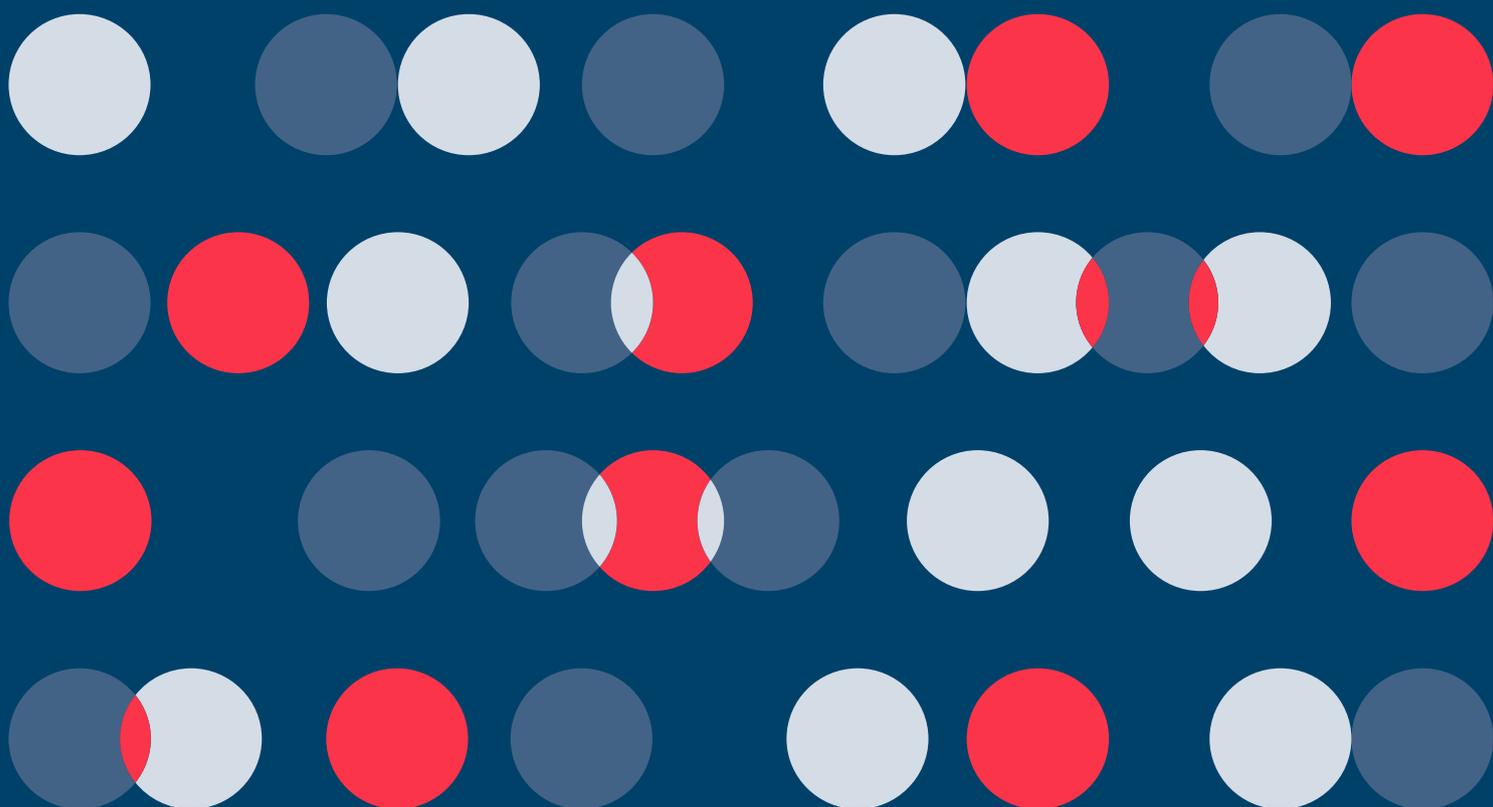


2020年1月

研究報告

證券持有系統與「穿透式」市場監管的國際經驗



目錄

頁數

摘要	1
1. 背景：滬深港通系統差異帶來的問題	2
2. 持有證券的基本模式	3
3. 若干其他市場的證券持有系統	6
3.1 澳洲	6
3.2 中國內地	7
3.3 歐洲聯盟（歐盟）	8
3.4 香港	9
3.5 印度	10
3.6 韓國	11
3.7 新加坡	11
3.8 台灣	12
3.9 美國	13
4. 透過代理人戶口持有證券的好處	14
5. 「穿透式」市場監管的全球趨勢	14
6. 「滬深港通」：取法平衡	18
6.1 滬深港通北向交易投資者識別碼模式	19
6.2 對跨市場監察的意義	20
7. 總結	20
附錄：若干主要交易所市場（股本證券）的證券持有及投資者身份識別的概覽	22
簡稱	24

摘要

為提升滬深港三地交易所股票市場互聯互通計劃（簡稱「滬深港通」）下香港及中國內地跨境市場監察工作的效率，有關機構於2018年9月26日就「北向交易」（即香港及國際投資者透過香港的市場基礎設施在上海證券交易所及深圳證券交易所買賣合資格證券）推出新的投資者識別系統（「投資者識別碼模式」）。2019年10月，內地與香港兩地的監管機構聯合發布公告，宣布即將為「南向交易」（即內地投資者透過內地的市場基礎設施在香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）買賣合資格證券）實施投資者識別制度。同年12月，內地兩家證券交易所分別發布其滬/深港通實施辦法的修訂本，而聯交所則於2020年1月發布其經修訂的「交易所規則」，全部將於2020年1月13日實施，為「南向交易」推行投資者識別制度。

由於內地與香港的市場架構、操作模式及法律制度均有所不同，香港的投資者識別碼模式的蘊釀以至推行在兩地引起了極大爭議。有關爭議主要圍繞着採納內地市場的「穿透式」投資者戶口模式，還是依從香港市場所採用的多層級存管系統（使用代理人戶口）。

在全球不少市場（尤其是已發展市場，包括香港），使用代理人戶口持有證券十分普遍。這種間接持有方式的系統的優點在於結算效率及妥善保管證券。這些市場各有自己的架構及慣例，亦有行之經年、與代理人戶口系統相配套的規則和規例。而在此同時，這些市場的監管機構都設法在市場效率與投資者保障及維持市場持正操作之間取得平衡，力求兩方面兼顧。

隨著證券交易科技的不斷發展，加上全球投資者在各式各樣市場及產品類別的交易活動越來越多兼錯綜複雜，市場監管機構要偵測市場舞弊又或確保市場持正操作都愈發不容易，挑戰重重。故此，全球市場漸見趨向採用「穿透式」市場監管模式，中介人每宗買賣盤及交易均須確認到客戶（即最終投資者）的身份。每個採用這模式的市場會因應本身的市場架構及慣例而設計出毋須對其架構及慣常做法作出根本性改變的「穿透式」模式，並加以採納。若善加管理，代理人戶口系統將依舊是極高效及先進的證券持有系統，而且，由託管銀行提供的代理人服務及其他服務還有助客戶接觸並參與全球金融體系，連接上資產管理人、經紀及其他中介人，以至中央證券存管處等金融市場公共服務商。他們在行業內所提供的多元化服務，俱有助推動現代全球金融市場發展出各種各樣極其高效的金融活動。

個別司法權區具體採用怎樣的監管模式才有所裨益，須視乎其市場架構及慣常做法，以及法律規定。香港市場為「滬深港通」的「北向交易」所採用的投資者識別制度（及「南向交易」會採用的類似制度）可謂屬於「穿透式」，旨在於跨境市場監管要求與歷史悠久而又有別於內地的香港市場架構之間取得平衡。

1. 背景：滬深港通系統差異帶來的問題

2014年11月「滬港通」及2016年12月「深港通」先後開通後，內地與香港證券市場前所未有地達成跨境互聯互通。透過「滬港通」，海外投資者可通過香港市場的交易、結算及交收平台買賣於上海證券交易所（簡稱「上交所」）上市的合資格股票（是為「北向交易」），而內地投資者可通過內地市場的交易、結算及交收平台買賣於香港交易及結算所有限公司（簡稱「香港交易所」）旗下證券市場營運機構香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）上市的合資格股票（是為「南向交易」）。「深港通」則是聯交所與深圳證券交易所（簡稱「深交所」）之間的同類機制。（「滬港通」及「深港通」於下文合稱「滬深港通」。）

事實上，內地和香港兩邊市場在不少層面上均有很大差異，包括監管架構、交易系統、清算及交收系統以及證券存管、託管及登記系統。但兩地市場的基礎設施在「滬深港通」機制下建構出來的「互聯互通」平台，卻成功連接了兩方市場，兩邊投資者都不用適對方市場的做法。不過，市場營運上的便利及效率，同時帶來了市場監管上變得複雜的問題。對於偵察和處理如市場操控等不當行為，兩邊市場的監管機構除了要監察本地市場的參與者外，還須監察來自對方市場投資者的本地市場交易活動。

現在透過「滬深港通」進行的南北向交易量均不斷上升，涉及跨境交易活動的市場監察及監管工作越來越重要。「北向交易」的平均每日成交額（買入及賣出總額）由2014年的人民幣55.84億元，上升超過兩倍至2018年的人民幣204.10億元，佔內地A股市場平均每日成交額的百分比由2014年的0.56%升至2018年的2.75%¹。「南向交易」的平均每日成交額由2014年的9.29億港元升至2018年的127.07億港元，升幅達13倍，佔香港主板市場平均每日成交額的百分比由2014年的0.51%升至2018年的5.94%²。

一個市場的基礎設施系統，除要切合市場參與者對操作效率及市場透明度的需要外，一般都會因應市場監管要求而設計調整。全球各個市場的市場慣例及監管模式各有不同，因此各自的基礎設施系統設計亦通常不一。此外，市場監管者與市場使用者的期望亦未必一致，始終彼此的目標及利益有異，例如在市場透明度方面，投資者向交易員落盤下單或不想向市場顯露其身份，而監管者卻可能為了密切監察市場而要求提供投資者的詳細資料。

中國內地及香港股市的發展歷史在時間上及本質上均非常不同，因此雙方市場的慣常做法及監管模式亦大相逕庭。證券存管、託管及登記方面，兩邊市場各有單一中央存管公司，但職能角色上有若干差異。內地的中央證券存管處為中國證券登記結算有限責任公司（簡稱「中國結算」），於2001年3月成立作為上交所及深交所證券交易的中央結算所³。內地證券發行已實行「非實物化」，無紙化股份於發行時及交易結算後於中國結算存管及登記。內地市場採用「穿透式」的市場監管模式，投資者須以真實姓名在中國結算開立投資者戶口。中國結算雖與投資者沒有直接關係（投資者的證券賬戶是由其經紀（即證券公司）管理），但有齊投資者戶口內所持有證券的全部紀錄，且每次輸入買賣盤均須附有投資者於相關證券交易所的證券子戶口號碼。這樣，上交所及深交所的前線監管人員以至市場監管機構（即中國證券監督管理委員會，簡稱「中國證監會」）均可直接檢視每名投資者的交易活動。

在香港，其中央證券存管處為香港中央結算有限公司（簡稱「香港結算」），屬香港交易所旗下附屬公司，是香港交易所證券市場交易的中央結算所。與內地市場不同的是，香港的投資者戶口不是強制性的，開戶與否是投資者本身的選擇。所持證券會由本身是香港結算參與者的經紀或託管商保管。託管商參與者亦可代表其他託管商持有證券。**香港的多層託管系統**（事實上

¹ 資料來源：根據香港交易所「北向交易」的每日數據以及上交所及深交所的每月市場統計數據計算。2014年的交易期由「滬港通」實施日期（2014年11月17日）開始計；「深港通」及相應深圳A股市場的數據由「深港通」實施日期（2016年12月5日）開始納入計算。「北向交易」的買入及賣出總額減半以作為單邊交易額，用於計算其佔整個市場單邊成交額的百分比。

