《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》有关问题的说明

（上接A24版）实践中，证券公司正在探索形成多种证券投资顾问服务收费模式，如按照服务期限收取固定顾问服务费用，在服务期内按客户资产规模的一定比例收取顾问服务费用，以及以差别佣金方式收取顾问服务费用等。

目前，证券投资咨询机构探索投资顾问业务主要有两种模式：一是与客户签订投资顾问服务协议，按照协议约定提供投资顾问服务，少数证券投资咨询机构开始探索为信托公司发行的信托计划提供投资组合管理建议服务；二是与证券公司（证券营业部）合作，为证券公司的客户提供有针对性的咨询顾问服务，直接从客户收取服务报酬或者从证券公司取得服务收入。

今后，证券公司、证券投资咨询机构应当按照《证券投资顾问业务暂行规定》要求，健全业务管理制度，完善业务流程，加强风险控制，规范证券投资顾问业务行为。

七、发布证券研究报告的业务模式、流程管理与合规管理

（一）证券公司的基本模式和流程管理

证券研究报告由专门研究部门制作。研究部门的研究人员负责撰写、制作证券研究报告。证券研究报告的基本要素包括：宏观经济、行业或上市公司的基本面分析；上市公司盈利预测、估值及投资评级；相关信息披露和风险提示。其中，投资评级是基于基本面分析而作出的估值定价建议，不是具体的操作性买卖建议。

证券研究报告制作完成后，通过证券公司的证券研究报告发送系统或者电子邮件等方式，同时发送给基金、资产管理机构等机构客户、公司的投资顾问团队以及公司内部部门。研究部门向机构客户提供证券研究报告的报酬，包含在证券公司提供交易席位产生的佣金收入中；研究部门也会向机构客户直接销售证券研究报告，获取销售收入。

证券研究报告的发布流程通常包括5个主要环节：（1）选题。即选择和覆盖研究对象，部分证券公司的研究部门建立了研究人员选择研究对象的内部审批程序。（2）撰写。包括数据资料收集、研究分析和报告写作。（3）质量控制。研究报告撰写完成后，研究部门的质量审核人员对分析前提、分析逻辑、使用工具和方法等进行审核，控制报告质量。（4）合规审查。由公司的合规管理人员或者研究部门的合规员负责，审查证券研究报告是否符合法律法规规范、是否涉及非公开信息、利益冲突情形等。（5）发布。一般通过研究报告发送系统同时向公司确定的发布对象发送，系统自动留痕。实践中，有部分证券公司的研究部门指定岗位负责发送，也有公司的研究部门授权机构客户服务部门向机构客户发送。

（二）证券投资咨询机构发布证券研究报告的业务模式

天相、申万证券研究所等证券投资咨询机构在证券研究领域已经确立一定的市场地位。主要有三种收入实现方式：1、向基金等机构客户提供证券研究报告。证券投资咨询机构与证券公司签订协议，向租用证券公司交易席位的基金等机构客户发送证券研究报告，由证券公司将出租交易席位产生的佣金收入的一部分，作为证券研究服务费转移支付给证券投资咨询机构。2、向基金之外的保险、私募等机构投资者销售证券研究报告，收取销售收入。3、与证券公司签订协议，向证券公司的经纪客户（除基金外的客户）发送证券研究报告，由证券公司统一向证券投资咨询机构支付费用。

（三）合规管理问题

大部分从事发布证券研究报告业务的证券公司、证券投资咨询机构，根据自身实际情况，建立了内部控制机制和隔离墙制度。部分公司已经建立清晰合理、运转有效的证券研究报告合规审查、证券分析师跨越隔离墙管理制度。实践中，在证券研究报告发布前，部分证券公司由合规管理部门对研究报告进行合规审查；部分证券公司由研究部门的合规专员岗进行合规审查。合规管理部门和相关业务部门负责证券分析师跨越隔离墙行为的审批和监控，防止证券分析师利用跨墙接触的非公开信息发布研究报告，以及投行部门干涉证券研究报告的独立性。《发布证券研究报告暂行规定》对合规管理、利益冲突防范机制等提出明确要求。证券公司、证券投资咨询机构应当按照规定，完善合规管理制度和机制，切实规范发布证券研究报告行为。

