



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

關於提高淡倉透明度的諮詢

2009年7月31日



目錄

前言	1
個人資料收集聲明	2
關於提高淡倉透明度的諮詢	4
背景	4
提高淡倉透明度的目的	5
加強交易匯報——平倉註明標記	6
淡倉匯報——規定事項	7
匯報範圍——應否將衍生工具包括在內？	7
匯報規定如何被觸發？	9
匯報的頻密程度	12
哪些人士需要匯報淡倉？	13
報告內應載有甚麼資料？	14
非公開匯報或公開披露？	15
豁免	16
淡倉匯報規定應否載入《證券及期貨條例》第 XV 部？	17
結語	18
附錄 A	19



前言

證券及期貨事務監察委員會（“**證監會**”或“**本會**”）建議根據《證券及期貨條例》（第 571 章）引入淡倉匯報規定。本諮詢文件探討淡倉匯報規定的相關事項。

本會邀請市場參與者及相關人士在 **2009 年 9 月 30 日前**，就本諮詢文件討論的事項提交書面意見，或評論可能對這些事項產生重大影響的相關事宜。任何擬對本諮詢文件發表意見的人士均應提供所代表機構的詳細資料。

本會將仔細考慮各界提交的全部意見，並會在諮詢期結束後發表諮詢總結，亦會發表法例修訂草擬稿以諮詢公眾意見。本會可能將法例修訂草擬稿連同諮詢總結一併發表。

請注意，評論者的姓名／名稱及意見書的內容，可能會在證監會網站及其他由證監會刊發的文件內公開發表。因此，請參閱本諮詢文件附載的個人資料收集聲明。

如你不欲證監會公開發表你的姓名／名稱及／或意見書，請在提交意見書時表示你希望你的姓名／名稱及／或意見書不被公布。

書面意見可以下列方式送交

郵寄
香港干諾道中 8 號
遮打大廈 8 樓
證券及期貨事務監察委員會
市場監察部

圖文傳真 (852) 2521 7917

網上呈交 <http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/speeches/consult/consult.html>（或請於證監會網站 <http://www.sfc.hk> 上進入〈演講辭、刊物及諮詢文件〉一欄後，再進入〈諮詢文件及諮詢總結〉部分）

電子郵件 shortpositions@sfc.hk

香港
證券及期貨事務監察委員會
市場監察部

2009 年 7 月 31 日



個人資料收集聲明

1. 本個人資料收集聲明（“**本聲明**”）是按照個人資料私隱專員發出的指引編寫的。本聲明列出證監會收集你的個人資料¹的用途、你就證監會使用你的個人資料而同意的事項，以及你根據《個人資料（私隱）條例》（第 486 章）（“**《私隱條例》**”）享有的權利。

收集資料的目的

2. 證監會可能會為以下其中一個或以上的目的，使用你就本諮詢文件向證監會提交的意見書中所提供的個人資料：
 - (a) 執行有關條文²及依據證監會獲賦予的權力而刊登或發表的守則及指引；
 - (b) 根據有關條文執行證監會的法定職能；
 - (c) 進行研究及統計；
 - (d) 法例所容許的其他目的。

轉移個人資料

3. 證監會就本諮詢文件徵詢公眾意見時，可向香港及其他地區的公眾人士披露其所取得的個人資料。證監會亦可能會向公眾人士披露就本諮詢文件發表意見的人士的姓名／名稱及其意見書的全部或部分內容。證監會可以在諮詢期內或諮詢期完結後，將上述資料刊載於本會網站及由本會發表的文件內。

查閱資料

4. 根據《私隱條例》的規定，你有權要求查閱及修正你的個人資料。上述權利包括你有權索取你就本諮詢文件提交的意見書中所提供的個人資料的副本。證監會有權就處理任何查閱資料的要求收取合理的費用。

保留資料

5. 證監會會保留就回應本諮詢文件而提供予本會的個人資料，直至本會恰當地完成有關職能為止。

¹ 個人資料指《個人資料（私隱）條例》所界定的“個人資料”。

² 根據《證券及期貨條例》附表 1 所界定，有關條文指《證券及期貨條例》及根據該條例訂立的附屬法例的條文；及《公司條例》（第 32 章）第 II 及 XII 部的條文，但只限於該兩部中直接或間接關乎執行與下述事宜有關的職能的範疇：招股章程；法團購買本身股份；法團為收購本身股份而提供資助等。



