

A Consultation Paper on the
Review of the Financial Resources Rules

檢討財政資源規則

諮詢文件

Hong Kong
March 1997

香港
1997年3月

Published by

Securities and Futures Commission

12th Floor, Edinburgh Tower
The Landmark, 15 Queen's Road
Central

Hong Kong

Tel : 2840 9222

Fax : 2521 7836

出版機構 :

證券及期貨事務監察委員會

香港皇后大道中 15 號

置地廣場公爵大廈 12 字樓

電話 : 2840 9222

圖文傳真 : 2521 7836

目錄

	頁次
I 緒言	1
II 檢討	3
(a) 所規定的速動資金	3
(b) 持倉風險調整	4
(c) 交易對手風險調整	13
(d) 資金流通性調整	16
(e) 適用於顧問的規定	18
(f) 報表及通知書	18
(g) 其他技術性事項	19
III 適用於槓桿式外匯買賣商的財政資源規則	19
IV 諮詢	19
附件	

I. 緒言

1. 在 1993 年 12 月 1 日，適用於證券及期貨中介團體的《財政資源規則》正式實施。有關規則除大幅修改當時適用於證券交易商的資金淨額及流動資金幅度的規定外，亦開創了就期貨交易商、證券及／或期貨交易顧問實施財政規定的先河。
2. 實施《財政資源規則》的目的，旨在訂立與風險掛鈎的財政資源規則，以確保交易商不論任何時候均備有充裕的隨時可變現資產，以應付到期債務，以及備有“緩衝資金”來應付突如其來的市場及信貸風險，以及制定一套基本測試標準，以測試顧問的償債能力。
3. 《財政資源規則》實施至今已逾 3 年，因此證監會對規則進行了全面檢討，藉此：
 - a) 配合市場慣例及策略的改變；
 - b) 應付產品多元化的發展，例如嶄新的衍生產品；及
 - c) 改善在實施規則期間發現的不協調及未盡完善之處。

本文件載列是次檢討的結果。

4. 在檢討過程中，證監會曾多次在純粹交換意見的情況下，與聯交所及期交所的職員，及部分證券和期貨交易商展開非正式的商討，蒐集他們對《財政資源規則》實施至今的種種意見，同時就解決那些未盡完善地方的不同建議，徵詢他們的意見。我們謹藉此機會，對他們提供的寶貴意見和指引，表達深切謝意。
5. 鑑於《槓桿式外匯買賣（財政資源）規則》的某些方面，在很大程度上是參照適用於證券及期貨中介團體的《財政資源規則》而制訂，故此亦建議《槓桿式外匯買賣（財政資源）規則》需作出相應修訂。這份諮詢文件將不會就證監會最近檢討槓桿式外匯買賣的監管制度時曾討論過的若干基本問題，再次加以討論。

證監會誠邀對有關事宜感興趣的人士，就本文件提供書面意見。有關意見書請於 1997 年 4 月 30 日或之前送交：

香港
皇后大道中 15 號
置地廣場
公爵大廈 12 樓
證券及期貨事務監察委員會
(收件人：證監會秘書)

此外，本諮詢文件亦載於證監會在互聯網絡上的網頁，網址為 <http://www.cuhk.edu.hk/sfc>。有興趣的人士可以電子郵件方式，將有關意見傳送至 sfc@hk.super.net。

II 檢討

6. 檢討結果顯示，《財政資源規則》（為免混淆，凡提述《財政資源規則》，概指適用於證券及期貨中介團體的《財政資源規則》）在過往三年的實施情況令人滿意，看來毋須對有關規則的基本架構和方向作出徹底修改。然而，我們在檢討期間與業內人士進行商討後，認為《財政資源規則》內部分規定，包括對證券交易商實施的 5% 負債測試、就對沖或套戥活動的處理手法及認可證券市場的名單等可能過於保守。因此，我們已就各有關範疇進行審慎的檢討。
7. 除以上所述範疇外，我們也曾經研究需否修改財政監管的架構，以配合不斷演變的中介團體模式，以及修訂那些原先作為短暫措施的條款。關於配合不斷演變的中介團體模式方面，其中一個例子便是市場轉趨多元化發展和整合程度日益提高，以致需要為中介團體提供便利以便其同時買賣證券及期貨產品。至於那些原先作為短暫措施方面，有關呈交《財政資源規則》報表的規定便是其中一個例子。根據現行規定，非交易所會員的證券及期貨交易商須每季呈交一次這些報表，而交易所會員則須每月呈交一次。
8. 因此，檢討工作會集中在以下各方面：
 - a) 所規定的速動資金
 - b) 持倉風險調整
 - c) 交易對手風險調整
 - d) 資金流通性調整
 - e) 適用於顧問的規定
 - f) 報表及通知書
 - g) 其他技術性事項

以上各項會在下文詳加討論。

(a) 所規定的速動資金

對證券及期貨交易商實施劃一規定

9. 現行的《財政資源規則》對證券及期貨交易商有不同的規定。證券交易商的速動資金，不論任何時候均不得少於某個限額（有限公司最少為 3,000,000 元，獨資經營者限額最少為 500,000 元）或該商號的負債總額的 5%，以較高者為準。至於期貨交易商方面，其經調整可接納資產淨值亦不得少於某個限額（視乎商號的業務運作和結算權利而定，由 250,000 元至 12,500,000 元不等）或客戶資金的 4%，以較高者為準。

10. 由於市場上有愈來愈多的衍生產品，實際上是證券及期貨的混合體，令證券交易商及期貨交易商之間的業務分界變得愈來愈模糊。此外，市場轉趨先進和複雜，實在需要能夠有效地代表客戶處理包羅證券及期貨產品的投資組合的中介團體。爲了配合這方面的發展，以及爲方便進行對沖和其他跨市場的買賣策略，我們應容許交易商代表客戶同時在期貨及證券市場進行交易。然而，此舉需要消除現時阻礙這些跨市場活動的人爲障礙，換句話說，有關法例須予修改，尤其須撤銷對交易所會員實施的單一業務規定。《證券及期貨綜合條例草案》已加入多項修訂法例的建議，旨在綜合和精簡化規管這些範疇的現行法例。
11. 爲了讓中介團體獲得雙重註冊，令他們可同時進行證券及期貨交易，實在有需要劃一對證券及期貨交易商實施的資金規定。鑑於這兩個行業的規模各異，我們建議以現時對公司證券交易商採用的測試爲基礎，統一對所有交易商的速動資金規定。鑑於對證券交易商採用的速動資金測試與適用於期貨交易商的經調整可接納資產淨值測試的概念架構基本上並無二致，這項措施應不會導致有關規定的性質有任何根本性的改變，亦不會削弱任何一種測試的固有保障功能。
12. 下文將談論劃一規定對不同類型中介團體所造成的影響。

