

立法會

研究雷曼兄弟相關迷你債券及 結構性金融產品所引起的事宜 小組委員會

第二十八次研訊的逐字紀錄本

日期： 2010年1月26日(星期二)

時間： 上午9時30分

地點： 立法會會議廳

出席委員

何鍾泰議員, SBS, S.B.St.J., JP (主席)

涂謹申議員

劉慧卿議員, JP

石禮謙議員, SBS, JP

余若薇議員, SC, JP

林健鋒議員, SBS, JP

梁國雄議員

黃定光議員, BBS, JP

詹培忠議員

劉秀成議員, SBS, JP

甘乃威議員, MH

李慧琼議員

陳健波議員, JP

葉偉明議員, MH

葉劉淑儀議員, GBS, JP

缺席委員

黃宜弘議員, GBS (副主席)

陳鑑林議員, SBS, JP

湯家驊議員, SC

陳茂波議員, MH, JP

梁美芬議員

梁家驪議員

證人

公開研訊

高秉忠先生

Legislative Council

Subcommittee to Study Issues Arising from Lehman Brothers-related Minibonds and Structured Financial Products

Verbatim Transcript of the Twenty-eighth Hearing
held on Tuesday, 26 January 2010, at 9:30 am
in the Chamber of the Legislative Council Building

Members present

Ir Dr Hon Raymond HO Chung-tai, SBS, S.B.St.J., JP (Chairman)

Hon James TO Kun-sun

Hon Emily LAU Wai-hing, JP

Hon Abraham SHEK Lai-him, SBS, JP

Hon Audrey EU Yuet-mee, SC, JP

Hon Jeffrey LAM Kin-fung, SBS, JP

Hon LEUNG Kwok-hung

Hon WONG Ting-kwong, BBS, JP

Hon CHIM Pui-chung

Prof Hon Patrick LAU Sau-shing, SBS, JP

Hon KAM Nai-wai, MH

Hon Starry LEE Wai-king

Hon CHAN Kin-por, JP

Hon IP Wai-ming, MH

Hon Mrs Regina IP LAU Suk-yea, GBS, JP

Members absent

Dr Hon Philip WONG Yu-hong, GBS (Deputy Chairman)

Hon CHAN Kam-lam, SBS, JP

Hon Ronny TONG Ka-wah, SC

Hon Paul CHAN Mo-po, MH, JP

Dr Hon Priscilla LEUNG Mei-fun

Dr Hon LEUNG Ka-lau

Witness

Public hearing

Mr Harold KO

主席：

首先歡迎各位出席"研究雷曼兄弟相關迷你債券及結構性金融產品所引起的事宜小組委員會"的第二十八次研訊。我們歡迎高秉忠先生出席小組委員會的研訊。

我請各位委員留意，整個研訊過程中都必須有足夠法定人數，連主席在內共7位委員。此外，《立法會(權力及特權)條例》所賦予的特權，只適用於研訊的過程。小組委員會《工作方式及程序》第13(g)段訂明，所有議員，包括非小組委員會委員的議員，都應避免在研訊過程以外的場合發表與研訊有關的意見。《工作方式及程序》第23段亦訂明，委員不應披露任何有關小組委員會閉門會議上的內部討論或曾考慮的文件的資料。

我想提醒旁聽研訊的公眾人士及傳媒，在研訊過程以外場合披露研訊中的證供，將不受《立法會(權力及特權)條例》所保障。如有需要，各位列席人士和傳媒應就他們的法律責任，徵詢法律意見。此外，我亦想提醒在公眾席上旁聽研訊的公眾人士，研訊進行時必須保持肅靜。根據《立法會議事規則》第87條，我有權請任何行為不檢或看來相當可能有不檢行為的公眾人士離開會場。

請各委員留意，小組委員會的研訊程序必須符合《工作方式及程序》第2段的原則，包括有關程序必須公平，而且須令人看得到是公平，尤其是對利益或名譽可能會被小組委員會的研訊程序影響的各方。《工作方式及程序》第12及13段亦訂明，在公開研訊中，委員只應為確立與此次研訊有關的事實而提問。委員不應在公開研訊中發表意見或作出陳述。此外，我會決定某條問題或某項證據是否與小組委員會的職權範圍有關，以及是否屬於研訊範圍。

小組委員會在2009年6月9日會議上同意，委員應考慮本身與證監會的關係及是否有參與其決策或工作，自行決定是否作出利益申報及是否出席與證監會證人有關的研訊。就此，陳鑑林議員已申報他是證監會現任非執行董事。他表示為免角色衝突，不會出席與證監會證人有關的研訊。此外，梁美芬議員亦曾申報，她是證監會程序覆檢委員會委員。

高先生，小組委員會已同意由關尚義先生及羅沃啟先生陪同你出席研訊。請注意，根據小組委員會的一貫規定，陪同人士不可向小組委員會發言。證人不得與陪同人士討論，亦不得接收該等人士的任何提示(無論是口頭或書面的)，但證人可向他的法律顧問尋求簡短意見。

此外，證人只須就此次研訊有關的事實作證，應避免發表個人的主觀意見或作出未有足夠事實支持的評論，尤其是有可能對個別人士或機構的利益或名譽造成影響的意見。

由於高先生於1月19日出席研訊時已宣誓，所以今天你會繼續在宣誓下作供。

高先生，按照小組委員會的一貫做法，為方便列席的公眾人士及傳媒跟隨小組委員會的程序，小組委員會會將你先前提交的證人陳述書(即是W23(C)號文件)向他們公開；至於證人陳述書所夾附的11份附件(Attachments)，小組委員會已決定視作機密文件，並按照小組委員會《工作方式及程序》第19段處理。

我想提醒大家，證人陳述書純粹是供小組委員會作研究和研訊用途。如果在其他場合使用證人陳述書的內容作其他用途，並不受《立法會(權力及特權)條例》(第382章)所保障。此外，任何人均不應把證人之前在閉門研訊所作的證供公開。

我亦想提醒大家，每位委員將會有10分鐘時間向證人提問和讓證人回答。委員如想就某份小組委員會文件的內容向證人提問，應指明該份文件的編號及段落，以方便證人及其他委員參考該份文件。

此外，為了善用研訊時間，請委員的提問盡量精簡及具體，而證人亦須明確及切實回應問題。委員無須再三向證人追問同一問題。另一方面，證人亦不須重複已講過的說話或大家已知悉的背景資料。證人及委員不應直接對話，無論是證人或委員，均必須在主席示意後才可發言。

為使輪候提問次序獲得公平處理，秘書稍後記錄委員舉手發問的次序時，今次會由我的右手邊數起，逐一登記，秘書會逐一記錄委員的姓名。想提問的委員現在請舉手示意。

是，余議員。

余若薇議員：

之前開的會議是內部的，因為現在公開，我可不可以再說我不認識高先生，但我認識他身旁的兩位先生？

主席：

可以的，沒錯，我們記錄。還有哪位？陳健波議員。陳健波議員先吧。

噢，你是舉手提問，今次在右手邊，是右手邊。

劉慧卿議員：

他是排隊，排隊。

主席：

OK，行。

高先生，我想先問第一條問題。

高先生，你受僱於證券及期貨事務監察委員會(即證監會)期間，是否有處理過任何有關雷曼兄弟相關結構性金融產品的規管事宜呢？高先生。

高秉忠先生：

沒有的。

主席：

那麼，你有沒有考慮過申請調職到企業融資部，以便可以直接參與企業融資部的工作，並積極對企業融資部按照《公司條例》的規定而審批產品文件的工作提出你的改善建議，因為這樣或許有機會發揮你的所長呢？高先生。

高秉忠先生：

沒有，是沒有的。

主席：

為甚麼沒有呢？

高秉忠先生：

因為我們基本上兩個部門，我說的是公司融資部及我所在的投資產品科，兩個部門是分別做不同的產品。在我自己的部門，即投資產品科那裏，其實都有結構性產品存在。所以，我都要顧着自己部門的產品。因為我們的產品到了市面，其實都是賣給投資公眾，所以我不覺得我要特意申請到公司融資部去做它們的工作才可以保護公眾。

主席：

但是，高先生，你在你的證人陳述書提到，你看到其他部門的各種問題，那麼你從沒想過申請到那個部門，做一些能夠改善的工作，或者提出比較有建設性的建議，你沒有想過嗎？

高秉忠先生：

沒有。

主席：

為甚麼沒有呢？

高秉忠先生：

因為問題是，因為兩個部門的運作是頗獨立的，所以變成我主要是在投資產品科工作，我們做我們這邊的產品，如果我們對隔鄰的部門，譬如公司融資部的產品、它們的做法有些不同的意見時，會有幾種情況，主要是我們會與自己的同事談。但最重要的是，如果是部門與部門之間的主要溝通，其實就要說到部門高層的溝通。所以，我們站在我們的位置，就是我們做好自己的產品的工作。然後到我們有機會，譬如隔鄰的部門做一些文件諸如此類，給整個證監會看時，我們就會comment，即會評論。然後，問題是，到最後都要高層決定究竟怎樣去處理這些comment諸如此類，或者甚至提交給證監會那個所謂Executive Committee或Management Committee，或者甚至去到董

事會，所以輪不到我們這些中下層或這些職員去直接干預隔鄰所做的事情。

主席：

高先生，你剛剛說到你是中下層的職員，是不是？

高秉忠先生：

嗯。

主席：

你剛才這麼說，是嗎？

高秉忠先生：

視乎你怎樣看吧，在我們那裏，譬如在批核產品時，我是當中投資產品科的一個team，一個小組的領導。我下面有5、6個經理、助理經理，諸如此類。他們負責直接與客戶溝通。譬如客戶有申請遞交進來時，他們會看，看完之後會跟我談，然後我又看，接着大家互相討論，考慮如何監管、諸如此類的時候，到了一個程度，如果我們覺得要再向上級匯報的時候，即是有必要時，譬如有些豁免、諸如此類的時候，我們就會匯報。但到最後，在過程中來來回回之後，到了我們都覺得該產品是可以審批或不可以審批的時候，我們就會呈交給適當人士或committee去審批。所以，如果在審批過程中最低級的是經理或助理經理，我就是下一層了，就是Senior Manager那一級，或是Associate Director那一級，然後再下一層就是審批，即是可以簽名批核那個產品了。

主席：

所以，高先生，你認為你自己是一位證監會內的中下層職員，對嗎？

高秉忠先生：

可以說是中層這樣子……

主席：

你剛才這樣說，你是證監會內的一位中下層的職員……

高秉忠先生：

是中層的職員，可以這麼說，但是我……

主席：

之前你是說"中下層"，現在稍微升了級，是嗎？

高秉忠先生：

不是，因為我是負責這個小組的……

主席：

不，我想你說清楚，因為現在我們想瞭解，我這樣問好了，因為你所屬的部門是中介團體及投資產品部。

高秉忠先生：

沒錯。

主席：

那方面的人手架構，我想知道一下。譬如說由主管，即是這個部門的執行董事直至高級經理之間，總共有多少個職級呢？即是你向上望，總共有多少級……

高秉忠先生：

OK……

主席：

……往上數，或許數給我們聽聽。

高秉忠先生：

我們在不同的時候，譬如說我在證監會19年多，在不同的時候有不同的匯報機制。在一大段時期裏面，我是匯報給Senior Director，即Stephen PO，他是該Division的Senior Director，即

高級總監，然後他再report給Alexa LAM，即Executive Director, IIP。但其他的時期，我主要是report給Director，即這個科的總監，然後他再.....又是有不同的時候了，有時他是直接report給Executive Director，有時他又report給Senior Director，然後再report給Executive Director。

其實，在我們來說，譬如好像.....讓我看，應該在00年附近之前，我那個科的總監已經是Senior Director，所以我就直接report給他。但有些時候，那個職位聘了人回來之後，是給他總監的職位，給他Director的職位，那我就report給Director，所以要看不同的時候。

主席：

或許為了方便我們的委員，可否請高先生會後提供整個架構的資料給我們，清楚一點寫出來，讓我們容易跟進呢？

高秉忠先生：

是.....

主席：

可否在會後交給我們？

高秉忠先生：

那個架構是指部門與部門之間的架構，抑或是部門裏面那些人物的架構？

主席：

向下或向上，整個架構，即是.....

高秉忠先生：

是指那些人.....

主席：

由你那條線一直去到最高，一直去到下面最低層那裏.....

高秉忠先生：

OK，可以。

主席：

.....可否請你提供這些資料？

高秉忠先生：

可以。

主席：

謝謝。或者，我又想接着問一問，從文件W23(C)第16及17段所見，發出這些合適性指引，即suitability guidelines的擬議計劃提出後被擱置了，你是否知道有沒有採納過任何一些替代措施，所以沒有採用你的建議呢？高先生。

高秉忠先生：

我將那個project交出來之後，正如我在statement所說，我沒有再參與之後發生的事情，我只知道後來他們發出了第二份報告，即07年，07年5月的時候發出了一份所謂FAQ，即一個所謂問答的形式，放在網上。那個問答形式，基本上有些資料我相信是來自那個我之前做的project那些所謂很detailed的suitability guidelines等.....

主席：

是。

高秉忠先生：

.....但以問答的形式放了上去，而沒有做到我們之前最初預定的，就是那個計劃本身除了發出這些detailed guidelines，即詳細的guidelines之外，我們還會做consultation，跟業界人士磋商、解釋，諸如此類，然後出去做inspection，即是沒有後面這部分，我只知道他們發出了FAQ。

主席：

是。各位同事，這是我們的文件已有的，是M4，以前任志剛先生已提供了給我們。

我想問，高先生你是否知道，你們的上級究竟考慮過甚麼因素，有甚麼優先的考慮，因而沒有採納你的建議呢？你是否知悉呢？

高秉忠先生：

不知情。正如我寫給Alexa的e-mail裏面，我假設她有更高的優先，即priority，即更高的優先去處理其他事情，所以沒有將那個project向前行。

主席：

是。文件W23(C)第5及10段載述，投資產品科可以在審批文件的過程中，對有關產品的擔保人(guarantor)訂下較嚴格的規定。有別於企業融資部，投資產品科可以向擔保人加入哪些較嚴格的規定呢？(計時器響起)究竟是兩個部門的行事方式不同，抑或是有關法例條文的分別，即是不同，這在你的文件中提出過了，在你的陳述書中……

高秉忠先生：

嗯。

主席：

……而導致兩個部門有不同的做法呢？請你說說。

高秉忠先生：

問題是……？

主席：

即是說你們兩個部門……

高秉忠先生：

嗯。

主席：

.....即投資產品科可以向擔保人加入一些你認為可以加入的一些比較嚴格的規定，你是加入了哪些嚴格的規定？這是第一個問題。

另外，兩個部門的行事方式不同，是因為有關的法例條文存在分別，你提出過了.....

