

## 投資顧問、商品交易顧問及獲豁免投資顧問在《證券及期貨條例》生效前的業務活動 6 年調查的比較

李兆麟、閻宇紅<sup>1</sup>

2003 年 9 月

### 引言

爲了加深對香港證券期貨業發展的了解，證監會在1996 至2001 年期間進行了6 次業務活動調查。有關調查涵蓋根據已廢除的《證券條例》及《商品交易條例》註冊／領有牌照的所有商號。這些商號可分類爲證券交易商、商品交易商、投資顧問、商品交易顧問，以及根據已廢除的《證券條例》宣布爲獲豁免交易商及獲豁免投資顧問的商號。證券交易商及商品交易商的6年調查比較已在前兩期的《證監會季刊》(第51及52期)及第5及7號研究論文內討論過。本文將集中討論3類顧問的情況，即投資顧問、商品交易顧問及獲豁免投資顧問。

### 背景

證券期貨市場在 1996 至 2001 年期間的主要事件及發展，已在之前有關證券交易商及商品交易商的論文的專題欄內討論過。如欲獲得更多詳情，讀者可以參閱之前數期的《證監會季刊》或本會的研究論文。

### 回應率

#### 投資顧問

2001年有588名投資顧問對業務活動調查作出回應(表1)，回應率頗高，平均約爲90%。由於回應率每年都不同，本文較後部分的數字未必可以全面互相比較。

#### 商品交易顧問

2001 年有 114 名商品交易顧問對調查作出回應，佔發出的問卷總數的 90%。1996 年的相應數目及百分比分別是 96 及 79%。回應率在過去 6 年來持續改善，平均接近 90%。

#### 獲豁免投資顧問

1998 年首次對獲豁免投資顧問進行調查。在 1998-2001 年間，約有 30 名獲豁免投資顧問對業務活動調查作出回應，回應率介於 84% 至 100%之間，平均達 92%。

---

<sup>1</sup> 李兆麟和閻宇紅分別是證監會市場監察部研究科的高級經理及助理經理。本文的觀點純屬作者個人意見，不代表證監會的立場。作者在此感謝發牌科和中介團體監察科提供原始數據及寶貴意見。本文所載資料源自 1996-2001 年間的業務活動調查結果。讀者可以使用本文所載資料，但請勿當作出自證監會。

表 1 – 回應統計數字

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>回應者數目</b>						
- 投資顧問	527	573	560	548	587	588
- 商品交易顧問	96	108	125	117	119	114
- 獲豁免投資顧問	n.a.	n.a.	35	33	30	27
<b>回應率</b>						
- 投資顧問	85%	94%	90%	92%	90%	88%
- 商品交易顧問	79%	84%	93%	96%	94%	90%
- 獲豁免投資顧問	n.a.	n.a.	88%	100%	97%	84%

註：對獲豁免人士進行首次調查的年份是 1998 年。n.a. 表示不適用。

## 主要業務活動

### 投資顧問

約 30% 回應有關調查的投資顧問匯報基金／投資組合管理活動為其主要業務 (表 2)。該份額在 1996-2001 年間相對穩定。在 2001 年有 17% 的回應者匯報企業融資顧問活動為其主要業務，而 1996 年的相關百分比則為 15%。與此同時，以提供投資意見作為主要業務活動的受訪者比例在期內由 43% 下跌 29 個百分點至 14%。增長主要集中在“其他”類別，該類別包括財務策劃服務、單位信託、互惠基金及強積金計劃的推銷，其百分比由 1996 年的 7% 上升至 2001 年的 38%。

