

香港網上證券買賣服務回顧

韓大遠

原文

Tai-Yuen Hon, "An Overview Online Securities Trading Service in Hong Kong," *Journal of Economics Bibliography*, Vol. 2, Issue 4, December 2015, pp.201-207.

譯者序

在香港買賣證券時，一般需繳付費用，有佣金(由 2003 年 4 月 1 日起，經紀將可與其客戶自由商議佣金收費；股票印花稅；證監會交易徵費；投資者賠償徵費；會財局交易徵費；交易所交易費；過戶費用。其中佣金與股票印花稅多少，最受投資者關注。由 2023 年 11 月 17 日起，香港證券交易印花稅由 0.13%調整至 0.1%。中港通收費於 2023 年 8 月 28 日起「生效日期」作出調整：上海證券交易所及深圳證券交易所公布，兩家交易所的 A 股交易經手費由成交金額的 0.00487%下調至 0.00341%，調整亦適用於滬股通及深股通。中國財政部及國家稅務總局公布，上海證券交易所及深圳證券交易所 A 股交易印花稅由賣出成交金額的 0.1%下調至 0.05%，調整亦適用於滬股通及深股通。2019 年「零佣金」大戰，引發嘉信理財(Charles SCHWAB)和德美利證券(TD Ameritrade)合併，之後，摩根士丹收購億創理財(E-Trade)。會員交易所(Members Exchange, MEMX)於 2019 年初在紐約成立，由九家銀行、金融服務公司、做市商和零售經紀交易商組成：美銀證券(BofA Securities, 前身 Bank of America Merrill Lynch (BAML))、嘉信理財公司(Charles Schwab Corporation)、城堡投資公司(Citadel LLC)、億創理財(E-Trade)、富達投資(Fidelity Investments)、摩根士丹利(Morgan Stanley)、德美利證券(TD Ameritrade)、瑞銀(UBS)和 沃途金融(Virtu Financial)。自成立以來，MEMX 還獲得了其他九家金融服務公司的投資，包括貝萊德(BlackRock)、花旗集團(Citigroup)、摩根大通(J. P. Morgan)、高盛(Goldman Sachs)、富國銀行(Wells Fargo)和簡街資本(Jane Street Capital)。MEMX 的成立是為了提供一個成本更低、更透明的交換平臺，並考慮到最終使用者。MEMX 試圖打破美國現有巨頭對美股交易平台的壟斷，減少交易成本。2024 年 6 月 17 日作者用手機登入 Google，搜尋香港網上證券買賣服務，見廣告 E-Trade US\$0 佣金(包括網上美國股票，交易型開放式指數證券投資基金(Exchange Traded Fund, ETFs)，互惠(又稱共同)基金和期權)；嘉信理財香港有限公司(Charles SCHWAB)，美國股票 US\$0 佣金，香港網上掛牌股票交易 HK\$0 佣金；富達(Fidelity)美國股票 US\$0 佣金；長橋(Long Bridge)證券投資，美股最低交易佣金 US\$0，港股最低交易佣金 HK\$0，賬戶最低資金要求 HK\$0；東亞銀行證券服務，首 3 個月經電子渠道買賣本地証券及 A 股，HK\$0 佣金；中信銀行(國際)即日起至 2024 年 6 月 30 日，所有客戶入 inMotion「獎賞

Go!」，即可領取「買股票一世免佣!」任務；耀才証券(Bright Smart Securities)真正 0 佣金，一世免佣；Webull，港股一律 HK\$0 佣金；中銀香港証券服務，全年買賣股票 HK\$0 佣金。倘銀行及經紀行買賣証券長期「零佣金」，能否生存？「零佣金」的原因是可能是市場策略，大食細，多數外資証券行是上市公司，財雄勢大，目的是增取市場佔有份額或最終可獨佔市場；其二，吸引大量客戶，集腋成裘，証券行背後多是銀行，將大量存款放母公司銀行作投資。上市証券公司的價值以客戶人數及存款作估算，盈利次之；其三，証券公司跟銀行借平息錢，再貸給所需客戶，賺利息差價，例如做信用交易，又稱保證金交易，俗稱孖展(Margin Trading)和墊頭(抵押)交易，借孖展，客戶必需抵押其存倉股票；其四，以整個集團賺錢為最終目的，子公司銀行賺存戶息差，子公司証券行可打個平手，其主要賺首次公開募股(Initial Public Offerings, IPO)佣金，和保證金交易的貸款。交易印花稅及交易經手費在下調的環境下，銀行及經紀行有條件將佣金下調至零。此文，早有窺探其發展方向。

