

# 泡沫破灭后的证券研究：华尔街实践及启示

蔡庆丰 李超

**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的推进也对华尔街的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。华尔街证券研究在泡沫破灭后的实践和探索为我国熊市行情下的券商证券研究的监管、发展和创新提供了有益的启示和借鉴。

**关键词：**证券研究；利益冲突；证券监管

**作者简介：**蔡庆丰，厦门大学金融系博士生；李超，现供职于德邦证券有限公司投行总部。

**中图分类号：**F830.9 **文献标识码：**A

**Abstract：**SEC strengthened market regulation upon deflation of new economy bubbles and occurrence of Wall Street scandals. Tight budget as a result of sluggish market performance as well as implementation of XBRL greatly affect research in Wall Street, which leads to an overhaul in business procedures and models. Wall Street experience provides great enlightenment to Chinese securities houses in its research, development and innovation.

**Keywords：**securities research；conflict of interests；securities regulation

随着2000年新经济泡沫破灭，NASDAQ和S&P500等主要股指从高位跌落，美国证券市场进入熊市低迷行情。许多投资者由于听信华尔街分析师的推荐而损失惨重，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。股市泡沫的破灭不仅使华尔街经营惨淡，还使那些陷入丑闻的投资银行及其证券分析师面临空前的信任危机和没完没了的诉讼。2003年4月份，花旗集团、美林公司和高盛公司等十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。同时，两名在华尔街显赫一时的证券分析师也受到严厉制裁，被美国证券市场终身禁入。但股市泡沫破灭及所触发的“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。

## 丑闻对投资银行证券研究的影响及华尔街的反应

新经济泡沫破灭及其触发的“华尔街丑闻”使华尔街证券研究的独立性和客观性受到广大投资者、新闻媒体、监管机构和司法当局等的广泛质疑。美国学者也从学术角度对证券分析师的“利益冲突”行为进行了研究和分析，Krigman、Shaw和Womack(2001)研究发现证券分析师的研究报告是公司选择投资银行时重点考虑的因素，Lim(2001)研究发现证券分析师发布较为乐观的研究报告有利于他们接触所研究公司的管理层，Hong和Kubik

(2003)则发现倾向于发布乐观报告的分析师更容易跳槽到更好的投资银行。而监管机构和司法当局的调查也显示：华尔街的证券分析师在新经济泡沫膨胀时期确实存在着“利益冲突(conflict of interest)”行为，不同程度地存在着通过发布偏颇的、过度乐观的研究报告误导投资人以招揽银行业务等行为<sup>1</sup>。为了消除投资银行证券研究部门的“利益冲突”，重塑证券分析师的声誉和恢复投资者信心，SEC于2002年发布新的规定，加强对华尔街投资银行的证券研究的监管。主要措施有：(1)禁止证券分析师对所在投资银行提供金融服务的公司提供带有偏见性利好的报告；(2)禁止证券分析师在40天内对所在投资银行负责首次公开发行(IPO)的公司提供评估报告，或在10天内对增发股票的公司提供报告；(3)限制而非禁止证券分析师与公司的投资银行业务人员对评估报告交

换意见；(4)限制公司在证券分析师作出正式评估之前发布预期评价报告；(5)限制证券分析师对其所跟踪研究行业的首次公开发行股票进行交易；(6)要求证券分析师在对公司作出评估报告的前30天和之后的5天之内不得买卖该公司的股票；(7)禁止证券分析师卖出其近期推荐的股票；(8)要求投资银行披露股票评级的标准和历史记录等<sup>2</sup>。此外，美国证券业的自律组织如证券业协会(Securities Industry Association,简称SIA)和注册金融分析师协会(CFA Institute,即原来的AIMR)也发布了相关的职业操守和行业规范。“华尔街丑闻”也引发英国、法国、德国、日本、韩国和瑞士等国家对本国发生类似“利益冲突”丑闻的警惕，上述国家纷纷在2001年到2003年间发布法令加强对证券研究与证券分析师的监管。而IOSCO、EU以及CESR等国际组织也发布了相关的文件或协议，力图为各国的证券研究监管提供一个较为统一的监管框架，以适应当前证券投资日益国际化的趋势。

新的监管规定使得华尔街的证券研究发生较大的改变。华尔街对证券分析师的职责进行了反思和重新界定。一般认为，证券分析师的主要职责是对特定的证券、公司和行业进行审慎尽职调查，以报告形式提交研究结果，使之成为投资建议的依据。在2000年股市泡沫破灭之前，证券分析师的工作一般包括描述(descriptive)、选股(selective)和评估(critical)三个方面。所谓描述是指证券分析师收集整理有关公司过去和现在的定量和定性信息，通过评估公司的预期盈利、收入等财务指标对公司的发展前景进行

预测；选股是指证券分析师根据自己的经验和相关信息的分析，为投资者提出买入、卖出和持有的投资建议；而评估则是指证券分析师协助所在公司的投行部门进行IPO、私募和增发(secondary offering)的尽职调查时，对融资公司的会计标准、公司治理、股利政策和发展战略进行评估审查。显然，证券分析师为投行部门提供“评估”支持是导致“利益冲突”的根源，该职能在“华尔街丑闻”发生后被严格剥离，而其他两个职能也受到更为明晰的界定和严格的监管(Skille2003)。

