

# 分析师对基金重仓股发布乐观预测的后果研究

——来自佣金分仓的证据

郑琦

(长沙理工大学 经济与管理学院,湖南 长沙 410076)

**[摘要]**选取2010—2015年分析师盈利预测、基金重仓持股和基金向券商支付的佣金数据研究分析师对基金公司重仓股发布乐观盈利预测的后果,发现分析师对基金公司重仓股发布乐观盈利预测次数越多,基金公司向该分析师所在券商支付的交易佣金越多。进一步的研究发现:分析师对重仓的冷门股发布乐观预测以及越早发布乐观预测,能提高基金公司对券商的分仓佣金;小规模基金公司通过佣金分仓回报券商分析师讨好的成分更大;基金公司通过提高交易量的方式向券商支付更多交易佣金;利益冲突是导致分析师行为异化的原因。

**[关键词]**证券分析师;盈利预测;乐观预测;基金公司重仓股;佣金分仓;交易佣金;利益输送;分析师独立性

**[中图分类号]**F832.48 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2017)04-0076-10

## 一、引言

证券分析师是资本市场信息中介,能提高公司信息传递速度,降低公司和投资者之间的信息不对称程度,增强市场有效性。但是,大量研究表明分析师盈利预测和投资评级具有乐观偏差。为什么这类专业人员的研究存在系统性偏差,学术界从利益冲突的视角出发做出了各种解释,如讨好公司高管以获得更多私有信息<sup>[1]</sup>、为所在券商争取证券承销业务<sup>[2]</sup>、提高券商关联基金公司业绩<sup>[3]</sup>、刺激股票交易<sup>[4]</sup>、受迫于机构投资者佣金分仓压力<sup>[5-6]</sup>等等。

券商的研究部门并不直接为券商创造收入。机构投资者(本文以基金作为机构投资者的代表)根据研究部门的研究报告(盈利预测或投资评级)进行股票交易。基金并不具备交易所会员资格,必须通过券商交易席位才能进行交易。基金支付给券商的买卖股票的手续费即为基金对券商的分仓佣金,这是研究部门间接为券商带来的收入。由于基金的交易规模较大,为了提高交易速度,他们通常选择多家券商的交易席位完成交易,一家基金公司往往是多家券商的客户。根据Wind资讯统计,2015年103家基金公司共计向券商支付了125.87亿元分仓佣金。因此,分仓佣金是各家券商激烈竞争的“香饽饽”,券商希望和基金公司保持更加紧密的合作关系来获得更多分仓佣金。与证券承销、资产管理和研究业务不同,券商的经纪业务(即代理客户买卖证券)具有高度同质性,其硬件设备、服务质量和收费标准几乎没有差异。在经纪业务方面各券商是完全替代品,所以基金如何选择券商有很强的主观性,保持和基金良好的关系有助于券商获得分仓佣金。Gu等和Firth等发现基金公司的佣金分仓导致分析师对基金重仓持股发布乐观评级<sup>[5-6]</sup>。他们考察的仍然是分析师乐观偏差的影响因素,但这也说明基金希望分析师对重仓股更加乐观。那么我们由此产生的疑问是分析师对基

**[收稿日期]**2017-05-02

**[基金项目]**国家社会科学基金项目(12CGL028);湖南省现代企业管理研究中心资助项目(13QGB2);湖南省教育厅资助项目(15C0071)

**[作者简介]**郑琦(1982—),湖南长沙人,长沙理工大学经济与管理学院讲师,博士,主要研究方向为公司金融、财务与会计。

金重仓股发布乐观盈利预测是否能讨好基金从而获得更多分仓佣金。现有文献尚未从基金公司佣金分仓的角度研究乐观偏差的经济后果,这正是本文所要研究的问题。

本文拟研究证券分析师通过讨好基金公司来获取基金公司佣金分仓的问题,从而检验券商和基金公司之间是否存在利益交换。本文的贡献可能在于:第一,不同于以往大量研究分析师乐观偏差影响因素的文献,本文研究的是分析师乐观盈利预测的经济后果。Gu等、Firth等发现基金公司的佣金压力迫使分析师更加乐观<sup>[5-6]</sup>。然而既有的佣金关系并不是一种硬约束,分析师也可以不对重仓股发布乐观报告。既然分析师选择对基金公司重仓持股发布更乐观的预测,那么这种行为应该是能为券商带来收益的。但目前的文献集中于分析师乐观偏差的影响因素,研究乐观偏差后果的文献较少。本文的发现将拓展分析师乐观偏差经济后果的研究,也将进一步解释分析师乐观偏差的动因。第二,本文和Irvine<sup>[7-8]</sup>、Jackson<sup>[4]</sup>的研究有明显不同。他们虽然也发现分析师发布乐观评级能为券商带来更多交易佣金,但认为其作用机理是投资者利用交易佣金来回报分析师所提供的有价值的研究服务,在这一境况中分析师并没有讨好特定投资者,因此本文试图发现券商分析师和基金公司利益互动的新路径。

