

# 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

---

---

第二十九次研訊的逐字紀錄本

日期： 2010年1月29日(星期五)

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

余若薇議員, SC, JP

林健鋒議員, SBS, JP

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

陳健波議員, JP

梁美芬議員

梁家騮議員

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

石禮謙議員, SBS, JP

湯家驊議員, SC

李慧琼議員

陳茂波議員, MH, JP

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-ninth Hearing  
held on Friday, 29 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 Audrey EU Yuet-mee, SC, JP

Hon Jeffrey LAM Kin-fung, SBS, JP

Hon WONG Ting-kwong, BBS, JP

Hon CHIM Pui-chung

Prof Hon Patrick LAU Sau-shing, SBS, JP

Hon KAM Nai-wai, MH

Hon CHAN Kin-por, JP

Dr Hon Priscilla LEUNG Mei-fun

Dr Hon LEUNG Ka-lau

Hon IP Wai-ming, MH

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

### Members absent

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

Hon CHAN Kam-lam, SBS, JP

Hon Abraham SHEK Lai-him, SBS, JP

Hon Ronny TONG Ka-wah, SC

Hon Starry LEE Wai-king

Hon Paul CHAN Mo-po, MH, JP

**Witness**

*Public hearing*

Mr Harold KO

**主席：**

各位早晨。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"的第二十九次研訊。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，由於梁國雄先生已辭去議員一職，並由1月29日起生效，所以由今日起，小組委員會的成員人數為20名委員，會議法定人數(連主席在內)是6位委員，而在整個研訊過程中都必須有足夠法定人數。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黃瑞紅女士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，證人只須要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，委員在1月26日的研訊中提出一些問題，請你會後書面回應。你現在是否正式向小組委員會提交你的書面回覆？

高先生。

**高秉忠先生：**

是，我有一些書面的……這個。

**主席：**

謝謝。我現在宣布上述文件將編號為小組委員會文件第G1號。

由於高先生剛提交G1號文件，我會請工作人員預備副本供各位委員參考。現在已經印好了，會分發給大家。

我想提醒大家，高先生先前提交的這份證人陳述書(即是W23(C)號文件)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。

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。

請大家注意，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以及段落，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。

在1月26日研訊結束時，尚有8位委員輪候提問，依次序為：黃定光議員、石禮謙議員、甘乃威議員、涂謹申議員、劉慧卿議員、葉劉淑儀議員、余若薇議員和陳健波議員。

高先生，我想向你提出第一條問題。在現行監管制度下，投資產品科會按照《證券及期貨條例》的規定，審批投資產品的銷售文件，而企業融資部則會按照《公司條例》的規定審批結構性票據的文件。高先生可否說明《證券及期貨條例》第104及105條，如何能夠應用於迷你債券及其他雷曼相關結構性產品呢，高先生？

**高秉忠先生：**

或者我首先澄清一下，證監會內有兩個單位，一個是公司融資部，一個是投資產品科，審核這些產品。但其實如果說用法例，是兩方面都有權用兩條不同的法例，不是說公司融資部就一定要用公司法，投資產品科一定要用《證券及期貨條例》，其實是兩方面都有權力去用，只是在分工方面，當時的政策就是，如果有一些產品入來是屬於所謂 shares，即股票，或者 debentures，即債券，而是由公司發出的，那麼就由公司融資部那方面做。但是，同時，其實我們看到他們正在做這些所謂 structured notes 的結構性票據，同時亦有一些類似，即是公司融資部，類似 structured notes 的產品入來了，是一些所謂 structured investments，即大致上產品的風險等諸如此類是很相似，只是那些產品製造商不用票據形式包裝那些產品，所以沒有跌進公司法而已。但是這些東西因為比較類似那些結構性票據，所以其實都去了公司融資部。

另一方面，投資產品科這方面，其他產品，譬如結構性的銀行存款、結構性的保險單，就會跌進投資產品科。所以我想再重複一次，其實兩邊都有用兩條法例，只不過用起來的時候，大家以不同的方法或不同的所謂approach去用，一邊用兩條法例都只是用披露，我們這邊(即投資產品科)除了披露之外，再加結構性的要求或requirements，其實只是這個意思而已。

**主席：**

剛才你說"跌進"的意思是誰選擇它跌進哪一邊？高先生。

**高秉忠先生：**

通常來說，譬如外面的銀行、產品製造商，它們會經過律師或其他，查詢究竟如果有一隻這樣的產品，應遞交到哪一個部門呢？無論哪一個部門接到這些查詢，我們都會問清楚究竟是哪種形式的產品，然後決定它到哪裏。有些情況真的可能要開會談一談，然後才知道它跌進哪裏，但是，很簡單，如果是shares and debentures，即股票或債券，而是一些公司發行的，是一些我們所謂的initial public offering，這樣就一定會跌進公司融資部。

但我剛才又提到，同一時間有些很類似，但包裝成不是notes，即不是票據產品的，公司融資部當時收到查詢的時候，因為覺得它們很相似，他們正在做票據，於是便提出不如也由他們做。其實因為當時他們未有我們叫作PIO，即《保障投資者條例》下的權力(後來變了《證券及期貨條例》裏面的section 105的權力)，於是便寫了一份paper去board(即董事會)，要求取得這個權力去做那工作，所以後來形成，除了這些票據之外，有些類似票據的物體——其實我在statement內都有說到——類似票據的物體，他們都有做認可，但以當時來說，即03年之前，就是用了《保障投資者條例》裏面的section 4(2)(g)去批核，但仍然堅持用披露為本的原則。

**主席：**

高先生，你剛才說"我們決定它去哪一邊"，"我們"的意思是指甚麼？抑或有另外一個部門，即是任何產品進入證監會都先做的過程是它一定是走哪一條路線，應該去這個部門抑或另一

部門呢？是否有另外一個單位，抑或是它到哪裏便由哪裏去審核呢？

高先生。

**高秉忠先生：**

是，其實對外面的銀行或其他生產商來說，它們都有少許混淆，所以很多時候，有些屬於票據的產品，本來是公司融資科正在做的，但人們也可能會到來向我們問："是不是你們做的？"想遞這些東西進來，我們便告訴他們這是公司融資部正在做的，於是便將它轉介回去。

相反，有些產品是投資產品科正在做的，但又到公司融資部那邊詢問，或是有時候遞進來，他們便會交回我們這邊做，所以無所謂一個集中的單位先接所有申請，然後由該單位去決定，並不是這樣，是人們有時放對了，有時放錯了，如果放錯了，我們便將它轉介回去另外一個部門。

**主席：**

高先生，你都覺得是一個比較混淆不清的一個制度，是嗎？

**高秉忠先生：**

事實就是有這樣的情況出現。

**主席：**

那你有否提出過要改善這個程序，令它清晰一點，又或許有否試過與企業融資部大家商量一下怎樣界定呢？彼此界定之後，令那些產品一開始就進入適當的部門，並不是部門之間有一個混淆的情況出現。

**高秉忠先生：**

我想我們可能一定有談過，部門之間一定有談過，但當時，最重要就是這些產品，即所謂結構性產品，當時是比較新的現象。我剛才都有提到，最初的時候，譬如融資產品科，他們最初的時候只是做票據而已，後來看到有些類似票據的物體，他們也想取來做，就是因為市場在不斷變更，變成在界定方面可

能不能.....即當時對證監會來說，兩個部門其實都是.....那些東西都是新的事物，所以變成都需要有少許時間，大家磨合一下，譬如就我剛才說，他們一向做票據的，但有些類似票據的東西，他們也想像，因為他們覺得與之前做的票據差不多，所以這裏是有少許磨合的情況，我們內部都有談過這個問題。

但其實，整體來說，是否很大問題呢？即那些產品遞進來的時候，去到一個錯的部門，其實並不是很大問題，因為無論哪一個部門接了，如果知道是另一部門做的，就轉介過去，可能只是錯過了一天的時間而已。所以，我們沒有就這個問題，說一定要開大會，然後很清楚地告訴業界，諸如此類，沒有做這工作，但是真正造成的不便，我想不是太多。

**主席：**

嗯，OK。

高先生，剛才我問的問題，可否請你再清楚一點回答呢？我的問題是《證券及期貨條例》第104及105條，如何能夠應用於迷你債券及其他雷曼相關結構性產品？你可否清楚回答這個問題？

**高秉忠先生：**

好，最主要其實是105，如果以《證券及期貨條例》來說。我上一次都有提過，《證券及期貨條例》裏面的全面禁制，其實在103。那全面禁制主要大致上，用我們平常人的說法，就是任何人不可以向公眾發出一些邀請，這些邀請包括各式各樣的邀請，可能是用文件或其他方式發出的邀請，誘使人去.....或擁有這些邀請以誘使人去買賣證券或參與一些我們所謂regulated investment agreement，在法例裏面有define的，或是一些集體投資計劃，所謂collective investment scheme，所以有了這個禁制之後，就變了.....對不起，我再加一段，就是除非這些邀請是受到證監會認可，那便OK，那便又提到section 105的認可，所以意思就是說，如果你是受制於這個禁制，你就要做一些事，或是你屬於禁制下面所列出的豁免的其中之一，你便可以不上來，然後接着向公眾發出邀請。

那麼，section 103這段，如果你要不受這個禁制影響，一是跌進其中一個豁免，否則就拿你這些邀請 —— 這些邀請可能

是文件、廣告，諸如此類，其他所有形式——將這些邀請拿上來我們證監會批核，我們便會根據我們的要求去披露，即披露要求，或者如果我們覺得structure(即形式)裏面有些不同，譬如保證人，我們有些要求是關於保證人的。如果你可以符合，我們便可以認可。

認可的權力就是在section 105，將你這個邀請認可，但在認可的時候，其實你看得很清楚，在認可的時候，我們是可以impose any conditions we deem appropriate或Commission considers appropriate，我們就是用這些權力，就是放一些披露的條件及放一些所謂結構性的條件。我剛才提到其中一件事，最典型的就是保證人，如果你是基金，就有基金經理人，諸如此類，一大堆這些東西，我們就會在那個時候，即是看了你的產品之後，就放下去。

所以很簡單，如果雷曼來了，即迷你債券來到，如果迷你債券，因為它是notes(即票據)，所以同時又會受公司法的禁制，因為公司法的說法(計時器響起)就是如果你是一間公司，而你發這票據或股票，你便要做一本所謂prospectus出來。這本prospectus就是會有各樣的披露等等其他的東西，即有一些條文。因為迷你債券是票據，於是乎又受到公司法的禁制。你在公司法之下是有一大堆東西要守的，包括弄個prospectus出來，然後交上來給我們認可；認可之後，交給公司註冊處去註冊；經註冊之後，你就可以向公眾發出這些邀請了，即這份東西。

我上一次提到，在公司法下面其實有給予證監一個權力可以impose condition，可以附加一些條件進去的。我在statement中有提到，應該是342A，那裏是說，如果你這個公眾的offer，即public offer，是用一個prospectus的形式issue的，而如果你又對Commission有要求，說有某些公司法所特定的一些規條我是守不到的，譬如section 44A(2)、section 342(1)、section 342(3)，那麼證監會在答應豁免這些條款的同時，是可以impose conditions (if any) as the Commission thinks fit。我們其實可以利用這一個權力去impose一些conditions，譬如包括這些披露的conditions，即是那些條件，或者是一些structural的條件。

同時，如果我們看342A(2)，那裏還有一個更大的豁免權，就是證監會可以就着某些形式的公司，或者是某些形式的.....譬如我們用產品來形容，就是一次過全面地豁免這種東西，但

可以用另外一個方法，譬如很簡單，我可以馬上想到一個典型的例子，就是我上次有提過的mutual fund。Mutual fund，因為互惠基金是以公司形式出股票的，所以就會跌進CO了。我們當時的做法就是說，我們用342A一次過豁免了這些mutual fund.....這些shares的prospectus在公司法下面須符合的那些要求，我們豁免了這些東西，但它要同時subject to我們其他那些authorization的requirement，於是便將那件東西跌進我們那個unit trust/mutual fund的code裏面的requirement，其中有披露的要求，有結構性的要求，這就是其中一個方法。

再加上，我亦有在statement中提到，其實，這些票據也好，mutual fund出的shares也好，它們除了prospectus之外，還有些廣告交上來給我們批的。在批廣告的時候，在公司法裏面，其實是沒有批核廣告的權力的，而是要在03年之後，在《證券及期貨條例》出現之後，利用這個《證券及期貨條例》section 105去批這些廣告。Section 105同時亦有賦予證監會一個權力，去就着這些廣告裏面所謂matter that relates to這個廣告，就着這個廣告裏面的那個matter去impose一些condition。所以，如果你是票據，在我們認可prospectus的時候，就已經有這些豁免權，然後在豁免的時候，我們有impose condition的權力。同時，如果這些票據有廣告出現，我們亦可以利用批核廣告這個權力，去impose .....去賦予一些conditions，這些conditions就是指那些requirement，無論是disclosure，即是披露的要求，或者是結構性的要求。這大致上就是section 103、105，以及CO即公司法下面的禁制。

Section 104是很特別的，很多律師看了很久都不太明白。Section 104是特別為.....我剛才所說的3種東西 —— 證券、regulated investment agreement 及 collective investment scheme —— 是特別為最後那種所謂collective investment scheme而寫的。Section 104的寫法很簡單，就是說Commission可以authorize，即是可以認可collective investment scheme，again又是subject to conditions，即是Commission considers appropriate including any conditions on the matter that it relates。Section 104為何存在呢？並不是說如果你要向公眾發出邀請，叫人參加一個集體投資計劃(即collective investment scheme)，就一定要取得section 104的。因為SFO的禁制，即那個條例的禁制是section 103，就是說你不可以向公眾發出邀請。而那個remedy，即是補

救方法，是可以拿那些邀請進來，或者文件，諸如此類，讓證監會用105認可。經認可之後，你就可以發出了，基本上已經可以出去售賣了。

Section 104 是用來做甚麼的呢？這就要看回 section 103(2)(a)。Section 103(2)(a)大致上是這樣說的，如果你是屬於 Type 1、4、6，或者是已向我們領了這3種牌的持牌人士，你便可以就着一些證券向公眾發出一些邀請，而無須向我們證監會取得認可。好了，這個 mutual fund 的 share，即是它發出的股票，股票是證券，所以，如果我們不找些東西包着，就變成如果你是屬於 1、4、6 類的持牌人，你就可以向公眾發出邀請，叫他們去買這些集體投資計劃了。所以，103(2)(a) 的寫法是在後面留有尾巴的，103(2)(a) 是說你如果屬 1、4、6，你就可以發出邀請了，如果是就着證券的話。如果你所有屬於證券的東西，譬如 mutual fund 的 shares 都是證券，你就可以出去，那就會死的了。於是乎你就要看看 section 103(11) 了。Section 103(11) 的說法就是，section 103(2)(a) 那個對 1、4、6 的豁免，是不 apply to unauthorized 的 collective investment scheme 的。

