
第三章

證券及期貨業的三層規管架構

引言

3.1 本章扼述證券及期貨業的三層規管架構，並說明政府、香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）和香港交易及結算所有限公司（香港交易所）的角色。

三層規管架構

三層架構的起源

3.2 現時規管證券及期貨業的架構屬於“三層架構”，其起源可追溯至在一九八八年發表的《證券業檢討委員會報告書》（《證券業報告書》）¹⁴所載述的建議。該三層架構在《證券及期貨事務監察委員會條例》（第24章）、《交易所及結算所（合併）條例》（第555章）和最近制定並且經大幅修訂的《證券及期貨條例》（第571章），以及其他有關法例中有所訂明。

3.3 我們要注意的是，雖然這架構通常被稱為“三層規管架構”，但我們並不認為這稱謂能正確說明該三個組織的角色和職能。首先，若以所用字眼的正確意義而論，政府的角色絕不能被形容為一般所指的規管機構。證監會顯然是一個規管機構，但其地位並非沒有獨特之處，我們稍後會探討其中部分特點。同樣，一般被形容為“前線規管機構”的香港交易所，只是狹義上的規管機構，因為它並不具備法定調查權力，其權力是尋求上市的發行人所簽訂的上市協議所賦予的。換言之，香港交易所的規管權力

¹⁴ 一九八七年十月股災後，當時的總督成立以戴維森先生為首的證券業檢討委員會，其工作之一是檢討當時分別負責規管證券業及期貨業的有關政府部門的組織、權力、管理和運作，以及就確保市場完整和保障投資者所應作出的改革，提出建議。證券業檢討委員會於一九八八年五月發表報告，並提出多項建議，包括在公務員架構以外設立一個新的市場規管機構來代替當時的證券事務監察委員會、商品交易事務監察委員會和證券及商品交易監理專員辦事處。

來自合約。有人會認為，把有權執行與上市及發行人責任和職權有關合約的一方形容為規管機構，是言過其實。我們注意到，香港交易所在某些情況下發出的資料中，經常把其部分職能形容為“執行《上市規則》”，而非“前線規管機構”。

3.4 這個架構的精髓在於市場的運作必須由一個貼近市場的營運機構（即香港交易所）負責，並由聘有具備專業知識及市場經驗人員的獨立規管機構（即證監會）加以監察。政府則對金融市場發展訂定整體政策，並保持關注，因為金融市場是香港經濟體系的一部分。

第一層 — 政府

3.5 政府作為第一層架構，須根據《基本法》第一百零九條，全面負責提供適當的經濟和法律環境，以保持香港的國際金融中心地位。按照《證券業檢討委員會報告書》的精神及國際慣例，政府不涉及日常的規管職能。為履行其職能，政府委任證監會，並確保證監會成為及被視為一個可信及獨立的監察機構，並獲賦予所需權力及聘有專業人才執行職務。政府的不干預市場原則（除遇特殊情況外）與我們收到的意見的看法一致，我們認為這措施應該維持不變。

3.6 在最近有關《2002年證券及期貨條例》的辯論中，政府的角色獲得清楚說明。正如政府當局向《證券及期貨條例草案》及《2000年銀行業（修訂）條例草案》委員會所解釋：

“政府明白到，雖然把規管責任轉授證監會，但不能把對公眾的責任，即妥為規管證券及期貨市場的責任全部轉授證監會。公眾期望政府有責任確保證監會妥善履行其職能；如證監會有失職的情況，政府最終須負上責任。公眾亦期望政府應有效地協調金融界別各監管機構，因為金融機構涉及多個界別服務的情況日益增加，更要就金融體系的迅速改變作出回應。這情況已超出證監會的規管權限，因為其職能及權力基本上只涵蓋證券

及期貨市場，故此證監會未能處理跨越不同金融界別及影響整體經濟的事宜。”¹⁵

3.7 立法會上辯論的其中一項焦點是政府應否具有備用權力¹⁶，其中之一是讓行政長官可向證監會發出書面指示。所預期的權力只會在認為符合公眾利益及可進一步履行證監會的規管目標或加強其任何職能的情況下，並諮詢證監會主席的意見後才予以行使。這項權力被視為政府的“最後板斧”。正如當時的財經事務局局長葉澍堃所解釋:-

