

证券分析师利益冲突防范机制 比较研究*

沈朝晖** 刘江伟***

摘要:作为市场“看门人”,证券分析师对保护投资者权益的重要性不言而喻。而在利益冲突的影响下,证券分析师的客观性和独立性受到损害,从而偏离看门人的角色定位。本文拟通过探寻造成证券分析师利益冲突的根本原因,同时,在进一步比较分析域外和我国台湾地区立法实践以及我国现行法律体系的基础上,提出对证券分析师利益冲突隔离、披露和处罚三个方面的改进建议与规制思路,以期形成证券分析师利益冲突的有效防范机制。

关键词:证券分析师 利益冲突 信息披露
隔离墙 处罚机制

* 本文为中国证监会 2016 年度资本市场法制课题研究课题《证券期货投资咨询活动相关法律问题研究》(主持人:汤欣教授)的阶段性成果。

** 清华大学法学院副教授、博导,仲英青年学者。

*** 华东政法大学经济法学院法学硕士研究生。

一、引言

中共十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确“使市场在资源配置中起决定性作用”。在市场经济中,市场力量日益受到重视,政府与市场的关系及其各自边界得以逐渐厘清。美国经济学家乔治·阿克洛夫(George A. Akerlof)在对“柠檬市场”(the market for lemons)问题进行研究时,发现市场广泛存在信息不对称的现象。^[1]作为广义市场组成部分的证券市场等资本市场,同样不可避免地存在信息不对称的情况。面对市场信息不对称的困境以及机会主义行为引起的市场不确定性,市场看门人(Gatekeepers)角色与机制应运而生。早在20世纪80年代,看门人理论就已兴起。莱纳·克拉克曼教授(Reinier H. Kraakman)认为看门人是能够通过不合作或者不同意的方式来制止市场不当行为的市场专业人士,^[2]负有阻止市场不当行为的职责。约翰·科菲教授(John C. Coffee)则将看门人定义为“以自己的职业声誉为担保向投资者保证发行证券品质的各种市场中介机构”,^[3]核心在于看门人的声誉资本绑定机制。换言之,与一次或偶尔参与市场交易的市场主体不同,看门人作为市场交易中的重复参与者,在反复的市场交易中不断积累自身声誉,拥有较高的声誉资本,看门人以自己的声誉资本为发行人提供了一个增信措施,使投资者更加信赖发行证券的品质和发行人披露的信息,从而增强其对证券市场的信心。纵然学者们对看门人的定义略微不同,但是从看门人的功能作用看,其功能作用大体一致。看门人的属性与功能特别适合解决证券市场广泛存在的信息不对称与不确定性问

[1] George A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, 1970.

[2] Reinier H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third - Party Enforcement Strategy*, *Journal of Law Economics & Organization*, Vol. 2, 1986.

[3] [美]约翰·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第3页。

题,以保护资本市场中的投资者。^[4] 具体而言,较之于普通投资者,看门人拥有较好的专业技能、分析工具和信息优势,能够及时对市场信息进行收集、整理与验证,并及时发现并揭露发行人的不诚实行为或不当行为,以确保发行人向市场和投资者披露信息的真实性、完整性和准确性,向投资者传递出有效信息,缓和发行人与投资者之间信息不对称程度,增加市场透明度,净化市场交易环境,进而保护市场上众多投资者的利益。在全面深化金融体制改革的背景下,强调市场对资源配置的决定性作用,充分重视和利用看门人的功能作用及其机制亦为其题中之义。

理论上,看门人的类型包括了注册会计师、律师、审计师、资信评级机构和证券分析师等。其中,证券分析师通过收集、检验与解释发行人披露的信息,向投资者提供证券投资分析意见并指导其投资,在发行人与投资者之间构筑信息桥梁,很好地充当了信息中介的角色,发挥了对发行人不当行为进行监督的作用,乃为典型的看门人类型。然而近些年来,从美国的安然事件开始到我国的石墨门、^[5]安硕信息虚假陈述案^[6]等诸多事件,证券分析师丑闻不断,本应发挥市场看门人作用的证券分析师却在市场中迷失自我。证券分析师之所以出现丑闻危机,很大程度上源于证券分析师深陷利益冲突的漩涡,其独立性与客观性在利益冲突中受到动摇。主要表现为证券分析师利用自身具备的信息优势,为谋求与迎合自身利益或者第三者(如发行人或证券公司等)利益,发布过度乐观或者有失偏颇、公正的证券研究报告以误导投资者。由于此种证券分析师的机会主义行为致使投资者利益遭受损害,故证监会主席刘士余在2017年全国证券期货监管工作会议上指出,“针对一些证券分析师‘语不惊人死不休’的行为,要加强对股市大嘴的处理

[4] 同注[3],第3页。

[5] 宁冈:《中信:研究员推荐自营抛售,名牌研报遭股民质疑》,载《大众证券报》2011年11月4日版。

[6] 夏冰:《安硕信息联手分析师“忽悠式”披露遭处罚,投资者已提交诉讼》,载每日经济新闻网,<http://www.mrjxw.com/articles/2017-01-03/1066653.html>,2017年9月30日访问。

