

分析师跟进网络会引起上市公司融资决策同群效应吗?*

——分析师角色视角的一个新解释

许汝俊¹ 袁天荣¹ 龙子午² 赵 晴¹

(1. 中南财经政法大学会计学院,湖北 武汉 430073;

2. 武汉轻工大学经济与管理学院,湖北 武汉 430040)

内容提要:目前,针对分析师跟进网络研究尚为鲜见,尤其是基于公司管理层决策关系视角的分析较少。本文首次探索了分析师跟进网络程度(共同分析师跟进人数)对公司融资决策间关系的影响,发现分析师跟进网络引致的相关融资同群效应的存在,揭示了分析师在公司融资决策间的信息传递作用及其作为同群效应的重要来源。进一步地,相关同群效应来自更多共同分析师跟进的不同产业同群公司的影响,且呈现为一种跟随及学习行为,具有一定的方向性,表明不同产业同群公司融资信息及领军同群公司融资信息在分析师跟进网络中传递的有效性。据此,本文提出相关建议,为分析师行业发展、上市公司融资决策及资本市场主体行为监管提供一定的经验证据及信息。

关键词:分析师新角色 分析师跟进网络 融资决策关系 同群效应来源

中图分类号:F830 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)010—0156—17

一、引言

行为金融研究作为2017年诺贝尔经济学获奖领域,近些年越来越受到学界及实务界的关注,而金融分析师作为我国新兴资本市场的重要组成部分,对营造资本市场有效及良好的信息环境具有重要作用。一方面,从分析师角度而言,分析师拥有相关专业知识和独特信息优势,尤其是通过对盈余公告及不易被一般投资者察觉的信息解读及传播是发布盈余预测报告或评级的重要依据(Chen等,2010)^[1],与此同时,分析师自身声誉及发展与盈余预测精度及相关的综合预测能力密切相关,直接影响其明星分析师评定;另一方面,从投资者角度而言,分析师提供的相关信息一定程度上为投资者提供了有价值的投资决策参考,具有显著降低公司与投资者间信息不对称的重要作用(Cang等,2014^[2];Luo等,2015^[3])。

近年来,国外学者发现,分析师与管理层的交流日渐频繁(Brown等,2015)^[4],且管理层热衷于听取分析师的相关建议,一方面是分析师的相关建议具有一定的价值;另一方面,则是管理层为了

收稿日期:2018-05-05

* 基金项目:国家社会科学基金项目“资本市场内部治理与外部监管耦合研究”(13BJY014);中南财经政法大学优博士学位论文培育项目“分析师跟进网络、融资决策与企业价值”(2018Y1147)。

作者简介:许汝俊,男,博士研究生,研究领域是资本市场与公司治理,电子邮箱:xrj0622@163.com;袁天荣,女,教授,博士生导师,研究领域是公司治理与财务管理,电子邮箱:1228838356@qq.com;龙子午,男,教授,研究领域是资本市场与公司治理,电子邮箱:lzw7209@126.com;赵晴,女,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:nancy_qingsd@126.com。通讯作者:袁天荣。

迎合分析师的相关跟进行为(Degeorge等,2013)^[5],即为了达到分析师预测的水平,可能会采取改变投资、融资及并购方式(Gunny,2010^[6];Becher等,2015^[7];Kaustia和Rantala,2015^[8]),这也是分析师间接影响公司决策的方式,但相关探索还是停留在分析师跟进行为与单个公司决策上。作为资本市场具有明显信息优势的分析师一方,在其广泛的跟进网络下,上市公司管理层与分析师跟进行为的互动能否影响公司融资决策间关系?进而产生公司融资决策同群效应?这对于探索分析师新的角色扮演、扩展关系网络研究范畴及拓宽同群效应来源研究具有重要意义。具体来看,本文的主要贡献在于:第一,本文运用分析师跟进网络样本构建了以共同分析师跟进人数为权重的赋权融资决策变量,首次探索了分析师跟进网络所带来的融资决策同群现象,揭示了分析师新的角色扮演。目前国内外针对分析师跟进网络的相关文献寥寥无几,而分析师作为信息传递者的研究也始终停留在有关投资者与上市公司的信息不对称方面,因此,本文的研究为分析师跟进在上市公司融资决策之间的关系所发挥的信息传递作用提供了一定的实证依据。第二,本文拓宽了关系网络与同群效应研究的分析范畴,发现了同群现象的又一重要来源。目前国内关系网络的相关文献集中于高层管理者、董事、监事等群体,缺乏分析师群体的关系网络研究,而前期国内外文献均已证实上市公司同产业特性将会引起融资决策同群现象(肖虹,2006^[9];李洋和杨晶宇,2013^[10];邓翔等,2014^[11];Leary和Roberts,2014^[12]),这是目前为止发现的有关同群效应来源的重要因素,而本文正是基于分析师跟进关系网络研究相关公司融资决策同群效应的存在及影响,以期探索分析师跟进网络作为融资决策同群的又一来源,进一步拓宽关系网络的对象范围与同群现象产生缘由的研究范畴。

