



(2019 年第 6 期，总第 113 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 4 月 8 日

打破短期主义怪圈

——关于企业领导者、资产管理人、投资者和分析师如何重新关注长期价值的讨论和建议

CFA 金融市场诚信中心和企业伦理商业圆桌会议研究所关于短期主义的研讨会论文集

【译者按】本文为 2005 年 CFA 金融市场诚信中心和企业伦理商业圆桌会议研究所“关于短期主义”系列研讨会的讨论成果，提出了解决短期主义的若干原则和建议。本文对抑制当下中国资本市场短期主义，引导中国资本市场走向长期投资市场，畅通投融资渠道，增加居民家庭资产性收入，实现经济转型升级，具有重要意义。

中国经济近年来减速换挡，表明资源投入型的发展战略难以为继，传统的具有浓厚政府干预色彩的商业银行导向的金融体系也不适合于创新驱动发展战略，尽快建立起与市场

规则相匹配的资本市场导向的金融体系，才能更有效地服务于经济转型升级。其微观基础是：以债务性资本融资为主的企业，其债权人为了保证企业有到期偿还本息的能力，会限制企业从事高风险项目（例如研发项目），而且负债越多，受到约束也越多，因此债务性资本融资适用于企业成熟技术的大规模推广与传播（承接技术转移）。而以权益性资本融资为主的企业不会有这种限制，投资人追求高收益，也能够忍受相对较高的风险，因此权益性资本融资适合从事前期需要大量投入且具有高风险的研发活动。

“短期主义指的是一些企业领导者、投资者和分析师对短期和季度收益过度关注，而对战略、基本面和长期价值创造却缺乏关注。”短期主义是全球各资本市场在建设与发展过程中共同面临的问题，中国资本市场也难以独善。中国资本市场短期主义盛行导致居民家庭的金融资产主要以银行存款和类银行存款形式存在，大量的社会资金没能有效地形成权益性资本。短期主义使得资本市场投资渠道和融资渠道功能双向受堵。此外，短期主义通常会推高投资组合的成交量，并推高交易成本，导致大量资金损耗在交易佣金上，也降低了资本市场总体收益率。

从 2005 年 9 月开始，CFA 金融市场诚信中心和企业伦理商业圆桌会议研究所共同发起了“关于短期主义的系列研

讨会”^①。这些专题讨论会的目的是从独特的跨群体角度解决“短期主义”问题——把所有利益相关者根据短期收益预期与其根据长期价值创造所做出的公司决策和投资决策对比。

我们的研讨会参与者（“专家组”）的见解——来自公司发行人、分析师、资产和对冲基金经理、机构投资者和个人投资者群体中的思想领袖——证实了学术研究所表明的内容：即投资者、资产管理公司和企业管理人员对短期结果的痴迷共同导致了破坏长期价值、降低市场效率、降低投资回报和妨碍加强公司治理等意想不到的后果。

一、简介以及行动倡议

2003 年，前美国证券交易委员会（SEC）主席 William H. Donaldson 在公司治理论坛上呼吁商业领袖“抛弃那些基于每股收益的陈旧管理观念，为长期成果管理业务”。他进一步鼓励这些商业领袖“向投资者呈现你将如何管理该业务”。^②Donaldson 在 2005 年 CFA 协会年会上表示了更大的担忧，他将“短期主义”称为金融业面临的一个关键问题。

企业高管也注意到了类似的担忧。在企业伦理商业圆桌会议研究所进行的研究中，许多美国大公司的首席执行官（CEO）被要求确定商业界面临的最紧迫的道德问题。“在

^① 本文成稿于 2006 年 7 月

^② “The New Environment in Corporate Governance: Taking Stock and Looking Ahead,” Business Roundtable Forum on Corporate Governance (10 September 2003).

当今短期投资者预期的背景下，有效的公司管理”是引用最多的问题之一。^③

在最近一项针对 400 多名财务决策者进行的调查中，80% 的受访者表示为了实现短期收益目标，他们会减少研发、广告、维护和招聘等领域的可自由支配的开支，超过 50% 的受访者表示他们会推迟新项目，即使这意味着在创造价值方面做出牺牲。^④这些结果表明，短期主义比公司仅使用会计行动来满足季度收益预期的问题更大。这些都是真正的行动——资产出售、削减研发、以及放弃战略投资——企业管理者用它来达到“季度业绩数”。虽然管理层的首要责任是创造长期公司价值，且这一观念已被广泛认可，但这个研究表明，管理者主要针对短期收益预期进行管理往往会削弱其为股东创造长期价值的能力。

本文讨论的短期主义问题侧重于根据短期信息做出长期投资决策的情况，其中最突出的是季度业绩报告的“完成或未完成”。短期主义指的是一些企业领导者、投资者和分析师对短期和季度收益过度关注，而对战略、基本面和长期价值创造的传统方法却缺乏关注。对短期的过度关注以及对长期战略的关注不足可能会给市场参与者以价值破坏性的方式打破平衡、破坏市场的可信度、并阻碍长期价值创造和

③ “Mapping the Terrain” survey, Business Roundtable Institute for Corporate Ethics (2004). At www.corporate-ethics.org.

④ John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Shivaram Rajgopal, “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40 (2005): 3–73.

