

立法會 *Legislative Council*

立法會CB(1)615/05-06(04)號文件

檔號：CB1/PL/FA

財經事務委員會
2006年1月5日會議

衍生權證市場檢討
背景資料簡介

目的

本文件載述證券及期貨事務監察委員會(下稱“證監會”)進行衍生權證市場檢討的背景，並綜述議員就有關事宜提出的關注事項。

背景

2. 衍生權證自1989年在香港推出，並於2002年經過修訂以來，已成為備受各界投資者(特別是散戶投資者)歡迎的產品。在2002年之前，香港聯合交易所(下稱“聯交所”)實施限額制，限定就公司股份發行的衍生權證，須為該公司已發行股本的20%或公眾持有量的30%，以較低者為準。為確保在供求失衡時不會出現價格異常現象，香港交易及結算所有限公司(下稱“港交所”)在廣泛諮詢市場後，於2002年採取多項措施，包括取消限額制、規定發行人為其權證提供流通量，以及放寬規則以利便增發。

3. 在2005年首10個月內，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%。衍生權證市場交易活動的大幅增長引起多方面的關注，包括該市場不斷擴張會對證券市場的穩定性構成威脅，以及有需要檢討監管制度，以處理不良及不適當的市場作業方式。恒生指數在2005年8月18日下跌301.49點，令日益增加的衍生權證市場活動引起更多關注。議員亦在2005年10月13日的財經事務委員會會議上就此課題提出關注，以及透過2005年10月19日立法會會議席上提出的書面質詢表達這方面的關注。

4. 基於上述背景，證監會就衍生權證市場進行全面檢討。證監會完成有關檢討後，在2005年11月25日發表報告以作諮詢，諮詢期至2006年1月31日止。

衍生權證

優點及風險

5. 衍生權證是複雜的金融工具。它們賦予買家權利(而非責任)，讓買家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。

6. 衍生權證在聯交所上市，其買賣方式與股票相同，即可以在到期前隨時在市場上買入及沽出^{附註}。有幾個原因令衍生權證對投資者具吸引力。首先，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，因而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，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，因此潛在收益(或虧損，視乎情況而定)也較大。第三，鑒於權證持有人並無責任在認購權證的行使價高於(或認沽權證的行使價低於)相關資產的價格時行使其權利，潛在虧損設有上限，因此在最壞情況下，權證持有人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。

7. 衍生權證的有效期是有限的。一旦過了行使期，權證便會失去價值。

監管制度

8. 香港的衍生權證的現行監管制度主要在《上市規則》第十五A章內訂明。此外，證監會亦就衍生權證的推銷資料的使用發出指引。監管制度涵蓋以下各項：

- (a) 衍生權證的相關資產的範圍；
- (b) 基本條款及條件：最低發行價不得少於每份0.25港元；有效期最短不少於6個月，最長不多於5年；結算價的計算方法；及交收方式；
- (c) 有關發行人的規定：不得是私人公司；必須擁有超過20億港元的資產淨值；必須取得所需的信貸評級及具備相關經驗；

^{附註} 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。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。

- (d) 有關上市文件內容的規定；
- (e) 其他規定：包括規定發行人必須委任流通量提供者為其衍生權證提供流通量；及
- (f) 規定推銷資料必須準確，不得有誤導成分或偏頗；必須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。

議員就衍生權證買賣提出的關注事項

9. 鑒於近日公眾關注在香港買賣衍生權證所涉及的風險及對此類買賣活動的規管，委員在2005年10月13日的財經事務委員會會議上同意邀請政府當局、證監會及港交所，與事務委員會討論有關課題。委員關注到有需要加強規管認股權證買賣的措施(包括對有關認股權證買賣的媒體節目的規管)，以及防止造市及處理有關媒體評論員在提供投資意見時的潛在利益衝突的措施。

10. 鄭經翰議員於2005年10月19日立法會會議席上提出兩項有關此課題的書面質詢。鄭議員的書面質詢及政府當局的答覆載於**附錄I及II**。

證監會的檢討報告

11. 證監會完成有關上述課題的檢討後，在2005年11月25日發表《完善市場 精明投資 —— 香港的衍生權證市場報告》(下稱“《報告》”)，邀請市場參與者及有興趣的人士在2006年1月31日或之前提交書面意見。同日，港交所發出新聞稿，表示大致支持報告中提出的各項建議的方向，並會與證監會及業界緊密合作，進一步制訂強化市場的具體建議。

12. 《報告》載有證監會提出完善衍生權證市場的“六點方案”，內容如下：

- (a) 收緊對流通量提供者的一般規定，使其運作更具透明度；
- (b) 利便發行人增發受歡迎的權證的份數，以及容許其他發行人發行相同的權證，藉此加強市場競爭；
- (c) 禁止佣金回扣及其他獎勵計劃；
- (d) 發布關於推銷衍生權證的新指引，並就不受證監會規管的評論員與廣播事務管理局合作制訂有關措施；

- (e) 規定發行人在上市文件內採用“淺白語言”，以及刊發兩頁的概要，載列每隻權證的主要產品特點、風險及優點；及
- (f) 推出投資者教育新猷，以增進投資者對衍生權證的認識。