力度”,^[7]即加强对证券分析师的监管。因此,基于证券分析师对证券市场发展和保护投资者两方面实益的考量,如何防范证券分析师的“利益冲突”,增强其独立性与客观性,成为亟待解决的问题。

二、证券分析师利益冲突的原因分析

既然证券分析师是市场中的重复交易者,那么其应当与市场参与者“商人”一样,对交易熟练且拥有丰富的交易经验,^[8]已成为一个充满理性的老练经济人(sophisticated economic actors)。作为一个理性的经济人,证券分析师的任何一个行为选择都是在经过一番利益权衡之后,基于个人经济利益最大化考虑而做出。故而,其发布过度乐观或有失公正的证券研究报告的积极作为和面对虚假、误导性信息等情形时的消极不作为,有着深层次的原因。对此,可以分别从宏观和微观两个层面来观察。

(一)宏观层面原因分析

在宏观层面探讨证券分析师利益冲突的原因,实际上是立足于证券市场来分析证券分析师利益冲突产生的原因。发行人和投资者作为证券市场的重要参与主体,是证券市场得以形成并发展的基础。自成本和效益的角度观察,二者之间有潜在利益冲突。一方面,就发行人的资金需求而言,其希望证券价格更高以获取得多的融资资金;另一方面,就投资者的获利需求而言,在进行投资时,其希望从中得到更多的回报。加上投资者面临市场信息不对称的难题,理性的投资者势必希望发行人给予更大的折价,使证券价格更低以降低投资成本,从而提高收益。故发行人和投资者之间存在利益不一致的可能,这种潜在的利益冲突可能因资金供给方承担的风险不同,演进为股权代理成本和负债代理成本问题。在此意义上,有学者认为证券分析师的存在,使得信

[7] 刘慧:《刘士余亮相“严监管”决心》,载新华网,http://news.xinhuanet.com/fortune/2017-02/10/c_1120446662.htm,2017年9月30日访问。

[8] [德]C. W. 卡纳里斯:《德国商法》,杨继译,法律出版社2006年版,第8页。

息得以被收集和专业化处理,起到了抑制代理成本的作用。^[9]因而,在发行人和投资者之间扮演信息中介的证券分析师可能因二者之间利益的二元背离,也不可避免地存在利益冲突,难以保证绝对的独立和客观。因此,在发行人和投资者利益冲突当中,其所提供的证券研究报告或偏向于发行人,或偏向于投资者。^[10]然而,证券分析师所提供的证券研究报告偏向投资者的情况在市场中实属罕见。

(二)微观层面原因分析

在微观层面上,引起证券分析师利益冲突的原因众多,主要可以归纳为以下几个方面的原因:

1. 雇佣关系造成的桎梏

虽然证券分析师本质特征是保护投资者利益,但是从现实情况看,证券分析师基本上受雇于证券公司或证券投资咨询机构,其薪酬由所供职的公司(机构)支付。在当前这种雇佣关系下,证券分析师特别容易受到利益冲突的影响。^[11]因为证券公司不仅从事证券投资咨询业务,同时还可能开展证券经纪、证券自营、证券承销与保荐等业务。证券公司的收入多来源于其与发行人的业务往来中,包括由发行人向证券公司支付的报酬,以及证券经纪、证券自营等业务收入。这一方面可以使发行人通过证券公司向证券分析师施压,迫使其作出对发行人有利的证券研究报告;另一方面可以使证券分析师在证券研究报告中作出积极评级,以取悦和维持证券公司的客户与证券经纪等业务收入,从而保证自身利益也得以顺利实现。在证券公司和发行人之间的直接委托代理关系及证券公司和分析师雇佣关系下,发行人、证券公司和分析师三者之间或者证券公司和分析师两者之间,通常容易形成科层制利益共同体。证券分析师很少会或者几乎不会作出忤逆证券公司和发行人意思的评级。由此,在偏向发行人和证券公司利益的同时就逐渐背

[9] Jiwook Jung & Frank Dobbin, *Agency Theory as Prophecy: How Boards, Analysts and Fund Managers Perform Their Roles*, Seattle University Law Review, Vol. 39, 2016.

[10] 杨大楷、王佳妮、李凡一:《证券分析师利益冲突行为的“前因”与“后果”——来自上证A股的经验证据》,载《上海经济研究》2011年第11期。

[11] Sébastien Galanti, *Which Side Are You On? How Institutional Positions Affect Financial Analysts' Incentives*, Journal of Economic Issues, Vol. 40, 2006.

离了其保护投资者利益的初衷。

2. 间接付酬机制的外部性

证券分析师提供的证券研究报告关注的对象是证券和发行人信息,这些信息多为市场上已披露信息,带有公共产品的性质,^[12]任何人都不能独占专用,具有消费上的非排他性。因此不可能指望投资者花钱购买证券研究报告,证券分析师并不能直接从投资者手中获取报酬。因为投资者在承担购买证券研究报告的同时,还面临着被其他投资者“搭便车”的风险,得不偿失。实践中,证券公司往往会向投资者提供免费的证券研究报告,例如国金证券就在其官网上免费提供证券研究报告。由于证券分析师很难直接从投资者处获得报酬,故其更为依赖证券公司其他业务收入提供的资助。这些情况可以从证券公司业务发展和市场现状中得到验证。据相关统计,在过去的一年,证券经纪业务仍是证券公司收入的第一大来源,资产管理业务和投资银行业务收入有所提升,证券投资咨询业务收入占整个证券公司收入的比重依旧很小。^[13] 相比于2016年上半年投资咨询业务净收入23.33亿元,^[14]2017年上半年投资咨询业务净收入仅为15.7亿元,^[15]同期相比不升反降。这种从证券公司其他业务收入中向证券分析师拨付研究费用的间接付酬机制可能会使证券分析师受到其他业务部门及其人员的影响,易于引发利益冲突。

