

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：15620111151950

UDC _____

廈門大學

硕士学位论文

我国证券分析师利益冲突及其市场识别

——基于券商资产管理业务的视角

Conflict of Interests of Chinese Analysts and the Recognition
of Market

——From the Perspective of Asset Management

贺宁

指导教师姓名：朱孟楠 教授

专业名称：金融学

论文提交日期：2014年 月

论文答辩时间：

学位授予日期：

答辩委员会主席：_____

评阅人：_____

20 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

随着证券经纪业务佣金率加速下滑、投行项目逐步萎缩，券商大有向“资本型”的资产管理业务转型的趋势，资产管理业务与证券分析师的联系也会更为紧密。已有研究表明，券商的投行业务、经纪业务、自营业务等会影响证券分析师的独立性，从而引发分析师的利益冲突问题。本文试图从资产管理业务的视角探析证券分析师的利益冲突问题，利用 2008-2013 年券商资产管理部的季度持仓数据以及分析师的评级和盈利预测数据，采用有序逻辑回归及 OLS 回归对资产管理部是否影响分析师独立性、资产管理部是否听从内部分析师荐股意见以及投资者的市场识别进行了研究。

实证结果表明：(1) 关联分析师的确对资产管理部重仓的股票给予了较高的评级，关联分析师存在利益冲突问题；(2) 资产管理部的投资决策并没有听从关联分析师的荐股意见；(3) 从市场的角度来看，我们发现在短时期的窗口内，市场对关联分析师的利益冲突问题未能区分，在长时间的窗口里市场能够逐步对此进行区分，并且非关联分析师荐股相对关联分析师能够获得一个较高的超额回报。

关键词：资产管理；证券分析师；利益冲突

Abstract

Previous studies show investment bank business, brokerage, proprietary trading, or the relationship between the analysts and the companies listed, the consideration of personal investment point of view, commissions, new wealth rankings, Are likely to challenge the analysis 'independence'. However, research on the relationship between the analysts and asset management business are rarely to seen. Do analysts give a higher rating or EPS forecast for the companies which their asset management department hold? Domestic Research on this aspect is still blank, and the third, from the perspective of market considerations, Can investors recognize the interaction between own asset management companies and analysts?

This paper focuses on the use of management holdings data, broker ratings data and analyst earnings forecasts (2008-2013), trying to answer the three questions above. The results showed that Analyst indeed give a higher rating stocks. In the case of initial coverage or upgrading, asset management is not more sensitive to their analysts' recommendations. From a market perspective, Within a short window of time, and asset management system analysts and independent analysts "Buy" rating indeed bring some of the excess return, while the market does not distinguish between the two ratings, But in the long term window, Asset management analyst ratings' significance disappeared, independent analysts BUY still significantly positive, then the market is able to distinguish between interactions and thus make a choice.

Key Words: Asset Management ; Financial Analyst ; Conflict of Interests

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景与研究动机	1
第二节 文献综述	5
第三节 研究思路与论文结构	8
第四节 本文的主要贡献与不足	9
第二章 我国证券分析师与券商资产管理业务背景概述	11
第一节 证券分析师概述	11
第二节 国内券商资产管理业务发展概况及未来方向	14
第三章 理论分析与研究假设	18
第一节 资产管理业务与证券分析师的利益冲突	18
第二节 资产管理部门是否听从关联分析师意见	19
第三节 证券分析师利益冲突市场识别	20
第四章 实证设计与数据描述	22
第一节 实证研究脉络与方法	22
第二节 数据、变量和回归模型	24
一、数据描述	24
二、变量定义	25
三、模型设计	28
第五章 实证结果分析	30
第一节 描述性统计结果分析	30
第二节 资产管理业务与分析师利益冲突的实证检验	31
一、基于投资评级的回归检验	31
二、基于盈利预测乐观程度的回归检验	34
三、基于盈利预测准确性的回归检验	35
第三节 资产管理部门是否听从关联分析师的实证检验	37
第四节 市场对分析师利益冲突问题识别的实证检验	40

第六章 研究结论与政策建议.....	43
第一节 本文的主要结论.....	43
第二节 政策建议.....	44
附录.....	48
参考文献.....	61
致谢.....	65