2004年以来，美林、摩根斯坦利等华尔街顶级投资银行都根据SEC新的监管政策发布本公司的证券研究守则，并对证券研究部门的管理、薪酬、研究、发布和经费进行改进和规范。在管理上，加强了证券研究部门的合规性审查，要求所有的研究报告和评级变更在发布之前都要接受主管分析师(supervisory Analyst)或部门评级委员会的审核。正因为如此，在新经济泡沫破灭后，华尔街在裁减证券分析师的同时增加了主管分析师的数量，在削减研究经费的同时增加了法律费用的支出。在薪酬和经费上，从公司制度上确保分析师的薪酬和研究部门的经费与公司投行部门的业绩彻底脱钩。而此前，投行部门往往允许证券分析师获得其帮助招揽的业务收入的3~7%，甚至影响着证券研究部门的经费预算。在报告的研究和发布上，强调证券分析师应保持独立性和客观性，有义务也有权利不接受来自公司内外任何方面的压力和干扰，杜绝“利益冲突”问题的产生。除了加

强研究部门的内部合规管理外，各大投资银行都在研究部门和公司的投行部门、交易部门等其他业务部门之间设立了“中国墙(Chinese Wall)”制度，严格限制研究部门和投行部门的信息交流，任何的“过墙”行为都必须得到公司管理层或公司合规审查部门的许可。此外，华尔街投资银行的证券研究部门在尽量避免给人“利益冲突”之嫌的同时，也努力提高研究报告的质量和时效性，力图重塑和恢复在丑闻中严重受损的声誉。

### “经费紧缩对证券研究部门的影响及华尔街的对策

除了新监管规则引发证券研究的职能和独立性发生重大改变外，泡沫破灭和行情低迷导致部门研究经费紧缩也对证券研究的运营模式产生重大影响，并且这种影响更为立竿见影。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<sup>3</sup>。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定制化。如信息的简单收集和数据的初步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,为客户提供量身定做的服务,实现研究的价值(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月份,还有4763只证券得到华尔街证券分析师的关注和跟踪分析,到了2003年8月份则减少为4103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。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%。

第三,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。

第四,增加外购(Outsourcing)比例。华尔街的投资银行从第三方研究机构(ThirdPartyResearchInstitution)和数据提供商(OutsideDataVendor)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。

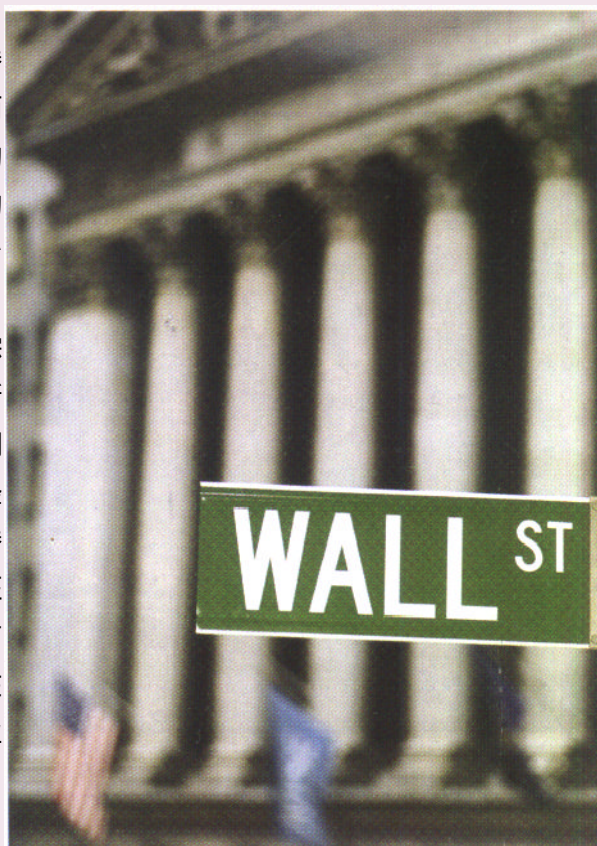
行情低迷和经费紧缩还迫使华尔街的证券研究部门直接裁减研究人员的规模和平均薪酬水平。

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SEC在出台新的监管规则时所没有意

料到的。

## 行业壁垒降低对证券研究的影响及华尔街的应对

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



一连串的华尔街丑闻使美国证券研究机构陷入信任危机。

织正积极推广XBRL(即可扩展商务报告语言, eXtensible 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 Gathering, Analysis, and Retrieval System)<sup>4</sup>。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, 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价值增长点, 因此也加大了对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。