## 二、文献综述

与分析师乐观预测相关的文献主要有两类:一是认为分析师乐观预测能吸引交易佣金;二是认为利益输送导致了分析师乐观评级。

第一类文献发现分析师对某些股票发布乐观报告能刺激投资者更多地交易这些股票,认为投资者通过交易这些股票向分析师所在券商支付交易佣金,从而回报分析师提供的有价值的研究服务。Irvine利用加拿大多伦多证交所1993年9月至1994年8月市值最大的100只股票和22家券商的交易数据发现,分析师是否跟踪某股票与通过该券商交易这只股票的比重(通过该券商交易该股票数量占该股票总交易量之比)正相关,投资者通过更多地交易该股票向券商支付佣金。他认为投资者用佣金回报分析师提供的研究服务<sup>[7]</sup>。之后的研究中,Irvine进一步发现分析师发布“买入”评级后通过该券商交易这只股票的比重显著增加,而发布“卖出”评级不能带来这一效果<sup>[8]</sup>。Jackson利用澳大利亚1992年至2002年23家券商的交易数据发现,对某股票发布积极评级和乐观盈利预测与通过分析师所在券商交易这只股票的比重正相关。分析师通过乐观评级刺激投资者交易,为券商创造更多佣金<sup>[4]</sup>。Niehaus和Zhang利用1996年至2004年Nasdaq市场212家券商数据研究发现,分析师对某只股票发布的投资评级越乐观,投资者越倾向于通过分析师所在的券商对这只股票进行交易,而分析师发布乐观盈利预测的效果则没有这么明显。分析师乐观偏差的动机之一是刺激交易从而获得更多佣金分仓,而投资者通过券商完成更多交易支付更多佣金,从而回报分析师提供的研究服务<sup>[9]</sup>。Grant等利用2002年至2007年澳大利亚证交所20家券商数据研究发现,乐观盈利预测提高通过分析师所在券商交易比重的效果在散户投资者为主要客户的券商组中更加明显<sup>[10]</sup>。

第二类文献认为利益输送导致了分析师的乐观评级。学者们从客户佣金分仓、基金公司关联关系和券商自营等角度研究了分析师乐观偏差的影响因素。Gu等、Firth等利用中国股票市场数据研究发现,基金公司在前期向券商支付的交易佣金越多,券商分析师本期对基金公司重仓股发布的投资评级越乐观<sup>[5-6]</sup>。他们进一步研究发现,虽然分析师对基金公司的重仓股作出乐观评级,但这些基金公司并不相信分析师的报告,因此分析师的乐观评级仅仅是受迫于客户的压力而作出的,并非是一种高质量的研究服务<sup>[5-6]</sup>。李钻、施先旺发现前期基金向券商支付交易佣金导致本期券商分析师对基金重仓股盈利预测更加乐观<sup>[11]</sup>。这说明在基金公司佣金分仓的压力下分析师未能保持独立性。此外,为了抬高关联基金公司业绩,分析师会更加优待关联基金。例如Mola和Guidolin发现券商持有基金公司股权使得分析师对基金公司重仓股作出更加乐观的评级<sup>[3]</sup>。姜波和周铭山利用中国的数据也得出类似结论,并且发现得到关联分析师乐观评级的股票长期收益率更低<sup>[12]</sup>。这也再次说明分

析师是为了关联方的私有利益而发布乐观报告,报告的投资价值较低。曹胜和朱红军发现分析师对券商自营股票发布的投资评级更加乐观,表明分析师受到了券商自身利益的影响<sup>[13]</sup>。分析师理应保持客观、无偏的态度,然而研究部门只是券商的一个分部,部门之间的利益冲突影响了分析师的独立性,向客户、关联方和券商本身输送利益导致分析师更加乐观。

本文与上述两类文献存在区别:第一类文献发现分析师的乐观能为券商带来交易佣金,但主要作用机理是分析师为投资者提供了有价值的研究服务,刺激了投资者交易,而本文研究的是分析师对基金的讨好行为并进而判断这种讨好行为所带来的收益,这将从另一条路径揭示分析师乐观的经济后果,丰富关于分析师乐观经济后果的研究文献。第二类研究利益输送的文献将分析师置于被动地位,即分析师的行为受他人影响,而本文将分析师置于主动地位,发现分析师也可以影响基金公司的佣金分仓,说明利益输送是相互的。本文的分析将扩展对于资本市场中利益交换问题的研究。

### 三、理论分析与研究假说

我国股票市场仍处于新兴加转轨的阶段,现有的法律制度还有待完善,法律执行效率还有待提高,因此分析师违法违规所受的惩罚相对较轻。分析师在利益驱使下更有可能发布有偏向的盈利预测或投资评级。现有文献发现基金公司的佣金分仓给分析师带来了压力,导致分析师对基金重仓股乐观,这说明基金非常在意分析师对重仓股发布的乐观报告。由此我们自然可以想到的是分析师也可以投基金之所好来为自己赚取利益,这是因为:第一,资本市场存在众多的券商和众多的基金公司,既不存在垄断地位的券商,也不存在垄断地位的基金公司。第二,券商和基金公司的互动是长期持续的,因此券商和基金公司中的任何一方都不能在互动中予取予求,而是要考虑对方利益。一方的“投之以桃”,另一方应“报之以李”,反之亦然。基金公司可以通过佣金分仓影响券商的行为,反过来券商也可以投基金公司之所好以影响基金公司决策。出于抬高自身业绩的考量,基金公司是希望分析师对其重仓股发布更多乐观报告的,所以分析师对基金重仓股发布乐观预测可以看成是对基金公司的一种讨好,这种讨好能为分析师所在券商争取该基金公司更多的分仓佣金。此时,分仓佣金既不是投资者对于分析师提供研究服务的回报,也不是受到分析师乐观报告刺激后增加交易所导致的,而是基金手中的筹码,作为分析师讨好自己的一种奖励。

现实中分析师发布的研究报告包括盈利预测和投资评级,研究分析师的盈利预测是否乐观能较好地反映分析师对基金公司的讨好行为,其原因如下:第一,分析师发布买入或增持评级很可能是他们认为股票确实有投资价值,而影响股价走势的因素较多,并不能认为“买入”和“增持”评级报告发布后股价表现较差就属于分析师的乐观偏差,所以使用投资评级不够客观准确。第二,我国分析师发布的大部分投资评级都是“买入”和“增持”,很少有“减持”和“出售”。如 Huyghebaert 和 Xu 发现中国分析师发布的投资评级报告中 90% 都是“买入”和“增持”,使用投资评级难以反映分析师之间的差异<sup>[14]</sup>。第三,盈利预测可以和实际值进行对比,较为客观地反映分析师乐观偏差。所以,本文采用盈利预测衡量分析师乐观偏差。如果预测每股收益大于实际每股收益,则可认为分析师对该股票发布乐观盈利预测。在基金公司重仓股票中,如果分析师对其中较多的股票发布了乐观盈利预测,则可认为分析师讨好该基金公司的程度较大。

