



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

有關交易前研究的規管架構的諮詢文件

2010年9月



目錄

有關交易前研究的規管架構的諮詢文件	1
A 部 – 摘要	1
引言	1
背景	1
下一步行動	2
B 部 – 交易前研究的規管架構	3
引言	3
現有市場常規	3
建議修訂	4
問題綜覽表	9
如何回應	11
證監會個人資料收集聲明	12
附錄 1	14
附錄 2	22



有關交易前研究的規管架構的諮詢文件

A 部 – 摘要

引言

1. 證券及期貨事務監察委員會（“**證監會**”或“**本會**”）邀請公眾就本諮詢文件所述的各项建議發表意見，包括對以下守則的建議修訂：
 - (a) 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（“**《操守準則》**”）；及
 - (b) 《企業融資顧問操守準則》。

建議修訂分別載於附錄 1 及 2。這些建議旨在加強規管架構，監管分析員於股本證券¹ 在交易所首次上市前發表投資研究報告（“**交易前研究**”）的操守。

背景

2. 在資本市場上適時地提供有關公司及證券的準確資訊，是維持市場公平、有效率及具透明度的關鍵。
3. 分析員的工作是向投資者發表研究，分享他們對上市發行人的證券的分析及見解，為需要處理大量資訊的投資者提供有價值的深入探討，因此是公司與投資者（不論散戶及機構投資者）之間建立關係的重要橋樑。
4. 然而，由於分析員所發表的分析及見解會影響投資者的決定，因而引起利益衝突。分析員的研究及意見若受到廣泛推崇，便可能透過其分析及見解影響某項證券的價格。但假如分析員本人或僱用他的商號在接受評論的發行人中擁有財務權益，這項權益或會構成衝突，導致分析員未能作出清晰持平的研究，準確反映對發行人財政前景的真實看法。
5. 《操守準則》第 16 段已設立規管架構，處理分析員的利益衝突，訂明分析員及其僱主就於香港買賣的證券作出投資研究，及作出對該等證券構成影響的投資研究時應有的操守。發表研究報告的分析員及商號應確保設有程序及步驟，處理在交易及財務權益、商號的財務權益及商務關係、分析員的匯報途徑及補償之間引起關注的利益衝突，及為商號設立適當的監察制度。此外，也應設有程序及步驟，處理外間人士對分析員施加的不當影響、披露任何實際或潛在的利益衝突，以及維持分析員的誠信及道德操守。

¹ 就本諮詢文件而言，“股本證券”指新上市申請人（包括證監會認可的房地產投資信託基金）已發行或將予發行的股份、寄存單據或單位。



6. 對分析員利益衝突的關注，同樣適用於研究對象是將會在交易所上市的公司或是證監會認可的房地產投資信託基金（“**房地產基金**”），及已上市房地產基金的分析員。本會因此建議伸延《操守準則》第 16 段有關分析員操守的現有規定，使其不但適用於對香港上市公司進行研究的分析員，亦包括就以下對象進行研究的分析員：
 - (a) 其股本證券將在交易所首次上市並須發出招股章程² 的公司；及
 - (b) 正在香港進行上市及已上市的房地產基金。
7. 若關連分析員擬備的研究報告載有或取材自招股章程以外的資料，可以取得交易前研究報告的專業投資者便會較散戶投資者獲得更多重要資料來作出投資決定。為確保所有人獲得平等的資料來源，及防止“關連分析員”³ 擬備的交易前研究報告被申請人用來散發有關要約的重要資料而不必承擔正式的招股章程法律責任，交易前研究報告的內容應僅可取材自合理地預期將載於招股章程的資料及公開資料。本會擬修訂現行的《企業融資顧問操守準則》，對新上市股本證券的保薦人⁴ 施加責任，以確保上述要求獲得遵守。
8. 本諮詢文件邀請市場參與者及其他有興趣人士，對有關規管架構的詳情及落實建議的方式發表意見，以監管分析員發表交易前研究的操守。
9. 本諮詢文件並非旨在檢討《操守準則》第 16 段有關分析員操守的現行規定，而是伸延現行規定，使其同時適用於交易前研究。

