

證券及期貨事務監察委員會
就檢討持牌法團財務規管制度工作小組
所作建議的
報告書

2004年2月23日

目錄

	<i>頁碼</i>
前言	<i>1</i>
摘要	<i>2</i>
第 1 章 簡介及目的	<i>10</i>
第 2 章 行業概況	<i>18</i>
第 3 章 財務風險 – 匯集及轉按 – 工作小組的看法及建議	<i>27</i>
第 4 章 財務風險 – 工作小組有關加強《操守準則》的建議	<i>50</i>
第 5 章 誠信風險 – 工作小組建議的若干可行措施	<i>53</i>
第 6 章 無力償債風險 – 證監會的建議方針	<i>56</i>
第 7 章 總結	<i>60</i>
附錄 1 工作小組的職責範圍及成員名單	<i>62</i>
附錄 2 有欠審慎的經營手法及《財政資源規則》	<i>64</i>
附錄 3 許可銀行借款概念	<i>71</i>

前言

工作小組所建議的措施旨在使香港的 1,000,000 名投資者受惠。該等措施亦將會有利香港證券市場的發展，並且可強化香港作為國際金融中心的地位。該等建議措施只會影響少數商號，而該等商號可能要減低其轉按總值、以更審慎的方式提供貸款或注入其本身的資本。給予投資者公平的對待及適當的保障，是任何成功的證券市場及健全的證券業必須具備的先決條件。

證監會建議就工作小組的建議措施、其是否適當，以及如屬適當的話，落實有關措施的時間表諮詢市場意見。證監會對上述事宜持開放態度。證監會將會與受影響商號就有關安排共同合作。

摘要

1. 證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)向立法會財經事務委員會(“財經事務委員會”)呈交這份檢討持牌法團財務規管制度工作小組(“工作小組”)的報告。本報告載有工作小組的建議方案，其目的在於處理證券保證金融資以及證券保證金融資提供者將客戶抵押品匯集及轉按所產生的風險。本報告亦包括證監會就各主要事宜的看法及建議。

工作小組建議採取的措施

2. 工作小組提出兩項核心措施及兩項補充措施。

A. 兩項核心措施一

(1) 限制證券保證金融資提供者可轉按作為其借款保證的客戶抵押品的價值，方法是就每家商號可轉按的客戶抵押品的總值，設立一項相等於該商號向其所有客戶合共提供的保證金貸款的總額的某個百分比的上限。

- (a) 這項措施將可確保起碼有部分客戶抵押品將會保留在有關證券保證金融資提供者手中，以備一旦該證券保證金融資提供者清盤時可供發還客戶。該項措施不會防止證券保證金融資提供者將屬於那些當時並無向有關商號借款的保證金客戶的抵押品轉按。然而，該項措施將可對過度轉按客戶抵押品的手法施加若干限制。

- (b) 工作小組認為將該上限定於介乎 130% 至 150%之間對商號來說屬合理的水平，而且仍然可以為有關商號的客戶提供合理程度的保障。因此，假如一名商號向其所有保證金客戶合共借出 1 億元的話，其獲准轉按的客戶抵押品的總值便不得超過 1 億 3,000 萬元(以 130%為上限)或 1 億 5,000 萬元(以 150%為上限)。

(2) 提高《證券及期貨(財政資源)規則》(“《財政資源規則》”)的指定扣減率。

- (a) 該項措施旨在鼓勵證券保證金融資提供者遵從審慎的證券融資比率，因應足夠的抵押品來提供貸款。證券保證金融資提供者如果仍然選擇按照不審慎的證券融資比率來提供貸款，便須注入額外資本，作為風險緩衝。
- (b) 正如下表所示，建議的《財政資源規則》指定的新扣減率，將仍然遠低於銀行及經紀行目前採用的平均扣減率。
- (c) 投資者仍可以繼續利用保證金買賣所選取的股份，證券保證金融資提供者仍可以繼續就這些股份提供貸款。建議的新扣減率將不會禁止該等活動。

**目前及建議的《財政資源規則》指定扣減率
及銀行／經紀行的平均扣減率**

股票及權證	目前 《財政資源規則》 指定的 扣減率	建議 《財政資源規則》 指定的 新扣減率	銀行的 平均 扣減率*	經紀行的 平均 扣減率**
恒生指數／恒生香港 大型股指數成分股	15%	20%	43%	41%
市值>100 億元及成交 額>3 億元	(無此類)	20%	56%	56%
恒生香港中型股指數成 分股	20%	40%	57%	57%
摩根士丹利資本國際香 港指數／摩根士丹利資 本國際中國指數成分股	(無此類)	40%	64%	64%
市值>50 億元及成交額 >3 億元	(無此類)	40%	74%	70%
其他恒生綜合指數 成分股	30%	60%	77%	80%
所有其他股份	30%	80%	96%	96%
權證	40%	100%	100%	100%

* 所選取的 3 家銀行合共佔銀行業截至 2003 年 9 月就保證金融資的貸款總額約 54%。

** 取自 12 家商號的資料樣本，包括 2 家 A 組經紀行、6 家 B 組經紀行及 4 家 C 組經紀行。截至 2003 年 9 月，這些經紀行代表了未清繳保證金貸款總額的 28%，以及市場內保證金客戶總數的 20%。

- 根據證監會的評估，按照該兩項核心措施的建議，只有少數證券保證金融資提供者將需減低其轉按總值、以更審慎的方式提供貸款或注資。然而，隨著近期市場成交額上升以及業界的盈利狀況獲得改善，這些利好因素將有助該等商號符合有關的規定。

B. 兩項補充措施：

(1) 加強《操守準則》內的披露責任，規定證券保證金融資提供者必須向客戶及／或監管當局披露額外的資料。

(a) 若證券保證金融資提供者需就被視為非速動的抵押品承擔極大的風險，或其未動用的信貸融通跌至低於可用的銀行貸款總額的 20%，該證券保證金融資提供者須通知證監會。

(b) 證券保證金融資提供者應定期通知其客戶，其通常有否轉按客戶抵押品，並且提醒客戶參閱其就匯集風險及相關事宜作出的披露聲明；及

(2) 加強有關匯集風險的投資者教育。

4. 上述補充措施旨在利便證監會察覺有關事宜，當中可能意味著某商號有涉及需予以處理的潛在資金周轉問題或嚴重無力償債的風險。此外，上述補充措施亦可以幫助提高保證金客戶對授權證券保證金融資提供者轉按他們的抵押品時所涉及風險的意識。

過渡期

5. 工作小組建議設立 12 個月的過渡期，以便現有的商號可以符合有關的新規定。證監會將會在過渡期內與受有關建議措施所影響的商號緊密合作。

諮詢

6. 證監會建議就上述的建議措施及其他相關事宜、其是否適當，以及如屬適當的話，落實有關措施的時間表諮詢公眾意見。證監會對上述事宜持開放態度。

背景

7. 1998 年 1 月發生的正達證券有限公司及正達財務有限公司倒閉事件，凸顯出將客戶的證券抵押品匯集繼而轉按可能會為保證金客戶所帶來的風險。當正達財務有限公司倒閉時，該公司僅有 1,600 萬元的資本，但卻透過將價值逾 25 億元的客戶抵押品轉按，從而借入 5 億 4,800 萬元的款項。兩家公司有超過 5,000 名客戶，客戶獲准申索的損失總額達 9 億 8,300 萬元，而賠償基金已支付的賠償總額達 3 億 40 萬元。
8. 有鑑於該宗事件，《證券(保證金融資)(修訂)條例》獲制定，規定所有證券保證金融資提供者，包括不受規管的財務公司在內，都納入證監會的監管範圍之內。儘管在有關法例實施後，保證金融資活動必須遵守較當日適用於正達的規定嚴格得多的規則，但證券保證金融資提供者仍然繼續獲容許將其客戶的抵押品匯集繼而轉按。在 2002 年 5 月，證監會引入兩項新的財政資源規定作為中期措施 – 65% 槓桿比率調整及非速動抵押品扣減率。同月，證監會因應財經事務委員會的建議成立檢討持牌法團財務規管制度工作小組。按照財經事務委員會的建議，證監會應檢討將客戶抵押品匯集繼而轉按的經營手法、證券保證金融資活動所涉及的風險，以及研究證券業的整體財務規管制度的有效性，從而加強對投資者的保障。

9. 其他主要金融市場都不准許將無借款保證金客戶的抵押品匯集及轉按。美國更採取進一步的措施，對轉按屬於有借款的保證金客戶的抵押品的做法設定上限。
10. 然而，按照香港目前的制度，只要證券保證金融資提供者獲得保證金客戶的授權，則不論有關客戶實際上有否向其借入任何保證金貸款，該證券保證金融資提供者都可不受限制地將客戶的抵押品匯集繼而轉按。目前的制度之所以存在，是由於其歷史因素及業內缺乏基礎設施可以安排抵押品在經紀行、銀行和中央結算系統之間適時及有效率地分開存放所致。
11. 雖然絕大部分各類別證券商都採用專業手法和依照最佳的市場作業方式經營，有少數商號會將過量的客戶抵押品轉按，因而使其客戶承受風險。
12. 雖然證監會在 2002 年引入的中期措施(參閱第 8 段)在一定程度上有助減低保證金融資風險，但該等措施卻仍然有所不足，原因是證券保證金融資提供者仍然可以為著不同用途而不受限制地將其客戶的抵押品轉按(當中包括那些屬於無借款保證金客戶的抵押品)。
13. 儘管證監會瞭解該項不足之處應該加以處理，然而，證監會同意待工作小組提出其建議及就該等建議諮詢市場意見後，才作出有關修訂，從而處理有關事宜。因此，證監會同意在《證券及期貨條例》的實施時，不同時對《財政資源規則》作出修訂。

工作小組的目標

14. 工作小組認為假若有證券保證金融資提供者無力償債或清盤，將會令該商號的客戶蒙受損失、打擊投資者對證券市場的信心，並且可能會導致其他證券保證金融資提供者因其客戶亦要求退還股票而倒閉。此外，證券市場整體的穩健以及香港作為具競爭力的國際金融中心的聲譽亦可能會受到威脅。再者，任何這類倒閉事件都可能會嚴重打擊香港爭取成為和維持其作為內地的首選集資中心的地位的能力。
15. 因此，為了減低因商號冒進的保證金貸款手法及過度轉按所導致的風險，工作小組的目標是要尋求和建議可行的措施，以打擊上述行為。在制訂有關建議的過程中，工作小組旨在尋求適當的措施，從而有效地提供最佳的投資者保障和減低風險，同時又為業界帶來最少負擔。

證監會的看法及建議

16. 證監會留意到工作小組認為要求將無借款保證金客戶的抵押品完全分開存放的規定，將會對證券保證金融資提供者構成重大的財務及行政負擔。然而，作為長遠目標，香港必須在這極為重要的範疇循著符合國際標準的方向邁進。商號的資本額規定亦須按其承擔的風險而劃分等級。
17. 證監會認為可以採取更多措施以盡量減低經紀行倒閉的風險，並且建議設立內部工作小組研究委任經理人接管有可能違責的商號的業務時將會產生的複雜問題。委任上述經理人可能帶來的好處，是其可以探索可行方案，遏止有問題的公司的損失，並且在允許商號

“繼續經營”的情況下保存有關公司的資產，以控制損失。若連鎖風險得以控制的話，便可進一步保障香港作為具競爭力的國際金融中心的聲譽。因此，證監會建議在適當時候就委任經理人一事向財經事務委員會匯報其建議的方案，然後就此另行徵詢公眾意見。

第 1 章 簡介及目的

本報告的目的

- 1.1 本報告旨在研究香港證券經紀業的風險，尤其是進行保證金融資及匯集和轉按客戶抵押品所涉及的風險；檢討目前的財務規管制度及就可採取的措施提供建議，以協助業界管理這些風險。本報告亦會探討能夠消除當中某些風險的長遠解決方案，從而使香港日後在爭逐全球市場份額的過程中能夠處於更佳的位置。
- 1.2 本報告亦希望凸顯出，若任何證券保證金融資提供者因採用了有欠審慎的經營手法而倒閉，將可能會影響到眾多投資者，並會打擊投資者對香港證券市場的信心。因此，我們必須加強目前有關證券保證金融資提供者的規管制度，以遏止該等風險。視乎財經事務委員會的成員的看法，證監會建議就本報告所提出的事項和建議諮詢公眾意見。

檢討財務規管制度的原因

- 1.3 有鑑於 1998 年 1 月的正達證券有限公司及其財務公司倒閉事件，香港政府及證監會向立法會提交了《1999 年證券(保證金融資) (修訂)條例草案》(“《條例草案》”)，建議規定所有證券保證金融資提供者都必須申領牌照，從而將由不受規管的財務公司經營的證券保證金融資業務，納入證監會的監管範圍之內。
- 1.4 在法案委員會討論《條例草案》的會議上，委員會成員對證券保證金融資提供者匯集及轉按客戶抵押品導致投資者須承受的風險(“匯集風險”)表示關注。當時的意見認為，若禁止進行匯集及轉按這種

