

# 研究报告

## RESEARCH REPORT

### 我国证券业构建信息隔离监管制度研究

自律监管联席工作组

综合研究所



深圳证券交易所综合研究所

2007年4月

## 内 容 提 要

2006 年以来，证券公司研究部门及其研究人员在媒体发表文章，披露未公开信息或不实信息，或通过研究报告等向客户透露有关信息，导致股价异常波动的现象时有发生，对市场产生了一定负面影响。

该现象反映出目前证券业研究机构和研究人员独立性和公正性存在弱化乃至丧失问题，为此而设的业务隔离措施未取得应有监管效果。投资研究独立性降低的诱因主要在于利益冲突，但专门用于解决证券业利益冲突和内幕交易的信息隔离监管制度，我国当前尚未构建，证券业专门性信息隔离法律规范也尚未出台，该问题重要性亦未能引起人们足够重视。

信息隔离监管制度缺失造成的后果可能十分严重。以美国教训为例，在世纪之交以网络等高科技股为代表的美国股市牛市初期，其信息隔离主要依靠自律。为追求利润，投资银行鼓励研究部门发表利好研究报告，分析师投资建议也以做多为主。泡沫破裂后，分析师信誉大跌，其研究分析被称为“泡沫添加剂”。大案频发，众多著名投行被重罚，直接导致美国信息隔离监管规则被全面修订，并引发了世界范围内信息隔离监管立法的新革命。

我国目前市场环境条件与美国当时类似——牛市初期、投资研究日益受到各方重视、研究部门地位提升、研究机构定位向内外兼顾或对外服务为主转化、对投资研究独立性和客观性的重要性认识不足、信息隔离监管规范缺失、对相关部门与人员利益冲突的监管依据不足，监管力度不够等。从美国问题爆发的发展历程看，我国当前已经具备了滋生和酿发此类大案要案的土壤。信息隔离监管很可能成为我国证券市场监管体系中的一个薄弱环节，成为助长股市虚假繁荣，影响市场健康稳定发展的一个潜在重大风险点。

有鉴于此，本报告主要从监管角度，就我国证券业如何构建信息隔离监管制度与制定相关专门性法律规范，进行了深入研究。

报告主要提出了以下观点和建议：

1. 专门性法律规范缺失，针对性差。我国目前缺少特别针对信息隔离或利益冲突的专门性法律规范，只有零星条款散见于有关隔离制度的法律规定中，而这

些规定普遍存在信息隔离、风险隔离和业务隔离概念混淆、使用混乱问题。14 件现行有效法律文件中，出现了“隔离”、“隔离措施”、“业务隔离”、“信息隔离”、“隔离墙”、“防火墙”乃至“物理隔离”等诸多称谓，其内涵时宽时窄，时而交叉，时而重叠，直接导致有关规范针对性弱，监管力度不足。

2. 明确信息隔离、风险隔离和业务隔离三者内涵及区别，是建立有效信息隔离监管制度的基本前提。根据国际通行定义，信息隔离制度（Chinese Wall）是指为控制或隔离不同业务部门之间的信息流动，防止利益冲突和内幕交易的发生，而在综合性金融机构内部设置的一系列隔离机制，传统上属于自律监管范畴。风险隔离（Firewall）泛指金融集团内实现异业（如银行业、证券业、保险业）风险隔离的各种制度和技术屏障，属于强制监管领域。业务隔离，是实现风险隔离和信息隔离的主要手段，属于风险隔离和信息隔离之下的具体实施类术语，与后两者并不处于同一级别。

3. 利益冲突，特别是证券分析师与各利益主体之间的利益冲突，是信息隔离制度产生、存在和不断发展的根源。证券分析师面临的利益冲突主要来自于四个方面：（1）来自分析师所在公司的压力；（2）来自其所分析的目标公司管理层的压力；（3）来自分析师机构客户的压力；（4）分析师个人投资所带来的利益冲突压力。目前，我国证券分析师除了因《证券法》禁止证券公司从业人员持有、交易证券，使其表面上无需面对第（4）项压力外，前三项压力一样不少。对于第（4）项，由于当前分析师通过亲朋好友间接投资证券的情况现比较普遍，这种隐性利益冲突造成的危害同样不可小觑。

4. 从海外信息隔离监管制度发展历程看，信息隔离监管经历了两个发展阶段。第一阶段，1968 年至 20 世纪末，产生和推广阶段。自美国因美林公司内幕交易案建立“信息长城”开始，以业务隔离为主要监管手段的自律性信息隔离监管制度逐步被各国所采用。第二阶段，进入 21 世纪后至今，全面发展阶段。在该阶段，受大案频发、后果严重等因素刺激，信息隔离监管措施在广度、深度和缜密程度上均有广泛发展，除继续强化原有各业务部门之间的隔离措施（如研究部门只能在特定条件下通过第三方与其他部门进行间接沟通）外，监管范围还扩大到对关联人员交易行为、分析师公开露面、分析师薪酬和汇报途径等多方面的限制。

5. 海外科学严谨的立法程序和具体规范的运作方式，值得我国借鉴。为避免照搬国外条文，报告从“怎样立”角度，对香港、日本、英国等地区和国家立法

过程和立法技术进行了重点考察，发现各地十分重视规范制定前对实际情况的调查摸底和规范实施后适用情况的跟踪改进工作。以香港为例，香港证监会有关规则从启动到实施，整个立法过程历时约1年零5个月，其对实践情况的问卷调查，对草案的意见征询和总结，及将相关情况及时予以公布的做法，值得我国参考。另外，英国监管部门通过专门咨询机构考察规则适用情况，并据此确定是否修订规则的做法，对我国也具有借鉴价值。

6. 规范宽严尺度的把握。通过对有关国际组织、国家和地区信息隔离监管规范的比较研究，报告按照规则严格程度由高到低的标准，将各规范制定机构进行了排序，依次为：纽约证券交易所 美国证券交易商协会 日本证券业协会 香港证监会 国际证监会组织 英国金融服务管理局。在我国相关规范宽严尺度把握上，根据目前国情，建议其严格程度可介于日本和香港之间。

7. 规范的基本框架。报告建议参考香港经验，即以国际证监会组织八项原则为基本框架；对每项原则下的具体条款，可综合借鉴各国规定，结合我国证券市场水平等实际情况进行规定。

8. 规范的名称。报告建议规范采用“处理证券投资研究利益冲突指引”等突出“利益冲突”的名称。这样一可便于理解并避免概念混淆，二能够突出问题根源与实质，三可以全面拓宽传统信息隔离的监管范围和监管手段。此外，该类名称也比较符合现阶段国际相关立法潮流。

9. 规范的主要内容。对于应该“立什么”这一问题，报告结合各国和地区具体规定，立足我国国情，重点阐述了具体条款制定中需注意的主要问题，包括：（1）监管对象的适用范围（主要探讨了现阶段是否应该将买方分析师划入监管范畴）；（2）对证券分析师个人交易的监管；（3）证券分析师关联人范围的确定；（4）证券分析师关联人交易监管措施；（5）证券分析师所在公司的财务权益和商业关系；（6）研究部门、投资银行部门及目标公司之间的关系；（7）静默期；（8）证券分析师的汇报途径和薪酬；（9）对分析师在公开场合露监管；（10）披露标准；（11）书面监察程序；以及（12）处罚措施等。

**关键词：** 信息隔离 利益冲突 分析师 研究报告 公开露面

## 目 录

<b>一 . 问题现状、成因与后果分析.....</b>	<b>1</b>
(一) 问题现状 .....	1
(二) 问题成因 .....	1
(三) 信息隔离监管缺失的后果 .....	3
<b>二 . “信息隔离”的界定及其存在根源 .....</b>	<b>4</b>
(一) 信息隔离和风险隔离的关系 .....	4
(二) 利益冲突——建立信息隔离监管制度的根源 .....	6
<b>三 . 海外证券业信息隔离监管经验借鉴 .....</b>	<b>9</b>
(一) 概述：两个发展阶段 .....	9
(二) 美国信息隔离监管制度 .....	10
(三) 国际证监会组织《处理卖方分析师利益冲突的原则声明》 .....	14
(四) 日本信息隔离监管制度 .....	15
(五) 香港信息隔离监管制度 .....	18
(六) 英国信息隔离监管制度 .....	18
(七) 小结：教训与启示 .....	19
<b>四 . 我国现行信息隔离监管规范存在的问题 .....</b>	<b>21</b>
<b>五 . 对我国证券业信息隔离监管规范的建议 .....</b>	<b>25</b>
(一) 制定机关 .....	26
(二) 制定过程 .....	26
(三) 基本框架 .....	27
(四) 具体规定中需注意的主要问题 .....	27

<b>附录 1</b> ：国际证监会组织《处理卖方证券分析师利益冲突的原则声明》(中文) ...	41
IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-side Securities Analyst Conflicts of Interest .....	49
<b>附录 2</b> ：纽约证券交易所规则 472：公众沟通(中文) .....	56
NYSE Rule 472. Communications With The Public.....	67
<b>附录 3</b> ：美国证券交易商协会规则 2711：研究分析师与研究报告(中文) ..	78
NASD Rule 2711. Research Analysts and Research Reports.....	82
<b>附录 4</b> ：香港证监会《持牌人或注册人操守准则》第 16 段 .....	86
<b>附录 5</b> ：海外信息隔离监管规范具体规定对照比较表.....	90
<b>参考文献</b> ： .....	<b>92</b>

## 一．问题现状、成因与后果分析

### （一）问题现状

2006 年以来，证券公司研究部门或其研究人员在媒体发表文章，披露未公开信息或不实信息，或通过研究报告等向客户透露有关信息，导致股价异常波动的现象时有发生，对市场产生了一定负面影响。

下面通过深交所监管过程中发现的一典型案例，来具体透视其中存在的问题：

2006 年 5 月至 7 月间，某上市公司股票价格大幅攀升，累计涨幅达到 100%。据了解，某证券公司研究人员通过实地调研，掌握了该上市公司的内幕信息，并于 2006 年 7 月 6 日发布研究报告，7 月 10 日对客户公布。据查，此研究报告含有尚未公开披露的重要信息。该上市公司股票分别于 7 月 6 日、7 月 7 日和 7 月 10 日连续三日涨停。5 月 25 日和 8 月 2 日，该证券公司下属 5 个席位参与该股交易，合计买入 226.14 万股，卖出 194.32 万股。该证券公司的某只关联基金于 5 月 25 日买入 43.12 万股，6 月 20 日至 7 月 10 日卖出 64.12 万股。

以上情况，首先反映出该证券公司研究部门及研究人员独立性、客观性和公正性存在问题；其次暴露了该证券公司内部业务隔离和信息隔离方面存在严重缺陷。另外，仅 2006 年 3 月至 9 月，深交所主管业务部门就已发现具有此类行为的证券公司 8 家，其他部门也发现涉及此类行为的案例多起，并反映对此存在监管依据不足，“无法可依”的难题。

为明确上述问题的实质，提高监管的力度和有效性，我们有必要对问题成因及其后果作一深入分析。

### （二）问题成因

#### 1．市场发展层面

从市场发展角度分析，上述案例的发生与此类现象的涌现，与我国证券市场复苏和投资者结构变化带来证券业研究机构地位和定位变化，从而引发的研究人员独立性和公正性问题有关。

---

\* 本研究课题由深圳证券交易所市场监察部、会员管理部等监管部门提出，综合研究所台冰博士执笔。野村证券公司参加座谈并提供了部分研究资料。

随着我国证券市场状况的好转，基金、社保、商业保险等机构投资者的发展壮大，市场对投资研究的需求大增，研究报告的影响力日益显著，研究实力和服务水平成为证券公司争夺市场的核心竞争力之一。这一变化对证券公司研究部门的影响主要有二：第一，分析师与研究部门在公司内部的地位得到提升，规模也不断扩张，据调查，2006年70%以上研究机构人数有大幅增加。第二，研究部门对外服务的定位越来越鲜明，已由早期单纯为公司内部其他业务部门提供研究服务，转化为内外兼顾或以对外服务为主<sup>1</sup>。

但与研究机构地位和定位变化不相适应的是，分析师和研究机构独立性、客观性和公正性问题还未受到投资者、监管部门等有关各方的足够重视。虽然有调查显示，大部分分析师（70%）“独立性意识很强”<sup>2</sup>，但根据我们的走访和电话调查，绝大多数证券公司隔离措施仍停留在证监会原有要求水平，未能根据实际发展，主动强化和完善相关制度，通过设立有效的隔离机制确保分析师和研究部门的独立性；分析师个人目前的独立性意识仍停留在为保护自身研究名誉和竞争地位的自发阶段。这种缺少制度和法律监督的自发性保持独立的意识，在市场复苏后众多利益考验面前，是比较脆弱的。

前述现象和案例也证明了这一点：研究机构或研究人员已经在发布或向客户透露含有违法信息的研究报告，并引起了市场异常波动。其背后的动因很可能在于证券公司研究部门及其人员与公司自营部门、投行部门、客户、上市公司等之间存在利害关系（如投行部门需要借助研究部门发布带有倾向性的研究报告以吸引客户、分析师薪金和考核结果取决于客户或其他部门意见等），致使投资研究的独立性和客观性降低甚至丧失。

## 2. 监管层面

从监管角度分析，上述案例与现象反映出我国证券市场两大监管不足：首先，对上市公司的公平信息披露监管不严；其次，对证券公司等机构的信息隔离监管力度不够。

<sup>1</sup> 《新财富》杂志从2003年开始每年进行“最佳分析师”评选，根据其参加“最佳分析师”评选研究机构的历次调查：2004年参与调查的机构中，有17%不提供对外服务；2005年，该比例降为4%；2006年参与评选的机构则均提供全面的对外服务。在2004年参与调查的研究机构中，没有一家以对外服务、创立品牌为定位，内外兼顾但侧重外部的机构也仅占13%；2005年，13%的研究机构定位于对外服务，内外兼顾但侧重外部的研究机构更占到了42%；2006年，已有一半研究机构的业务侧重于服务外部机构客户，其中大部分研究机构的对象中，机构投资者已经占到60%以上，有的甚至达到90%。与之相对应，有60%的机构表示，基金交易佣金已经占到研究部门收入的80%以上。参见于欣：《分析师，走向核心》，载《新财富》2006（12）。

<sup>2</sup> 见于欣：《分析师，走向核心》，载《新财富》2006（12）。



对上市公司公平信息披露问题，深交所和证监会已先后出台了有关指引和管理办法<sup>3</sup>；但对证券公司信息隔离问题，我国尚无针对性的专门规定，因此，证券监管部门目前面临的主要难题是“无法可依”，监管依据不足，从而导致监管力度不够，无法有效避免和防止此类现象的继续发生。

造成我国信息隔离监管法律依据不足的主要原因，从经济层面讲，与我国证券市场发展时间不长，加之前几年市场一直低迷，致使该问题的严重性尚未完全显现，因而未能引起人们足够重视有关。这一经济层面因素对有关监管意识和法律规范的主要影响是：

第一，实务界和法律学术界对信息隔离、风险隔离、业务隔离、中国墙、信息隔离墙和防火墙等一系列术语概念模糊，使用混乱；第二，人们对信息隔离监管制度及其背后的根本原因关注与了解普遍不足，对其产生和存在根源也缺乏全面认识与深入研究；第三，证券业至今仍未建立有效的信息隔离监管制度，而作为这种制度构建基础或承载载体的专门性信息隔离法律规范，更是付之阙如。

### （三）信息隔离监管缺失的后果

信息隔离监管制度及规范缺失，其造成的后果可能是相当严重的。

以美国教训为例：在美国 20 世纪末 21 世纪初以网络等高科技股为代表的股市牛市初期，信息隔离主要依靠自律实施。受追求利润动机驱使，美投资银行鼓励其研究部门发表利好研究报告，分析师投资建议也以做多为主<sup>4</sup>。股市泡沫破裂后，这些研究分析被称为“泡沫添加剂”。分析师信誉大跌，很多著名投行被课以重罚，由此引发了美国信息隔离监管规则的全面修订，并带来了世界范围内的信息隔离监管立法新革命。

我国现在的市场环境和条件与美国当时类似——牛市初期、投资研究日益受到各方重视、研究部门地位提升、研究机构定位向内外兼顾或对外服务为主转化、对投资研究独立性和客观性的重要性认识不足、对信息隔离了解和重视不够，信息隔离监管规范缺失、对相关部门与人员利益冲突的监管依据不足，监管力度不够等等。从美国问题爆发的发展历程看，我国目前已经

<sup>3</sup> 深圳证券交易所 2006 年 8 月《上市公司公平信息披露指引》和《中小板上市公司公平信息披露指引》；证监会 2007 年 2 月《上市公司信息披露管理办法》。

<sup>4</sup> 华裔基金经理吴谦立整理的的数据表明，1996 年至 2000 年，华尔街分析师对 9621 家公司做出的 168281 次建议中，67.9% 的建议是“买入”或“强烈买入”，29.1% 为“持有”，只有 3% 的建议是“卖出”或“强烈卖出”。参见苑德军、王国平：《证券分析师的两难境地》，载《银行家》2003（1），第 134 页。

具备了滋生和酿发此类大案要案的土壤。

因此，如果我国证券业不尽早构建全面而有效的信息隔离监管制度，制定专门性监管规范以弥补现有法律空白，则很可能使信息隔离监管成为我国整个证券市场监管体系中的一个薄弱环节，使其成为助长股市虚假繁荣，影响市场健康稳定发展的一个潜在重大风险点。

有鉴于此，为有效防范上述风险，本报告从监管角度出发，主要就如何构建我国证券业信息隔离监管制度展开研究。报告旨在阐明以下三点：第一，阐明信息隔离监管的重要性，厘清业务隔离、风险隔离和信息隔离等相关概念及其之间的关系；第二，挖掘信息隔离监管制度背后的根源；第三，借鉴海外信息隔离监管制度经验，结合我国证券市场特点和存在问题，就如何构建我国证券业信息隔离监管制度，出台相关专门性监管法律规范，提出具体的可操作性建议。

## 二．“信息隔离”的界定及其存在根源

### （一）信息隔离和风险隔离的关系

#### 1．厘清相关概念的必要性和重要性

根据国际上的通行做法，金融业主要存在两种隔离制度：信息隔离和风险隔离。我国实践中目前一般将这两种隔离制度混同，或统称业务隔离。由于我国金融业以前实行严格的分业经营制度，业务隔离、信息隔离和风险隔离三者混用并未造成多少不便或严重后果。

但随着我国金融业混业经营的逐渐推进，尤其是随着我国证券市场的复苏，如果继续对业务隔离、信息隔离和风险隔离不加区分地混同使用，对立法者或监管者而言，可能导致其对各种隔离缺失引发的风险估计不足，针对信息隔离和风险隔离的各自特点，制定不同监管规范的必要性和重要性认识不足，从而致使发布的法律规范定位模糊，具体条款无法“有的放矢”，难以发挥真正监管作用，取得有效监管效果。对被监管者而言，法律概念界定不明，一可能令其无所适从，二可能为其“钻法律空子”逃避监管提供机会。

因此，报告首先力图厘清信息隔离、风险隔离和业务隔离三个概念，并对信息隔离和风险隔离的区别作一重点分析。

## 2. “信息隔离”、“风险隔离”和“业务隔离”的界定

信息隔离，又称“资讯隔离”、“资讯隔离墙”、“中国墙”、“信息长城”，对应英文为“Chinese Wall”。它是指通过在综合性金融机构内部设置一系列信息隔离机制，以控制或者隔离不同业务部门之间的信息流动，防止利益冲突及内幕交易的发生<sup>5</sup>。传统上，信息隔离属于间接监管范畴，是在监管机关授意下由金融机构自身设置的“自律性”机制，即监管机关对金融机构的业务及内部结构并不直接加以管制，只要求金融机构设置某种信息隔离机制来实现监管的目的。

风险隔离，一般又称为“防火墙”，对应英文为“Firewall”，泛指金融集团内实现异业风险隔离（如银行业、保险业和证券业之间）的各种制度和技术屏障<sup>6</sup>。它有广义和狭义之分：广义的风险隔离包括信息隔离，即广义上的“防火墙”包括了“资讯隔离墙”（“信息长城”）；狭义的“防火墙”仅指法人防火墙和业务防火墙，这也是人们通常理解下的风险隔离制度。1987年，美联储主席阿兰·格林斯潘第一次正式提出了“防火墙”的概念，当时防火墙被特指为“限制银行与证券子公司之间的交易，尤其是信用交易的措施”。此后，这一概念被业界广泛援用。

业务隔离，是实现风险隔离和信息隔离的主要手段。在风险隔离中，业务隔离多指一个金融集团内不同行业业务（如保险、银行和证券业务）之间的隔离；在信息隔离中，业务隔离则多指一个综合性金融机构内不同业务部门（如综合性券商内的经纪业务部门、自营业务部门和研究部门）之间的隔离。可以说，完善的业务隔离机制是建立有效信息隔离制度的前提之一。

业务隔离在实践中经常被用来指代风险隔离或信息隔离，如在香港，信息隔离又被称为“资讯隔离”或“职能隔离”，这里的“职能隔离”在称谓上应该与大陆“业务隔离”类似。但我们认为，就风险隔离、信息隔离和业务隔离三者关系而言，业务隔离与前两者并不处于同一级别，它是使前两者得以实现的主要手段，属于风险隔离和信息隔离之下的具体实施类术语，不宜与前两者混淆使用。

<sup>5</sup> Chinese Wall, “InvestorWords”将其定义为：“A term used to describe procedures enforced **within a securities firm** that separate the firm's departments to restrict access to non-public, material information, in order to avoid the illegal use of inside information.” See <http://www.investorwords.com>.

<sup>6</sup> Firewall, “InvestorWords”的定义是：“The separation of banking and broker/dealer activities **within the same financial institution**, in order to comply with the Glass-Steagall Act.” See <http://www.investorwords.com>.

### 3. 信息隔离和风险隔离的区别

信息隔离和风险隔离，即“防火墙”与“信息长城”有着本质区别，不宜混用。两者内涵各有侧重，其作用、目的和相应监管措施都不相同。

首先，防火墙（风险隔离）是以风险为规制对象，强调将异业风险限制在各自业务领域内，防止风险的扩散和蔓延，主要适用在综合金融机构各不同种类业务部门之间，例如银行业务和证券业务等；信息长城（信息隔离）则以信息为管制对象，要求禁止或限制跨部门、跨领域的信息传递，藉以防止滥用信息和内幕交易行为的发生，故又被称为“资讯隔离墙”。其次，防火墙是属于法定风险隔离措施的一部分，强调对风险因素的他律规范，拒不设置防火墙或违规设置防火墙在许多国家属于违法行为，会受到法律制裁；信息长城，则在传统上为监管当局授意下由金融集团自身设置的自律性机制，强调从业者对内部信息流动的自我约束，对信息长城要求的违反可能被视为管理混乱，职业道德低下，但并不认为是违法行为。再次，从功能上分析，防火墙制度只有防范效用，并不具备免责功能，这意味着在异业风险蔓延，给投资者或债权人造成损失的情况下，金融集团不能援引已设立防火墙制度为由，要求免除自己的赔偿责任；而信息长城制度在许多国家（如美国、英国）则是一项法定的抗辩事由，在银行或券商遭受内幕交易或违反对客户信托义务指控时，被告可以以已设立完备的“信息长城”为由，要求免除自己的责任<sup>7</sup>。

#### （二）利益冲突——建立信息隔离监管制度的根源

为什么要在证券业中设立专门的信息隔离监管制度呢？

究其根源，乃在于利益冲突，特别是证券分析师与各利益主体之间的利益冲突<sup>8</sup>。

在综合性证券公司等机构中，由于业务范围广泛，其利益主体也呈现多元化状态，最符合证券公司利益的行为未必能实现客户利益最大化，“利益冲突”的产生在所难免。证券公司等机构很可能利用其经营多种业务的优势和信息优势，如通过研究部门和证券分析师劝诱客户进行不当投资或过量交易，证券承销部门劝让

<sup>7</sup> 蔡奕：《跨国银行准入东道国证券业的思考》，中国论文下载中心。

<sup>8</sup> 其他相关理论还有反内幕交易利益理论，证券机构受信义务理论等，见谢非：《综合性券商信息隔离制度研究》，载《财经理论与实践》2001年7月，第82页。

基金管理部门购买其承销的证券等行为，来牟取不正当利益，损害客户利益。

其中，证券分析师的利益冲突问题在各种利益冲突中表现尤为突出。证券分析师通常受雇于经纪公司、银行或投资机构，主要任务是对特定证券、公司和行业进行尽职全面调查，并将研究结果形成报告，成为投资建议的依据。按分析师研究报告用途，分析师可分为卖方分析师(Sell-side Analysts)和买方分析师(Buy-side Analysts)。卖方分析师通常受聘于经纪公司，研究报告公开发布，主要供机构投资者和个人投资者使用。买方分析师主要在共同基金、对冲基金等投资机构工作，研究报告主要供公司内部投资决策使用。

由于证券分析师在市场上担任了“传播信息”(Information Dissemination)的角色，因而被公认为在增进市场效率方面发挥了重要作用，如美国高等法院曾指出：“证券分析师对整个市场的价值是毋庸置疑的；他们搜集分析信息的活动显著提高了市场的定价效率，从而增进了所有投资者的利益。”但亦因如此，一旦证券分析师，特别是卖方分析师在利益冲突面前，违背了独立性和公正性原则，其造成的后果也相当严重。

正如前文所述，美国此方面教训深刻。2001年，伴随着美国网络股泡沫的破灭和此轮股市牛市的终结，因大部分证券分析师对行情和股票判断错误，导致了美国上至证监会和司法部门，下到媒体和投资者对华尔街证券分析师的信用(独立性和客观性)危机，由此引发了美国各界，特别是监管部门对证券分析师在证券市场中的作用、利益冲突及相关监管规范的重新审视。

美国证券监管部门和司法部门对华尔街证券分析师进行评级和推荐股票过程中可能出现的利益冲突及其相关行为(如证券分析师是否有通过发布偏颇的、过度乐观的研究报告误导投资者以招揽有厚利可图的投资银行业务的行为等)进行了一系列调查。根据调查和实证研究，结论是证券分析师面临的利益冲突是导致其做出不客观分析和不准确报告的主要因素之一。

证券分析师面临的利益冲突主要来自于四个方面：(1)来自分析师所在公司的压力；(2)来自其分析的目标公司管理层的压力；(3)来自分析师机构客户的压力；(4)分析师个人投资所带来的利益冲突。

具体表现为：第一，在证券分析师因所在公司的压力导致的利益冲突方面，由于综合类证券公司的收入通常来自经纪、投资银行和自营三块，每一块业务都可能给分析师带来利益冲突。在经纪业务方面，美国证监会(下简称SEC)一份

调查报告发现，分析师通常会写“乐观”的报告，提供购买建议，以增加交易量，从而获得更多佣金。在投资银行方面，根据 SEC 对证券公司的调研报告，分析师是许多投资银行业务的重要参与者，投资银行部门在很大程度上决定着他们的薪酬。在自营业务方面，分析师所在公司可能持有大量分析师负责分析的股票，在分析师推荐买入某公司股票时，其所在机构可能正在私下抛售该公司股票。

其次，证券分析师因所分析的目标公司管理层压力带来的利益冲突，主要体现在由于分析师工作的一个重要内容是及时获得目标公司的新信息，所以，分析师不可避免地需要与目标公司管理层合作，否则很可能会失去和目标公司管理层交流的机会。在这种情况下，分析师所分析的目标公司管理层可能会对分析师施加压力，要求分析师发布有利于该公司的研究报告。分析师若发布负面报告，公司管理层很可能以后拒绝再与其交流。因不利报告不会受到管理层欢迎，故导致分析师倾向于发表对目标公司有利的研究报告。

第三，机构投资者客户的压力也可能导致证券分析师利益冲突。分析师所在公司的机构投资者客户可能持有大量分析师所分析的股票。出于失去机构投资者业务的担心，公司可能不允许分析师发布影响机构投资者证券组合的负面报告。而且，在美国，许多杂志是根据机构投资者的意见对分析师进行评级的，而这直接影响着卖方分析师的薪酬。

第四，分析师的个人投资导致的利益冲突。有关研究和分析指出，当分析师持有其分析的股票时，他们很可能通过建议投资者购买这些股票，从而抛出自己所持股票获利<sup>9</sup>。另外，许多分析师在不少公司未上市前就持有该公司股票，待公司股票上市后，便发表关于该公司的乐观的研究报告，但其私下却可能对所持股票进行与其建议相反的交易操作牟利。

随着我国证券市场的复苏，导致我国证券分析师及其所在的研究机构面临上述利益冲突的各种条件已经具备：(1) 前文已述及，根据《新财富》的最新调查，大部分有实力的券商研究机构的对象和业务重点发生了改变，形成了内外兼顾，甚至侧重外部或者完全以服务外部为主的定位，研究机构及其人员受外部影响的可能性大大增强；(2) 我国机构投资者不断发展壮大，成为研究机构的主要客户；(3) 分析师薪酬开始与其提供的外部服务挂钩。例如券商研究机构向基金公司提供研究服务，但并不收取相应的费用，而是通过基金公司租用该券商的交

<sup>9</sup> 司徒大年：《证券分析师：角色、责任及独立性》，载《证券市场导报》2002（6），第 6-7 页。

易席位产生的佣金收入在券商收入中体现，原来作为券商成本部门的研究所，通过这种对外服务，分取基金交易佣金。(4) 分析师与基金公司和基金经理之间的联系日益紧密。据《新财富》调查，被调查的 80% 以上分析师与 10 位以上基金经理保持经常性联系并为他们提供服务，而 2003 年的调查中，只有 50% 左右的分析师这样做。分析师与基金经理沟通的主要方式是研究报告，电话交流则是重要的补充交流方式，后者既包括分析师主动向基金经理表达自己的观点，也包括基金经理就研究报告向分析师进行咨询<sup>10</sup>。(5) 我国证券市场最近的一个突出特点，就是各类关于公司基本面的研究报告频出，且大部分报告以买入唱多为主。(6) 在我国，证券从业人员虽然被法律禁止开立个人帐户为自己交易证券，但其通过亲朋好友等间接交易的情况并不少见，这种隐性的利益冲突造成的危害同样严重。

“它山之石，可以攻玉”，下文首先就海外证券业信息隔离及利益冲突监管制度的起源和发展简史、相关监管立法和经验作一介绍评析。

### 三．海外证券业信息隔离监管经验借鉴

#### (一) 概述：两个发展阶段

从世界范围关于信息隔离和利益冲突的监管历程来看，证券业中的信息隔离监管制度主要经历了两个发展阶段：

第一阶段，自 1968 年至 20 世纪末，是信息隔离监管制度的起步与逐步传播阶段。

在此阶段，以美林公司内幕交易案为开端，美国于 20 世纪 60 年代末 70 年代初最早创立了“中国墙”制度以实现信息隔离。英国则于 1986 年在《金融服务法》中引入了美国信息隔离制度。此后，借鉴美、英立法经验，澳大利亚、新西兰、新加坡以及我国香港地区在证券业均引入了专门的信息隔离监管制度。

