

就 2009 年 5 月 15 日研訊的跟進事項的回應

1. 香港金融管理局（金管局）在 2003 年 4 月以後成立負責監管註冊機構進行的受規管活動的小組／分處，該等小組／分處的員工數目，及有關員工的相關資歷及經驗。
 - 1.1 在金管局內參與監管註冊機構的受規管活動的小組包括證券監管組、證券法規執行組，以及個別的一般銀行業務監管人員（他們除了監管認可機構的銀行業務外，亦會監管認可機構的受規管活動）。在 2003 年 4 月，參與監管註冊機構的受規管活動的金管局人員數目為 75 人，包括 7 名證券監管組的人員、7 名證券法規執行組的人員及 61 名一般銀行業務監管人員。有關人數於 2008 年 9 月中增加至 119 人，包括 11 名證券監管組的人員、9 名證券法規執行組的人員及 99 名一般銀行業務監管人員。
 - 1.2 參與監管註冊機構的受規管活動的金管局人員所需具備的資歷及經驗載於下文表 1：

表 1

一般資歷及經驗	
證券監管組	<ul style="list-style-type: none">• 銀行業、會計、金融或相關範疇的大學學位• 持有銀行業、會計、金融或相關範疇專業組織的資格者佔優• 具備銀行業、證券或審計範疇的相關經驗• 會優先考慮具備證券業相關資歷及工作經驗的人士
證券法規執行組	<ul style="list-style-type: none">• 有關金融、會計或法律範疇的大學學位；持有更高相關學歷或專業資格者佔優

一般資歷及經驗	
	<ul style="list-style-type: none"> • 具備以下的相關經驗：(a) 調查與金融業相關的不當行為、貪污或商業罪行，或處理與該等不當行為或罪行相關的事務；以及 (b) 紀律或監管程序，與金融業相關佔優
一般銀行業務監管人員	<ul style="list-style-type: none"> • 銀行業、會計、金融或相關範疇的大學學位 • 持有銀行業、會計、金融或相關範疇專業組織的資格者佔優 • 具備銀行業、證券或審計範疇的相關經驗

2. 在 2003 年 4 月以前每年參與監管銀行業務的金管局人員數目，
以及自 2003 年 4 月起每年參與監管註冊機構的受規管活動的金
管局人員數目。
- 2.1 由 2001 至 2002 年間負責監管銀行的證券業務的金管局人員數
目載於下文表 2。

表 2

年份	參與監管銀行的證券業務的 金管局人員數目
2001	71
2002	71

- 2.2 自 2003 年 4 月起參與監管註冊機構的受規管活動的金管局人員
數目載於下文表 3。

表 3

年份	參與監管註冊機構的受規管活動的 金管局人員數目
2003	75
2004	123
2005	122
2006	114
2007	118
2008 (9 月中)	119

3. 金管局僱用以調查有關註冊機構銷售雷曼相關迷你債券及結構性金融產品的投訴的員工（203人或以上）支出細項。

3.1 金管局目前僱用以調查有關註冊機構銷售雷曼相關迷你債券及結構性金融產品的投訴的臨時員工每月支出細項如下：

表 4

	每月支出
特別招聘的合約調查及輔助人員	350萬元
由審計事務所借調的臨時員工	330萬元
總額	680萬元

其他參與該項目工作的員工（並未包括在上表）為金管局內部調配的常僱人員，他們是以部分時間或全時間方式協助進行調查。

4. 自 2003 年 4 月以來金管局自行或與證券及期貨事務監察委員會（證監會）合作進行的投資者教育工作。

4.1 證監會是證券期貨業的監管機構。根據《證券及期貨條例》，證監會在投資者教育方面有明確的職能，包括「提高公眾對證券期貨業及對與投資於金融產品有關聯的利益、風險及法律責任的了解」（《證券及期貨條例》第 5(1)(i) 條），以及「提高公眾對就與金融產品有關的交易或活動作出有根據的決定和為該等決定負責的重要性的了解」（《證券及期貨條例》第 5(1)(k) 條）。

