

# 股权质押与分析师独立性

郑涵歆<sup>1</sup>, 潘煜双<sup>2</sup>

(1. 上海财经大学会计与财务大数据研究中心, 上海 200433; 2. 嘉兴学院商学院, 浙江 嘉兴 314001)

**摘 要:** 证券分析师为投资者与上市公司间的信息中介, 其职能是为投资者提供决策有用的信息, 减小投资者与上市公司间的信息不对称程度, 但其他利益的干涉使得分析师独立性问题一直饱受争议。随着我国股权质押业务的扩大, 券商与公司间的“债权人-债务人”利益关系严重影响了券商旗下分析师的独立性。本文研究发现, 若券商与公司有股权质押业务关联, 券商旗下分析师对该公司发布的投资评级更偏乐观, 使得分析师独立性降低, 进一步研究发现, 这一现象在信息透明度较低的公司、个人声誉较低的分析师中更为严重。以上结论在 DID + PSM 控制内生性问题及其他稳健性检验后依旧成立。本文结论对规范分析师行业、完善股权质押政策以及提高资本市场效率具有一定的参考价值。

**关键词:** 股权质押; 分析师独立性; 公司信息透明度; 分析师声誉

**中图分类号:** F230      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1004-4892(2019)12-0076-10

## 一、引 言

证券分析师作为资本市场的重要组成部分, 其对资本市场的经济后果一直受到学术界与实务界的关注。分析师在资本市场的主要功能, 是以专业的信息挖掘能力、基本面分析能力向资本市场的普通投资者们传递反馈上市公司内在价值的真实信息, 从而降低投资者与上市公司间的信息不对称程度, 使得投资者能够更合理地配置资产、投资决策, 进而提高资本市场的资源配置效率与市场定价准确度。但证券分析师这一功能并不总能得到有效发挥, 尤其当面临利益冲突时, 便会与审计师一样受到独立性问题的干扰, 且由于分析师直接面对投资者与上市公司, 其独立性的问题会带来更直接的影响。

国内外对于证券分析师的独立性已有不少研究, 归结起来主要从“委托人-受托人”“投资中介-投资者”“股东-公司”“信息需求者-供给者”四个角度对分析师独立性研究居多。其中前3者为券商与分析师利益冲突, 使得分析师独立性受到干扰, 主要为券商承销业务(Dugar & Nathan, 1995<sup>[1]</sup>; Lin & McNichols, 1997<sup>[2]</sup>; Michaely & Womack, 1999<sup>[3]</sup>; 原红旗 & 黄倩茹, 2007<sup>[4]</sup>)、投行业务(McNichols & Lin, 2005)<sup>[5]</sup>、经纪收入(Francis et al., 2004<sup>[6]</sup>; Jackson, 2005<sup>[7]</sup>; Gu et al., 2013<sup>[8]</sup>)、投资收益(Mola & Guidolin, 2009<sup>[9]</sup>; 曹胜 & 朱红军, 2011<sup>[10]</sup>; 姜波 & 周铭山, 2015<sup>[11]</sup>)的影响, 第4个为分析师为从管理层获取私有信息而对独立性造成的影响(Francis & Philbrick, 1993<sup>[12]</sup>; Ke & Yu, 2006<sup>[13]</sup>; Mayew, 2008<sup>[14]</sup>; 赵良玉等, 2013<sup>[15]</sup>)。随着

收稿日期: 2019-07-15

基金项目: 国家社会科学基金资助项目(19BJY020)

作者简介: 郑涵歆(1994-), 男, 浙江金华人, 上海财经大学会计与财务大数据研究中心研究助理, 硕士生; 潘煜双(1964-), 女, 河南许昌人, 嘉兴学院商学院教授, 博士。

我国股权质押业务的不断扩大,券商逐步加入争夺股权质押市场份额的这块“大蛋糕”队伍之中。根据 wind 咨询金融终端统计,自 2013 年至 2016 年末,已有 1546 家上市公司在券商有过股权质押业务,其中 2016 年将近有 1300 家公司在券商有过股权质押业务,因此券商在资本市场便多了一重身份——债权人。本文从债权人的角度研究债权人与债务人的利益干涉对分析师独立性的影响,研究发现股权质押使得券商与上市公司间利益合谋程度加深、潜在的坏账风险增大,为增大私利获取、减小潜在的坏账风险,券商便会施压旗下分析师,使其对股权质押客户发布更乐观的投资评级,致使分析师独立性降低。且这一效应在信息透明度低的公司、个人声誉低的分析师中更加严重。

