



SECURITIES AND  
FUTURES COMMISSION  
證券及期貨事務監察委員會

## 關於香港的主要經紀服務及相關股票衍生工具活動的主題檢視報告

---

2019年6月10日

## 目錄

---

A. 引言	3
B. 香港主要經紀服務的行業狀況	5
I. 在香港提供的主要經紀服務	5
II. 主要經紀服務的客戶群及增長情況	7
III. 訂約實體	8
IV. 環球支援模式	8
V. 單一或多家主要經紀商	9
VI. 主要經紀服務客戶採用的交易策略	10
C. 檢視結果及良好作業手法	11
I. 管治及管理層的監督	11
II. 客戶關係生命周期管理	14
III. 保證金融資	17
IV. 賣空及證券借出	21
V. 處理客戶資產	25
VI. 風險管理及監控措施	27

## A. 引言

1. 證券及期貨事務監察委員會（證監會）在 2017 年 10 月對主要經紀商展開一項主題檢視，以評估它們的作業手法、內部監控措施及風險管理程序。這些主要經紀商是在香港提供主要經紀服務及進行相關股票衍生工具<sup>1</sup>活動的金融機構。
2. 一般來說，主要經紀服務包括向機構客戶（例如對沖基金經理）提供交易執行及結算、證券借貸、託管、融資解決方案、合成主要經紀服務、匯報、引薦資金及諮詢服務等。
3. 金融機構通常以香港作為其股票業務的亞洲區樞紐，而有關股票業務往往包括主要經紀服務。由於許多主要經紀服務的客戶（包括國際對沖基金及其他機構客戶）都在香港建立了穩固的業務基礎，故在本地向國際客戶就其於亞太區進行的交易或相關活動而提供的主要經紀服務，通常都是在香港管理的，並受到集團層面的監察。
4. 雖然主要經紀服務的營運模式可以十分複雜，及可能涉及一家金融機構在多個不同司法管轄區的法律實體，但若客戶在香港接受服務，或若主要經紀商在香港提供主要經紀服務，不論風險持倉入帳至哪個簿冊內，主要經紀商都應遵從在香港適用的規則和規例。此外，主要經紀商作為其集團的亞洲區樞紐，在進行業務活動時，亦應設有充足的監控措施及程序，以便依循其集團公司所訂立的標準，從而利便集團公司遵從適用於它們的規則和規例。
5. 是次主題檢視主要涵蓋以下範疇：
  - 管治及管理層的監督；
  - 客戶關係生命周期管理；
  - 保證金融資；
  - 賣空及證券借出；
  - 處理客戶資產；及
  - 風險管理及監控措施。
6. 是次主題檢視分兩個階段進行：
  - (a) 我們選定了 17 家在香港營運的金融機構，向它們發出問卷，蒐集下述各項資料：有否提供主要經紀服務，服務的範疇及有關的作業手法，與主要經紀服務及其相關股票衍生工具活動有關且涵蓋前線至後勤部門的業務程序和風險管理框架。有關回應顯示，在 17 家參與問卷調查的機構當中，有 13 家在香港提供全面的主要經紀服務。
  - (b) 在第二階段，我們揀選了具有不同業務模式的主要經紀商，進行審慎查訪，以進一步核實其對問卷所作的回應，或進行現場視察，以評估其與提供主要經紀服務活動有關的主要風險，並驗證相關監控措施。
7. 證監會在刊發本報告的同日，亦一併發出了《致中介人有關主要經紀服務及相關股票衍生工具活動的通函》，藉此向業界提供有關主題檢視結果的摘要、良好作業手法的例子，以及我們的整體期望。是次主題檢視所提及的良好作業手法例子並非詳盡無遺，故此主

---

<sup>1</sup> 舉例來說，主要經紀商經常在提供合成主要經紀服務時利用股票衍生工具，讓客戶能夠取得合成投資回報及風險承擔。

要經紀商不應將這些例子視為遵守相關監管規定的唯一方式。我們亦鼓勵主要經紀商注意有待改進的範疇，以避免成效欠佳的作業手法和內部監控缺失。

8. 隨著金融市場不斷演變，證監會將在有需要時加強監管規定。我們謹此提醒市場參與者，要持續評估監管改變會如何影響其在香港進行的受規管活動，特別是在提供主要經紀服務方面，因其業務程序可散布於不同的司法管轄區，或在地區或環球層面進行管理。
9. 證監會將密切留意本地及國際間有關主要經紀服務的發展，並會在適當時就監管改變提出建議。

## B. 香港主要經紀服務的行業狀況

### I. 在香港提供的主要經紀服務

10. 主要經紀商最初的核心服務是提供保證金融資。隨著時間過去，為了保留對沖基金業務，主要經紀商將其業務拓展至涵蓋證券借貸及合成主要經紀服務。所有參與問卷調查的主要經紀商均提供以下服務，而這些服務也是它們的主要收入來源（亦請參閱第 12 段的圖表）：

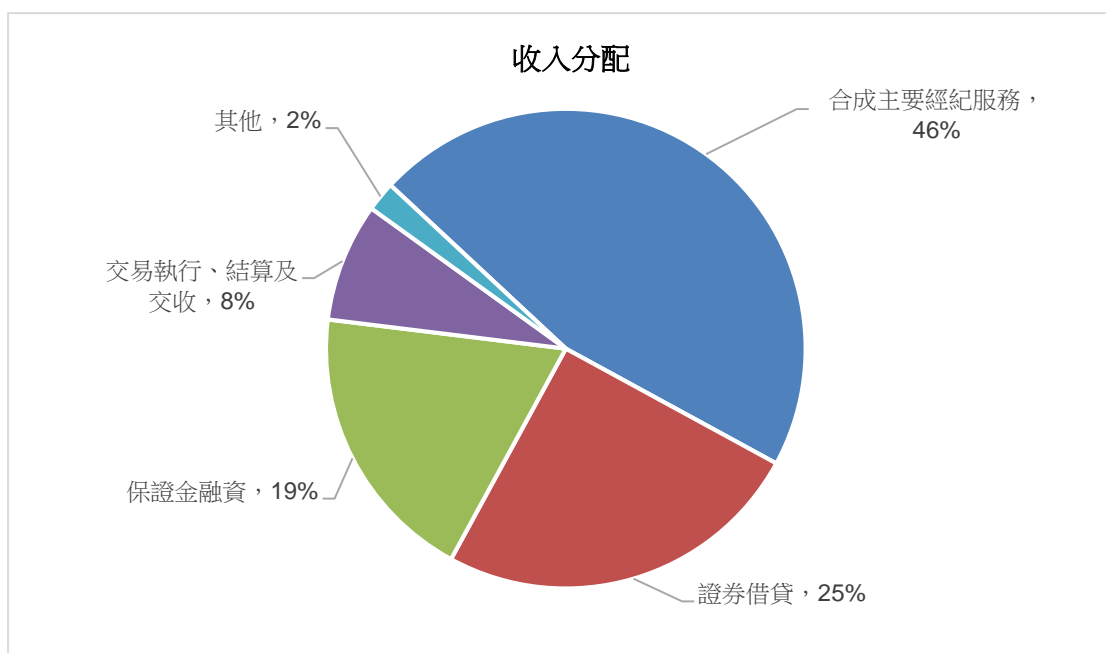
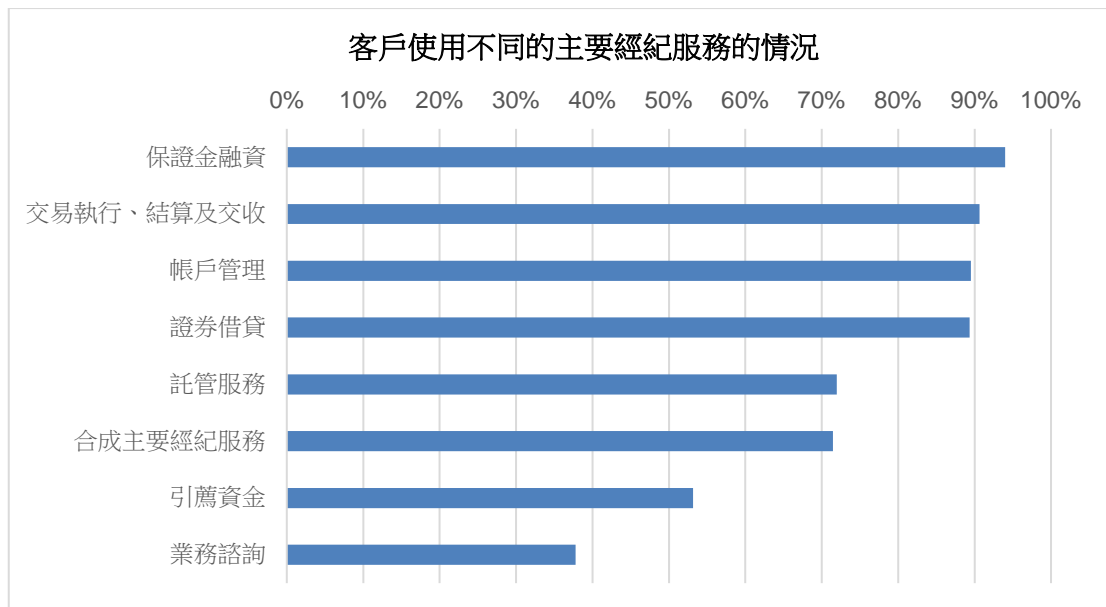
核心主要經紀服務	合成主要經紀服務
<p><b>保證金融資</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 主要經紀商向其客戶提供融資，讓它們可獲得必要的槓桿借貸，以支持其買賣策略。</li> <li>• 提供融資的方法可以是提供一筆保證金貸款，而貸款的金額不超過以經界定的保證金計算方法而制定的信貸限額，並以客戶向主要經紀商提供的資產作為抵押。</li> </ul>	<p><b>證券借貸</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 主要經紀商讓其客戶可接觸借出人，例如具有高持貨量及多元化的證券投資組合的機構投資者，而對沖基金可利用這些證券來為其淡倉進行補倉，及為其賣空策略帶來便利。</li> <li>• 證券是在有抵押品的情況下借出。有關交易由主要經紀商管理，及受到證券借出協議所管限。</li> </ul>