最低資金規定

(i) 獨資經營者

13. 根據建議，不論交易商經營證券或期貨交易業務，亦不論他們是有限公司或獨資經營者，所有交易商一律須符合持有最少 3,000,000 元的資金規定，惟介紹經紀則除外。介紹經紀現時須符合的 500,000 元的最低資金規定將維持不變。
14. 劃一規定對於獨資經營者的影響最大。獨資經營者目前只須符合 500,000 元的資金規定，大幅低於劃一規定所建議的最低要求。然而，這個 500,000 元的資金規定並沒有與風險掛鈎，似乎有違《財政資源規則》將資金與風險掛鈎的基本目標。從風險角度而言，近期惠新證券、昌垣證券及志權證券的事件清楚顯示伴隨著獨資經營者的獨特風險，而這些風險卻不適用於公司交易商。獨資經營者的業務性質令其業務及財政狀況不易爲人所知。要有效監察這些獨資經營者的財政是否健全，從而作出有效監管，更是難上加難。因此，應對獨資經營者實施比公司交易商較高的最低資金規定，這樣才合乎常理。
15. 另外還有兩大理由，解釋爲何應撤銷對獨資經營者的優惠待遇：
 - a) 1994 及 1995 年多宗個案清楚顯示，獨資經營者的業務很多時會出現無法預知的情況、經營者猝然逝世或不受監管的業務會帶來隱藏的風險等，以致獨資經營者

的客戶須承擔較有限公司的客戶為高的風險；及

b) 目前 500,000 元的最低資金規定，看來會壓抑成立有限公司的意欲。

16. 鑑於上述各種因素，我們認為現時獨資經營者所享有的優惠待遇應予撤銷，而他們亦應如所有交易商一樣，須符合劃一的最低資金規定。以 1996 年 9 月 30 日為例，根據該項建議，在全部 150 名獨資經營者中，將共有 74 名須額外注資入其業務。
17. 由於我們希望為那些只為本身進行交易，而其業務不會對有關制度或投資大眾的利益構成威脅的證券交易商提供寬免，故建議透過寬免制度，將其最低資金規定降低至 500,000 元的水平。
18. 對於那些須提高現時資金水平的獨資經營者，我們建議應規定他們分兩階段達到新訂的劃一最低資金：首先，這些獨資經營者必須在新規定實施後一年內，增加其資金，以達至 1,500,000 元的最低資金，然後在第二年年年底前，增資至符合標準的 3,000,000 元的最低資金。（在 150 名獨資經營者當中，其中 110 名的現有資金由於已超過 1,500,000 元的水平，故他們在新規定實施日期後一年的過渡期內，暫不會受到新規定的影響。）
19. 我們相信上述建議將可大大地減輕對受影響的獨資經營者所造成的任何不便。

(ii) 期貨交易商

20. 劃一最低資金限額的規定亦會影響到期貨交易商，特別是非結算會員（最低資金規定為 1,250,000 元），以及只為本身進行交易的期貨交易商或經紀（最低資金規定為 250,000 元）。以 1996 年 9 月 30 日為例，在香港期交所 135 名會員中，共有 21 名為非結算會員，另外 2 名為交易商／經紀。根據他們在同日的經調整可接納資產淨值，其中 11 名期貨交易商將未能符合有關的建議規定。
21. 在 25 名非期交所會員（其中 3 名被分類為介紹經紀，故只須符合 500,000 元的最低資金規定）之中，19 名於 1996 年 9 月 30 日的經調整可接納資產淨值超過 3,000,000 元，故提高最低資金規定的建議對他們影響輕微。
22. 總括來說，建議對期貨交易商的影響應不及對證券獨資經營者影響之大。儘管如此，我們仍積極研究在下列不同情況下，設定較低的最低資金規定的可能性。
23. 對於只替公司本身進行交易的期貨交易商，基於他們只為本身進行交易的關係，以及他們已為其持倉存入充足的保證金，我們贊成他們的最低資金規定毋須等同於與公眾人士進行交易的經紀。我們相信，在獲得寬免後，其最低資金規定應設定為 500,000 元，而這與建議給予證券交易商的待遇相符。

24. 至於非結算會員的期貨交易商方面，我們認為由於他們須透過另一名會員進行結算，而該名會員須負責監察和管理他們的風險，故其業務風險的性質與介紹經紀的相似（透過寬免制度，介紹經紀現時的資金規定較低，僅為 500,000 元）。我們相信這些非結算會員的期貨交易商，不論他們是否身為期交所會員，亦應享有同等寬免。（我們相信，假如聯交所擬引進非結算會員的證券交易商這個會員類別，亦應給予他們類似的寬免。此舉亦有助於減低現行建議對獨資經營者的影響。）
25. 最後，關於通用結算會員方面，雖然劃一規定似乎將目前 12,500,000 元的最低限額，大幅削減至建議的 3,000,000 元的水平，但由於 12,500,000 元的最低限額由期貨結算有限公司所設定，並將繼續沿用下去，因此預料不會產生任何實質影響。
26. 我們將與期交所、期貨結算有限公司及非會員的期貨交易商共同商討，以落實適當的過渡性安排，讓受影響的期貨交易商有足夠時間申請所需的寬免（如適用），或將速動資金提高至所規定的水平。

