

**香港證券專業學會**  
**證監會執行董事張灼華女士的午餐演說**  
**2006年10月10日**

午安。多謝主辦單位邀請我就一個目前非常熱門的課題與各位分享我的看法。

### **引言**

每當談及監管對沖基金，定必引起一番熱烈爭論。人們總會問：對沖基金會帶來甚麼風險？它們應否受到監管？如它們應受到監管，該如何對它們進行監管？對沖基金是否只應發售予私人、高資產值、專業及機構投資者？還是也應提供予散戶投資者認購？

這些問題並無必然的答案，因為市場總是不斷轉變，不過，我會談談我們證監會在監管香港的對沖基金時所採取的方針，希望藉此加深大家對所涉事宜的了解。

首先，讓我們齊來探討一些有趣的真實個案，看看當中有否任何值得我們引以為鑑的地方。要帶出以下內容，最好便是引用一個極具震撼力的例子！

### **進退兩難**

你或許會問：“對沖基金真的那麼危險嗎？”世界經濟論壇的研究顯示，與大型對沖基金的倒閉比較，“油價急升、疫症或惡劣的天氣對全球經濟增長造成負面影響的可能性更大。”

隨著超大型美國對沖基金 Amaranth Advisors 於數周前爆破，上述觀點備受考驗，很多人都預計其倒閉將震動全球金融市場。事實上，Amaranth 約 60 億美元的現金虧損遠較長期資產管理基金於 1998 年倒閉時所損失的 40 億美元為多。

有趣的是，儘管錄得巨額虧損，但 Amaranth 的崩潰幾乎沒有對金融市場造成影響。在長期資產管理基金事件後數年間，很多人都對會否再有主要對沖基金倒閉、這將構成甚麼系統性影響，以及其將如何衝擊全球金融市場深感憂慮。然而，這些情況並沒有在 Amaranth 事件中出現，其倒閉並沒有在全球金融市場引起任何掀然大波。兩周過後，危機便大致結束。正如《財富雜誌》(Fortune Magazine)所述，美國聯邦儲備局並無召開緊急會議，華爾街各大機構亦無爭相制訂解救措施。

支持減少監管對沖基金的人可能會高呼這事件證明了對沖基金業務有自我復元的能力。有報道指，在 Amaranth 出現崩潰時，其他對沖基金競投其出售以彌補虧損的貸款及可轉換證券的情況異常激烈，它們幾乎沒有折價。

從長期資產管理基金倒閉事件中汲取到的教訓之一是，對沖基金之所以能夠進行大量的槓桿借貸，是由於其主要信貸提供者沒有在其對手方風險管理方面保持警惕所致。

自長期資產管理基金事件後，監管機構一直呼籲包括銀行、主要經紀及其他流通量提供者在內的對手方制訂及落實嚴格的風險管理措施。國際間活躍的金融機構都已加強其盡職審查制度及其量度潛在風險承擔的能力。Amaranth 爆破後出現的相對平靜的局面，不僅帶來對沖基金倒閉未必會引起混亂的正面希望，亦令人對對手方及流通量提供者能夠勤勉盡責地落實其風險管制措施抱有希望。

Amaranth 事件似乎又是一宗涉及一名年輕、過分自信及冒進的交易員獲准在其家中進行巨額及槓桿比率甚高的交易的典型個案。同時，雖然全球金融市場並無出現恐慌，但 Amaranth 的投資者無疑仍處於療傷的階段。

因此，Amaranth 事件及時提醒我們，系統內存在三個弱點：

- (i) 對沖基金已成為若干投資銀行的重要收入來源。在這個充滿競爭的環境下，主要經紀可能會被誘使為其某些大型對沖基金客戶而放寬其風險管理及信貸政策；
- (ii) 缺乏對沖基金高級管理層的適當監察極可能會導致災難的發生；及
- (iii) 投資者必須進行徹底的審慎查證，並要求其對沖基金提高風險透明度。

## **兩個監管模式**

現在讓我們實在地界定一些基本詞彙。當監管機構談及對沖基金時，所指的是向投資者提供投資機會的人士／公司或產品。獨立於該人士／公司或產品的是對沖基金經理，他們是向對沖基金提供意見或根據有關對沖基金所列明的授權提供意見或作出投資決定的人。

先談產品。現時有兩種監管思想派系。佔主導地位的一派認為，由於對沖基金是高風險及複雜的產品，它們只應提供予私人、機構及專業投資者買賣。英美兩地的對沖基金便屬於這個模式。

然而，包括香港在內的少數司法管轄區則相信，雖然大部分對沖基金只適合私人、機構及專業投資者，但有小部分對沖基金如能符合若干嚴格規定的話，亦可以供散戶投資者認購。

### **香港的零售對沖基金**

我們認為對沖基金是一項引人入勝的產品，散戶不應被完全摒諸門外。不過，鑑於散戶投資者可獲得的資源可能較少，以致未能要求足夠的風險透明度及結構性保障，因此，我們已在產品結構、基金經理的勝任能力、表現費用的披露等各方面施加嚴格規定。

認可對沖基金市場的規模非常小，在 2006 年 6 月底，認可對沖基金的管理資產總額僅為 14 億 8,000 萬美元。雖然這只佔香港對沖基金業的一個很小部分，但我們絕不會降低應有的嚴格標準。假如對沖基金希望向散戶發售其基金單位，有關的基金產品應在產品認可方面遵從嚴格的認可規定，這是唯一的公平做法。

