他們往往忘記中介機構的退出是市場自然循環的一部分。如果缺少正常的退出渠道，一些中介機構就需要通過危機才能消失。

因為我們處於一個變革的世界裡，難免面對很多危機。這在銀行業中最為突出，銀行倒閉成為90年代金融業的顯著特點。證券市場也經歷了一段波動時期，不過證券中介機構很善於管理市場風險。然而，9-11事件及近期中介機構的倒閉，（例如最近香港有兩家小經紀行的倒閉），提醒我們仍需要妥善處理中介機構的倒閉問題。

我在世界銀行從事80年代銀行倒閉的研究工作時<sup>8</sup>，從中學習到銀行危機是一個事件，但銀行重組則是一個過程。重要的是，我們如何處理危機，或避免重蹈覆轍。

金融危機在開始之初，通常是每個人之間互問責備，導致情況混亂，卻不見得有多少解決問題的行動。因此，金融危機會混亂無序。但金融重組的實質很簡單，是一個由四個基本步驟組成的過程，有時四個步驟依序進行，有時卻相互

<sup>8</sup> 沈聯濤(1996)編，《銀行重組：1980年代的教訓》(美國華盛頓特區：世界銀行)。

重疊。這四個步驟是：*診斷問題*，*控制損失*，*分配損失*及*建立正確的激勵機制*。

借用史百路教授的話說，*診斷問題*就是確定問題。先前提到的七個“*I*”是一個有效的檢測表，以便了解市場中的問題到底何在。如果你能問到正確的問題，答案常常也就不言自明了。在確定問題時，可能需要提出以下幾類問題：

- 市場及宏觀經濟的變化到底會引起何種風險？
- 監管規定與市場發展間是否出現新的差距？
- 是否對市場與基礎設施進行過相關的壓力測試？
- 目前的激勵機制是減少還是增加了風險？
- 有否出現風險集中的趨勢？
- 市場和投資者是否意識到新出現的風險？
- 你是否與市場從業者深入檢查過你的分析結果與解決方案？

*損失控制*是指採取監管措施阻止損失進一步擴大。如果不採取有關措施，損失會急劇擴大。推遲監管措施只會推遲痛苦。不做決定本身仍然是一個決定。對新出現的問題，你應該讓決策者了解相關信息，並選擇適當的時機，讓公眾對即將出現的問題做好思想準備。

承認損失並進行*損失分配*，是政治上最難以接受和實施的。在金融危機中，損失通常已經發生，但人們卻未能認真地意識到危機已經發生。因為處理危機是艱難的，很自然的反應是推遲處理。就象稅收一樣，每個人只要可能的話都會避免付稅。實質上，中介機構的股東缺少資金承擔損失時，中介機構就破產了，損失要麼由債權人承擔，要麼由公眾承擔。你可以不理會損失，但損失不會自動消失。

最能夠說明問題的是銀行的倒閉，當然也可以找到其他類型金融機構破產的案例。如果銀行倒閉，或者是股東承擔損失，或者是存款人承擔損失。如果政府不願存款人蒙受損失，就會通過或明或暗的存款保險，讓公眾來承擔損失。嚴格地說，政府要麼向今天的大眾徵稅（這顯然是不受歡迎的），要麼通過借款來填補損失，然後再向我們的下一代徵稅。

一旦你了解了這個問題，你就需要動員政治上與公眾的力量支持你的行動。與公眾的交流過程必須很好地加以協調和管理。

下一個問題是，“你是否擁有足夠的資源和技巧來控制損失？”這是一個管理上的與政策上的問題。這是為何監管工作吃力不討好的原因，但無論多麼不受歡迎，這個工作必須要做。因為，我們應該是金融醫生，而不是金融業務經營者。

但是如果市場的基本結構已經扭曲，僅僅靠具體地解決問題，再公之與眾，並不能根本地解決問題。也就是說，如果你希望消除內在的問題，你就必須扶正激勵機制。

比如，解決金融業不良行爲的唯一手段就是嚴格執法。如果未能建立起以身試法者定必繩之於法這種監管威信，金融犯罪與中介機構不良行爲就會蔓延。他們會不斷地違反監管規則，因為他們會從中獲益。因此，對金融犯罪的唯一遏制手段常常是執法過程。正義不僅要伸張，更要得到彰顯。這就是為何執法行動必須是光明正大的。中國有句語說“殺雞儆猴”，正好說明了這個道理。

但在資源有限及制衡機制下，我們必須現實地意識到，我們無法阻止所有的犯罪，無論這是惡意的欺詐還是管理不

善所致。我們也無法阻止幼稚的投資者因為希望掙快錢而受騙。在市場繁榮時期，監管者的嚴厲警告可能無人理睬，因為每一個人希望泡沫能夠繼續下去。但是至少我們應盡可能減少金融不法行為與犯罪，教育公眾我們在做什麼。監管威信失去容易，得來難。

我們還應該意識到金融風險與金融的薄弱環節與時變化。9-11事件、安然事件及其他出現在媒體頭版頭條的案件，都是史無前例的十年長期經濟增長與通貨膨脹的後遺症，甚至連信息的素質也被誇大了。我們尚不清楚，全球的通貨緊縮與實質經濟中的結構性變化會對我們監管的金融體系造成何種影響。

我們只知道市場總在調整，有時調整平緩，有時卻令人措手不及。

## 結論

我想說明的是市場變化得如此迅速，監管者也必須與時俱進。市場如此激烈地變化，說明監管還是一門藝術而不是科學。我們每天都必須進行監管判斷，以保證我們所監管的市場可以經受各種衝擊。要很好地完成我們的工作，我們必須具備判斷力，手中握有一系列工具，並能有效地使用它們。但監管者也是人，我們必須獨立，卻無法徹底地獨立於工作的環境。我們的規則與監管改造我們的環境，而我們的環境又反過來改造我們。

我們需要了解我們的環境，了解我們強項與短處，了解我們在改變金融體系的激勵機制中的角色是什麼。沒有其他工作較監管工作更富有挑戰性。暑期班各位對前景充滿憧憬

的年輕監管者，我們的工作也許不輕鬆，不受歡迎，也得不到什麼酬謝，但卻關乎國計民生。

各位，回去以後，挑選重要的問題，加以解決，再公之與眾！





史美倫

# 交易所合併後的 監管架構

22

香港證券專業學會研討會

1999年10月21日

每年10月份左右，為編製下一財政年度預算，證監會都會對其工作計劃進行檢討。去年，證監會汲取亞洲金融危機的教訓，對我們市場的基本架構進行了一次嚴格檢查，發現多個領域需要進行重大改革，使香港市場在瞬息萬變的全球化市場中能夠繼續躋身於前列位置。我們非常高興得到政府的全力支持和鼓勵，否則我們無法將改革方案列入工作計劃。

今年3月，財政司司長在其“財政預算案演辭”中宣布了金融市場改革計劃，我想借此機會向大家通報一下證監會負責的三項重大改革工程的進展情況：第一，香港聯合交易所、香港期貨交易所和三家結算公司的合併及股份化改造；第二，金融基礎設施督導委員會；第三，整合所有涉及證券的法例，形成《證券及期貨條例草案》。<sup>1</sup>

改革香港金融市場的原因和緊迫性已經在“財政預算案演辭”和當時發出的政策文件<sup>2</sup>中做了詳細說明，而且之後政府和證監會也已在多個場合做了解釋，對此諸位無疑都很熟悉，在此我就不再複述。

下面讓我依次介紹每一項改革工程。

## 電子化金融基礎設施

第一、提升香港金融基礎設施。我們主席沈聯濤任督導委員會主席，上周他已經就委員會初步發現的問題做了匯報，我就在此扼要介紹一下沈先生所謂的“電子化金融基礎設施”的主要內容，其組成部分包括：單一的結算安排、直通式處理程序、無紙化證券市場和開放、穩健並可升級的科技架構。每一個組成部分都有一套互相關聯、互為依存的結構組件。

可以想像，提升和改進我們的金融基礎設施將使我們得以實現擁有先進科技的戰略目標，降低風險，提高效率，削減成本，從而增強我們市場競爭力，使香港能夠在世界金融中心的競賽中繼續躋身於前列位置。

為達此目標，督導委員會已經提出以下舉措，計劃2年內完成：

1. 實行綜合帳戶報告；
2. 建立證券及衍生工具社區網絡(首先就證券結算建立金融服務網)；
3. 實施適當的風險管理措施；
4. 在金融服務網上為中介機構提供電子呈報服務；
5. 把證券結算系統提升為開放式結構；
6. 實現單一結算安排；
7. 啟動直通式處理程序；
8. 整合衍生工具結算系統，建立單一結算平台；及
9. 實現證券市場無紙化。

其中許多舉措需要證監會和香港交易所共同努力，在政府支持下，相信我們的戰略目標可以在兩三年內實現。

## 綜合條例草案

證監會一直致力進行的第二項重大改革是起草《證券及期貨條例草案》，這項工作數年前已經開始。綜合條例草案的內容將另行單獨介紹，考慮到時間問題，我就簡要介紹一下其要點，改天再詳細探討。

最後形成的綜合條例草案的要點是：

1. 澄清證監會的監管宗旨；
2. 強化監督和調查的權力；
3. 以民事罰款為主的執法制度；
4. 成立市場失當行為審裁處；
5. 簡化對中介機構和顧問實行的發牌制度；
6. 建立電子交易新規定；
7. 擴大對證監會決策的制衡和問責。

關於澄清證監會的監管宗旨，我們意識到清晰的宗旨構成我們監管制度的遠景和目標。因此，我們將建立評估我們表現的基準；制定我們行使的權力原則；提高透明度以及向公眾負責。同時，我們將繼續保持和促進證券、期貨及有關金融市場公平、高效、透明、有序；增強公眾對金融體系的信心和瞭解；並制定適當的證券投資者保障措施。為進一步履行職能，我們將繼續努力盡量減少犯罪和失當行為，降低證券、期貨及其他相關金融市場

的系統風險。最後，在履行職能時，我們將協助政府保持香港貨幣和金融體系的穩定和健全性。

目前計劃於今年12月把條例草案提交立法會，而且，立法會財經事務委員會已經成立小組委員會以研究我們的提案。

## 交易所和結算所的合併與股份化改造

下面我談談今天的焦點課題：交易所和結算所的合併。大家將來都會知道，香港的幾個市場運營機構(即香港聯交所、香港期交所及其各自的結算所)的合併和股份化計劃，最近已經得到兩家交易所的會員公司的高度首肯。日後將成立一家新的控股公司，即香港交易及結算所有限公司(香港交易所)\*，並計劃於明年將該公司在聯交所上市。我想解釋一下證監會作為監管機構在這個合併過程中以及合併完成後的角色。

香港對其交易所和結算所進行的改革並非操之過急。在財政司司長宣布合併市場運營機構後的過去7個月，全球證券業已經發生了巨大變化。即使世界上規模最大的擁有1,300多名會員的紐約證券交易所，現在也已經向競爭壓力低頭，正在迅速向股份化方向發展。當然，無可否認現在證券界已經達成共識，一致認為股份化為提高市場效率提供最大動力來源，而且是國際交易所生存的關鍵。

\* 當交易所及結算所合併後，香港交易及結算所有限公司簡稱為香港交易所。

## 證監會在合併過程中的角色

讓我以香港運營機構所面臨的挑戰及我們建議通過重組市場架構來應對這些挑戰作為背景，描繪一下香港證監會在各機構合併過程中及合併後所發揮的作用。

作為證券期貨市場監管機構，證監會一直積極參與醞釀和實施這項重大改革。通過協助政府指導交易所進行股份化和上市，證監會已經確保市場進行重組時，監管問題得到妥善解決。證監會的首要任務是確保現有市場結構在過渡期繼續有效運作；確保實施改革的程序公平和透明，並符合所有適用的法例和監管要求，以及遵循公認的良好企業行為準則；並確保新市場結構充分反映香港交易所需要履行的重要公共職能。

證監會還一直積極參與，協助財經事務局起草授權法例，而合併的某些環節需要這項法例來執行。《交易所及結算所(合併)條例草案》只對現行法例制度進行了一些特別修改，這些修改是規定新控股公司的架構形成和引入監管制度管理新合併集團所不可或缺的。除了其他事情以外，合併條例草案將引入新的法人，比如“交易所參與者”(取代交易所“會員”或“股東”)和“認可交易所控股公司”，並規定其管理辦法；該條例還會將聯交所的結算所從現在的擔保有限公司改制為股份有限公司。該條例將會就限制持有控股公司股份的數量和其附屬公司股份的轉讓作出規定。合併條例草案的起草工作仍在繼續，預計在10月底完成，並在11月初提交到立法會。目前希望有關的條例草案可在2000年1月底通過。

## 合併後的監管職能的合理化

證監會在積極參與大刀闊斧的合併計劃和授權法例起草工作的同時，亦已經對目前由聯交所和證監會共同承擔的監管職能進行了檢討，設計了合併後需要實施的改革方案，以合理劃分監管職能，消除自我監管機制固有的潛在衝突，提高效率，並減少市場參與者的不必要負擔。香港目前在履行監管職能方面有重複之處，不僅不合時宜，而且增加了發行人、投資者和其他市場參與者的成本。

檢討監管職能主要集中在四個方面，即市場監察、中介機構監管、賠償措施以及上市和企業融資事宜。對目前與結算所共同承擔的監管職能的檢討工作也已經進行，但只構成爲提升金融基礎設施督導委員會所管轄工作的一部分，並另有時間表，這一點我在前面已經講過。另外，我們目前正與新成立的香港交易所研究改革現行的賠償措施，需要花些時間完成和實施聯合建議。下面讓我簡單談談有關市場監察、中介機構監管及上市和企業融資的合理化提議。

### 市場監察

關於交易所內的市場監察，已經確定職責分工基本與現在一樣，只是各自的責任更加清晰明確，以便減少目前的重疊和低效部分。證監會和香港交易所的職責分工將以明確的書面形式確定下來。

作爲商業機構，香港交易所的監察職能將更加以商業爲中心，因此，其市場監察部門將著重於交易活動和風險管理，包

括：(1)執行交易和結算規則，偵察市場用家的違規交易行爲(如涉及觸犯法律，必要時與證監會聯繫)；(2)實時監察價格和成交額的走勢，並要求公司立即披露價格敏感信息，保持市場透明度；(3)監察異常的集中持倉情況和反常的價格波動，協助進行風險管理；(4)與市場參與者互動，包括處理交易糾紛；(5)跨市場監察香港交易所的用戶。

隨著法定權力的擴大，證監會作為打擊違規行爲的監管機構，將主要負責偵察可能觸犯法律的市場違規行爲。因此，證監會的市場監察活動包括：(1)仔細檢查市場活動，偵測可能觸犯證券期貨市場法規的行爲；(2)調查其管轄範圍內的涉嫌違法行爲，包括由香港交易所和其他機構轉交其處理的案件及公眾投訴；(3)監督香港交易所進行的監察行動，跨市場監察香港交易所的市場與其他市場之間的跨市場活動。

### **中介機構監管**

在中介機構監管方面，目前由交易所履行的審慎管理其會員的職能，將會轉到證監會執行。然而，香港交易所將繼續監查中介機構的某些具體業務，以便評估和管理其子公司業務單位運營的內在風險。

目前，交易所主要負責對其會員公司的業務進行例行檢查；監督會員公司是否遵守交易和操守準則以及速動資金要求；確保會員公司設有適當的管理和監控體系。而證監會則保留對所有這些事項的共同監管責任，並經常需要對監管問題作出回應，特別是對超出交易所權限的問題作出必要回應。把處理這些問題的主



要責任移交給證監會，將會解決重複監管的問題，並確保由主要監管者對監管事宜作出全面回應。

這種職責移交應該還可以避免將來香港交易所與可能決定開發與其競爭的另類交易系統的用戶之間的潛在利益衝突。

### **上市／企業融資**

在上市和企業融資方面，職責分工基本保持與現在一樣，只是提高了交易所上市科的內部效率，加強了證監會與交易所的協調。這必定會涉及重新審視交易所上市科和證監會企業融資部的資源分配，以及檢查我們的職能和工作程序。證監會計劃與香港交易所簽訂新的諒解備忘錄，以澄清交易所履行其職責時應達到的標準和規定兩家機構應加強互動。

另外，為避免由聯交所監管其自己的控股公司可能產生的利益衝突，授權法例將規定由證監會負責處理所有涉及香港交易所的上市事宜。如果是其他上市公司，這些事宜本應由交易所上市科處理。合併條例草案將含有一些條款，對新的《上市規則》作出規定，以便證監會在處理涉及香港交易所的上市事宜和確保其持續遵守交易所的《上市規則》方面，可以行使上市科的職能。當證監會認為香港交易所作為一家企業的商業利益，可能與其幾家附屬公司作為市場監管者的責任發生衝突時，則相對於其他上市公司或交易所參與者，證監會可能需要對香港交易所承擔更廣泛的前線監管責任。舉例來說，當香港交易所與任何其他香港上市公司或交易所參與者爭奪業務，而該交易又需要通常是香港交易所集團公司轄下的一家公司進行監管時，比如需要根據《上市規則》的規定向公眾披露信息，就會涉及到聯交所上市科。當出現這種情況，便可能發生利益衝突。

## 人手需要

許多人曾經問過：監管體制合理化對有關機構意味著甚麼？更重要的是，合理化會對兩家交易所和幾家結算所的員工造成甚麼影響？

我非常高興地告訴大家，在過去兩個月裡，我們一直與香港聯交所、期交所和香港中央結算有限公司的管理層密切配合，制定了一項既能充分利用這三家機構現有員工的技能和經驗，又能確保市場繼續平穩運作的過渡期計劃，我們也期望確保各項監管職能繼續正常地履行，因而在職責交接過程中，不會出現監管真空或重疊。