本文主要贡献如下:(1)已有研究主要从“委托人-受托人”“投资中介-投资者”“股东-公司”“信息需求者-供给者”对分析师独立性研究居多,本文从“债权人-债务人”角度研究券商利益对分析师独立性的干扰,丰富了分析师独立性的理论研究。(2)已有不少研究发现股权质押使得公司内部治理水平下降,例如谢德仁等(2016)研究发现股权质押使得公司股价崩盘风险降低,但这一降低不是通过努力提高经营业绩而改善的,而是公司通过盈余管理等行为对负面信息进行隐藏,使得公司信息透明度降低而导致的<sup>[16]</sup>。分析师作为公司与投资者的信息中介,原本职能是为降低投资者与上市公司间的信息不对称程度,但券商股权质押业务的介入使其并没有发挥出职能,反而进一步恶化了股权质押带来的低信息透明度效应,使得公司与市场间的信息不对称程度进一步加深。本文进一步拓展了股权质押信息质量恶化效应的研究。(3)证券分析师行业在我国资本市场的地位已越来越重要,本文的研究结论直接指出了行业内存在的弊端,并进一步分析了其机理,希望能为监管部门规范分析师行业提供一定的经验证据与实践启示。(4)随着我国股权质押业务的愈演愈烈,资本市场有必要进一步加强对公司股权质押业务的监管,尽量避免类似于保千里、超日太阳等质押大股东“外逃”“跑路”等现象的出现,减少类似于顾地科技、乐视网爆仓现象的出现,进而减少投资者的损失。因此本文希望在丰富理论研究的同时,也为政策制定者提供一定的经验证据,以便进一步完善股权质押政策。

## 二、文献回顾

证券分析师在资本市场中所发挥的作用饱受学术界与实务界的关注,在不考虑其他因素影响的情况下,分析师为个人晋升与声誉,有动机提供更准确的预测报告,但当有其他利益干涉至分析师时,其预测便易受到干扰。以往文献对于分析师独立性的研究集中于券商的利益干涉居多,主要为以下四方面:“委托人-受托人”“投资中介-投资者”“股东-公司”“信息需求者-供给者”。

从“委托人-受托人”角度,Dugar & Nathan(1995)较早发现与非承销商分析师相比,承销商分析师对公司的盈余预测与投资评级更加乐观<sup>[1]</sup>。之后 Lin & McNichols(1997)、Michaely & Womack(1999)也发现了类似的结论,也即承销商分析师更多的发表“买入”的投资评级<sup>[2][3]</sup>。在我国,原红旗 & 黄倩茹(2007)研究发现承销商分析师普遍比非承销商分析师的盈余预测、投资评级均更高,证明了券商承销业务影响了分析师的独立性<sup>[4]</sup>。同时 McNichols & Lin(2005)研究发现,对公司有投行业务的券商,其关联分析师调增评级的速度要快于其他分析师<sup>[5]</sup>。

从“投资中介-投资者”角度,券商的经纪收入主要来自佣金与手续费等,而佣金与手续费主要源于机构投资者。Francis et al.(2004)、Jackson(2005)研究发现若分析师对基金重仓持有的股票发布更乐观的评级,那么机构投资者在此券商便会有更多的交易席位,也就有更多的佣金、手续费产生<sup>[6][7]</sup>。同时与此相对应的,Gu et al.(2013)基于中国数据研究发现,当机构投资者在券商分配的交易席位越多、交易佣金越大时,此时该券商的分析师对该机构所重仓持有的股票发布的评级越乐观<sup>[8]</sup>。

从“股东-公司”角度,若券商直接或间接持股上市公司,那么券商便可从上市公司获得投资收益。曹胜 & 朱红军(2011)研究发现分析师总体上对所属券商已重仓持有股票的投资评级会更加乐观<sup>[10]</sup>。Mola & Guidolin(2009)研究发现,关联分析师对于所属券商的参股基金所重仓持有的股票,发布的评级更乐观,因为较高的评级有利于提升基金的投资收益<sup>[9]</sup>。在我国,姜波 & 周铭山(2015)研究发现关联分析师对参股基金公司重仓持有股票的评级显著高于非关联分析师<sup>[11]</sup>。

最后,从“信息需求者-供给者”角度,分析师对于个人利益的诉求也会影响其独立性。Francis & Philbrick(1993)研究发现分析师为了个人声誉、晋升等,通过发布乐观的评级取悦公司管理层以获取私有信息,Ke & Yu(2006)、Mayew(2008)更是为这一现象提供更直接的证据<sup>[12][13][14]</sup>。在我国,赵良玉等(2013)以盈余预测的准确度衡量私有信息的获取程度,研究发现在上市公司需要时,发布乐观评级的分析师,其之后的盈余预测更准确<sup>[15]</sup>。

根据我们所掌握的文献,尚未有文献从“债权人-债务人”角度出发对分析师独立性予以研究。股权质押作为公司的融资方式,当其股权在券商予以质押,并获得抵押融资后,券商与公司便形成了“债权人-债务人”的关联关系。本文从“债权人-债务人”关系角度出发,分析股权质押对分析师独立性的影响,丰富与拓展分析师独立性文献。

