

IPO 公司董秘职业背景、分析师首次跟踪与 公司市值管理*

全 怡

(中南财经政法大学会计学院,湖北 武汉 430073)

内容提要:以 IPO 公司董事会秘书为切入点,本文比较全面地揭示了董秘职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用。选取 2009—2015 年创业板上市公司为样本,研究发现:聘请职业董秘的 IPO 公司能更快地吸引更多证券分析师的关注;IPO 公司职业董秘通过影响分析师预测准确性,提高了公司信息透明度;聘请职业董秘的 IPO 公司同时具有更大的投资价值。进一步探索发现:董秘特征方面,对于兼任财务岗位的董秘,其职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用有所削弱;公司特征方面,对于信息环境较差的 IPO 公司,董秘职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用有所增强。本文研究不仅从董秘背景层面提供了公司高管影响分析师信息获取质量的证据,为打开分析师预测报告如何形成这一“黑箱”提供了新的视角。同时,对理解董事会秘书在投资者关系和市值管理中发挥的作用具有重要现实意义。

关键词: IPO 公司董秘 职业背景 分析师跟踪 市值管理

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)02—0140—22

一、引言

证券分析师作为专业化的金融市场中介(余明桂等,2017)^[1],在信息不完全流动的市场上,通过股票评级和盈利预测向市场参与者提供信息(Grossman 和 Stiglitz,1980)^[2],从而促进整个市场的有效性(胡奕明等,2003)^[3]。然而,有关分析师预测报告如何形成,目前学术界知之甚少,甚至将这一过程形象地称之为“黑箱”(Ramnath 等,2008^[4];Bradshaw,2009^[5];Brown 等,2015^[6])。为了打开这一“黑箱”,Brown 等(2015)^[6]针对分析师预测的影响因素,对 365 名证券分析师进行了调查与访谈,研究发现,分析师盈余预测和股票评级的形成更多地依赖与管理层之间的私有沟通,而非基于自己的主要研究、近期收益表现或公开报告等信息;胡奕明等(2003)^[3]针对国内证券分析师的问卷调查同样显示,虽然“公司调研”可以提高分析质量,但证券分析师通过走访调查、电话访谈等途径主动搜寻上市公司“第一手”材料还做得不够;全怡等(2014)^[7]研究发现,兼任独立董事是证券分析师获取私有信息的途径之一,会对证券分析师的预测行为产生影响。

作为公司“信息披露部门负责人”和“对外发言人”,董事会秘书是公司与外界对接的“窗口”。协调公司与投资者之间关系、处理信息披露等事务是董事会秘书的日常工作职责。除非与管理层存在私有关系,否则,分析师与上市公司之间的沟通将无法绕开董事会秘书。很多分析师实地调研

收稿日期:2017-12-08

* 基金项目:国家自然科学基金青年项目“中国上市公司学者型独立董事的治理效应:理论分析与经验证据”(71602191)。

作者简介:(1986-),女,湖北襄阳人,讲师,管理学博士,研究领域是公司治理,电子邮箱:quanyi88888@163.com。

甚至直接由董事会秘书亲自接待。分析师在与上市公司之间的沟通中,能否获得私有信息?能够获得多少私有信息?在很大程度上取决于公司董事会秘书。也就是说,“由谁担任董秘”会对信息传递过程以及资本市场效率产生直接影响(毛新述等,2013)^[8]。然而,现有研究并未对这一环节进行考察,仅仅直接默认实地调研是分析师和投资者获取私有信息的重要途径之一(唐松莲等,2017)^[9]。这可能也是现有在关于实地调研能否提高分析师预测质量问题上并未形成一致结论的原因。本文打破这一前提,认为不同背景的董秘在信息披露意愿、投资者关系管理方面存在差异,并且这一差异会影响分析师跟踪决策和预测质量,从而进一步影响公司价值。

以IPO公司董事会秘书为切入点,本文全面揭示了董秘职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用。选取2009-2015年创业板上市公司为样本,研究发现:(1)聘请职业董秘的IPO公司能更快地吸引更多证券分析师的关注;(2)IPO公司职业董秘通过影响分析师预测准确性,提高了公司信息透明度;(3)聘请职业董秘的IPO公司同时具有更大的投资价值。进一步探索发现:董秘特征方面,对于兼任财务岗位的董秘,其职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用有所削弱;公司特征方面,对于信息环境较差的IPO公司,董秘职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用有所增强。需要指出的是,职业董秘对分析师行为的影响并不仅仅存在于IPO阶段的创业板公司。然而,这一场景更有助于对以上问题进行检验。首先,公司IPO上市为分析师首次跟踪决策提供了全新的契机,并且可以较好地排除分析师跟踪决策的其他影响因素(O'Brien和Tan,2015)^[10]。其次,由于分析师很少跟踪非上市公司,IPO公司为考察分析师首次跟踪的时点提供了较好的实验场景(O'Brien和Tan,2015)^[10]。最后,新上市公司更需要与投资者之间建立信息桥梁,而这一需求在规模普遍较小的创业板公司更明显。

本文可能的贡献与创新之处在于:首先,大量文献认为,公司高管是分析师获取私有信息的重要来源(Chen和Matsumoto,2006^[11];Mayew,2008^[12];Mayew等,2013^[13];赵良玉等,2013^[14];Soltes,2014^[15];Brown等,2015^[6])。然而,由于相关数据较难获取,研究者无法直接对这一问题进行验证。本文从董秘背景层面提供了公司高管影响分析师信息获取质量的证据,为打开分析师预测报告如何形成这一“黑箱”提供了新的视角。其次,有关实地调研对分析师预测行为的影响,Cheng等(2016)^[16]研究发现,实地调研可以提高分析师预测准确性;降低公司股价同步性,提高资本市场信息效率(曹新伟等,2015)^[17]。然而,谭松涛、崔小勇(2015)^[18]却发现,实地调研增加了分析师预测乐观度,反而降低了预测准确性。本文为这一截然相反的结论提供了合理解释,即能否获得私有信息,更大程度上依赖于董秘的信息披露意愿,而非是否进行了实地调研。再次,董事会秘书随着资本运作的常态化越来越受关注。然而,有关董事会秘书在公司投资者关系和市值管理中发挥的作用,人们知之甚少。本文对全面了解董事会秘书的工作内容和职责具有较强的现实意义。最后,本文对IPO公司如何更快地吸引分析师以及机构投资者关注具有重要的战略实践意义。

二、制度背景与文献回顾

1. 制度背景

我国董事会秘书是1993年伴随着首批国有企业在香港上市时出现的,后来这一制度陆续得到推广。早期董事会秘书并不属于高管团队,其在规范公司运作中发挥的作用相对有限。直到2006年新《公司法》的实施才从法律意义上确认了董秘作为公司高级管理人员的重要地位。按照我国现行法规,董事会秘书属于上市公司的高级管理人员,是证券交易所与上市公司的指定联系人,不仅要负责与监管部门的沟通联络,还需要协调公司与投资者之间的关系、处理公司信息披露事务、“三会”(董事会、监事会、股东大会)组织与文件保管等。作为整个IPO过程的经手人,董事会秘书

在发行上市过程中发挥着不可替代的作用。企业上市前,董秘需要代表企业与监管机构、IPO 中介机构进行沟通,从财务处理、公司治理、内部控制规范、重要的董事会决议和股东大会决议文档的管理等各个方面,推动企业的上市活动。在企业向证监会递交 IPO 申请阶段,董秘主要从财经公关、反馈意见处理、发行路演等环节,彰显角色价值,包括建立良好的企业公众形象,及时妥善地处理发审委的反馈意见,让企业的发行价格更合理,发行工作更顺利。企业成功上市以后,董秘的工作重点就转移到投资者关系的维护,相比前两个阶段,董秘工作开始变得常态化、日常化。

2. 文献回顾

董秘相关研究中,无法忽视的因素即为董秘背景特征。这类文献主要围绕 IPO 上市和信息披露展开。吴育辉等(2016)^[19]考察了职业董秘在加速 IPO 进度中发挥的作用,研究发现,与非职业董秘相比,职业董秘有助于加快企业 IPO 进度,但也倾向于在公司上市后快速离职。高强、伍利娜(2008)^[20]、周开国等(2011)^[21]、毛新述等(2013)^[8]、高凤莲、王志强(2015)^[22]等则围绕信息披露展开。以上研究发现,由副总兼任董秘可以提高信息披露质量(高强、伍利娜,2008)^[20],由 CFO 兼任董秘能够更有效地传递信息,从而提高资本市场效率(毛新述等,2013)^[8],但董秘仅兼任董事在提高信息披露质量方面并无显著作用(高强、伍利娜,2008)^[20];董秘社会资本越多,公司信息披露质量越高(高凤莲、王志强,2015)^[22];董秘持股会降低信息披露质量,但董秘其他个体特征(如年龄、任职时间、教育水平、兼任情况和相关经验等)对信息披露质量不存在显著影响(周开国等,2011)^[21]。

分析师跟踪决策方面, Hayes(1998)^[23]研究发现,增加交易量,从而获得更多交易佣金,是分析师首次选择跟踪公司的经济动机; McNichols 和 O'Brien(1997)^[24]、Das 等(2006)^[25]认为,分析师决定是否跟踪或放弃跟踪某支股票,取决于其对股票未来收益的预期; McNichols 和 O'Brien(1997)^[24]发现,与前期跟踪的上市公司相比,分析师的确对初次跟踪的公司发布了更多“强烈买入”的评级;而分析师放弃跟踪的公司股票评级更低,同时伴随着未来业绩的下滑。此外,公司规模和信息透明度(Brennan 和 Hughes,1991^[26]; Lang 和 Lundholm,1996^[27]; Healy 等,1999^[28]; Bricker 等,1999^[29]; Bushee 和 Miller,2012^[30])、所处行业和所有权结构(Bhushan,1989)^[31]、风险水平和业务复杂度(Bricker 等,1999)^[29]、经营质量和治理结构(林小驰等,2007)^[32]等,均是分析师跟踪决策的重要决定因素。分析师也往往会放弃关注那些信息获取成本高的公司(蔡卫星、曾诚,2010)^[33]。

