

世界銀行與香港金融管理局合辦題為  
“東亞金融市場：新領域”的會議

東亞金融市場高層討論小組會議

2006年6月22日

“全球一體化對東亞金融市場的挑戰”

講者

香港證券及期貨事務監察委員會

主席

韋奕禮先生 (Mr Martin Wheatley)

Kharas 主席、各位先生、女士，早安：

1. 本人很榮幸獲邀參加今天舉行的東亞金融市場高層討論小組會議。
2. 主辦機構希望我能集中討論在區域及國家的層面上，我們需要採取哪些實質措施來進一步拓展區內的金融市場。現在正是討論這個課題的最佳時候，原因是證監會剛在兩個星期前在香港主辦了第 31 屆國際證監會組織周年大會。若大家對國際證監會組織不太熟悉，其全稱是國際證券事務監察委員會組織。它是各地證券監管機構進行國際性合作的主要世界性組織，並且獲公認為是設定證券市場的國際標準的組織。
3. 這個剛剛圓滿結束的會議，共吸引了來自超過 135 個司法管轄區的逾 650 位代表參加。該會議的其中一個重點環節是就多項重要監管事宜以公開討論小組的形式進行討論。這些監管課題包括落實新的《國際財務匯報準則》、對沖基金的監管、債券市場的透明度，以及新興市場在落實國際證監會組織原則及國際證監會組織《諒解備忘錄》時所取得的經驗等，但詳細內容暫且按下不表。因此，大家可以看到，今天正是適當的時候由我與大家分享我對發展金融市場，尤其是區內證券市場所需的措施的一些看法。
4. 我想我會首先探討不同的證券市場現今特別是隨著全球一體化越見加劇之際，所面對的若干挑戰。然後，我便會討論證券監管者正在如何嘗試在國際層面上與其他國際性組織(即世界銀行及國際貨幣基金組織)合作，共同應付這些挑戰。最後，我會集中討論有關監管對沖基金的事宜。對沖基金在全球金融市場上扮演著關鍵角色，令對沖基金的監管近年在金融界中成為了一個熱門話題，而對亞洲來說，在經歷過 1998 年的事件及亞洲金融危機後，這個課題更是別具意義。

5. **現在就讓我依照這個次序首先討論全球一體化所帶來的挑戰。**
6. 眾所公認的是，貿易及服務界的全球一體化是促使很多亞洲國家的經濟在近年迅速增長的一個主要因素。亞洲日漸成爲全球經濟的重要推動力量。目前，以規模及近期所取得的經濟增長來說，亞洲國家約佔全球經濟的 25%，其在全球貿易中所佔的份額亦由 1960 年的 11% 上升至 2005 年的 26%。這是一個卓越的成果。
7. 然而，全球一體化亦帶來不少挑戰和磨練。全球資本市場不斷整合，增加了由於國際資金流量不穩定及金融連鎖效應所產生的風險，也揭示了多個本土市場的弱點和脆弱之處。爲了充分利用全球化金融環境的好處，亞洲經濟體系必須採取步驟處理這些迫切的問題。
8. **這將我帶到今天的第二個論題，即證券監管者正如何在國際層面上應付這些挑戰。**
9. 自發生亞洲金融危機後，我們更深入瞭解到金融界所面對的問題，以及我們應怎樣處理這些問題。作爲證券監管者，我們知道有需要在監管、會計、公司管治和透明度各方面，以及在其他對證券市場持續及穩健地增長發揮重要作用的範疇制訂全球性標準，並鼓勵所有市場遵守這些標準。
10. 在證券業內，目前有兩項舉措尤其有助我們更快達到這些目標。
  - 首先是國際證監會組織所提倡的證券監管標準；及
  - 第二個是由世界銀行及國際貨幣基金組織共同贊助的金融體系評估計劃。
11. 我將會逐一闡述這兩項舉措 — 首先討論的是國際證監會組織倡議的標準。
12. 正如我在開始時曾提到，國際證監會組織是各地證券監管機構進行國際性合作的主要世界性組織，並且獲公認爲是設定證券市場的國際標準的組織。該組織的成員來自超過 100 個國家，負責監管全球 90% 以上的證券市場。
13. 在1998年，國際證監會組織採納了一套綜合標準，稱爲《證券監管的目標及原則》(或簡稱爲國際證監會組織標準)。這套標準列出監管證券市場的整體性一般框架，當中共有30項全部屬於相當高層次的原則，並以保障投資者、確保市場是公平、有效率及具透明度的，以及減低系統性風險這三個目標作爲基礎。

14. 該套原則涵蓋一系列重要的證券監管事宜，大致上包括以下幾個類別：

- 監管架構及管治；
- 自律機構；
- 執法及合作；
- 對發行人、中介人、投資基金及二級市場的監管。

15. 我會提及當中的幾項原則，讓各位對於這些原則所涵蓋的範圍及其廣泛程度有一個概念。例如：

- 監管者必須獨立運作、接受問責，並具備適當的資源及足夠的權力；
- 監管者必須有權與本地及海外的對口單位分享公開及非公開信息；
- 應全面、及時與準確地披露對投資者的決定有重大影響的信息；
- 應對中介人制訂初始與持續資本及審慎規定，而這些規定必須反映中介人所承擔的風險；
- 交易、結算及交收系統應受到監管機構的監察；及
- 應對大額風險、違責風險及市場的混亂局面進行妥善管理，

