

首次公开发行中研究报告的证券法律 规制

——中美两国对研究报告不同态度的比较分析
唐应茂*

摘要:美国证券法律严格禁止承销商发布研究报告,我国反而强制性要求承销商发布研究报告。在美国先发行后批准的注册制度下,美国监管机构禁止承销商发布研究报告源于对研究报告可能误导投资者的担心;在中国先核准后发行的核准制下,发行材料经过审阅和认可,中国证监会对研究报告误导投资者的担心大大减轻。美国对研究报告采取禁止态度还源于对研究独立性和券商内部利益冲突的担心,而中国对研究报告的鼓励态度缺乏长久持续的基础。

关键词:首次公开发行 研究报告 证券法律
规制

引 言

在首次公开发行股票过程中,承销商研究部门

* 北京大学副教授,耶鲁大学法律科学博士(JSD)。

发布研究报告,对发行人的业务、财务等情况进行分析,为投资者购买股票提供参考,这是许多国家和地区证券发行市场推介活动的一部分。但是,在市场推介过程中,是否允许承销商发布研究报告,不同国家的做法并不完全一致。在美国,证券法律严格禁止承销商发布研究报告;^①而在中国,证券法律不仅不禁止研究报告,反而强制性要求承销商向投资者提供研究报告,为其购买股票提供参考信息。

为什么中美两国证券法律在这个问题上的态度截然不同?究竟是美国“错了”,还是中国“错了”,或者两者都“错了”,抑或两者都有道理,这是本文希望解释的问题。实际上,中国不是唯一采取与美国不同做法的国家。从实践来看,我国香港地区以及欧洲不少国家采取的态度同中国一样,而美国是世界上少数对首次公开发行中承销商发布研究报告采取禁止态度的国家。因此,对中美两国证券法律的不同做法进行分析具有一定的普遍意义。

进一步讲,本文的研究具有理论和实践两方面意义。从理论层面来看,本文的研究认为,对研究报告采取不同态度实际上是不同证券法律制度特点决定的,是强调披露为重点的美国注册制和以强调实质审查为重点的中国核准制不同特点的具体表现。研究报告虽然是一个小文件,发布研究报告虽然是证券发行中的一个行为,但如何对研究报告进行法律规制?为什么采取不同的规制方法?这实际上是证券法监管的一个大问题,是不同证券发行体制特点的集中体现。从实践层面来看,21世纪以来,美国证券法律强调研究部门独立性,强调防范承销商利益冲突,这进一步强化了对研究报告的禁止态度。同时,强调研究部门独立性、防范证券公司内部各部门利益冲突也是近年来中国证券法律强调的领域之一。在首次公开发行中,主承销商既承担发行人股票承销角色,从股票发行和承销中获利,又被法律要求必须发布客观中立的研究报告,可能需要分析并披露发行人存在的问题,从而影响股票发行和承销的效果,这两种角色存在内在的冲突。因此,从国外和国内证券法律发展的趋势来看,中国证券法律对研究报告的鼓励态度缺乏长

^① 除非上下文有不同定义或提法,本文从广义上使用“证券法律”这一术语,用以指称所有与证券监管有关的法律、行政法规和部门规章。

期持续的基础。

一、不同证券法律对研究报告规制的不同态度

(一) 中国对研究报告的鼓励态度

目前,中国证券法律对首次公开发行中研究报告的规定集中在询价制度的有关规定中。询价制度的有关规定则集中在中国证监会2006年9月7日颁布的《证券发行与承销管理办法》(以下简称《管理办法》)中,其来源可以追溯到中国证监会2004年12月发布的《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》(已失效)。简单来讲,《管理办法》对研究报告的规定可以归纳为两个方面的内容。

第一,《管理办法》要求承销商必须向询价对象提供研究报告。《管理办法》第9条明确要求,主承销商应当在询价时向询价对象提供投资价值研究报告。根据这一规定,主承销商有义务向询价对象提供研究报告。从谁负责准备投资报告来看,《管理办法》第10条规定,投资价值研究报告应当由承销商的研究人员独立撰写,承销商不得提供承销团以外机构撰写的研究报告。