下一步行動

10. 證監會歡迎公眾及業界就本諮詢文件提出的各項建議及事宜發表任何意見。請於 2010 年 11 月 30 日或之前以書面向證監會提交意見。
11. 證監會將於諮詢期結束及仔細考慮接獲的所有公眾意見後，發表諮詢總結文件。

² 就本諮詢文件而言，“招股章程”指申請人就股本證券於交易所首次上市而發出的招股章程、上市文件、發售通函或類似文件。

³ 就本諮詢文件而言，“關連分析員”指受僱於有關要約的保薦人、經理人、配售代理人或包銷商（或上述各方的關連公司）的分析員。

⁴ 就本諮詢文件而言，“保薦人”一詞就新上市房地產基金而言指上市代理人。



B 部 — 交易前研究的規管架構

引言

12. 由關連分析員發表交易前研究是香港證券市場多年來的特色，但香港的證券法規並沒有明確處理交易前研究報告的問題。
13. 證監會在 2005 年 8 月發表《有關對〈公司條例〉的招股章程制度的可行性改革諮詢文件》（“**第三階段諮詢文件**”）。證監會在檢討股份及債權證公開要約的規管架構期間，其中一部分工作是考慮發表交易前研究的做法，最初建議禁止與公開要約的保薦人、經理人或包銷商有關連的分析員在交易前發出書面研究報告，同時規定上市申請人（“**申請人**”）須在有關招股章程內發表關連分析員已洩露的交易前研究報告，並對已洩露的研究報告作出評註。
14. 證監會考慮市場的回應後發表第三階段諮詢總結。證監會理解交易前研究報告在首次公開招股過程中對價格探索發揮重要作用，並察悉市場參與者認為規定公開發表已洩露的交易前研究報告，將會對首次公開招股過程造成極大混亂，對準投資者來說亦無甚價值可言。因應市場參與者的評論，證監會決定不會禁制口頭或書面形式的交易前研究報告，而是另行處理交易前研究引起關注的資訊不平等及不準確問題，建議伸延及在適當情況下擴大《操守準則》及《企業融資顧問操守準則》的規定，確保分析員的交易前研究保持獨立客觀。

現有市場常規

15. 為回應監管機構及投資者對關連分析員獨立性的關注，本會了解不少保薦人近年來已設有詳細的內部監控及其他措施，以保障分析員的獨立性，及處理因分析員在首次公開招股中的職能而產生的潛在利益衝突。這些內部合規程序會輔以其他措施，包括限制向專業投資者散發交易前研究報告，及防止研究報告內的資料外洩，從而盡量降低有關研究報告可能在技術上屬於招股章程的風險。
16. 因此，建議修訂應不會帶來過於嚴苛的挑戰。本會期望透過將上述內部合規程序背後的原則編納成規，從而為參與首次公開招股過程的保薦人及中介人訂立最基本的標準，監管交易前研究分析員的角色和操守，以及他們與安排首次公開招股的保薦人團隊的關係。維持適當及充分的衝突管理安排，是交易前研究報告保持穩妥的關鍵，繼而亦會直接影響香港金融市場的廉潔穩健，以及香港維持國際金融中心的地位。
17. 據了解，通常在申請人收到交易所發出載有上市委員會意見及任何上市批准條件的函件後，關連分析員隨即開始“上市前推介”或“投資者教育”活動。如屬房地產基金的上市申請人，據了解一般在房地產基金的上市申請人及其上市代理人收到證監會發出的原則上批准函件後，便會展開上述程序。關連分析員通常會在“上市前推介”或“投資者教育”程序前，向配售部分的專業及機構投資者發布交易前研究。
18. 緊隨“上市前推介”或“投資者教育”程序後，包銷商將會展開“累計投標”程序，即由包銷商接觸潛在的機構投資者，徵詢他們對於以不同價格認購要約證券的意向。累計投標程序通常會與管理層的推介活動同時進行，及在正常情況下會於公開招股期開始前約兩至三星期展開。為協助累計投標及管理層推介活動，申請人一般會刊發及派發一份“非正式”的招股章程。



