



**SECURITIES AND
FUTURES COMMISSION**

證券及期貨事務監察委員會

Investor Survey on Investment Research Activities

投資者對於投資研究活動
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
散戶投資者的具體回應.....	5
機構投資者的具體回應.....	10
回應者的整體意見.....	15

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。爲了更有效地評估證券研究業的情況及獲得來自投資者更全面的意見，證券及期貨事務監察委員會(證監會)在 2003 年年中與消費者委員會合作，調查了散戶及機構投資者在這方面的意見。這項調查是繼較早前一項就證券公司的投資研究作業方式及證券公司對有關事宜的看法所作的調查之後而進行的。

調查問卷是透過多個途徑分派予投資者的。填妥並交回的問卷共 403 份，當中 361 份是由散戶投資者所填寫的。

以下是問卷調查的主要發現：

- 對於散戶及機構投資者來說，在作出投資決定時參考研究報告的情況相當普遍。
- 機構投資者與散戶投資者在取閱研究報告的途徑方面有著明顯的分別。印刷媒體、廣播媒體及財經網站是散戶投資者獲取信息的主要渠道，而機構投資者則主要直接從經紀行取得研究報告。
- 與具體的建議及目標價格比較，散戶投資者及機構投資者對於有關特定股份或行業界別的實況詳情及分析更感興趣。
- 機構投資者對研究報告的質素的滿意程度較高。很多散戶投資者都認爲分析員的建議沒有得到足夠的分析所支持，而分析員所使用的基準及方法既不清晰亦並非貫徹一致。
- 散戶投資者及機構投資者都傾向於漠視研究報告內的風險警告或免責聲明。他們所提到的主要原因是，有關的風險警告或免責聲明未能披露任何有用的信息。
- 散戶投資者普遍認爲分析員及其公司沒有在研究報告或公開露面的場合中就有關的利益衝突作出足夠的披露。散戶投資者及機構投資者都希望進一步得到有關分析員及其公司在所研究的公司中的權益，以及該等證券研究公司的有關投資銀行關係的信息披露。大部分的散戶投資者及機構投資者都同意，分析員應在研究報告或在公開露面的場合中披露其真實的姓名及牌照狀況。
- 除了制訂內部監控措施以處理分析員的利益衝突問題之外，很多投資者也支持在這方面採取執法行動及推行投資者教育工作。

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關係，或在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。爲了更有效地評估證券研究業的情況及獲得來自投資者更全面的意見，證監會在 2003 年年中與消費者委員會合作，調查了散戶及機構投資者在這方面的意見。這項調查是繼較早前一項就證券公司的投資研究作業方式及公司對有關事宜的看法所作的調查之後而進行的。

調查方法及回應率

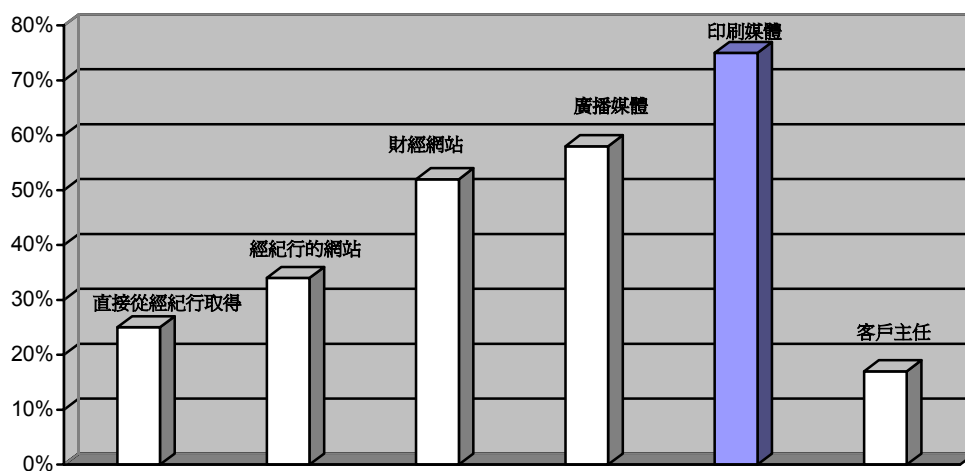
3. 有關的調查問卷涵蓋了多個範疇，包括投資者使用研究報告的情況、其對研究報告的觀感，以及投資者對於與信息披露及利益衝突有關的事宜的看法。我們在問卷中，將“研究報告”的定義廣泛地界定為包括任何就香港上市股份而作出的並符合以下說明的投資建議 –
 - 由分析員或經紀行以任何形式(例如印刷媒體或網站)所發表的投資建議；或
 - 在公開露面的場合 (包括電視及電台廣播) 由分析員所散發的投資建議；或
 - 由經紀行的客戶主任透過電話所散發的投資建議。
4. 有關問卷透過不同渠道分派，包括消費者委員會 2003 年 4 月的《選擇》月刊。本會亦邀請投資者透過證監會網站在網上填寫該問卷。填妥並交回的問卷共 403 份，當中 361 份來自散戶投資者及 15 份是來自機構投資者。有 27 名回應者並沒有註明其是以何種身分進行投資。