第二,《管理办法》对研究报告的发布对象、内容和责任等问题做了进一步规制。在要求主承销商提供研究报告的同时,《管理办法》从各方面对研究报告作了限制。比如,研究报告只能向询价对象提供,不能向公众公开。^②同时,《管理办法》还对研究报告包含的内容做出了要求,要求研究报告必须包含发行人在行业中的地位、经营状况、前景分析、盈利能力、募集资金投资项目分析、可比公司情况等内容。此外,《管理办法》进一步要求研究报告“引用的材料真实、准确、完整、权威并须注明来源”,“无虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。

因此,在首次公开发行中,中国的证券法律强制性要求主承销商必须并向询价对象提供研究报告,而研究报告则应当由承销商的研究人员撰写。

^② 参见《证券发行与承销管理办法》第9条。

(二)美国对研究报告的禁止态度

从20世纪60年代末开始,美国证监会逐渐放宽对研究报告的限制,^③并相继在20世纪80年代^④和2005年的证券法改革过程中进一步放宽了限制。在这个过程中,投资银行甚至将研究报告问题上升到美国宪法自由言论的高度。^⑤即便如此,从美国证监会发布的关于研究报告的几个规则来看,^⑥业内权威人士认为,这些规则虽然在一定程度上允许发布研究报告,但依然禁止首次公开发行中承销商发布研究报告。^⑦

比如,根据美国证监会发布的137规则(Rule 137),不参加承销团的交易商(dealer)^⑧可以针对某次证券发行发布研究报告,只要研究报告是在其正常业务过程中(regular course of business)发布的。有趣的是,由于这一规则明确规定适用于承销团成员以外的交易商,但不适用于承销商,所以当某些承销团以外的券商对某次证券发行不看好,从而发布反面意见的研究报告时,承销商自己的研究部门无法通过发布研究报告进行反击。

又比如,美国证监会发布的139规则(Rule 139)是业内使用最多的规则。这一规则规定,不管是否是承销团成员,交易商都可以发布专门针对发行人的研究报告或者针对某一行业的研究报告。换句话说,某次证券发行的承销商,只要它符合规则规定的条件,也可以发布研究报告。但是,由于规则规定的条件限制太多,139规则无法适用于首次公开发行,承销商因此也无法依据该规则发布研究报告。

^③ 美国开始放松对研究报告的限制可以追溯到美国证监会1969年发布的Disclosure to Investors - A Reappraisal of Administrative Policies Under the '33 and 34' Acts (1969), 俗称Wheat Report。

^④ SEC Release No. 33-6550 (September 19, 1984)。

^⑤ 证券行业在研究报告上的诉求被上升到美国宪法第一修正案的层面并由美国最高法院在20世纪70年代审理。参见, Virginia State Bd. of Pharmacy v. Virginia Citizens Consumer Council, Inc., 425 U.S. 758 (1976)。

^⑥ 美国证监会发布的关于研究报告的规则主要包括137规则、138规则和139规则。

^⑦ Charles J. Johnson, Jr., Joseph McLaughlin, Corporate Finance and Securities Law (Fourth edition), pp. 389-394, Aspen Publisher。

^⑧ 根据美国1933年《证券法》(经修订)第2条关于交易商的定义,交易商的范围很广,既包括代客户买卖的代理或经纪商,也包括自己账户买卖的自营商以及承销商。

具体来讲,就针对发行人的研究报告而言,承销商发布针对发行人的研究报告的前提条件很多,其中一个条件涉及发行人的资格:如果发行人是美国境内注册的公司,那么,发行人必须是美国上市公司(reporting company);如果发行人是外国发行人(foreign private issuer),那么,发行人可以不是美国上市公司,但它必须有股票在美国境外的主要交易所挂牌交易,并且全球公众持有(public float)的市值超过7亿美元。换句话讲,发行人或者已经是美国的上市公司,或者已经是外国的上市公司,否则,承销商不能发布针对发行人的研究报告。对于首次公开发行的发行人来讲,他们不可能是美国的上市公司,也不可能是外国的上市公司。因此,承销商也很难依据139规则在首次公开发行中发布研究报告。^⑨

