

丑闻之后的华尔街证券研究：困境与改革

郑燕洪

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 新经济泡沫破灭及其触发的“华尔街丑闻”使美国的监管当局对证券研究加强监管,而行情低迷所导致的经费紧缩以及XBRL的推进也对华尔街证券研究产生重大影响,迫使后者进行业务流程和经营模式的整改和创新。华尔街证券研究在华尔街丑闻之后的实践和探索,为我国熊市行情下的券商证券研究的发展和创,提供了有益的启示和借鉴。

关键词: 华尔街证券研究; 经费紧缩; XBRL

中图分类号: F830.91

文献标识码: B

文章编号: 1008-7796(2006)03-0102-03

随着2000年新经济泡沫的破灭,美国证券市场进入熊市低迷行情,一些潜在的矛盾和冲突也随之激发凸显出来。在新经济泡沫滋长膨胀期间,众多中小投资者由于听信了华尔街证券分析师的推荐而损失惨重,有的投资者甚至血本无归。一些愤怒的投资者将华尔街的著名投资银行告上法庭。2003年4月,花旗集团、美林公司和高盛公司等10家顶级投资机构与美国司法和监管当局达成和解协议,支付至少14亿美元的罚金。受罚的公司是:贝尔斯登(Bear Stearns & Co)、瑞士信贷第一波士顿(Credit Suisse First Boston Corp)、高盛(Goldman Sachs & Co)、雷曼兄弟(Lehman Brothers Inc)、摩根大通(J.P. Morgan Chase & Co)、美林(Merrill Lynch)、摩根士丹利(Morgan Stanley)、花旗集团(Citigroup Inc)旗下子公司所罗门美邦(Salomon Smith Barney)、瑞银华宝(UBS Warburg LLC)和美国银行公司(US Bancorp)旗下子公司Piper Jaffray。需要特别强调的是,上述投资机构只是接受处罚,并没有承认所控罪状。新经济泡沫破灭及其触发的“华尔街丑闻”使华尔街面临空前的信任危机。投资银行证券研究的独立性和客观性受到社会各界的广泛质疑。但股市泡沫破灭及其所触发的“华尔街丑闻”对证券研究的影响并非到此为止或仅此而已,华尔街投资银行的证券研究部门不仅面临着丑闻后重塑声誉的艰巨任务,还要应对美国证券交易委员会(即SEC)的严厉监管和泡沫破灭后公司研究费用大幅削减的压力。曾在新经济泡沫中“呼风唤雨”的华尔街证券研究部门,在股市泡沫破灭后回归理性,

开始探索新的研究规范和运营模式。本文通过对2000年-2004年间美国华尔街证券研究部门所面临的困境及其改革措施的分析和考察,以期对我国处于熊市行情中和面临与国际接轨压力的证券研究部门的改革提供一些借鉴和启示。

一、经费紧缩对华尔街证券研究部门的影响及其对策

泡沫破灭和行情低迷所导致的研究经费紧缩对证券研究的运营模式产生重大影响,根据SIA的统计数据,华尔街的证券研究经费在2000年达到峰值,随着股市泡沫的破灭,2001年整个华尔街的证券研究经费比上一年度缩减近三分之一,且在投资银行非利息费用中的相对份额也大幅缩减。尽管随后两年间,证券研究经费逐步回升,但仍远低于2000年的峰值。泡沫破灭前,华尔街最大的8家投资银行为其证券研究部门提供27亿美元的经费预算,而目前仅为17亿美元。研究部门经费的减少而合规审查费用的大幅增加迫使华尔街的证券研究主管对研究部门的运作模式进行改革和创新,以减少研究成本和提高分析师的工作效率。

首先,将证券研究的分析和发布流程进行重新整合。一些投资银行的证券研究部门正尝试着将那些能够标准化的研究流程如数据的收集和整理等研究的前期准备工作,与分析师真正创造价值的研究工作相分离。前者实现流程化(Streamlined)甚至直接向独立研究机构或数据供应商购买,后者则实现个性化和订制化。如信息的简单收集和数据的初步

收稿日期: 2006-02-25

作者简介: 郑燕洪(1968-),男,福建仙游人,在读博士研究生。

整理等, 能够借助于计算机和网络等技术就能实现的研究流程由初级的研究人员完成, 而高级的研究人员则专注于对信息和数据的分析, 根据客户的偏好, 为客户提供度身定做的服务, 实现研究的价值创造 (Fernandez 2003)。

其次, 减少跟踪分析的证券数目。新经济泡沫破灭后不久的 2001 年 8 月, 还有 4 763 只证券得到华尔街证券分析师的关注和跟踪分析, 而到了 2003 年 8 月, 则减少为 4 103 只。所减少的 600 余只证券中的 60% 为市值低于 5 千万美元的小盘股 (参见图 1)。每只证券的研究经费也由 2001 年的 18.5 万美元减少为目前的 11.7 万美元, 下降了 36.8%。