4.2 根據《銀行業條例》及《證券及期貨條例》，金管局在投資者教育方面並不具有任何法定職能。然而，金管局支持證監會的投資者教育計劃及工作。就此而言，金管局在其《監管政策手冊》 SB-1 「對獲得證監會註冊的認可機構進行的受規管活動的監管」第 4.1.3 段列明，為教育投資者，註冊機構宜向客戶派發證監會的投資者教育單張，並介紹客戶瀏覽證監會所管理的網上投資者資源中心，以查閱更多有關的適用資料。此外，金管局亦與證監會合作，於 2003 年 8 月 21 日發出通告，標題為「證券及期貨事務監察委員會（證監會）與金管局新出版的刊物」（New Publications of the Securities and Futures Commission (SFC) and the HKMA (只有英文版)）（小組委員會文件檔號 W6(C) 附件 11）。金管局在該通告內介紹證監會就投資者教育出版的刊物，並邀請註冊機構在適當情況下向其證券客戶（特別是零售層面）派發有關的證監會刊物，以及強烈建議有關人士閱讀該等刊物。

M1

4.3 除支持證監會的工作外，金管局亦不時在其部分刊物及其高層人員的公開演說中提醒投資者關於投資產品的風險與性質。近

年刊發的有關刊物及演說，見小組委員會文件檔號 W6(C)附件
9。

5. 自 2003 年 4 月以來，每年涉及受規管活動的註冊機構客戶數目，以及如屬可行，每類受規管活動的客戶數目。

5.1 根據註冊機構每半年一次提交予金管局的「證券業務申報表」，自 2003 年以來註冊機構每年管理的證券交易帳戶、期貨合約交易帳戶及資產管理服務帳戶數目載於下文表 5。

表 5

年份	帳戶數目					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
第 1 類：證券交易	129 萬	151 萬	162 萬	224 萬	316 萬	309 萬
第 2 類：期貨合約交易	6	0	0	0	1,032	1,506
第 9 類：資產管理						
資產管理服務帳戶數目：						
- 為私人銀行客戶提供的「非委託」服務	13,711	15,329	19,241	23,497	13,920	14,854
- 為私人銀行客戶提供的「全權委託」服務	1,288	1,768	2,389	3,695	4,567	3,257
- 集體投資計劃	206	193	317	437	624	424
- 其他資產管理服務	2	3	1	9	7	6

6. 事故檢討委員會於 2003 年 11 月 7 日的會議記錄摘錄（M17 附件 6）提及的「建議」詳情，以及有關該建議及金管局對「喬裝客戶」檢查的內部討論的相關記錄與文件（如有）。

6.1 正如金融管理專員就小組委員會的要求提供資料（2009 年 4 月 17 日研訊的跟進事宜）（M17）(i)項所作的回應，在金管局的事故檢討委員會於 2003 年 11 月舉行的一次會議上，成員曾考慮由監管人員喬裝客戶檢測一家註冊機構的銷售手法這種做法是否適當。有關考慮是因為事故檢討委員會就一項相關個案提交予該會的報告內提出的建議而作出的。該報告列載就一間銀行的可能不當行為個案作出的初步評估及建議。該報告的有關部分節錄如下：

「因此建議把個案轉介個案小組與該銀行跟進，以確保該銀行的銷售手法不會引致違反任何相關法律及監管規定。為確保有關分行不再運用指稱的銷售手法，建議採取額外措施，由證券現場審查小組其中一名成員喬裝客戶檢測有關分行，若發現該分行仍有使用有關銷售手法，即向事故檢討委員會匯報，以作進一步考慮。」

7. 請說明按照金融管理專員的理解，其於 2009 年 4 月 14 日研訊正式提交小組委員會的陳述書(W6(C))第 5 段所述披露為本制度 4 項主要元素的法律基礎(如有)。

7.1 披露為本制度 4 項主要元素可從《證券及期貨條例》、《公司條例》及《銀行業條例》有關規定中解讀出來。例如，《證券及期貨條例》第 5(1)條訂明在合理地切實可行的範圍內，證監會的職能包括：

