

江西财经大学会计学术文库

分析师跟进、影响因素与经济后果性

FINANCIAL ANALYST FOLLOWING, INFLUENCE
FACTORS AND ECONOMIC CONSEQUENCES

周冬华 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

江西财经大学会计学术文库

本书为国家自然科学基金(71262005)资助

分析师跟进、影响因素与 经济后果性

FINANCIAL ANALYST FOLLOWING, INFLUENCE
FACTORS AND ECONOMIC CONSEQUENCES

周冬华 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

分析师跟进、影响因素与经济后果性/周冬华著.

—北京: 经济科学出版社, 2017. 12

(江西财经大学会计学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8817 - 2

I. ①分… II. ①周… III. ①上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 312637 号

责任编辑: 庞丽佳

责任校对: 王苗苗

责任印制: 邱 天

分析师跟进、影响因素与经济后果性

周冬华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 12. 75 印张 230000 字

2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8817 - 2 定价: 48. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

证券分析师作为资本市场上的中介机构，出具的研究报告代表了证券公司、证券投资咨询机构等中介机构对上市公司发展现状和投资前景的深度解读，能够向市场提供合理反映证券内在价值的信息，有效地缓解上市公司和投资者之间存在的信息不对称程度，从而降低上市公司的股权融资成本，提高资本市场效率（Beaver, 2002；姜国华，2004；朱红军等，2007；储一昀和仓勇涛，2008；王瑞和洪剑峭，2009）。分析师的主要工作是进行盈余预测、股票评级。证券分析师是上市公司财务信息的使用者，为投资者更好地获取上市公司信息提供了帮助（李丹和贾宁，2009），证券分析师所提供的信息会影响投资者的投资决策。由于分析师的研究报告对资本市场参与者产生重要影响，因此吸引了学者的广泛关注，成为财务和会计研究中的一个重要领域。

本书从公司治理的角度研究了分析师跟进的决定因素，并研究了分析师跟进的经济后果性。具体而言，本书主要研究的内容包括：

（1）从横截面角度和时间角度研究分析了证券分析师在决定跟进某上市公司时，是否会受到公司治理质量及其变化的影响。研究发现，证券分析师偏好跟进公司治理质量高的上市公司，进一步划分为内部公司治理和外部公司治理后发现，相对于外部公司治理，证券分析师更偏好跟进内部公司治理质量高的上市公司。内部公司治理质量方面，信息披露质量越高、监督机制越完善的上市公司，证券分析师跟进的比例越高；而公司管理层的权力越大，

公司内部和外部信息不对称程度越严重，证券分析师跟进的比例越低。

(2) 研究作为外部公司治理机制的分析师跟进和法律环境对上市公司盈余管理行为的抑制作用。研究发现，分析师跟进与法律环境对于上市公司的正向盈余管理行为具有显著的抑制作用，但是对于上市公司的负向盈余管理的抑制作用并不显著。在上市公司所处地区的投资者保护法律环境较弱的情况下，分析师跟进发挥了更强的外部监督作用，表现为分析师跟进与上市公司正向盈余管理程度的负相关性更强。在控制了分析师跟进与盈余管理之间的内生性问题后，上述结论仍然成立，为从分析师跟进和法律环境两个维度理解上市公司外部治理机制对盈余管理的制约作用提供了实证证据。

(3) 从“信息中介—审计风险—审计费用”这一链条研究了分析师跟进与审计费用之间的关系。研究结果发现，分析师跟进与审计费用显著负相关，明星分析师跟进更有利于降低审计费用。进一步研究发现，分析师跟进与审计费用之间的负相关关系取决于会计师事务所依赖分析师研究报告的程度，对于信息自给能力较强的会计师事务所而言，其依赖分析师研究报告的程度较低，分析师跟进与审计费用的负相关关系程度较低。

(4) 研究了分析师跟进对上市公司避税程度的影响。研究发现，分析师是否跟进、跟进人数的数量与上市公司的避税程度呈显著正相关，明星分析师跟进使得上市公司的避税程度更为显著。当分析师不再跟进时，上市公司的避税程度显著降低。研究结果表明，分析师跟进并签发乐观性研究报告会给上市公司的盈余造成压力，从而诱使上市公司采取避税活动以达到分析师预测的盈余目标。这一研究结果揭示了分析师跟进的不利后果，有利于丰富分析师跟进的作用。