這幾個條文加起來的效果是甚麼呢？就是說，很簡單，如果你是屬於集體投資計劃，而你沒有交上來給證監會根據 section 104 去批的，雖然這些集體投資計劃，譬如 mutual fund，它發行的那些東西，譬如說股票，雖然股票是證券，但 1、4、6 類那些持牌人不可以自行發出這些邀請，除非這個集體投資計劃已經受到證監會用 104 去認可。

其實，104 主要是用來 make sure 103(2)(a) 這一條豁免不可以被濫用在一些我們未認可的集體投資計劃。是否很複雜呢？

**主席：**

高先生，你都很努力用了 9 分鐘時間回答我，就這一點。這點其實是我的問題的一小部分而已。我可否請你會後書面寫出你剛才提到有關 103、104、105 這幾條有關的條文，或者其他資料可以提供給我們的，書面形式給我們，好嗎？讓大家容易一點明白你箇中的詳細資料及具體安排，這樣可幫到我們委員，謝謝。

**高秉忠先生：**

OK。

**主席：**

接下來，在排隊的是……黃定光議員未出席，石禮謙議員未出席，甘乃威議員先吧。

**甘乃威議員：**

主席，我想問高先生，因為你第7段那裏有提到，你在05年已經成立一個叫做Harmonization Project。因為你早前一直都在說，因為在兩個不同的部門上出現審批不一致的情況，所以……你在第7段特別強調，after Ashley ALDER，那個Executive Director，即是公司融資部的Director離開了，你就在那個工作層面成立到……開始了這個所謂Harmonization Project。

第一，我想問的是，究竟你何時提出了這個要求？所謂要求，既然兩個審批有不同的情況了，你何時提出要求，是否大家應該要將它統一呢？你何時提出要求？你向誰提出了這個要求？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

05年為何是一個很重要的時刻，令到終於可以……其實兩個部門對批核或認可一些產品用不同的準則，這方面其實大家都知道的。不過，我想各位議員翻閱我statement的其中一個附件，就是附件XI。附件XI其實是01年11月時出現的，如果我沒有記錯，01年11月時，就是第一批這些所謂票據產品出現的時候，而去到融資產品科時，正如我剛才提及，這東西在市場上其實比較新，所以當時公司融資部很努力地找出究竟發生甚麼事，接着要用甚麼方法批核，諸如此類，寫了一兩篇commission paper，表示他們看過公司法，其實很多地方不夠flexible，相比當時的《保障投資者條例》，因為當時未有SFO出現，於是寫了很多這類型的文章，但我們看畢之後，覺得他們好像不大熟悉我們一直以來怎樣處理譬如在公司法下，即跌進公司法的產

品，他不大明白那practice。於是，最後的附件是甚麼呢？便是當時的法規部，不是.....我們稱為Legal Services Department，我不知道中文翻譯是怎樣，即法律部，訪問了投資產品科和各方人士，研究後寫出來的，這可以說是在這件事上，兩個部門的第一次短兵相接。

好了，寫出來之後，結論基本上是，其實公司法，如果你用得適法的話，也可以是很flexible的，是可以做到的。但是，大家看了attachment之後，你會發覺那attachment被人劃到"花晒"，那是當時的公司融資部老總劃下去的。他的回應是，我相信我也不太適宜讀出那些comment，因為可能有些比較粗鄙的。自此之後，基本上兩個部門沒有甚麼溝通，尤其是高層，我們自己部門內或者部門與部門之間，即working level，那些人是有溝通的，但自從出了這份文件被人劃到"花晒"之後，便再沒有人兩個部門之間正式提出一些意見或其他。

直至05年，為何05年會這麼重要？就是因為04年時，公司融資部換了一位領導人，於是乎兩個部門終於願意坐下來談關於這兩個approach，兩個不同的方法，是否應該走在一起、要協調等等，所以才弄了一個.....

**甘乃威議員：**

高先生，我剛才的問題.....

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

你提到01年開始知道，但你有否與你的上司，你是何時與你上級提及是有不同，大家會否有機會坐在一起談談，你有否提過？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

在部門之內，我與上司和同事已經談了很多……

**甘乃威議員：**

OK，明白。

**高秉忠先生：**

一開始已經談……

**甘乃威議員：**

明白。

**主席：**

甘議員。

**高秉忠先生：**

但問題是，一出第一炮就已經……

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

知道。我想問，當這個Harmonization Project完成之後，大家的結論是否將你一向也有提及的所謂structural requirement這些東西在日後實施，兩個部門都會同樣地……這些差異，都會同樣地一同實施呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

你是說他們在09年9月發出的那份諮詢文件……

**甘乃威議員：**

不是，我們現在是說05年那……

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

Harmonization Project完成了……

**高秉忠先生：**

是的……

**甘乃威議員：**

完成之後……

**主席：**

請兩位不要對話，通過我才可以發言。

**甘乃威議員：**

不好意思，主席。

**主席：**

先是甘議員。

**甘乃威議員：**

主席，我的意思是當你的Harmonization Project完成後，你們那project小組的結論，是否一如你一直所說的structural requirement這些要求，都會在CFD，即會在公司融資部內實施，即這個小組的建議。

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

很可惜的是，這個小組只是做了一些我們稱為background work，即基本的動作，譬如將兩邊現正採用的不同方法進行comparison(比較)，顯示出已經有披露和structure的issue，已完成了這些ground work。我們投資產品科甚至做了一份草擬守則，當時的名稱是code on investment-linked product，我們投資產品科將我們的東西全部放入這份所謂的草擬守則，但問題是，這是working level做的事，大家來來回回地浪費了差不多一年多時間，才做到這些工作。最後，如果沒有記錯，應該在06年，正式地，公司融資部終於承諾將這項工程放入當時我們每年整個證監會有的一個工作計劃，不同部門各自將自己承諾要做的工作加入其中。

**甘乃威議員：**

主席，主席。

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

這點，高先生，其實上次我也聽你說過了。

**高秉忠先生：**

是。

**甘乃威議員：**

我只是想知道那個Harmonization Project的內容，因為我看不到那些資料會有……給我們看得到的，當然，我知道它最終是沒有實施的……

**高秉忠先生：**

是。

**甘乃威議員：**

因為我見到你有些電郵也提過它沒有實施。但是，實際上，究竟內容是甚麼，可否提供一些資料給我們？一如你剛才所說，因為在09年，證監會有一份諮詢文件是有關改革制度的，你可否亦說一說，譬如舉出一兩點是你當時已經提出來，而在今次這份諮詢文件當中也有的，當然，你不會完全記得所有東西，但有否一兩點你可以提出來的，是你的Harmonization Project完成後，當中的內容，在這份諮詢文件中亦有的呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

很簡單，我們當時做了一些comparison，已經發覺大家有分歧，我剛才亦提到，我們投資產品科已完成了草擬守則，加入了我們的東西，其中包括一些structural requirement，譬如對保證人要有何要求，即香港銀行，諸如此類。最後，兩個部門如果當時這個所謂的協調工程，真的到最後可以做到的話，結果究竟會是怎樣，是投資產品科遷就公司融資部而棄掉所有structural requirement，只是用披露，還是反過來，公司融資科接納投資產品科這些形式，我真的不能預測。如果你問我，我很有信心是依照投資產品部的。但到最後，還是由那些老闆決定究竟怎樣做，但很清楚，今次發生這件事之後，你看到他們在09年9月時(計時器響起)發表了你剛才提及的草擬之中，對這些structured product的code，很明顯已經全部加入了這些structural requirement，即其實這東西是對的。但你說，假設當時的協調工程成功，以當時的氣氛，即以產品為先，最重要是"出"，最重要搞活市場，會否因為可能是政府政策，可能是我們的傾向，即委員會的傾向，令其覺得："嘩，我們投資產品科這麼多要求，這麼多這麼高的門檻，不對，不重要的，可能要拆掉"，我不知道，是可以發生的，即以當時的氣氛來說，我真的不敢說。

**主席：**

OK，接着是涂謹申議員。

**涂謹申議員：**

主席，高先生很着重所謂的structural requirement，我想問，你可否有一些……當然你說現時新的諮詢文件就能證明其實原本當時你們的部門所提議的其實都應該應用於兩個部門，以統一標準等等。我明白你的主題，但是我想問，有沒有一些內部文件是你記得，我們可以問證監索取，能很清楚顯示例如你們的部門是有這個所謂structural requirement的要求？有些甚麼文件是可以證實，因為當時你是"阿head"，是嗎？能……

**高秉忠先生：**

其中一個"阿head"。

**涂謹申議員：**

……證實這點的呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我其實上一次都有提過，其實都不用問它索取的，我們上網，所有投資產品科發出的守則，無論是單位信託基金(即unit trust)、mutual fund、MPF的product code、與投資有關的保險產品的守則、投資移民的守則，所有這些守則全部都有結構性的要求，沒有一個是沒有的。

**涂謹申議員：**

OK，這些就是公開的文件。

**主席：**

涂議員。

**高秉忠先生：**

是。

**涂謹申議員：**

OK。有沒有一些是有別於這些公開文件，能進一步更加可以鞏固……例如你說，有些不一定是守則的，你上一次回答某些同事時，你說可能如果有一些新的product，你裏面內部都有一些……

**高秉忠先生：**

有些internal……

**涂謹申議員：**

……所謂guideline的，這些guideline有沒有公開的呢？

**高秉忠先生：**

有些guideline……

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

……沒有……sorry，不好意思。有些guideline是沒有公開的，有些是內部操作用的，因為正如我剛才說，我上一次有說過，有些產品可能是太新的時候，我們根本來不及出一些code或其他，就要因為市場的要求，所以我們就已經會內部做一些guideline作臨時用途。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

高先生，你可不可以下一次也好，用書面全部寫出你覺得那些沒有公開的guideline，可以令我們相信或者可以證實你所說的是有一個這樣的要求的呢？

**主席：**

高先生，可不可以書面提供那些資料？

**高秉忠先生：**

其實我的attachment內有的，就那個.....

**涂謹申議員：**

你可不可以告訴我是哪個attachment？

**高秉忠先生：**

我們有個internal.....其實最relevant to這件事的，即當時.....

**主席：**

第幾號？

**高秉忠先生：**

先讓我看看。

**涂謹申議員：**

是否第VII那個叫做Fifth Discussion Draft那個guideline？

**高秉忠先生：**

先讓我看看。不是，這是關於如何監管中介人的suitability的guideline。

讓我先看看。有個關於Harmonization Project.....

**主席：**

請不要說出來源，請不要提出來源，只可以指出號碼。

**高秉忠先生：**

明白。我提及Harmonization Project時，貼上了一個attachment，先讓我找找。

OK，在第I附件，一共有兩個電郵，在下方的電郵有些附件，當中其實包括.....即有3個附件，兩個所謂比較的計劃及其他，然後接着下面的就是我剛才提到一個草擬之中的所謂code on investment-linked product的附件。其實你們委員會如果想的話，可以問證監會取這些附件出來，就會見到那個internal guideline。

**涂謹申議員：**

是的，高先生.....

**高秉忠先生：**

是。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

.....我們正是.....我就是想，或者我們委員會可能打算索取，你可否具體指出是哪一頁、哪一句、哪一行，好嗎？

**高秉忠先生：**

我沒有一些.....

**涂謹申議員：**

不是，你現在說你這個電郵裏面是有的。你可否具體說出在哪裏，好嗎？因為那個attachment，你的super link，你原本的電郵內當然有，但我這張是白紙.....不，這張是紙，不是電腦，我不能夠click進去的。

**高秉忠先生：**

是。

**涂謹申議員：**

那你告訴我是哪一個，好不好？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

是。那個internal guideline就是code on investment.....即code on ILPS-DD1那兒。

**涂謹申議員：**

你在哪兒看到？

OK，我讀出來，是否Attachment I？就是那個.....英文就是code on ILPS-DD1 [051119].doc那份，是嗎？

**高秉忠先生：**

對了。

**涂謹申議員：**

OK，除了這份之外呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

除了這份，便沒有了，這就是與這些所謂structured product最類似的一種產品，因為這code裏面本來就是想.....即這個守則本來就是想將兩方面的結構性產品，尤其是我們當時叫investment-linked的product，將它兩方面不同的要求統一化，所以就變了當時我們在做的是甚麼呢？就是各自將自己的東西放進去。這個code，我剛才提出的這個attachment，裏面就是包含投資產品科就着我們投資產品科所收到的結構性產品，譬如用銀行存款形式的，就這種形式的產品我們有甚麼要求，就放了進去。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

好了，我想問.....主席，這裏寫的就是，這個是兩.....應該說，你剛才說的就是，是一個草擬，即一個draft code，想把兩邊對齊，即等同、把它等齊，對齊了。可是，這一個code是不是基於原本你們那部門是自己有一些code或guideline而寫出來的呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

是的，是一些基於我們那個 internal guidelines on investment-linked deposit的guideline寫出來的。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

那這個guideline的名稱有沒有在這份你的證詞裏出現過？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

先讓我看，我不記得有沒有在code那個出現，但是.....

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

不緊要，你現時可不可以.....主席，你現時可不可以告訴我們那guideline的名稱？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

那 guideline 的名稱就是 in..... 因為可能有些字方面的分歧.....