第二阶段，自进入 21 世纪后至今，是信息隔离监管制度的全面发展阶段。

在该阶段，信息隔离监管制度已不再仅仅局限于传统上主要通过简单业务隔离来实现信息隔离的做法。信息隔离监管措施在广度、深度和细化程度方面都有了全面发展，而且该发展迄今为止仍未停步。除了继续强化原有各部门之间的信

<sup>10</sup> 于欣：《分析师，走向核心》，载《新财富》2006（12）。

息隔离措施外（如禁止有关部门之间的直接沟通，只能在特定条件下通过第三方作为中介，进行有限度地间接交流），监管范围还扩大到关联人员、关联公司等交易行为、分析师公开露面、分析师薪酬和汇报途径等诸多方面。同时，信息隔离监管的自律性色彩有所减弱，强制性他律监管的特点有所增强，政府监管部门在相关立法中发挥的作用日益重要。

引发该阶段信息隔离监管制度全面发展的始作俑者，仍然是美林公司。2001年，美林公司受到司法审查，被认定在美国1990年代末和21世纪初的一轮股市牛市中，为客户提供虚假的投资研究报告，并最终遭到重罚。对传统信息隔离监管规范不足有了深刻认识和体会的美国证券交易商协会和纽约证券交易所，同时修订补充了各自规则，全面细化和扩展了信息隔离监管的范围，大大加强了对该问题的监管力度。两机构的修订规则均于2002年获SEC通过。

此后，国际证监会组织也开始重视分析师的利益冲突问题，于2003年9月发表了关于卖方分析师利益冲突的专门报告及原则声明。得益于国际证监会组织的推动，研究机构和分析师利益冲突问题受到各国和地区的重视，日本2004年由证券业协会发布了相关行业规范，香港证监会于2004年新增了专节规定，英国金融服务管理局、澳大利亚证监会也补充完善了信息隔离的特别监管措施。

## （二）美国信息隔离监管制度

### 1. 信息长城的起源、补充机制及新发展

#### （1）信息长城的起源

信息长城制度肇始于1968年美国美林证券公司内幕交易案。1968年，美林公司在为道格拉斯航空公司可转换公司债发行担任主承销商时，获知该公司赢利将出现意外下降。美林公司的承销部擅自将这一信息披露给了机构销售部，后者又将这一内幕信息透露给其他客户，得知该信息的客户在信息公开前将所持的道格拉斯公司股票悉数抛尽并进行该股票的卖空交易。SEC以美林公司违反1934年美国证券交易法反欺诈条款为由对其提起诉讼。美林公司在与SEC达成的和解协议中表示，愿意接受SEC的行政处罚，同时愿意“制定、实施和保证遵循新的程序规则，为内幕信息提供更加有效的保护，以免其被泄露。”为实施所谓“新的程序规则”，美林公司作了如下声明：“禁止承销部任何成员泄露在讨论或谈判某公司证券的公



开或私下发行过程中从该公司处获得的、未对广大投资公众公开的信息，但对下述人员透露者例外：注册管理机构的高级管理人员、注册管理机构的法律部、就该拟定发行的证券与承销商直接相关的人士、研究部人员以及承销团其他共同承销人的包买部门。”

这一机制在金融机构内部不同部门之间建立了一道信息隔离屏障，当时媒体将其比喻为“信息长城”或“中国墙”，这就是“信息长城”制度的由来。

“信息长城”制度主要就综合性证券机构滥用信息优势的行为加以规制。该制度逐步为美国之外的其他国家采纳。英国金融“大爆炸”后颁布的 1986 年《金融服务法》，明确要求从事证券投资业务的金融机构“授权或要求被授权的人将其在从事一部分业务的过程中得到的信息由其保留，防止在从事其他部分业务过程中接触的人所取得。并且为此目的授权或要求由一部分业务的受雇人保留该信息，防止其他部分业务的受雇人取得<sup>11</sup>。”

从美国和英国当时的规定看，“信息长城”是在监管机关授意下由证券公司等机构自身设置的“自律性”机制，属于一种间接监管，即监管机关对公司业务及内部结构并不直接加以管制，而只要求其设置某种信息隔离机制来实现监管的目的。各国立法对于信息长城制度也多以美国或英国《金融服务法》规定为样板，以原则性规定为主，对“信息长城”的具体形式不做限制。

## （2）信息长城的补充机制

鉴于信息长城制度属于自律性范畴，为了避免和防止可能发生的违法事件，SEC 在传统“信息长城”制度上，补充了两项更为严厉的措施：“限制清单”和“监视清单”制度。

“限制清单”制度要求有关机构一旦获得有关某种证券的内幕信息，或者建立了与该证券有关的某种业务联系（如订立了承销协议），就应将该证券列入特别清单，该机构不得再向客户推荐或自己买卖该证券，也不得向机构内部的未经授权的工作人员泄露与该证券有关的各种信息。“限制清单”从信息源上堵塞了获取内幕信息的渠道，是“信息长城”的有益补充，但若绝对禁止机构从事与该证券有关的业务（如证券分析、证券咨询），则容易引起外界的某些猜测和传闻，反而不利于内幕信息的保密。“监视清单”有效地弥补了“限制清单”的上述缺陷。所谓“监视清单”，是指

<sup>11</sup> 谢非：《综合性券商信息隔离制度研究——兼谈我国 证券法 第 132 条之完善》，载《财经与理论实践》2001（7），第 82 页。

当机构由于可能拥有有关某种证券的高度敏感的信息而不便将其列入限制清单时，应将其列入更为机密的清单，只供少数高级管理人员掌握。对于被列入监视清单的证券，机构应对其业务予以监控，并尽量对其分析、研究和交易保持低调。与限制清单不同，金融机构对列入监视清单的证券并不禁止交易，也不在机构内披露，而只是由少数高级管理人员进行秘密的控制，以预防或阻止内幕交易及其他可能产生利益冲突的行为发生<sup>12</sup>。

尽管上述两项制度在一定程度上补充和完善了“信息长城”的作用，但仍无法有效避免和控制道德风险和内幕交易的发生。1986年SEC诉第一波士顿案便是其中典型一例，该案暴露了信息长城自律性约束机制的先天不足。

### （3）信息长城的新发展

到了20世纪90年代末21世纪初，在以网络等高科技股为代表的美国股市牛市中，信息长城自律性约束的不足又有突出展现：当时美国综合性投资银行为赚取利润，鼓励其研究人员作出对上市公司有利的研究报告。此外，送股是美国当时IPO的普遍做法，一些分析师也是送股的受益者，因此有动力推动股价上升，以抛售自己所持股票，谋取更多利润。

这一次，美林公司又成为导火索。此番它被司法机关认定：在美国世纪之交本轮股市牛市中，为客户提供虚假投资研究报告，将一些证券分析师们自己都认为不值得投资的垃圾股票，描述成前景大好。司法机关要求美林公司在补偿受其分析师误导的投资者同时，将证券分析业务从其投资银行业务中分离出去。最后，美林公司支付了1亿美元罚金，同时进行了内部改革，把分析师与投资银行业务完全隔离<sup>13</sup>。此后，包括SEC在内的各监管机构开始对华尔街自相矛盾的股票分

<sup>12</sup> 焦津洪：《论管制知情交易的自律机制》，载《中外法学》1998（5），第39页。

<sup>13</sup> 美林案件过程简要回顾：2001年，因怀疑美林公司未遵守证券分析职业道德，发布不实证券分析，误导投资者，纽约州司法部长（New York Attorney General）艾洛特·斯皮策（Eliot Spitzer）开始对美林展开调查。在调查中，斯皮策发现：虽然绝大多数华尔街的金融机构都有自己严格的安全措施，但是不执行这些政策的情况时有发生。而且，分析师就算犯错，也不会得到严重惩罚。“很明显，在我们调查许多公司文件的过程中，没有发现公司采取任何对策，来制止这些违反公司内部规定，甚至州或国家法律的行为。”他掌握了一项有力证据，即美林前首席网络投资分析师亨利·布洛杰特（Henry Blodget）2000年10月20日发出的一封内部电子邮件。在该邮件中，布洛杰特称某网站股票为“一堆垃圾”，但美林并没有就此向投资者发出警告，反而积极向大家推荐这支股票。经过11个月的调查，2002年5月，纽约州司法部与美林公司达成和解协议。根据该协议，美林所付罚款中，4800万美元10天内向纽约州付清，5000万美元付给其他49州、华盛顿哥伦比亚特区和波多黎各，余下的200万美元付给北美证券监管协会。美林只为“有不适当的咨询”而道歉，但不承认有“错误行为”；同意进行“结构改革”，停止允许投资银行帮助确定市场分析师的年薪，禁止分析师故意抬高美林某些客户的股票评级或故意贬低非客户的评级。作为交换，纽约州及其他一同要求调查的各方，放弃未来就此对美林提出刑事诉讼的机会。斯皮策称该和解协议将改变纽约华尔街未来运作的方式，美林“接受改革方案为其他同行树立了一个新的标准”。根据相关资料综合整理，另可参见网页

析进行调查。被调查的机构主要为包括美林公司在内的各著名大型投资银行，如高盛、摩根斯坦利、所罗门美邦、瑞士信贷第一波士顿等。2003年4月，SEC发布了和解协议，华尔街10家著名投行最终共被罚款14亿美元<sup>14</sup>。

在此过程中，SEC发现违规问题主要是由投资银行部门及其雇员与分析师的接触引起的。为保证分析师的独立性和公正性，切断分析师与投资银行业务的关系，在美林事件后，美国证券交易商协会和纽约证券交易所修改了各自规则，加强了对分析师个人及其关联人员投资行为的监管，并要求分析师披露更多与其正在分析的目标公司的关系，以便于分析师能够真正抛开投资银行业务，对所分析的证券进行比较客观地判断，避免作出任何带有偏见性的研究报告。证券公司的研究部门和投资银行部门之间据此也开始实行更为严格的信息隔离制度，如由专门部门（一般是法律部或监察部）负责处理研究部门和其他部门之间的沟通等。

美国证券交易商协会关于信息隔离规则的修订，主要体现在其规则2711“研究分析师和研究报告”中；纽约证券交易所的有关修订主要体现在其规则472“公众沟通”内。而美国关于信息隔离的规定，目前仍然随着实践的需要在不断补充、修订、发展和完善，如就在不久前的2007年1月24日，纽约证券交易所对规则472的有关概念，专门发布了进一步的系统性解释和补充。

美国证券交易商协会与纽约证券交易所的规则有不少重合之处，如两者关于投资银行部门与研究部门关系的限制、对目标公司审查研究报告的限制、禁止承诺提供有利的研究、禁止某些方式的研究分析师酬金等规定。但相较之下，纽约证券交易所的规则更加详细、缜密、具体和严格。

---

<http://business.sohu.com/67/58/article201025867.shtml>；<http://business.sohu.com/37/42/article200504237.shtml>，2007年3月9日访问。

<sup>14</sup> 根据SEC发布的和解协议，受罚的这10家投行分别是：贝尔斯登(Bear,Stearns&Co.)、瑞士信贷第一波士顿(Credit Suisse First Boston Corp.)、高盛(Goldman Sachs&Co.)、雷曼兄弟(Lehman Brothers Inc.)、摩根大通(J.P.Morgan Chase&Co.)、美林(Merrill Lynch)、摩根士丹利(Morgan Stanley)、花旗集团(Citigroup Inc.)旗下子公司所罗门美邦(Salomon Smith Barney)、瑞银华宝(UBS Warburg LLC)和美国银行公司(USB anc corp)旗下子公司Piper Jaffray。14亿美元的罚款分担如下：花旗集团4亿美元，美林2亿美元，瑞士信贷第一波士顿2亿美元，摩根士丹利1.25亿美元，高盛1.1亿美元，贝尔斯登、摩根大通、雷曼兄弟、瑞银华宝各0.8亿美元，Piper Jaffray 0.325亿美元。在这笔巨额罚款（相当于2002年华尔街全部利润的7%）中，4.875亿美元是惩罚性罚款，3.875亿美元将归还给投资人，4.325亿美元将用来为独立的调查活动提供资金，另外8000万美元将用来支付投资培训所需的费用。10家投行同意不会寻求把税收减免或贷款作为和解成本。它们对监管机关的欺诈指控，可既不予承认也不予否认，并与联邦、州和行业监管机构（包括纽约证券交易所）签署了彻底改变原有制度的相关规定。为确保各公司如实执行各项规定，监管机构将向每个公司派驻独立监察员。另外，和解协议还包括：两位著名的“看涨”派证券分析师——所罗门美邦的杰克·B·格鲁伯曼(Jack B. Grubman)和美林的亨利·布洛杰特(Henry Blodget)，将受到重罚并终生不得再进入该行业。布洛杰特同意支付400万美元、格鲁伯曼同意支付1500万美元来解决对他们的检控。参见：<http://finance.news.tom.com/Archive/1001/1003/2003/4/30-58871.html>，2007年3月9日访问；李梅影：《华尔街丑闻大规模调查结束 十公司被罚14亿》，载《国际金融报》2003年04月30日第一版。

纽约证券交易所规则 472 关于信息隔离监管的主要措施包括：（1）规定研究报告必须事先经过法定监管人员或其他有资格人士审批；（2）除非符合法定条件，否则禁止非研究人员对研究报告进行审核；（3）禁止证券公司等的研究部门和投资银行部门直接沟通，研究人员与非研究人员之间的沟通必须经法律部门或监察部门作为中介间接进行；（4）禁止研究部门及其人员参与投资银行部门的客户招揽或销售等业务；（5）对分析师及其关联人的证券交易进行限制并强制披露；（6）禁止分析师及其所在机构提供对发展业务有利的研究报告；（7）新增“持有期”和“静默期”制度；（8）对分析师在公开场合露面规定了具体条件限制；（9）规定了分析师薪酬的来源和影响其薪酬高低的法定裁量因素，明确不得将分析师对投资银行业务的客观贡献作为薪酬确定标准；（10）规定了强制披露的事项、方式和标准；等等。美国证券交易商协会规定的具体监管措施，这里不再一一列举。（具体内容可参见附录 2 和附录 3）。

针对 IPO 中出现的问题，SEC 要求：2001 年后，企业在 IPO 过程中，除了需提供内部研究报告外，还要提供另外三家研究机构的独立报告。此项规则也催生了美国大量独立研究机构的设立，当时新成立的就有 300 家，并一直存续至今。

## 2. 关于风险隔离的“防火墙”

为进一步明晰信息长城与防火墙的区别，这里再对美国“防火墙”机制作一简要介绍。各国对“防火墙”的制度设计各不相同，在业务防火墙方面，大都通过业务部门之间设立风险隔离机制完成。美国对此主要规定了以下一些内容：（1）竞业禁止。美国规定银行与证券子公司之间不得有董事或职员兼职现象；（2）对交易条件和交易范围的限制。美国《联邦储备法》从量（交易额上限）与质（担保品与交易额度的比率）两方面限制联储成员银行与其附属证券机构的交易，限制联储成员银行（或其子公司）在担任信托期间从关联企业购买证券或其他资产，以及限制成员银行在承销期间购买其关联企业为主承销人的证券。

### （三）国际证监会组织《处理卖方分析师利益冲突的原则声明》

2003 年，国际证监会组织（IOSCO）就分析师利益冲突问题，专门发布了相关报告和声明，为各国和地区构建专门信息隔离监管制度，解决利益冲突问题，

提供了法律规范基本框架和具体监管条款建议。

针对实践中卖方分析师出现问题较多的情况，国际证监会组织发表了《处理卖方分析师冲突的原则声明》（下简称《原则声明》），主要内容包括以下八项原则：

（一）分析师的交易行为和财务权益（financial interests）；（二）公司财务权益和商业关系；（三）分析师的汇报途径和薪酬；（四）公司内部监控制度和高层管理人员责任；（五）外部影响；（六）信息披露的清晰、具体和显著程度；（七）诚信规范；（八）投资者教育。

在每项原则之下，国际证监会组织均提供了建议适用于所有成员的、不论其法律制度和市场发展水平如何的核心措施；此外，各原则之下还附有供其成员根据自身实际情况选择适用的补充措施。（具体内容可见附录1）。

不少国家及地区以此为蓝本，结合自身实际，制定了自己的专门规则。例如香港证监会在其《持牌人或注册人操守准则》中新增的第16段法律规范，其体系结构与国际证监会组织《原则声明》基本相同。但在具体内容上，香港证监会则依自身实际情况有所变通，如规定适用范围并不局限于卖方分析师，而是将各类分析师均纳入监管范围等等。

## （四）日本信息隔离监管制度

### 1. 信息隔离监管制度

在信息隔离监管方面，日本吸取了美国和国际证监会组织的相关经验，于2004年由日本证券业协会发布了信息隔离监管规则——《关于分析师和研究报告的处理》（理事会决议），主要目的是确保分析师保持客观中立性，主要措施是将分析师与投资银行之间的业务联系予以隔离，避免他们之间的信息流通。因该规则由日本证券业协会制定发布，属于自律性行业规范，故自律性色彩比较浓厚。一旦协会发现了重大违规行为，需要向日本有关金融监管部门（如金融厅）报告。

日本《关于分析师和研究报告的处理》（理事会决议）规则主要包括以下几部分内容：（1）目的；（2）定义；（3）机构内部管理机制的设立；（4）机构内部审查机制；（5）研究报告的保管；（6）利益冲突的表现；（7）外部分析师执笔的研究报告的使用；（8）信息管理；（9）重要信息的适当使用；（10）确保分析师意见

的独立性；(11) 研究部门与投资银行部门业务之间的关系与禁止；(12) 与客户有关的约束与禁止；(13) 禁止事前通知目标公司；(14) 分析师的资格；(15) 分析师的证券交易；(16) 适用例外。

其中，它规定的具体隔离措施有：(1) 分析师不能参加承销部门对企业的建议活动；(2) 禁止企业、分析师和投行人员同时出现，以避免分析师被怀疑到其日后研究报告的公正性；(3) 禁止分析师参加信息说明会，特别是券商主办的投资说明会；(4) 分析师违规要受到降级等处罚，其所在公司同样要受到处罚；等等。

日本野村证券在日本证券业协会规则的基础上，在公司内部实行了比协会要求更为严格的信息隔离制度，如将其研究机构的分析师与投行部门完全隔离，两者不能通过任何方式直接联系，只能通过专门部门（金融研究部企划室）间接沟通；如果投行部门需要咨询分析师，需要填写说明书，由专门部门（金融研究部企划室）安排会面或会谈。

对于美国规定企业在 IPO 时要从 3 家独立研究机构购买研究报告的做法，由于成本较高，日本并不打算采用。

总体而言，从监管的严格程度上看，日本证券业协会的规定比国际证监会组织的《原则声明》具体、严格，它更多借鉴了美国证券交易所商协会和纽约证券交易所的相关规定。

## 2. 立法技术经验借鉴

需要特别指出的是，日本证券业协会在立法技术上有一点值得我国借鉴，即日本证券业协会在发布其《关于分析师和研究报告的处理》（理事会决议）规范的同时，将其对原有规范的修订、补充，以及理事会对每处之所以进行修订或补充的考虑，均做出了明确地对照说明并予以公告，使被监管者对死板法律条文背后的因素也能有所了解，从而有助于其理解规范修订与补充的缘由、目的和初衷，便于并促使其自觉遵守有关规定。

有鉴于此，如果我国证券业的三大主要监管部门——证监会、证券业协会和证券交易所证券业需制定有关规范，对证监会和证券交易所而言，由于两者以前均没有这方面的专门性规定，故可在相关法规或指引出台后，对立法背景、目的和各条规定背后的考虑予以重点说明（例如通过我所目前实行的答记者问方式），

以使被监管对象和广大投资者更加了解该问题的重要性和进行规范的必要性。

对证券业协会而言，目前其关于信息隔离或利益冲突的规范也很少。2005年9月，证券业协会发布了新的《证券分析师职业道德守则》。与美国证券交易商协会规则、纽约证券交易所规则以及下文将要介绍的香港证监会《持牌人或注册人操守准则》相比，该守则的规定是非常原则和粗疏的。其中，涉及信息隔离或利益冲突的规定，只有几个条款：第21条、第22条和第23条<sup>15</sup>。在加强信息隔离和避免利益冲突方面的自律监管时，证券业协会可以选择重新制定专门守则，或对现行《证券分析师职业道德守则》进行较大规模补充修订的方式。对于后者，修订后的守则即可考虑参考日本证券业协会的做法，用对照表格的形式公布相关修订及其关于各改正或补充条款的修订考虑，以便于有关各方理解和遵照执行。

### 3. 防火墙

为了再次明确信息长城和防火墙之间的具体差异，这里对日本关于防火墙的规定也做一简介。在防火墙方面，日本的主要做法包括：（1）竞业禁止。日本1996年修订的《证券交易法》也禁止母子公司从事经常性业务的董事或职员在两公司中身兼二职。（2）对交易条件和交易范围的限制。日本《证券交易法》第50条规定，除非交易行为经大藏大臣批准，银行与证券公司之间的交易条件应当与银行与其他客户正常的交易条件大体相同，而且上述交易应当以不损害银行的稳健经营为原则。（3）母子公司经营场所的限制。例如日本监管部门要求证券子公司不得与母公司设于同一幢建筑物内；若证券子公司的分支机构与母公司位于同一建筑物内，必须分设于不同楼层且分设出入口等。（4）母子公司间的信息隔离制度。例如日本对公司电脑设备与会客室的使用作出如下限制性规定：当子公司与母公司需共同使用电脑时，必须有特别的程序设计使双方都无法通过终端获知对方的资讯；母子公司应分别设置会客室以阻断情报的泄露等。

由上可见，日本关于母子公司经营场所和信息方面的隔离制度设计，虽属风险隔离中的业务防火墙措施，但它同时也为信息隔离的有效实施奠定了基础。

<sup>15</sup> 证券业协会《证券分析师职业道德守则》（2005）：“第21条：证券分析师应当对在执业过程中所获得的未公开重要信息及客户的商业秘密履行保密义务，不得依据未公开信息撰写分析报告，不得泄露、传递、暗示给他人或据以建议客户或其他投资者买卖证券。

第22条：证券分析师在执业过程中遇到客户利益与自身利益存在冲突，或客户利益与所在执业机构利益存在冲突，或自身利益与所在执业机构利益存在冲突时，应当主动向所在执业机构与客户申明，必要时证券分析师或证券分析师所在执业机构须进行执业回避。

第23条：证券分析师在执业过程中，不得私下接受有利害关系的客户、机构和个人馈赠的贵重财物。”

## （五）香港信息隔离监管制度

香港为预防分析师及所在机构利益冲突而发布的信息隔离规范，体现在香港证监会《持牌人或注册人操守准则》（下简称《操守准则》）第 16 段，其基本架构与国际证监会组织的《原则声明》类似，仅略去了国际证监会组织《原则声明》中最后一项“投资者教育”原则。

香港证监会有关规则从启动到实施，整个立法过程历时约 1 年零 5 个月，其对实践情况的调查摸底经验，以及对草案的意见征询和总结工作，值得我国立法时加以参考。2003 年 11 月，香港证监会首先分别就投资者和证券公司对投资研究活动的意见进行了问卷调查，对实际情况有了比较全面的了解；其次，在草案拟定后，香港证监会于 2004 年 3 月发布了《关于处理分析员利益冲突的监管架构的咨询文件》，对草案拟定背景、目前监管架构和建议取向进行了介绍，并就草案内容广泛征求各方意见。根据反馈意见，香港证监会对草案作了相应修订，并于 2004 年 11 月公布了关于该规范的《咨询总结》。2005 年 3 月，香港证监会发布了正式法律文本，2005 年 4 月 1 日，该规则正式生效。

整体而言，香港证监会经过征求意见后，其颁布的正式法律文本在监管力度上要比草案宽松，如香港证监会原认为由于本地资本市场集中程度高，资讯发达，市场在 1 个营业日内即可消化分析师研究报告的内容和信息，所以将分析师发表研究报告后的买卖禁制期规定为 1 个营业日。经征询意见后，该期间由 1 个营业日延长至 3 个营业日。又如对分析师的汇报途径，由原来的全面禁止修改为只禁止其向投资银行部进行汇报。

## （六）英国信息隔离监管制度

2003 年，英国金融服务管理局（FSA）参考美国信息隔离监管规则和国际证监会组织有关报告，修订了其 1986 年以来实施的传统信息隔离监管规范。修订后的新规则一般被称为金融服务管理局“关于投资研究中利益冲突的规则”，主要体现在英国金融服务管理局手册（Handbook）业务准则（Code of Business, COB）第五部分和第七部分。

英国信息隔离监管新规则的一个突出特点，是其仍然强调公司或机构在规则



执行中的作用。自进入 21 世纪后，很多在其他国家或地区改由政府监管部门或行业协会予以监管的事项，在英国仍旧主要由公司或机构自身通过制定相关政策或内部制度来贯彻实施。不过，金融服务管理局要求所有属于监管范围的公司或机构公布其处理利益冲突的机制和政策，以确保有关规则得到真正落实。2005 年，英国金融服务管理局通过 MORI 和 NERA 两个咨询机构，分别就修订后的信息隔离规则对卖方投资研究和买方投资研究的影响进行了调查与分析，得出的结论是：修订后的信息隔离监管规则的实施产生了积极效果，英国证券业的利益冲突已经减少。故管理局现阶段无意对相关规则再作修改。

英国主要通过公司或机构自行处理信息隔离和利益冲突的做法，不大适合我国国情。另外，该规则将被计划于 2007 年 11 月正式实施的欧盟金融工具市场法规（Markets in Financial Instruments Directive，MiFID）所取代<sup>16</sup>。目前，英国此类规则正处于新旧交替的过渡时期，且决定 MiFID 能否顺利实施及其实施效果的不确定因素较多，所以对英国及欧盟相关规则的主要内容，在此不再进行具体分析。

## （七）小结：教训与启示

### 1. 教训——尽早出台专门规范

从立法动因看，美国和香港（特别是美国）都是在出现了相关案件的情况下<sup>17</sup>，才深刻认识到信息隔离监管制度不健全造成的危害，开始动手修订或引入专门性规范。前文已述，我国证券市场信息隔离监管制度缺失带来的问题已开始显现，对此，我们应吸取美国和香港的教训，未雨绸缪，尽快填补有关制度和法律规范空白，加强和夯实我国证券市场信息隔离与利益冲突监管这一环节，避免因该环节规范缺失或监管薄弱酿发大案要案。

<sup>16</sup> 欧盟金融工具市场法规（MiFID）是欧盟金融服务法案的一部分，旨在促进欧盟形成金融工具批发以及零售交易的统一市场，同时在多个方面改善对客户保护，其中包括增强市场透明度、出台更符合惯例的客户分类规则等。这一法案已经两次延期出台，目前定于 2007 年 11 月份正式实施，取代现行的投资服务法案（Investment Services Directive，ISD）。

<sup>17</sup> 美国监管部门 2001-2002 年对多家著名投行进行了调查和处罚；在香港，一名涉及发表某份投资研究报告的分析师被捕案，是促使香港证监会 2004 年发布该方面专门规范的因素之一。

## 2. 启示——立法尺度的把握：宽松 v. 严格

如果对前文论及的国际组织、国家与地区的监管机构，按照其信息隔离监管规范严格程度高低进行排序，则这些机构的位次依次为：纽约证券交易所 美国证券交易商协会 日本证券业协会 香港证监会 国际证监会组织 英国金融服务管理局。

其中，美国的规则最为严格缜密，它极其细致地规定了有关各方的具体行为限制和相互关系，这应该与美国两次均为证券行业信息隔离和利益冲突弊端爆发之地有关；相较而言，英国的规则最为宽松，仍倾向于使用原则性条款处理信息隔离和利益冲突问题，并且多数事项仍规定由机构或企业自己处理（具体可参见附录 5），这一是可能与英国商业诚信水平高，机构或有关人员行为严谨乃至保守，以及其长期的自律性监管传统和崇尚效率的监管文化有关，二是可能受英国金融服务管理局监管方法从“规则监管”向“原则监管”转变的大趋势影响<sup>18</sup>。居于美国和英国之间的，是日本与香港。但日本此类规则的风格更倾向于美国，比较全面，相对严格；香港则更倾向于国际证监会组织，其规则的主要框架基本是国际证监会组织八项原则的“克隆”，不过，在对具体规范内容的把握方面，香港则是立足于自身实际情况而定的。

在立法宽严尺度把握上，我们认为我国有关规范不可像英国般宽松，也不能如美国般严格，在排序上可介于日本和香港之间。理由主要是：第一，美国规定虽然全面、具体而缜密，但就我国目前实际情况而言，可能过于严苛。我国证券市场和券商组织等发展时间都不长，过于严格的监管标准，很可能使被监管各方因要求过高，压力过大而难以遵照执行。加之我国当前“上有政策、下有对策”现象较为普遍，标准过高的监管规范，最后的实施结果可能是等于没有规范。同时在执法方面，也会给具体执法部门带来“执法难”的问题。第二，英国监管规范对我国目前现实情况而言可能过于宽松，也不符合我国一贯的监管传统和监管文化。与英国经济发展水平和自律监管的传统不同，我国仍处于市场经济发展阶段，诚信水平差、自律水平低不但是商业界的痼疾，也是目前整个社会面临的突出问

<sup>18</sup> 所谓“规则监管”向“原则监管”的转变，主要是指监管者从一个制定规则，实施规则，检查规则效果的过程控制者转变为一个把握原则，抽离监管过程，实施最后惩戒的结果控制者。2007年2月，英国金融服务管理局发表2007年工作计划，其重点就是深化“原则导向型监管”。

题。另外，证券分析师行业在我国不过刚刚起步，距今只有 4、5 年发展时间<sup>19</sup>，其诚信和职业道德尚处于发展完善初期。因此，单纯依靠企业和有关人员自律来解决信息隔离或利益冲突带来的问题，在我国目前显然不太现实。第三，如前文所述，2006 年以来我国证券市场形势好转，证券公司等机构的研究部门和分析师地位明显提升。鉴于因信息隔离和利益冲突监管缺失已经带来了不少问题，在我国证券市场好转、研究机构表现活跃和社会整体诚信水平仍需不断提高的大背景下，我们建议对此类问题的监管，其严格程度可介于日本和香港之间，既不可过严，也不宜太宽，应予以相对严格地监管，以避免问题日益严重或复杂化，助长股市泡沫和“虚牛”风险，影响市场长远健康稳定发展。

综上所述，在对我国信息隔离或利益冲突监管规范宽严尺度的把握上，建议规范的主体架构借鉴香港立法经验，即以国际证监会组织《原则声明》八项原则为基本框架；至于规范的具体条款，考虑到我国市场发展、诚信水平和法律制度等外部因素不如香港发达和规范，因此具体条文可比香港有关规定相对严格一些，更多侧重借鉴美国和日本的具体监管措施，如其对公开露面的界定、研究部门与投资银行部门及目标公司之间的沟通与关系、对分析师关联人交易的限制规定等等，同时注意结合我国具体国情加以变通。

