



DBS
PRIVATE BANK

家族辦公室熱潮

東西方差異對比



撰寫：

The
Economist

INTELLIGENCE
UNIT

序言

財富匯聚之處，便是家族辦公室立足之地。家族辦公室歷來集中在西方，但隨著亞洲近年崛起，成為全球經濟動力焦點，家族辦公室亦開始在亞洲興起。在這種背景下，作為國際金融中心及通往亞洲機遇之門的新加坡，便具備充足條件成為家族辦公室的集中地。新加坡金融管理局的數據顯示，在 2017 年至 2019 年期間，新加坡家族辦公室的數目增長達 5 倍。

數字急速增長源於亞洲地區的財富狀況日益成熟，引發各方對家族辦公室服務（如繼任及遺產規劃）的更多關注、討論及需求。與經歷多個世代的西方家族辦公室相比，亞洲家族辦公室較為年輕，大多數仍處於第一代或第二代，並主要依靠家族企業創造財富。隨著家族掌舵人步向暮年，我們預期在未來 10 至 15 年間，將出現大量代際財富轉移。

要數推動家族辦公空間發展的大趨勢，不得不提肆虐全球的新冠肺炎。在短短幾個月內，疫情剎停了全球運作，也擾亂了我們熟悉的生活節奏——金融市場、社區，以至大大小小的企業均受不同程度影響，家族辦公室也不能倖免。

儘管西方及亞洲家族對新冠疫情的應對方式不盡相同，我們仍可觀察到某些共同之處，當中包括由疫情引發的普遍脆弱感，促使許多家族開始深入研究財富保障及保存、遺產規劃、家族治理等根本性問題。雖然這些事情以前可能都不是大家最關心的問題，但這些問題相當重要，尤其當今民粹主義情緒及政策（例如美國聯儲局的「永恆量化寬鬆」）正不斷升溫，反映全球將進一步收緊監管制度，並有可能徵收更高的財富稅及遺產稅。在過去幾個月，我們鼓勵更多客戶參與相關議題，協助他們為未來制定更穩定及長遠的計劃。

全球的疫情也促使各個家族重新思考其在社會的角色。有些客戶向我們表示希望在這段艱難時期協助祖國的不同社區；其他客戶則表示有興趣透過公益創投、資助基金、指導社會企業及建立慈善信託等方式回饋社會。我們期望新冠疫情能令家族更注重經營慈善事業，並讓具備更強社會意識的下一代在家族企業中發揮更大作用。

新冠疫情是歷史上不幸的一章，但它也有正面作用，讓西方及亞洲的家族汲取多個重要的教訓。星展私人銀行 (DBS Private Bank) 作為深受這些家族信賴的顧問，希望能夠和他們建立密切的夥伴關係，一同經歷財富之旅的每個階段，幫助他們一邊汲取這些教訓，一邊創造財富、建立成就，從中享受更充實的生活。

我們很高興能夠為經濟學人智庫 (The EIU/The Economist Intelligence Unit) 這項研究提供支援。是項研究深入探討東方及西方家族之間的細微差異，包括兩者的異同、背後的關鍵因素，以及身處現今瞬息萬變的世界之中他們所關注的事項、優次事項及對未來的展望，希望能夠為您提供深入的分析。



林森成
集團主管
零售銀行及財富管理
星展銀行

有關本報告

《家族辦公室熱潮：東西方差異對比》由星展私人銀行委託經濟學人智庫撰寫。

家族辦公室指專為超高淨值資產人士 (UHNWI) 提供個人投資服務的公司，在全球金融市場中的影響力日漸增強。管理顧問安永 (EY) 的調查數據顯示，自 2008 年以來，家族辦公室的數量增加了 10 倍，目前已達到約 10,000 間。

隨着全球億萬富翁人數持續增加，與他們相關的家族辦公室數目、資產及影響力也隨之增加。家族辦公室源自西方富有的英美商人，但過去連續 5 年，卻由亞洲榮膺全球最富裕地區。

本報告以東方（泛指亞洲地區）及西方（歐洲及北美）的家族辦公室為研究對象，對比各自的運作模式，並探討文化、家族及財富創造在其結構和管理方面所擔當的角色。

這項研究建基於廣泛的案例研究，以及以家族辦公室擁有者、經理及顧問作為對象的訪談。我們感謝以下受訪者撥冗參與：

香港 RS 集團主席陳恩怡

新加坡 Withers KhattarWong 私人客戶法律顧問團隊合夥人 Stacy Choong

美國 UHY Advisors 執行董事 Joseph Falanga

英國 Sandaire 行政總裁 James Fleming

中國清華大學全球家族企業研究中心主任及清華大學五道口金融學院戰略合作與發展辦公室主任高皓

美國 Family Wealth Consulting 持有人 James Grubman

泰國 Minor Holdings 投資副總裁 Chompan Kulnides

英國 Stonehage Fleming 集團行政總裁 Chris Merry

杜拜 Ritossa Family Office 主席 Professor Sir Anthony Ritossa 爵士

美國 Tamarind Partners 創辦人 Kirby Rosplock

中國博澤家族辦公室創辦人于洪儒教授

此報告由 Dewi John 撰寫，並由 Georgia McCafferty 和 Jason Wincuinias 編輯。

摘要

本報告的研究重點是東方家族辦公室與西方家族辦公室之間的差異。儘管許多受訪者強調，每個家族辦公室正如其所代表的家族般獨一無二，但有兩個影響行事方式的普遍因素尤其突出——家族文化背景及財富成熟程度，意指累積的財富源自「祖傳財產」還是近年創業。

在家族辦公室的世界中，基本情況是歐洲地區的財富通常較舊，而且是繼承的財產；亞洲地區的財富則通常屬於新的創業類別，中國的情況尤其如此。在 20 世紀的共產主義及文化革命後，中國的家族私有財富經歷了重整。許多與中國高淨值資產人士 (HNWI) 相關的研究指出，當今中國大約 95% 億萬富翁都是白手興家，並在過去短短二三十年間獲得財富。

不論家族辦公室的方針為何，其首要議題始終是接班計劃。但這項計劃在不同的家族辦公室還是有差異的。在未來 10 年，西方國家大量的財富將會承傳自上一代，僅北美地區便達 8.8 萬億美元；而東方在同時期的數額估計不及 2 萬億美元。但由於東方富裕人士平均年齡較輕，財富轉移量可能會迅速增長，並在短時間內成為改變行業趨勢的驅動力。

由於西方家族辦公室的正式法律結構已有悠久歷史，管理繼承的程序已經發展成熟。儘管這本質上是一個頗複雜的過程，西方的文化規範（尤其是直接溝通）還是傾向採用直接法律或契約方案。相比之下，許多東方的家族辦公室現在才開始他們的第一次財富轉移，這本身就令人望而生畏，加上繼承程序不一定要公開解決，更令人卻步。不過，由於北美及歐洲的顧問可能無法充分考慮東方的文化規範，過分依賴他們或會使令事情更加複雜。總括而言，在定義東西家族辦公室的差異方面，「新錢」與「祖傳財產」的區別起了很重要的作用。

文化和財富結構也會影響一家之主在投資決策方面委託他人進行的多寡程度。在西方，家族辦公室通常會聘用具有酌情處理權的非家族投資專業人員；在東方也可以看到同樣的情況，但投資決定權是屬於家族的，特別是那些透過近年創業活動累積財富的家族。

過去 10 年，投資者對私募股權及債務的熱情有所提高，東方及西方家族辦公室均紛紛相繼效尤，雖然情況不太一樣。儘管大家都重視私有資產的高回報特徵，但西方家族辦公室似乎將重點放在資產類別上，以實現多元化投資組合；東方辦公室則尋求家族企業內部的協同效應，因此，東方投資者對國內或地區市場的偏好較為普遍，他們對熟悉板塊或地區進行早期投資的意願亦有所增強。東方的家族辦公室往往具有增長導向的特徵。

在西方，慈善和投資目標往往互相交織，環境、社會及治理 (ESG) 策略的興起不僅鞏固了這種趨勢，更影響近年的投資活動。相反，東方的家族辦公室傾向將慈善事業與投資分得更開。我們的受訪者表示，東方的家族辦公室的投資活動相對之下較為謹慎，不太會展現他們所做的慈善工作。

全球疫情對這些趨勢或差異會產生多大影響，仍然有待觀察。由於富裕人士普遍享有更優質的醫療保健服務，並擁有更強的自我隔離能力及遙距工作能力，因此新冠疫情對家族辦公室結構的影響基本上可以忽略不計，但疫情仍有助大眾加深認識諸如 ESG 投資等長期議題。

簡介：全球財富的結構性轉移

由於定義不同，儘管很難就家族辦公室說出一個確切數目，但家族辦公室近年發展的確十分蓬勃，全球總數現已超過 10,000 間。¹ 美國家族辦公室的研究人員及顧問 Kirby Rosplock 表示：「全球每 10 間家族辦公室中，有 4 間於過去 10 年間成立，反映新創企業的数量非常驚人。」

