

香港的權益披露制度



2014年12月

I. 簡介

1. 《證券及期貨條例》第 XV 部載列香港有關權益披露（或「DOI」）的要求。該等權益披露條文要求若干持有香港股票好倉的人士及若干持有香港股票淡倉的人士向市場披露該等倉位，以提高透明度，使投資者了解誰持有／控制上市公司及誰持有該等股份的淡倉。證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）在其《〈證券及期貨條例〉第 XV 部的概要——披露權益》中發佈了指引，為第 XV 部提供了有力補充。
2. 世界上大多數（如非全部）成熟證券市場均制定了類似的規定。儘管如此，各市場的規定之間有很大的差異，包括：「觸發披露責任的持股比例界線是甚麼？」；「哪類權益屬於範圍之內？」；「是否可相互抵銷好倉和淡倉？」等等的問題。
3. 金融服務業的從業員普遍認為，與世界各地的權益披露制度比較，香港有些披露規則極其繁複，市場參與者稍一不慎，便會誤墮法網，遭受刑事檢控。
4. 本文旨在探究這種複雜性，並建議在不造成負面影響的情況下對該等規定作出若干改善，並透過多種方式提高市場透明度。
5. 目前，不少投資者都將於香港市場的投資限於香港所訂的披露界線以下，藉此徹底規避有關權益披露制度，但即使如此，投資者亦需要了解如何監察及計算其權益，而這是非常困難。鑒於權益披露制度的複雜性，市場參與者（包括活躍參與香港市場交易的本港中介機構以及環球金融中介機構）必須實施廣泛的合規政策及複雜的資訊科技基礎設施，以履行其披露責任。香港制定業務計劃時，這將會影響其成本／效益分析。香港一間投資銀行粗略估計，其與香港權益披露規則相關的年度合規成本（包括增聘人手、系統、合規等方面）約為 100 萬美元。另外，考慮到權益披露制度的複雜性，投資者因應市場透明度而披露的權益水平，對於投資大眾的意義未能達到規定原意。箇中的原因包括，投資大眾需要深刻理解披露規則（及豁免），才能夠解讀數量眾多的申報。

6. 未能遵守權益披露制度構成嚴格法律責任罪行，並且可能須承擔刑事責任——在沒有合理辯解下未能根據權益披露制度作出披露的人士即屬犯法。這亦可能觸發在環球經營業務之金融中介機構，所牽涉的繁複跨司法管轄區匯報要求。即使一項違反僅屬技術違反或無心之失，且並非出於任何犯罪意圖，但在香港犯下罪行仍將導致中介集團必須向環球其他相關司法管轄區的監管機構作出匯報。鑒於這是嚴格法律責任的罪行，至關重要的是了解就此而言什麼構成「合理辯解」。
7. 證監會於 2014 年 5 月 22 日發佈了經修訂的《〈證券及期貨條例〉第 XV 部的概要——披露權益》，針對有關權益披露制度的若干疑慮發佈額外指引。證監會在經修訂的概要中表明，這次修訂的原因包括需要回應自從 2003 年 8 月發佈之前版本概要以來收到的權益披露制度相關意見和諮詢。這反映了市場參與者針對權益披露制度的複雜性而表達的疑慮。
8. 除了證監會的經修訂指引外，我們認為目前是重新審視權益披露規則及考慮徹底重寫該等規則的良機，而不是尋求根據現行權益披露規定發佈進一步指引或僅修訂某些權益披露規定。例如，2005 年《有關檢討〈證券及期貨條例〉第 XV 部的披露權益制度的諮詢文件》至今仍未實施。另外，鑒於新提倡的滬港通制度，加上推出了多項鼓勵企業來港交叉上市／上市的其他區域措施，位於香港以外地區且可能須遵守但不熟悉權益披露制度下相關披露責任的投資者基數日益增多。現時是香港更臻完善其權益披露制度的良機，從而為增加其環球影響力及實現吸引投資者投資於香港上市證券的目標作好準備。在完成本項目之後，證監會將尋求與其他環球監管機構接洽，並且研究是否可以推行一項環球性措施，（盡量）融合世界上多個成熟市場中眾多互有差異的權益披露規則，並且可能在國際證券事務監察委員會組織（IOSCO）的支持下開展。除了權益披露制度之外，當局也可檢討其他重大持股量披露及限量制度（例如《證