投资。这种短期策略通常基于会计驱动的指标，而这些指标并未完全反映企业管理和投资的复杂性。

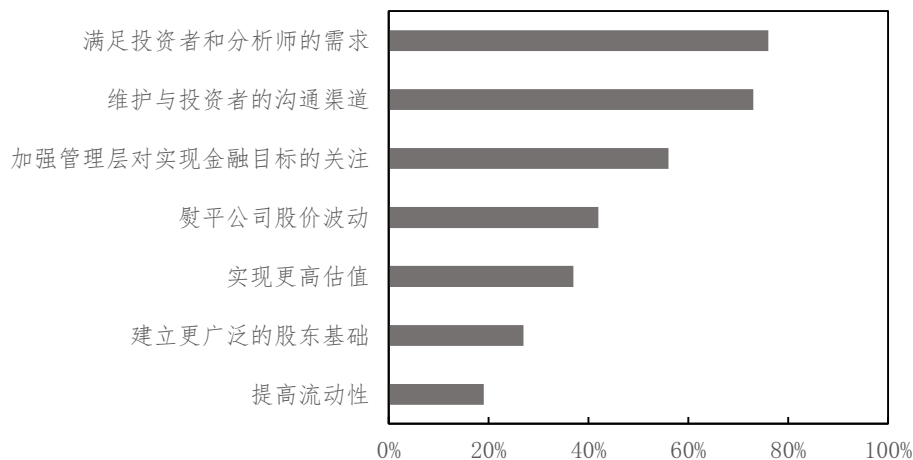
沃伦·巴菲特是伯克希尔哈撒韦公司广受尊敬和效仿的首席执行官，他在 2000 年给股东的信中解决了这个问题，他鼓励管理团队将注意力集中在长期战略上，而不是季度收益上。随后，代表性的伯克希尔持股公司，包括可口可乐、吉列和华盛顿邮报公司，停止提供季度业绩报告，转而选择提供年度预测。最近，英特尔、麦当劳、摩托罗拉和辉瑞加入了这一日益庞大的公司群体，表明他们计划缩减对业绩报告的关注。远离业绩报告的这一转变反映了先锋集团创始人兼前首席执行官约翰·C·博格尔所提炼的一种市场情绪，即“管理层的角色不应该是完成抽象的数字估计，而是改善组织的经营和长期前景。”^⑤

为什么许多公司仍在发布业绩报告？在麦肯锡公司 2006 年 3 月进行的一项调查中，一组世界级的企业高管将业绩报告三个最重要的好处总结为：（1）满足投资者和分析师的要求，（2）维持与投资者的沟通渠道，（3）加强管理层对实现财务目标的关注（见图 1）。^⑥专家组的建议为实现这些目标提供了更好的路线图。

^⑤ John C. Bogle, *The Battle for the Soul of Capitalism* (New Haven, CT: Yale University Press, 2005): 43.

^⑥ McKinsey and Company, *The McKinsey Quarterly* (March 2006). Web exclusive. At www.mckinseyquarterly.com.

对提供业绩报告可能带来的好处



调查结果反映的提供业绩报告好处的回复百分比

来源：麦肯锡季刊（2006年3月）

图 1：发布业绩报告的可知利益

麦肯锡的调查进一步表明，对业绩报告需求最强烈的群体是卖方分析师、共同/养老基金以及内部人士（公司内部）——这些是我们研讨会参会群体的代表。每个群体确实承担责任，并且最终每个群体都必须贡献出一个更好的模式。继续遵循“业绩报告游戏”的规则与研究（该研究表明这些行为会产生意想不到的后果，例如破坏长期价值，降低市场效率，降低投资回报，以及阻碍加强企业治理的努力）相违背。

鉴于短期主义及其影响的严重程度，CFA 金融市场诚信中心和企业伦理商业圆桌会议研究所就该主题召开了一系列特别研讨会，聚集了广泛的利益相关方群体。专家组针对短期问题确定了五大类建议：（1）业绩报告模式，（2）薪酬和激励措施，（3）重新聚焦长期指标的导向，（4）长期价值

数据的沟通和透明度，以及（5）改善对市场参与者的教育。

二、业绩报告

在 1998 年的一篇文章中，金融历史学家彼得伯恩斯坦温和地指责资本市场对集中趋势衡量标准的过分关注并将其作为衡量和降低风险的一种方式，例如预期收益估计。伯恩斯坦观察到，“简单化诱使我们进入陷阱……。我们为自己设定了对‘本质’而不是对变化的需求，因为没有平均值和其他集中趋势的衡量标准，就不可能简单化。”^⑦的确，当前业绩报告格局倾向于挤出“变化”，试图将公司复杂的未来前景归结为其“本质”，伯恩斯坦推测这种做法可能使市场参与者试图避免的风险永久化。

尽管提供业绩报告可能会带来一定的好处，但目前重点关注的季度业绩报告做法的成本和负面影响仍然很大，包括（1）公司在准备此类业绩报告方面的非生产性和浪费性努力，（2）为了满足短期预期，忽视长期业务增长，（3）企业内外部群体对业绩意外波动的过度反应是金融界“季度业绩”文化下的一大特征，以及（4）给予企业进入非公开市场的宏观激励措施（这样可以避免业绩报告带来的压力）。确凿的研究确定了发布业绩报告的最大成本是管理时间（53%的受访者认为成本非常高），对短期收益的关注（42%的受访者

^⑦ Peter Bernstein, “Risk at the Roots,” Market Leader (NTC Publications), no. 2 (Autumn 1998): 40–43. At www.risk-analysis-center.com/scripts1/aboutR.asp#a2.

