

香港董事學會  
2008 年度董事論壇  
「21 世紀董事之道」

市場監管與全球競爭

證券及期貨事務監察委員會  
主席  
方正

2008 年 4 月 9 日

論壇主席鄭慕智博士、  
香港董事學會主席黃紹開先生、  
各位嘉賓、  
先生、女士：

引言

1. 感謝黃紹開先生邀請我參加這次的董事論壇。今天，能夠在一眾香港和區內企業領袖面前發表講話，我感到既光榮又高興。
2. 能獲邀出席，我感到特別榮幸，原因是很多時候，當這類活動的主辦機構可以在交易所主席與證監會主席之間選擇邀請其中一位作演講嘉賓時，他們都會傾向選擇前者。交易所給人較易接近、正面和朝氣勃勃的感覺，相比起來，監管機構則顯得比較沉悶、謹慎和傾向規避風險。也許，因為目前市況動盪不穩，鄭博士和黃先生覺得這正是監管機構發表講話的時候吧。
3. 今天，我將會以“市場監管與全球競爭”為題。但我打算先概略地談談監管，讓大家能夠以一個較宏觀的角度，正確地認識相關的議題。

4. 究竟監管制度在市場上該擔當甚麼角色，不同時候的市況對於市場上的利益相關者和政策制定者在這問題上的看法有重大影響。一片好景時，市場就會要求減低干預。任何限制市場自由經營其業務的規例，都會被視為削弱市場競爭力的舉措。
5. 但當爆發類似目前歐美的危機時，市場的情緒便會出現戲劇性轉變。一般來說，會出現兩種反應。甚麼人要負上責任？為甚麼監管機構毫無警覺性？為甚麼某類活動、中介人或某部分的金融市場未有受到監管？這些都是會出現的第一種反應。大家都知道，事後孔明一點也不困難。突然之間，到處都可看到專家對甚麼早就該做或不該做發表意見。無庸置疑，我們往往能夠在回顧過去時看得更清晰、更透徹，亦能從中汲取寶貴的經驗、教訓。但若要每次的判斷都正確無誤，便需要有先見之明，但在市場瞬息萬變和欠缺全面的資訊的情況下，這是不可能的。
6. 市場參與者和政界人士總是忘記，當市場氣氛高漲時，即使監管機構發出警號，也沒有人會理會。而且，他們也不願意有關當局在此時收緊監管政策。更糟的是，一旦所預警的事情變成事實，監管機構卻會受到責難。
7. 根據過往的經驗，危機發生後，要求加強監管、擴大監管權力甚至重整監管架構，都是常會出現的第二種反應。順手拈來的例子有：美國在發生安隆（Enron）這類企業醜聞後引入了《薩班斯 — 奧克斯萊法》。而上星期，美國財政部提出一系列建議，希望改善監管部門之間的協調，完善監管制度，令監管架構更趨現代化。這是大蕭條之後影響最深遠的一次改革。在英國，北岩銀行（Northern

Rock) 銀行面臨倒閉後，也有人提出要重新檢視現行的市場監管模式。

8. 總括而言，我希望提出以下兩點。第一，我們並不能透過監管，保證市場不會出現問題或危機不會發生。為確保金融市場持續暢旺和維持有效運作，市場上各利益相關者都要自律，並遵從市場紀律和監管紀律。在這方面，企業的董事扮演著重要的角色。
9. 第二，監管機構必須確保監管政策的寬緊恰到好處，監管機構必須能夠設計出可以保障公眾利益和維持市場信心的監管架構，但同時不會妨礙金融市場推出具競爭力的產品和服務的能力。換句話說，監管機構要在當中尋求監管平衡。
10. 現在，讓我返回今天的題目 — “市場監管與全球競爭”。
11. 在準備今天的演講時，我問了自己四條問題。
  - 第一，為甚麼監管機構常被指摘為削弱競爭力？在這方面，我會探討為何要求放寬監管的聲音一直不絕於耳。
  - 第二，監管機構怎樣取得平衡？我會以國際社會在這方面的經驗加以闡釋。
  - 第三，證監會採用甚麼方法，以便在監管香港市場方面取得平衡？
  - 最後，整體來說，香港做得夠好嗎？

