

證券商協會有限公司
香港證券／期貨市場監管制度的我見

港府在這場“官鱷大戰”中，由財爺、任先生及許先生所領導之“反投機”核心，憑著高度專業的遠見，卓識和獨排眾議的果敢精神，以不愧於世界金融中心的戰略戰術，取得了很大的勝利。但是，也更加明顯地暴露出由來已久的政府對香港證券／期貨市場監管不足的嚴重問題，更加迫切地需要港府立即著手解決。

我將有關重點概述如下，望有關當局或人士加以注意或考慮接納有關意見：

1. “證監”的決定沒有足夠制衡

長期以來，證監會是否有足夠的制衡，一直受到質疑。以往聯交所及其成員一旦和證監會發生意見分歧，往往申訴或上訴無門。如“期交所”遲收市 15 分鐘，當時“聯交所”極力反對，但當時證監拒絕修正，“聯交所”便沒有其他途徑可以去爭取了。這次“官鱷之戰”將這一問題暴露得更為明顯。

以往明明有大鱷在市場上興風作浪，被問及時還說沒有人操控市場，沒有收到造市的投訴。所以，有必要設立一個獨立的“監察委員會”去制衡證監會。本人建議這一機構的成員應由行政長官委任，包括資深法官一名為主席、經濟學者、法律界代表、會計界代表和商界代表各 1 人而組成，去接納申訴或上訴及查核有關不當的事項或有關決策人的可疑決定。

在這裡有必要指出，有人往往以“大戶會遷離香港，金融中心地位會不保”等聳人聽聞的理由堅持己見。其實這一理由是完全不能成立的。任何國際投資者只要香港有錢賺，就是一時抽退，到時必定再回頭，更何況香港保持著獨特的優勢：

天時	:	紐約(New York)／倫敦(London)／香港(Hong Kong)或星加坡(Singapore)這些地域在“時空”上是需要配合的。
香港法例	:	與星加坡相比，更為健全，而且更易為國際投資者所接受。
外匯	:	香港是沒有外匯管制的。
政治環境	:	穩定（其他如印尼、馬來西亞、菲律賓等地則較為令人擔心）。
投資環境	:	有中國市場作後台，無往而不利。
經濟復甦速率	:	比亞洲的一般地區都會快。
市場靈活性	:	比其他亞洲地區好。好的流暢率(Good Liquidity)是香港市場最重要的成功因素。

2. “證監”的決定往往沒有明確的原則

- (i) 比如，一個只是被調查的 B 組參選人被“證監會”否決其候選資格，但 A 組的董事人選，被譴責過的公司負責人竟然可以被“證監會”批准參選。到底參選的原則在那裡，似乎是各有各說，或無依無據，真令人摸不著頭腦和擔心。
- (ii) 只打“老鼠”（食價的小經紀），放縱“老虎”（國際投機者、金融體系破壞者及其打手）
 - a. “證監會”一向都勇於打擊“老鼠倉”但從不會大刀闊斧地去打擊“老虎們”的“坐倉”及“空倉”。明明有人造市還說沒有人操控市場及沒有收到造市的投訴等官腔。
 - b. 藉著需要考慮國際時差、假期等因素為理由而不理日後可能發生的惡果，便在交收問題上作出寬鬆處理，將 T+2 演變成爲 T+5 及後在港府入市穩定本港經濟的嚴峻時刻，礙於上述 T+5（不大爲外界所知）的規則，無可奈何地被迫繼續放縱陸上“老虎”和水陸兩棲的“大鱷”，使他們得以從容脫身。

當時華資經紀要求 T+1 交收而外資經紀則要求 T+5 交收，後來 T+2 是“聯交所”利國偉主席盡其最大努力才爭取到的。T+2 這規條是減低本港證券市場風險的一大好措施，將 T+2 修改到 T+5，使本港利益蒙受巨大損失，這事是否內裡另有“乾坤”？應否徹底跟進呢？跟進的事項應包括當時的所謂“市場諮詢”是用甚麼方法去諮詢呢？諮詢層面是否夠闊呢？等等問題。否則，今日 T+2 可以隨心所欲任意更改而不受追究，明日其他“遊戲規則”將一一存實亡，還有什麼監管可言！

