中國證監會成都辦公室、中國證券報、西南亞太經濟技術研究院和華西證券公司合辦

資本市場與西部大開發研討會

國際資本市場與創業板市場

香港證券及期貨事務監察委員會

主席

沈聯濤

2000年10月22日 • 上午

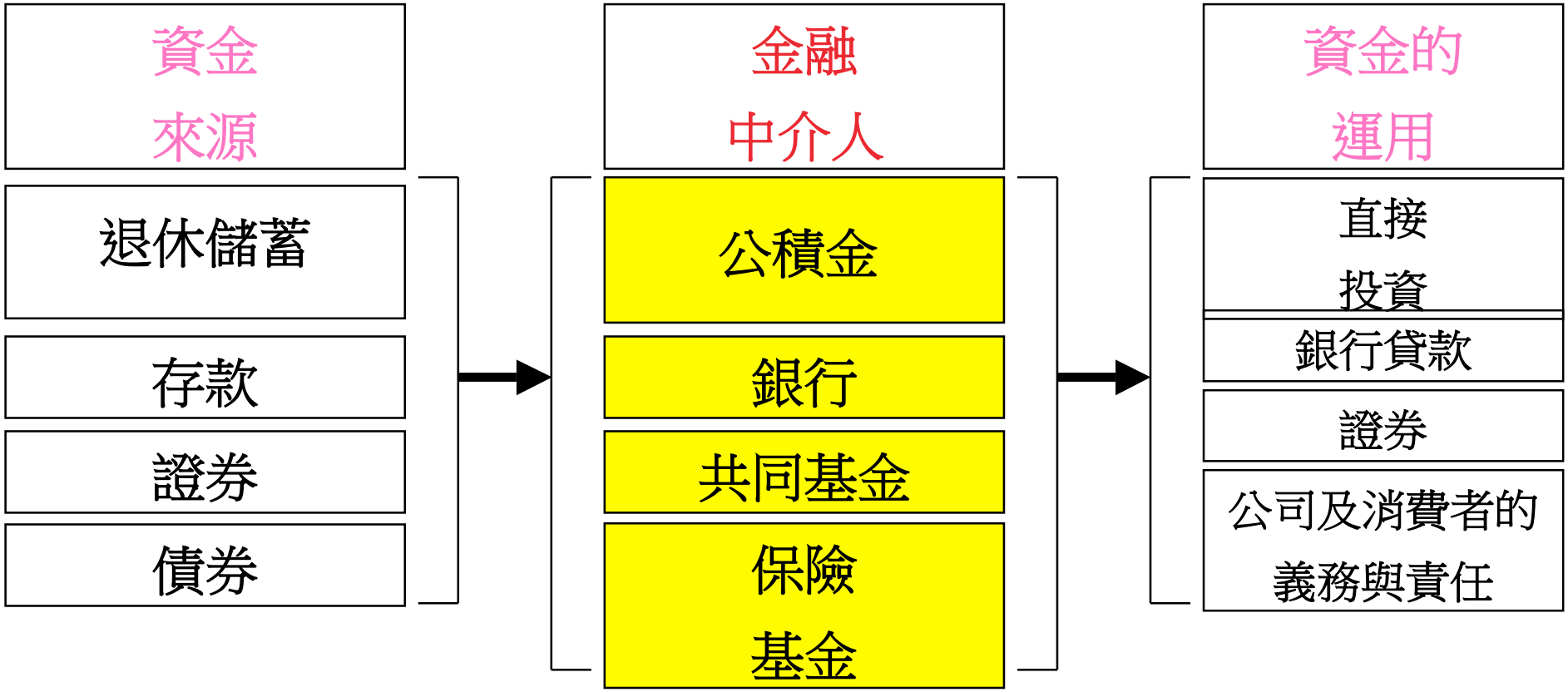
SFC
證監會

證券市場的經濟學分析

- 需求方面 -
  - 老化的人口將儲蓄投放在股票市場
  - 有意參與新經濟的中產階級增加
  - 放寬管制令投資者有更多選擇
- 供應方面 -
  - 美國企業回購股份
  - 以審查發行人的質素為本的監管架構，限制了進入股票市場的企業的數目
  - 首次公開招股的費用高昂 - 在納斯達克市場及紐約交易所上市所需支付的佣金為7%; 上市費用佔集資額的10%並非罕見現象
- 地理及市場限制-
  - 市場趨向全球化發展，但受本土法規約束
  - 本土企業在本土市場上市 - 而不是在全球化的市場上市

中介人高度整合

- 延遲消費 = 儲蓄 = 投資
- ∴ 需要有效率的中介人
- 否則，便會出現惡性循環： 壞帳 → 損失積蓄 → 失去消費意慾 → 經濟增長受到壓抑 →壞帳



金融界必須配合其他界別的需要

- 公營部門 → 為短期的赤字提供融資 + 為長期的基礎設施提供融資 (發展短期國庫券及債券市場)
- 企業 → 為短期貿易提供融資 + 長期投資 + 風險資金 (發展銀行融資 + 債券 + 創業資金及證券市場)
- 家庭 → 短期消費者信貸 + 長期抵押 (發展抵押及抵押貸款證券化市場)
- 風險管理 → 衍生工具市場 (期貨、期權、掉換產品)