#### 四．我国现行信息隔离监管规范存在的问题

目前，我国关于信息隔离的监管规范，主要是吸取了西方建立防火墙的经验，集中体现在对业务部门隔离的监管上；至于信息隔离，迄今为止尚无专门法规，仅有零星条款散见于证监会、证券业协会等效力较低的规章或规则中。

从现行有效的关于隔离制度的全部法律规定中（具体见下表），可以看出当前我国关于隔离制度的监管，存在两个突出问题：

我国关于隔离制度的监管法律规范（截至 2007 年 1 月）

立法机关	法律规范（实施年月）	具体内容
第十届全国	《证券法》（2006 年 1 月）	第一百三十六条 证券公司应当建立健全内部控

<sup>19</sup> 2002 年，证监会前副主席史美伦在中国工商论坛上指出，尽管我国证券市场发展了 10 多年，但还没注意到真正意义上的证券分析师。当前（2002）情况是，市场上证券分析师少得可怜，尽管电视上每天股评铺天盖地，却“不知道他们在说什么”。在该论坛上，她提出，在适当时候，我国将推出证券分析师制度，以利于我国证券市场的健康发展。http://economy.enorth.com.cn/system/2002/05/22/000335726.shtml，2007 年 1 月 30 日访问。

<p>人民代表大会 常务委员会</p>		<p>制制度，采取有效<b>隔离措施</b>，防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突。</p> <p>证券公司必须将其证券经纪业务、证券承销业务、证券自营业务和证券资产管理业务分开办理，不得混合操作。</p> <p><b>第二百二十条</b> 证券公司对其证券经纪业务、证券承销业务、证券自营业务、证券资产管理业务，不依法分开办理，混合操作的，责令改正，没收违法所得，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款；情节严重的，撤销相关业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上十万元以下的罚款；情节严重的，撤销任职资格或者证券从业资格。</p>
<p>证监会</p>	<p>《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》（2006年8月）</p>	<p><b>第四条</b> 证券公司应当健全<b>业务隔离制度</b>，确保融资融券业务与证券资产管理、证券自营、投资银行等业务在机构、人员、信息、账户等方面相互分离。</p>
<p>证监会</p>	<p>《证券投资基金管理公司治理准则(试行)》（2006年6月）</p>	<p><b>第八条</b> 公司应当建立与股东之间的<b>业务与信息隔离制度</b>，防范不正当关联交易，禁止任何形式的利益输送。</p>
<p>证监会</p>	<p>《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》（2004年10月）</p>	<p><b>二、（一）内控制度</b></p> <p>1、对集合资产管理业务实行集中统一管理，建立严格的<b>业务隔离制度</b>。公司负责客户资产管理业务和负责自营业务的高级管理人员不得由同一人兼任，严禁分支机构对外独立开展集合资产管理业务。</p>
<p>证监会</p>	<p>《证券投资基金管理公司管理办法》（2004年9月）</p>	<p><b>第三十八条</b> 基金管理公司应当明确股东会的职权范围和议事规则。</p> <p>基金管理公司应当建立和股东之间的<b>业务隔离制度</b>；股东应当通过股东会依法行使权利，不得越过股东会、董事会直接干预基金管理公司的经营管理或者基金财产的投资运作，不得在证券承销、证券投资等业务活动中要求基金管理公司为其提供配合，损害基金份额持有人和其他当事人的合法权益。</p>
<p>证监会</p>	<p>《证券公司客户资产管理业务试行办法》（2004年2月）</p>	<p><b>第七条</b> 证券公司从事客户资产管理业务，应当建立健全风险控制制度，将客户资产管理业务与公司的其他业务严格分开。</p>
<p>证监会</p>	<p>《证券公司内部控制指引》（2003年12月）</p>	<p><b>第十六条</b> 证券公司主要业务部门之间应当建立健全<b>隔离墙制度</b>，确保经纪、自营、受托投资管理、投资银行、研究咨询等业务相对独立；电脑部门、财务部门、监督检查部门与业务部门的人员不得相互兼任，资金清算人员不得由电脑部门人员和交易部门人员兼任。</p> <p><b>第五节 研究咨询业务内部控制</b></p> <p><b>第七十六条</b> 证券公司应重点防范传播虚假信息、误导投资者、无资格执业、违规执业、以及利益冲突等的风险。</p> <p><b>第七十七条</b> 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，制定适当的执业回避、信息披露和<b>隔离墙</b>等制度，防止利益冲突。</p>

		<p><b>第七十九条</b> 证券公司应通过部门设置、人员管理、信息管理等方面的<b>隔离措施</b>，建立健全研究咨询部门与投资银行、自营等部门之间的<b>隔离墙</b>制度；对跨<b>隔离墙</b>的人员、业务应有完整记录，并采取静默期等措施；对跨越<b>隔离墙</b>的业务、人员应实行重点监控。</p>
证监会	《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》(2002年12月)	<p><b>第十八条</b> 公司应当建立科学、严格的岗位分离制度，明确划分各岗位职责，投资和交易、交易和清算、基金会计和公司会计等重要岗位不得有人员<b>的重叠</b>。重要业务部门和岗位应当进行<b>物理隔离</b>。</p>
证监会	《证券公司管理办法》(2002年3月)	<p><b>第八条</b> 设立综合类证券公司除应当具备证券法规定的条件外，还应当符合以下要求：</p> <p>(一) 有规范的业务分开管理制度，确保各类业务在人员、机构、信息和帐户等方面有效<b>隔离</b>；</p> <p>(二) 具备相应证券从业资格的从业人员不少于五十人，并有相应的会计、法律、计算机专业人员；</p> <p>(三) 有符合中国证监会规定的计算机信息系统、业务资料报送系统；</p> <p>(四) 中国证监会规定的其他条件。</p> <p><b>第二十九条</b> 证券公司应当建立有关<b>隔离</b>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。</p>
证监会	《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》(2001年10月)	<p>三、证券投资咨询机构及其执业人员在与自身有利害冲突的下列情况下应当进行执业回避：</p> <p>(一) 经中国证监会核准的公开发行证券的企业的承销商或上市推荐人及其所属的证券投资咨询机构和证券投资咨询执业人员(包括自有关证券公开发行之日起十八个月内调离的证券投资咨询执业人员)，不得在公众传播媒体上刊登或发布其为客户撰写的投资价值分析报告，也不得以假借其他机构和个人名义等方式变相从事前述业务；</p> <p>(二) 证券公司的自营、受托投资管理、财务顾问和投资银行等业务部门的专业人员在离开原岗位后的六个月内不得从事面向社会公众开展的证券投资咨询业务；</p> <p>(三) 证券投资咨询机构或其执业人员在知悉本机构、本人以及财产上的利害关系人与有关证券有利害关系时，不得就该证券的走势或投资的可行性提出评价或建议。</p> <p>(四) 中国证监会根据合理理由认定的其他可能存在利益冲突的情形。</p> <p>五、证券公司应当建立起研究咨询业务与自营、受托投资管理、财务顾问和投资银行等业务之间的“<b>防火墙</b>”和相应的管理制度，从事面向社会公众开展的证券投资咨询业务的人员必须专职在研究咨询部门</p>

		<p>工作，并由所在机构将其名单向中国证监会和机构注册地的中国证监会派出机构备案。</p> <p>专业证券投资咨询机构应当建立起研究咨询业务与财务顾问等证券类业务之间的“<b>防火墙</b>”和相应的管理制度，应当在业务、财务、人员、营业场所等方面与其关联企业分离。从事面向社会公众开展的证券投资咨询业务的人员必须专职在研究咨询部门工作，并由所在机构将其名单向中国证监会和机构注册地的中国证监会派出机构备案。</p>
证监会	《证券公司从事股票发行主承销业务有关问题的指导意见》(2001年3月)	<p>十二、证券公司应建立有效的内部控制制度。遵循内部<b>防火墙</b>原则，使投资银行部门与研究部门、经纪部门、自营部门在信息、人员、办公地点等方面相互<b>隔离</b>，防止内幕交易和操纵市场行为的发生。</p> <p><b>附件四：主承销商关于股票发行回访报告必备内容</b></p> <p>6、证券公司内部控制的执行情况</p> <p>说明公司是否已按照《证券公司内部控制指引》的要求，建立了与发行业务有关的业务控制，遵循内部<b>防火墙</b>原则，使投资银行部门与研究部门、经纪部门、自营部门在信息、人员、办公地点等方面<b>隔离</b>，内部独立部门是否实施了有效的监察，发行前后是否有内幕交易和操纵市场的行为发生。</p>
证监会	《关于做好上市公司公募增发工作的意见》(2000年4月)	<p>3、证券公司应建立内部<b>隔离墙</b>和良好的内部控制制度，使内部的投资银行部门与研究部门、经纪部门、自营部门在信息、人员、办公地点等方面<b>隔离</b>，防止内幕交易和操纵市场的行为发生。在发行完成后，担任主承销商的证券公司应向中国证监会报送上述运作情况的监察报告。</p>
证券业协会	《证券公司证券自营业务指引》(2005年11月)	<p><b>第七条</b> 自营业务的管理和操作由证券公司自营业务部门专职负责，非自营业务部门和分支机构不得以任何形式开展自营业务。</p> <p><b>第九条</b> 自营业务必须以证券公司自身名义、通过专用自营席位进行，并由非自营业务部门负责自营账户的管理，包括开户、销户、使用登记等。</p> <p><b>第十五条</b> 建立<b>防火墙</b>制度，确保自营业务与经纪、资产管理、投资银行等业务在人员、信息、账户、资金、会计核算上严格分离。</p> <p><b>第十六条</b> 自营业务的投资决策、投资操作、风险监控的机构和职能应当相互独立；自营业务的账户管理、资金清算、会计核算等后台职能应当由独立的部门或岗位负责，以形成有效的自营业务前、中、后相互制衡的监督机制。</p>
证券业协会	《关于发布 信誉主承销商信誉积分规则 的公告》(2000年7月)	<p><b>考评积分办法 18</b>、开展承销业务，按有关要求建立了内部“<b>隔离墙</b>”的，加10分；没有建立的，减10-30分。</p>

首先，概念界定不严格、内涵不清晰。

具体表现为：第一，称谓不统一。在14件现行有效的法律文件中，出现了“**隔离**”、“**隔离措施**”、“**业务隔离**”、“**信息隔离**”、“**隔离墙**”、“**防火墙**”乃至“**物理隔离**”

等诸多称谓。其次，有关概念内涵时宽时窄，时而交叉，时而重叠。例如，有的规范中，“业务隔离”涵盖了“信息隔离”（如《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》第四条：“证券公司应当健全业务隔离制度，确保融资融券业务与证券资产管理、证券自营、投资银行等业务在机构、人员、信息、账户等方面相互分离”）；有的规范则是“业务隔离”与“信息隔离”相分离，分别指代不同内容（如《证券投资基金管理公司治理准则（试行）》第八条：“公司应当建立与股东之间的业务与信息隔离制度，防范不正当关联交易，禁止任何形式的利益输送”）；而“防火墙”、“隔离墙”在各规范中的具体内涵也可称“变化多端”。

上述问题体现出我国目前对信息隔离重视和理解不够，其导致的直接后果是相关监管规范针对性弱，监管力度、广度和深度不足。

第二，隔离措施主要围绕业务部门之间的隔离展开。虽然概念使用混乱，但如果归纳总结各规范下的具体要求，可以看出其主要是围绕被监管者不同业务部门之间的隔离进行的。这也说明我国信息隔离监管水平仍停留在美国 20 世纪 70、80 年代监管阶段，即以业务隔离为信息隔离的主要监控手段。在监管广度和深度上，此类规范都有待随当前实践情况的变化而有所发展。

第三，关于信息隔离的具体规定基本空白。现有法律规范中尚未出现过“中国墙”、“信息隔离墙”或“资讯隔离墙”等法律概念，针对信息隔离的具体法律规定只有一件，即证监会《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》。

该通知对证券投资咨询机构及其执业人员在与自身有利害冲突的情况下应当进行执业回避的规定，与目前国际上通行的信息隔离监管措施比较类似。但由于它只针对证券投资咨询业务，在我国《证券法》将证券公司业务范围修订为可全部或部分经营证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券承销和保荐和证券资产管理等业务之后（第 125 条），其监管范围显然过于狭窄，无法适应和满足实践当中对信息流动进行全面监管的需要。

## 五．对我国证券业信息隔离监管规范的建议

信息隔离监管规范是我国证券业构建信息隔离监管制度的基础，也是信息隔离监管制度得以体现和贯彻的基本载体，故下文集中探讨我国应如何制定关于信

息隔离或利益冲突的专门性规范，并就其基本框架和主要内容中应注意的问题，结合我国当前实际情况，提出具体建议。

## （一）制定机关

对于规范的制定机关，从海外经验看：美国由美国证券交易商协会和纽约证券交易所分别修订各自相关规则，并经美国 SEC 批准；日本由证券业协会发布理事会决议；香港由证监会在相关操守准则中增加了专门章节；澳大利亚和英国均由政府证券监管部门发布了相关指引。总体而言，现阶段由政府监管机关制定并发布相关规范的情形居多。

鉴于国际上信息隔离监管规范制定机关的这一发展趋势，同时考虑到我国现阶段证监会在证券监管中一直发挥着重要作用并且监管力较强的特点，我们认为，我国信息隔离监管规范由证监会主要负责制定发布，并由证券业协会和证券交易所分别根据该规范，依据自身特点和需要制定相应具体实施细则较好。另外，考虑到信息隔离传统上属于自律监管的特性，我们建议证监会出台的规范原则性可稍强一些，以便为证券业协会和证券交易所等自律性组织出台各自细则留下较大立法空间。

## （二）制定过程

在规范制定过程中，我们建议规范制定机构参考香港证监会立法经验，首先通过调查问卷等形式，对我国实际情况和存在问题进行深入广泛地摸底调研；其次，规则草案拟定后，将草案附规范制定背景、立法原由和有关问题的具体考量等向社会公布，广泛征求各方意见并及时进行总结，根据反馈意见加以修正，以期最后出台的监管规范和措施能够切实符合我国国情，取得真正监管实效。

进行摸底调研时，调查对象可主要针对将成为监管对象的证券公司、基金公司，以及受规范影响的广大散户投资者。调查方法（包括调查问卷的设计、调查问卷的分发和调查结果的分析等）可参考香港证监会针对证券公司和投资者对投资研究活动意见的调查问卷，并结合我国内地证券业的具体特点加以变通和改进。

另外，英国金融服务管理局在规则实施后，通过咨询机构对规则实施效果保持跟踪性调查分析，不断听取反馈意见的做法，也颇值得我国监管机关根据自身



人力财力情况加以仿效。

### （三）基本框架

鉴于进入 21 世纪以来信息隔离监管制度不再单纯局限于业务隔离措施，而是在监管范围的广度和深度上都有了全面扩充和发展，参考海外特别是国际证监会组织和香港相关规定，结合我国证券业现状，我们认为，我国证券业信息隔离监管规范也不应再仅着眼于业务隔离领域。有关规范至少应该包括以下主要内容：

- 一、适用范围（其中包括对证券分析师范围的界定和对研究报告等内涵的确定等）
- 二、分析师及其关联成员的交易与财务权益
- 三、公司或机构的财务权益和商业关系
- 四、分析师的汇报途径和薪酬
- 五、公司研究部门和投资银行部门及其他部门之间的沟通
- 六、披露标准
- 七、监管程序
- 八、投资者教育

### （四）具体规定中需注意的主要问题

在拟定信息隔离监管专门规范的具体条文时，下述问题应给予特别关注。

#### 1. 法律规范的名称

我们建议规范采用“处理证券公司及其研究人员利益冲突指引”等突出“利益冲突”的名称，或在已有规则中加入“关于利益冲突问题的处理”一章（节）。

理由是：一，以“利益冲突”代替信息隔离或业务隔离的称谓，不易造成误解；二，利益冲突是信息隔离监管根源与本质的集中体现；三，利益冲突规范能够使监管的范围更全面，摆脱传统信息隔离措施有限的局限性。它可将监管范围扩大到研究分析师个人及其关联人的交易、分析师的汇报途径和报酬、分析师公开露面、发表建议等等诸多方面，从而使监管更加全面有效。四，突出对“利益冲突”的监管，也符合当前国际范围内相关立法的潮流和趋势。

## 2. 监管对象的适用范围

信息隔离监管规范的监管对象，是针对所有证券分析师，还是只监管卖方分析师？这是我国制订规范时需要解决的一个重要问题。

我们认为，在目前阶段，规范的监管范围以涵盖各类证券分析师为宜。主要理由如下：

第一，国际上大多数国家和地区均将各类证券分析师纳入信息隔离监管制度范围，如美国、日本、香港等（参见附录5）。

第二，国际证监会组织虽然将其《原则声明》仅限于适用卖方证券分析师，但这并不意味着其认为其他类别证券分析师不存在利益冲突问题，而是考虑到卖方分析师所需面对的利益冲突最为经常、集中和突出。国际证监会组织在其原则声明中也明确指出，其关于卖方分析师的规定对其他类型的分析师同样可以参考适用。

第三，我国买方分析师发展规模和定位的自身特点的影响。从国际层面看，卖方分析师在从业人员数量上占据了主流，并且一般都与上市公司建立起长期合作关系。相较之下，买方分析师人员很少<sup>20</sup>，与上市公司的关系方面，也远不及卖方分析师与上市公司之间的关系来得密切。在服务定位上，卖方分析师内外兼顾或以外为主，买方分析师则以对内服务为主。但在我国，作为买方分析师主要任职机构的基金公司，其研究部门规模和研究人员数量，往往并不亚于证券公司。且在基金公司中，研究部门提供的服务是多方位的，同样可能面临多种利益冲突。另外，考虑到我国证券市场和证券分析师行业发展时间都不长，综合前述因素故目前宜将买方分析师一并划入规范监管范围。

第四，前文已述及，鉴于我国目前证券市场发展水平，美国纽约证券交易所等规定虽严格缜密，却不一定完全适合我国国情。我国信息隔离规范更多应借鉴国际证监会组织和我国香港地区的监管经验，规范内容亦宽不宜细。在监管规范内容比较宽松的前提下，对监管对象的适用范围，则可适当扩展，以延及各类证券分析师为宜，以避免产生监管漏洞。

当然，卖方分析师和买方分析师在职能、定位和面临的利益冲突等方面确实

<sup>20</sup> 在西方，“一个管理100亿美元股票、债券和货币市场工具的资产配置基金，可能总共只拥有五到十名全职分析师（基金经理除外），还比不上任何一家中型投资银行一个行业小组的人数”。见《证券研究行业的昨天、今天和明天》，[http://mingxian.blog.hexun.com/7285317\\_d.html](http://mingxian.blog.hexun.com/7285317_d.html)，2007年1月20日访问。

存在重大不同，所以我们建议，信息隔离监管规范在如何避免和预防证券分析师，特别是买方分析师利益冲突的具体条款上，应该密切关注实际情况的发展变化，跟踪调查规则实施效果，针对不同类别分析师的不同特点，及时调整完善相应内容。

### 3. 对证券分析师个人交易的监管

从国际证监会组织和美国等国家和地区的有关规定看，对证券分析师个人交易予以限制和强制性披露是普遍做法。但我国目前乃至将来一定时期内，该问题估计不会很突出。原因在于根据我国《证券法》(2005年修订)第43条：“证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员、证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员，在任期或者法定限期内，不得直接或者以化名、借他人名义持有、买卖股票，也不得收受他人赠送的股票。任何人在成为前款所列人员时，其原已持有的股票，必须依法转让。”也就是说，在我国，就职于证券公司的研究人员或法律法规禁止参与股票交易的人员，不得持有或买卖股票。股票是我国目前证券交易的主要品种。因此，对证券研究分析人员的个人交易，重点加强对其有权以个人身份开立账户进行投资与交易方面的监管即可。

不过，虽然我国禁止证券从业人员持有或买卖股票<sup>21</sup>，但从实践来看，证券公司从业人员通过关联人员帐户，如家属、朋友等的帐户进行投资交易的情况比较普遍。这种隐性利益冲突造成的危害同样不可小觑，需要监管部门予以重点考虑。

### 4. 证券分析师关联人范围的确定

证券分析师的“关联人”，主要指证券分析师的家人或与其有特定关系之人。对于其具体范围的确定，是一个比较棘手的问题。首先来看海外的解决之道：

#### (1) 海外关于“关联人”与“家庭成员”的界定

香港证监会将证券分析师的关联人称为“有联系者”，并将其范围划定为“(i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；(ii) 某信托的受托人，

<sup>21</sup> 关于这种做法的利弊评判，因与信息隔离监管无直接关系，故本报告对此未做分析。

而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或(iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。”

纽约证券交易所信息隔离规则中与“关联人”相对应的术语为“associated persons”，该规则将“关联人”定义为：“关联人是指从事投资银行、证券或此类业务的自然人，该自然人直接或间接控制或被控制于某会员机构，不论该自然人是否在 NYSE 已经注册、正在申请注册或得到注册豁免<sup>22</sup>。”从这一规定看，纽约证券交易所对关联人的定义是比较抽象和宽泛的。

不过，在纽约证券交易所规则 472 (e) 关于关联人交易的专项规定“对关联人交易证券的限制”中，“关联人”主要指证券分析师的家庭成员，以及研究分析师的管理者（如研究主管）、监管分析师，或对研究报告实质部分的编写、设定或改变目标公司评级或证券目标价格有直接影响和/或控制的委员会成员。

对于研究分析师“家庭成员”的范围，纽约证券交易商协会将其（Member of a research analyst's household）定义为“主要住处与研究分析师主要住处相同的任何个人<sup>23</sup>”。应该说，该定义的范围有一定不足。根据这一定义，没有与研究分析师居住在一起的分析师的亲属，不属于分析师的家庭成员，不应划入监管范畴；但另一方面，与分析师没有亲属关系，但与其住在一起的自然人，如租住分析师房屋的房客或寄宿在分析师家中的人员，都成为分析师的家庭成员而进入限制交易范围。

纽约证券交易所对家庭成员（household member）的定义与美国证券交易商协会相同：“是指主要住处与研究分析师主要住处相同的任何个人<sup>24</sup>”。区别在于纽约交易所规则对该定义涵盖的范围予以限定，即家庭成员“不包括与证券分析师共享住处，但在财务上相互独立的，与分析师无关（unrelated）的人员”。这在一定程度上弥补了美国证券交易商协会规则范围过宽的不足。2007年1月24日，纽约证券交易所发布了关于规则 472 的解释，重申和强调了对“家庭成员”的除外规定，并进一步举例阐明了除外范围。根据该解释，证券分析师的“家庭成员”，不包括与

<sup>22</sup> NYSE 472：“the term associated person is defined as a natural person engaged in investment banking, or a securities or kindred business, who is directly or indirectly controlling or controlled by a member organization, whether or not any such person is registered, applying for registration or exempt from registration with the NYSE.”

<sup>23</sup> NASD Rule 2711 (a): “Member of a research analyst's household” means any individual whose principal residence is the same as the research analyst's principal residence.”

<sup>24</sup> NYSE Rule 472.40：“For purposes of this Rule, the term ‘household member’, means any individual whose principal residence is the same as the research analyst's principal residence. This term does not include an unrelated person who shares the same residence as a research analyst, provided that the research analyst and unrelated person are financially independent of one another. ....”

证券分析师财务上相互独立的分析师的室友 ( roommate or apartment mate )。包括这类室友在内的与分析师分享同一个住所但财务上相互独立的无关联人员，不受规则 472 关于个人交易的限制和披露要求的约束<sup>25</sup>。

## (2) 我国“关联人”范围的界定

对于我国证券分析师关联人范围的界定，考虑到我国对亲情更为重视的传统，美国以主要住所来划分家庭成员的标准不太适合我国国情。因此我们建议，对证券分析师关联人的范围，可界定为分析师的亲属（以包括配偶、子女、父母、兄弟姐妹、祖父母、外祖父母、孙子女和外孙子女等在内的三代以内直系血亲为主）；研究分析师的管理者（如研究主管）；监管分析师；或对研究报告实质部分的编写、设定或改变目标公司评级或证券目标价格有直接影响和/或控制的委员会成员。另外，鉴于我国目前存在不少被禁止投资股票的人员利用同学、朋友或他人帐户为自己买卖股票的实际情况，建议我国监管部门对此作出“兜底性”禁止性规定，（如“监管部门确定的其他人员”），并确定对这种帐户调查权、要求披露权、限制交易权和禁止交易权的具体行使。

## 5. 对证券分析师关联人交易的监管措施

参考国际证监会组织和美国、日本、香港等国家和地区的立法监管经验，结合我国实际情况，对我国证券分析师关联人交易的监管措施可以包括：

(1) 披露与限制。即应当强制披露证券分析师的关联人持有或交易分析师正在研究的目标公司的证券情况，或者对关联人在一定期间内的交易予以限制。（关于披露的具体要求，可参见下文“11”）。

(2) 相反交易的禁止。即应禁止证券分析师的关联人以与分析师最近公开建议相反的方式交易分析师正在研究的股票或衍生产品。关于“最近”期间长短的确定，可通过调查和咨询投资者、券商等相关各方的意见而定。

(3) 持有期 ( holding period )，也称“禁制期”。是指在证券分析师公布其研究报告之前和之后一定期间内，特别是报告公布之前一定期间内，禁止证券分析

<sup>25</sup> NYSE CODIFICATION OF INTERPRETATIONS TO RULE 472 (COMMUNICATIONS WITH THE PUBLIC) (2007年1月)：Definition of “Household Member”：The amendments clarify that the definition of “household member” in NYSE Rule 472.40 does not include an unrelated person who shares the same residence as a research analyst provided that the research analyst and unrelated person are financially independent of one another. Thus, for example, an analyst’s roommate or apartment mate, who is financially independent of the analyst, would not be considered a “household member” for purposes of the restrictions on personal trading and disclosure requirements in NYSE Rule 472.

师的关联人对被研究的证券或相关衍生产品进行交易。

(4) 特别帐户。为限制雇员及其配偶、被抚养人的个人投资和交易，国际性大型投资银行通常具有一项关于“雇员个人账户交易”(employee account trading)的内部规定。根据该规定，所有的雇员、其配偶、被抚养人必须在雇员所在的机构或指定的机构开立经纪账户(brokerage account)，以便于将所有涉及雇员的交易记录集中起来进行监督，防止产生任何违反证券交易法事件。此外，凡是涉及雇员私人交易的单子都必须符合规定，并需预先得到直接上司的许可，以确保雇员没有卷入投机活动的嫌疑，避免任何威胁公司合法经营利益的情况发生。我国可借鉴这种“特别帐户”的做法，鼓励有关机构设立相应内控制度。

## 6. 证券分析师所在公司的财务权益和商业关系

正如国际证监会组织所指出的，当证券分析师所在公司或机构能够影响分析师研究或建议时，这些公司或机构自身的财务权益和商业关系可能引发利益冲突。雇用分析师的公司或机构可能涉及多种投资或业务，而这些事项都可能因分析师发布对其有利的研究或建议受益。另外，这些公司或机构也经常交易分析师所研究的目标公司的证券。在这种情况下，分析师会有压力或者有动力发表对其所在单位有利的研究报告或建议。

对此，可以考虑重点通过披露和限制交易的方法进行监管，具体包括：

(1) 如果证券分析师所在公司或机构与分析师正在研究的公司之间具有重大财务权益(如所在公司持有目标公司的股票达到后者发行总额的一定百分比)，则要求分析师及其所在单位对该关系进行公开披露。

(2) 如果被分析师所在单位雇用的或与该单位有一定关系的人，在分析师所研究的公司中担任高级职员、董事或监事会成员，则要求分析师及其所在单位对此进行公开披露。至于“与该单位有一定关系的人”，可以界定为该单位的实际控制人、大股东等。

(3) 同证券分析师关联人“持有期”类似，在研究分析师发表关于目标公司的研究报告之前或之后一定期间内，禁止分析师所在单位就该证券或相关衍生产品进行交易。

## 7. 研究部门、投行部门及目标公司之间的关系

将研究部门与投资银行部门及公司其他部门之间进行业务隔离，是传统“信息长城”的主要手段。进入 21 世纪后，这些部门（包括证券分析师）之间的隔离制度有了新的发展。比较而言，对这方面的监管，美国证券交易商协会规则、纽约证券交易所规则和日本证券业协会关于分析师与研究报告的理事会决议规定得均十分严格细致，香港证监会有关规则则相对简炼，国际证监会组织规定得最为原则，主要要求“在分析师和公司或机构其他部门之间应建立严格而健全的信息隔离制度，以限制潜在的利益冲突，并避免机构其他人员试图对分析师的研究进行影响”。

在具体监管手段上，美国纽约证券交易所有关做法可供我国借鉴：

(1) 证券分析师不受所在单位投资银行部门中任何雇员的监督或控制。

(2) 在研究报告公布之前，投资银行部门人员不得对报告进行审核，除法律或监察部门人员外，单位中任何其他对投资研究不直接负责的人员（“非研究人员”）同样不得提前对报告进行审核。

(3) 只有为了核实研究报告内信息的真实准确性，或为了识别可能存在的潜在利益冲突，非研究人员才可以在研究报告公布前对其进行审查，条件是：(i) 非研究人员和研究部门之间任何有关研究报告内容的书面沟通，必须通过法律或监察部门人员进行或复制给法律或监察部门人员由其负责传送；以及(ii) 非研究人员和研究部门之间任何有关研究报告内容的口头沟通，必须用书面文件加以记录，且该口头沟通或者由法律或监察部门人员作为中介人进行，或者通过法律或监察部门人员组织并在场的会谈进行。

(4) 证券分析师不应参与旨在招揽投资银行业务的商业活动，例如参与投资银行部门的有关路演、商务推或巡回推介；在投资银行部门人员或机构负责投资银行服务业务的管理人员在场的情况下，证券分析师也不应与所在机构现有或潜在客户进行沟通。而投资银行部门人员也不得直接或间接地指示证券分析师参与与投资银行服务业务有关的销售或买卖事务，或指示分析师参与与投资银行服务业务有关的现有或潜在客户之间的沟通。

(5) 对于目标公司，监管手段可包括：

首先，证券分析师应该披露作为他们研究对象的目标公司的选择标准，且若

一旦停止对某公司的研究，要及时作出公告。

其次，除了为核实研究报告草稿中的事实而对其有关章节进行审查外，分析师所在单位不得在报告公布前向目标公司提交研究报告。在任何情况下，该单位都不得向目标公司提供研究报告中包括研究摘要、研究评级或目标价格的章节。此外，向目标公司提交研究报告任何章节之前，研究部门应向法律或监察部门提供一份研究报告的完整草稿。

再次，如果将报告提交目标公司后，研究部门打算更改所建议的评级或目标价格，必须先就任何更改向法律或监察部门提供书面理由并得到其书面认可。法律或监察部门必须保留提供给目标公司研究报告的所有草稿及其相关更改文件。

另外，还应禁止证券分析师所在机构向目标公司承诺发布对后者有利的研究报告、特定评级或特定的目标价格，以作为日后与其建立或保持商业关系、服务或投资的回报。

需要指出的一点是，由于我国一直缺少关于证券分析师、研究部门、投资银行部门和目标公司之间隔离制度的规范，这方面在实践中出现的问题较多且相对严重（例如，分析师等研究人员参与所在公司其他部门的新产品推介，招揽客户的路演等活动，在目前比较普遍），因此相应监管也应较为严格。当然，如果实践反馈上述监管手段过于严苛，可以根据具体情况加以变通。

