

(中文譯本)

就 2009 年 11 月 17 日研訊的跟進事項的回應（小組委員會秘書  
於 2009 年 11 月 18 日的來信）

1. 請提供在 2003 年 4 月至 2008 年 9 月期間，曾參與註冊機構銷售雷曼兄弟相關產品的有關監管工作的經理級及以上的金管局人員的姓名及職責。
- 
- 1.1 關於第 1 項的回應，由於需要較多時間翻查及整理所要求的資料，因此稍後再向小組委員會提供。

2. 請確認在達致 2009 年 7 月 22 日所公布由 16 間分銷銀行回購迷你債券的協議時，金管局是否已經取得資料或證據，顯示分銷銀行在銷售迷你債券方面存在系統性的問題；如有，請提供詳情；如沒有，請說明金管局曾否向證監會確定該會是否管有這樣的資料或證據。
- 2.1 相信小組委員會已知悉，高等法院已經接獲一宗司法覆核的許可申請（個案編號： HCAL 115/2009），要求覆核就金融管理專員與證券及期貨事務監察委員會（證監會）對有關向合資格客戶回購雷曼兄弟迷你債券的協議（「協議」）、以及指稱終止調查有關迷你債券持有人提出涉及不當銷售債券的投訴的決定。有關的決策過程，包括金融管理專員在達成該協議時所考慮的資料，都是涉及法院程序的事項。由於有關事件正待法院裁決，因此不能公開披露該等資料。基於這個理由，本局無法在現階段向小組委員會提供所要求的資料。本局注意到小組委員會的「工作方式及程序」第 18 段規定，若提述法庭待決的事宜可能會妨礙法庭達致正確結論（或導致法庭達致其他結論）、或所產生的效果可能等同侵奪法庭的司法職能，則應避免提述該等事宜。

3. 有關不符合於 2009 年 7 月 22 日公佈的回購計劃的資格的客戶，請提供每類客戶（即專業投資者、經驗投資者等）數目的最新數字，以及每類客戶所涉及的投資額。

3.1 根據 16 間分銷銀行所提供的最新資料，有關不符合回購建議的資格而同時亦不符合獲有關銀行提出的自願補足建議的客戶數目的細項如下：

類別	客戶人數	投資額 (百萬港元)
經驗投資者	879	609.0
專業投資者	16	31.8
公司／非個人投資者	117	310.6
其他 (例如較早前已與銀行達成和解協議及 獲取更佳和解條件的客戶)	86	51.2
總數	1,098	1,002.6

3.2 此外，在 2009 年 11 月 17 日研訊中提出的一個問題，是有關銀行在達成協議前所估計不符合回購建議的資格而同時亦不符合獲有關銀行提出的自願補足建議的投資者投資於迷你債券的總額。本人現借此機會向小組委員會提供有關資料。根據有關分銷銀行在達成協議前的估計，當時的投資總額約為 12.7 億港元。

4. 正如金管局副總裁在其書面回應 (M33) 中所述，金管局已經採納與本地銀行董事局舉行審慎監管會議的做法，會議次數盡可能是每年一次。請說明：

- (a) 進行該等審慎監管會議的金管局人員的職級；若調派不同職級的人員，請解釋有關政策如何調派不同職級人員；
- (b) 在 2003 年至 2008 年的每年內，曾參與金管局舉行的審慎監管會議的銀行數目，以及平均每年與每間銀行舉行該項會議的數目；
- (c) 在 2003 年至 2008 年的每年內，金管局在審慎監管會議上將有關銀行與其同類銀行進行比較的分析時，曾建議其不應過於倚賴利息收入的銀行數目；
- (d) 在 2003 年至 2008 年的每年內，金管局曾向銀行建議其加強對銷售結構性金融產品的內部監察及風險管理的銀行數目；及
- (e) 金管局是否管有任何曾向銀行提出減低其收入集中風險的建議的審慎監管會議文件或記錄。如有，請提供有關文件及／或記錄。如認為有需要，可遮蓋有關機構的名稱。

4.1 關於第 4 項的回應，由於需要較多時間翻查及整理所要求的資料，因此稍後再向小組委員會提供。

5. 證監會與金管局於 2009 年 7 月 22 日就 16 間分銷銀行回購迷你債券的計劃所發出的新聞稿(S48)的第 5 段，列載證監會、金管局及 16 間銀行達成協議所考慮的多項相關因素。請說明金管局是否有考慮任何其他相關因素；如有，請提供詳情。

