

投资银行的利益冲突及其监管: 实证研究的质疑

张亦春 黄霞 蔡庆丰

(厦门大学金融系, 厦门 361005)

摘要: 本文首先对投资银行“利益冲突”行为的根源及表现进行了经济学分析, 在介绍西方国家加强对“利益冲突”行为监管的逻辑思路和具体实践的基础上, 通过对近期西方学术界有关华尔街投资银行“利益冲突”实证研究文献的梳理和综述, 从学术角度探讨投资银行的“利益冲突”及其对市场的影响、美国监管当局出台相应监管政策的合理性和有效性, 以期对提高我国证券市场的监管效率提供一些启示和借鉴。

关键词: 投资银行; 利益冲突; 监管; 实证研究

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1002-7246(2005)07-0113-08

一、导 言

随着2000年新经济泡沫的破灭, 美国证券市场进入低迷行情, 一些潜在的矛盾和冲突也随之凸显出来。在新经济泡沫滋长膨胀期间, 许多投资者由于听信华尔街证券分析师的推荐而损失惨重。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^①。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。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。事实上, 在达成和解协议之前, 为了消除华尔街证券研究的“利益冲突”, 重塑证券分析师的声誉和恢复投资者的信心, 美国国会已于2001年通过了SOX法案, 加强对华尔

收稿日期: 2005-01-06

作者简介: 张亦春(1933-), 男, 福建人, 教授, 博士生导师, 供职于厦门大学金融系。

黄霞(1964-), 女, 福建人, 厦门大学金融系博士生, 供职于建设银行福建省分行。

蔡庆丰(1977-)男, 福建人, 厦门大学金融系博士生。

① 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 Lynd)、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(USBankorp)旗下子公司Piper Jaffray, 须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。

街证券研究的监管^①。然而该法案实施至今,证券研究的独立性和客观性是否增强并不明显,但华尔街证券分析师盈利预测的准确性和研究报告的质量却在整体上出现明显下降,这显然是监管当局所始料不及的(Skiles(2003), Sirri(2004))。同时,一些实证研究结果也对投资银行证券研究部门是否存在“利益冲突”行为以招揽投行业务、证券分析师的“利益冲突”行为是否误导了市场、美国国会所通过的 SOX 法案及投资银行与监管当局之间和解协议的合理性和有效性提出了质疑。

本文通过对近年来西方学术界有关投资银行“利益冲突”实证研究的相关文献的梳理和综述,对上述质疑进行分析和探讨,以期对提高我国证券市场的监管效率提供一些启示和借鉴。文章结构安排如下:第一部分从经济学角度考察投资银行利益冲突的根源及其表现;第二部分探讨西方国家在加强投资银行“利益冲突”监管的逻辑思路及其实践;第三部分通过文献梳理,探讨投资银行“利益冲突”及其对市场的影响和监管措施的合理性;最后是结论。

二、投资银行的利益冲突:经济学分析

投资银行的证券市场中介地位决定其难以规避“利益冲突”行为。在传统的 Arrow-Dedreu 模型中,家庭(即证券投资者)和企业(即证券发行者)可以通过证券市场直接联系并相互作用,当市场完美且完备时,资源配置达到帕累托最优状态,不存在金融中介改善社会福利的余地。但现实证券市场并不完美,它存在着交易费用和不对称等问题。作为沟通证券发行者与证券投资者的金融中介,投资银行的存在和发展降低了证券市场的交易费用,改善了企业和家庭之间的信息不对称,促进了证券市场的发展。显然,证券发行者和证券投资者之间拥有的信息是不对称的,利益上存在冲突:发行者总是希望以较高的价格发行股票或债券,投资者总是希望以较低的价格购买股票或债券。作为同时服务上述两个市场主体的金融中介,投资银行的研究部门存在着潜在的“利益冲突”,或者发布有利于发行者的报告,或者发布有利于投资者的报告,或者利用其信息优势做有利于自身的行为,而天平的倾向取决于投资银行的效用函数。同时,投资银行多元化的经营模式决定了其存在多种“利益冲突”的可能。现代投资银行通常具有以下主要业务:证券承销、证券交易(包括自营业务和经纪业务)、证券研究、资产管理、公司并购、风险投资、基金管理、风险管理和国际金融等业务。张向前(2001)研究认为上述各项业务之间都或多或少地存在着“利益冲突”的可能:如证券承销与基金管理之间、证券承销与经纪业务之间、自营业务与公司并购之间、自营业务与经纪业务之间,等等^②。而其中多数的“利益冲突”又或多或少或直接或间接地和证券研究有关。因为在信息不完全且不对称的证券市场上,投资银行可以利用其所具有的、且被市场所普遍认同的信息优势,以研究报告或证券评级的形式谋求自身或第三方的利益而损害其他投资者的利益。