² 資料來源：根據香港交易所「南向交易」的每日數據以及整體市場的每月統計數據計算。「南向交易」的買入及賣出總額減半以作為單邊交易額，用於計算其佔整個主板市場單邊成交額的百分比。

³ 於中國結算成立前，上交所及深交所的證券交易是由兩所各自的結算所進行清算及交收。由2001年10月1日起，內地統一全國結算系統，在新架構下，中國結算是系統中的基本架構，原始的兩家結算所成了其附屬機構（或分支機構），兩者運作歸於一致。

不少國際市場亦採用此類系統)會隱藏實益持有人(最終投資者)的身份,與內地「穿透」模式並不一致。由於不像內地的市場監管機構般能直接監察投資者的交易活動,香港的市場監管機構(即證券及期貨事務監察委員會,簡稱「香港證監會」)處理市場監管及監察工作時,一般是要求個別經紀識別相關客戶、買賣盤及交易來取得交易資料。

內地與香港市場這些在監管及操作模式上的差異,為「滬深港通」交易活動的跨市場監管工作帶來困難。有如香港證監會行政總裁所述⁴,證監會要向經紀取得客戶交易資料的慣常做法對證監會的內部資源乃至整個行業均造成壓力,具體而言,對於全球投資者透過「滬深港通」進行的內地證券交易,內地監管機構未能獲取對其監察工作有幫助的相關數據,香港監管機構亦同樣未能得到可助其辨識南向機構投資者身份的數據。

於是,香港證監會與中國證監會著力為「滬深港通」發展新的投資者識別系統,讓兩地的監管機構均可在客戶層面上直接、實時地監察跨境買賣盤及交易。2018年9月26日,北向交易的新投資者識別系統正式實施(此模式的詳情見第6節)。

基於內地與香港雙方的市場架構、操作模式及法律制度均有所不同,這個新投資者識別碼模式的推行在兩地引起了極大爭議。部分人士覺得香港市場要採用內地「穿透式」的投資者賬戶模式,認為香港的多層級存管系統在識別投資者方面缺乏透明度,使市場難以監管;相反地,國際投資者普遍擔心在不使用代理人戶口的內地「穿透」模式下的個人私隱問題,而使用代理人戶口正是國際慣常做法⁵。

事實上,內地證券市場三十年來不斷因應境內本土市場及參與者的特徵而調適發展,今天其市場模式已然跟國際市場普遍所見非常不同。雖說硬要不同模式彼此一歸於致實在不切實際,但環顧國際,可見各地市場監管機構已趨向採用類屬「穿透式」的模式去監管投資者的交易活動,以提升監管效率和效能。有關國際做法及近期趨勢的討論見於下文第2至5節。

2. 持有證券的基本模式

全球資本市場的證券交易有過百年歷史。隨著資本市場的發展,交易量不斷增加,持有證券的模式亦由「直接持有系統」演變為「間接持有系統」,實物證券亦多不復見,大部分已經非流動化及非實物化。

在**直接持有系統**下,投資者會持有實物證券,並直接行使名下證券所附的一切權利,亦因此沒有託管風險(由中介人託管持有的證券會有遺失的風險)。買賣證券後的交收涉及交送實物憑證。實益持有人(即投資者)對有關證券的擁有權直接登記於發行人的股份登記冊。這表示證券發行人與投資者之間有直接關係,發行人須就公司事宜直接與投資者聯繫,這涉及大量費用及時間。此外,實物證券的保存及交收對投資者而言亦涉高昂成本及風險。為減少風險及保管成本,實益擁有人通常會交由託管商代為持有有關證券,也就衍生出間接持有系統;加上現代股市運作中的證券都是以非流動化及非實物化形式記錄於證券交易所及中央證券存管處,令間接持有系統進一步普及。

在**間接持有系統**下,證券實益擁有人會透過市場中介人(即代理人,包括證券經紀、託管銀行及中央證券存管處)持有有關證券。證券是以市場中介人的名義代表實益擁有人於代理人戶口中持有。股份登記冊上顯示的是代理人之名(而非實益擁有人之名),中斷了發行人與實益擁有人之間的關係。間接持有系統進一步分為**單層持有系統**及**多層持有系統**。在多層持有系統中,最高的一層通常為中央證券存管處,其下各層有各樣的金融服務提供者(例如經紀公司及託管商)以投資者代理人身份行事。通過這種層級持有架構,在一些海外人士難以開立交易戶口的

⁴ 香港證監會行政總裁歐達禮先生在《第八屆泛亞監管峰會》上發表的主題演說,2017年10月10日。

⁵ 資料來源:2017年8月至9月期間的香港媒體報道。

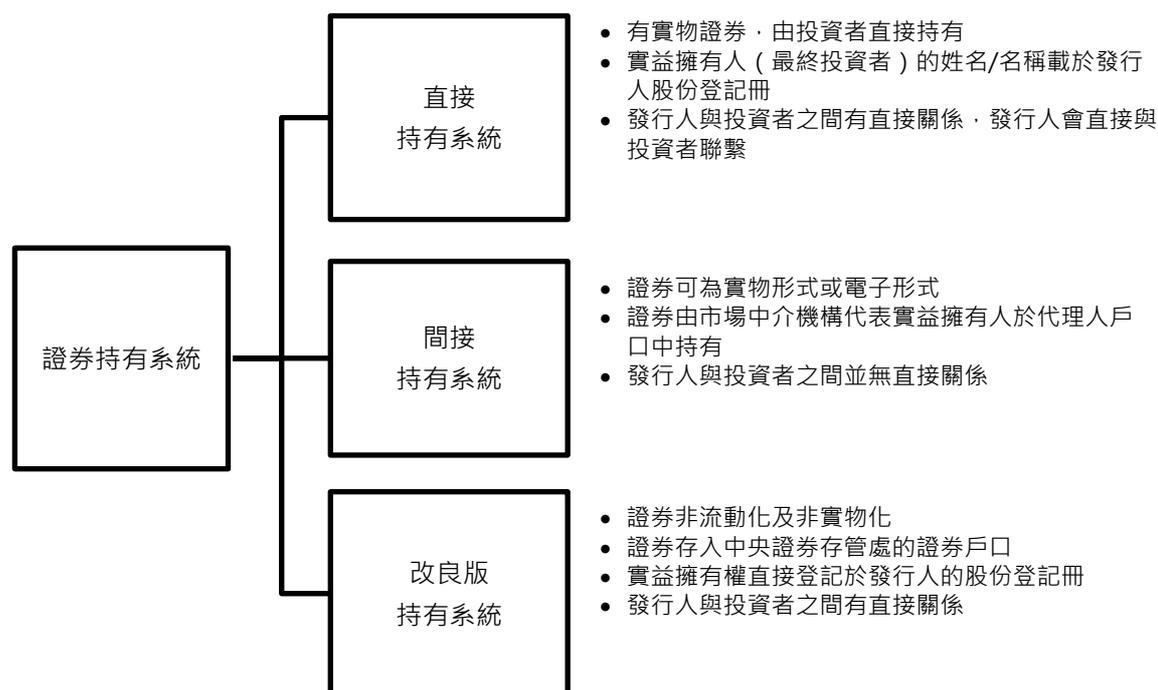
司法權區，投資者也可使用中介機構的代理人服務而在該等本土市場進行投資，這不失為實用便利的模式。

代理人系統大大提升了證券轉移過戶的效率，並降低了證券保管成本。然而，有關系統亦有一些缺陷，可能會損害投資者的利益，例如代理人濫用戶口、操作代理人戶口的中介機構萬一違約失責或破產時如何確認股東權益等。有見及此，市場又衍生出新的系統——**改良版持有系統**：投資者對證券的擁有權會直接登記於發行人的登記冊，但毋須自行持有實物證券⁶。

不論是間接持有系統還是改良版持有系統，有關證券均屬非流動化及非實物化，全部在中央證券存管處（以下簡稱 CSD）的證券戶口內持有。在改良版持有系統之下，投資者可於 CSD 開立個人戶口，任何擁有權變動在證券交收後會登記於發行人的股份登記冊。這即是說，在改良版持有系統下，發行人與投資者有直接關係，一如在直接持有系統下。證券通常以簿記形式直接登記，或以存入 CSD 個人戶口的形式持有，在交易完成交收後，擁有權即透過電子方式更新。很明顯，改良版持有系統既有直接持有系統的擁有權保障，亦有間接持有系統可為投資者提升效率及節省成本的好處。然而，變換至改良版持有系統通常需要大量資源、市場要有一定成熟度及一定程度的科技發展。

圖 1 顯示不同類型的證券持有系統及其特徵，而圖 2 顯示單層持有系統及多層持有系統各自的架構。

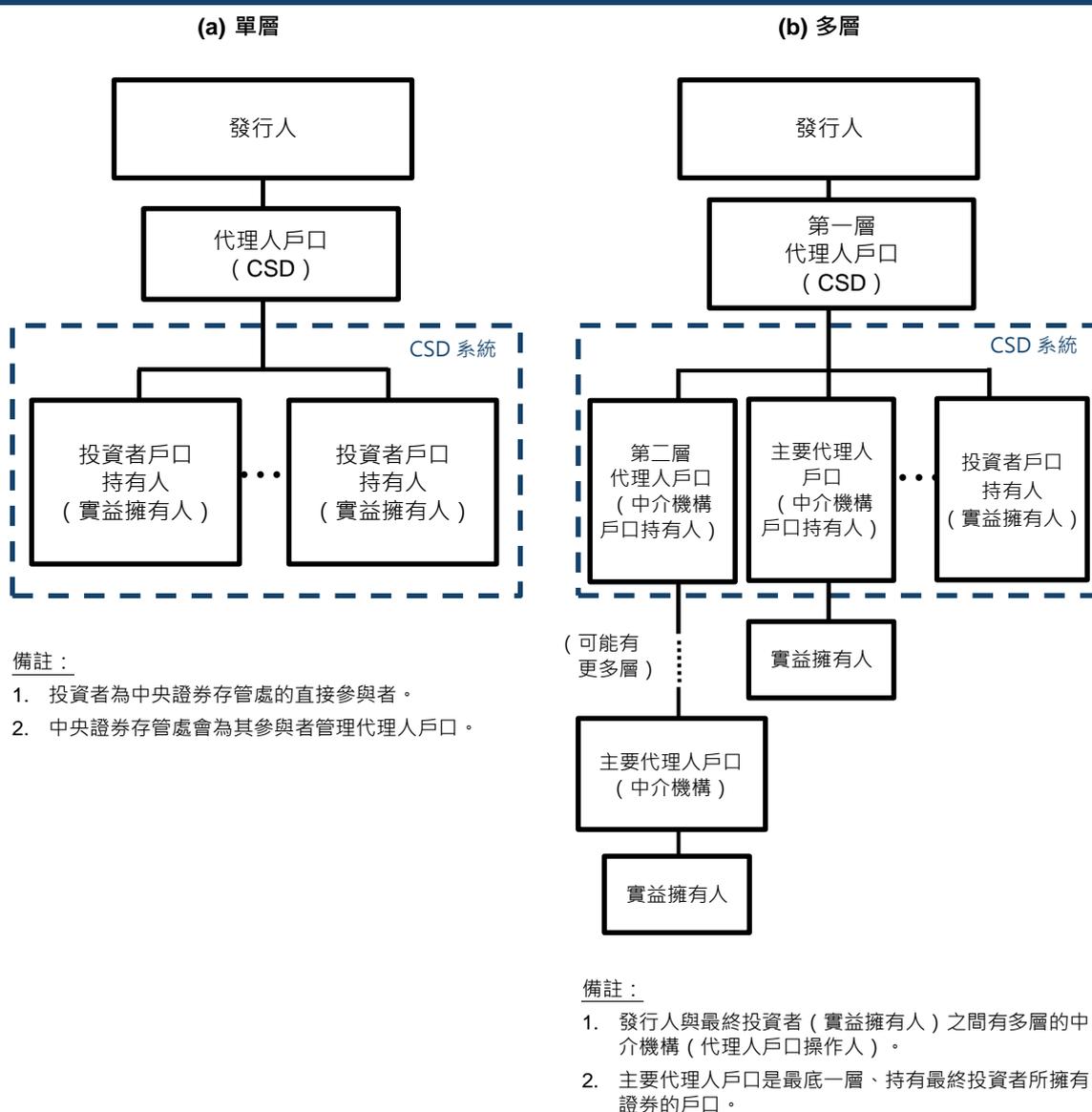
圖 1：證券持有系統的類型



資料來源：《IOSCO EMC 2011 報告》。

⁶ 有關三種證券持有系統的更多資料，請參閱以下報告：《新興市場代理人戶口監管——最終報告》(Regulation of Nominee Accounts in Emerging Markets — Final Report)，國際證監會組織(IOSCO)新興市場委員會，2011年10月(下稱《IOSCO EMC 2011 報告》)。