### 要求放寬監管的聲音

12. 現在先談第一個問題，監管真的會削弱競爭力嗎？無可否認，倘若出現以下情況，監管的確可以窒礙市場發展，減低市場競爭力和增

加運作成本。這些情況包括：監管條例不鼓勵金融機構創新，或監管條例所施加的限制，令金融機構只能推出吸引力大減的金融產品；或有關條例限制新的市場參與者進入市場；或其中一些條例根本沒有必要或已經過時。

13. 對商界來說，最重要的是監管政策不會妨礙市場自由競爭、製造不必要的行政程序，及耗費時間和金錢。舉例說，隨著市場參與者把業務從紐約轉移到倫敦等監管制度更有效率的司法管轄區，紐約的監管制度就常被詬病為導致其市場競爭力下降的一個原因。我剛才提到的美國財政部報告，就提出了要減少不必要的監管規例和填補監管的不足。
14. 我認為，資本市場上的四項變化，導致市場上有放寬監管的要求。其中一項變化，是股份化的證券交易所上市後，轉為營利機構。為了擴闊收入來源和為股東謀取利潤，交易所遂要求放寬交易規則，以促進更多交易，並讓新產品可以更快在市場上推出。
15. 為了挽留表現出色的員工，中介人提供優厚的報酬，重賞那些為公司帶來最多生意的人員。雖然業界並不希望在這方面受到干預，但我們見到有時候這種獎勵方式會令員工為了取得豐厚的花紅而不惜承擔過高風險。
16. 此外，市場亦要求放寬甚至取消對對沖基金的監管，因為對沖基金給主要經紀行帶來巨額生意，且有助提高市場的深度和流動性。
17. 最後，隨著高資產值客戶數目不斷增加，加上在目前低息環境下客戶尋求高回報的投資項目，市場上遂出現對這類投資者施以較寬鬆的監管的訴求，讓他們免受一般散戶投資者的監管約束。

## 監管平衡—借鏡國際經驗

18. 許多研究都指出，監管環境是促使國際金融中心成功的重要因素之一。倫敦和紐約之所以成功，人才供應、產品創新和市場流動性也是重要因素。
19. 事實上，有效的監管環境就像一個代表著優質和廉潔穩健市場的品牌，令市場人士可以預期監管機構將會以一致、肯定和可預測的方式進行監管。
20. 一個優質的市場，必須符合以下幾項條件：有效率、有秩序、公平公正及對所有投資者一視同仁。此外，還要有多元化的產品選擇、多樣化的市場參與者，以及另類的交易平台，以滿足市場的需要。
21. 因此，大家會明白到為何市場要求監管機構必須在創造一個有利市場創新和發展的環境，與確保投資者利益不會受到損害之間尋找平衡點。
22. 有評論者擔心，競爭會令金融市場的監管標準下滑。然而，根據過往經驗，世界主要的金融中心都一直盡力確保其監管架構符合國際標準和最佳常規。
23. 此外，監管機構亦不忘確保監管政策不會窒礙市場的創新能力和競爭力。舉例說，在安隆（Enron）和泰科（Tyco）事件發生後，美國引入了《薩班斯—奧克斯萊法》。然而，一直以來都有批評指《薩班斯—奧克斯萊法》和安隆（Enron）事件發生後所實施的一些規例，嚴重窒礙了美國資本市場的競爭力。自《薩班斯—奧克斯

萊法》於2002年起實施以來，合規成本的增加（遠超過收緊規例所帶來的好處）一直是備受爭議的事項。另一方面，不少評論都對英國監管機構以原則為本的監管制度推崇備至。

24. 在我剛才提及的美國財政部報告中，也明顯地看到美國當局竭力在監管制度上取得平衡。報告提出改革監管架構的建議，希望能改善現有制度的弱點和不足，但亦同時提出要令監管架構更趨現代化，以提升美國資本市場的效率和競爭力。讓我就此作進一步闡述。
25. 報告建議美國證券交易委員會與美國商品期貨交易委員會合併。這是因為隨著世界市場一體化，市場上各種產品和各方參與者愈趨集中，由美國證券交易委員會與美國商品期貨交易委員會分別監管資金市場，已經變得“站不住腳、會對市場造成潛在損害和欠缺效率”。舉例說，報告建議修改法例，使提供類似服務給散戶投資者的經紀交易商和投資顧問，都受到一致的監管和監督。
26. 報告又建議美國證券交易委員會改革監管架構，採取美國商品期貨交易委員會以原則為本的監管方式。我剛才也提到，市場普遍認為英國以原則為本的監管制度較具靈活性，也較有效率。

