

Deloitte.



**深度
探索投资管理创新
开发公募流程再造**

第十六届年度公允价值估值调查摘要

目录

创新技术和流程再造	1
借助第三方的力量向前发展	7
铭记创新的风险	8
其他亮点	9
展望未来	11
讨论	14

*德勤第十六届公允价值估值调查汇总了93家公募基金管理公司的观点。调查参与者的总样本代表了包括各种规模、资产类别和位于不同地理区域的公募基金管理公司及其产品组合。调查于2018年7月至8月期间进行。本调查中的参与者指的是问卷应答者。

创新技术和流程再造

近年来，商界的流行词之一是“创新”，也通常换而言之“干扰者”，用于描述科技进步，例如机器人流程自动化（RPA）、认知机器学习、自然语言处理和区块链。有人说，如果一个投资管理人拒绝创新或不思索创新，其业务能力可能会落后。对于上述论断我们表示疑惑，因为投资管理人历来是创新者，在估值实践的过程中，他们表现得顺应趋势，面对继续创新的机会时也勇于崭露头角。

第十六届德勤年度公允价值估值调查，着重于调研创新技术，特别是机器人技术和认知自动化将如何改变估值流程。

●●11%的调查参与者表示，他们的基金公司于上一年开始使用**数据分析，离岸外包**，和/或**机器人流程自动化**，以**降低成本、提高估值效率**和**估值有效性**。22%的调查参与者则表示他们正在考虑实施上述选择。

●●28%的调查参与者表示，他们已将机器人技术（例如执行基于规则进行判断的任务）纳入其估值过程中。其相关应用包括识别异常价格（而非评估价格），回溯测试分析以及其他定期分析和报告（非董事会相关）。

●●调查也指出，自然语言处理是目前在认知自动化领域唯一被实际运用起来的科技。

这些结果表明，整个行业对创新技术的投资和应用**尚未达到估值流程自动化的程度。这些创新技术在估值流程中的应用推广虽然相对较为缓慢，但这不代表这些技术是落后的，也不代表机器人技术的发展尚未取得重大进展。**鉴于创新技术在运营和财务流程中的运用先例，我们可以推断随着可落地的应用场景越来越多，这些技术的实际运用与操作也会越发成熟。



以下调查结果显示，调查参与者对于**提升估值效率和效用**的技术的投资意愿最为强烈：

●●25%的调查参与者表示，基金公司投资流程自动化技术最主要的目的是**帮助识别异常情况**，相比去年这一选项比例20%有所上升。

●●26%的调查参与者在过去的12个月专门针对如何提高**估值流程的效率**进行了研究。

其实，创新的形式应当是多样化的，创新也不仅限于与新技术相关。目前我们看到的大部分所谓的创新只是简单地重新设计估值流程或者相关控制，但通过本次调查，我们也发现了一些值得关注的新的创新点。



估值中的流动性问题

资本市场最怕的是缺乏流动性。美国证券交易委员会（SEC）目前对于公募基金有明确的流动性评估体系，要求基金按照其投资产品的流动性进行评估和分类，并针对不同的流动性特征进行相应的管理¹。一些专业服务机构已经在该领域实施了技术创新，直接针对SEC的流动性评估体系开发了相关的工具，以协助保障公募基金的合规性。但是，前台人员是否能行之有效地将这些流动性数据应用于估值呢？调查参与者的反馈如下：

- 21%的前台调查参与者表示，已经在估值过程中使用新的流动性工具。
- 仅4%的前台调查参与者表示，他们的估值系统已经对接了流动性数据。
- 69%的前台调查参与者表示，他们的估值系统无法直接体现流动性数据，两者之间尚未建立对接。



管理工作中的创新

管理层和治理层将关注如何用创新技术帮助他们提升工作效率。基于“大数据”的概念，在管理层例会中展示估值相关的主要估值指标（KVIs）可以有效地引导管理层关注重点领域。针对该方面的应用，本次调查包含以下两个问题：