“政府只有在非常緊急的情況下才會運用備用權力，以保障公眾利益。可能的情況包括制衡失效，證監會未有妥善履行其職責，或例如在金融市場動盪的時候，政府急需得到證監會及其他金融規管機構配合，採取穩定金融市場的措施。”¹⁷

3.8 政府把備用權力比喻為“具有核子威力以對付證監會任何失責行為的阻嚇措施”，並且是政府可予以採用的唯一法定工具，在危急情況下有效地實行補救措施。如美國證券交易委員會前主席及其後成為美國最高法院法官的 William O Douglas 所說：“打個譬如，[政府]會在門後放置裝上子彈、抹好油及打理乾淨的獵槍，雖隨時可用但卻希望永遠不需要用。”¹⁸

3.9 至於公眾對政府角色的看法，當時的財經事務局局長有以下補充:-

“在兩年多的諮詢期內，市場人士及公眾並沒有就[建議的備用權力]提出反對意見，反映出公眾對政府應確保金融市場穩健的期望。”

3.10 持異議的議員在立法會上以強而有力的論據指出，“不受政治影響的獨立規管機構，是一個值得尊重和信任的現代規管制度所不可或決的。有關的規管機構不但要獨立，還要清楚的讓人

¹⁵ 二零零一年五月四日提交《證券及期貨條例草案》及《2000年銀行業（修訂）條例草案》委員會的第2B/01號文件。

¹⁶ 備用權力包括《證券及期貨條例》（第571章）第11條所列出的權力。

¹⁷ 在二零零二年三月十三日立法會會議上，當時的財經事務局局長葉澍堃發言，以動議恢復二讀《證券及期貨條例》及條例草案第11條的相應修訂。

¹⁸ William O Douglas, “Democracy and Finance”, 1940

看到它真的能夠獨立運作。”¹⁹ 由此可見這方面的普遍情緒是如何強烈。

3.11 在研究政府與規管機構之間權責的適當分配時，《證券及期貨條例草案》及《銀行業（修訂）條例草案》委員會曾參考英國及美國兩地規管機構的問責安排²⁰。在英國，於二零零一年十二月實施的《2000年金融服務及市場法令》把英國金融服務管理局確立為金融市場的獨立規管機構。雖然金融服務管理局委員會的成員是由財政大臣任免，但《金融服務及市場法令》的條文並無賦權財政部或政府的行政機關向金融服務管理局發出指令。相反，該法令訂明其他制衡措施，例如賦權財政部指令調查金融服務管理局備受公眾關注的規管工作、要求金融服務管理局定期向國會交代工作，以及委任獨立人士檢討金融服務管理局的資源管理。

3.12 同樣，美國的證券及期貨市場分別由獨立的證券交易委員會及商品期貨交易委員會規管。兩個委員會的委員均由總統在參議院同意下任命；兩者須定期向國會匯報及出席聽證會。然而，國會無權干預這些委員會的工作，行政機關或立法機構亦無權指令委員行事。立法會訪問團的報告指出，英美兩地的法例均沒有給予政府的行政機關任何超然的權力向規管機構發出工作指令。要確保制衡措施充分發揮作用，並非容許政府享有備用權力，而是賦權政府委任及要求規管機構向立法機構匯報及交代工作。

3.13 鑑於各地有不同的組織架構來規管市場監管機構的運作，立法會大多數議員經衡量後，接納政府當局的建議，讓其保留對證監會的備用權力，以執行其作為“監管機構的監察者”的職能。

¹⁹ 在二零零二年三月十三日立法會會議上，吳靄儀議員就《2000年證券及期貨條例草案》第11條的相應修訂發言。

²⁰ 二零零一年四月，立法會財經事務委員會與《證券及期貨條例草案》及《2000年銀行業（修訂）條例草案》委員會組成代表團訪問倫敦、華盛頓市及紐約，研究英國及美國的金融制度。研究結果詳載於二零零一年六月發表的《英國及美國的金融制度研究報告書》。法案委員會參考該報告後所得的結論，則載於二零零二年三月五日的《證券及期貨條例草案》及《2000年銀行業（修訂）條例草案》委員會報告書（立法會文件第CB(1)1217/01-02號）。