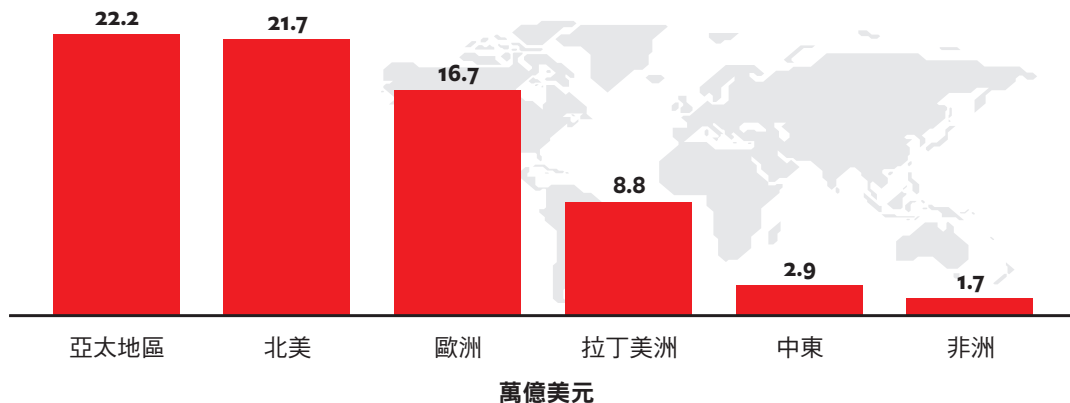
管理顧問公司 Wealth-X 數據顯示，儘管全球億萬富翁人數在 2018 年下降了 5.4% 至 2,604 人，但這僅是自 2008 年金融危機以來第二次的年度下跌，而億萬富翁的人數及其財富仍遠高於前兩年。² Wealth-X 《2020 年富裕人口普查》顯示，億萬富翁人數出現反彈，其總持倉量在 2019 年激增超過 10%，達到 9.4 萬億美元（億萬富翁人數躍升的最大百分比來自亞洲），而且陸續增長的不僅是億萬富翁階層。

管理顧問公司 Capgemini 《世界財富報告》指出，高淨值資產人士（資產總值超過 5,000 萬美元）的數目也有增長：北美 10.9%，歐洲 8.7%，亞太地區 7.6%。Capgemini 表示：「全球高淨值資產人士的數量及財富在 2019 年各增長近 9%」。³ 他們持有的資產總值達 74 萬億美元（見圖 1）。根據同一份報告，亞洲地區更連續第五年成為全球最富裕地區。

儘管許多亞洲經濟體系的國內生產總值 (GDP) 迅速增長，加上中國正加速成為世界第二大經濟體系（按購買力平價計算為第一經濟體），但美國仍是億萬富翁及家族辦公室的集中地。美國地區的億萬富翁人口佔全球數字的 27%，其總財富佔全球的 35%。Wealth-X 的調查數據顯示，儘管中國地區的億萬富翁人數減少了 16%，但當地 285 位富翁的總財富

圖 1：高資產淨值人士* 的 74 萬億美元

以地區計算高資產淨值人士持有的總資產（萬億美元）



資料來源：Capgemini (* 資產超過 5,000 萬美元)

¹《亞洲家族辦公室：代際規劃的關鍵》，EY，2019 年。

²《2020 年富裕人口普查》，Wealth-X。

³《世界財富報告》，Capgemini，2020 年。



「全球 10 間家族辦公室中，有
4 間於過去 10 年間成立。」

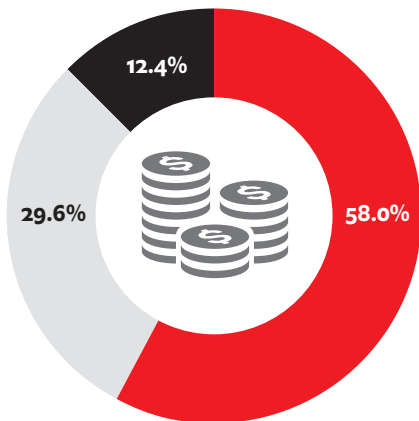
Tamarind Partners 創辦人 Kirby Rosplock

佔全球億萬富翁總財富的 12%，遠高於位列第三的德國。

亞洲家族財富的增長完全取決於其業務增長速度。超過 70% 的中國及印度家族企業表示，他們預計將於 2019 年實現雙位數字增長。⁴ 中國地區的增長數字尤其引人注目，因為當地的財富成功累積了極大量財富。大眾對西方財富源自祖傳的認知面臨挑戰，在亞洲地區，白手興家的新晉億萬富翁比例更高，以中國（億萬富翁居住第二多的國家，僅次於美國）為例，這類型的億萬富翁經已多達 95%。⁵

圖 2：創造、增長或繼承

億萬富翁的財富來源



- 白手興家
- 傳承／白手興家
- 傳承

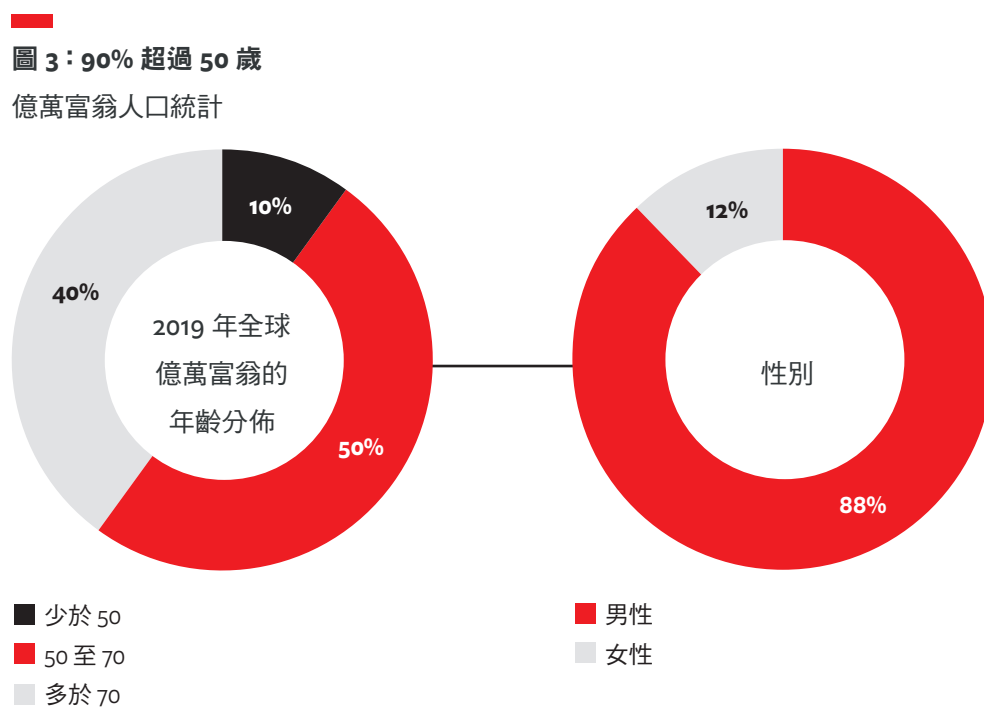
《2020 年富裕人口普查》，Wealth-X

研究顯示，全球白手興家的億萬富翁所佔比例將會長期增長，特別是科技億萬富翁，他們的平均淨資產接近 60 億美元，而且全球 10 大富豪中有 5 人在科技領域創造了大部分財富。雖然這個數字遠高於其他行業，但它被頂端的一小部分人嚴重扭曲了，例如亞馬遜創始人 Jeff Bezos，他在 2019 年的淨資產估計為 1,240 億美元。⁶ 隨着跨國科技集團阿里巴巴聯合創始人馬雲等億萬富翁崛起，這種傾向科技的長期趨勢在亞洲也很明顯。億萬富翁所擁有的高流動性、國際性及高增長性，無疑將會對相關家族辦公室的投資策略產生影響，例如當 Jeff Bezos 將自己的財富投資於太空探索時，其前妻（離婚後以個人身份成為億萬富翁）則專注於慈善事業。由於女性比男性更有可能將慈善事業作為喜好及發展方向，這種劃分在億萬富翁性別分佈中重複出現。因此，除了以東西方劃分家族辦公室外，當中還存在明顯的性別差異。

⁴《亞洲家族辦公室：代際規劃的關鍵》，EY，2019。

⁵《2019 年富裕人口普查》，Wealth-X。

⁶《2019 年富裕人口普查》，Wealth-X。



資料來源：《2020 年富裕人口普查》，Wealth-X



資料來源：《2019 年富裕人口普查》，Wealth-X

文化如何建構家族辦公室的任務

許多因素共同決定了每個家族辦公室的結構和運作模式。一項研究將這種結構與婚姻（或多段婚姻）的成功進行了比較：「長期配偶不會只有一段婚姻，他們有許多段婚姻依序互相糾纏。」⁷

與婚姻關係一樣，家族及其辦公室需要了解彼此不斷改變的觀念及設想，才能達成目標。文化在建立設想方面發揮作用，而文化差異則是改變的核心。雖然如此，文化的重要性並不代表它獲得充分理解，或獲納入方程式。

Rosplock 女士解釋：「亞洲地區仍然存在重男輕女的家庭觀念，對老一輩家庭成員尤為敬重。相反，西方文化存在較民主的思想，或會令家族（成員）在家族辦公室中提出質疑或測試它的設想，不過這種行為並不一定受歡迎，有可能導致衝突，甚至訴訟。」