13. 證監會就《報告》發出的新聞稿連“六點方案”的摘要載於**附錄III**。《報告》文本於2006年1月3日送交財經事務委員會委員和資訊科技及廣播事務委員會委員(立法會CB(1)630/05-06(01)號文件)。

近期的發展

14. 證監會將於2006年1月5日的財經事務委員會會議上向事務委員會簡報衍生權證檢討工作的結果。

立法會秘書處
議會事務部1
2006年1月3日

立法會問題第十一條
(書面答覆)

提問者：鄭經翰議員

會議日期：二零零五年十月十九日

作答者：財經事務及庫務局局長

問題：

據報，港股於本年 8 月 18 日曾出現不正常的大幅波動，並一度下跌超過 300 點，令人懷疑有人以虛假價格造市。有小投資者因該次事件在報章刊登公開信，要求政府對備兌認股證（俗稱“窩輪”）作出監管，而證券及期貨事務監察委員會和廉政公署亦介入調查。就此，政府可否告知本會：

- (一) 是否知悉香港聯合交易所(“港交所”)為何在 2001 年放寬發行窩輪的限制，以致發行商可無限量發行窩輪；港交所會否檢討此舉所引致的利弊，以及會否取消“莊家制”；
- (二) 是否知悉港交所如何防止發行商造市，包括大手參與買賣及在窩輪到期前壓低正股價格，令小投資者不能兌換正股；及
- (三) 有否評估容許作為監管機構的港交所收取上市費藉以從中獲利的做法，有否導致出現利益衝突的情況；若有評估，結果為何？

答覆：

主席女士：

就鄭經翰議員的提問，當局已要求證券及期貨事務監察委員會(證監會)及香港交易及結算所有限公司(香港交易所)提供有關資料。我們對該三部分問題的答覆如下。

- (a) 在二零零二年以前，香港聯合交易所(聯交所)採用限額制，規定所發行的衍生權證數量不得超過有關公司已發行股本的百分之二十或其公眾持股量的百分之三十(以較低者為準)。在二零零一年五月，香港交易所就聯交所有關衍生權證的上市及交易規則進行公眾諮詢，得悉國際間其他交易所並沒有採用任何限額制去限制衍生權證的發行數量。香港交易所亦注意到，若實施限額制去限制就某公司的股份所發行的衍生權證數量，在某些情況下會局限了發行人增發權證以應付需求的能力。結果可能會導致衍生權證出現價格異常的情況(即與衍生權證的理論值比較，例如按正股價格、距離到期日的時限、引伸波幅等因素，該衍生權證的價格已升至不合理的高水平)。為協助消除在供求失衡時出現價格異常的情況，香港交易所在二零零二年廣泛諮詢市場後，採納了多項措施，包括撤銷限額制、要求發行人為其權證提供流通量，以及放寬有關規則以利便權證的增發。

由於公眾及市場在最近對香港衍生權證市場的多項事宜表示關注，當局已要求證監會及香港交易所研究該等事宜。證監會目前正進行檢討，預計會於今年十一月底完成。另一方面，香港交易所亦在二零零五年十月十日發表有關衍生權證的發行和交易的公眾諮詢文件。該諮詢文件的副本載於附件。

- (b) 自一九九八年起，所有在聯交所上市的衍生權證均以現金而非相關股份交收。為防止在衍生權證在到期時可能出現市場操縱的情況，《上市規則》規定，權證到期時的現金結算價必須利用到期日前五天的平均收市價來進行計算。這項措施有助盡量減少發行人或任何人藉著影響某隻衍生權證的相關股份的價格而可能作出操縱行為，以及減低市場波幅。此外，只有具備高市值(即公眾持股市值在40億元或以上的股

份)的高流通性股票，才合乎資格作為單一股票衍生權證的相關股票。此舉亦令試圖操縱市場變得困難。

值得注意的是，發行人活躍地或大手進行買賣並不一定涉及市場操縱行為，因為根據規定，發行人必須提供流通量。證監會及香港交易所均設有監察小組，負責監察任何可疑或操縱活動。在適當情況下，香港交易所會將可疑個案轉介證監會跟進。證監會會採取執法行動對付市場失當行為。證監會目前正調查多項有關衍生權證交易的涉嫌市場操縱活動。

- (c) 為處理潛在的利益衝突及確保香港交易所的利益與公眾利益相符，證券及期貨條例下設有充足的法定保障措施，包括 –
 - (i) 規定香港交易所必須以維護公眾利益為原則而行事，尤其須顧及投資大眾的利益，並確保公眾利益凌駕於其他利益之上；
 - (ii) 賦予政府權力，在維護投資大眾的利益或公眾利益的前提下，委任獨立董事進入香港交易所的董事局；
 - (iii) 賦予證監會權力批核香港交易所就受規管活動徵收的各項費用及收費，包括上市費；
 - (iv) 賦予證監會權力在信納存在利益衝突的情況時，向香港交易所發出指令；及
 - (v) 賦予證監會權力審批香港交易所對聯交所的上市及交易規則提出的任何修訂。