在業內由來已久的經營手法，將等同於禁止大多數商號從事證券保證金融資業務。因此，委員會成員同意雖然不應在當時那個階段取締有關做法，但證券保證金融資提供者透過將客戶抵押品轉按而取得的貸款，須受證監會的《操守準則》所限，不應高於其向保證金客戶批出的貸款額的 120%，而證監會將會在兩年內檢討這項非法定條文的效力及匯集和轉按所導致的風險。

- 1.5 在 2002 年 5 月的會議上，財經事務委員會成員亦建議，長遠而言，證監會有必要檢討商號將客戶抵押品匯集繼而轉按的做法，以及研究是否需要按照商號的業務性質及其獲發牌進行的受規管活動所產生的風險，來訂立相應的監管資本規定。

檢討規管制度的工作刻不容緩

- 1.6 國際市場及鄰近地區的市場監管政策都要求它們的中介人必須維持充足的資本作為風險緩衝措施。風險越高，所需的資本將會越多。資本不足的經紀行一旦無力償債，因此所產生的損失最終將會由其債權人承擔，當中包括將資產存放在有關商號的投資者。在商號的清盤過程中，其現金客戶是受到保障的債權人，但保證金客戶則屬無抵押債權人。一般而言，若投資者所須面對的風險越高，其對市場的信心及投資意欲便會越低。
- 1.7 其他主要的金融市場都不允許將無借款保證金客戶的抵押品(即屬於那些當時並無向有關商號借款的客戶的抵押品)匯集繼而轉按。美國更採取進一步的措施，就經紀行可轉按的抵押品價值設定上限(有關的轉按上限按每名客戶計算並訂為 140%)。

1.8 然而，按照香港目前制度，只要經紀行獲得客戶授權，不論有關客戶當時有否向有關商號借款，該證券保證金融資提供者都可不受限制地將客戶的抵押品匯集繼而轉按。當正達倒閉時，有超過 5,000 名客戶受到影響。正達財務有限公司當時僅有 1,600 萬元的資本，卻透過將價值逾 25 億元的客戶抵押品轉按，借入 5 億 4,800 萬元的款項。

1.9 香港基本上遵循國際慣例，規定經紀行必須維持充足的資本以作為風險緩衝，換言之，經紀行的風險越高，其所需維持的資本將會越高。然而，適用於持牌法團的資本規定已多年沒有修訂，所以有關規定未能跟上市場的發展和應付證券業所涉及的風險。根據《財政資源規則》，持牌經紀行的速動資金規定是 300 萬元。該水平是在 1993 年《財政資源規則》最初制定時訂立的。目前代客買賣的經紀行的 500 萬元繳足股本規定亦是在超過 15 年前訂立的。然而，區內其他市場對經紀行都訂立相當高的資本規定(參閱下文表 1)。

表 1

不同地區的經紀行資本額規定的比較

	香港	內地	台灣	新加坡
初始資本規定	1,000 萬港元(只代客買賣的經紀行則為 500 萬港元)	5 億元人民幣(約 4 億 7,000 萬港元)	10 億元新台幣(約 2 億 3,000 萬港元)	500 萬坡元(約 2,300 萬港元)

1.10 工作小組一致同意，若經紀行倒閉，將會危及其匯集及轉按的客戶抵押品。若經紀行資金不足而且變成無力償債，有關損失最終會由其債權人承擔，當中包括將資產存放在有關經紀行的投資者。

- 1.11 證監會在實施《證券及期貨條例》時，曾有機會對《財政資源規則》作出修訂。然而，由於工作小組當時正在研究整體規管架構及監管資本的水平，所以證監會同意押後修訂該規則，等候工作小組提出有關建議。
- 1.12 證監會知道有部分業界人士認為，若經紀行本身選擇以小本經營小規模業務，他們應獲准採納這種經營方式。過往，香港亦容許企業以上述方式經營，而他們的小巧規模亦使其可以較低的成本靈活地經營業務，這意味著他們可以將所節省的成本惠及客戶。某些業界人士亦指出，並沒有充分的商業理據要求經營小規模業務的經紀行必須備有大量資金。
- 1.13 然而，從另一方面來看，若較小規模的經紀行沒有投放資源來改善其內部監控系統及資訊科技設施，他們須面對較高的欺詐或管理不當的風險。這方面從過去證監會對經紀行採取紀律行動的大部分個案都是涉及內部監控不足可見一斑。同時，銀行及部分經紀行已透過電子方式提供更多元化的服務，致使小型經紀行面對越來越激烈的競爭。
- 1.14 根據《證券及期貨條例》，證監會負責促進市場信心及提高對投資者的保障。因此，證監會有責任檢討目前有關監管資本規定的制度及匯集和轉按客戶抵押品的做法，以及以市場、市場參與者及投資者三方的整體中期及長遠利益為目標而提出解決方案。若存在任何結構性的缺陷，引致香港作為中國首選集資中心的聲譽受到經紀行倒閉事件影響的話，我們應該就此作出補救。

成立工作小組協助進行檢討

- 1.15 證監會成立了工作小組以協助檢討財務規管制度的工作。工作小組的職責範圍包括研究經紀業的風險水平(尤其是匯集風險)、評估目前適用於持牌法團的財務規定是否足夠，以及為控制或有效管理業內的風險提出全面的解決方案。控制或管理該等風險不但有利於投資者，而且會為整個經紀業帶來裨益。在全球化市場中，以及在中國內地經濟開放的環境下，經紀業必須作好準備，以提高香港及其他地方的投資者信心、充分把握內地提供的機遇，以及在充滿挑戰的未來維持香港作為國際金融中心的地位。
- 1.16 工作小組由代表著廣泛層面的 13 名人士組成，而有關成員都是基於其在業內的專業知識及市場經驗，或其為投資者爭取權益的身分(例如來自學術界、香港投資基金公會及消費者委員會的成員)而獲委任的。證監會中介團體及投資產品部執行董事擔任工作小組的主席。工作小組成員的名單及職責範圍載於**附錄 1**。
- 1.17 工作小組在 22 個月內已舉行過 14 次會議，當中研究了證券公司(尤其是證券保證金融資提供者)的業務運作所涉及的各種風險，亦考慮過有哪些方法可以遏止(雖然並非完全消除)部分證券保證金融資提供者有欠審慎的經營手法所產生的風險。在研究過程中，工作小組研究過不同主要市場(例如美國)所採取的監管方法、區內(中國內地、台灣及新加坡)的證券公司所須遵守的資本規定，以及檢討證監會目前就減低持牌法團的風險水平而可以行使的權力。
- 1.18 在本報告中，證監會將會列出工作小組成員以求取共識的方法達致的主要意見。至於成員之間有重大的意見分歧之處，本報告亦會設

法加以列明，以便更全面地向財經事務委員會的成員說明有關問題及受關注的事項。證監會作為負責加強投資者保障及市場穩健操作的法定監管機構，亦就某些問題及建議提出獨立的看法、評估和建議。

工作小組研究經紀行倒閉的主要原因所得出的結論

- 1.19 工作小組曾深入研究持牌經紀行的風險範圍，尤其是部分證券保證金融資提供者匯集及轉按客戶抵押品所涉及的風險。工作小組已識別出導致經紀行倒閉的主要原因分別為**財務風險**(即經紀行無力償債)及**誠信風險**(客戶資產遭騙取及挪用)。

資本充足度及內部監控系統

- 1.20 在研究初期，工作小組多名成員都支持提高經紀行(尤其是證券保證金融資提供者)所須遵守的資本規定，以及規定他們必須嚴格執行有效的風險控制及內部監控措施。當時的意見是認為此舉符合全球的趨勢及慣例。由於匯集及轉按客戶抵押品的證券保證金融資提供者實質上以類似銀行的方式經營，所以若他們匯集及轉按客戶資產，都應該備有相當的資本。這些成員相信，建基於資本充足度及內部監控這些較為宏觀的工具的規管制度，較採取某些措施來限制各類活動的做法更為可取。然而，工作小組其他成員關注到劃一地提高資本規定可能會導致小型經紀行（特別是證券保證金融資提供者）不能繼續經營，因此反對這個方案。小組成員最後同意，工作小組應該研究特定的措施，只要求承受過高風險的證券保證金融資提供者增加資本，或要求他們遵守其他有關借出或借入款項的限制，而並非劃一地提高資本規定。雖然有關建議遭到反對，但工作小組某

些成員依然確信提高資本充足度及有效的風險管理才是長遠的解決方法。

工作小組所建議的針對性措施

1.21 工作小組認為，透過同時採取多項針對性措施，將可控制或減低部分證券保證金融資提供者有欠審慎的經營手法為經紀業帶來的風險(有關說明詳見**附錄 2**)。這些措施包括：

- (a) 透過下列的兩項核心措施，要求有關商號運用本身的資源來處理其有欠審慎的經營手法。建議實行該等措施的過渡期為 12 個月(提高適用於權證的指定扣減率的措施除外)：
 - (i) 就商號可轉按作為其借款保證的客戶抵押品的價值設定上限；及
 - (ii) 提高商號在根據《財政資源規則》計算其速動資金時就客戶抵押品採用的指定扣減率，從而減低沒有獲得充足抵押品作為保證的保證金貸款的金額；
- (b) 修訂《操守準則》作為補充措施，規定證券保證金融資提供者必須在超出若干界限時，向其客戶披露某些資料及向證監會作出匯報；及
- (c) 加強投資者教育作為補充措施。

證監會的看法

1.22 證監會相信，建議的措施有助業界減低過高的風險。然而，隨著香港市場不斷發展，只有實施良好風險管理及具備所需的知識和技能的經紀行才會最終脫穎而出。

1.23 雖然 2003 年的市場總值及成交額自 1986 年 4 家交易所合併以來已分別增加了 12 倍及 20 倍，但經紀行以有限的資本經營，以及證券保證金融資提供者透過轉按保證金客戶的抵押品來籌集營運資金(使證券保證金融資提供者可以非常符合成本效益的方式經營)這些市場經營方式並未有改變。雖然這種經營方式符合經紀行的商業利益(因為他們可以透過允許其客戶的資產承受風險而擴大經營規模)，但此舉的實際後果是會將經紀行的風險轉嫁給客戶，或導致客戶的資產承受風險。若一家持有客戶資產的經紀行缺乏充足的緩衝資金來應付流動資金需求，一旦因為發生欺詐、挪用客戶資產或違責事件，當中涉及的損失便可能會波及客戶，導致客戶資產有所損失，損害投資者的利益。當證券保證金融資提供者將客戶抵押品轉按給銀行，若該證券保證金融資提供者違責，銀行便可能會撤銷該證券保證金融資提供者贖回有關抵押品的權利，並將有關的抵押品出售以抵銷該商號的欠債。同樣，有關損失亦會由投資者來承擔。在現今這個證券市場，要投資者承擔這些風險是不能接受的。我們亦同樣不能接受因為經紀行倒閉事件而導致其他經紀行及整體市場須承受聲譽上或甚至系統性的損害。

第 2 章 行業概況

香港作為國際金融中心

- 2.1 香港一向公認為主要的國際金融中心，以其由財務機構及金融市場所組成的綜合網絡，為本地及國際投資者提供優質高效的服務及種類繁多的投資產品。
- 2.2 香港證券市場是全球第八大市場，按市值計算是全亞洲(日本以外)¹最大的市場。在 2003 年底，香港證券市場的市值達 55,480 億港元(7,150 億美元)，2003 年全年的總成交額為 25,840 億港元(3,320 億美元)。
- 2.3 金融服務業是香港經濟的重要支柱之一，其生產值佔香港本地生產總值的 13% (按增值額計算)，僱員總數佔總勞動人口的 6%²。
- 2.4 在 1986 至 2003 年這段期間內，內地企業通過香港直接或間接籌集到的資金總額達 7,860 億港元(即 1,010 億美元)。除內地公司外，其內地股東亦開始透過香港金融市場的設施配售其香港上市公司的股份。單在 2003 年 12 月 16 日，中國銀行已成功配售佔中國銀行香港（其在香港上市的附屬公司）的現有已發行股本的 10.12%（總值達 146.6 億港元）。隨著內地市場持續開放，香港將會面對的挑戰是如何充分把握這一開放過程所締造的眾多機遇。簡而言之，香港作為國際金融中心的日後發展，取決於其能否成為“國家首選的集資中心”。(行政長官董建華在 2003 年 1 月 8 日立法會會議上發表的施政報告中第 17 段。)

¹ 按照 2003 年 11 月底的排名。

2.5 如果香港要取得成功，不僅需要一個蓬勃且健全的股票市場，而且同樣重要的是需要財政穩健、專業能幹，並且高效運作的經紀業來支持這個市場和為香港的機構投資者及散戶³提供服務。

經紀業概況

2.6 在 2003 年 9 月底，市場上有 453 家證券經紀行(即香港聯合交易所的參與者)，及 125 家期貨經紀行(即香港期貨交易所的參與者)。目前，證券業內共有 242 家商號從事證券保證金融資業務。香港的證券市場的發展主要建基於一個“雙層結構”，當中一層由世界知名的國際經紀行組成，主要為機構投資者網絡提供服務，其業務約佔一半的市場份額，並主要買賣恒生指數成分股。另一層則由為數不少的中小型本地經紀行組成，當中大部分服務本地散戶市場，替散戶投資者買賣恒生及非恒生指數成分股。國際經紀行一直對鞏固香港的國際金融中心地位作出貢獻，而本地經紀行則擔當著服務小投資者及提供市場流通性的重要角色。

