

# 證券市場運作架構須改革



分析員推介股份投入市場制期須配合充足及公平的披露

投資銀行進行遠端推介等活動，但香港只禁止分析員參與招攬生意活動，仍容許其為香港而聯絡公司管理層。與國際相比，香港的做法明顯較為寬鬆。在外國主要市場，一般要求分析員「跨越中壘」。但香港證監會的新措施卻允許研究部門與銷售部門有聯繫，且只在期間不可發表研究報告。因此，筆者很難認同部分商界人士聲稱，香港未來的監管過嚴。

## 分析員並非「廚師」

證監會亦建議現管持牌分析員的交易活動，令其本身的推介與自己實際的買賣必須一致；同時建議證券持有應下分析員推介股份百分之二股權或等於五百萬元的款項，研究報告必須披露這方面資料，但筆者與一些專家都認為百分之二市價的要求已足夠，毋須加上五百萬元的規定，否則對較小市值的上市公司股東不公平。

證監會建議應在研究報告發生之前三十天及發出之後一、二次設定為禁制期，禁止分析員買賣有關金融產品。有市場人士認為分析員不可做「不試吃的廚師」，必須親作投資，他們認為這樣性現實買賣時間意義不大，特別是短期禁售期。如果買入股份後一個月才可發表報告，只會犧牲投資者即時知道市場訊息的權利，因此，充足和公平的披露讓投資者參考已足夠。筆者對此持相反的看法，專業獨立的分析員應與同事匯集家或軟文評議而非閉關，並不參與任何買賣活動，因為他們為了避嫌不介意設立禁售期或安靜期，為了避免利益衝突，獨立的分析員最好不沾手股票。一如出色的為律師家不一定自己下注；事實上，筆者更認為香港要與美國澳洲等主要市場看齐，把禁售期由報告發出之後一天延長為五天，適合投資者有更多時間了解研究報告內容才作投資決定。美國A1M1守則鼓勵保薦人在新股上市後三十天內，不可為新上市公司作任何報告分析。

因應本港環境，證監會建議豁免四類情況，包括：一、經紀向客戶提供附贈證券及期貨買賣的投資建議；二、分析員向自己所屬公司提供的投資建議；三、宏觀經濟研究報告；四、單對單的投資建議。證監會預期在二〇〇四年第一季發表諮詢總結，以及在今年落實有關新指引。連份分析員亦可被撤銷牌照，巨額罰款甚至監禁。

自諮詢文件發表後，市場反應不一，有人認為恰當，也有人認為過於嚴苛。大證券行普遍關注禁制分析員涉足部分投資銀行推廣業務的規定，因為這將影響他們的收入，大的投資銀行傾向反對禁止在新股上市前發表相關報告，中小證券行則要求重新規定提高其營運成本，並認為若不監管傳媒股評人，將未能導致加強保護小股東的目標。他們建議禁止報章刊用匿名撰寫投資專欄，財經記者亦應與分析員一樣被禁止發表對持牌人士也較公平。特許財經分析師學會贊同新的監管措施，只提出一對修訂建議。

基金公會一方面歡迎新的監管措施，另一方面卻希望基金經理所撰寫的分析報告可以獲得豁免，理由基金經理既是分析員，也是其他報告的用戶，他們聘用的分析員主要是為協助基金經理作投資決定，而非向外界公布，不過，由於基金在證券市場的影響力很大，筆者仍相信其分析報告原則上亦應受到監管，但針對基金行業的特性而作少許修訂，可進一步考慮。

## 改革報酬機制提高投資者判斷水平

總括而言，作為一個世界金融中心和要與國際標準，筆者認為諮詢文件中大部分建議與國際相比並不過嚴，也照顧了本港的實際環境和部分業界的利益，但就研究成本，只要分析員仍從其所分析的公司身上謀取利益，利益衝突就難避免存在，就算新的法則如何嚴格地執行，分析員仍然是自利的「經濟人」。很難對「一板板班主」作出負面的評論。

為了要徹底改變這些行為，就必須改革目前的報酬制度，也有必要改革整個證券市場的運作架構。事實上，公司失實或不實的披露資料，分析員本身也是受害者之一；除查看更多優秀的專業分析員，我們可鼓勵更多目前持牌人士自備為獨立分析員，相信獨立嚴謹的分析報告逐漸應有其市場。

加強上市公司披露策略，提供誘因令公司作更具質量的自願披露，改變企業的披露方法和與投資者關係，加強中央化搜集和發放免費的行業性和個別企業統計數據，提高投資大眾本身的分析判斷水平等等，都是可以改善市場素質和降低失實分析員報告傷害性的有效方法。

加強監管分析員，三之三、之二及之一分別在前周三及上周一刊出。

香港證監會諮詢文件的建議大約從國際監管原則，主要指證券包規規定持牌分析員在傳媒發表股評或接受訪問時，若本身或其任職的證券行涉及利益衝突，須主動向傳媒機構作出適當的披露，包括真實姓名、有否買賣評議涉及的股份，以及所屬機構有否持有該股或協助有關上市公司；至於傳媒如何處理，證監會無干涉。證監會也規定證券分析員若在報刊撰寫專欄時，必須以真實姓名投稿，並要列明所屬機構及自己是誰在發表持牌人，讓讀者自行判斷評論是否持平可靠。至於非持牌傳媒股評人（一名「名嘴」或專欄作家，將不為新措施所限制，以避免阻礙新聞自由和言論自由。

已有不少市場人士反對非持牌股評人可以「無王管」，任意發表意見而又毋須披露本身的身份和利益。也有人認為新規定將鼓勵更多分析員辭去證券行職位，轉為自僱或擔任「自由身」股評人。事實上，若證明專欄作家（或「名嘴」）「誘使」投資者作投資，從而令自己得益，舉證上也有一定困難，較早而未有調查顯示，香港數戶對「名嘴」及專欄分析員的信任度頗低，因此影響很有限。不過，筆者相信專業程度對傳媒的監督仍是需要的。

另一方面，一如其他主要市場，證監會建議持牌分析員不能協助