

学校编码: 10384
学号: 17620071151787

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国证券分析师监督作用的实证研究
An Empirical Research on the Monitor Role of Chinese
Security Analysts

张玥

指导教师姓名: 沈艺峰 教授
专 业 名 称: 财务学
论文提交日期: 2010 年 4 月
论文答辩时间: 2010 年 月
学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____
评阅人: _____

2010 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

为了解决管理者和股东的委托代理问题以及大股东和中、小股东的利益冲突问题，现代的企业设计出诸多公司治理的机制以约束管理者和大股东的行为。由于专业背景、工作性质及信息资源，作为资本市场重要信息媒体的证券分析师能够深刻理解公司的经营决策以及财务信息，其有能力与条件成为企业的潜在监督者。证券分析师的这种外部监督作用主要是通过增加资本市场信息含量实现的。当证券分析师发现企业的不良行为时，证券分析师将会把相关信息以投资建议的形式传递给投资者，进而降低投资者与企业的信息不对称性，从而引导投资者的资本从公司治理水平低的企业流向公司治理水平高的企业。因此，证券分析师的分析与跟进活动将会制约企业侵占股东，尤其是中、小股东利益的行为。

国外已经就证券分析师对企业的监督作用做了一定的研究，但是我国相关领域的研究还为数不多。本文希望在国外文献的基础上对中国市场相关问题进行初步的研究。本文利用 2002 年至 2008 年中国 A 股除金融行业与公共事务行业上市公司的相关数据研究了证券分析师在中国资本市场的监督作用以及该作用的发生机制。具体而言，本文利用上市公司盈余管理程度作为上市公司治理水平的衡量指标，检验了证券分析师的监督作用；利用股票价格波动的同步性（Synchronicity）作为股票价格信息含量的衡量指标，研究了证券分析师监督作用的发生机制。

在控制了内生性问题之后，本文发现证券分析师的跟进数量与公司盈余管理程度呈现显著负相关，与股票价格波动的同步性也呈现显著负相关。这说明证券分析师提高了我国资本市场的信息透明度，对我国上市公司有着积极的外部监督作用。

关键词： 证券分析师； 公司治理； 监督作用

Abstract

In order to solve the agency problem and the problem of conflicting interests between large shareholders and minority shareholders, modern companies design many mechanisms to monitor managers and large shareholders. Because of their backgrounds, jobs and sources of information, security analysts, one of the important information intermediaries in capital market, can have a deep understanding of firms' business decisions and financial information. So security analysts can be potential monitors of companies. Security analysts play the outside monitor role by making the capital market more informative. When security analysts discover misbehaviors of companies, they will send the related information to investors in the form of investment advice. Such information will reduce information asymmetry between investors and companies and lead the capital of investors to run from the companies with bad governance to companies with good governance. Therefore, security analyst analyzing activities and following will reduce companies' harmful behaviors to shareholders, especially minority shareholders.

Foreign scholars have done some research on the monitor role of security analysts. However, Chinese scholars have done relatively little research on the topic. This paper tries to continue the studies of foreign scholars and do some primary research based on Chinese markets. Using sample of listed companies excluding ones in the financial industry and utility industry in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2002 to 2008, this paper does a research on the monitor role of security analysts in Chinese capital market and the way it works. Specifically, this paper uses earnings management to measure the corporate governance of firms to test the monitor role of security analysts and uses stock price synchronicity to measure the informativeness of stock prices and to test how the monitor role of security analysts works.

After taking the endogenous problem into account, this paper finds that security analyst coverage has significant negative relations with earnings management of firms and stock price synchronicity. The results indicate that security analysts make the Chinese capital market more informative and they play a positive role of external governance for Chinese listed firms.