有鑑於此，證監會預計在今後12個月內，我們可能需要招聘大約50名新員工，以履行我們範圍已經擴大了的責任。新員工將分階段招聘，首批約15名的招聘工作即將開始，以便他們可以在2000年1月到位。我們渴望保留聯交所、期交所和中央結算公司現有員工的經驗。因此，首批新員工只從這三家機構招聘。我們也已經與交易所的管理層商定，招聘與調任相結合，以促進各項職能快速交接和香港交易所順利運作。

新崗位及具體工作要求將於下周左右提供給各交易所。

## 培育面向新世紀的監管角色

香港證券期貨市場正面臨嚴峻挑戰，我今天介紹的三項改革計劃就是為了勇於迎接這些挑戰。

明年，證監會將投入大量資源完成和實施這三項重大市場改革。我們承認我們肩負重任，而且需要依靠政府支持來完成我們

所肩負的重要任務。關於這一點，我非常高興地看到，過去一年，政府、監管部門和市場參與者齊心協力，目標一致，這已經表明，只要我們攜起手來，我們一定可以把市場建設得更好、更有競爭力。

現代化的、富有競爭力的市場，不僅需要而且受惠於一個專注的、有能力的、受尊重的和負有維護市場穩健操作和保護投資者的責任的監管機構，而且爲了履行我們的法定職責，證監會必須緊跟香港及海外市場的發展潮流，不斷加強與其他地區監管機構協調，以促進和保護跨境投資活動，更爲重要的是，必須高瞻遠矚，創新求變。香港已經接受了現實 — 即我們需要爲市場機制、基礎設施和證券監管制度注入新的動力，以參與日益複雜多變的全球證券期貨市場，並展開強而有力的競爭。同時，必須確保香港繼續擁有(大家都認爲目前我們已經擁有)世界級監管機構。

在政府和市場的支持下，證監會渴望不斷改進工作，開發必要的技術手段，確保我們繼續是立足香港的世界級監管機構，而且亦是我們世界級市場的合作夥伴。

## 後記

聯合交易所及期貨交易所的股份化，以及把該兩家交易所及其相關的結算公司合併成爲單一控股公司即香港交易所這項計劃在2000年3月6日正式完成。香港交易所在2000年6月27日上市。2002年3月13日，立法會正式制定《證券及期貨條例》。

## 其他參考資料

1. 財經事務局，《香港交易及結算所有限公司：鞏固香港的環球金融中心地位》，香港特別行政區政府，1999年7月。  
請瀏覽<http://www.info.gov.hk/fsb/reinforc/index.htm>。

金融基礎設施督導委員會，《提昇香港的金融基礎設施研究報告：為邁向卓越的電子化經濟體系建立電子化金融基礎設施》，1999年9月。請瀏覽證監會網站<http://www.hksfc.org.hk>中刊物—其他的環節。

至於《證券及期貨條例草案諮詢文件》，請瀏覽：  
<http://www.info.gov.hk/fsb/consult/index.htm>及  
<http://www.info.gov.hk/fsb/bill/index.htm>。

2. 《證券及期貨市場改革政策文件》，香港特別行政區政府，1999年3月。  
請瀏覽：[http://www.info.gov.hk/fsb/security/sec\\_1.doc](http://www.info.gov.hk/fsb/security/sec_1.doc)。



史美倫

# 證券市場的改革： 香港的經驗

23

加州英聯邦協會

三藩市，2000年6月6日

每當我回到三藩市灣區，總帶欣悅的心情。我曾在這裏住過10年，並且於80年代初期在這裏展開我的律師職業生涯。所以，今天獲英聯邦協會邀請與大家談談香港證券市場的改革這個課題，我感到特別榮幸。

全球的股票及衍生工具交易所在過去數年經歷著急促轉變。另類交易系統及電子通訊網絡如雨後春筍，這個情況在美國尤其明顯。這大大降低交易成本及直接促使投資者進行網上交易。傳統的股票及衍生工具的交易方法迅速變得落伍及昂貴。越來越多投資者感受到透過桌面電腦而毋須經過中介人進行交易的方便和快捷。

交易所的股份化、合併及結盟的新聞幾乎每月均有所聞。在香港，證券及期貨交易所已經推行股份化，並已合併成爲一家新控股公司屬下的附屬公司。這些全都是在過去12個月內完成的。這家新控股公司不久將在其屬下的證券交易所上市。

就這樣大規模的改革而言，香港並非獨立的例子。一項在1999年年底進行的調查發現，全球分別有15家及14家交易所已完成股份化及即將推行股份化。此外，還有15家交易所正認真考慮股份化這個方案。目前，已推行股份化的交易所包括澳

大利亞、阿姆斯特丹、法蘭克福、斯德哥爾摩、新加坡及多倫多等地的交易所，其中澳大利亞、阿姆斯特丹及斯德哥爾摩的證券交易所已成為上市公司。

交易所爭相合併及結盟，其中尤以歐洲的交易所為甚。德國及瑞士的衍生工具交易所已在1997年合併成為Eurex（歐洲期貨及期權交易所）。該交易所在1998年及1999年分別超越倫敦衍生工具市場及芝加哥交易所的規模。巴黎、布魯塞爾及阿姆斯特丹的證券交易所在今年4月聯合組成名為Euronext的區域性交易所。接踵而來的還有倫敦證券交易所和德國證券及衍生工具交易所的合併建議。在美國，納斯達克、紐約證券交易所及芝加哥交易所已宣布打算與海外的交易所組成戰略聯盟。

這些發展引發出連串重要的問題：甚麼因素推動這樣大規模的轉變？這些交易所大多數都是以目前的形式及架構運作了兩個世紀，究竟是甚麼因素驅使它們現在進行改革？證券市場將來的面貌如何？新的金融環境會對投資者帶來甚麼影響？

## 轉變的動力

科技無疑是促成轉變的主要動力。近年的科技改革提高了交易效率，引發出電子通訊網絡。由於電子通訊網絡使投資者得以安坐家中，直接利用個人電腦進行買賣，大大增加了投資新手的數目。投資者透過這種新方法買賣，可以享有低廉的交易費用，而且亦吸引他們更踴躍和更頻密地進行買賣，導致市場的交投量、流通性及波幅都有所增加。

互聯網提供簡便途徑，使投資者得以接觸股票信息，進一步增強投資者直接進行交易的能力。傳統交易所現有的業務模

式正面臨威脅。換句話說，電子通訊網絡及互聯網加快了“非中介化”這個進程，而這正是業界擔心出現的情況。業界將會無可避免地進一步整合。

由於對不合時宜的治理架構和傳統交易所備受保護的環境感到心灰意冷，某些像高盛、摩根士丹利及美林的金融機構紛紛成為若干大型電子通訊網絡(例如Archipelago、Optimark及Tradepoint等)的主要投資者。這些公司參與電子通訊網絡，改變了市場上利益結盟的格局。金融機構、市場參與者及市場本身正不斷合併。市場與市場參與者的區別正迅速消失。

最後，金融市場全球化模糊了傳統交易所的地域界線。投資者在海外市場的投資日益增加，而股份發行人在多個市場同時上市或買賣的情況亦日趨普遍。市場必須能夠配合跨境交易才可以大量吸引這類業務。地區性交易所合併及結盟這個結果是無可避免的。

交易所必須繼續自我提升，從而為客戶提供具競爭力的市場。交易所亦必須裝備自己，爭取成為與其他交易所合併或結盟的對象。拒絕改革的交易所將會冒上喪失特許權的風險，以及可能無法在全球金融市場的競逐中脫穎而出。

## 改革的需要

傳統交易所進行市場架構改革的第一步是推行股份化方案。

由會員共同擁有的交易所的主要特色，是交易所的股東、決策者及交易服務的直接使用者都是同一批人，即該交易所的會員公司。決策一般以一會員一票方式制訂。由於供應有限，交易所的會籍顯得更加珍貴。舉凡需要會員投入額外資金，或



有任何改變可能威脅到其經營業務的慣常方式或可能使其會籍的價值下降，會員一般不會投票支持。這種架構及治理方式往往會把會員利益凌駕於市場及投資者的利益之上，同時亦會妨礙交易所對新科技帶來的轉變作出迅速的回應。

股份化將傳統交易所從這些架構的制肘中釋放出來。在傳統的交易所，所有權與交易權不但二合為一，而且不輕易轉讓。股份化將現有會員對交易所的所有權與交易權加以區分，並且為該兩種權利創造價值。會員的所有權被轉化成為股權，但會員仍可保留其交易權。如推行股份化的交易所成為上市公司，其股份亦可以自由買賣。

作為商業機構，推行股份化的交易所將更加需要以客戶為本及以營利為目標，並需要專注於與市場運作有關的商業事宜，以及可以向公眾集資，以投資於信息科技及系統，與電子通訊網絡爭一日之長短，或甚至可以收購業內其他公司。

然而，股份化亦為交易環境注入新元素。大家普遍關注的，是爭取利潤這個商業壓力將會令交易所盡量減少投放資源於監管範疇，因而可能使交易所無法有效地履行監管職責以維護公眾的利益。為著增加及維持業務，推行股份化的交易所可能會降低上市準則或放寬有關遵守法規及執行法規的要求。交易所就這些監管職能的表現，將會直接影響交易所的利潤，因此可能導致市場的水準普遍下降。

## 香港的經驗

香港的證券期貨市場與許多其他的交易所一樣，都是屬於會員組織。香港的證券交易所在去年進行股份化之前，有接近700名會員，在當中不足500名是活躍的會員。在這500名活躍會員

中，超過80%是小規模的本地經紀，他們所進行的買賣，只佔交易所的總成交量不足20%。換句話說，交易所80%的業務來自20%活躍的會員，其中大部分屬於大型的國際機構及其他中型機構。可是，鑑於一會員一票的治理架構，這些大型及中型經紀行在交易所的管理和運作方面，都沒有獲得相稱的發言權。此外，由於證券和期貨交易所互相競爭，亦導致到雖然只有兩個市場，但結算所卻有3家。這樣的架構不但臃腫累贅，而且亦重疊不清。

以市值及交投量而言，香港的證券交易所是緊隨東京交易所的亞洲第二大證券市場，在世界上名列第九。我們亦是亞洲區流通性最高及最自由的市場。我們的貨幣與美元掛鉤，奉行的司法制度為普通法，而且監管制度備受尊崇。在過去10年，我們在替中國內地的國企引進國際資金方面，擔當重要的角色。隨著中國加入世界貿易組織，香港將會受惠於中國進一步的經濟發展。然而，假如我們仍然保留著不合時宜的市場架構及運作模式，便可能失去現時在區內所擁有的領導地位，同時亦無法憑藉我們的優勢而獲益。

鑑於全球出現這些推動因素和發展動力，香港證券及期貨事務監察委員會與香港政府決定，為使香港得以繼續躋身於世界金融舞台的前列，我們的市場需要在短時間內作出脫胎換骨的改革。

證監會及港府定出推行市場改革的最有效方法，是將兩家交易所加以股份化，以及將它們與3家結算公司合併成為一家控股公司。將這些機構合而為一，將會在運作效率和基礎設施投資方面發揮規模經濟的效益。由於交易所同時擁有現貨和衍生工具市場，將會令交易所的業務焦點更為集中，凝聚出開發新產品所需的關鍵因素和力量，同時將兩家交易所由互相的競爭，轉變為與香港的競爭對手的角逐。

香港市場改革建議中有關合併的部分，意味著交易所的會員除了可享有各自所屬的交易所的所有權的價值外，更可分享將現貨和衍生工具市場結合起來的業務所帶來的增長和利潤。

為確保交易所的會員會投票通過股份化計劃，證監會及政府允許有關會員選擇將會籍的價值即時變現，從交易所的儲備中收取現金，以代替收取新公司的股份。有關各方亦同意合併後的新公司在2年內不會發行新的交易權。這些措施旨在確保小型經紀行可以在2年的過渡期間作好準備，以配合新的市場環境。

我先前已談過推行股份化的交易所在本質上必然存在的利益衝突。為解決大家對該等衝突的關注，有關合併的賦權法例規定，在新控股公司的15個董事局成員中，必須有8個為政府委任的獨立董事，以維護市場上的公眾利益。該批獨立的董事局成員亦會協助交易所在追求盈利和妥善監管市場兩者之間取得適當的平衡。預計當該控股公司公開上市及交易所的公眾擁有權逐漸擴大後，政府委任的董事數目將會逐步減少。

我們理解到股份化只是改革市場架構的第一步，而且亦不是必然可令市場變得現代化及富競爭力的靈丹妙藥。為追上最先進的科技，我們的證券及期貨交易所均會在今年稍後時間引入新一代的自動對盤及成交系統。有關新系統允許經紀把本身專有的系統與該系統連接起來。由於投資者可以隨時隨地透過互聯網、流動電話及其他專有科技發出買賣指示，預計交易所的成交量將會增加。

將交易所股份化及合併，只是香港三管齊下的市場改革方案的其中一環。有關方案的另外一部分是改善香港的結算及交收系統內的金融基礎架構。而方案的最後一部分，則著眼於把涉及證券的法例，全面地加以綜合及更新。改革方案的後兩個環節將於未來2年內完成。

## 證券市場日後面貌

隨著越來越多的交易透過電子網絡而非在傳統的交易大堂進行，交易所的定義已有所改變。科技的進步和交易所之間組成戰略性聯盟，意味著市場將會跨越地域界限連結起來。在未來5年，我們可能會看到一個中央化的全球電子市場的出現。

在未來數年，大部分交易所將會成為擁有權分散的商業機構。由於電訊公司與金融業明顯地發揮協作效果，某些交易所很可能會擁有這類公司或反過來由這類公司所擁有。交易所之間的業務競爭將不再局限於成交量及流通性，而且更會體現在其所提供的服務及數據的出售。

交易所的合併和整合不但會在全球各地發生，而且亦會在傳統交易所與電子通訊網絡之間出現。三藩市的太平洋證券交易所與Archipelago的合併，便是將傳統交易所與電子通訊網絡的優點結合起來的例子。為避免遭淘汰，電子通訊網絡本身亦必須演變，例如像Archipelago般轉變成為交易所，或像Instinet般演變成為經紀行。電子通訊網絡的整合將會是無可避免的。

跨越國界的市場結盟可以為不同時區的投資者提供互相銜接的24小時交易服務。在未來5年，全球可能出現三個連接起不同地區的交易所的交易樞紐，一個在北美、一個在歐洲，另一個在亞洲。而香港銳意爭取成為這個亞洲區樞紐。在上星期，納斯達克七隻藍籌股份獲准在香港交易所進行買賣。在不久的將來，我相信會有更多這類公司獲准在香港進行買賣。

科技亦改變了傳統經紀的角色。投資者現在可以隨時隨地獲取有關股份價格和其他數據的即時信息；要進行複雜的市場分析，亦只需輕輕按一下個人電腦的鍵盤便可。投資者目前已可以透過互聯網，取得特別為其投資組合編寫的報告。很多地區亦放寬對銀行業的監管，令銀行及其他金融機構可以為客戶

提供一站式的金融服務，包括現金管理、投資組合管理、直接網上交易及收取股息等服務。經紀行必須藉著發展優質的風險管理系統及提供風險投資資金，從而爭取更多客戶。

投資者最終將受惠於這些市場的改變。投資者在投資產品方面將會有更多的選擇和信息，而且亦可輕易參與任何他們有意進行買賣的市場，以及從中介人身上獲得更理想和更廉宜的服務。隨著投資者越來越容易取得市場信息，新一代投資者將會日益掌握不同的投資技巧。然而，新市場的複雜程度亦意味著投資者在投身市場之前，必須認清楚自己可承擔哪個程度的風險。市場越趨複雜，要求公眾公司改善企業治理的訴求亦會越來越殷切。

證券監管機構對於這些轉變亦不能置身事外。畢竟已推行股份化的交易所應否如其他上市公司或公用事業公司般受到監管，仍是監管機構必需面對的挑戰。交易所如要有效地結盟，處於不同地區內的監管機構必須協調彼此的監管標準，在監管上互相合作。監管機構必須追上尖端的市場科技和嶄新的市場架構。由於市場操控及其他失當行為目前往往是透過互聯網進行的，投資者將會更難洞悉有關的情況，而有關的執法亦將會變得更複雜。

市場上急劇的轉變和發展，以及新一代投資者的出現，意味著市場需要進一步加強投資者教育工作。監管機構在近期才開始推動投資者教育。監管機構的角色不但要執行法規，而且亦要便利市場的發展。監管機構面對的挑戰，是要在市場參與者施加的壓力，以及監管機構希望確保市場穩定及持正操作的意願這兩者之間取得平衡。然而，無論市場怎樣轉變，監管機構仍必須確保市場持正操作及具透明度，以及存在公平的遊戲規則，從而使投資者在新時代仍然對市場抱有信心。

狄勤思

# 從監管者的角度 看電子商務

24

國際證券服務業協會沃爾夫斯堡研討會  
2000年5月24日

**感**謝貴會組織者邀請我在沃爾夫斯堡研討會上發言。能夠在此發言，深感榮幸，我要特別感謝他們給我這次的機會，使我能夠從忙亂的日常事務中抽身出來。我們整日忙於監管網上經紀、另類交易系統和網上首次公開發行，並跟蹤由電子商務驅動的各交易所和結算所之間成立的各種各樣令人眼花繚亂的聯盟、合作計劃及連繫，以試圖著重解決更長遠、更根本性的問題，即電子商務正在把監管這門藝術引向何處？以及電子商務對於未來證券期貨監管機構的作用意味著甚麼？目前幾乎還沒有放諸四海而皆準的監管學問，現有的大多也只是特定的監管機構針對他們轄下市場所出現的特定事宜所採取的一些應對措施，其中一些似乎是美國所獨有的。因此，我就這些更根本性的問題所表達的觀點，純屬個人的初步意見，並不是香港證券及期貨事務監察委員會(證監會)的觀點，也不代表監管機構間的共識。