据此本文提出假说:基金公司重仓持有的股票中,分析师发布乐观盈利预测的股票数量越多,基金公司向该分析师所在券商支付的交易佣金越多。

### 四、研究设计

基金只在半年度报告和年度报告中披露向各券商支付的交易佣金,因此我们只能得到上半年和下半年两个半年度的佣金分仓数据。本文合计基金公司  $i$  旗下基金向券商  $j$  支付的佣金作为基金公司  $i$  向券商  $j$  支付的佣金。基金公司  $i$  向券商  $j$  支付佣金较多,其原因可能是基金公司  $i$  本身规模很

大,因而使用绝对金额衡量分仓佣金不利于作出比较。设变量  $Commission_{i,j,t}$  为第  $t$  个半年度基金公司  $i$  向券商  $j$  所支付的交易佣金占第  $t$  个半年度基金公司  $i$  向全部券商支付佣金之和的比重,该值越大说明基金公司  $i$  越倾向于向券商  $j$  支付交易佣金。为了控制基金公司对券商佣金分仓的固有水平,我们以  $Change\_Commission_{i,j,t}$  作为被解释变量,  $Change\_Commission_{i,j,t} = Commission_{i,j,t} - Commission_{i,j,t-1}$ , 该值越大,说明在第  $t$  个半年度基金公司  $i$  向券商  $j$  支付的佣金越多。

解释变量  $OP_{i,j,t}$  为第  $t$  个半年度内券商  $j$  的分析师对基金公司  $i$  重仓股发布乐观盈利预测的次数,该值越大说明分析师对基金公司讨好程度越大。基金季度报告中会披露持股市值位于前十名的股票名称、数量和市值,我们以基金公司旗下基金公布的持股作为基金公司重仓股并根据以下原则定义基金公司重仓股:(1)该股票属于旗下基金在季度末的前十大持股。(2)基金公司在季度末对该股票持股市值(旗下基金持有该股市值之和)不低于 1000 万元。如果基金公司持有某股票市值较小,则股价变化对基金净值和收益率的影响较小,此时分析师发布何种类型的盈利预测或投资评级,基金公司并不敏感,所以我们在定义基金公司重仓持股时,要求基金公司持有该股票市值在一定金额以上。

我们具体根据以下方法计算  $OP_{i,j,t}$ :(1)对于基金公司  $i$  在上年第四季度末和本年第一季度末重仓股票  $k$ ,搜索券商  $j$  的分析师在本年第一季度内和本年第二季度内对股票  $k$  发布的第一次盈利预测。如果第一次是乐观盈利预测,则认为券商  $j$  在本年第一季度内和本年第二季度内讨好了基金公司  $i$  一次;如果第一次不是乐观预测或未发布预测,则认为没有讨好。我们累计本年第一季度内和本年第二季度内券商  $j$  对基金公司  $i$  讨好次数,作为上半年的  $OP_{i,j,t}$ 。(2)对于基金公司  $i$  在本年第二季度末和本年第三季度末重仓股票  $k$ ,搜索券商  $j$  的分析师在本年第三季度内和本年第四季度内对股票  $k$  发布的第一次盈利预测。如果第一次是乐观盈利预测,则认为券商  $j$  在本年第三季度内和本年第四季度内讨好了基金公司  $i$  一次;如果第一次不是乐观预测或未发布预测,则认为没有讨好。累计本年第三季度内和第四季度内券商  $j$  对基金公司  $i$  讨好次数,作为下半年的  $OP_{i,j,t}$ 。例如 2009 年第四季度末基金公司  $i$  重仓持有 20 只股票,2010 年第一季度券商  $j$  对其中的 3 只发布乐观盈利预测(是指第一次预测是乐观预测);2010 年第一季度末基金公司  $i$  重仓持有 25 只股票,2010 年第二季度券商  $j$  对其中的 4 只发布乐观盈利预测。因此,2010 年上半年  $OP_{i,j,t}$  为 7。 $OP_{i,j,t}$  越大则券商  $j$  对基金公司  $i$  讨好程度越大。主要回归方程如下。

$$Change\_Commission_{i,j,t} = a_0 + a_1 \times OP_{i,j,t} + a_2 \times Commission_{i,j,t-1} + a_3 \times Nstkcd_{i,t} + a_4 \times Numanalyst_{j,t} + a_5 \times Stock_{i,j,t} + a_6 \times Familynum_{i,t} + a_7 \times Samecity_{i,j,t} + a_8 \times Lnfirm_{i,t} + a_9 \times Lnbrok_{j,t} + Year \quad (1)$$