3. 声誉约束机制的失灵

如前所述,证券分析师能够发挥看门人作用的关键在于其拥有重大的声誉资本,承担声誉风险,投资者信任证券分析师,证券分析师凭

[12] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》(第2版),罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第294~295页。

[13] 毕马威:《2017中国证券业调查报告》,载搜狐网,http://www.sohu.com/a/194328389_99940646,2017年9月30日访问。

[14] 中国证券业协会:《中国证券业协会发布证券公司2016年上半年经营数据》,载中国证券业协会网站,http://www.sac.net.cn/hysj/zqgsjysj/201608/t20160809_128649.html,2017年9月30日访问。

[15] 中国证券业协会:《中国证券业协会发布证券公司2017年上半年经营数据》,载中国证券业协会网站,http://www.sac.net.cn/hysj/zqgsjysj/201708/t20170817_132648.html,2017年9月30日访问。

借其声誉资本来完成资本市场监督者的使命。反过来说,声誉形成了对证券分析师机会主义行为的约束机制。声誉资本的损失会使证券分析师失去投资者的信任,导致证券分析师会在市场竞争中逐渐被淘汰。然而,声誉约束机制能够起应有作用的前提条件在于证券分析师拥有较高的声誉资本并且该声誉资本能转化成收益资本,证券分析师亦珍视其声誉。现实中,如果证券分析师没有重大声誉资本或者从发行人客户处获得的利益大于其声誉资本带来的长期收益,证券分析师则很可能产生包庇发行人的不当行为,无视声誉资本的约束作用而选择与其同流合污,造成声誉约束机制失灵,不能有效防范利益冲突的产生。前述安硕信息事件正是声誉约束机制失灵的表现,发行人与证券分析师的“默契行动”导致了此次事件的发生。

(三) 小结

总而言之,证券分析师的薪酬或者研究费用来源于何处,对分析师利益冲突的发生存在至关重要的影响。只要证券分析师仍旧依赖外部的资助补贴,以及其对投资者的影响力依然存在,那么证券分析师所面临的利益冲突就不可能被完全根除,所谓“拿人家的手短,吃人家的嘴软”。由此产生的问题在于,我们是否能够相信一个由被监督者支付费用的监督者。在监督受资本控制的情况下,随着被监督者因时间的经过而变得对监督者熟悉时,不排除作为监督者的证券分析师存在被其监督对象俘获的可能性。

三、证券分析师利益冲突防范机制的比较法经验

证券分析师这一职业产生至今虽已将近百年,但我国证券业发展属于后起之秀,证券分析师职业在我国的产生与发展自然亦是如此,发展并不够完善,尚属稚嫩。是故,我国证券分析师利益冲突防范机制的构建,需要比较域外成熟经验,才能发现我国现有机制症结所在。

(一) 美国法之规范模式

为了保护投资者,美国证券监管部门十多年来形成了一系列关于规制证券分析师行为的法律规则,以确保证券分析师的客观性和独立

性。这些规则主要包括《公平披露法案》(Regulation FD)、《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act of 2002)、《全面和解协议》(Global Analyst Research Settlement)、《分析师认证规则》(Regulation Analyst Certification)和美国金融业监管局规则(FINRA Rule)等。

1.《公平披露法案》

2001年,美国证券交易委员会(SEC)通过了《公平披露法案》(Regulation FD),该法案的主要目的在于解决发行人选择性信息披露的问题,旨在促进全面和公平的信息披露。^[16]在法案颁布之前,发行人选择性信息披露的做法引发了严重的法律和政策问题。^[17]许多发行人在将重要的非公开信息(nonpublic information)充分披露给公众之前,会预先披露给部分证券分析师和机构投资者。这种做法与内幕交易别无二致,不仅使拥有信息优势的证券分析师和机构投资者可以利用信息优势获取利润,造成其他投资者的损失。还会促使证券分析师保持与发行人的接触和友好关系,以获得这些非公开信息。这意味着证券分析师为获取信息而减损其客观性,作出有利于发行人的评级,而非与发行人发生冲突,丧失选择性信息披露的渠道。为了纠正该种市场不公平行为,《公平披露法案》禁止了选择性信息披露的做法,要求发行人向证券分析师披露非公开信息时,也要向公众公开披露这些信息。同时,该法案§ 243.100条将公开披露时间根据发行人是否故意披露类型化为非故意披露和故意披露两种情形,在前者中,若发行人非有意向证券分析师披露非公开信息,则必须及时向公众公开披露该信息,要求披露的及时性;在后者中,若发行人故意向证券分析师披露非公开信息,则必须同时向公众公开披露这些信息。

然而,《公平披露法案》的内容也引起了部分人对发行人因害怕承

[16] SEC, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, 17 CFR Parts 240, 243, and 249, available at <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>, 2017年9月30日访问。

[17] Paul Cordell, *A Wide Variety of Interesting Legal and Policy Issues: Considering the Legality, Consequences and Implications of the Practice of Selective Disclosure by Some of the World's Most Reputable Securities Analysts*, University of Toledo Law Review, 2013.

