

香港證券專業學會  
圓桌午餐會  
2006年3月10日  
港島香格里拉大酒店  
香港

2005年證券市場回顧與前瞻

香港  
證券及期貨事務監察委員會  
主席  
韋奕禮(Martin Wheatley)

關百忠先生，  
張為國先生，  
各位嘉賓，先生、女士：

1. 我很高興有機會向香港證券專業學會的會員闡述證監會在過去一年完成了的若干舉措，讓各位可以藉此較深入地了解本會對香港證券經紀業未來的願景。我相信證監會與經紀業同坐一條船。身為業界的規管者，業界的盛衰與我們息息相關。我們正一起為香港證券市場的繁榮而努力。

回顧

2. 2005年標誌著香港經濟的完全復原，以及證券業的持續復甦。
3. 聯交所經紀的股東資金增至450億元，較2003年增長43%。申報淨盈利總額達56億元，同樣較2003年增長43%。平均每日成交額為185億元，較2003年增長76%。持牌人的數目繼續增加，達到25,000人的新高，截至2005年12月，獲各經紀行聘用的持牌人數目幾乎達到10,000人。
4. 行業復甦主要由於內地企業的集資活動十分活躍、房地產基金的推出，以及衍生權證市場上持續活躍的交易活動所致。

內地企業的首次公開招股活動

5. 截至12月底，於2005年在香港籌集的資金總額為386億美元。於2005年，香港成為第四大集資中心，僅次於紐約證券交易所、倫敦及多倫多。內地企業於2005年直接及間接透過香港籌集的資金總額

達 232 億美元。內地企業的首次公開招股活動佔香港整體首次公開招股活動的 80%以上。

6. 在未來一段時間，我們很可能會見到為數不少的公司及信託基金在證券交易所上市。我們預期內地公司進行的首次公開招股數目會愈來愈多。這些活動為香港市場帶來可觀的增長及發展機會。鑑於公司及信託基金的首次發售需要符合香港交易所的上市條件，而新上市公司的管治標準或許不及較成熟的公司，因而帶來風險。我們的雙重存檔工作小組將繼續與香港交易所緊密合作，以監督這些事宜。
7. 在將新晉企業引入市場方面，保薦人發揮舉足輕重的作用。我們關注到並不是所有保薦人都符合所需的標準，或恰如其分地勤勉盡責。因此，我們在 2005 年 6 月 29 日發表《有關監管保薦人及合規顧問的諮詢文件》，建議向保薦人施加一套特定准入準則及持續合規責任的額外規定。該等建議以保薦人的以下四個主要範疇作為焦點：
  - 組織架構、內部監控及資源；
  - 管理層的責任；
  - 成立交易小組及委任主要人員；及
  - 持續責任
8. 我們接獲有關強制專業彌償規定、合規顧問資格，以及避免《上市規則》要求與證監會的新保薦人制度互相重疊的意見。我們相信保薦人商號的管理層，包括其主要人員，均有責任確保具備充足的資源及妥善地監督商號進行的保薦人工作。諮詢總結將於稍後發表。
9. 我們現正對保薦人採取多項執法行動。最近，證監會對一家保薦人及其兩名負責人員採取行動，指他們未有遵守《證監會持牌人或註冊人操守準則》，原因是他們沒有以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度就兩宗上市申請進行盡職審查，以及沒有確保招股章程及向香港交易所提交的有關文件的編製達到規定的水準。該保薦人已自願地承諾由 2006 年 3 月 7 日起計的 13 個月期間內不會就主板及創業板的任何新上市申請擔任保薦人。
10. 保薦人必須以專業的判斷態度審閱上市申請人所提供的資料。當專業顧問提出任何問題或關注時，保薦人亦有責任就此作出跟進。若對某項陳述的準確性有任何合理的懷疑，保薦人便不得將有關資料加入招股章程中，因為招股章程是公眾人士閱讀及依據的公開文