在现实中,人们认为,投资银行的证券研究部门可以通过发布偏颇的、过度乐观的研

① 本文所谓的利益冲突是指投资银行利用其信息优势,为谋求自身或第三者利益而损害客户利益的行为。

② 具体论述参见张向前:《投资银行业务多元化与潜在利益冲突防范》,发表在《国际金融研究》2001年第10期。

究报告误导投资者,迎合发行者以招揽有厚利可图的投行业务,或者通过发布过度“乐观倾向”的研究报告诱导投资者多次交易以赚取更多的经纪业务收入。中小投资者由于在市场中的信息处理能力最弱,处于信息劣势,往往成为“最容易受伤害的人”。因此,随着美国股市的下跌,投资银行的证券研究部门的“利益冲突”问题首当其冲,成为社会各界指责的焦点。一贯强调保护中小投资者利益的美国证券监管当局只能对华尔街顶级投资银行处于重罚以平息众怒。

三、加强投资银行利益冲突行为的监管:华尔街的实践

显然,作为证券市场不可或缺的投资银行,其“利益冲突”行为必然损害市场的运作效率和资源的最优配置,证券监管当局有必要对该类行为进行监管和限制^①。但如何在有效降低投资银行的“利益冲突”行为的同时又不损害投资银行组织上的规模经济和运作效率值得深入研究和分析。

1. 美国加强投资银行利益冲突监管的逻辑思路

从根本上讲,投资银行的“利益冲突”行为源于市场地位的不平衡,也就是说各市场参与主体没有对等的地位和权力来保证交易按公允的价格进行,而这种不平衡又源于投资银行在证券市场中所处的中介地位及其所占据的信息优势。世界各国在解决投资银行“利益冲突”问题上一般有两种思路:一是从杜绝利益主体多元化角度入手,从组织制度上对利益主体多元化进行限制,如分业经营和防火墙;二是从改善信息不对称入手,如设立中国墙(Chinese Wall)和加强信息披露,防范投资银行滥用信息优势而造成“利益冲突”^②。在“华尔街丑闻”被揭露之后,美国证券监管当局也曾考虑采用第一种监管思路,即将投资银行的证券研究部门分离独立出来,实行证券业内的分业经营;但最终还是采用了第二种监管思路。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)限制但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做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做出评估报告的前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纪录等^③。此外,美国监管当局试图通过加强独立研究机构的竞争地位,提高证券研究的“独立性”和“客观性”。因此,美国监管当局在与美林、花旗和高盛等10家投资机构所达成的14亿美元罚款的和解协议

① 具体论述参见:金雪军、蔡健琦,2003:《证券分析师行为及其市场影响》,《证券市场导报》第8期

② 美国1933年的《格拉斯-斯蒂格尔法案》就是第一种监管思路的实践,因此也被称为“格拉斯-斯蒂格尔防火墙”。但就投资银行的发展来看,即使实行分业经营也无法完全杜绝利益冲突行为,反而损害金融机构的竞争力和获利能力。随着1999年美国取消分业体制的《金融服务现代化法案》实施,美国监管当局一般从第二条思路解决投资银行的利益冲突行为,SOX法案是该监管思路的实践。

③ 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。

中特别单列出 4.325 亿美元用于资助独立研究机构。

2. 在新监管措施下, 华尔街投资银行对其证券研究部门进行整改

2004 年以来, 美林、摩根斯坦利及高盛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^①。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% 到 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, 各大投资银行都根据监管当局的要求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建立了“中国墙”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。

