



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

## 香港衍生權證市場 — 未來路向 證監會六點方案的諮詢結果

香港  
2006年3月

# 第 I 章：引言及摘要

## 引言

1. 證監會於 2005 年 11 月 25 日發表了一份有關香港衍生權證市場的報告，題為《完善市場 精明投資－香港的衍生權證市場報告》（“該報告”）。
2. 該報告提出旨在改善及鞏固本港衍生權證市場的六點方案，並歡迎有興趣人士及公眾對我們的建議發表意見。我們共接獲 29 名回應者提出合共 27 份意見書。回應者詳情載於附件 I。

## 六點方案的未來路向

3. 回應顯示大部分人認為維持香港的衍生權證市場有其裨益。該報告內提出的大部分具體建議均獲得支持，但亦有人對個別建議提出反對意見。
4. 在下一章，我們將會撮述所接獲的意見、本會對該等意見的回應，以及本會認為應否及如何進一步落實各項建議的立場。我們已與交易所討論過本會對如何進一步落實該等建議的看法。他們表示將會與證監會及業界緊密合作，以進一步落實該等建議。
5. 有關各項具體建議的未來路向，本會的看法撮述如下－

### **建議 1：收緊有關流通量提供者的規定**

- (1) 我們提議落實有關收緊流通量提供者的**最低服務水平**的建議。我們將與交易所合作，以釐定合理的水平，並將會在過程中諮詢利益相關者的意見。然而，我們預期這方面的工作將會涉及設定最小買賣單位、最大買賣差價、回應開價盤要求的最長時間，以及將買賣指示輸入系統後必須維持該買賣指示的最短期間。我們預期新的水平規定將以最低水平(而非絕對值)的形式表達。

與此同時，我們將與交易所及發行人合作，致力在中至長期實現持續報價。

- (2) 我們提議修訂原來禁止委任**外間流通量提供者**的建議。我們現在建議准許該等委任，但發行人必須－
  - (a) 對就其衍生權證所提供的流通量保留全面的控制權，方法是將其本身的莊家系統與外間流通量提供者的莊家開放式網間連接

器直接連繫起來，並直接向交易所的系統發出指示，繼而向市場發放，當中不會受到外間流通量提供者的干擾或需要外間流通量提供者進行任何工作；及

- (b) 向證監會及交易所匯報向外間流通量提供者支付的每月費用。

我們預期，在此安排下向外間流通量提供者支付的費用不應直接或間接與成交量掛鉤。

- (3) 我們提議落實有關規定披露及發放與流通量提供者的表現有關的資訊的建議。我們將與交易所合作，敲定有關須予提供的資訊、獲取及發放該等資訊的程序的最終細節。同樣地，在過程中將會諮詢利益相關者的意見。

### **建議 2：修訂《上市規則》以便利增發及相同權證的發行**

- (4) 我們仍然認為不應再次設立限額制，並提議落實有關便利增發的建議。我們的目標是把發行人在進行增發時可持有的最高份數，提高至已發行衍生權證的 50%。交易所已表示，將會盡量在兩天內完成處理增發申請的程序。
- (5) 我們亦提議落實有關便利發行相同權證的建議，但將會採取審慎態度。我們建議就與市場上現有衍生權證完全相同的版本的發行，把最短有效期及最低發行價的規定分別降至三個月及 0.15 元，但會容許若干彈性，以便更有效地管理臨近到期日前的平倉活動。

### **建議 3：全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃**

- (6) 我們提議落實有關全面禁止發行人提供佣金回扣及其他獎勵計劃的建議。落實此建議將需要修訂《上市規則》，此程序可能需時數月。然而，我們期望發行人暫時不要訂立新合約或為舊有安排續約。現有合約於 2006 年 6 月後方到期的發行人，應盡快與證監會聯絡。

### **建議 4：頒布新的推廣指引**

- (7) 我們提議落實有關發表新的推廣指引的建議(在該報告內稱為推銷指引)，並已於附件 II 載入該指引的草擬本，以供公眾在 2006 年 4 月 30 日前發表意見。

### **建議 5：規定必須採用淺白語言及加入概要**

- (8) 我們提議落實有關規定必須採用淺白語言及加入概要及就常用定義及標準條款達成共識的建議。我們建議所有在 2006 年 9 月 30 日後向交易所呈交有關衍生權證的上市文件必須採用淺白語言。交易所已表示支持是項建議。與此同時，我們將會討論概要文件的內容及格式，以及標準產品的常用定義及標準條款，並提出最後定案，在此過程中將會諮詢利益相關者的意見。

### **建議 6：加強投資者教育及改善資料發布**

- (9) 最後，我們將落實有關加強投資者教育的建議。現時已有多項措施正在進行或計劃當中。交易所亦正著手改良其網站，包括為改善衍生權證的技術及其他資料的披露及發布而採取的多項措施。

## **落實時間表**

6. 上述多項建議均涉及對《上市規則》作出修訂。修訂《上市規則》須進行另一套獨立程序，包括就具體的規則修訂進行公眾諮詢，並經上市委員會及證監會董事局批准。因此，有興趣人士將有機會在適當的時間就具體的規則修訂發表意見。下文載列把各項建議呈交上市委員會省覽的建議時間表。
7. 就時間而言 —
- (1) 我們預期就全面禁止佣金回扣及獎勵計劃，以及利便增發及相同權證的發行的建議而須對《上市規則》作出的修訂將較為簡單直接。我們將與交易所合作，期望在上市委員會下一次的政策會議(現時編定為 2006 年 5 月)時向該會提交有關此等建議的政策文件。
- (2) 至於發表新推廣指引的建議，對草擬本發表意見的諮詢期將於 2006 年 4 月 30 日結束，而我們預期新指引可於 2006 年 6 月底前定稿及發表。與此同時，我們亦將與交易所合作，以決定如何以最佳方式，使新指引對該等並非獲證監會註冊或發牌的發行人同樣具約束力。
- (3) 允許委任外間流通量提供者的建議可能需要較長時間方能落實。發行人及流通量提供者將需要一些時間以便對其系統作出所需的改變。然而，我們相信市場應可於 2006 年 9 月底前作好準備。在此期間內，我們將與交易所合作，期望交易所能在上述日期前向上市委員會提交有關具體規則修訂的政策文件。