2.7 經紀業存在著風險，當中包括市場風險、客戶信貸風險、流動資金風險、集中持倉風險、營運風險及系統性風險。證券保證金融資提供者如果就客戶抵押品提供貸款，並且倚靠將客戶抵押品匯集及轉按來為其業務及貸款營運提供資金，則需面對更高的風險。

2.8 為就有關風險提供緩衝，經紀行必需維持足夠的速動資金及健全的風險管理系統、以審慎態度及專業技術經營其業務，同時要確保其

² 數據來自《香港年報 2002》。

³ 香港市場的成交額中約 59% 來自機構投資者(香港交易所就截至 2002 年 9 月底的年度進行的《現貨市場交易研究調查》)，而散戶總人數約為 110 萬人(香港交易所在 2002 年年底進行的《簡要個人投資者調查 2002》)。

職員及管理層廉潔誠信。否則，經紀行所承擔及招致的風險，將會轉嫁到其客戶身上。

- 2.9 在香港，規管經紀行財政是否充裕的有關審慎監管方法，是參照美式制度而建立的，當中會衡量經紀行的資產淨值，再按照一連串計算準則（例如就若干資產及抵押品實施扣減率），按有關資產的質素對該等資產值加以調整。該等計算準則及有關規定載於《財政資源規則》之內。基本上，《財政資源規則》採用一系列綜合計算準則，當中包含規定資金水平、就資產實施扣減、就負債作出撥備及就槓桿比率施加上限，從而確保經紀行財政穩健，且有能力抵受市場風險及信貸風險。證監會亦要求經紀行設有健全的風險管理及內部監控系統，並且依照有關法規、守則及指引規定的業務操守準則營運。
- 2.10 大部分的經紀行都以審慎負責、廉潔誠信的方式經營。他們都設有充分的風險管理系統，並且按照《財政資源規則》維持充足的資本。
- 2.11 《財政資源規則》目前對經紀行實施的資本規定，已經與現今經紀行經營業務時所承擔的風險水平脫節。《財政資源規則》就持牌經紀行所訂立的速動資金規定是 300 萬元。該水平是在 1993 年原有的《財政資源規則》最初制定時訂立的。目前代客買賣的經紀行的繳足股本規定是 500 萬元，亦是在超過 15 年前訂立。區內的其他市場都對經紀行實施相當高的資本規定(參閱表 2)。
- 2.12 此外，這些市場的經紀行數量亦遠少於香港，因此其面對的系統性風險的規模亦較小。

表 2

	香港#	內地	台灣	新加坡
初始資本規定*	1,000 萬港元 (只代客買賣的 經紀行則為 500 萬港元)	5 億元人民幣 (約 4 億 7,000 萬港元)	10 億元新台幣 (約 2 億 3,000 萬港元)	500 萬坡元 (約 2,300 萬 港元)
經紀行數目	436 家	127 家	154 家	61 家

* 上述不同司法區的初始資本規定水平適用於那些獲准經營類似香港經紀業務活動的經紀行，當中包括代客買賣、自營買賣、包銷活動及(就新加坡及台灣而言)證券保證金融資。

香港的持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司的資本規定分別是 3 億港元、1 億港元及 2,500 萬港元。

證監會自 2000 年 3 月後所進行的工作

2.13 證監會在 2000 年 3 月從聯交所接掌規管全部經紀行的前線監管職能後，隨即檢查因資金基礎薄弱、採用有欠審慎的貸款手法及將客戶抵押品過度轉按而風險較高的經紀行的財政狀況。證監會立即對該等經紀行實施深入的監督及積極勸導的措施，以說服該等經紀行透過注資、減少保證金貸款額、收取更優質的抵押品，及在必要時採取措施處理匯集風險，從而減低其風險承擔。

2.14 證監會至今已透過下列方式成功減低業界的若干風險：

- (a) 勸導 14 家證券保證金融資提供者增加其繳足股本，增幅總額達 7 億 8,200 萬元，及 12 家證券保證金融資提供者注入核准後償

貸款，涉及總額達3億5,800萬元，從而確保該等商號備有審慎的緩衝資本；

- (b) 勸導 14 家證券保證金融資提供者採取各項補充措施減低將客戶抵押品匯集所產生的風險，而這些安排都是運用《操守準則》規定及積極勸導的成果，因為目前法例並沒有直接要求必須將無借款保證金客戶的抵押品分開存放。

投資者賠償

- 2.15 為確保能夠為投資者提供安全網，證監會在 2001 年 6 月的立法會會議中要求設立一項 0.002%的市場徵費，為賠償基金注資。根據《證券及期貨條例》，每名客戶的賠償金額上限獲提高至 150,000 元。研究顯示，假如有經紀行倒閉，按照這個賠償上限水平，最少有 80% 的申索人會獲得足額賠償。
- 2.16 投資者賠償有限公司目前管理的賠償基金(繼承以往的有關賠償基金)已達 10 億元。然而，由於若干投資者的風險承擔超逾 150,000 元，因此並非每名投資者都可獲得足額賠償。此外，每當有經紀行倒閉，最終亦會令市場受損。
- 2.17 《財政資源規則》規管制度的目的，在於要求經紀行維持有足夠的緩衝資金，從而避免經紀行倒閉，而非在經紀行倒閉後才進行善後工作，因為屆時投資者所須面對的損失將已成為事實。

有欠審慎的證券保證金融資提供者為客戶及市場招致的風險

- 2.18 目前，市場上共有 242 家證券保證金融資提供者，當中 151 家以本身的資本經營貸款業務，只有 91 家證券保證金融資提供者將客戶的抵押品轉按，為其業務營運提供資金。在這批商號中，少數將其作為風險緩衝的速動資金盈餘維持在非常低的水平。該等商號的資金薄弱，加上其對以客戶抵押品作保證的銀行貸款的倚賴，導致該等商號尤其會受市場波動的影響，因而對其客戶構成重大的風險。
- 2.19 **附錄 2** 載有關於匯集及轉按手法的說明，以及闡述《財政資源規則》如何運作以規管經紀行的資金水平及風險。
- 2.20 除了運用透過轉按客戶抵押品而取得的銀行借款之外，不少該等商號亦為與其有關連的人士的活動提供資金，例如用作購買其集團公司的上市證券，或把資金轉移到集團內的財務部門。鑑於該等有關連的人士及集團公司都毋須接受任何規管，上述的融資活動可能會削弱該等商號的財政實力。雖然該手法本身未必會觸發任何違反《財政資源規則》的資本規定，然而，當中明顯存在著利衝突問題，尤其是假如有關證券保證金融資提供者在評估其集團公司或有關連的人士的信用狀況時，不能保持其應有的獨立性或沒有採用應有的嚴格準則的話，問題便會更為嚴重。
- 2.21 證監會現有的權力及制裁能力在過往對於大部分個案所涉及的大多數商號來說，一直都足以發揮作用。大多數商號都重視其持牌資格、謹慎地維護其市場聲譽且不會辜負客戶對其的信任。然而，假如有商號的貸款及／或轉按活動為投資者招致嚴重的風險，則證監會並無清晰及有效的法律權力，要求商號即時採取行動，例如注資

或將無借款保證金客戶的抵押品分開存放。取而代之，證監會只好尋求以嚴密監督及積極勸導的措施，結合施加發牌條件(該等措施過程漫長)或發出限制通知書(此舉可能會對有關商號產生不良的後果，而非原先打算發揮的補救作用)的一系列方法來應付。

一家經紀行倒閉所帶來的後果

2.22 當一家經紀行倒閉，特別是假如該商號擁有大量客戶時，投資者的損失可以相當巨大。假如涉及的投資者人數眾多，有關的倒閉事件可能會透過連鎖效應而對市場產生系統性的衝擊，因為其他商號的客戶可能會紛紛要求商號歸還抵押品及股票，以至索還數額超越有關商號的交付能力。如果因此引致更多證券保證金融資提供者倒閉，更多投資者將蒙受損失；而那些承受沽售壓力的股份的價格，可能會急速下滑，使更多投資者會因此而受損。擁有大量客戶的證券保證金融資提供者，實質上與銀行有相近之處，因為該等商號同樣會運用其客戶的資產作為保證來借入款項；證券保證金融資提供者倒閉所產生的後果，也與銀行倒閉所產生的影響大致相若。

2.23 正達個案可說是經紀行倒閉所產生的嚴重後果的典型例子。有關方面在 1998 年 1 月正達倒閉後，為該公司委任了臨時清盤人。經過 5 年後，鑑於該項清盤工作規模龐大且異常複雜，清盤人仍未能完成發還證券或現金(包括股息及企業行動的收益)予該公司客戶及債權人的程序。客戶須承受的損失總額至今尚有待確定。有關清盤的費用(清盤人及其專業顧問的費用)目前估計達 1 億 1,800 萬港元。正如本報告先前所述，在正達財務有限公司倒閉前，該公司利用總值逾 25 億元的客戶抵押品借入了 5 億 4,800 萬元的貸款。截至 2003 年 3 月 31 日為止，從聯合交易所賠償基金(該基金規定就每名申索人的最高

賠償額為 150,000 元)就正達支付的賠償款額達 3 億 40 萬元，而已獲接納申索的准予申索總額則為 9 億 8,300 萬元。

2.24 除了財政問題之外，另一個可引致經紀行違責的原因，便是經紀行擁有人、管理層或職員從事詐騙。事實上，在 1996 年至 2002 年期間，大部分舉報的經紀行倒閉事件都涉及詐騙。在截至 2003 年 3 月為止的 15 個月期間內，合共錄得 9 宗挪用客戶資產的個案，當中涉及損失總額達 1 億 8,660 萬元，而其中 3 宗個案則涉及經紀行東主監守自盜。

2.25 在 1996 至 2002 年這段期間內，共有 11 家違責經紀行及 7,199 宗就有關違責事件而作出的投資者賠償申索(見表 3)。截至 2003 年 9 月 30 日為止，賠償基金向該等申索人支付的賠償款項達 5 億 4,190 萬港元。

表 3
聯合交易所賠償基金自 1996 年起的申索紀錄

經紀行名稱	年份	准予申索宗數	截至 2003 年 9 月 30 日為止已支付的賠償總額 (百萬元)
1. 惠新證券有限公司*	1996	8	8.0
2. 昌垣證券公司*	1996	32	8.0
3. 志權證券公司*	1996	53	8.0
4. 福廣證券有限公司	1998	59	9.8
5. 正達證券有限公司	1998	3,922	300.4
6. 福權證券有限公司	1998	430	31.1
7. 集豐證券有限公司	1998	2,089	129.1
8. 威昇證券有限公司	2000	285	26.0
9. 英傑證券公司	2002	157	15.0
10. 新大利證券投資公司	2002	11	0.001
11. 利順證券公司	2002	153	6.5
總數		7,199	541.9

* 該等個案須受限於每家違責經紀行 800 萬元的賠償上限。在此等個案之後發生的個案最後並無採用該項以每家違責經紀行為基準的上限，取而代之的是有關賠償款項以每名申索人賠償 150,000 元為上限。

- 2.26 每當有經紀行倒閉，整個經紀行業的聲譽亦會受損。經紀行本身曾表示，假如有經紀行倒閉，其他經紀行的客戶亦會轉往較大型的商號或銀行進行買賣。
- 2.27 雖然以 150,000 元為上限的賠償基金付款，可使最少 80% 的申索人獲得足額賠償損失，但賠償基金仍然是在投資者賠償方面的最後措施，無論如何不應該取代經紀行本身須誠實及審慎地行事的責任和承擔，以免其客戶承受有關的風險。
- 2.28 設立投資者賠償計劃在若干程度上會導致某種道德風險。遺憾地，在近期若干源自詐騙及挪用資產的經紀行倒閉個案中，似乎有些經紀行認為它們之所以可利用客戶資產來冒險，正是因為有賠償基金提供安全網。

第 3 章 財務風險 – 匯集及轉按 – 工作小組的看法及建議

I. 匯集及轉按本身風險不高

- 3.1 工作小組一致認為，匯集及轉按客戶抵押品本身並非有欠安全的做法，惟必須以審慎的方式進行及接受足夠的風險管理和內部監控。匯集風險只會在以有欠審慎的方式進行時才會產生(見**附錄 2**所述)。工作小組注意到，銀行實際上也將存戶的資產匯集起來，然而，銀行監管機構或銀行界本身對這種做法都不會存有真正的憂慮。工作小組相信，這是因為銀行一般都資金雄厚，而且，一如很多規模較大的持牌經紀行那樣，銀行通常都願意投放大量資源於精密的風險管理系統上，同時會實施嚴格的內部監控措施。

匯集及轉按有利於流通性

- 3.2 工作小組認為，匯集及轉按客戶抵押品有利於現貨市場的流動性，並可利便投資者在缺乏資金作全數支付時仍然能夠進行證券交易。因此，工作小組認為不宜全面禁止匯集及轉按客戶的抵押品，但卻應探討適當的措施，以遏止過度轉按客戶抵押品的情況。

