

立法會

Legislative Council

立法會CB(1)2234/10-11號文件

檔號：CB1/PL/FA

財經事務委員會

2011年5月23日舉行的會議

有關規管衍生權證市場的背景資料簡介

目的

本文件提供有關香港衍生權證市場規管的背景資料，並綜述委員在財經事務委員會(下稱"事務委員會")會議上討論此項議題時所提出的主要關注事項及意見。

背景

衍生權證

2. 衍生權證是一種結構性產品。這種權證賦予買家權利(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。此類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。¹

3. 衍生權證於1989年首次在香港上市。現時，此類權證在香港聯合交易所(下稱"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。衍生權證對投資者具吸引力，主要是由於衍生權證容許投資者以槓桿形式買賣相關資產，提供較投資於相關資產便宜得多的另類選擇。此外，

¹ 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。同時，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。

由於衍生權證只賦予買家買入或沽出相關資產的權利而非責任，買家無須在到期日額外支付其他款項，因此其損失最多只是為購買衍生權證而支付的金額。

規管架構

4. 聯交所是前線監管機構，負責審閱和批核上市結構性產品(例如衍生權證及牛熊證)的上市文件。在現行的規管架構下，上市結構性產品的發行人一般會透過獲證券及期貨事務監察委員會(下稱"證監會")發牌的相關中介人發出推廣材料，而無須事先尋求證監會認可。然而，這些獲證監會發牌的人士必須遵從證監會在2006年9月刊發的《上市結構性產品推廣材料的指引》。

5. 結構性產品的上市規定(包括發行人的資格準則)載於《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》(下稱"《上市規則》")第15A章。《上市規則》由聯交所在證監會的監督下施行。《上市規則》第15A章涵蓋以下各項：

- (a) 衍生權證的相關資產的範圍；
- (b) 基本條款及條件；
- (c) 有關發行人的規定；
- (d) 有關上市文件的規定；
- (e) 有關推廣材料的規定；及
- (f) 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。

在2005年對衍生權證市場的檢討

6. 衍生權證自1989年在香港推出以來，已成為備受各界投資者(特別是散戶投資者)歡迎的產品。為確保在供求失衡時不會出現價格異常現象，聯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²、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。

² 在2002年之前，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。

7. 衍生權證市場的交易活動於2005年大幅增長³，引起多方面的關注，包括對股票市場整體穩定性的潛在影響、可能出現的操縱市場行為、現行監管架構是否適當，以及投資者知識及瞭解水平。在此背景下，證監會就衍生權證市場進行了全面檢討，並在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》")，作公眾諮詢之用。《報告》內的主要檢討結果載述如下——

- (a) 衍生權證若運用得宜，可以在投資者的投資組合中發揮有用的功能。許多國際市場均設有衍生權證市場，而亞洲區內很多市場亦正嘗試發展本身的衍生權證市場。
- (b) 儘管本港衍生權證市場的交易活動量大(佔市場總成交額約19%)，但現時並未對股市的整體穩定性構成威脅。
- (c) 衍生權證是複雜的產品，很多投資者(尤其是散戶投資者)並不完全瞭解其運作方式；
- (d) 市場內的若干作業方式可能不適當，而且不符合投資者的最佳利益。其中證監會特別關注的作業方式包括以下各項——
 - (i) 發行人在衍生權證市場的交易活動大幅增加，可能會吸引認識不足的投資者入市，而這類投資者在作出投資決定及評估衍生權證的流通量時，往往以衍生權證的成交額作為重要依據；
 - (ii) 若干衍生權證發行人採取高滲透率的推銷方法，透過大眾傳媒推廣衍生權證，以致衍生權證被許多人視為主流的金融產品；及
 - (iii) 散戶投資者通常利用衍生權證作為短期的投機工具，但有時並沒有充分瞭解衍生權證的性質及其複雜的定價機制。

8. 《報告》載有"六點方案"，方案集中於改善香港的衍生權證規制度，以及加深投資者對衍生權證及其運作方式的瞭解。概括而言，有關建議包括——

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，衍生權證市場在2004年的平均每日成交額為21億港元，或總成交額的13%。