件。我們會繼續監督他們的表現，並對未有遵守保薦人適用的有關規例的保薦人採取嚴厲行動。

11. 政府已建議賦予香港交易所《上市規則》法定地位。賦予有關規則法定地位可加強對香港上市公司的規管力度。此舉可讓證監會對提供虛假或具誤導性的信息披露或不作披露的人士提出檢控。《證券及期貨(在證券市場上市)規則》的建議修訂把涵蓋下列三個範疇的較重要的《上市規則》要求編纂成爲守則條文：
  - 上市公司的財務匯報及其他定期披露(例如年報和中期報告)；
  - 上市公司作出的價格敏感資料的披露；及
  - 就若干須具報交易取得股東批准。
12. 我們認爲，要有法律確定性，就必須充分地詳細訂明法定規則(違反該等規則會導致重大的制裁)，讓可能會受這些規則影響的人士徹底了解他們的責任。我們希望藉著賦予有關要求法定地位，令我們的監管制度與國際標準與慣例看齊。證監會在 2005 年 1 月發表諮詢文件，詳列爲落實有關法定地位而制訂的附屬法例草擬本。從我們接獲的意見看來，這個架構獲得極多的市場人士支持。
13. 這意味著目前由聯交所執行的若干職能將會轉移至證監會，而違反有關規則將等同違反法例。我們相信此舉會進一步提升企業管治及加強投資者的信心。雖然有關法例的最後版本及生效日期仍未確定，但這將會改變和加強證監會在規管和執法方面的角色。

### 房地產基金的推出

14. 我們已修訂《房地產投資信託基金守則》，允許房地產基金投資於海外物業，並將房地產基金的槓桿比率提高至其資產總值的 45%。經修訂的《房地產投資信託基金守則》已於 2005 年 6 月 17 日正式生效。我們在 2005 年認可了三項房地產基金，分別是領匯房地產基金(至今全球最大宗的房地產基金首次公開招股)、泓富產業信託及越秀房地產基金(首項 100%投資於內地物業的房地產基金)。該三項房地產基金合共籌集了 255 億港元，以及自上市以來持續地在價格及成交額方面有理想的表現。
15. 鑑於房地產基金是以信託方式成立的集體投資計劃，須接受負有受信責任以房地產基金單位持有人的最佳利益行事的獨立受託人的監督，因此房地產基金不受《證券及期貨條例》有關權益披露的第 XV 部所管限。爲確保投資者的權益獲得保障，證監會於 2005 年 12 月 15 日公布政策，要求將實質上等同《證券及期貨條例》第 XV 部內

條文的規定載入證監會認可的房地產基金信託的契約內。該項政策旨在提升有關房地產基金權益資料的透明度和利便公眾取覽該等資料。房地產基金單位持有人的權益一旦達致 5%的披露界線及其權益如出現其他變動，便須按照有關信託契約的條文向房地產基金管理人及香港交易所呈交權益具報，而該等權益具報將會刊登在香港交易所的網站上。

16. 我們將會繼續注視香港房地產基金市場的發展。鑑於近期有關於可能有多項房地產基金上市的熾熱討論，我們關注到投資者可能會因以為某發展商即將推出某項房地產基金而入市購買該發展商的股份。由於某家公司擬發行房地產基金單位的計劃未必會獲得證監會的核准，因此投資者不應盲目追趕房地產基金近期的升勢而貿然入市。我們重申，所有在香港上市的房地產基金一律必須首先獲得證監會的核准，假若有關計劃未能達致規定的標準，其核准申請便可能會遭拒絕。我們現正注視有關情況，以防止市場出現不當行為或具誤導性的資料，從而保障股東的權益。