本文撮要

本研究的目的是研究香港的網上証券交易服務。零售網上交易對網上經紀商總營業額的貢獻繼續上升，在 2013/14 年度達到 29%。然而，反洗黑錢和反恐怖主義融資的國際標準是由金融行動特別工作組制定的。我們預計客戶開戶程式（尤其是反洗黑錢）無法同時滿足美國証券交易委員會和香港証券及期貨事務監察委員會的監管機構要求。一些網上經紀公司將關閉其在香港的業務。

1. 引言

自 1995 年第一家電子經紀公司開設虛擬大門以來，自己動手的網上(又稱在線、上線、線上)投資者(do-it-yourself online investors)數量以驚人的速度增長。今天，有超過 50 家網上經紀公司可以在美國開立帳戶。美國市場競爭激烈。網上証券交易由四家經紀商主導。為了保持高增長，德美利証券(TD Ameritrade)、OptionsHouse、億創理財(E-Trade)和史考特(Scottrade)等大型網上經紀商正在尋求將在美國收集的網上交易專業知識和品牌實力輸出到國外。1999 年，香港股票市場非常分散，每天有 600 多家經紀商進行約 100,000 筆交易。香港聯合交易所有限公司(聯交所)的調查顯示，這些經紀的主要業務是向客戶提供代理服務，因此從股票經紀業務賺取的佣金是他們的主要收入來源。1999 年，香港的網上交易業務還處於起步階段。當聯交所於 2000 年底推出第三代自動對盤及成交系統(AMS/3)時，提供一個直通式交易平臺，允許投資者隨時隨地通過移動電話和互聯網等渠道下訂單。主板(main board)和創業版(Growth Enterprise Market, GEM)的交易是通過自動對盤及成交系統(AMS)進行的，該系統顯示真實價格資訊，並按價格及時間自動匹配買入或賣出訂單。系統 AMS/3.8 於

2011年12月5日推出。AMS/3.8系統升級旨在實現每秒30,000個訂單的初始容量（必要時可擴展至每秒150,000個訂單），以及平均9毫秒的訂單處理延遲，以顯著提升證券市場基礎設施的容量和性能。本研究的目的是研究香港的網上證券交易服務。本文的組織結構如下。第2節回顧了相關文獻，隨後第3節探討了香港的網上證券交易，最後一節是結論。