新聞稿

香港交易所討論衍生權證並徵求意見

引言

1. 自 1989 年香港推出衍生權證以來，並經 2002 年的修訂和重新推出市場後，這種產品已證實廣受不同類型投資者歡迎，尤其是散戶；但儘管備受市場接納和相關市場增長強勁，衍生權證這種投資工具不時也引起大眾的討論甚至爭議。本文第一部分先討論香港聯合交易所（聯交所；香港交易所的全資附屬公司）上市及交易規則內規管衍生權證的規定；第二部分是最近的討論和爭議概要，以及香港交易所管理層的回應；最後部分則是香港交易所邀請有興趣的人士就衍生權證市場及本文所討論事宜提供意見。

香港交易所推出衍生權證市場以來，一直就此與證券及期貨事務監察委員會（證監會）密切聯繫；最近雙方的討論內容亦涉及本文所提及事宜。香港交易所會繼續協助證監會研究衍生權證市場，本文刊發後如收到任何回應，也將會提供予證監會參考。據香港交易所了解，證監會約於 2005 年 11 月底前發表其對衍生權證市場的意見。

第一部分 — 衍生權證的上市及交易規則

發行商資格

2. 衍生權證的持有人是權證發行商的無抵押債權人，對發行商為對沖發行衍生權證所產生風險而持有的任何證券並無優先索償權。因此，投資者須承受發行商的信貸風險，香港交易所亦為此對發行商資格有嚴格要求，試圖減低有關風險。然而，我們不能擔保發行商不會違約，況且如下文所述，發行商違約只是投資者買賣衍生權證時要面對的各種風險之一。
3. 發行商的資產淨值須達 20 億元或以上；這水平是用來衡量發行商對發行衍生權證業務的承擔。另外，發行商須具備信貸評級（必須達「A」級或以上）或受香港金融管理局（金管局）或證監會的監管。這最低信貸評級要求相等於現時香港特別行政區政府獲授予的主權評級，而要求未能符合最低評級要求的發行商須受金管局或證監會的監管，是希望確保發行商受適當的監管制度規管，從而保障與發行商進行交易人士權益。

.../2

Newsrel/125

香港交易及結算所有限公司

Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

香港中環海濱街一號國際金融中心一期 12 樓 12/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong
電話 Tel: (852) 2522 1122 傳真 Fax: (852) 2295 3106 網址 Website: www.hkex.com.hk 電郵 E-mail: info@hkex.com.hk

4. 訂定發行商的資格要求是擬給予市場高度信心，但這並非保證發行商將能履行發行衍生權證所產生的責任。1989 年以來，香港只會發生一宗發行商違反其作為衍生權證發行商責任的事件。衍生權證是複雜的槓桿產品，風險非常多，投資者必須留意。因此，衍生權證未必適合大部分的散戶，投資者買賣權證前，應確保自己了解權證和相關的風險。

衍生權證的流通量

5. 發行商須為所發行的衍生權證提供流通量。為符合此項規定，發行商須委任一名流通量提供者，其可以是發行商集團成員或擔任發行商代理的獨立人士，但必須是聯交所參與者。透過莊家持續雙邊報價或回應開價盤要求等活動向市場提供流通量。發行商須在上市文件中註明買賣差價間距。流通量須在開市後 5 分鐘內開始提供，所提供的流通量應最少涉及 10 手權證；但若遇上速動市場或若發行商已沒有衍生權證可以出售時，則可豁免。發行商必須透過相關的流通量提供者買賣本身任何一隻衍生權證。每隻衍生權證的流通量提供者的經紀代號以「95」或「96」字為首，其交易活動在交易終端機上已可一目了然。
6. 提供流通量的規定是經過 2001 年進行的廣泛市場諮詢後¹於 2002 年推出的，此一規定旨在使投資者能在衍生權證最後交易日前進行零售數額的交易。這些規定設限不多，旨在藉市場力量及發行商之間的競爭來促使發行商提供超出上述規定的服務水平。其他交易所在處理衍生權證上市後的流通量事宜時，亦同樣地要求發行商必須能夠為其衍生權證提供莊家作價買賣。莊家作價買賣亦是國際間場內期權市場的一般特點。

增發衍生權證

7. 上文提及發行商須確保其衍生權證的流通量維持在若干水平，但有一個例外情況，就是若發行商已全數售出獲准發行份額時，發行商即不用再為該衍生權證提供報價。在發行商所發行衍生權證已售出超過 80%時，發行商可以（但不一定要）透過增發增加該衍生權證的發行數量。

.../3

¹香港交易所 2001 年 5 月刊發的《有關香港聯合交易所證券上市規則衍生權證的諮詢文件》
Newsrel/125

8. 容許增發是因為這有助減少衍生權證已全數售出時所出現的價格異常情況。適時增加衍生權證的供應量，有助確保衍生權證的價格是取決於基本的市場因素（例如行使價相對於相關資產價格、相關資產的預期波幅、到期時限及利率），而非衍生權證的供求情況。下文將繼續討論增發事宜。

