

## 常問問題

### 香港上市權證及牛熊證市場

#### 引言

常問問題擬讓閣下更加了解於香港上市的衍生權證（「**權證**」）及可贖回牛證或可贖回熊證（「**牛熊證**」）。常問問題包括有關權證及牛熊證的例子及有關其部分主要特點和風險，以及其實際運作方法的若干資料。

然而，常問問題並非為處理可能影響閣下的所有重要問題或情況而設計。常問問題並無提供閣下投資所需的所有資料，亦不構成投資或法律意見。閣下必須細閱上市文件以了解相關產品的進一步資料，如閣下有任何問題，應徵求獨立意見。投資涉及責任。

#### 我應否投資權證及 / 或牛熊證？

權證或牛熊證是高風險的衍生產品，僅適合具經驗的投資者。如有以下情況，閣下不應投資此等產品：

- 閣下並無投資槓桿產品的投資經驗
- 投資並不適合閣下的投資目標
- 閣下並不完全了解所涉風險
- 閣下不願接受價格波動及承擔可能全盤損失的風險
- 閣下對影響價格的因素並無足夠認知
- 閣下不懂如何評估發行人或（如適用）其擔保人的信用可靠性

閣下如有疑問，閣下應與中介人澄清或徵求獨立專業意見。

#### 我應閱讀哪些文件？

閣下應閱讀相關產品的上市文件。上市文件載有閣下於投資任何權證或牛熊證前必須閱讀的重要資料（如相關產品的詳細交易資料及發行人與流通量提供者的資料）。閣下亦應細閱常問問題。

## 我從何處可取得更多資料?

以下資料來源亦提供有用資料：

- (a) 香港交易所網站，當中有特別為[權證](#)及[牛熊證](#)而設的網頁。閣下可於該等指定網頁瀏覽權證及牛熊證的上市文件。
- (b) 上市結構性產品流通量供應的業界準則（2012年7月）（「[業界準則](#)」）。
- (c) 個別發行人的網站，[個別發行人的連結](#)可於香港交易所網站內查閱。
- (d) 證監會網站，當中載有結構性產品的各種[教育資訊](#)。

## 如我對本身的權證或牛熊證有任何問題，應聯絡誰?

閣下如對閣下的產品，或對發行人或流通量提供者的表現有任何問題或關注，可直接聯絡發行人或諮詢獨立顧問。

[發行人的聯絡資料](#)載於相關上市文件，亦可於香港交易所網站查閱。

如需要，閣下亦可致電+852 2840 3895 或電郵至 [info@hkex.com.hk](mailto:info@hkex.com.hk) 與香港聯合交易所有限公司（「[聯交所](#)」）聯絡。

常問問題分成以下各節：

<b>第一部分：權證及牛熊證的一般特點</b> .....	<b>4</b>
• 權證.....	4
• 牛熊證.....	5
<b>第二部分：產品風險</b> .....	<b>7</b>
<b>第三部分：交易安排</b> .....	<b>11</b>
<b>第四部分：流通量供應</b> .....	<b>12</b>
• 有關流通量的一般資料.....	12
• 回應報價.....	15
• 主動報價.....	17
• 回應報價個案.....	22
• 主動報價個案.....	23
<b>第五部分：權證及牛熊證的價格</b> .....	<b>25</b>
• 一般資料.....	25
• 換股比率.....	27
• 溢價.....	27
• DELTA 值.....	29
• 槓桿比率及實際槓桿比率.....	29
• 引伸波幅.....	30
• 資金成本.....	31
• 時間值.....	32
• 供求.....	32
• 公司行動.....	32
• 個案.....	34
<b>第六部分：牛熊證強制贖回事件 / 到期及結算</b> .....	<b>39</b>
• 牛熊證強制贖回事件.....	39
• 到期及結算.....	40
<b>第七部分：詞彙</b> .....	<b>43</b>

## 第一部分：權證及牛熊證的一般特點

### 權證

#### 1.1 何謂權證？

權證是一種賦予持有人權利（而非責任）的投資工具，讓持有人可於到期日或之前，以預定價格（稱為「行使價」）「買入」或「賣出」掛鈎資產。發行人可就一系列資產，包括股票、股票指數、貨幣及商品或一籃子資產發行權證。有關[單一股份權證的合資格股份名單](#)載於香港交易所網站。然而，投資權證並不賦予閣下於掛鈎資產或有關掛鈎資產的任何權利。目前，所有權證於到期獲行使時均以現金結算。

權證分為兩類：

- (a) 「認購」權證，可由相信掛鈎資產價格將於權證有效期內上升的投資者投資。
- (b) 「認沽」權證，可由相信掛鈎資產價格將於權證有效期內下跌的投資者投資。

於香港發行的權證的有效期一般由 6 個月至兩年不等，但投資者一般於到期前進行買賣。權證透過槓桿擴大閣下的投資。此舉涉及龐大契機，亦同時涉及大量風險。權證的價格通常僅為掛鈎資產價格的一小部分，可提供槓桿式回報，但有關槓桿亦可能擴大閣下的損失。

權證是一種特別形式的期權，投資者一如期權買家，僅可持有權證長倉。這表示閣下僅可以透過買入認購或認沽權證而持有有關權證的長倉，並透過出售有關權證以將先前設立的有關長倉平倉，即表示閣下不可以沽空有關權證。

因此，閣下的最高損失將以閣下就權證支付的金額加上任何交易成本（例如與閣下投資有關的經紀費）為限。

#### 1.2 權證如何運作？

權證的運作視乎閣下買入的權證類型而定（認購權證或認沽權證）。以下例子說明與本地股份掛鈎的權證的運作。

- (a) **認購權證** – 與本地股份掛鈎的認購權證於到期時，若掛鈎股份於到期日前的 5 日平均收市價：
  - i. 高於權證的行使價，權證屬「價內」，並將於到期時自動行使。在此情況下，閣下將收取參考該 5 日平均收市價減去行使價後的正數，再按換股比率調整後計算的現金付款；或
  - ii. 相等於或低於其行使價，權證分別屬「平價」或「價外」，並將沒有價值。

- (b) **認沽權證** – 與本地股份掛鈎的認沽權證於到期時，若掛鈎股份於到期日前的 5 日平均收市價：
- i. 低於權證的行使價，權證屬「價內」，並將於到期時自動行使。在此情況下，閣下將收取參考行使價減去該 5 日平均收市價後的正數，再按換股比率調整後計算的現金付款；或
  - ii. 相等於或高於其行使價，權證分別屬「平價」或「價外」，並將沒有價值。

### 1.3 權證持有人與股份持有人對掛鈎股份的權利有何分別？

與股份掛鈎的權證的持有人不會擁有掛鈎股份持有人的相同權利。權證持有人並無投票權，亦無權利收取掛鈎股份發行人的任何股息、紅利或其他分派。權證的有效期是固定的，因此可於其到期日自動行使或於到期時變得全無價值，而掛鈎股份的股份持有人則可持有有關股份作長線投資。

### 1.4 何謂特種權證？特種權證與普通權證有何分別？

市場上有各式各樣的權證。特種權證具有與別不同的特點，其條款或會較其他普通權證複雜。特種權證的英文股份簡稱附有「X」字母以資識別。投資者應參考上市文件及徵求獨立專業意見。

## 牛熊證

### 1.5 何謂牛熊證？

牛熊證是一種追蹤掛鈎資產表現的工具。牛熊證的交易價大致反映其掛鈎資產的價格變動。一如權證，牛熊證可就聯交所不時規定的一系列合資格掛鈎資產而發行。然而，牛熊證的合資格掛鈎資產的範圍目前較權證者更嚴格。有關[牛熊證的合資格股份名單](#)載於香港交易所網站。

牛熊證可以牛證或熊證的方式發行。

- (a) 「牛證」可由相信掛鈎資產價格將於牛熊證有效期內上升的投資者投資。
- (b) 「熊證」可由相信掛鈎資產價格將於牛熊證有效期內下跌的投資者投資。

與權證相似，牛熊證可提供槓桿式回報，但同時具有擴大閣下損失的風險。閣下於牛熊證的最大損失亦以閣下就牛熊證所付的投資金額加上任何交易成本（例如與閣下投資有關的經紀費）為限。

## 1.6 牛熊證如何運作？

牛熊證一般按反映掛鈎資產的現貨價或現貨水平與牛熊證的行使價或行使水平的差額，另加發行人的資金成本的價格發行。

牛熊證設有參考贖回價或贖回水平而定的強制贖回機制。倘於觀察期(包括開市前時段、持續交易時段及收市競價交易時段)內任何時間，掛鈎資產的現貨價或現貨水平相等於或低於(就一系列牛證而言)或相等於或高於(就一系列熊證而言)贖回價或贖回水平，即觸發強制贖回事件，牛熊證將隨即提早終止，而牛熊證的交易將即時終止。否則，到期時將出現以下情況：

- (a) **牛證** – 就牛證而言，倘掛鈎資產的收市價或收市水平於到期時：
- 高於牛熊證的行使價或行使水平，閣下將收取參考該收市價或收市水平減去牛熊證的行使價或行使水平後的正數，再按換股比率調整後計算的現金付款；或
  - 相等於或低於其行使價或行使水平，牛熊證將沒有價值。
- (b) **熊證** – 就熊證而言，倘掛鈎資產的收市價或收市水平於到期時：
- 低於牛熊證的行使價或行使水平，閣下將收取參考牛熊證的行使價或行使水平減去該收市價或收市水平後的正數，再按換股比率調整後計算的現金付款；或
  - 相等於或高於其行使價或行使水平，牛熊證將沒有價值。

## 1.7 牛熊證與權證有何分別？

下表載述權證與牛熊證的部分主要分別。

特點	權證	牛熊證
對掛鈎資產價格變動的反應	視乎多項因素而定。	價值變動與掛鈎資產的變動數額大致相同，但仍需視乎多項因素而定。
引伸波幅	影響權證的交易價。	對牛熊證的交易價的影響輕微。
資金成本	計入權證的溢價。	於上市文件訂明。
有效期	6 個月至 5 年。	3 個月至 5 年。
強制贖回	標準(即非特種)權證並無設有強制贖回機制。	牛熊證設有強制贖回機制。當掛鈎資產的價格觸及贖回價，將提早終止牛熊證。
掛鈎資產	較多掛鈎資產合資格發行權證(見常問問題 1.1)。	合資格發行牛熊證的掛鈎資產相對較少(見常問問題 1.5)。

## 1.8 「R類」與「N類」牛熊證有何分別？

此兩類牛熊證的分別在於牛熊證的贖回價或贖回水平的設定。

- (a) 「N類」牛熊證指其贖回價或贖回水平 *相等*於其行使價或行使水平，據此，閣下於發生強制贖回事件後將不會收取任何現金付款，並損失閣下所有投資。
- (b) 「R類」牛熊證指其贖回價或贖回水平有別於其行使價或行使水平，而閣下於發生強制贖回事件的情況下或會收取一筆剩餘現金付款（稱為「剩餘價值」）。然而，於最差情況下，閣下將不會收取任何剩餘價值，並損失閣下所有投資。

## 第二部分：產品風險

### 2.1 投資權證或牛熊證前，我需要考慮甚麼風險？

結構性產品並非適合所有投資者。

權證及牛熊證涉及高風險，閣下於投資前必須清楚有關風險。相關上市文件披露相關權證或牛熊證適用的主要風險。閣下必須考慮及了解該等風險。閣下亦必須能承擔有關風險，包括在財政上能承擔「最差情況」下出現的潛在損失。

一般而言，主要風險包括以下各項：

- (a) **無抵押** – 權證及牛熊證並無以發行人或擔保人（如有）的任何資產作抵押，亦無以任何其他抵押品支持。
- (b) **信貸風險** – 權證及牛熊證的持有人為發行人及擔保人（如有）的無抵押債權人，其對發行人或擔保人（如有）可能持有的任何資產並無優先申索權。閣下可於香港交易所網站查閱[發行人的信貸評級](#)。
- (c) **槓桿風險** – 雖然權證及牛熊證的價格通常低於掛鈎資產價格，但權證或牛熊證的價格變動程度可能遠超其掛鈎資產。雖然權證或牛熊證的潛在回報可能高於掛鈎資產的潛在回報，但在最差情況下，權證或牛熊證的價值或會跌至零，而持有人可能損失其全部投資金額。
- (d) **限定的有效期** – 有別於股票，權證及牛熊證設有到期日，因此具有限定的有效期。除非權證或牛熊證處於價內，否則於到期時將沒有價值。
- (e) **時間耗損** – 若其他因素維持不變，權證的時間值或牛熊證的資金成本將隨時間遞減，直至到期日時變為零。因此，與投資掛鈎資產比較，權證或牛熊證應視為相對較短期的投資產品，對掛鈎資產的走勢持強烈意見者則作別論。
- (f) **市場力量** – 除了決定權證或牛熊證的理論價格的基本因素外，權證或牛熊證的價格亦受權證或牛熊證的供求情況影響，尤其是當某系列權證或牛熊證快將售罄及增發某系列權證或牛熊證時。