就发布行业研究报告而言,除了需要满足前述发行人有关的条件以外,承销商还需要满足其他条件。例如,承销商对行业研究报告中的公司必须有既往的研究历史(prior history of research coverage)。从这些要求来看,在没有完成首次公开发行之前,发行人很难进入分析师的视野,因此很难出现在承销商以往的研究报告中,承销商也就很难通过行业研究报告的方式来“变相”推荐其中某一个进行首次公开发行的发行人股票。^⑩

从证券发行实践来看,研究报告通常在美国以外证券发行时采用,这也是由于美国证券法律对承销商发布研究报告的禁止性规定造成的。纯粹在美国境内公开发行的项目,即只在美国境内公开发行股票并在美国境内上市的项目,承销商根本不能发布研究报告。在全球发行项目中,比如,既在美国境内公开发行股票也在美国境外如我国香港地区、欧洲地区公开发行股票的项目中(像中国人寿等国有企业通常采用的全球发行、我国香港美国两地上市的方式),承销商的国际律师通常会撰写一份研究报告发布操作指引,其核心在于提醒承销商,当他们发布研究报告时,必须确保研究报告只能在美国境外发布,同时,只能提供给非美国

^⑨ 这里讨论的发行人需要具备的条件也是138规则规定的条件,因此,138规则也很难适用于首次公开发行的场合。

^⑩ Charles J. Johnson, Jr., Joseph McLaughlin, *Corporate Finance and Securities Law* (Fourth edition), p. 394.

人(non-US person)。这种提醒的目的在于要求承销商在美国境外发布研究报告时不违反美国证券法律对研究报告的禁止性规定。

二、证券发行注册制和核准制对待研究报告的不同态度

在承销商发布研究报告这个问题上,不同国家采取不同态度,笔者认为,从根本上来讲,其原因在于证券发行体制的不同。以中国和美国的证券发行体制为例,在美国的注册制(registration)下,美国证监会对证券发行的审核侧重披露,强调招股信息向公众公开,同时,它要求招股说明书必须真实、准确、没有遗漏。在这种制度下,美国证监会还没有宣布证券发行注册生效(相当于批准)之前,美国证券法律就允许承销商进行询价等市场推介活动,但同时禁止承销商在市场推介时(如路演时)使用法律认可的初步招股书以外的其他书面材料,以确保招股信息真实、准确、没有遗漏。研究报告被认为是初步招股说明书以外的书面材料,属于证券法律禁止的书面材料。在中国的核准制下,发行人和承销商只有在中国证监会核准发行之后,才能开始询价、路演等市场推介活动,因此,在询价、路演等市场推介活动阶段发布研究报告是在监管机构批准证券发行之后进行的,也是在监管机构认可招股说明书的披露之后进行的,监管机构对研究报告误导投资者的担心大大减轻。

(一)美国注册制下对研究报告采取禁止态度的法律逻辑

美国证券法律对研究报告采取禁止态度的逻辑来源于美国1933年《证券法》规定的证券注册制。1933年《证券法》经过了反复修订,但其基本原理和框架一直沿用至今。有关注册制的规定及其与发布研究报告的关系可以简单归纳为三层意思。

第一,发行人在向美国证监会公开递交有关发行的申请材料之前,不能针对证券发行做出任何要约(offer),不管是书面要约(written offer)还是口头要约(oral offer)。^①换句话说讲,美国1933年《证券法》要

^① 参见美国1933年《证券法》(经修订)第5(c)条。

求发行人向美国证监会公开提交申请材料,以便于美国证监会和公众都能知晓某一证券发行计划。在美国证监会不知道发行人要发行证券之前、在美国公众不知道发行人要发行证券之前,发行人不能公开讨论自己即将发行证券的计划,以免被认为是在为证券发行造市(发出要约)。如果有这方面的言行,则可能被认为是“擦枪走火”(gun-jumping),属于违反1933年《证券法》的行为。因此,在美国发行股票,律师严格要求发行人和承销商遵守公开宣传(publicity)禁止方面的规定。比如,不要随便接受记者采访,以免被认为是做了证券发行的口头要约,不要在公司网站发布某些信息,以便被认为是做了证券发行的书面要约。在这个阶段发布研究报告,当然也属于法律禁止的行为。

