



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

## 關於以最佳條件執行交易指示的主題檢視報告

2018年1月30日



# 目錄

引言	1
檢視結果	
I. 管治及管理層的監督	3
II. 以最佳條件執行交易指示的元素	6
III. 以最佳條件執行交易指示的適用範圍	7
IV. 執行交易指示的職員的責任	9
V. 監控及監察	10
VI. 與聯屬公司、關連方及第三方的安排	12

---



## 引言

1. 本報告概述證券及期貨事務監察委員會（證監會）在關於以最佳條件執行交易指示的主題檢視中的主要觀察所得。是次檢視旨在評估持牌法團為了根據《操守準則》<sup>1</sup>的規定以最佳條件執行交易指示而實施的系統及監控措施的成效及充足程度，以及收集持牌法團對市場最新發展的意見。
2. 以最佳條件執行交易指示不單能維持市場的廉潔穩健，亦可令依靠持牌法團在執行過程中以其最佳利益行事的投資者得到保障。
3. 持牌法團應就所有類別的金融工具訂立安排，以便於執行客戶的交易指示時，顧及價格、成本、交易獲執行的速度及可能性、交收的速度及可能性、交易指示所涉及的數量及其性質，以及任何其他相關考慮因素，從而取得最佳執行條件。它們亦應考慮金融工具的特徵以及其本身業務的複雜程度和規模。
4. 有關安排應定期加以檢討，確保持續以最佳條件執行交易指示，當中包括監控、監察及管理層的監督，以保障客戶最佳利益及確保客戶得到公平對待，並將利益衝突減至最少。
5. 是次檢視涵蓋了 21 家持牌法團，包括環球金融機構及資產管理公司以及本港股票經紀行，並採用了以下方法。
  - a. 證監會向持牌法團發出調查問卷以了解他們以最佳條件執行交易指示的作業手法，包括管治架構、系統的充足程度、監控及監察、為客戶提供的資料及紀錄備存情況。
  - b. 本會隨後與持牌法團的管理層及監控職能進行討論，以便就各家持牌法團的標準及作業手法取得概括性的了解。
  - c. 之後，本會對選定的持牌法團進行實地視察，以評估持牌法團在以最佳條件執行交易指示方面的監控措施及成效。
6. 在檢視期間，證監會於以下範疇發現不足或缺失：
  - a. 管治及管理層的監督
  - b. 以最佳條件執行交易指示的元素
  - c. 以最佳條件執行交易指示的適用範圍
  - d. 執行交易指示的職員的責任
  - e. 監控及監察
  - f. 與聯屬公司、關連方及第三方的安排

---

<sup>1</sup> 分別是《基金經理操守準則》及《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（簡稱《操守準則》）的第 3.2 段。



7. 本報告詳述了一些比我們預期標準為高的良好作業手法，亦概述了一些不太理想且未能達到我們預期標準的做法。由於我們並無詳盡地列舉所有良好作業手法的例子，故此持牌法團不應將這些例子視為遵守相關監管規定的唯一方式。
8. 證監會將密切留意香港以及各國在實行以最佳條件執行交易指示方面的發展，並在適當時候建議作出監管改革，以便緊貼國際發展。



## 檢視結果

### I. 管治及管理層的監督

#### 應達到的標準

持牌法團應制訂足夠的管理層監督措施，以確保將例外交易情況及其他有關以最佳條件執行交易指示的事宜提請管理層注意，以便作出適時的審核。

持牌法團應制訂有關以最佳條件執行交易指示的政策及程序，以涵蓋各類金融工具（包括上市及場外交易產品），以及應定期進行檢討及更新。

該等政策及程序至少應處理以下範疇：

- 在以最佳條件執行交易指示時所考慮的元素；
- 以最佳條件執行交易指示的適用範圍及豁免；
- 檢討交易執行質素的監察及監控機制；及
- 各營運及監控職能在確保以最佳條件執行交易指示方面的角色。

在適用的情況下，該等政策及程序亦應處理下列事宜：

- 如何於有多個報價以及在定價信息不足或無法取得報價的情況下處理客戶的交易指示；及
- 向客戶披露以最佳條件執行交易指示的安排，包括豁免以及局限使用聯屬公司、關連方及第三方的情況。

