



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

# 完善市場 精明投資一 香港的衍生權證市場報告

Hong Kong  
November 2005

香港  
2005年11月

前言.....	I
摘要.....	1
導致是次檢討的事件及檢討結果概要.....	1
香港衍生權證市場.....	2
衍生權證的複雜性.....	2
影響衍生權證的價值和價格的各項因素.....	2
供求失衡的重要性.....	2
引伸波幅的重要性.....	3
流通量的來源.....	3
較受歡迎的衍生權證.....	3
本港衍生權證市場的特點.....	3
現行監管制度.....	3
市場特色及作業方式.....	4
市場所受的影響.....	5
加強監管制度.....	5
收緊有關流通量提供者的規定.....	5
限額制.....	5
利便增發以盡量減少價格異常現象.....	6
利便相同權證的發行以提升市場競爭.....	6
全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃.....	6
頒布新的推銷指引.....	6
淺白語言.....	7
推出投資者教育新猷.....	7
第 I 章 – 引言.....	8
背景.....	8
所提出的關注.....	8
證監會採取的行動.....	9
進行檢討的方法及建議概要.....	10
從基本開始.....	10
對衍生權證市場的需求.....	10

需要制止若干作業方式.....	10
需要監察市場的穩定性.....	10
建議概要 .....	11
<b>第 II 章 — 香港衍生權證市場 .....</b>	<b>12</b>
何謂衍生權證 .....	12
衍生權證的種類 .....	12
投資於衍生權證的主要原因 .....	13
衍生權證的主要用途 .....	13
衍生權證的特點 .....	14
複雜的產品 — 與股份大為不同.....	14
衍生權證的價值及影響價值的因素.....	14
影響衍生權證價格的各項因素.....	15
波幅的影響.....	16
供求失衡的影響.....	16
本港衍生權證市場的特點 .....	16
市場參與者.....	16
交易集中於數項相關資產的衍生權證.....	17
衍生權證兼備現貨及期貨市場產品的吸引力.....	18
香港衍生權證市場的概況 .....	18
往績比較.....	18
國際層面上的比較.....	20
<b>第 III 章 — 現行監管制度.....</b>	<b>22</b>
監管制度簡史 .....	22
現行監管制度 .....	23
相關資產.....	23
基本條款及條件.....	23
有關發行人的規定.....	23
上市文件.....	24
其他較重要的規定.....	24
推銷資料指引.....	24

<b>2002 年的改革引入的主要修訂 .....</b>	<b>25</b>
<i>配售規定及流通量提供者的責任.....</i>	<i>25</i>
<i>限額.....</i>	<i>26</i>
<i>增發衍生權證.....</i>	<i>27</i>
<i>新的申報規定.....</i>	<i>27</i>
<b>其他較輕微的修訂 .....</b>	<b>28</b>
<b>第 IV 章 – 市場特色及作業方式 .....</b>	<b>29</b>
<b>背景資料 .....</b>	<b>29</b>
<i>發行人的衍生權證買賣活動增加及所引起的關注.....</i>	<i>29</i>
<i>衍生權證的買賣受發行人所支配.....</i>	<i>29</i>
<i>投資者行爲.....</i>	<i>29</i>
<i>出現失當行爲及不能接受的市場作業方式的潛在可能.....</i>	<i>29</i>
<b>執法行動 .....</b>	<b>30</b>
<i>衍生權證交易高度集中於若干中小型經紀行.....</i>	<i>30</i>
<i>高成交額主要來自活躍的即日買賣.....</i>	<i>30</i>
<i>對活躍的即日買賣及高成交額的關注.....</i>	<i>30</i>
<b>第 V 章 – 評估市場所受的影響 .....</b>	<b>31</b>
<b>檢討範圍 .....</b>	<b>31</b>
<b>市場波幅 .....</b>	<b>31</b>
<i>全球波幅自 2003 年起逐漸下降.....</i>	<i>31</i>
<i>波幅下降的原因.....</i>	<i>32</i>
<b>衍生權證與其他金融產品之間的互動影響 .....</b>	<b>33</b>
<i>衍生權證發行人的對沖活動 – 傾向增加市場的定向壓力.....</i>	<i>33</i>
<i>股票掛鉤投資工具的發行人的對沖活動 – 傾向穩定市場.....</i>	<i>34</i>
<i>結構性票據市場 – 調查及市場估計.....</i>	<i>34</i>
<i>觀察所得.....</i>	<i>34</i>
<b>衍生權證的相對市場規模 .....</b>	<b>35</b>
<i>評估若整個發行純粹以持有相關資產來作對沖所帶來的影響 .....</i>	<i>35</i>
<i>以投資組合形式進行對沖.....</i>	<i>35</i>
<i>可資比較的市場.....</i>	<i>36</i>

即日買賣的影響.....	36
觀察所得.....	36
<b>到期日的平倉活動所構成的影響 .....</b>	<b>36</b>
平倉活動的潛在影響因計算結算價的五日期間而得以減低 .....	36
平倉活動的潛在影響因投資者的回售活動而得以減低.....	36
從過往的大額衍生權證平倉活動的觀察所得.....	37
其他相關因素.....	37
減低平倉活動的影響的措施.....	37
<b>持續監察衍生權證市場 .....</b>	<b>38</b>
<b>第 VI 章 — 加強監管制度.....</b>	<b>40</b>
<b>1：改變流通量提供者的制度 .....</b>	<b>40</b>
流通量提供者與發行人.....	40
流通量提供者的角色.....	40
流通量提供者的多重角色所帶來的問題.....	41
流通量提供者的積極參與及縮窄差價.....	42
委任外部流通量提供者.....	42
關於流通量提供者所報價格的資料.....	43
我們的建議.....	43
<b>2：維持不設限額制的現狀 .....</b>	<b>44</b>
對限額制的關注.....	44
於 2002 年 3 月實施的臨時措施.....	44
限額制的最終撤銷.....	44
我們的建議.....	45
<b>3：利便增發 .....</b>	<b>45</b>
為何需要增發.....	45
不准增發衍生權證對價格的影響.....	46
因缺乏供應而導致價格偏差的例子.....	46
其他造成供應缺乏的因素.....	47
我們的建議.....	48
<b>4：利便相同權證的發行以提升市場競爭 .....</b>	<b>48</b>
現時對競爭造成的限制.....	48

最短的有效期規定.....	48
最低發行價.....	49
我們的建議.....	49
<b>5：須全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃.....</b>	<b>50</b>
對問卷的回應.....	50
交易模式.....	51
我們的建議.....	51
<b>6：頒布新的推銷指引.....</b>	<b>52</b>
許多權證發行人均採取高滲透率的推銷策略.....	52
證監會發表的指引.....	52
推銷及宣傳活動的問題.....	52
我們的建議.....	53
<b>7：淺白語言.....</b>	<b>53</b>
現有文件所造成的困難.....	53
劃一條款及條件.....	54
我們的建議.....	54
<b>第 VII 章—加強投資者教育.....</b>	<b>55</b>
常見的投資者投訴和錯誤觀念.....	55
所舉報及經審理的個案的明細分類.....	55
衍生權證的定價.....	56
缺乏對引伸波幅的理解.....	57
槓桿比率的用途.....	57
特種衍生權證如何運作.....	57
低價衍生權證.....	58
有否提供資料及資料的準確性.....	58
流通量提供者的角色.....	58
投資者教育工作.....	58
有需要繼續教育投資者.....	58
自 2002 年以來的投資者教育工作.....	59
我們的建議.....	60
信息發布.....	60

主要信息來源.....	61
可從發行人的網站及資訊供應商取得的資料.....	61
香港交易所的網站.....	61
我們的建議.....	62
淺白語言 .....	62
<b>第 VIII 章—總結及未來路向.....</b>	<b>63</b>
結語 .....	63
未來路向 .....	63
詞彙.....	65
個人資料收集聲明.....	68

## 前言

1. 香港衍生權證市場的交易活動在過去數年穩定地大幅增長。最近，公眾就市場的運作方式及市場參與者的操守提出多項關注。
2. 證監會最近就衍生權證市場進行了全面性檢討。本報告反映是次檢討的結果，並載列多項建議，以進一步改善市場的穩健性、操守及加強投資者的認知。
3. 本報告的主要目的是列出我們認為衍生權證市場目前所面對的主要問題，以及我們就市場該如何發展而提出的建議。我們亦希望透過本報告加深投資者及其他感興趣人士對香港衍生權證市場的認識，以便他們更清楚瞭解不同市場人士的利益、關注事宜及責任。我們希望本報告的內容能夠促進公眾就所提出的建議進行針對性及實用的討論，以便最終可引入有利於香港衍生權證市場持續發展的修訂。
4. 在這個目標的前提下及為了方便闡述我們的檢討結果及建議，我們在本報告中採用以下編排方法—
  - (1) **第 I 章** — 簡介我們如何進行是次檢討及概述我們的檢討結果及建議。
  - (2) **第 II 章** — 處理有關的基本資料。我們首先簡單介紹衍生權證，講解何謂衍生權證、其運作方式及具體特點。我們亦在本章重點簡述香港衍生權證市場的部分最新統計數字，並將之與其他市場作出比較。
  - (3) **第 III 章** — 概述現行監管制度，並詳細討論在 2001/2002 年進行的改革中引入的主要修訂及其背後理據。
  - (4) **第 IV 至 VII 章** — 這些都是本報告的核心章節，這四章每章都會分別討論一個我們是次檢討所針對的四個具體範圍，即市場特色及作業方式；評估市場所受的影響；加強監管制度；及加強投資者教育。我們亦在這些章節內提出本會的檢討結果及就未來路向提出的建議。在可能的情況下，我們已盡量明確，以激發更針對性的辯論及討論。
  - (5) **第 VIII 章** — 在本章內，我們列出本會的部分總結，並重點簡述我們計劃採取的下一步行動。



## 摘要

### 導致是次檢討的事件及檢討結果概要

1. 在 2005 年首 10 個月內，我們的衍生權證市場成交額平均為每天 33 億港元，佔股市的平均每日總成交額的 18%。相比之下，2004 年的平均每日成交額為 21 億港元，或總成交額的 13%。鑑於衍生權證市場交易活動大幅增加，證監會一直密切注視有關市場的活動。衍生權證市場的若干市場作業方式，以及衍生權證對散戶投資者的合適程度亦引起關注。
2. 為回應這些關注，證監會就衍生權證市場進行了全面性檢討。我們的檢討針對四個範疇，主要是一
  - (1) 檢討市場特色及作業方式；
  - (2) 評估在衍生權證方面的活動對股市的整體穩定性的影響；
  - (3) 識別出在監管制度中有哪些範疇需要進一步加強；及
  - (4) 評估需要哪些進一步的投資者教育措施。
3. 本會的主要檢討結果及建議如下—
  - (1) **市場作業方式**

本會注意到多項引起關注的普遍的市場作業方式。我們正就多項作業方式進行調查。
  - (2) **市場所受的影響**

我們認為衍生權證市場有其本身的功能，因此應予以保留。我們的檢討亦顯示，衍生權證市場的活動目前並無對我們股市的穩定性構成威脅。然而，本會將會繼續密切監察我們的衍生權證市場，及鼓勵交易所亦這樣做。本會亦會隨著市場進一步發展，繼續提升我們的市場風險監察系統。
  - (3) **所建議的措施**

鑑於若干普遍的市場作業方式，我們建議採取多項能進一步加強現行的監管制度的措施。本會的具體建議如下—

    - (a) *收緊有關流通量提供者的規定，方法是不容許服務質素與上市文件內列明的服務標準之間有重大偏差；規定發行人必須在集團內部委任流通量提供者；及要求流通量提供者披露及以實用和容易取覽的方式展示與他們買賣的每隻衍生權證的即日成交價格有關的資料；*
    - (b) *對《上市規則》作出修訂以同時利便增發及相同權證的發行；*
    - (c) *全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃；*

- (d) 頒布新的推銷指引以確保該等指引適用於所有形式及透過各類媒體所進行的推銷活動，及就以原則為本而非規範性的方針作出規定；
- (e) 規定必須在上市文件內採用淺白語言及加入概要及與業界合作就常用定義及標準條款達成共識；及
- (f) 推出投資者教育新猷及鼓勵市場人士參與投資者教育工作，包括在上市文件內採用淺白語言及加入概要，及以更實用及更容易取覽的方式(尤其是透過交易所網站)發放重要信息。

## 香港衍生權證市場

### 衍生權證的複雜性

- 4. 衍生權證是複雜的金融工具。它們在聯交所上市，而買賣方式與股票相似，即投資者可以在到期前隨時在市場上買賣衍生權證。
- 5. 有幾個原因令衍生權證對投資者具吸引力。首先，由於衍生權證的成本只相當於其相關資產的某個很小的百分比，而且它可讓投資者透過相關資產的價格變動而獲利，因此衍生權證提供較投資於相關資產便宜得多的另類投資選擇。其次，衍生權證具有槓桿效應。第三，潛在虧損設有上限，因此在最壞情況下，投資者只會損失其投資的整筆資金，但不必在到期日額外支付其他款項。
- 6. 衍生權證基本上有兩個用途。首先，槓桿效應與有限虧損兩項因素加起來，使衍生權證成為具吸引力的金融產品，吸引擬藉此擴大投資回報的較進取的投資者。第二，投資者可運用衍生權證作為對沖工具，藉以減少由其他相關投資所產生的風險。

### 影響衍生權證的價值和價格的各項因素

- 7. 衍生權證是複雜的產品，而投資於衍生權證與投資於其正股或其他資產大為不同。衍生權證具有“理論值”或“公平值”，而該等價值與權證的實際價格之間可能有重大差異。公平值受多項因素影響，即(i)相關資產的價格；(ii)該價格的波幅；(iii)到期前剩餘的時間；(iv)息率；及(v)相關資產的股息率。就衍生權證的價格而言，它不但受上述五項因素影響，還會受供求失衡的情況左右。

### 供求失衡的重要性

- 8. 衍生權證若供求失衡便可能導致衍生權證的價格大幅偏離其公平值。然而，由於衍生權證設有固定的有效期，價格大幅偏離的情況不會無限期持續下去，而愈接近到期日，衍生權證的價格便須轉為愈接近其公平值。因此，不知道衍生權證有可能出現這價格異常現象的投資者如果在接近到期日前買入昂貴的衍生權證並期望衍生權證的價格會進一步上升的話，便可能較容易招致損失。

## 引伸波幅的重要性

9. 在上述的五項因素之中，最複雜和最難理解的是相關資產價格的波幅。由於波幅只是一個估計數字，因此較為主觀。即使兩名發行人就同一相關資產及根據相同的條款發行衍生權證，但卻在相關資產的價格中計入不同程度的波幅，是完全有可能的。因此，即使其他各方面都是一樣，兩隻衍生權證的價格都會不同。此外，由於發行人不會明確地披露他們所計入的波幅，投資者只能從有關衍生權證的價格及其他已知事實及假設，將波幅推算或引伸出來。由此引伸出來的波幅稱為“引伸波幅”。查明引伸波幅是十分重要的，因為投資者可以藉此評估某隻衍生權證是昂貴還是便宜，並據此決定該衍生權證是否符合他們的需要。

## 流通量的來源

10. 流通量對散戶投資者來說是重要的考慮因素。目前，衍生權證的交易極度依賴衍生權證發行人的參與 — 在 2005 年 1 月至 10 月期間，發行人以買方或賣方身分參與的交易佔總交易價值的約 73% (即總成交額的 73%)。專業投資者亦是流通量的重要來源，因為他們的交易佔市場成交額的重大部分。

## 較受歡迎的衍生權證

11. 我們的衍生權證市場的交易現時主要集中於涉及就恒指及少數大型股票而發行的衍生權證。
12. 衍生權證兼備股票市場產品及期貨市場產品的吸引之處。因此，許多投資者將衍生權證當作股票一般買賣。但在這樣做的同時，他們卻忽略了衍生權證是槓桿式產品，它們設有到期日，而其價格亦受多種因素左右，當中有很多因素與相關資產本身無關。

## 本港衍生權證市場的特點

13. 自從首隻衍生權證在 1989 年上市以來，我們的衍生權證市場經歷重大增長，尤其在 2002 年引入監管改革後，增長更加強勁。
14. 根據國際證券交易所聯會的統計，在今年 1 月至 10 月期間，我們的衍生權證市場的交投是全球最活躍的。
15. 我們的衍生權證市場的成交額極高 — 就 2005 年 10 月而言，成交額比率約為 78%，這即是說在全部已發行的衍生權證份數當中，平均有 78% 會在單日內轉手。

## 現行監管制度

16. 衍生權證自 1989 年起已在聯交所上市。與衍生權證上市有關的規則最初是以股本證券的上市規則作為藍本的。直至 2001 及 2002 年引入改革後，該等規則才作出修訂，以便更具體地切合衍生權證的制度。

17. 現行監管制度的概要如下—

- (1) 就哪些資產可成為相關資產作出限制，而倘若相關資產為股票，則就可使用的股票作出限制；
- (2) 設定若干基本條款及條件 — 例如 0.25 港元的最低發行價、最短及最長的有效期、結算價是如何計算及交收方式；
- (3) 為發行人實施若干合資格規定 — 例如最少 20 億港元的資產淨值、最低信貸評級及相關經驗；
- (4) 就上市文件的內容實施若干規定；
- (5) 規定發行人必須委任流通量提供者以為其衍生權證提供流通量；
- (6) 規定發行人本身及其集團公司就發行人的衍生權證所進行的所有交易(若干例外情況除外)必須透過流通量提供者來進行，及就這些交易向交易所匯報以便向市場發放有關信息；及
- (7) 規定推銷資料必須準確及公平、提述上市文件內的全部條款及條件，及載有適當的風險警告。

## 市場特色及作業方式

18. 作為本會檢討工作的一部分，我們研究過市場參與者(包括發行人及流通量提供者)的作業方式及行爲。以下是本會識別出的部分問題—

- (1) 發行人的交易活動大幅增加。我們對於認識不足的投資者因為看見市場充滿流通量和交易機會而被吸引入市的情況，感到關注。
- (2) 散戶投資者通常利用衍生權證作為短期的投機工具，而往往沒有全面了解衍生權證的性質。
- (3) 部分投資者在作出投資決定時過分重視衍生權證的成交額。

19. 本會的法規執行部已展開了多宗關於衍生權證市場上的活動的調查，當中包括可能的虛假交易、在到期日前操縱結算價、不履行提供流通量的責任，以及非法賣空權證。雖然在現階段就任何個案下定論尚屬言之過早，但我們已識別出在多宗調查個案中的若干共通特點。

- (1) 衍生權證交易似乎高度集中於少數中小型經紀行。
- (2) 表面看來，部分“專業”交易者進行買賣的目的似乎是為了想受惠於現時多項鼓勵大量即日買賣的市場作業方式，例如流通量提供者所報出的狹窄差價；發行人向經紀行提供的佣金回扣會轉而令該等客戶受惠；及若干經紀行

願意徵收較低的佣金率，或容許客戶在支付定額的象徵式佣金後不限數量地買賣衍生權證。

20. 我們將繼續在這方面的調查。

## 市場所受的影響

21. 我們檢討工作的另一焦點是研究衍生權證市場對香港股票市場的整體穩定性可能構成的影響。我們透過以下方式進行評估－

- (1) 考慮我們股市的整體波幅水平；
- (2) 比較我們的衍生權證市場與我們的股市的相對規模；及
- (3) 評估當就某股票而發行的衍生權證臨近到期日及發行人開始就其持有的該股票進行平倉時，對該相關股票的影響。

我們在現階段的意見認為，經研究這些問題後，我們不認為衍生權證市場對香港股市的穩定性構成負面影響。

22. 儘管我們有上述的結論，但證監會將會繼續密切監察衍生權證市場及其他相關市場。我們就此設立了一個市場風險監察系統，協助監察各市場的整體穩定性及提高我們對市場的活動的了解。我們亦會隨著市場進一步發展，繼續提升這套系統。

## 加強監管制度

23. 檢討過現行市場作業方式後，我們確認需要加強現行監管制度內的若干範疇。

### *收緊有關流通量提供者的規定*

24. 我們認為流通量提供者制度是有需要的，因為它可以為發行人提供一個售賣其衍生權證的分銷機制，以及為不想繼續投資某隻衍生權證的投資者提供離場機制。因此，該制度應予以保留。然而，我們需要收緊現行規定，以避免投資者誤解及阻止市場參與者的不當手法。本會在這方面的建議包括－

- (1) 收緊最低服務水平；
- (2) 強制發行人在集團內部委任流通量提供者；及
- (3) 加強向市場發放與流通量提供者的表現有關的信息。

### *限額制*

25. 2002 年的改革撤銷了原先訂立的限額制，因為該制度被認為是引致供求失衡及其後的價格異常現象的原因。該制度亦令人關注到會否助長市場操縱行為，因為有關

人士可透過壟斷相關股票已到達限額的衍生權證的供應從而推高權證價格，然後吸引其他散戶投資者購買當時已定價過高的產品。

26. 本會不建議重新設立限額制。

#### *利便增發以盡量減少價格異常現象*

27. 按照經驗，若衍生權證缺乏適當的供應，其價格會大幅偏離根據以同一相關資產的其他類型的衍生產品的價格而推算出來的公平值。

28. 本會建議將現時處理增發所需的四天縮短至兩天，及提高發行人進行增發時可持有最多20%的權證的上限。

#### *利便相同權證的發行以提升市場競爭*

29. 鼓勵公平定價的兩個主要因素分別是發行人的聲譽受損的可能性及競爭產品的供應。因此，我們必須容許其他發行人自由引入具有相同條款的競爭性衍生權證。

30. 在現行規則中，有兩方面限制了其他發行人發行與現有衍生權證完全相同的版本的能力。首先，該規則規定衍生權證的有效期限最短為六個月。其次，該規則規定權證的發行價不得低於0.25港元。