查詢

6. 有關就本諮詢文件提交的意見書中所提供的個人資料的任何查詢，或查閱或修正個人資料的要求，請以書面形式向以下人士提出

香港干諾道中 8 號
遮打大廈 8 樓
證券及期貨事務監察委員會
個人資料私隱主任

證監會備有本會所採納的保障私隱政策聲明的副本，可供索取。



關於提高淡倉透明度的諮詢

背景

1. 自 2008 年 9 月以來，不少海外市場均實施規管賣空的緊急應變措施，包括禁止無擔保賣空，及／或所有／部分證券的有擔保賣空，並要求披露淡倉。儘管部分上述措施的實施期已屆滿，有海外監管機構已經或正在制訂常設規例，大部分均旨在提高賣空交易／淡倉的透明度，例如——
 - (a) 英國金融服務管理局在 2008 年 9 月施加一項臨時的淡倉披露規定，觸發水平是公司已發行股本的 0.25%。該局已就多項建議進行諮詢，其中包括將上述規定改為常設性質，並將觸發水平定於 0.50%。
 - (b) 新加坡交易所（“新交所”）在 2008 年 11 月發表諮詢文件，建議賣空交易必須作出標記，並制訂淡倉匯報規定，觸發水平是 1%。
 - (c) 法國金融市場管理局在 2009 年 2 月發表諮詢文件，其中包括建議當淡倉淨額超過指明界線（例如上市公司股本的 0.25%）時必須作出公布。同時亦考慮一項輔助措施，規定投資者在發出賣空指示時必須通知中介人。
 - (d) 澳大利亞政府在 2008 年 12 月通過《2008 年法團修訂（賣空）法》。該法例包括禁止無擔保賣空，並設立披露賣空的制度。澳大利亞國庫部在 2009 年 3 月發表諮詢文件，討論有關披露機制的概念。
2. 香港是少數在 2008 年 9 月期間沒有就賣空施加緊急應變規定的市場之一，原因是香港現行監管賣空的制度已包含與部分海外緊急應變措施相同的規定。香港的監管賣空制度有助減低潛在風險，同時盡量發揮賣空活動的效益。
3. 儘管如此，本會自 2008 年 9 月以來一直嘗試透過監察香港交易及結算所有限公司（“香港交易所”）每日公布的總賣空成交量、市場上的證券借貸估計數額或不時向持牌法團索取的資料，以評估賣空活動對香港市場的影響。以上述方法搜集的資料有局限性，未必能夠全面反映市場的淡倉股份總額水平。因此，本會相信有需要提高淡倉的透明度。
4. 本諮詢文件討論提高透明度的目的，以及在制訂相關規定時須顧及和處理的事項。本會邀請公眾對這些事項發表意見及提出建議，務求使本會設立的制度能夠以適度的措施有效地達到預期目的，在落實制度及持續合規方面所需的時間及資源均合乎效益。本會將參考所收集的意見，擬備引入匯報制度的法例修訂，日後發表諮詢總結時，亦會邀請公眾對法例修訂草擬稿提供意見。



提高淡倉透明度的目的

5. 證監會必須在開首強調，提高淡倉透明度並非旨在遏止合法的賣空活動；反之，本會認同合法的賣空活動可提升市場效率和流通量，對市場運作有利。
6. 提高透明度予證監會有以下好處——
 - (a) 發出預警，有助及早得知可能妨礙市場有秩序運作或穩定性的大額淡倉正在形成，容許監管機構評估是否需要採取任何行動；
 - (b) 提供隨時可以查閱的賣空資料，增進對市場動態的了解；
 - (c) 打擊濫用賣空交易的行爲；
 - (d) 提供證據協助事後調查及紀律處分行動。
7. 提高透明度的措施可以採用交易匯報規定及／或持倉量匯報規定的形式。在海外市場，這兩個方案均正被考慮設立為常設措施。值得注意的是，交易匯報規定及持倉量匯報規定各自從不同角度達致上述目的，因此可以是相輔相成的。
8. 香港自 2000 年起實施賣空指示的交易匯報規定。儘管交易匯報規定提供一定的透明度，但未必有助達致上述提高透明度的某些目的。例如，由於賣空者無須申報就已建立的淡倉發出的平倉指示，因此交易匯報機制並不顯示其後被平倉的持倉量。現行規定也不包括場外交易及衍生工具，因此本會未能藉此評估市場上未平倉淡倉股份總額，可能妨礙本會妥善地監控系統風險。
9. 自 2008 年 9 月起，本會一直運用賣空成交量數據、證券借貸估計數額及不時向持牌法團索取的資料，搜集更多有關特定證券的賣空資料，藉以評估市場上是否存在任何系統風險或異常情況。然而，根據上述資料得出的結果有局限性，主要原因是——
 - (a) 香港交易所每日公布的總賣空成交量及向持牌法團索取的資料均具有同一局限性——僅包括在香港聯合交易所有限公司（“聯交所”）上執行的賣空交易。隨著金融市場日新月異，透過衍生工具或其他投資工具也可以建立淡倉量，而無須即時在交易所進行任何賣空交易。此外，上述兩項資料均不能反映已被平倉的持倉量，因此資料可能不夠全面。
 - (b) 證券借貸估計數額並不能準確地代表淡倉，因為借貸證券未必是為了進行賣空，況且本會獲得的資料本身僅屬估計性質，由若干證券借出人自願提供，很可能並不詳盡。
 - (c) 此外，如能設立機制定期搜集完整的資料，而非僅依賴不時向持牌法團索取資料，效率可能更高。
10. 基於上述原因，香港市場可能需要引入常設規例，提高賣空交易／淡倉的透明度。以下章節將探討關於提高賣空交易／淡倉透明度的兩個方案（即加強交易匯報及引入淡倉匯報）的各項事宜，邀請公眾提出意見。



