

歐洲貨幣論壇(Euromoney Seminars)

2006年亞太房地產證券化高峰會議

2006年9月19日

香港

“促進房地產基金和商業抵押擔保證券在香港的發展：

監管者的角色”

香港

證券及期貨事務監察委員會

行政總裁

韋奕禮 (Martin Wheatley)

各位先生、女士，早安：

1. 很高興今天能夠與大家一同參與今年的亞太房地產證券化高峰會議。亞洲房地產基金市場蓬勃發展，以及隨著區內商業抵押擔保證券市場復甦，這個會議正好提供了上佳的機會和討論的平台。我的講話將會以下述三個範疇作為重點：- (i) 上述市場的前景；(ii)有關房地產基金和商業抵押擔保證券的增長機會和相關事宜；及(iii)它們對房地產市場和金融業的影響。

2. 今天我想講述就房地產基金在香港的監管和發展而言，證監會作為證券監管者所擔當的角色。我亦會和大家分享一些有關房地產基金的監管事宜。在講述我們所擔當的監管者角色之前，我想很快地向各位概述香港的金融市場和資產管理業務，以及房地產基金市場的發展對香港的重要性。

## 香港作為國際金融中心

3. 就任何標準而言，香港都是一個國際金融中心。我們擁有發展成熟而先進的銀行體制、高度流通的市場，以及與國際標準看齊的有效而具透明度的監管制度。

4. 我們的金融市場提供了優越的投資和集資平台。目前，按市值計算，我們的證券市場在全球排名第八，在亞洲則排名第二，並且經歷了不少困難才成為主要的集資和證券交易中心。去年，香港超越了日本，成為亞洲排名第一及全球排名第五的股本集資平台。這個勢頭一直持續至 2006 年。今年首六個月，在香港籌集的資金合共有 234 億美元，令香港成為世界第三大集資中心，僅次於紐約證券交易所和倫敦證券交易所。

5. 香港亦發展成為區內首要的國際資產管理樞紐，單從香港的基金管理業務的規模和增長速度就足以反映這點。我們最新的《基金管理活動調查》結果顯示，基金管理業務在 2005 年錄得 25% 的增長，達到 5,800 億美元。由於超過 60% 的資產是源自海外投資者，因而加強了香港吸引國際資金的能力，而本地專業人士亦更能夠將資金加以運用。

6. 雖然四隻證監會認可的房地產基金只佔基金管理業務中大約 65 億美元的資產，但房地產基金的引入是發展出一種新的投資專業知識及在我們持續變得多元化的金融市場中出現新的資產類別的過程中的一個重要里程碑。隨著產品選擇增多，投資取向和對沖需要各有不同的投資者都可找到適合的產品，因而進一步提高我們的金融市場的吸引力。

7. 此外，房地產基金亦加強了香港房地產市場的透明度。最近一項由仲量聯行進行的調查顯示，就環球房地產市場透明度指數而言，香港首次晉身第一級並排名第六，是亞洲區(不包括澳洲)排名最高的司法管轄區。第一級指有關的房地產市場高度透明，並且在提高會計標準及管治質素方面均達到國際水平，因而獲得高度評價。該項調查亦確認香港因為引進《房地產基金守則》而受惠，令原本已具透明度的房地產市場更加透明。<sup>1</sup>

8. 香港能發展成為國際金融中心，繫於其具備的多項基本優勢。除了獨特的地理位置外，香港不論在技術、經驗和優質服務方面都有很多可取之處。香港的優勢得到多項因素支持，這些因素就是：(a)香港擁有大量具備在亞洲(特別是內地)投資的專業知識的人才；(b)根基穩固的金融基礎設施；(c)法治；(d)穩定和自由流通的貨幣；及(e)低稅率和簡單的稅制。此外，香港位處連接內地與世界各地的理想位置。以上種種都是憑藉金融監管者和市場從業員多年來共同熱誠投入而達致的。我深信我們會致力完善我們的金融市場，以及將香港定位為充滿生機和不斷增長的國際金融都會。

---

<sup>1</sup> 部分其他國家的排名：澳洲(1)、新加坡(10)、日本(23)。

## 香港的房地產基金市場

9. 雖然房地產基金在澳洲和美國已有超過 20 年的歷史，但在亞洲，這類基金仍屬於較新的資產類別，而我們很可能會在區內看到房地產基金在其重要性和多元化兩方面的迅速發展。因此，我們需要繼續留意房地產基金在國際市場的發展，並以務實的方式應用我們的規則在問題一出現時加以處理，同時亦緊記維護投資者的權益。

