



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

**Report of the Survey on Fund Trading Practices
(Market Timing, Late Trading and Selective Disclosure)
for the Period 2002 – 2003**

**就 2002 – 2003 年期間的基金交易慣例
(選時交易、逾時交易及選擇性披露)的調查報告**

Hong Kong
July 2004

香港
2004 年 7 月

就 2002 – 2003 年期間的基金交易慣例 (選時交易、逾時交易及選擇性披露) 的調查報告

背景

1. 2004 年首季，證監會向在香港經營基金管理或顧問業務的持牌法團進行調查，旨在收集與香港的基金交易慣例有關的一般資料（“該項調查”）。
2. 該項調查是證監會致力研究現時有關基金管理的市場慣例的整體規管工作的一部分。該項調查以選時交易¹及逾時交易作為重點，並且著重研究由獲證監會發牌的基金經理或顧問所管理或提供意見的基金可能受該等基金交易慣例影響的程度。該項調查亦收集了有關該等持牌法團就所持有的投資組合進行選擇性披露時所採取的政策方面的資料。
3. 鑑於該項調查旨在收集有關選時交易及逾時交易的資料，因此只有與開放式基金（即基金單位可定期被認購或贖回的基金）有關的資料才適用於本報告的分析。因此，本報告的結果是根據本會向 86 家經營開放式基金管理業務的商號（“回應者”）收集得來的資料所撰寫而成的。
4. 該項調查涵蓋回應者在 2002 年 1 月 1 日至 2003 年 12 月 31 日（“有關期間”）的基金交易慣例。

¹ 雖然“選時交易”一詞並沒有明確的定義，但它泛指一種涉及頻密地買賣開放式基金的單位 / 股份的交易策略，目的是要在預期市場價格即將出現變動的情況下採取相應的買賣策略。

報告結果

A. 選時交易

重點

- 就所持有的基金包含環球證券投資組合的回應者而言，他們被視為較容易因為選時交易人士的不當行為而受到影響。該項調查發現約有 48 個回應者屬於這個類別，他們在本報告中被稱為“被選商號”。
- 在該 48 家被選商號中，其中 24 家（所管理的開放式基金資產相當於所有被選商號所匯報的管理資產總值的大約 90%）有就選時交易進行監察。該等商號幾乎全部都有同時監察代名人帳戶的交易活動，以便偵測及預防選時交易。
- 其餘的 24 家商號並無就選時交易進行監察，因為他們認為本身的基金對選時交易的人士而言並不吸引，及可歸因於投資組合的成分、投資策略，或其基金的交易頻率較低所致。
- 然而，被選商號採取廣泛的預防措施以制止及減低選時交易的風險，但是這些措施並不代表市場人士一般採用的標準措施。

就選時交易進行監察的被選商號（“第 I 組”）

5. 該項調查發現約 24 家被選商號積極地就選時交易進行監察（“第 I 組商號”）。第 I 組商號主要為具規模的基金經理，其所管理的開放式基金資產相當於被選商號的管理資產總值的大約 90%。
6. 就第 I 組商號而言，其中 18 家有就選時交易活動直接進行監察，而其餘 6 家商號是透過第三者（例如管理人）進行監察。在第 I 組商號中，接近 90% 的商號監察基金投資者以代名人帳戶進行的交易活動。
7. 這些第 I 組商號採取不同的措施監察選時交易。這些商號採取的措施包括：
 - (a) 監察投資者進行交易的頻率或所涉金額；
 - (b) 分析投資者的交易趨勢及交易模式；及
 - (c) 如投資者的交易所涉及的金額超逾預先設定的限額，其交易便會被暫停。

8. 在該項調查所涉及的期間內，有 12 家商號匯報曾出現不尋常的頻繁交易²。雖然該項調查並無要求回應者就該等交易述明原因或就該等商號所採取的跟進行動提供詳情，但是有 8 家商號自願提供該等資料。有時候，基金經理發現頻繁的交易情況，而經其作出進一步查詢後，發現該等交易是為及代表大批真正的相關投資者以匯集形式利用綜合帳戶或代名人帳戶而進行的。在其他情況下，基金經理會採取以下的一項或多項行動以防範舞弊行為：
- (a) 向進行選時交易的客戶發出“警告”；
 - (b) 要求他們的客戶減少交易量；
 - (c) 禁止該等客戶進一步認購或轉換基金；及
 - (d) 根據商號的內部風險監察標準，拒絕為懷疑曾進行選時交易的人士提供服務。
9. 2 家在香港發售零售基金的商號亦表示在有關期間內，曾有選時交易的人士主動接觸他們，以便這些投資者能夠選擇以最佳的時機買賣基金。這些與商號接觸的要求已被拒絕。