加強交易匯報——平倉註明標記

11. 由於香港已對賣空指示設有交易匯報規定³，因此有意見認為，提高透明度的最簡單方法是規定使用平倉註明標記。
12. 這項註明標記的運作方式與現行的賣空指示交易匯報規定相若，當任何人替淡倉平倉而發出買盤，便須在落盤時告知他的中介人，而將該買盤輸入聯交所交易系統的交易所參與者須為這些交易輸入註明標記。
13. 使用平倉註明標記的缺點是，平倉交易可能在場外執行，由於平倉註明標記未必適用於場外交易，因此這些平倉交易將不會被匯報。此外，由於註明標記僅適用於在交易所執行的現貨市場交易，所搜集的資料將不包括衍生工具交易。同時，證監會亦無法即時知悉淡倉持有人的身分。
14. 此外，由於目前並沒有備存初始未平倉淡倉的資料，即使獲得有關平倉交易的資料，亦未必能夠清楚掌握未平倉淡倉的整體狀況。然而，這項問題可能僅在實施平倉註明標記初期才會遇到；隨著時間過去，這項資料應可更確切地顯示在交易所買賣的現貨市場上未平倉淡倉的趨勢。
15. 另一方面，由於聯交所及市場參與者的系統已具備相關功能，符合現行的賣空指示交易匯報規定，如引入平倉註明標記，將不需要大規模更改系統。因此，使用平倉註明標記可能是更全面地顯示現貨市場淡倉的最簡捷方法，而現貨市場亦往往被視為較重要。
16. 然而，如果認為場外交易也同樣重要，其中一個可行方法是同時使用平倉註明標記及淡倉匯報制度兩項措施，但這樣做很可能增加市場參與者的合規負擔。
17. 若然落實平倉註明標記的規定，香港交易所可能會每日公布平倉交易總額，方式與現時每日公布總賣空成交量相若。

問題

- Q1** 使用平倉註明標記是為證監會提高現貨市場的賣空交易透明度的適當方法嗎？請提供理由。
- Q2** 如你認為使用平倉註明標記的方法可行，如何解決第 13 及 14 段所述的局限性？

³ 《證券及期貨條例》第 171 條。



淡倉匯報——規定事項

匯報範圍——應否將衍生工具包括在內？

18. 隨著金融市場日新月異，衍生工具及其他金融工具也可用來建立淡倉量，效果與賣空交易相若。可以說，如果淡倉匯報制度不包括這些投資工具，所反映市場上的淡倉股份總額便可能不完整甚至具誤導性，亦可能促使更多賣空活動轉而在衍生市場或交易所外進行，以便不受匯報規定約束。
19. 另一方面，如果將衍生工具及其他金融工具包括在內，所顯示的資料雖然會更加詳盡，但亦會更加複雜。由於合規要求可能變得更複雜，而所搜集的資料亦會較為複雜及難於詮釋，意味著淡倉持有人及證監會可能需要動用更多資源及成本。
20. 國際間對於淡倉匯報制度中應否包括衍生工具及其他金融工具並無統一的做法。
- (a) 在英國及部分歐洲國家，須予披露的淡倉包括可能就公司已發行股本直接或間接建立持倉量的所有投資工具（即以經濟利益為本）。
 - (b) 美國證交會對若干機構投資經理施加的匯報規定僅涵蓋若干指定股本證券。
 - (c) 在日本，淡倉匯報規定僅涵蓋股票淡倉。
 - (d) 目前，澳大利亞證券交易所與賣空有關的披露規定大致上僅適用於有關在交易所執行交易的持倉量。澳大利亞政府早前進行諮詢，其中一項建議包括新的賣空匯報規定應否涵蓋衍生工具。
 - (e) 新交所亦已就淡倉匯報規定展開市場諮詢，有關建議看來僅涵蓋在新交所買賣的證券。
21. 如要達致適當平衡，既不想在市場上搜集簡單但不完整的淡倉股份總額資料，又不希望搜集過度複雜的匯報資料，以下是可以考慮的方案——
- (a) 僅包括單一證券衍生工具——這是一個較簡單的方案，但由於一籃子證券及指數衍生工具十分普遍，根據這個方案獲得的資料很可能較不完整。此外，市場可能出現一些結構上屬於一籃子證券的衍生工具，旨在規避匯報規定。例如，一隻衍生工具可以與兩隻相關證券掛鉤，其中一隻相關證券所佔的比重很低，因此所建立的持倉量絕大部分屬於所佔比重較高的相關證券。這類衍生工具將無須遵從僅包括單一證券衍生工具的匯報制度。
 - (b) 除非獲證監會豁免／豁除，否則單一證券、一籃子證券及指數衍生工具均包括在內——儘管這個方案較僅包括單一證券衍生工具的方案複雜，但卻能夠提供有關淡倉的較完整資料。此外，這項匯報規定亦較難以上文第 21(a)段所述的方法規避。這個方案可以透過兩種方法落實——
 - (i) 在法例中包括一項具體豁免，將投資範圍廣闊的一籃子證券及指數衍生工具豁除在外——形式與《證券及期貨條例》第 XV 部涉及一籃子證券的豁免⁴相若。根據該項豁免，凡衍生工具與一籃子不少於五隻證券掛

⁴ 《證券及期貨條例》第 308(5)條。



鉤，其中並無任何一隻證券佔整個籃子價值超過 30% 的話，該衍生工具可獲豁免而無須計入有關人士的持倉量。如採用這種做法，本會可以考慮採納與第 XV 部相同或不同的證券數目及比率；或