表 2 - 主要業務活動

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>投資顧問</b>						
- 基金／投資組合管理	32%	33%	36%	33%	31%	29%
- 提供投資意見	43%	35%	15%	19%	14%	14%
- 企業融資	15%	14%	15%	14%	14%	17%
- 分析及研究報告	3%	3%	3%	2%	2%	2%
- 其他 (包括財務策劃服務、單位信託、互惠基金及強積金計劃的推廣)	7%	15%	31%	32%	39%	38%
<b>商品交易顧問</b>						
- 基金／投資組合管理	53%	30%	55%	58%	56%	60%
- 提供投資意見	44%	50%	22%	24%	26%	23%
- 其他 (包括發表分析及研究報告)	3%	20%	23%	18%	18%	17%
<b>獲豁免投資顧問</b>						
- 基金／投資組合管理	n.a.	n.a.	24%	33%	33%	35%
- 提供投資意見	n.a.	n.a.	21%	22%	27%	28%
- 企業融資	n.a.	n.a.	9%	6%	3%	5%
- 控股投資	n.a.	n.a.	9%	3%	7%	9%
- 銀行及財務	n.a.	n.a.	15%	9%	3%	9%
- 其他 (包括銀團貸款及項目融資)	n.a.	n.a.	22%	27%	27%	14%

註：對獲豁免人士進行首次調查的年份是 1998 年。n.a. 表示不適用。

### 商品交易顧問

大部分回應有關調查的商品交易顧問都以基金／投資組合管理作為其主要業務。有關的份額在 1996-2001 年間由 53% 上升至 60%。相反，提供投資意見的

顧問的份額則由 44% 下降至 23%。“其他”類別(包括發表研究及分析報告)在同期上升了 14 個百分點。

### 獲豁免投資顧問

大部分回應有關調查的商號都從事基金／投資組合管理或提供投資意見的活動。

## 總營運收入

### 投資顧問

與市場整體表現相若，投資顧問的總營運收入在 1997 年躍升，並於 2000 年達至高峰，而在 2001 年僅輕微下跌了 1% (表 3)。

投資顧問的總營運收入大部分來自基金顧問及基金管理活動，並在調查期間內持續上升。然而，其份額卻由 1996 年的 58% 下跌至 2001 年的 53%。

第二個最重要的收入類別是企業融資收入。這方面的收入在 1997 年躍升並於 1999 年達至頂點，而其份額則在同期內由 20% 輕微下跌至 18%。

“其他”類別主要包括利息收入、來自集團公司的服務／管理費收入，以及回應有關調查的商號所收取的回佣。“其他”類別收入的份額由 1996 年的 7% 上升至 2001 年的 21%。

### 商品交易顧問

商品交易顧問所匯報的總營運收入相對較少，這是因為絕大部分回應有關調查的商號均以商品交易顧問活動作為其核心業務的一項附帶活動，以及大部分有關商號都無法在其核心業務的業績中將來自商品交易顧問業務的收入區分出來。

總營運收入大部分來自基金／投資組合管理活動，其份額約為 81-87%。

### 獲豁免投資顧問

獲豁免投資顧問的總營運收入在 2001 年下跌至 2 億 300 萬港元，比 1998 年的水平還要低。這主要是因為來自企業融資顧問活動的收入由 1998 年的 7,000 萬港元下跌至 2001 年的 300 萬港元所致，而有關份額亦由 26% 滑落至 1.5%。雖然來自提供投資意見活動的收入份額由 1998 年的 43% 上升至 2001 年的 48%，該方面的收入金額卻在同期內由 1 億 1,900 萬港元下跌至 9,700 萬港元。相反，來自基金／投資組合管理活動的收入在同期內則由 5,200 萬港元上升至 9,000 萬港元，而其份額亦由 19% 擴大至 44%。