5.1 相信小組委員會已知悉，高等法院已經接獲一宗司法覆核的許可申請（個案編號： HCAL 115/2009），要求覆核就金融管理專員與證監會對有關協議、以及指稱終止調查有關迷你債券持有人提出涉及不當銷售債券的投訴的決定。有關的決策過程，包括金融管理專員在達成該協議時所考慮的相關因素，都是涉及法院程序的事項。由於有關事件正待法院裁決，因此不能公開披露該等資料。基於這個理由，本局無法在現階段向小組委員會提供所要求的資料。本局注意到小組委員會的「工作方式及程序」第 18 段規定，若提述法庭待決的事宜可能會妨礙法庭達致正確結論（或導致法庭達致其他結論）、或所產生的效果可能等同侵奪法庭的司法職能，則應避免提述該等事宜。

**6. 請確認金管局在雷曼兄弟倒閉前，對銀行所進行的現場審查中，有否發現任何不當銷售雷曼兄弟相關股票掛鈎票據的情況；如有，請提供詳情。**

- 6.1 在 2003 年 4 月 1 日至 2008 年 9 月 14 日期間，香港金融管理局（金管局）透過現場審查發現涉及 20 名客戶的可能不當銷售股票掛鈎票據的個案，並已經將該等個案轉介證券法規執行組，以採取適當行動。該等個案全部均沒有涉及雷曼兄弟相關股票掛鈎票據。
- 6.2 此外，金管局在 2008 年對信貸掛鈎投資產品的投資顧問及交易活動進行的專題審查中，發現涉及 52 名客戶的可能不當銷售個案，其中涉及 3 名客戶的個案是與銷售迷你債券有關，而其餘個案並非涉及雷曼兄弟相關投資產品。這些個案已經轉介證券法規執行組，以採取適當行動。

7. 請說明金管局在雷曼兄弟倒閉前有否發現任何涉及有關人士不當銷售雷曼兄弟相關投資產品的個案，以及曾否採取任何紀律行動。如有，請提供有關個案及所採取的紀律行動的詳情。

7.1 金管局在 2008 年對信貸掛鈎投資產品的投資顧問及交易活動進行的專題審查中，發現涉及 52 名客戶的可能不當銷售個案，其中涉及 3 名客戶的個案是與銷售迷你債券有關，而其餘個案並非涉及雷曼兄弟相關投資產品。金管局已經將涉及該 3 名客戶的迷你債券相關個案轉介證監會，以採取進一步行動。由於證監會行使《證券及期貨條例》第 201 條之下的和解權力，以達成於 2009 年 7 月 22 日所公布的協議，因此就上述個案已經停止有關調查工作。

8. 請提供由金管局副總裁及／或前金融管理專員任志剛先生就結構性金融產品（包括債務抵押證券、信貸違約掉期及股票掛鈎票據等）的性質及風險撰寫的文章（如有的話）。

8.1 在雷曼兄弟於 2008 年 9 月倒閉前，前金融管理專員任志剛先生曾就金融創新與證券化在「觀點」專欄中發表了數篇文章，其中有討論到結構性金融產品（如債務抵押證券、貸款抵押證券、信貸違約掉期等）的性質與風險。

8.2 有關的「觀點」專欄文章的標題及刊出日期列載於下文表 1，而文章打印本則載於附件。

表 1：涉及討論有關結構性金融產品的性質與風險的「觀點」專欄文章

「觀點」專欄文章標題	刊出日期
創新金融產品如何影響金融穩定	2007 年 8 月 16 日
證券化及其對金融穩定的影響	2007 年 10 月 4 日
金融創新及所涉風險	2008 年 2 月 28 日
信貸風險轉移	2008 年 3 月 6 日
投資者須充分了解所投資的產品	2008 年 3 月 27 日
「字母湯」	2008 年 7 月 17 日

9. 請說明自 2006 年 9 月以來，金管局、證監會及政府當局有否曾討論如何落實證監會於 2006 年 9 月發出的「有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件的諮詢總結」(S17) 所載的「建議 5」，即修訂《公司條例》的招股章程制度及《證券及期貨條例》的投資廣告制度中對「債權證」一詞的定義，以使所有「結構性產品」都不會被納入「債權證」一詞的定義範圍。如沒有，請說明原因。如有，請說明有否訂下該修例時間表。

9.1 有關對《公司條例》及《證券及期貨條例》的修訂建議，負責的監管機構是證監會。證監會已於 2009 年 10 月 30 日發出「有關對《公司條例》的招股章程制度及《證券及期貨條例》的投資要約制度的可行性改革諮詢文件」。該文件載有對《公司條例》及《證券及期貨條例》的修訂建議，以落實證監會於 2006 年 9 月發出的「有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件的諮詢總結」所載的「建議 5」。證監會在發出該諮詢文件前，就其所提出將債權證形式的結構性產品的公開要約的規管，由《公司條例》的招股章程制度轉移至《證券及期貨條例》的投資要約制度的建議，曾與金管局及政府當局討論有關建議的實施進度。金管局支持有關建議。