泰國 Minor Holdings 投資副總裁 Chompan Kulnide 表示：「一家之主認為有需要設立一個獨立辦公室來處理家族事務及投資。」她解釋：「隨着資產增長，有必要將所有事物整合，並委託銀行、會計師等專業人士共同處理。」建立家族辦公室是將家族及商業利益分開處理的一個方法，有時更可以協助一家之主確保其個人理念或願望得以嚴格遵循。Chompan 女士補充：「家族辦公室與企業之間存在交叉點，但是權力與利益之間有明確的分隔，彼此不會重疊。」

從事家族辦公室工作的北京學者高皓表示：「儒家文化塑造了大眾對財富繼承的態度，並在（他們的）設計中佔一席位。」他指出，尤其對於第一代的財富創造者而言，財富繼承與家族傳承息息相關。不過，由於家族傳承相對顯著，有機會導致家族成員不願出售企業，影響家族辦公室的運作。

居於美國的家族財富顧問 James Grubman 不僅將東方與西方家族進行了對比，更訂立出一套「三種文化」模型：突出「榮譽」、「和諧」、「個人主義」等家庭結構，以區分家族辦公室各類型運作模式。

- **個人主義者**：（北歐、北美）：價值包括精英領導、責任心，以及透過努力工作取得個人成功，以直接、肯定及明確的方式溝通。
- **和諧**（北亞、南亞及東南亞）：強調對權威及家族的尊重，重視和諧，避免衝突，嶄新意念以其對社區和家族的影響為衡量基準。年輕人必須由獨立及強大的領袖指派角色。交流以維持關係為導向，用詞謹慎且模稜兩可。
- **榮譽**：（南歐及東歐、南美、北亞、中東及印度）：家族是社交及經濟生活的焦點，家族企業文化以當權者為中心，交流風格介乎個人主義與和諧模式之間。

⁷James Grubman, Dennis T Jaffe, 《從發展的角度看彈性的單一家族辦公室》，全球法律與商業，2018年6月。<http://www.jamesgrubman.com/sites/default/files/The%20Resilient%20Single%20Family%20Office%20-%20A%20Developmental%20Perspective%20-%20GrubmanJaffe%20Int%20Fam%20Off%20Journal%20June%202018.pdf>

A photograph of two women in a professional office environment. The woman on the left, with short dark hair and wearing a white top, is leaning over and pointing at a laptop screen. The woman on the right, with long brown hair and also wearing a white top, is seated at the desk and looking at the laptop. The background shows a blurred office space with a computer monitor and a chair.

「家族辦公室與企業之間
存在交叉點，但是權力
與利益之間的分隔是
明確的。」

*Minor Holdings 投資副總裁
Chompan Kulnides*

Grubman 先生表示：「當中的問題錯綜複雜。與簡單的東西方模型相比，『三種文化』模型解釋了很多有關監管及財富轉移的問題。」根據這種觀點，世代之間或家族分支之間的觀點差異經常反映出文化衝突，而非性格差異。瞭解衝突根源，有助解決衝突。

家族辦公室必須為文化衝突做好準備，將影響減至最少。對於亞洲及拉丁美洲家族，Grubman 先生表示：「他們的家族企業建立於複雜且不透明的交叉持股基礎上，就企業本質而言，要遵循披露有益持股模式的想法是有問題的。」

因此，當西方的家族辦公室在把透明性視作文化規範的司法管轄區中發展業務，為了保護知識產權、業務關係及投資策略，東方的家族辦公室或會面臨更大挑戰，因為不透明操作可被視為日常營運的一種特徵而非缺陷。

不論地方或文化如何，將同一個方法到處應用，將會引起問題。Grubman 先生及新加坡律師事務所 Withers KhattarWong 合夥人 Stacy Choong 都舉了一些例子，說明西方財富顧問所採取的直接及技術性操作，有可能忽略了不同文化之間的細微差別，導致稍遜一籌的結果。Choong 女士解釋：「你所需要的顧問，不僅要瞭解法律問題，更必須以一種能夠幫助家族團結的方式來理解他們的文化，因為並非所有事情都應依照法律強硬執行。」

Choong 女士指出，新加坡尤其能體現出這種差異，因為當地明顯融合了東西方各自的規範。

Grubman 先生補充：「這是新加坡的優勢之一。」他表示，新加坡結合了某些個人主義傳統，例如提倡分析及直接交流，同時也保留著傳統亞洲地區的處事方式。他舉例：「在新加坡與香港工作時，你必須善於處理跨文化及跨轄區的問題。」

隨着財富變得更國際化，家族越趨分散至全球各地，家族辦公室將須更熟練地處理金融機構與地區之間的文化差異及複雜性。

繼承：管理財富轉移有時是要把不能說出的事情說出來

繼承財富是富裕家族及其辦公室的當務之急。根據 Wealth-X 的數據，到 2030 年，淨資產達 500 萬美元或以上的家族將涉及高達 15.4 萬億美元的資金轉移，當中包括企業、財產及其他資產所有權的轉移，以及家族面對的廣泛財務問題，例如慈善基金會及藝術品收藏等。⁸

這個過程中亦常見步驟失誤：富裕家族的財富，被第二代失去的佔 70%；被第三代失去的更佔 90%。因此，家族辦公室需要在多個範疇具備相當技能，才能在管理財富轉移時避免失誤。不過，提倡家族辦公室的家族財富聯盟（Family Wealth Alliance）指出，人才短缺是一個嚴重的問題。⁹ Choong 女士解釋：「我們看到許多高級私人銀行家獲邀加入家族辦公室。」

解決人才短缺問題的另一種方法，是依靠家族本身。位於英國的多家族辦公室 Sandaire 首席執行官 James Fleming 說：「家族通常會希望教育下一代——讓年青的下一代參與家族慈善基金會的工作、為他們提供指導及找尋職位。」

Stonehage Fleming 首席執行官 Chris Merry 指出，在中國，這種方法可能有所不同。他解釋，中國市場更注重產品，家族負責人會提出問

題：「你為甚麼要付錢聘請專人替你處理繼承事宜？」他說，結果因為銀行會提供將建議連接至更多實際產品的服務而最終贏得業務。

接班人計劃是促使前中國製藥企業家于洪儒創立單一家族辦公室 BOZE 的關鍵因素之一。他說：「中國市場有很多公開發行及私募的投資產品，還有許多資產管理公司及保險公司。雖然如此，為家族辦公室尋找合適人才仍然是一大挑戰。」

高先生說：「一孩政策使情況變得更嚴峻，因為繼承的選擇越來越少。」


目前，財富轉移是東西方家族辦公室之間的顯著區別之一。鑑於北美地區的財富規模龐大，而且戶主的平均年齡更高，因此，迄今為止最大量的財富轉移預計會在未來 10 年內於北美家族之間發生。接下來 10 年，北美地區很可能佔全球轉移財富一半以上（8.8 萬億美元），同期歐洲地區的轉移金額將達到全球總財富的五分之一（3.2 萬億美元）。¹⁰

Rosplock 女士說：「這是下一代如何看待資產部署的巨大推動力，這將會影響家族，因為他們要考慮受益人的準備情況，包括是否已預備好成為利益擁有人及是否需要更好的財富教育。」她將後者描述為「使家族辦公室的行政

⁸ 《代際轉移：2019 年家族財富轉移報告》，Wealth-X，2019 年 6 月 29 日。

⁹ 《2018 年家族財富行業狀況》，The Family Wealth Alliance，2018 年 12 月 13 日。 <https://www.globenewswire.com/news-release/2018/12/13/1666871/0/en/State-of-the-Family-Wealth-Industry-Report-Released.html>

¹⁰ 《代際轉移：2019 年家族財富轉移報告》，Wealth-X，2019 年 6 月 29 日。

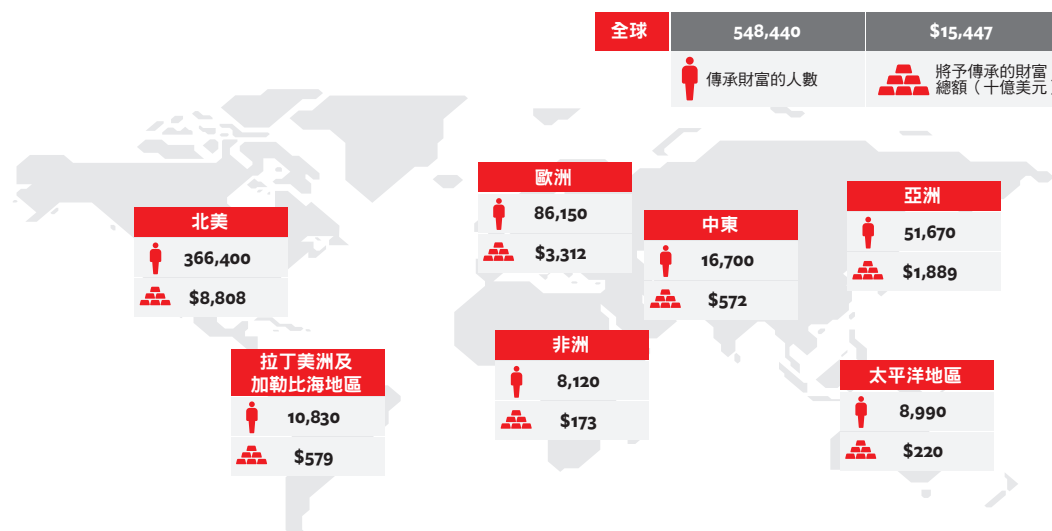


「儒家文化塑造了大眾對
財富繼承的態度。」

中國清華大學全球家族企業研究中心主任
高皓

圖 5：從嬰兒潮到繼承熱潮

未來 10 年內按地區區分的全球財富轉移數量



資料來源：Wealth-X

人員徹夜難眠的熱門話題之一。

許多家族辦公室，特別是為多個家族服務的家族辦公室，因為財富教育的需求而創立以企業家精神、慈善事業及投資方式等要素為重點的理財教育計劃，還會組織研討會，旨在協助家族建立共識，以及為後代提供所需的金融教育。