可變參數

27. 業內人士就適用於證券交易商的 5% 負債測試(即可變參數)提出了 3 項事宜：
 - a) 由於目前的測試是以交易日期（而非結算日期）作為計算基準，所以如交易商一次過進行異常大宗的買賣，則測試的結果可能會被扭曲；
 - b) 這項測試以過往數據為基礎（負債總額是對上四個季度終結時的負債數字的平均值），因此未必能夠反映當前的情況，而存放在獨立信託戶口內的客戶資金亦包括在內；及
 - c) 將風險與成交量視作直線關係看待，未能顧及到大型客戶例如資金雄厚的個人及／或機構投資者往往在信貸上較為可靠。
28. 關於(a)項，我們認為以交易日期作為計算基準足以適當地反映交易商在結算前的交易對手風險，故應予保留。為了解決因一次過進行大額交易所產生的問題，我們建議接納備用擔保／後償貸款，以應付成交量突然大增對速動資金造成的壓力。
29. 關於(b)項，我們建議以計算日期作為新的參考日期，因為這樣做能夠更準確地反映交易商當前所承擔的風險。此舉可能影響生意額大幅波動的商號須備存的資金數額。為了抵銷這種影響，我們認為應容許交易商在計算負債總額時，毋須將存放在獨立信託戶口內的客戶款項計算在內，因為這些款項既已獲得全面保障，而且相對來說有關款項的數額亦不會引致須動用資金來應付的額外風險。我們同時亦注意到有交易商為方

便進行交易和結算，將客戶的款項存放於執行買賣盤的經紀（尤其是在海外的經紀）及結算所（情況相對較少）。基於同樣理由，我們建議在計算負債總額時不計入這些結餘，但這些款項必須存放在結算會員的綜合客戶戶口內，或因客戶合約未平倉而須存放於結算所。

30. 由於建議不將客戶款項包括在負債總額的計算之內，對期貨交易商進行的 4%獨立存放資金的測試將不再適用。因此，我們需要以另一項可變參數取代，而這項因素必須能夠同樣有效地控制期貨交易商的業務規模／生意額所涉及的風險。我們建議根據客戶的期貨及期權合約持倉的保證金要求與負債總額(不包括客戶款項)兩者的總和，為期貨交易商計算出新的可變參數。
31. 至於(c)項方面，即有關風險與成交量的非直線關係，我們十分贊成所提出的論據，故建議將所規定的速動資金在負債總額中所佔的百分比要求，逐步遞減如下：

〔負債總額 + 客戶期貨／期權合約 持倉的保證金要求〕 (A)	所規定的速動資金 佔(A)的百分比
不超過 300,000,000 元	5%
300,000,000 元至 1,500,000,000 元	4%
1,500,000,000 元以上	3%

(b) 持倉風險調整

股本證券與債務證券

32. 根據現行的《財政資源規則》，股本證券與債務證券各有不同的扣減率，視乎其性質及上市或交易的地點而定。並非在任何認可證券市場上市的證券，及不被視為“合資格”¹的債務證券，其價值均會受到 100%的扣減，而這項規定向為市場人士所詬病，認為是不合理的。
33. 我們贊成股本證券不大可能純粹因為其上市地點而變得毫無價值這個論點，故建議在某個程度上放寬目前制度，並在現時有關認可市場的概念以外加入若干等級。這涉及將股本證券的最高扣減率減至 75%，並於此下限之上，為那些非在現時的認可市場名單之內，但卻是國際證券交易所聯會會員的市場上市的證券，加入另一項 50%的中間

¹ 根據現行的《財政資源規則》，合資格債務證券必須在聯交所上市，由香港政府或由任何經濟合作及發展組織國家或新加坡的政府或中央銀行發行或擔保，或由其債務證券是經穆迪或標準普爾作出投資評級的機構所發行。

此外，在其他市場上市的股本證券的扣減率將改為 75%。

34. 我們曾概略地檢視目前認可證券市場的名單，認為名單內所列的認可證券市場仍大致恰當，但建議在現時獲《財政資源規則》認可的兩大場外交易市場外，再加入交易所國際自動報價系統(SEAQ International)。這便是我們對名單的唯一修改建議。
35. 為了確保只有所需的資金款額才須被注入業務之中，我們建議放寬屬於恒生指數、金融時報 100 指數、日經 225 指數或標準普爾 500 指數成份股的股本證券的扣減率，由現時的 15%降為 10%。至於其他在聯交所及經濟合作及發展組織國家的證券市場上市的股份的扣減率，則建議由現時的 20%放寬為 15%，以反映市場現時波動的情況。
36. 由於現行的《財政資源規則》並無就預託證券作出規定，我們建議對美國預託證券、全球預託證券及國際預託證券採用適用於其相關股本證券的扣減率，理由是這些預託證券的價格預料將會追隨其相關股本證券的價格而升降。
37. 至於債務證券方面，現行的《財政資源規則》只承認在香港上市的；由任何經濟合作及發展組織國家、香港或新加坡發行或擔保的；或已獲穆迪或標準普爾評定其投資等級的債務證券的價值(惟其價值會被扣減)。這些合資格條件被認為是過份嚴苛的，例如它們沒有包括因孳息吸引而愈來愈受證券交易商歡迎的地區性公司債務證券。雖然我們認為不應該完全摒棄這些合資格條件(因為債務證券與股本證券不同，我們不可以其上市地位來確保其具備某個程度的市場承接力和流通性)，但我們已預備放寬合資格條件，以便降低現時的扣減率。為了提供一定程度的寬免，我們建議在現有架構內加入新的等級，擴大合資格條件的涵蓋範圍，其中包括將那些在認可證券市場上上市的公司所發行的債務證券列為合資格債務證券。我們相信，就設訂扣減率而言，假如發行債務證券的公司能在認可證券市場上市，其發行的債務證券便應與股本證券一樣，同被視為已有效地通過某程度的質量測試。
38. 為了避免令現有的價值扣減架構不必要地變得繁複，我們建議分開兩方面來處理扣減率的問題：“發行人”扣減率及“到期”風險。現表列如下：