以上只是摘錄其中一部分。現時，這些原則已獲確認為適用於所有證券市場的國際監管指標。

16. 我們知道，單有原則並不足夠。更重要的是，各國必須落實這些原則。在2005年4月，國際證監會組織議決把促進與執法有關的跨境合作及全面落實國際證監會組織的原則，訂為首要工作。在合作方面，國際證監會組織亦採納了一份多邊諒解備忘錄（我們稱為《諒解備忘錄》）。這份《諒解備忘錄》旨在促進國際證券監管機構社群之間的跨境執法及信息交流。《諒解備忘錄》於2002年5月採納，是國際證監會組織在監管合作及有效的跨境執法方面最重大的貢獻之一。現時有38個成員已簽署《諒解備忘錄》，另有九個成員已承諾將會尋求法律權限，以便成為簽署方，從而能夠根據《諒解備忘錄》提供與執法有關的合作及信息交流。國際證監會組織已設定2010年1月1日作為所有國際證監會組織成員成為簽署方或提出確切承諾的期限。國際證監會組織已準備好在成員的申請過程中提供協助。

17. 在本月較早時候舉行的國際證監會組織周年大會上，國際證監會組織採納了一項有關凍結資產的新決議。該項決議鼓勵成員審核他們據以運作的法律架構，及容許監管機構凍結來自涉及證券及衍生工具的跨境違規行為的資產。這樣，那些違反證券業法律的人便無法從他們的非法行為中獲得任何利益。此舉標誌著證券監管機構在與執法有關的合作方面邁向重要的又一新里程。

18. 在評估國際證監會組織標準的落實情況時，除了國際證監會組織本身的工作外，金融體系評估計劃(FSAP)是另一項主要的舉措。
19. 金融體系評估計劃是在 1999 年 5 月，由世界銀行及國際貨幣基金組織於亞洲金融危機後攜手推出的自願計劃。該計劃旨在為參與國的金融界別的優劣進行獨立檢討，從而全面評估其金融體系，並會建議一些補救措施以減輕其金融體系的脆弱程度及改善其有效運作。
20. 金融體系評估計劃根據國際公認的標準及守則進行評估，使參與國可以此作為基準，評核本身的監管及監察制度。大部分該等標準均已由包括巴塞爾銀行監管委員會、國際證監會組織、國際保險監督聯會、支付及結算系統委員會、國際會計準則委員會、財務行動特別組織及其他組織在內的國際標準釐定組織所制訂。各位也許已料到，國際證監會組織的原則已獲採納為評估證券市場的標準。
21. *上述便是國際上為加強證券市場的穩健性而作出的努力。正如較早前所述，全球一體化亦可以是造成市場脆弱及波動的根源。近日在全球股票及商品市場上出現的大幅拋售，清楚地提醒了我們該項風險的存在。當然，具備鞏固及穩健的金融體系的國家，在承受及抵禦外來衝擊方面佔有較大優勢。這正好將我們帶到監管對沖基金的課題之上，對沖基金在全球金融市場上發揮日益重要的功能。我想與各位分享我們所面對的有關對沖基金的問題，以及我們的處理方法。*
22. 對沖基金在近年經歷迅速增長。大部分增長來自北美及歐洲，但亞洲的增長亦越來越強勁。
  - 在 2005 年，亞太區對沖基金業的估算規模約為 480 億美元，較 2004 年的 320 億美元增長 50%。我們預期今年會見到更大的增長。
  - 在香港，根據於 2006 年 3 月底發表的市場資料顯示，市面上約有 148 項對沖基金，總管理資產達 170 億美元（相比十年前於 1996 年時僅為少於 10 億美元）。
23. 在香港，對沖基金是一個熱門的課題，經常吸引傳媒的廣泛注意及受到本地報刊的報道，而焦點都側重於對沖基金如何影響香港金融市場的穩定性。
24. 公眾和傳媒在注視對沖基金時都集中於關注市場的穩定性，這也許不足為奇。就像其他一些東南亞國家一樣，香港在亞洲金融危機期間亦成為了對沖基金的炒賣活動的攻擊對象。在發生 1998 年的亞洲金融危機期間，香港因為實行與美元掛鈎的貨幣制度、貨幣可完全自由兌換、缺乏外匯管制及具備透明的金融制度，而成為了對沖基金的目標。該些對沖基金藉著在期貨市場持有數量龐大的淡倉，成功地使香港的聯繫匯率制