四、监管措施的合理性和有效性: 实证研究的质疑

从上文知道, 美国监管当局从以下两方面来加强证券研究“利益冲突”行为的监管: 首先是从物理(physical)上、经济上、管理上以及信息上将证券研究部门与证券承销部门隔离开; 其次是要求投资银行提供更多有利于投资者利益的信息, 这包括披露股票评级的历史纪录以及提供至少 3 家独立研究机构的分析报告^②。但在实践中, 这些举措并没有提高证券分析师盈利预测的准确性和增进投资者的福利。相反, 华尔街投资银行证券研究的质量近年来出现了明显的下降。在此背景下, 一些学者也开始反思和质疑上述和解协议以及监管措施的合理性和有效性。

1. 证券分析师的“利益冲突”行为有利于其所在投资银行招揽承销业务吗?

从已有学术成果看, 证券分析师的研究报告和招揽投行业务之间的联系并不像想象中那么明确。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)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。上述学者在实证研究过程中并没有发现证券分析师发布乐观的研究报告和为公司招揽投行业务有直接必然的联系。Krigman、Shaw 和 Womack(2001)的研究经常被引为投资银行利益冲突的“罪证”, 但事实上他们仅发现上市公司在增发时更换承销商的主

^① 更为详细的论述参见: 蔡庆丰、李超(2005):《泡沫破灭后的证券研究: 华尔街实践及对中国的启示》发表在《证券市场导报》第 2 期。

^② 这里所谓的“物理”上的隔离是指投资银行不同的业务部门必须设置在不同的大楼或楼层, 建立有限制接触档案、计算机的制度和国际业务部门通讯保密规则等。

要原因是: 希望本公司的证券能够得到更有影响力的分析师的跟踪研究和关注。也就是说公司更换承销商的真正原因在于投资银行证券研究部门的声誉和整体实力, 而不在于分析师的研究报告是否迎合他们。在更新的实证研究成果中, Ljungqvist, Marston 和 Wilhelm (2003) 通过研究近 10 年间 16625 支债券和股票的发行情况考察证券分析师的评价是否有利于投资银行招揽承销业务, 他们的研究结果表明: 没有明显的证据表明分析师发布偏颇的研究报告以有利于其所在的投资银行招揽证券承销业务^①。Agrawal 和 Chen(2004) 利用 1994 年到 2003 年间投资银行、经纪商以及其他独立研究机构的收入明细数据库研究发现, 证券分析师业绩预测准确性和公正性与“利益冲突”行为并没有直接的关系^②。此外, 他们还发现分析师长期盈余增长预测的乐观程度以及季度业绩评级调整的频率与机构经纪业务的重要性是正相关的。因此, Agrawal 和 Chen(2004) 更倾向于认为证券分析师的“利益冲突”行为主要是为增加所在机构的经纪业务量, 而非招揽投行业务, 这与 Sirri(2004) 的研究结论基本一致。事实上, 更多的实证研究发现, 证券发行企业在选择承销商时更多关注投行的声誉和整体实力, 其中证券研究部门的研究水平和影响力是考虑的重点, 而不是该承销商的分析师是否会迎合他们的需要。

2. 投资银行的证券分析师误导了市场吗?

社会各界认定证券分析师存在“利益冲突”行为的另一个依据是, 证券分析师普遍存在着“乐观倾向(Optimism Bias)”, 所给出的买的评级要远远多于卖的评级(Stickel(1990), Dreman 和 Berry(1995), Barber et al(2001))^③。Womack(1996) 利用 1989 年到 1991 年间的样本数据研究发现分析师给出“买”的评级是“卖”的评级的 7 倍。“买”的评级会导致该股票价格上涨 3.0%, 而“卖”的评级会导致该股票下跌 4.7%。这在某种意义上表明市场意识到证券分析师潜在的乐观倾向并在价格涨跌幅度上做了修正。Michaely 和 Womack(1999) 利用 1990 年至 1991 年间的样本数据考察证券分析师对 IPO 股票的买入推荐情况。他们在研究中将分析师分为服务于投资银行的分析师及与投资银行无关的分析师。在针对投资银行分析师的研究中, 将该分析师做出“买入”评级的股票分为 2 组: 一组是由分析师所在投资银行承销的股票; 另一组是其他股票, 结果发现后一组股票的表现要好于前一组。同时, 他们还研究发现证券分析师在其所在投资银行承销股票上市前一星期内, 对该股票给与“买入”评级的频率要高出与该行无关的分析师近 50%。此外, 他们还研究发现投资者对于不同分析师的“买入”评级的反应是不同的, 投资银行分析师推荐买入的股票超额回报是 2.8%, 低于由与投资银行无关的分析师推荐买入股票 4.4% 的超额回报。这也反映了市场对于投资银行分析师潜在的“利益冲突”行为还是有所“警惕”