持牌法團應向所有相關職員定期提供有關以最佳條件執行交易指示的培訓，並通知職員有關內部政策的最新情況以及監管和科技發展。

### 觀察所得

#### 管理層的監督

1. 一些持牌法團設有指定人員或小組，負責監督交易指示是否以最佳條件執行。整體而言，持牌法團均同意有效的管理層監督，對於監察有關以最佳條件執行交易指示的安排來說至為重要，藉以保障客戶最佳利益，及確保客戶得到公平對待，並將利益衝突減至最少。
2. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 雖然有些持牌法團設有指定人員或小組，負責監督交易指示是否以最佳條件執行，但這些人員或小組主要關注股票方面，而未有涵蓋其他領域，例如定息產品。某持牌法團設立了以最佳條件執行交易指示委員會，但這委員會並無定期開會。
  - 一些持牌法團經常處理機構客戶發出涉及大量證券的交易指示。然而，這些持牌法團並沒有關於以最佳條件執行交易指示的具體報告可供管理層審閱，例如記錄了執行延誤的例外交易報告，及將執行結果與多種基準作比較的交易表現報告。沒有證據顯示管理層有對以最佳條件執行交易指示進行任何監督。



- 一些持牌法團沒有制訂政策或程序，以要求職員將有關以最佳條件執行交易指示的事宜向管理層上報。

<b>良好作業手法</b>	某持牌法團表示已分別為證券及定息產品設立以最佳條件執行交易指示的管治架構，當中包括成立一個以最佳條件執行交易指示委員會，由高級管理層出任主席，成員則來自執行交易指示的團隊、合規職能及其他團隊的代表。有關委員會在會議上討論執行延誤、與多種基準作比較所見的執行結果偏差，以及獲僱用的第三方的執行失敗問題等事宜。該持牌法團指出，這些討論有助其不斷改善以最佳條件執行交易指示的安排。
---------------	---

### 以最佳條件執行交易指示的政策及程序

3. 有些持牌法團實施了全面的政策及程序，當中詳細地列舉在以最佳條件執行交易指示時所考慮的元素（包括應用範圍及豁免）、在沒有定價信息或報價的情況下如何處理客戶的交易指示，以及執行交易指示的職員和相關監控職能的責任。
4. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 一般而言，各持牌法團的政策及程序似乎沒有足夠細節以涵蓋所有產品種類。尤其是，現有關於規管處理、監察及監控執行交易的政策及程序主要針對證券，但沒有就其他資產類別（如定息產品）提供詳情。
  - 有些持牌法團採用了《操守準則》的相關章節<sup>2</sup>作為其在以最佳條件執行交易指示方面的政策，但沒有作進一步的說明。
  - 很多持牌法團都有制訂政策及程序，但未能顯示會對這些政策及程序進行定期檢討。

<b>良好作業手法</b>	某持牌法團的政策及程序概述了在評估以最佳條件執行交易指示方面所使用的多種不同基準，例如成交量加權平均價及執行落差。該持牌法團清楚地界定了一旦被跨越便須展開調查的誤差門檻，及例外情況的上報途徑。  另一持牌法團的政策及程序參照了地區法規，並向職員提供了如何遵從這些法規的實務指引。該指引界定了何為以最佳條件執行交易指示，以及在交易前和交易後衡量是否以最佳條件執行交易指示的監控措施。該指引亦概述了在執行交易指示的職員無法就債務證券交易取得多個報價的情況下，如何驗證向客戶所提供的報價。
---------------	---

### 披露以最佳條件執行交易指示的安排的 policy 及程序

5. 部分持牌法團在公眾網站上載列政策及程序，以披露其一般執行交易指示的安排。

<sup>2</sup> 例如，來自《操守準則》第 3.1、3.2 及 3.3 段中的一段或多段條文便是在政策及程序中指明的唯一指引。



6. 某持牌法團會在客戶開立帳戶時，提供在以最佳條件執行交易指示方面的書面政策及程序，作為披露以最佳條件執行交易指示的安排。這些安排包括適用於特定產品及交易情況的豁免，回佣及非金錢利益的安排，局限使用聯屬公司及首選經紀行的情況。
7. 另一家持牌法團要求其職員保存執行交易指示的紀錄，顯示接獲及執行交易指示的時間、取得的報價及可證明以最佳條件執行交易指示的其他資料。這些紀錄會應要求提供予客戶。