SFC
證監會

金融市場的五個主要特色

- 人
- 政策
- 產品
- 審慎監管制度
- 科技設施及過程

SFC
證監會

資本市場就是網絡

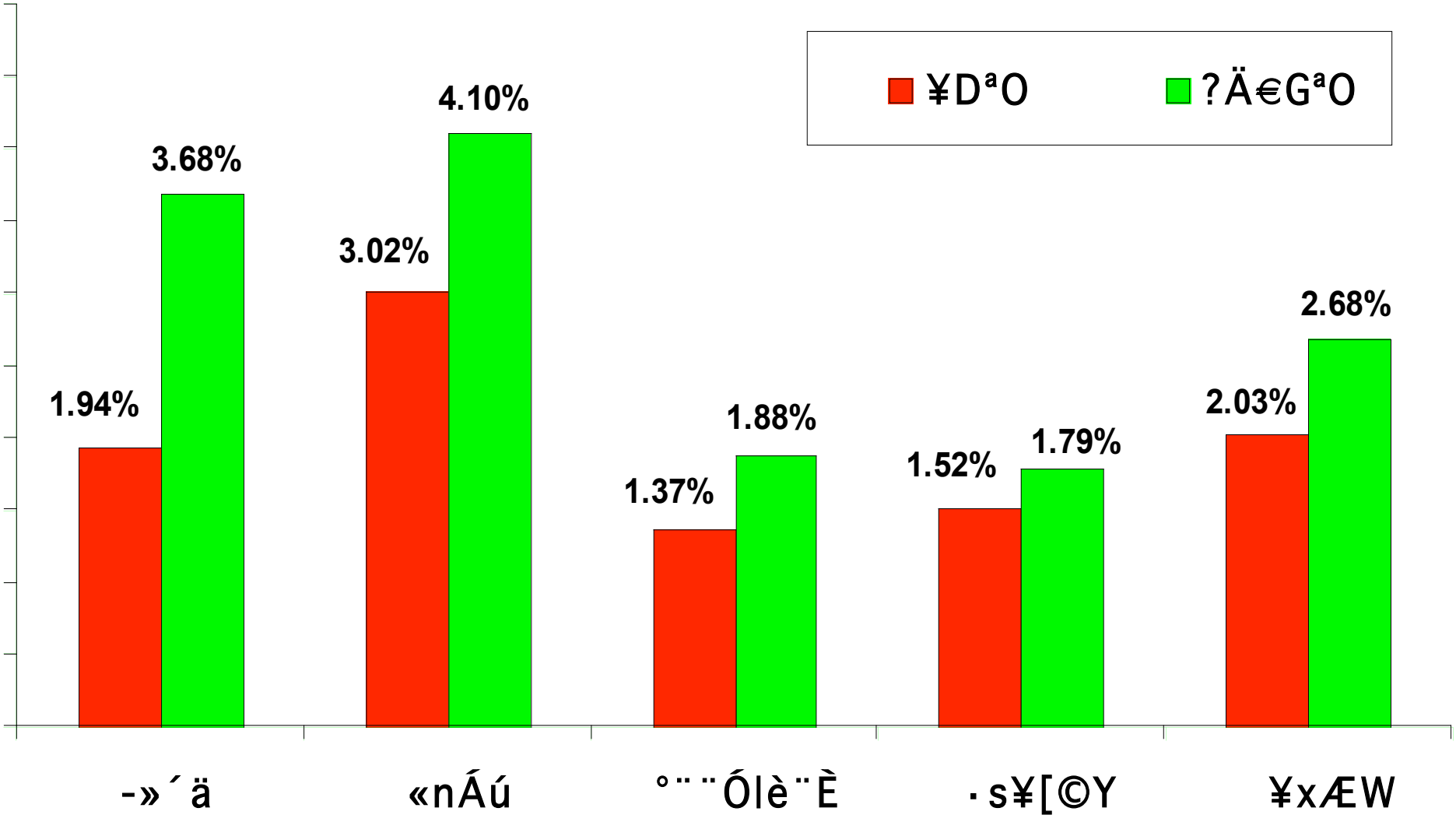
- 網絡 = 銀行 + 保險公司 + 退休基金 + 共同基金 + 證券行等
- **1999年底，以下機構的金融資產價值為：(10億美元)**
  - 美國的銀行 **= 5,992**
  - 美國的共同基金 **= 6,305**
  - 美國的保險公司 (儲蓄協會) **= 6,603**
  - 美國的退休基金 (國家 + 私營) **= 8,094**
- **8%** 的資本充足比率並不足以管理市場及信貸風險
- ∵ 證券業的不穩定因素會對銀行業產生連帶影響

全球化 + 電子交易 = 波動

- 正在浮現的主要趨勢 → 資金的高流動性 → 高散戶參與比率 → 市場波動性
  - 全球化 → 網絡 → 個別市場不穩定 = 整個網絡不穩定
  - 放寬監管 → 較低的交易成本及更大的跨境資金流動
  - 愈來愈多資金由機構投資者管理 → 大量資金流動
  - 金融創新 → 複雜的風險管理要求複雜的市場
  - 資訊科技的進步 → 網上交易 → 資金流動更快速

科技板市場的高波動性

(3月20日 - 9月27日，每日回報的標準偏差)



中國證券及債券市場可發揮巨大潛力

(佔1999年國內生產總值的百分比)

	銀行資產	證券市場	債券市場
香港	218	384	34
中國	126	33	11
新加坡	231	227	20*
台灣	170	127	14
南韓	122	98	80
泰國	150	47	30
日本	172	102	203
美國	61	180	187
德國#	273	51	97