31. 我們建議放寬這些規定，而目的只在於利便發行與現有衍生權證完全相同的版本，因為此舉將會提升市場競爭。

#### *全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃*

32. 我們對現行的佣金回扣及獎勵計劃有多項關注。

(1) 無節制或不受限制的回扣計劃可能會吸引旨在獲取佣金回扣而不是以衍生權證作為投資工具的投資者，而此舉亦可能會令人對成交額產生錯覺，從而擾亂或誤導市場。

(2) 本會已找到該等計劃遭濫用的證據。

(3) 投資者難以分辨某一衍生權證的成交額變動是由於市場對該衍生權證的投資情緒改變，還是由於有關回扣計劃轉變所致。

(4) 我們認為發行人對其計劃的若干範疇缺乏足夠的監控。

33. 因此，本會建議全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃。

#### *頒布新的推銷指引*

34. 我們的檢討顯示，許多衍生權證發行人均採取高滲透率的推銷策略，藉此推廣他們的衍生權證。

35. 證監會之前曾就衍生權證的推銷資料向衍生權證發行人發表指引。
36. 儘管已有現行的指引，我們仍然觀察到衍生權證發行人所採用的多種日趨普遍的推銷及宣傳手法，而這正是引起我們關注的原因。尤其是，衍生權證的廣告往往只刊載正面的分析；及有時候不清楚有關資料到底是廣告還是評論。
37. 上述做法導致投資者獲得對衍生權證的扭曲看法，因而令到這種本來已經複雜的產品更難以得到人們恰當的理解。
38. *因此，我們建議頒布新的指引，以便明確地涵蓋所有形式及透過各類媒體所進行的推銷活動，以採取以原則為本的方針。*
39. *我們亦會在必要時就此事宜與廣播事務管理局商討，以確保涵蓋所有推銷活動。*

### 淺白語言

40. 我們認為，市場參與者，尤其是發行人，在加強投資者對衍生權證的認識方面能夠擔當同樣重要的角色，方法是確保其產品的資料可供隨時閱覽及易於理解。
41. *我們建議規定上市文件必須以明確及非技術性的語言撰寫，以及附有一至兩頁的簡明概要。*
42. *我們亦建議業界及監管機構就標準產品的常用定義及標準條款達成共識。*

### 推出投資者教育新猷

43. 本會的檢討發現散戶投資者對衍生權證存有頗多的誤解和錯誤觀念。這點加強了我們的看法，即衍生權證為複雜的產品，投資者必須經過審慎考慮後才可作出投資。
44. 證監會已就衍生權證進行了大量的投資者教育工作，而我們亦會繼續就此推出多項新猷。
45. *本會將會進一步加強我們現已經相當廣泛的投資者教育工作。*
46. *我們知道交易所正擬改良其網站。我們對交易所在這方面的措施表示歡迎，亦會繼續與其合作，以研究可如何進一步改善信息發布。*

# 第 I 章 – 引言

## 背景

1. 在 2005 年首 10 個月內，我們的衍生權證市場成交額平均為每天 33 億港元，佔股市的平均每日總成交額的 18%。相比之下，2004 年的平均每日成交額為 21 億港元，或總成交額的 13%。鑑於衍生權證市場的交易活動大幅增加，證監會一直密切注視有關市場的活動，以便識別出可能妨礙市場穩健發展的問題及風險。
2. 期間，許多市場參與者及市場觀察者(包括傳媒)都有就衍生權證市場的活動增加而表達意見及關注。部分人士認為衍生權證市場不斷擴張將會對我們的證券市場的穩定性構成威脅，而其他人士則要求檢討監管制度，以便處理我們的市場制度內不良及不適當的市場作業方式及不足之處。恒指在 2005 年 8 月 18 日下跌 301.49 點，增加了公眾對我們的衍生權證市場活動的關注。考慮到我們收到投資者就衍生權證作出的多宗投訴及我們對持牌人進行的視察結果，我們認為是時候全面檢討衍生權證市場。
3. 本報告載列是次檢討的結果，並就未來路向提出建議。這些建議同時包括修改建議及維持現況的建議。
4. 我們的建議仍只屬建議，暫時仍未決定落實有關建議。我們希望感興趣的人士向我們表達他們對該等建議的意見及關注事宜，以便本會在最終決定是否實施、修改或放棄任何及其中哪些建議之前，考慮他們的意見及關注事宜。
5. 本會大部分修改建議都會涉及對《上市規則》作出修訂。本文不會討論《上市規則》的詳細修訂，但如有關建議得以落實，便會就有關修訂另行諮詢公眾意見。
6. 我們亦要在此指出，我們已經與交易所人員討論過本報告所考慮的多項一般原則。交易所人員已表示大致上支持這些建議的方向，並將繼續與證監會及業界緊密合作，以進一步制訂具體的市場改善方案。
7. 在以下幾段，我們載列公眾就我們的衍生權證市場提出的主要關注事宜的概要。之後，我們會討論本會如何進行是次檢討，即本會所針對的範疇及採取的方針。最後，我們以本會的建議概要作結。

## 所提出的關注

8. 所提出的主要關注事宜可概述如下—
  - (1) 市場波幅及系統風險

許多人士均認為衍生權證交易持續增長增加了市場的波幅及系統風險，而部分人士亦認為流通量提供者未有履行其穩定衍生權證價格的責任。部分人士亦憂慮到衍生權證交易屬高度投機性質。



- (2) 檢討及收緊監管  
許多人士均表示有需要全面檢討衍生權證市場及收緊監管，而其他人士則警告過度監管將會損害香港作為國際金融中心的地位。發行人認為市場監管充足及透明度高，而他們亦已非常自律。有人亦建議交易所應放寬核准程序，以便解決供求失衡的情況。另一方面，部分人士亦要求撤銷在 2002 年引入的有關利便增發的規定。
- (3) 執法及監管行動  
部分人士要求證監會研究不尋常的衍生權證交易，及要求交易所在審批發行時謹慎行事。
- (4) 公平性及利益衝突  
部分人士亦關注到衍生權證市場的公平性、公正程度及透明度，以及因推廣發行及提供投資意見所產生的利益衝突。然而，部分人士表示限制廣告宣傳將會破壞營商環境。
- (5) 需要進行投資者教育  
許多人表示投資者並不充分理解衍生權證的潛在風險，並要求提供投資者教育，而其他人則表示投資者教育並非最終的解決方法，而且無法取代更嚴格的監管。

## 證監會採取的行動

9. 近年來，我們已將大量資源投放在有關衍生權證的投資者教育方面。我們的投資者教育工作在第 VII 章有更詳細的討論。基本上，上述工作針對凸顯衍生權證的複雜性，以及強調投資者在投資前，必須清楚瞭解該等產品及其運作方式。
10. 證監會內部已設立了工作小組，以便進行是次檢討。所完成的工作包括—
  - (1) 我們檢討了現行的監管制度，尤其是在 2002 年的改革下實施的變更。
  - (2) 我們向 19 名衍生權證發行人各寄發兩份問卷。該等問卷針對流通量提供者目前的責任，以及發行人向經紀行及投資者提供的佣金回扣及其他獎勵計劃。該 19 名發行人全都作出回應。
  - (3) 我們與不同的市場參與者及相關利益團體會面，旨在更深入了解他們各自的想法及關注事宜。
  - (4) 我們亦研究過與發行人、經紀行及衍生權證市場的其他市場參與者的活動有關的交易統計數字及其他市場數據。
11. 衍生權證市場的檢討主要針對以下四個範疇—
  - (1) 檢討市場上的特色及作業方式 — 檢討市場活動及作業方式，以便識別出需要抑制或阻止的任何失當行為或手法；

- (2) 評估市場所受的影響 — 評估在衍生權證方面的活動對股市的整體穩定性的影響；
- (3) 加強監管制度 — 評估在現行監管制度中有哪些範疇需要收緊或放寬；及
- (4) 加強投資者教育 — 檢討我們現行的投資者教育工作及評估需要哪些進一步的措施。

## 進行檢討的方法及建議概要

### 從基本開始

12. 本會從基本出發以展開我們的檢討工作 — 方法是重新探討衍生權證及衍生權證市場的目的。之後，我們研究現行的監管制度，以及我們市場的現行架構及其特點(包括其參與者的概況)。然後，我們才研究有哪些範疇需要進行改革及變更。

### 對衍生權證市場的需求

13. 我們在現階段的意見認為香港無須廢除或放棄其衍生權證市場。衍生權證讓投資者可更有效率地運用其資金、對沖其他投資項目的風險，及與所有其他產品一樣，分散其投資組合。因此，衍生權證在投資者的投資組合中發揮有用的功能。我們亦注意到許多國際市場，及當然包括歐洲的主要市場(例如德國、意大利及英國)均設有衍生權證市場。衍生權證市場在大多數國際市場的存在證明其發揮著一定的作用。事實上，許多亞洲市場(包括新加坡、韓國、馬來西亞及內地)都正在嘗試建立它們的衍生權證市場。香港在維持其作為國際金融中心地位的同時，衍生權證市場具有實際及吸引的用途。
14. 我們承認及已多番強調，衍生權證是複雜的產品。我們認為衍生權證並不適合所有人，及肯定不適合認識不足的投資者，因為他們對衍生權證的運作及可能用途認識不深，或甚至全無認識。然而，衍生權證具有確實用途，而投資者應有權選擇利用它們來應付其投資需要。因此，我們應如何就這些關注事宜取得平衡？

### 需要制止若干作業方式

15. 雖然我們承認衍生權證市場有其恰當性，但我們認為需要制止部分市場參與者及發行人的若干不良及不適當的市場作業方式，因為這些作業方式容許他們在損害散戶投資者利益的情況下謀取利潤及獲得好處。目前，本會法規執行部正積極地對若干與該等作業方式有關的個案進行調查。我們會就此繼續本會的監察及執法行動。

### 需要監察市場的穩定性

16. 我們亦明白到需要確保在本港的衍生權證市場內的活動不會對本港股市構成系統風險或威脅。許多市場及傳媒人士都已就這方面表達關注。我們的檢討顯示(會在隨後的章節內加以討論)，鑑於衍生權證市場的規模和我們股市現時的活動，我們的

衍生權證市場的交易活動量雖然龐大，但不會對我們的股市的整體穩定性構成威脅。然而，我們會繼續密切注視該等活動。

## 建議概要

17. 本會就現行市場作業方式及監管措施進行的檢討確認我們需要進一步加強若干範疇。尤其是，我們建議 —
  - (1) 收緊有關流通量提供者的規定；
  - (2) 對《上市規則》作出修訂以便利增發(由同一發行人進行)及相同權證的發行(由其他發行人進行)從而緩和價格異常的現象及加強市場競爭；
  - (3) 全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃；
  - (4) 頒布新的推銷指引；
  - (5) 規定必須在上市文件內採用淺白語言及加入概要；及
  - (6) 推出投資者教育新猷，鼓勵市場人士參與投資者教育工作，包括採用淺白語言及為散戶投資者提供更方便取覽的資訊。

## 第 II 章 — 香港衍生權證市場

### 何謂衍生權證

18. 權證是一種賦予買家權利(而非責任)的金融工具，讓投資者可以在未來某個指定日期(通常稱為到期日或期滿日)或之前，以預定價格(通常稱為行使價)買入或沽出某項相關資產。該項相關資產可以是包括單一或一籃子股票、指數、貨幣、商品或期貨合約等在內的任何資產。
19. 權證可以由相關資產的關連方或獨立第三者發行。舉例而言，如權證的相關資產是股票，該等權證可以由發行該股票的公司發行，或由獨立第三者(通常是投資銀行)發行。本報告集中討論由獨立第三者發行的權證，亦稱為衍生權證。

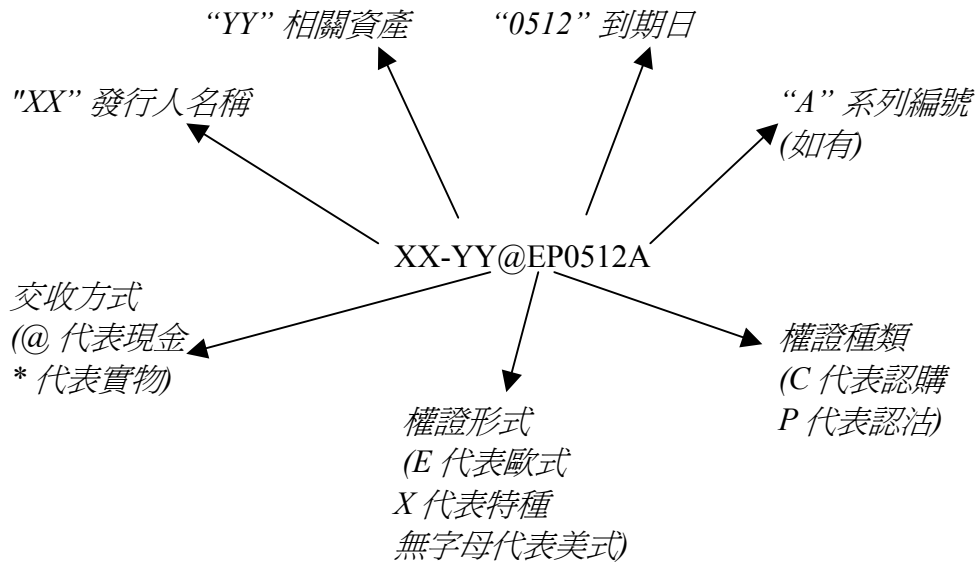
### 衍生權證的種類

20. 衍生權證可分為兩類 — 認購權證及認沽權證。認購權證讓持有人有權以預定的行使價買入某指定數量的相關資產，而認沽權證則讓持有人有權以預定的行使價沽出某指定數量的相關資產。而且，買入或沽出的權利(視乎情況而定)可以在到期當日行使(這種稱為歐式權證)，或可以在到期當日或之前任何時間行使(這種稱為美式權證)。此外，到期時的結算方式可以現金或實物方式交付。
21. 在香港，於聯交所上市的衍生權證一般都屬於歐式權證、以現金結算及自動行使的，可以像股票一樣進行買賣。換言之，投資者可以在到期前隨時在市場上出售已買入的衍生權證。
22. 若干衍生權證較其他權證產品複雜。普通或標準衍生權證指符合以下說明的權證 —
  - (1) 只有一個固定或預設的行使價；
  - (2) 賦予在到期當日以預定行使價買入或沽出相關資產的權利(視乎是認購權證或認沽權證而定)，不設任何額外限制；
  - (3) 並無觸發提早終止或到期的機制；及
  - (4) 規定於到期日支付的金額純粹透過將結算價<sup>1</sup>與預定的行使價加以比較而計算出來。
23. 其他各類較複雜的衍生權證，通常稱為特種權證，它們可能具備有別於普通權證的特點，例如不尋常的行使價釐定方式、支付金額機制或到期條件。

---

<sup>1</sup> 結算價是根據已協定的算式於緊接到期前釐定。舉例而言，如屬單一股票的衍生權證，結算價通常是根據相關資產於到期日前五天(不包括到期日)的平均收市價計算。

24. 衍生權證的名稱提供很多有關該權證的資料，包括發行人、相關資產、交待方式、屬歐式、美式還是特種權證、屬認購還是認沽權證，以及何時到期。下圖舉例說明



### 投資於衍生權證的主要原因

25. 有幾個原因令衍生權證對投資者具吸引力。首先，衍生權證提供較投資於相關資產便宜得多的另類投資選擇，但投資者仍可因相關資產的價格變動而獲利。衍生權證的成本只相當於相關資產的某個很小的百分比，個別權證的成本甚至只相當於相關資產價格的 1%至 2%(或以下)。其次，衍生權證具有槓桿效應，即相關資產價格的輕微變動，便可以導致衍生權證價格出現極為大幅的變動(按百分比計算)，因此潛在收益(或虧損，視乎情況而定)也較大。第三，無論潛在虧損有多大，最終是有限的。這是因為衍生權證僅賦予買入(或沽出)相關資產的權利，但並非責任。因此，最壞的情況是投資者在到期日任由衍生權證屆滿而不予行使，結果損失為購買權證而支付的金額，但卻不必在到期日額外支付其他款項。總結而言，潛在利潤遠遠較高，但投資者亦可能損失全部的投資額。

### 衍生權證的主要用途

26. 衍生權證基本上有兩個用途。
- (1) 首先，由於其具有槓桿效應，進取的投資者可藉此擴大其投資回報。假如投資者對相關資產的後市持有某種看法並擬從中獲利，但卻無能力或不願意投放大量資金，衍生權證便尤其具有吸引力。此外，正如上文所述，衍生權證的成本只相當於相關資產某個很小的百分比，而投資損失則只限於所投資的金額。因此，即使投資者可能會損失投資於某隻衍生權證的全部金額，但與投資於相同數量的相關資產比較，所蒙受的損失相對上仍然較小。槓桿效應與有限虧損兩項因素加起來，使衍生權證成為具吸引力的金融產品。

- (2) 其次，投資者可運用衍生權證作為對沖工具，減少因持有相關資產或其他相關投資而產生的風險。

27. 例如 —

- (1) 看漲的投資者(預測某隻股票會在某段指定時間內突破若干價位)可以買入認購權證，以代替買入相關股票。認購權證讓他有權在指定期間內以預定價格買入相關股票。因此，假如他預測相關股票的價格會在該段期間內大升至超過 X 的價格水平，便可購買讓他有權以 X 的價格水平買入相關股票的認購權證。假如相關股票的價格果然在指定期間內突破 X 的水平，投資者便可在市場上以較高價格沽出認購權證。相反，如果他選擇買入相關股票，待其價格上升後沽出，他的最初投資額便要大得多，而回報(按百分比計算)也較小。
- (2) 不喜歡承擔風險的投資者在已持有某相關資產時，可能被吸引購買同一資產的認沽權證。如果相關資產的價格其後大幅下跌，他會因持有相關資產而蒙受虧損，但從認沽權證所獲得的收益卻可抵銷這些虧損(即使不能完全抵銷，至少可抵銷一部分)。<sup>2</sup>

## 衍生權證的特點

### 複雜的產品 — 與股份大為不同

28. 衍生權證是複雜的金融工具，與作為它們的相關資產的股票性質大為不同。首先，衍生權證持有人並不擁有與相關股票持有人相同的權利。例如，他並沒有投票權，亦無權收取任何股息或獲得紅股分派。其次，衍生權證的有效期是有限的。衍生權證必須在到期及變成毫無價值前沽出或行使。第三，也許是最重要的分別，衍生權證的價值及因而其價格並非純粹受影響相關股票價格的因素所影響。正如下文所述，多項其他因素亦會產生作用。

### 衍生權證的價值及影響價值的因素

29. 衍生權證具有理論值(有時稱為“公平值”)。這項價值有兩項元素 — 內在值<sup>3</sup>及時間值<sup>4</sup>。假設其他條件不變，這項理論或公平值可受以下因素影響 —

<sup>2</sup> 正如下文第 29(1)段所解釋，假設其他條件不變，當相關資產價格下跌時，認沽權證的價值會上升，而當相關資產價格上升時，認沽權證的價值會下跌。

<sup>3</sup> 內在值反映行使衍生權證時可得的潛在利潤，即就認購權證而言，指按 P-E 計算的利潤(如有)，而 P 等於相關資產的價格及 E 等於行使價；而就認沽權證而言，指按 E-P 計算的利潤(如有)，同樣地，P 等於相關資產的價格，而 E 等於行使價。

<sup>4</sup> 衍生權證的時間值反映相關資產的價格在衍生權證的有效期內走勢向好(即就認購權證而言，相關資產的價格上升，而就認沽權證而言，相關資產的價格下跌)的潛在可能。

- (1) 假如**相關資產的價格**上升，認購權證的公平值便會上升，而認沽權證的公平值便會下跌。這是因為當相關資產的價格上升時，行使認購權證的潛在利潤會增加，而行使認沽權證的潛在利潤會下降。換言之，認購權證的內在值會上升，而認沽權證的內在值則會下跌。
  - (2) **相關資產價格的波幅**越大，衍生權證的公平值便越高。這是因為波幅越大，代表相關資產的價格超越行使價(即突破認購權證的行使價，或跌穿認沽權證的行使價)的機會越大。
  - (3) 衍生權證**在到期前剩餘的時間**越短，其公平值便越低。這是因為隨著到期前所剩餘的時間越來越少，時間值也相應減少。
  - (4) **息率**越高，認購權證的公平值便越高，而認沽權證的公平值卻越低。當息率上升時，認購權證較相關資產更為吸引，因為認購權證的最初投資額(及資金成本)少得多，因而提高了認購權證的公平值。在認沽權證方面，高息環境導致沽出相關股票較買入認沽權證<sup>5</sup>更為有利，因為投資者可從售股所得收益賺取額外利息收入，認沽權證因而變得較不吸引，因此公平值應該下跌。
  - (5) **相關資產的股息率**越高，認購權證的公平值便越低，而認沽權證的公平值卻越高。衍生權證持有人一般無權分享相關股票派發的任何現金股息。因此理論上，預期股息上升代表認購權證的價值減少(與相關股票比較)，而認沽權證的價值便越高。
30. 上述各項因素的互動影響可以甚為複雜。例如，股價上升可能意味著認購權證的價值應該上升，但越接近到期日及息率下調卻可以同時驅使其價格向相反方向移動。因此，在釐定衍生權證的公平值時，投資者應考慮上述各項因素的綜合影響。

### 影響衍生權證價格的各項因素

31. 上述五項影響衍生權證**價值**的因素亦與其**價格**的釐定有關 — 包括在衍生權證推出及其後在聯交所買賣的時候。在這方面而言，首三項因素傾向於對香港的衍生權證價格造成較大的影響<sup>6</sup>，當中第二項(即相關資產價格的波幅)可能是最複雜和最難理解的因素。因此，我們將於下文第 33 至 35 段詳細論述。
32. 另外一項可能影響衍生權證價格的因素是其相對供求。然而，由於衍生權證設有固定的有效期，供求失衡所引起的價格變動不會無限期持續下去，尤其是當變動導致價格大幅偏離公平值時。詳細討論見下文第 36 段。

---

<sup>5</sup> 正如上文第 20 段所述，認購權證讓投資者有權購買相關資產，而認沽權證則讓投資者有權沽出相關資產。因此，買入認購權證就好像買入相關資產，而買入認沽權證則好像沽出相關資產。

<sup>6</sup> 這是因為當息率較為穩定時，投資者投資於股票傾向是為短期套利而非收取股息，因此股息率在他們的評估中往往並非那麼重要。

## 波幅的影響

33. 波幅是用來衡量相關資產的價格在未來一段期間內的預測變動狀況。這可以根據相關資產的過去價格變動來估計，但無人能夠準確預測。因此，這是一項主觀的元素，即每名發行人對於某項相關資產在衍生權證的有效期內的未來表現會有自己的見解。因此，即使兩名發行人就同一相關資產及根據相同的條款發行衍生權證，但卻在相關資產的價格中計入不同程度的波幅，是完全有可能的。結果是即使其相關資產及條款都是一樣，兩隻衍生權證的價格都會不同。
34. 其次，發行人不會明確地披露他們在釐定衍生權證價格時計入的波幅。投資者只能從有關衍生權證的價格及其他已知事實及假設，將波幅推算或“引伸”出來。以這種方式推算或引伸而得出的波幅通常稱為“引伸波幅”。
35. 在考慮投資於衍生權證時，查明引伸波幅十分重要，因為投資者可以藉此評估衍生權證是昂貴還是便宜，並據此決定作出投資能否符合他的投資需要及目標。例如，倘若衍生權證的價格及其他已知事實及假設顯示引伸波幅較高，那麼如投資者認為相關資產價格的波幅其實應該是甚低的話，他便可以推算出發行人計入了較高的波幅，及因而推算出衍生權證可能定價過高。<sup>7</sup> 知道這一點會有助投資者決定衍生權證是否切合他的投資需要。