(ii) 賦權證監會根據每宗個案，對個別一籃子證券（及指數）批給豁免——這種做法的優點是比上文第(i)段所述的做法更靈活。然而，證監會需要審批個別一籃子證券及作出豁免，會對市場參與者及證監會造成更大的行政負擔，亦由於市場需要等待證監會決定個別一籃子證券是否獲得豁免，因而構成監管規定方面的不明朗因素。如果證監會能夠訂明批給豁免的準則，應可在一定程度上解決上述關注事宜。本會預期該等準則將旨在確保一籃子證券的投資範圍充分廣闊，並非以規避匯報規定作為設計結構的唯一目的。

(c) 本會亦可採取分階段方案，即在第一階段僅涵蓋單一證券衍生工具。在實施一段時間及汲取更多經驗後，始落實第二階段，將不獲豁免的一籃子證券及指數衍生工具包括在內。

22. 為免匯報規定過於複雜，在上述可行方案當中，信貸違約掉期等不會就上市公司證券直接建立持倉量的金融產品，將不包括在匯報制度內。
23. 如果將衍生工具包括在內，在計算其淡倉量時，有意見認為衍生工具的價值應按經對沖值（delta）調整後計入，因為該方法可以更真實地反映持倉量淨額。
24. 另外，在香港進行的有擔保賣空只限於經聯交所指定為適合賣空的證券（“指定證券”）。如果淡倉匯報規定涵蓋場外交易及衍生工具，將非指定證券的淡倉也包括在內，可能是比較合理的做法。這一點在關注系統性衝擊的情況下特別重要——事實上，當一隻低流通量證券有大額場外淡倉形成，即使該證券可能不如指定證券般重要，其大額場外淡倉或會對其他細價證券產生連鎖效應，情況可能值得關注。另一方面，有些人可能認為非指定證券的大額淡倉不大可能造成系統風險，理由是指定證券的主要合資格準則是流通量，而流通量較低的證券在場外交易中被大量賣空的可能性不大⁵。因此，匯報非指定證券的規定可說是意義不大的。

問題

- Q3** 淡倉匯報規定應將在交易所及場外買賣的衍生工具包括在內嗎？請提供理由。
- Q4** 如果將衍生工具包括在內，上文第 21 段所述的哪一個方案最為適合？有沒有其他可行方案？請提供理由。
- Q5** 假如第 21 段的任何一個方案獲採納，應限於就上市公司證券直接建立持倉量的衍生工具嗎？如是，哪些產品應被豁免在外（例如，你對於可換股票據及其他可交換票據應否包括在內有甚麼看法）？應如何界定該等衍生工具的定義？請提供理由。
- Q6** 如果將衍生工具包括在內，衍生工具的價值應否按經對沖值調整後計算？請提供理由。
- Q7** 匯報規定應否僅涵蓋指定證券的淡倉，還是應涵蓋所有上市公司的證券？請提供理由。

⁵ 由於香港禁止無擔保賣空，而有擔保賣空亦僅限於指定證券，因此應不會有任何低流通量證券在聯交所進行賣空。透過交易所買賣衍生工具而建立的淡倉亦相當可能較小，因為通常只有流通量高的證券方會被接納作為交易所買賣衍生工具的相關資產。



匯報規定如何被觸發？

25. 國際間對於淡倉匯報規定如何被觸發似乎並無統一的做法。例如——
- (a) 匯報界線——在英國及若干歐洲國家，任何人持有的上市公司已發行股本達到某一比率（“首次匯報界線”），便會觸發匯報規定。當該人的淡倉超逾下一個界線水平（“後繼匯報界線”）或跌穿首次匯報界線時，便須進一步匯報。其他採用或正在考慮這個方案的地區包括日本⁶及新加坡⁷。
 - (b) 定期匯報——美國在實施緊急應變措施期間施加的匯報規定，僅適用於可全權操作戶口的機構投資經理，而其操作的戶口持有若干類別股本證券的公平市值最少達 1 億美元⁸。除非淡倉少於已發行證券的 0.25%，及淡倉的公平市值低於 100 萬美元，否則投資經理須每週向美國證交會申報。
26. 本會已考慮過幾個不同方案——
- (a) 匯報所有淡倉，不設任何界線——儘管這可說是最簡單的方案，無須監控是否已達到任何界線，但可能會對證監會及須申報人士構成行政負擔。
 - (b) 匯報界線——設立界線可使小額淡倉的持有人免除匯報責任，將遵從制度的負擔及成本降至有效率及可管理的程度。然而，這方案將導致若干持倉量無須匯報，削弱數據的整體完整性，可能令到淡倉總額被低估。
 - (i) 匯報界線若定得過低，會造成不必要的負擔，並導致界線變得毫無意義。另一方面，匯報界線若定得過高，便會遺漏重大持倉量。因此，如採用匯報界線，必須定出適當的界線水平，從而過濾不重要的小額持倉量，同時網羅所有重大持倉量。
 - (ii) 在設定適當的界線方面，國際間的經驗不多，是一個有待探討的範疇。
 - (iii) 本會認為，如果施加匯報界線的話，必須顧及本地市場的獨特性質，包括公司的規模、市值、流通量、市場參與者及投資者的類型，以及他們的買賣活動。
 - (iv) 假設證券借貸估計數額可合理地代表市場上未平倉淡倉總額，本會曾分析約 320 隻香港證券的估計借貸數額。在 2009 年 2 月底，320 隻證券當中約有半數的證券借貸總額少於市值的 0.50%，即沒有任何人於任何一隻證券持有高於已發行股本 0.50% 的淡倉。由此看來，0.50% 的界線對香港市場來說將會過高。即使將界線定於 0.25%，320 隻證券當中約有 36% 的證券借貸總額佔市值的比率低於此界線。根據一項在 2007 年對成交額進行的研究⁹，香港的賣空交易佔成交額的比率遠低於倫敦及紐約。研究亦顯示，香港的淡倉量佔市值的比率亦遠低於紐約¹⁰。因

