

分析員涉利益衝突評股受質疑

企業管治



何順文

香港監管機構近年加強對市場中介人的規管，除本欄較早前曾討論的核數師和上市保薦人外，亦准備對證券分析員的監管進行改革。在金融市場內，由於資訊不對稱及複雜性，不同的投資者對同一項投資的評估往往有別。經常在了解上市公司時往往面面相覷，經常令分析員提供額外訊息和分析協助作用，分析員也扮演了一個外部監察的角色。

目前市場很難容納自願形式的獨立分析員，大部分分析員受僱於經紀行、證券商或投資銀行（或與這些機構「大行」的中介機構有聯繫）。由於大行與被分析的公司有密切的商業關係，因而很容易影響到分析員的客觀性和獨立性，如中介機構同時擔任有關公司的上市證券包銷商，其分析員在上市前偏向「唱好」或「收錢寫報告」的情況就更明顯。

從二〇〇一年初至去年十月美國英隆公司面臨倒閉，所有美國主要投資銀行分析員仍「唱好」一買入其股票和債券；就算英隆公布第三季度業績虧損達十億美元後數月，這些分析員仍建議「強



分析員身份混濁的情況早在美國股市出現；去年分析員作出巨額賠償達成庭外和解的訴訟，亦被廣泛報道。

（路透社圖片）

烈買入」。事後一些分析員私底下承認很多他們推薦的股份其實是一堆垃圾股，自英隆倒閉後，美國國會議員逼使華爾街交還於投資銀行或經紀行的分析員存在嚴重利益衝突。這些分析員跟數碼兩項電子一氣派行爭取更多生意，另一聲稱自己為獨立分析員，明顯地，由於投資銀行與英隆有客戶關係，分析員自然傾向不披露或延遲披露與客戶公司有關的負面消息。一些投資銀行也傾向留用或提升一些與「唱好」一企業的分析員。結果在二〇〇二年底，十間美國投資銀行同意支付約一億四千萬元作為向受騙小股東的賠償，期望以此免除他們受法庭的起訴；二〇〇三年四月，法國、美國證監會及其他監管組織與一間投資銀行達成庭外和解協議，該二間投資銀行的首席分析員皆各自被罰款數百萬美元，二人亦被判終身禁止再出任為分析員，其他銀行分析員也降級受到類似的制裁。隨後美國有關機構亦宣布一連串監管改革措施，例如大型投資銀行出資購買獨立研究報告予小投資者參考，把銀行內的研究分析部門分拆為一家獨立公司，完全與市場銷售部門分離，如未能分拆則須公開所有公司的投資評級及目標價，禁止分析員與投資銀行家作溝通，以及分析報告應列明投資風險與新效性以增加投資建議的透明度。

散戶多倚賴「分析員」

事實上，類似美國的問題亦同樣在香港出現，雖然程度較輕而向本港證監會投訴的個案也不多。其中一個共同問題就是大行分析員所面對的利益衝突問題，若最佳買入或大膽賣出的意見將被事件獲得客戶訊息或生意的機會，其中最佳的例子就是歐亞農業事件，數間大行的分析員在二〇〇二年十一月該公司主席陳瑞波被揭發，仍建議買入其股票，而自年初起，媒體已有流傳該公司的不利謠言。

本港大部分散戶都未能獲取大行的研究報告，他們主要倚賴傳媒上一些「分析員」或專欄作家的免費分析作投資參考，但不論有否披露真正身份，很多這些評論員都是受僱於證券行或投資銀行，也有些自行開設公關公司，配合上市公司的集資行動，因此也須受到監管。

理論上，專業分析員應具備足夠條件，透過數據和財務模型作仔細分析，然後才分析公司，但企業所提供資料的質量往往未如理想，也非分析員所能控制；此外，亦有上市公司刻意安排交易活動製造的假象，誤導到訪的分析員，一些資訊較薄或貪求方便的「分析員」往往只根據一些上市公司高層提供的簡單資料或意見作主觀盈利預測，沒有主動詢問更多數據，也沒有經過自己的調查和數據分析。

很多人會批評分析員總是過分樂觀，至少美國便是如此。雖然他們的主觀預測或期望往往脫離現實，但可變成市場力量驅使有關上市公司調整其策略。為了要達到分析員的預測以避免費股價下跌，這些上市公司高層往往利用「創意會計」手法粉飾帳目，甚至做假賬。英隆的失敗主要在於其思慮於財務指分析員對盈利和企業增長過高的要求。

另一方面，也曾有本港分析員在發表建議出錯研究報告後，獲有關公司電話警告要求分析員立即收回報告，否則採取法律行動要求賠償，面對這股壓力，專業獨立的分析員應獲得支持而不應畏懼和退縮。獲「最佳中國分析員獎」的張化權，其嚴謹、獨立和敢言的作風，就是最佳的榜樣。

對任何建議問「為什麼」

無論如何，筆者仍認為投資者亦應對分析員的思考分析方法和過程加以注意，對任何「買入」建議提出「為什麼」，而非只單看預測結果或評級。投資大軍對分析員的推薦要自行「過濾消毒」。據悉，股神畢德自十一歲開始投資股票，在十二歲後已不再理會華爾街的股評，可見投資者本身應慎思明辨，自我判斷負責。

目前市場和監管機構已有不少建議加強對分析員的規管，證監會曾在二〇〇四年三月底連續發表了二份文件，首份就分析員如何處理非公開的股價敏感資料提出指引，另一份為加強監管分析員建議的諮詢文件。

無論如何，筆者認為分析員現在已面臨很大壓力，上天的利益衝突問題涉及及到整個證券界的運作架構，解決這些問題預先針對分析員本身外，也要從改變有關監管入手。

加國監管分析員，二之二，下圖續
浸會大學工商管理學院院長黃教授