



SECURITIES AND  
FUTURES COMMISSION  
證券及期貨事務監察委員會

**A Consultation Paper on the Review of the Level and Funding of the Investor Compensation Fund, Broker Defaults since 1998 and the Operation of the Investor Compensation Arrangements**

有關檢討投資者賠償基金的水平及經費、自 1998 年以來發生的經紀違責事件及投資者賠償安排運作情況的諮詢文件

**Hong Kong  
December 2004**

香港  
2004 年 12 月

## 目錄

前言.....	iii
個人資料收集聲明書.....	iv
<b>I. 摘要.....</b>	<b>1</b>
引言.....	1
投資者賠償基金的水平和經費.....	1
賠償覆蓋水平.....	2
回顧自 1998 年以來的經紀違責事件及主要法庭判決.....	2
賠償基金墊付資金贖回已抵押股份的權力.....	3
清盤人出售證券及分發所得款項的權力.....	3
利用賠償基金的資金支付管理人.....	3
其他事項.....	3
<b>II. 投資者賠償基金的水平和經費.....</b>	<b>4</b>
背景.....	4
有關賠償基金規模的政策.....	5
徵費觸發機制.....	6
<b>III. 有關每名投資者 15 萬元最高賠償額是否維持一貫的覆蓋水     平的評估.....</b>	<b>8</b>
<b>IV. 對自 1998 年以來的多宗經紀違責事件的回顧及主要法庭判     決的摘要.....</b>	<b>9</b>
正達證券有限公司(“正達證券”)／正達財務有限公司(“正達財務”) .....	9
有關法庭判決的摘要.....	9
福權證券有限公司(“福權”).....	10
有關法庭判決的摘要.....	11
集豐證券有限公司(“集豐”).....	11
有關法庭判決的摘要.....	12
威昇證券有限公司(“威昇”).....	12
有關法庭判決的摘要.....	13
以英傑證券公司(“英傑”)名義經營業務的林君傑.....	13
有關法庭判決的摘要.....	13
利順證券公司(“利順”).....	14
<b>V. 改善處理經紀違責事件的建議.....</b>	<b>14</b>
A. 賠償基金墊付資金贖回已抵押股份的權力.....	15

贊成建議的理據 .....	16
反對建議的理據 .....	16
建議 .....	18
<b>B. 清盤人出售證券及分發出售所得款項的權力.....</b>	<b>18</b>
贊成建議的論據 .....	19
反對建議的論據 .....	19
建議 .....	20
<b>C. 利用賠償基金的資金支付管理人的費用.....</b>	<b>21</b>
反對建議的理據 .....	21
根據《證券及期貨條例》委任管理人及管理人的權力.....	21
建議 .....	22
其他事項 .....	22
<b>VI. 結論.....</b>	<b>23</b>
<b>附件一：直至 2004 年 10 月為止向聯合交易所賠償基金提出申索     個案的過往紀錄.....</b>	<b>24</b>
<b>附件二：建議賠償基金數額及徵費觸發機制的上下限 .....</b>	<b>25</b>
<b>附件三：與 2001 年比較的市場環境 .....</b>	<b>26</b>

## 前言

證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)邀請公眾在**2005年2月4日前**，就本諮詢文件討論的建議提交書面意見。

任何人士如欲代表任何組織或機構發表意見，應提供其所代表的組織或機構的詳細資料。請注意，評論者的姓名／名稱及其提交的意見書的內容，可能會由證監會在本會網站及其他由證監會刊發的文件內公開發表。因此，請參閱本諮詢文件附載的個人資料收集聲明書。

如你不欲證監會公布你的姓名／名稱，請在提交意見書時表示你希望不公布你的姓名／名稱。

書面意見可以下列方式送交：

郵寄： 市場監察部  
證券及期貨事務監察委員會  
香港干諾道中8號  
遮打大廈8樓

圖文傳真： (852) 2521 7917

網上呈交： <http://www.sfc.hk>  
(請於 <http://www.sfc.hk> 網站內進入“演講辭及刊物”一欄後，再進入“諮詢文件及諮詢總結”分欄。)

電子郵件： [icfconsult@sfc.hk](mailto:icfconsult@sfc.hk)

我們在草擬有關建議的最終版本之前，會考慮在諮詢期結束前接獲的所有意見，並會在諮詢期結束後，在切實可行的範圍內盡快發表諮詢總結。

證監會位於上址的辦事處備有本諮詢文件的印刷版本以供索閱。公眾亦可於證監會網站(<http://www.sfc.hk>)內瀏覽本諮詢文件及證監會採用的公開諮詢程序的摘要。

香港證券及期貨事務監察委員會  
市場監察部  
2004年12月22日

## 個人資料收集聲明書

1. 本收集個人資料聲明書(“本聲明書”)是按照香港個人資料私隱專員公署發出的指引編寫的。本聲明書列出證監會收集你的個人資料<sup>1</sup>的用途、你就證監會使用你的個人資料而同意的事項，以及你根據《個人資料(私隱)條例》(第 486 章)(“《私隱條例》”)享有的權利。

### 收集資料的目的

2. 證監會可能會為以下其中一個或以上的目的，使用你就本諮詢文件提交的意見書中所提供的個人資料：
  - 執行依據證監會獲賦與的權力而公布的有關條文<sup>2</sup>、守則及指引；
  - 根據有關條文執行證監會的法定職能；
  - 進行研究及統計；
  - 其他法例所容許的目的。

### 轉移個人資料

3. 證監會就本諮詢文件徵詢公眾意見時，可向香港及其他地區的公眾人士披露其所取得的個人資料。證監會亦可能會向公眾人士披露就本諮詢文件發表意見的人士的姓名／名稱及其意見書的全部或部分內容。證監會可以在諮詢期內或諮詢期完結後，將上述資料刊載於本會網站或由本會刊發的文件之內。

### 查閱資料

4. 根據《私隱條例》的規定，你有權要求查閱及修正你的個人資料。上述權利包括你有權索取你就本諮詢文件提交的意見書中所提供的個人資料的副本。證監會有權就處理任何查閱資料的要求收取合理的費用。

### 保留資料

5. 證監會會保留就回應本諮詢文件而提供予本會的個人資料，直至本會恰當地完成有關職能為止。

---

<sup>1</sup> 個人資料指《個人資料(私隱)條例》所界定的“個人資料”。

<sup>2</sup> 根據《證券及期貨條例》(第 571 章)(“《證券及期貨條例》”)附表 1 所界定，有關條文指《證券及期貨條例》及根據該條例訂立的附屬法例的條文；及《公司條例》(第 32 章)第 II 及 XII 部的條文，但只限於該兩部中直接或間接關乎執行與下述事項有關的職能的範疇：招股章程；法團購買本身股份、法團為收購本身股份而提供資助等。

## 查詢

6. 有關就本諮詢文件提交的意見書中所提供的個人資料的任何查詢，或查閱或修正個人資料的要求，請以書面形式向以下人士提出：

個人資料私隱主任  
證券及期貨事務監察委員會  
香港干諾道中 8 號  
遮打大廈 8 樓

## **I. 摘要**

### **引言**

- 1.1 本諮詢文件是證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)對有關投資者賠償基金(“賠償基金”)及投資者賠償安排各事項所作的檢討。本諮詢文件：
- (a) 研究自 2003 年 4 月 1 日起根據《證券及期貨條例》而運作的賠償安排，並對賠償基金的規模及有關的徵費觸發機制的政策提出建議；
  - (b) 得出的結論是每名投資者 15 萬元的最高賠償額，自 1998 年以來一直維持一貫的覆蓋水平；
  - (c) 回顧自 1998 年以來發生的 6 宗經紀違責事件的情況，包括法庭就客戶資產的擁有權和分發所作的各項判決；及
  - (d) 探討我們與各清盤人討論後得出的可能有助改善現行處理經紀違責事件程序的 3 項建議。

### **投資者賠償基金的水平和經費**

- 1.2 在先前公開發表的有關新賠償安排的公眾文件中，證監會已解釋其在這方面的政策，即賠償基金的資產不應超逾一個審慎的資產水平，同時每年有足夠的投資收入，以應付估計開支以及將來可能擴大的賠償基金覆蓋範圍。該資產水平使賠償基金有合理的可能性能夠為將來而達到“財政自給”，因此無須向市場收取徵費。如果賠償基金看來將會達到財政自給的水平，便應考慮暫停任何當時適用的徵費。
- 1.3 於 2004 年 10 月底，賠償基金的可動用資產約為 13.6 億元。該水平已超逾根據風險模式釐定的 10 億元最低審慎水平。為免累積超過賠償基金所需的數額及減輕投資者的負擔，我們建議當賠償基金的資產淨值超逾 14 億元時，在切實可行的情況下盡快暫停現行的投資者賠償徵費。
- 1.4 當賠償基金資產淨值達到 14 億元，而每年的估計開支約為 6,000 萬元，只要賠償基金能夠長期達到約 4.3%的預期投資回報率，便能達到維持財政自給狀況的目標。

1.5 我們建議為日後引進一項徵費自動觸發機制，這項機制包含以下主要特點：

- 如賠償基金的資產淨值跌至 10 億元以下，便會徵收現行的投資者賠償徵費。
- 如賠償基金的資產淨值超逾 14 億元，便會暫停現行的投資者賠償徵費。
- 為了施行徵費觸發機制，將會採用月底經賠償基金的核數師審計後核實的賠償基金資產淨值。
- 證監會負責實施及監控徵費觸發機制的運作，並在當時適用的徵費安排有任何改變時藉通知會公眾及市場，包括有關改變的實施日期。
- 如恢復徵費，實施日期將會定於證監會發出通告的日期起計最少兩個月後。如暫停徵費，實施日期將會定於證監會發出通告的日期起計後一個月。

### 賠償覆蓋水平

1.6 本諮詢文件研究現時每名投資者 15 萬元的最高賠償額。證監會先前建議採納的政策，是每名投資者的最高賠償額應維持與 1998 年(即每名投資者可享有 15 萬元最高賠償額的規定首次獲得採納時)所提供的覆蓋水平相若。我們根據獲賠償基金支付全數申索額的投資者平均人數、每名申索人的平均准予賠償金額作為衡量平均帳戶規模的準則，並考慮到通脹及恒生指數的水平等其他相關因素，來衡量覆蓋程度是否相若。我們得出的結論是 15 萬元的限額能提供的覆蓋水平，與 1998 年及之後所提供的覆蓋水平相若。

### 回顧自 1998 年以來的經紀違責事件及主要法庭判決

1.7 與以前的違責事件相比，自 1998 年以來發生的經紀違責事件(包括正達證券有限公司)規模較大而且更加複雜。這些事件產生新的問題，導致處理違責事件及根據《公司條例》進行清盤程序所花費的金錢和時間均有所增加。從正面來看，這些問題現在都成為了將來在處理同類個案(尤其是有關客戶對股份的所有權權利及客戶股份的分配、分發或出售方面的個案)時可援引的先例。為瞭解這些新問題、其複雜性以及法庭的處理方法，我們撮述了自 1998 年以來發生的 6 宗經紀違責事件的主要事實和結果，以及法庭作出的重要判決。



