

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: B200342025

UDC _____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

证券分析师的利益冲突及其治理

Security Analyst's Conflict of interests and the Regulations

郑 燕 洪

指导教师姓名: 张亦春 教授

专业名称: 金 融 学

论文提交日期: 2006 年 07 月

论文答辩时间: 2006 年 09 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 07 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，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的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（√）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

中文摘要

证券分析师是市场信息的主要提供者和分析者，众多证券分析师收集分析信息的活动提高了市场的定价效率，从而也增进了所有投资者的福利。然而，证券分析师的“利益冲突”行为会通过各种不同的途径对投资者、上市公司以及资产价格产生消极影响，导致市场价格机制的扭曲和资源配置效率的低下。因此，加强对证券分析师“利益冲突”行为的监管和治理，提高证券研究的客观性和独立性，既是保护广大投资者特别是处于信息劣势的中小投资者的利益，更是维护整个证券市场有效运作，提高证券市场资源配置效率的必要举措。

本文对证券分析师的利益冲突行为及其治理机制进行较为深入系统的研究和分析。在考察我国证券研究在证券市场中的“地位”及其在证券公司中的“定位”的基础上，本文对我国证券分析师的发展概况、证券分析师所面临的各种利益冲突及其市场表现进行系统考察，探讨引发证券分析师利益冲突行为的各种根源及其对金融市场的影响。在既有的研究中，一般认为投资银行将证券分析师的薪酬与为公司招揽投行业务相挂钩容易导致证券分析师的利益冲突行为，与其他市场主体一样，薪酬设计也是影响证券分析师行为的重要因素，本文通过模型构建探讨相对业绩薪酬这一薪酬模式对证券分析师预测行为的影响。论文对机构投资者和证券分析师的利益冲突行为之间的关系进行了较为深入的研究，我们知道，机构投资者在与证券分析师博弈中处于优势地位，证券分析师一方面可能因为机构投资者的评价机制而减少利益冲突行为，另一方面也可能为了迎合机构投资者而引发利益冲突行为。论文通过模型构建对后一种可能进行了较为深入的探讨分析，得出了一些值得借鉴的启示。在对证券分析师的利益冲突进行模型分析的基础上，本文尝试着探讨其可行有效的治理机制。华尔街丑闻发生后，美国 SEC 通过在证券公司内部的投行部门和研究部门设置“中国墙”以及加强信息披露来防范和减弱证券分析师的利益冲突问题。那么这两项被世界各国广为采用的监管措施会对证券分析师的行为产生怎样的影响，这是论文最后重点探讨的问题。

关键词：证券分析师；利益冲突；治理

Abstract

Security analysts are the major providers and analysts of market information, the activities that many security analysts collect and analyze information can improve the pricing efficiency of market, and enhance the welfare of all investors. However, the security analysts' behavior of conflict of interests can have passive impact on investors and listing companies by various ways, resulting in the distortion of markets price mechanism and low level of resource allocation efficiency. Therefore, reinforcing the supervision and governance of the security analysts' conflict of interests, improving the objectivity and independence of security research, are not only the necessary measures which can protect the interests of vast investors, especially the individual investors who are in the inferior position of information, but also the necessary measures which can uphold the effective operation of whole security markets and improve the pricing efficiency of security markets.

In this paper, by constructing models we have done some more deeply systematic study and analysis of security analysts' behavior of conflict of interests and governance mechanism. On the base of examining our country's security research in security markets' position and in security companies' orientation, this paper examines and analyzes the security analysts' general developing situation, various conflict of interests and markets manifestation that they confront, and discuss various sources that initiate the security analysts' behavior of conflict of interests and the impact on investors, listing companies and asset prices. By constructing models, this paper discusses the relative achievement salary and institute investors' impact on security analysts' behavior of conflict of interests. On the base of doing model analysis to security analysts' conflict of interests, this paper tries to discuss the feasible and effective governance mechanism. After the scandal in the Wall Street, the SEC of USA tries to protect and reduce the problem of security analysts' conflict of interests by means of setting "Chinese Wall" in the department of investment bank and the department of research in the security companies' inside. So, how these two supervision measures that have been adopted extensively by various countries in the world can have impact on the behavior of security analysts, is the problem that this paper will discuss focally at last.