(5) 分析师在对公司发布盈余预测的同时，还对一些公司发布了现金流预测。本书基于我国卖方分析师发布的研究报告数据，研究了分析师内在能力与额外其发布现金流预测的关系。研究结果表明，高能力的分析师更倾向

于在发布盈余预测的同时发布现金流预测，目的是向外传递与自身能力有关的信号。因此，还未获得良好声誉的非明星分析师，能力越高与发布现金流预测的概率越大；研究还表明，对于机构投资者持股比例高的公司，高质量的分析师额外签发现金流预测报告的可能性越大。进一步的研究表明，分析师性别、学历、与获取私有信息的能力以及证券公司与上市公司的利益关联都会影响分析师能力与发布现金流预测的关系。

(6) 系统考察了证券分析师预测经验和历史预测准确性对现金流预测准确性的影响。研究发现，分析师公司层面经验与现金流预测准确性显著正相关，这表明分析师跟踪特定上市公司年限越长，分析师能够掌握更多的私有信息，对获取该特定公司的私有信息更能有效处理，作出准确判断的可能性越高。其次，上年度现金流预测准确性与当期现金流预测准确性显著正相关，这说明分析师在进行现金流预测时会理性地根据自己的预测准确性记录来更新其现金流预测。

周冬华

2017 年 11 月

目 录

第 1 章	分析师信息中介作用研究概述	1
1.1	研究背景和问题的提出	1
1.2	研究意义	6
1.3	国内外研究现状及分析	7
第 2 章	分析师跟进的影响因素：基于公司治理的视角	22
2.1	引言	22
2.2	研究假设的提出	25
2.3	数据来源及研究设计	29
2.4	实证结果与分析	34
2.5	本章小结	45
第 3 章	分析师跟进与上市公司盈余管理行为	47
3.1	引言	47
3.2	研究假说的提出	50
3.3	数据来源及研究设计	54

3.4	实证结果与分析	58
3.5	本章小结	70
第4章	分析师跟进、审计风险与审计费用	72
4.1	引言	72
4.2	研究假说的提出	74
4.3	数据来源及研究设计	77
4.4	实证结果与分析	81
4.5	本章小结	92
第5章	分析师跟进与企业避税程度	94
5.1	引言	94
5.2	研究假说的提出	96
5.3	研究设计与数据来源	101
5.4	实证结果及其分析	104
5.5	本章小结	115
第6章	分析师发布现金流预测的动机研究	116
	——基于信号传递理论	116
6.1	引言	116
6.2	研究假说的提出	118
6.3	数据来源及研究设计	123
6.4	实证结果及其分析	127
6.5	本章小结	150

第7章 分析师预测经验与现金流预测准确性	151
7.1 引言	151
7.2 研究假说的提出	153
7.3 研究设计与数据来源	157
7.4 实证结果与分析	160
7.5 本章小结	170
第8章 研究总结	171
附录1 内部治理机制评价指标体系	174
附录2 外部公司治理机制评价指标体系	177
参考文献	178

第 1 章

分析师信息中介作用研究概述

1.1 研究背景和问题的提出

证券分析师作为资本市场上的中介机构，出具的研究报告代表了证券公司、证券投资咨询机构等中介机构对上市公司发展现状和投资前景的深度解读，能够向市场提供合理反映证券内在价值的信息，有效地缓解上市公司和投资者之间存在的信息不对称程度，从而降低上市公司的股权融资成本，提高资本市场效率（Beaver, 2002；姜国华，2004；朱红军等，2007；储一昀和仓勇涛，2008；王瑞和洪剑峭，2009）。分析师的主要工作是进行盈余预测、股票评级。证券分析师是上市公司财务信息的使用者，为投资者更好地获取上市公司信息提供了帮助（李丹和贾宁，2009），证券分析师所提供的信息会影响投资者的投资决策。由于分析师的研究报告对资本市场参与者产生重要影响，因此吸引了学者的广泛关注，成为财务和会计研究中的一个重要领域。

作为资本市场的信息中介，分析师首先根据收集的信息以及职业判断选

择跟进的公司，然后通过大量收集信息对跟进公司的基本面进行分析并提供未来业绩预测。然而，并不是资本市场中所有的上市公司都能够吸引分析师跟踪^①，公司所受到的分析师跟踪的数目也有较大的差异，其中，2016 年分析师跟踪上市公司的机构数量从 1 人到 33 家不等，上市公司被分析师跟进的数量存在较大的差异。所以，分析师跟进公司的动因无疑是一个值得深入研究的话题。

