



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



業界風險研討會議系列
資產管理：前瞻

2015年1月



目錄

引言	4
摘要	6
第一部：對業務的觀點	8
第一章：業務趨勢	8
第二章：基金收費結構	13
第三章：業務規模的重要性	18
第二部：對風險的觀點	21
第一章：風險總監／風險主管的角色	21
第二章：備受關注的風險重點範疇	28
第三部：對合規的觀點	31
第一章：合規總監／合規主管的角色	31
第二章：備受關注的合規重點範疇	34
第四部：其他新興議題	44
第一章：對系統性風險的不同觀點	44
第二章：將環境、社會及管治因素納入投資流程及風險評估	48
結論	52
縮略語表	53



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

全球金融危機的出現，反映監管機構及市場人士需要就風險和緩解風險措施的演化，展開更積極及更開放的溝通，並讓市場及業界朝著更安全、更公平和更有效率的共同目標一起邁進。

有鑑於此，證券及期貨事務監察委員會行政總裁辦公室轄下的風險及策略組於 2014 年 3 月至 11 月間，舉行了一系列“業界風險研討會議”。與會對象是具代表性的資產管理公司，而與會者主要是負責業務、風險管理及合規事務的高級行政人員。

會議旨在讓本會掌握資產管理行業的發展，包括機遇、挑戰以及風險管治，同時識別最新的風險及新興風險的趨勢。

本報告概述了會議上提出的主要趨勢。本會風險及策略組會在未來與各業界人士繼續交流。

歐達禮 (Ashley Alder)
證券及期貨事務監察委員會
行政總裁

比妮·諾藍 (Bénédicte Nolens)
證券及期貨事務監察委員會
風險及策略主管



引言

背景

證券及期貨事務監察委員會（證監會）風險及策略組於2013年舉行了首個“業界風險研討會議”系列。與會對象是具代表性的全球系統重要性金融機構。¹這些會議結束後，證監會在2013年12月發表一份題為《全球系統重要性金融機構風險及緩解措施趨勢》的報告。²

在2014年期間，風險及策略組繼續與各界金融市場人士開展交流，亦特別與資產管理行業舉行“業界風險研討會議”系列。

為廣泛掌握有關情況，獲邀參加研討會議的對象包括全球、本地和中國內地的資產管理公司。其業務涉及主動型、被動型以及另類投資。此外，我們亦與國際監管機構、業界組織、顧問、證券交易所、主要經紀商、退休基金、主權財富基金、家族財富管理機構及個人投資者會面，以了解他們對資產管理行業的看法。

本報告總結了研討會議的成果，並運用以公開資料為依據的獨立研究及趨勢分析作進一步補充。

報告結構

我們參考2013年的方法，收集資產管理行業業務、風險及合規部門的觀點，並載列在下列各部：

- **摘要**：載列主要觀點及趨勢。
- **第一部：對業務的觀點**：載列與會者對主要業務及策略的觀察所得，包括對全球業務趨勢的觀點、基金收費結構以及業務規模的重要性。
- **第二部：對風險的觀點**：載列風險總監及風險主管對風險職能架構及範疇演變的見解，以及備受關注的風險重點。
- **第三部：對合規的觀點**：載列合規總監及合規主管對合規職能範疇的見解，以及備受關注的合規及監管重點。
- **第四部：其他新興議題**：探討對系統性風險的不同觀點，以及把環境、社會及企業管治（environmental, social and corporate governance，簡稱ESG）因素納入投資流程及風險評估。

¹ 請參閱金融穩定委員會《全球系統性重要銀行群組更新》（“Update of group of global systemically important banks (G-SIBs)”）（2012年11月）http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_12ten31ac.pdf。

² 證監會《全球系統重要性金融機構風險及緩解措施趨勢》報告（2013年12月）載於：[http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/Reports/RIM%20Report%20G-SIFI%20\(Chinese\).pdf](http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/Reports/RIM%20Report%20G-SIFI%20(Chinese).pdf)。



釋義和縮略語

鑑於本報告中許多詞彙已為市場廣泛理解，我們並無為本報告的所有詞彙釋義，僅對以下兩個主要概念加以解釋：

- **資產管理公司／基金經理**：指代表資產擁有人管理投資的公司及人士。資產管理公司／基金經理由資產擁有人或由集體投資工具的營運商聘任，兩者均須遵守確立資產管理公司／基金經理與客戶關係的投資委託書條款。
- **資產擁有人**：包括以下投資者組別：
 - (i) **機構投資者**：包括主權財富基金、官方機構（包括央行）、保險公司、退休基金、基金會、捐贈基金、家族財富管理機構等。
 - (ii) **個人投資者**：包括私人銀行客戶及散戶投資者。

縮略語表則載於本報告的結尾。

鳴謝和意見

我們謹此感謝所有與會人士，包括相關資產管理公司的行政總裁、投資總監、營運總監、財務總監、風險總監、合規總監、地區主管及其他負責業務、風險及合規事務部門的高級行政人員撥冗出席，並提供寶貴意見。由於資產管理行業不斷演變，我們希望與業界保持積極交流。歡迎各界對本報告提出寶貴意見和建議。

如對本報告有任何意見，請電郵至 riskandstrategy@sfc.hk 或下列任何一位證監會風險及策略組成員：

高級總監比妮·諾藍（Bénédicte Nolens）

副總監張世龍（Ron Chiong）

高級經理陳盟鏘（Rogers Chan）

高級經理鄭昊欣（Sara Cheng）



摘要

主要趨勢

- **穩健增長**：雖然經歷了全球金融危機，但資產管理規模錄得穩健增長。儘管亞太區（澳洲及日本除外）的資產管理規模較美國及歐洲為小，但其過去五年的平均增長速度卻為全球最高。
- **追求高收益產品的趨勢持續**：在低息環境下，投資者持續對高收益產品有殷切需求。這包括採取高收益、多元資產、無限制性及另類投資策略的基金，以及投資於非流通資產的交易所買賣產品。
- **指數掛鈎及低收費產品**：因投資者在低息環境下難以獲取收益，促使他們關注基金在扣除收費後的回報。這導致指數掛鈎及低收費產品（例如被動型基金及交易所買賣基金）出現顯著增長。這情況在美國及英國等規模大、流動性高的市場尤其明顯。
- **網上基金分銷平台**：網上基金分銷平台提供合適工具，讓投資者擁有更大自主權從各式各樣的基金中選擇合適產品。這符合近年投資者能夠通過互聯網及流動解決方案作出更多投資的演變趨勢。
- **對風險管治的關注與日俱增**：全球金融危機爆發已令各界更加關注金融市場參與者的風險管治。這個趨勢不限於銀行、證券經紀商及企業，亦伸展至資產管理公司及資產擁有人。

第一部：對業務的觀點

- **基金收費結構**：與會者再三提出的其中一個主題，是要在資產管理成本、分銷鏈收費、投資者收益及投資者選擇之間取得平衡。以下是與會者提出的觀察所得：
 - 基金分銷的競爭**：多元化的分銷鏈往往會增加基金收費方面的競爭，亦給予投資者更多選擇。相較全球其他地區的市場，香港的基金分銷鏈集中。在其他市場，私營網上平台及交易所平台均已帶來更多競爭。
 - 產品多元化**：多元化的產品亦會增加基金價格方面的競爭，並給予投資者更多選擇。由於被動型追蹤指數的成本低於主動型基金管理，被動型及交易所買賣基金產品在全球均取得顯著增長。相較其他市場，香港個人投資者對低收費產品的意識較弱。
 - 投資者意識**：投資者對基金收費的關注日益增加，是促使全球市場在基金分銷及低收費產品方面有所發展的動力之一。透過投資者教育工作及增加退休金制度內的低收費產品選擇等其他途徑，可有助提高投資者意識。
- **業務規模的重要性**：資產管理行業著重業務規模。如果成本高昂，投資回報及投資者選擇都會受到影響。與會資產管理公司和基金經理表示，香港作為資產管理中心，可以把握以下機會繼續增長：



- (i) **加強與中國內地市場的聯繫**：與會者對於中國內地與香港當局保持合作，以拓展資產管理行業的規模所作的努力大表支持。所有與會者均表示，要推動行業規模的增長，最大的契機仍然在於加強與中國內地市場的聯繫。
- (ii) **推動退休金制度的發展**：與會者相信退休金制度擔當一個重要角色，讓散戶投資者認識投資組合多元化及長線投資的重要性。因此，與會者認為退休金制度的進一步發展具有戰略重要性，並建議當局提供誘因，鼓勵市民增加自願性供款。

第二部：對風險的觀點

- **風險總監的職能範疇**：風險總監表示，其管理職能範疇持續擴大，由傳統的投資風險擴大至包含非投資相關風險管理。總括而言，與會資產管理公司的投資及非投資風險管理職能的工作範疇、權限及工具都不盡相同。因此，資產管理行業需要就風險管理的最佳實務準則加強溝通，並分享知識及專長。
- **備受關注的風險重點**：風險總監亦表示，資產擁有人的盡職審查工作變得更仔細，這包括加強注重有關風險管治及風險文化的範疇。另外，風險總監觀察到，專注尋求較高收益的投資策略需要採取專設的風險管理方式、模型及工具，以確保能適當衡量風險；而市場風險則繼續是重點範疇。

第三部：對合規的觀點

- **合規總監的職能範疇**：與會資產管理公司實施的香港合規項目的範疇大致相同。在前瞻性的重點範疇方面，尤其是在大型資產管理公司，合規總監會注重加強對市場不當行為的自動化監控及通訊監察。
- **備受關注的合規重點**：合規總監強調，全球監管環境日益複雜，要追蹤及實施在其他司法管轄區頒布、適用於全球各地的規則，實在甚為困難而且成本高昂。合規總監亦強調，由於增加的合規成本最終會轉嫁到投資者身上，他們希望全球及地區證券監管機構繼續加強合作，令各方的監管工作能夠更協調及順暢。

第四部：其他新興議題

- **對系統性風險的不同觀點**：全球金融危機後，監管機構紛紛評估若干金融機構是否應列為“系統性”金融機構。儘管資產管理公司基於種種原因，對該“系統性”標籤非常有保留，但他們大多承認，某些產品及業務承受較大流動性風險，值得大家進一步關注。
- **將 ESG 納入投資流程及風險評估**：全球新興趨勢著重將環境、社會及企業管治（environmental, social and corporate governance，簡稱 ESG）因素納入長期投資及信譽風險評估的其中一部分。此外，環境的可持續發展已被廣泛認定對中國長遠未來的重要。



第一部：對業務的觀點

第一章：業務趨勢

1. 資產管理規模的趨勢

全球資產管理行業自全球金融危機以來穩定增長。2013年，全球資產管理規模達到68.7萬億美元。³亞太區的資產管理規模達到10.6萬億美元，其中42%是來自亞洲（澳洲及日本除外）。

亞洲（澳洲及日本除外）市場的資產管理規模雖然相對較小，只有4.4萬億美元，但其年均增長率卻高居全球之首，自2008年以來平均每年增長16%。圖表一列出自全球金融危機以來，全球及地區資產管理規模的增長趨勢。

圖表一：2008年至2013年期間的資產管理規模（AUM）及增長率

	全球		北美洲		拉丁美洲		歐洲		中東及非洲		澳洲及日本		亞洲 (澳洲及日本除外)	
	AUM (萬億美元)	增長率	AUM (萬億美元)	增長率										
2013	68.7	12.8%	34.0	15.6%	1.7	13.3%	19.3	7.2%	1.4	16.7%	6.2	19.2%	4.4	15.8%
2012	60.9	6.8%	29.4	6.1%	1.5	15.4%	18.0	11.1%	1.2	9.1%	5.2	-11.9%	3.8	18.8%
2011	57.0	1.1%	27.7	0.4%	1.3	0.0%	16.2	-3.0%	1.1	10.0%	5.9	11.3%	3.2	10.3%
2010	56.4	7.6%	27.6	8.2%	1.3	18.2%	16.7	7.1%	1.0	0.0%	5.3	1.9%	2.9	11.5%
2009	52.4	12.7%	25.5	13.3%	1.1	22.2%	15.6	10.6%	1.0	25.0%	5.2	8.3%	2.6	23.8%
2008	46.5		22.5		0.9		14.1		0.8		4.8		2.1	
	平均增長率	8.1%	平均增長率	8.6%	平均增長率	13.6%	平均增長率	6.5%	平均增長率	11.8%	平均增長率	5.3%	平均增長率	15.9%

資料來源：波士頓諮詢公司（Boston Consulting Group）《2011年至2014年全球資產管理報告》（“Global Asset Management Report 2011 – 2014”）及證監會風險及策略組研究

2. 淨收入⁴、成本及營運利潤趨勢

資產管理公司通常以穩定的商業模式營運，其淨收入及成本佔資產管理規模的百分比亦較穩定，盈利能力與資產管理規模也成正比。因此，資產管理公司會受惠於規模經濟效益，亦解釋為何資產管理公司致力壯大經營規模。近年來，由於各界注重控制營運成本，營運利潤佔淨收入的比重得到改善。

圖表二列出全球資產管理行業淨收入、成本及營運利潤的趨勢。下列圖表僅為概覽，不同類型的資產管理公司之間，以至不同地區／國家之間的利潤都存在差異。

圖表二：淨收入、成本及營運利潤佔資產管理規模（AUM）的比重（以基點列示）

	淨收入 (佔AUM的百分比 (以基點列示))	成本 (佔AUM的百分比 (以基點列示))	營運利潤 (佔AUM的百分比 (以基點列示))	營運利潤 (佔淨收入的百分比)
2013	29.4	17.9	11.5	39.0
2012	29.2	18.5	10.7	37.0
2011	29.5	19.0	10.5	36.0
2010	29.6	18.8	10.8	36.0
2009	27.3	18.5	8.8	32.0
2008	28.4	17.9	10.5	37.0

資料來源：波士頓諮詢公司《2014年全球資產管理報告》（“Global Asset Management Report 2014”）及證監會風險及策略組研究

³ 請參閱波士頓諮詢公司《2014年全球資產管理——邁向增長》（“Global Asset Management 2014 – Steering the Course to Growth”）（2014年7月）

https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial_institutions_global_asset_management_2014_steering_course_growth/ 及波士頓諮詢公司《2011年至2014年全球資產管理報告》（“Global Asset Management Report 2011 – 2014”）
http://www.bcg.com/expertise_impact/publications/ViewPublicationSearchResults.aspx?page=1&q=global+asset+management+report+2011&site=BCGCom_Pubs。

⁴ 淨收入是指管理收入減去相關分銷費成本。



3. 產品趨勢

3.1. 主動型、被動型及另類投資

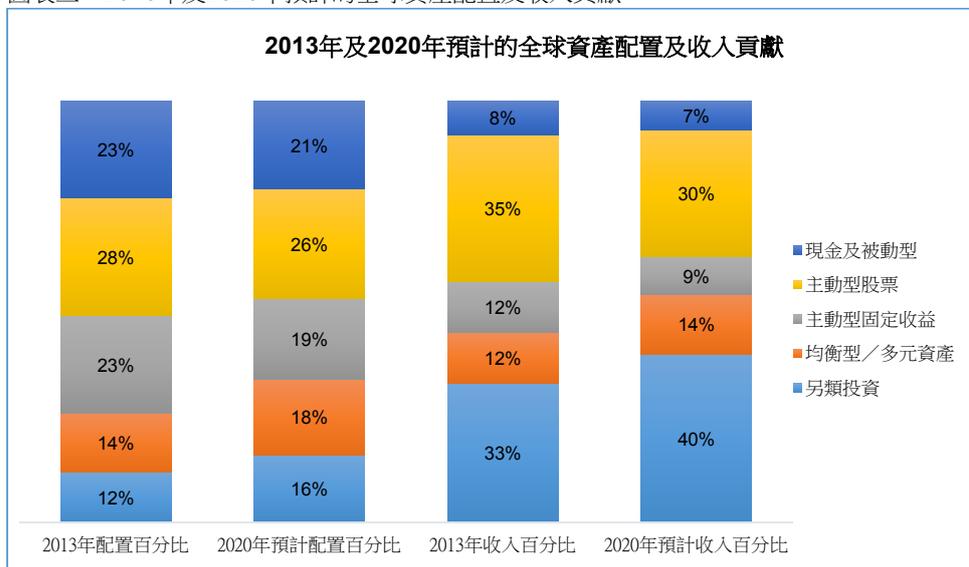
自全球金融危機以來，全球資產管理行業所提供的產品選擇逐漸轉變，並預計日後將有更多變化。圖表三列出2013年及2020年預計⁵的全球資產配置及相應收入貢獻，當中呈現以下趨勢：

(i) 均衡型及多元資產投資組合的增加，為投資者進一步提升收益及實現資產類別多元化。

(ii) 另類投資組合的增加，投資於特定資產類別或採取無限制性投資策略藉以跑贏大市。

數家與會的全球資產管理公司一直有對全球以及亞洲市場增加配置資源，以建立多元資產及另類投資能力，這與上述趨勢相符。

圖表三：2013年及2020年預計的全球資產配置及收入貢獻



資料來源：麥肯錫公司《萬億美元匯聚：把握另類投資下一個增長浪潮》（“The Trillion-Dollar Convergence: Capturing the Next Wave of Growth in Alternative Investments”）

3.2. 交易所買賣基金（ETF）

交易所買賣基金延續了非常強勁的增長趨勢。2013年，全球交易所買賣基金的資產管理規模達2.3萬億美元，按年增長28.2%，當中現金流入及資產價格上升均為此增長作出同等貢獻。圖表四及五列出按不同地區及資產類別劃分的全球交易所買賣基金資產管理規模增長率。⁶

⁵ 請參閱麥肯錫公司（McKinsey & Company）《萬億美元匯聚：把握另類投資下一個增長浪潮》（“The Trillion-Dollar Convergence: Capturing the Next Wave of Growth in Alternative Investments”）（2014年8月）http://dailyalts.com/wp-content/uploads/2014/08/McKinsey-Company_2014_Capturing-the-Next-Wave-of-Growth-in-Alternative....pdf。

⁶ 請參閱德意志銀行《交易所買賣基金年度回顧及展望——資產規模有望在2014年達到3萬億美元的里程碑》（“ETF Annual Review & Outlook – Eyeing \$3 trillion Assets Milestone in 2014”）（2014年1月）<http://www.etf.db.com/DEU/DEU/Download/Research-Global/8148686e-b3f4-423e-bde6-b61c811242b0/ETF%20Annual%20Review%20and%20Outlook.pdf>。



圖表四：2008年至2013年期間按地區劃分的全球交易所買賣基金資產管理規模（AUM）及增長率

	全球		美國		歐洲		亞太區		世界其他地區	
	AUM (十億美元)	增長率								
2013	2253.8	28.2%	1614.4	33.0%	396.6	18.6%	167.4	23.8%	75.4	2.3%
2012	1757.4	29.8%	1214.2	29.3%	334.3	23.8%	135.2	49.1%	73.7	36.0%
2011	1354.3	3.1%	939.3	5.1%	270.1	-4.8%	90.7	6.8%	54.2	5.0%
2010	1313.4	26.2%	893.3	26.5%	283.6	25.0%	84.9	30.4%	51.6	21.1%
2009	1040.9	42.9%	706.3	36.8%	226.9	64.8%	65.1	22.6%	42.6	100.0%
2008	728.4		516.3		137.7		53.1		21.3	
	平均增長率	25.3%	平均增長率	25.6%	平均增長率	23.6%	平均增長率	25.8%	平均增長率	28.8%

