

编者按:从中国宝安“石墨门”到远光软件“抄袭门”,再到深国商和攀钢钒钛股价遭“放卫星”,不断出现的“研报门”事件令本应向投资者提供客观、清晰和公正研究报告的证券分析师的信誉严重受损,深陷诚信危机。

日前,证券公司及证券投资咨询公司收到《发布证券研究报告执业规范指引(征求意见稿)》,引发业内开展关于如何重塑证券业分析师信誉的大讨论。证券研究机构发布研报应将信息尽量与目标上市公司确认,严禁为吸引眼球而哗众取宠,研究员不得兼任上市公司独董,必须向同类客户同时发布研报等等,成为了业界共识。

引入国际投行内控准则 证券研究执业规范初定

证券时报记者 李东亮

今年以来,石墨门、抄袭门、天价榨菜、天价阿胶、股价放卫星等证券研究报告事件,将证券研究机构推上风口浪尖。为了提升我国证券研究机构内控体系质量,证券分析师发布研究报告全过程将受到规范。

证券时报记者获悉,监管部门委托瑞银证券和国内其他研究实力较强的几家券商联合制定的《发布证券研究报告执业规范指引(征求意见稿)》日前已在业内征集意见。《意见稿》中引入了国际大投行的内控准则,从内容管理、制作管理、审核管理、服务管理、利益冲突管理、人员管理6大方面对证券分析师发布研究报告进行规范。

调研信息 尽量与上市公司确认

今年以来,深国商和攀钢钒钛股价“放卫星”、宁波联合“锦矿门”、天价榨菜等研报“门”事件曝光,而部分研报内容遭到相关上市公司公告否认。在业内人士看来,证券研究报告内容遭上市公司公告澄清“与事实不符”或出现严重偏差的背后,折射出一些证券分析师信息来源存在缺陷:诸如来自非公开渠道,或者从违规渠道获得研究信息,以及相关信未与上市公司进行确认等。

研报门事件的确应该引起证券研究机构反思信息来源和信息处理方面存在的问题。”东方证券研究所一高管表示。

就研报门中出现的信来源于非公开信息、信息渠道违规和证券分析师相关研究屡遭上市公司澄清等问题,《意见稿》均有所涉及。

“多数券商研究所通常严格遵循公平发布的原则,但仍有极个别研究员,在正式发布研报前就调研中获得信息、研报内容与机构客户进行电话沟通,该类研报发布顺序形成由大客户、中客户、小客户以及免费获得研报的客户构成的梯队。”

《意见稿》起草说明中指出,证券分析师在研究报告中应当使用合法取得的公开信息。不过,由于国内现阶段缺乏完善的规范信息来源渠道的相关规定,业界对于内幕信息和资料的界定一直存在较大争议。为此,在实践中采用一般指导原则,只要属于公众能够同时取得有关的消息和资料即属于公开的消息或资料,但如果属于公众不能普遍地接受的信息或资料,即使已为部分公众所熟知,仍属内幕消息和资料。

此外,针对部分证券研究机构获取研究信息过程中存在的违规问题,《意见稿》正文中要求,证券研究机构可以自建信息采集渠道,并允许证券分析师现场调研,但不得在调研过程中主动寻求内幕信息;证券研究机构也可以建立来自于外部的研究信息渠道,但应对信息供应者的资质和信息收集与处理能力进行评估,并应首先承担错误信息导致研究结论错误的责任。

值得关注的是,《意见稿》中还要求,证券研究报告所使用调研获取的信息应当留存信息来源依据,并尽可能采取适当方式在发布研究报告前将有关信息来源依据交与相关上市公司确认。