以往的研究还更多地探讨分析师跟进的外部治理机制角色，分析师作为外部监管者，其无时无刻的监督，对管理层起着间接的约束作用，分析师跟进与上市公司的盈余管理程度呈负相关关系，分析师跟进人数越多，对上市公司的外部监督效应越强，上市公司的盈余管理程度越低（Knyazeva, 2007; Yu, 2008; Chou, 2010）。分析师通过收集、整理信息并出具相应的研究报告，有利于缓解上市公司与投资者之间的信息不对称程度（Jensen and Meckling, 1976），评价公司在市场上的生存能力和投资空间，对公司管理层的行为发挥潜在的监督作用（Lang et al., 2004）。同时，分析师收集和整理调研过程获取的私有信息以及公开市场披露的相关信息，并与宏观层面和行业层面的相关信息比对，使其更能全面了解上市公司的经营状况，有效监督上市公司盈余管理行为。克尼亚泽夫（Knyazeva, 2007）选择了机构投资者持股比例作为公司治理的替代变量，检验了分析师跟进的外部公司治理机制的替代作用，研究发现，相对于机构投资者持股比例高的上市公司，机构投资者持股比例低的上市公司分析师跟进人数与盈余管理程度更加显著负相关，因此，分析师跟进被认为是外部公司治理机制的替代变量。那么分析师作为一项外部治理机制，还会对上市公司层面产生怎样的影响呢？

① 根据 Wind 数据库的统计，2016 年沪深两市 A 股市场共有 3204 家上市公司（含创业板），其中年度内被分析师跟踪的上市公司只有 2332 家，比例仅为 72.78%，沪深两市尚有 872 家上市公司在 2016 年度未有分析师跟进、出具盈余预测研究报告。

为了顺应资本市场的发展,分析师报告的类型也在不断丰富和完善。分析师报告中除了盈余预测和股票评级外,近些年针对某些公司分析师还同时发布了现金流预测。数据显示,美国市场上的分析师现金流预测数量呈逐年上升趋势,分析师同时发布盈余预测和现金流预测的数量占分析师预测数量的比例从1993年的2.5%上升到2005年的57.2% (Givoly et al., 2009)。相比国外,我国自2002年开始出现少量的分析师现金流预测,之后逐年增加。在激烈的竞争环境下,分析师通过提供更丰富的信息来提高服务质量,并使得现金流预测成为分析师报告的重要组成部分(王会娟等,2012)。相对于企业报告的营业利润可能存在盈余管理行为,公司报告的经营活动现金流量被认为是可靠的,不可操控的,现金流信息在盈余之外提供了增量信息(Bowen et al., 1987; Ali, 1994; Dechow, 1994)。因此越来越多的投资者和其他财务报表的使用者将目光投向企业经营活动现金流量,并将其视为判断企业业绩好坏的重要标志。那么分析师是否会在公布盈余预测的同时额外公布现金流预测以传递自己是高质量的信号呢?廖明情(2012)研究发现,高质量的分析师会通过同时发布盈利预测和收入预测的报告方式传递自己是高质量的信号,以增加自己的市场影响力。与收入预测相比,现金流预测要求分析师投入更多的时间和精力深入公司调研,预测中也需要使用更精准的分析方法和手段,而低质量的分析师却很难做到这一点(周冬华和黄迎,2014)。因此,高质量的分析师可以通过额外签发现金流预测研究报告,向市场成功发送自身是高质量的信号。

此外,分析师丑闻不绝于耳,诸如《新财富》最佳分析师叶志刚代客理财被监管机构调查^①、中国宝安的石墨烯事件^②,银河证券发布的攀钢钒钛的

① 详见:真相追踪:海通证券分析师叶志刚正在接受调查,和讯网, <http://stock.hexun.com/2009-08-06/120308912.html>.

② 详见:宝安石墨烯:券商研报利益链调查,网易财经, <http://money.163.com/special/basmm/>.