- (g) **成交額** – 高成交額不應被視作為權證或牛熊證價格上升的指標。除市場力量外，權證或牛熊證的價格受多項因素影響，如掛鈎資產的價格及其波幅、到期前的剩餘時間、掛鈎資產的利率及預期股息。
- (h) **第二市場可能有限** – 流通量提供者可能是某特定權證或牛熊證的唯一市場參與者。第二市場越是有限，閣下就越難以在權證或牛熊證到期前將其價值變現。
- (i) **影響流通量服務的操作及技術問題** – 當出現阻礙流通量提供者提供流通量的操作及技術問題時，其未必可提供流通量。即使流通量提供者可在該等情況下提供流通量，其在流通量供應方面的表現亦可能受到不利影響。例如：
- i. 買入與賣出價之間的差價或會遠闊於其正常標準；
  - ii. 流通量提供者將提供的流通量數目可能遠少於其正常標準；及
  - iii. 流通量提供者的回應報價時間可能遠超於其正常標準。
- (j) **掛鈎股份的公司行動** – 公司行動影響掛鈎股份的價格繼而影響權證/牛熊證的價格。視乎上市文件的條款，權證/牛熊證的細則（包括換股比率、行使價等）不一定就公司行動作出調整。若需作出調整，只會待所有必需參數得以釐定後才生效（稱為「生效日」）。

掛鈎股份除淨日至有關調整生效日期間，權證/牛熊證的價格可能較為波動；閣下於該段期間買賣相關的權證/牛熊證時應特別注意。此外，在該段期間到期的權證/牛熊證將不會作出調整。

閣下在投資有關產品前應細閱權證或牛熊證的相關上市文件。

## 2.2 若發行人或其擔保人的信貸評級被下調，導致其不再符合上市規則的合資格規定，其尚未到期的權證及牛熊證將會怎樣？

發行人的現有權證及牛熊證仍然有效，而閣下可繼續透過聯交所交易系統進行交易。發行人必須刊發公告，交代其信貸評級被下調一事，並就其現有結構性產品繼續提供流通量及在到期時履行其結算責任。

閣下應小心留意受影響發行人所發行的權證或牛熊證的價格或會受其或其擔保人信貸評級被下調所影響。

然而，當發行人不再符合上市規則的合資格規定時，發行人將不得推出或增發權證或牛熊證，並必須申請撤回已推出但尚未上市的權證及牛熊證，以及撤回所有並無公眾人士持有的權證及牛熊證。



### 2.3 衍生權證或牛熊證可否於收市競價交易時段買賣？

不可，衍生權證及牛熊證均不可於收市競價交易時段買賣，並於下午 4 時收市。

不過，有些掛鈎證券合資格於收市競價交易時段買賣，而相關指數的收市水平將於下午 4 時 10 分（半日市則於下午 12 時 10 分）後確定（「合資格掛鈎資產」）。因此，衍生權證或牛熊證的收市時間與其掛鈎資產的收市時間可能不同。在這情況下，雖則合資格掛鈎資產的價格或水平於收市競價交易時段會波動，但投資者卻不可買賣相關權證或牛熊證。此外，如合資格掛鈎資產的收市價或收市水平在收市競價交易時段結束時觸及收回價或收回水平，則有關牛熊證可被收回，而強制贖回事件亦會發生。

### 2.4 衍生權證或牛熊證可否於觸發市調機制後五分鐘冷靜期內買賣？

由於在觸發市調機制後五分鐘冷靜期內，受影響的相關證券或指數並未暫停買賣而是繼續於設定的價格限制範圍內買賣，故衍生權證及牛熊證仍可買賣，並不受任何價格限制。閣下可於香港交易所網站查閱有關[市調機制](#)的資料。

但投資者應留意，如因市調機制所涉及事件令掛鈎資產出現不正常交易情況以致發行人難以對沖，發行人可獲豁免提供流通量的責任。在此情況下，五分鐘冷靜期內或會出現短暫沒有報價、報價數量減少或買賣差價擴闊等。詳細闡釋請參閱常問問題 4.21 及 4.37。

### 2.5 若發行人違約，我可否取回我的投資？

倘發行人於到期時應支付現金結算金額，但發行人未能履行其付款責任，則閣下可以無抵押債權人身份向發行人提出申索，而若產品附有擔保，亦可向擔保人提出申索。

現時於聯交所上市的權證或牛熊證概無抵押品。此表示並無任何特定抵押或資產支持發行人或擔保人的責任。倘若發行人或其擔保人（如有）無力償債或違約，則閣下未必可收回全部或部分到期應付款項（如有）。

謹請注意，根據權證或牛熊證的條款，其亦可能於到期時變得全無價值。即使發行人並無違約，閣下仍有可能損失閣下於權證或牛熊證的全部投資。

### 2.6 買賣牛熊證與買賣權證相比有何額外風險？

牛熊證屬槓桿式投資，或會涉及較高風險，且並非適合所有類型的投資者。閣下在買賣任何牛熊證前應考慮閣下的風險承受程度。在任何情況下，除非閣下了解產品性質和所涉的有關交易成本，並有準備損失閣下的全部投資金額，否則不應買賣牛熊證，而當掛鈎資產價格或水平觸及其贖回價或贖回水平時，即發生強制贖回事件，發行人將贖回牛熊證，並將由於發生強制贖回事件而提早到期。當 N 類牛熊證因發生強制贖回事件而提早到期時，其派付為零。當 R 類牛熊證因發生強制贖回事件而提早到期時，持有人可收取一筆為數不大的剩餘價值，但在若干情況下或不會有剩餘價值。

## 2.7 買賣與海外資產掛鈎的權證或牛熊證有何額外風險？

### (a) 匯率風險

當權證或牛熊證的價格及現金結算金額將由用作為海外掛鈎資產計價的外幣兌換成港元時，投資者或會於該等權證或牛熊證的有效期內因買賣與海外資產掛鈎的權證或牛熊證而承受匯率風險。

### (b) 買賣海外掛鈎資產的相關交易所的交易時段有別於聯交所的交易時段

如海外掛鈎資產在相關交易所暫停買賣，權證或牛熊證亦會同時暫停買賣。

相關交易所的交易時段（按香港時間）有可能與聯交所的交易時段不同。海外掛鈎資產於相關交易所的買賣或會於聯交所的非交易時段暫停。該暫停買賣或會於聯交所的非交易時段解除並恢復買賣。

如海外掛鈎資產於相關交易所暫停買賣，權證或牛熊證將不會自動於聯交所暫停買賣，而在此情況下，權證或牛熊證的市價或會大幅波動，直至權證或牛熊證於聯交所暫停買賣為止。如海外掛鈎資產於暫停買賣後在相關交易所恢復買賣，權證或牛熊證將不會自動恢復於聯交所買賣，而閣下將不可買賣權證或牛熊證，直至權證或牛熊證於聯交所恢復買賣為止。

此外，海外掛鈎資產的交易價乃於相關交易所的交易時段內計算及公佈。謹請閣下留意，在評估海外掛鈎資產的交易價時，香港與相關交易所的所在地區的時區並不相同。海外掛鈎資產的交易價或會因應相關交易所於聯交所並無開門買賣權證或牛熊證期間的變動而出現波動。

### (c) 較少有關海外掛鈎資產的公開資料，且有關資料未必提供英文或中文版本

有關海外掛鈎資產的公開資料或會較有關香港掛鈎資產的公開資料為少，且部分該等資料未必提供英文或中文版本。如閣下未能理解任何有關資料，閣下應徵求獨立意見。

### (d) 政治及經濟風險

海外掛鈎資產的交易價或會受適用於該等地理區域的政治、經濟、財政及社會因素所影響，亦可能與適用於香港的該等因素存在有利或不利的差異。此外，外國經濟亦可能與香港經濟的重要方面（如國民生產總值增長、通脹率、資本再投資、資源及自給自足等）存在有利或不利的差異。

### (e) 於非交易時段發生牛熊證強制贖回事件

與海外掛鈎資產掛鈎的牛熊證可於聯交所的交易時段外被贖回。在此情況下，牛熊證將於下一個交易時段或發行人通知聯交所有關發生強制贖回事件後不久暫停在聯交所買賣。香港交易所的證券市場交易系統在發生強制贖回事件時不會自動暫停牛熊證的交易。就 R 類牛熊證而言，剩餘價值的估值將根據上市文件所載的條款及細則於估值日釐定。

## 第三部分：交易安排

### 3.1 權證的英文簡稱包含了甚麼資料？

閣下可從權證的英文股份簡稱得悉其部分基本特點。以下為命名守則以供參考。

Z	Z	Q	Q	Q	Q	Q	@	E	C	Y	Y	M	M	A
或														
Z	Z	-	Q	Q	Q	Q	@	E	C	Y	Y	M	M	A
或（以人民幣買賣）														
Z	Z	Q	Q	Q	Q	@	E	C	Y	Y	M	M	A	*
ZZ	發行人簡稱													
Q	掛鈎資產名稱，以 5 個字母為限													
@	@ = 現金結算；* = 實物交收													
E	E = 歐式；R = 地區性權證；X = 特種（非標準）；無字母 = 美式													
C	C = 認購；P = 認沽；無字母 = 非認購或認沽													
YYMM	到期年份及月份													
A	同一發行人就相同掛鈎資產額外發行相同到期年份及月份的系列編號 (A, B, C ...)													
*	以人民幣買賣的權證的符號													

以上有關權證的命名守則自 2012 年 2 月 27 日起生效。於 2012 年 2 月 27 日前推出的權證的英文股份簡稱將維持不變。2012 年 2 月 27 日前推出的權證，其英文簡稱不包含首次發行的權證的系列編號，即 ZZ- QQQQ@ECYYMM。

閣下務須注意，以上命名守則適用於大部分情況，惟並不包括所有情況。權證的英文股份簡稱僅顯示部分基本資料。閣下在交易前請參閱產品的相關上市文件，並諮詢閣下的經紀或投資顧問。上市文件見於香港交易所網站「產品及服務」項下「證券產品」欄目。

### 3.2 牛熊證的英文簡稱包含了甚麼資料？

閣下可從牛熊證的英文股份簡稱得悉部分基本特點。以下為命名守則以供參考。

Z	Z	#	Q	Q	Q	Q	Q	R	C	Y	Y	M	M	A
或（以人民幣買賣）														
Z	Z	#	Q	Q	Q	Q	R	C	Y	Y	M	M	A	*
ZZ	發行人簡稱													
#	牛熊證代表符號													
Q	掛鈎資產名稱，以 5 個字母為限													
R	R = 有剩餘價值；N = 無剩餘價值													
C	C = 牛證；P = 熊證													
YYMM	到期年份及月份													
A	同一發行人就相同掛鈎資產額外發行相同到期年份及月份的系列編號(A, B, C...)													
*	以人民幣買賣的牛熊證的符號													

英文股份簡稱中的「#」標記可讓投資者識別其屬牛熊證或權證。

閣下務須注意，以上命名守則適用於大部分情況，惟並不包括所有情況。牛熊證的英文股份簡稱僅顯示部分基本資料。閣下在交易前請參閱產品的相關上市文件，並諮詢閣下的經紀或投資顧問。上市文件見於香港交易所網站「產品及服務」項下「證券產品」欄目。