Keywords: Security Analyst; Corporate Governance; Monitor Role

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

摘 要	I
英文摘要	II
第一章 研究概述	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的和意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	3
1.3 研究结构	4
第二章 证券分析师概况	6
2.1 证券分析师的定义、职责、起源及分类	6
2.1.1 证券分析师的定义及职责	6
2.1.2 证券分析师的起源	7
2.1.3 证券分析师的分类	8
2.2 我国证券分析师的发展历程	8
第三章 文献综述	11
3.1 关于证券分析师外部监督作用的研究	11
3.2 关于证券分析师监督作用发生机制的研究	14
第四章 研究设计	18
4.1 理论分析与研究假设	18
4.1.1 证券分析师对上市公司外部监督作用的研究	18
4.1.2 证券分析师监督作用发生机制的研究	19
4.2 模型的构建与变量的选取	22
4.2.1 证券分析师对上市公司外部监督作用的研究	22
4.2.2 证券分析师监督作用发生机制的研究	25
4.3 数据来源及样本选择	27
第五章 实证结果与分析	29
5.1 描述性统计分析	29
5.1.1 样本变量描述性统计分析	29

5.1.2 证券分析师跟进数量描述性统计分析	30
5.2 证券分析师对上市公司外部监督作用的检验	31
5.2.1 检验结果	31
5.2.2 稳健性检验	33
5.3 证券分析师监督作用发生机制的检验	35
5.3.1 检验结果	35
5.3.2 稳健性检验	37
第六章 研究结论、政策建议与研究局限	39
6.1 研究结论	39
6.2 政策建议	40
6.3 研究局限	41
附录	43
参考文献	45
致 谢	48

Table of Contents

Abstract in Chinese	I
Abstract in English	II
Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Incentive and Significance	2
1.2.1 Research Incentive	2
1.2.2 Research Significance	3
1.3 Research Framework	4
Chapter 2 Introduction of Security Analysts	6
2.1 Definition, Responsibility, Origin and Classification of Security Analysts ...	6
2.1.1 Definition and Responsibility of Security Analysts	6
2.1.2 Origin of Security Analysts	7
2.1.3 Classification of Analysts	8
2.2 Development of Chinese Security Analysts	8
Chapter 3 Literature Review	11
3.1 Literature on Outside Monitor Role of Security Analysts	11
3.2 Literature on Mechanism of Security Analysts' Monitor Role	14
Chapter 4 Research Design	18
4.1 Theoretical Analysis and Hypothesis	18
4.1.1 Research on Outside Monitor Role of Security Analysts	18
4.1.2 Research on Mechanism of Security Analysts' Monitor Role	19
4.2 Research Model and Data	22
4.2.1 Research on Outside Monitor Role of Security Analysts	22
4.2.2 Research on Mechanism of Security Analysts' Monitor Role	25
4.3 Data Selection	27
Chapter 5 Empirical Results and Analysis	29
5.1 Descriptive Statistics and Analysis	29
5.1.1 Sample Descriptive Statistics and Analysis	29
5.1.2 Analyst Following Descriptive Statistics and Analysis.....	30
5.2 Regression Results on Outside Monitor Role of Security Analysts	31

5.2.1 Regression Results	31
5.2.2 Robust Test.....	33
5.3 Regression Results on Mechanism of Security Analysts' Monitor Role.....	35
5.3.1 Regression Results	35
5.3.2 Robust Test.....	37
Chapter 6 Research Conclusion, Policy Suggestion and Research Limitation	39
6.1 Research Conclusion	39
6.2 Policy Suggestion	40
6.3 Research Limitation	41
Appendix.....	43
Reference.....	45
Acknowledgements	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 研究概述