券及期貨(合約限量及須申報的持倉量)規則》¹)，以進一步理順香港的整體規管架構。

II. 具體的修訂領域

我們在下文載列權益披露制度中有待改善的 15 個領域。

A. 使用、再抵押、借入、借出客戶股份等的權利 (ROU)

- **說明：**根據大多數行業標準客戶協議的條款，證券公司／銀行／投資銀行等（概稱「公司」）可能對客戶股份享有使用權。使用權乃屬一項須申報權益，即使公司仍未行使該權利亦然。
- **修訂的理據：**即使公司可能沒有使用該等股份，其權益亦可能虛高。在計入公司僅託管或存入客戶賬戶以在未來交易的大量客戶股份之後，公司的倉位將會激增。這可能在市場上引發混淆及不必要的投機買賣。
- **建議：**將重大持股通知的時機調整為實際行使使用權之時，將更加合理（尤其是當透過擔保權益取得該權益時），即在發生實際借入／再抵押時，將客戶股份與公司倉位彙總——與適用於豁免擔保權益的豁免類似。以澳洲為例，澳洲證券投資委員會於 2011 年根據該等條款提供集體命令寬免。

B. 現金結算衍生工具

- **說明：**現金結算衍生工具（即沒有涉及相關股票的實物交收，即使根據可選或可能性基準亦然）在香港乃屬須申報權益。若為現金結算衍生工具，就股票衍生工具而考慮的好倉和淡倉定義，需要分析在股價上漲或下跌時是否可以避免

¹ 例如，就股票期權合約（基於在香港證券交易所上市的股票）而言，根據現行制度，相關股權期權合約的持有人必須在其未平倉合約量達到若干水平時申報倉位，並且他們可持有的未平倉合約量亦受限於持倉限額。股票期權合約的交易乃參考相關股票的每手買賣單位（即合約買賣單位的計算參考通行每手買賣單位的股份數量）。倘若每手買賣單位減少（即每份未平倉合約涵蓋的相關股份數量降低），並不能靈活調整股票期權的合約買賣單位，因而導致在相關股份數量持倉較低時即觸發報告最低條件和持倉限額。上述不靈活性成為了在香港進一步發展期權衍生工具市場的障礙。然而，我們亦明白證監會、香港聯合交易所有限公司及香港期貨交易所有限公司可能希望在一個適當水平監察集中度風險。

或減少虧損（視具體情況而定）。這一點非常難以監察，並且與該等披露責任的目的不一致。

- **修訂的理據：**公司對現金結算衍生工具的相關股份既沒有任何專屬權益，亦沒有任何控制權——而且公司對相關股份附帶的投票權亦沒有任何控制權。因此，這對股權投資者而言並沒有多少資訊價值。另外，公司會與其客戶對沖其衍生工具倉位，雖然是現金股權對沖，但該等倉位將與衍生工具倉位相對立（因此公司的倉位「已獲對沖」），而公司亦可選擇不對沖或僅對沖部分倉位（取決於衍生工具在多大程度上接近「價內」）。公司的任何該等對沖已被視為須申報權益。
- **建議：**將現金結算衍生工具視作豁免，因此不需要將它們納入須申報權益或淡倉（視乎情況而定）。香港是亞洲區內少數採用將現金結算衍生工具納入權益披露制度範圍內的司法管轄區。

C. 集團內的彙總／歸屬

- **說明：**若干控股公司發覺彙總豁免並不可行，因為「有關各方」和「關係」的定義非常具體。
- **修訂的理據：**第 XV 部要求歸屬由連鎖法團持有 33.3% 或以上股權（控股法團）之公司持有的權益。根據「彙總豁免」，一間控股公司的自身權益可忽略或「分拆」法團集團內投資管理法團的權益，前提條件是該投資管理法團獨立行事，而「無須將權力交予」集團內的任何其他實體（《證券及期貨條例》第 316(5) 條）。決定實體是否能夠依賴分拆豁免的分析非常複雜，尤其是當存在聯屬公司或同系實體關係，而不是母公司／附屬公司關係時。
- **建議：**證監會在其《有關檢討〈證券及期貨條例〉第 XV 部的披露權益制度的諮詢總結》（2005 年 5 月）中建議該法例延伸至彙總豁免，以涵蓋以下額外情況：(i) 同一集團內的合資格投資經理僅就投資策略相互溝通；(ii) 合資格投資經理在單一法律實體內的不同部門進行不同的業務（當中包括投資管理業務），而投資管理業務是受到嚴格分隔的。