认为成本非常高）和员工时间（35%的受访者认为成本非常高）。^⑧此外，业绩报告助长了企业及其投资者形成商业结果可以进行完全预测的错误幻觉。

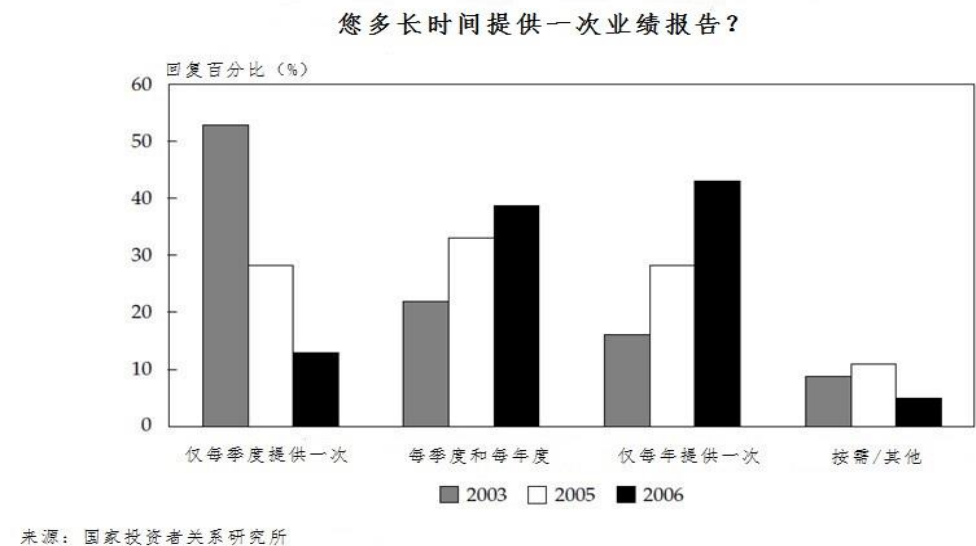


图 2：NIRI 对业绩报告实践的调查

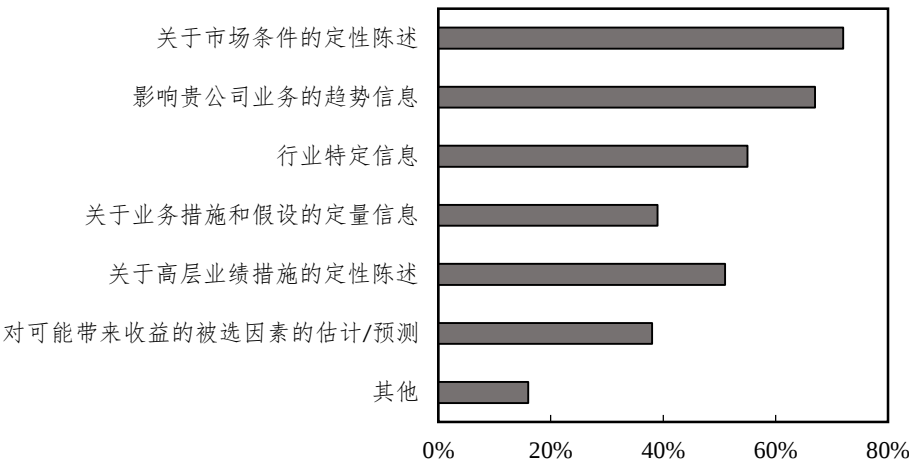
最近的证据表明，企业确实在解决当前业绩报告格局的不足。趋势是从季度转向年度业绩报告，在某些情况下，完全取消业绩报告。根据国家投资者关系研究所（NIRI）的研究，提供季度业绩报告的公司数量从 2003 年的 75% 下降到 2006 年的 52%。在同一时期内，提供年度业绩报告的公司数量从 38% 增加到 82%，现在只提供年度业绩报告的公司比例为 43%（见图 2）。^⑨

停止业绩报告的做法并不意味着停止沟通。实际上，没

^⑧ McKinsey and Company, op cit.
^⑨ NIRI Survey on Earnings Guidance Practices, news releases of 10 December 2003, 30 March 2005, and 6 April 2006. At www.niri.org.

有提供业绩报告的 NIRI 参与者会在一份长长的清单里记录下他们提供给分析师和广大投资界人士的定量和定性信息（见图 3）。

您为分析师完成评估提供了何种非业绩报告的信息？



来源：国家投资者关系研究所

图 3：NIRI 关于业绩报告实践的调查

这些调查结果应该会鼓励企业检查自己的业绩报告实践，并考虑他们是否确实遵循告知股东和其他人有关公司业务的“前沿经验”。

虽然大多数专家组成员支持公司停止提供季度业绩报告的建议，但人们认识到这样一个大胆的步骤可能并不适合所有公司。分析师越来越认识到业绩报告“创造了一个回声室，淹没了投资者的争论，并将公司业务和业绩的复杂信息提炼成一个由公司本身决定的单一数字，”美林公司全球证

券研究所主管表示美林的立场是“如果公司放弃季度业绩报告，那将符合投资者的最佳利益。”^⑩

许多金融专业人士也支持这种变化。一份 CFA 协会对其成员（其中包括一大批资产管理人員和分析师）的调查显示，76%的受访者支持公司摆脱季度业绩报告。在这些支持者中，96%的人进一步同意公司应该提供关于业务的基本长期驱动因素的额外信息（见图 4）。¹¹停止业绩报告将为熟练的分析师和资产管理者提供一个通过深入研究和为客户建立卓越的估值模型来凸显自身能力和提升自身价值的机会。专家组提出的改革业绩报告的建议着眼于重新关注商业复杂性的现实。对关键假设、业务驱动因素和总体战略目标的关注将带来更有价值和更具洞察力的披露、分析、投资和决策。

^⑩ Statement of Candace Browning (senior vice president, head of Global Securities Research and Economics, Merrill Lynch & Company), Hearing on “Fostering Accuracy and Transparency in Financial Reporting by the U.S. House Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Entities” (29 March 2006).

¹¹ In the CFA Institute March 2006 survey, respondents to the question “Should companies move away from focused quarterly earnings guidance?” numbered 2,686. Seventy-six percent answered “yes”; twenty-four percent answered “no.” Respondents to the question “If you answered ‘Yes’: Should companies provide additional information on the fundamental, long-term drivers of the business?” numbered 2,106. Ninety-six percent of respondents answered “yes”; four percent answered “no.” The survey was conducted online.

See www.cfainstitute.org/aboutus/press/release/03releases/03financial_disclosure_qlty.html.

