

雷曼事件與香港金融產品的監管

由美國投資銀行雷曼兄弟的破產觸起的**雷曼迷你債券事件**在香港、新加坡及台灣等地均做成投資者的損失，但只在香港演變為政治事件，當中有幾點值得思考：

- 一：政客組織雷曼事主示威抗議衝擊政府等行為是否合理及恰當，對解決問題又是否有實質幫助？
- 二：輿論及政客均提出以任志剛等為首的財金官員應為此事負責，但是現階段解決問題是否比問責更迫切？
- 三：公民黨及民主黨的一班身兼律師及大律師的議員捨法律手段而轉用政治手段，是否為了解決問題抑或更多是政治表演？

此事對香港的政治影響現已浮現，包括對特區政府管治威信、解決問題的能力的置疑及市民對本港金融、銀行制度的信心動搖。不幸地，經過兩個多月的擾攘，事主仍然得不到任何實質的解決辦法，除政客不斷曝光外，看不出有何解決困境的出路。

在**雷曼迷你債券事件**及今年初發生的**累積寶(Accumulator)**事件的各種解讀中有一陰謀理論：迷你債券及累積寶投資產品的合約中明文禁止售予美國公民。不能售予美國公民的原因亦有很多不同的解釋，如美國的稅制不一樣，美國人的投資取向較不同等。有人曾經提出一個比喻：英國於 18 世紀為貿易平衡等原因向中國大量傾銷鴉片，但從不會讓鴉片回流返英國銷售，當中原因人所共知：鴉片乃有毒之物，英國當然不會毒害自己的國民。現在美國的銀行又是否出於同一道理把迷你債券等有毒之物只售予亞洲人呢？當然這都純屬猜測。但是無論出於何種原因，迷你債券始終沒有於美國本土作零售，而此次金融海嘯，風險的確從美國輸出。可惜負責把關的香港證監會與金管局這兩間金融監察機構竟從中一絲可疑也嗅不出，大開中門，照單全收，任由有毒金融產品在港作零售，實在難辭其咎。

今年年初美國紐約州、麻州及德州三個州的州政府對瑞銀(UBS)、美林、摩根士丹利、摩根大通、花旗、美聯、高盛、雷曼兄弟遭司法單位和紐約證券交易所調查。原因是上述銀行／證券行向投資者出售總值 3300 億美元的**拍賣利率型證券(Auction Rate securities)**涉及誤導及欺騙投資者，結果需向投資者回購及被罰款。紐約州首席檢察官柯謨(Andrew Cuomo)向瑞銀提出起訴，控告其犯下「數十億美元計的欺詐案」，標榜 ARS 風險低，類似貨幣市場投資產品，而且

在 ARS 市場崩潰後繼續兜售該類產品，在信貸市場出現問題時，集團高層甚至拋售私人持有的 ARS，令投資者接棒。當中瑞銀、花旗及美林更需向投資者買回約 414 億美元的證券和支付 2.5 億美元的罰款。

拍賣利率型證券與迷你債券同屬複雜的結構性產品，都零售予小投資者及都被聲稱為低風險投資產品，美國州監管機構曾指出拍賣利率證券「銷售做法有很大的欺騙性」。事件值得參考之處在於美國的州檢察官主動出擊及強而有力，加上各州亦有相對完善的法例保障投資者。美國州政府的調查不單是針對表面的銷售手法有否涉及誤導及欺騙，而且更深入調查到銀行本身究竟在銷售過程時，是否存有**利益衝突**，在明知市場開始崩跌時，把風險轉移到投資者。比照美國一開始已鎖定責任於銀行身上的做法，香港的處理手法就顯得拖泥帶水，軟弱無力，到現在仍就多個問題爭論不休，更遑論在港事件已「升格」為政治問題，更趨複雜化，而問題的解決則遙遙無期，各苦主更感無奈。當然美國和香港的情況不盡相同，美國銷售有問題產品的銀行／證券行全屬供應商，而香港銀行只屬分銷商。況且香港亦沒有保障投資者的相關法例，所以才導致出現有個別雷曼事主到警署報案不被受理，雷曼事主到消費者委員會尋求協助，但事實上投資產品已超出消委會的監管範圍。

本會建議把現在本末倒置的處理手法撥亂反正，應把解決事主賠償的問題列為首要，其次才找出應負責的官員問責，最後及最重要的，是要找出現有制度需改革的地方，制訂出更完善長遠的金融和銀行監管制度。