“發行人”扣減表

發行人	扣減率
第一層 政府或中央銀行—香港、澳洲、比利時、加拿大、法國、德國、意大利、日本、荷蘭、瑞典、瑞士、英國及美國 獲 AAA 評級的發行人 ²	0%
第二層 由第一層的機構持有大部分權益(75%)的公司 政府或中央銀行—奧地利、丹麥、芬蘭、希臘、冰島、愛爾蘭、盧森堡、紐西蘭、挪威、葡萄牙、新加坡、西班牙及土耳其 獲 AA 或 A 評級的發行人	2%
第三層 由第二層的機構持有大部分權益(75%)的公司 政府或中央銀行—馬來西亞、中華人民共和國、菲律賓、南韓、台灣及泰國 獲 BBB 評級的發行人 於認可證券交易所上市(第一層)的公司	5%
第四層 由第三層的機構持有大部分權益(75%)的公司 於認可證券交易所上市(第二層)的公司	10%
第五層 由第四層的機構持有大部分權益(75%)的公司	15%
不合資格的類別，如集團公司之間的債務、後償債務、借據	100%

“到期”扣減表

	定息債務證券/ 一般浮息債務證券	零息債務證券/反向浮息票據/ 永久債務證券
<1 年	1%	1%
1-3 年	3%	3%
3-5 年	4%	5%
5-10 年	7%	10%
>10 年	10%	22%

² 儘管我們承認通常只有債務證券而非發行人才會獲得信貸評級，惟在設定合資格條件時，我們還是會參照發行人的情況。此舉在於減省監察工作，以便填報計算表的人士毋須翻查個別債務證券的信貸評級，以及避免近期發行的債務證券有待評估機構評級的問題。為避免引起混淆，假如發行人的長期及短期債務證券各有不同的評級，則填報人可採用其中一項評級來分析扣減率。

39. 部分交易商表示，他們在釐定那些交投呆滯的債務證券的市值時有時會遇到困難。爲了避免交易商不斷向市場莊家問價，以確保他們持續符合《財政資源規則》的規定，我們建議容許這些交易商在欠缺市值資料的情況下，按照普遍採納的訂價模式來計算“合理”價值。由於有關模式所涉及的範圍廣泛，到底所採納的某個訂價模式是否符合《財政資源規則》要求的問題有待個別處理。
40. 市場公認的趨勢是愈來愈多的衍生產品以債務證券發行形式出現，因此交易商必須分析每個持倉的固有風險，然後才將有關的投資工具分類爲債務產品或衍生產品。

對沖／套戥活動

41. 主要而言，《財政資源規則》迄今的做法是透過寬免制度來承認對沖及套戥活動。鑑於可供應用的對沖技巧種類繁多，以及在給予優惠對待前，須確保所採用的方法的效用／效率，包括設計／執行有關活動的人具備所需的技術能力，因此我們相信這種做法仍然是合適的。
42. 儘管如此，我們建議《財政資源規則》寬免下列頗爲直接、無需具備太多的技術性知識便可進行的對沖策略：
- a) 利用相關證券對沖在交易所買賣的股票期權；
 - b) 利用相關證券對沖股票期貨；及
 - c) 利用股票期貨對沖在交易所買賣的股票期權。
43. 尤其是，當交易商透過以下策略對沖在交易所買賣的股票期權：
- a) 持有證券（或期貨）長倉，買入認沽期權；
 - b) 持有證券（或期貨）長倉，賣出認購期權；
 - c) 持有證券（或期貨）短倉，買入認購期權；
 - d) 持有證券（或期貨）短倉，賣出認沽期權

我們建議將財政調整計算爲以下兩者中之較高者：相關證券的扣減額超過期權價內值（如適用）的數額，或相關證券的扣減額的 10%。這樣便可減少在正常情況下遭扣減的價值，但這要視乎期權的價內值而定，而扣減率最低不可低於 10%。若期權爲價外期權，則須對相關證券的價值按正常情況扣減，但卻無須就期權作出持倉風險調整。

44. 其他較為複雜的對沖／套戥活動將繼續透過寬免制度來處理，但我們會透過在《SFC Bulletin》上刊登有關信息，致力讓市場人士知悉證監會批准了哪些寬免，以增加透明度和為市場帶來公平競爭。

非抵押認購權證的發行人

45. 目前的《財政資源規則》並無載有任何條文，以應付與發行非抵押認購權證有關的額外風險。我們建議將任何已發行但未購回的非抵押認購權證的市值計算在認可負債之內，並需進行持倉風險調整，以下述兩者中較高者為準：相關證券的扣減額的 10%，或扣減額超過認購權證價外值的數額。
46. 相關證券或相關資產的持倉將會另外按照一般《財政資源規則》的做法來處理，而交易商亦可繼續按照每個不同的個案，向證監會申請對沖寬免。

集中持倉風險調整

47. 我們建議簡化現行的集中持倉風險調整。根據有關建議，如交易商因任何發行人而須承擔的風險³超過了其速動資金規定的 25%但少於 50%，便須就有關風險另行再增加 5%的扣減率；若風險超過了速動資金規定的 50%，則扣減率會由 5%增加至 10%；政府債務證券或不符合資格作為速動資產的證券，將獲特殊豁免。

包銷承擔

48. 現行的《財政資源規則》對（即將）在認可證券市場上市的股份的包銷承擔淨值實施 10%的扣減率，而其他所有類別的包銷項目則為 50%。這對包銷或分包銷債務證券的交易商而言過於苛刻。為了修正這個情況，我們建議將財政調整設定為正常扣減率的 50%。此外，我們亦建議，這項調整規定只會在交易商訂立包銷或分包銷協議當日起計兩個工作天後，或在主要包銷協議簽訂當日起計兩個工作天後才生效，以較後的日期為準。

在認可交易所買賣的期貨及期權

49. 我們建議修訂《財政資源規則》，以便納入淨額計算保證金的制度，惟有關制度必須符合有關結算所（《財政資源規則》將不會寫出個別結算所的名稱。相反，結算所將會被重新定義為負責替在認可期貨及期權交易所執行的買賣進行結算的機構。有關認可交易所的名單載於現行《商品交易條例》附表 2）或其會員所訂立的規定。由於從

