

## 如何打擊資本市場的失當行為 在 2018 年 Refinitiv 泛亞監管峰會上發表的主題演說

梁鳳儀女士  
證監會副行政總裁及中介機構部執行董事

2018 年 10 月 9 日

早安。很榮幸獲邀在 2018 年 Refinitiv 泛亞監管峰會上發表主題演說。

我們現時身處一個機遇處處又危機四伏的時代。新科技對科學、企業及經濟體均帶來深遠的影響。人工智能及機器學習的迅速發展，已經改變了金融企業向客戶提供意見、執行交易指令及監管機構進行監察的方式。這不是漸進式的演變——這是一場革命。

在科技及金融創新迅速發展的環境中，人們很容易忘記了經濟發展的前提是公平和高效的資本市場。因此，我認為，現在是適當的時候反思市場監管機構在處理資本市場的失當行為時所扮演的本和不可或缺的角色，以及有關角色如何與證券及期貨事務監察委員會（證監會）的現行監管方針相互結合。

### 監管資本市場的重要性

適逢全球金融危機爆發至今十年，我們值得反思失當行為加上過度承擔風險能夠對信心造成怎樣的破壞，及如何妨礙市場正常運作。

美國次按危機的根源在於寬鬆的包銷標準和高風險的借貸活動，加劇了房地產泡沫。銀行透過證券化程序將劣質貸款重新包裝。除了獲給予錯誤的信貨評級外，複雜的產品還被當作是信貨質素優良的證券，以不當手法銷售予投資者。

當美國的房地產泡沫最終爆破時，全球金融機構均在資產負債表上蒙受嚴重損失。市場信心惡化，銀行間的借貸活動陷於停頓。公眾信心的瓦解，導致英國及美國有銀行倒閉，並須被營救。

近期觸發中國內地點對點網絡貸款平台的倒閉潮的是一連串備受關注的詐騙案，加上經過多年來的爆發式增長後，有關當局遏制過度借貸，導致信貸、流通性及監管俱收緊所致

以上種種均清楚提醒監管機構有必要打擊欺詐、過度承擔風險及資本市場的失當行為。

---

備註：此為梁女士已發表的一篇演講辭的加長版本。



作為一個國際金融中心的監管機構，證監會有責任維持和促進證券及期貨市場的公平、效率、競爭力、透明度及秩序。然而，作為同時負責操守監管及審慎監管的機構，本會的目標並不限於保障投資者的利益及盡量減少欺詐和市場失當行為。本會的角色亦涵概維持本港的金融穩定及緩減系統性風險。

## 引致失當行為出現的資本市場特點

最近，FICC<sup>1</sup>市場標準委員會（FICC Markets Standards Board，簡稱 FMSB）發表了一份題為《金融市場失當行為的模式》（Misconduct Patterns in Financial Markets）的研究報告，其內容發人深省。為了識別失當行為的成因，這項研究審視了來自 26 個司法管轄區、橫跨 225 年的 390 宗個案。結果發現，不論是哪個時代，或涉及哪個資產類別及司法管轄區，出現的失當行為都是相類似的。換言之，有一套核心的相關行為多年來不斷重複出現。這些模式亦會因應新科技及市場結構而調整。

有關研究識別出 25 項具體的失當行為模式，並區分成七個廣泛的行為類別：價格操縱、清洗交易、不當處理客戶指令、誤導客戶、操縱參考價（例如基準價）、利用內幕消息進行交易及串謀違規。

FMSB 的報告引用 1929 年美國的一宗個案，當時一家上市公司的主席利用他本人及他的聯繫人所控制的人頭帳戶來進行清洗交易。那麼，現代的版本會是怎樣的呢？在香港，中國金豐集團控股有限公司在 2009 年發行可換股債券，以便為收購內地物業籌集資金。該公司時任行政總裁及其兩名聯繫人以不同名義開立了 14 個證券交易帳戶。證監會指稱，該名前行政總裁為這些帳戶提供資金以進行中國金豐股份交易，從而營造虛假及具誤導性的印象，令人以為中國金豐股份交投活躍，對有意參與該項集資活動的投資者來說看似更具吸引力。市場失當行為審裁處在 8 月裁定該名前行政總裁及其兩名聯繫人干犯虛假交易罪行。