19. 自 2008 年 1 月以來，申請人大約在向機構投資者提供“非正式”招股章程的同時，亦會在香港交易所網站登載接近最後定稿的招股章程（或是在公開發售證監會認可的集體投資計劃（包括房地產基金）的情況下，指接近最後定稿的發售通函），使公眾也可獲得申請人向機構投資者提供的大致相同資訊。
20. 載有與要約有關的全部相關資料並附帶股份申請表格的招股章程，則要待稍後向香港公司註冊處註冊（或在房地產基金的情況下經證監會認可）後才予刊發。大部分首次公開招股均會在發出招股章程與要約結束之間，提供三天半的要約期。

建議修訂

將《操守準則》第 16 段的規定伸延至交易前研究

21. 正如上文討論，證監會在第三階段諮詢總結中指出，由於交易前研究報告在首次公開招股過程中對價格探索發揮重要作用，因此不宜全面禁制該等研究。第三階段諮詢總結中提出的其中一項建議是伸延“《操守準則》第 16 段的範圍，以確保在首次公開招股前參與研究的分析員的獨立性和客觀性。”對分析員利益衝突的關注，同樣適用於分析員對將會在交易所上市的公司進行的研究，故建議將《操守準則》第 16 段對分析員撰寫有關上市公司的研究報告時避免利益衝突的現有規定，伸延至交易前研究報告，以確保分析員在擬備交易前研究報告時保持獨立客觀。
22. 本會認為對分析員利益衝突的關注及《操守準則》第 16 段的相關一般原則，同樣適用於計劃在香港上市及已上市的房地產基金。因此，建議明確伸延《操守準則》第 16 段的規定（經不時修訂），涵蓋計劃在香港上市及已上市的證監會認可房地產基金。

問題 1

你是否贊成將《操守準則》第 16 段的規定伸延，涵蓋發表交易前研究報告的研究分析員？

請解釋你的觀點。

問題 2

你是否贊成將《操守準則》第 16 段的規定伸延，涵蓋就計劃在香港上市及已上市的證監會認可房地產基金發表報告的研究分析員？

請解釋你的觀點。

向研究分析員提供資料的穩妥性

23. 在考慮交易前研究報告的事宜時，其中一項值得關注的範疇是如何減少或杜絕在要約期前及要約期內向公眾發放並非載於招股章程的資料。
24. 同樣值得關注的是，申請人及其顧問可能透過向分析員提供一些關於申請人但並沒有載於招股章程的資料，試圖影響交易前研究報告所作的分析及意見。有批評指，積極參與



公開要約的商號（特別是保薦人或包銷商）僱用的分析員所發表的研究報告，可能被視作申請人用來發放預測或其他資料的機制，從而規避在招股章程內載入資料所適用的嚴格驗證程序。此外，分析員若受僱於與上市有關連的商號，可能獲得其他分析員所沒有的資料，因而享有優勢，此情況亦令人關注。

25. 本會擬運用三項措施處理上述事宜：

- (a) 將現有常規編纂為守則條文，規定僱用研究分析員就申請人擬備交易前研究報告的商號，應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，以確保商號本身不會向該等分析員提供與申請人有關，但並非合理地預期將會載於招股章程或非公開的任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）；
- (b) 規定就申請人擬備交易前研究報告的研究分析員，不應向申請人或其顧問直接或間接索取任何與申請人有關，但並非合理地預期將會載於招股章程或非公開的重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）；及
- (c) 規定新上市股本證券的保薦人須採取步驟，確保向分析員披露或提供的所有重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），均載於相關的招股章程或（如建議上市不涉及招股章程）相關上市文件、發售通函或類似文件。

