

【解牛集】 — 刊於《信報》，2020年2月10日

透視交易與研究「拆包收費」影響

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

為促進歐盟金融市場的整合及優化良性競爭環境，並完善市場規管，歐盟於 2007 年 11 月 1 日實施「金融工具市場指令」(Markets in Financial Instruments Directive· MiFID)。但 2008 年發生金融海嘯，暴露了MiFID無法因應市場快速的發展與變化，規管機制仍有不足，大有改善之處，於是，歐盟於2011年開始重新檢討MiFID規範，並且於2014年通過MiFID II，新規範於2018 年 1 月 3 日生效。一般認為，歐盟所提出的MiFID II，這項對金融業務運作的立法規管新政，為近十多年來全球性金融規管帶來最大的變化。

MiFID II對資產管理市場的規管，規範對象為金融投資機構，如那些從事接受客戶委託下單、自營、投資組合管理、投資服務及承銷業務者，以及對交易股票、債券及衍生性金融商品等金融工具的「交易場所」進行更有效的監管。很顯然，MiFID修訂的主要目標，是確保包括保金融商品都在受規範的市場交易、提升金融市場的透明度、配合金融科技發展以及加強對投資人保護等，規範內容相當之廣泛。

股評報告銷售出現巨變

本文聚焦探討MiFID II對股評師撰寫分析報告的影響，當中首先牽涉一個「軟錢」(Soft dollar)安排的問題。這個問題既有趣，而且對分析師業務帶來衝擊，並影響到金融市場的投資活動情況。

為了讓讀者更掌握下文的討論，筆者扼要闡述一下MiFID II的規定。按照新規定，券商股評師所撰寫的研究分析，應與受託執行交易兩項助能分開，兩項服務需分別收費。換句話說，券商向客戶提供的交易服務費用，與提供研究分析的費用，過去往往「合而為一」，但按新規定，要求把兩者「拆包」(Unbundling)，需要清楚列明兩者各自的收費，即實行所謂的「拆包研究收費」(Unbundling research payment)。

另一方面，向券商下單進行投資的基金公司或資產管理機構，除了向券商付出交易服務費用外，還需要付費才能取得從券商股評師所作的研究分析報告。這是2018年1月3日實施MiFID II規管的其中一個要點。

「軟錢」帶出新問題

走筆至此，需要對「軟錢」作出一些解釋。一直以來，「軟錢」在基金業營運中相當普遍。所謂軟錢，簡單來說其實是一種證券互惠行為。譬如，基金經理人以日後使用更多經紀服務為條件，換取經紀商除了收取交易服務費用外，不另行對研究服務或其他服務收取費用。

再仔細考量MiFID II立法的背景，不得不提及經紀佣金的問題。自紐約證卷交易所成立以來，券商的交易佣金一直採用固定制。但在1975年，美國修改規管法例，廢除固定佣金制。本來，在固定佣金時代，券商無法在佣金上進行競爭，於是轉而在包含分析研究等非下單環節「各出其謀」，爭取競爭優勢，而券商往往習慣了以免費提供分析報告去爭取客戶，

當廢除了固定佣金制後，按照規管法則，若基金經理人向非最低佣金的券商下單，即可能牴觸對客戶的誠信義務（fiduciary duty），因為此舉可能損及基金客戶的利益。不過，體認到市場實務和券商的研究服務，對基金投資人提供一定價值，於是，美國國會在1975年的修改法例中，同時在證交法第28(e)條提供「安全港（safe harbor）」機制，允許基金經理人向非最低佣金的券商下單，只要所付的費用，是用於購買券商提供的交易費用和研究費用，便沒有違反誠信義務與違法。為交易服務費和研究費用的「捆綁」打包出售，提供了客觀條件。

基金需付錢獲取研究報告

換言之，券商向基金提供的不僅是交易服務，同時也提供研究服務。另一方面，基金經理人下單所付的費用，這筆交易服務費用，其實還包含了取得應該付錢而沒有付出的研究費用，乍看起來，這似乎沒有什麼問題。因為券商和基金管理公司「各取所需」，然而看深一層，內裡便「大有文章」。

