

另類投資管理協會政策及規管論壇主題演說

張灼華女士
證券及期貨事務監察委員會
政策、中國事務及投資產品部執行董事及副行政總裁

2012年3月8日

引言

感謝大會邀請我出席今天的論壇。

我們剛剛聽到多位傑出的講者就另類投資的政策及監管事務分享真知灼見。今天的討論主要圍繞著“甚麼”及“如何”這兩類問題，即是剖析新制訂的規則及規例，以及探討合規方案。這些無疑是很重要的問題，因為有不少新規則均會對你們的營商方式及盈虧造成重大影響。

今天的論壇匯聚了監管機構的代表與對沖基金業的專業人員，趁著這個難能可貴的機會，我希望從技術性較強的問題跳出來，改為與大家分享監管機構的想法，並探討對沖基金業可如何與監管機構更緊密地合作。我一直相信，監管機構與受監管者保持坦誠、開放的溝通，除了有助業界穩健發展，亦有助我們參考業內人士的意見，為業界和市場制訂監管規則。在座有不少機構選擇了香港作為營運據點，和我們一樣，大家都希望香港市場能保持廉潔穩健，繼續深化發展，展現經濟活力。

在過去三年，有很多公司進軍本地市場，當中包括對沖基金及其他另類投資管理公司，他們都希望把握內地繼續開放人民幣、準許資金流出境外所帶來的商機。要抓緊這些商機，本地市場必須提供優質選擇、優秀專才，還要給予投資者適當的保障，以及妥善保護整個金融運作系統。我將會和大家分析近期在市場改革方面的發展，了解以上各方面如何從中受惠。

現行的對沖基金監管制度

首先讓我澄清一些事情。自2008年爆發金融危機後，環球市場開始制訂一系列的法例及規則，旨在將對沖基金經理納入監管，但在香港經營業務的對沖基金經理一直都受到監管。無論為機構投資者管理資產，抑或向公眾銷售產品，這些從業員都必須獲證監會發牌及受本會監管。

我們的規則及規例清晰明確、透明度高，並由當局貫徹執行。如非必要，我們不希望大家承擔過重的合規成本。本會的法定監管職責是保障投資者及維持市場的廉潔穩健。相信大家都知道，我們對設於紐約的資產管理公司 Tiger Asia Management LLC，在香港的法院展開法律程序。由此可見，我們會採取一切法律行動來打擊操縱市場及內幕交易活動。我們亦要求持牌資產經理遵守操守準則，以確保他們行事謹



慎、表現專業、避免利益衝突及妥善處理有關情況、嚴格遵守內部監控程序，並以投資者的利益為先。

我相信我們在監管對沖基金方面已取得適當的平衡。在過去二十年，香港已成為亞太區重要的對沖基金樞紐。最新的對沖基金調查顯示，截至 2010 年 9 月 30 日止，香港的對沖基金資產管理業務或顧問業務的資產總值為 632 億美元，較上一次調查（2009 年 3 月）增加 14%。自 2007 年起，持牌對沖基金公司的數目亦顯著增長近 83%。

不過，2008 年金融危機令全球的監管機構領悟到，過去以公司為焦點，只對每家公司進行審慎監督及操守監督的監管制度並不足夠。由於某些公司的規模非常龐大，又或者他們在財政方面與其他金融機構的聯繫相當緊密，因此監管機構需要綜觀全局，才能了解這種緊密相連的關係對金融系統的影響，並制訂適當風險監控措施和程序，以便在本地以至全球的層面管理金融風險。換言之，除進行審慎監督及操守監督外，監管機構亦要監察金融穩定性及系統風險。雖然香港在這次金融危機之中展現了較強的抗禦力，但亦可借鑑海外市場的經驗，因為我們擁有國際化的市場，參與者來自世界各地。

金融系統的關注事項

雖然金融穩定委員會及巴塞爾銀行監管委員會並沒有將任何對沖基金公司指定為對全球金融系統具重大影響力的金融機構，但對沖基金業已逐漸引起監管機構的注意。以往對沖基金業主要由一些專門化的小型公司組成，現在這行業已演變成為具規模的網絡，當中包括大型市場參與者。現時全球最大的對沖基金公司所管理的資產總值超過 700 億美元。除了規模龐大，對沖基金公司亦可能與金融業其他大型機構有緊密聯繫，例如主要經紀、銀行、證券借出人及其他與對沖基金發行或買賣衍生工具的交易對手。在市場環境非常惡劣時，如有大型對沖基金倒閉，整個網絡都會受到拖累。