3. 溝通問題

一直以來，證監會只同聯交所主席或總裁溝通，在一些重大問題上，作爲小經紀代表的某些“聯交所”董事，幾乎無從置喙。

“證監會”實應每月與聯交所的執行董事委員會（包括“聯交所”主席、總裁、中央結算總裁、聯交所 A 組、B 組及 C 組會員代表各一）舉行聯席會議，以達到集思廣益之效及增加互相了解的機會。

4. 統一法例

現監管證券及期貨法例如：

- (i) The Securities Ordinance (effective in 1974);

- (ii) Hong Kong Code on Takeovers and Mergers (approved in 1975 and revised in 1992);
- (iii) The Protection of Investors Ordinance (enacted in 1974);
- (iv) The Stock Exchange Unification Ordinance (effective in 1981);
- (v) The Securities and Futures Commission Ordinance (effective 1989);
- (vi) The Securities (Insider Dealing) Ordinance 1990; and
- (vii) The Securities (Disclosure of Interests) Ordinance (effective in 1991).

因太過分散，就算無矛盾也可能有灰色地帶及帶來不便，故應將該等法例合併為一，以便盡量及盡快堵塞灰色地帶甚至法律漏洞，何況今次受襲後更應將有關的法例作出適當的修改。

5. 30 項措施在彌補制度不足之處，特別是防禦投機者的衝擊方面的成效

有關的 30 項措施是極之需要的，且有相當好的成效。長遠來說我們還是應將制度不足之處盡快立例，令每人也要堅守統一的遊戲規則。

在堵塞大鱷任意拋空方面，謹提議下述意見，以便有關當局加強監管：

- (i) 股票定須存放在香港才可出售或借與他人作拋空。借出者還須將借貨的詳細紀錄（包括借股人的姓名、地址及自己借出股票後的剩餘貨尾數目）備存以便有關當局有需要時可隨時查核。
- (ii) 同一人或同一集團不可同日或在某一規定時間內拋空同一隻股票多過該發行股票額之某一比例，否則除需要通知“聯交所”外還要即時知會“證監會”。由“證監會”轉知財經事務局以便作出是否有大鱷入市的預測。
- (iii) “聯交所”必須繼續恢復限價拋空這措施。
- (iv) 期交所每日兩次（上下午各一次）將大額持倉的經紀及客戶的資料提交財經事務局以便其將有關資料分析及預測是否有象徵有大鱷做市而無須求證於人。

6. 該等措施會否對金融中心地位造成不利影響

當然有人危言聳聽說“大戶離港”、“金融中心地位不保”等等，除我剛才在第一段所說的香港獨特優勢因素外，為何其他的先進國家都可以有那 30 項或其大部份的措施，而香港就不能有呢？

增加合理的措施去“反投機”及減低市場風險及增加透明度，只有那些好事做盡的大鱷才不能接受的。

就算可以永遠保持股市龐大的成交量，但久而久之就被那些大鱷將我們

般小市民的積蓄及血汗錢提走，這是否一個好的政府願意見到及接受的呢？

7. 該等措施如何對金融中心地位造成不利影響？

短期可令市場成交量減少，因不法的投機者被打敗後還大有機會被加上手扣，而其活動範圍又被縮窄，他們自然要離場養傷及設計找出新的法律罅，何況有些好人好者，也因種種原因而要離場，故成交量自然減少，但那 30 項措施及日後應有的法例改妥及實施後，長期是有利的，因該等新措施令市場大增透明度及減少風險且變相或間接地將“提款機”鎖上，令一般市民在一個更公平、公開的市場機制下去作合理的投資，將以往投機賭博的心態無形地糾正過來。

