

2024-01-31

· 欧洲MiFID II实行后与美国千禧年后卖方生态研究 ·

证券研究报告

证券分析师：夏聿印 执业登记编号：S1190523030003

主要观点:

1、MiFID II概述

2018年1月3日，欧盟《金融工具市场指令》第2版（简称 MiFID II）在欧盟全面实施。MiFID II实施以来，在提升市场透明度和降低交易成本等方面效用显著，MiFID II政策规定单独收取研究费用，进一步提升了市场透明度、改善市场运作机制并某种程度上保护了投资者。

2、MiFID II对买卖双方及上市公司影响

研究与交易成本分拆导致了买方支付更多额外研究费用，且公司预算下跌幅度与规模成正比，大公司优势明显。额外费用支出多由公司内部消化，并非转嫁投资者；为减少外部依赖，买方内部研究员需求上升，同时合作卖方研究所数量减少，卖方竞争加剧，高级资深研究员倾向离开原公司，包括离开卖方转向买方；剩下的研究员精力“少而专”地集中于大公司，导致中小市值公司研报质量整体有所下降，流动性方面，中小型股票流动性萎缩明显。

3、千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

2000年以前，由于信息不对称性，美国市场买方及投资者依赖传统经纪商提供的研报做出投资决策，高额研究费用让小型买方和投资者望而却步。千禧年后，由于数字化平台和独立研究提供商的兴起改变了卖方生态，信息透明度提升，对卖方研究依赖度降低，佣金费率持续下降，零佣模式成为普遍现象；叠加MiFID II的分拆影响，监管部门尽管用“不行动”信函争取了缓冲余地，但卖方研究仍曲折前进；人工智能、高效算法模型也在改变对传统券商的评价与选择，并对券商的业绩能力和管理能力有所帮助。

4、全球卖方研究发展趋势展望及对中国发展启示

国内公募基金费率改革仍在路上，卖方研究的竞争格局和商业模式面临改变，除夯实研究基本功之外，研究所也需要内外兼修、协同发展，拥抱数字化，构建特色化、差异化综合研究平台是破局关键。

目录

1

MiFID II 概述

2

MiFID II 对买卖双方及上市公司的影响

3

千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

4

全球卖方研究发展趋势展望及对国内发展启示

1 MiFID II概述

- **背景：** MiFIDII出台的主要目的是通过提高市场透明度来最终保护投资者。在MiFIDII之前，经纪费用不透明，通常包括交易费用和研究等其他服务费用捆绑在一起。研究成本通过交易佣金补偿，最终承担这些成本的投资者也无法确定他们所支付的服务和成本，同时易产生过度交易等问题。为解决这些问题，MiFIDII中的一项规定要求资产管理公司对研究服务明确计费。
- **颁布：** 2018年1月3日，欧盟《金融工具市场指令》第2版（简称 MiFID II）在欧盟全面实施，第2版在原有《金融工具市场指令》（简称 MiFID）的基础上，强化金融市场监管功能并加强投资者保护。
- **相关重要变化条例：** 投资研究单独付费，不能与交易佣金捆绑；强制资产管理机构披露在投资研究方面的支出；限制使用“暗池”（dark pool）交易平台等。
- **影响：** MiFID II实施后已过去5年，卖方研究生态变得更加透明；投资者现在能够清楚地了解研究服务的成本，并有选择权；同时导致卖方研究员提升研究质量和服务水平来吸引投资者，优胜劣汰趋势显著。卖方研究的商业模式发生了重大变化，对于研究提供商和投资机构都带来了新的挑战 and 机遇。