### 衍生權證

17. 香港的衍生權證市場按成交額計算是 2005 年全球最活躍的衍生權證市場。在 2005 年，有 2,260 萬張合約成交，平均每日成交額為 35 億港元，佔市場總成交額的 19.1%。衍生權證的交易活動正日趨活躍。本年 2 月 23 日錄得的衍生權證成交額達 94 億港元，佔市場總成交額的 22.3%，創下衍生權證單日成交額的歷史新高。
18. 我們相信本港的衍生權證市場的強勁增長可歸因於多個因素，包括：
  - 衍生權證提供了直接投資於正股以外的另一個具有槓桿效應的投資選擇。
  - 衍生權證具有在衍生工具市場買賣的產品的吸引之處，但卻可以方便地在現貨市場進行買賣。
  - 發行人投放大量資源推廣其衍生權證，因而提高了投資者對這類產品的認知。
19. 鑑於衍生權證交易活動的顯著增長，證監會在 2005 年 11 月 25 日發表了一份報告，題為《完善市場 精明投資 — 香港的衍生權證市場報告》。該報告檢討若干市場特點及作業方式，並且評估衍生權證活動對股市穩定性的影響以及評核投資者教育的需要。報告亦識別出可能需要改革的監管範疇，並提出完善市場的六點方案，包括：
  - 收緊有關流通量提供者的規定；

- 對《上市規則》作出修訂以同時利便增發及相同權證的發行；
  - 全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃；
  - 頒布新的推銷指引；
  - 規定必須在上市文件內採用淺白語言及加入概要；及
  - 推出投資者教育新猷。
20. 證監會邀請公眾在 2006 年 1 月 31 日前提交意見。我們已接獲公眾對該六點方案的積極回應和廣泛支持。我們會在考慮過公眾對有關建議的回應後，才就《上市規則》的修訂展開正式諮詢。我們亦在 1 月 5 日向立法會財經事務委員會簡報有關事宜。
21. 我們亦已檢視過不同類別的投資者所進行的交易的成交量和交易金額。在 2005 年，共有 2,260 萬宗衍生權證交易，總交易金額為 17,067 億港元。平均交易規模為 75,637 港元，而交易規模的中位數約為 27,500 港元。交易規模介乎 5 港元至 1,540 萬港元。
22. 根據聯交所的《個人投資者調查 2004》，散戶投資者的交易規模中位數為 30,000 港元。我們以聯交所的《個人投資者調查》內的交易規模中位數 30,000 港元作為指引。根據有關分析，在 2005 年的衍生權證交易中，低於 30,000 港元的交易佔總交易額的 9.7%及交易宗數的 53.8%。上述數字意味著在 2005 年，按交易宗數計算，散戶在香港的衍生權證市場的參與率十分高，但若以交易額計算，則並不太高。
23. 我們觀察到，市場近年的波幅正持續下降。這個趨勢見於全球其他主要市場及主要的恒指成分股。在 2005 年，恒生指數的平均波幅維持在 11%的水平。這個水平遠低於 2004 年的平均波幅 16%及 2003 年的平均波幅 17%。這是在香港出現活躍衍生權證市場的期間內發生的。
24. 衍生權證佔市場總成交額的份額，僅屬顯示衍生權證市場對現貨市場的潛在影響的其中一個指標。要評估衍生權證市場的潛在影響，我們亦應檢視其他因素，例如衍生權證市場對比於股市的相對規模，及衍生權證的相關對沖活動的影響。
25. 以市值計算，在 2005 年年底，公眾手上的所有衍生權證的市值為 46 億港元，約佔股市總市值的 0.05%。在 2005 年，有合共 18 家發行人參與衍生權證市場。於 2005 年年底，在香港股市上市的衍生權證達 1,304 隻，較 2004 年年底的數目高出 51%。

26. 發行人就高市值及高成交額的股票，例如匯豐、和記黃埔、交通銀行、中國移動、中國石油、中國人壽、長江實業、新鴻基地產及中國石油化工發行衍生權證。發行人就例如恒指及恒生國企指數等指數發行衍生權證亦十分普遍。
27. 六家最活躍的發行人在 2005 年及 2004 年所發行的衍生權證分別佔該兩年的所有新發行衍生權證的 68%及 87%。由於更多發行人加入市場，主要發行商的市場份額被攤薄。2005 年的發行人參與率是 75%。2004 及 2003 年的相對數字分別是 67%及 61%。發行人參與率是指當發行人以交易買方或賣方身分參與交易時，其所涉金額佔交易總額的百分率。這計算方法與香港交易所採用的方法一致。參與率高顯示有關發行人在履行為其發行的權證提供流通量的責任方面擔當積極的角色。