三、理论分析与假设提出

1. IPO 公司董秘职业背景与分析师跟踪决策

分析师跟踪给上市公司带来的收益,以及放弃跟踪产生的成本已经得到越来越多学者的证实。如,分析师跟踪改善了公司的信息环境(Cliff 和 Denis,2004)^[34],有更多分析师跟踪的公司资本成本更低(Easley 和 O'Hara,2004)^[35];当不再被跟踪时,公司的机构持股数量和交易数量将会下降,信息不对称程度会提高(Li,2012)^[36]。分析师跟踪能够提高公司价值不仅在于分析师降低了公司未来业绩的信息不对称程度,同时,由于分析师维持了投资者对跟踪公司的认可;而丧失所有分析师跟踪的公司更可能遭遇退市风险(Mola 等,2013)^[37]。由于我国股市存在众多个人投资者,他们往往资金有限,缺乏专业投资技能,无法进行自主的调研分析,只能依赖一些公开的市场信息。卖方分析师提供的预测报告自然成为股民判断上市公司财务状况和经营前景的重要信息来源。

吸引证券分析师关注,增加投资者信息获取途径,使公司价值得到正确反映,是董事会秘书投资者关系管理的重要范畴。对于首次公开发行上市的公司来说,分析师可能并不熟悉公司本身或者任何一名管理人员。此时,IPO 公司董秘作为信息发布者,在吸引分析师首次跟踪中发挥的作用至关重要。其专业背景、沟通协调能力、职业操守甚至情感状态等,都可能对信息传递以及资本市

场效率产生影响(毛新述等,2013)^[8]。对于曾经具有其他公司董秘,以及会计师事务所、律师事务所或券商等 IPO 中介机构任职经验的董事会秘书(即“具有职业背景的董秘”或“职业董秘”)来说,他们往往已经经历过整个 IPO 过程。通过前期与监管部门、IPO 中介机构、媒体等多方面的接触,职业董秘不仅在公关以及建立良好企业公众形象上积累了一定的经验。同时,对于如何在资本市场中开展投资者关系管理,更快地吸引更多证券分析师关注也会有系统性认识。而对于首次跟踪的证券分析师来说,选择聘请职业董秘的 IPO 公司进行跟踪也可以提高后期沟通中的效率。因此,本文提出如下假设:

H₁:其他条件一定的情况下,聘请职业董秘的 IPO 公司能更快地吸引更多证券分析师的关注。

2. IPO 公司董秘职业背景与分析师预测准确性

Irvine 等(2016)^[38]基于供应商客户关系的研究发现,在与客户建立关系的前期,供应商需要投入更多成本;随着双方关系相对稳定,这一投资相应减少。上市公司在与证券分析师首次建立联系时,同样存在以上效应。通过更广泛的关系网络,IPO 公司职业董秘在成功吸引证券分析师首次跟踪后,如果要维持分析师持续跟踪并以此搭建与投资者之间的信息桥梁,上市公司则需要对首次跟踪的证券分析师进行一定的“投资”。信息获取难易程度是影响证券分析师跟踪决策的重要因素之一(Bushee 和 Miller,2012^[30];蔡卫星、曾诚,2010^[33])。提供私有信息,降低分析师信息搜集成本,是维持分析师持续跟踪的重要“投资”之一。在这一环节中,董秘职业背景的优势在于:前期 IPO 发行经历尤其是券商工作经历使得职业董秘对证券分析师的信息需求更加了解,在与分析师之间的沟通和互动(如实地调研等)也更加有效。而有效的信息沟通可能会在一定程度上提高分析师的预测质量。因此,本文提出如下假设:

H₂:其他条件一定的情况下,对于聘请职业董秘的 IPO 公司,证券分析师预测准确性更高。

3. IPO 公司董秘职业背景与公司投资价值

证券价格直接受信息影响。资本市场信息传递是由信息发布者发出,经过媒介,传递给信息接收者的动态过程(毛新述等,2013)^[8]。在公司实践中,信息发布者被制度化为公司董事会秘书,证券分析师则扮演着信息传递的媒介作用。提高信息披露质量、加强投资者关系管理的最终目的是让投资者准确及时地识别公司的投资价值。可以说,市值管理才是董事会秘书一切工作的终极目标。李心丹等(2007)^[39]研究发现,具有良好的投资者关系管理的上市公司通常具有较强的盈利能力和股本扩张能力,投资者也愿意为投资者关系管理水平高的公司支付溢价;张宏亮、崔学刚(2009)^[40]同样发现,投资者关系管理对于增强公司透明度、完善公司治理,进而提升公司价值具有重要作用。一方面,凭借以往的任职经验,职业董秘对投资者所关注的信息更加了解,从而在公司信息披露的选择上可以投其所好;另一方面,如果有职业背景的 IPO 公司董秘能够较快吸引更多分析师关注,并且通过作用于分析师预测质量从而提高公司信息透明度,那么,公司的投资价值可能也会得到进一步地提升。因此,本文提出如下假设:

H₃:其他条件一定的情况下,聘请职业董秘的 IPO 公司具有更高的投资价值。

四、研究设计

1. 研究样本与数据来源

本文以 2009 - 2015 年创业板上市公司为初始样本。由于本文要考察公司上市后的分析师跟踪情况,需要保证所有公司至少存在上市后两年的样本。因此,在初始样本基础上,本文剔除了上市时间晚于 2013 年的样本。进一步剔除金融保险类和数据缺失样本后,最终得到 347 家公司,合计 1505 个公司年、10158 个分析师公司年观测值。IPO 公司董秘的背景分布情况如表 1 所示。其中,职业董秘约占 27.22%,且以券商工作经历和其他公司董秘为主。IPO 公司董秘的这一背景差

异为本文研究提供了良好的基础。本文使用的董事会秘书背景数据通过“百度”手工搜集整理获取。其他数据均来自国泰安 CSMAR 数据库。为避免极端值影响,本文对所有连续变量上下各 1% 的观测值进行了 Winsorize 处理。

表 1 IPO 公司董秘的背景分布情况

董秘背景	数量	比例 (%)	数量合计 ^①	比例合计 (%)
职业背景(会计师事务所)	20	5.73	20	5.73
职业背景(律师事务所)	11	3.15	31	8.88
职业背景(券商等 IPO 金融中介)	31	8.88	62	17.77
职业背景(其他公司董秘)	33	9.46	95	27.22
非职业背景	254	72.78	349	100.00

资料来源:本文整理

2. 模型设定与变量定义

本文构建回归模型(1)来检验 IPO 公司董秘职业背景对证券分析师首次跟踪决策的影响。如果假设 H_1 成立,则 b_1 应显著为正。

$$Coverage = b_0 + b_1 \times IPO_Agent + b \sum Control + e \quad (1)$$

本文构建回归模型(2)来检验 IPO 公司董秘职业背景对证券分析师预测准确性的影响^②。如果假设 H_2 成立,则 b_1 应显著为正。

$$Accuracy = b_0 + b_1 \times IPO_Agent + b \sum Control + e \quad (2)$$

本文构建回归模型(3)来检验 IPO 公司董秘职业背景对公司投资价值的影响。如果假设 H_3 成立,则 b_1 应显著为正。

$$RET/TobinsQ = b_0 + b_1 \times IPO_Agent + b \sum Control + e \quad (3)$$

上述模型涉及的变量具体定义如表 2 所示。

表 2 主要变量的定义和说明

变量符号	变量说明
被解释变量	
<i>Coverage</i>	分析师首次关注度:公司 IPO 一年 (<i>Coverage1</i>) 和两年内 (<i>Coverage2</i>) 分析师跟踪人数
<i>Accuracy</i>	分析师预测准确性:分析师预测盈余与实际盈余的偏离程度,取值越大越准确
<i>RET/TobinsQ</i>	公司价值:从股票回报率 (<i>RET</i>) 和托宾 <i>Q</i> (<i>TobinsQ</i>) 两方面考察
考察变量	
<i>IPO_Agent</i>	IPO 公司董秘职业背景:若 IPO 公司董秘曾经具有其他公司董秘,以及会计师事务所、律师事务所、券商等 IPO 中介机构的任职经验,则取值 1,否则取值 0
控制变量	
<i>Sec_share</i>	董秘持股:IPO 公司董秘持股比例
<i>Sec_pay</i>	董秘薪酬:IPO 公司董秘薪酬取自然对数
<i>Sec_gender</i>	董秘性别:IPO 公司董秘为女性时取值 1,男性取值 0

① 数量合计超过总样本数是因为有部分董秘同时具有两种职业背景。

② 考虑到 IPO 公司董秘在上市后三年内离职概率高达 55.5%,本文仅检验上市后三年证券分析师的预测质量。在稳健性检验中,本文进一步将研究假设 H_2 的样本匹配到 IPO 公司董秘任职期间。

