

资本市场创新与风险管理
主要参考文献
《金融研究》
(2007)
(上)

中南财经政法大学
新华金融保险学院
湖北金融研究中心
中国投资研究中心
2009·武汉

谁吸引了海外证券分析师的关注

林小驰 欧阳婧 岳衡

(北京大学光华管理学院, 北京 100871)

摘要: 证券分析师对证券市场的发展有着极其重要的作用。本文考察了海外的证券分析师对我国上市公司做出预测的决定因素。我们发现, 分析师倾向于预测经营质量好且风险较小的公司, 这表现为, 同未被预测的上市公司相比, 被预测的上市公司总资产较多、权益收益率较高、净利润增长率较高、每股盈利对股价比率较高、资产负债率较低、应计项目占总资产比率较低。同时, 分析师倾向于预测治理结构较好的公司, 表现为被预测的公司的其他应收款占总资产的比率较低、控股股东持股比例较高、流通股比例较低、实际控制人更可能为非各级政府。本文是第一个研究海外分析师选择被研究公司的决定因素的文章, 本文的研究结果对学术界以及证券分析行业都有一定的借鉴意义。

关键词: 中国上市公司; 海外证券分析师; 预测; 财务特征; 治理结构

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2007)01-0084-15

一、引言

从世界各国的经验来看, 证券分析师作为一个信息中介, 对于证券市场的发展起到了至关重要的作用。通过证券分析师的专业分析, 可以减少被分析公司的信息不对称, 从而减少公司的资本成本, 进而提高整个证券市场的有效性(姜国华, 2004)。因此, 国际上的研究者对证券分析师的行为的研究相当重视, 研究范围涉及到证券分析师各个方面。

收稿日期: 2006-09-18

作者简介: 林小驰(1981-), 男, 北京大学光华管理学院会计系博士生;

欧阳婧(1985-), 女, 北京大学光华管理学院会计系本科生;

岳衡(1974-), 男, 美国杜兰大学(Tulane University)博士学位, 现为北京大学光华管理学院助理教授。

* 本文得到了国家自然科学基金重点资助项目“产权保护导向的会计研究”(项目批准号70532002)的支持。文中所用的证券分析师数据来源于I/B/E/S International, I/B/E/S International提供此数据以推动研究人员对证券分析的研究。我们感谢参加五校青年学者会计论坛, 北大光华管理学院会计论坛的各位学者的宝贵意见。同时感谢匿名审稿人的意见, 当然, 文责自负。

对证券分析师的研究构成了金融研究中的一个相当成熟而又生机勃勃的分支。^①

然而,与国际上形成鲜明对比的是,在我国关于证券分析师的研究却非常罕见。这一方面是中国自己的证券分析行业还刚刚起步,各种研究所需要的数据还不完善,但另一方面则可能是国内的研究者对这个方面缺乏足够的重视。本文对证券分析师选择被研究公司的决定因素作了初步的探讨,我们希望通过这篇文章,能唤起学术界对证券分析师这一研究领域的研究热情,为推动我国证券资本市场的完善和发展作出积极贡献。

证券分析行业在国际上是一个发展比较成熟的行业。证券分析师通常为证券公司、投资银行或其他机构投资者工作。他们选择某些行业中的一些上市公司来分析,通过研究宏观经济、行业状况,以及上市公司的运营状况,对公司未来盈利做出预测(earnings forecasts),然后根据这些盈利预测评估公司股票的价值,并向客户提供投资建议。因此,从证券分析师的角度,第一个需要作出的决策就是选择哪些公司来进行研究。同时,证券分析师的专业分析,可以让投资者更加深入正确的了解公司的基本信息,从而给公司正确定价,减少公司的资本成本。因此,从公司的角度来说,怎样能够获得分析师的关注,使投资者能够更加准确的了解自己,也是公司管理人员关心的问题。所以,在深入研究证券分析师的行为以及产生的各种经济后果之前,弄清楚证券分析师选择被研究公司的决定因素是必不可少的一步。