合資格股份

9. 股份必須是恒生指數成份股或名列香港交易所約每季公布的名單上，方合資格就其發行衍生權證。只有公眾持股市值在過去約三個月均維持在 40 億元或以上的股份，方可列入名單。新上市股份若其公眾持股市值達 100 億元，則可能獲豁免上述的三個月規定。現時約有 90 隻上市股份符合發行衍生權證的資格。
10. 這些規定是希望將可發行衍生權證的股份限於高流通量的股份，以減低衍生權證對相關證券（正股）價格可能造成的影響。為防衍生權證到期時對正股價格可能產生的影響，權證到期時的現金結算額是以到期前五天的平均收市價計算。在實際運作經驗上，衍生權證到期並沒有帶來甚麼問題，因為在市場流通的衍生權證數目（街貨量）通常在到期之前已經大幅減少。香港交易所並留意到大部分衍生權證均以恒生指數及流通量和市值最高的 10 至 15 隻股份為發行基礎。
11. 聯交所過去曾設限額制，規定發行衍生權證所涉及的股數不得超過有關公司已發行股本的 20% 或其公眾持股量的 30%（以較低者為準）。後於 2001 年檢討《上市規則》時，香港交易所得悉其他交易所並無以限額制度限制衍生權證的發行。在這方面，發行商、香港交易所及市場參與者的權益其實一致。雖然發行商承受風險的能力各有不同，但一般而言，發行商也會限制發行數量又或使用其他對沖機制，以將其發行衍生權證及進行對沖活動對正股價格所構成的影響減至最低。若施行限額制，在若干情況下會限制了發行商增發權證的能力，有可能導致衍生權證價格異常的情況。鑑於上述因素，限額制在經廣泛市場諮詢後於 2002 年撤銷。

透明度

12. 所有衍生權證的推出和即將到期資訊均登載在香港交易所網站。發行商的上市文件，包括每隻衍生權證的條款詳情亦登載在該網站。發行商每日均會刊發每日交易報告，顯示每隻衍生權證的出售及買入總額及相關的平均價格，以及街貨量。如上文所述，流通量提供者的經紀代號與別不同，因此市場可以透過 AMS/3 的顯示而得悉衍生權證流通量提供者進行的交易。如下文所述，每隻衍生權證的詳細技術細節可見於大部分衍生權證發行商的網站、報章及其他財經刊物以及個別的資訊供應商。

交易規則

13. 每隻衍生權證的流通量提供者可以賣空該隻衍生權證，並可就此獲豁免遵守「賣空價規則」，但其他市場參與者則不得賣空衍生權證²。另外聯交所亦有規定，准許由發行商委任以進行對沖活動並獲豁免遵守「賣空價規則」的衍生權證對沖參與者對沖正股。然而，約 20 名衍生權證發行商中僅有 2 名已委任衍生權證對沖參與者。各流通量提供者每為五隻衍生權證提供流通量可獲香港交易所為其提供一部 AMS/3 終端機或標準「節流率」。(節流率指可在指定時間內經開放式網間連接器輸入交易系統主機的標準買賣盤輸入量。)

第二部分 — 有關衍生權證市場的一些關注以及香港交易所管理層的回應

14. 一些市場參與者指衍生權證市場過度影響相關正股的價格，增加市場波幅。

回應

透過衍生權證發行商的對沖交易，衍生權證市場可增加正股交易的流通量，因此所有市場參與者都可以受惠；但必須注意的是，此流通量只是一個自由價格發現市場上眾多相互影響市場價格的因素之一。再說，很多衍生權證其實是透過期權及其他工具(而非相關正股) 進行對沖。

衍生權證具有槓桿效應，交易成本較相關正股為低(例如現金結算的衍生權證毋須繳付印花稅)。正因如此，市場力量或會先見於衍生權證市場或其他衍生產品市場，而非相關正股市場；類似情況亦可見於香港及海外的期貨及期權市場。

整體而言，香港市場波幅一直偏低，而衍生權證活動則一直增長(見附錄 1)。一些學術研究顯示，衍生產品交易的存在並不影響甚或可能會減低市場波幅，而另一些研究則持相反意見。學術界對此等論點未有任何共識。

.../5

² 「賣空價規則」規定不能以低於當時最佳賣盤價在聯交所賣空指定證券，但若指定證券是根據試驗計劃買賣的交易所買賣基金或經證監會批准不受此規例規限的交易所買賣基金，則不在此限。

無論如何，若衍生權證等衍生產品並非在聯交所交易、又或聯交所的環境不利於這些產品的交易，有關交易很可能就會轉到場外市場或海外市場進行。港股的衍生產品交易現時已可見於新加坡、德國及美國等等市場。過去，日本日經指數期貨的交易就曾因為本土市場環境不利、或欠缺競爭力發展衍生產品市場而由日本轉至新加坡，而德國債券期貨也曾同樣情況下由德國轉至倫敦。此外，香港大部分交投活躍的衍生權證均涉及的「藍籌股」也有在其他主要國際市場買賣，因此，各式相關正股的衍生權證對沖活動亦很可能會轉移至其他市場進行。

15. 其他市場參與者表示衍生權證價格及交易活動均可能遭發行商、流通量提供者或其他人士操控。

回應

作為衍生產品，衍生權證的價格可與相關正股的類似衍生產品（如其他衍生權證及場內股票期權）比較。其中一種比較方法稱為「引申波幅」。香港交易所在有關衍生權證的教育活動中，一直鼓勵投資者多了解各種影響衍生權證價格的因素，並將不同產品相互比較，以比較價格及衡量任何一隻產品會否與其他產品的價格表現不一致。在這方面，個別衍生權證發行商的網站亦載有豐富的資料。香港交易所正考慮改善披露及發布有關衍生權證技術資料的方式，並將與衍生權證發行商及證監會討論有關意見。