## 8. 静默期

“静默期（quiet periods）”，一般是指紧接由证券分析师所在机构包销或管理的证券发行活动之前和之后的一段期间。在此期间内，证券分析师及其所在的在公开发售中担任经理人、保荐人或包销商的机构，不能发表关于该证券发行人的投资研究报告。

对于该期间的长短，香港证监会和美国规则均确定为40日和10日。香港证监会的规定为：(i) 如属于首次公开发行，有关期间为紧接该证券定价后的40天；或(ii) 如属第二次公开发行，则有关期间为紧接该证券定价后的10天，除非该商号在其正常业务的过程中，一直以来都有按照合理的规律定期就该上市法团发出投资研究，或在当发生会影响有关证券的价格且已为公众所知悉的重大事件的情况下发出投资研究则除外。

美国与香港差异之处在于该期间起算日不同：在香港，静默期从证券定价日



为起算点，证券的定价日期指订定有关发售的具体价格的日期；在美国，静默期的起算点为首次公开发行或第二次公开发行交易达成之日。

## 9. 证券分析师的汇报途径和薪酬

证券分析师的汇报途径和薪酬，实际也属于前文“7”所阐述的分析师与投资银行等部门之间关系范畴，但由于该问题比较突出，正如国际证监会组织指出的，汇报和薪酬机制会对分析师带来不同程度的利益冲突：当证券分析师的晋升或奖金高低，取决于他/她推动所在单位投资银行业务的能力时，其客观性就可能受到损害，因为此时分析师的利益与投资大众的利益是不一致的。故各国和地区一般都将该问题单独进行了规范。这方面的监管措施主要包括：

- (1) 禁止证券分析师向投资银行部门汇报。
- (2) 除在监察或法律部门人员监督下，为核实真实准确性而在研究报告发表前对其进行审查外，禁止投资银行部门预先批准分析师的研究报告或建议。
- (3) 从事投资银行活动的人员不得控制或对证券分析师的薪酬评定施加任何影响。
- (4) 证券分析师的薪酬不应特定投资银行交易直接挂钩；如果分析师薪酬全部或部分来自投资银行收入，分析师及其所在单位必须对此进行披露。
- (5) 证券分析师所在单位应建立内部制度，以确保分析师的汇报途径和薪酬架构能够保证分析师的独立性。
- (6) 分析师所在单位应对分析师的汇报对象及其薪酬确定方案予以披露，对被研究公司、机构投资者或其他第三方是否为撰写研究报告的分析师提供了任何相关酬金或其他好处，也应予以公开披露。

## 10. 对分析师在公开场合露面的监管

目前，我国法律规范中缺少关于“公开场合露面”（也称“公开露面”）的规定。在一些与投资咨询相关的法律规范中所规定的“证券、期货投资咨询人员在报刊、电台、电视台或者其他传播媒体上发表投资咨询文章、报告或者意见”<sup>26</sup>情形，

<sup>26</sup> 国务院证券委员会《证券、期货投资咨询管理暂行办法》（1997年发布、1998年施行）。

与美国、香港等国家和地区定义的“公开露面”相似，但远不如后者（特别是美国）具体详细。

2007年1月证券界爆发的被称为典型“股市黑嘴”事件的“谭锡文力荐天伦置业”案<sup>27</sup>，凸显我国对证券分析师公开露面时的诚信行为加强监管和规范的重要性。因此，尽快借鉴海外成熟监管经验，补充我国法律规范中关于证券分析师“公开露面”的监管空白，对保护中小投资者利益和证券市场稳定健康发展，具有相当的紧迫性。

对此问题，可从两方面着手：第一，明确何为“公开露面”，即首先在规范中应引入公开露面概念并界定公开露面的范围。其次，详细规定关于公开露面的具体监管措施。以下即详述之。

### （1）何为“公开露面”

“公开露面”，对应英文为 public appearance，美国证券交易商协会将其定义为“是指参加研讨会、论坛（包括互动性的电子论坛）、电台或电视采访或其他研究分析师就某证券进行建议或发表意见的公开演讲活动。”

纽约证券交易所规则 2007年1月24日发布的解释对其规则 472“公开露面”的定义进行了更为明确具体的补充修订。根据该解释，“公开露面”是指：包括但不限于证券分析师参加电话会议、研讨会、论坛（包括互动性的电子论坛），或在超过 15 人（包括 15 人在内）面前进行公开演讲的行为，或对 1 人以上（包括 1 人在内）的媒体、电台、电视或书面媒体采访代表面前公开发表意见的行为，以及为书面媒体撰写含有关于某股本证券建议或意见文章的行为。

例外情形是，“公开露面”不包括受密钥保护的与 15 个或以上客户进行的网络直播、电话会议或类似活动，该例外情形需满足的条件是：这些活动参与者事前

<sup>27</sup> “股市黑嘴”事件经过：该事件即谭锡文力荐天伦置业案。2007年1月13日，天伦置业(000711.SZ)发布业绩预告称，公司2006年度业绩亏损，预计大致亏损金额为2700万元左右。但就在两天前的11日，一位名为“谭锡文”的人士以华林证券的名义发表署名文章，称天伦置业“随时会出台一个预增1000%的公告”，短线极具爆发性；中线机会则是公司大股东天伦集团整体上市，上演“蛇吞象”。由于当时正处于年报披露初期，市场各方异常关注公司业绩状况，因此该股评文章迅速在网络上被广泛传播。但其研究预测与公司实际预告结果分歧如此巨大，显然超出市场预期。天伦置业董事会秘书明确表示，谭锡文此前对公司业绩的预测虚假不实；如果谭锡文的业绩预测对公司二级市场股价构成直接影响，并损害中小投资者正当利益，公司方面将采取措施，如发布公司澄清公告等。《第一财经日报》的记者采访时发现，这位挂名在华林证券旗下的“谭锡文”，其证券分析师身份尚有待核实。华林证券公司新闻发言人明确表态：公司对影响华林证券品牌的任何事、任何人，都极为关注，并保留诉诸法律手段的权利，但却未明确表示“谭锡文”是否是其公司员工。华林证券研究所副所长则表示，根据他个人了解，他所在部门并不存在上述“谭锡文”证券分析师。截至目前，谭锡文身份问题仍在调查确认之中。具体案情见 <http://www.sina.com.cn> 2007年01月16日03:24 第一财经日报，2007年2月6日访问。

已经收到含有合乎披露要求的最新的报告或文件，并且参加该活动的分析师在公开露面时对研究报告中不准确、误导或不再适用的披露要加以修正或更新。

上述修订后的“公开露面”定义，与原规则中的定义相比，不同之处在于：

第一，“电话会议”（conference calls）被明确补充于“公开露面”之内。

第二，为“公开露面”确定了 15 人标准。即电话会议、会议、研讨会、论坛（包括互动性的电子论坛），或其他含有分析师发表关于某股本证券建议或意见的公开讲话行为，只有参与者超过 15 人（包括 15 人在内），才构成“公开露面”。若参加的单个投资者不足 15 人，则不构成“公开露面”。

第三，明确了分析师在 1 个或以上媒体代表之前发表观点的行为构成“公开露面”，理由是包括电台、电视和书面媒体采访在内的各媒体，均是与客户进行沟通的桥梁。

第四，明确了在一定条件下，受密钥保护的与 15 个或以上客户进行的网络直播、电话会议或类似活动，不构成“公开露面”。

### （2）海外和我国关于“公开露面”的具体监管措施

国际证监会组织和美国等国家与地区对“公开露面”的监管措施，主要包括：分析师在公开露面时，必须披露：（a）真实姓名；（b）从业资格；（c）所在机构名称，等。

我国现有法律规范中，已经明确了对证券、期货投资咨询人员的有关披露要求，国务院证券委员会 1997 年发布的《证券、期货投资咨询管理暂行办法》第 22 条明确规定：“证券、期货投资咨询人员在报刊、电台、电视台或者其他传播媒体上发表投资咨询文章、报告或者意见时，必须注明所在证券、期货投资咨询机构的名称和个人真实姓名，并对投资风险作充分说明。证券、期货投资咨询机构向投资人或者客户提供的证券、期货投资咨询传真件必须注明机构名称、地址、联系电话和联系人姓名。”

从上述规定可以看出，披露所在机构名称和个人真实姓名，已经是我国现行法律规范明确要求，目前我国这方面的问题不是“无法可依”，而是“有法必依”和“执法必严”。

### （3）具体建议

综前所述，在制定对证券分析师“公开露面”的规范时，根据海外监管经验和我国已有的法律规定，我们建议：

(1) 明确何为“公开露面”，即对“公开露面”所涵盖的各种情形进行界定。

(2) 对可以“公开露面”的分析师范围进行明确界定。

(3) 明确规定分析师在公开露面时，除了参考现有规定，必须披露其真实姓名和所在机构外，还必须披露其从业资格情况。

(4) 明确规定违反公开露面规定的处罚措施、监管机构、追究启动程序与机制，使得类似“谭锡文股市黑嘴”类事件能够得到及时追查和处罚，以维护证券分析师的诚信形象，保护投资者特别是以分析师意见为重要投资参考来源的中小投资者对证券研究人员及其报告客观性、公正性和独立性的信心，从而促进整个证券市场稳定健康发展。

## 11. 披露标准

对于前文所述的分析师关联人交易、分析师所在机构财务权益和商业关系、分析师公开露面等披露事项的披露标准，我国现有法律规范中自然也没有相关规定。

国际证监会组织对信息隔离以及实际和潜在利益冲突规定的披露标准是：完整、及时、清楚、简洁、具体且突出。之所以规定这些标准，主要是国际证监会组织考虑到：在一些特定情形下，例如披露的内容难以理解；需披露信息被置于报告或文件内可能被读者忽略的地方；或仅仅用一般性措辞来列举某特定分析师或研究报告会不会面临或引发利益冲突等，这些情形下的“披露”实际上并不能实现披露的目的，而且限制了投资者获取充分信息进行投资选择的能力。因此，为使投资者能够从披露的信息中充分获益，对分析师及其所在机构强制施行完整、及时、清楚、简洁、具体和醒目的披露标准是必要的。

香港证监会对国际证监会组织要求的披露标准进行了稍微变通，规定了以下披露标准：清晰、准确、具体和具备足够的显眼程度，以及以适时和公平的方式发布。

在我国目前证券市场处于发展时期，诚信程度普遍较低的情况下，我们认为实行较为全面而严格的披露标准是必要的，因此我国监管部门在制定相关规范时，可考虑兼采国际证监会组织和香港证监会等的披露标准，即“完整、及时、清楚、简洁、具体、准确和醒目，并以适时和公平的方式发布”。

## 12. 书面监察程序

为确保信息隔离制度的有效实施，美国、日本和香港有关规则都规定，证券公司等必须建立、施行和维持一套设计合理的书面监管程序，以确保该机构及其雇员遵守信息隔离制度的相关规定。美国证券商交易协会还规定，协会会员机构的高级职员每年必须向协会证明该机构已经采取和实施了这些规则。

对此，我们也建议监管部门对证券公司等设立信息隔离的书面监管程序作出强制性规定，以保证前文提及的研究部门或分析师通过中间人（法律部或监察部）与投资银行部门进行间接沟通，以及汇报途径等措施真正得到贯彻实施，改变当前实践中普遍存在的将有关隔离制度仅停留于表面或徒具其形的非正常现象。

## 13. 处罚措施

对于违反信息隔离监管规范的处罚措施，规范制定机关不同，处罚权限不同，处罚措施自然也不会相同。证监会、证券业协会和证券交易所三者之间，无疑证监会享有的处罚权限最大，可以选择的处罚措施最多，处罚力度也最重；证券交易所作为带有一定行政监管职能的自律性组织，其处罚权限、处罚措施和处罚力度在三者之间居中；证券业协会作为比较纯粹的自律组织，主要依靠自律来对违法主体进行规范，处罚力度可能相对较弱。我们建议证监会、证券交易所和证券业协会分别根据各自的处罚权限和处罚措施，就不同的事由，规定相应的具体处罚措施。

## 附录：

1. 国际证监会组织（IOSCO）《处理卖方分析师利益冲突的原则声明》（中英文）
2. 纽约证券交易所（NYSE）规则 472（中英文）
3. 美国证券交易商协会（NASD）规则 2711（中英文）
4. 香港证监会（SFC）《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》  
第 16 段
5. 海外信息隔离监管规范具体规定对照比较表

附录 1：国际证监会组织《处理卖方证券分析师利益冲突的原则声明》<sup>28</sup>

## 国际证监会组织技术委员会

2003 年 9 月 25 日

## I. 导言

1. 正如国际证监会组织《证券监管的目标与原则》中所述，证券监管者的主要目标是保护投资者，确保市场的公平、有效和透明，以及降低系统性风险<sup>29</sup>。有关发行人和证券的信息能够及时而准确地流通，是实现上述目标的基础。然而，这些信息的数量可能会吓倒很多投资者。证券分析师则可通过对大量信息的致力分析，为投资者提供有价值的深入性见解。他们研究公司及行业，分析原始数据，并对是否买入、持有或卖出证券提供预测或建议。
2. 技术委员会认识到“卖方”分析师<sup>30</sup>——也就是受雇于提供全面服务的投资机构（如经纪交易商和投资银行）研究部门的证券分析师——特别可能面临利益冲突，从而损害他们向投资者提供独立的、没有偏见观点的能力。当然，需要面对这种利益冲突的决不只卖方分析师，本文中所阐发的概念同样可以用于其他区。但是，这些分析师在其组织中所扮演的多重角色，会给投资者保护方面带来特殊难题。实际上，这些情况将使研究变得不够公正，从而损害投资者，损害市场的公平性、效率性和透明度。
3. 由于对分析师利益冲突给投资者保护所带来难题的关注，技术委员会已经就分析师面临的利益冲突和证券监管者解决这些冲突所采用的方法进行了考察。技术委员会的审查结果摘要载于所附报告（《关于分析师利益冲突的报告》）内，该报告对分析师面临冲突的类型进行了概述，并载有就现行或将来为消除或控制这些冲突而设立的立法、监管及私营机构内部机制<sup>31</sup>。
4. 技术委员会发现，证券分析师的行为和专业水平通常由以下机构或组织管理和监督：（1）雇用分析师的机构；（2）自律组织（SRO）；（3）政府监管机构或其他被授权的证券监管机关；以及/或（4）专业协会。并不是所有司法管辖区内都设有上述 4 类监管模式。每一类别中有关机构或组织的监管程度也因司法管辖区的不同而变化，甚至在同一个人司法管辖区内，也会有所差别，视特定分析师的职位和职责而定。
5. 技术委员会还发现，最近不少监管机构、自律组织和专业协会已经拟定新法律、条例、规则或行业规范，计划解决这些利益冲突。其他司法管辖区也正在积极考虑是否采用新的指引或规定，以消除、控制或披露分析师利益冲突问题。
6. 有鉴于此，技术委员会的结论是：一套关于分析师利益冲突的国际证监会组织原则，对希望提高监管证券分析师水平的国际证监会组织成员而言，将是一种十分有价值的工具，该套原则也有助于监管措施等趋向一致。
7. 监管者、投资者、机构和分析师等的主要目标，是缔造这样一种环境：在该环境下，分析师为投资者提供的研究是客观、清晰、公正且没有误导性的。为有助于达成该目标，国际证监会组织技术委员会制定的原则集中于以下几点：
  - a. 识别、消除、避免、控制或披露分析师所面临的利益冲突；
  - b. 分析师及其研究的诚信度；和
  - c. 关于分析师面临实际和潜在利益冲突的投资者教育
8. 该原则意图解决关于分析师利益冲突的主要问题，其拟定的适用范围为适用于有分析师工作的所有成员。不过，技术委员会认识到国际证监会组织成员之间的法律和监管架构及市场特色各不相同，因此，国际证监会组织各成员应该根据它们各自的市场情况来调整这些原则的贯彻实施。

<sup>28</sup> 本中文译文仅供研究参考，如有疑义，请以英文版本为准。

<sup>29</sup> 见国际证监会组织：《证券监管的目标与原则》（1998 年 9 月）。

<sup>30</sup> 就本原则而言，“分析师”一词指的是卖方证券研究分析师。

<sup>31</sup> 见国际证监会组织技术委员会：《关于分析师利益冲突的报告》（2003 年 9 月）。

9. 该原则确定了努力建设严格健全监管制度的主要目标,以及在该制度中可能要予以关注的特殊领域。为确保包含于每项原则内的目标在实践中不被规避,应该制定解决分析师利益冲突的实施细则、行业规范和机构内部规则。
10. 技术委员会承认,解决分析师利益冲突没有“万全(one-size-fits-all)”之策,但技术委员会认为,为使该原则发挥作用,若干核心措施是必不可少的。这些核心措施拟适用于所有成员,无论它们的法律制度或市场发展水平如何。不过,正如下文所述,在这些核心措施如何实施方面,各成员可以根据自身特定的法律框架、立法权力和市场特色做相应变通。
11. 本声明还包括国际证监会组织成员为实现原则所述目标可以采用的补充措施的示例。与核心措施不同,这些措施没有必要适用于所有司法管辖区。相反,这些是希望机构、自律组织和监管者为实现该原则而予以考虑的、可根据自身市场和法律制度予以调整的补充措施。
12. 这些被称之为核心措施和其他措施的方案,是对政府和非政府监管者、自律组织和公司机构在实施每项原则时,为谋求实现特定目标而进行的概括性规定。因此,该原则、核心措施和其他规定原则如何实施的其他措施,自身都并非条例、规则、特定行业规范或机构内部规则。相反,对本原则和措施背后的目标和理念,应当在重视特定市场或法律制度如何运作的情况下,在采用条例、规则或行业规范时予以考虑。
13. 原则自身和本声明所述的措施并不试图面面俱到。相反,本声明反映的是技术委员会目前对分析师所面临利益冲突的类型及应如何予以解决的理解。技术委员会打算对这些原则和措施进行持续性地审查,并且在需要时予以修订。
14. 虽然这些原则及其实施机制集中在卖方分析师的行为,但对于其他类型证券分析师而言,这些原则与机制有不少可以同样适用。
15. 国际证监会组织技术委员会还计划就这些规则在其成员中的实施情况进行监督。

## II 原则

正如技术委员会在《关于分析师利益冲突的报告》中所述,分析师面临的实际和潜在利益冲突会因所属司法管辖区、甚至所在机构的不同而不同,但是,技术委员会认为至关重要,解决这些冲突需要具备能够消除或控制利益冲突的机制。因此,证券监管者、自律组织或机构,应当分析其所存在利益冲突的类型,并采取能够消除、限制、控制或披露这些冲突的措施。

这些措施的形式必须与当地市场情况和每个成员司法辖区内的法律制度相适应。监管者、自律组织或公司机构可以根据自身情况,决定哪些冲突通过限制或禁止来控制更好,其他冲突通过披露解决更佳。他们同样可以决定一些冲突只能通过监管规则解决。而在其他情况下,根据冲突的性质,它们最好通过公司机构内部机制解决,并且公司需负责保证对某项被确认冲突的处理要符合市场监管者的要求。所以,解决分析师利益冲突的机制可以采用下列形式:

- 政府法规;
- 由独立非政府法定监管者施行的监管规章;
- 由自律性组织施行的约束性规则;或
- 得到严格适用和执行的行业行为规范。

无论被采用的用以消除、避免、控制或披露分析师利益冲突的机制具体如何,下述确定整个监管制度中主要监管领域的原则应当被列明:

### 1. 分析师的交易和财务权益(financial interest)

*原则1:应该建立机制,使分析师的交易行为或财务权益不会影响其研究和建议。*



分析师向投资者提供关于公众发行人证券的研究与建议。只要这些建议影响投资者所作的决策，分析师就可能面临利益冲突。一位其研究与意见受到广泛重视的分析师，能够通过他/她的建议影响证券价格。如果一位分析师在他/她所研究的发行人中具有财务权益，这一利益可能与分析师提供清晰而公正的研究以准确反映其所相信的该发行人真正财务状况的能力产生冲突。因此，各成员应该意识到这种利益冲突，并考虑解决它的办法。

### 核心措施

国际证监会组织技术委员会认为，以下是旨在避免分析师研究与建议受其财务权益或交易行为损害的核心措施：

- 禁止分析师以与其公开建议相反的方式交易其所研究的发行人的证券或相关衍生产品，但已经监察或法律部门提前批准的特殊情况除外；
- 如果分析师担任某发行人的高级职员（officers）、董事或监事会成员，则禁止该分析师将对此发行人进行研究，并要求对与分析师有关或关联的个人所具有的上述关系进行披露；或者可采取另一个替代方案：如果分析师或与其有关或具有关联关系的个人，担任某发行人的高级职员、董事或监事会成员，则要求研究领域涵盖该发行人的分析师进行披露；
- 在分析师发表关于有关证券发行人的研究报告之前，禁止其就该证券或相关衍生产品进行交易；以及
- 如果分析师对其所研究的发行人具有投资身份，或以其他方式与发行人具有财务权益，则要求分析师及雇用该分析师的公司或机构对此进行公开披露。

### 其他措施

下列补充措施对国际证监会组织各成员而言，可能适合也可能不适合，但仍然值得考虑：

- 禁止分析师交易其所研究的发行人和/或行业的股票或相关衍生产品；以及
- 强制施行“持有期（holding period）”制度，禁止分析师在其研究报告发布之前和之后交易。

## 2. 公司机构的财务权益和商业关系

*原则 2.1：应该建立机制，使分析师的研究与建议免受所在机构交易行为或财务权益的影响。*

在机构能够影响所雇用分析师研究或建议的情况下，这些机构的财务权益或商业关系便可能引发利益冲突。雇用分析师的机构可能涉及多种业务、投资或实务，这些事项都可能因其分析师发布对其有利的研究或建议而得益。机构亦经常交易其分析师所研究的发行人的证券。在这种情况下，分析师可能会感受到压力或者有动力发表对其雇主有利的带偏见的研究报告或建议。证券监管者应该意识到这种可能性，并考虑解决这种利益冲突的办法。

### 核心措施

国际证监会组织技术委员会认为，以下是旨在保护分析师的研究与建议免受所在机构财务权益或交易行为影响的核心措施：

- 如果分析师所在机构是分析师所研究的发行人股票的做市商，或者机构对该发行人具有重大财务权益，则要求分析师或雇用分析师的机构对此进行公开披露；

- 如果被分析师所在机构雇用的或与该机构有关联关系的个人，在分析师所研究的发行人中担任高级职员、董事或监事会成员，则要求分析师或雇用分析师的机构对此进行公开披露；以及
- 在分析师发表关于证券发行人的研究报告之前，禁止其所在机构对该证券或相关衍生产品进行不当交易。

### 其他措施

下列补充措施对国际证监会组织各成员而言，可能适合也可能不适合，但仍然值得考虑：

- 如果分析师所在机构有人士在某发行人中担任高级职员、董事或监事会成员，则禁止分析师的研究范围涵盖该发行人；以及
- 要求分析师及/或其所在机构在一定期间后，向监管者、自律组织或独立监管机关提交他们的研究报告，或者公开披露他们的研究报告。

*原则 2.2：应该建立机制，使分析师的研究与建议免受所在机构商业关系的影响。*

很多情况下，雇用分析师的机构同时向分析师所研究的发行人提供投资银行或其他服务。同样，对发行人承诺给予有利的研究评论，以鼓励发行人选择某特定机构的服务——分析师的利益冲突由此而生。不过，这种冲突的性质可能变化性相当大，取决于商业关系的类型。

### 核心措施

国际证监会组织技术委员会认为，以下是旨在保护分析师的研究与建议免受所在机构商业关系影响的核心措施：

- 在分析师与机构其他部门之间建立严格而健全的信息隔离制度，以限制潜在的利益冲突，并避免机构其他人员试图对分析师的研究进行影响；
- 禁止雇用分析师的机构向发行人承诺发布对后者有利的研究报告、特定评级或特定的目标价格，以作为日后建立或保持商业关系、服务或投资的回报；以及
- 禁止分析师参与投资银行的推销和路演活动。

### 其他措施

下列补充措施对国际证监会组织各成员而言，可能适合也可能不适合，但仍然值得考虑：

- 如果分析师所在机构正在谋求或已经与分析师所研究的发行人建立了投资银行关系，则要求分析师或其所在机构对此进行公开披露；
- 强制施行“静默期（quiet periods）”制度，该期间为紧接由分析师所在机构包销或管理的证券发行活动之前和之后的一段期间，在此期间内，分析师不能发表关于该证券发行人的研究报告。
- 要求分析师披露他们研究发行人时对研究对象的选择标准，并且一旦停止对某发行人的研究，要及时作出公告；以及
- 要求分析师宣誓证实他们在研究报告和/或公开场合发表的意见和提出的建议，实际都是其个人所持观点。

## 3. 分析师的汇报途径和薪酬

*原则3：关于分析师汇报途径及其薪酬安排的机制，应该能够消除或严格限制实际和潜在的利益冲突。*

在很多司法管辖区内，分析师实际和潜在的利益冲突，源自于其所在机构的薪酬方式和汇报机制。投资大众有权利期望分析师提供客观的建议。当分析师的晋升或奖金高低，取决于他/她推动所在机构投资银行业务或包销股份的能力时，其客观性就可能受到损害，因为此时分析师的利益与投资大众的利益是不一致的。汇报和薪酬机制会对分析师带来不同程度的利益冲突；在一些司法管辖区内，分析师大都是受薪雇员，无需向所在机构研究部门外的其他任何人员汇报。但是，鉴于汇报途径和薪酬安排可能会引发直接利益冲突，因此监管者应该对冲突来源给予特别注意，并在其存在的情况下，建立相应管理、限制或披露利益冲突的机制。

### 核心措施

国际证监会组织技术委员会认为，以下是构建分析师薪酬和汇报机制以消除或严格限制实际和潜在利益冲突所必需的核心措施：

- 禁止分析师向投资银行部门汇报；
- 禁止分析师的薪酬与特定投资银行交易直接挂钩；
- 机构内部要采取机制以确保汇报途径和薪酬架构能够保护分析师的独立性；以及
- 禁止投资银行部门预先批准分析师的研究报告或建议，例外情况是在监察或法律部门人员监督下，投资银行部门人员可在研究报告发表前，就其事实准确性进行审查。

### 其他措施

下列补充措施对国际证监会组织各成员而言，可能适合也可能不适合，但仍然值得考虑：

- 要求分析师或雇用分析师的机构披露如何确定分析师的薪酬及其研究的汇报对象；
- 如果分析师所受薪酬全部或部分基于投资银行收入，则要求分析师或雇用分析师的机构对此进行披露；以及
- 禁止分析师参与投资银行活动。

## 4. 机构的监察制度与高管（Senior Management）责任

*原则4：雇用分析师的机构应该建立书面的内部程序或监控措施，以识别、控制或披露分析师实际和潜在的利益冲突。*

监管者、自律组织和行业协会的规定，并不能解除机构本身通过其内部机制积极识别和解决可能影响其分析师研究和投资建议的利益冲突的责任。同机构内部所有程序和监控措施一样，用以识别和消除、控制或披露分析师利益冲突的书面内部程序和监控措施，也由高管对其适当性和执行实施承担最终责任。

机构用以解决这些潜在冲突的机制会因机构规模和活动的差异而有所不同。其中一些机制可能是机构自愿采用的，而其他机制则可能是遵循监管者、自律组织或行业协会的要求而建立的。

### 核心措施

国际证监会组织认为，以下是建立用以识别、控制或披露分析师实际和潜在利益冲突的书面内部程序或监控措施所必需的核心措施：

- 要求雇用分析师的机构具备解决分析师实际和潜在利益冲突的书面内部程序。

## 5. 外部影响

*原则5：发行人、机构投资者及其他外部力量对分析师的不当影响应当予以消除或控制。*

证券分析师提供的评论（reviews）往往对发行人和大股东利害攸关，因为这些研究评论能够激励或阻止投资者购买或出售某公司的股份。这些外部力量有可能试图通过各种途径对分析师施加压力，使其做出对自己有利的建议，这些途径包括金钱贿赂，拒绝为分析师提供已提供给分析师竞争对手的重要信息等。在一些情况下，这种压力可被视为某种形式的欺诈和/或市场操纵。

### 核心措施

国际证监会组织技术委员会认为，以下是消除或控制外部力量不当影响的核心措施：

- 要求分析师或其所在机构公开披露发行人或其他第三方是否对研究报告提供了任何相关酬金或其他好处；以及
- 除非经法律或条例特别准许，否则禁止发行人向某个分析师而非其他分析师们选择性披露实质性信息。

### 其他措施

下列补充措施对国际证监会组织各成员而言，可能适合也可能不适合，但仍然值得考虑：

- 要求分析师或其所在机构按照标准内部程序，广泛并/或同时传播（disseminate）其研究报告；
- 要求分析师或其所在机构披露传播研究报告的政策和程序；以及
- 禁止分析师接受，或者要求分析师公开披露从所研究的发行人、机构投资者或其他外部力量那里收取的任何单独的酬金。

## 6. 披露的明确性、具体性和显著性

*原则6：对实际和潜在利益冲突的披露应当完整、及时、清楚、简洁、具体而突出。*

只要分析师面临利益冲突，该冲突的全部情况就应该及时向可能依赖这些分析师所提供的建议或研究的投资者进行披露。披露内容、如何披露以及披露方式，将根据市场性质和特定司法管辖区内法律法规的差异，以及分析师提供建议通过的媒介（如将研究报告提供给客户、互联网、公众场合等）的不同而有所区别。

不过，在某些情况下，如果披露的内容难以理解，或者将披露信息置于报告或文件内可能被读者忽略的地方，那么这种对实际和潜在利益冲突的披露可能同样是不适当的。与此相似，披露可能用一般性措辞来仅仅列举出某特定分析师、报告或状况可能会或不会面临的各种可能冲突。技术委员会相信，某些类型的“披露”实际上并不能实现规定的透明度目标，而

且限制了投资者通过获取充分信息进行选择的能力。因此，技术委员会认为，对分析师及其所在机构强制施行的披露应当是完整、及时、清楚、简洁、具体的，且披露的方式应当是醒目的，从而使投资者得以从披露的信息中充分获益。

## 7. 诚信和道德行为 ( Integrity and Ethical Behavior )

### *原则7：分析师应当保持高度的诚信水平*

投资者期望分析师是称职而诚实的。关于诚实的规定有助于减少分析师面临利益冲突时产生动摇的可能性。对分析师发挥作用至关重要，他们所传播的分析和建议应该建立在公正合理的基础之上。

### *核心措施*

国际证监会组织技术委员会认为，以下是谋求分析师保持高水平诚信的核心措施：

- 要求分析师和/或其所在机构承担诚实公正服务客户的全面法律义务；以及
- 禁止分析师和/或其所在机构以误导或欺骗方式行事。

### *其他措施*

下列补充措施对国际证监会组织各成员而言，可能适合也可能不适合，但仍然值得考虑：

- 实行“适合与适当 ( fit and proper ) ”要求，或以其他方式无限期地或在一定期间内禁止有犯罪记录或诚信明显受损的人员受雇担任分析师；
- 要求分析师参加测试其法律责任和道德义务知识的定期考试；
- 公开分析师的纪律记录；
- 要求分析师在分发给投资者的研究报告中披露他们的专业资格；
- 要求分析师在通过媒体对发行人进行评论或推荐证券时，披露其真实姓名和从业许可状况；
- 要求分析师在提供建议时，对其所用术语予以详细说明；
- 要求分析师在规定时间内，对其所提供的不同类型建议（如“买入”、“持有”或“卖出”）的次数，用细目比较表（以百分比或比例形式）方式进行披露；
- 要求分析师对以往预测的目标价格同有关证券自预测日后一段时间内的实际价格对比进行披露；以及
- 要求分析师的研究报告中，必须包含有关作为分析师建议基础的各种假设的讨论，报告同时须包含敏感性分析，以帮助投资者理解这些假设的变化将可能如何影响分析师的结论。

## 8. 投资者教育

### *原则8：在控制分析师利益冲突方面，投资者教育应该发挥重要作用*

在针对控制分析师冲突的所有监管方案中，使投资者意识到这种冲突是各方案中必不可少的构成部分。特别是应当鼓励投资者在确定某项投资是否符合自身财务状况时，不应只依赖分析师的建议。投资者教育的还可围绕使投资者认识到所在司法管辖区内的披露规则这一点展开，从而使他们能够更好地进行调查并就潜在的偏差和利益冲突作出更好的估计。

有效的投资者教育计划可由监管者和政府、行业协会及非营利性消费者和投资者团体实施。证券监管者能够通过各种途径（包括网站和公众服务项目扩大计划）推动关于分析师利

益冲突的投资者教育。非营利性消费者和投资者教育团体与大众媒体经常能够接触广泛层面的潜在投资者。投资者教育计划可以独立进行，也可以与其他团体合作共同筹办。鉴于上述团体的特性，在告知投资者分析师面临的利益冲突方面，监管者可以谋求这些组织的支持与协助。

# **IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-side Securities Analyst Conflicts of Interest**

**The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions**

25 September 2003

## **I. INTRODUCTION**

1. The primary objectives of securities regulators, as described in IOSCO's Objectives and Principles of Securities Regulation, are protecting investors, ensuring that markets are fair, efficient and transparent, and reducing systemic risk<sup>32</sup>. The flow of timely and accurate information about issuers and securities is fundamental to achieving these objectives. However, the volume of this information can be daunting to many investors. Securities analysts can provide valuable insights to investors trying to make sense of a wide range of information. They study companies and industries, analyze raw data, and may make forecasts or recommendations about whether to buy, hold or sell securities.