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Background and Motivation.	1
Section 2 Literature Review	5
Section 3 Idea and Paper Structure	8
Section 4 Contribution and Deficiency	9
Chapter 2 Background of Analysts and Asset Management	11
Section 1 Summary of Analysts	11
Section 2 Summary and Direction of Asset Management in China	14
Chapter 3 Theoretical analysis and hypothesis	18
Section 1 Asset Management and Analysts' Conflicts of interest	18
Section 2 Do Asset Management listen to their own analysts	19
Section 3 market recognition of the conflicts.	20
Chapter 4 Empirical Design and Description of Data	22
Section 1 Outline and Approach of Empirical Research	22
Section 2 Data, Variables and Regression Model	24
1. Data Description	24
2. Variables Definition	25
3. Model Design.....	28
Chapter 5 Analysis of the Empirical Result	30
Section 1 Descriptive Statistics of Empirical Result	30
Section 2 Empirical Test of the Conflicts	31
1. Regression Test Based on Investment Ratings	31
2. Regression Test Based on Earnings Forecast.....	34
3. Regression Test Based on the Veracity of Earnings Forecast	35
Section 3 Asset Management Holding Change and the Analyst Rating. . . .	37

Section 4 Test of the Market Respond to the Interest Conflict.....	40
Chapter 6 Conclusion and Advice	43
Section 1 Main Conclusions	43
Section 2 Advices	44
Appendix	48
References	61
Acknowledgement	65

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 导论

第一节 选题背景与研究动机

证券分析师在成熟的资本市场中能够发挥出非常重要的作用，Bjerring Lakonishok and Vermaelen（1983）^[1]研究了加拿大证券分析师的表现，认为证券分析师的确拥有获得高于市场平均收益的能力。朱宝宪和王怡凯（2001）^[2]对我国证券市场的分析师荐股建议进行了实证分析，认为国内的分析师也能获得高于投资基金的收益。这些研究都对证券分析师的能力进行了肯定，也反应了证券分析师对市场的影响力，尤其目前在国内市场上，“新财富分析师”的发声通常对市场会造成较大的影响。

但是从另一方面来说，对分析师的质疑声一直存在。尤其美国 2000 年左右互联网泡沫发生，绝大部分投资者的指责指向了分析师这一群体，在高科技股票股价奇高、风险不断加大的前提下，竟然没有对任何投资者发出预警信号，反而是与上市公司联谋，鼓吹科技公司股价上涨，最终导致投资悲剧的发生。



图 1.1 纳斯达克指数走势图

2001 年夏天，纽约州首席检察官斯皮策审查了美林证券公司包括布洛特等 8 位分析师及相关管理人员将近 100000 页文档，发现这些分析师对互联网公布的常规评级中存在误导投资者的行为，布洛特在公司的内部邮件中声称其 85% 的时间花在投资银行业务上，仅 15% 的时间花在研究上面，布洛特在内部邮件中将不少对外给出“买入”评级的股票称之为“垃圾”，“糟糕透了的股票”。2001 年 12

月，布洛特因为受到投资者诉讼而被解雇¹。华尔街分析师在这段时间内爆出了不少丑闻，分析师整体形象也饱受外界诟病，期间发生的案例如表 1.1 所示：

表 1.1 华尔街分析师利益冲突相关案例

时间	案例	事件	影响
2001 年 6 月	美林案例	1999 年美林公司的互联网分析师对互联网股票公布的常规评级中存在误导投资者的行为	美林与 SEC 达成和解协议，要求支付 1 亿美元的罚款，并对研究业务做出调整
1999 年 11 月	所罗门美邦案例	所罗门美邦明星分析员 Grubman 先后协助 81 家美国电讯公司在股市和债市上筹集 1900 亿美元，并大力鼓吹电讯公司的股价，随后这些风光一时的电讯商先后向当局申请破产保护，股东损失了 2 万亿美元。	所罗门面临 62 项诉讼，Grubman 单独罚款 1500 万美金
2001.7-2003.1	安然案例	在安然公司的基本面变化之际，只有 15 个分析师给出卖出评级，其他分析师依然保有乐观的评级，无视安然财务报表上的巨大漏洞和假账，无视投资者利益，2001 年 12 月，安然公司破产。	安然事件震惊资本市场，被列入教科书
其他时段案例	-	花旗集团的分析师格鲁伯曼为了替沙蒂威尔竞选花旗 CEO，调高 AT&T 公司的评级，以此赢得同是 AT&T 和花旗董事的支持。摩根士丹利秘密向其他证券公司支付资金，赢得对方对摩根投行客户的较高评价。	美国证监会、美国券商协会达成一项 14 亿美金的罚款和解

