



**SECURITIES AND
FUTURES COMMISSION**
證券及期貨事務監察委員會

Consultation Conclusions on the Regulatory Framework for Addressing Analyst Conflicts of Interest

關於處理分析員利益衝突的
監管架構的諮詢總結

香港
2004年11月

目錄

	頁
摘要.....	2
引言.....	4
近期的發展.....	4
諮詢所得意見的撮要及證監會就《諮詢文件》內提出的事項的回應.....	5
結語.....	16
附件 1 – 《操守準則》第 16 段.....	18

摘要

1. 證監會於 2004 年 3 月 31 日發表《關於處理分析員利益衝突的監管架構的諮詢文件》(“《諮詢文件》”)。證監會共接獲 30 份分別來自業內從業員、法律界專業人士、投資者及其他相關團體的意見書。整體來說，回應者支持證監會倡議加強監管制度以處理分析員的利益衝突。

監管取向

2. 我們已完成《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》第 16 段(“該指引”)的最後定稿。該指引旨在消除、減低或管理分析員的利益衝突。該指引以國際證券事務監察委員會組織(“國際證監會組織”)的原則為基礎，並已顧及到其他海外司法管轄區的最佳市場作業方式、香港獨有的市場特色及市場的回應意見，以確保我們的監管取向在保障投資者利益與利便合法的市場信息的流通之間取得平衡。
3. 對《諮詢文件》的建議所作的大部分修改，都是為了釐清與該指引的實際應用有關的事宜。

對諮詢建議的主要修訂

4. 我們根據所接獲的回應對該指引作出了微調，有關的主要修訂如下：
 - *適用範圍*：該指引將只涵蓋屬於在香港上市的股份、認股權證或股票期權等證券，並將就固定收益證券、集體投資計劃及外匯合約而進行的研究豁除在外。
 - *對分析員進行交易的限制*：分析員在發表研究報告之後的買賣禁制期已由 1 個營業日延長至 3 個營業日。
 - *分析員披露有關財務權益*：已收窄“有聯繫者”一詞的定義範圍。
 - *商號披露有關財務權益*：觸發披露的界線目前訂於有關證券所屬上市法團的市值的 1%，而額外金額方面訂立的 500 萬元的界線水平已被撤銷。
 - *安靜期及買賣禁制期*：我們已就定期發表的研究及未經事先安排的新聞事件提供安全港。
 - *分析員的匯報途徑*：只會禁止分析員向投資銀行部作出匯報。

- *分析員在媒體中出現*：分析員在媒體中出現時，須披露(i)其姓名，(ii)持牌狀況，以及(iii)擁有研究所涵蓋的有關證券的財務權益的事實。

展望

5. 該指引預期由 2005 年 4 月 1 日開始生效。
6. 市場對於在交易前發表研究報告意見不一。我們認同這是一個複雜的問題，需要另行作出研究。證監會企業融資部目前正在檢討有關證券公開發售及招股章程的監管制度，並將會於適當時就此諮詢市場意見。
7. 雖然《證券及期貨條例》(“該條例”)已清楚訂明在媒體中發表研究或評論的人士並不受證監會的發牌制度所規管，但我們知道很多媒體機構已就財經記者及他們作出的評論設立內部指引及政策。我們鼓勵這些媒體機構切實執行有關政策及進一步制訂通用的最佳作業守則，以確保業界整體符合嚴格的標準。證監會樂意協助媒體機構為處理分析員利益衝突而制訂該等內部最佳作業守則。
8. 除了發表該指引外，證監會亦計劃舉辦投資者教育活動，務求使投資者加深認識及瞭解有關分析員操守的整體監管制度的事宜。我們相信，這些旨在設立清晰的業界基準的指引一旦落實執行後，市場將會凝聚動力以達致更佳的信息流通及在分析員操守方面追求更高的透明度。

引言

9. 證監會於2004年3月31日發表《關於處理分析員利益衝突的監管架構的諮詢文件》。諮詢期原訂於2004年4月30日結束。然而，由於回應者積極提出意見，且很多回應者均要求延長諮詢期，以便仔細研究《諮詢文件》內的建議，因此，證監會在直至2004年7月為止仍繼續收取及考慮所接獲的回應。此外，本會在諮詢期結束後，仍繼續與從業員、媒體及其他對分析員利益衝突問題的建議監管架構感興趣的人士對話，尤其是與他們討論到分析員在媒體出現時的披露事宜。
10. 《諮詢文件》建議訂定更清晰及更明確的指引以處理可能存在於香港市場的潛在及實際的分析員利益衝突。本會旨在將這些指引以獨立段落的形式(第16段)納入《操守準則》之內，以規管證監會的持牌人或註冊人(包括註冊機構的有關人士)的操守。
11. 證監會草擬該指引時已顧及國際發展及香港獨有的市場特色。作為國際證監會組織的成員，本會的該指引亦反映了國際證監會組織的《處理賣方證券分析員利益衝突的原則聲明》。
12. 本文件旨在為感興趣人士分析回應者在諮詢過程中提出的主要事宜及證監會作出有關結論的理據。因此本文件應與《諮詢文件》一併閱讀。
13. 證監會共接獲 30 份分別來自業內從業員、法律界專業人士、投資者及其他對分析員利益衝突問題的建議監管架構感興趣的人士的意見書。除部分人士表示不同意本會發表其意見書外，其餘所有意見書及《諮詢文件》均已登載於證監會網站(<http://www.hksfc.org.hk>)。
14. 附件 1 載有經修訂的該指引。