備註： * 只包括政府債券 (1998年的數字); # 1998的數字

資料來源：國際證券交易所聯會、國際金融公司、世界銀行、多家中央銀行及網站

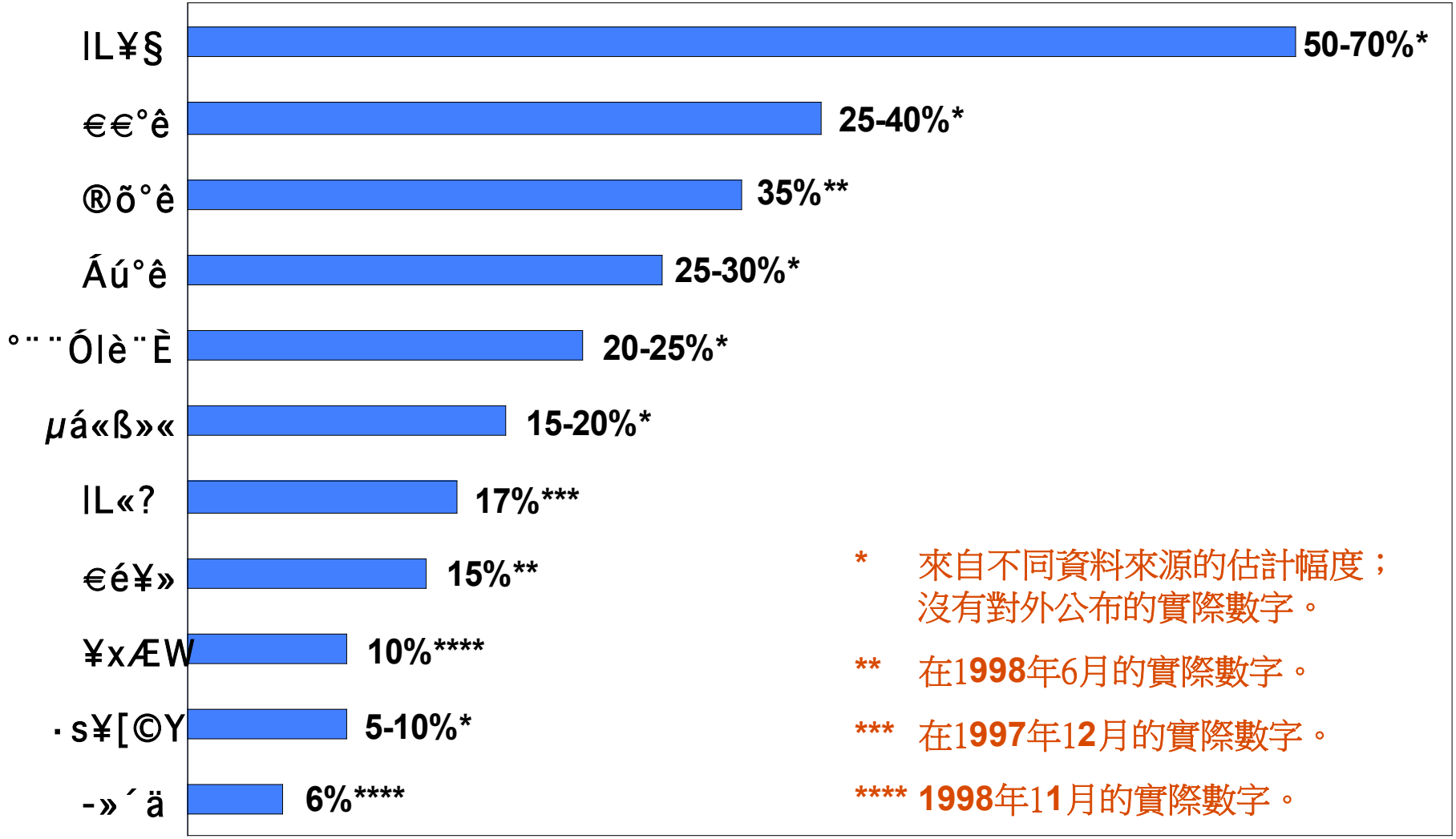
資本市場

- 功能：
  - 價格探索
  - 資源分配
  - 風險管理
  - 企業管治
- 要令這些功能發揮作用，便需要具備以下的條件：
  - 激勵架構
- 內地企業一直以來過於倚賴銀行系統
  - 風險集中在銀行身上
  - 需要證券及債券市場協助改善企業管治