資料來源：德意志銀行《交易所買賣基金年度回顧及展望——資產管理規模有望在2014年達到3萬億美元的里程碑》（“ETF Annual Review & Outlook – Eyeing \$3 trillion Assets Milestone in 2014”）

圖表五：2013年按不同地區及資產類別劃分的全球交易所買賣基金資產管理規模增長率的分布

	全球			美國			歐洲			亞太區			世界其他地區		
	總增長率	現金流量 增長率	資產價格 增長率	總增長率	現金流量 增長率	資產價格 增長率	總增長率	現金流量 增長率	資產價格 增長率	總增長率	現金流量 增長率	資產價格 增長率	總增長率	現金流量 增長率	資產價格 增長率
股票	36.7%	17.7%	19.0%	41.8%	21.2%	20.6%	28.6%	8.9%	19.7%	24.7%	11.6%	13.1%	6.1%	7.2%	-1.1%
固定收益	3.7%	6.8%	-3.1%	-0.3%	3.8%	-4.1%	16.9%	15.1%	1.8%	26.9%	23.7%	3.2%	-0.8%	9.8%	-10.6%
商品	-40.7%	-19.3%	-21.4%	N/A	N/A	N/A	-42.0%	-19.3%	-22.7%	-20.5%	0.7%	-21.2%	-44.7%	-36.5%	-8.2%
貨幣	41.9%	48.1%	-6.2%	56.3%	64.9%	-8.6%	-69.8%	-72.1%	2.3%	49.0%	49.4%	-0.4%	232.9%	244.0%	-11.1%
多元資產	56.7%	50.2%	6.5%	62.9%	55.5%	7.4%	34.6%	23.4%	11.2%	42.1%	47.2%	-5.1%	30.9%	30.3%	0.6%
另類投資	27.7%	22.5%	5.2%	85.8%	71.6%	14.2%	0.1%	-8.8%	8.9%	-23.5%	64.4%	-87.9%	82.9%	335.5%	-252.6%
總計	28.2%	14.7%	13.5%	32.9%	17.6%	15.3%	18.7%	7.2%	11.5%	23.8%	12.0%	11.8%	2.3%	6.2%	-3.9%

資料來源：德意志銀行《交易所買賣基金年度回顧及展望——資產管理規模有望在2014年達到3萬億美元的里程碑》（“ETF Annual Review & Outlook – Eyeing \$3 trillion Assets Milestone in 2014”）

大部分交易所買賣基金都是在主要的已發展市場上市及買賣，國際資金均可參與這些市場。跨境資金流量對交易所買賣基金市場的發展及成功起著重要作用。圖表六列出2013年交易所買賣基金成交額最高的八大交易所。⁷

圖表六：2013年交易所買賣基金成交額最高的八大交易所（十億美元）

排名	交易所	交易所買賣基金成交額 (十億美元)		交易所買賣基金上市數目	
		2013年	截至2014年9月	截至2014年9月	年初至今變動
1	納斯達克OMX	6,696	5,050	142	+20
2	紐約泛歐交易所集團（美國）	3,589	2,098	1,481	+74
3	倫敦證券交易所	258	209	736	+8
4	日本交易所集團	237	200	181	+12
5	韓國交易所	179	123	166	+20
6	德國證券交易所	163	130	1,029	0
7	香港交易所	116	84	121	+5
8	上海證券交易所	109	74	59	+12

資料來源：全球證券交易所聯會、倫敦證券交易所及證監會風險及策略組研究

根據香港交易及結算所有限公司（香港交易所）公布的統計數據，截至2014年9月，共有121隻交易所買賣基金在香港上市，總市值達到3,410億港元。⁸市場上共有25家交易所買賣基金發行人提供產品，追蹤100個不同的基準指數，另有33家指定莊家提供流動性。⁹下列圖表七列出香港的交易所買賣基金市場截至2014年9月的狀況。

⁷ 請參閱全球證券交易所聯會及倫敦證券交易所的數據。

⁸ 請參閱香港交易所《交易所買賣基金市場概覽》（2014年9月）

http://www.hkex.com.hk/chi/prod/secprod/etf/Documents/ETFMarketPerspective_201409_TradChi.pdf。

⁹ 請參閱香港交易所的交易所買賣基金網站 http://www.hkex.com.hk/chi/prod/secprod/etf/etfmain_c.htm。



圖表七：香港的交易所買賣基金市場截至2014年9月的狀況

基準指數	交易所買賣基金數目	市值 (百萬港元)	市值 (百分比)	年初至今成交額 (百萬港元)	年初至今成交額 (百分比)
中國內地A股	39	160,801	47.17%	462,854	71.07%
香港股票	19	120,634	35.39%	181,524	27.87%
亞太區股票	43	13,603	3.99%	2,916	0.45%
其他股票	7	12,616	3.70%	359	0.06%
定息產品及貨幣	7	32,230	9.45%	2,089	0.32%
商品	6	1,023	0.30%	1,534	0.24%
總計	121	340,907	100.00%	651,276	100.00%

資料來源：香港交易所《交易所買賣基金市場概覽》(2014年1月至9月)及證監會風險及策略組研究

3.3. 集體投資計劃 (CIS)

截至2013年，全球集體投資計劃的資產管理規模總額約為30萬億美元，其中美洲及歐洲市場佔總額的88.0%，而亞洲市場佔總額的11.5%。¹⁰集體投資計劃的增長動力主要來自散戶投資者的熱衷及計劃內持有的資產增值。¹¹圖表八列出全球及各個地區集體投資計劃資產管理規模的趨勢及增長情況。

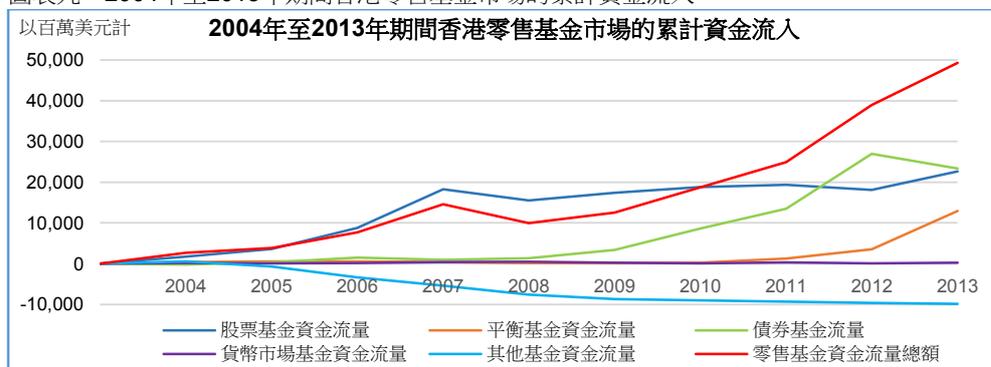
圖表八：2008年至2013年期間集體投資計劃的資產管理規模 (AUM) 及增長率

	全球		美洲		歐洲		亞太區		非洲	
	AUM (萬億美元)	增長率								
2013	30.0	12.0%	17.2	13.3%	9.4	13.9%	3.4	1.6%	0.1	-2.1%
2012	26.8	12.8%	15.1	11.9%	8.2	14.0%	3.3	13.7%	0.1	16.1%
2011	23.8	-3.7%	13.5	-0.5%	7.2	-8.6%	2.9	-4.8%	0.1	-11.8%
2010	24.7	7.7%	13.6	8.1%	7.9	4.7%	3.1	13.0%	0.1	33.3%
2009	22.9	21.3%	12.6	18.9%	7.5	21.1%	2.7	33.3%	0.1	53.9%
2008	18.9		10.6		6.2		2.0		0.1	
	平均增長率	9.7%	平均增長率	10.1%	平均增長率	8.5%	平均增長率	10.6%	平均增長率	15.5%

資料來源：國際證監會組織《2014至15年證券市場風險展望報告》(“Securities Markets Risk Outlook 2014 – 15”)

根據香港投資基金公會公布的數據，在2004年至2013年期間，香港零售基金市場的增長約為500億美元，詳見圖表九。¹²

圖表九：2004年至2013年期間香港零售基金市場的累計資金流入



資料來源：香港投資基金公會，2014年

¹⁰ 在各個國家及司法管轄區之間，集體投資計劃的術語及形式均有所不同，例如香港稱為互惠基金 (Mutual Funds) 及單位信託 (Unit Trusts)、美國稱為互惠基金 (Mutual Funds)、歐洲稱為可轉讓證券集體投資計劃 (UCITS) 等。

¹¹ 請參閱國際證監會組織《2014至15年證券市場風險展望報告》(“Securities Markets Risk Outlook 2014 – 15”) (2014年10月) <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD453.pdf>。

¹² 請參閱香港投資基金公會2004至2013年的零售基金銷售及贖回額數據 <http://www.hkifa.org.hk/chi/sales-redemptions-data.aspx>。



3.4. 退休基金

全球各地推行退休金制度改革，推動了私營退休基金市場的增長。鑑於平均預期壽命延長，各國政府藉改革退休金制度，以維持退休儲蓄的充足程度。圖表十及十一列出經濟合作及發展組織內七大退休金制度以及香港退休金制度的增長及資產配置情況。這八個退休金制度在2012年合共佔全球退休金資產的92%。¹³

圖表十：經濟合作及發展組織內部分退休金制度的資產管理規模趨勢

國家	資產管理規模（十億美元）						五年平均增長率	2012年資產管理規模佔國內生產總值百分比
	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
澳洲	978	1,057	844	991	1,401	1,378	7.1%	91.7%
加拿大	966	673	879	1,048	1,072	1,199	4.4%	67.3%
日本	1,153	1,275	1,365	1,498	1,525	1,448	4.7%	26.3%
荷蘭	1,137	933	979	1,016	1,056	1,267	2.2%	160.2%
瑞士	538	506	581	661	665	734	6.4%	113.6%
英國	2,189	1,352	1,821	2,018	2,233	2,327	1.2%	95.7%
美國	10,725	8,345	9,612	10,647	10,840	11,613	1.6%	74.5%
香港	64	60	67	78	79	90	7.1%	34.3%

資料來源：經濟合作及發展組織《2013年退休金市場聚焦》（“Pension Markets in Focus 2013”）及證監會風險及策略組研究

圖表十一：2012年經濟合作及發展組織內部份退休金制度的資產配置情況

國家	現金及存款	公共票據及債券	私人票據及債券	貸款	股份	土地及物業	互惠基金	其他
澳洲	18.4%	1.3%	8.3%	1.0%	46.0%	7.4%	0.0%	17.6%
加拿大	2.7%	19.5%	8.1%	0.3%	24.6%	5.5%	34.6%	4.7%
日本	5.1%		36.3%	2.8%	9.7%	0.0%	0.0%	46.1%
荷蘭	1.3%	17.0%	7.0%	3.8%	11.6%	0.9%	51.9%	6.5%
瑞士	7.3%		19.9%	3.3%	13.0%	9.7%	42.8%	4.0%
英國*	2.9%	12.6%	9.3%	1.2%	29.6%	2.8%	23.3%	18.3%
美國	0.9%	9.4%	6.9%	0.3%	38.2%	1.7%	22.0%	20.6%
香港	13.3%		24.8%	0.0%	57.4%	0.0%	0.0%	4.5%

“其他”一欄包括未配置保險合約、對沖基金、私募股權基金、結構性產品、海外實體發行的資產以及以外幣發行的資產
日本的“其他”一項指應付及應收款項加上對外證券投資
*英國並無2012年數據；以上所示數據為2007年數據

資料來源：經濟合作及發展組織《2013年退休金市場聚焦》（“Pension Markets in Focus 2013”）及證監會風險及策略組研究

¹³ 請參閱經濟合作及發展組織《2013年退休金市場聚焦》（“Pension Market in Focus 2013”）（2013年）
<http://www.oecd.org/pensions/PensionMarketsInFocus2013.pdf>。



第二章：基金收費結構

1. 世界各地基金收費對照

與會者重複討論的其中一個主題，是要在資產管理成本、分銷鏈收費、投資者收益及投資者選擇之間取得平衡。在香港，投資者買入基金的成本包括認購費、管理費以及其他費用。

認購費，或稱首次認購費，是投資者在首次投資基金時向分銷商支付的費用。除非獲豁免，否則投資者在轉換基金時亦要支付認購費。認購費由分銷商設定。根據標準基金章程文件，在香港，買入基金的首次認購費介乎認購金額的 0% 至 5%，但實際上大多為此範圍的中位數，有時亦會在轉換基金時獲豁免。

投資者須持續向資產管理公司支付管理費，並從互惠基金或單位信託的資產淨值中扣除。在香港，管理費中包含後續費用。¹⁴ 後續費用是資產管理公司向分銷商支付的費用，以補貼分銷成本及作為售出產品的獎勵。後續費用基於年度管理費的一個百分比收取。在香港，後續費用通常介乎管理費的 30% 至 60%；然而，對於議價能力較弱的小型及新進場的資產管理公司，該費用可高達管理費的 70% 左右。¹⁵

儘管在英國、澳洲及荷蘭等若干市場，監管機構已介入並廢除認購費和後續費用，並立例以“諮詢服務費制度”取而代之（請參閱第三部第二章第二節）。但在美國等其他市場，只要作出適當的相關披露，分銷商則仍可以收取分銷費用和認購費。¹⁶

圖表十二利用公開資料比較各地基金的收費。該圖表列出同類型的基金在不同市場分銷，並按分銷商類型劃分的收費。由於投資顧問收費差別甚大，而且不一定會公開，該圖表假設投資者是自主作出投資決定，而無需採用投資顧問服務。如果投資者需要投資顧問服務，需加上額外相關收費於圖表十二所列的數字上，從而使各地的收費可作全面比較。

儘管基金之間並非完全可比較，而且實際上若干基金收費可以下調或豁免，但根據圖表十二顯示，在不同市場的收費類型、不同分銷商的收費類型，以及向投資者收取的費用方面總計存在著顯著差異。

我們曾徵詢資產管理公司的意見，以了解香港的基金相關收費的底蘊。大多數資產管理公司認為，基金收費結構主要由下列因素決定：

1. 分銷鏈集中；
2. 低收費產品的滲透率低；及
3. 投資者對基金收費的關注度不足。

下文將進一步詳述各項因素。

¹⁴ 於其他市場指佣金、獎勵費或後付費用。請參閱以下第三部第二章第二節。

¹⁵ 資產管理公司指出，後續費用較幾年前的30%至50%，顯著增加至目前的40%至70%。

¹⁶ 如欲了解有關美國對分銷費用的定義，請參閱12b-1規則 <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm>。在美國，“免佣基金”、“首次認購費”及“撤離費”基金已存在多年。



圖表十二：基金收費對照

司法管轄區	香港	香港	美國	英國(c)	澳洲
分銷中介機構 投資類型(a)	銀行 全球股票	證券經紀商 全球股票	證券經紀商 全球股票	證券經紀商 全球股票	證券經紀商 全球股票
認購(首次認購)費或經紀費用(b)					
實際收取/基金章程列載的費用	2.00% / 5.00%	1.00% / 5.00%	3.00% / 5.25%	0.00% / 5.00%	0.22% / 0.00%
總計	2.00%	1.00%	3.00%	0.00%	0.22%
帳戶管理費					
帳戶維持費	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%
帳戶行政費	0.00%	0.00%	0.00%	0.35%	0.00%
總計	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	0.00%
基金管理費(d)					
管理費	1.50%(e)	1.50%(e)	0.90%	0.75%	0.98%
信託人/託管商/其他開支	0.40%	0.40%	0.18%	0.18%	未披露
分銷費用	0.00%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%
總計	1.90%	1.90%	1.33%	0.93%	0.98%

(a) 該圖表包括追蹤全球股票基準指數的基金。

(b) 認購費或經紀費用為投資者認購或買入基金時，中介機構收取的一次性費用。這些費用因應投資規模、客戶關係、促銷計劃等而有所不同。在香港，透過銀行分銷渠道認購基金的認購費通常介乎1%至3%。美國的證券經紀商通常根據收費折扣表收費。在澳洲，證券經紀商根據投資金額收取經紀費用。

(c) 鑑於分銷零售產品的檢討方案(RDR)引致監管規例出現變動，英國的證券經紀商不會在客戶購買基金時收取一次性的認購費用，而是收取投資顧問費及帳戶管理費。有關費用可能以客戶投資金額的百分比、固定收費或首次檢討費等不同形式收取。請參閱本報告第三部第二章第二節。

(d) 基金管理費是從基金資產淨值中扣除的經常性費用，包括資產管理公司收取的管理費、信託人/託管商/其他開支及分銷費用。香港的信託人/託管商/其他開支的差異極大，通常披露的範圍介乎每年0.2%至0.7%。

(e) 在香港，基金管理費包括後續費用。該費用通常介乎年度管理費的30%至70%。

資料來源：證監會風險及策略組研究

2. 分銷鏈

2.1. 分銷鏈集中

下文圖表十三顯示，香港有78%零售基金由銀行分銷。¹⁷這情況有別於圖表中所列的其他市場，當中其他分銷渠道亦佔據重要的市場分額。這情況亦不同於英美等其他已發展市場，當中私營基金分銷平台、獨立財務顧問¹⁸、包管帳戶¹⁹及交易所基金分銷平台佔據較大市場分額。

在香港，銀行在分銷平台方面作出大量投資，以確保其方便使用及符合監管規定²⁰。此分銷模式雖然有其優勢，但亦存在一些缺點。尤其零售基金分銷集中在單一渠道，因此銀行擁有對分銷費用的定價權。

¹⁷ 據與會的資產管理公司表示，四家一線銀行佔據香港基金分銷市場分額的絕大部分，其中一家銀行約佔45%。部分一線銀行會優先交叉銷售其關聯基金產品，之後才銷售其他資產管理公司提供的基金產品。

¹⁸ 在分銷零售產品的檢討方案(RDR)出台之前盛行於英國。請參閱下文第三部第二章第二節。

¹⁹ 盛行於美國。“包管帳戶”是讓投資者可以在一個平台上查閱其所有金融資產的互聯網投資帳戶。在包管帳戶內，可根據貨幣價值、稅務處理方法、產品類型及資產配置對整個投資組合進行分析及量化。美國的大型證券經紀商會提供包管帳戶。

²⁰ 例如，遵守打擊洗錢、認識你的客戶及產品適合程度的規例。



圖表十三：截至 2013 年 12 月亞洲的零售基金分銷概況

2013 年亞洲的零售基金分銷概況					
渠道（佔市場分額百分比）	香港	中國內地	韓國	日本	台灣
銀行	78%	42%	27%	33%	30%
證券經紀商／獨立財務顧問 ／分銷公司／代理	3%	13%	63%	66%	9%
基金公司直接分銷	-	35%	5%	1%	43%
保險公司／電子平台／基金中的基金 ／集成信託	19%	10%	4%	-	17%

資料來源：羅兵咸永道《羅兵咸永道圓桌會議——2014 年亞洲基金分銷的未來》（“PWC Roundtable – The Future of Funds Distribution in Asia 2014”）