- (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，並與廣播事務管理局(下稱"廣管局")合作，制訂有關不受證監會規管的評論員的措施；
- (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) 推出新的投資者教育活動，以增進投資者對衍生權證的認識。

9. 證監會於2006年3月31日發出新聞稿，說明該會將如何落實擬議的"六點方案"。有關的新聞稿載於**附錄**。

在2009年對結構性產品規管的檢討

10. 雷曼兄弟迷你債券事件的發生觸發證監會於2009年檢討規管結構性產品公開要約的法律架構。就此，政府當局曾於2009年10月展開為期兩個月的公眾諮詢，並在2010年5月3日就相關立法建議諮詢事務委員會，其後，當局在2010年7月14日向立法會提交《2010年證券及期貨和公司法例(結構性產品修訂)條例草案》。該條例草案旨在把屬股份或債權證形式的結構性產品的公開要約的規管，由《公司條例》(第32章)轉移至《證券及期貨條例》(第571章)，使所有結構性產品(不論其法律形式為何)一律受同一制度規管，即《證券及期貨條例》的投資要約制度。當局建議，在實施轉移建議後，由聯交所繼續擔任上市結構性產品(包括衍生權證)的前線監管機構。因此，由獲證監會發牌的人士發出的上市結構性產品的要約文件及推廣材料和該等產品本身將可繼續獲得豁免，無須經證監會認可。該條例草案在2011年5月4日的立法會會議上獲得通過。

事務委員會的商議工作

11. 2006年1月5日，事務委員會討論證監會檢討香港衍生權證市場所得的結果。下文概述委員提出的主要關注事項／意見，以及政府當局、證監會和香港交易及結算所有限公司(下稱"香港交易所")的回應。

衍生權證市場增長的原因及影響

12. 事務委員會委員關注香港衍生權證市場的大幅增長，以及衍生權證市場的活動對股市穩定性的影響。證監會表示，在股票市場資本總值中，衍生權證的總市值所佔的比例甚低。衍生權證市場的交易活動量雖然龐大，但目前不會對股市的整體穩定性構成威脅。此外，證監會設立了市場風險監察系統，協助監察各個市場。該系統的作用是加強證監會對市場活動的瞭解，以及識別可能會對市場穩定構成威脅的風險。

13. 為更加了解香港衍生權證市場的特點，事務委員會委員要求政府當局及證監會對香港與其他主要金融中心的衍生權證市場發展及各地有關的衍生權證規管制度作比較分析。他們亦要求證監會就投資者及發行人在衍生權證市場的參與情況提供量化分析。證監會其後隨立法會CB(1)1091/05-06(01)號文件提供有關資料。

加強規管制度的需要

14. 部分委員關注到，有關利便增發及發行相同衍生權證的擬議措施可能會增加相關衍生權證的風險，並損害小投資者的利益。證監會解釋，該措施旨在回應衍生權證供求失衡所引起的關注、緩和價格異常的現象，以及加強市場競爭，並不會令某隻衍生權證可以無限量發行，因為衍生權證的發行仍會受到規管制度下的其他規則所規限。海外的衍生權證市場亦曾採取類似措施，以利便發行人發行衍生權證或其他衍生產品，以期處理有關產品因供求失衡而引起的關注。

15. 部份委員促請政府當局及證監會收緊對有關買賣衍生權證的媒體節目及其評論員的規管。證監會表示，證監會持牌或註冊分析員透過大眾媒體就某隻衍生權證作出評論或建議時，必須申報與該衍生權證及發行人有關的利益。廣管局表示，根據《電台業務守則——節目標準》及《電視通用業務守則——節目標準》，持牌人必須盡一切合理努力，確保節目內的