- (i) 鼓勵就與金融產品有關的交易或活動提供明智的、不偏不倚的和有根據的意見(《證券及期貨條例》第 5(1)(e)條)；
- (ii) 提高公眾對證券期貨業及對與投資於金融產品有關聯的利益、風險及法律責任的了解(《證券及期貨條例》第 5(1)(i)條)；
- (iii) 鼓勵公眾理解透過進行受證監會根據任何有關條文規管的活動的人而投資於金融產品的相對利益(《證券及期貨條例》第 5(1)(j)條)；以及
- (iv) 提高公眾對就與金融產品有關的交易或活動作出有根據的決定和為該等決定負責的重要性的了解(《證券及期貨條例》第 5(1)(k)條)。

披露發售文件

7.2 若向香港公眾發售投資產品，發售文件必須獲得證監會認可，除非適用豁免安排則例外。在認可過程中，證監會將根據產品

發行人提供的資料，致力確保產品文件披露足夠資料，讓合理人士作出有根據的決定。在現行法例下，有關產品文件認可的規定載於《公司條例》及《證券及期貨條例》，當中哪些規定適用視乎投資產品的性質及法律形式而定。

合適性

7.3 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》(《操 S1-附錄 11 守準則》)規定，中介人須因應客戶的特點及投資需要確保產品適合該客戶。《操守準則》是根據《證券及期貨條例》第 169 條制訂，其相關條文包括：

- 持牌人或註冊人在經營其業務時，應以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度行事，以維護客戶的最佳利益及確保市場廉潔穩健(GP2，即一般原則第 2 條)；
- 當持牌人或註冊人向客戶提供建議時，應勤勉盡責及謹慎行事，並確保其向客戶提供的建議或推薦，都是經過透徹分析和考慮過其他可行途徑，然後才作出的(第 3.4 段)；
- 持牌人或註冊人經考慮其所察覺的或經適當查證後理應察覺的關於該客戶的資料後，持牌人或註冊人在作出建議或招攬行為時，應確保其向該客戶作出的建議或招攬行為的合適性，在所有情況下都是合理的(第 5.2 段)；以及
- 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(第 5.3 段)。

- 7.4 證監會的「有關為客戶提供合理適當建議的責任的《常見問題》」^{M4}亦規定，投資顧問應就所推介的投資產品為何適合客戶，以及該等投資產品的性質與所涉及的風險程度，給予客戶適當的解釋以協助客戶作出有根據的決定。
- 7.5 儘管根據《操守準則》，進行合適性評估是中介人的責任，證監會及金管局均須在各自的監管工作中監管中介人的受規管活動。《證券及期貨條例》第 5(3)條具體訂明，證監會可完全或局部依賴金融管理專員對認可財務機構或人士的監管。^{S1-附錄 11}
- 7.6 如果按監管當局的意見，若違反《操守準則》的事項是有損或相當可能有損投資大眾的利益或公眾利益，便屬失當行為(參閱《銀行業條例》第 58A(6)(b)條及第 71C(12)(c)條，以及《證券及期貨條例》第 193(1)(d)條)。此外，此情況會令人質疑有關的中介人是否達到適當人選的條件。

投資者的角色

- 7.7 監管架構的目的，是(在發行人及中介人適當地披露投資產品的性質及風險，以及適當地進行合適性評估後)最終讓投資大眾就有關金融產品的交易或活動作出有根據的決定，並且為該等決定負責 (參閱上文《證券及期貨條例》第 5(1)(k)條)。

8. 請說明2008年2月至8月期間金管局對註冊機構銷售信貸掛鈎投資產品的專題審查(M20 附件 1(F))有否涵蓋雷曼兄弟相關迷你債券及結構性金融產品。

8.1 M20 附件 1(F)所指金管局專題審查的重點，是檢視註冊機構有關零售信貸掛鈎票據的投資顧問及交易活動，而並非針對任何特定發行人的產品，如雷曼相關迷你債券及結構性金融產品。然而，專題審查的抽查亦有涵蓋一些雷曼相關金融產品。

9. 請回應由梁國雄議員書面提出，並於 2009 年 5 月 15 日研訊中交予金融管理專員的問題。

梁國雄議員五月十五日提問

你在四月十七日答葉劉淑儀議員話，賣 CDS 是等於賣一個保險，收取「保費」。你話：CDS 的溢價低，就「顯示它的風險是低的」。你又話「用 CDS 加高回報的安排，不會牽涉多很多的風險」。