散戶投資者的具體回應

研究報告的使用

5. 散戶投資者使用研究報告的情況相當普遍。76%的散戶投資者在作出投資決定時經常或偶然，直接或間接地使用到研究報告。我們注意到以下一些特點：
- 印刷媒體、廣播媒體及財經網站是他們最經常用來取得研究報告的途徑。印刷媒體獲得超過 70%的散戶投資者所使用。請參閱圖 1。

圖 1: 散戶投資者取得研究報告的途徑



- 相對於研究報告內的具體建議(例如“買入”、“持有”或“出售”)及目標價格，散戶投資者對有關特定股份或行業界別的實況詳情及分析更感興趣(表 1)。44%的回應者經常密切留意分析員所推介的股份的表現，意味著散戶投資者並不是經常都全盤接收分析員的建議，而是會根據事實及分析來作出決定。

表 1：研究報告內使散戶投資者感興趣的資料

資料類別	表示對有關資料感興趣的回應者的比例
具體建議	55%
目標價格	49%
就特定股份所作的分析	80%
就特定的行業界別所作的分析	63%
關於特定股份的實況詳情	66%
關於特定行業界別的實況詳情	48%
關於分析員就特定股份或界別的推介的過往記錄	38%
分析員的姓名	26%

- 關於投資期方面，32% 的散戶投資者持有股份達 1 年或以上；26% 持有股份 6 個月至 12 個月；34% 則持有 1 個月至 6 個月，及有 9% 的散戶投資者持有股份少於 1 個月，顯示出很多散戶投資者都是短線投資者。

對研究報告的理解

6. 一般來說，散戶投資者對於研究報告的質素並不感到十分滿意，因而影響到他們對報告的依賴程度。
 - 只有 29% 的散戶投資者表示研究報告內的建議經常都有足夠的理據及分析所支持，而有 55% 表示研究報告偶然欠缺足夠的理據及分析。
 - 只有 28% 認為分析員經常在其分析中使用清晰及一致的研究方法，及有 49% 表示所使用的方法有時不太清楚及並非貫徹一致。
 - 只有 15% 表示分析員經常在研究報告內就其之前的推介作出跟進。

風險警告或免責聲明

7. 很多散戶投資者都沒有理會研究報告內的風險警告或免責聲明。只有 28% 的散戶投資者經常閱讀有關的警告或聲明。請參閱圖 2。至於為何漠視有關的警告或免責聲明，他們所提出的主要原因是有關的警告或聲明並沒有披露任何有用的信息 (圖 3)。

圖 2: 閱讀風險警告或免責聲明的散戶投資者的百分比

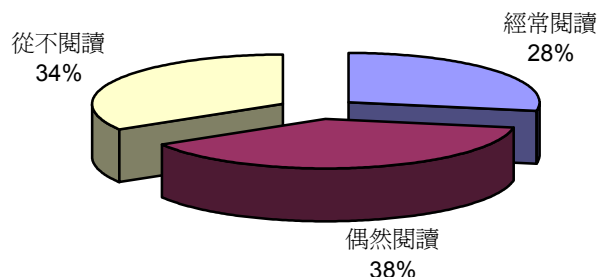
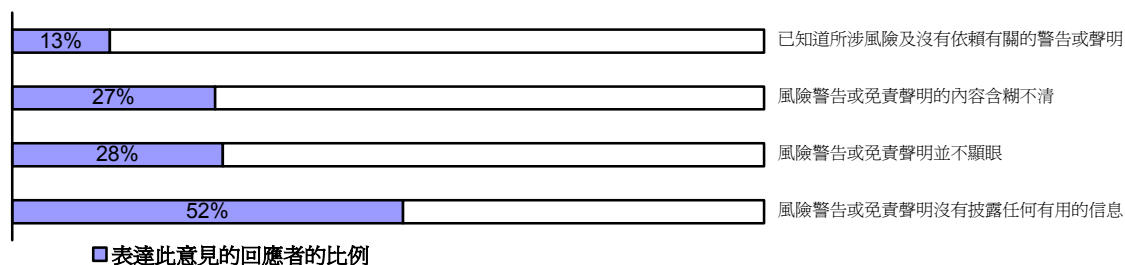


