

律師、分析師與信評
機構的共同性：公司
治理的兩面特質



林建中

公司治理—董監事與中介機構責任研討會, May 2017



律師、分析師與信評機構的共同性：公司治理的兩面特質

1

➤ 前言

2

➤ 公司律師與外部律師

3

➤ 證券分析師

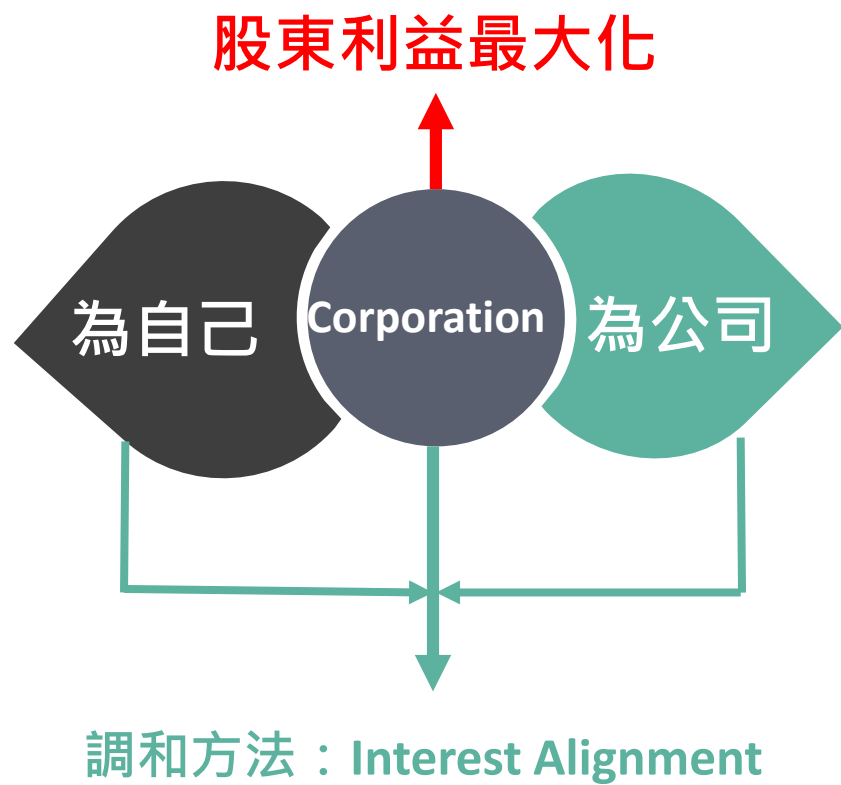
4

➤ 信用評等機構

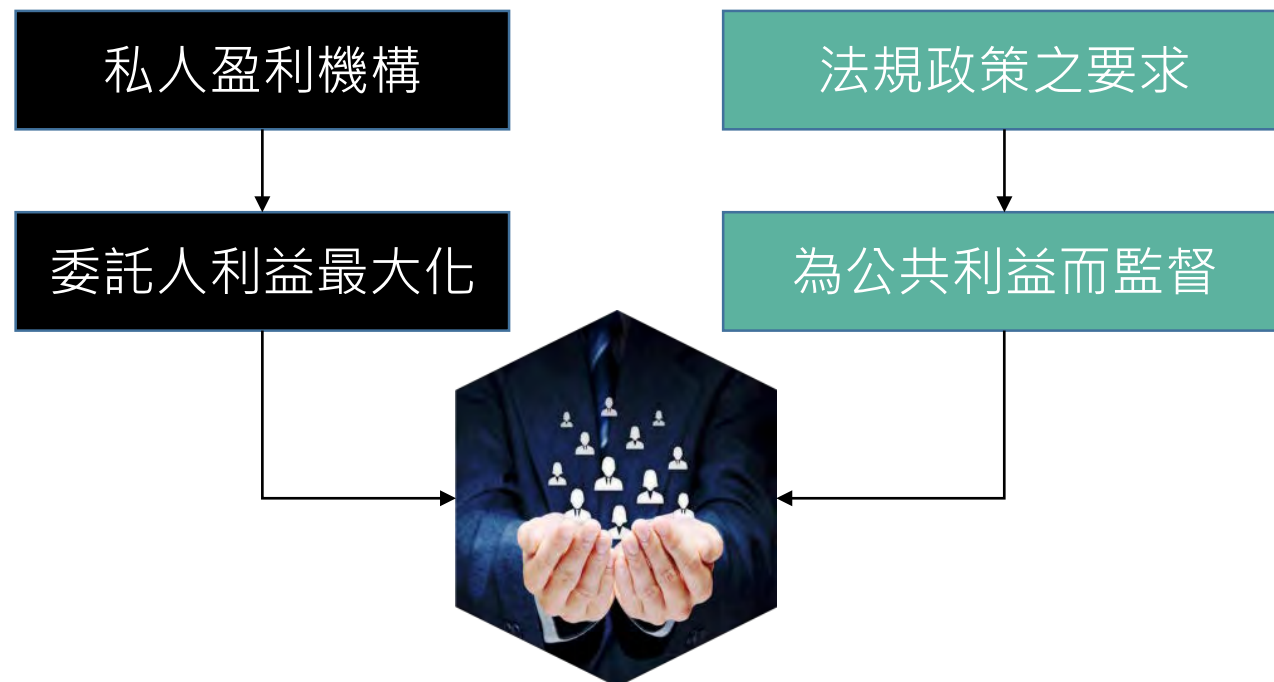
5

➤ 小結：如果他們出錯，從犯或主犯？

前言



For gatekeepers,利益衝突之調和存在新的困難



私人性與公共性的兩面處境

Part 1



公司律師與外部律師

Lawyer: Defender vs Gatekeeper

➤ 公司律師與外部或訴訟律師存在較大**職能差異**



- ❑ 公司律師（含稅務律師及商務談判專家）的主要職能為交易工程師（ Transactional Engineer ）、草擬文書與資訊揭露等非訴業務；
- ❑ 公司律師與客戶之間的關係與訴訟律師有所差異，訴訟律師多為事後介入以保護客戶不受苛刻的州或原告律師勒索的獨立防禦屏障；而公司律師多扮演事前智囊團的角色；