⁶ 日本對在交易所現貨市場買賣的淡倉實施 0.25% 的匯報界線。

⁷ 新交所建議對在交易所現貨市場買賣的淡倉實施 1% 的匯報界線。

⁸ 該規定將於 2009 年 8 月 1 日屆滿。

⁹ 證監會研究論文 42——香港股市的賣空活動，在 2008 年 10 月 23 日發表。報告指出，在 2007 年，賣空交易額佔香港市場總成交額約 6%，在 2008 年首八個月則佔 7.6%。紐約及倫敦在 2007 年的相應比率分別為 25% 至 30%。

¹⁰ 研究報告估計，截至 2008 年 8 月底，香港的總淡倉量估計佔市值 1% 或以下，而紐約的比率則約為 4.7%。



此，如果本會採用匯報界線的方案，為網羅重大的淡倉，界線水平不應高於已發行股本的 0.25%，即倫敦及紐約現時採納的水平。或者，如果本會採納 0.25% 作為首次匯報界線，可將法例條文制訂為具備足夠的靈活性，以便本會在緊急狀況下收緊匯報界線（詳情於下文第 26(d) 段討論）。

- (v) 倘若採用匯報界線的方案，本會亦需要監察已匯報淡倉的變動（包括高於及低於首次匯報界線的變動）。可以透過施加後繼匯報界線或定期匯報規定來達到此目的¹¹。
- (c) 定期匯報——另一個可行的方案是定期匯報，不論是否同時採用匯報界線（所設定的界線可以是上市公司已發行股本的某一比率及／或價值金額）。支持定期匯報的論據包括，由於大額淡倉並非在一個交易日內形成，規定例如每週作出定期匯報是較恰當的做法。此外，與純粹達到比率界線便觸發匯報規定的方案相比，定期匯報的合規負擔較輕。
 - (i) 與反對不設任何界線而匯報所有淡倉的理由一樣（見上文第 26(a) 段），在達到某一界線後才需要作出定期匯報的做法可能較為切合實際。舉例來說，當任何人所持的淡倉超逾上市公司已發行股本的某一比率及／或其淡倉超逾某一價值，便須每週作出匯報（其後當該人的淡倉跌穿界線時亦須匯報）。如果採納此方案，與匯報界線方案一樣，本會需要為香港市場釐定適當的首次匯報界線（可以是上市公司已發行股本的某一比率及／或價值金額）。
 - (ii) 定期匯報方案亦有缺點——本會關注根據此方案作出的披露，在危機狀況下未必足以及時地反映淡倉的真實水平。如果採納此方案，本會需要解決在危機狀況下如何及時取得資訊的問題。一個可行的解決方法是提供足夠的靈活性，在發生危機期間規定更頻密地匯報（詳情於下文第 26(d) 段討論）。
- (d) 靈活方案——正如上文所述，其中一個可能性是採納合規負擔較低的匯報規定（不論是上文討論的匯報界線或定期匯報方案），並預留靈活性，使證監會在緊急狀況下可以收緊規定。
 - (i) 本會預期，倘若採納此一方案，除了制訂較寬鬆的匯報界線或規定每週定期匯報外，證監會將獲賦權宣布進入緊急狀況，在該段期間規定更頻密地匯報（例如最密增至每日匯報）及收緊匯報界線（如有採用）。當市況恢復正常後，便重新採納正常的匯報規定。這個方案既可以在危機期間提供及時而詳盡的資料，又不會在正常情況下造成過度的合規負擔，因此可能是切合實際的做法。
 - (ii) 如果採取上述方案，相當可能需要在法例內載列構成緊急狀況的因素，以及證監會如何向公眾發布決定，宣布進入緊急狀況及恢復正常市況。

¹¹ 以英國為例，當披露責任首次在 2008 年 9 月引入時，規定每日作出披露，即任何人持有 0.25% 或以上的淡倉，均須在翌日披露有關持倉量，不論須申報淡倉有否變動。英國金融服務管理局在 2009 年 1 月取消在達到首次匯報界線後須每日匯報的規定，改用“層級制”，當淡倉達到增加 0.10% 的後繼觸發水平才需要進一步匯報。該新規定可以減輕匯報負擔。



- (iii) 此外，在危機期間，本會不大可能給予市場參與者大量時間，將匯報系統調整至符合危機匯報規定的狀態。因此，市場參與者的系統必須具備足夠靈活性，可在短時間內切換至另一狀態。舉例來說，匯報界線水平不應以硬編碼設定，而可隨時調整；系統設計應容許每日編製報告；以及可以在有需要時隔夜變更設定。