问题一：董事会将会收到什么形式的汇总信息？

问题二：相比于细分程度的信息，管理层是否更倾向于汇总信息？

在回答第一个问题时，调查发现：

- 75%的调查参与者表示，汇总信息包括相关期间重点估值事项/发生频率/统计数据。
- 44%（去年49%）的调查参与者表示，他们收到的汇总信息以仪表盘的形式呈现。
- 44%的调查参与者表示，他们收到的汇总信息并非以仪表盘的形式呈现。

21%的董事会表示他们收到的汇总数据没有后附相关支持数据来予以支持。40%的董事会成员表示他们仅就一部分汇总数据收到了支持数据。这也侧面反映了汇总数据可能已为治理工作提供了重要且充足的信息。



当然信息的具体程度是由管理层自己决定的，经过特定方式处理汇总后的信息也许可以更好地帮助董事会识别重要风险点。汇总信息是否需要附支持信息，**一方面取决于管理层的偏好，另一方面取决于支持信息是否能帮助管理层更好地评估汇总内容**。毕竟，**信息的质量比数量更为重要**。目前管理层也开始关注信息呈现形式的创新和选择，以仪表板形式呈现估值相关信息就是其中的一种创新形式。

董事会可以参与对估值信息仪表板的格式以及主要估值指标(KVI)的设定。针对这方面的反馈我们在调查中发现：

- 72%的董事会会参与KVI的回溯测试以及相关报告的认定、审核和评估。
- 54%的董事会会参与报告格式和内容的评估以及报告频率的设定（包括超过门槛会出发的异常报告以及逐年的KVI趋势分析报告）。
- 41%的董事会会参与不同的产品发行人、投资类别、行业、地区以及市场对应的KVI标准设定。
- 33%的董事会会参与异常报告的门槛以及触发条件的设置。



技术的发展已经开始对估值相关的治理手段产生影响。未来也许像SEC这样的监管机构也会进一步推进这方面的创新。

SEC本身也致力于帮助监测估值。SEC投资管理部门主任Dalia Blass（布拉斯女士）在3月的投资管理会议上发表讲话时指出，“我们正在起草相关建议书，协助董事会在技术革新的大环境下，履行其对估值职责的治理功能，从而更好地为投资者服务。”² 在会上，她也承诺就此目标进一步征求董事会及其他相关者的意见。

作为回应，业界知名人士也向SEC提出了一些建议。独立董事委员会在2017年10月16日给布拉斯女士的一封信中写道，“我们敦促SEC重新评估估值流程，重点关注目前可能存在利益冲突的内容，更新相关规则协助基金公司董事会在履行监督估值流程中发挥更多的作用和价值。”³

如果针对这一问题出台新政，整个治理流程将迎来前所未有的创新。

本次调查我们也询问了基金公司董事会如何看待上面提到的估值中的利益冲突问题。20%的调查参与者表示其董事会已经开始考虑如何应对估值中的利益冲突问题。他们考虑的措施包括监督定价问责机制、针对证券产品的估值开展专项调查以及追踪估值流程中的前台投资人员的参与程度以防范利益冲突。当然大部分措施也是董事会的本应关注的现有职责，并不是专门针对潜在利益冲突而新设置的。

董事会和首席合规官等都开始将关注重心放在判断利益冲突具体发生于估值流程中的哪个环节，董事会的监管程序设计是否足以有效防范利益冲突。但是，仅一小部分调查参与者表明他们已经发现董事会监管程序中的漏洞并加以纠正，大部分调查参与者表示目前还不能明确判定其董事会监管程序对于监督估值流程中利益冲突的有效性。但通过对上述问题的思考，也看出董事会在创新、转型的进步。

“我们正在起草相关建议书，协助董事会在技术革新的大环境下，履行其对估值职责的治理功能，从而更好地为投资者服务。”

“我们敦促SEC重新评估估值流程，重点关注目前可能存在利益冲突的内容，更新相关规则协助基金公司董事会在履行监督估值流程中发挥更多的作用和价值。”³

借助第三方的力量向前发展

无论是上述提到的估值中的流动性问题、董事会信息汇报的创新，还是其他方面，**公募基金的发展都离不开第三方服务机构的力量**。随着新技术在公募基金估值中的运用越来越广泛，第三方服务机构也不甘落后地参与到这些新技术的开发和维护工作中。对于把估值工作外包给第三方机构的基金管理人来说，他们必须明确这些外包服务中有哪些难以避免的操作风险并对其加以管理。