## 供求失衡的影響

36. 大部分物件(包括很多證券)的價格，一般都是受供求力量驅動的。正常來說(例如股票)這現象並無不妥，但在衍生權證的情況中卻可能會引起問題。這是因為衍生權證設有固定的有效期，並可能在到期時要支付金額。支付金額是參照衍生權證的內在值而非其相對供求而計算出來的。因此，無論價格受供求量驅動而攀升得有多高，越接近到期日，其價格也得回落到相當於到期時應支付的任何金額的價值。因此值得注意的是，在衍生權證的有效期內出現的供求失衡，可能導致價格異常現象，而忽略了這一點的投資者如果在接近到期日前買入衍生權證並期望衍生權證的價格會進一步上升的話，便可能較容易招致損失。所以盡量減少發生供求失衡的機會是十分重要的。

## 本港衍生權證市場的特點

### 市場參與者

37. 香港的衍生權證市場基本上是一個零售市場，散戶投資者及專業投資者均活躍地參與其中。
38. 衍生權證屬自營產品，因此發行人投放大量資源在零售層面上以推廣其衍生權證及提升其品牌，務求使其衍生權證能夠在市場上的其他類似產品當中獨樹一幟。更重

---

<sup>7</sup> 正如上文第 29(2)所討論到，波幅越大，價值越高，因此價格也越高。假如所計入的波幅高於看來的合理水平，表示衍生權證較合理價位為昂貴，亦即定價過高。

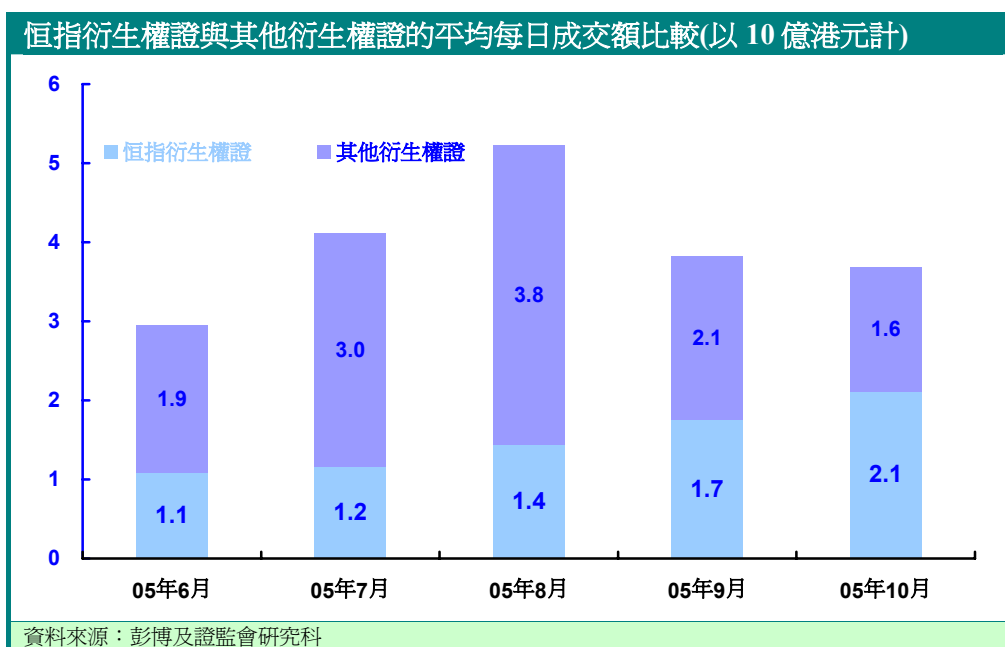


要的是，鑑於流通量<sup>8</sup>對散戶投資者來說是重要的考慮因素，發行人擔任流通量提供者，隨時預備為其衍生權證提出報價，以便投資者在當市場上並無其他現成的買家或賣家時仍能進行交易。在 2005 年 1 月至 10 月期間，發行人以買方或賣方身分參與的交易佔總交易價值的約 73%(即總成交額的 73%)。換言之，在該期間買賣的衍生權證中，約 73%的價值涉及發行人擔任買方或賣方。這顯示出衍生權證的交易極度倚賴衍生權證發行人的參與。

39. 除了發行人外，衍生權證市場上另一重要組別的參與者是專業投資者。專業投資者是掌握充分資訊、具備充足資源的市場參與者，他們往往採用短期的“賺快錢”策略。他們傾向主要從衍生權證的即日價格波動中套利，而且通常不會隔夜或長時間持有大量倉盤。他們的交易佔去市場成交額的重大部分。

### 交易集中於數項相關資產的衍生權證

40. 不同發行人的衍生權證具有不同的條款及條件，以迎合不同投資者的需要。但實際上，發行人大多集中發行一些能夠滿足廣大散戶口味的衍生權證。目前，超過一半的衍生權證交易均涉及就恒指及兩隻大型股票而發行的衍生權證。
41. 恒指是現時最受歡迎的衍生權證相關資產。截至 2005 年 10 月底，有關方面就恒指發行了 122 隻衍生權證(佔於聯交所上市的衍生權證總數約 10%)。於 2005 年 6 月至 10 月期間，恒指衍生權證的買賣佔衍生權證市場總成交額的 37.7%。下圖顯示恒指衍生權證的每月成交額。其餘兩種交投最活躍的衍生權證是匯豐及和記黃埔的衍生權證，分別佔衍生權證市場於 2005 年 6 月至 10 月期間的總成交額的 11.3%及 7.7%。該等相關股票及指數的衍生權證的買賣佔衍生權證市場總成交額的 56.7%。



<sup>8</sup> 在本文件內，流通量指購買或沽出某種產品的容易程度。

## 衍生權證兼備現貨及期貨市場產品的吸引力

42. 表面看來，恒指衍生權證較在期交所(香港的期貨交易所)買賣的其他以零售為主的衍生產品(例如小型恒指期貨合約)，對投資者更具吸引力。於 2005 年 10 月，恒指衍生權證的平均每日成交額為 21 億港元，佔衍生權證總成交額的 58%。該數字幾乎是小型恒指期貨合約成交額的名義價值的兩倍。我們相信以下因素可能令衍生權證，尤其是恒指衍生權證，成為極受散戶投資者歡迎的產品。
- (1) 衍生權證的買賣方式與股票相同。因此，相對於在期交所買賣的其他可資比較的衍生產品，投資者對衍生權證的交易及結算方式較為熟悉。
  - (2) 衍生權證在聯交所買賣，分銷網絡大得多。現時，聯交所參與者的數目已超過 400 家，而期交所參與者則只有約 130 家。
  - (3) 買賣恒指衍生權證的投資者無須了解個別公司的基本因素及與公司有關的特定背景。因此，希望從整體市場波動中獲利的投資者可能會認為恒指衍生權證較具吸引力。
43. 衍生權證因此是獨特的產品，兼備在股票市場及期貨市場上買賣的產品的吸引之處。雖然性質上屬衍生產品，但卻在聯交所買賣。因此，很多投資者將衍生權證當作股票一般買賣。但在這樣做的同時，他們卻忽略了衍生權證是槓桿式產品，與股票不同，它們設有到期日，而其價格亦受多種因素左右，當中有很多因素與相關資產本身無關。

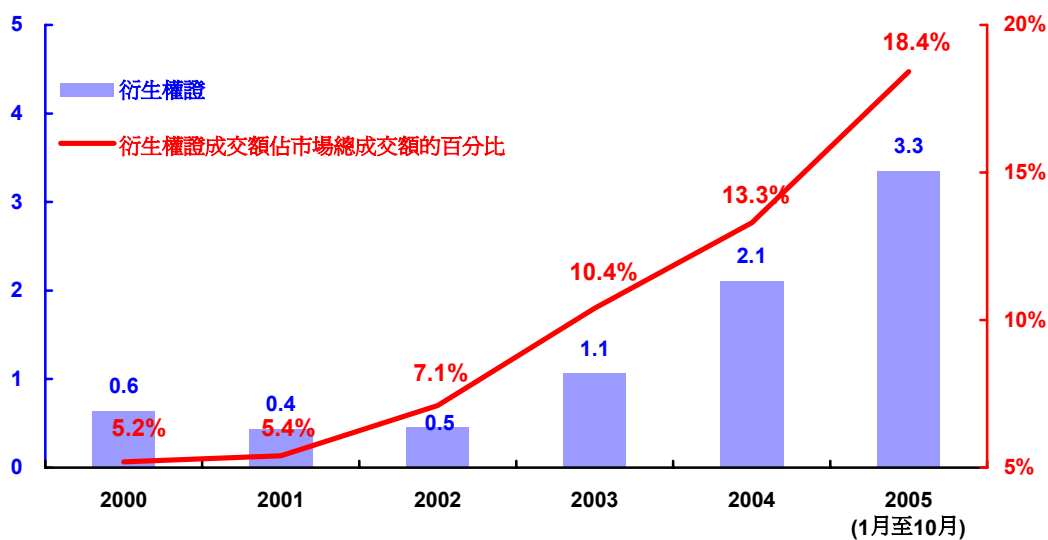
## 香港衍生權證市場的概況

44. 在本章的最後部分，我們提供若干關於香港衍生權證市場的統計資料。

### 往績比較

45. 自從首隻衍生權證在 1989 年上市以來，衍生權證市場經歷重大增長，尤其在 2002 年的改革後，增長更加強勁。下列圖表顯示在 2000 年至 2005 年期間成交額的增長。我們亦以列表方式顯示自 2000 年以來衍生權證發行量的增加。

衍生權證平均每日成交額(以 10 億港元計)及佔主板市場的成交額的百分比 — 2000 年 1 月至 2005 年 10 月



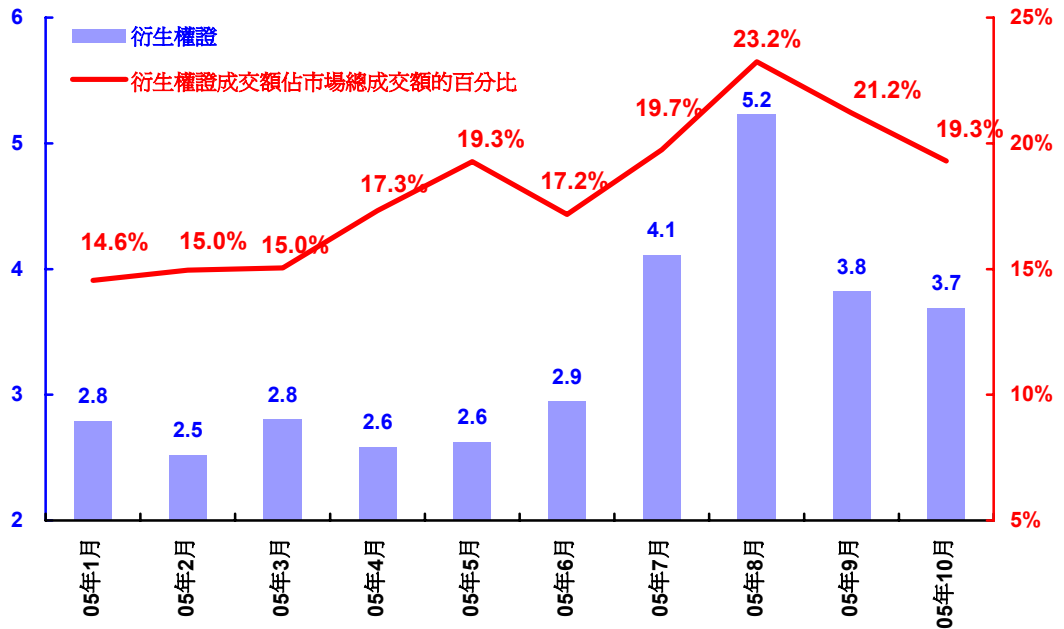
資料來源：香港交易所

已上市衍生權證及新上市衍生權證的數目

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (1月至10月)
已上市衍生權證數目(期末)	202	22	347	530	863	1,189
新上市衍生權證數目(期末)	279	181	644	678	1,259	1,345

資料來源：香港交易所及彭博

衍生權證平均每日成交額(以 10 億港元計)及佔主板市場的成交額的百分比 — 2005 年



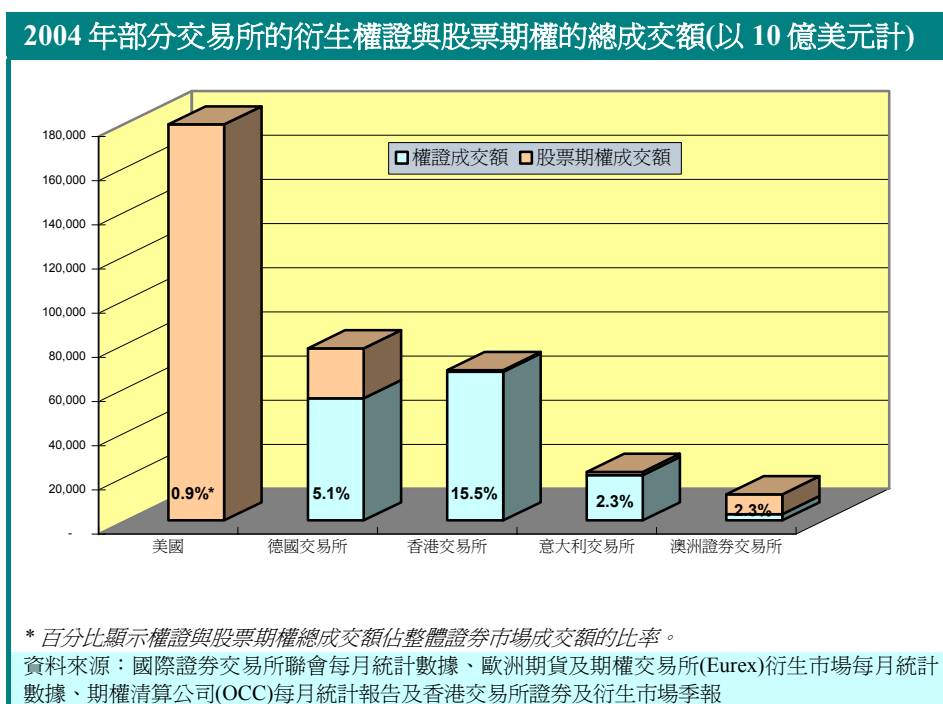
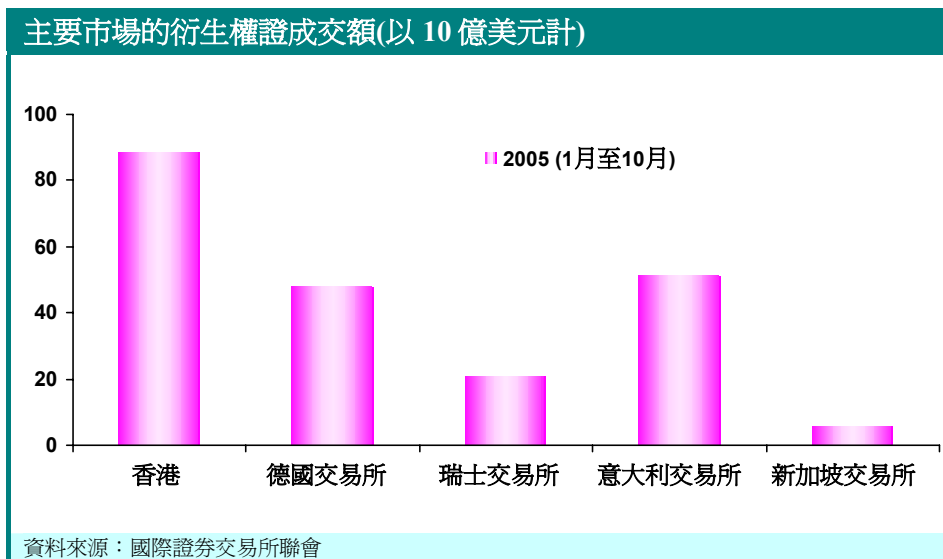
資料來源：香港交易所

## 國際層面上的比較

46. 在今年 1 月至 10 月期間，香港市場的平均每日成交額是 183 億港元。衍生權證的成交額佔市場總成交額的 18%或 33 億港元。相比之下一
- (1) 恒指成分股的成交額佔市場總成交額的 41%或 74 億港元；
  - (2) H 股的成交額佔市場總成交額 21%或 38 億港元；及
  - (3) 紅籌股的成交額佔市場總成交額 14%或 25 億港元。
47. 根據國際證券交易所聯會的統計，衍生權證在香港市場的交投是全球最活躍的。在今年 1 月至 10 月期間的成交額達 882 億美元，佔市場總成交額 18%。
48. 意大利交易所及德國交易所則位居全球第二及第三大衍生權證交投最活躍的市場，它們於同期的成交額分別為 512 億美元及 478 億美元。在亞洲，第二最活躍的衍生權證市場是新加坡，其在今年 1 月至 10 月期間的成交額為 56 億美元。值得注意的是，香港市場的成交額僅略低於意大利交易所及德國交易所相加的總和，而新加坡交易所的成交額僅約為香港的 6%。
49. 另一點值得注意的是，儘管香港衍生權證市場的成交額相對上較大，但上市的衍生權證數目卻遠低於其他主要市場。於 2005 年 10 月底，已有 1,189 隻衍生權證於交易所上市。根據國際證券交易所聯會的數據，這數目遠低於其他主要交易所，包括德國交易所(於 2005 年 10 月底，已上市衍生權證數目為 36,650 隻)、瑞士交易所(5,689 隻)及意大利交易所(4,013 隻)。
50. 於 2005 年 10 月底，全部衍生權證的市值總額為 38 億港元。高成交額、已發行權證的數目較少及相對較小的市值各項因素綜合起來，暗示成交額比率很高。<sup>9</sup> 於 2005 年 10 月，衍生權證市場的成交額比率約為 78%，這即是說在全部已發行的衍生權證份數當中，平均有 78%會在單日內轉手。於 2005 年 10 月，恒指衍生權證的成交額比率特別高，約為 329%，較小型恒指期貨合約(153%)的成交額比率還要高。這顯示出頗大部分的衍生權證交易都是即日買賣，投資者對市場採取非常短線的看法。然而，鑑於比率相對偏高，這同時暗示有些市場參與者可能故意抬高成交額。
51. 在下列兩個圖表中，表一比較於 2005 年 1 月至 10 月期間，香港衍生權證市場與環球其他主要衍生權證市場的成交額。表二比較在 2004 年若干國家的衍生權證與股票期權市場的合併成交額。圖表主要顯示一
- (1) 香港衍生權證市場的成交額，按已成交的金額價值而言是全球最高的；但

<sup>9</sup> 就衍生權證而言，成交額比率指衍生權證的每日成交額佔其總市值的百分比。衍生權證市值的計算方法，是將該權證發行在外的份數(即已發行並由投資者持有的權證數目)乘以其價格。衍生權證的總市值指全部衍生權證市值的總和。

- (2) 按衍生權證與股票期權相加的總成交額而言，美國市場<sup>10</sup>的成交額是最高的，其次是德國交易所，然後才是香港，儘管香港在衍生權證與股票期權兩個市場的總成交額佔整體證券市場成交額的比率仍屬全球最高。



52. 正如上表顯示，與股票期權市場相比，香港的衍生權證市場的地位更為重要。值得注意的是，香港的衍生權證市場主要是零售市場，但我們的股票期權市場則以專業投資者為主，根據香港交易所最新一期的《衍生產品市場交易研究調查》顯示，於 2003 年 7 月至 2004 年 6 月期間，散戶參與率僅佔 13%。因此，在現階段來說，不應視這兩個市場為彼此的替代品。

<sup>10</sup> 包括美國證券交易所、芝加哥期權交易所、國際證券交易所及費城證券交易所。

### 第 III 章 – 現行監管制度

#### 監管制度簡史

53. 首隻衍生權證於 1989 年在聯交所上市。由於當時無任何針對衍生權證的特定上市規則，因此該宗上市是透過修改股本證券上市規則來完成的。後來，發展出另一套規則並將之納入《上市規則》內以便就衍生權證的上市作出規定，到最後更爲此而闢設一個獨立章節(即現時《上市規則》第十五 A 章)。該等規則經過數次檢討及修訂，但仍主要以股本證券的上市規則作爲藍本。然而，該等規則於 2001/2002 年度經過重大革新，以規定設立一個能更具體地切合衍生權證的制度。在是次革新中，第十五 A 章的內容亦擴充至包括就所有結構性產品(而非單是衍生權證)的上市作出規定。
54. 值得在此一提的是兩項於上述革新(在本文件內稱爲 2002 年的改革)前發生的事件。
- (1) 首先，交易所在 2001 年 5 月發表諮詢文件，就引入可行修訂以特別爲衍生權證制訂一套監管制度，而非單純透過修改股本證券上市規則的做法一事，徵求公眾意見。
  - (2) 第二，在 2001 年 6 月，證監會發表新聞稿，強烈批評當時市場上的若干普遍做法，即發行人安排經紀、配售代理人及投資者認購衍生權證，而雙方的理解是發行人會在配售後短時間內但在衍生權證上市前進行回購。該等回購交易會在首個交易日以特別交易的形式記錄在聯交所的系統內。證監會認爲該等做法可能會營造出有關權證的需求、市價及交易活動的虛假及具誤導成分的表象，有欺騙市場人士之嫌，因此警告可能會紀律處分從事該類活動的人士。在該新聞稿發出後六個月內，<sup>11</sup>並無新衍生權證發行。隨著已發行的衍生權證相繼到期，在聯交所上市的衍生權證數目逐漸減少。
55. 因此，有關方面認爲有需要採取行動以“振興”衍生權證市場，但同時要改善市場的廉潔穩健。與此同時，所作出的任何改變必須切實可行，並能有效地處理當時引起關注的事項。因此，決定分兩階段施行改革。首階段在 2001 年 12 月進行，涉及引入多項臨時的規則修訂。該等修訂的焦點在於刪除普遍視爲不適當且未能達到原定目的之規則。與此同時，亦成立了一個工作小組以監察該等修訂對市場的影響，並識別出有助解決較具爭議性的問題的可行方法。其後於 2002 年 6 月，大部分臨時修訂都改爲常設規則，並引入多項進一步修訂，包括將第十五 A 章擴大以涵蓋所有種類的結構性產品(因而也包括衍生權證)。這個分兩階段進行修訂的做法使我們可以即時採取措施處理我們已知需要糾正的問題，同時亦讓我們有時間研究較複雜的事宜。
56. 下文將概述現行監管制度及 2002 年的改革所引入的主要修訂。我們要在指出的是，自 2002 年的改革以來，再無對衍生權證的監管作出任何重大修改。