9.2 有關的修例建議的諮詢公眾期直至 2009 年 12 月 31 日。正如該諮詢文件提到，將來提呈立法會的立法建議會亦會併入反映諮詢期內因應所收到的意見而作出的修訂。雖然金管局支持證監會的建議，但有關實施時間表的回應宜由證監會經諮詢政府當局後提供。

10. 就金管局所調查的雷曼兄弟相關投訴個案，請提供所涉及現在已經不再受僱於相關銀行的有關人士數目。

10.1 關於第 10 項的回應，由於需要較多時間翻查及整理所要求的資料，因此稍後再向小組委員會提供。

11. 以下為梁國雄議員於 2009 年 11 月 17 日的研訊上提出的書面問題。

梁國雄議員提問  
(2009 年 11 月 17 日)

**關於招股章程**

1. 按你在 SC(1)-M36 中對我的問題的回覆，你是否表示《公司條例》附表三是適合規管結構性產品，如星展的 *Constellation* 及渣打等銀行所售賣的招股書？

2. 你在 M36 第 5.2 段的回答是：

*“The consultation Paper (from SFC) does not mention that the Third Schedule to the Companies Ordinance (CO) is not suitable for regulating debt capital raising by companies operating a derivative business.”*

你實在對這個重要的問題很無知，我現在讀給下列一段 SFC 對該 Consultation Paper 於 2006 年公報的原文讀給你聽：

*“The SFC acknowledges that a derivative issuer could not reasonably be expected to give the same level of information on the underlying asset as the issuer of the underlying asset itself when it engages in fund-raising. In recognition of this inherent difference, the Commission proposes that the legal and regulatory treatment of financial products with similar risk and reward exposure (irrespective of their legal form) be harmonised without seeking to merge the CO prospectus regime and the SFO investment advisement regime.”*

這個重要事實你也說不存在，是否想誤導本小組？

3. 若 *CO Schedule 3* 無法使結構性產品發行人披露足夠資料讓投資者作 *informed decision*，那「披露為本」的政策是否已失效？
4. 你通知銀行去告知客戶上述事實，客戶是否有權追究 HKMA 及 SFC？
5. 你說 *CO Schedule 3* 可足夠作規管結構性產品的披露，請給星展及所有其他結構性產品按 *Schedule 3* 呈交的表格，讓本小組查核是否足夠，因為我覺得大部分發行人回答是 *Not Appropriate*，即沒有資料提交及披露。

#### 一般資料

11.1 正如本人對上文第 9 條問題的回應所述，有關《公司條例》及《證券及期貨條例》的修訂建議，負責的監管機構是證監會。因此對於澄清相關建議及諮詢文件，宜由證監會提供。然而，本人會根據金管局的理解回應小組委員會提出的問題。

#### 第 1、2 及 3 項

11.2 本人於 2009 年 11 月 13 日，就小組委員會在 2009 年 11 月 10 日研訊提出的跟進事項（小組委員會檔案編號 M36）的第 5 條問題第 1 項的回應內，並沒有就《公司條例》附表 3 是否適合規管經營衍生產品業務的公司發債集資發表任何意見。本人只是指出證監會於 2005 年 8 月發出的「有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件」（「諮

詢文件」)，並沒有提及《公司條例》附表 3 不適合規管經營衍生產品業務的公司發債集資此一事實。證監會建議 (i) 修訂《公司條例》的招股章程制度及《證券及期貨條例》的投資廣告制度中出現的「債權證」一詞的定義，將所有「結構性產品」從「債權證」一詞的定義內刪除；及(ii) 規定結構性產品的公開要約須受《證券及期貨條例》的投資廣告制度的規管，目的是使有類似特點的投資產品的監管安排可趨向一致。

11.3 事實上，證監會於 2006 年 9 月發出的「有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件的諮詢總結」(「諮詢總結」)，並沒有提及《公司條例》附表 3 不適合規管經營衍生產品業務的公司發債集資。至於以下諮詢總結內的陳述(「有關陳述」)：

「證監會認同，不能合理地要求衍生產品發行人就相關資產提供與相關資產發行人本身在集資時所提供的相同水平的信息。承認到這項本質上的分別，證監會建議讓風險及回報大致相似的金融產品(不論其法律形式如何)獲得一致的法律及監管處理，但同時又不擬尋求將《公司條例》的招股章程制度與《證券及期貨條例》的投資廣告制度合併。」

是諮詢總結 A 部(摘要)第 5 段(a)項(「(a)項」)的一部分，應與(a)項其餘部分一併閱讀及理解。根據(a)項，證監會原本的建議是將《公司條例》的招股章程制度併入《證券及期貨條例》的投資廣告制度中，並建立統一的要約制度。然而，證監會收到反對的意見，指出股票與債務工具的直接投資的

