



**SECURITIES AND
FUTURES COMMISSION**

證券及期貨事務監察委員會

Securities Firm Survey on Investment Research Activities

證券公司對於投資研究活動
的意見調查報告

**Hong Kong
November 2003**

香港
2003年11月

目錄

	頁
摘要.....	2
引言.....	3
調查方法及回應率.....	4
回應者的簡介.....	5
第 1 組公司的具體回應.....	7
第 2 組公司的具體回應.....	13
回應者的整體意見.....	17

摘要

近年來，有市場人士關注到證券分析員或其所屬公司所面對的利益衝突可能會影響到他們在提供獨立及不偏不倚的意見方面的能力。爲了評估投資研究業的情況及獲得來自從業員更全面的意見，證券及期貨事務監察委員會(證監會)在2003年初就證券交易及證券顧問公司的投資研究活動進行了一次問卷調查。

調查問卷涵蓋多個範疇，包括公司的投資研究業務、其當時的作業方式及對涉及香港的投資研究業的問題的看法。我們共發出了 1,069 份問卷，完成並交回的問卷有 365 份，整體回應率是 34%。這個界別內的大部分主要公司都參與了這次問卷調查。

以下是問卷調查的主要發現：

- 62 家公司 (佔回應者的 17%) 表示它們有就香港證券進行研究及發表報告。它們合共聘有 529 名分析員。
- 香港的投資研究業主要集中在中型及大型的公司，而這些公司一般都設有投資銀行及證券交易部門。該等公司比較多從事首次公開招股前的研究工作，及以機構投資者爲服務對象，而其他規模較小的公司則通常以散戶投資者作爲服務對象。規模較小的公司的活動通常限於證券交易業務及提供投資意見，而這些公司的分析員可能要負責多項不同的工作。
- 大部分的分析員都傾向於給予所研究的公司較多的正面評級。當中有部份分析員更同時在傳播媒體中出現。然而，有部分分析員表示在取閱所研究的公司的資料方面遇到困難。
- 部分回應公司已設立內部監控措施，處理利益衝突的問題。規模較大而同時從事投資銀行及投資研究業務的公司都已實施多項的內部監控措施，以處理分析員的潛在及實際的利益衝突問題。規模較小而又沒有從事投資銀行業務的公司，則較少有類似的內部監控措施。
- 大部分的回應者都認爲，與所有其他主要市場的情況相似，分析員的利益衝突是一個在香港存在的問題並應加以處理。雖然相當多的回應者都認爲，香港的分析員能夠撰寫出具備合理質素的研究報告，但很多都要求當局就此範疇發出更清晰的指引。

