

金融学季刊

Quarterly Journal of Finance

林 靖 周铭山 方红艳 证券执法与分析师盈余预测调整的市场反应

高 扬 王明进 两种买卖价差估计渐近性质的比较

张玉龙 李怡宗 特质波动率策略中的流动性

周翔翼 孙文秀 肖 晟 中国风险投资行业的逐名效应

程海星 朱满洲 中国货币政策冲击的测度与对经济波动的贡献

唐 涯 刘玉珍 杨 逸 中国基金业绩中的运气

——来自FDR方法的证据



金融学季刊

Quarterly Journal of Finance

10-12 张其成、孙永红：中国银行业信用风险管理现状与对策

10-12 王健：中国银行业信用风险管理现状与对策

10-12 王健：中国银行业信用风险管理现状与对策

10-12 王健：中国银行业信用风险管理现状与对策

10-12 王健：中国银行业信用风险管理现状与对策

10-12 王健：中国银行业信用风险管理现状与对策

——王健、孙永红、张其成

图书在版编目(CIP)数据

金融学季刊. 第8卷. 第1期/徐信忠, 刘力, 朱武祥主编. —北京: 北京大学出版社, 2014. 6

ISBN 978 - 7 - 301 - 24357 - 2

I. ①金… II. ①徐… ②刘… ③朱… III. ①金融学 - 丛刊 IV. ①F830 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 120760 号

书 名: 金融学季刊(第8卷 第1期)

著作责任者: 徐信忠 刘 力 朱武祥 主编

责任编辑: 张 燕

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 24357 - 2/F · 3959

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子信箱: em@pup.cn QQ: 552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米 × 1092 毫米 16 开本 11.25 印张 188 千字

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: US \$25.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

《金融学季刊》征稿简则

《金融学季刊》(*Quarterly Journal of Finance*)是由中国金融学年会主办、中山大学岭南学院承办、北京大学出版社出版的专业学术刊物,主要刊登有关资产定价、公司财务与治理、金融市场与金融机构、金融工程、货币银行、国际金融等领域的高水平学术性论文。

《金融学季刊》鼓励采用国际规范的研究方法,研究中国资本市场(含香港地区和台湾地区市场等跨市场)问题的论文。研究方法上,鼓励应用经济学的理论来研究、解释金融及公司财务问题,以加强人们对相关领域的理解;鼓励从法律、制度环境等入手,对中国资本市场环境下的金融和财务问题以及金融、财务运行所依存的制度环境,进行细致、准确的描述。能够被《金融学季刊》会议接受的论文,必须要在帮助人们理解中国资本市场的制度环境和相应的金融或财务问题上有独到的见解和贡献。

投稿注意事项如下:

1. 所有被本刊录用的稿件(中文稿)必须是原创性工作,并保证没有同时被其他杂志接受或在其他杂志的审稿进程之中。稿件被录用后,在公开发表之前,未经本刊同意,作者不得将论文主要结果发表在其他刊物之上。

2. 本刊是以中文为工作语言的学术杂志。海外学者可用英文投稿,通过匿名评审之后经作者同意,可由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。

3. 本刊审稿周期为3个月。自收到文稿之日起1个月内本刊发出送审的通知。本刊发表周期一般不超过12个月。如不拟刊用均不退稿,请作者自留底稿。退修稿逾3个月不返回者,视为撤稿。

4. 本刊以网上投稿为主。请登录<http://jrxjk.cbpt.cnki.net>进行投稿。同时,本刊计划每年组织两次小型学术研讨会,邀请国内专家对入选论文进行一对一点评。详情请关注本刊网站或咨询编辑部。