高秉忠先生：

嗯。

主席：

.....導致兩個部門有不同的做法。請你說說。

高秉忠先生：

是。在規定方面，我在statement中提到我們那些所謂結構性的規定，那些structural requirement，我們看產品的結構時會看，譬如它有一個fund manager，我們就說"OK，你這個投資經理是要受適當的監管，要在哪裏領牌"，即是受到適當的supervision等。譬如在雷曼的情況，他們沒有fund manager，那些Minibond，譬如有一個是很重要的，我一看就看到有一個很重要的人，他的角色是那個所謂擔保人。

在我們投資產品科做產品的時候，擔保人是一個非常重要的角色。如果翻看我們投資產品科發出的那些對產品的守則，很多守則都有提到，如果你要成為一個擔保人的時候，必須是香港銀行、保險公司，或者是一些substantial，即一些重大的financial institution，是acceptable to the Commission。原因很簡單，因為如果他要成為擔保人的時候，不光是說balance sheet——但balance sheet當然不能小，即那個資產。但除了資產要substantial之外，還要受到我們所謂穩妥的監管，英文叫做prudential supervision，令到那間公司的財務穩定。因為你作為擔保人，你隨時有機會要拿擔保額出來，而且是for as long.....即只要那個擔保是譬如說10年，你在該10年之內都要維持一個穩妥的財務狀況。

這些就是我們所謂structural，即結構性的一些要求。我們在看產品的時候，除了看disclosure之外，我們還會看這些東西。

主席：

好。由於時間關係，稍後可以請同事跟進。

現在舉手提問的同事，我讀一讀各位的名字：甘乃威議員、涂謹申議員、劉慧卿議員、陳健波議員、葉劉淑儀議員及余若薇議員。

首先請甘乃威議員。

甘乃威議員：

主席，我想問高先生，我知道你在09年8月離開證監會，因為根據一些資料，你離開證監會的原因是想要來向我們這個小組作證，可否解釋一下那個原因？

高秉忠先生：

是。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

原因很簡單，其實正如我上一次都有提過，就是在01年至08年這段差不多8年的時間，即八、九年的時間，其實在證監會裏面都發生了很多事，譬如它的做事方式、傾向，諸如此類，所以工作起來，譬如你想做一些事保護投資者，其實是要加倍力度。所以，我老實說，如果這個小組委員會早些成立，我可能早些辭職，因為我覺得既然在內部很難運作的時候，因為我是public officer，我是公職人員，我有責任面對公眾，那是對公眾的責任，所以我便覺得，既然小組委員會成立了，有這樣的事情發生了，我覺得我應該在這個時候辭職，將我的所見所聞及所謂專業知識，可以向委員會提供，希望可以幫助委員會的調查，進而可以做一個不偏不倚、公平的報告，令到：第一，對投資者本身有交代；第二，如果可以因為委員會的調查或報

告，令制度本身有改善的話，對將來整個香港的投資公眾都有好處的。

甘乃威議員：

明白。

主席：

甘議員。

甘乃威議員：

我想問主席剛才問的問題，我想，因為可能公眾不是太明白，因為在證監會內，審批結構性產品就分了兩個科，根據你給我們的資料，一個是投資產品科，一個是企業融資部，即有兩個部，即兩個地方、兩個section做這工作。但是，有關這些雷曼結構性產品，我的理解是包括迷你債券，包括Constellation，包括精明債券，均屬於企業融資部方面去審批，對嗎？

高秉忠先生：

沒錯。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

是沒錯的。

主席：

甘議員。

甘乃威議員：

根據剛才你所說，投資產品科審批結構性產品時，你剛才是說，在擔保人方面施以比較嚴格的規定，包括看那個擔保人是否有穩妥的財務狀況，情況是否這樣？

高秉忠先生：

是。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

是的，有否我們所謂穩妥的監管，即prudential supervision，即除了是說它現時的財務狀況是穩定之外，有否受到我們所稱的prudential supervision，意思就是譬如香港銀行受到金管局的監管，它看的時候，不光是那間銀行的balance sheet有多大、有多少資金的問題，而是它在運作上有個穩妥性存在。很簡單，如果香港一間銀行要發出一個擔保，5億元、10億元，諸如此類，那麼，金管局方面有一些監管的方式，令它們可以：第一，不會有overload，即不會"壓死"那間銀行；第二，它因為issue了一張guarantee，即發出保證，它們會有reserve requirement等，令銀行本身的commitment可以meet到。

甘乃威議員：

我想問.....

主席：

甘議員。

甘乃威議員：

.....如果是這樣的話，如果剛才我提到的產品，包括迷你債券、Constellation或精明債券，如果到了你負責的投資產品科去進行審批的話，你是否覺得在你的科內，將不會批准這些產品在市場上售賣呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我可以這樣大膽地估計，就是如果這些產品來到投資產品科，有兩個可能性發生。第一，如果我們看到結構上有問題，譬如擔保人，諸如此類，我們會要求它改，有些人肯改的，就可以通過，即是可通過我們的structural requirement。如果它本來不符合要求，然後修改後符合要求，就可以通過了。

另一方面，如果它不肯改，我想我們最後的決定可能就是拒絕認可，令它"出不到街"。其實，我最近注意到證監會已發出一份諮詢文件是關於這些結構性產品，草擬了一個守則給這些東西。它已經很清楚地將 —— 即我上次所說 —— 這些structural requirement放進去。譬如說，如果是保證人就要怎樣，是issuer又要怎樣，即很多這些eligibility的requirement，已經加進草擬的守則內，很清楚地反映出，其實是需要這些東西的。

甘乃威議員：

OK.....

主席：

甘議員。

甘乃威議員：

.....你可否解釋一下，為何那些產品來到證監會後，會去了兩個不同的部門，一個是投資產品科，一個是企業融資部。你可否解釋一下，是否由申請人去選擇，抑或來到之後由你們自己分流到兩個不同的部門？因為很明顯，如果根據你剛才所說，在投資產品科，擔保人的財務狀況也要看，即審批比較嚴格，但到了企業融資部則較為簡單，較為容易。究竟這是由申請人去選擇，抑或由你們內部去分流呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

其實，我覺得這裏有少許陰差陽錯。如果我沒有記錯，在1998年之前，所有投資產品都是去了投資產品科，只不過在98年左右，部門之間的結構有改變。因為以前我們屬於公司融資部，即投資產品科是屬於公司融資部，但是，應該是98年，我不記得exactly哪一年，我們脫離了公司融資部，併入了一個新的division，叫作中介人和投資產品部。當時，在證監之內，高層有一個想法，就是說，是否要保留某一小部分產品給公司融資部去看呢？原因是公司融資部主要是看上市的事宜，即現在所稱的dual filing、takeovers等，主要是deal with上市的事宜，而有某些非上市的產品，即以前我們叫作plain vanilla的shares或debentures，即債券、股票等，這些不上市但又向公眾銷售的產品，在某種程度上是類似上市的shares and debentures，而它們用的上市程序，我們知道有上市規條，但如果它是出shares或debentures而要上市的時候，它們都是用公司法來批的。所以，當時可能有一個想法，就是既然這些shares and debentures就算不上市，都是向公眾推銷，都是用公司法去批核prospectus的，那不如將這一部分保留在公司融資部好了。但當時是完全沒有票據，即沒有這些結構性產品，諸如此類，是未有這些東西出現的。

好了，當這些結構性產品——如果我沒有記錯——在01年，即00年、01年或在該段時間出現時，對公司融資部的同事，即下面Prospectus Team的同事來說，其實都是一些很新的事物。照我所知，譬如好像當時的Director，他自己都沒有監管經驗，諸如此類，所以最初這些structured note進來時——最初是equity-linked，即與股票掛鉤，還沒到credit-linked——他都會帶着我去跟客戶開會，因為他們根本完全沒有經驗處理這些比較複雜的結構性產品，反而我們投資產品科則處理過很多各式各樣的產品，包括以前——如果我沒有記錯——90年中曾經出現過一些equity-linked deposits。

甘乃威議員：

我剛才的問題是……

主席：

甘議員。

甘乃威議員：

.....當那些產品進來時，是由你們自己內部分流(計時器響起)，因為它是用所謂的《公司條例》，所以便會進入企業融資部那裏，對嗎？

高秉忠先生：

對了。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

對了，就是因為它們.....很簡單，這些產品其實是分散風險的產品，它可以用不同的包裝。如果它用銀行deposit的包裝紙，便會落入投資產品科；如果它用保險單的包裝紙，又會落入我這邊，即投資產品科。但是，如果它用notes，用票據，因為票據根據公司法的定義屬debenture，於是便落入公司法，於是便落入公司融資部，其實意思就是這樣而已。

但問題是，你問我，會否因為外面的人見到有不同的監管方式，可能有嚴有鬆，所以將那個產品用不同的包裝？你問我，如果我是市場人士，我絕對有理由這樣做。

主席：

OK。我再提醒高先生，你還是等我叫你才回應.....

高秉忠先生：

對不起。

主席：

.....因為剛開始是搶答，因為這樣說着又開始對話了。本來是應該向主席說話的，我一直都沒有特別堅持，不過，希望你

還是對主席說話，你先不要搶答，要不然，尤其是翻譯方面會比較困難……

高秉忠先生：

明白，對不起。

主席：

……請你合作。接着是涂謹申議員。

涂謹申議員：

主席，我很詳細看過高先生的陳述書，也許有很多問題。或許我先說第一個問題，似乎由第5段開始，接着幾段，其實高先生想說的是，有兩個部門，有兩套不同的標準。我看完之後，我的感覺是，高先生的意思是，如果用你的部門，即投資產品部，我想依你的意思應是較為嚴格或高的標準，那麼這件雷曼迷你債券事件可能就會有些不同的要求和結果也說不定。因為當中也頗技術性，我想你說一說，如果譬如雷曼的產品用投資產品部，你用的字眼是product disclosure，並非根據公司法所指的disclose，究竟譬如若有甚麼要disclose，或者有甚麼要披露多些，又或你所說增加條件，譬如第8段、第9段提到增加條件，譬如會增加一些甚麼條件呢？發行時間、程序有沒有不同？譬如向公眾提供的資料有甚麼要用不同的寫法？可否就這幾個範圍，用你們投資產品部的標準說一說，會怎樣發生呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

在披露方面，因為每一個產品的細節都不同，所以我很難就着……我的意思是，你要拿着一個產品，很詳細地看，然後才可以說這個產品是需要10項、20項、30項資料。但是，最重要的是，無論它稱自己為prospectus也好，我們稱之為principal brochure也好、information memorandum也好，這個我們所謂的product document，最重要要有的東西就是，要將所有material information —— 即產品的material information，重要的消息 —— 全部放進去，這樣便可以過關了。

所以，我很難就着某一隻產品……除非你現時拿着一隻產品，把所有資料拿來，然後我看了很久後就告訴你，這裏漏了某些東西，諸如此類，逐個拿着那個東西來說，可能會有這些情況。但是，我覺得最重要的反而是，在這事件上，以我的角度來看，兩個部門批核不同……或同類……怎麼說……同樣是結構性產品，但用不同的**approach**，這個反而是重點所在，就是在於**structural requirement**，而不是在於**disclosure requirement**。我覺得這是最重要的分別。

主席：

高先生，我知道，或許因工作關係，你有時用英文，有時用中文，不過如果可以的話……

高秉忠先生：

我明白。

主席：

……我希望你盡量要麼用中文，要麼用英文，好嗎？

高秉忠先生：

是。

涂謹申議員：

主席……

主席：

涂議員。

涂謹申議員：

主席，我希望高先生明白，我們想問到，由你身上取證，因為如果你的說法是，因為兩個部門有兩個不同的標準，當然，我明白你的陳述書字裏行間一直是說應該用一個標準，後來亦終於同意了一個標準，只不過還沒來得及做，雷曼便已經“爆煲”了。但是，如果我們無法有一個具體的闡釋，就是說其實如果用了一個標準，或者可能是你心目中一個較高或較嚴格的標

準，這件事可能也一樣是死的，OK？所以，我希望邀請高先生……看樣子，可能今天也不會作證完畢，那麼我希望高先生……

主席：

你是預測嗎？

涂謹申議員：

……如果可以的話，可不可以……我舉一個例子，你找一個系列，因為我看到你的陳述書有提到譬如好像有個第五系列，對嗎？你說過，你提過有個第五系列，開始的時候……

高秉忠先生：

有個甚麼？對不起。

涂謹申議員：

第五系列，即雷曼迷你債券第五系列，你在陳述書內提過有一個是這樣的。

主席：

高先生。

涂謹申議員：

可否稍後……

劉慧卿議員：

主席，你可否請證人戴上這個？他聽不到說話。或許我們找人幫一幫證人戴上……

主席：

是的，高先生，你可能聽得不大清楚。

劉慧卿議員：

……所有證人都戴的，這個會議廳很大，會聽不到說話的。

主席：

是的，戴着耳筒會好些。

高秉忠先生：

好的，謝謝。

涂謹申議員：

高先生，聽到了喔？

主席：

請繼續，涂議員。

涂謹申議員：

OK，不好意思，或許我重複吧，不好意思，對不起，主席。

如果你能夠.....我邀請你好了，你今天回去，因為我們委員會也掌握那些文件，如果你譬如打算用某一個系列做一個闡釋，說是如果用這個系列的文件，那個銷售章程，或是產品結構的原本那份叫作.....即最大的那份吧.....