資產管理公司對基金收費的看法因應其管理的產品而有所不同。一般而言，我們觀察到以下共通點：

- (i) 主動型資產管理公司強調，除非分銷商獲補貼基金分銷成本，否則他們不會分銷產品。²¹ 主動型資產管理公司指出，由於銀行在香港是非常重要的基金分銷渠道，支付合理水平的後續費用以補貼分銷開支是無可厚非。
- (ii) 被動型資產管理公司及交易所買賣基金供應商則表示，他們關注的重點是維持低成本。他們認為，若無需支付後續費用或獎勵費，投資顧問會更積極物色最佳產品，而不是推銷給予最高後續費用或獎勵費的產品，因此投資顧問與客戶的利益便能更加一致。
- (iii) 新進場、小型及特色主動型資產管理公司指出，一線銀行分銷商最近幾年大幅減少代理零售基金供應商的產品數目。除非這些資產管理公司能夠支付更高的後續費用，否則更難將產品在銀行分銷。²² 這亦導致一線銀行分銷商只向散戶投資者提供類似的產品，局限了投資者的選擇。

2.2. 前瞻——為基金分銷引入更多競爭

2.2.1. 獨立營運的網上平台

全球基金分銷業務持續於網上平台發展。透過網上平台，投資者擁有更大自主權去運用現有工具，從各式各樣的基金中選擇合適產品。這符合近年投資者能夠通過互聯網及流動解決方案，作出更多自主投資的演變趨勢。

資產管理公司表示，在開放使用互聯網和社交媒體的市場，以及採取“諮詢服務費”制度的市場，網上基金分銷平台的拓展速度會較快。²³ 以中國內地為例，阿里巴巴及騰訊的網上平台已使用其穩固的商品分銷鏈推出貨幣市場基金服務。²⁴ 透過匯集巨大客戶群的帳戶餘額，阿里巴

巴及騰訊以極快的速度擴大資產管理規模。在美國，美國金融業監管局豁免多種屬教育性質的通訊，在其遵守產品適合程度的規定，前提是有關通訊並無包含推介特定證券的內容。資產配

²¹ 例如，如下文第三部第二章第二節所述，印度實行禁止收取部分收費後，各銀行轉而銷售結構性存款及保險產品。此外，由於並無支付分銷費用，私人銀行可能偏好銷售可收取年費的全權委託帳戶管理服務，而非基金產品。

²² 例如，市場上相對較新的中國內地資產管理公司指出，他們無法委託一線銀行分銷產品。

²³ 請參閱東方滙理（Caceis）及羅兵咸永道《社交媒體研究——社交媒體時代的資產管理》（“Social Media Studies – Asset Management in the Social Era”）（2013年6月）
http://www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference_papers_en/SocialMedia_Studies.pdf。

²⁴ 在阿里巴巴網上平台“餘額寶”銷售的貨幣市場基金，目前為止，其提供的收益率遠高於銀行存款利率。騰訊在2014年初推出名為理財通的類似平台。截至2014年6月，餘額寶及理財通的最大貨幣市場基金的資產管理規模分別達到人民幣5,700億元及人民幣600億元。這些網上平台覆蓋整個中國內地市場，這對於實體分銷商而言極難實現。儘管如此，這些貨幣市場基金提供的收益率從2014年第一季的6%至7%，下跌至2014年第三季的4%至5%。



置模型及若干投資分析工具均屬上述獲豁免的範疇。²⁵在英國，於分銷零售產品檢討方案下的“諮詢服務費”制度，令更多投資者採用網上平台自主作出投資決定（請參閱以下第三部第二章第二節）。

資產管理公司認為，香港非銀行營運平台的發展速度雖然較若干其他全球性市場為慢，但一些獨立營運的網上平台正開始出現，並有初步跡象顯示這一發展趨勢會在收費方面加大市場競爭。例如，上文圖表十二所列的香港證券經紀商則有經營網上平台，並以首次認購費1%及豁免轉換費作招徠。而部份銀行分銷商亦跟隨並調整相應收費作對策。

2.2.2. 交易所的基金分銷平台

基金產品可通過交易所營運的平台分銷。紐約泛歐證券交易所集團²⁶及德國證券交易所²⁷是西方市場盛行的平台。在亞洲，澳洲證券交易所²⁸及深圳證券交易所²⁹提供類似的分銷模式。

交易所分銷平台有不同的經營模式：有些便於認購及贖回基金，有些設有二級市場及安排莊家交易，而有些則結合上述兩種模式經營。與私營基金平台相似的是，若干交易所基金平台所提供的資訊能夠協助散戶投資者在投資前自行對基金作出評估。³⁰因此，交易所基金平台有助散戶在其長期投資管理中更加“自主”。

儘管香港目前還沒有交易所基金分銷平台，但大多數與會者均認為，更多分銷渠道將會對市場有利，尤其是在香港及中國內地交易所的聯繫加深的背景下。他們指出，市場需要克服的挑戰如下：

- (i) 只有在交易所收費低於銀行分銷費時，其基金分銷平台對投資者及資產管理公司才有吸引力。倘若在交易所進行交易需要證券經紀商擔任中介分銷角色，費用有機會以經紀分銷費用的形式在系統中重現。

²⁵ 請參閱美國金融業監管局2111規則：

http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=9859。

²⁶ 請瀏覽 <https://etp.euronext.com/en/content/nav-trading-overview>，了解紐約泛歐證券交易所集團NAV Trading Facility。

²⁷ 請瀏覽 <https://xetra.com/xetra/dispatch/en/kir/navigation/xetra#>，了解德國證券交易所XETRA。

²⁸ 請瀏覽 <http://www.asx.com.au/mfund/>，了解澳洲證券交易所mFund。澳洲證券交易所mFund仍處於早期發展階段。此平台於2014年2月獲澳洲證券及投資事務監察委員會批准，並於2014年5月8日推出 http://www.asx.com.au/documents/asx-news/ASX_mFund_Launch_8_May_2014.pdf。

²⁹ 請瀏覽 <http://www.szse.cn/main/marketdata/jypz/fundlist1/>，了解深圳證券交易所。深圳證券交易所平台於2010年12月開始營運，涵蓋封閉式基金、開放式基金、交易所買賣基金及結構性產品。目前有347隻基金在該平台上市買賣。

³⁰ 澳洲證券交易所的mFund平台提供基金資訊、交易流程介紹、費用及收費、執行經紀商的名單及教育視頻。



- (ii) 交易所基金分銷平台需要投資者提高意識以及改變投資行為。香港散戶投資者習慣依賴銀行提供投資建議，而交易所分銷平台卻需要投資者更為自主地作出投資決定。

3. 低收費產品

如上文第一部第一章第三節所述，交易所買賣基金的規模大幅增長，部分原因是其給予投資者較低收費的選擇。在美國，交易所買賣基金的收費介乎0.10%至1.00%。在香港，收費則介乎0.15%至1.50%。³¹與會者指出香港的個人投資者對於交易所買賣基金收費結構的意識較弱，而機構投資者則相反。例如，機構投資委託中准許資產管理公司利用交易所買賣基金來進入市場、配置資產及在有需要時用其保持流動性。而私人銀行亦會在其管理及專屬投資帳戶內加入交易所買賣基金。

4. 投資者教育

投資者應了解不同分銷渠道及不同產品類型的收費有所不同。此外，儘管資產管理公司及銀行對後續費用的概念知之甚詳，但由於後續費用是包含在管理費中，而散戶投資者並不熟悉這個概念。因此，對散戶投資者進行更多教育，讓他們了解可選擇的各種分銷渠道、產品及收費結構至關重要。投資者亦應加深了解基金收費及費用對他們實際投資回報的影響。

³¹ 交易所買賣基金的發行人指出，有多種原因導致香港的收費較高，包括缺少規模效益、本地開業成本、供需因素、法律費用較高及信託人／託管成本較高。



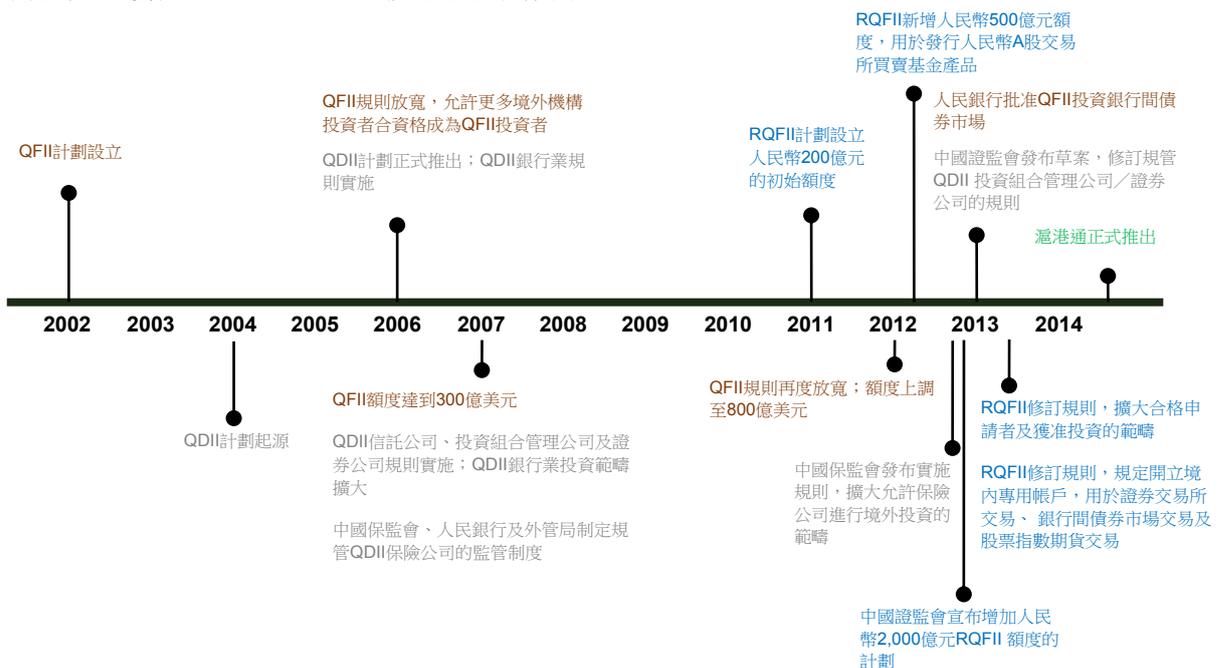
第三章：業務規模的重要性

1. 中國內地優勢

資產管理行業著重業務規模。如果業務規模不足，成本會相對較高，令投資者收取的淨回報有所減少，同時亦會導致資產管理公司退出某些業務種類。他們表示，香港作為區內的資產管理中心，主要優勢在於穩固的法治基礎，以及與中國內地的強大投資者基礎之間的聯繫越趨緊密。資產管理公司預期中國內地投資者的財富日益增長，以及投資取向更趨成熟及國際化，這有助推動香港鞏固其國際金融中心的地位。

據證監會《2013年基金管理活動調查》³²所示，資產管理行業持續增長。截至2013年底，香港的基金管理業務合計資產達16萬億港元，按年增長27.2%，而自2003年以來10年期的年均複合增長率達到18.4%。該調查顯示，香港繼續是國際投資者在亞洲的首選投資平台。國際投資者佔2013年基金管理業務的資產總值71.9%（房地產投資信託基金除外）。自1997年以來，中國內地與香港當局加強合作，實現了一系列里程碑以支持香港持續發展為資產管理中心，其中包括QFII³³、QDII³⁴及RQFII³⁵。圖表十四列出已完成主要里程碑的時間線。

圖表十四：實施QFII、QDII、RQFII及滬港通的時間線



資料來源：金杜律師事務所及證監會風險及策略組研究

³² 請參閱證監會《2013年基金管理活動調查》（2014年7月）
http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/Reports/2013%20FMAS%20Report_c.pdf。

³³ 合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱QFII）額度允許境外投資者在遵守已批准的具體金額規定下，使用離岸外幣投資於中國在岸資本市場。獲取QFII額度後，境外投資者可選擇投資於多種的證券，包括股票及固定收益工具。

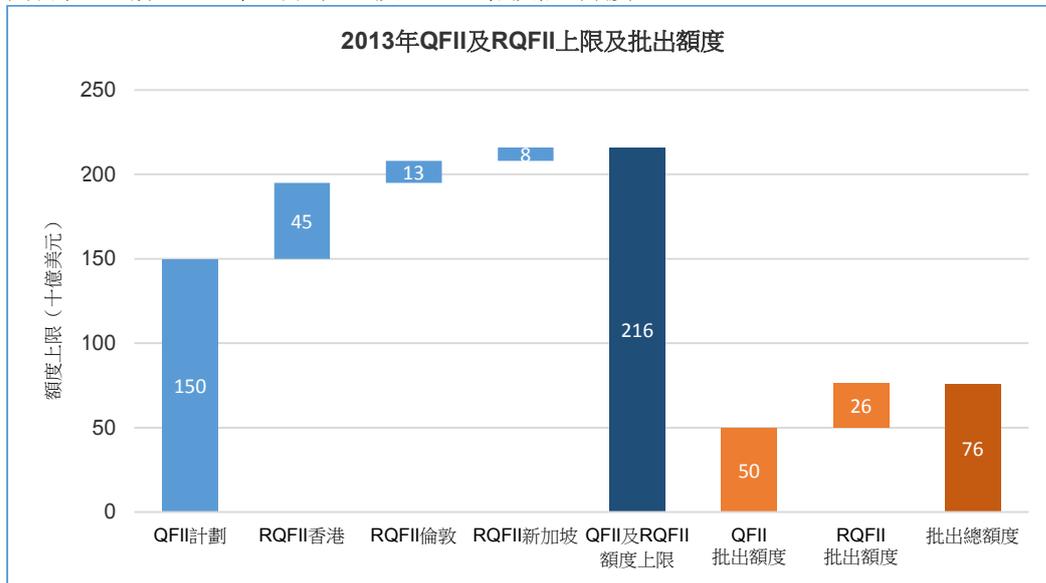
³⁴ 合格境內機構投資者（Qualified Domestic Institutional Investor，簡稱QDII）額度允許中國境內機構投資者透過中國監管部門批准的基金管理機構、保險公司、證券公司及其他資產管理機構投資於離岸證券市場。每位QDII均由國家外匯管理局（外管局）授予特定的額度，而QDII總額度並無上限。

³⁵ 人民幣合格境外機構投資者（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱RQFII）是QFII額度的經修訂版本，允許境外投資者將離岸募集的人民幣，投資於中國在岸資本市場。



圖表十五列出截至2013年12月批出的QFII及RQFII額度。³⁶圖表十六列出由2006年至2013年6月期間香港零售基金對QFII計劃的參與度。

圖表十五：截至2013年12月的QFII及RQFII上限及批出額度



資料來源：法國巴黎投資管理有限公司《專家看中國：2014年第一季度》（“Expert Eye on China Q1 2014”）

圖表十六：透過QFII計劃直接投資於中國內地市場的香港零售基金演變

期末	透過QFII計劃直接投資於中國內地市場的香港零售基金	
	數量	資產管理規模 (百萬美元)
2006年	1	308
2007年	1	808
2008年	3	285
2009年	5	970
2010年	9	1,837
2011年	9	1,399
2012年	16	2,091
2013年6月	18	2,138

資料來源：香港政府《香港：中國的全球金融中心》³⁷

2. 前瞻——繼續擴大投資者基礎³⁸

2.1. 加強與中國內地市場的聯繫

所有與會的資產管理公司均表示，期待日後的新措施，包括將在適當時候推出的中港兩地基金互認安排（基金互認）。他們表示正在深徹分析中國內地的在岸分銷模式，³⁹例如評估在岸市場需求規模⁴⁰、分銷成本、營銷成本及所需培訓計劃等因素，以確保在岸員工了解產品，能夠為

³⁶ 請參閱法國巴黎投資《專家看中國：2014年第一季度》（“Expert Eye on China Q1 2014”）

<http://publicationsystem.secure-zone.net/v2/index.jsp?id=2565/3100/9138>。

³⁷ 請參閱香港政府刊物《香港：中國的全球金融中心》（2013年11月）

[http://www.fstb.gov.hk/fstb/chinese/topical/doc/pitchbook_brochure\(Nov%202013\)_c.pdf](http://www.fstb.gov.hk/fstb/chinese/topical/doc/pitchbook_brochure(Nov%202013)_c.pdf)。

³⁸ 與會者亦提出了以下議題：(i)發展固定收益市場；(ii)鼓勵資產管理公司在香港買賣亞太區內證券；(iii)教育投資者有關投資組合多元化的重要性，並將其推廣至大學層面；(iv)協助來港的海外基金經理安排子女入讀國際學校；(v)提供營業誘因或官方投資業務，以吸引和支持新資產管理公司的發展；及(vi)專注於改善香港的空氣質素及環境保護。

³⁹ 在中國內地，銀行及基金公司直接分銷佔2013年基金分銷的80%。請參閱《羅兵咸永道圓桌會議——亞洲基金分銷的未來》（“PwC Roundtable – The Future of Funds Distribution in Asia 2014”）（2014年5月）。

⁴⁰ 許多中國內地的遊客已經來港購買基金產品。請參閱香港投資基金公會／尼爾森（Nielsen）發布《2013年內地遊客金融



客戶提供公平及持平的投資意見。資產經理補充，香港長久以來都是離岸人民幣中心，有充裕的人民幣流動性，有助搭建一個讓人民幣產品順利地推出的平台；因此，香港相較其他金融中心，在推出基金互認方面具有明顯的優勢。

根據上文圖表七所顯示，香港交易所買賣基金市場很大程度上集中在本地基準指數產品。鑑於亞洲市場較為分散，部分與會交易所買賣基金發行人表示，香港有機會發展成區內交易所買賣基金平台。他們指出，日後在適當的時候，香港可以考慮將滬港通的範圍擴展至交易所買賣基金，從而擴大投資者基礎，以拓展更多地區性及全球性產品，以及涵蓋正逐漸成熟和邁向國際化的中國內地投資者。交易所買賣基金發行人認為香港有著非常好的金融基建及國際經驗，以吸引更多交易所買賣基金來港發展。

資產管理公司強調，上述發展及其優點應以長期為目標。例如，中國內地投資者目前仍然偏重本土性投資，但是這有望在將來改變。此外，資產管理公司的投資是對應預期未來業務需求和增長的漸進過程。

2.2. 推動退休金制度的發展

退休金制度是全球資產管理規模增長的重要來源。資產管理公司認為香港散戶投資者較為偏愛短期投資，而在他們眼中退休金制度為散戶投資者提供了非常重要的投資平台，令他們了解到長線投資及投資組合多元化的重要性。因此，資產管理公司認為退休金制度的進一步發展具有戰略重要性，並提出以下建議：

- (i) **提供誘因，鼓勵市民增加自願性供款**：他們表示，由於強制性及自願性供款水平都較低，香港退休金資產規模亦較小。決策者可以考慮推出稅項寬減及放寬提早贖回條件等誘因，鼓勵市民增加自願性供款。⁴¹
- (ii) **將更多種類的低收費產品納入退休金計劃的成分基金範疇，包括被動型投資組合、交易所買賣基金、目標日期基金等**：上文第一部第一章第三節探討了有關被動型投資組合及交易所買賣基金的更多詳情。目標日期基金專門針對“目標日期”（例如退休）而設。基金投資組合會根據選定的時限及投資者風險承受能力的相應變化，自動重設股票、債券及現金等值物的資產組合。此類基金的回報並無保證。⁴²

監控新聞發布會》（“2013 Mainland Traveller Finance Monitor Press Conference”）
http://www.hkifa.org.hk/upload/Documents/2014News/April23PC_Nielsen.pdf。

⁴¹ 請參閱韜睿惠悅（Towers Watson）《強制性公積金調查》（“Mandatory Provident Fund Survey”）（2012年9月）
<http://www.towerswatson.com/en-HK/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/09/mpf-how-bothered-are-we-and-should-we>。

