



首頁 / 評論 / 議事堂

陳志華 | 提升證券業競爭力 可從監管制度入手

編輯：周瑋瑜 責編：韓進瑤

2024年4月



香港必須要提升證券業的環球市場競爭力。資料圖片

文: 陳志華

筆者近一年以香港證券及期貨專業總會會長身份，到香港周邊的國家或地區的證券業界組織交流，希望就本港的證券業界制度，查找不足，向特區政府發表意見。本會發現到，包括我國在內，世界不少經濟發達地區均設有法定半官方業界自律機構，專注業界發展和維護市場生態。故此本會認為，香港可以參考類似方式，由行業持份者組成「以業界發展為本」為其核心功能的自律機構（下稱：「自律機構」），於推動業界良性競爭生態、協調發牌數量、審核廣告、倡議提升券商公司治理水平等範疇，並負責制定及實施商業行為規則，旨在為業界整體可以長遠健康發展，提升香港證券業於環球市場的競爭力，鞏固其國際金融中心地位。在監管方面，證監會發牌科的權力亦需設置在自律機構，而其他對市場的監管權力則維持不變。

具獨立性的會員自律組織模式利用兩種方式扶植有競爭力的證券市場：首先，加速業務的聚焦，緩解證券交易所和監管機構的部分監管職責，使其更具有競爭力，並促使證券交易所能夠專注於業務發展；其次，提供一個相對中立的自律機構，監管整體市場及中介機構，扶植一個可持續發展的市場環境下進行良性競爭，盡量減低試錯成本，減少非必要的內部虛耗和推動發展時間的機會。

以下是世界各地證券業幾個較為常見的監管模式分類，以及證券主管機構（在此定義等同或包含監管機構）和自律組織（在此定義等同或包含自律機構）之間的權力和分工參考[1]：

1. 法定監管模式 (Statutory Model)：證券主管機構負責全部證券市場監管業務，而證券主管機關通常僅賦予自律組織非常有限的市場監管職責，這些地方包括：香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）、法國 Autorite des marches financiers、英國 Financial Services Authority 和大多數歐盟國家。
2. 有限責任制證券交易所的自律組織 (Limited Exchange Model)：證券主管機構負責大部分主要證券市場監管業務，其中證券主管機構賦予證券交易所執行某些特定監管功能，以聯繫證券市場的運作，及監管及上市業務，這些地方包括：香港交易所、新加坡證券交易所 (Singapore Exchange, SGX)、瑞典斯德哥爾摩納斯達克 (OMX)、美國紐約證券交易所 (New York Stock Exchange, NYSE)。
3. 自主性較強的自律組織 (Strong Exchange Model)：證券主管機構負責重要的證券市場監管業務，其中證券主管機構賦予證券交易所執行超出其原一般運作的監管功能，例如監管其會員的商業行為，這些主要國家包括：日本東京證券交易所 (Tokyo Stock Exchange, TSE) 與大阪證券交易所 (Osaka Stock Exchange, OSE)、馬來西亞證券交易所 (Bursa Malaysia, BM)、美國芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME)。
4. 獨立性的自律組織 (Independent Model)：證券主管機構仍負責基本證券市場監管的業務，惟證券主管機構廣泛地賦予自律組織相當的獨立性，亦即自律組織不僅是市場運作的會員組織，而且必須執行較廣泛的監管功能，這些地方包括：中國證券業協會 (Securities Association of China, SAC)、美國金融業監管機構 (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)、美國國家期貨協會 (National Futures Association, NFA)、加拿大投資業監管組織 (Investment Industry Regulatory Organization of Canada, IIROC) 與加拿大共同基金交易協會 (Mutual Fund Dealers Association, MFDA)、日本證券交易協會 (Japan Securities Dealers Association, JSDA)、韓國金融投資協會 (Korea Financial Investment Association, KOFIA)。

精選



解局 | 弊
益中歐關



梁文閱 |
樓宇老化



黃家和 |
握「走塑



龐卓斌 |
管 重振



顧長風 |
為填海發

除了上述四類獨立性的自律組織中，證券協會制的自律組織模式是一種世界較少發展的模式，雖然證券協會亦制定標準或特定證券市場活動的規則，但基本上這些證券協會的功能主要為業界發聲且不具有實際制定行業規則的法律權力，而且證券協會的運作主要是由會員驅動的模式，例如本會香港證券及期貨專業總會（Hong Kong Securities and Futures Professionals Association, HKSFPA）、國際資本市場協會（International Capital Market Association, ICMA）、巴西金融與資本市場協會（Brazilian Financial and Capital Markets Association, ANBIMA）。綜上所述，即使是政府法定監管模式下的證券業組織協商亦可能在制定標準中扮演重要角色，例如法國金融市場協會（French Association of Financial Markets, AMAFI）。