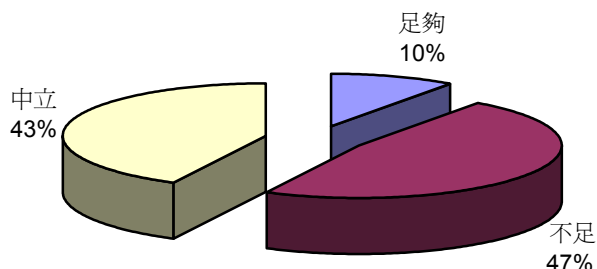
圖 3: 不閱讀風險警告或免責聲明的原因



披露分析員的權益

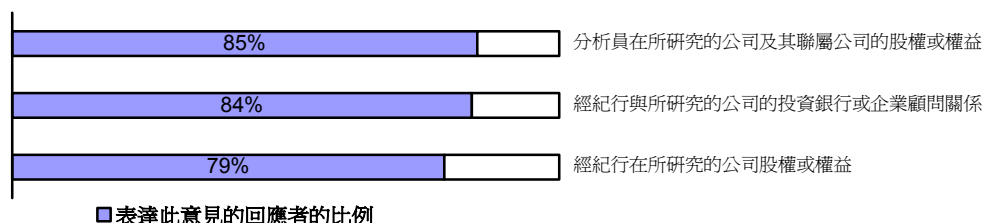
8. 很多散戶投資者認為分析員及其公司沒有在研究報告或公開露面的場合中就其利益衝突作出充分的披露。如圖 4 所示，47% 的散戶投資者表示披露不足，及只有 10% 的散戶投資者持相反意見。

圖 4: 散戶投資者對於分析員及公司所披露的利益衝突是否足夠的看法



9. 以下是回應者希望得到進一步披露的範疇：分析員及其公司在其所研究的公司的權益，以及該等證券研究公司的有關投資銀行關係。請參閱圖 5。

圖 5: 散戶投資者希望進一步得到披露的範疇



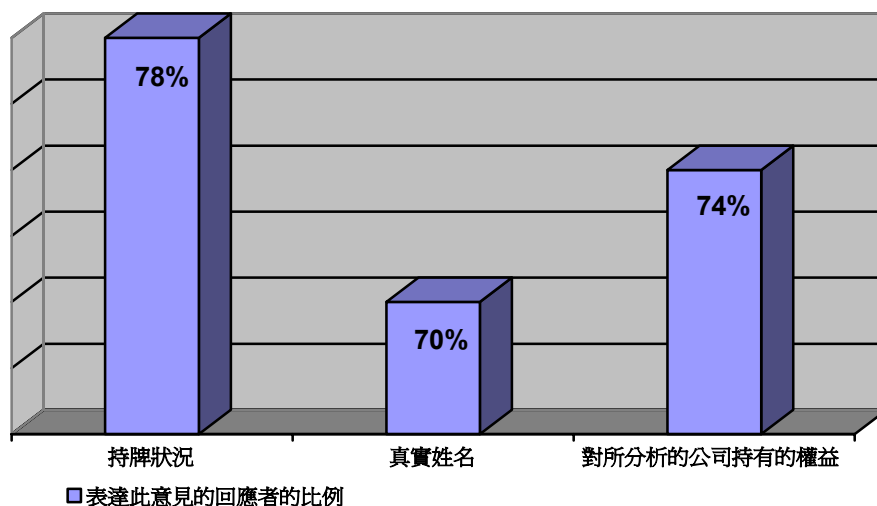
披露分析員的專業資格

10. 大部分的散戶投資者都同意，分析員應在研究報告內或在公開露面的場合中，披露其真實的姓名、牌照狀況，及在其在所研究的公司之權益：

- 78%同意所有身為持牌人的分析員或評論員都應在研究報告，包括在印刷及廣播媒體登載的報告內，披露其牌照狀況。
- 70% 同意所有分析員或評論員都應該在研究報告，包括在印刷媒體登載的報告內披露其真實姓名。
- 74%同意所有分析員或評論員都應該披露其對所研究的公司之權益。