2. 文獻回顧

Feng 等（2014）發現，當證券經紀人的網上交易系統具有適當的網站品質時，使用者的感知有用性就會增加。當網站品質滿足使用者的需求時，使用者在操作系統時更有可能感到安心。當使用者對系統的有用性產生感知時，他們將對使用它持積極態度。如果使用者認為該系統易於操作，他們將更有可能接受該系統。如果使用者對使用系統有積極的態度，他們會更傾向於使用系統。技術進步帶來的證券市場範式轉變似乎受到投資者的歡迎。據估計，美國約有4000萬人使用電腦交易股票和其他金融工具，因為它們的效率很高。另一個說明投資者對使用互聯網進行股票交易的熱烈歡迎的國家是韓國（Mandocdoc, 2013）。Rossignoli 等（2013）認為，義大利市場經歷了網上交易的爆炸式增長，銀行分行不再是客戶用來執行交易的獨特或優惠管道。因此，他們可以確定哪些業務模式正在興起和整合，技術的作用（例如 Web 2.0），以及適合銀行新興需求的內判和外判模式(in- and outsourcing models)。Srivastava（2011）發現，印度有幾家領先的公司參與網上股票交易。ICICIDirect、Sharekhan、AnandRathi、Geojit securities、Indiabulls、Religare、Kotak Securities、Motilal Oswal Securities、Reliancemoney、India Infoline.com Securities limited 和 IDBI Paisabuilder，都是印度網上股票交易的主要參與者。通信和資訊技術部認為，數字商務的效用和相關性可以通過以下事實很好地理解：印度約有6000萬互聯網使用者，其中近三分之一通過互聯網進行金融交易。Montazemi 等（2008）表明，嵌入式人際關係(embedded interpersonal ties)的市場結構使參與者能夠利用信息不對稱(information asymmetry)獲利。因此，在目前的固定收益市場結構中強加純電子交易系統，與目前為做市商和機構投資者之間的大額交易制定的公司間市場規範和業務流程不符。Teo 等（2004）得出結論，新加坡近80%的互聯網股票交易受訪者更喜歡使用互聯網進行交易，而不是傳統的交易方式。股票經紀公司可以提供安全和優質服務保證，以鼓勵採用。例如，如果安全漏洞不是客戶的過錯，經紀公司可以賠償客戶遭受的損失，或者至少限制客戶的責任金額。事實上，一些券商已經實行了這一點，因為形象和信任對於一般的股票交易，特別是互聯網股票交易至關重要。Yang 和 Fang（2004）指出，除易用性外，導致網上客戶滿意度的主要服務品質與傳統服務密切相關，而導致不滿意的關鍵因素則與資訊系統質量有關。此外，在次維度層面(sub-dimensional level)確定了滿意和不滿意的主要驅動因素。Konana 等（2000年）發現，關於電子經紀公司是否提高了市場效率並增強了社會福利，存在著比比皆是的問題。電子經紀提供了便利，鼓勵投資者參與，並降低了前期成本。從長遠來看，它們也可能反映出市場效率的提高。但從短期來看，許多問題仍未得到解答，包括透明度、投資者錯位的信任(misplaced trust)、投資激勵機制不協調以及非理性的投資行為。Cohen（2000）透露，美國主要的網上經紀商之一 DLJ-Donaldson, Lufkin 和 Jenrette 與日本住友銀行領導的集團建立了合資企業，包括住友(Sumitomo)和大

和(Daiwa)集團公司。這家銀行仍處於重組和整合大和證券公司的陣痛中。選擇不當的名字「DLJdirect SFG」肯定會在住友和大和弄清楚如何合作後被其他名稱取代。Klein 等（2000 年）發現，許多人不再願意支付全方位服務佣金中包含的溢價，但還沒有準備好單獨支付投資建議。這些投資者的定價應基於他們的資產水準或「隱性」收入，這些收入來自消費者通常看不見的費用。隱性收入來自以下來源：利差(interest rate spreads)，即機構以高於其存款支付的利率放貸；共同基金費用(mutual-fund trailers)，基金支付給經紀人的費用，基於經紀人存放在他們那裡的資產；銷售專有產品；和推薦費。或者，投資者可以支付月費或年費以獲得投資建議以及有限數量的交易。成功地將他們的投資建議描繪成專業服務的公司，甚至可以按小時向客戶收費。

3. 香港 網上證券買賣

我們研究了美國和韓國的經紀商，他們是北美和亞洲的先行者，自 1995 年初和 1997 年初以來就開始了網上證券交易。自 2000 年底以來，香港市場已為推出網上服務作好準備。美國和韓國市場的觀察和經驗可能為香港市場提供有價值的指導。聯交所於 1998 年底發起一項關於「互聯網平臺上網上服務的發展」的研究，由麻省理工學院斯隆管理學院(Sloan School of Management)高級講師 Henry Birdseye Weil 教授進行。該研究建議「通過積極擁抱和利用互聯網技術」，聯交所(SEHK)將引領虛擬股票市場(virtual stock market)的發展，並將自己定位為主要證券交易所之一。根據香港 T.D. Waterhouse 董事總經理 Karen Buck 的說法，吸引客戶上網有四個主要好處：授權客戶擁有控制權、方便下訂單、節省經紀人成本和快速執行訂單。在 AMS/2 階段，尚無兩個關鍵優勢。它們是執行速度和經紀人節省成本導致的佣金費用減少。然而，隨著 AMS/3 自動執行系統的引入，以及 2002 年 4 月 0.25% 最低經紀佣金的放鬆管制，將會演變一個層面。早在 1995 年初，美國就是網上交易的先行者。在亞洲，韓國是先行者，兩年後才開始。香港市場已於 2000 年底推出網上服務。香港的經紀商可能會從美國和韓國市場的經驗中受益（見表 1）。