將現有常規編纂為守則條文，規定商號應在投資與研究職能之間，設立、維持及落實執行一套確保獨立持平的措施

26. 據了解，保薦人一般負責準備在分析員簡報會上提供的資料，並負責協調及管理工作。申請人的管理層與研究分析員會晤期間，通常會由保薦人給予意見及指引。參與上市程序的保薦人及中介人通常會就簡報會程序設立監控措施，確保管理層不會提供並非載於招股章程的任何重要資料，包括前瞻性資料，亦不會向關連分析員提供其他分析員未能獲得的任何資料。通常亦設有適當措施，確保參與準備上市的商號所僱用的分析員，只可在保薦人安排及監督的簡報會上獲提供資料。

27. 本會認為上文第 26 段所述的現行監控措施應予編納成規，建議修訂《操守準則》第 16.7 段，規定僱用分析員的商號應負責確保，不會向負責就申請人擬備交易前研究報告的分析員，提供並非合理地預期將會載於招股章程或其他非公開的任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）。

問題 3

你是否贊成，僱用研究分析員就申請人擬備交易前研究報告的商號，應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，以確保商號本身不會向該等分析員提供下述與申請人有關的任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）：

- (a) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料；或
- (b) 非公開資料？

請解釋你的觀點。



分析員不應索取非招股章程資料

28. 為回應上文第 23 及 24 段所述的關注，第三階段諮詢總結建議禁止分析員向申請人索取任何前瞻性資料（包括質化及量化預測），及任何其他並非合理地預期將會載於招股章程或非公開的重要資料。本會建議修訂《操守準則》第 16.11 段，以落實上述建議。
29. 預期分析員在擬備交易前研究報告時會自行作出盡職審查，例如實地參觀申請人的工廠。建議修訂不擬禁止分析員自行作出盡職審查（例如實地參觀），亦不會禁止申請人及其顧問協助分析員自行作出盡職審查（例如安排實地參觀）。
30. 謹此強調，禁止申請人及其顧問向分析員提供招股章程以外的前瞻性資料，不應視作以任何方式限制分析員在交易前研究報告中載入其自行研發的前瞻性資料。事實上，本會了解該等資料對市場造益良多。本會關注的是，必須確保交易前研究報告內的前瞻性資料不是，亦不會被視作由申請人擬備的資料。分析員不應以任何形式或方法，尋求申請人或其顧問對分析員的前瞻性資料作出回應，或就申請人的預期盈利預測、未來營運業績或預計表現提供指引。
31. 有關《操守準則》第 16 段的建議修訂，請參閱附錄 1。

問題 4

你是否贊成，就申請人擬備研究報告的研究分析員，不應向申請人或其顧問索取下述任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）：

- (a) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料；或
- (b) 非公開資料？

請解釋你的觀點。

問題 5

你是否贊成對《操守準則》第 16 段作出附錄 1 所載的建議修訂，以落實上述建議？

請解釋你的觀點。

將現有常規編纂為守則條文，規定保薦人應就新上市的股本證券，向分析員維持發放穩妥的資料

32. 保薦人負責在上市申請中向申請人提供意見及指引，其中一項職能及責任是協調及管理首次公開招股程序，從初期就設立適當的業務架構及如何進行業務重組以符合上市資格準則，向申請人提供意見，到其後向市場推廣申請人的首次公開招股，以至確保有足夠數量的招股章程及申請表格。《企業融資顧問操守準則》第 5.3 段反映了保薦人應履行的職責及責任。《企業融資顧問操守準則》第 5.3(a)段規定，保薦人應負責公開要約的整體管理。