- (4) 規定必須採用淺白語言的建議亦可能需要較長時間，因為發行人及其法律顧問將需要時間把上市文件轉換為淺白語言。然而，我們相信市場應可於 **2006 年 9 月底**前作好準備。與此同時，我們將與交易所合作，以決定如何以最佳方式把這項規定納入為發行人的責任之一。
- (5) 我們須就部分建議與利益相關者作出進一步的諮詢或討論 — 即有關**最低服務水平、披露流通量提供者的表現、概要文件及常用定義及標準條款**的建議。任何就此等建議而對《上市規則》作出的具體修訂，都會根據該等諮詢或討論的結果而作出。我們將與交易所合作，期望交易所能在 **2006 年 12 月底**前向上市委員會提交有關具體規則修訂的政策文件。
- (6) 至於**加強投資者教育及改善資料發布**的建議，這是一項**持續措施**，我們將繼續在這方面努力不懈。

## 衍生權證投資者調查

8. 自發表該報告以來，證監會已委託其他機構進行一項調查，研究買賣衍生權證的投資者的背景、買賣經驗及知識水平(“**衍生權證投資者調查**”)，調查結果已於 2006 年 3 月 10 日發表。第 III 章會詳細討論調查結果。該章亦載述本會較近期及快將推出的投資者教育措施。

## 第 II 章：回應及具體建議的未來路向

9. 本章撮述回應者對該報告內提出的各項建議所發表的意見，並闡述我們對於應否進一步落實有關建議及如何落實的看法。

### 建議 1：收緊有關流通量提供者的規定

10. 該報告建議透過下列措施，收緊有關流通量提供者的規定 —
- (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資訊。

#### *(1) 收緊最低服務水平*

11. 收緊最低服務水平的目的是為了確保流通量提供者能夠對其在上市文件內的承諾有更大的承擔。

#### 收到的意見

12. 對此建議所發表的意見頗為分歧。不少評論者關注到任何新設定的水平必須切合現實，並具備充分靈活性以容許市場參與者回應不斷轉變的市場環境，並在商業上的可行性及成本方面取得平衡。一名回應者亦主張持續報價，並指出應要求報價的制度較適合場外交易市場，但在一個以買賣盤主導的市場上，這種制度會削弱透明度及偏袒發行人。
13. 反對此項建議的回應者主要關注到，根本不可能以絕對值列明任何新水平。他們亦顧慮由於流通量提供者按某一服務水平提供流通量的能力取決於多項相關因素，如設定任何最低標準，則必須是較可行標準為低的水平，以免引起投資者的錯誤期望。同時，亦須訂明例外情況。此外，流通量提供者仍然會因為競爭壓力而提供較訂明的最低水平為優的發行後服務，結果，此建議或無助於解決因服務水平參差而令投資者感到不滿的問題。另一方面，如修訂水平能避免此一問題，則會打擊競爭意欲。此外，亦有評論者表示，證監會設定的服務水平，不應實際上使發行人可以名正言順地採用縮窄的買賣差價，但卻在其後擴闊差價。

#### 本會的看法

14. 我們同意任何新的水平都不能以絕對形式表達，並且要訂明若干例外情況。我們亦理解評論者的各項關注，即發行人需要一定程度的靈活性，以便在提

供報價時回應不斷轉變的市場環境；成本及商業可行性；設定切合現實的服務水平；及不應打擊競爭意欲。然而，我們相信這些關注是可以解決的，而服務水平可予合理地收緊，從而把訂明的最低服務提升至更切合現實的水平。

15. 我們亦相信有需要在中至長期實現持續報價的制度。然而，我們理解有些實行上的困難需要事先解決。

### 未來路向

16. 因此，我們提議落實有關收緊最低服務水平的建議。具體而言：

- (1) 我們將與交易所合作，以決定哪些服務水平須予收緊，以及收緊至甚麼程度。在此過程中將會諮詢利益相關者的意見。然而，我們預期收緊範圍將包括 —
  - (a) 設定最小買賣單位、最大買賣差價、回應開價盤要求的最長時間，以及將買賣指示輸入系統後必須維持買賣指示的最短期間 — 在此方面，我們預期新的水平規定將以最低水平(而非絕對值)的形式表達，並訂明若干例外情況；
  - (b) 規定在上市文件內，以通用的標準格式及採用淺白語言披露服務水平，以方便查閱；
  - (c) 藉備存適當的報告、系統紀錄及審計線索(包括透過電話接收開價盤要求的語音紀錄、透過其他電子媒介接收要求的電子紀錄，以及其後報價的系統紀錄)，從而加強對流通量提供者在提供服務及履行責任時的合規情況的監控程序；及
  - (d) 鼓勵在電腦平台上提出開價盤要求。
- (2) 交易所已表示，已經要求發行人以標準化、可供電腦讀取的格式(Excel 格式)，每日提交買賣每隻衍生權證的平均價格。這新的資訊格式將可在交易所於網上建立的衍生權證資源中心(見第 61 段)取覽及下載。
- (3) 與此同時，我們亦將與交易所及發行人合作，致力在中至長期邁向持續報價的制度。