资料来源：根据互联网资料整理

从这以后，华尔街的证券分析师面临空前的信任危机，美国社会各界包括监管层都对分析师这一群体开始重新审视，2003 年，美国监管当局与华尔街十家投资银行就分析师因丧失独立性而侵害其他投资者利益达成了一项高达 14 亿美金的和解²。此后，市场上对分析师这一行业开始反省，也逐步涌现出一系列针对分析师利益冲突的研究文献。

¹ 布洛特在美林担任分析师职务期间（1999/12-2000/11），造就了 52 笔投资银行项目，为公司带来 1.15 亿美金收入，个人薪酬也达到了 1200 万美金。

² 接受处罚的公司有：高盛集团、雷曼兄弟、摩根大通、美林、摩根士丹利、贝尔斯登、花旗集团等。

中国的证券分析师监督存在许多问题，相应的约束机制尚未健全起来，证券分析行业存在一定的利益冲突问题。这使得证券分析行业在中国的发展存在很多问题，分析师的独立、客观以及专业性方面受到公众的质疑。

为加强对证券分析师自律管理，落实有关要求，中国证券业协会制定并于2012年9月1日颁布了《证券分析师执业行为准则》。该准则详细规定了证券分析从业人员的行为规范，明确规定了分析师只能服务于有关的机构。

自2011年开始出现的早餐销售研报门、东莞联合调研门、基金经理泳装门等一系列不合规事件，大大影响了分析师的职业形象与声誉，令这个曾经光彩夺目的行业蒙上阴影，令投资者对分析师的独立性和客观性打上大大的问号。

一般而言，投资银行（国内称之为券商，以下简称投行）内设研究部门（Research Center），其功能目前来说有两类，其一是服务于外部投资者（主要是机构投资者），其二是为投行内部其他部门提供研究咨询服务。由于研究部门基本上不直接创造利润，主要靠其服务的机构投资者（公募基金、私募、保险等）佣金提成获利，同时分析师的新财富排名主要靠机构投资者和公司内部其他部门进行评分，而许多分析师都将新财富排名看作是其职业生涯奋斗的目标，因而机构投资者对分析师的荐股行为有很大的约束力度。从投行（券商）内部方面来讲，国内券商的业务板块主要分为四类：经纪业务、投行业务、自营业务以及资产管理业务。投行业务是证券公司收入的一大来源，为了替公司赢得投行项目（涉及IPO、定增、配股等业务），投行部门甚至公司高管都会给分析师施加一定的压力，分析师通常不得不对项目的公司给予较为乐观的报告。此外，上市公司的管理层一般希望且“不择手段”的迫使分析师提供对本公司有利的信息和市场报告，如果分析师给出“中立”及以下的评级，管理层会对分析师封锁消息，拒绝与分析师沟通交流。通常而言，大家普遍从以下三个角度来探讨如何影响分析师利益冲突：其一是机构投资者，其二是投资银行部门，其三是上市公司管理层。近几年，不少文献开始从投资收益的角度来考量分析师的利益冲突问题。在我国，券商的投资收益有几方面来源，有来自于其参控股的公募基金，有来自于其自营部门的投资收益，还有来自于其资产管理部的投资收益。国内对从投资收益的角度来分析分析师的利益冲突问题涉及较少。本文受此启发，从投资收益的角度出发，选择资产管理业务与分析师作为研究对象，考察其是否影响分析师的独立

性。

资产管理业务长期以来在券商的经营发展中地位并不高，所占营收比重也小。但是近几年全行业资产管理都大爆发，券商的资管业务也突飞猛进的增长。资管同基金、信托一样，亦含“代客理财”之意，资管部门的决策者通常也需要像公募基金的基金经理一样，进行股票买卖的决策，而与他们同处一个公司的分析师，往往具备较强的研究实力。近几年，不少证券公司面临经纪业务利润率极低，投行项目萎缩的问题，而逐步把重心调整到主动型的资产管理业务上来。分析师一般隶属于证券公司的研究所，资管部门的负责人通常与许多首席、高级分析师保持非常密切的联系，甚至常常参与到研究所分析报告的内部审核与答辩中来，研究所的分析师也经常同资管的投资员工有较频繁的互动与学习。