⁴² 在美國，目標日期基金在過去十年錄得雙位數增長。請參閱晨星（Morningstar）《2014年目標日期系列研究報告》（“2014 Target-Date Series Research Paper”）（2014年7月）
<http://corporate.morningstar.com/us/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/2014-Target-Date-Series-Research-Paper.pdf>。



第二部：對風險的觀點

第一章：風險總監／風險主管的角色

1. 監管焦點

監管機構日益關注風險管理職能的設立以及對其內部框架的審核。例如：

- (i) 在香港，資產管理公司須根據證監會《基金經理操守準則》及《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》⁴³規定，維持與其業務相應及令人滿意的風險管理程序。他們亦須遵守《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》。該手冊載列在經營涉及零售對沖基金及金融衍生工具投資的集體投資計劃時須遵守的風險管理規定。⁴⁴
- (ii) 在歐盟，MiFID II（《金融工具市場指令 II》）、CRD IV（《資本要求指令 IV》）、UCITS IV（《可轉讓證券集體投資計劃 IV》）、AIFMD（《另類投資基金經理指令》）以及 EMIR（《歐洲市場基礎設施監管規則》）等法規均廣泛關注設置獨立風險管理職能以及穩健的風險管理流程。為維持其獨立性，若干以上法規要求風險管理職能內的高級行政人員薪酬須直接由薪酬委員會監管。此外，CRD IV 規定，在未經高級管理團隊（一般指董事會）的事先批准，亦不得隨便罷免風險管理職能的主管人員。
- (iii) 在澳洲，澳洲證券及投資事務監察委員會（ASIC）於 2013 年 3 月發表一份諮詢文件，對資產管理行業的責任實體提議風險管理實務的監管指引，其目的在於標準化基本風險管理實務，並為風險管理樹立良好實務準則。⁴⁵
- (iv) 很多以往並未受到同等程度監管的“另類資產經理”，他們將需要徹底優化其風險管理系統以符合新的監管要求。例如美國證券交易委員會（SEC）的私營基金表格（Form PF）已規定對沖基金以及私營基金須確立一名風險管理總監。

2. 風險總監角色日益重要

據與會的資產管理公司表示，具効力的風險總監可協助基金經理爭取最佳的風險調整後投資回報，同時亦可以具成本效益地減低非投資風險。此外，風險總監也非常關注其基金公司的流動性風險、風險文化、風險管治以及尤其重要的信託風險。這包括了解如何制定商業決策及實施有力的制衡措施，確保基金經理能以誠實、合理及審慎的態度行事去維護資產擁有人的利益。

⁴³ 請參閱證監會《基金經理操守準則》（2014年1月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=365&type=0&oldnode=0>。

請參閱證監會《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》（2003年4月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=620&type=0&oldnode=0>。

⁴⁴ 請參閱《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》（2013年4月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=630&type=0&oldnode=0>。

⁴⁵ 請參閱ASIC諮詢文件：《負責實體的風險管理系統》（“Risk management systems of responsible entities”）（2013年3月）<https://dv8nx270cl59a.cloudfront.net/media/1335518/cp204-published-21-March-2013.pdf>。



所有與會的資產管理公司均設有全球風險總監一職，但設立地區性及香港區風險總監職能的趨勢可說仍屬發展初階。原因大概是很多資產管理公司利用香港作為一個銷售而非投資管理的辦事處。然而，隨著中國內地市場出現更多營商機會，這種情況預期將有所改變（請參閱上文第一部第三章第二節）。

此外，我們亦留意到，風險總監的職級在不同機構裏有高低之別。在一家重視風險管理職能的資產管理公司裏，其風險總監的職級往往會較高，其在行政管理團隊（包括高級管理層決策委員會）中的地位更加重要，亦會有更多工具可供運用（包括需要資訊科技投資的工具）。相反，如資產管理公司不太重視風險管理職能，他們不會設有地區風險總監一職，而風險管理職能需獨自制定風險管理程序，所獲得的資源及工具亦較少。

風險總監指出，除投資風險管理外，風險亦日趨多元化，風險經理極需加以注意及控制，包括但不限於：⁴⁶

- (i) **信託風險**：大部分與會資深風險總監強調，資產管理公司代表資產擁有人投資，因此是以受信任身分行事。他們認為這是管理和引導基金經理與資產管理公司行為的基本原則。因此，資產管理公司需要設立獨立而又獲授權的風險管理職能，制定經明確同意及受監控的風險取向，以及遵守投資委託書所設定的限制。
- (ii) **流動性風險**：從全球金融危機可見，流動性在市場受壓的情況下可迅速枯竭。因此，風險總監認為流動性風險管理值得加倍關注。流動性不足會從兩方面對資產管理公司產生影響：第一，流動性不足導致無法平倉，從而令基金經理難以靈活控制風險；第二，由於流動性不足，在缺乏可靠交易價格的情況下，難以對資產進行公平估值，從而造成按市價計值的損失。
- (iii) **對手方風險**：雷曼事件令許多中介機構、資產管理公司及資產擁有人遭受打擊，對手方風險遂成為各界關注的重點。即使將場外交易移至中央結算對手的目標是降低對手方風險，但風險總監強調，他們仍須評估中央結算對手的對手方風險，包括對其營運流程、償付層次保障（**default waterfalls**）及保證金要求進行盡職審查。⁴⁷
- (iv) **營運風險**：自全球金融危機爆發以來，金融業更注重營運風險。資產管理公司的風險總監注意到，銀行及證券經紀商被處以的罰款顯著增加。雖然他們均不認為資產管理公司的營運模式能與銀行或證券經紀商相比，但這些罰款卻突顯了營運風險管理的重要性。

風險總監同時觀察到，業界對新興風險及信譽風險的關注亦有所增加。資產管理公司對這些風險的處理手法各有不同，當中有些已經設立特定的委員會發掘並討論以下風險事宜：

⁴⁶ 請參閱Bennett Golub與Conan Crum合著的《2007至2009年信貸危機值得記取的風險管理教訓》（“Risk Management Lessons Worth Remembering from the Credit Crisis of 2007 – 2009”）（2009年10月），以進一步了解本節所載內容 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1508674。

⁴⁷ 請參閱國際證監會組織《2014至15年證券市場風險展望》（“Securities Markets Risk Outlook 2014 – 15”）（2014年10月） <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD453.pdf>。有關銀行及非銀行連繫網絡，請參閱下文圖表十九。



- (i) **新興風險**：風險總監留意到新興風險雖然仍是一個新概念，但對資產管理公司而言並不陌生。原因是在進行投資風險管理流程期間，他們已定期監控及評估“現時見到的或未來可能出現的”廣泛類別風險、趨勢以及轉變（請參閱以下第二章第三節）。
- (ii) **信譽風險**：風險總監指出，信譽風險範圍會隨著監管、政策及社會預期的影響而變化，所以較難預測。因此，資產管理公司應該孕育一種文化，讓每位員工明白到他們的一舉一動都與公司的信譽攸關，亦有義務立即上報與信譽攸關的事件。

風險總監指出，若干其他風險雖然是由專責部門負責日常管理，但亦有可能涉及風險總監職能的範疇：

- (i) **人力資源風險**：資產管理是一個以人為本的行業。機構投資者只會將其資產委託給經驗豐富、持續獲得出色表現的基金經理來管理。因此，挽留優秀的基金經理尤其重要。正因為如此，基金經理年資以及人員流失情況是所有與會資產管理公司均重視的關鍵準則。
- (ii) **供應商及服務承辦商風險**：資產管理行業涉及多種不同的供應商及服務承辦商，例如託管商、信託人、行政管理人、證券經紀商，以及合規、法律和公司秘書服務承辦商。資產管理公司會監督該等流程的營運風險。
- (iii) **資訊科技風險**：鑑於資產管理公司日益倚賴資訊科技，控制資訊科技風險成為營運風險經理的重中之重。有關工作包括業務連續性、危機管理計劃（**Business Continuity Planning**, 簡稱 **BCP**）以及網絡風險監控。
- (iv) **合規及監管風險**：我們在下文第三部第一章中會對合規和監管環境作更詳細的論述。

3. 風險總監職能的架構

3.1. 投資風險管理

在利益層面上，有重大誘因驅使資產管理公司與資產擁有人站在同一陣線。如果基金表現欠佳，資產擁有人可以轉投其他基金。因此，管理投資風險是每個基金經理最重要的任務，亦是資產管理業務不可或缺的一部分。

風險總監強調，管理投資風險與避險不同。投資風險管理的要點在於計算及衡量風險與回報，在兩者之間達致適當的平衡。這要求運用由下而上的風險管理方法（包括運用量化工具）以及由上而下的風險管理方法（包括深入了解可能影響長線及短線投資的環球及本地市場的動態）。

所有與會資產管理公司均設有投資風險管理職能。然而，不同機構在投資風險管理職能的職責範圍及匯報程序仍存在明顯差異。在大多數資產管理公司，投資風險管理職能都不受投資總監管轄；但亦有部分機構並不具備這樣的獨立地位，有關人員要向投資總監匯報。大多數負責監督獨立投資風險職責的風險總監都認為，雖然投資風險管理職能的人員必須與投資總監緊密合作，但不該向投資總監匯報。投資風險管理職能應該獨立監察其下所有與基金相關的投資風險，包括：



- 市場及交易風險
- 貨幣及利率風險
- 市場流動性及定價風險
- 信用及對手方風險
- 持倉集中風險
- 投資組合合規風險
- 結算及基準風險
- 產品風險
- 模型風險（開發及應用）

方塊一列出與會者討論的投資風險管理指標及工具例子。

方塊一：投資風險管理指標及工具

1) 投資組合及交易執行的風險監控

- 投資組合風險持倉
 - 投資組合已用的風險價值
 - 基金經理已用的風險價值
- 投資組合的相對及受壓風險價值
- 對手方風險限額
- 止蝕機制
- 交易執行限額
- 投資委託書所設的限額
- 異常交易分析

2) 投資組合及資產類別分析

- 資產管理規模及資金流向分析
 - 追蹤新推出的基金
 - 資金流向概覽
- 資產類別及投資策略的回報分析
 - 由活躍持倉促成的短線影響
 - 投資組合回報與投資風格比較
 - 由表現最好及最差的持倉及資產類別促成的回報表現
- 按資產類別劃分的基本面比率分析
 - 股票——股息率、市盈率、市帳率、銷售增長、營運利潤率等
 - 固定收益——存續期、到期孳息率、發債公司信用、利率預測等
- 與基準指數比較
 - 追蹤誤差
 - 信息比率（額外回報除以追蹤誤差）
 - 投資組合與基準指數的投資風格比較

3) 投資組合流動性風險管理

- 監控按資產類別劃分的流動性持倉
 - 股票持倉與市值及成交量比較
 - 固定收益持倉與發行額比較
- 監控上市衍生工具合約流動性持倉
 - 持倉與未平倉合約及成交量比較
- 流動性限制的控制
 - 按持倉和資產類別劃分的流動性限制
 - 按基金經理劃分的流動性限制
- 套現期估算及監控



- 監控高集中度持倉限額及不流通持倉
- 4) 投資組合表現檢討及模擬測試**
 - 投資組合回報及貢獻分析
 - 測量主動貝塔系數及風險貢獻度
 - 目標與實際額外回報的對比
 - 額外回報上升下滑趨勢的對比
 - 投資組合敏感度分析，例如採用蒙地卡羅（Monte Carlo）模擬法
- 5) 市場環境研究**
 - 孳息曲線
 - 市場風險取向
 - 投資者情緒
- 6) 競爭對手分析**
 - 資產管理規模首 20 大的資產管理公司按投資策略劃分比較
 - 資產管理規模首 20 大的資產管理公司與銷量比較
 - 投資資金流向分析（資金流向熱圖）
 - 市場份額追蹤指標
 - 最佳／最差同業追蹤指標
- 7) 現金管理及機構資金**
 - 基金贖回管理及預測
 - 無產權負擔現金管理報告
- 8) 壓力測試及情境模擬**
 - 根據歷史情境作壓力測試，例如：
 - 1990年日經指數見頂回落
 - 1997／98年俄羅斯債務違約
 - 2008年雷曼危機
 - 2011年歐元債務危機
 - 根據假設情境和反向情境作壓力測試
 - 孳息曲線意外變動
 - 投資組合的極端變動
- 9) 其他風險分析**
 - 風險因素識別及歸因，如價值、增長、動力等因素
 - 風險因素對總體風險的邊際貢獻的測量
 - 追蹤誤差、貝塔系數、風險因素、投資風格等趨勢分析

3.2. 非投資風險管理

非投資風險管理職能通常是資產管理公司風險管治框架的一部分，而非局限於基金風險管理框架之內。我們留意到這些職能仍在持續演變，各家與會資產管理公司的非投資風險管理職能架構亦因而有所不同。雖然環境仍在持續改變，但我們留意到以下類別的非投資風險管理職能：

- **企業／業務風險管理**：與行政總裁緊密合作，確保有效監督以下領域的風險：
 - 資產管理公司財務風險
 - 資產管理公司流動性風險
 - 業務表現及盈利波動性
 - 投資表現風險
 - 資本充足率及償付能力風險



- 模型風險（策略及供應商管理）
- **營運風險管理**：監控並測試營運框架，以便降低由內部流程及系統不足或失靈、人為錯誤或行為失當，以及因外部事件而導致損失的風險，包括：
 - 組織架構／流程風險
 - 業務外判／第三方風險
 - 法律／稅務／監管風險
 - 資訊科技／業務連續性風險
 - 欺詐／貪污風險
 - 人力資源／員工風險
 - 模型風險（驗證及測試）

不同機構的營運風險管理職能的匯報架構各有不同，包括有向風險總監、營運總監、企業風險主管或合規主管匯報。每家機構對營運風險管理職能的詮釋及所界定的範圍亦各異。方塊二概述在會上分享的營運風險管理指標及工具。

方塊二：營運風險管理指標及工具

1) 帳戶管理及信託人風險管理

- 非常規性的帳戶開設及客戶接納安排
- 非常規性的收費安排
- 違反投資委託書的事項
- 投資風格的適合度偏差
- 錯誤或失效交易
- 終止帳戶的延誤
- 客戶戶口資產配置的延誤
- 客戶聯絡頻率
- 不完整或過期的帳戶資料（不完整帳戶審核）
- 客戶投訴、投訴頻率及受理回覆時間
- 來自同一客戶及業務群的業務量
- 具有共同信託人責任的帳戶數量
- 透支／閒置現金
- 新業務／產品的批核流程

2) 定期對對手方進行盡職審查

- 定期對交易對手方進行評估
- 監察對手方風險評級的轉變
- 監察對手方風險限額的超額事件

3) 供應商及服務承辦商評估

- 定期評估供應商及服務承辦商風險，包括託管商、信託人、行政管理人、證券經紀商、以及合規、法律和公司秘書服務承辦商

4) 交易風險管理及欺詐監控

- 交易前監控，包括必須得到業務、風險或合規部門審批的交易
- 交易後監控，包括對交易對帳、投資組合的資產配置及資產淨值估值的控制
- 提交事件報告，包括違反投資委託書情況、失效交易、執行失誤、資產淨值錯誤、未經事先批准的追溯修訂等
- 客戶中從事評定為高打擊洗錢風險的業務活動／位於高打擊洗錢風險地點的百分比
- 高風險國家電匯交易的數量及金額
- 反欺詐控制，包括欺詐事件分析及獨立電話確認
- 每個個案的平均財務損失
- 無定價資產



- 標準定價系統以外的定價／估值
- 異常存入／支出金額
- 跡近錯失
- 為遵守會計準則進行未平帳／逾期項目對帳
- 監察對待不同客戶持倉配置的公平和一致性機制

5) 資訊科技風險管理及控制

- 資訊科技事件報告
- 記錄並測量網絡襲擊事件
- 危機管理、業務持續性及災難復原計劃

6) 模型風險管理

- 定期驗證模型，並對模型運算方法及功能進行評估
- 定期評估風險數據管治，包括數據質量、對應及調和
- 檢討模型參數及運用方式
- 利用受壓市場數據進行模型壓力測試

3.3. 企業風險管理

多間與會資產管理公司採用企業風險管理方式，讓風險總監、行政總裁及董事會綜合了解其企業風險狀況。此管理方式通常匯集了機構各個部門的風險，甚至包括那些不屬於風險總監日常管理範圍的風險（見上文第二部）。多家國際大型資產管理公司均表示，他們採用企業風險管理方式來洞悉、測量、控制及匯報重大風險。企業風險管理團隊通常與風險總監、行政總裁及董事會合作，制定全公司上下的風險管理政策及可承受的風險水平。

4. 前瞻——需要進一步凝聚共識

歷史經驗告訴我們獨立風險管理在金融領域的重要性。要取得成功，機構必須賦予風險管理職能充分的工作範疇、職權及工具，包括匯報架構、參與行政管理層會議，以及在人力資源和資訊科技方面的投資等。在會議的過程中，我們發現與會資產管理公司的投資及非投資風險管理職能的工作範疇、職權及工具都不盡相同。有鑑於此，資產管理行業需要就風險管理的最佳實務準則加強溝通，分享知識及專長，以推動行業發展。



第二章：備受關注的風險重點範疇

1. 風險管治及風險文化

資產管理公司、主要經紀商及顧問發現，自全球金融危機爆發以來，機構投資者對資產管理公司的風險管治及風險文化抱有更高期望。機構投資者通常會進行多輪盡職審查，在選擇規模較小或知名度較低的資產管理公司時會尤其審慎。相關盡職審查的重點範疇如下：

(i) 資產管理公司的組織架構

- **與要員有關的風險**：機構投資者會從多個角度審視此風險。一方面，他們明白資產管理是以人為本的行業，因此，挽留優秀的基金經理或投資總監是業務的關鍵；而另一方面，如果一位基金經理或投資總監的權力過大，則可能會產生與接任計劃有關的風險，同時令風險管理職能難以獲得充分授權。
- **薪酬**：機構投資者越加留意資產管理公司的遞延薪酬及追回薪酬機制，從而了解其與資產管理公司的長遠利益如何趨於一致。

(ii) 基金的組織架構

- **基金條款**：機構投資者著重基金章程、投資委託書與公司章程之間的一致性。
- **基金費用的歸因**：機構投資者專注了解資產管理公司與基金之間如何分配費用，以確保資產管理公司所須承擔的成本不會計入基金收費。就此而言，機構投資者亦會檢討非金錢利益的安排（詳情請參閱下文第三部第二章第三節）。

(iii) 資產管理公司及基金管治

- **企業管治**：部分機構投資者會對資產管理公司非執行董事的背景、資歷及獨立性進行盡職審查，亦會留意非執行董事所擔任的其他董事職務數目，以及在相關資產管理公司所投放的時間。他們期望非執行董事時刻掌握最新的行業發展動態、新興風險、風險管理框架及重要交易。為了解非執行董事在履行其職責的主動性，機構投資者可能要求與其會面。機構投資者亦可能關注資產管理公司向董事會匯報風險的質素，而這與該公司的企業風險管理流程有關（詳情請參閱上文第二部第一章第三節）。
- **風險管治**：機構投資者會關注風險管理職能的獨立性、在機構管治中的職權和級別以及其涵蓋範圍：
 - **風險管理**：機構投資者關注主要的風險管理職能，包括投資風險管理、流動性風險管理、對手方風險管理及非投資風險管理（詳情請參閱上文第二部第一章第三節）。



