

【解牛集】 — 《刊於》，2020年2月17日

研究報告數量萎縮影響廣泛

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

筆者上期於本欄談到歐盟於2018年1月3日落實「金融工具市場指令」(Markets in Financial Instruments Directive II· MiFID II)的修訂立法。這項對金融業規管立法涵蓋的內容不僅相當廣泛，筆者前文聚焦分析券商向基金公司提供的交易服務和研究分析報告，兩者打包收費，作為基金公司向券商支付的交易佣金，按新規例要求，把原來佣金內包含的交易服務費和研究費用分開收費，亦即「拆包研究收費」(Unbundling research payment)。在禁止交易服務和研究報告費用打包收費後，因為基金取得研究報告需要逐個報告收費，導致基金或資產管理公司向券商購買研究報告的數量大為減少，研究報告數量的萎縮，此舉對金融市場的投資活動產生什麼影響，的確是一個很值得分析的問題，而且也值得小投資者留意。

分析師進行選擇性研究

由於取得研究報告需要付費，基金減少購買券商或投行的研報告，使分析師市場崗位銳減，其後果並未令人感到訝異，更重要一點是，過去，很多上市公司都成為分析師的研究對象，得到報告的篇幅報導和分析，但如今不少公司卻未獲「青睞」，沒有獲得券商股評人的分析，這樣一來，公司營運好壞的訊息，也未能暴露於市場陽光之下和投資者的眼中，勢必令這些公司也未能在市場上獲得投資者更多的了解和青睞，後果不言而喻。

進一步說，對分析師來說，過去，他們撰寫的分析報告，所分析的公司對象選擇，可以較為自主，使得選擇分析的對象也足夠廣泛。現在，由於基金需要付錢才能購入研究分析報告，因此，在購買時，不僅有選擇性，而且只挑選一些基金自己「心儀」的公司。與此同時，對於基金買方的選擇性購買行為，作為賣方，自然也會「迎合」買方的需要，結果，分析報告的篇幅，只會集中在大家都感興趣的熱門公司或受投資者歡迎的大型公司身上。這些大型或藍籌公司之外的其他中小型公司，

往往便沒有得到篇幅報導和分析，由於這些公司經營好壞的信息無法市場展露，使這些企業最後也在市場上為投資者所「忽略」。

小型公司長期發展受損

在這種情況下，小型的公司往往因為無法得到投資者青睞，無法在市場上取得投資者更多認識和了解，包括經營是好是壞，市場上缺乏這方面的訊息，因而使這些公司在市場上買賣的流動性大幅減少。很顯然，這個結果，對這些小型公司的長短期發展也產生不利影響。短期而言，令公司股份的流動性減少，股價容易受到小量買賣而出現劇烈波動；中長期因流動性減少而在股市進行再融資也出現困難，從而殃及長期性的有利發展。

研究報告質量提高

然則把交易服務費用和研究費用分開和分別收費所進行的監管，也並非只有不利面而沒有利好一面。那好處是什麼呢？

誠然，過往，研究報告數量多，股評分析師可以按照自己的選擇對象進行研究分析，在量多而未對質量有足夠重視的情況下，報告的質素難免出現「良莠不齊」，不少分析報告的分析和預測，往往與實際情況有顯著差別。但當交易服務和研究研究服務分開收費，進行「拆包研究收費」後，使得分析報告「有價」，而且價格明確，而且是以一份一份出售，結果，報告的數量雖然大減，但在「貴精不貴多」、報告「有價」的情況下，分析師自然對報告投放更多專業知識和精力，使分析報告的質量大為提高。另外，在拆包研究收費之後，券商可以用股評分析師帶來的利潤來衡量他們的能力，更有利于他們把資源放在優秀的股評分析師身上。同時，那些研究能力差的股評分析師，在券商縮減研究經費以後，往往會是第一批失去工作的，這也提高了市場上股評分析師的平均素質。

事實上，近年來，我們看到，這些受到分析師選取和研究的公司，其報告的質量普遍提高，資料信息更為詳盡細，對公司發展的預測也較前準確，這是「拆包研究收費」對於提升研究報告質素所帶來的好處，研究報告質量提高，對優化市場的運行效率其實也有幫助。