### 三、理论分析与研究假设

Jenson & Meckling(1976)提出的代理理论认为,当个体或团体置身于同时存在多个“委托-代理”关系的复杂关系环境之中时,代理人将很难做到同时最大化两个委托人的利益<sup>[17]</sup>。从该角度,当公司在券商有股权质押之后,那么该券商旗下的分析师便陷入此多重“委托-代理”关系的冲突之中。一方面,市场的投资者们由于对上市公司的信息获取缺乏专业性,需利用分析师的报告作为其投资决策的参考意见,希望分析师预测是无偏的,因此分析师的职能便是为投资者发布精确、无偏的研究报告,以降低投资者与公司间的信息不对称。另一方面,券商为分析师所在单位,关系分析师薪酬、晋升等,因此当券商出于自身利益不希望旗下分析师发布精确、无偏的报告时,关联分析师的预测便易有偏。股权质押业务形成的“债权人-债务人”关系使分析师陷入此冲突之中,对独立性的影响至少体现在以下三方面。

首先,从券商角度。随着我国股权质押业务的愈演愈烈,已有越来越多的上市公司通过股权质押获得融资,根据 wind 终端统计,2013 年共有 909 家上市公司股权有被质押,而至 2016 年,这一数量增加至 1635,增幅达 79.9%。因此当业务的市场需求量大幅增加时,券商更有动机建立股权质押业务关联,以“债权人-债务人”关系强化与上市公司间的社会关系网络、提高自身的社会资本,进而能够低成本地获得公司更多的私有信息,提高券商的私有收益。因此,券商便更有动机“讨好”公司以建立股权质押业务关联,通过旗下分析师发布更乐观的报告便有利于帮助公司稳定公司股价,提高市场信心。因此为建立或强化与上市公司间的社会关系网络,券商便更有动机使其旗下分析师发布更乐观的报告,使独立性降低。

其次,从公司角度。若股价下跌,那么股东股权丧失的风险便会加大,若为控股股东更会丧失其控制权,因此公司自身也有强烈的动机稳定股价,降低下跌风险。当其与券商建立“债权人-债务人”式股权质押业务关系后,其自身也希望券商旗下分析师能为其发布更乐观的报告,助其稳定股价。因此公司也有动机“讨好”券商及其分析师,例如公司可通过透露内幕消息或私有消息给券商,以达到“讨好”券商及其分析师的目的,从而使其分析师发布更偏乐观的报告。

最后,从股权质押业务角度。我国《担保法》规定,股权质押到期时,若公司股东自身偿债能力不足,债权人有权将股东的股份出售;即便质押期限未到,抵押品的价值(即股价)下降,债



权人有权要求股东追加担保；若无法追加担保，债权人也可强行平仓。实际环境中，作为债权人的券商，在其风控把关严格时，质押款坏账损失是很少发生的，但现有文献发现股权质押使公司内部治理水平下降，（郑国坚等，2014；谢德仁等，2016；谢德仁等，2017；张瑞君等，2017）<sup>[18][16][19][20]</sup>，这使得股权质押仍隐含了一定的风险，因为资本市场仍频出“爆雷”现象，例如保千里、超日太阳等质押大股东“外逃”“跑路”，顾地科技、乐视网爆仓等。因此股价的下跌，使债权人潜在的风险大大增加。作为理性的债权人，在不损失自身利益的前提下，都会设法降低潜在坏账风险，因此当债权人为有能力影响公司股价的券商时，其必然施压旗下分析师发布更乐观的报告，使得股价尽可能地稳定，避免大幅下跌，降低潜在的坏账风险。此时分析师的预测已不再独立无偏。

基于以上分析，本文提出如下假设：

H1：若券商与公司有股权质押业务关联，那么券商旗下分析师对该公司预测报告的独立性更低。

## 四、研究设计

### （一）分析师独立性衡量方法

以往研究分析师独立性的文献对于独立性一般使用盈余预测乐观偏差与投资评级进行衡量，其中有文献同时运用该两指标进行衡量，也有文献单独运用盈余预测乐观偏差或投资评级进行衡量。但不少文献发现投资评级本身也会对盈余预测产生影响，进而使得盈余预测并不能干净度量分析师独立性。例如 Francis & Philbrick(1993)研究发现分析师对公司出具的投资评级越不利，盈余预测的乐观性越强<sup>[12]</sup>。Mayew(2008)、Mayew et al. (2013)研究发现，当分析师予以公司较高的投资评级时，那么其在公司的投资者电话会议中给予提问的概率便大大增加，使分析师获得更多私有信息，提高其盈余预测准确度<sup>[14][21]</sup>。同时在我国，赵良玉等(2013)也以盈余预测的准确度度量分析师私有信息获取程度，研究发现分析师会通过发布乐观的投资评级“讨好”管理层以获得更多的私有信息，使盈余预测准确度提高<sup>[15]</sup>。使用盈余预测来度量分析师的独立性将会存在一定的误差，因为盈余预测偏差并不一定是由独立性问题直接导致的，而是由于独立性问题带来的乐观投资评级导致的。因此本文采用更干净的分析师投资评级乐观程度作为独立性的衡量指标。