年輕的財富

東西方在財富繼承方面的重大區別，源於族群原因大於文化因素，財富的年齡扮演著更重要的角色。大部分東方的億萬富翁來自中國，而中國的億萬富翁較西方的年輕得多，前者平

均年齡 56 歲，當中超過 20% 不到 50 歲，而全球的這個比例只有 10%。¹¹ 印度的人口特徵與中國頗相似，當地億萬富翁的平均年齡為 63 歲。¹² 同樣地，總資產超過 3,000 萬美元的高資產淨值人士的平均年齡為 59 歲。¹³ 較早期的人生階段可以為家族於「財富之旅」中所處的位置、相關家族辦公室的運作方式及未來計劃帶來深遠影響。

東方的財富相對年輕，反映仍有時間可以進行接班人計劃。但是，正如經濟學人智庫報告所強調，將接班人計劃正式化會是一大挑戰。《財富規劃》研究亞洲家族企業（其中許多屬

¹¹ 《2019 年富裕人口普查》，Wealth-X。

¹² 《2020 年全球富豪榜》，福布斯，於 2020 年 8 月 16 日檢閱。

¹³ 《2019 年家族財富轉移報告》，Wealth-X。

圖 6：東方青年

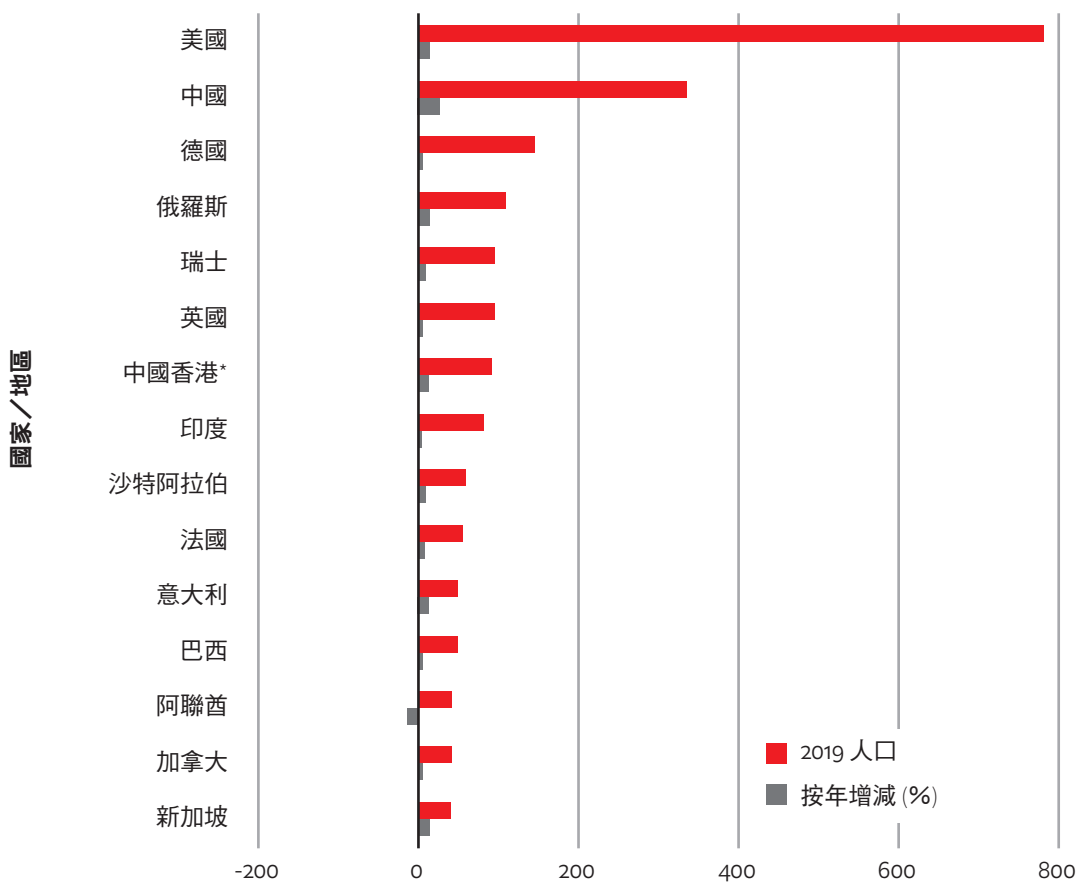
按指定國籍區分的億萬富翁平均年齡

	全部	美國	中國	印度
平均年齡	65.7	68.5	56.2	63
50歲以下的比例 (%)	10.4	8.4	22.2	11.9

資料來源：Wealth-X；福布斯《2020年全球富豪榜》

圖 7：另一個中國增長指標

按排名前 15 位城市或地區的億萬富翁人數及同比變化



資料來源：Wealth-X

於高淨值類別) 模式，發現大多數企業擁有者宣稱已訂立接班人計劃，但是相關專家更有可能表示「計劃在很大程度上是一種概念上的工作，因為傳統及文化在實施時佔更大比重，在舊式培育接班人方法與新一代採用的現代計劃之間，展示了特別的代際挑戰。」¹⁴

在未來 10 年內，亞洲有近 2 萬億美元準備跨代轉移，而全球總額則超過 15 萬億美元。¹⁵ 這是一個很重要的問題，儘管家族辦公室旨在解決繼承問題，但並非總是優先考慮此任務。Rosplock 女士解釋，東方的家族辦公室似乎不太重視結構。她說：「因為第一代財富創造者仍在累積財富。」

在這一點上，族群與文化並肩而存，Merry 先生補充：「亞洲家族辦公室才剛剛開始考慮接班的挑戰。」

東方的架構轉型

Choong 女士說：「最近 5、6 年來，亞洲財富轉移的相關管理有所增加。」亞洲財富的規模與複雜性不斷增長，從而增加了管理轉移所需技能的複雜性。

由於繼承方面的決策並非單由財富制定，事

情因此變得更加複雜。于先生解釋：「繼承有兩種類型：一種是精神上的（家族的價值觀與信念），另一種是物質上的，而精神承傳比物質承傳更為重要。但是，如果沒有物質基礎，精神承傳就是空談；如果沒有精神上的承傳，也很難確保物質上的承傳。這反映兩者相輔相成，缺一不可。」

目前，隨著全球流動的一代人出現，他們更注意對家族財富的法律申索，令事情更加複雜。因此，在東方，相關的最近親比上幾代人更有可能挑戰任何被認為不公平的事。


Choong 女士說：「社交媒體無疑提升了大眾更留意家族如何爭產，而且繼承人的抱怨更容易被廣泛聽到。」隨着家族對權利更加瞭解，加上繼承的複雜性，以及專業指導與諮詢變得普及，他們更願意花時間將事情辦妥。

「家族成員不願看到一家之主去世後，由於不清楚有甚麼會接續發生，彼此之間便開始出現競爭。」Merry 先生強調：「繼承財富必須事先達成協議。」

高先生說：「第一間私人中國家族企業在 40 年前才正式成立，這意味着我們在家族辦公室如何管理繼承方面剛到達觸發點。」

¹⁴ 《財富規劃：評估南亞與東南亞的家族企業為未來作準備的情況》，經濟學人智庫，2018 年

¹⁵ 《2019 年家族財富轉移報告》，Wealth-X。

A photograph of two women in professional attire. The woman on the left is wearing a white blouse with a ruffled collar and black-rimmed glasses, smiling and looking towards the woman on the right. The woman on the right is wearing a dark blue top and is also smiling, looking back at the first woman. They appear to be in a modern office or meeting space with a blurred background.