表3 - 總營運收入明細表

	1996		1997		1998		1999		2000		2001	
	港元 (百萬)	佔總數 %	港元 (百萬)	佔總數 %	港元 (百萬)	佔總數 %	港元 (百萬)	佔總數 %	港元 (百萬)	佔總數 %	港元 (百萬)	佔總數 %
<b>投資顧問</b>	<b>4,956</b>		<b>9,825</b>		<b>9,468</b>		<b>10,956</b>		<b>11,813</b>		<b>11,680</b>	
- 基金／投資組合管理	2,873	58.0%	4,903	49.9%	5,210	55.0%	5,645	51.5%	6,105	51.7%	6,171	52.8%
- 企業融資顧問	997	20.1%	2,574	26.2%	2,102	22.2%	3,165	28.9%	3,130	26.5%	2,083	17.8%
- 提供一般投資意見	523	10.6%	1,752	17.8%	285	3.0%	455	4.2%	570	4.8%	520	4.5%
- 財務策劃	165	3.3%	205	2.1%	110	1.2%	196	1.8%	224	1.9%	397	3.4%
- 發表分析／研究報告	37	0.7%	56	0.6%	44	0.5%	47	0.4%	46	0.4%	47	0.4%
- 其他(包括推廣單位信託／互惠基金、利息收入、來自集團公司的服務收入及回佣)	361	7.3%	335	3.4%	1717	18.1%	1448	13.2%	1738	14.7%	2462	21.1%
<b>商品交易顧問</b>	<b>n.a.</b>		<b>n.a.</b>		<b>63</b>		<b>30</b>		<b>26</b>		<b>31</b>	
- 基金／投資組合管理	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	54	85.7%	26	86.7%	21	80.8%	26	83.9%
- 提供投資意見	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7	11.1%	2	6.7%	2	7.7%	4	12.9%
- 其他(包括發表分析／研究報告)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2	3.2%	2	6.7%	3	11.5%	1	3.2%
<b>獲豁免投資顧問</b>	<b>n.a.</b>		<b>n.a.</b>		<b>274</b>		<b>306</b>		<b>413</b>		<b>203</b>	
- 基金／投資組合管理	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	52	19.0%	56	18.3%	53	12.8%	90	44.3%
- 提供投資意見	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	119	43.4%	173	56.5%	348	84.3%	97	47.8%
- 企業融資顧問	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	70	25.5%	69	22.5%	3	0.7%	3	1.5%
- 其他(包括發表分析／研究報告)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33	12.0%	8	2.6%	9	2.2%	13	6.4%

註：由於以上分類與主要業務活動的分類不同，因此不應將此表與表2互相比較。  
商品交易顧問及獲豁免投資顧問的數字自1998年開始。  
n.a.表示不適用。

## 利潤與虧損

### 投資顧問

隨著股票市場活動的變化，投資顧問所匯報的業績由1997年的47億港元盈利下跌至1998年的2億港元合計虧損(表4)。同樣地，投資顧問的利潤總額亦由2000年高峰期的69億港元下降至2001年的30億港元。

在2001年，35%回應有關調查的投資顧問報稱錄得虧損，而2000年的相應比率為27%。儘管如此，該比例仍低於1998年的水平，當年的經營環境極為惡劣，有41%的回應者報稱錄得虧損。

表4 - 利潤總額及報稱虧損的公司的百分比

	1997	1998	1999	2000	2001
<b>投資顧問</b>					
- 利潤總額(百萬港元)	4,704	-233	4,159	6,891	2,996
- 出現虧損的投資顧問的數目	139	231	145	158	207
- 佔總數的百分比	24.8%	41.3%	26.5%	26.9%	35.2%
<b>商品交易顧問</b>					
- 利潤總額(百萬港元)	1,014	106	304	2,183	636
- 出現虧損的投資顧問的數目	32	52	44	42	46
- 佔總數的百分比	29.6%	41.6%	37.6%	35.3%	40.4%

註：利潤及虧損數字由1997年開始。

## 商品交易顧問

雖然回應有關調查的商品交易顧問的合計利潤由 2000 年高峰期的 22 億港元下降至 2001 年的 6 億港元，該水平仍較 1998 及 1999 年為高。在 2001 年，40% 回應有關調查的商品交易顧問報稱錄得虧損，而在 2000 年的百分比則為 35%。同樣地，該百分比仍稍低於 1998 年的 42%。

## 獲豁免投資顧問

本業務活動調查並沒有涵蓋獲豁免投資顧問的利潤及虧損情況。

## 客戶狀況

### 投資顧問

投資顧問的客戶狀況大致可以劃分為企業融資顧問活動及其他投資顧問活動。

### 企業融資顧問活動

- 企業融資顧問活動是根據交易宗數(在 2001 年下跌)來進行分析的 (表 5)。以所帶來的總營運收入計算，雖然海外客戶的交易數目只佔交易總數的 15%，但他們所帶來的收入幾乎是全部收入的一半(表 6)。不論是以交易宗數还是在總營運收入中所佔的百分比來看，中國內地客戶的市場份額均有所上升。