编辑部电话: 020-84111379

编辑部地址: 广州市中山大学岭南学院伍舜德图书馆, 邮编510275

Quarterly Journal of Finance

《金融学季刊》投稿体例

本刊投稿体例如下：

1. 稿件文本须以双倍行距排版，并按顺序标注页码。标题应尽量精简。
2. 稿件的第1页应包括以下信息：（1）文章标题；（2）作者姓名、单位以及通信作者的地址、电话及电子邮件地址；（3）致谢及资助声明（如果有的话）。
3. 稿件的第2页应提供以下信息：（1）文章中文标题；（2）不超过200字的中文摘要；（3）3—5个中文关键词；（4）文章英文标题；（5）作者英文名及单位英文名；（6）不超过200字的英文摘要；（7）3—5个英文关键词；（8）3个JEL (*Journal of Economic Literature*) 分类号。
4. 文章正文的标题、表格、插图、公式必须分别连续编号。第一级标题居中，用中文数字一、二、三等编号。第二级标题左对齐，用中文数字（一）、（二）、（三）等编号；第三级标题以阿拉伯数字1. 2. 3.等编号；第四级标题以（1）、（2）、（3）等编号；第五级标题以①、②、③等编号。
5. 数学公式应单独一行居中表示，公式右边以阿拉伯数字（1）、（2）、（3）等编号。
6. 图片和表格必须以阿拉伯数字连续编号，如表1、表2、图1、图2等。行文中应标明图表的大体位置。插图必须清晰，达到出版质量。
7. 脚注数目应尽量精简，并用连续的阿拉伯数字上标标注。脚注中不得包含图表，尽量不要包含公式。
8. 所有参考文献出现在文章的末尾。先中文文献，后英文文献。中文文献按第一作者姓氏的汉语拼音从a到z排序，英文文献按第一作者的姓氏从A到Z排序。正文提及的文献应与全文最后列出的文献一一对应。

参考文献的示例如下：

- [1] 张维迎、邓峰，2003，信息、激励与连带责任，《中国社会科学》，第3期，第99—112页。
- [2] Cochrane, J. H., 2001, *Asset Pricing*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- [3] Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3: 305—360.

（注：引用的英文书名、杂志名要用斜体，除虚词外首字母均大写；引用的文章名用正体，只有第一个单词的首字母大写。引用的英文人名除姓外均用缩写。）

文章中提及参考文献时，应使用“著者+年份制”，例如：“张明（2000）认为……”；“对这一问题的经典研究包括……（Sahlman, 1990; Gompers and Lerner, 1999）”。

9. 稿件发表后，本刊向主要论文作者免费提供本刊同期正本2册。

2014 年度《金融学季刊》征订

《金融学季刊》是由中国金融学年会主办、中山大学岭南学院承办、北京大学出版社出版的专业学术刊物，主要刊登有关资产定价、公司财务与治理、金融市场与金融机构、金融工程、货币银行、国际金融等领域的高水平学术性论文。

《金融学季刊》将秉承学术中立、公正的原则,以弘扬金融学术研究为最高宗旨,坚持严谨、深入、细致、求实的学术风范。《金融学季刊》按照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运作,实行严格的双匿名审稿制。《金融学季刊》的创刊目标是成为代表中国金融学研究最高水平的权威刊物,成为中国金融理论与实践研究和教学所必备的文献资源。

我们诚挚邀请海内外学者共襄盛举，踊跃投稿和订阅，为中国金融学的发展共同努力。

(为了保证创刊初期本刊的学术质量,《金融学季刊》拟于2014年度只出版2期,敬请广大读者谅解和支持。)

2014 年度《金融学季刊》征订单 (可复制)

联系电话: 010-62752015 传真: 010-62753573 联系人: 识频 邢丽华

电子邮箱: bdsd@pku.edu.cn

每期订价	人民币 35 元（含邮费）					
订户名称					联系人	
详细地址					邮 编	
电子邮箱		传真		电 话		
订阅年度	☐ 2014 年度（共 2 期） ☐ 2015 年度（共 4 期）				份 数	每 期 份
合计金额	人民币（大写） ¥ 元				汇款日期	
注：订刊款汇出后请立即将此订单邮寄、传真或 E-mail 到北京大学出版社北大书店，作为发行凭证。						

汇款方法：

1. 邮政汇款: 北京大学 871-150 信箱 邮编: 100871 收款人: 迟频

(请在附言栏注明“《金融学季刊》2013 年度”及您的联系电话)

2. 银行电汇：户名：北京大学出版社有限公司

开户行：中国工商银行北京市分行海淀西区支行

账号：0200 0045 0906 6138 007 (请在汇款单的附言栏注明“北大书店”)