第二,发行人向美国证监会公开递交有关证券发行的申请材料之后、美国证监会批准证券发行之前(即宣布发行人注册文件生效之前),针对证券发行的口头要约是允许的,某些书面要约也是允许的,但书面要约只能是符合1933年《证券法》规定的招股书。^⑫从实践来看,在这个阶段,这里所说的符合1933年《证券法》规定的招股书主要指含有价格区间的初步招股书(preliminary prospectus)以及2005年《证券法》改革后推出的符合法定条件的自由撰写招股书(free writing prospectus)。因此,在这个阶段,美国证券法律允许针对证券发行发出口头要约,这是发行人进行路演、和投资者见面的法律依据,也是承销商进行投资者教育、初步询价以确定价格区间的法律依据;同时,在这个阶段发布研究报告也是法律禁止的,因为研究报告不属于符合法律要求的招股书。

第三,发行人在美国证监会批准证券发行之后,才可以进行证券销售(sale)。从操作来讲,发行人和承销商通常要等到美国证监会批准证券发行之后,才通过谈判确定发行价格,并随即签署承销协议。签署承销协议,意味着发行人将证券卖给承销商,再由后者卖给其他的机构或个人,也就是进行证券承销。同时,承销商必须向证券买受人交付

^⑫ 参见美国1933年《证券法》(经修订)第5(b)(1)条。

(deliver)最终招股书。^⑬

首次公开发行的市场推介活动通常发生在上述第二个阶段。从法律规定的逻辑来讲,在这个阶段,只要任何活动属于口头要约,那么,这些活动都属于被允许之列;任何活动或者文件被认为属于书面要约,那么,除非这些活动或文件被认定为属于符合1933年《证券法》规定的招股书(初步招股书或自由撰稿招股书)从而不属于法律禁止之列,否则就属于违反法律的活动或文件。因此,在这个阶段,发行人进行路演、口头向投资者推介股票,这是法律允许的;推介股票时向投资者发放初步招股说明书,也是法律允许的。但是,如果发布不属于符合第一部分提到的几个规则条件的研究报告,那么,发布这样的研究报告是法律禁止的。

因此,对研究报告的规制,实际上是注册制特点的集中体现。一方面,只要向美国证监会提交了申请材料,并通过美国证监会向公众公开申请材料后,发行人就可以开始询价、路演等市场推介活动,并且,这些活动都发生在美国证监会批准证券发行之前,这是注册制强调披露理念、不要求一定要等到美国证监会审批才可以发行态度的体现。另一方面,在市场推介活动中,发行人和承销商只能使用初步招股说明书和其他符合法律的书面文件;在美国证监会批准证券发行之后,承销商只能采用并且必须向客户交付(deliver)最终招股说明书,这是美国证券法律强调招股材料的真实、准确和没有遗漏理念的体现,以此防止含有虚假信息的书面材料(包括研究报告)误导投资者。不过,在美国证监会批准证券发行之后,由于路演等市场推介活动已经完成,这个阶段对最终招股书以外的书面材料误导投资者的担心已经大大降低。

(二)中国核准制下对研究报告采取鼓励态度的法律逻辑

同美国的注册制相比,中国的核准制强调证券监管机构对证券发行的实质审查,从程序来看,对于任何证券首次公开发行项目来讲,他们都必须得到中国证监会核准后才能开始询价、路演等市场推介活

^⑬ 最终招股书和初步招股书的主要区别在于,初步招股书只包含了证券发行价格的区间,如每股11美元到13美元,而最终招股书是经过路演、定价后定稿和印制的,它包含了证券发行的价格,如每股12美元。

动,才能依法刊登招股说明书。发布研究报告是询价制度的一部分,是市场推介活动的一个环节,它也发生在中国证监会核准发行之后。因此,同美国注册制下的市场推介活动发生在美国证监会批准发行之前相比,中国的核准制下的市场推介活动发生在中国证监会核准发行之后,这同美国的注册制完全不同。