表 1 美韓網上證券交易體驗

	這年 開始	去年 增長	市場 佔有率	互聯網 經紀商 數目	頂級 經紀商	佣金 減少
美國	95'	32% (1)	40% (3)	160	6 / 80%	70% (5)
韓國	97'	410% (2)	60% (4)	29	5 / 65%	85% (6)
(1) 網上帳戶 1998' - 99'				(4) 總交易量 2000 年中		
(2) 1998'- 99' 網上帳戶的百分比				(5) 1996' - 98'		
(3) 紐約證券交易所和納斯達克訂單流 2000 年代中期				(6) 1998' - 99'		

資料來源：由 Hon 和 Hon（2001 年，第 15 頁）根據證券及期貨事務監察委員會關於互聯網交易的研討會 2000 年的材料彙編而成。

有多家經紀商為客戶提供網上交易服務。只有少數擁有大量資本、管理和 IT 投資專業知識的大型企業在市場上佔主導地位。成功的網上交易在很大程度上依賴於保持尖端技術。這種技術的發展既複雜又耗時，但規模經濟卻很大。美國主要參與者分析如下（見表 2）：

表 2 2000 年美國主要參與者

	Schwab	E-Trade	TD Waterhouse	Fidelity	Ameri Trade	Datek
每日交易數目 (Trades per day)	293,318	214,573	182,336	156,583	129,709	121,261
佔市場份額 (Market Share)	21.4%	15.7%	13.3%	11.4%	9.5%	8.8%

資料來源：Hon and Hon（2001 年，第 16 頁），摘自 US Bancorp Piper Jaffray Inc 2000 年第一季度。

網上交易有助於大型經紀商節省成本，因為後台(back office)的大量手動工作減少了。這為降低佣金費用提供了空間，以執行最終使客戶受益的交易。此外，美國市場客戶的佣金費用也放寬了。韓國自 1999 年以來廢除了最低佣金規則。美國和韓國的網上經紀商為了獲得市場份額而進行了佣金「價格戰」，但隨著實力較弱的經紀商退出或被迫與其他經紀商合併，佣金已經穩定下來。美國六大經紀商的佣金費用比較如下（見表 3）：

表 3 2000 年美國六大經紀商的佣金比較

截至 2000 年 3 月	Schwab	E-Trade	Fidelity	Ameri Trade	DLJ	TD Waterhouse
交易 800 股的佣金	\$29.95	\$14.95	\$25	\$8	\$20	\$12

資料來源：Hon and Hon（2001 年，第 17 頁）來自 E-TRADE 在線投資指南。

Ody（2011）發現，富達（Fidelity）和德美利證券（TD Ameritrade）在 2011 年 14 家頂級折扣店的排名中排名第一。從佣金到客戶服務，再到客戶是否可以在海外購買股票，對於決定誰最終名列前茅至關重要。普通投資者似乎從 2007-09 年殘酷的熊市中吸取的教訓，專業人士亦可以很容易地賠錢。一個推論是，降低成本至關重要。因此，許多人決定將投資掌握在自己手中。1999 年，香港股票市場非常分散，超過 600 家聯交所(SEHK)經紀商每天進行約 100,000 筆交易。似乎沒有人擁有強大的市場份額，也沒有人真正建立起任何重要的淨存在。證券及期貨事務監察委員會（證監會）於 1999 年 9 月及 2000 年 4 月就香港網上交易進行的兩項正式調查已公佈。我們參考了調查的主要結果，以及一些本地報紙、商業雜誌的市場新聞，以及與市場分析師的討論，回顧了截至 2000 年 12 月的網上市場情況（見表 4）。