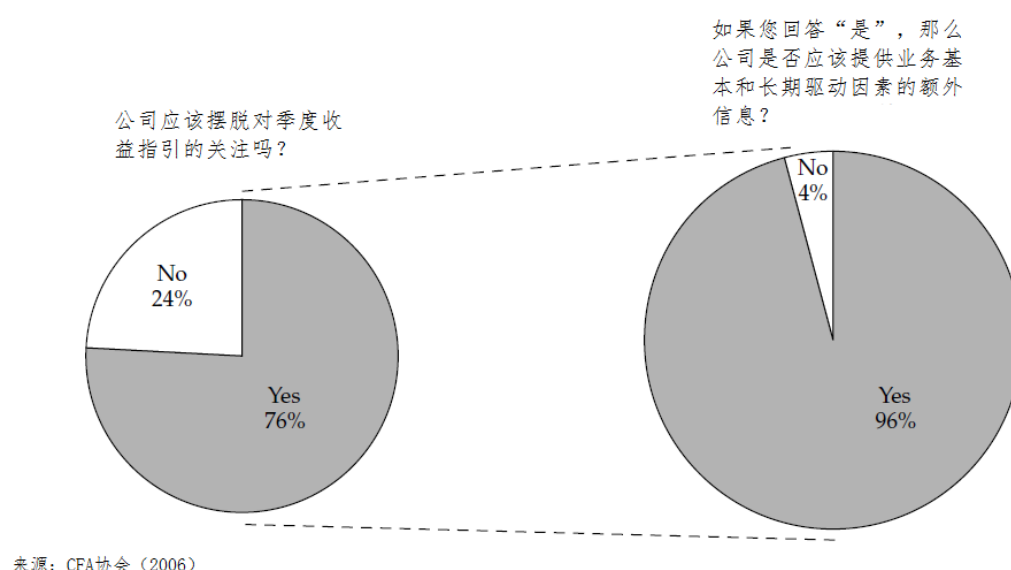


图 4：CFA 业绩报告调查

建议

1、结束提供季度业绩报告的做法。

专家组普遍认为，上市公司应该结束提供季度业绩报告的做法。专家组认为，这种业绩报告不足以说明公司的复杂动态及其长期价值驱动因素。

通过积极地改变一种过度沉迷于满足季度收益数的文化，公司还会激励分析师有效地将自身及其分析与其他分析师区别开，从而鼓励机构和个人投资群体使用长期视角。

2、另一方面，在提供业绩报告方面确有高层级需求的公司可采用一种包含固定格式、范围估计和反映总体长期目标和战略的适当指标的报告模式。



图 5：业绩报告实践框架

生命周期概念还为公司最终结束关注业绩报告的进程提供了支持。例如，具有短期产品或服务周期的早期小型资本公司可能很少会被分析师所关注，并且可能需要在规定的时间框架内从金融市场筹集资金（例如，每两到三年）。在今天的资本市场中，这样的一家公司至少要每季度提供一次业绩报告。然而，随着公司的产品、服务和市场的发展和/或多样化，这个公司可以容忍不太频繁的业绩报告下发生的变动率和投资者情绪的潜在波动。在企业生命周期的后期，公司可能已经成熟到专注于长期管理业务，并且几乎不需要为外部人士提供业绩报告。

从战术角度来看，公司可以在其认为合适的业绩报告中，根据业绩报告生命周期模型通知用户其财务数据的计划变更。例如，“.....当我们达到我们已经沟通的当前业绩报告时[可能包括市值、市场份额、年收入和销售目标]，我们打算开始缩减业绩报告的提供[或将停止提供季度业绩报告]。我

们打算在我们的网站上提供月度经营数据，以帮助投资者了解我们的业务，并为他们提供评估我们公司的价值所必要的信息。”

我们的专家组成员指出，一些已经停止提供季度业绩报告的公司现在提供的信息更多（例如月度经营数据），这些信息质量也更高，并且不像收益那样易于操纵。因此，这些公司仍然为分析师提供完成分析和运行估值模型所需的信息。

3、支持企业向更高质量、长期、贴近基本面的业绩报告模式过渡，这也将使高技能分析师能够凸显自身能力和他们为客户提供的价值。

资产管理者、机构投资者和分析师应利用其日益增长的影响力来支持改革后的企业业绩报告和针对长期业绩的沟通实践。高技能的分析师和资产管理人员应将企业业绩报告的减少视为通过进行更直接的研究和创建卓越的估值分析和估值模型来实现差异化和增值的机会。

三、激励和薪酬

目前对公司高管薪酬的关注很多，但是解决短期主义问题更彻底的方法需要针对公司高管、资产管理人、分析师和其他人的适当激励政策和实践。

虽然目前财富 500 强公司首席执行官的任期中位数约为

五年，¹²但这些首席执行官的行动和决策往往会产生更长远的后果。在恰当的安排下，激励措施应反映管理行动的上行潜力和下行风险，并应使管理层的利益与股东的利益保持一致。公司鼓励长期价值创造的一种方式是将大部分高管薪酬建立在长期业绩指标上，即使这些条款超出了高管本身的任期。（“长期”的定义在很大程度上因行业而异，因此，奖励措施应反映具体的行业经营特征。通常，在这种情况下，长期被认为是三至五年，不应少于两个年份。）

长期“业绩工资”正在取得进展。2006年，57%的“商业圆桌”公司表示，作为整体高管薪酬的一部分，业绩标准的使用已经增加。在2005年的49%和2004年的40%的基础上，这一数字取得了显著了增长。此外，在更加注重业绩的公司中，20%主要使用长期目标，73%使用长期和短期目标的混合，只有7%的人只强调短期目标。¹³专家组的建议旨在推动这一进展。

2006年1月，美国证券交易委员会提出了新的高管薪酬准则，这将大大加强美国上市公司必须就其薪酬最高的高管薪酬做出的披露。更多的披露应该允许资产管理者和所有投资者更好地了解公司高管薪酬方案是否为长期管理提供了适当的激励。同样，根据季度基准评估资产管理人的业绩对

12 Spencer Stuart, “2005 Route to the Top” (11 November 2005). At www.spencerstuart.com.

13 Business Roundtable Corporate Governance Survey Key Findings, Business Roundtable (March 2006). At www.businessroundtable.com

于将其作为长期投资者进行调整是适得其反的。当主要根据季度指标对资产管理人进行评估和支付报酬时，他们会通过定期买进卖出公司证券以获取短期利润，从而可能迫使公司陷入同样的短期思维或增加波动性。因此，专家组认为，资产管理人的激励薪酬的很大一部分应该通过长期（三到五年）衡量指标来衡量，这些长期指标与他们投资的公司使用的指标相似。为确认这一长期关注点，资产管理人应向投资者提供有关其激励结构的更多信息。

建议

1、使企业高管薪酬与长期目标和战略以及长期股东利益保持一致。构建薪酬体系以实现长期战略目标和价值创造目标。

尽管美国证券交易委员会提出的高管薪酬要求，将就管理层薪酬组成为股东提供更高透明度，但最终取决于公司本身、董事会及其股东来确保管理层的利益与股东的利益保持一致。三个专家组都认为过分关注短期目标的高管激励措施是短期主义的关键驱动因素。

此外，股份所有权指引应要求所有高管和董事在其所供职的公司中持有“有意义数量”的股权。公司在长期中取得成功的背景下，“有意义”可以定义为对个人具有经济重要性的数量。

2、使资产管理人薪酬与长期业绩和长期客户利益保持

一致。

对资产管理人的季度评估几乎可以确定会导致许多人因为不可预测的短期事件、近期股市波动以及最终惩罚投资者回报的交易费而达不到基准。

资产管理者的激励薪酬应尽可能以长期指标衡量，以促进长期投资。专家组建议：资产管理人应当研究将资产管理人薪酬与业绩联系起来的方式，这种方式将与专家组所鼓励公司调整的能更好反映长期业绩的公司高管薪酬模式大致相同。一个例子是将管理人激励与多年业绩挂钩。通过在资产管理人薪酬和长期业绩之间建立更加透明的联系，资产管理公司将帮助确保基金份额持有人向资产管理者的业绩而非拼凑资产支付报酬。