续表 2

变量符号	变量说明
<i>Instihold</i>	机构持股比例:当年机构持股比例
<i>Big_broker5</i>	承销商规模:若公司 IPO 当年主承销商的市场份额排名前五,则取值 1,否则取值 0
<i>Big_audit5</i>	审计质量:若公司当年所聘会计师事务所的市场份额排名前五,则取值 1,否则取值 0
<i>Lnsiz</i>	公司规模:公司年末总资产的自然对数
<i>Lev</i>	财务杠杆:取期末总负债与总资产的比值
<i>Follow</i>	分析师跟踪人数:当年上市公司的分析师跟踪人数
<i>Experience</i>	分析师从业经验:从分析师发布第一条预测至今经历的天数取自然对数
<i>Horizon</i>	预测时间间隔:预测发布日与盈余公告日之间间隔的天数
<i>ROA</i>	盈利能力:总资产报酬率 = 净利润/期末总资产
<i>Growth</i>	成长能力:取期末总资产与期初总资产之差与期初总资产之比
<i>MKTB</i>	市账比:期末总资产/市场价值
<i>Top1</i>	大股东持股:第一大股东持股比例
<i>Rindirector</i>	独董比例:独立董事总人数与董事会总人数之比
<i>Dual</i>	两职合一:若董事长和总理由一人担任,则取值 1,否则取值 0
<i>Industry</i>	行业虚拟变量:CSRC2012 标准
<i>Year</i>	年份虚拟变量

资料来源:本文整理

(1) 被解释变量。

1) 证券分析师首次关注度 (*Coverage*)。从公司 IPO 当日起计算一年内 (365 天) 分析师跟踪人数 *Coverage1* 和两年内 (730 天) 分析师跟踪人数 *Coverage2*。

2) 证券分析师预测准确性 (*Accuracy*)。现有文献对分析师预测准确性的度量均基于预测盈余与实际盈余之间的偏离程度,但在对偏离程度进行标准化处理时存在差异。参照已有研究文献,本文采用以下两种方式度量: $Accuracy1 = -|Forecast - Actual|/Price$; $Accuracy2 = -|Forecast - Actual|/(|Actual| + 0.5)$ 。其中, *Forecast* 为分析师当年发布的最后一条预测每股收益; *Actual* 为实际每股收益; *Price* 为分析师盈余预测终止日当天的收盘股价。 *Accuracy2* 中分母加上 0.5 是为了当实际的盈余 *Actual* 趋近 0 时,分母不能为 0,从而保证了上述公式的有效性 (Huberts 和 Fuller, 1995^[41]; 管总平、黄文锋, 2012^[42])。按照以上度量方法, *Accuracy1* 和 *Accuracy2* 取值越大,则预测越准确。

3) 公司价值 (*RET/TobinsQ*)。参照现有文献的通用做法,本文使用股票回报率 (*RET*) 和托宾 *Q* (*TobinsQ*) 两个指标衡量公司价值。股票回报率 (*RET*) 计算方法参考辛清泉、谭伟强 (2009)^[44] 一文,具体如下: $RET = \prod_{i=1}^{12} (1 + R_{it}) - \prod_{i=1}^{12} (1 + M_{it})$, 其中, *R* 为考虑现金红利再投资的月个股回报率; *M* 为考虑现金红利再投资的月市场回报率; *TobinsQ* = 市场价值/平均总资产。为了消除行业和年份影响,本文使用当年行业中值分别对以上指标进行调整。

(2) 考察变量。IPO 公司董秘职业背景 (*IPO_Agent*)。若 IPO 公司董秘曾经具有其他公司董秘,以及会计师事务所、律师事务所、券商等 IPO 中介机构的任职经验,则取值 1,否则取值 0。

(3) 控制变量。参照以往相关研究,本文控制变量具体如下:董秘持股比例 (*Sec_share*)、董秘薪酬 (*Sec_pay*)、董秘性别 (*Sec_gender*)、机构持股比例 (*Instihold*)、承销商声誉 (*Big_broker5*)、审计质量 (*Big_audit5*)、公司规模 (*Lnsiz*)、财务杠杆 (*Lev*)、分析师跟踪人数 (*Follow*)、分析师从业经验 (*Experience*)、预测时间间隔 (*Horizon*)、盈利能力 (*ROA*)、成长能力 (*Growth*)、市账比 (*MKTB*)、大股东持股 (*Top1*)、独董比例 (*Rindirector*)、两职合一 (*Dual*)、行业 (*Industry*) 和年份 (*Year*) 等。

五、实证结果分析

1. 变量描述性统计

表 3 变量描述性统计结果显示,平均约 15.73 和 21.44 名分析师在公司 IPO 后一年和两年内对公司进行了关注。样本期内,约 23.7% 的 IPO 公司聘请了具有职业背景的董事会秘书。IPO 公司董秘平均持股比例为 0.9%,最高达 12.4%。IPO 公司董秘薪酬差异较大,平均年薪 20.68 万元,最低 5.69 万元,最高 94.55 万元。有 25.4% 的 IPO 公司董秘为女性。机构持股比例平均为 4.7%。有 36.2% 的公司 IPO 当年主承销商的市场份额排名前五;聘请市场份额排名前五的会计师事务所的样本比例约占 49.2%。上市公司分析师平均跟踪人数为 15.67 人,最少 2 人,最高达 41 人。分析师平均从业经验约为 2.14 年,最高达 10.79 年。分析师预测发布日与盈余公告日之间的平均间隔天数为 154.4 天,最高达 353 天。样本期内,第一大股东平均持股比例约为 32.4%,最低为 9%,最高达 62.7%。独立董事平均比例约为 38%,且均达到三分之一。有 43% 的上市公司董事长和总理由一人担任。

表 3 主要变量的描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	最小值	P25	中值	P75	最大值
<i>Coverage1</i>	347	15.73	7.325	3	11	15	19	47
<i>Coverage2</i>	347	21.44	11.25	3	13	19	28	68
<i>Accuracy1</i>	10158	-0.014	0.019	-0.099	-0.018	-0.007	-0.003	0
<i>Accuracy2</i>	10158	-1.500	2.769	-25.32	-1.385	-0.841	-0.620	-0.233
<i>RET</i>	1188	0.087	0.459	-0.800	-0.168	0	0.224	2.002
<i>TobinsQ</i>	1505	0.333	2.170	-4.229	-0.758	-0.050	0.980	9.146
<i>IPO_Agent</i>	1505	0.237	0.425	0	0	0	0	1
<i>Sec_share</i>	1505	0.009	0.021	0	0	0.002	0.007	0.124
<i>Sec_pay</i>	1505	12.24	0.594	10.95	11.85	12.24	12.66	13.76
<i>Sec_gender</i>	1505	0.254	0.436	0	0	0	1	1
<i>Instihold</i>	1505	0.047	0.043	0	0.009	0.036	0.074	0.167
<i>Big_broker5</i>	1505	0.362	0.481	0	0	0	1	1
<i>Big_audit5</i>	1505	0.492	0.500	0	0	0	1	1
<i>Lnsiz</i>	1505	21.05	0.647	19.66	20.58	20.96	21.45	22.74
<i>Lev</i>	1505	0.253	0.157	0.024	0.129	0.224	0.351	0.674
<i>Follow</i>	10158	15.67	8.222	2	10	15	20	41
<i>Experience</i>	10158	6.663	1.445	0	6.250	7.083	7.588	8.279
<i>Horizon</i>	10158	154.4	99.77	5	67	135	248	353
<i>ROA</i>	1505	0.052	0.040	-0.081	0.026	0.050	0.076	0.163
<i>Growth</i>	347	2.013	1.125	-0.012	1.214	1.798	2.675	4.905
<i>MKTB</i>	1505	0.361	0.180	0.074	0.222	0.325	0.481	0.813
<i>Top1</i>	1505	0.324	0.127	0.090	0.226	0.303	0.407	0.627
<i>Rindirector</i>	1505	0.379	0.054	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
<i>Dual</i>	1505	0.430	0.495	0	0	0	1	1

资料来源:本文整理

2. 单变量分析

主要考察变量的单变量检验结果如表4所示。数据显示,聘请职业董秘的IPO公司,其上市后一年内分析师跟踪人数更多,但仅在均值检验下显著。聘请职业董秘的IPO公司,其分析师预测准确性更高,也仅在中值检验下显著。公司价值在两组样本的单变量检验中不存在统计差异。单变量检验结果提供了支持本文研究假设 H_1 和假设 H_2 的微弱证据。未列示的变量相关系数矩阵显示,除公司规模 ($Lnsiz$) 与财务杠杆 (Lev) 之间的 Pearson (Spearman) 相关系数达 0.459 (0.418) 以外^①,其他考察变量、控制变量之间均不存在高度相关关系。

表4 主要考察变量的单变量检验

变量	$IPO_Agent = 1$			$IPO_Agent = 0$			均值 T 检验	中值 Z 检验
	观测数	均值	中值	观测数	均值	中值		
$Coverage1$	93	16.79	16	254	15.34	14	1.643*	0.900
$Coverage2$	93	22.33	20	254	21.11	19	1.454	1.054
$Accuracy1$	2823	-0.015	-0.007	7335	-0.014	-0.008	-0.263	2.400**
$Accuracy2$	2823	-1.443	-0.824	7335	-1.523	-0.899	1.296	5.438***
RET	277	0.091	0.000	911	0.085	0.000	0.184	0.607
$TobinsQ$	356	0.308	-0.057	1149	0.341	-0.048	-0.255	-0.692

注: *、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0 (双尾)

资料来源: 本文整理

3. 多元回归分析

(1) IPO 公司董秘职业背景与分析师跟踪决策。模型 (1) 的回归结果如表 5 所示。在计算回归方程的标准差时, 本文对上市公司所在行业进行了 Cluster, 用以控制相同行业间的组内相关性。第 (1) 列和第 (2) 列的被解释变量依次为上市后一年 ($Coverage1$) 和两年 ($Coverage2$) 内分析师跟踪人数。考察变量的回归结果显示: IPO 公司董秘职业背景 (IPO_Agent) 与上市后一年 ($Coverage1$) 和两年 ($Coverage2$) 内分析师跟踪人数均至少在 5% 的水平上显著正相关。说明在控制其他影响因素的情况下, 聘请职业董秘的 IPO 公司能更快地吸引更多证券分析师的关注, 本文研究假设 H_1 通过检验。