近期的發展

15. 對於分析員利益衝突的問題，香港作為國際金融中心亦不能獨善其身。證監會近期對一名分析員作出紀律處分，指該分析員在其撰寫的

投資研究報告發表前進行超前交易。此事亦提高了處理這問題的逼切性。

16. 我們深信需要清晰及明確的指引來處理分析員的利益衝突問題，以及發表針對以下三大範疇的指引是正確的取向：
 - 識別、消除、避免、管理或披露分析員所面對的利益衝突。
 - 分析員的誠信及其投資研究的完整性。
 - 教育投資者認識分析員所面對的實際及潛在的利益衝突。
17. 此外，我們了解到必須在保障投資者利益與利便合法的市場信息的流通之間取得平衡，同時確保我們的取向是務實且顧及香港的市場特色。我們明白到我們的指引不應對信息的自由流通造成不必要的阻礙。我們相信，隨著本會加強投資者教育工作，加上旨在設立更清晰的業界基準的該指引一旦落實執行，來自各方的市場力量將驅使市場朝著信息更流通、透明度更高及業內具備更高專業水平的方向邁進。

諮詢所得意見的撮要及證監會就《諮詢文件》內提出的事項的回應

18. 回應者普遍歡迎證監會倡議加強監管制度以處理分析員的利益衝突。本會收到的意見不論是在深度及廣度方面都有很大差別。部分回應者將焦點放在大原則上，而另一些回應者則針對有關細節。若干回應者亦要求本會釐清對該指引的詮釋。
19. 以下為本會於諮詢過程中接獲的主要意見的撮要，以及本會對有關意見的回應。

適用範圍及指引內特定用語的建議定義

20. 回應者提議，外匯合約、固定收益證券及有關該等產品的研究應可豁除於“金融產品”及“投資研究”的定義之外。由於外匯市場及固定收益證券市場的性質與特點迥異，因此有回應者提出不宜將為股本證券的研究而設的規則套用於這些投資工具之上。此外，有回應者指出外匯及固定收益證券的價格波動是受眾多宏觀經濟因素及其他因素所影

響，因此，這些投資工具的價格受分析員的負面影響的程度亦較低。至於集體投資計劃，回應者指出這些計劃的單位的價值因涉及該等計劃的投資研究而受到影響的可能性較低。

21. 數名回應者希望證監會釐清該指引的適用範圍。他們特別問及在其他地區編製撰寫但在香港商號的內部傳閱的研究報告，或由持牌商號聘請但卻獲派駐境外的分析員所撰寫的研究報告，會否受到該指引所規限。
22. 至於“分析員”一詞的定義，雖然多數人都同意本會建議的定義，但有少數回應者擔心該詞的定義範圍可能過於廣泛，及可能會影響市場信息的流通。部分回應者亦提議應將獨立分析員及買方分析員豁除於該定義之外。
23. 我們同意回應者的意見，指由於外匯合約、固定收益證券及集體投資計劃的性質各有不同，因此這些投資工具的價格會因分析員的建議而受到影響的可能性較低。鑑於這些投資工具的定價結構各有不同，我們將該指引的適用範圍收窄為只涵蓋屬於在香港上市的股份、認股權證或股票期權等證券。有關固定收益證券、外匯合約及集體投資計劃的研究獲得豁除。為免生疑問，我們亦表明，該指引旨在涵蓋於香港買賣的證券的投資研究或對該等證券構成影響的投資研究。
24. 我們認為假如由獨立分析員及買方分析員撰寫的載有關於特定證券的建議的研究報告獲發表，則上述分析員亦應受該指引所規限。與賣方分析員的情況一樣，獨立分析員及買方分析員亦須受防止因其擁有有關上市法團的財務權益，或其與有關上市法團的相關關係而產生潛在利益衝突而制訂的指引所規限。然而，應注意的是，純粹為供商號及其集團公司內部使用或就宏觀經濟或策略性事宜而進行的投資研究，以及提供個人(一對一)投資意見，則獲豁除於該指引的適用範圍之外。

持牌分析員的特定定名機制

25. 本會在《諮詢文件》中提出設立分析員的定名機制可能會有幫助，例如透過發牌條件將持牌人定名為分析員。大部分的回應者都認為無需設立這樣的定名機制，因為他們相信監管制度應保持簡單。此外，設立任何定名機制均會使商號的合規成本上升。有若干回應者則對定名機制表示支持，但他們對於應設立的定名類別意見不一。
26. 鑑於大部分的意見均認為無需設立定名機制，而這個機制的支持者亦對此意見不一，因此本會認為現階段未必適宜強制實行這個定名機制。