削小型公司股票流動性

另一方面，那些未能取得分析師研究報告篇幅分析和報導的小型公司，因為市場對於這些公司缺乏更多的認識和了解，其公司營運好壞的訊息，也無法在分析報告中體現出來，公司在市場上受關注的程度低，甚至長期受到市場冷落，買賣無人問津，因而除了其買賣流動性減少外，其股價的波動性也較以前更大，這種結果值得留意。

事實上，由於這些公司的營運好壞，訊息未能向外展露，市場對公司的認識和印象相當模糊，以致損及公司股份的流動性，不過，利弊有時也因「不同角度」而異。對一些投資者來說，因為其營運的好消息無法向市場展現，有如受到「市場隱蔽」，在這種情況下，無疑可以為眼光獨到的買方提供了更多獲取潛在利潤的投資機會。對於買方來說，尤其是那些對沖基金，它們本身有能力作證券分析研究，按照這種自身的有利條件下，市場隱蔽了一些有潛在利潤公司的訊息，反而為這些對沖基金提供更多發掘和獵取有利可圖的投資選擇機會。

看電影譬喻和啟示

回頭再看「綑綁研究」(Bundling research) 和「拆包研究」(Unbundling research)，問題的確很有趣。情況有點像我們在電影院看電影，或現今在「網飛」(Netflix) 上看電影那樣。在「網飛」上看電影，由於收費結構是按月計算，於是，我們對於沒有看過影評，而且對該齣電影質素好壞也未知或一知半解的情況下，也抱著不妨一看的態度觀看，使質素稍差的電影也得到一定觀眾，然而，在電影院看電影，由於觀看是按一齣一齣戲收費，於是觀眾付錢入場觀看，便會有所揀擇，只會青睞質素好的電影，精挑細選入場觀看。由此引伸，基金付予券商的佣金，當中，交易服務收費和研究收費捆綁一起，基金變相得到免費的研究報告，使得小型公司也能得到分析師的青睞，公司在市場上也得到投資者的買賣，就像掛在「網飛」上的非賣座電影，也有人觀看，避免了無法在電影院獲得播放機會的命運。「拆包研究收費」的規管機制是好是壞，的確很難一口咬定。

總的來說，MiFID II修訂版本的立法目的，主要是優化投資環境，為各交易方確保更加公平、安全、高效的市場，同時提升交易環境的透明性。因此，其基本原則主

要包括——一、場內監管，確保公平競爭，因此，按新的監管框架，要求所有交易都在受監管場所進行公平競爭；二、提高市場的透明度，新的監管框架要求場外市場與場內市場均需滿足交易前透明度的監管要求。三、保障投資者的利益，擴大對投資者的保護範圍，並強化對企業管理責任以及加大執法力度，擴大交易前後的市場透明性。

超出立法原意的反效果

「拆包研究收費」(Unbundling research payment) 產生一些有利有弊的結果。對那些有能力和資源進行分析研究的機構，如對沖對金可能增加其更多投資獲利的選擇機會，但對小投資者來說，由於對這些未獲分析師青睞的小型公司，其公司營運好壞的訊息無法在市場得到認識，一方面使公司的流動性減少，不利公司的發展，另一方面，因缺乏投資參考信息，投資者也變相失去一些有利可圖的投資選擇機會，這一點，小投資者也需要加以注意。

無論如何，MiFID II 要求金融機構與客戶的溝通，應是公平、明確並不帶有誤導性，並提出向客戶披露成本與收費的標準格式，無疑對投資者作出更貼身的保障。從長遠的角度看，MiFID II 標誌著金融市場的改革方向，而且特別著重於有關投資者保護與信息披露的市場透明性，有利金融市場的長遠健康發展。最後值得一提，就是監管機構所進行的規管，立法原意是良好的，但規管帶來的效果，往往跟立法原意不符，甚至有時更衍生出一些出乎監管者意料不到的反效果。

【談交易與研究「拆包收費」利弊·二之二·完】