### 3.3 我在聯交所買賣權證或牛熊證會否產生任何交易費用？

會。一如買賣股份，有關的交易費用目前包括：

- (a) 相關經紀收取的經紀佣金及費用；
- (b) 證監會徵收的交易徵費；及
- (c) 聯交所收取的交易費。

### 3.4 我是否需要繳付任何印花稅？

不需要。現時於聯交所買賣的所有權證及牛熊證均為現金結算，而該等現金結權證及牛熊證的買賣毋須繳付任何印花稅。

## 第四部分：流通量供應

### 有關流通量的一般資料

#### 4.1 何謂流通量及其為何與權證或牛熊證的買賣相關？

流通產品具備一個買賣差價接近及足夠流通量的流通市場，可讓投資者有機會於該市場買賣權證或牛熊證。流通量供應是權證及牛熊證的重要特點，此乃由於其可促進投資者買賣權證及牛熊證，否則權證及牛熊證可能缺乏流通性（即供應或需求不足）。發行人可透過指定的流通量代理人（稱為「流通量提供者」）就其產品提供流通量。在香港，流通量提供者通常稱為「莊家」。

各發行人必須就其各項產品委任一名屬聯交所參與者的流通量提供者。

#### 4.2 流通量提供者的作用是甚麼？

大部分權證及牛熊證於其首個上市日期均無公眾持貨量。流通量提供者就某特定權證或牛熊證提供報價以營造一個流通環境。該等報價計及影響掛鈎資產的現行市況，如對沖成本及掛鈎資產的流通量、差價及波幅等。流通量提供者在接獲「報價要求」時，會於聯交所的交易系統輸入買賣指示提供流通量。其根據相關上市文件所載的服務水平如此行事。該等服務水平一般包括：

- (a) 回應報價的最長時間 – 即接獲買賣報價要求後至提供買賣報價所需的最長時間；
- (b) 買入與賣出價之間的最大差價；
- (c) 最少報價數量；及
- (d) 不予提供報價的情況。

在若干情況下，流通量提供者須根據業界準則所載的服務水平，主動於聯交所的交易系統輸入買賣指示提供「主動報價」（即使投資者並無提出任何要求）。見常問問題 4.22。

#### 4.3 如何識別流通量提供者的報價？

各流通量提供者現時均有 95XX、96XX 或 97XX 的 4 位數字經紀識別編號以供識別。發行人的相關上市文件載有其流通量提供者的實際責任。

#### 4.4 為何有時流通量提供者不太活躍於提供報價？

當出現權證或牛熊證的市場流通量增加的情況時，有關權證或牛熊證的流通量提供者可能將不太活躍於提供報價。此乃由於流通量提供者的主要作用是在權證或牛熊證的流通量有限或並無市場流通量（如產品於聯交所新上市，而市場參與者或投資者的買賣有限或並無任何買賣時）時促進流通性，以及營造權證或牛熊證的流通環境。倘權證或牛熊證因其總市場流通量超過 50% 而不符合資格提供主動報價，則未必有任何流通量提供者所提供的主動報價。閣下可於香港交易所網站查找[權證](#)或[牛熊證](#)截至上一個交易日的市場流通量。

若某特定產品的市場參與者數目隨時間增長，「市場力量」有所提升，而產品亦較少倚賴流通量提供者作為唯一的流通量供應來源。故此，當某特定權證或牛熊證有較高市場流通量時，流通量提供者的作用將會減少。此乃由於有更多投資者參與產品的買賣，使市場趨於正常。

**4.5 流通量提供者是否需要維持某隻產品的價格於某個特定水平？**

不需要。流通量提供者無需支持權證或牛熊證的價格。實際上，一如其他市場參與者，流通量提供者可按任何價格自由買賣。

**4.6 發行人每次就發行權證或牛熊證可委任多少個流通量提供者？**

每個系列的權證或牛熊證只會就有關系列委任一名流通量提供者。

**4.7 我如何可取得權證或牛熊證的流通量提供者的資料？**

閣下可按以下兩種方式取得流通量提供者的名稱及聯絡資料：

(a) 瀏覽香港交易所網站：

香港交易所網站的指定頁面列出所有在聯交所上市的[權證](#)及[牛熊證](#)的所有流通量提供者。

(b) 檢視[權證](#)或[牛熊證](#)的相關上市文件。

**4.8 我如何可要求流通量提供者提供報價？**

於交易日的交易時段內，直接致電流通量提供者的指定電話號碼與其聯絡。有關何處可查找流通量提供者的聯絡資料，見常問問題 4.7。

**4.9 甚麼因素影響權證 / 牛熊證的流通量以及流通量提供者提供流通量的方式？**

透過流通量提供者，發行人於向市場提供的報價中會計及影響掛鈎資產的現行市況（如對沖成本及掛鈎資產的流通量、差價及波幅等）。有關影響權證及牛熊證價格的因素的進一步資料，見常問問題 5.2 及 5.4。

**4.10 我是否需要按流通量提供者的買入或賣出價進行交易？**

不一定。權證或牛熊證的買賣與在聯交所上市的股份的買賣相似。任何投資者的買入或賣出價均可能獲其他投資者接納及據此進行買賣。閣下亦可如買賣上市股份般設置買賣指示。然而，市場上未必有足夠的興趣買賣有關權證或牛熊證。

**4.11 如獲委任的流通量提供者不再為聯交所參與者，該流通量提供者能否繼續提供流通量？如現有的流通量提供者不符合資格，發行人是否需要委任另一名流通量提供者？**

如獲委任的流通量提供者不再為聯交所參與者，其不能繼續提供流通量。發行人必須委任另一名流通量提供者以取代之。

**4.12 何謂業界準則？業界準則所載的流通量標準是否按自願性質遵守？聯交所如何執行有關標準？**

業界準則載有關於上市結構性產品流通量供應的最佳常規。聯交所刊發的提高上市結構性產品市場監管的指引規定發行人遵循業界準則。發行人不得拒絕。

業界準則為發行人的指引，並非具約束力的承諾，亦不應導致產生可強制執行的責任。例如，其並不賦予投資者任何針對任何發行人的特定權利。

偶爾未能遵守業界準則本身將不會導致發行人或其流通量提供者承受任何制裁或執法行動。儘管如此，聯交所將考慮發行人就業界準則之遵守情況以評核其是否適合發行上市結構性產品。聯交所將密切監察發行人的表現，並要求發行人解釋並無遵守業界準則的理由。

## **回應報價**

### **4.13 何謂「回應報價」？**

回應報價是提供流通量的其中一種方式，指因應投資者的報價要求，於聯交所的交易系統輸入買賣指示提供流通量。

指引及業界準則載有各發行人於其上市文件內所載將採納的新收緊的流通量標準。回應報價的標準乃為所有權證及牛熊證而設的最低服務水平，其適用於任何可能出現的市況（不計及掛鈎資產），惟受限於上市文件所載的若干例外情況。

### **4.14 甚麼是回應報價的經收緊最低服務水平？**

下表概述新的服務水平。

服務水平	需於 2012 年 10 月 31 日前實施
最大買賣差價	20 個價位
回應報價的最長時間	10 分鐘
最少報價數量	20 個買賣單位
最短持盤時間	5 分鐘*

*\*發行人可更新報價以反映掛鈎資產的價格及現行市況的變動*

### **4.15 經收緊的回應報價的最低服務水平何時生效？**

發行人需於 2012 年 10 月 31 日前實施經收緊的回應報價的最低服務水平。

### **4.16 何謂「5 分鐘的最短持盤時間」？**

當流通量提供者回應閣下的報價要求時，其必須於應閣下要求在香港交易所的交易系統公佈報價後持續保持該報價（實際上指流通量提供者必須繼續向投資者提出要約進行交易）至少 5 分鐘。這表示閣下可以於該 5 分鐘內接納該報價（即同意按該準則進行交易）（假設該報價並無失效（見下文））。

然而，謹請留意，流通量提供者或需於該 5 分鐘內因應現行市況及掛鈎資產的價格變動而調整買入及賣出價。倘出現上述情況，流通量提供者將「更新其報價」，即會於香港交易所的交易系統公佈一個經調整的報價。

更重要的是，倘若另一名投資者在該 5 分鐘持盤時間以流通量提供者的報價進行交易，該報價將失效，如閣下有意進行交易，必須重新提出報價要求。

#### 4.17 於何種情況下流通量提供者無需按要求回應報價？

流通量提供者於以下 9 種主要情況下無需按要求回應報價：

- (a) 開市前時段或收市競價時段（如適用）；
- (b) 於每個交易日上午交易時段的首 5 分鐘或於首次開始交易後的首 5 分鐘；
- (c) 當權證或牛熊證或任何掛鈎資產因任何原因暫停交易；
- (d) 當並無權證或牛熊證可供莊家活動進行時；
- (e) 若權證或牛熊證的理論價值低於 0.01 港元；
- (f) 僅就牛熊證而言，於發生強制贖回事件後；
- (g) 若掛鈎資產為指數，若有關指數的期權或期貨合約的買賣出現或存在暫停或限制，或指數水平因任何原因未有如期計算或公佈；
- (h) 當出現流通量提供者控制以外的操作及技術問題，導致流通量提供者提供流通量的能力受阻時；或
- (i) 若出現嚴重影響發行人對沖能力的「急劇波動的市場(“fast market”）」（見常問問題 4.19）。

上述情況載列於相關上市文件，而相關豁免情況載於[業界準則](#)第 3.3 段。

以下常問問題亦就部分該等情況作出詳細解釋。

#### 4.18 若我的權證或牛熊證的掛鈎資產暫停交易，我的權證 / 牛熊證將會如何？

倘權證或牛熊證的掛鈎資產暫停交易，該權證或牛熊證的交易亦會暫停，直至掛鈎資產恢復交易為止。投資者必須了解並計及因於暫停交易期間損失時間值所產生的風險。

#### 4.19 何謂「急劇波動的市場(“fast market”）」？

「急劇波動的市場」指當金融市場於短時間內經歷不尋常的價格變動及高波幅水平的情況，有關情況可導致風險及不明朗因素驟增，並可能影響發行人的對沖能力。

舉例而言，該等情況可能包括：

- (a) **金融動盪** – 與金融動盪相關的異常波動情況 – 例如，於雷曼兄弟於 2008 年 9 月破產後期間以及 2010 年 5 月 6 日發生的「閃電崩盤」(“flash crash”)(道瓊斯工業平均指數於當日經歷最大單日跌幅)；及



- (b) **掛鈎資產的不穩定性** – 發生導致掛鈎股份或指數的單日市價出現重大波動及 / 或掛鈎資產的流通性在極短時間內嚴重下降的事件 – 例如，日本於 2011 年 3 月 11 日發生地震，導致日經指數於緊接期間大幅下挫，以及令有關權證價格出現波動。

上述僅為急劇波動的市場事件的可能例子。視不同情況而言，某些市場事件或會觸發市調機制而可能引發急劇波動的市場。

一般而言，當掛鈎資產的價格於短時間內急劇轉變時，流通量提供者更加難以立刻提供報價。

#### **4.20 發行人將如何應對導致服務中斷的系統故障？**

系統出現問題及故障可影響流通量提供者按相關上市文件所載的服務水平提供報價的能力，或甚至未能提供任何報價。

在切實可行情況下，發行人將盡快向市場公佈系統出現故障，並於最短時間內修復。

#### **4.21 當權證或牛熊證的掛鈎資產觸發市調機制當日，報價要求將會如何處理？**

發行人將要在當日（包括冷靜期內）履行回應報價的責任，除非就回應報價獲得豁免（見常問問題 4.17，特別是可能和市調機制事件有關連的第(g)及(i)點）。

### **主動報價**

#### **4.22 何謂「主動報價」？**

主動報價指流通量提供者於聯交所的交易系統主動輸入買賣指示。

業界準則載述將由 2012 年 12 月 31 日起就與交投活躍資產掛鈎的產品提供主動報價的新標準，惟規定須符合若干條件（見常問問題 4.27）。

有關進一步資料，請參閱[業界準則](#)第 4 節。

#### **4.23 發行人將於何時提供主動報價？**

發行人訂於 2012 年 12 月 31 日前根據業界準則提供新的主動報價流通量服務。

#### **4.24 主動報價是否代表於整個交易日均有持續報價？**

一般而言，是。然而，由於流通量提供者可能需於一段合理短暫時間內暫停提供主動報價，以因應市況或運作需要調整報價參數，故此嚴格來說主動報價不一定屬「持續」性質（有關出現此情況的部分原因，見常問問題 4.32）。