分析員的買賣禁制期

27. 我們在《諮詢文件》中，建議對有關分析員就研究涵蓋的證券施加買賣禁制期，而禁制期為發出投資研究報告之前的 30 日及發出投資研究報告之後的 1 個營業日。同樣，分析員在買賣該等證券後 30 日內，不得就該等證券發表任何投資研究。
28. 雖然很多回應者均支持這項建議，但部分回應者認為，驅使進行投資研究的原因的通常都是未經事先安排而發生的新聞事件。禁制期亦不利於剛購入有關股份的分析員，因為一旦發生重大事件，他們便不得發表任何有關研究。
29. 此外，數名回應者認為在發出投資研究報告之後 1 個營業日的禁制期過短，因為此舉不能讓投資者有足夠時間消化有關信息。
30. 我們考慮過上述意見後，就禁制期加上另一項豁免，為商號或分析員提供安全港，以允許他們在禁制期內，一旦發生重大、公眾已知悉且會影響有關證券的價格的事件時發出研究報告。這項豁免將附加於允許分析員在商號於政策內述明、由商號的合規部門預先批核的特殊情況下進行買賣的建議豁免之上。

31. 我們相信香港擁有非常完善的通訊網絡，使商號可以在相對地較短的時間內與客戶溝通。然而，我們亦同意市場的意見認為在研究報告發表的同一天內，投資者未必有足夠時間就有關報告作出反應或採取行動。因此，我們已將投資研究報告發表之後的禁制期由 1 個營業日延長至 3 個營業日。

分析員的財務權益及相關關係

32. 大部分回應者都支持本會下述對分析員的建議要求：規定分析員須在研究報告中披露他們擁有研究所涵蓋的上市法團的財務權益的事實，以及分析員或其有聯繫者與有關上市法團是否有相關關係。若干回應者希望本會釐清“有聯繫者”與“高級人員”的定義。此外，亦有意見認為就該指引的目的而言，該條例內“有聯繫者”的定義範圍可能過於廣闊，並且只應限於分析員的家庭成員。
33. 正如《操守準則》內的說明註釋所述，除另有說明或文義另有所指外，《操守準則》內的字詞和詞組應參照該條例附表 1 第 1 部內對該等字詞或詞組的定義來加以詮釋。因此，該指引內“高級人員”一詞亦依照此原則詮釋。
34. 我們理解到公眾擔心該條例內“有聯繫者”的定義範圍可能過於廣闊。因此，我們將這詞的定義局限於以下人士：
- 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女。
 - 某信託的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信託的受益人或酌情對象。
 - 慣於或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

商號的財務權益及相關關係

35. 回應者同意有關的披露原則，即商號及其集團公司在發表研究報告時應披露其對所涵蓋的上市法團所擁有的財務權益，以及與有關上市法團在投資銀行業務方面的關係。部分回應者認為“商號”一詞的定義

可能過於廣闊，尤其是轄下有多家公司的集團可能難以每天追蹤其他集團公司持有權益的情況，因而會造成合規負擔。數名回應者認為利用中國牆來將研究分析員的職能分隔的集團公司(例如資產管理公司)，由於對有關分析員或其研究並無控制權，因此應毋須披露其財務權益。

36. 數名回應者提議與其披露可能具有廣泛意義及難以界定的“任何投資銀行業務關係”，有關披露應以商號有否就其提供的投資銀行服務收取費用作為基準。
37. 我們現已在該指引內作出釐清，致使“商號”一詞的定義現時只限於在香港經營涉及證券的投資銀行、自營交易或莊家活動或代理經紀業務的任何集團公司。我們相信這個取向應可處理回應者對披露規定的複雜性的關注。
38. 我們理解到提議以有否收取費用作為投資銀行業務關係的披露基準的做法，是較為簡單的措施。然而，我們注意到商號可能未必會在獲委託提供投資銀行服務時收取任何前期費用。我們亦應指出，根據我們的建議，商號只須披露他們與上市法團有著投資銀行業務關係這個事實，而毋須說明該種關係的詳情。我們亦無意規定商號必須作出會涉及價格敏感資料的披露。

商號披露“重大財務權益”的界線

39. 回應者普遍同意將觸發商號披露其擁有的上市法團財務權益的水平訂於建議的 1%界線。少數回應者認為將有關界線設定於 5%會較為適合，以便與該條例第 XV 部目前的權益披露界線保持一致。部分回應者則提出由於已有該條例的披露規定，因此他們並不認為有需要施加該項額外規定。數名回應者提倡只需實施簡單的市值 1%的披露界線便已足夠，並認為該百分率及 500 萬港元的雙線披露準則可能會造成過分沉重的負擔。亦有若干回應者反對設定下限，理據是持有上市法團 1%的股份，實際上相當於持有該上市法團大約 4%的公眾持股量(根據《上市規則》一般規定上市法團的 25% 已發行股本須由公眾持有的準則而言)，因此已是相當大的比重。另有數名回應者亦要求我們釐清“財務權益”一詞所涵蓋的範圍，以及在確定財務權益時所採用的時間範圍。

40. 雖然該條例目前已載有關於披露權益的條文，但該等條文背後的監管意向所針對的是另一套不同的目標，因而未能滿足處理分析員利益衝突這個具體問題的需要。就有關界線而言，我們同意只實施簡單的1%界線的披露要求而不在金額方面訂立額外的規定會更為適合。我們已對指引作出相應的修訂。
41. 我們亦在該指引內釐清了“財務權益”是指通常為人所知的財務權益，例如就某家上市法團的證券的投資，或上市法團與有關商號或分析員之間的財務通融安排。我們亦釐清該詞不包括以正常交易關係作出的商業貸款(不論是由上市法團向商號或分析員提供，還是由商號或分析員向上市法團提供)，亦不包括對任何集體投資計劃的投資，即使該計劃投資於某上市法團(就某上市法團的證券)。因此在以正常交易關係作出的商業貸款中持有作為抵押品的證券亦獲得豁免。
42. 至於披露商號的財務權益的時間範圍的問題，我們認為有關披露應以最新的資料為依據。