真實資料準確無誤，以及自行制訂和設立機制，以規定新聞節目主持人及真實題材節目主持人申報相關的利益。

16. 部分委員建議，除要求財經分析員披露相關利益外，當局亦應考慮禁止財經分析員在某段期間內買賣有關證券。證監會在會後表示，在《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》(下稱"《操守準則》")內已訂立規定，限制分析員在某些指明期間內進行涉及相關證券的交易或買賣。

保障投資者的措施

17. 多名委員強調，有需要加強有關衍生權證的投資者教育。一名委員建議對香港的投資者推行合適投資測試制度，以及只容許那些已通過某些準則(例如有關產品知識及投資經驗的準則)的投資者投資複雜的投資產品。

18. 證監會表示，《操守準則》規定持牌人及註冊人向投資者推銷金融工具前，必須評估他們是否適合進行有關投資，包括投資者可承擔的風險水平。持牌人或註冊人為客戶提供衍生產品方面的服務時，須確保其客戶已明白有關產品的性質和風險，並有足夠的淨資產承擔買賣該等產品的風險和可能招致損失。

19. 一名委員認為，香港交易所的網站並無提供有關衍生權證交投量及活動的最新資料，故此促請香港交易所加強這方面的服務，讓投資者可以更清楚瞭解衍生權證的表現及波動情況。香港交易所回應時表示，交易所正在重整網站，期望以更具效率及方便使用者的方式，為投資者提供有關衍生權證的有用資料。香港交易所亦會與證監會合作推行其他建議，以加強衍生權證方面的投資者教育。

近期的發展

有關暫停交易及隨後回購高盛結構產品(亞洲)有限公司發行與日經225平均指數掛鈎的4隻衍生權證的事件

20. 2011年3月31日，由高盛結構產品(亞洲)有限公司(下稱"高盛")發行與日經225平均指數掛鈎的4隻衍生權證暫停交易。同日，高盛發出兩份修訂通告，表示在有關的補充上市文件內錯誤陳述有關權證的"每手買賣單位的現金結算金額"計算方式

及"現金結算金額"的定義。該等修訂通告亦載有該計算方式及定義的正確陳述。

21. 高盛其後於2011年4月21日發出通告，載述修訂權證條款及條件的法律依據，以及高盛向現有權證持有人回購權證的回購方案。根據回購方案，高盛會向接受持有人支付的回購價格為有關接受持有人購買該等權證時所支付的淨購買價格總額(定義見有關公告)的110%，或該等權證的總回購值(定義見有關公告)的110%，以兩者中較高者為準。此外，每位接受持有人將會獲發一筆過支付的5,000元定額行政費。回購方案的有效期於2011年4月26日開始，原定於2011年5月16日結束，但高盛在2011年5月11日發出另一份公告，把回購方案的有效期延長至2011年5月27日下午5時。

22. 事務委員會將於2011年5月23日的特別會議上討論關於上述事件的政策事宜。政府當局、證監會及香港交易所均獲邀出席會議。

相關文件

23. 相關文件載於以下連結：

| | |
|---------------------|--|
| 2006年1月5日的事務委員會會議 | <ul style="list-style-type: none">由立法會秘書處擬備的背景資料簡介會議紀要(第9至38段)證監會因應委員的要求而提供的跟進文件 |
| 高盛結構產品(亞洲)有限公司發出的通告 | <ul style="list-style-type: none">2011年3月31日發出的第一份及第二份修訂通告2011年4月21日發出的通告2011年5月11日發出的通告 |

立法會秘書處
議會事務部1
2011年5月19日

附錄

新聞稿

2006年3月31日

證監會就衍生權證市場所提出的六點方案的最新進展

證監會今天宣布將會如何落實於2005年11月發表的《香港的衍生權證市場報告》內提出的六點方案。證監會在題為《香港衍生權證市場 - 未來路向；證監會六點方案的諮詢結果》的文件內，已顧及自發表11月的報告後所收到的意見書。

六點方案下的各項具體建議，旨在強化及改善香港的衍生權證市場。

本會接獲29名回應者提出合共27份意見書。回應者普遍支持該六點方案，並贊成維持香港的衍生權證市場。他們亦普遍歡迎各項具體建議，但亦有對若干建議提出反對意見。證監會在考慮過所有回應後，決定繼續落實六點方案，並作出若干修改及調整。