## 賠償基金墊付資金贖回已抵押股份的權力

- 1.8 我們研究過在適當情況下賠償基金應可墊付資金，以加速發還經紀行為取得貸款而抵押的客戶股份的建議。由於該項建議將會涉及賠償基金承擔額外開支、增添道德風險，並牽涉變更客戶現時的所有權權利，因此我們提議不再考慮該建議。

## 清盤人出售證券及分發所得款項的權力

- 1.9 有些清盤人提出，如果他們獲准在收到客戶的證券後盡快出售證券及分發款項，而非在核實證券的擁有權後向客戶分發證券，將可大大節省處理客戶證券所花的行政費用。這項建議的主要問題是與判例法不符，判例法確立客戶一般個別地對證券享有所有權權利。採納該項建議會對現行處理信託財產及破產的法例構成影響，並可視為已超出證券法的範疇。自從正達事件以來，在處理經紀行清盤方面已累積了相當多的先例和經驗，我們認為在這方面的法律的任何進一步發展應交由普通法處理。此外，現時海外並沒有採納此做法的先例。因此，我們提議不應再考慮此項建議，但證監會應繼續監察有關法例在其他主要司法管轄區的發展。

## 利用賠償基金的資金支付管理人

- 1.10 我們也考慮到應否以賠償基金的資金支付獲委託保障和退還客戶資產的管理人。此項建議將增加賠償基金的風險，而且與判例法不符，因為判例法確立管理人的費用應從其管理的信託財產支付。我們提出不應再考慮此項建議，但證監會應在切實可行的情況下盡早委任管理人，以保障客戶的資產及將股份歸還客戶。如果投資者因管理人的費用而蒙受損失，賠償基金應根據每名投資者 15 萬元的最高賠償額賠償有關損失。

## 其他事項

- 1.11 為了對投資者提供較大的保障，證監會應繼續集中推行各種措施，例如近期提出的有關限制抵押客戶證券、減低保證金客戶證券的匯集風險、確保經紀行與客戶訂立闡明客戶的權利及責任的合約並保持更新等建議，並繼續推行其投資者教育計劃，以加強投資者對保證金融資安排的風險及利益的了解。
- 1.12 證監會將會視乎公眾諮詢的結果，與政府當局攜手合作，對法例作出所需的修訂，藉以實施有關建議。

## II. 投資者賠償基金的水平和經費

### 背景

- 2.1 1998 年發生了數宗經紀違責事件，其中包括正達事件，涉及金額之巨是前所未有的。當局作出了特別賠償安排，以每名申索人 15 萬元為限，此後已向超過 7,218 名申索人賠償大約 5 億 2500 萬元。證監會及聯交所已合共注資 6 億元(各自注資 3 億元)補貼賠償安排。附件一顯示向賠償基金提出申索的違責個案紀錄。
- 2.2 賠償基金於 2003 年 4 月 1 日根據《證券及期貨條例》(第 571 章)設立。現時，行政長官會同行政會議根據《證券及期貨條例》第 244(1)條訂立的規則，規定對在聯交所及期交所進行的交易收取徵費，以便為賠償基金提供資金。聯交所對買賣雙方一律收取交易金額 0.002%的徵費。期交所對買賣雙方一律收取每張期貨合約 0.5 元，或小型合約每張 0.1 元的徵費。賠償基金的經費部分亦來自從兩個舊有賠償基金(即聯合交易所賠償基金(“聯交所賠償基金”)及商品交易所賠償基金)轉移的剩餘資產，並會包括投資收入。
- 2.3 現行情況的背景資料在證監會於 2001 年 3 月發表的《建議的新投資者賠償安排》的諮詢文件中說明，該文件詳述新賠償安排的主要目標及根據《證券及期貨條例》實施的新安排。新賠償安排的主要目標包括：
- 改善現時的投資者賠償安排及增加投資者的信心，但同時確保有關安排的效益與成本相符，以及避免產生道德風險的情況。
  - 建立一個易於理解的正式及具透明度的結構，從而為散戶投資者提供可靠的以投資者為單位的賠償水平。
  - 保障及善用現有賠償基金的資產，同時將對業界構成的任何額外成本減至最低。
  - 在有關安排當中，採納以市場為基礎的商業風險管理機制及鼓勵措施。
- 2.4 2001 年的諮詢文件亦採用精算專家擬備的模式，對新賠償基金的經費需要作出分析，並認為新賠償基金應累積儲備至 10 億元的審慎水平，否則可能會出現經費不足的情況。諮詢文件亦建議在《證券及期貨條例》獲頒布成為法例之前，可展開籌集經費的工作。

- 2.5 於 2001 年，當局通過規則，訂明證監會可根據《證監會條例》將證監會自行收取的徵費提高 0.002%，但證監會須將該徵費撥入賠償基金。該徵費由行政長官會同行政會議根據前述的《證券及期貨條例》所訂立的《證券及期貨(投資者賠償—徵費)規則》徵收。當局曾承諾會根據賠償基金的運作情況持續檢討徵費。
- 2.6 我們今次對賠償基金進行檢討的主要目標如下：
- 使賠償基金維持於與經紀行倒閉的風險程度相符的水平；
  - 使投資者賠償額維持於不會帶來太大道德風險的適當水平；及
  - 加快清盤程序，盡量減低所花的時間和費用，以便盡量保留資源用作投資者賠償。

### 有關賠償基金規模的政策

- 2.7 在先前公開發表的有關新賠償安排的文件中，證監會已解釋其在這方面的政策，即賠償基金的資產不應超逾審慎的資產水平，同時每年有足夠的投資收入，以應付估計開支以及將來可能擴大的賠償基金覆蓋範圍。該資產水平使賠償基金有合理的可能性能夠為將來而達到“財政自給”的狀況，因此無須向市場收取徵費。如果賠償基金看來可達到財政自給的水平，便應考慮暫停任何徵費。財政自給水平是動態的，會隨著多項因素包括賠償基金的投資收入及每年估計損失而變更。如果投資收入增加，財政自給水平將降低，如投資收入下跌，財政自給水平將提高。同樣地，財政自給水平將隨著估計損失增減而上升或下跌。
- 2.8 證監會 2001 年的報告中所述由精算專家擬備的風險模式，自發表後已作出更新及增補。該模式根據所輸入的有關收入、市場成交量、每年估計損失及其他支出、討回款額等資料，模擬賠償基金在一段時間後的情況。該模式的一項重要的輸入資料，是賠償基金因支付申索賠償而產生的每年估計損失。每年估計損失結合了過往實際平均損失(根據恒生指數變化而調整)及對並未實際發生損失的範疇所估計的損失，例如因銀行違責或非交易所參與者的交易商引起的損失。自 2001 年起，每年估計損失已由大約 7,000 萬元降至大約 5,500 萬元，主要原因在於損失額從 1999 年至今一直低於預期所致，詳見附件一。
- 2.9 於 2004 年 10 月底，賠償基金的資產淨值約為 13.14 億元，而聯合交易所賠償基金的資產淨值則約為 9,000 萬元，當中 4,600 萬元可供轉移至賠償基金，而餘數則用作支付於 2003 年 4 月 1 日前發生的違責事

件的未清繳賠償款額。如把來自聯合交易所賠償基金的4,600萬元資產計算在內，賠償基金的可動用資產總值將達13.6億元。

- 2.10 根據我們近期的經驗，賠償基金的資產淨值每月增加約1,700萬元，主要來自徵費收入及投資收入。按此速度，預期賠償基金的資產淨值將於約2至3個月後達到14億元。現時估計賠償基金的每年開支約為6,000萬元，其中包括每年估計賠償5,500萬元，以及投資者賠償基金每年估計營運費用500萬元。當賠償基金的資產淨值達到14億元，而每年的估計開支為6,000萬元，只要賠償基金的投資回報率能達到約4.3%，則每年估計投資收入將足以應付每年估計開支。換言之，在該情況下，賠償基金將可達到財政自給，而毋須繼續收取現行的徵費。
- 2.11 應注意的是，據我們現時估計，聯合交易所賠償基金預期在未來數年會有約 5,600 萬元的潛在收入，即聯交所根據《證券及期貨條例》實施前的賠償制度下的賠償款額退還安排須向聯交所賠償基金支付約 2,600 萬元的補充淨額，以及向正達清盤人進一步討回公司行動的所得款項及可供分派予債權人的尚餘資產合共約 3,000 萬元。然而，鑑於是否可獲得該等款項受到多項因素影響，例如需要解決所有未完的違責個案，及清盤人要求法庭頒發的指示，現階段無法確知何時可取得該等款項。因此，我們在分析中並無將該筆或有金額計算在內。

### 徵費觸發機制

- 2.12 在證監會2001年的報告內，我們建議賠償基金的資產應累積至10億元並維持在該審慎水平，使賠償基金能夠應付在發生中介團體的違責事件時的潛在義務。以我們最近對風險模式所作的更新作為基礎，我們相信賠償基金應繼續以10億元作為其應維持的最低審慎水平的目標。
- 2.13 為免累積超過賠償基金所需的數額及減輕投資者的負擔，我們建議當賠償基金的資產淨值超逾14億元後，在切實可行的情況下盡快暫停現行的投資者賠償徵費。
- 2.14 我們建議為日後引進一項徵費自動觸發機制，根據這個機制，如賠償基金的資產淨值跌至 10 億元水平以下，便會向市場徵收現行的投資者賠償徵費。如賠償基金的資產淨值超逾 14 億元水平，便會暫停向市場收取徵費。有關說明見附錄二。
- 2.15 在過去16年，聯合交易所賠償基金合共賠償5.68億元，兩宗大型違責事件(即正達證券有限公司及集豐證券有限公司)的賠償額佔總額

的76%。我們認為，根據過往的損失數據，14億元的財政自給水平與10億元的最低審慎水平兩者之間的4億元緩衝差額，將提供合理水平的應急款項，以供賠償基金應付潛在的違責事件。此外，根據《證券及期貨條例》第237條規定，證監會在獲得財政司司長的同意下，可為賠償基金的目的而借入款項。此條文為賠償基金提供額外的後備經費來源，以便應付因極端災難性損失而導致事前無法預料的巨額經費需求。