还应鼓励资产管理者将他们自己财富的“有意义”部分投入到他们管理的基金中，以便将他们的薪酬直接与他们为基金份额持有人创造的财富联系起来。

3、改善对资产管理人员的激励指标、报酬结构和他们管理的基金的个人所有权的披露。

资产管理者和投资者长期以来一直呼吁他们所评估和投资的的公司提高透明度，特别是在高管薪酬方面。基金行业严重缺乏类似的激励披露。

专家组呼吁资产管理公司将激励补偿与长期业绩紧密联系起来。由于共同基金的大多数投资者都有长期投资期限，

资产管理公司应努力为投资者提供有关资产管理者激励指标和激励结构的更多信息。有关资产管理人激励结构的更大透明度将大大有助于向投资者保证资产管理者的利益与投资者自己的利益一致。

尽管对冲基金与共同基金并不遵从相同的监管标准，但对冲基金经理应该努力向长期投资者（例如那些同意长期锁定资金的投资者）保证基金经理是通过使用激励报酬和其他将报酬与长期业绩挂钩的方法，在长期结果的基础上公平地支付薪酬。

4、鼓励资产管理人和机构投资者制定流程，确保他们所投资的公司确定高管薪酬时使用有效的、长期的、按业绩付酬的标准。

新的美国证券交易委员会高管薪酬披露准则应该为所有股东提供更好的工具，用于评估公司高管薪酬方案是否恰当地将薪酬与业绩联系起来，并为高管提供长期管理的激励措施。专家组鼓励资产管理人和机构投资者仔细审查公司薪酬方案，以确保激励计划符合股东的长期利益。

四、领导

一些专家组成员声称，某些投资者的短期思维方式与企业领导者的整体信任丧失有关。那些对商业领导及其对长期价值创造的承诺不信任的投资者可能选择寻求短期利润而不是长期增值。

美国最大的金融服务机构之一的 TIAA-CREF 发布了一个原则，即“良好的公司治理会为公司长期业绩作出重要贡献。”¹⁴ 专家组对此类理念表示赞同，即认为整个商业界和投资界的改革努力应该集中在重新获得公众信任上。集团公司及其投资者把注意力集中在公司的长期业务战略上，将会更好地展示公司领导力。

一位专题研讨会的参与者总结道：“公司得到他们应得的股东。”其推论也是对的，即：股东得到他们应得的公司。换句话说，长期股东需要像其所有者一样行事，并要求对其资本资产进行适当的长期管理。这是一种双向关系。投资者应该期待更大的影响力，但必须表现出真正的所有权的行为，并且致力于像所有者那样行事（例如，持有更长时间，减少交易频率）。同样，公司应该期望更长的资本承诺——但前提是它们在公司治理方面为投资者提供高质量的沟通渠道和公平的话语权。

公司可以通过将沟通和披露重点放在业务的长期战略、经营和可行性上，积极寻求投资期限与公司长期经济增长战略保持一致的股东基础。此外，公司应该经受住那些只是要求短期业绩回报的股东的压力（有关进一步讨论，请参阅下文“沟通和透明度”部分）。换句话说，领先的公司及其股

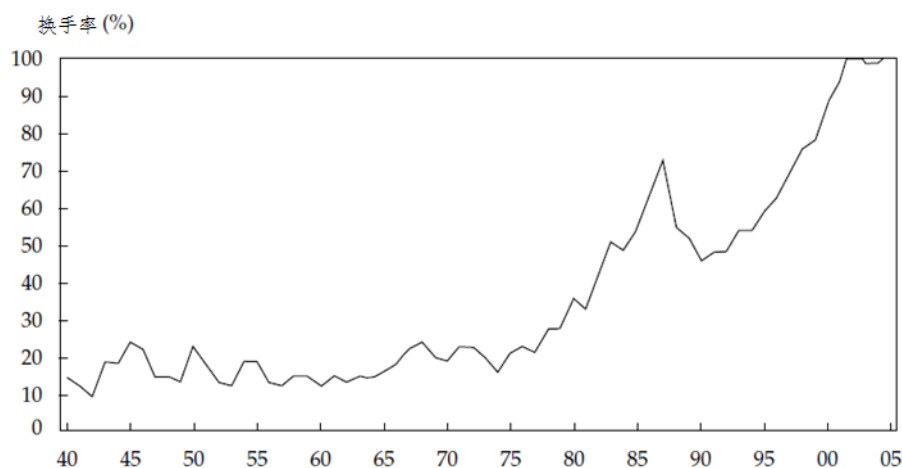
14 TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance. At www.tiaa-cref.org/pubs/pdf/governance_policy.pdf.

东需要围绕着适当的长期价值创造策略共同努力。

目前，许多公司遇到来自更为短期的投资者群体的重大短期压力。纽约证券交易所上市公司股票的年换手率从 1940 年至 1980 年期间的 10%~30% 急剧上升至 2005 年的 100% 以上。

当然，这种换手率会给公司及其投资者带来成本，其中最重要的是更高的交易费用，以及可能发生的公司内部对长期战略投资的权衡。

相比之下，《财富》杂志 2006 年度最受尊敬的“长期投资”公司 2005 年度的平均换手率约为 60%。¹⁵ 这些结果表明，正是长期股东这一核心基础（而不是施加不应有压力的短期股东或投机者）使这些公司能够进行合理的长期投资。



来源：纽约证券交易所概况书（2006）

图 6：纽约证券交易所换手率，1940-2005

在形成长期导向的过程中，企业管理者是一个必须起引

15 Fortune (6 March 2006).

导作用的重要群体。2006 年 3 月,《董事会》杂志询问其电子简报订阅客户,“公司是否应该结束提供业绩报告的做法?”几乎 74%的受访者回答“是”。同样吸引人的是人们对该问题的兴趣,这是“迄今为止所有问题中获得最高答复率和补充意见的”,该杂志的编辑说。¹⁶最近,可口可乐公司董事会以独特的方式解决了股东对短期主义的担忧。董事会采用“全有或全无”薪酬计划,其中所有董事薪酬全部由基于股权的股份单位组成,仅在达成长期公司业绩目标时支付。初始绩效考核周期为三年。¹⁷

领导力也可以来自愿意对战略做出长期承诺的机构投资者。机构投资者持股在 2005 年增加到 8 万亿美元,占美国已发行股本的 60%。¹⁸受此影响,机构投资者有机会成为支持长期和价值创造的公司战略的主要倡导者。

上市公司、资产管理人和机构投资者对长期战略、投资以及最终价值创造的领导承诺将有助于改善所有市场参与者的长期业绩。

建议

1、支持企业领导传达长期战略目标和相关业绩基准,而不是提供季度业绩报告。

16 Directors & Boards e-Briefing, vol. 3, no. 3 (March 2006).

17 “The Coca-Cola Company Announces New Compensation Plan for Directors,” company news release (5 April 2006). At www.coca-cola.com/flashIndex1.html.