一隻大型的對沖基金與整個金融體系的關係如何密切、會對市場產生甚麼影響，其實沒有人可以確實知道，監管機構亦無法掌握有關資料。有關對沖基金的具體規模、槓桿借貸水平、所涉及的衍生工具成交量及交易對手等資料，市場上未能提供可靠的數據。對沖基金已成為金融體系重要的一環，與其他範疇緊密相連，但監管機構卻未能在這方面取得可靠的資料，以致無法洞悉這些連繫整個金融網絡的核心環節，因此難以評估有關影響及制訂應變措施。

類似情況亦曾經出現。2008 年金融風暴前夕，某些評論員相信資產證券化及其他創新的金融產品有點石成金之效，因為這些產品料可分散金融系統的風險，令市場更加穩健。事實證明這看法是錯誤的：市場大部分風險仍然集中於少數“大至不能倒”的巨型金融機構。基於種種因素，監管機構無法切實掌握箇中情況。負責監控風險的人員無法參透全局，了解各種錯綜複雜、互為關連的風險因素。經事後回顧，我們始知美國國際集團 AIG 是監管方面的一個盲點。沒有人注意到這家保險公司已累積了大量負債，最後美國政府必須出手提供援助。大家都知道，政府及監管機構都不希望類似事件再次發生。因此，我們應為本地及環球市場制訂解決方案，以收集及分享資料、盡量減少系統風險、加強宏觀審慎規管及國際之間的合作。



為監管者尋求更多資訊的改革

2008年金融危機後，國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）就不受監管的金融實體成立專責小組，研究對沖基金對資本市場帶來的系統風險及現行監管規定是否足夠。證監會亦是該專責小組的成員之一。國際證監會組織最後決定其成員司法管轄區應在該組織的統籌下就對沖基金進行調查，以收集重要數據，協助識別系統風險和不足之處。

早於2006年開始，本會便已定期就本港的對沖基金進行調查及發表有關的調查結果，這是一項本會經常採用的措施，藉以提高本地對沖基金業的透明度。我們要求受訪者在調查中提供有關基金經理的背景、管理資產的規模、資金來源、投資地域分佈等資料。

國際證監會組織專責小組所設計的調查範本，採納了大致上類似在證監會對沖基金經理調查中所指定的範圍，並進一步要求擁有較多管理資產的對沖基金就交易、結算、槓桿比率及承擔的風險，提供更具體的資料。2010年9月，本會與國際證監會組織其他成員司法管轄區同時進行了首次由國際證監會組織統籌的調查。由於並非每個司法管轄區都能夠要求當地的所有對沖基金完成調查問卷，以致所匯集的數據並不如我們所希望般完整，但整體來說，該項調查是有用的。我們現正參考在首次調查中所得到的經驗而對調查範本作出修訂，藉以改善調查的可比較性。下一次的調查將於2012年9月進行，屆時希望你們各人都能參與。

可能影響對沖基金業的其它金融改革

雖然就對沖基金而言，本會的焦點是要改善收集到的資料的質素，但其他金融改革亦可能會影響對沖基金的運作。這些包括由二十國集團牽頭及由金融穩定委員會統籌的涉及影子銀行的監管、對系統具重大影響力的全球金融機構、場外衍生交易，以及國際證監會組織有關提高賣空活動的透明度的措施等國際性工作。

當然，並不是每個司法管轄區在金融改革方面都有著同等的迫切性，或面對著相同的問題。然而，我們認為香港市場必須遵從國際標準。很多香港的市場參與者都是國際性金融集團的成員。他們的服務、交易及資產都是全球業務中不可或缺的部分。因此，香港與其它市場的監管措施必須大致上同步。

我們認為所釐訂的標準應該是經過深思熟慮和合理的。基於這個理由，我們在金融穩定委員會、國際證監會組織專責小組及工作小組的層面積極參與國際性論壇，以及與美國、歐洲及亞洲主要市場的監管機構進行雙邊往來，確保它們顧及到香港的意見。