① 他们研究发现, 决定投资银行是否能够获得承销业务的最主要因素投资银行自身与发行企业的紧密程度, 这可以用该投资银行承销发行企业先前所有证券(包括股票和债券)的分额来衡量, 其次是投资银行与发行企业以前的借贷关系。

② Agrawal 和 Chen(2004) 研究发现这一结论即使在网络泡沫急剧膨胀的 20 世纪 90 年代末也是成立的。

③ 美国证券业协会认为证券分析师“买的”评级比例多于“卖的”评级是自然的, 原因至少有以下几点: 首先在美国证券市场上市公司众多, 分析师只能选择其中一小部分证券进行跟踪研究, 所以通常会选择前景较好的公司; 其次, 投资者大都是多头帐户, 一般不愿意卖空证券; 第三, 分析师通常倾向于长期投资。因此, 分析师倾向于推荐买股票。这一解释应该是合理的(司徒大年, 2002)。

的,并在交易价格上给与一定的折扣。Bradley, Jordan 和 Ritter(2003)考察静默期末分析师开始跟踪研究证券的情况,他们研究发现将受分析师关注的股票平均上涨 4.1%,而没有得到分析师跟踪研究的股票仅上涨 0.1%。需要强调的是,这一上涨在静默期结束之前即允许分析师发布研究报告前就已实现。与 Michaely 和 Womack(1999)的研究不同,他们发现价格上涨与分析师是否是主承销商并无直接必然的联系。事实上,学术界众多的实证研究发现证券分析师的盈利预测(earnings forecasts)和证券调级(stock recommendations)还是具有一定的投资价值的(Womack(1996), Barber, Lehavy, McNichols 和 Trueman(2001)以及 Jegadeesh, Kim, Krische 和 Lee(2004))。也就是说,尽管证券分析师的研究报告可能存在“利益冲突”问题,但市场并没有被其研究报告所误导。

3. 大投资银行的证券分析师的利益冲突行为最为严重吗?

新经济泡沫的破灭、NASDAQ 股指的巨幅下跌、华尔街丑闻的揭露使得花旗、美林、高盛和摩根士丹利等顶级投资机构成为投资者泄愤的焦点,并因此受到高达 14 亿美元的罚款。诚然,新经济泡沫膨胀期间,NASDAQ 多数上市公司是由上述大投资银行所承销的。但这不代表大投资银行的分析师发布的研究报告是最不客观,最为偏颇的。实证研究的结果恰恰相反。Clarke, Khorana, Patel 和 Rau(2004)将买方分析师分为投资银行、经纪商和独立研究机构三组,考察他们盈利预测的准确性、股票评级的倾向性和市场对各组分析师研究报告的反应。他们研究发现任职于投资银行的分析师的盈利预测往往比其他分析师更为谨慎保守,并且他们业绩预测的准确程度在三组分析师中是最高的。就三组分析师发布的股票评级而言,他们研究发现供职于独立研究机构的分析师比其他两个机构的分析师较少发布强力买入或强力卖出的股票评级。市场往往更信任大投资银行证券分析师的股票评级,而相应地被大投资银行分析师调高评级的股票的长期表现也要优于其他两组分析师所调高评级的股票。Hong 和 Kubik(2003)研究发现预测能力高的证券分析师往往跳槽到大机构特别是华尔街大投资银行。因为后者可以为其研究提供更为优厚的薪酬和环境(Clement, 1999),并且大投资银行的承销业务和尽职调查也可以为分析师提供更高质量的信息(Michaely 和 Womack, 1999)。Clarke, Khorana, Patel 和 Rau(2004)发现并没有明显的实证结果表明分析师从独立研究机构和经纪商跳槽到大投资银行后,其分析行为出现明显的改变。而不像人们所设想的那样,他们会受到公司招揽证券承销业务的压力而更倾向于发布乐观的研究报告。而 Sirri(2004)的研究则发现被美国证券监管当局处罚的大投资银行分析师所发布的证券评级中,买的评级频率是卖的评级的 3.86 倍,而那些较少承销业务的中小投资银行的分析师所发布的证券评级,上述比例则为 8.07。如果把买卖评级之比作为衡量证券分析师研究报告的独立性和客观性的指标,受罚的大投资银行显然比没受罚的中小投行及经纪商要公允,“利益冲突”程度要轻。