問題

- Q8** 上述哪一個方案（即匯報界線（作出首次及後繼匯報）、定期匯報（兼備或不兼備匯報界線）、匯報界線或定期匯報連同在緊急狀況期間收緊規定的靈活性）最適合用來實施淡倉匯報規定？你有其他建議嗎？請提供理由。
- Q9** 如果採用匯報界線，甚麼水平的界線（以及後繼匯報界線）將會適合香港市場？如採用定期匯報，是否需要同時採用匯報界線（不論是上市公司已發行股本的某一比率及／或價值金額）？如需要，甚麼水平的界線將會適合定期匯報的方案？請提供理由。如果你是經紀或託管人，請嘗試估計在採納建議的匯報界線後，你有多少客戶需要作出申報，將可為本會提供有用的參考資料。
- Q10** 如果你同意淡倉匯報規定在正常市況期間可以較為寬鬆，但在緊急狀況期間卻可能需要規定更頻密地匯報及收緊匯報界線，你認為甚麼因素會構成緊急狀況（這些因素可能需要載入法例條文）？請提供理由。
- Q11** 有沒有任何原因導致為遵從匯報規定而設的系統，無法按上文第 26(d)段的方式作出調整？有沒有其他運作上的事宜需要考慮？請提供理由。



匯報的頻密程度

27. 匯報的頻密程度很大程度上視乎採用哪一個方案，即匯報界線抑或定期匯報。
28. 如採用匯報界線，為確保匯報制度有效運作，應規定須在切實可行的情況下於超逾每一界線水平後盡快匯報。然而，本會亦關注這項規定可能對淡倉持有人構成潛在負擔。因此，為了在及時匯報的需要與合規成本兩者之間達致平衡，如採用匯報界線，應規定在超逾界線的淡倉建立後下一個營業日內作出匯報。當持倉量跌穿首次匯報界線或每一次超逾後繼觸發水平時，亦須作出匯報。
29. 如採用定期匯報，淡倉持有人可能須在每週第一個營業日內，向證監會披露截至上週最後一個營業日結束時的持倉量。
- (a) 如在定期匯報下沒有設定任何界線，任何擁有淡倉的人士均須每週向證監會申報，直至該人不再持有任何淡倉為止。如不再持有任何淡倉，他便需要在該週作出申報，通知證監會他不再持有任何淡倉。
- (b) 如在定期匯報下同時設定界線，任何人擁有的淡倉超逾界線，便須每週向證監會申報，而當他持有的淡倉跌穿指明界線時亦須申報。
30. 正如上文第 26(d)段所述，本會或會考慮在法例內容許若干靈活性，在緊急情況下要求更頻密地匯報及／或收緊匯報界線。

問題

- Q12** 你對不同方案的匯報時間有甚麼意見？請提供理由。



哪些人士需要匯報淡倉？

31. 海外市場曾就哪些人士需要匯報淡倉進行討論。有意見指出，由於經紀是受規管的，因此較適當的做法是規定經紀匯報本身及客戶的持倉量。然而，經紀未必掌握客戶整體投資組合的資料，也無法控制客戶向他們提供的資料是否完整準確。本會認為，淡倉持有人具備最佳條件計算自己的整體淡倉，因此應承擔匯報淡倉的最終法律責任。儘管本會明白，離岸投資者有可能不遵從匯報規定，本會相信這是長期以來與跨境執法的困難有關的事宜，影響所及並不限於淡倉匯報。在一定程度上，國際監管合作可以協助解決跨境執法事宜。
32. 本會的初步意見是，如引入淡倉匯報規定，本會將對淡倉持有人施加匯報責任。代理人（例如經紀或託管人）可能獲准代表持有人匯報資料。在該等情況下，淡倉持有人將負責管理這項關係，如他的代理人沒有遵從匯報規定及／或匯報不正確的資料，淡倉持有人須承擔責任。
- (a) 就基金而言，匯報規定應適用於每項基金。基金經理可代表所管理的每項基金匯報持倉量，但不得將不同基金的持倉量合併計算或互相抵銷。
- (b) 環球金融機構的匯報責任由集團架構內每家獨立法律實體承擔，不須合併計算。本會了解這個方法可能容許某些機構將略低於匯報界線（如有採用）的淡倉記入不同法律實體的帳目，從而規避匯報規定。然而，採用合計規定來解決這項風險，將會令淡倉匯報制度變得非常複雜。此外，如採取靈活方案，市場參與者在緊急狀況下亦會難以遵從較頻密的匯報規定。在權衡各項因素後，本會傾向較簡單的方案。

問題

- Q13** 匯報淡倉的責任應否由淡倉持有人承擔？請提供理由。
- Q14** 代理人應否獲准代表淡倉持有人匯報資料，而有關責任則由淡倉持有人承擔？請提供理由。
- Q15** 就基金而言，匯報規定應否適用於個別基金而非基金經理？請提供理由。
- Q16** 你是否同意不應對隸屬同一集團的不同實體施加合計規定？請提供理由。



報告內應載有甚麼資料？

33. 除了關於申報人士的基本資料（如機構名稱、日期等）外，淡倉報告可能需要載有以下資料——
- (a) 淡倉淨額（將現貨及衍生工具合併計算後達到觸發界線的淡倉，如有採納界線的話）；及
 - (b) 已於聯交所建立的持倉量淨額（可以是好倉或淡倉）。
34. 儘管上述資料較若干海外市場所規定的為多（有些市場僅規定披露一個淡倉淨額數字），本會需要上述資料以更有效地履行監察市場的職能，並用來評估在交易所市場上形成的淡倉水平。本會不擬詳細公布明細分項資料，相信可以在一定程度上紓解市場參與者的關注。（關於向公眾披露淡倉資料的建議，詳情請參見下文第 36 至 39 段）。
35. 此外，證監會擬制訂一份範本，以便市場人士透過電子方式匯報。任何人不論身為證監會持牌人與否，均可經由證監會網站，透過電子匯報設施提交淡倉報告。

