

# 健全发布机制 重塑研报行规

——中国证券业协会有关负责人就《发布证券研究报告执业规范》、《证券分析师执业行为准则》答记者问

证券时报记者 于扬

日前,中国证券业协会发布了《发布证券研究报告执业规范》(以下简称《执业规范》)、《证券分析师执业行为准则》(以下简称《行为准则》),协会有关负责人就制定和发布《执业规范》和《行为准则》回答了记者的提问。

**证券时报记者:** 《执业规范》和《行为准则》出台的背景是什么?

**负责人:** 近年来,随着证券市场的发展,投资者的投资咨询服务需求不断深化,证券公司研究业务取得了快速发展,一些对上市公司进行深度分析的研究报告逐渐受到投资者欢迎,证券研究在引领价值投资、理性投资和加强市场信息传播、提高市场效率等方面发挥了积极作用,但从整体上看我国证券研究机构的研究水平和规范程度还有待提高,证券研究的市价定价功能未能得到充分发挥。为加强对发布证券研究报告业务的监管,中国证监会于2010年10月12日发布了《发布证券研究报告暂行规定》(以下简称《暂行规定》),对证券公司、证券投资咨询机构发布证券研究报告行为进行规范,《暂行规定》的发布对促进证券公司、证券投资咨询机构发布证券研究报告业务健康发展发挥了积极作用,得到市场各方普遍认同。

目前各公司已根据《暂行规定》对发布证券研究报告业务的流程、制度进行梳理和完善,落实有关要求,但也有公司反映《暂行规定》一些规定较原则,公司执行起来不好把握,建议协会制定更具体的业务指引。前期媒体曝光的“研报门”事件反映,在发布证券研究报告过程中出现的一些问题,如部分研究报告质量较低、研究报告内容出现低级错误、研究报告标题或者用语很难理解或容易引发歧义、上市公司业绩变脸却被强烈推荐,研究报告独立性受基金、媒体举办的分析师评选、研究报告销售人员不当行为等影响较大,分析师对上市公司调研仅仅是走过场等等,亟需进行规范,明确监管要求。

为加强投资者保护,加强研究报告质量控制和对发布证券研究报告业务自律管理,根据《暂行规定》要求,协会起草了《执业规范》和《行为准则》,对《暂行规定》有关要求进一步细化或提出落实指导意见,同时借鉴国际监管经验,对《暂行规定》尚未作出规定的但行业普遍反映亟需规范的问题提出规范要求。

**证券时报记者:** 请介绍《执业规范》和《行为准则》的起草过程。

**负责人:** 在《暂行规定》发布后,协会于2011年4月份在北京召开证券研究业务座谈会,总结《暂行规定》实施以来证券公司、证券投资咨询机构研究业务开展情况及对《暂行规定》的执行和落实情况,并成立了由部分证券公司、证券投资咨询机构组成的自律规则起草工作小组,着手起草《执业规范》和《行为准则》自律规则。2011年8月30日,证券分析师与投资顾问专业委员会成立后,分析师与投资顾问专业委员会负责《执业规范》和

《行为准则》的起草工作,并召开多次会议,邀请部分证券公司合规负责人参加,对两自律规则集中讨论,认真修改,并分别于今年1月份和3月份将两自律规则提交行业和证监会有关部门征求意见,征求意见结束后委员会又根据反馈意见对两自律规则作了修改和完善。

**证券时报记者:** 制定《执业规范》和《行为准则》的作用和意义是什么?

**负责人:** 《执业规范》和《行为准则》总结了证券公司、证券投资咨询机构近年来发布证券研究报告业务的开展情况和存在的问题,借鉴国际投行证券研究的内控准则,按照制作发布证券研究报告的业务流程,对其提出了相应的规范要求。《执业规范》和《行为准则》重点是防范发布证券研究报告过程中的利益冲突,加强研究报告质量控制和证券分析师等相关人员责任控制,维护证券研究部门和证券分析师独立性。

《执业规范》和《行为准则》的发布将进一步提升证券公司、证券投资咨询机构发布证券研究报告业务规范化程度,加强研究报告质量控制,提高证券研究报告质量;对加强投资者保护,提升证券公司、证券投资咨询机构研究水平,提高证券研究的市价定价能力,促进证券市场健康发展将发挥积极作用。