18 Carolyn K. Brancato and Stephan Rabimov, “2005 Institutional Investment Report: U.S. and International Trends,” Report R-1376-05-RR, The Conference Board.

专家组认为，公司目前提供季度业绩报告的做法几乎没有什么收获，而将注意力集中在长期可以更好地为自己和股东服务。

停止提供季度业绩报告的公司可以率先展示其以较少的资源投入所获取的长期利益，以提供指导。

领先的公司可以通过采用集中精力于现金流和广泛的运营指标的增强报告来关注长期。这些公司在“改变对话”中起到引领作用，最终，就取得持续成功而言，对于长期增长前景的关注，比对每股收益的每季度盈利预测的关注更为重要。

2、支持分析师和资产管理人在分析和资本投资决策专注于长期。

分析师和投资公司将发挥领导作用，更多地关注长期目标，并将其激励结构与长期任务相结合。但如果没有这样的领导，那么这种变化是否会发生是值得怀疑的。

这些专家组成员评论称“近年来分析师的质量下降”，这支持了 CFA 协会在其课程中继续强调长期措施的需求，包括现金流量（DCF）估值模型，而不是短期资产估值模型。CFA 协会将继续支持这种长期估值模型，并将重新审视其课程，以确定是否及在何处过分强调了对创造长期股东价值有害的短期投资策略。

此外，目前的“预期收益”文化给分析师（他们的估计

与公司业绩报告不同）带来了巨大的压力，从而推动了分析师的整合。CFA 协会支持建立一个市场用以奖励最佳分析师的辛勤工作、专业知识和独立评估。

3、推动机构投资者为其自身及在评估其资产管理者时关注长期价值。

一些专家组成员将机构投资者和养老基金的行为列为短期主义问题的一部分。我们的机构投资者专家组成员表示，许多养老基金极其密切地关注同样的季度业绩数据，他们（养老基金）批评公司和分析师追随季度业绩数据。这些养老基金有时会过于依据季度业绩评估资产管理人业绩，从而加剧了他们悲观的短期主义问题，并加强了短期驱动的季度评级周期。

专家组鼓励养老基金管理公司从长期角度评估其资产管理人，并根据长期计量期（三至五年）制定激励措施。专家组认为，通过集中精力进行资产配置和成本控制将更加有利于机构投资者实现其长期回报目标。

机构投资者最终掌握着有影响力的全球股权比例，并能够支持有关薪酬、企业规划和其他促进长期前景的公司行动的决议，从而鼓励长期思考。

五、沟通与透明度

参加我们研讨会的所有投资者群体呼吁，有意义的沟通和业绩报告应当超出目前透明度和可理解披露语言要求。在

美国证券交易委员会批准《公平披露规则》（于 2000 年 8 月通过）时，其明确的意图是确保分析师、资产管理人和机构投资者不再接收关于公司的内部消息。我们的研讨会讨论表明，一个令人意外的结果是公司、投资者和分析师之间交换的信息质量出现了下降。专家组建议弥合公司认为被要求提供的信息与投资者、分析师和其他利益相关者真正需要的信息之间的差距。

普华永道最近对企业高管的调查显示，公司提供的信息质量与其主要利益相关方群体所寻求的信息之间存在差距（见图 7）。根据调查的受访者，只有股东和分析师群体才能获得他们认为对了解公司整体战略很重要的信息。然而，即使是信息需求得到最有效满足的群体——股东——也只是获得他们所需信息的 62%。¹⁹这项研究支持专家组成员提出的改进信息沟通的建议，使所有投资者和分析师能够更好地了解公司的长期价值驱动。

19 PricewaterhouseCoopers (2006).

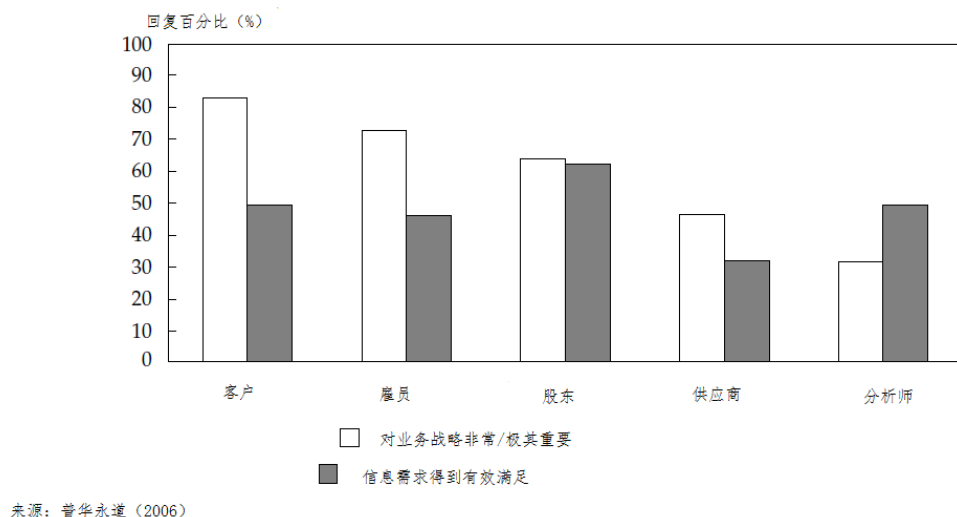


图 7：利益相关者信息需求分析

显然，公司需要集中精力满足最重要的利益相关方群体——客户、员工、股东、供应商和分析师——的信息需求。或许公司高管最重要的职责之一就是按照公司的价值观进行沟通和行动，并将这些价值观嵌入公司的长期战略和“价值主张”中。短期收益目标具有固有的不稳定性，容易出现重大波动，是公司领导传递公司长期价值前景的障碍。过度关注并推动应对短期目标的高管可能会减少并阻碍员工、投资者和其他重要群体的长期承诺。