**涂謹申議員：**

大約，最好的、最好的描述。

**高秉忠先生：**

是，最好的描述應該就是 internal guidelines on investment-linked ..... either bank deposit or investment-linked product，大約是類似的名稱。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

除了你那部門公開的守則、這份你剛才說了最好描述字眼的 guideline、在你那附件I裏所說的 draft code，還有沒有可以在我們問證監白紙黑字可以看到你，證實你那講法，說你的部門一直以來是有一個比較嚴格的標準？那個標準是甚麼？是不是可以應用於兩方面，還有沒有其他可以叫我們索取的呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

其他的應該全部公開了，就是在我剛才說的那些 product code內，在網頁內可以 check 到的。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

主席，我接着的問題就是，你上一次回答劉慧卿議員的時候，你說當時有一些所謂主席越了幾級，直接下來問你們要一些叫做——你的字眼叫quick wins——我想問，你可否告訴我們，你這個觀點是如何……譬如他說要開放那些product，究竟與我們現時所說，發生這雷曼迷債有甚麼關係呢？是否有一個but for test？即要不是證監或政府——不知道哪一個——要這樣將它開放了，是否就不會發生雷曼這次事件？或者那個程度、可能性，你可否分析一下呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

這個問題，譬如說政府的政策如何影響證監高層的方針，如果有影響的話，影響方針之後，是否就是因此而令到雷曼事件發生？這些串連的關係，是我都想知的問題，所以你看到我的statement裏面，其實我都是提出這個問題，究竟有多少個因素影響(計時器響起)有這事件發生呢？譬如說是否因為政府的政策當時是這樣、這樣，所以令證監高層有這樣這樣的表現……

**涂謹申議員：**

主席……

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

……不好意思……

**主席：**

你問完這條問題吧。

**涂謹申議員：**

很簡單，我們請你到來作證，不是請你到來說你想知道甚麼，我是想從你身上協助我們知道一些公眾想關注或利益的事。那麼，既然你提到，所謂越級下來問，然後因為政府似乎是有些特別事情想做，而改變了一些政策或其他等，從你的角度、從你的經驗、從你在內部已經這麼長時間，你覺得是否有些程度會加速或危害、或會接近、發生了我們這次雷曼的事件呢？這是我想問你，不是問你想知甚麼，好嗎？你可否協助我們.....因為你這麼有經驗，你是有些識見、有些看法，我們想問你的看法，最好是基於一些事實，把事實也說出來，好嗎？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

以我個人意見及看法，根據我在證監會有19年經驗，我覺得是有關連的。

**涂謹申議員：**

如何關連呢？

**高秉忠先生：**

那關連就是，我上次也有提到，很簡單，我從來在證監會，除了01年開始，即那次事件——主席直接越過我的老闆(兩層的老闆)下來，向我們求取quick wins，這是我以前在證監會從來未見過的。那究竟這個是否已反映到高層是很.....我不敢說是desperate，是很積極要交出成績給政府看，以回應政府表示要開放市場、搞活市場的政策？如果你問我，我以19年經驗，我覺得真的絕對有可能。

好了，如果真是政府的政策，令到證監會高層覺得要做點工作或快些做點工作，quick win，以回應政府。在證監會高層這種心態下，其實這個quick win不單是出現於01年該次的聚會，如果大家看看附件，正如我的attachment亦提到，其實不斷在公司內都有提及的。

因此，自自然然，如果公司高層這麼積極地，我不敢說是壓迫，即令公司的同事要提交一些"快贏"的"即食麵"方案，自自然然會影響到整體公司的操作及心態，諸如此類。當然，有些在公司任職已很長時間的老人家，好像我這類，便會被人認為是"硬頸"，諸如此類，"死頂"，說不行。但是，說不行便可能會有些"黑臉"，諸如此類及其他。但是，對其他同事，我相信壓力會更大，再加上，我當時有提及的是，01年連續有4個，其中3個是非常資深的高層離開證監會，取而代之的是3個完全沒有監管經驗的高層出現，他們無論是因為經驗問題，即好像是看CO，即看公司法，又或我們一向批核產品時的習慣，諸如此類。他們在這些方面的知識層面都是比較少的。再加上，如果當時的政府又開出一個這樣推、推、推的政策，那我相信，如果我坐在他的位置，都可能會發生這件事。

但是，當然我並不是，因為我是工作了很長時間的老人家。但是，如果我是一個新人，一個新的高層，又沒有監管的經驗，加入後又覺得自己要有一番作為等等，接着，當時政府又有這樣的政策，因此，我覺得是絕對有可能的。但是，我真是沒有直接的證據表示他一定要這樣做。

**主席：**

OK，劉慧卿議員。

**劉慧卿議員：**

多謝主席。主席，我都是跟進涂謹申議員這一點。主席，因為你剛才開始已經提醒證人，就說須就研訊有關事實作證，避免發表個人主觀的意見，或作出未有足夠事實支持的評論，尤其是可能對別人及機構的利益、名譽造成影響。因此，我希望高先生會提供一些實質資料給我們。在他的陳述書第18段，主席，高先生提到他有些同事，即ISD，應該是那稱為中介人監管部的。他說他們很嚴重地自滿，因為關於違規銷售這件事，他又問一個問題，這個是否因為他們管理層覺得證監會做得比金管局及保監好？

其實，我不是想聽你問的，我想你向我們提供證據，接着，你便說你老闆的說法——Stephen PO，他在04年有提出好像擔心沒有生意，因為生意全走到保險界這樣子，是否只是這方面

而令你覺得這個是呢？如果你有一個部門的人很自滿的處事，我們當然要很關注了。但是，我們需要一些頗實在的證據，主席。還有，在第20段，你更提到證監會的成立.....其實，你在上次也有提到，應該是一個獨立的規管架構，根據1988年Ian Hay Davidson 的報告而成立的，後來你在上次也指出，在01年開始便不務正業了。這樣，你便把這個跟所謂政治問責制拉在一起說，表示有些快贏的事情，又說他們不再關心長遠來說會有甚麼發生及其影響，亦指執行董事是由政府委任，是以一個短期合約，導致這些應該是專業的監管人受到巨大壓力，要按政府的路線辦事，以及政府叫它怎樣做，它就怎樣做，無須理會法定監管的目標。我相信這個是你的意見，這方面有甚麼證據證明？

其實，我們也要調查清楚，因為證監會的執行董事，是否在01年開始那個委任的做法是有改變呢？因為你說，其實開始有政治問責制，整個情況是否轉變了？你可否說多些資料給我們知道，謝謝。

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我先回答第一個問題，有關第18段，我手邊沒有一份文件，即由ISD的高層寫着，說我們是很complacent，我們不理這個.....是沒有的。但是，我為甚麼會很着重的quote and quote，即將這個電郵，這位高層所說的話特別在這處quote出來，這個便是我在證監會工作19年跟其他同事，即不同部門的同事都有接觸，尤其是在IIP，即我的Division下是有3個部門，一是我們的部門，所謂投資產品科；另一是發牌、另一是ISD，即所謂Intermediaries Supervision，所以接觸是非常、非常之多，每星期也坐在一起開會、討論問題等。我在第18段quote這個，為何要quote這段，這個就是我與他們一直工作了那麼多年所得的一個印象。再加上我在其他段落都有提到，很簡單，我們從公眾的角度來看，證監會在05年時，即在04年年底做了一些所謂theme inspection，即主題調查，在05年發出一份report(報告)，很清楚表示：嘩！我們調查了15間公司，接着很多很嚴重的問題——沒有documentation、沒有suitability test etc. etc.全部發表。然後，接

着在兩年後再做一次，同樣的但只抽10間，與早前15間不同的公司，有大公司、小公司等諸如此類，也是一樣有這些問題。

好了，從公眾的角度，這些全部是公眾的消息，從公眾的角度，我會問究竟證監會從頭到尾，在05年，如果之前不知道，我是不相信的。但是，即使之前不知道，其實做了那個 **theme inspection** 之後已經知道了，那麼究竟做了甚麼去防止這些事發生，或者提高水準打擊 **mis-selling**，諸如此類，究竟做了些甚麼呢？我看不到。但是，好了，07年的時候，即06年底去做，07年出 **report**，又是一模一樣的東西，那麼最後做了甚麼呢？就是出了一張《常見問題》，那個 **FAQ**，去回應這個現象。

我在 **statement** 裏亦有提到，其實在05年的時候，他們出了第一份報告，我已經知道根本不會有事發生的了，即對他們來說，一樣是這樣，下次又做過，所以我為何要主動 —— 我不是 **ISD** 的人，我不是看這些 **intermediaries** 的人 —— 我為何要主動提出要做一個所謂 **IA Project**，即打擊不良銷售的工程，為何我要主動這樣做呢？我沒有升職、沒有加薪，甚麼也沒有加、沒有做，我都要做，就是我覺得如果留給他們，最後的結果就是這樣，兩年之後又做個調查，接着又出 **FAQ**，然後兩年後又做調查，又有這些事情，又出 **FAQ**。但問題是，我從公眾的角度來看，這些事根本已經“通晒天”，個個都知道，而市場又沒有改善，究竟是甚麼原因呢？這個我也很想小組委員會去查證一下，究竟發生了甚麼事，為何會有這種心態。於是我在第18段，其實就是將我一直對他們工作之間的感受，用回他們自己的 **e-mail**，即高層的電郵所講的說話去回應。

**主席：**

劉議員。

**劉慧卿議員：**

20段。

**主席：**

高先生，繼續。

**高秉忠先生：**

是，20段。20段，在有政治委任制之後，對於證監會執行董事的委任方式是沒有分別的。因為法例說得很清楚，就是由Chief Executive，即行政首長，由他委任，但是他亦可以將這個權下放給財政司委任，即他有個delegate power給他。委任時通常都是一個短期合約，通常第一次應該是3年，然後可能1年、兩年去續這樣子。

很大程度上，以前未有這個政治委任制之前，都是這樣委任的，都有短期合約這些問題。但是，以前未有政治委任制之前，是從來沒有高層、主席衝下來跟我們說，要"快贏"、"即食麵"，是沒有這些情況發生的。我們跟政府的接觸，很少對我們所謂指手劃腳。很簡單，他們為何這麼怕，譬如ISD為何這麼怕做行動去打擊這些東西呢？我自己估計的其中一個原因就是，他們一出去做行動時，業界就會吵嚷，一吵嚷便可能找議員，或諸如此類，或找政府，那麼政府的電話很快就到，很快就到。

所以，我這樣想，以前是很少發生的，01年之前，或00年之前，這些事件很少發生，即政府經常都有電話來問這問那，問為何發生這些事，是很少有的。但01年之後，真的越來越多這些事件發生，包括高層很緊張地要"快贏"，甚至是主席走出去"攞"外邊的基金經理，去製造一個新產品出來。這些在以前，很老實，我由90年開始一直做到01年之前，是從來未見過的，但卻發生了。

所以，我只可以這樣將這些事放在一起估計，根據我的經驗和所見所聞，我就說，是否(計時器響起)因為這個政治委任制，所以令到部長們很着力地要交貨甚麼的，所以施壓力給高層，令高層有這樣的轉變？因為在01年之前是從來沒見過的。這些事情.....

**劉慧卿議員：**

主席，我很簡單說，因為我時間到了。

**主席：**

是，劉議員，好的。

**劉慧卿議員：**

我相信高先生明白我們這個委員會，如果我們寫報告，我們要下一個結論，甚至去批評政府當局或證監，我們是要有很堅實的理據的。你已開始講了一些事情給我們聽，我們上次都說過，關於沈聯濤四處好像去"搜客"的那些，我都看到；以及他下來要你"快贏"，我看到。但是，如果你可以用文件等，提供一些事實，譬如誰人何時打過電話，這些是很好的。打電話問甚麼呢？即每一件事，我們日後說出來要有根有據的。如果有這些推斷，又有這些根據，我們成立這個結論，我們便站得住腳。我們希望你，或者所有證人來到這個委員會，都是這樣去協助我們。我希望高先生，如果你記得起這些事，告訴我們一聲，是對我們很有幫助的。謝謝主席。

**主席：**

高先生，可否會後作書面的回應呢？

**高秉忠先生：**

我可以嘗試記憶。但很老實，我在證監工作了19年，真的有很多事發生過，誰人甚麼時候、政府打電話來罵，諸如此類，我當時真的沒有想過你們會成立一個小組委員會，然後可以傳召我上來，因為你不傳召我上來，其實我也不能說話，要傳召我上來，我才可以說，我真的不是在那裏做密探、偵探，19年全都記得，希望將來何主席會網開一面，傳召我上來，不是的。(公眾席上有人拍掌) 但我只可以告訴你.....

**主席：**

請肅靜，請公眾人士肅靜。

**高秉忠先生：**

我做了19年，我真的看見很多這些事.....

**主席：**

那你或許嘗試好嗎？

**高秉忠先生：**

我嘗試一下。

**主席：**

OK。

**高秉忠先生：**

我嘗試一下。

**主席：**

謝謝。葉劉淑儀議員。

**葉劉淑儀議員：**

主席，剛才高先生說了一個很有趣的論點就是，根據1988年 Ian Hay Davidson的report、報告，證監會應該是一個很獨立的法定機構，全世界都應該是，這些金融監管機構都應該很獨立。但是，高先生或者留意到，現在全世界都是越來越政治化，對嗎？即譬如BERNANKE也差點不可以留任，所有議員都要看羣眾的，對嗎？所以，這種你感覺上越來越政治化的現象，其實有沒有問責制，只要我們是邁向普選，日後出來選特首的人是有政綱的，他的政綱說要搞多些伊斯蘭金融，他當選了當然逼你做工作。其實，是不是一個社會越來越民主化，總難免有這些你感覺上政治干預你獨立運作的情況？說句公道話。

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我這樣看這件事，當制度越政治化的時候，如果你說一人一票，即普及而平等選舉，多些民主等諸如此類，凡是官員，譬如特首也是，立法局議員也是，所有官員都會做一些事出來回應大眾的要求，這是肯定的。如果你說這是政治化，這就是政治化，正如好像孫中山所說，眾人的事就是政治了。

但是，我在statement那裏，其實到了最後的結論，我是有一個提議的，就是說，如果我們可以將證監會的主要官員，這些執行董事的委任和再委任(即續約)的事宜帶回立法局，去做一個類似聽證會，即Senate confirmation，即美國眾議員的Senate confirmation，我覺得反而可以平衡了各方的利益。因為證監會，你看回整條法例，很清楚地，最重要、最重要的工作目的就是要保護投資者，維繫市場的穩定性，諸如此類，在functions and powers那裏只有一點點提到要facilitate innovation這一樣東西。但是，在證監會裏面，尤其是01年之後，我那天翻出那些年報，也很清楚的，之前的年報說到證監會的使命，全部都是說打擊罪案、保護投資者、maintain market integrity。然後到了01年的時候，就用partnership，跟industry要有partnership，即合作夥伴。然後，關於證監會要做的工作，就說執行SFO，即那個法例，然後是facilitate market development，十分凸顯了方便發展市場的function。