世界各地主要自律組織監管模式剖析圖：

政府組織集權化的程度		證券主管機構的職責	自律組織的職責	例子
1. 法定監管模式	負責全部證券市場監管業務。	僅賦予自律組織非常有限的市場監管職責。	香港證監會、法國 AMF、英國 FSA、和大多數歐盟國家。	
2. 有限責任制證券交易所的自律組織	負責大部分主要的證券市場的監管業務。	賦予證券交易所執行某些特定監管功能，以聯繫證券市場的運作。	港交所、新加坡 SGX、瑞典 OMX、美國 NYSE。	
3. 自主性較強的自律組織	負責重要的證券市場監管業務。	賦予證券交易所執行超出其一般市場運作監管功能，例如包括監管有關會員的商業行為。	日本 TSE 和 OSE，馬來西亞 BM、美國 CME。	
4. 獨立性的自律組織	負責基本證券市場監管的業務。	主管機構廣泛地賦予自律組織相當的獨立性，亦即自律組織不僅是市場運作者的會員組織，而且必須執行較廣泛的監管功能。	中國 SAE、美國 FINRA 和 NFA、加拿大 IIROC 及 MFDA、日本 JSDA、韓國 KOFIA。	
強烈依賴自律組織的程度				

自律組織監管不同分類模式之利弊與限制性一覽分析表：

	優點	缺點	限制性
1. 政府法定監管模式	<p>1. 將證券監管集權於單一政府機關，可以促進證券監管的有效性與效率性，並可減少監管的層級。</p> <p>2. 可以降低每個被監管企業的成本與監管整個市場的成本，對於被監管的企業與投資者而言，亦較簡便，如此應該可使國家的資本市場更具有競爭力。</p>	<p>1. 監管者可能沒有足夠的技術能力或專業面對處理非常複雜的市場、投資產品與多元的金融中介機關。</p> <p>2. 單一政府監管機關可能變得過於集權或官僚，而且因此無法回應對於業界的需求。</p>	政府法定監管模式亦透過嚴格限制證券交易所監管活動的範圍，將證券交易所業務與監管相關活動之間的利益衝突降至最低，但無論如何，在這種模式下的證券交易所仍然具備交易及上市規章，而且通常對監管交易（市場監督）具有某些職責。

2. 有限責任制證券交易所的自律組織	<ol style="list-style-type: none"> 證券交易所工作人員具體了解市場是如何運作，以及具備市場所需的專業知識，方便處理市場問題，以及證券交易所本身非常「貼近市場」。 基於市場的完整性與投資者的信賴度是建立與維持具有吸引力證券市場的重要因素，所以證券交易所具有足夠商業動機提供完整的監管。 	<ol style="list-style-type: none"> 依賴證券交易所的缺點是利益衝突。 角色衝突之疑慮可能引發證券交易所履行其職責之負面影響。 	某些主管機關相信，鑑於既有完善監管業務的優勢，證券交易所應該承擔某些市場監管的職責。
3. 自主性較強的自律組織	<ol style="list-style-type: none"> 廣泛利用業界的證券專業知識與資源，降低政府監管者的負擔。 許多國家法定監管機關預算受限制的情形下，需要該模式執行自律的職責與調和公共利益，以規範複雜的證券市場。 	<ol style="list-style-type: none"> 由於證券交易所的監管職責很廣泛，因此這種模式產生了許多潛在嚴重的利益衝突問題。 證券交易所利用很多管理的時間與精力於監管業務，可能較少關注其業務與市場發展的主要任務，廣泛的監管成本將降低證券交易所的競爭力。 	容易造成政府監管機關疏於控制瑣碎的規範以及疏於對市場與會員公司日常業務的監督。
4. 獨立性的自律組織	<ol style="list-style-type: none"> 自律組織具有單純、明確的使命提供有效的監管；又因為沒有任何商業利益需要保護，所以該組織亦被視為中立與公正的監管機構。 對於市場參與者而言，法規遵循很簡單而且更有效率；單一的監管機關亦可增強監管體系的公平性，因為所有市場與參與者都被公平對待。 	<ol style="list-style-type: none"> 監管工作與主管機關重複以及需要花時間與政府監管機關的協調。 獨立性會員的自律組織相較政府法定監管模式具潛在性之欠缺效率。 	<ol style="list-style-type: none"> 政府監管機關容易疏於掌控瑣碎的規章以及疏於對市場與會員公司日常業務的監督。 市場參與者必須成為自律組織的會員始可符合具備在證券交易所作為交易參與者的資格。

結論：建議證券協會制的自律組織模式

證券協會制的自律組織模式，是另一種獨立性會員自律組織的模式，在此模式下的證券協會執行有限範圍的自律組織功能，不過兩者有幾個不同的關鍵區分，其中獨立性會員自律組織執行較廣泛的監管功能、其主要角色是扮演單一的自律組織、以及其治理系統中有堅強的獨立董事或非會員的董事之代表性、而且執行程序中亦是具類似代表性的組成。