具体来讲,从中国证券法律的规定来看,公开发行必须在得到中国证监会核准后才能进行,对此进行强调的法律规定很多。比如,2005年修订后的《证券法》第10条规定,“公开发行证券,必须符合法律行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;未经依法核准,任何单位或者个人不得公开发行证券”。又比如,《证券法》第25条规定,“证券发行申请经核准,发行人应当依照法律、行政法规的规定,在证券公开发行前,公告公开发行募集文件,并将该文件置备于指定场所供公众查阅”,“发行人不得在公告公开发行募集文件之前发行证券”。因此,中国证监会核准在前,证券公开发行在后,法律规定得非常明确。

从证券发行审核的流程来看,证券发行核准流程大概分为中国证监会受理申请、中国证监会发行部初审、发审会审核和中国证监会核准几个步骤。^⑭ 依法刊登招股说明书、进行询价路演等市场推介活动都发生在中国证监会核准之后。《管理办法》第13条明确规定,“发行人及其主承销商应当在刊登首次公开发行股票招股意向书和发行公告后向询价对象进行推介和询价”。而根据《管理办法》第9条,提供投资者价值研究报告发生在主承销商向询价对象询价时。

因此,中国证券法律之所以允许甚至鼓励首次公开发行中承销商提供研究报告,其制度基础在于证券发行已经得到了中国证监会的核准,公开发行的募集文件(招股说明意向书和发行公告等)已经得到了中国证监会的审阅和认可。从这个角度来看,美国证券法律对研究报告可能不属于美国证监会“认可”的招股材料的担心、对研究报告可能误导投资者的担心,很大程度上在中国的核准制下不存在或者担心程

^⑭ 关于证券发行审核的流程,可参见彭冰:《中国证券法学》(第六章),高等教育出版社2007年版。

度大大降低。所以,由于中国证券法律强调先核准后发行,美国证券法律出于担心研究报告误导投资者而对其进行限制的理由在中国首次公开发行的场合下往往并不存在或者大大减弱,由此导致中国证券法律制度对于研究报告的规制采取与美国不同的态度。

当然,美国禁止发布研究报告的规定并不截止于美国证监会批准证券发行这个时点,但其针对的对象和出发点不同。21世纪以前的美国证券法律规定,美国证监会批准证券发行之后的一段时间里,首次公开发行项目通常为批准后25天之内(被称为“安静期”,即“quiet period”),从二级市场上买卖股票的交易商(包括已经卖完了承销股票而从二级市场购买股票的承销商)必须遵守向证券买受人交付最终招股书的义务(这区别于承销商从发行人手里购入股票然后再转售时也必须向证券买受人交付最终招股书的义务)。对于这些交易商而言,由于法律规定交付的只能是最终招股书(以及销售确认函),而这些交易商发布的研究报告不属于最终招股书,因此,除非符合本文第一部分提到的发布研究报告规则的条件,这些交易商(包括卖完了承销股票而从二级市场购买股票的承销商)也不能在安静期内发布研究报告。所以,这里提到美国证监会批准发行后的“安静期”内对研究报告的禁止性规定,同前面讨论的美国证监会批准发行前对研究报告的禁止性规定有所不同。

不过,21世纪以来,美国证监会对“安静期”内禁止发布研究报告的规定作了进一步强化,把一些禁止性规定明确地延伸到承销商身上。对于这些规定的内容,笔者将在第三部分详细讨论。简单来讲,美国证监会在批准发行后依然对承销商发布研究报告不放心,这似乎同本文的诠释有一定矛盾。在解释注册制和核准制的不同导致对研究报告的不同态度时,笔者认为,在中国的核准制下,研究报告在中国证监会核准之后发布,因此,中国证监会对于研究报告误导投资者的担心大大减轻。从下文第三部分的讨论可以看出,美国证监会21世纪以来对“安静期”内禁止发布研究报告的规定其出发点在于提高研究部门和分析师的独立性、防范承销商内部的利益冲突,这和本部分讨论的在市场推介阶段防止投资报告误导投资者从而禁止研究报告的逻辑有所不同。

三、研究部门和分析师的独立性

研究报告在什么阶段使用、是否容易误导投资者,这只是不同证券监管体制下监管机构对待研究报告不同态度的一个因素。从21世纪证券法律发展的趋势来看,强调证券公司研究部门的独立性、强调分析师的独立性,强调防范拥有多业务部门(如同时拥有投资银行部门和研究部门)证券公司的内部利益冲突问题,这是不同国家对待研究报告态度不同的另一个因素。同样以中美两国为例,由于防范利益冲突、强调研究部门和分析师的独立性,从而进一步强调对首次公开发行项目中使用研究报告的限制,这是美国证券法律自2002年以来发展出来的另一个趋势;而中国虽然也颁布了不少规章强调研究部门和分析师的独立性,但这方面的措施似乎还没有影响到监管机构对待首次公开发行中承销商研究报告的态度。