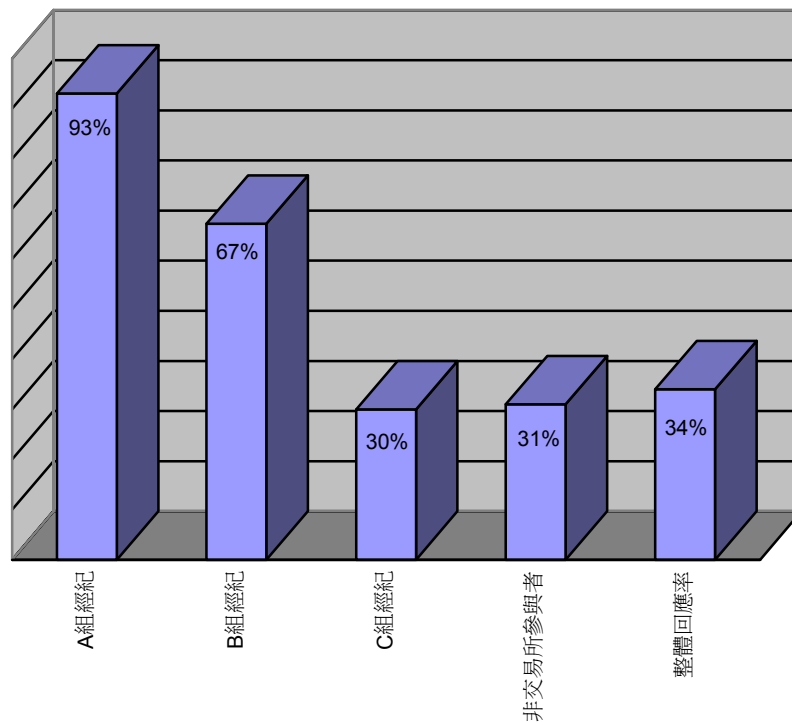
引言

1. 投資者在投資的過程中，通常都會參考證券分析員或經紀行所提供的資料或意見。近年來，有市場人士關注到證券分析員或其所屬公司所面對的利益衝突可能會影響到他們在提供獨立及不偏不倚的意見方面的能力。分析員所承受的壓力可能會引致利益衝突的出現，例如其公司與所研究的公司存在投資銀行業務的關係，或對有關公司持有財務權益。該等利益衝突可能會損害投資者對金融市場的信心。
2. 證監會一直以來都積極地監察這方面的發展。爲了評估業界的情況，以及獲得來自從業員更全面的意見，證監會在 2003 年初進行了一項有關證券交易及證券顧問公司的投資研究活動的問卷調查。

調查方法及回應率

- 2003 年 1 月，證監會要求所有受規管的證券交易及證券顧問公司 (已包括從事證券研究的所有公司) 填寫及交回調查問卷。該調查問卷涵蓋多個範疇，包括有關公司的投資研究業務、其當時的作業方式，及對涉及香港的投資研究業的多個問題的看法。
- 我們共發出了 1,069 份問卷，填妥及交回的問卷共 365 份，即整體回應率達 34%。A 組及 B 組經紀¹ 的回應率(分別為 93% 及 67%) 遠高於 C 組及非交易所參與者的回應率 (分別為 30% 及 31%)。請參閱圖 1。

圖 1: 不同經紀組別的回應率



¹ 爲了幫助分析，在本文中，A 組經紀是指香港聯合交易所 (聯交所) “A 組”的交易所參與者或其集團公司；B 組經紀是指聯交所 “B 組”的交易所參與者或其集團公司，及 C 組經紀是指聯交所 “C 組”的交易所參與者或其集團公司。

回應者的簡介

- 62 名回應者表示有從事香港證券的投資研究工作及發表有關報告。他們合共聘用了 529 名分析員。
- 為了便於分析，我們按照這 62 名回應者的業務模式及客戶基礎，將它們分為兩組 (第 1 及第 2 組)。

圖 2: 第 1 及第 2 組公司的組合

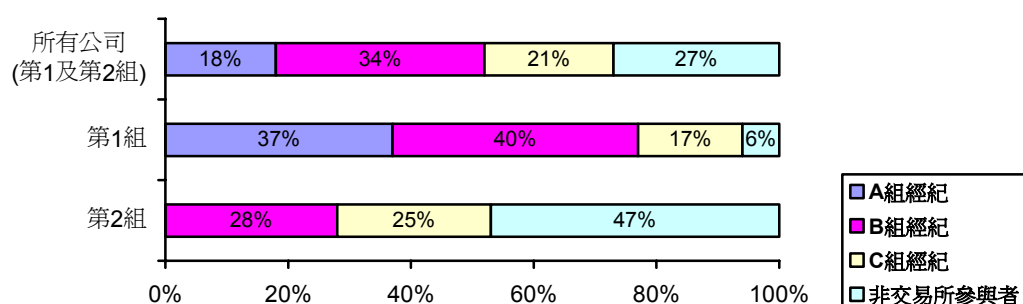


表 1: 分析員的受聘情況分佈 (按組別劃分)

	第 1 組	第 2 組
每組所聘用的分析員人數	442	87
每組所聘用的分析員人數佔市場上分析員總數的百分比	84%	16%
受聘於每家公司的分析員的平均人數	14.7	2.7
每組所聘用的分析員的人數幅度	2-50	1-11

