

對新《證券及期貨條例草案》的建議

張仁良

城市大學經濟及金融學系講座教授

當今國際金融市場快速發展，交易工具及方式日益更新，要想保持和鞏固香港國際金融中心的地位，令香港擁有開放、高透明度、公平及高效的證券和期貨市場，新制定的《證券及期貨條例草案》就顯得具有十分重要的意義。

新體制必須致力于提高監管水準，具有預期及回應市場急速變化的靈活性，并力求在保護投資者和促進市場發展之間達到平衡。眾口難調，要想使《草案》既滿足大部分市場人士的需要，又無損新規管制度的整體成效，在制定時就要考慮多方面的市場因素。以下為本人認為需要特別注意的幾個方面。

一. 建立健全的公司管治构架

投資者將資金投入公司，由公司的管理者進行經營運作。管理者的目標是實現股東（投資者）的利益最大化，即盡最大努力為股東賺錢。但事實并非如此，并不是任何時候股東都會實現最大的投資回報。其中，有兩個主要原因。其一，管理者決策失誤，造成公司的不良運作、投資損失、利潤減少。其二，管理者喪失職業道德，中飽私囊，騙取股東錢財。這兩種情況，起因不同，但結果是相同的，都造成股東利益的損失。當股東沒有得到應有的投資回報時，要想究其原因，是管理者的失誤，還是管理者故意騙取股東錢財，這時就面臨了一個很棘手的問題。這兩者是很難被區分和鑒別出來的，這種不易察覺性反過來又給那些不道德的管理者提供了繼續騙取股東錢財的便利條件。因此，在這種情況下，一個健全的公司管治构架就顯得非常的重要。

公司管治是監管參與公司經營行爲和經營方向的各個主體，以使其權利和義務的關係達到平衡。公司管治日益受到人們的重視，自一九九六年開始，經濟合作與發展組織（OECD）已著手研究和分析公司管治的問題。該組織于一九九九年五月通過一系列公司管治原則，這是各國政府首次嘗試共同制定公司管治的國際准則。如何建立良好的公司管治已成為一項很重要的課題。在這個問題上，本人有幾點看法。

(一) 強化教育。在這里，教育的對象主要是指投資者和公司董事。對投資者的教育，是指通過一些課程、培訓、或書面材料，教授投資者如何去分析企業的年度報告、財務報表等其他的信息資料，來提高投資者的專業分析能力和自我保護能力，同時培養投資者的自我保護意識。對公司董事的教育，是指通過一些培訓方式使其了解自身的權利與義務。對於新上市的公司，可以實行“董事發牌制”，即一個必須通過不同形式的資格認定，方可成為董事。在公司上市之後，董事們仍需接受定期的再培訓，以使其了解市場運作動態和監管的發展狀況。

(二) 提高獨立董事的獨立性。自一九九五年起，香港沿襲英美國家的獨立董事制度，頒布了類似的規定，即上市公司至少應設兩名獨立的非執行董事，其目的是為了加強對關聯董事的監督。但此規定的執行效果卻差強人意。一方面，很多公司的獨立董事都和董事長有裙帶關係，因此這些獨立董事的“獨立性”令人質疑。另一方面，還有一種情況會經常出現的是一個人身兼數個公司的獨立董事之職，那麼他能否全面的了解每一個公司的情況，能否拿出時間和精力去參與每一個公司的經營活動，這些都是值得質疑的問題。為了盡量避免上述現象的產生，公司可以將獨立董事的出席記錄和投票情況記入公司的年報，以便于投資者對獨立董事進行評估和審核。另外，對於非專業的獨立董事，公司應提供必要的培訓以使其了解公司的業務和發展方向。

(三) 重視整個亞太區的監管合作。整個亞太區的監管合作可以更加完善單一地區的監管力度。合作可以體現在諸多方面。比如：經驗共享，香港已有的<公司最佳應用守則>，可以為其他國家的指導守則的編纂工作提供良好的范本。再比如：任何一個地區有職業道德問題的董事，在其他地區都不能重新做董事。

(四) 加大法律建設與執法監督的力度。加強公司監管方面的法律建設，制定詳細、全面、明確的法律條款。在有了堅實的法律基礎之上，執法監督也是不容忽視的一個環節。除了鞏固執法機構的地位之外，還要提高投資者的法律意識，增強防范意識。

二. 避免市場監管過嚴

作為一個良好的市場監管機制，最重要的一點就是要充分保障投資者的權益，并且確保公平的市場運作和信息的高透明度。但，另一方面，又要避免過分監管的情況出現。因為，如果監管過嚴，雖然投資者的利益在很大程度上得到了保護，但是卻限制了上市公司管理者的權限，造成管理者為了避免承擔責任，而不做有風險卻盈利性高的投資決策，而採取低風險低利潤的投資策略。這樣，就導致了上市公司的發展步伐放緩，業績滑坡，以及市場活躍性的降低。