證監會主席韋奕禮先生(Mr Martin Wheatley)表示："我們對於公眾普遍支持六點方案表示歡迎。我們將進一步落實所有建議。當中有幾項建議引起回應者熱烈地提出不同的意見，我們已建議進行修改或調整以回應市場所表達的關注。多項建議均涉及對《上市規則》作出修訂，因此須待上市委員會通過。我們將與交易所合作，務求在可行的最短時間內完成這方面的工作。"

有關時間表的問題，韋奕禮先生表示："加強投資者教育及改善資料發布的建議已在積極實施當中及會繼續進行。至於其他建議，有關全面禁止佣金回扣、利便增發及相同權證的發行，以及發出新推廣指引的建議應該會較早落實；然後是有關委任外間流通量提供者及使用淺白語言的建議；之後將會是餘下各項建議。"

韋奕禮先生續稱："我們相信，假以時日，這些改變將可使投資者加深認識衍生權證的風險及特點，並有助市場的穩健發展，讓投資者可以掌握全面的資訊，充滿信心地參與市場活動。"

如何落實該六點方案的詳情撮述如下。在需要修訂《上市規則》的情況下，證監會將與交易所合作把有關建議提呈上市委員會省覽。

(1) 流通量提供者

證監會將落實有關收緊流通量提供者的最低服務水平的建議。我們將與交易所一起敲定有關要求的最終細節，並會在此過程中諮詢利益相關者的意見。證監會亦會致力在中至長期設立持續報價的制度。

證監會將修改原來禁止委任外間流通量提供者的建議，因此，發行人仍可繼續委任外間流通量提供者，但卻需要符合若干條件。訂立這些條件旨在確保發行人對提供流通量保留直接控制權。證監會亦注意到，倘在建議的安排下，外間流通量提供者的酬金似乎沒有理由按成交量來釐定。

證監會將繼續落實披露與流通量提供者的表現有關的資訊的建議。我們將與交易所一起敲定有關要求的最終細節，並會在此過程中諮詢利益相關者的意見。

(2) 增發及相同權證的發行

我們維持不會重新設立限額制的立場，亦會繼續落實有關利便增發及相同權證的發行的建議。

在增發方面，證監會的目標是把發行人在進行增發時可持有已發行衍生權證的最高份數，從20%提高至50%。與此同時，交易所將致力在兩天內完成增發申請的處理程序。

在相同權證的發行方面，證監會的目標是把最短有效期及最低發行價的規定分別放寬至三個月及15仙，但會在相同權證的到期日方面容許若干彈性，以便更有效地管理臨近到期日前的平倉活動。我們會繼續檢討這些放寬規定，並將於實施後六個月重新評估其合適與否。

(3) 佣金回扣及其他獎勵計劃

證監會將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。落實該建議將涉及修訂《上市規則》，進行此程序可能需時。然而，我們期望發行人暫時不要訂立新合約或為舊有合約續期。

(4) 推廣指引

本會將落實頒布新的推廣指引。該文件的附件內已載有該指引的草擬本，有興趣人士請於2006年4月30日前提交意見書。我們

計劃在2006年6月底前就該指引提出最後定案。該指引旨在防止以具誤導性的方式推銷權證，並確保評論者披露任何潛在的利益衝突。

(5) 淺白語言、概要文件等

證監會建議規定所有在2006年9月30日後向交易所呈交的關於衍生權證的上市文件都必須採用淺白語言。與此同時，我們亦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。

(6) 投資者教育及資訊發布

證監會將繼續加強投資者教育，推廣對衍生權證的認識。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。

《香港衍生權證市場 - 未來路向；證監會六點方案的諮詢結果》
可在證監會辦事處索取，及可於證監會網站上閱覽。

完

備註：

- 關於11月報告的詳情，請參閱證監會在2005年11月25日發表的新聞稿。