## (2) 強制發行人在集團內部委任流通量提供者

17. 此建議的目的是使發行人難以令自己與流通量提供者的活動保持距離。

### 收到的意見

18. 此建議可能是最具爭議性的一項，有人強烈贊成，也有人強烈反對。反對此建議的回應者包括那些本身擔任外間流通量提供者的商號，而不委任外間流通量提供者的發行人則大多傾向支持此建議。
19. 此建議的支持者大多同意，如發行人在集團內部委任流通量提供者，便能較佳地監督、審察及控制其活動。其他意見包括：內部流通量提供者與發行人之間有著共同的利害關係，因而成爲了提供較高服務水平、維持合理價格、確保遵從《上市規則》的誘因；發行人會對流通量提供者的活動負上更大責任，並接受更大程度的問責；發行人與流通量提供者將會合作提供具競爭力的價格及莊家服務；外間流通量提供者可能按成交量而獲取報酬，倘若流通量提供者進行一些純粹爲了增加成交量的交易，便會導致流通量被扭曲。
20. 反對者質疑此建議不能解決問題，並且對外間流通量提供者及缺乏所需內部設施或因商業理由而選擇利用外間設施的發行人不公平。他們特別關注到，很多外間流通量提供者已爲流通量提供業務投放大量資金，而該等業務構成其主要收入來源，全面禁止的話或會影響他們的生計。
21. 其他意見包括：聲稱外間流通量提供者受發行人妥善監督或控制的可能性較低是沒有根據的，因爲發行人具有充分的誘因去監控外間流通量提供者，而不少外間流通量提供者所提供的流通量實際上受發行人控制；沒有證據顯示當涉及外間流通量提供者時，出現失當行爲的機會較大，亦無法保證發行人必定會對集團內部的流通量提供者施加妥善控制；由第三方擔任流通量提供者可避免利益衝突，帶來更嚴謹的控制及提供制衡機制；此建議將會減低競爭，因爲市場會被大型發行人壟斷；現時面對的問題源於缺乏指引，誰是流通量提供者並非問題所在。

### 本會的看法

22. 我們留意到反對者就此建議提出的重大關注，尤其是此建議對於外間流通量提供者及缺乏內部設施的發行人所造成的影響，以及關於此建議不利於競爭的關注。
23. 然而，我們仍然認爲有需要確保發行人妥善控制其流通量提供者的活動。因此，我們相信適當的做法是允許外間流通量提供者的委任，但條件是有關發



行人必須全面控制就其權證所提供的流通量。在這方面，我們留意到一名回應者表示，發行人可藉著將其系統與流通量提供者的莊家開放式網間連接器直接連繫起來，並直接從發行人的莊家系統向交易所的系統發出流通量買賣盤，繼而向市場發放，當中不會受到外間流通量提供者的干擾或需要外間流通量提供者進行任何工作，從而實際上保留全面的控制權。

## 未來路向

24. 因此，我們建議允許發行人委任外間流通量提供者，但發行人必須 —
- (1) 對就其衍生權證所提供的流通量保留全面的控制權，方法是將其本身的莊家系統與外間流通量提供者的莊家開放式網間連接器連繫起來，並直接從發行人的莊家系統向交易所的系統發出流通量買賣盤，繼而向市場發放，當中不會受到外間流通量提供者的任何干擾或需要外間流通量提供者進行任何工作；及
  - (2) 向證監會及交易所匯報向每家外間流通量提供者支付的酬金。
25. 在上述安排下，外間流通量提供者只會提供連繫至交易所的所需設施，因此，我們預期發行人將會對其權證的流通量供應保留全面的控制權，並負有全責。我們亦看不出在此安排下按成交量釐定流通量提供者酬金的理由，並預期酬金將按劃一服務費的形式或其他與成交量無關的基準而釐定。

### *(3) 披露與流通量提供者的服務有關的資訊*

26. 我們建議流通量提供者應以實用及容易取覽的方式向市場披露若干資訊。須予披露的資訊為發行人就每隻衍生權證所執行的即日成交價格，連同相關的引伸波幅，及可能的話包括其相關資產於當日收市時的價格，目的是確保投資者及市場普遍可以評估各流通量提供者的服務質素，並假以時日，可以成為促使流通量提供者改善服務的強大誘因。該等資訊的披露配合投資者教育，將使投資者掌握更完備的工具，能偵察價格顯著異常的權證，以及比較相似的衍生權證，然後才決定哪一隻最適合他們。

## 收到的意見

27. 多名回應者普遍同意提高透明度可令市場受惠。然而，不少回應者(包括支持及反對者)對不同發行人在計算引伸波幅時，採用不同準則及假設的做法表示關注，並指出這會導致投資者被誤導及感到混淆。很多回應者亦指出，如真的提供該等資訊，則應由單一來源負責提供，個別回應者更建議交易所可以作為提供資訊的來源。

28. 其他提出的論點包括關注到該等須予披露的資訊是否有用，尤其是對投資者而言；提供該等資訊所涉及的工作量及成本，以及所得回的相對效益；過於強調引伸波幅；現時向散戶及專業投資者提供的資訊是否充足；以及在制訂具體措施前需要諮詢業界。
29. 一名回應者關注到透明度過大的話，對市場整體而言弊多於利。該回應者特別指出，如落實利便增發的建議，那麼現時規定須全面向公眾披露的每日買賣摘要(包括尤其是每個交易日結束時每一系列的衍生權證的公眾持有倉盤詳情)，則應僅向交易所披露。該回應者指出該項資訊對真正的衍生權證投資者而言價值不大，因為他們只需要知道發行人是否持有足夠數目的權證以提供充足的流通量。然而，機構投資者則能夠運用該等資訊，預測發行人的對沖行爲，並藉機從發行人身上獲利，或製造不正常的波幅。該回應者亦指出，其他權證市場均沒有規定發行人向公眾提供公眾持有倉盤的詳情。

### 本會的看法

30. 我們仍然認為普遍來說，該建議有助投資者及市場評估各流通量提供者的服務質素，並假以時日，可以成爲促使流通量提供者改善服務的強大誘因。我們亦相信，回應者提出的眾多關注可以透過與利益相關者商討而得到解決。
31. 此外，我們亦同意任何實施的披露責任必須 —
- (1) 切合現實，對投資者真正有幫助，而不致對發行人及其流通量提供者造成過於繁苛的負擔；及
  - (2) 處理對於不同發行人在計算引伸波幅時，採用不同準則及假設的關注。