圖 2：間接持有系統的代理人戶口架構



註：在有 CSD 的現代證券市場操作模式中，CSD 是發行人的股份登記冊上最高一層的代理人。CSD 參與者 (持有 CSD 參與者戶口) 也可作為其客戶投資者的代理人。市場有時會將最高一層的 CSD 代理人戶口不計算在內，而只有單一層的 CSD 參與者戶口 (作為中介機構客戶投資者的代理人戶口) 的架構稱為單層架構。

資料來源：香港交易所分析。

根據國際證監會組織(IOSCO)的資料，間接持有系統在全球市場被廣泛採用，是持有證券的基準系統，若能善加管理、防止濫用，實是極高效及先進的證券持有系統⁷。很多時候，間接持有系統中的代理人戶口操作人是客戶投資者的託管商，就持有及轉移所託管證券提供保管及行政管理服務。表 1 列出間接持有系統的常用詞彙及各方參與人士的角色。然而，個別司法權區或會因應本身市場架構、投資者需求及監管需要等不同因素，從證券持有系統的三種基本模式中採用一種或多種模式，以切合自身所需。

⁷ 資料來源：《IOSCO EMC 2011 報告》。

表 1：間接持有系統所用詞彙及參與方的角色

詞彙 / 參與方	說明
實益擁有人	可享其所擁有證券的所得利益（包括投票權及收取股息的權利）的人士或實體（即使有關證券是以另一名稱所持有）。
中央證券存管處（CSD）	將證券非實物化或將實物證券非流動化、透過於電子賬戶記除資料轉移擁有權，以及承擔證券託管責任（以實物或非實物化電子形式）的機構，幫助提升證券交易的效率，並減低相關風險。
託管商	常稱之為「託管銀行」：為替客戶保管並持有證券（電子或實物形式），以減低證券被盜或遺失風險的金融機構。託管商的職責包括保管證券及處理持股及相關公司行動，並協助實益擁有人行使股東權益（例如投票權）。
證券非實物化	證券沒有實物憑證，其擁有權以電子形式登記。
證券非流動化	證券以非流動化存於 CSD 中，有關證券的交易可透過市場參與者的戶口進行清算及交收，市場參與者毋須交付任何實物憑證。
代理人	所代理客戶的證券在交收後轉入其名下的人士或機構（但證券的真正擁有人仍是其客戶）。
代理人戶口	代理人為代理證券或資產的實益擁有人管理有關證券或資產而設立的一種戶口。代理人戶口可以是為單一名或一組投資者管理。
綜合戶口	又稱組合代理人戶口：主要代理人戶口操作人以單一戶口處理多於一名投資者的集合證券持倉所用的一種代理人戶口。該代理人戶口的操作人會於後勤為每名有關客戶獨立保存其紀錄。

資料來源：《IOSCO EMC 2011 報告》、維基百科、Investopedia。

3. 若干其他市場的證券持有系統

根據 IOSCO 建議的國際標準⁸，證券應最大可能地非流動化或非實物化，並透過在 CSD 賬面過戶轉讓。若採納直接持有系統而 CSD 並非發行人的官方登記過戶處，IOSCO 建議有關證券在 CSD 作轉移後，應要連帶令發行人的正式登記冊上的證券法定所有權亦自動有相應的轉讓⁹。全球大部分的證券市場都遵守這些國際標準，所採用的系統都是相類於間接持有系統或改良版持有系統。下文概述若干主要交易所市場所採納的模式¹⁰。（每個市場的主要特色概覽見附錄。）

3.1 澳洲¹¹

在澳洲，證券持有的登記冊有二——**CHESS 子登記冊**及**發行人保薦的子登記冊**。證券都是非實物化（即沒有於任何一個子登記冊發行紙本股票），即使有少量在澳洲證券交易所（簡稱 ASX）上市的海外公司仍會發行紙本股票。任何一家公司的主要登記冊的內容均包含了在 CHESS 子登記冊及發行人保薦的子登記冊內所登記的合併持股。

CHESS 是由 ASX 集團的全資附屬公司 ASX Settlement Pty Limited 營運的結算所電子子登記冊系統（Clearing House Electronic Subregister System）。CHESS 有兩大功能：便利股份交易的清算及交收，以及為上市公司的股份提供電子登記冊。交易在完成結算後，CHESS 會以

⁸ 十國集團中央銀行的支付暨結算系統委員會(Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS))與 IOSCO 技術委員會(Technical Committee)於 2001 年 11 月聯合刊發的《證券結算系統建議準則》(Recommendations for securities settlement systems)（下稱《CPSS-IOSCO 建議》）。

⁹ 見：CPSS 與 IOSCO 技術委員會於 2002 年 11 月刊發的《〈證券結算系統建議準則〉的評估方法》(Assessment methodology for "Recommendations for securities settlement systems")。

¹⁰ 這裡只集中討論上市股本證券。對於其他證券（例如定息證券及貨幣市場證券），不同市場或有不同的營運模式。

¹¹ 資料來源：ASX 網站資料。

電子方式將股份的所有權或法定擁有權轉移過戶，同時促使參與者之間的股份交易中的相關款項經參與者各自銀行進行款項轉移（貨銀兩訖交收）。CHESS 參與者類別包括經紀、託管商、機構投資者，以及為本身或客戶代理完成其買賣交收的代理人。

要在 CHESS 子登記冊內持有股份，投資者須與獲授權的 CHESS 參與者訂立保薦協議，由其擔任「CHESS 保薦人」（通常是股票經紀或交收代理人，例如託管商），代投資者在 CHESS 子登記冊內管理其持股。股份會以投資者的名義持有，所有證券的持股均存放於同一個賬戶中，而每個賬戶有其獨一無二的持有者識別碼（HIN）。投資者可透過多個 CHESS 保薦人持有股份，但會就每個 CHESS 保薦人獲發不同的 HIN。ASX Settlement 會向投資者發出獨立的持股報表，讓他們追蹤名下登記於 CHESS 的持股。投資者的資料（例如登記名稱及地址）如有變動，須知會 CHESS 保薦人。

沒有 CHESS 保薦人的投資者，又或而沒有 HIN 而購入股份的投資者，其持股一概預設為以電子方式登記於發行人保薦的子登記冊。發行人保薦的子登記冊由發行股份的公司管理。大部分公司都委聘股份登記過戶處代為管理其子登記冊。每項經由發行人保薦登記的持股，發行人會向投資者分配獨一無二的證券持有人參考碼（SRN）。換言之，投資者名下所持有的每家發行人的證券有各自的 SRN。投資者若擬買賣這些證券，須向股票經紀發出指示，將證券從發行人保薦的賬戶轉至 CHESS。投資者會就其所持有的每隻證券，收到相關發行人的股份登記過戶處向其發出的持股報表。投資者的資料若有變動，需知會各相關的股份登記過戶處。

因此，澳洲市場是同時採納直接持有系統（透過發行人保薦的子登記冊）及改良版持有系統（透過 CHESS 子登記冊）。不過，運作逾 25 年的 CHESS 系統正進行改革，將會採用由 Digital Asset 開發的分布式記賬技術（普遍稱為「區塊鏈」）處理交易後的工作。新系統預期可提供及時、安全及簡化的渠道，方便發行人取得持有人登記資料、最終投資者可檢視其金融資產，以及其他相關資料。

3.2 中國內地¹²

在中國內地，投資者必須向中國結算實名開立證券賬戶，方可買賣及持有證券。證券以非實物化電子形式存在，並沒有實物股票。開戶程序可透過獲授權的代理人（通常是證券公司）處理。投資者可以是自然人、法人、合夥企業或其他類型（例如不同類型的證券投資產品）。

投資者的證券賬戶是由總賬戶（「一碼通」賬戶）¹³及關聯的子賬戶組成。總賬戶有獨一無二的識別碼連繫子賬戶，投資者名下持股一目了然。每個子賬戶用於記錄投資者參與特定交易場所或特定證券品種的證券持有量及其變動，這些證券或交易場所包括 A 股、B 股、全國中小企業股份轉讓系統（未上市證券的場外交易系統「新三板」）、封閉式基金及開放式基金等。投資者身份資料包括投資者姓名、其身份證明文件類型及號碼。

中國結算負責維護投資者的證券賬戶資料及證券發行人的股份登記冊。股份登記冊載有股東姓名、證券賬戶號碼、持有人的身份證明號碼及地址，以及持股詳情。證券公司與投資者簽訂證券交易結算委託協議前，須先核實投資者的身份及其於中國結算的賬戶資料。投資者所持股份由證券公司代為託管。證券公司本身持有及代客戶持有的股份均存記於中國結算。就監管用途的股東分類包括國家、國有法人、境內非國有法人、境內自然人、境外自然人及境外法人等。

中國結算的登記規則容許將證券登記在名義持有人名下，這樣可在「滬深港通」的運作模式下，讓境外投資者可透過香港代理人持有境內的「滬深港通」合資格股份。代理人可享有作為股東

¹² 資料來源：中國結算及中國證監會的相關規則。

¹³ 「一碼通」賬戶系統於 2014 年 10 月推出。初始之時，中國結算為每名既有投資者開立一碼通賬戶，投資者名下原有的證券賬戶全部成為子賬戶。所有新投資者則開立一個「一碼通」賬戶及各個相應的證券賬戶作交易之用。

的法定權利，同時有相關責任代實益擁有人行使其權利。中國結算有權要求代理人提供有關實益擁有人的詳細資料。

3.3 歐洲聯盟（歐盟）¹⁴

歐盟內許多已發展的西方市場均採用代理人及託管銀行模式這慣常做法。這些託管銀行同時服務散戶與機構投資者。他們代客戶持有證券及處理金融工具的交易（尤其是清算及交收事宜）。當中有些被視為「重大託管商」，因其肩負為全球重量級投資者承擔上述責任的重任，並在很大程度上在其內部先自行執行客戶投資者的交易結算，而非轉交至相關 CSD 處理。因應這市場慣例，歐盟的有關機構對重大託管商有嚴謹規定，並加入額外保障措施，以針對相關情況特有的結算風險。

在歐盟內，歐洲證券監管委員會（Committee of European Securities Regulators，簡稱 CESR）及歐洲中央銀行易（簡稱 ECB）為證券清算及交收訂下多項準則¹⁵，呼應有關證券交收系統的《CPSS-IOSCO 建議》。根據歐盟準則，證券應盡最大可能非流動化或非實物化，透過 CSD 賬面過戶轉讓。而為了保障證券發行的持正操作及投資者權益，CSD 應確保證券的發行、持有及轉讓均以充足恰當的方式進行。負責託管證券的實體應採用可全面保障客戶證券的會計慣例保管程序，客戶所持的證券須免受託管鏈所涉實體的債權人向該等實體提出的申索所牽連。