其他市場不准轉按無借款保證金客戶的抵押品

- 3.3 工作小組首先考慮到其他司法管轄區就轉按客戶抵押品所施加的限制。小組成員注意到，其他先進的司法管轄區就容許轉按客戶抵押品而設立限額時，會將有借款和無借款的客戶加以區分。**這些司法管轄區全都不允許將當時並無向有關證券保證金融資提供者借款的保證金客戶的抵押品轉按。**在這些司法管轄區，有關商號必須將並

無向其借款的客戶的抵押品分開處理及穩妥保管(即類似香港處理現金戶口客戶的證券的方式)。工作小組認同此舉體現了最佳國際慣例。

3.4 這種做法的主要優點是將可以轉按予銀行的客戶抵押品數量大幅減少，而獲得完整保管以歸還客戶的客戶抵押品數量則可相應地大幅增加。商號亦無法透過抵押屬於無借款保證金客戶那些較易融資的抵押品來盡量增加其借貸能力，以及利用這些抵押品來間接提供資金，為投機性較重的保證金客戶所提供的低融資價值抵押品，提供有欠審慎的貸款。此外，無借款保證金客戶所獲得的保障程度，將與持有現金戶口的客戶所獲得的相若。

3.5 工作小組數名成員對這個方案表示支持。然而，大部分成員都同意，由於對大部分商號來說，執行這方案的合規成本頗高，所以這個分開處理的做法不能在目前實施。要遵守這項措施，商號將需要 (i) 購買及維持精密的資訊科技系統，以識別在轉按的抵押品中，哪些屬於有借款保證金客戶，哪些屬於無借款保證金客戶；及 (ii) 經常就透過於承按被轉按抵押品的金融機構開立的帳戶提存證券而付出費用。

3.6 雖然工作小組普遍認為這種分開處理的方法若要在實時的基礎上實行的話，在目前來說並非切實可行的選擇方案。但一名工作小組成員強烈認為和建議有關方面應作出承諾，日後將會禁止轉按無借款保證金客戶的抵押品。這是因為在這方面，香港較諸其他主要金融中心落後，而保障投資者權益與香港的聲譽不應純粹因為業界的成本問題而承受風險。另一名成員建議另一個可能可行的辦法，是在追溯性的基礎上而非在實時的基礎上實行有關禁制。

- 3.7 目前，很多證券保證金融資提供者都是利用本身的資金來進行借貸業務，因而不會轉按客戶抵押品，而有轉按客戶抵押品的證券保證金融資提供者，只受制於 65% 槓桿比率調整的限制(見**附錄 2** 的論述)。這項措施實際上降低了業界的槓桿比率。這個比率要求經紀以本身的資金來為其保證金貸款提供資金。然而，經紀行仍然可以將手上所有的客戶抵押品轉按，以及將所借得的款項作不同用途。假如該經紀行倒閉，其保證金客戶可能會發現自己所有的抵押品已轉按予銀行而不獲發還。
- 3.8 舉例來說，一名合共借出 1 億元保證金貸款而就此取得總值 5 億元客戶抵押品的證券保證金融資提供者，可以自由地將該筆 5 億元的客戶抵押品全部轉按。目前的槓桿比率調整所產生的作用是，有關商號需要以本身的資源提供 3,500 萬元作為其保證金貸款。但是，有關經紀可以將 5 億元的客戶抵押品全部轉按，以及取得超過其借出的保證金貸款總數的銀行借款，並且運用該等借款作不同用途。工作小組若干成員相信，若對證券保證金融資提供者可以轉按予銀行的客戶抵押品總值實施若干限制，將可為客戶提供較目前為高的保障。
- 3.9 工作小組研究過三項旨在盡量減低匯集風險的主要方案。工作小組希望清楚指出，這些方案沒有一個可以完全解決匯集風險或財務風險的問題；然而，一如下文所討論那樣，這些方案各有利弊。

盡量減低匯集風險的方案

(i) 方案 1 – 按每名客戶計算的轉按上限

3.10 工作小組曾經參考其他地方制訂轉按上限的例子，並注意到美國對經紀嚴格實施按每名客戶計算的 140% 轉按上限⁴。此舉的作用，與將無借款保證金客戶的抵押品分開處理的做法相似，同時，就每名客戶可被轉按的抵押品價值設定上限，亦為客戶提供了額外的保障。在商號無力償債時，此舉可以有效地限制每名客戶可能會損失的抵押品價值，並可避免出現相對於借款額來說，一名客戶可能較另一客戶蒙受更大損失的情況。

3.11 然而，商號在遵守按每名客戶計算的轉按上限方面存在的實務及運作上的困難，本質上與嚴禁轉按無借款保證金客戶的抵押品所產生的困難相同。因此，工作小組認為，在目前的市場基礎設施下，引入按每名客戶計算的轉按上限並非實際可行的解決方案。

(ii) 方案 2 – 按每家商號計算的轉按上限

3.12 工作小組接著考慮是否可以按每家商號計算的總值基礎上設定轉按上限(即就可轉按的客戶抵押品的價值，設定相等於該商號的保證金貸款總額的某個百分率的上限)，此舉可以減低有關的實務上的困難，而同時仍然可以為保證金客戶提供合理的保障。工作小組認為按每家商號計算，介乎 130% 至 150%的限制對商號來說屬公平的水平，而又仍然可以為有關商號的客戶提供保障。可是，最少一名工

⁴ 在美國，有關的規定亦禁止證券商號向保證金客戶借款超逾有關客戶打算購入的證券的價值的 50%。此外，客戶亦必須維持相等於所購買證券的價值的某個百分率的固定存款水平。

作小組成員強烈認為應將有關上限訂為 100%，以便為有關商號的客戶提供更大的保障。

- 3.13 以下例子可以說明這項措施的應用情況。一名證券保證金融資提供者向其所有保證金客戶合共借出 1 億元，並取得 5 億元的客戶抵押品。根據建議中按每家商號計算的上限，以 130% 為例，該商號獲准轉按的客戶抵押品的總值不得超過 1 億 3,000 萬元。在這情況下，即使該證券保證金融資提供者無力償債，其餘 3 億 7,000 萬元的客戶抵押品仍然會完整無缺。

按每家商號計算轉按上限的建議的局限

- 3.14 工作小組希望強調一點，就是在該項按每家商號計算轉按上限之下，不論有關客戶有沒有借款，商號仍然可以轉按任何保證金客戶的抵押品。預計證券保證金融資提供者將會繼續轉按融資價值較高的客戶抵押品，以盡量增加可借取的款項。因此，此舉不單不會限制將無借款保證金客戶的抵押品轉按的情況，事實上更可能會鼓勵這種做法。
- 3.15 然而，工作小組大部分小組成員相信，雖然存在著這方面的憂慮，有關限制整體上仍可產生若干正面作用，就是證券保證金融資提供者若主要接納融資價值較低的客戶抵押品，便必須停止以有欠審慎的方式貸款，或者須利用本身的資源，以就其保證金貸款總額提供較大比例的資金。此外，此舉亦會確保起碼有部分客戶抵押品將會保留在證券保證金融資提供者手中，以備一旦有關商號清盤時可供發還客戶。

影響分析

- 3.16 根據從 2003 年 9 月的財政資源申報表⁵所抽取的數據作出的計算，在有轉按客戶抵押品的證券保證金融資提供者中，只有少數會受到影響，以致需要提供其他形式的保證或減低其銀行借款(當中可能涉及需要注入額外的股東資金)，才能符合 130% 至 150%的轉按上限。隨著市場在過去 6 個月的上升趨勢，這些商號應備有符合有關要求所需要的財務安排。證監會將會在有關的過渡期內與該等商號緊密合作。
- 3.17 工作小組部分成員關注到若實施轉按上限，可能會限制證券保證金融資提供者就流通性較低的抵押品或融資價值較低的股份提供貸款，以及可能會影響到這些股份的流通性。然而，工作小組成員一般同意，考慮到就這些股票提供貸款對有關的保證金客戶和商號都具有較高風險，有意就這些抵押品貸款的商號應利用本身的資源來進行。這個風險應由有關商號來承擔，而不應轉嫁到客戶身上。
- 3.18 當然，若將轉按上限訂於較高的百分率水平，受影響的證券保證金融資提供者所受到的衝擊便會減輕，原因是商號將可以轉按更多抵押品，從而借取更多款項。然而，小組成員認同，訂立的百分率上限越高，有關商號的保證金客戶所得到的保障相應便越低。部分成員亦提醒工作小組，在美國，有關的 140%限制是嚴格地按每名客戶計算的，而且亦有其他限制一併使用。因此，難以解釋為何會將按每家商號計算的上限(該上限容許商號轉按屬於無借款保證金客戶的抵押品，並且沒有按每名客戶計算的上限那麼嚴格)訂為 140%或甚

⁵ 該項分析的假設基準，是所有 91 家證券保證金融資提供者的貸款及抵押品組合在 2003 年 9 月底後維持不變。

至更高的水平。然而，小組成員清楚知道，即使轉按限額是按每家商號計算，對就融資價值不高的股份提供貸款的證券保證金融資提供者來說，其作用可以是等同施加較目前的 65% 更為嚴格的槓桿比率。

靈活的機制

- 3.19 工作小組的成員亦理解到，實施按每家商號計算的轉按上限對受影響的證券保證金融資提供者構成實際困難，原因是(i)商號已轉按的證券抵押品的價值會出現波動，以及(ii)該商號批出的保證金貸款的合計總額會出現波動，從而影響到可以轉按的客戶抵押品價值的上限，對商號確保符合有關上限構成影響。假設有關上限為 130%，保證金貸款總額達 1 億元的證券保證金融資提供者可以將最多 1 億 3,000 萬元的客戶抵押品轉按。任何商號如已經轉按價值接近該上限的抵押品，當其已轉按的抵押品的價值上升至 1 億 3,000 萬元以上，或當其保證金貸款總額跌至 1 億元以下時，便會面對違反有關上限的風險。在上述任何一種情況中，商號都需要調整其向銀行轉按的抵押品價值，而在有關過程中，將需要向銀行支付轉倉費。
- 3.20 不過，有關機制可以引入若干彈性安排，就是給予商號一段寬限期，讓其在該段期間內無須將股票轉倉(例如，若超出有關轉按上限的情況，舉例說，不多於連續 3 個營業日，將不會被視作違反轉按上限)。另一個方法是可以制訂一套機制，只要商號純粹是由於市況波動而導致所轉按的抵押品超出 130%，則有關商號只須在某段期限內作出調整，便仍可視為符合有關轉按上限。

(iii) 方案 3 – 許可銀行借款

3.21 儘管工作小組全體成員都同意，訂立每家商號 130% 至 150% 的轉按上限是可以接受的方案，但部分成員認為許可銀行借款的概念是值得探討的。**附錄 3** 將進一步闡述該概念的詳情。許可銀行借款在概念上是可行的，並且較目前的 65% 槓桿比率調整更為完善，原因是這個概念(i) 是以按每名客戶計算的基礎運作的；及(ii)考慮到所承按抵押品的不同質素。實際上，部分證券保證金融資提供者目前可能已採用許可銀行借款作為內部信貸監控程序的一部分。許可銀行借款亦提供更大的運作靈活性，使商號可以節省一旦實施轉按上限而可能引致的可觀的轉倉費。

3.22 然而，一如槓桿比率調整，許可銀行借款只是要求商號注入額外的資本，而沒有就轉按的客戶抵押品實施任何實物方面的限制。假如有關商號清盤，證券保證金融資提供者所備存的資本將不限於只是分發予有關的保證金客戶，而是可以分發予一般債權人。轉按上限則實質上確保有一部分客戶抵押品仍會保留於商號手中，並且只限於發還予保證金客戶。此外，工作小組成員注意到以下值得關注的實際事項：

- (a) 許可銀行借款的概念由於使證券保證金融資提供者必須持續監察其每名保證金客戶的帳戶結餘及抵押品的持倉變化，對其構成沈重的合規負擔，因此可能會難以落實；及
- (b) 銀行對股票的融資價值沒有一套劃一的標準，可供所有證券保證金融資提供者在作有關計算時採用。

工作小組雖然不傾向採納該項措施，但仍希望許可銀行借款的概念亦可同時在公眾諮詢中加以討論，以便就此從市場收集更廣泛的意見。

3.23 工作小組認為，轉按上限及許可銀行借款都不是解決匯集風險的最理想方案。然而，鑑於理解到有必要權衡為投資者提供的保障程度與向商號施加的合規負擔，工作小組認為可以而且應該在當中謀取平衡，從而在加強保障保證金客戶的權益之餘，向業界施加合理且可行的限制措施。工作小組所支持的按每家商號計算的轉按上限旨在使業界整體受惠，並且只是向對業界構成風險的個別商號實施運作規限。在這個過程當中，香港在這方面的監管規定將可進一步與國際最佳作業方式靠攏。

過渡期

3.24 工作小組建議，假如有關措施獲得採納，受影響的現有商號應獲給予一段過渡期，以便其在該段期間內全面遵從有關的新規定。工作小組建議設立單一階段的 12 個月過渡期。