(一) 美国从保证研究独立性和防范利益冲突角度对研究报告的限制措施

2000年美国高科技泡沫破灭后,美国证监会开始进一步收紧了对研究报告的限制措施。之所以采取这些限制措施,其背景是高科技泡沫中证券公司分析师在证券首次公开发行中的“不良作用”。许多证券公司为了招揽证券发行业务,纷纷依赖其“明星分析师”对发行人价值进行吹捧,研究部门 and 分析师直接充当投资银行部门首次公开发行业务的“帮凶”。同时,由于许多证券公司同时也有销售部门,依赖这些销售部门将股票销售给客户。因此,研究部门 and 分析师吹捧某一发行项目,有助于投资银行的发行和承销业务,也有力于销售部门的销售。一旦高科技泡沫破灭后,这些股票价值大幅下跌,受到损失的是受销售部门怂恿而购买该股票的客户。从证券公司整体来讲,不同业务部门之间存在利益冲突,即投行部门获利但销售部门受损,其中研究部门 and 分析师是造成这一利益冲突的直接责任人。因此,美国证监会开始采取一系列措施以提高研究部门 and 分析师的独立性防范证券公司内部的利益冲突。

从形式来看,这些措施主要是由证券交易所和行业自律组织制订并得到美国证监会批准的措施。从颁布的时间来看,最早一批措施由美国证监会2002年5月颁布,2003年萨宾法(Sarbanes - Oxley Act)颁布以后得到进一步完善,随后在2005年6月美国证监会又做了进一步修订。连同美国证监会2003年2月颁布的AC规章(Regulation AC)和2003年4月美国部分州执法机构和10个证券公司的“全球大和解”(Global Settlement)中规定的证券公司需要采取的措施,短短几年的时间里,美国证监会和其他相关机构颁布了一系列提高研究部门独立性、提高分析师独立性、防范证券公司内部利益冲突的措施。

从内容来看,这些措施的规定涉及方方面面,如强调证券公司内部研究部门和投行部门的物理隔离、禁止分析师参加路演活动等。^⑤就发行研究报告这一问题而言,对首次公开发行中承销商发布研究报告的禁止态度得到了进一步强化。比如,首次公开发行被美国证监会批准后40天内,主承销商和副承销商都不能发布研究报告;同时,首次公开发行被美国证监会批准后25天之内,主、副承销商以外的其他承销团成员也不能发布研究报告。换句话讲,本文第二部分提到的“安静期”的禁止性规定被扩展适用到承销商身上,并明确规定他们不能在这个期间内发布研究报告。此外,这些承销商的分析师在各自需要遵守的“安静期”内不能在公开场合发表任何有关证券发行的看法。

这些措施背后的逻辑,即强调研究部门独立性、分析师独立性以及防范券商内部利益冲突这一逻辑,同强调确保招股材料的真实、准确和没有遗漏从而限制承销商发布研究报告的逻辑并不完全一样。从某种程度上讲,后者侧重结果、侧重实质性要求,即为了保证投资者获得的信息是真实、准确和没有遗漏的,凡是不符合法律要求的招股材料(如研究报告)都在禁止之列;而前者侧重程序性要求,不论研究报告是否是做到了像招股书一样的真实、准确和没有遗漏,只要承销商没有做到法律要求的独立程度、没有采取法律要求的防范利益冲突的措施,那么,即便研究报告和招股书一样的真实、准确和没有遗漏,研究报告仍

^⑤ 关于这些措施的内容,请参见 Charles J. Johnson, Jr., Joseph McLaughlin, *Corporate Finance and Securities Law* (Fourth edition), pp. 332 - 337.