### 未來路向

32. 因此，我們提議落實此建議。我們將會與交易所合作，敲定有關須予提供的資訊、獲取及發放該等資訊的程序的細節，在此過程中亦會諮詢利益相關者的意見。有關每日買賣摘要只需向交易所而非向公眾全面披露的建議，亦可與這些事宜一併考慮。

## **建議 2：利便增發及相同權證的發行**

33. 我們建議不會重新設立限額制，及應利便增發及相同權證的發行。回應者普遍同意不重設限額制，只有少數回應者不同意或提出反面意見。因此，我們不擬重設該制度。

## (1) 利便增發

34. 在利便增發方面，我們建議將處理時間從現時的四天縮短至兩天，及提高發行人進行增發時可持有的已發行權證的上限(現時為 20%)。此建議的目的是減少因某隻衍生權證的供應短缺而導致價格異常的情況。

### 收到的意見

35. 大部分回應者均支持利便增發的構思。數名回應者提出該 20%上限應提高多少的具體建議，一名回應者建議應把上限維持於 20%，另一名建議增至 40%，另一名建議增至 50%，還有一名建議完全撤銷上限。
36. 其他有關增發的建議包括准許採用對原有上市文件加入附件，而不必重新刊發上市文件，並降低上市費及發行成本，從而進一步鼓勵增發。一名回應者亦提出，兩天的處理時間也許未必足夠。
37. 若干回應者不同意此項建議。他們提出的主要論點是，利便增發並不能解決價格異常的問題；如果容許賣空的話，便無須利便增發；容許增發基本上是不公平的，並造成重大風險。

### 本會的看法

38. 鑑於此建議獲得重大支持，我們提議將發行人進行增發時可持有的已發行權證的上限由 20%提高至 50%。
39. 至於允許使用附件的提議，我們將會在落實建議 5(規定採用淺白語言及加入概要)的過程當中設計概要文件時一併考慮。有關降低上市費及發行成本的提議，由於這不屬於本項檢討的範圍，我們將會與交易所另行考慮。對於兩天也許未必足夠的關注，我們想指出本會無意強制規定在兩天內完成處理程序，因此發行人可按其意願延長處理時間。
40. 有關容許投資者賣空的問題，我們認為這並非可行的方案，原因很多，但無法在此一一詳細解釋。然而，我們要指出的是，容許賣空的做法將涉及重大困難，例如難以借入衍生權證。此外，衍生權證的固有槓桿效應所帶來的價格波動，使散戶投資者很難管理其所賣空的衍生權證的市場風險，及使經紀行難以管理其零售客戶所借入的衍生權證所產生的信貸風險。

## 未來路向

41. 因此，我們提議落實此建議，目標是將進行增發時可持有的上限由 20%提高至 50%。交易所已表示會盡量簡化其程序，使交易所可在兩天內處理增發申請。

### *(2) 利便相同權證的發行*

42. 在利便相同權證的發行方面，我們建議就發行與現有衍生權證完全相同的版本，放寬現行的最低發行價(25 仙)及最短有效期(六個月)的規定。此建議的目的是促進市場競爭，及減少因供應短缺而導致價格異常的情況。

## 收到的意見

43. 對此建議所發表的意見頗為分歧。支持者大多同意利便相同權證的發行，可以促進競爭、改善定價及提供更多產品選擇，從而惠及市場。然而，反對者卻關注到在市場上短期、低價值的衍生權證的供應會增多，及繼而導致投機活動上升。部分人士亦憂慮，不同時間發行的權證將會同時到期，因而增加臨近到期日前的平倉活動，並對正股的價格及波幅造成更大影響。

## 本會的看法

44. 我們對於此建議會導致短期、低價值的衍生權證的供應量增加，以及因而帶來的相關風險及問題所提出的關注表示理解。然而，我們亦相信此建議在促進競爭、防止因供應短缺而導致價格異常方面將發揮關鍵作用。有關對平倉活動及連帶風險的關注，我們相信可予以管理，例如加入一定程度的彈性，在若干情況下容許相同的權證設有不同的到期日。因此，我們認為落實此建議有其價值，但同意必須審慎進行。

## 未來路向

45. 我們建議把最短有效期的規定放寬至三個月，而最低發行價的規定則放寬至 15 仙。我們亦建議該等放寬適用於與市場上現有衍生權證完全相同的權證發行，但會如上述般加入一定程度的彈性，容許不同的到期日。此外，我們將繼續檢討這些放寬規定，並在實施後六個月重新評估其是否合適。

### 建議 3：全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃

46. 該報告建議全面禁止佣金回扣及其他獎勵計劃，但亦歡迎公眾對此及其他可行方案發表意見。建議全面禁止是因為我們覺得這些計劃鼓勵投資者在沒有完全了解相關風險的情況下，基於不當的理由而投資於衍生權證。我們亦覺得發行人或會利用該等計劃去左右權證活動，從而有可能令投資者對成交量及流通量產生錯誤的印象，以及發行人未能充分控制該等計劃以確保投資者獲得原先預計的全部好處。

#### 收到的意見

47. 大部分回應者均支持此建議。反對者提出的主要論點是，該等計劃有助吸引及為投資者提供好處，並表示如關注該等計劃被濫用的話，可以透過採取適當的控制措施來解決，例如披露規定、設定每名投資者在指定期間可獲金額的上限，以及訂明客戶主任及僱員沒有資格因該等計劃而受惠。

#### 本會的看法

48. 鑑於此建議獲得強大支持，我們提議落實此建議。我們不認為實施披露規定及上限等措施，足以處理我們對於發行人未能充分控制該等計劃，以確保投資者獲得原先預計的全部好處的關注。此外，儘管衍生權證投資者調查顯示大部分投資者都具備知識，但仍有為數不少的投資者繼續在沒有全面了解衍生權證的性質及相關風險的情況下進行買賣。佣金回扣及其他獎勵計劃只會鼓勵這些投資者。