亞洲金融風暴的教訓

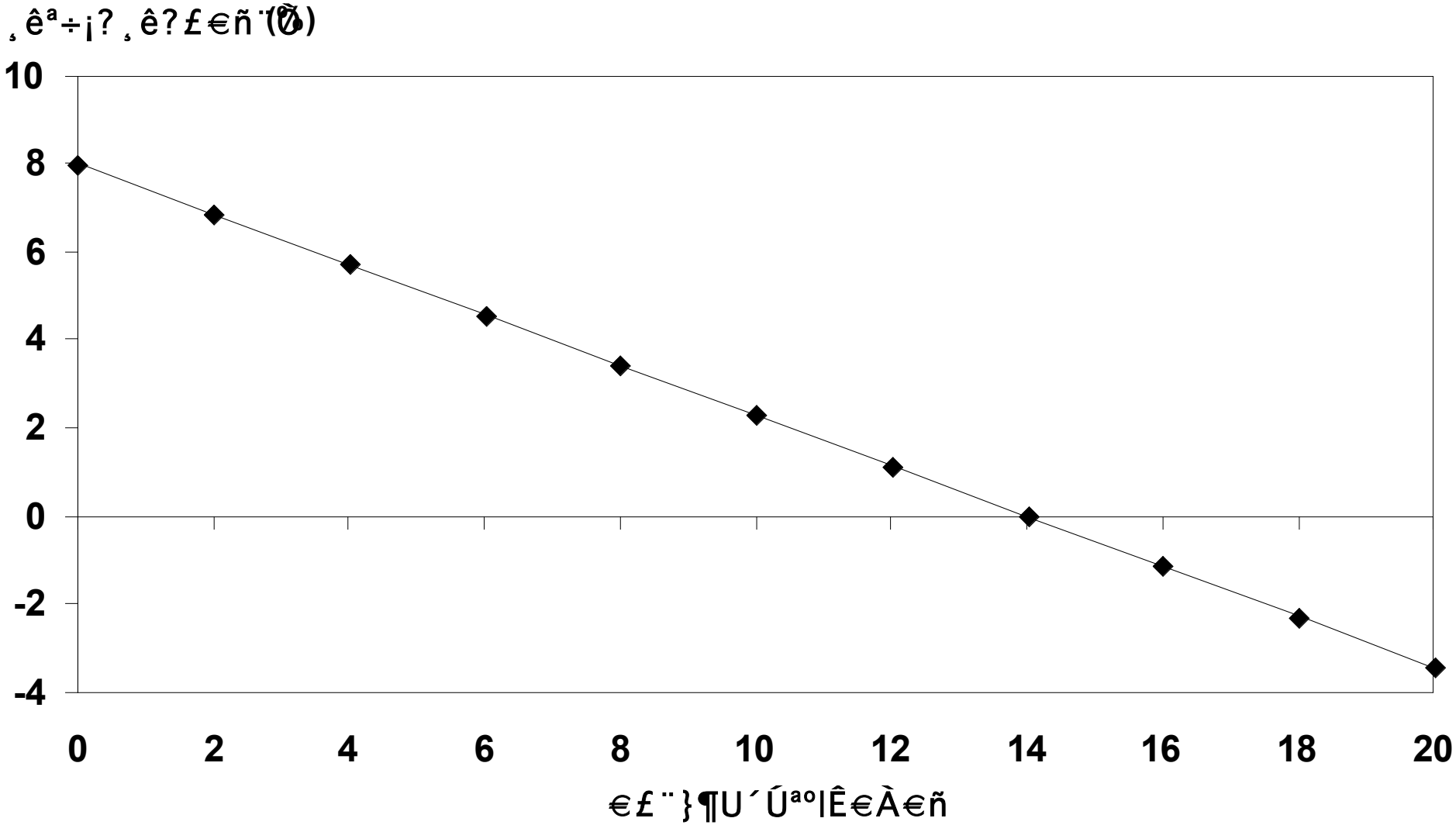
- 低劣的會計 =
- 低劣的統計數字 =
- 低劣的決策 =
- 低劣的風險管理 =
- 弊端政策 =
- 金融危機

亞洲的不良貸款： 1998年



資料來源：國際結算銀行及 Fitch IBCA(評級機構)

資金比例隨著不良貸款上升而下降



風險訂價過低，會令良好的銀行產生問題

- 貸款利率：由市場或貨幣政策所釐訂
- 存款利率：由競爭或政策所釐訂
- ∴ 盈利取決於行政方面的間接費用 + 就不良貸款所作的撥備
- 如銀行的利潤幅度不足以抵償不良貸款，銀行便會出現虧蝕

銀行息差
不同角度的對比：會計及經濟

	會計	經濟
1999年的平均貸款率	6.08%	6.08%
1999年的平均存款率	2.92%	2.92%
總息差	3.16%	3.16%
行政成本	1.00%	1.00%
不良貸款	0.50%	4.00%
盈利 / 虧蝕	1.66%	-1.84%
稅項 (50%)	0.83%	0.00%
純利	0.83%	-1.84%

銀行重組與資本市場的關係

- 不良貸款 = 經濟效益欠佳 = 借款人／企業過度借貸 = 銀行資金不足
- ∴ 重組銀行即銀行及借款人資本的重組
- 換言之，銀行的重組需要有效運作的資本市場
- 資本市場糾正源自銀行及借款人的過度槓桿效應，使市場的經濟效益得以提高

鞏固及整合 - 美國經驗

在1988年至1997年期間，

- 美國銀行及銀行機構的數目下降30%
- 由首10家銀行所持有的資產由20% 上升至33%
- 由首50家銀行持有的資產由50% 上升至67%

SFC
證監會

資本市場有利於改善

- 銀行／企業運作的透明度
- 價格探索過程
- 吸引風險資金為企業／銀行提供資本重整
- 透過證券化套現不良貸款
- 增強對公司的管治
- ＝改善整體效率

內地證券及債券市場的發展

- 優點：
  - 企業管治
  - 風險管理
  - 籌集資金
  - 國有企業改革
  - 銀行的穩定性 - 銀行清理不良貸款
  - 國有企業及監管機構 - 國際慣例及標準
  - 具備必需的專門知識
  - 中產階級的興起

制訂適當的激勵措施 -
“在風險／回報方面取得平衡”

- 透過法律及監管的改革從而清楚地界定差權
- 提高透明度及加強信息披露以便就風險管理提供更可靠的信息
- 從業員的技能 - 專業能力及道德操守
- 允許更大的競爭（包括外資進入市場）及清楚說明將資金撤離市場的機制
- 深化產品及制度架構
- 改善金融基礎設施 - 支付及結算系統

