



逕啓者：

## 對保證金融資風險管理措施諮詢文件的回應

### 引言：修改融資條例嚴重影響業界

證監會發出的「關於處理源自證券保證金融資的風險的建議措施的諮詢文件」，引起業界廣泛的關注。證監會建議修訂條例，提高證券行匯集及轉按保證金客戶的證券抵押品之要求，用意在向投資者提供充份的保障。而一向重視保障客戶權益的市場參與者，對證監會的用心是完全理解和支持的。但如果監管機構建議之措施過於急進及嚴苛，致令業者必須放棄經營保證金融資業務，則整個市場及投資者均蒙受損失，更間接對上市中、小企業做成重大打擊。有關機構在擬訂政策時，一方面向海外金融市場借鏡，另一方面必須充份考慮本地市場的實際經營狀況，始能制訂出既可保障投資者，又能扶植業界蓬勃發展的條例及措施。

證監會一直以「正達事件」的個案作為修訂條例的依據準則，實在值得商榷，大家應該明白發生「正達事件」時，本港還沒有法例監管孖展融資；但現時的證券條例已把孖展融資納入嚴厲監管之內，兼且已經刑事化，在現行的法規下根本不可能再有正達事件發生。而近年來證券行的風險管理水平又大大提高，投資大眾的利益已得到充份保障，確實不宜再以該事件作為借口來加強管制孖展融資業務，阻礙整個行業的健康發展。

諮詢文件認為融資條例的修改對業界影響不大，實乃錯誤的說法。文件提到目前業界有 243 家證券行向客戶提供保證金融資，其中 154 家並無採用轉按手法，只有 89 家商號受影響。據了解這一百五十多家證券行，除了少數外資和大型券商之外，絕大多數都是在嚴苛的「財政資源規則」(FRR) 規限下，無奈減縮或停止再向客戶提供融資，不過由於公司尚有少量孖展客戶而仍被列為「沒有轉按的融資提供者」而已。而 89 家受影響的證券行乃是市場最活躍的經營者，如果這些商號受新措施的限制而縮減或停止融資業務，對整個證券市場將產生極為負面的影響。



## 轉按上限水平應訂在 200% 至 300% 之間

證券行乃是中介機構，基本業務是替客戶買賣股票；向客戶提供孖展融資只不過是應客戶要求、爲了方便客戶及增加股票交易量而採取的措施。而證券行將孖展客戶的股票轉按予銀行以取得所需的資金來借給客戶乃是天經地義的。固然，證券行如果將轉按而取得的資金據爲己用，便是犯法，那是個人道德操守問題，並不是法例過份寬鬆或有漏洞，理應嚴懲犯法之人，而不是不合理收緊監管法例；如果規定證券商必須用自己的資金爲客戶提供孖展融資，一元資金只可做一元生意，實在有悖香港引以爲傲的自由開放市場經濟體制。

合理的政策和措施一定要同時兼顧投資者的保障以及經營者的生存條件。工作小組建議仿效紐約，但紐約市場的保證金融資方式、制度、背景與香港市場截然不同，將轉按股票的上限水平修訂在保證金貸款總額的 130% 至 150% 之間，與實質能運作的空間相差太大，明顯脫離現實，這種過於急進的法例修改完全不切合實際，將會嚴重地影響現經營者的業務。爲避免對證券行造成太大的衝擊，我們建議轉按上限水平應訂在 200% 至 300% 之間。

同時將轉按股票上限的更改，給予業界二至三年的過渡適應期，可分二至三個階段進行，以免嚴重影響業界的正常運作。

## 股票扣減率應保持不變

工作小組建議大幅提高「財政資源規則」中的股票扣減率，連恒生香港中型股指數成分股也提升至 40%，其他恒生綜合指數成分股提升至 60%，而所有其他在香港上市的股份扣減率更提高至 80%，令人覺得非常驚訝；這項建議更會置中小型券商以及上市的中小型企業於絕地。嚴格監管上市公司的素質是無可厚非的，但把扣減率拉高到 80%，無疑將令國際投資市場產生錯誤的印象，以爲在香港上市的公司股份等同垃圾。提供孖展融資的證券行對此等高扣減率的股票定必不感興趣，而這些被踐踏的股份今後在市場上便難以廣泛流通。這種做法毫無疑問與政府培植中小型企業的政策大相逕庭。事實上，市場普遍認爲目前計算速動資產所用的扣減率已經非常足夠，不應再作任何變動。



由於上市權證的價格波動幅度非常大，屬高風險的投資工具；因此將其扣減率訂於 100%，業界普遍讚同，而且認為不必提供過渡期。

2002 年 10 月延用至今的 80% 非速動抵押品扣減率行之有效，並未發生任何問題，亦不宜再朝三暮四地一再更改，以免為業界增添不必要的麻煩。

## 其他相關修訂的意見

業界認為適用於現金客戶應收款項的寬限期不應該縮短。香港是一個國際商業大都會，投資者因商務或旅遊而出門之機會大增，導致偶有現金客戶未能及時交收付款之現象，現行的 5 個營業日寬限期正好因應此類不時之需，如加以縮短並未能有效降低信貸風險，反而為股票市場增添諸多不便。

正如上述，業界普遍認為除了上市權證以外，現行的「財政資源規則」扣減百分比率應該保持不變；而此一套扣減百分比率可以適用於包括自營投資的持倉經紀行。

如果轉按上限訂於 300%，則可以保持目前的槓桿比率調整。但如果轉按上限低於 300%，則提供孖展融資的經營者目前只能以客戶抵押品借入不超過其保證金貸款總額 65% 這一個比例便須予撤銷。

2000 年引入的集中折扣系數及集中保證金客戶調整為業界帶來極大的困擾，而集中折扣系數對大藍籌股票也加以限制，集中保證金客戶調整更將特別優質的客戶組別與一般平常客戶一視同仁，有違市場之慣常商業操作。業界認為即使保持現行的扣減率，也應撤銷集中折扣系數及集中保證金客戶調整等限制，至少也應該大幅度放寬限制。

證監會必須深入瞭解本地市場的投資文化，亦考慮目前業界的經營模式及實在市況，全面禁止將無借款保證金客戶的抵押品匯集和轉按，非但會大幅增加業者的經營成本，而且在技術上極難執行。今時今日，無借款保證金客戶非常了解本身風險所在，將其抵押品寄存證券行，表示其對現行監管機制有信心，對證券行專業操守的信任；自由市場中的互信精神必須受到尊重，切勿因過去發生過個別事



件便猜疑整個業界的運作。

## 結論

政府在制定金融政策時應先考慮本土經濟利益，扶持本地業者。這才是負責任的政府。在研討規範保證金融資風險管理時，監管機構應該以全面性的宏觀態度來看孖展融資這一個機制。雖然過去曾經發生個別事件，令機制蒙上負面的形象，但是我們更應該看到孖展融資無疑是市場發展的一股不容忽視的推動力，對小投資者的活躍參與市場運作，以及上市的中小企業股份在市場的流通，起了積極性的作用。孖展融資這一個制度多年來對本港證券市場作出了不可磨滅的貢獻。

業界毫無異議一致認同「投資者必須得到最大的保障」這一個宗旨，但是在保障投資者的同時，亦必須為守法紀的經營者留下生存和發展的空間。

新措施如能接受市場民意而適當將轉按上限訂於 200% 至 300% 之間，同時保持現行扣減率，既可以達到保障投資者的目的，亦可以被業界所接受。

此致

中介團體監察科

香港證券及期貨事務監察委員會

香港證券學會會長

張華峰

二〇〇年十月二十八日