歐洲絕大部分股份已經非實物化，實物股票已由電子形式的記賬所取代。事實上，《中央證券存管機構管理規例》（Central Securities Depositories Regulation，簡稱 CSDR）¹⁶發出指令，規定於 2023 年 1 月 1 日後發行的可轉讓證券必須非實物化，並將所有可轉換證券一律非實物化的限期訂於 2025 年 1 月 1 日。CSDR 要求各 CSD 與其直接參與者向他們的客戶提供兩種選擇——「綜合」賬戶隔離與個別客戶賬戶隔離。

隨着歐洲市場近一世紀的不斷發展、投資愈趨國際化，採用代理人及子託管的模式愈來愈普遍及重要。由於歐洲的跨境投資愈趨盛行¹⁷，歐洲跨境託管鏈涉及多個中介人的現象十分常見，託管鏈始於 CSD，下至當地託管商、全球託管商，最後是服務最終投資者的中介人。據稱在大型機構投資者的大部分個案中，都牽涉多達四個中介人（包括 CSD）¹⁸。

中介人在 CSD 或其他中介層面中傾向使用「綜合」或「集合代理人」賬戶，用以維護多於一名投資者所持的證券。面向於託管鏈的上一層中介人，這個管理綜合賬戶的中介人的角色便是賬戶內的證券擁有人（投資者）的「代理人」或「信託人」。

按「直接」或「間接」持有系統所呈現的「發行人與投資者」的關係而論，不同歐洲市場有不同的模式¹⁹：

- **直接持有系統，有投資者與代理人賬戶（例如瑞典）**：投資者（不論是瑞典或非瑞典人）可選擇透過自己於 CSD 開立的賬戶（以擁有人名義登記）持有證券，或透過 CSD 會員的託管賬戶持有證券，而該 CSD 會員則於其本身於 CSD 開立的代理人賬戶（以代理人名義登記）持有證券。至於證券的法定擁有人，則會記錄於代理人的賬冊中。瑞典代理人有責

¹⁴ 資料來源：歐洲證券監管委員會(Committee of European Securities Regulators (CESR))及歐洲中央銀行(ECB)於 2004 年 9 月刊發的《歐洲聯盟證券結算及交收標準》(Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union)；歐洲交易後集團(European Post Trade Group)授權的工作小組於 2015 年 12 月刊發的報告《股東身份識別及登記》(Shareholder Identification and Registration)（下稱《2015 年 EPTG 報告》）。

¹⁵ 同上。

¹⁶ CSDR 是 2008 年金融海嘯後歐盟採用的其中一項主要規例，亦是歐洲對整個證券及資本市場架構進行監管改革的其中一步。CSDR 推出新措施授權並監管歐盟各 CSD，希望為歐洲訂立一系列適用於所有歐洲 CSD 及所有市場營運者在證券交收時所須遵守的謹慎、有組織與涉及業務操守的標準。

¹⁷ 正如《2015 年 EPTG 報告》所列，歐洲大型公司常有過半甚至超過 75% 的股東是在該公司本身註冊國以外的地方為註冊地或居籍。

¹⁸ 資料來源：《2015 年 EPTG 報告》。

¹⁹ 資料來源：《2015 年 EPTG 報告》。

任向 CSD 匯報客戶（即相關證券持有人）的資料，讓發行人知悉所有其股東的身份。若股東為非瑞典代理人的客戶，可選擇不讓發行人知道其身份。

- **直接持有系統，雙層登記冊（例如西班牙）**：CSD 維護中央登記冊，管理屬銀行或其他中介人的專業參與者（參與者）所持的賬戶。每名參與者管理以客戶名義持有證券的詳盡登記冊。兩個登記冊均按每日成交及交收數據更新。根據西班牙法例，名列上述任何一個登記冊的人士均屬股東。
- **間接持有系統，單層登記冊（例如德國及法國）**：CSD 只向專業參與者或第一層客戶（例如託管銀行及其他國家的 CSD 等其他金融機構）提供賬戶。本地投資者通常是 CSD 參與者的客戶，非本地的最終投資者則可使用託管鏈的其他銀行。這些託管鏈一般涉及 CSD 與最終投資者之間三、四家中介機構，最多可能有十家，但不多見。在這些情況下，證券多是在託管銀行的綜合賬戶中持有。在某些國家，若涉及行使股東權利，託管銀行須向發行人披露記錄日期當天的最終投資者的身份。
- **間接持有模式，沒有常設登記冊（例如意大利）**：CSD 參與者（多是銀行）為客戶（最終投資者或其他銀行）維護證券賬戶。股份登記冊並非「常設」性質，因為其內容不會按成交及交收數據定時更新，而是當在股東大會等特別場合、CSD 參與者被要求提交最終投資者的資料時，才更新最終投資者（及代理人）的資料。
- **混合持有模式，有常設登記冊（例如英國及愛爾蘭）**：投資者可直接在登記冊內以電子或實物形式持有股份，或透過中介人代為持有。只有名列股份登記冊內的人士方為股東。透過中介人買賣證券的投資者可安排將其名稱直接列入登記冊內。在英國，股份登記冊有部分是由 CSD 維護，此部分的資料會直接反映於發行人的登記冊中，所以行使股東權利時不須提交最終投資者的資料。

3.4 香港²⁰

在香港，投資者多透過經紀及託管商等中介人持有證券作買賣及保管用途。在運作上，CCASS 證券存管處接納參與者存入實物證券（須為獲納入 CCASS 的合資格證券）作交收及安全託管。CCASS 是香港結算營運的「中央結算及交收系統」。投資者（個別人士、聯合個別人士或公司）可申請成為香港結算的投資者戶口持有人。每名投資者戶口持有人獲發一個「全功能」股票戶口，而每名其他參與者則分別獲發一個股票結算賬戶（交收用）及一個權益賬戶（收取權益用）。於 2019 年 9 月底，投資者戶口持有人總數為 25,852 名²¹，只佔全港逾二百萬名股份持有人約 1%²²。

經紀或託管商參與者可為其客戶投資者在香港結算開立「附寄結單服務的股份獨立戶口」。客戶投資者的持股會由香港結算記錄在這些賬戶中，與開戶及管理賬戶的參與者的持股分開處理。客戶投資者會由香港結算提供列明賬戶內持股變動的結單，並直接收到股份過戶登記處發出的公司通訊，包括年報及公司活動通知。然而，香港結算不會視這些客戶投資者為「附寄結單服務的股份獨立戶口」的持有人。於 2019 年 9 月底，「附寄結單服務的股份獨立戶口」合共 1,742 個²³。

在香港交易所證券市場的交易在完成結算後，證券會於 CCASS 電子過戶轉入或轉出結算參與者（中介人）的股份賬戶。在第二層，證券轉入或轉出投資者戶口持有人的股票賬戶，可以由他們自己或透過中介參與者（「結算參與者」、「託管商參與者」、「貸股人參與者」或「股份承押人參與者」）以「投資者交收指示」提出。

²⁰ 資料來源：香港交易所網站。

²¹ 資料來源：香港交易所。

²² 資料來源：香港交易所《個人投資者調查 2014》。

²³ 資料來源：香港交易所。

CCASS 證券存管處所持有的股份以共用代理人 —— 香港中央結算（代理人）有限公司 —— 的名義登記。香港中央結算（代理人）有限公司就這些證券行使股東權利及按參與者的指示行事。參與者可選擇從 CCASS 證券存管處取出實物股票。發行人可要求香港結算提供有關在 CCASS 內持股的詳情，包括投資者戶口持有人的姓名、地址及持股資料。

為向參與「滬深港通」的投資者提供更好的服務，香港結算設有「特別獨立戶口」（簡稱 SPSA）服務。在 SPSA 安排下，投資者可要求「託管商參與者」或「全面結算參與者」（簡稱 GCP）²⁴在 CCASS 開立 SPSA，維護其在「滬深港通」下的「北向交易」，即「滬股通」及「深股通」（統稱「滬深股通」）的證券持股。使用 SPSA 的投資者進行「滬深股通」交易時，無需安排證券從託管人處預先交付予執行交易的經紀。這是因為 CCASS 會先將各 SPSA 於每天開市時的持股記錄在案，並將有關數據複製至香港交易所接入內地交易所的路由引擎「領航星交易平台 —— 中華通」，為所有「滬深股通」的賣盤進行交易前檢查。SPSA 投資者可指定最多 20 名「中華通交易所參與者」（簡稱 CCEP）作為執行其「滬深股通」買賣盤的經紀。SPSA 投資者應透過其指定 CCEP 為其賣盤輸入 SPSA 號碼作前端監控。賣盤執行後，SPSA 投資者只需將相關證券從其 SPSA 轉往指定經紀的賬戶即可進行交收。於 2019 年 10 月，SPSA 合共 9,123 個²⁵。

3.5 印度²⁶

印度的證券有實物股票，但需作非實物化（即轉為電子形式）才可於證券交易所進行買賣。非實物化證券是於國家證券存管處（National Securities Depository Limited，簡稱 NSDL）及中央存管服務（印度）有限公司（Central Depository Services (India) Limited，簡稱 CDSL）兩個存管處的實益賬戶（或「非實物化」賬戶）中持有。證券也可「再實物化」，就是將非實物化賬戶中所持的電子股份結餘轉回實物股票。進行非實物化後，證券發行人（透過其代理人）會將存管處登記為證券的持有人，而投資者則是實益擁有人。

投資者（實益擁有人）可在 NSDL 或 CDSL 的註冊存管參與者（簡稱 DP）開立實益賬戶，並可像銀行戶口一樣隨意取消賬戶。賬戶可與其他人士聯名開立。DP 可以是銀行、經紀、託管人或市場監管者（即印度證券交易委員會，簡稱 SEBI）認可的金融機構。投資者可在同一個或多個不同 DP 處開立多個實益賬戶，並無限制。開戶所需文件包括身份證明（大多數是 PAN 卡）及地址證明。「PAN」指 Permanent Account Number，此乃印度所得稅部門（Indian Income Tax Department）向於印度 1961 年所得稅法項下每一個可識別司法實體發出的永久賬號，是一組獨一無二的十位字母加數字的識別碼。PAN 卡以啞膠卡形式發出。PAN 卡亦向持有效簽證的投資者等外國國民發出。

存管處與投資者之間的聯繫透過 DP 間接進行。開立了非實物化賬戶的投資者會獲發客戶賬戶號碼及客戶身份號碼，進行證券交易時需與 DP 號碼一併使用。證券交易的交收是透過各存管處的 DP 開立的結算會員賬戶之間電子轉賬過戶；證券會由賣方客戶的賬戶轉入結算會員的賬戶，以於結算所（例如印度國家證券交易所（簡稱 NSE）的 NSE 結算所）進行交收，待結算所交付證券後，證券便會從結算會員的賬戶轉至買方客戶賬戶中。這些轉賬全部都是按客戶發給 DP 的交付指示（可能是常規指示）執行。客戶亦可透過其託管商進行交收。此外，結算會員亦可選擇直接將證券交付至投資者賬戶來完成交收（NSE 及孟買證券交易所（簡稱 BSE）均有此交易結算設施）。

²⁴ 「全面結算參與者」是可為其本身的自營交易及為其客戶的交易作結算的結算參與者。

²⁵ 資料來源：香港交易所。

²⁶ 資料來源：NSDL 及 CDSL 網站：維基百科。

3.6 韓國²⁷

韓國證券存管處（簡稱 KSD）是韓國的 CSD，負責各賬戶之間的記賬式過戶，以及證券交易結算後的證券交付及金額支付。有關證券以實物（紙質）形式存在，而可存入 KSD 的合資格證券由 KSD 指定。

