

# 港建官方虛資交易所未具條件

## 專家：需摸索新監管方法 加強投資者教育最緊迫

### 成立官方虛資交易所之難處

- ◆全球對虛擬資產監管態度不一，也未有完整法律架構
- ◆全球沒有成立官方虛資交易所的先例
- ◆任何人都可以發行虛擬資產，無需實質資產支持，也沒有盈利、業績，官方虛資交易所在判斷虛資產品的價值、准許哪些虛資產品掛牌上存技術困難；釐定審批產品的上市委員會的人員資格、採取的審批標準也有難度
- ◆官方虛資交易所難追上市場發展。傳統交易所不參與融資、質押及發行等活動，虛擬資產交易所則是集交易平台、中介人及發行人一身，日後官方虛資交易所若純粹做交易平台，則面臨上述如何判斷虛資產品價值、選擇掛牌產品的難題；若集交易平台、中介人及發行人一身，更變相由政府落場主導本地虛擬資產的發展

虛擬資產交易所 JPEX 涉嫌串謀詐騙，涉及投資者款項近 14 億元，是近年香港最大商業罪案。據業內人士指出，目前本港有約百家虛擬資產交易所或平台在運作，有市場意見認為，既然香港決心建設「虛擬資產財富管理中心」，或可效法當年將 4 家股票交易所合併成聯交所一樣，將虛資交易所合併為一家官方交易所，杜絕虛資交易所違規經營、交收結算等風險。學術界認為目前相關法律架構尚待完善、判斷及審批虛資的知識及資格嚴重不足等情況下，成立官方交易所甚具挑戰，建議現時可趁 JPEX 事件加快市場整合，由市場整合出數間強大的交易所，更為有利監管、又能符合虛資日新月異的市場特性，而目前最緊迫的是投資者教育。

◆香港文匯報記者 周紹基

浸會大學會計、經濟及金融學系副教授麥萃才接受香港文匯報訪問時坦言，JPEX 事件涉及犯罪，大家不能要求當局能夠預知 JPEX 會犯罪，並能預先堵截罪犯以犯法手段謀利。世上從來不缺乏嚴刑峻法，但「殺頭生意有人做，蝕本生意無人做」，在投資上要防範詐騙分子得逞，減低監管風險，首先需要加強投資者教育，例如過往大量詐取港人的倫敦金騙局，經多年來不斷的投資者教育，以及很多被騙人士交上高昂「學費」後，近幾年已經式微。在虛擬資產的發展上，其實日本、韓國、美國、新加坡等地也相繼出事，這恐怕是發展的必經階段。

### 環球對幣圈生態尚無法律定論

至於有建議政府帶頭成立官方的虛擬資產交易所，他認為目前不具備條件。因為虛擬資產是新產品，目前世界許多地區或國家對虛擬資產的法律地位尚無定論，而且幣圈生態中的許多事物，例如今次事件的 JPEX 自稱為「DAO」，即「去中心化自治組織」，這種只存在於網上的無實體、無疆界組織架構，世界許多地區或國家對此也無法律定論，故此很難以舊法例去監管。在許多方面都欠缺法律基礎下，要整合一間官方交易所並非易事。當年股市交易的「四會合併」，也要歷時 12 年才合併成聯交所。

### 推發牌制後 大量平台將現整合

麥萃才指出，監管分為前置式及後置式，成立官方的交易所屬後置模式，好處是可大幅堵塞監管漏洞；壞處是有關機構的「轉身」慢、不夠靈活，容易失卻改善業務的先機，處處落後於人。前置式的監管就是讓行業「先行先試」，試出監管漏洞才修補，這是無可避免的發展階段。另外，他預期，證監會推出發牌制後，不排除目前逾百個虛擬資產交易平台會大量整合，若目前推出一間有官方背景的交易所，反而不符合自由市場競爭原則，也會拖慢香港整體虛擬資產市場

的發展，很可能大落後於其他地區。

### 舊法例難全面監管 事倍功半

作為收息股專家，也為本港資深投資者及學者的曾淵滄認為，虛擬資產的發展及交易監管對全球而言也是全新課題，世界上許多國家及地區對虛資甚至沒有任何針對性的法律，目前也未有官方交易所的先例，目前本港若要成立一家官方的交易所，相信只會大範圍地採用舊的既有法例，肯定事倍功半，很難做到全面監管及保障投資者，就好像現在證監會在監管虛資時，也遇上無法可依的尷尬局面，他認為只有不斷去摸索新的監管方法。