对于股东和分析师而言，此类沟通应主要以简明的语言（非会计或法律语言）进行，以促使准确的分析和对业务的明确理解。如果能够经常提供恰当和高质量的业绩指标，这些群体将减少对公司季度业绩报告的依赖。

希望退出业绩报告这一单调工作的上市公司可以通过

分享他们自己用于内部规划的更多高质量业绩指标来实现这一目标。一名专家组成员表示，他的公司不提供季度业绩报告，但是，在其网站上披露了内部用于长期规划的相同月度运营数据。然后，公司管理者可以集中精力就行业和业务驱动因素方面教育分析师。这种沟通策略通过提供单独的业绩报告消除了所需资源的消耗，并且提供了频次更高的关注于公司如何进行长期管理的信息。

建议

1、鼓励公司提供更有意义且更频繁的关于战略和长期愿景的沟通，包括反映公司运营的更透明的财务报告。

专家组认为，公司应努力增加金融界人士对其业务的了解。公司可以通过提供高度透明的财务报表，明确地传达公司的财务状况和长期的、价值创造的前景，从而在金融市场中形成长期的视角。

例如，通过在每个季度收益发布中同时包含简明资产负债表和现金流量表，公司允许股东轻松核对与资产负债表或现金流量表项目直接相关的损益表项目（一并包含在季度收益公告中）。定期季度收益发布还应扩大对资产负债表和现金流量影响的讨论，以便让股东更清楚地了解公司的长期价值驱动因素。

此外，专家组认为，为投资者提供补充股东价值信息对公司有利。大量关于股东价值的文献试图通过衡量股东价值

变化的强大工具，提供改善与投资者沟通的方法。研讨会参与者讨论的一个例子是由西北大学凯洛格管理研究生院的 Alfred Rappaport 开发的“企业业绩报表”，该报表将为股东提供比他们目前更有意义的企业业绩指标，并帮助市场摆脱对基于收益的估值模型的过度依赖。²⁰Rappaport 认为，尽管许多市场参与者都认为 DCF（现金流量估值模型）是股票估值的正确模型，但这种模型更偏长期性而不是快速反映基于业绩的股价变化。不幸的是，公司管理者和短期投资者经常忘记基于收益的估值模型实际上是具有大量隐含假设的 DCF 模型，包括未来增长率、利润率趋势和再投资率。这些假设应该通过 DCF 驱动模型明确说明，其中必须澄清可能模糊真实业绩的会计。

2、鼓励更多地使用普通语言沟通，而不是当前以会计和法律语言为主导的沟通。

一位专家组成员为许多人提出了建议“……目前，代理声明被视为法律文件、责任文件。它应该是一份沟通文件。”

随着财务报表备案所附的管理层讨论与分析（MD&A）叙述被广泛认为不符合最初预期的告知投资者的目的。美国证券交易委员会于 2001 年对财富 500 强企业提交的年度报告的机构审查进行的一项研究表明，“[美国证券交易委员会]

20 Alfred Rappaport, “The Economics of Short-Term Performance Obsession,” *Financial Analysts Journal*, vol. 61, no. 3 (May/June 2005): 65–79.

对下列问题提出了大量意见以求进行更加透彻的分析：这些公司在没有分析的情况下简单地列举财务报表信息，或提供对商业前景的毫无洞察力的样板文件分析。”²¹

财务文件和其他公司信息不应主要以样板或法律语言编写。专家组认为，如果这些文件是用简明的语言写的，投资者的不确定性就会减少。

3、支持股东使用公司长期投资报表，这些报表将明确解释——超出现在公认的要求——公司的运营模式。

在每份伯克希尔哈撒韦公司的年度报告中，首席执行官沃伦·巴菲特通过深刻分析公司状况及其长期前景，为伯克希尔的投资者提供优质服务。几十年来，巴菲特还教育他的股东关于长期投资的优点，并帮助创建了一个长期投资者基础——部分原因是他们的首席执行官专注于长期中的公司和沟通。

专家组鼓励公司管理者遵循这个例子，并就他们公司的长期投资前景进行更多沟通。目前，典型的致股东的信函花费了大量时间来描述公司在过去一年中所做对的事情，而对于失策或未达预期的描述却很有限。信函的其余部分模糊地提及了“建立股东价值”的长期任务，可能会对来年的预期作出阐述。

21 U.S. Securities and Exchange Commission. “Summary by the Division of Corporation Finance of Significant Issues Addressed in the Review of the Periodic Reports of the Fortune 500 Companies” (February 2003). At www.sec.gov/divisions/corpfin/fortune500rep.htm.

如果信函论述了为什么公司应该作为股东的长期投资，那么这封信函会更好地服务投资者。专家组承认，不是每个人都可以写出长期投资的优点，包括巴菲特（虽然这是一个难以证明的证据，因为很少有人尝试过。）尽管如此，公司管理者应该努力为股东提供该信函。

4、整合投资者关系事务与法定信息披露程序，以缓解当前两者隔离对投资者和分析师所造成的困惑多于理解现状。

我们的专家组成员指出，公司的沟通过程在投资者沟通（由公司投资者关系部门创建并分送）和大量包括年度报告及代理声明的沟通（主要由样板和法律语言构成）之间各自独立进行。

专家组认为，通过在公司披露委员会任职，公司的投资者关系部门的高管，可以帮助开发出比目前在与披露相关的沟通中占主导地位的样板/法律文字能够更好地传达公司信息的披露语言。

5、鼓励机构投资者向受益人发出长期投资声明，类似于专家组要求公司向其股东提出的声明。

这一建议源自于一位专家组成员的评论，“也许一个答案（针对受托人缺乏长期目光）是让受托人做出长期投资声明，以便受益人更好地了解他们的长期资金管理方式。”这样的声明应该关注该机构面临的长期负债以及该机构的战

略投资计划，以使长期资产与这些负债相匹配。

此外，专家组鼓励各机构利用这一长期投资声明，向受益人介绍可能侵蚀长期回报的短期思维的成本（换手率、交易成本和管理人员更换成本）。

六、教育

资产管理人群体的一些专家组成员表示，太多的公司管理者误解了市场对公司的看法，因此，他们过于关注短期估值指标，如每股收益。这些专家组成员表示，许多上市公司可能因为对冲基金在商业媒体上获得了更多报道而高估了对冲基金的影响力。我们的专家组成员一致认为，对所有重要群体——企业领导者、投资者、分析师、监管者和媒体——的更多教育是解决短期主义复杂性的必要因素。