D. 集團內的彙總／歸屬

- **說明：**就「合資格投資經理」實施彙總豁免，而且必須在香港及制定同等法規的獲認可司法管轄區受監管。
- **修訂理據：**環球投資管理集團的業務並不限於獲證監會核准的司法管轄區（例如，新加坡和日本未經核准）。這在操作上並不合理，並且難以僅對一個集團的部分環球投資管理業務實施分拆規則。
- **建議：**放寬或廢除核准司法管轄區要求²。

E. 就微不足道的改變而批出的豁免

- **說明：**市場參與者通常會基於複雜性而選擇不依賴就微不足道的改變而批出的豁免。
- **修訂的理據：**據證監會表示，就微不足道的改變而批出的豁免的政策原意是減少大股東權益由於接近整數比例水平的小額波動而導致的合規負擔。儘管如此，很多參與者認為該豁免過於複雜且難以採用及理解。該等困難包括：
 - a. 正確識別「最後一次具報」，這很容易被誤解為最後申報的權益披露。就申請就微不足道的改變而批出的豁免而言，只有就跨越某個百分比的變化而申報的權益披露才有資格作為「最後一次具報」。
 - b. 緊密關注百分比數據的波動，確保其在所有時候均維持在 0.5% 的幅度內。
 - c. 在採用就微不足道的改變而批出的豁免的過程中，將未變更的權益與其他權益相隔離及緊密關注未變更的權益，確保其在所有時候均維持在 0.5% 的幅度內。

² 證監會在其《有關檢討〈證券及期貨條例〉第 XV 部的披露權益制度的諮詢總結》（2005 年 5 月）中提到，任何豁免必須繼續僅適用於核准司法管轄區的外國投資經理。司法管轄區的核准依據是證監會信納該等實體在適當的審查制度內經營、受到充足的監督，而證監會可向該司法管轄區的相關當局取得所需的資訊。證監會預期更多司法管轄區將簽署相關的國際證券事務監察委員會組織（IOSCO）諒解備忘錄，以便證監會承認它們為核准司法管轄區。

- **建議：**2005 年，證監會在其《有關檢討〈證券及期貨條例〉第 XV 部的披露權益制度的諮詢文件》（諮詢文件）就微不足道的改變而批出的豁免進行諮詢。大多數回應都贊成根據現有披露制度簡化現行就微不足道的改變而批出的豁免。

就微不足道的改變而批出的豁免是一項合理的豁免，但需要使其切實可行。

F. 交易日／結算日

- **說明：**購買交易與出售交易的申報期互有差異。申報期的差異意味著，相關股份在 2 至 3 天內被「雙重計算」。
- **修訂的理據：**對於買方而言，購買股份的正常通知申報期是在買方訂約以購買股份之日後的 3 個營業日內，即必須在 T+3 之前完成申報。對於賣方而言，出售的通知申報期是在結算日之後 3 個營業日內。在這個窗口期「雙倍計算」權益，意味著投資者可能無法取得上市法團股權的重要／全面資訊。根據該要求的計算，出售股份產生的權益異於購買股份產生的權益，此類要求僅在極少的司法管轄區存在，非常耗費時間，而且為了遵守此要求而必須實施的混合系統成本非常高。
- **建議：**調整買賣交易的具報時機，以使買賣交易均在交易日計算及（若必要）在交易日起計 3 個營業日內披露。

G. 擔保權益（好倉）及豁免擔保權益的範圍狹窄

- **說明：**貸款機構在持有股份擔保權益（例如借款人將股份質押作為擔保以向貸款機構取得貸款）時將需要承認其乃屬一類好倉。現行的一項豁免適用於與合資格貸款機構相關的豁免擔保權益。
- **修訂的理據：**現行豁免的適用範圍較窄，僅涵蓋合資格貸款機構（主要是受監管實體）及僅可用於該等合資格貸款機構在正常業務過程中訂立的交易。此外，擔保權益本身通常不會授予持有人投票權。