目录

1

MiFID II 概述

2

MiFID II 对买卖双方及上市公司的影响

3

千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

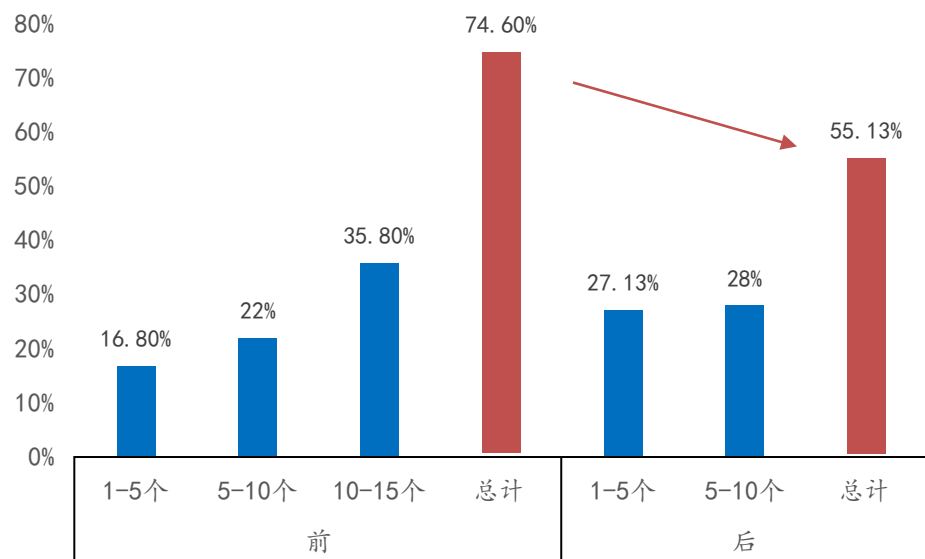
4

全球卖方研究发展趋势展望及对国内发展启示

2.1 对买方：减少研究供应商合作，大机构预算缩水明显

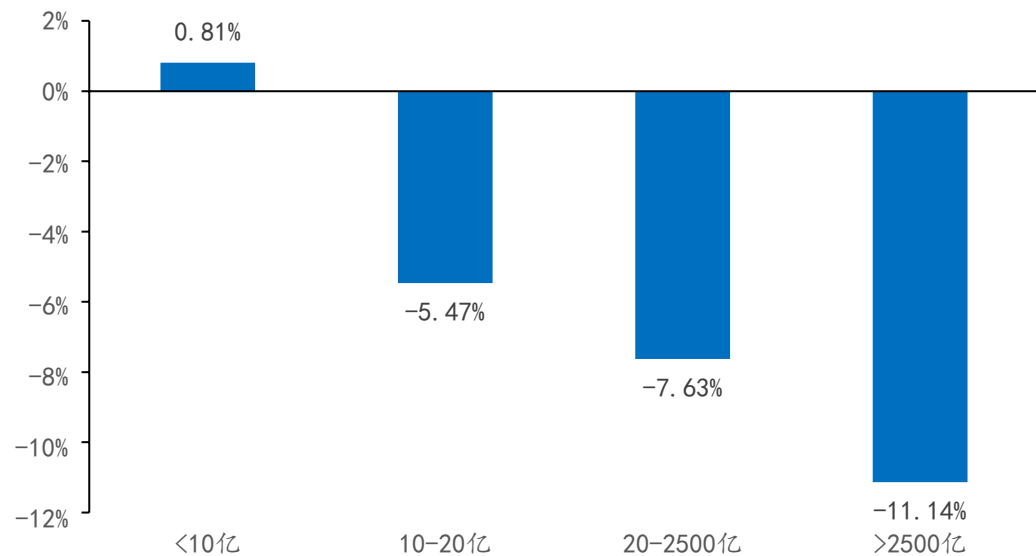
- 2018年欧洲实施MiFID II后，资管公司合作的研究机构数量下降明显，根据英国金融交易服务商Liquidnet的调查显示，61%的资管机构减少了研究提供商的数量。在研究预算方面，买方内部吸收研究成本将影响买方利润，据CFA协会调查报告显示，欧洲公司研究预算的平均降幅为6.3%；预算的减少随着公司规模而增加，MiFID II对规模更大的机构预算影响也较大。

图1：资管机构MiFIDII前后使用卖方研究机构数变化



数据来源：Euromoney，太平洋研究院整理

图2：公司研究预算变化(按资管规模划分)