有時，個別受歡迎又交投活躍的衍生權證的價格可能會比同類的衍生權證或場內股票期權為高。據市場回應，這種情況可能是發行的衍生權證已全部售出、或在增發完成前市場出現求過於供所致。在這些情況下，套戥活動未必可自由運作，例如：權證供應量不變，但衍生權證不合資格進行賣空（發行商的流通量提供者除外）。雖然發行商可以在所發行權證已售出 80%後增發權證（即增加所發行權證的供應量），但一些發行商稱有時未必有足夠時間完成增發去應付有關需求，以致有關權證會較同類產品的價格為高（並出現較高的引申波幅）。然而，到發行商落實增發，增加的權證供應可能因為滿足了市場需求而令衍生權證價格出現調整，部分人士便可能視之為操控市場。發行商認為有關規則應予修改，更快完成增發，以防止出現這些估值過高的情況。在其他的衍生產品市場，如期貨及期權市場，供應不是固定，亦准許開立新的淡倉，因此較少出現價格異常情況。換言之，正常市場力量可確保價格發現自由運作。

最近，有人指發行商刻意製造衍生權證的「清洗交易」，以期製造交易活動的景象，吸引更多投資者買賣衍生權證。一些市場觀察人士指，發行商可能向製造這些交易活動的人士給予優惠（詳見下文）。在這方面，發行商的衍生權證交易只能透過指定流通量提供者進行，而市場可以清楚得知有關的交易。香港交易所的監察小組會監察是否有任何清洗交易及其他可疑活動，如有需要，會將有關個案轉介證監會。有關回佣及其他優惠的詳情，請參閱下文第 18 段。

16. 有人擔心准許衍生權證發行商增發衍生權證會推低衍生權證價格。

回應

這大概是因為上文第二段所述的因素之故。香港交易所相信，發行制度的限制越少（例如：不設發行限額或加快完成增發權證），有關制度的效率越高，產生價格異常情況的機會也較少。

17. 有投訴指衍生權證不一定反映相關正股價的走向。

回應

有此理解，很可能是因為不了解影響衍生權證價格的各種因素。香港交易所的衍生權證教育活動內容便涵蓋了衍生權證的引伸波幅、溢價、槓桿比率、到期時限及「對沖值」（delta）（或對沖比率）等多種因素。發行商網站通常亦有提供這些因素的資料。

市場力量如何影響衍生權證的一些例子包括：

- 即使相關資產價格不變，衍生權證價格亦可能會下跌，原因可能是市場力量帶動的引伸波幅下跌。同樣地，衍生權證越接近到期日，其價格亦可能隨之下跌，因此期權常稱為「遞耗資產」（decaying asset）。
- 衍生權證的「對沖值」決定了衍生權證對相關資產價格變動的敏感度。行使價為極「價外」的衍生權證對相關資產價格的一些變動很可能全無反應；相反，行使價為極「價內」的衍生權證與相關資產的變動很可能是接近「一比一」的比例。

18. 另一項關注是衍生權證發行商向某些買賣其權證的經紀或其他投資者給予優惠或回佣。市場觀察人士表示這些做法並不公平，又或只是刻意製造有關衍生權證交投活躍的景象。

回應

佣金折扣及其他銷售優惠可以是正常競爭的一部分，符合市場規則。不過，一些市場回應認為，某些衍生權證的交易很可能純粹是為獲取銷售優惠而進行。香港交易所管理層質疑，單為獲取衍生權證發行商提供的優惠或佣金回扣而進行衍生權證交易是否恰當，並計劃就此與證監會進一步討論。

19. 有人認為衍生權證的教育工作並不足夠。

回應

香港交易所同意教育是非常重要的，並一直致力教育市場參與者（包括投資大眾），向他們解釋衍生權證的特色和風險等事宜。其中一個主要訊息，就是衍生權證帶有很高風險，未必適合所有投資者，特別是市場知識或財政資源不足以讓其了解風險及承擔虧損的散戶。香港交易所的教育活動亦涵蓋衍生權證的技術層面。

香港交易所與交易所參與者進行有關衍生權證的市場教育活動包括以下各項：

- 在有關證券及其他上市產品交易的一般概覽材料中夾附衍生權證教育資料。
- 透過以下渠道刊載及派發有關衍生權證的資料單張：
 - 香港交易所刊物銷售處
 - 香港交易所舉辦的投資者研討會
 - 香港交易所參與的公眾展覽會
 - 拜訪交易所參與者的辦事處
 - 交易所參與者要求索取單張
 - 到訪香港交易所的人士等
- 香港交易所在「產品」網頁下的「衍生權證」欄載有以下標題內容的衍生權證資料：
 - 認股權證單張
 - 上市文件
 - 每日發行人報回的買賣摘要
 - 發行人在推出日與正式開始交易前之買賣摘要
 - 交易安排及公告（包括新上市、最後交易日及其他）
 - 全日衍生權證的非自動對盤交易
 - 衍生權證連同流通量提供者資料
 - 一籃子權證資料（只有英文版）
 - 衍生權證流通量提供者報價的責任