曾淵滄續指，就算美國、日本等發展虛擬資產較領先的國家，都會出現科技知識不足、市民認知程度低下、交易所「爆煲」等問題，令虛資資產難以普及發展。所以，在市場條件不成熟的情況下，成立官方性質的交易所，反而會令市民更大程度去相信有關市場，未來一旦出事，對官方及市民的打擊更大。他認為，私人市場主導的虛擬資產交易所由於自負盈虧，市場條件下反而較容易與其他虛資交易所整合成數間強大的交易所，所以他估計，未來一段時間，虛資交易所也只會由私人經營。

### 對中介人監管培養 仍需下工夫

麥萃才補充，一間正常交易所，是不會參與相關資產的買賣，證監會現有的法例亦是如此。今次涉事的 JPEX，不單經營交易業務，也涉足投資理財業務，誘使客戶利用其存放於該交易所的資金做投資，本身已屬違法，這方面不存在灰色地帶。他指出，一間交易所最重要的，是要具備實力，去保證經其買賣的交易，全都能夠貨銀兩訖，順利完成有關結算。至於向客戶提供孖展融資、合約對賭、投資建議等，都應由類似證券行等中介人去提供。他認為，證監會在虛資資產中介人的監管及培養方面，還需要下大工夫。

## 交易平台又是中介人發行人 幣圈生態大異傳統交易所

香港文匯報訊（記者 周紹基）JPEX 案全城轟動，社會有聲音指本港在虛擬資產的發展上監管不足。一直有參與虛擬貨幣交易的香港股票分析師協會主席鄧聲興在接受香港文匯報訪問時認為，虛擬資產始終是一項新事物，而證監會 6 月份正式推出的虛擬資產平台及中介人的發牌條例，顯然是希望以舊有手段來監管虛資市場的發展。他承認，市場的監管與發展很多時是對立的，要加強保護投資者，難免會壓抑了市場發展，所以在這方面要取得平衡。

鄧聲興指出，不認為香港需要設立官方的虛擬貨幣交易所，原因外國虛擬資產的交易，早已形成自己的生態圈。目前虛擬資產交易所既做交易，也推出生合約及相關虛資的金融產品，也涉及孖展融資及資產質押等，更會發行自己的虛擬幣，可謂集中介人、交易所、發行人於一身，與傳統交易所概念完全不同。

### 發牌區分業務 大削港吸引力

香港證監會剛推出的虛擬資產營運商發牌制度，是將中介人、交易所等重新區分開來，例如交易所只能負責買賣及結算，中介人亦不能涉及孖展融資等相關業務，令在港經營虛資買賣變得「無肉食」，這將使本港的虛資產業吸引力大減，不排除令外國的投資者及代幣商，放棄參與香港市場。

鄧聲興承認，市場的監管與發展很多時是對立的，要加強保護投資者，自然會壓抑了市場的發展。故他一直強調，保障投資者要先從投資者教育做起，要他們先認識自己所投資的產品，只要所有投資者的產品有高度認識，類似的騙案也會消失無形。

### 保護投資者與市場發展需平衡

對於有意見希望本港效法當年的「四會合併」，由官方主導成立統一的虛擬資產交易所，鄧聲興認為成事的機會極微。他指出，當年政府將「四會」合併，目的是為了監管香港上市公司的質素。如今合併了虛資交易所，又可以委任誰去，誰有資格審批虛資資產、虛擬幣的質素？事實上，虛擬幣正正沒有資產支持，也沒有既有盈利、業績。目前全球各家虛資交易所，成立及發行自己的虛擬幣，並互相放在對方的交易所買賣，這便是幣圈的生態。若硬要合併成一間交易所，投資產品便會極大地減少，同樣不利於投資者。



◆麥萃才



◆曾淵滄



◆鄧聲興



## 香港以前有 4 家股票交易所

### 話你知

香港的證券交易歷史悠久，早於 19 世紀香港開埠初期已出現，但都以英資公司壟斷，直至 1891 年才出現第一家正式的交易所「香港股票經紀會」（亦稱「香港股票經紀協會」），再到 1969 年，香港經濟起飛，華資公司對上市集資的需求也越來越大，促成遠東交易所成立。及後，金銀證券交易所和九龍證券交易所也先後於 1971、1972 年成立，本港正式進入「四會時代」。當時本港的股市交易時間並不劃一，上市的標準亦不一樣，股票當然全部是紙本的，故此市場亦有「假股票」出現。

