

香港財務策劃師學會 財務策劃周年會議 2009

環球金融海嘯對金融改革及監管制度的影響

方正
主席

2009年11月10日

引言

次按危機在 2007 年夏季爆發，至今已有兩年多，而去年 9 月雷曼倒閉事件更令全球經濟同時步入衰退。相對不少發達國家的市場，亞洲所面對的震盪並非那樣嚴重。

亞洲曾在 1997 年經歷金融危機，其後推行連串必要的改革以整頓經濟和強化金融系統，使現時較以往發展得更為強盛。亞洲資本市場相對沒那麼發達，得以避過證券化（“放款加轉銷”業務模式）及信貸違約掉期（CDS）市場所帶來的問題，可說是今次危機中的幸事。

各國應對危機的政策主要是要穩定市場及恢復市場運作、刺激經濟以免陷入嚴重衰退，以及協調實施金融改革來強化全球金融基礎架構及復原能力。目前，金融危機的最壞情況看來已經過去，各地金融市場已穩定下來，全球經濟正步向復蘇。

今天，我想與大家探討的主題是各地市場和監管機構在重建信任及加強投資者保障方面，目前面對的挑戰。我也會談談證監會最近為加強投資者保障發表的諮詢建議。

重建信任

金融市場必須取得各方的信心，才能持續運作下去。如市場不清楚應由誰來承擔風險、須承受哪些風險、風險會有多高，或難以看清未來，這種種不明因素和變數都會引起恐慌。從最近的危機可看到，信心可以迅速流失，當時不少存戶、投資者及貸款機構紛紛撤離市場，轉而持有現金，導致信貸緊縮，市場缺乏流動資金，繼而令不少主要市場陷入癱瘓。

金融市場雖已穩定下來，我認為尚未完全恢復正常運作，其中一個關鍵在於能否重建投資者的信心。若金融中介人未能完全重獲投資者信任，市場將無法全面起動。



同樣重要的是，金融中介人需明白到市場已不可能像以往般運作。很多人的看法是市場紀律已失效，自我監管及自由資本主義掛帥的年代已一去不返。另一方面，不少人也預警，過度監管會扼殺市場發展空間。

雖然目前各方都同意改革勢在必行，但是如何取得適當的平衡，令市場可繼續有效率地運作，但又不會損害金融系統（及經濟）的穩定性是當下的挑戰。這並非意味著日後不會發生任何倒閉事件、問題或危機。事實上，健康的市場應能承受這些衝擊，且不致使金融市場出現動盪不穩。

隨著經濟逐漸復蘇，人們對金融危機的記憶慢慢減退，推行改革的動力也可能會日漸失去。因此，決策機關及市場人士必須攜手合作，共同建立更能抵禦危機的金融系統。這最終可能需要市場各方作出調節，締造新的常規。

加強投資者保障

在金融危機爆發前多年，金融業已迅速增長，業務盈利可觀。金融危機的爆發，促使主要市場回歸基本，重新依循以往的基本原則運作金融系統，也就是與實質經濟同步增長，而不會超越其發展步伐。換言之，金融創新雖可發揮積極的作用，但也別忘記它只是達致目標的途徑，而非目標所在。純粹為創新而創新，充其量只是以龐大成本來換取增長，但在最壞的情況下根本對發展毫無作用。金融中介人應設計切合投資者所需的產品，並向投資者保證，產品與他們所預期的並無兩樣。傳統的產品同樣可取，況且產品特點簡單易明，當然更好。產品複雜化並不等於優化，相反還可能會令投資者產生混淆或誤導他們。

大家或想知道，英美兩國對於投資意見，提出過哪些監管建議：

- 美國早前發表建議，提出由於經紀交易商提供投資意見的情況愈來愈普遍，又常會管理客戶的資產，因此應要求他們遵守誠信標準（**fiduciary standard**）。據我了解，在這種誠信標準下，投資建議不僅是要適合客戶，同時要符合他們的最佳利益。此建議對於美國的經紀交易商日後如何提供相關服務，將有重要的影響。
- 英國金融服務管理局最近發表多份文件，列明金融機構在提供有關結構性產品的意見，以及推銷和設計這類產品時，須遵守哪些準則，當中包括一份範本及附帶指引，以供這些機構評估結構性產品的投資建議是否適合客戶。

在香港，不少投資者因雷曼兄弟倒閉而蒙受損失。證監會在 2008 年 12 月向財政司司長呈交的報告指出，投資者最常提出的投訴是：

- **失實陳述**——將投資產品錯誤描述為低風險的存款替代品，並沒有妥善解釋風險和複雜性；
- **結構複雜**——所推介的產品過於複雜，風險披露不足以有效地提醒投資者；及