性質相對於衍生產品來說有所不同，因此質疑是否適宜建立統一的制度。「有關陳述」列出理據，解釋為何證監會經考慮有關的反對意見後，不按原先的建議將《公司條例》的招股章程制度併入《證券及期貨條例》的投資廣告制度中。

11.4 直接投資（於股票及債務工具）與衍生產品在本質上的差異並沒有影響有關衍生產品的披露要求。事實上，《公司條例》附表 3 第 3 段規定《公司條例》的招股章程須列載：

「充分詳情及資料，使一個合理的人能在顧及所要約的股份或債權證的性質、公司的性質以及相當可能考慮收購該等股份或債權證的人士的性質後，對於在招股章程發出的時候公司的股份或債權證，及公司的財務狀況與盈利能力，達成一個確切而正當的結論。」（劃線後加，予以強調）

11.5 正如上述條文指明，《公司條例》附表 3 對發行人施加總體的法定披露標準，要求發行人必須在招股章程內提供所有有關資料，從而使投資者能就所發售的股票或債權證作出有根據的投資決定。這總體的法定披露標準適用於股票及債權證，包括以債權證為法定形式的結構性產品。

11.6 儘管證監會在 2005 年的諮詢文件、2006 年的諮詢總結及 2009 年 10 月的諮詢文件內，曾提出不同的監管制度改革建議，但必須留意這些監管改革全都是基於披露與操守並行的監管制度，這亦是證監會及金管局在 2008 年 12 月提交予財政司司長的檢討報告中所建議保留的制度。

#### 第 4 項

11.7 正如本人於 2009 年 11 月 13 日，就小組委員會在 2009 年 11 月 10 日研訊提出的跟進事項（小組委員會檔案編號 M36）的第 5 條問題第 2 項的回應所載，證監會透過發出新聞稿，讓投資者知悉有關諮詢文件及諮詢總結。諮詢總結內已經表明整個諮詢過程尚未完成<sup>1</sup>。

#### 第 5 項

11.8 金管局並沒有所要求的文件。根據《公司條例》，批准招股章程註冊的權力是歸於證監會而非金管局，因此有關文件並沒有提交予金管局。

---

<sup>1</sup> 此外，「有關對《公司條例》的招股章程制度及《證券及期貨條例》的投資要約制度的可行性改革諮詢文件」於最近（2009 年 10 月）發出以諮詢公眾。

## 創新金融產品如何影響金融穩定

金融產品不斷推陳出新，令風險識別及管理變得更困難。

不論是集資者、投資者、金融中介人或監管當局，相信都會同意金融穩定符合公眾利益。但有時候有些人或會持相反意見，認為例如對金融市場交易商來說，太穩定往往不利於業務發展，況且金融市場波動也不一定等同金融不穩定。

然而，金融穩定是一個頗抽象的概念，即使對負責維持金融穩定的監管當局來說也不容易界定。為了達致金融穩定，當局有時可能要採取特殊措施，而決策過程或會牽涉太多政治考慮，以致影響當局長遠的公信力。因此，我們必須盡量解釋清楚金融穩定的意思及釐定當局在達致這個目標上的特定職責。而就這方面來說，不少地區都遇到相當困難。

造成這方面困難的其中一個原因，是金融體系不斷演變。以往的金融體系很簡單，只是由很多間銀行一起經營存貸業務，因此金融穩定可指銀行體系在各種經濟環境下，均能持續發揮借款人與存戶之間資金融通的功能，使信貸質素良好的借款人可以渡過經濟逆境，以及在不損存戶信心的情況下承受貸款偶被拖欠的影響。而監管當局的責任，是要防範銀行承受過多信貸風險，以免在經濟逆轉下銀行的存活及存戶的信心受到影響。當局對銀行採取審慎監管之餘，往往設有存款保險等保障制度。

時至今日，大家都知道金融體系已不再像以往般簡單，只是銀行經營存貸業務，賺取兩者的息差來支付成本及承受業務風險。由於資本市場的發展，金融體系為集資者與投資者提供資金融通服務方面亦發揮很重要的作用。投資者往往不經銀行，直接面對集資者和承受其所帶來的風險。此舉大大增加金融體系資金融通的效率，讓集資者以較低成本獲取資金，讓投

資者獲得較高回報，也為金融中介人帶來更多業務機會及較低風險，從而令整體經濟受惠。面對這種新環境，當局透過不同監管形式維持市場操守，讓上述金融活動在不同經濟周期下持續運作，仍可說是達到了維持金融穩定的目標。