天价乌龙报告^①，以及中国不信任分析师榜单^②等事件常见诸报端，致使不少投资者对分析师的职业道德和职业能力持怀疑和审慎的态度。然而由于信息不对称的存在，分析师报告的质量高低难以直接被投资者完全了解。为了减少投资者逆向选择的影响，高质量分析师会试图通过信号传递的方式来向投资者表明其研究报告具有更高的价值。因此，高质量的分析师如何在“鱼目混珠”的分析师市场中传递自身是高质量的信号值得探究。同时，分析师现金流预测的准确性如何呢？哪些因素影响了分析现金流预测的准确性呢？

分析师预测通常具有乐观性，其对盈利的预测值显著高于公司最终实际盈余（De Bondt and Thaler, 1990），实务届称此为分析师托市行为。托市行为最早由鲁德（Ruud, 1993）在解释美国资本市场新股上市首日交易价格高于其发行价格，即“IPO 抑价”现象时提出的。随着资本市场监管体系的不断健全完善，传统的直接托市方式往往遭受严格的市场监管（Michaely and Womack, 1999；Aggarwal, 2000），而利用证券分析师出具过于乐观的分析师报告为其承销的新股间接提供价格支持便成为间接托市方式之一（Bradley et al., 2003；James and Karceski, 2006，潘越等，2011）。分析师签发的盈余预测表现出的乐观性（周冬华和赵玉洁，2016），使得其对盈利的预测值通常显著高于公司最终实际盈余（De Bondt and Thaler, 1990）。这意味着分析师的盈余预测高估了公司的实际盈余能力，使得管理层通过正常的生产经营活动很难达到分析师发布的盈余预测数值，分析师的跟进行为给管理层带来了业绩压力。那么针对分析师的乐观性偏差行为，上市公司会采取怎样的行动加以回应呢？

① 详见：上半年9家券商发布乌龙研报专家质疑“黑色利益链”，和讯网，<http://stock.hexun.com/2011-07-21/131625097.html>。

② 详见：中国不信任分析师排行榜：十大误判分析师，搜狐网，<http://roll.sohu.com/20110704/n312305484.shtml>。

基于此,本书致力于研究及拓宽分析师跟进的影响因素、分析师跟进的公司治理作用、分析师额外签发现金流预测报告和分析师托市行为研究领域的文献,具体包括以下内容:

(1) 分析师跟进公司的动机。在资本市场中,并不是所有的上市公司都能够吸引分析师跟踪,那么分析师偏好跟进怎样的公司呢?公司治理质量更高的公司是否更能得到分析师的青睐?基于时间角度,公司治理质量的变化是否能与分析师跟进变化呈显著正相关?其他一些具体的公司治理指标是否也能影响分析师跟进人数?

(2) 分析师跟进对上市公司盈余管理的影响。诸多文献研究了分析师跟进对上市公司盈余质量的影响,那么针对正向盈余管理和负向盈余管理,分析师跟进都能对其产生抑制作用吗?另外,基于时间角度,分析师跟进人数的变化对上市公司盈余管理程度的变化会产生怎样的影响?

(3) 分析师跟进对企业审计费用的影响。有关分析师跟进与审计费用的文献可谓凤毛麟角,那么,作为资本市场的信息中介,分析师跟进是否能有效地降低审计风险,继而降低审计费用?与非明星分析师跟进相比,明星分析师跟进与审计费用的相关性会不会有所不同?最后,与信息自给能力不足的事务所相比,信息自给能力较强的事务所能够削弱分析师跟进与审计费用的相关性是否会有所不同呢?

(4) 分析师跟进对企业避税程度的影响。分析师跟进并签发乐观的盈余预测报告给企业设定了盈余目标,而这盈余目标无形中给企业造成了盈余标杆,上市公司纷纷借助盈余管理手段“优化”财务报表信息,甚至采用避税活动进行盈余管理来达到或超过分析师盈余预测目标的行为也屡见不鲜,那么分析师跟进到底会不会提高企业避税程度呢?明星分析师是否会使上市公司更倾向于采取避税行为呢?

(5) 分析师额外签发现金流预测报告的动机。现金流预测作为盈余预测

之外的研究报告，其预测过程更加复杂。分析师是否可以通过额外签发现金流预测报告向市场投资者传递其能力更强的信号？额外签发现金流预测行为是否能够有效发挥信号传递作用？明星分析师和跟进机构投资者持股比例更高的公司的分析师，是否更倾向于通过额外签发现金流预测的方式向市场传递信号，导致这两类分析师签发现金流预测报告的概率更高呢？

（6）分析师预测经验及历史预测准确性对其预测准确性的影响。在激烈的竞争环境下，分析师通过提供更丰富的信息来提高服务质量，并使得现金流预测成为分析师报告的重要组成部分。那么，分析师现金流预测的准确性如何呢？分析师预测经验及历史预测准确性是否会影响分析现金流预测的准确性呢？