禁止分析員招攬投資銀行業務

43. 大部分回應者都贊同我們有關禁止研究分析員參與旨在招攬投資銀行業務的商業活動(例如商務推銷及交易巡迴推介)的建議。因此，這方面毋須作出修改。

在投資研究過程中造訪公司

44. 部分回應者提議分析員亦不應造訪公司。
45. 我們相信，造訪公司是分析員職能的一部分，不應加以禁止。然而，就這方面而言，商號及分析員應確保已有適當和充足的措施，以保護分析員毋須面對可左右其工作的客觀性的不適當影響。此外，商號及分析員都必須時刻遵守有關禁止從事市場失當行為(尤其是內幕交易)的規定。

安靜期

46. 我們曾在《諮詢文件》內建議，在公開發售中擔任經理人或保薦人的商號不應在首次公開招股後的40天內及在第二次發售之後的10天內

發表任何關乎該上市法團的投資研究(但一直以來有定期就該上市法團發表研究的商號則不在此限)。有關建議與主要國際市場的做法一致。

47. 雖然大部分回應者都支持我們的建議，但亦有部分回應者表示，驅使進行研究的原因通常都是未經事先安排而發生的新聞事件，因此應將這類事件列為例外情況。若實施有關的禁制期，一旦發生任何重大事件，分析員便不得就有關股份發表研究或更改評級，而這對分析員是不利的。一名回應者提議安靜期應由定價日開始。
48. 我們已接納這兩項建議，並已對該指引作出有關修訂。在這方面而言，商號的分析員應遵守所屬商號的內部程序，以確保自己符合有關安靜期內的限制。

交易前的投資研究

49. 在《諮詢文件》中，我們要求市場就應否容許發表“交易前的研究報告”(即在有關研究所涵蓋的證券公開發售開始之前發表投資研究報告)提供意見。
50. 回應者對此的意見迥異。部分回應者倡議全面禁止，其他回應者則持相反意見。對於在交易前發表研究報告的處理手法，國際間不同司法管轄區各有不同的市場慣例。證監會企業融資部將會另行就證券公開發售的監管制度進行諮詢，屆時將會探討這個課題。今次所收到的有關交易前發表研究的意見將在日後進行有關諮詢時再作考慮。在有關諮詢尚未展開及未有結果之前，我們在現階段不會發表任何意見或結論。

分析員的匯報途徑及在其他部門的參與

51. 大部分回應者均支持我們有關禁止分析員向投資銀行部匯報的建議，但亦有部分回應者認為不宜將這項禁制擴展至交易部。回應者亦普遍支持禁止分析員在參與投資銀行的活動時發表研究報告。然而，數名回應者提出由於香港的辦公室租金成本高昂，小型商號若實施任何實質的職能分隔程序將需要付出很高的成本。
52. 我們明白商號最終可能會將其研究部納入其交易部之內，並實施內部監控以確保分析員維持其獨立性。雖然我們已將有關分析員的匯報途

徑的禁止範圍局限於投資銀行部，但商號應就研究部與其他部門之間的信息流通實施適當的監控程序，以避免出現任何潛在的利益衝突。

53. 作為第 16.7 段的一般原則，我們亦希望提醒商號，他們應設立、維持及執行一套書面政策和監控程序，以消除、避免或管理任何實際及潛在的分析員利益衝突，包括因分析員參與商號其他部門的工作而產生的衝突。這些政策和程序應配合每家商號本身的業務的規模。雖然並無任何法規能有效防止任何人蓄意從事失當行為，但該指引對於盡量減少分析員在工作過程中可能產生的衝突來說是必需的。分析員應確保不會將其在協助所屬商號處理其他部門的工作時所取得的任何非公開資料，用於他們其後進行的投資研究當中。

分析員披露第三者利益

54. 有關分析員必須披露其就本身的研究報告而收取的第三者利益這項規定，得到回應者的大力支持。部分回應者更提議就該項披露及全面禁止分析員收取利益而設定界線。
55. 我們同意有關收取任何第三者利益一事均應予以披露。至於有關的禁止界線，我們明白很多商號已就收取禮物及其他第三者利益訂有適當的內部政策。因此，我們會交由商號自行制訂本身的適當界線水平。我們預期商號會按最佳作業標準來制訂該等界線。

分析員在大眾媒體中出現

56. 在諮詢建議中，我們建議本身為證監會持牌人的分析員在或透過大眾媒體發表評論時，應披露其真實姓名、持牌狀況，以及擁有有關上市法團的財務權益的事實。
57. 本會接獲來自不同背景的回應者(當中有來自媒體的人士)對有關建議措施是否切實可行所表達的意見。他們特別提出了以下事項：
- **報章／廣播媒體的空間／時間限制。** 全面披露分析員及其所屬商號的權益需耗費大量空間／時間，這情況在有關討論涉及多隻股份時尤其明顯。此外，在現場直播的節目中，分析員未必有足夠時間就所需的披露做好準備。