表5 IPO 公司董秘职业背景与分析师跟踪决策

变量名称	变量符号	(1) $Coverage1$	(2) $Coverage2$
IPO 公司董秘职业背景	IPO_Agent	0.139*** (3.830)	0.113** (2.268)
董秘持股	Sec_share	0.882** (2.256)	-0.067 (-0.149)
董秘薪酬	Sec_pay	0.042 (0.894)	0.056 (0.998)
董秘性别	Sec_gender	0.025 (1.084)	-0.009 (-0.245)

① 稳健性测试中去掉其一, 不改变结果。

续表 5

变量名称	变量符号	(1) Coverage1	(2) Coverage2
机构持股比例	<i>Instihold</i>	2.341 *** (5.133)	3.412 *** (7.745)
承销商规模	<i>Big_broker5</i>	-0.112 *** (-5.519)	-0.118 *** (-4.914)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	-0.056 ** (-2.064)	-0.031 (-1.032)
公司规模	<i>Lnsiz</i>	0.280 *** (12.842)	0.338 *** (16.092)
财务杠杆	<i>Lev</i>	0.203 (1.393)	0.311 * (1.831)
盈利能力	<i>ROA</i>	4.228 *** (3.417)	5.461 *** (5.980)
成长能力	<i>Growth</i>	0.075 *** (5.426)	0.080 *** (4.517)
截距项	<i>Constant</i>	-3.565 *** (-5.449)	-4.807 *** (-7.789)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control
观测数	N	347	347
调整后 R ²	Pseudo R ²	0.2087	0.2770
卡方值	LR chi2	559.35	998.27

注:()内为 t 值,*、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0(双尾)

资料来源:本文整理

控制变量的回归结果显示:IPO 董秘持股比例(*Sec_share*)与上市后一年内分析师跟踪人数在 5% 的水平上显著正相关,说明股权激励有助于促进董秘投资者关系管理工作的展开。机构持股比例(*Instihold*)与上市后一年和两年内分析师跟踪人数均在 1% 的水平上显著正相关,说明机构持股有助于上市公司更快地吸引更多证券分析师的关注,发挥了较好的信号传递作用。承销商规模(*Big_broker5*)与上市后一年和两年内分析师跟踪人数均在 1% 的水平上显著负相关,说明当公司主承销商规模较大时,分析师跟踪人数反而较少。公司规模(*Lnsiz*)与上市后一年和两年内分析师跟踪人数均在 1% 的水平上显著正相关,这表明,公司规模和信息透明度是分析师跟踪决策的重要决定因素(Brennan 和 Hughes,1991^[26];Lang 和 Lundholm,1998^[27];Healy 等,1999^[28];Bricker 等,1999^[29];Bushee 和 Miller,2012^[30])。盈利能力(*ROA*)和成长能力(*Growth*)与上市后一年和两年内分析师跟踪人数均在 1% 的水平上显著正相关,说明经营质量越好的公司,越容易吸引证券分析师的关注,与林小驰等(2007)^[32]的研究结论一致。

(2)IPO 公司董秘职业背景与分析师预测准确性。模型(2)的回归结果如表 6 所示。在计算回归方程的标准差时,本文对上市公司所在行业进行了 Cluster,用以控制相同行业间的组内相关性。第(1)列和第(2)列的被解释变量为两种度量方式下的分析师预测准确性。考察变量的回归结果显示:IPO 公司董秘职业背景与分析师预测准确性(*Accuracy1*)正相关但不显著,与分析师预测准确性(*Accuracy2*)在 5% 的水平上显著正相关。说明 IPO 公司职业董秘与分析师之间的沟通和互

动更加有效,而有效的信息沟通在一定程度上提高了分析师的预测质量。本文研究假设 H₂ 通过检验。

表 6 IPO 公司董秘职业背景与分析师预测准确性

变量名称	变量符号	(1) <i>Accuracy</i> ₁	(2) <i>Accuracy</i> ₂
IPO 公司董秘职业背景	<i>IPO_Agent</i>	0.000 (0.717)	0.299 ** (2.415)
董秘持股	<i>Sec_share</i>	-0.003 (-0.213)	0.536 (0.267)
董秘薪酬	<i>Sec_pay</i>	-0.002 ** (-2.471)	-0.189 *** (-3.501)
董秘性别	<i>Sec_gender</i>	-0.000 (-0.246)	0.016 (0.094)
分析师跟踪人数	<i>Follow</i>	0.000 *** (7.933)	0.009 (1.358)
分析师从业经验	<i>Experience</i>	-0.000 *** (-3.386)	0.006 (0.204)
预测时间间隔	<i>Horizon</i>	-0.000 *** (-8.345)	-0.005 *** (-5.925)
机构持股比例	<i>Instihold</i>	0.046 *** (3.559)	2.563 *** (3.407)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	0.001 (1.475)	0.130 (1.360)
公司规模	<i>Lnsiz</i>	-0.005 ** (-2.730)	-0.123 * (-1.939)
财务杠杆	<i>Lev</i>	0.015 *** (3.357)	2.352 *** (5.106)
盈利能力	<i>ROA</i>	0.165 *** (12.973)	34.461 *** (9.479)
成长能力	<i>Growth</i>	0.003 *** (10.620)	0.270 *** (5.658)
截距项	<i>Constant</i>	0.106 ** (2.365)	0.972 (0.591)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control
观测数	N	10158	10158
调整后 R ²	Adj_R ²	0.4302	0.2055
F 值	F value	226.54	78.26

注:() 内为 t 值,*、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0 (双尾)

资料来源: 本文整理

控制变量的回归结果显示: IPO 公司董秘薪酬 (*Sec_pay*) 与分析师预测准确性至少在 5% 的水平上显著负相关, 说明董秘薪酬越高, 分析师预测准确性反而更低; 出现这一结果的可能原因是董秘薪酬越高的公司业务复杂度越高, 较高的业务复杂度增加了分析师的预测难度 (Bricker 等,

1999)^[29]。预测时间间隔 (*Horizon*) 与分析师预测准确性在 1% 的水平上显著负相关,说明盈余预测发布得越早,误差越大,与 Richardson 等 (2004)^[44],管总平、黄文锋 (2012)^[42],Cheng 等 (2016)^[16] 的研究结论一致。机构持股比例 (*Instihold*) 与分析师预测准确性在 1% 的水平上显著正相关,说明机构持股提高了公司信息透明程度,发挥了良好的外部治理作用,与管总平、黄文锋 (2012)^[42] 等的研究结论一致。公司规模 (*Lsize*) 与分析师预测准确性至少在 10% 的水平上显著负相关,可能是因为大规模公司往往多元化跨地区经营,较难以预测 (管总平、黄文锋,2012)^[42]。财务杠杆 (*Lev*) 与分析师预测准确性在 1% 的水平上显著正相关,表明对于负债水平越高的公司,分析师预测准确性更高。盈利能力 (*ROA*) 和成长能力 (*Growth*) 与分析师预测准确性均在 1% 的水平上显著正相关,说明与盈利公司相比,对亏损公司的盈余预测难度更大 (Coen 等,2005^[45];管总平、黄文锋,2012^[42])。

(3) IPO 公司董秘职业背景与公司价值。模型 (3) 的回归结果如表 7 所示。在计算回归方程的标准差时,本文对上市公司所在行业进行了 Cluster,用以控制同行业间的组内相关性。第 (1) 列和第 (2) 列的被解释变量依次为经当年行业中值调整的股票回报率 (*RET*) 和托宾 Q (*TobinsQ*)。考察变量的回归结果显示:IPO 公司董秘职业背景与调整的股票回报率 (*RET*) 正相关但不显著,与托宾 Q (*TobinsQ*) 在 5% 的水平上显著正相关。这表明,聘请职业董秘的 IPO 公司,其市场价值较同行业其他公司显著更高。本文研究假设 H_3 一定程度上通过检验。

表 7 IPO 公司董秘职业背景与公司价值

变量名称	变量符号	(1) <i>RET</i>	(2) <i>TobinsQ</i>
IPO 公司董秘职业背景	<i>IPO_Agent</i>	0.022 (0.698)	0.169 ** (2.796)
董秘持股	<i>Sec_share</i>	-0.195 (-0.719)	-3.128 (-1.569)
董秘薪酬	<i>Sec_pay</i>	-0.012 (-0.334)	0.039 (0.452)
董秘性别	<i>Sec_gender</i>	0.074 *** (3.484)	-0.070 (-0.750)
机构持股比例	<i>Instihold</i>	1.273 *** (7.255)	1.449 (1.088)
承销商规模	<i>Big_broker5</i>	0.069 *** (3.463)	-0.172 *** (-4.235)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	0.014 (0.503)	-0.004 (-0.081)
公司规模	<i>Lsize</i>	0.042 (0.923)	-0.092 (-0.833)
财务杠杆	<i>Lev</i>	0.320 * (2.027)	-2.284 *** (-4.678)
盈利能力	<i>ROA</i>	-0.690 (-0.958)	2.521 * (1.798)
市账比	<i>MKTB</i>	-1.370 *** (-7.771)	-8.933 *** (-13.134)