高秉忠先生：

嗯，prospectus。

涂謹申議員：

Prospectus，OK。那麼，如果依據你們的不同標準，你的部門，即投資產品部，就會例如你指出，這處不應該這樣寫，那處應該提醒公眾，甚至其中的某一間公司，譬如你所說的擔保人，根據你們投資產品部的標準，是不足以有你剛才說的：第一，有沒有具體資產，所謂substantial，用你的字眼；第二，它是在沒有審慎監管的法律之下，或法律之下，OK。這樣我們便可以看到，果真用你那個所謂較高的標準，在現時的情況下，假設時光可以倒流，而用一個較高的標準，原來是可以避免這件事也說不定，OK？

我希望如果有這樣的一個作業，闡釋給我們聽，我們便具體明白，而不單是說兩個標準統一了，那麼是不是統一了就能防止這個事情發生呢？我不知道高先生可否回去做一做這個功課呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

嗯，我相信是有困難的。譬如很簡單，一個投資產品應該在 prospectus 或 information memorandum 要披露甚麼出來呢？你要研究得很清楚它的 underlying document，即所謂 constitutive documents，例如 trust deed 裏面其實是怎樣寫的呢？那個 prospectus 裏面……那個股書……對不起，不好意思，我譯不到這個。在 prospectus 內……

主席：

章程。

高秉忠先生：

……對，在章程內要將信託協議當中一些很複雜的條文，諸如此類，用很概括、很簡單但又正確的方法，即正確的消息，將它帶進 prospectus 裏，譬如這樣說。如果你看不到底下那些很 detail，即很詳盡的文件的時候，你是沒辦法可以說這份股書……對了，prospectus 裏面說的東西，究竟有否 truly reflect 在 prospectus 中。所以，我反而是想強調一點，就是如果只是好像現時迷債的情況般，只用披露的形式去做、去批核這個產品，或者令它可以向公眾推銷，是不足的。因為我們在投資產品科的時候，我們除了用披露之外，我們還用一些結構性的要求，譬如好像我剛才提過，現在證監會終於草擬了……即是出了那個對結構性產品的守則，當中很清楚地列出譬如對保證人、對 issuer (即發行人)、對 arranger (即那些“拉攏人”)(計時器響起)，對所有那些人全部都要有某些規定。為何現時證監會終於要出這本東西？就是因為這個是真的很需要的東西，正如我們其他的 product code，即產品守則，無論是信託基金、互惠基金的守則，或是與投資相連的保險產品的守則，諸如此類。這些守則都是

就着某些特定的產品而寫出來的，除了包括一定有的disclosure requirement，即披露的要求之外，還要有這些structural requirement。譬如某種產品有基金經理，基金經理便要領牌，要受到甚麼監管，一直寫下去。這就是我們發出這些守則的作用。但很清楚的是，每一本守則你都會看到，除了披露之外，也有這些structural requirement的。

涂謹申議員：

主席。

主席：

涂議員。

涂謹申議員：

給我補回少許時間好嗎？

主席：

是，我知道，剛才因為你要求證人提供一些.....

涂謹申議員：

是。

主席：

.....書面的回應，證人就說有困難，你是否想繼續要求？

涂謹申議員：

是。我不是.....我先問這個問題，給我補回一點時間。

主席：

是否很短的？

涂謹申議員：

是。

主席：

因為你已過了時間。

涂謹申議員：

主席，剛才因為又要弄麥克風甚麼的……

主席：

OK。

涂謹申議員：

不可以這樣……

主席：

好，精簡一點，精簡一點。OK，行，沒問題。

涂謹申議員：

主席，因為高先生提到結構性要求，我就想理解一下，譬如這個結構性要求，是不是在你的投資產品部是有的，而另一邊那個企業融資部是沒有要求的？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

沒錯，這個就是我的理解。

涂謹申議員：

OK，好。你那邊，你說現時對那些arranger(即安排人)、擔保人、發行人等，已經有了一些要求……

高秉忠先生：

草擬。

涂謹申議員：

.....在草擬中。我想問，這些要求，即現時草擬的那些要求，是否當你以前在投資產品部時，如果是經你那邊的部門去批准的一些產品，這些結構性要求都已經是有的？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我們總共出了好幾本.....即投資產品科總共出了好幾本這些產品的守則，我剛才有提到，譬如unit trust、mutual fund、保險產品、MPF產品，各自都有這些守則，但是卻沒有出過一本對結構性產品的守則，因為當時那個產品比較新。我們通常來說是這樣的，譬如一個新的產品、全新的產品進來，就算我們沒有守則，我們都可以批核的，為甚麼呢？就是因為那些原則，即是對披露的要求、對那些結構的要求，其實那些原則全部都存在，你隨便拿一本守則來看，你都會看到大致上這些要求是分開兩大類的。所以，就算那個產品我們沒有出過守則也好，我們都有internal guidelines去做這些事情的。

所以，很簡單，即是說一個產品拿進來，有守則的我們固然就看那個守則，看看有些甚麼要求是符合、不符合等。那些守則其實都寫得很清楚，即使你完全符合我們的守則要求，也不一定取得認可，因為寫守則的時候，可能是基於某些假設，即使名為單位信託的基金，在寫守則時，是基於我們所見過的單位信託基金的structure和operations(即操作)而去寫一本守則出來，但基本上市場變化是很快的，所以基本上那本書未出之前，其實在某種程度上已經有少許過時了。這就是說，如果你是單位信託，我們主要就是看單位信託的或基金的那本守則。但是，你完全符合這個守則的要求，我們也不一定要認可，因為你可能又名為單位信託基金，但裏面那些結構可能已經偏離了我們最初寫那個守則時的觀念。所以，我們就是說，很大程度上，對，如果有守則，我們當然大致上依着守則的條文去做，看你是否符合。但如果我們看到你的結構或其他問題，與我們最初寫守則時是有偏離的時候，譬如有個新的產品，有些新的特色，

我們便會就着這些新的特色去想一些要求，以期可以保障到投資者。

涂謹申議員：

主席，但是……

主席：

OK，我想時間已過了很久了……

涂謹申議員：

……他沒有回答我的問題……

主席：

……你再排隊好嗎？

涂謹申議員：

好。

主席：

因為過了很多時間。證人的回應是比較詳盡一點，不過，我都想知道多些資料，所以我都容許多一點時間。劉慧卿議員。

你再排隊好嗎，涂議員？

劉慧卿議員。

劉慧卿議員：

多謝主席。主席，我們非常多謝高先生來協助我們委員會，尤其是如果你對證監有認識，我們其實是很多謝，亦很希望有認識的人會給我們提供多些資料，令我們的工作做得好，主席。

高先生的陳述書第3段說，其實他認為有最少兩個原因會出現這個迷債的爛攤子，主席。一就是剛才同事都問過的，即是兩個部門——投資產品科和企業融資部用不同的方法去審批產品，正如他說，很遺憾地，以致出現了這個叫作“監管套戩”——regulatory arbitrage。另外，他說在監管中介人方面，

是非常監管不力。就剛才同事問的那方面，如果高先生可以提供多些資料，是關於如何導致產生監管套戥，我相信是有用的。他剛才講了一些，我希望會後他可以再補充一些資料。

但是，主席，我還想問的是，其實也是在他所說的第一個原因——監管套戥之下，他有兩段，主席，就是第11段和第12段。他這一段就問，他說是不是那些員工、職員沒有經驗？他提到在2001年有一個新的執行董事Ashley ALDER加入，但同一年卻有一批非常高資歷的監管人，即最高層的4個執行董事離開，包括查史美倫(現時的行政會議成員)、Andrew PROCTER、Paul BAILEY及David STANNARD。他說尤其是查史美倫的離開，他覺得是很差的，即是對證監是很慘，因為她夠膽挑戰政府。然後找來一些沒有這些監管經驗的人——Alexa LAM、Ashley ALDER及Alan LINNING。

此外，在第7段，他提到將兩個不同的方法統一化的計劃，但這個也是到Ashley ALDER在05年離開後才進行，這樣做下來，然後雷曼也倒了，"爆煲"了。所以，第一，我就要問，其實你覺得是否因為這些事才出現這個問題呢？

但是，第12段更要理解一下，主席。他問是不是政府的政策引致現時這個問題。為甚麼他會問呢？他就提到上一任證監會主席沈聯濤在02年底問他們這些職員拿一些quick wins，主席，即很快會贏的，為甚麼呢？因為他要與政府開會，他要給政府一些料。下一段亦提到在01年底，當時財政司司長是梁錦松，他們大家去談，說了一些話，好像是說董建華亦想在他的施政報告中加一些料進去，即表示他"有點料到"。所以，高先生在第13段中質疑，證監會是做監管還是發展產品？他亦提到，沈聯濤跟別人說，四處去像是找生意般。

你可否簡單地告訴我們委員會，你是否認為這些發展令證監會自己想要做的事情、職能都好像變了，而且這麼多人離開，找來一批不熟悉的人去幹，你覺得這些情況是否直接或間接導致現時出現雷曼這麼大的風波？多謝主席。

主席：

高先生。其實這些意見是否很多是你個人的意見，你自己的看法？

劉慧卿議員：

主席，你也說得對的。高先生亦可以提供多些事實，證實他說的事情。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

OK，我想我分開兩個方面去回答這問題吧。

一是有新人物加入，譬如你剛才幾次提到Ashley ALDER這個人物。我想，這樣吧，我不想特別批評別人，或者諸如此類，但我剛才有提到，真的有兩個不同的部門去審批這些東西，而且用着不同的方式。兩個部門如果要溝通的時候，很大程度上，那些高層要有一個願意溝通的心態。我想大家看看附件XI，即上次我提交的附件XI。這份附件是怎樣來的？就是當日公司融資部那邊寫了一份文件，指公司法中有很多用不着的地方，或是不flexible之處，諸如此類，即是就公司法提出了很多投訴。當時的法律部在訪問了不同的部門，包括我們之後，寫了一份文件回應公司融資部的那份文件，在某種程度上是解釋，你亦可以說是駁斥，但主要是解釋其實公司法是可以很flexible地用的，諸如此類。但是，大家看到那個attachment，你看到很多手寫的notes、comments，其實那些就是Ashley ALDER寫的。你看到那些comments時，你會發覺真的……怎麼說好呢？譬如所用的一些語言，諸如此類，令其他人覺得是很難溝通。公司內某些部門的高層如果用這樣的態度去回應別人的一些建議，或者諸如此類，其實是無益於部門與部門之間的溝通。所以，你說這些情況會否阻礙了後來我們兩個部門就着不同的監管形式進行溝通，諸如此類，這我不知道。但我想說的是，雖然公司有制度，但不同的人，尤其是高層，那個人本身的取態、personality，即性格，諸如此類，是真的會影響運作。這是一。

二是，我在證監會足有19年多，差不多20年了，我在01年，正如剛才劉議員提到，我在第12段那裏說，在01年，當時的主席是真的走下來，bypass了……即跳過了我那些老闆，幾個老闆，即Executive Director，然後是Senior Director，走來找我們，叫我們這些team head、Senior Managers、Associate Director來開

會，然後就說要quick wins，要向政府報告，諸如此類。這種情況，我可以說，在這一天之前，我在證監會是從來未出現過，是真的未出現過。因為：一，我們與主席根本是好幾層的架構上分歧，他根本不可能直接走來找我們；二，我們在證監會裏面，01年之前，是從來沒有說要做一些quick wins，"即食麵"也好，"快贏"也好，諸如此類，去向政府報告。因為我們是監管者，我們從來也不是做"快贏"或"即食麵"的人。我們做監管時，要看的是長遠影響，諸如此類。我只是提出這些問題，因為我見到有這些事情發生。其實這個quick win不是我一人碰到，我提交的其中一份attachment，即一份附件，也有顯示到有一個高級總監(計時器響起)在寫internal即內部的email的時候，亦有提到這件事，譬如說他們企業融資部現在想做這件事情，不知這是否又是其中一個quick win要向政府提交。我只是就着這些我看見已發生的事情，提出這些問題。因為我又沒有與政府高層接觸，它又不是直接跟我說要quick win，所以我不知道，但由於我在我的位置看到這些事情，再加上當時政府——你們看看文件——他們是很想開放金融市場，把它搞活，諸如此類，究竟這兩者之間是否有直接關係呢？我不知道，所以我提出問題，我只是將我看見的事情說出來，然後提出問題。

主席：

這些主要都是你個人的意見，個人的看法，是嗎？

高秉忠先生：

是一個問題。但我為何會有這個問題呢？是因為我有證據，我有看到這些東西，然後用這些東西提出問題，並不是無的放矢去提出問題。

主席：

OK。接着是陳……

劉慧卿議員：

主席……

主席：

是，劉議員。

劉慧卿議員：

主席，我相信我們也會問相關的人，拿些資料。不過，高先生可否就所說的事情，列出時間、時序，這一年有這些事情發生，那一年則有那些事情發生，那麼這其中是否相關呢。

主席：

所以我都容許他回應了所有資料，就是這個原因。

劉慧卿議員：

對了，即是說清楚，是不是政府有一個這樣的政策，完全放鬆了，因而有這些產品出現。

主席：

所以我都讓證人盡量提供他的資料，但我也有再問這是否他個人的意見，個人的看法。

劉慧卿議員：

對了。我相信他所提出的，有些當然是意見，主席，但有些是事實，我們亦可以去取證。

主席：

我們會跟進。

劉慧卿議員：

是否有這些政策，是否有這些事情，導致審批寬鬆，各樣事情。我相信這方面我們要再追一追。

主席：

所以我都容許他……給他時間去回答。

劉慧卿議員：

主席，我再排隊。

主席：

再排隊，好的。陳健波議員。

陳健波議員：

多謝主席。文件W23(C)的第15段提到，其實現時的不當銷售，主要是因為銷售人員提供不適當的投資建議給投資者。你亦指出，證監會只是在《操守準則》第5.2段，以及在2007年5月8日發出"有關為客戶提供合理適當建議的責任的《常見問題》"，即我們所謂的FAQ(文件M4)，是只靠這兩樣東西，即5.2段和FAQ作為指引。

我現在翻看M4，其實這份文件都有頗多資料，當中亦有提到，我讀出來，讓大家可以清楚：

"投資顧問在提供合理適當建議予客戶時，有何責任？"內容說："投資顧問應：第一，認識他們的客戶；了解向客戶推介的投資產品；將每名客戶的個人情況和向其推介的每項投資產品的風險回報狀況進行配對，從而提供合理適當的建議；向客戶提供所有重要的相關資料並協助他們作出有根據的投資決定；聘用勝任的職員及提供適當的培訓；及以文件載明及保留向每名客戶推介每項產品的理據。"

當中再詳細提到，我特別針對你所說的產品是否適當的問題，我把當中所說的讀出來："投資顧問如何向客戶提供合理適當的意見？"這裏說得很清楚："投資顧問必須將其推介的每項投資產品的風險回報狀況與每名客戶的個人情況進行配對，從而提供合理適當的意見。因此，投資顧問應運用其專業判斷能力，並顧及客戶的投資目標、投資期、風險承受能力及財政狀況等，勤勉盡責地評估所推介的每項投資產品的特點及所涉及的風險(包括交易成本、槓桿效應及外匯風險)是否確實適合客戶，以及符合客戶的最佳利益。"

"最後，投資顧問在向長者、或對投資於投資產品缺乏認識的客戶、或那些未能就複雜的投資產品作出獨立投資決定並需要倚賴投資顧問的意見的人士提供意見時，必須格外審慎，尤其是當此等客戶是投資於禁售期限長，並於提早贖回時會被徵收巨額罰款的投資產品。"

另一段是說"投資顧問如何協助客戶作出有根據的決定?"當中亦對銀行有很多要求的,譬如說得很清楚的是:"投資顧問應向每名客戶提供所推介的投資產品的發行章程、或發售通函、及與該等投資有關的其他文件。單單把這些文件交給客戶,要求客戶閱讀文件,或僅向客戶讀出文件內容是並不足夠。"

當中亦談到很多東西,其實都說了很多,因為時間關係,我不讀太多了,但其中值得要說的就是"每名客戶均應獲得充足的時間消化、考慮及評估投資顧問提供的資料及建議,並獲得足夠機會向投資顧問提出疑問。在任何情況下,投資顧問均不應以高壓或不公平的手段逼使或誘使任何客戶作出倉卒的投資決定。"

它這裏寫成這樣,其實它還有很多的,我不一一讀出來了。為甚麼高先生你覺得它仍是不足夠呢?還有,我想瞭解,它發出的這些指引,其實與外國有甚麼不同呢?因為你說它亦不如外國那麼嚴格。而且,這些FAQ其實有沒有問過你呢?你有沒有機會提供意見呢?