**证券时报记者:** 协会将如何督促证券公司、证券投资咨询机构落实《执业规范》和《行为准则》的有关规定?

协会将及时跟踪两自律规则的落实情况,组织开展执业检查,使两自律规则相关规定得到落实并有效发挥作用。在检查中发现证券公司、证券投资咨询机构及其人员违反两自律规则规定的,协会将根据有关规定,采取自律管理措施或纪律处分。

## 为证券研究行业营造“三公”竞争环境

——业内专家热议券商研报新规

证券时报记者 肖迪

作为中国证监会《发布证券研究报告暂行规定》的配套细则,中国证券业协会昨日发布的两个自律规则分别从证券公司研究部门的业务管理层面和证券分析师的个人执业操守层面给出了具体操作指南。业内专家评价称,无以规矩不成方圆,两个规则通过细化法规条款勾勒出一条更加清晰的证券分析师工作标准流程,为行业营造出一种更加公平、公开、公正的竞争环境,必将对行业正面形象的塑造产生积极作用。

**规范信息使用 体现卖方研究本质**

协会证券分析师与投资顾问专业委员会副主任委员、申银万国证券研究所总经理陈晓升认为,两自律规则规范信息使用与处理,是减少资本市场信息不对称,公平保护投资者利益的有力工具。一方面可以督促上市公司做好法定和各种非法定信息披露工作,更多、更全面地披露公司相关的信息,另一方面可为分析师撰写研究报告明晰可使用的信息来源,规范研究报告信息使用,防止将上市公司调研、上市公司交流会等过程中获知的

**负责人:** 两自律规则发布后,协会将及时跟踪两自律规则的落实情况,组织开展执业检查,使两自律规则相关规定得到落实并有效发挥作用。在检查中发现证券公司、证券投资咨询机构及其人员违反两自律规则规定的,协会将根据有关规定,采取自律管理措施或纪律处分。

**证券时报记者:** 《执业规范》从哪些方面防范发布证券研究报告过程中的利益冲突,加强投资者保护?

**负责人:** 《执业规范》从以下几个方面防范发布证券研究报告过程中的利益冲突,维护发布证券研究报告的独立、客观和公平性:一是要求证券公司、证券投资咨询机构应当加强研究对象覆盖范围管理,将上市公司纳入或移出研究对象覆盖范围,应当由研究部门独立作出决定;二是要求证券公司、证券投资咨询机构将证券研究报告制作发布环节与销售服务环节分开管理,证券研究报告相关销售服务人员不得干涉和影响证券研究报告的制作过程、研究观点和发布时间;三是要求制作发布证券研究报告的相关人员在研究报告发布之前,不得向特定客户、上市公司泄露研究报告的发布时间、观点和结论;四是要求证券公司、证券投资咨询机构应当按照有关规定,建立健全发布证券研究报告业务与投资银行业务信息隔离墙制度,并遵循相应静默期安排;五是要求证券公司、证券投资咨询机构建立合理的发布证券研究报告相关人员绩效考核和激励机制;六是对证券公司、证券投资咨询机构为特定客户提供定

制研究服务提出规范要求;七是要求证券分析师不得在公司内部部门或外部机构兼任有损其独立性与客观性的其他职务。

**证券时报记者:** 《执业规范》对加强证券研究报告质量控制、提高证券研究报告质量提出了哪些规范要求?

**负责人:** 《执业规范》从以下几方面加强证券研究报告质量控制:一是明确研究报告可使用的信息范围和研究报告信息使用的原则和底线,并对分析师对上市公司调研活动提出规范要求。证券公司、证券投资咨询机构和分析师不得将无法确认来源合法合规性的信息写入证券研究报告,不得将无法认定真实性的市场传言作为确定性研究结论的依据。二是对研究报告制作过程中的研究方法、语言表达、投资评级、工作底稿和研究报告署名人员资质提出要求。证券公司、证券投资咨询机构和分析师制作证券研究报告应当秉承专业的态度,采用严谨的研究方法和分析逻辑,基于合理的数据基础和事实依据,审慎提出研究结论,避免使用夸大、诱导性的标题或者用语。三是要求证券研究报告在发布前应当由署名证券分析师之外的证券分析师或者专职质量审核人员进行质量审核,由公司合规部门或者研究部门、研究子公司的合规人员进行合规审查,并对质量控制和合规审查人员的资质,以及质量控制和合规审查基本要素提出要求。