11. 除了上述主要收入來源外，大部分主要經紀商亦提供營運支援（例如交易執行、結算及交收、託管服務以及帳戶管理服務，包括現金和倉盤管理、企業行動及股息事件的處理）及其他附帶服務（例如引薦資金<sup>2</sup>及業務諮詢<sup>3</sup>）。

<sup>2</sup> 主要經紀商可向對沖基金客戶引薦資金來源，例如潛在投資者或來自主要經紀商集團的資產及財富管理業務的資金流。

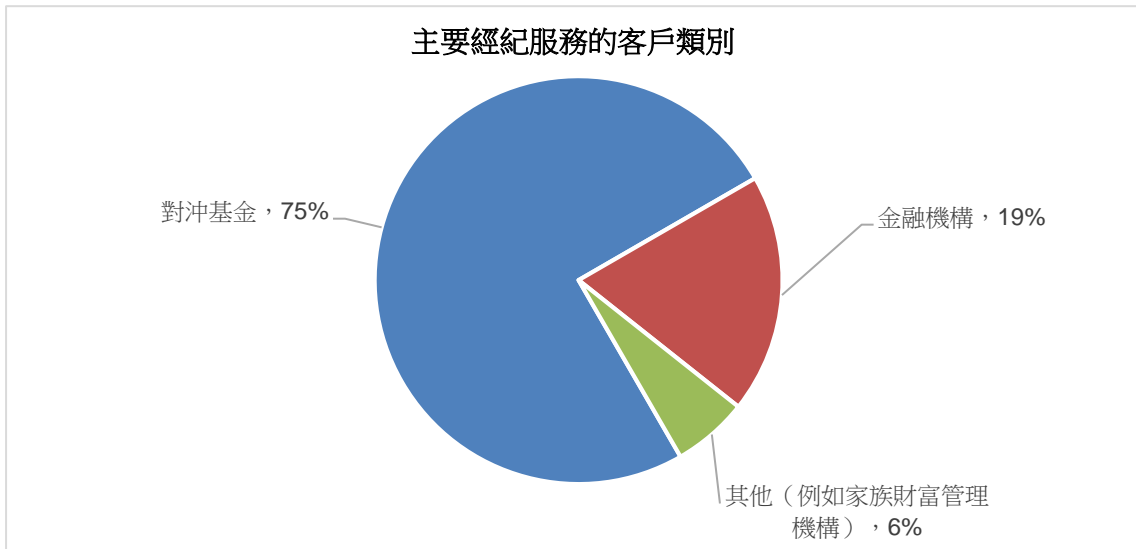
<sup>3</sup> 主要經紀商可在對沖基金由推出之前至到期的整個生命週期內，向基金經理提供諮詢服務及引領其作出決定。

12. 根據我們的問卷調查結果，保證金融資是客戶最常使用的服務，而合成主要經紀服務在主要經紀商收入中所佔的份額最大。

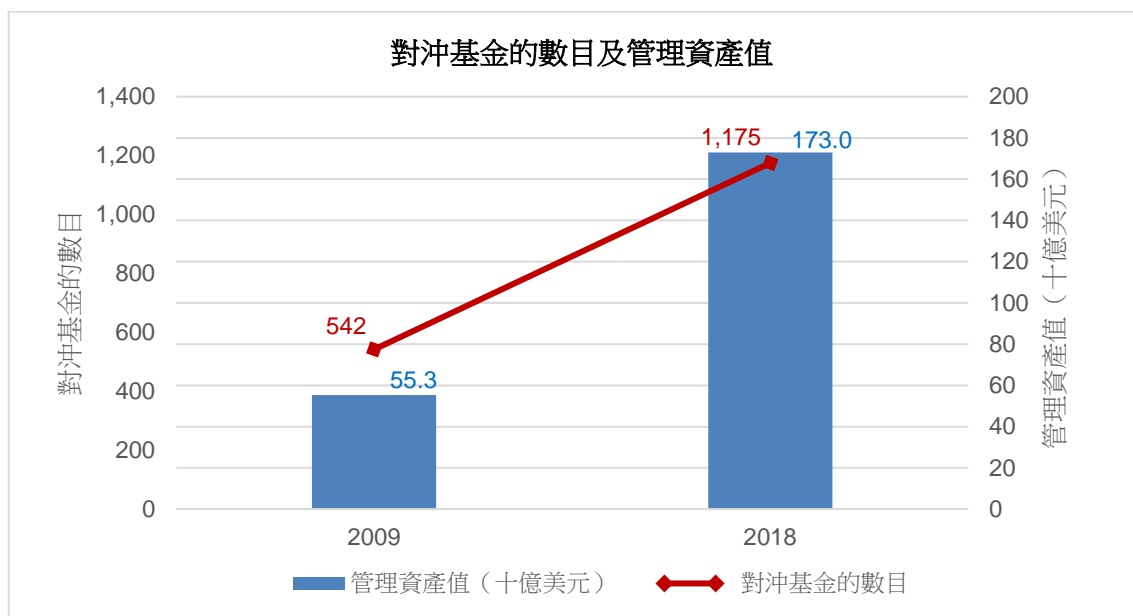


## II. 主要經紀服務的客戶群及增長情況

13. 參與問卷調查的主要經紀商表示，其主要經紀服務的大部分客戶是對沖基金，而這些對沖基金往往會因為其交易策略和活動而需要僱用主要經紀商作為其中一名主要服務提供者。
14. 其餘客戶主要是其他金融機構和家族財富管理機構（見下圖）。



15. 根據證監會對香港對沖基金行業的定期問卷調查所收集的數據，過去十年，香港對沖基金經理的數目及對沖基金管理資產值均顯著上升。2009 至 2018 年期間，香港的對沖基金管理資產值增至三倍，而證監會持牌對沖基金經理在香港管理的對沖基金的數目則由 542 增加至 1,175，增幅為 117%。對沖基金的增長令主要經紀商在金融市場上發揮日益重要的作用。



### III. 訂約實體

16. 提供主要經紀服務的訂約實體可以是金融機構屬下的證券公司或銀行。選擇哪個地方的訂約實體取決於多項因素，例如客戶所在國家和主要業務的所在地。大多數主要經紀商將訂約實體設在英國（全部 13 家參與問卷調查的主要經紀商）和美國（13 家參與問卷調查的主要經紀商當中的 10 家），它們是環球和亞洲區域主要經紀服務客戶最常用的訂約實體。部分主要經紀商有其他以澳大利亞、法國和愛爾蘭作為註冊地的訂約實體。訂約實體的集中化使主要經紀商能夠在降低其業務所承受的整體風險的同時，透過對沖、淨額結算及抵銷持倉來實現更高效的風險管理和節省大量的成本，進而降低其在資本和流動性方面須符合的規定。
17. 事實上，美國客戶通常與美國實體簽訂合約，而所有其他國際客戶則主要與英國實體簽訂合約。我們觀察到在香港接受服務的客戶大多是亞洲或國際客戶，這些客戶通常會與主要經紀商的英國實體簽約。