三. 确保与投资者的信息溝通

金融市場由三個基本元素构成：投資者、證券商（投資銀行、投資公司等）和監管机构。監管机构制定條例草案的主要目的是保護投資者的利益，但是實現這個目標有一定的困難。由于投資者具有規模大、高度分散性的特點，所以很難獲取投資者的信息，缺乏投資者對市場狀況滿意度的數據，不能正確的判斷投資者的需要所在，也就很難制定出保護投資者利益的法規。相反，由于券商具有規模相對較小和集中性強的特點，其信息也就具有了易獲性。因而，往往是券商對市場的要求和券商的利益點左右了一些政策法規的制定。所以，為了确保制定的條例草案能起到保護投資者利益的作用，就要增加与投資者的溝通，多方收集投資者的信息，真正了解投資者的需求。

四. 鼓勵銀行證券服務業的發展

現在，香港的銀行可以向投資者提供買賣證券的服務，無形之中對傳統的證券投資公司构成了威脅，給市場帶來了更激烈的競爭，加速了市場的發展。銀行的監管机构是金管局，而傳統的證券投資公司的監管机构是證監會。在監管證券服務業上，證監會已具有豐富的經驗和完善的監管制度。而今管局在此環節則顯得相對比較薄弱，經驗不足，還需進一步改善和提高監管的方針政策。但金管局還是有一定的監管力度的，監管比較嚴格，所以在監管銀行證券服務業的過程中，出問題的可能性很小。由此看來，銀行從事證券投資服務的利大于弊，它們的參與增強了市場的競爭機制，加速了該行業的發展。因此，新制定的草案條例要鼓勵銀行從事證券買賣的服務，為它們展開這項業務提供便利的條件。

證券及期貨條例草案

以下各條例執行時將對證券經紀有重大的影響：

第 1522 頁 第 II 部 5 證監會的職能及權力

- (1) 證監會的職能是在合理地切實可行的範圍內---
 - (m) 促進、鼓勵和以強制方式確保---
 - (i) 進行受證監會根據任何有關條文規管的活動的人(獲豁免人士除外)採用適當的內部監控及風險管理制度；
 - (ii) 獲豁免人士在進行受證監會根據任何有關條文規管的活動時，採用適當的內部監控及風險管理制度；

應有適當的機制，用以確保當證監會執行此條例的時候，理應考慮受監管公司之營業額，員工數量，用以制訂適當及合理的內部監控及風險管理制度。因過度的內部監控及風險管理制度，將大大提高證券經紀經營成本，因此增加證券經營上的困難。

第 1550 頁 第 III 部 23 認可交易所訂立規章

- (3) 證監會可藉送達書面通知予認可交易所，要求該交易所---
 - (a) 在該要求指明的期間內訂立該要求指明的規章；或
 - (b) 在該要求指明的期間內按該要求指明的方式修訂該要求提述規章。

此條例所給予證監會的權力，甚為龐大，應有適當的機制，有效地控制此權力，使之不可被濫用。

第 1770 頁 第 VI 部 142 沒有遵守財政資源規則

根據現行的財政資源規則，受監管公司可能在其不能控制的環境下，觸犯財政資源規則，例如：因客戶所持股票，價格大幅下滑，或因公司合併，引致該客戶所持有股票，變相則重相關連公司，或因客戶財務困難，引致公司壞帳增加。此等情況，證券公司可能需要一段時間，(例如增加資本)，才可將狀況改善，要其在此時停業，對公司及公眾的利益，皆有損害，甚為不當。

第 1904 頁 第 IX 部 186 第 IX 部的釋義

“失當行爲” (misconduct) 指----

(d) 與某人進行他獲發牌或獲沽盤豁免領牌進行的受規管活動的有作為或不作為，而證監會認為該作為或不作為是有損或相當可能有損投之大眾的利益或公眾利益的，

“失當行爲”的釋義，給予證監會過大的權力，作為受監管人士，已失去自辯的能力及機會。

第 1906 頁 第 IX 部 187 就持牌人等採取紀律行動

(b) 按證監會的意見，某受規管人士並非獲發牌或繼續持牌的適當人選，或擔任或留任某持牌人的負責人員的適當人選，或參與或繼續參與某持牌人的業務的管理的適當人選，

此條例及以下的同類條例，給予證監會濫用職權的機會，作為受監管人士，只要被證監會認為不是適當人選，便會失去自辯的能力及機會。