³ 定義為股本證券、債務證券、認購權證（包括備兌認購權證及非抵押認購權證）及期權的長倉及短倉的“合計淨市值”。

交易商外幣持倉淨值這方面來處理貨幣期貨較為適合，貨幣期貨則不在此列。

50. 如交易商因為已將相關資產存放於結算所作為抵押品而沒有被要求繳交保證金，則該交易商將須計算保證金規定，猶如他從未存入抵押品。除非有關持倉已包括在淨額保證金的計算過程中，否則所有在認可交易所買賣的期權長倉均須按市價計值，以及須承受 40%的扣減率。若交易商採納淨額保證金規定作為持倉風險調整時，有關持倉則可全數計算為速動資產。

實物商品

51. 我們建議將實物商品的市值的 60%列作為速動資產，惟不包括扣減率只有 10%的金條。為杜絕可能出現濫用的情況，實物商品的品質和狀況，必須相等於根據任何在認可的期貨或期權交易所買賣的期貨或期權合約中界定為適宜交付的商品的品質和狀況。

帳外風險

52. 現行的《財政資源規則》對在場外交易市場買賣的期權、息率協議（息率掉期）、遠期貨幣協議（貨幣掉期）及遠期外匯合約均有規定，但在場外交易的其他衍生產品，則未有包括在《財政資源規則》之內。我們建議修訂掉期交易及外匯持倉的風險調整（詳見附件）。有關這類在場外交易市場的持倉的真正風險，仍未納入資金規定的範圍內，這情況引起了重大的監管問題。為了修正以上問題，我們建議規定交易商必須向證監會匯報其參與場外交易市場衍生產品買賣活動的情況，並須就這方面的活動定期呈交報表。若這些活動涉及龐大的投資組合／風險，我們會與有關交易商討論適當的資金安排，以應付這些未納入《財政資源規則》範圍內的帳外風險。
53. 部分交易商存有錯誤觀念，以為如果他們只是為在場外交易擔任一個中間人的角色，而本身並沒有任何持倉，則不會有任何風險。然而，這主要視乎代理協議的實際條款而定。若協議沒有規定對交易商有追索權，則交易商顯然毋須承擔任何風險；然而，若協議規定對交易商有追索權，則我們可以預見，虧損的一方可能會失責而令交易商可能要向另一方作出賠償。現行的《財政資源規則》假設所有場外期權持倉均沒有作出任何對沖／套戥的安排，而且不會對代理安排作出寬免。我們認為這項規定過於苛刻，因此建議採用新的、較低的風險調整：以有關交易的買入或賣出的風險調整兩者當中的較高者為準。然而要強調的是，這種處理方法只適用於當有關交易商已將其法律風險和營運風險減至最低。若交易商能向證監會證明實際的失責風險（如期權沽出者的失責風險）非常低，則他可以逐一按照不同情況，向證監會申請進一步減低風險調整。

(c) 交易對手的風險調整

交貨付款交易

54. 現行的《財政資源規則》內有一個相當詳盡的制度，用來計算交貨付款交易的買賣結餘的風險調整。首先，交易商在進行計算時可以選擇採用帳齡方法（買賣結餘未清繳的期間越長，扣減率便會越高）或差價方法（即：按市價計值）；此外，客戶的應收款項和經紀的應收款項(收帳寬限期較長)獲不同對待。
55. 就第一點而言，由於差價方法能更準確地反映商號因客戶或交易對手可能失責而須承擔的風險，所以是較佳的計算方法。帳齡方法雖然在應用上較為簡單，但它是一種任意的計算方法，不能準確地反映有關風險。為達致更理想的整體風險管理，我們建議將來全部採用差價方法。
56. 關於上述第二點，我們建議劃一對客戶應收款項和經紀應收款項，而只對那些超過交收日兩週而仍未清繳的應收款項作出扣減；惟獨資經營者和合夥商號的合夥人透過其商號為本身進行的買賣的應收款項則除外。這些應收款項將會在交收日期當日全數剔除，以避免有關人士利用商號的款項進行個人買賣。
57. 將寬限期劃一更有以下兩項優點：
- a) 大部分只買賣本地證券的小型商號根本不用或不大需要計算風險調整（因此他們亦無需就太多客戶的持倉按市價計值，而如果他們不能直接收到每日的收市報價，則前述的工作會相當繁重）；及
 - b) 劃一寬限期令在海外市場進行買賣的交易商無需擔心因為需要與執行買賣盤的經紀、銀行及／或託管人在交收上互相配合，而可能延誤交收。

款貨分付交易

58. 目前，交易商可以有 5 個銀行交易日的時間收取來自款貨分付交易（即：交易商已先將相關證券交付予客戶或交易對手，但交付時並未收取應收款項）的應收款項，而該等應收款項在 5 個銀行交易日後將會全數從速動資產中剔除。
59. 鑒於款貨分付交易所涉及的風險較交貨付款交易的高許多，款貨分付交易的結餘不應像交貨付款交易一樣，自動獲得兩週的時間進行交收。我們建議兩週的寬限期應只適用於那些當地結算方式只容許款貨分付交收的情況。所有其他來自款貨分付交易的應收款項將在交收日期當日全數剔除。

保證金交易

60. 現時，有關保證金交易的規則，並沒有規定交易商應採用交易日期還是交收日期作為會計基礎，以反映有關風險。我們建議規定以交易日期作為會計基礎，因為此舉可更清楚地反映有關風險。再者，由於資金不足的交易商將須在交易日期當日向保證金客戶收取抵押品，因此可鼓勵交易商制訂審慎的風險管理措施。
61. 另一項備受爭議的問題，是交易商集合客戶的資產作質押之用。根據《財政資源規則》，客戶的抵押品只可為籌措資金予該客戶進行交易時，因存放於或質押予認可機構而產生有產權負擔。然而，現時市場上的做法是將客戶的抵押品集合存放或用作質押，以籌措資金供交易商作一般用途。
62. 這種手法顯然不合理，而且會令客戶蒙受不必要的風險，特別是由於這些風險根本與客戶的買賣活動無關，而客戶亦不容易察覺這些風險存在。因此，我們建議嚴厲執行上述條文，以便將來能更有效地保障客戶的資產。