投資者可直接（或透過存管機構）在 KSD 開戶，以其名義存入及持有證券。代投資者在 KSD 存管及持有證券的存管機構必須保存「投資者賬冊」，將投資者的姓名及住址，連同存管證券的類型及數目以及發行人名稱一併記錄。KSD 須編備並保存「存管機構賬冊」，區分存管機構擁有的與投資者擁有的證券。名列「投資者賬冊」以及「存管機構賬冊」中的人士均被視為持有相關證券（「實益股東」）。

於 KSD 存管的證券在證券發行人的登記冊上是以 KSD 名義登記；若存管機構或其投資者購入或認購證券，證券發行人會將有關證券以 KSD 代表存管機構或其投資者的名義登記。KSD 可按存管機構或其投資者的要求而行使存管證券的權利。若發行人根據韓國的商業法提出要求，KSD 須知會發行人有關實益股東的詳細資料。發行人或過戶登記處應編備並保存實益股東名冊，在股東行使其權利時所基於的持股量，須將名冊內的股東持股與實物股票持有人名冊內的資料匯總。

要於韓國證券交易所（簡稱「韓交所」）買賣，投資者需先在持有金融服務委員會所發牌照而屬韓交所旗下會員的證券公司，以其本人名義開立交易賬戶。非居民的外國人²⁸在開戶前必須先向金融監管服務處（簡稱 FSS）登記個人資料，取得投資者登記證（簡稱 IRC）。IRC 系統用於監察外資及管理若干公營公司的外資投資限額。要取得 IRC 及開立交易賬戶，外國人須委任常任代表，此等代表通常為向客戶提供託管及外匯服務的跨國銀行。外國人亦需要指定一家提供託管、款額轉賬、證券結算服務的本地託管銀行。也就是說，來自外國的散戶及機構投資者需要在跨國託管機構及經紀行以及韓國本地證券公司及託管銀行兩方面均開設交易賬戶及託管賬戶。

為投資者開設交易賬戶的韓交所會員必須根據該投資者對金融產品的投資經驗及其資產水平，將其歸類為「專業投資者」或「普通投資者」。韓交所會員必須瞭解普通投資者的投資特性，以便進行投資者適當性管理。此外，韓交所會員必須確認及保管有關投資者的必要資料，包括其姓名、居民登記號碼及地址。

證券交易的結算分兩個層面進行——韓交所與韓交所會員之間，以及韓交所會員與其投資者之間。證券的交付與金額支付由韓交所通過賬戶之間的轉賬進行。

3.7 新加坡²⁹

中央存管處有限公司（簡稱 CDP）是新加坡的 CSD，作為新加坡證券交易所（簡稱「新交所」）旗下證券市場所有證券交易的中央對手方。實物證券於證券出售前須先存入 CDP，亦可取出以實物形式持有。

新加坡市場兼用直接及間接的持股系統。投資者（個人或公司）可在「直接證券賬戶」中直接持有股票，或透過「存託代理人」於 CDP 開立的證券戶口的子賬戶中間接持有。CDP 將「直接證券賬戶」的持有者視為該賬戶所持證券的絕對實益擁有人。每名存放人（「存託代理人」除外）只限以自身名義在 CDP 持有一個「直接證券賬戶」。「存託代理人」則要為每名客戶

²⁷ 資料來源：韓國證券交易所及韓國金融投資協會的網站；韓國的《金融投資服務及資本市場法案》（*Financial Investment Services and Capital Markets Act*），法案第 12383 號（2014 年 1 月 28 日）。

²⁸ 在韓居住六個月或以上的外國人毋須遵守此規定。

²⁹ 資料來源：新交所網站、CDP 網站。

分別另外開立及管理一個子賬戶，並把客戶在這些子賬戶中持有的股份互相分隔，同時也與其自身賬戶的持股分隔。每個子賬戶應標有存管代理的賬戶號碼以及子賬戶號碼。

「存託代理人」可以是新交所的交易會員，也可以是 CDP 的清算會員、註冊信託公司、新加坡持牌銀行，或新加坡金管局核准的商人銀行。「存託代理人」可以是代客戶投資者持有股份的代理人公司。在新加坡，大部分的經紀行向投資者提供代理或託管服務，此等服務所收取的證券買賣經紀費，比向在 CDP 直接持股的投資者收取的經紀費用為低。

CDP 可委任代理人及服務提供商（包括託管商）保管所存管的證券。所有存於 CDP 的證券均以 CDP 或其代理人的名義登記。CDP 將就證券持有的明細資料及交易詳情與存放人（包括開立「直接證券賬戶」的最終投資者）直接溝通。CDP 不會與子賬戶持有人溝通，亦不會執行其指示。

3.8 台灣³⁰

臺灣集中保管結算所（集保結算所）是台灣的 CSD。上市證券均在集保結算所非流動化或非實物化存管³¹，通過記賬系統過戶。合資格在集保結算所非流動化或非實物化的證券包括普通股、優先股、預託憑證、權證、實益憑證及多類債券。集保結算所是公開發行證券的公司的股份登記處及過戶代理人。

可在集保結算所開立賬戶成為參與者以處理證券存取及轉賬過戶事宜的實體包括：臺灣證券交易所（簡稱「臺證所」）、證券公司、託管機構、證券發行人、外資存管或結算機構，以及集保結算所營運規則訂明的其他機構。

在有證券存入或轉賬過戶時，集保結算所參與者須提供參與者或其客戶所擁有那部分的相關證明。參與者須遞交其每一客戶的詳細資料，包括客戶（個人或實體）的名稱、地址、國民身份證號碼或實體的統一識別號碼。在台灣，聘用託管商是常見的做法。每一託管商在集保結算所開設一個賬戶，其所有託管客戶的賬戶均是以客戶正式獲批的名字設立在此傘子賬戶下的子賬戶。證券存放於子賬戶內，並在公司行動的記錄日期之前由集保結算所重新登記。在集保結算所以外持有的實物憑證不許以託管機構的名義登記。實物持有須以實益擁有人的名義登記。

客戶透過證券公司進行的淨買入/賣出在做結算時，會涉及兩方面的證券轉賬過戶：證券公司存管賬戶下的客戶賬戶與證券公司的結算賬戶之間的轉賬，以及該公司的結算賬戶與臺證所的結算賬戶之間的轉賬。若投資者利用託管機構服務，而該託管機構屬集保結算所參與者，則證券交易在結算時的轉賬過戶是在託管機構的存管賬戶與託管機構在證券公司開設的賬戶之間進行。

台灣對在當地股市買賣的外國投資者施加特別規定。2003 年取消「合資格境外機構投資者」（QFII）制度後，外國投資者在當地證券行開設交易賬戶前，須先向臺證所登記（可透過代理銀行進行）取得「投資者識別碼」。外國投資者分四類：（1）境外外國機構投資人；（2）境外華僑及外國自然人；（3）境內外國機構投資人；及（4）境內華僑及外國自然人。

³⁰ 資料來源：臺灣證券交易所網站；RBC Investor & Treasury Services 網站；集保結算所網站；《集保結算所營運規則》（2017 年 12 月 14 日經修訂）；台灣金融監督管理委員會網站。

³¹ 2000 年 6 月 30 日，台灣修訂《臺灣證券交易法》，允許發行及記賬非實物化的證券；於 2001 年 11 月 12 日，《臺灣公司法》新增條文，規定非實物化證券要在 CSD 登記。集保結算所自 2001 年 12 月 20 日起為非實物化證券進行登記及記賬管理。

3.9 美國³²

美國最主要的 CSD 是 1973 年成立的存管信託公司 (簡稱 DTC)，該公司的成立是要應對 1960 年代末及 1970 年代初美國市場面對人工、紙張密集型操作模式所引發的危機，當時證券交易所每周要停業一天去追趕處理不斷飆升的股票成交量。1999 年後，DTC 與全國證券清算公司 (簡稱 NSCC，為美國證券交易提供中央對手方結算及交收服務) 成為美國存管信託及結算公司 (簡稱 DTCC) 的附屬公司。現在 DTC 已成為世界上最大的 CSD。近乎所有美國的地方債券，以及大部分美國發行的股票及公司債均使用 DTC 作為其 CSD。

為得享規模效應，DTC 成立不久即推出了「快速自動證券過戶」(簡稱 FAST) 計劃，把票據流動最小化並簡化過戶流程，方法是在發行人過戶登記處的賬冊上以記賬形式記錄證券資料。過戶登記處就每宗證券發行管有大額結餘憑證乙張，以 DTC 託管人 Cede & Co 的名義登記。1983 年，紐約證券交易所 (紐約交易所) 要求成員組織以記賬形式透過 DTCC 進行合資格證券的結算，並給予交易對手方追索權去拒絕接納實體憑證。

後來 DTC 再推出「直接登記系統」(簡稱 DRS)，讓投資者可選擇與發行人直接對口，以記賬形式直接持有其證券，令美國證券非實物化再進一步。2006 年，美國證券交易委員會 (簡稱 SEC) 將符合 DRS 資格設定為 2007 年起所有新發行證券的一項上市規定，並於 2008 年將 DRS 設為所有現有交易所上市發行的證券的上市規定。2012 年 7 月，DTCC 發布白皮書³³，擬將美國市場的實物證券全面非實物化。然而，儘管於 DTC 存管的實物憑證數量大跌³⁴，直接持有實物憑證在美國依然普遍。美國要完全無紙化，還需要由交易所提出規則備案，刪去準上市公司可以發行實物股票的選項³⁵。

目前，美國投資者可以下列三個方式持有證券：

- (1) **街名股票** — DTC 將證券非流動化，並在其發行人或發行人過戶登記處以 DTC 代理人 Cede & Co 名義登記。投資者的名稱在其經紀行賬冊中記錄作證券的實益擁有人，而經紀行的名稱則記錄在 DTC 的擁有人記錄裡。在發行人的證券登記冊中，是由作為記錄擁有人的 DTC 持有證券。經紀行向投資者 (實益擁有人) 提供委任代表材料以及定期賬戶結單。
- (2) **過 DTC 的 DRS** — 證券在發行人賬冊 (或發行人過戶登記處的賬冊) 中以投資者自身名義以電子方式直接持有。投資者會收到過戶登記處的結單而非股票憑證，證明其擁有證券，即證券非實物化。發行人 (或其過戶登記處) 與投資者之間有直接的公司傳訊。要出售透過這系統持有的證券，投資者必須從其於發行人 (或其過戶登記處) 的投資者賬戶中以電子形式轉出證券，透過 DTC 過戶轉入經紀行賬戶。使用這系統的過戶登記處也是 DTC 的 FAST 系統的登記用戶。它們以電子形式維護所有 DTC 倉位尚有的結餘，並與 DTC 通訊以作出每日更新。
- (3) **紙質憑證** — 投資者可選擇持有紙質憑證 (實物股票)，但若要出售股票，須於三天前將股票交給經紀，由經紀將股票存入其在 DTC 的賬戶。有關擁有權將以 DTC 代理人的名義作電子登記。投資者購買股票時可以選擇從 DTC 中取出實物股票，屆時該股票將以投資者姓名及地址登記。

³² 資料來源：美國存管信託及結算公司 (DTCC) 網站 (www.dtcc.com)；Morris V. B. 及 S. Z. Goldstein. (2010) *Life Cycle of a Security*, Lightbulb Press；國際結算銀行(BIS)的「紅書」(Red Book) 系列美國篇“Payment, clearing and settlement systems in the United States” (2012 年)。

³³ 《A Proposal to Fully Dematerialise Physical Securities, Eliminating the Costs and Risk They Incur》，DTCC，2012 年 7 月。

³⁴ 2000 年至 2013 年 11 月下跌 86%。資料來源：《DTCC's Dan Thieke delivers keynote speech at Annual BDUG Conference》，DTCC 網站所載 *DTCC Connection*，2013 年 11 月 1 日。