本文考察了海外证券分析师选择被研究公司的决定因素。选用海外证券分析师作为研究目标是本文的一个特色。这样做的一个重要原因是国内证券分析师的大样本数据还无法得到。而且,研究海外的证券分析师也带来了一些优势。第一,这些海外的分析师隶属于国际上的知名的投资银行或者金融机构。随着近些年中国宏观经济形势的不断走强、金融和证券市场改革的不断深化和加速,越来越多国际上的金融机构开始对中国的公司产生兴趣,并开始跟踪研究和分析中国的上市公司。通过研究这些分析师的行为,可以对我国新兴的证券分析行业有所借鉴。第二,随着全球化的发展,以QFII为代表的海外投资者已经开始积极参与中国的证券投资。但是由于语言、地理区域等方面巨大的差距和间隔,海外投资者同中国的上市公司间必然存在着巨大的信息不对称,而海外证券分析师正是在消除这种信息不对称中重要的角色之一。可以认为,证券分析师对中国上市公司所做的预测,在海外的投资者中将起到更大的作用。Schipper(1991)指出,研究分析师的行为可以帮助我们了解无法直接观察到的投资者的行为。因此,考察哪些公司会成为海外证券分析师关注的对象,也就有利于我们了解海外投资者对中国股市的兴趣所在和投资策略。此外,从证券分析师选择公司的角度来审视我国的上市公司,对于进一步提高公司质量、深化股市改革也有着深远的意义。

本文的结构如下:第二节回顾国际上关于证券分析师选择被分析公司的相关研究,第三节介绍数据来源和行业分布的一些描述性统计,第四节检验公司特征对分析师选择股票的影响,第五节是公司治理结构对分析师选择股票的影响,第六节为多元回归分析,最后是结论。

^① 例如,Brown(2004)就总结了575篇关于证券分析师的相关文章。而近年来,每年的会计和金融领域的顶级学术刊物中都少不了关于证券分析师的论文。

二、文献回顾

在证券分析师对公司是否做出预测的决定因素方面,美国的学者做了较多的研究。大量研究发现规模大的公司更容易被分析师关注(如 Brennan and Hughes, 1991)。这可能是因为随着公司规模扩大,信息的获取越来越容易;另一方面,大公司能够为分析师和他们的客户带来更多的交易。Lang and Lundholm (1996) 研究发现分析师更愿意关注那些信息透明、容易获得的公司。理论上来说,分析师的关注度同公司的复杂性没有明确的联系,然而大部分相关研究发现分析师倾向于关注低风险,收入波动较小的公司(Briker 等, 1999)。Lang 等人在 2003 年发表的一篇文章中则指出,在美国跨国上市的非美国公司受到的关注高于未跨国上市的公司。

在对单一国家的研究中人们发现,公司的所有权结构也是一个重要的决定因素。学者对机构投资者持股比例有不同的意见,而对于内部人控股比例, Bhushan (1989) 认为,该比例越高分析师关注度越低。Bhushan (1989) 还发现,上市公司的行业对于分析师的选择也有很大的影响。Ole-kristian Hope (2003) 通过在全球范围内的样本来调查研究上市公司财务信息的披露同分析师选择之间的关系,研究发现,同财务报表信息披露相比,财务附注信息的披露情况与分析师选择的关系更密切。研究还发现,分析师选择同公司控制权的集中度呈负相关。

需要指出的是,现有文献对证券分析师如何选择被研究公司的研究基本上是纯实证的,缺乏一个统一的理论的框架。因此我们的文章也是从实证的角度去探讨证券分析师选择公司的决定因素。

三、数据来源以及被预测上市公司的行业分布

1. 数据来源及时间

本文以 I/B/E/S^① 提供的 2004 年海外证券分析师对我国 224 家 A 股上市公司的预测数据为基础,从公司的财务特征和治理特征两个方面,系统的考察了证券分析师选择我国上市公司时的决定因素。我们把证券分析师是否对一家公司做出了盈利预测作为证券分析师对公司是否关注的指标。这是因为盈利预测是证券分析师在对公司研究时的一项基本的工作,也是向投资者传递大量信息的途径。在研究中,我们主要考察了行业以及公司财务信息、治理信息对海外证券分析师选股的影响。在研究时间段的选择上,考虑到与选股的实际情况吻合,我们对行业变量选择 2004 年的数据进行描述,对财务信息 and 公司治理信息则采用前一年的数据,也就是 2003 年年报披露的数据进行对比和回归分析。希望这种海外证券分析师的视角,能够有助于投资者和监管部门更全面、

^① I/B/E/S 是一家上市公司数据提供商,它收集了大量证券分析师的预测,包括分析师数量、预测的时间、预测的盈利、预测盈利的修正等。

更有效的考察上市公司,并对本土的证券分析师有所借鉴。

2. 被预测上市公司的行业分布

无论在国内还是在国外,宏观经济与行业分析都是证券分析重要的组成部分。作为公司生存的大环境,公司的行为将作用同时反作用于所在行业,因而其股票的业绩表现同所在行业的情况是密切相关的。我们认为,公司所处的行业环境将是海外证券分析师选择研究对象的重要影响因素。因此,我们首先对证券分析师所关注公司的行业分布进行了分析。公司的行业分布以 2004 年公司年报披露的、按证监会分类标准所属的行业为准。由于制造业(证监会分类代码:C)涵盖公司众多,其中的子类别又差别较大,因此,我们对制造业又细分为十个子类(证监会分类代码为 C0,C1……到 C8 以及 C99)。