	1998	1999	2000	2001
	(總數) 佔總數的%	(總數) 佔總數的%	(總數) 佔總數的%	(總數) 佔總數的%
<b>投資顧問</b>				
企業融資顧問服務				
交易總數	(953)	(1,250)	(1,612)	(1,238)
- 本地客戶	69%	64%	75%	71%
- 內地客戶	12%	10%	8%	14%
- 海外客戶	18%	26%	17%	15%
其他投資顧問服務				
客戶總數	(12,000)	(32,698)	(51,744)	(52,712)
類別 A				
- 散戶客戶	74%	92%	91%	91%
- 機構客戶	26%	8%	9%	9%
類別 B				
- 本地客戶	57%	73%	71%	81%
- 內地及海外客戶	43%	27%	29%	19%
<b>商品交易顧問</b>				
客戶總數	(476)	(324)	(324)	(366)
類別 A				
- 散戶客戶	96%	94%	95%	96%
- 機構客戶	4%	6%	5%	4%
類別 B				
- 本地客戶	96%	96%	99%	94%
- 內地及海外客戶	4%	4%	1%	6%
<b>獲豁免投資顧問</b>				
客戶總數	(254)	(276)	(271)	(179)
- 海外專業客戶	26%	54%	73%	83%
- 本地專業客戶	11%	8%	8%	1%
- 海外非專業客戶	12%	11%	4%	14%
- 本地非專業客戶	51%	27%	15%	2%

註：本業務活動調查並沒有涵蓋 1996 及 1997 年這方面的情況。

### 其他投資顧問活動

- 其他投資顧問活動包括提供投資意見、財務策劃、推廣單位信託或互惠基金，和發表分析及研究報告。投資顧問的活躍客戶<sup>2</sup>總數由 1998 年的 12,000 個上升至 2001 年的 52,712 個。隨著強制性公積金計劃在 2000 年底推出，有關的升幅在 1999 及 2000 年尤為顯著。
- 若以所帶來的總營運收入計算，雖然機構客戶的比例由 1998 年的 26% 下跌至 2001 年的 9%，但機構客戶所帶來的收入一直以來都佔顧問服務市場一個頗大的份額。雖然海外客戶的比例由 1998 年高峰期的 43% 下跌至 2001 年的 19%，但來自海外客戶的收入仍維持在相對平穩的水平：1998 年為 69% 及 2001 年為 67%。

表 6 – 活躍客戶的收入分類

	1998	1999	2000	2001
	佔總數的%	佔總數的%	佔總數的%	佔總數的%
<b>投資顧問</b>				
企業融資顧問服務				
- 本地客戶	22%	40%	57%	38%
- 內地客戶	10%	7%	6%	15%
- 海外客戶	68%	53%	37%	47%
其他投資顧問服務				
類別 A				
- 散戶客戶	24%	43%	49%	50%
- 機構客戶	76%	57%	51%	50%
類別 B				
- 本地客戶	31%	48%	45%	33%
- 內地及海外客戶	69%	52%	55%	67%
<b>商品交易顧問</b>				
類別 A				
- 散戶客戶	20%	88%	34%	29%
- 機構客戶	80%	12%	66%	71%
類別 B				
- 本地客戶	24%	95%	97%	61%
- 內地及海外客戶	76%	5%	3%	39%

註：1996 及 1997 的業務活動調查並沒有涵蓋這方面的情況。

### 商品交易顧問

商品交易顧問的活躍客戶人數較投資顧問的少。這是因為大部分的商品交易顧問亦同時註冊為商品交易商或投資顧問，他們無法將純粹與提供商品交易顧問服務有關的活躍客戶人數與涉及其他服務(例如商品交易或投資顧問服務)的客戶人數加以區分。

商品交易顧問報稱的活躍客戶數目由 1998 年的 476 個下跌至 1999 年的 324 個，但在 2001 年卻回升至 366 個。在 2001 年，以客戶類別計，約 96% 的客戶是散戶 (4% 是機構客戶)，以原居地計，94% 是本地客戶 (6% 是內地及海外客戶)。

<sup>2</sup> 調查中所記錄的客戶總人數未必是證券市場上的實際客戶人數，因為有部分客戶可能在不同的註冊商號開立了多個經紀帳戶，而有若干報稱為機構客戶的帳戶實際上是直接接收公眾投資者的交易指示的綜合帳戶。