- **建議：**擴大豁免範圍，以涵蓋所有類型的貸款機構或全面豁免擔保權益的持有人，直至擔保權益獲解除且法律所有權轉移至貸款機構為止，貸款機構此時將會作為法定所有人及投票權持有人，持有股份的權益。

H. 核准借出代理人（「ALA」）

- **說明：**作為股票借貸（SBL）制度下的 ALA 面臨著廣泛的複雜性
- **修訂的理據：**就 SBL 活動而言，ALA 可在簡化披露制度下經營，並僅披露其「可供借出股份」的百分比變動。儘管如此，行內一直有意見表示，現行限制導致難以開展以下業務：
 - a. 借出股份，而且一名聯繫人透過相同集團內的核准借出代理人經營的可供借出股份而有利益關係；
 - b. 從相同集團內之 ALA 的可供借出股份中借出股份予一名聯繫人；及
 - c. 借出股份，而且 ALA 透過可供借出股份而有利益關係。
- **建議：**在諮詢文件中，證監會就 ALA 制度是否應該擴大以涵蓋目前根據第 XV 部的股票借貸報告制度不可行的活動而徵求意見。證監會得出的結論表明，如果採用任何豁免，證監會將需要確保聯繫人與 ALA 的業務乃按公平原則在獨立業務部門之間開展。一般而言，有關 SBL 活動的披露制度應該簡化。

I. 基金管理實體的彙總／歸屬

- **說明：**對所管理的基金工具擁有全權委託授權的基金經理必須彙總透過投資組合（基金和管理賬戶）持有且其擁有投資酌情權的權益。
- **修訂的理據：**在多名經理／子經理管理相同的基金工具的背景下（尤其是當該等經理／子經理屬於相同集團時）——這為每名經理／子經理彙總基金工具倉位帶來了不必要的複雜性。這個問題在按照全資集團基準進行報告時尤其複雜，因為需要釐定經理／子經理層面的權益及避免雙重計算。倘若經理及其代表屬於相同集團，則控股母公司將必須考慮是否彙總該經理及其代表（子經理）

在相同股份中持有的權益（即一方面，其應該避免雙重計算相同股份中的權益，但另一方面其在計算作為母公司而擁有的彙總權益時必須彙總所有歸屬權益，這將會導致公共領域內的資訊失真）。

- **建議：**如果已將酌情投資權委託予相同集團內另一個實體，則僅披露首個獲賦予酌情投資權之實體持有的權益，就這些實體的母公司而言，在計算其當作持有的權益時，也須計及該等權益。

J. 全資擁有公司所屬集團的豁免

- **說明：**現行的全資擁有公司所屬集團的豁免僅限於 100% 所屬集團實體，並且區分首次申報（例如在首次公開募股的背景下）與後續申報。
- **修訂的理據：**即使持有重大股權但不足 100%，現行豁免亦不適用。另外，實施措施以區分「首次作出的具報」和後續申報實際上會造成沉重的負擔。
- **建議：**擴大豁免範圍，以涵蓋所有控股附屬公司（不一定是全資附屬公司），並且消除首次申報與後續申報的區別。另外，釐清該豁免是否適用於有限責任公司及任何其它法律形式，或它是否嚴格限於屬有限公司且發行股份的實體，而不是持有權益的實體（例如有限責任公司和有限合夥企業）。

K. 在供股權發行中出售供股權

- **說明：**對於香港聯合交易所（「聯交所」）上市公司發行的供股權，如果股東有意在完成供股權發行之前出售部分「未繳款供股權」（即不全額認購供股權發行中的權益），需要作出什麼權益披露申報及在何時作出？
- **修訂的理據：**為提供有關「未繳款供股權」交易的透明度，該等供股權的賣方和買方均應作出權益披露申報，以在就供股權買賣達成協議的日期披露其交易——即並非在完成該等供股權買賣之日期披露。
- **建議：**在出售未繳款供股權的日期，賣方不再在該等供股權（或在相關的香港上市公司股份）中被視為擁有權益，因此應立即作出權益披露申報，以披露其在聯交所上市公司發行之股份中的持股比例下跌。