度與本地的證券及期貨市場互相對立。在危機發展至高潮時，由四隻對沖基金持有的股票指數期貨淡倉總額達到本港市場未平倉合約總數的 49%。該些基金因而有潛在力量嚴重擾亂本港市場及使投資者失去信心。

25. 然而，往往被忽略的也許是，在亞洲金融危機期間，對沖基金業由少數大型環球宏觀對沖基金所支配。自從長期資產管理基金於 1998 年倒閉後，對沖基金業便經歷了巨大的改變，截至 2005 年年底為止，全球有超過 8,000 隻規模不一的對沖基金以不同的投資策略管理著逾 1 萬億美元的資產。
26. 雖然對沖基金有潛在力量對金融穩定性造成不利的影響，但它們亦有潛在力量為金融市場有效率地運作作出貢獻。
  - 首先，對沖基金是市場流通量的主要來源。據估計，紐約和倫敦約有 40-50% 的證券交易來自對沖基金。根據粗略的市場估計，香港的股票市場約有 30% 的每日成交額是來自對沖基金的。在場外市場，透過承受若非如此便會保留於其他金融機構的資產負債表內的風險，對沖基金增加了資本市場的深度及寬度，並且成為轉移及分散風險的一項重要工具。
  - 其次，對沖基金在令資本市場變得更具效率一事上發揮著日益重要的作用。對沖基金透過套戩活動及由於樂意採納創新的投資策略，在減少或消除錯誤釐定價格及市場異常現象方面擔當著不可多得的角色。
  - 第三，對沖基金為投資者提供另類的投資選擇。此行業的迅速增長印證了市場對於對沖基金有真正需求的這個事實。
27. 然而，由於對沖基金能藉著槓桿作用而擴大其龐大的金融力量，加上其交易手法較為進取，所以我們亦須注意對沖基金可能會為全球資本市場帶來的潛在不利影響。
28. 對沖基金會繼續存在於這個市場，預期此行業會進一步增長，特別是在亞洲區內。在亞洲成立的新對沖基金的數字正創出新高 — 約 79 隻新對沖基金於 2005 年推出。事實證明香港是新亞洲對沖基金設立基地的最受歡迎地區，其次是澳洲、新加坡及日本。
29. 全球的監管機構已開始採納監管措施，以處理對沖基金對金融市場構成的各種風險。
30. 在美國，從 2006 年 2 月起，除非獲得豁免，否則所有對沖基金管理人均須獲美國證券交易委員會註冊。在英國，英國金融服務管理局於 2005 年 10 月成立了一個對沖基金專業知識中心，以加強其對英國 25 家最具規模的對沖基金管理公司的監察。英國金融服務管理局亦與倫敦投資銀行協

會攜手合作，每六個月對提供主要經紀服務並以倫敦作為基地的銀行因對沖基金而承受的風險進行定期調查。

31. 在香港，凡於本地經營業務的對沖基金管理公司，不論其所管理的基金是向本地公眾人士發售還是只向專業投資者發售，均須符合發牌規定。目前大約有 80 家對沖基金管理公司及顧問公司獲證監會發牌，並於香港經營 148 隻對沖基金。
32. 除落實這些監管措施外，我們亦相信與業界保持定期對話是十分重要的。證監會與在香港經營業務的各大主要經紀行保持定期對話。此舉將使我們對對沖基金的交易活動有更佳掌握，並有助我們對威脅市場穩定性的因素作出更佳準備。
33. 在國際方面，國際證監會組織亦一直研究有關監管對沖基金的事宜，特別是探討對沖基金如何能確保可清晰、準確及有效地披露其特別關乎費用、風險、基金管理人的經驗、內部監控、表現及利益衝突的各項特點。此外，鑑於估值的重要性及對沖基金附帶的資產與負債所帶來的挑戰，國際證監會組織亦已作出決定，認為一套有關估值和行政的原則可能對對沖基金業有所裨益。國際證監會組織在這些範疇的工作仍然持續。
34. 由私人界別籌辦的另一個相關及重要舉措是由交易對手風險管理小組進行的工作。該小組是於長期資產管理基金倒閉後由多家活躍於國際層面的商業及投資銀行於 1999 年 1 月所組成，並曾於 1999 年及最近於 2005 年發表過兩份全面的報告，以推廣在交易對手信貸、市場及營運風險管理方面採用穩健及最佳的作業方式。

## 總結

35. 總括而言，全球金融市場正面對前所未有的挑戰。鑑於全球一體化越見加劇、經濟及金融市場的形勢不斷轉變，新的問題將會接踵而來，測試我們作為監管機構的有效性。隨著全球網絡進一步趨向整合並擴大其覆蓋範圍，落實全球最佳標準和作業方式及促進監管合作遂成為確保市場廉潔穩健及投資者抱有信心的關鍵所在。東亞金融市場作為全球網絡的一部分，亦要在推動這些舉措繼續發展方面出一分力。我們已透過參與多個國際組織的工作展開有關行動。相信假以時日，我們必定能夠擁有一個對所有人而言均屬公平、有效率及具透明度的全球市場。

謝謝。