3.14 概括而言，政府不應干預證監會的日常規管職能，並應專注於下列事項:-

- (a) 政府應不時檢討規管架構，以維持公平、具透明度及有秩序的市場。政府的職責亦包括加強公眾對市場的信心、確保投資者獲得適度保障，以及盡量杜絕市場失當行為。此外，政府應促進市場創新及競爭，並採取措施，提升香港作為主要國際金融中心的地位²¹；
- (b) 政府應確保現行制度有足夠的制衡措施；
- (c) 政府應發揮協調者的作用，協調不同金融界別的各個規管機構；
- (d) 政府已保留在特殊或緊急情況下行使的備用權力，但只有在制衡失效、證監會未有妥善履行其職責，或在金融市場出現動盪，以致政府急需得到證監會及其他金融規管機構配合，以採取措施穩定金融市場和香港經濟體系的情況下，政府才會運用備用權力；以及
- (e) 換言之，政府應擔當推動者及協調者而非規管者的角色。政府應提供穩健的環境，讓香港的金融市場得以發展及繁榮昌盛。政府只應在特殊情況下才作出干預。這大致上是政府對本身所擔當角色的看法，也與大多數人的看法不謀而合。

第二層 — 證監會

3.15 第二層架構是證監會。證監會是市場營運機構的監察者。市場營運機構指交易所及結算所（現已合併）以及市場中介機構。政府是按照《證券業檢討委員會報告書》的以下建議，在一九八九年成立證監會:-

- (a) 證監會應為一個法定機構，完全獨立於公務員架構以外，並具備足夠人手和資金。證監會應向政府當局負責。證監會雖然並非公務員架構其中一部分，但廣義上而言應屬政府運作系統其中一部分；

²¹ 二零零二年三月十三日，當時的財經事務局局长葉澍堃在立法會會議上的發言。

-
- (b) 雖然政府應繼續統籌一切，但所有法定規管權力應賦予證監會，以確保其獨立性；
 - (c) 為免削弱證監會的獨立性，政府不應派代表出任證監會董事或加入其諮詢委員會；以及
 - (d) 政府的角色是確保證監會妥善履行其職責。只有在證監會未能妥善履行職責的情況下，政府才應提出獨立意見，決定採取什麼正確行動。

3.16 因應證券業檢討委員會的建議，政府引進了下列保障措施:-

- (a) 香港特別行政區的行政長官（行政長官）負責委任證監會的主席及其他董事，並且有權將他們免職；
- (b) 行政長官可在特殊情況下向證監會發出指示；
- (c) 證監會須向行政長官提交年報及帳目表，而行政長官會將年報及帳目表提交立法會省覽；
- (d) 證監會的諮詢委員會應由證監會委任，而有關委任須獲行政長官批准；以及
- (e) 證監會須擬備及向立法會提交其每年財政預算。

3.17 另外，政府亦引進以下的制衡措施:-

- (a) 證監會所徵收的各項費用須在有關的附屬法例中訂明，並須通過立法會不否決或不提出修訂的議決程序；
- (b) 證監會作出的較重大決定，須獲證監會全體董事通過，以及除非獲立法會批准，否則不得把這項職能轉授；
- (c) 設立一個獨立的證券及期貨事務上訴委員會（上訴委員會），以聆聽因證監會某些決定而感受委屈當事人的上訴。根據新制定的法例，上訴委員會現已升格為證券及期貨事務上訴審裁處，由一名法官出任主席；該審裁處將會全時間運作，其職權範圍亦告擴大；
- (d) 原訟法庭可對證監會的決定進行司法覆核；
- (e) 對證監會或其屬下人員的行動如有任何投訴，可向申訴專員公署提出；以及

-
- (f) 在二零零零年十一月成立一個程序覆檢委員會（覆檢委員會），檢討證監會的內部程序，以確保程序公平合理。覆檢委員會須向財政司司長提交報告，以期在符合證監會法定保密責任的規定下予以發表。

3.18 實際上，證監會是證券及期貨市場的主要規管機構。證監會可獨立履行其規管職能，而無須就其規管職權的日常行使向政府交代。證監會稍嫌不足之處，是該會比較上難以規管與其沒有任何合約關係的上市發行人，但自本年年初實施雙重呈報機制後，情況已略有改善；證監會至少已有一些準則監管上市發行人，否則只有當偶然觸發《收購守則》的條文時，證監會才有權介入上市發行人的企業違規行為。