³⁵ 資料來源：《DTCC's Thieke discusses T+2 and other settlement issues》，DTCC 網站所載 *DTCC Connection*，2017 年 3 月 27 日。

在美國，使用託管銀行很普遍，尤其是對機構投資者而言。對於街名股票，發行人及其過戶登記處可要求 DTC 提供在某一日期持有股份的託管銀行或經紀的名單。該等銀行或經紀行隨後可就公司事宜聯繫股東。

4. 透過代理人戶口持有證券的好處

代理人證券持有系統已發展了一段長時間，由於其對資本市場的操作及發展均有好處，在全球市場中被廣泛採用。在其發展過程中還造就了多層證券持有系統中的託管銀行業，為參與證券市場的客戶提供種類繁多的代理人及相關服務。

投資者通常會選擇銀行實體（而非其他機構）提供的託管及相關服務，一來它們會提供現金存款及付款等傳統銀行服務，二來它們會受金融機關高度審慎地規管及監察。發展至今，託管服務已超越保管、結算及交收證券。所有從發行人派發股息、紅利及供股、股份發售或回購、權證轉換、股份合併或分拆、股東會議等的公司行動衍生出來的服務，都屬託管商的業務範疇。託管商協助客戶管理名下整個金融工具組合，包括股本證券、債券、大宗商品、外匯及此等工具的衍生產品，以及互惠基金及交易所買賣基金等。

託管商扮演着投資者與金融市場公共服務商（如 CSD 及國際 CSD）之間的中間人角色，只會根據客戶的指示行事，概不就客戶託管資產的使用作任何自主決定。託管銀行亦會提供資金會計、確保符合法律及合規要求等其他服務。託管銀行的客戶主要為機構投資者，包括互惠基金、企業、退休金、國家主權財富基金、中央銀行、保險公司、慈善機構/基金，以及個人及家族信託基金等。事實上，使用託管服務通常是法律或法規的規定，目的是保障投資者，避免其資產被所投資基金或其他工具挪用³⁶。

託管服務有助客戶接觸並參與全球金融體系，連接上資產管理人、經紀及其他中間人，以至金融市場公共服務商。尤其是，託管銀行服務對全球證券交易及資本市場的發展（尤其在新興市場）有極大的貢獻³⁷。有關服務有助減少本土市場與全球市場在監管架構、稅務制度、市場做法、風險狀況、科技等方面的差異。有賴國際託管銀行提供的服務，海外投資者及金融中介可採用較靈活的戶口架構進行跨境交易、簡化跨境資金流，並透過與全球標準接軌而促進跨境資金流。

總括而言，託管商在間接證券持有系統中保管客戶的投資資產上提供許多不同的服務。由於有關服務種類繁多，提供代理人及其他服務的託管商每每要在多方面競爭，包括服務種類、服務質素及收費等。業內這許多的不同服務已助現代全球金融市場發展出各種各樣極其高效的金融活動。

5. 「穿透式」市場監管的全球趨勢

如上文第 2 及第 3 節所述，間接證券持有系統是全球市場最普遍採用的模式。透過 CSD 的各式證券戶口使用代理人及託管服務，可令證券交易及公司行動所涉及的證券轉移大大提升效率。而且，如上文第 4 節所述，在跨境證券交易活動不斷增加的環境下，市場對全球託管服務的需求非常大。

另一方面，要維護市場持正操作，識別證券最終擁有人對於進行監管執法行動（例如反洗錢及申報大量持股等）亦非常重要。然而，使用代理人戶口（尤其是綜合戶口）會令監管機構難以

³⁶ 國際證監會組織（簡稱 IOSCO）制定了《集體投資計劃資產託管準則》（*Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*）（FR20/2015，2015年11月），供全球市場監管機構跟從。

³⁷ 可參閱〈託管銀行於資本市場發展中的角色〉（*The Role of Custodian Banks in the Development of Capital Markets*），載於《亞洲投資者》（*Asian Investor*），2007年9月。

識別或追蹤實益擁有人。再加上跨境投資活動日增，不少投資者都將證券集中於單一全球託管商保管，使上述情況更形複雜。為履行職責，全球託管商可能會是全球多個市場存管處的直屬會員，又或與存管處的直屬會員建立附屬託管關係。於是，投資者透過各個代理人戶口持有的跨境投資形成了錯綜複雜的關係網。

為提升市場監督水平，IOSCO 於其 2011 年發表的報告³⁸中建議引入綜合「審計追蹤」(audit trails) 措施以追蹤市場上的買賣盤、報價及交易，並使用實體識別系統，以辨識個別參與者的交易。IOSCO 亦在其 2013 年發表的一份報告³⁹中強調就證券交易收集足夠的數據及資料、並建立程序去有效使用有關資料作監察用途(尤其是識別客戶)的重要性。按其建議，市場機關應擁有能力，可追溯出每個買賣盤及交易背後所涉及的客戶及市場參與者。

為對付境內本土交易及跨境交易都可能出現的市場舞弊情況，現時市場監管機構趨向採用「穿透」方式監管市場活動。在不干擾或否定市場使用代理人或託管服務的慣常做法來提升市場效率並減低交收風險的前提下，市場監管機構會為市場監管需要而要求中介人提供有關交易背後的最終投資者的身份。下文是部分主要市場所採用的不同做法。(各市場識別投資者的方法概要見附錄。)

(1) 澳洲⁴⁰

市場參與者須就「買賣盤」及「交易報告」向市場營運者提供特定的監管數據，市場營運者須記錄所有收集到的監管數據，再提交市場監管機構——澳洲證券及投資監察委員會(簡稱 ASIC)。「買賣盤」是指傳送至市場營運者買賣盤紀錄內的買賣盤。「交易報告」是指就市場參與者以代理人或主事人身份進行、非經系統正式掛盤冊處理的買入及賣出交易的報告。

所需提供的監管數據包括代理買賣盤及交易的盤源資料，這有助識別是誰指示下盤或進行交易。最終投資者的身份資料包括客戶的澳洲公司號碼(簡稱 ACN)或澳洲商業登記號碼(簡稱 ARBN)或澳洲登記計劃號碼(簡稱 ARSN)(或海外司法權區的對應識別方式)，又或全球法人實體識別編碼(簡稱 LEI)(見下文第(3)項)，以及 CHESSE 的識別號碼 HIN。

(2) 中國內地⁴¹

與輸入證券交易所交易系統的買賣盤有關的數據當中，包括了投資者的證券賬戶號碼。在「穿透」模式下，證券交易所可對交易活動進行前線監察，特別留意擁有同一投資者識別碼的各個賬戶之間的頻繁或數額龐大的交易，又或同一代理交易員處理的不同賬戶之間的頻繁或數額龐大的交易。人民法院、人民檢察院、公安部門及中國證監會等機關有權力向中國結算索取與證券登記、結算及交收有關的數據及資料作調查用途。

(3) 歐盟⁴²

歐盟委員會於 2011 年 10 月採納的經修訂的金融工具市場指令(簡稱 MiFID II)實行後，所有市場參與者均須採納新的匯報規定，其中最重要的是為提升透明度及監管目的而採納

³⁸ 《有關市場持正操作及效率的技術發展引起的監管議題——最終報告》(Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency — Final Report)，IOSCO 技術委員會，2011 年 10 月。

³⁹ 《有效市場監督議題及監管工具在技術上的挑戰——最終報告》(Technological Challenges to Effective Market Surveillance Issues and Regulatory Tools — Final Report)，IOSCO 董事會，2013 年 4 月。

⁴⁰ 資料來源：《監管指引 265 號——有關澳洲證券及投資監察委員會市場持正規則(適用於證券市場參與者)的指引》(Regulatory Guide 265 — Guidance on ASIC Market Integrity Rules for Participants of Securities Markets)，澳洲證券及投資監察委員會，2018 年 5 月。

⁴¹ 資料來源：《上交所交易規則(2018 年修訂版)》；《證券登記結算管理辦法》，中國證監會，2018 年 8 月 15 日修訂版。

⁴² 資料來源：歐洲證券及市場管理局(簡稱 ESMA)的網站。

的 LEI。LEI 是由 20 位數字與字母組成的編碼，用於清晰及獨一無二地辨識參與金融交易的法律實體。有關編碼連接一系列有關該法律實體的主要參考資料，例如其名稱及地址。一經編定，有關編碼即成為有關法律實體的永久編碼。LEI 數據是根據法人實體識別編碼監管委員會 (LEI Regulatory Oversight Committee，由全球多個公共機關組成的組織，負責協調及監察法律實體識別架構)，所訂立的規則及程序作登記及定期核實驗證。

根據 MiFID II，須以 LEI 識別的實體包括進行金融工具（包括股份、債券、集體投資計劃、衍生產品及排放額）交易的投資公司、由投資公司代其進行交易的法律實體客戶、作出交易決定的法律實體、傳送買賣盤的公司，以及金融工具發行人等。操作上，各交易場地的營運者須記錄由其會員或參與者代為提交買賣盤的客戶之身份。若主管機關（即相關市場監管機構）要求，營運者須向其提供買賣盤的詳細資料。買賣盤的詳細資料包括下盤的會員或參與者身份、在該會員或參與者機構內負責作出投資決定及負責執行買賣盤的人士或電腦演算系統、代另一名會員或參與者轉發買賣盤的會員或參與者等的身份外，還包括背後客戶的身份。客戶識別編碼可以是 LEI 或（若客戶並非法人實體）國家公民識別碼。同時，進行金融交易的投資公司須儘快（不得遲於下一營業日結束時）向主管機關匯報有關交易的完整及準確詳情（與交易場地營運者記錄的資料類似）。

(4) 香港

就本地交易輸入的買賣盤現時概不附投資者識別碼。如第 1 節所述，香港證監會為監管及市場監察目的而要求經紀提供客戶及交易資料，但監管機構須透過經紀作出資料查詢，才能對投資者進行監察。「滬深港通」北向交易推行的投資者識別碼模式對此做法加以改善（見下文第 6 節）。

(5) 印度⁴³

按 IOSCO 的原則——「監管制度須能偵測及防止市場操控及其他不公平的交易手法」，SEBI 建立了健全的市場監察系統，並規定所有客戶須以各自獨有的識別號碼進行證券交易。

(6) 韓國⁴⁴

投資者的身份及資料由為客戶投資者開立交易戶口的韓交所會員維護。輸入買賣盤所需的資料包括投資者的類別及海外投資者的類別。輸入買賣盤時毋須加入投資者識別碼資料，但有關資料自動登記於有關會員用於管理投資者戶口的系統中。不過，韓交所會員替投資者開立戶口時，須檢查其真實姓名並輸入適當的投資者類別編碼。若有關投資者為海外人士，則須輸入該人士的國籍、是否有投資登記證（簡稱 IRC）及/或是否居於韓國等。投資者類別包括金融投資業務實體、保險公司、不同類型的投資基金、公司及私人投資者。交收後，代海外投資者行事的境內證券公司及託管銀行須向 FSS 匯報其為該海外投資者進行的交易紀錄，FSS 會使用「海外投資者管理系統」監管海外人士的持股限額。透過登記、輸入買賣盤及交收後匯報等程序，海外投資者的參與及其交易活動會被記錄，當中資料包括國籍、投資者類別、買賣活動及持股等。

⁴³ 資料來源：《印度：金融業評估計劃——IOSCO 目標及證券監管原則的詳細評估報告》(India: Financial Sector Assessment Program — Detailed Assessment Report on IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation)，國際貨幣基金組織(IMF) 國家報告第 13/266 號，2013 年 8 月。

⁴⁴ 資料來源：《2016 年韓國交易所股市交易概覽——交易規則及規例》(“2016 Introduction to trading at KRX stock market — Trading rules and regulations”)，韓國交易所網站，2019 年 4 月 16 日資料。