- 2.16 收取徵費會增加市場的交易成本，同時需要市場參與者調整其系統以支付和收取徵費。我們認為將緩衝差額設於較最低審慎水平高出40%，亦有助避免出現上述情況直至有需要收取徵費為止，及可避免對徵費作出過於頻密的非必要更改。
- 2.17 除非發生任何意料之外的災難性損失，否則賠償基金必須能夠在長期維持約 4.3%的預期投資回報率，方能達到維持財政自給狀況的目標。為此，證監會將與負責管理賠償基金資產的投資顧問緊密合作，擬定一套有助達到賠償基金的長期投資目標的適合的投資策略。
- 2.18 從運作角度而言，徵費觸發機制的啟動主要視乎賠償基金的資產淨值是否已超逾 14 億元的上限，因而觸發暫停徵費，或跌穿 10 億元的下限，因而觸發恢復徵費。
- 2.19 為確保採用準確及可靠的數據，我們建議賠償基金的資產淨值數據及有關的財務報表必須先經賠償基金的核數師審計，然後才能作為啟動徵費觸發機制的依據。現時，證監會每季發表賠償基金的財務報表。該資料將繼續協助公眾明瞭及追蹤賠償基金的財政狀況。
- 2.20 此外，我們亦認為在對當時適用的徵費安排實施任何變更前，應給予市場及公眾一段合理時間以作準備，而在需要恢復徵費前給予一段較長的通知期是較為適當的做法。
- 2.21 總括而言，建議的徵費自動觸發機制包含以下主要特點：
  - 如賠償基金的資產淨值跌至 10 億元以下，便會徵收現行的投資者賠償徵費。
  - 如賠償基金的資產淨值超逾 14 億元，便會暫停現行的投資者賠償徵費。
  - 為了施行徵費觸發機制，將會採用月底經賠償基金的核數師審計後核實的賠償基金資產淨值。

- 證監會負責實施及監控徵費觸發機制的運作，並在當時適用的徵費安排有任何改變時藉通知會公眾及市場，包括有關改變的實施日期。
- 如恢復徵費，實施日期將會定於證監會發出通告的日期起計最少兩個月後。如暫停徵費，實施日期將會定於證監會發出通告的日期起計後一個月。

### **III. 有關每名投資者 15 萬元最高賠償額是否維持一貫的覆蓋水平的評估**

- 3.1 證監會過往建議的政策，是將每名投資者的最高賠償額的覆蓋水平維持在最初於 1998 年採納 15 萬元最高賠償額時的相若覆蓋水平。我們參考若干相關因素來評估賠償基金的賠償額的覆蓋程度是否維持一貫的水平，包括獲賠償基金支付全數損失的申索人所佔的百分率及平均准予申索賠償額。
- 3.2 附件一顯示獲全數賠償的申索人的累積百分率為 76%。自從我們在 1998 年發生正達違責事件引進每名申索人 15 萬元的安排以來，該系數大致上維持穩定，只有個別違責事件出現明顯的分別。舉例來說，威昇的獲全數賠償百分率為 68%，英傑 66%，利順 87%。此外，我們亦模擬獲證監會發牌的最大散戶經紀行的違責事件，該行約有 28,300 個客戶帳戶，而 15 萬元的最高賠償額將可讓 76% 的申索人全數獲得賠償。
- 3.3 我們同時考慮到平均准予申索額的因素，該申索額可衡量投資者在獲得賠償之前的損失。每名投資者在獲得賠償之前的平均准予申索額大約為 204,000 元，附件一顯示各公司的有關數額，威昇為 345,848 元，英傑為 238,124 元，利順為 74,458 元。整體而言，平均准予申索額並沒有上調的趨勢。如果全數賠償系數大幅下跌或平均申索額大幅上升，賠償覆蓋水平就可能下跌，這便是一個訊號表示是時候應該檢討賠償限額，使其維持於一致的覆蓋水平。我們也會考慮香港的通脹情況及恒生指數水平的重要變化，而過去數年來，兩者都沒有重大的變化。因此我們並不需要調整在有關政策下每名申索人 15 萬元的最高賠償額。附件三展示自證監會於 2001 年發表諮詢文件以來的香港市場統計數字。

#### IV. 對自 1998 年以來的多宗經紀違責事件的回顧及主要法庭判決的摘要

4.1 與以前的違責事件相比，自 1998 年以來發生的經紀違責事件(包括正達證券有限公司)規模較大而且更加複雜。這些事件產生新的問題，導致處理違責事件及根據《公司條例》進行清盤程序所花費的金錢和時間均有所增加。從正面來看，這些問題現在都成爲了將來在處理同類個案(尤其是有關客戶對股份的所有權權利及客戶股份的分配、分發或出售方面的個案)時可援引的先例。我們認爲撮述自 1998 年以來發生的 6 宗經紀違責事件的主要事實和結果，以及法庭作出的主要判決，將有助瞭了解這些新的問題及其複雜性以及法庭的處理方法。

#### 正達證券有限公司(“正達證券”)／正達財務有限公司(“正達財務”)

4.2 正達證券於 1998 年 1 月 19 日“自願”暫停業務運作，在證監會及另一債權人提出申請下，於 1998 年 1 月 20 日就該兩間公司委任臨時清盤人。正達證券另於 1 月 20 日拖欠結算所 3,850 萬元。

4.3 總括而言，客戶就證券提出的申索於 1998 年 1 月 19 日的價值爲 14 億元，而該兩間公司已就 4 億 5,000 萬元未償還貸款將價值 10 億元的股份抵押予銀行。

4.4 正達財務的資產包括三筆合共 4 億 2,300 萬元的貸款，該三筆貸款能否償還看來頗成疑問。其中一筆貸款涉及未完成的物業買賣訂金 2 億 5,200 萬元，而貸款並無提供任何抵押品。另外兩筆貸款合共 1 億 7,100 萬元，並以當時已經停牌及並無實際價值的東寧／東寧高路華股份作抵押。正達證券及正達財務兩間公司的業務不可分割，正達證券其中一項主要資產是應收自正達財務的 7,100 萬元帳款，屬一筆呆帳。

4.5 聯交所准予賠償申索額總計 9 億 8,300 萬元。聯交所賠償基金已向 3,933 名申索人賠償 3 億元款項。申索人收取其准予申索額或 150,000 元(以較低者爲準)。聯交所賠償基金至今從清盤中討回大約 1 億 2,800 萬元，並預計可就公司行動及以清盤中最大的無抵押債權人身份討回剩餘資產共約 3,000 萬元。據此計算，估計聯交所賠償基金會向投資者作出大約 1 億 4,000 萬元的賠償淨額。

#### 有關法庭判決的摘要

4.6 經紀行是否以信託方式爲客戶持有證券須視乎雙方的意向而定。任何審核均應以客戶協議作爲起點，是符合邏輯的做法。根據本案的

具體事實，法庭認為客戶對於經紀行為其購入的股份享有所有權權利，而客戶的所有權權利屬於個人性質，而不是對全部匯集證券的分權共有。如果證券出現不足之數，法庭的做法是審核不足之數如何產生，並決定可否確立處置信託資產的意向，若可確立，則根據該意向來決定採用分配規則是否切實可行。如並無該意向或根據該意向應用分配規則並不切實可行，則法庭會考慮應用最公正、公平的規則。根據這些特定的具體事實，若某系列股份出現不足之數，現金客戶相對於保證金客戶享有優先權，而每類股份的客戶就該類別而言均享有同等權益。客戶須在支付清盤人的有關費用及支出、客戶的任何欠債後及在證監會的代位權的規限下，才能取回股份。

- 4.7 清盤人必須致函客戶，詳列客戶享有的股份權益及清盤人的手續費(就本案而言，手續費為客戶於 1998 年時所持有的股份價值的 14%)。客戶如要取回股份，必須首先繳付手續費及其所有欠債。客戶可選擇將收到的賠償額交還聯交所賠償基金並取回所有獲分配的股份，或僅表明欲收取其根據代位比率與聯交所賠償基金享有同等權益的該部分股份。如果客戶在股份分發通知發出後 60 天內並未繳付手續費，清盤人必須發出催繳通知，如在催繳通知發出後 60 天內仍未繳付，客戶須被視為已指示清盤人出售其股份並將任何出售所得收益淨額支付給客戶。
- 4.8 雜項法庭命令包括授權清盤人在屆滿日期之前出售權證，保證金客戶與現金客戶所攤分的訟費備付金，及對清盤人費用的獨立評定。

#### 福權證券有限公司(“福權”)

- 4.9 於 1998 年 5 月 4 日，在證監會原定於 1998 年 5 月 5 日對福權進行例行查訪的前一日，該公司及其放債人福權財務有限公司的東主並沒有上班，職員於是報警。於 1998 年 5 月 7 日，證監會發出了限制通知書，而清盤人亦於同一日獲委任。
- 4.10 截至 1999 年 12 月 31 日為止，該兩間公司持有價值 1,900 萬元的股份，但客戶就股份提出的申索卻達 6,500 萬元。部分股份已抵押予放債人，以便為福權的擁有人提供貸款，但福權的擁有人並無力償還貸款。由於拖欠還款，放債人於是將貸款結清收回(例如抵押給一間財務公司的 1,200 萬元股份及抵押給一間銀行的 520 萬元股份)。
- 4.11 聯交所准予賠償的申索額總計 5,700 萬元。聯交所賠償基金已向 430 名申索人賠償約 3,110 萬元款項。聯交所賠償基金在行使其代位權及作為清盤中主要債權人所享有的權利後，預計可討回大約 200 萬元，因此其賠償淨額約為 2,900 萬元。



- 4.12 於 1999 年，清盤人對福權擁有人提出的申索得直，獲最終判給總額 3,900 萬元的款項，但清盤人並不預期可藉執行判決而取回任何重大款項。

#### 有關法庭判決的摘要

- 4.13 客戶對股份擁有個別的所有權權利，因為客戶協議表明股份將以信託方式為客戶持有的意向。客戶的權利大致上與正達證券的情況相同，但現金客戶不會比保證金客戶享有優先權，原因是帳簿記錄差劣，根本不可能分辨現金客戶或保證金客戶，而且客戶的損失是由於福權擁有人挪用資產所致，而並非如正達證券的情況中，是由於股份已用作抵押而在放債人出售後蒙受損失。
- 4.14 就股份分發而言，法庭命令處置信託財產的費用須按照其在總費用所佔的比例，從每系列股份中支付，然後將每系列股份按同等權益基準分配給客戶，而清盤人可從中扣除客戶任何欠款及支付證監會藉代位權而取得的款項。股份其後按每手買賣單位分發給客戶；少於一手的股份可由清盤人出售，並按比例分配所得收益。
- 4.15 法庭命令證監會對客戶股份的代位權須根據每名客戶的損失與證監會已支付的款項之間的比例。這表示客戶可討回更大部分股份，而自此有關規定已在《證券及期貨條例》收編為成文法則。