#### 良好作業手法

部分持牌法團會編撰交易後執行報告，例如將其客戶交易指示的執行結果與各種基準（如成交量加權平均價）作比較的報告。有關的交易後執行報告可應要求提供予客戶。

#### 培訓

8. 一般而言，持牌法團都有為新職員（包括監控職能的職員）提供與以最佳條件執行交易指示有關的入職培訓。這些培訓涵蓋以最佳條件執行交易指示方面的政策、處理交易指示的程序及利益衝突。
9. 有些持牌法團定期提供溝通渠道，例如通訊、期刊及每月會議，以向職員提供與以最佳條件執行交易指示有關的最新情況。
10. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 大部分持牌法團僅在特別情況下提供培訓。缺乏常規培訓可能無法確保職員具有以最佳條件執行交易指示的意識。
  - 有些持牌法團並無保存出席紀錄或以書面記錄所進行的培訓。



## II. 以最佳條件執行交易指示的元素

### 應達到的標準

持牌法團在執行客戶的交易指示時，經考慮價格、成本、交易獲執行的速度、交易獲執行的可能性、交收的速度、交收的可能性、交易指示所涉及的數量及其性質，以及任何其他相關考慮因素後，應採取足夠的措施以取得其所能取得的最佳條件。

就以最佳條件執行交易指示的各項元素而言，其相對重要性可視乎情況而有所不同，而且持牌法團應該按照不同的元素去評估某些交易指示是否以最佳的條件執行。若客戶作出的特定指示只涵蓋某交易指示的其中某部分或方面，這不應視為持牌法團對有關指示的其他部分或方面並無負有以最佳條件執行交易指示的責任。

### 觀察所得

11. 部分持牌法團在其政策及程序中列出各項以最佳條件執行交易指示的元素，例如價格、成本、交易獲執行的速度和可能性、交收的速度和可能性，以及交易指示所涉及的數量及性質。
12. 有具體訂明執行元素的持牌法團一致認同，客戶的要求是最為重要的，而就以最佳條件執行交易指示的各項元素，其相對重要性視乎情況而有所不同。例如，在代客執行少量股票的交易指示時，價格及交易獲執行的速度可能是最重要的元素，但在執行有關流通性不足的股票的交易指示時，交易獲執行的可能性或者較為重要。
13. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 某家持牌法團有機構客戶就流通性不足的股票發出涉及大量證券的交易指示，但該持牌法團在沒有考慮其他可能較重要的元素下（如交易獲執行的可能性），只採納價格為以最佳條件執行交易指示的唯一元素。
  - 部分持牌法團表示它們無需考慮任何以最佳條件執行交易指示的元素，因為其業務模式簡單，僅負責向聯交所傳達客戶的交易指示以供執行。然而，持牌法團的員工在執行客戶的交易指示時需行使酌情權，這情況屢見不鮮。例如，通常需要將客戶就流通性不足的股票所發出的交易指示拆細，以減少對市場的影響，而最終的執行價格會受到執行交易指示的職員如何行使其酌情權拆細及發出有關交易指示所影響。

### 良好作業手法

某持牌法團制訂的政策概述了在以最佳條件執行交易指示方面與其業務有關的特定元素。有關政策因應不同的客戶（例如機構客戶或個人客戶）、資產類別（例如證券或債務證券）及交易情況（例如在缺乏流通性或無法取得多個報價的情況）來釐定各項元素的優先次序。





### III. 以最佳條件執行交易指示的適用範圍

#### 應達到的標準

當持牌法團為客戶進行代客執行的交易或背對背主事人交易<sup>3</sup>時，由於客戶依賴持牌法團在執行交易指示時保障其權益，故該持牌法團仍負有以最佳條件執行交易指示的責任。