- 有關衍生權證的報刊文章
香港交易所在報章上刊登產品介紹文章，當中包括有關衍生權證的文章。
- 有關衍生權證的持續專業培訓課程
由 2004 年 7 月至今，香港交易所為交易所參與者員工共舉辦了 10 次有關衍生權證的持續專業培訓課程，課題包括衍生權證的理論和實踐、與其他上市衍生產品的關係、交易策略和市場分析等，並邀請主要發行商擔任主講者。

香港交易所亦定期舉辦投資者教育活動。2005 年至今，香港交易所特別舉辦了三場有關衍生權證的公開研討會，另外並為香港財務策劃師學會舉辦了一場有關衍生權證的研討會。

總結

20. 香港交易所一直竭力為衍生權證及其他結構性產品的發行及交易建造一個與時並進的架構，此架構須具透明度並能切合市場需要，符合國際標準而又顧及散戶對買賣衍生權證的濃厚興趣。香港交易所管理層相信這有助維持香港作為主要國際金融中心的地位。
21. 好些對衍生權證市場的關注似乎都是出於對衍生權證的技術層面不了解。為此，香港交易所會續辦衍生權證教育活動並增加有關的工作，同時鼓勵發行商及交易所參與者的參與，並與證監會協調。此外，市場亦關注到衍生權證市場的一些問題，並建議香港交易所作出改變以改善市場，對此香港交易所已在文內表示將會考慮好些可行的修訂，並將與市場參與者和證監會進一步商討。最後，市場關注衍生權證市場存在不當行為，在這方面，香港交易所將繼續與證監會合作進行其監察計劃，以查察及懲處任何不當行為。
22. 衍生權證是槓桿工具，投資這類產品涉及許多風險，有時投資者甚至會將投資的資金全部虧蝕。在投資衍生權證之前，投資者應先確保自己全面了解所有涉及的風險。
23. 香港交易所誠邀所有關注本文及衍生權證市場的人士提出意見。所有收回來的意見均會提供予證監會參考。

有關意見請寄回以下地址：

香港
中環
港景街 1 號
國際金融中心一期 11 樓
香港交易及結算所有限公司

有關：認識衍生權證／徵求意見

有關意見亦可以透過傳真(852)2868-5223 或電子郵件feedback@hkex.com.hk交回。

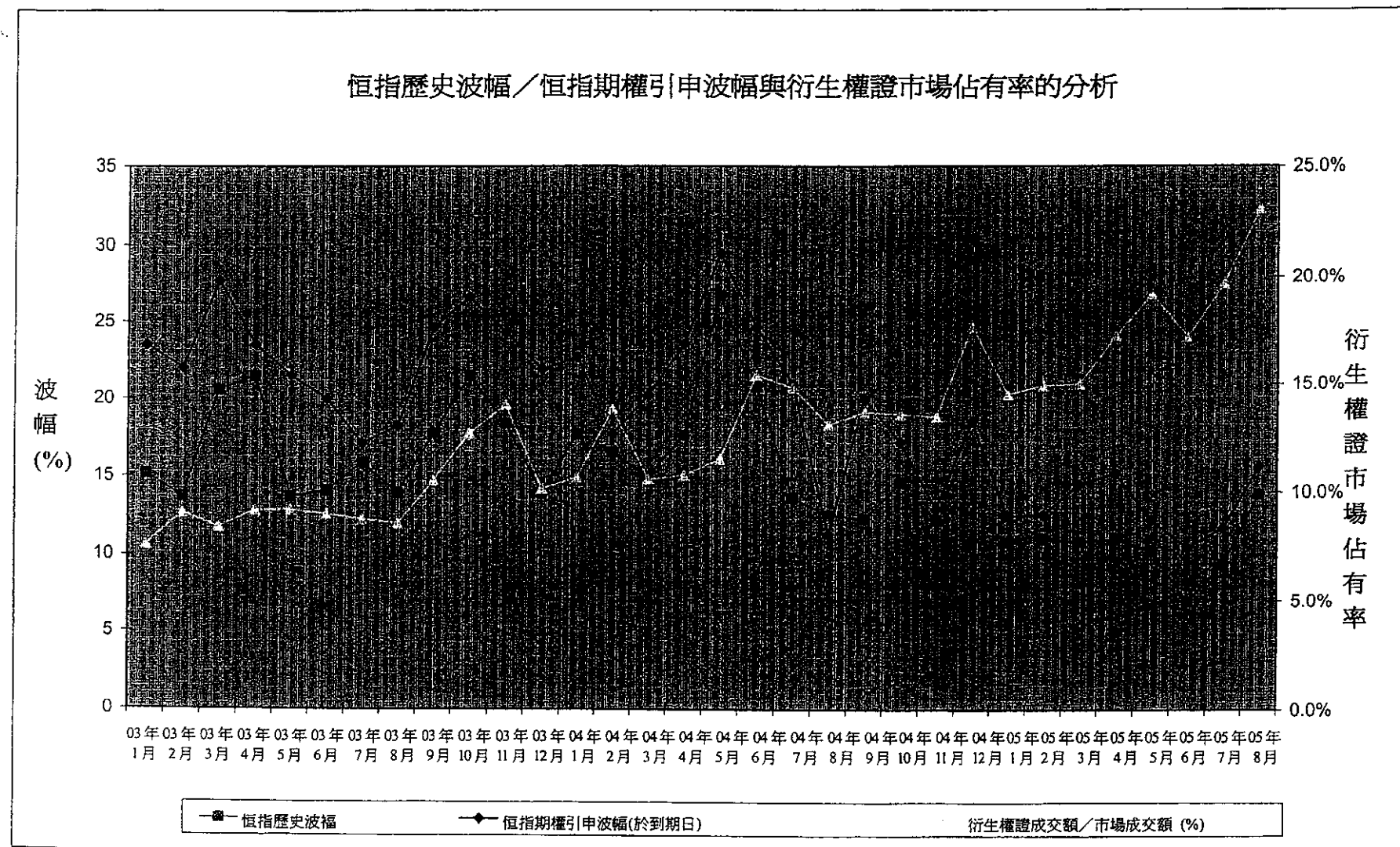
對本文提供意見的人士的姓名、及其提交的全部意見或部分內容香港交易所可能會向公眾人士公開。