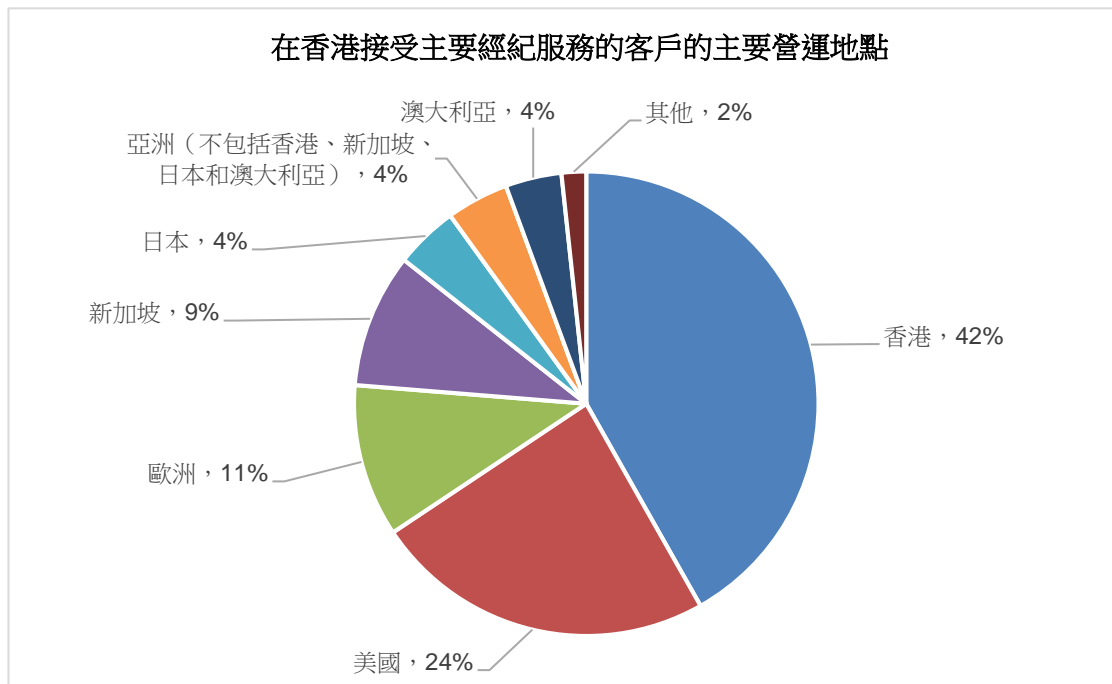
### IV. 環球支援模式

18. 除了為區內的亞洲客戶提供服務外，大多數主要經紀商亦為其環球客戶提供“日不落（follow-the-sun）”模式的客戶支援，而香港作為亞太區的股票交易樞紐，為在亞洲市場進行交易的環球客戶提供服務。雖然這些環球對沖基金主要設於美國或歐洲，但我們的問卷調查顯示，當中有相當大的比例是在香港接受服務的。

在香港接受服務的環球客戶的百分率	主要經紀商的數目
41%或以上	2
31%至 40%之間	1
21%至 30%之間	2
11%至 20%之間	4
10%或以下	4
<b>總計</b>	<b>13</b>

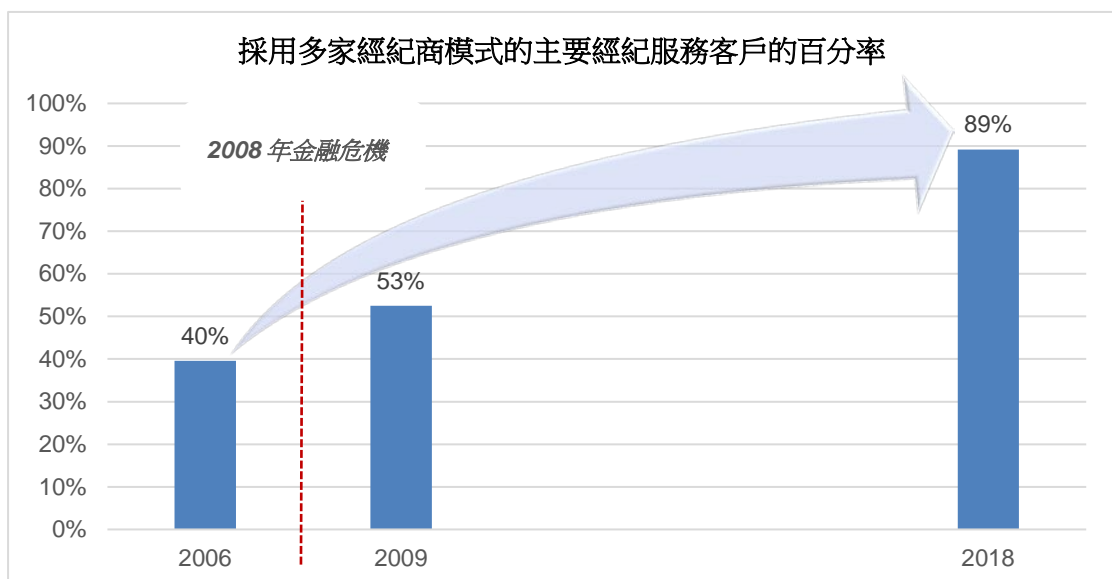


19. 下表顯示由主要經紀商的香港辦事處提供服務的所有主要經紀服務客戶（包括本地和環球）的主要營運地點的分布情況：



## V. 單一或多家主要經紀商

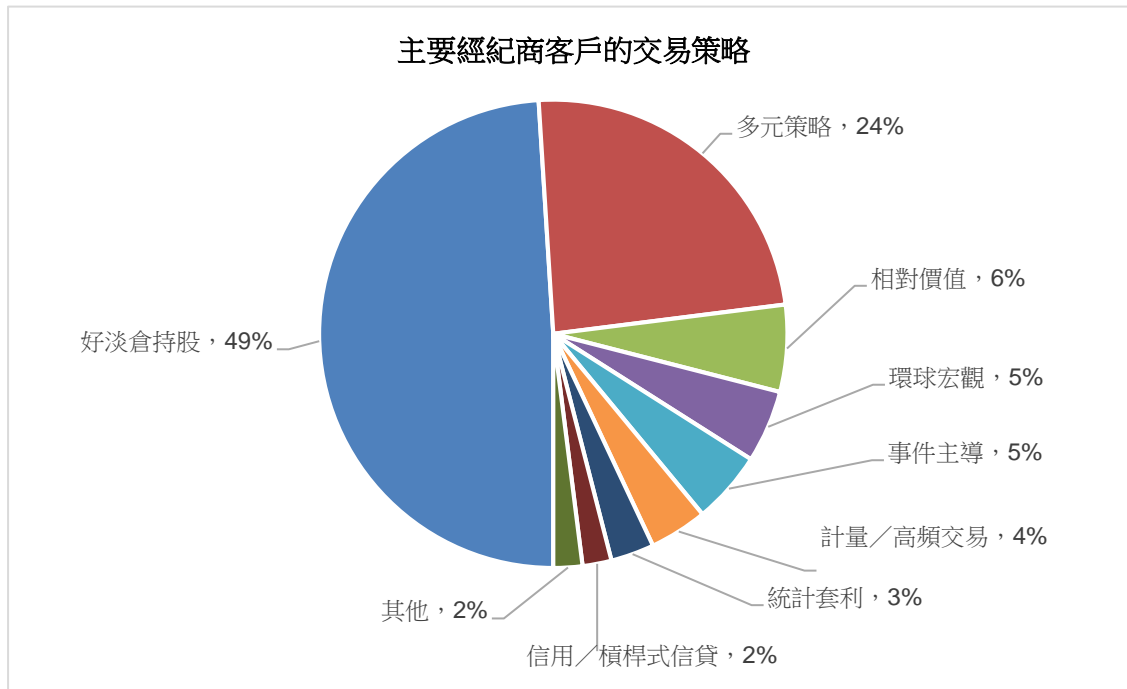
20. 2008 年全球金融危機加深了業界對主要經紀商的對手方風險承擔的關注。因此，使用主要經紀服務的客戶，從與單一主要經紀商維持業務關係轉為與多家主要經紀商簽訂合約，以分散其承擔的對手方風險。根據證監會收集的資料，在過去十年裏，與多家主要經紀商維持業務關係已成為大多數客戶的首選模式。



21. 多家主要經紀商的模式加劇了主要經紀商之間尤其是為爭奪優質客戶而產生的競爭。客戶可能會將資產轉移到採用更合適的科技、能提供聚焦於其策略的服務或以最佳的利率提供融資的另一家主要經紀商。而這也為客戶提供了更廣泛的產品和更廣闊的市場。