還有另一個問題我想問的是,對於證監會的要求,如果銀行依足去做,應不會出問題,那為甚麼照樣出了問題?證監會的要求那麼高,證監自己的調查都說銀行有很多地方做得不好,落差如此大,你覺得為甚麼會發生這樣的情況呢?一方面,證監要求高高,但銀行做的卻這麼低,你覺得問題出在哪裏?

主席:

高先生。

高秉忠先生:

我或者分開兩方面去回答這個問題。一是剛才提到的FAQ,並不是codes and guidelines under我們那個SFO。因為如果要出codes and guidelines,就要用section 399去出的,所以FAQ的效力是成疑的。因為我們如果要去監管,譬如我們查出一件誤導的個案,我們如果要去判斷究竟這個案是否屬於違反守則,即misconduct的個案時,很多時要回到那些published codes and guidelines,而FAQ則並非用399去publish,所以其性質本身是有所不同的。

第二，很多時在監管方面，並非單單發出一些文件，即 *guidelines* 或者 *criteria* 便行，是要看看怎樣，即你真的出去做 *inspection*，諸如此類的時候，或者看到有誤導時，究竟採取甚麼行動，諸如此類，那些 *enforcement actions*，即所謂執行起來時的行動，比你寫長篇大論的 *guidelines* 更重要。

這亦是我在其中一個 *attachment* 那裏，我寫 *e-mail* 給 *Alexa* 時，我都很詳細地談到，就是那個 *Code* 裏面，現在基本上只得一些大原則，在 *Code of Conduct* 和 *Internal Control Guidelines* 內只得大原則，一段、兩段，這個本身看起來已經是不足的。但如果你再用 *FAQ* 來 *supplement*，即增加它，那麼，一來 *FAQ* 已經不是 *codes and guidelines under SFO* 之下。而就算是 *codes and guidelines*，這些都是紙上的東西。其實更重要的並不僅止於這些 *detailed* 的 *guidelines* —— 其實那裏也不是很 *detailed* —— 如果你看我們之前做那個 *project* 的時候，在 *Attachment VII* 那裏，那附件有一個指引是當時我們參考了主要市場的規矩而寫出來，而且是在證監內部全部傳閱過，認為 *OK*，然後準備發出去給監管機構做 *consultation*。

你比較，就算單從 *guidelines* 去比較，我們的 *draft guidelines* 與 *FAQ* 其實都有一個頗大的分別，即是在詳盡性方面。但是，好像我剛才所說，寫這些守則、這些 *guidelines* 出來，寫是一件事，但寫了是否嚴格執行，這是另一件事。

我想提到，正如我的 *statement* 內提到，他們出這 *FAQ* 是在兩次，2005年做了一個主題的 *inspection*，*theme inspection*，揭露了很多我覺得是很嚴重的問題，大家看看 *statement* 裏面有 *cite* 了那些很嚴重的問題。相隔兩年之後，又做了一個 *theme inspection*，它自己的報告都說，看到這些嚴重問題是完全沒有變過的，是一直 *persist* 下去的。在這樣的情況下，那部門為甚麼會決定：一，不改那個 *Code*，不 *extend* 那個 *guidelines*；二，就這樣出一個 *FAQ*，這個根本不是 *code*、不是 *guidelines* 的東西，出一個 *FAQ* 給業界，然後上網，就覺得足夠呢？究竟我們有多“肉緊”、有多着緊，令到那些賣東西的人可以符合這個所謂 *suitability test* 呢？這個就是我的問題。

所以，這不單是寫多少東西的問題，這是一個問題，再下來就是你在執行時到底有多“肉緊”的問題。你看到，譬如從我的附件中，我們有做所謂 *IA Project*，那是包括了很多與業界的諮詢，

之後的公眾諮詢，做完全部諮詢後，我們便 finalize 那個新的 suitability guidelines，然後就要開很多場.....

陳健波議員：

主席，主席。

主席：

陳議員。

陳健波議員：

我因為時間關係，我都聽到了高先生的意見，不過我想再多問一點點作為跟進。我想問為甚麼他們不去做多些現場審查？因為你剛才說到，文字上怎樣寫實際上都不大有用，最有用是現場審查，你覺得為甚麼證監會沒有去做這些行動呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我真的不知道他們心裏是怎樣想的，譬如他們怎樣 set..... 在工作上所有人都有 priority，而這個是不是他的 priority 呢？我不知道，可能不是 priority，我不知道。

第二點，(計時器響起)正如我在 statement 都有說，究竟是不是他們覺得銀行和保險公司方面的那些所謂不適當的銷售，比我們自己的持牌人更嚴重，所以覺得不需要將它變成一個 priority 呢？因為 resources 永遠都是 limited 的，都是有限的。在那些 attachment 裏面，大家看看有些 e-mail 的 exchange 等，你會看到他們的心態，是不是因為其他那些受其他監管機構監管的 investment advisers 那邊豈不更多，我們用不用如此緊張？這會不會是其中一個因素呢？我不知道。

會不會是.....正如我 attach 的 e-mail 談到，如果我們執行得太緊的時候，可能會令那些人全部走光，即賣東西的人會不向我們領牌，然後走去別處，譬如走去銀行，或者用其他方式。這些說法究竟是不是原因呢？即是我們不想迫得我們自己的持牌

人太緊，因為其他的比我們更差，或者生意可能會去了別處，諸如此類，即去了我們並非持牌人的地方，令銀行多了其他生意，而我們卻沒有生意，那麼人們便會埋怨。這些是不是一些決定的因素呢？我不知道。.....

主席：

OK。

高秉忠先生：

.....但我只可以提供這些資料，即我懂得問.....即我想問問題，我希望可以協助委員會問問題。

主席：

OK，謝謝。高先生，其實你剛才很多都是你自己的個人意見，包括別人的心態，即是你猜想別人的心態，都是你個人的看法，是嗎？

高秉忠先生：

是，但我是有些.....有些.....即e-mail，當中顯示出有人說過這些話，諸如此類.....

主席：

心態是不會寫出來的，都是你想的，對嗎？OK。

高秉忠先生：

當中都有些心態的.....

主席：

心態也寫出了，OK。

高秉忠先生：

.....我想我留待委員會.....

主席：

行，明白。

高秉忠先生：

.....自己去決定吧。

主席：

行了，明白。下一位是葉劉淑儀議員。

葉劉淑儀議員：

多謝主席。首先，我要多謝高先生挺身而出作證，我覺得高先生的證供都很專業，我都學到很多東西。

我想問高先生，現時的證監會 Executive Director 韋奕禮先生，他來本會作證，多次表示他們的投資審批制度是披露為本的，證監會並不審批產品的。換句話來說，證監會的責任只限於審批章程和宣傳單張。這你是否同意？看了你的證供和聽了這麼久，好像不是這樣的。到底在產品方面，證監會傳統的角色是怎樣呢？再說一遍你的理解。

高秉忠先生：

是。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

如果我們用回在迷債事件中，公司融資部用的那種方法，韋奕信先生說的話是對的，真是看披露的。但是，正如我說過很多次，這另外一個部門——叫投資產品科的，這個部門是從頭到尾，由證監會成立到現時都仍是主要批核投資產品讓公眾銷售的一個部門。我們從頭到尾都不是只用披露，所謂 disclosure-based。不過，如果有些人要堅持以前做得對.....很簡單，我剛才才提到，他們最近好像是9月、10月時出了一個 consultation paper，裏面其中一樣東西是一個草擬中的結構性產

品守則。那裏很明顯地就是說：一，你要弄本東西出來，說出產品的所有material information，即prospectus等，即是披露。但另一方面，則說了很多關於如果你是發行人、你是保證人、你是甚麼甚麼，諸如此類，你要有這些要求，但他們仍然在草擬的那份東西堅持他這個是disclosure-based regime。這對我來說是一個侮辱，我覺得是.....

葉劉淑儀議員：

是一個侮辱。

高秉忠先生：

.....是轉移視線。因為disclosure-based，以前是的，批核這些迷債、諸如此類的產品時，是真的disclosure-based，你只要弄本東西出來，全部說了便可以，而沒有再impose那些structural requirement。可是，現在他在草擬的那份東西裏面，根本已經很清楚不是disclosure-based，除了disclosure requirement之外，還有一千.....不是一千樣，即是很多關於每一個角色，即保證人、諸如此類的那些要求，根本已經脫離了disclosure-based，不過是他們堅持要用，說是"我們堅持是disclosure-based都仍然是對的，不過除了disclosure之外，我們還需要這些requirement"。即我覺得是.....怎麼說呢？是偷換概念，亦是semantics，即純粹是玩語言了。

主席：

葉劉淑儀議員。

葉劉淑儀議員：

高先生，證監會的高層亦多次來跟我們說，disclosure-based(披露為本)是符合國際做法的。國際做法是否真的全部告訴投資者，出了那些FAQ便算呢？你已經指出其實是有矛盾的，它一方面說disclosure-based，一方面在09年10月30日又發出一個改革的諮詢文件，對嗎？即是加強規管。你可否講講你的瞭解，國際上disclosure-based是否純粹全部攤開來，你看過便算呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

這個要看不同的金融中心對不同產品都有不同的處理，譬如很簡單，我們經常都聽到的基金、基金、基金，很簡單，以英國為例，即FSA，其實不單是FSA，基本上整個歐洲對基金的處理，除了弄本東西出來全部告訴別人要做甚麼，即所謂披露之外，都會再看看那些投資經理，諸如此類，我們那些所謂major operators究竟受到甚麼監管，有沒有足夠的經驗、qualification，諸如此類的東西，然後才讓他運作一個基金。

所以，很難概括地說，究竟外面的主要金融監管機構，都是用披露為本，這個是玩……即你硬要……怎麼說呢？即硬要玩文字，那就沒得說了。但是，好像我剛才所說的例子，你看看外面的監管機構譬如FSA般，整個歐洲，基本上，它們有些基金叫UCITS，全部除了披露之外，都有其他所謂結構性的要求，怎能一句話便說所有外面的其他監管機構都是用披露為本？我覺得這是不正確的。

可是，反過來，你說這些structured notes，我現在回頭說Minibond，這些structured notes，根本在那些主要金融中心，都是不准賣給retail investor的，即是所謂小投資者。在這樣的情況下，它根本都不准你賣給那些小投資者，譬如只可以賣給……很簡單，那些基金，大的pension fund，即是我們所謂institutional，即機構投資者。在此情況下，它根本還何用監管？譬如以前在美國的hedge fund，完全是沒有監管的。第一，那份東西不用向SEC^[註]，即不用lodged with SEC^[註]，而SEC^[註]又不看，然後連那個manage這些hedge fund的fund manager，在美國都不用註冊的，直到前幾年，不知是04年還是05年才勉強給他們註冊，但也只限於註冊，都沒有說有其他的inspection出現。所以，我們說，正正就着譬如迷你產品這些structured notes，如果在其他的主要金融中心，根本就不可以賣給公眾，即我們所謂的retail public，即retail investor。那麼它們當然不管了，你披

[註] 證人於會後澄清，席上作證時所述的"SCC"應為"SEC"。

不披露也無所謂，對嗎？即使有些地方，可能都是說"你弄本東西出來，就這樣丟去register便可以了"。但是，香港不是這樣嘛，現在我們是將這些產品認可之後，然後讓它賣給阿公、阿婆、阿嬤這些retail investor。人家是不准把這些東西賣給公眾，那又怎可以這樣比較呢？根本是兩件事。

主席：

葉劉淑儀議員。

葉劉淑儀議員：

高先生，你剛才說過只是發一些指引或FAQ是不足夠的，應該多些現場審查。但是，當政府在2002年修改《公司條例》、證監條例後，銀行都可以作為中介人賣這些產品，特別是修改了《公司條例》，這些equity-linked notes被當作debentures來賣。你覺得現場審查工作是應該由證監會抑或金管局來做？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

其實銀行職員可以賣這些證券或投資產品，這個不是在20.....即不是在SFO即證券及期貨法例生效之後才發生的，以前都有發生的。只不過最重要的分別是在2003年，即這個新法例生效之後，那些銀行本身便要受到我們註冊，即是registered institution這樣子，但staff是不用的，即他們的職員是不用受到我們註冊的。所以，對證監會來說，它監管的是銀行本身。所以你看到他們現在進行調查時，常常說是用一個systemic approach，即是從頭到尾看整間銀行拿了產品回來有沒有進行研究，一直往下，看它內部的操作問題，但卻不會及至銀行職員在售賣時會否出事等情況。

所以，在2003年的新法例下，大家決定了，我們證監會和MA有一個備忘錄，是說雖然大家都是用同一本守則，那個Code of Conduct，當中所寫的東西是兩邊都適用的，即中介人都適用，但執行起來時，就是MA(即金管局)負責執行它們在銀行那

些負責銷售的人及機構方面的事情，而我們則負責來向我們領牌的人，基本上只有這樣的分歧。

你說大家這樣的分工，有否again造成regulatory arbitrage，即監管套戩呢？我不敢說，這個留待委員會自己去調查。(計時器響起)但事實是，如果你用兩個不同的機構，就算同一本守則，在執行起來時一個鬆、一個緊，或者用不同角度去看那個守則，或者罰則也不同，即查出之後，譬如看到你有mis-selling之後，究竟是重鎚出擊，抑或打打手板，諸如此類，這些很大程度上都會影響兩邊的人在銷售時的操作。

葉劉淑儀議員：

我想多問一句而已，主席。

主席：

很簡單的，你問吧。

葉劉淑儀議員：

03年之後，那個分別是否在於，如果是受證監會規管的中介機構，譬如新鴻基、凱基等，除了那個機構受你們監管外，它的職員也受你們監管，意思是不是說他們要領牌，諸如此類？

高秉忠先生：

是的。

葉劉淑儀議員：

還要考過某種專業測試等。而03年之後，基本上，那些銀行職員則沒有這個專業要求，純粹是靠銀行提供多少培訓給他們，是否這樣呢？還有的是金管局看得多緊？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