世上有理性的國家或地區都了解這 30 項措施的用意是好的，尤其“蘇聯”經濟崩潰後更顯示上述措施的“必要”性和“合理”性。

8. 對有人說港府用外匯基金入市干預市場這說法的我見

當時是必要的，是財神爺及任總的英明果斷，且時間亦證明他們是對的。但一般市民會很想知道：—

(i) 政府成立外匯基金管理局是否意味著將會長期保留有關股票呢？不會賣呢？

如答案是正面的話則有關股票的流通量定會縮窄，會有以下的效果：

- a. 投機者或大鱷更易造高股價，引小戶入市，然後製造淡市因素，使小戶受損，又再一次提款。
- b. 如大股東立心不仁，下述的情況是可能發生的：
他們可用海外公司（使證監更難找出造市證據），將股價不斷造高，身家大漲，透支時的金額自然也可大大提升。
- c. 大股東爲了避免大鱷利用“窄流量”這情況去造市，爲顧全大局故擴充流量，提出“供股”這一招，在這好心做壞事的情況下，小股東的權益便在不知不覺間被侵了（因小股東不像政府有大筆的“基金”或“儲備金”，自然無力供股，在無可奈何下，權益被侵也無話可說）。

(ii) 如“管理局”有買賣權的話，那又何時可以買或賣呢？

如答案是在大眾利益之前題下可有買賣權：—

- 股市過熱時，則賣出以冷卻股市。
- 股市過冷時，則買入以防大跌。

上述情況是否干預市場或甚至有造市之嫌呢？這樣是否與當時入市之原意“「自衛」或「反投機」”有所違呢？

我希望有關當局用行動去證明他們從沒有干預市場這念頭或預料到日後會被迫成為實際干預市場這境況，故提議“管理局”將手上現貨作下述處理：

- a. 在外匯投資公司認為適當時有秩序地分批（每次 1-2% 或視乎當時情況的某一適當比率）以公開認購方式，以當時的市價，折讓批售與「小投資者」，有關「認購額」規定每人不得超過五手，以達到分散持有權這目的。
- b. 政府以某一「折扣價」批讓與上述之小投資者，除證實沒有意圖干預市場外，還可順勢，做到「還利於民」這理想，並由這些小股東自然地築起某一條支持股價線，或由其承擔起日後市場的自然反應。

此外，“公開認購”還有一個好處，就是讓每一個經紀都有機會賺取佣金，免卻御貓或御鼠也是同一人而享有特權。

(iii) 政府是不是**為賺錢**而入市呢？

如果答案是正面的話，那麼就不如將“外匯基金管理局”作為一個基金單位，發行股票上市好了！既可保存現有股票更可借力打力，集資後再作其他投資，但我確信這疑慮是多餘的。

(iv) “管理局”是否會**出售部份股票**但又**保留部份股票**，以便日後再遇襲時，有“子彈”去應付大鱷呢？

如果我們將漏洞堵塞了，透明度加大了，大鱷入侵的機會自然渺茫，那又何須“備彈”呢？及留下話柄予人彈劾呢？

9. 比較香港與其他自由市場體系的制度

“取長去短”為原則。千萬不要搬字過紙，因每地有其市場特質，歷史背景，民族、民生特性，當地社會、經濟、政治的因素等等，故應三思才作決定〔備兌認股證（covered warrant 事件可作鑑）〕。

10. 聯系匯率重要性

- (i) 保持內外的「信心」。
- (ii) 保持國內與香港良好的經濟發展空間或環節。
- (iii) 銀行系統較易均衡。
- (iv) 美金減息實使“對沖基金”有喘息的機會，美國出這一招是救己救人；港府與美同進退則可享有“無招勝有招”這化境，況亦可助己助人，且以德服人也是退敵的最高境界，可樂而不為呢？