Key Words: Security Analysts; Conflict of interests; Governance

目 录

ABSTRACT	5
CONTENTS	9
导 言	1
第一节 选题背景	1
一、问题的提出	1
二、利益冲突的内涵及表现	2
三、信息不对称、信息中介与利益冲突	2
四、研究证券分析师利益冲突行为的意义	3
第二节 文献综述	4
一、证券分析师利益冲突行为的根源	5
二、任职于不同机构的证券分析师的利益冲突行为	5
三、引发证券分析师利益冲突行为的其他原因及其市场影响	6
四、证券分析师的相关研究：国内的研究现状和最新进展	7
第三节 论文结构、主要贡献及进一步研究的方向	9
一、论文结构	9
二、论文的主要贡献	10
三、论文的不足及未来值得进一步研究的方向	11
第一章 我国证券研究发展现状和证券分析师的利益冲突行为	13
第一节 我国证券研究的发展现状	13
一、我国证券研究业的发展现状	13
二、证券研究在我国证券市场中的地位	15
三、证券研究在我国证券公司中的地位	18
第二节 我国证券分析师的利益冲突行为	22
一、我国证券分析师的发展历程	22
二、我国证券分析师所面临的利益冲突	23
三、我国证券分析师利益冲突行为的具体表现：若干案例	25
第二章 证券分析师的利益冲突行为：引发因素与市场影响	28
第一节 引发证券分析师利益冲突行为的因素分析	28
一、证券分析师的类别及其利益冲突行为的差异	28
二、证券分析师的利益冲突：来自所在公司的压力	30
三、证券分析师的利益冲突：源于所分析公司管理层的影响	32
四、证券分析师的利益冲突：来自机构投资者的影响	33
五、证券分析师的利益冲突：源于其个人投资的影响	33
第二节 证券分析师的利益冲突行为对市场的影响	34
一、对上市公司管理层行为的影响	34
二、对市场投资者行为的影响	35

三、对资产价格的影响：“新经济泡沫”的反思	37
四、对我国资本市场效率的反思	38
第三节 证券分析师的声誉机制与羊群行为	39
一、羊群行为及其分类	39
二、证券分析师的羊群行为：一个简要的理论综述	40
三、声誉机制与证券分析师的羊群行为	42
四、证券分析师的羊群行为对市场的影响	43
第三章 证券分析师的利益冲突行为：模型分析	45
第一节 证券分析师的薪酬设计与利益冲突行为	45
一、相对业绩薪酬及其在证券分析师中的运用	46
二、证券分析师的薪酬收入与预测行为：基本模型	46
三、相对业绩薪酬对证券分析师预测行为的影响	47
四、对于相对业绩报酬模型的进一步探讨	49
第二节 机构投资者和证券分析师的利益冲突行为	51
一、机构投资者对证券分析师的影响	51
二、基本模型：机构投资者与证券分析师	52
三、对模型的进一步分析	54
四、基于模型的若干思考	56
第四章 西方证券分析师利益冲突行为的治理及其启示	57
第一节 证券分析师的利益冲突及其治理：美国的实践	57
一、证券分析师的利益冲突：学术界的研究和监管者的调查	57
二、美国监管当局加强对证券分析师的监管	57
三、华尔街对证券分析师职责的反思	58
四、华尔街对证券分析师的整改	59
第二节 研究经费紧缩对证券分析师的影响及华尔街的对策	59
一、行情低迷导致研究经费紧缩	59
二、华尔街如何应对研究经费紧缩	60
三、研究经费紧缩对证券分析师研究质量的影响	62
第三节 行业壁垒降低对证券分析师的影响及华尔街的应对	62
一、信息披露系统升级对证券分析师的影响	62
二、华尔街改革证券研究模式以应对信息披露系统升级	63
第四节 华尔街的实践对完善我国证券分析师制度的启示	63
一、顺应国际潮流，强化证券研究的独立性和客观性	63
二、重整研究流程，加强成本控制，提高证券研究的质量和效率	65
三、升级信息披露系统，发展独立研究机构，加强对证券分析师的监管	65
第五章 证券分析师利益冲突行为的治理与监管：模型分析	67
第一节 证券分析师监管的基本模型	67
一、证券分析师监管的逻辑和思路	67
二、监管措施的效果：学者的争论	68
三、利益四方的基本模型	68
第二节 证券分析师信息生产激励的模型分析	71