3. 银行汇款：户名：迟频 开户行：中国工商银行 卡号：9558 8002 0014 8872 514

注意事项:

1. 汇款时请务必将汇款人单位（地址）、姓名及邮编写清楚，以免影响邮寄。请勿在信中夹带钱物。

2. 银行电汇及汇款后, 请将汇款凭证及汇款人地址、邮编、电话、姓名传真给我们, 以便掌握您的回邮地址。

金融学季刊

Quarterly Journal of Finance

编委会名单(按姓氏拼音排序)

执行主编

刘 力/北京大学

徐信忠/中山大学

朱武祥/清华大学

主编

陈学彬/复旦大学 | 吴冲锋/上海交通大学

刘锡良/西南财经大学 | 郑振龙/厦门大学

副主编

巴曙松/国务院发展研究中心 | 汪昌云/中国人民大学

柴 俊/香港城市大学 | 王春锋/天津大学

陈守东/吉林大学 | 王晓芳/西安交通大学

杜化宇/台湾政治大学 | 魏国强/香港科技大学

贺 强/中央财经大学 | 巫和懋/北京大学

胡金焱/山东大学 | 吴 军/对外经贸大学

金雪军/浙江大学 | 杨胜刚/湖南大学

李心丹/南京大学 | 叶永刚/武汉大学

刘少波/暨南大学 | 曾 勇/电子科技大学

柳永明/上海财经大学 | 张 华/香港中文大学

陆 军/中山大学 | 张 荔/辽宁大学

马君潞/南开大学 | 张 维/天津财经学院

裴 平/南京大学 | 张 新/中国人民银行

史永东/东北财经大学 | 周春生/长江商学院

唐齐鸣/华中科技大学 | 朱新蓉/中南财经政法大学

万解秋/苏州大学

编辑部

张 峥 张 燕 陈 靖

罗党论 连玉君 柳建华

金融学季刊

2014 年 第 8 卷 第 1 期

目 录

证券执法与分析师盈余预测调整的市场反应

..... 林 靖 周铭山 方红艳 (1)

两种买卖价差估计渐近性质的比较 高 扬 王明进 (34)

特质波动率策略中的流动性 张玉龙 李怡宗 (57)

中国风险投资行业的逐名效应 周翔翼 孙文秀 肖 晟 (88)

中国货币政策冲击的测度与对经济波动的贡献

..... 程海星 朱满洲 (127)

中国基金业绩中的运气

——来自 FDR 方法的证据 唐 涯 刘玉珍 杨 逸 (149)

Quarterly Journal of Finance

Vol. 8, No. 1, 2014

CONTENTS

Security Law Enforcement and Market Reaction to Analyst Forecast

Revision Jing Lin Mingshan Zhou Hongyan Fang (1)

Asymptotic Comparison of Two Bid-ask Spread Estimators

..... Yang Gao Mingjin Wang (34)

The Liquidity in Idiosyncratic Volatility Strategy

..... Yulong Zhang Yizong Li (57)

Grandstanding in Chinese Venture Capital Industry

..... Xiangyi Zhou Wenxiu Sun Sheng Xiao (88)

Measurement of Monetary Policy Shocks and Their Contribution to

Economic Fluctuations Haixing Cheng Manzhou Zhu (127)

Measuring Luck in Mutual Fund Performance: Evidence from False

Discovery Ratio Method

..... Ya Tang Yu-Jane Liu Yi Yang (149)

证券执法与分析师盈余 预测调整的市场反应

林 靖 周铭山 方红艳*

摘 要 本文研究了我国新兴市场证券执法事件对分析师盈余预测调整导致的市场反应的影响。使用从 2004 年到 2011 年的 12628 份分析师盈余预测报告,本文发现:(1) 在 2006 年 1 月 1 日《证券法》修订案实施之前以及实施之后至 2007 年 5 月证券执法之前,分析师预测调整报告并没有对市场产生显著的影响;而在执法之后,预测调整与市场反应之间存在显著的正向关系。(2) 在执法之后,明星分析师提供的预测调整的市场反应相比非明星分析师更高,而分析师所在的证券公司的声誉对其预测调整报告的价值没有显著的影响。(3) 在执法之后,对于在从业经验上与被处罚分析师相似的分析师,市场对其预测调整的反应更小,即证券执法对其具有传染效应;而对具有相似特征的证券公司的分析师却没有类似的影响。本文的研究发现对于理解我国证券法律的实施与执行对分析师行为及其市场的影响具有重要的价值。