由於顧問服務的收入主要附屬於經紀的核心業務，這方面的收入來源極不穩定。例如，在 2000 年，因為有若干商品交易顧問偶然從機構客戶獲得顧問服務方面的收入，以致來自機構客戶的收入比例由 12% 大幅躍升至 66%。

### 獲豁免投資顧問

獲豁免投資顧問的活躍客戶數目由 1998 年的 254 個下跌至 2001 年的 179 個，當中海外專業客戶的比例持續地由 1998 年的 26% 上升至 2001 年的 83%，但在同期內，本地專業客戶數目的百分比由 11% 下跌至 1%，而本地非專業客戶的百分比由 51% 滑落至 2%。

## 僱員狀況

### 投資顧問

在 2001 年，受僱於投資顧問的職員人數較 2000 年的少 3%，但仍遠高於 1996-1999 年間的水平 (表 7)。

在 2000 年，從事銷售及推廣工作的職員數目增加了 5 倍，這是因為投資顧問招聘了更多職員，以配合在 2000 年 12 月開始運作的強積金計劃。從事銷售及推廣工作的職員所佔的份額由 1998 年的 12% 上升至 2001 年的 28%，升幅為 16 個百分點，而提供投資意見的職員所佔的份額則由 7% 躍升 8 個百分點至 15%。相反，在同期內，基金管理職員所佔的比例則由 16% 下跌至 8%。

就工作經驗來說，在 2001 年，約 24% 參與基金／投資組合管理及企業融資活動的職員有超過 10 年的相關經驗 (表 8)；另外約 35% 的職員有 5 至 10 年的相關經驗，而其餘的職員則擁有少於 5 年的經驗。

### 商品交易顧問及獲豁免投資顧問

本業務活動調查並沒有關於商品交易顧問及獲豁免投資顧問的僱傭結構的詳細分項數字。

表 7 – 投資顧問所匯報的職員人數

	1996		1997		1998		1999		2000		2001	
	人數	佔總數的%										
<b>投資顧問</b>	<b>7,726</b>		<b>7,730</b>		<b>5,108</b>		<b>4,876</b>		<b>9,921</b>		<b>9,637</b>	
- 前線辦公室	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,172	62%	2,965	61%	6,739	68%	7,124	74%
- 銷售及推廣	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	595	12%	525	11%	2,916	29%	2,701	28%
- 提供投資意見	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	381	7%	343	7%	1,168	12%	1,448	15%
- 基金／投資組合管理	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	809	16%	677	14%	895	9%	801	8%
- 企業融資	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	779	15%	855	18%	1,107	11%	1,409	15%
- 研究	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	608	12%	565	12%	653	7%	659	7%
- 後勤辦公室	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,936	38%	1,911	39%	3,182	32%	2,513	26%
- 信貸管制	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38	1%	14	0%	37	0%	25	0%
- 風險管理	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	69	1%	56	1%	69	1%	84	1%
- 會計	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	408	8%	423	9%	476	5%	378	4%
- 監察	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	163	3%	143	3%	191	2%	198	2%
- 資訊科技	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	277	5%	274	6%	367	4%	465	5%
- 其他	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	981	19%	1,001	21%	2,042	21%	1,469	15%

註：1996 及 1997 年的問卷內的功能組別分類與 1998 年之後的分類不同。n.a. 表示不適用。

表 8 – 參與基金或投資組合管理及企業融資活動的職員的相關經驗

	1998		1999		2000		2001	
	人數	佔總數的%	人數	佔總數的%	人數	佔總數的%	人數	佔總數的%
少於 5 年	566	35.6%	609	39.8%	734	36.7%	599	41.3%
5 至 10 年	574	36.1%	495	32.3%	692	34.6%	502	34.6%
超過 10 年	448	28.2%	428	27.9%	576	28.8%	350	24.1%
<b>總數</b>	<b>1,588</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,532</b>	<b>100.0%</b>	<b>2,002</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,451</b>	<b>100.0%</b>

註：1996 及 1997 年的業務活動調查並沒有涵蓋這方面的情況。