2004 年,我国 A 股市场共有上市公司 1309 家,证券分析师对其中的 224 家做出了盈利预测,占总数的 17%。224 支股票总共涉及 21 个行业,如表 1 所示。从被关注公司的绝对数量上看,制造业中机械、设备、仪表行业(C7)是被关注公司数量最多的行业,共有 30 支股票纳入了分析师关注的范围,占全部被预测公司 13%。预测公司数量居前列的行业还有金属非金属(C6),信息技术业(G),电子(C5),医药、生物制品(C8),交通运输、仓储业(F)和石油、化学、塑胶、塑料(C4),上述六个行业被预测公司数共占到被预测总数的 62%。从这些行业来看,传统的行业与高新技术行业基本平分秋色。

表 1 被证券分析师预测的上市公司的行业分布

行业代码	行业名称	公司总数	被预测公司数	在行业中所占比例
C7	机械、设备、仪表	200	30	0.15
C6	金属、非金属	119	21	0.18
G	信息技术业	83	20	0.22
C5	电子	43	18	0.42
C8	医药、生物制品	83	18	0.22
F	交通运输、仓储业	56	17	0.30
C4	石油、化学、塑胶、塑料	143	17	0.12
D	电力、煤气及水的生产和供应业	60	14	0.23
B	采掘业	15	12	0.80
C0	食品、饮料	61	11	0.18
J	房地产业	53	8	0.15
K	社会服务业	39	7	0.18
I	金融、保险业	10	7	0.70
H	批发和零售贸易	91	6	0.07
C1	纺织、服装、皮毛	57	6	0.11
C3	造纸、印刷	26	3	0.12
M	综合类	79	2	0.03
L	传播与文化产业	10	2	0.20
C99	其他制造业	16	2	0.13
A	农、林、牧、渔业	27	2	0.07
E	建筑业	25	1	0.04

从相对数量,即被预测公司数占所属行业公司总数的比例来看,采掘业及金融、保险业受到了特殊的青睐,被预测的比例分别占到了 80% 和 70%。采掘业公司主要以煤炭采掘和石油开采为主,由于世界能源的走势和中国经济高速发展带来的对能源的大量需求,这两大行业得到了大量的关注,并且企业的效益相对之前几年也有了大幅提升,因此,也成为了证券分析师所关注的对象。金融业受到关注,我们认为,主要是因为近年来,我国金融领域的改革日趋深化,开放程度日益提高,在 2003 及 2004 年,多家股份制商业银行及城市商业银行被外资收购了部分股权。海外的证券分析师对这种现象自然会十分重视。

四、上市公司财务特征与分析师预测

为了考察上市公司的财务特征与分析师预测之间的关系,我们选取我国上市公司 2003 年的数据作为研究对象,按是否在 2004 年被海外证券分析师预测将公司分为两个总体,进行比较,研究中涉及的财务数据均来自 CCER 的色诺芬数据库。

为了确保信息的可比性,在财务信息的比较过程中,我们剔除了金融行业的企业,剔除了 2004 年新上市的公司以及 2001 至 2003 年财务数据不全的公司,最终进入分析的样本为 983 家公司,其中,被海外分析师预测的公司为 146 家,未被预测的公司为 837 家。

在比较指标的选取上,我们主要从 9 个方面考察被预测公司和未被预测公司之间在财务特征方面的差异:总体情况(总资产、无形资产占总资产的比例)、盈利能力(销售毛利率、销售净利率、资产收益率、主营业务利润率、权益收益率)、偿债能力(资产负债率、长期负债率)、流动性(流动比率、速动比率)、资产管理能力(总资产周转次数、存货周转次数、应收帐款周转次数)、成长能力(净利润增长率、净资产增长率、总资产增长率)、市场价值(盈余对价格比率、市净率)、收入质量(应收帐款占总收入比例、营业外收入占总收入比例、应计项目总额对总资产比例)、盈利波动性(2001 至 2003 年连续三年公司权益收益率的标准差)。

我们采用双边 T 检验的方法来判断被预测公司和未被预测公司这两个总体在每个变量的均值上是否存在显著的差异,用 Kruskal - Wallis 检验来判断两个总体在每个变量的中位数上是否存在显著的差异。为了防止极端值对均值检验的影响,我们对公司财务指标都做了缩尾调整(winsorizing),将变量中观测值大于 99% 分位和小于 1% 分位的数值分别调整至 99% 分位和 1% 分位的数值。如果检验结果表明确实存在显著差异,则我们认为两类公司在相应指标上存在不同,该指标可能是证券分析师在选股时关注的因素。比较的结果报告在表 2 中。