然是被禁止的。实际上,本文第一部分提到的 137 规则的规定,允许承销商以外的交易商在首次公开发行中发布研究报告,而不允许承销商发布研究报告,从某种意义上讲,它体现了这种程序性的要求和本部分讨论的限制性措施在背后逻辑上有一定的相通性。

(二) 中国证券法律在保证研究独立性和防范证券公司内部利益冲突方面的规定

21 世纪以来,中国证监会也开始强调研究部门的独立性,并在一系列规章中加以明确。不过,强调研究部门独立性、防范利益冲突的这些规章并没有明确地、具体地适用到发布研究报告这一问题上。

中国证监会颁布的《证券公司管理办法》第 29 条规定,证券公司应当建立有关隔离制度,做到投资银行业务、经纪业务、自营业务、受托投资管理业务、证券研究和证券投资咨询业务等在人员、信息、账户上严格分开管理,以防止利益冲突。《证券公司内部控制指引》第 77 条也规定,证券公司应加强研究咨询业务的统一管理,完善研究咨询业务规范和人员管理制度,制订适当的执业回避、信息披露和隔离墙等制度,防止利益冲突。这些办法或指引都对证券公司研究部门的独立性做了要求。实践中,有的券商也开始建立研究部门和其他部门的物理隔离、信息隔离等措施。

不过,这些规定都没有具体落实到首次公开发行中研究报告的撰写和发布这一问题上。因此,2004 年 12 月发布的《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》(已失效)在第一次试行询价制度时,就要求承销商撰写和提供研究报告,没有考虑承销商在发行承销和撰写研究报告这两个问题上存在的潜在利益冲突。这一要求被《管理办法》继续采纳,一直沿用至今。

在首次公开发行中强制要求承销商撰写和提供研究报告,不考虑承销商内部的利益冲突,这当然可以有很多理由加以解释。从大的方向来讲,证券发行定价的市场化是证券发行市场化的一个核心环节,而询价制度则是中国证监会 2005 年年初开始努力推行的发行定价市场化的核心措施之一,是发行价格由证券监管机构行政方式确定到发行价格由市场机制确定的一个重大转变。因此,培育和巩固市场化机制,鼓励承销商在市场推介过程中通过研究报告提供更多的投资价值信

息,这比限制研究报告似乎更为重要。更何况,重视基本价值投资是中国资本市场近些年才出现的新现象,重视研究部门发布研究报告的作用是中国证券公司近些年才开始关注的事情。没有完全考虑承销上内部利益冲突对研究报告作用的影响,这似乎可以结合资本市场在市场化进程中所处的特定阶段的特点加以解释。

此外,从前面的分析可以看出,从强调研究部门的独立性、防范承销商内部利益冲突的角度对研究报告进行限制有一定的道理。虽然我们不能说目前鼓励甚至强制性要求承销商提供研究报告不对,但承销商内部利益冲突的存在,从某种程度上决定了这一强制性要求存在内在张力,缺乏长期持续的基础。

四、结 语

在对待首次公开发行中承销商是否可以发布研究报告这一问题上,中国和美国采取了截然相反的态度,前者鼓励,后者禁止。注册制和核准制的不同特点,在一定程度上能够解释为什么美国监管机构担心研究报告可能会误导投资者,而中国监管机构则没有这种担心或者担心程度较低。从理论上讲,发布研究报告的券商如果愿意对研究报告的披露承担和招股书的披露一样的法律责任,那么,美国证券法律对研究报告的禁止似乎理由就不那么充分。但不仅很少有美国券商愿意对研究报告的披露承担和招股书的披露一样的法律责任,而且美国监管机构似乎也不愿意给券商这样的机会。这可能缘于监管机构对于券商的不信任。即便美国监管机构通过 137 规则等文件对研究报告开了“口子”,但这个“口子”并没有完全向承销商打开。同时,进入 21 世纪以后,美国监管机构还进一步通过有关研究部门独立性、分析师独立性、防范内部利益冲突等措施对承销商进行更为细致的监管。至少从中国证监会颁布的规章规定来看,美国监管机构担心的独立性和利益冲突问题也是中国监管机构担心的问题。因此,中国证监会对承销商发布研究报告采取的鼓励态度和它所担心的这些问题存在潜在的冲突。这种潜在冲突决定了目前的鼓励态度缺乏长久持续的基础。