「最近 5、6 年來，亞洲
財富轉移的相關管理
有所增加。」

Withers KhattarWong 私人客戶法律
顧問團隊合夥人 *Stacy Choong*

管轄權

最後，在資產及家族成員廣泛分散的世界中，家族辦公室的多轄區問題更頻繁出現。西方辦公室較東方辦公室更着重公平競爭，因為後者經常需要面對有關財產擁有權及非本籍繼承等複雜限制。¹⁶

Choong 女士表示：「例如，在新加坡等國家，只有公民才能繼承某些住宅房地產。因此，如果一個家族中不同國籍的繼承人擁有大量住宅房地產，那麼確保公平地分配繼承權就不是一件簡單的事。」

過去 10 年間，隨着各國政府將目光轉移至跨境資本流動及離岸財富持有，針對全球資產的披露及匯報要求有所增加。

FATCA、CRS、CDOT¹⁷ 及歐盟指令 DAC6¹⁸ 都旨在為政府或稅收制度就環球財富提供更大的透明度，儘管這些規例可能源自西方，但它們的成效及影響卻在東方具有重大影響力。Grubman 先生表示，這些規定主要是由個人主義驅動的法規，它們強調透明度與開放性。

這可能為東方地區中許多重視「榮譽」與「和諧」的家族帶來巨大壓力，他們建基於信任的家族結構，常常被西方視為不透明的做法。Grubman 先生補充：「這些家族被迫處理從未遇過的問題。」

¹⁶ 《亞洲家族辦公室：代際計劃的關鍵》，EY 及星展銀行聯合出版，2019 年

¹⁷ 公平正確信用交易法 (FACTA) 是對外國金融機構的財務報告具有合規性和監管意義的美國聯邦法。共同申報準則 (CRS) 是每年跨轄區財務資訊共享的經合組織理事會標準。Crown Dependencies and Overseas Territories International Tax Compliance Regulations (CDOT) 是基於公平正確信用交易法的英國制度，該制度要求英國王室附屬機構和海外領地 (CDOT) 中的金融機構每年向英國女王陛下稅務及海關總署 (HMRC) 主動申報在海外國家/地區持有財務報告賬戶的英國納稅人之相關信息。

¹⁸ DAC6 是 2018 年歐盟關於跨境稅收安排所發出的指令。https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/dac-6-council-directive-2018_en.pdf

誰是負責人？委託與諮詢

在家族辦公室中進行授權的程度因地區而異，儘管東西方的行事方式沒有簡單的分界，但還是出現了截然不同的運作模式。Fleming 先生表示，西方家族更願意就投資給予酌情決定權，尤其以季度報告為基礎。他補充：「在亞洲，很難得到酌情決定權，也很少家族會給予酌情決定權。」

高先生解釋，決定是由亞洲家族成員主導。他說：「雖然酌情決定權的水平沒有標準，但家族在投資決策上擁有最終決定權，尤其是大規模的直接投資。」

Chompan 女士強調一家之主的重要性。她解釋：「我幾乎每天都與家族負責人進行交流，因為我離他的辦公室很近。」關於辦公室結構，她指出：「我們沒有為外聘經理設立關鍵績效指標（KPI），因為我們與他們緊密合作，關鍵績效指標更大程度落在我身上。」相反，在西方，受聘的資金管理人員或須直接承擔責任。


陳氏家族辦公室提供了另一個例子。陳恩怡解釋：「在創立聯合家族辦公室時，有更廣泛的家族成員參與，其中大多數參與決策者是我們這一代——五兄弟姐妹。」她後來在香港創立了自己的家族辦公室團隊，稱為 RS 集團。她補充，進行決策的方式在不同的家族成員與基金會之間有所不同，部分成員負責戰略及資產分配，其他成員則可能將權力下放予外間的財富管理人及銀行家。

Choong 女士認同，在東方，由一個或多個家族成員作出投資決定相當普遍。「有些家族成員只負責研究，並向一家之主提供建議，再由一家之主作出最終的投資決定。」她補充，其他成員有時或會獲賦予一定程度的決定權，以進行管理。

關於東方的家族辦公室，Rosplock 女士觀察到：「年齡和財富階段很可能會影響家族成員在家族辦公室中的參與程度」。在高淨值資產家族中，有較多白手興家的一家之主，這情況在某程度上反映了他們積極主動的財富管理模式，以及東方地區常見的「交織」企業結構，這種結構使家族與其辦公室之間的關係更為緊密。

另一方面，Grubman 先生認為文化是最具影響力的因素。他說：「從家族的角度來看，其中一個關鍵的差異與信任有關。」屬於「榮譽」或「和諧」類別的家族，通常他們對龐大家族中的成員比非家族顧問有更大信心。他補充：「這很大程度上取決於負責管理的家族成員是否具有經驗及專業知識。」他們可能會優先考慮一家之主的指示，而非選擇相信現代資產管理技術。

西方的個人主義文化，或會令家族傾向相信外間的专业管理人員，儘管一些專家認為他們的區別更多是程度之分，而非兩極之分。



「大家族公平地參與聯合家族辦公室的創建。」

RS 集團主席陳恩怡

Ritossa 家族辦公室舉世聞名，因為它由意大利至中東承傳了足足 6 個世紀。Ritossa 家族辦公室主席 Sir Anthony Ritossa 爵士表示：「如果聘用一名家族成員經營投資，但該成員缺乏廣泛知識，可能無法善用外間顧問提供的研究工具，這種做法可能不合常理。因此，聘用外間專業人員，與家族決策者保持聯繫，可能更為實際。」此外，在以季度報告為標準的西方國家中，給予酌情管理權的管理方式較為普遍。在亞洲，因為家族給予的酌情決定權較少，導致財富管理企業需要更頻繁地向家族匯報。

Chompan 女士表示，自己基於酌情決權為家族辦公室進行日常投資，「我會根據寬鬆的指引作出決定，但是如果是從未涉及的投資範圍，或該項投資非常複雜，例如結構化產品，我會向老闆諮詢。」她補充：「我們正在嘗試組織每年一次的家族集會，並尋找機會定時向家族成員報告情況。」

家族的參與程度也塑造了大眾對東方與西方的認知。在西方，家族辦公室提供了各種各樣的角色分配，基本上代表了整個家族。相反，東方的家族辦公室通常是家族的固有成分。

Choong 女士說：「東方的家族辦公室通常負責培養下一代，讓他們最終能夠接管及經營家族企業。」就特定行業或市場驅動因素而言，此過程可以比財富管理更為縝密，他們往往非常集中於招募投資專家，以便將家族成員培訓為第二代企業家。

在西方，後代通常會接受正規的培訓計劃。Sandaire 行政總裁 Fleming 先生解釋：「我們有時會吸納年輕一代當見習生，以吸收工作經驗。教育——從財務管理到家族的發展過程——都非常重要。」東方對下一代進行培訓的趨勢也正在加速。2020 年 7 月，新加坡銀行與金融學院 (IBF) 與新加坡金融管理局 (MAS) 共同發布了有關培訓的準則，並借助公司治理原則，更準確定義家族辦公室所需的專業技能。

高先生表示，東方的企業與家族辦公室之間的緊密聯繫正在改變，「隨着這種模式的弊端越來越明顯，企業與家族辦公室將會越趨分離」。反而，家族與財富管理專業人士之間的合作日趨緊密，因為前者開始意識到，他們需要有才華及值得信賴的專業人士。他補充：「但這些家族保留策略控制，而且家族成員與家族辦公室積極及深入地進行互動，有別於其他地方出現的『繼承財產』。」

這種結構在博澤家族辦公室中很明顯，儘管于先生強調，外間專業人員必須就家族辦公室的所有職責作出長期承諾，並且必須「同意家族辦公室的理念及定位」。

于先生表示：「在中國文化中，只從外間聘請管理人才是行不通的，在這期間，單單依靠第二代人才還未足夠。因此，我們決定採用兩種方式的結合，我認為這種模式適合許多家族企業。」

投資趨勢

主要由新冠疫情引發的市場動盪在 2020 年初對亞洲市場造成影響，但是隨着病毒向西遷移，情況出現了變化。在撰寫本報告時，中國似乎最有能力擺脫是次危機，領先其他西方經濟體系。經濟學人智庫對 2020 年本地生產總值的預測顯示，中國可能是為數不多能夠在今年實現正增長的國家之一。

根據 Capgemini 的數據，在 2019 年全球財富中，有一萬億美元減幅來自亞太地區（包括當地高淨值資產人士的財富減少 5%）。研究發現「僅中國就佔了亞太地區的一半以上（53%），甚至更多，遠高於全球高淨值資產人士的

25% 財富損失水平」在全球，隨着現金再次成為王者，富豪的資產配置出現變化，迫使股票成為 2019 年第一季度被持有量最多的第二位資產類別（現金佔 28%、權益佔 26%）。¹⁹ 儘管這些數據未必可供直接量度家族辦公室持有的資產，但它反映了市場趨勢所造成的影響。

相比之下，Wealth-X 研究報告並未記錄到如此明顯的現金轉移。它指出，隨着個人或家族財富增加，資產分配存在顯着差異，公眾持股（股票）與整體財富一起上升，而流動資產的比例則有所下降。

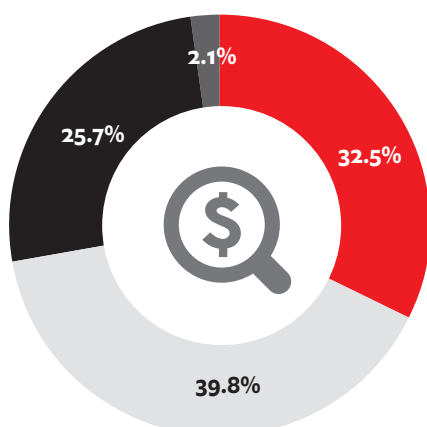
美國專業顧問公司 UHY Advisors 執行董事 Joseph Falanga 指出，直至最近，增長及科技主題的股票仍然非常受歡迎。他補充，儘管價值投資停滯不前，「但在新冠疫情下，這種投資是否依然存在仍尚待觀察」。Falanga 先生指出「家族辦公室也在收集現金以把握先機」。毫無疑問，鑑於 2020 年上半年的波動性，市場相信會有很多機會。

策略

Rosplock 認為，廣泛而言，任何地區的高淨值資產人士均傾向為其硬資產尋求較小波動。對於任何投資者或家族辦公室而言，平衡債券市場的穩定性及股票市場的回報收益屬普遍想法，因為每個人都希望獲得低風險、高收益的回報，但是富裕者則可以有效地運用各種技能、建議及資產來達成目標。