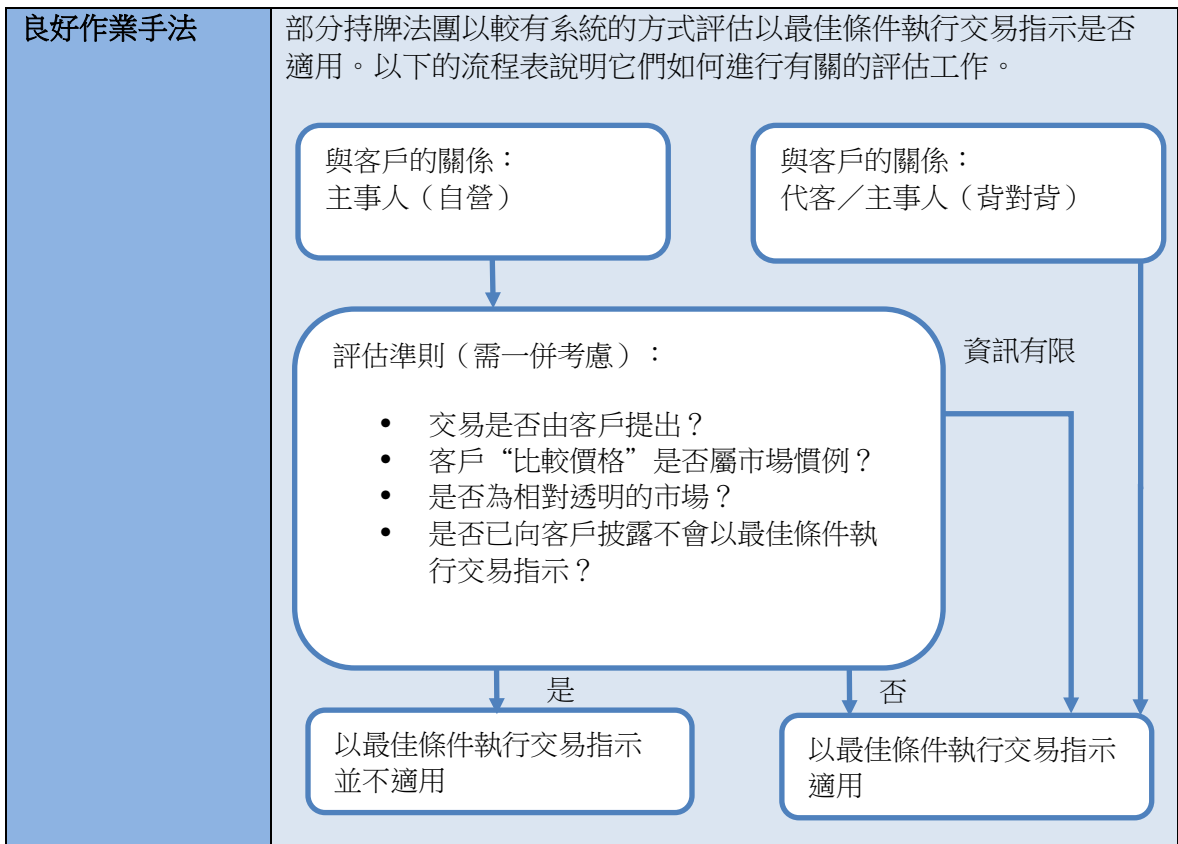
當持牌法團為客戶進行除背對背性質外的主事人交易時，持牌法團應自行作出評估以釐定客戶是否依賴持牌法團來保障其權益，及它們是否負有以最佳條件執行交易指示的責任，才決定是否應用任何豁免。

#### 觀察所得

14. 持牌法團一般認為，若客戶依賴持牌法團保障其權益，以最佳條件執行交易指示這方式適用於所有代客執行的交易及背對背主事人交易。例如，若持牌法團代客戶就債務證券從不同的金融機構獲取報價時，便可以最佳條件執行交易指示。
15. 若持牌法團是向客戶提供報價的莊家，則它們會使用不同的評估方法，以決定於主事人（自營）交易中是否有責任以最佳條件執行交易指示。如下文良好作業手法所示，部分持牌法團有系統地評估以最佳條件執行交易指示是否適用。
16. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 部分持牌法團在並無作出評估的情況下不當地為所有場外交易產品（包括債務證券）豁免以最佳條件執行交易指示，因為它們難以取得有關產品的市場數據。
  - 部分持牌法團並無評估客戶在執行交易的過程中是否依賴它們以其最佳利益行事，認為它們在主事人（自營）交易中無須負有以最佳條件執行交易指示的責任。

<sup>3</sup> 根據《操守準則》第 8.3 段 A 部，背對背交易是指那些持牌人或註冊人在接獲 —

(a) 投資者的認購指示後，向第三方購入投資產品，然後再將同一投資產品轉售予該投資者的交易；或  
(b) 投資者的認沽指示後，向投資者購入投資產品，然後再將同一投資產品轉售予第三方的交易，當中持牌人或註冊人無須承擔市場風險。