#### 未來路向

49. 我們提議落實有關全面禁止發行人提供佣金回扣及其他獎勵計劃的建議。落實此建議將需要修訂《上市規則》，該程序可能需時數月才能完成，並須經由上市委員會及證監會董事局通過。然而，我們期望發行人暫時不要為有關該等計劃訂立新的合約安排，或為現有安排續期。已訂立於 2006 年 6 月後方到期的合約安排的發行人，應盡快與證監會聯絡。

### 建議 4：頒布新的推廣指引

50. 該報告建議頒布新的推廣指引，及可能的話將其納入《上市規則》。此建議的目的是制訂一套明確涵蓋各種推廣形式及媒體的較佳指引，採取以原則為本而非規範性的方針，並涵蓋一系列不同形式的推廣及推銷活動。

## 收到的意見

51. 此建議獲得全面支持，無人表示反對。然而，回應者提出的主要論點是所採納的任何指引都必須充分地清晰，以供明智、合理地應用，並在採納前先進行諮詢。少數回應者亦就指引應涵蓋的內容提出具體建議，例如應准許或不准許哪些活動、哪些詞彙須予界定，以及哪些事宜須作澄清。

## 本會的看法

52. 我們將會落實此建議，並對市場期望有機會在採納任何建議指引前發表意見表示歡迎。為此，我們已擬備並將建議指引的草擬本載於附件 II。該等指引旨在適用於所有結構性產品，而非僅限於衍生權證。

## 未來路向

53. 我們歡迎公眾對附件 II 內的草擬本發表意見，並請於 2006 年 4 月 30 日前提交意見書。我們將會徵求廣播事務管理局對草擬本發表意見，並會在監控衍生權證的推廣及推銷方面繼續與該局緊密合作。

## **建議 5：規定必須採用淺白語言及加入概要**

54. 該報告建議規定發行人必須在其上市文件內採用淺白語言，及擬備一至兩頁的概要文件，當中載列其產品的主要特點、回報及風險。該報告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。此建議的目的是協助投資者了解他們有意購買的衍生權證的特點及風險。

## 收到的意見

55. 再一次，大部分回應者均支持採用淺白語言的建議。他們大多亦贊成規定加入概要及就常用定義及標準條款達成共識。少數回應者對於規定加入概要的做法有保留，並質疑把相關資料濃縮為兩頁的可行性，以及編製該份概要是否有用。一名回應者亦指出，採用淺白語言或已足以達到想要的效果，而無須另行加入概要。

## 本會的看法

56. 我們留意到此建議獲得強烈支持，並注意到有若干回應者對於概要文件的作用有所保留。我們相信經過一段合理時間後，市場應能適應就衍生權證採用

淺白語言的規定。至於本建議的其他方面，我們仍然認為這些舉措會對投資者有用，並建議與利益相關者緊密合作，就各項細節達成定案。

## 未來路向

57. 我們建議規定所有關於衍生權證及在 2006 年 9 月 30 日後向交易所呈交的上市文件都必須採用淺白語言。該日期應可給予發行人及其法律顧問充足時間，把其現有的備考上市文件轉換成淺白語言。交易所亦已表示支持建議的時間表。
58. 與此同時，我們將會討論概要文件的內容及格式，以及標準產品的常用定義及標準條款，並提出最後定案，在此過程中將會諮詢利益相關者的意見。

## **建議 6：加強投資者教育及改善資料發布**

59. 該報告建議加強證監會本身的投資者教育措施，並與交易所合作，研究如何進一步改善向投資者發布資料的方式，從而加強投資者教育。提出此建議是有鑑於散戶投資者對衍生權證存有頗多誤解和錯誤觀念。

## 收到的意見

60. 此建議獲得壓倒性支持，無人表示反對。
61. 我們亦知道交易所正著手於網上建立衍生權證資源中心，旨在為投資者提供容易取覽的相關資訊，以達到教育及參考目的。計劃中的主要改良包括：
  - (1) 改善有關衍生權證的技術及其他資訊(包括有關再次發行及基本條款的資訊)的披露和發布；
  - (2) 規定發行人以 Excel 類格式代替純文字格式呈交每日買賣摘要報告，以供登載於香港交易所的網站，方便進行分析；
  - (3) 強化網站與使用者的連接面，方便瀏覽網頁及比較條款相近的衍生權證；
  - (4) 容許使用者下載有關衍生權證的過往數據；
  - (5) 在可行的情況下盡量同時以中英文提供衍生權證的相關資訊；
  - (6) 增設通往其他載有投資者教育資料網站的連結；
  - (7) 加入衍生權證資訊(包括即時技術數據)供應商的資料；及
  - (8) 支援開啓發行人上市文件的連結。

## 本會的看法

62. 我們對於公眾強烈支持此建議表示歡迎，亦歡迎交易所建立衍生權證資源中心的舉措。我們將與交易所合作，教育投資者如何運用衍生權證資源中心提供的資訊，並從中得益。我們亦會繼續與交易所合力研究如何進一步改善向投資者發布資訊的方式。
63. 我們將會繼續及進一步推動該報告內載述的各項投資者教育措施。下一章載述自該報告發表以來，在此方面已進行的工作詳情。

## **其他意見及建議**

64. 除了回應該報告內提出的具體建議外，亦有回應者提出證監會應研究的其他範疇。下文討論當中若干範疇。

## **具體的時間表**

65. 一名回應者促請證監會就落實任何上述建議訂立具體的時間表，以減少市場上的不確定性。

## 本會的看法

66. 我們理解對於確定性的關注，因此已盡量列出在現況下可能提出的具體時間表。(見上文第7段。)

## **沒有處理本質上的缺陷**

67. 幾名回應者表示，該報告沒有處理本港衍生權證市場在本質上的缺陷。他們提出的主要問題是在現行制度下，並沒有衡量衍生權證的相對引伸波幅或公平值、或監控發行人的買盤／賣盤報價是否公平的準繩或客觀標準，以致發行人只須透過調整引伸波幅便可任意釐定報價。此外，現行制度亦容許發行人同時買賣本身的衍生權證及控制該等權證的價格和供應量。