## VI. 主要經紀服務客戶採用的交易策略

22. 主要經紀服務客戶採用各種交易策略（見下圖）。



## C. 檢視結果及良好作業手法

### I. 管治及管理層的監督

23. 主要經紀服務作為一項業務活動，一般會歸入主要經紀商的股票專營業務之下。對主要經紀服務活動的監察可以是具體的工作（例如設有指定的管治委員會），或可包含在主要經紀商的股票專營業務的整體監察工作之內。

#### 應達到的標準

主要經紀商應確保對主要經紀服務活動有足夠及有效的管理和監督。雖然主要經紀服務的營運模式可以十分複雜，及可能涉及一家金融機構在多個不同司法管轄區的法律實體，但若客戶是在香港接受服務，或若主要經紀商在香港提供主要經紀服務，不論風險持倉入帳至哪個簿冊內，主要經紀商都應遵從在香港適用的規則和規例。此外，主要經紀商作為其集團的亞洲區樞紐，在進行業務活動時，亦應設有充足的監控措施及程序，以便依循其集團公司所訂立的標準，從而利便集團公司遵從適用於它們的規則和規例。

主要經紀商應制定足夠的管理層監督措施<sup>4</sup>，以確保將與主要經紀服務活動有關的事宜提請管理層注意，以便作出適時的審核，及管理層對業務和相關風險有足夠的問責性<sup>5</sup>。

若特定程序是由某委員會負責監督，主要經紀商便應明確界定該委員會的角色及責任，並確保該委員會是由合適的成員組成，以進行監督工作。

主要經紀商應訂立有效的政策和程序，以識別和管理與主要經紀服務活動有關的利益衝突<sup>6</sup>。這些政策和程序應定期予以檢討，確保它們仍然穩健和有效，以及所有相關職員應定期獲得培訓。

#### 市場作業手法

##### a) 管理層的監督

24. 大部分主要經紀商都以設立管治委員會的形式，制定管治程序，以管理主要經紀服務活動。主要的委員會大致可分為三類：
- 業務管理委員會——界定和執行業務策略及作出業務決策；
  - 與客戶建立業務關係委員會——檢視及審批新的主要經紀服務客戶；及
  - 風險管理委員會——檢視因主要經紀服務活動而產生的風險和監控問題。

<sup>4</sup> 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（《操守準則》）第 9 項一般原則。

<sup>5</sup> 證監會在 2016 年 12 月 16 日發出的《致持牌法團有關加強高級管理層問責性的措施的通函》。

<sup>6</sup> 《操守準則》第 6 項一般原則。

25. 此外，大部分主要經紀商都設立地區管治委員會，以處理亞太區的具體問題。所識別到的問題會在有需要時上報給它們在環球層面的管治委員會。
26. 所有主要經紀商都已委任了一名核心職能主管，讓高級管理層能夠具體地對主要經紀服務活動或其所屬的更廣泛業務進行監督及監察。
27. 有待改進的範疇：
  - 部分主要經紀商沒有訂明職權範圍，以規管各委員會及界定它們的角色和責任（例如載明某委員會的職權範圍和目標、舉行會議的次數及所需的出席率），確保有關成員明白各委員會的目的、結構及運作。
  - 部分主要經紀商沒有要求在風險管理委員會內加入第二道防線（例如合規職能）。一家主要經紀商沒有要求在與客戶建立業務關係委員會內加入第二道防線。主要經紀商應要求在相關委員會內加入第二道防線，以確保能有效地監督及管理主要程序的風險及監控措施。

#### **b) 利益衝突**

28. 所有主要經紀商均已制定政策，規定須識別及紓減涉及主要經紀服務活動的實際及潛在利益衝突。
29. 部分主要經紀商已成立指定的管治委員會或工作小組，以監察用作識別及紓減利益衝突的監控措施。
30. 大部分主要經紀商已設立正式的管治框架，用來管理利益衝突。主要經紀商所識別到的與主要經紀服務活動有關的一些常見利益衝突，以及為應對該等利益衝突而採取的監控措施載列如下：
  - 向金融機構內的其他團隊洩露客戶資料：主要經紀商已同時實施系統進出管制的政策及將主要經紀服務職員與其他業務單位的實際辦公地點予以分隔，以防止洩露客戶的資料。主要經紀商亦有實施電子通訊監控措施，以偵測任何實際或可能洩露資料的情況。
  - 就主要經紀服務客戶的買賣盤進行超前交易：主要經紀商設立了交易監察警報，以偵測任何實際或可能出現的超前交易。
  - 因提供資金引薦服務而產生的衝突：主要經紀商已禁止就有關服務收取金錢利益，從而避免產生誘因，將某客戶的利益凌駕於其他客戶的利益之上。
  - 因提供業務諮詢服務而產生的衝突：主要經紀商已禁止向主要經紀服務客戶或第三方（例如外部供應商）徵收費用及回佣，以避免在其顧問服務的結果中擁有利益，而有關利益可能會誘使他們在提供服務時並非以客戶最佳利益為前提。
  - 職員與主要經紀服務客戶之間的衝突：主要經紀商對職員的個人帳戶交易及職務以外的業務活動施加披露和審批規定，讓主要經紀商得以識別、管理及防止任何可能導致潛在或實際利益衝突的活動。

31. 大部分主要經紀商均進行定期覆核，確保用作防止、識別及紓減任何潛在和實際利益衝突的架構和監控措施仍然適當及有效。
32. 有待改進的範疇：
  - 在一宗個別事件中，某主要經紀商沒有採取足夠的偵測監控措施來識別利益衝突，反而主要依賴職員作出上報及定期培訓。主要經紀商應確保設立監控程序，以便採取適當的措施來偵測和減低或管理實際和潛在利益衝突。

## II. 客戶關係生命周期管理

33. 一般來說，客戶關係生命周期包括接納客戶及建立業務關係、持續評估及解除業務關係。
34. 處理建立業務關係的程序及進行持續評估的地點取決於客戶的註冊地或其主要營業地點。對於以亞洲為基地的客戶，香港作為區內提供中央客戶服務的樞紐，有關程序通常在香港進行。

### 應達到的標準

主要經紀商應採取一切合理步驟，以確立其客戶的真實和全部的身分<sup>7</sup>，及評估客戶的信貸可靠性和整體風險狀況，而採用的方式包括了解其企業架構、投資程序、風險管理能力、管治及監控措施、定價及估值、負責作出投資決策的人士的投資經驗、投資策略、過往績效以及投資組合的成分、複雜程度、流通性狀況及槓桿比率。

主要經紀商在接納客戶及與其建立業務關係時，亦應評估洗錢及恐怖分子資金籌集風險<sup>8</sup>。主要經紀商應根據打擊洗錢的規定<sup>9</sup>對所有獲其提供屬受規管活動（例如接受交易指示以供執行）的服務的客戶進行客戶盡職審查，即使在香港獲提供服務的客戶是與海外聯屬公司訂約的。

主要經紀商應對客戶的風險狀況進行持續評估，並應顧及客戶的策略及其交易產品的複雜程度等因素，以釐定應否繼續保持客戶關係。主要經紀商亦應識別觸發特別審查的情況，例如客戶的策略或其交易產品出現重大變化，管理資產值顯著減少或出現大量贖回。主要經紀商所取得的客戶資料、數據及文件應定期予以覆核，以確保它們仍能反映現況，及主要經紀商對客戶整體風險狀況的評估依然恰當。

主要經紀商亦應確保以清晰的方式披露與其產品及服務的費用及收費有關的資料。

### 市場作業手法

#### a) 接納客戶及建立業務關係

35. 大部分主要經紀商都設有專責委員會，負責監察接納客戶和建立業務關係的過程，及釐定各項費用和收費。
36. 主要經紀商在決定與客戶建立業務關係前，會對準客戶進行盡職審查（例如評估客戶的信用可靠性和洗錢及恐怖分子資金籌集風險）及考慮多項因素（如盈利能力及策略是否合適）。

<sup>7</sup> 《操守準則》第4項一般原則及第5.1至5.4段。

<sup>8</sup> 洗錢及恐怖分子資金籌集的風險因素包括國家風險、客戶風險、產品或服務風險及交付或分銷渠道的風險。

<sup>9</sup> 如《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集指引（適用於持牌法團）》及《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》所載。

37. 主要經紀商從不同的業務單位取得資料，以對潛在客戶的投資組合的盈利能力和風險進行估計及評估。所得出的結果會交給銷售團隊、融資部門或交易團隊共同使用，讓有關團隊或部門進行模擬測試，以評估該名新客戶獲接納的機會，及釐定各項費用和收費。
38. 各項費用和收費一般是主要經紀商與客戶預先協定的，並以收費表或條款細則形式披露。
39. 接納客戶及建立業務關係的過程可能相當漫長。部分主要經紀商需要六個月以上的時間，才能正式與客戶建立業務關係。一般來說，大量時間都耗費在評估客戶和商討主要合約條款上。
40. 部分主要經紀商會對新客戶進行回顧檢討。有關檢討一般在與客戶建立業務關係後的 12 個月內進行。主要經紀商會評估客戶的盈利能力和風險狀況，及與在接納客戶階段時所作出的預測進行對比。