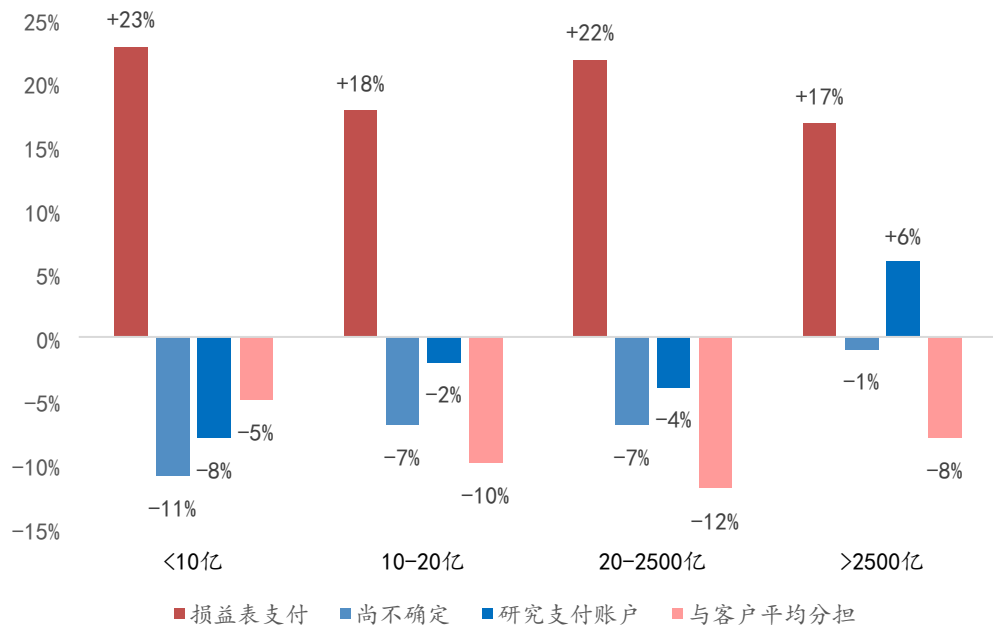


数据来源：CFA，太平洋研究院整理

2.2 对买方：成本内部化对投资者利好，大公司更显利润优势

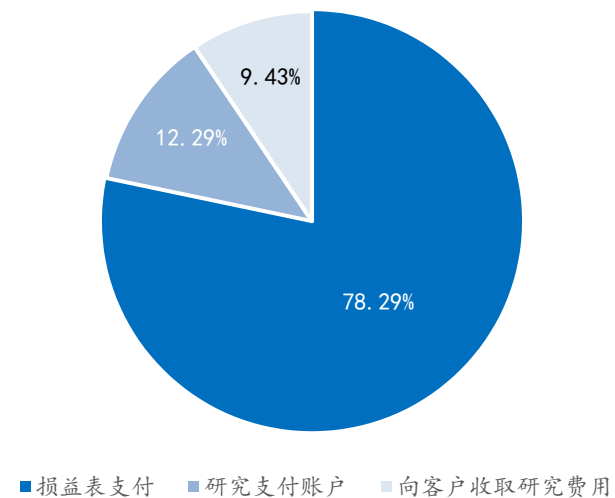
- 在不同AUM规模的公司中，大部分公司选择从损益表中支付额外研究费用，而非转嫁投资者。
- 买方公司所承担的研究成本带来的利润率压力对小公司影响较大，大公司更能够在这种潜在竞争下生存。
- 竞争压力迫使大多数资产管理公司承担研究成本，多数公司把研究费用列入损益表，是由于研究成本计入公司损益会带来额外税收优惠；此外，另外一些主要头部机构往往会选择建立独立的研究支付账户以更好的满足监管要求；

图3：MiFID II前后不同AUM公司研究费用支付方式变化 (%)