未能做好風險管理

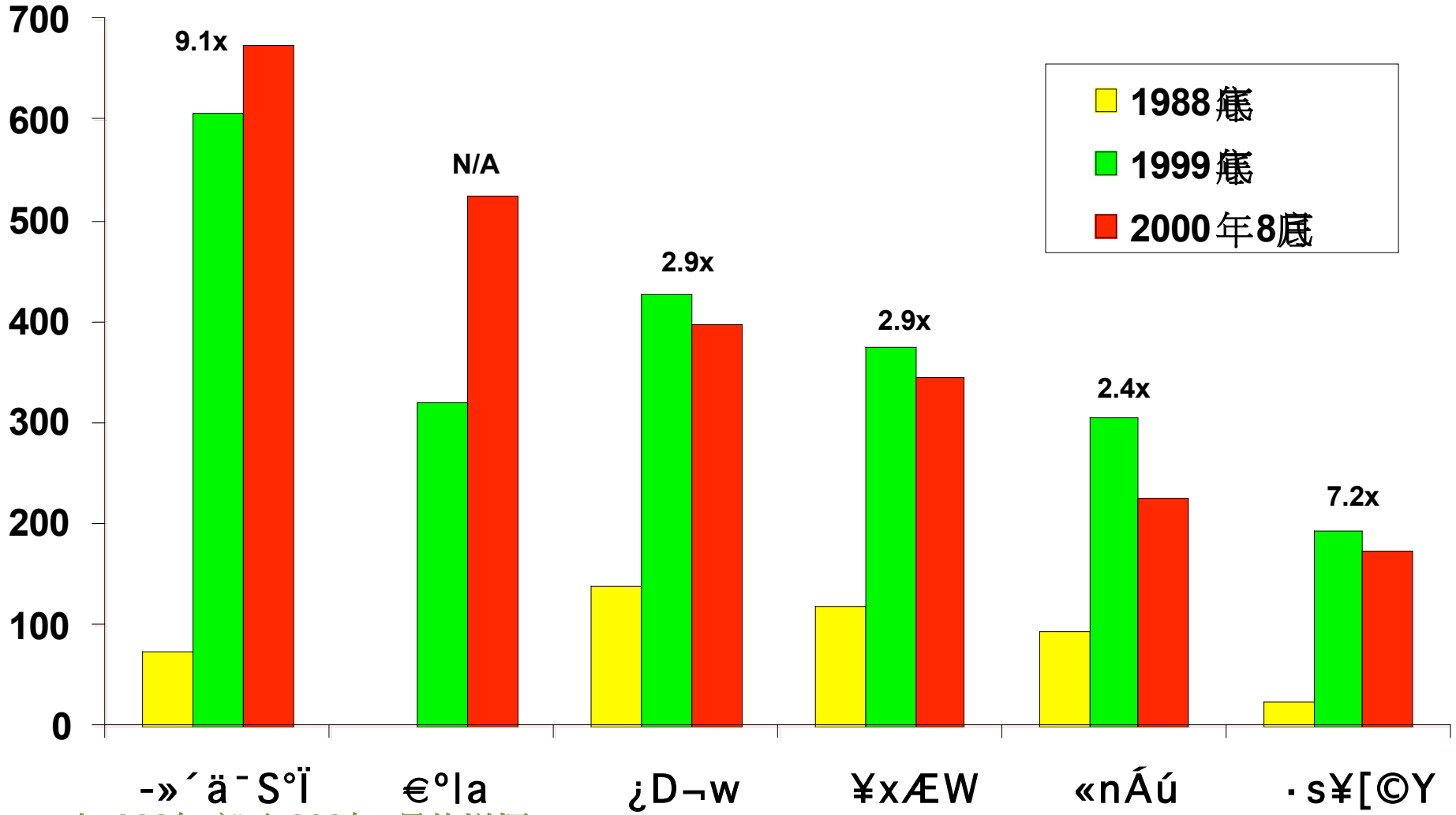
- 期限搭配不當
- 貨幣搭配不當
- 嚴重地低估信貸風險
- 沒有充份地匯報借貸情況
- 資產價格波動及嚴重地低估資金流量
- 需要更佳的風險數值模式
- 需要進行以國家為單位的風險管理

風險管理

- 找出風險所在 - 左手知道右手在做什麼嗎？
- 衡量風險
- 為風險訂價 - 利率能反映真正的風險嗎？
- 對沖風險 - 動態對沖
- 對風險進行壓力測試 - 系統能承受多大的風險壓力？

內地市場已在區內排行第三

(10億美元)



註：x = 由1998年底至2000年8月的增幅

資料來源：國際證券交易所聯會及國際金融公司

SFC
證監會

證券市場：香港 - 內地的夥伴關係

- 上市公司的數目 (截至9月底) = 770
  - 其中，有 99 家是內地企業 (48家 H股公司 + 49家紅籌股公司 + 中國移動 + 中國聯通)
- 市值 (截至9月底) = 6080億美元
  - 其中99 家內地企業的市值 = 1530億美元 (佔總數的25%)
- 內地即將發展衍生工具，以對沖風險
  - 在香港，期貨、期權及權證的買賣十分普及
- 內地將加快國有企業的改革及民營化過程
  - 盈富基金 - 全球最大的指數基金