好了，我想回應劉議員的問題，就是說，很大程度上，我覺得由01年開始，證監所犯的問題是甚麼呢？不務正業。正業本來應該是保障投資者、打擊罪案、維繫市場的穩定性，諸如此類，很少很少方面才應是facilitate market development。但01年之後有一個很大的轉變，就是把所謂方便市場發展這一點放在一個很重要的位置。你問我是不是政府因為有政治委任制，諸如此類，令到有這些壓力出現，於是便這樣呢？你問我個人意見，我會說真的是絕對有可能的。於是乎，證監的高層因為要政府委任，政府叫他做甚麼，根本是很難不做的。你不做，你在任時已經很難受，你再續約時更難受，甚至會被人"飛"出來。但如果我們把他們的委任、續約等事宜放回立法局，立法局各方議員由不同的形式選出來，諸如此類，我不談怎樣選議員才更代表公眾的問題，但事實是，立法局內這60個議員是更能廣泛地代表大眾的利益。如果你把委任和續約的事宜放回立法局，你們立法局那麼多位尊貴議員便有機會可以make sure所聘請的人，第一是很有經驗，有足夠的經驗、對的經驗；第二就是，由那些人做的時候，你們會把保障投資者這個如此重大的任務，在委任和再委任的過程中，令到那些高層深深記在腦中。因為如果他一"爆鑊"，好像今次這樣，Martin WHEATLEY也好，甚麼人也好，一來到這個LegCo，獲委任也好，再委任也好，他就知道"死了"。

**主席：**

OK，因為高先生一直在發表個人意見……

**葉劉淑儀議員：**

主席，高先生是發表他個人的一些意見而已……

**主席：**

……回到政策方面……

**葉劉淑儀議員：**

……其實是政策方面的，我不與他爭辯了。

**主席：**

是，好的。請繼續。

**葉劉淑儀議員：**

我問回一些有關監管技術性的問題。高先生，在你的證供第7段，W23(C)的第7段，你說在05年便開始知道證監會意識到要搞harmonization，因為04年的thematic inspection——主題調查都發覺有問題，於是05年開始有個所謂Harmonization Project。我想問你，這個Harmonization Project與證監會在08年8月搞的諮詢——Consultation Paper on Possible Reforms to the Prospectus Regime in the Companies Ordinance有沒有關連呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

是沒有關連的。

**葉劉淑儀議員：**

嘎？有沒有？

**高秉忠先生：**

沒有，沒有關連的。

**主席：**

葉劉淑儀議員。

**葉劉淑儀議員：**

沒有關連。

**高秉忠先生：**

在01至04年，公司融資部基本上做了很多事情，即我們叫做公司法第一期改變、第二期改變、第三期改變——CO Phase 1、Phase 2、Phase 3，做了很多事情去修改公司法。劉議員剛才提到的那個應該是Phase 2，即是說對公司法修改的第二部分。那個部分主要的修改其實是加入了很多豁免，即大家看看那個修改後來的結果，就是有個所謂Seventeenth Schedule，第十七附件，在公司法下面列出以前沒有的一些豁免。有了這些豁免，意思就是說，如果你屬於這個豁免下所說的那樣，譬如你是offer給少於50個人，你的offer本身整體是少於好像是500萬或甚麼的，諸如此類，很多這些東西便不用再拿上來，甚至不用受公司法的規限，即是不用弄個prospectus，或者不用弄個prospectus拿上來給我們批、認可，然後去註冊。這些很大程度上全部都屬於放寬，而不是收緊。

**主席：**

葉劉淑儀議員。

**葉劉淑儀議員：**

主席，我記得在韋奕禮先生的另外一份證供，我現在手上沒有，但我日後都可以指明的。他亦提到他在06年已經準備了一些法律草擬——drafting instructions，把《公司條例》和證監條例的審批程序——大概好像你這樣的說法——harmonize、統一起來，我的瞭解是否正確呢？是不是真的其實當時的drafting instruction是想把審批方法統一起來？這是第一點。

第二點，你知不知道，他在06年做完了，當時發生甚麼事呢？他是不是坐着不做事，抑或給了財經事務局，財政司不做事？這是第二點。

第三點就是，你說他在04年的thematic inspection及兩年後的inspection一直發覺有很多問題出現，他有沒有告訴金管局？因為金管局是負責point of sale regulation，即銷售點，金管局是監管銀行的，包括銀行的職員訓練，那你知不知道你們證監會的高層有沒有告訴財政司、財經庫務局長和金管局呢？抑或明知有問題而真的完全不做事？我希望有一個較全面的圖畫。

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

第一和第二個問題其實是相關的，就是關於公司法的修改問題。在06年時，其實內部做了一些事或者作第三程……即Phase 3的修改。其中一個方案是，譬如把公司法內關於要求這些有prospectus，即如果你要向公眾推銷一些東西(計時器響起)，就要弄個prospectus出來，拿上來證監，即把這些東西撥入、放入《證券及期貨條例》等，在內部是出過很多這些文件的。其中一份文件就是IIP(即Intermediaries and Investment Products Division)，即我所屬的部門上面的Division，都就着它其中一份文件有個頗激烈的回應。我在上一次臨走前遞交了一張紙，就是那個由我們Division(即IIP的Division)給公司融資部的一個電郵，那裏夾着一份我們Division對他們就公司法這項修改的回應。為甚麼有那麼激烈的回應呢？就是因為他們在當時做那份東西，都還是沒有回應到structural requirement的問題。即如果他們要大修改公司法，之前又覺得不可以用公司法去impose一些structural requirement，去放進這些所謂很重要的結構性要求，那是不是應該利用這個所謂第三次改公司法，在作出如此重大的修改時，在那方面做工夫呢？即如果他們覺得之前公司法是不行的——但這點是我們不同意的，我自己一定不會同意，根本公司法是有權的。但是，如果他們認為是沒有權，現在要大修改了，那為甚麼仍不address這些issue？所以，你看到那個e-mail內的一大份東西，就是我們整個Division不同的人放了很多東西進去而湊成的，其中一“開檔”就是說，我們一早已講了

disclosure這個approach is inadequate，在page 1一"開檔"就已經講了。所以，我希望可以回應到，不知道是甚麼理由，你不要問我，你說是沒有經驗也好，甚麼都好，他們硬是覺得.....即他們從那些法例看出來的東西，與我們看到及正在做的東西是完全不協調，但他們堅持，在他們之下就要這樣做。老實說，兩個部門還真的是獨立運作，又有大家的老闆，又完全有法律上的權力，它是可以做的。那個thematic.....

**葉劉淑儀議員：**

呃.....

**高秉忠先生：**

.....因為我還沒答過thematic方面.....

**葉劉淑儀議員：**

請你繼續。

**主席：**

你答完它吧。

**高秉忠先生：**

至於他們ISD做完這些所謂主題調查，諸如此類，發現這些問題，有沒有正式或者很詳盡地 —— 那是一定有公布的 —— 有沒有很正式地、詳盡地向金管局或政府反映，諸如此類？我不知道。因為我不是ISD的人，我希望他們有，但我真的不知道。但是，我想強調一點，就是我很看重結果的，中間我不知道有沒有人做了工夫，但結果是甚麼呢？做了兩次 thematic inspection，然後出來的結果一模一樣，又是那樣子，但最後做了些甚麼呢？就是出了一個《常見問題》，出《常見問題》真是一個很嚴重的問題。因為就這樣弄一張FAQ，他們便扔上網或寄給持牌人，這種《常見問題》的形式並不是跌進399之下，不是code又不是guidelines，所以那個效力是成疑的。再加上這些FAQ上網之後，隨時可以在聽不順耳的時候，可能有別的想法時又給抹掉，又放過另一張上去，令到信息很混亂。所以，看到這麼嚴重的問題，出了這樣的現象，然後只不過是出一個FAQ去應付，我覺得是嚴重地不足的。

**主席：**

OK。就……

**葉劉淑儀議員：**

主席，主席，我問多一句而已。

**主席：**

很簡單喔。

**葉劉淑儀議員：**

聽高先生的答案，即是這些06年的法律修訂建議，第一，你覺得不足，你除了覺得不足之外，到底下落如何，你是不知道的，對嗎？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我只知道一點兒罷了，就是它出了那份東西，然後我們回應了，接着就沉寂了一段時期。之後再發生甚麼事呢？就我所見，之後就再沒有發生事了。但好像我記得，它們之後，如果看回網頁，它們最近是出了一個所謂第三期對公司法的修改的一些諮詢，但我沒有再跟進。我想說的就是，這個CO的所謂第一期、第二期、第三期修改，是公司融資部不斷在做，但起碼到我有機會評論的那段時間，它們都還是堅持公司法，即是沒有處理到它們認為公司法無權去impose structural requirement這一個最重要的問題。

**主席：**

OK。

**葉劉淑儀議員：**

即是你只知道內部有不同意見，至於有沒有拿上去給局，與局方如何處理，你是不知道的？

**高秉忠先生：**

不知道。

**主席：**

各位，我現在宣布小組委員會休息十數分鐘，直至11時10分。請各位準時返回會議廳，以便委員會有足夠法定人數繼續進行研訊。

在休息期間，請證人不要與其他人士討論他的證供。謝謝。

**(研訊於上午10時58分暫停)**

**(研訊於上午11時13分恢復進行)**

**主席：**

高先生，你現在繼續在宣誓之下作供，亦都想請高先生留意，因為經過26日那一節和今日的半節，開始看到你有些回應比較重複，而且有很多你個人的意見，以及很多時我留意到你沒有直接回應委員的問題。為了提高我們的效率，完成我們這一部分的研訊，請你集中回應委員的問題，精簡一點，不需要重複，因為我們是有紀錄的，謝謝。

現在，接着是余若薇議員。

**余若薇議員：**

主席，我繼續想跟進上一次我問高先生有關誤導銷售手法的問題。我手上有兩份，但我相信你都可能看過很多，這就是S32及S33，就是銷售迷債及Constellation的單張，即給消費者看的單張。我現在也給你看一看，我相信你，剛才我都說你看過很多。

因為你知道，你的說法就是，其實只是披露為本是不足夠的，這個當然是證監會一直的官方立場，就是披露便足夠，你就說要結構性要求。然而，就當作證監會說得對，總之披露便已足夠，要披露風險。我想高先生你告訴我們，因為你對於這些結構性產品，對於這些equity-linked的產品很有經驗，你看了這些給消費者的單張，你可否告訴我們，如果只是純粹以披露為本，或披露風險為原則也好，這種披露是否足夠呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我不是一個fast reader，即是我不是看東西很快的人，尤其是做證監這一行業，要拿着文件看很久，然後才會有些conclusion，但我覺得現在好像迷債的廣告，或是那些prospectus等，有一個比較大的問題——這個與結構性其實很有關係——就是人們看了廣告甚至是prospectus之後，他們比較清楚的就是他們在賭——不要介意我用"賭"字——即是正在賭一些東西，譬如某些公司不會破產，即不會有債項未能償還，諸如此類，即那些所謂trigger events。

譬如這張Constellation："本債券與以下8間著名機構之信貸相聯"，接着這樣這樣。那你看見，很明顯地，如果我身為公眾，我看了之後，我覺得，如果這幾間公司沒事發生，就沒事了，因為我賭的就是賭這些公司沒事發生。

可是，最後現在出事的，不是這些公司有事發生，是因為在結構上，投資者把錢投入之後，那些錢要購買一些資產，然後每年有些回報等等，然後，正如我上一次解釋的，經過一個swap counter-party，然後才去到投資者身上。

在結構上有這些複雜性的時候，就會牽涉到這些counter-party究竟如果有事的時候，會發生甚麼事呢？即是它會否影響投資者？可否領回錢？好了，這個counter-party如果是小的，就有個保證人，設下很有名的保證人，然後這個保證人如果死的時候，又會發生甚麼事呢？即是變了那個focus，即那個焦點，其實我覺得是錯的。你一方面，人們看完廣告等等，他們覺得是在賭這幾間公司沒事，原來不知道有其他公司，因為保證人，諸如此類，在它有事的時候，你都一樣會死的。

所以，正如我上次說買馬的比喻一樣，對嗎？你走去買馬，你以為買了贏的那隻，如果跑出了，就有錢收，但原來不是，因為你經過"外圍"買，那"外圍"死了，雖然你那隻馬贏了，你都沒有錢收。即我想這是一個比較大的方向問題，但真的不好意思，我真的沒辦法在這個時間讀完這些東西，然後告訴你有甚麼仔細一點的問題。

**主席：**

余議員。

**余若薇議員：**

是，不要緊。即是其實你都回答了我們的問題，我意思就是想知道即使我們以披露風險為本，你都覺得披露風險是不足夠，但當然，你看了這些單張，如果你有額外補充的時候，可以告訴我們。

我另外想問你一個問題，我不知道你能否幫我們，因為我不知道你19年在證監會曾否研究外國類似這樣的披露、批准產品或批准文件這類監管的手法或其準則。

我不知道如果你有這方面的經驗，可否告訴我們，為何香港會出現如此大規模的誤導銷售手法的指控和投訴呢？香港說的是數萬人有這一方面的投訴，牽涉的人，我們亦都看到，大部分是家庭主婦，很多是退休的長者，亦都有很多時候的情況可能是教育程度不是太高，但外國雖然都有投訴，但規模絕對與香港有天壤之別。你可否從你的經驗或你所知道的事實，可否替我們分析一下，為何香港的問題這麼嚴重呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我們說外國，譬如我們說幾個主要的金融市場：英、美、澳等。它們各自也有些不同的監管形式出現，但是，在很大程度上面，它們都有很多所謂的safe harbours，即是如果你屬於一些.....怎樣說呢？這樣說吧，反過來，如果你不想你的東西受到監管，你可以往一些safe harbour走，但那些safe harbour主要就是institutional investors(即機構性投資者)、professional investors等。

它們有這些東西讓人走，其實香港都有，不過現在正討論為何門檻這麼低，100萬美金就可以把不必認可的產品賣給他。這個我覺得是要繼續討論，當時設這條法例的時候，亦都有很多內部討論等等，但問題就是這些所謂結構性產品，在外邊很多

地方、這些主要的金融中心，都不可以賣給retail，於是他們在那邊可能是沒甚麼監管，他們的看法就是，如果你根本不是賣給普羅大眾，這些機構投資人等等，他們自己是有能力去保護自己，所以你何需投入政府的資源和能力去監管呢？