➤ 公司律師的職業特點更適合擔任守門人角色？

- ❑ 外部律師較為**獨立**，內部律師較為**知情**；
- ❑ 行業自主性（律師業界）與守門人責任（法律學術界）間的博弈；

（一）從進步時代（ Progressive Era ）到現在：濃縮版的歷史



- 十九世紀中葉，伴隨鐵路事業的成長，美國律師協會開始專業化，律師扮演**舉債專家**的角色；



- 1890年代的併購狂潮，公司律師們**架構了複雜、週期性的公司重整或合併**，造就了大型的托拉斯以及日後的U.S. Steel、General Electric等產業巨人；

（二）進步時代的抱負

- 1905年，迫於律師幫助客戶逃避法律的指責以及醫師職業倫理的出台，美國律師協會草擬律師職業道德準則（ Canons of Ethics ），形塑了至少下半個世紀的美國法律倫理；

(二) 從進步時代的抱負



草擬過程中 “duty to do justice” 的義務引起了激烈爭論，儘管其為律師誓詞中不證自明之義務，美國律師協會仍希望能將這樣一個規定放在職業道德準則中，以表達：**當律師代表客戶提起訴訟時，律師們應該自己要相信訴訟本身的正當性(justice)，並為其負起道德責任**，由此引發如下爭議：