香港的經驗 - 港交所、主板市場

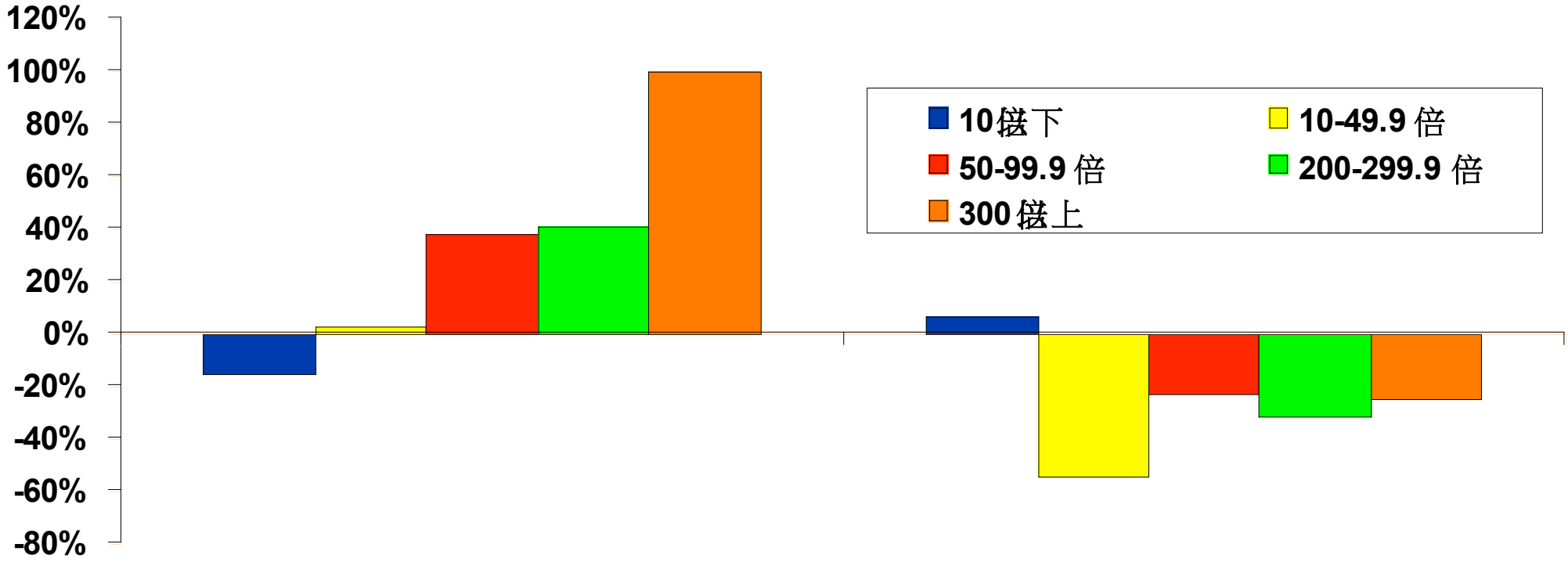
- 在2000年9月底，有 **723** 家公司在港交所上市
- 在2000年9月底， 證券市場的市值為**5950**億美元 - 亞洲第二大證券市場
- 亞洲第4大的期貨及期權市場 - **1999**年，在交易所買賣的合約數目為**820**萬張
- 在**1999**年，海外投資者的交易金額佔成交量的 **31%**
- 內地企業的主要集資中心
- 香港的市場是亞洲區內匯集最多國際性律師行及會計師事務所的證券市場

香港的經驗 - 創業板(第二板)

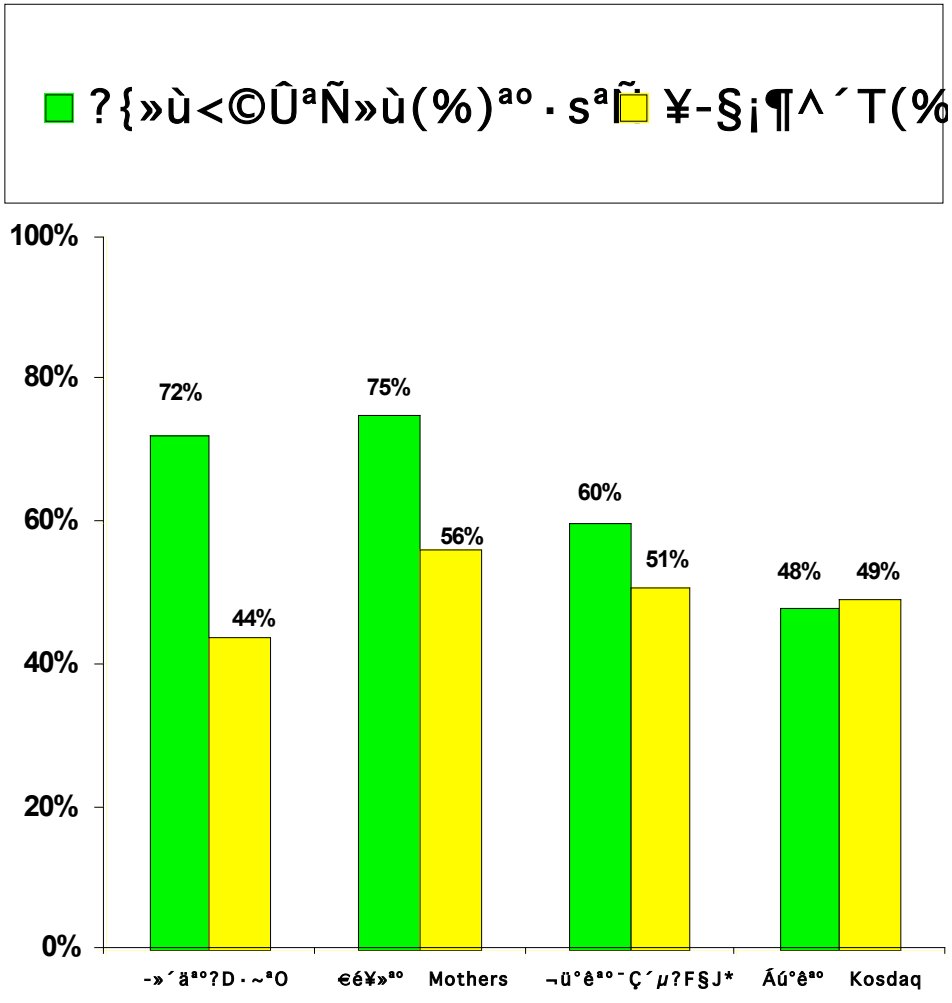
- 在1999年11月推出；截至今年9月底，有 47家公司上市 (約 60% 為高科技界別的公司)
- 繼韓國的Kosdaq及台灣的場外證券交易所(ROSE)之後，是亞洲第三大 “科技板” - 截至2000年9月底，市值合計有130億美元
- 集資總額 > 20億美元
- 為高增長公司而設、以信息披露為本的嶄新集資市場
- 內地民營企業及台灣公司對創業板很感興趣，希望能藉此到海外市場集資
- 超過 20家公司正在申請上市