担责任而减少信息披露,致使市场信息透明度降低的担忧。SEC 为减少法案潜在的寒蝉效应(chilling effect),对相关规则的内容和适用范围也做出了限制,以免产生不适当的责任。具体包括缩小监管对象、披露对象的范围和明确发行人的员工承担选择性披露责任的构成要件等内容。^[18]此外,还特别强调投资者不能因为发行人违反《公平披露法案》而根据《1934 年证券交易法》中的第 10b-5 条规则提起民事诉讼,要求民事赔偿。不过 SEC 可以对背离《公平披露法案》的违规行为提起行政或者民事诉讼,并施以禁令或民事罚款。

2.《萨班斯—奥克斯利法案》

针对 21 世纪初美国爆发的安然事件等一系列公司丑闻,美国国会于 2002 年出台了《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act of 2002,以下简称《SOX 法案》)。该法案第 5 章专门对证券分析师利益冲突进行了规范,作为《1934 年证券交易法》相关内容的修改和补充。其中,规范内容可以分为证券分析师保护(analyst protections)制度和披露(disclosure)制度两部分。^[19]前者的规则内容又可进一步分为“中国墙”制度和“静默期”制度,关于“中国墙”制度的规则主要有:(1)限制从事投资银行业务的人员、其他非直接承担对研究报告责任的人员和非法定或合规人员在研究报告发布前预先对研究报告内容进行审查或批准;(2)参与投资银行业务的人员不得参与对证券分析师进行的监督和薪酬评估;(3)要求证券公司或者其内部参与投资银行业务活动的人员不能因为证券分析师发布了可能对投资银行业务产生负面影响的研究报告,而以直接或间接的方式对证券分析师进行打击报复;(4)在证券公司内部建立制度保障措施和信息墙,避免证券分析师受到因从事投资银行业务而产生偏见的人员的审查和压力。“静默期”制度则要求证券公司在参与公开发行证券的一段期间内,不得发布与此类证券或者发行人相关的研究报告。法案关于披露制度部分,主要是要求证券分析师披露其知道或者应当知道的利益冲突,具体需要披露的内容有:(1)证券分析师持有其研究对象发行人的债券或者股票

[18] 同注[16]。

[19] See Sarbanes - Oxley Act of 2002, § 501.

信息;(2)证券公司、证券分析师或者任何相关者从发行人处获得的报酬;(3)研究报告中涉及的发行人在目前或者研究报告发布前一年是否为证券分析师所供职公司的客户,如果是,则需要披露证券分析师所在公司向发行人提供服务的类型;(4)证券分析师提供研究报告所获得的薪酬是否以投资银行业务收入来衡量;(5)其他重要的利益冲突信息。总体上,《SOX 法案》为规制证券分析师利益冲突提供了一般规范,具体规范的制定则交由 SEC、全国性证券交易所和注册证券协会来完成。^[20]

3.《全面和解协议》

2002年,纽约州检察长、SEC、纳斯达克、纽约证券交易所和其他一些州的监管当局针对证券分析师利益冲突问题进行了联合调查,经过漫长的谈判,于2003年与华尔街10家主要证券公司达成了《全面和解协议》(Global Analyst Research Settlement)。该协议内容不仅涉及对10家公司的罚款,还包括证券分析师利益冲突解决方案,即在证券公司内部设置独立的研究部门,使其与其他部门相隔离,减少投资银行等业务部门对证券分析师的压力和影响。^[21]为实现此目的采取的主要措施有:(1)研究部门与投资银行部门之间的物理性分立,包括各自研究报告程序、法定和合规人员的独立,以及禁止将投资银行的投入计算到研究部门的预算当中;(2)禁止投资银行人员对证券分析师的薪酬施加直接或者间接的影响或者控制;(3)禁止投资银行人员对证券分析师的表现或者薪酬进行评估;(4)证券分析师的薪酬将取决于研究报告的质量和准确性;(5)证券研究覆盖范围由证券分析师自己确定;(6)禁止证券分析师和投资银行业务人员一起参与推介和路演活动等。除此之外,还要求这些公司在协议达成的5年内,至少要向3家独立研究机构购买研究报告,并将独立研究报告一起提供给客户,以及要求证券公司在其每一份研究报告上制作并向公众披露证券分析师业绩、评级和预测记录等相关信息,使投资者意识到可能存在影响研究报

[20] 张羽晓:《美国证券分析师法律规制制度研究》,载《山东社会科学》2016年第12期。
[21] Hassan Espahbodi, Pouran Espahbodi & Reza Espahbodi, *Did Analyst Forecast Accuracy and Dispersion Improve after 2002 Following the Increase in Regulation?* Financial Analysts Journal, Vol. 71, 2015.