伸張正義之衛士

價值中立的技術人員

Louise Brandeis :
“The Opportunities of the Law”
共和主義的想法

實用主義者：排斥律
師的守門人職能

羅斯福新政-SEC

律師執業自由

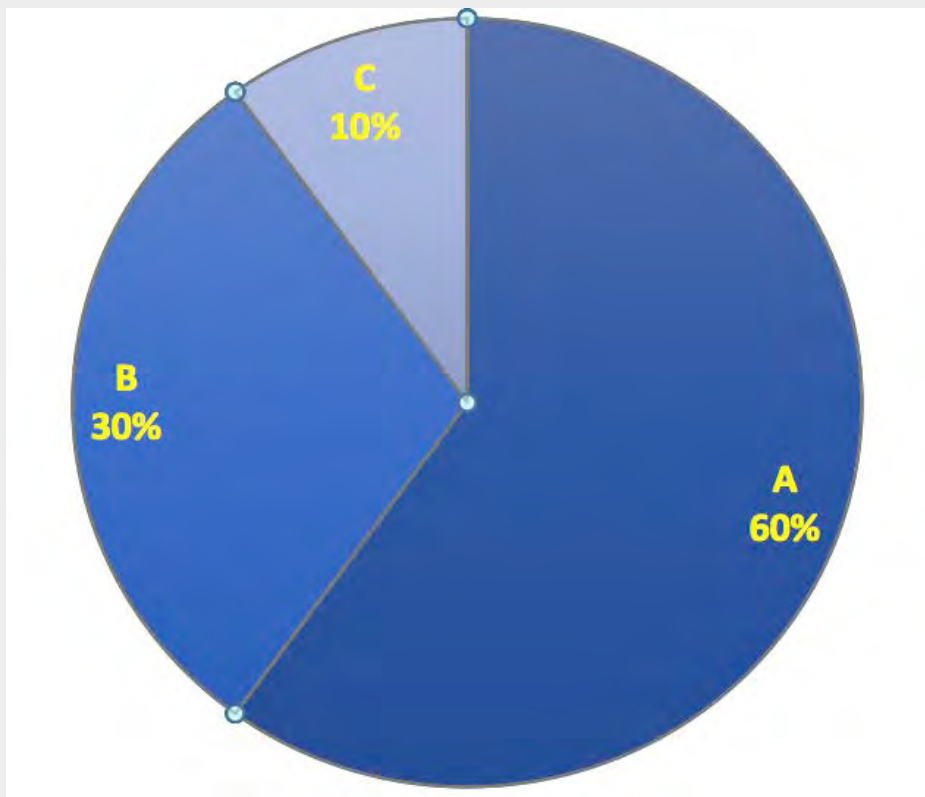
Part 2



證券分析師

(一) 產業速攬

- 證券分析師一般存在三種受僱形態：**A類**) 大多數受僱于買方，即共同基金和機構投資者；**B類**) 受雇於賣方，為較大型的證券經紀-自營商工作；**C類**) 受雇於「獨立」的賣方證券商，也就是那些不提供投資銀行服務的證券經紀-自營商



□ **數量方面**：2003年全球共有65700個會員。若估計一半的人在北美工作，即有將近33000個北美分析師，其中30%（或將近10000人）屬於賣方；相對全美100萬的執業律師而言，數量較小

□ **薪酬方面**：一個有五年經驗的賣方分析師的報酬在\$400,000到\$500,000之間，而頂級分析師的報酬則在250萬美元上下；當前全世界有57,512個現役的特許金融分析師，其中有18%的人從事股權證券的分析

三類受僱分析師的業務差別



- 並不是所有的公司都剛好會有至少一位分析師在追蹤，更多情況下，**單一分析師的意見可能就決定了一切** (尤其是小盤股公司)

A類證券分析師——買方分析師

- ✓ 買方分析師僅為其雇主（通常是共同基金或避險基金，但也可能是保險公司或退休基金）進行獨家研究，這些研究會保密，不對外公開；

B類證券分析師——賣方分析師

- ✓ 賣方分析師往往專精於單一產業（例如銀行、通訊或車業），並且專注於限定數量的股票（通常是10到15支）；過去，其分析報告只提供分析師所屬證券經紀商的客戶，但現在也逐漸開始散布於轉賣公司間，其對公司的盈餘預測甚至已發展為由Thompson First Call所匯集並於其網站上合併公布；

C類證券分析師——獨立分析師

- ✓ 獨立分析師可能會、也可能不會為證券經紀-自營商工作；

(二) 利益衝突——證券分析師的光與影

1 個人利益衝突

- 分析師可能會特別針對某支股票出具或維持比較有利的評等，理由很簡單，因為他手上持有這支股票；

2 經紀人佣金的利益衝突

- 比起出具負面的投資建議（也就是「賣出」），分析師出具正面的投資建議（也就是「買進」），更有可能替他們的雇主賺入經紀人佣金（brokerage commission）；

3 投資銀行的利益衝突

- 承銷商所屬的分析師似乎會高估對於公司客戶的預測，而更高的投銀業務費用，與對該公司越正向的財務預測兩者間息息相關。

(二) 利益衝突——證券分析師的光與影

4 發行人接觸管道的利益衝突

- 即使當發行人並不是客戶的時候，分析師還是會有讓任何批評相對委婉一些，以及膨脹公司評價的動機：分析師必須維持與發行人間的接觸管道，以確保他們的工作可以順利進行

5 投資人的利益衝突

- 一個分析師有多麼地不需要來自於承銷部門收入的資助，反映的就是他會有多麼地依賴經紀人佣金，這些佣金多半來自於機構投資人。機構投資者長期持有股票，無法輕易地將股票變現，因此其傾向於私下獲得來自分析師的負面研究報告，而不是直接向大眾投資者公開；