数据来源：CFA，太平洋研究院整理

图4：MiFID II后买方支付研究费用的方式占比

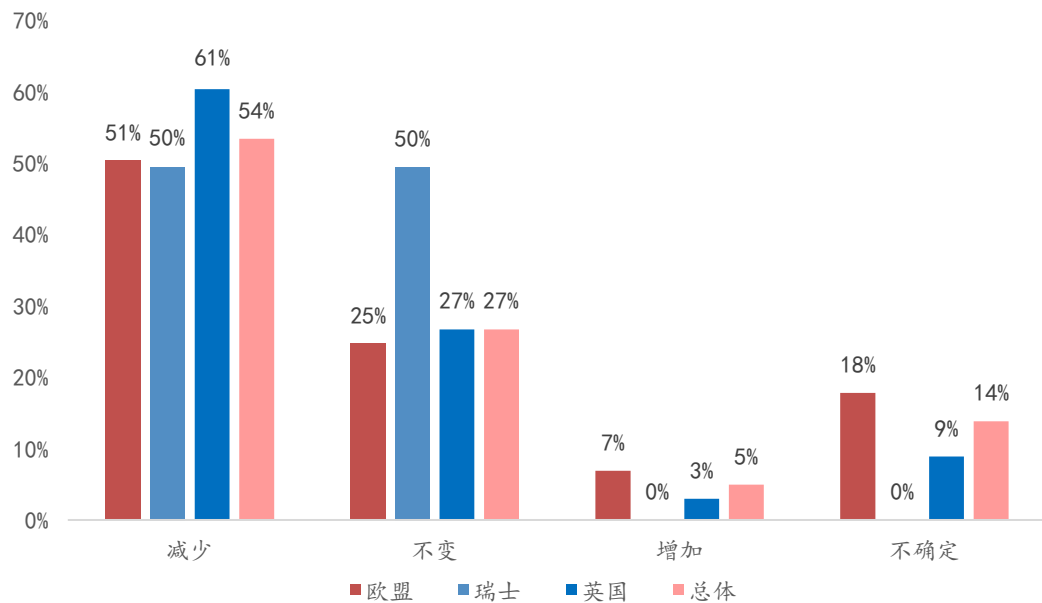


数据来源：Euromoney，太平洋研究院整理

2.3 对卖方：研究重心由卖方转至买方以减少外部依赖

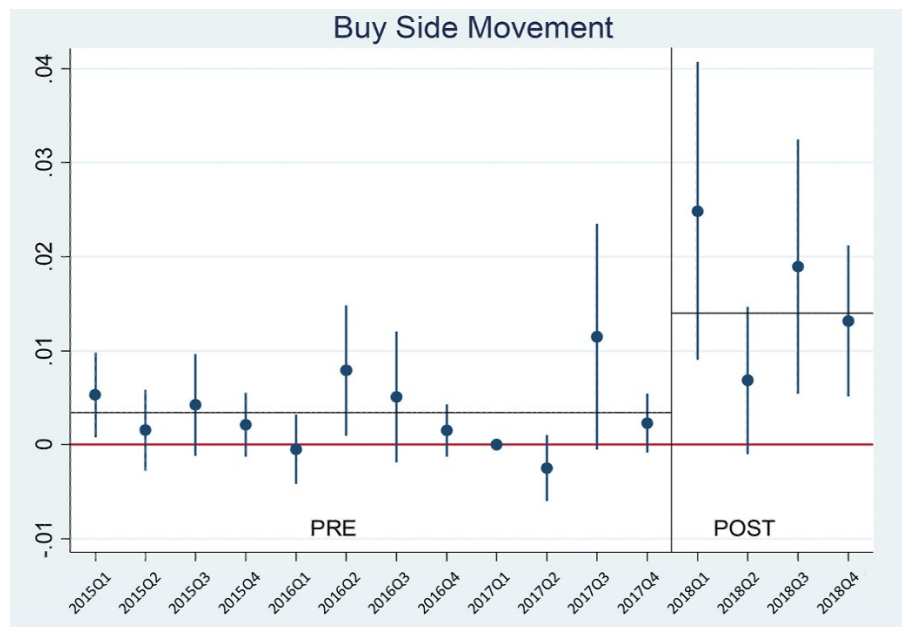
- 买方客户精简合作的研究机构，更加关心所合作研究机构能否为公司提升投资回报和附加值，一个明显趋势是资管公司将把外包给卖方经纪公司的研究转移给内部买方分析师，以把控研究质量减少依赖。反映出研究需求从卖方研究转向买方研究的转变，分析师的数量和质量也逐步从卖方券商转向买方机构，出现研究员的迁徙。