告客观性的利益冲突。^[22] 虽然《全面和解协议》减少了研究部门和投资银行部门之间的内在联系,证券分析师利益冲突状况在短期内有所改善,但是一些证据显示该法案所起到的监管作用有限,并未完全取得所设想的预期结果。^[23]

4.《分析师认证规则》

2003年4月SEC颁布《分析师认证规则》(Regulation Analyst Certification 或 Regulation AC)开始生效,该规则以促进研究报告的完整性、投资者对研究报告及证券市场的信心为宗旨。^[24] 为此,该规则具体内容要求研究报告载明以下内容:(1)证券分析师必须声明研究报告中表达的观点准确地反映了其个人对报告所提到的证券和发行人的真实意见;(2)证券分析师是否因为这一研究报告中的评级或者意见已经或将要直接或者间接地收到报酬,如果证券分析师因为研究报告中的评级或意见直接或者间接地收到报酬,则需要披露报酬的来源、金额和原因,以及对于研究报告中评级的影响;(3)证券公司必须在每个季度后30天内制作所有公开发布研究报告的证券分析师的历史记录,包括证券分析师必须声明其在此期间内所有公开露面中所表达的观点,准确地反映了个人对证券或发行人的真实意见,以及所收到的报酬中没有任何部分与其在公开露面中所表达的评级或者意见直接或间接关联;(4)如果证券分析师的研究报告中没有做出符合规则的声明要求,证券公司必须及时将相关情况通知监管机关,并在通知后的120天内,证券公司必须在该证券分析师撰写的所有研究报告中披露该证券分析师没有按照 Regulation AC 要求做出声明的事项,并将记录存档。此外,Regulation AC 将债券分析师和其他研究报告也纳入规制范围内。其对“证券分析师”的定义比《SOX 法案》等规则广泛,不仅包括供职于证券公司的证券分析师,还包括证券公司、投资顾问和其他准备

[22] SEC, *SEC Fact Sheet on Global Analyst Research Settlements*, available at <https://www.sec.gov/news/speech/factsheet.htm>, 2017年9月30日访问。

[23] Judith Burns, “Independent” Stock Research Hasn’t Been Must – See, *Wall Street Journal*, 2005.

[24] SEC, *Regulation Analyst Certification*, 17 CFR PART 242, available at <https://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>, visited on Sep. , 30th, 2017.

研究报告的任何相关人员,但 Regulation AC 也将不对研究报告内容负责的初级分析师和负责研究报告的印刷、传播和提供等具有足够独立性的工作人员排除出规则适用范围,以免规则的适用范围、影响和成本不适当的扩大。不过仍有人担心 Regulation AC 可能导致产生更多披露成本。^[25]

5. 美国金融业监管局规则

2015 年 SEC 通过了美国金融业监管局(FINRA)关于修改证券分析师、证券研究报告和证券分析师登记等规则的报告,将全美证券交易商协会(NASD)有关证券分析师和研究报告的第 2711 条规则修改并转变为美国金融业监管局规则(FINRA Rules)第 2241 条。在保留 NASD Rules 第 2711 条核心内容的情况下,扩大了证券公司在识别和管理利益冲突方面的义务,且在不损及投资者保护的基础上,增强规则的灵活性,明确现有规则的适用范围和适当减少证券公司的负担。^[26]

首先,在识别和管理利益冲突方面。该规则要求其成员必须建立、维持和实施一套用以控制证券分析师利益冲突的书面规则和程序,以避免投资银行业务部门等对证券分析师的研究产生干扰,使证券研究报告能够反映证券分析师真实意见,防止其利用研究报告操纵证券市场或者为其供职公司及公司客户谋取利益,从而促进研究报告的客观性和可信赖性。内容具体包含以下几方面:(1)禁止从事投资银行业务的人员、其他非直接从事对研究报告承担责任的人员和非法定或合规人员在研究报告发布前预先对研究报告进行审查或批准;(2)限制投资银行业务部门对研究覆盖范围的影响,由证券分析师自己确定证券研究覆盖范围;(3)禁止从事投资银行业务活动的人员监督或者控制证券分析师,包括影响或控制证券分析师薪酬的评估或决定;(4)由

[25] Jill E. Fisch, *Regulation Responses to Investor Irrationality: The Case of the Research Analyst*, Lewis & Clark Law Review, Vol. 10, 2006.

[26] SEC, Self - Regulation Organizations; Financial Industry Regulatory Authority, Inc.; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 1 Thereto, to Adopt FINRA Rule 2241 (Research Analysts and Research Reports) in the Consolidated FINRA Rulebook”, <https://www.sec.gov/rules/sro/finra/2015/34-75471.pdf>, visited on Sep., 30th, 2017.