参考 Gu et al. (2013)、赵良玉等(2013)、姜波 & 周铭山(2015)，本文使用以下三个指标对投资评级进行衡量，分别为初始评级(recomm1)、相对评级(recomm2)、调高评级(recomm3)<sup>[8][15][11]</sup>。其中分析师在当季度对某股票的首次评级即为初始评级(recomm1)，其取值1、2、3、4及5，分别代表卖出、减持、中性、增持与买入。相对评级(recomm2)为0-1虚拟变量，若分析师在当季度对某公司的初始评级 recomm1 大于所有分析师当季对该公司初始评级 recomm1 的均值，则相对评级 recomm2 取值为1，否则为0。调高评级(recomm3)也为0-1虚拟变量，若分析师在当季度对某公司的初始评级 recomm1 相对于上次调高了评级，或者予以了最高评级，则 recomm3 取值为1，否则为0。

### （二）研究模型

为检验股权质押对分析师独立性的影响，本文建立模型如下：

$$Recomm_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ple\_sec_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Quarter + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

对于 recomm1，本文使用 ologit 模型对(1)进行回归分析，对于 recomm2、recomm3，本文使用 logit 模型对(1)进行回归分析。同时解释变量 Ple\_sec 为是否关联分析师，若券商与公司有股权质押业务关联，且券商旗下分析师对该公司当季度发布过投资评级，那么 Ple\_sec 取值为1，否则为0。参考 Gu et al. (2013)、姜波 & 周铭山(2015)，本文选取表1所示控制变量，并控制了季度固定

效应与行业固定效应<sup>[8][11]</sup>。同时,所有回归均对标准误进行了公司维度的 cluster 处理。

### (三) 数据与样本

自 2007 年开始,我国《物权法》出台并对担保物权制度进行了改革,明确规定动产可作为抵押品进行融资,因此股权自 2007 年开始可正式进行质押融资。由于我国新会计准则也从 2007 年开始执行,2007 年后的企业财务数据均采用公允价值计量体系。基于以上两点,本文选取 2007 ~ 2016 的季度数据为样本期间,这一样本期间既为股权质押正式成文批准之际,同时也保证了公司财务数据量纲的一致性。另外本文参考谢德仁等(2016),对 B 股公司、ST/PT 标记的样本、金融类行业、质押期限小于 1 年的样本、缺失值的样本予以剔除,最终获得 185897 个样本观测值<sup>[16]</sup>。为消除极端值影响,对所有连续变量进行了 1% 和 99% 的 Winsorize 处理。本文股权质押数据来自 wind 数据库,其余分析师预测数据、股票市场数据、财务数据均来自 CSMAR 数据库,并对 wind 股权质押数据库的券商数据与 CSMAR 分析师预测数据库中的券商数据进行了手工匹配。

表 1 变量定义

变量	名称	含义
被解释变量	recomm1	初始评级 分析师在当季度对某股票的首次评级,其取值 1、2、3、4 及 5,分别代表卖出、减持、中性、增持与买入
	recomm2	相对评级 若分析师在当季度对某公司的初始评级 recomm1 大于所有分析师当季对该公司初始评级 recomm1 的均值,则相对评级 recomm2 取值为 1,否则为 0
	recomm3	调高评级 若分析师在当季度对某公司的初始评级 recomm1 相对于上次调高了评级,或者予以了最高评级,则 recomm3 取值为 1,否则为 0
解释变量	ple_sec	是否关联分析师 若券商与公司有股权质押业务关联,且券商旗下分析师对该公司当季度发布过投资评级了,那么 ple_sec 取值为 1,否则为 0
控制变量	size	季度公司规模 公司总资产的自然对数
	lev	季度杠杆比率 负债总额/总资产
	roe	季度净资产收益率 净利润/股东权益平均余额
	bm	季度账面市值比 资产总计/市值
	asset_turnover	季度总资产周转率 营业收入/资产总额期末余额
	anaattention	跟踪分析师数量 一年内对该公司进行过跟踪分析的分析师(团队)数量
	activeanalyst	券商声誉 当期证券公司有发布研报的分析师数量
	ep	季度 EPS 和股价比率(市盈率倒数) EPS/当季收盘价
	ior	季度机构投资者持股比例 机构持股合计/流通 A 股 * 100%
	quarter_volume	股票季度交易量 季度股票交易量之和的自然对数
	cashdividend	季度每股现金股利 每股派息
	bhar_sixm	前 6 个月累积收益率 考虑现金红利再投资的前 6 个月个股回报率之和