图5: MiFID II后卖方研究员数量变化



数据来源: CFA, 太平洋研究院整理

图6: MiFID II前后买方研究员数量变化



数据来源: Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理 8

2.4 对卖方：高水平资深分析师流动加速

- 是否留在券商？MiFID II之后，欧洲更有经验的、对市场分析相对准确性更高的分析师更有可能离开券商，高质量分析师相比低质量分析师离开券商可能性更大。
- 是否离开卖方？相对准确度高、经验丰富的分析师更有可能离开卖方行业，因为他们在其他领域更有竞争力。调查显示，欧盟分析师离开卖方的可能性比非欧盟分析师高2.6%，高质量分析师离开卖方的可能性比非欧盟分析师高4.6%-5.6%。
- 是否转向买方？研究成本分拆将导致对分析师的需求从卖方转向买方，且主要集中于相对准确度高的分析师中，资历较高的分析师转向买方的可能性略有减少。据调查，欧盟分析师转投买方的可能性高出1.1%，高质量分析师转投买方的可能性高出约2.5%。
- 是否进入新公司高管层？相对准确度更高的分析师更有可能在新公司晋升和最终进入高管层。
- 结果表明，在MiFID II之后，高质量的分析师离开经纪公司，或完全离开卖方，转到买方或利用其他机会，通常会有升职可能。

Panel A – 分析师在给定季度是否留在券商				
Dep. Variable	Stay_At_Firm	Stay_At_Firm	Stay_At_Firm	Stay_At_Firm
Quality Measure		RelAccuracy	Experience	Seniority
I(ATreat)*I(Post)	-0.030*** (-3.58)	-0.012 (-1.12)	-0.015 (-1.36)	0.020*** (2.98)
HighQuality		0.005*	0.032***	0.004
LowQuality		0.002	-0.009	

Panel B – 分析师是否在给定季度离开卖方行业				
Quality Measure	Leave_SellSide	Leave_SellSide	Leave_SellSide	Leave_SellSide
		RelAccuracy	Experience	Seniority
I(ATreat)*I(Post)	0.026*** (3.95)	0.005 (0.60)	0.006 (0.79)	-0.011*** (-6.01)
(ATreat)*I(Post)* HighQuality		0.041***	0.048***	0.067***
(ATreat)*I(Post)* LowQuality		0.011	0.01	

Panel C – 分析师是否在给定季度转向买方				
Quality Measure	Buy_Side	Buy_Side	Buy_Side	Buy_Side
		RelAccuracy	Experience	Seniority
I(ATreat)*I(Post)	0.011** (-2.33)	0.003 (-0.55)	-0.001 (-0.36)	-0.003*** (-3.51)
I(ATreat)*I(Post)* HighQuality		0.021***	0.026**	0.025***
I(ATreat)*I(Post)* LowQuality		-0.002	0.011	

Panel D – 分析师在新公司任职后是否晋升以及分析师是否最终进入新公司高管				
I(Treat)*I(Post)	Higher_Pos	Higher_Pos	CSuite	CSuite
I(Treat)*I(Post)	0.026*** (3.5)	0.014 (1.4)	0.011*** (2.96)	0.005 (0.95)
I(Treat)*I(Post)*TopAccu		0.030**		0.017*
I(Treat)*I(Post)*BotAccu		-0.001		-0.002