6 群聚效應作為利益衝突

- 比起集體預測錯誤，基金經理人及分析師更害怕犯下個人的失誤，而影響個人的相對績效



證券分析行業的發展

- 就證券商的收入比重來看，1973年佣金收入占券商總收入達55%之多，然1980年，僅佔36%。到了1990年代，投銀業務已佔大型整合證券經紀-自營商收入的絕大部分比例。



- ✓ 在投行之間競爭承銷客戶的過程中，客戶會傾向選擇和該產業頭牌分析師的承銷商做生意，**並期待該有名分析師會用有利的投資建議來支持他們公司的股價；**



- ✓ 分析師服務的價值，就高在**他們能夠保護發行公司的管理階層以及內部人免於在最脆弱的禁售期屆滿時分，遭到賣空者拋空股票的狙擊**（bear raid）

Part 3



信用評等機構

評比：當今社會無法迴避的現實

大專院校評比
U.S. News

消費者產品進行
測試與評比
Underwriters
Laboratories

Robert Parker的
酒類評比

米其林餐
廳評比

依據：(a) 他們對資訊所擁有的特殊管道或專業分析能力，或(b) 藉由評比人員的集體判斷以預測市場口味或偏好的能力。

Siskel & Ebert的
影評



信用評比市場與其他資訊市場之差異

雙頭寡占的市場格局



競爭缺失導致的弊害在於：

- 寡占者可對於顧客收取膨脹的價格；
- 寡占者偷懶，導致信評機構對於信息的反應遲緩(如恩隆案及WorldCom案)；
- 信評機構常對財務危機的跡象反應過慢，其步調緩慢的理由較為複雜，例如評比機構會擔心信用降等的動作本身，就可能造成發行人破產；

信用評比機構—利益衝突

- ◆ 信評機構的年度收入有將近90%到95%係來自於發行人所支付的費用。很明顯地，其高度依賴發行人支付費用，會有基本利益衝突的產生，而在邏輯上連帶導致信用評等的膨脹；
- ◆ 即便如此，信評機構還是有訂下一些防止利益衝突政策，來降低自己可能故意輕放付錢的客戶的誘因(如發行人給付費用的最高限額之要求)。

評比機構之角色

——名譽的中間人或是豁免權的授與者

豁免權授予模型

- 這種替代模型把焦點放在評比對規管的影響以及投資人和發行人非資訊上之需要。一個信用評比所帶來的非資訊上的利益，等於讓評比機構將「行政許可」（可理解為某種官方認可或認證）授予它的顧客一樣；
- 核心概念是，管制監理所帶來的成本，可以透過取得有利的評比來降低

改革的四個劇本

1

鼓勵增加競爭

- SEC 可以放棄或放鬆目前高度限制性的 NRSRO 評比規定

2

苛以更高責任

- 科予信用評比機構更高的責任，藉以期待他們在有新資訊的情況下，能更快更主動更新評比；

3

列為受管制事業

- SEC 可將信評產業列為受管制事業，要求更多的訓練與監督標準，對於表現有問題者予以處罰，就像他們對證券交易商一樣

4

改變收費機制

- SEC 可以要求信評機構的資訊需由使用資訊者付費(而非現行的發行人付費)，藉以回復雙方最早的本人/代理人關係，重新建立資訊使用人的本人地位；

Summary

如果守門人出錯，從犯亦或主犯？

- 當守門人出錯時，確實很難從單一觀點，指出到底是誰應該負責。畢竟現實上，每個環節的責任都被切割、也沒人可獨力承擔或完成任一件事情。



- 所謂公司治理的責任，並不是在於單一守門人身上，而是在中間每個守門人身上。但這不意味著責任應該因而被輕描淡寫處理:相反的，我們應該更明確地指出違反的法律效果。畢竟，銜負在他們身上的事情太大也太多，我們不能夠樂觀期待下一次的金融風暴中，所有孤兒寡母的錢，一定能全身而退。