問題

- Q17** 你對於在向證監會提交的報告內提供淡倉淨額及已於聯交所建立的持倉量淨額，有甚麼意見？請提供理由。
- Q18** 你對於制訂範本，以便市場人士經由證監會網站透過電子方式匯報的做法，有甚麼意見？請提供理由。



非公開匯報或公開披露？

36. 其中一個關於淡倉匯報的最具爭議範疇，是有關資料應以非公開形式向監管機構匯報，還是公開披露。雖然海外市場似乎不反對以非公開形式向監管機構匯報淡倉，但對公開披露卻深表關注。
37. 反對公開披露的論據包括——
- (a) 披露規定會不公平地損害淡倉的持有人，妨礙他們執行自營交易策略，可能打擊交易員／投資者從事合法賣空活動的意欲，而這些活動一般是對市場有利的。
 - (b) 披露規定可能使賣空者替淡倉進行平倉時，承受被夾倉的風險。
 - (c) 披露規定可能造成羊群效應，投資者盲目追捧著名人士／機構賣空的證券。
38. 公開披露資料可以為公眾提供額外的透明度。就此而言，有人或會認為現時由聯交所每日公布總賣空成交量已提供足夠的透明度，無須進一步要求公開披露淡倉及持有人的身分。
39. 一個可行的解決方法是規定以非公開形式向證監會匯報，然後由證監會以延遲方式（例如每週或每兩週）公布經合併計算的資料，不會透露淡倉持有人的身分。
- (a) 本會承認這做法會導致公眾延遲取得資料。有人可能關注此舉會降低向公眾作出披露的效用。
 - (b) 有人亦可能批評，公布經合併計算的資料可能不全面及具誤導成分。本會認為，倘若採用匯報界線，由於只有超逾界線的淡倉才會被匯報，故此這種情況無論如何是難以避免的。

問題

Q19 證監會應否將匯報資料合併計算，然後以延遲方式公開披露？請提供理由。

Q20 如以延遲方式公布資料，“延遲”多久才算恰當（例如每週公布截至上週結束時的持倉量）？



豁免

40. 在某些海外市場，莊家可獲豁免而無須遵守公開披露／匯報規定。然而，本會認為除非向公眾披露個別淡倉，否則沒有必要豁免莊家遵守建議的淡倉匯報規定。

問題

- Q21** 證監會應否考慮在匯報規定下設有任何豁免？請提供理由。



淡倉匯報規定應否載入《證券及期貨條例》第 XV 部？

41. 本會明白新的淡倉匯報規定會為業界帶來額外成本。
42. 在這方面，本會曾考慮應否將淡倉匯報規定載入《證券及期貨條例》第 XV 部的披露權益制度，或參照第 XV 部的規定以制訂淡倉匯報規定。本會曾希望此舉可容許業界繼續採用遵從第 XV 部的現有合規程序來符合淡倉匯報制度，從而減省設置新系統的成本。
43. 然而，有人可能認為第 XV 部並不適合，原因舉例如下——
- (a) 第 XV 部對“淡倉”的定義涵蓋一些本會不希望包括在淡倉匯報制度下的權益，例如借入股份；
 - (b) 第 XV 部對淡倉的披露責任僅適用於身為大股東的人士（即持有 5%或以上好倉的人士）；
 - (c) 本會認為第 XV 部規定的披露時間（即三個營業日）對於淡倉匯報來說太長；
 - (d) 根據第 XV 部，衍生工具是按名義價值計算的，但本會卻希望在進行淡倉匯報時，有關的衍生工具價值是按經對沖值調整後而計算的；
 - (e) 如不採用第 XV 部，便可享有較大的靈活性，制訂一套較簡單及有效的規則，以配合淡倉匯報的需要。
44. 因此，看來較適當的做法是依據《證券及期貨條例》第 397(2)條，制訂新的附屬法例以載入淡倉匯報規定。