方程(1)采用 OLS 回归并对估计系数的标准差在基金公司和年份两个维度进行了聚类调整。根据假说我们预测系数  $a_1$  应显著为正,其余控制变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量名	变量描述
$Change\_Commission_{i,j,t}$	第 $t$ 个半年度基金公司 $i$ 向券商 $j$ 所支付的交易佣金占第 $t$ 个半年度内基金公司 $i$ 向全部券商支付佣金之和的比重减去第 $t-1$ 个半年度基金公司 $i$ 向券商 $j$ 所支付的交易佣金占第 $t-1$ 个半年度内基金公司 $i$ 向全部券商支付佣金之和的比重
$OP_{i,j,t}$	第 $t$ 个半年度券商 $j$ 的分析师对基金公司 $i$ 重仓股发布乐观盈利预测次数
$Nstkcd_{i,t}$	第 $t$ 个半年度之前的相邻季度和第 $t$ 个半年度的第一个季度内基金公司 $i$ 重仓持有的股票个数的合计;回归方程中取自然对数
$Commission_{i,j,t-1}$	前一个半年度基金公司 $i$ 向券商 $j$ 所支付的交易佣金占该半年度内基金公司 $i$ 向全部券商支付佣金之和的比重;当第 $t-1$ 个半年度分仓佣金已经较大时,本期增加佣金程度应较小
$Numanalyst_{j,t}$	第 $t$ 个半年度所在年度券商 $j$ 分析师人数,衡量券商规模,回归方程中取自然对数
$Stock_{i,j,t}$	第 $t$ 个半年度所在年度券商 $j$ 持有基金公司 $i$ 的股份时取 1,否则取 0
$Familynum_{i,t}$	第 $t$ 个半年度基金公司 $i$ 旗下基金数量,衡量基金公司规模;回归方程中取自然对数
$Samecity_{i,j,t}$	第 $t$ 个半年度券商 $j$ 和基金公司 $i$ 在同一座城市时取 1,否则取 0
$Lnfirm_{i,t}$	第 $t$ 个半年度基金公司 $i$ 向全部券商支付交易佣金(万元)的自然对数
$Lnbrok_{j,t}$	第 $t$ 个半年度券商 $j$ 向全部基金公司收取交易佣金(万元)的自然对数



方程(1)中被解释变量是基金公司*i*支付给券商*j*的佣金,等号右边的变量可分为三类:一是衡量基金公司与其券商关系的,如 $OP$ 、 $Commission$ 、 $Stock$ 和 $Samecity$ ;二是衡量基金公司特征的,如 $Nstkcd$ 、 $Familynum$ 和 $Lnfirm$ ;三是衡量券商特征的,如 $Numanalyst$ 和 $Lnbrok$ 。我们选取2010—2015年分析师盈利预测、基金重仓持股和基金向券商支付的佣金数据,样本包括41921条观测值。随着基金公司、券商数量变化,各年观测数分别为6653、6978、7084、6927、6759和7520。本文数据来自国泰安数据库和Wind资讯数据库。

## 五、实证分析

本文对虚拟变量以外的所有变量进行了首尾1%的winsorize处理。表2报告了变量的描述性统计分析结果。被解释变量 $Change\_Commission$ 均值接近于0,表明基金公司稳定的经纪业务合作伙伴,它们向券商支付交易佣金有很强的惯性。 $Nstkcd$ 均值为105,而 $OP$ 均值为9.3,说明分析师只对基金公司重仓

表2 描述性统计分析结果

变量	观测数	最小值	均值	中位数	最大值	标准偏差
$Change\_Commission$	41921	-0.061	2.170E-5	0	0.063	0.016
$OP$	41921	0	9.335	5	52	11.005
$Nstkcd$	41921	8	104.914	96	280	59.149
$Comfirmper$	41921	0	0.016	6.245E-4	0.131	0.026
$Numanalyst$	41921	2	31.425	27	94	22.254
$Stock$	41921	0	0.010	0	1	0.100
$Familynum$	41921	4	31.630	24	125	25.223
$Samecity$	41921	0	0.156	0	1	0.363
$Lnfirm$	41921	4.631	7.991	8.169	10.115	1.134
$Lnbrok$	41921	2.875	7.666	7.854	10.282	1.570

的一小部分股票发布乐观盈利预测。基金重仓股越多,重仓股被分析师跟踪的可能性也越大,所以在回归方程中应控制 $Nstkcd$ 。 $Comfirmper$ 衡量半年度基金公司*i*向券商*j*支付的交易佣金占基金公司*i*向全部券商支付佣金合计的比重,其均值为1.6%,中值接近0,49%的观测中 $Comfirmper$ 为0。《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》(证监基金字[2007]48号,以下简称《通知》)第二条规定:一家基金管理公司通过一家证券公司的交易席位买卖证券的年交易佣金,不得超过其当年所有基金买卖证券交易佣金的30%。 $Comfirmper$ 最大值仅为13.1%,远低于30%的上限。各家券商提供的经纪业务服务基本是同质的,因此基金公司会尽量分散交易争取最大利益。一家基金公司只向一小部分券商支付绝大部分交易佣金,而样本的观测是基金公司和券商的配对,因此大部分观测的数值都较小。在基金公司与券商组成的配对中,券商持有基金公司股权的概率是1%,两者位于同一城市的概率是16%。券商平均雇佣31位分析师。基金公司旗下平均有32家基金,而基金公司之间规模差异较大。其余变量描述性统计不再赘述。

表3报告了方程(1)的回归结果。第(1)列是全样本回归结果。 $OP$ 系数显著为正,说明分析师讨好基金公司越多,基金公司对分析师所在券商支付的交易佣金越多。当 $OP$ 增加一个标准差时,被解释变量的变化是0.00149,可见分析师讨好基金公司效果较为明显。 $Comfirmper$ 系数显著为负,当基金公司已经向券商支付较多佣金时,再向该券商支付更多佣金的可能性较小。 $Numanalyst$ 系数显著为正,即基金公司倾向于和大规模券商保持稳定合作关系。 $Stock$ 系数显著为正,说明基金公司会优待关联方。 $Samecity$ 系数显著为正,处于同城

表3 基本回归分析

	(1)全样本	(2) $Comfirmper > 0$ 子样本
$OP$	1.354E-4 *** (7.29)	1.103E-4 *** (4.65)
$Nstkcd$	-0.000 (-1.21)	-0.003 *** (-3.58)
$Comfirmper$	-0.348 *** (-28.66)	-0.426 *** (-27.08)
$Numanalyst$	0.002 *** (7.30)	0.002 * (1.74)
$Stock$	0.023 *** (13.20)	0.028 *** (13.71)
$Familynum$	-0.000 * (-1.79)	0.000 (0.10)
$Samecity$	0.002 *** (8.11)	0.003 *** (4.51)
$Lnfirm$	-0.000 (-0.41)	-0.001 * (-1.66)
$Lnbrok$	0.001 *** (12.51)	0.003 *** (6.58)
$Constant$	-0.009 *** (-8.18)	-0.007 *** (-3.06)
$Year$	Control	Control
$OBS$	41921	21284
$Adj-R^2$	0.1857	0.2109