冒著加深你們對監管機構的偏見的危險，我想著重探討一下電子商務對監管範圍的廣度以及監管方式的影響。在我看來，目前電子商務主要有四方面影響。首先，電子商務極大地拓寬了監管範圍，擴大了監管機構在國家領域內的相對權力。

電子商務做到這一點，部分是通過使法定監管機構與散戶投資者之間的關係更密切、更直接、更平等；部分則是通過為監管機構提供全新的直接監管權，以監管中介機構，無論是證券公司，還是交易所，或是結算所；部分是通過提高法定監管機構相對於其長期夥伴——交易所——在聯合監管中的權力和地位，並開創與新的市場參與者建立新式監管夥伴關係的機會。其次，因為電子商務跨越國界，迫使監管機構發展國際監管網絡，以應對各交易所、準交易所和結算所之間的更大規模的跨國合作與競爭。第三，部分是因為國際化日新月異，部分是因為法定監管機構的管轄範圍大幅擴大，部分是因為電子商務大大加快了證券期貨行業變革的步伐，監管機構被迫重新審視傳統的監管方式。在我看來，這意味著監管方式將從原來那種依靠巨細無遺的白紙黑字的明文規定，轉向一種只規定總體原則和期望達到的目標與結果，並由業界自己根據日積月累的最佳作業方式去填寫有關空白的監管方式。第四，監管機構需要認識到電子商務有潛力代其進行大量監管工作，通過使越來越多的散戶投資者在更易獲取信息的基礎上自我作出投資決定，並增加他們的投資機會，電子商務有能力推動市場在質量和投資者保障方面“一舉登頂”。

我先談談香港的情況，然後再詳細討論這些觀點。儘管約瑟夫剛才對香港為迎接電子商務所做的準備工作給予高度評價，但是與美國和其他區域性市場如韓國相比，目前香港證券期貨業的互聯網使用率低得驚人。在500多家經紀公司中，只有約20家提供網上經紀業務，網上交易額只佔股票市場總交易額的1%左右。儘管使用率如此之低，香港仍然在兩個方面領先於其他發達市場的監管機構。第一，香港的提升金融基礎設

施督導委員會在其報告中，繪製了一幅面向大眾的宏偉藍圖，在整個市場範圍內挖掘電子商務在結算、交割和其他後勤事務等方面的潛在效率。報告規劃了一個單一的現貨及衍生工具結算系統、單一的集成式的和高度安全的金融社區網絡系統、無紙化市場及一條邁向直通式處理程序的道路。

第二，香港證監會在其《互聯網監管指引》中明確規定香港居民可以自由選擇和使用網上金融服務和產品，以及證監會在監管從事離岸服務的機構時，其手法較其國際同行溫和。這項政策除了反映了香港地域狹小卻又是國際大都會的特點之外，也提供了一個機會以增加投資者的選擇，提高投資者素質，並通過更激烈的競爭和改變散戶投資者的預期，推動香港市場達到更高的披露、企業治理和投資者保障標準。當本地散戶投資者在海外市場交易時，他們發現海外市場在這些領域的標準更高，因而本地市場就越來越需要提供媲美海外最佳做法的全面性一籃子適當披露和投資者保障措施。這不僅僅是爲了滿足境外機構投資者的預期，而且也是爲了保住本地散戶投資者基礎。

在所有的散戶投資者積極從事網上交易的市場，都能夠發現類似的提高各項標準的軌跡。隨著散戶投資者變得更加成熟和獨立，他們就會提出新的要求。對此，一向視散戶投資者爲其核心服務對象的監管機構不能不有所回應，通過逐步開放特許權，削減傳統特權和推動競爭以滿足他們的要求。美國有很多例子，比如美國證券交易委員會針對散戶投資者提出的優化交易指令執行的要求而採取的許多涉及電子交易系統、紐約證券交易所第390條款和市場細分的舉措。



散戶投資者日趨無需借助中介人的作用和建議進行交易，也導致監管機構調整其監管重點：從規定中介機構有責任提供適當建議，轉向更直接地與投資者交流，方式包括：通過互聯網向投資者提供重要信息，比如通過美國證券交易委員會建立的電子數據收集分析及檢索系統(EDGAR)，或者香港建立的網上投資者資源中心(eIRC)；以及通過“全城大會”、執法“掃蕩”和就“高科技”現象所採取的國際聯合行動等形式，以提高監管活動的透明度。英國金融服務管理局正在探索與投資者在做投資決定時直接聯繫的可行性，方法是向投資者提供軟件和智能化超連結，當進入某一金融服務網時，軟件可以自動提供監管信息和風險警告，而智能化的超連結可以連結其他網站，使投資者得以獲取更多的資訊，以幫助他們做投資決定。

但是，監管機構通過這種方式拓寬職能，並不意味著他們會減少對中介機構的要求，而情況恰恰相反。監管機構並沒有說，因為投資者享有更多信息和自主權，監管機構就會放寬中介機構履行其“瞭解客戶”和“作出適當建議”的責任。相反監管機構正考慮擴大這些責任的適用範圍，使其涵蓋由電子商務推動的與客戶之間的新形式互動，比如，美國證券交易委員會正考慮把這些責任適用於下述情況：採集數據剖析投資者需要，然後向投資者提供一定程度上個人化的信息和投資選擇。與此類似，澳大利亞和香港的監管機構正在研究如何使網上經紀履行其適當技能、審慎和盡職的責任，避免發生失當行為和內幕交易，以維護市場誠信和確保市場穩健操作。

下一步，監管機構打算拓展中介機構必須是“適當人選”這一籠統概念，對電子商務施加未明確適用於非電子商務的要求，從而擴大監管機構對電子商務的監管範圍。例如，要求從

事電子商務的中介機構擁有足夠的系統容量、安全措施和應變計劃，要求它們告誡投資者科技存在的弊病，如可能發生延誤或中斷的情況。很自然，監管機構現在不僅已經開始檢討市場運營機構交易系統的公正性和透明度，而且已經開始檢討其系統容量、穩定性、升級能力、安全性及實用性等。

與擴大對監管對象業務的監管範圍這一趨勢並行不悖的是另一趨勢：以前通過“自我監管組織”或交易所間接監管中介機構的領域，改由監管機構直接監管。這一趨勢在那些已進行股份化並放棄或失去其以前承擔的大部分自我監管組織作用的交易所所身處的市場上最為明顯。例如在香港，儘管股份化後的交易所仍然有能力執行其交易規則和管理其來自市場參與者的風險，但是，交易所正在把其以前監管中介機構涉及客戶行爲的一線監管職能轉交給證監會，而且要依賴法定監管機構提供以前可以直接向會員收集的信息。在澳大利亞和香港，交易所還喪失了部分上市監管的責任，即交易所本身的上市及其可能發生利益衝突的商業夥伴或競爭對手的上市的監管，都轉而由法定監管機構承擔。澳大利亞和香港的監管機構都認爲他們應該就此打住，因爲若一家以營利爲目的的交易所如果無法通過管理公司上市打造自身品牌，它是否有足夠的核心業務這點，仍是個懸而未決的問題。但有趣的是，英國現在又向前邁進了一步，倫敦證券交易所把監管上市的權力全部交給了金融服務管理局。

儘管由法定監管機構而非交易所或自我監管組織進行更直接監管有一定優勢，即其受法律保障而且不大可能有自利之嫌，但是法定監管機構卻不能再像以前那樣享受交易所營業收入的交叉補貼，因而受到公共資源有限的制約。因此，監管方

式不得不變得以風險監管為主，而且監管機構不得不主要倚重於指導。另外，為應對業內更急速的變革步伐，監管方式必須靈活多樣。這些考慮意味著立法機關應該把更多的制定法規的權力下放給監管機構，也意味著監管機構應該盡可能依賴高水平的總體原則，而非巨細無遺的白紙黑字明文規定來指導市場行爲。

交易所喪失其大部分傳統的自我監管職能的另一個結果，是交易所原來與法定監管機構及各個政府部門間的特殊關係發生了性質變化，因為交易所已經更明顯是受監管的商業企業而非監管夥伴。這一變化降低了交易所維持其自身及其會員的傳統特許權和各種特權的能力，特別是當出現來自電子通訊網絡的競爭或競爭威脅時，這一變化也為法定監管機構提供了機會，迂迴地打擊以前團結在交易所身後的業界既得利益者。但是，監管機構也喪失了通過一個機構與整個行業溝通和交往的能力，並且放棄了通過一個業界組織的傳導作用而調控全行業的監管，從而為自身和業界所帶來的所有好處。除了在美國還有可能以外，全行業性質的自我監管組織似乎不大可能起而代之來彌合這一裂痕，因為純粹的、沒有補貼的自我監管非常昂貴，而且受電子商務影響，業內參與者的利益正日益分化而非趨同。在這方面，值得注意的是，出於多種原因，監管機構正開始注重加強與所有業內參與者必須與之建立直接或間接聯繫的結算和交割系統運營機構的關係，雖然這種聯繫目前主要由風險管理所驅使，但我認為結算系統運營機構成為聯手監管業界的新夥伴並非異想天開的想法。

以上探討的各種趨勢全部涉及電子商務推動擴大法定監管機構的作用和加強其相對於市場參與者地位的方式，主要益處是監管機構可以更好地回應散戶投資者的需要，而且，長遠來

說，可以採用更靈活的監管方式。下面我談談電子商務的另一方面。這方面看似可能削弱法定監管機構的效力，但我認為實際上會加強投資者保障，使投資者保障更趨靈活，水平更高。電子商務基本上無疆無界，而證券監管機構的管轄範圍則往往止於某個界限。

10年前，證券監管機構的地域限制並非如此重要，國際活動僅限於個別的跨國違規行為，比如內幕交易和欺詐、少數的全球性首次公開發行以及幾個在本國市場以外並非特別重要的中介機構的跨國活動。如今，相比之下，監管機構面臨的形勢卻是：境內散戶投資者通過電腦或掌上電腦可以進入所有市場的所有領域；各國監管機構發現它們主要與幾家佔支配地位的全球性投資銀行打交道，而這幾家投資銀行與世界上多達150家監管機構有聯繫，並要求各監管機構統一監管標準；而且市場運營者跨國越界。

在散戶市場，監管機構的最初反應是試圖堅持對提供離岸服務的機構和本地投資者可以買賣的離岸發行的證券擁有國家管轄權，甚至對僅僅是被動提供的服務和證券發行也是如此。許多國家的監管機構都這樣詮釋其本國法例，認為提供離岸服務的機構必須採取積極行動，不得向其國家提供離岸服務。這種作法是否可以長期堅持值得懷疑，除了在最大的幾個市場，這種作法在執行上有很大的操作困難。儘管各國監管機構之間都簽定了諒解備忘錄，規定在執法過程中相互協助，但是除非發生嚴重的失當行為，資源短缺實際上限制了一家監管機構可以向另一家監管機構提供的合作。僅僅因為另一司法管轄區的居民使用了當地中介機構的服務，就指望當地監管機構投入大量資源去執行那個管轄區的中介機構發牌制度，是脫離現實的想法。更為重要的是，這種限制政策剝奪了投資者的選擇，限

制了競爭，並企圖限制互聯網協助散戶投資者能夠在進入其他市場方面做出有翔實依據的投資決定的方式。最近，一些主要的發達市場的監管者在演講中已經流露出一些跡象，他們正開始意識到企圖限制投資者選擇的局限性作法不切實際，並承認他們的市場將會實際上變得更加開放。

這就意味著各國監管機構必須提高國際合作水平，必須對依靠外國監管制度的穩健性和效力來決定是否及如何維護國家管轄權表現出更大的誠意。除了在歐盟內部以外，這一點不大可能通過採用一套正式制度以規定各監管當局相互承認來實現，因為現實上存有大量的體制上的障礙。在許多司法管轄區，並沒有充分的關於相互承認的法律規定。此外，亦有對國家立法機關負責的問題，還有意義深長的對同意依靠其外國同行的能力和效力的監管機關的信任的問題。

儘管如此，各監管機構亟需制定出切實可行的辦法，以解決跨國市場運營機構和跨國市場參與者所提出的問題。然而，形勢緊迫，而且缺乏大量的理論分析，目前看似正在形成的辦法，是建立一套主要由兩個部分的內容組成的國際監管體系。

第一部分內容是就特定的議題、針對特定的監管對象建立起一種意大利麵條式的多重雙邊合作協定。每一個單獨的雙邊合作協定，都相當於有限度的和事實上的相互承認，但受必要時維護國家管轄權的保證條款約束。納斯達克挑選幾支股票在香港證券交易所交易的試點計劃，就是一個小例子。香港與這幾支股票的發行人沒有任何關係。所有的發行人都沒有簽署上市協議，也不受香港的上市規則或披露標準約束，只需遵守香港禁止操縱市場的有關法律規定。香港證監會做了一個務實的決定(至少對那些被選中的股票發行人而言是這樣)，即表示了香港證監會願意依靠美國的監管制度和美國證券交易委員會的

效力，為香港的投資者提供足夠保障。在更具組織性的層面上，國際證監會組織第2號工作小組正在制定協調監管跨境市場運營機構的指導原則。

第二部分內容是各地在監管內容和作法上更加步調一致。這已成為國際證監會組織和類似組織的主要工作，特別是在亞洲金融危機以後，一系列政府間倡議的措施加快了國際標準的建設進程，類似國際證監會組織的組織團體所頒布的標準，日益成為重要的規範力量。鑒於各地市場的特點和法律制度千差萬別，只能在廣義的總體原則上而非細則上達成一致標準。漸漸地，各地監管部門發現把這些原則直接加入其法規中不算困難，有時他們用這些原則替代或重整他們原來使用的細則規定。儘管這提高了不同地區之間監管內容的標準化程度和促進了國際商業活動，但是仍有很大的管理參差不齊的風險，因此給商業活動增添了不明朗因素，並且增加了成本。各國監管機構在制定管理辦法時可以通過有意識地諮詢國際業界組織如國際證券服務業協會、國際一級市場協會和國際掉期業務及衍生工具協會等，以確保其管理辦法與國際最佳的商業作法一致，從而降低管理水平參差不齊的風險。

雖然有些國家的監管機構偶爾流露出保留意見，但我相信發展步調一致的鏈條式監管，不會有很大的降低監管標準或利用監管差異來套利的危險。到目前為止的經驗表明，這一發展趨勢將會提高而不是降低監管標準，而且國際電子商務的蓬勃發展很可能會進一步助長這一趨勢。隨著每個市場的技術發展得勢均力敵，隨著流動性使資金規模不斷壯大，隨著投資者漸漸視離岸投資宛如境內投資，我相信各個市場會通過向日益全球化的散戶投資者和全球性中介機構提供更高質量的披露、企業治理和投資者保障、更高效的交易處理及更靈活和更清晰的

監管，以打造自己的品牌。如果言中的話，那麼證券期貨業發展電子商務很可能會更好地實現監管目標：保障投資者權益，維護市場的誠信和穩健操作，以及降低系統風險，而無需額外增加業界的負擔。

白禮賢

# 證監會的執法理念

25

2001年8月

## 引言

**證**券及期貨事務監察委員會(證監會)執法行動的公眾形象常常受媒體報道影響。媒體有時會混淆視聽，誤導公眾曲解證監會的角色和執法行動，實際情況更加複雜，往往沒那麼富有戲劇性。

本文旨在概括介紹證監會的執法理念：證監會為何採取執法行動？有哪些執法權力？如何行使這些權力？以及執法行動的指導原則是甚麼？

希望本文有助於消除一些對證監會執行有關法律和準則可能存在的誤解。

## 證監會為何採取執法行動

香港的證券期貨市場是亞洲僅次於日本的第二大市場，而且被普遍認為是亞洲中最國際化的市場。香港能夠取得並保持這一地位的一個最關鍵因素，在於一般都認為香港市場公平有效，因此，投資者和市場參與者對市場有信心，而這背後的一個重



要原因，是規管我們市場的法規和準則以嚴格而令人信服的方式執行。

當然，根據證監會的經驗，大多數市場參與者都願意而且亦確實遵紀守法。但不幸的是，有那麼一小部分市場參與者出於各種原因未能遵守法紀。為應對這一小部分市場參與者的行為，顯然需要一個適當的監管機構來維護公眾利益，有權採取必要措施，力爭確保：

- 少數市場參與者的行為不會給投資大眾造成潛在損失，或者擾亂證券期貨市場；以及
- 肇事責任人受到追究。

## 證監會採取執法行動的權力

### *證監會的職責*

《證券及期貨事務監察委員會條例》(第24章)第4條規定了證監會由立法會授予的職能。

證監會的職責包括：執行管理證券期貨市場的各項法規；採取行動制止上述市場發生的不法行為和某些不當或不道德的行徑。例如，證監會需要：

- 確保其負責執行的法律受到適當遵守；
- 向財政司司長報告有內幕交易嫌疑的市場交易，由財政司司長決定是否需要轉交內幕交易審裁處審理；
- 採取證監會認為適當的任何其他合法手段，制止證券期貨市場及其監管的其他金融產品交易的不法、不當或不道德的行為；及
- 與本地、國家及海外監管和執法機構合作。

## 證監會的法定權力

證監會享有廣泛的法定權力，以便履行其執法責任。這些權力包括：

- 如果證監會認為，比方說，一家上市公司的經營活動旨在欺詐債權人，或是為了達到詐騙或非法目的，證監會有權要求上市公司或其集團公司出示有關文件；
- 有權要求提供證券交易、期貨合約、財產投資協議或槓桿式外匯交易的詳細資料；
- 如果證監會有理由認為，比方說，其負責執行的任何法律受到觸犯，或者可能發生了內幕交易，證監會有權指令一人或多人，通常是證監會職員，調查任何有關事情。調查員一經委任，便可向其有理由認為或懷疑掌握或控制含有或可能含有與合法調查有關的資料的文件的人要求：
  - (a) 出示該文件；
  - (b) 解釋該文件；
  - (c) 在調查會面中正面回答證監會的問題；及
  - (d) 向證監會提供與調查有關的一切合理協助；
- 經裁判官批准有關搜查令的申請，證監會有權執行搜查令，檢走與合法調查或上市公司查訊有關的文件；
- 向財政司司長報告有內幕交易嫌疑的市場交易，由財政司司長決定是否需要移交內幕交易審裁處審理；
- 向律政司及／或香港警方或廉政公署報告可能涉及嚴重罪行的市場行為，以便律政司可以用公訴方式進行刑事檢控，及／或由香港警方或廉政公署進行深入的刑事調查；
- 以證監會的名義循簡易程序起訴任何違反證監會負責執行的法規的違規行為；