## 华尔街的实践对

### 我国证券研究的启示

我国证券市场自2001年以来经过了3年多的深幅调整, 券商的生存环境发生了根本性的变化, 原有的盈利模式已逐渐失灵。证券研究的重要性随着券商盈利模式的转变和市场价值投资的兴起而日益凸显。我国的证券研究同样也面临着股市泡沫破灭后的种种问题和挑战, 而华尔街的实践为我国证券研究的规范和发展提供了很好的经验和启示。

1. 顺应国际潮流, 强化证券研究的独立性和客观性。

正如美国证券监管当局所指出的, 证券研究对整个市场的价值是毋庸置疑的, 众多证券分析师收集分析信息的活动显著提高了市场的定价效率, 从而也增进了所有投资者的效益。但证券分析师“利益冲突”行为的泛滥或者使投资者远离市场, 或者使投资者远离分析师, 而后者也将使证券研究甚至投资银行自身失去存在的基础。因此, 加强对证券分析师“利益冲突”的监管, 提高证券研究的客观性和独立性, 既是保护广大投资者的利益, 更是维护整个证券市场有效运作的必要举措。截至2004年3月底, 我国共有证券投资咨询机构110家, 其中券商研究机构有50多家。但根据《新财富》杂志的调查显示, 我

国券商的证券研究还是以对内服务为主, 没有研究机构“以服务外部为目标”, 仅有13%的研究机构定位为“对外服务和对内服务都很重要, 但侧重外部”。显然, 这样的“内向”定位使我国券商证券研究部门很难坚持独立性和客观性。随着我国证券市场投资主体的机构化, 券商证券研究潜在的“利益冲突”问题也受到基金经理的日益关注和质疑。并且, 我国证券市场与国际接轨以及QFII的引入, 也要求我国的证券研究在独立性和客观性上应与国际同行接轨。因此, 加强对证券研究“利益冲突”的监管不仅仅是我国证券监管当局需要考虑的紧迫问题, 国内券商也应主动顺应国际趋势对其证券研究部门进行整改, 在提高研究质量的基础上提高证券研究的独立性和客观性, 只有这样, 才能使华尔街丑闻不在中国市场发生, 证券研究获得健康可持续发展, 并在与国际接轨的进程中获得国内外投资机构的认同。

2. 重整研究流程, 加强成本控制, 提高证券研究的质量和效率。

持续三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。笔者认为, 我们可以借鉴华尔街的经验, 将整个证券研究过程中技术知识含量低的工作与技术知识含量高、确实体现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<sup>5</sup>。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,往往导致能力强的分析师首先离开这一行业,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。

3. 升级信息披露系统,发展独立研究机构,加强证券研究的监管。

华尔街证券研究在泡沫破灭后的变革和创新及证券研究潜在的“利益冲突”问题,不仅仅值得国内券商思考,也值得证券监管当局充分重视,尽管目前整个证券市场需要考虑和解决的根本性问题太多。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。

此外,笔者认为,证券监管当局在加强对我国券商证券研究“利益冲突”监管,建立高效的证券电子化信息披露系统的同时,也应积极支持独立研究机构的发展。从华尔街的实践来看,独立研究机构既是券商证券研究机构的竞争者,同时也是其合作伙伴。从证券研究行业的发展来看,这类机构的发展不仅可以作为券商证券研究机构的数据供应商以提高其工作效率外,更重要的意义还在于通过提高市场竞争程度促使券商的证券研究机构提高其研究的客观性和独立性,进而提高整个市场的定价效率。

## 注释

1. 美国司法当局和监管机构对华尔街证券研究的“利益冲突”行为进行严惩的同时,对于证券分析师作为证券市场“信息传递(Information Dissemination)”的角色以及增进市场效率的作用还是给与充分的肯定,认为“证券分析师对于整个证券市场的价值是毋庸置疑的,他们搜集分析信息的活动显著提高了市场的定价效率,从而增进了全体投资者的利益”。

2. 引自《美国证券交易委员会关于证券分析师利益冲突的规定》,2002年5月。

3. 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。

4. 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。

5. 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技术含量相对较低,本科生足以胜任,这可以有效地降低研究部门的薪酬成本。

## 参考文献:

[1] Boni and Womack (2002), "Wall Street's Credibility Problem: Misaligned Incentives and Dubious Fixes?" FIC working paper, University of Pennsylvania.

[2] Hong and Kubik (2003), "Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts." *Journal of Finance*.

[3] Krigman, Shaw, and Womack (2001), "Why Do Firms Switch Underwriters?" *Journal of Financial Economics*.

[4] Frank A. Fernandez (2003), "New Business Models for Securities

Research", SIA Research Reports.

[5] Marilyn E. Skiles (2003), "After the Bubble has Burst: New Regulation for Research Analysts in the U.S.", SIA Research Reports.

[6] Morgan Stanley (2004), "Morgan Stanley Policy for Managing Conflicts of Interest in Relation to Investment Research", [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com).

[7] Merrill Lynch (2004), "Merrill Lynch Policies for Managing Conflicts of Interest in Connection with the Production of Research", [www.ml.com](http://www.ml.com).

[8] 司徒大年. 证券分析师的角色、责任和独立性[J]. 证券市场导报, 2002, (6).