附錄

附錄 1 – 波幅圖

2005 年 10 月 10 日

附錄 1 – 恒生指數價格波幅



立法會問題第 19 條

(書面答覆)

提問者：鄭經翰議員

會議日期：二零零五年十月十九日

作答者：工商及科技局局長

問題：

據報，有本港媒體財經節目主持人在節目中推介個別備兌認股證（俗稱“窩輪”）時，或有偏袒個別發行商及誤導小投資者。此外，由於本港窩輪市場採用“莊家制”，容易出現造市的情況。就此，政府可否告知本會：

- (一) 如何防止媒體財經節目主持人在節目中偏袒個別窩輪發行商及誤導小投資者；
- (二) 是否知悉廣播事務管理局（“廣管局”）有否調查媒體財經節目主持人有否協助發行商造市；及
- (三) 是否知悉廣管局、廉政公署及證券及期貨事務監察委員會有否就媒體財經節目內容發出指引，以及有否為有關的節目主持人設立利益申報制度？

答覆：

主席女士：

- (一) 持牌的電視及聲音廣播機構（持牌機構），須遵守廣播事務管理局（廣管局）發出的業務守則。香港電台亦自願遵守該些守則。

在防止公眾被誤導方面，《電視通用業務守則 - 節目標準》（第 9 章第 3 段）及《電台業務守則 - 節目標準》（第 22 段）均要求持牌機構須確保真實題材節目（包括財經節目）恰當地持平，及盡一切合理努力，確保節目內的真實資料準確無誤。有關節目不應隱瞞事實而有所偏倚，或輕重倒置而誤導觀眾及聽眾。

在防止利益衝突方面，《電視通用業務守則 - 節目標準》（第 9 章第 8 段）及《電台業務守則 - 節目標準

準》(第 27 段)均有條文規定持牌機構要自行制訂和設立機制，讓真實題材節目主持人，向持牌機構披露是否有任何可能會導致其節目出現公正或持平問題的商業協議及安排存在。持牌機構並須運用其編輯判斷力，決定有關的節目主持人應否避免參與討論可能有利益衝突的事宜；或節目材料播出時，應否向聽眾披露有相關的商業協議存在。

持牌機構亦必須處理所有公眾人士就其節目可能存在的利益衝突所提出的任何投訴，並須把調查結果通知投訴人及廣管局，及把結果免費供公眾查閱，例如在其網站內發布該等資料。目的是加強節目的透明度，讓公眾人士參與監察節目主持人有否涉及利益衝突。

廣管局不但要求持牌機構遵守守則的字面條文，還須遵守其中的精神，並應把守則與現行相關法例和牌照條款一併理解，包括規管證券期貨市場的《證券及期貨條例》。

另一方面，證券及期貨事務監察委員會(證監會)規定所有獲證監會發出牌照進行受規管活動的持牌商號及個人，在編撰及發表有關證券(包括股票及衍生工具)的投資研究，或以其他方式在大眾媒體(不論是文字媒體還是廣播媒體)發布其全部或部分投資研究時，必須遵從以下載於證監會發出的《操守準則》的規定：

- (i) 如上述人士在大眾媒體中以個人身分(包括親身出現)就某上市法團的證券提供分析或評論，便應於提供該等分析或評論時披露以下資料：
 - (I) 其姓名；
 - (II) 其持牌狀況；及
 - (III) 如其及／或其有聯繫者於該上市法團擁有財務權益，則披露擁有該等權益的事實。
- (ii) 當上述人士被觀眾／聽眾要求或在其他情況下被記者要求就特定證券作出分析或評論時，他可以作出有關分析或評論，但必須披露上文所述的資料。