- **合規**：鑑於環球各國紛紛加強監管報告、透明度及披露等方面的法規規定，機構投資者關注的是相關規定的合規事務實際負責人。對於主動型基金經理及對沖基金（尤其投資於新興市場）而言，機構投資者關注對使用專家網絡及調查分析師的監控流程（詳情請參閱下文第三部第一章第一節）。

(iv) 前中後台流程

- **現金控制及財資管理**：機構投資者會審查非貨銀對付交易、現金透支及財資交易匯款的監控流程。
- **營運風險**：為了解流程的不足，機構投資者會關注錯誤交易、失效交易、投訴、投資委託書違規情況及資產淨值錯誤等問題，亦會關注營運風險的監控流程以便追蹤及調查相關事宜。
- **業務外判及服務承辦商管理**：由於外判服務常見於資產管理行業，機構投資者會專注於此一範疇，包括關注盡職審查的負責人對服務承辦商的監督及定期評估等工作（詳情請參閱下文第三部第二章第四節）。
- **估值流程**：機構投資者會審查投資委託書所列明的估值方法、估值政策、獨立風險監控流程及估值委員會，以針對另類投資及流動性較低的資產。他們亦可能會檢視基金管理人及主要經紀商每月編製的報告。如遇到十分複雜或低流動性資產，他們可能需借助外部專家來估值及監督。

(v) 其他備受關注及新興的重點範疇

- **資訊科技及網絡安全**：鑑於網絡安全事故及技術風險均日益增加，機構投資者會在盡職審查流程中涵蓋危機管理、資訊科技風險、數據保護及網絡風險防範等方面。
- **投資融入 ESG 因素**：為減少投資及信譽風險，機構投資者越來越關注詢問資產管理公司會否將 ESG 因素視為投資流程的一部分（詳情請參閱下文第四部第二章第二節）。

從上文得知，機構投資者所進行的盡職審查的要求越來越高和全面，反映他們對資產管理公司抱有較高期望。這意味著規模較小的資產管理公司及對沖基金的“收支平衡點”較以往高，或需要較高的啟動投資額才能維持業務。

2. 新興策略及另類投資

低息環境驅使全球投資者四出尋找高收益的投資機會。⁴⁸就資產管理而言，投資者會對以下策略掛帥的基金更具興趣。下列每項策略均具有相關風險管理的複雜性：

⁴⁸ 請參閱國際證監會組織《2014至15年證券市場風險展望》（“Securities Markets Risk Outlook 2014 – 15”）（2014年10月）<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD453.pdf>。



- (i) **高收益策略**：這包括投資於高收益債券⁴⁹、槓桿貸款及新興市場資產的基金。相較已發展市場股票或投資級債券，這些資產的流動性較低，估值難度亦較大。⁵⁰
- (ii) **多元資產策略**：投資多元資產策略需具備豐富的經驗、良好的判斷力，並能夠計算橫跨多元資產類別的風險，因此風險管理較為複雜。此外，為管理多元資產策略的相關性風險，投資和風險管理模型需進行調整，或者開發及運用專設的模型。
- (iii) **無限制性策略**：無限制性策略不受基準指標規限，基金經理因而可自由地把握投資機會或作出不同程度的風險對沖。以固定收益投資為例，無限制性策略令基金經理可更靈活地投資於更廣泛的固定收益領域，如涵蓋不同的投資級別、存續期及衍生工具，但這亦增加了風險管理的複雜程度。
- (iv) **另類投資**：由於另類投資的組合資產可能流動性較低並較難進行估值，投資者需要對這些投資基金持續地進行詳盡的盡職審查及風險評估。

3. 市場風險

就市場風險而言，基金經理強調以下方面：

- (i) **市場流動性風險**：由於環球監管及法規出現重大變動，當市場嚴重受壓時，銀行未必能如過去一樣隨時做好擔任莊家及中介機構的角色。此關係到依賴莊家提供流通量的債券市場和其他市場。
- (ii) **利率風險**：自全球金融危機爆發以來，環球市場與美國央行行動的相關性已有所上升。各地金融市場包括債券、股票、商品及貨幣等的市場反應正推算美國在金融危機後首次加息的時間表。
- (iii) **宏觀風險**：基金經理繼續留意美國、歐洲、日本及中國的宏觀經濟發展，以及油價下跌、通縮風險及貨幣匯率變動之間的關係。
- (iv) **地緣政治風險**：所有與會者均注意到地緣政治風險有所升溫，包括有關俄羅斯、烏克蘭及伊斯蘭國的緊張局勢，以及因應石油價格大幅回落帶來的地緣政治風險。

⁴⁹ 就亞洲而言，高收益債券基金在2012至2013年間備受追捧。國際證監會組織《2013至14年證券市場風險展望》（2013年10月）指出，隨著利率上升，債券價格有回落的風險。迄今為止，債券價格已出現多次回落，第一次是在2013年6月，第二次是在2014年8月，第三次是在2014年9月，第四次是在2014年11月
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd426.pdf>。

⁵⁰ 有關高收益企業債券、槓桿貸款及新興市場債券相關流動性風險的更多詳情，請參閱貝萊德的《誰擁有資產？》（“Who Owns the Assets?”）（2014年9月）<https://www.blackrock.com/corporate/en-fi/literature/whitepaper/viewpoint-closer-look-selected-asset-classes-sept2014.pdf>。



第三部：對合規的觀點

第一章：合規總監／合規主管的角色

1. 合規項目的範疇

我們觀察到與會資產管理公司在香港實施的合規項目，範疇大致相同。下列為主要項目方針及流程。

1.1. 合規風險評估

許多資產管理公司會進行每年一次（或多次）的合規風險評估，讓其高級管理層根據該評估所得出的風險主題，制定針對性的措施及策略（如培訓及監控），並配置適當資源管理所識別的風險。部分與會資產管理公司指出若干重要風險主題包括：監管法規改革（如打擊洗錢、FATCA（《海外帳戶稅收合規法案》））、跨境公幹、銷售及市場營銷、認識你的客戶流程、利益衝突及保護重要非公開性資訊。

1.2. 投資指引監察

正如上文第二部第一章第二節所述，風險總監強調，資產管理公司代表投資者投資，因此是以受信人身分行事。他們認為這是管理和指導基金經理與資產管理公司行為的最基本原則，亦帶出按照投資委託書上的限制對合規情況進行監察的必要性。在大部分資產管理公司，合規部門或營運部門負責編制及監察這些限制。

1.3. 市場營銷資訊

審核市場營銷資訊有助確保資產管理公司的訊息披露能符合監管要求及內部政策和程序。⁵¹部分資產管理公司可能會將市場營銷資訊的審核工作外判，或交由離岸部門負責處理。

1.4. 處理失誤

所有與會的資產管理公司均已制定失誤處理政策及程序。當資產管理公司因失誤或違反投資委託書而導致金錢損失時，即使是很小的金額，在許多情況下客戶仍會獲得賠償。同時，不論涉及金額大小，多數資產管理公司都會將所有失誤或違反投資委託書的事件向客戶匯報。

1.5. 送禮及款待

儘管所有與會的資產管理公司均有制定送禮及款待政策及程序，⁵²但不同資產管理公司之間的預先核准送禮及款待價值額度存在不少差異。多數資產管理公司要求員工報告並記錄送禮及款待，或徵求合規部門、財務部門或管理層批准。此外，若干資產管理公司亦有制定程序去監控送禮及款待的頻密程度，以記錄金額過大或過分鋪張的禮物和款待。

⁵¹ 請參閱證監會《基金經理操守準則》（2014年1月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=365&type=0&oldnode=0>。

⁵² 請參閱證監會《基金經理操守準則》（2014年1月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=365&type=0&oldnode=0>。



1.6. 個人帳戶交易

所有與會的資產管理公司均有制定僱員個人帳戶交易的政策及程序。⁵³多數僱員一般需事先徵求個人帳戶交易的批准，並附上一份個人聲明書，以聲明自己並無擁有任何保密資訊。最短投資期為 30、60 及 90 日不等。⁵⁴基金經理一般須遵守限制期前後不得買賣其投資組合中股票的規定，期限一般為 3、5 及 7 日不等。⁵⁵其中一家與會資產管理公司指出，若基金經理購買其公司基金持有的證券，該基金經理則要待基金結束後才可賣出，除非該證券具市場流通量以及其市值超出若干水平。

1.7. 培訓

在職培訓是合規工作的重要部分。多家資產管理公司均表示，由於監管機構推出大量新訂立及更嚴格的監管規例，因此有需要培訓僱員，讓其了解最新規例帶來的影響。培訓計劃一般與風險評估結果有著密切關係。

1.8. 後果管理

- **員工評估、晉升及薪酬**：部分資產管理公司會把合規表現直接納入專業員工的評估、晉升及薪酬事宜內。有些資產管理公司表示，評核僱員在工作上的合規表現，已成為員工表現評估系統的一部分。
- **紀律處分程序**：在大部分資產管理公司，合規部門會參與紀律處分的程序。紀律處分事宜一般由業務管理層、法律、合規及人力資源部門一同處理。部分資產管理公司指出，他們通常會上報的紀律處分事宜包括個人帳戶交易違規、違反行為準則、濫用電郵（如在未被授權下向第三方或自己寄發公司專屬的資料），以及違反送禮及款待政策等。

1.9. 市場不當行為及通訊監察

儘管多數資產管理公司均意識到，進行交易監控對於監察市場不當行為的相關風險具重要性，但僅少數與會的資產管理公司設有自動化監控系統。自動化監控系統對於交易量龐大的大型資產管理公司而言尤其重要。小型資產管理公司則尋求透過有針對性的人手監控，來緩解市場不當行為的風險，包括當基金經理的表現持續跑贏或跑輸大市時，會“追蹤業務利潤”及加強監控。

通訊監察方面，部分資產管理公司指出，除電郵外，員工亦會使用金融數據服務承辦商的短訊系統。在美國及英國，員工透過社交媒體作投資者教育亦有所增加。他們亦意識到其合規及保安部門會監控相關通訊。

⁵³ 請參閱證監會《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（2014年3月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=475&type=0&oldnode=0>及證監會《基金經理操守準則》（2014年1月）http://en-rules.sfc.hk/net_file_store/new_rulebooks/h/k/HKSFC3527_838_VER20.pdf。

⁵⁴ 在香港，最少的規定持有期為30日。請參閱證監會《基金經理操守準則》（2014年1月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=365&type=0&oldnode=0>。

⁵⁵ 在香港，基金經理在限制期前1日或後1日內不得以個人帳戶買賣相關證券。請參閱證監會《基金經理操守準則》（2014年1月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=365&type=0&oldnode=0>。



1.10. 投訴處理

所有與會的資產管理公司均設有投訴處理政策及程序。⁵⁶合規部門會積極介入與監管或合規違規行為有關的投訴，包括需向監管機構報告的投訴。

1.11. 舉報措施

所有與會的資產管理公司均設有舉報政策及程序。大部分資產管理公司已設立舉報熱線，熱線由外部法律顧問或公司內部的法律或合規部門，或企業保安部門成員處理。其中一家與會資產管理公司表示，會指派董事會非執行董事處理舉報事件，以確保檢視及調查工作可獨立進行。

1.12. 專家網絡

資產管理公司可透過專家網絡，聽取行業專家對市場趨勢、投資機遇，以及不同行業領域的其他商業情報的見解。利用專家網絡或會產生重大的合規風險，因有關專家可能向基金經理披露內幕消息。此外，使用專家網絡亦可能產生行賄和貪污風險。

有鑑於這些風險，若干與會的資產管理公司表示不會在亞洲使用專家網絡。他們需取得業務、法律及合規部門的批准後，方可破例使用。有使用專家網絡的資產管理公司指出，公司已制定政策及程序以緩解上述風險，包括但不限於下列方面：

- (i) 僅可委聘獲預先批准的專家網絡名單中的專家及顧問；
- (ii) 在委聘專家網絡前對其進行盡職審查；
- (iii) 合規主任在基金經理與專家會談時監場；
- (iv) 基金經理在與專家會談前宣讀免責聲明；及
- (v) 公司對員工實施合規培訓。

⁵⁶ 證監會《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》及證監會《基金經理操守準則》對投訴處理有所規定。請參閱證監會《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（2014年3月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=475&type=0&oldnode=0>及證監會《基金經理操守準則》（2014年1月）<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=365&type=0&oldnode=0>。



第二章：備受關注的合規重點範疇

1. 國際監管環境

資產管理公司觀察到自全球金融危機以來，新增及優化的法規數量不斷上升，並對業界帶來了巨大的影響。合規主任關注以下規例：

- (i) 美國方面，Dodd-Frank Act《多德弗蘭克法案》及FATCA；
- (ii) 歐盟方面，MiFID、UCITS、AIFMD、CRD及EMIR下的制度；及
- (iii) 英國方面，英國金融市場行為監管局（FCA）就零售分銷及非金錢利益制定的規則（於下文進一步闡述）。

合規主任提及到其他司法管轄區所頒布具治外法權效力的規則對香港規則運作的影響，以及因全球性及地區性規則及規例不同而導致的合規成本及營運風險影響。由於上升的成本最終將轉嫁予投資者，進而導致投資回報減少，因此合規主任強調，希望全球及地區證券監管機構保持合作，令各方的監管工作能夠更協調及順暢。

2. 禁止獎勵費

合規主任強調，其中一項重大的監管改革關乎費用和獎勵費。合規主任就這些改革的影響發表見解。值得注意的是，儘管各項改革以不同的字眼來闡述費用和獎勵費，但整體目標是類同的。

2.1. 英國——分銷零售產品的檢討方案（RDR）

英國於2006年首次公布分銷零售產品的檢討方案（Retail Distribution Review，簡稱RDR），並於2012年12月31日開始實施⁵⁷。FCA採取的措施包括提高財務顧問的最低資格要求；禁止獨立及受限制財務顧問⁵⁸就其向散戶投資者推薦投資產品收取佣金；同時禁止網上平台服務承辦商就透過平台向散戶投資者出售或分銷基金收取佣金⁵⁹。

FCA旨在確保顧問向散戶提供購買基金的建議時，不會受到佣金收費的不適當影響。⁶⁰ 因此，現時顧問須設定收費結構，並於投資前以書面形式通知散戶投資者，清楚列明顧問收費（其中可包括以每小時收費、按客戶投資額的百分比收費、固定收費或初步審核費用）。⁶¹

就網上平台（包括顧問及非顧問／僅供執行交易的平台）而言，FCA禁止資產管理公司就其產

⁵⁷ 請參閱英國金融服務管理局題為《零售投資產品的分銷：實施RDR》（“Distribution of Retail Investments: Delivering the RDR”）的政策聲明（2010年3月）<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/fsa-ps10-06.pdf>。

⁵⁸ 獨立顧問就所有類型的零售投資產品提供建議，並會考慮市場上不同的產品供應商。受限制顧問僅可從有限的零售投資產品選擇中作出推薦，並僅可考慮有限數目的產品供應商。請參閱FCA題為《不同類型的投資顧問》（“Different types of investment advisers”）（2014年3月）<http://www.fca.org.uk/consumers/financial-services-products/investments/financial-advice/independent-and-restricted-advisers>

⁵⁹ FCA在2014年12月發布了《分銷零售產品的檢討方案》首階段實施後的檢討匯報（2014年12月）<http://www.fca.org.uk/news/early-indications-that-reforms-of-financial-advice-are-working>。

⁶⁰ 請參閱FCA題為《零售投資建議的監督：獎勵費及利益衝突》（“Supervising retail investment advice: inducements and conflicts of interest”）的最終指引（2014年1月）<http://www.fca.org.uk/static/documents/finalised-guidance/fg14-01.pdf>。

⁶¹ 請參閱FCA《分銷零售產品的檢討方案——顧問收費》（“Retail Distribution Review – Adviser Charging”）（2014年9月）<http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/meeting-your-obligations/firm-guides/guide-financial-advisers/rdr-adviser-charging#>。



品收錄於網上平台之內，並透過網上平台出售產品，而向平台服務承辦商支付佣金。這些佣金通常來自向投資者收取的年度管理費。FCA禁止收取佣金後，平台服務承辦商只有在向散戶投資者披露收費並取得散戶投資者同意的情况下，方可就平台服務收費。⁶²

實施RDR後，多家資產管理公司在基金中推出了新的RDR合規股份類別（稱為“淨”（“clean”）股份類別）。由於不收取佣金，這些基金的年度管理費通常較低。⁶³與支付佣金的傳統基金1.5%的平均年度管理費相比，這些基金的年度管理費一般介乎0.75%至1.0%的較低水平。⁶⁴圖表十七載列實施RDR後，資產管理公司在英國可提供的幾種股份類別。

圖表十七：RDR 後股份類別

舊有股份類別	• 透過網上平台經營的舊有業務於 2016 年 4 月前仍可向散戶收取普遍為 1.5%的年度管理費 ⁶⁵
佣金股份類別	• 仍可向其業務符合資格收取佣金的機構投資者或中介機構（並無受到 RDR 影響的個人或實體）收取普遍為 1.5%的年度管理費
淨股份類別	• 由於取消向散戶投資者收取佣金，RDR 實施後的零售股份類別的年度管理費通常介乎 0.75%至 1%

資料來源：證監會風險及策略組研究

此外，FCA禁止資產管理公司向透過顧問及非顧問平台購買其產品的散戶給予現金回佣，但允許以給予股份單位形式作為回佣。⁶⁶

2.2. 荷蘭——禁止獎勵費

2014年1月1日起，荷蘭金融市場管理局禁止資產管理公司向零售市場顧問、分銷商及平台支付獎勵費。荷蘭的禁止範圍較英國更廣，荷蘭金融市場管理局在2013年開始禁止獎勵費應用於向散戶投資者出售按揭及人壽保險保單。⁶⁷荷蘭的分銷網絡大部分由銀行主導（佔基金分銷的95%以上），但英國的基金分銷則由財務顧問主導。一如英國，荷蘭的資產管理公司亦推出了不含回佣安排的淨股份類別。⁶⁸

2.3. 歐盟——《金融工具市場指令 II》（MiFID II）

⁶² FCA允許基金經理就以下工作向平台付款：(i)修改價格錯誤，(ii)企業行動，(iii)投資者產品信息管理及(iv)網上平台的產品廣告。請參閱FCA題為《向平台服務承辦商付款及承辦商給予消費者的現金回佣》（“Payments to platform service providers and cash rebates from providers to consumers”）的政策聲明（2013年4月）
<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps13-1.pdf>。

⁶³ 2014年5月，FCA就投資者由RDR實施前單位類別轉至RDR實施後單位類別發出指引，闡明RDR實施後單位類別轉換程序指引。請參閱FCA題為《將客戶轉至RDR頒布後單位類別》（“Changing customers to post-RDR unit classes”）的最終指引（2014年5月）
<http://www.fca.org.uk/static/documents/finalised-guidance/fq14-04.pdf>。

⁶⁴ 請參閱金融時報（FTadviser）網站《淨股份類別：深入了解“淨”股份類別》（“Clean share classes: Seeing ‘clean’ clearly”）（2013年11月）
<http://www.ftadviser.com/2013/11/25/investments/clean-share-classes-seeing-clean-clearly-ap6YBoYRJA8mh9N0FjiWO/article.html>。

⁶⁵ FCA繼續允許平台服務承辦商就所有舊有業務收取佣金，直至2016年4月6日為止，這讓承辦商有一定的時間將現有客戶轉移到新設的明確收費模式。參閱FCA題為《向平台服務承辦商付款及承辦商給予消費者的現金回佣》（“Payments to platform service providers and cash rebates from providers to consumers”）的政策聲明（2013年4月）
<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps13-1.pdf>。