2. The Technical Committee recognizes that "sell-side" analysts<sup>33</sup>, in particular — *i.e.*, securities analysts employed by the research departments of full-service investment firms such as broker-dealers and investment banks — can face conflicts of interest that may compromise their abilities to offer investors independent, unbiased opinions.

Sell-side analysts are by no means alone in facing such conflicts of interest and concepts developed in this work could be used in other areas. But the multiple roles these analysts may play within their organizations can pose special problems with respect to investor protection. Indeed, they can result in biased research that harms investors and undermines the fairness, efficiency and transparency of markets.

3. Because of concerns that analyst conflicts of interest pose problems for investor protection, the Technical Committee has examined the conflicts of interest analysts face and the methods securities regulators rely on to address these conflicts. The Technical Committee's review is summarized in the attached report (the "Report On Analyst Conflicts Of Interest") that outlines the types of conflicts of interest analysts face, along with the legislative, regulatory and private-sector mechanisms in place or contemplated to eliminate or manage these conflicts<sup>34</sup>.

4. The Technical Committee found that, generally, the conduct and professionalism of securities analysts is monitored and supervised by (1) the firms that employ analysts, (2) self-regulatory organizations (SROs), (3) government regulators or other authorized securities regulatory authorities, and/or (4) professional associations. Not all of these four types of oversight are present in all jurisdictions, and the degree of oversight conducted by each of these types of bodies varies by jurisdiction and even within a given jurisdiction, depending on the positions and duties of a particular analyst.

5. The Technical Committee also found that a number of regulators, SROs, and professional associations have recently proposed new statutes, regulations, rules or codes designed to address these conflicts. Other jurisdictions are actively considering whether to adopt new guidelines or requirements to eliminate, manage or disclose analyst conflicts of interest.

6. Given such activity, the Technical Committee has concluded that a set of IOSCO principles regarding analyst conflicts of interest would be a valuable tool for IOSCO jurisdictions wishing to improve their oversight of securities analysts and would assist in the convergence of regulatory approaches.

7. A primary objective for regulators, investors, firms and analysts alike is an environment where research produced by analysts for clients is objective, clear, fair and not misleading. To help achieve this objective, the principles developed by IOSCO's Technical Committee focus on:

a. The identification and elimination, avoidance, management or disclosure of conflicts of interest faced by analysts;

<sup>32</sup> See IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation* (September 1998).

<sup>33</sup> For the purposes of these Principles, the term "analyst" refers to sell-side securities research analysts.

<sup>34</sup> See IOSCO Technical Committee, *Report On Analyst Conflicts Of Interest* (September 2003).

- b. The integrity of analysts and their research; and
- c. The education of investors concerning the actual and potential conflicts of interest analysts face.
8. The principles are intended to address the key issues regarding analyst conflicts of interest. They are designed to apply to all jurisdictions where analysts operate. However, the Technical Committee is cognizant that legal and regulatory structures and market characteristics vary among IOSCO jurisdictions. Consequently, IOSCO jurisdictions should tailor implementation of these principles to their own markets.
9. These principles identify key objectives that a robust system of oversight will strive to achieve and particular areas on which such a system may focus. Specific regulations, codes of conduct and internal firm rules addressing analyst conflicts of interest should be designed to ensure that objectives contained within each principle are not circumvented in practice.
10. While the Technical Committee recognizes that there is no “one-size-fits-all” approach to addressing analyst conflicts of interest, the Technical Committee agrees that certain core measures are critical to give effect to these principles. These core measures are intended to apply in all jurisdictions, regardless of their legal systems or level of market development. However, as noted below, jurisdictions may vary in how the core measures are implemented, with each jurisdiction taking into consideration its particular legal framework, legislative powers, and market characteristics.
11. The Statement also includes examples of additional measures IOSCO jurisdictions might adopt to give effect to the goals laid out in the principles. Unlike the core measures, these measures are not necessarily intended for all jurisdictions. Rather, these are additional measures that firms, SROs or regulators may wish to consider in giving effect to the principles, tailored according to each market and legal system.
12. The approaches described as core measures and other measures are broad descriptions of specific objectives government and non-government regulators, SROs and firms should seek to achieve in implementing each principle. Consequently, neither the principles nor the core measures and other measures describing how the principles are given effect are designed themselves to serve as regulations, rules, specific codes of conduct or internal firm rules. Rather, the objectives and concepts underlying the principles and measures should be considered in adopting regulations, rules or codes of conduct in ways that take into account how a particular market or legal system functions.
13. The principles themselves and the measures described in this Statement are not intended to be all-inclusive. Rather, this Statement reflects the current understanding of the Technical Committee of the types of conflicts of interest analysts face and how these conflicts can be addressed. The Technical Committee intends to review these principles and measures on an ongoing basis and revise them if need be.
14. Although focusing on the activities of sell-side analysts, many of these principles and mechanisms for implementing the principles may be equally applicable to other types of securities analysts.
15. The IOSCO Technical Committee also intends to monitor implementation of these principles among its members.

## II. PRINCIPLES

As noted in the Technical Committee’s Report on Securities Analysts, the actual and potential conflicts of interest analysts face differ from jurisdiction to jurisdiction, and even from firm to firm. However, the Technical Committee agrees that, as a fundamental matter, addressing these conflicts requires mechanisms that eliminate or manage the conflicts of interest. Consequently, securities regulators, SROs or firms, as appropriate, should analyze the types of conflicts of interest that exist and adopt measures that eliminate, limit, manage or disclose these conflicts.

The form these measures take must be tailored according to local market circumstances and each jurisdiction’s legal system. Depending on their own circumstances, regulators, SROs or firms may decide that some conflicts are better managed through limitations or prohibitions, while others are better addressed through disclosure. Likewise, they may decide that some conflicts of interest can only be managed through regulatory requirements. In other cases, the nature of a conflict may be best addressed through internal firm mechanisms, with the firm responsible for ensuring that a recognized conflict is addressed to the satisfaction of regulators or the market. As a result, mechanisms for addressing analyst conflicts of interest may take the form of:

- Government regulation;



- Regulations imposed by an independent, non-governmental statutory regulator;
- Binding rules imposed by an SRO; or
- Industry codes of conduct that are strictly applied and enforced.

Regardless of the specific mechanism employed to eliminate, avoid, manage or disclose analyst conflicts of interest, the following principles identify key areas that the overall oversight system should address.

### **1. Analyst Trading and Financial Interests**

*Principle 1: Mechanisms should exist so that analysts' trading activities or financial interests do not prejudice their research and recommendations.*

Analysts provide investors with research and recommendations regarding the securities of public issuers. Analysts can face a conflict of interest insofar as these recommendations influence the decisions investors make. An analyst whose research and opinions are widely respected can affect the price of a security through his or her recommendations. If an analyst has a financial interest in an issuer that he or she reviews, this interest may conflict with the analyst's ability to provide clear and unbiased research accurately reflecting what the analyst believes is the issuer's true financial prospects. Consequently, jurisdictions should be aware of this conflict of interest and consider approaches to address it.

#### *Core Measures*

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures aimed at preventing analysts' research and recommendations from being prejudiced by their financial interests or trading activities:

- Prohibiting analysts from trading in securities or related derivatives of an issuer they review in a manner contrary to their outstanding recommendations, except in special circumstances subject to pre-approval by compliance or legal personnel;
- Prohibiting analysts from covering an issuer, where the analyst serves as an officer, director or member of the issuer's supervisory board and requiring disclosure of any such relationship involving individuals related to or associated with the analyst; in the alternative, requiring analysts covering an issuer to disclose if they, or individuals related to or associated with them, serve as officers, directors or members of the issuer's supervisory board;
- Prohibiting analysts from trading securities or related derivatives ahead of publishing research on the issuer of those securities; and,
- Requiring analysts or firms employing the analysts to publicly disclose if the analysts have investment positions or otherwise have financial interests in issuers that the analysts review.

#### *Other Measures*

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Prohibiting analysts from trading in the securities or related derivatives of issuers and/or industries they review; and,
- Mandating a "holding period" for analyst trading prior to and after issuance of an analyst report.

### **2. Firm Financial Interests and Business Relationships**

*Principle 2.1: Mechanisms should exist so that analysts' research and recommendations are not prejudiced by the trading activities or financial interests of the firms that employ them.*

The firms that employ analysts may have financial interests or business relationships that present conflicts of interest insofar as these firms influence the research or recommendations of their analysts. Firms that employ analysts may be involved in a variety of businesses, investments or practices that may benefit from favorable research or recommendations issued by the analysts they employ. They also frequently trade securities of the issuers their analysts cover. Depending on the circumstances, these analysts may feel pressure or have an incentive to issue research or recommendations biased in favor of their employers' interests. Securities regulators should be aware of this possibility and consider approaches to addressing these conflicts of interest.

#### *Core Measures*

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures aimed at protecting analysts' research and recommendations from being prejudiced by the financial interests or trading activities of the firms that employ the analysts:

- Requiring analysts, or firms employing analysts, to publicly disclose if an analyst's firm makes a market for securities of an issuer that the analyst reviews or if the firm has a significant financial interest in the issuer;

- Requiring analysts or the firms employing analysts to publicly disclose if individuals employed by or associated with the firm serve as officers, directors, or members of the supervisory board of an issuer that the analysts review; and,
- Prohibiting firms that employ analysts from improperly trading securities or related derivatives ahead of the analyst publishing research on the issuer of those securities.

#### *Other Measures*

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Prohibiting analysts from covering an issuer in which members of the analyst’s firm serve as officers, directors or members of the supervisory board; and,
- Requiring analysts and/or the firms that employ them, to file with a regulator, SRO or independent authority or otherwise publicly disclose their research reports after a period of time has passed.

*Principle 2.2: Mechanisms should exist so that analysts’ research and recommendations are not prejudiced by the business relationships of the firms that employ them.*

In many cases, the firms that employ analysts also provide investment banking or other services to the issuers that the analysts cover. As such, the promise of favorable reviews may encourage an issuer to engage the services of a particular firm — creating a conflict of interest for the analyst. The nature of such conflicts, however, can vary considerably, depending on the type of business relationship.

#### *Core Measures*

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures aimed at preventing analysts’ research and recommendations from being prejudiced by the business relationships of the firms that employ them:

- Establishing robust information barriers between analysts and a firm’s other divisions in order to limit the potential for conflicts of interest and prevent other individuals in the firm from attempting to influence analysts’ research;
- Prohibiting firms that employ analysts from promising issuers favorable research coverage, specific ratings, or specific target prices in return for a future or continued business relationship, service or investment; and,
- Prohibiting analysts from participating in investment banking sales pitches and road shows.

#### *Other Measures*

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Requiring analysts or the firms that employ analysts to publicly disclose if an analyst’s firm is seeking, has, or recently has had an investment banking relationship with an issuer that the employer reviews;
- Mandating “quiet periods” immediately before and after a securities offering underwritten or managed by an investment firm employing an analyst, during which time the analyst may not publish research reports about the issuer;
- Requiring analysts to disclose the selection criteria for the issuers they cover and to give notice promptly of cessation of coverage of an issuer; and,
- Requiring analysts to certify under oath that the opinions they express and recommendations they make in research reports and/or public appearances are, in fact, the opinions they themselves hold.

### **3. Analysts’ Reporting Lines and Compensation**

*Principle 3: Reporting lines for analysts and their compensation arrangements should be structured to eliminate or severely limit actual and potential conflicts of interest.*

In many jurisdictions, actual and potential conflicts of interest arise for analysts because of the manner of compensation and reporting structure within their firms. The investing public has a right to expect objectivity in analysts’ recommendations. Where an analyst’s likelihood for promotion or financial bonus depends on his or her ability to promote the firm’s investment banking business or promote shares that the analyst’s employer has underwritten, objectivity may be compromised because the analyst’s interests and those of the investing public diverge. The degree to which reporting and compensation structures present conflicts of interest for analysts varies considerably; in some jurisdictions, analysts are largely salaried employees and do not report to anyone outside the firm’s research department. However, given the direct conflict of

interest that reporting lines and compensation arrangements may pose, regulators should be particularly aware of the source of conflict, and, where it exists, establish mechanisms to manage, limit or disclose it.

#### *Core Measures*

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures necessary to structure analyst compensation and reporting arrangements to eliminate or severely limit actual and potential conflicts of interest:

- Prohibiting analysts from reporting to the investment banking function;
- Prohibiting analyst compensation from being directly linked to specific investment banking transactions;
- Adopting mechanisms within firms to safeguard reporting line and compensation structures to protect analysts' independence; and,
- Prohibiting the investment banking function from pre-approving analyst reports or recommendations, except in circumstances subject to oversight by compliance or legal personnel where investment banking personnel review a research report for factual accuracy prior to publication.

#### *Other Measures*

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Requiring analysts or the firms employing analysts to disclose how the analysts they employ are compensated and to whom the analysts report;
- Requiring analysts or the firms employing analysts to disclose if an analyst receives compensation that is based, in whole or in part, on the firm's investment banking revenues; and,
- Prohibiting analysts from participating in investment banking activities.

### **4. Firms' Compliance Systems and Senior Management Responsibility**

*Principle 4: Firms that employ analysts should establish written internal procedures or controls to identify and eliminate, manage or disclose actual and potential analyst conflicts of interest.*

Requirements imposed by regulators, SROs and industry associations do not discharge firms from their own responsibilities to actively identify and address, through their own internal mechanisms, the conflicts of interest that may influence the research and recommendations made by the analysts they employ. As with all procedures and controls within a firm, senior management bears ultimate responsibility for the adequacy and enforcement of written internal procedures and controls designed to identify and eliminate, manage or disclose analyst conflicts of interest.

The mechanisms firms can employ to address these potential conflicts will vary according to the size and activities of the firm. Some of these mechanisms may be voluntarily adopted, while others may be required by regulators, SROs or industry associations.

#### *Core Measures*

The IOSCO Technical Committee believes the following is a core measure necessary to establish written internal procedures or controls to identify and eliminate, manage or disclose actual and potential analyst conflicts of interest:

- Requiring firms that employ analysts to have written internal procedures for addressing actual and potential analyst conflicts of interest.

### **5. Outside Influence**

*Principle 5: The undue influence of issuers, institutional investors and other outside parties upon analysts should be eliminated or managed.*

Issuers and large shareholders often have a deep interest in the reviews provided by securities analysts because these reviews can encourage or dissuade investors from purchasing or selling shares of a company. These outside parties may try to pressure an analyst into making a favorable recommendation through a variety of means, ranging from monetary bribes to refusing to provide the analyst with key information provided to the analyst's competitors. In some cases, such pressure may be viewed as a form of fraud and/or market manipulation.

#### *Core Measures*

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures to eliminate or manage the undue influence of outside parties:

- Requiring that analysts, or the firms that employ analysts, publicly disclose whether the issuer or other third party provided any compensation or other benefit in connection with a research report; and,

- Prohibiting issuers from selectively disclosing material information to one analyst and not other analysts, except as specifically permitted by law or regulations.

#### *Other Measures*

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Requiring analysts or the firms that employ analysts to broadly and/or simultaneously disseminate their research reports according to standard internal procedures;
- Requiring analysts or the firms that employ analysts to disclose their policies and procedures for disseminating research reports; and,
- Prohibiting analysts from accepting, or requiring analysts to publicly disclose, any separate compensation they receive from issuers they review or from institutional investors or other outside parties.

### **6. Clarity, Specificity and Prominence of Disclosure**

*Principle 6: Disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.*

Insofar as analysts face conflicts of interest, the complete nature of these conflicts should be disclosed, in a timely fashion, to investors who might rely on the recommendations or research these analysts provide. What, how and in what form these disclosures are made will vary according to the nature of the market and the laws and regulations of a particular jurisdiction, as well as the media by which the analyst makes a recommendation (e.g., research report provided to clients, the Internet, public appearances, etc.) In some cases, however, even disclosures of actual and potential conflicts of interest may be inadequate if the disclosures are difficult to understand or provided in areas of a report or document likely to be overlooked by readers. Similarly, disclosures may use generic language that merely lists a variety of possible conflicts that may or may not apply to the particular analyst, report or circumstance. The Technical Committee believes that certain types of “disclosures” actually defeat the purpose of transparency requirements and limit investors’ abilities to make informed choices. Consequently, the Technical Committee believes disclosures mandated of analysts and firms employing analysts should be complete, timely, clear, concise, specific and made in a prominent manner so that investors obtain the full benefit of the information provided.

### **7. Integrity and Ethical Behavior**

*Principle 7: Analysts should be held to high integrity standards.*

Investors expect analysts to be both competent and honest. Requirements for honesty lessen the potential that analysts will be swayed by the conflicts of interest they may face. Fundamental to the analyst function is that analysts should have a reasonable basis for the analyses and recommendations they disseminate.

#### *Core Measures*

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures designed to hold analysts to high standards of integrity:

- Imposing general legal obligations on analysts and/or the firms that employ analysts to act honestly and fairly with clients; and,
- Prohibiting analysts and/or the firms that employ analysts from acting in ways that are misleading or deceptive.

#### *Other Measures*

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Imposing “fit and proper” requirements or otherwise prohibiting individuals with criminal records or demonstrably compromised integrity from being employed, indefinitely or for a period of time, as analysts;
- Requiring analysts to take periodic examinations designed to test analysts’ knowledge of their legal and ethical duties;
- Making public analysts’ disciplinary records;
- Requiring analysts to disclose their professional credentials in research reports distributed to investors;
- Requiring analysts to disclose their real names and license status when making comments on issuers or recommending securities via the media;
- Requiring analysts to define the terms they use when making recommendations;

- Requiring analysts to disclose a breakdown comparison (in percentage or proportion terms) of the number of the different types of recommendations (e.g., “buy”, “hold”, or “sell”) they make over a given time period;
- Requiring analysts to disclose a comparison of the target price forecasted in the past versus the actual price of a covered security over a period of time from the date of the forecast; and,
- Requiring analysts to include in their reports a discussion of the assumptions underlying their recommendations and a sensitivity analysis to help investors understand how changes to these assumptions may affect the analysts’ conclusions.

#### **8. Investor Education**

*Principle 8: Investor education should play an important role in managing analyst conflicts of interest.*

An essential element of any regulatory approach towards managing analysts’ conflicts is making investors aware of such conflicts. In particular, investors should be encouraged not to rely solely on an analyst’s recommendations to confirm that a particular investment is appropriate for their own financial circumstances. Investor education can also focus on making investors aware of the disclosure rules in their own jurisdiction so that they can better conduct their research and evaluate potential biases and conflicts of interest. Effective investor education programs can be instituted by regulators and governments, industry associations, and nonprofit consumer and investor groups. Securities regulators can promote investor education about actual and potential analyst conflicts of interest through a variety of methods, including websites and public outreach programs. Nonprofit consumer and investor education groups and the popular media frequently can reach a broad audience of potential investors. Such programs may be independent projects or joint projects coordinated with other groups. Depending on the nature of these groups, regulators can often enlist their support in informing investors about the conflicts of interest analysts may face.

附录 2：纽约证券交易所规则 472：公众沟通<sup>35</sup>

## 目录

- (a) 关于沟通和研究报告的审批
- (b) 投资银行、研究部门和目标公司的关系与沟通
- (c) 书面程序
- (d) 沟通的持续性
- (e) 对关联人交易证券的限制
- (f) 对会员或会员机构发布研究报告和在公开场合露面的限制
- (g) 禁止提供对发展业务有利的研究
- (h) 对研究分析师酬金的限制
- (i) 适用于所有沟通的一般标准
- (j) 沟通的具体标准
- (k) 披露
- (l) 其他沟通行为
- (m) 小机构的例外

**(a) 关于沟通和研究报告的批准**

- (a)(1) 会员机构广泛散发给客户或公众的每则广告、商情报告书、销售印刷品或其他类似类型的沟通工具，必须事先经过根据规则 342 (b)(1) 规定而任命的某位联合会员 (allied member)<sup>36</sup>、监管分析师 (supervisory analyst) 或有资格人士的批准。
- (2) 研究报告必须事先经过本交易所依据规则 344 规定所接受的监管分析师批准。如果监管分析师在技术上不具备关于某特定产品专业知识，报告中所载的基本分析可由机构任命的该产品专家共同批准。在会员机构没有符合本交易所资格要求的负责人或雇员来批准研究报告的情况下，报告必须通过两会员机构之间的安排，由另一会员机构具备资格的监管分析师加以批准。

**(b) 投资银行、研究部门和目标公司的关系与沟通**

- (b)(1) 研究分析师不受会员机构投资银行部门中任何雇员的监督或控制，从事投资银行活动的人员不得控制或对研究分析师的酬金评估施加任何影响。
- (2) 研究报告公布之前，投资银行部门人员不得对报告进行审核 (review or approve)，除法律或监察部门人员外，会员机构其他任何对投资研究不直接负责的人员 (“非研究人员”) 也同样不得提前对报告进行审核。
- (3) 只有为了核实研究报告内信息的真实准确性，或为了识别可能存在的潜在利益冲

<sup>35</sup> 本中文译文仅供研究参考，如有疑问，请以英文版本为准。

<sup>36</sup> 译者注：联合会员是指 NYSE 会员机构的股东或合伙人，根据 NYSE 规则，联合会员不得在交易大厅进行交易。

突，非研究人员才可以在研究报告公布前对其进行审查，条件是：

- (3)(i) 非研究人员和研究人员之间任何有关研究报告内容的书面沟通，必须通过法律或监察部门人员进行或复制给法律或监察部门人员由其负责传送；以及
- (ii) 非研究人员和研究人员之间任何有关研究报告内容的口头沟通，必须用书面文件加以记录，且该口头沟通或者由法律或监察部门人员作为中介人进行，或者通过法律或监察部门人员组织并在场的会谈进行。
- (4) 除了纯粹为核实研究报告草稿中的事实而对其有关章节进行审查外，会员机构不得在报告公布前向目标公司提交研究报告。在任何情况下，会员机构都不得向目标公司提供研究报告中包括研究摘要、研究评级（research rating）或目标价格的章节。
- (4)(i) 向目标公司提交研究报告任何章节之前，研究部门必须向法律或监察部门提供一份研究报告的完整草稿。
- (ii) 如果将报告提交目标公司后，研究部门打算更改所建议的评级或目标价格，必须先就任何更改向法律或监察部门提供书面理由并得到其书面认可。法律或监察部门必须保留提供给目标公司研究报告的所有草稿及其相关更改文件。
- (iii) 在更改公布前一个营业日目标公司在主要市场（principal market）的交易结束之前，会员机构不得通知目标公司某项评级将被更改。
- (5) 禁止研究分析师参加投资银行业务的征募活动。该禁止包括但不限于参加关于向潜在投资银行客户征募投资银行业务的会议（如“提案”会），或其他为了吸引投资银行业务目的而进行的沟通。
- (6)(i) 禁止研究分析师直接或间接地：
  - (i)(a) 参与与投资银行服务业务有关的路演；以及
  - (b) 在投资银行部门人员或公司负责投资银行服务业务的管理人员在场的情况下，与现有或潜在客户（们）进行沟通。
  - (ii) 禁止投资银行部门人员直接或间接地：
    - (ii)(a) 指示研究分析师参与与投资银行服务业务有关的销售或买卖事务；以及
    - (b) 指示研究分析师参与与投资银行服务业务有关的现有或潜在客户（们）之间的沟通。
    - (iii) 研究分析师与现有或潜在客户（们）或内部人员关于投资银行服务方面的书面和口头沟通，在对进行沟通的整体环境加以考虑的情况下，这种沟通必须是公平的、不偏不倚的和没有误导的。

### **(c) 书面程序**

每个会员机构必须建立设计合理的书面程序，以确保联合会员、会员机构及其雇员遵守本规则（见规则 351（f）和规则 472（h）（2）关于证明遵守本所要求的规定）。

## (d) 沟通的持续性

由会员机构编写 (prepare) 或发布的与公众之间的沟通, 必须根据规则 440 (“书簿与记录”) 予以保留。编写以及审批这些材料人员的姓名必须能够在保留的记录中得以查明, 一经要求, 交易所必须能够容易地获得这些被保留的记录。

## (e) 对关联人交易证券的限制

(e)(1) 如果发行人主要从事的商业类型与研究分析师在研究报告中通常涵盖的公司相同 (或属于同一行业类别), 那么在该发行人首次公开发售前, 任何研究分析师或其家庭成员不得购买或收受该发行人的证券 (如所谓的前 IPO 股份)。

(2) 在会员机构公布关于有关证券的研究报告或关于目标公司证券评级或目标价格变化的研究报告之前 30 日与之后 5 日这段期间内, 任何研究分析师或其家庭成员不得交易目标公司证券或该证券的衍生产品。

(3) 任何研究分析师或其家庭成员, 不得与该研究分析师最近的建议相矛盾之方式进行交易 (如在建议继续“买入”或“持有”时卖出证券, 在作出“卖出”建议时买入证券, 或建议对某证券继续“买入”或“持有”时对该证券进行“卖空”)。

(4) 以下是 (1) (2) (3) 款中所规定禁止的例外 (被准许的例外均必须符合会员机构所采用的政策及程序, 该政策及程序的设计必须合理, 以确保依照这些例外情形进行的交易在研究分析师和/或他/她家庭成员的专业责任与个人交易行为之间不会产生利益冲突):

(4)(i) 研究分析师和/或家庭成员的交易, 由于其自身财务状况发生不可预见的重大变化, 已经得到法律或监察部门书面预先批准;

(ii) 当研究报告的公布或目标价格或评级的变化, 是由有关目标公司的一些重大新闻或事件引起时, 在研究报告的公布或目标公司评级或目标价格的变化已经得到法律或监察部门的书面预先批准的前提下, 无论研究分析师和/或家庭成员在 (e)(2) 款规定的 30 日期间内, 是否交易了目标公司的证券或该证券的衍生产品, 其所属的会员机构可以允许公布研究报告, 或允许改变目标公司的评级或目标价格;

(iii) 在研究分析师是会员机构新员工的情况下, 若该研究分析师在被会员机构聘用前, 其和/或家庭成员已经购买了有关证券或该证券的衍生产品, 则允许该研究分析师和/或家庭成员在他/她被会员机构聘任的 30 日内, 卖出该证券或其衍生产品;

(iv) 在研究分析师研究范围涵盖某目标公司之前, 若该研究分析师和/或家庭成员此前已经购买了该目标公司的证券或其衍生产品, 那么在会员机构公布研究报告或改变目标公司评级或目标价格之日起 30 日内, 允许该研究分析师和/或家庭成员卖出该证券或其衍生产品;

(v) 对帐户不由研究分析师控制, 且研究分析师或家庭成员在其中不享有投资决定或控制权的投资基金, 如果研究分析师或家庭成员在该基金资产中的权益不超过基金资产的 1%, 并且当某 (些) 发行人从事的主要业务属于该研究分析师在其研究报告中通常涵盖的公司商业类型 (或属于同一行业类别), 基金所投资的该发行人证券不超过基金资产的 20%



时,则允许此类交易活动。在发行人首次公开发行之前,如果投资基金以配给证券方式向研究分析师进行支付,则该研究分析师必须或者立即处置 (divest) 这些证券,或者不得参加与该发行人有关的研究报告的编写 (preparation) 活动;

(vi) 符合 1940 年投资公司法第 5 节 (b)(1) 定义且经过注册的多元化投资公司的交易。

(5) 研究分析师的管理者 (如研究主管) 监管分析师或对 (1) 研究报告实质部分的编写,或 (2) 设定或改变目标公司评级或其证券目标价格,有直接影响和/或控制的委员会成员,未经会员机构法律或监察部门人员事先批准,不得对作为研究报告研究对象,或评级或目标价格变化的公司的股票进行交易。

(6) 在进行规则 472(e)(4)(i)-(iv), 和 (5) 规定的例外交易后,会员机构对每笔交易及允许进行该笔交易的证明必须自该交易日起保留三年。

### **(f) 对会员或会员机构发布研究报告和在公开场合露面的限制**

(f)(1) 在会员机构作为 IPO 经理人 (manager) 或合作经理人时,在发行日后 40 日内,会员机构不得发表或分发关于该发行人的研究报告,研究分析师在公开场合露面时不得推荐或提供关于该发行人证券的意见。