(二) 遇到有關情況，廣管局會將個案轉交有關機構跟進。證監會亦會向涉嫌參與市場失當行為的人士(不論是否節目主持人)展開調查。

(三) 有關指引載於上述答案(一)部份。廉政公署沒有發出相關指引。

證監會提出完善衍生權證市場的六點方案

證監會今天發表《香港的衍生權證市場報告》，披露本會有關完善衍生權證市場的六點方案。

該六點方案針對證監會對市場操守及投資者所獲資訊的素質的關注，並包含提高市場的效率、公平性及競爭力的若干建議。

證監會主席韋奕禮先生(Mr Martin Wheatley)在發表該報告時表示：“這份報告對衍生權證市場作出全面檢討，並重點指出多個我們相信需要改革的範疇。我們的目標是促進權證市場的完善發展，藉以協助投資者掌握充分資訊以作出精明的投資決定。”

他又表示：“我們歡迎公眾對這六點方案內的建議提出意見。”

以下各範疇是該報告的焦點所在：

- 檢討市場特色及作業方式；
- 評估衍生權證活動對股票市場穩定性的影響；
- 識別需要加強監管的範疇；及
- 評估投資者教育的需要

報告指出，香港的衍生權證市場是全球最活躍的，成交額很高。然而，報告在研究過市場的整體規模及其他事宜後，總結認為衍生權證市場的運作現時並未對整體市場構成不良的系統性影響。證監會相信衍生權證市場提供有用的投資及對沖功能，因此應容許繼續蓬勃發展，使投資者享有更多的產品選擇。

然而，報告亦注意到多項令人關注的作業方式，並建議在六個主要範疇內作出監管回應。現將該六點方案概述如下。

1. 流通量提供者

第一個範疇與流通量提供者的責任及作業方式有關。流通量提供者代表發行人在市場上隨時為投資者提供買賣權證的機會。

報告指出，流通量提供者的服務水平及報價可能與上市文件內所述的大相逕庭。報告建議收緊對流通量提供者的一般規定，使其運作更具透明度。

報告亦對發行人委任外間流通量提供者的做法表示關注。

韋奕禮先生指出：“我們相信，如果流通量提供者與發行人屬於同一集團，他們受發行人妥善監察的機會將較大。因此，我們建議規定發行人必須在集團內部委任流通量提供者。”

2. 增發及相同權證的發行

報告內提出的另一項關注情況是衍生權證經常受需求影響。報告建議修訂《上市規則》部分條文，使發行人能夠更容易地增發受歡迎的權證的份數，及容許其他發行人發行“相同”權證，從而促進競爭。

韋奕禮先生表示：“我們知悉有些評論員建議全面禁止增發。然而，我們相信市場上若干價格扭曲現象是由於供應量有限而引致的。因此，我們有關容許更快捷地增發及發行新權證的建議將可減少價格扭曲及鼓勵市場競爭，從而使投資者得益。”

3. 佣金回扣

報告認為佣金回扣及其他獎勵計劃的存在對市場及散戶投資者均沒有好處，並且容易遭濫用。

有些買賣明顯是純粹為了獲得佣金回扣而進行的。報告指出，散戶投資者可能會對某隻權證的交投量產生錯誤印象，因為有

關的成交額其實主要來自爲了產生佣金而進行的交易。

證監會建議全面禁止該等計劃。韋奕禮先生表示：“經仔細研究後，我們發現這些獎勵計劃非但沒有帶來正常而合理的交易活動從而令散戶投資者受惠，反而讓一小撮人士從中得到重大益處。”

4. 推銷指引

報告就投資者獲得的資訊，以及大部分散戶投資者的認知水平提出若干建議。

證監會促請投資者在尋找有關衍生權證的資訊時要小心謹慎。韋奕禮先生指出：“我們對於投資者有時會受電視、電台評論員或報章上提供的最新“貼士”影響而行事表示關注。雖然這些評論可能提供有用的資訊，但我們想確保任何人士如因作出該等評論而獲得任何金錢利益或好處的話，都會得到披露。”

☆ { 證監會將發布關於推銷衍生權證的新指引，並將會就不受證監會規管的評論員與廣播事務管理局合作制訂有關措施。

5. 淺白語言

有關資訊的另一項關注是投資者在了解上市文件方面會否遇到任何困難。報告指出該等文件篇幅很長，而且採用很多技術性詞彙。證監會建議規定發行人在文件內採用“淺白語言”，及刊發兩頁的概要，載列每隻權證的主要產品特點、風險及優點。證監會將與業界合作，就常用定義及標準條款達成共識。

6. 投資者教育

報告亦宣布證監會的投資者教育新猷，旨在增進投資者的理解。該等活動包括舉辦投資者比賽、革新網站及推出宣傳公眾

權益的電視廣告。證監會知悉聯交所將會改善其向投資者(尤其是透過其網站)提供的資訊。

韋奕禮先生表示：“我們謹此提醒散戶投資者，衍生權證並不適合所有人。這些產品涉及重大風險，你必須清楚自己所投資的是甚麼。正如本會近期發表的《慧博士專欄》的題目一樣：有疑問，應三思。”

報告亦指出證監會已展開了若干宗關於衍生權證活動的調查，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。這些調查仍在進行中。

證監會歡迎公眾在2006年1月底前就上述建議發表意見。之後及在考慮過任何意見後，便會就需要對《上市規則》作出的任何修訂展開正式諮詢。

《完善市場 精明投資 — 香港的衍生權證市場報告》可在證監會辦事處索取，及可於證監會網站上閱覽。

完