圖 8：財富資產分配

2019 年按級別區分億萬富翁的總財產



- 私人持股
- 公眾持股
- 流動資產（現金、收入及紅利）
- 房地產及奢侈品

資料來源：Wealth-X

¹⁹ 《2019 年世界財富報告》，Capgemini，2019 年 7 月 9 日。https://www.capgemini.com/gb-en/news/world-wealth-report-2019/

不論地區，家族辦公室通常都在典型的分工架構內運作。Merry 先生表示，儘管如此，此類策略將需要及早預先制訂，因為財富的目的驅動投資策略，而非相反。

「家族辦公室也在收集現金以掌握先機。」

美國 UHY Advisors 執行董事
Joseph Falanga

Fleming 先生的聯合家族辦公室 Sandaire 主要為西方家族提供服務。他表示，任何投資計劃都需要一系列目標。由於它們會受到市場走勢、投資期限等其他因素影響，因此差異可以很大。它可以是長線基金或個人投資，又或者以一定收益或資本增長水平為目標，而這些因素將影響特定的關鍵績效指標及決定資產的分配。

在新加坡，Choong 女士不相信有「典型的」投資策略。她指出：「每個我遇到的家族辦公室都採用不同策略，而那些都不是靜態的策略。」機會和速度決定一切，是因為家族辦公室需要「隨時準備把握投資時機，並作出大額投資」。這種敏捷度是與家族決策者直接溝通的結果，並且與西方的家族辦公室形成了有趣的對比，因為西方的家族辦公室更可能依賴結構化的資產分配框架，特別是由外間投資專業人員進行管理的情況。

Chompan 女士表示，她自己在泰國得到的經驗多元化且重要。她解釋：「我們不會限制資產配置比率，但會在股票、固定收益、對沖基金及其他投資工具方面進行多元化投資。」使核心資本的持有量與家族財務利益保持一致，並與「在市場上發揮很大作用的短期（股票）投資」結合。

陳女士說，RS 集團致力達到影響力投資目標及獲取理想回報，在上市股票、固定收益及私募股權等所有資產類別進行可持續投資。陳女士說，可持續投資只包括少量直接投資，因為「可持續投資涉及大量盡職及監督工作」。

於美國進行管理工作的 Rosplock 女士認為，投資架構更大程度取決於財富來源的類別，而非地理位置，而且這種界別偏見在東西方的情況將會相當一致。她表示：「一個非常集中於房地產業務的家族，通常會對房地產投資有持續的投資興趣，例如一個擁有許多葡萄園的釀酒家族，會通過生產葡萄酒與房地產之間的關聯來審視財富管理。」

相比歐洲或北美，政治風險在東方是一個更為普遍的驅動因素，在此類風險通常較高的新興市場中，家族辦公室的多元化戰略可能會增加本地市場以外的資產比例，以減輕政治動盪有機會帶來的任何金融風險。例如在泰國，自 1930 年代以來，當地政府發生了約 20 場政變，反映當地政治動盪相當嚴重，

但這並不代表西方可以獨善其身——正如 Merry 先生所指出，南非及拉丁美洲的家族辦公室也有類似的憂慮。

在東方及西方地區，以低風險尋求高回報的情況十分相似，不同之處在於家族如何定義風險的細節。東方的家族更有可能為了降低風險，選擇相同或相鄰行業中的資產，因為他們熟悉該市場並掌握最新趨勢，以及準備好把握投資機會——這種情況與以下現況聯繫一起：在東方，創立家族辦公室的成員仍然是主要的投資決策者。在非家族管理者更為普遍的西方國家中，為減輕投資組合風險，多數投資者會採用多元化投資策略，而非根據對行業的專業知識而制定投資組合以減低風險。在東方及西方，決定採用哪種方式，取決於家族對哪種方式較為放心。隨着東方國家相對年輕的財富不再由創始人掌控，而後代與其家族的傳統產業不再保持緊密關係，他們可能會選擇與西方國家更相似的資產分配結構，而且新興市場自身漸趨成熟也有可能影響資產配置的模式。

總結資產分配方式

- 隨着家族財富的增加及幾代人的總財富增長，資產配置通常會在公開上市股票中佔較大比例。
- 家族哲學的財富目標，是投資策略的關鍵驅動力。
- 一系列環境因素（所處的時間、增長目標等）決定了家族辦公室的關鍵績效指標，並確定資產分配的模式。
- 財富的來源（商業界別）對資產配置有重大影響。
- 政治風險是多地投資的推動因素。
- 與西方家族相比，東方家族更有可能緊貼原始收入來源，選擇投資相同或相鄰的行業資產。

繼承與創造

遺產的繼承的時期長短，也直接影響家族辦公室的投資策略。Rosplock 女士說：「一般來說，第三代家族辦公室獲得的授權，與最近的科技企業有所不同。」前者很可能把重心放在於財富繼承，而後者致力創造財富。

「對於第一代財富創造者來說，如何實現投資是最重要的。」

英國 Stonehage Fleming 集團行政總裁
Chris Merry

Merry 先生表示：「對於第一代財富創造者來說，如何實現投資至為重要。」他補充說，隨着時間流逝，財富的壽命變得越來越重要。

這可能會令亞洲投資者對獲得更高回報有所期望，因為他們有信心創造財富甚或有更大的風險胃納。同樣，財富的歷史年期及駐地是兩大關鍵因素：亞洲家族企業擁有大量私人財富，在公開市場的曝光率卻相對較低。舉例來說，中國的家族辦公室市場仍處於起步階段，因此更加着重創造財富。雖然新冠疫情會否對這段歷史產生影響仍尚待觀察，但由於中國是少數可能在 2020 年實現本地生產總值增長的國家之一，而且疫情仍持續對其他經濟體系造成負面影響，因此長久以來中國的資本流失（因為當地的富有人士尋求地域多元化）或會放緩，甚至逆轉。

私人資產

家族辦公室一直處於私人資產需求激增的最前端，這歸因於流動性溢價，以及隨之而來的高回報，導致利率多年來一直處於較低水平。²⁰

Falanga 先生表示：「許多境外家族（居住在原籍國以外的家族）在中介人參與度較低的私人股票市場中尋找機遇。」他還指出，房地產的普及是因為「它是大眾所認識的有形資產」。Ritossa 先生還注意到大眾「持續傾向」房地產投資。他說：「房地產投資仍然是最受家族辦公室歡迎的投資策略之一，因為它被認為是創造財富及保存財富的盤石。」

Falanga 先生察覺到，美國國內客戶更大程度傾向持有流動資產。他強調，不論地域，流動性都很重要。他說：「對於所有客戶而言，流動性仍然很重要，尤其是當前面對市場動盪的情況下，我們始終着重流動性。」

最近一項以 111 間家族辦公室為對象的調查發現，美國家族辦公室或會增加對私人資產的偏好。59% 受訪家族辦公室表示，如果他們在未來 6 個月內再增加一名投資人，該名投資專家將會專注於非流動性投資，而可投資資產總額中有 13% 屬於直接投資，98% 的受訪者期望在未來 3 到 5 年內保持或增加這項投資。²¹ 隨着美國聯儲降息並將資金注入當地金融體系，以抗衡由新冠疫情帶來的金融危機，投資者普遍受惠於這些利好因素。《華爾街日報》報導，在 2020 年第二季，私人股本支持的企業發行超過 310 億美元的垃圾債券。²² 這個破紀錄的數字反映，無論美聯儲於任何時候及任何方式購入垃圾債券，同樣會增加這

²⁰ 《代際轉移：2019 年家族財富轉移報告》，Wealth-X，2019 年 6 月 29 日。

²¹ 《平衡成本和複雜性：2019 年富達家族辦公室投資研究》，2019 年 4 月。

「集中私募股權的投資方式
確實有增長的趨勢。」

英國 Sandaire 行政總裁 James Fleming



些債券的資產吸引力。我們可以假設，涉及私人債務及股票的家族辦公室，將會根據這種發展制定計劃來跟隨。

杜拜家族辦公室主席 Ritossa 爵士表示，他的辦公室「正在探索直接投資的選擇而非私募股權，這使我們能夠利用投資組合的多元化，進行管理及獲取更高回報」。他宣稱，他在利雅得、蒙特卡羅及杜拜的會議上諮詢的「國際家族」也正朝著同樣的趨勢發展。

Fleming 先生說：「在英國及美國，集中在私募股權的投資方式確實有增長的趨勢。」他認為，此類資產特別適合擁有長期投資目標（通常長達 10 或 20 年）的家族，並且「很容易根據私人股權的到期日作出配合」。美國上市公司數量遞減（過去 15 年中減少近 50%），更增強他這種想法。²³

高先生表示，歷史較長久的企業通常擁有更強勁的現金流及較低增長，因此其相關的家族辦公室「傾向風險投資、私募股權、直接投資及新經濟中尋找更大的增長機會」，這種投資策劃還可以減低集中風險。而已經出售其業務的家族對金融資產的偏向更大，而持有新興科技業務的家族「打算在其他國家投資其他