- 如果註冊人或持牌人行爲失當或並非獲准註冊的適當人選，通過譴責或者暫時吊銷或撤銷其註冊或牌照，對其展開紀律制裁程序；
- 在諮詢財政司司長後，向原訟法庭申請頒令，要求對上市公司成員利益所受到的不公平侵害予以補償；
- 有權指令證券交易所暫停某一上市證券的交易；
- 發出各種通知書，限制註冊人或持牌人處理各種資產的能力，或限制其業務，或要求其在香港或香港以外的地方保留某些資產；
- 如果證監會認爲符合公眾利益，可向原訴法庭申請頒令把某公司或持牌槓桿式外匯交易商清盤；
- 如果證監會認爲符合公眾利益，可向法院申請破產令，宣布某註冊人或持牌人破產；
- 向原訟法庭申請禁令，制止已經或可能發生的違反限制通知書、《財政資源規則》或(根據《槓桿式外匯買賣條例》)關於持牌人清盤令或破產令的規定的違規行爲；
- 向原訟法庭申請各種頒令，處置已經發生或可能發生的違反《證券條例》或《槓桿式外匯買賣條例》(或其附屬法例)或《證券條例》所規定的註冊條件或《槓桿式外匯買賣條例》所規定的發牌條件的違規行爲；及
- 在收購及合併委員會席前，採取紀律措施(通過收購及合併執行人員的形式)處罰違反香港《公司收購及合併守則》或《股份購回守則》的違規行爲。

## 證監會如何行使其執法權力

### 執法程序

執行有關法規的程序一般主要涉及兩個步驟：

- 確定已經發生了違反有關法律或規定的違法或違規行為，並找出責任人；及
- 採取必要措施保護公眾利益，如果適當，懲罰肇事責任人。

這一執法程序一般由證監會法規執行部負責。

### 確定違反有關法規的行為

爲了確定是否發生了違反有關法規的行為，並找出涉嫌責任人，證監會要做許多工作，包括：

- 監察市場，查看是否有潛在市場行為失當(如操縱市場或內幕交易)的跡象；
- 處理公眾投訴；
- 處理證監會其他部門(中介團體及投資產品部、企業融資部和市場監察部)所轉交的案件；及
- 處理其他執法機構(如香港警方、廉政公署或海外監管機構)所轉交的案件。

### **調查和查訊：證監會作為調查機構的職能**

如果證監會有理由懷疑已經發生了違反有關法規或準則的行為，證監會將會作出進一步調查或查訊，力爭查明發生了甚麼事，以及是否有行為失當的證據。

如果證監會認為事件可能涉及嚴重刑事罪行，證監會將會轉交律政司作出檢控及／或，比如，轉交香港警方或廉政公署做進一步調查。

### **採取措施保護公眾利益並懲罰違規者**

經證監會調查或查訊後，如果發現足夠的行為失當的證據，證監會可以採取任何其認為適當的合法措施保護投資大眾利益，比如，證監會可以向法院申請禁制令，制止違規行為。

如果適當，證監會也可以採取措施懲罰違規者。關於這一點，如果違規者是註冊或持牌中介人，證監會可以採取紀律措施對其進行處罰，類似的紀律措施可以包括暫時吊銷或撤銷其持牌或註冊資格，或者對其進行譴責。

證監會也有權向裁判法院起訴某些輕微違規行為，比如，包括未經註冊而進行的交易或投資顧問活動。

### **證監會的執法原則**

在考慮和實施執法行動時，證監會有許多重要的指導原則，首先是證監會實施或考慮任何執法行動的宗旨，以及為了尋求實現這些宗旨，證監會所遵循的總體原則。

## 證監會的執法宗旨

證監會的執法宗旨是：

- **保障投資者（及公眾利益）**。證監會不惜採取一切其認為適當或形勢所需的合法手段來保障投資者和公眾的權益；及
- **確保市場穩健操作**。證監會不惜採取一切其認為適當或形勢所需的合法手段來維護市場穩健操作，保持市場信心。

上述宗旨源自國際證監會組織的《證券監管宗旨及原則》<sup>1</sup>，而證監會在因應環境考慮採取相應執法措施時會銘記這些宗旨。

## 證監會執法行動的指導原則

- **防患於未然**。證監會認為防患於未然或者及時制止已經發生的不當行為較事後補救更為可取。在推行預防為主的概念時，我們一般鼓勵中介人培養遵紀守法的文化，同時鼓勵投資大眾瞭解如何可以更好地保護自己的權益。
- **事後補救**。如果已經發生違規行為，證監會一定要採取適當措施盡量補救。我們會具體問題具體分析，銘記投資大眾的利益，採取適當行動。

<sup>1</sup> 有關的宗旨和原則包含證券監管三項目標：保護投資者的權益；確保市場是公平、有效及透明(市場穩健操作)；及減低系統風險。由於這些目標部分涉及某些執法行動只佔其中一環的監管過程，所以我們只提述到保護投資者的權益及維持市場穩健操作。有關的宗旨和原則可在以下網址：<http://www.iosco.org>下載。

值得注意的是，儘管證監會必須維護公眾利益，但是證監會自己不能為那些受違規行為影響而招致損失的人士尋求賠償，也不能直接協助他們通過法院尋求賠償。

- **懲罰違規者，阻嚇未來潛在的違規行為。**總的來說，對那些從事違規行為或試圖從事違規行為的人進行處罰，通常是適當或必要的。通過懲罰可以達到多種目的，可能最重要的目的就是懲罰一般來說可以起到威懾作用，使違規者不再進行違規行為，也可以阻嚇他人從事違規行為。

為爭取最大限度地發揮這種威懾作用，證監會一般會在任何適當情況中宣傳其執法行動，以讓人們清楚了解：從事犯罪或失當行為的人士往往會被捕及受到處分。

### 證監會執法決策的指導原則

- **堅定不移。**證監會決策時一定要堅決果斷，如果證監會認為決策適當，有利於公眾利益，證監會將堅定不移，決不動搖。
- **公正合理。**證監會一定要不偏不倚，力爭遵守所有適用的專業準則，以及符合成文法和普通法的程序性公平準則。
- **貫徹始終。**證監會一定要力爭確保其採取的任何執法行動，與以前所採取的行動大體上貫徹一致，但證監會將按具體案情及情況考慮每宗個案。
- **處罰適當。**證監會一定要實事求是，採取適當的執法行動，不能脫離違規行為本身、其造成的後果以及違規者應得的處罰程度。

比如，在某些情況下，採取非常嚴厲的措施處罰某些因無心之失而違反規定但並未對他人造成任何損失或僅給他人造成很小損失的人士，可能就不大恰當。相反，寬大處理給投資者造成重大損失的蓄意犯罪或其他該受譴責的行為一般都不恰當。

- **公開透明**。證監會相信我們應盡可能公開對話。在法律和公眾利益允許的範圍內，如果證監會認為適當，證監會可能會通過談判，與有關當事人達成和解協議。有時這種做法可以更迅速地解決問題，使證監會的資源得到更有效的利用。

證監會既不能代表也不能約束可能與其執法行動有利害關係的其他機構，特別是，律政司依然負責香港的刑事檢控，並且有權干預證監會對違規行為進行簡易訴訟的行動。進行和解談判時，證監會在適當或必要的時候，將會諮詢這些機構。

- **成效至上**。證監會資源有限，而且需要處理的問題很多，因此證監會必須物盡其用，善加利用其有限的資源。證監會不可能事無具細，大包大攬，必須分清主次，抓住重點。因此，不可避免地，證監會要根據其宗旨和原則，總體考慮其擬採取的任何行動的成本和效益。有時，這可能意味著證監會對一件事(比如，證監會認為出現了技術性違規，但有關事件不大可能再次發生，而且給投資者造成的損失很小，或者根本沒有造成任何損失)不採取任何行動，而傾向於對另一件更重要的事情採取行動。



## 與內地及其他監管機構合作

- **與境內其他監管機構合作**。有時由證監會以外的其他監管機構採取行動，可能更加合適，證監會一定會竭盡全力配合其他監管機構。

香港金融管理局、保險業監理處或者強制性公積金計劃管理局都承擔一定的監管香港證券期貨市場某些活動的責任。另外，香港警方、廉政公署以及律政司負責處理嚴重犯罪行爲。只要法律和情況允許，證監會一般都會與這些機構合作，以確保證券及期貨市場行爲適當，打擊金融犯罪和失當行爲。

- **與內地及海外監管機構合作**。鑒於兩地邊界正迅速失去其意義，證監會與世界各地的監管機構開展合作，包括其內地同行進行合作。任何時候開展合作，證監會都是在法律允許的範圍內進行，而且往往通過稱爲《諒解備忘錄》的協議進行。根據這些協議，證監會與海外監管機構同意在滿足某些法律和非法律條件下，在某些事務方面相互協助。

## 結論

證監會的每一項執法行動都涉及認真地權衡許多複雜問題，這些問題因案件而異。在權衡各種問題和決策時，證監會一定會始終銘記上述各項宗旨和主要指導原則，力爭堅定、公平、公正地採取行動。

李業廣

# 交易所在21世紀的展望

# 26

亞洲證券分析師聯合會年會

亞洲 – 第三個金融時區

2001年12月3日

## 當前充滿挑戰的市場環境

全球化及資訊科技對金融市場帶來巨大影響。通訊科技的革命性發展及網絡和互聯網的急速增長消除了地域界限，促使交易所需要重新考慮其經營方式。交易所作為證券及衍生產品主導市場的傳統角色在多方面受到挑戰：

- 首先，資訊科技的發展使電子交易平台的建立變得較為容易，同時亦導致新式交易系統的出現。就證券市場而言，新式電子通訊網絡(ECNs)，例如Instinet、Tradebook、Archipelago及其他電子交易系統的湧現，正從傳統交易所和中介人手中奪去大量成交額。
- 其次，機構投資者在管理散戶的儲蓄及企業投資者的儲備所佔的份額日增，再加上機構投資者進行大量自營交易，使他們經常可以取得龐大的資金，在本地及海外市場的勢力日益增加。由於機構投資者可以參與很多市場，而機構投資者之間亦可以直接進行交易，因此他們可以選擇最理想的交易成本、流通性及價格發現機制的組合。

- 第三，互聯網的急速發展、電子商務及全新的便攜通訊設備的發展，連同電腦知識的普及，無可避免會吸引更多具知識水平的投資者。網上交易已經對業界帶來重大影響。愈來愈多散戶投資者會跟隨機構投資者要求以更低成本獲取更佳服務。
- 第四，上市及交易活動超越國界。滙豐控股及中國移動的股份都分別在香港、倫敦及紐約的交易所作多重上市。日本及台灣的股票指數期貨是新加坡交易所兩種交易最活躍的衍生產品。此外，美國公司可以透過其美國辦事處與倫敦國際金融期貨及期權交易所(LIFFE)及歐洲期貨及期權交易所(Eurex)所接連的電腦網絡，在歐洲的衍生產品市場進行買賣。
- 第五，地區性交易所及全球性聯盟的發展，使規模較小的交易所面對威脅。由阿姆斯特丹、布魯塞爾及巴黎交易所合併而成的Euronext的目標，是要成為歐洲首個股票、債券、衍生產品及商品交易的綜合性跨境市場。而由芝加哥商品交易所與法國、新加坡、加拿大、西班牙及巴西的主要交易所組成的Globex聯盟，亦會提供途徑以電子方式直接買賣其成員的衍生產品。

就上述我所提及的挑戰而言，電子通訊網絡對傳統交易所構成最大威脅。此外，電子通訊網絡亦為監管機構帶來巨大挑戰。監管機構及傳統交易所已經就有效監管市場、市場參與者、上市公司及交易所本身的架構取得共識。根據有關安排，傳統交易所需要承擔部分監管責任以及若干與該等責任有關的成本。然而，適用於傳統交易所的制度不適用於電子通訊網絡。因此，電子通訊網絡除了得以豁免承擔大部分監管成本和責任外，它們亦可以

選擇最佳的業務活動。傳統交易所亦可能受制於若干責任而面對被電子通訊網絡蠶食其最具利潤的業務和服務的危機。

這個不平衡的競爭的現象導致市場環境分割。

## 香港對當前挑戰的回應

### 成立香港交易所

香港面對全球化市場挑戰的主要回應，是將本地的證券交易所、期貨交易所及相關的結算所進行股份化及加以合併。有關的合併工作已於去年3月完成，而香港交易所亦於去年6月在聯合交易所上市。

交易所的股份化、合併和上市帶來了不少益處，包括創造了新的企業文化。香港交易所已成為由業務推動及服務為本的公司，同時肩負著公共責任，需顧及公眾和投資大眾的利益。

我們亦精簡運營(包括人力資源)，藉以增加本地市場的競爭力。我們亦致力增加成本效益。交易所合併亦促使我們採用針對性的科技投資策略，透過合併市場系統來節省科技投資。香港交易所目前正嘗試將交易、交割及結算職能合併在可以支援直通式交易服務的交易平台之上。

除了為香港交易所帶來裨益之外，我們的策略亦可以使交易所參與者受惠。

我們已更新了證券交易所的交易系統，同時亦正在提昇結算及交割系統的功能。更新後的第三代自動對盤及成交系統(AMS/3)允許交易所參與者可以裝置更加先進的交易系統。此外，該系統亦允許交易所參與者提供直接的網上證券交易服務。

我們的交易數據顯示，交易系統的技術升級工作非常成功。根據11月12日該星期的統計數字顯示，證券交易所逾70%的成交額，都是來自在裝置AMS/3之後所引進的先進交易系統。

交易所參與者目前可以在單一交易平台上買賣各類期貨及期權產品。明年，我們會引入單一的衍生產品結算及交割系統，以取代目前沿用的兩套系統。

我們亦預期市場參與者會因為目前檢討中的風險管理安排修訂而獲得長期節省成本的效益。跨市場保證金安排可以讓參與者更有效地利用資金，從而提高香港交易所的效率。

此外，我們的市場參與者目前可以享有更多產品選擇。隨著盈富基金成功推出，我們進一步發展交易所買賣基金市場。香港交易所亦引入新的衍生產品，包括小型恒生指數期貨及三年期的外匯基金債券期貨。我們將會繼續開拓其他新的商機。

### **提高市場透明度和效率**

上述的合併及其所帶來的成本效益，是迎接當前全球化市場挑戰的重要一步。其次則包括提高市場透明度和效率。

更新後的交易系統使我們的市場更具透明度和效率，而提升我們的結算及交割系統將會帶來更大得益。

我們將於明年在證券交易所引入新的第三代中央結算及交收系統(CCASS/3)。這個系統可以協助我們在2003年落實由T+2轉變為T+1交割的目標。新系統亦可以讓我們在香港市場作好準備之後，邁進T+0交割。

另一個與效率有關的重要問題是交易時間。香港證券市場是全球其中一個交易時間最短的市場。我們最近進行的諮詢結果顯

示，市場接納縮短午飯時間及延長下午交易時段至下午6時的安排。我們現正研究在諮詢期間接獲的回應，並將會在短期內就新安排作出公布。

## 企業治理水平

我現在把話題轉到提高企業治理水平這個挑戰，而這亦是交易所面對的最大的挑戰之一。

香港交易所致力提高市場素質，因此我們亦致力提高企業治理水平。

在香港及整個亞洲，我們的企業治理特色與歐洲及北美洲市場截然不同。首先，在香港，上市公司由家族擁有是非常普遍的現象。其次，很多擁有上市公司的家族亦積極參與公司業務的管理。

根據數年前香港會計師公會發表的報告，超過50%的香港上市公司是由一名股東或某個家族持有其不少於50%的已發行股本。調查亦顯示控權股東傾向委任家族成員全職管理上市公司。

在歐洲及美國，只有少數上市公司由家族擁有和經營，而高級管理人員同時兼任公司大股東的情況並不多見。

在亞洲市場中，由家族擁有公司控制權這個模式有若干好處。由同一個家族持有及經營的公司，管理層往往能夠迅速作出決定。這是由於他們較願意承擔風險，因此交易可以更快完成。此外，由於管理層持有公司大量權益，因此他們通常不會作出草率的決定。這些在管理方面的優勢，從家族持有的上市公司一般都取得快速增長以及為股東帶來龐大效益可見一斑。

然而，由家族控制上市公司亦有其弊端。該等公司往往缺乏制衡，而這些制衡是良好的企業治理的重要標誌。此外，該等公司亦普遍缺乏透明度。

最理想的情況是在兩者之間取得平衡，同時兼具兩者的優點。

良好的企業治理不外乎是以開明態度謀取本身利益。根據國際記錄，公司若擁有持續良好的企業治理往績，將會更容易籌集資金。相對於一些有欺壓小股東、未有披露重要信息或企業治理往績較差的公司來說，它們通常可以以較佳條件籌集資金。上市公司在二級市場的股價表現，深受投資者對該公司的企業治理素質的觀感所影響。去年對機構投資者進行的調查顯示，超過80%的受訪者表示願意以18%的溢價買入有良好企業治理的公司的股份。

差劣的企業治理會損害有關公司及其上市所在地的市場聲譽。某個司法管轄區的企業治理素質與其證券市場的發展、國際聲譽以及其作為金融中心的競爭力有密切關係。

評級對於提高企業治理水平可以是舉足輕重的。標準普爾在俄羅斯引入一項服務，按照公司的所有權架構、透明度、信息披露及其他因素來評核有關公司的企業治理水平。我們對於標準普爾這方面的工作很感興趣，並希望把類似服務引入香港。