### 證監會的監管取向

27. 香港一直採取由國際證券事務監察委員會組織（“國際證監會組織”）訂立的國際證券監管標準。此外，《證券及期貨條例》規定證監會建立一個具競爭力的證券業，及時刻緊記要維持香港作為國際金融中心的競爭力。這是超越一般證券監管的目標。總而言之，證監會肩負的責任包括：

- 監管市場和執行有關法例，以保障投資者和維持市場的穩定；

- 促進市場發展和創新，以維持證券業的競爭力和香港的國際金融中心地位；以及
  - 教育投資者。
28. 證監會正對履行有關法定職責的方式作出詳細檢視，從而減少繁文縟節和避免不必要的官僚作風。若某些範疇的規則、程序或規例對效率及競爭力造成結構性障礙，或這些規則、程序或規例因為經營環境轉變而變得不合時宜或導致非預期的後果時，相關的管制將會獲得放寬。
29. 與此同時，若因經營環境出現轉變或監管制度出現漏洞或不足之處，以致監管規例未能達到預期的監管效果，我們也會加強監管或重新進行監管。監管及放寬管制兩者之間並不存在矛盾，相反更可以相輔相成，達致監管目標。
30. 投資者教育對監管規例有補足作用。透過教育，投資者能夠掌握對產品的基本知識和牽涉的風險、明白他們的權利和責任，在遇到不公平對待或失當行為時，也會懂得應該向哪個機構作出投訴。獲灌輸相關知識的投資者會懂得提出適當的問題、作出有根據的決定及對騙局保持更高的警覺性。
31. 證監會除了就建議的監管變更諮詢市場意見外，亦會與業界合作提升效率。舉例說，證監會去年六月宣佈了一系列措施，以簡化海外基金經理來港經營業務的發牌程序。簡化程序實施後，目前一些基金管理公司可以在四個星期內取得經營牌照。

與其他市場相比，香港的情況如何？

32. 今年三月，倫敦市法團（City of London）公佈了第三屆全球金融中心指數，香港排名第三，僅次於倫敦和紐約，但只略高於第四位的城市。香港在人力資源、營商環境、市場開放程度、基礎建設和一般競爭力這五個主要的競爭力評估範疇上，都有良好的表現。
33. 這類排名有助金融中心量度本身的表現。香港必須保持警覺性，確保良性競爭能夠持續下去。同時亦必須識別出競爭力較弱的環節，從而作出改善。最重要的是，香港一定要繼續抱持開放的態度，適應市場趨勢的轉變，做到與時並進。
34. 香港是資金進出內地的首站，這是我們享有的一項獨特優勢。內地企業利用香港作為集資的平台，更進一步鞏固了香港作為國際金融中心的地位。展望未來，隨著愈來愈多內地資產管理公司來港開展業務，香港的資產管理業將因而受惠。香港一直以來都協助及將會繼續協助內地企業學習良好的企業管治和國際的最佳常規。中港兩地經濟欣欣向榮，可見雙方的合作關係是互惠互利的。
35. 證監會相信，我們的工作是要創造一個能匯聚大量的市場參與者、產品和另類交易平台的有利環境。我們會處理監管制度與市場發展之間必然產生的矛盾，並從中取得監管平衡，以達到《證券及期貨條例》的目標。
36. 在座各位都是你們所屬機構的董事，不論大家管理的是上市公司或金融中介機構，都同樣擔當著重要的角色，就是要把注重紀律和誠信的文化，注入所屬的機構內。大家的自律，可以大大補足證監會的監管紀律，再加上市場紀律，我們的共同努力將可確保香港繼續維持國際金融中心的地位。
37. 謝謝大家。