续表 7

变量名称	变量符号	(1) <i>RET</i>	(2) <i>TobinsQ</i>
大股东持股	<i>Top1</i>	0.020 (0.317)	0.392 (0.792)
独董比例	<i>Rindirector</i>	-0.038 (-0.151)	0.494 (0.521)
两职合一	<i>Dual</i>	0.028 (0.708)	0.083 (0.427)
截距项	<i>Constant</i>	-0.443 (-0.798)	3.591 (1.184)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control
观测数	N	1188	1505
调整后 R^2	Adj - R^2	0.1902	0.4356
F 值	F value	9.20	35.15

注：() 内为 t 值 *、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0 (双尾)

资料来源：本文整理

4. 稳健性分析

为了确保研究结论可靠,本文做了以下稳健性检验^①:第一,根据“同年份、同行业、规模最接近”原则,对聘请职业董秘的 IPO 公司进行一一配对,重新对本文研究假设进行检验;第二,剔除董事长或总经理具有会计师事务所、律师事务所、券商等 IPO 中介机构背景或董秘任职经验的样本,重新对本文研究假设进行检验;第三,将研究样本匹配到 IPO 公司董秘任职期间内,重新对本文研究假设 H_2 和假设 H_3 进行检验;第四,在稳健性测试三的基础上,进一步保留上市后董秘留任,但不再担任董事会秘书职务的样本,重新对本文研究假设 H_2 和假设 H_3 进行检验;第五,剔除产权性质为国有企业的样本,重新对本文研究假设进行检验;第六,参照李旒、郑国坚(2015)^[46]相关研究,以过去一年股价波动率对 *RET* 进行调整,重新对本文研究假设 H_3 进行检验。以上稳健性检验结果均与前文大体保持一致,说明本文研究结论较为稳健。

六、进一步研究与分析

1. 董秘兼任财务岗位的影响分析

在投资者关系管理实践中,投资者更多关注的是公司的财务信息。董事会秘书时常需要从 CFO 那里了解财务数据以及形成这些数据背后的逻辑,有时甚至需要直接邀请 CFO 回答投资者提问。这一需求催生了我国上市公司中财务人员兼任董事会秘书的现象,甚至呈现逐年上升趋势。毛新述等(2013)^[8]研究发现,董秘兼任 CFO,可以更加深入和详尽地为投资者提供财务数据及背后所隐含的经济含义,确保信息披露的完整性和信息解释的专业性、可信性和可理解性。如果董秘兼任财务人员可以提高公司透明度,促进资本市场效率提高,那么,对于兼任财务人员的董秘,其职业背景在吸引分析师跟踪以及向分析师传递增量信息中发挥的作用可能会有所削弱。为了验证这一推测,表 8 ~ 表 10 按照是否兼任财务职位,将董事会秘书分为“IPO 公司董秘兼任财务岗位组”和“IPO 公司董秘未兼任财务岗位组”,分组对本文研究假设 H_1 ~ 假设 H_3 进行了检验。在计算回归方

① 限于篇幅,本部分结果未予列示。如需查看,可向作者索要。

程的标准差时,本文同样对上市公司所在行业进行了 Cluster,用以控制相同行业间的组内相关性。

按董秘是否兼任财务岗位分组下模型(1)的回归结果如表8所示。第(1)列和第(3)列的被解释变量为上市后一年(*Coverage1*)内分析师跟踪人数,第(2)列和第(4)列的被解释变量为上市后两年(*Coverage2*)内分析师跟踪人数。考察变量的回归结果显示:在“IPO 公司董秘兼任财务岗位组”,IPO 公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)与上市后一年和两年内分析师跟踪人数正相关但均不显著;而在“IPO 公司董秘未兼任财务岗位组”,IPO 公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)与上市后一年和两年内分析师跟踪人数均至少在5%的水平上显著正相关。这一结果说明,由于董秘兼任财务人员提高了公司透明度,促进了资本市场效率的提高(毛新述等,2013)^[8]。因此,对于兼任财务人员的董秘,其职业背景在吸引分析师首次跟踪中发挥的作用有所削弱。

表 8 兼任财务岗位、IPO 公司董秘职业背景与分析师跟踪决策

变量名称	变量符号	IPO 公司董秘兼任财务岗位组		IPO 公司董秘未兼任财务岗位组	
		(1) <i>Coverage1</i>	(2) <i>Coverage2</i>	(3) <i>Coverage1</i>	(4) <i>Coverage2</i>
IPO 公司董秘职业背景	<i>IPO_Agent</i>	0.119 (1.624)	0.046 (0.475)	0.131 *** (3.165)	0.114 ** (1.999)
董秘持股	<i>Sec_share</i>	1.030 (0.503)	-2.579 (-1.152)	0.442 (0.519)	-0.197 (-0.469)
董秘薪酬	<i>Sec_pay</i>	0.125 (1.241)	0.087 (0.821)	0.035 (1.092)	0.058 (1.346)
董秘性别	<i>Sec_gender</i>	0.038 (0.884)	-0.021 (-0.756)	0.047 (1.554)	0.015 (0.451)
机构持股比例	<i>Instihold</i>	2.497 ** (2.536)	3.215 *** (6.356)	2.144 *** (4.632)	3.211 *** (6.608)
承销商规模	<i>Big_broker5</i>	-0.060 (-0.805)	-0.047 (-0.527)	-0.114 *** (-4.669)	-0.118 *** (-4.406)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	-0.095 ** (-2.014)	-0.063 (-0.886)	-0.061 ** (-2.328)	-0.023 (-0.624)
公司规模	<i>Lnsiz</i>	0.315 *** (2.862)	0.452 *** (5.491)	0.280 *** (7.503)	0.313 *** (11.729)
财务杠杆	<i>Lev</i>	1.406 *** (4.922)	1.407 *** (6.359)	0.040 (0.299)	0.177 (1.039)
盈利能力	<i>ROA</i>	7.521 *** (9.707)	7.109 *** (5.349)	3.988 ** (2.551)	5.506 *** (6.281)
成长能力	<i>Growth</i>	0.197 *** (3.924)	0.240 *** (5.154)	0.055 *** (2.868)	0.060 *** (3.236)
截距项	<i>Constant</i>	-6.386 *** (-4.401)	-8.273 *** (-10.173)	-3.275 *** (-3.436)	-4.223 *** (-5.089)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control	Control	Control
观测数	N	70	70	277	277
调整后 R ²	Pseudo R ²	0.3118	0.4204	0.2013	0.2638
卡方值	LR chi2	176.66	325.41	425.19	746.06

注:()内为 t 值,*、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0(双尾)

资料来源:本文整理

按董秘是否兼任财务岗位分组下模型(2)的回归结果如表 9 所示。第(1)列和第(3)列的被解释变量为分析师预测准确性(Accuracy 1),第(2)列和第(4)列的被解释变量为分析师预测准确性(Accuracy2)。考察变量的回归结果显示:在“IPO 公司董秘兼任财务岗位组”,IPO 公司董秘职业背景(IPO_Agent)与分析师预测准确性负相关但均不显著;而在“IPO 公司董秘未兼任财务岗位组”,IPO 公司董秘职业背景(IPO_Agent)与分析师预测准确性至少在 10% 的水平上显著正相关。这一结果说明,董秘兼任财务人员提高了公司透明度,促进了资本市场效率的提高(毛新述等,2013)^[8]。因此,对于兼任财务人员的董秘,其职业背景在向分析师传递增量信息中发挥的作用有所削弱。

表 9 兼任财务岗位、IPO 公司董秘职业背景与分析师预测准确性

变量名称	变量符号	IPO 公司董秘兼任财务岗位组		IPO 公司董秘未兼任财务岗位组	
		(1) Accuracy1	(2) Accuracy2	(3) Accuracy1	(4) Accuracy2
IPO 公司董秘职业背景	<i>IPO_Agent</i>	-0.002 (-0.872)	-0.094 (-1.142)	0.002* (2.003)	0.431*** (3.864)
董秘持股	<i>Sec_share</i>	-0.046 (-0.792)	-6.448** (-2.477)	0.003 (0.316)	1.058 (0.557)
董秘薪酬	<i>Sec_pay</i>	0.000 (0.330)	0.330* (1.986)	-0.002*** (-3.918)	-0.268* (-2.082)
董秘性别	<i>Sec_gender</i>	0.000 (0.222)	0.796*** (3.966)	0.000 (0.127)	-0.083 (-0.610)
分析师跟踪人数	<i>Follow</i>	0.000 (1.277)	0.006 (0.415)	0.000*** (8.001)	0.008 (1.044)
分析师从业经验	<i>Experience</i>	-0.000 (-1.327)	-0.022 (-0.760)	-0.000*** (-4.147)	0.015 (0.475)
预测时间间隔	<i>Horizon</i>	-0.000*** (-10.506)	-0.005*** (-5.935)	-0.000*** (-8.651)	-0.005*** (-5.745)
机构持股比例	<i>Instihold</i>	0.085** (3.083)	5.881 (1.253)	0.042*** (3.976)	2.304*** (3.438)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	-0.001 (-0.566)	0.013 (0.083)	0.001 (1.353)	0.192 (1.679)
公司规模	<i>Lnsiz</i>	-0.008 (-1.610)	0.278 (0.833)	-0.004*** (-3.007)	-0.222 (-1.666)
财务杠杆	<i>Lev</i>	0.038*** (5.085)	2.287* (2.052)	0.008* (1.840)	2.430*** (4.476)
盈利能力	<i>ROA</i>	0.175*** (6.345)	30.911*** (6.185)	0.167*** (12.233)	37.185*** (10.003)
成长能力	<i>Growth</i>	0.004*** (7.350)	0.203** (2.323)	0.002*** (7.061)	0.290*** (4.774)
截距项	<i>Constant</i>	0.161 (1.460)	-11.547* (-1.872)	0.099*** (2.923)	2.910* (1.952)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control	Control	Control
观测数	N	2034	2034	8124	8124
调整后 R ²	Adj - R ²	0.4769	0.2218	0.4339	0.2135
F 值	F Value	72.30	23.29	184.09	65.84