儘管有很多方法可以提高企業治理水平，但鼓勵自發性作出承擔及採取措施來提高企業治理水平的評級服務是最理想的方法。企業治理是香港交易所和分析師共同關注的事項之一。目前在這方面已取得令人鼓舞的發展，我們希望可以與分析師繼續合作，進一步推動這方面的發展。

從90年代初開始，聯合交易所已採取多項措施來推動高水平的企業治理。

在主板實施的措施包括監管上市公司及關連人士的利益衝突的規則、有關董事對股東的責任的《最佳應用守則》，以及關於獨立非執行董事的資格及角色的指引。

就在創業板上市的公司而言，有關措施包括規定上市公司須設立妥善和有效的內部監控系統，以遵從財務及法規方面的規定。特別值得注意的是，有關公司必須指派一名執行董事擔任監察主任一職、同時亦需要指派一名合資格會計師監督會計及財務申報程序和內部監控，以及成立審核委員會，並且由一名獨立非執行董事擔任主席。

目前的法規及指引有助提高香港上市公司的地位，而我們亦致力繼續提高本地市場的水平。

香港交易所會在年底之前，諮詢市場有關進一步提升企業治理水平的方法，從而持續地提高香港的企業治理水平。我們歡迎大家提出意見。你和其他分析師的寶貴意見，將有助於我們確保香港的證券市場繼續作為高素質的市場。

## 競爭

全球化市場帶來的另一個挑戰就是競爭。就香港交易所的情況而言，我們的競爭對手包括區內的其他交易所及獨立的交易系統。

根據過往經驗，業務活動已經轉移並且會繼續轉移至擁有較高透明度、良好企業治理及會計準則、適度監管及具備安全、靈活、可靠及具成本效益的系統的市場，以進行交易、結算及交割。

我們採用了這些市場素質參考標準，並且會繼續致力達到這些標準。



目前，我們的優點在於擁有法治精神和完善的法律制度、公平的競爭環境、國際會計準則、自由流通的資金和信息，以及廉潔的政府。我們亦擁有穩健的監管制度和健全的市場作業方式，並可隨時予以修訂，以應付瞬息幻變的市場發展。

此外，我們處於一個獨特的地理位置，就是處於中國內地這個全球其中一個增長最迅速的市場的門檻。香港交易所很慶幸香港本身已是首屈一指的國際金融中心，同時亦是內地相關企業的主要集資中心。

我們在協助內地相關企業籌集自由兌換的貨幣方面擁有多年經驗。我們亦已作好準備，協助內地在加入世界貿易組織之後，應付在資金方面不斷增加的需求。

在1993年至2001年10月，香港交易所協助內地相關H股及紅籌公司籌集超過6,430億港元(超過820億美元)的資金。該等公司在我們的證券市場發揮重要作用。在10月底，H股及紅籌公司的市值佔香港證券市場市值的26%。在2001年首10個月，該等公司的成交額則佔香港證券市場總成交額的41%。

在中國加入世界貿易組織之後，預期內地企業的資金需求將會增加。此外，它們亦將會面對來自那些能夠在國際市場獲得低廉資金的環球企業的競爭。為了能夠進行公平競爭，它們亦要取得低廉的資金，而香港在這方面將可以提供協助。

## 全球化趨勢／挑戰

就全球化所帶來的挑戰而言，由於世界看來變得更細小，交易所必須在本地市場以外的其他市場尋找新機遇。

除了因為我們擁有獨特優勢，使本地市場可以發展與內地有關的層面之外，香港獨有的歷史背景亦提供機會，使我們可以與區內及全球的交易所建立緊密聯繫。

就這方面而言，我們將香港定位作為全球市場不可或缺的一部分，將香港交易所建立成為那些正尋找聯盟對象的交易所的最理想夥伴。這些交易所希望通過建立聯盟，將亞洲、歐洲及美洲的主要交易中心串連起來。我們的策略是在環球市場成為積極參與及舉足輕重的夥伴，連結三個主要時區的股份及衍生產品交易，並且提供接近24小時的股份及衍生產品交易，以吸引投資者。我們亦參與討論建立一個環球股票市場，跨市場買賣在成員交易所上市的股票。最近，我們正在與紐約證券交易所商討，希望就這個環球股票市場的構想預先建立雙邊聯繫。

真正的全球化證券及衍生產品交易帶來兩方面的挑戰：

- 我們怎樣協調監管水平；及
- 我們怎樣協調會計準則？

香港交易所正致力應付這兩項挑戰。我們已經與接近40家交易所就交換信息的安排簽署諒解備忘錄，以確保市場穩健操作。此外，我們亦是國際證券交易所聯會、期貨業聯會及國際證券服務業聯會的活躍參與者。

我們亦積極參與國際會計準則委員會的工作。該委員會希望利用5年時間合併國際會計準則和美國公認會計原則。我很榮幸能夠成為該委員會的信託人之一。此外，香港亦派出代表參加該委員會屬下的準則諮詢委員會(Standards Advisory Council)及常設釋義委員會(Standing Interpretations Committee)。

## 領導業界

我在今天最後探討的一項挑戰是我們如何維持香港交易所的業界領導地位。

香港交易所目前正與香港財經事務局、證券及期貨事務監察委員會(證監會)及市場參與者合作，致力確保我們的市場繼續是全球首屈一指的市場。

有關舉措包括：

- 透過調低印花稅和放寬經紀佣金規定來減低交易成本；
- 致力建立無紙化市場；
- 致力振興衍生權證市場；
- 檢討有關取消上市資格的制度；及
- 檢討聯合交易所主板及創業板的《上市規則》。

此外，我們正在研究允許海外公司成為聯合交易所的遙距參與者，以及讓海外公司更容易在香港上市。

我們亦會與財經事務局及證監會合作，簡化首次公開發行的程序及降低首次公開發行的費用、簡化或取消衍生產品的持倉限額，以及讓市場參與者更容易進行賣空活動。

## 總結

我們制訂的工作計劃極為進取，而我們相信這是香港交易所唯一的出路。

由於金融市場全球化及資訊科技的廣泛使用，交易所面對很多挑戰。我已經簡述其中若干挑戰，以及香港交易所將如何應付。

現在，我將會就交易所在21世紀的展望提出我的想法。

如果交易所接納變革是無可避免的事實，並且致力把握變革所帶來的機會，交易所的前景將會一片光明。這有賴交易所維持競爭力、提高市場透明度及效率、建立嚴格的企業治理標準和致力達致環球市場的準則。

就香港交易所的情況而言，全球化及資訊科技的改革有助於我們認清與業界與時並進的關鍵因素：

- 我們必須繼續迅速回應市場的需要和轉變。
- 我們必須時刻保持警惕及致力提高素質以維持競爭力。

希望我們的努力和策略可以協助鞏固香港作為首要的國際金融中心地位。我們同時歡迎大家提出意見和建議，及對我們的努力加以鼓勵。



鄭維健

# 環球競賽中的 中國健兒— 為香港的證券市場定位<sup>1</sup>

27

1998年8月

**雖**然今天我們身邊有成群結隊的經濟和金融分析員，但究竟是甚麼力量推動了一個金融中心的演進或導致其瓦解，對我們來講仍然是一個謎。香港在過去20年崛起成爲一個主要的國際金融中心，這並不是有遠見的策劃的成果。可是，這樣的發展也不可能純粹是意外。這實在是在特定的管理、文化、地理和歷史架構下市場力量聚合而成的結果，最後造就成一個世界級、可以稱得上是最精銳，而且肯定是亞洲最國際化的金融中心。

在過去12個月，金融風暴席捲亞洲，這顆明珠的光澤稍爲遜色。雖然香港沒有像亞洲其他經濟體系一樣在經濟和金融管理方面犯下錯誤，但仍然不可避免地深受動盪所牽累。在全球金融市場來講，亞洲整體的重要性已大不如前。

在現在的情況下爲全球金融中心競賽點將，還說甚麼亞洲“健兒”，有人聽起來也許會覺得這只是痴人說夢。不過，我認爲這樣的反應並沒有道理。我們不應該讓亞洲金融市場目前

<sup>1</sup> 鄭維健博士未公開發表的文章。

消沉的狀態遮蓋了國際市場演變中較長遠的發展趨勢，而這些趨勢不會突然一下子改變方向。東亞和東南亞的新興經濟體系在過去20年以前所未有的速度增長，它們不可能一下子喪失了過去刺激增長的基本元素。在這些國家中，大部分正在穩定地修正金融市場基本結構上的弱點，也就是它們最近衰退的基本原因。不管這些國家需要一年、兩年，還是三年時間才能回到增長的軌道上，可以肯定的是它們一定能夠恢復元氣。到時候，它們的股票市場也會回復生機。隨著這些經濟體趨向成熟，它們的增長速度也許會慢下來，但整體的表現仍會在一段長時期內超越歐洲和北美洲的主要經濟體。而近期的風暴更產生了一個副效果，就是中國內地、香港和台灣在亞洲的影響力比以前更為巨大。

如果以上的長遠假設是正確的話，亞洲和世界其他金融市場之間的平衡終有一天會恢復過來。事實上，亞洲(特別是中國)的地位會再次提升。因此，我不會修正過去公開發言中對香港國際金融中心角色未來持續擴展所表現的樂觀態度。

回顧歷史，我肯定英國冒險家在上一個世紀從中國手上奪取香港的時候，並沒有想過自己正在為21世紀其中一個全球金融中心奠下基礎。就算是在30年前，這樣的概念對香港的管治階層來講也是遙不可及的。要到70年代，香港才開始聚合了發展國際金融中心的動力。這股發展的主要催化劑是香港市場的開放性。香港市場在大部分亞洲中心仍然很大程度上處於封閉狀態，並受到官僚習氣所約制的時候，就已經對來自世界任何地方的銀行、經紀、基金經理和其他市場參與者全面開放。這種開放態度有賴一個被認為是公正、客觀的法律和行政架構所支持。當然，香港整體經濟為香港金融市場的快速增長提供了

動力，而自鄧小平採取開放政策以來，中國內地在80年代和90年代的高速發展，也為香港提供了增長的動力。開始時，香港的金融界主要是英國人，但在過去20年來已經變得高度國際都會化，而各金融服務業界也各自培養出可觀數目的本地專才。

然而，建制架構仍然大致上保留了前政府所制定的原來面貌。

香港是中國的一部分，這已是既定的事實，究竟原有架構是否得以保留？而且是不是應該保留呢？

到目前為止，表面看來一切都跟過去沒有分別。雖然亞洲金融危機帶來了種種情況，“一國兩制”的制度幾乎完全按照原意推行。擔心來自內地當局的干預根本沒有出現。香港真正由香港人來管治。至少在證券市場，舊有的系統基本上還是維持不變。

正因為不變，所以有危險。我不是說在殖民地時代確立的制度本來就不妥當，而是說，到了今天，這制度在多個重要方面有所不足。這跟香港回歸中國根本扯不上任何關係。我們的制度有改革的必要，因為我們的市場目前所處的國際環境已大大改變，而我們適應的步伐卻遠遠追不上環境的變遷。

話說回頭，其實香港因回歸而面對的主要風險，並不是法庭喪失獨立性，或者是公民自由被剝削，而是在回歸前的一段時間，要推行任何公共政策的改革都困難重重。當時最主要的關注是避免在敏感的過渡時期做出任何會導致“翻船”的事情。雖然這樣的憂慮沒有阻止重要的政策部署，好像香港金融管理局的成立及展開營運和在此之前成立證券及期貨事務監察委員會(證監會)，但掌權者明顯不願意處理證券市場的較長遠策略事務，或者正視任何革新香港建制或法例的富爭議性提



議。在這一點上，我既在期間出任聯交所的主席，必須分擔政府、證監會所承受的責難。最讓人難堪的是，在過渡期間，在我們這樣一個重視共識的社會裡，任何會影響我們經濟社群中有勢力或者聲音較大的界別的系統性改變，都會被視為“不切實際”。這段政策停頓的時期，卻偏偏碰上了世界證券和衍生工具市場因為科技躍進、全球化及金融中心之間競爭加劇等現象而快速改變。

我不敢自詡是經濟大師。不過，在全球金融中心演化的過程中，某些浮現了一段時間的趨向，目前已變得更為明朗清晰。

首先，數目繁多的“國家”金融中心會逐漸被淘汰，剩下少數國際金融中心。隨著銀行、投資者、發行人和中介人把業務推向全球，國家疆界已愈發變得無關重要。這將導致金融市場活動集中在少數全球金融中心(這對香港而言意義重大)和全球性公司手中。未來幾年的發展很可能會決定哪幾個城市是這場全球比賽中的勝利者。

第二個明顯的趨勢是電子市場正在逐漸取代傳統有形的市場。電子化也是市場超越國界的其中一個原因。股票和期貨市場(特別是如果他們一向受國家時間限制其運作時段)將會發現它們的市場會被其他交易所、全球化證券行、信息供應商，或是透過互聯網絡經營的越界交易系統所蠶食。如果政府維持削弱市場在國際上的競爭力的稅收水平(好像繼續收取證券交易印花稅)，淘汰過程將會進一步加速。成本和效率主導了生意流向。時區不再是決定市場競爭對手的因素，因為銀行和交易商已經能在同一個中心24小時運作。

第三個趨勢是金融服務已變成一個非常複雜和競爭激烈的精銳行業。商業銀行發現它們的傳統借貸業務部分已被證券市

場搶奪。股票經紀的角色已愈來愈式微；一定要找到新的附加價值，才能讓人覺得佣金收得物有所值。零售投資者也正逐步被負責管理由個人資金匯集而成的基金的機構投資者取代，而後者所採用的投資策略更為複雜和精細。金融產品的系列日益擴大，複雜性也與日俱增，當中包括將多元化的資產和現金流向證券化、大量不同形式的掉期產品湧現、股票期貨和期權應運而生，而定息產品和商品期貨市場興隆，結構性產品和合成證券這些專門為承擔和管理風險而設計的投資工具，更是層出不窮。這些技術主要來自美國及某部分來自歐洲，只有很少的部分源自亞洲。

第四項趨勢是政府已愈來愈開放，減少對市場的監管，以使經濟更有效，金融中心更具競爭力。最近的金融危機加速了這項趨勢在亞洲的發展。結果是香港過去因為開放、較少受繁複條例所制約而享有相對於其他亞洲市場的競爭優勢已消失。

有人或者會認為科技革命、全球化和放寬管制的趨勢會淹沒金融中心的概念——投資者和交易者再不需要親臨市場，因為電腦會把市場帶到他們跟前。可是，到目前為止，這並沒有發生。事實上，金融公司繼續在愈來愈少數的幾個城市大量結集。

為甚麼會這樣呢？我相信最重要的原因，是這些重點城市能讓提供高科技金融產品、服務的企業和從業員，跟同行或是有關行業的公司或專業人員聚集一塊，再加上像律師、會計師和資訊科技商等專業服務提供者的充分配合，自然能發揮理想效益。創新能使市場繁榮；只要有大量有創意、有智慧和有共同或相關技能的人互相交流、競爭，創新改革便會出現。信息是這個社群的命脈。又因為電腦網絡能夠更快速地把信息從更

遠的地方輸送過來，電腦用戶只需要留在一個地方，一個他們覺得最有效率、刺激、舒適和成本最具競爭力的地方，便可以從事各種專業活動。所以，只要有足夠的金融市場專業人士聚首一堂，他們便會發揮凝聚力，吸引更多的專業人士到來。可是，這種牽拉力一旦循相反方向發揮，其他具有活力的金融中心自然會蠶食其精華，而有關的金融中心便會迅速解體。

金融服務和產品日趨精進，把金融中心推向更集中化。小型公司被迫要把業務專門化，較大的公司則完全以產品發展的需要來組織人手，不再受地域界線所局限。一般來講，一項產品會在該產品所需的專業知識(包括風險管理的能力)集中的全球中心運營。能夠累積產品專業技能的金融中心將演變成爲全球市場的樞紐。產品經理也許仍需要在其他地方設立前線經營點，接觸顧客，但是產品中心才是該門生意的真正“大腦”。

全球的投資者愈來愈傾向以全球視野來檢視個別金融服務界別業務，不再用地域來劃分市場。這種趨向進一步鼓勵了國際證券公司採取產品主導的政策。

影響這些全球樞紐的發展的其中一個主要因素，是本地勞工市場能否提供受過相關教育、訓練和經驗的人才，爲產品開發和管理作出貢獻。有經驗和有創意的人才也許會經常從一家公司過檔到另一家，但他們多會留在一個能夠讓他們處於金融市場科技發展前線的金融中心。

另一個對金融中心演進有重要影響的因素，是一個金融中心所擁有的“本土”市場的規模。如果本土市場的需求強大而且成熟，能夠配合需求的金融公司將能發展技術和發揮規模效益，變得在國際市場中更有競爭力。這也是北美洲有強大基礎的公司愈來愈壟斷世界市場的原因。

在股票和期貨交易所的世界，還有其他一些已經浮現多年的全球趨勢，最近加快了發展節拍。

首先，前身是經紀俱樂部、設有規章保護會員利益的交易所，由於形勢所迫，已紛紛變革成為在白熱化競爭下運作的生意，必須回應顧客(投資者和上市公司)的需求。機構的商業利益(提供具競爭力價格、創新服務)和很多會員的利益(例如要維持價格限制或某形式的交易模式及限制競爭)之間，無可避免地存在了潛在衝突。倫敦證券交易所和倫敦國際金融期貨交易所最近的紛爭也是同出一源。擁有現代管治和管理架構的交易所，好像法蘭克福的德國交易所，比較容易制定和執行具競爭性的現代管治策略。正因為這方面的需要，很多歐洲的交易所(像法國的法國國際期貨及期權交易所、阿姆斯特丹、斯德哥爾摩和米蘭證券交易所)以及其他偏處一方的交易所(包括澳大利亞)都從會員制改為股份制，即是把交易所的所有權、管治權與交易權清楚分開。