---

<sup>11</sup> 該六個月期間指刊發新聞稿後至 2001 年 12 月引入臨時修訂(將於下文討論)以處理該等不能接受的做法前的期間。

## 現行監管制度

57. 有關規管衍生權證的規則主要載於《上市規則》第十五 A 章。<sup>12</sup> 此外，證監會亦已就有關衍生權證的推銷資料的使用發出指引。下文重點列舉有關的監管制度的主要特點。

### 相關資產

58. 衍生權證的相關資產可以是證券、指數、貨幣、商品或其他資產，或這些資產的任何形式的組合。
59. 倘若相關資產屬單一股票，其必須是恒指成分股或交易所每季公布的單一類股票結構性產品的正股名單上其中一隻股票。該名單上的股票的公眾持有量的市值須超過 40 億港元。
60. 倘若相關資產是一籃子股票，該等股票必須名列於交易所每季公布的一籃子結構性產品的正股名單內。該名單上的股份的公眾持有量的市值須超過 10 億港元。
61. 倘若相關股票在海外上市，其必須在已獲交易所認可的交易所上市。

### 基本條款及條件

62. 衍生權證的最低發行價不得少於每份 0.25 港元，有效期不得少於六個月及不得超過五年，現時大部分已上市的衍生權證的最長有效期都是兩年。
63. 當相關資產是股票時，衍生權證的結算價必須參照相關股票於緊接權證到期日前五個營業日的平均收市價計算。
64. 衍生權證可以現金或實物交收，但若相關資產包括某指數或海外股票，則必須以現金交收。然而，由於印花稅的理由，衍生權證一般都以現金交收。<sup>13</sup>

### 有關發行人的規定

65. 發行人 —
- (1) 不得是《公司條例》第 29 條(或同等的海外法例)所界定的私人公司；
  - (2) 必須擁有超過 20 億港元的資產淨值；
  - (3) 必須取得信貸評級(不低於首三個最佳的投資評級級別)，或是由證監會、金管局或其他獲認可的海外監管機構所監管的實體；又或者必須有符合上述條件的擔保人；及

---

<sup>12</sup> 第十五 A 章實際上涉及所有結構性產品，而非單是衍生權證，但就本文件的目的而言，我們將討論局限於衍生權證。

<sup>13</sup> 印花稅須在轉讓“香港證券”時繳付。由於以現金交收的權證只賦予以現金交收而非獲交付任何股份的權利，因此不視為符合“證券”或“香港證券”的定義。然而，實物交收的權證則賦予獲交付股份的權利，因此符合“證券”及“香港證券”(如在香港登記的話)的定義。

- (4) 必須在發行類似其建議發行的產品的其他金融工具及管理該等金融工具的發行方面擁有合適的經驗，以及具備適當的經驗以管理可能須就該項產品而承擔的責任。
66. 此外，發行人必須具備充分的風險管理系統及程序。大部分發行人都是設有充分的風險管理常規的國際投資公司。

### *上市文件*

67. 上市文件一般包含基礎上市文件及補充上市文件。基礎上市文件可能關乎超過一項產品或產品系列，因此會涉及多宗發行，而補充上市文件則與某宗特定發行有關。
68. 基礎上市文件必須包含關於發行人及擔保人(如有)的資料、發行人最近期的財務報表、提供流通量的安排<sup>14</sup>，以及有關產品的風險及回報的一般資料。
69. 補充上市文件必須載有該宗特定發行的條款及條件，以及其他具體資料。
70. 發行人亦有提供最近期的財務報表的持續責任。

### *其他較重要的規定*

71. 發行人必須委任流通量提供者為其衍生權證提供流通量。<sup>15</sup>
72. 發行人或發行人的集團成員就該發行人的衍生權證所進行的所有交易(直接成交交易除外)<sup>16</sup>，均須透過流通量提供者進行，並向交易所匯報以便向市場發放有關信息。

### *推銷資料指引*

73. 推銷資料必須 —
- (1) 準確，無誤導成分及不偏頗；
  - (2) 提述上市文件內的全部條款及條件；及
  - (3) 載有適當的風險警告，包括投資者應自行評估風險並在有需要時尋求專業意見、產品價格可能會波動，以及產品在到期時可能變得毫無價值，導致所投資的本金全數虧損。

---

<sup>14</sup> 關於提供流通量的責任，詳細討論見第 76 至 81 段。

<sup>15</sup> 這表示他們需要委任一些人士，在衍生權證的有效期內隨時報出其願意按該價買賣的買盤價及賣盤價。

<sup>16</sup> 直接成交交易指由一名交易所參與者同時代表買賣雙方(其中一方是發行人或發行人的集團成員)進行的交易。在這些情況下，將買賣雙方連繫在一起的是交易所參與者，因此有權賺取雙方的佣金。倘若交易透過流通量提供者在市場上進行，交易所參與者便會損失一半的佣金。然而，市場在直接成交交易方面享有透明度，因為該等交易需要向交易所匯報，而交易所則繼而將該項資料向市場發放 — 另參見第 89 段。



74. 證監會不會事先審批衍生權證的推銷資料，但監管機構可回應有關的投訴。發行人亦須設立本身的內部審批程序。

## 2002 年的改革引入的主要修訂

75. 我們將於下文討論 2002 年的改革所引入的主要修訂，它們分別是一
- (1) 撤銷配售規定並推出流通量提供者制度；
  - (2) 廢除限額制度；
  - (3) 利便增發；及
  - (4) 引入新的申報規定。

### *配售規定及流通量提供者的責任*

76. 在 2002 年的改革之前，《上市規則》有訂明最低配售規定，具體來說，權證發行時必須有最少 50 名獲配售人，每人就該次發行所認購的金額最少需為 100,000 港元，或須有最少 100 名獲配售人。此外，在權證推出時，發行人不得保留超過發行量 15% 的權證，即他們在權證推出時，須最少已配售達發行量 85% 的權證。
77. 這些配售規定是以適用於股本證券的類似規定為基礎的，旨在確保產品的流通量。然而，縱使這些規定對於確保股本市場的流通量至關重要，但它們對於衍生權證並沒有相若的重要性。下文將作解釋。
78. 在股本市場中，價格實質上由供求釐定。因此，具備廣闊的股東基礎十分重要，因這可確保有足夠多的人士會參與其後的交易活動，因而確保有公平的定價過程和流通性。所以，強制符合首次配售規定至關重要。然而，就衍生權證而言，雖然買家和賣家數量會影響價格，但其他因素亦扮演著更重要的角色，正如在上文第 29 至 32 段所解釋的一樣。
79. 其次，市場力量亦已發揮作用確保權證的流通性。實際上，投資者傾向將衍生權證與其發行人聯想在一起，並且會避開流通量不足的地產品的發行人。因此，雖然沒有被迫這樣做，但發行人一般都樂意回購及再次出售其衍生權證，因為此舉可產生流通量，從而確保其衍生權證的競爭力。然而，由於上述活動欠缺透明度，投資者無法將發行人的回購及再次出售行動與真正的公眾需求加以區分。
80. 第三，反正有關的配售規定已毫無作用。發行人通常將其衍生權證配售予數名主要投資者，然後在權證上市前將它們購回(正如上文第 54(2)段所述)。此外，發行人亦會與經紀行安排“借用名字”，以符合最低獲配售人數目的規定。事實上，發行人有時會保留所有衍生權證，然後在權證開始買賣時向市場出售該等權證。
81. 有見及此，2002 年的改革將有關的配售規定刪除。作為交換條件，發行人必須委任流通量提供者以確保流通量，而流通量提供者的活動須讓人能夠清楚地分辨出來。這些修訂基本上反映出昔日的市場的真實面貌，即只有極少量的配售活動及由發行人為其衍生權證提供流通量；只不過今天的透明度得以大大提升。具體修訂如下—

- (1) 撤銷最低配售規定及在權證推出時可保留的權證的最高限額。因此，理論上，發行人在權證推出時，可保留的權證數量可高達發行量的 100%。
- (2) 強制規定發行人需委任流通量提供者，為其衍生權證提供流通量。流通量提供者可以是發行人本身、其集團內另一家公司或獨立第三者，但必須是交易所參與者。可以就不同的衍生權證委任不同的流通量提供者，而一名流通量提供者可代表多於一名發行人行事。然而，每隻衍生權證只可有一名流通量提供者，儘管可以委任另一名後備流通量提供者以應付緊急情況。
- (3) 流通量提供者可隨意採用任何模式以提供流通量，但起碼須回應報價要求。<sup>17</sup> 因此，流通量提供者可以但不一定要營運一個持續報價系統。<sup>18</sup>
- (4) 為提高透明度，每名流通量提供者均獲分配以“95”為字首的特設四位數經紀識別編號(即“95XX”)，經他們所進行的交易因而可以清楚地識別出來。此外，由發行人及其集團公司進行的所有衍生權證自營交易(直接成交交易除外)，均需透過流通量提供者來進行。
- (5) 上市文件須披露流通量提供者的身分、其建議採用來提供流通量的系統，以及其作為流通量提供者的責任的詳情，即其在提供流通量方面承諾達到的標準。

## 限額

82. 在 2002 年的改革之前，《上市規則》對可以成為衍生權證發行的相關資產的香港上市公司股份的數量設有限額，即已發行股份的 20%或公眾持有量的 30%，以較低者為準。2001 年 12 月的臨時規則修訂保留了這個限額制，但將發行量的上限設定為 1 億港元。在 2002 年 6 月，當大部分臨時規則修訂變為常設規定後，該限額制及發行量上限均告撤銷。下文將作解釋。
83. 限額制是在發行人傾向發行有抵押衍生權證的時期採納的。當時的關注是保留作為抵押品的股票須在有關衍生權證行使或期滿後才可進行買賣。
84. 然而，發行人其後逐漸傾向發行無抵押衍生權證。事實上，目前所有在聯交所上市的衍生權證都是無抵押的。可是，限額制仍繼續維持。當時的關注點是，若發行過多衍生權證，便可能會影響相關股票的價格。
85. 在 2002 年的改革之下取消配售規定的建議再次帶出應否保留限額制的問題。隨著配額規定的撤銷，發行人在決定發行量時，將不會再因為能物色到的獲配售人數或在衍生權證推出時其可配售的衍生權證數目而受到制限。因此，發行人傾向提高發行量，因而更快用盡限額，並可能形成供應短缺。正如上文第 36 段所述，供求失衡可能會反過來造成價格異常現象，即衍生權證的價格可能會被推高，但這並非因為權證本身升值，而只不過是因為求過於供而已。

<sup>17</sup> 這表示若投資者擬購入(或出售)某隻衍生權證，但市場上並沒有賣家(或買家)的話，可要求流通量提供者提供其願意向該投資者出售(或購入)權證的價格。

<sup>18</sup> 持續報價系統指不論有沒有人要求報價，流通量提供者均會持續開出買賣價的系統。

86. 因此，其中一個明顯的解決方法是完全撤銷限額制，但此舉頗具爭議性，因而須進一步研究。在此期間，為免限額被迅速耗盡，有關方面將發行量的上限定於 1 億港元，以作為 2001 年 12 月推出的臨時規則修訂的其中一環。後來，在 2002 年 3 月，更推出了一套頗為複雜的程序以監察及控制限額的使用。然而，該套程序過於複雜，而且若發行人作出過於龐大的發行，以致無法管理執行風險的話，無論如何對他們都沒有好處。結果，在 2002 年 6 月，有關方面經審慎考慮後將限額制完全撤銷。取消限額制後，便無需訂定最高發行量，因此這項限制亦同時撤銷。

### 增發衍生權證

87. 在 2002 年的改革之前，發行人可以就其衍生權證進行增發，從而滿足市場在權證首次發行及上市後對權證的需求。然而，這方面亦有若干限制。2002 年的改革放寬了部分該等限制。具體的情況如下—

- (1) 以往，發行人只能在並不持有同一系列的任何已發行衍生權證<sup>19</sup> (即假設所有該等權證都在投資者手上)時，才可以進行增發。在 2002 年的改革之下，只要發行人持有不超過 20% 的同一系列的已發行權證，便可獲准進行增發。
  - (2) 以往並無限制發行人增發的次數，但同一權證系列的所有增發的總值不得超過 5,000 萬港元，以致通常只能增發一次。然而，2002 年的改革撤銷了這個 5,000 萬港元的限制。最初，每次增發的上限為 1 億港元，但當有關規則於 2002 年 6 月變為常設規定後，這個限制亦獲撤銷—與施加及撤銷首次發行上限的做法一致(見上文第 82 至 86 段)。
  - (3) 以往，發行人在有關衍生權證系列到期前六個月的期間內不得進行增發。這項限制亦獲撤銷，以致發行人可以在衍生權證到期前任何時候進行增發。
88. 作出上述修訂的主要原因是為了支持新的流通量提供者制度。該制度要求流通量提供者起碼須回應報價要求。若流通量提供者不再持有任何衍生權證，其可回應的只有買入盤的報價要求，而不能回應賣出盤的報價要求。其次，如待發行人的現有持有量達致零後才准予增發，而期間如有關權證求過於供的話，將導致價格異常的情況(即上文第 36 段所闡釋的情況)。上文第 87 段論述的修訂則同時處理了這兩項問題。

### 新的申報規定

89. 2002 年的改革的另一項修訂是強化申報規定，從而提高發行人活動的透明度。此舉主要旨在確保投資者能夠識別出發行人就其本身的衍生權證進行的交易，藉以將該等交易與投資者對該衍生權證的真正需求加以區別。新的申報規定包括以下各項—

---

<sup>19</sup> 為求清晰起見，若有關的衍生權證由同一發行人發行，而它們的條款及相關股份是相同的話，即屬於同一系列的衍生權證。

- (1) 發行人或其任何集團成員就該發行人的衍生權證進行的交易，必須在翌日上午 9 時前(即翌日開市前 1 小時)向交易所申報；
- (2) 發行人或其任何集團成員就衍生權證進行的暗市活動，必須在權證上市首日上午 9 時前向交易所申報；
- (3) 直接成交交易必須在交易後 15 分鐘內向交易所申報。

90. 上述資料隨後將會由交易所向公眾發放。

#### 其他較輕微的修訂

91. 在 2002 年的改革之下的另外兩項修訂亦值得一提。首先，最低發行量由 5,000 萬港元降至 1,000 萬港元。有意見認為這基本上屬於商業事宜，因此發行人應就此享有更大的自由。第二，上市文件亦加以簡化，其重點在於撤銷披露不相關或已眾所周知的信息的責任。這些責任對發行人構成不適當的負擔，並且在任何情況下亦不會有助加強投資者的權益。

## 第 IV 章 — 市場特色及作業方式

92. 其中一個有關衍生權證的關注是發行人及流通量提供者的作業方式及行爲，很多人認爲他們並沒有妥善地履行責任，亦有意見認爲他們曾犯操縱價格及其他失當行爲。因此，市場失當行爲及作業方式是我們這次檢討專注的其中一個主要範疇。我們會在本章列出我們已識別出的若干較爲普遍的市場作業方式，以及我們對這些作業方式的關注。

### 背景資料

#### *發行人的衍生權證買賣活動增加及所引起的關注*

93. 自衍生權證市場於 2002 年重開以來，證監會一直積極監控該市場上的買賣活動，包括對個別發行人的衍生權證買賣活動進行重點檢討。
94. 我們察覺到發行人在衍生權證市場上的交易活動大幅增加。由於衍生權證是複雜的產品，只適合充分了解該等產品的投資者參與，我們特別關注認識不足的投資者會否純因高成交量吸引而入市，如是的話，在這方面的作業方式是否可以接受，還是需要以任何方式限制或遏止。

#### *衍生權證的買賣受發行人所支配*

95. 衍生權證發行人支配了其本身的衍生權證的買賣活動(見上文第 38 段)。流通量提供者活躍地參與市場活動有助吸引投資者，因爲高流通量往往意味著較多獲利機會，投資者的參與進一步增加市場的流通量。

#### *投資者行爲*

96. 衍生權證原應屬於風險管理工具，但香港的散戶投資者往往利用它們作爲短期的投機工具。雖然使用衍生權證作投機用途並無不妥，但由於衍生權證的定價結構複雜，未必適合認識不足的投資者。
97. 其次，認識不足的投資者亦傾向過分注重衍生權證的成交額而忽視其定價機制。他們十分倚賴每日成交額作爲流通量的指標，而沒有全面評估爲何某隻衍生權證突然變得受歡迎。

#### *出現失當行爲及不能接受的市場作業方式的潛在可能*

98. 衍生權證發行人之間的競爭十分激烈，因爲他們所提供的產品相當類似，有時候在條款上甚至完全相同，因此他們各出奇謀，務求吸引投資者購買他們的產品。由於投資者偏重大成交額，大幅提高某隻衍生權證的每日成交額便成爲一個有效吸引投資者的方法。要區別正常而合理的高成交額，及可能是爲了營造高流通量的假象而虛假地製造出來的成交額並不容易。

## 執法行動

99. 自 2002 年以來，及尤其在過去的 12 個月內，本會的法規執行部展開了多宗關於衍生權證市場上的活動的調查，當中包括可能的虛假交易、在到期日前操縱結算價、不履行提供流通量的責任，以及非法賣空權證。
100. 大部分該等個案仍處於較早期的調查階段，因此可能尚需數個月才能透過檢控或紀律處分行動(如有充分證據支持該等行動的話)，向公眾交代調查結果。雖然在現階段就任何個案下定論尚屬言之過早，但我們已識別出在多宗調查個案中的若干共通特點。

### *衍生權證交易高度集中於若干中小型經紀行*

101. 在衍生權證市場上，有多家中小型經紀行十分活躍。在若干個案中，衍生權證買賣佔其總成交額超過 80%。此外，大部分的交易活動僅來自少數的客戶。

### *高成交額主要來自活躍的即日買賣*

102. 該等客戶大部分只進行即日買賣。數以百萬份衍生權證在幾秒之內以相同價格買入及沽出，這種“對應買賣”在一日內多次重複進行，但在接近收市前，便會全部平倉。
103. 這些非常活躍的客戶中有部分買賣各式各樣的衍生權證，涉及各種不同的相關股票，部分客戶可能只集中買賣某一兩家發行人的衍生權證。在很多事例中，很難發現他們採取的買賣方式屬審慎投資或作為風險管理之用。表面看來，該等客戶的目的是為了想受惠於現時多項鼓勵大量即日買賣的市場作業方式，包括—
- (1) 流通量提供者所報出的狹窄差價(通常在推出權證後頭幾個星期內出現)，實際上減輕客戶的交易成本；
  - (2) 發行人透過經紀行向客戶提供的佣金回扣，從而進一步減輕其交易成本；及
  - (3) 若干經紀行願意徵收較低的佣金率，或容許客戶在支付定額的佣金後不限數量地買賣衍生權證。

### *對活躍的即日買賣及高成交額的關注*

104. 由於少數的即市交易人士大規模的參與，個別衍生權證的每日成交額被大幅提高。正如上文指出，成交額本身看來的確吸引不少經驗不足的投資者入市。隨著成交額上升，發行人便可以向市場售賣更多衍生權證。我們相信發行人透過增加銷售量可彌補他們向經紀行提供的佣金回扣，以及因狹窄差價所帶來的額外經營成本。
105. 在若干個案中，有人質疑個別發行人與個別經紀行或即市交易人士之間是否存在任何未經披露或非法安排，旨在為某隻衍生權證營造虛假或屬誤導性的活躍交易或成交額的表象。我們將跟進這方面的調查。

## 第 V 章—評估市場所受的影響

106. 就我們的衍生權證市場的買賣活動增加一事而提出的另一項關注是，該等活動增加了我們的股票市場的波幅，並因而提高系統風險。我們會在本章研究衍生權證市場對香港股票市場的整體穩定性可能構成的影響。

### 檢討範圍

107. 我們就本報告的目的而評估市場所受的影響時，主要著眼於以下三方面—

- (1) 相關股市的整體波幅水平—我們以恒指波幅及若干較為熱門的相關股票的波幅來考慮這點；
- (2) 衍生權證市場與相關股市比較的相對規模；及
- (3) 當就某股票而發行的衍生權證臨近到期日及發行人開始就其持有的該相關股票進行平倉時，對該相關股票的影響。

### 市場波幅

108. 評估股票市場穩定性的方法有很多。方法之一是在一段期間內觀察其基準指數的波幅及若干隻在該指數中佔重大比重的主要股票的波幅，並分析有關波幅的水平和變化模式。<sup>20</sup>

#### *全球波幅自 2003 年起逐漸下降*

109. 以下兩個圖表顯示下列指數及股票在 2000 年 1 月至 2005 年 10 月期間的引伸波幅<sup>21</sup>—

- (1) 全球主要股票市場的市場指數；及
- (2) 主要的恒指成分股。

110. 我們可見到主要市場的市場指數(包括恒指)的引伸波幅自 2003 年初起逐漸下降。若我們觀察若干屬於衍生權證的熱門相關股票的主要藍籌股，特別是目前在恒指中佔大約 30% 市值的匯豐，便可以看到類似的趨勢。