注:()内为 t 值,*、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0(双尾)

资料来源:本文整理

按董秘是否兼任财务岗位分组下模型(3)的回归结果如表 10 所示。第(1)列和第(3)列的被解释变量为经当年行业中值调整的股票回报率(RET),第(2)列和第(4)列的被解释变量为托宾 Q ($TobinsQ$)。考察变量的回归结果显示:在“IPO 公司董秘兼任财务岗位组”,IPO 公司董秘职业背景(IPO_Agent)与调整后的股票回报率在 1% 的水平上显著负相关,出现这一结果的可能原因是在公司 IPO 上市阶段,董秘一职本身已经需要承担诸多事务,再兼任财务总监则可能对其工作产生负面影响。IPO 公司董秘职业背景与调整后的托宾 Q 负相关但不显著;而在“IPO 公司董秘未兼任财务岗位组”,IPO 公司董秘职业背景(IPO_Agent)与调整后的托宾 Q 在 10% 的水平上显著正相关。这一结果说明,董秘兼任财务人员提高了公司透明度,促进了资本市场效率的提高(毛新述等, 2013)^[8]。因此,对于兼任财务人员的董秘,其职业背景在提高公司投资价值中发挥的作用有所削弱。

表 10 兼任财务岗位、IPO 公司董秘职业背景与公司投资价值

变量名称	变量符号	IPO 公司董秘兼任财务岗位组		IPO 公司董秘未兼任财务岗位组	
		(1) RET	(2) $TobinsQ$	(3) RET	(4) $TobinsQ$
IPO 董秘职业背景	IPO_Agent	-0.066 *** (-3.995)	-0.204 (-0.920)	0.043 (1.497)	0.292 * (1.877)
董秘持股	Sec_share	0.214 (0.221)	-11.225 * (-1.970)	-0.052 (-0.147)	-0.615 (-0.475)
董秘薪酬	Sec_pay	-0.047 (-0.750)	-0.080 (-0.652)	-0.009 (-0.233)	0.088 (0.962)
董秘性别	Sec_gender	0.080 (1.706)	-0.555 * (-2.252)	0.072 *** (3.251)	-0.029 (-0.327)
机构持股比例	$Instihold$	2.461 *** (3.850)	5.243 (1.797)	0.959 *** (3.975)	0.946 (0.725)
承销商规模	$Big_broker5$	0.055 (1.277)	-0.242 (-1.548)	0.079 ** (2.862)	-0.209 *** (-3.647)
审计质量	Big_audit5	0.100 (1.438)	0.515 (1.577)	0.006 (0.250)	-0.095 (-1.235)
公司规模	$Lsize$	0.107 * (2.262)	-0.006 (-0.028)	0.029 (0.842)	-0.123 (-1.333)
财务杠杆	Lev	0.999 *** (5.515)	-2.504 *** (-3.528)	0.232 (1.663)	-2.294 *** (-5.405)
盈利能力	ROA	-0.817 (-1.749)	10.430 ** (2.794)	-0.695 (-0.873)	0.306 (0.184)
市账比	$MKTB$	-1.825 *** (-4.906)	-8.022 *** (-16.648)	-1.358 *** (-8.903)	-9.078 *** (-14.522)
大股东持股	$Top1$	0.141 (0.848)	-0.201 (-0.147)	0.036 (0.457)	0.661 (1.424)
独董比例	$Rindirector$	-0.664 (-1.203)	2.464 (0.825)	0.067 (0.331)	0.178 (0.241)
两职合一	$Dual$	0.050 (1.556)	-0.046 (-0.144)	0.024 (0.546)	0.100 (0.352)

续表 10

变量名称	变量符号	IPO 董秘兼任财务岗位组		IPO 董秘未兼任财务岗位组	
		(1) <i>RET</i>	(2) <i>TobinsQ</i>	(3) <i>RET</i>	(4) <i>TobinsQ</i>
截距项	<i>Constant</i>	-0.937 (-0.695)	4.553 (0.910)	-0.544 (-1.522)	2.897 (1.169)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control	Control	Control
观测数	N	219	270	969	1235
调整后 R ²	Adj - R ²	0.2637	0.4732	0.1802	0.4345
F 值	F Value	3.89	9.95	7.26	28.89

注：()内为 t 值，*、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0 (双尾)

资料来源：本文整理

2. 公司信息环境的影响分析

资本市场信息传递是由信息发布者发出,经过媒介,传递给信息接收者的动态过程(毛新述等,2013)^[8]。在公司实践中,信息发布者被制度化为公司董事会秘书,证券分析师则扮演着信息传递的媒介作用。然而,董事会秘书对信息的发布以及分析师对信息的传递均离不开公司所处的环境。对于信息环境较好的公司,其公开可获得信息较为充分,董事会秘书可以向市场参与者(包括证券分析师)提供的增量信息相对有限;而对于信息环境较差的公司,由于信息披露并不充分,董事会秘书可以向市场参与者(包括证券分析师)提供的增量信息有所增加。当董事会秘书可以向市场参与者提供的增量信息受到限制时(即公司信息环境较好时),其职业背景在吸引分析师跟踪以及向分析师传递增量信息中发挥的作用也可能会有所削弱。为了验证这一推测,表 11 ~ 表 13 按照盈余波动是否大于当年行业中位数,将上市公司分为“公司信息环境较差组”(盈余波动大于行业中位数组)和“公司信息环境较好组”(盈余波动小于行业中位数组),分组对本文研究假设 H₁ ~ 假设 H₃ 进行了检验。在计算回归方程的标准差时,本文同样对上市公司所在行业进行了 Cluster,用以控制相同行业间的组内相关性。

按盈余波动分组下模型(1)的回归结果如表 11 所示。第(1)列和第(3)列的被解释变量为上市后一年(*Coverage1*)内分析师跟踪人数,第(2)列和第(4)列的被解释变量为上市后两年(*Coverage2*)内分析师跟踪人数。考察变量的回归结果显示:在“公司信息环境较差组”,IPO 公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)与上市后一年和两年内分析师跟踪人数均至少在 5% 的水平上显著正相关;而在“公司信息环境较好组”,IPO 公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)仅与上市后一年内分析师跟踪人数在 5% 的水平上显著正相关。对两组系数差异的统计检验结果显示,当被解释变量为上市后一年(*Coverage1*)内分析师跟踪人数时,两组系数差异不显著;但当被解释变量为上市后两年(*Coverage2*)内分析师跟踪人数时,“公司信息环境较差组”中 IPO 公司董秘职业背景的回归系数在 10% 的水平上显著大于“公司信息环境较好组”。这一结果说明,对于信息环境较差的上市公司,董秘职业背景在吸引分析师首次跟踪中发挥的作用有所增强。

表 11 信息环境、IPO 公司董秘职业背景与分析师跟踪决策

变量名称	变量符号	公司信息环境较差组		公司信息环境较好组	
		(1) <i>Coverage1</i>	(2) <i>Coverage2</i>	(3) <i>Coverage1</i>	(4) <i>Coverage2</i>
IPO 公司董秘职业背景	<i>IPO_Agent</i>	0.174 *** (3.306)	0.147 ** (2.442)	0.149 ** (2.283)	0.132 (1.488)
董秘持股	<i>Sec_share</i>	1.373 *** (2.894)	0.474 (0.858)	0.649 (0.765)	-0.527 (-0.524)

续表 11

变量名称	变量符号	公司信息环境较差组		公司信息环境较好组	
		(1) Coverage1	(2) Coverage2	(3) Coverage1	(4) Coverage2
董秘薪酬	<i>Sec_pay</i>	0.031 (0.379)	0.060 (0.658)	0.090*** (4.026)	0.090*** (3.828)
董秘性别	<i>Sec_gender</i>	0.063 (1.415)	0.003 (0.032)	-0.022 (-0.596)	-0.022 (-0.849)
机构持股比例	<i>Instihold</i>	1.810*** (2.634)	2.596*** (3.103)	2.530*** (4.026)	4.024*** (4.641)
承销商规模	<i>Big_broker5</i>	-0.171*** (-4.221)	-0.156*** (-4.213)	-0.077*** (-2.691)	-0.095*** (-2.695)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	-0.041 (-0.630)	-0.011 (-0.157)	-0.035 (-0.755)	-0.031 (-0.600)
公司规模	<i>Lsize</i>	0.360*** (10.601)	0.357*** (6.960)	0.197*** (3.538)	0.330*** (6.349)
财务杠杆	<i>Lev</i>	0.425 (1.309)	0.677 (1.472)	-0.154 (-1.101)	-0.172 (-0.684)
盈利能力	ROA	5.029*** (19.270)	5.875*** (6.574)	5.239*** (3.815)	6.813*** (7.185)
成长能力	<i>Growth</i>	0.076*** (3.062)	0.088** (2.289)	0.084*** (3.803)	0.083** (2.479)
截距项	<i>Constant</i>	-5.316*** (-6.638)	-5.454*** (-6.389)	-2.349* (-1.927)	-4.922*** (-3.880)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control	Control	Control
观测数	N	147	147	200	200
调整后 R ²	Pseudo R ²	0.2634	0.2922	0.1968	0.2938
卡方值	LR chi2	314.01	450.09	291.01	602.30

注:()内为t值,*、**、***分别表示10%、5%以及1%水平上显著异于0(双尾)