然而，現代金融體系已變得更複雜，令當局更難完全掌握。金融市場不斷推陳出新，集資者利用可供買賣的(至少在正常市況下)金融產品將信貸風險轉移至金融體系以外，再由投資者承擔。金融體系在這方面效率之高，已令人難以掌握當中所涉及的風險以及誰要承擔風險；更甚者，連風險承擔人也可能不明白其自身處境，更遑論他們能否管理好這些風險。以次級按揭市場為例，其所牽涉的幾方面包括：批出這類貸款的機構；將貸款組合成為按揭證券的投資銀行；買入按揭證券作為投資組合一部分，以便發行抵押債務債券的投資經理；評定抵押債務債券級別的評級機構；買入抵押債務債券的對沖基金經理；以及參與對沖基金投資的投資者。這個層層互扣的連鎖鏈的參與者都希望利用各種衍生式證券，賺取可觀利潤，但其間卻可能犧牲了審慎借貸的原則。此外，連鎖鏈中有不少環節都可能存在相當大的槓桿效應，並且由銀行提供融資。一旦宏觀經濟不穩或金融體系本身受壓而引發物業市場震盪，令按揭借款人無法履行還款責任，那實在不清楚誰會最終受累，也無法估計金融體系會否有任何環節頓時失靈。因此，金融體系的所有參與者均須加緊注意。

任志剛

2007年8月16日

## 證券化及其對金融穩定的影響

歐美貨幣市場動盪不穩，亞洲經濟體系不一定能免受牽連。

銀行需要資本營運，銀行監管機構則制定資本充足比率及其他監管措施，以確保銀行有充足資本應付在運用客戶存款的過程中所承擔的風險。這些措施令銀行擴展業務的能力受到限制，尤其資本充足比率貼近最低監管要求的水平的銀行。因此，銀行自然希望能以較少的資本做較多的生意，從而為股東爭取更多利潤。

常用的方法是透過推出資產擔保證券或按揭證券（如資產為按揭貸款），將本來會記入銀行資產負債表的資產證券化。證券化的過程可以由銀行自行處理，或透過特別投資公司向銀行購入資產，然後因應投資者的風險要求予以組合及分拆。這樣銀行便可以將資本用於其他業務，同時又可透過繼續提供按揭供款管理服務或包銷服務而賺取費用收入，以及從事有關證券的莊家活動而賺取交易收入。特別投資公司為籌集向銀行購買資產的資金，會發行不同形式的證券，例如資產擔保商業票據。這類證券年期較短，並不是穩定的資金來源，因此銀行往往會為特別投資公司提供備用信貸額度（在《資本協定一》下，這類信貸安排無需資本支持）及提供信用提升服務，從而使有關的資產擔保商業票據獲得較高評級，例如 AAA 級。

就如工廠一樣，先進市場的金融體系產生資產（如按揭貸款），並將資產存庫、組合、或將之分拆，以推出各式各樣的資產擔保證券，亦可能會混合其他金融資產，成為有抵押債務證券等不同形式的證券，然後銷售予全球各地的投資者，包括銀行、退休基

金及對沖基金等。金融體系在這方面非常有效率，因此很多人都視這類金融產品為理所當然，甚少提出質疑。反正風險都會轉移至其他人身上，又何必擔心這類資產的質素？就讓輸送帶加快運作，多做點生意，提供多些備用信貸及信用提升服務以增加費用收入，反正這類安排幾乎不需要資本，還可以透過買賣有關證券增加收入，利潤亦自然會上升。次級按揭？不用擔心，我們很快就可以從資產負債表中除去這類資產。何況物業價格一直上升，次級按揭也是好的資產。即使我們不做這些生意，其他人亦會做。評級機構亦很滿意資產質素，即使它們不滿意，我們可以將這類資產與其他質素較好的資產組合，成為一組多元化的資產，作為下一批有抵押債務證券的抵押品。雪球就這樣一直滾下去。

直至今年較早前美國住房市場的問題造成次級按揭的拖欠比率飆升，引發以下連串事件：

- 次級按揭證券評級下調
- 投資者對潛在風險承擔的憂慮增加
- 多種結構性產品（按揭證券、資產擔保證券、有抵押債務證券、資產擔保商業票據）的息差急速擴大
- 風險重新訂價過程失序
- 市場對結構性產品的評級制度失去信心
- 結構性產品訂價出現困難及流動性驟減
- 特別投資公司無法將資產擔保商業票據續期，需要動用銀行提供的備用信貸額度
- 結構性產品的相關資產再度記入銀行的資產負債表內，這個過程稱為「再中介化」(re-intermediation)
- 銀行面對的風險顯著增加，對銀行同業市場的信心下降