一、当投资银行和投资者之间不存在信息不对称	71
二、信息不对称下证券分析师的利益冲突行为	73
三、均衡状态下证券分析师最优策略选择	74
第三节 设置信息壁垒监管效率的模型分析	75
一、设置信息壁垒下证券分析师的薪酬激励	75
二、信息壁垒下证券分析师的研究行为	77
第四节 加强信息披露监管效果的模型分析	78
一、设置信息壁垒对投资银行的影响	78
二、加强信息披露对于投资银行的意义	80
三、加强信息披露的监管效果评析	81
结 语	83
参考文献	86
附件	91
后 记	102

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

0. Introduction	1
0.1 The Background of Selected Topic.....	1
0.2 Literature Review	4
0.3 Paper Structure, Main Contributions and Further Research in Future	9
1. The Development and Present Conditions of Security Research in Our Country and The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests	13
1.1 The Present Conditions of Security Research in Our Country	13
1.2 The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests in Our Country.....	22
2. The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests: Theoretical Analysis	28
2.1 The Source of The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests.....	28
2.2 The Impact of The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests on Markets	34
2.3 The Security Analysts' Fame Mechanism and Herds Behavior	39
3. The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests: Model Analysis	45
3.1 The Security Analysts' Salary Design and The Behavior of Conflict of interests.....	45
3.2 The Institute Investors and The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests.....	51
4. The Governance and Revelation of The Security Analysts' Conflict of interests in Western Countries.....	57
4.1 The Security Analysts' Conflict of interests and Governance: The Practice in USA.....	57

4.2 The Impact of Research Funds' Deflation on The Security Analysts and The Strategies in The Wall Street	59
4.3 The Impact of Industry Barrier's Reduction on The Security Analysts and The Strategies in The Wall Street.....	62
4.4 The Revelation of The Practice in The Wall Street to Perfect The System of Security Analysts in Our Country	63
5. The Governance and Supervision of The Behavior of Security Analysts' Conflict of interests: Model Analysis.....	67
5.1 The Base Model of Supervision to The Security Analysts	67
5.2 The Model Analysis to Information Production Excitation of Security Analysts	71
5.3 The Model Analysis to Setting Supervision Efficiency of Information Barrier.....	75
5.4 The Model Analysis to Reinforcing Supervision Effect of Information Disclosure	78
Conclusions	83
References	86
Appendix	91
Postscript.....	102

导 言

第一节 选题背景

一、问题的提出

证券分析师 (Securities Analysts) 是证券市场中的专业分析人员, 其作用在于通过优于一般投资者的信息搜集和处理能力, 向市场投资者提供合理反映证券内在价值的价格信息, 从而减弱资产价格的定价偏差, 促进市场的有效性。正如何玉和张天西 (2004) 所论述的: 有效资本市场需要证券分析师的参与, 因为证券分析师可以提高资本市场效率, 有利于证券价格更快向其基础价值回归。证券分析师的主要工作是对上市公司盈余进行预测, 撰写证券研究报告, 提供产业和部门分析并给出跟踪股票的推荐评级。通过上述主要工作, 证券分析师综合其在信息处理上的专业优势 (宏观经济分析、行业分析及公司分析) 以及信息渠道上的资源优势 (利用与公司管理层的密切联系, 获得未公开或小范围半公开状态的信息等), 将信息分析结果从只属于自我拥有的私人信息转化为市场公开信息。在西方, 对证券分析师的研究已经成为当代金融学研究中最活跃的一支。