第 1 組公司

- 第 1 組公司由 30 家大、中型公司所組成，包括 11 個 A 組經紀、12 個 B 組經紀、5 個 C 組經紀及 2 個非交易所參與者 (如圖 2 所示)。它們主要是“提供全面性服務的投資公司”，即在投資研究之外，還提供投資銀行、資產管理及證券交易和顧問的服務。
- 這些公司合共聘用了 442 名分析員，佔所有回應者所聘用的分析員總數的 84%。請參閱表 1。這組別內的公司通常聘用不少於 15 名的分析員。他們普遍撰寫較多的綜合研究報告 (超過 2 頁)。

9. 第 1 組內大部分的公司 (80%) 主要為機構客戶及公司內部的銷售及市務職員撰寫及刊發研究報告，從而支援他們的證券交易活動。40% 的公司表示，刊發研究報告亦同時為它們的投資銀行活動帶來支持。圖 3 所顯示的是其研究報告的目標讀者。

圖 3: 第 1 組公司的研究報告的目標讀者

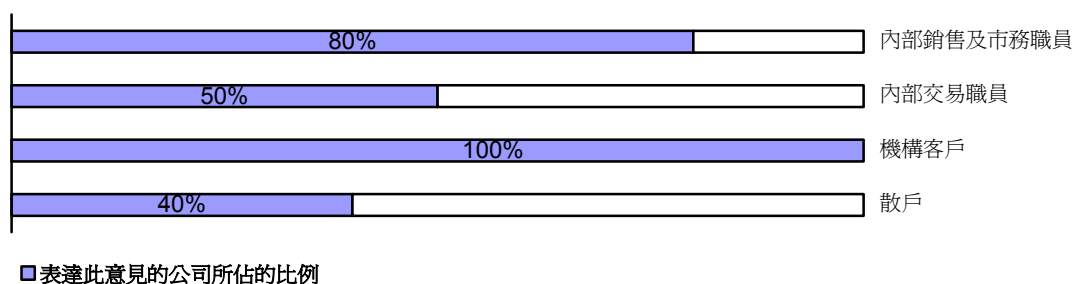
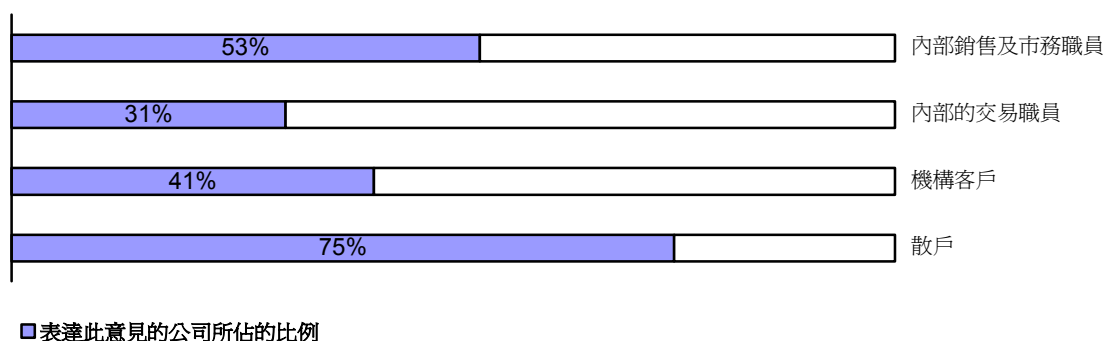