是，基本上是。如果是銀行職員……

主席：

你還是回答得快了一點，請你待我說完。

高秉忠先生：

對不起。

主席：

你這樣子，次序會較混亂一點。

高秉忠先生：

對不起。

主席：

你可以回答。

高秉忠先生：

是。在03年之後，如果是銀行職員，而又牽涉在售賣或deal，即dealing或advising on securities，這些全部是由金管局那邊去處理。照我所知，譬如某些銀行，它們當然要提供培訓，然後將它們這些職員的名字提供給金管局，然後由它放上網，之後基本上是由金管局自己負責看的。反而是來我們這裏領牌的，就是公司本身要向我們領牌，然後它每一個接觸.....即提供advice或deal(買賣)，即牽涉在買賣(dealing)的人，都要向我們領牌，我們是逐個查驗的。

葉劉淑儀議員：

明白。

主席：

余若薇議員。

葉劉淑儀議員：

我再排隊。

余若薇議員：

謝謝主席。主席，我想問高先生，關於他的證供第14段開始至第17段，有關誤導銷售手法的問題。高先生說，雷曼“爆煲”了，大家都很熟悉，這一方面的資料、指控是說雷曼很多產品都是在誤導手法之下推銷給一些市民。高先生表示他一點也不覺得詫異，因為他早知道是這樣的。他在第14段前面兩行指出，其實很多在證監的同事都知道，而他亦知道。在第16段，他亦指出，因為他屬於投訴方面的委員會，所以他一早已知道得很清楚，其實誤導銷售這方面是非常嚴重的。

我想問問高先生，可否跟我們說，你所知道，這個誤導的銷售手法是如何嚴重，嚴重至甚麼程度，即是廣泛至甚麼情況；以及證監會高層，我當然是指證監會主席及他們的所有高級主管，是否都知道的呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

其實，我想，如果大家有跟進證監會的信息，可能都會知道在03年、04年時，有一個頗為哄動的所謂不良銷售，即mis-selling的一個個案叫作Towry Law，當中牽涉好幾百人，後來又做了一些賠償方案，即是替它安排了一些賠償方案，諸如此類。那是一個對證監會來說，對我來說，也是一個頗大的個案，當中揭露了其實是有很多這些mis-selling出現。但是，那個個案完結後，證監會其實都處理過3個頗大的個案，不過那些是沒有公布的，又是關於mis-selling，在05、06年有3個個案。大家在那些email中可能都會看見那名字，我不方便說名字。有數間主要是售賣保險等產品，都出現了一些很嚴重的mis-selling，所牽涉的人亦是數以百計的。所以，我無論是坐在那個投訴委員會或接觸這些東西……因為很多時候，譬如enforcement它們進行調查時，會走來徵詢我們的意見。譬如它接了一個case，或IS接了一個case，可能它對拿回來的一些東西不太明白，很簡單，那樣東西是否一個不suitable的產品呢？查案的人先要明白產品本身是甚麼產品，有多大風險，然後才知道它是應該賣給一個很保守

的老婆婆，還是一個很冒進的年青人，諸如此類。這樣才能知道它是否suitable。

所以，很多時候，法規執行部及IS，即中介人Intermediaries Supervision，那邊的人收到這個case時都會來找我——特別是我，因為我做很多古靈精怪的東西——所以我都有很多機會接觸到這些東西，再加上Towry Law及我提及的幾個很大的case。根本上，正如我在第14段都有quote到證監會法規執行科一些非常高級的人員，肯定比我高級很多，他們的一些長期的看法。我們在那個投訴委員會裏，因為那些投訴全部會上去那裏，所以每一個投訴我們會討論，諸如此類，很多時候都會拍桌子，說這個不行啊，有很多這些情況。所以，我不相信證監會高層，起碼我有quote的法規執行科的那人都是高層，我不相信證監會高層是不明白或不理解誤導銷售的情況是嚴重，是非常嚴重的。

回說我們剛才提到，它們做了兩個theme inspection，在05年及06年.....是05年及07年，都各自出了兩個報告。這個報告是誰做的呢？就是中介團體監察科的人做的，他們做完之後，你看回兩個報告，他們自己也覺得很嚴重，而且是相隔兩年時間，第一次找到15個，第二次找到10個，但還是出現一模一樣的問題。這個怎麼會是秘密呢？即是說mis-selling is rampant, it's everywhere，這個不是秘密。此所以我為何會這麼緊張，在05年出了那個報告之後，我看到每個人又是一樣坐在那裏，於是我便自動請纓——我根本不是監管中介人的，但我看到這些情形，我也忍不住，我是自動請纓，跟那個部門主管說："不如這樣吧，我把這個project接去做吧。"因為不可能再容許這些事情繼續下去。那好了，又請來這羣人，然後幹了一番工作，看遍各主要市場的監管方法，然後做了一些很detailed的guidelines出來，又做了一個plan，到了外面如何consult，諸如此類，發出之後如何跟業界的人解釋，make sure他們知道我們說甚麼。用了七八個月完成，然後這些所謂detailed guidelines已經通過了內部不同的部門，包括法規部等，每個都點頭，本來要發出去給fellow regulators，我們叫作IA、MA那些，但竟然都停了，突然全部停下來，所以我覺得這件事對我來說真是很嚴重。

主席：

余議員。

余若薇議員：

你說突然停了，你是否知道為何會突然喝停呢？即是到了這個階段，已經完成所有工夫，打算發出去給其他那些你叫作 fellow regulators，為何在那個階段會喝停，知否是誰喝停呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

不知道。我只可以理解為是高層的優先次序問題，是不是他們覺得還有其他很多更要緊的事，要優先處理，要投放資源下去，所以這個先擱在一旁。或者是，之後我也有quote，說到人們是否覺得我們雖然嚴重，但也沒有銀行和保險方面那麼嚴重，如果我們現在動這些人，這些人又會跳、會埋怨我們，然後可能他們又沒有生意做，於是跑到別處去，這些會不會是一些原因，我不知道。

余若薇議員：

高先生……

主席：

余議員。

余若薇議員：

……你說可能是一個優先次序的問題，但是……

高秉忠先生：

是。

余若薇議員：

……但看來又不像，因為你做了這些功課，我們看到附件VIII，還有附件VII，就是那個game plan，我們看到你做的功課，我不知道有多少人牽涉在內，即是做了所有這些東西出來。

但是，事後我們看到，在07年5月出了那些FAQ，而內容上和你做的功課有些相似.....

高秉忠先生：

相近。

余若薇議員：

.....剛才陳健波也讀了好一陣子，但是你指出最大的分別，其一是，你做的功課是根據證監條例399條做的，所以是有點實質效力，即有點"牙力"的，但FAQ則或許不及，是這個意思吧。你指出了那一點，這就表示不是優先次序，因為都已做了，不過可能是一個我會稱之為watered-down version，即一個已淡化的版本。那麼，你是否知道，或者你可否告訴我們，為何最後做了一個已淡化的版本，即不做399這方面的守則，而做了一個FAQ的形式呢？

高秉忠先生：

嗯。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

余議員都用了"淡化的版本"，淡化即是投放少一些資源，將嚴重性降低，諸如此類，這對我來說都是一個優先次序的問題。這些事情.....因為如果真的要切實執行我們最初的計劃，是要做很多事，可能會得罪很多人，諸如此類，即會做很多事，出去.....

余若薇議員：

得罪甚麼人，高先生？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

所有有.....怎麼說？所有有利益的人、有衝突的人，我不知道，很簡單，譬如如果我是持牌人，你要弄多些規條出來規管我，然後還要經常來check我，即抓緊.....即嚴厲地去規管等，這就是一個成本.....

余若薇議員：

高先生.....

高秉忠先生：

.....所以.....sorry，我不知.....

主席：

高先生，你是否要繼續回答？

余若薇議員：

高先生，除了你剛才.....

主席：

余議員，你不想他繼續回答嗎？他還在回答。

余若薇議員：

哦，因為我還有.....

主席：

先讓他答完好嗎？

余若薇議員：

因為時間關係，不過，不要緊，高先生，你先回答下去。

主席：

不要緊，我多給你1分鐘。

余若薇議員：

好，好的。

主席：

我想讓他答完。高先生，請繼續。

高秉忠先生：

所以……所以……即我很難去猜，即speculate，去猜估它究竟後面有多少個因素，形成要把這件事放下，然後到最後就出了一個watered-down(計時器響起)——用你的形容詞——watered-down的version，就這樣發了出去便算了，我不知道。但是，事實就是，我只可以把這些事情、這些因素湊起來，然後發覺，嗯，對它來說真的不是一個優先的項目，despite很多mis-selling，諸如此類。

余若薇議員：

主席……

主席：

余議員。

余若薇議員：

……我還有一個問題而已。

主席：

好的。

余若薇議員：

就是因為他交了這功課給我們，就是附件VIII，即當時他做出來的這份，即根據他說，他想根據399條做的守則，但事實，後來這變成這個已淡化的版本，那個FAQ。我不知道，高先生，可不可以，如果現在不夠時間的話，或者事後書面補充？即是說，你可否指出，在你做的功課裏面的suitability guidelines，那個指引裏面，在具體內容方面，跟FAQ有甚麼不同？即這裏要

求它怎樣，譬如有不同的要求，更嚴格的、更多的，你可否指出，方便我們消化這份文件，告訴我們如果做了這些要求的話，便不會出現雷曼事件，或至少可以減低雷曼事件。你可否比較這個版本與後來證監會出的那個版本，看看其中你覺得最主要的具體分別是甚麼？如果今天可以跟我們解釋，當然最好，要不然，可否事後補充多一點呢？或者你現在可以的話，可以指出哪一段，你覺得是最主要我們要盯着看的，即是本來你是建議做這件事，但事後的淡化版本則沒有了。

高秉忠先生：

嗯。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我不敢說，如果這個project推行了、做了，就不會出現雷曼事件，因為雷曼事件.....我們說的這個plan，是說要到06、07年才能推行，但譬如迷你債是很早已開始賣，所以是不會防止它賣。反而你說，那個產品本身一來到我們這裏便可能不獲批，或是結構增強了，諸如此類，可能沒得賣，所以就沒了。但是，反過來，我為何會牽涉到說，如果真的切實執行這個project，即除了那些detailed guideline之外，為何到最後可能會有好一點的結果？就是說，很簡單，如果我們切實執行這個計劃，做了全部工作，出了guideline，然後出去做inspection，即是去跟業界解釋，即是嘍、嘍、嘍"打晒鼓"，再出去嚴謹一點做inspection，這樣我們可能會早一點、會早一點看到這些這麼嚴重的mis-selling出現。

好了，如果我們在"爆煲"之前揭露了這些事情，即使是跟銀行也好，或者跟我們的持牌人做negotiation的時候，談怎樣解決的方案時，因為那些資產還有價值，它們會比較願意去come to一個more agreeable的settlement，因為那些東西仍有價值。但是，到它"爆煲"然後才揭出來，老實說，我做銀行，我做持牌人，喂，你即是要我自己從口袋裏掏出來罷了，那些東西本身已經變成一些不值錢的東西了。所以，這亦是基於我對外邊的海外機構處理這些mis-selling case的經驗。一個最典型

的，就是我舊老闆 Andrew PROCTER 去了英國 FSA，一上任的第二年，03 年就做了一個叫 Lloyds Bank 的 case，也是將一些不適合的產品賣給別人，5 萬多個。你會看到，當時 Lloyds Bank 是很願意馬上賠的，為甚麼呢？因為那些資產仍很有價值。你揭露了它賣得不適當，但那些資產仍很有價值，你叫他賠，他便立即賠錢了，無所謂的。但當你到了已"爆煲"的時候，情況就很不同了。

第二，就是那些 guidelines，你看到我們是很 detailed 的，譬如說 "Know your client"，我說的是.....

余若薇議員：

第幾段呢？

高秉忠先生：

.....第.....那是 Appendix，sorry，Attachment VII，第 1 頁、2 頁、3 頁、4 頁，直到第 3 項 "Know your client" 那裏，"Interpretation" 是第 2 項，接着便是 "Know your client"，然後便是 "Product due diligence"，諸如此類。

你看到我們是就着每一個大題目，譬如 "Know your client"、"Product due diligence"、"Know your client"，我們每一個大題目都有一些很 specific guidelines 要那個中介人 tick off 的，即是他要 document 所有東西，譬如 financial situation 等。這些是我們參考了海外的主要監管機構而做出來的。如果他們真的依足這些東西來做的時候，他們會將一個不適當的產品賣給一個不適當人的機會，是會相對減少很多的。你看到我們每一個大題目，"Know your client"、"Product due diligence"、"Suitability test"，怎樣可以 compare，即怎樣可以比較產品的風險與客戶可以承受的風險。這些全部都有很 detailed 的"剔"、"剔"、"剔" guide 着他們，即領導着、管着他們一定要 go through 這個 procedure，然後才可以作出一個判斷，就是說這個產品是否適合賣給這個人呢。這是國際的.....起碼是主要金融中心的一些很 common 的 practice。

主席：

OK，好的。我現在宣布小組委員會休息15分鐘。請各位準時在11時半返回會議廳，以便委員會有足夠的法定人數繼續進行研訊。

在休息期間，請證人千萬不要與其他人士討論他的證供。

(研訊於上午11時14分暫停)

(研訊於上午11時32分恢復進行)

主席：

高先生，你現在是繼續在宣誓下作供，亦再提醒高先生，你回應問題，是透過主席回應委員的問題，而不是直接回應委員的問題。

現時第一輪還有兩位，李慧琼議員和詹培忠議員。李慧琼議員先吧。

李慧琼議員：

多謝主席，亦多謝高先生這麼詳細地把你的意見寫了出來。

我想多些瞭解你在投資產品科的工作，因為剛才你多次強調，加上你給我們的該份證供亦多次強調，其中一個導致今次雷曼事件的很主要原因，就是因為有兩套標準，而你都認為，若然一些ELN、CLN或其他掛鈎產品到了投資產品科，或許不能夠獲得審批。我想瞭解一下，在投資產品科，在你的經驗中，你用審批這個概念，其實是否大部分……或者應該說你們的同事普遍都認為你們是有權去審批的，而不是你個人的概念？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

是的，OK？因為你看看我們投資產品科發出的所有產品守則，其實除了有披露的要求之外，還有這些所謂結構性的要求。正如我剛才提過，因為不同的產品有不同的結構，有不同的所

謂的operators，即有些不同的人、不同的公司扮演不同的角色。所以，我們每一個產品守則，都是嘗試就着我們所知這個產品的形式，然後寫那些structural requirements。所以，這是整個部門的一個共識，不是我的共識。