了解失當行為及其背後的行為模式，有助我們制訂一個更穩健及有效的監控架構，亦會加強業界的集體記憶。新入行者亦會就這些失當行為及行為模式，引以為鑑。

首先，資本市場究竟有何特性會形成失當行為？其實，我們剛才已經觸及當中的部分成因。

第一個是利益衝突的老問題。

在討論全球金融危機時，我提及信貸評級機構在利益的驅使下，向債務工具授予較高的信貸評級，以求獲得更多生意。在資本市場中，公司的營運方式存在固有的利益衝突。無論是作為市場莊家還是單一自營交易商，公司都可能以客戶代理人或主事人的身分進行交易。公司因價格波動而得到的利益可能與客戶利益有所衝突，失當行為遂有可能出現。

舉例來說，當公司作為代理人為客戶在欠缺透明度的市場中進行交易時，可能會在複雜的費用及收費背後隱藏和扣取差價。證監會在 2012 年 7 月譴責 **Societe Generale**，原因是該公司在就場外債券、期權及結構性票據而進行的超過 3,000 宗二手市場交易中，保留了實際交易價與向客戶收取的金額之間的差價，但卻沒有作出披露。作為這宗個案的解決方案的一部分<sup>2</sup>，**Societe Generale** 在不承認法律責任的情況下，同意向受影響客戶歸還有關款項連同利息。自此，該公司採取了步驟優化其系統及程序，以達致全面合規。

<sup>1</sup> 定息產品、貨幣及商品（Fixed income, currencies and commodities）。

<sup>2</sup> 根據《證券及期貨條例》第 201 條。



場外交易市場欠缺透明度，故相對較容易向不虞有詐的客戶收取差價或利差。透明度不足，加上部分場外交易的金融產品性質複雜，妨礙了監管機構進行有效監察，亦令操縱市場、濫用信息、超前交易及串謀違規等失當行為較難被偵測。

接下來，讓我們思考一下高級管理層欠缺問責性的問題。毫無疑問，大家都看過傳媒大幅報道有關多家公司因失當行為而被譴責及罰款的新聞。

然而，即使有個別人士遭到指控，高級管理層卻將人們對其在全球金融危機期間的缺失方面的注意力轉移，並將問題歸咎於行事不當的交易員。被檢控的高層人員為數極少。我們不難理解，為何公眾甚至當事人都存有錯誤印象，以為高級管理層或主要職員無須為失當行為負上個人法律責任。

最後，正如我早前所述，金融創新（尤其是自動化及程式買賣）加劇了現有的問題，並帶來新的關注，令失當行為的風險增加。自動化雖然令交易得以更為迅速地進行，但監管機構由於須要在監察及分析龐大數量的交易數據的同時維護市場廉潔穩健，因而面對更大的挑戰。

自動化及程式買賣在“閃崩”（flash crash）中所扮演的角色一直都引起疑問。舉例來說，在2015年8月，標普500指數在開市後數分鐘便已下跌5%；部分評論者指，市場波幅加劇，是因為高頻交易及市場莊家因其電腦模擬程式發生故障或停止運作而抽回流動資金所致。

## 證監會的監管方針

但我們是否註定要重蹈覆轍？市場失當行為、過度承擔風險，以及經濟盛衰的循環是否必然揮之不去？遏止資本市場的失當行為這個想法，又是否註定失敗？

當然不是。夢遊仙境的愛麗絲必須不停地跑，才能在與紅皇后的賽事上保持在原來位置。我們身為監管機構必須做得更好——防止出現“魔高一丈”的情況。我們要與時並進，以適當的科技、數據和方法來裝備自己，善用現有資源，從而更有效地打擊失當行為。

古往今來，壞分子都有著相同的行徑，並且會重施故技。因此，證監會銳意推動和培養良好的操守，以取得預期的監管成果。我們的對策是先發制人，不會容許潛在問題發酵、惡化，或待日後演變得更嚴重時，才動用本會的執法和紀律處分權力去處理。這表示我們會採取前置式監管方針，及早採取具針對性的行動介入個案，藉以取得更快、更具影響力的效果。