圖 4: 第 2 組公司的研究報告的目標讀者



第 2 組公司

10. 第 2 組由 32 家中小型公司組成，包括 9 個 B 組經紀、8 個 C 組經紀及 15 個非交易所參與者。它們沒有投資銀行部門，其核心的業務是證券交易及顧問業務。值得注意的是，當中 47% 是非聯交所參與者。請參閱圖 2。
11. 它們合供聘用了 87 名分析員 (佔市場上全體分析員總數的 16%)。請參閱表 1。屬於這組別的公司通常僱有少於 5 名分析員。這些公司從事投資研究活動，作為對其客戶的增值服務，而其研究報告通常載有關於特定股份的簡短撮要 (少於 2 頁)。
12. 當中 75% 表示它們的研究報告以散戶為目標讀者。超過半數的公司 (53%) 同時以公司內部的銷售及市務職員作為目標讀者。請參閱圖 4。

第 1 組公司的具體回應

評分或建議

13. 如圖 5 及 6 所顯示，第 1 組公司的分析員傾向於給予其所研究的公司較多的正面評級。在 2001 及 2002 年，超過半數給予所研究的公司的評級都是正面的評級，而負面的評級只佔 17%。

圖 5: 第 1 組公司的分析員
在 2002 年給予的評級的比例

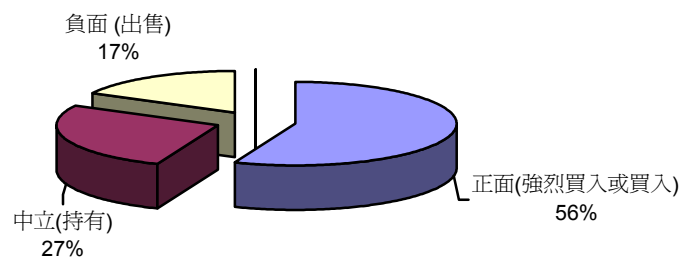
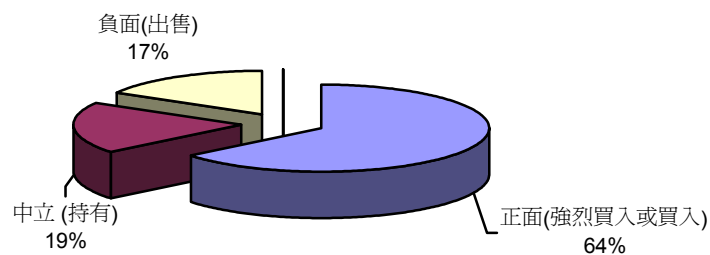


圖 6: 第 1 組公司的分析員
在 2001 年給予的評級的比例



公司的業務活動

14. 第 1 組公司的業務模式較為複雜。它們全都設有以下的業務部門：投資銀行、資產管理、證券交易及顧問，以及投資研究。分析員通常會在有關的公司內同時擔當不同的角色，而他們很多都有參與投資銀行的活動。他們也可能會研究與其所屬公司有投資銀行關係的公司。他們不時亦會就其所屬公司有份參與其籌劃上市的事前準備的公司發表首次公開招股前的研究報告。表 2 顯示從事不同的業務活動的公司的百分比。

表 2：第 1 組公司的業務活動

業務活動	從事以下業務活動的回應者的比例
證券交易	100%
企業融資／投資銀行	100%
就證券提供意見	70%
資產管理	17%

分析員的業務職能

15. 第 1 組有 63% 的公司表示它們的分析員為其企業融資／投資銀行部門提供協助。這種情況在此組別內規模較小的公司之間頗為普遍。有 57% 表示它們的分析員向印刷媒體或廣播媒體提供意見評論或稿件。頗大部分的分析員亦同時向客戶提供投資意見。請參閱表 3。