资料来源:本文整理

按盈余波动分组下模型(2)的回归结果如表12所示。第(1)列和第(3)列的被解释变量为分析师预测准确性(*Accuracy 1*),第(2)列和第(4)列的被解释变量为分析师预测准确性(*Accuracy 2*)。考察变量的回归结果显示:在“公司信息环境较差组”,IPO公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)与分析师预测准确性至少在5%的水平上显著正相关;而在“公司信息环境较好组”,IPO公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)与分析师预测准确性负相关但不显著。这一结果说明,对于信息环境较差的上市公司,董秘职业背景在向分析师传递增量信息中发挥的作用有所增强。

表 12 信息环境、IPO 公司董秘职业背景与分析师预测准确性

变量名称	变量符号	公司信息环境较差组		公司信息环境较好组	
		(1) Accuracy1	(2) Accuracy2	(3) Accuracy1	(4) Accuracy2
IPO 公司董秘 职业背景	<i>IPO_Agent</i>	0.002** (2.229)	0.887*** (3.261)	-0.002 (-1.087)	-0.192 (-1.689)

续表 12

变量名称	变量符号	公司信息环境较差组		公司信息环境较好组	
		(1) <i>Accuracy1</i>	(2) <i>Accuracy2</i>	(3) <i>Accuracy1</i>	(4) <i>Accuracy2</i>
董秘持股	<i>Sec_share</i>	-0.044 (-1.402)	-1.611 (-0.403)	0.013 (1.225)	0.604 (0.265)
董秘薪酬	<i>Sec_pay</i>	-0.003 *** (-3.498)	-0.177 (-3.498)	-0.000 (-0.926)	-0.174 (-1.037)
董秘性别	<i>Sec_gender</i>	-0.000 (-0.235)	0.093 (0.293)	0.001 (1.056)	0.083 (0.777)
分析师跟踪人数	<i>Follow</i>	0.000 *** (5.568)	-0.015 (-1.675)	0.000 *** (3.062)	0.014 (1.254)
分析师从业经验	<i>Experience</i>	-0.001 *** (-6.933)	0.006 (0.101)	-0.000 (-1.199)	-0.006 (-1.706)
预测时间间隔	<i>Horizon</i>	-0.000 *** (-8.586)	-0.006 *** (-5.093)	-0.000 *** (-8.848)	-0.004 *** (-7.317)
机构持股比例	<i>Instihold</i>	0.075 *** (5.351)	4.640 * (1.917)	0.029 * (1.872)	1.581 (1.197)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	0.001 (0.693)	0.073 (0.480)	-0.001 (-0.591)	0.038 (0.580)
公司规模	<i>Lnsiz</i>	-0.006 ** (-2.992)	0.271 (1.575)	-0.001 (-0.834)	0.088 (1.315)
财务杠杆	<i>Lev</i>	0.021 *** (4.359)	3.804 *** (4.757)	0.000 (0.065)	0.049 (0.106)
盈利能力	<i>ROA</i>	0.224 *** (9.878)	51.421 *** (5.918)	0.097 *** (10.238)	18.044 *** (8.054)
成长能力	<i>Growth</i>	0.004 *** (11.727)	0.377 *** (4.199)	0.001 ** (2.920)	0.129 *** (5.876)
截距项	<i>Constant</i>	0.144 ** (2.908)	-10.061 ** (-2.330)	0.017 (0.598)	-2.161 (-1.639)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control	Control	Control
观测数	N	4553	4553	5605	5605
调整后 R ²	Adj - R ²	0.5103	0.2739	0.4058	0.1912
F 值	F Value	159.10	58.25	113.57	39.97

注：()内为 t 值，*、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0 (双尾)

资料来源：本文整理

按盈余波动分组下模型(3)的回归结果如表 13 所示。第(1)列和第(3)列的被解释变量为经当年行业中值调整的股票回报率(*RET*)，第(2)列和第(4)列的被解释变量为托宾 Q (*TobinsQ*)。考察变量的回归结果显示：在“公司信息环境较差组”，IPO 公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)与调整后的股票回报率正相关但不显著，与调整后的托宾 Q 在 1% 的水平上显著正相关；而在“公司信息环境较好组”，IPO 公司董秘职业背景(*IPO_Agent*)与调整后的股票回报率正相关但不显著，与调整

后的托宾 Q 负相关但不显著。这一结果说明,对于信息环境较差的上市公司,董秘职业背景在提高公司投资价值中发挥的作用有所增强。

表 13 信息环境、IPO 公司董秘职业背景与公司投资价值

变量名称	变量符号	公司信息环境较差组		公司信息环境较好组	
		(1) <i>RET</i>	(2) <i>TobinsQ</i>	(3) <i>RET</i>	(4) <i>TobinsQ</i>
IPO 公司董秘职业背景	<i>IPO_Agent</i>	0.007 (0.191)	0.403 *** (5.011)	0.026 (0.470)	-0.010 (-0.087)
董秘持股	<i>Sec_share</i>	-0.110 (-0.266)	-1.454 (-0.371)	-0.570 (-1.621)	-6.398 ** (-2.673)
董秘薪酬	<i>Sec_pay</i>	-0.056 (-1.213)	-0.027 (-0.447)	0.024 (0.728)	0.134 (1.412)
董秘性别	<i>Sec_gender</i>	0.070 *** (3.455)	-0.087 (-0.820)	0.053 * (1.951)	-0.076 (-0.533)
机构持股比例	<i>Instihold</i>	1.607 *** (6.356)	0.774 (0.556)	1.054 *** (4.094)	2.137 (1.406)
承销商规模	<i>Big_broker5</i>	0.046 *** (4.371)	-0.147 (-1.354)	0.056 *** (3.753)	-0.292 *** (-4.508)
审计质量	<i>Big_audit5</i>	0.047 (0.922)	0.193 (1.484)	-0.044 ** (-2.730)	-0.164 *** (-3.064)
公司规模	<i>Lnsiz</i>	0.065 (0.924)	-0.208 * (-1.794)	0.061 ** (2.255)	0.034 (0.264)
财务杠杆	<i>Lev</i>	0.610 *** (4.948)	-1.085 ** (-2.799)	-0.067 (-0.406)	-3.738 *** (-6.641)
盈利能力	<i>ROA</i>	-0.625 (-0.655)	2.078 (1.365)	-1.696 *** (-3.076)	3.049 (1.423)
市账比	<i>MKTB</i>	-1.503 *** (-4.791)	-9.048 *** (-11.086)	-1.393 *** (-18.225)	-8.799 *** (-12.561)
大股东持股	<i>Top1</i>	0.199 * (2.072)	0.735 (0.909)	-0.200 (-1.430)	-0.040 (-0.057)
独董比例	<i>Rindirector</i>	-0.367 (-1.147)	1.921 (0.699)	0.106 (0.549)	-0.622 (-0.858)
两职合一	<i>Dual</i>	0.059 (1.458)	0.102 (0.497)	0.002 (0.037)	0.052 (0.332)
截距项	<i>Constant</i>	-0.166 (-0.227)	8.866 *** (3.025)	-1.270 * (-1.898)	-0.583 (-0.194)
年度/行业	<i>Industry & Year</i>	Control	Control	Control	Control
观测数	N	592	744	596	761
调整后 R ²	Adj - R ²	0.2412	0.4443	0.1557	0.4395
F 值	F Value	6.52	18.47	4.23	18.53

注:()内为 t 值,*、**、*** 分别表示 10%、5% 以及 1% 水平上显著异于 0(双尾)

资料来源:本文整理

七、结论与总结

董事会秘书随着资本运作的常态化而越来越受关注。以 IPO 公司董事会秘书为切入点,本文全面揭示了董秘职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用。选取 2009 - 2015 年创业板上市公司为样本,研究发现:(1)聘请职业董秘的 IPO 公司能更快地吸引更多证券分析师的关注;(2)IPO 公司职业董秘通过影响分析师预测准确性,提高了公司信息透明度;(3)聘请职业董秘的 IPO 公司同时具有更大的投资价值。进一步探索发现,董秘特征方面,对于兼任财务岗位的董秘,其职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用有所削弱;公司特征方面,对于信息环境较差的企业,董秘职业背景在影响分析师首次跟踪以及市值管理中发挥的作用有所增强。

凭借专业化优势,职业董秘应该在一定程度上扮演着资源配置者的角色。然而,我国的现实情况是,职业董秘通常在公司启动上市计划后才正式加入,通过发挥自己精通上市全流程、人脉完整的专业化优势,把公司成功推上市后便功成身退,寻找下一个拟上市目标开始新一轮的职业循环。我国当前资本市场更是形成一种“董秘越流动,身价越高”的异象。这种“来也匆匆,去也匆匆”的任职模式不可避免地夹杂着更多的短期性和投机性,也会给企业后期发展埋下隐患。因此,上市公司要想更大程度发挥职业董秘的专业优势,就需要制定良好的激励机制,避免 IPO 公司董秘上市即离职现象的发生。