將客戶買賣盤直接交由其他經紀執行的交易商

63. 我們建議澄清《財政資源規則》的有關規定，以達到以下效果：
 - a) 如交易商為立約的其中一方，則即使交收並非透過該交易商進行，該交易商亦應為著遵守《財政資源規則》，將有關的應收款項及應付款項列入其帳目之內；及
 - b) 如交易商並非為立約的其中一方，但如發生失責事件時，客戶或其他經紀對該交易商有追索權，則該交易商亦必須在《財政資源規則》計算表上，將應收款項及應付款項反映出來，以及須對交易對手風險加以調整。

客戶的期貨／期權買賣

64. 現行的《財政資源規則》有一個嚴重的缺點，就是它沒有顧及到當所存放的保證金／抵押品跌至低於所追繳的保證金數額時所產生的風險。再者，根據現行的規定，期貨交易商有三日的時間向客戶追收超蝕款項。這項規定被認為太過寬鬆。
65. 為了補救這個缺點，我們建議規定當所存放的保證金／抵押品跌至低於所追繳的保證金數額時，交易商必須填補任何不敷之數，並建議將應收的超蝕款項，立即從速動資產中剔除。

證券借貸/回購交易

66. 儘管證券借貸與回購交易非常相似，但由於現時有不同條文適用於證券借貸及回購交易，因此在闡釋方面引致不必要的爭論。現時規管證券借貸的條文，對以現金作為抵押品的借方來說，尤為苛刻；而即使相關證券或抵押品的價格只有輕微的變動，交易商亦必須作出相應的調整。
67. 我們建議只保留一套條文，來規管證券的借方／買方及貸方／賣方（詳見附件）。廣義來說，借入證券的交易商只有在當所提供的抵押品(銀行擔保除外)的市值超過所借入證券的市值的 110%時，才須作出調整。市場要求的現金抵押標準為 105%，我們再加上 5%的緩衝額，因而得出 110%這個數字。這個原則適用於在其他情況下的交易商。

跨市場保證金制度

68. 客戶與交易商很多時候會進行多於一種交易，例如現金交易、保證金交易、證券沽空交易和證券借貸安排等。除現金交易外，客戶通常須向交易商繳付保證金，以支持有關交易。根據現行的《財政資源規則》，交易商須按照每個戶口(例如保證金交易)或每項交易(例如證券借貸安排)，計算保證金要求。
69. 為了使其戶口符合保證金要求，客戶可能要頻密地發出指示，把抵押品從一個戶口轉到另一個戶口。此外，交易商在計算速動資金時，亦須把這些抵押品分配予個別交易，因而帶來行政上的負擔。
70. 為解決這個問題，我們建議容許交易商在與客戶達成有效的協議的情況下，選擇為客戶計算單一的財政調整，以抵銷以下類別的戶口或交易之間的保證金要求：
- a) 保證金交易戶口；
 - b) 證券沽空戶口；
 - c) 期貨買賣戶口；
 - d) 期權買賣戶口；
 - e) 證券借貸交易；及
 - f) 回購交易。
71. 但是，這項建議將不會擴展至包括在同一集團的其他公司所開立的戶口。

(d) 資金流通性調整

正常交易／顧問業務過程以外的應收款項

72. 現時，期貨交易商可把有抵押的應收款項列為經調整流動資產。同樣地，證券交易商亦可以將應收款項列為速動資產，惟有關應收款項應可在兩個月內收取，並有充分的合資格作為速動資產(例如在聯交所上市的股本證券)的資產作為抵押(即已計算扣減率)。
73. 然而，這項規定一直遭受濫用。交易商往往設計出一些計劃，令他們能夠將公司內的資金，調到其他聯營公司，而完全沒有在短期內取回資金的意圖。儘管這些應收款項聲稱可以隨時取回，但在不少個案中，這些應收款項均不能立即兌現。其中一個例子是，應收款項以存放在一家財務公司內的滾存結餘的形式出現，而這家財務公司是負責替交易商的客戶進行交收的代理人。很多時，這些應收款項不斷滾存，成為交易商速動資產的主要組成部分。在其中一個個案中，一名證券交易商擁有 7,900 萬元的“速動資產”，其中 6,300 萬元是以上述應收款項的形式出現，佔該交易商的速動資產總額 80%。
74. 為堵塞這個漏洞，我們建議把來自正常交易／顧問業務過程以外的應收款項(財務公司純粹扮演交收代理人的角色，因此我們不以為財務公司的任何結餘，是直接來自交易活動)從速動資產中剔除。

應收費用，佣金及佣金回佣

75. 現時，證券交易商可把來自證券交易的正常業務的應收費用、佣金及佣金回佣，納入速動資產內，但這些應收款項的未清繳期間，不得超過由到期日起計兩個星期。類似的應累算款項，只要未被要求支付，亦可全數納入速動資產內。而《財政資源規則》並無規定交易商須在何時就所提供的服務開具帳單，亦無規定有關費用等是否須見票即付。
76. 在一些已知的濫用情況中，我們發現有交易商把這些應收費用累算多時而仍未收取，或延遲發出帳單，或訂下不合理的優惠付款條件(例如多月後才到期繳付費用等)，藉此人為地將其速動資產擴大。我們建議收緊《財政資源規則》，以杜絕上述弊端。
77. 我們建議，如果在證券交易業務、買賣期貨或期權、提供證券或期貨買賣顧問服務的正常過程中的應收費用、佣金及佣金回佣，從累算當日起計未清繳不超過 3 個月，則有關的應收款項可納入速動資產之中。