表 2 被预测上市公司与未被预测上市公司在财务特征上的区别

类别	指标	被预测公司	未被预测公司	统计量	p-value
总体情况	总资产	46.4 亿元	19.9 亿元	8.311	0.000 ***
		34.2 亿元	13.7 亿元	130.652	0.000 ***
	无形资产/总资产	2.80%	5.03%	-5.906	0.000 ***
		1.74%	2.65%	16.419	0.000 ***
	销售毛利率	28.30%	23.83%	3.376	0.001 ***
		26.52%	20.64%	13.561	0.000 ***
盈利能力	销售净利率	9.93%	-5.73%	6.412	0.000 ***
		8.17%	3.51%	67.187	0.000 ***
	资产收益率	5.28%	0.71%	11.838	0.000 ***
		5.02%	1.76%	121.677	0.000 ***
	主营业务利润率	26.99%	22.35%	3.700	0.000 ***
		25.73%	19.46%	15.689	0.000 ***
偿债能力	权益收益率	10.54%	3.04%	6.977	0.000 ***
		10.12%	4.27%	102.670	0.000 ***
	资产负债率	44.02%	51.78%	-4.500	0.000 ***
		44.40%	51.13%	13.728	0.000 ***
	长期负债/总资产	8.99%	6.44%	2.582	0.011 **
		4.38%	3.07%	5.988	0.014 **
流动性	流动比率	1.755	1.465	2.467	0.001 ***
		1.346	1.200	11.479	0.001 ***
	速动比率	1.378	1.068	2.712	0.007 ***
		0.966	0.834	10.310	0.001 ***
	总资产周转次数	0.763	0.586	3.568	0.001 ***
		0.600	0.450	15.422	0.000 ***
资产管理能力	存货周转次数	11.216	7.151	2.523	0.013 **
		5.135	3.403	26.736	0.000 ***
	应收帐款周转次数	1.702	1.467	1.799	0.074 *
		1.149	0.987	18.748	0.000 ***

续表

类别	指标	被预测公司	未被预测公司	统计量	p-value
成长能力	净利润增长率	6.95%	-30.79%	7.836	0.000***
		9.62%	-19.09%	76.943	0.000***
	净资产增长率	17.14%	6.87%	5.011	0.000***
		12.65%	4.84%	84.888	0.000***
	总资产增长率	20.13%	12.90%	3.473	0.001***
		14.05%	8.84%	16.275	0.000***
市场价值	每股盈余/股价	0.038	0.003	9.884	0.000***
		0.040	0.016	129.604	0.000***
	市净率	2.779	3.285	-3.309	0.001***
		2.498	2.447	0.000	0.989
收入质量	应收账款/总收入	14.95%	22.30%	-4.754	0.000***
		10.49%	15.47%	15.521	0.000***
	营业外收入/总收入	0.17%	0.61%	-5.826	0.000***
		0.06%	0.09%	6.360	0.012**
	应计项目/总资产	4.70%	6.66%	-3.936	0.000***
		3.29%	4.33%	6.805	0.009***
波动性	连续三年 ROE 标准差	4.21%	12.43%	6.436	0.000***
		2.19%	2.81%	10.806	0.001***

注:每个指标下第一行列示的为每类公司相应指标的均值及对均值是否相等做的 T 检验,第二行列示的为每类公司相应指标的中值及对中值是否相等做的 Kruskal-Wallis 检验。***, ***, * 分别表示在 0.1, 0.05, 0.01 水平上显著,下同。

在总体情况方面,T 检验结果显示被预测上市公司的平均总资产为 46.4 亿元,显著高于未被预测的公司的平均值 19.9 亿元,可见,证券分析师更倾向于预测资产规模较大的公司。未被预测公司无形资产占总资产的比例为 5.03%,而被预测公司无形资产占比仅为 2.80%,仅为前者的 60%,两者存在显著的差别。

在盈利能力方面,统计分析显示,被预测公司的销售毛利率、销售净利率、资产收益率、主营业务利润率、权益收益率,均显著高于未被预测公司。因此,我们认为,被预测公司的盈利能力均显著优于未被预测的公司。