通过对以上六个子问题的研究，本书希望能够检验我国资本市场上证券分析师跟进公司的动因，拓宽分析师跟进的公司治理作用研究，其在盈余预测的同时额外签发现金流预测报告的成因，影响分析师现金流预测准确性的因素和分析师乐观性偏差的影响，据此提出相应的监管对策和政策建议。本书的研究不仅能拓展分析师跟进的影响因素和经济后果领域的相关理论和实证研究，也能拓宽证券分析师预测行为领域的研究，同时为监管机构和投资者解读证券分析师研究报告提供另一视角的理论依据，从而更好地帮助他们认识证券分析师签发的研究报告，做出更优的投资决策。本书具有较强的理论意义和现实应用价值。

1.2 研究意义

基于中国新兴加转轨的制度背景，本书探讨了分析师跟进的动因和公司层面的经济后果，同时从信号传递理论的视角研究了分析师发布盈余预测的

同时额外签发现金预测报告的行为,具有较强的理论意义和实践价值。

在理论方面,本书具有如下意义:(1)与以往文献关注分析师盈余预测的准确性不同,本书探讨了公司治理质量对分析师跟进的影响,丰富和扩充了分析师跟进的文献。(2)本书研究了分析师跟进对公司盈余管理和审计费用的影响,这有利于丰富分析师跟进发挥外部公司治理作用的相关文献。(3)本书基于分析师乐观性偏差行为,研究了分析师跟进对企业避税程度的影响,这有利于丰富分析师托市行为对上市公司财务决策影响的相关文献,相关研究成果为投资者理解证券分析师行为模式提供了参考依据。(4)本书基于信号传递理论的视角研究了分析师额外签发现金流预测报告的动机,丰富和拓展了现有证券分析师决策过程的文献。(5)本书研究了分析师预测经验对其现金流预测准确性的影响,并进一步探讨了分析师预测经验及历史预测准确性如何影响其预测准确性,这有利于丰富分析师预测行为的相关文献。

在实践方面,本书具有如下价值:(1)本书的研究结论对投资者有一定的启示作用。投资者通过简单地观测分析师是否额外签发现金流预测报告来甄别分析师质量,以及对比分析师跟进人数来考量上市公司的行为特征,这有助于其更好地利用分析师跟进人数及其数量制定投资决策。(2)本书的研究结论对分析师有一定的启示作用。在中国目前“鱼目混珠”的分析师市场,额外签发现金流预测报告能够有效地传递自己高能力的信号,这有利于分析师更好地建立和维护其声誉。

1.3 国内外研究现状及分析

由于本书涉及分析师跟进的影响因素,分析师跟进作为信息中介导致的公司层面的经济后果以及分析师发布盈余预测同时额外签发现金流预测报告

的动机和经济后果，因此，我们对现有文献按照以下四个方面进行梳理：一是分析师跟进的影响因素；二是分析师跟进的公司治理作用；三是分析师跟进额外签发现金流预测报告的动力和经济后果；四是分析师跟进的经济后果性。

1.3.1 分析师跟进的影响因素

目前国内文献对分析师的研究主要集中在分析师预测和评级行为的经济后果性，如分析师盈余预测的准确性（石桂峰等，2007；方军雄，2007），分析师盈余预测偏差和托市行为（原红旗和黄倩茹，2007；潘越等，2011）。国内文献对分析师跟进的影响因素的文献还较少，国外关于分析师跟进的文献较为丰富，但其研究结论也存在诸多分歧，例如布尚（Bhushan，1989）发现分析师跟进与机构持股比例和盈利波动率正相关，而洛克等（Rock et al.，2000）运用计数计量方法得出了与布尚（1989）完全相反的结论，即机构持股比例或是盈利波动率越大，分析师跟进数量越少。分析师跟进在资本市场中扮演着重要的角色，作为影响企业和市场重要的第三方，分析师的关注和分析往往受到外部和自身因素的影响。通常来讲，分析师跟进受到股票价格、公开披露的信息、盈余管理程度、公司治理、市场投资者需求、公司未来业绩、公司透明度和企业规模等因素的影响。

布伦南和修斯（Brennan and Hughes，1991）以及安琪（Angel，1997）的研究首次发现了企业股价水平与财务信息中介的关系，他们发现企业低股价能有效刺激分析师的关注，进而促进其股价的提高。

具有良好公司治理机制的上市公司信息透明度越高，能够向外界传递公司私有信息，有效降低内部和外部人之间的信息不对称和代理成本，吸引更多分析师跟进并出具盈余预测研究报告。朗和伦德霍尔姆（Lang and Lundholm，1996）研究则发现，公司公开披露的信息对于证券分析师而言是最重