(i) 對標準化場外衍生工具合約進行中央結算

正如大家所知，二十國集團／金融穩定委員會已在中央結算及場外衍生工具匯報方面作出了堅實承諾。此舉背後的理念是源於人們不希望發生另一次類似美國國際集團事件。2011年10月，本會提出在初階段先規定與香港有聯繫的若干利率掉期及不交收遠期合約須透過合資格中央交易對手進行結算，並就此建議諮詢市場意見。此外，我



們要求這些交易，不論是否進行中央結算，必須向交易資料儲存庫作出匯報。本會現正就此建議擬備法例及規則。我們的目標是要提升場外衍生市場的整體透明度、保護市場免受失當行為影響、減低交易對手風險，及最終讓監管機構能夠更有效地評估、減輕和管理系統風險。

當然，日後的場外衍生工具交易將會帶來額外的合規成本，但好處是，不同的司法管轄區正努力不懈，確保制度大體上一致，藉以避免不同監管制度之間的差異遭人利用的情況。證監會已就這些建議，與香港金融管理局及市場上的不同組別展開合作。我鼓勵大家在有關工作進入立法階段期間，繼續向我們提出意見和提議。

(ii) 賣空申報

另一個與對沖基金有密切關係的領域是對賣空活動的監管，而賣空是你們很多人都會使用的策略。很多司法管轄區在金融風暴期間禁止進行賣空，希望藉此確保市場穩定及保護當地對系統具重大影響力的金融機構。該等措施可能擾亂了你們當中部分人的業務運作。

在香港，我們認識到賣空在提高市場流通性和效率方面所發揮的潛在作用。本會當時的評估是，我們在亞洲金融風暴之後的賣空制度將可繼續發揮效力，並且認為我們為本港制訂的措施足以應付當時的情況。結果，我們堅守立場，及避免作出過激反應。

2009年，我們開始檢討如何加強賣空資料的透明度，令監管者能對賣空活動掌握更全面的資訊。根據我們所引入的主要措施，任何人持有的淨淡倉量達到某上市公司已發行股本的0.02%，或淡倉價值達到或超逾3,000萬港元（以較低者為準），便須在每周最後一個交易日就淡倉作出申報。新規則現正進入立法階段，估計將於今年夏天實施。上述舉措屬國際行動的一部分。其它市場都已實施類似的申報規定，但申報門檻互不相同——有些較高，有些較低。

(iii) 構思中的監管改革

其它影響到金融界餘下部分的監管措施，例如涉及銀行與對沖基金的關係，及與對沖基金的交易的資金成本等監管措施，都可能會對業界造成若干衝擊。我與美國聯邦儲備局一名代表共同擔任巴塞爾及國際證監會組織支持成立的一個國際工作小組的主席職務，該工作小組負責就非中央結算衍生工具的保證金規定進行研究，其宗旨是要就非中央結算雙邊衍生工具交易的保證金規定，提出一套適用於不同市場的建議。對沖基金作為新穎金融工具的使用者，毫無疑問將會因而受到影響。我們的工作小組會在今年6月發表諮詢文件。我希望業界能積極參與有關的討論，確保我們的建議是有效和實用的。

對沖基金透明度

對沖基金業素來在回應變化中的市況，包括監管要求方面，都有良好的紀錄。不過，有一個特別的範疇我希望促請你們多做點功夫，這就是透明度。



我明白到你們很多人對公開資料有所保留。這是因為對沖基金產品的銷售對象始終是一小撮投資者，而對沖基金對系統並不具重大影響力。然而，我們留意到對沖基金的投資者群正逐漸地由超級富豪及捐贈基金擴大至退休基金及基金中的基金。無論你喜歡與否，傳媒以高姿態方式就對沖基金的成功或失敗個案及其星級經理所作的報道，從此改變了公眾對這個界別的看法。昔日在遠離公眾窺探的目光下、靜悄悄地在小房間內進行交易賺大錢的日子已不復返。那些日子即使不是早已逝去，都肯定是在當公眾得悉像馬多夫這類詐騙醜聞，及拉賈那納姆因內幕交易而被判處 11 年監禁後而消失得無影無踪。有些對沖基金經理告訴我，提高透明度可能會導致他們的交易策略或自行研發的技術要被迫披露於人前，或令他們受到民眾或政客的抨擊。但這些問題並非對沖基金獨有。其他金融或非金融業的從業員都面對著該等挑戰及成功地加以克服。