- 合適性——由於上述因素，加上經紀行和銀行沒有妥善盡職地審核客戶背景，以致投資經驗不足的散戶最終持有與其投資能力不相稱的產品。

證監會為加強投資者保障發表的兩份諮詢文件

諮詢文件提出的多項建議源自證監會在 2008 年 12 月呈交予財政司司長的報告，旨在加強香港的監管制度，規管向散戶銷售投資產品的手法，同時加強保障投資者的利益。證監會提出這些建議前，曾進行廣泛研究，並與其他主要司法管轄區及本地相關人士交流經驗，非正式地諮詢他們的意見。諮詢事項大致分為三部分：

- 第一部分涉及如何加強披露產品風險及特點的方法，以及產品發行商或安排行應承擔的責任；
- 第二部分是建議修訂《操守準則》，即規管中介人的操守及銷售手法的守則；
- 第三部分為欠流通的長年期投資產品引入冷靜期的新概念。

產品

有關產品規管建議的重點，在於將由證監會認可的所有產品的規則及準則（不論這些產品目前是屬於《公司條例》還是《證券及期貨條例》的規管範圍之內）以及適用於不同類別產品的信息披露守則，合併為綜合守則載於一本手冊之內，涵蓋如單位信託、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性產品等。這本綜合手冊有助我們對所有產品的規管實施一致的標準及原則。

我們是首個主要司法管轄區提出制訂《非上市結構性產品守則》的嶄新建議。由於非上市結構性產品的結構獨特，我們建議對產品發行商及保證人實施資格規定，同時就那些未能即時納入我們規管範圍的發行商，如特別目的投資公司（SPV），引入產品安排人的概念。

證監會其後於 10 月 30 日發表另一份諮詢文件，建議整合結構性產品公開要約的監管規定。結構性產品不論現在屬於《公司條例》（債權證形式的結構性產品）還是《證券及期貨條例》（非債權證形式的結構性產品）的規管範圍，其公開要約將應統一受《證券及期貨條例》規管。根據建議，債權證形式的結構性產品的公開要約，將由《公司條例》招股章程制度的規管架構，轉而納入《證券及期貨條例》第 IV 部的投資要約制度規管範圍。

我們在認可產品方面擔當的主要角色，在於確保產品銷售文件充分披露產品的特點及風險，不會載有不正確或誤導的資料，讓投資者可依據產品的銷售文件作出有根據的判斷。

根據我們過往一年來從市場各方收集到的信息，發現並非所有投資者作出投資決定前都會閱讀產品的銷售文件，因為這些文件通常過於冗長，且難以從中識別出重點部



分。取而代之，他們作出投資決定前會倚賴產品的推廣材料，但這些宣傳資料純粹是要吸引投資者注意所推廣的產品，加上由於這些資料遠較銷售文件簡潔，因此未必能交代產品的所有相關風險。

為配合大部分投資者的習慣，我們擬備了一份名為產品資料概要的摘要文件，以方便投資者閱覽，並盡量採用劃一的格式（方便比較不同產品），力求簡潔。原則上，《產品資料概要》將會成為產品銷售文件的一部分，效用與一般銷售章程相同，但只有數頁篇幅，重點述明產品的主要特點及風險，方便投資者理解產品。

行為操守

證監會的《操守準則》載列中介人行為操守的標準及核心規定，例如中介人須確保產品適合客戶投資等。這個現行制度仍然行之有效，而今次諮詢的建議不涉及任何重大修改，只是以有效的方法向業界提供更多指引，以配合市場發展。有關建議旨在加強投資者保障，我以下會詳加論述。

加強披露

我們建議規定中介人向客戶銷售產品前，須向客戶披露潛在利益衝突（如是否有佣金回扣），同時向每位客戶提供一份銷售披露文件載述實用資料，包括有關中介人將可從銷售產品中取得的利益。客戶可藉著這份銷售披露文件掌握所需資料，比較中介人推介與沒有推介的產品，從而就應否投資作出更有根據的決定。

確保投資者對所作的投資有適當認識

保障投資者的另一方法，是確保他們對所投資的產品有所認識。不少人都關注到，一般投資者通常無法理解若干非上市結構性產品的複雜性及特點，尤其是那些包含衍生工具的結構性產品。這個看法亦有證據支持：根據證監會於 2008 年 12 月發表的投資者調查結果，有三分之二的受訪者表示對所投資的最少一類產品（如非上市股票掛鉤產品）所知不多。這不禁令人質疑，這些投資者為何貿然購買有關產品？究竟是投資者預期產品會帶來豐厚利潤，即使不了解產品最後仍自行決定投資，還是推介產品的中介人明知這些產品風險過高或性質複雜、明顯完全不適合有關投資者，但仍向這些投資者作出推介？

我們的《操守準則》已經載有關於“認識你的客戶”的程序要求。我們建議，中介人應向客戶查詢他們對衍生工具有何認識，作為執行“認識你的客戶”程序的其中一環。然後，中介人應將具備衍生工具知識的客戶（專業投資者除外）歸類為“對衍生工具有認識的客戶”。