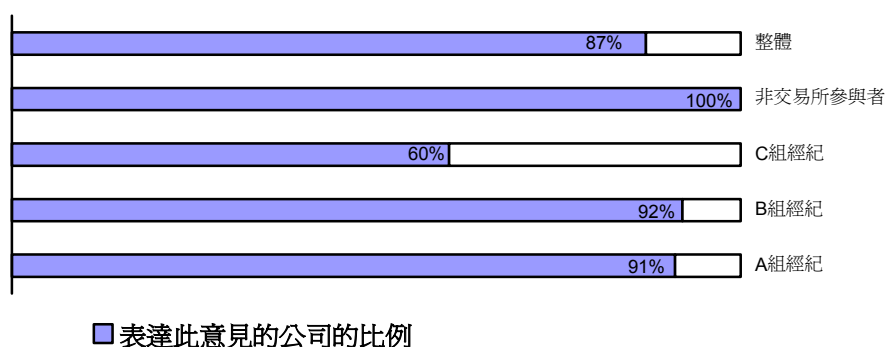
表 3：第 1 組公司的分析員的業務職能

業務職能	從事此職能的回應者的分析員的比例
從事投資研究活動以供發表	93%
向客戶提供意見	80%
在企業融資／投資銀行方面提供協助	63%
向媒體提供意見評論或稿件	57%
代客戶執行買賣指示	3%
其他	0%

公司的業務關係

16. 第 1 組有 87% 的公司表示其分析員曾於過去兩年內研究與該分析員所屬的公司或集團有企業投資銀行關係的公司。然而，一如圖 7 所顯示，這種做法較少在規模較細的公司當中出現。

圖 7: 其分析員曾於過去兩年內研究與該分析員所屬公司或集團有投資銀行關係的公司的第 1 組公司所佔的比例



17. 60% 的公司曾就其本身或其集團有份參與其籌劃上市的事前準備的公司發表首次公開招股前的研究報告。最多人選擇的理由是，刊發該等研究報告是其正常業務運作的一環。很多規模較大的公司撰寫報告，以滿足投資銀行客戶對它們的期望。37% 的回應者表示其工作會首先由其投資銀行客戶來進行檢視。

分析員的匯報路線

18. 在第 1 組中，97% 的公司的研究部門不會向其他部門的主管匯報。
19. 就工作的覆檢而言，60% 表示其合規部門，及 30% 表示其投資銀行部門，會在研究報告發表前對該報告進行覆檢或作出認可。此舉的主要目的在於確保與內部政策一致 (76%)、遵守外部的規則及規例 (84%)，以及核實報告內的資料的真實性 (72%)。

分析員的酬金

20. 7% (一般為此組別內規模較小的公司) 表示向其分析員支付固定薪酬，而其餘的 93% 則向其分析員支付固定薪酬及花紅。如表 4 所示，在釐訂分析員的酬金時，最經常考慮到的因素是，管理層的意見回應、公司的業績表現，以及客戶的意見回應。

表 4：決定分析員的酬金的因素

因素	列舉此因素的回應者的比例
來自管理層的意見回應	83%
公司的盈利表現	80%
客戶的意見回應	67%
獲推介股份的價格表現	50%
外間的業界調查	43%
所賺取的佣金	20%

分析員所面對的困難

21. 在第 1 組公司中，57% 表示其分析員在獲取所研究的公司的資料時遇到困難。27% 表示其分析員曾面對來自該等公司的壓力，而 37% 則報告沒有在進行研究時遇到困難。

研究報告的分發

22. **分發途徑** – 電子方式 (電郵或網站) 是最多人使用來分發研究報告的途徑。所有回應者均有使用這途徑。73% 同時利用郵遞，及有 43% 同時利用圖文傳真方式來進行分派。
23. **分發次序** – 83% 同時向客戶分發研究報告。10% 沒有分發報告的訂明次序，或沒有在同一時間發佈其研究報告。
24. **分發的時間** – 57% 沒有任何關於發出研究報告的時間的政策。27% 通常在香港證券市場收市前發出其研究報告，而有 17% 則在香港證券市場收市後發表其研究報告。

加入與剔除股票政策的準則

25. 在決定是否在研究對象的名單內加入某股份，或將某股份從研究對象的名單內剔除時，最經常考慮到的因素是“股份的成交量”、“股份的表現”及“客戶的要求”。表 5 載列使用不同準則的第 1 組公司的比例。

表 5：加入股份的準則

準則	列舉此準則的回應者的比例
股份的成交量	83%
股份的表現	67%
客戶的要求	53%
管理層或其他部門的要求	40%
其他公司有加入該股	17%
其他	43%