**余若薇議員：**

是。

**高秉忠先生：**

但是，如果反過來，那些主要金融機構，如果對一些真的可以賣給大眾的產品的監管，譬如我上一次有提過的英國——很典型——澳洲，這些所謂基金、managed investment，它們是要看的，即是有監管者去看，諸如此類。

再加上，對於基金裏面運作的人，譬如基金經理，諸如此類，全部是要properly regulated，要領牌，要有inspection等等。同樣，我們對基金等都有這樣的形式，即這樣的監管形式出現，以及有些地區，如果你在當地想發行基金也好，或是其他東西，你是只限於一些在當地有豎立.....即是有"檔口"、有set up business的人，因為基金經理，如果在某個地方設一些基金出來賣給當地，你便一定要在當地開一間分行，然後在當地領牌，諸如此類。

即是不同的金融中心都有這樣不同的方法去令到.....可能就算不看你的文件也好，但你的基金經理本身在這裏領牌，受到監管的時候，它是用這種方法，令到你要規規矩矩，諸如此類。

**主席：**

余議員。

**余若薇議員：**

高先生，我想，或者你可否簡單告訴我們，其實把關的應該是誰？以及問題出在哪裏？因為你指出很重要的一點，就是在香港，把這些很複雜的產品賣給普羅大眾，這是你用的4個字"普羅大眾"，但外國則不是，一般是賣給經驗投資者，即是你指出

的分別在這裏。其實把關的是誰呢？為何在香港會可以賣給普羅大眾，並非如外國般大部分都是賣給經驗投資者？

**高秉忠先生：**

是。

**余若薇議員：**

應該是誰做把關的工作？應該誰負責？為何香港會出現這個情況？是因為我們政策上有人要快贏，即是quick win、是因為證監不務正業、因為我們香港的投資者很"勇"，或我們的法例有漏洞？你可否告訴我們(計時器響起)這個問題？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

把關就不能否認，一定是證監會了，因為證監會在兩條法例之下，不單有權批，亦有權不批，是很清楚的，refuse authorization是非常清楚的。在批的時候，亦可以定下要求，你過不到我這個門檻，我便不批了。我批你的時候，我即使批，我都可以再加入其他condition，structural、disclosure之外，還有，譬如我們看回hedge funds——我上一次有提過，在statement亦有提過——在美國，hedge fund即是甚麼都沒有人管的意思。來到香港的時候，我們放了很多工夫進去，那些基金經理又要領牌，不單在香港領牌，可能在別的地方受到適當監管的，我上一次有提到，即是有那個所謂acceptable inspection regime，就是全部定下.....不同地方的基金經理，如果你在那處領牌都OK，因為我們跟它有相若的監管。即是你見到.....就算全世界的人都想來香港賣東西，你說他海盜也好，大鱷也好，甚麼都好，即globalization是會出現的。證監在看到這些情況的時候，就要作判斷。如果他們想獲取甚麼，如果他們想在香港賣，是想賣給普羅大眾，你那個規格就要適合普羅大眾的規格了。他拿一隻產品來的時候，可能本身譬如structure，諸如此類，不是很妥當，如果他都堅持想賣給普羅大眾，那你便在那處塞一些東西進去，給它一些要過的門檻，如果他想過，他便要改structure了，這個保證人不行嗎？我要找香港銀行保證才可嗎？那便看看他

能否談得妥，如果談得妥，便有香港銀行替它保證。這是我們的責任，這是證監的責任。如果它覺得完全改不到，我們便惟有叫它，這樣，你看看那些safe harbour吧，即是你看看有些甚麼路可以走，譬如賣給800萬以上資產的等等。這個是一直以來行之有效的方法，所以判斷是在我們證監方面。如果你是賣給retail，我守這關就要守得嚴些，如果你是賣給professional諸如此類，各式各樣的要求我們都可以的，不單是disclosure，不是structure，可以說你一定要最少投資1萬美元、5萬美元、10萬元or甚至就其他要求都可以放進去的。

**主席：**

OK，黃定光議員，不好意思，不好意思，還有.....先是陳健波議員。下一位，不好意思。

**陳健波議員：**

(收音不清).....有，有啊，聽不聽到？聽到嗎？

**主席：**

聽到，聽到。

**陳健波議員：**

我再說過。高先生，除了雷曼債券之外，現時還有很多非雷曼的CLN、ELN投訴正在處理中。但是，你做過外事部差不多1年時間，即是處理這些投訴。我想問，在這差不多10個月的時間，你處理這些投訴，即是在協助投資者投訴方面，無論在調查或判斷誰是誰非方面，遇到些甚麼困難？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

判斷誰是誰非有甚麼困難？我最後那8個月處理投訴，主要是將那些投訴整理，即整合了，然後交上去委員會那處，然後由委員會那些會員討論，然後下一步如何處理等，所以我沒有跟銀行談判，諸如此類，我完全沒有牽涉在那些方面，所以在

那方面沒有甚麼困難，即我是收齊那些東西之後，然後我們整合了，諸如此類。有些情況我們可能是要走去問那個投訴者，究竟發生了甚麼事等，然後可以再得到多些詳情等。但絕大部分，譬如以迷債來說，因為主要是投訴銀行，所以變成對於投訴銀行這些，我們第一件事就將他轉介去金管局。但如果那些投訴是關於我們持牌人的話，自從雷曼這宗事件發生之後，基本上所有關於雷曼的投訴，我們一收到，整理之後，就送去法規部，或是IS，即是Intermediaries Supervision那處，遞交給它們，由它們處理。所以我只是第一線處理而已。

**陳健波議員：**

OK，多謝。

**主席：**

陳議員。

**陳健波議員：**

是，你看到這個制度，如果聽你這麼說，你即是整合全部後，便交給不同的部門去調查而已。我起初以為你會參與調查，令到我們可以知道制度上有甚麼問題，有甚麼可以改得好一點。即使在你做的工作方面，你覺得在制度上，有甚麼可以改得好些，令這個投訴機制更有效呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

投訴機制本身，我覺得沒有甚麼特別弊端存在，那些人投訴，如果是關於發牌部便來到我們證監，如果他是關於投訴銀行的，那便可以先去銀行那處，或者去金管局投訴，然後如果我們收到是關於銀行的投訴，我們便轉介。制度本身沒有甚麼問題，我反而覺得，就是說雷曼事件之後，我覺得是很有改善的，即是對於譬如說其他部門，譬如發牌或查牌，即是Intermediaries Supervision那些部門的同事，相對我覺得是有改善的地方，即是以前很多部門都不是太願意接收這些投訴的，即是上到Committee那處"熬餐懵"，然後每個人你推我讓，諸如

此類。但是，即是現在有了改善。但你問我，如果還要改善的，真的是那個態度，是很重要。我以前未做投訴科之前，我在投資產品科都有坐這個Committee，是其中一個member，我是代表投資產品科。但是，所有投訴一旦進來，如果是關於我們部門批的產品，我們第一件事是不用談便立即拿回去研究。但對其他部門來說，很多時候都是不太願意拿起那些個案，這是態度問題，是工作態度問題。

我自己覺得，在這個過程中，其實是令到那些部門，譬如他們根本有人投訴某個發牌的持牌人，如果他們肯付出多些.....即是肯積極地去研究那些投訴，他們其實可以在過程中，知道多些，能知道很多關於那個持牌人的一些，譬如它們的compliance的culture，那些裏面的結構等。但是，他往往很多時候就是這樣推來推去，到後來就沒有很認真地處理。我覺得在這方面反而是有改善的地方。

**陳健波議員：**

OK。

**主席：**

陳議員。

**陳健波議員：**

是，多謝主席。我想另外問一問，在你文件W23(C)那裏，即是你交來的那份文件裏面，你看第21段，你又建議立法會積極爭取參與有關委任證監會執行董事，以確保選取適當人選，而這些人選的重要工作，其實應該是保障投資者利益，而不是.....我譯作"利便市場發展"。

在雷曼事件發生之後，有很多人批評，證監會批東西很慢，甚至是過分嚴格，即是可能拖很久，以及很久都不批出，亦嚴格得不得了，令到銷售過程長得過分，即是以前太鬆，現在則太緊，變成無論是買東西或賣東西的人，都覺得很多怨言。這方面，大家亦關注到，如果你一直是這般抓緊它其實並不困難，最困難是如何可以在適當的程度上，都可以方便市場。你亦強調，其實你頗反感的，就是說證監會沒有做到最重要是保障投資者那方面，而是比較多只是方便市場。但是，我看回那個SFO，

其實都有說的，我現在讀一段出來吧，這是《證券及期貨條例》第6條，其實它的標題叫做"證監會的一般責任"。它這裏提到，在第2條那處，"證監會在尋求達致其規管目標和執行其職能時，須顧及" 第一，"證券期貨業的國際性質及維持香港作為具競爭力的國際金融中心的地位的適切性"，即是說要留意的是，香港都是一個國際中心，它都有責任維持這方面。第二就是 "(b)對與金融產品及受該會根據任何有關條文規管的活動有關連的創新提供利便的適切性"，即是說在innovation方面，亦要協助。你看到，其實已經寫了進去，如果條文上有規定，它就不能夠一面倒。我想都明白為何，因為在香港，始終有靈活性，所以我時常覺得 —— 不過在這裏我還是不要說自己的感受了 —— 但你覺得怎樣可以取得平衡呢？大家都很清楚，一方面證監會有一項工作，要確保消費者不要受到傷害，但它事實上亦有責任要確保香港可以維持一個金融中心，因為香港的金融業務也養活了很多，很多人在香港買東西，亦可以根據風險去做這件事。你覺得在平衡方面怎樣可以做得好些呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我完全明白你剛才讀出的那段functions and powers。我不反對，我絕對不反對，證監會在保護投資者、維護市場完整性、諸如此類的同時，是要顧及到.....即是我們所說的"唔好阻住地球轉"，由89年<sup>[註]</sup>成立至今一直都有這個mind-set存在。但我們讀那條法例時，我相信我們要整體地讀。剛才議員讀了functions and powers的其中兩條，但如果你看看整項法例，主要精神是在regulatory objective那裏。Regulatory objective已在我的statement第13項中列了出來。Objective一共有6個，第一個objective有少許牽涉到我剛才說的"唔好阻住地球轉"的問題，就是maintain and promote the fairness, efficiency, competitiveness, transparency and orderliness of the securities market。這裏其實主要都是orderliness，即是efficiency、orderliness，但也有一點點可以被演繹為competitiveness。很簡單，competitiveness，即競

---

[註] 證人於會後澄清，席上作證時所述的"80年"應為"89年"。

爭性，如果你不容許多些產品、不同形式的產品、更多人進來競爭，那又怎會有competitiveness呢？所以這裏是有少許牽涉到"唔好阻住地球轉"的問題。

但是，我們看看之下的其他所有5個objective，全部都可說是與所謂便利市場發展無關的，即minimize crime、reduce systemic risks，諸如此類。這些都是很着重保護投資者和保護市場完整性，不要有這麼多罪案，諸如此類，是與這些有關。所以，我們讀那個法例時，我覺得應該整體地去讀。但我不反對，由89年<sup>[註]</sup>開始，正如我剛才所說，證監會從來都沒有忘記過"唔好阻住地球轉"這個問題。反過來，我想.....

**陳健波議員：**

主席，我試試看，我想問完最後一條問題，好嗎？

**高秉忠先生：**

我可否繼續回答你最初一開始的.....

**陳健波議員：**

OK，好的，但你要讓我問最後一條問題。

**高秉忠先生：**

行，我明白。最初的時候，那是一個很重要的資訊，我覺得證監會在發生雷曼事件之後，基本上完全停頓了(計時器響起)所有認可，無論是廣告或產品的認可，這是絕對錯的。我上一次亦有說過，他們停頓之後10日，我沒辦法可以說服他們再作考慮，這是我第一次辭職的原因。因為你既然停頓了整個市場，而原因就是之前他們應該要做的沒有做，即是有效監管，然後一發生事的時候便"發晒茅"，把所有東西停下來，好像地球會因為他們而停頓一樣，我覺得這不是一個好的監管者的風範。

---

[註] 證人於會後澄清，席上作證時所述的"80年"應為"89年"。

**陳健波議員：**

多謝主席。高先生，這可能是一件好事，因為"谷"了你出來做證人，對我們是一件好事，我意思是這樣。他們完全停頓了，令你看不過眼出來做證人，對我們的幫助很大，我相信是一件好事。

**主席：**

你是否還有最後一個問題？

**陳健波議員：**

我想講講，高先生，你有說過……

**主席：**

你這個問題精簡一點，因為時間過了。

**陳健波議員：**

是。我想問的這個問題是，你說你願意提供意見給我們，我們正在討論究竟應該由一個超級監管機構，即一個機構全權管轄這麼多個監管機構還是分幾個呢？我想聽聽你的意見。

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

在這個題目上，我也看了不少文章，有支持有反對<sup>[註]</sup>，各自都有很多很多不同的argument，但從我19年、近20年在證監會的經驗，加上我見到的工作文化、人們的心態等，我覺得香港絕對絕對要有一個超級監管者。原因就是，我見到的同事們的文化，其實我的statement都有一些quote是關於這方面，他們會覺得，如果銀行那邊做得比我們差，我們更不可動我們自己的持牌人，如果保險那邊又比我們差，即時常都會有這種好像是向下看的心態。

---

[註] 證人於會後澄清，席上作證時所述的"贊成"應為"反對"。

其實，現時市場上有3大陣營在銷售——銀行、我們證監會的持牌人，以及保險。這3個行業是用着頗為不同.....理論上，在銷售證券方面，銀行與我們證監會是用同一本守則的，但推行起來，很明顯地給公眾的印象是，正如詹議員所說，好像有些不同的表現等。但是，說回銀行、保險公司和證監持牌人，現在的情況好像是，如果隔壁做得比我們差，我們就不可以提升，因為不然就會影響他們的生意，或者他們會吵嚷，甚至去跟政府吵嚷。所以，如果不是為了其他千個原因，單單為了令香港在銷售這些產品的市場上有劃一、有不可推搪.....即監管機構有不可推搪的責任，單單為了這件事，我覺得都要有一個超級監管者。

**主席：**

OK。黃定光議員。

**黃定光議員：**

多謝主席。高先生，我想問一問，有關證監會審批金融產品，現在看來是有兩個部門，這兩個部門會因應《公司條例》和《證券及期貨條例》去審批有關產品，而出現尺度不同的情況。就迷債而言，好像雷曼迷債這類產品，它背後有雷曼國際評級3個A，在此情況下，會否就算用《公司條例》也好，用《證券及期貨條例》也好，審批都是獲得同樣通過的效果呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