#### IV. 執行交易指示的職員的責任

##### 應達到的標準

執行交易指示的職員及其主管在交易執行過程中是重要的第一道防線。持牌法團在處理客戶的指示時，應作出合理的盡職審查，監察執行結果，及在適當的情況下設法取得多個報價。在無法取得多個報價的情況下，執行交易指示的職員應盡力取得足夠的定價資料，以驗證向客戶提供的報價。

##### 觀察所得

###### 客戶指示的處理

18. 執行交易指示的職員在執行客戶的交易指示時，偶爾行使酌情權的情況甚為普遍。為進行監控及監察，某持牌法團規定，其執行交易指示的職員需要恰當地記錄他們行使酌情權的所有交易指示。
19. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 就被分拆以供執行的交易指示而言，某持牌法團的執行交易指示的職員在接獲客戶的指示時，會把有關交易指示的原本數量記錄在紙上，然後以人手方式劃掉已執行的數量。有關程序容易出現人為錯誤。我們注意到，在某些情況下，執行交易指示的職員沒有恰當地記錄尚未執行的交易指示，以致沒有執行有關交易指示。

###### 執行團隊的主管的責任

20. 某持牌法團的執行團隊主管採納有系統的方式監察交易指示的執行，及在各交易日結束時將客戶指示與屬於以最佳條件執行交易指示的特定基準作比較，以審查有關交易指示的執行。
21. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 某家擁有較高的每日執行量的持牌法團指出，其執行團隊的高級職員沒有採取有系統的方式來確保執行質素，只會以“肉眼”方式不定期檢查所有已執行的交易指示。

###### 取得多個報價

22. 部分持牌法團已制訂政策和程序，以指明執行交易指示的職員至少需就債務證券及結構性產品取得的報價數目。部分持牌法團能夠提供證據，證明已取得當時的最佳買賣價。

##### 良好作業手法

某持牌法團就債務證券交易向不同的對手方取得報價。在交易系統中，執行交易指示的職員須輸入交易價格及所取得的第二最佳報價。合規部除了檢查已輸入交易系統內的報價是否完整及準確外，亦會進行交易後的檢查，將報價與執行價格作出比較，及釐定有關交易指示是否按當時的最佳買賣價執行。



## V. 監控及監察

### 應達到的標準

持牌法團應制訂由第二和第三道防線（如合規和內部審核職能）所進行的監控及監察措施，藉此檢討執行質素以及偵測及處理異常情況。持牌法團應按照不同金融工具的特徵及其業務的規模和複雜程度，釐定適當的標準及參考基準，以評估執行質素。

### 觀察所得

#### 第二和第三道防線

23. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。

- 不少持牌法團的合規和內部審核職能用作評估場外交易產品執行質素的工具，一般較交易所買賣產品所用的工具的成熟程度低。
- 很多持牌法團的合規職能似乎沒有就監控及監察以最佳條件執行交易指示界定角色。在整個交易指示執行過程中，由合規職能作出的深入且嚴格的獨立質詢並不足夠。
- 雖然在很多情況下，執行交易指示的職員須行使酌情權，以便在交易時段期間內完成交易指示，但有關持牌法團所實施的監控及監察措施在決定以最佳條件執行交易指示時，只是評估交易指示是否及時完成，而並無考慮價格及其他可能更為重要的元素。
- 某持牌法團特別指出，確保以最佳條件執行交易指示的職責僅由執行團隊的主管來承擔。該持牌法團的合規職能認為，其在這方面的責任應只聚焦於操作錯誤及市場失當行為。
- 有些持牌法團的內部審核職能並無就以最佳條件執行交易指示進行檢討。

### 良好作業手法

某持牌法團的合規職能每日審核執行報告。有關報告將所有執行價格與成交量加權平均價進行比較。執行交易指示的職員須對高於若干門檻的誤差作出解釋，以及將例外情況向高級管理層上報，以供其審核。另一家持牌法團的合規職能每日進行抽樣檢查。合規人員將發出交易指示的時間與執行有關指示的時間進行比較，以及聽取客戶指示的語音紀錄，以釐定有關交易指示是否按照客戶的指示執行及識別是否有所延誤。

另一家持牌法團的內部審核職能會定期檢討在以最佳條件執行交易指示方面的政策及程序，及評估監控架構的有效程度。此定期檢討旨在評估執行交易指示的職員為衡量執行結果所用的基準，並對交易錯誤及補救措施進行檢討。