26. 關於在有關的名單不再涵蓋某特定股份時所採取的步驟：
- 57% 會就不再涵蓋有關股份一事通知讀者。
 - 37% 不會採取特別的行動。
 - 數家公司會在研究對象的名單上保留該股份，但會就不再涵蓋有關股份一事加上備註。

分析員在印刷媒體上使用筆名的問題

27. 只有一名回應者的分析員向印刷媒體提供稿件時使用筆名。該公司並不預期當其分析員被要求披露其真實姓名時會遇到甚麼困難。

內部監控措施

28. 這個組別的公司大部分都已設立內部監控程序，以處理分析員的利益衝突問題。如表 6 所示，它們當中超過 90% 均要求分析員披露可能出現的利益衝突、就個人交易施加限制，及為正在受到職能分隔措施規限的分析員設立既定的程序。80% 的公司都有適用於其分析員的交易禁制期限。

表 6：第 1 組公司的內部監控措施

內部監控措施	設有內部監控措施的回應者的比例
規定須披露可能出現的利益衝突	100%
適用於正在受到職能分隔措施規限的分析員的程序	97%
將職責劃分	93%
限制分析員以個人名義進行交易	93%
分析員的交易禁制期限	80%
其他	37%

第 2 組公司的具體回應

評級或建議

29. 與第 1 組公司的情況相似，第 2 組公司的分析員都傾向於給予其所研究的公司較多的正面評級。請參閱圖 8 及 9。

圖8: 第2組公司的分析員
在2002年給予的評級的比例

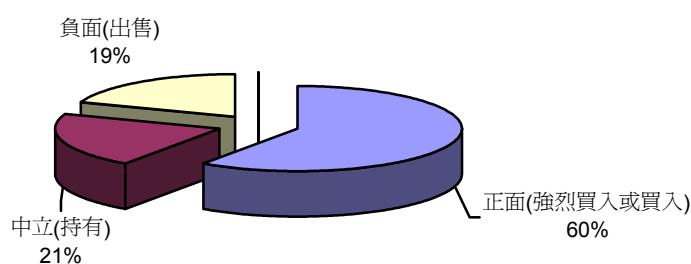
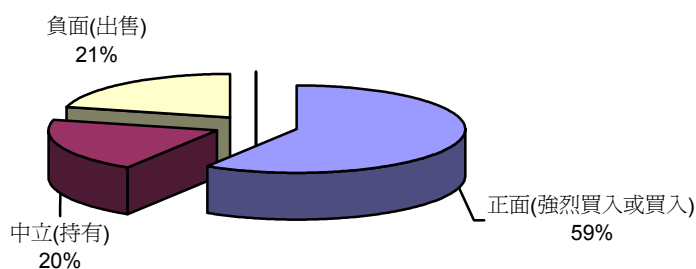


圖9: 第2組公司的分析員
在2001年給予的評級的比例



公司的業務活動

30. 如表 7 所示，大部分的第 2 組公司除了從事投資研究之外，還經營證券交易業務。它們當中頗大比例的公司（尤其是非交易所參與者）亦同時就證券向客戶提供意見。

表 7: 公司的業務活動

業務活動	從事以下業務活動的回應者的比例
證券交易	63%
企業融資／投資銀行	0%
就證券提供意見	47%
資產管理	22%

分析員的業務職能

31. 第 2 組大部分公司的分析員都有從事投資研究活動以供發表，以及向印刷媒體或廣播媒體提供意見評論或稿件。它們頗大比例的分析員也同時向客戶提供意見。表 8 概述分析員的各項職能。

表 8：第 2 組公司的分析員的業務職能

業務職能	從事該職能的回應者的分析員的比例
從事投資研究活動以供發表	78%
向客戶提供意見	34%
在企業融資／投資銀行方面提供協助	0%
向媒體提供意見評論或稿件	53%
代客戶執行買賣指示	3%
其他	0%