业内人士认为,在多宗“研报门”事件中,上市公司均对相关研究报告内容发布澄清公告,实际上对相关证券研究机构,甚至整个证券研究

行业的信誉造成重创,而信息来源留痕和尽量与公司确认的相关规定恰恰是有效治病的良药。

严禁夸大及无担保表述

目前国内研究报告内容同质化问题严重,高质量研究报告相对缺乏。因此,为了能在众多的研究报告中脱颖而出,多数大型券商采用“内容为王”的策略。但部分研究实力相对不强的小券商则铤而走险成了“标题党”,或对上市公司前景给予不切实际的假设。

但是,哗众取宠的也有个别的大型券商分析师,两家大型券商6月底和7月初分别发布“到2015年东阿阿胶块每公斤零售价格非常可能达到5000元”和“九朝贡胶从几千元提到目前3.28万元,今年冬至将提到11万元左右”等内容的研究报告。后来,东阿阿胶公告澄清称,上述报告与事实不符。

接受证券时报记者采访的业内人士均认为,为吸引眼球而哗众取宠的做法,严重损害证券研究机构的定价影响力。

为解决上述问题,《意见稿》中分别在内容管理、制作管理和审核管理环节设置多道闸门,以防范丧失基本判断的证券研究报告的生成和流出。譬如,《意见稿》要求,今后证券研究报告将不得出现夸大的或无担保的表述,研究人员不得为吸引投资者的关注,提出耸人听闻的研究观点和目标价,而在对证券研究报告进行审核时,要重点审核研究报告是否符合假设合理、数据翔实、逻辑科学、结论可信的原则,在没有特别注明的前提下,以不符合现实情况的假设来推断未来的研究报告将不得通过审核。

东方证券研究所上述人士认为,大型券商出现上述问题仍属个案,毕竟大型券商内控制度相对完善,相信执业规范的出台和执行,“研报门”事件能够得到有效遏制。

研报必须向同类客户同时发布

在前期间闹得沸沸扬扬的券商“研报门”事件中,中小投资者反应尤其强烈,但多数买方机构则选择沉默。据记者多方了解,究其原因,除机构投资者对问题研报有较强识别能力,不会轻易上当之外,还可能与不少机构投资者先于普通投资者获得研报内容,成为这类研究报告的受益者相关。

记者调查结果显示,部分研究报告未完成审核前,部分核心观点和结论已流向市场,甚至出现研究人员的调研计划也被机构投资者了如指掌。此外,调查结果还显示,多数券商研究所通常严格遵循公平发布的原则,但仍有极个别研究员,在正式发布研报前就调研中获得信息、研报内容与机构客户进行电话沟通,该类研报发布顺序形成由大客户、中客户、小客户以及免费获得研报的客户构成的梯队。

对此,《意见稿》中规定,证券研究机构对上市公司的调研计划属于内幕信息,而且证券研究机构应该严格禁止研报内容或观点在完成审核前流向市场;研究机构不得将研究报告的内容或观点优先发布给证券公司的内部部门、人员或者特定的对象;研报发布必须遵守公平发布的原则,即任何一篇研报必须同时发布给全部应该发布的客户。

值得一提的是,《意见稿》中还规定,研究人员应严格区分研究过程的上市公司调研和客户服务过程的上市公司调研,属于前者的禁止投资者参与调研。

此外,未发布的研报通过销售人员提前流向市场的情况也有望杜绝。《意见稿》规定,研究人员不得将尚在研究过程中的研究报告、研究观点和销售人员交流和沟通。



管理四大利益冲突 打造证券研究独立性

证券时报记者 李东亮

一度闹得沸沸扬扬的多宗“研报门”事件,虽然目前有所消停,但其中已暴露的问题并非证券研究机构所面临利益冲突的全部。《发布证券研究报告执业规范指引(征求意见稿)》的起草说明中指出,与研究报告和分析师相关的利益冲突主要来自于四个方面:来自证券研究机构内部的压力、来自目标上市公司的压力、来自买方机构压力和来自个人投资所带来的利益冲突。而如何管理这种利益冲突才是打造研究独立性的关键。