八、如何理解《发布证券研究报告暂行规定》中的隔离墙、跨越隔离墙、静默期等规定

（一）隔离墙制度与跨越隔离墙管理

隔离墙是证券公司以信息隔离为核心的内部控制机制，实现存在利益冲突的部门和业务的相互隔离，防止保密信息或非公开信息在相关部门间的有害传递，防范内幕交易和利益冲突。建立隔离墙制度是国际投行应对利益冲突等问题和风险，通过多年积累，逐步探索形成的行业惯例。各国家和地区对隔离机制的标准不一，基本内容多为原则性要求：一是券商均应当制定符合有关法律法规要求的内部隔离制度；二是明确可能发生信息滥用和利益冲突的情形；三是明确信息隔离的具体手段和程序。

在隔离墙制度中，券商的员工根据是否接触敏感信息，处于隔离墙的公开侧或者保密侧。如果处于公开侧的员工有合理的业务需求而接触敏感信息的，可以申请临时跨越隔离墙进入保密侧。券商应当制定跨墙审批程序、管理流程和控制机制，由合规管理部门和相关业务部门对跨墙活动进行监控。实践中，跨墙主要体现在证券分析师参与投行项目方面。证券分析师为公司证券承销保荐、财务顾问项目提供行业研究、撰写投资价值研究报告等研究支持，从而接触该项目的非公开信息的，应当从公开侧跨墙进入保密侧。当相关信息已公开或者项目已完成时，证券分析师应当跨回公开侧。证券分析师在跨墙期间不得依据投行项目的非公开信息，对外发布相关上市公司的研究报告。《发布证券研究报告暂行规定》对证券公司、证券投资咨询机构执行隔离墙制度、跨越隔离墙管理作出明确规定。

（二）静默期制度

静默期一般指证券机构担任证券公开发行活动的承销商或财务顾问，本机构承销或管理的证券发行活动之前和之后的一段时期内，其研究人员不得对外发布关于该发行人的研究报告。静默期的意义在于，防止分析师为配合本公司投行业务调控发行人股价的需要，发布倾向性、误导性的研究报告。

静默期安排是一种国际惯例。美国全美证券商协会（2711规则）中规定，券商担任首次公开发行股票的管理者或合作管理者时，其分析师自发行日起40天内不得发布关于该发行人的研究报告；券商担任上市公司二次公开发行权益证券的管理者或合作管理者时，其分析师自发行日起10天内不得发布关于该上市公司的研究报告；同意参加首次公开发行承销团的券商，自发行日起25天内不得发布关于该发行人的研究报告。根据香港地区相关规则的规定，证券公司担任发行人首次公开发行股票的管理者或承销商，自股票定价日起40天内不得发布关于该发行人的研究报告；证券公司担任上市公司二次公开发行的管理者或承销商，自定价日起10天内不得发布关于该上市公司的研究报告。

《发布证券研究报告暂行规定》借鉴国际惯例，确立了静默期制度要求。第16条规定，证券公司、证券投资咨询机构从事发布证券研究报告业务，同时从事证券承销与保荐、上市公司并购重组财务顾问业务的，应当根据有关规定，按照独立、客观、公平的原则，建立健全发布证券研究报告静默期制度和实施机制，并通过公司网站等途径向客户披露静默期安排。这种规定基于当前境内证券市场的实际情况，强调了证券公司、证券投资咨询机构的制度和机制建设、告知客户有关静默期安排的义务。

九、如何规范以软件工具、终端设备等为载体提供证券投资建议服务行为

目前，一些证券咨询软件具有提示买卖时点、选择具体股票等服务功能，是一种证券投资辅助决策工具。这类产品具有一定的市场需求，也暴露出夸大广告营销、误导投资者等问题。

《证券投资顾问业务暂行规定》明确，以软件工具、终端设备等为载体，向客户提供投资建议或者类似功能服务的，应当执行该规定的各项规范要求，相应纳入证券投资顾问业务管理。证券投资顾问业务是证券投资咨询业务的一种基本形式，经营此类证券咨询软件工具、终端设备的机构应当取得证券投资咨询业务资格。同时，《证券投资顾问业务暂行规定》提出以下特殊规范要求：客观说明软件工具、终端设备的功能，不得对其功能进行虚假、不实、误导性宣传；揭示软件工具、终端设备的固有缺陷和使用风险，不得隐瞒或者有重大遗漏；说明软件工具、终端设备所使用的数据信息来源；表示软件工具、终端设备具有选择证券投资品种或者提示买卖时机功能的，应当说明其方法和局限。