### 後合併為聯交所 再變身港交所

政府鑑於越來越多交易所成立，令監管困難，在

政府促成下，四家交易所便展開合併工作。在 1974 年，四會同意合組一家交易所，甚至發展至「跨所買賣」。但要正式完成合併成為聯交所，要到 1980 年中才初步完成，到 1986 年 3 月 27 日，四家交易所在收市後一同停業，正式結束四會並立的時代，4 月 2 日聯交所（香港聯合交易所有限公司）開始運作，並成為香港唯一的證券交易所，香港證券市場進入一個新時代。由 1974 年有落實四會合併的目標，至 1986 年完成合併，一共歷時 12 年。

再到 2000 年 3 月 6 日，香港聯合交易所有限公司、香港期貨交易所有限公司和香港中央結算有限公司完成合併，由單一控股公司香港交易所持有。合併後而誕生的香港交易所，即港交所（0388）於 2000 年 6 月 27 日以介紹方式在聯交所上市。

◆香港文匯報記者 周紹基

## 港上市虛資 ETF 升幅跑輸相關虛幣

香港文匯報訊（記者 馬翠媚）港交所去年 12 月中引入首批加密貨幣期貨交易所買賣基金（ETF）上市，現時共有 3 隻虛擬資產期貨 ETF 上市。雖然比對初始發行價，上述 3 隻虛擬資產 ETF 都有升幅，最多升逾四成，不過升幅遜於直接投資比特幣及以太幣，其間比特幣升幅達 60%。另外，有關成交未見活躍，過去三個月平均日成交量計，南方東英比特幣期貨 ETF（3066）、南方東英以太幣期貨 ETF（3068）、三星比特幣期貨主動型 ETF（3135）分別約為 28.18 萬手、14.36 萬手、1.08 萬手。

證監會去年 10 月底發出《有關虛擬資產期貨交

易所買賣基金的通函》，開始接受虛擬資產期貨 ETF 的認申請，在 ETF 通函發布後，南方東英比特幣期貨 ETF、南方東英以太幣期貨 ETF 在去年 12 月 16 日在港交所上市，三星比特幣期貨主動型 ETF 則在今年 1 月上市。

### 最勁累升逾四成 成交欠活躍

上周五（9 月 22 日），南方東英比特幣期貨 ETF 收報 11.39 元，當日跌 1.13%；南方東英以太幣期貨 ETF 收報 9.47 元，當日跌 1.41%；三星比特幣期貨主動型 ETF 收報 11.01 元，當日跌 1.78%。前兩隻基金去年上市時，每基金單位定價為 7.8 元，當時

入場費均約 780 元，相較之下，上周五收市價分別升逾四成及逾兩成。而三星比特幣期貨主動型 ETF 初始發行價為 1 美元，每手買賣單位為 50 個，入場費約 390 元，上周五收市價升了逾四成。

然而，參考比特幣及以太幣走勢，由去年 12 月 16 日至 9 月 22 日，期內升幅分別約 60% 及 36%，相對下在港上市的两隻比特幣期貨 ETF 在期內升幅都追不上比特幣的升幅，而以以太幣期貨 ETF 亦稍遜於以太幣的升幅。

另，參考港交所數據，由去年 12 月 16 日至今年 2 月 7 日期間，上述 ETF 的日均成交額約為 930 萬元。

港交所指出，虛擬資產期貨 ETF 是主要通過期貨合約（例如 CME 比特幣期貨或 CME 以太幣期貨）獲取相關虛擬資產的投資表現的交易所買賣基金，其目標對象主要是擁有衍生產品知識的投資者。由於虛擬資產期貨 ETF 投資於虛擬資產期貨而非直接投資於虛資資產，其表現可以大大偏離虛資資產的現貨價。而投資虛資期貨 ETF 的主要風險，包括相關虛資的風險、期貨合約轉倉風險、單一資產或單一期貨合約的波動風險、流動性風險等，另外虛資期貨 ETF 一般設有管理費。

### ETF 可提供更高水平資產保護

至於好處方面，相較於將虛資資產存放在易受網絡攻擊的熱錢包，虛擬資產期貨 ETF 可以為投資者提供更高水平的資產保護，因為香港的虛資期貨 ETF 受監管。