#### 良好作業手法

- 部分主要經紀商規定，接納客戶及建立業務關係的過程若超過某段期間，便須更新準客戶的資料，以確保用於客戶評估的資料仍然相關。

### b) 持續評估

41. 所有主要經紀商都會對客戶進行持續評估（通常每年一次），以確保客戶的整體風險狀況仍然適用，及評估其是否能有效地管理每名客戶的個別風險（如信用可靠性和洗錢及恐怖分子資金籌集風險），並決定是否應繼續維持與該客戶的業務關係。
42. 主要經紀商向客戶取得資料和數據，並考慮定量（如所產生的收入、抵押品的組合成分和質量，及投資組合的資產淨值的重大變化）和定性的因素（如關鍵人員變動、市況對客戶的投資策略的影響、監管或法律行動等不利消息，以及客戶的業務計劃及在未來籌集額外資金的可能性）。

### c) 信貸盡職審查

43. 信貸盡職審查是指對客戶的信用可靠性和風險狀況的評估，通常在接納客戶階段及自該階段以後定期執行，以作為持續評估的一部分。這讓主要經紀商能為客戶設定合適的信貸限額，以作為監控和管理其對手方信貸風險措施的一部分。
44. 一般來說，主要經紀商運用評分系統來進行信貸盡職審查，以取得客戶的信貸評級<sup>10</sup>。若主要經紀商認為需調整信貸評級，一般已有監控措施和程序以覆核及批准相關調整。
45. 上述評分系統評估定量和定性的因素，包括：
  - 負責作出投資決定的人士的投資背景及對關鍵人員的依賴程度；
  - 客戶的風險管理和監控職能（包括中台及後勤職能）是否周密完善；
  - 對主要經紀商來說，客戶在營運和策略方面的透明度是否足夠；

<sup>10</sup> 信貸評級是以加權平均信貸評分方式呈列，該評分是根據對被評估的各個類別的定質和定性因素所編配的比重計算出來。

- 基金表現與資產淨值是否相符；
  - 投資組合的流動資金及資金結構；
  - 交易策略及所用的相關槓桿的風險。
46. 逾半數參與問卷調查的主要經紀商不但對其評分系統進行年度檢視，而且亦檢視其評估方法以釐定有關模式是否已在所採用的風險類別和風險比重方面作出適當校正，及能否有效地評估客戶的信貸風險。
47. 大部分主要經紀商每年進行客戶信貸評估。所有主要經紀商都已實施監控措施，例如透過將信貸評估訂為信貸風險管理團隊的其中一個主要表現指標，以確保評估能及時完成。
48. 有待改進的範疇：
- 除了定期（通常每年一次）進行信貸評估外，如客戶情況有所改變，亦可能觸發特別信貸審查<sup>11</sup>。這些特別審查通常著眼於觸發事件，因而與每年的全面信貸評估並不相同。部分主要經紀商延遲了對最近剛完成特別審查的客戶的定期信貸評估，但卻沒有嚴謹地評估特別審查的範圍，及是否適宜批准延期。

#### 良好作業手法

- 很多主要經紀商透過多項措施將盡職審查的工作流程自動化，包括就即將進行的信貸風險評估設置自動提示；建立由系統執行的工作流程，讓評估和核對人員審查和核准信貸風險評估；以及就特別信貸風險審查被觸發時（例如當客戶投資組合的資產淨值減少至某個水平）設置自動警報。

#### d) 解除業務關係

49. 大部分主要經紀商在決定與客戶解除業務關係時，會考慮客戶的持續評估結果，並全面檢討各種不同因素（如客戶的盈利能力、信用可靠性、關係及增長潛力），作為決定的依據。
50. 解除業務關係無論是由客戶還是主要經紀商提出，過程都大致相同。所有主要經紀商都與客戶維持密切溝通，以決定終止關係的最佳方式，及確保在終止關係前已議定主要經紀商過渡的程序。
51. 主要經紀商一般已訂立程序，以管理與客戶解除業務關係的過程，而解除業務關係的決定須由高級管理層核准作實。一家主要經紀商就與客戶解除業務關係的過程制定書面規定，包括適用於管理層核准、客戶關係的審查結果及所有相關通訊的詳盡紀錄的備存規定。

<sup>11</sup> 觸發特別審查的情況包括客戶要求額外加大信貸限額、客戶的財務狀況出現重大變化（即資產淨值大幅減少）或出現關於客戶或其對手方的不利消息。



### III. 保證金融資

52. 主要經紀商收取客戶資產作為抵押品，並向尋求槓桿借貸以支持其交易策略的客戶提供保證金融資。所有參與問卷調查的主要經紀商都是由訂約實體（在大多數個案中是英國實體）向在香港接受服務的客戶提供信貸。這些金融機構採用了集中風險管理與地區風險管理相結合的方針，即在集團層面設定風險承受能力及風險管理框架，而地區或地方辦事處則在顧及當地條件和監管規定的情況下實施額外的政策。
53. 日常的風險管理職能（例如維持客戶的保證金狀況、抵押品估值、保證金計算及發出追繳保證金通知）均在香港進行，並通常同時涉及第一道及第二道防線。

#### 應達到的標準

鑑於向客戶提供信貸的實體是集團在海外的訂約實體，香港的主要經紀商擔任樞紐角色，為其集團進行業務活動。就此而言，主要經紀商應設有充足的監控措施及程序，以便依循其集團公司所訂立的標準，從而利便集團公司遵從適用於它們的規則和規例。

主要經紀商應在顧及與香港業務運作相關的風險的性質、規模和複雜程度的情況下制定書面指引，以便為其在採用其總部為整個集團制定的保證金融資政策和程序時，提供充分的指引。

主要經紀商應為提供保證金融資過程中的關鍵工作流程設立充足的監控措施及程序，例如：

- 為客戶的保證金狀況制定有效的持續性監控程序，以確保給予客戶的保證金條款是恰當的；
- 設立程序以確保能識別在抵押品定價方面的例外情況，以便採取適當的跟進行動，及確保對人為的價格置換進行審查，從而以適當的價格對抵押品進行估值；
- 執行追繳保證金通知政策以確保有效管理信貸風險；
- 設立調整或豁免追繳保證金的程序，以確保有關調整或豁免有充分理據支持，及已正式獲得相關批准。

若管理層可能會批准偏離有關政策和指引的情況，主要經紀商應清楚訂明其考慮因素和審批準則。

#### 市場作業手法

54. 主要經紀商通常設有穩健的環球框架來監察其保證金融資活動。業務風險小組通常設於前線並充當第一道防線，負責管理主要經紀服務活動所產生的對手方信貸風險。第二道防線所執行的風險管理活動將在〈VI. 風險管理及監控措施〉內另行討論。

#### a) 保證金條款的設定

55. 所有提供保證金融資的主要經紀商均設立了正式的保證金條款管治方法，當中考慮到客戶的信用可靠性及與其保證金投資組合相關的市場風險承擔。
56. 幾乎所有主要經紀商都採用了以規則為本的方法，即將經界定的規則用於評估客戶的投資組合在資產組合、多元性、策略和對沖效率方面的情況，藉此得出其基本的保證金規定。主要經紀商也會就客戶投資組合的集中度、市場偏好、流通性和波動性等因素向客戶進一步附加保證金要求，從而達致最終的保證金規定。
57. 一般來說，主要經紀商在監察保證金規定的初始設定和後續修訂方面都顯示出實施了充分的監督，以確保獲得足以應對客戶風險的適當保證金，及客戶獲批准的槓桿金額符合主要經紀商經界定的風險承受能力。
58. 當以偏離標準的方法得出的保證金規定獲得批准後，部分主要經紀商會進行定期覆核以評估保證金規定是否仍然足夠。在一宗個案中，主要經紀商會定期將以標準方法得出的保證金規定與以偏離標準的方法得出的保證金規定進行對比。假如兩者之間的差異超過某個經界定的門檻，便會觸發詳細覆核，而有關偏差亦會被重新評估。
59. 有待改進的範疇：
  - 多家主要經紀商的政策和程序都沒有記錄在評估和批准以偏離標準的方法得出保證金規定時須考慮的因素。此外，部分主要經紀商沒有備存文件以支持在批准有關偏離之前所進行的評估和所考慮的因素。
  - 在一宗個案中，主要經紀商沒有對客戶保證金狀況的設定和修改進行獨立的覆核，這可能使主要經紀商無法偵測未經授權或錯誤的修改。
  - 在另一宗個案中，主要經紀商會在建立業務關係階段選擇將其集團政策所列載的兩種計算客戶保證金規定方法的其中一種應用於客戶，但其政策和程序並無界定評估準則以確保其採用貫徹一致的方針為客戶選擇計算方法，亦無就定期覆核程序作出界定，以確保所選定的方法隨時間過去仍屬適當。