10. 證監會在 2005 年 6 月修訂了《房地產基金守則》，以允許投資於海外物業。此外，在海外投資方面，為了讓房地產基金有充足的財政靈活性和更妥善管理外匯風險，房地產基金的獲准槓桿比率已由其資產總值的 35% 提高至 45%。這個槓桿比率是經諮詢公眾和市場從業員意見，以及研究過海外司法管轄區的跨境房地產基金發展之後而制定的。

11. 鑑於香港的面積有限，而且大部分達到投資級別的物業都已經在香港交易所上市，因此，在 6 月開放海外投資可大大加強香港房地產基金市場的發展前景。香港可為投資於區內物業的房地產基金提供上市平台，從而擴大投資選擇及吸引國際投資者參與。事實上，消除地域限制，對於去年年底全球首隻 100% 投資於內地物業的房地產基金得以在香港上市起著關鍵作用。

12. 雖然香港房地產基金市場的歷史相對較短，且首隻房地產基金才只不過於去年 11 月上市，但香港的房地產基金市場正在快速趕上。迄今，香港首隻房地產基金——領匯基金的上市，是全球最大型的房地產基金的首次公開發售。目前，而我們的房地產基金市場共有四隻房地產基金，市值約為 65 億美元。除了在首次公開發售時吸引大量投資者的興趣外，房地產基金之間亦發展出一個活躍的二級市場，在今年首七個月，每日平均成交額達 3,800 萬美元，在同一期間內，高於 13 隻新加坡房地產基金 2,200 萬美元的每日平均成交額。月前，對利率上升的憂慮令證券市場沉寂下來和打擊了投資者對首次公開發售(包括房地產基金的首次公開發售)的情緒。然而，由於對利率的後市已見明朗，市場從業員普遍預期不久將來會有另一輪房地產基金的發售熱潮，因而推動香港房地產基金市場進一步增長。

### 進一步增長的前景

13. 澳洲的房地產基金只是在過去數年才積極地進行跨境投資。香港的地域面積有限，卻早已有數量龐大的房地產資產，並以上市地產公司的形式出現。我們的市場的絕大部分增長將會透過在香港的房地產基金的海外投資活動過程而取得。在有關過程中，房地產基金的發行人很自然便會在內地物色資產。內地毗鄰香港；而市場從業員及香港投資者都熟悉內地的語言、文化、業務常規及制度。當然，還有內地幅員廣闊及其迅速增長的經濟所帶來的機遇。根據一項估計<sup>2</sup>，

---

<sup>2</sup> 瑞銀的“環球房地產分析者”(Global Real Estate Analyser)。

香港及內地的投資級別房地產的規模約值3,340億美元，當中77%尚未上市，為房地產基金市場提供了一個強而有力的增長來源。

14. 對內地的房地產擁有人而言，由於在內地缺乏成立房地產基金的相等監管架構，因而激發他們在香港將其資產組合成房地產基金。當然，內地政府為防止物業市場過熱而於近期推行的緊縮措施，將會增加成立房地產基金的成本及製造更多行政障礙。在短期內，這會打擊設立房地產基金的動機，但內地市場的長遠潛力是不容置疑的。

15. 除內地龐大的資源區外，香港房地產基金市場的另一個強大增長來源預期將會來自亞洲其他地區。地理上，香港位處亞洲的心臟地帶，此區是全球半數人口的居住地，但房地產的人均比例卻是全球最低的。因此，隨著亞洲房地產市場因為急速進行的城市化、強勁的經濟增長及海外機構投資者的參與日增而在未來數年開放，亞洲市場將會在香港的房地產基金發展中構成一股強大的力量。在過程中，必須取得大量的融資，而房地產基金為物業擁有人提供了一個具吸引力的方式讓其變現資產為進一步的發展計劃提供資金。

16. 我們致力便利內含亞洲房地產投資的房地產基金的發展。到目前為止，除領匯基金外，所有在香港上市的房地產基金都是由早已在香港上市的地產公司所擁有的物業分拆出來，而有關的房地產基金經理均為經驗豐富的本地物業投資組合經理。儘管我們因為見到本地在房地產基金管理方面的專業知識的發展而感到鼓舞，我們亦非常希望及歡迎國際專業資產經理將其房地產投資組合成房地產基金在香港上市。我們的願望是香港房地產基金市場不單止能夠吸引早已在香港上市公司的投資組合中上市的資產，並同時能夠吸引區內由國際知名的管理公司負責管理的新一批優質上市級別的房地產資產，就如澳洲及美國發展更為成熟的房地產基金市場的情況一樣。