从事投资银行业务活动的高级管理人员之外的公司高级管理人员决定研究部门的预算；(5) 证券分析师薪酬确定依据不包括其对投资银行部门的服务或贡献,而是由董事会(在投资银行部门任职的董事不得参与)或者高级管理人员根据证券分析师的绩效、证券研究报告的内容和质量等来决定分析师的薪酬；(6) 在公司内部建立信息墙,切断证券分析师来自因从事投资银行业务而产生偏见的人员的审查和压力；(7) 要求证券公司或者其内部参与投资银行业务活动的人员不能因为证券分析师发布了可能对投资银行业务产生负面影响的研究报告,而以直接或间接的方式对证券分析师进行打击报复；(8) 证券公司参与目标公司证券发行的静默期由此前的“IPO 后至少 40 天或者再次发行后至少 10 天”,分别缩短为至少 10 天和至少 3 天,在此期间内不得发布与该类证券或者发行人相关的研究报告,证券分析师也不能进行涉及发行人的公开露面；(9) 限制证券分析师参与可能降低其客观性的活动,如参与证券公司路演等营销活动,以及禁止证券分析师利用研究报告的内容或发布时间买卖报告针对的证券获益和禁止目标公司在研究报告发布前预先对研究报告进行审查等内容。^[27]

其次,在研究报告的内容和披露方面。对研究报告中证券分析师主观预测部分,要求证券分析师具有合理的依据,对其所使用的评价方法进行清晰解释,包括对每一份研究报告中的每个评级的具体含义做出解释,且评级所用词的含义要与该词的通常含义保持一致,并且还要对其中潜在的风险进行提示。在研究报告中的客观事实部分,规则对其真实性做出了一定的要求,即要求 FINRA 成员建立一套书面规则和程序来确保研究报告中的客观事实的真实性。就规则特点而言,该规则要求研究报告披露的范围更广,如证券公司必须披露其所有评级中的买入、持有或者卖出的百分比,以及过去 12 个月内其对提供投资银行服务的目标公司所做出的买入、持有或者卖出的百分比;证券分析师及其家庭成员持有目标公司的债券或者股权而获得的经济利益,以及

[27] FINRA, 2241, *Research Analysts and Research Reports*, available at http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=11946, visited on Sep. , 30th, 2017.

这种经济利益的性质;证券分析师基于投资银行业务收入获得的薪酬;证券公司或其附属机构在过去12个月内管理或者共同管理目标公司公开发行的证券,以及过去12个月内从目标公司获得投资银行服务的报酬和未来3个月内期望接受或打算向目标公司寻求投资银行业务的报酬等。除此之外,规则还要求证券分析师或者证券公司在出版或发布证券研究报告时披露其知道或者应当知道的所有利益冲突信息。^[28]

最后,在证券分析师公开露面披露方面。要求证券分析师披露的内容大致与要求其在研究报告中披露的内容相同。^[29]区别之处在于“公开露面”只要求证券分析师或证券公司披露证券分析师公开露面时其知道或者应当知道的利益冲突。

(二)我国台湾地区之规范模式

在我国台湾地区,对证券分析师利益冲突主要交由《证券投资顾问事业管理规则》和《证券投资顾问事业负责人与业务人员管理规则》规制。从具体内容看,防范证券分析师利益冲突的机制主要有六个方面:其一,在证券公司内建立内部控制制度和监督机制,设置内部稽核人员,并制作稽核报告。^[30]其二,建立“中国墙”制度,主要指岗位隔离。诸如证券投资顾问事业之总经理不得同时兼任全权委托专卖部门主管或全权委托投资经理人,从事证券分析的人员不得同事从事证券投资信托业务以及证券专卖部门的主管和业务人员不得从事专卖部门以外的业务等。^[31]其三,赋予证券分析师善良管理人之注意义务与忠实义务,并以列举加兜底的方式明确规定了禁止证券分析师从事的行为。^[32]其四,要求证券分析师及其家属等相关人员从事股票及具有股权性质之衍生性商品交易时,要向所属证券投资顾问事业(公司)申

[28] 同注[26]。

[29] 同注[27]。

[30] 参见《证券投资顾问事业管理规则》第2条和第5条之1。

[31] 参见《证券投资顾问事业负责人与业务人员管理规则》第7条。

[32] 参见《证券投资顾问事业管理规则》第13条和《证券投资顾问事业负责人与业务人员管理规则》第15条。

报。^[33] 其五,在证券公司进行业务广告和证券分析师公开露面等场合中,明确规定证券分析师及相关人员禁止从事的行为,如不得有涉及利益冲突的行为。^[34] 其六,建立证券研究报告等相关资料的保存制度,便于监管机构随时抽查。^[35]

虽然一些针对证券分析师行为的规定中使用“不得”一词,表明相关规定是强制性规定、禁止性规定,但是这些规定并未明确规定违反的法律效果,为不完全规范。并且,这些规定也未配置处罚机制,因此,违反禁止性规定的法律效果可能要回到一般法(“证券交易法”)层面寻找答案。单从两个特别法的内容看,处罚机制的缺失可能会降低对证券分析师利益冲突的规制效果。

(三) 比较与启示

由上观之,相比于我国台湾地区,美国对证券分析师利益冲突形成了较为全面和完善的规制,既有法律层面的规则,也有自律监管规则,不过其中规则内容不乏重叠之处。从规范的实质内容看,对证券分析师利益冲突的防范机制主要有“中国墙”制度、信息披露制度、静默期制度、研究报告资料保存制度和处罚制度等。以叙述性的类型化方法,将这些个别制度经其展现出的共同特征进行归类,^[36]可将证券分析师利益冲突防范机制类型化为三类机制,具体分为利益冲突的隔离、利益冲突的披露和利益冲突的处罚。