#### b) 抵押品估值及保證金計算

60. 就抵押品估值及保證金計算進行監察並設立控制措施，至關重要。若有缺失，主要經紀商有可能因貸款違約超過預期而耗盡資本，並面臨過大的信貸風險。
61. 所有主要經紀商每日進行抵押品估值和保證金計算，藉以得出每個客戶投資組合按市價計算的價值，從而斷定客戶是否已提供足夠的抵押品以符合保證金規定。
62. 主要經紀商通常以前一日的收市價為抵押品每日進行估值。主要經紀商都有一個為定價目的而設的經界定定價分層結構，當中使用了多個市場數據來源，以便在其中一個數據來源沒有提供某個價格的情況下，可從下一個可用的數據來源獲得另一個價格。大部分數據來源出自主要市場定價商或交易所。一般而言，主要經紀商均已設有程序以應對難以找到定價資料的情況。
63. 部分主要經紀商選擇不向沒有公開定價資料的好倉提供保證金融資。

64. 一般而言，主要經紀商均已設有程序確保有充足的監察，包括更改客戶抵押品定價來源和人為調整抵押品持倉的定價均須獲得批准，並記錄有關變動的原因。
65. 部分主要經紀商在其客戶服務網站提供計算工具，讓客戶可根據其即將進行的交易活動和所產生的投資組合變化來預測指示性的保證金規定。
66. 有待改進的範疇：
  - 某些主要經紀商沒有設立足夠的監察程序來識別與抵押品估值有關的潛在問題（例如過時、靜態和零定價以及大額的日常定價差異）。

#### 良好作業手法

- 某主要經紀商設有監控措施來識別和進一步覆核當中有重大部分涉及人為定價的客戶投資組合。第一道防線會在定期舉行的地區性和環球管理會議期間，向高級管理層重點闡述此類投資組合，以供覆核和批准。
- 儘管所有主要經紀商都設有程序，在獲得第一道防線批准的情況下對抵押品估值中採用的經界定的定價來源作出人為調整，但一些主要經紀商亦規定，人為調整須經其他監控部門（即第二道防線）覆核，以盡量減少估值不當的風險。

#### c) 追繳保證金通知

67. 追繳保證金通知是主要經紀商保證金貸款業務框架下的一項重要保障措施，讓它們免於承受過高的信貸風險。若對未清償的追繳保證金監察和控制不足，主要經紀商便可能無法採取適當的風險紓減措施，例如將客戶的抵押品變現。
68. 主要經紀商每日進行保證金計算以決定是否發出的追繳保證金通知。主要經紀商對於豁免發出追繳保證金通知的尺度各有不同。在調整追繳保證金通知時，主要經紀商通常已設有程序，確保經修訂的追繳保證金通知準確無誤，及有關調整已由適當的人員妥為覆核和批准。
69. 未清償的追繳保證金可能表示客戶或許無法履行其在保證金貸款方面的責任。部分主要經紀商透過追繳保證金通知帳齡報告監察長期未清償的追繳保證金，並追蹤每名個人客戶過往的追繳保證金通知紀錄，從而讓業務風險小組能夠識別並密切監察經常收到追繳保證金通知並難以清償的客戶。
70. 有待改進的範疇：
  - 儘管所有主要經紀商都已設有經界定的程序，透過適當的核實和監察措施以調整及修訂追繳保證金通知，但一些主要經紀商的政策和程序沒有載列用以批准調整追繳保證金通知的評估準則。
  - 在一宗個案中，主要經紀商在修改抵押品價格後須重新計算保證金規定，當中涉及的人為操作可能導致保證金計算出錯。主要經紀商應盡可能避免這種情況。

良好作業手法

- 部分主要經紀商除了向第一道防線內的高級管理層匯報未清償的追繳保證金外，亦會向第二道防線（即信貸風險管理）內的監控部門匯報，以便能進行獨立的覆核，從而盡早識別出任何相關的風險管理問題。

#### IV. 賣空及證券借出

71. 主要經紀商在提供其主要服務的過程中，通常會按以下方式進行賣空交易：
- 以代理人身分執行客戶的賣空指示；及
  - 以主事人身分就因提供合成主要經紀服務而產生的投資進行對沖，從而讓客戶可獲得相關資產的合成投資<sup>12</sup>。
72. 主要經紀商通常會與其證券借貸部門合作，而後者則向借出人尋求證券來源，以方便主要經紀商在全球市場進行代理人及主事人賣空交易。由於許多金融機構以香港作為其股票業務的亞洲區樞紐，在香港的證券借貸部門通常涵蓋多個亞洲市場。
73. 《證券及期貨條例》第 170(1)條禁止進行無擔保或無抵押的賣空交易。因此，證券借貸部門的一項主要職能是提供證券來源確認（stock locate）以作為一種保證文件，表示證券借貸部門已找到足夠數量的證券借給某借用人，以便為其賣空指示提供擔保。

##### 應達到的標準

主要經紀商應制定有效的監控措施，以確保遵從《證券及期貨條例》及其附屬法例下有關賣空的規定<sup>13</sup>。

主要經紀商應為代理人及主事人賣空交易設立交易前監控措施，以確保就任何賣空交易指示已取得保證或擔保。

主要經紀商亦應為代理人及主事人賣空交易制定交易後監控措施，以覆核有關指示並將其與相關保證文件進行核對，從而確保及時識別出標記錯誤及無擔保賣空的情況。

證監會發出的《有關申報賣空活動及備存證券借出紀錄規定的指引》第 8 段載有三種可接納的持倉計算方法，來斷定某賣方是否具有可即時行使而不附有條件的權利，以將有關證券轉歸於其購買人名下：(a)以賣方本身的交易簿冊的持倉為準；(b)以賣方控制或知情的一本或多本交易簿冊的合計持倉為準（合計單位法）；或(c)以整個法律實體的合計持倉為準。

就主事人交易而言，無論採用哪一種可接納的持倉計算方法，都應貫徹一致地應用，並設有適當的監控措施，以確保有關的自營交易單位或簿冊的持倉以適當方式合併計算，從而斷定交易簿冊、合計單位或法律實體就某隻證券而言持有的是淨好倉還是淨淡倉，以便防止任何賣空指示出現標記錯誤。若採用合計單位法，來自另一道防線的適當人員應參與設立、修改和刪除合計單位及其相關交易簿冊的監控過程，以防止對合計單位的結構作出不適當或未經查核的改動。

主要經紀商應就證券借貸庫存管理制定監控措施，例如在適當情況下對證券借貸庫存來源應用扣減率，以避免過度借出證券。

<sup>12</sup> 這通常是透過股票衍生工具（例如總回報掉期）來達致，並由主要經紀商在市場上買入或賣出相關證券，從而就有關衍生工具投資進行對沖。

<sup>13</sup> 包括《證券及期貨條例》第 170 至 172 條及《證券及期貨（賣空及證券借貸（雜項））規則》。

## 市場作業手法

### a) 賣空

74. 主要經紀商實施的賣空監控措施，大致上可分為交易前及交易後監控措施。交易前監控措施通常是自動化系統監控措施，但在自動化系統監控措施無法透過保證文件確保有足夠的擔保時，有些主要經紀商會實施人手監控程序。
75. 作為交易後監控措施，主要經紀商會對保證文件進行覆核，並定期將賣空指示與相應的保證文件證據或借用證券來源確認的詳細資料進行核對。
76. 有待改進的範疇：
  - 大部分主要經紀商都及時對保證文件進行交易後覆核。然而，在一宗個案中，我們注意到有關覆核僅按季進行，以致未必能及時識別出賣空標記錯誤及無擔保賣空的情況。
  - 在一宗個案中，交易後覆核僅涵蓋被標記為賣空的交易。因此，該等覆核無法識別出可能被不適當地標記為現貨沽售的賣空交易。
  - 在另一宗個案中，交易後覆核的一部分工作是將賣空交易與所取得的保證文件進行核對，但主事人交易卻被排除在核對範圍之外。

#### 良好作業手法

- 主要經紀商實施了一項交易後自動化監控措施，將在某個交易日內所執行的主事人賣空指示與合計單位內的持倉進行對比，從而識別出任何可能屬無擔保賣空的情況。此舉有助主要經紀商確定是否所有主事人賣空指示都已被恰當地標記為現貨沽售或賣空交易。