該過程便利了另一項趨勢的發展。這項近期已愈趨顯著的發展就是衍生工具交易所和現貨市場經營者之間的合併潮流。推動該項潮流的因素包括為顧客提供綜合服務(包括跨市場按金制度)以及更有效率的點算交收程序。這股合併潮流在歐洲特別盛行 — 例如在荷蘭、法國、德國、瑞典、奧地利和瑞士，但都是比較近期的發展。馬來西亞最近也把股票和期貨市場合併。

交易所和衍生交易所等機構面臨的第三項趨勢，目前正非常有力地凸顯出來 — 跨境交易所的合併。這過程始於法蘭克福與巴黎之間的合併，但因為最近倫敦證券交易所和法蘭克福交易所宣布合併，而步伐急劇加速。斯德哥爾摩和哥本哈根已

經在此之前達成合併協議。此外，很多歐洲交易所之間也形成了聯盟，以擴大遙距參與市場的會員基礎。

這些不同的全球趨勢對香港有甚麼啓示？我們需要作出甚麼改變來維持作為金融中心的競爭力？

第一點，我們要維持和增加香港專業精英的數目。亞洲金融風暴確實對我們造成傷害。雖然香港很可能保持，甚至提升本身在亞洲的位置，但總的而言，亞洲在全球的重要性已下降。某些界別的外籍僱員更因為金融活動緊縮而外流。一般而言，受影響的範圍都是那些“涼白開水”一類的業務（像經紀服務），附加價值也相對較少。比較高層次的產品專家則仍然留在香港，也有新的技術人士到達，希望能掌握新機會——例如企業重組、合併和收購、私人股本投資的業務機會。

另一項較為重要的關注，便是按照主要國際金融中心的標準而言，香港的成本仍然偏高。雖然香港的租金、地產價格和員工薪金在過去12個月以來一直向下調整，但成本仍然偏高。相對成本不但影響香港和其他像新加坡的亞洲城市之間的競賽（尤其是關於基金管理的範疇），而且也關係到香港和倫敦和紐約等全球金融中心之間的相對地位，因為這些中心正積極擴展全球性的金融活動，好像重整複雜的企業融資交易，包裝及把債券和股票在國際市場上市，設計和出售衍生產品，買賣國際債券和其他場外交易的證券。它們比起其他亞洲中心更威脅香港的業務發展。相對成本也影響了全球性金融機構在哪些地區安排不同的活動。作為涉及中國業務的中心，香港在現階段對手甚少。可是，香港在這方面的價值及未來作為金融中心的份量，很大程度上要視乎我們是否能成功建立其作為全球市場活動的樞紐之一的地位。香港在這方面的位置仍然未確立。成本

是否具競爭性會影響國際銀行、基金經理、信息服務提供者、交易系統、證券行、投資銀行等利用香港作為高科技活動中心的程度。這正是我們所謂的“凝聚”現象。

怎樣才可以建立和維持一個具備某個關鍵數量的凝聚群體？另一個重要元素是勞工市場內要有適當的技術人才。這是香港既有資源中仍有所缺乏的一方面。雖然近年已有不少香港人學懂了參與成熟的環球市場活動所必需的技能 and 產品知識，參與者的主要來源還是英美體系的金融中心。要培育更多有受過教育和適當培訓的本地人才，必須要政府提出具體可行的政策建議，以及獲得證券業界的踴躍支持。

香港金融市場建制內機構(如聯交所和期交所)的規章和組織架構，在全球環境下，愈來愈顯得落後和不適當(這點我已多次公開提出)。最急切需要進行的，是把所有權和交易權分開，以防交易所會員的商業利益模糊了組織的策略性視野，妨礙執行使香港市場變得更具競爭力和效率的措施。會章改革將會是現貨和衍生工具市場更緊密結合的前奏，而後者的結合最後將是無可避免的。我清楚知道這樣的改革會引起的爭論。我們活躍的本地經紀在近年已漸漸成熟。我們正經歷的市場動盪很可能會讓更多人認識到改革是必須的。政府清楚的策略性視野和領導是進行改革所必要的。否則，當亞洲的交易所無可避免也像歐洲的交易所一樣進行合併時，香港的交易所實現維持其優勢的策略方面，也將會困難重重。

在監管方面，香港仍然維持了條例相對精簡但有效的優勢。可是，在保護投資者方面仍然有弱點，而這些弱點已明顯存在多年。問題的影響會愈加深遠，因為投資者會把香港和更嚴格監管的發達市場作比較。在這方面的其中一項首要關注

(正如我曾多次公開提出)，是引入更有效手段執行現有法例，以防止上市公司的控制人和管理層剝削小股東權益；這包括了引入一套法定的上市公司董事守則，以填補《上市規則》和《收購守則》缺乏法律效力的漏洞。我們目前針對內幕交易或上市公司的調查機制也嫌過於繁瑣。我們處理跨境和跨市場違規行為，以及日新月異的市場操縱手法的系統，有必要加以強化。當然，這問題需要國際間更廣泛的合作才能解決。

以上的只是我相信香港如果要在全球競賽中保持狀態所需要增強的部分範圍。其實，所需要採取的行動完全在我們能力範圍之內，但我們必須要有絕對的決心才能有效地執行。

香港作為全球中心的成功長遠來講，不但與我們成功地作為一個“向外展現中國的窗口和中國面向世界的窗口”關係極為密切，更與我們能否成為將會參與世界市場的中國的主要國際金融中心息息相關。因為歷史原因，對中國來講，香港仍然是一個“離岸”金融市場。在現階段，人民幣還未能全面兌換，局限了香港擔當中國企業與國際投資者之間中介人的角色，或者把內地的儲蓄導引至有建設性的用途。內地和香港結合在金融市場所能產生的潛在能量非常龐大，但暫時來講我們利用這些能量的程度仍然非常有限。這樣說並不是要低貶過去五年內地和香港合作的可觀成就，包括發展H股市場、擴大香港紅籌股市場。雖然這些指上市公司在亞洲的低迷市況受到嚴重影響，但其基礎仍然健在。

可是接下來，我們應該何去何從？我們要採取甚麼步驟才能使香港累積所得的金融市場技巧，在重整內地經濟的過程中發揮更大的作用，並同時給予香港仍然缺乏的資源，一個真正的金融市場後勤腹地？

我並沒有現成答案。這方面的發展很大程度上掌握在內地領導人手中。可是，我希望建議一些思考這些問題的方法。

首先要提到的是衍生工具。隨著內地企業管理趨向成熟，它們會採取更老練的方法來控制金融風險。有些企業多年來一直廣泛運用美國等地的衍生市場來規避國際風險。可是，很多內地企業和中國內地的外國投資者面對的風險，都是跟本土市場有關的。目前人民幣只能有限度地自由兌換的情況不應構成難以克服的困難，阻礙香港設計出規避有關風險的投資工具。香港有大量這方面的專才，配合具備一定衍生工具監管經驗的監管機構。發展下來，市場對這些產品的需求會增加。如果這樣的一個市場不在中國植根，它便會在其他地方發展成形。

以香港作為基地的金融機構如果能更廣泛地參與內地證券市場，它們將能對內地市場的發展效率作更重大的貢獻，例如在管理共同基金、公積金和退休金計劃、人壽保險和其他受合約限制的儲蓄。這將會幫助內地市場建立一個機構投資基礎，從而加快它們的成熟速度，並同時為直接存款提供一個通往建設性經濟用途的機制。同樣地，在投資銀行方面，這些公司可以籌劃和包銷本地發行的證券，並提供企業融資的顧問服務。在這方面，透過合資經營的外國參與原則已建立。香港在這方面所累積的專業技能，大部分由國際操控的公司把握，可是運作的人士愈來愈多是本地人。不用說，從香港輸入這些專業技能，當然比從外國輸入更合適。

隨著香港和內地在金融市場方面的夥伴關係發展，股票交易所之間的聯繫也應該增強。雖然香港和上海之間有一定的競爭(我會在稍後再作解釋)，大家其實也可以透過出售對方的產品而獲利。地理上的接近和產品的互補應該能把深圳和香港拉



近。香港有高科技金融服務的專長，以及一個已發展的市場架構，深圳則有通往內地投資者的現有通道。在目前階段，可能還不能把這些互相配合的元素連繫起來，可是我們至少可以為未來渾然天成的夥伴關係打好基礎。

我不會低估把一個已確立的國際金融中心跟一個仍未成熟的新興市場連成一氣的困難。我們在紅籌股的範疇已體會其中的問題。可是，學習的過程已經開始，而且已有一定的成績。要把文化差距縮窄，唯一方法是繼續穩定地增加市場的混合，並在監管方面緊密合作，以防止和處理市場上的違規行為。在某些市場界別香港的標準會面對下降的風險。可是，為了中國和香港的整體利益，我們有必要承擔這個風險。內地市場也會因為擴闊了接觸，更了解國際市場所要求的水準而獲益。香港必須在這個學習過程中不斷精益求精。國際投資者開始時會對這些還未建設成熟的內地股份持觀望態度，但隨著他們漸漸對市場感到更放心，可買賣的股票量增多，利潤前景最終還是會吸引他們參與的。在目前低迷的市況，這樣的預測聽起來好像過份樂觀，但我相信情況在未來幾年將會明顯不過。

正當我們預見內地和香港之間的種種發展一步步落實，全球的市場也同時繼續推進。亞洲很可能不會像歐洲一樣產生一種單一貨幣，但市場之間的聯繫將會快速發展。亞洲交易所之間會形成聯盟，而可能更重要的是，亞洲和歐洲、北美洲交易所之間也會產生聯盟，以便可買賣大家的產品或者合作開發新產品。香港的交易所必須提高警覺，物色最適合的策略性夥伴以建立聯繫。對象可能包括跨國的電子交易系統經營者。流通性和交易額應該是選擇對象的重要條件。究竟在甚麼程度上香港被認為是引往內地投資者的(實際或潛在)通道，將會影響我

們在這個“擇偶”遊戲中能取得的槓桿效應。如果我們的交易所是純粹商業運作，沒有歷史性的會員治理結構拖累，我們將能更積極預測市場趨勢而作好部署，而不是採取被動態度，白白看著其他金融中心作出各種策略安排。

香港和上海的關係無可避免地有一點愛恨交纏。一方面，大家互補性很強，兩個中心都會因為中國證券業的發展而獲得裨益；目前，上海是中國的主要本土中心，香港是中國的國際中心。可是另一方面，長遠來講，本土和國際中心之間的距離必須縮短。上海從來不否認本身的國際野心，香港也不應嫌棄未來扮演一個重要本土中心的角色。這是自然和必要的演化，也會加強香港在國際競賽中的地位。一個龐大的市場內有兩個互相競爭的金融中心並不是一個問題。紐約和芝加哥便是一個好例子。重要的是，它們以效率和為市場用家帶來的利益作為競爭的基礎，而不是試圖假借政府之手，運用政治影響力來左右市場發展方向而從中獲利。成功的金融中心是由市場創造的，政府的角色應該限於提供一個有效和客觀的法律和監管機制。

不過，上海和香港的競爭並不是金融中心在未來全球市場中地位之爭的重要課題。上海要像香港一樣聚集國際機構、從業員、產品知識、金融市場活動和支援服務，將需要多年的經營，並且要經歷文化上的改變。金融中心的全球競爭並不是昨天才開始的，競賽已經進行幾個回合了。香港已建立了本身的地位——雖然仍然落後於紐約和倫敦，但若以國際交易量來講，卻領先歐洲市場。在亞洲，我們面對新加坡的嚴峻挑戰。新加坡現正努力使本身的監管機構行事更利落、更方便其使用者，並且間接地利用投資者和存款者對香港政治前途的憂慮來

擴大本身的網絡。在商業銀行方面，新加坡已非常迫近香港。在快速發展的證券市場中，香港仍然擁有更大的關鍵性規模。

東京的定位很複雜，跟香港的處境也很不一樣。在80年代錯失了成為三大世界金融中心的機會，東京目前已銳意展開反官僚化行動，開放市場。外國銀行、證券行和基金經理正湧入，帶來了新概念和金融產品。但是它們的主要目標是日本本土市場，特別是大量的居民存款。東京不大可能成為管理在中國和東南亞業務的基地，部分是因為日本和亞洲其他國家的文化差距，以及在東京設點的生意成本高昂。所以，這位“日本健兒”可說正向不同的方向奔馳。

香港仍然是全球競賽中名列前茅的亞洲健兒。現在我們已是中國的一部分，也已經證明政權過渡並沒有破壞我們的市場制度、法制或者信息自由流通。香港的地位會比過去任何時候更鞏固。我們的市場有一個新發展的層面，而最終一定會演化成為一個讓香港累積所得的金融技術發揮的真正腹地。我們能否全面取得這新位置所帶來的好處，要視乎四項條件。第一，我們能否把我們的市場進一步現代化，使它們更具競爭力；第二，我們是否能夠增加金融專業人才的數量，一方面積極培訓本地人才，另一方面維持香港對高水平外國專才的吸引力；第三，我們是否能把成本價格維持在能與其他全球中心競爭的水平；第四，也許是最重要的一項，我們能否動員中國領導層支持這匹香港良駒，讓香港充分利用其本身天然的、已擴張的“本地”市場。

## 後記(2001年8月)

當我回顧自從這篇文章寫就之後的3年間的發展，我驚訝於歷史在這短短的期間的急劇發展。中國本土證券市場的發展演變之快，幾乎已可以設想到其日後的規模和自足程度相信可與美國媲美。這個規模主要是來自本地儲蓄的規模及中國將有關儲蓄動員起來的能力，使到中國的增長愈來愈少依賴通過股票市場吸納外來資金。我們現在可以很清楚預見中國將會成為亞洲的主導證券市場。因此，中國整體將會在這場百駒競逐的競賽中脫穎而出。

但香港在中國這個格局中發揮甚麼作用？這是香港目前的政策制訂者面對的問題。這些政策制訂者能否成功維持香港在國際證券市場中佔據前列位置，將會在某個有限的程度上左右有關的結果。但最關鍵的因素，即人民幣何時全面自由兌換，卻在其控制之外。當這個情況出現，香港將會成為中國市場不可分割的一部分，並將可以在循環引導內地龐大的本地儲蓄(在中國或從中國引導至境外)中，扮演著一個更全面的角色。



葉謀遵

# 香港期貨交易所— 香港金融基礎設施 的主角

28

九龍扶輪社午餐會

1999年2月4日

談起期貨，總有說不完的話題，以致我經常被人投訴長篇大論。儘管我在期貨方面不是科班出身，但是我已經在香港期貨交易所董事會工作八年有餘，大部分時間擔任副主席，並在最近擔任主席。因此，期貨確實是我心愛的話題。

去年8月港元所受到的衝擊以及隨之發生的諸多事件，使香港期貨交易所備受關注，隨之而來的是更多誤解。因此，我非常高興能夠與大家直接對話，希望我可以讓大家看清期貨交易所如今的真實面貌。

為此，我要向大家介紹一下期交所如何發展成爲香港金融舞台的主角。然後，我想談談期貨市場的主要參與者和幾種主要的風險。最後，我將簡要介紹一下我們如何帶領期交所跨入新世紀。

所以，如果大家不介意，我要回到期貨這個話題上來。

## 搭建舞台

香港期貨交易所(期交所)成立於1976年12月，原名香港商品交易所，1985年改爲現名。

期交所於1986年開始成功推出金融期貨，即恒生指數期貨交易，但是一年後就遭遇首次危機，相信在座許多人可能依然記得，當時在1987年10月黑色星期一市場暴跌後，期交所須暫停交易四日。

遺憾的是，這導致我們當時的一些會員無法滿足追補按金要求，那一段時間確實不堪回首。

但是星移斗轉，我們不斷地學習，香港也不斷地學習。1993年，期交所增加產品品種，引入恒生指數期權交易，與恒生指數期貨互補。二年後，我們推出自動交易系統(我們稱之為ATS)，與公開叫價交易方式互補，並最終取而代之，稍後我會詳細談談這一點。

我們的公開叫價交易系統在一個規模不大的交易大堂運作，有300多名交易員，身穿著不同顏色的馬甲，在交易場中用喊叫和各種手勢這些最傳統的方式公開競價。許多主要的期貨交易所仍然堅持使用這種交易體制，但是電子化是全球的趨勢。

我們目前有8種交易產品，1998年全年交易量為850萬張合約，其中，我們的旗艦產品恆生指數期貨合約仍在全球股票指數期貨市場中位居前列。

在國際舞台上，我們也發揮著影響力。香港期交所是1995年霸菱事件後，成立全球工作小組並提出60條建議的十大交易所之一，也是亞洲唯一一家參加該工作小組的期貨交易所。另外，目前仍擔任我們特別顧問的期交所前行政總裁艾華利先生，現任國際期權市場協會的主席。

期交所本身由董事會管理，董事會由13位董事組成，有些董事代表會員公司，其他董事則來自商界、學術界以及沒有市場從業背景的界別，不一而足。董事會設有一名非執行主席，目前由

我擔任，和一名行政總裁，現由喬偉能先生擔任。1995年之前，喬偉能先生任香港證監會副主席。

期交所現有130多家會員公司，其中大多數都註冊為“期貨交易商”，一個最近數月備受攻擊並時常與帶有貶意的“投機者”相提並論的名稱。稍後，我還要就此多說幾句。

期貨合約的結算和交割由香港期交所的全資附屬公司香港期貨結算有限公司執行，其職能是在每一筆交易中作為交易雙方的對手，這樣就消除了不履行合約的風險，並且保證所有合約都能得到執行。

我們與股票交易所一樣受證監會監管，並受到5個不同的條例的約束。

## 對沖者、投機者和套戥者

在全球金融舞台上，不同的人在期貨市場扮演不同的角色，大多數參與者可以分為以下三類：對沖者、投機者和套戥者。

第一類，對沖者。對沖比較保守的用途是市場用家用作投資者建倉投資，或保護未平倉期間很可能發生價格波動的未平倉合約(已經買入的商品合約、外匯或證券)。比如，持有股票長倉但未有賣出的投資者可以做對沖交易，以免股價將來下跌。