#### 監察向客戶提供的交易工具

24. 為符合《操守準則》<sup>4</sup>的規定，各持牌法團均有定期對交易工具的算法程式進行嚴格測試，以確保這些工具按預期運行。有些持牌法團為客戶提供培訓及支援，以確保客戶理解那些算法程式的用法和目的。
25. 有些持牌法團設有智能交易指示傳遞系統，透過允許接達多個平台及自動搜尋最佳的執行價格，協助達致最佳的執行效果。

<sup>4</sup> 《操守準則》第 18.10 段及附表 7。



26. 某持牌法團在釐定是否有以最佳條件執行交易指示時會每日進行檢討，將算法程式的績效與多種基準作出比較，並定期收集客戶對算法程式有效程度和效率的反饋意見。
27. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
- 某持牌法團表示，若客戶是透過其所提供的交易工具發出交易指示，它便沒有責任以最佳條件執行交易指示，因為有關交易指示是在該持牌法團沒有介入的情況下發出的。該持牌法團並無監察透過其交易工具發出的交易指示的執行結果。

### 交易成本分析

28. 有些持牌法團使用交易成本分析報告，透過將執行結果與多種基準（如成交量加權平均價和執行落差）作比較，來監察執行質素。

<b>良好作業手法</b>	多家持牌法團根據其客戶的交易策略及要求而編製了多份專設的交易成本分析報告。很多擁有更複雜的國際業務的持牌法團使用交易成本分析報告、多種基準及其他有系統的自動化工具來監察執行效果。部分持牌法團使用交易成本分析報告來偵測不尋常的趨勢，及對其執行策略進行微調，從而為客戶達致更佳的结果。
---------------	--



## VI. 與聯屬公司、關連方及第三方的安排

### 應達到的標準

持牌法團應對僱用作執行交易指示的聯屬公司、關連方或第三方進行盡職審查，並且應設立有系統的程序以持續監察執行結果。持牌法團應採取措施，確保與聯屬公司、關連方及第三方的執行安排不會對以最佳條件執行交易指示構成影響。不論交易指示是否透過聯屬公司、關連方及第三方執行，以最佳條件執行交易指示的責任仍然屬於持牌法團。

### 觀察所得

#### 挑選及監察

29. 多家持牌法團基於各種原因僱用聯屬公司、關連方或第三方，以便為其客戶執行交易指示；有關原因包括就場外交易產品或持牌法團無法直接接觸到的海外股票執行交易指示。一般來說，它們能夠證明有足夠的挑選準則。
30. 各持牌法團在挑選第三方時會有不同的監察及監控措施。若第三方的執行質素未能達到其要求，它們亦會作出不同的回應。在第三方的表現未如理想的情況下（如經常性出現執行失誤），某持牌法團便會在一段期間內禁止有關第三方執行交易指示，減少日後向其發送的交易量，或甚至將有關第三方從核准執行交易指示的名單上移除。
31. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。
  - 多家持牌法團沒有持續監察或評估僱用作執行交易指示的聯屬公司、關連方或第三方的執行質素。
  - 部分持牌法團沒有設立監控及監察措施，以監察向聯屬公司及關連方發出以供其執行的交易指示。例如，某持牌法團沒有注意到，其向聯屬公司發出以供執行的交易指示可能會在另類交易平台上執行。

### 良好作業手法

部分持牌法團制訂穩健及有系統的程序，以審核由第三方執行的交易指示。執行交易指示的職員除審核交易成本分析報告外，亦會向第三方評分以評估他們的表現，從而建立一個意見反饋機制，以提高執行質素。

某持牌法團設有機制，比較與第三方進行的實際交易量及執行團隊所給予的評級。該持牌法團亦成立了一個委員會，該委員會具有作出決策的責任及權限，以挑選和委任所有獲委任執行交易指示的第三方及持續監察有關的風險。

### 誘因安排

32. 多家持牌法團明白與聯屬公司、關連方或第三方所訂立的誘因安排的影響。它們強調，為其客戶以最佳條件執行交易指示這責任仍是主要優先事項。非金錢利益、回佣及其他誘因安排根據適用的監管規定將會清晰地向客戶作出披露。
33. 我們觀察到以下的作業手法未能達到應有標準。



- 在沒有進行其他額外評估的情況下，某持牌法團指出，於挑選執行交易指示的第三方時，會以預期從對方收到的交易指示數量為主要考慮因素。