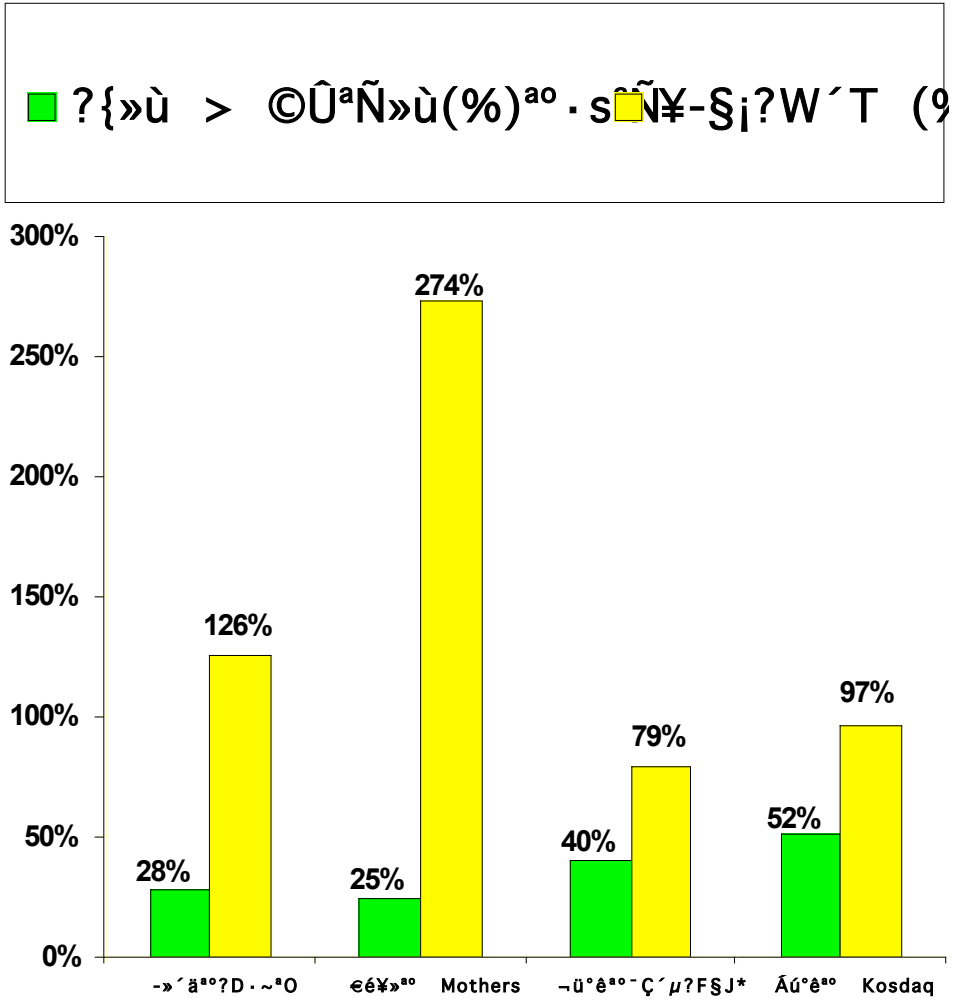
創業板股份的表現

- 首個交易日 - 認購率愈高，表現愈好
- 3 個月後 - 大部分的回報都出現負數的情況
- 截至9月底， 在47 隻股票中，有13 隻 (28%)的股價仍高於招股價