此外，60% 同意只有具備特定資格或經驗的人士才可獲准擔任研究分析員的職務。

圖 6: 散戶投資者希望得到披露的專業資格和其他資料

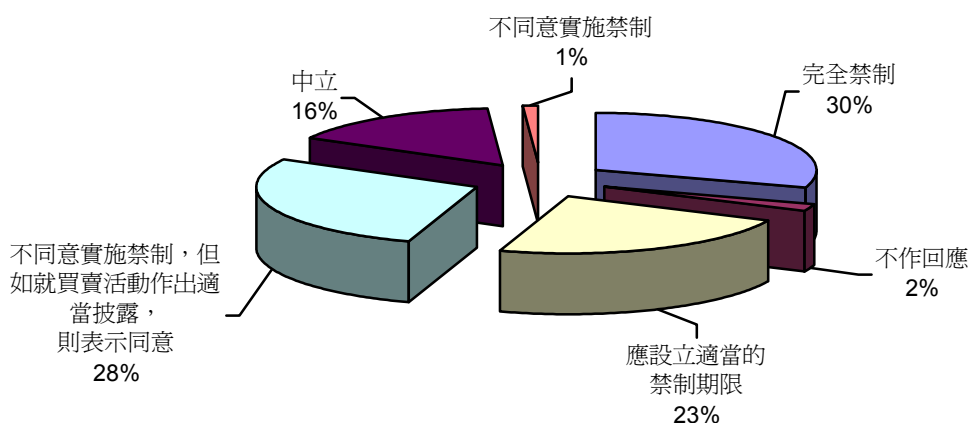


內部監控制度及程序

11. 散戶投資者同意投資公司應實施內部監控措施，以處理分析員的利益衝突問題：

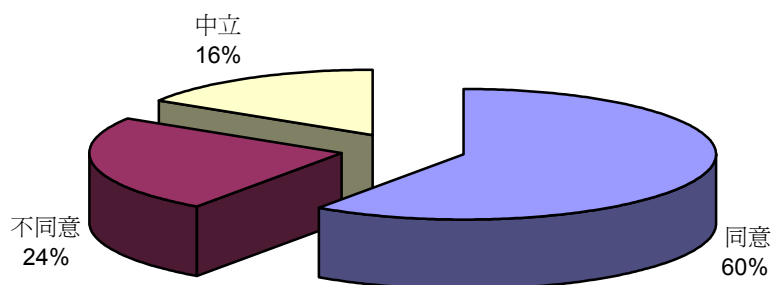
- 30%認為應禁止分析員就其正在研究的股份進行買賣。23%同意應設立適當的禁制期，而有 28%的散戶投資者卻認為應該就買賣活動作出適當的披露。請參閱圖 7。

圖 7: 散戶投資者對有關應否禁制分析員買賣其研究所涉及的股份的意見



- 超過半數的散戶投資者認為投資公司所發表的研究報告不應涵蓋其(或其集團)正在就首次公開招股向其提供意見的公司。雖然有 24%的散戶投資者持相反意見，但他們同意假如有關公司已作出充分的披露，及設有適當的規則以規管該等報告的發表，則該等公司可以發表以上所述的研究報告。請參閱圖 8。

圖 8: 散戶投資者對有關禁制相關的公司刊發首次公開招股前的研究報告的意見



- 關於投資公司可實施以處理分析員的利益衝突的內部監控措施，有 38% 的回應者提到可實施“適用於分析員的獨立匯報路線”；32%的回應者提到“職能分隔措施”；有 44%提到“獨立的薪酬釐訂機制”及有 43% 提到“就投資研究而另外設置獨立的實體”。