33. 正如上文第 26 段所述，保薦人負責準備在分析員簡報會上提供的資料，並負責簡報會的協調及管理工作。在這過程當中，其中一項關鍵考慮因素是確保不會向分析員提供並非合理地預期將會載於招股章程的資料。一旦不慎披露任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），保薦人應向申請人提供意見，以決定需要對招股章程草擬本作出的修改，確保招股章程載有已向分析員提供的所有重要資料。
34. 保薦人應設立適當措施，確保分析員不會獲得並非合理地預期將會載於招股章程的資料。儘管保薦人未必參與申請人與分析員之間的每次會議（不論實際會面、電話會議或其他形式的通訊），本會期望保薦人或其代表（例如監督人員或合規主任）至少出席主要的分析員簡報會。
35. 因此，本會建議透過修訂《企業融資顧問操守準則》，對新上市股本證券的保薦人施加責任，以確保上述要求獲得遵守，即規定保薦人應採取步驟，確保向分析員披露或提供的所有重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），均載於相關的招股章程或（如建議上市不涉及招股章程）相關上市文件、發售通函或類似文件。上述建議一經採納，相同的責任亦會施加於房地產基金的上市代理人。證監會預期房地產基金的管理公司所委任的任何上市代理人或財務顧問，須時刻按照證監會的守則及指引（包括《企業融資顧問操守準則》）所訂明的準則及規定，履行其職能及職責及進行活動（見《房地產投資信託基金守則》第 5.12 段註 1）。
36. 有關《企業融資顧問操守準則》的建議修訂，請參閱附錄 2。

問題 6

你是否贊成，保薦人應採取步驟，確保向分析員披露或提供的所有重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），均載於相關的招股章程或（如建議上市不涉及招股章程）相關上市文件、發售通函或類似文件？

請解釋你的觀點。

問題 7

你是否贊成對《企業融資顧問操守準則》作出附錄 2 所載的建議修訂，以落實上述建議？

請解釋你的觀點。

37. 在制訂本諮詢文件的各項建議時，本會曾與市場從業員討論不同方案。有從業員提出，由於申請人及其董事須對招股章程的內容負責，因此申請人及其董事也應確保不會向分析員提供並非合理地預期將會載於招股章程的重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），並為此負有全責。他們認為保薦人不應負有這項責任。
38. 基於以上論據，有意見認為適當的做法可能是規定申請人應確保向分析員披露或提供的所有重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），均載於相關的招股章程或（如建議上市不涉及招股章程）相關上市文件、發售通函或類似文件。
39. 正如上文第 26 段討論，申請人的管理層與研究分析員會晤期間，通常會由保薦人給予意見及指引。根據《企業融資顧問操守準則》第 5.3 段，保薦人應負責公開要約的整體管



理，並設立足夠的安排和備有足夠的資源，以確保公開要約以公平、及時和有秩序的方式進行。作為第 5.3 段訂明責任的一部分，保薦人應確保向客戶提供適當簡介及意見，指導他們如何與分析員交涉，以及甚麼資料可以及不可以向分析員披露。與保薦人及分析員比較，申請人的管理層通常對首次公開招股程序具備最少經驗及知識，也未必熟悉法例及監管規定訂明哪些類型的資料可以及不應向分析員披露。

40. 本會認為，準備向分析員提供的資料，並向申請人的管理層作出簡介，說明他們在分析員簡報會上可以發表的談話內容，向來是保薦人的主要工作。因此，正如上文第 32 至 35 段所述，本會建議對《企業融資顧問操守準則》作出修訂，將現有常規編纂為守則條文。