好了，如果我們大家都同意，審批產品時除了披露之外，還要是結構性產品，基於大家這樣的共識。而這些結構性的要求，究竟要怎樣定呢？這個可以公開討論，諸如此類，大家可能會得出不同的結論，這個不重要。我覺得反而是，一，如果大家同意有這個情況，就是說一定要有這些結構性要求，便要就着這些結構性要求定出一些規矩。

二，我想說的是，如果我們用回當時迷債或結構性notes的產品在市場推出，交給我們認可然後"出街"的時候，在當時的時

段，這個投資產品科就着譬如保證人方面是有一個很明確的要求，譬如受到香港金管局監管的銀行，或者保險公司，諸如此類，是有一個很好的理由在當時這樣做。因為一個好的保證人，正如我在書面陳情書中也有提到，一個好的保證人不等於一間大公司，即balance sheet很大的公司。一個好的保證人，是一間受到妥善穩妥監管——我們所謂prudential supervision——的公司，譬如銀行那樣，令到一直有一個監管者監察着它每日的運作、它的reserve，譬如它發出保證給某個產品或某間公司，它又要符合reserve requirement，這個我們叫作prudential supervision。你的公司大，好像當時譬如雷曼也好，華爾街那些所謂大型投資銀行也好，那張balance sheet很大，但它們賭博的風險亦很高，我們說的是它們拿一元出來賭30至50倍，即炒孖展炒50倍，即是你所買的東西、賭的東西，只要市動變動2%，你的本金便全都沒有了。那個問題是，那張balance sheet很大是沒意思的，不等於它是一個好的保證人。所以，我想強調的是，將來我們再思考保證人要怎樣，諸如此類，那些可以繼續討論，但當時的情況，根本在證監之內已經有很清楚的，譬如投資產品科對保證人的要求，為何不用呢？如果他們公司融資科覺得要有這些保證人的要求，但覺得投資產品科的太嚴了，或者不合意，那便拿來討論，然後研究，接着定一些規矩給其產品的保證人。然而，我看不到有事發生過。

**黃定光議員：**

主席。

**主席：**

黃議員。

**黃定光議員：**

高先生說得很對，好的保證人，現時恰恰就是迷債方面，保證人是誰呢？大家都清楚，是滙豐，那滙豐不是好的保證人嗎？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我不知道黃議員為何會有個理解——滙豐是保證人。其實迷債的信託人就是滙豐集團的一個信託公司，但並不是保證人，如果它是保證人……

**黃定光議員：**

但一般市民是不理解這事情的，它把滙豐的招牌也搬出來，滙豐是香港一個這麼受人尊重，在金融界裏面具這麼重要地位的一間機構，它把其招牌也拿出來，亦都讓它用。當時如果是這樣的話，即使兩個部門審批用不同條例的話，效果是否同樣是一樣的呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我不知道黃議員指讓它用滙豐的名，在甚麼情況之下或者如何形容滙豐的角色，諸如此類，我想要拿一份東西來看，即某特定一份東西來看才知，但一直以來，譬如我收到的投訴或其他，都好像沒有談到滙豐是保證人或者有投訴人覺得有這樣的 *impression*、這樣的印象的問題。

反而，你問題的另外一部分，就是如果這產品是用當時投資產品科一貫的方式去批核的時候，我自己——你問我的話——我說我覺得結果會不同，就是因為……且不說其發行人、*swap party* 那些東西、那些人究竟是否要改，或者是諸如此類。單是保證人，我肯定當時如果投資產品科用回當時我們的準則去通過，我覺得過不得，是不能過的，即一些賭得如此天翻地覆的很大的投資銀行，不是一個當時我們覺得是可以過關的人。

但當然，現時他們出了那個草擬，即正在諮詢的那個草擬的守則，將這些甚麼 *triple-A* 等等的公司也放進去，與香港銀行、保險公司一併討論，究竟是否想事後再 *justify* 之前做的事呢？我不想用這個陰謀論，諸如此類，但他們放這些 *triple-A* 公司進去，說可以現時諮詢一下，將來這些可否讓它做保證人，我覺得這

不是當時迷債事件，在他們批核的時候已經在證監會裏面的共識，並不是。

**主席：**

黃議員。

**黃定光議員：**

高先生說的這點很重要。我亦都想問一問，最初有份參與迷債製作及市場推廣的新鴻基證券，在那間公司推銷迷債的數年間，那推銷手法是相當高調的，但它曾不只一次公開表示過，迷債只是適合一個追求低風險的投資者。在這個情況下，高先生你是否覺得他們這樣的做法，即那推銷手法，顯然是違反了相關的操守條例呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

任何一個產品，究竟是應該屬於高風險還是低風險、中風險？這個問題其實很複雜。是否所有事後虧本的產品就等於是高風險呢？我覺得不應該這樣說，反而身為證監的責任就是，要令到持牌人在銷售產品的時候，有一大堆東西要做，就是我在statement裏面說的suitability guidelines及其他的東西，就是銷售人(無論銀行也好，持牌人也好)，他拿產品回來之後，要做一大堆工作，譬如找個產品的專家去研究，究竟這產品是甚麼產品，即將它解構，是一個甚麼的產品，然後裏面有甚麼風險，有甚麼人或公司牽涉在內、保證人……即他要做一大輪這些工作，然後覺得這個產品是屬於甚麼風險，然後將這些風險……可能有些是risk-graded，我們所謂1至5，最低是1，最高是5，但這是由他們的專家去作判斷的。

好了，然後將這些 —— 如果他們覺得這產品是可以賣給其客戶的話 —— 然後將這些分析，諸如此類的資料，將作如何培訓，帶下去給前線工作人員。接着他們完成培訓之後，就構思究竟將這些產品如何賣給一些適合的客戶。這方面，我們叫suitability test，因為同一個產品，是一個高風險產品，不等於

一定是某些人……即問題是，有些客戶是屬於可以承受高風險的，或者他將1元當中只投5毫子、1毫子下去，於是這5毫子、1毫子因為是小部分，便可以投進高風險，而他又明白的，那他便可以將那些錢買高風險了。

這是一個很複雜的程序，那些持牌人及銀行，即所有銷售的人或者其公司是要做很多東西，然後去確保這適合性，所以不能切割一個產品出來，這個產品就是——啊，一看就知道是高風險了——然後接着便不應該賣給所有人，不是這樣看這件事的。我不知道是否能回答……

**主席：**

黃議員。

**黃定光議員：**

我的問題，我從來沒有提過迷債的風險問題，我只是說新鴻基參與了迷債這產品的製作，以及當時亦是它作為在市場上推出來的，但它推的手法是相當高調，是很普及地，或者包裝是包裝得很一般普羅大眾——剛才你所說的普羅大眾、普羅市民——所接受到的。

但是，其實迷債這產品，其實這樣推銷是否已經違反了有關條例的操守呢？如果當時還未去到銀行那層面的時候，證監是否有權去管它呢？這樣的推銷手法的話。

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

以我所知就是——這是公眾消息——證監會就你剛才說的那間行、那間公司的銷售手法，諸如此類，已經作出非常詳盡的調查，我亦聽到委員會(計時器響起)似乎想證監提供其調查報告，我不知道拿了沒有，我沒有跟進此事，所以，我想要回答黃議員這個關於某間公司究竟在做這件事的時候有沒有失實，有沒有做錯事，我想可能看那個報告會比較清楚詳盡，所以我不知……

**黃定光議員：**

我指的不是今時今日對於這個機構的調查，我是說當時這樣做法，證監是否已經意識到這個機構已經違反了銷售手法的有關操守？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我沒有資料關於.....因為不是我的部門，是另外一個部門，即所謂ISD負責監察，或者是法規部負責調查等等。我不知他們當時有沒有注意到你說的這間公司在做的事情本身究竟是否已經過了界，是否應該在那個point就要停頓，即要阻止它等等，我沒有這些消息。

**主席：**

OK。現在開始今日的第一輪，有葉偉明議員及梁美芬議員。

先是葉議員。

**葉偉明議員：**

多謝主席。高先生，在你上次作供的時候，以及我聽到你今日作供的時候，你都用了一個很有趣的比喻，即是說，譬如人們走去馬會買馬，可能買了多少場win、多少場甚麼等等，是嗎？但是最後贏了都沒錢分，因為錢去了"外圍"那處。

我這樣聽完之後，其實我的理解很容易就是說，其實馬會作為莊家，自己亦走去開"外圍"，否則錢沒理由去了"外圍佬"那兒的，對嗎？現時其實你的意思是否，在過去多年以來，證監會批出產品時，在某程度上是鼓勵了"莊家"也做外圍呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

關於那個笑話，或許我略為澄清一下，我的意思是，我身為賽馬的賭徒，譬如說，我想買馬，我想買第3場第4號，於是便去買，在買完後，這隻馬跑出了，但沒得分的，原來發覺我沒有直接向馬會買，而是向外圍買了，原來外圍已經"走佬"，於是即使是贏馬，也沒有錢分，其實我的比喻是這樣的，並非走進馬會的投注站，買完後竟然沒得分的，因為它將錢拿了去外圍.....不是，對不起，如果我說得不清楚的話。

但是，對於證監會在這一段時間內所做的工作，是否方便或導致.....對嗎？我想嘗試理解你的問題，是否導致這些所謂大行在香港可以推出這些產品，令很多人損失，諸如此類。我覺得證監會是責無旁貸，即它的批核手法、過程及取態等，很大程度上令這些.....很簡單，一，是沒有審閱那些structure，OK？二，正如我在statement也有提到，這些產品.....任何人，我們那邊也是一樣，如果你拿一個產品來投資產品科，即你拿一個產品來，我第一件事會問從何而來？在來源地區有沒有監管、如何監管？在來源地區是否可以賣的，如果可以賣的話，有甚麼情況及有甚麼監管？如果一到來便告訴我，這個產品是從美國或其他地方來，如果在當地是不可以賣的，或在全世界其他主要金融中心也不可以賣的話，我立即會先按下紅燈，因為我們自稱為國際金融中心，就是要與其他國際金融中心的監管看齊，大家互相學習、互相切磋，這才可以做到世界級的中心，不是閉上眼睛土爐煉鋼。

因此，你要拿一個產品來，很簡單，我第一件事會問，在所有我們熟悉的主要金融中心也不可以賣，我會問為甚麼不可以賣。好了，如果是這樣，我已經按下紅燈了，那麼，你便更難說服我在香港銷售。好了，如果你要說服我，那我便會拿香港認可產品的規矩，諸如此類，像驗屍般檢驗，逐個照、逐個照，接着，我們很肯定你是全部符合規矩，與我們一向審批產品的情況相若，有齊披露及structural這些要求，然後接着我們才考慮批。如果批了後，它好像是hedge fund般，OK？我說過hedge fund在美國根本完全沒有監管，不過，它是不准售予普羅大眾的。如果它來到，如果我們要審視，我們便這樣塞一些東西進去，改、改、改、改、改，然後改完後可以"出街"的，還要說，即還要有一個minimum，即最低投資額，那些人在銷售時還

要遵守一些規矩，即要放一些東西進去，才可以心安理得地讓它"出街"。

**主席：**

葉議員。

**葉偉明議員：**

主席，我明白，那麼其實這隻貨本身，按照高先生的說法是不應該在香港售賣，因為很可能，其實用你剛才的說法是，我想大部分購買的人士，其實以為自己去了馬會買馬，但其實是買了外圍也不知道。這個問題，為甚麼又容許這些人開外圍，其實，是否監管機構本身做得不足夠才會有這種情況出現呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

來來去去又說回.....如果說某個產品，如果我們只用披露這角度來看，其實所有產品也不難"出街"的，只是弄一本東西出來，要求它說明，想要求多厚呢？200頁可以了嗎？一樣可以說出來的，你只要它增加資料來說明。但是，身為監管者或身為監管這些產品的監管機構，這真是不足夠的東西，所以，才會出現現時的情況，因為沒有審閱那些結構性的問題，只要求人披露、披露、披露，你想寫1 000頁也可以。如果寫1 000頁，越寫得多越糟糕，因為越多資料，其實是沖淡了重要的資料。如果弄一本200頁的章程，誰會看呢，對嗎？所以，最後人們只看廣告，對嗎？而廣告又不斷要求你看.....(公眾席上有人拍掌)

**主席：**

請安靜、請安靜，公眾人士請安靜。(公眾席上仍有人拍掌)

**高秉忠先生：**

那些廣告.....