換言之，期貨提供一種正式的方式，把風險從那些希望降低市場風險的人士，轉移到那些願意承擔這些風險的人士，從而賺取回報。

關於對沖者已經講了很多，“投機者”又是怎樣的呢？

投機者有時被稱為“捕風捉影的交易商”，可能是金融舞台上最飄忽不定的賭客，但我們不應該全盤否定其作用。畢竟，他



們願意承擔比較保守的投資者希望對沖的風險。因此，投機者對於香港期貨市場以至整個金融市場的成功至關重要，因為正是他們與其他市場用家之間的互動創造了市場流通性，促進了投資者、基金經理、銀行和各類公司有效地進行市場交易。

所以，投機活動確有其積極的一面，那麼套戩者又怎樣呢？

他們是其中一類市場用家，有時被錯誤地定性為“賣空者”。從技術上講，這些人完全是非投機性的。套戩是把在一個市場的倉盤轉到另一個市場，以利用兩個市場之間存在的價差獲利。套戩不是投機活動，因為交易商只有在準確地瞭解兩個市場的匯率或價格後，才會從一個市場轉到另一個市場，而且只有在利潤大於交易成本時，才會這樣做。這些“套戩者”同樣在全球市場發揮重要作用，因為他們的套戩活動有助於解決有關市場和產品的市場和價格機制失效的問題。

對沖者、投機者和套戩者三足鼎立，形成任何成功的期貨市場的三根支柱，因為他們彼此交易，創造了流通性。

## 風險

談過期貨舞台上的三個主角之後，現在該探討一下戲劇本身的主題了，如果要我只用一個詞語來概括這個主題的話，我會選擇“風險”一詞。的確，風險(或者風險轉移)是期貨業務的精髓所在，而且香港期交所的主要作用就是提供一個舞台，一個投資界可以對沖和共擔風險的市場。

那麼，風險是甚麼呢？風險可分為四大類：交易對手風險、市場風險、法律風險和系統風險。

**交易對手風險**與我們擁有的結算所的擔保人角色有關，其實是一種信用風險，因為一旦一家會員公司無法履約完成某一交易，結算所便要負責保證向未違約的另一方會員公司付款。這一概念也適用於定期同期交所進行交易的任何外部機構，例如結算銀行和託管人。

接下來是**市場風險**。市場波動越大，風險越大，因此，市場劇烈波動時，結算所會實施即日追補按金的作法，確保每個倉盤都有充足的平倉資金。即日追補的按金必須在60分鐘內完成，只有在極個別情況下，即日追補的按金沒有到位。一旦發生這種情況，有關的會員公司可能會被禁止再建新倉，也可能會被強行平倉。這一優良紀錄已保持多年，證明我們的風險管理系統非常審慎，行之有效。

第三種風險是**法律風險**，當結算所與結算銀行就結算所和其會員公司保證金帳戶之間的資金劃轉產生分歧時，就會出現法律風險。

最後是**系統風險**。因為向持有期交所未平倉合約的會員公司追收按金是期交所的職責，所以必須全面徹底地認真調查為結算所存放按金的銀行的誠信和資信，包括資金結算系統本身。如果資金結算系統出現任何故障，結算所所承擔的風險都會受到影響。

我所提到的一些風險似乎遙不可及，但是試想全球基金經理所從事交易的龐大規模，警惕這些風險絕對必要。香港期交所認為作為國際金融中心的香港，如果要揚眉吐氣並茁壯成長，就必須在風險管理方面保持領先優勢。

那麼，我們又採取了甚麼其他措施來管理風險呢？

時間不允許我在此一一細述，但我們採取的措施既全面且有效。的確，這些措施比世界上大多數(如果不是全部的話)其他交易所的措施更加嚴格。我們根據市場波動幅度不斷重新評估在哪個水平需要追補按金，嚴密控制並嚴格遵守持倉限額，而且確保儲備基金的水平可以足夠應付較大的市場風險。我們確信期交所取得的一項重要成就，便是“在市場極度波動時成功管理風險”，1998年第三季度就是一個例子，回首往事，我們引以為傲。

## 1999 — 邁向未來的關鍵一年

但是，未來是甚麼樣子呢？

我認為1999年對期交所來說確實是“邁向未來的關鍵一年”，其中一個重要原因就是電子交易系統的啓用。

雖然我們在1995年11月就首次推出ATS電子交易系統，而且我們目前的大部分產品已經在使用電子交易系統交易，但是我們的兩個約佔市場交易量90%的旗艦產品，即恆生指數期貨和恆生指數期權，仍然在公開叫價系統交易，儘管這一狀況會很快改變。今年，我們正在全速推進，逐步安裝價值1億港元的電子化交易系統。該系統將使我們的兩個旗艦產品得以轉入ATS電子交易系統進行交易，從而使期交所成為純粹的電子化市場。

然而，在新電子交易系統通過我們和會員公司進行的全面測試，並且在我們所有人都有信心“首次登場”一定會圓滿成功之前，我們不會宣布全面轉入電子化交易系統的具體日期。但是，我本人衷心希望這一天早日到來。

我們爲甚麼決定實行電子交易？我們認爲要在逐漸24小時全日運作的全球市場與世界最佳的競爭對手交鋒，我們就必須向世界最佳的作業方式看齊，如果可能的話，我們甚至要做得更好。

我想引用最近任命的證監會新主席沈聯濤先生的一句話來結束我的講話。沈主席十分清楚地概括指出：“簡言之，市場正流向那些在金融基礎設施和監管方面最具透明度、流動性、有效性、競爭力、公正性以及穩健性的金融中心。”這句話非常精闢，基本上道盡了一切玄機。

用戲院作個比喻，我認爲期交所的作用是提供舞台，吸引國際演員，制定規則，並不斷團結熱心支持者使戲院座無虛席。我認爲我們正在實現所有這些目標，越來越多的國際演員希望登上我們的舞台，同時也在吸引著更多的支持者。

今年期交所將全面實行電子化交易。新交易系統的“首次登場”將會使我們再次備受注目。屆時，全球將注視著我們，而我們亦信心十足，必定能爲香港再創佳績。

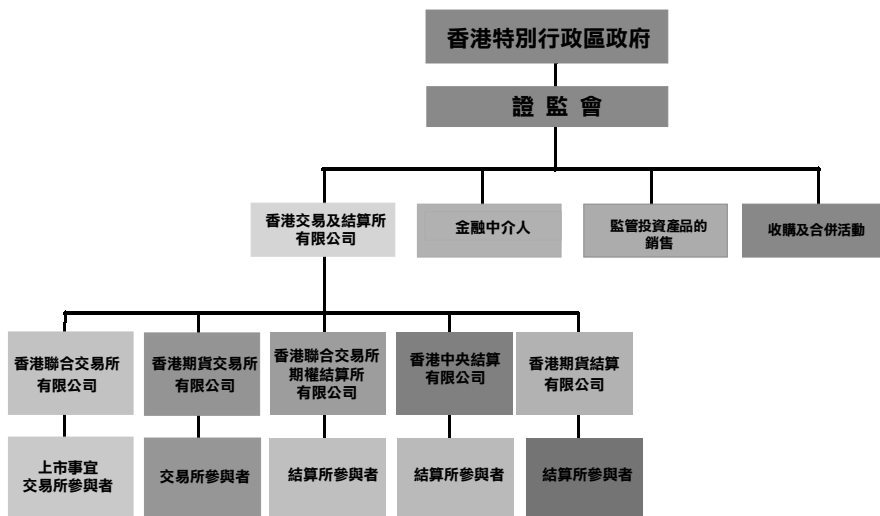


## 香港證券市場－重要指標

### 證券市場的監管架構

香 港證券市場的監管架構載於圖1。證券及期貨事務監察委員會(證監會)是根據1988年5月題為《香港證券業的運作與監察》的戴維森報告書的建議，在1989年5月正式成立的。繼財政司司長在1999年3月公布有關證券及期貨市場的全面性改革方案之後，香港交易及結算所有限公司(香港交易所)亦隨之成立。交易所的改革包括在2000年3月6日，將香港聯合交易所有限公司(聯交所)及香港期貨交易所有限公司(期交所)股份化，以及將上述兩家交易所及其相關的結算所合併成爲一家單一的控股公司，即香港交易所。香港交易所在2000年6月27日掛牌上市。

圖 1 - 證券市場的監管架構



資料來源：證監會

## 證券市場的發展

### 概論

香港的證券市場發展成熟。在2001年底，香港的股票市場(按市值計算)全球排行第10，在亞洲(日本除外)則排行第2。在2001年12月，香港的衍生工具市場在亞洲(日本除外)排行第4，並且有進一步增長及發展的潛力。表1 提供有關證券市場的重要指標。

表1 - 香港證券市場的重要指標

(除非另有說明，否則下列均為有關期間終結時的數據)

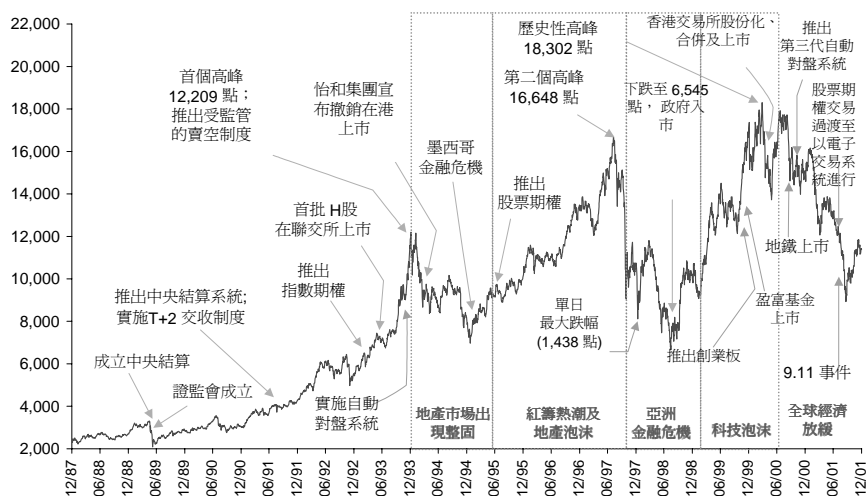
現貨市場	1988	1992	1996	2000	2001	
<b>主板市場</b>						
上市公司數目	304	413	583	736	756	
市值	總值	580	1,332	3,476	4,795	3,885
(以10億港元計)	恒生指數成分股	404	941	2,436	3,866	3,136
全球排名(按市值計算)		17(a)	8	7	10	10
市值佔本地生產總值百分比(%)		127	171	292	382	306
排行首10隻股份的市值						
佔總市值百分比(%)		46	47	52	68	64
平均每日成交額	總值	804	2,802	5,672	12,338	8,025
(以百萬港元計)	恒生指數成分股	442	1,490	3,075	5,677	4,558
交易日數目		248	250	249	247	243
流通量(%) (成交額/年終市值)		34	53	41	64	50
恒生指數		2,687	5,512	13,451	15,096	11,397
市盈率(恒生指數)		12.51	14.23	17.30	12.74	15.06
集資額(以10億港元計，按年度計算)		19	105	100	451	59
<b>創業板市場</b>						
上市公司數目	n.a.	n.a.	n.a.	54	111	
市值(以百萬港元計)	n.a.	n.a.	n.a.	67,290	60,964	
平均每日成交額 (以百萬港元計)	n.a.	n.a.	n.a.	341	162	
創業板指數	n.a.	n.a.	n.a.	309.42	199.42	
集資額(以10億港元計，按年度計算)	n.a.	n.a.	n.a.	16	5.8	
<b>衍生工具市場</b>						
產品類別		1	1	5	6	8
成交額	所有產品	140	1,089	7,215	9,261	10,550
(以每千份合約	恒生指數期貨	140	1,089	4,656	4,023	4,400
按年度計算)	恒生指數期權	n.a.	n.a.	1,094	544	716
	股票期權	n.a.	n.a.	1,270	4,189	5,202
未平倉合約	所有產品	1,163	14,212	147,493	534,975	356,870
(合約數目)	恒生指數期貨	1,163	14,212	38,524	31,246	33,138
	恒生指數期權	n.a.	n.a.	56,841	10,519	29,741
	股票期權	n.a.	n.a.	50,981	462,494	231,657
備註：(a) 1990 年的數據						
n.a. - 不適用						
資料來源：香港交易所、國際證券交易所聯會、恒指服務有限公司						



## 價格指數

在1994年1月，香港的地產市場迅速發展，再加上內地公司開始以H股及紅籌的形式在香港上市，香港股市攀登上第一個高峰。隨後的紅籌股熱潮使恒生指數於1997年8月出現第二個高峰，錄得16,673點。由於出現亞洲金融風暴，恒生指數下跌至1998年8月單日最低點的6,545點，其後香港特區政府入市。隨著經濟好轉及科技股熱潮出現，恒生指數在2000年3月攀升至18,302點的歷史新高。其後，科技泡沫破裂，有關情況持續至2001年，再加上全球經濟放緩，在9.11事件之後恒生指數下跌至30個月以來的最低水平9,210點，並在一個月之內，反彈至9.11事件前的水平。其後，指數繼續上升，並在年終收市報11,397點(圖2)。

圖2 - 股票市場重要事件：1988年-2001年

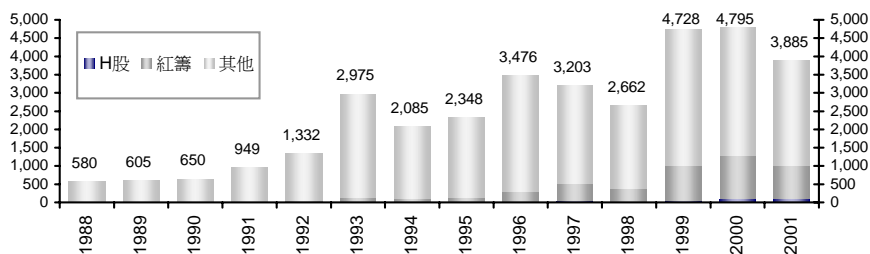


資料來源：彭博及香港交易所

## 市值

以1988年的數字計算，香港證券市場的市值上升了5.7倍。在2001年底，香港是亞洲(日本除外)第二大市場及全球第10大市場。其中一個因素是內地企業從1993年開始，以H股及紅籌股的形式上市(圖3)。至2001年底，在香港交易所上市的內地企業的市值高達10,120億港元，佔其總市值的26%。

圖3 - 1988年至2001年主板的市值(以10億港元計)

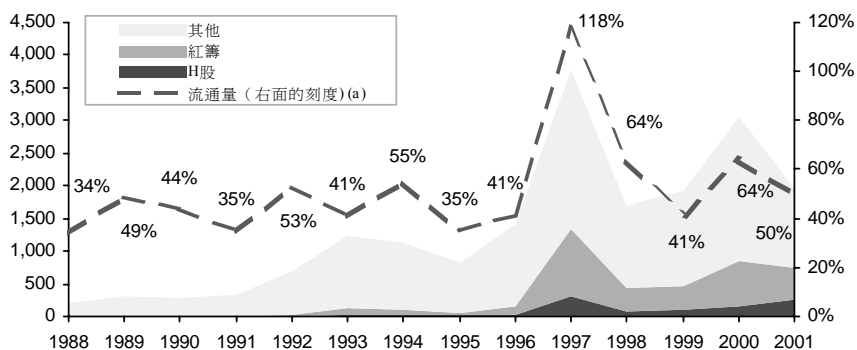


資料來源：香港交易所

## 市場成交額

市場成交額由1988至1992年期間的每年平均3,640億港元上升至1993至1997年期間的每年平均16,780億港元(圖4)。1997年更創下37,890億港元的年度成交額歷史高峰(即平均每日成交額155億港元)。在亞洲金融風暴期間，成交額下跌逾一半，但卻在2000年回升(年度成交額及平均每日成交額分別為30,480億港元及123億港元)。在2001年，交易額再次下跌，這主要是由於股價普遍下跌及在9.11事件之後，投資者預期風險將會上升所致。

圖4 - 1988年至2001年主板的成交額 (以10億港元計)



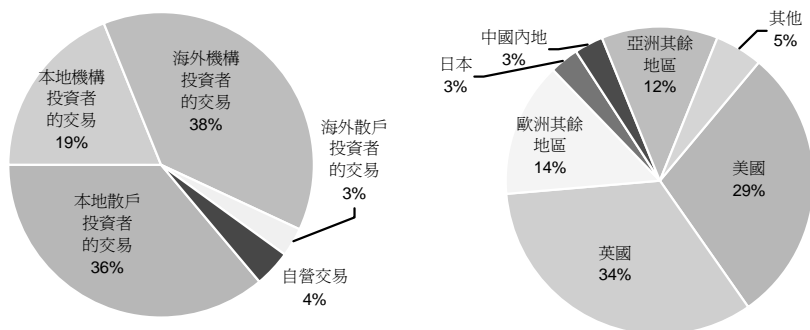
\* (a) 流通量(即%數字)以年度成交額除以年終市值計算

資料來源：香港交易所

## 投資者基礎

就投資者基礎而言，香港市場提供公平的競爭環境，當中機構投資者及個人投資者的比例相當均衡(圖5)。

圖5 - 2001年香港股票市場的成交額 (按投資者類別及海外投資者的地域分布劃分) (%)