主席：

李議員。

李慧琼議員：

明白。我想問一下，以你在這個部門的經驗，你有沒有曾經拒絕過一些申請呢？又或者，拒絕某些產品在市場上銷售是否一個普遍的現象呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我不記得有沒有，因為是很少的。原因就是如果你提出一些要求，為了加強保障等，而他們做不到的時候，他們就會自己走掉，基本上你是不用拒絕他的。你只要看了那個產品，你覺得有些甚麼要放進去才可以有足夠的保障，然後有些人肯做，改那個structure，但有些不肯做，不肯做的就自然會引退。

李慧琼議員：

明白。

主席：

李議員。

李慧琼議員：

不肯做的是否佔多數？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

你是說改東西的還是走掉的……

李慧琼議員：

對了，主席，我想透過你問，就是剛才高先生說到，有部分申請人會不願意符合你們的要求，這部分在你的工作經驗裏面是否佔少數呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

少數。

李慧琼議員：

少數。

主席：

李議員。

李慧琼議員：

那我想瞭解一下，你都在證監做了一段很長的時間，我相信你都有與企業融資部的同事溝通、認識。他們對於產品來到他們部門，他們的概念都是審批，還是都是以披露為本作為他們的想法呢？在你的認知裏面，你覺得他們的想法是怎樣的呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

這裏要分開兩段時間去說。第一段時間，就是01年開始至大約04年左右，有兩個高層，一個就是Ashley ALDER，另一個是William PEARSON。他們是真的堅持在公司法下只可以用披露

的形式，於是就弄了一個prospectus出來，你把所有東西說出來就可以批了。

但是，如果沒有記錯，Ashley ALDER走了之後，我們投資產品科的同事與他們公司融資部的同事，其實是多了溝通的，因為我剛才提過有個memo被人劃到"花晒"，諸如此類。所以，在多了溝通的情況之下.....怎麼說呢？他們是明白多了為甚麼，因為其實當中有些新同事，溝通多了，他們是明白多了譬如在審批產品時為何要structural requirement等。

但問題是，我不想speculate，即不想揣測究竟到最後他們為何沒有改變。我亦在statement裏面，其實有一段提到大家曾經願意走在一起，做一個所謂協調工程，希望可以將兩邊不同的批核規矩協調起來。大家都做了一些所謂background的work，將大家不同的規矩做一些comparison table。我們投資產品科又自己先草擬了一個守則，就是for這些東西，我們當時是叫作code on investment-linked product。我們做了我們的部分，將我們的東西放進去，希望他們又放一些他們的東西進去，然後做個comparison，看看有些甚麼可以湊在一起等。

但到最後，我想又一次可能是priority，即優先次序的問題，那個project其實他們已經在annual.....即我們每年做一個計劃，整間公司，每個部門要做些甚麼project，諸如此類，甚麼時候交出來，諸如此類，已經放進那個計劃書，即那個plan那裏，如果我沒有記錯，不知是06年還是07年要交出來，由他們去做lead manager這樣子。但到最後，又真的是有一點不了了之，沒有交貨。

可能是優先次序的問題，好像我這樣理解。另一方面，我都明白到他們的難處，如果要"轉軟"，因為之前由01年、02年、03年、04年數年，審批產品一向都是用披露形式，整個市場已經習慣了你這樣運作，已經由series 1至series 17、20，諸如此類，都是這樣運作。然後，只不過是因為有些人離開了，然後有個新人上場或兩個新人上場，然後我們就說"噢，以前那套不對了，不玩了，再重新弄過一些新規矩出來玩"。這個.....我老實說，我是同情的，因為你會給市場的人罵得很厲害，你做着做着，你本來是用這些規矩，然後人家已經賣到"通晒行"，然後你突然間又說要改，又用過另一些規矩，令他們要改structure或甚至改不了，即不可以再批出產品。這是一個很難的動作，對嗎？現

在就可以了，"爆了鑊"嘛，搞到天翻地覆了，他們便一定要做了，非做不行。很多時，在外面的監管機構都會出現這個情況，真的要"爆大鑊"，然後才會有大改動，我是這樣看這件事的。

李慧琼議員：

明白。

主席：

李議員。

李慧琼議員：

主席，我想瞭解一下，剛才你估計企業融資科其中一個比較困難去推行協調項目，原因就是你觉得它轉達困難，這是你自己估計的，還是你曾經與企業融資部的一些中層或甚至高層的朋友溝通而得到的瞭解呢？

高秉忠先生：

這是我的估計。

主席：

高先生。

李慧琼議員：

這是你的估計。

高秉忠先生：

是我的估計。

李慧琼議員：

是。

主席：

李議員。

李慧琼議員：

我理解，你上一次來作供時，亦提過你因為協調項目未能推行而非常失望，甚至辭職。我想瞭解一下，我知道你有與你對上一層的管理層溝通你的這個想法，其實你有沒有嘗試去與更高層的管理層去講你這個想法呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

或許我先澄清一下，我並不是因為那個協調工程沒有進行而辭職的，只不過這是其中一樣東西。我再一次強調，是由01年開始，證監整個工作方針，諸如此類，很多東西都變了，其實是偏離了以前的軌道。以我來說，真的是有少許不務正業，如果我要這樣形容。所以，變成很多東西加起來，這個協調的project到最後又胎死腹中，然後我們做那個 suitability project (IA project)又胎死腹中。這些東西如果當時做了，我相信會有很大的正面影響。好了，到時一爆就爆了出來，證監的反應——我很記得——Lehman一爆出來，第一件事是停了所有東西。那個industry，無論是保險、銀行及基金，諸如此類，整個market基本上、很大程度上是靠我們每天的操作去運行的，譬如很簡單，它有一個產品已經批出了，它每天有些廣告進來，我們都要批的，如果那些廣告我們不批，它根本做不到生意。

為何會因為雷曼一宗事件而牽涉到這些所謂structured的票據出事？為何可以將整個所有關於投資產品的批核、廣告，全部停頓了？又不容許我們出去告訴客戶。之前，本來很多事情要做的又沒有做，然後一出事的時候，就完全震撼了，完全停頓了。其實我走了後，即我跳了過去另一個部門後，照我所知，它連續很多個月都完全停了那些工作，令整個市場基本上是停頓起來。

我常常說這句話，我說："我們身為監管者(計時器響起)，as regulators, we are here to manage crisis, not create them."。你之前不做事，之後一旦出事就"騰晒雞"，封殺了所有東西，這不是一個好的監管角色。

李慧琼議員：

是。主席……

主席：

李議員。

李慧琼議員：

我只想很快跟進剛才我問的……

主席：

好的，簡短問完這個。

李慧琼議員：

……就是你有沒有向你上一級以上的SFC管理層反映過你這些看法呢？

主席：

高先生。

李慧琼議員：

即你除了對你的直接上司之外，或者對其他更高層的……

主席：

高先生。

高秉忠先生：

在雷曼事件發生後10天，我提出第一次辭職，我上一次提過了，我其實有兩次辭職出現。第一次辭職，因為我覺得根本已經無法做了，所有東西都已停下來，之前要做的事不做，現在又"騰晒雞"。然後，在那10天當中，我們不斷開會，即與我部門的高層，即Department的高層，在那裏說"喂，我們不可以這樣"，但完全得不到回應。總之就是全部停下來，最高指示，全部停下來。所以我覺得在這樣的情況下，我惟有用辭職去作反應了。

其實我提交辭職信後，我後來才知道，原來Alexa當時根本正在放假。後來，Alexa回來後，即我的Division，即部門主管回來後，她知道我辭了職，都沒有嘗試溝通，究竟為何辭職，是因為有甚麼運作不好或不滿，諸如此類，是沒有的。很快地，隔鄰的部門，即後來的外事科有人向我招手，說那邊有很多工作做，因為那邊有些人離開了，手上又一大堆雷曼的投訴及其他投訴，基本上是忙不過來。所以，我很快便決定，我說如果你們兩個部門談得妥，我隨時過來，所以很快地，在10月便跳了過去工作。每個星期，我想有兩晚以上是工作至11時，然後其他是9時多那樣子，是很多工作做。不過，在這方面，我完全沒有怨言。

主席：

詹培忠議員。

詹培忠議員：

主席，我都是圍繞着證監內部的有關問題。我想問問高先生，大家都瞭解到，證監的結構一向對批核這類產品都是以披露為本、為主，你對這種做法已經表達了你的意見，但是你認為有甚麼更好的辦法，而在符合目前香港的環境下，能夠比較順利去執行及照顧到投資者的利益呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

或者我再重複一次，披露是重要的。但是，正如我們在投資產品科，除了披露之外，我們還會就着那個產品的結構去做一些要求，好像我剛才提過很多次，如果你有一個fund manager，有一個基金經理，基金經理本身要領牌，你看Unit Trusts Code的話，你會看到譬如基金經理，我們都有一個list of acceptable inspection regime，那是一份名單，寫着如果你的基金經理不在香港領牌，你都可以在這些以下的地方領牌。為何我們可以讓你在這裏領牌呢？就是因為這些地方的監管我們是核實過的，認為是有相若監管的，又有備忘錄的，或者是不斷有溝通，有事的時候又可以有協調，諸如此類。你的基金本身的發源地、

在哪裏成立，又有另外一個list叫做 **recognized jurisdiction schemes**。你不一定要在香港成立，你可以在這一堆地區成立，為甚麼呢？因為我們又一次體察過，這些地區的監管是相若的，諸如此類。這些 **structural requirement**，好像 **guarantor**(保證人)，你必須是香港銀行或保險公司，諸如此類，即一些受到我們穩妥監管而是我們可以接受的一些機構，才可以成為保證人。這些就是我們很努力地在批核或認可產品的時候放進去，可以加強產品本身的穩定性及可靠性。但至於那個產品投資於某個股票，那間公司倒閉，或者是投資於某個市場，那個市場跌得很厲害，因為地震，這些我們叫做投資風險或商業風險，這些並不是我們證監要處理的東西，這些東西你只要在那份文件裏說了便行。但是，**structure** —— 結構，是一定要看的東西。

主席：

詹議員。

詹培忠議員：

主席。高先生，你的意思是否表示，證監在批審這些披露為本的文件之時太疏忽，馬虎地讓它通過，沒有審慎地考慮它們披露的內容，即不是追究事實，連內容它都是這麼輕易地讓它通過，而你自己個人，你剛才所說的，你們投資產品科那邊是很嚴謹、很嚴格去處理這些事，是不是？

高秉忠先生：

我……

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我沒有說過，譬如在披露方面，究竟今次迷債事件的那些文件，在披露方面有沒有做得很足，諸如此類，我沒有說過是做得足還是不足，或者交來投資產品科的時候會否有分別。因為剛才我嘗試回答涂議員的問題時，我都說過，我根本沒有看到它那個產品的那些我們所謂 **constitutive documents** 或 **underlying documents**，譬如它的 **trust deed** 是如何，諸如此類。我沒有辦法

可以評估究竟某一個series的那本prospectus所寫的東西是否足夠，這個我沒辦法做到，因為是要很詳細地看過所有underlying documents，然後才可以做到。但是，我的重點是，我們是不能只看披露。我們投資產品科一向都不是只以披露為主，我們是會看結構，看那些operators是否suitable、是否qualified、是否experienced，我們會看這些東西，去決定究竟這個產品是否有適當的制衡，或者有資歷，即是那些人資歷去做。

很簡單，我說另外一個structural requirement，譬如說你是unit trust，是單位信託基金，你便一定要有一個trustee，這間trustee是independent，是獨立於那個投資經理，否則，他們兩個一旦串通就很麻煩了。你一定要獨立於那個基金經理，因為這個trustee除了持有那些資產之外，代投資者持有資產之外，還要make sure那個investment manager，譬如他想投資，他發出的instruction是說，將多少錢撥去買股票甚麼的，那個trustee是要tick off，即是要批核的，要根據.....

詹培忠議員：

主席，簡單點吧.....

高秉忠先生：

.....所以.....

主席：

這個簡單點，對了。

詹培忠議員：

第三個問.....

主席：

詹議員。

詹培忠議員：

第三個問題。高先生經常批評證監之內本身有兩個部門的標準不同，包括審核投資者，以及它們的投資產品科，這些對一

個制度、一個機構之內有不同或平行的部門的成立，你自己認為，是否絕對不符合你個人的意願，你就認為不對呢？

主席：

高先生，或者請你精簡一點，因為有很多你開始作出的回應只是重複之前講過的。

高秉忠先生：

對於……一個機構……

主席：

請你精簡一點，高先生。

高秉忠先生：

OK。

主席：

不用重複了。

高秉忠先生：

對於在一個機構裏面是否要由一個部門去做這些所謂相同或很similar的東西，或是要由兩個部門、3個部門做也可以，這方面我基本上是沒有意見的，但一定要有協調。如果由不同的部門或者甚至不同的人，同一個部門，不同的team，不同的人做，都要協調。但在這次事件上，我是看不到有協調出現的。

主席：

詹議員。

詹培忠議員：

主席，我個人的意見是，不協調是各個部門不同的處理手法……

主席：

你不用提出個人意見的。

詹培忠議員：

主席，第四個問題是，高先生，你認為這次發生這樣的問題，如此不幸的事件，你是否認同：第一，證監會在審核方面有問題；第二，金管局監管銀行有問題；第三，銀行有關職員招攬生意時沒有受到明確的監管，是有問題的；第四，投資者被誤導更是不幸。你個人的意見認為如何？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

在批核產品方面或給予認可，讓它可以弄本prospectus出來，然後推出市面銷售，我覺得是有問題。因為他們只是看了披露，但沒有看結構，我覺得這是有問題的。

第二、第三個問題，我無法回答，因為這是銀行監管的問題，我不在銀行工作。他們可能做得很好，可能做得很差，我不知道，我不便回答。

第四，對投資者而言，我覺得這真的是非常不幸的事件。我覺得這是一個完全可以避免的事件，但很不幸地，因為當時出現了很多不同的情況，所以才導致這件事件，我覺得對投資者來說是不幸的，我亦希望委員會可以作出一個公平、不偏不倚的報告，對他們起碼有個交代。

(公眾席上有人拍掌)

詹培忠議員：

主席……

主席：

詹議員。

詹培忠議員：

主席，雷曼……

主席：

請公眾人士安靜一點，請公眾人士安靜一點，我亦說了……

詹培忠議員：

主席，雷曼作為世界上第四大投資銀行，它的倒閉，姑勿論是甚麼理由，已經成為事實，而政府將這個事實作為整件事情的起因，高先生，你個人如此有經驗，你認為這個關係有多大呢？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

這個世界永遠都是這樣，當市場"癲"到差不多的時候，就會有一些很大的事件發生，人人以為很大的公司不會死，它就會死，這是很常見的情況，好像美國股神畢菲特說，水漲時，人人都以為穿了褲子，但水退時便知道誰沒穿褲子。