在海外存放資產

78. 現行的《財政資源規則》內有一項不協調的規定：將在認可證券市場上買賣的證券，不論該國的外匯管制如何，一概列為速動資產，但卻將以不能自由匯返香港的貨幣計算的銀行結餘或應收款項，從速動資產剔除。
79. 為糾正這項不協調的規定，我們建議除非批准匯款的程序純屬例行公事，而且批核需時不超過 1 個星期，否則須把所有以受外匯管制貨幣計算的資產，或是在變現或平倉時不能自由匯返香港的資產，從速動資產剔除。
80. 此外，愈來愈多的註冊交易商設立海外分行，經營證券或期貨買賣業務。我們知道某些市場規定，這些海外分行必須在任何時候都維持某個水平的資產，方可獲發有關牌照或會籍。這些資產可以指定的形式存放，例如銀行存款、政府債務證券等。而在正常情況下，這些資產均會被納入交易商的速動資產之中。一些交易商確實曾經試圖以這個理由，辯稱這些資產應繼續根據現行的《財政資源規則》被納入速動資產中。我們認為這種安排並不適當。除非交易商已準備並已採取有關步驟，結束海外分行的業務，否則交易商根本無從運用這些資產，以符合其日常的資金流通性要求。
81. 如根據規定，交易商必須維持相同的銀行存款及持有相同的政府債務證券等(即不可轉換資產)，我們建議將這些資產全數從速動資產剔除。如果准許轉換資產，則有關資產可如常納入速動資產內。反之，交易商便要對必須維持在該國的資產數額(以金額計算)，進行資金流通性調整。然而，如那些用來符合規定的資產，一開始便未能符合作為速動資產的資格，則有關數額將會被調低。

銀行結餘

82. 現行的《財政資源規則》規定，交易商只能將存放於認可機構或指定的海外銀行及其分行的存款(6 個月內到期的存款)列為速動資產。這規定一直被批評為過於局限和不切實際。馬來西亞就是最常被引用的例子。根據當地政府的規例，外資銀行不得在該國設立分行。
83. 我們承認，銀行存款不會純粹因為公司架構不同，而變成難於調動。因此，我們建議對存放於持牌銀行、其分行及其附屬銀行機構的存款作同等看待。這項建議同樣適用於有限制持牌銀行和接受存款公司的香港辦事處。

由交易商持有而應支付予客戶的款項

84. 現時，所有納入為速動資產的資產，必須由交易商實益擁有。這即是說，任何代表客戶持有的資金，均不符合資格作為流動資產。然而，現行的《財政資源規則》規定，

交易商須把這些應交還予客戶的資金列入其負債之內。這規定對交易商的資金基礎構成不合理的負擔。為解決這個問題，我們建議：

- a) 當資金是存放在獨立的信託戶口裏；
- b) 當資金是存放在結算會員的綜合信託戶口裏；或
- c) 當資金因客戶合約未平倉而須存放於結算所時，

交易商可以不將有關負債反映出來。

注意：我們建議把上述項目同時從總負債計算表中剔除。

(e) 適用於顧問的規定

- 85. 根據現時對證券及期貨顧問的規定，他們必須維持不少於零的有形資產淨值。這實際上容許只擁有 2 元資產的有限公司在香港開業，從事金融服務行業。
- 86. 我們認為，在香港這個成熟和多元化的市場，這種規定是不必要的，亦對建立良好的經營手法毫無幫助。無論如何，我們認為，規定證券及期貨顧問對業務注入適當數額的資金，以顯示他們對這行業的長遠承諾，和鞏固使用其服務的投資者的信心，實屬合理。此外，顧問應具備較為強大的財政基礎，以應付因在執行指令時所犯的任何錯誤，以及當客戶在顧問疏忽的情況下給予的意見提出索償時所引致的損失。因此，我們建議規定顧問在任何時間均須維持 500,000 元或以上的股東資金。由於股東資金與速動資金不同，前者可以從會計紀錄直接抽出，而毋須作出任何調整，所以這項規定並不難施行。
- 87. 一如其他情況，我們將給予由實施日起計 12 個月的過渡期，讓顧問有足夠時間確保其資金水平符合新的規定。

(f) 報表及通知書

- 88. 現時，交易所會員必須呈交每月報表，而非交易所會員只須呈交季度報表。我們認為有需要改善現時有關呈交報表和作出申報的規定，以便監控所有中介團體的財政穩健程度，從而更有效地管理市場風險。其實，我們承認有這種需要，已有一段時間。
- 89. 為了修正以上問題，我們建議所有交易商，不論是證券交易商還是期貨交易商，也不論他們是否交易所會員，均須在每個月結束後的 3 個星期內，呈交《財政資源規則》每月報表。這既可劃一匯報時間，亦能消除現時在報表日期方面的不協調現象。從整體風險管理角度而言，這樣做能更有效、更及時地監察市場的固有風險。

90. 由於根據現行法例，交易商須備存妥善的會計紀錄，以顯示本身擁有所規定的最低流動資金，並已符合《財政資源規則》的規定，所以這項建議應該不會構成龐大的額外監察開支。
91. 此外，我們建議更改計算表的格式，並規定交易商須適當地披露他們在場外期權和任何其他衍生產品方面的持倉，以及量化他們須負責的第三者證券的價值。具體細節如下：
- a) 計算為第三者持有的證券的價值總額，並分析其中有哪些是為保管目的而持有的證券，以及有哪些是由第三者提供作為抵押品以履行保證金要求的證券；及
 - b) 計算由交易商用作質押，以取得貸款及墊款(其性質須具體予以說明)的第三者證券的總值。

(g) 其他技術性事項

92. 我們亦藉著這次檢討，重新探討《財政資源規則》其他方面的問題。我們建議作出一些技術上的修訂，令有關規則更臻完善(詳見附件)。

III. 適用於槓桿式外匯買賣商的財政資源規則

93. 繼我們對《財政資源規則》進行檢討後，現建議就下述持倉風險調整，對《槓桿式外匯買賣(財政資源)規則》作類似的修改：
- a) 股本證券及債務證券；
 - b) 遠期協議和掉期交易；及
 - c) 外幣持倉調整。

94. 此外，由於現時的《槓桿式外匯買賣(財政資源)規則》並沒有就期貨及期權持倉訂明任何持倉風險調整，我們建議修正這方面的不足之處，令該規則與《財政資源規則》的規定一致。

IV. 諮詢

95. 證監會歡迎有興趣的人士在 1997 年 4 月 30 日前，就本諮詢文件提交意見。請將有關意見送交證券及期貨事務委員會位於香港皇后大道中 15 號置地廣場公爵大廈 12 樓的辦事處。

96. 此外，本諮詢文件亦載於證監會在互聯網上的網頁，網址為 <http://www.cuhk.edu.hk/sfc>。有興趣的人士可以電子郵件方式，將有關意見傳送至 sfc@hk.super.net。