许多基金风控人员都知道，第三方服务机构在为公募基金服务时所使用的信息以及服务可能来自于其他服务机构，因此这些机构通常被称为“**四方服务机构**”。本次调查也特别询问了基金公司如何评价来自四方服务机构及他们提供的估值数据源。调查结果显示仅**1%**的调查参与者会直接对四方服务机构进行尽职调查；超过三分之一（**38%**）的调查参与者会询问他们外包的第三方服务机构如何对四方服务机构进行尽职调查；**其余61%的调查参与者对四方服务机构不进行任何分析或调查**。

在过去十年里，随着基金公司整体企业风险管理流程的复杂程度不断升高，我们看到了公募基金对于四方服务机构的尽职调查关注度也在不断提升，我们估计这会是一个持续发展的趋势。当然，对于不同的基金公司而言，对四方服务机构的尽职调查力度取决于他们对于操作风险的认知程度，以及影响这种风险的经济情况和市场因素。例如，当市场波动较小并且回溯测试结果也顺利情况下，基金公司可能会更认可第三方估值机构运用来自四方服务机构的参数进行估值。

目前，**值得基金公司借鉴的方法是**：首先，筛选第三方服务机构会合作的四方服务机构的名单；其次，评估这些四方服务机构在数据质量和持续经营方面的相关风险。从而最终建立自己认可的四方服务机构名单。



铭记创新的风险

创新实践中新的风险在所难免，尤其是当创新实践增强了对第三方的依赖。由此调查参与者提出了以下与估值创新相关的风险。

- 64%的调查参与者认为依赖第三方本身就是一种风险。
- 28%的调查参与者认为引入外包机构会影响估值相关的专业能力，这将形成一种风险。
- 24%的调查参与者认为新兴技术尚未经过充分验证就得以应用是一种风险。
- 20%的调查参与者认为外包所导致的责任划分不明是一种风险。

以上这些都是企业在创新环境中所面临的挑战。本次调查结果还显示，基金公司有意愿和决心在创新的过程中铭记风险并迎难而上。任何事物的影响都是双面的，虽然风险不可避免，但是创新带来的成效是更令人振奋与值得期待的。

人类始终在探索的过程中不断前进，深入创新也许会发掘更多的价值。



其他亮点

其他值得关注的与估值政策、估值程序、监管治理、特定投资类型以及职责分工相关的调查结果还包括：

估值政策和估值程序



●●61%的调查参与者在过去一年中修改或修订过估值政策（2017年该比例为63%）。最常见的修订包括：

- 增加更多估值来源
- 估值委员会成员构成、其职责和/或会议频率的修订

●●55%的调查参与者表示其基金首席合规官单独或与其他方一同负责修订了估值政策和估值程序（去年该比例为38%）。

●●超过三分之一（34%）的调查参与者表示他们在所有投资产品的估值过程中都会考虑流动性的影响。（去年该比例为22%）。

监管治理



●●67%的调查参与者指出他们在汇报给董事会的材料中会一并提供对估值定价有意义的资料以供参考，这一趋势相较我们2013年的调查结果显示的40%已逐渐提高。

●●9%的调查参与者表示，董事会成员会定期与估值服务机构见面访谈（但不是每次访问都出席），去年这一比例为16%且仅3%的董事会成员参加了每次估值服务机构的访谈。



特定投资类型的估值考虑因素

- 55%的调查参与者表示他们对于海外股票估值使用零触发原则，高于去年的40%。
- 20%的调查参与者改变了对于某些证券的估值参数的主要定价来源（与去年比例保持一致）。41%的基金更改或添加了某些证券的次要估值参数的定价来源（去年该比例为47%）。
- 11%的调查参与者修改了估值政策、估值程序或内控流程。
- 持有私募股权产品的调查参与者中有42%表示他们校准了估值模型、相关假设和参数以匹配初始交易价格及后续轮次融资。