### **私人對沖基金**

大部分發售的對沖基金都是私人對沖基金。它們無須符合適用於零售對沖基金的同一套嚴格規定，這是因為私人對沖基金的對象是專業機構投資者，而這些投資者理應具備足夠的知識，自行作出審慎查證、評估所涉及的風險及密切留意有關基金的表現。此外，該等投資者應有能力承擔基金一旦倒閉所招致的虧損。

話雖如此，所有私人對沖基金仍然受到防止詐騙、內幕交易及市場失當行為的法例，以及須公平地對待客戶和管理利益衝突的一般性原則所約束。

### **證監會的對沖基金調查**

你可能有興趣知道，證監會最近完成了一項對所有持牌對沖基金經理的調查，內容包括他們所管理或提供意見的對沖基金。我們希望可於不久將來發表有關的調查結果，此舉應能協助市場及業界整體瞭解行業的發展路向。該調查帶出了一個好消息，這就是香港的管理資產總額非常龐大，只在短短的兩年間便已錄得大幅增長。

## **向對沖基金經理發牌**

現在讓我們談談對沖基金經理。雖然私人對沖基金無須獲得認可，但所有在香港營業的對沖基金經理，無論其管理或提供意見的基金是否向公眾發售，均須領有牌照。在這方面並無任何豁免及捷徑。根據本會近期進行的上述調查，我們留意到很多持牌的對沖基金經理均隸屬於總部設在歐美的大型對沖基金集團，我們歡迎他們進駐香港。

作為法定的把關者，證監會有責任對牌照申請人進行審慎查證。為了妥善地處理這項工作，我們需要瞭解對沖基金經理的投資策略、內部監控措施、專業知識、主要股東的適當人選資格及財政資源等。根據這些資料，我們便可以評估他們是否具備適當的風險管理模式及專業知識，足以管理市場、交易、流通性及交易對手的風險。我們的關注重點是他們如何管理不同的風險。

## **持續監管持牌基金經理**

基金經理一旦獲得發牌，便會受到我們的持續監管。這表示他們必須遵守證監會的一般操守準則及為基金經理而制訂的守則。去年，證監會的監察人員對一批被挑選作為樣本的對沖基金經理進行了一輪主題視察。

我們發現了一些問題，例如沒有充分地將監察責任分開、缺乏制衡措施、存在利益衝突(例如附函)、有問題的估值方式(就複雜、流通性極低及度身定做的金融產品而言)，發售文件不合標準，及對手方的後勤辦公室積壓很多工作。這些問題並非香港獨有，海外主要金融市場的監管機構及國際證監會組織亦正研究這些問題。

## **系統性風險**

我們如何處理系統性風險這個問題呢？我們並非追求一套零倒閉的制度。對沖基金就如任何其他業務一樣，有倒閉的可能性。我們所憂慮的，反而是一項大型對沖基金或多項對沖基金的倒閉，可能會給那些在對沖基金作出了重大投資的金融機構造成嚴重後果。此外，這些對沖基金倒閉所帶來的影響可蔓延至範圍更廣的其他多個金融市場，導致出現急劇的價格波動和市場災難。這些倒閉事件亦會損害金融市場的穩定性。

系統性風險可同時由多個因素所導致：

- 多層槓桿效應；
- 信貸提供者源自多方面的風險承擔；
- 市場活動將價格變動的幅度擴大；

- 使用複雜的衍生工具和取決於模式的估值方法；及
- 信貸風險、市場風險及流通性風險之間的相互影響。

我們認為直接規管對沖基金的風險承擔並不切實可行，甚或不可行。不少對沖基金均在利便避稅的司法管轄區註冊成立。雖然我們發牌予基金經理並規管他們，但進行槓桿借貸及從事交易的卻是基金本身。由於這些基金並非在香港註冊成立或運作，該等活動並不在監管機構的控制範圍內。

若聲稱我們直接規管監督這些對沖基金，將會是很危險的做法；至少這會造成道德風險問題，令投資大眾認為我們能夠密切監控這些活動，但實際上並非如此。因此，我們須依賴市場的紀律，而這就是對沖基金的債權人、對手方及投資者對它們所施加的制約。

我們會與對沖基金及其主要經紀保持積極而開放的(這是我的希望)對話。

主要經紀受我們直接規管。因此，本會對他們有以下幾項規定：

- 要求對沖基金對手方提供充分的風險透明度，從而就整體風險組合作出評估；
- 適時地彙總計算涉及對沖基金的不同類別的風險承擔，並且應該能夠評估其為對沖基金界別所帶來的整體集中風險；及
- 制訂適當的風險分析方法，從而更深入瞭解不同風險類別之間的相互關聯，以及在受壓的情況下，不同市場參與者之間及在不同但相關的市場之間可能出現的互動關係。

## 結語

最後，我謹藉此機會告訴各位，我們歡迎設有適當風險管理標準的優質對沖基金經理在香港開業。我們亦承認對沖基金在我們的市場中所發揮的作用。它們促進集資活動、提高市場效率、有助價格探索及增加市場的流通性，並為香港投資者帶來更豐富的投資選擇。若能適當運用對沖基金，它們可助投資者減低跌市時的風險。

香港可以為對沖基金提供的好處多的是，因為香港正正是具備流通性、開放性及深度，又能接達教人振奮的內地市場的市場。要營造可發展及蓬勃的對沖基金業，關鍵是我們需繼續與對沖基金經理以及對沖基金的對手方、債權人及投資者攜手合作，共同管理風險和發展市場。

謝謝各位。