這是預料之內的，尤其是作為監管者，在市況好的時候就要想壞的事情，在市況壞的時候就要想好的事情，與市況應是相反的。所以，今次雷曼事件，其實可以是雷曼死，但亦可以是高盛死，亦可以是另一間死，但最重要的是，正如我在statement內也有提及，如果當日CFD……當然他們沒有看，他們是說披露嘛，所以根本沒有看保證人，諸如此類。如果他們當時有人看過(計時器響起)，亦覺得雷曼是這麼大的一間公司，所以適合做保證人，那麼，我只會一如statement所說："對不起，我想以我的經驗來說，你真的弄錯了！"。因為一個好的保證人，不是一個有很大張balance sheet，即很多資產、很多負債的公司，而是一個受到適當穩妥監管的公司，不一定要大公司，而是要受到穩妥監管。但雷曼……即是做guarantor的那個，譬如Lehman Holdings，Lehman Holdings是很大，但它不是commercial bank，不是一些受到prudential supervision的機構。

Typical，最典型的，當時華爾街那堆所謂投資銀行，少說都有三、五十倍**leverage**，用一元來賭三、五十元。如果你用一元來賭50元，即是說市場只要波動2%，你就完蛋了。不是說大就等於是好的保證人，所以你看到我們的**code**會寫着，你要做保證人的話，你必須是香港的銀行、保險公司，或者是一些 **substantial financial institutions acceptable to** 我們的 **Commission**。那就是說，如果你離開了這些我們已經**specify**的公司，我們就要逐一去"驗屍"了，就是這麼簡單。

主席：

劉秀成議員。

劉秀成議員：

多謝主席。很多謝高先生前來講出你自己在這方面的經驗。當然，我們委員會想知悉整個情況等等，這也是複雜的，我是理解的。

我想問一問，譬如現時購買這些投資產品，銀行的做法已經很不同了，又分開了，如果你要購買這些東西，那個地方也不同。購買時有很多問題問你，你過了65歲都很難買到，又要給你找些年青人這樣子。

首先，我想問，你覺得這做法是否較正確一點？這是否證明了，現時是這樣做，以前卻不是這樣，即是證監會都有些責任.....即以前來說是有問題呢？我想問這個問題。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

正如我剛才回答之前一個問題，銀行的做法，我真的不熟悉，所以我沒辦法評論。它們最近有些新的措施，我都是從報章上看到，說是造成某些不便，諸如此類。我也不覺得奇怪，可能是矯枉過正也說不定，因為通常就是這樣的，沒事發生時，人人都是漫不經心，然後有事發生時，一下子又過了頭，可能會過度監管，諸如此類。在外面也有這些情況發生，但我真的

沒辦法可以就劉議員剛才問及關於銀行現時的做法去作出評論。

主席：

劉議員。

劉秀成議員：

我想繼續問，剛才你說，在這件事情上，投資者很不幸，亦有很多事情你覺得可能是可以避免的，我聽你所說，你的意思是說，只要協調好一點等等。

其實，當時你有否給予一個信息或是甚麼 —— 我知道你辭職是一個很大的抗議 —— 讓他們高層的人士知道怎樣可以搞好這件事？令投資者不幸，我覺得這是不大合理的，投資者不幸。其實他們也很簡單，只是想拿多一點利息而已，他們又不理解這些東西等等。我聽到苦主來跟我這樣說，是這樣子。你覺得，當時你是怎樣跟他們說，而他們又沒有幫助到這件事？可否講詳細一點，讓我們知道？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

在內部，我們自己.....第一，我想很着重地說，就是在證監之內有兩個不同的部門批核這些東西，兩個部門都真的是很獨立地運作，因為它們各自有老闆，完全掌握法律下的權力去審批，如果他們不聽別人的意見，是可以不聽別人的意見的。而且部門與部門之間，即兩個division之間的溝通，很大程度上是靠高層溝通，因為我們自己在working level，可能很多很"老友"，大家會傾談，但始終要看老闆的指意，不是他的指意，或者去改變方針，諸如此類。

我自問在部門裏面都說過很多次，其實這基本上都是共識，即是說，認可一個產品除了披露之外，還要看結構，諸如此類。在04年時，我們部門的Senior Director，即高級總監，也寫過一個電郵給.....是回應.....

石禮謙議員：

……誰？

主席：

讓他回答問題吧，石議員。

高秉忠先生：

……回應公司財務科，因為它們那邊寫了一份關於如何再改革公司法，諸如此類，我們稱為CO3，即Phase 3，即第3期改革。我們看完之後，發覺它仍是沒有提及structural requirement，在改革後的公司法都沒有正式提出，所以我們寫了一份非常厚，我想是有數十頁的回應，經這位高級總監send了過去。當中開宗明義，一開始便說我們覺得只是披露，以披露為本這個做法是inadequate，真是絕對不足夠的。

我想說的是，無論從我們投資產品科所有產品的守則去看——因為那些產品守則寫明所有要求——或者我們這張回應對方那些提議的意見，都是很清楚地顯示，在我們這邊的投資產品科從頭到尾都不是披露為本的，不單是看披露，還有看其他東西，整件事是很清楚的。不過，隔鄰的另一部門有自己的看法，而又堅持自己的看法，堅持這樣做，那是很難溝通的……

主席：

行了，不用重複的，高先生。

劉秀成議員：

主席……

主席：

劉議員。

劉秀成議員：

……剛才提到那位高級職員說inadequate，我們可否取得該份文件？那位高級職員……

主席：

你是問他有沒有……

高秉忠先生：

我已準備了資料。

主席：

高先生。

劉秀成議員：

你已準備了資料，可否呈給我們？

高秉忠先生：

可以的。

劉秀成議員：

OK，謝謝。

主席：

高先生，可否會後提供給我們？

高秉忠先生：

行，行，行，沒問題。

劉秀成議員：

他的名字是甚麼？

高秉忠先生：

我全部detail都有了，誰人email，何時何月。

劉秀成議員：

都有了，OK。

主席：

可否會後提供給我們，高先生？

劉秀成議員：

我也想……主席……

主席：

讓我說。

可否會後提供給我們？

高秉忠先生：

好的，可以。

劉秀成議員：

主席，我還有一點……

主席：

請繼續，劉議員。

劉秀成議員：

……我也要代投資者再問你剛才說的那點，因為作為投資者，是無法知道你們證監會之內是如此複雜的，也不知道你有這麼多樣東西。說到披露，我以為銀行會清清楚楚給他們解釋，那些東西是怎樣，當然了，他們又不大理解，對嗎？你說是不幸，即是掉進了這個陷阱，可以這樣說，為了要多一點利息。

但你說是不幸這個說法，我希望不要這樣說，因為他們都是投資而已，只是想得到多點利息而已。我覺得，如此說來，其實證監會是否也有很大責任，即是在這方面應要如何解釋得好些？因為我記得他們說過有很多資料解釋給他們聽等等，但這是否不足夠呢？最主要來說，是否投資者無法明白他們在做些甚麼，然後引致這個事情發生呢？我想問清楚。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我剛才說不幸，不是幸災樂禍的不幸，我覺得，真的，他們今次在這個事件上導致這麼大的損失，無論是精神、金錢，諸如此類。這件事情本身是很不幸，對他們來說，我覺得是很大的衝擊。

另一方面，我的看法是，正如我提出的資料，我覺得如果當日證監會批核這個產品時採用一套方法，譬如好像投資產品科那般，又看披露，然後又看structure，好像它們現在草擬中提出的那般，我很有理由相信，如果以我們當時的水準或要求去批核，迷你債券即使可以"出到街"也不是這個樣子。如果它"出不到街"，就更不會賣出去。如果"出街"，就是另一個模樣，譬如保證人等諸如此類，可能會有不同的保證人。

所以，一方面，那個產品如果沒有批出，或者批出了但改變了產品的結構，便可能導致不會有這件事發生。另一方面是中介人的監管。正如我剛才所說，一直以來，大家都知道中介人有很多mis-selling出現，又有一些不同個案，"爆"出來的又有，未"爆"的，即調查過但沒有公開的又有，是很嚴重的。但是，當天我接手的工程，即是要加強監管等，即使做了，也不能防止之前的那些事件發生，只能是之後的事而已。但是，起碼我覺得，在談賠償時，我相信那些機構，例如銀行也好，甚麼也好，因為市場未"爆"，那些資產仍有價值，我相信談起來也容易得多。但當市場"爆"了，那些東西全部沒有價值時，老實說，讓你當銀行，也會"企得硬"。

主席：

劉議員。

劉秀成議員：

主席.....

高秉忠先生：

所以你.....

劉秀成議員：

.....我聽得很清楚，其實真正來說，現時的做法，你都覺得合理很多。但是，以當時的情況，我們"馬後炮"地分析現時的做法，當然會容易一點。當時他們沒有採納現時的做法，你覺得是疏忽，還是在他們的情況下不得不這樣做呢？究竟他們是否可以避免的呢？主席，我想問這個問題。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

很大程度上，我不知道有多少因素形成(計時器響起)，所以我在statement裏也說，政府那邊又說要搞活金融，諸如此類，開放市場，這會否有影響呢？因為這樣形成證監會的高層人士經常說要quick win，要快贏，要即食麵，會否是這樣，我不知道。因為在01年時，高層有這麼大的變動，由本來一大羣非常有經驗的executive directors，突然一年間全部離去，又有3個以我所知是完全沒有監管經驗的人加入，這些會不會造成影響呢？

好了，假設是真的，還有另一個因素，很簡單，如果一個人沒有監管經驗，無論在海外或香港，他一坐進證監會的時候，那些產品進來，原來落入了公司法，那便會拿公司法來看。如果拿公司法來看，我想大家當律師的也很明白，一條法律，你去找10個律師會得出17個意見，視乎你如何看而已。如果他們看完後，覺得公司法只可以容許他們用披露原則，而不可以加入structural的requirement，如果他堅持這樣的opinion，那麼真的，我也沒辦法。不過，我想說的是，即使是在法例下的寫法，正如我在書面陳述書也有提及，其實那個法例是有賦予權力給證監會，第一，如果你對某個申請有豁免，你知道公司法裏面是說，你弄個prospectus出來的時候，你要做這樣這樣，又要說那樣那樣。這些條件如有任何一個不符合，證監會便要給予豁免，該條文的說法就是，如果你exempt它，你給它豁免，證監會是有權impose any conditions we deem fit，即證監會deem fit。

這個權力其實是很大的，是可以……我是指我們一向的操作，我們是可以impose一些structural requirements，諸如此類。在同一條例下的第(2)條有個說法是，其實我們證監會可以出一個notice豁免一個class of companies，即某種公司或某種形式的東西，可以完全不須符合公司法的披露要求等。然後，給它豁免後，我們便可以用守則等形式，就這些產品再說出我們需要甚麼，除了披露之外，還有甚麼要求。一個很典型的情況是mutual fund，互惠基金。

在外面，譬如的普通人買基金，很多時買了之後都不知道自己原來買了unit trust或mutual fund的，因為對他來說，他買這些基金都是想亞太某某區某些factor，即是想買某些公司升就贏，跌則輸，諸如此類。至於那個fund，那個基金本身用一個甚麼legal structure(即法律下的形式)出現，可能很多人都不知道，但其實這兩樣東西，即unit trust與mutual fund是完全不同的legal structure，一個是under一個trust，主要是common law system；另外的是under mutual fund，是一間公司。既然是公司，我們不會傻到別人拿個unit trust出來，便叫他一定要有structural requirement，諸如此類的東西。你拿個mutual fund進來，他issue……即他發行的，那些人拿到的是shares，因為你是shares便跌進了公司法，於是乎，公司法就是披露為主，只是披露而已，我們就不可以impose structural requirement，不是的。你看到我們的做法就是說，OK，你是mutual fund嘛，你跌進了公司法，是04年之後才把這些mutual fund完全從公司法中拿掉，之前mutual fund是要弄個prospectus出來，然後我們批核，批完之後一樣是要拿到公司註冊處註冊的。是04年再改動時才把它拿走的，但以前一直都是這樣做。

我們的做法就是說，我們出一個notice，公告天下，如果你是mutual fund，那麼我們便一概exempt了公司法下的要求。但同一時間要做的事情是，你要遵守我們的Unit Trusts Code，Unit Trusts and Mutual Funds Code，就是把它從這裏帶走，豁免它，然後把它扔進Unit Trusts Code，一樣做到的。所以，我覺得……我不是律師，可是我真的做了19年，我真的有那些經驗。根本那條公司法是有很多條文可以利用，如果我們覺得有需要，是可以利用它來impose這些structural requirement或作其他的改動。再加上這些在公司法下的產品——prospectus是當然要做的，authorize然後register——如果這些產品要出廣告，是不可

以用公司法的權力來批的，要用甚麼呢？是要用《證券及期貨條例》，我剛才提到的SFO的那個權力去批，在03年之後。之前用甚麼呢？就是用《保障投資者條例》section 4(2)(g)——即等於後來《證券及期貨條例》的section 105，兩條其實是相若的條例——在03年之前用該條，必須用這兩條條例在兩個不同的時間來批的。而這兩條批核權力的條例同時寫得很清楚，我們在批核時是可以 impose any conditions we deem fit, including——including甚麼呢——including conditions on the matter that it relates，我覺得沒有比這個更清楚的了。意思就是說，就算你只拿個廣告上來給我批，我都可以就着這個廣告所關連的arrangement，即那個產品，impose conditions。這個正正就是你看到我們所有code，03年之前，關於immigration-linked的code(即移民投資計劃的code)、MPF product的code、與投資有關的保險守則，那些全部都是基於以前的4(2)(g)而寫出來的，又有disclosure requirement，又有structural requirement。現在他們最新的，我剛才提到它們在9月時提出的那個草擬中的Code on Structured Product，都是基於103而寫出來的。因為你要拿上來，103，那麼我便弄這堆東西給你，除了披露之外，還有一大堆structural requirement.....

主席：

OK，好了.....

高秉忠先生：

.....法例是有的，但是.....

主席：

.....高先生，我相信你都答了很長，我讓你說了八分多鐘，我相信都很足夠了。今天是特別情況，我從來沒有阻止你說話，今天給你足夠時間去說.....

高秉忠先生：

多謝。

主席：

.....因為我把你當作一個比較特別的證人，我也很想知道你講的東西，不過希望你不要重複，你開始有很多時候重複，但我也讓你說，剛才一口氣讓你說了八分多鐘。

今天只能再做一位，其他可能要待下一次了。梁國雄議員。

梁國雄議員：

主席，我不問以後也沒得問了(眾笑).....

主席：

看你份上。(眾笑)

梁國雄議員：

早晨，高先生.....