如客戶未被歸類為“對衍生工具有認識的客戶”，中介人無論如何都不應向這些客戶推銷非上市衍生產品。



按照這項建議，中介人可向評定為“對衍生工具有認識的客戶”銷售任何類別的衍生產品。不過，必須強調的是，中介人作出建議或招攬行為時，仍須遵從產品合適性的規定。

這看來屬額外的程序，事實上並非新增的規定。中介人目前也須按照行之已久的“認識你的客戶”的程序，掌握客戶的資料。不過，我們在今次諮詢中，建議以守則條文形式更明確地述明這項準則，協助中介人決定某項產品對個別客戶是否合適。

專業投資者

強調投資者對產品的知識及投資經驗的做法亦適用於專業投資者。對於專業投資者的定義，一般人只會著眼於投資組合的最低總值規定，即現在定於 100 萬美元的水平。在今次諮詢中，我們亦邀請公眾就這項最低總值規定提出意見。事實上，“專業投資者”的定義不只關乎投資組合的最低總值，亦涉及投資者對正考慮投資的相關金融產品是否有足夠認識、專業知識和投資經驗，因此界定“專業投資者”時，應全盤考慮各項因素。高資產值的投資者應具備條件了解將投資的產品，才可歸類為專業投資者。

避免投資者分散注意力

我們亦認為，以贈品促銷投資產品或會分散投資者的注意力，妨礙他們專注留意產品的特點、風險及判斷產品是否真正適合自己。贈品不應作為中介人向投資者作出任何推介或建議時的考慮。因此，我們建議限制分銷商以贈品促銷個別投資產品。

冷靜期

相信在座各位都知道，保險界早已為投資相連壽險計劃等產品設立冷靜期，其中一個原因是保險計劃及相關產品一般年期較長，投資者若要中途退出，可能相當困難，而且費用高昂。證監會在諮詢文件建議探討應否為流通量低的長線投資產品，主要是非上市結構性產品引入冷靜期。

投資者若要行使冷靜期權利，必須付出成本。由於冷靜期安排涉及行政開支，加上相關期內可能會出現一些市場波動，因此投資者一般不能全數取回投資本金或已付佣金，否則業界可能會將行使冷靜期權利所涉及的成本預先計入產品價格之內。有關冷靜期的具體安排可能會視乎產品類別而定，並要考慮能否輕易解除產品合約或平倉。

冷靜期旨在加強非流通產品的流通性，並非方便投資者投機獲利。因此，冷靜期的退款金額可能以投資本金為上限，投資者不能從中獲利。



因此，冷靜期應否適用於個別投資產品以至一般金融產品，值得我們詳加考慮。假如這項建議獲廣泛支持，我們將會制訂實施細則，特別希望各界能夠就冷靜期建議的有關事項，尤其是冷靜期的長短向我們提出寶貴意見，讓我們加以研究。

總結

環球金融危機促使業界推行自大蕭條時期以來最全面的金融改革，二十國集團（G20）的領袖已為不同類型的改革措施制訂藍圖，當中建議將信貸評級機構、私人股權投資基金及對沖基金等未受監管的機構或投資工具納入規管，而另一項已在歐美兩地進展迅速的建議，是將所有可標準化的場外交易產品交由中央結算對手方（Central Clearing Counterparty）負責結算。證監會正密切注視最新發展，因為香港也需考慮應採用哪些方法監管信貸評級機構及場外交易產品，以切合本地市場需要。

本會提出了多項建議加強香港的監管制度；這些建議雖不能徹底解決監管架構內所有備受關注的事項，但應足以處理大部分現有問題。此外，成立投資者教育局及財經事務申訴專員的建議亦同樣重要。國際方面，證監會將會繼續採納國際標準或其他更嚴格、更適合香港的準則，作為監管工作的參照基準。

要成功推行任何建議或金融改革，單靠證監會的努力還不足夠。我們期待業界積極參與、通力合作，建議的措施才會取得成效。任何監管制度都不會完美無瑕或面面俱全，因此我們的規管目標是妥善平衡各方需要、讓市場人士靈活發展，同時為投資者提供足夠保障。我鼓勵在座每一位前線從業員，踴躍地向所屬機構表達見解，因為你們的寶貴意見對證監會非常重要。要完善金融制度，加強投資者保障，你們的意見不可少！

金融市場若要續創佳績，監管機構、市場從業員及投資者必須同心協力，嚴守監管法則、市場紀律，並要發揮自律精神。在座各位在市場上擔當重要的角色，你們的專業操守對保障投資者利益至關重要。

我很高興知道，所有獲頒發財務策劃師專業資格的人士，均同意遵守《專業操守及責任》所訂立的專業、技術及道德標準，奉行廉潔、客觀公正、稱職、公平、保密、專業及勤勉的原則，實在令人鼓舞。

最後，我祝願香港財務策劃師學會及全體成員，每當為客戶策劃財務和管理財富時，都能將崇高的專業操守發揚光大。