### 衍生權證投資者調查

28. 證監會委託了一家獨立研究中心進行以權證投資者為對象的調查。該項調查旨在了解他們買賣權證的目的、對權證的認識程度及有否因買賣權證而獲利或蒙受損失。
29. 根據於 2005 年 9 至 11 月進行的 2005 年證監會散戶投資者調查，散戶參與率為：
  - 4.7%的香港成年人或
  - 12.9%的散戶投資者在過去兩年內曾投資於一種或多種受證監會監管的投資產品或海外證券。
30. 買賣權證的目的：
  - 8.4%—風險管理／長線投資。
  - 76%—從投機炒賣中賺取短期收益。
  - 10.8%—“賭博”，即他們對權證一無所知，純粹為碰運氣而買賣權證。
31. 在他們眼中的權證風險：
  - 很高或高 (92.4%)
  - 中等 (4.8%)
  - 低或很低 (2.4%)
  - 不知道 (0.4%)

32. 76%的權證投資者理解到正股價格並非影響權證價格的唯一因素。  
64.2%的權證投資者能舉出最少另外一項因素。
33. 47.6%的權證投資者理解到，衍生權證的引伸波幅愈高，顯示該衍生權證愈昂貴。
34. 起初是甚麼或誰人促使回應者買賣權證：
- 自己主動買賣權證 (36.8%)
  - 受曾買賣權證的親友所影響 (31.6%)
  - 市場評論員的意見 (20%)
  - 發行人的廣告／文章／電視或電台節目 (8%)
  - 經紀的建議 (8%)
35. 73.2%的權證投資者已買賣權證超過 12 個月。
36. 16.8%的回應者的投資組合內有超過 50%屬權證投資。
37. 投資者選擇權證作為投資工具的原因：
- 權證的波幅較高 (52%)
  - 流通量較高 (23.6%)
  - 買賣差價很小 (9.6%)
  - 槓桿效應 (9.2%)
  - 佣金較低、經紀行提供的佣金回扣或其他優惠 (5.6%)
38. 投資者如何選擇某特定的衍生權證：
- 自行分析 (76.8%)
  - 市場評論員 (19.6%)
  - 朋友或家人 (14.8%)
  - 發行人的建議 (8.4%)
  - 經紀的建議 (8%)
39. 過去 12 個月的買賣盈虧表現：
- 淨收益 (30.8%)
  - 淨虧損 (47.2%)
  - 沒有賺蝕 (12%)
  - 不知道 (10%)

40. 以金額計算的淨收益（港元）：
- 介乎：1,000 至 300,000
  - 中位數：20,000
41. 以金額計算的淨虧損（港元）：
- 介乎：1,000 至 400,000
  - 中位數：20,000
42. 在買賣權證錄得虧損的投資者中，有 47.5% 表示會繼續買賣權證。主要原因是：
- 明白投資必有風險，並願意承擔風險（53.6%）
  - 對權證已加深了認識，並希望日後在買賣時做得更好（41.1%）
  - 希望透過日後的買賣彌補先前的損失（37.5%）
  - 沉迷於買賣衍生權證（10.7%）
43. 此外，應注意的是，部分亞洲市場剛推出／剛重開衍生權證市場，引起權證買賣者極大興趣。例如，內地於 2005 年 8 月重新恢復權證買賣後，其權證市場便一直迅速增長。截至 2005 年年底，內地有七隻權證上市（四隻在上海證券交易所，三隻在深圳證券交易所）。在 2005 年 12 月這個月內，內地權證市場錄得總成交額達 154 億美元。內地市場已超越了香港，成為該月內全球最活躍的市場。
44. 有傳媒報道，其他數家內地上市公司已計劃發行權證，有經紀行亦已申請發行以上證 50 指數為基礎的權證。假如內地權證市場隨著新權證發行及參與者日增而持續增長，內地市場便相當可能會輕易超越香港，成為全球最活躍的權證市場。
45. 證監會將會繼續與香港交易所合作，一同監察及促進衍生權證市場的活動。