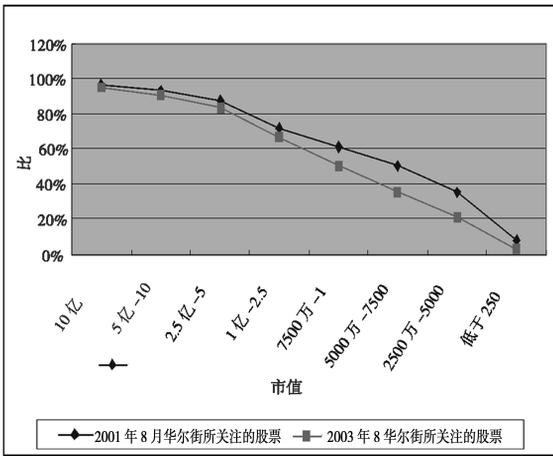


图 1 华尔街分析师所关注的不同市值股票的比例
资料来源: M ultex

再次, 更专注于为机构客户提供研究报告。与个人投资者相比, 机构客户的数目较少, 但从单个客户所获得的利润和收入要远高于个人投资者, 并且也便于研究报告的营销和发送工作。机构客户往往需要全面系统和各种类型的研究报告, 这有利于研究部门拓宽收入来源。此外, 专注于为机构客户提供服务也有利于研究部门对证券分析师的客观评价和考核。并且, 由于机构客户对报告的质量要求高于个人投资者, 从长远来看, 这有利于激励研究人员提交高质量的研究成果, 提高证券分析师的整体研究水平。

最后, 增加外购 (Outsourcing) 比例。华尔街的投资银行从第三方研究机构 (Third Party Research Institution) 和数据提供商 (Outside Data Vendor) 购买研究报告的支出在 2001 年大幅下降, 但 2002 年即有较大回升, 据 SIA 预测, 该比例将不断增大。2003 年, 华尔街在与司法监管当局的和解协议中也承诺在未来五年向第三方研究机构购买价值在 4.35 亿美元的独立研究报告。除了新的监管政策和公众对华尔街证券研究客观性和独立性的质疑外, 增加

外购比例还出于节约成本的考虑, 因为, 外购可以有效地节约研究部门的固定成本和人员薪酬。但外购研究报告的质量问题也越来越多地受到关注和质疑, 因为, 很难判断所购买的研究报告是否是在研究人员对该行业深刻理解, 经过实地调研并和公司管理层充分沟通接触的基础上完成的, 或者仅是基于一些网络信息和数据的整理和分析。

行情低迷和经费紧缩还迫使华尔街的证券研究部门直接裁减研究人员的规模和平均薪酬水平。这也直接导致大量的证券分析师离开研究部门, 而其中绝大多数是有经验的证券分析师, 并且去职的比例要高于华尔街所减少的跟踪分析股票的比例。这导致每个分析师所跟踪分析的股票数目要高于新经济泡沫破灭之前, 他们的工作强度变大。而有经验的分析师大量离开证券研究行业也导致华尔街证券研究的总体平均水平有下滑趋势。这直接反映在证券分析师在预测股票业绩时太过保守且误差增多, 这显然是美国 SEC 在出台新的监管规则时所没有意料到的。

二、行业壁垒降低对华尔街证券研究部门的影响及其应对策略

事实上, 要提供系统全面的研究报告需要较高的固定成本, 这使得证券研究行业有着较高的进入壁垒。股市泡沫破灭后, SEC 对证券研究的严格监管以及繁复的信息披露要求在某种程度上也提高了证券研究的行业壁垒和行业集中度, 削弱了该行业的竞争程度。但股市泡沫破灭以及“安然事件”以来, 美国监管当局越来越认识到高质量的信息是证券市场的“血液”, 信息的及时准确披露是市场有效运作的前提。因此, SEC 不仅在制度和法律上加强监管, 并在技术上积极引进新的证券电子化信息披露系统。近年来, 美国证券业界和会计组织正积极推广 XBRL (即可扩展商务报告语言, Xtensible Business Reporting Language) 以改进目前的 EDGAR (即电子化数据收集、分析及检索系统, Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval System, XBRL 是针对企业财务报告而发展的标记语言, 是应用于财务信息、报表与分析资料等网络传输格式标准)。与后者相比, XBRL 能够自动交换并摘录财务信息而不受个别公司软件和信息系统的限制, 减少因为信息格式不同而重复输入的问题, 有效地降低了信息交换成本, 提高了财务信息的可获得性和时效性。