**证券时报记者:** 《执业规范》对证券公司、证券投资咨询机构授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告提出了哪些规范要求?

对于之前模糊领域和证券分析师看法不一致而产生的误解,更有利于证券分析师们在公开透明的环境中执业。

**提升研究质量 重塑行业形象**

此前,媒体曾多次就证券分析师担任上市公司职务、研究部与公司内部部门隔离墙、关键客户利益纠葛,以及分析师地位待遇与外部排名直接挂钩等问题公开探讨,质疑证券分析师的独立地位及观点。委员会委员、国泰君安证券研究所所长姚伟认为,此次两自律规则在维护证券分析师独立性方面,特别增加了众多条款。如规定,“证券分析师不得担任上市公司独立董事”、“发布研报相关人员的薪酬标准不得与外部媒体评价单一指标直接挂钩”、“证券分析师参与公司承销保荐、财务顾问等项目,个人薪酬不得与相关项目的业务收入直接挂钩”。姚伟指出,随着这些新规的施行,将证券分析师与上市公司、公司客户、外部媒体、内部利益部门、参与投行项目等各个方面加以明确的信息割裂和利益隔离,以保障分析师独立、客观地从事发布研究报告业务,目前证券市场上一些不规范、涉利益输送的乱象将得到极大改观。

对于上述新规,委员会委员、英大证券研究所所长李大霄也表示,从质量控制角度,要求建立健全研究报告发布前的质量审核程序,加强质量审核管理,从而控制了低质量研究报告的发布。中信证券研究部认为,近年来“研报门”频发,一方面固然有报告本身规范缺失或者不够严谨的问题,但无法回避的是,广大普通个人投资者对于卖方研究业务的定位和工作模式的理解,与实际情况存在较大偏差。将“股票投资评级”等同于“短期投资操作建议”,将“目标价”等同于“操作指导价”,将报告发布时点即视为买入时点,而忽略证券研究报告中的假设条件和分析逻辑,忽略“相对指数表现”的评级说明,忽略报告撰写的触发因素,忽略对报告类别是例行性点评、定期报告还是首次覆盖等的判定,导致多数普通个人投资者在依照个人理解使用卖方研究报告时,面临着较大的操作风险。为此,中信证券认为,两个自律规则的推出,在客观上展示了卖方研究业务的一个规范图景。

**业务管理精细化 业务规范国际化**

千里之行始于足下。不同于以往规

覆盖的上市公司的董事、监事、高级管理人员的,证券分析师应当按照公司的规定进行执业回避或者在证券研究报告中对上述事实进行披露。

**证券时报记者:** 《行为准则》对防范证券分析师在执业过程中的不正当竞争提出哪些规范要求?

**负责人:** 《行为准则》要求证券分析师在执业过程中,不得向上市公司、证券发行人、基金管理公司以及其他利益相关者提供、索要或接受任何贵重财物或可能对证券分析师独立客观执业构成不利影响的其他利益;证券分析师参加媒体组织的研究评价活动,应当经所在公司同意,秉承公平竞争的原则,不得以不正当手段争取较高的研究评价结果;证券分析师应当相互尊重,共同维护行业声誉,不得在公众场合及媒体上发表贬低、损害同行声誉的言论,不得以不正当手段与同行竞争。

**证券时报记者:** 《行为准则》对证券分析师参与媒体节目提出哪些规范要求?

**负责人:** 除《执业规范》有关规定外,《行为准则》还从以下几方面对证券分析师制作发布证券研究报告提出规范要求:一是要求证券分析师审慎、独立提出研究结论,证券研究报告的分析与结论应当保持逻辑一致性,研究结论是证券分析师真实意思的表达;二是要求证券分析师不得以往推荐具体证券的表现佐证未来预测的准确性;也不得对具体的研究观点或结论进行保证或夸大;三是要求证券分析师应当充分尊重知识产权,不得抄袭他人著作、论文或其他证券分析师的研究成果;四是要求证券分析师不得通过短信、个人邮件、博客、微博等方式提前泄露尚未发布的证券研究报告内容和观点;五是证券分析师的配偶、子女、父母担任其所研究

章普遍具有的“原则化”特点,两个自律规则具有较强的操作指导意义,对此,中信证券研究部的评价是:体现出极为罕见的精细化特征。比如,《执业规范》首次探索规范定制研究,要求券商研究机构就尚未覆盖的股票提供含有证券估值或投资评级的研究成果或者投资分析意见的,自提供之日起6个月内不得就该股票发布证券研究报告。不得就已经覆盖的具体股票接受委托提供仅供特定客户使用的、与最新已发布证券研究报告结论不一致的研究成果或者投资分析意见。