未有就選時交易進行監察的被選商號（“第II組”）

10. 第 II 組為未有就選時交易進行監察的 24 家被選商號。第 II 組的商號的主要解釋是，他們的基金的交易活動由其他方進行監察，或由於他們認為其基金的投資結構及投資策略特殊，因此無須就該等基金進行選時交易活動的監察。以下是該等基金的特殊結構或策略的例子：
- (a) 能在即日內持續增設及贖回單位的指數跟蹤交易所買賣基金，而其交易價格透過在二板市場的持續交易而變得透明；
 - (b) 以非經常性的周期進行基金交易，例如每兩個星期或每月進行一次；及
 - (c) 強制性公積金，其投資者大多數為每月就強積金計劃進行供款的僱員。

² 由於該項調查是為收集有關基金業的資料而設，因此並無就“不尋常及 / 或頻繁交易”訂明涵義。這些商號依賴其本身按各自的業務需要而採用的預先設定的標準來偵測不尋常的交易活動。

11. 雖然該等商號未必設有正式的監察機制以監察選時交易活動，或其所設立的監察機制並非專為監察這些活動而設，但是大部分第 II 組商號均已採取一項或多項能夠對選時交易活動產生阻嚇作用的措施。

被選商號就制止或減低選時交易的風險而採取的措施

12. 該項調查發現 42 家被選商號已採取下列一項或多項的政策或程序，以制止或減低選時交易的風險：
- (a) 有 19 家被選商號（主要是經營國際性業務的基金經理）已採取公平價值的定價政策³。然而，這些商號表示他們在有關期間內很少依賴該等政策來就其基金重新估值。
 - (b) 有 38 家被選商號已設立以下一項或多項的措施：
 - 施加出售及贖回基金費用
 - 酌情拒絕、限制或延遲進行交易
 - 雙重定價模式（即徵收基金認購價及贖回價之間的買 / 賣差價）
 - 可酌情限制在交易金額 / 數目方面而言，屬超額的交易
 - (c) 其他措施，包括對投資者施加若干規定，如最少持有期、攤薄徵費、贖回通知期及就大手交易施加以實物贖回的規定等。

有關選時交易的觀察資料

13. 由於在有關期間內只有少數商號發現不尋常地頻密的交易（綜合帳戶所進行的交易除外），以及選時交易的人士主動接觸本地基金管理公司的次數亦不多，因此該項調查發現選時交易並非一個普遍的現象。
14. 部分被選商號就香港較少出現嚴重的選時交易活動給予的可能解釋是，大多數在香港管理的基金均投資於亞洲證券，而多個亞洲市場的收市時間相隔不遠，以致進行時間套戥的誘因較細。

³ 該項調查詢問商號有否設有可對基金估值作出適當調整的慣例 / 政策 / 機制，以便能夠更準確地反映其基金所持有的證券投資組合當前的價值。

我們提出這條問題是因為當某基金是按照某個在某日休市的市場的價格，或由於時差關係而正常休市的市場的價格來進行估值的話，而有關市場的休市時間又遠遠早於該基金的估值時間，及如其後發生的事件顯示有關市場的價格相當可能會在市場重開時出現大幅波動的話，則基金經理在某些情況下可能會希望進行若干的定價調整。

15. 香港的大型及具規模的商號通常都已針對選時交易活動設有監察系統，以及採取措施減低被投資者選時交易的風險。然而，市場上並無單一套的劃一措施以防止投資者可能進行的頻密交易。

B. 逾時交易

重點

- 超過四分之三的回應者（有 65 家商號）都有就在交易截止時間後接受零售客戶及分銷商的基金買賣指示的事宜及有關的時限訂立清晰的政策或監控措施。至於其餘四分之一的回應者（有 21 家商號），部分回應者將管理職能交予第三者（例如管理人）負責，而其他回應者則表示，由於他們的基金的交易性質的關係（例如持續交易的交易所買賣基金、每月交易及預先設定分配額的強積金），有關政策未必適用。
- 有 10 位回應者表示他們曾容許不依從訂明政策 / 監控措施的情況發生，但這主要是在非常有限的情況下才會出現（例如中介人的資訊科技 / 電訊 / 傳真系統或其本身的系統失靈），並須經獨立人士或管理層的批准。