加強溝通便可建立信任。將資金交給基金經理的投資者，理所當然地會希望知道更多有關資金的用途、資金將會以何種方式受到保障，以及其基金經理完全不會向他們隱瞞任何事實。

有此要求的不獨是投資者。我們都希望你們能積極地與監管者進行交往。金融業的監管環境正經歷巨大轉變。改革的最終目標是清晰的，及已得到全球領袖的認同，但改革的方式仍在研究中。我們希望能找到最實用的方案，一個能取得成效而又對業界造成最少干擾的方案。為此，我們需要聽取你們的意見。另類投資管理協會一直以來都願意參與我們的政策商議及改革建議。對此，我們深表謝意。我希望大家知道，證監會一直保持開放態度，聽取你們有關不論是全球經濟、市場趨勢或本會監管建議的意見，過程中令我們獲益良多。

香港對沖基金經理的機遇

今天，我已說了很多有關監管及業界應如何作出回應的內容。在結束之前，我想用幾分鐘的時間，展望一下香港對沖基金業可掌握的機遇。

雖然目前在中國內地的投資，僅佔在香港管理的對沖基金資產的十分之一。我相信你們以香港為基地的基金經理當中很多都有意抓緊隨著人民幣國際化及內地資本市場逐漸開放而帶來的機遇。

要抓緊這些機遇，香港當然佔盡地利。我不用在此重複對香港有利的詳細論點——例如法治、人才、世界級基礎設施等。不如讓我從實際商業角度解釋一下。香港是內地的離岸國際市場，在內地本身仍未作好準備前，可協助內地涉足全球其他地方。因此，如香港能繼續其作為國際金融中心的發展，便能符合內地的策略性利益。一旦明白了這種關係，我們便可以很快地了解到為何香港在發展內地以外地區的人民幣業務方面佔盡清晰而明確的優勢，以及為何我們會獲得進入內地市場及接觸內地市場的流動資金的特殊機會。

香港已為參與內地增長的人士，提供了最佳的平台。幾乎所有內地的主要企業都在香港上市。香港的離岸人民幣市場發展蓬勃，坐擁了內地以外地區款額最龐大的人民幣流動資金。2011 年，香港的人民幣債券市場錄得 200% 的按年增長率，新增了約 80



名發行人，以及價值超過 1,000 億人民幣的人民幣債券。香港是中國財政部在內地以外地域發債的唯一地區－首次發行是在 2009 年，之後便定期進行。

這些都只是全部機遇當中的一小部分：對於海外投資者來說，人民幣仍屬相對地新穎的投資類別。由於內地的資本帳仍未開放，內地大部分的投資機會對於境外的投資者來說，仍然是可望而不可及。據報道，只有約合共 0.8% 的內地股權及債券市場由外資持有。上述的限制正好為配備充足資源、頭腦敏捷、願意排除困難的人帶來優勢，令他們可以從中分一杯羹。對沖基金及另類投資經理也許具備以上條件。

我們清楚知道內地政府對投機資金流的關注及對金融應為實體經濟服務的信念，而事實上，全球有愈來愈多的政府都抱有這個信念。你們當中有一部分人可能會以為對沖基金是否不被看好。

我認為情況未必如此。雖然很多人都強調對沖基金帶有投機及導致不穩定的性質，但仍有對沖基金及另類投資經理成功地進行長遠投資並取得輝煌的成績。他們在全球各地購入估值偏低的資產，將它們重組及在這個過程中賺取豐厚利潤。以我所知，你們當中有些正積極地在內地參與不良資產的投資，並有出色表現。你們各人都選擇在香港設立辦事處，自有其充分的理由，而香港鄰近內地正是其中一個原因。

結語

在作出總結時，我希望大家能從積極的角度來看待這個課題。加強對對沖基金及另類投資的監管是一個不可逆轉的全球趨勢。我呼籲大家齊心合力，讓這個新制度能為各方帶來更大的效益。對沖基金業講求的是人才及創意。我希望你們可以運用這些技巧，提高自身及貴公司業務的透明度。只要你們能這樣做的話，前景是一片光明的。

謝謝各位。