- 即使中央銀行增加提供流動資金，但銀根仍然緊絀。

我們不清楚歐美貨幣市場何時會回復穩定，又或者央行貨幣政策的轉變對事情是否會有幫助。值得注意的是，直至目前為止新興市場受到的連鎖影響相當輕微，相信這是因為新興市場的銀行的緩衝資本水平一般遠高於法定要求，因此證券化這項金融創新活動並未如先進市場般普及。然而，若信貸緊縮的情況持續一段長時間，先進市場的經濟及資產價格都會受到不利影響，最終會影響全球經濟。

任志剛

2007年10月4日

## 金融創新及所涉風險

監管機構設法善用金融創新的潛在動力之餘，也必須妥善管理涉及的風險。

我上星期在《觀點》文章中指出，金融創新是導致目前金融市場動盪的其中一個背景因素，並且預告將會續談。

金融創新能提高資金融通的效率，令部分投資者取得較高的經風險調整後的回報及部分借款人能以較低成本獲得貸款；亦可以幫助金融中介機構拓展更多商機、增加盈利、聘用更多員工，以及發放更高薪酬與花紅。

換言之，金融創新能使投資者、借款人與金融中介機構同時受惠。

但若要真正體現金融創新的益處，必先要符合一個背後的假設，就是有關的金融體系在資金融通方面的效率本身有待提高。從許多實際例子看，這個假設確實普遍適用：例如金融工具風險特質與投資者風險意欲之間的錯配；金融工具缺乏多元化，令投資者難有選擇；以及市場不夠開放，令金融中介機構可以賺取被一般認為是過高的利潤等，都是相當常見的。

導致資金融通效率不高的其中一個原因，可能是監管當局為了維持金融穩定及為投資者與存戶提供一定程度的保障而設立限制。金融創新可能涉及利用各市場監管標準不一來鑽空子迴避監管，這可能是由於金融中介機構設法運用有限資金，而往往忽略了資料披露與風險管理的重要性。

在金融系統層面上，金融中介機構推動金融創新存在矛盾是不爭的事實。這些機構的經營目標是要爭取最高利潤，但同時金融創新有助提高資金融

通效率，並可能減低投資者回報與借款人資金成本之間的差距，亦即減低中介機構的得益。因此長遠而言，金融中介機構涉足金融創新最終有可能令其盈利受到影響。個別機構可能暫時仍未發覺這一點，所以為求得到短暫盈利仍會很積極參與金融創新，以致誤解或忽視金融創新所涉及的風險——更不用說對整個金融體系的穩定構成的風險了。

因此，金融創新增除了為投資者、借款人與金融中介機構帶來好處外，亦會製造出一些有可能超出市場人士與監管機構所能理解或管理的複雜風險。諷刺的是，儘管上述三方最初都會因金融創新而受惠，但這些風險最終可能對他們都造成重大損害：投資者所持資產的風險回報配對可能不如他們原來想像般吸引；借款人進行更大倍數的槓桿式運作，卻因為投資者重新評估風險，令有關金融產品市場萎縮，以致要面對信貸突然收緊及資金成本激增；金融中介機構亦可能要承擔以往不知不覺間承受的風險所帶來的虧損，例如原已透過信貸風險轉移安排轉嫁出去的風險，卻突然像回馬槍般重臨他們身上。

對負責維持全球及本地金融體系健全的監管機構來說，設法善用金融創新的潛在動力，仍是一項重要任務。識別及管理金融創新涉及的風險(尤其屬系統性質的)，對在本地與全球層面上維繫金融穩定以至取得持續的經濟增長都極具關鍵性。目前有關各方仍在盡力救火，但我深信未來幾個月有關方面都要將注意力轉向這一點。金融穩定論壇在亞洲金融危機後成立，旨在應付這類國際事項，作為論壇成員，我期待在這重要任務上繼續積極參與。

任志剛

2008年2月28日

## 信貸風險轉移

信貸風險轉移可以是非常複雜的，投資者必須對所買進的金融產品有清晰了解。

金融創新是極其複雜的，在某程度上已發展市場現時面對的金融危機亦是由此而起。以「信貸風險轉移」來形容金融創新也許有過分籠統之嫌，但亦可算是能恰當及概括地交代其含義。金融機構基於不同的原因（包括資本限制、流動資金需求及各地監管標準的差異等），樂於將持有資產所承擔的風險，轉移予較願意或較有能力承擔有關風險並賺取相關回報的人士。以銀行提供按揭貸款為例，它們希望轉移借款人可能無法償還按揭貸款的風險。

一般來說，信貸風險轉移是透過證券化來進行。風險高及流動性低的資產被轉化為可買賣證券，然後由轉讓人（銀行）出售予受讓人（投資者）。有時可能需要進行某種形式的信貸風險轉換或重整，使相關資產的風險水平與投資者的風險接受程度配合。其中一個方法是將性質相若但信貸評級與回報率相異的證券組合成不同「系列」，而不是僅推出由性質不同的相關資產支持的證券。信貸風險轉移及信貸風險轉換亦可透過信貸提升或信貸擔保安排進行。