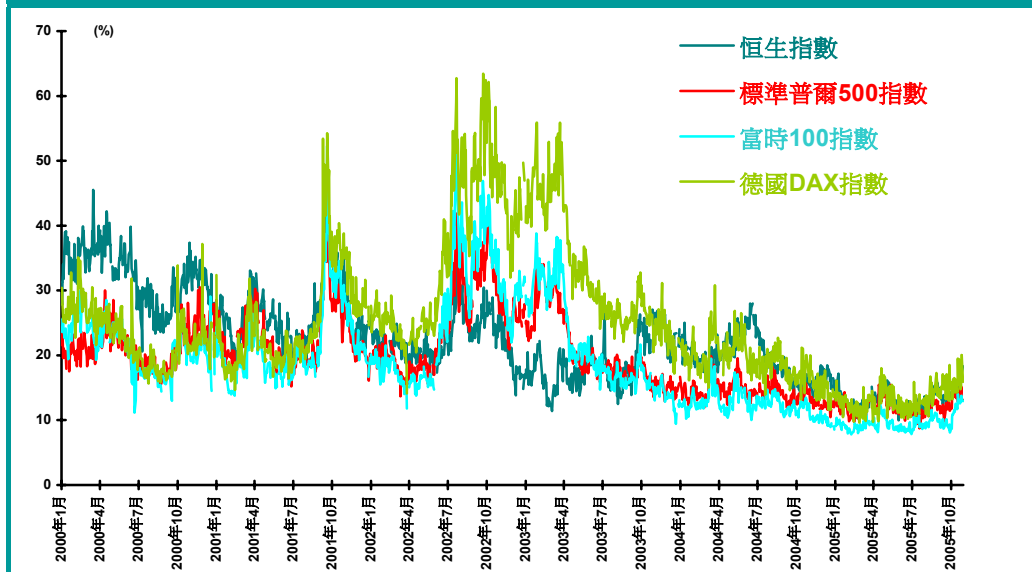
111. 有一點應注意的是，這個跌勢或低波幅的情況在我們的衍生權證市場急速增長的期間內出現。(見上文第 45 段之下的圖表。)

---

<sup>20</sup> 波幅量度某項特定資產的回報的變化程度。以統計學的術語來說，波幅是指某項資產的回報在一段指定期間內的標準差。

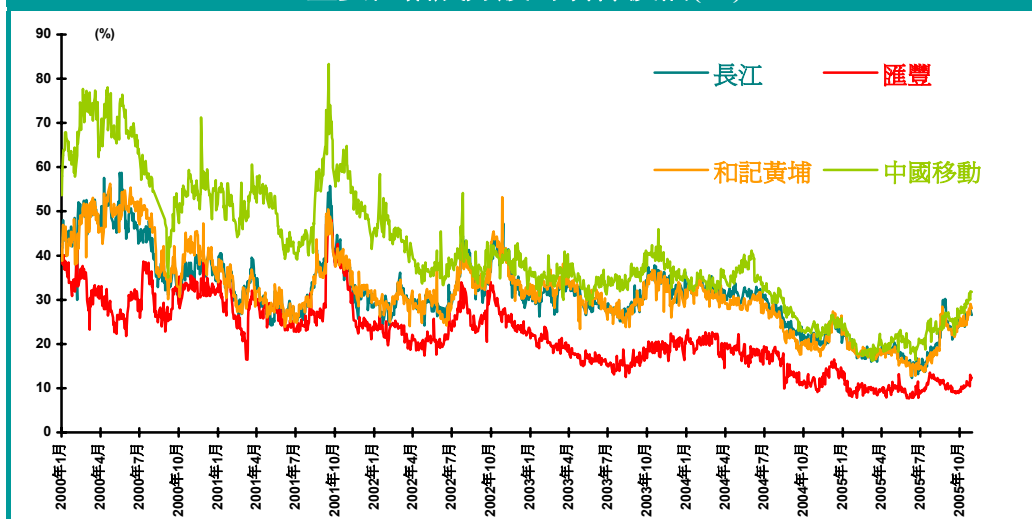
<sup>21</sup> 該等圖表標繪的引伸波幅是在 2000 年 1 月至 2005 年 10 月期間內的不同時刻所估計出來的。換言之，該等圖表記錄了在 2000 年 1 月至 2005 年 10 月期間有關的特定指數或股票在市場裏表現出的波幅。

### 主要市場的引伸波幅(%)



備註：主要市場的引伸波幅是根據在相關交易所上市的等價認購期權而計算的。  
資料來源：彭博

### 主要恒指成分股的引伸波幅(%)



備註：主要股票的引伸波幅是根據在聯交所上市的等價認購期權而計算的。  
資料來源：彭博

### 波幅下降的原因

112. 一個明顯的問題是：甚麼原因導致全球主要股票市場的波幅下跌？我們認為有若干因素促成這個現象。
113. 首要的因素是近年眾多經濟體系所面對的低息環境。低息率提高企業盈利及鞏固企業的財政狀況。這兩點轉過來支持了股價及減低波幅。<sup>22</sup>

<sup>22</sup> 基本上，較佳的盈利及較穩健的財政狀況能讓股價保持穩定趨勢。這表示股價波動較少，因而波幅亦較低。



114. 第二，在低息環境中，充足的流動資金及易於取得的信貸普遍支持了資產價格，包括股價。同樣，這有助降低波幅。
115. 第三，低息環境可能鼓勵了很多市場參與者出售期權，及連帶出售波幅<sup>23</sup>，因為此舉往往能增加其收入和回報。此外，投資者投資於包含期權特點的股票掛鉤產品時，亦在隱含地出售期權。隨著市場上的波幅賣家增多，波幅水平亦被壓低。
116. 第四，有更多的投資者(特別是對沖基金和財務機構的自營買賣部門)在尋找套戩機會。因此，該等套戩機會迅速消失，因而減少錯誤定價和出現價格異常的機會，並繼而導致主要市場的波幅下降。
117. 香港作為國際性的股票市場同樣受上述的全球現象影響。

### 衍生權證與其他金融產品之間的互動影響

118. 鑑於我們的衍生權證市場的成交額高，因而導致很多有關該市場內的活動(特別是發行人的對沖活動)有否增加我們股票市場的波幅，及因而削弱其穩定性的討論。
119. 我們的檢討顯示，雖然權證發行人的對沖活動傾向增加對股票市場的定向壓力，但股票掛鉤投資工具和類似產品的發行人的對沖活動則傾向產生相反作用，結果往往能互相穩定對方的對沖活動。下文可加以解釋。

#### 衍生權證發行人的對沖活動－傾向增加市場的定向壓力

120. 發行人需要管理因發行衍生權證所引致的風險。若相關資產是股票的話，這往往涉及發行人尋求在市場上升時買入股份及在市場下跌時將之出售。<sup>24</sup> 上述對沖活動往往增加市場的定向壓力－即假如市場已在上升，額外的買入壓力會傾向推動市場繼續進一步上升；同樣地，假如市場已在下跌，額外的沽售壓力往往使市場進一步滑落。

---

<sup>23</sup> 以技術性術語來說，當某人買入期權時亦買入波幅，出售期權時亦出售波幅。

<sup>24</sup> 為求清晰起見，認購及認沽權證的發行人應在市場上升時購入股票，並在市場下跌時出售股票，從而進行對沖活動。就**認購權證**而言，發行人面對市場上升風險，即當相關股票上升時，他們的認購權證持倉便會蒙受虧損。發行人為了減低這類風險，通常會持有相關股票以作對沖。若市場上升，他們便會因持有相關股票而獲利，因而可用作抵銷認購權證所帶來的虧損。市場正在上升時，認購權證獲行使的機會就會增加(因而提高發行人可能蒙受的虧損)。為了對沖增加了的風險，發行人需要從市場買入更多的相關股票。另一方面，市場正在下跌時，認購權證獲行使的機會較低，發行人需要出售部分其持有的相關股票。總括而言，認購權證發行人需要在市場上升時買入相關股票，並在市場下跌時出售相關股票。**認沽權證**發行人則須承受市場下跌風險，即相關股票下跌時，他們便會蒙受虧損。發行人為減低這類風險，便應持有相關股票的淡倉以作對沖。換言之，當相關股票下跌時，認沽權證便會帶來虧蝕，但相關股票的淡倉則會獲利，因而可用作抵銷認沽權證所帶來的虧損。市場正在上升時，認沽權證被行使的機會較低。因此，發行人應透過購回若干相關股份來減少其持有的相關股票淡倉。相反，市場下跌時，認沽權證被行使的機會較大。發行人需要增加其持有的相關股票淡倉以抵銷增加了的風險，因此他們應出售更多相關股票的股份。總括而言，認沽權證發行人在進行對沖活動時，需在市場下跌時出售更多股份，並在市場上升時買入股份。

## 股票掛鉤投資工具的發行人的對沖活動－傾向穩定市場

121. 正如全球眾多主要市場一樣，香港的金融市場發展完善而且相當先進。市場上有各式各樣的參與者，例如投資銀行、商業銀行、互惠基金、對沖基金、退休基金、散戶投資者及其他企業投資者。財務機構亦提供多種金融產品以滿足上述各種類型的市場參與者的不同需求、風險承受能力及其他喜好。
122. 近年，低息環境導致市場對股票掛鉤投資工具的需求大幅增長，因為投資者都在尋找能提高回報率的產品。股票掛鉤投資工具的回報取決於其相關股票的表現。就較受歡迎的某種類型的股票掛鉤投資工具而言，假如一籃子藍籌股中表現最差的股票的價格在到期日跌破預先釐定的水平，投資者便須向該股票掛鉤投資工具的發行人購買該隻股票。因此，扼要而言，買入這類股票掛鉤投資工具的投資者實際上是在向發行人出售認沽期權。發行人購入期權後，便會尋求對沖其持倉，方法是根據不斷轉變的市況不時調整其就相關股票的持有量。
123. 衍生權證發行人向投資者出售期權(及連帶出售波幅)，而股票掛鉤投資工具發行人則從投資者購入期權(及連帶購入波幅)。因此，在對沖其持倉時，股票掛鉤投資工具發行人會採取與衍生權證發行人相反的行動。所以，衍生權證發行人尋求在市場上升時買入相關股票及在市場下跌時將之出售，而股票掛鉤投資工具發行人則尋求在市場上升時出售相關股票及在市場下跌時將之買入。
124. 因此，這兩種對沖活動能為市場帶來穩定作用。

## 結構性票據市場－調查及市場估計

125. 在 2005 年 5 月，證監會就零售結構性票據市場進行意見調查，調查涵蓋股票掛鉤票據及信貸掛鉤票據。調查發現，上述產品通常由商業銀行透過其多家分行售賣予散戶投資者。
126. 由 2003 年 6 月 1 日至 2005 年 6 月 15 日，零售股票掛鉤票據市場的總發行額約為 160 億港元。然而，必需注意的是，零售股票掛鉤票據市場只是整個股票掛鉤投資工具市場的一小部分。大部分股票掛鉤投資工具都是透過商業銀行及投資銀行的私人銀行服務及財富管理業務網絡而發售的。根據若干市場估計，整個股票掛鉤投資工具市場的發行額可能高達零售票據市場的 10 倍(即約 1,600 億港元)。在 2005 年首 10 個月，衍生權證市場的總發行額約為 1,300 億港元。
127. 基於在管理衍生權證持倉及股票掛鉤投資工具持倉時需要進行相反的對沖活動，從風險管理及營運角度而言，若干發行人發覺同時參與兩個市場的話，可帶來更高的效率及利潤。

## 觀察所得

128. 因此，從市場的層面看來，一個具規模的股票掛鉤投資工具市場的存在，讓我們的股票市場能承受來自衍生權證市場的市場壓力，因而變得具有更強大的適應力。而在發行人的層面，由於同時參與兩個市場，因此可減低發行人在市場波動時為管理其市場風險而對股票市場的依賴程度。

## 衍生權證的相對市場規模

### 評估若整個發行純粹以持有相關資產來作對沖所帶來的影響

129. 評估與衍生權證相關的對沖活動對股市的潛在影響的另一個方法，是就每隻股票逐一估計若所有發行人都希望就其衍生權證維持得爾塔(delta)中性持倉的話，理論上其必須持有的相關股票的股份總數。當然，這裏假設他們以相關股票作為唯一的對沖工具。
130. 我們最近進行了上述研究。結果顯示，理論上需持有以完全對沖因發行衍生權證所引致的風險的相關股票的股份總數，較市場內相關股票的已發行股數少得多，特別是一
- (1) 就六隻最大的恒指成分股而言(即匯豐、中國移動、和記黃埔、中國海洋石油、恒生銀行及長江實業)，在 2005 年 10 月底，發行人理論上需持有的股份總數介乎市場內已發行股數的 0.1%至 1.6%不等。<sup>25</sup>
  - (2) 同樣地，就六隻最大的恒生國企指數成分股而言(即中國石油、交通銀行、中國石油化工、中國人壽、中國電信及中國平安保險)，理論上的股份總數介乎 0.3%至 2.6%不等。
  - (3) 至於就恒指和恒生國企指數而發行的衍生權證而言，它們在 2005 年 10 月的合計成交額大約佔衍生權證市場總成交額的 59%，而理論上需持有的相應期貨合約的總數<sup>26</sup>約為期貨市場未平倉合約數目的 1.6%。<sup>27</sup>

### 以投資組合形式進行對沖

131. 實際上，大部分發行人都以投資組合的形式來管理關乎其衍生工具持倉的市場風險，即透過滙集所有衍生工具，包括交易所買賣產品(例如上市衍生權證、上市股票期權、上市指數期貨和上市指數期權等)，及場外交易產品(例如非上市結構性票據、場外期權、股權交換等)，從而評估有關的淨風險水平。因此，發行人需持有的相關股票的實際股數很可能少於扣除投資組合效應而估計出的理論性數目。換言之，發行人必須持有以便就其發行的衍生權證維持得爾塔(delta)中性持倉的相關股票的實際股份總數，很可能少於上文第 130 段所述的理論性百分比。

---

<sup>25</sup> 市場內的已發行股數指由某家公司發行的股份數目。

<sup>26</sup> 指數衍生權證的發行人傾向採用相同的相關資產的指數期貨來進行對沖，因為該等指數期貨是市場上具備的最便宜的對沖工具之一。

<sup>27</sup> 期貨合約的未平倉合約數目指市場上尚未平倉的合約總數，因而類似股票市場上某隻股票的已發行股份數目。

## 可資比較的市場

132. 在 2005 年 10 月底，所有衍生權證的市值為 38 億港元，大約相當於股票市場總市值的 0.05%。然而，在 2005 年 10 月，衍生權證市場的成交額比率(以其平均每日成交額佔其平均市值的百分比計算)約為 78%。相比其他同樣以恒指和個別股票作為相關資產的交易所買賣衍生產品的類似比率，這個數字似乎偏高。例如，在 2005 年 10 月，恒指期貨、恒指期權和股票期權市場的成交額比率分別為 42%、5.9%和 3.2%。

## 即日買賣的影響

133. 另一點需留意的是，衍生權證經常出現的即日買賣及若干衍生權證交易在很短時間內成交，都可能導致部分發行人未有按其風險模式所規定般那麼頻密地調整其對沖持倉。他們這樣做是為了盡量減低對沖成本。然而，此舉具有減低對沖活動對相關股市的潛在影響的作用。

## 觀察所得

134. 因此，看來雖然我們的衍生權證市場的成交額高，但按市值及對沖活動可能需要的相關股票佔已發行股數的最終百分率計算的衍生權證市場的規模仍相對較小。沒有證據顯示衍生權證市場現時對股票市場構成系統風險。

## 到期日的平倉活動所構成的影響

135. 其中一個我們一直監察著並特別關注的範疇涉及發行人在其衍生權證臨近到期日時進行的平倉活動。

### 平倉活動的潛在影響因計算結算價的五日期間而得以減低

136. 發行人需要在其衍生權證到期時就其對沖平倉。在到期日，衍生權證是根據相關股票於到期日前的最後五個交易日的平均收市價來進行結算的。這做法有兩個好處。首先，此舉促使發行人將其平倉活動攤分五日進行，因而減低平倉活動對相關股票的潛在影響。其次，此舉令試圖操縱結算價的人更難以行事。

### 平倉活動的潛在影響因投資者的回售活動而得以減低

137. 與此同時，投資者傾向在到期日臨近時將衍生權證售回予其發行人。這讓他們得以鎖定收益或固定虧蝕額。上述活動通常會在計算平均結算價的五日期間開始前的該段時期內加速進行。投資者持有的衍生權證數目隨後出現的下跌會導致發行人逐步減少其對相關股票的持倉。這亦有助減低在或臨近到期日時對相關股票的潛在影響。
138. 下表顯示在到期日或計算平均結算價的五日期間之前不久，仍由投資者持有的衍生權證份數。例如，23 隻就恒指而發行的衍生權證於 2005 年 10 月到期。

- (1) 就其中 14 隻權證而言，在到期日前由投資者持有的數量，與高峰期時所持有的數量比較不足 40%，而投資者就其中 11 隻的持有量實際上僅介乎其高峰水平的 0%至 20%。
- (2) 至於其餘 9 隻，已發行的權證份數超過高峰期時的 40%，其中七隻權證在到期時處於價外。這表示因該等價外權證所引致的平倉活動不應對相關股市構成任何影響。

就匯豐及和記黃埔而發行的衍生權證亦出現類似現象。

在高峰水平及到期日前的已發行衍生權證份數					
相關資產	於 2005 年 10 月到期的權證數目	在到期日前權證份數少於高峰水平的 40% 的已發行權證數目	當中的權證分布—百分率範圍(權證數目)	在到期日前權證份數高過或等於高峰水平的 40% 的已發行權證數目	當中處於價外的權證數目
恒指	23	14	0-20% (11) 21-40% (3)	9	7
匯豐	9	7	0-20% (2) 21-40% (5)	2	2
和記黃埔	11	8	0-20% (5) 21-40% (3)	3	2
<b>合計</b>	<b>43</b>	<b>29</b>		<b>14</b>	<b>11</b>
備註：上述分析不包括特種權證及在權證有效期內沒有已發行份數的權證。 資料來源：證監會					

### 從過往的大額衍生權證平倉活動的觀察所得

139. 有關大額衍生權證的過往經驗顯示，已發行權證份數傾向在衍生權證趨近到期日時大幅下跌，而跌幅介乎其高峰水平的 50%至 80%。整體而言，有關大額衍生權證的過往平倉活動似乎未有重大地影響到相關股票的表現。

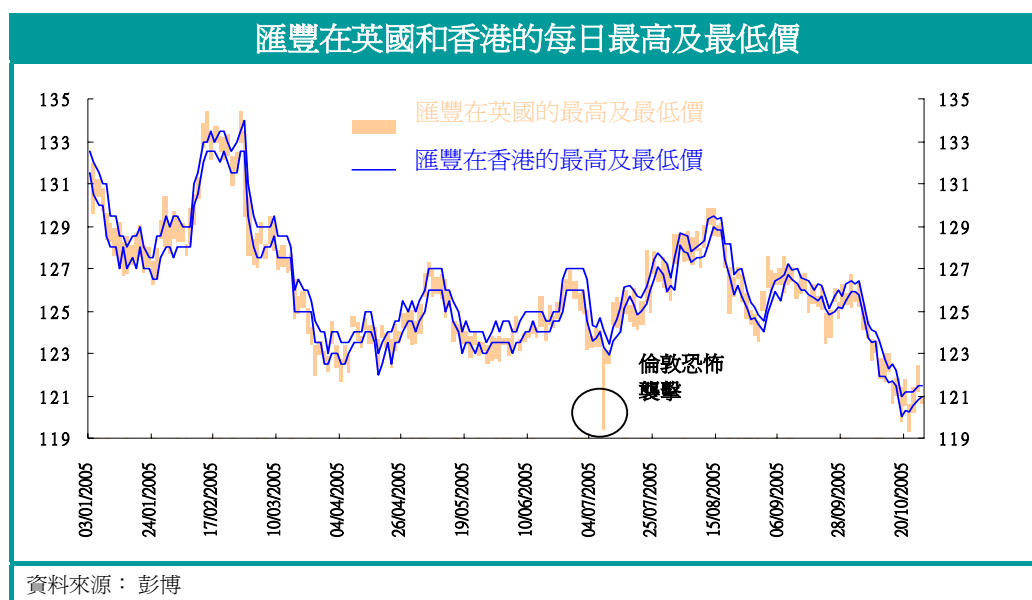
### 其他相關因素

140. 除了已發行衍生權證數量(即仍由投資者持有的數量)外，另一個會影響發行人需持有以對沖其持倉的相關股票持倉數量的因素，是有關的衍生權證究竟處於價內、等價還是價外。這是因為理論上，發行人無需到期日就價外衍生權證持有相關股票的任何大額持倉。

### 減低平倉活動的影響的措施

141. 交易所在批核衍生權證上市時，其做法是盡量避免有著相同的相關資產及相同方向的衍生權證於同日到期或在很短期間內先後到期。此舉有助把在臨近到期日時可能對相關股票構成的累積效應減至最低。

142. 較早前有傳媒報道指匯豐股價因大額權證而受壓，我們認為值得在此作出評論。
143. 匯豐佔恒指成分股 30%的市值，並在香港及英美兩地買賣。在 2005 年 1 至 8 月期間，大部分的匯豐股份買賣(71%)均在英國進行、26%的買賣在香港進行，而約有 3%的買賣在美國進行。換言之，身為世界首要國際銀行集團之一的匯豐實際上是一隻國際股票，其價格由較大的國際投資群體釐定。
144. 下圖顯示匯豐在香港的每日最高及最低價普遍與其在英國的每日最高及最低價一致，而全年的情況均是如此。沒有任何模式或趨勢顯示匯豐在香港的股價持續高於或低於其在英國的股價。鑑於這隻股票的巨大市值(2005 年 10 月 31 日：13,708 億港元)及國際投資者的活躍買賣，沒有證據顯示匯豐的股價會因在香港發行的的大額權證的活動而受到重大影響。此外，在 2005 年 1 月 4 日至 10 月 31 日期間，匯豐在英國和香港的每日收市價的相關系數為 0.97，表示兩者是緊密而正面地互為關連的。



## 持續監察衍生權證市場

145. 股票市場是十分複雜及不斷變化的系統，當中有很多不同類型及持有不同意見的參與者彼此互相影響著對方。因此，市場的整體穩定性由多種因素決定，特別是宏觀經濟環境、其基準指數，以及市場的整體氣氛。鑑於目前的衍生權證市場規模和現時的市場活動(例如有關股票掛鉤投資工具及其他類似產品的買賣活動)，無人可以斷言衍生權證發行人的對沖活動對市場的穩定性產生負面影響。
146. 鑑於我們的衍生權證市場的規模和增長情況，證監會將繼續密切監察這個市場及其他相關市場。我們就此設立了一個市場風險監察系統，協助監察各市場的整體穩定性及提高我們對市場活動的了解。該監察系統亦讓我們掌握衍生權證市場的最新發

展，並識別出市場內可能會對市場穩定性構成威脅的潛在例外情況。我們會隨著市場進一步發展，繼續提升這套系統。

147. 我們亦鼓勵交易所繼續加強其現存的市場監察系統，從而更有效率及有效益地履行其作為市場營運機構的監察職能。

## 第 VI 章 — 加強監管制度

148. 我們已在第 III 章闡述過 2002 年的改革中引入的主要修訂及背後的理據。最近，不少市場人士提出收緊《上市規則》的訴求，包括重新考慮在 2002 年的改革中引入的若干修訂或放寬條文。
149. 檢討過現行市場做法後，我們確認有需要加強現行監管制度內的若干範疇。然而，我們並不同意建議的全部措施都是必須或合適的。在本章內，我們會討論本會認為需要加強的具體範疇。