⁶⁶ 回佣泛指分銷商向投資者退還其就產品交易支付的部分收費，作為其投資於該產品的獎勵。平台服務承辦商通常會向投資者回贈現金回佣。FCA允許每種基金於每月作出少於1英鎊的現金回佣，原因是這一金額不大可能抵銷任何顧問或平台收費。請參閱FCA題為《向平台服務承辦商付款及承辦商給予消費者的現金回佣》的政策聲明（“Payments to platform service providers and cash rebates from providers to consumers”）（2013年4月）
<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps13-1.pdf>。

⁶⁷ 請參閱金融時報《荷蘭頒布獎勵費禁令》（“Netherlands enacts ban on inducements”）（2013年12月）
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4f8bc83a-6e33-11e3-8dff-00144feabdc0.html#axzz3J7qYUz37>。

⁶⁸ 請參閱金融時報《荷蘭進一步邁向RDR式改革》（“Netherlands edging closer to RDR-style reform”）（2013年4月10日）
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1ba97e5a-a1dc-11e2-ad0c-00144feabdc0.html#axzz35vf9UBIP>。



就歐盟整體而言，MiFID II針對多樣化分銷模式的歐盟市場引入與RDR類似的規則。但MiFID II規則有別於英國及荷蘭，例如只禁止向獨立顧問支付獎勵費，而受限制顧問不受影響。因此在歐盟，除非成員國本地法律禁止，否則受限制顧問仍可收取獎勵費。⁶⁹此外，MiFID II並不適用於在IMD（《保險調解指令》）制度下獨立規管的保險投資產品。

2.4. 澳洲——《未來財務建議》（FOFA）

澳洲方面，《未來財務建議》改革於2013年7月開始生效，引入包括財務顧問須承擔為客戶爭取最佳利益的法定職責，增加向客戶的披露，並禁止就提供財務建議收取佣金。⁷⁰於2014年大選後，新一屆政府對部分《未來財務建議》規則作出修訂，旨在減少金融服務業的合規成本及監管壓力。⁷¹但有關修訂於2014年11月遭參議院大多數議員投票否決。⁷²

2.5. 印度——禁止就互惠基金銷售收取准入費用

印度方面，印度證券交易委員會於2009年開始禁止就互惠基金銷售收取首次認購費或准入費用。⁷³部分與會資產管理公司認為，這一禁令導致顧問及分銷銀行失去銷售互惠基金產品的動力。因此，顧問和分銷銀行紛紛由銷售互惠基金產品轉向非互惠基金產品，進而對互惠基金行業造成了重大影響。

⁶⁹ 請參閱金融時報（FTadviser）網站《歐盟就指令修訂達成共識》（“EU directive revisions reach agreement”）（2014年3月17日）<http://www.ftadviser.com/2014/03/17/investments/europe/eu-directive-revisions-reach-agreement-gLHt62MJDYYEun8hgceogJ/article.html>。

⁷⁰ 請參閱澳洲政府財政部《未來財務建議》（“Future of Financial Advice”）<http://futureofadvice.treasury.gov.au/Content/Content.aspx?doc=home.htm>。

⁷¹ 2014年企業修正案（精簡未來財務建議）條例的修訂其中包括取消最佳利益職責的“全面管制”規定（要求顧問合理地以客戶最佳利益為依歸而採取任何其他舉措）；取消目前若干收費披露要求；允許顧問及客戶明確就提供建議的範圍達成共識，藉以促成提供“規模化建議”；同時將有爭議的報酬禁令的豁免範圍擴大。請參閱Ashurst律師事務所《精簡〈未來財務建議〉——7月更新》（“Streamlining FOFA – July Update”）（2014年7月）https://www.ashurst.com/page.aspx?id_Content=10714。

⁷² 請參閱悉尼晨鋒報（The Sydney Morning Herald）《〈未來財務建議〉變動未通過令阿博特政府受到打擊》（“FoFA changes in tatters in body blow to Abbott Government”）（2014年11月19日）<http://www.smh.com.au/business/comment-and-analysis/fofa-changes-in-tatters-in-body-blow-to-abbott-government-20141119-11pia.html>。

⁷³ 根據印度互惠基金協會於新規則實施前一年的數據顯示，受影響產品的淨流入為10.9億英鎊，而第二年的淨流出達16.1億英鎊。請參閱金融時報（FTadviser）網站《RDR：我們必須從印度的錯誤中汲取經驗》（“RDR: We must learn from India's mistakes”）（2010年10月4日）<http://www.ftadviser.com/2011/10/26/rdr-we-must-learn-from-india-s-mistakes-okumEqI3tL32jc3UmsB7cL/article.html>。



2.6. 前瞻——影響

由於實行禁止獎勵費對相關市場而言屬重大轉變，因此視乎有關行業整體架構而定，此舉對各個市場造成的影響亦各有不同。以下載列與會資產管理公司的部分觀點：⁷⁴

- (i) **將費用重新包裝**：如果缺乏深入的研究、豐富的知識及經驗，投資者將難以就收費進行比較，因此，資產管理公司或分銷商可能將收費與其他費用合併進行捆綁式收費，或納入其他費用項之下，例如平台收費、分銷費、市場推廣費、行政費、諮詢服務費及管理費等。此外，分銷銀行亦可交叉銷售本身的基金產品，從而再於內部將費用合併進行捆綁式收費。
- (ii) **諮詢服務差異**：受監管改革影響，分銷鏈出現重大變動，可能導致若干分銷商認為分銷業務無利可圖⁷⁵，繼而僅集中向利潤更為可觀的客戶類別（例如有能力負擔諮詢服務費的高資產淨值客戶）分銷基金，而放棄資金並不充裕、不願支付費用的散戶。散戶可能認為諮詢服務費相對其收入顯得過高而不願支付該費用。⁷⁶此舉可能導致出現被稱為“銀行專為富人服務”⁷⁷的現象，並對散戶造成“諮詢服務差異”。
- (iii) **網上平台發展**：分銷鏈因監管改革而出現的重大變動，可能推動為散戶而設的網上平台的發展。尤其是，隨著諮詢服務差異不斷擴大，不願支付諮詢服務費的散戶投資者可能最終會選擇網上投資平台。這可能是基金轉向網上分銷（見上文第一部第二章第二節）的原因之一。
- (iv) **低收費產品增長**：在“諮詢服務費”的模式之下，中介機構可能更熱衷於推薦低收費產品，或者在一定程度上促進了被動型產品及交易所買賣基金的增長（見上文第一部第一章）。不過，這亦可能帶來順週期效應及羊群效應等問題（見下文第四部第一章第一節）。

3. 非金錢利益安排

合規主任特別提出的另一大監管改革是非金錢利益規則，並認為這些改革可能造成全球性影響。

⁷⁴ 請參閱倫敦城市大學商學院卡斯顧問公司發表文章題為《RDR對英國財務顧問市場的影響——挑戰和機會》（“The impact of the RDR on the UK’s market for financial advice – Challenge and Opportunity”）（2013年6月）http://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0016/202336/The-impact-of-RDR-Cass-version.pdf；Pershing（紐約梅隆銀行）《行政人員對英國RDR財富管理的展望》（“An executive perspective of UK wealth management in a RDR world”）（2013年4月）<http://www.financiallibrary.co.uk/abstract/looking-glass-executive-perspective-uk-wealth-management-retail-distribution-review-rdr-world-17011>；及Scorpio Partners《高資產淨值投資者對RDR財富管理的觀點》（“Wealth management services in RDR – A HNW investors perspective”）（2014年6月）<http://www.scorpionpartnership.com/knowledge/report/hnw-rdr-wealth-management-services-2014/>。

⁷⁵ 請參閱MoneyMarketing.co.uk《首份官方RDR統計：顧問數目下降20%，銀行顧問數目下降44%》（“First official RDR stats: adviser numbers down 20%, bank adviser fall 44%”）（2013年3月）<http://www.moneymarketing.co.uk/news-and-analysis/advisers/first-official-rdr-stats-adviser-numbers-down-20-bank-advisers-fall-44/1068505.article>。

⁷⁶ 大部分與會資產管理公司認為，大多數亞洲投資者並不願為諮詢服務付款，而是從朋友、家人及銀行處獲取免費的建議。

⁷⁷ 請參閱金融時報（FTadviser）網站《2012年五十萬投資者離獨立財務顧問而去》（“Half a million people leave their IFAs in 2012”）（2013年3月18日）<http://www.ftadviser.com/2013/03/18/ifa-industry/advisory-companies/half-a-million-people-leave-their-ifas-in-MUXG91QZXhkhbxtTu4kqeO/article.html>。值得注意的是，香港獨立財務顧問僅佔市場分額的一小部分。



3.1. 英國制度——FCA 交易佣金規則

當資產管理公司就證券交易向證券經紀商支付佣金，藉此換取經紀商提供“捆綁式套餐”的交易及研究產品等服務，便會出現非金錢利益安排。

儘管業內多年來一直存在非金錢利益安排（見方塊三），但FCA擔心，由於研究費用與資產管理公司委託予證券經紀商的交易額掛鉤，捆綁式收費令研究服務的價格缺乏透明度。換言之，從非金錢利益獲取實際交易及研究服務，其成本欠缺價格透明度，令人憂慮資產管理公司支付的交易及研究費用是否恰當，最終可令客戶支付更高的收費。

方塊三：非金錢利益捆綁方法

憑著非金錢利益安排，資產管理公司通常採用兩種模式支付外部研究服務：一種是捆綁式收費，另一種是佣金分配安排。下文進一步闡述這兩種模式，以及資產管理公司就證券經紀商所提供的研究服務進行排名和付款的“經紀商投票”流程。

1) 捆綁式收費

採用捆綁式收費模式，證券經紀商一般會就研究及交易分別設定收費率。費用配置來自就執行交易所收取的佣金。經紀商可於提供其專有研究服務前，規定所須支付的最低佣金額度。

2) 佣金分配安排

採用佣金分配安排模式，證券經紀商和資產管理公司會訂立一項安排，據此同意將與研究相關的佣金劃入由經紀商持有的獨立帳戶或“佣金池”內。“佣金池”可用於支付(i)該經紀商本身提供的研究，或(ii)其他經紀商，(iii)獨立研究公司，或(iv)市場研究供應商提供的研究。經紀商將根據資產管理公司指示從“佣金池”中提取款項付款。資產管理公司可與多家經紀商訂立佣金分配安排協議。

部分資產管理公司較喜歡採用佣金分配安排的模式，因該模式讓他們靈活掌控研究的付款，同時又可獲得並無與其交易的經紀商的研究。一旦資產管理公司的研究經費用盡，即可改為只向該經紀商支付交易執行費用。但資產管理公司亦注意到佣金分配安排模式須處理額外的行政管理工作，例如向證券經紀商作出從“佣金池”內撥付費用的指示，並與其就研究佣金進行對帳。

3) 證券經紀商投票

多家與會資產管理公司表示，他們會利用一個被稱為“經紀商投票”的流程針對不同證券經紀商提供的研究質素進行排名。根據經紀商投票結果，資產管理公司可分配佣金池內較高比例的研究佣金予高排名的證券經紀商，或給予該經紀商更多證券交易業務並以捆綁式收費模式作報酬獎勵。

證券經紀商與資產管理公司作出非金錢利益安排存在利益衝突風險。例如，由於交易及研究服務的捆綁式費用是來自基金向證券經紀商支付的佣金，倘若資產管理公司在控制這些費用方面進行的工作和審查，不及他們自行付款使用這些服務的審慎，就會產生利益衝突。此外，資產管理公司亦有可能傾向根據獲取的非金錢利益服務而並非根據所得的產品及服務的實際質素來選用證券經紀商。



因此，FCA對非金錢利益規則作出了徹底的改變。特別是於2014年6月就交易佣金規則⁷⁸作出的修訂，當中所界定可以非金錢利益支付的產品及服務類型，遠較其他全球性規則狹窄。根據FCA規則，佣金僅可用於支付有限範疇的費用。詳情如下：

- (i) **與交易相關服務**：符合資格使用非金錢利益支付的與交易相關服務必須(i)與特定投資交易（或一系列相關交易）的安排及結算相關及(ii)在資產管理公司作出投資或交易決定與投資交易完成的期間內提供。⁷⁹但FCA明確規定，交易後分析不屬於與交易相關服務。⁸⁰
- (ii) **實質性研究**：FCA認為，“實質性研究”應為投資決策增值；可展示全新的意念，而不僅是重複或再包裝以往曾提出的意念；見解精闢，而非人云亦云或尋常道理；且能夠根據數據分析或運用為資產管理公司提供饒富意義的結論。⁸¹FCA的目標之一是加強管控證券經紀商佣金的使用，並提高提供經紀業務及研究產品與服務的價格透明度。⁸²
- (iii) **接觸公司管理層**：接觸公司管理層是證券經紀商向資產管理公司等客戶提供的一項服務，促成資產管理公司與所投資或擬於日後投資的公司的高級管理層接觸。根據經修訂的FCA規則，接觸公司管理層不再被視作實質性研究。因此，接觸公司管理層的服務不得以非金錢利益支付，而應由資產管理公司從本身的資源支付，或向客戶個別披露及收取費用。⁸³
- (iv) **市場數據**：數據服務承辦商提供的一般市場數據研究不屬於實質性研究。根據FCA規則，提供報價或歷史報價等市場數據服務亦不屬於實質性研究。⁸⁴因此，資產管理公司在英國需要自行支付這些數據服務，唯對其盈利產生了直接影響。
- (v) **硬件**：電腦硬件、電子網絡及電話線路等連接服務不視作與執行交易相關的產品或服務，亦非實質性研究，因此不符合資格以非金錢利益支付。⁸⁵

3.2. 歐盟干預—— MiFID II

儘管 FCA 的經修訂規則已於 2014 年 6 月生效，但覆蓋面更廣泛的歐盟規例在非金錢利益這個議題上還未有定案。由於歐洲證券及市場管理局（ESMA）目前正就有關規則進行諮詢，MiFID II 是否將比 FCA 的經修訂規則更有效地在全歐洲取消研究和交易服務的捆綁式收費安排則有待分曉。然而，FCA 表示支持 MiFID II 實施更高的監管標準。⁸⁶

⁷⁸ 請參閱 FCA《商業行為準則》第11.6條 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/COBS/11/6>。

⁷⁹ 請參閱 FCA《商業行為準則》第11.6.4條 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/COBS/11/6>。

⁸⁰ 請參閱 FCA《商業行為準則》第11.6.6條 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/COBS/11/6>。

⁸¹ 請參閱 FCA《商業行為準則》第11.6.5條 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/COBS/11/6>。

⁸² 請參閱FCA題為《使用交易佣金規則的變動》（“Changes to the use of dealing commission rules”）的政策聲明（2014年5月）<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-07.pdf>。

⁸³ 請參閱FCA題為《使用交易佣金規則的變動》（“Changes to the use of dealing commission rules”）的政策聲明（2014年5月）<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-07.pdf>。

⁸⁴ 請參閱FCA《商業行為準則》第11.6.7條 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/COBS/11/6>。

⁸⁵ 請參閱FCA《商業行為準則》第11.6.8條 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/COBS/11/6>。

⁸⁶ 請參閱FCA討論文件《有關使用交易佣金制度的討論：對研究市場的主題監管評估及政策辯論反饋》（“Discussion on the use of dealing commission regime: Feedback on our thematic supervisory review and policy debate on the market for research”）（2014年7月）<http://www.fca.org.uk/static/documents/discussion-papers/dp14-03.pdf>。



在 ESMA 有關 MiFID II 的諮詢文件中，ESMA 提議嚴格禁止從佣金中支付大部分研究的費用，例如是聯絡研究分析師、取得定制報告或分析模型、接觸公司管理層及市場數據等服務。ESMA 表示僅會根據獎勵安排接受“少量的非金錢利益”，例如廣泛發布或一般性的研究等。因此，資產管理公司將須另行透過與經紀商或獨立研究供應商訂立合約協議，購買定制及其他具價值的外部研究，並須就此作出商業決策。但話說回來，ESMA 在 2014 年 11 月表明，已收到大量市場對有關獎勵的反饋意見，尤其是來自資產管理行業的意見。ESMA 表示將會加以考慮這些意見，目前正在修訂技術建議，以期解決行業憂慮，同時繼續遵守 MiFID II 施加的限制。

87

3.3. 美國制度——《1934 年證券交易法》

美國在很久之前就已確立非金錢利益，尤其是《1934年證券交易法》第28(e)條批准使用非金錢利益。第28(e)條是一項安全港條款，准許資產管理公司在不違反其對客戶的信託責任的情況下，以非金錢利益購買若干類型產品及服務。⁸⁸美國的資產管理公司必須在每年向SEC呈報時，在ADV表格中披露非金錢利益安排及利益衝突事項。

根據第28(e)條批准以非金錢利益支付的產品及服務範圍較英國制度更廣泛，包括下列項目：

- (i) **經紀服務**：有關交易執行的產品及服務屬於可以非金錢利益支付的經紀服務，其中包括：執行結算與交收服務；交易後配對交易信息；證券經紀商、託管商及機構之間交換與交易有關的信息；發出電子配置指示；向託管銀行及結算代理發送交收指示；以及發出機構交易的電子確認函。⁸⁹
- (ii) **合資格研究服務**：合資格研究其中包括：分析公司或股票的傳統研究報告；與研究分析師進行討論、與企業高層會面以獲取有關發行人的口頭報告；並非大量發行的金融新聞通訊及經濟刊物或期刊；企業管治研究及企業管治評級服務、市場數據、公司財務數據或經濟數據報告；以及與研究有關的研討會或會議。⁹⁰
- (iii) **接觸公司管理層**：與企業高層會面以獲取有關公司表現的口頭報告，被視為可以非金錢利益支付的合資格研究（如上文所述），原因是在會面中將涉及投資論證或知識的傳授。SEC在2006年的解釋性公布中明確准許接觸公司管理層這一項目。⁹¹

(iv) **市場數據**：若市場數據供應商提供的市場數據、公司財務數據及經濟數據在投資決策過

⁸⁷ 請參閱 ESMA 主席 Steven Maijoor 的演講：《資產管理——未來的監管挑戰》（“Asset management – The regulatory challenges ahead”）（2014 年 11 月）

http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1333_steven_maijoor_keynote_speech_at_efama_5_nov_2014.pdf。

⁸⁸ 請參閱 SEC 解釋性公布（2006 年 7 月）<http://www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf>。

⁸⁹ 請參閱 SEC 解釋性公布（2006 年 7 月）<http://www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf>。

⁹⁰ 請參閱 SEC 解釋性公布（2006 年 7 月）<http://www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf>。

⁹¹ 請參閱 SEC 解釋性公布（2006 年 7 月）<http://www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf>。



程中發揮作用，便會被視作合資格研究，並可以非金錢利益支付（如上文所述）。⁹²

- (v) **硬件**：與接收研究（如市場數據、公司財務數據及經濟數據）有關的部分電腦成本可以非金錢利益支付，但由於電腦終端機等電腦硬件及電腦配件無法反映有關投資決策過程的實質內容，因此不符合資格。同樣地，電訊線路、跨大西洋電纜及電腦接線等週邊設備亦不符合研究服務的資格，因此不能以非金錢利益支付。⁹³