在偿债能力方面,我们考察了上市公司的资产负债率。资产负债率是负债总额除以资产总额的百分比。被预测的上市公司该比率平均值(中值)为 44.02%(44.40%),显著低于未被预测公司的 51.78%(51.73%)。资产负债率从一方面衡量了企业在清算时保护债权人利益的程度。结合上文中提到的无形资产占总资产比例的指标,显然,被预

测公司债权人的保障程度更高。而在长期负债率方面,被预测公司该项指标则显著高于未被预测的公司。这在一定程度上表明,被预测公司更善于利用长期负债这一低成本工具进行融资。

在流动性方面,被预测的上市公司流动比率和速动比率显著大于未被预测公司。这表明,被预测上市公司的短期偿债能力很好,流动性明显好于未被预测的公司。

在资产管理能力方面,被预测上市公司在总资产周转次数、存货周转次数、应收帐款周转次数方面,其平均值和中位数都高于未被预测的公司。可见,证券分析师关注的公司经营效率较高。

在成长能力方面,未被预测公司在净利润增长率、净资产增长率、总资产增长率方面同被预测的公司存在着较大的差距。其中,被预测公司的净利润增长率平均值(中值)为6.95%(9.62%),而未被预测的公司仅为-30.79%(-19.09%)。可见,被预测公司相对未被预测的公司有较高的成长能力。

在市场价值方面,考虑到某些公司的每股盈利为负,因此我们没有使用惯用的市盈率做指标,而是使用市盈率的倒数(每股盈利除以股价)。我们发现被预测公司该指标要显著高于未被预测的公司。但在市净率方面,我们没有得到稳健的结论。

在收入质量方面,我们使用应收帐款占总收入比例、营业外收入占总收入比例和应计项目总额对总资产比例作为指标。检验发现,未被预测上市公司这三项指标均显著高于被预测的上市公司,前者总收入中应收帐款和营业外收入的比例较高,而且应计项目相对总资产的比例也较高。因此,我们认为,被预测的公司就整体而言有更高的收入质量。

在收益的波动性方面,通过计算2001年至2003年权益收益率的标准差,我们发现,被预测的上市公司上述指标平均值(中值)为4.21%(2.19%),而未被预测的公司则为12.43%(2.81%)。统计检验显示,前者的波动情况显著小于后者,被预测的上市公司有更为稳定的绩效表现。

五、上市公司公司治理特征与分析师预测

本部分选取我国上市公司2003年的公司治理数据作为研究对象,将研究对象按是否在2004年被证券分析师预测分为两个总体,进行均值及中位数的对比研究,以考察上市公司的公司治理特征与分析师预测之间的关系。

根据2003年上市公司年报,并综合考虑公司治理的信息披露情况,我们主要考察了两大方面的公司治理变量:股权/控制权(包括国有股比例、外资股比例、流通股比例、控股股东持股比例、控股股东性质、其它应收款占总资产比例)和董事会/监事会/高管情况(包括董事会的规模、独立董事的个数、监事会的规模、独立监事的个数、董事长持股比例、高管持股比例、董事长与总经理的两职设置状况)。我们将其它应收款占总资产比例作为公司股权方面的变量,主要是因为根据姜国华、岳衡(2005)以及黄志忠、薛云奎(2005)的研究,其他应收款对总资产的比例可以度量大股东占用上市公司资金的程度,

因此我们用该变量表征大股东对上市公司的侵害程度。比较的结果报告在表3中。

表3 被预测上市公司与未被预测上市公司在治理特征上的区别

类别	指标	被预测公司	未被预测公司	统计量	p-value
股权/控制权结构	国有股比例	36.77%	32.75%	1.522	0.13
	外资股比例	45.00%	36.00%	3.059	0.080 *
	流通股比例	36.77%	32.75%	0.016	0.987
	控股股东持股比例	45.00%	36.00%	0.005	0.943
	实际控制人类别	37.91%	41.37%	-2.956	0.004 * * *
	其它应收款/总资产	38.00%	40.00%	11.089	0.001 * * *
	董事会的规模	50.41%	40.76%	5.826	0.000 * * *
	独立董事的比例	53.66%	38.55%	33.187	0.000 * * *
	监事会的规模	0.21	0.27	-1.749	0.082 *
	独立监事的比例	0	0	2.685	0.101
董事会/监事会/高管情况	董事长持股比例	2.47%	6.85%	-9.655	0.000 * * *
	高管持股比例	1.17%	3.90%	81.737	0.000 * * *
	两职分离	10.08	9.82	1.265	0.207
	两职分离	9	9	1.052	0.305
	两职分离	33.38%	32.44%	2.604	0.107
	两职分离	33.33%	33.33%	3.254	0.071 *
	两职分离	4.49	4.24	1.791	0.075 *
	两职分离	5	5	2.353	0.125
	两职分离	0.37%	0.70%	0.920	0.358
	两职分离	0	0	0.001	0.969