大致上，須就符合主動報價條件的權證及牛熊證提供主動報價的時間不少於交易日的 90%，而每次暫停不應超過 10 分鐘。

#### 4.25 主動報價有否設有最短持盤時間？

沒有。有別於回應報價，主動報價並無最短持盤時間。

#### 4.26 於何種情況下發行人需要提供主動報價？

發行人僅需於「合資格時段」內提供主動報價。該時段指：

- (a) 符合常問問題 4.27 所載條件時；及
- (b) 不屬於常問問題 4.17 所載適用的任何豁免情況的時段。

#### 4.27 主動報價的條件是甚麼？

發行人僅需承諾就符合以下條件（以實時基準計量）的權證及牛熊證提供主動報價：

- (a) 與交投活躍資產掛鈎（見常問問題 4.28）；
- (b) 其總市場流通量為 50%或以下；
- (c) 僅就權證而言，到期前的剩餘時間最少為 30 日（例如 2013 年 1 月 2 日到期的權證，流通量提供者應主動報價直至及包括 2012 年 12 月 3 日）；
- (d) 僅就權證而言，其價值狀況介乎 20%價內及 20%價外之間。「價值狀況」乃將掛鈎資產的現貨價或現貨水平與行使價或行使水平比較而得出；及
- (e) 僅就牛熊證而言，掛鈎股份的現行價格與贖回價相差為 2%以上，或掛鈎指數的現行水平與贖回水平相差為 1%以上。此「合資格範圍」乃將掛鈎資產的現貨價或現貨水平與贖回價或贖回水平比較而得出。

上述條件載於[業界準則](#)第 4.2 段。

#### 4.28 我如何得知權證或牛熊證的掛鈎資產是「交投活躍的掛鈎資產」？

「交投活躍的掛鈎資產」指本地指數（如恒生指數及恒生中國企業指數）及合資格發行牛熊證的聯交所上市股份，即市場上擁有最高成交金額的股份。

[合資格發行牛熊證的股份名單](#)約每季更新並登載於香港交易所網站。

投資者應注意合資格股份的更改及相關的生效日期。一隻由合資格名單剔除的股份，將自新名單生效日起不再是「交投活躍的掛鈎資產」，相關的結構性產品亦不再符合提供主動報價的條件（見常問問題 4.22 及 4.27）。

相反地，新加入合資格名單的股份會成為「交投活躍的掛鈎資產」，發行人將為相關的結構性產品自生效日起提供主動報價（假設該產品符合所有主動報價條件（見常問問題 4.27））。

#### 4.29 我在何處可找到須主動報價的結構性產品名單？

閣下如欲得悉某特定權證或牛熊證是否合資格於某個交易日的任何特定時間提供主動報價，閣下可聯絡發行人查詢該權證或牛熊證是否符合主動報價條件。

根據截至某個交易日收市時市場數據編撰的合資格提供主動報價的結構性產品名單將包含於各發行人在下個交易日報回的每日買賣摘要內。閣下如欲使用該等市場數據作參考之用，亦可於網頁內瀏覽[權證](#)或[牛熊證](#)的有關資料。

發行人每日買賣摘要所載資料將僅列出截至上一個交易日收市時的歷史數據，僅供一般指引。閣下不得假設有關於資料屬準確、完備或最新。閣下不應倚賴該歷史名單作為於該每日買賣摘要所列的某隻權證或牛熊證於任何其他時間均實際符合主動報價條件的指標。

#### 4.30 發行人為何不會為剩餘有效期不足 30 日的權證提供主動報價？

權證越接近到期，其時間值會跌得越快，致令發行人難以為其提供主動報價。因此，發行人僅能就並無受時間值下跌而有重大影響的權證提供主動報價。

#### 4.31 何謂「價值狀況」？如何計算得出？

「價值狀況」用作描述掛鈎資產的價格或水平與權證的行使價或行使水平的關係。

就認購權證而言，倘行使價或行使水平：

- (a) 高於掛鈎資產的價格或水平，則權證屬「價外」；或
- (b) 低於掛鈎資產的價格或水平，則權證屬「價內」。

數字上而言，認購權證的價值狀況乃參考掛鈎資產的價格或水平與行使價格或行使水平的差額，除以掛鈎資產的價格或水平而計算，如下表所示。

行使價	掛鈎資產價格	價內 / 價外的百分比
80 港元	100 港元	$(100 \text{ 港元} - 80 \text{ 港元}) / 100 \text{ 港元} \times 100\% = +20\%$ (即 20%價內)
120 港元	100 港元	$(100 \text{ 港元} - 120 \text{ 港元}) / 100 \text{ 港元} \times 100\% = -20\%$ (即 20%價外)

就認沽權證而言，倘行使價或行使水平：

- (a) 低於掛鈎資產的價格或水平，則權證屬「價外」；或
- (b) 高於掛鈎資產的價格或水平，則權證屬「價內」。

與認購權證相似，認沽權證的價值狀況乃參考行使價格或行使水平與掛鈎資產的價格或水平的差額，除以掛鈎資產的價格或水平而計算，如下表所示。

行使價	掛鈎資產價格	價內 / 價外的百分比
120 港元	100 港元	$(120 \text{ 港元} - 100 \text{ 港元}) / 100 \text{ 港元} \times 100\% = +20\%$ (即 20%價內)
80 港元	100 港元	$(80 \text{ 港元} - 100 \text{ 港元}) / 100 \text{ 港元} \times 100\% = -20\%$ (即 20%價外)

#### 4.32 在何種情況下會暫停提供主動報價或主動報價暫時受到影響？

由於流通量提供者可能需於一段合理短暫時間內暫停提供主動報價，以因應市況或運作需要調整報價參數，故此未必能持續提供主動報價。

導致出現短暫中斷報價的普遍原因包括：

- (a) 權證或牛熊證的交易模式出現突變或重大變動，如一隻相對交投並不活躍的權證之交投突然變得活躍；
- (b) 有關可能影響掛鈎資產市價的媒體報導。例如盈利預測或建議派發股息出現變動；
- (c) 若掛鈎資產或股票市場於短時間內出現異常價格變動或波幅水平甚高，導致嚴重影響流通量提供者尋求對沖或將現有對沖平倉的能力（見常問問題 4.19）；
- (d) 掛鈎股份按較一般水平更闊的買賣差價進行交易，導致權證或牛熊證的差價超出業界準則第 4.9 段所訂明的最高水平；
- (e) 流通量提供者合理懷疑任何潛在的價格釐定出錯、系統問題或錯誤；
- (f) 流通量提供者合理懷疑掛鈎資產有不尋常交易；
- (g) 操作及技術問題（如電腦網絡中斷、遺失數據傳送、未能與聯交所連結或發行人電腦系統所產生的技術問題）；或
- (h) 流通量提供者將蒙受或預期將蒙受因其權證或牛熊證的交易頻密程度及數量所引致的財務風險。

#### 4.33 在何種情況下不會繼續提供主動報價？

倘某產品不再符合常問問題 4.27 所訂明的條件，則發行人或會於某交易日停止為該產品提供主動報價。個別發行人可主動決定繼續提供主動報價，或改為根據最低流通量供應服務水平按回應報價提供流通量。

#### 4.34 為何發行人僅會於指定情況下提供主動報價？

流通量提供者必須按實際市況為有關產品提供報價（見常問問題 4.9）。發行人決定是否提供主動報價時，取決於以下 3 項主要考慮因素：

- (a) 就需求及風險管理而言，產品是否適合；
- (b) 影響掛鈎資產的市況（如其流通性及對沖供應）是否容許提供主動報價；及
- (c) 影響產品本身的現行市況（如供求情況）。

#### 4.35 主動報價的差價規定是甚麼？

主動報價的買賣差價較回應報價規定的最大買賣差價嚴格。經收緊的差價如下：

產品	與本地指數掛鈎	與交投活躍股份掛鈎
權證	5 個差價	10 個差價
牛熊證	10 個差價	15 個差價

#### 4.36 為何(i)權證與牛熊證及(ii)本地指數與交投活躍股份之間有不同的主動報價流通量服務標準？

由於牛熊證價格一般對掛鈎資產價格的變動更為敏感，對沖該掛鈎資產的費用因而相對較高，故此牛熊證的差價較權證為闊。

與交投活躍股份掛鈎的權證或牛熊證的差價較與本地指數掛鈎的權證或牛熊證的差價闊，此乃由於對沖本地指數的流通性較高，且在對沖交投活躍的掛鈎股份時一般需要較高費用（例如印花稅、買賣差價等）。

#### 4.37 在掛鈎證券處於市調機制時，就權證 / 牛熊證提供主動報價將有何影響？

投資者應留意，《業界準則》所載有關主動報價的準則原意是適用於正常市況。在不正常或異常市況中，提供主動報價或會受影響。

流通量提供者提供的報價是會反映當時掛鈎證券或指數的流通量。如掛鈎資產的流通量因引起市調機制事件的情況或市調機制本身而降低，有關權證或牛熊證的流通量在報價數量及差價方面也或會遜於正常市況下。

在觸發市調機制後的五分鐘冷靜期內，如發行人的對沖能力因掛鈎證券或指數的不確定因素而受到嚴重影響，其有機會達不到主動報價的最低服務水平，例如無買賣報價、買賣價差變闊及報價數量減少。

同樣地，在五分鐘冷靜期後，如發行人繼續有對沖困難，流通量提供仍可能會受影響。在此情況下，流通量提供者或無法履行《業界準則》中所述的主動報價最低服務水平。

不過，發行人將盡力遵守回應報價的規定。

## 回應報價個案

- 4.38** 某流通量提供者於回應本人的報價要求時所提供的報價的差價達 30 個價位，該流通量提供者有否違反其於相關上市文件所載在最大買賣差價的範圍內回應報價的責任？

有，惟屬於常問問題 4.17 所述的任何情況除外。新收緊的有關回應報價的流通量供應責任規定，由 2012 年 10 月 31 日起，回應報價的最大買賣差價為 20 個價位。

- 4.39** 我於 3:15 p.m. 向流通量提供者提出報價要求，但其於 3:40 p.m. 方提供報價，該流通量提供者有否違反其責任？

有可能，但須視乎情況而定。由 2012 年 10 月 31 日起，回應報價的最長時間以 10 分鐘為限。倘出現常問問題 4.17 所述的情況，則流通量提供者無需於 10 分鐘內提供報價。

- 4.40** 我發現某流通量提供者為回應報價要求而提供的報價僅維持了 3 分鐘，該流通量提供者有否違反其責任？

不一定。例如，該報價可能被另一名市場參與者接納或出現常問問題 4.17 所述情況。

- 4.41** 我有意出售本身 1,000 個買賣單位的權證，並致電流通量提供者要求提供報價。即使我已獲流通量提供者回應報價，為何仍無法出售該 1,000 個買賣單位？

流通量提供者提供的報價數量受相關對沖工具（例如掛鈎資產或與掛鈎資產掛鈎的上市期權或場外交易期權）的實際流通性所限制。在此情況下，倘流通量提供者未能就閣下全部 1,000 個買賣單位的權證之有關對沖工具平倉（例如由於相關對沖工具缺乏流通性），則流通量提供者未必能購買閣下全部 1,000 個買賣單位的權證。由 2012 年 10 月 31 日起，流通量提供者承諾為最少 20 個買賣單位提供報價。

- 4.42** 我買入了最後匯報價（或名義價格）為 0.01 港元的認購權證，而該匯報價已有一段長時間無任何變動。我有意出售所有該等認購權證，但為何我不能自流通量提供者取得任何報價？

最後匯報價（或名義價格）不一定與權證的實際理論價值相同。在此情況下，最大可能的原因是認購權證的實際理論價值少於 0.01 港元。此乃無需提供回應報價的其中一種情況（見常問問題 4.17）。

- 4.43** 我向流通量提供者提出報價要求，其回覆現時市場上已有流通量提供者的報價，該流通量提供者有否違反回應本人的報價要求的責任？

沒有。倘若市場上有符合最低服務水平的報價，則流通量提供者將被視為已遵守其流通量責任。

**4.44 我要求流通量提供者收窄其已符合有關回應報價的最低服務水平的買賣差價，該流通量提供者是否有責任收窄差價？**

流通量提供者僅需承諾符合最低服務水平。倘閣下有關收窄買賣差價的要求較最低服務水平更嚴格，則流通量提供者並無責任，亦未必會收窄差價。此乃由於買賣差價或會不時變動，或甚至因應影響掛鈎資產的現行市況（如對沖成本及掛鈎資產的流通量、差價及波幅等）而更闊。

**4.45 若流通量提供者正為權證及牛熊證提供主動報價，我是否仍可就該等產品作出報價要求？**

倘若流通量提供者已提供符合業界準則規定有關主動報價的差價規定的主動報價，則閣下未必需另行就該等產品提出報價要求，此乃由於主動報價的買賣差價較回應報價所規定的最大差價嚴格。