关键词 证券执法,分析师,盈余预测,市场反应

一、前 言

分析师作为资本市场重要的信息中介,通过对上市公司的跟踪、调研与分析,定期或不定期地向市场发布研究报告,为投资者的投资决策提供参考依据。香港证监会 2003 年 11 月提供的一项关于投资者对投资研究活动的意见调查

* 林靖,北京大学经济学院博士研究生;周铭山,西南财经大学金融学院副教授;方红艳,西南财经大学金融学院副教授。通信作者及地址:周铭山,四川成都温江西南财经大学金融学院,611130;E-mail: zhoumingshan@swufe.edu.cn。感谢匿名审稿人对本文提出的宝贵意见。当然,文责自负。

报告表明,76%的个体投资者在投资决策之前会直接或间接地使用证券分析师的研究报告,而机构投资者的使用比例达到93%。^[1]

分析师报告的核心内容包括对上市公司的盈余预测、估值分析以及荐股意见,盈余预测是估值及荐股的基础。分析师在对上市公司持续的跟踪过程中,会持续地发布研究报告,依据新进信息对上市公司盈余预测做出调整。已有的研究考虑了分析师盈余预测调整引起的市场反应(李丽青,2012;朱红军等,2008^[2];Asquith et al.,2005;等等),市场对分析师盈余预测调整传递的信息的反应取决于:(1)分析师报告本身的价值。Lys and Sohn(1990),Asquith et al.(2005)等研究都发现分析师报告因其包含价格信息而影响股价。(2)投资者对报告的解读。Malmendier and Shanthikumar(2007),Mikhail et al.(2007)研究发现,机构投资者注重分析师报告所包含的盈余预测调整等具体信息,而不只是关注分析师报告荐股意见。影响分析师报告价值及投资者看法的一个重要因素是资本市场的执法力度与环境,法律及其执行力度决定了分析师发布真实报告的动机以及相应的市场看法。基于这样的考虑,本文考察了《证券法》修订案实施以及针对分析师的执法事件前后分析师盈余预测调整引起的市场反应的变化。2006年1月1日《证券法》修订案正式实施。2007年5月,证券监管机构对联合证券分析师宋华峰发布虚假报告的行为进行了处理,这是证券监管机构针对卖方分析师发布虚假报告的第一次执法事件,在我国资本市场法治进程中具有标志性意义。^[3]

《证券法》修订案之前,证券分析师盈余预测报告的真实性和法律约束,分析师极有可能通过发布有偏颇的报告来迎合机构投资者(Firth et al.,2013),以及投行业务顾客(Fang and Yasuda,2009)。自然,失真的盈余预测调整包含的股价信息较少,对股票定价影响较弱。倘若投资者也认识到这一点,在分析师调整预测时不盲目跟从,则在《证券法》修订案颁布之前的时期,分析师的盈

[1] 资料来源为香港证券与期货事务监察委员会2003年投资者调查报告。

[2] 朱红军等(2008)不仅发现市场对分析师的盈余预测调整存在短期的市场反应,还存在长期的价格漂移。本文侧重于研究法律环境对分析师引起的短期市场反应的影响,因此不考虑长期的价格漂移过程。

[3] 在宋华峰事件之后证券执法力度有所加强,表现之一为证券监管部门与司法部门共同出台对违法行为打击的指引和司法解释,在深圳证监局对宋华峰进行立案调查同日,证监会将《内幕交易行为认定指引》和《证券市场操纵行为认定指引》两份草案文件转呈至最高人民法院,待后者出具相应的司法解释后正式实施。表现之二是在此之后,证券执法事件数量增多,证监会分别于2007年9月对江海证券蔡国洲和2012年对海通证券叶志刚进行执法,此外,还对其他各类证券咨询机构及分析师进行执法,数目最多的为2009年,达到4次。

