

# 角色衝突

融資部為了項目能成功上市，會不斷向媒體和銷售部吹風說超額認購多少倍，甚至散布謠言某大基金認購，意圖影響市場氣氛及製造認購動力，但很多時這些消息都是誇大失實。

**最**近看到報道，指某些外資投行分析員於短短個多月內，對濠賭股的評級由樂觀，降為悲觀，又再提升為樂觀，字裏行間對這些搖風擺柳的觀點不以為意。筆者曾經擔任投行分析員十多年，完全明白箇中道理。投行作為賣方，最重要的是佣金收入。但投行內三大部門：企業融資、機構銷售及研究部，基本存在利益衝突。

## 融資部Vs銷售部

追蹤上市項目時，融資部永遠奉承大股東，承諾以最高估值替公司上市，爭取生意。銷售部的客戶是基金，主要收入來自二級市場，所以為保持長綫關係及保障自己利益，部分銷售員會對低質素及估值過高的IPO及配股有所保留，不願意積極推銷。融資部為了項目能成功上市，會不斷向媒體和銷售部吹風說超額認購多少倍，甚至散布謠言某大基金認購，意圖影響市場氣氛及製造認購動力，但很多時這些消息都是誇大失實。

## 研究部Vs融資及銷售部

研究部永遠被夾在中間，因為本身並非收入中心，在投行內部沒有議價能力，所以於分析報告的看法，經常受到融資部及銷售部左右。例如投行包銷上市的公司，冷靜期（通常為上市後40天）後發出的幾乎都是清一色買入建議的研究報告。

而且分析員同時面對上市公司及基金兩種不同客戶。前者是報告的資料源頭，後者是投行收入來源，所以兩者也不能得罪。結果是，絕大部分的研究報告都以買入評級為主。此外，銷售部為了增加佣金收入，亦經常向分析員施壓，要求他們更改短綫建議評級，以助刺激交易。

## 賣方Vs買方

基金經理隨時一天收到百多個以上的賣方電郵（大部分是研究報告及市場評論）。所以分析員為了博出位、吸引眼球及討好內部同事及上市公司，會作出大膽的建議及進取的目標價。但很多時這些分析都是基於主觀的意願及假設，所以判斷錯誤時，又要再找理由修正。

具規模的基金，不時會直接向相熟的銷售員及分析員施壓，希望他們發出有利他們倉位的建議報告。賣方的職責是製造市場噪音，希望藉此增加交易。買方的目標是增加回報，所以能辨別噪音，減少交易，成本便愈低。

## 港交所Vs投資者

港交所(00388)既為監管者，又是上市公司及IPO把關者，其角色之混淆，一直被市場質疑。港交所的首要使命究竟是保障投資者（例如要求更高質素IPO），抑或提高股東回報（增加IPO集資額）？

筆者比較了今年首六個月美國及香港IPO首天的平均表現。美國一共有147宗IPO，總集資315億美元，首發平均回報為+15.37%；相對香港有44宗，總集資103.6億美元，平均回報為+3.73%。如果將今年首7%最高回報的IPO除掉（香港3宗，美國14宗），美國的平均回報仍有+7.76%，但香港的只有-0.23%，這數字還並未包括交易成本。

賺錢的IPO，普通投資者難以獲得分配，筆者幾肯定假如今年認購所有IPO的投資者，必然虧損無疑。跟香港不一樣，美國的IPO只配售給機構投資者。市場不是傻瓜，假如IPO長期令投資者虧蝕，香港作為國際金融中心地位一定受損。■

### 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