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为t值。下同。

的券商和基金公司交流机会更多、关系更紧密,因此券商得到的基金公司分仓佣金更多。变量 *OP* 衡量基金公司和券商后天(动态)的关系,变量 *Samecity*、*Stock* 衡量两者先天(静态)的关系,可见关系是影响基金公司对券商佣金分仓的重要因素。*Lnbrok* 系数显著为正,说明基金公司倾向于和大规模券商保持稳定合作关系。

表 3 第(2)列将回归限制在 *Comfirmper* > 0 的子样本中,即基金公司前期已经向券商支付了交易佣金,这种情况下分析师本期对基金公司重仓持股更加乐观是受佣金分仓压力的影响<sup>[5-6,11]</sup>。此时第(2)列 *OP* 系数仍显著为正,说明即便券商承受了基金公司的压力,分析师讨好基金公司仍有助于券商获得更多的分仓佣金。迫使分析师乐观的压力也是促使分析师乐观的动力。分析师讨好券商是受过去关系的影响,更是为了继续加强这种关系。表 3 中变量 *Stock* 衡量了券商和基金公司的关联关系,当前者持有后者股份时取 1,否则取 0。现实中不存在基金公司持有券商股份的情况(虽然基金可能会购买上市券商的股票,但这只是短期的证券投资,基金并不能对券商实施控制、共同控制或重大影响)。当券商持有基金公司股份时,一方面券商可能对基金公司重仓持股更加乐观<sup>[3]</sup>,另一方面基金公司也可能向券商支付更多的交易佣金。为进一步排除这一可能,我们删除券商和基金公司存在股权关系的观测后再进行回归,表 3 的列(1)和列(2)结果并没有改变。除了券商持有基金公司股权所导致的关联关系,券商和基金公司还可能被同一实际控制人持股,但由于数据收集的问题,这种情况未能在方程(1)中进行控制。因为券商持有基金公司股权的关联关系没有影响结论,所以我们可以合理推测券商和基金公司被同一实际控制人持股应该也不会对结论造成较大影响。综上分析,假说得到证实。

## 六、进一步的检验

基金公司重仓股可分为热门股和冷门股,前者被众多基金公司重仓持有,后者仅被少数基金公司重仓持有。肖星、王琨发现基金更倾向于投资业绩优良、治理结构较好的公司<sup>[15]</sup>。因此,热门股的风险相对更低。于上尧等发现那些选股能力弱、历史业绩差的基金经理能通过“抱团”持股策略提高业绩,但“抱团”并不能使基金业绩超过行业平均水平,仅能使其业绩超过历史业绩差的基金<sup>[16]</sup>。所以从基金角度看,持有热门股可以使得基金处于更安全的地位。对重仓的热门股票发布乐观预测是“锦上添花”,分析师讨好基金公司的针对性不强。持有冷门股的风险更高,对重仓的冷门股票发布乐观预测是“雪中送炭”,分析师讨好基金公司的针对性较强,基金公司回报券商程度应该较大。指标 *N\_hold* 是股票-季度层面数据,衡量个股在季度末被多少家基金公司重仓持有。描述性统计显示样本期间 *N\_hold* 中位数是 3,所以在季度末重仓持有某只股票的基金公司不超过 3 家,则该股票归类为冷门股票;反之则归类为热门股票。

表 4 为分析师讨好基金公司行为分类的回归结果。按照前文计算方法,第(1)列中 *OP1* 为第 *t* 个半年度内券商 *j* 的分析师对基金公司 *i* 重仓的冷门

表 4 按分析师讨好基金公司行为分类的回归分析结果

	(1)按照重仓股票类型定义 (2)按照预测发布时间定义	
	<i>OP1</i> 和 <i>OP2</i>	<i>OP1</i> 和 <i>OP2</i>
<i>OP1</i>	3.291E-4 *** (5.10)	3.766E-4 *** (4.22)
<i>OP2</i>	1.211E-4 *** (6.69)	0.649E-4 ** (2.46)
<i>Nstckd</i>	-0.000 (-1.38)	-0.000 (-1.27)
<i>Comfirmper</i>	-0.348 *** (-28.65)	-0.349 *** (-28.42)
<i>Numanalyst</i>	0.002 *** (7.29)	0.002 *** (7.16)
<i>Stock</i>	0.023 *** (13.18)	0.023 *** (13.45)
<i>Familynum</i>	-0.000 (-1.65)	-0.000 (-1.48)
<i>Samecity</i>	0.002 *** (8.11)	0.002 *** (8.24)
<i>Lnfirm</i>	-0.000 (-0.12)	-0.000 (-0.76)
<i>Lnbrok</i>	0.001 *** (12.44)	0.001 *** (13.67)
<i>Year</i>	Control	Control
<i>Constant</i>	-0.009 *** (-7.79)	-0.009 *** (-7.91)
<i>OP1</i> 系数 = <i>OP2</i> 系数	F = 12.5 (p = 0.0005)	F = 8.35 (p = 0.0041)
OBS	41921	41921
Adj-R <sup>2</sup>	0.1858	0.1865

股票发布乐观盈利预测的次数; $OP2$  为对热门股票发布乐观盈利预测的次数。表 4 第(1)列以  $OP1$  和  $OP2$  代替方程(1)的  $OP$ ,其余变量定义不变。 $OP1$  和  $OP2$  系数均显著为正,且前者显著大于后者,说明对冷门股票发布乐观盈利预测较对热门股票发布乐观盈利预测能为券商争取得到基金公司更多的交易佣金。表 4 第(1)列中其他变量系数的估计值和  $t$  统计量与表 3 第(1)列无明显差异。