参考文献

- [1]余明桂,钟慧洁,范蕊. 分析师关注与企业创新——来自中国资本市场的经验证据[J]. 北京:经济管理,2017,(3): 175 - 192.
- [2]Grossman S, Stiglitz J. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets[J]. American Economic Review, 1980,(70): 393 - 408.
- [3]胡奕明,林文雄,王玮璐. 证券分析师的信息来源、关注域与分析工具[J]. 北京:金融研究,2003,(12):52 - 63.
- [4]Ramnath S, Rock S, Shane P. The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestions for Further Research[J]. International Journal of Forecasting, 2008, 24,(1):34 - 75.
- [5]Bradshaw M. Analyst Information Processing, Financial Regulation, and Academic Research[J]. The Accounting Review, 2009, 84,(4):1073 - 1083.
- [6]Brown L, Call A, Clement M, et al. Inside the “Black Box” of Sell-Side Financial Analysts[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53,(1):1 - 47.
- [7]全怡,陈冬华,李真. 独立董事身份提高了分析师的预测质量吗? [J]. 上海:财经研究,2014,(11):97 - 107.
- [8]毛新述,王斌,林长泉,王楠. 信息发布者与资本市场效率[J]. 北京:经济研究,2013,(10):69 - 81.
- [9]唐松莲,李君如,卢婧. 实地调研类型、信息优势与基金超额收益[J]. 上海:会计与经济研究,2017,(1):43 - 64.
- [10]O'Brien P, Tan H. Geographic Proximity and Analyst Coverage Decisions: Evidence from IPOs[J]. Journal of Accounting and Economics, 2015, 59,(1):41 - 59.
- [11]Chen S, Matsumoto D. Favorable versus Unfavorable Recommendations: The Impact on Analyst Access to Management-Provided Information[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44,(4):657 - 689.
- [12]Mayew W. Evidence of Management Discrimination Among Analysts during Earnings Conference Calls[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46,(46):627 - 659.
- [13]Mayew W, Sharp N, Venkatachalam M. Using Earnings Conference Calls to Identify Analysts with Superior Private Information[J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18,(2):386 - 413.
- [14]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]. 北京:管理世界,2013,(4):33 - 47.
- [15]Soltes E. Private Interaction Between Firm Management and Sell-Side Analysts[J]. Journal of Accounting Research, 2014, 52,(1):245 - 272.
- [16]Cheng Q, Du F, Wang X, et al. Seeing is Believing: Analysts' Corporate Site Visits[J]. Review of Accounting Studies, 2016,(21):

1 - 42.

- [17] 曹新伟,洪剑峭,贾婉娇. 分析师实地调研与资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. 北京: 经济管理, 2015, (8): 141 - 150.
- [18] 谭松涛,崔小勇. 上市公司调研能否提高分析师预测精度[J]. 北京: 世界经济, 2015, (4): 126 - 145.
- [19] 吴育辉,吴世农,张秋煌,魏志华. 董秘的职业背景会影响企业 IPO 进程吗? [J]. 北京: 财务研究, 2016, (2): 11 - 24.
- [20] 高强,伍利娜. 兼任董秘能提高信息披露质量吗? ——对拟修订《上市规则》关于董秘任职资格新要求的实证检验[J]. 北京: 会计研究, 2008, (1): 47 - 54.
- [21] 周开国,李涛,张燕. 董事会秘书与信息披露质量[J]. 北京: 金融研究, 2011, (7): 167 - 181.
- [22] 高凤莲,王志强. “董秘”社会资本对信息披露质量的影响研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (4): 60 - 71.
- [23] Hayes R. The Impact of Trading Commission Incentives on Analysts' Stock Coverage Decisions and Earnings Forecasts[J]. Journal of Accounting Research, 1998, 36, (2): 299 - 320.
- [24] McNichols M, O'Brien P. Self-selection and Analyst Coverage[J]. Journal of Accounting Research, 1997, 35, (4): 167 - 199.
- [25] Das S, Guo R, Zhang H. Analysts' Selective Coverage and Subsequent Performance of Newly Public Firms[J]. Journal of Finance, 2006, 61, (3): 1159 - 1185.
- [26] Brennan M, Hughes P. Stock Prices and the Supply of Information[J]. Journal of Finance, 1991, 46, (5): 1665 - 1691.
- [27] Lang M, Lundholm R. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior[J]. The Accounting Review, 1998, 71, (4): 467 - 492.
- [28] Healy P, Hutton A, Palepu K. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 1999, 16, (3): 485 - 520.
- [29] Bricker R, Grant J, Fogarty T, et al. Determinants of Analyst Following[J]. Journal of Corporate Communications, 1999, (1): 1 - 28.
- [30] Bushee B, Miller G. Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following[J]. The Accounting Review, 2012, 87, (3): 867 - 897.
- [31] Bhushan R. Firm Characteristics and Analyst Following[J]. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11, (2 - 3): 255 - 274.
- [32] 林小驰,欧阳婧,岳衡. 谁吸引了海外证券分析师的关注[J]. 北京: 金融研究, 2007, (1): 84 - 98.
- [33] 蔡卫星,曾诚. 公司多元化对证券分析师关注度的影响——基于证券分析师决策行为视角的经验分析[J]. 天津: 南开管理评论, 2010, (4): 125 - 133.
- [34] Cliff M, Denis D. Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing? [J]. Journal of Finance, 2004, 59, (6): 2871 - 2901.
- [35] Easley D, O'Hara M. Information and the Cost of Capital[J]. Journal of Finance, 2004, 59, (4): 1553 - 1583.
- [36] Li X. Institutional Investing Activities Before and After Sell-Side Analyst Coverage Initiation and Termination-Evidence from the U. S. Market[J]. Advances in Investment Analysis and Portfolio Management, 2012, 4, (10): 79 - 115.
- [37] Mola S, Rau P, Khorana A. Is There Life after the Complete Loss of Analyst Coverage? [J]. The Accounting Review, 2013, 88, (2): 667 - 705.
- [38] Irvine P, Park S, Yildizhan C. Customer-base Concentration, Profitability and the Relationship Life Cycle[J]. The Accounting Review, 2016, 91, (3): 883 - 906.
- [39] 李心丹,肖斌卿,张兵,朱洪亮. 投资者关系管理能提升上市公司价值吗? ——基于中国 A 股上市公司投资者关系管理调查的实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2007, (9): 117 - 128.
- [40] 张宏亮,崔学刚. 投资者关系、公司价值与投资者保护——基于金牌董秘评比结果的实证研究[J]. 北京: 财贸研究, 2009, (4): 138 - 144.
- [41] Huberts L, Fuller R. Predictability Bias in the U. S. Equity Market[J]. Financial Analysts Journal, 1995, 51, (2): 12 - 28.
- [42] 管总平,黄文锋. 证券分析师特征、利益冲突与盈余预测准确性[J]. 北京: 中国会计评论, 2012, (4): 371 - 394.
- [43] 辛清泉,谭伟强. 市场化改革,企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 北京: 经济研究, 2009, (11): 68 - 81.
- [44] Richardson S, Teoh S, Wysocki P. The Walk-Down to Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives[J]. Contemporary Accounting Research, 2004, 21, (4): 885 - 924.
- [45] Coen A, Desfleurs A, L'Her J, et al. Another Look at Factors Explaining Quality of Financial Analysts' Forecasts: Evidence from the Asian Emerging Markets[J]. Journal of Multinational Financial Management, 2005, 15, (4 - 5): 414 - 434.
- [46] 李旒,郑国坚. 市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J]. 北京: 会计研究, 2015, (5): 42 - 49.

IPO Board Secretary's Professional Background, Analysts First Following and Market Value Management

QUAN Yi

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan, Hubei, 430073, China)

Abstract: The implementation of the new Company Law in 2006 confirmed the important position of the board secretary as a senior manager of a company firstly in the legal sense. As the handler of the entire IPO process, the board secretary plays an irreplaceable role in the process of issuance and listing. As the head of the company's information disclosure department and the external spokesman, the board secretary is the "window" where the listed companies connect with the outside world. Coordination between the company and investors, dealing with information disclosure and other matters is the daily work responsibilities of the board secretary. Unless there is a private relationship with management, the communication between the security analysts and listed companies will not be able to bypass the board secretary. Many analysts' corporate site visits are even received by the board secretary personally. Could analysts get private information in the communication with listed companies and how much private information can be obtained largely depends on the company's board secretary.

In other words, "who serves as the board secretary" will have a direct impact on the accounting information delivery process and the efficiency of capital markets (Mao et al., 2013). However, the existing research does not examine this aspect. And only suggest that corporate site visit is one of the important ways for analysts and investors to obtain private information (Tang et al., 2017). This may be the reason why there is no conclusive conclusion on whether corporate site visit can improve the quality of analysts' forecasts. This article breaks the premise which mentioned above and believes that there are differences in the willingness to disclose information and investor relations management between board secretaries with different backgrounds, and the difference will affect the quality of analyst' follow-up decisions and forecasts, thus further affecting the value of the company.

Using IPO firms' board secretary as a starting point, this paper reveals the effects of board secretary's professional background on analysts first following and market value management. Based on the data of China's listed enterprises in GEM from 2009 to 2015, this paper finds that: IPO firms with board secretary with professional background can quickly attract more security analysts; IPO board secretary with professional background can improve corporate transparency by influencing analysts forecast accuracy; IPO firms with board secretary with professional background have greater investment value. Further studies find that for board secretary with financial positions, the impact of professional background on analysts first following and market value management is attenuated; for firms with poor information environment, the impact of professional background on analysts first following and market value management is strengthened.

It should be pointed out that the impact of board secretary's professional background on analyst behavior does not exist only in the IPO phase of GEM companies. However, this scenario is more conducive to test the above problems. Firstly, the IPO of a company provides a brand new opportunity for us to recognize analysts following decisions for the first time, and can better exclude other factors that influence analyst tracking decisions (O'Brien and Tan, 2015). Secondly, as analysts seldom track non-listed companies, the IPO firm provides a good experimental scenario for investigating analysts' first-time tracking (O'Brien and Tan, 2015). Finally, new public companies need to establish an information bridge with investors, which is most evident in GEM companies of generally small size.

This paper not only provide evidence on the effects of executives on the information quality which analysts access from the view of board secretaries' background, providing new perspectives for the "black box" of how analysts forecast reports are formed; but also has some practical implications on understanding the role board secretary play on investor relations and market value management which is of strategic importance for IPO companies to attract analysts and institutional investors faster.

Key Words: IPO board secretary; professional background; analysts following; market value management

JEL Classification: G14, G34, D01

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.02.009

(责任编辑:舟 山)