問題綜覽表

問題編號	問題	參閱相關段落
1	你是否贊成將《操守準則》第 16 段的規定伸延，涵蓋發表交易前研究報告的研究分析員？ 請解釋你的觀點。	21-22
2	你是否贊成將《操守準則》第 16 段的規定伸延，涵蓋就計劃在香港上市及已上市的證監會認可房地產基金發表報告的研究分析員？ 請解釋你的觀點。	21-22
3	你是否贊成，僱用研究分析員就申請人擬備交易前研究報告的商號，應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，以確保商號本身不會向該等分析員提供下述與申請人有關的任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）： (a) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料； 或 (b) 非公開資料？ 請解釋你的觀點。	23-27
4	你是否贊成，就申請人擬備研究報告的研究分析員，不應向申請人或其顧問索取下述任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）： (a) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料； 或 (b) 非公開資料？ 請解釋你的觀點。	28-30
5	你是否贊成對《操守準則》第 16 段作出附錄 1 所載的建議修訂，以落實上述建議？ 請解釋你的觀點。	21-30，附錄 1
6	你是否贊成，保薦人應採取步驟，確保向分析員披露或提供的所有重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），均載於相關的招股章程或（如建議上市不涉及招股章程）相關上市文件、發售通函或類似文件？ 請解釋你的觀點。	32-35



問題編號	問題	參閱相關段落
7	你是否贊成對《企業融資顧問操守準則》作出附錄 2 所載的建議修訂，以落實上述建議？ 請解釋你的觀點。	32-35，附錄 2



如何回應

諮詢為期兩個月，將於 2010 年 11 月 30 日結束。任何人士如欲代表機構發表意見，應提供所代表機構的詳細資料。此外，本會歡迎擬提出修訂方案的回應者提交建議修訂條文，以便將他們的建議納入《操守準則》及《企業融資顧問操守準則》內。

對上述兩份守則的所有修訂，將載於諮詢期結束後發表的諮詢總結文件。

書面意見可以下列方式送交證監會：

郵寄： 香港干諾道中八號
遮打大廈八樓
證券及期貨事務監察委員會
企業融資部

主題：有關交易前研究的規管架構的諮詢文件

圖文傳真： (852) 2810 5385

網上呈交： <http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/speeches/consult/consult.html>
(或請於證監會網站 <http://www.sfc.hk> 上進入〈演講辭、刊物及諮詢文件〉一欄後，再進入〈諮詢文件及諮詢總結〉部分)

電子郵件： cfdconsult@sfc.hk

請注意，評論者的姓名／機構名稱及意見書的內容，可能會在證監會網站及其他由證監會刊發的文件內公開發表，請參閱證監會個人資料收集聲明。

如你不希望證監會公開發表你的姓名／機構名稱及／或意見書，請在提交意見書時表明你希望你的姓名／機構名稱及／或意見書不予公布。



證監會個人資料收集聲明

1. 本個人資料收集聲明（“**本聲明**”）是按照個人資料私隱專員發出的指引編寫的。本聲明列出證監會收集你的個人資料⁵的用途、你就證監會使用你的個人資料而同意的事項，以及你根據《個人資料（私隱）條例》（第 486 章）（“**《私隱條例》**”）享有的權利。

收集資料的目的

2. 證監會可能會為以下其中一個或以上的目的，使用你就本諮詢文件向證監會提交的意見書中所提供的個人資料：
 - 執行有關條文⁶及依據證監會獲賦予的權力而刊登或發表的守則及指引；
 - 根據有關條文執行證監會的法定職能；
 - 進行研究及統計；及
 - 法例所容許的其他目的。

轉移個人資料

3. 證監會就本諮詢文件徵詢公眾意見時，可向香港及其他地區的公眾人士披露其所取得的個人資料。證監會亦可能會向公眾人士披露就本諮詢文件發表意見的人士的姓名／機構名稱，連同其意見書的全部或部分內容。證監會可在諮詢期內或諮詢期完結後，將上述資料刊載於本會網站及由本會發表的文件內。

查閱資料

4. 根據《私隱條例》的規定，你有權要求查閱及修正你的個人資料。上述權利包括你有權索取你就本諮詢文件提交的意見書中所提供的個人資料的副本。證監會有權就處理任何查閱資料的要求收取合理的費用。