諮詢公眾意見

3.25 工作小組建議就以下方案的利弊徵詢公眾意見：

- (a) 訂立某個按每家商號計算的轉按上限、該上限應訂於哪個水平，以及適當的過渡期；
- (b) 許可銀行借款的概念可否獲採納為可行的替代方案。

證監會的看法

3.26 證券保證金融資提供者將客戶抵押品轉按(不管有關客戶在有關商號是否有未清繳的借款)，以取得營運資金的做法，一直以來在香港都

是准許的。可是在當今的市場上，若這種做法明顯有欠公允、可能會對投資者帶來嚴重損失，以及是其他司法管轄區所唾棄的，香港便絕不能盲目地繼續這種做法。

3.27 雖然遵守有關要求會引致成本，但香港仍然應該以符合將無借款保證金客戶的抵押品完全分開的國際常規為最終目標，致力朝著這個目標邁進。

3.28 將無借款保證金客戶的抵押品分開處理屬於國際慣例，而且對各方都公平合理。若客戶沒有向經紀借款，沒有任何理據可以解釋為何經紀行應該有權運用該客戶的證券抵押品取得融資。證監會將會與市場及香港交易所探討解決方案，以改善現有的基礎設施，從而達到利便上述將客戶抵押品分開處理的做法。

3.29 證監會認為，控制匯集風險的最有效途徑，是加強有關監管資本方面的規定，以及將之分級使其與每家商號所進行的業務的風險掛鉤，以及規定將客戶抵押品轉按的證券保證金融資提供者投資於必須設立的系統，將無借款保證金客戶的抵押品分開處理。

3.30 儘管工作小組一般建議的轉按上限是 130% 至 150% (按每家商號計算)，但證監會希望指出，按每家商號訂立轉按上限的做法對保證金客戶所提供的保障程度，並不及按每名客戶計算的轉按上限。因此，若採納按每家商號訂立轉按上限的做法，有關上限的百分率必須訂於能夠為有關商號的客戶提供足夠保障的水平。

3.31 證監會認同工作小組成員所表達的關注，即是訂立轉按上限會影響到證券保證金融資提供者的轉按和借款能力，因而會帶來監管成本。特別可以想像的是(視乎客戶抵押品的質素和銀行的證券融資比

率)，部分商號可能發現，商號需要運用本身的資源來提供資金的貸款的比例將會增加，並最終得出 65% 或更少的槓桿比率。要協調投資者與市場營運者之間經常互相競爭的利益往往存在困難。要保障投資者的權益和市場信心，當中定必涉及監管成本，但長遠來說，加強保障投資者的權益和提高市場的信心，將會為市場營運者帶來更大利益。然而，證監會已準備透過諮詢公眾的意見，與業界探討個別商號可能受到的影響，以及轉按機制可以如何進一步改良，以協助有關的商號。

II. 就客戶抵押品施加更高的扣減率

3.32 工作小組認為，單靠施加轉按上限並不足以有效地打擊少數證券保證金融資提供者有欠審慎的經營方式。經過最後一輪分析後，工作小組相信，穩定證券保證金融資提供者的財務狀況的關鍵，是證券保證金融資提供者必須具備足夠的資本。就此而言，資產質素和流通性是關鍵的考慮。

3.33 根據現行的《財政資源規則》，可計算為證券保證金融資提供者的速動資產的一部分的保證金客戶應收款項的上限，是訂於將抵押品的價值扣除扣減百分率後所得出的價值的合計總額。扣減百分率實際上是管理風險的工具，旨在調整證券保證金融資提供者所列入作為《財政資源規則》所指的監管資本的資產的質素。

3.34 《財政資源規則》就不同的證券訂定有關的扣減率。然而，平均而言，該等扣減率遠較銀行所訂的為低⁶。正如下列表 4 所示，若干類別的股份的扣減率甚至相差高達 47 及 66 個百分點。

⁶ 為編製這項比較(表 5)，我們採用了香港 3 家銀行的平均證券融資比率。

表 4
《財政資源規則》訂明的扣減率與
銀行／經紀行的平均扣減率之間的差別

股份	目前《財政資源規則》訂明的扣減率	3家銀行的平均扣減率*	經紀行的平均扣減率**
恒生指數／恒生香港大型股指數成分股	15%	43%	41%
恒生香港中型股指數成分股	20%	57%	57%
其他恒生綜合指數成分股	30%	77%	80%
所有其他主板／創業板股份	30%	96%	96%
上市權證	40%	100%	100%
“非速動抵押品”	80%	無此類別	無此類別

* 所選取的 3 家銀行合共佔銀行業截至 2003 年 9 月就保證金融資的貸款總額約 54%。

* 取自 12 家商號的資料樣本，包括 2 家 A 組經紀行、6 家 B 組經紀行及 4 家 C 組經紀行。截至 2003 年 9 月，這些經紀行代表了未清繳保證金貸款總額的 28%，以及市場內保證金客戶總數的 20%。

3.35 工作小組注意到目前《財政資源規則》內列明的扣減率(有關“非速動抵押品”的扣減率除外)訂於 1999 年，並認為就今日的市場而言，這些扣減率未必足以應付風險管理的要求。《財政資源規則》所訂的扣減率除了遠低於銀行和我們所選取的經紀行所訂立的水平之外，在主板及創業板上市的 1,300 隻股份及權證當中，大部分都不獲銀行或經紀行給予任何融資價值。雖然工作小組認同《財政資源規則》所訂的扣減率毋需如銀行應用的扣減率般保守，但工作小組亦認為《財政資源規則》內的扣減率亦需加以調整，使其更加貼近商業上使用的扣減率，讓速動資產的計算更為可靠。此舉可讓監管者

及尤其是投資者更加確定遵守《財政資源規則》的商號的財政狀況是合理地穩健的。

建議的新扣減率

3.36 工作小組認為一般而言，參照不同的指數來訂定有關的扣減率(正如《財政資源規則》所採用的方法)是公平的做法，並且有簡單及易於掌握的好處。替每隻股票訂定扣減率是不切實際的。然而，工作小組認為目前的方法亦可以稍為修改，以改善訂定扣減率的做法，但這些修訂切忌不必要地化簡為繁。

3.37 因此，恒生香港中型股的級別可擴展至包括摩根士丹利資本國際香港指數及摩根士丹利資本國際中國指數(兩者皆由摩根士丹利資本國際公司編纂)的成分股。工作小組相信這兩個指數都獲得市場人士廣泛使用和接納。這樣一來，恒生香港中型股級別將會增添 30 隻股份。因此，工作小組建議將扣減率作出如下列表 5 所示的修訂。

表 5
目前及建議的《財政資源規則》指定扣減率
及銀行／經紀行的平均扣減率

股票及權證	目前 《財政資源規則》 指定的 扣減率	建議 《財政資源規則》 指定的 新扣減率	銀行的 平均 扣減率*	經紀行的 平均 扣減率**
恒生指數／恒生香港 大型股指數成分股	15%	20%	43%	41%
恒生香港中型股指數成 分股	20%	40%	57%	57%
摩根士丹利資本國際 香港指數／摩根士丹利 資本國際中國指數 成分股	無此類	40%	64%	64%
其他恒生綜合指數 成分股	30%	60%	77%	80%
所有其他股份	30%	80%	96%	96%
權證	40%	100%	100%	100%

* 所選取的 3 家銀行合共佔銀行業截至 2003 年 9 月就保證金融資的貸款總額約 54%。

** 取自 12 家商號的資料樣本，包括 2 家 A 組經紀行、6 家 B 組經紀行及 4 家 C 組經紀行。截至 2003 年 9 月，這些經紀行代表了未清繳保證金貸款總額的 28%，以及市場內保證金客戶總數的 20%。

3.38 工作小組預料，審慎經營的證券保證金融資提供者都已經以類近銀行的平均融資比率提供貸款。工作小組認為，經修訂的《財政資源規則》扣減率將有助確保所有證券保證金融資提供者都會就其貸款業務採取務實的風險管理措施。如證券保證金融資提供者以較《財政資源規則》所指定的為低(即較寬鬆)的扣減率就客戶的抵押品提供貸款，商號應要求保證金客戶提供額外的或融資價值較高的抵押品。否則，商號便需要動用更多本身的資本，就其保證金貸款提供資金。

- 3.39 以下簡單說明新扣減率的運作及與目前的扣減率的相互比較。某證券保證金融資提供者就保證金客戶提供的若干市值為 100 元的恒生香港中型股指數證券，借出 90 元予該客戶。根據《財政資源規則》，該等證券目前的扣減率為 20%，因而應計算為價值 80 元的速動資產。結果，該證券保證金融資提供者必須以本身的資本來填補 10 元的差額 (90 元貸款減去可列入速動資產的 80 元)。如果根據有關的建議把適用於該等證券的扣減率增加至 40% (因而就《財政資源規則》來說，該等證券的價值應為 60 元)，該商號便需要以本身的資本來填補合共 30 元(而非 10 元)的差額。
- 3.40 在工作小組的商議過程中，其中一名成員提議創業板股份的扣減率應該是 60% 而並非 80%，以減低對持有大量創業板股份的證券保證金融資提供者的影響。另一名成員提議藍籌股的扣減率應高於 20%，因為建議的 20% 扣減率過於寬鬆。

“非速動抵押品”

- 3.41 鑑於“非速動抵押品”的 80% 扣減率，往往不足以作風險管理之用 (見附錄 2 所述)，因此，工作小組考慮到應否將此扣減率提高，因為銀行平均就該等股份作出 90% 或 100% 的扣減。然而，部分小組成員擔心此舉可能會過於急進，因為這樣會局限若干證券保證金融資提供者透過這類股份取得業務的機會。

對股票構成“標籤”效應

- 3.42 工作小組亦考慮到，假如參照不同指數將扣減率分級，會否構成負面的“標籤”效應，使人認為不宜投資於扣減率最大的股份。有人

揣測，在極端的情況下，投資者可能會因一時恐慌而急於拋售這些股份。

3.43 然而，工作小組相信，基於以下理由應該不會出現標籤效應，並且在這情況下，香港交易所於 2002 年 7 月就建議將符合若干準則的股份除牌而發表諮詢文件後所引起的類似市場反應，亦應該不會重現：

- (a) 採用《財政資源規則》的扣減率，並不是要斷定某隻股票是否明智的投資選擇，反而是一項主要以股票的流通性和波幅為基礎的風險管理措施。當然，新扣減率很可能會導致若干股票的融資價值下降，或甚至毫無融資價值。然而，這純粹反映出銀行給予不同股票不同的抵押品價值這個事實；
- (b) 有關的扣減率建議必須審慎地向公眾呈示。這項建議並非禁止投資者買或賣扣減率較大的股票，或禁止其利用保證金借款購買這些股票。這項建議旨在規定證券保證金融資提供者在提供貸款時採取更嚴謹的作業方式；
- (c) 同樣，應該向公眾強調，銀行及很多證券保證金融資提供者早已採用較《財政資源規則》所建議的嚴格得多的扣減百分率；
- (d) 此外，工作小組一名成員指出，有數據顯示近日市場成交額有所增加，主要是由於現金客戶的交易。因此，香港市場不再如 1997/1998 年間般依賴保證金融資活動。基於這點，即使採用建議的新扣減率，市場亦不會大受沖擊；及

(e) 多年以來，股票都是根據有關的股票指數分級，但此舉未有造成任何可見的“標籤”效應。

3.44 工作小組理解到，建議的扣減率可能會導致獲給予較高扣減率的股票的交易受到影響。然而，銀行和大部分證券保證金融資提供者早已就這些股票給予極高或甚至 100%的扣減率。因此，規定證券保證金融資提供者採用較貼近上述貸款機構所採納的扣減率的比率，是符合業界及市場利益的審慎發展。

就某隻股票從某個指數剔除出來而作出的調整

3.45 由於《財政資源規則》的扣減率會影響到一家商號的速動資金的計算，工作小組因此建議訂立有關規定，以免某家商號因某隻股票不再納入任何訂明指數，以致該股票被訂以較高的扣減率，因而使該商號突然違反其須遵從的速動資金規定。一個可行的做法是暫時將有關的適用扣減率視作維持不變，然後在該股份從有關指數剔除出來的曆月結束後的 3 個月後，才採用較高的扣減率。

股份在扣減率列表的升級機制

3.46 工作小組一致同意，扣減率應繼續按照以不同證券為成分股的有關指數分級，而分級準則及制度則應盡量簡單。另一方面，部分成員認為必須設立機制，以調低某些特定股票的扣減率。這些成員認為，除了某隻股票所屬的相關指數外，該股票的扣減率亦必須按照其他因素訂明，例如股票的流通性及市值⁷；但有若干成員認為純粹

⁷ 工作小組就是否採納這個額外因素時，並未作出一致決定。另一個小組成員不同意的因素是資產淨值。

參照市值是較適宜的做法。其他成員則認為增添額外的準則的效用有限。

3.47 根據這個做法，任何一隻股份的扣減率將可透過參照兩個列表而得出(即雙表方案)：首先是正如上文所述，依據相關的指數；其次是按照市值及以每月成交額計算的流通性因素。將這些因素結合之後，高市值及交投暢旺這兩點，將可顯示出股份的流通性高及波幅相對較低，因而獲得較為有利的扣減率。

3.48 規定某隻股份必須達到指定的市值及成交限額，將可以確保較流通的股份能夠從相信是更公平的扣減率編配而受惠。一如“非速動抵押品”的計算方法，有關的限額是在緊接進行有關計算的月份對上一個月之前 6 個月的期間的平均數額。這個機制將會保障商號免受每月成交額及市值波動的影響，同時讓商號可以更簡易決定哪些股份應採用哪個扣減率。