17. 一些著名的專業投資組合經理已接觸過證監會，表示有興趣推出包含多元化國際投資組合的房地產基金。我們十分期待及希望見到包含本地、內地及其他海外資產的廣泛類別的房地產基金產品在香港市場推出。這只會增加我們的房地產基金市場的深度及寬度。我們相信一群來自不同背景的本地及國際房地產基金經理，將會便利技術知識的轉移及加快香港的房地產基金管理專業知識的進一步發展。

### 證監會的角色

18. 作為證券監管者，我們的工作是維持一個達到國際標準的監管架構和維持市場的廉潔穩健。我們期望這會吸引投資者及優質的發行人，以及維護一個有利於產品發展的環境，從而促進市場的增長。就此而言，證監會必須在便利市場與保障投資者及維護香港的國際金融中心美譽之間維持良好的平衡。具體而言，我希望跟你分享證監會在以下三個範疇所擔當的角色：

- 作為評估房地產基金經理的可接納性的把關者角色

- 有關產品的監管及披露事宜
- 投資者教育

19. 與澳洲的房地產基金相似，香港房地產基金經理須獲證監會發牌。就房地產基金經理及其關鍵人員的監管而言，證監會擔當著評估其可接納性的重要把關者角色。由於房地產基金經理以散戶投資大眾交託予他們的資金進行投資，他們必須符合適當人選資格、具備投資及管理該房地產基金所投資的房地產類別的相關技能、經驗及資源。

20. 有關方面應設立適當及充足的內部監控措施及良好的企業管治制度，以處理與房地產基金有關的現有及可能產生的風險及複雜問題，並應設立程序管理或避免產生潛在或被認為存在的利益衝突。假如房地產基金是由同時從事相同及競爭性業務的現有上市公司分拆出來，這便尤為重要。

21. 就房地產基金產品本身的監管而言，作為監管者，我們的工作不是要去顧慮到資產本身的價值、或究竟該寫字樓是甲級還是乙級寫字樓，或其位置在哪裏。相反，證監會將採納以原則為本的取向去評估房地產基金的申請，以確保其遵守《房地產基金守則》的基本規則。

22. 一項基本的規定是，該等物業必須擁有良好及可出售的業權，以及對該等物業的管理的控制權。業權的重要性毋庸置疑，因為物業是任何房地產基金的基石。就物業的控制權問題而言，由於房地產基金經理必須及應該積極地管理物業和使物業增值，故房地產基金須時刻擁有物業的“大多數擁有權和控制權”（儘管有若干例外情況）以容許房地產基金經理對該等物業的管理及策略性發展行使控制權，這是至為重要的。

23. 證監會已就大多數擁有權的事宜諮詢房地產基金委員會，並總結認為在評估是否擁有大多數擁有權時，會視乎每宗個案的具體情況而考慮不同的因素。證監會已採取務實的方法將此項規則應用於具有綜合用途的樓宇／綜合建築物之上。當然，此大多數規則將不會嚴格地應用於設有法例及法規禁止外國人擁有物業大多數擁有權的海外司法管轄區。再者，為了提供一定程度的彈性以配合實際情況，房地產基金可以在某項物業擁有少於大多數的權益，上限為房地產基金資產淨值的 10%。

24. 所有房地產基金都必須符合嚴格的公司管治及透明度標準，原因是這些基金是供散戶投資大眾認購的集體投資計劃，因此有責任適當地以及時的方式向公眾發布任何股價敏感資料。在披露方面，我們的制度規定在銷售文件內全面及妥善地披露投資特色及潛在風險。

25. 香港公眾一般對投資於房地產並不感到陌生，但對香港投資者而言，透過信託基金投資於房地產卻是新嘗試。最困難的地方並不在於了解物業本身，而是評估基金本身的財務特點。

- 證監會規定以淺白的日常詞彙，在招股期間以簡明的方式披露每項特點，

以便清晰地向投資者闡釋房地產基金分派的特點所帶來的影響，和所涉及的潛在風險。

➤ 例如息率掉期

- 在招股期間披露首次公開招股的部分所得款項實際上會在掉期安排的有效期間分派予基金單位持有人，實際上是一項股本發還。
- 如屬“逐步遞升”結構，貸款息率在掉期安排的有效期間將不斷增加，因此，倘若租賃市場疲弱，基金單位持有人所獲得的分派便會受到不利影響。

26. 在投資者教育方面而言，房地產基金仍然是一種新產品。證監會致力教育公眾有關房地產基金的性質及特點。事實上，自推出《房地產基金守則》以來，證監會已刊發小冊子及慧博士專欄文章、出席公開講座、製作電視節目及更新其網站的資料，以教育投資者有關房地產基金的運作機制。最近，為了使公眾加強認識房地產基金的分派組合、分派金額的來源、“逐步遞升”掉期息率安排這類複雜財務結構的運作機制、主要投資者放棄分派權利等課題，證監會在5月於學•投資網站發表了一系列〈有問必答〉，提供更多指引供投資者參考。