3.4. 前瞻——影響

對於取消非金錢利益的捆綁式安排對資產管理公司所帶來的影響，我們在會上收到的反饋意見各有不同。

- (i) **對資產管理公司的影響**：部分資產管理公司表明，更嚴格的非金錢利益規則有助提高費用的透明度及確保費用與所使用的服務直接相關，因此將有利投資者，但資產管理公司的費用將會增加。這些費用仍可能以更高的年度管理費的模式轉嫁給投資者。另外，若干資產管理公司憂慮，這些規則變動會否有利於規模較大的同業。舉例說，取消捆綁式安排將導致證券經紀商需要為研究及接觸公司管理層的服務定價，而此舉可能不利於較多依賴這些服務的小型資產管理公司。尤其是，倘若研究及接觸公司管理層的服務需自行支付，這些小型資產管理公司未必能承擔有關費用。此外，儘管大型資產管理公司可相應拓展內部研究團隊，小型資產管理公司卻未必有資源以此應對。
- (ii) **對研究的影響**：不少資產管理公司相信，有關規則對研究行業將有重大影響。他們指出，部分全球證券經紀商已經著手制定透過認購及全價模式向客戶收取股票研究費用的新方法。⁹⁴ “為研究定價”或會促使經紀商挑選能夠提高投資者興趣及增加交易收入的藍籌股或大價股進行研究，以便支付研究費用；而除非獨立研究供應商能填補對中小型企業的研究，否則對這類股票研究可能因此而減少。
- (iii) **治外法權效力**：資產管理公司指出，FCA的規則可能影響香港業務，而倘若歐盟採用MiFID II下的類似規則，則此情況尤甚。因為全球證券經紀商可能認為，採用全球統一的方法比起逐個司法管轄區區分的方法更有效率。原因是對於經紀商而言，“逐個司法管轄區區分的方法”既會增加合規成本，又會增加不合規風險。部分資產管理公司指出，他們憂慮英國規則的應用範圍擴大，會導致實際上難以判斷何謂合資格的“實質性研究”；而跟進遵守該定義的情況可能令行政成本上升。

⁹² 請參閱SEC解釋性公布（2006年7月）<http://www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf>。

⁹³ 請參閱SEC解釋性公布（2006年7月）<http://www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf>。

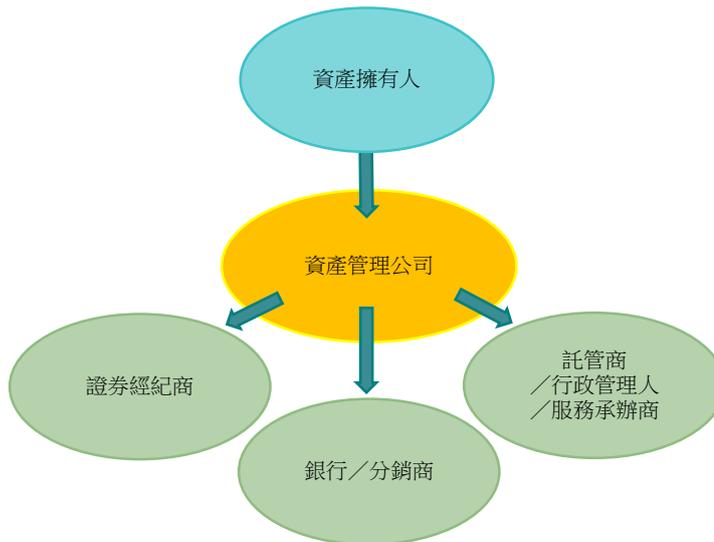
⁹⁴ 請參閱金融時報《倫敦銀行及經紀商面臨研究業務巨變》（“London banks and brokers face research business shake-up”）（2014年7月24日）<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b5d608ba-0e94-11e4-a1ae-00144feabdc0.html#axzz3E7qrlFov>。



4. 更多盡職審查

如上文第二部第一章第一節所述，資產擁有人對資產管理公司進行更詳細的盡職審查，包括風險管治框架的穩健性。除此之外，合規主任強調，資產管理公司對分銷商、證券經紀商、託管商及服務承辦商有進行更深入盡職審查的趨勢。圖表十八顯示，資產管理公司在會上強調的各類盡職審查工作之間的關係（亦請參閱上文第二部第一章第三節的供應商風險）。

圖表十八：盡職審查關係



資料來源：證監會風險及策略組研究

4.1. 針對分銷商的盡職審查

在選擇分銷投資產品的分銷商之前，許多資產管理公司制定了篩選流程。

許多使用銀行分銷渠道的資產管理公司會運用標準盡職審查問卷進行盡職審查，當中會包括詢問有關分銷商的組織結構、業務活動、客戶受理程序（如認識你的客戶流程）、銷售團隊的招聘流程及薪酬政策、合規及風險管理、訴訟以及監管違規事項及處罰紀錄。

此外，為有效地評估分銷銀行的穩健性及聲譽，資產管理公司還會進行定期監控及年度審核。部分資產管理公司監察有關監管處罰及不當行為的最新事件，並定期審核其註冊及持牌狀態。

然而，香港目前的基金分銷集中在幾家一線銀行，而市場對有限的上架空間亦競爭劇烈。因此，資產管理公司在分辨分銷商方面並無太多選擇。



4.2. 針對託管商的盡職審查

許多資產管理公司將開戶及其他中後台運作外判給託管商。部分資產管理公司指出，由於香港託管市場的競爭不大，且選擇有限，故此託管服務收費或會較高。

使用託管服務的資產管理公司利用盡職審查問卷對託管商進行盡職審查，當中會包括詢問有關託管商的組織結構、打擊洗錢流程、次級託管商授權、業務持續性、資產保管、交易及現金對帳及結算流程。

同樣地，定期監控及年度審核能有效地評估託管商的穩健性及聲譽。

4.3. 針對證券經紀商的盡職審查

如下文第5.1節所述，資產管理公司表示他們對證券經紀商進行盡職審查，以符合香港電子交易規則的規定。

5. 關注香港監管規例的變動

合規主任指出，他們關注以下幾方面的香港規例發展：

5.1. 證監會電子交易規則

《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》的電子交易指引⁹⁵第18段於2014年1月1日生效。許多資產管理公司表示已投入了大量時間及資源以確保其業務符合新規則。

5.2. 證監會《內部產品審批程序指引》

證監會於2014年4月30日發布《內部產品審批程序指引》通函⁹⁶。許多資產管理公司指出，有關原則使他們將程序及流程正規化，如建立紀錄保存清單、成立委員會及要求高級管理層正式簽署產品審批文件。

5.3. 財經事務及庫務局對公司型開放式基金進行諮詢

財經事務及庫務局於2014年3月發布《公司型開放式基金》諮詢文件⁹⁷。其主要目的是補充現有單位信託模式，為資產管理公司提供更靈活的基金成立和運作模式。資產管理公司正研究諮詢文件內所提及的選擇及建議。

⁹⁵ 請參閱證監會《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（2014年3月）
<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=475&type=0&oldnode=0>。

⁹⁶ 請參閱證監會通函《內部產品審批程序指引》（只備有英文版）（2014年4月）
<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/openFile?refNo=14EC25>。

⁹⁷ 請參閱財經事務及庫務局《公司型開放式基金諮詢文件》（2014年3月）
http://www.fstb.gov.hk/fsb/chinese/ppr/consult/doc/ofc_c.pdf。



第四部：其他新興議題

第一章：對系統性風險的不同觀點

1. 關於“系統性風險”的爭論

各界持續討論資產管理行業的系統性風險，其中包括商討應否把資產管理公司及基金列入“全球具系統重要性的非銀行、非保險公司金融機構”的名單，及如應列入的情況下以甚麼方法列入。若干權威機構已就此議題發表文章，包括金融穩定委員會及國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）刊登文章提出評估不同類型機構（包括資產管理公司、投資基金及對沖基金）是否屬於系統性的因素及標準；美國金融研究辦公室刊登文章指出其認為導致資產管理行業容易受到衝擊的一些主要因素，其中包括羊群效應；國際結算銀行亦就相同主題刊登文章探討資產管理公司在新興市場的順週期效應。另外亦有以對沖基金為題，分析槓桿、衍生工具，主要經紀融資借貸慣例及資產分隔的重要性。此外還有一系列以資產管理行業的系統性風險為題的文章和業界意見。⁹⁸

若干與會資產管理公司就多種原因，對全球具系統重要性的非銀行、非保險公司金融機構的標籤有所保留。其中原因包括各國監管機構已對在當地營業的資產管理公司作出監管。⁹⁹他們指出資產管理公司與銀行的業務有所不同，亦不接納存款，所以一些適用於銀行業的宏觀審慎措施對於資產管理行業的效果可能並不顯著甚或不適用。譬如，儘管針對借貸的宏觀審慎指引在銀行業中相當普遍，當中央行可以指示國內銀行收緊借貸標準，但資產管理公司未必能按照央行指引投資或撤資，因為這樣可能令其違反投資委託及受信責任。其他宏觀審慎措施，例如要求在公司層面持有更多資本等亦可能不適當或成效不彰，因為這對基金層面並無任何效用。¹⁰⁰另外相關資本的成本會轉嫁於投資者並減低投資回報。

⁹⁸ 請參閱金融穩定委員會／國際證監會組織諮詢文件《識別全球具系統重要性的非銀行、非保險公司金融機構的評估方法——建議的高級框架及特定方法》（“Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies”）（2014年1月）http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140108.pdf；金融研究辦公室《資產管理與金融穩定性》（“Asset Management and Financial Stability”）（2013年9月）http://www.treasury.gov/initiatives/ofr/research/Documents/OFR_AMFS_FINAL.pdf；國際結算銀行《新興市場經濟體的資產管理人》（“Asset managers in emerging market economies”）（2014年9月）http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1409e.pdf；美國智庫布魯金斯學會（The Brookings Institution）《系統性風險與資產管理行業》（“Systemic Risk and the Asset Management Industry”）（2014年5月）http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2014/05/systemic%20risk%20asset%20management%20elliott/systemic_risk_asset_management_elliott.pdf；蘭德公司（The Rand Corporation）（“Hedge Funds and Systemic Risk”）《對沖基金與系統性風險》（2012年）http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/monographs/2012/RAND_MG1236.pdf；金融穩定委員會執行董事兼金融政策委員會成員Andrew G Haldane 題為《資產管理的時代？》（“The age of asset management?”）的演講辭（2014年4月）<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech723.pdf>；以及其他在這章附註標註的文章。

⁹⁹ 請參閱本報告第二部及第三部所提及的監管改革例子。

¹⁰⁰ 請參閱美國金融研究辦公室有關資產管理行業事宜的市場回應。其網站轉載所有回應信件，其中包括對清盤的觀點。<http://www.sec.gov/comments/am-1/am-1.shtml>。

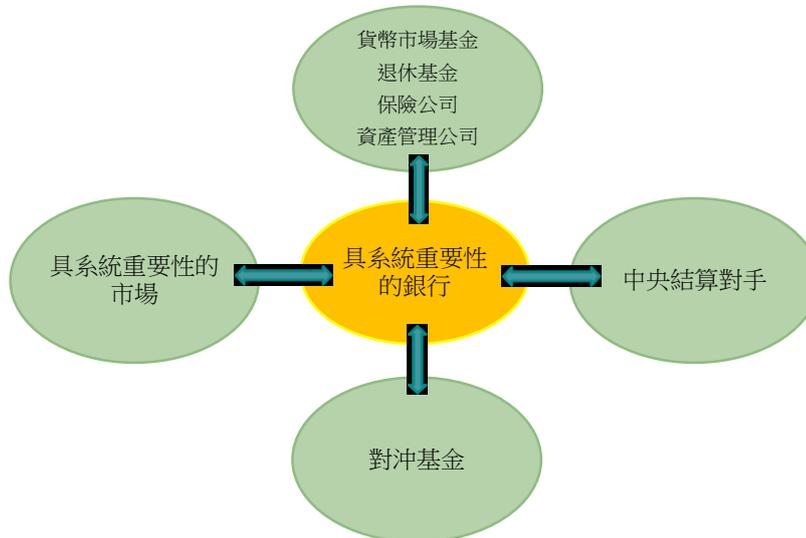


2. 若干業務活動及產品的風險

儘管以上所述的觀點不盡相同，但與會者同意必需關注容易受流動性風險影響的業務活動和產品：

- (i) **業務活動**：某些對於金融系統重要的業務活動可能會增加全球金融體系的關聯性，當中包括槓桿¹⁰¹、衍生工具、銷售及回購協議和證券借貸¹⁰²。這些業務活動雖然以具系統重要性的銀行為中心，但資產管理公司亦會參與其中，因而成為範圍更廣泛的連繫網絡，在某些情況下會面臨風險。例如，基金可以根據監管基金的規則及法規持有衍生工具作投資或對沖用途。合成交易所買賣產品等產品亦會使用衍生工具來追蹤相關市場或基準指數。¹⁰³ 儘管引入了衍生工具中央結算以降低關聯性風險，但若發生重大變化或尾端風險事件，有關風險可能會影響結算會員、資產管理公司及資產擁有人。¹⁰⁴ 圖表十九展示了金融體系中銀行及非銀行間的關係。¹⁰⁵

圖表十九：銀行及非銀行連繫網絡



資料來源：國際貨幣基金組織高級經濟學家 Manmohan Singh，2014年

- ¹⁰¹ 國際證監會組織《2014至15年證券市場風險展望》（“Securities Markets Risk Outlook 2014 – 15”）（2014年10月）〈第一章：追求收益及槓桿回歸金融系統〉（“Chapter 1: The Search for Yield and the Return of Leverage in the Financial System”）詳細闡釋金融體系中的槓桿 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD453.pdf>。
- ¹⁰² 請參閱《證券借貸時報》（Securities Lending Times）的報告《證券借出人在（可再用）抵押品供應中的角色》（“The role of securities lenders in the supply of (re-usable) collateral”），M Singh（2014年）http://www.securitieslendingtimes.com/sltimes/collateral_management_online2014.pdf。
- ¹⁰³ 請參閱貝萊德《交易所買賣產品：綜觀、優點及迷思》（“Exchange Traded Products: Overview, Benefits and Myths”）（2013年6月），當中提及：“傳統指數追蹤ETFs直接持有其基準指數的相關證券，而“合成”ETPs則依賴衍生工具來追蹤其基準指數持倉。大多數商品ETPs同樣依賴衍生工具，提供基準指數多倉或短倉的“槓桿式”或“反向型”ETPs亦是如此。合成ETPs中包含許多普通ETFs所沒有的複雜特性。我們推薦少數合成ETPs，是為了幫助投資者進入實物證券所不能實際追蹤的市場。儘管有抵押且使用多個對手方的合成ETPs可能是可取及適當的投資，但我們對無抵押或使用單一關聯衍生工具對手方的合成ETPs公開提出了質疑。” <https://www.blackrock.com/corporate/en-pl/literature/whitepaper/viewpoint-etps-overview-benefits-myths-062013.pdf>。
- ¹⁰⁴ 請參閱國際貨幣基金組織文章《限制納稅人「認沽期權」——中央對手方的範例》（“Limiting Taxpayer “Puts” – An Example from Central Counterparties”），M Singh（2014年11月）有關重大事件的例子 <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42451>。另請參閱國際證監會組織《2014至15年證券市場風險展望》（“Securities Markets Risk Outlook 2014 – 15”）（2014年10月）〈第3章：中央結算的風險〉（Chapter 3: Risks in Central Clearing）<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD453.pdf>。
- ¹⁰⁵ 請參閱國際貨幣基金組織工作文件《金融管道與貨幣政策》（“Financial Plumbing and Monetary Policy”），M Singh（2014年6月）<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14111.pdf>。



為應對關聯性風險，多個主要市場的監管機構已經提出匯報要求，以監控系統性風險的漸增情況。例如在歐盟，AIFMD要求另類投資基金經理向監管機構匯報，以識別、監察及管理歐盟金融體系中的系統性風險。在美國，《多德弗蘭克法案》要求對沖基金經理及私營基金經理必須向SEC提交PF表格，從而提供資料以識別並應對影響美國金融穩定的威脅與風險。在香港，證監會可從定期調查報告中獲取持牌對沖基金經理及其管理的投資組合的風險狀況資料。

然而，全球監管機構仍需要加強合作，包括妥善協調向監管機構申報資料的規定，讓各方可從全球性的綜合角度，了解上述業務活動涉及的風險。例如，近期公布的國際證監會組織對沖基金調查報告一再強調，由於可得資料太少，故無法對對沖基金的槓桿作出適當評估。¹⁰⁶此外，與會的資產管理公司亦表示，各市場規定須匯報的系統性風險數據不同，不僅令監管機構極難從全球性的綜合角度了解風險，亦增加了資產管理的合規成本，而增加的成本最終會轉嫁給投資者。

- (ii) **產品**：在低息環境下，投資者繼續對高收益產品有殷切需求。這包括對採取高收益、多元資產、無限制性及另類投資策略的基金的需求，以及對投資於不流通相關資產的交易所買賣產品的需求。例如，在全球市場上，越來越多投資者對“具流通性的另類投資”策略產生興趣。然而，如上文所述，另類投資的風險在於這個資產類別在市場受到衝擊時流動性較低。而在香港，投資者對“均衡型基金”的興趣則較大。即使這些基金投資於多種資產，但其目標是追求收益，因此與多元資產或高收益策略更為相似。此外，資產管理公司已注意到槓桿式及反向型等的合成交易所買賣基金使用掉期合約，令這些產品成為上文圖表十九中所示金融系統連繫網絡的一部分。部分全球資產管理公司亦注意到，對於相關資產並不流通的交易所買賣產品，若市況突然波動，這些資產可能缺乏市場報價，或者價格可能會急劇下跌。¹⁰⁷

3. 前瞻——流動性風險，風險管治及透明度

我們與業界進行系統性風險討論時的中心主題顯示，流動性風險的管理極其重要。若市場嚴重受壓或受到衝擊，基金經理可能需要調整持倉，令資產價格受壓。價格下跌對基金資產淨值產生的不利影響可能引發進一步贖回（稱為“擠提風險”）。流動性風險因應一系列因素而迥然不同，包括但不限於相關資產的流動性、金融系統的關聯性風險以及是否存在贖回限制。

其他在業界會議上的主題亦包括基金與資產管理公司的風險管治穩健性，以及匯報和透明度的重要性。（請參閱上文第二和第三章）

¹⁰⁶ 請參閱國際證監會組織《國際證監會組織對沖基金第二次調查報告》（“Report on the second IOSCO hedge fund survey”）（2013年10月）<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd427.pdf>。

¹⁰⁷ 有關高收益企業債券、槓桿貸款及新興市場債券相關流動性風險的詳細分析，請參閱貝萊德《誰擁有資產？》（“Who Owns the Assets?”）（2014年9月）<https://www.blackrock.com/corporate/en-fi/literature/whitepaper/viewpoint-closer-look-selected-asset-classes-sept2014.pdf>，以及法國興業銀行《透視ETF：系統性風險所在之處——缺乏流動性》（“ETFs Uncovered: Where the systemic Risk Lies – Illiquidity”）（2014年11月）。