(7) 新加坡⁴⁵

投資者於新交所的交易會員開立客戶戶口，以買賣於新交所上市的證券。戶口類型包括「個人客戶戶口」（適用於個人客戶）、「公司客戶戶口」、「代理客戶戶口」（適用於獲授權代主事人進行交易的客戶）及「聯名客戶戶口」（適用於在 CDP 開立的聯名證券戶口持有人）。交易會員須維護每一客戶（包括「代理客戶戶口」的主事人及「聯名客戶戶口」的各個持有人）的身份的詳細資料，包括全名及身份證 / 護照或公司註冊證明。

每個「交易戶口」均須附有客戶全名並編配獨有的交易戶口編碼以資識別，兩者均須在開始使用「交易戶口」發送任何買賣盤前向新交所匯報。此外，CDP 的結算會員須另就其每名客戶或每組聯名客戶維持分開處理的「持倉戶口」。每個「持倉戶口」須附有客戶全名及獨有的戶口編碼以資識別。輸入新交所交易系統的每個買賣盤必須註明「持倉戶口」編碼（用於結算）及「交易戶口」編碼，以及買賣證券的價格及數目。交易系統會給每個輸入的買賣盤編配獨有的買賣盤編號，交易會員須每天記錄來自客戶的買賣盤，附有每名客戶的戶口識別資料。就 CDP 的證券戶口而言，存託代理人在若干情況下須向 CDP 披露有關其附屬戶口持有人的資料，這些情況包括：（1）出於法律或發行人施加的監察海外持股或其他持股限額的需要；（2）根據任何適用的法律、規例或任何政府、法院、法庭或其他主管機關的命令或合約義務的規定；（3）出於保障投資者的需要。

(8) 台灣⁴⁶

經紀代客戶提交買賣盤時須輸入客戶的戶口號碼；若為自營交易，則輸入其本身的公司戶口號碼。由於客戶戶口帶有客戶的詳細識別資料，每個買賣盤均可追塑至最終投資者。臺證所負責市場監察，若發現異常市場活動，即向市場監管機構（金融監督管理委員會）提供詳細資料以作調查。

(9) 美國⁴⁷

美國正於全國推行「綜合審計追蹤」計劃（簡稱 CAT），用於在買賣盤的整個生命周期中追蹤有關買賣盤，並識別處理有關買賣盤的經紀商及背後發出有關買賣指示的客戶，使監管機構能更有效地追蹤整個美國市場的證券⁴⁸活動⁴⁹，並在整合的基礎上監察各個證券市場。CAT 計劃由美國市場監管機構 SEC 提出。2010 年 5 月發生「閃崩」事件⁵⁰後，現時分由不同的自律監管機構（包括美國金融業監管局，簡稱 FINRA 及不同的全國性證券交易所）各自操作的審計追蹤系統在完整性、準確性、可及性和及時性方面的缺點或不足顯露無遺。現有系統中，監管工作所需的關鍵資料都付之闕如，例如背後發出買賣指示的客戶之身份，又例如兩組買賣盤是否其實源自同一客戶等。此外，監管調查中使用的由經紀商提供、以識別特定證券買賣雙方的交易紀錄⁵¹，以及結算報告⁵²等，亦不含客戶的身份

⁴⁵ 資料來源：載於新交所網站的《新加坡交易所證券交易規則》(SGX-ST Rules)、載於 CDP 網站的《CDP 存管規則》(CDP Depository Rules)，2019 年 3 月 15 日資料。

⁴⁶ 資料來源：臺證所網站(<http://www.twse.com.tw>)、金融監督管理委員會網站(<https://www.fsc.gov.tw>)。

⁴⁷ 資料來源：美國證券交易委員會(SEC)網站(www.sec.gov)；綜合審計追蹤計劃(CAT)網站(www.catnmsplan.com)；CAT 網站上的《CAT 全國市場體系計劃》(CAT NMS Plan)，2016 年 11 月 29 日；普華永道〈綜合審計追蹤：CAT 出台〉(“Consolidated audit trail: The CAT's out of the bag”)、《普華永道法規簡介》系列(Regulatory brief – PwC)，2016 年 6 月；普華永道〈最終綜合審計追蹤計劃的十大要點〉(“Ten key points from the final Consolidated Audit Trail plan”)、《普華永道 First take》系列，2016 年 12 月 8 日。

⁴⁸ 指「全國市場體系」(National Market System) 下的證券。

⁴⁹ CAT 計劃適用於股本證券及期權，以及場外交易的股本證券，但現時並未包括期貨。

⁵⁰ 「閃崩」事件是涉及數以萬億元計的盤中股市崩盤事件，歷時約 36 分鐘，其間美股指數急瀉後急速回升。

⁵¹ 這指「電子藍表」(EBS) 系統。

⁵² 這指美國 NSCC 提供的股本證券結算報告，SEC 作初步監管查詢時會使用。

資料。這樣子的監管數據基建，可說是「不合時宜，也不足以有效監察複雜、分散兼高度自動化的全國市場體系」⁵³。

2012年，SEC通過了「全國市場體系」（簡稱NMS）法規第613條，建立CAT系統，讓監管機構能有效並準確地追蹤整個美國市場上NMS證券的所有活動。各自律監管機構按該規定的要求向SEC提交了CAT計劃，SEC於2016年11月批准該計劃的最終版本。在該計劃下，每家全國性證券交易所、FINRA以及其各自的會員均須就每隻NMS證券的報價及買賣盤，以及相關的須予報告事件（例如買賣盤的起源、修改、取消、轉發及執行）向新設立的中央資料庫提供相關詳細資料。每一經紀商及全國性證券交易所均獲分配一個獨有的識別編碼，用於向CAT進行匯報。就每一買賣盤中的每個戶口持有人及任何有權為戶口持有人的戶口作出該交易決定的人士亦須配有獨有的識別編碼。每一經紀商須為每名客戶編配由其公司指定的獨有識別碼，並須向CAT提交客戶資料，使買賣盤及交易數據能與該客戶配對。個人客戶的相關資料包括經紀商指定的識別碼、姓名、地址、出生日期、社會保障號碼（簡稱SSN）或個人納稅識別號碼（簡稱ITIN）；法人實體客戶的資料包括LEI（如適用）、稅務識別號碼，以及完整法定名稱及地址。CAT會根據經紀商提供的客戶資料為每名客戶分配獨有的客戶識別碼，而所有為該客戶開立了戶口的經紀商所記錄的該客戶的資料須相符一致。中央資料庫可維護有多個持有人的戶口架構及其相關客戶資料。

買賣盤及交易資料須於資料記錄後的下一個交易日上午8時（美國東部時間）前提交CAT系統。在所有買賣盤事件傳送至中央資料庫之後，中央資料庫須能高效準確地將同一買賣盤的所有生命週期事件接連起來，再將這些數據資料交予監管機構。經紀商須每日向CAT更新客戶資料。

向CAT匯報的第一階段（涵蓋自律監管機構所作的匯報）原定於2017年11月15日開始。根據自律監管機構2018年5月25日提交SEC的主計劃，由於系統開發有所延誤，第一階段的開始日期改為2018年11月15日。第二階段（涵蓋大型經紀商）將於2019年12月16日開始，涵蓋小型經紀商的各個階段則將於2021年12月開始，而到2022年7月，所有行業成員均開始要提交客戶及戶口資料⁵⁴。

總括而言，全球各地市場所採納的投資者識別系統各有不同。有些市場（如澳洲及中國內地）要求向證券交易所的交易系統輸入買賣盤時標記某類投資者識別資料，有些市場（如歐盟及美國）要求或準備要求市場參與者在下盤後或交易完成後或監管機構提出要求時匯報買賣盤或交易的相關客戶識別資料。可以理解的是，投資者識別資料的標記及匯報系統愈複雜，市場參與者的日常投資操作（例如要為多個客戶同時進行交易的財富管理業務操作）就愈不便及受掣肘。市場監管機構選擇採納適合的投資者識別模式時，須考慮市場監察與操作效率及靈活性之間的適當平衡，以利行業穩健發展。

6. 「滬深港通」：取法平衡

有逾百年歷史的香港證券市場是全球最成熟的證券市場之一，用的是國際標準與慣例。另一方面，在內地市場的開放進程中，香港成了連接中國與世界的橋樑。為了便利外資參與內地市場，香港市場需推陳出新，盡力協助解決內地與國際慣例有別而衍生的各種困難。證券持有與投資者監察的模式就是當中困難之一。香港與其他國際市場通過代理人賬戶持有證券，已是長期的慣常做法，而中國內地則採用「穿透式」的市場監管模式，證券持有及交易系統當中就涵蓋最終投資者的賬戶。因此，「滬深港通」下的交易需要有解決方案。

⁵³ 出自SEC就CAT發布的第34-67457號公告（2012年10月1日生效）。

⁵⁴ 執行時間表是按CAT網站2019年11月1日所述。

為了對「滬深港通」下的跨境證券交易實行「穿透式」監管，香港證監會於2017年11月與中國證監會達成協議，建議為「滬深港通」北向交易推出投資者識別制度。當時雙方亦協定在為北向交易實行該制度後會儘快就南向交易（即「港股通」）同樣推出類似制度，長遠而言更延伸至所有在聯交所進行的交易。2019年10月，兩個證監會聯合公布，南向交易的投資者識別制度亦快將實行。同年12月，上交所及深交所分別發布其滬/深港通實施辦法的修訂本⁵⁵，新增一條關於香港證監會和聯交所提供「港股通」交易的投資者信息的規則；2020年1月，聯交所發布其已獲香港證監會批准的經修訂的「交易所規則」，為南向交易實施投資者識別制度。全部規則修訂將於2020年1月13日實施。

「滬深港通」北向交易投資者識別碼模式的詳情見香港交易所於2017年11月刊發的資料文件⁵⁶。北向交易投資者識別碼模式於2018年9月26日實施。此模式及其對市場監察的意義概述如下。

6.1 滬深港通北向交易投資者識別碼模式⁵⁷

在這模式下，北向交易的經紀（包括中華通交易所參與者，簡稱CCEP⁵⁸，及TTEP⁵⁹）須按聯交所所訂的標準格式向其每名北向交易的客戶編派一個獨一無二的號碼，稱為「券商客戶編碼」（簡稱BCAN）。每名CCEP/TTEP的每個BCAN都是可用以識別其個別客戶（聯名賬戶除外）的獨有編號，並應與其先前編派給該客戶的內部客戶賬號不同。客戶的BCAN不應跟客戶的身份有任何明顯的聯繫，並須嚴加保密⁶⁰。BCAN一經編派就不應更改或重用於其他客戶。透過多個北向交易經紀進行買賣的投資者會有多個不同的BCAN。

CCEP/TTEP在發出客戶買賣盤進行北向交易前，須先向聯交所將提供相應的客戶資料（即「客戶識別信息」（簡稱CID）。CID是CCEP/TTEP替客戶開戶期間按現存的「認識你的客戶」程序所收集的客戶識別資料。若為個人客戶，CID包括其英文姓名、中文姓名（如適用及如有），以及其身份證明文件的簽發國家、類別及號碼。若為機構或公司客戶，CID包括機構名稱、註冊地點、身份證明文件類別及號碼，而LEI和公司註冊證明書都是可接納的身份證明文件類別。在推出投資者識別碼模式前，各CCEP/TTEP須向聯交所遞交載有其所有北向交易客戶的BCAN與CID的配對文件，之後只要資料有變，必須於T-1日的指定截止時間或之前遞交更新後的最新檔案的完整版本，方可於T日進行買賣。CCEP/TTEP需經客戶同意，方可向聯交所遞交BCAN與CID的配對文件；這資料於每個北向交易日均會送交內地交易所，以便他們對北向交易活動進行市場監察。客戶進行北向交易前，亦需先獲內地交易所透過中國結算核實上述配對文件的資料，方可進行交易。