角色和责任

- 64%的调查参与者表示，他们有独立的岗位负责管理和监督其基金的估值流程（去年该比例为61%）。
- 59%的调查参与者表示，他们已设立基金首席风险官岗位（去年该比例为42%）和/或风险管理委员会（去年该比例为37%）。
- 有独立风控职能部门的调查参与者中有43%称首席风险官或风控委员会与董事会或其下属的委员会见面讨论估值问题。
- 对于已经被定为流动性极低的投资产品，39%的调查参与者表示，其基金操盘手会重新评估认定分类（去年该比例为17%）。

展望未来

基金公司持续专注于人员配备和流程改良以实现更公允、更完善的估值结果。调查结果指明未来管理层需要特别关注的一些新领域，包括对于估值流程创新的探索以及探索过程中将带来的机遇和挑战。



技术进步如何更好的得以应用

创新层出不穷、技术飞跃发展。随着可落地的应用场景越来越多，这些技术的实际应用与操作也会越发成熟。值得考虑的一些关键领域包括：

- 了解新技术在基金运营中的运作模式，其产出物的可靠性及其在估值流程中的适用性；
- 思考如何利用新技术更智能地进行分析；
- 如何整合基金公司各条线的数据以更好的服务于管理层对定价进行分析判断；
- 评估相关信息参数是否及时体现于估值流程中，以及是否满足了监管者对基金相关指标的期望；
- 识别使用新技术所带来的潜在利益冲突。

调查也表明基金公司在持续评估如何更好的利用自动化技术来提升**工作流程效率**。



第三方外包服务机会

我们预计基金公司将寻找更多机会在估值过程中利用外包服务机构来提高估值效率及有效性。与此同时，投资管理人也需要关注外包服务第三方和第四方的参与所带来的风险管理问题。



继续关注流动性对估值的影响

SEC的流动性规则已经在公募基金行业全面实施。投资管理人应该更好地了解来自内部和外部的定价参数对于流动性参数的影响从而导致对于估值结果的影响。并据此考虑应如何监督其相关流程。



聚焦未来董事会治理模式

无论是SEC还是基金公司董事会、管理层都在积极寻求改进董事会汇报的方式。重新评估董事会角色和职责，包括董事会在估值流程中的监督角色及授权模式，因此未来的治理模式会朝着更好的方向发展。针对这一点，基金公司董事会需关注的重点领域包括：

- 重新衡量董事会及其下属委员分配在监督估值流程上的时间；
- 考虑估值流程中潜在的利益冲突问题；
- 评估新技术对估值的影响，包括内控措施，利益冲突及其他风险的变化。

除了查阅估值报告之外，董事会还有其它方法加强其对于估值流程的监督，例如提前判断相关董事需要参与的情况，以及鼓励针对估值事件开展及时、透明的沟通。与上一年的调查结果相似，45%的调查参与者指出其估值政策中明确规定了一些估值事件要求汇报给一些并不感兴趣的董事成员。这些事件包括：

- 发生关市或停市等紧急事件，或突发性的国家、行业或发行方事件时（29%的调查参与者指出）。
- 对于特定持股的估值超出预设范围而触发时（62%的调查参与者指出）。
- 当定价委员会无法达成共识时（14%的调查参与指出）。

另一个有助于估值监督的方法是不仅仅把讨论局限于定期的董事会中，而是不定期地举行会议专门讨论估值相关的事项。调查结果显示22%的董事会今年针对估值问题召开了临时会议。召开临时会议的主要原因包括固定收益类产品的定价、利率违规、海外投资触发事件、估值机构的重大疏忽等。其中28%的临时会议由全体董事会成员亲自出席或通过电话会议的形式进行。

随着SEC继续进行董事会外联计划并重新考虑董事会的角色定位和职责划分，董事会和管理层应继续共同评估风险并提高董事会的汇报效率。就加强董事会监督模式方面，例如针对市场定价的不确定性，可提前判断需要相关董事参与讨论的时间和频率，以及鼓励针对估值事件设立及时、透明的沟通机制。