分析員的匯報路線

32. 在第 2 組中，有 75% 的公司的研究部門不需向其他部門的主管匯報。
33. 就工作的覆檢而言，只有 17% 的公司表示其合規部門會在發表研究報告之前對該報告進行覆檢或作出認可，此舉的主要目的在於確保與內部政策一致 (60%)、遵守外部的規則及規例 (50%)，以及核實報告內的資料的真實性 (40%)。

分析員的酬金

34. 44% 的第 2 組公司的分析員以固定薪酬的形式收取酬金。50% 表示其分析員獲支付固定薪酬及花紅。在釐訂分析員的酬金時，最經常考慮到的因素是管理層的意見回應以及公司的業績表現。請參閱表 9。

表 9：決定分析員的酬金的因素

因素	列舉此因素的回應者的比例
來自管理層的意見回應	44%
公司的盈利表現	56%
客戶的意見回應	25%
獲推介股份的價格表現	22%
外間的業界調查	13%
所賺取的佣金	6%

分析員所面對的困難

35. 34% 表示其分析員在獲取所研究的公司的資料時遇到困難。數名回應者表示其分析員曾面對過來自該等公司的壓力，而 56% 則報告在進行研究時沒有遇到困難。

研究報告的分發

36. **分發途徑** – 電子方式是最多人使用來分發研究報告的途徑。88% 的回應者均使用這途徑。38% 利用郵遞，及有 31% 利用圖文傳真方式來發出研究報告。
37. **分發次序** – 63% 同時向客戶分發研究報告。19% 沒有分發報告的訂明次序，或沒有在同一時間發表其研究報告。
38. **分發的時間** – 66% 沒有任何關於發出研究報告的時間的政策。13% 會在香港證券市場開市前發表其研究報告。

加入與剔除股票的政策準則

39. 在決定是否在研究對象的名單內加入某股份，或將某股份從研究對象的名單內剔除時，最經常考慮到的因素是“管理層或其他部門的要求”、“股份的表現”及“客戶的要求”。請參閱表 10。

表 10：加入股份的準則

準則	列舉此準則的回應者的比例
股份的成交量	37%
股份的表現	47%
客戶的要求	40%
管理層或其他部門的要求	47%
其他公司有加入該股	3%
其他	33%

40. 當研究對象的名單不再涵蓋某特定股份時所採取的步驟：
- 70% 不會採取特別的行動。
 - 10% 會就不再涵蓋有關股份一事通知讀者。
 - 7% 會在研究對象的名單上保留該股份，但會就不再涵蓋有關股份一事加上備註。

分析員在印刷媒體上使用筆名的問題

41. 只有一名回應者的分析員向印刷媒體提供稿件時使用筆名。該公司並不預期當其分析員被要求披露其真實姓名時會遇到甚麼困難。

內部監控措施

42. 如表 11 所示，在此組別中，明顯地較少公司（尤其是規模較細的公司）有特別為處理分析員的利益衝突問題而設的既定內部監控措施。

表 11：第 2 組公司的內部監控措施

內部監控措施	設有該內部監控措施的回應者的比例
規定須披露可能出現的利益衝突	53%
適用於正在受職能分隔措施規限的分析員的程序	22%
將職責劃分	44%
限制分析員以個人名義進行交易	59%
分析員的交易禁制期限	31%
其他	13%

回應者的整體意見

43. 整體來說，大部分的回應者都認為，與其他主要市場的情況相似，分析員所面對的利益衝突對香港來說是一個問題，並應該加以處理。它們很多都認為，當分析員要就與他們所隸屬的公司有投資銀行關係的公司發表報告時，上述問題便會出現。
44. 雖然相當多的回應者都認為，香港的分析員所撰寫的研究報告具備合理的質素，但很多都要求當局就此範疇發出更清晰的指引。有些更建議，由於散戶投資者保護自己的能力較低，當局需要進一步推行投資者教育，以提高他們在這方面的認知。