表 4 香港網上市場情況

	這年開始	去年增長	市場佔有率	互聯網經紀商數目	頂級經紀商	佣金減少
香港	1998	480%	1.3%	28	4 / 83%	----

資料來源：Hon and Hon（2001，第 18 頁）證監會截至 2000 年 4 月 30 日對香港網上交易的調查

香港股市已經成熟。股票（證券產品）包括股票（即上市公司的股份）、認股權證、牛熊證、交易所買賣基金（ETF）、房地產投資信託基金（REITs）、債券及其他在香港交易所上市或買賣的現貨市場產品。香港交易所（2015a）報告稱，2014 年網上股票交易商的上升趨勢仍在繼續。2014 年，網上股票交易員佔所有股票交易員的 73%（高於 2011 年的 69%），為有記錄以來的最高水準。在網上股票交易者中，一直網上交易的比例繼續增加——2014 年為 75%，比

2011 年的 73% 進一步上升。一名典型的網上股票交易員年齡為 44 歲，大專或以上學歷，個人月收入約港幣 22,500 元，家庭月入息港幣 45,000 元。網上股票交易者往往擁有較年輕的個人和受過高等教育和較高工作地位的個人，個人月收入和家庭收入較高。總體而言，在線股票交易員貢獻了股票總交易價值的大部分（78%）。在 2013/14 年度，有 247 家聯交所參與者（佔所有回應的參與者 57%）表示（港交所，2015b）為網上經紀，而 2012/13 年度則有 250 家參與者或 55% 的受訪參與者。在 2013/14 年度，零售網上交易的隱含價值上升了 19%，而總市場成交量則增長了 5%。零售網上交易佔散戶投資者交易總額的 38%（2012/13 年度為 39%），佔市場總成交額的 9%（2012/13 年度為 8%）。零售網上交易對網上經紀商總營業額的貢獻繼續上升，在 2013/14 年度達到 29%。反洗黑錢和反恐融資的國際標準由金融行動特別工作組（Financial Action Task Force, FATF）制定。作為反洗黑錢特別工作組的成員，香港執行這個政府間機構為打擊洗黑錢和恐怖分子資金籌集而提出的建議。在香港，處理洗黑錢和恐怖分子資金籌集的法例包括：《打擊洗黑錢及恐怖分子資金籌集（金融機構）條例》、《販毒（追討得益）條例》、《有組織及嚴重罪行條例》和《聯合國（反恐措施）條例》。《打擊洗黑錢條例》於 2012 年 4 月 1 日生效，對金融機構規定了有關客戶盡職調查和記錄保存的要求，而《打擊洗黑錢條例》、《打擊恐怖主義條例》和《反恐條例》則要求報告有關洗黑錢或恐怖主義融資的可疑交易。居住在香港的市民可以自由地尋找和利用互聯網提供的金融服務和產品。然而，提供該等服務及產品可能屬於證監會的職權範圍，因此會引發監管關注。證監會不會試圖規管在香港境外和通過互聯網進行的活動，但該活動並非針對居住在香港的人士，並且不會損害香港投資公眾的利益或香港的市場誠信（證券及期貨事務監察委員會，2013 年）。如果投資者想尋找香港最便宜的經紀商購買香港股票，本地公司的現行率約為 0.15-0.3%，最低為 80-100 港元。然而，廣告中最低的是美國盈透證券集團的本地分部，為 0.088%，最低為 18 港元，而渣打銀行則為 0.2% 的網上收費和 0.3% 的電話收費，沒有最低收費。網上交易是成熟的行業，預計香港的利潤會較低。原因是個人電腦和互聯網使用普及率，處於飽和階段，市場基礎設施成熟，主導者（如中銀國際證券、星展唯高達、滙豐銀行、凱基證券、輝立證券香港）、委員會重新監管、該地區的技术成熟度（即 AMS/3.8）和客戶開戶程式（尤其是反洗黑錢）無法同時滿足美國證券交易委員會和香港證券及期貨事務監察委員會的監管機構的要求。我們預計一些網上券商將關閉其在香港的業務。