#### **集豐證券有限公司(“集豐”)**

- 4.16 於 1998 年 5 月 26 日，證監會在調查明豐集團之後，提出將集團旗下全部四間公司(證券交易商集豐、放債人祺豐盛、拖欠期貨賠償基金的期貨交易商宏豐盛，及一間槓桿外匯交易商)清盤的呈請。臨時清盤人於同日獲委任。
- 4.17 截至 1998 年 5 月 26 日為止，集豐及祺豐盛的紀錄顯示客戶就股份提出 2 億 9,000 萬元的申索，但其手持股份則只有 4,400 萬元，在作出其他調整後尚欠 2 億 5,700 萬元。在 4,400 萬元的股份中，價值 1,100 萬元的股份已抵押予銀行，未償還貸款額為 890 萬元，並已由銀行於 1998 年 5 月底結清收回。
- 4.18 聯交所准予賠償的申索額為 2 億 2,900 萬元。聯交所賠償基金已向 1,941 名申索人賠償合共大約 1 億 2,900 萬元款項。聯交所賠償基金在行使其代位權及作為清盤中主要債權人的權利後，預計可討回大約 2,200 萬元，因此其賠償淨額約為 1 億 700 萬元。

- 4.19 清盤人指出集豐出現股份不足的情況，似乎是由於集豐及祺豐盛的管理層挪用大量客戶股份。清盤人相信大股東欠祺豐盛 4,400 萬元，而該兩間公司將巨額款項墊支給大股東的妻子及有關公司，該等墊款均未獲償還。

#### 有關法庭判決的摘要

- 4.20 客戶對集豐以獨立信託的形式為其購買的股份享有個別的所有權權利。如果某系列股份出現不足的情況，該等股份須按同等權益基準分配給就該股份的申索已獲核實的客戶。現金客戶不會比保證金客戶享有優先權，因為客戶的損失是由於管理層挪用資產而非放債人出售股份所致。
- 4.21 對於未獲聯交所賠償基金全數賠償的每名客戶(在 1,941 名客戶中，有 1,611 名獲全數賠償)，清盤人必須發給分配說明書，列明客戶的股份權益及發還股份選擇權如下—根據證監會的代位權獲發還股份；將股份出售及將所得收益支付給客戶；向證監會付款以終止其代位權。所有選擇權都必須在已支付清盤人的手續費、對集豐的欠款及分發開支等之後才可行使。客戶可在 30 天之內回覆，如並未回覆，將獲發催促通知，若在催促通知後 30 天仍未回覆，客戶將被視為已選擇出售股份。
- 4.22 雜項法庭命令包括將所有零碎股份權益下調至整數，以及將出售權證所得收益和股息與清盤人的手續費對銷，以避免簽發過多小額支票。

#### **威昇證券有限公司(“威昇”)**

- 4.23 於 2000 年 1 月 21 日，證監會知悉威昇拖欠向一名客戶支付出售股份所得收益。初步調查顯示客戶的股份已不知所蹤，因此證監會於 2000 年 1 月 24 日發出限制通知書，並於 2000 年 1 月 28 日申請指定臨時清盤人，繼而展開清盤程序。
- 4.24 290 名活躍客戶初步就股份提出 1 億 2,000 萬元的申索，但威昇只持有約值 200 萬元的股份。客戶的股份並非抵押給銀行，而是不知所蹤。威昇的帳簿及紀錄差劣(有兩套帳簿)，因此清盤人難以分析過往的交易紀錄及核實客戶對股份的申索。
- 4.25 聯交所准予賠償的申索額為 9,860 萬元。聯交所賠償基金向 285 名申索人賠償約 2,600 萬元款項。聯交所賠償基金在行使其代位權及作為清盤中主要債權人的權利後，預計可討回約 10 萬元，因此其賠償淨額大約為 2,590 萬元。

4.26 清盤人發現該公司自 1997 年起已進行未經授權的交易而且有系統地挪用資產。所進行的交易持續虧損，直至 2000 年 1 月，客戶的全部股份投資組合已所餘無幾。這種情況持續了一段很長的時間，以致無法追查剩餘的少量股份的真正擁有權。

#### 有關法庭判決的摘要

4.27 清盤人要求並獲授權出售所有股份，及將所得收益分發予客戶，但須扣除出售費用、清盤人維持投資組合的各項開支以及向法庭提出申請的費用。法庭命令根據每名客戶提出的股份申索於所有股份申索總值中所佔的比例(即不是根據每系列股份計算)以及在證監會的代位權的規限下進行分發。似乎現金客戶並不比保證金客戶享有優先權。清盤人解釋，如果將剩餘股份分配和分發給 290 名客戶，將會招致較股份價值為高的費用。現金申索被釐定為無抵押的債權人申索。

#### **以英傑證券公司(“英傑”)名義經營業務的林君傑**

4.28 於 2001 年 10 月，證監會注意到英傑的《財政資源規則》報告有異動，同時發現英傑客戶的紀錄與英傑的紀錄互不相符。事實上，證監會發現很多客戶是將股款存入英傑的獨資東主林君傑的個人帳戶，而非存入公司帳戶。

4.29 於 2002 年 1 月 23 日，證監會送達限制通知書，禁止英傑繼續經營業務，亦禁止林處理本身及英傑的資產。於 2002 年 2 月 6 日，證監會獲法庭頒布命令，可根據《證券條例》第 144 條(現為《證券及期貨條例》第 213 條)就英傑及林的財產委任管理人。

4.30 聯交所接獲英傑客戶對聯交所賠償基金提出的合共 280 宗申索，申索額約為 2 億 3,700 萬元。在 2003 年 3 月之前，管理人已將股份發還給 107 名同時向聯交所賠償基金提出申索的客戶。因此對聯交所賠償基金提出的有效申索減低至 173 宗，申索額為 1 億 8,600 萬元。至 2004 年 9 月為止，賠償基金已向 158 名申索人賠償合共 1,500 萬元，同時正繼續處理未完成的申索。

#### 有關法庭判決的摘要

4.31 於 2002 年 8 月 31 日，法庭命令：

- 管理人應在 14 天內訂出一個日期，規定任何聲稱對英傑持有的股份享有權益的人必須在該日期之前提出其權益證明，否則將不獲分發股份；
- 管理人應在報章上刊登通告，並向已提出賠償申索的客戶發給通知書；
- 管理人應審查其接獲的每宗申索及申索理由，並以書面方式說明其是否全部或部分接納或拒絕接納，或要求提出進一步的證明；及
- 管理人的報酬及所產生的費用應比所有其他費用優先從英傑實益擁有的資產中支付。

4.32 管理人於 2002 年 9 月 10 日發出通告，促請有關人士對英傑持有的股份提出申索，並規定所有申索必須於 2002 年 9 月 25 日或之前呈交。截至 2002 年底為止，管理人已接納 285 名申索人就 1,252 個系列的股份所提出的申索。於 2003 年 7 月，管理人通知證監會，指法庭已頒布破產令及破產管理署署長已獲委任為破產受託人。管理人現已將所有可查明來源的股份發還給客戶。

#### 利順證券公司(“利順”)

4.33 於 2002 年 5 月，證監會在一項調查中發現利順可能曾違反對客戶的責任，於是要求一間會計師事務所展開對利順所有客戶帳戶結餘資料的確認程序，及檢討其內部監控。於 2002 年 5 月 30 日，會計師事務所表示利順在結算所的客戶帳戶短欠價值約 1,800 萬元的股份，後來證實不足之數超過 2,400 萬元，而利順持有的股份價值只有 200 萬元。

4.34 利順於 2002 年 5 月 31 日“自願”停牌。證監會於 2002 年 6 月 7 日對利順發出限制通知書，以保留利順的資產及保障客戶與公眾的利益。管理人於 2002 年 7 月獲委任，而破產受託人於 2003 年 4 月獲委任。

4.35 聯交所准予賠償的申索額為 1,880 萬元。聯交所賠償基金向 253 名申索人賠償 1,320 萬元款項。聯交所賠償基金在行使其代位權及作為清盤中主要債權人所享有的權利後，預計可討回大約 300 萬元，因此其賠償淨額大約為 1,020 萬元。

#### V. 改善處理經紀違責事件的建議

5.1 我們最近就上述經紀違責事件與清盤人磋商後，有意見指證監會應探討以下可能有助改善現行處理經紀違責事件程序的三項建議：

- 授權賠償基金向管理人或清盤人墊付資金，以便盡早發還違責經紀行抵押給銀行的股份，從而加快清盤程序；
- 在法例中明確規定清盤人可酌情決定向投資者發還款項而非股份，以便減低管理清盤工作的費用及提高其效率；
- 由賠償基金支付法庭在證監會要求下委任的管理人，以保障、管理及發還客戶的資產。

5.2 在評估上述建議時，我們訂立了以下目標作為評估指引：

- 建議是否對客戶有利，即是否能維護客戶對證券的所有權權利並且盡量減低客戶因經紀行違責所引致的損失；
- 建議能否使清盤程序更具成本效益；
- 建議會否導致賠償基金承擔過大的財政風險，及違反每名投資者 15 萬元最高賠償額的原則；
- 建議會否產生新的法律問題和不確定因素。

我們明白以上某些目標可能互相抵觸，並且我們需要在衡量所有因素後就某項建議作出價值判斷。

#### **A. 賠償基金墊付資金贖回已抵押股份的權力**

5.3 有建議提出賠償基金可在適當情況下墊付資金，以加快取回經紀行為取得貸款而抵押的客戶股份。為瞭解該項權力的作用，需要檢視根據現行法例出現的情況。一般而言，保證金融資人或經紀行有權將客戶(包括並未向保證金融資人借款的客戶)的股份抵押給銀行，以便保證金融資人可獲得貸款，從而轉借給其借款客戶。貸款銀行基於市場風險的考慮，通常會要求抵押股份的價值必須遠高於貸款的價值，而且股份須具有高度的流通性，並由一級優質公司發行。結果往往是較保守客戶的股份最終被保證金融資人為取得貸款而抵押，而所得貸款則轉借給購入投機性股份的買家，但該等股份則不獲銀行接受為抵押品。如果經紀行其後拖欠銀行貸款，銀行就有權出售已抵押並且足以抵償貸款的股份，然後將剩餘股份歸還給保證金融資人或經紀行。如果銀行行使此權力，經紀行的一些客戶(即

股份被銀行出售的客戶)就要承受有關不足數額，而其他客戶則不受影響。承受該不足數額的與向經紀行借款的客戶往往並非同一批客戶。

#### 贊成建議的理據

- 5.4 在經紀行違責的情況下，銀行通常希望盡快出售抵押股份套現，以避免抵押品的價值因市場走勢而下跌的風險，同時避免拖欠款額因利息累計而增加。但在若干情況下，由於對抵押予銀行的股份的真正擁有權問題存在法律或商業上的不確定因素或公眾爭議，銀行並不願意將抵押品變現。正達事件就出現了這種情況，在違責發生後長達 4 年，所有銀行才完成將抵押品變現，然後把剩餘股份發還給清盤人。由於未償還貸款餘額在該段期間孳生利息，客戶及其他債權人的損失因而有所增加，亦同時推遲了發還股份給投資者的時間。有鑑於此，有建議認為若由賠償基金向銀行償還貸款，並替代銀行作為有抵押債權人，便能加快有關程序。