(2) 在会员机构作为再次发行 (secondary offering) 经理人 (manager) 或合作经理人时,在发行日后 10 日内,会员机构不得发表或分发关于发行人的研究报告,研究分析师在公开场合露面时不得推荐或提供关于发行人证券的意见。该限制不适用于证券法中关于发行人的规则 139 所规定的公开露面、发表或分发的研究报告,同时该发行人的证券应交易活跃,符合证券交易法规则 101(c)(1)M 条例的定义。

(3) 同意参与或正在参与作为某发行人 IPO 包销商或经销商 (dealer) (而非经理人或合作经理人) 的会员机构,在发行日之后的 25 日之内,不得发表或分发关于该发行人的研究报告,研究分析师在公开场合露面时不得推荐或提供关于该发行人证券的意见。

(4) 在锁定协议 (lock-up agreement) 或会员机构与目标公司及其股东签订的在证券发行结束后限制或禁止出售目标公司证券或其股东证券的其他协议期满、撤销或终止之前或之后 15 日内,已经作为证券发行经理人或合作经理人的会员机构,不得发表或分发关于发行人的研究报告,研究分析师在公开场合露面时不得推荐或提供关于发行人证券的意见。该限制不适用于证券法中关于发行人的规则 139 所规定的公开露面、发表或分发的研究报告,同时该发行人的证券应交易活跃,符合证券交易法规则 101(c)(1)M 条例的定义。

(5) 对于(f)(1), (2)和 (4) (与其它证券法律法规相一致) 所规定的禁止研究报告发表、分发或禁止因重大新闻或事件而在公众场合推荐或评价发行人证券,会员机构可以允许一些例外,条件是研究报告得到会员机构法律或监察部门人员的书面事前批准。

(6) 如果会员机构打算终止对某目标公司的研究,则必须对此发布通知。会员机构必须用与其以往一贯使用的向客户提供关于目标公司的研究报告同等的分发方式,置备一部最后的研究报告。该研究报告与以前报告相比,在研究范围和细节上必须相当,且必须包括最终的建议或评级,除非对会员机构而言,出具一部这样的报告是

不可行的（例如，如果研究该目标公司的研究分析师或部门已经离开，不再与会员机构具有雇用关系，或者会员机构终止了对某行业或部门的研究）。在会员机构无法提供最终建议或评级的情况下，会员机构必须对终止研究的决定提供合理解释。

### **(g) 禁止提供对发展业务有利的研究**

(g)(1) 禁止会员机构直接或间接地向目标公司提供对其评级或特定目标价格有利的研究，或改变其评级或目标价格，作为获取业务或报酬的对价或诱因。

(2) 如果会员机构或其分支机构雇用的研究分析师，在公开场合或所写研究报告的发表、否定或其他不利观点，可能对该会员机构与研究报告目标公司之间当前或将来的投资银行业务关系造成不利影响，会员机构及其涉及该机构投资银行活动的雇员不得直接或间接地报复或威胁报复研究分析师。该禁止并不限制会员机构因任何除了撰写不利研究报告或出席对其不利公开场合以外的其他缘由，而按照会员机构的政策和程序，对研究分析师予以惩戒或解雇。

### **(h) 对研究分析师酬金的限制**

(h)(1) 会员机构不得因特定投资银行服务业务而补偿证券分析师。研究分析师不得收取基于某特定投资银行服务业务的奖励或分红。不过，并不禁止会员机构根据自身整体表现而对证券分析师进行补偿（见规则 472(k)(1)(ii)a.2 关于该种补偿的披露）。

(2) 对研究报告实质部分的拟写负主要责任的研究分析师的报酬，必须至少要进行一年一次地审查和批准，该审批由向董事会报告的委员会进行，如果会员机构没有董事会，则由向会员机构资深执行官报告的委员会进行。该委员会中不得包括会员机构投资银行部门的代表。在审查研究分析师报酬时，除其他事项外，在可行的情况下，委员会还必须考虑下列因素：

- i. 研究分析师的个人表现（如研究成果的数量和质量）；
- ii. 研究分析师建议与股票价格表现之间的关系；
- iii. 客户、销售人员、独立于投资银行部门的同类人员，以及其他独立评级服务机构的综合评价。

在审查和批准研究分析师报酬时，委员会不得将分析师对会员机构投资银行业务的贡献作为考虑因素。

委员会必须就研究分析师报酬确定基础用文件予以证明。规则 351(f) 规定的年度证明必须确保委员会对每位就研究报告实质部分的拟写负主要责任的研究分析师报酬进行了审查批准，并对该报酬确定基础予以了书面证明。

### **(i) 适用于所有沟通（communication）的一般标准**

会员机构不得利用包含下述内容的信息（i）任何不实陈述或遗漏重大事实或其他虚假或误导；或（ii）对特定结果的承诺，夸大的或无担保的债权；或（iii）缺少合理基础的观点；或（iv）对将来事件并未明确标明是预测的预报或预测。

### **(j) 沟通（communication）的具体标准**

### (1) 推荐

一项推荐（即使未标明为推荐）必须建立在能够被证实合理的基础之上。

当推荐购买、出售或转换特定证券时，必须提供或给出所支持的信息。

必须说明作出推荐时的市场价格。

### (2) 过往行为的记录

在符合下述条件的情况下，描述会员机构以往推荐或实际交易表现的信息可以用记录或统计图表来显示：

(2)(i) 描述是公允的，且作为其构成部分的记录或统计被限定在特定的“领域”，该领域能够完全被分离或划定范围并至少包括最近 12 个月的期间。

(ii) 信息要包括每一次推荐的最初日期与价格，以及该期间结束时建议或交易的日期与价格，或建议或进行清算的时间，无论哪个较早。信息还可包括概述或统计的平均记录或提供全部记录的承诺（而非提供）。这一材料必须包括推荐或交易项目的全部数目，上升和下降的数目以及一旦要求即提供全部记录的承诺。

(iii) 信息要披露存在的所有相关成本，包括佣金和收费利息或其他需要的费用，以及任何时候使用回报的年利率时，该年度使用的所有材料费用。

(iv) 提供关于研究期间一般市场条件的指示，关于记录和统计以及整个市场之间的比较（如指数比较）是有根据的。

(v) 信息要说明所提供的结论不应也不能被视为将来表现的指示器。

(vi) 会员机构对所有原始推荐记录或实际交易的证据要保留 3 年，并且已经本交易所要求，即应予以出具。

### (3) 预言与预测

任何预言或预测必须包含作出预言预测的基础或假设，且必须指出一旦要求，即可提供藉以作出预言预测的基础或假设材料。

### (4) 比较

关于会员机构与其他机构之间服务、人员、设施或收费的任何比较，必须有事实的支持。

### (5) 注明日期

所有信息必须适当地注明日期。任何非合理的近期（通常久于 6 个月——取决于行业与情形）重大消息予以注明。

### (6) 确定来源

如果信息不是在会员机构或其关联（correspondent）会员机构直接监督下编写，则该信

息应当说明编写材料的人员（通过姓名或适当头衔）或外部组织。

分发给关联会员机构直接监督下编写的信息时，分发机构虽然不必确定关联人的姓名，但应该提及这一事实。

由会员机构分发的关于公司发行人的信息，若其不是由会员机构而是由发行人或为发行人服务的一方编写和出版，则该信息应该明确指明编写人和出版人。

### **(7) 证明书 (Testimonials)**

关于机构投资意见质量的证明书中，在信息中必须明确阐明以下要点：

- (7)(i) 证明书不代表其他客户的经验。
- (ii) 证明书并不预示着将来的表现或成功。
- (iii) 即使只支付了名义金额，也必须指明证明书已经支付这一事实。
- (iv) 如果证明书涉及投资的技术层面，证明书制作人必须具有形成正确观点的知识和经验。

## **(k) 披露**

### **(1) 对研究报告的披露要求**

#### **关于会员机构和研究分析师拥有的证券、收取的酬金及与目标公司关系的披露**

研究报告封面或者必须包括本规则要求的披露，或者必须向读者指出找到每项披露所在的页码。披露，以及对披露的指示，必须清楚、全面和醒目。

- (1)(i) 会员机构必须在研究报告中披露：
  - a. 如果会员机构或其分支机构：
    - 1. 在过去 12 个月内管理或合作管理了目标公司证券的公开发行；
    - 2. 在过去 12 个月内从目标公司处收取了投资银行服务酬金；或
    - 3. 在将来 3 个月内从目标公司处期望收取或打算谋求投资银行服务的酬金。
  - b. 如果在研究报告发行 (issue) 时，会员机构正是目标公司证券的做市商；
  - c. 如果在公布日前一个月的最后一天（或者如果在最近一个月以后不足 10 日内公布，则在倒数最近第二个月末），会员机构或其分支机构实益持有 (beneficially own) 或以上目标公司任何级别的普通股权证券，在前一个月结束后 10 日内，会员机构必须计算规定的受益所有权的数量。关于证券受益所有权 (beneficial ownership) 的计算，必须建立在与 1934 年证券交易法第 13 节 (d) 规定的为了报告要求而计算所有权同样的标准之上。
  - d. 如果，从紧接研究报告公布日之前一个月的最后一天起（或者如果公布日距

最近 1 个月结束后不足 30 日，则自最近第 2 个月结束时起)：

1. 目标公司是会员机构当前客户，或在研究报告分发日之前 12 个月内曾经是会员机构的客户（在这些情况下，会员机构还必须披露为目标公司所提供的服务类型。本款中，为目标公司所提供的服务类型可被描述为投资银行服务、非投资性银行证券相关服务和非证券服务。）；
  2. 在过去 12 个月内，会员机构从目标公司处收取关于产品或不属于投资银行服务的其他服务的酬金。
- e. 如果研究报告包含目标价格，那么对所使用方法的评价和价格目标必须具有合理基础，并且要含有关于风险的讨论；
- f. 如果研究报告包含评级内容，要披露会员机构在其评级体系中所使用的所有评级的含义（例如，会员机构可能披露“强势买进（strong buy）”级别是指在今后 12 个月内，所定股票的价格上涨有望比它所在领域的其他股票至少快 10 %。关于评级的术语，其定义还必须与其通常含义统一一致。例如，“持有”级别不应表示或暗示投资者应该卖出某证券。）；
- g. 如果研究报告含有评级内容，要披露会员机构推荐投资者“购买”、“持有”或“卖出”所有证券的百分比。在前述 3 种类别的每一类别内，会员机构还必须披露在前 12 个月内，属于会员机构投资银行服务客户的目标公司（证券在其中）所占百分比（见规则 472.70 关于进一步披露的规定）。
- h. 如果研究报告含有评级或价格目标，并且会员机构对目标公司已经确定（assign）了至少 1 年的级别或目标价格，则研究报告中必须包括描述目标公司这段期间股票价格的图表，并指出会员机构确定或改变评级或目标价格的各点。本规定只适用于评级或目标价格被确定至少 1 年的证券，但不必延伸至研究报告（公布）日 3 年以前。价格表中的信息必须是最近一个季度结束时的当前数据（或如果报告公布日在最近一个季度之后少于 15 日，则取最近第二个季度）。

(ii) 会员机构必须在其研究报告中包括以下披露：

- a. 如果研究分析师收取了酬金：
  1. 在过去 12 个月内从目标公司处收取了酬金；
  2. 该酬金建立在（包括其他因素）会员机构整体投资银行收入基础之上；
- b. 如果研究分析师或有能力影响研究报告实质部分的会员机构雇员知道：
  1. 在研究报告分发日之前 12 个月内，目标公司是会员机构当前或曾经的客户。在这种情况下，该会员机构还必须披露为目标公司所提供的服务类型（为实现本规则（k）（1）的目的，为目标公司所提供的服务类型可被描述为投资银行服务、非投资性银行证券相关服务和非证券服务。）（为实现本规则（k）（1）的目的，有能力影响研究报告实质部分的会员机构雇员，是指在其在履行个人职责的一般期间，有权审查特定研究报告并对其在公布前加以改变。）；
  2. 会员机构或其分支机构，在过去 12 个月内从目标公司收取了产品或投资银行服务以外的服务酬金。

(iii) 研究分析师和会员必须在研究报告中披露：

- a. 如果研究分析师或会员机构有理由知道，会员机构的某分支机构在过去 12 个月内从目标公司收取了产品或投资银行服务以外的服务酬金；
  1. 如果该酬金再最近这一季度结束后的 30 日内在研究报告中予以披露，则视为符合本规定之要求，条件是会员机构在该季度内已经有计划地采取了合理步骤来识别 (identify) 该酬金。
  2. 如果会员机构保持并执行设计合理的政策和程序，以防止所有研究分析师以及有能力影响研究报告实质部分的会员机构雇员，直接或间接地从分支机构接受关于该类酬金的消息，则会员机构与研究分析师将被推定为没有理由知道分支机构是否在过去 12 个月内从目标公司收取了投资银行服务以外的酬金。
  3. 472(k)(1)(iii)a. 不适用于会员机构自最近一季度初开始涵盖的目标公司。
- b. 如果证券分析师或家庭成员对目标公司的证券具有财务权益 (financial interest)，并且对该财务权益的本质构成没有任何限制，不管它包括期权、权利、权证、期货交易合同、多头还是欠缺头寸。
- c. 如果研究分析师或家庭成员是目标公司的高级职员 (officer)、董事或顾问委员会成员；
- d. 在研究报告发表或以其它方式分发时，研究分析师知道或有理由知道其或会员机构其他实际重大利益冲突。

当一个会员机构依照本规则 (k)(1) 的披露要求发表或以其他方式分发的研究报告包括 6 家或 6 家以上目标公司 (“综合报告”，compendium report) 时，该综合报告可以用清楚而醒目的方式为读者指示出在哪里可以获得最近所作的披露。电子版综合报告可以包括对规定披露的超级链接。纸面的综合报告必须或者提供一个免费电话呼叫号码，或者提供一个通过写信获取规定披露信息的地址，报告还可以含有可以找到披露信息的会员机构网址。

### **(k)(2) 对在公开场合露面的披露要求**

#### **关于会员机构和研究分析师拥有的证券、收取的酬金及与目标公司关系的披露**

(k)(2)(i) 研究分析师在公开场合露面时必须披露：

- a. 如果在露面前一个月的最后一日(或者如果是在最近这个月结束后不足 10 日内露面，则为倒数最近第 2 个月的月末)，会员机构或其分支机构实益持有 1% 或以上目标公司任何级别的普通股权证券，会员机构必须在前一个月结束后不迟于 10 日内对规定的受益所有权进行计算。关于证券受益所有权的计算，必须建立在与 1934 年证券交易法第 13 节 (d) 规定的为了报告要求而计算所有权同样的标准之上；
- b. 如果证券分析师或家庭成员对目标公司的证券具有财务权益，并且对该财务权益的本质构成没有任何限制，不管它包括期权、权利、权证、期货交易合同、多头还是欠缺头寸。
- c. 如果研究分析师知道或有理由知道：
  1. 在研究分析师在公开场合露面之日前 12 个月内，目标公司是会员机构当前或曾

经的客户。在这种情况下，该会员机构还必须披露为目标公司所提供的服务类型（为实现本款规定的目的，为目标公司所提供的服务类型可被描述为投资银行服务、非投资性银行证券相关服务和非证券服务。）；

2. 会员机构或其分支机构，在过去 12 个月内从目标公司收取过酬金。

- d. 在公开场合露面时，研究分析师知道或有理由知道其或会员机构其他实际重大利益冲突。
- e. 如果研究分析师或家庭成员是目标公司的高级职员、董事或顾问委员会成员；
- f. 如果研究分析师在过去 12 个月内从目标公司处收取过酬金。

### **(k)(3) 披露要求的例外**

(i) 如果披露会泄露 (reveal) 关于目标公司将来潜在的具体投资银行服务业务的重大未公开信息，则在这样的范围内，会员机构或研究分析师无需进行规则 472(k)(1)(i)a.2.和 3., (k)(1)(i)d.1., (k)(1)(ii)b.1., 以及 (k)(2)(i)c.所要求的披露。

### **(k)(4) 第三方研究报告**

(i) 依照 (k)(4)(ii) 的规定，如果会员机构分发或提供由另一家会员机构、会员机构的非会员性分支机构（如国外或国内经纪-自营商 (broker-dealer) 或投资顾问）或独立第三方出具的研究报告，该会员机构必须将该研究报告等同于属于自身的研究报告，按照本规则(k)(1)(i)c, (k)(1)(i)a, (k)(1)(i)b 和(k)(1)(iii)d 的要求，对该报告附加适当 (applicable) 披露。

- a. 符合 NYSE 规则 344 规定资格的监管分析师必须根据规则 472 (a) (2)，以签字署名方式批准会员机构分发的第三方研究；以及
- b. 监管分析师或依据规则 342 (b) (1) 任命的有资格人士（如参加并通过 9/10 级考试<sup>37</sup>或本交易所接受的证明有关委任责任资格的其他考试，包括 2001 年 7 月 1 日后参加并通过的 24 级考试）必须审查会员机构分发的第三方研究，以确定其根据规则 472(k)(1)(i)c, (k)(1)(i)a, (k)(1)(i)b 及(k)(1)(iii)d 要求进行地披露完整而准确，并确定研究报告的内容符合关于公众沟通全部适用标准。

(ii) (k)(4)(i) 中的规定不适用于会员机构应要求或通过会员机构维持 (organization-maintained) 的网站向其客户提供的由独立第三方作出的研究报告。

## **(l) 其他沟通行为**

其他沟通行为包括但不限于会见媒体、撰写书籍、主持研讨会或授课、撰写新闻或杂志文章或出现在广播/电视上。

会员机构必须建立适用于联合会员以及从事上述各种沟通行为雇员的具体书面监管程序。这些程序必须包括要求此类行为需经依据规则 342 (b) (1) 任命的人士事前批准的规定。上述各种行为受 (i) 所规定的一般标准约束。此外，任何包括关于特定证券讨论的沟

<sup>37</sup> 译者注：Series 9/10 即 General Securities Sales Supervisor Exams。

通行为要受 (j) 中具体标准规定的约束。

### (m) 小机构的例外

规则 472 (b) (1) (2) 和 (3) 不适用于下述会员机构, 即前 3 年平均每年作为管理人或合作管理人参与的投资银行服务业务少于或等于 10 个, 且从这些业务中取得的投资银行服务收入总额少于或等于 5 百万美元。在本款中, “投资银行服务业务 (investment banking services transactions)” 一词包括债券和股票承销 (debt and equity underwriting), 但不包括市政证券承销。符合本豁免的会员机构必须保留 3 年除本豁免外所有受本规则 (b) 款 (1) (2) 和 (3) 约束的沟通记录。



## NYSE Rule 472. Communications With The Public

### **(a) Approval of Communications and Research Reports**

**(a)(1)** Each advertisement, market letter, sales literature or other similar type of communication which is generally distributed or made available by a member organization to customers or the public must be approved in advance by an allied member, supervisory analyst, or qualified person designated under the provisions of Rule 342(b)(1).

**(2)** Research reports must be approved, in advance, by a supervisory analyst acceptable to the Exchange under the provisions of Rule 344. Where a supervisory analyst does not have technical expertise in a particular product area, the basic analysis contained in such report may be co-approved by a product specialist designated by the organization. In the event that the member organization has no principal or employee qualified with the Exchange to approve such material, it must be approved by a qualified supervisory analyst in another member organization by arrangement between the two member organizations.

### **(b) Investment Banking, Research Department and Subject Company Relationships and Communications**

**(b)(1)** Research analysts may not be subject to the supervision, or control, of any employee of the member organization's investment banking department and personnel engaged in investment banking activities may not have any influence or control over the compensatory evaluation of a research analyst.

**(2)** Research reports may not be subject to review or approval prior to publication by Investment Banking personnel or any other employee of the member organization who is not directly responsible for investment research ( "non-research personnel") other than Legal or Compliance personnel.

**(3)** Non-research personnel may review research reports prior to publication only to verify the factual accuracy of information in the research report or to identify any potential conflicts of interest that may exist, provided that:

**(3)(i)** any written communication concerning the content of research reports between non-research personnel and Research personnel must be made either through Legal or Compliance personnel or in a transmission copied to Legal or Compliance personnel; and

**(ii)** any oral communication concerning the content of research reports between non-research personnel and Research personnel must be documented and made either with Legal or Compliance personnel acting as intermediary or in a conversation conducted in the presence of Legal or Compliance personnel.

**(4)** A member organization may not submit a research report to the subject company prior to publication, except for the review of sections of a draft of the research report solely to verify facts. Members organizations may not, under any circumstances, provide the subject company sections of research reports that include the research summary, the research rating or the price target.

**(4)(i)** Prior to submitting any sections of the research report to the subject company, the Research Department must provide a complete draft of the research report to the Legal or Compliance Department.

**(ii)** If after submission to the subject company, the Research Department intends to change the proposed rating or price target, the Research Department must provide written justification to, and receive prior written authorization from, the Legal or Compliance Department for any change. The Legal or Compliance Department must retain copies of any drafts and changes thereto of the research reports provided to the subject company.

**(iii)** The member organization may not notify a subject company that a rating will be changed until after the close of trading in the principal market of the subject company one business day prior to the announcement of the change.

**(5)** A research analyst is prohibited from participating in efforts to solicit investment banking business. This prohibition includes, but is not limited to, participating in meetings to solicit investment banking business (e.g., "pitch" meetings) of prospective investment banking clients, or having other communications with companies for the purpose of soliciting investment banking business. This prohibition shall not apply to any communication between the research analyst, company, and/or non-research personnel, the sole purpose of which is due diligence.

**(6)(i)** A research analyst is prohibited from directly or indirectly:

(i)(a) participating in a road show related to an investment banking services transaction; and  
 (b) engaging in any communication with a current or prospective customer(s) in the presence of investment banking department personnel or company management about an investment banking services transaction.

(ii) Investment banking department personnel are prohibited from directly or indirectly:

(ii)(a) directing a research analyst to engage in sales or marketing efforts related to an investment banking services transaction; and

(b) directing a research analyst to engage in any communication with a current or prospective customer(s) about an investment banking services transaction.

(iii) Research analyst written and oral communications relating to an investment banking services transaction, with a current or prospective customer(s), or with internal personnel, must be fair, balanced and not misleading, taking into consideration the overall context in which the communication is made.

**(c) Written Procedures**

Each member organization must establish written procedures reasonably designed to ensure that allied members, member organizations and their employees are in compliance with this Rule (see Rule 351(f) and Rule 472(h)(2) for attestations to the Exchange regarding compliance).

**(d) Retention of Communications**

Communications with the public prepared or issued by a member organization must be retained in accordance with Rule 440 ("Books and Records"). The names of the persons who prepared and who reviewed and approved the material must be ascertainable from the retained records and the records retained must be readily available to the Exchange, upon request.

**(e) Restrictions on Trading Securities by Associated Persons**

(e)(1) No research analyst or household member may purchase or receive an issuer's securities prior to its initial public offering (e.g., so-called pre-IPO shares), if the issuer is principally engaged in the same types of business as companies (or in the same industry classification) which the research analyst usually covers in research reports.

(2) No research analyst or household member may trade in any subject company's securities or derivatives of such securities that the research analyst follows for a period of thirty (30) calendar days prior to and five (5) calendar days after the member organization's publication of research reports concerning such security or a change in rating or price target of a subject company's securities.

(3) No research analyst or household member may effect trades in a manner inconsistent with the research analyst's most current recommendations (i.e., sell securities while maintaining a "buy" or "hold" recommendation, buy securities while maintaining a "sell" recommendation, or effecting a "short sale" in a security while maintaining a "buy" or "hold" recommendation on such security).

(4) Listed below are exceptions to the prohibitions contained in paragraphs (1), (2), and (3) (Each exception granted must be in compliance with policies and procedures adopted by the member organization that are reasonably designed to ensure that transactions effected pursuant to these exceptions do not create a conflict of interest between the professional responsibilities and the personal trading activities of the research analyst and/or his or her household member.):

(4)(i) transactions by research analysts and/or household members that have been pre-approved in writing by the Legal or Compliance Department that are made due to an unanticipated significant change in their personal financial circumstances;

(ii) a member organization may permit the publication of research reports or permit a change to the rating or price target on a subject company, regardless of whether a research analyst and/or household members traded the subject company's securities or derivatives of such securities, within the thirty (30) calendar day period described in paragraph (e)(2), when the publication of such research reports, or change in such rating or price target is attributable to some significant news or events regarding the subject company, provided that the publication of such research reports, or change in rating or price target on such subject company has been pre-approved in writing by the Legal or Compliance Department;

(iii) sale transactions by a research analyst, who is new to the member organization, and/or his or her household members within thirty (30) calendar days of such research analyst's employment with the member organization when such research analyst and/or household members had previously purchased such security or derivatives of such security prior to the research analyst's employment with the member organization;

(iv) sale transactions by a research analyst and/or household member within thirty (30) calendar days from the date of the member organization's publication of research reports or changes to the rating or price target on a subject company when such research analyst and/or household members had previously purchased the subject company's securities or derivatives of such securities prior to initiation of coverage of the subject company by the research analyst;

(v) transactions in accounts not controlled by the research analyst and for investment funds in which a research analyst or household member has no investment discretion or control, provided the interest of the research analyst or household member in the assets of the fund does not exceed 1% of the fund's assets, and the fund does not invest more than 20% of its assets in securities of issuers principally engaged in the same types of business as companies (or in the same industry classification) which the research analyst usually covers in research reports. If an investment fund distributes securities in kind to a research analyst before the issuer's initial public offering, the research analyst must either divest those securities immediately or refrain from participating in the preparation of research reports concerning that issuer;

(vi) transactions in a registered diversified investment company as defined under Section 5(b)(1) of the Investment Company Act of 1940.

(5) No person who supervises research analysts (e.g., Director of Research), a Supervisory Analyst, or a member of a committee, who has direct influence and/or control with respect to (1) preparing the substance of research reports, or (2) establishing or changing a rating or price target of a subject company's equity securities, may effect trades in securities of companies that are the subject of such research reports, or ratings or price target changes, without the prior approval of the Legal or Compliance personnel of the member organization.

(6) Members organizations must maintain written records for each transaction and the justification for permitting such transactions for three years following the date the transactions were made pursuant to the exceptions provided for in Rule 472(e)(4)(i)-(iv), and (5).

**(f) Restrictions on Member's or Member Organization's Issuance of Research Reports and Participation in Public Appearances**

(f)(1) A member organization may not publish or otherwise distribute research reports regarding an issuer and a research analyst may not recommend or offer an opinion on an issuer's securities in a public appearance, for which the member organization acted as manager or co-manager of an initial public offering within forty (40) calendar days following the offering date.

(2) A member organization may not publish or otherwise distribute research reports regarding an issuer and a research analyst may not recommend or offer an opinion on an issuer's securities in a public appearance, for which the member organization acted as manager or co-manager of a secondary offering within ten (10) calendar days following the offering date. This prohibition shall not apply to public appearances or research reports published or otherwise distributed under Securities Act Rule 139 regarding issuers whose securities are actively traded, as defined in Securities Exchange Act Rule 101(c)(1) of Regulation M.

(3) No member organization that has agreed to participate or is participating as an underwriter or dealer (other than as manager or co-manager) of an issuer's initial public offering may publish or otherwise distribute a research report regarding that issuer and a research analyst may not recommend or offer an opinion on that issuer's securities in a public appearance for twenty-five (25) calendar days following the offering date.

(4) No member organization which has acted as a manager or co-manager of a securities offering may publish or otherwise distribute a research report and a research analyst may not recommend or offer an opinion on an issuer's securities in a public appearance within fifteen (15) days prior to or after the expiration, waiver or termination of a lock-up agreement or any other agreement that the member organization has entered into with a subject company and its shareholders that restricts or prohibits the sale of the subject company's or its shareholders' securities after the completion of a securities offering. This prohibition shall not apply to public appearances or research reports published or otherwise distributed under Securities Act Rule 139 regarding issuers whose securities are actively traded, as defined in Securities Exchange Act Rule 101(c)(1) of Regulation M.

(5) A member organization may permit exceptions to the prohibitions in paragraphs (f)(1), (2), and (4) (consistent with other securities laws and rules) for research reports that are published or otherwise distributed or recommendations or opinions on an issuer's securities made in a public

appearance due to significant news or events, provided that such research reports are pre-approved in writing by the member organization's Legal or Compliance personnel.

(6) If a member organization intends to terminate its research coverage of a subject company, notice of this termination must be made. The member organization must make available a final research report on the subject company using the means of dissemination equivalent to those it ordinarily uses to provide the customer with its research reports on the subject company. The report must be comparable in scope and detail to prior research reports and must include a final recommendation or rating, unless it is impracticable for the member organization to produce a comparable report (e.g., if the research analyst covering the subject company or sector has left the employ of the member organization, or where the member organization terminates coverage on the industry or sector). In instances where it is impracticable for the member organization to provide a final recommendation or rating, the member organization must provide the rationale for the decision to terminate coverage.

**(g) Prohibition of Offering Favorable Research for Business**

(g)(1) No member organization may directly or indirectly offer a favorable research rating or specific price target, or offer to change a rating or price target, to a subject company as consideration or inducement for the receipt of business or for compensation.

(2) No member organization and no employee of a member organization who is involved with the member organization's investment banking activities may, directly or indirectly, retaliate against or threaten to retaliate against any research analyst employed by the member organization or its affiliates as a result of an adverse, negative, or otherwise unfavorable research report written or public appearance made by the research analyst that may adversely affect the member organization's present or prospective investment banking relationship with the subject company of a research report. This prohibition shall not limit a member organization's authority to discipline or terminate a research analyst, in accordance with the member organization's policies and procedures, for any cause other than the writing of such an unfavorable research report or the making of such unfavorable public appearance.

**(h) Restrictions on Compensation to Research Analysts**

(h)(1) No member organization may compensate a research analyst for specific investment banking services transactions. A research analyst may not receive an incentive or bonus that is based on a specific investment banking services transaction. However, a member organization is not prohibited from compensating a research analyst based upon such member organization's overall performance (see Rule 472(k)(1)(ii)a.2. for disclosure of such compensation).

(2) The compensation of a research analyst primarily responsible for the preparation of the substance of a research report must be reviewed and approved at least annually by a committee which reports to the Board of Directors or, where the member organization has no Board of Directors, to a senior executive officer of the member organization. Such committee may not include representatives from the member organization's Investment Banking Department. The committee must, among other things, consider the following factors, if applicable, when reviewing such research analyst's compensation:

- i. The research analyst's individual performance, (e.g., productivity, and quality of research product);
- ii. The correlation between the research analyst's recommendations and stock price performance;
- iii. The overall ratings received from clients, sales force, and peers independent of the Investment Banking Department, and other independent rating services.

The committee may not consider as a factor in reviewing and approving such research analyst's compensation, his or her contributions to the member organization's investment banking business. The committee must document the basis upon which such research analyst's compensation was established. The annual attestation required by Rule 351(f) must certify that the committee reviewed and approved the compensation for each research analyst primarily responsible for the preparation of the substance of a research report and has documented the basis upon which such compensation was established.

**(i) General Standards for All Communications**

No member organization shall utilize any communication which contains (i) any untrue statement or omission of a material fact or is otherwise false or misleading; or (ii) promises of specific

results, exaggerated or unwarranted claims; or (iii) opinions for which there is no reasonable basis; or (iv) projections or forecasts of future events which are not clearly labeled as forecasts.