余预测调整无法显著地影响短期的股价。在《证券法》修订案颁布后,从法律上看,分析师发布虚假报告属违法行为,但是,若执法机关对这类违法行为不进行及时处罚,则同样的道理可推知分析师的调整预测也无法显著地影响短期股价。当证券执法后,分析师的违法成本提高,违法分析师面临罚款和终身禁市,分析师为了自身长远利益考虑选择发布比较准确的预测报告,其预测调整包含的股价信息增多,且投资者理性预期到这一点,那么,分析师的预测调整会显著地影响短期股价。

针对上述分析,采用2004年到2011年的数据,本文得到的研究结果表明:(1)无论是使用5日、3日或10日持有期超额收益率,还是累积超额收益率来衡量市场反应,在《证券法》修订案实施之前以及实施之后至2007年5月证券执法之前,分析师预测调整报告并没有对市场产生显著的影响;而在执法之后,预测调整与市场反应之间存在显著的正向关系。(2)在执法之后,明星分析师提供的预测调整的市场反应比非明星分析师更高,而分析师所在的证券公司的声誉对其预测调整报告的价值没有显著的影响。(3)在执法之后,对于在从业经验上与被处罚分析师相似的分析师,市场对其预测调整的反应更小,即证券执法对其具有传染效应;而对具有相似特征的证券公司的分析师却没有类似的传染效应。

本文的主要贡献有:(1)本文首次考察了法律实施与执行对分析师盈余预测调整的市场反应的影响,从这一独特的视角证明了执法信号比法律实施信号对于市场有更重要的影响,这对于我国司法部门具有重要的政策意义,即推进我国新兴资本市场的建设不仅需要“有法可依”,而且需要做到“违法必究”,这样才能提高资本市场效率。(2)本文关于明星、非明星分析师信息传递价值差异的研究结果进一步证明了分析师异质性对市场产生的不同影响,不仅丰富了Xu et al. (2013)、周铭山等(2014a, 2014b)等相关研究,而且为投资者具有参考意义,即明星分析师的报告更具有参考价值。(3)本文对分析师执法事件传染效应的研究深化了我们对市场参与者的认识,投资者在对分析师报告认知上注重经验差别,而所在券商地域等特征并不重要,这对于促进分析师信息中介作用的提高具有重要的借鉴意义。

本文的后续部分安排如下:第二部分是文献回顾与研究假设;第三部分是样本与变量设定;第四部分是实证检验;第五部分是总结。

二、文献回顾与研究假设

已有的文献研究了分析师盈余预测调整引起的市场短期反应。支持分析师盈余预测调整具有信息价值的证据可以追溯至20世纪70年代(Griffin, 1976; Givoly and Lakonishok, 1979)。Lys and Sohn(1990)发现盈余调整包含了大量影响股价的信息因而对股价产生影响。Asquith et al. (2005)发现,分析师的作用侧重于为市场提供财务信息的解释,并且,盈余预测调整能够立即引起显著的市场反应,进一步,对于小公司和被更少分析师跟踪的公司,市场的反应更强。Frankel et al. (2006)发现,分析师盈余预测调整包含的价格信息含量随着股价波动率和成交额的增长而增加,随着被跟踪公司经营范围的扩大而减少,但分析师跟踪对信息含量的边际作用不显著。Hugon and Muslu(2010)以分析师对好、坏消息的反应以及对其他分析师报告的反应来衡量其保守程度,并发现,越保守的分析师越有可能当选明星分析师,且市场对越保守的分析师预测调整的反应越大。Ertimur et al. (2011)发现具有高能力而无声誉的分析师倾向于发布分解的预测报告(disaggregated earning forecast),这类预测调整所引起的股价反应相对于其他报告更高。李丽青(2012)对我国市场的研究也发现了市场对于分析师预测调整做出的短期反应。