證券化本質上是一個簡單的概念，就是透過建立「資產支持證券」(ABS)市場，將流動性低的資產轉為流動性高，亦即可轉讓的資產。進行證券化後，發行人通常會在收費情況下繼續提供相關資產的行政支援服務，例如向按揭借款人收取供款。此外，參與證券化的金融機構還會收取其他費用，例如交易費用、分銷證券的費用、莊家費用，以及支付予為證券評級的信貸評級機構的費用。這些費用及來自買賣證券的收入提供額外誘因，吸引金融機構進行證券化。

然而，這個在概念上很簡單的證券化過程有許多變化，而且近年更變得相當複雜。金融機構以各種不同的金融資產來組合成證券，或推出由同類資產或多種不同資產組成及支持的證券，形式層出不窮。其中一種常見的證券化方式，是發行不同系列證券來籌集資金以購入其他證券組合，例如資產支持證券及貸款。這些證券稱為債務抵押證券（CDO）或貸款抵押證券（CLO），不同系列證券則按其獲賠償的「優先次序」分級，計有超級優先系列、優先系列、中層系列及股本系列。級別越低的系列，風險越高，由 CDO 或 CLO 的相關資產違約引起的虧損首先會由股本系列吸收，接着是中層系列，如此類推。被證券化的相關資產的信貸風險水平因此而被轉換，以配合投資者不同的風險接受程度。信貸評級機構會對不同系列給予不同的信貸評級，以便利證券銷售及投資者參考，而這些不同系列證券的回報率當然亦會不同。

另一種常見的證券化方式，涉及設立和資助結構性投資公司（SIV），從銀行或市場買入長期及質素較低的資產（如按揭貸款、公司債券或 CDO）。這些結構性投資公司用作買入上述資產的資金，來自發行短期商業票據或資產支持商業票據，它們還會發行收益證券（實際上即股本系列證券），這同樣是首批要承擔潛在虧損的證券。

信貸風險轉換亦可透過為金融資產（如公司債券或貸款）購買違約風險保險的方式來進行。一般來說，有關保險是以一種常見的金融工具——信貸違約掉期合約進行交易。買家向賣家支付年度保費（保障金額的某個百分比——以基點計），而在合約期內，賣家則會在發生有關的信貸違約時支付保障金額。當然，賣方必須有能力履行承諾，承擔有關的信貸風險，這種形式的信貸風險轉移或信貸風險轉換才會有意義。

我提及各種形式的風險轉移都會令風險更有效地分散在投資者之間，但它

們可以是非常複雜的，因此投資者必須對所買進的金融產品有清晰了解。金融創新亦會以不同形式影響金融體系的穩定，日後我會再找機會詳細談論。

任志剛

2008年3月6日

## 投資者須充分了解所投資的產品

投資者在作投資決定前必須做好功課，保障自己。

最近我討論到引致目前已發展市場金融動盪的具體原因。除了之前兩篇文章提及次按環節的貸款批核準則欠嚴謹及金融機構風險管理不善外，第三個原因是投資者沒有充分了解所投資的產品。我所指的不僅是指個人投資者直接投資於風險超過他們所能理解（更不要說管理）的複雜金融工具，連機構投資者（包括對沖基金）也是這樣，但它們其實是有能力透徹了解相關產品後，才作出投資決定的。

很可惜，投資者對投資產品了解不足已成為很普遍的現象，市場的情緒越高漲，就越少人會做這個功課，無論是買方、賣方或中介人都會因為大升市而被沖昏了頭腦。就連監管當局為了讓市場降溫而提出的忠告也往往被忽略，甚至被指為「潑冷水」；然而，當恐慌情緒蓋過了貪婪，危機開始形成時，監管當局卻又會被責怪沒有適時採取行動。

當然，以這次金融動盪來說，無論是有關金融工具的結構及相關市場的互動反應都極為複雜。CDO、CLO、ABCP、SIV、VIE、ARS、CDS\*，這眾多的英文縮略語並不容易消化。但複雜並非不花工夫深入了解的藉口。市場上有關投資工具的資料令人花多眼亂，也並非不去鑽研的理由。若大家覺得產品過於複雜，難以理解，就根本不應該作出相關投資。

另一個做法是請教專家，但投資者也要留意這些專家在有關投資安排中是否有利益關係。大原則就是在聽取交易對手（例如向你出售金融產品的機構）的意見時，應格外留神。很不幸許多人都要經過慘痛的經歷及付出高昂的代價後，才學會這個道理。