### 1：改變流通量提供者的制度

#### *流通量提供者與發行人*

150. 首先須澄清的是，在下文對流通量提供者制度的討論中，流通量提供者與發行人基本上是一樣的。這是因為流通量提供者在履行其職責時基本上是擔任發行人的代理，而實際上亦通常與有關發行人隸屬同一集團。

#### *流通量提供者的角色*

151. 正如上文所述，2002 年的改革引入發行人必須就每宗權證發行委任流通量提供者的規定。然而，除了訂明若干必須符合的買賣單位數目規定，以及規定所採用的任何模式或制度必須至少讓流通量提供者能夠回應報價要求外，並無訂明應如何提供流通量，亦沒有訂下在提供流通量時應符合的任何最低準則。這是在政策上刻意提供的選擇，因為預期市場力量會促使發行人提供優於這些最低準則的服務。因此，發行人基本上可以自由設定本身的準則，但卻必須在上市文件內註明這些準則，尤其是包括 —
- (1) 提供流通量的建議模式，即會否藉回應報價要求而提供流通量，或按持續報價的方式或其他模式；
  - (2) 最長的回應時間，即在接獲要求後提出報價所需的最長時間 — 當然，如果以持續報價的方式提供流通量，則在所有時間都會提供買盤及賣盤價；
  - (3) 買盤價與賣盤價之間的最大差價 — 這通常是依照交易所的價位表以 10 個或 20 個差價表示；<sup>28</sup>
  - (4) 買盤與賣盤的最低權證數量 — 發行人一般會盡量遵從 10 手權證規則所要求的最低數量；及

<sup>28</sup> 價位表由香港交易所制訂，載於《交易所規則》附表二內，基本上規限證券價格波動的最小單位，並根據有關證券的現行按盤價而變動。



- (5) 任何例外，即流通量提供者不會提供報價的情況 — 在若干情況下，流通量提供者無責任提供報價，例如當某權證的理論值跌至低於 1 仙，及(如屬賣盤的話)所有認可<sup>29</sup> 份數已被沽出。

152. 上述所訂明的準則基本是發行人承諾達到的最低準則。但實際上，流通量提供者往往願意提供較上述最低準則遠為優惠的報價。例如，儘管發行人承諾買盤與賣盤價之間的最大差價是 10 個或 20 個的最小價位，但流通量提供者卻可能願意提供只相差一個最低價位的買盤及賣盤價。同樣地，儘管發行人承諾為最少 10 萬份權證提供報價，但流通量提供者卻可能願意為多達 200 萬份權證提供報價。流通量提供者自願提供遠較優惠的服務本身並無不妥，然而，此舉卻會令投資者產生期望，以為較高的服務水平是理所當然的，並會持續提供。結果，當流通量提供者其後提供的報價與發行人在上市文件內所承諾的較為相符，並因而遠遜於投資者之前所獲得的服務時，投資者便會感到受屈。

### *流通量提供者的多重角色所帶來的問題*

153. 第二個識別出的問題關乎流通量提供者擔任的多重角色。流通量提供者身為發行人的代理，可能會履行下列任何職能 —

- (1) 充當最後的可能交易對手 — 當市場上沒有現成的買賣盤時，買方或賣方若不大幅調整權證價格，便可能無法進行交易。因此，權證價格與其公平值之間可能會出現龐大差距，因而扭曲衍生權證與相關資產之間的關係。流通量提供者作為最後的可能交易對手，有助減少上述扭曲的機會。
- (2) 擔任莊家 — 莊家的職責是持續向市場提供買賣兩方面的報價。大部分莊家制度都規定每種產品必須設有超過一名莊家，因為莊家之間的競爭可以確保差價及報價數目能夠在大部分時間保持相當平穩。然而，在本港的衍生權證市場，差價及報價數目甚少保持不變，加上衍生權證是自營產品，其供應完全由發行人控制，故亦缺乏競爭。因此，流通量提供者並無真正發揮莊家的職能。
- (3) 代表發行人分銷權證 — 自於 2002 年的改革中撤銷配售規定後<sup>30</sup>，發行人透過聯交所的交易平台售賣衍生權證及必須經由流通量提供者來進行，以確保市場知悉哪些交易是代表發行人而執行的。
- (4) 代表發行人擔任自營交易商 — 流通量提供者的活動所產生的損益一般歸於發行人。因此，活躍的流通量提供活動在某種意義上與通常為投資銀行的發行人所進行的自營交易相似。

154. 上述四項職能都不能保證為發行人帶來利潤，因此，他們必須採納適當的業務模式以確保利潤，這對於上述第二至四項職能而言尤其如是。例如，在穩定的市況下，當兩個交易對手同時與莊家交易時，莊家便可以賺取當中的差價。在波動的市況

---

<sup>29</sup> 認可份數指某隻衍生權證的上市文件內列明發行人可發行的最高份數。如果發行人其後尋求增發，認可份數可予提高。

<sup>30</sup> 見上文第 76 至 81 段。

下，莊家可以擴大其差價以保障自己。發行人透過有效率及符合經濟效益的方式管理與其持倉相關的風險，從而賺取利潤，而自營交易商則可憑藉對市場未來動向的正確評估而獲利。

155. 由於流通量提供者的多重職能，局外人未必能夠確定流通量提供者採取的行動是爲了甚麼目的。例如，當流通量提供者看來以大幅調低的價格向市場售賣大量權證時，背後有多種可能原因－
- (1) 發行人可能正在調整價格，以反映相關資產的變動；
  - (2) 發行人亦可能同時在調整價格，以反映其對相關資產的價格波幅的看法的轉變；或
  - (3) 該等可能是代表發行人執行的交易，旨在操縱市場。
156. 然而，在上述情況下，投資者往往認爲發行人及／或流通量提供者正在操縱衍生權證。

#### *流通量提供者的積極參與及縮窄差價*

157. 目前，若干流通量提供者積極參與衍生權證市場。他們提供異常狹窄的差價(即其買賣價之間的差價很小，很多時只有最低的一個價位)。假如將這種異常狹窄的差價與權證所代表的相關資產的差價加以比較，表面看來對發行人並無明確的經濟意義。倘發行人需要透過無風險對沖(即透過買賣相關資產)來調整其所承擔的風險，則相關資產的差價越大，對沖成本便越高，並不符合經濟學原則。因此從表面上看來，當流通量提供者提供狹窄的差價時，他們至少暫時代表發行人補貼交投活躍的投資者。這些補貼成爲了發行人的部分營運成本。結果是，發行人需要透過其他途徑去彌補該部分成本而往往會在其後以高於所需的價格來發行衍生權證。很多時，這代表購買衍生權證的散戶投資者需要支付較高價格。
158. 另一點值得注意的是，縮窄差價可提高市場上的流通量，並吸引交投。正如上文第97段所述，認識不足的投資者傾向注重交投是否活躍。有鑑於此，縮窄差價實際上會吸引一些並不完全了解衍生權證運作而僅因爲某隻衍生權證的成交額較高而受到吸引的散戶投資者。這會鼓勵某些投資者以投機的態度進行交易。我們更相信，若干提供該等狹窄差價的發行人，會透過提高衍生權證的定價而最終將所蒙受的損失轉嫁到投資者身上。因此，我們對於該等縮窄差價的活動仍然感到擔憂，並會繼續密切留意有關情況。

#### *委任外部流通量提供者*

159. 另一點值得注意的是，儘管大部分發行人傾向委任集團內部的公司擔任流通量提供者(一般是同集團的本地附屬經紀行)，有些發行人卻會委任外部流通量提供者。發行人委任外部流通量提供者所產生的主要問題是，他們對流通量提供者的活動有較少的控制權。而且，由於對發行人的聲譽構成負面影響的風險較少，發行人亦缺乏密切監控流通量提供者的誘因。

## 關於流通量提供者所報價格的資料

160. 有投資者投訴，一些流通量提供者或發行人運用將衍生權證價格抬高或推低的策略，以損害其他投資者的方式令自己獲利。
161. 目前，《上市規則》規定發行人須每日向交易所匯報前一天的衍生權證交易，包括其本身(以主事人的身分)及關連公司的交易、市場上的未到期衍生權證數目、已買賣衍生權證的數目淨額，以及買賣每隻衍生權證的平均價格。這些資料大大提高發行人的交易活動的透明度。然而，為了讓投資者、市場專業人士及評論員掌握充分資訊，以評估流通量提供者或發行人所提供的服務是否公平合理，我們相信他們需要提供進一步的資訊。
162. 投資者在投資衍生權證時需要考慮的一個重要因素是引伸波幅。目前，市場或發行人的網站上會提供關於引伸波幅的有限資料(例如每日最後的收市價)，但卻沒有隨時可獲得的即日價格資料。

## 我們的建議

163. 流通量提供者制度是有需要的，因為它可以為發行人提供一個售賣其衍生權證的分銷機制，以及為不想繼續投資某隻衍生權證的投資者提供離場機制。因此，在沒有可行的替代機制的情況下，我們認為取締該制度不符合投資者的利益。
164. 然而，鑑於上文所論述的事宜，我們建議 —
  - (1) 收緊流通量提供者的最低服務水平(即上文第 151(1)至 151(5)段所述者)；
  - (2) 禁止委任外部流通量提供者；及
  - (3) 要求流通量提供者就每隻衍生權證披露關於所執行的即日成交價的若干資料。
165. 收緊最低服務水平的目標是要規限流通量提供者所提供的實際服務水平，不得顯著偏離在上市文件內承諾的水平，鼓勵投資者抱持較切合實際的期望，從而減少誤解。我們將與業界共同釐定出哪些準則需要收緊，以及須收緊的程度。我們歡迎公眾就此發表的意見。
166. 關於禁止委任外部流通量提供者的建議，其實是多家發行人在回應我們為調查現行的流通量提供者責任所發出的問卷時提出的建議。我們認為該項意見有其優點，因此予以考慮。流通量提供者的職責是提供流通量。發行人如委任外部的流通量提供者，便可以使自己與流通量提供者的活動保持距離。若規定發行人必須委任內部的流通量提供者，便可鼓勵他們更嚴密地監察流通量提供者的活動，以及遏止流通量提供者的失當行為。對於那些在香港沒有身為交易所參與者的本地附屬經紀行的發行人，我們將需要考慮為他們訂立過渡安排。
167. 我們亦建議要求流通量提供者向市場披露他們就每隻衍生權證所執行的即日成交价格資料，連同相關的引伸波幅，及可能的話包括對應的相關資產於當日收市時的價格，使投資者及市場整體可以評估他們的流通量提供服務的質素。此項建議將使投

資者較容易搜尋這項重要的資訊。所提供的資訊必須以實用及容易取覽的方式展示。

168. 我們亦期望，透過提供這些資訊，長遠而言可以成為強大的誘因，促使流通量提供者向市場提供更優質的服務。配合強調須考慮衍生權證價格的引伸波幅的投資者教育，投資者將可掌握更佳技巧，能夠比較有著相同的相關資產及類似條款的不同衍生權證，以及決定哪一家發行人(如有的話)提供的衍生權證最適合他們。

## 2：維持不設限額制的現狀

### *對限額制的關注*

169. 在第 III 章，我們闡述過在 2002 年的改革前設有的限額制。我們亦解釋過該制度如何導致供求失衡，並因此已被撤銷。當時有關限額制的一個相關憂慮是，該制度助長了對衍生權證價格的市場操縱活動。我們相信，有些莊家會壟斷衍生權證的供應、透過彼此之間的積極買賣從而推高權證價格，然後吸引其他散戶投資者(正如前文所述，他們受到成交額高的衍生權證所吸引)購買定價過高的衍生權證。當發行人已全部沽出其就已發行的衍生權證的全部持有量，而限額制之下的限額亦已達到以致不能就同一相關股份增發衍生權證時，這種情況便尤其明顯。

170. 正如前文所述，2001 年 12 月推出的臨時規則修訂保留了限額制，但卻實施 1 億港元的發行量上限，以避免過快耗盡限額。(一般說明見第 82 至 86 段。)

### *於 2002 年 3 月實施的臨時措施*

171. 此後，幾乎所有發行的發行量上限都被訂於 1 億港元。在數週之內，不少股票已達到其在限額制之下的限額，因此不能再就該等股票增發衍生權證。然而，實際上存在於市場上的該等衍生權證的比率卻甚低。
172. 明顯地，限額制加上配售規定的撤銷嚴重窒礙市場的發展和競爭力，原因是一旦限額用盡後，其他發行人便不能發行衍生權證與已發行權證競爭或應付投資者的需求。因此，在 2002 年 3 月初(即 2002 年的改革第二期之前幾個月)，交易所在證監會的認可下修訂《上市規則》，設立一套頗為繁複的程序來監察限額的使用及控制其使用量。基本上，此後決定發行人能否發行某一相關資產的衍生權證的是市場上的衍生權證水平——而過往則是發行量。

### *限額制的最終撤銷*

173. 該制度實際上的確能發揮作用，原因是相對於已發行的衍生權證而言，相關證券的數目並無超過限額規定的數目。然而，為控制限額的使用而設立的程序極為繁複，而且，若發行人作出過於龐大的發行，以致無法管理執行風險的話，無論如何對他們都沒有好處。結果，限額制及 1 億港元的發行量上限於 2002 年 6 月全面撤銷。

## 我們的建議

174. 我們認為，設立與過往一樣的限額制並不合符衍生權證投資者的利益，因為該制度窒礙市場競爭，及遏止發行人增發以回應投資者的需求的需求的意欲。因此，我們不建議重新設立該種制度。
175. 至於是否需要設有限額制以確保市場的穩定性，我們注意到該制度現已撤銷超過三年。此外，正如第 V 章“評估市場所受的影響”內所討論到一樣，雖然衍生權證市場的成交額比率很高，但不論按其總市值或發行人為所發行的衍生權證的持倉而需要用來進行對沖的相關股份數目而言，衍生權證市場的規模相對上仍然較小。

## 3：利便增發

### 為何需要增發

176. 正如前文所述，2002 年的改革引入修訂，准許發行人在持有少於 20% 的已發行權證時，就可以進行增發，而無須等待持有量降至零。該次改革亦撤銷以往 5,000 萬港元的增發總限額。有市場評論者批評這項放寬措施，他們認為此舉容許發行人利用增發來控制供應量，從而影響衍生權證的價格。此說法卻忽略了在 2001/2002 年度推行改革時，准許增發已是市場上所預期，甚至是不可或缺的一環。
177. 2002 年的改革的主要部分是撤銷過往的配售規定，並代之以流通量提供者制度。無論如何，過往的配售規定未能達致確保流通量的目的，而流通量提供者制度只不過將發行人當時已進行的工作變成為他們的責任，即要準備好回購及轉售其權證以提供流通量，分別是現在有更高的透明度。
178. 放寬過往對增發的限制是此項重大改變的必然結果。對增發總額的限制意味著一旦到達總限額，發行人便無法回應對衍生權證的需求。同樣地，該限制亦使發行人在仍然持有已發行的衍生權證期間不能進行增發，以致不能靈活地根據預期的需求而發行衍生權證。因此，該兩項限制都妨礙發行人回應需求的能力，故有需要放寬。為進一步利便發行人回應需求，六個月的最短有效期規定亦同時放寬，以致不再適用於增發，因此發行人可以回應對其短期內到期的衍生權證的需求。由於其他發行人受制於六個月的最短有效期規定，不能發行到期日類似的衍生權證，因此這一點顯得更加重要。<sup>31</sup>
179. 其次，已沽出全部現有已發行權證的發行人將無法為其衍生權證提供買賣兩方面的價格，因此不能履行其作為流通量提供者的全部責任。再者，如沒有必須提供買賣兩方面報價的約束，即使發行人所報的價格大幅偏離公平值，他亦不再受制於市場力量，因此亦無法確保衍生權證的市價不致偏離取決於上文第 29 段所述各項因素的公平值。

---

<sup>31</sup> 《上市規則》規定衍生權證的有效期最短為六個月。在 2002 年的改革前，該規定同時適用於首次發行及增發。2002 年的改革修訂了該規定，現時最短有效期規定只適用於首次發行。

## 不准增發衍生權證對價格的影響

180. 另一點值得注意的是，雖然每名衍生權證發行人都可自由為其衍生權證釐定價格，但市場一般對相關資產價格的波幅範圍已有共識，這是評估衍生權證價格的主要因素之一。倘若發行人不能就已全部沽出的衍生權證進行增發，他將無法防止衍生權證的價格偏離在這情況下市場預期的價格。結果，由於發行人無法回應對衍生權證的需求而促使價格上升，衍生權證實際上變成定價過高，以致投資者將支付較原本所需為高的價格。當衍生權證的價格回復到反映市場對相關資產的波幅的預期，或反映衍生權證內在值的價格時，投資者亦較可能蒙受虧損。

## 因缺乏供應而導致價格偏差的例子

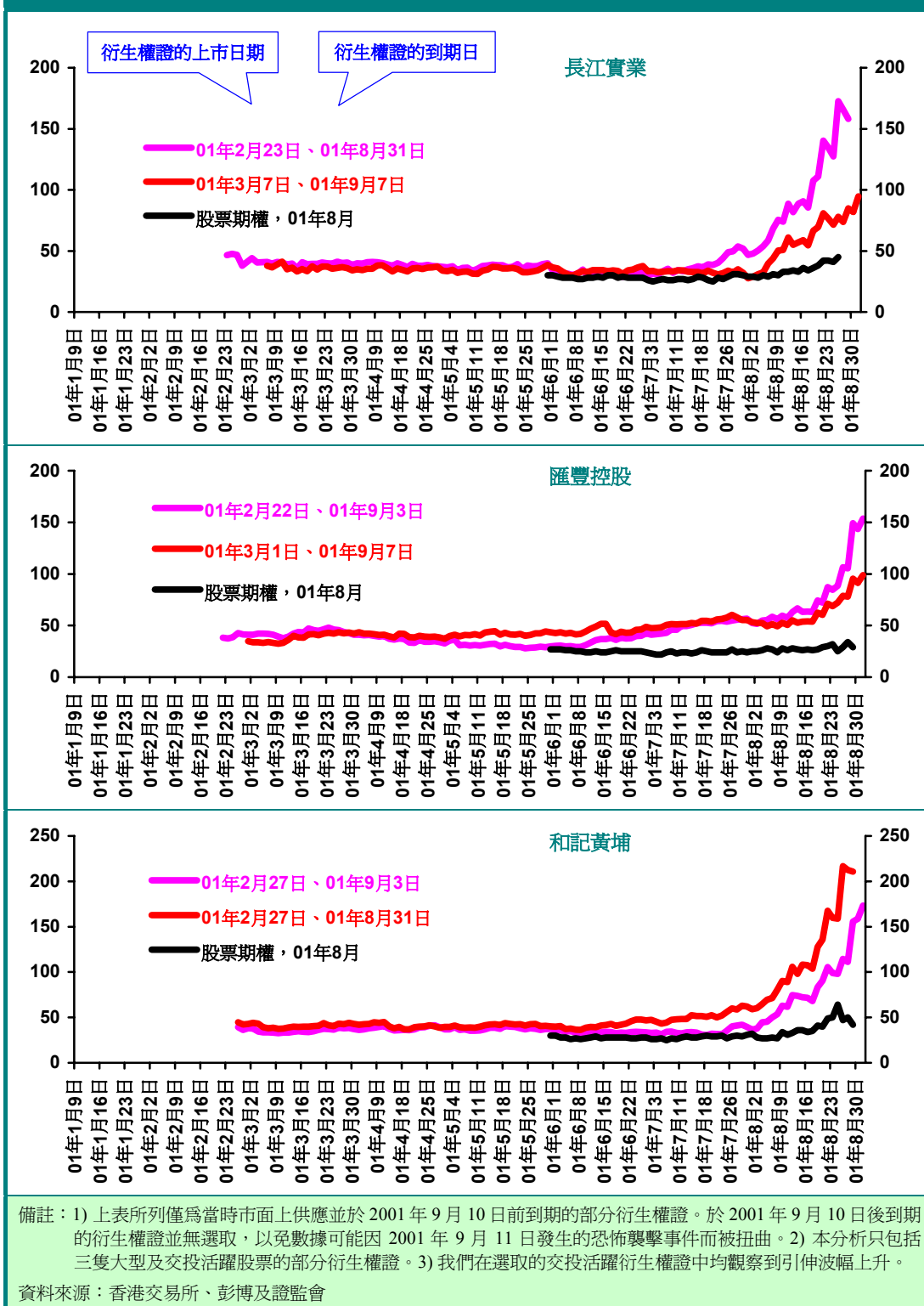
181. 按照經驗，若衍生權證缺乏適當的供應，其價格會大幅偏離根據以同一相關資產的其他類型的衍生產品的價格而推算出來的公平值。
182. 衍生權證的價格偏差的最極端例子見於 2001 年 6 月後(當時我們發出一份新聞稿，導致發行人停止發行新的權證)<sup>32</sup>，至 2002 年 1 月市場重開前的期間。下列三個圖表顯示多隻就幾隻大型及交投活躍股票而發行的衍生權證於 2001 年 1 月至 2001 年 8 月期間的引伸波幅。(為了排除於 2001 年 9 月 11 日發生的恐怖襲擊事件的影響，我們選擇集中分析在該日期前到期的衍生權證。)圖表顯示，在 2001 年 6 月至 2001 年 8 月期間的引伸波幅顯著上升。相比之下，可資比較的股票期權於相同期間的引伸波幅並無出現類似升幅。<sup>33</sup> 在該段期間，隨著市場上供應的衍生權證數目減少，投資者的大量需求令幾隻受歡迎的衍生權證的價格上升，遠遠超出其他衍生產品的價格水平。由於發行人不能進行增發，因此並無機制可以糾正該等衍生權證出現重大價格飆升的情況。結果，引伸波幅上升，個別權證的升幅更超過 100%。在較高價位購買衍生權證的投資者付出遠為過高的價格，因此在到期時可能蒙受虧損。

---

<sup>32</sup> 關於該份新聞稿的論述，參見上文第 54(2)段。

<sup>33</sup> 可資比較的股票期權指與有關衍生權證有著相同的相關股票的股票期權。若要在股票期權市場增設新的股票期權，並無適用於莊家及投資者的類似嚴格限制。

