

**證券及期貨事務監察委員會中介團體及投資產品部執行董事  
林張灼華女士在 2004 年 3 月 1 日的立法會財經事務委員會會議上的發言**

胡經昌主席、各位財經事務委員會委員：

多謝財經事務委員會今日就證監會的持牌法團財務規管工作小組建議的報告作出討論。希望各委員給予我們寶貴意見。

小組關注的，是經紀行在保證金借貸方面，把保證金客戶的股票匯集，再向銀行轉按以拿取貸款的風險、冒進的借貸手法及過分倚賴轉按客戶的股票提取貸款作為經紀本身的資金需求。這些風險若果不適當處理，一旦經紀行出事，可能導致客戶損失，動搖投資者對市場的信心，更會波及和影響其他經紀行的運作及市場整體健康的發展。當年正達就是一個可怕例子。正達把保證金客戶當時市值 25 億元的股票向銀行再抵押，借取 5 億多元的貸款，最後導致客戶未能取回股票。當日有 9 億多元的索償，而賠償給投資者的數額亦高達 3 億多元。這個匯集轉按的問題，到今天仍然存在。

小組的 13 名成員中，有 10 名是市場人士，他們對經紀行的運作、需求等有深入的了解。大家都有共識，在設計可行方案時，需要顧及兩個大原則：一，要對香港 100 萬名投資者作出承諾，提供較現時完善的保障；二，不應影響穩當經營的經紀，要給予業界一個合理可行的營運空間。我們相信大多數的經紀行都是以穩健方式經營，並會遵守對客戶的承諾。

小組所提議的，主要有兩個雙管齊下的方案。

1. 為經紀向銀行轉按保證金客戶股票設定上限

現時經紀是可以將所有保證金客戶的股票，包括並沒有借錢的客戶的股票，向銀行轉按，以拿取貸款作不同用途。

相反，其他主要國際金融中心都不准把沒有借錢的客戶的股票轉按。經紀必須把這些股票分開，安全地存放在獨立的信託戶口內。股票是屬於客戶的，有甚麼事客戶能夠取回股票。

美國更提供進一步的客戶保障，就是股票經紀能把有借錢的客戶的股票轉按，但要有 140% 的上限。這即是說如果一個客戶向經紀借了 100 元，

並按了 200 元市值的股票在經紀那裏，經紀只能把其中 140 元市值的股票向銀行轉按，其餘股票就要留在經紀那裏。有甚麼事發生時，客戶起碼有一些把握。這個 140% 是按每個客戶計算的。

小組認為，香港今天沒有一個恰當的市場架構能夠讓經紀以低成本的方式把沒有借錢的客戶的股票分開。如果要馬上走這條路，那麼現時透過採用匯集轉按方式取得借貸以經營保證金活動的小經紀，將會受到頗大的影響。

小組認為須要對經紀大量轉按作出合理的限制，結果提議採用美國就設定轉按上限的辦法，但為 能向業界提供較大的空間及靈活性，有關上限是以一家商號的所有保證金貸款計算，而不是按每個客戶計算。因為若用整家證券行的總貸款計算，證券行就毋需頻密地從銀行提取過度轉按的客戶股票。小組提議，上限可考慮設於總貸款的 130-150% 的幅度。

小組非常明白，以上的辦法並不能完全杜絕個別經紀仍然拿無借錢客戶的抵押品去轉按而向銀行借錢，而且因為設了上限，可能反而誘使經紀選擇相對優質、能借多一些錢的藍籌股去轉按，所以對客戶的保障，不能說是盡善盡美。但小組認為，因為現時沒有架構容許以低成本的方式把客戶股票分開，就轉按設定上限是可行的辦法，起碼這能確保一部分股票會留在經紀那裡，而不會落入銀行手中。當然，經紀在操作時可能有一些須要進一步考慮的問題，但這些問題可以通過證監會與市場人士在諮詢期間進一步研究，在細節方面找出解決辦法。我們很樂意與不同的商號坐下來，仔細看他們個別的運作模式，共同研究一套可行的細節。

## 2. 提高財政資源所指定的扣減率

我希望指出，扣減率並不是指經紀與客戶之間所定的保證金貸款的扣減率。不管財政資源方面的扣減率是什麼，經紀與客戶之間都可以自由地商議客戶用股票向經紀抵押可以借多少的保證金貸款。但是，在財政資源要求下，經紀從保證金客戶那裡取得的股票抵押，須先來一個扣減，才能計算在其速動資金內。這是一個常用的，用以處理市場風險及資金流通性風險的穩健管理辦法。

目前財政資源規則方面所要求的扣減率，小組認為過份偏低，未能切合商業上的實際情況。譬如，財政資源對恒生 33 的扣減率是 15%，但銀行以及經紀的平均扣減率則為 40% 左右；不屬於任何指數的股份，財政資

源規則方面的扣減率為 30%，但銀行及經紀的平均則為 96%。還有，現時財政資源規則給予認股權證 40%扣減率，但銀行和經紀都一致地不給予任何貸款，即扣減率為 100%。

小組認為必須提高扣減率，使其更貼近市場的實際情況，但不應像銀行的這麼高，好讓經紀能有多一些空間。比如，恒生指數的 33 隻成分股的扣減率由現時的 15%升至 20%，但仍比銀行的 40%低；不屬於任何指數的股份由現時的 30%升至 80%，但仍比銀行的 96%低，而認股權證則不應給予任何價值。

小組亦認識到，新的扣減率將會使到極少部分的經紀須要向他們的客戶或部分客戶提取更多股票作為其貸款的抵押品，或經紀本身須要投放更多資本。小組認為，如果個別經紀願意為扣減率高的股份作出貸款，則經紀應自行投放資本作為抵禦風險的第一道防線，而不是拿其他客戶的股票作為抵押品。

其他兩個輔助配套措施：《操守準則》要求多一些披露；加強投資者教育。

我們就這兩個方案，在小組討論的過程中進行了一系列的影 鄒慳R。根據證監會收取的去年 9 月份的經紀財政資源報告的數據，若兩個方案同步進行，只有極少數的經紀行會因此而須要改變他們現時的借貸及匯集模式。他們可以減低其匯集比率，或向個別客戶收取更多或質素較好的股票抵押品，亦可選擇投放更多資本，利用本身的資本而不是客戶的股票作為風險緩衝的第一道防線。事實上，因為市況在過去 6 至 9 個月轉好，成交量持續上升，這些經紀的利潤亦有所增加，所以他們應該是應付新制訂的要求的。我們亦願意與他們商討，務求使他們能夠達到要求。其實，我們已開始與這些商號進行商討。

我們認為，小組提出的有關建議是中庸和可行的。雖然還未能跟國際作業方式看齊，但不失為一個得益層面大、影響層面小的辦法。當然，作為長遠目標，我們應該有決心做到將不借錢客戶的股票分開，以及將資本規定按所承受的風險掛鉤這個制度。

我們計劃在 04 年第 2 季度就小組的建議方案，其是否適合、過渡期及其他細節等諮詢市場的意見。我們在這方面持開放態度，目的是與各方共同努力建立一個共識，為香港投資者的保障、市場信心、業界的穩健發展定出切實可行的方案。至於另一個建議，即應否委任類似經理人的獨

立人士來管理陷入財政困難的商號，這只是一個構思，可行與否還有待證監會內部研究，而且內裡亦牽涉一系列的問題，例如有關機制如何啟動、由誰來啟動、如何設定行使權力的啟動點、須要符合哪些關卡，以及須要有哪些制衡等。我們會成立內部工作小組進行研究，並向財經事務委員會匯報有關的研究結果。

多謝各位。