随着 2000 年新经济泡沫的破灭, 美国证券市场进入熊市低迷行情, 一些潜在的矛盾和冲突也随之激发凸显出来。在新经济泡沫滋长并肆意膨胀期间, 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, 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及某些“明星分析师”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 (Global Settlement), 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, 被美国证券监管当局处罚“终身市场禁入”。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, 华尔街证券分析师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

^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 Lynch)、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 (USBancorp) 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。

当局等部门的广泛质疑。投资银行及其证券分析师的“利益冲突”问题也成为近年来美国学术界（金融学和会计学）研究的一个热点问题。

二、利益冲突的内涵及表现

本文所谓的利益冲突（Conflicts of Interest）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，即投资银行的证券分析师或者通过发布偏颇的、过度乐观的研究报告误导投资者，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；或者通过发布不够独立或公正的研究报告以牟取证券分析师自身的利益等。在这里需要特别强调的是，投资银行的“利益冲突”行为由来已久，也不仅局限于证券研究部门。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。我们知道，现代投资银行通常具有以下主要业务：证券承销（Underwriting）、证券交易（Broker & Dealer，包括自营业务和经纪业务）、证券研究（Research & Analysis）、资产管理、公司并购（Merger & Acquisition）、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^①。而其中多数的“利益冲突”又往往或多或少，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，证券分析师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。而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，他们需要证券分析师的投资建议，但在证券分析师的利益冲突行为中往往成为“最容易受伤害的人”，如何加强证券分析师“利益冲突行为”的监管和治理也是保护中小投资者的一个重要命题。

三、信息不对称、信息中介与利益冲突

我们知道，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，当市场完美且完全时，资源

^① 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。

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。但现实的证券市场并不完美，它存在着交易费用和信息不对称等问题。作为沟通证券发行者（issuers）与证券投资者（investors）的金融中介和信息中介，投资银行及证券分析师的存在和发展降低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在信息上是不对称的、在利益上是不相容的：发行者总是希望以较高的价格发行股票或债券，而投资者总是希望以较低的价格购买股票或债券。而作为同时服务上述两个市场主体的信息中介，投资银行的证券分析师存在着潜在的“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及证券分析师的效用函数。只有清楚投资银行及证券分析师的效用函数，才能探明导致证券分析师利益冲突行为的真正根源，并在此基础上设计有效合理的监管和治理措施，缓解证券分析师的利益冲突行为。

四、研究证券分析师利益冲突行为的意义

1、研究证券分析师利益冲突行为的理论意义

对证券分析师的利益冲突行为进行系统分析和研究的理论和现实意义并不仅限于在此。从某种意义上讲，证券市场就是一个信息的市场。一个有效的证券市场是在确定证券价格时能够充分、准确地反映所有的相关信息。这里的信息指的是准确的信息（否则一般称为噪声）。高质量的信息是证券市场的“血液”，是证券市场有效运作的前提。证券分析师是市场信息的主要提供者和分析者，他们通过股票评级（stock recommendations）和盈利预测（earnings forecasts）为投资者提供投资建议。证券分析师到处收集各种信息，运用各种分析工具和手段，分析各种证券的价格和价值，寻找价格被低估和高估的证券，并建议所在投资银行或投资机构以及客户采取相应的买卖行动。正如美国证券监管当局所指出的，证券分析师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，而后者也将使证券分析师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”的监管和治理，提高证券研究的客观性和独立性，既是保护广大投资者特别是处于信息劣