十、正确处理参与媒体证券节目与证券投资咨询业务规范发展的关系

证券投资咨询探索发展中的“媒体股评”、“会员制业务”等形式与公众媒体证券节目结合紧密，业内一度形成了“媒体股评就是咨询”的认识偏差。应当看到，媒体证券节目属于证券信息传播范畴，应当依据《证券法》、证券信息传播管理有关规定处理。证券投资咨询业务是证券公司、证券投资咨询机构向客户提供证券投资顾问或者证券研究服务并获取经济利益的经营活动。处理媒体证券节目与证券投资咨询业务规范发展的关系，一方面要理清到两者的区别和界限，另一方面要规范证券投资咨询人员通过媒体证券节目发表评论意见行为。

媒体证券节目在向公众投资者提供证券资讯、普及证券知识和投资者教育等方面发挥了一定的积极作用。但是，近年来一些不法分子利用公众媒体的辐射面和公信力，一度出现了夸大宣传、误导投资者、进行“抢帽子交易”操纵股价等问题。对此，证券信息传播有关规定明确了规范要求。在此基础上，考虑到现阶段中小投资者有通过媒体获取证券资讯的需求和遏制违法违规问题的需要，《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》进一步明确了证券投资咨询人员参与媒体证券节目的管理要求。

一是，从防范违法违规问题的角度，确立了证券投资顾问、证券分析师参与媒体证券节目的底线要求。证券投资顾问不得通过广播、电视等公众媒体作出买入、卖出或者持有具体证券的投资建议。证券分析师通过媒体对具体证券发表评论意见，不得明示或者暗示保证投资收益。

二是，从发挥媒体证券节目的证券资讯功能角度，鼓励证券公司、证券投资咨询机构组织安排证券投资顾问、证券分析师，按照证券信息传播的有关规定，通过广播、电视、网络、报刊等公众媒体，客观、专业、审慎地对宏观经济、行业状况、证券市场变动情况发表分析或评论，为公众投资者提供证券资讯服务，传播证券知识，揭示投资风险，引导理性投资。

十一、证券投资咨询机构如何适应新的法制环境，不断增加积累，实现业务转型

证券投资咨询机构是证券投资咨询服务的法定主体，也是证券市场证券投资咨询服务的重要补充。两个规定出台后，证券投资咨询机构业务面临转型，即脱离媒体荐股和过度营销，为投资者提供有针对性的专业化投资顾问服务，少部分具备相当专业积累的机构可从事发布证券研究报告业务。

实现业务转型的首要条件是，走出认识误区，不能再将证券投资咨询机构当成从事“媒体股评”的机构。证券市场20年过去了，“媒体股评”早已完成了传播证券基础知识的历史使命，一些证券投资咨询机构围绕媒体节目、广告做文章，不断暴露出“托”、“黑嘴”，甚至“抢帽子交易”等违法违规问题。《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》及广电总局规范证券节目等媒体主管部门相关文件，从制度规定上切断了“媒体股评”、“会员制”等的灰色获利链条。证券投资咨询机构必须适应新的法制环境，彻底扭转不正确的观念，加快实现业务转型。

实现业务转型，必须重视专业积累。没有专业积累，就没有可持续的业务发展。目前，部分证券投资咨询机构依靠资本投入、人才积累、坚持研究、技术改进，已经在证券研究、证券资讯服务、财务顾问等细分领域占据一定市场地位。也有一些证券投资咨询机构业务模式不清晰，资本、人才不足，观念没转变，经营投机性强、甚至违法违规经营，无法适应市场需要，正在被市场淘汰。需要监管上进行区别对待，设定标准，分类引导。

《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》出台后，证券投资咨询机构可以面向高端客户提出独立证券研究报告，也可以从事证券投资顾问业务，包括面向普通客户的理财规划服务、面向高端客户的组合管理建议服务等，还可提供包括数据服务平台或工具、资讯产品等证券资讯服务。部分具备条件的证券投资咨询机构还可以从事基金等理财产品代销业务、并购重组财务顾问等业务。

十二、投资者接受证券投资顾问服务需要注意的事项

（一）要关注提供证券投资顾问服务的机构和人员是否具有证券投资咨询业务资格，可以通过中国证券业协会网站、有关公司网站和营业场所查询相关信息，防范非法证券活动欺诈风险。

（二）要正确理解证券投资顾问服务“辅助作出投资决策”的作用。投资决策由客户作出，投资风险由客户承担。证券投资顾问不得代客户作出投资决策。

（三）要充分理解证券投资顾问服务协议的内容，了解相关业务规则，认真阅读风险揭示书并签字确认。

（四）证券公司、证券投资咨询机构应当以公司账户收取证券投资顾问服务费用。投资者不要向任何个人账户支付证券投资顾问服务费用，防止上当受骗。