## 五、实证分析

### (一) 描述性统计

表 2 为所有变量描述性统计结果,在 185897 个样本观测值中,初始评级 recomm1 的平均数为 4.2832,中位数为 4,此结果与以往文献结果相似,说明我国分析师大多发布更偏正面的投资评级,即以增持与买入居多,recomm2 与 recomm3 的统计结果也与以往文献相似。另外,解释变量 ple\_sec 的均值为 0.67%,表明样本观测值中有 0.67% 比例的分析师观测值(具体为 1254 个分析师观测值),其预测的公司与所属券商存在股权质押业务关联。相关性分析结果显示<sup>①</sup>,ple\_sec 与 recomm1、

① 限于篇幅,相关性分析结果略,作者备索。

recomm2、recomm3 在 Pearson 与 Spearman 相关系数表中均在 1% 的水平上显著正相关, 初步证明了当券商与公司有股权质押业务关联时, 券商旗下分析师对该公司的投资评级更加乐观。

表 2 描述性统计

变量	样本数	均值	p50	标准差	最小值	最大值
recomm1	185897	4.2832	4.0000	0.6341	1.0000	5.0000
recomm2	185897	0.4034	0.0000	0.4906	0.0000	1.0000
recomm3	185897	0.3842	0.0000	0.4864	0.0000	1.0000
ple_sec	185897	0.0067	0.0000	0.0819	0.0000	1.0000
size	185897	22.5921	22.3470	1.4282	20.1964	26.7923
lev	185897	0.4351	0.4372	0.2053	0.0474	0.8474
roe	185897	0.0865	0.0695	0.0749	-0.0539	0.3496
bm	185897	0.4877	0.4440	0.2509	0.0943	1.1094
asset_turnover	185897	0.4635	0.3604	0.3845	0.0314	2.0302
anaattention	185897	19.4831	18.0000	11.5219	1.0000	52.0000
activeanalyst	185897	43.6906	42.0000	21.7591	6.0000	108.0000
ep	185897	0.0383	0.0305	0.0329	-0.0456	0.1663
ior	185897	45.2566	45.7477	22.5774	2.0850	89.8646
quarter_volume	185897	19.7992	19.7963	1.1664	17.1798	22.7527
cashdividend	185897	0.0483	0.0000	0.1276	0.0000	0.7700
bhar_sixm	185897	0.1496	0.1172	0.3357	-0.6065	1.2209

注: \*\*\*, \*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著; 限于篇幅, 本表省略了对控制变量的报告。下同。

## (二) 实证分析

表 3 为 H1 的回归结果。当被解释变量为初始评级 recomm1 时, 解释变量 ple\_sec 的系数在 1% 的水平下显著正相关, 说明当券商与公司有股权质押业务往来时, 券商旗下分析师对该公司当季度的评级会偏乐观。当被解释变量为相对评级 recomm2 时, 解释变量 ple\_sec 的系数在 5% 的水平下显著正相关, 说明当券商与公司有股权质押业务往来时, 券商旗下分析师对该公司当季度的评级要高于其他所有分析师平均对该公司的评级。当被解释变量为调高评级 recomm3 时, 解释变量 ple\_sec 的系数在 1% 的水平下显著正相关, 说明当券商与公司有股权质押业务往来时, 券商旗下分析师对该公司当季度更倾向于调高评级。结论表明, 股权质押使得分析师投资评级更偏乐观, 从而有失其独立性, H1 得到了支持。

表 3 假设 1 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	recomm1	recomm2	recomm3
ple_sec	0.2443 *** (2.79)	0.1652 ** (1.97)	0.2446 *** (2.64)
size	0.0081 (0.29)	0.0684 *** (4.59)	0.0604 *** (2.92)
lev	0.3976 *** (4.04)	0.1986 *** (2.91)	0.4041 *** (4.54)
roe	2.7382 *** (10.96)	0.1141 (0.65)	1.7489 *** (8.30)
bm	-0.6261 *** (-5.39)	-0.3390 *** (-4.67)	-0.5570 *** (-6.02)
asset_turnover	-0.1831 *** (-3.27)	-0.0548 (-1.59)	-0.1379 *** (-2.91)
anaattention	0.0218 *** (13.28)	0.0222 *** (18.44)	0.0160 *** (11.58)
activeanalyst	-0.0025 *** (-7.05)	-0.0026 *** (-7.01)	-0.0043 *** (-10.83)
ep	3.3588 *** (6.01)	1.8236 *** (5.07)	1.9422 *** (4.55)
ior	0.0009 (1.40)	0.0001 (0.25)	0.0004 (0.65)
quarter_volume	-0.0446 ** (-2.57)	-0.0089 (-0.76)	-0.0323 ** (-2.04)
cashdividend	-0.1178 * (-1.85)	0.1952 *** (2.99)	-0.0027 (-0.04)
bhar_sixm	0.4157 *** (15.08)	0.0689 *** (2.68)	0.3020 *** (11.71)
季度	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES
N	185897	185897	185897
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0599	0.0230	0.0486