专家组的机构投资者特别指出，需要对养老基金计划发起人和养老基金受托人进行更好的教育。这种观点得到养老基金顾问的认可，他认为一些养老基金受托人在许多相关问题上而不仅仅是短期主义问题上，可能不具备向基金受益人充分履行信义义务所需的财务背景。

专家组成员担心所有养老基金及其受托人可能无法充分了解雇用和解雇资产管理人的真实成本。他们指出，过度依赖短期业绩表现可能象征着一种不利于养老基金及其最终受益者的利益的短期思维模式。

剑桥协会，一家为基金会、捐赠基金和其他大型机构提

供投资咨询的公司在对客户进行分析时发现,1996 年至 2001 年期间有 92 家机构表示其一般是基于短期标准（通常会导致价值遭受破坏）决定更换资产管理人。²²该分析发现，一年后有 60%的被解雇的股票经理表现优于新雇用的股票经理，而三年后这一数字是 58%。此外，该研究发现，一年后有 35%被解雇的股票经理表现每年优于新雇用股票经理 100 多个基点，而三年后这一数字是 31%。²³世界级咨询公司 Watson Wyatt 在 2006 年发表的一项类似研究支持了这些发现。报告发现，养老基金和保险公司经常在业绩改善之前解雇资产管理人，并且经常在业绩下降之前雇用经理。²⁴

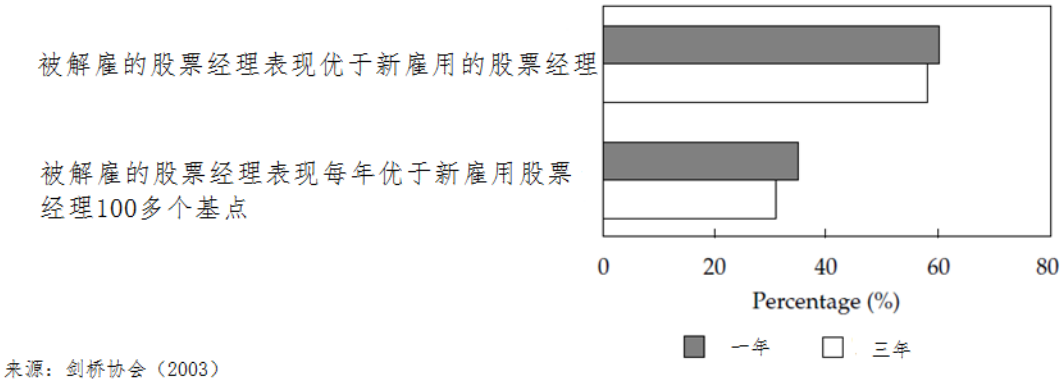


图 8：被雇用和被解雇股权经理的表现

22 Kevin Stephenson and Rebecca Fender, “Manager Hiring and Firing,” Cambridge Associates (2003).

23 此处，原文表述“此外，该研究发现，如果公司要求新的股票经理每年至少以 100 个基点击败被解雇股票经理（以证明与经理更换相关的成本和中断是合理的），那么在一年后只有 35%的变更会被标记为成功，而三年后这一数字只有 31%。”与图 8 不符，译者根据上下文进行了删改。

24 “Managers ‘Hired and Fired at Worst Time’,” Financial Times (16 January 2006). The study cited both U.S. and U.K. sources in stating that average outperformance of asset managers for the three years before they were hired was 4.4 percent but dropped to a number statistically no different from zero over comparable periods after hiring.

最后，专家组成员观察到，更多受过金融教育的个人投资者如果能更好地理解对短期关注会有损长期的结果，将有助于缓解短期主义问题。知识渊博的投资者可以更好地了解长期业务和投资策略，并可以加强企业领导者、基金经理和机构投资者对长期视野的关注。

不幸的是，美国和世界各地的整体金融教育水平很低。目前，50 个州中只有 8 个州要求在高中教授个人理财课程，只有 9 个州测试个人理财知识。²⁵ 专家组认为，投资者教育工作，例如要求在学校开展更多金融知识计划，将有所助益，尽管仅仅要求这样的课程只是解决短期问题的一步。拥有实用个人理财知识的大众未来应该能造就更多的耐心的投资者，这些投资者不容易受到短期影响而摇摆。

建议

1、鼓励企业广泛参与资产管理人和其他金融市场领导者的持续对话，以更好地了解他们的公司在市场中被如何估值。

观念与现实（关于投资专业人士如何评价公司价值）之间的脱节导致许多公司管理者关注短期指标，例如每股收益，而不是专注于长期经营业务。

有影响力的组织，包括 CFA 协会和企业伦理商业圆桌会

25 National Council on Economic Education, “Survey of the States—Economic and Personal Finance Education in Our Nation’s Schools in 2004” (March 2005). At www.ncee.net/about/survey2004/.

议研究所，可以通过发起公司高管的教育研讨会或将资产管理群体和公司发行人群体聚集在论坛上，促进理解，从而更好地为上市公司提供其如何被估值的信息。此类会议将符合《公平披露规则》，因为公司管理者将倾听他们的资产管理对手方和对冲基金对手方——专家建议许多公司管理者欢迎这一角色转换。

2、就短期主义问题及对委托人的长期信义义务对机构投资者及其咨询机构（如顾问，受托人）进行教育。

在专题讨论会上，多次出现了对养老基金受托人教育的需求。理解了产生短期主义市场力量的受托人将更有能力尽力阻止它（短期主义）。

专家组鼓励养老基金利用其受托人已有的教育方案和材料，使受托人能够获得充分服务于受益人长期利益所需的知识。

3、支持个人投资者的教育计划，以鼓励关注长期价值创造。

如果个人投资者是金融市场的好学生和好的长期投资者，那么个人投资者几乎不会做出与其长期投资目标背道而驰的决策，并且不会容忍（由高管或投资专业人士做出的）破坏长期价值的行为。

CFA 协会将与合适的合作伙伴合作，加大教育投入，并为投资大众提供金融教育计划。CFA 协会还将通过发起投

资者论坛和其他旨在教育投资大众的活动，促进投资者教育。

（论文原文：

<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/breaking-the-short-term-cycle.ashx>）

【本文由中国证券投资基金业协会理财及服务机构部赵前聚翻译整理，熊歆及付小刚校对】