基金投资目的一般是为了获得短期收益而非对公司的长期投资。基金会披露每个季度末持有的前十位股票,所以可以粗略估计基金换股情况。指标  $Turnover1$  和  $Turnover2$  为股票-基金-季度层面数据。如果基金在下一个季度末仍然持有本季度末持有的股票则  $Turnover1$  取 1,否则取 0。如果基金在下一个季度末增持了本季度末持有的股票则  $Turnover2$  取 1,否则取 0。样本期间股票-基金-季度层面的  $Turnover1$  均值为 45.59%, $Turnover2$  均值为 23.94%,这说明基金更可能减持本季重仓股。此外,史永东、王瑾乐发现在基金公布季度持股数据后二级市场投资者再买入这些股票已不能再获得更高收益率<sup>[17]</sup>。由此也可以推测基金很可能在下季度初减持重仓股。基金需要分析师发布乐观预测推高股价以利于减持获利。然而 Gu 等、Firth 等发现有关联关系的分析师对重仓股发布“买入”和“增持”评级所引起的股价上涨小于无关联关系分析师发布同类型评级所引起的股价上涨,其原因可能是投资者认识到乐观预测是关联分析师为基金公司“抬轿”的行为,认为他们发布的评级不够可信<sup>[5-6]</sup>。

基金一般是在季度结束后的第 20 天左右发布季度报告,披露重仓持股数据。基金公司可能在季度报告披露前向分析师透露持仓信息,要求分析师为重仓股票发布乐观预测。此时投资者并不知道基金重仓了这些股票,他们受分析师误导的可能性更高,对乐观预测作出的正面反应更强,这更有利于基金公司高位减持。此外,Copper 等发现,相对于跟随分析师而言,领先分析师发布盈利预测时引起的市场反应更强,所以尽早对重仓股发布乐观预测的效果更好<sup>[18]</sup>。因此,分析师尽早对重仓股发布乐观预测讨好基金公司的效果更好。

为了衡量分析师对基金公司重仓股发布乐观盈利预测的及时程度,我们将分析师在季度报告披露之前对基金公司重仓股发布乐观盈利预测定义为迅速乐观预测,在季度报告披露之后发布的乐观盈利预测定义为非迅速乐观预测。表 4 第(2)列中  $OP1$  为第  $t$  个半年度内券商  $j$  的分析师对基金公司  $i$  重仓股发布迅速乐观预测的次数; $OP2$  为第  $t$  个半年度内券商  $j$  的分析师对基金公司  $i$  重仓股发布非迅速乐观盈利预测的次数。表 4 第(2)列以  $OP1$  和  $OP2$  代替方程(1)的  $OP$ ,其余变量定义不变。 $OP1$  系数和  $OP2$  系数均显著大于 0,并且前者显著大于后者,这说明分析师讨好基金公司越及时,能争取的分仓佣金越多。表 4 第(2)列其他变量系数的估计值和  $t$  统计量与表 3 第(1)列无明显差异。总之,表 4 说明了基金公司会评价分析师讨好自己的程度并作出差异化的反应。

基金公司与券商的互动受基金公司规模的影响。小规模基金公司面对券商时处于弱势地位,它们在得到分析师讨好时倾向于支付更多佣金来回报券商。大规模基金公司掌握庞大资源,是各个券商竞相争取的客户,可能并不十分看重分析师的讨好行为,且受券商约束较小。因此,研究假说应该在小规模基金公司的样本中更明显。由于本文研究的是半年度数据,因此我们每半年对基金公司根据旗下基金数量排序,如果旗下基金数量小于该半年度中位数则为小规模基金公司,否则为大规模基金公司。当被解释变量取第  $t$  个半年度指标时,我们根据第  $t-1$  个半年度情况将样本分为小规模基金公司组和大规模基金公司组。表 5 报告了两组子样本对方程(1)回归的结果,由于篇幅所限,这里只报告了解释变量系数,其他变量系数与表 3 基本一致。表 5 显示小规模基金公司  $OP$  系数在 10% 的水平下显著高于大规模基金公司  $OP$  系数。可见小规模基金

表 5 按基金公司规模分组的回归分析结果

	(1) 小规模基金公司	(2) 大规模基金公司
$OP$	2.148E-4*** (7.06)	1.591E-4*** (12.96)
其余变量	<i>Control</i>	<i>Control</i>
OBS	17322	24599
Adj-R <sup>2</sup>	0.1916	0.1834
小规模基金公司 $OP$ 系数 = 大规模基金公司 $OP$ 系数	chi2(1) = 2.88 (p = 0.0897)	

公司更加重视券商分析师的讨好行为,通过分仓佣金回报券商的可能性更高。

小规模基金公司持股数量较少、风险分散程度较低,对重仓股价格变化敏感度较高。重仓的冷门股对小规模基金公司而言风险更高,所以小规模基金公司更在意分析师对重仓的冷门股票作出的乐观预测,为此给予相关券商的分仓佣金更多。表6中OP1为分析师对基金公司重仓的冷门股票发布乐观盈利预测次数,OP2为对热门股票发布乐观盈利预测次数。

我们将样本分为小规模基金公司和大规模基金公司两组对(1)式回归,由于篇幅所限,这里只报告解释变量系数。表6显示小规模基金公司组中OP1系数是OP2系数的接近3.5倍,而在大规模基金公司组中仅为1.5倍。此外小规模基金公司组OP1系数在5%的水平下显著高于大规模基金公司组OP1系数,而两组样本的OP2的系数没有显著差异。最后,小规模基金公司组中OP1和OP2系数的差异显著大于大规模基金公司组中OP1和OP2系数的差异,这进一步说明小规模基金公司更加重视分析师的讨好行为,尤其是分析师对重仓的冷门股票发布乐观预测的行为。