## b) 合計單位

77. 所有主要經紀商均採用合計單位法。主要經紀商會在進行交易前將其交易簿冊歸入特定的合計單位內。這些交易簿冊內的持倉會構成合計單位的相關持倉數據。主要經紀商通常都依賴相關持倉數據的準確度來斷定它們就某隻證券持有的是淨好倉還是淨淡倉，並相應地標記有關指示。
78. 大部分主要經紀商都依賴自動化監控措施來確保買賣指示獲引導至適當的合計單位。通常的做法是運用系統邏輯按交易性質（例如買入、現貨沽售及賣空）來將買賣指示分流至應執行有關指示的相應合計單位。
79. 一些主要經紀商實施自動化監控程序來防止內部合計單位之間透過賣空來構建合成好倉的庫存。
80. 有待改進的範疇：
  - 有些主要經紀商沒有在其政策及程序中記錄設立或修改合計單位或相關交易簿冊的流程，以及應如何評估對合計單位所作的改動是否適當。
  - 部分主要經紀商沒有就覆核合計單位的結構訂立充足的監控措施。舉例來說，覆核工作沒有按最低的訂明頻率進行，而其目標和範圍亦不清晰。
  - 在一宗個案中，將交易引導至合計單位的自動化監控措施，在主要經紀商沒有作出覆核去證明繞過有關措施是否適當的情況下，得以被繞過。

### 良好作業手法

- 一些主要經紀商安排合規部門參與批准對合計單位結構的改動及定期覆核合計單位結構的工作。
- 部分主要經紀商要求合規部門審核合計單位之間的跨帳戶內部證券轉移，以確保交易簿冊及合計單位之間的內部庫存轉移符合監管規定。
- 某主要經紀商在系統內設有買賣限制，明確禁止沒有被歸入相關合計單位內的帳戶進行交易。

## c) 證券借貸

81. 證券借貸部門的主要職能是積極管理用作證券借貸的庫存來源。這些證券來源通常包含再抵押的客戶證券、內部交易部門及外間借出人。
82. 雖然證券借貸部門可能可以取得有關內部庫存的最新系統資料，但外間庫存來源通常不會實時更新。因此，證券借貸部門所追蹤的庫存數量（例如證券借貸系統及每日報告開端所顯示者）僅屬指示性質，而證券借貸部門會積極監察可供借出的庫存來源以斷定其可靠性，或在接獲借用證券的要求時積極確認證券是否可供借出。

83. 有些主要經紀商或其證券借貸部門實施以下監控程序以避免過度借出證券：

- 在向賣空者發出證券來源確認之前，根據可供借出證券的指示性數量來評估某項賣空指示所涉及的證券數量。若可供借出的證券的庫存不足，便會觸發進一步調查，或導致有關指示被拒絕。
- 根據各項定量和定性的因素（包括借出人過往庫存數據的可靠程度及借出人的聲譽），在借出人層面訂立扣減率，從而對可供借出證券的指示性數量提供一個緩衝額。
- 向證券借貸庫存的內部來源應用扣減率，或將某些來自內部的證券排除在證券借貸庫存之外，以避免借出“不穩定”的證券，例如來自交易部門且其投資組合會出現經常性或大幅改變的庫存。
- 持續地定期或在發生觸發事件時對扣減率進行覆核，以確保扣減率保持適當。
- 將所有來自在過去 24 小時沒有更新數據的借出人的證券排除在證券借貸庫存之外。在發出證券來源確認之前，與借出人確認可供借出的證券的數量。
- 設定限額，以便在特定證券的證券借貸庫存偏低時觸發警示以通知證券借貸部門，及設定一項硬性規定的限額，以便在某隻證券的可供借出數量下跌至低於某個水平時，停止有關證券的所有賣空活動。



## V. 處理客戶資產

84. 大部分主要經紀商都是在多個司法管轄區設有分行和附屬公司的金融機構。主要經紀商可透過這個網絡，與聯屬公司訂立託管協議，從而提供託管服務。或者，主要經紀商亦可使用第三方次保管人來持有客戶資產。
85. 即使主要經紀服務客戶是與非在香港註冊的集團聯屬公司訂約，某些客戶資產仍可能是由在香港的主要經紀商以集團聯屬公司的次保管人身分保管。此外，在亞太地區的日常活動（如交易的執行和結算，以及處理與對手方進行交易對帳時所識別的差異），通常由位於香港的中台和後勤職能（如結算及營運）負責處理和監察。雖然計算客戶負債和其再抵押<sup>14</sup>資產及收回不可再抵押資產的流程通常已經自動化，但所有地區（包括香港）的主要經紀商仍可透過管理監督報告進行監察，並在發生問題時加以處理。

### 應達到的標準

鑑於客戶資產可由主要經紀商以次保管人的身分保管，主要經紀商在履行其作為所屬集團的亞洲樞紐的職能過程中，亦可能涉及處理再抵押資產和將再抵押資產退還予客戶的工作。主要經紀商應制定足夠的監控措施，以確保客戶的資產盡快及妥善地加以記帳及獲得充分的保障<sup>15</sup>。

主要經紀商無論是根據哪種託管安排持有客戶資產，都應在其簿冊和紀錄內妥善保存客戶所屬資產的相關資料，並將客戶資產與主要經紀商的資產分開，以確保有關資產獲得保障，及防止客戶資產被不當地使用或與主要經紀商本身的負債互相抵銷。

管理層應監督根據客戶負債對客戶資產進行的再抵押活動，並以充分的監察和監控措施，確保不可再抵押的資產能及時退還予客戶。

### 市場作業手法

#### a) 資產分隔

86. 資產分隔指將客戶資產（包括證券和款項）與主要經紀商的資產分開存放。對客戶資產分隔的監察和監控措施不足可導致違反合約或監管規定，及引致不當地使用客戶資產。
87. 以下是主要經紀商提供的一些常見託管安排：
- 在經主要經紀商選定和管理的次保管人處開立的匯集客戶帳戶：數名客戶的資產被匯集到以主要經紀商名義持有的同一分隔信託帳戶內。這些資產可識別為主要經紀商的客戶資產。
  - 在經主要經紀商選定和管理的次保管人處開立的獨立分隔帳戶：客戶資產透過獨立分隔的帳戶以客戶名義持有及可識別為客戶擁有的財產。

<sup>14</sup> 再抵押是指一種將已提供作為抵押品的客戶資產再質押或再使用的方法。

<sup>15</sup> 《操守準則》第 8 項一般原則及第 11.1 段。

- **第三方保管人協議：**客戶根據一項三方託管協議<sup>16</sup>，與其選擇的託管銀行和主要經紀商直接訂約，以分別存放他們的好倉和淡倉。

88. 所有主要經紀商都已制定程序，以確保就客戶資產備存妥善的簿冊和紀錄。在客戶資產由次保管人持有的情況下，主要經紀商都設有程序以核對其內部紀錄與保管人的紀錄，以確保客戶資產已完全、準確和及時地獲得分隔和保障。

#### b) 再抵押

89. 主要經紀商的再抵押活動須受客戶的負債水平和按合約協定的再抵押限額所限制。當客戶的負債減少時，主要經紀商便須將相等的資產退還予客戶。對客戶資產再抵押的監察和監控措施不足可能導致違反監管規定或按合約規定的再抵押限額。

90. 大部分主要經紀商都將客戶的資產再抵押，它們每日就再抵押活動編製報告並制定程序，以監察客戶負債的計算工作，及識別出不可再抵押的資產。

91. 大部分主要經紀商都已制定政策和程序，以覆核客戶資產條款（例如，再抵押限額）在適當的系統內的訂立和修改，及確保有關條款準確並且是根據客戶協議來訂立的。

92. 部分主要經紀商還向客戶提供每日的再抵押活動報告，內容包括主要經紀商再抵押的客戶資產持倉水平的詳情。

93. 有待改進的範疇：

- 在一宗個案中，主要經紀商的政策和程序並沒有充分載述在主要經紀商系統內修改再抵押限額時，所須遵守的程序和核准規定。

#### 良好作業手法

- 數家主要經紀商實施了一項監控措施，只要客戶於系統內的再抵押限額有所更改，便會觸發自動警報，讓主要經紀商能夠在個別客戶層面監察再抵押活動。有關警報將要求適當人員（例如營運團隊）覆核有關的更改，並就更改是否符合客戶協議的條文進行驗證。
- 部分主要經紀商實施進一步的措施以在合計的實體層面監察再抵押活動，這讓它們能識別和調查在再抵押計算中的異常情況（例如整體客戶負債出現大幅的日常變動）。

<sup>16</sup> 這項託管安排是不常用的方法，因為它可能會為客戶帶來高昂的成本。由於主要經紀商無法再抵押客戶的抵押品，因此可能會向客戶收取較高的保證金融融資費用。每日分隔存放在主要經紀商及託管銀行的資產的過程亦非常複雜。