上述关于市场对分析师报告及时反应的研究受到了一定的挑战。Stickel(1991)发现,虽然盈余调整会影响股价,但是股价并不会立刻反映所有的信息,相反,股价甚至会在盈余调整后的一年内持续地漂移。类似的研究结果还见于Gleason and Lee(2003),他们研究了预测调整引起的价格漂移过程时发现,市场无法区分包含新信息的调整("high-innovation" revisions)和仅仅是从众的调整(move toward the consensus, "low-innovation" revisions);而被明星分析师跟踪的股票以及被更多分析师跟踪的股票的价格调整速度更快。Zhang(2008)研究了分析师预测报告对当期盈余报告的反应,发现及时对盈余报告作出反应的分析师报告能够促进盈余报告后的股价调整。这意味着这类分析师报告具有更高的市场反应。Hui and Yeung(2012)对分析师预测报告的分类研究发现,预测调整后的股价漂移与报告中的行业信息相关,而公司特定信息并不引起漂移。朱红军等(2008)则不仅考察了我国市场对分析师预测调整做出的短期反应,还发现,股价在预测调整后存在长期的漂移过程。

无论是预测调整引起的短期市场反应还是长期价格漂移,均随着分析师特

征、公司特征以及所处时期的变化而变化。基于这样的事实,本文考虑了在我国新兴市场条件下,对分析师的证券执法事件如何影响分析师盈余预测调整与市场反应之间的关系。关于证券监管效力的研究涉及监管对证券公司(黄春铃,2005)、上市公司(宋云玲等,2011)以及分析师(周铭山等,2014b)行为的影响。周铭山等(2014b)考察了证券监管机构在2007年5月对原联合证券分析师宋华峰进行执法前后,分析师作为外部监督治理者对上市公司盈余管理约束作用的变化。他们的研究表明:在《证券法》实施前以及实施后至证券执法事件之前,分析师对上市公司盈余管理活动没有显著的制约作用;然而,在证券执法之后,分析师有效制约了上市公司的盈余管理活动,起到了外部监督治理作用。这一研究结果表明,分析师作为外部监督治理者的作用会随着其对执法环境看法预期的改变而变化。在2007年5月对联合证券分析师宋华峰的处罚事件之后,证监会加大了证券执法力度,这说明分析师对执法环境预期看法的变化以及分析师对上市公司的监督治理作用的加强,均与事后执法力度的变化相一致。分析师履行对上市公司的监督治理作用主要是从投资者的利益出发的,因此,一个自然的问题是,投资者对于分析师报告做出的盈余预测调整包含的股价信息在证券执法事件之后是否有不同的反应呢?投资者对于分析师报告做出的盈余预测调整的反应与证券执法事件之间的联系机制主要有:第一,执法事件是要加强打击分析师损害投资者利益的证券犯罪活动,更好地保护投资者利益。分析师在执法力度强的环境下违法成本高,其行为动机会发生变化,出具真实报告为投资者利益服务的动机相对更强,因此,在执法力度强的环境下,分析师报告的信息含量更高,有效信息的供给更大。第二,从对分析师报告的信息需求来看,理性的投资者应该预期到,在执法强的环境下,分析师违法成本高,行为动机扭曲相对较小,分析师报告提供的市场反应相对更大,因此,对分析师报告的需求更大。相反,在执法弱的环境下,投资者预期分析师行为动机扭曲大,分析师报告提供的有效信息少,对分析师报告的需求小。基于以上分析,本文提出如下对立假设1:

假设 1a 如果执法信号改变了分析师报告信息含量且投资者理性地预期到这种改变,则在执法后,分析师盈余预测调整与超额收益率之间存在更显著的正相关关系。

假设 1b 如果执法信号没有改变分析师报告信息含量或投资者对分析师报告信息含量的预期没有改变,则在执法前后,分析师盈余预测调整与超额收益率之间的关系不存在显著差异。