## 衍生權證與股票期權的引伸波幅(%)比較



### 其他造成供應缺乏的因素

183. 即使准許增發，基於兩項因素，供應量仍可能未必足以應付需求。首先，處理增發需要一段時間，目前需時四天。這是一段頗長的時間，期間很可能出現供應短缺，

尤其是在衍生權證上市前發行人不能交付衍生權證。因此，他們可以售賣衍生權證的最早日期將會是上市前兩日，因為過早售賣的話，他們將沒有任何衍生權證可供交付。<sup>34</sup> 其次，儘管現時發行人在進行增發時可持有已發行衍生權證，但卻不可持有超過 20%。該 20%的持有量可以在頗短時間內沽清。因此，這兩項因素實質上造成一段真空期，而供應短缺的情況可能會在期間出現。

### *我們的建議*

184. 我們認為應繼續准許增發，因為該等活動是維持更公平市場的重要因素，能夠確保衍生權證的持續供應，因而防止在發行人沽清其已發行的衍生權證後出現價格偏差。如不能增發，便可能形成不正常定價。
185. 為進一步利便持續供應，應盡量將現時因為處理增發所需的四天期及增發時不得持有已發行權證超過 20%的規定所造成的真空期縮短為兩天。交易所已表示他們認為縮短現時四天的處理時間及提高現行 20%的上限可以接受。我們歡迎公眾對作出任何該等改動的可行性及程度發表意見。

## **4：利便相同權證的發行以提升市場競爭**

### *現時對競爭造成的限制*

186. 衍生權證的供應很大程度上由權證發行人所控制。發行人亦會參與其權證的交易，一般佔權證的全部交易的 70%以上(參閱上文第 38 段)。因此，發行人為其衍生權證定價。
187. 鼓勵公平定價的兩個主要因素分別是發行人的聲譽受損的可能性及競爭產品的供應。因此，我們必須允許其他發行人自由引入具有相同條款的競爭性衍生權證。
188. 在現行規則中，有兩方面限制了其他發行人複製某一隻現有衍生權證，即發行與現有衍生權證完全相同的版本的能力。首先，該規則規定衍生權證的有效期最短為六個月。其次，該規則規定權證的發行價不得低於 0.25 港元。

### *最短的有效期規定*

189. 交易所在 2001 年 5 月發表的諮詢文件中指出設立權證的最短有效期規定的目的，是讓投資者在合理的時間內取得投資回報。由於交易所只收到少量有關縮短有效期的要求，因此該規則並沒有作出修改，但卻獲得放寬，以致有關規則不適用於增發的情況。
190. 我們認為，可就與現有衍生權證完全相同的版本的發行，撤銷最短有效期的規定或設定較短有效期，藉以提高市場競爭。然而，我們注意到撤銷最短有效期的規定可能會衍生其他問題，例如短期內到期及價外衍生權證的過量供應可能會引起關注。短期衍生權證的價格一般較為波動，因此吸引極短線的投資者。上述權證的過量供

---

<sup>34</sup> 因此，舉例而言，如果上市日期是第四天，發行人不能在第二天或之前售賣權證。



應或會助長投機行爲。此外，短期衍生權證亦較難估值，因此通常會收到更多有關流通量提供者操控價格的投訴。

191. 假如最短有效期的規定被全面撤銷，而非純粹縮短有關期限的話，這些風險將會大大增加。雖然所有衍生權證都有可能在到期前不久變成價外權證，但若撤銷最短有效期的規定，便會增加這個可能性。
192. 然而，發行人發行在短期內到期的價外權證的風險會因發行成本而減低。如沒有現成需求的話，這些成本使極短期的權證不合符經濟原則。

### *最低發行價*

193. 《上市規則》規定衍生權證在發行日的發行價必須至少為 0.25 港元。設定最低發行價的理據是要確保價格在到達交易所的交易系統所允許的最低價 0.01 港元之前，就其後所出現的任何下跌備有足夠的空間。
194. 市場上有多宗關於權證價格在或接近最低價 0.01 港元位置波動的投訴。由於價格不能跌至低於 0.01 港元，因此衍生權證若定價於該水平，可能實際上已毫無價值。如果權證維持在 0.01 港元以下，相關資產價格的變動未必能夠反映在衍生權證價格的變動上。不知道這情況的投資者或會認為價格受到操控。
195. 另外值得注意的是，部分散戶投資者被極低價的衍生權證所吸引，因為即使低價的衍生權證價格變動輕微，但從百分比看其變動亦會是相當之大。究其原因，這是因為交易所的交易系統規定所有證券均須定價在特定的水平所致。可行的最低價是 0.01 港元。其後的可行最低價分別是 0.011 港元及 0.012 港元。在這些水平的價格百分比增幅為 10% 及 9%。因此，百分比出現重大升幅的可能性極高。
196. 另外，假如發行人要發行與現有衍生權證完全相同的版本，便需要將最低發行價由 0.25 港元降至 0.01 港元。原因是現有已發行衍生權證的價格在另一發行人擬發行與其完全相同的版本時可能已降至低於 0.25 港元。假如將最低發行價維持在 0.25 港元，便能夠有效防止發行人發行完全相同的版本，因為其將無法模擬有關的價格。

### *我們的建議*

197. 有見及此，我們建議就與現有衍生權證完全相同的版本的發行，放寬現行的最短有效期及最低發行價的規定。交易所已表示支持這項建議的大方向。然而，交易所亦關注到，市場會否因投資者有過多的在短期內到期及低價值權證可供買賣而使投機風氣變得更盛。因此，我們歡迎公眾就上述任何放寬建議的程度發表意見。

## 5：須全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃

### 對問卷的回應

198. 一如第 I 章所述，證監會為是次檢討的目的曾向 19 名發行人發出問卷，查詢其佣金回扣及獎勵計劃的資料。該 19 名發行人全都作出回應，包括其中兩名在當時仍未正式開業成為衍生權證發行人的人士。該等回應反映出以下情況－

- (1) 七名回應者(包括五大活躍發行人的其中四名)曾為參與經紀行的客戶設立活躍佣金回扣計劃。在該七名回應者之中，兩名回應者尚未繳付任何回佣。其餘五名回應者則有不同數目的參與經紀行(由 8 至 55 家不等)，而受惠的客戶數目則由 14 至超過 1,000 名不等。
- (2) 其餘 12 名發行人沒有設立任何活躍佣金回扣計劃，但其中一名發行人則設有一次性計劃，向買賣其衍生權證的活躍客戶送出禮券。在是項一次性計劃下送出的禮品價值最高相當於 10,000 港元。一名發行人表示曾設立佣金回扣計劃，但已決定終止該計劃，因為該計劃對其衍生權證的運作沒有產生足夠的經濟效益。
- (3) 除了佣金回扣計劃外，一名發行人曾向透過參與經紀行買賣最多該發行人的衍生權證的首三名客戶送出旅遊套票，以作獎勵。
- (4) 大部分設有獎勵計劃的發行人均表示，他們主動接觸經紀行而非最終客戶，以招攬有興趣人士參與其計劃。用以識別參與經紀行的準則大致相似－
  - (a) 權證交易的客戶基礎／分銷網絡；
  - (b) 內部監控；及
  - (c) 信譽，包括過往紀律處分紀錄。
- (5) 所有發行人均沒有就構成合資格獲取佣金回扣的交易設定任何限制。例如，發行人沒有規定交易必須由流通量提供者來完成。在缺乏這一規定的情況下，兩名人士可互相活躍地進行買賣，而目的只在於索取回佣。假如發行人不就回扣款額設定上限，在缺乏適當管制的情況下可能會構成濫收回佣的情況。
- (6) 理論上，回扣計劃適用於參與經紀行的所有客戶，但發行人沒有採取任何措施確保參與經紀行通知客戶關於該等回扣計劃的存在。
- (7) 一般來說，發行人表示回扣只適用於在任何時候經選定的某組衍生權證。選定準則大致規定如下－
  - (a) 相關資產的需求及流通性；
  - (b) 對設有特定行使價或到期日的權證的需求；及
  - (c) 新發行的權證。
- (8) 以下衍生權證被納入回扣計劃的可能性不大－
  - (a) 細價權證；及
  - (b) 處於極度價內及極度價外的權證。

- (9) 發行人提供回扣計劃的期限各有不同 — 由少至半天至三個月不等。
- (10) 回扣水平一般介乎 0.1%至 0.25%之間。至少一名發行人不時更改回扣率，即使是相同的衍生權證亦如是。回扣率甚至在即日內亦會更改。
- (11) 部分發行人就在任何月份內應向任何一名客戶支付的佣金回扣設定上限，上限金額介乎 2,000 至 5,000 港元不等。一名發行人就若干權證設定每月 100,000 港元的上限。某發行人在某月向某個別投資者支付的最高報稱回扣額約為 2,500,000 港元。一名發行人亦就任何一個月應向某經紀支付的佣金回扣設定 500,000 港元的上限。
- (12) 所有有關回扣計劃的最新消息，例如有效期間及所包含的衍生權證等均以電郵方式不時發送予參與經紀行。因此，不清楚發行人網站內有關回扣計劃的資料是否已獲更新。
- (13) 部分發行人表示他們不允許公司帳戶<sup>35</sup>，但其他發行人則容許經紀行的僱員及客戶主任參與他們的回扣計劃。

### 交易模式

199. 此外，我們就衍生權證的交易模式進行的檢討發現，部分投資者每日均進行大量的買賣交易。這些交易模式意味著該等交易的主要動機可能是要讓這些投資者索取佣金回扣。該等交易可能會在投資者對衍生權證本身的興趣方面，令市場感到混淆。

### 我們的建議

200. 我們對佣金回扣及獎勵計劃的主要關注點如下—

- (1) 無節制或不受限制的回扣計劃可能會吸引旨在獲取佣金回扣而不是以衍生權證作為投資工具的投資者，而此舉亦可能會令人對成交額產生錯覺，從而擾亂或誤導市場。
- (2) 上述部分回扣計劃有效地降低交易成本。降低成本往往被視為有利於所有投資者。然而，此舉亦會鼓吹過度熱熾的衍生權證交易，以及轉過來吸引了一些不理解衍生權證的性質、運作或其相關風險的投資者。
- (3) 發行人可經常更改計劃條款，以令個別權證更加吸引。投資者難以分辨某一衍生權證的成交額變動是由於市場對該衍生權證的投資情緒改變，還是由於有關回扣計劃轉變，因而導致該衍生權證交易的相關交易成本改變所致。此外，回扣計劃經常改變使投資者難以確保他們能夠收取應得的回佣。
- (4) 我們認為發行人在以下方面缺乏足夠的監控—
  - (a) 收取回佣者的身分；
  - (b) 所支付的款項是否確實交付予投資者；

<sup>35</sup> 公司帳戶指經紀行用以進行本身的買賣的帳戶。

- (c) 回佣是否反映個別投資者承擔的佣金費用淨額 — 我們對經紀行進行的視察發現經紀行與投資者攤分回佣的情況；或
- (d) 產生回佣的交易是否投資者為獲取佣金回扣而互相進行買賣的結果。

201. 我們建議全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃，並歡迎市場對此項建議及其他可行方法提出意見。

## 6：頒布新的推銷指引

### *許多權證發行人均採取高滲透率的推銷策略*

202. 我們的檢討顯示，許多衍生權證發行人均採取高滲透率的推銷策略，藉此推廣他們的衍生權證。較常見的活動包括—

- (1) 透過傳媒(包括報章及互聯網)發表定期市場評論或意見；
- (2) 邀請分析員或市場評論員在所贊助的電台或電視節目中發表意見；及
- (3) 透過其他大眾傳媒宣傳衍生權證，例如在公共交通工具及其他公眾場所進行播放。

203. 因此，衍生權證市場在過去數年經歷大幅增長，而衍生權證目前已被視為可供香港投資大眾投資的主流金融產品之一。然而，這卻忽略了衍生權證的複雜性及投資於該等權證所附帶的更高風險。

### *證監會發表的指引*

204. 在 2001 年 12 月，證監會就衍生權證的推銷資料向衍生權證發行人發表指引。該指引列明推銷文件內應提供哪些資料，包括諸如合約細則、通訊、市場動態及公開廣告等資料。然而，部分市場參與者表示不清楚該指引是否只適用於以書面形式提供的推銷資料，還是同時適用於透過其他傳媒(例如電台、電視、互聯網等)進行的推銷活動。

205. 另外，證監會亦在其《操守準則》<sup>36</sup>內加入有關獲證監會發牌或註冊的分析員的潛在及實際利益衝突的指引。該指引適用於所有在聯交所上市或買賣的證券，因此也包括衍生權證。因此，透過傳媒對衍生權證發表評論或提供意見的持牌或註冊分析員必須遵守該指引。在香港，由於許多散戶投資者都會視在大眾傳媒上發表的評論或意見為投資信息的重要來源，所以該指引非常重要。

### *推銷及宣傳活動的問題*

206. 儘管已有現行的指引，但我們觀察到衍生權證發行人所採用的多種日趨普遍的推銷及宣傳手法，而這正是引起我們關注的原因。尤其是—

<sup>36</sup> 指《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》。該指引載於《操守準則》第 16 段。

- (1) 報章上有關衍生權證的廣告往往只刊載正面的分析；
  - (2) 有時候不清楚有關資料到底是廣告還是評論；及
  - (3) 發行人選擇性地引述投資者的意見，即只引述聲稱曾從買賣發行人的衍生權證中賺取利潤的投資者的意見。
207. 上述做法導致投資者獲得對衍生權證的扭曲看法，因而令到這種本來已經複雜的產品更難得到人們恰當的理解。

### *我們的建議*

208. 有見及此，我們建議頒布有關推銷衍生權證的新指引，因而使有關指引明確包含經由傳媒(例如電台、電視、互聯網等)進行的宣傳。我們亦建議有關指引採取以原則為本而非規範性的方針來規管整個範疇內的推銷及宣傳活動。
209. 我們的初步意見認為上述經修訂的指引很可能需要納入《上市規則》，從而將確保遵守有關規則的責任交由發行人來承擔。我們亦會就此事宜與廣播事務管理局商討，因為我們認為單憑我們本身的規則並不足以涵蓋所有推銷活動。

## **7：淺白語言**

210. 我們認為，市場參與者，尤其是發行人，在加強投資者對衍生權證的認識方面能夠擔當同樣重要的角色，方法是確保其產品的資料可供隨時閱覽及易於理解。尤其是，該等資料應盡可能以明確及非技術性的語言撰寫，而假如篇幅過於冗長，則應附載同樣可供隨時閱覽及易於理解的簡明概要。

### *現有文件所造成的困難*

211. 交易所網站內可供閱覽的衍生權證上市文件包括—
- (1) 基礎上市文件 — 這文件載列多隻衍生權證的條款及條件，以及有關發行人及發行人的任何擔保人的詳情，篇幅一般超過 200 頁；
  - (2) 補充上市文件 — 這文件載列與個別發行有關的資料(例如發行概要、其條款及條件、流通量提供者的詳情、相關風險因素以及就基礎上市文件所提供的資料的任何更改詳情)，篇幅一般約 20 頁。
212. 兩份文件均以正式的法律語言擬備，令散戶投資者難以理解。相反，自 2005 年初起，若干以一般投資者為對象的非上市結構性票據及非上市債券的發行人已開始採用技術性較低的語言來擬備文件。這些以“淺白語言”撰寫的文件與衍生權證的文件相似，即會有一份文件載列適用於某一計劃中的全部發行的條款，及有另一份文件載列只適用於個別發行的條款。

## 劃一條款及條件

213. 我們另外注意到，有別於結構性票據，許多衍生權證均包含幾乎完全相同的特點(不論發行人是誰)。此外，市場一般預期，涉及同一正股、有著同一行使價及同一到期日的所有衍生權證，除了是發行人不同之外，實際上是完全相同的。然而，若沒有仔細研究發行人提出的條款，投資者是無法查核事實的確如是。

## 我們的建議

214. 因此，我們認為應規定發行人在其衍生權證上市文件中採用“淺白語言”。
215. 我們亦建議業界及監管機構就標準產品的常用定義及標準條款達成共識，以致發行人只須在其上市文件(尤其是補充上市文件)內披露有別於該等標準條款的情況。標準條款可以淺白語言撰寫，並可於交易所網站上取覽。結果是將會出現篇幅更短但內容更豐富的文件，使投資者能夠輕易地就明顯地類似的衍生權證條款作出比較。我們預期發行人在大多數情況下都會選擇採用標準條款。假如投資者知道條款完全相同的話，他們便可比較個別衍生權證的表現，而無須考慮由每個發行人提出的條款及條件。
216. 我們建議發行人擬備一至兩頁的概要文件，當中載列其產品的主要特點、優點及風險。此舉將有助投資者認識有關產品。
217. 交易所已表示支持採用淺白語言及劃一條款及條件的建議。我們歡迎其他市場人士(包括投資者)發表意見。

## 第 VII 章—加強投資者教育

218. 我們接獲多宗投資者對衍生權證及市場參與者的操守的投訴。我們對市場進行檢討期間研究過該等投訴，以找出相同的特點和趨勢。其中一項較為突出的發現是，散戶投資者對衍生權證存有頗多的誤解和錯誤觀念。這點加強了我們的看法，即衍生權證為複雜的產品，投資者必須經過審慎考慮後才可作出投資。我們會在下文指出部分較為常見的投訴和錯誤觀念。然後，我們會討論我們的投資者教育工作和建議，包括幫助投資者了解他們擬投資或已投資的個別衍生權證而提出的若干建議。

### 常見的投資者投訴和錯誤觀念

#### 所舉報及經審理的個案的明細分類

219. 在 2002 年 1 月至 2005 年 10 月期間，證監會審核了 255 宗關於衍生權證的涉嫌失當行為的個案，佔本會在這段期間內接獲的投訴總數的不足 6%。當中，有 224 宗來自散戶投資者、7 宗來自權證發行人、6 宗是交易所轉介個案及 1 宗來自另一家執法機構。其餘 17 宗源自證監會的市場監察工作及對持牌中介人的視察。

220. 該 255 宗個案共包含 310 項指控。下表展示該等指控所屬性質的明細分類—

指控性質	包含該等指控在內的個案數目	包含該等指控在內的個案所佔的百分率
權證價格未能緊隨相關資產的價格變動	143	56.1%
懷疑權證價格曾遭經紀行及其他人士操縱	62	24.3%
懷疑權證價格曾遭流通量提供者及發行人操縱	30	11.8%
流通量提供者未能提供報價或提供了差價大的報價	29	11.4%
營造虛假成交量	27	10.6%
有否提供權證資料或權證資料的準確性	10	4%
懷疑相關資產的價格曾在定價期間遭操縱 <sup>37</sup>	5	2%
其他	4	1.6%

<sup>37</sup> 就按單一股票而發行的普通權證而言，定價期為緊接到期日前五個交易日。

221. 我們經過審理或調查後，發覺在 218 宗個案中，並沒有需要證監會採取進一步行動的理據。此外，很多投訴內的指控都不夠具體，或只純屬推測。至於其餘 37 宗個案，當中有八宗導致本會法規執行部致函有關的發行人，提醒他們應有的責任及確保設立有關的內部監控措施<sup>38</sup>、一宗導致本會成功檢控賣空活動、一宗導致一名從事不當交易活動的持牌代表被暫時吊銷牌照、八宗被轉介至證監會內相關的營運部門(及在若干情況下，有關個案最終轉介至聯交所)，以考慮應採取甚麼措施來改善對投資者的信息發布，<sup>39</sup> 及 19 宗仍在積極審理或調查中。下表總括上述情況－

評審結果	個案數目
無採取進一步行動	218
正在積極審理或調查中	19
由法規執行部發出函件	8
轉介至證監會內其他營運部門及聯交所以作政策考慮	8
成功檢控(非法賣空)	1
紀律處分行動(暫時吊銷一名從事不當買賣活動的持牌代表的牌照)	1

### 衍生權證的定價

222. 正如上文第 220 段之下的列表所指出，56%的個案(絕大部分屬於投資者的投訴)涉及的指控關乎衍生權證價格未有隨著相關資產向適當的方向變動而上升。很多時，這點繼而會被用作指控衍生權證發行人、流通量提供者和其他經紀行涉嫌操縱有關衍生權證的理由。然而，我們就上述個案進行的審理揭示出一般而言，有關權證的表現與其他發行人就相同的相關資產而發行的權證的表現之間並沒有異常之處，而有關的價格背馳可能是因為該等權證的短期供求有變所致。
223. 該等投資者投訴清楚顯示很多投資者並不完全了解衍生權證頗為複雜的定價機制。因此，他們對於自己的投資應有何表現存著錯誤的期望。其中一個較普遍的錯誤觀念是，投資者期望衍生權證的價格應永遠根據其相關資產價格的任何變化而按比例地變動。然而，這個想法過於簡單，因為這忽略了多項事宜，包括－

- (1) 短期供求所造成的影響；

<sup>38</sup> 本會只發出兩封有關函件，因為八宗個案中，有七宗涉及單一發行人。

<sup>39</sup> 舉例說，我們建議在報刊內將特種權證和普通權證分開列出(而非混合列出)，讓投資者加倍留意究竟他們所購入或有意購買的個別衍生權證是否屬特種權證；此外，我們亦建議為特種權證編配不同的股份代號，此舉同樣令投資者能夠清楚地確認哪些是特種權證，哪些是普通權證。



- (2) 影響衍生權證價格的其他因素(一如在第 29 至 32 段所討論)；及
- (3) 基於時間值遞減或其他會影響權證價格的因素的轉變，衍生權證的價格未必會回到其先前所處的水平(即當相關資產先前是在相同的價格時)。

### *缺乏對引伸波幅的理解*

224. 散戶投資者的投訴亦顯示出很多投資者覺得引伸波幅的概念(及其對衍生權證價格的影響)頗為艱深，因此在投資於衍生權證時，並沒有參考這個因素。舉例說，很多投資者在選擇投資於哪隻權證前，未有考慮相若的衍生權證(例如由不同的發行人就相同的相關資產而發行的衍生權證)的引伸波幅。
225. 正如上文解釋過，投資於衍生權證時，對引伸波幅的理解至關重要(見第 35 段)。投資者比較過相若的衍生權證的引伸波幅後，就可以評定哪隻權證較為昂貴。此外，引伸波幅並不是一個常數，其變化有時會蓋過其他因素的轉變(例如相關資產的價格變動)。因此，舉例說，即使相關資產價格的變動方向意味著衍生權證價格會上升，但引伸波幅亦可能會同時下跌，而跌幅之大已足以抵銷衍生權證因相關資產的價格變動而可能導致的任何預期價格上升。