在更深入地探討這一點之前，我必須澄清，要杜絕不良的行為，執法始終是不可或缺的監管工具。明天，我的同事魏建新（Tom Atkinson）便會就執法的角色發表演說。然而，紀律處分行動並非靈丹妙藥，而且需時。重點是，沒有任何單一監管職能可以獨力應對今時今日的複雜失當行為風險。

我們需要將本會在監管方面的專業技能與行業知識結合起來，聚焦處理新冒起的問題，並互相配合，全方位地打擊失當行為。這正是我們採納“一個證監會”方針的原因，此舉讓我們能夠集思廣益，合力揭穿幕後主謀的真面目，破解不可告人的動機和目的，同時揭露失當行為背後各關連方之間的關係。



## 上市市場的失當行為

兩年前，本會成立了一個跨部門工作小組，名為 ICE。ICE 分別代表中介機構部、企業融資部和法規執行部的首個英文字母。這個工作小組的目標是找出那些旨在操縱股價、種票或欺騙小股東的失當行為的模式。雖然所謂的“老千股”活動只涉及少數上市公司，但對香港的聲譽所構成的風險卻不小。

ICE 小組的策略已取得實質成果，並已初步成功打擊 GEM 股份的操縱股價問題。進行股價操縱的模式是：高度集中的 GEM 股份被配售予少量股東，而有 10%或以下的股份則疑似被分配予一些代名人。股價在上市首日往往急升幾倍<sup>3</sup>，但之後卻暴跌，可見這是一個抬價後拋售的詭計。

有見及此，證監會與香港交易及結算所有限公司於 2017 年 1 月發表聯合聲明<sup>4</sup>，詳述我們的監管關注事項<sup>5</sup>。同時，證監會亦向參與 GEM 股份上市及配售的保薦人、包銷商及配售代理發出指引<sup>6</sup>。自我們介入後，新上市 GEM 股份的平均首日股價變動即時回落至 20%，此後亦一直維持在這個較為正常的水平。

ICE 亦負責應付與空殼公司相關的可疑市場活動。我們的回應十分清晰——無論是前門還是後門的把關工作都要做得更好。在懷疑上市申請人嚴重誇大銷售數字的個案中，我們行使證監會的權力<sup>7</sup>，就相關上市申請提出質疑，而這些申請最終都被撤回。在懷疑種票的個案中，我們援引了證監會下令股份暫停買賣的權力<sup>8</sup>。在 2017 年，涉及實際或可能使用上述權力的個案大約有 40 宗，相比之下，往年這類個案只有兩、三宗。

保薦人亦是我們的關注重點。保薦人若曾經多次因工作未達標而令所保薦的上市申請被拒，將會被我們識別出來，而且有較高機會須接受本會視察巡查。假如我們在監督視察的過程中發現保薦工作質素惡劣<sup>9</sup>，便會展開執法調查。

我們在近日的視察中發現，藉著錯綜複雜的安排以隱瞞證券的實益擁有人身分或隱藏其真正意圖（例如從事保證金借貸）的中介人數目有上升趨勢，情況令人憂慮。公司不應替客戶作出“代名人”或“以他人名義代持股份”的安排，從而助長市場失當行為。為了保障投資者和維護市場的廉潔穩健，證監會將毫不猶疑地對犯罪者以及參與相關安排的公司和人士嚴厲執法。

我們介入個案的方法亦包括要求即時糾正不當行為，及對中介人施加發牌條件或發出限制通知書，以限制或在極端個案中禁止其進行部分或全部受規管活動，從而減輕並控制風險。對於持續錄得虧損，資本薄弱且只是勉強符合最低速動資金規定的經紀行，我們已採取類似做法以管理它們構成的風險。

<sup>3</sup> 在 GEM 上市的股份的平均首日股價變動於 2015 年為超過七倍，於 2016 年為五倍。

<sup>4</sup> 2017 年 1 月 20 日《有關創業板股份股價波動的聯合聲明》。

<sup>5</sup> 我們關注到該等市場做法削弱《創業板上市規則》及使 GEM 股份市場無法發展為一個有秩序、信息靈通和有效率的市場。

<sup>6</sup> 2017 年 1 月 20 日《適用於參與創業板股份上市及配售的保薦人、包銷商及配售代理的指引》。

<sup>7</sup> 根據《證券及期貨(在證券市場上市)規則》第 6 條。

<sup>8</sup> 《證券市場上市規則》第 8 條賦權證監會下令上市公司暫停股份買賣。

<sup>9</sup> 例如，沒有就明顯的盡職審查預警跡象作出跟進，或欠缺專業的懷疑態度。



## 批發市場的失當行為

現在讓我轉向下一個議題：分散式批發市場。正如前面所討論的，固有的利益衝突加上市場缺乏透明度是失當行為的成因。這解釋了為何對全球的操守監管機構而言，失當行為是非常棘手的問題。證監會《操守準則》<sup>10</sup>要求中介人向客戶披露重大利益或衝突，首要原則是要維護客戶的最佳利益。