**主席：**

不需要我再提醒各位安靜了，一定要肅靜的，好嗎？

**高秉忠先生：**

所以廣告也很重要，因為廣告就是絕大部分人唯一看的東西。這些廣告，余議員剛才也給我看了兩個廣告，我一看，這些廣告全部凸顯那些大公司名，如果賭便是賭這7間或8間公司，投資者一看，嘩，和黃，諸如此類，全部都是很熟悉的公司，對嗎？自己也可能持有其股票，即覺得不會"死"的，滙豐。在這種情況下，誤導便很容易出現了。那份300頁的章程，基本上可以擱在一旁，用作燒炭也可以，即基本上沒有意思的，對嗎？

所以，我們的責任，我再次強調，我們的責任，身為證監會，當中有這麼多專家，我們的責任不單要求人披露，我們也須看看那結構，我說一個很extreme，即很極端的example，保證人——你要求我這麼窮的人開一張保證5,000億元的，有甚麼問題呢？我可以簽給你，但那張保證並沒有意思，對嗎？即說大小，但其實並非只是大小的問題。即使我今天有5,000億元，明天也可能沒有，所以我這個保證人都要被人盯着，受到所謂穩妥的監管，即prudential supervision，所以為甚麼銀行和保險公司受到保監及銀監，即金管的監管是這麼重要。

**主席：**

葉議員。

**葉偉明議員：**

主席，我現時說的是違規銷售的問題，銀行方面有沒有違規銷售呢？我們稍後會再問，即會找一些.....但很多時候，現時也會針對報道上的一些前線的銷售人員，現時金管局又表示已在調查一些前線的銷售人員，我想問，如果你說以這些產品的複雜性，以我瞭解，有不少前線人員，實際上，在銷售前都是被人briefing一兩小時而已，然後便要去銷售。你覺得，在這一兩小時內，這些前線的銷售人員是否能夠掌握整個產品的複雜性，或其風險呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

何主席，不知你可否容許我說，因為這個真是個人意見，你問我，按照我所知道的，即在第一線銷售的人對產品的認知，然後在比對這產品的複雜性、結構及其他的話，我可以這樣說，真是不容易明白的。你說一兩小時，我相信真的不易明白，你讓我看，我也要花很長時間，OK？我每天也拿着這些產品來左看右看，又要考慮壞東西，有甚麼會發生，我都不是很容易明。我也要這樣的時間，如果真的一個小時受訓便向外銷售，我覺得真是一點也不易。但是，如果問可否排除在1萬個人當中，真的有一個人的IQ爆棚到這樣，那我便不敢說了。這個亦是證監會要調查的事情，那些銀行或持牌人在取得產品回來後，究竟做了多少工夫以確保，(計時器響起)其職員明白這個產品是甚麼，然後，接着用一些普羅大眾的語言，可以告訴他的銷售對象這些產品是甚麼，然後，又知道他的銷售對象的風險及承受力達到哪個水平，然後這個產品的風險又在何處，接着來這樣配對，才可以做到好的銷售，這些便是證監會要調查的事情了，我沒有看過有關的調查報告。

**主席：**

好的。

**葉偉明議員：**

主席，我還有……

**主席：**

很精簡地問。

**葉偉明議員：**

即本身來說，其實對前線銷售人員，我覺得是不公平的。你是否認為，其實現在有些評論，除了對銀行，現在還有對一些前線銷售人員的一些批評，或者我們現在對前線銷售人員的所

謂壓力，其實是否正正是他們做了現在監管機構監管不力、有部分金融機構貪婪成性下的一個代罪羔羊呢？

**主席：**

你是想要高先生的個人意見了？我相信不是很合適，對嗎？他的個人意見，我相信不是很合適了，我認為你不需要回應這個問題。我相信不需要回應這個問題。

高先生，因為我今天開始時問的問題首部分，你用了十多分鐘回答，我都還未問完整個問題，我想現在跟進下面的部分，有一兩點我想問清楚。

除了集體投資計劃之外，在《公司條例》和《證券及期貨條例》下的審批制度是並不審批產品的，基本上都是針對產品的文件，譬如招股章程、廣告或要約文件等等。為何高先生你認為按照《證券及期貨條例》的規定審批文件，便會對投資者有較大的保障呢？請你回答這一點。

**高秉忠先生：**

我的意見就是，兩條條例都可以有同樣的保障，不過這是當時公司融資部不同意的事。那就是說，他們覺得公司法裏面，他們是無權加入一些所謂結構性的要求，即 **structural requirement**，這個是他們的看法，我從來沒有同意。

我覺得根本兩條條例都可以做到同樣的事情。很簡單，回答你剛才的問題，雖然兩條條例的禁制都是在於所謂發出邀請，一邊是說用 **prospectus**，即一本 **prospectus** 的形式，然後把 **offer** 寫進去，發出邀請。另一邊是沒有說 **prospectus**，總之就是你用書面也好，拿個"大聲公"出去叫人買也好，甚麼也好，如果你的訊息本身存在一個邀請，一個 **invitation** 的話，就受到 103 禁制了。

但是，我們看回那條文，很清楚的是，兩邊都是有的。我們在批核或認可這些邀請的時候，無論它叫自己做 **prospectus** 也好，廣告也好，"大聲公"(即電視廣告)，諸如此類，**information memorandum**，無論甚麼都好，我們都可以在批核的時候，**impose conditions**、一些條件是證監 **considers** 或 **thinks fit**，或者 **considers appropriate**。再加上，如果是 103 便更清楚.....sorry，是 105，對不起，因為 103 是禁制，105 則是 **remedy**，即救藥，就是不單止

可以impose condition，還說得很清楚，那些conditions是include conditions on，即一些條件是關乎這個matter itself。所以，你看到我們全部的code，即它現在草擬的code都是這樣，就是我們impose這些，除了披露之外，還有其他的conditions，根本兩邊都很清楚。

我只可以說的就是，當時拿起公司法去看這些產品的人，如果有所堅持，我覺得今天要出來解釋為何他有一個這樣的演繹，然後又不跟隨投資產品科，如果他覺得這樣的演繹令他不夠權力，那麼為何不做些事去改法例，去拿些權力回來，令到它可以跟SFO拍齊。

**主席：**

明白，因為這點你以前都說過了。

**高秉忠先生：**

對了。

**主席：**

但我想問一問你，你在文件W23(C)——你的陳述書第10(c)段裏面說，其實證監會可以要求財政司司長根據《證券及期貨條例》第393條，將結構性票據訂明為集體投資計劃(即collective investment scheme)，這樣便可以將那些產品納入《證券及期貨條例》的規管範圍。我的問題有3部分，我逐個部分問你，高先生。

**高秉忠先生：**

是。

**主席：**

第一部分，財政司司長可以依據甚麼法律理據，將這個結構性票據訂明為集體投資計劃呢？高先生。

**高秉忠先生：**

393，即我寫393這個提問，基本上是假設公司融資部的人堅持當時公司法內的權力不夠，然後如果不够，你是否都可以做

些事情呢？這個393其實頗為簡單，其實證監會已經有就着393出了一個notice給我們所謂的紙黃金去用。紙黃金本身的結構是不會落入集體投資計劃的定義的，但我們覺得需要將它變成那個定義之內的东西，於是乎我們就用393，叫財政司將它撥進去。

它裏面的要求，我現在手上沒有。但基本上，簡單來說，393的criteria——讓我先看看手上有沒有，393，我手上沒有——但簡單來說，基本上，如果你"摟"人，即如果你的安排，我們說安排吧，那個安排是for profit的，即是為賺錢的，慈善那些不計，如果你弄這個安排出來是for business的，是for profit的，而你邀請人們去參與這個安排，而這個安排本身可以為參與的人提供一些入息、return，諸如此類的東西，即它有幾項這些很寬的準則，這樣財政司已經可以依着這個大框，如果它跌進這個大框，便已經可以prescribe它，令它成為collective investment scheme，因而變成完全落入SFO的監管。

但是，其實我講完393之後，接着那一段是更加重要的。我的說法就是，如果你要做，你就這樣做好了，但其實是不需要這樣做的。為甚麼不需要這樣做呢？就是因為在公司法之下，你用公司法來批核、認可，公司法之下已經有一些權力，我們說342A那裏有一個權力可以impose condition。不單止那裏可以有權力impose condition，還有公司法的說法就是，如果你在prospectus以外，即你在發出一個prospectus以外，又出廣告，which很多Minibond都有出廣告，你又出廣告，這些廣告，證監只可以用《證券及期貨條例》的section 105去批。所以，很簡單，你根本不用跟他說是不是collective investment scheme。假設你說342A都不夠力去impose structural requirement，他一把廣告拿來的時候，一跌便跌進了103，即是說要用105去批了。而105已經很清楚，就是說你在批核這些廣告、這些所謂邀請的時候，已經可以附加條件，這些條件包括那個matter，即這件事本身的條件。我們就是用這個演繹到可以讓我們impose不單止disclosure，而且是structural requirement。

**主席：**

OK。

**高秉忠先生：**

所以，我覺得整件事根本很清楚，不過他們要演繹到不同，fine。

**主席：**

高先生，那麼，是否有其他國際金融中心都是將結構性票據訂明為集體投資計劃來規管呢？

**高秉忠先生：**

照我所知，我沒有這方面的消息說它有訂為 collective investment scheme。

**主席：**

OK。如果將這些雷曼兄弟相關結構性票據訂明為集體投資計劃，在規管上和保障投資者方面，跟現在的安排有甚麼分別？

**高秉忠先生：**

唯一的分別，我剛才都略略解釋過，就是在105.....不，是103(2)(a)的impact，即影響。那就是說，如果我們將這個產品訂為集體投資計劃，而我們是用104去認可了這個計劃，這樣就變成103(2)(a)所說的豁免，即1、4、6類持牌人可以就着證券發出一些邀請或廣告，諸如此類，而無需拿上來給證監批核，除非你的產品是一些我們未批核的集體投資計劃。所以，如果我將它訂為集體投資計劃的時候，就會跌進103(2)(a)這個所謂carve out裏，而這個本來是豁免，但那個豁免本身又說你這個若是集體投資計劃，而又未受到我們用104認可的話，你就不可以自把自為了，即不可以自己發出邀請等，那個104其實不過是這樣用而已。

好了，問題就是如果我們把這些東西變成集體投資計劃，於是乎所有這些東西，雖然所發行的是一些notes、證券，就算CO沒有把它給抓住，那些1、4、6類持牌人都不可以自己自把自為地出廣告，即是多了一層小小的規限，但是對於究竟(計時器響起)我們可不可以用105來impose condition，這些是完全無關的，一樣可以有那種保障，不過是103(2)(a)那裏有一點點關節。

**主席：**

我只問多一點，高先生。一般來說，在投資產品科及企業融資部負責投資產品文件認可的職員，曾接受過甚麼培訓或指導？他們如何能夠緊貼市場上推陳出新的金融產品呢？

**高秉忠先生：**

一般來說，我們聘請人員，譬如好像投資產品科，我們聘請人員的時候，真的是各式各樣的人都有。最理想的人是既有法律知識，即對監管條文的知識，但又有——如果你問我，我會說可能更重要的是——對產品和市場的認識。如果這些人有這些相當的經驗，5年、6年、8年在法例方面的經驗，又在市場和產品方面有經驗，這便很足夠。

他進來之後，我們主要是，如果他兩種經驗兼備，基本上很快……我們當然先要找人帶着他，即是要有一個 buddies system，由一個有經驗的人帶着一個沒有經驗的人，至於帶多久才放手讓他自己獨立運作，就算獨立運作，都是讓他直接接觸客戶等，但批核都必須是經理做完然後到高級經理，高級經理之後又要到總裁，一路經過幾層才能批出，所以一定不會在那裏有甚麼“漏罅”的，如果大家是清晰的話。所以，經驗——無論是法規和市場的經驗這些 ideal，很多時聘請人員時真的聘請不到兩方面兼備的。如果你聘請一個律師回來，你便要訓練他對產品的知識，那方面的訓練就要多些時間，譬如對市場的認識等。在操作上，那些帶着他的老人家就會教他，到了大家都覺得他行了，然後才讓他去。所以很難講，我們可以請 Assistant Manager，最低那級是助理經理。助理經理可能是新簇簇未有經驗都可以，可能剛唸完書出來，唸完法律也好，accounting 也好，我們都會聘請。如果有選擇，當然是聘請有兩三年經驗的，但他並非進得來就等於立即可以獨立運作、自己做，是不會的，一定要找人帶着他。

**主席：**

今天第二輪有兩位，甘乃威議員和涂謹申議員。希望兩位都在10分鐘之內完成提問，好嗎？首先請甘議員。

**甘乃威議員：**

主席，我想問回高先生，因為你一直在說，你的部門在審批時，你用的方法與公司融資部的有所不同，你覺得你們的部門所用的方法是連結構都會一併看的。你用那個審批的方法，基本上你都是審批一些非上市的結構性產品。我想問一下，既然你亦知道政府的政策，因為過去韋奕禮先生來到這裏都是說有六大支柱，包括披露、中介人監察，諸如此類，有六大支柱，而披露為本都是政府的政策，有沒有部門的主管或者你的上司告訴過你，你用這種審批方法已經超越了政府容許的政策呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

即是你說投資產品科，不單是我，投資產品科用結構性……即structural requirement這個政策？

**甘乃威議員：**

沒錯。

**高秉忠先生：**

絕對沒有，由89年開始已一直在用，是行之有效，所有……整個部門……即整個部門的人……

**甘乃威議員：**

明白。

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

你剛才亦提到，在你的科內，你同時有機會用《公司條例》，亦同時會用SFO條例去審批產品。換句話說，在這兩條條例下，你去審批有關這些非上市結構性產品，同時用上所謂structural

requirement這樣東西，是沒有被上司或證監這個機構說你違反政府政策的？

**高秉忠先生：**

絕對沒有。

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

我也想問，過去都有提到一些PPN、ELN等問題，你剛才亦提到safe harbour的問題，即變成有些產品逃避了證監會的認可而在市場上售賣。我想問一下，在你們的部門內有沒有相關的討論，知道這些產品其實已經到了一些可能根本並非專業或十分認識產品的投資者手上，你們有沒有在你的部門內曾經討論過呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

我想，最主要的接觸反而是在 Complaints Control Committee，即是在處理投訴那方面，這些投訴是有的。即是說，我根本不是professional即專業投資者，但銀行或者某間公司賣給我時就當我是，又不解釋給我聽，諸如此類，這些反而在那個Committee會接觸多一些，肯定在那裏已經有很多討論。因為一有投訴時，我們要拿上去給這個委員會，委員會內有所有不同部門的人坐下來討論每一個投訴。所以，討論是一定有的，但你說在討論過後，相關的部門——那是不止一個部門的——那些相關的部門究竟有沒有採取適合的行動去改善情況或阻止情況，這個我真的無法提供消息。

**甘乃威議員：**

明白。

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

我想問一下，你的部門內有沒有處理過有關這些股票掛鈎產品的一些審批過程呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

沒有，你說的是票據還是甚麼？

**甘乃威議員：**

股票掛鈎，我說的是股票掛鈎，ELN的。

**高秉忠先生：**

有。如果它進得來我們投資產品科，就肯定不是"N"了，因為"N"是notes，notes是debentures，便會跌進了它們那邊。譬如好像投資產品科，我們批核的主要是譬如ELD，即是它用包裝，真的是包裝，它用銀行存款的包裝把它包着，變成好像是銀行存款，於是乎不會跌進notes那邊而已。它進來時，很簡單，我就用我們一貫的方式去看它，structure是怎樣，保證人是誰，諸如此類。我可以這樣說，真的試過不止一次，而是很多次，有一些銀行——你問我，我會說真的是比較"博懵"——把一些屬於notes的東西，真的是一個notes，未必是雷曼出的notes，然後把它包進deposit裏面，人們一買時，其實就等於買下去note裏，然後它便告訴你，你是買了一個note，諸如此類。我們一看便已經知道，喂，你不要騙我們了，你是不可能過關的，不可以就這樣包起來說是deposit，我們就當你是deposit。於是乎我們就會向下看，即我們所稱的see through。人們表面上買了一個deposit，以為是銀行出的，有保證，但不是的，原來一買下去就跌進note那裏，而那個note原來是有些"古靈精怪"，即swap party等不符合規矩的保證人，諸如此類。我們很簡單，如果你下面那個note的東西根本不能過關時，你只有一個途徑可走，就

是我們叫你"食了它"，意思就是說，你這個underlying note只可以作為一個hedging的tool，你要是想把這個note裏面的features，即是把想賭的東西變成一個deposit般"出街"，那你就要把你自己的銀行代入去.....