注：每个指标下第一行列示的为每类公司相应指标的均值及对均值是否相等做的 T 检验，第二行列示的为每类公司相应指标的中值及对中值是否相等做的 Kruskal-Wallis 检验。两职分离是哑变量，表示董事长和总经理两职分离情况，董事长和总经理为一人时，取1；否则取0。上市公司实际控制人类别为哑变量，实际控制人为各级政府时，取1；否则取0。

1. 股权/控制权分析

在股权结构上,通过检验我们发现,被分析师预测的公司控股股东持股比例要明显高于未被预测的公司,而流通股比例要明显低于未被预测的公司,这可能与控股股东的“利益趋同”效应有关。

在对国有股比例和最终控制人类型的检验中,我们发现,被证券分析师预测的公司,国有股比例较高,但实际控制人更多的是非政府。这可能表现出海外的投资者对中国上市公司国企/政府背景的一种微妙的心态:国有股比例较高,可能会得到国家更多的好处(如优惠政策和补贴);但同时又希望公司按市场化的方式管理,不希望公司被政府所控制。

在检验其他应收款占总资产的比例时,我们发现,被分析师预测的上市公司该指标的均值(中值)仅为 2.47%(1.17%),而未被预测的公司则高达 6.85%(3.90%),几乎是前者的 2.5 倍。这说明,分析师对于控股股东侵占小股东利益的公司呈明显的回避态度。

2. 董事会/监事会/高管情况分析

通过统计检验,我们发现,被预测的公司和未被预测的公司相比,在独立董事的比例、监事会的规模、高管持股比例以及董事长的持股比例方面,检验虽然显示两组公司在中值或均值中一项上有显著的差异,但结果并不稳健。

六、对上市公司特征与分析师预测的多元回归分析

考虑到上市公司财务特征与治理特征间具有一定的相关性,因此,在进行了 T 检验和 K-W 检验之后,我们又对公司的财务特征、治理特征同分析师预测之间的关系在控制行业因素的前提下做了多元 logistic 回归分析,基本的回归分析模型如下:

$$\text{FOLLOW} = \text{constant} + \beta_1(\text{财务特征}) + \beta_2(\text{治理特征}) + \beta_3(\text{行业控制变量}) + \varepsilon$$

在回归方程涉及的公司财务特征和治理特征的选择上,我们在本文第四部分划分的九类财务特征中,每类选出了 1-2 个财务指标^①,在第五部分划分的两类公司治理特征中,选择了 T 检验和 K-W 检验显著的变量,作为解释分析师是否对一家上市公司进行预测的因素。在行业控制变量的设置上,考虑到本文讨论的是海外证券分析师选择公司时的决定因素,因此,我们采用了同证券分析师一致的行业视角,采用 CIGS 的行业分类作为多元回归中的行业控制变量。具体的变量请见表 4。

^① 在各类财务特征的变量都有比较强的相关性,因此不能全部加入多元回归模型。为了考察结果的稳健性,我们检验过各种不同的变量组合。

表4 变量定义

变量名称	定义
被解释变量	
FOLLOW	公司在2004年是否被分析师做出业绩预测,哑变量,被预测取1,否则取0
解释变量	
财务特征	
LNASSET	总资产的对数值
INTA	无形资产比率,无形资产/总资产
ROE	权益收益率,净利润/净资产
LIABILITY	债务比率,负债总额/总资产
CURRENT	流动比率,流动负债/流动资产
ARTO	应收账款周转率,销售收入/总资产
NINGROW	净利润增长率,过去3年净利润增长率的中位数
E/P	市盈率倒数,2003年12月31日股价/2003年每股净利润
ACCUAL	应计项目比率,应计项目/总资产
AR	应收账款比率,应收账款/总收入
STV	2000年至2002年ROE的标准差
SR	营业外收入比率,营业外收入/总收入
治理特征	
OREC	其他应收款/总资产
FLOAT	流通股比例,流通股股数/总股数
CONTROL	控股股东持股比例,控股股东持股数/总股数
CONTYPE	实际控制人性质,1为各级政府,0为非政府
INDDIR	独立董事比例,独立董事人数/董事会总人数
SUPBOARD	监事会人数
CHASHARE	董事长持股比例,董事长持股数/总股数
MANSHARE	高管持股比例,高层管理人员持股数/总股数
行业控制变量	
INDUSTRY	按美国CIGS的行业分类,哑变量,属于某行业取1;否则取0