3.49 建議的市值及每月成交額數字現列於下表 6。

表 6 – 綜合扣減率列表

合資格準則	截至 2003 年 9 月底 獲納入股份 數目	《財政資 源規則》 訂定的扣 減率	銀行 的平均 扣減率*	經紀行的 平均 扣減率**
恒生指數成分股／恒生香港大型股指 數成分股	34	20%	43%	41%
市值 > 100 億元及成交額 > 3 億元	16		56%	56%
恒生香港中型股指數成分股	16	40%	57%	57%
摩根士丹利資本國際香港指數／ 摩根士丹利資本國際中國指數成分股	27		64%	64%
市值 > 50 億元及成交額 > 3 億元	9		74%	70%
其他恒生綜合指數成分股	102	60%	77%	80%
所有其他股份	831	80%	96%	96%
權證		100%	100%	100%

* 所選取的 3 家銀行合共佔銀行業截至 2003 年 9 月就保證金融資的貸款總額約 54%。

** 取自 12 家商號的資料樣本，包括 2 家 A 組經紀行、6 家 B 組經紀行及 4 家 C 組經紀行。截至 2003 年 9 月，這些經紀行代表了未清繳保證金貸款總額的 28%，以及市場內保證金客戶總數的 20%。

3.50 建議的市值及每月成交額數字根據以下準則計算：

- (a) 就第一級別而言，市值最低的恒生指數成分股在截至 2003 年 9 月 30 日的市值為 130 億元，而恒生指數成分股的最低成交額大概是 3 億元；
- (b) 就第二級別而言，恒生香港中型股、摩根士丹利資本國際香港指數及摩根士丹利資本國際中國指數成分股在截至 2003 年 9 月 30 日的平均市值是 60 億元，而該等股份的平均成交額為 4 億 7,100 萬元。

3.51 市值高的新上市股份在其具備有關的市場成交額的過往紀錄以計算所需的過往平均額之前，只需要符合有關的市場資本值規定。此外，一旦某些股份不再達到指定的市值及成交限額水平，從而符合資格享有較有利的扣減率時，亦應像從有關指數剔除出來的股票般享有類似的緩衝期。

- 3.52 根據這項建議，雖然相對只有較少股份能夠符合有關的額外準則，但我們預期日後會有更多股份能夠符合這些準則。雖然該等涉及市值與成交額的準則看來對較大型的股份有利，但這些準則其實純粹關乎股票的流通性與波幅，而非旨在作為釐定某隻股票的質素的基準，或用作衡量購入或持有某些股份的利弊。因此，該等準則不應影響投資者的投資決定。
- 3.53 另一方面，反對這個雙表方案的成員最關注的，是由於各股份的市值和成交額經常變動，經紀行因而要查核哪些股份具資格採用較低扣減率，並且需承擔有關的行政及成本開支。然而，小組成員大致接納(正如前文所述)從過往的數據計算出有關的平均數字的方法，將可大幅減輕上述負擔。

影響分析

- 3.54 根據由證監會職員進行的影響分析(依據截至 2003 年 9 月底的涉及《財政資源規則》的有關數字)，極少數商號將會需要取得額外抵押品或更優質的抵押品以提升其保證金貸款的質素，或需要額外注資，以填補任何保證金不足之數。工作小組一致認為新的扣減率是可接受的，並且認為由於新的扣減率並非旨在禁止任何特定股份的交易，因此將不會導致投資者恐慌性拋售股份。
- 3.55 根據這項影響分析，工作小組相信，事實上絕大部分證券保證金融資提供者都就抵押品採用較《財政資源規則》扣減率為高的折扣率，從而審慎地提供貸款，因此這些商號都不會受影響。工作小組堅決認為信貸與借貸風險應由證券保證金融資提供者而非客戶承擔。新的扣減率將鼓勵證券保證金融資提供者在處理就借貸提供的

抵押品方面更加審慎，以及鼓勵商號以相等於或高於建議的《財政資源規則》扣減率的比率折算抵押品，從而減少商號出現過份冒進地貸款的情況。

- 3.56 證監會職員亦就建議的《財政資源規則》的扣減率與轉按上限所構成的影響進行綜合分析(採用截至 2003 年 9 月底的涉及《財政資源規則》的有關數字)。結果顯示將會受影響的商號總數仍是極少。鑑於市場成交額在過去 6 個月有所回升，該等受影響的商號應有適當的財務安排，以達致具備符合各項新措施的要求。證監會將會在過渡期內與該等商號緊密合作。

過渡期

- 3.57 就建議的扣減率而言，工作小組建議容許現有的持牌商號在全面符合有關規定前享有 12 個月的過渡期。此舉的用意是現有的證券保證金融資提供者應有機會調整其貸款方式，以及在必要時改變其資本結構，從而利便其遵守新的扣減率。

就建議的扣減率諮詢公眾意見

- 3.58 工作小組建議就以下事宜的利弊諮詢公眾意見：
- (a) 參照額外的指數及額外的準則來訂定《財政資源規則》的新扣減率；
 - (b) 就所有股份設立 12 個月的過渡期是否合理的做法；
 - (c) 應否就權證設立少於 12 個月的過渡期；及
 - (d) 目前“非速動抵押品”的 80%扣減率應否提高。

證監會的看法

- 3.59 證監會完全支持就《財政資源規則》目前訂明的扣減率作出修訂的建議，亦同意修訂後的扣減率應較銀行所採用的更為有利及寬鬆。一般而言，經紀行在業務運營上較銀行靈活，這亦是經紀行在為投資者提供服務方面，較富競爭力的其中一個範疇。
- 3.60 “非速動抵押品”的 80%扣減率自 2002 年 10 月起沿用至今。從證監會觀察所得，一般來說，即使非速動股份依照這個比率作出扣減，亦往往不能為證券保證金融資提供者提供任何實際價值或作為實際的借貸保證，這點在有關商號資金緊絀的情況時尤其明顯。因此，如證券保證金融資提供者仍然打算就該等抵押品提供融資，合理的做法是證券保證金融資提供者必須利用其本身的資源，而並非透過將客戶的抵押品轉按以為融資活動提供資金。證監會認為必須就應否將“非速動抵押品”的 80%扣減率提升至 90%一事徵詢公眾意見，從而更準確地反映該等股票的實際價值，同時減低就該等股票提供貸款所帶來的風險。
- 3.61 證監會注意到，若依據有關的建議施加轉按上限及提高有關的扣減率，將會對業界增加額外的監管成本。因此，證監會將會考慮放寬目前監管證券保證金融資活動的部分《財政資源規則》的規定(例如槓桿比率的調整)，從而在適當的情況下減少業界的合規負擔。
- 3.62 鑑於近期市況有所改善，證券保證金融資提供者及經紀行增加其資本的能力已經得到相當程度的紓緩。業界應該把握當前的機會減低其為投資者帶來的風險和加強本身管理風險的能力。工作小組所建議的措施屬短期的合理解決方案。在有關措施下，只有那些引致高

風險的公司才必須採取適當的行動，例如減低其轉按總值、更審慎地提供貸款或注入本身的資本。

第 4 章 財務風險 – 工作小組有關加強《操守準則》的建議

4.1 工作小組意識到由於不是所有商號都能夠將無借款保證金客戶的抵押品完全分開存放，因而有必要採取其他措施。工作小組進一步研究其他可納入非法定守則內的最佳作業手法，從而提供更全面的整套方案，以提高市場人士的信心及加強投資者保障。當中措施包括：

- (a) 能提示證監會有需要與有關證券保證金融資提供者共同研究怎樣降低某些風險的預警措施；及
- (b) 其他措施，包括向保證金客戶進一步清楚說明當客戶的抵押品被匯集及轉按所帶來的影響，以及提醒客戶要仔細研究自己是否確實需要保證金融資服務，或其應否將帳戶轉為現金帳戶，以使其證券獲分開存放在信託帳戶內。

《操守準則》

4.2 工作小組的成員普遍贊成在《操守準則》內引入條文，規定證券保證金融資提供者在出現以下情況時，須通知證監會：

- (a) 該商號就非速動抵押品向貸款額最多的首 20 名保證金客戶提供的保證金貸款總額，連續超過 2 個星期超逾其股東資金及核准後償貸款(如有)總和的 50%；或
- (b) 其未動用的信貸融通連續超過 2 個星期跌至低於可動用的銀行貸款總額(在計算時，將會以銀行貸款總限額，及已經或可以被轉按作為該等銀行貸款保證的證券的銀行融資價值兩者的較低者為準)的 20%(雖然有一名成員建議將有關下限降低至 10%)。

4.3 工作小組相信上述的界線應視作爲在上述兩種情況下的最佳市場作業準則，以及當任何商號跨越這些界線當中任何一項時，都應該立即檢查其財政狀況，以及採取措施確保其財政持續穩健。任何證券保證金融資提供者如持續地未能符合這些最佳的市場作業準則，以致其承受更大的財務風險，其是否具備作爲證券保證金融資提供者的適當人選資格將會受到質疑，以及可能會導致證監會對其採取紀律行動。

投資者教育

4.4 工作小組成員堅信，除非投資者能夠盡其本分瞭解其權利和責任，及以堅定的態度行使其權利和履行其責任，否則沒有一個監管制度能夠有效地發揮其應有的作用。雖然工作小組認同，有欠審慎的借貸及過度轉按的作業方式會對無借款保證金客戶不公平地構成不可接受的風險，但成員亦同時指出，這些客戶確實曾選擇授權其證券保證金融資提供者將其抵押品轉按。因此，工作小組認爲應推行更多的投資者教育，從而使香港的散戶投資者能夠全面地掌握在授權證券保證金融資提供者將其抵押品轉按後他們須承受的風險。在這一方面，經紀業應與監管機構分擔有關的工作。因此，工作小組成員同意，證券保證金融資提供者應採取以下步驟，以提高其客戶對下述事項的認識：

- (a) 如屬以下情況，應在帳戶月結單內說明：
 - (i) 客戶已授權該商號將其抵押品轉按，以爲商號本身取得銀行融通；

- (ii) 該商號已在結單所涵蓋的期間內，將客戶抵押品轉按以爲商號本身取得銀行融通(註：這並非指該名客戶的抵押品，而是泛指客戶抵押品)；及
- (b) 就客戶給予該商號關於將抵押品轉按的授權即將到期，以及除非客戶反對，有關的授權將會自動續期 12 個月等事宜，該商號向客戶發出通知時，應提醒客戶：
 - (i) 細閱隨附的風險披露聲明；及
 - (ii) 假如客戶不需要保證金融資服務，可以隨時將保證金帳戶轉爲現金帳戶。

4.5 工作小組又促請證監會加強其投資者教育工作，以及提醒證監會如要控制轉按的風險，便須結合以下三方面的力量 –

- (a) 監管機構：負起監管及執法的責任；
- (b) 中介人：有責任遵守最佳的作業準則及以誠信的態度行事；及
- (c) 投資者：有責任了解風險及保障本身的權益。

除非投資者在進行投資時能夠以小心謹慎的態度行事及充分瞭解所須承擔的風險，否則監管機構及業內人士便需負起非常沉重的擔子，以致可能阻礙本地證券市場的發展及創新。

證監會的看法

4.6 證監會完全支持這些建議。要建立健全且蓬勃的證券市場有賴監管機構、中介人及投資者毫無保留地付出最大的努力。爲此，證監會承諾與各有關方面通力合作，以提高有關標準。

第5章 誠信風險 – 工作小組建議的若干可行措施

- 5.1 根據香港過往經紀行倒閉的歷史，當中問題主要與若干經紀行的東主及其某些管理層成員的盜竊及不誠實行爲有關。工作小組注意到，雖然大部分的盜竊案件都與僱員有關，但僱主通常都會使用經紀忠誠保險計劃及其本身的儲備來賠償客戶的損失。在這些個案中，僱主反而成爲了詐騙案的受害人，而客戶在大多數情況下都沒有蒙受損失。
- 5.2 工作小組探討過多項有助減低誠信風險的措施。多名成員都認爲其中一項有效的措施，是規定經紀行須大幅度地提高資本額。其理由是業務經營者應利用本身資金(而非其客戶的資金)來爲其業務經營所產生的各種風險作爲緩衝。那些投入了大量資本的商號通常都願意及有能力確保其擁有精密和健全的管理及內部監控，從而盡量減低出現僱員及甚至公司的控制人或管理層詐騙的情況。
- 5.3 然而，其他成員則認爲，單純提高資本額無法充分防範蓄意詐騙行爲，尤其是當進行詐騙的是商號的東主／管理層本身。這些成員指出百富勤及霸菱便是很好的例子。這兩家公司雖然資本十分雄厚，但最終都戲劇性地倒閉了。
- 5.4 值得注意的是，雖然百富勤及霸菱倒閉，但由於有關客戶的證券在倒閉事件發生前都已獲適當地分開存放，因此事件中所有受影響的客戶都能夠取回其股份，而該等事件亦因而沒有引致出現任何向賠償基金提出的申索。