我们自然的会设想到，资管部门和分析师所在的研究所之间，存在着怎样的关联。总体来说，有以下几种设想：

其一，从分析师的角度出发，分析师对资管部门重仓持有的股票摇旗呐喊，在资产管理部重仓某只股票后，分析师也发布对于该股票的推荐甚至强烈推荐报告，而不顾其上市公司股票的真实价值，引诱外部投资者“加仓”，从而为公司的资产管理部赢取收益。

其二，从资产管理部的角度出发，考察资产管理部是否参考分析师的研究报告、投资建议。如果资产管理部的持仓操作中能够听从自己公司的分析师意见，公司的内部投资者都借鉴分析师的研究意见，即便利益冲突存在，分析师的存在仍然具备一定的价值。

其三，既然分析师同内部投资机构——资产管理部有可能存在利益关联从而侵害普通投资者的利益，使得分析师独立性面临考验，那么就有必要从市场的角度考察投资者是否区分出资产管理部与分析师利益冲突的问题，即投资者是否对此利益冲突进行了识别。

这些猜想从各个层面考验着分析师的独立性和对市场的影响，因而本文就从这三个角度切入，研究分析师的独立性如何受到其内部的资产管理部的影响及市场是否识别了这些关联性。本文为了叙述方便，下文统一将和资产管理部来自于同一券商的分析师称之为关联分析师。

第二节 文献综述

关于分析师方面的研究文献浩如烟海,基本上涵盖了证券分析师的预测效率(预测准确度)研究、证券分析师在资本市场中的作用研究、证券分析师的心理偏差研究以及证券分析师的利益关系研究等等。

本文研究的问题隶属于证券分析师利益关系的研究,以及市场对这种关系的检验能力。下文着重在证券分析师利益冲突的文献上进行了回顾和探讨。

一、证券分析师利益冲突的研究

1. 国外对分析师利益冲突研究

国外很多文献都验证了投资银行的分析师有可能发表过度乐观的报告,目的在于为公司的投行部门赢得该公司的一些承销业务,但也有很多文献对这一结论存在质疑。

Michaely and Womack (1999)^[8]的文章是研究投行业务同分析师利益冲突的经典文献。他们利用从 1990 到 1991 年在美国 IPO 的公司数据,总共 391 家公司。包括其主承销商、上市价格、市值、发行日期以及发行后一天的收益率以及两年长期收益率,分析师的数据则来自于 First Call 上的评级数据,同时将分析师的评级数据分为两类:投行系的和非投行系的。研究表明,投行系的分析师的评级和盈利预测普遍偏乐观。

Lin and McNichols (1998)^[9], Michaely and Womack (1999)^[8]以及 Kothari (2001)^[10]研究发现,承销商雇佣的证券分析师所提供的研究报告往往比其他分析师更为乐观和偏颇。他们往往通过发布过于乐观的研究报告以迎合拟发行证券的公司,以此招揽投行业务。

Dechow, Hutton and Sloan (2000)^[11]利用 1179 宗案例分析表明,关联分析师对长期增长的预测较乐观,但按这一观测操作的后续绩效大多不尽如人意。

Bradshaw, Richardson and Sloan (2001)^[12]以及 Ljungqvist, Marston and Wilhelm (2006)^[13]的实证研究,也证实了上述观点。

Kadan, Madureira, Wang and Zach (2009)^[14]认为在前规制时期(2000.11-2002.8)分析师做出的 IPO 和 SEO 乐观推荐的几率增长 38%,而关联分析师则额外的增

长了 10%。后规制时期（2002.9-2004.12）此现象消失，但 IPO/SEO 买进推荐升级对价格的影响更大、而股价对卖出推荐的反应较小，且无论是关联分析师还是非关联分析师，股价对他们评级的调整反应相近。

Carleton, Chen and Steiner (1998)^[15]研究发现经纪商的证券分析师往往会在股票评级时表现得过于乐观，所提供的研究报告往往失去了独立性。

