

证券分析师、定价机制 与利益冲突

◆ 陈 汉 文 ◆

1998 年底,在吕梁组织资金以 11 元的价位接盘康达尔(中科创业 0048 的前身)5 500 万股之后不久,记者出身的他就开始以 K 先生的名义在对二级市场上影响很大的《证券市场》周刊上为自己造势。一开始他就有意识地塑造自己股市战略家的政治形象,然后在“讲政治,谈大势”的四次谈话中逐步透露出自己的要求,将人们的视线引向自己把持的农业、生物科技领域的新锐股——康达尔。在吕梁的着力打造下,1999 年、2000 年、2001 年成了康达尔大出风头的好年景,不但股价稳步上升,而且连续 26 个月被《中国证券报》公布在风险最小的十只股票榜首,被道琼斯选入中国指数样本,被《证券周刊》评为可以放心长期持仓的大牛股。其间,借助 K 先生的强大舆论攻势,康达尔根本没用庄家有意拉抬,就一路向上冲破了 80 元大关,其间没有一天下跌过。这些股评家(即华尔街所称证券分析师)为何如此魅力无穷?

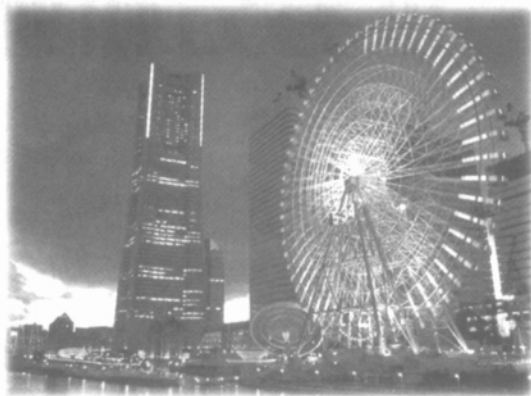
从理论上说,上市企业股票的价格等于企业未来现金净流量的折现值,当股票供求双方在市场上对股票进行定价时,供求双方都需要对此分别作出预测。在没有证券分析师参与的情况下,市场参与方就股票价格的谈判能力会出现严重失衡。从股票的供给方企业的角度来看,企业内部的高管人员直接参与企业的生产经营,相对于投资者来说,拥有较多的企业信息资料,对企业的前景最为了解,他们一般能够对企业的未来作出较为客观的预测,因此具有在股票定价过程中的谈判能力。而当企业履行了自身的义务向市场披露信息之后,财务信息却难以有效地被投资者转化成对自身有用的信息,从而使投资者具备相应的定价谈判能力。首先,证券市场的参与者不仅仅是大的机构投资者,中小投资者的参与才是股市得以繁荣和发

展的关键,这些普通的社会公众不可能专职来收集和 研究一个企业的所有公开信息,尤其是这些信息上至国家金融政策,中至企业所在行业的前景,下至企业内某一高管人员的健康信息都有可能造成对企业未来现金流量的重估。从时间和精力的角度来说,投资者不具有相应的信息收集和处理能力。其次,随着技术进步、金融创新的发展,上市企业的技术背景越来越专业化,勿论一般的个人投资者,就连不够规模的投资机构,要根据上市企业所披露的信息对其价值作出正确的判断,亦非易事。这样,在缺乏必要定价信息的情况下,投资者实际上丧失了与企业就股票价格进行谈判的能力。在这一价格谈判过程中,由企业直接向投资者提供相应的预测信息亦难以弥补投资者定价能力的不足。因为企业内部人员的个人投资、自身在人力资本市场上的价值等都与所在企业的股票价格密切相关,具有利用其信息优势为自身谋取利益的潜在动机,难以保证内部人员所披露预测数据的客观性。因此需要一批独立的专职专业人员即证券分析师来担当信息的收集、判断、提取并将判断结果以报告的形式传递给投资者的任务。正如美国证券交易委员会在 1998 年 11 月所评价的那样,“证券分析师使投资者了解信息,他们消化吸收从各种渠道获得的信息,并且积极追踪企业新的信息,形成报告,他们在信息的传输中扮演了导管的角色”(Frank Femadez, 2001)。美国高等法院和证券交易委员会更进一步说明了证券分析师在证券市场中的作用,“证券分析师对整个市场的价值是毋庸置疑的,他们收集分析信息的活动显著地提高了市场的定价效率,从而增进了所有投资者的利益。”(Frank Femadez, 2001)。这一评价已经触及到了证券分析师在股票市场中所发挥作用

的核心,即定价。

在证券市场中,证券分析师通过向作为需求方的投资者提供独立、客观的企业盈利预测信息,提高了投资者在定价谈判中的能力,促进了证券市场中供求双方的定价效率。甚至可以极端认为,证券分析师在证券市场中起着定价机制的作用。证券分析师因此也就明显地处于股票供求双方利益冲突的中心。在股票的发行阶段,如果其所做的盈利预测高于企业的实际状况,从而高估企业股票的价格,将会明显地损害到投资者的利益,同时由于企业能够以较高的价格发行股票,企业将因为能够降低融资成本而获益。相反,如果证券分析师的盈利预测低于企业的实际状况,那么就会导致企业的资本成本增加,低估发起人的财富,损害企业及发起人的利益,同时使投资者获益。而在股票的二级市场中,随着交易的进行,股票的所有权在投资者之间不停地转换,不同的股票定价实际上在股票交易的过程中又导致了利益在投资者之间的重新划分。由于证券分析师分析意见会给证券市场中各参与方的利益造成重大影响,其意见就可能成为市场参与各方为谋取自身利益而影响市场,甚至操纵市场的工具。而目前,由于证券公司实行混业经营体制,证券分析师同时向两位主人提供服务:一位是要为其销售股票、发行债券或实施并购的企业,另一位则是要为其提供研究分析报告的投资者。这样,证券分析师经常面临着一系列的利益冲突,偏向于发布一系列乐观的股票分析报告。这些分析意见在90年代技术创新的大背景下,助长了股市泡沫的形成和存在,推进了上市公司会计造假的浪潮。2000年4月股市泡沫破灭后,美国证券交易委员会为了恢复投资者信心和保护投资者利益,已经采取了一系列的行动。其中美国证券交易委员会在1999年对证券分析师利益冲突进行调查的基础上,再次联合纽约证券交易所(NYSE)和全国证券交易者协会(NASD)进行了更深入的调查,并以此为基础于2003年3月10日通过了一系列针对证券分析师利益冲突的规定。

在我国,随着股市的进一步规范,股票价格必将表现出向企业价值的进一步回归,而对于股市泡沫,市场所固有的不可预测性总是会周期性地导致其出现。因此,应该未雨绸缪,提出一些具有前瞻性的利益冲突制度安排,为证券分析师独立地发表盈利预测创造一个适当的空间。◆ (作者单位:厦门大学会计系)
(责任编辑:黄书田)



提高 审计项目质量的 几点思考

◆ 王洁 李玮 ◆

为促进审计机关正确履行职责,加强对审计项目质量的监督和管理,保证审计工作质量,近年来,我厅按照审计准则的要求逐步开展了审计复核和审计项目质量检查工作。从复核和质量检查情况来看,各级审计机关认真按照朱总理关于“全面审计,突出重点”的指示,切实履行审计监督职责,不断改进审计方法,努力提高审计质量,为维护财经纪律、促进廉政建设及促进地方经济发展做出了