按風險程度而分級的資本規定

5.5 工作小組成員雖然未能就增加監管資本額是否為應付誠信風險的有效措施達成共識，但基於區內實力雄厚的經紀商都面對著相當高的資本要求，加上利用充裕的資本作為風險緩衝已是全球趨勢，因此他們普遍贊同香港應鼓勵本地經紀業朝著按每家商號所承受的風險程度而分級的資本額制度。就此而言，工作小組同意沒有持有客戶資產(因而沒有誠信風險)的經紀行的資本額應較低，而持有客戶資產的經紀行的資本額應較高。

可行的解決辦法 – 投資者個人戶口

5.6 工作小組知道香港交易所正在研究一種易於使用的投資者個人戶口模式的可行性。該模式的主要優點在於客戶若使用投資者個人戶口，其證券一般來說會直接存放於其在香港結算開立的投資者個人戶口內，而並非由其經紀行持有。客戶身為投資者個人戶口的持有人，能享有的經紀誠信風險保障是其他途徑所無法比擬的。只要投資者個人戶口的效率高、穩健安全及符合成本效益，經紀行便可以將其客戶轉移至這個模式，從而有效地消除任何誠信風險或將之減至最低。而由於經紀行不再持有客戶資產，其資本額便可相應降低。

5.7 由於該投資者個人戶口模式尚未出台，工作小組認為在目前未必適宜規定經紀行因持有客戶資產而須大幅度提高資本額。工作小組因而並沒有就此方面提出任何建議。然而，工作小組明白誠信是人們對業界的信心的根本，因此促請香港交易所繼續研究一種合適的投

資者個人戶口模式。工作小組又支持對違背客戶對他們的信任的中介人，採取嚴厲的執法及紀律制裁行動。

證監會的看法

5.8 證監會同意充足的資本額及完善的內部監控是防範誠信風險的主要條件。在衡量資本額是否充足時，必須將其與需要資本作為緩衝的風險程度掛鉤。雖然證監會認為存在有力的論據支持提高經紀的資本額，但本會亦同時明白到資本架構方面應包含足夠的彈性，以允許小規模市場參與者能夠以小本經營，但先決條件是必須將客戶資產損失的風險消除或降至可接受的最低水平。因此，證監會全力支持有關建立易於使用的投資者個人戶口模式的措施，使小型經紀行可採納其作為經營模式。一向以來，香港交易所都在研究多個不同的模式。然而，若干市場參與者在某程度上對該模式的實際運用存疑，以及擔心該模式可能會取代經紀行或使經紀行所起的某些作用消失。證監會認為有強烈的理由支持設立投資者個人戶口模式以供投資者使用，而該制度的設立亦是香港市場的基礎設施中非常關鍵的組成部分。因此，這個計劃應該得到最優先的處理。

第 6 章 無力償債風險 – 證監會的建議方針

- 6.1 雖然工作小組的建議將有助降低經紀行無力償債的風險，但即使經紀行符合有關新規定，無力償債風險產生的可能性依然存在。
- 6.2 為更有效地保障投資者避免因經紀行無力償債而可能招致損失，其他預防無力償債風險出現的方法亦應加以探討。例如，若能夠在經紀行被清盤之前的較早階段採取積極的干預步驟，可能會使有關商號的客戶避免或最低限度減少所承受的損失、經紀業免受連鎖性的損失，以及香港作為具競爭力的金際中心的聲譽得到保障。

證監會現有權力的限制

- 6.3 《證券及期貨條例》授權證監會可以運用不同權力，從而降低經紀行的風險水平。這些權力包括 (i) 施加發牌條件、(ii) 發出限制通知書、(iii) 要求法庭委任管理人；及 (iv) 要求法庭委任清盤人。然而，這些權力都不能完全有效地遏止無力償債風險。
- 6.4 當商號的東主或高級管理層容許商號出現財政不穩情況及不能倚賴他們加以糾正時，施加發牌條件便可能不適合。因此，在這類情況下運用這項權力對商號施加正面而有效的財務責任，可能會有若干限制。
- 6.5 儘管限制通知書可以在短時間內發出，但卻不適宜用作遏止無力償債風險，因為當運用這項權力時，必須要在憲報內刊登通告。收到限制通知書的商號的客戶通常會盡辦法從有關商號取回其資產。任何財政上欠穩健的商號，尤其是對於必須尋求所需資金以贖回已轉

按予銀行的抵押品的證券保證金融資提供者來說，它們很可能會被迫至不能履行其責任。

- 6.6 根據《證券及期貨條例》第213條，凡商號已違反、正在違反或可能違反下列規定，證監會獲賦權向法庭申請委任獨立人士管理有關商號的財產 –
- (a) 《證券及期貨條例》或其附屬法例的任何條文；
 - (b) 任何通知書或規定 (例如限制通知書)；
 - (c) 其牌照上的任何條款或條件；或
 - (d) 根據《證券及期貨條例》施加的任何其他條件。

證監會認為，有需要澄清這項權力，才可以運用它作為先發制人的措施。

- 6.7 證監會要求替已無力償債的商號委任清盤人的權力，只會在沒有任何可行方案使有關商號能夠繼續持續經營的情況下才會運用。

工作小組的看法

- 6.8 雖然工作小組未有詳細研究上述事項，但卻討論過委任經理人的原則，並得出以下觀察。若干成員持正面意見，認為設立機制，以便可以迅速地安插適當的合資格人士(“經理人”)，接管及管理瀕臨違責邊緣的經紀行，有可能在部分個案中使經紀行得以避免出現無力償債的情況。
- 6.9 部分成員認為，可行之策是澄清證監會目前在《證券及期貨條例》第 213 條下的權力或在該條文的基礎上，委任個別人士(不論有關人

士被稱為經理人或管理人)管理有關商號的事務(有關第 213 條所賦予的權力的詳情，請參閱第 6.6 段)。

- 6.10 一名成員認為，應該賦予證監會一項權力，而該項權力應類似香港金融管理局根據《銀行業條例》所獲賦予的權力，即可以直接委任經理人管理有問題銀行的業務，從而達到保障存戶利益及保持銀行業穩健的目的。
- 6.11 但另一名成員建議制訂合資格“白武士”名單，由這些“白武士”接管有困難的商號。
- 6.12 其他成員提出其它可能需要進一步澄清的具體事項。一名成員認為，有關概念在理論層面可能較其實際應用更為吸引，原因是需要解決的實際問題複雜，例如運用有關權力的門檻、確定可挽救商號避免其變成無力償債的基礎，確立個別人士是否為被委任作經理人的合適人選的條件，以及最關鍵性的考慮 - 經理人經費從何而來。若經理人缺乏經費來源，便可能無法找到適當的合資格人選來執行有關工作，而有關開支最終將須由客戶負責。該名成員亦警告，設立這項權力亦可能會產生道德風險。
- 6.13 工作小組成員亦討論到安插經理人的作用是否在於保障有關商號的客戶及債權人的權益，還是要保持有關商號持續經營。然而，成員同意，如果可以挽救商號避免其變成無力償債，其無擔保債權人，包括保證金客戶的權益必然會獲得最佳的保障。

證監會的看法

- 6.14 證監會感謝工作小組的意見，並明白在這個極初步階段需要仔細考慮這些事項與其他問題，然後才能完善有關建議，以供諮詢公眾的意見。
- 6.15 委任經理人可能帶來的好處，是其可以探索可行方案，遏止有問題公司的損失，並且在允許商號在“繼續經營”的情況下保存有關公司的資產，以控制損失。委任清盤人的費用可以很高昂 - 正達的清盤費用估計高達 1 億 1,800 萬元。
- 6.16 此外，假如連鎖風險可以因為及時委任經理人而獲得控制，部分證券保證金融資提供者可以避免聲名受損，而香港作為首要證券市場的聲譽亦未必會受到影響。這些效益都不能純粹以金錢衡量。
- 6.17 雖然證監會覺察到，若存在委任經理人的權力，若干道德風險將無可避免地產生，但證監會相信，有關風險不會高於目前由於賠償基金存在而產生的道德風險。該基金目前由投資者賠償公司管理。
- 6.18 證監會建議成立內部工作小組研究各有關事項、研究海外的作業方式，以及考慮不同的方案。該工作小組會向財經事務委員會匯報有關委任獨立第三者作為經理人以接管瀕臨違責邊緣證券行的建議，然後會就有關建議諮詢公眾的意見。
- 6.19 因此，證監會誠邀財經事務委員會考慮證監會對有關事宜建議採用的方針，及就此發表意見。

第 7 章 總結

- 7.1 證監會希望藉此機會對財經事務委員會多年來的指導及具建設性的建議，表示謝意。證監會相信，在全球證券業的改變、區內及全球市場爲了提供卓越的金融服務而愈趨激烈的競爭，以及確保香港能保持其主要國際金融中心的地位的迫切需要等因素共同影響之下，香港正面對著不同的抉擇。我們相信，香港的抉擇對本地的證券業在未來的競爭力以及香港在未來十年及其後在一流證券市場之列所佔的地位，將會有直接的影響。因此，爲了保障香港未來的繁榮，香港應當作出明智的抉擇。
- 7.2 在短期內最爲業界接受的監管方案，未必是最符合業界、投資者或香港本身的長遠利益。
- 7.3 短期而言，證監會認爲若果將轉按的限額(如獲採納的話)訂於一個較爲保守的水平，引入工作小組的建議措施將(透過它們的合併成效)可減低業界的風險、在若干程度上提高經紀行的財政穩健性、以及加強對其客戶的保障。關於工作小組就第 3 章所探討的規則修訂所建議的 12 個月的過渡期，證監會認同工作小組的意見，即給予該過渡期是爲了給商號合理的時間，爲符合新的規定而作出所需的調節。
- 7.4 然而，執行工作小組的建議需要對有關規則及守則作出修訂。根據《證券及期貨條例》，證監會必須就任何的規則修訂建議諮詢市場的意見。此外，這些修訂必須完成正式草擬及提交予立法會以供其作爲期約 7 個星期的審議，以便通過立法會不反對或不提出修訂即屬通過的議決程序。由於整個程序需要經歷一段頗長時間，證監會認爲應該就工作小組所建議的 12 個月過渡期諮詢市場的意見。

7.5 證監會認同工作小組多名成員的意見，認為香港不應只尋求短期的應對措施，而應該同時找出長遠的解決方案，這包括按風險而分級的資本制，以及採納將無借款保證金客戶的抵押品分開存放這一最佳作業標準。

附錄 1

工作小組的職責範圍

1. 工作小組成立的目的，在於制訂一套穩健的、以風險為本的財務及資本規管制度，以監管證券期貨市場中介人。該制度應該一方面促進香港的證券期貨業及其中介人的發展，另一方面亦要為投資者提供充分保障。
2. 工作小組將負責處理多項事宜，當中包括：
 - a) 以市場中介人及投資者的角度，分析香港證券期貨業面對的主要風險範疇，特別是評估在現行規管架構中有提供保證金融資的持牌法團的固有風險。
 - b) 檢討現行的相關法律和法規，以實現為業界建立有助推動業界發展的穩健架構的目標，以及檢討目前的整體規管制度能否妥善處理業界面對的主要風險範疇。
 - c) 識別出在現行金融規管中妨礙中介人在香港及海外市場發展業務的特定障礙，並就須關注的問題尋求解決方法。
 - d) 為香港就建立穩健的、以風險為本的財務規管制度作出建議，包括建議處理及管理風險的方法。
 - e) 如有需要，增加或邀請其他人士加入作為工作小組成員，以及成立專責小組處理其識別出的問題。
3. 工作小組將會釐訂向證監會提交報告的暫定時間表。

工作小組成員名單（除主席外，成員按英文姓氏排序）

<u>姓名</u>	<u>所屬組織／公司</u>
張灼華 #	證券及期貨事務監察委員會
潘博智(Bruce Bromberg)	摩根士丹利添惠亞洲有限公司
張仁良	香港城市大學
郭文謙 (Michael Crowl)	高盛 (亞洲) 有限責任公司
范佐浩	好利發證券有限公司
許照中	大華繼顯(亞洲)有限公司
李君豪	證券商協會有限公司
大衛·帕克 (David Parker)	新鴻基有限公司
司徒蓮玉*	香港投資基金公會
譚秀娥	消費者委員會
曾熾暄	香港證券學會
黃紹開	大福證券集團有限公司
王應坤	滙豐金融服務 (亞洲) 有限公司
黃偉深	香港證券經紀業協會有限公司

工作小組主席

** 自 2003 年 8 月起擔任工作小組成員

備註：工作小組各成員以個人身分參與有關工作，其意見不一定代表其所代表或所隸屬的組織的看法。

附錄 2

有欠審慎的經營手法及《財政資源規則》

1. 爲了利便財經事務委員會審議工作小組所研究的事宜以及本報告載列的方案及建議，現於本附錄闡述 –
 - (a) 引致若干證券保證金融資提供者所面對的風險增加的作業方式；
 - (b) 《財政資源規則》所發揮的功能；
 - (c) 槓桿比率調整的運作和作用；及
 - (d) 《財政資源規則》下的扣減百分率的含義和作用。

有欠審慎的經營手法

2. 少數證券保證金融資提供者有欠審慎的經營手法包括 –
 - (a) 有欠審慎的貸款；
 - (b) 過度轉按客戶抵押品；
 - (c) 過度依賴銀行借款；
 - (d) 銀行融資額的高動用率；
 - (e) 流動資金緊絀；及
 - (f) 內部監控不足。