- **分析員未必知道商號的權益。** 由於訂有合規要求及商號內部存在著信息阻隔的關係，分析員未必能夠披露其商號的權益。
- **禁止分析員在發表建議之前及之後進行交易的禁制期會造成沉重負擔。** 在現場直播的節目中，分析員很難對涉及其最近曾買賣的股份的提問避而不答。

58. 我們理解到大眾媒體是香港投資者最常取得財務信息的媒體。為處理所提出的關注和顧及到有必要在保障投資者的同時不會阻礙合法財務信息的流通，我們將會採取以下方法來監管分析員在大眾媒體中出現時的行為。

分析員以個人身分出現

59. 該指引將對在大眾媒體出現及提供或討論任何投資研究的分析員施加經簡化的披露要求。該等分析員將只須：
- (i) 在出現時披露其姓名；
 - (ii) 披露其領有牌照的事實(而非有關詳情)；及
 - (iii) 披露其本身及／或其有聯繫者(而非所屬商號)擁有有關上市法團的財務權益的事實(而非有關詳情)。

就第 59 至 66 段而言，出現包括在廣播節目中出現及在文字媒體發表文章、報告或評論。

60. 分析員應在提供分析或評論時作出以上披露。這種披露方式將只適用於以個人身分出現的分析員，而分析員在大多數情況下都是以個人身分出現的。
61. 除了有關的(經簡化)披露規定之外，該指引的所有其他條文都將適用，當中包括例如買賣禁制期的規定。然而，如觀眾／聽眾主動向分析員提出有關特定證券的問題，即使該分析員及／或其有聯繫者可能曾經在之前的 30 日內買賣該等證券，該分析員仍可作出回應、評論或提供建議。然而，他應在提供建議或評論前作出有關披露(即該分析員及／或其有聯繫者擁有有關上市法團的財務權益的事實而非有關詳情)。此外，即使有關的節目監製沒有提醒分析員需要作出以上披露，分析員亦應主動這樣做。
62. 同樣，如財經記者邀請分析員作出評論(例如在發生某宗新聞事件發生後就某隻股份提供意見)，即使該分析員及／或其有聯繫者可能在之前的 30 日內曾經買賣有關證券，該分析員仍可作出評論，但他在作出任

何評論前應向該記者披露其姓名、持牌狀況，以及該分析員及／或其有聯繫者擁有有關上市法團的財務權益的事實。

分析員使用非真實姓名

63. 我們就有關規定分析員須在媒體出現時使用真實姓名的建議，收到廣泛的回應。包括媒體代表在內的部分回應者全力支持嚴禁分析員使用非真實姓名。這些回應者質疑這類以無名氏方式撰寫文章背後的動機，並指出有關文章可被利用作為一個平台，以提供虛假或具誤導性的資料及透過“吹捧某些股票”來操縱股價。另一方面，若干回應者(當中亦包括媒體代表)則解釋，持牌人以非真實姓名在文字媒體發表評論，可保障自己不會遭到所屬商號或有關上市法團可能作出的報復。若規定分析員必須披露其姓名，將會使到很多分析員停止作出股票評論，以致可能會對市場信息的流通產生不良影響。
64. 雖然我們注意到目前某些報章專欄或財經文章都是以非真實姓名撰寫的，但不少財經評論文章都載有作者本身的姓名。雖然，以非真實姓名發表的財經評論專欄看來頗受散戶投資者歡迎，但市場亦關注到有部分這些文章可能會被不當地使用，因而引致市場出現失當行為。因此，我們相信在使用非真實姓名方面的操守問題不僅涉及分析員的利益衝突，也關乎更廣泛的市場廉潔穩健及失當行為問題。
65. 鑑於上述事宜涉及範圍甚廣，證監會已就使用非真實姓名一事進一步諮詢來自多個界別(包括媒體機構)的市場參與者。不少回應者都認為，分析員獲證監會發牌及在某商號擔任分析員，實際上是處於一個特殊的位置，使他們可取覽公司資料及與市場參與者(例如上市法團)接觸。因此，投資大眾會對分析員存在合理期望，預期他們以適當、具透明度及負責任的態度行事。分析員在媒體發表文章時使用非真實姓名，會或看來可能會削弱這些持牌人的透明度及問責性。
66. 在權衡輕重之後，我們認為分析員應在大眾媒體發表分析或評論文章時披露其姓名。我們明白部分回應者關注到若禁止使用非真實姓名，部分分析員可能會選擇不發表評論，因而影響到市場上信息的數量。但另一方面，市場及投資大眾對於該等信息背後的問責性及透明度感到安心，亦十分重要。我們相信長遠而言，新的規定能在分析員發表評論文章或建議時提供較高的透明度及問責性的制度，對香港市場及其投資者都有利。

商號透過大眾媒體傳達其投資研究

67. 若商號透過大眾媒體傳達其投資研究，例如在贊助節目中發布其研究報告的全部或部分內容，便應遵守該指引的規定，尤其是要作出根據第 16.4、16.5 及 16.8 段所訂明的全面披露。