#### **(j) Specific Standards for Communications**

##### **(1) Recommendations**

A recommendation (even though not labeled as a recommendation) must have a basis which can be substantiated as reasonable.

When recommending the purchase, sale or switch of specific securities, supporting information must be provided or offered.

The market price at the time the recommendation is made must be indicated.

##### **(2) Records of Past Performance**

Communications may feature record or statistics which portray the performance of past recommendations or of actual transactions of the member organization provided that the following conditions are met:

**(2)(i)** The portrayal is balanced and consists of records or statistics that are confined to a specific "universe" that can be fully isolated and circumscribed and that covers at least the most recent 12-month period.

**(ii)** The communications include the date and price of each initial recommendation or transaction and the date and price of the recommendation or transaction at the end of the period or when liquidation was suggested or effected, whichever was earlier. Communications may also present summarized or averaged records of statistics or otherwise offer the complete record rather than provide it. This material must include the total number of items recommended or transacted, the number that advanced and declined and an offer to provide the complete record upon request.

**(iii)** The communications disclose the existence of all relevant costs, including commissions and interest charges or other applicable expenses and, whenever annualized rates of return are used, all material assumptions used in the process of annualization.

**(iv)** An indication is provided of the general market conditions during the period covered, and any comparison made between such records and statistics and an overall market (e.g., comparison to an index) is valid.

**(v)** The communications state that the results presented should not and cannot be viewed as an indicator of future performance.

**(vi)** All the original recommendations or evidence of actual transactions on which the record is based are retained for three years by the organization and made available to the Exchange on request.

##### **(3) Projections and Predictions**

Any projection or prediction must contain the bases or assumptions upon which they are made and must indicate that the bases or assumptions of the materials upon which such projections and predictions are made are available upon request.

##### **(4) Comparisons**

Any comparison of one member organization's service, personnel, facilities or charges with those of other firms must be factually supportable.

##### **(5) Dating Reports**

All communications must be appropriately dated. Any significant information that is not reasonably current (usually more than 6 months old—depending upon the industry and circumstances) must be noted.

##### **(6) Identification of Sources**

Communications not prepared under the direct supervision of the member organization or its correspondent member organization should show the person (by name and appropriate title) or outside organization which prepared the material.

In distributing communications prepared under the direct supervision of a correspondent member organization, the distributing firm should mention this fact, although it may not be necessary to identify the correspondent by name.

Communications about a corporate issuer which are distributed by a member organization but have been prepared and published by the issuer or for the issuer by a party other than the member organization should clearly identify the preparer and publisher.

##### **(7) Testimonials**

In testimonials concerning the quality of a firm's investment advice, the following points must be clearly stated in the communication:

- (7)(i) The testimonial may not be representative of the experience of other clients.
- (ii) The testimonial is not indicative of future performance or success.
- (iii) If more than a nominal sum is paid, the fact that it is a paid testimonial must be indicated.
- (iv) If the testimonial concerns a technical aspect of investing, the person making the testimonial must have knowledge and experience to form a valid opinion.

**(k) Disclosure**

**(1) Disclosures Required in Research Reports**

**Disclosure of Member Organization's and Research Analyst's Ownership of Securities, Receipt of Compensation, and Subject Company Relationships**

The front page of a research report either must include the disclosures required under this Rule or must refer the reader to the page(s) on which each such disclosure is found. Disclosures, and references to disclosures, must be clear, comprehensive, and prominent.

**(1)(i)** A member organization must disclose in research reports:

- a. if the member organization or its affiliates:
  - 1. has managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past twelve (12) months;
  - 2. has received compensation for investment banking services from the subject company in the past twelve (12) months; or
  - 3. expects to receive or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next three (3) months.
- b. if the member organization is making a market in the subject company's securities at the time the research report is issued;
- c. if, as of the last day of the month immediately preceding the date the publication (or the end of the second most recent month if the publication is less than ten (10) calendar days after the end of the most recent month), the member organization or its affiliates beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the subject company. The member organization must make the required beneficial ownership computation no later than ten (10) calendar days after the end of the prior month. Computation of beneficial ownership of securities must be based upon the same standards used to compute ownership for purposes of the reporting requirements under Section 13(d) of the Securities Exchange Act of 1934;
- d. if, as of the last day of the month immediately preceding the date of publication of the research report (or the end of the second most recent month if the publication date is less than thirty (30) calendar days after the end of the most recent month):
  - 1. the subject company currently is a client of the member organization or was a client of the member organization during the twelve (12)-month period preceding the date of distribution of the research report (In such instances, the member organization also must disclose the types of services provided to the subject company. For purposes of this paragraph, the types of services provided to the subject company may be described as investment banking services, non-investment banking-securities related services, and non-securities services.);
  - 2. the member organization received any compensation for products or services other than for investment banking services from the subject company in the past twelve (12) months.
- e. if a research report contains a price target, the valuation methods used, and any price objectives must have a reasonable basis and include a discussion of risks;
- f. if a research report contains a rating, the meanings of all ratings used by the member organization in its ratings system (For example, a member organization might disclose that a "strong buy" rating means that the rated security's price is expected to appreciate at least 10% faster than other securities in its sector over the next twelve (12)-month period. Definitions of ratings terms also must be consistent with their plain meaning. Therefore, for example, a "hold" rating should not mean or imply that an investor should sell a security.);
- g. if a research report contains a rating, the percentage of all securities that the member organization recommends an investor "buy," "hold," or "sell." Within each of the three (3) categories, a member organization must also disclose the percentage of subject companies that are investment banking services clients of the member organization within the previous twelve (12) months (see Rule 472.70 for further information);
- h. if a research report contains either a rating or a price target, and the member organization has assigned a rating or price target to the subject company for at least one (1) year, the research report must include a chart that depicts the price of the subject company's stock over time and indicates

points at which a member organization assigned or changed a rating or price target. This provision would apply only to securities that have been assigned a rating or a target price for at least one (1) year, and need not extend more than three (3) years prior to the date of the research report. The information in the price chart must be current as of the end of the most recent calendar quarter (or the second most recent calendar quarter if the publication date is less than fifteen (15) calendar days after the most recent calendar quarter).

**(ii)** A member organization must include the following disclosures in research reports:

- a. if a research analyst received any compensation:
  1. from the subject company in the past twelve (12) months;
  2. that is based upon (among other factors) the member organization's overall investment banking revenues.
- b. if, to the extent the research analyst or an employee of the member organization with the ability to influence the substance of a research report, knows:
  1. the subject company currently is a client of the member organization or was a client of the member organization during the twelve (12)-month period preceding the date of distribution of the research report. In such instances, such member organization also must disclose the types of services provided to the subject company (For purposes of paragraph (k)(1) of this Rule, the types of services provided to the subject company may be described as investment banking services, non-investment banking-securities related services, and non-securities services.). (For purpose of paragraph (k)(1) of this Rule, an employee of a member organization with the ability to influence the substance of the research report is an employee who, in the ordinary course of that person's duties, has the authority to review the particular research report and to change that research report prior to publication.);
  2. that the member organization or any affiliate thereof, received any compensation for products or services other than investment banking services from the subject company in the past twelve (12) months.

**(iii)** A research analyst and a member organization must disclose in research reports:

- a. if, to the extent the research analyst or member organization has reason to know, an affiliate of the member organization received any compensation for products or services other than investment banking services from the subject company in the past twelve (12) months;
  1. This requirement will be deemed satisfied if such compensation is disclosed in research reports within thirty (30) days after completion of the most recent calendar quarter, provided that the member organization has taken steps reasonably designed to identify such compensation during that calendar quarter.
  2. The member organization and the research analyst will be presumed not to have reason to know whether an affiliate received compensation for other than investment banking services from the subject company in the past twelve (12) months if the member organization maintains and enforces policies and procedures reasonably designed to prevent all research analysts and employees of the member organization with the ability to influence the substance of research reports from, directly or indirectly, receiving information from the affiliate concerning such compensation.
  3. Paragraph 472(k)(1)(iii)a. shall not apply to any subject company as to which the member organization initiated coverage since the beginning of the current calendar quarter.
- b. if the research analyst or a household member has a financial interest in the securities of the subject company, and the nature of the financial interest, including, without limitation, whether it consists of any option, right, warrant, futures contract, long or short position;
- c. if the research analyst or a household member is an officer, director, or advisory board member of the subject company;
- d. any other actual, material conflict of interest of the research analyst, or member organization, of which the research analyst knows, or has reason to know, at the time the research report is published or otherwise distributed.

When a member organization publishes or otherwise distributes a research report covering six (6) or more subject companies (a "compendium report") for purposes of the disclosures required in paragraph (k)(1) of this Rule, the compendium report may direct the reader in a clear and prominent manner as to where the reader may obtain applicable current disclosures. Electronic compendium reports may include a hyperlink to the required disclosures. Paper-based compendium reports must provide either a toll-free number to call or a postal address to write for

the required disclosures and may also include a web address of the member organization where the disclosures can be found.

**(k)(2) Disclosures Required in Public Appearances**

**Disclosure of Member Organization's and Research Analyst's Ownership of Securities, Receipt of Compensation, and Subject Company Relationships**

**(k)(2)(i)** A research analyst must disclose in public appearances:

- a. if, as of the last day of the month before the appearance (or the end of the second most recent month if the appearance is less than ten (10) calendar days after the end of the most recent month), the member organization or its affiliates beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the subject company. The member organization must make the required beneficial ownership computation no later than ten (10) calendar days after the end of the prior month. Computation of beneficial ownership of securities must be based upon the same standards used to compute ownership for purposes of the reporting requirements under Section 13(d) of the Securities Exchange Act of 1934;
- b. if the research analyst or a household member has a financial interest in the securities of the subject company, and the nature of the financial interest, including, without limitation, whether it consists of any option, right, warrant, futures contract, long or short position;
- c. if, to the extent the research analyst knows or has reason to know:
  1. the subject company currently is a client of the member organization or was a client of the member organization during the twelve (12)-month period preceding the date of the public appearance by the research analyst. In such instances, the research analyst also must disclose the types of services provided to the subject company (For purposes of this paragraph, the types of services provided to the subject company may be described as investment banking services, non-investment banking-securities related services, and non-securities services.);
  2. the member organization or any affiliate thereof, received any compensation from the subject company in the past twelve (12) months.
- d. any other actual, material conflict of interest of the research analyst, or member organization, of which the research analyst knows, or has reason to know, at the time the public appearance is made;
- e. if the research analyst or a household member is an officer, director, or advisory board member of the subject company;
- f. if the research analyst received any compensation from the subject company in the past twelve (12) months.

**(k)(3) Exceptions to the Required Disclosures**

**(i)** A member organization or a research analyst will not be required to make a disclosure required by Rule 472(k)(1)(i)a.2. and 3., (k)(1)(i)d.1., (k)(1)(ii)b.1., and (k)(2)(i)c. to the extent such disclosure would reveal material non-public information regarding specific potential future investment banking services transactions of the subject company.

**(k)(4) Third-Party Research Reports**

**(i)** Subject to paragraph (k)(4)(ii), if a member organization distributes or makes available research reports produced by another member organization, a non-member organization affiliate of a member organization, such as a foreign or domestic broker-dealer or investment adviser, or an independent third party, the member organization must accompany the research report with the applicable disclosures, as they pertain to the member organization, that are required by paragraphs (k)(1)(i)c, (k)(1)(i)a, (k)(1)(i)b and (k)(1)(iii)d of this Rule.

- a. A supervisory analyst qualified under NYSE Rule 344 must approve, pursuant to Rule 472(a)(2), by signature or initial any third-party research distributed by a member organization; and
- b. A supervisory analyst or qualified person designated pursuant to Rule 342(b)(1) (e.g., a person who has taken and passed the Series 9/10, or another examination acceptable to the Exchange which demonstrates competency relevant to assigned responsibilities, including the Series 24 if taken and passed after July 1, 2001) must review third-party research distributed by a member organization to determine that the disclosures required by Rule 472(k)(1)(i)c, (k)(1)(i)a, (k)(1)(i)b and (k)(1)(iii)d are complete and accurate, and that the content of the research report is consistent with all applicable standards regarding communications with the public.



(ii) The requirements in paragraph (k)(4)(i) shall not apply to research reports prepared by an independent third party that the member organization makes available to its customers either upon request or through a member organization-maintained website.

**(l) Other Communications Activities**

Other communications activities are deemed to include, but are not limited to, conducting interviews with the media, writing books, conducting seminars or lecture courses, writing newspaper or magazine articles, or making radio/TV appearances.

Members organizations must establish specific written supervisory procedures applicable to allied members, and employees who engage in these types of communications activities. These procedures must include provisions that require prior approval of such activity by a person designated under the provisions of Rule 342(b)(1). These types of activities are subject to the general standards set forth in paragraph (i). In addition, any activity which includes discussion of specific securities is subject to the specific standards in paragraph (j).

**(m) Small Firm Exception**

The provisions of Rule 472(b)(1), (2) and (3) do not apply to member organizations that over the three previous years, on average per year, have participated in ten (10) or fewer investment banking services transactions as manager or co-manager and generated \$5 million or less in gross investment banking services revenues from those transactions. For purposes of this paragraph, the term "investment banking services transactions" shall include both debt and equity underwritings but not municipal securities underwritings. Members organizations that qualify for this exemption must maintain records for three (3) years of any communications that, but for this exemption, would be subject to paragraphs (b)(1), (2), and (3) of this Rule.

••• *Supplementary Material:* -----

**.10 Definitions**

**(1) Communication.** The term "Communication" is deemed to include, but is not limited to advertisements, market letters, research reports, sales literature, electronic communications, communications in and with the press and wires and memoranda to branch offices or correspondent firms which are shown or distributed to customers or the public.

**(2) Research Report.** "Research report" is generally defined as a written or electronic communication which includes an analysis of equity securities of individual companies or industries, and provides information reasonably sufficient upon which to base an investment decision. This term does not include:

(a) communications, that are limited to the following:

(1) reports discussing broad-based indices, e.g. the Russell 2000 or S&P 500 index;

(2) reports commenting on economic, political or market conditions;

(3) technical analysis concerning the demand and supply for a sector, index or industry based on trading volume and price;

(4) statistical summaries of multiple companies' financial data (including listings of current ratings);

(5) reports that recommend increasing or decreasing holdings in particular industries or sectors; or

(6) notices of ratings or price target changes, provided that the member organization simultaneously directs the readers of the notice as to where to obtain the most recent research report on the subject company that includes the current applicable disclosures required by this rule and that such research report does not contain materially misleading disclosures, including disclosures that are outdated or no longer applicable;

(b) the following communications, even if they include an analysis of an individual security and information reasonably sufficient upon which to base an investment decision:

(1) any communication distributed to fewer than 15 persons;

(2) periodic reports, solicitations or other communications prepared for investment company shareholders or discretionary investment account clients that discuss individual securities in the context of a fund's or account's past performance or the basis for previously made discretionary investment decisions; or

(3) internal communications that are not given to current or prospective customers; and

(c) communications that constitute statutory prospectuses that are filed as part of the registration statement.

For purposes of approval by a supervisory analyst pursuant to Rule 472(a)(2), the term research report includes, but is not limited to, a report which recommends equity securities, derivatives of such securities, including options, debt and other types of fixed income securities, single stock futures products, and other investment vehicles subject to market risk. This term does not include:

**(3) Advertisement.** "Advertisement" is defined to include, but is not limited to, any sales communications that is published, or designed for use in any print, electronic or other public media such as newspapers, periodicals, magazines, radio, television, telephone recording, web sites, motion pictures, audio or video device, telecommunications device, billboards or signs.

**(4) Market letters.** "Market letters" are defined as, but are not limited to, any written comments on market conditions, individual securities, or other investment vehicles that are not defined as research reports. They also may include "follow-ups" to research reports and articles prepared by member organizations which appear in newspapers and periodicals.

**(5) Sales literature.** "Sales literature" is defined as, but is not limited to, written or electronic communications including, but not limited to, telemarketing scripts, performance reports or summaries, form letters, seminar texts, and press releases discussing or promoting the products, services, and facilities offered by a member organization, the role of investment in an individual's overall financial plan, or other material calling attention to any other communication.

**.20** For purposes of this Rule, "investment banking services" includes, without limitation, acting as an underwriter in an offering for the issuer; acting as a financial adviser in a merger or acquisition; providing venture capital, equity lines of credit, PIPEs (private investment, public equity transactions), or similar investments; serving as placement agent for the issuer; or acting as a member of a selling group in a securities underwriting.

**.30** For purposes of this Rule, the term "Investment Banking Department" means any department or division of the member organization, whether or not identified as such, that performs any investment banking services on behalf of the member organization.

**.40** For purposes of this Rule, the term "research analyst" includes an allied member, associated person or employee of a member organization primarily responsible for, and any person who reports directly or indirectly to such research analyst in connection with, the preparation of the substance of a research report whether or not any such person has the job title of "research analyst".

For purposes of this Rule, the term "household member" means any individual whose principal residence is the same as the research analyst's principal residence. This term does not include an unrelated person who shares the same residence as a research analyst, provided that the research analyst and unrelated person are financially independent of one another. Paragraphs (e)(1), (2), (3), (4)(i), (ii), (iii), (iv) and (v), (k)(1)(iii)b., c., and (k)(2)(i)b. and e. apply to any account in which a research analyst has a financial interest, or over which the research analyst exercises discretion or control, other than an investment company registered under the Investment Company Act of 1940. The trading restrictions applicable to research analysts and household members (i.e., paragraphs (e)(1), (2), (3), (4)(i), (ii), (iii), (iv) and (v)); do not apply to a "blind trust" account that is controlled by a person other than the research analyst or research analyst's household member where neither the research analyst nor household member knows of the account's investments or investment transactions.

**.50** For purposes of this Rule, the term "public appearance" includes, without limitation, participation by a research analyst in a conference call, seminar, forum (including an interactive electronic forum) or other public speaking activity before fifteen (15) or more persons or before one or more representatives of the media, radio, television or print media interview, or the writing of a print media article in which such research analyst makes a recommendation or offers an opinion concerning any equity securities. This term does not include a password protected Webcast, conference call or similar event with fifteen (15) or more existing customers, provided that all of the event participants previously received the most current research report or other documentation that contains the required applicable disclosures, and that the research analyst appearing at the event corrects and updates during the public appearance any disclosures in the research report that are inaccurate, misleading or no longer applicable.

**.60** For purposes of this Rule, "subject company" is the company whose equity securities are the subject of a research report or a public appearance.

**.70** For purposes of Rule 472(k)(1)(i)g, a member organization must determine, based on its own ratings system, into which of the three (3) categories each of their securities ratings utilized falls.

This information must be current as of the end of the most recent calendar quarter (or the second most recent calendar quarter if the publication date is less than fifteen (15) calendar days after the most recent calendar quarter) and must reflect the distribution of the most recent ratings that the member organization has issued for all subject companies, within the previous twelve (12) months. For example, a research report might disclose that the member organization has assigned a "buy" rating to 58% of the securities that it follows, a "hold" rating to 15%, and a "sell" rating to 27%.

Rule 472(k)(1)(i)g requires member organizations to disclose the percentage of companies that are investment banking services clients for each of the three (3) ratings categories within the previous twelve (12) months. For example, if twenty (20) of the twenty-five (25) companies to which a member organization has assigned a "buy" rating are investment banking clients of the member organization, the member organization would have to disclose that 80% of the companies that received a "buy" rating are its investment banking clients. Such disclosure must be made for the "buy," "hold" and "sell" ratings categories as appropriate.

**.80** For purposes of this Rule, the term "Legal or Compliance Department" also includes, but is not limited to, any department of the member organization which performs a similar function.

**.90** For purposes of Rule 472(a)(1), a qualified person is one who has passed an examination acceptable to the Exchange.

**.100** For purposes of this Rule, the term "initial public offering" refers to the initial registered equity security offering by an issuer, regardless of whether such issuer is subject to the reporting requirements of Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, prior to the time of the filing of such issuer's registration statement.

**.110** For purposes of this Rule, a secondary offering shall include a registered follow-on offering by an issuer or a registered offering by persons other than the issuer involving the distribution of securities subject to Regulation M of the Securities Exchange Act of 1934.

**.120** For purposes of this Rule, the term "offering date" refers to the later of the effective date of the registration statement or the first date on which the security was bona fide offered to the public.

**.130** For purposes of this Rule, the term associated person is defined as a natural person engaged in investment banking, or a securities or kindred business, who is directly or indirectly controlling or controlled by a member organization, whether or not any such person is registered, applying for registration or exempt from registration with the NYSE.

**.140** For the purpose of this Rule, the term "equity security" has the same meaning as defined in Section 3(a)(11) of the Securities Exchange Act of 1934.

-----  
**Amended:** October 20, 1955, effective November 1, 1955; September 19, 1963, effective October 15, 1963; June 18, 1964; March 26, 1970; February 2, 1977; December 14, 1983; December 31, 1997; March 19, 1990; May 10, 2002 effective July 9, 2002 (NYSE-2002-09 ); July 29, 2003 (NYSE-2002-49); April 14, 2005 (NYSE-2005-24); April 21, 2005 (NYSE-2004-24); October 17, 2006 (NYSE-2006-77).

Rule 473. Radio, Television, Telephone Reports

Rescinded effective February 2, 1977.

Rule 474A. Standards for Advertising, Market Letters, Sale Literature, Research Reports, Radio, Television and Writing Activities

Transposed to Rule 472.30 and .40 with change effective December 14, 1983.

Rule 474B. Standards for Speaking Activities

Transposed to Rule 472.20 with change effective December 14, 1983.

附录 3：美国证券交易商协会规则 2711：研究分析师与研究报告<sup>38</sup>

## 目录

- (a) 定义
- (b) 对投资银行部门与研究部门关系的限制
- (c) 对目标公司审查研究报告的限制
- (d) 禁止某些方式的研究分析师酬金
- (e) 禁止承诺提供有利研究
- (f) 强制实施静默期
- (g) 对研究分析师个人交易的限制
- (h) 披露要求
- (i) 监管程序

## (a) 定义

就本规则而言，下列术语定义如下：

- (1) “投资银行部门”是指为会员进行各种投资银行服务的部门或单位，无论其是否对此予以标明。
- (2) “投资银行服务”包括，但不限于，在发行时担任发行人的承销商；在并购中担任财务顾问；提供风险投资、股本信用额度（equity lines of credit）、PIPEs<sup>39</sup>或类似投资；或为发行人提供发行配售服务。
- (3) “研究分析师家庭成员”是指主要住处与研究分析师主要住处相同的任何个人。
- (4) “公开露面”是指参加研讨会、论坛（包括互动性的电子论坛）、电台或电视采访或其他研究分析师就某股本证券进行推荐或发表意见的公开演讲活动。
- (5) “研究分析师”是指对研究报告实质部分的编写负主要责任的所有关系人，以及就相关情况直接或间接向研究分析师报告的任何关系人，无论这些人工作头衔是否冠有“研究分析师”之名。
- (6) “研究分析师帐户”是指研究分析师或该研究分析师的家庭成员拥有财务权益（financial interest）的任何帐户，或除了在根据 1940 年投资公司法注册的投资公司中的帐户外，分析师能够自行处理或控制的帐户。
- (7) “研究部门”是指主要负责为会员编写研究报告实质部分的所有部门或单位，无论其对此是否进行了标明。
- (8) “研究报告”是指包括对单个公司股本证券或行业的分析，以及提供相当充分的信息据此能够作出投资决定或含有建议的书面或电子交流（communication）。
- (9) “目标公司”是指其股本证券作为研究报告或公开露面推荐对象的公司。

## (b) 对投资银行部门与研究部门关系的限制

- (1) 研究分析师不受会员投资银行部门任何雇员的监督或控制。

<sup>38</sup> 本中文译文仅供研究参考，如有疑问，请以英文版本为准。

<sup>39</sup> 译者注：PIPEs, Private Investment in Public Equity, 私人投资公开股票。

- (2) 除了本款 (b)(3) 规定的情形外, 投资银行部门雇员在研究报告公布之前, 不得对其审核 (review or approve)。
- (3) 只有为了核实研究报告内信息的真实准确性, 或为了审查潜在的利益冲突, 投资银行部门人员在需要的情况下, 才可以在研究报告公布前对其进行审查, 条件是:
- (A) 投资银行和研究部门人员之间任何关于研究报告的书面沟通, 必须通过会员被授权的法律或监察部门官员进行, 或将书面材料复制给该官员由其负责传送; 以及
  - (B) 投资银行和研究部门人员之间任何关于研究报告的口头沟通, 必须用书面文件加以记录, 且该口头沟通或者由法律或监察部门官员作为中介进行, 或者通过该官员组织并在场的会谈进行。

### **(c) 对目标公司审查研究报告的限制**

- (1) 除了本款 (c)(2) 和 (c)(3) 规定的情形外, 会员不得在研究报告公布前向目标公司提交研究报告。
- (2) 只有为了核实部分章节 (sections) 内信息的真实准确性, 会员才可以在需要的情况下, 于研究报告公布前向目标公司提交报告的部分章节, 条件是:
- (A) 研究报告中提交目标公司的部分不包含研究摘要、研究评级 (research rating) 或目标价格;
  - (B) 向目标公司提交研究报告部分章节之前, 要向法律或监察部门提供一份研究报告的完整草稿; 以及
  - (C) 如果将报告部分章节提交目标公司后, 研究部门打算更改所建议的评级或目标价格, 必须首先就该更改向法律或监察部门提供书面理由并得到其书面认可。在研究报告公布后的 3 年内, 会员必须保留该研究报告所有草稿及最后成稿的副本。
- (3) 会员可以通知目标公司它准备更改其对该目标公司证券的评级, 条件是要在该会员宣布更改评级前及目标公司在主要市场 (principal market) 的交易结束后的营业日发出通知。

### **(d) 禁止某些方式的研究分析师酬金**

会员不得因某特定投资银行服务交易而向研究分析师支付任何奖金、工资或其他方式的报酬。

### **(e) 禁止承诺提供有利研究**

会员不得直接或间接直接或间接地向目标公司提供对其有利的研究、特定评级或特定目标价格, 或威胁更改研究、评级或目标价格, 以作为获取业务或报酬的对价或诱因。

### **(f) 强制实施静默期**

在下列情况和期间内, 会员担任经理人 (manager) 或合作经理人时, 不得发表关于目标公司的研究报告, :

- (1) 首次公开发行 (IPO), 在发行日之后的 40 日内; 或
- (2) 再次发行, 在发行日之后的 10 日内; 如果:
  - (A) (f)(1) 和 (f)(2) 不禁止会员在上述 40 日和 10 日期间内, 发表关于目标公司的重大新闻或重大事件, 且如果法律或监察部门在报告发行 (issue) 前, 批准其公布; 以及
  - (B) 依照 SEC 规则 139 关于目标公司“交易活跃证券” (条例 M, 17 CFR 242.101 (c) (1) 所下定义) 的规定, (f)(2) 不禁止会员发表研究报告。

### **(g) 对研究分析师个人交易的限制**

- (1) 如果发行人主要从事的商业类型与研究分析师所追踪研究的公司商业类型相同,那么在该发行人首次公开发行前,此研究分析师的帐户不得购买或收取任何证券。
- (2) 自关于公司的研究报告公布或公司证券评级或目标价格改变之前 30 日开始至公布或改变后 5 日止,研究分析师的帐户不得买入或卖出该研究分析师追踪研究公司所发行的证券,或关于该证券的期权(option)或衍生产品;如果:
  - (A) 研究分析师开始为会员研究某公司之日起 30 日内,会员可以允许该研究分析师的帐户卖出帐户中持有的该分析师所研究的公司发行的证券;
  - (B) 在研究报告公布因与目标公司有关的重大新闻或事件导致该公司证券评级或目标价格发生改变前 30 日内,经会员法律或监察部门对研究报告和评级或目标价格变化的事先批准,会员可以允许研究分析师帐户买入或卖出目标公司发行的任何证券。
- (3) 研究分析师的帐户里不得以与该分析师最近在会员发表的研究报告中所建议的不相一致的方式买入或卖出证券或与该证券有关的期权或衍生产品。
- (4) 对于(g)(2)和(g)(3)规定的禁止,会员法律或监察部门可以基于研究分析师帐户实益所有人(beneficial owner)个人财务状况因发生无法预料的重大变化,而批准有关交易的例外,条件是:
  - (A) 交易在开始前已得到法律或监察部门批准;
  - (B) 每项例外均依照会员为确保此类交易不会在研究分析师专业职责和个人交易行为之间产生利益冲突而合理设计并采用的政策和程序予以批准;以及
  - (C) 在交易被批准之日后 3 年内,会员要保留关于每项交易的书面记录和允许交易的理由。
- (5)(g)(1)至(g)(3)规定的禁止不适用于下列证券买卖:
  - (A) 由符合 1940 年投资公司法第 5 节(b)(1)定义且经过注册的多元化投资公司进行;或
  - (B) 由研究分析师及其家庭成员均不享有任何投资决定权或控制权的其他投资基金进行,且如果:
    - (i) 研究分析师全部帐户拥有的利益不超过该基金资产的 1%;
    - (ii) 该基金投资的与研究分析师所研究公司主要从事同一种商业类型的发行人证券,不超过基金资产的 20%;以及
    - (iii) 如果投资基金在发行人首次公开发行之前,向研究分析师或其家庭成员分发证券,则该研究分析师或其家庭成员必须立即处置(divest)这些证券,或者不得参加与该发行人有关的研究报告的编写(preparation)活动。

## (h) 披露要求

### (1) 所有权和实质利益冲突

会员在研究报告中及研究分析师在公开场合露面时必须披露:

- (A) 如果研究分析师或其家庭成员对目标公司证券具有财务权益(financial interests),以及该财务权益的性质(包括但不限于它是否由期权、权利、权证、期货交易合同、多头还是欠缺头寸构成);
- (B) 如果在研究报告公布或在公开场合露面前一个月的最后一日(或者如果公布日在最近这个月结束后不足 10 日内,则为倒数最近第 2 个月的月末),会员机构或其分支机构实益持有 1%或以上目标公司任何级别的普通股权证券。对证券实益所有权的计算,必须以与 1934 年证券交易法第 13 节(d)规定的为了报告要求而计算所有权同样的标准为基础;以及
- (C) 研究分析师在研究报告公布或在公开场合露面时知道或有理由知道的研究分析师或会员其他任何实际的实质利益冲突。

### (2) 收受酬金

(A) 会员必须在研究报告中披露:

- (i) 如果主要负责编写报告的研究分析师因会员投资银行收入(其他因素之一)收取了酬金;以及

(ii) 如果会员或其分支机构：

- (a) 在过去 12 个月内管理或共同管理了目标公司证券的首次发行；
- (b) 在过去 12 个月内从目标公司收取了关于投资银行服务的报酬；或
- (c) 在今后 3 个月内期望或打算从目标公司寻求关于投资银行服务的报酬。

(B) 如果研究分析师知道或有理由知道目标公司是会员或其分支机构的客户，在公开场合露面时他/她对此必须予以披露。

#### (3) 任职高级职员或董事

如果研究分析师或其家庭成员在目标公司担任高级职员、董事或顾问委员会成员，则会员在研究报告中以及研究分析师在公开场合露面时对此必须予以披露。

#### (4) 评级的含义

会员必须在其研究报告中对其评级体系中所用的每一评级给予定义。关于每一评级的定义必须与其通常含义 (plain meaning) 相一致。

#### (5) 评级的分类 (distribution)

- (A) 无论会员所使用的评级体系如何，该会员必须在每篇研究报告中披露其所评级的全部证券中将被划定 (assign) 为“买入”、“持有/中立”或“卖出”所占的百分比。
- (B) 在每篇研究报告中，会员必须披露在前 12 个月其提供了投资银行服务的目标公司在上述三类中每类所占的百分比。
- (C)(h)(5)(A) 和 (h)(5)(B) 要求披露的信息必须是最近一个季度结束时的当前信息 (或者如果公布日在最近一个季度之后不足 15 日，则为距今最近的前第二个季度)。

#### (6) 价格表

在任何一篇会员已划定评级至少一年的关于股权证券的研究报告中，该会员必须提供描述相关证券一段期间内每日收盘价格的线图 (line graph)，该期间视会员确定评级的期间和 3 年期间两者中较短者而定。线图中必须：

- (A) 指明会员划定评级或改变评级或目标价格的日期；
- (B) 对上述日期中所划定的评级或目标价格进行描述；以及
- (C) 是最近一个季度结束时当前的 (或者如果公布日在最近一个季度之后不足 15 日，则为距今最近的前第二个季度)。

#### (7) 价格目标

会员必须在研究报告中披露确定价格目标所用的估价方法。价格目标必须具有合理基础，并且必须附有有关可能阻止实现价格目标风险的披露。

#### (8) 做市 (market making)

会员必须在研究报告中披露在该研究报告发表时，它是否对目标公司证券进行做市。

#### (9) 其他规定要求的披露

除了本规则规定的外，会员和研究分析师必须根据有关法律或条例的要求，包括 NASD 规则 2210 和联邦证券法律中反欺诈规定，在研究报告中或在公开场合露面时进行披露。

#### (10) 披露的显要性 (prominence)

(h) 款所要求的披露必须在研究报告封面上予以显示，或者在封面上必须指出可以找到披露所在的页码。披露，以及对披露的指示，必须清楚、全面和醒目。

#### (11) 研究报告中包括 6 家或以上公司的披露

当会员分发的研究报告中涵盖 6 家或 6 家以上目标公司时，为实现 (h) 款要求的披露目的，这种研究报告可以明确的方式指导读者他们从书面或电子格式中在哪里能够得到适用的最近披露信息。

### (i) 监管程序

受本规则管辖的会员必须采用和实施合理设计的书面监管程序，以确保会员及其雇员遵守本规则的规定，会员的资深高级职员 (senior officer) 每年必须向本协会证明 (attest) 该会员已经采取和实施了这些规则。

## NASD Rule 2711. Research Analysts and Research Reports

### (a) Definitions

For purposes of this rule, the following terms shall be defined as provided.