#### 反對建議的理據

- 5.5 首先，如果在賠償基金向管理人作出墊款或向銀行清還貸款及贖回股份後 6 個月內提出清盤呈請，就有必要考慮不公平優惠的問題。如果銀行提供的貸款適當地由股份作為抵押(情況通常是這樣)，則還款予銀行不應構成不公平優惠。同樣，只要賠償基金的墊款純粹為協助客戶更全面地討回其享有產權的股份，也不應構成對投資者的不公平優惠。但如果客戶是保證金客戶，尤其是如果他們對經紀行尚有未償還債務，所牽涉的法律問題就複雜得多了。我們就如何在避免產生可使無效的優惠的情況下執行有關建議，諮詢高級律師的意見。高級律師建議，與其由賠償基金向銀行支付未償還貸款，不如由銀行將已抵押股份及所附帶的負債轉讓給賠償基金，這是較為可取的做法。這樣，賠償基金就成為經紀行的有抵押債權人。賠償基金可透過經紀行或其清盤人表達同意向擁有股份的客戶發還有關股份，但每名客戶須按比例分擔賠償基金為獲轉讓股份而支付的款項(扣除賠償基金賠償給客戶的款項)。
- 5.6 為了評估賠償基金獲准墊付資金然後由受惠人(即擁有已抵押予銀行的股份的客戶)償還的整體財政影響，我們進行了初步研究。研究結果顯示賠償基金在大部分情況下都較其採用現行做法的情況更為不利，這主要是由於在處理和分配因股份不足所導致的損失方面所採用的方法所引致。正達證券事件的例子可說明這點。由於貸款銀行主要藉出售大部分屬於主要客戶的已抵押藍籌股來討回貸款，這些主要客戶承擔大部分的損失，因為其股份已被銀行出售，而且

清盤人只向他們發還極少量股份，例如其中一名正達證券的客戶原本在該行存有價值 2,000 萬元的股份，但最後只能取回價值 100 萬元的資產。如果賠償基金獲准墊付資金償還銀行貸款，銀行將會按照客戶的持股值在所有贖回股份總值中所佔的比例，將股份發還給客戶，而賠償基金就會從該等客戶收取股份，並以其出售所得收益討回其墊款。此舉將減輕主要客戶的負擔，因為他們的藍籌股將不會被銀行出售。但與此同時，這將增加其他小額客戶的負擔，而這些小額客戶又會因其股份價值減少而向賠償基金提出申索。

- 5.7 因此，與現行做法比較，該建議可能導致更多小額客戶向賠償基金提出賠償申索，因為他們需要攤分額外的負擔，才能取回在銀行通常不會出售非藍籌股的情況下他們原本可以取回的股份。由於小額客戶在經紀行違責事件中通常佔大多數，賠償基金的整體情況可能比現行做法較為不利。
- 5.8 更重要的是，根據現行法例及在建議做法之下的損失分配方法存在基本差異。根據現行法例，個人投資者所招致的損失將取決於銀行如何將抵押品變現。如果銀行選擇出售某一投資者的股份，該名投資者將蒙受最大的損失，因為就其個人而言，他的股份已被出售而且失去。建議的做法則採用按比例分擔的原則，因此向賠償基金償還的貸款額會由全部客戶按比例分擔。但採用建議的做法會減少發還給所有投資者的股份(基於貸款按比例償還的原因)，這就會影響投資者對其股份的所有權權利。顯然兩個方法都各自產生不同組合的贏家和輸家，而有關的建議將涉及對信託法例和破產法例的修訂，超出了證券法規的範圍。
- 5.9 如不採用建議的做法，我們預期各貸款銀行會基於兩個因素，較願意(若與正達證券事件相比)根據與經紀行訂立的貸款協議行使出售股份的權利。首先是自從正達事件之後，若干法律上的不確定因素已在多宗法庭案例中得到澄清。我們與清盤人及銀行討論後，認為正達事件出現的處理延誤是不尋常的，主要是由於法律上的不確定因素所致，而該等因素自此已得到解決。在集豐和福權的個案中，銀行很快就沽出已抵押股份並將貸款結清收回。清盤人和銀行都向我們表示這是正常的做法，目的是避免市場風險。其次，在對保證金融資加強監管的情況下，現時明確規定只可抵押保證金客戶的股份，並已向經紀行發出更多指引，協助他們加強管理其保證金融資業務。對銀行而言，此舉亦減少若干不確定因素。
- 5.10 但如果採用有關建議，情況將會截然不同，因為該做法會為銀行帶來道德風險。如果證監會有權作出墊款，銀行就會傾向不行使將抵押品變現的權力，而是讓證監會承擔起處理客戶不滿情緒的工作，

銀行則無須自行決定出售哪些股份及屬於何人的股份。這樣會使證監會從一個簡單的賠償計劃管理人的角色，轉而承擔在不同持有人的利益之間作出抉擇，並且決定誰人成為贏家或輸家的任務。

## 建議

### 5.11 由於有關建議：

- 涉及賠償基金承擔額外開支；
- 增添道德風險；及
- 涉及變更客戶現時的所有權權利，

我們認為不應再予以考慮。

## B. 清盤人出售證券及分發出售所得款項的權力

5.12 在香港的原訟案件中確立的判例法訂明，客戶對經紀行代其持有的證券是否享有所有權權利，將取決於雙方的意向，但客戶通常對其證券享有個別的所有權權利。以信託方式為客戶持有的財產並不構成經紀行資產的一部分，因此清盤人不會取得該等財產。

5.13 法庭對股份分配的做法已在上文提述。如沒有明確表明如何處理信託財產的意向，法庭會考慮最公正、公平的規則而加以採用。在按同等權益基準向申索已獲核實的客戶分配各系列股份方面，法庭的判決相對上是一貫的，當中威昇個案屬於例外，因為法庭發現根本不可能確定哪些客戶擁有哪些股份，而由於剩餘的股份組合並無多大價值，要將眾多小額股份分配和分發給客戶的話，成本將會過於昂貴。

5.14 總括來說，法庭認為應盡可能按照個別擁有股份所有權權利的原則，將股份分配和分發給客戶，而只有在採用慣常做法並不切實可行的例外情況下，才可出售股份及分配股款。在我們與清盤人的討論中，有些清盤人指出，上述做法在某些複雜的經紀違責事件中會引起實際的困難。

5.15 有些曾處理經紀違責事件的清盤人提出，如果他們獲准在收到客戶的證券後盡快出售證券及將現金分發給客戶，而並非在核實證券的擁有權後才向客戶分發證券，就可以節省可觀的行政費用。在經紀行進行清盤時，客戶的證券通常由清盤人保管。由於客戶對經紀行為其購入的股份享有所有權權利，清盤人必須首先追查證券的擁有



權，然後才可將股份發還給客戶。清盤人通常會設立一個股份追蹤系統，以追蹤證券的提存及交易活動。此舉涉及建立數據庫以記錄各系列股份及其數量，而在投資組合由於派發現金股息及以股代息、股份拆細、合併、權證或期權屆滿及其他公司行動而出現變更時，必須更新有關資料。另外，清盤人亦須與獲委任處理證券託管的託管銀行交涉。因此，就客戶證券投資組合花費的行政費用數額實在不少。就以正達證券事件為例，在大約 1 億 2,000 萬元的臨時清盤費用中，大約 5,000 萬元是涉及證券投資組合的行政費用。

### 贊成建議的論據

- 5.16 出售證券並分發出售所得收益而不是分發證券的做法有以下優點：
- (a) 可盡量減低或消除在分發之前管理投資組合的費用；
  - (b) 分發現金而非證券的程序較為簡單直接，例如只須向客戶郵寄支票，而無須預先就發還和收取股份作出安排；及
  - (c) 此舉可讓清盤人集中處理其他事務，從而整體加快清盤程序。

### 反對建議的論據

- 5.17 這項建議的主要問題在於與判例法不符，判例法確立客戶通常個別地對證券享有所有權權利。採納該項建議會剝奪客戶對股份享有的所有權權利，同時除去客戶作為證券擁有人享有的一切權益及承擔的一切風險。該等權益和風險包括因證券市值變動產生的損益、上市公司可能派發的股息、紅股及其他權益和分派。
- 5.18 我們很難斷定此項建議將會普遍地令客戶受惠。與現行做法相比，最終的結果很大程度上取決於違責事件發生後的市場走勢及客戶持有股份所屬的上市公司的具體業績表現。舉例來說，如果股價在出售股份之後但在分發出售所得收益之前上升，客戶就會蒙受損失，因為他們無法以出售所得收益購回相同數目的股份。此外，他們也會失去其證券若非在分發之前出售而本應產生的股息或紅股。以正達證券事件為例，清盤人需要 4 年時間才準備好分發證券。在分發股份之前數年因公司行動而收到的款項約有 9,000 萬元之多。
- 5.19 清盤所需時間不單取決於對證券投資組合管理上的困難，同時亦取決於在辨明和確定客戶與違責經紀行之間的權利、責任，以及在核實客戶各自就每系列股份的權利方面(尤其是在股份出現不足的情

況下)所遇到的困難。雖然將證券變現可能減低成本，但客戶仍很可能無法在短期內獲得賠償。

- 5.20 我們考慮了兩個可能的方法，以達到出售證券及分配出售所得收益的目的。第一個方法是由清盤人在切實可行的情況下盡快出售所有證券並按同等權益基準向客戶分發出售所得收益，猶如他們是每系列內共同匯集股份的共同擁有人一般。雖然這個做法看來可節省最多，因為清盤人無須維持龐大的數據庫來追查證券的狀況，但有些人或會認為這個做法流於僵硬而有欠靈活，因為並沒有顧及違責事件的個別實況(例如違責經紀行保存的帳簿和紀錄如何，證券是否不足及不足之數等)。
- 5.21 第二個方法是給予清盤人酌情權，讓清盤人根據違責事件的個別實況，在認為出售全部或部分證券會大大加快完成清盤程序的情況下，酌情決定出售全部或部分證券。但這個做法與根據普通法執行的情況看來並沒有分別。作為法庭的執行人員，清盤人只要能說服法庭，說明這個方法在所有情況下都是最公平、公正的，就可向法庭申請批准以採用此方法。
- 5.22 目前我們並無察覺到有任何其他主要市場會在經紀行清盤的情況下明確允許出售客戶的證券。在美國，美國證券投資保障公司(SIPC)委任的清盤人將盡可能發還客戶擁有的實際股份及其他證券。清盤人更會在必要時在公開市場為客戶購入替代股份以替換其失去的股份，但購股值不可超過每名投資者 500,000 美元的指明最高賠償額。在英國，金融市場法律委員會 (Financial Markets Law Committee)最近發表了諮詢文件，分析是否有需要就間接持有投資證券的財產權益立法及立法性質。該文件建議，除非另行議定，投資者對於由中介人在共同匯集中為其持有的某發行類別證券享有共同的所有權權利。但該建議尚未在英國獲得採納，而如果採納此建議，則香港法庭就不同個案所判定的客戶的法律權利就需要作出變更。此外，該文件並沒有談論在中介人被清盤時，出售證券還是按系列分發股份的做法較為可取。