L. 刑事責任

- **說明：**違反權益披露制度屬於嚴格法律責任的罪行，會觸發潛在刑事責任——在沒有合理辯解下未能根據權益披露制度作出披露的人士即屬犯罪。
- **修訂的理據：**絕大多數違反權益披露制度的情況均屬於並無犯罪意圖的技術違反或無心違反（例如延遲申報、誤解申報責任、權益計算錯誤等等）。儘管如此，為了維護市場透明度，強有力的威懾措施也是可取的。
- **建議：**除非存在犯罪意圖，否則對違反權益披露制度的行為予以非刑事化。

M. 條件性權益

- **說明：**即使一名人士在股份中的權益是附有條件的，該人士仍被視為在股份中擁有權益（可能觸發權益披露申報責任）；特別是，其中並不考慮是否有合理機率實現該條件或該人士是否能夠影響該條件的結果。即使該條件最終沒有實現，該不再擁有條件性權益的人士仍可能有申報責任。
- **修訂的理據：**不大可能歸屬的條件性權益（即相關條件不大可能實現），可能過早被確認。這可能向該等人士施加不適當的申報責任；特別是，倘若該條件沒有實現，這亦會使不再擁有條件性權益的人士承擔申報責任。
- **建議：**考慮限制確認條件性權益的範圍，並僅在持有股份權益的人士可影響相關條件時才確認權益。

N. 豁免託管權益

- **說明：**如果一名託管人保留酌情權，以使用代客持有的任何證券抵銷該客戶的任何其他責任／債務，或透過其他方式有權行使相關證券的投票權，則該託管人將不能依賴託管人權益豁免。同樣地，如果託管人保留酌情權以領取或保留未領取或碎股股息（現金及／或紅股），實際上根據綜合賬戶模式經營，則該託管人不獲豁免。

- **修訂的理據：**託管人(i)在履行託管服務過程中取得其託管資產的某些形式擔保權益——例如享有抵銷權；及／或(ii)擁有酌情權以領取或保留未領取或碎股股息乃屬常見（及審慎）慣例。客戶根據託管協議授予該等合約權利。
- **建議：**擴大託管人權益豁免的範圍，以將其用於更加務實的用途，託管人可以安全地依賴該等豁免，即使「標準」託管文件向其提供擔保權益，例如抵銷權或酌情領取或保留未領取／碎股股息。

O. 合資格海外計劃

- **說明：**「合資格海外計劃」不包括；
 - a. 人數少於 100 的安排，而且該等人士持有，或有權持有使持有人直接或間接取得該安排之入息或財產的權益（不論是否以單位描述）；或
 - b. 人數少於 50 的安排，而且該等人士持有，或有權持有使持有人直接或間接取得該安排不少於 75% 入息或財產的權益。
- **修訂的理據：**對於無法得知其在任何特定時間持有相關計劃多大比例權益的持有人而言，這非常難以監控。
- **建議：**在可證明切實努力廣泛推廣相關計劃的情況下，均應獲得此豁免（按照稅務局就《稅務條例》類似規定而發佈的應用指引）。

III. 結論

我們在上文列出《證券及期貨條例》第 XV 部權益披露規則有待改善的 15 個具體領域。據指出，該等修訂將會為市場參與者大為簡化這個法律範疇事宜（及「消除風險」）。此外，該等修訂不會降低向香港市場投資者提供的資料質素；剛好相反，我們認為它將簡化向公眾提供的資料、消除誤導成分及幫助投資者對市場的真實情況有更好的了解。

鑒於提議修訂的廣度，有關當局值得考慮是否需要大規模重寫第 XV 部及盡量與環球主要金融市場協調統一（可能獲得 IOSCO 的支持）。

除了權益披露制度之外，當局也可檢討其他重大持股量披露及限量制度(例如《證券及期貨（合約限量及須申報的持倉量）規則》)，以進一步理順香港的整體規管架構。

關於香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位 and 作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

聯絡我們

電郵：enquiry@fsdc.org.hk

電話：(852) 2493 1313

網頁：www.fsdc.org.hk