問題

- Q22** 你是否同意，淡倉匯報規定不應載入《證券及期貨條例》第 XV 部，或參照第 XV 部的規定而制訂？請提供理由。



結語

45. 有關採納甚麼方案來提高淡倉透明度，本會尚未有定案。本節概述本諮詢文件內討論的不同模式的要旨。
46. 為提高賣空交易／淡倉的透明度，考慮過的兩個方案是——
- (a) 使用平倉註明標記（見第 11 至 17 段）；及／或
 - (b) 淡倉匯報規定（見第 18 至 35 段）。
47. 關於淡倉匯報規定，本文件討論多項與匯報有關的細節，每項細節均涉及多個可行方案，扼要來說——
- (a) 關於可能的匯報模式——
 - (i) 本會可以採納匯報界線，當淡倉持有人的淡倉超逾訂明界線（佔有關上市公司已發行股本的某一比率），便須在指明期間內（例如下一個營業日內）匯報淡倉。此後，當持倉量達到後繼匯報界線及跌穿匯報界線時，亦須作出匯報；或
 - (ii) 本會可以採納定期匯報，淡倉持有人須定期（例如每週）匯報淡倉。本會或不會就定期匯報施加任何界線，意即持有任何淡倉的人士均須定期匯報。或者，在定期匯報下同時採用匯報界線（可以是上市公司已發行股本的某一比率及／或價值金額），意即持有人僅在淡倉超逾指明界線時才須遵從定期匯報規定，以及在跌穿界線時作出匯報。
 - (iii) 本會可以採用上述任何一種模式，並在法例內引入靈活性，在緊急狀況下規定更頻密地匯報（例如將每週匯報增至最密每日匯報）及／或收緊匯報界線。當市況恢復正常後，便重新採納正常的匯報規定。
 - (b) 關於包括衍生工具——
 - (i) 可以僅包括單一證券衍生工具；或
 - (ii) 可以包括單一證券衍生工具及一籃子證券及指數衍生工具（除非有關一籃子證券或指數已在法例下被豁除）。此外，可賦予證監會豁免權，可以豁除符合法例所訂準則的衍生工具；或
 - (iii) 可以分階段落實規定，在第一階段只包括單一證券衍生工具，然後在第二階段才延伸至沒有另行獲得豁免的一籃子證券及指數衍生工具。
48. 本文件還討論了多項沒有在本節撮述的其他事宜。
49. 本會邀請市場人士對已在本文件提出及另載於附錄 A 的問題發表意見，或評論可能對這些事項產生重大影響的相關事宜。本會將仔細考慮你的意見，並會在發表諮詢總結時，同時發表附屬法例草擬稿以諮詢公眾意見。



問題清單

- Q1 使用平倉註明標記是為證監會提高現貨市場的賣空交易透明度的適當方法嗎？請提供理由。
- Q2 如你認為使用平倉註明標記的方法可行，如何解決第 13 及 14 段所述的局限性？
- Q3 淡倉匯報規定應將在交易所及場外買賣的衍生工具包括在內嗎？請提供理由。
- Q4 如果將衍生工具包括在內，上文第 21 段所述的哪一個方案最為適合？有沒有其他可行方案？請提供理由。
- Q5 假如第 21 段的任何一個方案獲採納，應限於就上市公司證券直接建立持倉量的衍生工具嗎？如是，哪些產品應被豁除在外（例如，你對於可換股票據及其他可交換票據應否包括在內有甚麼看法）？應如何界定該等衍生工具的定義？請提供理由。
- Q6 如果將衍生工具包括在內，衍生工具的價值應否按經對沖值調整後計算？請提供理由。
- Q7 匯報規定應否僅涵蓋指定證券的淡倉，還是應涵蓋所有上市公司的證券？請提供理由。
- Q8 上述哪一個方案（即匯報界線（作出首次及後繼匯報）、定期匯報（兼備或不兼備匯報界線）、匯報界線或定期匯報連同在緊急狀況期間收緊規定的靈活性）最適合用來實施淡倉匯報規定？你有其他建議嗎？請提供理由。
- Q9 如果採用匯報界線，甚麼水平的界線（以及後繼匯報界線）將會適合香港市場？如採用定期匯報，是否需要同時採用匯報界線（不論是上市公司已發行股本的某一比率及／或價值金額）？如需要，甚麼水平的界線將會適合定期匯報的方案？請提供理由。如果你是經紀或託管人，請嘗試估計在採納建議的匯報界線後，你有多少客戶需要作出申報，將可為本會提供有用的參考資料。
- Q10 如果你同意淡倉匯報規定在正常市況期間可以較為寬鬆，但在緊急狀況期間卻可能需要規定更頻密地匯報及收緊匯報界線，你認為甚麼因素會構成緊急狀況（這些因素可能需要載入法例條文）？請提供理由。
- Q11 有沒有任何原因導致為遵從匯報規定而設的系統，無法按上文第 26(d)段的方式作出調整？有沒有其他運作上的事宜需要考慮？請提供理由。
- Q12 你對不同方案的匯報時間有甚麼意見？請提供理由。
- Q13 匯報淡倉的責任應否由淡倉持有人承擔？請提供理由。
- Q14 代理人應否獲准代表淡倉持有人匯報資料，而有關責任則由淡倉持有人承擔？請提供理由。
- Q15 就基金而言，匯報規定應否適用於個別基金而非基金經理？請提供理由。



- Q16 你是否同意不應對隸屬同一集團的不同實體施加合計規定？請提供理由。
- Q17 你對於在向證監會提交的報告內提供淡倉淨額及已於聯交所建立的持倉量淨額，有甚麼意見？請提供理由。
- Q18 你對於制訂範本，以便市場人士經由證監會網站透過電子方式匯報的做法，有甚麼意見？請提供理由。
- Q19 證監會應否將匯報資料合併計算，然後以延遲方式公開披露？請提供理由。
- Q20 如以延遲方式公布資料，“延遲”多久才算恰當（例如每週公布截至上週結束時的持倉量）？
- Q21 證監會應否考慮在匯報規定下設有任何豁免？請提供理由。
- Q22 你是否同意，淡倉匯報規定不應載入《證券及期貨條例》第 XV 部，或參照第 XV 部的規定而制訂？請提供理由。