1.1 研究背景

随着所有权与经营权、控制权的分离，现代企业制度一方面促进了社会资源的优化配置，但另一方面也引发了一系列的问题。这些问题集中体现在管理者与股东的委托代理关系上，以及大股东与中、小股东的利益冲突上。为了解决相关的问题，现代企业设计了诸多的公司治理方面的机制，如董事会、监事会以及股东大会的监督制衡机制、管理者的激励机制等。与此同时，资本市场也发展了一些相关的机制以应对相应的问题。这些机制包括资本市场的法律监管机制、外部收购与接管机制、审计师信息审核机制等。近些年来随着一些大型公司舞弊案件的发生，人们开始研究与思考上述制约机制的有效性与局限性，并且试图探索与发现一些以往被人们忽视的监督机制。根据 Dyck, Morse 和 Zingales^[1] (2007) 对 1996 年至 2004 年美国大公司舞弊案件的深入研究，他们发现一些原本被人们认为是舞弊主要发现者的机构，如 SEC 及审计师，并未发挥其应有的作用。相反，一些以往未被重视的机构和个体在揭露公司舞弊方面却发挥了重要的作用，如媒体、雇员等。作为主要信息媒体的证券分析师，对公司的监督作用更是极为凸显。解决管理者与股东的委托代理问题以及大股东与中、小股东利益冲突问题的关键在于提高上述各方的信息对称性。媒体由于其工作与专业性质，在信息发掘与传递上有着其他主体不可比拟的优势。因此，当媒体对信息进行积极地发掘，真实、有效地传播其所掌握的信息时，其将很大程度上提高资本市场的信息透明度，对公司企业起到潜在的治理与监督作用。然而，当媒体未发挥其应有的信息作用，向市场无意或有意地传递不真实、虚假的信息时，其将可能对资本市场的参与者构成误导，间接恶化公司企业的公司治理问题。

作为资本市场重要信息媒体的证券分析师对我国资本市场有着巨大的影响。由于我国证券市场在较短的时间内经历了从无到有，从有到初具规模的发展，这就不可避免地引发一些问题，例如证券市场监督管理机制薄弱，投资者相关知识及经验匮乏等。从某种程度上讲，这决定了证券分析师对资本市场的重要作用。证券分析师能否真实、及时地传递相关信息，发挥对公司企业的监督作用对于我

国资本市场的建设将产生重大的影响。然而，由于我国证券分析师这个行业本身也是一个新兴的行业，自身还存在着很多的问题。其中影响最为严重的一个问题即证券分析师的独立性问题。由于证券分析师从属于相关的证券公司，公司投资银行业务、经纪业务会对证券分析师的独立性造成潜在的威胁。2009 年来自业界的银河证券首席经济学家左小蕾在中国社科院金融所举办的金融论坛上痛斥了当前证券分析师说假话的现象。她评论道，证券分析师这种“基金经理想听什么，就讲什么”的策略使证券分析师不但不能强化市场有效性，而且会进一步造成信息的扭曲^[2]。除此之外，证券分析师为了获得公司企业的内部信息，也同样可能以牺牲独立性来维持与公司企业的良好信息渠道。上述种种问题都对我国证券分析师发挥外部监督作用构成了威胁，甚至导致我国证券分析师成为公司企业进行信息造假、财务舞弊的帮凶。随着我国资本市场法律法规的不断完善，证券分析师行业的不断发展，我国证券分析师能否发挥对公司企业的外部监督作用是一个值得探讨与研究的问题。

1.2 研究目的和意义

1.2.1 研究目的

本文的主要目的是希望通过以下两个方面的研究进一步深入了解中国注册会计师对公司企业的治理作用。

首先，本文将就中国注册会计师对上市公司的外部监督作用进行研究。由于工作性质，证券分析师对公司的各方面的信息都有较为深入的了解和研究。同时，由于专业背景和工作经验，证券分析师较之普通投资者和其它媒体能够从深层次上发掘和理解公司的各类信息及政策举动。因此，证券分析师能够对公司管理者及大股东进行有效地监督，保护中小投资者的利益，降低委托代理关系的成本，提高市场对资源的使用效率。在西方一些发达的证券市场上，人们已经研究发现了证券分析师的这种监督作用。与发达的证券市场相比，我国的证券市场还尚不成熟，证券分析师的这种监督作用能否发挥还有待考证。对证券分析师监督作用构成主要威胁的因素之一，就是上文所述的我国证券分析师的独立性问题。除此之外，我国的投资者较为不成熟，缺乏分析信息知识背景与经验，对证券分析师的信息有盲目依赖的倾向。这就导致了证券分析师提供的信息会被投资者盲目

地利用以进行股票的买卖。这种行为对上市公司造成了极大的压力，因为能否达到证券分析师的预期将直接影响其股票在证券市场上的表现。为了达到证券分析师的预期，一些上市公司不惜进行盈余管理、过度投资，甚至财务舞弊。这些因素都将进一步地恶化公司的治理结构，对中小投资者的利益造成损害。通过研究在我国究竟何种状况起主导作用，我们将对证券分析师对于公司企业的外部监督作用有进一步的了解。