財經記者

68. 數名回應者提議所有在媒體中就證券提供分析或建議的評論員亦應受到監管。
69. 我們希望重申該條例已清楚訂明任何人士若在媒體發表研究或建議但沒有進行任何受規管活動¹的話，便不屬於證監會發牌制度的監管範圍內。然而，這些評論員應注意即使他們並非持牌人及因而不受《操守準則》管限，但他們仍會受到該條例有關市場失當行為的其他條文所規限。在該條例下，根據內幕消息進行交易或操縱市場將要負上刑事及民事法律責任²。
70. 我們注意到，數名業內人士關注若只有持牌人受該指引所規限，則可能會導致不受規管而就證券作出／發表評論的媒體評論員涉及潛在利益衝突。另一方面，我們亦理解到媒體在發放信息方面所肩負的重要角色，以及公眾在這方面對它們的信賴。
71. 證監會清楚知道該指引的主要目的是規管持牌分析員的行為，從而訂出一套有助維持市場廉潔穩健及維護香港作為國際金融中心的聲譽的標準。我們會繼續密切地監察任何可能有損投資者利益的市場活動，例如不正當地發放信息或意見。儘管沒有任何有關的持牌規定，但我們要求媒體評論員在向廣大市民發表評論時能秉持嚴格的專業道德標準。據我們所知，很多媒體機構已就財經評論制訂內部政策，當中涵蓋的事宜包括管理及披露專欄作者的利益衝突及防止發表具誤導性的評論文章。我們相信，為分析員而設的該指引的實施，以及為密切配合該指引而舉辦的投資者教育活動，將會推動所有媒體機構制定其本

¹ 在該條例附表 5，“就證券提供意見”一詞的定義並不包括任何人透過普遍地提供予公眾閱覽的報章、雜誌、書籍或其他刊物，或供公眾接收(不論是否需付收看費)的電視廣播或無線電廣播而提供意見或發出分析或報告。

² 該條例第 298 及 300 條分別訂明披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易，以及在證券或期貨合約交易中使用欺詐或欺騙手段的刑事罪行。至於民事方面的條文，第 277 條訂明披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的民事法律責任，而第 279 條則規定任何法團的每一名高級人員均須採取一切合理措施，以確保有妥善的預防措施，防止該法團作出市場失當行為。

身的內部政策。事實上，我們鼓勵媒體機構共同制訂一套彼此公認的最佳作業守則，以確保業內整體都能在財經評論及分析方面達到嚴格的標準。證監會樂意就這方面的工作提供協助。

關乎大眾媒體的披露規定

72. 持牌商號對於他人發表其研究報告的摘錄或撮要的全部或部分內容未必有控制權。因此，持牌商號應確保其研究報告已載有《操守準則》所規定的適當披露。如大眾媒體發表研究報告的摘錄或撮要的全部或部分內容，即使大眾媒體不受該指引的條文所約束，我們亦鼓勵其在發表有關文章時披露資料來源（即有關商號的名稱及原有研究報告的發表日期）。該等披露有助讀者根據該等摘要及其後任何涉及有關上市法團並會影響其股價的消息，來作出有根據的投資決定。
73. 若分析員及／或商號已經作出有關披露，當他們透過大眾媒體提供分析或評論時，即使有關的大眾媒體其後發表或以其他方式轉載其研究報告的全部或部分內容而沒有附帶有關披露，分析員及／或商號亦將毋須承擔責任。

投資者教育

74. 證監會所提出的繼續推行投資者教育措施的建議獲得廣泛支持。我們將會繼續投資者教育的工作，使投資大眾加深認識有關分析員利益衝突的問題，以及個別分析員和商號為減低或管理這些衝突而依據該指引須採取的措施。我們認為投資者教育能灌輸更多相關知識給投資者，使他們能夠區分由持牌人、其他評論員及以非真實姓名發表文章的作者所作出的評論，以及能夠自行決定在哪個程度上依賴這些不同類別的人士的評論。

結語

75. 由於該指引以原則為基礎，商號應視乎本身的架構及業務模式靈活地加以採納。為利便商號遵守該指引的規定，我們在證監會網站內登載了一個問答環節，當中列出最常見的問題及釐清商號在詮釋及應用該指引時通常會遇到的實際問題。

76. 證監會謹此多謝業內人士及其他相關團體就《諮詢文件》提出寶貴的建議和意見。證監會將繼續監察有關分析員利益衝突事宜的發展，並在需要時檢討有關的指引。
77. 在該指引實施後，我們期望會看到投資研究業內的標準(包括在媒體發表的分析)在市場力量的驅使下趨於一致。
78. 有關指引將根據該條例第 399 條發出，並預期將於 2005 年 4 月 1 日開始生效。

《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》

第 16 段

分析員

16.1 適用範圍

- (a) 本段適用於下列人士：
 - (i) 分析員；
 - (ii) 僱用任何分析員的商號；及
 - (iii) 發表任何投資研究的商號。
- (b) 本段涵蓋就於香港買賣的證券作出的投資研究及對該等證券構成影響的投資研究。

16.2 釋義

- (a) 就本段而言，“分析員”指商號內擬備及／或發表投資研究或投資研究的實質內容的個人。該詞並不涵蓋以下個人：
 - (i) 在完全附帶於本身的交易或經紀職能的情況下提供投資意見或評論的個人；
 - (ii) 所進行的研究純粹供該商號內部使用且不會分發予客戶的個人；或
 - (iii) 提供個人(一對一)投資意見的個人。就第 16.2(a)(ii)段而言，商號的內部使用包括集團內所有公司(而並非單純第 16.2(d)段所指明的商號)的使用。
- (b) 就本段而言，“有聯繫者”指：
 - (i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；