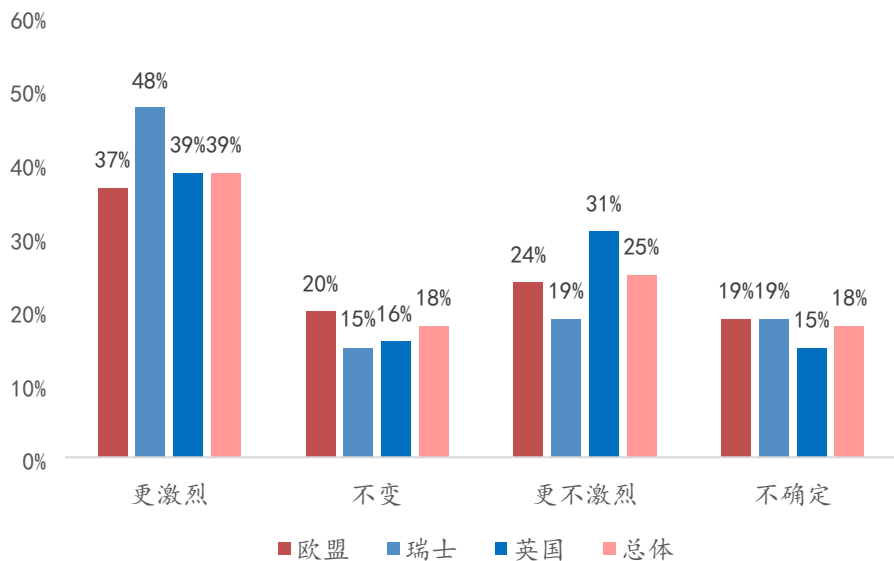
注释：表格系数正/负代表该变量与因变量正/负相关，系数的绝对值大/小表示变量对因变量的影响大/小，*代表系数显著性高低，***代表高度显著。例如，-0.030***表示相对准确度每提高0.1单位，分析师留在券商的可能性减少0.003单位。相对准确度高意味着分析师能够更准确地预测股票、行业或市场的走势，从而为投资者提供更有价值的信息。

数据来源：Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理

2.5 对研究：促使研报价格战，研究质量大盘股和中小盘股有差异

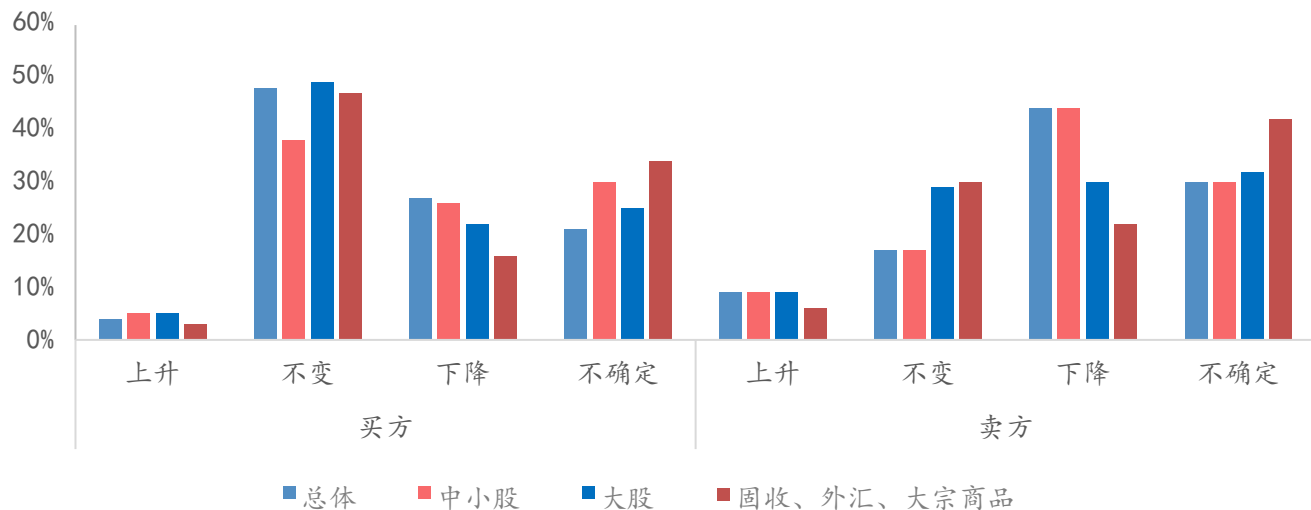
- 各卖方机构低价竞争以扩大市场份额，数据显示MiFID II对研究质量影响甚微。
- Greenwich调查报告显示2016年卖方行业研究报告平均价格为每年10-12.5万美元，2017年底，卖方龙头摩根大通向客户收取每年1万美元所有类别资产的研究报告费用，头部降价施压各大机构纷纷效仿，价格混战有利于稳健负债表的大公司“驱逐”小规模公司，市占率提升后再考虑逐步提价。
- 卖方审慎选择所覆盖的行业和资产类别，内容为王，研究报告的质量及差异性受到重视，同时买方提高甄别高质量报告的能力。数据显示，相对大盘股，MiFID II后中小盘股研究质量下降。