**甘乃威議員：**

明白。

**主席：**

甘議員。

**甘乃威議員：**

主席，我有最後一個問題。因為何賢通先生來立法會作供的時候，他提到有關像Minibonds這類的產品，實際上在美國審批的部門，即他們的監管機構都有審批，是批了出去在市場上可以售賣的，不過他們有關的中介人是不敢賣的，因為美國的訴訟意識比較高，所以便不敢賣。我想問，你們是怎樣評論這方面呢？因為你剛才亦有談及有關外國的經驗.....即在有關市場上，是沒有賣給零售的投資者。我想你引證一下何賢通先生所說，其實相關的監管機構是准其售賣，還是不准其售賣呢？我是指外國、美國之類。為甚麼我們香港會准許香港的市場售賣呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

如果何先生真的說過在美國可以賣，又會賣給投資大眾，這個真的不是我的認知。委員會可能都想知道，即提出一些證據，證明在美國真的可以售賣給投資大眾，又沒有其他的selling restrictions諸如此類，這絕對不是我的理解。但是，如果他曾經這樣說，我相信委員會可能會有興趣知道他所說的美國情況究竟是怎樣的情況。但正如我之前亦有說過，在美國真的有很多這類safe harbour是可以讓人"走"的，但只限於你在售賣時，你只可以賣給某些投資者才可以做，甚至是要經譬如investment adviser，即有些professional的advice等情況，即他們有很多這類

的東西，林林總總，其實是想把這些很新穎、很複雜的投資產品，但又不想"阻住地球轉"，因為你說全部不准賣、不准推出市場，可能便會"阻住地球轉"。他便是想把這些很新穎的東西、可能很複雜或很危險的東西，把它們撥到不要與大眾直接.....即普羅大眾的投資者，把他們分拆開，令有事發生的時候.....因為這個市永遠都會有事的，上到一個程度便會跌，如果有事的時候，那個impact，即那個影響便會沒那麼大。而且，你讓普羅大眾買的話，每人都有一票，即選總統也好.....你便死了。他們也會有這些政治考量，但如果你說你只是讓機構投資者購買，這些機構投資者有很多錢的，就算他們買這類東西也只是買一小部分，而且他們亦有專業知識，諸如此類，在有事發生時你根本不能投訴，即這些便是政治考慮，其實我們也是要考慮的。

**甘乃威議員：**

明白。

**主席：**

OK。最後一位是涂謹申議員。

**涂謹申議員：**

主席，是這樣的，剛才高先生說另一個部門的同事，即企業融資部那邊認為，如果根據CO，即根據公司法來批debentures，即是這些迷你債券，用這個角度來批的話，他們便沒有權.....即高先生覺得他們認為是沒有權做那個結構要求的。那麼我想問，你是怎知道他們有這樣的分析呢？是否有些書面的東西，他有這樣向你說過？當然，你證監會部分同事來過這裏，亦略有提及，但是否這麼清楚我們便要再check。但是，我想先問你，你的理解是從哪裏而來的呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

是部門與部門之間的溝通所得的理解。所以，你說那些大老闆本身有沒有坐下來談，談了一些甚麼等，這些事如果他們沒有告訴我們，我們便不會知道了。但是，甚至好像那天《明報》

有一段新聞，說甚麼接近證監人士的消息，他們仍然是說在公司法下，我們不可以有structural requirements，要政府改例等。我可以這樣說，你叫我拿一份文件出來證實他有說過，我們只可以有disclosure requirements，可能那疊東西也有也說不定。我沒有那個東西。即是現在可以告訴你，但我可以說，以我的理解，這是他們的共識，亦是讓我們所知道的共識。我上一次離開前曾交出一份單張，上面有提到一份IIP，即我們這個Division給公司融資部的一個e-mail，當中夾附了那個attachment，一份很厚的、是由我們這個Division寫的，評論公司融資部對於第3期公司法要做些甚麼那方面。那裏其實都說了很多事情，其中包括他們這樣看這件事，即仍然是用disclosure那個approach.....

**涂謹申議員：**

主席。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

接着高先生你便說你是不同意這個法律分析的。

**高秉忠先生：**

是，不同意。

**涂謹申議員：**

那麼你不同意這個法律分析，第一，你這個看法，有沒有.....我舉例，是因為你憑自己的經驗和運作.....看那些條例的運作所得到的法律結論，抑或其實你曾經問過你們證監會的法律顧問，由他們提供給你說"其實不是的，你的分析應該是對的，又可以做這些structural requirements的"，有沒有呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

你說在19年之中，有沒有曾經問過法規部有關這類問題等，以及他們有沒有回答我，"有"的話我也不會奇怪。但問題是，我可以說，因為兩個部門其實都有使用公司法，一直以來，我們用公司法是用得非常樂意，即是非常"順手"的。包括我上次好像也有提及過，有一份已經公開的notice，它是怎樣的呢，因為unit trust和mutual fund對大眾來說可能沒有分別，但是其legal structure是有分別的，一個是用trust的形式，一個是用公司形式，mutual fund是出股票的，所以便會跌進公司法。理論上，如果根據他們的理解，有可能便會跌進公司法，要用公司法的disclosure，但並不是的。我們第一件事——那個notice應該是93年第一次出的，後來因為03年改法例，所以又再renew了——即用SFO去出那個notice，那個notice是怎樣的呢？便是說只要你是mutual fund，是subject to我們authorization的，這樣便完全豁免了你在公司法中的要求，即那些可以豁免的要求，然後便基本上把它一拉便拉進那個Unit Trusts Code，即Mutual Funds Code裏。因為，在這個情況下，我們是用section 104來authorize那個mutual fund，接着又用section 105來authorize那些ad的。所以，變成我們一拉……這邊豁免你在公司法中的要求，那邊又跌進了那守則和SFO中。我會可以理解，我不可以今天立刻在這個moment告訴你，如果我們要為structured notes這些東西寫一個這麼相應的notice，即每一個字應該怎樣寫，我在這裏做不到，但這是不難的。如果你真的要用回我們用mutual fund那個方法把它搬進去，也是不難的。

**涂謹申議員：**

主席。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

我不是問你要用你剛才那個exercise這樣寫一個進去，不是這個意思。我是問，因為企業融資部他們說，或者是我們理解到他們的理解，是認為在公司法中他們並沒有權這樣做的。我現在便是問你，據你的理解，例如，你說你的理解並不是這樣

的，這是一個法律分析，當然，不同的人都可以有不同的法律分析，但我只是想問，這個法律分析除了你自己之外，我舉例，你有沒有曾經問證監會的法律顧問，是告訴了你例如……或者有文件便會更好、或者口頭上，其實他們也是不同意這個法律分析的；或者會否有街外的……舉個例子，有大律師曾經給予證監會分析，說他們根本沒有權批，或者外面的，譬如申請人，曾經用過一些資深大律師給予意見說你沒有權批，你不可以這樣要求的。據你所知，有沒有一些這樣的法律分析？不論是街外申請人、證監會、證監會自己的律師或委託的大律師，曾經給予過這類意見呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

01年前有沒有？因為太久了，我真是沒有這個印象。但是，可能是有的，你知道我們由90年代<sup>[註]</sup>起，一開始是投資產品科用這兩條法例，即當時的PIO和CO，所以你說當時有沒有徵詢過法律意見，諸如此類，然後才用，即可以理解是這樣用，我真是記不起。

我反而想提出一件事，就是公司融資部在批核這些結構性產品的時候，其實是有兩種形式的產品出現，他們都有批核的，一個是notes，於是就跌進CO，但他們亦同時批核了一些類似notes，其實那product基本上是一模一樣，不過外面的產品商將它包裝成不是notes，是notes以外的東西，但其他所有都是一樣的。他們接受了人家這樣解說，就treat它不是notes，但都照樣批核，他們叫做ELI，後來好像有些CLI，因為是後來的事，我沒有跟進。

問題就是，他們無論用公司法批核notes和用SFO——即之前的PIO——後來用SFO批核這些不是叫做notes卻是notes的東西，我們叫"functionally substitutable"，都是用披露，都不覺得要設structure，即structural requirement，這就是——你明白

---

[註] 證人於會後澄清，席上作證時所述的"80年"應為"90年代"。

嗎？——這不只是公司法演繹的問題，是同一產品，他們本來是有權的，很明顯——PIO又好，SFO——我想已經不用再爭論了，一定有權，但他們還是決定用disclosure。

**涂謹申議員：**

OK，主席。

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

我這裏有兩組問題，不過我可能不夠時間。我先問後面那組。正如你所說，如果它只要包裝成……或許不是，叫做不是notes，然後他們就——或許是ELI、CLI那些——他們就依SFO照樣批核。本來根據你的理解，根本他們可以impose requirements或審核甚麼，全部都可以加入很多東西，他們都不做。這個就是你所瞭解的事實。

可否說出……因為我們要跟進，我們要問他們索取文件，是否如此發生呢？

**高秉忠先生：**

Yep, yep, yep。

**涂謹申議員：**

你能否理解到，大約是何時或者有甚麼產品是這樣的？以及你知否為何……即據你所瞭解，因為你不是那個部門，但據你的瞭解，他們為何會這樣呢？

**主席：**

高先生。

**高秉忠先生：**

產品名稱，我想我可能都記得一些，即第一隻……

**涂謹申議員：**

請你說一個，你起碼說一個，讓我們可以跟進.....

**高秉忠先生：**

但我不知我可否說出名稱，可否說出那名稱？

**涂謹申議員：**

沒問題的，產品沒有所謂的。

**高秉忠先生：**

是，第一個，我記得他們第一個批核的ELI，後來CLI的我記不起了。第一個ELI應該是Macquarie的(計時器響起)。其實這些產品的名稱，曾經出現在SFC的website內，不過現在已全delete了，但在那裏出現過的，由Macquarie開始，有一堆這些東西，有些Hong Kong Bank的，諸如此類，是出現過的。

他們都是用disclosure，即是用所謂披露的形式去批核。那你問我為甚麼？我只可以揣測，就是他們覺得足夠。我上一次都有提過，其實證監條例下面，我覺得有一個非常重要，即overriding provision，其實在5(1)，它要證監做甚麼呢？因為這是under functions and powers，它說要證監"secure an appropriate degree of protection for members of the public investing in or holding financial products....." 諸如此類，我們的演繹就很簡單，一看到這個，即是說證監拿起產品，我們要做的事，達致的目的就是要給予appropriate degree of protection。

至於法例本身，是賦予甚麼權力、如何用法、如何運用等，這個就是專業，就是我們要想的事。我們在批核產品出去之前，先要滿足自己，我們批核這個產品所做的工作，是secure an appropriate degree of protection。

好了，我的問題就是，如果我是公司融資部的人，當時我是知道投資產品科是用了這樣的requirement，然後覺得這樣就是appropriate degree of protection，那為何我決定不用呢？

**主席：**

嗯，OK。

**高秉忠先生：**

即為何大家都是看這條例，又有相若的產品，為何他們決定……我們的做法，我們覺得達致 appropriate degree of protection，然後接着這邊決定不用。

**主席：**

OK。

**涂謹申議員：**

那你的答案可以是你很過分地要求也行。

**高秉忠先生：**

行，你可以這樣說。我們太過着意保護投資者，即是他們不着意，是否即是這個意思？

**涂謹申議員：**

但是，但是因為……

**主席：**

涂議員。

**涂謹申議員：**

主席，因為兩邊的所謂要求標準，其實都是一個老闆的，最頂去到的就是執行總監。而不同時期的執行總監都知道似乎你兩個部門，或許這樣說，對於落下來要審批的不同產品，就是根據證監的5(1)——你剛才所說的——確是有不同標準保護的要求，對嗎？那麼，他為何不作任何行動呢？是否你的答案就是，因為本來有harmonization，其實正在做及已經同意了，只不過不知道為何——這個我再追查——沒有做到，沒有對齊，而對齊的標準還是用較高的標準，即你們部門的標準。可否這樣總結呢？

**主席：**

高先生，可否精簡一點回答這個？

**高秉忠先生：**

是，即是你說老總，最初的時候是 Chairman，那時還是 Executive Chairman，後來轉了，split role 之後才變了 non-executive Chairman。Non-executive 通常來說，不會太 involve in 這些事，否則便變了 CEO，但我想提醒一下，就是這些產品其實最重要是，一進來的時候，那個年代是誰主政的年代，是在甚麼社會、政府政策之下的年代。

很簡單，如果主席，即最高統帥也走出去"搵"生意，又跳過幾層，走來向中層階級的同事要 quick wins，我有理由相信他覺得一個較容易的方法，譬如只用披露，不用 structural requirement，這個方法是一個好的方法也說不定，所以，你看到我在 statement 內也有些提問，希望委員會可以.....

**主席：**

這個你已說過，OK。

好了，就.....

**涂謹申議員：**

主席，我還有.....我要再排幾次.....

**主席：**

沒有人排隊了，希望你可以精簡一些，如果可以就.....我們還有內部商議。

**涂謹申議員：**

不行，我還有很多問題，主席。

**主席：**

還有很多問題？

**涂謹申議員：**

是。

**主席：**

可不可以……

**涂謹申議員：**

有些是細節一點，要問……

**主席：**

……細節那些可否書面讓高先生回答呢？因為現在只有你一位，沒有人排隊了。抑或你想高先生再回來？如果不是的話，變了……

**涂謹申議員：**

主席，我真的想他再回來，就算是兩小時，我都OK了。如果只有我，兩小時……

**主席：**

即是你隨時可以問兩小時，對嗎？

**涂謹申議員：**

是。

**主席：**

那好。因為今天時間關係，亦多謝高先生今天出席。既然涂議員還有很多問題，可能其他議員都有問題也說不定，那我們大家討論一下吧。

今天的研訊時間已過了少許，我宣布小組委員會將會在有需要時另訂研訊日期，請高先生出席研訊。我提醒你，2009年12月23日向你發出的傳票依然有效。很多謝你出席。

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43分結束)**