但是也有文献表明，分析师的乐观性和投行业务是否存在较大的利益冲突也存在争议。

Clarke et al (2006)^[16]通过考察 1995-2001 期间破产的公司的分析师评级，结果发现与这些公司有业务往来的投资银行（这个定义为与破产公司有债券销售、SEO 或者 IPO 业务往来的投行），其分析师的推荐评级并未非常乐观。

Clarke et al (2007)^[17], Fleuriet and Yan (2006)^[18], Ljungqvist et al (2006)^[19]均发现分析师评级的乐观性同未来投行的业务之间并不是一直都是很强的，至少并不是对所有时期或者所有分析师、所有投行交易的关联系都是强的。

Haushalter and Lowry (2010)^[20]从并购的角度入手，检验在并购发生后，投行分析师评级变化与投行内部投资者对并购股票的持仓变动关系，结果发现：在并购宣布后，内部投资者的持股变动是与其分析师的评级变动正相关，且这种现象在并购宣布前并未发现。

Mola and Guidolin (2009)^[21]则从券商参（控）股基金的角度出发，探讨基金控股关系对分析师利益冲突的影响。基金重仓的股票如果得到分析师的大力推介，会大大提升基金的投资收益，也意味着增加券商从基金公司中的投资分红。基于这样的利益关系，券商是否会让隶属分析师给旗下基金的重仓股发表乐观评级呢？Mola and Guidolin (2009)^[21]对此给出了实证支持。

Bradford D. Jordan, Mark H. Liu and Qun Wu (2012)^[22]中，作者分析了美国的投资银行隶属投资部门同分析师评级的关系，作者从 58 家美国主要投行中，选用了 70000 条分析师评级数据，110 万条的内部投资者的持仓变动数据，研究发现投资银行内部的投资经理通常会采用其分析师的荐股意见。

2. 国内对证券分析师利益冲突研究

国内关于分析师独立性的研究起步还较晚，且主要集中在券商的投行业务和

分析师的利益冲突上面。

黄倩茹（2007）^[23]发现上市公司 2003-2004 年间承销商分析师出具的报告会更为乐观，而且同时体现在 EPS 预测和投资评级两个方面。

Gu, Li and Yang（2009）^[24]基于中国的数据，发现券商为了吸引机构投资者在自己的席位上交易，会对基金重仓持有的股票发布更为乐观的投资评级，而且投资评级的乐观程度与机构投资者给的交易佣金成正比关系。

潘越、戴亦一（2011）^[25]从分析师是否为承销商托市的角度研究分析师的利益冲突。他们发现承销商分析师在新股上市后会出具乐观却有偏颇的评级和盈利预测来托市，但这种现象仅仅发生在新股上市的 90 天以内，在 90 天之外，承销分析师与非承销分析师的评级和盈利预测是没有区别的，承销商托市行为消失。托市行为与新股上市后的市场表现负相关，即新股上市之后表现越糟糕，承销商托市行为越严重。另外，作者还发现分析师的行为取决于对声誉和外部压力的权衡，在 90 天的锁定期内，承销商受到机构投资者的压力很大，声誉机制的约束作用不显著，在 90 天之后，来自机构投资者的压力减弱，声誉可以有效地约束分析师的乐观行为。从市场反应上看，市场能够识别出承销商的托市意图，并对分析师的的评级预测偏差进行调整。

萧松华、肖志源（2009）^[26]通过构建证券分析师不同情况下的收益矩阵，得出声誉机制会引发分析师的利益冲突行为。因此，提出建立声誉回报机制，促使分析师发布独立客观的投资建议，削弱分析师的利益冲突行为。

曹胜、朱红军（2011）^[27]从自营业务的角度研究了分析师的利益冲突。发现当分析师所在券商的自营部门重仓了某只股票后，该分析师对于该股票的评级和盈利预测较其他分析师会变得更为乐观。

此外还存在众多因素被认为对分析师的独立性造成影响，譬如上市公司管理层的压力、分析师个人目的（个人职业生涯考虑、新财富排名等）等等，相关文献从这些角度对分析师的独立性进行了研究。

二、证券分析师利益冲突的市场识别

一般而言，如果分析师的确能够对市场的资产价格形成影响，那么存在着的利益冲突有可能会对资产价格形成扭曲，但是如果投资者能够意识到这种利益关

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库