## VI. 風險管理及監控措施

94. 如上文所述，金融機構採用了集中風險管理與地區風險管理相結合的方針，即在集團層面設定風險承受能力及風險管理框架，而地區或地方辦事處則在顧及當地條件的情況下實施進一步的政策。金融機構透過地區或地方的平台對主要經紀服務業務進行管理和風險監督，並在環球層面討論重大問題。
95. 主要經紀商認為他們面對的主要風險是對手方的信貸風險及來自其交易組合的風險承擔。另一主要風險是流動性風險，原因是主要經紀商的業務活動所用的資源須透過融資而獲得。雖然第一道防線主要負責管理日常主要經紀服務的營運和監察流動性風險，主要經紀商一般亦具備由第二道防線執行的全面風險管理框架，以處理主要風險。

### 應達到的標準

雖然主要經紀商通常採納在集團層面上制定的風險管理框架，但它們應採取合理步驟，確保它們在全面而穩健的風險管理框架內運作，以及明確界定匯報及問責程序，和令有關程序在所涉及的不同司法管轄區之間適當地融為一體。主要經紀商應將相關的本地監管規定及營運需要納入其風險管理程序內，確保有關標準在嚴格程度上不遜於本地適用的規則。

此外，主要經紀商應建立並維持有效的政策及程序，以確保能適當地管理其所承受的風險，同時亦確保管理層取得充分的資料，以便採取適當而及時的行動去規限及妥善地管理有關風險<sup>17</sup>。

主要經紀商應至少根據其業務模式實施以下風險管理措施，以確保能夠及時而有效地偵察和紓減與提供主要經紀服務相關的風險：

- 應在適當情況下為個別基金、客戶、對手方、業務單位、特定風險類別、法律實體和其他情況設定風險限額。應定期評估風險限額是否合適，有否遵從集團政策，及（如適用）是否符合當地和在集團層面的監管規定。
- 應建立監察程序，以確保將違反風險限額的情況上報至管理層和獨立的監控職能，以便採取適當的跟進行動。
- 應定期進行壓力測試以評估市場壓力對主要經紀服務活動的影響，並因應特殊情況（如客戶的投資組合持有非流通資產或所持的產品具有複雜的特點和風險狀況，以及出現風險錯配）作出調整。
- 壓力測試方法應獲得適當界定。有關的測試方法應涵蓋極端情況，如缺乏市場流通性以及證券或商品價格閃崩，而所用的方法亦應定期進行覆核。
- 當識別到問題時，應及時上報至管理層，以便採取適當的跟進行動。應制定應急計劃，以在市場發生“黑天鵝”事件時作出應對。

<sup>17</sup> 《適用於證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人的管理、監督及內部監控指引》

## 市場作業手法

### a) 訂立及監察信貸限額

96. 主要經紀商普遍已制定全面和具備不同精密程度的信貸風險管理框架。集團或主要經紀商的信貸風險管理程序已涵蓋了因主要經紀服務活動而產生的對手方信貸風險。
97. 信貸限額已按照個別對沖基金的水平或合計基金經理的水平訂立。由於主要經紀服務涉及的服務範圍廣泛，它們亦已訂立以產品層面的信貸限額。
98. 就某些主要經紀商而言，信貸限額被視為可取代的，而未動用的信貸限額可被重新分配給不同的產品。對於其他主要經紀商來說，由於信貸限額是按照合計信貸風險承擔的方法而計算出來的，因此不可重新分配予不同的產品。
99. 部分主要經紀商已制定程序，確保信貸分析員可貫徹一致地在主要經紀商的信貸風險承受能力範圍內分配信貸限額。例如，當建議的信貸限額超過客戶的資產淨值的預設百分比時，有關建議須通過進一步的覆核及批准程序。
100. 為日常監察工作而設的風險門檻由第二道防線（即信貸風險管理）作出定期覆核及修訂，確保跟進行動的觸發水平仍屬適當。
101. 一般來說，信貸風險承擔已透過收取和監察保證金水平及抵押品而減至最低。因此，保證金及抵押品估值構成主要經紀商的信貸風險管理的一部分。
102. 一家主要經紀商能夠以近乎實時的基礎，計算其客戶的損益狀況，並可按需要在客戶、業界、地區或環球層面上合併處理有關數據。這令第二道防線得以對市場可能出現的轉變作出更適切的回應。

### b) 信貸風險壓力測試

103. 信貸風險壓力測試可協助主要經紀商在市場受壓期間評估它們的信貸風險承擔。主要經紀商主要透過情境分析（包括具單一因素或多項因素的情境）進行信貸風險壓力測試。信貸風險承擔的評估分兩個階段進行：第一道防線進行針對主要經紀服務風險承擔的信貸風險壓力測試（主要是在客戶投資組合層面上），以釐定抵押品在受壓狀況下可能出現的短欠數額；第二道防線則傾向集中於對手方層面。大部分主要經紀商每日都會進行壓力測試，但有些則每個星期或每個月才進行一次。
104. 主要經紀商普遍已制定程序，確保就違反受壓信貸限額的情況採取適當行動及作出上報。任何尚未解決的違規事項已進一步向高級信貸風險管理人員作出上報，供其進一步覆核及作出行動。
105. 大部分主要經紀商定期評估其信貸風險壓力測試的方法，並聚焦於壓力情境假設的穩健性，確保它們隨時間過去仍屬適當。它們亦已制定程序，確保對壓力測試情境作出的建議改動獲得高級管理層覆核及批准。
106. 有待改進的範疇：
  - 在一宗個案中，主要經紀商沒有制定正式的程序，以定期覆核所採納的壓力測試方法是否充分和合適。

### c) 流動性風險管理

107. 主要經紀商面臨流動資金及資金周轉風險。在管理資金的來源及用途時，主要經紀商若沒有足夠的流動資金或資本（例如，因其資產與負債錯配所引致），便可能會面臨未能持續履行其責任或遵循有關流動資金的監管規定的風險。
108. 主要經紀服務業務的流動性風險管理屬於整體流動性風險管理框架的其中一環，而整體流動性風險管理框架是在金融機構的法律實體及集團層面上建立及運作的。在主要經紀服務業務中收取的抵押品讓主要經紀商能夠透過抵押借貸交易，以自資的模式營運。流動資金管理的短欠數額由集團的中央庫務職能提供的無抵押借貸所補充。
109. 流動性風險管理人員（作為第二道防線）建立流動性風險框架，並確保主要經紀服務活動對於流動資金及資金周轉的狀況不會過於進取。前線辦公室在流動性風險框架內運作，並受到流動性風險管理以及庫務部（作為實施流動性風險框架的中央流動資金管理人員）的監察。
110. 主要經紀商訂立的流動性風險限額包括：
- 內化<sup>18</sup>限額——限制主要經紀商可能使用的內化水平，以便管理當買家或賣家（在內化的其中一方）將交易平倉時，可能會產生突如其來的融資需要而對主要經紀商的流動資金及資金周轉狀況造成即時壓力的風險；
  - 流動資金及資金周轉集中限額——減少過於集中在個別流動資金提供者的情況，避免在失去個別流動資金提供者時出現突如其來的資金需要。

流動性風險限額受到流動性風險管理人員的定期覆核及批准。

111. 主要經紀商亦制定程序，以持續監察違反流動性風險限額的事項。庫務部與流動性風險管理人員共同調查有關違反事項的因由，及決定應採取哪些行動。此外，已對指定時間（例如三個月或六個月）內流動資金的需要及用量進行預測，而有關資料由前線職能、庫務部及流動性風險管理人員所提供，並已將流動資金的實際用量與預測用量作比較。高於設定界線的偏差值會向高級管理層匯報，並會重新調整流動資金狀況，以配合增加流動資金的需要。
112. 主要經紀商亦進行流動性風險壓力測試，以預測在受壓的市場情境下可能出現的流動資金短欠數額。情境分析旨在判斷在特定期間（通常是 30 日及 365 日）內有關情境會對資金的使用和來源所帶來的影響。應用於模擬壓力的常見假設包括：失去內化，失去來自合成主要經紀交易的保證金及失去有抵押資金來源。
113. 主要經紀商已制定應急資金計劃，提供有關處理“黑天鵝”事件的指引。這些計劃是按獨立法律實體的基準制定或被包括在更廣泛的集團應急資金計劃以內。部分主要經紀商亦就在何時應啟動其應急資金計劃設定觸發點。

---

<sup>18</sup> 透過將相抵客戶持倉以進行內化。

良好作業手法

- 部分主要經紀商加入反向壓力測試，以評估其資金的流動性及資金周轉狀況。反向壓力測試以業務失敗作為首個情境，並推算以評估機構內哪些範疇出現漏洞。