CCEP/TTEP須給每個北向買賣盤實時附加BCAN。若買賣盤的直接客戶是CCEP/TTEP的聯屬公司，則須提供下一層或多層的BCAN，直至有關客戶不是其聯屬公司為止。如買賣盤來自基金經理，所提供的BCAN應是向CCEP/TTEP開立有關北向交易賬戶的法人實體的BCAN，而該實體可以是該基金經理或該基金經理管理的個別基金。如屬CCEP/TTEP或其聯屬公司（會被視為該CCEP/TTEP的客戶）的自營交易，所提供的BCAN應是CCEP/TTEP或其聯屬公司自己的BCAN（按何者適用）。

聯交所與內地交易所均會對北向交易的買賣盤進行前端監控。聯交所會檢查買賣盤的BCAN的格式是否正確，內地交易所則會檢查BCAN是否有效。只有附有有效BCAN的北向交易買賣

⁵⁵ 《上海證券交易所滬深港通業務實施辦法（2020年1月13日第六次修訂）》及《深圳證券交易所深港通業務實施辦法（2019年12月修訂）》。

⁵⁶ 載於香港交易所網站的香港交易所資料文件《滬深港通北向交易投資者識別碼模式》，2017年11月。

⁵⁷ 詳情請參閱相關的香港交易所資料文件，2017年11月。

⁵⁸ 「中華通交易所參與者」是可在聯交所交易系統輸入買賣盤進行「滬深港通」北向交易的聯交所合資格「交易所參與者」。

⁵⁹ TTEP是透過CCEP用自有賬戶或代客戶進行「滬深港通」北向交易的「交易所參與者」。

⁶⁰ 一般查詢屏幕、報告或結單（包括發給相關客戶的結單）中均不應顯示BCAN。只有確實需要知道該編碼的人員方可使用和查索（即使在CCEP或TTEP內部亦然）。

盤方會獲接納。若未能取得客戶同意向聯交所遞交 BCAN 與 CID 的配對文件，CCEP/TTEP 仍可為該客戶輸入北向交易賣盤。若發現某個 BCAN 涉及的買賣盤有異常交易活動，內地交易所可根據內地相關法律、規例及交易所規則採取相關措施，包括拒絕受理該 BCAN 所涉及的所有買賣盤。

6.2 對跨市場監察的意義

在內地，每位投資者（不論境內還是境外⁶¹）於中國結算均有一個獨一無二的投資者識別碼賬戶（「一碼通」賬戶）。該賬戶中載有投資者身份資料，並配對至投資者所用的相關證券賬戶，以記錄證券持股以及在特定市場或證券產品中的持股變動（見上文第 3.2 節）。一碼通賬戶綜合了投資者各子賬戶的證券狀況。所有向內地交易所遞交的買賣盤均須附帶最終投資者各自的證券賬號，這些賬號會一直使用至完成處理該宗交易為止。

香港則採用代理人賬戶系統，並無適用於整個市場的獨一無二投資者識別編碼的系統，客戶身份資料只存於經紀層面（見上文第 3.4 節）。要進行市場監察及調查，監管機構需向經紀查詢投資者資料。就北向交易而言，這種透過經紀查詢投資者資料的人手操作做法，不足以配合內地市場對實時全面監管的需要。實行投資者識別制度遂可提高「滬深港通」下作跨境市場監察的效率。

重要的是，BCAN 和 CID 只供監管者監察市場之用，而不會用於證券結算及交收過程中，公眾亦不可查閱。對於 CCEP/TTEP 的個人客戶而言，BCAN 及 CID 同屬其個人資料，在北向交易投資者識別碼模式下，收集、儲存、使用、披露及轉移個人資料時，該等資料會受香港《個人資料（私隱）條例》及其他適用司法權區（視乎 CCEP/TTEP 及/或其客戶的國籍或營運地或居住地）的資料保障法例所保障。投資者識別碼模式在設計時已考慮到香港的市場慣例，在符合監管規定與釋除市場參與者對客戶資料私隱的顧慮之間取得平衡。此模式亦與全球在證券市場監管上的趨勢一致（見上文第 5 節）。

反過來，「滬深港通」的南向交易亦快將實行類似制度，詳情有待公布。在此制度下，上交所、深交所及其各自附屬機構，以至中國結算將會按其規定，把進行南向交易的投資者的識別碼交給聯交所，最終轉交香港證監會⁶²。

7. 總結

間接持有系統（代理人戶口系統）有利於提升交收效率及保管證券，因此獲全球各地成熟的股票市場（包括香港）廣泛採用。這些市場各有自己的架構及慣例，亦有行之經年、與代理人戶口系統相配套的規則和規例，而現在都設法在市場效率與投資者保障，以及維持市場持正操作之間取得平衡，力求兩方面兼顧。

隨著證券交易科技的不斷發展，加上全球投資者在各式各樣市場及產品類別的交易活動愈來愈多兼錯綜複雜，市場監管機構要偵測市場舞弊又或確保市場持正操作都愈發不容易，挑戰重重。故此，全球市場漸見趨向採用「穿透式」市場監管模式，中介人每宗買賣盤及交易均須確認到客戶（即最終投資者）的身份。每個採用這模式的市場會因應本身的市場架構及慣例而設計出不須對其架構及慣常做法作出根本性改變的「穿透式」模式，並加以採納。

⁶¹ 合資格直接投資內地 A 股市場的境外投資者為「合格境外機構投資者」（簡稱 QFII）及「人民幣合格境外機構投資者」（簡稱 RQFII）。

⁶² 資料來源：《中國證券監督管理委員會 香港證券及期貨事務監察委員會 關於實施滬深港通南向投資者識別碼制度的聯合公告》，2019年10月11日。

按IOSCO的說法⁶³，代理人戶口系統若能善加管理，依舊是極高效及現代化的證券持有系統；而個別司法權區具體採用怎樣的監管措施才有裨益，須視乎其市場架構及慣例以及其相關法律規定。

香港市場為「滬深港通」北向交易（相應地為南向交易）採用的投資者識別制度算屬「穿透式」，務求於跨境市場監管的需要與香港有別於內地市場的悠久市場架構之間取得平衡。

⁶³ 見《IOSCO EMC 2011 報告》。

附錄：若干主要交易所市場（股本證券）的證券持有及投資者身份識別的概覽

特徵	澳洲 (澳洲證券交易所)	中國內地 (上交所/深交所)	歐盟 (倫敦交易所/其他)	香港 (聯交所)	印度 (國家證券交易所/ 孟買證券交易所)
1. 持有系統的性質	直接持有及改良版持有	<ul style="list-style-type: none"> • 主要是直接持有 • 可讓境外投資者以代理人模式持股 	直接持有、間接持有及混合持有	直接及間接持有	間接持有
2. 股份登記	<ul style="list-style-type: none"> • CHESS 子登記冊 • 發行人保薦的子登記冊 	中國結算的證券賬戶	發行人的股份登記冊	發行人的股份登記冊	發行人的股份登記冊
3. 中央證券存管處	CHESS	中國結算	各國的中央證券存管處	香港結算	NSDL 及 CDSL
4. 證券形式	非實物化	非實物化	大部分非實物化，2025年1月1日要達至完全非實物化	有實物股票，但交易時須非流動化	有實物股票，但交易時須非實物化
5. 代理人賬戶	有	現時僅限透過香港代理人在「滬深港通」下持有股票的境外投資者	有	有	有
6. 持有系統中的投資者身份識別	多個獨一無二識別碼，於每名 CHESS 系統保薦人及發行人均有一個	賬戶實名制，有獨一無二識別碼	無	無	有，證券交易時使用
7. 落盤及交易時的投資者身份識別	ACN 或 ARSN 或 LEI，及 CHESS 系統的 HIN (持有者識別碼)	證券戶口識別碼	法人實體的 LEI 及非法人實體的國民身份證號碼	<ul style="list-style-type: none"> • 本地交易並無投資者識別碼 • 「滬深港通」下北向交易時附加 BCAN 	獨一無二識別碼

特徵	韓國 (韓國證券交易所)	新加坡 (新交所)	台灣 (臺證所)	美國 (紐約交易所/納斯達克/ 其他)
1. 持有系統的性質	直接及間接持有	直接及間接持有	間接持有	間接持有
2. 股份登記	發行人股份名冊	發行人股份名冊	集保結算所	發行人股份名冊
3. 中央證券存管處	KSD	CDP	集保結算所	DTC
4. 證券形式	有實物股票，但交易時須 非流動化	有實物股票，但交易時須非 流動化	非流動化或非實物化	非流動化或非實物化
5. 代理人賬戶	有	有	有	有
6. 持股系統中的投資者身份 識別	境外投資者的 IRC	無	外國投資者 (包括境外華 僑) 須取得身份識別	無
7. 落盤及交易時的投資者身份 識別	<ul style="list-style-type: none"> 投資者類別 投資者識別碼資料記存於 韓交所會員的系統 	新交所會員的每名客戶各有 其獨有的交易戶口編碼及持 倉戶口編碼	客戶賬號	<u>CAT 計劃下：</u> <ul style="list-style-type: none"> 經紀商發給由其公司指 定的獨有識別碼 CAT 的獨有客戶識別碼

簡稱

BCAN	券商客戶編碼 (Broker-to-Client Assigned Number) (香港)
BSE	孟買證券交易所 (Bombay Stock Exchange) (印度)
CAT	綜合審計追蹤 (Consolidated Audit Trail) (美國)
CCASS	中央結算及交收系統 (Central Clearing and Settlement System) (香港)
CCEP	中華通交易所參與者 (China Connect Exchange Participant) (香港)
CDP	中央存管處有限公司 (Central Depository (Pte) Limited) (新加坡)
CDSL	中央存管服務 (印度) 有限公司 (Central Depository Services (India) Limited)
CHESS	結算所電子子登記冊 (Clearing House Electronic Subregister System) (澳洲)
CID	客戶識別信息 (Client Information Data) (香港)
CSD	中央證券存管處 (Central securities depository)
DTC	存管信託公司 (Depository Trust Company) (美國)
DTCC	存管信託及結算公司 (Depository Trust & Clearing Corporation) (美國)
FINRA	美國金融業監管局 (Financial Industry Regulatory Authority) (美國)
FSS	金融監管服務委員會 (Financial Supervisory Service) (韓國)
HIN	持有者識別碼 (Holder Identification Number) (澳洲)
IOSCO	國際證券委員會組織 (International Organisation of Securities Commissions)
IRC	投資者登記證 (Investor Registration Certificate) (韓國)
KSD	韓國證券存管處 (Korea Securities Depository)
LEI	法人實體識別碼 (Legal Entity Identifier)
MiFID II	《金融工具市場指令 II》 (Directive on Markets in Financial Instruments II) (歐盟)
NMS	全國市場體系 (National Market System) (美國)
NSCC	國家證券結算公司 (National Securities Clearing Corporation) (美國)
NSDL	國家證券存款處 (Securities Depository Limited) (印度)
NSE	國家證券交易所 (National Stock Exchange of India) (印度)
SEBI	證券交易委員會 (Securities and Exchange Board) (印度)
SEC	證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission) (美國)
SRN	證券商持有人參考碼 (Securityholder Reference Number) (澳洲)
TTEP	透過中華通交易所參與者進行的「滬深港通」北向交易的交易所參與者 (Trade-through Exchange Participant) (香港)
上交所	上海證券交易所
中國結算	中國證券登記結算有限責任公司
中國證監會	中國證券監督管理委員會

簡稱 (續)

香港交易所	香港交易及結算所有限公司
香港結算	香港中央結算有限公司
香港證監會	證券及期貨事務監察委員會 (香港)
深交所	深圳證券交易所
集保結算所	臺灣集中保管結算所
新交所	新加坡交易所
臺證所	臺灣證券交易所
聯交所	香港聯合交易所有限公司
韓交所	韓國證券交易所 (Korea Exchange)

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