**4.46 我就某隻與股份掛鈎的認購權證提出報價要求。流通量提供者聲稱因恒生指數或整體市場出現大幅變動，其獲豁免提供報價。該流通量提供者聲稱獲豁免提供報價是否合理？**

當出現嚴重影響發行人對沖能力的「急劇波動的市場」時，流通量提供者可獲豁免提供流通量。有關何謂「急劇波動的市場」，請參見常問問題 4.19。

恒生指數或整體市場出現大幅變動未必會導致掛鈎股份價格出現異動及高波動性。在此情況下，流通量提供者或需向聯交所證明其對沖能力於短時間內已受價格異動所嚴重影響。

## **主動報價個案**

**4.47 我持有將於 15 日後到期與股份掛鈎的認購權證，我有意於到期前將其出售，但為何沒有為其提供主動報價？**

到期前剩餘時間是提供主動報價的其中一項條件。由於閣下的認購權證距離到期不足 30 日，故此不符合業界準則所載提供主動報價的條件。在此情況下，閣下可聯絡發行人作出報價要求。

**4.48 我持有行使價為 45 港元與交投活躍股份掛鈎的認購權證，而掛鈎資產的現貨價為 50 港元，是否符合為有關股份權證提供主動報價的條件？**

發行人會為價值狀況介乎 20%價內及 20%價外之間的權證提供主動報價。

若掛鈎股份的現貨價為 50 港元，而股份認購權證的行使價介乎 40 港元(+20%)及 60 港元(-20%)之間，則符合價值狀況為±20%的條件。在此情況下，由於行使價 45 港元在±20%的價值狀況範圍內，故符合為閣下的權證提供主動報價的條件（惟須符合其他條件）。

**4.49 我持有行使水平為 22900 與恒生指數掛鈎的認購權證，而恒生指數的現貨水平為 18300，是否符合為我的指數權證提供主動報價的條件？**

發行人會為價值狀況介乎 20%價內及 20%價外之間的權證提供主動報價。

若恒生指數權證的現貨水平為 18300，而認購權證的行使水平介乎 14640(+20%)及 21960 (-20%)之間，則符合價值狀況為±20%的條件。在此情況下，由於行使水平 22900 並不在 ±20%的價值狀況範圍內，故並不符合為閣下的權證提供主動報價的條件。

因此，如閣下有意出售閣下的權證，閣下可聯絡發行人提出報價要求。

**4.50 我持有贖回價為 50 港元與股份 X 掛鈎的牛證。股份 X 的現貨價目前為 52 港元，發行人會否為此牛熊證提供主動報價？**

發行人會為掛鈎股份的現貨價高於贖回價 2%的與股份掛鈎的牛證提供主動報價。

若牛證的贖回價為 50 港元，高於 51 港元的現貨價符合有關牛證的百分比規定。在此情況下，由於現貨價高於贖回價 2%，故符合為閣下的牛證提供主動報價的條件（惟須符合其他條件，如總市場流通量）。謹請閣下注意，當現貨價達 50 港元時，牛證將被贖回。

**4.51 我持有贖回水平為 19000 與恒生指數掛鈎的牛證，而恒生指數的現貨水平為 19100。發行人會否為此牛熊證提供主動報價？**

發行人會為掛鈎指數的現貨水平高於贖回水平 1%的與指數掛鈎的牛證提供主動報價。

若牛證的贖回水平為 19000，高於 19190 的現貨水平符合有關牛證的百分比規定。由於現貨水平高於贖回水平不足 1%，故並不符合為閣下的牛證提供主動報價的條件。謹請閣下注意，當現貨水平達 19000 時，牛證將被贖回。在此情況下，閣下可聯絡發行人提出報價要求。

**4.52 我持有 1 隻符合業界準則規定的主動報價條件的恒生指數權證，為何沒有提供主動報價？**

若業界準則第 3.3 段所載的其中一項豁免情況為適用，將不會提供主動報價。例如，流通量提供者無需於以下情況提供主動報價：

- (a) 理論價值低於 0.01 港元；
- (b) 出現流通量提供者控制以外的技術故障及操作問題；或
- (c) 掛鈎資產或股票市場於短時間內出現異常價格變動及高波幅水平，導致嚴重影響流通量提供者的對沖能力。

謹請留意，主動報價並非持續報價（見常問問題 4.24）。閣下對流通量如有任何問題，可與流通量提供者聯絡（見常問問題 4.7）。



**4.53 我留意到發行人為不符合主動報價條件的權證提供報價，但差價較主動報價的最大差價規定為闊。發行人有否違反主動報價規定？**

沒有。發行人可按其選擇自願提供主動報價。在該等情況下，發行人不受業界準則所載有關主動報價的指定差價規定所約束。然而，在此情況下，發行人在回應報價要求時仍需要遵守適用於回應報價的差價規定。

## 第五部分：權證及牛熊證的價格

### 一般資料

**5.1 何謂權證或牛熊證的「理論價值」？理論價值如何釐定？**

權證及牛熊證具有可能與其交易（名義）價格極不相同的「理論價值」。

理論價值是參考發行人經考慮所有相關市場因素的定價模型而計算的權證或牛熊證的價格。有關一般可影響權證及牛熊證的價格的因素，見常問問題 5.2 及 5.4。

**5.2 權證的價格受甚麼因素影響？**

權證的價格一般視乎掛鈎資產的價格而定。然而，於權證的有效期內，其價格將受多項其他因素影響，包括：

- (a) 權證的行使價；
- (b) 掛鈎資產的價值及其價格波幅（用作衡量發行人對掛鈎資產的價格隨時間波動的預期）；
- (c) 到期前的剩餘時間：一般而言，權證餘下的有效期越長，其價值越高；
- (d) 期間利率及掛鈎資產的預期派息或其他分派；
- (e) 掛鈎資產的流通性；
- (f) 權證的供求情況；
- (g) 發行人的對沖交易成本；
- (h) 發行人及 / 或其擔保人的信譽；及
- (i) 就指數權證而言，該指數的期貨合約價格及流通量。

假設其他因素維持不變，上述若干主要因素變動對認購及認沽權證的理論影響載列於下表：

因素*	認購權證價格	認沽權證價格
掛鈎資產價格 ↑	↑	↓
掛鈎資產波幅 ↑	↑	↑
到期前的剩餘時間 ↓	↓	↓
利率 ↑	↑	↓
預期股息 ↑	↓	↑

\*謹請注意，上表僅顯示與主要定價參數的理論關係。實際上，尚有其他因素影響權證的價格。

### 5.3 為何權證的價格變動與其掛鈎資產的價格或水平的變動並非成正比？

- (a) 權證的價格不僅受掛鈎資產的價格影響，亦受一系列其他因素影響（見常問問題 5.2）。這表示權證的價格變動未必與掛鈎資產的價格變動成正比，或甚至與掛鈎資產的價格變動相反。例如：就認購權證而言，倘掛鈎資產的價格上升，但掛鈎資產價格的引伸波幅下降，則權證的價格可能下跌，此乃由於引伸波幅下降或會抵銷掛鈎資產的價格的升幅；
- (b) 倘權證處於極「價外」情況（例如當其理論價值遠低於 0.01 港元時），則權證的價格或會對任何掛鈎資產價格的上升（就認購權證而言）或下跌（就認沽權證而言）變得不敏感；
- (c) 倘市場上某系列權證的市場流通量偏高，則權證的供求或會較掛鈎資產價格對權證價格有更大的影響；
- (d) 就認購權證而言，時間值的減少可能會抵銷掛鈎資產價格的任何上升，尤其當權證接近到期時，時間值通常會迅速遞減；及
- (e) 就認沽權證而言，時間值的減少可能會抵銷掛鈎資產價格的任何下跌，尤其當權證接近到期時，時間值通常會迅速遞減。

### 5.4 有何因素影響牛熊證的價格？

牛熊證的有效期內，其價格將受多項因素影響，其中包括：

- (a) 其行使價或行使水平及贖回價或贖回水平；
- (b) 發生強制贖回事件的可能性；
- (c) 發生強制贖回事件時的剩餘價值（如有）的可能範圍；
- (d) 資金成本；
- (e) 到期前的剩餘時間；

- (f) 期間利率及掛鈎資產的預期派息或其他分派；
- (g) 掛鈎資產的流通性；
- (h) 牛熊證的供求情況；
- (i) 現金結算金額的可能範圍；
- (j) 發行人的有關對沖交易成本；
- (k) 發行人及其擔保人（如適用）的信譽；及
- (l) 就指數牛熊證而言，該指數的期貨合約價格及流通量。

### 5.5 牛熊證的價格變動是否一定與其掛鈎資產的價格或水平變動相符？

牛熊證的價格大致緊貼掛鈎資產的價格。因此，倘掛鈎資產的價值上升，換股比率為 1:1 的「牛證」（即一份牛熊證兌換掛鈎資產的一個單位）的價值一般按相約數額上升，而換股比率為 1:1 的「熊證」的價值則一般按相約數額下降（有關換股比率的一般問題，見常問問題 5.6）。

然而，當牛熊證的掛鈎資產的交易價接近其贖回價，牛熊證的價值或會變得更為波動（亦由於有發生強制贖回事件的風險而對掛鈎資產價格變動的敏感度降低），而其價值的變動可能與掛鈎資產的價值變動不成比例。

## 換股比率

### 5.6 何謂換股比率？

權證或牛熊證的換股比率指按行使價於到期日兌換掛鈎資產的一個單位所需的權證或牛熊證數目。上市規則容許以股份（或其它證券）作為掛鈎資產的結構性產品按下列比例發行：

- (i) 每 1 份、5 份、10 份、50 份、100 份或 500 份結構性產品兌換 1 股股份（或其它證券單位）；或
- (ii) 每 1 份結構性產品兌換 1 股、10 股或 100 股股份（或其它證券單位）。

例如，倘與股份掛鈎的權證的換股比率為 10:1，則表示每 10 份權證可按行使價於到期時兌換 1 股股份。

### 5.7 換股比率會否影響權證或牛熊證的面值？

假設影響兩隻權證或牛熊證的所有其他因素（掛鈎資產、行使價、到期日、波幅等）均相同，其各自的換股比率將直接影響其各自的每單位價值。

一般而言，換股比率高的權證或牛熊證的每單位價值相對較低。然而，理論上，由於在計算實際槓桿比率時會計入換股比率，故此換股比率將不會影響某特定權證或牛熊證的表現（見常問問題 5.12）。

## 溢價

### 5.8 何謂溢價？

溢價反映掛鈎資產的價格於到期時需要變動了多少方能達到權證或牛熊證的打和價格。例如，倘認購權證或牛證的溢價為 10%，則掛鈎資產價格於到期時需上升 10% 方能達到打和價格。閣下可按以下公式計算溢價（以到期時的派付公式為依據）：

$$\text{認購權證或牛證的溢價} = \frac{[\text{行使價} + (\text{產品價格} \times \text{換股比率})] - \text{掛鈎資產價格}}{\text{掛鈎資產價格}} \times 100\%$$

$$\text{認沽權證或熊證的溢價} = \frac{\text{掛鈎資產價格} - [\text{行使價} - (\text{產品價格} \times \text{換股比率})]}{\text{掛鈎資產價格}} \times 100\%$$

上述公式因此可供作參考用途，以計算掛鈎資產的價格於到期時需要作出變動的百分比以達到權證或牛熊證的打和價格。

#### 5.9 我買入與掛鈎股份掛鈎而到期日為 4 月底的認購權證。為何認購權證於 3 月中按低於其內在價值的價格進行買賣並出現 1% 負溢價？

此情況看來並不合理，因為權證價格應至少相等於其內在價值（即掛鈎股份的現行市價超逾認購權證行使價的差額）。

雖然於大部分情況下權證按高於其內在價值的價格進行交易，但並不表示該內在價值必定為權證的最低價值。一如下文所述，權證有可能按低於其內在價值的價格進行交易。

持有認購權證有別於持有掛鈎股份，尤其因認購權證持有人無權收取掛鈎股份可能宣派的任何股息。在此特定情況下，掛鈎股份將於 3 月底公佈其年度業績。根據以往多年的慣例，掛鈎股份有可能於 4 月中除息。由於認購權證於 4 月底到期，計算認購權證於該到期日的派付時所使用的掛鈎股份市價會是除息後的價格。因此，認購權證持有人所取得的派付將低於應有水平。雖然於 3 月中仍未能知悉掛鈎股份會宣派的年終股息金額，但市場廣泛預期股息將不少於 1.5 港元。故此，潛在投資者及流通量提供者在為認購權證定價時扣除股息這做法並非不合理。