按照国际实践,《意见稿》起草说明中建议,从四个方面管理上述利益冲突,包括规定静默期制度及安全港条款;对证券分析师的个人账户及兼职问题进行管理和监控;披露证券公司对其所研究的相关股票持仓及限制反向交易制度;明确证券研究人员的汇报路径及薪酬独立制度。

业内人士表示,随着越来越多的大

型券商开始整合内部资源,在证券研究所内部,研究人员至少要“跨墙”参与证券经纪业务、投资银行业务以及自营业务。东方证券研究所一位不愿具名的人士表示,目前大型券商研究所风控标准已经很高,跨墙协同作业的风险不大。不过,不排除中小券商防火墙建设方面仍有提升空间。华泰联合证券相关人士也表达了相同观点,少数中小券商研究人员跨墙作业后,对投行项目的信息和自营持仓信息的保密性,以及由此发布的研报独立性方面可能存在漏洞。

不过,跨墙作业所产生的研报独立性受损这一漏洞有望得到封堵。《意见稿》中要求,证券公司、证券投资咨询机构发布证券研究报告,应当遵循静默期安排;建立有关利益冲突披露和限制反向交易的流程。

譬如,《意见稿》的具体条款中要求,担任股票首发(IPO)和再融资项目的保荐机构、主承销商,分别在公告发行价格之日起40日和10日内不得发

■相关新闻 | Relative News |

证券研究人员将不得兼任上市公司独董

证券时报记者 李东亮

隆平高科日前公告称,中信证券农林牧渔行业首席分析师毛长青已向隆平高科董事会提交书面辞职报告。这距毛长青出任隆平高科独立董事还不到两个月。不过,这只是个开始,证券研究员兼任上市公司独董或将成为历史。

备受关注的证券研究员兼任上市公司独立董事,是否会对其双重身份的独立性均造成影响一事有了初步结论。《发布证券研究报告执业规范指引(征求意见稿)》中明确规定,证券研究人员不得在证券研究机构其他部门兼职,不得在其他经营性机构兼职,不得担任上市公司的独立董事。

实际上,一些券商此前已出台内部规定,严格禁止公司员工兼职上市公司独立董事,其中包括证券研究员。证券时报记者获悉,宏源证券目前正在统计内部员工兼职上市公司独立董事数量,并将出台规定要求限期辞去独董职位。

此前,中信证券已于8月中旬发出《关于公司员工不得兼任上市公司独立董事的通知》,明确要求

此前已担任上市公司独立董事的,应自通知发布后一个月内向上市公司提请辞去上市公司独立董事职务”。该规定出台后,毛长青迅速辞去隆平高科独董一职。不过,截至目前,仍有为数不少的券商研究

员兼任上市公司独立董事。券商研究员担任上市公司独董之举一直饱受争议。支持者认为,我国法律法规并未限制研究员或研究所负责人担任上市公司独立董事。反对者认为,证券研究员担任上市公司独董与其发布的研报独立性和为上市公司提议的独立性有冲突。

“买方机构目前仍在主导研究市场,兼任独立董事的研究员为上市公司经营活动提议的独立性受到考验。此外,由于这类研究员掌握上市公司经营活动的细节,如何避免内幕交易也是监管部门制定《意见稿》时所考虑的重要方面。”

不过,接受记者采访的多位券商研究所负责人表示,研究员无论在上市公司或是其他经营性机构兼职,都不可避免地对其独立性造成影响。经济利益的诱惑和任职公司的压力是一方面,能否避嫌也是一个重要因素。

宏源证券研究所一位不愿具名的人士认为,研究员担任上市公司独立董事有利有弊,现在限制券商研究员担任独董是因为业界更加看重其中弊端。他认为,目前部分公募基金宁愿咨询担任上市公司独董的注册会计师和律师,而不是外部的券商研究员,毕竟独立董事可以参与到上市公司的经营当中,而且拥有重大事项的知情权。如果券商研究员担任独立董事,将会极大地提高其对上市公司的了解程度,有助于提高对投资者的服务质量。