图7：MiFID II后投资研究竞争情况



数据来源：CFA，太平洋研究院整理

图8：MiFID II后不同资产研究质量情况



数据来源：CFA，太平洋研究院整理

2.6 对研究：研报预测变量数及准确度提升

- **MiFID II前**，股票投资建议更多为“买入”，分析师对股票持乐观态度有利于提升市场活力和稳健的信息环境，法规实施后投资建议出现变动，分析师投资建议“不持有”（做空）明显增多，极端建议（“强力买入”、“强力卖出”）数量增多。
- 根据研究，MiFID II后分析师研究报告中增加了**更多预测变量**，包含销售预测及其他项目等；分析师**预测准确度出现显著提高**，结果表明，在其他条件相同的情况下，欧盟卖方机构的预测准确度中位数提高了**16.1%**。
- 卖方分析师对研究付出了**更多精力**，由于公司研究整体覆盖率下降和卖方分析师数量减少，剩下分析师的精力集中到了中大型公司上，对有限数量的公司提供了更准确的预测。

图9：MiFID II后分析师投资建议及预测准确度变化

	Recommend	Rec_Change	Nonhold_Rec	Extreme_Rec
I (Treat)*I(Post)	0.024*** (4.13)	0.017*** (3.04)	0.015*** (3.62)	0.006** (2.47)
	Avg_Analyst_Firms	Avg_Analyst_Forecasts		
I (Treat)*I(Post)	-0.059*** (-3.81)	-0.059*** (-2.82)		

数据来源：Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理

图10：MiFID II后分析师预测准确度变化

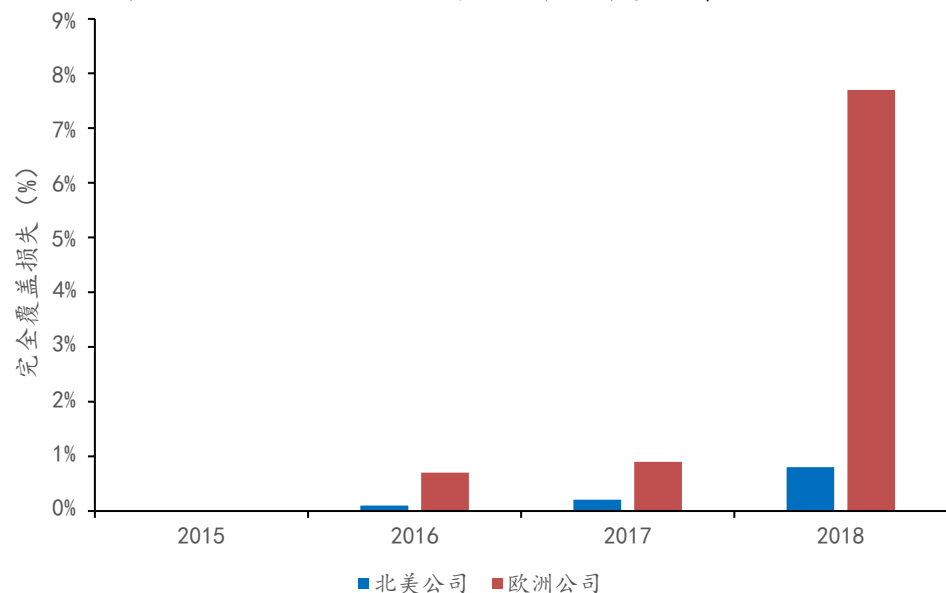
	Sale_Forecast	Num_OtherVars	Accuracy
I (Treat)*I(Post)	0.056*** (5.97)	0.088*** (6.5)	0.028** (2.39)
Size	-0.013 (-2.69)	-0.030*** (-3.84)	0.007 (0.89)
ROA	0.095*** (3.3)	0.053 (1.23)	0.124 (1.59)