#### 5.10 為何與恒生指數掛鈎，並於 6 個月後到期的牛證有時會出現負溢價？

在按上文常問問題 5.8 所載公式計算與恒生指數掛鈎的牛證的溢價時，我們需就恒生指數釐定掛鈎資產價格。

恒生指數的現貨水平或會與其估算期貨價格有別，此乃由於恒生指數的估算期貨價格乃參考恒生指數的現金價值（按恒生指數的現貨水平計算）和利率的總和減預期股息而計算。於大部分情況下，由於預期股息會高於利率，因此該恒生指數的估算期貨價格通常低於恒生指數的現貨水平的現金價值。

因此，根據常問問題 5.8 所載公式計算的溢價或會有別，視乎閣下採用(i)恒生指數的現貨水平作為掛鈎資產價格，或(ii)恒生指數的估算期貨價格作為掛鈎資產價格。

然而，由於與恒生指數掛鈎的牛熊證的產品價格一般按於 6 個月後到期的恒生指數期貨的估算期貨價格計算（而非恒生指數的現貨水平），故此在計算牛熊證的溢價時應採用該估算期貨價格作為掛鈎資產價格。因此，使用上文所述常問問題 5.8 所載公式，按該較低的估算期貨價格計算的溢價有可能會出現正溢價，而按恒生指數的現貨水平計算的溢價則可能會出現負溢價。

## Delta 值

### 5.11 何謂權證及牛熊證的 Delta 值？

Delta 值是權證或牛熊證價格（已按換股比率作出調整）變動對掛鈎資產價格變動的比率，顯示掛鈎資產價格出現變動時權證或牛熊證價格的絕對變動值。

Delta 值介乎 0 至 1 之間（就認購權證而言）或 0 至 -1 之間（就認沽權證而言），而有關的「-」標記顯示與掛鈎資產呈相反的走勢。一般而言，屬平價的認購權證及認沽權證的 Delta 值分別大約為 0.5 及 -0.5。就具有相同掛鈎資產及到期日的權證而言，屬價內的權證一般擁有較屬價外的權證為高的 Delta 值。例如，Delta 值為 0.1 的認購權證一般屬極價外的權證，而 Delta 值為 0.9 的認購權證則一般屬極價內的權證。反之，Delta 值為 -0.1 的認沽權證一般屬極價外的權證，而 Delta 值為 -0.9 的認沽權證則一般屬極價內的權證。

一般來說，牛證的 Delta 值接近但不完全等於 1，熊證的 Delta 值接近但不完全等於 -1。

## 槓桿比率及實際槓桿比率

### 5.12 實際槓桿比率與槓桿比率有何分別？

「槓桿比率」指掛鈎資產成本相對權證或牛熊證成本的關係。例如，若某特定權證的槓桿比率為 10 倍，該權證的投資成本為掛鈎資產的十分之一。

然而，如屬權證，此僅與掛鈎資產的最初成本及權證或牛熊證的最初成本有關 – 其不能用作反映往後掛鈎資產價格與權證或牛熊證價格之間的動態關係。

權證的「實際槓桿比率」是將槓桿比率乘以權證的 Delta 值計算得出（就 Delta 值而言，見常問問題 5.11）。

當掛鈎資產價格出現 1%變動時，實際槓桿比率是計算權證變動百分比的較佳方法。例如，倘某特定認購權證的實際槓桿比率為 10 倍（而我們假設其他因素維持不變），則當掛鈎資產價格上升 1%時，認購權證的理論價格會上升 10%。同樣地，當掛鈎資產價格下跌 1%時，認購權證價格的理論價格應下跌 10%。然而，此僅可用作參考；而由於掛鈎資產的價格、Delta 值、槓桿比率、時間耗損及引伸波幅等其他因素亦會有所變動，故此權證的實際槓桿比率會隨時間而變動。

就牛熊證而言，「槓桿比率」及「實際槓桿比率」在大部分情況下相同，即牛熊證價格對掛鈎資產的價格出現 1%變動時的潛在乘數效應。

#### **5.13 為何權證或牛熊證的價格變動會與實際槓桿比率不相應？**

多項其他因素亦會不時變動（見常問問題 5.2 及 5.4），因此掛鈎資產價格的上升未必會導致權證或牛熊證的價格出現相應於實際槓桿比率的增幅，甚至不會導致權證或牛熊證價格有任何升幅。

### **引伸波幅**

#### **5.14 權證的引伸波幅如何影響其價格？**

權證的引伸波幅是影響權證價格的其中一項因素。例如，假設其他因素維持不變，當權證的引伸波幅下降時，權證價格理論上亦會下降，反之亦然。

#### **5.15 為權證定價時，發行人是如何決定權證的引伸波幅水平？為何與相同資產掛鈎的權證的引伸波幅會因不同發行人而有異？**

權證的引伸波幅是發行人的定價公式中不可直接觀察的主要參數。然而，發行人可按以下基準估計權證的引伸波幅：

- (a) 掛鈎資產的歷史波幅；
- (b) 根據市場數據計算的上市及場外交易期權的引伸波幅（見常問問題 5.17）；及
- (c) 發行人的市場預期及發行有關權證費用。

發行人之間的引伸波幅水平均有差異，此乃由於各發行人對某特定掛鈎資產均有不同的市場預期及不同的發行成本。

#### **5.16 何謂掛鈎資產的歷史波幅，投資者可從何得知有關資料？**

波幅乃按計算掛鈎資產價格變動的年度化統計數據釐定：變動越大，波幅越高。

「歷史波幅」用作衡量過往一定期間的掛鈎資產價格波動程度。閣下可透過訂閱市場數據資訊提供者的數據供應服務，以取得有關掛鈎資產的歷史波幅的資料。

### 5.17 為何上市及場外交易期權的引伸波幅會影響權證價格？

權證的引伸波幅因應不同市場因素而有異，其與場外交易及上市期權的引伸波幅具密切關係。

發行人出售權證後，一般需透過不同渠道對沖該發行所產生的風險，而場外交易期權及上市期權為其中兩種渠道。場外交易期權為於任何交易所提供的交易設施以外按雙邊準則進行交易的期權。交易對手通常為專業機構投資者（如投資銀行）。上市期權為於交易設施（如聯交所）上進行交易的期權。

倘場外交易期權或上市期權的引伸波幅下降，則相關權證的引伸波幅亦可能下降。相反，倘場外交易期權或上市期權的引伸波幅上升，則相關權證的引伸波幅亦可能上升。因此，場外交易期權或上市期權的引伸波幅的變動或可作為相關權證的引伸波幅走勢的指標。

### 5.18 我在何處可看到有關場外交易期權引伸波幅的資料？

場外交易期權為兩參與者之間私自於交易所以外進行交易的雙邊合約。因此，並無任何有關場外交易期權引伸波幅的公開資料。

### 5.19 我在何處可看到有關上市期權引伸波幅的資料？

閣下可透過訂閱市場數據資訊提供者的數據供應服務，以取得有關上市期權的引伸波幅的資料。

## 資金成本

### 5.20 「資金成本」如何影響牛熊證價格及其計算方法？

牛熊證的資金成本與釐定其價格相關。牛熊證的交易價格一般反映：

- (a) 就牛證而言，（掛鈎資產的現貨價或現貨水平 - 牛熊證的行使價或行使水平）+ 當時資金成本；
- (b) 就熊證而言，（牛熊證的行使價或行使水平 - 掛鈎資產的現貨價或現貨水平）+ 當時資金成本。

資金成本乃基於以下計算：

- (a) 發行人經任何預期普通股息調整後（如掛鈎資產為派息股份）的融資或借股成本；及
- (b) 其利潤率。

以上項目不時波動。牛熊證的資金成本或會受其供求影響。此外，視乎掛鈎資產當時的流通性及波幅而定，對沖成本及風險亦可能導致發行人的資金成本出現波動。此表示發行人的資金成本於牛熊證的整個有效期內並非固定。此外，牛熊證的有效期越長，資金成本越高。資金成本將隨著牛熊證越接近到期而下降。

當選擇牛熊證時，除其他考慮因素外，閣下應將發行類似掛鈎資產及特點的牛熊證的不同發行人的資金成本進行比較。

## 時間值

### **5.21 何謂時間值及其如何影響權證價格？**

時間值是權證自距離到期的剩餘時間所產生的價值，相等於權證現時價格與其內在價值的差額。時間值可視為作為取得槓桿效應的已付成本。一般而言，距離到期的時間越長，掛鈎資產價格走勢對權證持有人較有利的機會越高，而權證價格亦因此較高。然而，當權證到期時，權證的時間值將變為零，而這稱為權證的時間耗損。

## 供求

### **5.22 增發如何影響權證或牛熊證價格？**

發行人有權在市場流通量超過 50%時增加某特定權證或牛熊證的市場供應，以免價格因供應短缺而出現波動。增加供應的方法是發行人向聯交所申請增發有關產品。

「市場流通量」指投資者的持貨量（一般以百分比列示），乃按市場於某特定日子（收市後）所持的權證或牛熊證數目，除以已發行的權證或牛熊證總數計算。例如，倘於某特定日子收市後所持的若干權證數目為 10,000,000 份，而該等權證的已發行數目為 1 億份，則市場流通量為 10%。

當市場流通量高時，代表市場的持貨量高，而流通量提供者持有的數量則相對較少。此舉使流通量難以維持穩定。換言之，市場流通量越高的產品或會更容易受市場供求的力量所影響。因此，其價格未必會緊貼掛鈎資產的價格。

基於此原因，增發有可能提高產品價格的穩定性，並減低因供求失衡而引致價格波動的機會。

### **5.23 市場流通量如何影響權證或牛熊證價格？**

市場流通量越高，權證價格受市場供求影響的可能性越大。當該產品出現沽壓時，該產品的價格或會被當時的市場力量所擠壓（即價格回跌）。

相反，市場流通量低的權證或牛熊證價格不大可能會受權證或牛熊證的市場供求所影響。

## 公司行動

### **5.24 掛鈎股份的股息分派如何影響權證或牛熊證的價格？**

當上市公司公佈其財務業績時，一般亦會公佈會否派付股息。



派發股息會否影響相關權證或牛熊證價格，視乎股息是否預期派付及（如派付）派息水平和何時派付而定。此乃由於發行人在計算權證或牛熊證價格時會考慮股息分派的往績及市場預期。

倘若股息分派及除息日期一如預期，加上其他因素維持不變，則理論上，股息不會影響權證 / 牛熊證價格。

**5.25 若掛鈎股份最終宣派的股息較預期低，將會如何？如所宣派的股息較預期高又會如何？**

若所宣派的股息較預期低，則認購權證價格預期會上升（假設其他因素維持不變）。

另一方面，若掛鈎股份宣派的股息較預期高，認購權證價格預期將會下降（假設其他因素維持不變）。因此，買入權證的投資者或會有損失。

**5.26 當掛鈎資產進行資本調整時，會否調整權證或牛熊證的條款？**

在一般情況下，倘公司股份進行資本調整（例如發送紅股、供股、重組事件，或分拆 / 兼併 / 合併），則與該股份掛鈎的權證或牛熊證將作出調整；並根據相關上市文件的條款調整其贖回價、行使價及換股比率。

就兼併 / 合併而言，將調整被吞併公司掛鈎的權證或牛熊證的贖回價、行使價及換股比率。如兼併 / 合併後原先掛鈎股份消失，有關權證或牛熊證的掛鈎資產將由原來的掛鈎資產改為合併後留存 / 新的掛鈎資產。如掛鈎資產即為合併後留存的公司，則不會對相關權證或牛熊證作出調整。

要是調整權證 / 牛熊證的生效日期是在掛鈎股份除淨日之後（如分拆上市），將不會調整在該生效日期之前到期的權證或牛熊證。

**5.27 如掛鈎股份的公司進行合併，結構性產品會否停牌？**

公司進行合併時或會暫停股份交易一段時間。上市規則規定結構性產品在掛鈎股份停牌時須相應停牌。在此情況下，停牌期間的時間耗損對結構性產品的價值或有不利影響。

**5.28 如掛鈎公司進行分拆並以實物形式向股東分派，結構性產品將有何安排？**

在一般情況下，發行人將採用分拆上市公司首個交易日經自動對盤達成的成交量加權平均價 (VWAP) 作為調整基準，以計算因分拆而產生的價值。調整將於上市翌日生效。投資者應注意，於調整生效日期前到期的結構性產品不會予以調整。