已有的研究发现了分析师在能力、经验以及所属证券公司等各个方面的差异具有重要的经济影响。Fang and Yasuda(2009)发现了分析师声誉和投资银行声誉与高质量的预测之间相互联系,且分析师声誉能够单独地抵制利益冲突问题,而投行声誉不能单独发挥类似作用。Fang and Yasuda(2011)发现了《华尔街日报》以及全美明星分析师具有更优的研究表现以及荐股价值。Xu et al.(2012)基于中国的数据发现了明星分析师比非明星分析师能提供更多公司层面的信息,降低了股价同步性。周铭山等(2014b)对于2007年证券执法事件的研究发现,当执法信号改变了分析师对执法环境的看法以及对执法力度的预期时,明星分析师相对于非明星分析师作为外部监督治理者作用的变化更显著。Clement(1999)还发现,具有更多特定公司分析经验和更多从业经验的分析师所发布的预测更准确,此外,供职于大公司的分析师的盈余预测更准确。基于分析师的异质性,我们进一步考察了个人声誉、所在证券公司声誉不同的分析师所发布的盈余预测调整报告在执法前后引起的市场反应的变化。明星分析师、供职于明星投行的分析师出于声誉的考虑以及自身的能力,其发布的盈余预测调整所引起的市场反应理应相对更强。但在违法成本很低的条件下,分析师没有激励去发布包含更多有效信息的报告。因此,本文提出以下假设2:

假设 2a 如果执法信号改变了分析师报告信息含量且投资者理性地预期到这种改变,则在执法后,明星分析师以及明星证券公司所属分析师相对于其他分析师发布的盈余预测调整与超额收益率之间存在更显著的正相关关系。

假设 2b 如果执法信号没有改变分析师报告信息含量或投资者对分析师报告的信息含量的预期没有改变,则在执法前后,所有分析师发布的盈余预测调整与超额收益率之间的关系不存在显著的差异。

已有文献研究了破产、会计重述及监管执法等事件的传染效应(contagion effect)^[1]。Lang and Stulz(1992)发现部分行业内的破产公告具有传染效应。Akhigbe and Madura(2001)进一步发现,银行倒闭的传染效应是根据银行特征及所处环境而变化的,例如规模不同的银行间的传染效应较小。Gleason et al.(2008)研究会计传染效应时发现,会计重述不仅导致本公司市值下降,还导致同行业其他未重述的公司股价下跌;而且当配对公司具有高盈余水平、高应计利润以及和重述公司使用相同的外部审计时,其股价下跌幅度更大。费显政等

[1] 传染效应是指目标企业对其他具有竞争关系的企业产生的负面效应,例如,目标企业倒闭或者受到执法行为时,同行业内的其他与其有竞争关系的企业可能也会面临股价下跌等负面处境。

(2010)对企业社会责任声誉溢出效应的研究发现,在企业特征维度(如企业结构)上相似度越高的企业之间的传染效应越大。基于上述研究结论,同行业的竞争者之间存在传染效应,而传染效应在截面上存在变化。2007年5月,证券监管机构执法的对象为原联合证券公司的分析师宋华峰,作为分析师行业的竞争者,其他分析师可能也会受该执法事件的影响。当执法事件暴露出宋华峰的违规违法行为后,市场可能担忧联合证券其他分析师,或者供职于与联合证券具有相似规模的证券公司的分析师,或者供职于与联合证券同地区的证券公司的分析师也会存在类似问题,从而导致股价对这些分析师报告的负面反应。此外,宋华峰自毕业从事分析师工作到被证券执法仅有1年多的时间,若以3年从业经验为限^[1],宋华峰属于经验不足的分析师。由于分析师从业经验同样与分析师表现存在正向联系(例如 Mikhail et al., 1997; Clement, 1999; Xu et al., 2013),对宋华峰的证券执法事件可能使市场担忧其他经验不足的分析师也会存在相似的问题,从而也导致市场对经验不足的分析师报告的负面反应。因此,本文提出以下假设3:

假设3 对联合证券宋华峰的证券执法事件可能对具有如下特征的分析师产生显著的传染效应:供职于联合证券的分析师;供职于2007年与联合证券经纪业务总额相近的中信证券和齐鲁证券的分析师^[2];供职于注册地为深圳的证券公司的分析师^[3];从业经验不超过3年的分析师。