注: 括号内数值为 t 检验值; \*\*\*, \*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著; 所有回归均对标准误进行了公司维度的 cluster 处理。下同。

## 六、进一步检验

以上研究证明,若券商与公司存在股权质押业务关联,那么旗下分析师对该公司发布预测报告时会更有失独立性。这一现象的源于券商、公司自身利益维护等,使券商旗下分析师对公司发布有偏的报告,以减小股权质押潜在的风险。因此公司自身因素会决定股权质押所带来的风险大小,进而影响券商与分析师的应对措施;而分析师的个人因素也会决定其对风险的应对能力。本文进一步考虑什么类型的公司,以及什么类型的分析师会加剧或缓解股权质押对分析师独立性的影响。

### (一)公司信息透明度

根据以往研究,谢德仁等(2016)发现股权质押使得股价崩盘风险降低,但这一降低不是通过努力提高经营业绩而改善的,而是公司通过盈余管理等行为对负面信息进行隐藏,使得公司信息透明度降低而导致的<sup>[16]</sup>。因此,若公司的信息透明度越低,那么其负面信息被隐藏的概率便越大(Kim & Zhang, 2014; Kim et al., 2016),股权质押所带来的风险便也越大<sup>[22][23]</sup>。首先,从私有信息获取角度,信息透明度更低的公司隐藏更多的负面信息,券商若能获得更多的隐藏信息,便能谋取更多的私有收益,因此建立股权质押业务关联并发布更乐观报告便能达到“讨好”上市公司的目的,从而强化社会关系网络,以便获取更多的私有信息。因此对于信息透明度较低的公司,券商为谋取私有信息便易发布乐观评级以“讨好”客户。

同时,当券商与信息透明度较低的公司有股权质押业务关联后,这便也意味着券商该项股权质押业务可能潜在的坏账风险也更大,因为信息透明度越低的公司未暴露的风险也更多。而作为专业性较高的分析师,对公司的信息透明度以及盈余操纵行为均具有识别能力(Yu et al., 2008; Degeorge et al., 2013; 张宗新 & 杨万成, 2016)<sup>[24][25][26]</sup>。因此对信息透明度较低的股权质押客户,券商也更会施压分析师对此类公司发布更乐观的报告,降低股权质押给券商带来的风险。

参考 Hutton et al. (2009)、赵静等(2018),本文使用过去 3 年的可操纵性应计利润的绝对值之和作为信息透明度的衡量指标,记为 Opaque<sup>[27][28]</sup>。同时本文按照同行业、同年度 Opaque 的中位数将样本划分为两组,用模型(1)分组回归。Opaque 高于中位数意味着公司过去 3 年操纵性应计利润较高,属于信息透明度较低组;Opaque 低于中位数意味着公司过去 3 年操纵性应计利润较低,属于信息透明度较高组。

结果由表 4 可知,当公司的信息透明度较低时, recomm1、recomm2、recomm3 的 ple\_sec 系数分别在 5%、10%、5% 的水平上显著正相关;而当公司的信息透明度较高时,三者均没有显著相关关系。说明股权质押对分析师独立性的影响仅在信息透明度较低的公司中显著,公司的信息透明度越低,那么券商面临的风险便越大,分析师独立性更低,结论符合预期。

表 4 公司信息透明度回归结果

变量	recomm1		recomm2		recomm3	
	Opaque ≥ p50	Opaque < p50	Opaque ≥ p50	Opaque < p50	Opaque ≥ p50	Opaque < p50
ple_sec	0.2461 ** (2.39)	0.2383 (1.60)	0.1766 * (1.85)	0.1490 (0.94)	0.2515 ** (2.34)	0.2229 (1.38)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	111556	74341	111556	74341	111556	74341
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0578	0.0652	0.0228	0.0245	0.0466	0.0536

### (二)分析师声誉机制

尽管券商施压使得分析师发布了更有偏的报告,但是作为理性的经济人,均是为了自身利益的



最大化。分析师之所以会选择遵从券商利益选择发布有偏的研究报告，主要还是由于其为所属券商员工，遵从券商的利益有利于分析师的薪酬与晋升等，使得个人利益最大化。但是分析师的利益并不完全取决于所属券商，Hong & Kubik(2003)研究发现良好的个人声誉有助于大幅度增加分析师个人年薪收入、升迁机会以及市场认可度，Fang et al. (2010)更是发现声誉可以约束分析师和券商潜在的利益冲突行为，高声誉的分析师往往发布的研究报告更准确而独立<sup>[29][30]</sup>。从长远收益和职业生涯角度考虑，分析师不会不珍惜、维护自己的声誉，若分析师发布了有偏的研究报告，势必对其个人声誉造成影响，相反发布更独立、无偏的报告却有利于其提高个人声誉。因此，若分析师声誉越高，那么分析师个人可获得的总净收益便越大，当个人声誉机制带来的收益大于遵从券商利益带来的收益时，分析师便会选择发布更独立无偏的报告。具体到股权质押业务，若分析师的声誉较高，那么便没必要遵从券商利益选择发布有偏的报告，相反若发布有偏的报告反而会降低个人声誉使其利益受损。所以本文预测，高声誉的分析师并不会因券商与公司存在股权质押业务关联而有失独立性。