視乎個別情況，結構性產品有機會在除淨日至分拆公司上市日這段期間停牌。在此情況下，停牌期間的時間耗損對結構性產品的價值或有不利影響。

同樣地，視乎個別情況而定，牛熊證的強制贖回觀察期或會不包括除淨日至分拆公司上市日這段期間，至使該期間內不會發生強制贖回事宜。

## 個案

**5.29 我持有與股份掛鈎的認購權證。掛鈎股份的價格僅下跌 2%，為何流通量提供者為我的認購權證提供的報價跌幅超過 2%?**

權證是具有槓桿效應的短期交易工具（見常問問題 5.12），其或會因應掛鈎資產的表現擴大閣下的損失。

**5.30 我於上午交易時段買入與股份掛鈎的認購權證，當時掛鈎股份的交易價為 50 港元。掛鈎股份的價格然後下跌至 48 港元，而流通量提供者的報價亦有所下降。下午，掛鈎股份價格回升至 50 港元，但為何流通量提供者的報價仍較我買入認購權證的價格為低?**

除了掛鈎資產價格外，流通量提供者的報價亦視乎多項其他因素而定（見常問問題 5.2）。假設所有其他因素維持不變，雖然掛鈎股份價格由 48 港元回升至 50 港元，掛鈎股份價格的升幅有可能被權證的引伸波幅的跌幅所抵銷或甚至蓋過，而權證價格亦因此有所下降（見常問問題 5.14）。

**5.31 我發現一星期前以 0.25 港元發行的權證的價格於其首個上市日期跌至 0.20 港元，為何會如此?**

權證的發行價乃根據權證於推出日期當日的市場因素釐定。於權證的首個交易日（即推出日期後 5 个交易日），影響該權證價格的市場因素有可能已出現重大變動。

**5.32 我持有由 A 公司發行的認購權證，而由 B 公司發行的另一隻權證具有完全相同的條款（相同的掛鈎資產、到期日及行使價）。為何 A 公司的報價會低於 B 公司的報價?**

除了權證的條款（即掛鈎資產、到期日及行使價）外，權證價格亦視乎個別發行人所採納的不同定價假設為依據的多項其他因素（見常問問題 5.2）而定（例如權證的不同引伸波幅、利率、預期股息等）。此外，即使條款完全相同，不同權證或會有不同程度的市場參與及市場流通量，或會對權證價格有不同程度的影響。因此，由不同發行人所發行具完全相同條款的權證的價格或會有所不同。

**5.33** 我持有由 X 公司發行將於 6 個月後到期的牛證，而由 Y 公司發行的另一隻牛熊證具有完全相同的條款（相同的掛鈎資產、到期日、行使價及贖回價）。為何 X 公司的報價會低於 Y 公司的報價？

除了牛熊證的條款（即掛鈎資產、到期日、行使價及贖回價）外，牛熊證價格亦視乎個別發行人所採納的不同定價假設為依據的多項其他因素（見常問問題 5.4）而定（例如不同的資金水平、對沖成本、預期股息等）。因此，由不同發行人所發行具完全相同條款的牛熊證的價格或會有所不同。

**5.34** 我持有交易價為 0.01 港元的與恒生指數掛鈎的認購權證，恒生指數上升逾 3%，但流通量提供者拒絕報價，而權證的最後交易價維持於 0.01 港元。為何流通量提供者的報價與掛鈎指數的升幅不符？

該最後交易價（名義價格）有可能於不久前已下跌至 0.01 港元，且並不反映其於恒生指數回升前的當時理論價值，因此並非計算權證實際表現的最佳參考資料。

當權證屬短期及極價外的情況時尤其如此。雖然恒生指數回升逾 3%，但權證仍屬價外及極短期，故此其於恒生指數回升後當時的理論價值仍低於 0.01 港元。

當權證的理論價值少於 0.01 港元時，流通量提供者無需提供報價（見常問問題 4.17）。

**5.35** 某認購權證的市場流通量為 70%，為何在掛鈎資產價格維持不變的情況下，權證價格會下跌？

假設所有其他因素維持不變，權證價格有可能受市場力量影響。市場流通量越高，權證價格受市場供求影響的可能性越大，而權證價格亦因此或會在掛鈎資產價格維持不變的情況下因沽壓高企而下跌。

**5.36** 我持有將於 10 天後到期的認購權證。雖然掛鈎資產價格上升 1%，為何流通量提供者的報價仍下跌 10%？

假設所有其他因素維持不變，部分屬價外及超短期的權證價格有可能對掛鈎資產價格的變動並不敏感（由於 Delta 值低）。雖然掛鈎資產價格出現任何升幅，但流通量提供者的報價仍有可能下跌，此乃由於該權證屬超短期並深受時間耗損所影響（有關影響遠較掛鈎資產價格變動為大）。

**5.37** 我持有 1 隻極價內的恒生指數認購權證，該證於 6 月份（兩個月後）到期，換股比率為 10,000，Delta 值近乎 1。恒生指數升了 150 點，而恒生指數 6 月份期貨合約則升了 110 點。為何該權證價格僅升 0.011 港元（相當於 110 個指數點），而不是升 0.015 港元（相當於 150 個指數點）？

恒生指數權證並非純粹基於恒生指數定價，而是主要根據恒生指數、利率及預期股息定價。由於恒生指數期貨合約反映恒生指數價值、利率及預期股息，恒生指數權證的定價大致也以恒生指數期貨合約的定價為基準。

- 5.38** 我持有與恒生指數掛鈎，並於 6 個月後到期的牛證，同日恒生指數的現貨水平自我買入牛熊證後上升 0.1%。既然恒生指數的現貨水平上升，為何牛熊證價格仍維持不變？

該牛熊證的價格乃按用以作對沖於 6 個月後到期的恒生指數期貨合約的估算價格（而非恒生指數的現貨水平或恒生指數的即月期貨價格）計算。恒生指數的估算期貨價格乃參考恒生指數的現金價值（按恒生指數的現貨水平計算）和利率的總和減預期股息而計算。假設所有其他因素維持不變，恒生指數現貨水平的上升有可能被發行人對預期股息作出的調整所抵銷，因此，牛熊證價格維持不變。

- 5.39** 我持有與恒生指數掛鈎的牛證，該證於 6 個月後到期，換股比率為 10,000；距離該牛證的贖回價尚餘約 400 點。恒生指數及期貨均升了 100 點，但牛證僅升 0.009 港元。如牛證的 Delta 值等於 1，其價格應增加 0.01 港元（即 100 個指數點 / 10,000 = 0.01 港元）。為何牛證升少於 0.01 港元？

這是由於牛證的 Delta 值並不完全等於 1。此外，除掛鈎資產的現價外，尚有不同因素可影響牛熊證的價格，例如預期股息及資金成本等等（見常問問題 5.4）。

- 5.40** 我持有某隻牛證，而掛鈎資產的現貨價接近贖回價。若換股比率為 1，為何當股價下跌 0.01 港元時，牛證價格會跌至 0.015 港元？

當掛鈎資產的現貨價接近贖回價，牛熊證價格或會變得更为波動，而其價格變動可能與掛鈎資產的現貨價變動不成比例。投資者亦應留意市場上的牛熊證流通數目。市場流通量越高，當掛鈎資產的現貨價越接近贖回價時，沽壓將越高，這亦導致價格更为波動。

- 5.41** 為何流通量提供者就與缺乏流通性股份掛鈎的權證提供的報價的差價會較就與具流通性股份或藍籌股掛鈎的權證為闊？

流通量提供者在考慮現行市況（如對沖成本及相關對沖工具的流通量、差價及波幅等）為某特定權證或牛熊證提供報價。藍籌股一般有較高流通性，讓流通量提供者能提供差價較缺乏流通性的掛鈎資產為窄的報價。

- 5.42** 我持有與恒生指數掛鈎的認購權證。我明白認購權證價格會隨恒生指數下跌而下降。然而，為何流通量提供者僅降低買入價而不降低賣出價？此舉讓我無機會以較低價格買入更多認購權證。

流通量提供者可參考認購權證的理論價格按其認為公平的定價水平提供買入及賣出報價，惟須遵守最大買賣差價規定。買賣差價或會因應影響掛鈎資產的現行市況，如對沖成本及相關對沖工具的流通量、差價及波幅等不時改變。因此，流通量提供者的報價可能由於買賣差價拉闊而有別於閣下所預期的價格水平。

例如，我們假設認購權證的理論價格最初為 0.2 港元，而買入及賣出差價各為 0.003 港元，故此買入及賣出報價最初分別為 0.197 港元及 0.203 港元。恒生指數其後下跌，導致認購權證的理論價格相應下跌至 0.197 港元。即使認購權證的理論價格有所下跌，差價亦有可能變闊以反映當時市況。例如，倘買入及賣出差價各自加闊至 0.006 港元，則理論價格為 0.197 港元的權證的新買入及賣出報價將分別為 0.191 港元及 0.203 港元。在此情況下，賣出報價並無變動，但買入報價會因差價變闊而有所下降。

**5.43** 我持有 1 隻與恒生指數成份證券掛鈎的認購權證，換股比率為 1。權證及掛鈎股份的收市價如下。

日期	權證收市價	掛鈎股份收市價
上一日	0.120港元	5.00港元
今日	0.118港元	5.02港元

為何掛鈎股份的收市價上升，但權證的收市價卻下跌？

發生這種情況可能是由於：

- (i) 其他定價因素影響權證價格（例如波幅、預期股息、時間耗損等等）（見常問問題 5.2）；
- (ii) 權證與掛鈎證券的收市時間不同。作為收市競價交易的合資格證券，掛鈎證券繼續於收市競價交易時段進行交易至 4 時 10 分結束，但權證於下午 4 時即停止交易。在這情況下，由於有十分鐘的時間差距，直接比較權證與掛鈎證券的收市價或不適當且無意義；或
- (iii) 權證的收市價不一定反映流通量提供者的報價。在此個案，流通量提供者的報價可能已跟隨了掛鈎股份的走勢，但權證的收市價卻沒有反映出來。收市價可能(1)根據其他交易所參與者的交易及報價釐定；或(2)轉載自先前日子的收市價。

**5.44** 我持有 1 隻與恒生指數成份證券掛鈎的牛證。該牛熊證直至下午 4 時收市前仍在交易。我注意到該牛熊證隨後在下午 4 時 10 分左右被收回。牛熊證何以可在下午 4 時收市後被收回？

牛熊證可在觀察期(包括開市前時段、持續交易時段及收市競價交易時段)內被收回。即使牛熊證在下午 4 時持續交易時段結束時停止買賣，但如掛鈎股票在收市競價交易時段結束時觸及收回價，有關牛熊證仍可被收回（見常問問題 2.3）。

**5.45** 我持有行使價為 12.28 港元的認購權證，權利為 1 股股份。掛鈎公司宣佈按每 10 股現有股份獲發 1 股紅股的基準發行紅股，發行紅股對認購權證的價格及條款有何影響？

認購權證的權利及行使價將按以下公式調整：

$$\text{經調整權利} = \text{調整成分} * E$$

$$\text{經調整行使價} = X / \text{調整成分}$$

其中

- 調整成分 =  $1 + N$
- E：緊接發行紅股前的現有權利
- X：緊接發行紅股前的現有行使價
- N：現有股份持有人就發行紅股前所持的每股股份可額外收取的股份數目

在此情況下，

- 調整成分 =  $1 + 1/10 = 1.1$
- 經調整權利 =  $1 * 1.1 = 1.1$  股股份
- 經調整行使價 =  $12.28 \text{ 港元} / 1.1 = 11.164 \text{ 港元}$  (四捨五入至最接近的 0.001 港元)