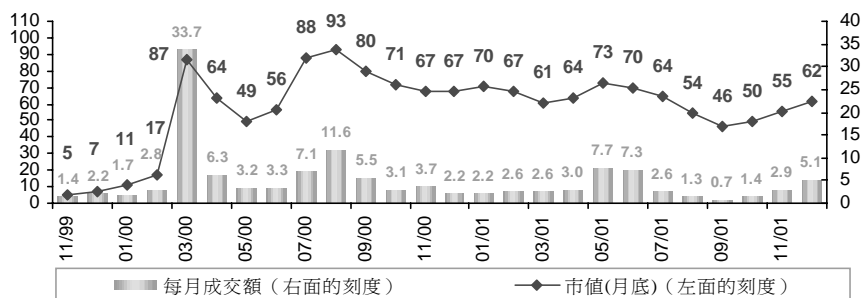


資料來源：香港交易所的《現貨市場交易調查》

## 二板市場 — 創業板

在2001年底，香港的創業板是亞洲第三大的二板市場，僅次於南韓及台灣。與全球大部分二板市場相類似，二板市場主要由科技及電訊公司組成。香港創業板的市值在2000年8月時達到最高峰，但卻在科技泡沫破裂之後大幅下滑(圖6)。自從創業板在1999年11月成立以來，共籌集到30億美元的資金。

圖6 - 創業板由1999年11月成立以來的市值(以百萬港元計)

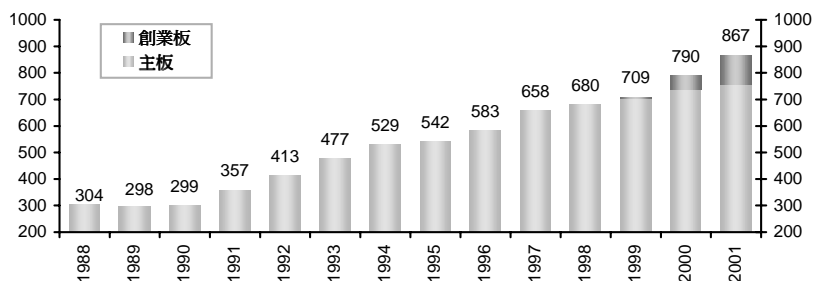


資料來源：香港交易所

## 上市公司的數目

上市公司的數目從1990年開始穩步上升(圖7)。大部分在主板上市的公司均從事不同種類的服務行業，而在創業板上市的公司則規模較小、歷史較短、具增長潛力及集中於新興行業。

圖7 - 上市公司的數目 (1988年 - 2001年)

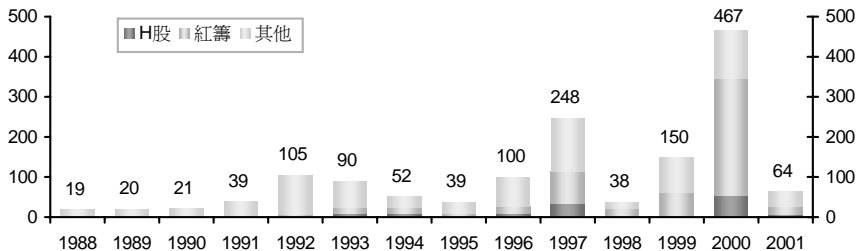


資料來源：香港交易所

## 從一級市場籌集的資金

香港股票市場在1996至2000年籌集到龐大數額的資金，反映內地企業透過香港籌集資金的強大需求(圖8)。內地企業在2000年進行兩宗金額高達2,790億元的龐大交易，使該年度所籌集的資金達到創記錄的4,670億港元。然而，由於全球金融市場呆滯，以及上市公司較少進行資產收購活動，集資活動在2001年有所減少。

圖8 - 透過香港直接或間接籌集的資金 (以10億港元計)

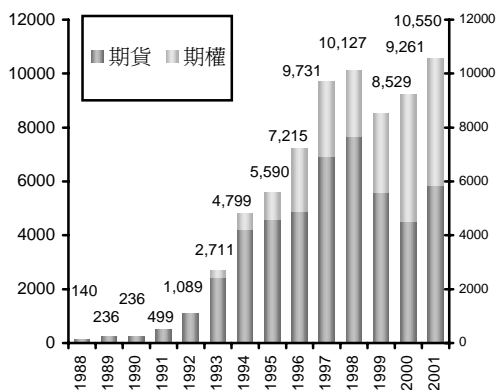


資料來源：香港交易所

## 衍生工具市場<sup>1</sup>

香港衍生工具市場的規模及品種不斷擴大。在2001年底，衍生工具的交易總量達到106億張合約，而1988年則為140,000張(圖9)。目前，香港是亞洲(日本除外)第四大衍生工具市場，提供8種主要涉及股票及指數的衍生工具產品<sup>2</sup>(圖10)。交易最活躍的衍生工具產品為恒生指數期貨。其他一些較成功的衍生工具產品包括股票期權、香港銀行同業拆息港元利率期貨及小型恒生指數期貨。香港交易所亦推出摩根士丹利中國流通股份指數期貨，及以20隻在美國、日本、南韓及台灣市場買賣的股份作為相關資產的國際股票期貨及期權供投資者買賣。香港交易所亦引入了3年期的外匯基金票據期貨合約交易。

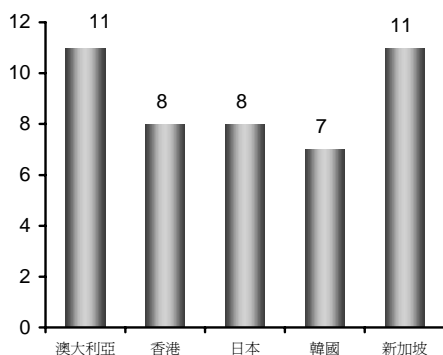
圖9 - 香港衍生工具產品的總成交額(以千張合約計)



資料來源：各交易所的網站

- <sup>1</sup> 衍生工具主要指在交易所買賣的期貨及期權。
- <sup>2</sup> 包括指數期權及期貨、股票期權及期貨、日轉期匯、香港銀行同業拆息港元利率期貨、外匯基金票據期貨及國際股票期權(期貨期權)。

圖10 - 各地交易所提供的產品類別 (2001年底)



資料來源：各交易所網站及國際證券交易所聯會

## 認可投資產品

在過去10年，單位信託及互惠基金的數目上升逾一倍。在2001年3月31日，上述投資產品的數目佔所有認可投資產品的數目超過82%(表2)。股票基金是最受歡迎的產品，以資產淨值計算，在1990至2001年期間上升14倍(表3)。在2001年3月底，為強制性公積金計劃(強積金)而設的強積金集成信託計劃及匯集投資基金共有263個。

表2 - 認可集體投資計劃(3月底)

認可產品類別	1991	1994	1998	2001
單位信託及互惠基金	920	903	1,526	1,870
與投資有關的人壽保險計劃	35	57	61	76
匯集退休基金	34	36	58	40
與移民有關的投資計劃	9	8	11	0
強積金集成信託計劃	n.a.	n.a.	n.a.	49
強積金匯集投資基金	n.a.	n.a.	n.a.	214
其他	n.a.	3	20	18
<b>總計</b>	<b>998</b>	<b>1,007</b>	<b>1,676</b>	<b>2,267</b>
n.a. - 不適用				

資料來源：證監會

表3 — 認可單位信託及互惠基金的來源地／資產淨值（以百萬美元計）

	1991		1994		1998		2001	
	基金 數目 (a)	資產 淨值 (b)	基金 數目 (a)	資產 淨值 (b)	基金 數目 (a)	資產 淨值 (b)	基金 數目 (a)	資產 淨值 (b)
<b>按類別分類</b>								
債券基金	116	6,525	118	8,628	210	12,718	307	44,544
股票基金	481	14,317	457	29,550	829	100,503	1,118	219,934
多元化基金	51	1,141	15	2,200	93	9,586	128	26,869
貨幣市場基金	189	3,343	175	3,862	189	7,078	74	15,788
基金中的基金	15	259	9	149	29	591	77	2,529
權證基金	21	173	21	443	15	277	4	22
其他專門基金(c)	2	19	41	661	31	1,629	22	1,765
傘子結構	45	n.a.	67	n.a.	130	n.a.	140	n.a.
<b>總計</b>	<b>920</b>	<b>25,777</b>	<b>903</b>	<b>45,493</b>	<b>1,526</b>	<b>132,383</b>	<b>1,870</b>	<b>311,449</b>
<b>按地區分類</b>								
香港	139	2,630	73	1,729	71	1,991	75	5,982
澤西島	130	1,606	75	3,118	79	2,839	59	6,010
盧森堡	268	3,436	285	8,871	674	48,905	1,036	183,502
愛爾蘭	-	-	62	4,501	191	11,682	299	37,211
根西島	120	2,727	127	3,461	175	5,541	95	3,644
英國	91	7,334	40	11,376	23	8,401	68	31,011
歐洲其他國家	8	5,316	11	4,512	10	5,283	15	15,172
百慕達	43	875	67	1,254	66	1,601	30	1,073
巴哈馬	19	495	22	623	8	419	4	20
英屬處女群島	-	-	25	1,965	34	2,846	26	2,215
開曼群島	75	587	103	3,028	184	4,409	149	5,474
其他	27	773	13	1,057	11	38,466	14	20,136
<b>總計</b>	<b>920</b>	<b>25,777</b>	<b>903</b>	<b>45,493</b>	<b>1,526</b>	<b>132,383</b>	<b>1,870</b>	<b>311,449</b>
<b>備註：</b> (a) 於該年度的3月31日的數字 (b) 於上一年度的12月31日的數字 (c) 包括期貨及期權基金、保證基金及槓桿基金 n.a. — 不適用								
資料來源：證監會								



## 註冊中介人

在90年代，隨著證券市場的發展，證監會發出的牌照數目上升3倍(表4a及4b)。由於預期新的勝任能力規定於2001年4月1日生效，在2001年3月底，根據《證券條例》提出的註冊申請數目顯著上升。

《2000年證券(保證金融資)(修訂)條例》引入一批名為“證券保證金融資人”的新註冊人類別。緊接新法例獲通過之前，大部分先前提供證券保證金融資的財務公司都選擇終止有關業務或將其轉移到聯營交易商公司。在2001年3月31日，共有10名註冊證券保證金融資人及268名證券保證金融資人代表。

表4a — 註冊中介人的數目(持牌商號)(3月底)

業務	1990	1993	1997	2000	2001
<b>根據《證券條例》註冊</b>					
交易商	801	685	680	701	725
顧問	417	509	620	621	659
證券保證金融資人	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10
<b>小計</b>	<b>1,218</b>	<b>1,194</b>	<b>1,300</b>	<b>1,322</b>	<b>1,394</b>
<b>根據《商品交易條例》註冊</b>					
交易商	104	106	155	164	158
顧問	53	50	124	119	128
<b>小計</b>	<b>157</b>	<b>156</b>	<b>279</b>	<b>283</b>	<b>286</b>
<b>根據《槓桿式外匯買賣條例》註冊</b>					
全權委託買賣商	n.a.	n.a.	12	8	6
非全權委託買賣商	n.a.	n.a.	7	5	4
介紹代理人	n.a.	n.a.	3	3	0
<b>小計</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>10</b>
<b>持牌商號</b>	<b>1,375</b>	<b>1,350</b>	<b>1,601</b>	<b>1,621</b>	<b>1,690</b>

表4b - 註冊中介人的數目(持牌人)(3月底)

個人	1990	1993	1997	2000	2001
<b>根據《證券條例》註冊</b>					
交易商及代表	4,109	5,076	8,539	12,175	14,898
顧問及代表	1,155	1,690	3,433	6,118	6,316
保證金融資人代表	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	268
<b>小計</b>	<b>5,264</b>	<b>6,766</b>	<b>11,972</b>	<b>18,293</b>	<b>21,482</b>
<b>根據《商品交易條例》註冊</b>					
交易商及代表	1,246	1,323	3,272	4,257	4,446
顧問及代表	80	80	331	380	409
<b>小計</b>	<b>1,326</b>	<b>1,403</b>	<b>3,603</b>	<b>4,637</b>	<b>4,855</b>
<b>根據《槓桿式外匯買賣條例》註冊</b>					
買賣商代表	n.a.	n.a.	1,349	998	817
<b>持牌人</b>	<b>6,590</b>	<b>8,169</b>	<b>16,924</b>	<b>23,928</b>	<b>27,154</b>
n.a. - 不適用					
資料來源：證監會					

## 1988年至2002年3月期間的大事回顧

由證監會發出的市場規則、守則及指引 <sup>3</sup>	
1990	《公司股份購回守則》
	《與移民有關的投資計劃守則》
	《適當人選的準則》
1991	《證券(披露權益)條例》
	《證券(內幕交易)條例》
	《與投資有關的人壽保險及集資退休金計劃守則》
	《單位信託及互惠基金守則》(第一版)
	引入股票借貸的規則
1992	經修訂的香港《公司收購及合併守則》(加入《公司股份購回守則》)
	《證券及期貨(結算所)條例》
1993	證券及期貨事務監察委員會註冊人須遵守的《財政資源規則》

<sup>3</sup> 詳情請瀏覽證監會網站(網址：<http://www.hksfc.org.hk>)。

由證監會發出的市場規則、守則及指引 <sup>3</sup>	
1994	《槓桿式外匯買賣條例》 《有關投資組合經理收取由經紀提供以換取經紀業務的現金回佣及其他非金錢利益指引》 《證券及期貨事務監察委員會註冊人操守準則》 通過《證券及期貨事務監察委員會條例》第29A條
1995	向註冊人發出的《防止洗黑錢指引》 《適用於註冊人的衍生工具場外交易活動的核心運作和財務風險管理機制》的指引 《單位信託及互惠基金守則》(第二版)
1996	《證券及期貨綜合條例草案》草擬稿的諮詢文件
1997	《適用於證券及期貨事務監察委員會的註冊人或持牌人的管理、監督及內部監控指引》 證監會發出《防止洗黑錢修訂指引》 就上市發行人的公布發出淺白語言指引 《單位信託及互惠基金守則》(第三版) 《基金經理操守準則》
1998	經修訂的香港《公司收購及合併守則》 《客戶身分規則》 《與投資有關的人壽保險計劃守則》 《集資退休基金守則》
1999	《證監會強積金產品守則》 《互聯網監管指引》 《只限於在推銷強制性公積金計劃時附帶提供關於證券投資的意見的中介人註冊指引》 《審核受託人／代管人的內部監控措施及制度的指引》
2000	首次公開發售電子認購服務的指引 《2000年證券(保證金融資)(修訂)條例》 經修訂適用於證券及期貨中介人的《財政資源規則》(2000年) 《有關〈電子交易條例〉內適用於成交單據的規定的指引》 《有關申報賣空活動及備存證券借出紀錄規定的指引》 綜合《證券及期貨條例草案》草擬本 《適當人選的準則》(修訂本)

由證監會發出的市場規則、守則及指引 <sup>3</sup>	
2001	根據《收購及合併守則》獲豁免基金經理的資格及獲豁免自營買賣商的資格的指引
	《適用於在互聯網上宣傳或銷售集體投資計劃的人士的指引》
	《持牌人進行持續培訓的指引》
	《持牌人勝任能力的指引》
	《證券及期貨事務監察委員會註冊人操守準則》（修訂本）
	證監會與香港交易所發表有關市場諮詢及創業板證券上市規則修訂的聯合公布
	有關銷售對沖基金的諮詢
	香港《公司收購及合併守則》的強制性要約條文的修訂
	經修訂的香港《公司收購、合併及股份購回守則》（第一階段）
	《股份登記機構操守準則》
2002	《單位信託及互惠基金守則》的指數基金條文
	經修訂的香港《公司收購、合併及購份購回守則》（第二階段）
	《監管自動化交易服務的指引》
	《關於建立無紙化證券市場的建議的諮詢文件》
	《證券及期貨條例》於3月13日獲通過

市場改革	
1989	證監會成立(在《證券及期貨事務監察委員會條例》通過之後)
1991	批准將若干上市職責下放給聯交所 與聯交所發表聯合聲明，表示就改組交易所理事會一事達成共識
1993	內地企業以H股方式上市
1994	引入受監管的賣空制度
1998	香港特區政府公布涉及30項計劃的方案，以進一步加強監管及營運系統，以及提高證券及期貨市場的紀律和透明度
1999	推出創業板
2000	股票及期貨交易所進行股份化及合併(3月)，香港交易所上市(6月)；證監會承擔直接監管所有證券及期貨中介人的責任

**金融基礎設施**

1990	成立香港中央結算有限公司
1992	全面實施中央結算及交收系統(中央結算系統)及T+2交收制度
1994	實施自動對盤及成交系統
1996	實施自動對盤系統第二終端機系統
1999	成立香港金融基礎設施督導委員會
2000	推出第三代自動對盤及成交系統 恒生指數期貨買賣過渡至以HKATS電子交易系統進行 電子化財政資源規則報表呈報系統正式啓用
2001	推出金融服務網絡(FinNet) 股票期權買賣過渡至以HKATS電子交易系統進行

**投資者教育**

1992	投資者教育電視宣傳短片 — “做足功課”和“瞭解經紀是本份”。其後推出的電視宣傳短片主題信息：“投資前應先做好準備功夫和小心查證”(1997)、“亂跟人投資，不如知清楚啲”(1998)、“在投資前先要掌握遊戲規則”(1999)、“先求知，再投資”(2001)及“投資要靠知識，切勿輕信消息”(2002)
1993	設立投資者熱線
1995	進行首個散戶投資者調查
1996	首次推出免費的投資者教育刊物 參照已處理個案編製投資者故事 推出5分鐘的電視節目系列“投資本色”
1997	推出半小時的電視節目系列“投資本色”
1998	成立投資者教育諮詢委員會 推出首個電台廣播劇
1999	為中學生而設的互動戲劇活動“股非估”
2000	推出網上投資者資源中心(eIRC)。全新設計的網上投資者資源中心在2002年推出 舉辦首個中學教師工作坊 證監會網站設立有關投資風險和披露市場陷阱的“投資警報”環節

**香港交易所及證監會網站**

香港交易及結算所有限公司 <http://www.hkex.com.hk>

證劵及期貨事務監察委員會 <http://www.hksfc.org.hk>

網上投資者資源中心 <http://www.hkeirc.org>