## 本會的看法

68. 我們相信該等建議已在重大程度上處理上述問題。具體而言，收緊最低服務水平的建議，將可提升流通量提供者的服務承諾，並控制流通量提供者的服務。改善披露與流通量提供者服務有關的資訊的建議，將有助突顯及使市場注意到不同發行人就相關資產一樣的衍生權證提供流通量時的服務質素。此



舉將成爲提供更優質的流通量服務及更公平價格的誘因。此外，投資者掌握的資訊越多，便越有能力評估哪一隻衍生權證最切合他們的需要。利便相同權證的發行的建議，將可促進競爭及防止受歡迎的權證出現價格異常。倘若某發行人不能夠或不擬進行增發，其他發行人便可以加入提供相近的權證，從而防止受歡迎的權證升至不合理的價格水平。

## 合適程度測試及風險披露聲明

69. 有回應者建議，經紀行應爲有意買賣衍生權證的客戶進行合適程度測試，並要求客戶簽署風險披露聲明。

### 本會的看法

70. 證監會的《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》已向持牌人或註冊人施加多項“認識你的客戶”責任。就衍生產品方面，《操守準則》第 5.3 段下的附加責任規定：

*“持牌人或註冊人就衍生產品(包括期貨合約或期權)或槓桿式交易向客戶提供服務時，應確保其客戶已明白該產品的性質和風險，並有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。”* (加入底線，以作強調)

71. 本會曾於 2005 年 11 月發出一份通函，提醒所有持牌法團必須遵從這項規定。鑑於已設有該規定，我們並不認爲有需要額外規定經紀行爲有意買賣衍生權證的客戶進行合適程度測試，或要求客戶簽署風險披露聲明。

## 投資者態度

72. 一名回應者質詢我們有否覺得買賣衍生權證形同賭博，並考慮到投資者損失的金錢數額。該名回應者亦質疑這些損失會否觸發其他社會問題。

### 本會的看法

73. 我們仍然十分關注有些投資者沒有完全了解衍生權證的性質及相關風險便進行買賣。因此，我們的投資者教育信息將繼續強調正確投資態度的重要性，並提醒投資者該等產品並不適合所有人。

## 其他

74. 尚有幾項其他問題及建議被提出，包括建議修訂《上市規則》第 15A.29 條，以肯定職能分隔安排在處理有關利益衝突及妥善控制股價敏感資料的關注的作用；以及建議修訂於到期日計算結算價的機制。

## 本會的看法

75. 上述問題不屬於現行建議的範圍，我們將另行與交易所考慮該等問題。

## 第 III 章：投資者教育及衍生權證投資者調查

### 該報告發表後推出的投資者教育活動

76. 自該報告發表後，我們已推出多項投資者教育活動，包括：

- (1) 我們已加強有關衍生權證的投資者教育，將焦點放在風險教育上、澄清有關衍生權證的錯誤觀念及提醒投資者不要只依賴衍生權證宣傳資料及有關衍生權證的推介建議。
- (2) 我們已推出以"投資要三思 問清楚好啲"為主題的全新電視及電台廣告。該則電視廣告已開始於本地六家電視台的 28 個頻道播出，而電台廣告則在本地電台播出。我們亦已在一份廣泛流通的免費報章上刊登一則全版廣告，闡釋上述宣傳廣告內的教育信息。這則報章廣告載有投資者應就權證提出的主要問題及一項公開問答遊戲。我們亦已在本會的投資者教育網站 [www.InvestEd.hk](http://www.InvestEd.hk) 列出有關權證的重點須知，以便公眾取覽。
- (3) 我們舉辦了一項公開的投資者故事比賽。該項比賽共有 100 名參賽者，當中 26 人分享了投資權證的個人經驗及從中汲取的教訓。該項比賽的十大得獎故事(當中三則與權證有關)已改編成電台廣播劇，並於 2006 年 3 月至 5 月期間播出，並且會輔以相關的報章專題文章。
- (4) 我們已推出電腦視像動畫短片，闡述衍生權證的定價機制，以配合"學·投資"網站上現有的文字教育信息。我們將會推出更多電腦視像短片，論述投資衍生權證時應考慮的因素、流通量提供者的角色及特種衍生權證。

77. 展望未來，我們亦會以淺白語言解釋規則修訂及新推廣指引所帶來的影響，讓散戶投資者更透徹地了解市場如何運作及他們需採取哪些步驟來保障自身權益。

### 衍生權證投資者調查

78. 自發出該報告後，我們委託了香港浸會大學公司管治與金融政策研究中心對買賣權證的散戶投資者進行調查。該調查旨在了解散戶投資者買賣衍生權證的目的、他們對權證的認識程度及買賣衍生權證的盈虧情況。