表5报告了回归结果。在第一列、第二列和第三列中,我们主要考察了财务特征对分析师对上市公司选择的影响。我们发现,公司的总资产、权益收益率、流动比率、净利润增长率以及每股盈余对股价的比例同分析师的选择正相关,换句话说,公司的总资产越大、权益收益率越高、流动比例越大、净利润增长率越高、每股盈余对股价的比率越大,分析师就越有可能对该公司做出预测。这表明,公司的规模、盈利能力、流动性和成长能

力都是影响上市公司是否被分析师预测的因素。并且,值得注意的是在每股盈余一定的情况下,股价越高反而不会引起分析师的关注。这和 Brennan 和 Hughes (1991) 的发现是一致的。

表 5 多元回归结果

被解释变量:是否被分析师预测						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	-31.319 *** (0.000)	-31.179 *** (0.000)	-28.001 *** (0.000)	-27.562 *** (0.000)	-27.353 *** (0.000)	-28.219 *** (0.000)
LNASSET	1.374 *** (0.000)	1.431 *** (0.000)	1.264 *** (0.000)	1.246 *** (0.000)	1.273 *** (0.000)	1.224 *** (0.000)
INTA	-4.411 (0.128)	-5.354 * (0.060)	-4.645 * (0.098)	-4.450 (0.115)	-3.770 (0.176)	-3.848 (0.171)
ROE	2.949 *** (0.000)	3.522 *** (0.000)				
LIABILITY		-2.986 *** (0.000)	-2.385 *** (0.000)	-2.046 *** (0.002)	-2.002 *** (0.003)	-1.956 *** (0.004)
CURRENT	0.280 *** (0.001)					
ARTO	-0.067 (0.777)	0.025 (0.919)	0.000 (0.877)	0.000 (0.841)	-0.001 (0.676)	0.000 (0.834)
NIGROW	0.719 *** (0.003)	0.622 ** (0.012)	0.606 ** (0.020)	0.589 ** (0.024)	0.607 ** (0.021)	0.588 ** (0.026)
ACCURAL	-4.081 ** (0.046)					
AR	-0.624 (0.363)	-0.169 (0.803)	0.034 (0.960)	0.384 (0.581)	0.388 (0.578)	0.327 (0.640)
E/P			16.895 *** (0.003)	14.223 ** (0.012)	14.892 *** (0.010)	13.469 ** (0.014)
STV			0.461 (0.591)	0.521 (0.576)	0.504 (0.594)	0.461 (0.632)
SR	-31.561 (0.180)	-33.168 (0.152)	-30.406 (0.189)	-28.828 (0.213)	-29.460 (0.206)	-23.946 (0.298)

续表

被解释变量:是否被分析师预测						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
OREC				-7.369 ** (0.018)	-6.709 ** (0.026)	-6.558 ** (0.032)
FLOAT					-2.321 *** (0.007)	
CONTROL						1.650 ** (0.017)
CONTYPE						-0.497 * (0.082)
INDDIR						1.308 (0.388)
SUPBOARD						-0.025 (0.740)
CHASHARE						-106.071 (0.697)
MANSHARE						295.228 (0.590)
INDUSTRY	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Loglikelihood	605.761	597.133	598.721	591.872	584.053	581.624

注:括号中为 p 值。*, **, *** 分别表示在 0.1, 0.05, 0.01 水平上显著。

对财务特征的多元回归结果还显示,公司的资产负债率和应计项目总额/总资产与分析师是否对其做出预测负相关。负债率较高,通常带来公司较大的财务风险,因此,分析师对这类可能存在较高风险的公司会关注的较少。而应计项目则在一定程度上反应了公司收入的质量。应计项目总额占总资产的比率越高,说明公司的收入中以现金形式收回的越少,收入的质量越低。对于低收入质量的公司,我们发现,分析师也倾向于回避的态度。

在表 5 的第四、第五和第六列,我们在考虑财务特征的影响下,考察了治理特征对分析师选择上市公司的影响。我们发现,其他应收款占总资产比率与分析师的选择显著负相关。这表明,大股东对上市公司的侵害程度,影响到了分析师是否对上市公司做出预测。其他应收款占总资产比率越高,侵害程度越大,分析师就越倾向于不对其做出预测。