要遵循這項規則看似容易，但公司有時會將其主事人的角色與代理人的角色混淆。我們以此作為與香港金融管理局（金管局）展開聯合檢視的主題。金管局審視了某銀行內以代理人身分搜羅內部產品的財富管理單位，而證監會則檢視同一銀行集團內以主事人身分銷售該等產品的證券單位的紀錄。透過審視涉及同一交易的兩個單位，我們能夠識別出相關的利益衝突。

主題檢視讓本會能夠分配有限的監管資源，藉以增加我們與中介人透過情報收集及監測活動識別出的特定風險而進行接觸的機會。這有助我們將以風險為本的監察工作聚焦在迫切且會帶來重大影響的問題上。過去兩年來，我們完成了五項關於資本市場操守問題的主題檢視<sup>11</sup>。

創新及科技有助業界提升表現，但也能擴大資本市場的風險。量化基金長期以來使用算法來執行大額買賣盤，以達到特定的統計基準，例如價值加權平均成交價。當今的算法程式使用大量隱層來處理大型非結構化數據集，以作出投資決定。這些程式可能過於複雜，一般人難以理解。

曾經有人在一個論壇上問我這個問題——當機器取代人類時，我們憑甚麼來駕馭機器以控制風險？答案很簡單。假如電腦的算法程式出錯並且情況不受控制，證監會是無法拘捕電腦或對其進行盤問的，儘管這個說法聽起來可能有點滑稽。我們的監管措施是用來對付機器的操作者，以及促使高級管理層盡責實施強而有力的管治架構，及能發揮有效監控作用的適當政策和程序，以確保可靠性、數據受到保護和安全性。

這一點引伸到我最後要談論的議題——高級管理層的職責，以回應早前提及市場失當行為的其中一個成因。我們於 2016 年引入了核心職能主管制度，以強化高級管理層有責任促進良好操守及行為並就此接受問責的這個訊息。必須清楚指出的是，我們將會嚴厲執法，對干犯失當行為的人追究到底。

在結束之前，我想再談一談剛才提到的有關證監會借助科技以加強我們的市場監察和情報的話題。為了更有效地履行把關的職能，證監會已著手實施策略性的方針，更密切地追蹤涉及失當行為的害群之馬，務求將壞分子趕出市場，一個不留。新的舉措有助我們收集和分析數據，以及更容易識別和了解中介人、上市公司及個人之間的關係。為了加強本會的市場監察力度，我們還利用大數據處理技術來分析交易資料。利用科技犯案的人應該知道，證監會同樣也在利用科技來確保他們無所遁形。

<sup>10</sup> 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》。

<sup>11</sup> 這些檢視涉及程式買賣、另類交易平台、以最佳條件執行交易指示、利便客戶服務、定息及結構性產品的分銷。關於主要經紀及累計投標的檢視仍在進行中。



## 結語

在座各位，十年過去了，但我們比以往任何時候都更加需要緊記全球金融危機所帶來的教訓。雖然失當行為在不同年代以各種形式喬裝出現，但行為模式始終不變。在當今這個瞬息萬變的世界，我們身處金融科技革命性突破的風口浪尖，“萬變不離其宗”（**the more things change, the more they stay the same**）的諺語仍然適用。

還有一點沒有改變的是，證監會將堅定不移地維持資本市場的廉潔穩健。壞分子在我們的雷達偵測範圍內，而我們會盡一切努力去防止他們損害本港市場。香港門戶大開做生意，但並非不惜一切代價。這就是證監會轉而採用前置式監管方針的原因。我今天引述的例子證明這項新方針帶來了正面影響，以及證監會打擊失當行為的決心。

多謝各位。