新股上市的表現 - 類似創業板市場之間的比較



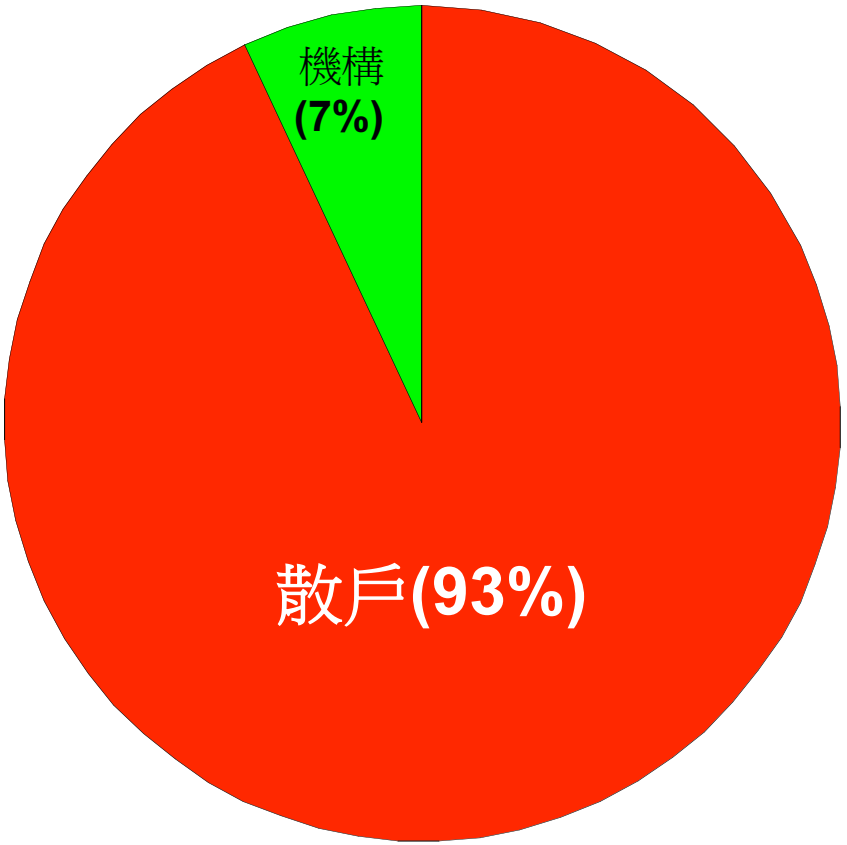


備註： 香港 - 截至2000年9月底；其他市場 -截至2000年8月底
資料來源： * 摩根士丹利添惠

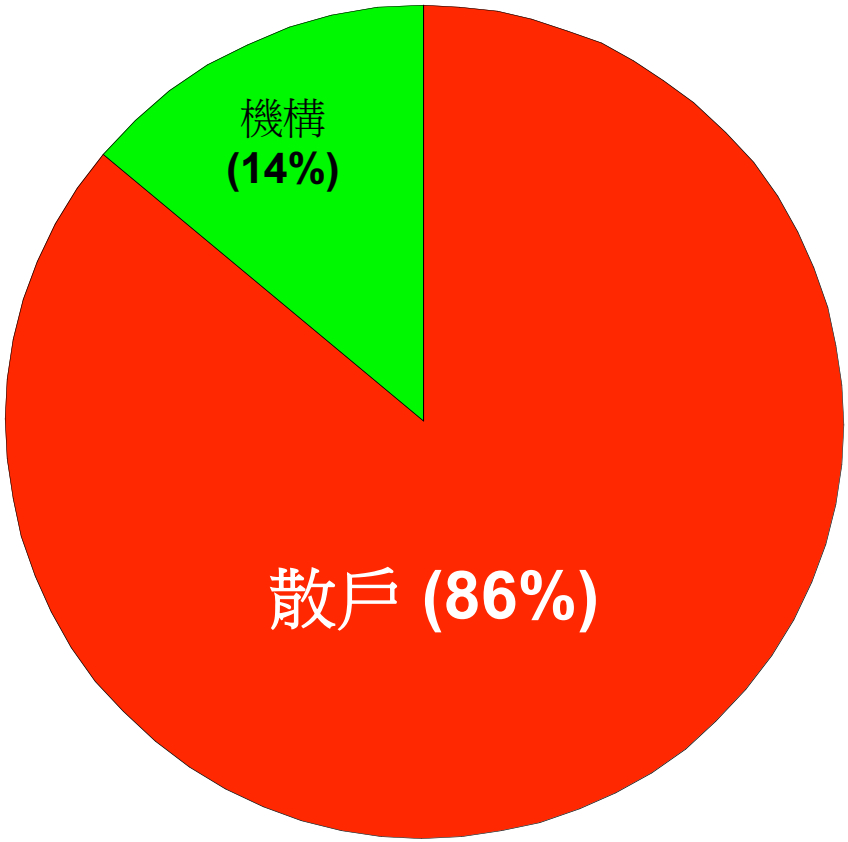
第二板市場以散戶為主

以投資者類別劃分的成交量

南韓的Kosdaq市場



台灣場外證券交易所



資料來源：高盛

從科技泡沫汲取的教訓

- 新經濟顯然已改變我們生活和交易的方式，但卻不是所有新經濟企業都可以脫穎而出
- 例如近期日本十大科技、傳媒及電訊股的市值下降了**4,960**億美元；有個別科技股的股價下跌**98%**
- 香港的創業板指數在7月創下新低，比高峰期下跌**57%**
- 但市場並沒有出現危機
- 投資時必須留意公司披露的信息
- 投資者教育的重要性

創業板的監管架構

- 配合國際證監會的監管原則：
  - 信息披露 - 完整、及時和準確
  - 投資者 - 一視同仁的公平對待
  - 會計及審計 - 國際準則

- 我們的基本監管原則：
  - 妥善的投資者保障
  - 及時披露所有重大的資料
  - 嚴格的企業管治 標準
  - 保薦人計劃以提高質素
  - 就擬上市的內地企業與中國證監會保持合作

互聯網業本身正在轉變

- 由超速增長(>100%)過渡至可持續的長期增長(<100%)的較成熟階段
- 過渡 + 劇烈競爭 = 整固
- 投資生命周期: 新經濟 ⇒ 機會 ⇒ 高回報 ⇒ 投資 ⇒ 競爭 ⇒ 低回報 ⇒ 投資減少 ⇒ 產業成熟
- 舊經濟企業透過科技和收購來收復失地

對亞洲的教訓

- 新經濟有利亞洲的出口，但卻不是所有亞洲經濟體系都已作好準備在服務行業進行競逐
- 新經濟驅使金融市場進行結構性改變 - 銀行/資金管理權力日益集中
- 新經濟中將會出現明顯的勝利者和失敗者。先發制人的可以取得優勢，後發的注定無法突圍而出。兩者的分別在於政策架構。
- 各亞洲經濟體系需要在不同環境競爭 - 服務及知識至為重要

為新經濟作好準備

發行人：

- 必須明白到向公眾集資之餘，亦須對公眾負責 - 誠實、具透明度及作出披露

服務供應商 - 交易所及中介人：

- 必須配備適當的軟硬件及傳送途徑

監管機構 - 政府、證監會、交易所：

- 必須設立適當的監管架構
- 必須為投資者提供更佳的保障

投資者：

- 必須明白風險和回報
- 必須認識遊戲規則

SFC
證監會

謝謝