- (ii) 某信託的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信託的受益人或酌情對象；或
 - (iii) 慣於或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。
- (c) 就本段而言，“財務權益”指任何通常為人所知的財務權益，例如就某家上市法團的證券的投資，或上市法團與商號或分析員之間的財務通融安排。
- “財務權益”一詞並不包括根據正常交易關係而作出的商業貸款，或在任何集體投資計劃的投資(儘管事實上該計劃擁有涉及某上市法團的證券的投資)。
- (d) 就本段而言，“商號”指任何中介人及其公司集團。若某公司在香港進行涉及證券的以下業務，才會被視為一家公司集團的公司：
- (i) 投資銀行；
 - (ii) 自營交易或莊家活動；或
 - (iii) 代理經紀。
- (e) 就第 16.5(c)段而言，“受僱於商號或與該商號有聯繫的個人”指：
- (i) 受僱於該商號而分析員慣於或有義務按照其發出的指示或指令行事的個人；
 - (ii) 受僱於該商號及對有關投資研究的題材或內容或分發時間具有影響力的個人；或
 - (iii) 負責釐定有關分析員的報酬的個人。
- (f) 就本段而言，“投資研究”包括載有以下任何一項資料的文件：
- (i) 證券的投資分析結果；
 - (ii) 對可能影響證券日後表現的因素的投資分析，但不包括就宏觀經濟或策略性事宜所作的任何分析；或
 - (iii) 根據任何前述的結果或投資分析而提出的意見或建議，
- 並須據此解釋任何投資／研究報告。
- (g) 就本段而言，“上市法團”指本身的證券在香港聯合交易所有限公司上市的法團。

- (h) 就本段而言，“證券”指由上市法團發行的、在香港聯合交易所有限公司上市或交易的股份及該等股份的任何同時於香港聯合交易所有限公司上市或交易的權證或期權。

16.3 原則

證監會相信，以下原則對於本段適用的所有分析員及商號所進行的業務至關重要³。

(a) 分析員的交易及財務權益

應設立機制，使分析員的交易活動或財務權益不會妨礙其投資研究及建議。

(b) 商號的財務權益及商務關係

應設立機制，使僱用該分析員的商號的交易活動、財務權益或商務關係不會妨礙該等分析員的投資研究及建議。

(c) 分析員的匯報途徑及補償

應設立分析員的匯報途徑及補償安排架構，藉以消除或大幅限制任何實際及潛在的利益衝突。

(d) 商號的監察制度

僱用分析員的商號應確立書面的內部程序或監控措施，以識別及消除、避免、管理或披露任何實際及潛在的分析員利益衝突。

(e) 外來影響

應消除或管理證券發行人、機構投資者及其他外間人士對分析員施加的任何不當影響。

³ 這些原則大致上重申國際證券事務監察委員會組織（“國際證監會組織”）於 2003 年 9 月 25 日發表的《處理賣方證券分析員利益衝突的原則聲明》（“《原則聲明》”）中的原則。除了這些原則外，本會亦鼓勵分析員及商號採納《原則聲明》所列載的措施，作為最佳作業方式。《原則聲明》載於國際證監會組織的網站，網址為 www.iosco.org。

(f) 披露的清晰度、具體程度及顯眼程度

就實際及潛在的利益衝突的披露應是完整、適時、清晰、準確、具體及顯眼的披露。

(g) 誠信及道德操守

分析員應秉持嚴格的誠信標準。

16.4 分析員的交易及財務權益

(a) 商號應為分析員訂立交易政策

僱用任何分析員的商號應設立及維持書面政策及監控程序，管限任何該等分析員的交易及買賣，從而消除、避免、管理或披露因該等交易或買賣而產生的任何實際及潛在的利益衝突。

(b) 分析員進行交易的限制

分析員或其有聯繫者不應：

- (i) 以有違其已發表的建議的方式；或
- (ii) 在就某上市法團的投資研究發出前 30 日內及就某上市法團的投資研究發出後的 3 個營業日內；

交易或買賣涉及其評論的上市法團的任何證券，但在於有關商號的政策內概述的特殊情況以及已獲得有關的法律或監察部門預先核准的情況下進行的交易或買賣除外。

就第 16.4(b)(ii)段而言，如分析員或其有聯繫者曾在之前的 30 日內，交易或買賣涉及某上市法團的證券，則該分析員不應就該上市法團發出任何投資研究，但在發生會影響該等證券的價格且已為公眾所知悉的重大事件的情況下發出投資研究則除外。

(c) 相關關係的披露

如分析員或其有聯繫者擔任該分析員所評論的上市法團的高級人員，該分析員便應在研究報告中披露該項事實。

(d) 相關財務權益的披露

如分析員或其有聯繫者擁有與該分析員所評論的上市法團有關的任何財務權益，該分析員便應在研究報告中披露該項事實。

16.5 商號的財務權益及商務關係

(a) 商號應作出相關財務權益的披露

如商號擁有任何上市法團的財務權益，而某研究報告所評論的是涉及該上市法團的證券，且該等權益的合計總額相等於或高於該上市法團的市場資本值的1%，商號便應在研究報告中披露該項事實。