主席：

剛好輪到你了。

梁國雄議員：

早晨，高先生，很多謝你來。其實我以前問過你的同事何賢通先生，我問："你們是怎樣做那些披露風險的工作？"，他說："我們用《公司條例》去批那些東西"。那我就問他，"《公司條例》是否足以監管那些產品呢？能否真的查到那些東西呢？"我剛才聽到你說，便茅塞頓開了。因為，我起初以為，好像你把一隻股票上市，《公司條例》要你這樣做，很多資產全部都要拿來看過，你們才批。我聽到原來你們是可以施加條件的，即是在《公司條例》裏面。那麼，其實為甚麼他們不施加條件呢？這是一個很有興趣的問題。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我只可以猜，OK。正如我在statement中，我自己都在問問題，究竟是否因為經驗不足的問題呢？一進來便馬上拿着公司法，然後便……我們叫做只看條文，根據條文的解釋來做，而沒有看看我們一直以來的操作，諸如此類的東西，即是他的監管經驗的問題，是否因為這一點？我不知道。但我只可以告訴你，在01年的時候真的走了很多很高層、很有經驗的人，取而代之的是一些沒有監管經驗的人，這個會否構成因素，我不知道。

政府會否有傾向開放市場，所以批起來比較容易，即搞活市場等，我不知道，我都說了，這些也是我的問題。但我想重申一次，我們一直以來用公司法，如果你用得得着，你依着它的規矩，除了披露之外，是可以impose other conditions，包括structural requirement，這是第一。

第二，就算你告訴我你很了不起，是legal authority，你覺得不行。那麼，next question就是你覺得不行，可是你又覺得那個產品存在一些這樣的風險，而又看到隔鄰的部門用一些不同的方法去減低風險，或者諸如此類，即impose structural requirement，我要問的問題就是，在SFO下面，我們其中一個function就是要advise，即要提供意見……

(席上有人高聲談話)

主席：

大家集中在會議好嗎？請各位安靜一點，集中在會議好嗎？不然我們聽不到證人作供。

高秉忠先生：

如果我們看到權力不夠，要改例，為甚麼不跟政府說要改例呢？

梁國雄議員：

其實我……

主席：

梁議員。

梁國雄議員：

其實我記得我看文件的時候，在通過我們俗稱的證監大法時，當時葉樹堃局長是說，那條條例是保障投資者利益，其實你們證監會的功能也是保障投資者利益，對嗎？即保障在這個……

高秉忠先生：

是的，很簡單……

主席：

高先生。

高秉忠先生：

對不起。很簡單，在SFO下，section 5(1)說得很清楚，證監會的functions and powers，其中一個是甚麼呢？是"to secure an appropriate degree of protection for members of the public investing in or holding financial products, having regard to their degree of understanding and expertise in respect of investing in or holding financial products"，這是一個over-riding的provision。

梁國雄議員：

對了。

高秉忠先生：

即是說，我們做證監的，第一件事，有產品進來，如果我們要批它、要認可它，第一件事其實是要看這一點。我們是要secure an appropriate degree of protection。好了，究竟甚麼是appropriate degree，這個便要根據你的專業、當時的專業、市場情況，諸如此類，從而去判斷。

梁國雄議員：

是。

高秉忠先生：

所以，回到我剛才談的問題，就是我覺得公司法根本從頭到尾，在未改之前都已經有權力了，可以 impose structural requirement，依着投資科那邊的做法。可是，如果你真的覺得，在公司法之下缺乏權力去達成這件事 —— secure an appropriate degree of investor protection，那麼，下一個問題就是……

梁國雄議員：

不改吧。

高秉忠先生：

……為甚麼我們不改呢？

梁國雄議員：

對。

高秉忠先生：

問題在04年……對了，04年的時候是改了的，在公司法裏面，不過所改的東西是加入一些 exemption，諸如此類，是放寬……

梁國雄議員：

是放寬了……

高秉忠先生：

……而不是……

梁國雄議員：

……這個……

主席：

你讓他回答吧，梁議員……

高秉忠先生：

.....而不是加強.....

主席：

.....你讓他回答，你阻礙他回答。

高秉忠先生：

不是加強了。

梁國雄議員：

我明白，所以我覺得這個矛盾是很大的。第二就是，因為這個衍生產品，它衍生的程度這麼高，那個槓桿是這麼高的時候，其實是很危險的。即是說，有一個發行.....即好像說美國滙豐，弄了一些雷曼的東西，拿來香港分銷給別人，然後在另一羣島弄一間SPV，這個過程其實是非常危險的，因為SPV是甚麼都沒有的，只有1,000美元，我看到它是1,000美元的註冊股本。在這個情況之下，這麼高衍生.....其實我覺得衍生工具最危險的就是槓桿越賭越大，即是說拿着一元卻賭5,000元。其實這個情況，在公司法裏面，就算沒有做過改革去豁免它，其實都已是很難查的，因為你怎樣查那些資產呢？你到底是查那間SPV的資產，抑或查美國滙豐的資產呢？如果是這樣。

主席：

高先生。

高秉忠先生：

用一間SPV，即1,000元公司也好，兩元公司也好，其實都是一樣的，即是沒錢的。

用一個SPV來成立一個產品，由它發行一些.....譬如這個情況，就是票據或諸如此類，這個做法本身未必是一個很重要的問題。譬如我們看雷曼，大致上來說，即這些Minibond，它的做法就是弄間SPV出來，然後收了客戶(即投資者)的錢之後，就根據它列出的criteria去買一些所謂financial assets，可能是一些treasury bonds、bills or甚至後來有些derivatives，諸如此類。如

果它買的東西是值錢的，譬如很簡單，它將100%減去費用之後，全部用來購買美國債券，把一些treasury bond放進去，這些是一些相當secure的東西。那間公司只得兩元並不重要，因為有些資產支撐，而這些資產是由trustee即信託人持有的，這個還未算危險，若你問我的話。

下一層開始便危險了。下一層，為甚麼呢？就是因為如果它就這樣走去買了這些美國債券，後來又只剩3%回報，然後收取了這些債券的利息後又再派給投資者，那麼一定是不會吸引的，對嗎？我自己去買豈不更好，不用你來收取手續費等。

這個產品製造的過程，為何會令它吸引呢？就是說，這不單是收了錢回來，再放進去購買資產，然後那些資產有甚麼回報便再派給客戶，不是這樣的。是怎樣的呢？是經過一個swap arrangement。這個swap arrangement是怎樣的呢？譬如這些資產每年只派3%而已，但是經過swap arrangement，可能變成3.5%至4%，即較高的百分比，那便有吸引力了。但問題是它如何可以enhance那個yield，我們所謂提高，就是因為它在swap arrangement裏面將一些其他的風險，譬如說你是credit linked，你是linked to 3間公司，這些公司推出一些債券，諸如此類，而這些公司是可能會死的.....

梁國雄議員：

買保險。

高秉忠先生：

.....對，這類風險，因為有些人持了貨，基本上，持了貨但又怕.....

梁國雄議員：

買保險。

高秉忠先生：

.....市場下跌，那就將這些風險買保險好了，於是經過swap arrangement向這些小投資者買保險。.....

梁國雄議員：

明白。

高秉忠先生：

……買保險就當然要付保費了，於是乎就是經過 swap arrangement，它支付保費給那個 swap party，然後這3%的回報經過 swap party 就加了1%進去，再由 swap party 掏4%出來，然後再由 trustee 派給他們。這就是說，這個 swap arrangement 一方面增加了回報，但另一方面卻增加了風險。

從這裏開始了。因為那個安排是要那些錢先落入 swap party，然後再走出來。那麼，swap party 一死，你也就死了，因為錢已投進去，然後它完蛋了，其他人就 claim 它，那你就死了。

但這些 swap party 通常都是一些比較小的公司，非常 specialized 的，譬如 Lehman 的情況是同一個 group 裏面專門做這些 swap 的 party。好了，它為了要令人覺得……(計時器響起)即為了安全一點，便由雷曼這個 holding company，它"阿媽"，一間大的公司，然後做一個 guarantor。Guarantee 甚麼呢？不是 guarantee 一定死不了，而是 guarantee 這個 swap party 的 obligations，因為它規模小，於是人們便覺得安全了，即是說就算這間小公司 swap party 死了，也還有雷曼"阿媽"撐着。

梁國雄議員：

不就是了。

高秉忠先生：

不，是的，in so far as 這個 swap party 的 obligations，但問題是現在連雷曼"阿媽"都死了。

梁國雄議員：

好，明白。

高秉忠先生：

OK？那問題是……我的問題就是，如果我們看過那個產品的錢是怎樣流動，這樣、這樣地走的時候，身為一個監管者，便

會明白到風險，即structural risk在哪裏。這間死了你就死了，這間guarantor本來guarantee它的，它死了，你又死。我們就是在這個情況下，說要放一些requirement、一些要求進去，去enhance那個structural safety，去safeguard。這個與投資風險，即是買了公司但公司倒閉是無關的。

很大程度上，為何那些投資者.....我嘗試將我易地而處，為何他們會覺得如此不忿？就是等於怎樣呢？等於我去馬會買馬，我本來第三場第四買win的，如果那隻馬跑出，我便有錢分，但原來跑出來了都沒錢分，為何沒錢分呢？原來中間有個"艇仔"，有個"外圍佬"接了，而那個"外圍佬"跑掉了。那麼，那隻馬你是贏了，但卻輸掉給"外圍佬"。

梁國雄議員：

明白。

高秉忠先生：

不就死掉了。

梁國雄議員：

明白。

高秉忠先生：

喂，我賭的時候，即我買的時候，我是買這幾間公司不會死，即那些所謂reference entity，現在這幾間沒有死掉，死的是這個，是個"外圍".....

梁國雄議員：

明白。

高秉忠先生：

.....即那個包銷的公司，你明白嗎？

梁國雄議員：

明白，明白.....

主席：

梁議員。

梁國雄議員：

明白。這個其實我在問你的同事時也問過，他們沒有像你答得這麼清楚，包括何先生。其實……

主席：

讓你問完這一條。

梁國雄議員：

……我為何要這樣問你呢？我相信你是一個如此有專業知識的人，用這麼淺白的語言來解釋，在這個議事堂裏面，很多人都不知去了哪裏。

我真的想請教你，以你的經驗，在一個櫃台銷售的過程中，拿着一個你們已批核的所謂有風險披露的說明書，我們不要爭論風險披露方面，能不能用10分鐘或30分鐘解釋給所有客戶聽，風險在哪裏呢？如果讓你來做，你可以嗎？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

如果我們看海外很多地區的主要金融中心，它們除了要求有一本很長、很詳盡、很"長氣"的prospectus之外，即這本很厚的書之外，還會要求在我們所稱的point of sale……即是在售賣時，中介人要提供一個比較簡單，可能是一頁紙或兩頁紙的point of sale document，將那個產品的主要情況在那文件中披露，這樣他解釋起來又容易，客戶看時也比較容易。可是，香港是未做到這方面的，有關point of sale document。所以，下一步，希望委員會做了報告後，這是會有改善的地方。

但有一點我想強調的是，一直以來，我覺得，到現在為止，我覺得都未必是一件壞事的就是，證監會在批核產品時不是代投資者去決定這些產品應否在市場出現的問題。因為每個人對

風險的評估、傾向都不同，這要留待投資者自己去決定究竟應該買哪隻馬，買3T還是諸如此類。但是，在銷售過程中，中介人一定要很清楚地解釋……

梁國雄議員：

風險披露。

高秉忠先生：

……然後將產品的風險和客戶可承受的風險去match，這才叫作suitable。這是一點。

第二就是，來來去去都是structure，產品的投資風險，所投資的股票的公司死了，這個不是由證監會替你看的事情。反而是，產品本身可能存在一些結構性風險，即是兩元公司怎樣做guarantor呢？一個fund manager根本沒有牌照，又沒有人具有此類experience，怎可以讓他做fund manager呢？這類結構性的東西，我覺得是證監會的責任。

主席：

OK。高先生……

梁國雄議員：

但是……

主席：

……今天差不多了，已超時了……

梁國雄議員：

……我只想問最後一個問題。

主席：

……15分半了……

梁國雄議員：

最後一個問題，最後一個問題。但你剛才說的事情……

主席：

要很精簡喔。

梁國雄議員：

.....不是由證監會做的，是由HKMA做的，在前線規管那些人怎樣售賣。風險披露是你們做的，你說完了，你再說下去，管你說得"天花龍鳳"，還是由HKMA去看的，即是到底怎樣售賣。你只可以批.....即風險披露就是說銷售的時候，那些廣告.....總之就是文書，但你剛才說怎樣售賣的那些，已經不是你的範圍，而是HKMA的範圍了？

主席：

高先生。

高秉忠先生：

我剛才提過，在香港售賣這些產品，基本上是分開兩個陣營，一個是銀行，而根據現行的架構，如果是屬於銀行的時候，只要那間銀行來證監會register，即登記就可以了，但其他的職員則全部不用來登記的，是由銀行經過培訓，諸如此類，然後將他們的名字交上去給金管局，然後他們便可以進行這些活動。

但另一方面，還有的是我們發牌，即證監會自己發牌.....

梁國雄議員：

我明白。

高秉忠先生：

.....那些就是由我們，無論是那間公司還是下面的人，操作的人，凡有牽涉advising、dealing的，都要向我們領牌，我們都要逐一批核。

梁國雄議員：

所以，其實.....

主席：

我想……

梁國雄議員：

……在銀行售賣的，並不受到如你們這般嚴格的規管，只是把名字交上去，而你卻管不到在銀行賣東西的人，根據你的權力，你只可以管那些在證券行賣東西的人，是嗎？意思就是這樣。

主席：

高先生，你精簡回應之後……

梁國雄議員：

是或不是便行。

主席：

……這個研訊一定要結束了，好嗎？很精簡回應。

高秉忠先生：

兩邊的銷售人員或公司都受着同一本守則的規管，但正如我剛才提過，領牌等方面是有少許分別的。譬如說，證監和金管局在執行同一本守則時，究竟如何演繹，是很強力地執行？抑或不是呢？這些會影響執行的質素。但這方面，我相信不是我可以評論的。

主席：

OK，好的。

高先生，多謝你今天出席我們的研訊，但我們的研訊時間已經過了。小組委員會將於1月29日上午9時30分繼續進行研訊，請高先生屆時出席，繼續向小組委員會作供。多謝你。

請工作人員盡快安排公眾人士包括傳……(公眾席上有人拍掌)

請安靜，請安靜，這裏是會議廳。

請工作人員盡快安排公眾人士包括傳媒人士離開本會議廳。各位傳媒人士亦請帶走所有攝錄及電子儀器或器材，以便小組委員會繼續內部商議。

(研訊於下午12時32分結束)