### *槓桿比率的用途*

226. 投資者的投訴顯示部分投資者純粹依賴槓桿比率<sup>40</sup>來預測衍生權證的價格變動。現在應已清楚知道這個做法很可能會導致錯誤計算回報，因為此舉忽略了其他可能影響價格的多種因素，亦忽視了槓桿比率本身並非常數這個事實。

### *特種衍生權證如何運作*

227. 一如在第 II 章所述，衍生權證可以是普通的權證，或者是較為特別及複雜的權證。特種衍生權證使已經複雜的定價機制變得更為複雜。投資者的投訴顯示投資者對於特種衍生權證的最終收益的計算方式有嚴重的誤解。
228. 在 35 宗投資者投訴權證價格未有隨著相關資產價格變動而作出相應變化的個案中，我們發覺有關的衍生權證其實屬特種權證，即“平均結算權證”或“鎖定回報權證”。該等權證有多個定價日，而其於到期日(亦即是最後的定價日)的回報，是參考其於各個定價日的表現而計算的。因此，有理由相信，隨著該等衍生權證趨近到期日，其於過去的定價日的表現，將會較相關資產價格其後的變化對其價格造成更大的影響。所以，舉例說，若某隻有四個定價日的平均結算權證在首三個定價日均處於價外，則該權證在第三個定價日之後對相關資產的表現的敏感度將會頗低，因為該權證已失去其大部分的價值。然而，眾多投資者均預期該等衍生權證的價格會緊隨相關資產的價格而變動，這顯示他們未能意識到多個定價日對權證價格帶來的影響。

---

<sup>40</sup> 槓桿比率(或實際槓桿比率)指當相關資產價值出現 1%的變化時，衍生權證的公平價值的預期變動率。

## 低價衍生權證

229. 我們在審閱若干投資者投訴時亦發現，部分投資者傾向買入低價衍生權證(即以低於 0.05 港元或甚至低至 0.01 港元進行買賣的權證)，期望在該等衍生權證的價格出現即使只有幾仙的增幅時取得極高的回報(以百分率計算)。這再一次顯示出投資者未有清楚了解衍生權證的價格會如何地受到影響。正如以上所述，有多種因素可影響衍生權證的價格，而單單依賴其中一個或數個因素會產生誤導。其次，就低價衍生權證而言，它們通常傾向屬於短期(即臨近到期日)及已經處於價外。它們極可能在到期日變得一文不值。該等權證的時間值遞減很可能會大至抵銷因相關資產的價格變動所帶來的任何收益。此外，流通量提供者往往就這些權證提供差價大的報價(這表示有關的報價不大可能符合投資者的期望)，及如有關的衍生權證的公平值低於 0.01 港元的話，流通量提供者甚至不會作任何報價。

## 有否提供資料及資料的準確性

230. 有關指衍生權證資料不準確或未有提供的投資者投訴數字相對較低。然而，我們發覺投訴人往往未有在發行人或交易所的網站查核相關資料，或錯誤詮釋獲提供的資料。

## 流通量提供者的角色

231. 我們關注到很多投資者並不清楚了解流通量提供者的角色。有投資者投訴流通量提供者未有提供報價，而部分投資者則投訴所提供的報價並不符合他們的預期，因而不能買賣他們的衍生權證。該等投訴顯示出對流通量提供者根據上市文件所須承擔的責任有所誤解，特別是流通量提供者無須持續報價這個事實，而且大部分的流通量提供者都選擇只就報價要求作出回應(因為他們有權這樣做)。在若干情況下，流通量提供者完全無責任提供任何報價。例如，當衍生權證的公平值已跌破 0.01 港元的時候。這再一次顯示出似乎很多投資者未有察覺有關的例外情況。

## 投資者教育工作

### 有需要繼續教育投資者

232. 自衍生權證市場於 2002 年 1 月重開以來，證監會進行了多元化的教育計劃，以指出投資於衍生權證的複雜程度和所涉風險。最近，我們亦加強了這方面的工作，以處理投資者對這些產品的若干方面較為常見的誤解。
233. 為了吸引更多廣大的受眾，我們已透過多種媒體進行在這方面的工作，有關媒體包括電視台、電台、報刊、本會的《慧博士專欄》<sup>41</sup>、新聞稿、電子通訊、查詢服務及其他外展活動。我們亦透過本會的投資者教育入門網站網上投資者資源中心(網址：[www.eirc.hk](http://www.eirc.hk))發表了有關衍生權證的教育資料，並且會繼續擴充這方面的內容。我們的教育資料包羅多方面的題材，由對較為基本事項的解釋(例如術語、定

<sup>41</sup> 慧博士是虛構人物，他講述有關投資及與市場有關的事宜。

價機制、流通量提供者的角色等)至不同類型特種權證的若干較為獨特的特點不等。

### 自 2002 年以來的投資者教育工作

234. 大眾媒體是將我們的教育訊息傳達至不同階層的有效方法。自 2002 年以來，我們在八份廣泛流通的報刊和雜誌發表了 47 篇有關衍生權證的文章。我們亦製作了一個關於特種衍生權證的電視節目，以供於黃金時段內在某個受歡迎的電視台播出。該節目其後被複製成視象光碟，免費派發予公眾。現在，投資者可隨時在網上投資者資源中心觀看該節目。此外，我們亦推出了兩個電台節目，而證監會代表亦出席了多個有關衍生權證的電台訪問。另外，我們亦為投資者舉辦了 25 場講座，向他們解釋衍生權證的特點和相關風險。上述外展活動吸引了大約 6,000 名人士參與。另一方面，透過本會在中學進行的預防性的教育工作，我們向 450 名教師講解了衍生權證的概念，並在網上投資者資源中心提供大量參考資料，以供教師作課堂討論之用。
235. 我們較近期的工作包括—
- (1) 在 2005 年 11 月，我們更新了現有的網上資料，並加入更多有數字的例子以助投資者理解，以及用滑鼠指向某些術語時浮現的文字框，以淺白語言解釋有關的術語；
  - (2) 在 2005 年 10 月，我們在網上投資者資源中心推出了全新的互動遊戲，讓投資者更容易明白衍生權證買賣的基礎知識及有關這類產品的其他分析資料；
  - (3) 我們參與了 2005 年 10 月的財經博覽，並向超過 21,000 名參觀者澄清“權證是其相關股票具槓桿效應的替代品”這個普遍的謬誤；
  - (4) 我們在六期的證監會機構通訊中探討了衍生權證的不同範疇，並在六期的網上投資者資源中心每月電子通訊中解釋投資者在選擇權證時應注意的事項；
  - (5) 在 2005 年 7 至 10 月期間，操作投資者熱線的證監會職員回應了一共 128 宗有關衍生權證的投資者查詢；
  - (6) 在 2004 年 7 月及 2005 年 9 月，我們在本會的《慧博士專欄》發表了兩篇分別題為〈衍生認股證 老少皆宜？〉及〈認股證：有疑問，應三思〉的文章。第一篇文章指出挑選衍生權證時常犯的一些錯誤，而另一篇則澄清投資者普遍有的若干錯誤觀念；
  - (7) 同樣是在 2005 年 9 月，我們在一篇新聞稿中提醒投資者必須掌握衍生權證的性質及其涉及的風險，並指出在揀選衍生權證時比較引伸波幅、了解釐定價格的因素以及接近到期日及極度價外的權證所涉及的風險的重要性；
  - (8) 在 2003 年 6 月，鑑於特種衍生權證急劇增長，且與它們相關的投訴亦有所增加，我們因此發表了一篇受到廣泛報道的新聞稿，建議投資者在投資於該等權證前，應先閱讀該等權證的上市文件，並了解它們的獨特條款和條件。

236. 評核本會的投資者教育工作是否取得成果是很重要的。為此，我們在 2005 年 10 及 11 月委任了一家獨立機構，以電話方式訪問了 1,500 名投資者，從而評估他們對衍生權證及其相關資產之間的定價關係的理解。有關結果將有助我們評核本會應否或應如何推行日後的投資者教育工作。

### 我們的建議

237. 教育投資者有關衍生權證的知識將繼續是證監會的首要工作之一。我們將會進行關於風險的專題教育活動，並澄清對衍生權證在不同範疇的錯誤觀念，例如其定價機制、比較引伸波幅的重要性、特種權證的最終收益的計算方法，以及炒賣接近到期日及極度價外的衍生權證的高風險性等。我們未來的投資者教育計劃包括以下各方面—
- (1) 鑑於發行人和市場評論員就衍生權證而提供的推廣資料及建議極多，我們會繼續提醒投資者在考慮該等推廣資料及建議時應小心審慎、留意推廣人或提出有關建議的人士所作的假設、評估該等建議是否獨立意見，以及最重要的是，投資者在作出其投資決定時，不應單純依賴該等推廣資料及建議。
  - (2) 我們亦將會推出新一輪的宣傳教育活動，當中包括電視宣傳短片和電台聲帶，並輔以在熱門報章上刊登的廣告專輯，從而提醒投資者衍生權證是複雜的產品，投資前必須明白它們的條款。
  - (3) 證監會剛推出了“投資有你”故事公開比賽，邀請參加者站出來講述有關他們投資於衍生權證的經歷的真實故事，及同時檢討一下投資者教育對他們有多大的幫助，或假如他們曾獲得更適當的協助或掌握更多資料便可以如何避過不愉快的投資經歷。
  - (4) 除了網上投資者資源中心目前的文字資料和互動遊戲外，我們亦將會加入電腦視像短片，解釋衍生權證的定價機制、在投資衍生權證時應考慮的因素、流通量提供者的角色和特種衍生權證。
  - (5) 由中介人去幫助其客戶了解買賣衍生權證時所涉及的風險至為合適，因為這類產品的買賣必須透過中介人來進行。因此，我們會鼓勵中介人這樣做，並利用或參考證監會的教育資料以達致這個目的。
  - (6) 我們亦會以淺白語言解釋衍生權證市場內任何規則修訂所帶來的影響，讓投資者更透徹地了解市場運作及他們需採取哪些步驟來保障他們本身的權益。

### 信息發布

238. 除了加強本會的投資者教育工作外，我們認為有需要讓投資者注意到有關衍生權證較為技術性的資料，方法是將這些資料盡量簡化，及以容易取覽及易於理解的方式來向投資者呈示。此舉可提高他們對本身已投資或擬投資的個別衍生權證的特點和複雜程度的認知。此外，亦有助他們了解這些產品及糾正他們的錯誤觀念和誤解。

## 主要信息來源

239. 除了報章和雜誌外，有關衍生權證的三個主要信息來源分別是衍生權證發行人的網站、資訊供應商提供的資料，以及交易所的網站。

### 可從發行人的網站及資訊供應商取得的資料

240. 在目前的衍生權證發行人當中，有過半數已設立專門的網站以推廣其衍生權證。大部分該等網站都設有中英文版本，而且中文版網站的資料往往比英文版網站的更為詳盡。一般來說，由主要的衍生權證發行人營辦的網站會具備以下資料和特色－

- (1) 有關衍生權證的資料－這包括建議、每日評論、研究報告及關於個別衍生權證的詳細資料(例如產品條款、價格和風險參數、上市文件、佣金回扣計劃等)。
  - (2) 分析工具－大部分網站都為投資者提供檢索功能，能夠根據投資者指明的準則列出一系列的衍生權證(有時包括由其他發行人發行的衍生權證)，以及備有對照功能，讓投資者可以就他們所揀選的兩隻或以上的衍生權證進行比較。額外的功能還包括網上計算機，讓投資者計算衍生權證的價格和風險參數，以及可以就衍生權證的相關股票及指數的價格圖表進行技術分析。
  - (3) 交易資料－與交易所的網站一樣，發行人的網站上的交易資料都是以延時方式提供。
  - (4) 投資者教育－部分發行人在其網站提供網上指導，有些則讓投資者在其網站下載教育資料(例如解釋衍生權證基本資料的小冊子和詞彙等)。
241. 其次，訂戶可透過提供有關衍生權證的實時交易資料服務的資訊供應商獲得有關的實時交易資料。部分資訊供應商更為每隻衍生權證提供條款細則，及計算主要的風險和價格參數的最新數值，包括引伸波幅、得爾塔值(delta)、伽瑪系數(gamma)、溢價和槓桿比率等。多家資訊供應商亦以實時方式提供衍生權證的引伸波幅。除了風險和價格參數外，部分資訊供應商亦提供關於衍生權證過往增發的資料，以及市場上的已發行數量。

### 香港交易所的網站

242. 香港交易所的網站亦載有極為豐富的資料，而且大部分都同時以中英文發表。該等資料包括以下各項－

- (1) 衍生權證的資料－這包括每隻衍生權證的條款、所有上市文件、公告及其他由發行人送交聯交所存檔的報告、每名發行人的每日買賣摘要、流通量提供者的資料，以及有關特種權證的每日報告(只有英文版本)。規管衍生權證的上市及交易的《上市規則》亦登載於這個網站。
- (2) 交易資料－有關衍生權證的延時交易資料(延遲 60 分鐘)可在這個網站取覽。

- (3) 投資者教育—這包括一份題為“認股權證”的雙語小冊子、教育論文及由交易所舉辦的投資講座的講義。
243. 然而，雖然大部分有關衍生權證市場的資料都可在交易所網站取得，但這些資料不一定是可以容易地瀏覽及下載的。我們知道交易所正擬改良其網站功能，包括—
- (1) 改善有關衍生權證的技術性資料、增發資料及每隻衍生權證的基本條款內容的披露和發布，而交易所將與發行人進一步討論這個方案；
  - (2) 規定發行人以類似 Excel 而並非純文字的形式呈交其每日買賣摘要，以便登載於交易所網站以方便進行分析—這個報告特別載有衍生權證已發行數量及發行人買賣該隻衍生權證的資料；
  - (3) 改良網站的使用者界面，以便容易地瀏覽資訊、比較就相同的相關資產而發行的衍生權證，以及搜尋相關資料；
  - (4) 允許使用者下載有關衍生權證的過往資料；
  - (5) 在切實可行範圍內以中英文提供所有資料；
  - (6) 加入聯繫至其他載有投資者教育資料的網站的連結(例如證監會的網上投資者資源中心，網址為 [www.eirc.hk](http://www.eirc.hk))；
  - (7) 編製及在交易所網站列出向訂戶提供實時技術性數據(例如實時引伸波幅)的資訊供應商的聯絡資料。

### 我們的建議

244. 我們對交易所在這方面的措施表示歡迎，亦會繼續與其合作，以研究可如何進一步改善信息發布。

### 淺白語言

245. 本會擬引入淺白語言規定的建議(正如第 210 至 217 段所討論)將有助提高投資者對於衍生權證投資及相關風險的理解。

## 第 VIII 章—總結及未來路向

### 結語

246. 在制訂本文件所討論的建議時，我們的重點是要在確保投資大眾享有適度的保障與避免過度監管市場以致窒礙市場的持續創新和發展之間取得恰當的平衡。我們亦認為本會的建議可讓監管機構和市場參與者更容易識別出不當的手法 and 行爲，從而作出適當的回應。
247. 然而，我們必須承認，再多的投資者教育措施或建議都不一定會足夠，最重要的是投資者及其顧問在把本身或其客戶的金錢投資於衍生權證前，必須審慎行事。這類產品的性質需要投資者採取謹慎的態度。同時，發行人必須認同，他們亦負有一定角色，就是向市場提供公平和優質的服務。

### 未來路向

248. 本會歡迎公眾對本報告內的任何建議及其他討論事宜提出意見。我們要求就該等建議提出的意見在 2006 年 1 月底前送交本會。我們下一步將會與交易所討論所接獲的意見，及在適當情況下，制訂有關修訂證監會的守則及指引的具體建議及就此作出諮詢，或邀請交易所制訂具體的《上市規則》修訂建議，及由交易所就有關修訂徵詢公眾的意見。此舉可能會分段進行，因為部分事項的爭議性可能較低，或較其他事項更易於落實。本會在制訂上述具體建議時，將會考慮在此期間內接獲的任何意見和評論。
249. 任何人士如欲代表任何組織或機構發表意見，應提供其所代表的組織或機構的詳細資料。
250. 謹請留意，評論者的姓名／名稱及其提交的意見書的內容，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，請參閱本報告附載的個人資料收集聲明。
251. 如你不欲證監會公布你的姓名／名稱，請在提交意見書時表示你不希望公布你的姓名／名稱。
252. 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  
                                證監會秘書處

圖文傳真：                (852) 2523 4825

網上呈交：<http://www.sfc.hk>  
(請於 <http://www.sfc.hk> 網站內進入“演講辭、刊物及諮詢文件”一欄後，再進入“刊物”下的“調查及報告”部分。)

電子郵件：[DW@sfc.hk](mailto:DW@sfc.hk)



## 詞彙

2002 年的改革	經廣泛諮詢市場意見後於 2001 及 2002 年進行的衍生權證監管制度的大規模改革(分兩階段完成)。有關改革的詳情載於上文第 53 至 56 段。
賣盤	指售賣指示。某人會在賣盤內說明他願意以甚麼價格來賣出某個數量的特定產品。
賣盤價	指賣出價。某人的賣盤價是指他願意以該價格賣出某指定數量的指定產品。
等價	當相關資產的價格等於衍生權證的行使價時，該衍生權證便處於“等價”。
買盤	指買入指示。某人會在買盤內說明他願意以甚麼價格來買入某個數量的特定產品。
買盤價	指買入價。某人的買盤價是指他願意以該價格買入某指定數量的指定產品。
相關系數	用來計算兩個變數之間的關連程度的量度方法(介乎-1 與+1 之間)。當相關系數為正數時，意味著兩個變數是正相關；當相關系數為負數時，意味著兩個變數是負相關；當相關系數為零時，意味著兩個變數並無關連。相關系數的絕對值愈高，兩個變數的關係愈密切。
衍生權證	權證是一種賦予投資者權利(而非責任)的投資工具，讓投資者可以在未來某個指定日期或之前，以指定價格買賣相關資產。
衍生權證系列	指由發行人發行的某一衍生權證及包括由同一發行人就完全相同的衍生權證所進行的任何增發。
股票掛鉤投資工具	同時兼具貨幣市場投資工具(例如債券、票據或存款)特色的投資工具，其回報成分以單一或一籃子股票或股票指數的表現作為基礎。
交易所	指香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司。
交易所參與者	按照交易所規則，指可在交易所或透過交易所進行買賣的人士。
行使價	就衍生權證而言，指持有人可行使衍生權證賦予的權利進行買賣(視情況而定)的價格，即他可買入或賣出相關資產的價格。
增發	假如某衍生權證系列的首次發行的數量(包括推出時保留的任何衍生權證)不足以應付需求，發行人便可推出完全相同的衍

生權證。在首次發行後發行該等完全相同的衍生權證稱為增發，而增發的次數可能多於一次。

*暗市活動*

這詞語通常用來形容上市前的非正式交易。就衍生權證而言，指在衍生權證上市或發行前的買賣活動。

*期交所*

香港期貨交易所有限公司經營的期貨市場。

*金管局*

香港金融管理局。

*恒生國企指數*

恒生中國企業指數(又稱為 H 股指數)。

*恒指*

恒生指數。

*價內*

假如衍生權證的內在值是正數，則衍生權證便處於“價內”，即就認購權證而言，相關資產的價格高於行使價，而就認沽權證而言，相關資產的價格低於行使價。

*內在值*

衍生權證的內在值反映行使衍生權證時可得的潛在利潤，即就認購權證而言，指按 P-E 計算的利潤(如有)，而 P 等於相關資產的價格及 E 等於行使價；而就認沽權證而言，指按 E-P 計算的利潤(如有)，同樣地，P 等於相關資產的價格，而 E 等於行使價。

*流通量提供者*

流通量提供者是由發行人委任以便就衍生權證提供作實買賣價的交易所參與者。

*《上市規則》*

《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》。

*市值*

指將已發行衍生權證份數乘以發行價或市價(視情況而定)的價值。因此，某一發行的市值(又稱為市場價值)將為在該次發行中的衍生權證份數乘以市價的數值。就股票而言，這價值是將公司所發行的已發行股數乘以其當前的股價而計算出來的。

*價外*

假如衍生權證的內在值等於零，則衍生權證便處於“價外”，即就認購權證而言，相關資產的價格低於行使價，而就認沽權證而言，相關資產的價格高於行使價。

*實物交收*

指權證到期時的交收方法。權證是以相關資產與現金對付的方式來交收。

*聯交所*

香港聯合交易所有限公司經營的證券市場。

*證監會*

證券及期貨事務監察委員會。

<i>結構性產品</i>	《上市規則》中已作界定。結構性產品給予產品持有人於另一資產(即相關資產)的經濟、法律或其他權益，因此其價值要視乎相關資產的價格或價值。
<i>時間值</i>	衍生權證的時間值反映相關資產的價格在衍生權證的有效期內走勢向好(即就認購權證而言，價格上升，而就認沽權證而言，則價格下跌)的可能性。
<i>成交額比率</i>	就衍生權證而言，成交額比率指衍生權證的每日成交額佔其總市值的百分比。衍生權證市值的計算方法，是將該權證發行在外的份數(即已發行並由投資者持有的權證數目)乘以其價格。衍生權證的總市值指全部衍生權證的市值的總和。
<i>波幅</i>	波幅量度某項特定資產的回報的變化程度。以統計學的術語來說，波幅是指某項資產的回報在一段指定的時間內的標準差。在本文中，“引伸波幅”一詞指根據有關衍生權證的價格及其他已知事實及假設，推算或引伸而得出的相關資產價格的波幅。

## 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公署發出的指引編寫的。本聲明列出證監會收集你的個人資料<sup>42</sup>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，使用你就本報告向證監會提交的意見書中所提供的個人資料：
  - (1) 執行有關條例的有關條文<sup>43</sup>、依據證監會獲賦予的權力而訂立或頒布的規則、規例、守則及指引；
  - (2) 根據有關條例的有關條文執行證監會的法定職能；
  - (3) 進行研究及統計；
  - (4) 法例所容許的其他目的。

### 轉移個人資料

3. 證監會就本報告徵詢公眾意見時，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或由本會刊發的文件之內。

### 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報告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

---

<sup>42</sup> 個人資料指《個人資料(私隱)條例》(第 486 章)(“《私隱條例》”)所界定的“個人資料”。

<sup>43</sup> 根據《證券及期貨條例》(第 571 章)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項有關的職能的範疇：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。

5. 證監會會保留就回應本報告而提供予本會的個人資料一段必要的期間，直至本會妥善地執行有關職能為止。

## 查詢

6. 有關就本報告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。