資產類別，以降低組合風險，因為他們的業務風險很高，但回報也很大」。

在東方，私募股權曾是一種非常受歡迎的資產類別。高先生說：「因為它的增長強勁，而且企業家族的負責人深知這些資產將會帶來怎樣的增長機遇。」然而，在過去兩年，私募股權投資因為增長放緩而增加了風險。「大眾投資者加深對流動性及長期投資前景的認識，因此，更多資金轉移至流動資產。」

然而，儘管私人資產及直接投資在東方及西方同樣越來越受歡迎，但箇中原因卻不太相同。西方的家族辦公室除了希望增加回報外，通常會尋求多元化，而東方的家族辦公室則傾向尋找與家族業務配合的發展機會。

Merry 先生說：「東方投資者更有可能將主要資金投資於自己的企業，與此同時，他們亦會審視直接在其他企業投資的機會。」他補充說，在很大程度上，這是西方家族辦公室的起始模式。Chompan 女士也分享了她在泰國的經歷。她解釋，她的辦公室尋求「與我們有緊密往來的企業，他們通常位於泰國或東南亞其他地方。我們有一個完整的核心策略，而不僅僅單純為了增加回報。」

²² 〈美國聯儲回應新冠疫情助長私人股本飆升〉，《華爾街日報》，2020 年 8 月 12 日。

²³ 〈為何我們不應該擔心上市公司數量出現下降〉，Vijay Govindarajan、Shivaram Rajgopal、Anup Srivastava、Luminita Enache，《哈佛商業評論》，2020 年 8 月 27 日。

家族傾向

與西方國家相比，東方的家族辦公室傾向將界別分布及風險集中程度與家族的財富來源緊密結合。Chompan 女士說：「家族辦公室與企業之間會有交流合作，例如家族經常會為更適合企業的投資機會聯繫我們，我會繼而將投資計劃交給總投資主任。」

Choong 女士說：「儘管許多研究數據反映家族辦公室打算利用產業及地域投資，幫助分散家族企業的業務風險，但實際上他們似乎仍然傾向於投資更為熟悉的板塊。」這導致亞洲的家族辦公室將一大筆資金投放於國內及特定區域市場。

東方的家族在進行新投資時，傾向善用個人業務聯繫及關係，因此東方家族辦公室較西方家族辦公室對早期企業持更開放態度，特別是如果該企業負責人與家族有密切聯繫。正如 Rosplock 女士所強調，這種傾向與家族財富的歷史年期息息相關。她說：「由於中國在文化大革命以後才開始積累財富，因此中國的億萬富翁通常是首代財富創造者及企業家。」大眾普遍認為，財富的核心作用旨在創造更多獲取財富的機會，因此，典型的東方家族辦公室似乎更具企業家精神，而西方家族辦公室則採取疏遠及公開的投資方式。

「中國的億萬富翁通常是首代財富創造者及企業家。」

Tamarind Partners 創辦人 Kirby Rosplock

這種發展日益加深，因為情況似乎是希望接近亞洲地區投資機會的家族會聘請長駐亞洲的投資經理。Choong 女士注意到，考慮到新加坡作為擁有區域投資專業知識及機會的全球金融中心，將會推動新加坡進一步成為家族辦公室的中心樞紐。

高先生從擁有一個以上家族辦公室（一個在中國，另一個在海外）的中國家族之間，也察覺到這個趨勢。他說，以前香港是設立離岸公司的首選地點，其次是新加坡及美國。他指出，新加坡已取代香港的首選地位，因它擁有相似及舒適的文化，現在「被視為對華人家族來說較安全的投資地點」。

施受同悅：慈善事業的角色

慈善事業是全球億萬富翁的重點關注。根據 Wealth-X 的統計資料，總資產達 50 億美元以上的受訪者中的 65%，以及總資產介乎 1 至 50 億的受訪者中的 50%，都將捐贈視為最優先的工作。富有的美國人尤其如此，他們將非營利社會組織列為第三大耗時行業。²⁴ 在很大程度上，這種相聯性是一種財富效應：對慈善事業的關注隨資產總值而增加。

慈善事業也是家族將核心價值傳遞予下一代的重要途徑。Merry 先生說：「這不僅是意義上的財富，它還在財富的多個方面支持家族，包括金融、知識、文化及社會。我們的家族辦公室提供一整套服務，把家族與財富連接起來，而我們聯合家族辦公室的核心由第六代家族組成。」

此外，Merry 先生解釋：「普羅大眾的期望是人們會為自己的財富作合理交代，這想法與蓋茨基金會等慈善項目的設立不謀而合。」履行社會責任的投資策略，便是另一種證明方法。

ESG 表現出眾

進行對社會負責的投資，而不僅僅是捐錢，已成為富裕家族達成慈善目標的重要方式。環境、社會及管治（ESG）投資本身已成為一種受尊重的投資策略，同樣受到退休基金及主要資產管理者歡迎。環境、社會及管治投資不單成為主流，更在市場出現波幅時（例如由新冠疫情帶來的影響）中證明自己具備韌性。

以疫情為例，直至 2020 年 4 月上旬，追蹤全球市場表現的摩根士丹利國際資本指數（MSCI ACWI）迄今已下跌 16%，而 MSCI 世界 ESG 領先指數僅下跌 14.6%。Merry 先生表示：「在最近的（疫情）危機中，環境、社會及管治投資表現良好。當指數股份下跌時，大家都關注公司的表現。環境、社會及企業管治投資的表現證明，這種投資不是跟隨潮流，而是投資於優秀公司的另一種方式。」隨着家族希望將慈善事業與高效益的財富管理結合，環境、社會及管治投資便彰顯其價值。

世代轉移

在如何看待財富的目的方面，東方及西方在近年都出現了世代轉移。

Fleming 先生說：「有明顯趨勢證明，下一代希望產生有意義的影響——成為造福大眾的力量。」他表示，環境、社會及管治投資是千禧一代在各個家族辦公室中的首要任務。Merry 先生評論說，這種現象尤期在過去 2 至 4 年中出現。他說：「下一代想知道他們的金錢正在發揮甚麼作用。」

高先生指出，在中國，第一代高度參與傳統的慈善事業，並傾向將重心放在直接捐贈上。他補充：「下一代有不同的看法，他們希望採用對社會或環境產生長期影響的新模式。」

于先生認為，要幫助第二代人瞭解慈善事業的重要性，家族辦公室是不可或缺的。他說：

²⁴ 《代際轉移：2019 年家族財富轉移報告》，Wealth-X，2019 年 4 月 29 日。

「慈善事業是繼承的關鍵，這使他們（第二代人）明白財富可以傳遞愛及溫暖。我們在股票市場進行投資，並展開其他業務，使我們的企業能夠幫助更多的人。」

家族對環境、社會、管治投資的態度轉變，是這種投資在家族辦公室中發展的重要因素。與傳統慈善事業相比，環境、社會、管治投資往往更可以量化，諸如投資回報率（ROI）及任務回報率（ROM）之類的指標，都有助判斷投資帶來的實質影響。

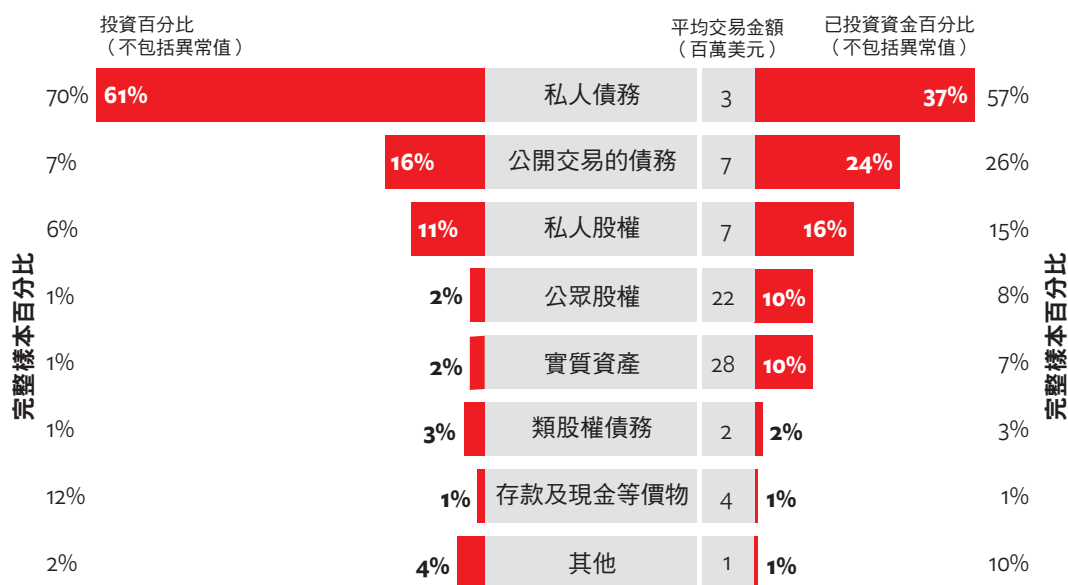
產生影響

在環境、社會、管治以外，另一種投資是影響力投資，它更注重可量化的社會成果，而不是簡單地排除負面影響。聯合國可持續發展目標（SDG）通常為投資影響設定目標框架。

Ritossa 爵士的家族企業在 600 年前開始從事橄欖貿易，其家族辦公室設在杜拜。他表示已經察覺到這種影響力投資的趨勢：「它遍及我們業務網絡中至少一半家族，這些家族在 10