### **其他措施**

46. 此外，證監會亦已採取其他措施為整體市場提供便利。
47. 我們都記得 1998 年正達集團倒閉的事件。為了避免同類事件再度發生，妥善的風險管理是重要因素。時至今日，匯集風險仍然是現存監管制度內的漏洞。我們需要實施適當規例保障消費者在這方面的權益。

48. 在過去大約一年期間，證監會致力與業界攜手合作，務求將轉按上限設定於雙方都可以接受的水平。
49. 我們已就設定證券抵押品轉按上限的建議著手進行有關工作。證監會現打算分兩階段將轉按上限設定於 130%至 150%的範圍之內：
  - 在完成立法程序後盡快實施 180%的轉按上限（有關規定必須通過立法會不反對或不提出修訂即屬通過的議決程序）；
  - 再經過 12 個月後，將轉按上限設定於 130%至 150%之間的水平。
50. 我們在 2 月 6 日向立法會財經事務委員會報告我們的建議，並得到委員會各委員普遍支持。
51. 我們相信，我們目前的建議已在顧及所有利益相關者的利益後取得了適當的平衡，並有助盡量減低對業界的影響，而同時又可提高對投資者的保障。
52. 我們亦已完成披露權益制度的檢討工作。我們在 2005 年 1 月的諮詢中所提出的關於使該制度更易於遵從的所有建議幾乎全都獲得普遍支持。我們現正與政府合作修訂有關法例。我們已成立保證權益披露規定工作小組，協助制定適當的方針。
53. 《證券及期貨(投資者賠償—徵費)規則》已予以修訂，從而為訂立投資者賠償基金徵費自動觸發及暫停機制作出規定。由於 2004 及 2005 年的市場交投活躍，投資者賠償基金儲備已超越了 10 億港元的目標水平。政府於 2005 年 11 月 11 日在憲報刊登豁免公告，宣布任何人均無須在 2005 年 12 月 19 日或之後繳付投資者賠償徵費(在聯交所執行的證券交易買賣雙方各繳付 0.002%，及在期交所執行的期貨交易買賣雙方各就每張合約繳付 0.5 元(小型合約的徵費為每張合約 0.1 元))。該項暫停徵費安排在投資者賠償基金的資產淨值跌至低於 10 億元之前將會維持有效。在 2006 年 1 月 31 日，投資者賠償基金的資產淨值是 16.7 億元。
54. 同樣地，證監會亦已向政府提交申請將交易徵費調低 20%，即是將對在聯交所執行的證券交易的買賣雙方每方所徵收的比率由 0.005% 降至 0.004%。我們預期較低的交易成本將會刺激更多證券交易的進行。
55. 汲取 911 事件和沙士的教訓，我們明白到業界須制訂一套全面的應變計劃去面對逆境。我已開始與市場人士會面，評估不同的準備程度，及現正為市場制訂指引。我們亦正透過國際論壇向國際市場提

供我們在市場應變規劃方面的經驗，以及在處理沙士和禽流感時的經驗，以便為制訂國際政策及最佳常規作出貢獻(例如我們主辦了於2006年2月20至22日在香港舉行的聯合論壇，期間曾就高層次的業務延續原則展開大型討論。我們的全面業務應變計劃獲得不同的金融機構和監管機構的好評)。

### **於香港舉行的國際證監會組織2006年周年大會**

56. 在2006年6月，我們會再度將全球的焦點集中在香港身上。在2006年6月5至8日期間，證監會將會主辦國際證監會組織周年大會。來自全球金融業最主要的機構超過千名的代表將會雲集香港，討論：
- 國際財務匯報準則；
  - 監管對沖基金所涉及的範圍；
  - 加強債券市場的透明度；及
  - 落實國際證監會組織原則。
57. 你們的支持關係重大，我謹藉此機會誠邀你們踴躍參與這項非凡的盛事。

### **結語**

58. 在本年度，我們決定繼續沿用“以投資者為先”此一口號作為我們的年度主題。繼續沿用這個主題是因為我們堅信假如投資者的利益得到更大的保障，他們的信心以至市場成交額及每人獲利的機會亦會隨之而提高。隨著投資者獲益，中介人的業務亦將蒸蒸日上，整個市場將會因而受惠。
59. 多謝你們的鼎力合作和支持。