3.19 規管制度的基本理念和大前提，是證監會具備或應具備專業知識、熟悉本地市場情況和國際間的優良做法、備有健全的機制以衡量利益相關者的意見，以及有公信力並對市場情況保持警覺，才能有效地履行其職能。倘證監會不具備或未能具備任何一項條件，則制衡措施的成效便會削弱。總括來說，我們的調查證實證監會能有效運作，並具備以上作為規管機構所需的重要條件。

第三層 一 香港交易所

3.20 在第三層架構又是最接近市場的架構，市場營運機構擔當自我規管的角色，並執行某些公共職能例如風險管理及市場監管。正如我們較早前所提及，香港交易所並無獲賦予任何法定調查權力，其權力須以發行人所簽訂上市協議的條款為依據。目前，香港只有一間交易所（即香港交易所）。為增加競爭力及應付日益全球化的市場的挑戰，香港聯合交易所有限公司與香港期貨交易所有限公司實行股份化，並與香港中央結算有限公司合併，由單一控股公司即香港交易所擁有。有關的合併於二零零零年三月六日完成，而香港交易所的股票於二零零零年六月二十七日在聯合交易所上市。

3.21 作為一家自我規管機構，香港交易所所有責任確保證券及期貨合約在香港交易所或透過香港交易所於有秩序及公平的市場買賣，亦必須確保審慎管理有關風險。

3.22 香港交易所須按以下各項制衡措施行事:-

-
- (a) 在《合併條例》（第 555 章）下，香港交易所行事必須以公眾利益尤其是投資大眾的利益為依歸；
 - (b) 政府有權委任指定數目的人士加入香港交易所董事會。
 - (c) 證監會是香港交易所包括其全資附屬公司即香港聯合交易所有限公司、香港期貨交易所有限公司及香港中央結算有限公司的法定規管機構。一般而言，證監會有責任督導及監察香港交易所的工作。作為規管機構，證監會可向香港交易所送達“限制通知書”及“暫停買賣令”；
 - (d) 證監會可於發生緊急事故時，指令香港交易所停止提供或營辦特定的安排或服務；以及
 - (e) 證監會獲授權核准任何新訂或經修訂的上市規則，然後該等規則才可予以推行。

3.23 證監會和香港交易所在過往兩年曾簽訂四份主要的諒解備忘錄²²載列類同的條款，促進彼此之間的合作關係。根據有關的諒解備忘錄，凡尋求證監會批准對香港交易所規章作出任何修訂，必須容許證監會的有關人員參與修訂過程的某個階段，讓證監會對修訂建議的性質有足夠認識及提出關注事宜²³。

²² 該等諒解備忘錄是：

- (a) 有關管限上市事宜所訂立的經修訂及重新闡述的諒解備忘錄（二零零零年三月六日）；有關管限上市事宜所訂立的諒解備忘錄的經修訂及重新闡述的附件（二零零零年三月六日）；有關管限上市事宜所訂立的諒解備忘錄首份補充文件（二零零零年八月二十一日）；
- (b) 有關香港交易及結算所有限公司在香港聯合交易所有限公司上市而訂立的諒解備忘錄（二零零零年六月十九日）；
- (c) 有關證監會監察職能、監管交易所參與者及市場監察安排事宜的諒解備忘錄（二零零一年二月二十日）；
- (d) 有關香港交易及結算所有限公司在香港聯合交易所有限公司上市而訂立的諒解備忘錄（二零零一年八月二十一日）。

²³ 有關證監會監察、監督交易所參與者及市場監察安排事宜的諒解備忘錄**附件 V**（二零零一年二月二十日）。

檢討及改進

3.24 自從在一九八九年推行三層規管架構以來，當局並未對有關架構進行任何重大檢討，但曾特別在制定《2002年證券及期貨條例》時予以改進。

3.25 在香港交易所公布諮詢文件後翌日即二零零二年七月二十六日發生拋售細價股及小型股事件之前，未有任何方面對這基礎鞏固及行之有效的架構表示重大不滿。

3.26 當然，即使在二零零二年七月二十六日之前，財經服務業界人士偶爾亦會投訴香港交易所沒有讓經紀參與，以致部分經紀聲稱被忽視，以及證監會被視為權力過大等情況。如被規管者對規管機構只有讚美的話，則有關的規管機構必然是有不妥的地方。

3.27 我們經過考慮後認為，三層規管架構本身健全。我們稍後會提述收到的意見的某些範疇，並提議就該等意見考慮作出若干改進和改善措施。