对此,陈晓升认为,该条规定有效地防止市场中占有优势地位的客户,利用委托服务与定制研究的契机,专有地、排他地提前获取特定的研究信息,从而保障所有客户在信息获取方面的公平性以一致性。

此外,在中信证券看来,两个自律规则还体现了业务规范国际化的方向。规则尽量借鉴了国际监管的成熟经验以及海外投行的操作惯例,如:首次提出研究对象的覆盖范围管理,首次明确分析师在被动知悉上市公司内幕信息或者未公开重大信息时的操作规范等。

## 上交所积极创新 大力发展债券市场

证券时报记者 徐婧婧

今年以来,上交所证监会的领导下,本着发展债券市场、服务实体经济的基本目标,围绕产品和服务创新,稳步推动债券市场的各项创新工作,先后推出了中小企业私募债券、可转债回购交易、投资者适当性管理等,取得了良好的市场效果,促进了债券市场的发展。

**推出中小企业私募债券 可转债企业回购质押库**

我国中小企业长期存在融资难、融资贵等问题,为落实国务院和证监会领导关于支持中小企业发展、服务实体经济的要求,去年底以来,上交所就开始对中小企业私募债进行研

究,酝酿通过债券市场为中小企业提供融资渠道。

今年5月,上交所正式公布了《中小企业私募债券业务试点办法》和相关业务指引。同时,与京、津、沪、苏、浙、粤等地方政府进行沟通联系,联合当地政府相关部门共同推进私募债券业务的前期工作,通过召开座谈会等形式积极动员相关地区券商开展准备工作。目前,已有18家企业向上交所提交了备案申请材料,其中14家获得《接受备案通知书》,5家发行完毕。

此外,可转债原来在交易所仅能进行现券交易,不能像企业债、公司债一样进行回购交易。上交所市场调研中发现投资者对于可转债也有很强的融资需求,因此从去年开始探讨

可转债计入回购质押库的可行性,并很快与中国证券登记结算公司就此业务创新达成一致。

经过半年多的业务和技术准备,可转债从今年5月21日起成功计入回购质押库。首日即有约210亿元可转债提交进入质押库。

**引入投资者适当性管理 完善债券市场基础设施**

随着债券市场规模不断扩大、品种不断创新,上交所加强了对债券市场投资者的保护。去年底和今年初上交所分别发布了《债券市场投资者适当性管理暂行办法》和《债券市场投资者适当性管理工作指引》,首次在债券市场建立了投资者适当性制度,将债券市场投资者按照产品认知水平和风险承受能力分

为专业投资者和普通投资者。

在此基础上,对债券市场投资者进行分类管理,普通投资者仅能参与低风险债券品种,以更好地保护投资者的合法权益。目前,所有券商都已上报了相关实施方案和工作制度,并采取了相应技术手段对债券交易进行了分类管理,债券市场投资者适当性管理进入常态化。

另外,债券估值是债券市场重要基础设施,特别对于交易不活跃的债券品种,债券估值对于会计核算的重要性更加显现。交易所市场传统上一直采用将收盘价作为基准价格,没有建立债券估值体系。

为完善债券市场基础设施建设,上交所今年着力推动建立交易所债券市场估值。今年2月20日起,上交所通过上证债券信息网和单向卫星向市场发布中证债券估值数据,初步建立了交易所债券市场的债券估值体系,弥补了债券市场基础设施上的短板。

**加大市场推介创新 完善市场服务**

上交所通过研讨会、培训会等多种模式宣传债券市场和债券融资渠道,在上海、北京、长沙、西安、武汉和成都等多地召开推介会,全国100多家上市公司参会,取得良好的市场效果。

截至5月底,上交所债券挂牌723只,比2011年底增加91只,增幅14.4%;债券托管量8132亿元,比2011年底增加800亿元,增幅10.9%。今年1月-5月,上交所债券总成交量达到125746亿元,比去年同期增长67859亿元,增幅达到117%;1月-5月,上交所债券总成交量占其证券总成交量的60.4%。未来几年,我国债券市场将面临重大发展机遇。据悉,上交所正在积极制定相关规划,力图在国债预发行、资产证券化等品种上实现创新,进一步丰富交易所债券市场的交易品种,同时按照“五个统一”原则推动债券市场互联互通,促进交易所债券市场的大发展。

**上交所全力贯彻落实证监会科学发展证券市场各大举措系列报道(六)**