首先,利益冲突的隔离是指通过禁止或者限制证券公司、从事投资银行业务人员和证券分析师从事某些存在利益冲突的行为,以避免利益冲突的发生或者减少利益冲突带给证券分析师的压力和影响,从而降低利益冲突的负面效应。例如,禁止投资银行部门及其从业人员对研究报告的预先审查和参与证券分析师的薪酬评估等。其次,利益冲突的披露是指证券公司或证券分析师在发布证券研究报告时或者在证券分析师公开露面的场合,需要同时披露现存的或者潜在的可能影响

[33] 参见《证券投资顾问事业负责人与业务人员管理规则》第15条之1。

[34] 参见《证券投资顾问事业管理规则》第14条和《证券投资顾问事业负责人与业务人员管理规则》第16条。

[35] 参见《证券投资顾问事业管理规则》第12条。

[36] 黄茂荣:《法学方法与现代民法》(第5版),法律出版社2007年版,第538页。

研究报告内容和结果的利益冲突,如要求证券分析师披露从发行人处收到的任何补贴。这事实上是通过信息披露制度,将不清晰的利益冲突变成可以辨识的利益冲突,类似于“安全港规则”,^[37]是处理利益冲突问题的惯用方法。目的是让投资者认识到其中存在的利益冲突,从而对证券分析师的评级、预测和研究报告的实际价值做出理性判断及理性投资选择。并且,通过赋予投资者判断权,可以从市场的角度对证券分析师利益冲突的行为进行约束,督促证券分析师履行看门人职责。因为投资者更愿意相信具有客观性和独立性的证券分析师,那些不诚实的证券分析师将会在市场机制下逐渐被淘汰。最后,利益冲突的处罚是对证券分析师从事一些利益冲突的行为进行的处罚,包括民事赔偿、行政处罚和刑事惩罚等。处罚制度的建立以期对证券分析师、证券公司及相关人员形成一定的威慑,尤其是针对证券分析师,不失为是对声誉约束机制失灵的一种补救方法。

总之,这些防范机制实际上并未禁止证券分析师从发行人或者目标公司处接受补贴,而是通过采取信息披露等方法防止证券分析师获得基于利益冲突等不正当行为获得收入。一概禁止分析师从外部获得资助补贴似乎是“不可能完成的任务”。尽管目前有学者从重构委托代理关系的角度,提出在证券分析师和发行人或目标公司之间植入证券交易所,由证券交易所按客观标准向这些公司选派证券分析师,并从这些公司向证券交易所支付的会费中拿出一部分来支付证券分析师的薪酬,以切断分析师和发行人之间补贴与控制的联系,^[38]但是该方案实际并没有根除分析师和发行人之间的经济联系,只是使这种联系由直接变为间接,不仅同样面临监管俘获的问题,还需要应对由此可能产生的权力寻租问题,方案可行性还需要进一步分析论证。既然如此,如何尽可能的降低证券分析师利益冲突及使利益冲突透明化成为当前应当努力的方向。

[37] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第469页。

[38] 同注[3],约翰·科菲书,第397~398页。

四、我国证券分析师利益冲突防范机制的现状与改善建议

(一) 我国证券分析师利益冲突的规制现状及其问题

对我国证券分析师利益冲突的规制,需要从体系化的角度,对内部规范体系进行全面梳理,以准确解读相关规则。因为规范之间通常休戚相关,并非彼此无关联的存在。^[39]目前我国对证券分析师利益冲突的规范体系主要由法律、部门规章和行业自律规则组成,即由《证券法》《发布证券研究报告暂行规定》《发布证券研究报告执业规范》《证券分析师执业行为准则》和《证券公司信息隔离墙制度指引》等组成,有关规范内容可以从上述三种证券分析师利益冲突的防范机制类型进行梳理。

第一,利益冲突的隔离方面。我国基本已经形成了较为全面和严格的利益冲突隔离机制。相关规则要求证券公司建立健全内部控制机制、业务管理制度、研究报告发布审阅机制和隔离墙制度,包括业务隔离、信息隔离和职务岗位隔离。要求与发布证券研究报告业务存在利益冲突的部门不得参与对证券分析师的考核,证券分析师薪酬的确定应当综合考虑研究报告质量、客户评价和工作量等多种因素,证券分析师不得向目标公司、发行人以及其他利益相关者提供、索要或接受任何财务或可能影响其独立性和客观性的其他利益,并且由研究部门独立决定研究对象覆盖范围,以减少目标公司、发行人及其他利益相关者对研究报告的制作过程和研究观点等的影响。对于研究报告内容,要求证券分析师保证研究报告信息来源合法合规、客观事实的真实性和分析结论具有合理依据,并进行必要的风险提示。同时,《证券法》第63条规定要求发行人、上市公司依法披露的信息必须真实、准确和完整,依反面解释,这实际上是禁止选择性披露。此外,较之于域外经验,我国一些规则设置更为严格。例如,美国法将分析师静默期分别缩短为10日和3日,而我国仍将相关期间维持在IPO之日起40日内和再次发

[39] [德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第205页。

行之日起10日内。又如,美国法禁止分析师买卖最近的研究报告涉及的证券,并非禁止分析师买卖任何证券,而我国《证券法》第43条则完全禁止分析师在任期或者法定期限内买卖股票。