表7中按照乐观盈利预测发布时间区分了券商分析师讨好基金公司的行为。OP1为分析师在基金季度报告披露之前对重仓股发布乐观盈利预测次数,OP2为在季度报告披露之后对重仓股发布乐观盈利预测的次数,由于篇幅所限,此处只报告解释变量系数。表7显示小规模基金公司OP1系数与大规模基金公司

OP1系数没有显著差异,但小规模基金公司OP2系数在10%水平下显著高于大规模基金公司OP2系数。这在一定程度上也表明小规模基金公司更加重视券商分析师的讨好行为。综合表5至表7的结果,相对于大规模基金公司,小规模基金公司对分析师的讨好行为更加敏感,更倾向于通过分仓佣金回报券商。

交易佣金等于交易量乘以费率。基金公司向券商支付更多交易佣金可通过两种方式实现:一是在券商交易席位完成更大成交量,二是提高佣金费率。那么基金公司通过哪种方式来回报券商的讨好行为呢?定义变量 $Trade_{i,j,t}$ 为第 $t$ 个半年度基金公司 $i$ 通过券商 $j$ 的交易席位成交的金额占第 $t$ 个半年度基金公司 $i$ 通过全部券商交易席位成交的金额合计的比例,定义变量 $Fee_{i,j,t}$ 为第 $t$ 个半年度基金公司 $i$ 向券商 $j$ 支付佣金的费率(佣金与成交金额的比)。定义 $Change\_Trade_{i,j,t} = Trade_{i,j,t} - Trade_{i,j,t-1}$ ,为交易量的变化,定义 $Change\_Fee_{i,j,t} = Fee_{i,j,t} - Fee_{i,j,t-1}$ ,为佣金费率的变化。为了考察基金公司回报券商分析师的方式,我们将方程(1)中的被解释变量替换为 $Change\_Trade_{i,j,t}$ 、 $Change\_Fee_{i,j,t}$ ,并将方程(1)中的 $Commission_{i,j,t-1}$ 替换为 $Trade_{i,j,t-1}$ 、 $Fee_{i,j,t-1}$ ,其余变量保持不变。回归结果如表8所示。

表6 按基金公司规模分组并按重仓股类型定义OP1和OP2的回归分析结果

	(1)小规模基金公司	(2)大规模基金公司
OP1	6.801E-4 *** (4.15)	2.287E-4 *** (2.54)
OP2	1.795E-4 *** (5.46)	1.540E-4 *** (10.94)
其余变量	Control	Control
OBS	17322	24599
Adj-R <sup>2</sup>	0.1920	0.1833
小规模基金公司OP1系数 = 大规模基金公司OP1系数	chi2(1) = 5.83 (p = 0.0158)	
小规模基金公司OP2系数 = 大规模基金公司OP2系数	chi2(1) = 0.51 (p = 0.4769)	
小规模基金公司[OP1系数 - OP2系数] = 大规模基金公司[OP1系数 - OP2系数]	chi2(1) = 4.62 (p = 0.0316)	

表7 按基金公司规模分组并按预测时间定义OP1和OP2的回归分析结果

	(1)小规模基金公司	(2)大规模基金公司
OP1	3.718E-4 *** (3.51)	4.229E-4 *** (9.34)
OP2	1.686E-4 *** (4.10)	0.816E-4 *** (4.69)
其余变量	Control	Control
OBS	17322	24599
Adj-R <sup>2</sup>	0.1917	0.1852
小规模基金公司OP1系数 = 大规模基金公司OP1系数	chi2(1) = 0.20 (p = 0.6569)	
小规模基金公司OP2系数 = 大规模基金公司OP2系数	chi2(1) = 3.79 (p = 0.0516)	
小规模基金公司[OP1系数 - OP2系数] = 大规模基金公司[OP1系数 - OP2系数]	chi2(1) = 0.96 (p = 0.3263)	



表8第(1)列中被解释变量为 *Change\_Trade*。*OP* 系数显著为正,说明券商分析师讨好基金公司程度越大,基金公司通过该券商交易席位成交的股票越多。第(2)列中被解释变量为 *Change\_Fee*,当基金公司未向券商支付交易佣金时变量 *Fee* 和 *Change\_Fee* 均为缺失值,所以第(2)列观测数较第(1)列更小。*OP* 系数显著为负,说明券商分析师讨好基金公司的程度越大,基金公司压低佣金费率的程度反而越大。投资者为追求规模效应会要求券商给予折扣。基金公司如果提高了通过某券商的成交量,也必然要求更优惠的佣金费率,因此交易量和佣金费率负相关,这导致表8第(2)列中 *OP* 系数显著为负。表8中其余变量系数与表3基本一致。表8的回归分析说明基金公司回报券商的方式是在该券商交易席位完成更多交易,而非提高针对该券商的佣金费率。

## 七、结论

本文从获取基金公司更多分仓佣金的视角研究了分析师对重仓股发布乐观盈利预测的经济后果。利用2010—2015年基金持股、分析师盈利预测和基金向券商支付的交易佣金数据,首先发现分析师对基金公司重仓股发布乐观盈利预测能够促使基金公司向券商支付更多交易佣金,即对于券商的“投之以桃”,基金公司将“报之以李”。其次,分析师越积极地讨好基金公司,就越能得到更多回报。这表现为相对于对热门股票乐观,分析师对重仓的冷门股票乐观可获得更多的分仓佣金;相对于在季度报告披露后发布乐观预测,在基金季度报告披露前发布乐观预测可以获得更多分仓佣金。再次,小规模基金公司对于分析师的讨好行为更加敏感,通过分仓佣金回报券商的程度更高。最后,分析师的讨好行为能促使基金公司选择在该券商完成更多交易,而非提高佣金费率。本文的研究从另一个角度证实了利益冲突会导致分析师乐观偏差,这有助于人们完整地认识分析师行为异化的成因。