具体到各类股东的股权比例,我们发现控股股东持股比例越高、流通股比例越低的公司,分析师更倾向于对其做出预测。这有可能是因为控股股东持股比例越高,其从公

司中对自身的利益输送程度就越小,因此,分析师更容易对其业绩做出判断。^①

在实际控制人方面,检验发现,当上市公司的实际控制人为各级政府时,分析师倾向于不对其做出预测。一般而言,公司的目标应当是股东财富最大化,政府考虑的则是维持就业率、保护环境和社会稳定等。而政府控制了上市公司,就很可能利用上市公司作为工具满足其政策目标,这就必然会与股东权益冲突。我们认为,这种公司多重目标的情况,很可能是导致分析师对这类公司关注较少的原因。而独立董事的比例、监事会的人数、高管持股比例和董事长持股比例则对分析师的选择都没有统计上显著的影响。

七、结 论

本文考察了海外的证券分析师对我国上市公司做出预测的决定因素。我们发现,被预测的上市公司在行业上有一定的集中趋势,其中机械、设备、仪表行业,金属非金属行业,信息技术业,电子行业,医药、生物制品行业的被研究公司相对较多。同未被预测的上市公司相比,被预测的上市公司经营质量较好(体现在权益收益率较高、净利润增长率较高、每股盈利对股价比率较高、应计项目占总资产比率较低),经营风险较低(体现在总资产较大、资产负债率较低)以及治理结构较好(体现在其他应收款占总资产的比率较低、控股股东持股比例较高、流通股比例较低、实际控制人并非各级政府)。

本文是第一篇研究海外的证券分析师对我国上市公司做出预测的决定因素的文章。从世界其他各国的经验来看,证券分析师作为一个信息中介,对于证券市场的发展起到了至关重要的作用。我们希望这篇文章能够抛砖引玉,吸引中国学者对证券分析行业作出研究。中国自己的证券分析行业还刚刚起步,但是随着中国股市的发展,证券分析行业必然会得到迅速的发展。也只有证券分析行业得到发展,才有可能使投资者真正的关注股票的投资价值而不是投机机会。我们希望这篇文章能够给国内的证券分析行业提供一定的借鉴意义。

本文也存在着一些不足。首先这是一篇纯实证的文章,没有坚实的理论作为研究的指导。这也是国际上此类研究的缺陷。我们希望在实证的结果上能够早日发展出理论。另外,我们只以有无分析师预测作为刻画预测情况的指标,而没有考虑做出预测的分析师的人数和预测的次数、人次等情况,我们希望在今后的研究中不断深入。总的来说,海外证券分析师对我国上市公司的预测情况,在学术界是一个新兴的话题。很多问题还没有学者涉足,例如分析师预测与QFII持股情况的关联,被预测上市公司股价的表现,盈利预测准确性同公司特征的关系等,这些话题都有待我们的进一步研究。

参 考 文 献

- [1] 黄志忠、薛云奎,2005,控股股东性质、资源侵占与上市公司现金股利政策,汕头大学工作论文。
- [2] 姜国华,2004,关于证券分析师对中国上市公司会计收益预测的实证研究,经济科学,2004年第6期。

^① 考虑到控股股东的股权结构具有两面性:侵占效应和激励效应,因此我们在回归时也加入了控股股东持股比例的平方,但是该变量不显著,并且也不影响关于其他变量的结果。在此感谢匿名审稿人提出的建议。

- [3] 姜国华、岳衡, 2005, 大股东占用上市公司资金与上市公司未来回报关系的研究, 管理世界, 2005 年第 9 期。
- [4] Berman, M. and P. Hughes. 1991. Stock price and the supply of information. *Journal of Finance* Vol. 46 No 3: 1665-1691.
- [5] Bricker, R., J. Grant, T. Fogarty and G. Previts. 1999. Determinants of analyst following. *Journal of corporate communication* Vol. 1.
- [6] Bbushan. R 1989. Firm characteristic and analyst following. *Journal of Accounting and Economics* Vol. 11 No 2: 255-274.
- [7] Brown, Lawrence. 2000. IBES Research Bibliography. *Thomson Financial*.
- [8] Lang, M., K. V. Lins and D. Miller. 2003. ADRs, analysts and accuracy: Does cross listing in the U. S. improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research* Vol. 41. No. 2.
- [9] Lang, M. H. and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review* Vol. 71 No. 4: 467-492.
- [10] Ole-Kristian Hope. Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration. *Working paper*, 2003.
- [11] Schipper, K. 1991. Analysts' forecasts. *Accounting Horizons* 4 (Dec.) 105-121.

Abstract: The paper studies the determinants for foreign analysts to analyzes listed firms in China. The result shows that foreign analysts prefer to analyze the listed firms with good assets quality and less risk and also the firms with good corporate governance. This paper is the first one to do this research in China and the results provide an important implication for the academics and the practice.

Key words: listed firms, foreign analysts, forecast, financial characters, governance structures

(责任编辑:刘信)(校对:LN)