方塊四總結若干監管法規的發展及業界對互惠基金流動性風險的觀點。¹⁰⁸

方塊四：流動性風險

- 1) **要求資產管理公司制定穩健的流動性風險管理實務**，並在基金章程中作出披露。例如，UCITS規定基金必需能衡量其流動性風險，包括市況異常時流動性對UCITS造成的影響。AIFMD則規定在流動性正常和異常情景下進行壓力測試，並要求向監管機構詳盡匯報基金的流動性狀況、對手方風險以及槓桿式持倉的性質；
- 2) **限制不流通資產持倉水平及設定持倉集中性限制**：資產管理公司注意到，全球各地的監管模式存在差異。例如，UCITS規則主要關注風險管理實務及透明度，而《美國1940年投資公司法》則界定何謂不流通資產，並規定不流通資產佔基金資產淨值的最高百分比；
- 3) **針對流動性較低的資產類別，對槓桿的使用設定相應的監控及透明度要求**：槓桿可以以借貸的形式或經使用衍生工具的情況下出現。因此，UCITS規則限制短期借貸，但允許出於投資及對沖目的使用衍生工具，同時制定詳盡的規則，如訂明合格衍生工具、合適的對手方、抵押品要求、最大風險持倉以及對出於短期目的進行借貸的限制。《美國1940年投資公司法》則訂明在投資衍生工具時的總資產債務槓桿限制、披露及資產分隔規定；
- 4) **在危機出現時提供方法遏止因贖回潮而引發的惡性循環**：資產管理公司觀察到，在全球金融危機爆發期間，貨幣市場基金跌破保證價格。市場流動性乾涸，主要是由於投資者喪失信心所致。投資者認為“先發制人”是最安全的做法，因而引發贖回潮。而唯有政府作出干預方能遏止有關情況，令市場恢復信心。資產管理公司汲取該次教訓並展望未來，認為如要更好地處理在危機發生時因投資者喪失信心而引發的惡性循環，可以在操作上可行的情況下實行實物贖回及授予基金董事會更大的酌情權處理贖回，包括在特殊情況下為贖回額設限及暫停基金贖回。UCITS允許基金在某一營業日內，若其資金流出總額佔基金資產淨值的比例超過10%，則可以為贖回額設限。《美國1940年投資公司法》則僅在交易暫停及其他極少數的情況下允許暫停贖回。美國近期修訂的貨幣市場基金監管條例亦規定，當貨幣市場基金的每週流動資產跌至其資產總額30%以下時，允許為贖回額設限或收取贖回費。此外，當貨幣市場基金的每週流動資產跌至其資產總額10%以下時，除非董事會決定收取贖回費並不符合貨幣市場基金投資者的利益，否則貨幣市場基金需收取1%的贖回費。

¹⁰⁸ 請參閱《貝萊德觀點》（“BlackRock Viewpoint”）的文章《基金架構充當系統性風險的緩解》（“Fund Structures as Systemic Risk Mitigants”）（2014年9月）<https://www.blackrock.com/corporate/en-fi/literature/whitepaper/viewpoint-fund-structures-as-systemic-risk-mitigants-september-2014.pdf>；有關對沖基金風險的詳細分析，請參閱蘭德公司《對沖基金與系統性風險》（“Hedge Funds and Systemic Risk”）（2012年）http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/monographs/2012/RAND_MG1236.pdf。



第二章：將環境、社會及管治因素納入投資流程及風險評估

1. 歷史及全球背景

全球新興趨勢顯示投資者著重將環境、社會及公司管治（environmental, social and corporate governance，簡稱 ESG）因素納入投資流程。在中國市場方面，內地政府對長遠未來可持續發展的重視進一步催化投資者對 ESG 因素的關注。

將 ESG 因素納入投資流程的概念可追溯至 2006 年。鑑於 ESG 因素漸具財務上的實質影響，而且有越來越多要求採取更多可持續的投資方式，一批全球最大的資產擁有人及資產管理公司協定遵從聯合國所支持的《責任投資原則》以及因實施這些原則而可能採取的行動（參照方塊五）。上述資產擁有人及資產管理公司的資產管理規模總額達到 45 萬億美元。¹⁰⁹

方塊五：聯合國所支持的《責任投資原則》（《原則》）

- 原則一：我們會將 ESG 議題納入投資分析及決策流程。
- 原則二：我們將會成為積極的擁有人，將 ESG 議題納入所有權政策及實務。
- 原則三：我們將會促使我們投資的機構就 ESG 議題進行適當的披露。
- 原則四：我們將會推動投資行業接納和實施《原則》。
- 原則五：我們將會攜手合作，以提升實施《原則》的效能。
- 原則六：我們將會就實施《原則》的活動及進展提交個別報告。

自聯合國《責任投資原則》於 2006 年協定以來，將 ESG 因素納入投資流程的趨勢取得發展。例如在全球市場上，以 ESG 為主題的產品種類繁多，包括基金、交易所買賣基金、對沖基金、綠色債券等。¹¹⁰除此之外，非政府組織、數據供應商以及顧問提供越來越多工具來衡量 ESG 風險因素。另外由學者¹¹¹、非政府組織¹¹²及私營機構¹¹³以 ESG 為題的研究亦有所增加。

¹⁰⁹ 請參閱《責任投資原則簽署人》（“Signatories to the Principles for Responsible Investment”）一欄 <http://www.unpri.org/signatories/signatories/>。

¹¹⁰ 請參閱美世《負責任投資的演變》（“The Evolution Of Responsible Investment”）（2014年8月）<http://www.mercer.com.hk/insights/view/2014/the-evolution-of-responsible-investment.html>；及全球可持續發展投資聯盟 <http://www.gsi-alliance.org/>。亞洲可持續發展及負責任投資協會《亞洲可持續投資回顧》（“Asia Sustainable Investment Review”）（2014年12月）指出，截至2013年底，亞洲區（日本除外）運用一個或多個可持續投資策略管理的資產規模為449億美元，而自2011年在香港的增長率為每年24% <http://asia.org/asias-sustainable-investment-market-is-robust-and-growing/>。

¹¹¹ 請參閱哈佛商業評論《創造共同價值觀》（“Creating Shared Values”）（2011年1月）<https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>、《社會責任基金及市場危機》（“Socially Responsible Funds and Market Crises”）（2012年9月）http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2142343，以及《積極擁有權》（“Active Ownership”）（2014年8月）http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2154724。

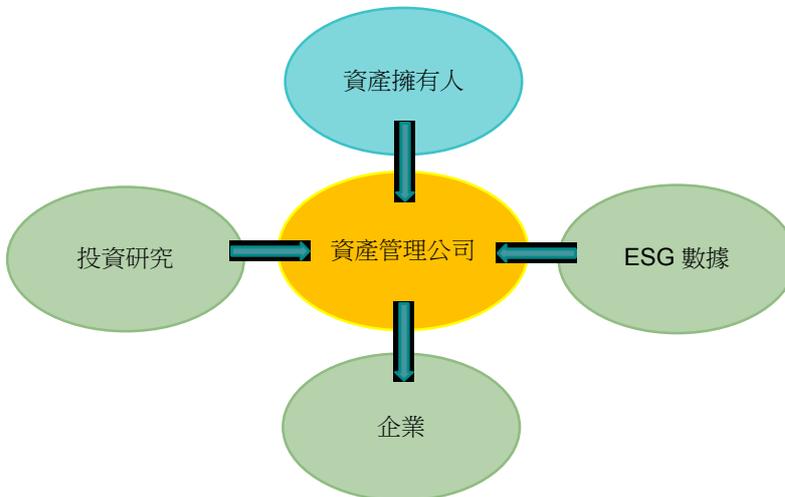
¹¹² 請參閱碳信息披露項目《將氣候工作與財務表現相聯繫：投資者的見解》（“Linking Climate Engagement to Financial Performance: An Investor’s Perspective”）（2013年9月）<https://www.cdp.net/CDPResults/linking-climate-engagement-to-financial-performance.pdf>。該論文指出，其分析顯示行業領袖不僅為應對氣候問題採取了關鍵的措施，以建立必要的管治及管理制度，以及提升環境效率，而且還為投資者帶來了較高的盈利能力、現金流穩定性及股息增長。

¹¹³ 請參閱Empirical Research Partners《社會責任投資的觀點》（“Perspectives on Socially Responsible Investing”）<http://www.empirical-research.com/>。



圖表二十展示在投資流程納入ESG因素的概要。

圖表二十：在投資流程納入 ESG 因素



資料來源：證監會風險及策略組研究

2. 前瞻——將 ESG 因素納入長期風險評估

我們在會上留意到以下發展趨勢：

- (i) **投資風險評估**：中國內地的資產管理公司較國際資產管理公司更為配合中國內地政府最近對可持續性的重視（請參閱下文方塊六），及更能適應其可能對投資風險產生的影響。其中一位基金經理表示，“中國在可持續性事宜上擔任舉足輕重的領導角色。”而另一位主動型基金經理表示，“在中國，長期社會及環境風險並未獲充分評估。”，亦因此正在積極考慮將長期環境及社會風險納入成為投資風險評估的一部分。非政府組織亦留意到這一情況，包括對碳排放持續演變的關注。非政府組織表示，碳排放定價若然推行將會對企業產生重大影響，可以將此項考慮因素納入長期投資風險評估。

方塊六：中國內地政府的重視

- 2013年3月，李克強總理宣布中國將會專注於環境保護以及可持續經濟發展。¹¹⁴
- 2014年3月，李克強總理重申環境保護工作關係人民生活，關乎民族未來。¹¹⁵
- 2014年4月，中國內地通過了25年來對環境保護法最大的修訂，概述了更嚴厲懲罰污染者的計劃。新法規定，如果污染者不作出改善，可以連續每日對其罰款，亦為舉報人提供了作出環境相關申訴的渠道。在若干條件下，非政府團體亦可就破壞環境的行為提起法律訴訟。¹¹⁶

¹¹⁴ 請參閱新華網轉載李克強總理2013年3月的新聞發布會 http://news.xinhuanet.com/english/video/2013-03/17/c_132239467.htm。

¹¹⁵ 請參考自中國中央電視台轉載李克強總理2014年3月的新聞發布會 <https://www.youtube.com/watch?v=UEoOKFrprO4>。

¹¹⁶ 請參閱金杜律師事務所合規報告《環保法：2014年的重大轉變》（“Environmental Protection Law: Big Changes in 2014”）（2014年5月）<http://www.chinalawinsight.com/2014/05/articles/compliance/environmental-protection-law-big-changes-in-2014-2/>。



- 2014年11月，習近平主席及美國總統奧巴馬原則上同意進一步合作應對氣候變化。中國首次確立碳排放總量上限的目標，而美國承諾會進一步減少溫室氣體排放。¹¹⁷
- 2014年11月，國務院進一步收緊大氣污染防治法，新增修訂旨在加重對嚴重污染者的懲罰。建議變動包括令地方政府對區內空氣污染問題承擔更大的責任，輔以將環境保護表現納入成為考核地方官員政績的準則。¹¹⁸

- (ii) **資產擁有人的觀點：**為獲得機構投資者聘用及續聘其進行委託投資，資產管理公司之間互相競爭，機構投資者因而對資產管理公司是否將 ESG 因素納入投資流程具有莫大的影響力。在全球市場上，歐洲、加拿大及澳洲的機構投資者會定期詢問 ESG 相關的問題，作為聘用或續聘資產管理公司的一項考慮因素（請參閱上文第二部第二章第一節）。¹¹⁹部分與會的基金經理及顧問表示，在亞洲的主權財富基金、家族財富管理機構、基金會及捐贈基金之中，亦興起了這個趨勢。¹²⁰其中一家大型全球機構投資者表示，“雖然風險管理是基石，但資產管理公司亦應該評估未來的趨勢，例如民間組織對企業承擔環境及社會責任的要求。社交媒體成為民間組織迅速而廣泛地發表意見的工具，很可能會令此趨勢變得長遠而持續。”¹²¹另一亞洲主權財富基金表示，“考慮 ESG 因素顯示資產管理公司的一個長遠取向”¹²²，並表示其將 ESG 因素納入投資流程，以控制長期投資風險及信譽風險。
- (iii) **資產管理公司的觀點：**大多數與會的全球資產管理公司都簽署了聯合國《責任投資原則》。然而，他們將 ESG 因素納入投資流程的實踐情況不一。他們通常採用的實踐辦法包括篩選、研究、與企業合作以及代理投票。¹²³基金經理把 ESG 篩選劃分為正面和負面篩選：正面篩選包括主動將 ESG 因素納入投資決策和選股流程；而負面篩選是以被動形式，根據若干 ESG 篩選條件，在投資組合中排除不適合的行業或企業。

¹¹⁷ 請參閱中美關於氣候轉變的聯合聲明（2014年11月）

<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2014/11/11/us-china-joint-announcement-climate-change>。

¹¹⁸ 請參閱新華網《中國修改法例對付煙霧》（“Chinese legislature revising law to tackle smog”）（2014年12月）

http://news.xinhuanet.com/english/china/2014-12/22/c_133870872.htm。

¹¹⁹ 一位基金經理表示，在歐洲，70%的機構投資者徵求建議書都包含ESG的問題。

¹²⁰ 以香港為例，請參閱Katy Yung及Ivo Knoepfel撰寫的《亞洲家族財富管理機構是如何將應對氣候變化納入其投資組合》（“How an Asian family office incorporated climate change mitigation into its portfolio”）（2014年2月）

<http://www.alliancemagazine.org/opinion/stewarding-wealth-for-the-common-good-how-an-asian-family-office-incorporated-climate-change-mitigation-into-its-portfolio/>。

¹²¹ 以中國內地為例，請參閱公眾環境研究中心網站 <http://www.ipe.org.cn/about/about.aspx>。

¹²² 有關英倫銀行對短期主義的表述及衡量，請參閱金融穩定委員會執行董事兼金融政策委員會成員Andrew G Haldane題為《資產管理的年代？》（“The age of asset management?”）的演講辭（2014年4月）

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech723.pdf>。另請參閱此前的《紀約翰教授對英國股票市場及長遠決策的評述》（“Kay review of the UK Equity Markets and Long-Term Decision Making”）（2012年7月）https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf。

¹²³ 部分資產管理公司表示，他們是“積極擁有人”，但不是“激進擁有人”，兩者區別在於前者主要涉及投資者與企業之間的雙邊對話，而後者涉及股東的廣泛支持。



其中一家與會全球資產管理公司指出，目前只有少數全球證券經紀商的研究部門會對 ESG 因素進行系統性分析，作為投資研究的一部分，而這類分析可以幫助他們在投資流程中更為積極考慮 ESG 因素。另一家全球資產管理公司表示其設有內部研究團隊專責分析 ESG 風險因素。分析師與基金經理緊密合作，為輔助其研究，他們亦會利用外部證券經紀商的研究及從專注 ESG 的評級系統及數據庫獲取資料。如果獨立研究發現 ESG 風險屬高，分析師及基金經理會與企業進行盡職審查會議，其後再根據會議結果決定是否進行投資。如果進行投資，分析師及基金經理會繼續與企業的董事會及非執行董事等進行溝通合作，以改善企業的 ESG 風險狀況。如果情況沒有改善（而這種情形並不常見）或未能達到理想的長期風險狀況，投資可能被出售。



結論

眾多與會的資產管理行業人士提出了風險及策略等方面的卓越見解，令本報告得以完成，我們謹此表示謝意。

證監會將積極考慮將本報告內所探討的議題協助制定未來相關政策及策略性工作，以進一步提升香港作為資產管理中心的地位。此外，本會亦摯誠期望本報告內有關風險及合規方面的觀察所得可以幫助資產管理公司繼續發展其風險及合規管治框架。

我們熱切期待與資產管理行業保持溝通合作，共同探討上述議題及其他事宜，包括日後出現的新增及新興風險議題。





縮略語表

AFM	Authority for the Financial Markets – Netherlands	荷蘭金融市場管理局
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive	《另類投資基金經理指令》
AML	Anti-money laundering	打擊洗錢
ASIC	Australian Securities and Investments Commission	澳洲證券及投資事務監察委員會
AUM	Assets under management	資產管理規模
BIS	Bank for International Settlements	國際結算銀行
CCO	Chief Compliance Officer	合規總監
CCP	Central Counterparties	中央結算對手
CDP	Carbon Disclosure Project	碳信息披露項目
CIO	Chief Investment Officer	投資總監
CIRC	China Insurance Regulatory Commission	中國保險監督管理委員會
CIS	Collective Investment Schemes	集體投資計劃
CRD	Capital Requirements Directive	《資本要求指令》
CRO	Chief Risk Officer	風險總監
CSA	Commission Sharing Arrangement	佣金分配安排
CSRC	China Securities Regulatory Commission	中國證券監督管理委員會
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	《多德——弗蘭克華爾街改革和消費者保護法案》
EM	Emerging market	新興市場
EMIR	European Market Infrastructure Regulation	歐洲市場基礎設施監管規則
ERM	Enterprise Risk Management	企業風險管理
ESG	Environmental, Social and Corporate Governance	環境、社會及企業管治
ESMA	European Securities and Markets Authority	歐洲證券及市場管理局
ETF	Exchange-traded fund	交易所買賣基金
ETP	Exchange-traded product	交易所買賣產品
FATCA	Foreign Account Tax Compliance Act	《海外帳戶稅收合規法案》
FCA	Financial Conduct Authority – United Kingdom	英國金融市場行為監管局
FCA COBS	FCA Conduct of Business Sourcebook	英國金融市場行為監管局《商業行為準則》
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority – United States	美國金融業監管局
FOFA	Future of Financial Advice	未來財務建議
FSB	Financial Stability Board	金融穩定委員會
FSTB	Financial Services and the Treasury Bureau	財經事務及庫務局
GFC	Global Financial Crisis	全球金融危機
G-SIFI	Global Systemically Important Financial Institution	全球系統重要性金融機構
HKEx	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited	香港交易及結算所有限公司
HKIFA	Hong Kong Investment Funds Association	香港投資基金公會



IFA	Independent Financial Advisor	獨立財務顧問
IFC	International Financial Centre	國際金融中心
IMD	Insurance Mediation Directive	《保險調解指令》
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	國際證券事務監察委員會組織
KYC	Know your client	認識你的客戶
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive	《金融工具市場指令》
MMF	Money market fund	貨幣市場基金
MRF	Mutual Recognition of Funds	基金互認
NAV	Net Asset Value	資產淨值
NBNI G-SIFI	Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institution	全球具系統重要性的非銀行、非保險公司金融機構
NED	Non-executive director	非執行董事
NGO	Non-governmental organization	非政府組織
Non-DVP	Non-delivery versus payment	非貨銀對付
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	經濟合作及發展組織
OFR	Office of Financial Research – United States	美國金融研究辦公室
OTC	Over-the-counter	場外
PBOC	People's Bank of China	中國人民銀行
QDII	Qualified Domestic Institutional Investor	合格境內機構投資者
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor	合格境外機構投資者
R&S	Risk and Strategy Unit	風險及策略組
RDR	Retail Distribution Review	分銷零售產品的檢討方案
REIT	Real Estate Investment Trust	房地產投資信託基金
RMB	Renminbi	人民幣
ROI	Return on Investment	投資回報
RQFII	RMB Qualified Foreign Institutional Investor	人民幣合格境外機構投資者
SAFE	State Administration of Foreign Exchange	國家外匯管理局
SEBI	Securities and Exchange Board of India	印度證券交易委員會
SEC	Securities and Exchange Commission – United States	美國證券交易委員會
SWF	Sovereign wealth fund	主權財富基金
UCITS	Undertakings For The Collective Investment of Transferable Securities	可轉讓證券集體投資計劃
UN PRI	United Nations Principles on Responsible Investment	聯合國《責任投資原則》
US 1940 Act	US Investment Company Act of 1940	《美國 1940 年投資公司法》
VaR	Value at Risk	風險價值

版權所有。未得證券及期貨事務監察委員會(證監會)事先書面批准，不得以電子、機械、影印、錄音或任何其他形式或方法，將本刊物的任何部分複製、傳送或儲存於檢索系統之內。

本報告可於證監會網站下載。