数据来源：Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理

2.7 对上市公司：覆盖率整体下降，集中于大中型股票

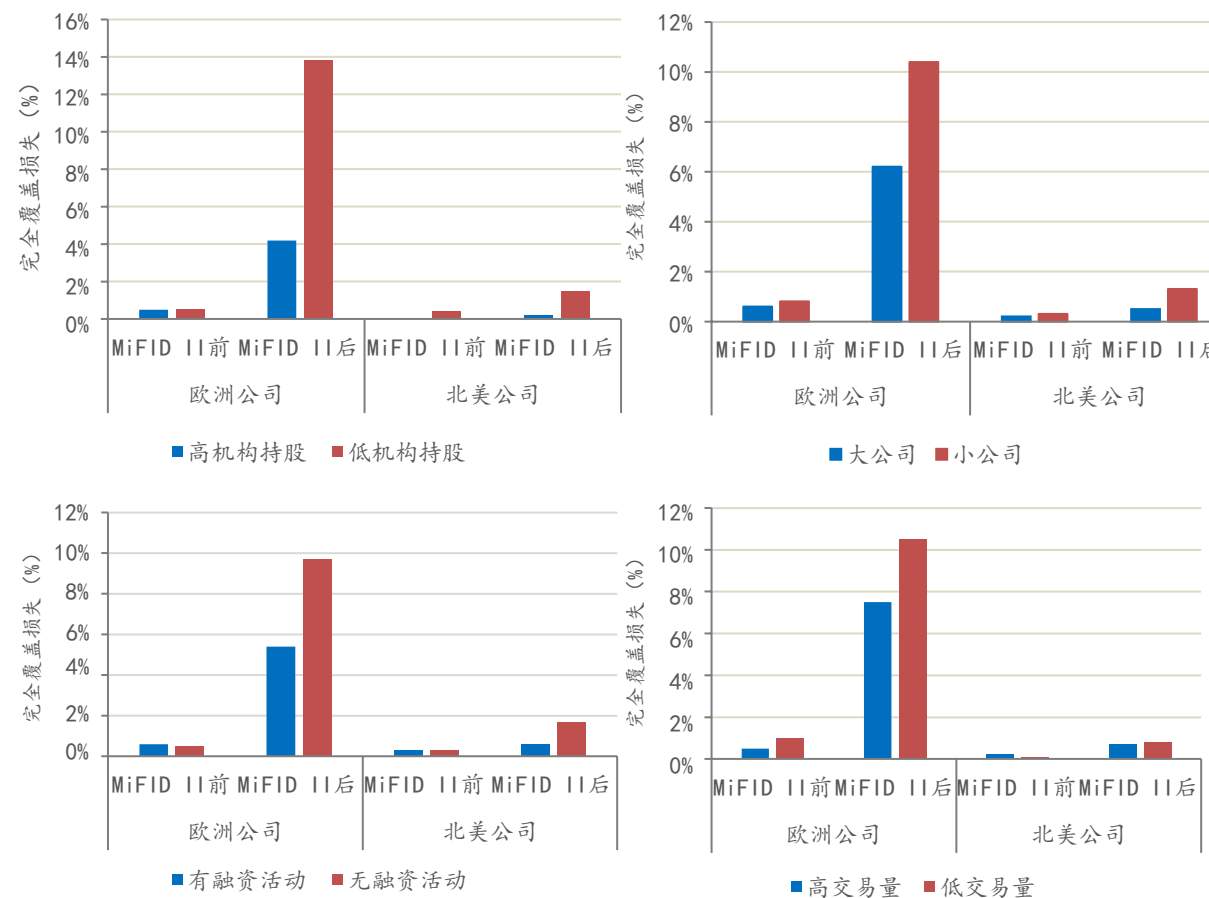
➤ 2018年欧洲实施MiFID II后，完全被移出覆盖范围的公司数量急剧增加，欧洲公司不再被卖方覆盖的可能性整体增加6%。对于机构持股低、规模较小、近期没有融资活动或交易量较低的公司，卖方研究覆盖率损失更大。

图11: MiFID II 前后卖方覆盖率整体损失



数据来源: IBES, 太平洋研究院整理

图12: MiFID II前后欧洲与北美公司覆盖率损失对比 (机构持股、公司规模、融资活动和交易量维度)



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/637144056044006056>