第二,利益冲突的披露方面。当前我国规则体系下需要披露的内容有:(1)若证券公司持有研究报告涉及的股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的,则应当在研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况;(2)证券分析师在研究报告中所使用的投资评级分类及其含义;(3)若证券分析师的配偶、子女和父母担任其所研究覆盖的上市公司的董事、监事、高级管理人员的,则应当在研究报告中对此事实进行披露;(4)证券分析师在自己所知情的范围内披露本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券是否有利害关系。与美国法所要求披露的大量利益冲突内容相比,此四点披露内容显得过于简单,无法涵盖分析师所面临的众多已经或者可能产生的利益冲突,特别是间接利益冲突。而且这四点披露要求仅是关于研究报告的披露。针对证券分析师公开露面的披露规范,我国尚付阙如。

第三,利益冲突的处罚方面。在行业自律规则层面上,《证券分析师执业行为准则》和《发布证券研究报告执业规范》都只规定了转介规范,具体转引到中国证券业协会根据自律规定和情节轻重对分析师采取自律管理措施或纪律处分。在法律和部门规章层面上,通过确定性规范和引致规范规定了证券分析师、证券公司、证券投资咨询机构及其人员的行政责任、民事责任和刑事责任,形成相应的行政处罚、民事赔偿和刑事处罚机制。其中,行政处罚包括了责令改正、责令暂停发布研究报告、罚款和证券市场禁入等措施。民事赔偿目前只针对证券分析师内幕交易、操纵证券市场、买卖股票和在研究报告中虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏行为。上述处罚机制总体呈现以下特点:首先,从利益冲突的处罚规则分布看,分散的规则设置在不同程度上导致了资源浪费;其次,从相关规则内容看,行政罚款和民事赔偿仅适用于内幕交易等特定行为,可适用范围较窄;最后,从实践情况看,现实中频发的证券分析师丑闻业已说明当前的处罚规则难以对证券分析师利益冲突行为形成有效束缚,特别是行业自律规则。

(二)我国证券分析师利益冲突防范机制改善建议

通过以上对我国证券分析师利益冲突防范机制规则内容体系化地观察和分析,可以发现在利益冲突的披露和处罚方面,仍有可以改进与完善的余地。对于前者,需要借鉴域外成熟做法,增加利益冲突的披露范围,既要包括直接利益冲突,又要涵盖间接利益冲突。与此同时,增加证券分析师公开露面的定义和披露内容,根据研究报告和公开露面的不同,设置差异化的披露内容要求,将披露的内容和信息予以区分。同时,还需以列举加兜底的方式规定需要披露的内容,以克服单纯列举方式的局限性,从而形成一种差异化、多层次的披露制度安排。通过对利益冲突充分的披露,使投资者更加详细地了解研究报告等内容,进而做出理性选择。对于后者,需要加强机构监管、自律监管和公司内控三者的有机结合,细化各自负责监管的环节、内容和职责,充分发挥三者的监管作用。并配套相应的处罚措施,形成相互衔接的责任格局。不过,具体处罚措施的设置与改善,需要注意保持规则的灵活性与弹性。一方面,可以增强对证券分析师的警示与行为约束;另一方面,避免规则过于严苛使人们对证券分析师职业产生恐惧与排斥,从而影响到整个证券市场的透明度。例如,可以适当扩大民事赔偿和行政罚款的适用面,建立证券分析师对投资者的先行民事赔偿机制,对行政罚款设立浮动比例要求,而非固定数额,从违法法规的收益与成本角度来控制证券分析师利益冲突行为。

我们需要加强有关证券分析师法律的立法力度和利益冲突的规制力度。目前对于证券分析师利益冲突的规制大多是部门规章和行业自律规则,法律层面很少直接涉及对证券分析师的直接规制,这一现象表明法律尚未对证券分析师利益冲突问题形成足够重视。随着实践中证券分析师的重要性和证券分析师利益冲突问题严峻性的与日俱增,立法需要改变先前态度,将对证券分析师利益冲突的规制从部门规章和行业自律规则层面上升到法律层面,通过提升规范效力的方式来增加规范约束的有效性。或者可以对证券分析师利益冲突在当前零散规定的基础上进行统一立法,这种统一立法的形式既可以是法律,也可以授权证监会出台具体的部门规章。规范内容则应当包含利益冲突的隔离、披露和处罚等。虽然《发布证券研究报告暂行规定》内容已经覆盖

了上述三个方面的内容,但具体规定内容或较为简单,或较为原则。不足以支撑起对证券分析师利益冲突的规制需求。

五、结语

证券分析师作为市场“看门人”,对促进证券交易达成与证券市场的发展功不可没。而现实中频发的证券分析师丑闻使证券分析师利益冲突问题亟待解决。由于无法彻底切断证券分析师与外界资助补贴之间的联系,因此导致这一问题的处理颇为棘手。综观域外经验和我国对证券分析师利益冲突的规制现状,本文认为,应当通过完善和建立利益冲突的隔离、披露和处罚三个方面的内容与机制,以促进证券分析师利益冲突防范制度形成机制的作用,进而充分保护投资者权益,使证券分析师回归其本质。