在這次金融動盪的事件中，事實證明即使有專門知識的專家（即評級機構）的意見也有不足。有人認為評級機構收取報酬來為結構性產品評級，因此也是有利益關係的一方。我相信這並非一項重要因素，因為評級機構清楚知道，若其評級標準被質疑受到其商業利益所影響，會帶來巨大的信譽風險，威脅其長遠的營運。我認為更有可能的原因是，連評級機構也未能完全掌握複雜的創新產品及相關市場的運作。因此，投資者在考慮評級機構的意見時應要小心，不要機械式地接受它們的意見。另一個造成評級機構似乎未能有效為結構性金融產品評級的原因，是投資者可能對有關結構性金融產品的評級存有誤解，以為它們已將流動資金風險及金融市場面對壓力時的行為等因素包括在內。

我相信大家在這次危機中都汲取到很重要的教訓，補救措施也會陸續出台，以釐清評級機構的角色，使它們給予的評級更具參考價值。但投資者必須明白，評級只供參考，他們仍要花工夫好好理解打算投資的金融產品，對風險作出獨立判斷。

任志剛

2008年3月27日

\* CDO = 債務抵押證券；CLO = 貸款抵押證券；ABCP = 資產支持商業票據；SIV = 結構性投資工具；VIE = 可變利益實體；ARS = 拍賣息率證券；CDS = 信貸違約掉期。

## 「字母湯」

金融創新是好事，但監管當局必須時刻提高警覺。

讀者或者記得我在以往《觀點》文章中曾以「字母湯」來形容 2007 年夏季以來擾攘已發展國家金融體系的一大堆金融產品，如 CDO、CLO、SIV、ABCP、CDS<sup>1</sup>等。至於真正的字母湯，若是從來未嚐過，大家不妨試一試，或者更能了解歐美金融市場持續面對的壓力，並汲取當中一些教訓。

字母湯是一款濃稠黏滑的食品，端到面前準叫人看不見底，到你吃完了倒飽得打嗝。我小時候覺得字母湯價廉味美，吃完總想再添食，有點像投資者被評級優良的金融工具所吸引而投資，爭取高回報。但年紀漸長，我反而欣賞較高的透明度，因此往往首選清湯，只會偶然來碗字母湯湊興玩砌字。

用字母湯來形容特種的結構性金融產品，其實可以推而廣之，用來泛指金融創新。我經常說，若透過審慎的風險管理，適當地利用金融創新，以增加資金融通效率，本是一件美事，但結果金融創新往往被利用來爭取金融中介人的私人利益。當前的問題是如何從過去一年來已發展金融市場所面對的震盪中汲取教訓，從而更有效地善用金融創新。很多國際組織，包括各地監管機構及制訂標準的國際組織，仍對此進行討論。

在這問題上，我認為可從三個角度著手，作出改善。首先，增加字母湯的透明度。這點或許不會太受有關方面，尤其安排銷售字母湯的人士歡迎(可以想像清湯版字母湯應該不會像原裝正版般好銷路)，但保持金融穩定卻能符合所有人的長遠利益。然而，維持高透明度，亦不能解決所有問題。對

<sup>1</sup> CDO = 債務抵押證券；CLO = 貸款抵押證券；SIV = 結構性投資工具；ABCP = 資產支持商業票據；CDS = 信貸違約掉期。

很多投資者來說，即使將某個特種結構性產品背後組成的一大串相關資產羅列得清清楚楚，亦可能意義不大；尤其當產品經過一次甚至多次反覆切割分層，再組合成爲不同優先次序、不同級別的產品，更容易令人混淆。因此，我提出的第二個改善建議是讓字母湯仿效銷售香煙的做法，規定發行人載明適當及可靠的健康警告。在這方面，評級機構必須再加努力重建投資者信心，好好處理實際或潛在的利益衝突問題。第三，字母湯的選料應該更嚴格，確保準備投入金融創新生產線的相關資產符合客觀及最低的標準。這可透過訂立適當的監管規則來推動，例如設立按揭貸款的最高還款額與市值比率及最高貸款額與入息比率等。如果這樣做會令字母湯在市場的吸引力或供應量降低，亦應該順其自然；因爲維持金融體系和整體經濟的長期穩健發展，是必須優先考慮的目標。

我相信有關方面會就這三方面提出具體改善建議，儘管有關建議大致上只是就着最近這股金融創新浪潮而提出。在這股浪潮中，市場上出現了以證券化形式把信貸風險轉移而有時候有關的風險轉移不夠徹底。到了現有架構經過改善以確保金融穩定後，市場總有可能再出現另一股金融創新浪潮，帶來一些具備不同特點而又能盡量擺脫該架構規範的新產品。總而言之，時刻提高警覺，是金融監管機構必須緊記的。

任志剛

2008年7月17日