### 證監會在房地產基金方面的經驗

27. 在談論證監會的角色時，我亦想與大家分享我們在審批房地產基金申請時遇到的幾則趣事。我們準備了一份申請查檢表，載列須提交給我們審批的文件，以便利房地產基金的申請人作出準備。申請人一般都很“循規蹈矩”，單從我們所接獲的文件份量已足以反映這一點。然而，在細閱這些文件後，我們有時會發現一些奇怪的地方。有一次，我們發現雖然估值報告的份數與建議注入房地產基金內的物業數目吻合，但原來當中每一份都是相同的，事實上全部都是同一項物業的報告。我們亦發現原來房地產基金市場的透明度很高，有時在一項房地產基金的文件內竟會出現另一項房地產基金的名稱，原因可能是草擬文件的人員在套用另一項房地產基金的條文時忘了更改基金名稱所致。

28. 在另一宗個案中，我們因為接獲一家專業機構表示一切已安排就緒的釋疑函件而感到欣喜，但其後卻發現該專業機構是根據過時的專業標準來擬備該函件的。幸好我們的房地產基金小組具備相關的專業人員，當我們識別出該等問題後，便禮貌地要求有關人士按照現行標準或根據正確的物業資料，重新遞交釋疑函件。

29. 我們都知道籌備房地產基金是一個動態的過程，必須回應因市場環境而出現的急劇變化，上市的時間亦十分關鍵。然而，申請人必須遞交高質素、齊全，並符合證監會所有守則及指引的文件，其申請方能順利進行。質素差劣的申請文件只會拖慢進度，並極有可能被拒。例如，雖然我們已適應了申請人基於市道轉變或商業理由而對房地產基金的詳情及條款所作出的一次又一次的修改，

但申請人有時在刪除了某些條文後，又再錯誤地將其再次載入，實在令我們感到較難應付。此外，如參與房地產基金申請的各方能夠盡早向我們指出潛在問題，便會加快我們的工作。例如，一名申請人直至我們原擬就該項申請發出原則性批准的當晚，才向我們披露潛在的業權問題。此舉不但拖慢審批程序，更引起我們關注到有關各方的盡職審查及工作質素。

## 稅務

30. 我相信，若不談稅務問題，有關房地產基金的討論便算不上完整。雖然稅務並不屬於證監會的管轄範圍，但我認為市場上存有若干誤解，以為香港的稅制不利於房地產基金的發展。有些海外司法管轄區由於實施高稅率，因此需要對房地產基金提供特別稅項寬免以促進其發展，但香港的情況卻截然不同，因為香港已推行簡單低稅制。

31. 對本地物業而言，《房地產基金守則》下就運用特別目的投資工具持有物業的規定，已利便房地產基金採納稅務效益策略以進行印花稅規劃。此外，與許多海外稅制不同，在投資者層面，香港並無就股息收入，包括來自房地產基金的分派課稅。如房地產基金投資於跨境物業（例如內地物業），香港的稅制對房地產基金而言極具競爭力。這是由於海外物業／實體無論如何都需要繳納物業所處的有關司法管轄區的稅項。因此海外司法管轄區所提供的稅務寬免將不適用及起不了作用。事實上，當盈利調回香港時，本地的房地產基金無須就源於海外的收入或盈利繳納任何香港稅項，而投資者也無須就房地產基金的分派金額繳納任何稅項。因此，在跨境房地產基金方面，稅務寬免只是一道轉移視線的幌子罷了。

## 結語

32. 鑑於香港具備大量的專業人才、進行國際規模的集資活動的龐大能力，又位於亞洲的策略性位置，我深信香港已佔有進一步發展房地產基金市場的優勢。雖然我們間或聽到有些基金經理嚷著因為空氣污染而要撤出香港的論調，但亦察覺到有不少擁有重要地位的基金經理堅持留在香港，因為這裏有的是大量的機遇及客戶。在 2005 年，證監會共向 57 個法團首次批出第 9 類（資產管理）牌照，這數字亦令人鼓舞。當然，這並不表示不必理會環保工作。我強烈支持任何改善香港空氣質素的舉措，以改善我們的健康及環境。

33. 房地產基金市場已邁出穩健的第一步，我們致力達致的目標是利便其進一步發展。最後，我在此祝願今次的會議取得莫大成功。

— 完 —