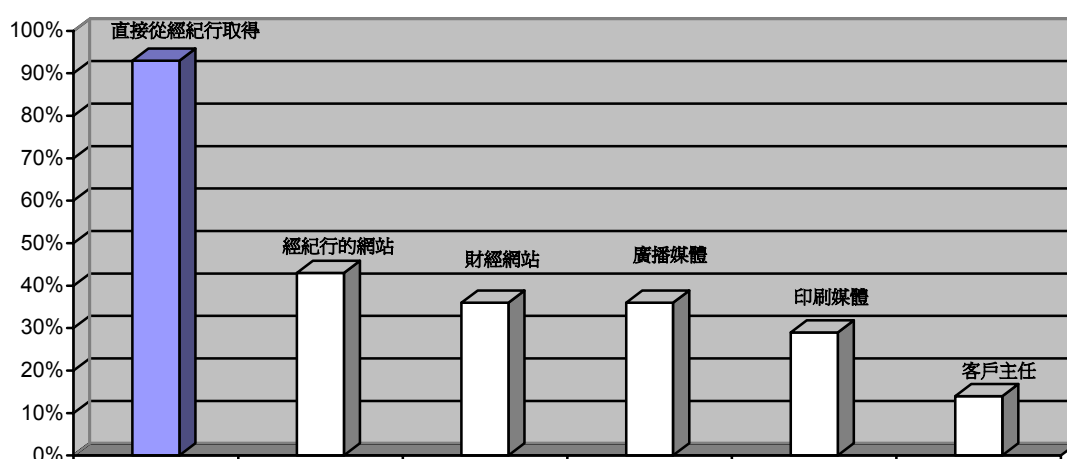
機構投資者的具體回應

研究報告的使用

12. 機構投資者亦經常使用研究報告。他們當中有 93% 經常或偶然在作出投資決定時直接或間接使用研究報告。我們注意到以下的一些特點：

- 大部分的機構投資者直接從經紀行取得研究報告。請參閱圖 9。

圖 9: 機構投資者取得研究報告的途徑



- 機構投資者對於有關特定股份或行業界別的實況詳情最感興趣。如表 2 所示，他們不太留意研究報告內的具體建議(例如“買入”、“持有”或“出售”)及目標價格，意味著機構投資者傾向於根據事實及分析來作出決定，而不是完全依賴分析員的推介。

表 2：研究報告內使機構投資者感興趣的資料

資料類別	表示對有關資料感興趣的回應者的比例
具體建議	36%
目標價格	36%
就特定股份所作的分析	86%
就特定的行業界別所作的分析	79%
關於特定股份的實況詳情	79%
關於特定行業界別的實況詳情	71%
關於分析員就特定股份或界別的推介的過往記錄	50%
分析員的姓名	36%

- 關於投資期方面，50% 的機構投資者的平均持股期為 1 年或以上；43% 的平均持股期由 1 個月至 12 個月不等，但沒有機構投資者的持股期是少於 1 個月的，顯示出機構投資者的投資期較散戶投資者的為長。

對研究報告的理解

13. 一般來說，機構投資者對於研究報告的質素的滿意程度較散戶投資者的為高：
- 36% 表示報告內的建議經常都得到足夠的理據及分析所支持，但有 50% 的機構投資者持相反意見。
 - 50% 認為分析員經常在其分析中使用清晰及一致的研究方法，但有 43% 表示所使用的方法有時不太清楚及並非貫徹一致。
 - 21% 表示分析員經常，及有 71% 表示分析員偶然，在研究報告內就其之前的推介作出跟進。

風險警告或免責聲明

14. 大部分的機構投資者都沒有經常閱讀研究報告內的風險警告或免責聲明。請參閱圖 10。至於為何漠視有關的警告或聲明，如圖 11 所示，他們所提出的主要原因是有關的警告或聲明並沒有披露任何有用的信息。

圖 10: 閱讀風險警告或免責聲明的機構投資者的百分比

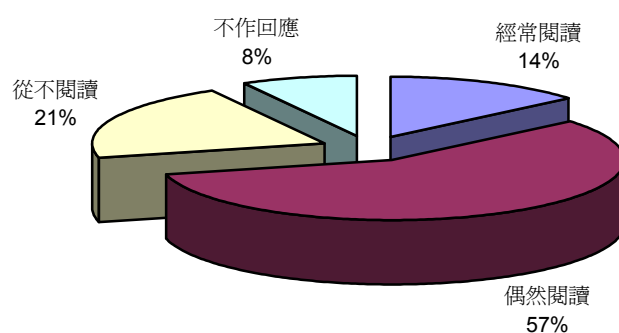
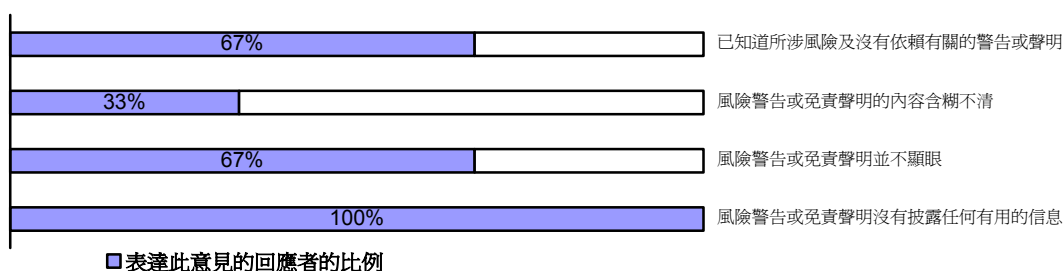