本文的研究表明佣金分仓影响了证券分析师独立性。《通知》第二条规定一家基金公司最多可将其全部佣金的30%支付给同一家券商,本文的描述性分析表明,基金公司支付给单一券商的佣金比重远低于30%这一上限,因此这一上限的设置并未能有效抑制基金公司和券商的利益输送。未来证券监管部门可以考虑进一步限制基金公司向单一券商支付佣金的比重,或者限制向单一券商支付佣金的绝对额,这样可以降低分析师讨好基金公司的收益。此外,可以考虑加大对分析师失信行为的惩罚(如禁止有不良记录的分析师参评最佳分析师,对其进行公开谴责、认定为不适当人选等)以增加分析师利益输送行为的成本。另外,证券公司应进一步完善内部治理和内部控制制度,在不同业务部门之间建立防火墙,维护研究部门的独立性。总之,证券监管部门只有综合施策,才能进一步提高证券分析师研究质量,维护中小投资者利益。

## 参考文献:

- [1] KE B, YU Y. The effect of issuing biased earnings forecasts on analysts' access to management and survival[J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(5): 965-999.
- [2] O'BRIEN P C, MCNICHOLS M F, LIN H W. Analyst impartiality and investment banking relationships[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(4): 623-650.

表8 基金公司回报券商的方式分析

	(1) <i>Change_Trade</i>	(2) <i>Change_Fee</i>
<i>OP</i>	1.404E-4 *** (6.69)	-6.230E-7 ** (-2.51)
<i>Nstkcd</i>	-0.000 (-0.32)	0.000 (1.37)
<i>Trade</i>	-0.303 *** (-26.47)	
<i>Fee</i>		-0.405 *** (-23.01)
<i>Numanalyst</i>	0.001 *** (6.17)	-0.000 (-0.67)
<i>Stock</i>	0.030 *** (8.72)	-0.000 *** (-4.92)
<i>Familynum</i>	-0.001 *** (-2.86)	-0.000 ** (-2.43)
<i>Samecity</i>	0.002 *** (4.40)	-0.000 (-1.33)
<i>Lnfirm</i>	0.000 (0.11)	0.000 (1.21)
<i>Lnbrok</i>	0.001 *** (13.83)	-0.000 * (-1.97)
<i>Constant</i>	-0.005 *** (-7.69)	0.000 *** (6.22)
Year	Control	Control
OBS	41921	19422
Adj-R <sup>2</sup>	0.1848	0.1985

- [3] MOLA S, GUIDOLIN M. Affiliated mutual funds and analyst optimism[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(1):108-137.
- [4] JACKSON A R. Trade generation, reputation, and sell-side analysts[J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(2): 673-717.
- [5] GU Z Y, LI Z Q, YANG G Y. Monitors or predators: the influence of institutional investors on sell-side analysts[J]. *Accounting Review*, 2013, 88(1):137-169.
- [6] FIRTH M, LIN C, LIU P, et al. The client is king: do mutual fund relationships bias analyst recommendations? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51(1):165-200.
- [7] IRVINE P J A. Do analysts generate trade for their firms evidence from the Toronto stock exchange[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 30(2): 209-226.
- [8] IRVINE P J A. Analysts' forecasts and brokerage-firm trading[J]. *Accounting Review*, 2004, 79(1):125-149.
- [9] NIEHAUS G, ZHANG D. The impact of sell-side analyst research coverage on an affiliated broker's market share of trading volume[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(4):776-787.
- [10] GRANT A, JARNECIC E, SU M. Asymmetric effects of sell-side analyst optimism and broker market share by clientele [J]. *Journal of Financial Markets*, 2015, 24(4):49-65.
- [11] 李钻, 施先旺. 机构投资者佣金分仓与分析师盈余预测[J]. *宏观经济研究*, 2016(6):135-146.
- [12] 姜波, 周铭山. 参股基金公司持股与分析师乐观性[J]. *财经研究*, 2015(1):118-131.
- [13] 曹胜, 朱红军. 王婆贩瓜: 券商自营业务与分析师乐观性[J]. *管理世界*, 2011(7):20-30.
- [14] HUYGHEBAERT N, XU W. Bias in the post-IPO earnings forecasts of affiliated analysts: evidence from a Chinese natural experiment[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2016, 61(2-3):486-505.
- [15] 肖星, 王琨. 证券投资基金: 投资者还是投机者? [J]. *世界经济*, 2005(8):73-79.
- [16] 于上尧, 王雪, 伊志宏. 抱团能否取暖——基金经理的选股策略与基金业绩[J]. *经济学报*, 2015(4):82-109.
- [17] 史永东, 王瑾乐. 中国的机构投资者真的稳定市场了吗? [J]. *经济研究*, 2014(4):100-112.
- [18] COOPER R A, DAY T E, LEWIS C M. Following the leader: a study of individual analysts' earnings forecasts[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 61(3):383-416.

[责任编辑:黄燕]

## A Study on the Consequences of Analysts' Optimistic Forecasts for Heavily-held Stocks: Evidence from Trading Commission Fees

ZHENG Qi

(School of Economics and Management, Changsha University of Science & Technology, Changsha 410076, China)

**Abstract:** Selecting analyst's earnings forecasts from 2010 to 2015, heavily-held stocks and data on commission paid to securities traders by fund firms, this paper makes a research on the consequences of analysts' optimistic earnings forecast for heavily-held stocks by fund firms. The research shows that the more times the analysts issue optimistic earnings forecast for stocks held by fund firms, the more commission the fund will pay to the firm's analysts. Further research finds that the earlier optimistic forecasts for unpopular stocks heavily held by fund firms and more timely optimistic forecasts made by analysts could increase commissions and sub-positions paid by fund firms to securities traders. This phenomenon is more obvious in small-sized fund firms. Finally, the fund firms pay more commissions to securities traders by means of increasing the volume of transactions; Interest conflict is the cause of dissimulation of analysts' behavior.

**Key Words:** security analyst; earnings forecast; optimistic forecast; heavily-held stocks in fund company; sub commission; trading commission; tunneling; analyst independence