證券及期貨事務監察委員會

1997年3月

其他技術性事項

掉期交易

1. 掉期交易(不論是息率掉期、貨幣掉期或甚至股息收入掉期)的處理方法將作如下修訂：有關的掉期協議必須先按市價計值，以反映虧損(將納入認可負債之內)而非利潤(將不會納入速動資產之內)。如有虧損，可利用來自其他同類型(例如在息率掉期交易之間互相進行抵銷)及同貨幣的掉期交易的利潤來加以抵銷。
2. 此外，交易商須進行持倉風險調整，並以其在掉期交易的名義總值(notional value)乘以以下的百分比來計算：

距離協議屆滿的餘下期間	%
少於 3 個月	0%
3 個月至 1 年	0.05%
1 至 2 年	0.1%
隨後每年增加的百分比	0.1%

3. 交易商只在其掉期交易的價值出現“正數”時，才會蒙受交易對手風險(假如交易商的掉期交易出現按市價計值後的虧損，則代表其交易對手的持倉出現按市價計值後的利潤。因此，交易對手失責的可能性不大)。由於來自掉期交易的所有利潤都不會納入速動資產內，因此已充分顧及因交易對手失責而可能引致的損失。假如交易商利用了按市價計值後的利潤來抵銷產生自其他掉期交易按市價計值後的虧損，則其所承受的交易對手風險，也許未必能夠全部反映出來。其中一個可行的解決辦法是在遇到這種情況時，增加多一個交易對手的風險，但計算方法會變得十分複雜。因此，為了方便計算起見，證監會認為還是不作進一步調整比較好。

外幣持倉

4. 視乎交易對手的類別及距離協議屆滿的餘下期間而定，以下的風險調整適用於遠期合約：

<u>交易對手</u>	<u>%</u>
認可機構，而距離協議屆滿的餘下期間為	
少於 3 個交易日	0%
3 個交易日或以上但少於 1 年	0.2%
1 年或以上	0.5%，凡超過 1 年者，隨後每滿 1 年須增加 0.3%，惟最高不超過 5%
其他人士，而距離協議屆滿的餘下期間為	
少於 3 個交易日	0%
3 個交易日或以上	5%

證券借貸／回購交易

5. 以下的風險調整適用於證券借貸、回購及反向回購交易：

- a) 假如交易商是回購交易中的買方或證券借方，則必須就所提供的有效抵押品(定義為交易商在證券借入交易所提供的抵押品—但不包括任何銀行擔保—的市值或在回購交易中的回購代價) 超過所借入／買入的證券的經修訂價值 (定義為證券市值的 110%，如有關證券在認可證券市場上市或為合資格債務證券；及所有其他證券的市值的 50%) 的任何數額作出財政調整。
- b) 假如交易商是回購交易中的證券貸方或賣方，則他必須就證券市值超過其所收取的有效抵押品的任何數額作出財政調整。

[所收取的有效抵押品數額的定義包括：

- 現金抵押品的全部價值及根據上述安排所取得的最高銀行擔保數額；
- 根據上述安排所取得的證券抵押品(在認可證券市場上市的股本證券及合資格債務證券)的市值；
- 根據上述安排所取得的其他作為抵押品的證券的市值的 50%；及
- 回購交易中的回購代價。]

受外匯管制的資產

6. 根據《財政資源規則》的規定，任何資產如在變現或平倉後會變成以受到外匯管制的貨幣結算的任何資產，或在出售後其收益不得自由匯出，則交易商不得將這些資產列為速動資產，惟下列情況除外：
 - a) 假如任何國家只在首次注入資金之後的某段指定期間內禁止將資金匯出，但在該期間屆滿後便沒有類似的限制，則交易商只須在該期間內，而非在該期間屆滿以後，將在該國所持有的資產從速動資產剔除；
 - b) 假如任何國家會視乎情況(例如可能會對屬於資金性質的款項有所限制)而對資金的匯出加以限制，則交易商只須將在變現後會帶來不能匯出的款項的資產，從速動資產剔除；及
 - c) 假如任何國家規定，在將出售證券所得的收益或投資所賺取的股息匯出時，必須得到該國的批准，則交易商應可將投資、銷售應收款項、有待匯出的銀行存款納入速動資產內，惟有關申請在交易商提交適當的文件(例如證明首次購買代價來自海外的文件)後，必須能夠在通常不超過 1 個星期之內獲得批核。

不納入長期負債

7. 現時不將長期負債納入認可負債內的規定可能會出現被濫用的情況，因此須要收緊有關規定。有見及此，證監會建議只有無需在 12 個月內清償的負債，及以交易商獲註冊進行的業務所使用的不動產物業作為第一法律押記的負債(惟以該物業的可變現淨值為限)，才得以從認可負債剔除。

遞延項目

8. 為免引起誤會，證監會建議將遞延資產(例如遞延稅款減免)從速動資產剔除，以及將遞延負債(例如遞延應納稅款)納入認可負債之內。

更改計算表的格式

9. 現時的計算表將資產與負債逐項分開處理，並將它們歸入關於速動資產及認可負債的不同項目之下。這在實際執行時產生了以下的問題：
 - a) 交易商未必能夠很容易地就某項交易識別出所有有關的項目；
 - b) 我們假設能夠獨立地分析和控制不同類別的交易所產生的風險。然而，在現實生

活裏，有些交易往往互相伴隨而出現，例如證券沽空和證券借貸；及

c) 一般來說，《財政資源規則》不容許淨額保證金制度。

10. 建議的計算表會將涉及相同風險的所有有關項目歸類在一起(見下文)：

速動資產(以價值的 100%計算)	X
認可負債(資產負債表以內的負債)	<u>(X)</u>
	X
減去風險調整：	
交易對手風險(例如因過期應收款項而導致交易 商在按市價計值後出現不足之數)	(X)
持倉風險(例如香港股票市價的 15%)	(X)
帳外風險(例如掉期交易)	(X)
資金流動性風險(例如超過 6 個月的銀行定期存款)	<u>(X)</u>
速動資金	X
速動資金要求	<u>(X)</u>
超額/(虧絀)	<u>X</u>

上述建議純屬格式上的改變。