4. 中国墙以及独立研究机构能增进投资者福利吗?

美国监管当局要求华尔街投资银行在其研究部门和投行部门设立“中国墙”,并要求他们向投资者提供至少 3 家独立研究机构的研究报告,其目的在于杜绝证券分析师的“利益冲突”行为和改善投资者相对于投资银行的信息劣势。但正如上文所说,该监管措施并没有使投资者的福利得到改善,相反,投资者所拿到的研究报告的准确性和研究质量要低于加强监管之前。Skiles(2003)研究发现,由于经费紧缩和薪酬降低致使大量优秀

的分析师离开证券研究领域, 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。Sirri(2004) 研究认为“中国墙”制度将证券研究部门与投资银行的其他部门相隔离, 使得分析师的信息来源大幅减少, 致使其研究报告的质量出现明显下降。这种部门间的信息隔绝也致使投资银行无法实现其组织上的规模经济, 这必然会影响到其运作效率, 进而也会损害到整个证券市场的资源配置效率。此外, Sirri(2004) 还认为, 独立研究机构并不能改进投资者的福利。首先, 正如 Clarke、Khorana、Patel 和 Rau(2004) 所指出的, 独立研究机构的盈利预测能力明显地较投资银行的研究部门弱; 其次, 独立研究机构的商业运作模式并不成熟, 这也是独立研究机构即使在美国这样的成熟市场环境中也无法很好发展壮大原因。正如 Hirshleifer(1971) 所揭示的那样, 纯粹进行信息生产和信息买卖的商业机构是很难在市场中存活的, 这事实上也否定了将证券研究部门从投资银行完全分离独立出来的可能性。

五、结 论

新经济泡沫破灭后, 华尔街投资银行的证券分析师成为众矢之的, 投资者、新闻舆论、监管当局、司法部门以及部分学者认定其存在着严重的“利益冲突”行为。监管当局和司法部门并据此对其所在的投资银行处于巨额罚款, 并要求他们在研究部门和投行部门间设立“中国墙”和加强信息披露, 以杜绝证券分析师的“利益冲突”行为, 这在逻辑思路似乎是合理的。但对近期有关投资银行“利益冲突”行为研究的学术文献(大部分均为实证研究) 梳理和综述发现, 上述监管逻辑过于武断和简单化。首先, 没有明显直接的实证研究表明证券分析师的“利益冲突”行为有利于其所在的投资银行招揽证券承销业务; 其次, 证券分析师的研究报告即使过于乐观和有失独立性, 但从实证研究的结果看市场还是能够预期到其潜在的“利益冲突”并在交易价格上进行修正, 并没有被明显误导; 第三, 大投资银行的分析师的业绩预测能力要明显高于经纪商和独立研究机构的分析师, 美国监管当局重点处罚大投资银行及其分析师, 就学术探讨而言值得商榷; 第四, 在没有建立成熟的商业模式的前提下, 监管当局指望独立研究机构成为证券研究的主体并改善投资者的信息劣势是不现实的。总之, 就西方学者的实证研究结果来看, 将新经济泡沫及其所导致的大量投资者的亏损完全归罪于投资银行证券研究部门“利益冲突”行为有失公允。在笔者看来, 华尔街分析师的证券研究并没有直接误导市场, 只不过是他们的研究报告使得投资者更有自信和更有热情持有更多的风险证券, 而没有进行有效的分散投资, 导致在新经济泡沫破灭之后损失惨重。从这点来看, 华尔街的证券研究误导的不是市场的资产定价而是市场的投资情绪。当然, 就此而言, 分析师也间接地扭曲了市场的资源配置效率和催生了资产泡沫。行为金融学研究发现投资者普遍存在着过度反应和自信乐观的情绪倾向, 作为市场理性力量代表的证券分析师更应保持客观、冷静和理性, 维护市场的健康发展。因此, 尽管我们同样认为很有必要加强对投资银行研究部门的“利益冲突”行为的监管, 但我们认为要更好地实现上述行为的监管, 应首先找出引发“利益冲突”行为的真正根源及其市场影响。此外, 在如何杜绝利益冲突行为的同时而又不损害投资银行的规模经济、运作效率以及证券研究的质量等还有待于社会各界进