就事主賠償的方法，有觀點提出政府可要求銀行回購迷你債券。但這亦衍生出兩個問題：第一，此舉缺乏強有力的法律根據。第二，本港銀行只作為此類衍生金融產品的分銷商，雖然不能排除銀行的銷售手法亦有問題，但把責任全數推給本港銀行又有欠公平。最近有雷曼事主準備追究美國匯豐「沒有忠實地履行作為一個信託人的應有責任」，我們認為是正確的方向，但要解決的技術問題不少。

有意見提出可由政府及銀行共同承擔責任，不應像現在政府及銀行互相拖拉，雙方都不想承擔責任。這意見看似不錯，但始終不太可行，第一，雖則政府有監管上的缺失，但要動用公帑為投資者賠償對其他納稅人不甚公平。第二，如政府賠償投資者的先例一開，恐怕會做成其他遭受損失的投資者亦會以銀行銷售手法有問題等不同原因爭相要求政府賠償。結論是這提議難以執行。

採取法律手段解決紛爭乃現階段最實際可行的方法。香港乃法治社會，實不明白為何一眾身兼律師及大律師的立法會議員都捨法律手段而採政治手段去處

理問題。在香港解決糾紛(disputes resolution) 可用的方法有三種，分別是訴訟、仲裁及調解。不明白為何訴訟一開始已被排除，事實上只有法院的判決，才可以強制執行。不過香港沒有集體訴訟機制，這亦做成訴訟成本太高的問題。仲裁的裁決不能上訴(除非基於法律觀點，或因仲裁違反程序公義而作出司法覆核)，而且仲裁的裁決亦要通過法院執行。調解的結果只是當事人之間的協議，如一方不執行，最後亦要通過法院訴訟解決。不管採取上述何種方法，法院始終是繞不過去的。

而最為下策的可算是現在立法會的調查，眼下的爭吵、互相卸責和帶事主遊花園等舉措喧鬧多於實幹，對解決問題幫助實在不大。

解決賠償及調查後，當然要向處理此事失職的財金官員問責，但比問責更重要的是健全及檢討現有的金融監管機制。前美國總統克林頓於 1999 年簽署**美國金融服務法(Gramm-Leach-Bliley Act)**議案，自此開始，銀行、證券、保險業等金融業可跨業經營，到了布殊年代美國對金融行業的監管更加放任，跨業合併後出現了像摩根大通及花旗集團等跨界金融巨擘（或稱「金融大鱷」）。而對金融衍生產品的場外交易，則假「金融創新」之名，任由其胡作非為，無法無天，卒之造成席捲全球的金融海嘯的禍根。香港為提升金融行業的競爭力，亦跟隨美國的「自由放任」做法。

香港因雷曼事件付出沉重代價，亦應從中吸取教訓。事件中突顯的制度問題包括：

- 一、 香港缺乏集體訴訟制度；
- 二、 香港監管機構對投資銀行及私人銀行的業務監管過份放鬆，甚至存有監管真空；
- 三、 投資產品及衍生工具在市場上五花八門，把複雜的投資產品包裝成簡單產品。例如結構性產品(股票掛鈎 ELN/ELI)、雷曼迷你債券、累積寶等，但是卻缺乏監管甚至“零監管”；
- 四、 香港缺乏保障投資者的機構及法例。

就第一點，雷曼事主中大多數人的資產已超越申請法援的上限，而以個人力量實難以與財雄勢大的銀行打官司，所以短期內應設立集體訴訟基金以資助或以貸款的形式幫助有需要人士，而長遠目標則要設立集體訴訟制度

就上述第二及第三點，本會建議應參考其他國家包括美國的證券法(**Securities Act**)，訂立對金融產品銷售的監管法例，並授予監管機構相應的執法權力。同時將投資銀行及私人銀行業務，納入金管局監管範圍。

就上述第四點，本會建議香港可以參考美國的**金融業紀律監管局(Financial Industry Regulatory Authority)**，成立一個類同的獨立機構用以調查、仲裁及調解金融業界與投資者的糾紛並針對投資者保障及教育不足的漏洞進行填補。

香港要從「國際大鱷的覓食天堂」，轉化為名符其實的國際金融中心，需要法律配套。六十位立法會議員，應敦促政府就上述各項儘快加強立法，才算「做好呢份工」。

鄭家賢

(法學博士、律師)

亞太法律協會會長

2008年12月18日

(本文部份內容，乃根據11月30日香港海德公園論壇參與者的意見整理而成。)