### 建議

- 5.23 基於此項建議所帶來的各種難題，尤其是對現行處理信託財產及破產的法例所構成的影響，我們提出不再考慮此項建議，但證監會將繼續監察有關法例在其他主要司法管轄區的發展。

## C. 利用賠償基金的資金支付管理人的費用

- 5.24 我們也考慮到應否以賠償基金的資金支付獲委託保障和退還客戶資產的管理人。管理人通常從信託資產及其後從經紀行的已變現資產中收取其費用和開銷。如果利用賠償基金的資金支付管理人的費用，這表示有些客戶可就其對股份及對經紀行一般資產提出的申索討回較多款項。在美國，《證券投資保障法》也得出類似的效果。但要注意的是，此項建議的適用範圍不會擴大至包括其後獲法庭委任擔當清盤或破產程序中的清盤人的管理人的工作，因為清盤人的責任是照顧債權人的利益，而不只是違責經紀行的客戶的利益。

### 反對建議的理據

- 5.25 此項建議將增加賠償基金的風險。在上文所述的違責事件中，有些事件涉及高昂的費用。由於我們很難確定在某個案中賠償基金需動用多少款項才足以支付管理人費用，此不確定因素會令賠償基金承受不可知的風險。此外，此建議與已確立完備的判例法有所抵觸，因為判例法訂明管理人的費用應從其管理的信託財產支付。此建議同時對賠償基金訂立對每名投資者最高賠償額不超過 15 萬元原則有所減損。如由於從信託資產支付管理人的費用，導致發還給投資者的股份價值減低，該減少部分在所有情況下將會由賠償基金賠償予投資者，但以每名投資者最高賠償額 15 萬元為限。

### 根據《證券及期貨條例》委任管理人及管理人的權力

- 5.26 證監會也考慮過本身根據《證券及期貨條例》委任管理人的權力，以評估該項權力是否足以使證監會有效地執行其規管職能。有關委任管理人的條文載於《證券及期貨條例》第 213 條。儘管根據《證券及期貨條例》，證監會必須向法庭申請委任管理人，但經驗顯示該項申請可以很快獲得批准，而且法庭賦予管理人足夠的權力以便有效地執行其職能。
- 5.27 我們認為前述的英傑個案已顯示在適當情況下，委任管理人而不開展清盤程序或在清盤程序之前委任管理人是其好處的。除其他事項外，管理人須負責保障和發還客戶的財產。英傑個案中的管理人可以在頗短的時間內將股份發還給 107 名客戶，以致該等股份無須在其後的破產程序中長時間被凍結。由於客戶財產是信託財產，在破產／無力償債的法律程序中不會交給債權人，因此可由管理人處理而無須在其後根據有關破產或無力償債的法律條文進行平倉。我們與經驗豐富的清盤人討論過，發現在其後開展清盤程序的情況下，如果清盤人同時根據 Berkely Applegate 命令擔當管理信託財產

的職責，通常費用較低，而需時也較短。因為這可避免由清盤人與管理人重複處理同一批申索人(例如同時是債務人的保證金客戶)及同一套帳簿。

## 建議

- 5.28 證監會應在切實可行的情況下盡早委任管理人，以保障客戶的資產及將股份歸還客戶。但管理人的費用不應以賠償基金的資產支付。如果投資者因管理人的費用而蒙受損失，賠償基金應在每名投資者 15 萬元的最高賠償額的規限下賠償有關損失。

## 其他事項

- 5.29 自從正達於 1998 年倒閉之後，證監會引進了一系列措施，加強對經紀行保證金融資活動的規管，同時在發生經紀違責的情況下，為投資者提供較大的賠償保障。
- 5.30 於 1998 年首次引進的每名投資者 15 萬元最高賠償額的做法，現時已納入《證券及期貨條例》內成為法定條文。根據此制度，大約 76% 申索人可獲全數賠償。於 2000 年，《證券(保證金融資)(修訂)條例》推出，根據該條例，所有證券保證金融資提供者(“保證金融資人”)，包括不受規管的財務公司，都全部歸入由證監會管理的規管架構之內。當局並引入各種新的財務資源規定，以規管與經紀行保證金融資活動有關的商業和財務風險。其中包括於 2002 年 5 月引進 65% 槓桿比率調整規定及非速動抵押品扣減率，以避免保證金融資人過分依賴將客戶抵押品再質押以取得營運資金的做法，及有欠審慎地接受非速動抵押品並提供貸款。最近於 2004 年 9 月發出的建議書中，提出對保證金融資人為獲得銀行貸款而將客戶抵押品再質押的金額設定一個總計限額(“再質押限額”)以及對證券設定新的扣減百分率。
- 5.31 除上述措施外，證監會亦已加強投資者教育計劃，促進投資者對保證金交易的性質和風險等的認識，例如現金帳戶與保證金帳戶的分別；保證金帳戶的運作及強制沽售的風險；保證金融資人的監管；及經紀行將保證金帳戶內的股份再質押的風險。我們認為在為投資者提供更大保障所採取的全盤策略中，投資者教育是其中非常重要的一環。證監會將繼續與媒體、香港交易及結算所有限公司、投資者權益小組、業界團體及其他有關當局(例如消費者委員會及相關的監管機構)共同努力，提高投資者對證券投資及交易涉及的利益及風險的普遍認識。

- 5.32 證監會將會視乎公眾諮詢的結果，與政府當局攜手合作，對法例作出所需的修訂，藉以實施有關建議。

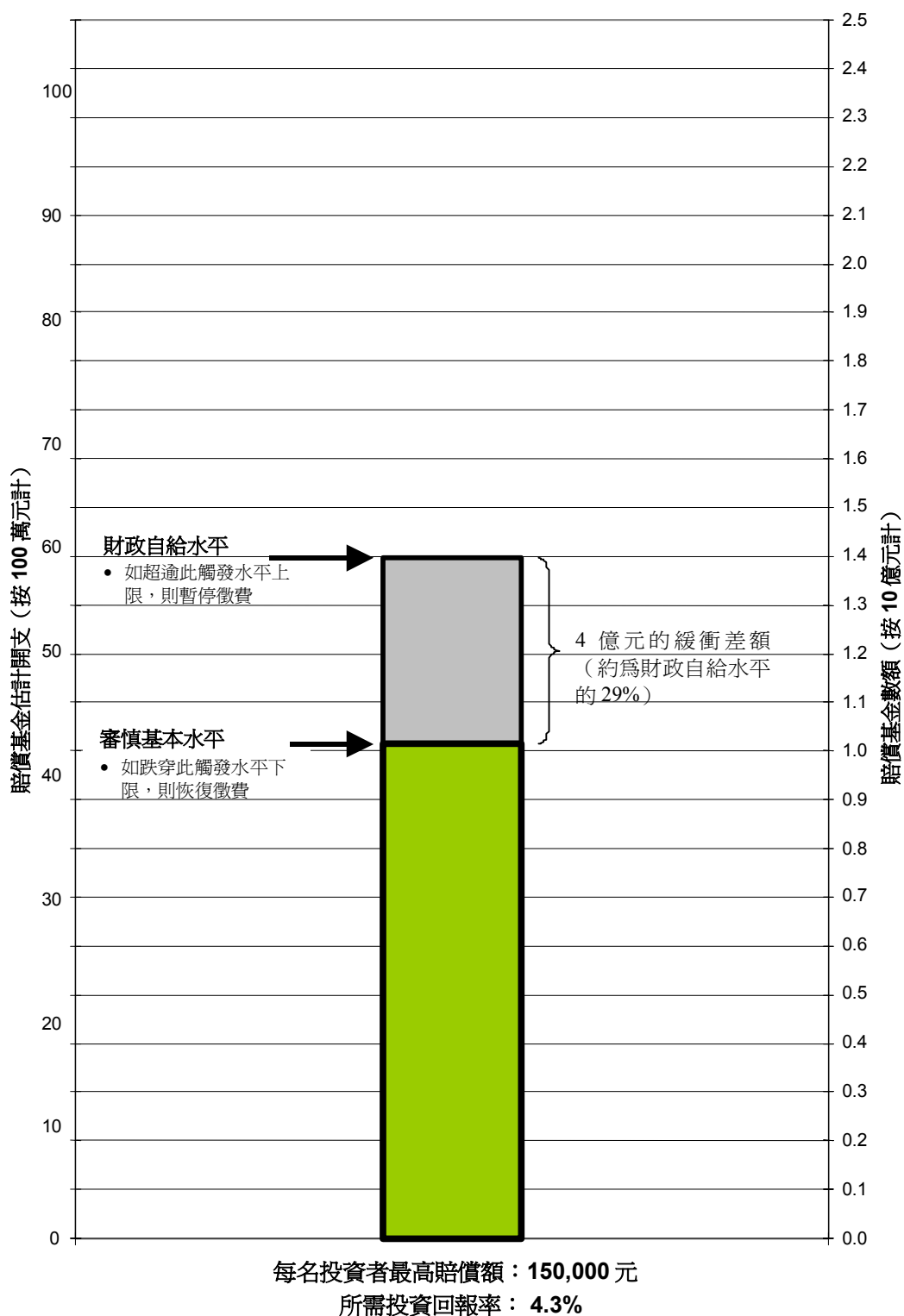
## **VI. 結論**

- 6.1 投資者賠償基金按每宗證券市場交易價值收取的 0.002% 徵費，就每張期貨合約收取 0.50 元及每張小型期貨合約收取的 0.10 元的徵費，應於賠償基金超逾 14 億元的財政自給水平後，在切實可行的情況下盡快暫停徵收。
- 6.2 如果賠償基金的資產跌至 10 億元的最低審慎水平以下，便應恢復收取徵費。
- 6.3 每名投資者的最高賠償限額應維持於每名投資者 15 萬元的水平，但如果經驗顯示平均賠償覆蓋水平已大幅下跌，則應進行檢討。
- 6.4 證監會應在切實可行的情況下，盡早為陷入財政困難的經紀行委任管理人，以保障客戶的資產及將股份歸還客戶。管理人的費用不應以賠償基金的資產支付，但如果投資者因管理人的費用而蒙受損失，賠償基金應在每名投資者 15 萬元的正常最高賠償額的規限下給予賠償。
- 6.5 自從正達事件之後，我們在處理經紀行清盤方面已累積了大量的先例和經驗，因此在這方面的法律的任何進一步發展應交由普通法處理。但證監會應繼續監察有關方面在海外的發展。
- 6.6 證監會應繼續集中推行各種措施，例如近期提出的有關限制抵押客戶證券，以減低保證金客戶證券的匯集風險等建議。
- 6.7 證監會應繼續推行其投資者教育計劃，以促進投資者對保證金融資安排的風險及好處加深了解。