三、样本与变量设定

(一) 样本选择

本文的研究对象为证券公司分析师的盈余预测报告,预测报告均来自国泰安

[1] 以3年从业经验来判断分析师的经验是否为丰富或不足的标准具有合理性,理由如下:首先,截至2011年12月,所有分析师从业经验的中位数为3年;其次,超过3年的从业经验是《新财富》评选最佳分析师的标准之一。

[2] 2007年度证券公司股票、基金、债券和权证交易总金额排名的节选如下:第14名为中信证券,总金额为20345.20亿元;第15名为联合证券,总金额为19625.82亿元;第16名为齐鲁证券,总金额为18468.95亿元。数据来源于中国证券业协会发布的证券公司业绩排名,网址 <http://www.sac.net.cn/hysj/zqgsyjpm/>。

[3] 截至2012年11月,注册地为深圳的证券公司共有15家。其中,五矿证券、银泰证券和中山证券所发布的预测报告未在CSMAR数据库中获得。因此,实证分析中,注册地同联合证券相同的证券公司为:安信证券、长城证券、第一创业证券、国信证券、华泰联合证券(原联合证券)、华鑫证券、平安证券、世纪证券、英大证券、招商证券、中国中投证券和中信证券。

数据库(CSMAR);其次,被分析师跟踪的公司的相关财务数据及其股票交易数据也来自该数据库;最后,本文区别分析师及证券公司声誉所用的《新财富》最佳分析师及最佳本土投行数据^[1]收集于《新财富》网站。由于《新财富》首届最佳分析师评选开始于2003年6月,因此,本文样本开始于2004年;同时,受财务数据的限制,本文样本止于2011年。

从2004年到2011年,证券公司分析师发布的盈余预测报告总共为314746份。对于这些报告,本文进一步按照如下标准进行筛选:(1)如周铭山等(2014a,2014b)等文献一样,本文只选取分析师对当年盈余水平预测的报告,剔除对未来2年预测的报告,这主要是考虑到投资者的注意力有限^[2],对于众多短视的中国个人股票投资者来说,更倾向于关注分析师对近期盈余的预测。(2)由于本文主要考察在上市公司发布中期财务报告后,分析师做出的盈余调整报告的市场影响,因此,本文要求同一分析师(或分析师组)需在中期财报前后均对同一公司做出盈余预测报告;对于中期财报前后多次发布的报告,仅保留中报前最后一次报告以及中报后第一次报告。(3)剔除无分析师名字、发布日期或预测值等数据有缺失的报告。(4)被报告跟踪的上市公司需为非金融保险业公司,因为该类公司财务结构较特殊,包含财务信息的实证结果容易受影响。(5)被跟踪的公司股票需在样本期间未受到特别处理,即股票代码中不包含ST、ST*及PT,因为该类股票的交易规则具有特殊性,易对实证结果产生影响。(6)被跟踪公司的年末总市值应不低于所有上市公司总市值的10%分位数,这是为了避免微观结构噪声对实证结果产生影响。(7)最后,剔除财务数据和交易数据有缺失的样本。经过上述筛选,最终得到的报告数为12628份。

(二) 变量设定

1. 超额收益率

借鉴Stickel(1991)、Gleason and Lee(2003)等实证方法,本文使用经规模调

[1] 《新财富》从2004年开始对中国最佳投行进行评选,之后该评选并未延续,直到2008年进行第二届最佳投行评选。因此,本文对证券公司声誉的划分开始于2008年。该评选活动会分公司、项目及个人进行排名,本文选取“最佳本土投行团队”作为区分证券公司声誉的标准。该奖项限于评选前一年完成的投行项目,且参评证券公司的保荐人在3年内未受到处罚;其次,评选的标准分为定价、创新、销售以及综合实力;最后,评选的主体为IPO询价对象、中介服务机构、上市公司董秘以及卖方分析师等。本文未获取2009年度最佳本土投行团队的信息,因此以当年获得单项奖最多的6家证券公司作为当年的最佳本土投行团队。

[2] 投资者的注意力是一种有限的资源,因而投资者只能关注有限的信息,例如Hirshleifer and Teoh(2003)、于李胜和王艳艳(2010),等等。