圖 9：家族對私人債券的欲望

按資產類別進行影響力投資



註釋：「其他」類別包括擔保投資、另類投資、夾層融資、「新市場租稅抵減方案」及其他收益為本的融資。總計已撇除未在全球影響力投資網絡（GIIN）調查中反映的 2019 年投資活動「異常值」。

資料來源：全球影響力投資網絡 2019 年調查

年前自認作慈善家，現在又視自己為影響力投資者」。

Ritossa 爵士相信：「由於我們可以採用長期方法來管理資產，因此我們的限制變得更少，而選擇投資時可以更加靈活。這種思維方式對影響力投資十分有利。」

在全球，家族辦公室以從影響力投資中獲取直接及個人利益見稱。根據全球影響力投資網絡 (GIIN) 在 2019 年進行的《年度影響力投資者調查》，與其他群體相比，家族辦公室更可能採取直接影響力投資，涉及的資本佔其總投資的 57%，而退休基金資本及銀行資本分別佔 2% 及 24%。²⁵ 家族辦公室在影響力投資方面對資產管理規模 (AUM) 的貢獻變得越來越大，2018 年已達到 7800 萬美元，而 2019 年更增加至 1 億美元。根據全球影響力投資網絡 (GIIN) 2020 年的研究，家族辦公室計劃於 2020 年將數字倍增至 1.98 億美元。²⁶ 在同一項研究中，資產經理還認為，在影響力投資方面，家族辦公室是資產管理規模的重要增長來源。

儘管如此，這種趨勢在西方似乎更為明顯。Rosplock 女士說：「影響力投資在歐洲及北美更明顯。」 Choong 女士的經歷與這觀點吻合，儘管她承認她曾看過很多關於市場對影響力投資興趣遞增的報告，但她說：「直至最近，仍沒有很多亞洲家族辦公室聚焦在環境、社會及管治投資，以及把它作為家族使命宣言的

核心元素和家族的投資策略。」

高先生從中國的角度來看，結論也相去不遠。他認為影響力投資「是大眾談論的話題，但實際案例並不多」。他注意到這個看法可能會引起爭議，他補充：「有些家族認為你應該將業務與慈善事業完全分開，避免出現利益衝突。」

然而，陳女士坦言，影響力投資「仍然備受不少質疑」，但她相信「在過去的 2、3 年間，這種情況已經改變，因為更多人認為世界不再是『正常』的」。從新冠疫情出現開始，「正常」已變得更加難以定義。

慈善事業

東方家族辦公室以大量「新」財富開始他們慈善事業之旅的初段。

Choong 女士說：「至少在目前，我不能確定亞洲家族是否真的將投資與慈善事業聯繫一起，但這並不代表亞洲家族不聚焦於慈善事業。」

陳女士的 RS 集團是個例外。她解釋：「我們是一間家族辦公室，企業的願景不僅是專注於投資或捐贈。」她補充，RS 集團在建立投資組合時採用了總投資組合方式 (TPA)，這意味着集團將投資組合的全部資金「用於實現更美好的世界，包括金融投資及捐款投資，並確保兩者之間能產生協同效應及互相協調」。這與 Chompan 女士的經驗一致，她在曼谷的

²⁵ 《2019 年影響力投資者調查》，全球影響力投資網絡 (GIIN)。

²⁶ 《2020 年影響力投資者調查》，全球影響力投資網絡 (GIIN)。

「有些家族認為你應該將業務與慈善事業完全分開，避免出現利益衝突。」

中國清華大學全球家族企業研究中心主任
高皓



家族辦公室正在管理一個獎學金基金。她表示：「我們也在考慮將基金擴展至更多家族關心的事情，例如青年及教育。我們在環境、社會及管治投資方面做得不多，但是我確實為（家族企業的）可持續發展策略及業務整合提供了實際幫助。」

東方家族的慈善事業不斷發展，而塔塔信託（Tata Trusts）、韓禮士基金會（Hinrich Foundation）及一丹獎基金會（Yidan Prize Foundation）等組織則在指定領域進行了大量投資，高先生將這項轉變描述為「具有重大統計意義」。Choong 女士補充，她的公司還幫助許多家族建立基金會或慈善信託。

她表示，亞洲家族通常將慈善事業視為單一家族的努力，是一件非常私人的事情。她說：「他們渴望聚在一起交流，瞭解別人在做甚麼，以加深對當地需求的瞭解，並學習如何更有策略和可持續地進行捐贈。」但是，亞洲家族會避開在西方經常出現的高調聲明或聯合家族合作。

Grubman 先生認為，這種劃分反映了「和諧」家族如何將捐贈納入公司的慈善事業，因為家族與企業之間的關係變得更模糊。他說：「他們關注的是企業可以作出貢獻的領域，而不是建立家族基金會。」

結論

以歐洲為發源地的家族辦公室，現已發展成爲一種環球投資工具。「全球」具有雙重意義：存在於世界各地，也爲全球流動以及具有全球意識的客戶群提供服務。接受本報告採訪的家族辦公室代表不少已經跨越國界，其餘的亦矢志作同樣發展，反映家族辦公室並不是完全與環球資本趨勢隔絕。

「向環球同行學習非常重要。」

中國博澤家族辦公室創辦人于洪儒

Rosplock 女士說：「新興一代從未如此了解全球：從環境到社會公義、性別不平等、地緣政治及全球動盪——當然，目前人人都將注意力放在健康上。」她的觀察源於新冠疫情危機，不論財富多寡，所有人都把它視爲 2020 年的首要關注事項。Choong 女士說：「疫情也使人們意識到，進行有意義的投資是其中一項家族使命。最近，我們看到更多有關正式展開家族慈善活動的委託，以及關於影響力投資的熱烈討論。」

最後，疫情的緊急性將會消失，與所有投資者一樣，他們的觀點將會超越當下此刻。

Rosplock 女士說：「許多家族辦公室將繼續處

於變化的前端，搶先投資於新科技、人工智能，當然還有製藥及醫療保健。」她還強調，有別於企業同儕，家族辦公室的優勢在於管理靈活、具透明度、流動性及耐心資本，這些都是投資界非常重視的優勢。

從東方到西方，過渡性的財富不斷增長。但是，東方的增長率一直在加速。平均來說，歷史較短的家族正在採取他們自己的模式，把財富跨代相傳，他們正在吸收來自西方的知識，並透過自己的經驗及文化，以西方知識爲基礎進行發展。

于先生解釋：「向環球同儕學習非常重要。通過向國外企業學習，我們可以找到自己的定位，讓我們找到想達到的境界以及到達的方法。」

根據 Grubman 先生的「三種文化」模式（「榮譽」、「和諧」及「個人主義」）審視現有情況，似乎有第四種文化從東方及西方傳來，反映了現代財富所具備的全球性。

Grubman 先生說：「家族會根據他們的文化背景評估要保留哪些元素，選擇放棄甚麼，以及需要在哪方面學習或採納意見。這些『第四文化』家族彼此之間共同點，多於他們原有文化的共通點。」他補充，他們茁壯和國際化，是未來的家族群。因此，家族辦公室蓬勃發展的重點不在於東方與西方的對比，而是與融合相關。

關鍵資訊

1. 雖然文化差異確實會影響東方及西方的家族辦公室結構，但最明顯的差異，在於他們依靠外間專業人士實現投資目標的程度。在西方，選擇這種方式的家族辦公室數量多於東方，但隨着越來越多的財富世代相傳，這種區別可能會有所減少。
2. 與文化、地理及繼承規模的影響相比，家族財富的歷史年期對家族辦公室結構的影響更具決定性。世代傳承越深，創始企業甚至原籍國對家族的影響越來越小。隨着新興市場發展，資產配置也有可能因此受到影響。
3. 由於東方的家族辦公室傾向與決策者直接溝通，可能會更快掌握投資先機。在西方，家族辦公室傾向依靠投資專業人士，需要多一層管理並涉及更多時間。
4. 在過去 10 年間，對私募股權的投資興趣整體上有所提高，儘管基於不同的原因，家族辦公室在東西方之間自然地形成聯盟，偏好相關的資產類別。西方投資組合可能會尋求多元化，而在東方，業務協同效應往往是首選，反映他們更願意在熟悉的領域中進行早期投資。
5. 房地產被認為是創造及保存財富的必要資產。
6. 雖然影響力投資在西方似乎更受歡迎，並可以作為慈善事業的附加或替代品，如果只視乎長遠前景及家族辦公室的使命核心，環境、社會及管治投資似乎在環球市場中具有更廣泛的吸引力。
7. 財富的全球性令東西方家族辦公室的運作及理念差異收窄，仍然存在的差異似乎與慈善理念而非投資相關。

此報告已盡力確保資訊準確，惟經濟學人智庫有限公司不會就任何人
依賴本報告或當中所載的任何資料、意見或結論承擔任何責任或義務。
報告中的研究結果及觀點不一定反映贊助人的觀點。



DBS
PRIVATE BANK

星展私人銀行



李文修
董事總經理兼區域總監
財富規劃、家族辦公室及保險方案
woonshiulee@dbs.com
+65 6682 8613



孫翠玲
區域副總監
財富規劃、家族辦公室及保險方案
aidasoon@dbs.com
+65 6878 4159



Serena Sim
高級副總裁
財富規劃、家族辦公室及保險方案
serenasim@dbs.com
+65 6878 3475