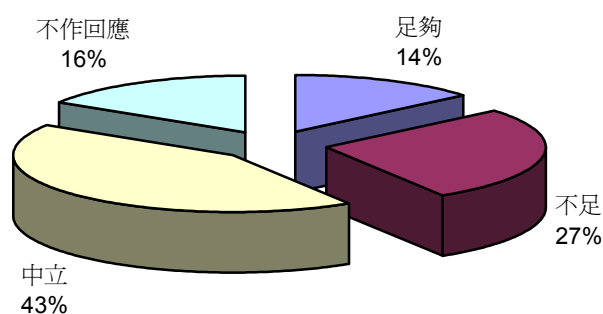
圖 11: 不閱讀風險警告或免責聲明的原因



披露分析員的權益

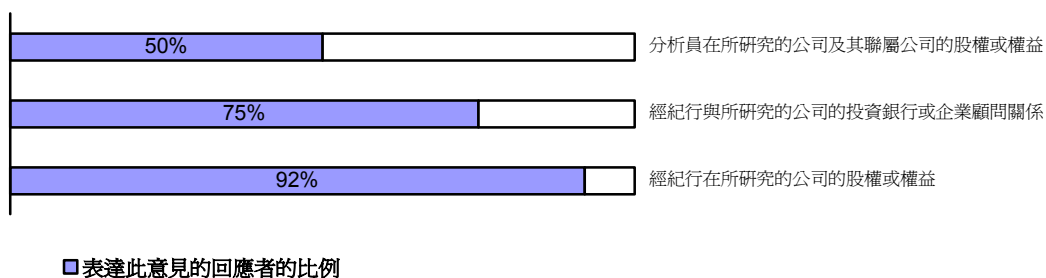
15. 很多機構投資者都不關心分析員及所屬公司是否已經在研究報告或在公開露面的場合中就利益衝突作出了充分的披露。請參閱圖 12。這與散戶投資者的看法剛好相反。在第二種情況中，有 47% 的回應者認為披露不足。

圖 12: 機構投資者對於分析員或公司所披露的利益衝突是否足夠的看法



16. 以下是回應者希望得到進一步披露的範疇：經紀行在所研究的公司的權益(92%)、該公司的有關投資銀行關係(75%)，以及分析員的有關權益(50%)。請參閱圖 13。