相對的，證券協會制自律組織的主要角色是代表其會員、因此其監管職能通常是受限制的；該自律組織雖可制定標準或相關規章，但不可能具有良好完備的監管或執法計畫，整體而言，他們的治理制度是由會員驅動的，很少或根本沒有獨立董事或獨立性委員的代表，因此，較有可能產生利益衝突，並且不易治理，為了改善利益衝突之疑慮，國際做法是以公益董事取代會員董事。

儘管證券協會制自律組織的限制性，但他們在彌補政府監管機關工作方面，仍然可以發揮有用的角色，而且可如同政府監管機關一樣，可以幫助規章的制定。

有關證券協會制自律組織與獨立性會員自律組織兩模式的差異比較：

	證券協會制自律組織模式	獨立性會員自律組織模式
治理系統組成的代表性	會員董事	獨立性董事與非會員的董事
監管功能的範圍	受限制	較廣泛
治理制度的驅動力	會員	非會員
治理制度的功能	在彌補政府監管機關工作方面，仍然可以發揮有用的角色，可以有助於規章的制定。	1. 扮演單一的自律組織功能。 2. 較少產生利益衝突的疑慮，相對較易治理。
治理制度上可能的盲點	較有可能產生利益衝突，並且不易治理。	獨立性董事與非會員董事的妥適性與代表性。

就具獨立性的自律組織職責的分工而言，證券監管法律架構應該明確建立自律組織的職責範圍，以及自律組織與其主管機關之間的責任分工範疇，盡量減少監管活動的漏洞與重複，合理之職責分工須以法律或法規明文規範，或是透過合作備忘錄或準則加以規範。

以香港的情況而言，本會建議證監會仍然保留對監管市場行為的權力（例如：禁止內幕交易、詐欺、與市場操縱交易等），惟將發牌權力分拆到單純由證券業、期貨業、資產管理業及虛擬資產業組成（及泛指現時由香港證監會定義的受規管活動持牌中介）組成的自律機構。自律機構有領導及協調證券業界發展的權力，包括審批新證券商、審批廣告、對違反商業規則的持牌中介予以譴責、甚至權力範圍內的有限度處分。此外，對於香港證券業界的發展和改變，先由自律機構成員向其管理委員會動議，獲得大比數和議動過後，再呈交相關機構（包括但不限於證監會和交易所）進行審議和討論。

作者為香港證券及期貨專業總會會長

本文為作者觀點，不代表本媒體立場

[1] 《合理區隔證券商自律、他律與公司治理間監理機制》(郭土木教授、馮震宇教授、婁天威副教授及其研究員團隊，2013)

#證監會

#國際金融中心

#資產管理

#陳志華

#證券業

#自律機構

評論



寫下您的評論...

評論

更多留言

編輯推薦



吳桐山 | 香港要應對新挑戰 僱主僱員要直面競爭

議事堂 | 3天前



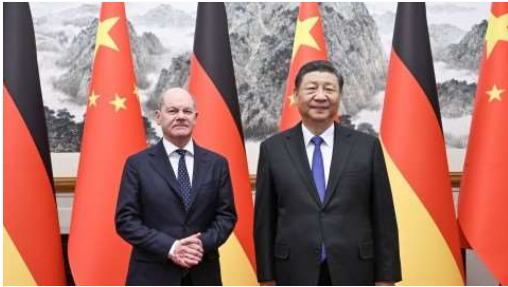
解局 | 首季經濟增速超預期 激勵新質生產力發展

議事堂 | 4天前



陳凱文 | 從夏實龍講話參悟香港

議事堂 | 5天前



來論 | 中德合作不是風險而是機遇

議事堂 | 5天前



李龍 | 國安才能港安家安 香港由治及興未來可期

議事堂 | 2024.04.16



韓成科 | 香港開啟新發展階段 闡明發展是貫穿一切主軸

議事堂 | 2024.04.16

橙TV	資訊	評論	財經	文化	生活	親SON教	美人計	公仔紙	HK E
專訪	港聞	議事堂	財經專欄	文化本事	發緊夢	名人專訪	煲劇誌	文地貓	THE REA
視頻專題	國際	有話直說	產經	書人書事	Mycooky	教養妙法	天下無雙 李專	腔叔	STAND U
動畫圖解	兩岸	圍爐	地產	專欄作家	診所橙事	好書推薦	靈氣碧仁	YO!'s 生活漫畫式	STAR TA
直播	區聞	投投是道	搵錢呢啲嘢	樓上戲院	曼慢活	升學導航	亞熱帶中年	老少女改運大法	MISSION

社區

- 社區我有SAY
- 區區無小事
- 區內熟話
- 社區生活

關於我們 招聘信息 聯絡我們 版權聲明 廣告服務 友情鏈接

Copyright © 2014-2024 All Rights Reserved 橙新聞 版權所有