調整旨在盡可能確保權證的理論價格於緊接調整前及緊隨調整後維持不變。假設所有因素均相同，權證的理論價格將維持不變。

**5.46** 我持有與股份掛鈎的認購權證，其到期日為 6 月 14 日。於 4 月 5 日，掛鈎股份宣派年終股息，而掛鈎股份的除息日為 5 月 29 日。去年度年終股息的除息日為 6 月 17 日。這對權證價格有何影響？

一般而言，股息越高，認購權證價格將越低，而認沽權證則剛好相反。在此情況下，假設所有其他因素維持不變，認購權證價格於 4 月 5 日宣派股息後將會下降，此乃由於實際除息日 (5 月 29 日) 於到期日 (6 月 14 日) 之前，且於權證有效期內實際派付的股息高於預期 (根據過往記錄，預期僅會於權證到期後方派付有關股息) 所致。

## 第六部分：牛熊證強制贖回事件 / 到期及結算

### 牛熊證強制贖回事件

#### 6.1 若發生強制贖回事件，我會否收取任何付款與及如何釐定強制贖回事件估值期？

如屬「N類」牛熊證，則答案為否。若發生強制贖回事件，閣下將損失閣下的所有投資。

如屬「R類」牛熊證，則答案為可能會。若R類牛熊證於到期前強制贖回，閣下或會收取剩餘價值。剩餘價值一般根據以下原則計算：

- (a) 就「R類」牛證而言 – (掛鈎資產於強制贖回事件估值期的最低現貨價或現貨水平減行使價或行使水平) 除以換股比率。
- (b) 就「R類」熊證而言 – (行使價或行使水平減掛鈎資產於強制贖回事件估值期的最高現貨價或現貨水平) 除以換股比率。

就牛熊證而言，強制贖回事件估值期指於聯交所交易時段發生強制贖回事件至(並包括)下一個交易時段結束的期間。

開市前時段及早市視為一個交易時段，午市及收市競價交易時段視為另一個交易時段。如屬半日市，開市前時段、早市及收市競價交易時段視為一個交易時段。

有關進一步詳情，請參閱相關牛熊證的上市文件。

#### 6.2 我持有牛熊證，而我的經紀向我確認，我已於開市前時段出售牛熊證。然而，經紀其後告訴我交易因開市前時段發生強制贖回事件而取消。究竟是甚麼回事？

倘於開市前時段發生強制贖回事件，則於該時段內達成的所有牛熊證競價交易及於該時段對盤前時段結束後達成的所有牛熊證人手交易將屬無效並會被取消，且不獲發行人或聯交所承認。

人手交易指並非透過自動對盤系統達成的交易。競價交易指於開市前時段的對盤時段內自動對盤的競價交易。

強制贖回事件或會於交易日的整段持續交易時段內隨時發生。倘於持續交易時段內發生強制贖回事件，則不會再透過自動對盤達成任何交易。此外，所有於強制贖回事件後透過人手達成的交易將被取消。

謹請留意，由於強制贖回事件與終止牛熊證交易之間或會有時間差距，即使已獲經紀確認，於發生強制贖回事件後達成的部分牛熊證交易或會被取消。因此，當牛熊證的交易價接近贖回價或贖回水平時，投資者應審慎行事。

## 到期及結算

### 6.3 我可於到期日買賣權證 / 牛熊證嗎？

不可以。權證 / 牛熊證的到期日並不等於最後交易日。投資者只可在最後交易日或之前買賣權證 / 牛熊證：

- (a) 就權證而言，最後交易日與到期日之間須有 3 個交收日，例如，若權證於 6 月 23 日星期五到期，6 月 19 日星期一便是最後買賣該權證的日子（假設 6 月 19 日至 23 日之間的 3 天均為交收日）；及
- (b) 就牛熊證而言，最後交易日為緊接到期日前一交易日，惟須視乎有否發生強制贖回事件，牛熊證會於發生強制贖回事件後提早終止，屆時該牛熊證將即時停止買賣（見常問問題 1.6）。

### 6.4 權證及牛熊證如何及何時結算？

目前於聯交所買賣的所有權證及牛熊證均為歐式，並於到期時以現金結算。

就於到期日屬價內的現金結算權證及牛熊證均會自動行使而言，權證及牛熊證持有人屆時會根據上市文件所載的條款及細則獲付一筆正數的現金結算金額。

投資者將在不遲於到期日後第三個結算日收取現金結算金額（如有）。一般而言，聖誕節前夕、新年前夕及農曆新年前夕同為半日市，而聯交所一般會訂明有關日期為非結算日。

### 6.5 如何計算權證的到期時結算價？

就於聯交所買賣的單一本地股份權證而言，到期時結算價乃按掛鈎股份於到期日前（不包括該日）的 5 日平均收市價計算。

就本地指數權證而言，到期時結算價乃按與在香港期貨交易所買賣的權證具有相同到期月份的相應指數期貨合約的最終結算價計算。

有關與其他掛鈎資產掛鈎的權證的到期時結算價的更多資料，請參閱相關上市文件。

### 6.6 如何計算牛熊證的到期時結算價？

就於聯交所買賣的本地股份而發行的牛熊證而言，到期時結算價乃按掛鈎股份於牛熊證到期前的一個交易日的收市價計算。

就本地指數（如恒生指數或恒生中國企業指數）而發行的牛熊證而言，到期時結算價乃按與在香港期貨交易所買賣的牛熊證具有相同到期月份的相應指數期貨合約於合約月份的倒數第二個營業日的最終結算價計算。

有關與其他掛鈎資產掛鈎的牛熊證的到期時結算價的更多資料，請參閱相關上市文件。



**6.7 掛鈎股份會以現金方式進行私有化以撤銷上市地位及被註銷。如我持有該等股份的權證或牛熊證，將可取得甚麼？**

發行人可選擇提早終止權證或牛熊證。該等權證或牛熊證的持有人將收取提早終止金額，該金額乃由發行人：

- (a) 以真誠及商業合理的方式；及
- (b) 如適用，參考聯交所就與掛鈎股份掛鈎的相關上市期權或期貨的釐定所釐定。根據過往個案，該提早終止金額乃按行使價與根據建議私有化項下註銷掛鈎股份的註銷價的差額計算，再按換股比率作出調整。然而，有關釐定或會因應個別基準而有分別。

**6.8 若掛鈎股份於以下日期停牌或並無收市價（例如發出八號颱風信號），將如何釐定 5 日平均收市價？**

- (a) (i) 僅於第一、第二、第三或第四個估值日停牌或並無收市價 – 在此情況下，於下一個估值日的收市價將用作為於該第一、第二、第三或第四個估值日的收市價，以便有 5 個收市價用作釐定該 5 日平均收市價。
- (ii) 僅於第三及第四個估值日停牌或各日並無收市價 – 在此情況下，第五個估值日的收市價將用作為第三及第四個估值日各日的收市價，以便有 5 個收市價用作釐定該 5 日平均收市價。
- (b) 僅於第五個估值日（並非到期日）停牌或並無收市價 – 在此情況下，第五個估值日的收市價按發行人根據條款及細則作出的真誠估計釐定。該釐定將因應現行市況按個別基準作出。過往大部分個案均使用到期日收市價。
- (c) 5 個估值日各日及到期日均停牌或無收市價 – 在此情況下，5 個估值日各日的收市價乃按發行人根據條款及細則的真誠估計釐定。該釐定將參考現行市況按個別基準作出。過往大部分個案均使用最後匯報的收市價。

上文中的停牌是指掛鈎股份在收市前半小時內中斷交易。

**6.9 若掛鈎股份於以下日期停牌或並無收市價（例如於有關日期因發出八號颱風信號或掛鈎股份暫停買賣），將如何釐定牛熊證的到期時結算價？**

- (a) 僅於原定估值日停牌或並無收市價 – 在此情況下，原定估值日後的交易日的收市價將用作為到期時結算價。
- (b) 於原定估值日及緊隨原定估值日後 3 個交易日各日均停牌或無收市價 – 在此情況下，原定估值日後第四個交易日的收市價將用作為到期時結算價。

- (c) 於原定估值日及緊隨原定估值日後 4 個交易日各日均停牌或無收市價 – 在此情況下，到期時結算價價乃按發行人根據條款及細則的真誠估計釐定。該釐定將參考現行市況按個別基準作出。

上文中的停牌是指掛鈎股份在收市前半小時內中斷交易。

## 第七部分：詞彙

下表概述在常問問題中描述權證及牛熊證以及其如何運作時所用的部分常用詞彙。謹請同時參閱相關上市文件，當中載有若干該等詞彙如何實際應用的重要詳情。

詞彙	其意義為
5 日平均收市價	指掛鈎股份於緊接權證到期日前 5 個營業日每日所報的收市價的平均值。此價格用作與權證的行使價進行比較，以釐定到期時的現金結算金額。
主動報價	指主動於聯交所的交易系統輸入買賣指示以提供流通量的一種方式。
贖回價或贖回水平	指掛鈎資產的預定價格或水平，用作釐定有否發生強制贖回事件。
現金結算金額	指於到期時於權證或牛熊證項下應付的潛在現金金額，乃按上市文件訂明有關派付的公式計算。
牛熊證	於聯交所上市的可贖回牛證或熊證。
收市競價交易時段	就全日市而言，收市競價交易由下午 4 時（半日市則於中午 12 時）開始至 4 時 10 分（半日市則於下午 12 時 10 分）結束。 收市競價容許交易以收市價執行。在收市競價交易時段內，市場參與者可輸入買賣盤，配對到最多成交量的價格將會成為收市價，買賣盤亦將按此收市價執行。
實際槓桿比率	掛鈎資產成本於權證有效期內相對權證成本的動態關係。
換股比率	指購買（或出售）掛鈎資產的一個單位所需的權證或牛熊證數目。例如，與 XYZ 股份掛鈎的權證的換股比率為 10:1，即表示該權證的持有人需要 10 份權證方可取得 XYZ 股份的一個單位。一般而言（假設其他交易條款不變），具有高換股比率的權證的價格一般較低，反之亦然。
歐式	歐式權證僅會於到期日獲行使。
聯交所	指香港聯合交易所有限公司。
行使價或行使水平	指預定的價格或水平，用作釐定權證或牛熊證於到期時的潛在現金結算派付。
到期日	指權證或牛熊證條款到期之日。
槓桿比率	指掛鈎資產最初成本相對權證或牛熊證最初成本的關係。
指引	指聯交所刊發的 <a href="#">提高上市結構性產品市場監管的指引 (2012 年 7 月 27 日)</a> 。

詞彙	其意義為
引伸波幅	指掛鈎資產於權證餘下有效期的預計波幅水平，反映權證價格的變動。
業界準則	指聯交所刊發的 <a href="#">上市結構性產品流通量供應的業界準則 (2012年7月)</a> 。
流通量提供者	指由發行人委任為某特定權證或牛熊證提供流通量的聯交所參與者。
強制贖回事件	指掛鈎資產於牛熊證期間的現貨價或現貨水平觸及或超過贖回價或贖回水平時即屬發生的事件。
強制贖回事件估值期	指由牛熊證於聯交所交易時段發生強制贖回事件時起至下一個交易時段結束時的期間。強制贖回事件估值期或會基於掛鈎資產的買賣出現中斷而延長。有關進一步詳情，請參閱相關牛熊證的上市文件。
觀察期	指牛熊證首次上市日期起計至其最後交易日期（包括首尾兩日）的期間，而發行人於期間將觀察該牛熊證有否發生強制贖回事件。
場外交易	交易所以外的交易平台，而金融工具於此平台由交易雙方按協定價格及條款直接交易。
溢價	指反映掛鈎資產價格為達到權證於到期時的打和價格而所需的變動幅度。
回應報價	指因應投資者的要求，於聯交所的交易系統輸入買賣指示以提供流通量的一種方式。
剩餘價值	指在發生強制贖回事件時向 R 類牛熊證投資者支付的剩餘現金付款（如有）。
結算日	中央結算系統的結算服務開放供中央結算系統參與者使用的營業日。一般而言，交易日亦可為結算日，惟聯交所一般會訂明聖誕節前夕、新年前夕及農曆新年前夕並非為結算日。
掛鈎資產	指與權證或牛熊證掛鈎的資產。
波幅	指某特定權證的掛鈎資產的價格變動幅度：變動越大，波幅越高。
市調機制或市場波動調節機制	市調機制為於個別產品層面應用的動態價格限制模式。若價格在一個特定的時間內偏離超過預定的百分比，有關產品須在一個五分鐘的冷靜期內於價格限制範圍內進行買賣。這可在有需要的情況下，提供一個時段讓市場參與者重新審視他們的策略。這亦有助於在市場波動的情況下重新建立有秩序的市場。
權證	指於聯交所上市的衍生權證。