各国分析师声誉机制均是通过一套明星分析师评选的社会实施机制实现的，我国主要为《新财富》杂志评选明星分析师。因此借鉴 Gu et al. (2013)、吴超鹏等(2013)，本文采用是否为明星分析师对分析师的声誉进行衡量，记为 rank，若分析师在当年的该季度为明星分析师，则 rank 等于 1，否则为 0<sup>[8][31]</sup>。本文按照 rank 是否等于 1 将样本划分为两组，按模型(1)分组进行回归。结果由表 5 可知，当分析师声誉较低时，recomm1、recomm2、recomm3 的 ple\_sec 系数均在 1% 的水平上显著正相关；而声誉较高时，三者均没有显著的正相关关系，甚至 recomm1 与 recomm3 出现了显著的负相关关系。这说明高声誉的分析师并不会因券商与公司存在股权质押业务关联而有失独立性，相反低声誉的分析师独立性更低，以上结果符合预期。另外，对于 recomm1、recomm3 在 rank = 1 组出现的显著负相关关系，已有不少文献发现股权质押活动使公司内部治理水平下降(郑国坚等，2014；谢德仁等，2016；谢德仁等，2017；张瑞君等，2017)<sup>[18][16][19][20]</sup>。因此本文认为可能的解释为，作为不易受所属券商利益干扰的明星分析师，由于其独立性更高，更倾向于发布无偏、准确的报告，而股权质押使得公司增加了更多的利空消息，所以明星分析师对于此类公司的投资评级便自然会更低。

表 5 分析师声誉机制回归结果

变量	recomm1		recomm2		recomm3	
	rank = 0	rank = 1	rank = 0	rank = 1	rank = 0	rank = 1
ple_sec	0.2934 *** (3.27)	-0.5094 * (-1.79)	0.1935 ** (2.23)	-0.2448 (-0.91)	0.2977 *** (3.14)	-0.5499 * (-1.83)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	171449	14448	171449	14448	171449	14448
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0578	0.1091	0.0224	0.0482	0.0470	0.0939

## 七、稳健性检验

本文对假设 1 及两项进一步检验共进行了 6 项稳健性检验：(1) 更换被解释变量：使用调整评级度量分析师独立性；(2) 更换解释变量：以券商与控股股东间是否存在股权质押关联建立解释变量；(3) 仅保留分析师当年首次预测样本；(4) 仅保留分析师当年最后一次预测样本；(5) 更换标准误调整方式：对标准误进行分析师维度的 cluster 处理；(6) 双重差分(DID) + 倾向得分匹配法(PSM)：以有无关联分析师为横截面维度的差分，以分析师关联前与后为时间维度的差分，以所有



控制变量为配对指标进行 DID + PSM 检验。以上结果均支持原结论,限于篇幅,本部分省略了对实证结果的报告。

## 八、结 论

证券分析师是投资者与上市公司之间重要的信息中介,其本职是为投资者提供决策有用的信息,从而使得投资者与上市公司之间的信息不对称程度降低。然而其他利益的干涉往往使证券分析师的独立性难以保证,股权质押业务使得券商成为了上市公司的债权人,“债权人-债务人”的利益干涉使得券商旗下分析师独立性受到影响。本文研究发现股权质押使得券商与上市公司间利益合谋程度加深、潜在的坏账风险增大,因此为增大私利获取、减小潜在的坏账风险,券商便施压旗下分析师,使其对股权质押客户发布更乐观的投资评级。同时进一步研究发现,若公司的信息透明度越低、分析师的声誉越低,这一现象更加严重。

本文从“债权人-债务人”的角度对分析师独立性予以深入研究,同时也为股权质押的信息质量恶化效应进一步提供了经验证据,丰富与拓展了两大领域内的研究。希望能为行业规范与政策制定提供一定的经验证据与实践启示。