79. 衍生權證投資者調查的詳情及所得結果已於 2006 年 3 月 10 日發表。以下重點列出該調查的若干較重要的發現。

- (1) *投資者背景*：共有 250 名權證投資者在衍生權證投資者調查中接受訪問，當中男性佔 61.2%，79.1%的年齡介乎 30 至 59 歲；35.2%持有學位或以上的學歷，而 30.8%則是高中畢業生。
- (2) *買賣目的*：76.0%的權證投資者表示對衍生權證有些認識，並希望從中賺取短期利潤；10.8%表示對衍生權證一無所知，買賣衍生權證時純粹靠運氣；及 8.4%因風險管理(例如對沖)或長線投資目的而買賣衍生權證。
- (3) *甚麼促使他們買賣權證*：36.8%的衍生權證投資者表示純粹因為個人的主意而開始買賣衍生權證；31.6%指他們被曾買賣衍生權證的朋友或家人所影響；20%則受到市場分析員在報章、電視或電台節目上發表的意見所驅使而買賣衍生權證；及少於 10%是基於經紀的意見或發行商的廣告、文章或它們贊助的電視或電台節目而買賣衍生權證。
- (4) *風險意識*：66%及 26.4%認為衍生權證的風險分別屬“很高”及“高”；4.8%認為衍生權證的風險程度屬“中等”；只有 2.4%視衍生權證為低風險的投資產品；0.4%表示不知道。
- (5) *了解衍生權證的程度*：47.6%的衍生權證投資者理解衍生權證的引伸波幅愈高，顯示該權證愈昂貴；76%的衍生權證投資者明白相關資產的價格並非影響衍生權證價格的唯一因素。在該批佔 76%的投資者中，64.2%能舉出最少另外一項影響衍生權證價格的因素；受訪者列舉的三大普遍因素是“到期時限”、“相關資產的價格波幅”及“權證的供求情況”。
- (6) *買賣經驗*：73.2%的衍生權證投資者買賣衍生權證已超過 12 個月；14%有 6 至 12 個月的買賣經驗；而 12.8%則買賣衍生權證為期少於 6 個月。
- (7) *在投資組合中所佔比重*：51.6%的衍生權證投資者表示，在過去 12 個月，衍生權證在其投資組合中所佔比重少於 10%；19.2%稱衍生權證佔其投資組合的比重為 10%至 29%；8.4%指比重介乎 30%至 49%之間；而 16.8%則指投資組合中有超過 50%屬衍生權證。

- (8) *選擇衍生權證的理由*：52.0%表示因為衍生權證波幅較大；23.6%因為流通量較佳；接近 10% 基於衍生權證的買賣差價窄 (9.6%) 及槓桿效應(9.2%)；5.6%則表示因為經紀行收取較低佣金、提供佣金回扣或其他優惠。
- (9) *按照甚麼基礎來挑選某隻衍生權證*：76.8%的衍生權證投資者表示會自行作出分析；19.6%受市場分析員在報章、電視或電台節目內作出的推介所影響；14.8%會考慮朋友或家人的建議；8.4% 則會參考發行商在宣傳廣告、專題文章或它們贊助的電視或電台節目內作出的推介；8.0%會考慮經紀的建議。此外，83.6%的衍生權證投資者在決定買賣某隻衍生權證前，通常會先行將類似的衍生權證加以比較。
- (10) *分析重點*：在那些以自行作出分析來挑選衍生權證的投資者中，71.9%會參考衍生權證的條款；42.7% 會評估該等衍生權證是否值得投資或價格是否合理；26.6%則會考慮到誰是發行商。
- (11) *盈虧表現*：30.8% 的衍生權證投資者表示在過去 12 個月的衍生權證買賣中錄得淨利潤，47.2%則錄得淨虧損，而 12%的買賣最終沒有賺蝕，10%表示不知道。
- (12) *有關投資失利的投資者的詳情*：在買賣衍生權證錄得虧蝕的投資者中，47.5% 表示會繼續買賣衍生權證，44.1%表示不會，8.5%則說暫未肯定。那些錄得虧損但仍會繼續買賣的權證投資者所列舉的主要原因有：理解投資風險並願意承擔風險(53.6%)；已對權證認識更多，並且希望日後的買賣會有更好表現(41.1%)；希望日後的買賣會彌補先前的損失(37.5%)；沉迷於衍生權證買賣(10.7%)；或聽取經紀的意見(1.8%)。
80. 衍生權證投資者調查幫助我們更深入了解散戶投資者對衍生權證的知識水平和買賣習慣，尤其是一
- (1) *投資態度*：看來部分投資者(雖為數不多)即使對衍生權證的性質或相關風險認識不多，但仍買賣衍生權證。因此，我們必須繼續強調抱持正確投資態度的重要性及投資於其不了解的投資產品的相關風險。
- (2) *市場分析員*：看來不少投資者是受到在傳媒上發表的評論所驅使而買賣權證的。我們相信，有必要提醒投資者該等意見是有局限的，尤其是，市場分析員未必能夠列舉其建議背後的所有假設，而其意見亦沒

有考慮到投資者的個人情況。因此，我們必須強調將市場分析員的看法過濾和投資者在作出投資決定前自行進行研究的重要性。

- (3) *知識水平*：衍生權證投資者調查的發現意味著投資者對衍生權證的定價機制及引伸波幅的概念確有些認識。然而，我們將會繼續教育投資者如何查閱和詮釋衍生權證的條款及其他有關資料。
81. 我們將會繼續探索創新的方法，從而向投資大眾傳達有關衍生權證的教育信息。我們將會繼續透過大眾媒體(如報章、雜誌、電視及電台節目)、為投資者舉辦的外展活動、為教師及學生提供的預防性教育活動及證監會"學·投資"網站及投資者熱線，推行有關衍生權證的教育工作。

## 結語

82. 證監會謹向所有就各項建議提交意見的回應者致謝。

## 附件 I – 回應者詳情

### 姓名／名稱

1. 百裕證券有限公司
2. 法國巴黎銀行香港分行
3. 德意志證券亞洲有限公司
4. 香港銀行公會
5. 香港交易及結算所有限公司
6. 香港證券及期貨業職工會
7. 香港證券經紀業協會有限公司
8. 一通衍生有限公司
9. Kimmy Yu
10. – 13. 年利達律師事務所，代表貝爾斯登亞洲有限公司、Citigroup Global Markets Asia Ltd、Credit Suisse (Hong Kong) Ltd 及 JP Morgan Securities (Asia Pacific) Ltd
14. 麥格理證券(亞洲)有限公司
15. 林文傑律師事務所，代表聯交所一位市場參與者
16. 齊伯禮律師行，代表興盛香港證券有限公司
17. 法國興業證券(香港)有限公司
18. Wai Ming Chan
19. Warrant88.com (提交了兩份意見書 – 中英文各一份)
20. 溢利證券有限公司
21. 散戶特別週
22. 本港認股證投資者 Diplomat
23. – 29. 七位不願透露姓名／名稱的回應者，其中一位要求不公開其意見書