風險管理系統欠佳

3. 部分證券保證金融資提供者採用有欠審慎的經營手法，以求盡量增加透過保證金借貸所賺取的利潤。若採用這些經營手法的商號流動資金不足、內部監控差劣及風險管理欠佳，便足以導致高風險。值

得強調的是，大部分證券保證金融資提供者都沒有採用上述的經營手法。下文將詳細說明這些經營手法。

有欠審慎的貸款、過度轉按以及與兩者相關的風險

4. 有欠審慎的貸款是指若干證券保證金融資提供者向其保證金客戶借出的保證金貸款，超出有關客戶存於該等商號的抵押品的融資價值。很多時候，該等商號會積累大量低融資價值的抵押品，以及擁有大量個別證券及／或大量貸款給某名或某些保證金客戶，因而承受大量風險。
5. 證券的融資價值是指銀行當接納經紀行轉按客戶抵押品作為貸款保證時，就某特定的證券抵押品和根據其價值預備向證券保證金融資提供者借出的款額。銀行的證券融資比率是以有關抵押品的市值的百分比來顯示。對於某些藍籌股來說，證券融資比率可以高至 60%，但對於另一些證券來說則可能低至 0%。證券融資比率高的證券表示其融資價值亦高。
6. 有欠審慎的貸款手法指商號讓其本身承受達有欠審慎程度的保證金客戶信貸風險。因為有關客戶一旦無法償還其保證金貸款或支付 1 追繳保證金，有關商號可能會被迫籌集所需的流動資金來補足有關客戶未能償還的貸款額，否則便可能會無法履行本身的財務責任。這是因為這些借款過量的保證金客戶所提供的抵押品的可變現價值，不足以抵償該客戶對有關商號的欠債，而有關商號將須承擔由此出現的保證金短欠數額。
7. 採用上述高風險經營手法的商號，一般都十分依賴就保證金貸款收取利息以作為其經營收入。由於這些商號通常都沒有充裕的財政資

源來為其保證金貸款融資，因此，它們無可避免地需要尋找其他融資方法。它們取得融資的方法是轉按保證金客戶(包括那些甚少或甚至從來沒有向該商號借款的客戶)的抵押品。這些無借款的保證金客戶往往將融資價值較高的抵押品存於有關商號(銀行一般會就那些證券貸出最高為其市值的 60%的貸款額)。融資價值較低或等於零的客戶抵押品(許多時候是由向這些商號借款的保證金客戶提供)則只會積累在有關商號手中。諷刺的是，在有關商號清盤時，借入過度貸款的保證金客戶能夠取回其抵押品的可能性，往往因此而較其他客戶能夠取回其抵押品的可能性為高。

8. 由此引申，從事過度貸款的證券保證金融資提供者會藉著大量轉按客戶抵押品來取得最多的銀行借款。事實上，這或會涉及轉按全部具有融資價值的客戶抵押品 (即銀行會就其貸出款項的任何證券)。有欠審慎的貸款將會主要導致以下的雙重後果：當被有關商號轉按的抵押品的價值下跌時，有關商號便會缺乏足夠的客戶抵押品儲備來補足其銀行借貸差額，因而進一步削弱其應付銀行要求償還貸款的能力。此外，由於有關商號將取得的銀行借款繼續用於有欠審慎地借出並以低融資價值的抵押品為保證的貸款，有關商號將缺乏足夠的流動資金去應付突如其來的財務責任。
9. 有欠審慎的貸款的另一個特點是，有關商號的營運通常都會出現財政緊絀的情況。在某些個案中，極為倚賴從轉按客戶抵押品而獲得融資的商號，動用的貸款甚至會達到其銀行融資額的 1.5 倍。在這批有欠審慎的證券保證金融資提供者當中，我們曾經發現部分商號將以客戶抵押品作保證所獲得的貸款用於向該商號的有關連人士作無抵押貸款，或為其聯屬公司的業務活動提供資金。該等商號將其大部分的營運資金投放於有欠審慎的貸款中，一旦其流動資金受到壓

力時，便可能會突然陷入無力償債的處境。除了保證金客戶無力償債之外，因無借款的保證金客戶要求取回其證券，以及市場波動引致被轉按的抵押品的價值下跌的情況，同樣會導致有關商號需尋找其他財政來源藉以補足其銀行借款差額，或尋找更多抵押品供其轉按予銀行。儘管這些商號在理論上仍有償債能力，但其營運其實已瀕臨無力償債的邊緣。

10. 簡而言之，這些經營手法有欠審慎的商號的槓桿比率愈高及流動資金愈少，其無力償債風險便會愈大。在有關過程中，該等商號不單危及其客戶的資產，還危及香港證券業的整體聲譽，以及可能會削弱香港維持其國際金融中心地位的能力。工作小組同意必須採取果斷的行動，藉以消除有關風險。

目前的《財政資源規則》的條文

11. 目前，依據《證券及期貨條例》所制訂的《財政資源規則》因等待工作小組就其作出相關的建議而並沒有經過大幅修訂。該《財政資源規則》規定持牌法團必須維持的監管資本數額。此外，《財政資源規則》亦提供一套架構及方法，使持牌法團必須據此而計算 –
 - (i) 在計入商號所面對的市場和信貸風險後，其可隨時變現的資產(即速動資產)的價值；及
 - (ii) 就若干負債作出的撥備程度。
12. 整體的目標在於如果有關商號符合《財政資源規則》的要求(特別是速動資金的規定)，其財政狀況可以頗肯定地是處於充分穩健的水平，並足以支持其繼續獲准進行其獲發牌進行的受規管活動。下文解釋《財政資源規則》為達致上述目標而採用的各種措施，並重點

提述我們因應證券保證金融資提供者採用上述有欠審慎的經營手法所帶來的風險，而在 2002 年推出的兩項措施(即 65%的槓桿比率調整及“非速動抵押品”的扣減百分率)的作用。。

槓桿比率調整

13. 引入槓桿比率調整是希望阻止證券保證金融資提供者過度倚賴透過轉按客戶抵押品來為其營運進行融資。若證券保證金融資提供者以客戶抵押品作保證所借入的款額超出其保證金貸款總額的 65%時，便須承擔相等於超額部分數額的“資本費用”。其效果是有關商號必須以股東資金為該超額部分提供融資。
14. 然而，槓桿比率調整並沒有限制商號為取得銀行貸款而可轉按的客戶抵押品的總值，使有欠審慎的證券保證金融資提供者因此可以過度轉按。此外，若商號備有足夠的資本以符合《財政資源規則》的規定的話，便可以隨意超出 65%的槓桿比率上限。

扣減百分率

15. 在《財政資源規則》下，證券保證金融資提供者獲准許將借給其保證金客戶的保證金貸款的應收款項總額，計入其速動資產內。然而，該筆可計入的應收款項設有按每名保證金客戶計算的上限，而該上限相等於將保證金客戶提供的抵押品的市值，減去將該等抵押品市值乘以某個百分率(稱為扣減百分率)所得出的款額後的市值的合計總額。舉例來說，某商號就市值 1 億元的抵押品借出 1 億元的保證金貸款，而其須採用的扣減百分率為 20%，則該商號只能將 8,000 萬元計入其速動資產內。

16. 由於在證券保證金融資提供者的速動資產中，有部分按照所採用的扣減百分率而計算，因此，扣減百分率會直接影響商號遵守速動資金規定的能力。
17. 如果有關證券的價值經採用扣減百分率計算後只是相對地稍為減低的話，扣減百分率便可以說是低的。較高的扣減百分率將導致證券市值被扣減較大的數額。採用扣減百分率減低證券保證金融資提供者所持有的抵押品的價值，旨在確保商號就持有有關抵押品所需承受的市場風險提供足夠緩衝(當有關證券由於市場活動或停牌而導致其股價下跌時，就《財政資源規則》及銀行融資的目的而言，有關抵押品的價值或會因此減少，或實際上已失去其價值)。扣減抵押品的價值的目的是，在於以更切合實際情況和按照審慎的方法來計算商號的速動資產。
18. 雖然並無公認的準則來釐定為管理風險而施加於某特定證券的適當扣減百分率，但人們普遍認同若證券呈現流動性高且波幅小的特點，便應採用較低的扣減率，因為這些特點顯示有關證券較能夠維持其本身的價值。由於就個別證券指定不同的扣減百分率是不切實際的做法，因此《財政資源規則》一直都是參照以有關證券作為成分股的指數，來設定對其適用的扣減百分率。
19. 此外，銀行在就證券抵押品貸款時也會採用扣減百分率。銀行採用的扣減百分率決定了某隻證券的融資價值的高低。有關研究發現，銀行就證券保證金融資提供者向銀行轉按的證券抵押品所採用的扣減百分率較《財政資源規則》規定的扣減率嚴格得多。

“非速動抵押品”的處理

20. 這項措施在 2002 年推出，目的是透過分辨出若干證券抵押品，向其指定比一般的情況較嚴格的扣減百分率，從而減低有欠審慎的貸款所帶來的風險。《財政資源規則》將“非速動抵押品”定義為其總額相等於或高於以下數額的客戶抵押品：(i) 該證券在緊接進行有關計算的月份對上一個月之前一段連續 6 個月的期間的平均每月成交額；或(ii)該證券的市場資本值的 5%。該等計算平均成交額的時間基準旨在確保有關計算不會因成交額數字受人操控而受到影響。此外，有關數字對整個月份都適用。這會使有關商號計算時更為方便。
21. “非速動抵押品”的扣減率只規定當證券保證金融資提供者持有屬於“非速動抵押品”定義範圍內的抵押品時，在計算其速動資產時須對該抵押品採用 80%的扣減百分率。然而，實際上這個扣減率就風險管理的目的而言仍不足夠，因為很多屬於“非速動抵押品”定義範圍內的證券，在被迫出售時所具有的價值往往低於其經扣減後的價值。因為相比起商號所持有這些證券的數量，這些證券的成交量都極低，而有關證券如果不是完全乏人問津的話，便是倘若其一出售，其市價便會被拖低。因此，某些人士認為 80%的“非速動抵押品”扣減百分率過於寬鬆。

附錄 3

許可銀行借款概念

1. 許可銀行借款的概念由工作小組一名成員建議，以取代《財政資源規則》下的槓桿比率調整。許可銀行借款規定由槓桿比率調整變化而來。跟槓桿比率調整一樣，許可銀行借款並不限制轉按予銀行的客戶抵押品，但卻會在證券保證金融資提供者以轉按客戶抵押品作保證的銀行借款額超逾某個根據《財政資源規則》計算的基準時，向其施加“資本費用”。
2. 根據該概念，證券保證金融資提供者按每名客戶借出的保證金貸款，將與銀行會就相同的抵押品借出的款項(“可變參數”)加以比較。假如商號的保證金貸款是透過轉按客戶抵押品來取得資金的，當借予每名保證金客戶的保證金貸款超出有關銀行會就該客戶的抵押品提供的融資價值時，有關商號便須承擔一項“資本費用”。有關說明請參閱下表。
3. 例如，某證券保證金融資提供者向保證金客戶甲和保證金客戶乙各借出 1 億元，並且在收到價值如下表所述的抵押品後，將有關抵押品轉按予銀行以取得借款。

許可銀行借款列表

	客戶甲	客戶乙	總額
	百萬元	百萬元	百萬元
(1) 保證金貸款	100	100	200
(2) 抵押品的市值	150	150	300
(3) 證券保證金融資提供者轉按的抵押品的銀行融資價值	105 (市值的 70%)	15 (市值的 10%)	120
許可銀行借款的可變參數： 即第(1)項與第(3)項兩者之中的較低者	100	15	115
相比之下，現行的《財政資源規則》下的 65% 槓桿比率調整： 即第(1)項 x 65%	65	65	130

4. 用以釐定槓桿比率上限的可變參數的計算方法，是先取按每名客戶計算的保證金借款額與有關的客戶抵押品的銀行融資價值這兩者中的較低者，然後將這些較低數額合計起來，從而計算出適用的許可銀行借款槓桿上限。從上述的例子中得出 1 億 1,500 萬元的許可銀行借款槓桿上限(因向乙借出的貸款較有關抵押品的融資價值超出 8,500 萬元)。相比之下，若以目前的 65% 槓桿比率調整計算，有關上限則為 1 億 3,000 萬元。採用可變參數的結果是由於證券保證金融資提供者向銀行借款 1 億 2,000 萬元，其需要就實際借款額超逾許可借款額的 500 萬元承擔“資本費用”，即該 500 萬元不會被計算在商號的速動資金之內，而需要從商號本身的資源中調撥。

5. 許可銀行借款概念的理據在於對轉按客戶抵押品的證券保證金融資提供者產生財務上的抑制作用，使他們利用客戶抵押品向銀行借入的款項，不會超出其實際借予其保證金客戶的款額，或不會超出其假如確實以每名保證金客戶的抵押品的銀行融資價值為上限而會向有關保證金客戶借出的款額(如果該款額較其實際借予有關保證金客戶的數額為低)。任何以無借款保證金客戶的抵押品作保證的銀行借款，亦同樣須從商號的速動資金中扣除。

0402040