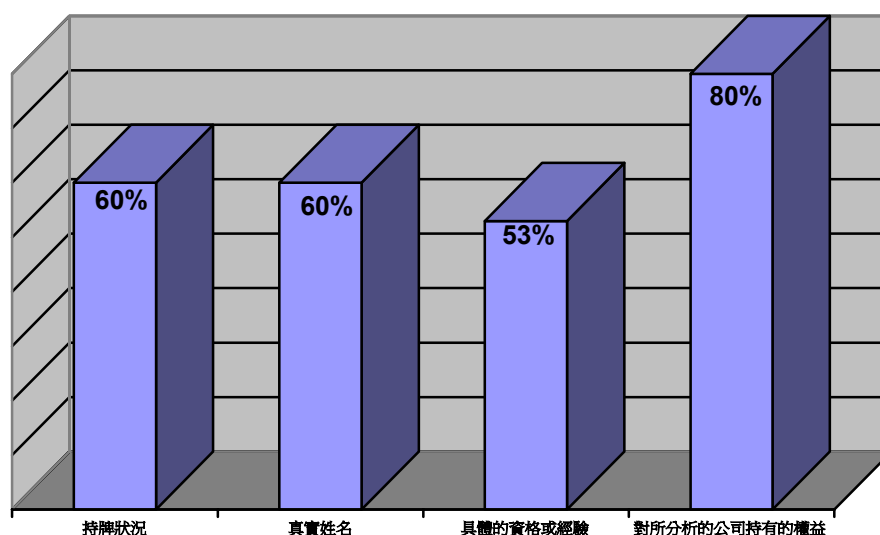
圖 13: 機構投資者希望進一步得到披露的範疇



披露分析員的專業資格

17. 大部分的機構投資者都同意，分析員應披露其真實的姓名、牌照狀況、具體資格，及其在所研究的公司的權益：
- 60%同意所有身為持牌人的分析員或評論員都應在研究報告，包括在印刷及廣播媒體登載的報告內披露其牌照狀況。
 - 60%同意所有分析員或評論員都應該在研究報告，包括在印刷媒體登載的報告內披露其真實姓名。
 - 53%同意只有具備特定資格或經驗的人士才可獲准擔任研究分析員的職務。
 - 80%同意所有分析員或評論員都應該披露其所研究的公司的權益。

圖 14: 機構投資者希望得到披露的專業資格和其他資料



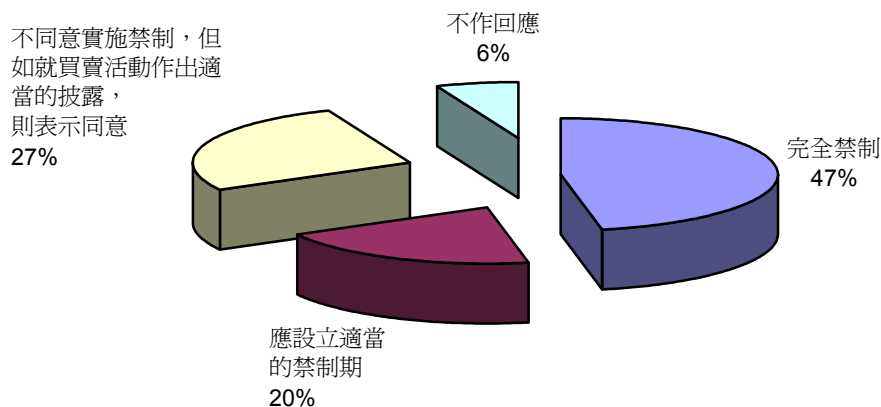
■ 表達此意見的回應者的比例

內部監控制度及程序

18. 機構投資者同意投資公司應實施內部監控措施，以處理分析員的利益衝突的問題：

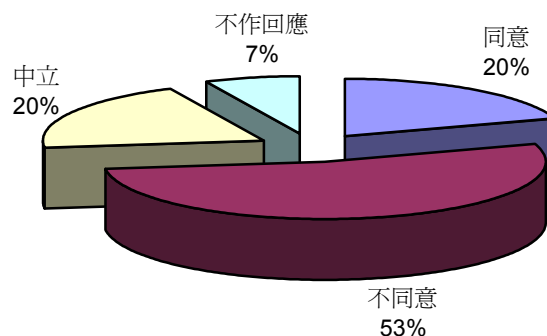
- 47%認為應禁止分析員就其正在研究的股份進行買賣。20%同意應設立適當的禁制期，而有 27%的機構投資者卻認為應該就買賣活動作出適當的披露。請參閱圖 15。

圖 15: 機構投資者對有關應否禁制分析員買賣其研究所涉及的股份的意見



- 20%的機構投資者認為投資公司所發表的研究報告不應涵蓋其(或其集團)正在就首次公開招股向其提供意見的公司。雖然有 53%的機構投資者持相反意見，但所有回應者都同意有關公司應作出充分的披露，及應設有適當的規則以規管該等報告的發表。請參閱圖 16。

圖16: 機構投資者對有關禁制相關的公司刊發首次公開招股前的研究報告的意見



- 關於投資公司可實施以處理分析員的利益衝突的內部監控措施，有 71% 的回應者提到可實施“適用於分析員的獨立匯報路線”及“職能分隔措施”；有 57%提到“獨立的薪酬釐訂機制”及有 43% 提到“就投資研究而另外設置獨立的實體”。

回應者的整體意見

19. 回應者亦提出了以下的意見：

- 分析員應就其目標價格及推介註明有效期，以及提供預測的目標價格與實際價格在某段期間內的對照。
- 應加強投資者對分析員的利益衝突的認知。
- 證監會應公開譴責犯有失當行為的分析員及其公司，以及披露它們的姓名或名稱的詳情。
- 除持牌人外，任何人均不得獲准發表研究報告或以其他方式透過其他媒體就證券發表意見。