我的問題是：

1. CDS 是不是一種衍生工具？
2. 它的槓桿比率高不高（即 *leverage*）？
3. 高槓桿比率約 50-100 倍的 CDS，是否比同值掛勾的証券的風險高很多？風險的定義是什麼？
4. 請任總簡述一下，CDS 作為一個保險工具或一個高槓桿比率的信貸衍生工具，主要的風險來源(*source of risks*)是什麼？
5. 一張保單的溢價低，只代表保單所保障的人或財產損毀的風險是低的，但並不表示該保單本身的風險是低的。因此 CDS 的溢價與 CDS 本身的風險並無直接關係。因此，你上次答葉劉淑儀（議員）時話，CDS 溢價低，則 CDS 的風險低，是錯的。對嗎？

梁國雄議員提供的答案：

”Answer to

- Q1. CDS 亦是信貸的衍生工具 *credit derivative*。
- Q2. 根據你哋 HKMA 的專家話，CDS 的槓桿比率非常高。一隻 CDS 每年收保費 US\$20 萬，去保障 US\$2000 萬的債券，槓桿比率是 100 倍。

Q3. 高槓桿比率的信貸的衍生工具的波幅，是較該工具所承保的証券的波幅高很多。好似 CDS，一般槓桿比率可達 50-100 倍。風險的定義是，實現的收益或損失與預期的收益或損失的差距。

Q4. CDS 風險來源是多方面的，包括：

1. 保單數目不夠多，就有不符合 *the Law of Large Number* 的風險；
2. 保險公司一般不會獨自承擔保額高於該公司資產 5% 的單一保單。他們會做 Pooling(即 *reinsurance*)，以減低風險。但雷曼結構性產品，所賣出的 CDS 所承担的保額，幾乎是發債公司的全部資產，又沒有做 Pooling，故此風險很高。
3. CDS 市場又不完善，交易的透明度不足，當市面上的 CDS 賣家太多時，會使保費偏低；
4. 雷曼迷債的發債公司與 CDS 的交易對手，同時是由同一母公司所操控，會產生不公平的作價；
5. 可能發生的系統性的大型風險或大型災難事故；
6. 新的風險的出現，在計算保費時，未有考慮這些新的風險”；

任總答葉劉淑儀議員時所講的「風險轉變是一個時間上會出現的轉變」，是想說，雷曼迷債的風險增加，並不能說是金管局對迷債風險的錯誤評估，而是風險後來才出現，這論點是錯的。因為這種改變亦是風險之一，應一并加入 CDS 的風險當中。

若任總這樣高人工的人才也搞不清 CDS 的風險，銷售員又怎能向客戶說明風險所在？

第 1 項

9.1.1 是，信貸違約掉期(CDS) 是一種衍生工具產品。

第 2 及 3 項

9.2.1 金管局在 2003 年 12 月發表研究文章「利用衍生工具進行信貸風險轉移及其對金融市場運作的影響」。該文章指出信貸違約掉期槓桿比率相當高，但並無提及其槓桿比率為 50 至 100 倍，亦沒有用保額與保費比率來代表槓桿水平。

9.2.2 以保額與保費比率來代表槓桿水平並不恰當，亦反映槓桿與或然率之間經常被混淆。承保人願意以低溢價來進行承保，主要是因為受保事件發生的或然率低(即風險低)。

9.2.3 另一方面，「槓桿」有兩種詮釋。嚴格的詮釋是指透過借取資金進行投資以增加收益，因此最大的潛在虧損可以超出原有投資額。較廣義的詮釋是指透過承擔額外風險以增加收益，最大的潛在虧損以原有投資額為限。

9.2.4 與大部分衍生工具一樣，信貸違約掉期的性質是無需預先繳付資金，因此可能涉及高槓桿。然而，必須強調實際槓桿其實取決於如何運用信貸違約掉期。應該採取的較客觀評估方法，是將信貸違約掉期名義金額與債券面值比較，以及將信貸違約掉期溢價與信貸風險溢價(如債券收益率所反映)比較。根據此客觀比較，我們可總結單一合約信貸資產的信貸違約掉期的風險與其掛鈎的證券相同，而這正是投資者經常以信貸違約掉期來對沖所持債券的原因。