新规的影响

随着公募基金新规的全面实施，估值流程中可能会遇到几方面的压力。首先，在新规下，外部各方将能够在投资管理人之间以及基金产品之间进行估值比较。投资管理人应该具有风险预警能力，提前演练估值质疑询问中可能面临的问题。基金公司也需要密切关注任何与估值相关的新规指引。



行业挑战

公募基金行业的估值受到许多前所未有的关注和质疑，相关各方都应该密切关注估值环境的变化。收入增长压力、费率下降、利润率萎缩、人才保留、技术革新和干扰、成本上升、预期收益下滑以及向被动投资转移带来的管理费影响等诸多挑战重重叠加都给投资管理行业带来了新的压力。⁴

因此，投资管理人、董事会和投资者都更需要密切关注对于管理偏差和利益冲突的控制。投资估值对绩效机制和资产净值计算以及在此基础之上的薪酬指标和财务指标的重大影响也充分证明了控制估值相关风险是至关重要的。

与以往一样，我们已开始期待着下一年的调查结果，期待着与您分享探索新世界旅程中的新发现。

讨论

德勤第十六届公允价值估值调查汇总了**93**家公募基金管理公司的观点。调查参与者的总样本代表了包括各种规模、资产类别和位于不同地理区域的公募基金管理公司及其产品组合。调查于**2018**年**7**月至**8**月期间进行。

与我们联络

德勤全球联络人

Patrick Henry
Vice Chairman
US Investment Management Practice Leader
Deloitte & Touche LLP
+1 212 436 4853
phenry@deloitte.com

Paul Kraft
Partner
US Mutual Fund and Investment Adviser
Practice Leader
Deloitte & Touche LLP
+1 617 437 2175
pkraft@deloitte.com

Rajan Chari
Partner
Deloitte & Touche LLP
+1 312 486 4845
rchari@deloitte.com

Jay Monson
Partner
Deloitte & Touche LLP
+1 949 678 9142
jmonson@deloitte.com

Tom Wines
Senior Manager
Deloitte & Touche LLP
+1 617 922 5832
twines@deloitte.com

德勤中国联络人

秦谊
德勤亚太区投资管理行业领导合伙人
上海
+86 21 6141 1998
jqin@deloitte.com.cn

汪芳
德勤中国金融服务业
审计合伙人
上海
+86 21 6141 2431
lilyfwang@deloitte.com.cn

洪锐明
德勤中国金融服务业
审计合伙人
广州
+86 20 2831 1202
rhong@deloitte.com.cn

毛嘉丽
德勤中国金融服务业
审计高级经理
北京
+86 10 8512 5358
jlmao@deloitte.com.cn

尾注

1. 美国证券交易委员会，投资公司流动性风险管理规则，17CFR第210,270,274号，第33-10233号。<https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>
2. Dalia Blass, “主题演讲” (ICI 2018年公募基金和投资管理会议，2018年3月19日)。
3. “现代化基金董事的责任”，独立董事委员会致Dalia Blass的信，2017年10月16日。<https://www.idc.org/pdf/30912a.pdf>
4. “投资促进增长，2018年绩效情报”，Casey Quirk和McLagan，2018年7月。

本刊物中所含内容乃一般性信息，德勤并非透过本刊物向读者提供会计、商务、财务、投资、法律、税务或其它类别的专业意见或服务。本刊物既不构成该等专业意见或服务的替代品，也不应作为可能对读者业务造成影响的任何决策或行动的基础。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合格的专业顾问。

德勤不对任何方因使用本刊物而导致的任何损失承担责任

Deloitte.

关于德勤

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司（即根据英国法律组成的私人担保有限公司，以下称“德勤有限公司”），以及其成员所网络和它们的关联机构。德勤有限公司与其每一家成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司（又称“德勤全球”）并不向客户提供服务。在美国，德勤泛指一家或多家德勤有限公司美国成员所，及其使用德勤品牌在美国开展经营活动的关联机构以及它们各自的附属机构。按照公共会计行业的相关法律法规，某些服务并未向鉴证客户提供。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 以了解更多有关德勤有限公司及其成员所的详情。

©2018 Deloitte Development LLC 版权所有。保留所有权利。