**附件一：直至 2004 年 10 月為止向聯合交易所賠償基金提出申索個案的過往紀錄**

違責公司名稱	違責年份	准予申索數目	准予申索金額	平均准予申索金額	累計平均准予申索金額	攤分金額比率	賠償總額	獲全數賠償客戶的比率(未作價格指數調整)	獲全數賠償客戶的累計比率(未作價格指數調整)
鴻昌證券公司	1987	6	1,273,000	212,166.67	212,166.67	100%	1,616,584.55	67%	67%
獲多好證券公司	1987	117	23,453,000	200,452.99	201,024.39	17%	3,999,997.82	85%	85%
榮鴻證券公司	1987	1	6,000	6,000.00	199,451.61	100%	9,557.73	100%	85%
昇暉證券公司	1987	15	6,180,000	412,000.00	222,388.49	32%	2,000,000.00	80%	84%
簡偉公司	1988	11	889,000	80,818.18	212,006.67	100%	1,097,334.37	91%	85%
寶明股票公司	1990	15	1,036,000	69,066.67	199,012.12	100%	1,257,890.84	93%	85%
吉大投資公司	1990	1	211,000	211,000.00	199,084.34	100%	282,171.36	0%	85%
三利股票公司	1991	34	6,327,000	186,088.24	196,875.00	32%	2,000,000.00	74%	83%
雄偉證券有限公司	1992	24	5,295,000	220,625.00	199,419.64	38%	2,000,000.00	71%	82%
雄偉股票公司	1992	11	898,000	81,636.36	193,906.38	100%	1,060,025.79	82%	82%
添寶證券公司	1996	12	3,766,744	313,895.35	199,735.81	47%	3,766,744.24	50%	80%
惠新證券有限公司	1996	8	25,808,000	3,226,000.00	294,677.43	31%	8,000,000.00	13%	78%
昌垣證券公司	1996	32	10,920,000	341,250.00	299,870.19	73%	8,000,000.00	72%	77%
志權證券公司	1996	53	8,445,148	159,342.42	277,964.39	77%	8,000,000.00	98%	81%
正達證券有限公司	1998	3,933	983,060,400	249,951.79	254,716.83	每名申索人最高賠償額 150,000 元	300,904,113.41	73%	73%
福權證券有限公司	1998	430	56,903,947	132,334.76	243,665.95	每名申索人最高賠償額 150,000 元	31,063,101.91	78%	74%
集豐證券有限公司	1998	2,089	228,517,845	109,391.02	202,722.97	每名申索人最高賠償額 150,000 元	129,143,556.30	83%	77%
福廣證券有限公司	1998	59	25,865,002	438,389.86	301,686.45	每名申索人最高賠償額 150,000 元	9,761,459.64	54%	77%
威昇證券有限公司	2000	285	98,566,751	345,848.25	208,439.16	每名申索人最高賠償額 150,000 元	25,977,606.31	68%	76%
英傑證券公司	2002	158	37,623,572	238,123.87	209,082.18	每名申索人最高賠償額 150,000 元	15,137,003.94	66%	76%
新大利證券投資公司	2002	11	883	80.28	208,767.46	每名申索人最高賠償額 150,000 元	883.12	100%	76%
利順證券公司	2002	253	18,837,835	74,457.85	204,271.52	每名申索人最高賠償額 150,000 元	13,246,438.54	87%	76%
<b>合計</b>		<b>7,558</b>	<b>1,543,884,128</b>	<b>204,271.52</b>			<b>568,324,469.87</b>	<b>76%</b>	

## 附件二：建議賠償基金數額及徵費觸發機制的上下限



### 附件三：與 2001 年比較的市場環境

1. 本附件的圖表提供自證監會 2001 年的諮詢文件以來至 2004 年 9 月為止香港市場的最新統計數字。總括而言，香港市場的市值及成交量於 2002 年均下跌，但從 2003 年起出現反彈；大型經紀行的市場佔有率於 2002 年有增無減，令小型經紀行大受壓迫，但從 2003 年下半年出現局部逆轉之勢。在衍生工具市場方面，期交所的成交量及未平倉合約數目穩步向上，未平倉合約數目更創出新高；股票期權成交量反彈，未平倉合約數目也創出新高；衍生權證經重組後，其市值及成交量均創新高。

#### 廢除最低佣金

2. 自 2001 年以來發生的一項重要事件是聯交所及期交所撤銷固定最低經紀佣金的限制，此政策從 2002 年 4 月 1 日延後一年，至 2003 年 4 月 1 日才實行。如 2001 年的諮詢文件所述，非交易所參與者已開始在佣金方面互相競爭，一如所料，自此之後交易所參與者之間就佣金的競爭更趨白熱化。雖然這會對某些經紀行的利潤幅度構成壓力，但我們認為整體上對市場是有益的。迄今為止，經紀違責事件並未因此而增加。

#### 網上交易

3. 2001 年的諮詢文件提及香港交易所已逐步加強交易自動化，並且越來越多中介人及投資者使用互聯網交易設施。但自此之後，互聯網交易並沒有多大增長，其增幅肯定並非如若干海外市場一般驚人。互聯網交易估計僅佔市場交易量約 5%。因此，我們並沒有經歷到網上交易大幅增長，致使散戶交投量及投資者數目均大幅上升的現象。

#### 減低風險的措施

4. 2001 年的諮詢文件提及證監會為減低經紀違責事件的風險而推出的各種措施及法例。值得注意的是，若干經紀行於 1998 年透過不受財政資源規則規管的無牌公司進行保證金融資活動。自此之後推出減低風險的新措施包括有關保證金融資的法例，修訂《財政資源規則》的規定，及制定《證券及期貨條例》的新條文。我們於 2002 年再修訂《財政資源規則》，進一步處理保證金融資的風險問題。我們也修訂了年度帳目規則，要求核數師就中介人是否設有監控制度足以確保遵守客戶證券及資金規則表達意見。於 2004 年 9 月，我們又提出了額外的措施，進一步減低保證金融資及“匯集”



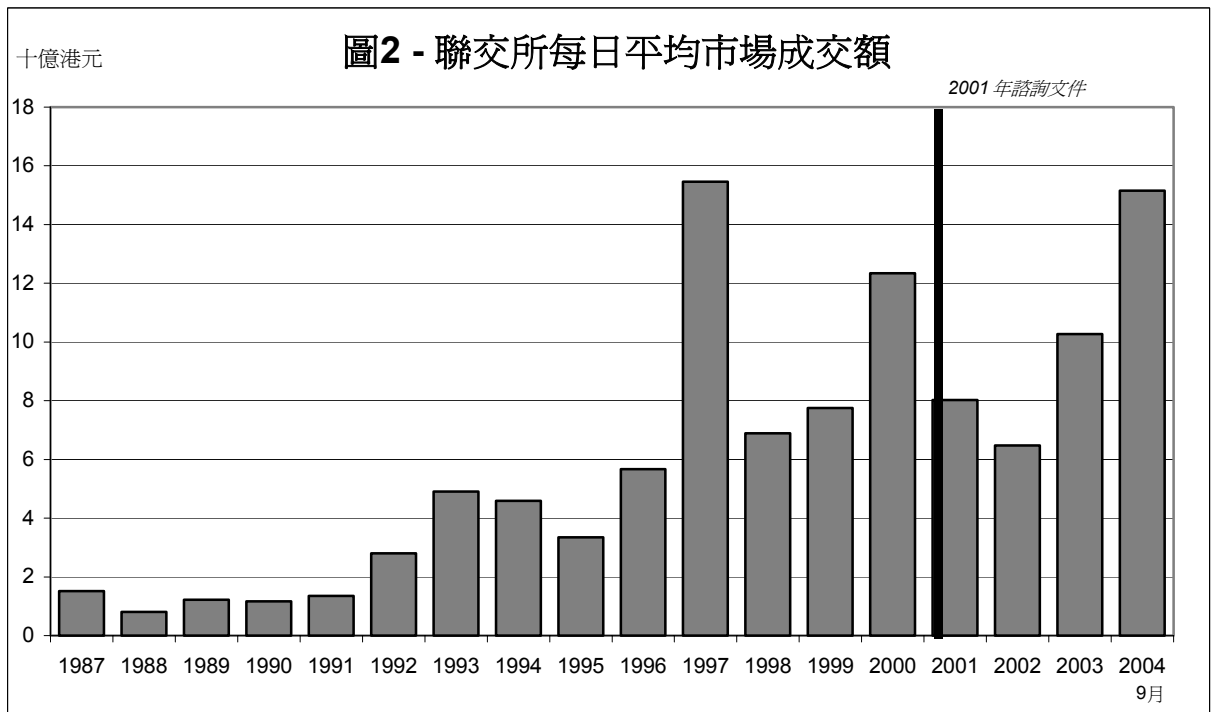
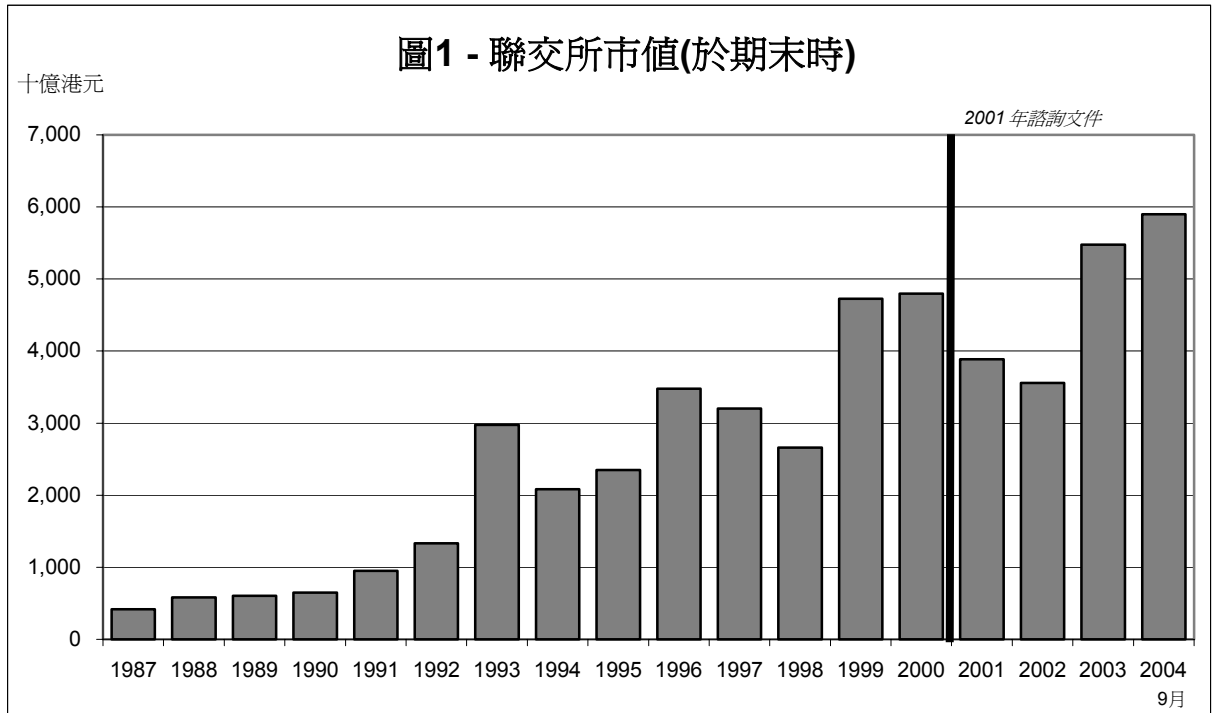
的風險。雖然我們預期這些措施可減低風險，但匯集安排始終附帶風險。因此，我們已積極推行投資者教育，提高投資者對匯集安排風險的警覺。