其次，本文将对中国证券分析师监督作用的发生机制进行研究。证券分析师对公司企业的监督作用主要是通过影响市场信息含量，以市场机制这个间接途径实现的。证券分析师的分析报告是其向市场传递信息的主要途径之一，它集中体现了证券分析师希望向投资者传递的信息。投资者则利用证券分析师所传递的信息进行投资选择与股票的买卖。这种买卖的行为又进一步地影响了股票的市场价格。因此，证券分析师通过信息传递将间接影响企业的融资成本与形象，进而对公司企业形成有效的外部监督制衡机制。通过研究中国证券分析师对上市公司的跟进、报告与股票价格波动的关系可以帮助了解在中国，证券分析师是否通过自己的报告向证券市场有效地传递了信息，通过市场机制间接实现了对公司企业的外部监督。

1.2.2 研究意义

在我国这一特殊的背景下，有关证券分析师对上市公司的外部监督作用及其发生机制的研究具有重要的意义。

从理论角度而言，虽然国外关于证券分析师的实证研究已经相当丰富，然而由于数据原因，我国相关领域的研究还较为欠缺。国外的相关研究多以发达的资本市场或是国际上多个国家的资本市场为背景展开的。针对单独的新兴市场的相关研究并不多见。本文立足于中国单一资本市场的研究可以弥补相关领域的空白，增加学术界对于证券分析师在单一新兴市场作用的了解，尤其是监督作用的了解。

从实务角度而言，在我国由于证券分析师对投资者的投资行为和决策有着至关重要的影响，本文关于中国证券分析师监督作用的研究可以帮助广大投资者正确认识证券分析师的投资建议，从而合理及理性地进行投资。另外，本文的研究结果对于政府及相关的监管部门也具有重要的意义。本文的研究结果将有助于相

关部门理解我国证券分析师在资本市场上的作用。如果研究的结果表明在我国证券分析师有着积极的监督作用，相关部门则可以通过制定相应的政策以促进中国证券分析师行业的发展，发挥其在证券市场的积极作用，弥补我国公司治理结构的缺陷。如果研究的结果表明我国的证券分析师未能向市场提供有效的信息，提高证券市场的运行效率，没有制约反而加重了中国上市公司的公司治理问题，相关部门则可以制定相关的政策规范证券分析师的行为，提高证券分析师的行业素质，抑制其对证券市场的消极影响。

1.3 研究结构

本文以 2002 至 2008 年沪深股市除金融行业以及公共事务行业的上市公司为样本，利用 CSMAR 相关数据首先将研究证券分析师的跟进与报告活动是否能够有效地对上市公司进行外部监督，从而缓解上市公司管理者与股东的委托代理问题和大股东与中、小股东的利益冲突问题。然后，本文将进一步研究中国注册会计师监督作用的发生机制，探讨证券分析师是否降低了证券市场各方的信息不对称性，是否通过市场机制对上市公司产生了间接的监督作用。本文共分为六章，具体安排如下：

第一章为研究概述。本章主要介绍本文的研究背景，阐述本文的研究目的和意义，理清本文的研究思路和结构；

第二章为证券分析师概况。本章主要对证券分析师的定义、职责、起源及分类进行阐述，并且结合我国的具体情况，介绍我国证券分析师的发展历程。由于本文后续的研究都是基于证券分析师这个行业进行的，因此有必要对证券分析师的一些相关概念进行明确。

第三章为文献综述。本章主要对有关证券分析师外部监督作用、及该作用发生机制的文献进行回顾。

第四章为研究设计。本章主要对本文的研究问题进行理论分析，进而提出研究假设。本章同时将对实证研究所涉及模型的构建、变量的选取及计量，以及研究所需样本的来源及样本的选择进行阐述。

第五章为实证结果与分析。本章首先将对所涉及的变量进行描述性统计分析；其次对中国注册会计师报告如何影响上市公司公司治理行为、发挥监督作用的问题进行实证研究；最后对中国注册会计师监督作用的发生机制进行实证研

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