### 参考文献:

- [1] Dugar A. , Nathan S. The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations [J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 12(1): 131 - 160.
- [2] Lin H. W. , Menichols M. F. Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations [J]. Journal of Accounting & Economics, 1997, 25(1): 101 - 127.
- [3] Michaely R. , Womack K. L. Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations [J]. The Review of Financial Studies, 1999, 12(12): 653 - 686.
- [4] 原红旗,黄倩茹. 承销商分析师与非承销商分析师预测评级比较研究 [J]. 中国会计评论, 2007, 5(3): 285 - 304.
- [5] Menichols M. F. , Lin H. W. Analyst Impartiality and Investment Banking Relationships [J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(4): 623 - 650.
- [6] Francis J. , Chen Q. , Philbrick D. R. , Willis R. H. Security Analyst Independence [J]. Research Foundation Publications, 2004, 4(1): 1 - 119.
- [7] Jackson A. R. Trade Generation, Reputation, and Sell-Side Analysts [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(2): 673 - 717.
- [8] Gu Z. , Li Z. , Yang Y. G. Monitors or Predators: The Influence of Institutional Investors on Sell-side Analysts [J]. The Accounting Review, 2013, 88(1): 137 - 169.
- [9] Mola S. , Guidolin M. Affiliated Mutual Funds and Analyst Optimism [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(1): 108 - 137.
- [10] 曹胜,朱红军. 王婆卖瓜: 券商自营业务与分析师乐观性 [J]. 管理世界, 2011, 7(3): 20 - 30.
- [11] 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, 41(1): 118 - 131.
- [12] Francis J. , Philbrick D. Analysts' Decisions As Products of a Multi-Task Environment [J]. Journal of Accounting Research, 1993, 31(2): 216 - 230.
- [13] 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.
- [14] Mayew W. J. Evidence of Management Discrimination among Analysts during Earnings Conference Calls [J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(3): 627 - 659.
- [15] 赵良玉,李增泉,刘军霞. 管理层偏好、投资评级乐观性与私有信息获取 [J]. 管理世界, 2013, 4(4): 33 - 47.
- [16] 谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究 [J]. 管理世界, 2016, 5(11): 128 - 140.
- [17] Jensen M. C. , Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [18] 郑国坚,林东杰,林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值 [J]. 管理科学学报, 2014, 17(9): 72 - 87.

- [19] 谢德仁, 廖珂, 郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择 [J]. 会计研究, 2017, 3(6): 30–38.
- [20] 张瑞君, 徐鑫, 王超恩. 大股东股权质押与企业创新 [J]. 审计与经济研究, 2017, 32(4): 63–73.
- [21] Mayew W. J., Sharp N. Y., Venkatachalam M. Using Earnings Conference Calls to Identify Analysts with Superior Private Information [J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18(2): 386–413.
- [22] Kim J., Zhang L. Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks [J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 31(3): 851–875.
- [23] Kim J. B., Li L., Lu L. Y., Yu Y. Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk [J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(2–3): 294–312.
- [24] Lan Z. H., Wang S. S., Yu T., Yu Z. Analyst Coverage and Earnings Management: Evidence from China [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2): 589–627.
- [25] Degeorge F., Ding Y., Jeanjean T., Stolowy H. Analyst Coverage, Earnings Management and Financial Development: An International Study [J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2013, 32(1): 1–25.
- [26] 张宗新, 杨万成. 声誉模式抑或信息模式: 中国证券分析师如何影响市场? [J]. 经济研究, 2016, 9(8): 104–117.
- [27] Hutton A. P., Marcus A. J., Tehranian H. Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67–86.
- [28] 赵静, 黄敬昌, 刘峰. 高铁开通与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2018, 1(14): 157–168.
- [29] Hong H., Kubik J. D. Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts [J]. The Journal of Finance, 2003, 58(1): 313–351.
- [30] Fang L. H., Yasuda A. Erratum: The Effectiveness of Reputation as a Disciplinary Mechanism in Sell-Side Research [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(1): 465–465.
- [31] 吴超鹏, 郑方镛, 杨世杰. 证券分析师的盈余预测和股票评级是否具有独立性? [J]. 经济学(季刊), 2013, 12(3): 935–958.

## Equity Pledge and Analyst Independence

ZHENG Hanxin<sup>1</sup>, PAN Yushuang<sup>2</sup>

(1. Accounting and Financial Big Data Research Center, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. Business School, Jiaxing University, Jiaxing 314001, China)

**Abstract:** Securities analysts are an information intermediary between investors and listed companies. Their task is to provide investors with useful information for decision-making and reduce the degree of information asymmetry between investors and listed companies, but the interference of other interests has made the issue of analyst independence controversial. With the expansion of China's equity pledge business, the "credit-debtor" interest relationship between brokers and companies has seriously affected the independence of brokers' analysts. The study finds that if brokerage company has equity pledge business with listed companies, the analysts of the brokerage company will be more optimistic about the company's investment rating, which will reduce analysts' independence. Further research finds that this phenomenon is more serious if the company's information transparency is low, or if the analyst's personal reputation is low. The above conclusions are still robust after DID + PSM is used to control endogeneity problems and other robustness tests are conducted. The findings of this paper have certain reference value for regulating the analyst industry, perfecting the equity pledge policy and improving the efficiency of the capital market.

**Key words:** Equity Pledge; Analyst Independence; Corporate Information Transparency; Analyst Reputation Mechanism

(责任编辑: 赵 婧)