势的中小投资者的利益，更是维护整个证券市场有效运作，提高证券市场资源配置效率的必要举措。

2、研究证券分析师利益冲突行为的现实意义

截至 2004 年，全国共有证券投资咨询机构 214 家。其中，专营证券投资咨询机构 116 家，从属证券公司的兼营证券投资咨询机构 98 家，7000 人获得证券投资咨询执业资格而成为中国的证券分析师，证券咨询机构和证券分析师已成为我国证券市场中不可或缺的重要组成部分^①。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”定位使我国证券分析师很难坚持“独立性”和“客观性”。随着我国证券市场投资主体的机构化，证券分析师潜在的“利益冲突”问题也受到基金经理的日益关注和质疑。并且，我国证券市场要与国际接轨以及 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，加强对证券分析师“利益冲突”的分析，并在此基础上探讨可行有效的监管和治理措施，具有重要的理论和现实意义。笔者自 90 年代初进入证券行业，长期任职于中国的证券机构，亲身体会到中国证券公司的证券研究部门及证券分析师存在着严重的利益冲突行为。然而，一直以来，国内很少学者对于证券研究（或证券分析师）的利益冲突行为及其治理进行系统全面的分析和研究（参见文献综述部分的国内研究进展）。这也是笔者选择该领域作为博士论文研究方向的一个重要原因。

第二节 文献综述

关于证券分析师行为的研究一直以来都是西方金融学研究的一个热点问题。根据研究角度的不同，关于证券分析师的研究主要可以分为以下几方面的研究：（1）证券分析师绩效评估理论研究；（2）证券分析师对上市公司盈余预测研究；（3）证券分析师羊群行为研究；（4）证券分析师研究报告投资价格和投资策略研究。而美国新经济泡沫破灭后，关于证券分析师利益冲突问题的研究得到越来越多学者的关注。这里我们对该领域的主要文献进行简单的回顾和综述。

^①中国证券业协会. 中国证券业发展报告[M], 北京: 中国财政经济出版社, 2006 年.

一、证券分析师利益冲突行为的根源

Womack (1996)、Barber, Lehavy, McNichols和Trueman (2001) 以及Jegadeesh, Kim, Krishe和Lee (2004)等学者的研究对证券分析师的作用给予充分的肯定, 他们都认为证券分析师的研究报告能够给予投资者以正确的信息, 即投资者利用其所提供的信息能够获得超额收益。但近年来更多的文献是关注证券分析师的利益冲突行为, 并探讨这些利益冲突行为对金融市场的影响。如选题背景中所述, 引发证券分析师利益冲突行为的原因之一是为所在投资银行招揽承销和并购等投行业务, Lin和McNichols (1997), Michaely和Womack (1999) 研究发现承销商所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, 以招揽投行业务。Bradshaw, Richardson和Sloan (2003) 以及Ljungqvist, Marston和Wilhelm (2005) 最新的实证研究也证实了上述观点。事实上, 社会各界认定证券分析师存在“利益冲突”行为的一个主要依据是: 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 (1992), Dreman和Berry (1995), Barber et al (2001))^①。除了投行业务外, 经纪业务也是容易和证券研究产生利益冲突的部门。Carleton, Chen和Steiner (1998) 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有失独立性。Hayes (1998) 研究也发现了类似的结论。Jackson (2004) 最近的研究发现为了增加所在公司的经纪业务量, 证券分析师往往发布过于乐观的研究报告以刺激投资者的交易买卖热情。

二、任职于不同机构的证券分析师的利益冲突行为

无论是任职于以承销业务为主的投资银行还是任职于以经纪业务为主的经纪商, 证券分析师都存在着利益冲突的可能, 那么哪种机构的证券研究的利益冲突更为厉害呢? 这也是西方研究证券分析师利益冲突行为的一个热点问题。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

^① 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。

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也是最高的。就三组分析师所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。在最新的研究中，Cowen, Groysberg和Healy（2004）发现投资银行的分析师要比经纪商的分析师要更为客观些。

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的超额回报是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。

三、引发证券分析师利益冲突行为的其他原因及其市场影响

除了受所在公司的压力外，证券分析师也往往要面临所分析公司管理层的压力，由此也容易引发利益冲突行为。如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。此外，证券分析师的个人目的也是引发利益冲突行为的一个重要原因，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，而Trueman（1994）则从理论上，Hong et al.（2000）和Welch（2000）从实证上探讨证券分析师为了建立自己在证券业界的声誉，倾向于采取“羊群行为”策略，放弃自己的私人信息而跟从其他分析师的股票评级。

除了探讨引发证券分析师利益冲突行为的不同根源及不同程度外，证券分析师的利益冲突行为对市场资产价格的影响也是近年来这一领域研究的热点。如果投资

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