(b) 商號應作出相關莊家活動的披露

商號如為涉及有關上市法團的證券進行莊家活動，商號便應在研究報告中披露該項事實。

(c) 商號應作出相關關係的披露

如受僱於商號或與該商號有聯繫的個人擔任有關上市法團的高級人員，該商號便應在研究報告中披露該項事實。

(d) 商號作出相關商務關係的披露

商號如與有關上市法團有投資銀行業務的關係，便應在研究報告中披露該項事實。在過去 12 個月內就投資銀行服務所收取的任何補償或委託都構成投資銀行業務關係。

(e) 商號於發出投資研究前進行不當交易

如商號的投資研究涵蓋涉及某上市法團的證券，商號便不應在該等投資研究發表前不當地進行該等證券的交易或買賣。

(f) 商號不應向上市法團提供若干保證

商號不應為求展開或影響與上市法團的商務關係而提供任何承諾或保證，表示其將會在投資研究內發表對該上市法團有利的評論，或更改其研究的涵蓋範圍或評級。

(g) 安靜期

在公開發售中擔任經理人、保薦人或包銷商的商號，不應在以下期間內的任何時間，發出涵蓋某上市法團的任何投資研究：

- (i) 如該宗發售屬首次公開招股，則有關期間為緊接該等證券定價後的 40 天；或
- (ii) 如屬第二次公開發售，則有關期間為緊接該等證券定價後的 10 天，

除非該商號在其正常業務的過程中，一直以來都有按照合理的規律定期就該上市法團發出投資研究，或在當發生會影響有關證券的價格且已為公眾所知悉的重大事件的情況下發出投資研究則除外。

證券的定價日期指訂定有關發售的具體價格的日期。

16.6 分析員的匯報途徑、補償及在其他部門的參與

(a) 分析員的匯報途徑與補償

凡設有投資銀行部的商號都不應：

- (i) 安排其分析員向該部門匯報；或
- (ii) 將其分析員的補償與任何特定的投資銀行交易直接掛鉤。

(b) 投資銀行部預先核准投資研究

凡設有投資銀行部的商號都不應允許該部門預先核准分析員的報告或建議，但由投資銀行部於研究報告發表前，在監察部或法律部的監察下審核該報告內的事實是否準確則屬例外。

(c) 分析員不應招攬投資銀行業務

分析員不應參與旨在招攬投資銀行業務的商業活動，例如商務推銷及交易巡迴推介。

16.7 商號的監察制度

商號應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，以消除、避免或管理實際及潛在的分析員利益衝突。商號應在顧及本身的特殊架構與業務模式，及其客戶的經驗與投資狀況的情況下，適當地制定相關的政策及程序。

16.8 外來影響

如上市法團或其他第三者曾就有關投資研究提供或同意提供任何補償或其他利益，則分析員或其所屬商號便應在研究報告中披露該事實。

16.9 透過大眾媒體作出評論或建議

分析員透過大眾媒體作出評論或建議時，第 16 段內所有根據下文第 16.9(a) 及(b)段(如適用)作出修改的條文將適用。

(a) 分析員以個人身分在大眾媒體中出現

如分析員在大眾媒體中以個人身分就涉及某上市法團的證券提供分析或評論(包括親身出現)，便應於提供該等分析或評論時披露以下資料：

- (i) 其姓名；
- (ii) 其持牌狀況；及
- (iii) 如其及／或其有聯繫者於上市法團擁有財務權益，則披露擁有該等權益的事實。

(b) 分析員以個人身分回應觀眾／聽眾及記者的提問

當分析員被觀眾／聽眾要求或在其他情況下被記者要求就特定證券作出分析或評論時，分析員可以作出有關分析或評論(儘管事實上該分析員及／或其有聯繫者在該分析員提供有關分析或評論前的30天內曾經買賣有關證券)，但其必須作出第16.9(a)(i)至(iii)段所述明的披露。

(c) 商號透過大眾媒體傳達投資研究

為免生疑問，商號透過大眾媒體傳達其投資研究時(例如在贊助節目中發布其研究報告的全部或部分內容)，第16段內所有有關條文將適用。

16.10 信息披露的清晰度、具體程度與顯眼程度

(a) 披露的素質

凡任何事宜須根據本段的規定而作出披露者，該等披露應該符合以下說明：

- (i) 清晰；
- (ii) 準確；
- (iii) 具體；

- (iv) 具備足夠的顯眼程度；及
- (v) 以適時和公平的方式發布。

(b) 披露方法

根據本段的規定作出的任何披露，應以切合投資研究或分析員的意見或評論的發放媒體的方法作出。須作出的披露限於有關事宜的事實，而所涉及的數額或性質等詳情則毋須披露。

(c) 披露責任

凡分析員及／或商號已作出有關披露，倘若有關的大眾媒體發表或以其他方式轉載其投資研究或建議的全部或部分內容而沒有附帶該等有關披露，分析員及／或商號均毋須就此負責。

16.11 誠信及道德操守

- (a) 分析員的分析及建議應該是建基於合理的基礎上。
- (b) 分析員在提出建議時，應對所使用的詞語賦予定義，並貫徹使用該等定義。