保留資料

5. 證監會會保留就回應本諮詢文件而提供予本會的個人資料，直至本會恰當地完成有關職能為止。

⁵ 個人資料指《個人資料（私隱）條例》所界定的“個人資料”。

⁶ 根據《證券及期貨條例》附表 1 所界定，有關條文指《證券及期貨條例》及根據該條例訂立的附屬法例的條文；及《公司條例》（第 32 章）第 II 及 XII 部的條文，但只限於該兩部中直接或間接關乎執行與下述事宜有關的職能的範疇：招股章程；法團購買本身股份；法團為收購本身股份而提供資助等。



查詢

6. 有關就本諮詢文件提交的意見書中所提供的個人資料的任何查詢，或查閱或修正個人資料的要求，請以書面形式向以下人士提出：

香港干諾道中八號
遮打大廈八樓
證券及期貨事務監察委員會
個人資料私隱主任

證監會備有本會所採納的保障私隱政策聲明的副本，可供索取。



《操守準則》第 16 段的草擬修訂

《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：
 - (i) 就於香港買賣的證券作出的投資研究；及
 - (ii) 就新上市申請人已發行或將予發行並將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或新上市申請人的證券的投資，或上市法團或新上市申請人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，或在房地產基金以外的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或新上市申請人的證券的投資）。
- (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，及包括房地產基金。
- (h) 就本段而言，“新上市申請人”指申請其證券在香港聯合交易所有限公司上市及批准交易的實體，包括房地產基金，而其證券（包括房地產基金權益）未曾在香港聯合交易所有限公司上市。
- (i) 就本段而言，“招股章程”指新上市申請人發出的招股章程、上市文件、發售通函或類似文件。



(j) 就本段而言，“房地產基金”指根據《證券及期貨條例》第 104 條獲證監會認可或向其申請認可的房地產投資信託基金。

(h)(k) 就本段而言，“證券”指：

(i) 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、寄存單據、權益或單位，及該等股份、寄存單據、權益或單位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；及

(ii) 由新上市申請人發行或將予發行的、將在香港聯合交易所有限公司上市或交易的股份、寄存單據、權益或單位，及該等股份、寄存單據、權益或單位的任何將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²。

(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。

² 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或新上市申請人的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任房地產基金的管理公司的高級人員），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或新上市申請人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或新上市申請人的財務權益，而某研究報告所評論的是涉及該上市法團或新上市申請人的證券，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%，或（如屬新上市申請人）相等於或高於新上市申請人的已發行股本的 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

商號如為或將會為涉及有關上市法團或新上市申請人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或新上市申請人的高級人員，該商號便應在研究報告中披露該項事實。

(d) 商號應作出相關商務關係的披露

商號如與有關上市法團或新上市申請人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或新上市申請人提供若干保證

商號不應為求展開或影響與上市法團或新上市申請人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或新上市申請人有利的評論，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、上市代理人或包銷商的商號，不應在以下期間內的任何時間，發出涵蓋某上市法團或新上市申請人的任何投資研究：

- (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或新上市申請人發出投資研究，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

(a) 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。

(b) 商號應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，以確保商號本身不會向負責就新上市申請人擬備研究報告的分析員，提供下述與新上市申請人有關的任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）：

(i) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料；或

(ii) 非公開資料。

16.8 外來影響

如上市法團、新上市申請人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或新上市申請人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或新上市申請人擁有財務權益，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 段內所有有關係文將適用。

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。
- (c) 分析員不應向新上市申請人或其顧問索取下述與新上市申請人有關的任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）：
 - (i) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料；或
 - (ii) 非公開資料。

備註：儘管預期分析員僅可採用合理地預期將會載於招股章程的資料或公開資料，此規定並不禁止分析員自行作出實地參觀等盡職審查。



附錄 2

《企業融資顧問操守準則》第 5 段的草擬修訂

<u>在新上市過程中向分析員提供資料</u>	<u>5.10</u>	<u>如企業融資顧問為其股本證券在聯合交易所上市的公司擔任保薦人，保薦人應採取步驟，確保向分析員披露或提供的所有重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），均載於相關的招股章程或（如建議上市不涉及招股章程）相關上市文件、發售通函或類似文件。</u>
------------------------	-------------	---