一步的探讨和完善。

参 考 文 献

- [1] Hong, Harrison, and Jeffrey D. Kubik, 2003, Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts, *Journal of Finance* 58, 313– 351.
- [2] Clement, Michael B., 1999, Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?, *Journal of Accounting and Economics* 27, 285– 303.
- [3] Jegadeesh, Narasimhan, Joonghyuk Kim, Susan D. Kriiche and Charles M. C. Lee, 2004, Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *Journal of Finance* 59, 1083– 1124
- [4] Krigman, Laurie, Wayne H. Shaw, and Kent L. Womack, 2001, Why do firms switch underwriters? *Journal of Financial Economics* 60, 245– 284.
- [5] Lim (2001): “Rationality and Analysts’ Forecast Bias,” *Journal of Finance*.
- [6] Maily E. Skiles (2003): “After the Bubble has Burst: New Regulation for Research Analysts in the U. S.” *SIA Research Reports*.
- [7] Bradley, Daniel J., Bradford D. Jordan, and Jay R. Ritter, 2003, The quiet period goes out with a bang, *Journal of Finance* 58, 1– 36
- [8] Clarke, Jonathan, Ajay Khorana, Ajay Patel, and P. Raghavendra Rau, “Analyst Behavior at Independent Research Firms, Brokerage Houses, and Investment Banks: Conflicts of Interest or Better Information,” Working Paper, Purdue University, March 2004
- [9] Hirshleifer, Jack, “The Private and Social Value of Information, and the Reward to Inventive Activity,” 1971, *American Economic Review*, 61(4), pp. 561– 574
- [10] Jungqvist, Alexander, Felicia Marston, and William Wilhelm, “Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations,” Working Paper, December 8, 2003.
- [11] Michaely, Roni, and Kent L. Womack, 1999, Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, *Review of Financial Studies* 12, 653– 686
- [12] Ritter, Jay and Ivo Welch, “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations,” 2002, *Journal of Finance* 57(4), 1795– 1828
- [13] Womack, Kent L., “Do Brokerage Analysts’ Recommendations Have Investment Value?” 1996, *Journal of Finance* 51: 137– 167.
- [14] Erik Sirri, “Investment Banks, Scope, and Unavoidable Conflicts of Interest” working paper, Babson College, April 2004.
- [15] Anup Agrawal and Mark A. Chen, “Analyst Conflicts and Research Quality” working paper [www. cfjcf. org](http://www.cfjcf.org).
- [16] 张向前, 2001: 《投资银行业务多元化与潜在利益冲突防范》, 《国际金融研究》第 10 期。
- [17] 司徒大年, 2002: 《证券分析师的角色、责任和独立性》, 《证券市场导报》第 6 期。
- [18] 金雪军、蔡健琦, 2003: 《证券分析师行为及其市场影响》, 《证券市场导报》第 8 期。
- [19] 蔡庆丰、李超, 2005: 《泡沫破灭后的证券研究》, 《证券市场导报》第 2 期。

Abstracts: The purpose of this paper is to study in detail what we really know about the nature of the conflicts of interest within investment banks and how, if at all, these conflicts have actually harmed investors. We do this by looking the academic evidence on analysts and their work, and how the stock market reacts to their pronouncements. We then use this analysis to examine some of the regulatory solutions imposed by the regulators to see if they are sensible, cost effective, and can reasonably be expected to remedy the alleged harms.

Key words: Investment Banks, Conflicts of Interest, Regulation and Supervision

(特约编辑: 张怀清)(校对: GH)