#### 經擴大的中介人數目

5. 如 2001 年的諮詢文件所解釋，根據賠償基金的新賠償安排將涵蓋的中介人範圍已從聯交所及期交所的參與者，擴大至包括非交易所參與者的交易商及認可財務機構，例如銀行。當中涉及大約 400 名額外的中介人。我們的風險模式假設了某程度的違責事件及賠償金額將來自此一組別。雖然這並不表示該等違責事件不會發生，但迄今為止，這些新近被涵蓋的中介人並未發生任何違責事件。

#### 對最大散戶經紀行的風險承擔額

6. 在 2001 年的諮詢文件中，我們透過模擬獲證監會發牌的最大散戶經紀行的可能違責事件，從而估計賠償基金的潛在風險承擔額。我們已更新該項分析，以估計若現時最大的一間散戶經紀行倒閉將會產生的影響。結果顯示，按每名投資者的最高賠償額 15 萬元計，其對今日的賠償基金所造成的風險承擔額約為 16.3 億元。當然，這項分析假設倒閉經紀行的所有客戶資產均不知所蹤或已被挪用，但這個情況非常極端而且不大可能會出現。然而，同時應注意的是，倘若市場環境轉趨惡劣，可能導致超過一間經紀行因連鎖效應或其他影響而倒閉。因此，上述分析只是基於若干假設而對風險承擔額作出估計，並非對未來可能發生的情況或可能的風險承擔額而作的預測。



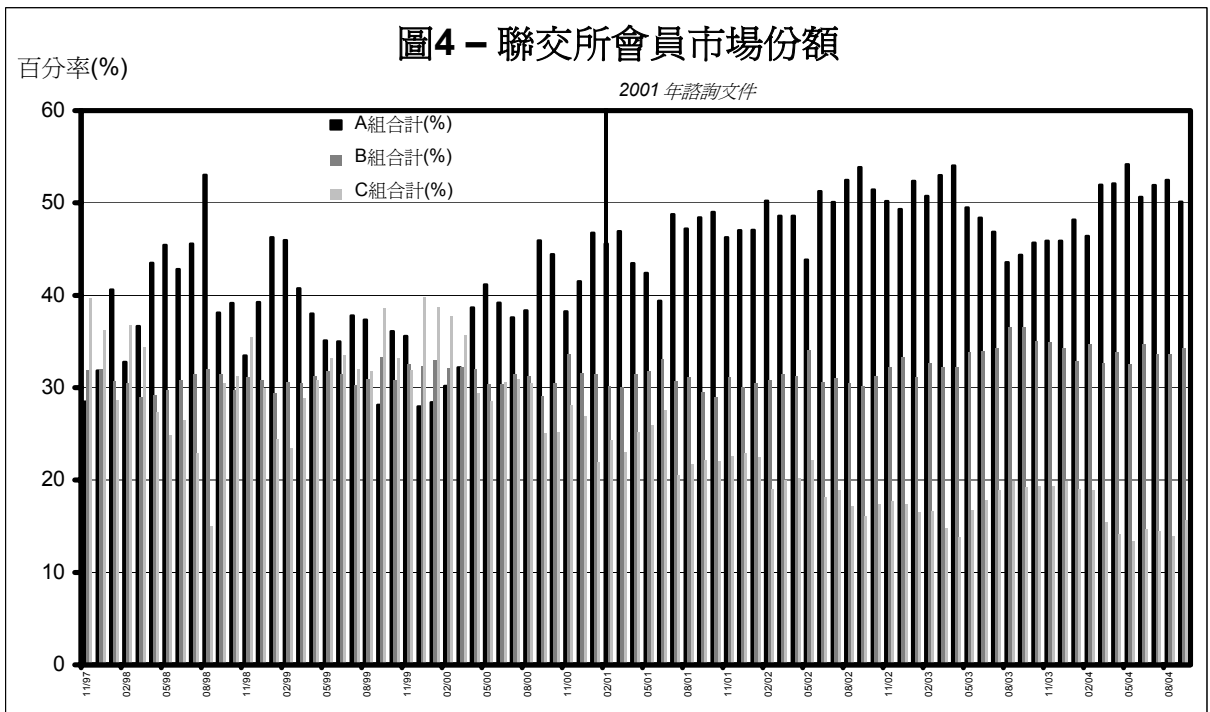
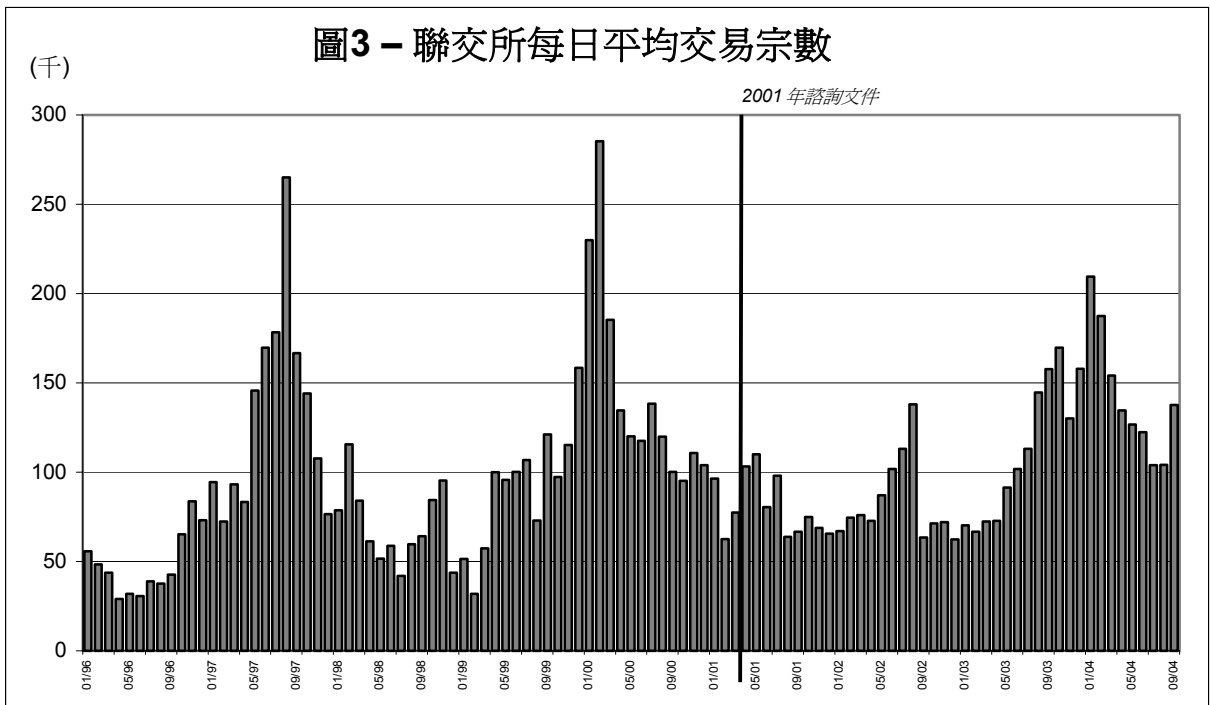


圖5 - 創業板每日成交額及收市指數

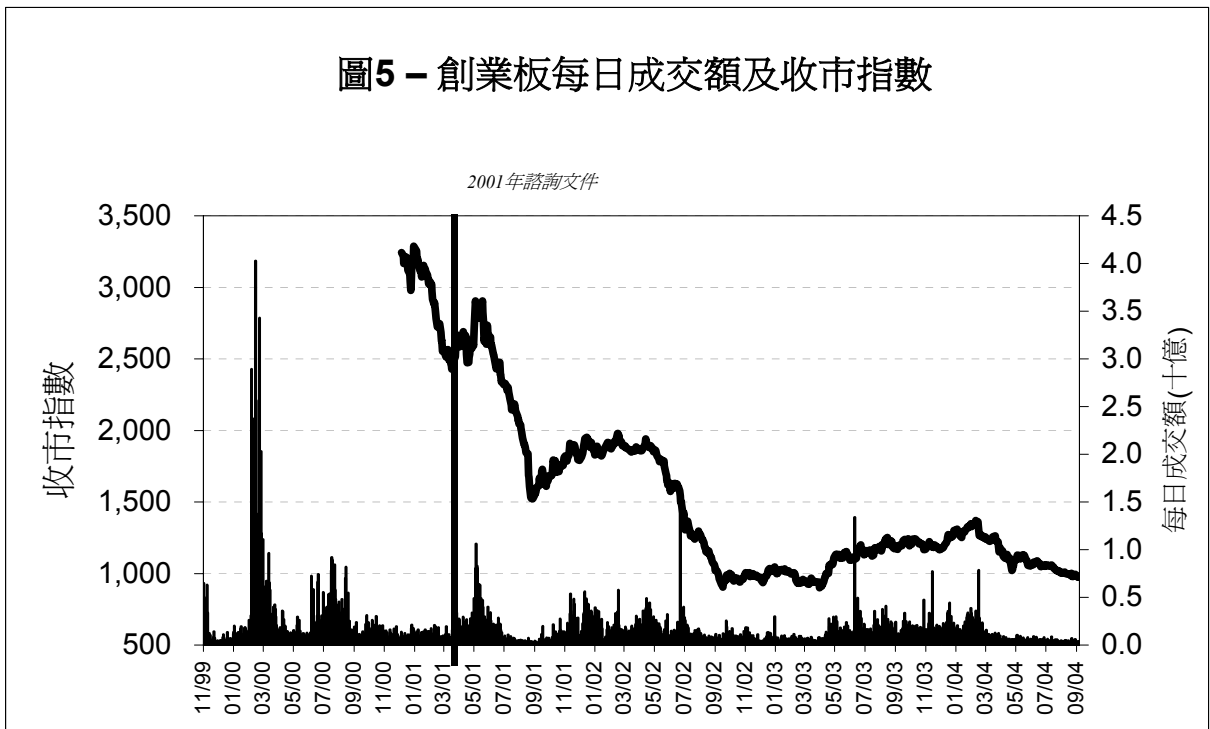


圖6 - 期交所 - 恒生指數期貨合約  
- 成交額及未平倉合約數目