- (1) "Investment banking department" means any department or division, whether or not identified as such, that performs any investment banking service on behalf of a member.
- (2) "Investment banking services" include, without limitation, acting as an underwriter in an offering for the issuer; acting as a financial adviser in a merger or acquisition; providing venture capital, equity lines of credit, PIPEs or similar investments; or serving as placement agent for the issuer.
- (3) "Member of a research analyst's household" means any individual whose principal residence is the same as the research analyst's principal residence.
- (4) "Public appearance" means any participation in a seminar, forum (including an interactive electronic forum), radio or television interview, or other public speaking activity in which a research analyst makes a recommendation or offers an opinion concerning an equity security.
- (5) "Research analyst" means the associated person who is principally responsible for, and any associated person who reports directly or indirectly to such a research analyst in connection with, preparation of the substance of a research report, whether or not any such person has the job title of "research analyst."
- (6) "Research analyst account" means any account in which a research analyst or member of the research analyst's household has a financial interest, or over which such analyst has discretion or control, other than an investment company registered under the Investment Company Act of 1940.
- (7) "Research department" means any department or division, whether or not identified as such, that is principally responsible for preparing the substance of a research report on behalf of a member.
- (8) "Research report" means a written or electronic communication which includes an analysis of equity securities of individual companies or industries, and which provides information reasonably sufficient upon which to base an investment decision and includes a recommendation.
- (9) "Subject company" means the company whose equity securities are the subject of a research report or recommendation in a public appearance.

### (b) Restrictions on Investment Banking Department Relationship with Research Department

- (1) No research analyst may be subject to the supervision or control of any employee of the member's investment banking department.
- (2) Except as provided in paragraph (b)(3), no employee of the investment banking department may review or approve a research report of the member before its publication.
- (3) Investment banking personnel may review a research report before its publication as necessary only to verify the factual accuracy of information in the research report or to review the research report for any potential conflict of interest, provided that:
  - (A) any written communication between investment banking and research department personnel concerning such a research report must be made either through an authorized legal or compliance official of the member or in a transmission copied to such an official; and
  - (B) any oral communication between investment banking and research department personnel concerning such a research report must be documented and made either through an authorized legal or compliance official acting as intermediary or in a conversation conducted in the presence of such an official.

### (c) Restrictions on Review of a Research Report by the Subject Company

- (1) Except as provided in paragraphs (c)(2) and (c)(3), a member may not submit a research report to the subject company before its publication.
- (2) A member may submit sections of such a research report to the subject company before its publication for review as necessary only to verify the factual accuracy of information in those sections, provided that:
  - (A) the sections of the research report submitted to the subject company do not contain the research summary, the research rating or the price target;
  - (B) a complete draft of the research report is provided to the legal or compliance department before sections of the report are submitted to the subject company; and
  - (C) if after submitting the sections of the research report to the subject company the research department intends to change



the proposed rating or price target, it must first provide written justification to, and receive written authorization from, the legal or compliance department for the change. The member must retain copies of any draft and the final version of such a research report for three years following its publication.

(3) The member may notify a subject company that the member intends to change its rating of the subject company's securities, provided that the notification occurs on the business day before the member announces the rating change, after the close of trading in the principal market of the subject company's securities.

**(d) Prohibition of Certain Forms of Research Analyst Compensation**

No member may pay any bonus, salary or other form of compensation to a research analyst that is based upon a specific investment banking services transaction.

**(e) Prohibition of Promise of Favorable Research**

No member may directly or indirectly offer favorable research, a specific rating or a specific price target, or threaten to change research, a rating or a price target, to a company as consideration or inducement for the receipt of business or compensation.

**(f) Imposition of Quiet Periods**

No member may publish a research report regarding a subject company for which the member acted as manager or co-manager of:

- (1) an initial public offering, for 40 calendar days following the date of the offering; or
- (2) a secondary offering, for 10 calendar days following the date of the offering; provided that:
  - (A) paragraphs (f)(1) and (f)(2) will not prevent a member from publishing a research report concerning the effects of significant news or a significant event on the subject company within such 40-and 10-day periods, and provided further that the legal and compliance department authorizes publication of that research report before it is issued; and (B) paragraph (f)(2) will not prevent a member from publishing a research report pursuant to SEC Rule 139 regarding a subject company with "actively-traded securities," as defined in Regulation M, 17 CFR 242.101(c)(1).

**(g) Restrictions on Personal Trading by Research Analysts**

(1) No research analyst account may purchase or receive any securities before the issuer's initial public offering if the issuer is principally engaged in the same types of business as companies that the research analyst follows.

(2) No research analyst account may purchase or sell any security issued by a company that the research analyst follows, or any option on or derivative of such security, for a period beginning 30 calendar days before and ending five calendar days after the publication of a research report concerning the company or a change in a rating or price target of the company's securities; provided that:

(A) a member may permit a research analyst account to sell securities held by the account that are issued by a company that the research analyst follows, within 30 calendar days after the research analyst began following the company for the member;

(B) a member may permit a research analyst account to purchase or sell any security issued by a subject company within 30 calendar days before the publication of a research report or change in the rating or price target of the subject company's securities due to significant news or a significant event concerning the subject company, provided that the member's legal or compliance department pre-approves the research report and any change in the rating or price target.

(3) No research analyst account may purchase or sell any security or any option on or derivative of such security in a manner inconsistent with the research analyst's recommendation as reflected in the most recent research report published by the member.

(4) A member's legal or compliance department may authorize a transaction otherwise prohibited by paragraphs (g)(2) and (g)(3) based upon an unanticipated significant change in the personal financial circumstances of the beneficial owner of the research analyst account, provided that:

(A) the legal or compliance department authorizes the transaction before it is entered;

(B) each exception is granted in compliance with policies and procedures adopted by the member that are reasonably designed to ensure that these transactions do not create a conflict of interest between the professional responsibilities and the personal trading activities of a research analyst; and

(C) the member maintains written records concerning each transaction and the justification for permitting the transaction for three years following the date on which the transaction is approved.

(5) The prohibitions in paragraphs (g)(1) through (g)(3) do not apply to a purchase or sale of the

securities of:

(A) any registered diversified investment company as defined under Section (5)(b)(1) of the Investment Company Act of 1940; or

(B) any other investment fund over which neither the research analyst nor a member of the research analyst's household has any investment discretion or control, provided that:

(i) the research analyst accounts collectively own interests representing no more than 1% of the assets of the fund;

(ii) the fund invests no more than 20% of its assets in securities of issuers principally engaged in the same types of business as companies that the research analyst follows; and

(iii) if the investment fund distributes securities in kind to the research analyst or household member before the issuer's initial public offering, the research analyst or household member must either divest those securities immediately or the research analyst must refrain from participating in the preparation of research reports concerning that issuer.

#### **(h) Disclosure Requirements**

##### *(1) Ownership and Material Conflicts of Interest*

A member must disclose in research reports and a research analyst must disclose in public appearances:

(A) if the research analyst or a member of the research analyst's household has a financial interest in the securities of the subject company, and the nature of the financial interest (including, without limitation, whether it consists of any option, right, warrant, future, long or short position);

(B) if, as of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), the member or its affiliates beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the subject company. Computation of beneficial ownership of securities must be based upon the same standards used to compute ownership for purposes of the reporting requirements under Section 13(d) of the Securities Exchange Act of 1934; and

(C) any other actual, material conflict of interest of the research analyst or member of which the research analyst knows or has reason to know at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

##### *(2) Receipt of Compensation*

(A) A member must disclose in research reports if:

(i) the research analyst principally responsible for preparation of the report received compensation that is based upon (among other factors) the member's investment banking revenues; and

(ii) the member or its affiliates:

(a) managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months;

(b) received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months; or

(c) expects to receive or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

(B) A research analyst must disclose in public appearances if the analyst knows or has reason to know that the subject company is a client of the member or its affiliates.

##### *(3) Position as Officer or Director*

A member must disclose in research reports and a research analyst must disclose in public appearances if the research analyst or a member of the research analyst's household serves as an officer, director or advisory board member of the subject company.

##### *(4) Meaning of Ratings*

A member must define in its research reports the meaning of each rating used by the member in its rating system. The definition of each rating must be consistent with its plain meaning.

##### *(5) Distribution of Ratings*

(A) Regardless of the rating system that a member employs, a member must disclose in each research report the percentage of all securities rated by the member to which the member would assign a "buy," "hold/neutral," or "sell" rating.

(B) In each research report, the member must disclose the percentage of subject companies within each of these three categories for whom the member has provided investment banking services

within the previous twelve months.

(C) The information that is disclosed under paragraphs (h)(5)(A) and (h)(5)(B) must be current as of the end of the most recent calendar quarter (or the second most recent calendar quarter if the publication date is less than 15 calendar days after the most recent calendar quarter).

*(6) Price Chart*

A member must present in any research report concerning an equity security on which the member has assigned any rating for at least one year, a line graph of the security's daily closing prices for the period that the member has assigned any rating or for a three-year period, whichever is shorter. The line graph must:

(A) indicate the dates on which the member assigned or changed each rating or price target;

(B) depict each rating and price target assigned or changed on those dates; and

(C) be current as of the end of the most recent calendar quarter (or the second most recent calendar quarter if the publication date is less than 15 calendar days after the most recent calendar quarter).

*(7) Price Targets*

A member must disclose in research reports the valuation methods used to determine a price target. Price targets must have a reasonable basis and must be accompanied by a disclosure concerning the risks that may impede achievement of the price target.

*(8) Market Making*

A member must disclose in research reports if it was making a market in the subject company's securities at the time that the research report was published.

*(9) Disclosure Required by Other Provisions*

In addition to the disclosure required by this rule, members and research analysts must provide disclosure in research reports and public appearances that is required by applicable law or regulation, including NASD Rule 2210 and the antifraud provisions of the federal securities laws.

*(10) Prominence of Disclosure*

The disclosures required by this paragraph (h) must be presented on the front page of research reports or the front page must refer to the page on which disclosures are found. Disclosures and references to disclosures must be clear, comprehensive and prominent.

*(11) Disclosures in Research Reports Covering Six or More Companies*

When a member distributes a research report covering six or more subject companies, for purposes of the disclosures required in paragraph (h), such research report may direct the reader in a clear manner as to where they may obtain applicable current disclosures in written or electronic format.

**(i) Supervisory Procedures**

Each member subject to this rule must adopt and implement written supervisory procedures reasonably designed to ensure that the member and its employees comply with the provisions of this rule, and a senior officer of such a member must attest annually to the Association that it has adopted and implemented those procedures.

## 附录 4：香港证监会

## 《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第 16 段

## 分析员

## 16.1 适用范围

- (a) 本段适用于下列人士：
  - (i) 分析员；
  - (ii) 雇用任何分析员的商号；及
  - (iii) 发表任何投资研究的商号。
- (b) 本段涵盖就于香港买卖的证券作出的投资研究及对该等证券构成影响的投资研究。

## 16.2 释义

- (a) 就本段而言，“分析员”指商号内拟备及 / 或发表投资研究或投资研究的实质内容的个人。该词并不涵盖以下个人：
  - (i) 在完全附带于本身的交易或经纪职能的情况下提供投资意见或评论的个人；
  - (ii) 所进行的研究纯粹供该商号内部使用且不会分发予客户的个人；或
  - (iii) 提供个人(一对一)投资意见的个人。
 就第16.2(a)(ii)段而言，商号的内部使用包括集团内所有公司(而非非单纯第16.2(d)段所指明的商号)的使用。
- (b) 就本段而言，“有联系者”指：
  - (i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；
  - (ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或
  - (iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。
- (c) 就本段而言，“财务权益”指任何通常为人所知的财务权益，例如就某家上市法团的证券的投资，或上市法团与商号或分析员之间的财务通融安排。  
“财务权益”一词并不包括根据正常交易关系而作出的商业贷款，或在任何集体投资计划的投资(尽管事实上该计划拥有涉及某上市法团的证券的投资)。
- (d) 就本段而言，“商号”指任何中介人及其公司集团。若某公司在香港进行涉及证券的以下业务，才会被视为一家公司集团的公司：
  - (i) 投资银行；
  - (ii) 自营交易或庄家活动；或
  - (iii) 代理经纪。
- (e) 就第16.5(c)段而言，“受雇于商号或与该商号有联系的个人”指：
  - (i) 受雇于该商号而分析员惯于或有义务按照其发出的指示或指令行事的个人；
  - (ii) 受雇于该商号及对有关投资研究的题材或内容或分发时间具有影响力的个人；或
  - (iii) 负责厘定有关分析员的报酬的个人。
- (f) 就本段而言，“投资研究”包括载有以下任何一项资料的文件：
  - (i) 证券的投资分析结果；
  - (ii) 对可能影响证券日后表现的因素的投资分析，但不包括就宏观经济或策略性事宜所作的任何分析；或
  - (iii) 根据任何前述的结果或投资分析而提出的意见或建议，并须据此解释任何投资 / 研究报告。
- (g) 就本段而言，“上市法团”指本身的证券在香港联合交易所有限公司上市的法团。
- (h) 就本段而言，“证券”指由上市法团发行的、在香港联合交易所有限公司上市或交易的股份及该等股份的任何同时于香港联合交易所有限公司上市或交易的权证或期权。

## 16.3 原则

证监会相信，以下原则对于本段适用的所有分析员及商号所进行的业务至关重要<sup>40</sup>。

- (a) 分析员的交易及财务权益  
应设立机制，使分析员的交易活动或财务权益不会妨碍其投资研究及建议。
- (b) 商号的财务权益及商务关系  
应设立机制，使雇用该分析员的商号的交易活动、财务权益或商务关系不会妨碍该等分析员的投资研究及建议。
- (c) 分析员的汇报途径及补偿  
应设立分析员的汇报途径及补偿安排架构，藉以消除或大幅限制任何实际及潜在的利益冲突。
- (d) 商号的监察制度  
雇用分析员的商号应确立书面的内部程序或监控措施，以识别及消除、避免、管理或披露任何实际及潜在的分析员利益冲突。
- (e) 外来影响  
应消除或管理证券发行人、机构投资者及其它外间人士对分析员施加的任何不当影响。
- (f) 披露的清晰度、具体程度及显眼程度  
就实际及潜在的利益冲突的披露应是完整、适时、清晰、准确、具体及显眼的披露。
- (g) 诚信及道德操守  
分析员应秉持严格的诚信标准。

#### 16.4 分析员的交易及财务权益

- (a) 商号应为分析员订立交易政策  
雇用任何分析员的商号应设立及维持书面政策及监控程序，管限任何该等分析员的交易及买卖，从而消除、避免、管理或披露因该等交易或买卖而产生的任何实际及潜在的利益冲突。
- (b) 分析员进行交易的限制  
分析员或其有联系者不应：
  - (i) 以有违其已发表的建议的方式；或
  - (ii) 在就某上市法团的投资研究发出前30日内及就某上市法团的投资研究发出后的3个营业日内；
 交易或买卖涉及其评论的上市法团的任何证券，但在于有关商号的政策内概述的特殊情况以及已获得有关的法律或监察部门预先核准的情况下进行的交易或买卖除外。  
就第16.4(b)(ii)段而言，如分析员或其有联系者曾在之前的30日内，交易或买卖涉及某上市法团的证券，则该分析员不应就该上市法团发出任何投资研究，但在发生会影响该等证券的价格且已为公众所知悉的重大事件的情况下发出投资研究则除外。
- (c) 相关关系的披露  
如分析员或其有联系者担任该分析员所评论的上市法团的高级人员，该分析员便应在研究报告中披露该项事实。
- (d) 相关财务权益的披露  
如分析员或其有联系者拥有与该分析员所评论的上市法团有关的任何财务权益，该分析员便应在研究报告中披露该项事实。

#### 16.5 商号的财务权益及商务关系

- (a) 商号应作出相关财务权益的披露  
如商号拥有任何上市法团的财务权益，而某研究报告所评论的是涉及该上市法团的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该上市法团的市场资本值的1%，商号

<sup>40</sup> 这些原则大致上重申国际证券事务监察委员会组织(“国际证监会组织”)于2003年9月25日发表的《处理卖方证券分析员利益冲突的原则声明》(“《原则声明》”)中的原则。除了这些原则外，本会亦鼓励分析员及商号采纳《原则声明》所列载的措施，作为最佳作业方式。《原则声明》载于国际证监会组织的网站，网址为 [www.iosco.org](http://www.iosco.org)。

便应在研究报告中披露该项事实。

- (b) 商号应作出相关庄家活动的披露  
商号如为涉及有关上市法团的证券进行庄家活动,商号便应在研究报告中披露该项事实。
- (c) 商号应作出相关关系的披露  
如受雇于商号或与该商号有联系的个人担任有关上市法团的高级人员,该商号便应在研究报告中披露该项事实。
- (d) 商号作出相关商务关系的披露  
商号如与有关上市法团有投资银行业务的关系,便应在研究报告中披露该项事实。在过去12个月内就投资银行服务所收取的任何补偿或委托都构成投资银行业务关系。
- (e) 商号于发出投资研究前进行不当交易  
如商号的投资研究涵盖涉及某上市法团的证券,商号便不应在该等投资研究发表前不当地进行该等证券的交易或买卖。
- (f) 商号不应向上市法团提供若干保证  
商号不应为求展开或影响与上市法团的商务关系而提供任何承诺或保证,表示其将会在投资研究内发表对该上市法团有利的评论,或更改其研究的涵盖范围或评级。
- (g) 静默期  
在公开发售中担任经理人、保荐人或包销商的商号,不应在以下期间内的任何时间,发出涵盖某上市法团的任何投资研究:
  - (i) 如该宗发售属首次公开招股,则有关期间为紧接该等证券定价后的40天;或
  - (ii) 如属第二次公开发售,则有关期间为紧接该等证券定价后的10天,除非该商号在其正常业务的过程中,一直以来都有按照合理的规律定期就该上市法团发出投资研究,或在当发生会影响有关证券的价格且已为公众所知悉的重大事件的情况下发出投资研究则除外。

证券的定价日期指订定有关发售的具体价格的日期。

#### 16.6 分析员的汇报途径、补偿及在其它部门的参与

- (a) 分析员的汇报途径与补偿  
凡设有投资银行部的商号都不应:
  - (i) 安排其分析员向该部门汇报;或
  - (ii) 将其分析员的补偿与任何特定的投资银行交易直接挂钩。
- (b) 投资银行部预先核准投资研究  
凡设有投资银行部的商号都不应允许该部门预先核准分析员的报告或建议,但由投资银行部于研究报告发表前,在监察部或法律部的监察下审核该报告内的事实是否准确则属例外。
- (c) 分析员不应招揽投资银行业务  
分析员不应参与旨在招揽投资银行业务的商业活动,例如商务推销及交易巡回推介。

#### 16.7 商号的监察制度

商号应设立、维持及落实执行一套书面政策及监控程序,以消除、避免或管理实际及潜在的分析员利益冲突。商号应在顾及本身的特殊架构与业务模式,及其客户的经验与投资状况的情况下,适当地制定相关的政策及程序。

#### 16.8 外来影响

如上市法团或其它第三者曾就有关投资研究提供或同意提供任何补偿或其它利益,则分析员或其所属商号便应在研究报告中披露该事实。

#### 16.9 透过大众媒体作出评论或建议

分析员透过大众媒体作出评论或建议时,第16段内所有根据下文第16.9(a)及(b)段(如适用)作出修改的条文将适用。

- (a) 分析员以个人身分在大众媒体中出现  
如分析员在大众媒体中以个人身分就涉及某上市法团的证券提供分析或评论(包括亲身出现),便应于提供该等分析或评论时披露以下资料:

- (i) 其姓名；
  - (ii) 其持牌状况；及
  - (iii) 如其及 / 或其有联系者于上市法团拥有财务权益，则披露拥有该等权益的事实。
- (b) 分析员以个人身分回应观众 / 听众及记者的提问  
当分析员被观众 / 听众要求或在其它情况下被记者要求就特定证券作出分析或评论时，分析员可以作出有关分析或评论(尽管事实上该分析员及 / 或其有联系者在该分析员提供有关分析或评论前的30天内曾经买卖有关证券)，但其必须作出第16.9(a)(i)至(iii)段所述明的披露。
- (c) 商号透过大众媒体传达投资研究  
为免生疑问，商号透过大众媒体传达其投资研究时(例如在赞助节目中发布其研究报告的全部或部分内容)，第16段内所有有关条文将适用。
- 16.10 信息披露的清晰度、具体程度与显眼程度**
- (a) 披露的素质  
凡任何事宜须根据本段的规定而作出披露者，该等披露应该符合以下说明：
- (i) 清晰；
  - (ii) 准确；
  - (iii) 具体；
  - (iv) 具备足够的显眼程度；及
  - (v) 以适时和公平的方式发布。
- (b) 披露方法  
根据本段的规定作出的任何披露，应以切合投资研究或分析员的意见或评论的发放媒体的方法作出。须作出的披露限于有关事宜的事实，而所涉及的数额或性质等详情则毋须披露。
- (c) 披露责任  
凡分析员及 / 或商号已作出有关披露，倘若有关的大众媒体发表或以其它方式转载其投资研究或建议的全部或部分内容而没有附带该等有关披露，分析员及 / 或商号均毋须就此负责。
- 16.11 诚信及道德操守**
- (a) 分析员的分析及建议应该是建基于合理的基础上。
  - (b) 分析员在提出建议时，应对所使用的词语赋予定义，并贯彻使用该等定义。

附录 5：海外信息隔离监管规范具体规定对照比较表

事项	美国 (NASD2711/NYSE472)	国际证监会 组织 (ISOCO)	香港 (证监会) (SFC)	英国 (金管局) (FSA)
适用范围： (1) 分析师类别； (2) 研究对象	(1) 各类分析师； (2) 任何证券或各种有关工具	(1) 卖方分析师； (2) 任何证券或有关衍生工具	(1) 各类分析师； (2) 各类证券及其衍生产品	(1) 各类分析师； (2) 任何金融产品 豁免：研究报告供内部使用的分析师
持有期 (禁制期)	在研报发表之前 30 日及之后 5 日禁止进行交易	禁止进行前期交易	投资研究发出前 30 日内及发出后 3 个营业日内，禁止进行交易	由公司自行决定是否禁止分析师进行交易或设立禁制期
分析师关联关系及其交易披露	强制披露分析师家庭成员及其他与分析师有关人士与分析师的关联关系及其财务权益和交易	强制披露与分析师有关联个人与分析师的关联关系和有关财务权益	强制披露分析师与有法定有联系者的关联关系及有关财务权益	由公司自行制定相关政策
公司关联关系披露	由公司自行制定相关政策	如受雇于有关公司或与其有联系的个人有关联关系，须强制披露	须强制披露	由公司自行制定相关政策
公司或机构财务权益披露标准	持有该发行人 1% 或以上普通股本权益	持有该发行人重大权益	拥有上市法团财务权益合计总额相等于或高于该法团市场资本值的 1%	由公司自行制定相关政策
投资银行业务关系披露	如果公司正在寻求或预计在未来 3 个月会有某项投资银行业务关系，或在过去 12 个月曾有某项投资银行业务关系，须强制披露	如果公司正在寻求或最近曾有某项投资银行业务关系，可选择是否作出披露	强制披露与有关上市法团有投资银行业务关系，或在过去 12 个月内就投资银行服务收取过任何补偿或委托	由公司自行制定相关政策
静默期	首次公开招股交易达成后的 40 日或在第二市场公开发售股份交易达成后的 10 日。 豁免：定期进行的研究但交易前的研究普遍受到禁止	紧跟在发售股份前及之后的期间(选择性措施)	首次公开招股，为紧接该证券定价后的 40 日；或第二次公开发售，为紧接该等证券定价后的 10 日。 例外：商号在正	由公司自行制定相关政策



			常业务过程中，一直按照合理的规律定期就某上市法团发出投资研究，或在当发生会影响有关证券的价格且已为公众所知悉的重大事件的情况下发出投资研究	
分析师参与公司推销与推介	禁止	禁止	禁止	禁止
分析师跨越中国墙	若干情况下允许	强制设立严格信息隔离措施	禁止跨越研究部门与投资银行部门之间的中国墙	若干情况下允许
披露由发行人或第三人提供的酬金或利益(外部影响因素)	由公司自行制定相关政策	强制分析师或所在机构就此进行披露	强制分析师或所在机构就此在研究报告中予以披露	由公司自行制定相关政策

## 参考文献：

1. 林义相著：《论证券研究》，中国金融出版社，2000
2. 焦津洪：《论管制知情交易的自律机制》，载《中外法学》1998（5）
3. 谢非：《综合性券商信息隔离制度研究——兼谈我国 证券法 第 132 条之完善》，载《财经与理论实践》2001（7）
4. 张婷亚、蒋笃亮、楼晓：《论证券公司信息隔离墙的法律功能》，载《山东大学学报(哲学社会科学版)》2001（6）
5. 蔡奕：《跨国银行准入东道国证券业的思考》，中国论文下载中心
6. 于欣：《分析师，走向核心》，载《新财富》2006（12）
7. 刘超：《中国证券分析师行业的现状与发展思路》，载《浙江金融》2006(12)
8. 司徒大年：《证券分析师:角色、责任及独立性》，载《证券市场导报》2002(6)
9. 金雪军、蔡健琦：《证券分析师行为及其市场影响》，载《证券市场导报》2003(8)
10. 王 俊：《中美证券分析师职业道德规范比较研究》，载《证券市场导报》2001(11)
11. 伍艳：《聚焦证券分析师——透析美国 SOX 法案规制证券分析师利益冲突之新规则》，载《经济师》2003(4)
12. 陈汉文：《证券分析师、定价机制与利益冲突》，载《审计与理财》2003(6)
13. 林游：《小议证券分析师面临的利益冲突》，载《事业财会》2004(6)
14. 程克栋、陶亚民：《证券分析师的利益冲突及防范对策》，载《齐齐哈尔大学学报(哲学社会科学版)》2005(6)
15. Harry MacVea , *Financial Conglomerates and the Chinese Wall : Regulating Conflicts of Interest* , Oxford University Press , 1993
16. Ralph C. Ferrara, Herbert C. Thomas , *Ferrara on Insider Trading and the Wall* , Law Journal Press , 1995
17. Hong, Harrison and Jeffrey D.Kubik : Analyzing the analysts:Career concerns and biased earnings forecasts, 2003, Journal of Finance

- 18 . Clarke, Jonathan, Ajay Khorana, Ajay Patel, and P.Raghavendra Rau : Analyst Behavior at Independent Research Firms, Brokerage Houses, and Investment Banks: Conflicts of Interest or Better Information, Working Paper, Purdue University, March 2004
- 19 . Krigman,Laurie, Wayne H.Shaw, and Kent L.Womack : Why do firms switch underwriters? 2001, Journal of Financial Economics
- 20 . Lim : Rationality and Analysts'Forecast Bias, 2001, Journal of Finance.
- 21 . Marilyn E.Skiles : After the Bubble has Burst:New Regulation for Research Analysts in the U.S. , SIA Research Reports, 2003
- 22 . Hirshleifer :The Private and Social Value of Information, and the Reward to Inventive Activity, 1971, American Economic Review
- 23 . Ljungqvist, Alexander, Felicia Marston,and William Wilhelm : Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations, WorkingPaper, 2003
- 24 . Michaely, Roni, and Kent L.Womack : Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, 1999, Review of Financial Studies
- 25 . Womack, Kent L. : Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? 1996, Journal of Finance
- 26 . Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen McNichols and Brett Trueman :Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns, 2001, Journal of Finance
- 27 . Clement, Michael B.and Senyo Y.Tse : Do investors respond to analysts' forecast revisions as if forecast accuracy is all that matters? 2003, Accounting Review
- 28 . Clement, Michael B.and Senyo Y.Tse : Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting, 2005, Journal of Finance
- 29 . Erik Sirri : Investment Banks Scope and Unavoidable Conflicts of Interest, working paper, Babson College, April 2004.
- 30 . Bradshaw, Mark T., Scott A.Richardson and Richard G.Sloan : An empirical analysis of the relation between corporate financing activities and sell-side analyst research, Working Paper, University of Michigan, 2003

---

内部报告 仅供参考  
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

---

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028

---