按照信託法，受託人最基本需要遵守的原則，是不應使用客戶資產從事利己的行為。若基金經理人在交易費用的名目下，既取得交易服務又同時取得研究分析，此舉其實是省卻了自身本來需要花努力和時間所做的研究分析工作，意味基金經理人是利用屬於客戶的資產來，作出了利己的行為。

很顯然，MiFID II規定證券商提供的研究分析，應與受託執行交易兩項助能明確分割，「拆包收費」，兩者分別收費，立法的目的，是規管金融機構不得接受或保留任何第三方利益，此舉除了是為提升對客戶的服務品質，而且並未違反金融機構應為客戶謀取最大利益的義務外，最終是以保障投資者客戶的利益為主旨。

新政對金融業影響深刻

MiFID II這項新規定，使「軟錢」安排不再獲允許，交易服務和研究分析服務要分開付錢，使兩者的賬目分明，而且還訂明，基金經理人向其客戶清楚披露，他們所取用的研究分析報告，究竟要付多少錢，換句話說，MiFID II的新規定，除增強了整個交易的透明性外，還讓投資者洞悉，究竟投資的交易費用是多少？研究費用又付出了多少錢？此舉顯然對券商以至資產管理機構的經營帶來相當深刻的影響。

筆者不知道制訂MiFID II的監管者當時的立法，除了考慮到增強交易的透明性外，還有沒有考慮到其他問題。但照目前的情況觀察，起碼看到-----。

- 如果基金選擇讓投資者付研究分析報告費用，投資者即可以看到，基金付了多少錢在下單買賣的交易服務上，花了多少資金在研究分析報告，清楚分明；
- 不過，大部分的基金都沒有選擇把花了多少錢在研究報告上，清晰地向投資者披露，只把這筆費用，記帳在自己的「利潤表」(Profit and Loss Statement)中。由於記帳在自己的「利潤表」上，不牽涉基金的資產，意味這筆費用是由基金本身支付，而不是用客戶投資者的金錢。這樣一來，產生了兩個結果，第一，交易費用和研究費用拆開了，兩者「拆包收費」，消除了交易服務收費和研究收費「捆綁銷售」的情形；第二，基金自身負擔起了研究費用，而進一步的結果是，因為分析報告要花錢購買，所以基金減少購買研究分析報告。

購分析報告數量大降

很顯然，基金向券商下單投資，是一個確定的需求，因為沒有採用券商提供的交易服務，基金便無法完成投資交易，但研究分析報告則不同，這個需求是有不確定性，因為你購買這個券商股評人寫的研究分報告，在購買前，不知報告的質素是好是壞，當然也不知道這份報告的價值，但即使購入了，在未詳細閱覽和運用其提供的訊息而獲取「有數得計」的利潤前，也不知道這份分析報告的價值，說不定這份報告所提供的信息，不僅無法用來獲利，甚至出現投資虧損。可以看到，一旦存在這種不確定性，基金的購買行為便會有所選擇，在選擇之下，購買投資分析報告的數量勢必減少。

事實上，近年來，基金向券商購買研究分析報告的數量大幅減少。據外媒的報導，歐洲地區券商花在研究分析上的資金，自2018年1月MiFID II實施後，足足減少了三成。原因很簡單，因為基金公司或資產管理機構減少了購買研究報告的數量，券商或投資銀行便會因應削減研究部門，以節約生產成本。於是，分析師難免首當其衝受到影響，不少股票分析師因此而失去了工作機會。

消除接受第三方利益紕漏

MiFID II今次禁止券商及投行向客戶免費提供研究報告，規管金融機構不得接受或保留任何第三方利益，無疑對小投資者作出更全面的保障。事實上，這項規管法規立法前，券商向基金公司提供的交易服務和投研分析報告打包收費，作為基金公司向券商支付的交易佣金，當「調研費」包含在「佣金」中，並不分開單獨收取，基於內中的訊息缺乏透明度，投資者只知道投資的最終成本，而無法獲得衡量其中各個環節金融服務好壞的信息，也沒有辦法對所委託的基金公司的經營好壞進行橫向比較，使優勝劣汰的市場法無法彰顯，並使分析師行業受到衝擊，不過，更重要的是，研究報告的減少，對金融市場產生什麼影響，問題很值得討論。關於這方面的問題，因囿於篇幅，筆者另文再論。

【談交易與研究「拆包收費」利與弊·二之一】