但由于买方机构目前仍在主导研究市场,兼任独立董事的研究员为上市公司经营活动提议的独立性受到考验。此外,由于这类研究员掌握上市公司经营活动的细节,如何避免内幕交易也是监管部门制定《意见稿》时所考虑的重要方面。

员兼任上市公司独立董事。券商研究员担任上市公司独董之举一直饱受争议。支持者认为,我国法律法规并未限制研究员或研究所负责人担任上市公司独立董事。反对者认为,证券研究员担任上市公司独董与其发布的研报独立性和为上市公司提议的独立性有冲突。

“买方机构目前仍在主导研究市场,兼任独立董事的研究员为上市公司经营活动提议的独立性受到考验。此外,由于这类研究员掌握上市公司经营活动的细节,如何避免内幕交易也是监管部门制定《意见稿》时所考虑的重要方面。”

不过,接受记者采访的多位券商研究所负责人表示,研究员无论在上市公司或是其他经营性机构兼职,都不可避免地对其独立性造成影响。经济利益的诱惑和任职公司的压力是一方面,能否避嫌也是一个重要因素。

宏源证券研究所一位不愿具名的人士认为,研究员担任上市公司独立董事有利有弊,现在限制券商研究员担任独董是因为业界更加看重其中弊端。他认为,目前部分公募基金宁愿咨询担任上市公司独董的注册会计师和律师,而不是外部的券商研究员,毕竟独立董事可以参与到上市公司的经营当中,而且拥有重大事项的知情权。如果券商研究员担任独立董事,将会极大地提高其对上市公司的了解程度,有助于提高对投资者的服务质量。

但由于买方机构目前仍在主导研究市场,兼任独立董事的研究员为上市公司经营活动提议的独立性受到考验。此外,由于这类研究员掌握上市公司经营活动的细节,如何避免内幕交易也是监管部门制定《意见稿》时所考虑的重要方面。

值得关注的一个问题是,基金分仓收入考核与券商研究独立性之间的冲突。作为在市场中管理着2万多亿元资产的机构,公募基金给予券商的佣金率维持在0.8%以上,与阳光私募动辄开出0.3%的佣金率形成鲜明对比。由于不能向公募基金单独收取服务费用,证券研究机构仅能通过基金分仓佣金来实现收入。部分券商由于收入压力,不得不将研究员的薪酬考核与其服务带来的基金分仓收入挂钩,于是证券研究机构将来自买方的部分压力转移到研究员身上。而这种利益冲突必将影响研究的独立性。

为此,《意见稿》要求,证券研究机构在建立对研究部门及其研究员的绩效考评和激励机制时,不得将研究员的薪酬和与其所推荐的股票二级市场表现挂钩,证券研究人员也不得直接接受来自特定客户的奖励。

值得关注的一个问题是,基金分仓收入考核与券商研究独立性之间的冲突。作为在市场中管理着2万多亿元资产的机构,公募基金给予券商的佣金率维持在0.8%以上,与阳光私募动辄开出0.3%的佣金率形成鲜明对比。由于不能向公募基金单独收取服务费用,证券研究机构仅能通过基金分仓佣金来实现收入。部分券商由于收入压力,不得不将研究员的薪酬考核与其服务带来的基金分仓收入挂钩,于是证券研究机构将来自买方的部分压力转移到研究员身上。而这种利益冲突必将影响研究的独立性。

为此,《意见稿》要求,证券研究机构在建立对研究部门及其研究员的绩效考评和激励机制时,不得将研究员的薪酬和与其所推荐的股票二级市场表现挂钩,证券研究人员也不得直接接受来自特定客户的奖励。

此外,《意见稿》还要求,证券研究机构应当依法建立证券研究人员证券账户和交易情况的管理制度。

吴比较/制图