

監管分析員新建議跟從國際原則

企業 管治



何顯文

自從科網泡沫爆發、美國英陸及英林證券的醜聞，加上香港高盛分析員丁竹筠發表股價敏感料和瑞豐基金分析員陳成涉濶「收錢高報告」等事件後，投資者和市場對本港股票分析員的利害衝突問題甚為關注，希望監管者盡快加強監管分析員。

民主黨在二〇〇三年底曾向四百多名市民作調查，發現超過七成受訪分析員的可信性（約三成表示嚴重憂慮）。這個結果表示大部分投資大眾不會從分析員的建議，另約九成受訪者認為政府應盡快加強對市場中介人的規管。調查報告建議分析員應主動申報利益，並制訂自願性登記制度。

事實上，目前針對監管分析員的立法很少，主要載於《最佳應用守則》及《證券與期貨條例》內，後者賦予監管權力，可向違規註冊投資顧問罰款高達一千萬元，或所獲利潤或受虧損失的三倍；其他的監管建律只靠證券行內部監控和分析員協會與財經評論家協會自行制訂的會員守则作自我規管。

證監會亦有在二〇〇二年初向全港所有一千五百家註冊證券商及投資顧問發出問卷調查，以了解目前分析員的研究分析工作有否涉及利益衝突和進一步規管分析員的可行方法。另外，亦有四百多名投資者作訪問，進行詳細的資料和意見搜集。證監會調查結果的發現共五點：一、有五成的大行承認分析員的新酬與其推介價格表現掛鉤；二、六成受訪者認為證券行不應將其處理的IPO發表研究報告，但機構投資者則持相反意見；三、在二〇〇二年反覆下跌百分之十八時，分析員仍傾向給所研究的公司正面評級；四、大行內部監控措施較細行為任；五、分析員應就利益衝突作出更多披露，如所屬公司與所研究公司的關係、個人和證券行持有所研究公司的權益，以及分析員員身兼多職和附屬狀況。

披露資料定義存灰色地帶

調查結果顯示大部分分析員有參與投資銀行活動，亦有研究與其僱主有商業關係的上市公司，突顯了存在利益衝突問題。大多數數人亦認為分析員在推介股票時並無足夠分析支持，也有配舊代理作出版

導陳述。除利益衝突外，證監會發現目前本地的研究報告很多均並非經過過濾或發放和選擇性披露敏感資料。

證監會在二〇〇三年歷史性地根據其發給財務顧問牌照中訂明的操守規例，公開調查高盛地產分析員丁竹筠，指她在新世界發展業績公布前一個月與公司管理層接觸，並在公司管理層引導下，向高盛員工披露大幅調低該公司二〇〇一年中期盈利預測的資料。新世界另被懷疑向分析員「放風」，選擇性發放股價敏感資料，被港交所追究責任。事件中無證據顯示高盛員工有不誠實行為或因為有關資料而進行任何內幕交易，但這個做法對投資大眾不公平，也觸發機構投資者大手沽貨，令股價應聲急挫。丁氏其後解釋她以為新世界將同樣向其他分析員披露有關資料；事件除對分析員帶來警備作用，也會市場進一步關注到本港加強監管分析員的進展。

根據證監會的指引，選擇性披露包括向分析員所屬機構的客戶作出有關披露，或在機構的網站刊登有關資料，都是不可接受的；唯一可接受的做法便是，要求有關上市公司根據《上市規則》盡快向全體投資者大眾披露股價敏感資料。針對丁氏事件及避免打聽分析員的日常運作，證監會在二〇〇四年三月中向分析員發出通告，就分析員加

何顯文非公開披露敏感資料提出較清晰的指引。通告內指出：「……假如分析員對有關資料是否屬於股價敏感資料有所懷疑，應考慮有關資料有關於股價敏感的潛在可能。在這些情況下，分析員應該審慎行事及作出合理的查詢。」但無論如何，「非公開」和「股價敏感」的定義仍存在灰色地帶，會一些人批評證監會把司法從上市公司推測到分析員的頭上，因而前者應更清楚資料是否「股價敏感」。

證監可設熱線減分析員疑慮

筆者認為要減低分析員的疑慮，最好就是證監要審慎聆聽，隨時給予分析員參考意見以助他們作出判斷。在追求公平資訊的方向下，目前的指引也將打擊努力的分析員減少主動發覺或被投訴有關公司的獨有資料，令市場的資訊流通受到一定的負面影響。

國際證監會（IOSCO）就有關分析員涉及利益衝突的具體問題，二〇〇三年九月正式發表一書則聲明，以作為會員的改革藍本。其中的大原則包括：須設立機制確保分析員與證券行的買賣活動及商業利益不會影響分析員所作的報告或投資建議，確保分析員的報告或建議不受上市公司客戶的商業關係影響；投資分析員的薪酬，如是與投資銀行收入掛鉤；證券行須制訂內部程序去識別、處理或消除分析員與利益衝突的問題；須處理或消除上市公司、機構投資者等外間人士對分析員的不當影響力和快報準及全面披露任何產品或潛在的利益衝突。

國際證監會又提出八項「核心措施」以落實上述的原則，包括禁止分析員在發表研究報告前買賣相關股票或衍生工具、禁止證券公司聘請優先考慮過上市公司的分析員、禁止分析員參與與證券推廣及「路演」、禁止分析員向投資銀行通報、禁止分析員的報酬與投資銀行業務掛鉤，以及披露上市公司有否就分析員研究報告支付任何報酬等。

證監會亦在二〇〇四年三月底發布的《論於處理分析員利益衝突的監管架構的諮詢文件》建議主要監管持有證監會顧問牌照的分析員，根據諮詢文件《規管及期貨條例》，任何人從事股市研究工作或提供相關建議，從而獲得報酬，都須向證監會申請顧問牌照。證監會已參考國際證監會上述的原則聲明和其他先進國家的做法，再因應本地的調查結果和本地實際環境，然後才制訂有關建議作公開諮詢。



據調查，六成數人認為證券行不應將其處理IPO的公司發表研究報告。（彭梓輝片）

加強監管分析員，三二二，下欄續；之一上欄三刊出
漢會大學工商管理學院院長兼教授