### 以性質分類

| <u>回應者的性質</u>    | <u>數目</u> |
|------------------|-----------|
| 發行人及準發行人         | 14        |
| 外間流通量提供者         | 4         |
| 經紀 (不包括外間流通量提供者) | 1         |
| 投資者及投資者團體        | 6         |
| 業內團體             | 3         |
| 香港交易及結算所有限公司     | 1         |
| <b>總數</b>        | <b>29</b> |

# 上市結構性產品推廣材料的指引

## 一般原則

涉及上市結構性產品<sup>1</sup>的推廣材料不應屬虛假、偏頗、具誤導性或欺騙性，並且應載有適當的風險警告。

## 推廣材料的定義

“推廣材料” (Marketing materials) 指意圖或效果是推銷結構性產品的所有向在香港的公眾發出以便散發涉及結構性產品的信息的廣告、推廣、宣傳及披露材料。

1. 推廣材料<sup>2</sup>包括但不限於冊子、信件、通訊、通函、通知、通告、傳單、單張、海報、直銷郵件或報章、雜誌、電視、電台、印刷媒體、電子媒體(包括互聯網、自動櫃員機服務、電話熱線及任何形式的無線錄影或聲音傳送)上的特別宣傳內容，及在研討會或講座上的口頭講解。
2. 推廣材料包括致公眾的各種形式的通訊，不論是口頭作出的，或是以機械、電子、磁力、光學、人手或其他方式製作的，亦不論目標是否或只限於某群特定觀眾、聽眾或客戶。
3. 推廣材料不包括那些只推廣某家結構性產品發行人的專業知識或其提供的服務而沒有提述任何特定個別或組別的結構性產品的材料。

---

<sup>1</sup> 對“結構性產品”的提述指上市結構性產品。

<sup>2</sup> 凡推廣材料屬於《證券及期貨條例》103(1)條所指的定義範圍內，該等推廣材料必須先獲證券及期貨事務監察委員會認可，但獲豁免的情況除外。



## 推廣材料的識別

推廣材料應被如此識別，並且應清楚地識別出對該等材料負有責任的實體。

4. 推廣材料不應有任何偽裝。例如：凡推廣材料載於報章上，該等材料不應令人覺得屬編者的評論。
5. 凡結構性產品的發行人贊助涉及結構性產品的聲音或視聽項目、研討會或講座，或書面刊物，該發行人的參與的性質及有關材料的性質必須予以披露。
6. 當：
  - (a) 發行人的任何僱員；或
  - (b) 與發行人有可令人合理地懷疑該人能否就結構性產品給予客觀及獨立意見的商業或業務關係的人士，在任何聲音或視聽項目、研討會或講座上亮相，或製作書面材料談論或推銷結構性產品時，該發行人有責任確保該人在該項目、研討會或講座上或書面材料內作出適當披露。該項披露應包括：
  - (i) 該人的角色的性質，例如：該人是否以該發行人的代表或以其個人的身分亮相或撰稿；
  - (ii) 該人與該發行人之間的關係的性質；及
  - (iii) 可能會引致該人意見有所偏頗的任何其他事實。
7. 凡該發行人與上文第 6(b) 段所提述的人有任何商業或業務關係，該發行人應以書面通知證監會該關係的性質。

## 內容

推廣材料應該準確及不具誤導性。

8. 就某項結構性產品所作出的任何買賣建議都應該建基於對事實的分析。凡有關建議或提議採用的交易策略是建基於對相關證券的未來市場變動的某種預測或特定的看法，便應該在該推廣材料的內文適當地強調並清晰地列明該種預測或看法。
9. 就某項結構性產品所作的任何意見陳述均須合理。

10. 任何業績表現數字的比較應該是公平、準確和相關的，並且應按相同基準進行比較。若與其他結構性產品進行比較，應同時討論所有相關因素。

## 風險

推廣材料應載有適當的闡述，解釋結構性產品投資所涉及的風險及該推廣材料內提述的結構性產品所涉及的具體風險。

11. 上述風險闡述所需的詳細程度將會取決於：
  - (a) 有關風險的複雜性及性質；及
  - (b) 該等推廣材料的性質及形式。
12. 作為最起碼的要求，所有推廣材料都應該告知投資者：
  - (a) 有關結構性產品的所有詳情載列於該項結構性產品的上市文件內；
  - (b) 應自行評估風險和尋求專業意見(如有需要)；
  - (c) 結構性產品的價格可能會波動；
  - (d) 他們可能會損失全部或部分投資額(如適用)；
  - (e) 有時可能會沒有任何對手方，或有關發行人可能是在交易所內唯一提供報價的人士；
  - (f) 特別涉及該推廣材料內提述的結構性產品的重大風險；及
  - (g) 凡提述過往表現，過往表現並非未來表現的指標。

## 鋪陳方式

推廣材料應該就所提述的結構性產品提供持平的意見。

13. 推廣材料不應直接或間接地暗示投資結構性產品是安全或沒有風險的。
14. 推廣材料應該就投資有關結構性產品的潛在盈虧及所涉風險提供持平的意見。
15. 推廣材料不應載有不準確或與有關結構性產品的上市文件內容不符的文字、美術稿或圖案設計。

## 易讀性及顯眼程度

本指引規定須載入推廣材料的信息應適當地顯眼及易於閱讀或易於聽見。

16. 上文以“風險”為題的部分所規定的信息應該以下述方式鋪陳：

- (a) 文字的字型大小應該與推廣材料內主要字型大小的比例相稱，並不得以旨在減低其影響的方式鋪陳。有關文字必須能夠合理地易於閱讀；
- (b) 就聲音廣播(例如電台廣播)而言，該等信息應以旁白方式傳達，而該旁白須與該廣播的其餘內容有足夠的區別，以達致突出的效果；及
- (c) 就電視及其他以屏幕為基礎的媒體而言，該等信息應以下述任何一種方式鋪陳：
  - (i) 口頭方式，並須遵從上文 (b) 段的規定；或
  - (ii) 書面形式，而字型大小、鋪陳方式或時間的長度必須能夠令人合理地易於閱讀全文。有關文字不得以旨在減低其影響的方式鋪陳。