有關逾時交易的觀察資料

16. 該項調查並未發現逾時交易（即在基金的估價點之後以已知的價格落盤）是本地基金業的常見手法。雖然，有少數採用未知價政策的回應者在某些情況下，在收取來自投資者或分銷商的買賣指示時，未能嚴格地遵守其所設定的有關截止收取買賣指示的時限，但這些商號仍能確保可以在未知價的基礎上為該等已接獲的買賣指示進行定價。

C. 選擇性披露有關基金投資組合的非公開資料

重點

- 超過三分二的回應者（有 59 家商號）表示他們已訂立政策，就披露與他們的基金所持有的投資組合有關的非公開資料一事作出規管。其餘部分回應者則解釋，雖然他們並無就有關問題訂明政策，然而實際上他們是不准許進行選擇性披露的。
- 有 4 位回應者曾被潛在或現有的客戶接觸，要求披露非公開的資料。雖然有兩位回應者已拒絕作出披露，但其他兩位回應者則在受限制的情況下向機構投資者或分析員披露其基金所持有的投資組合，但條件是與收取資料的人士簽訂保密協議。

有關選擇性披露的觀察資料

17. 該項調查發現大部分回應者已訂立政策，以規管選擇性地披露有關基金組合的持股量的非公開資料的情況。然而，就選擇性披露而言，市場上並無劃一的慣例。因此，如部分投資者（不論是機構客戶或零售客戶）獲得有關基金的非公開資料，而其他投資者則沒有的話，這問題便值得關注。

D. 基金活動的監管及獨立審查

重點

- 超過 90% 的回應者（有 80 家商號）規定他們的基金的交易及管理安排須受一個或以上的獨立團體監管，例如基金經理的監察部門、基金受託人、外聘核數師及第三者管理人等。
- 約三分一回應者（有 24 家商號）表示他們的內部審計部門或監察部門最近已就逾時交易及頻繁的短線交易活動進行審查。

基金監察的觀察資料

18. 就由基金經理本身或外聘人士進行的交易及管理活動而言，回應者所管理的大部分基金看來均受到若干程度的監察。

總結

19. 證監會注意到選時交易、逾時交易及基金經理就非公開的資料進行選擇性披露的情況已引起國際基金業的注意。雖然選時交易並非違法的活動，然而若選時交易與其他活動一起進行（例如根據非公開的資料進行交易及以逾時交易方式進行時間套戥），便可能對基金的長線投資者造成損害。
20. 該項調查並未發現選時交易是香港市場上一個普遍的現象。然而，有兩個實例顯示選時交易的人士曾主動接觸在香港出售零售基金的基金經理，以發掘進行選時交易的潛在機會。香港大部分具規模的基金經理均已就選時交易活動維持若干程度的監察，然而他們採取的預防措施根據其各自的內部政策及營運模式而有所不同。
21. 逾時交易在香港看來並不常見，因為幾乎所有作出回應的商號都確認它們已嚴格地遵守有關截止收取認購 贖回指示的時限。有部份商號表示他們在若干情況下，曾容許不依從有關截止收取買賣指示的時限，並將這些情況歸因於行政理由，例如傳送故障或分銷商或投資者的資訊系統失靈所致。然而，這些商號仍能確保可以在未知價的基礎上處理該等已接獲的買賣指示。
22. 該項調查亦發現基金業並無統一的政策，以處理選擇性披露有關基金投資組合的非公開的資料的情況。部分基金經理實施全面禁止選擇性披露的政策，而其他基金經理則可能在受限制的情況下應客戶的要求而選擇性地披露基金的持股狀況。
23. 該項調查是有關持牌基金管理公司的交易慣例的首項大型調查。證監會認為有若干範疇需要進一步跟進，以便加深對市場慣例的了解。證監會將與業界進一步檢討基金交易的慣例，同時亦會討論該項調查所涵蓋的事宜，以便找出可行的方法來避免出現不當的交易手法。
24. 由於香港是本地及海外基金的主要基金管理中心，因此證監會將會與在主要的基金管理中心的其他證券監管機構就此或其他有關基金管理監管方面的事宜緊密合作，以及會互相交換信息。