据统计, 华尔街证券研究部门平均 1/4-1/3 的研究经费是花费在数据的收集和整理等前期工作上。XBRL 的推广和运用使得证券分析师可以将网

络上所获取的信息和数据直接用以分析,同时能够选择其所需要的输出格式,提高信息汇总和分析的效率,使证券研究部门能够将大量的人力和资源“解放”出来投入到真正创造价值的信息分析上。但显然,这也大大降低了证券研究的行业壁垒,使得一些资本实力较弱的投资银行或其他投资机构有机会进入该领域,而一些以往需要投资银行为他们提供证券研究服务的机构投资者可能因此建立自己的研究机构,减少对华尔街证券分析师的依赖。甚至一些个人投资者也可以凭借 XBRL 所提供的财务信息进行分析,做出投资决策。信息系统的升级使华尔街的证券研究面临挑战,一些大型投资银行已经意识到这一压力,它们纷纷调整证券研究的资金和人员分配,将优质资源向真正能够创造价值的研究环节倾斜,提高研究报告的质量。此外,随着金融全球化和金融自由化,资产价格受到越来越多风险因素的影响,并且这种影响也越来越复杂,华尔街的证券研究主管意识到为客户提供风险分析和风险管理方案正成为证券研究的利润增长点,因此,也加大这一领域的投入和关注,以此应对 XBRL 的推广对证券研究可能的利润侵蚀和市场冲击。

三、华尔街证券研究部门的改革对我国券商研究部门的启示

持续四年多的熊市行情也使得我国券商的证券研究部门不同程度地面临经费紧张的问题。华尔街证券研究机构在成本控制和提高分析师工作效率方面的创新和经验也有许多方面值得我们借鉴。我们可以将整个证券研究过程中,技术知识含量低与技术知识含量高的工作相区分,把有无研究创造价值的工作相区分。前者由初级研究人员承担,而后者则由经验丰富的资深研究人员承担。我们所指的初级研究人员是指刚入行的分析师,由于信息的收集和整理相对技术含量较低,本科生足以胜任,这可以有效地降低研究部门的薪酬成本。这种信息生产过程中的专业分工,既可以提高研究人员的工作效率,也可以减少研究部门的薪酬成本。并且,随着证券电子化信息披露系统的升级,证券研究的行业壁垒有所降低,市场竞争必然加剧,这也要求券商的证券研究机构应该将优势资源向技术含量高的信息分析和风险管理倾斜。此外,随着我国独立研究机构和数据提供商的发展,券商的证券研究部门也可以考虑将研究工作的前期准备工作如数据的收集和整理外包给前述两类机构,这可以将这一层次研究所需的固定成本转化为变动成本,有利于证券研究机构

的成本控制。但我们要在这里强调的是,券商证券研究机构因为经费紧缩而需要下调研究人员的整体薪酬时,应积极防止资深证券分析师的流失。一刀切式的减薪存在着“逆筛选”机制,往往首先导致能力强的分析师离开这一行业,进而导致证券研究整体水平下滑。在这方面,华尔街的实践为我们提供了有益的启示。

从某种意义上讲,证券市场是一个信息的市场,投融资双方在时空上的不对称使得证券市场的信息不对称更为严重,而证券研究的意义正在于降低上市公司和投资者之间的信息不对称。除了证券研究外,提高上市公司信息披露的时效性,改进证券信息电子化披露系统不仅有利于降低市场的信息不对称程度,还可以有效降低证券监管当局的监管成本并提高监管效率。此外,由于证券信息电子化系统对公司的信息披露进行严格规范,也可以间接地改进上市公司的治理结构。因此,我们认为,我国证券监管当局和其他相关管理部门应当顺应当前国际上 XBRL 技术的发展趋势及其推广潮流,组织相关机构对该技术在国内运用的可行性进行研究分析。在可行的前提下,参照国际惯例建立一个 XBRL ORG. CN 的虚拟组织,组织会计师事务所、上市公司、软件制造商以及相关的科研机构参与探讨和制定 XBRL 的规范和标准,并鼓励各市场参与主体运用 XBRL 技术制作软件原型。一旦条件成熟,由 XBRL ORG. CN 提出完整的中国 XBRL 方案,经由管理层批准后推广执行。当然,该技术的推广运用也有利于提高整个证券研究业的工作效率。

参考文献:

- [1] Frank A. Fernandez *New Business Models for Securities Research* [R]. SIA Research Reports 2003.
- [2] Marilyn E. Skiles *After the Bubble has Burst: New Regulation for Research Analysts in the U. S.* [R]. SIA Research Reports 2003.
- [3] Morgan Stanley. *Morgan Stanley Policy for Managing Conflicts of Interest in Relation to Investment Research* [DB/OL]. www.morganstanley.com. 2004.
- [4] Merrill Lynch. *Merrill Lynch Policies for Managing Conflicts of Interest in Connection with the Production of Research* [DB/OL]. www.ml.com. 2004.
- [5] 高保中. 资产证券化演进与金融市场效率 [J]. 河南社会科学, 2004 (2): 119-123.
- [6] 张军, 刘红梅. 世界金融危机对我国金融改革的启示 [J]. 郑州航空工业管理学院, 2004 (6): 101-102.
- [7] 禹娜. 我国券商当前生存困境与其盈利模式分析 [J]. 河南金融管理干部学院学报, 2005 (4): 98-100.

(责任编辑: 李晓晴)