9.2.5 另一個例子是信貸掛鈎票據。這是一種預付十足資金，並且包

含信貸違約掉期的投資，其最大的本金損失只是原有投資額，因此嚴格來說並無槓桿作用。然而，除了發行人的違約風險外，信貸掛鈎票據投資者亦要承受信貸參考實體的違約風險，因此廣義來說信貸掛鈎票據亦涉及槓桿作用。然而，大部分信貸掛鈎票據的槓桿比率都屬溫和。

9.2.6 簡單來說，「風險」指蒙受損失的可能性。我們評估風險時，通常會考慮：(i) 可能會出現甚麼損失事件；(ii) 出現損失事件的或然率有多少；以及(iii) 若確實出現這些損失事件，會產生甚麼財政影響。

第 4 項

9.4.1 信貸違約掉期的主要風險是參考實體違約。此外，本人想藉此機會就梁國雄議員提供的答案分享本人的看法：

- i & ii. 「大數定律」(law of large number)及「再保險」(reinsurance)的概念適用於經營保險業的公司，而保險業採用的是一種高槓桿的業務模式。保險公司利用相對較少的資本來提供龐大數額的保險保障，從而賺取利潤。這與投資者以自有資金爭取投資回報並不相同。
- iii. 信貸違約掉期賣方數目增加，會令信貸違約掉期溢價下降。這是供求之間的一般關係。
- iv. 發行人銷售雷曼相關迷你債券時收取差價，情況與銷售任何產品相近。然而，技術上來說，發行人與信貸違約掉期交易對手是否同屬一個集團並不相干。結構

性票據發行人，通常是一個專為持有特定資產／負債而設的特別實體。按照其設計及市場一般做法，這類特別實體通常與信貸違約掉期(或其他衍生工具)的交易對手都會同屬一個集團。

- v. 在宏觀層面上，信貸違約掉期或會引起系統性風險，原因是部分在系統上具關鍵作用的金融機構根據非常高的槓桿水平沽出信貸違約掉期合約。由於它們並無足夠資本支持有關風險，其安全及穩健程度備受關注，以致最終形成當前的金融危機。嚴格來說，有份導致危機形成的正是上述金融機構，而不是金融產品本身。
- vi. 一般而言，信貸違約掉期溢價可反映信貸風險，並且根據某一特定時間的可得資料及對有關資料的詮釋而定出，其中包括可能發生的事件有否出現。即使某項風險成真或出現某項事件，並不代表出現新風險。

第 5 項

9.5.1 本人較早所指信貸違約掉期溢價較低，代表信貸違約掉期風險較低的說法是成立的。自由市場有個基本原則，就是市場價格由供求決定。若信貸違約掉期溢價下降，通常是信貸保障需求減少或供應增加所引致。邏輯上來說，這種情況只在整體市場都認為信貸違約掉期風險較低的時候才會發生。

9.5.2 信貸違約掉期溢價當然只能反映於進行交易那一刻整體市場對信貸違約掉期風險的看法，而整體市場的看法無可避免會取決

於那一刻的可得資料。到了可以取得新資料時，市場對風險水平的看法，以至信貸違約掉期溢價或會轉變。然而，這並不會改變風險的性質(即違約風險)。例如，當債券發行人的評級是AAA，有關債券會被視為附帶極低違約風險，而以該債券作為參考的信貸違約掉期的溢價亦會較低。然而，一旦有傳言指發行人面對財政困難，債券風險水平以至信貸違約掉期溢價便會顯著上升，但違約風險的本質依然不變。

9.5.3 此外，「風險」與「結果」的分別亦有必要弄清楚。無論風險有多低，或發生某事件的機會有多渺茫，它們總有可能出現。純粹倚賴單一結果(例如雷曼倒閉)來推論應該早知會有很大機會出現該宗事件，這種想法並不恰當；理論上，我們至少應該考慮到大量同類性質的結果，才推論是否有很大機會出現該宗事件。