4. 結論

本研究的目的是研究香港的網上證券交易服務。服務和產品的需求、市場接受度正處於滲透飽和階段。香港的網上證券服務市場已趨於成熟。反洗錢和反恐怖主義融資的國際標準由金融行動特別工作組制定。客戶開戶程式（尤其是反洗黑錢）無法同時滿足美國證券交易委員會和香港證券及期貨事務監察委員會的監管機構的要求。一些在線經紀公司將關閉其在香港的業務。然而，系統在安全性、可靠性、容量和應急方面的完整性仍然是監管機構和客戶最關心的問題。為加強對投資者的保障，亦應妥善處理客戶協定的澄清、向客戶發出的顯著警告資訊及客戶優先權等問題。局限性在於該研究基於文獻材料；為了進一步調查，對參與商業模式實施的關鍵人物進行深入訪談可能會有所說明。

參考書目

- Cohen, A. (2000). Betting the House? Mutual Funds Go Online in Japan. Japan Inc. January, 26-30.
- Feng, T.T., Tien, C., Feng Z.Y. and Lai, P. J. (2014). Web Site Quality and Online Trading Influences on Customer Acceptance of Securities Brokers. Asia Pacific Management Review, 19(1), 25-45. DOI:10.6126/APMR.2014.19.1.02
- Hon, K. and Hon, D. (2001). The Readiness of Launching Online Securities Trading Service in Hong Kong. Working Paper Series, Economics Department, Hong Kong Shue Yan College, December, 1-29.
- Hon, T.Y. (2015). An Overview Online Securities Trading Service in Hong Kong. Journal of Economics Bibliography. 2(4), 201-207.
- Hong Kong Exchange and Clearing Limited (2015a). HKEx Retail Investor Survey 2014. Research and Policy, 1-66.
- Hong Kong Exchange and Clearing Limited (2015b). Cash Market Transaction Survey 2013/14. February, 1-18.
- Klein, C. J., Malik, N. and Warren, D. (2000). Beyond Day Trading. The McKinsey Quarterly, 3, 34-41.
- Konana P., Menon, N.M. and Balasubramanian, S. (2000). The Implications of Online investing. Communication of the ACM, 43(1), 35-41.
- Mandocdoc, D.K.C. (2013). A Complement to the Technological Change in the Exchange: Distressed Securities Market Participants and Investor Protection. Ateneo Law Journal, 57, 1202-1218.
- Montazemi, A. R., Siam, J.J. and Esfahanipour, A. (2008). Effect of Network Relations on the Adoption of Electronic Trading Systems. Journal of Management Information Systems, 25(1), 233-266.
DOI 10.2753/MIS0742-1222250109
- Ody, E. (2011). The Best of the Online Brokers. Kiplinger's Personal Finance, 34-37.
- Rossignoli, C., Zardini, A. and Cantoni, F. (2013). When Customer Behaviours Change, Should Banks' Approaches to Online Trading Stay the Same? Journal of Internet Banking and Commerce, 18(2), 2-16.
- Securities and Futures Commission (2013). CIS Internet Guidance Note, (Guidance Note for Persons Advertising or Offering Collective Investment Schemes on the Internet), April, second edition, 1-7.
- Srivastava, S. (2011). Impact of Internet Growth on the Online Stock Trading in India. Journal of Internet Banking and Commerce, 6(3), 1-10.

Teo, T. S. H., Tan, M. and Peck, S. N. (2004). Adopters and Non-adopters of Internet Stock Trading in Singapore. *Behaviour & Information Technology*, 23(3), 211-223.
DOI: 10.1080/01449290410001685402

Yang, Z. and Fang, X. (2004). Online Service Quality Dimensions and Their Relationships with Satisfaction A Content Analysis of Customer Reviews of Securities Brokerage Services. *International Journal of Service Industry Management*, 15(3), 302-326.
DOI 10.1108/09564230410540953

免責聲明

本章是同作者在以下期刊上發表的文章的翻譯及延展版本。

經濟學參考書日期刊(*Journal of Economics Bibliography*), 2(4), 201-207.2015 可下載於：

<https://journals.econsciences.com/index.php/JEB/article/view/553/639>