二、文献回顾与研究假设

目前基于分析师角色视角的研究层出不穷,但主要观点都集中于缓解投资者与公司间信息不对称、分析师外部治理效应、价值发现功能等相关研究上。其中,分析师行为与信息不对称研究最为广泛,即认为分析师通过资本市场信息的搜集、整理与分析来定期发布盈余预测报告与相关研究报告,为投资者做出更为科学性 & 合理性投资决策提供帮助。而分析师跟进研究聚焦于缓解上市公司与投资者间信息不对称的角色扮演,尽管目前国外开始出现管理层为了达到分析师预测行为而通过改变投融资方式使分析师间接影响公司决策(Gunny,2010^[6];Becher等,2015^[7];Kaustia和Rantala,2015^[8]),但相关结果最终都只停留在投资者与上市公司信息不对称及分析师与单个公司管理层行为(决策行为、治理行为等)研究上,并未过多涉及分析师其他角色的探索,且国外研究已发现管理层社会关系网络下公司行为具有明显的同群现象(Bramoullé等,2009^[13];Goldsmith-Pinkham和Imbens,2013^[14])。理论上,分析师跟进网络在上市公司融资决策之间可能会具有信息传导作用,从分析师跟进网络形成的环境视角来看,分析师与管理层的互动日益频繁,一方面,可能引致分析师在跟进上市公司时会或多或少为管理层提供相关的资本市场信息,而这种信息不单单是一种公众信息,可能也会存在部分分析师私有信息,而这种私有信息的传递存在多种影响。从信息不对称角度来看,相关信息如果对上市公司融资决策具有较大的边际作用,利于管理层做出更符合市场趋势和自身发展的融资决策,那么这种分析师私有信息传递的边际贡献将得以发挥;从公司或管理层声誉角度来看,分析师跟进网络所聚集的信息如果存在一定成本,则管理层与分析师之间可能会存在不良的内幕交易行为,这种行为一定程度上也是管理层为了避免决策失误对其声誉产生影响而做出的理性反应(Scharfstein和Stein,1990)^[15],此时,这种分析师跟进网络形成的信息环境将会滋生相关的内幕交易行为,并逐步影响到公司未来价值。另一方面,从战略跟随及学习效应的角度来看,管理层可能也会主动向分析师寻求资本市场融资的相关信息,为了制定较为科学的融资决策或者保持相关绩效的稳定性(对低能力管理层而言)(Zwiebel,1995)^[16],可以通过分析师了解更多同领域领军公司的融资决策部分信息,而领军公司一般情况下也更加吸引分析师的关注,所

以,这为非领军公司进行融资决策的判断提供了更多可能的信息来源。其次,分析师对融资决策信息的关注在近年来也逐渐显现,分析师偏好关注规模大、高外部持股、高信息透明度等特征的公司,而私募股权融资具备这些条件,所以,分析师对 PE 机构投资公司的高关注度也被逐渐证实(窦欢和王会娟,2015)^[17]。鉴于此,这些发现也进一步说明了融资信息对分析师盈余预测工作的重要作用。最后,上市公司在进行融资决策时,均会充分搜集及利用相关优势信息,这种信息的获取对融资效率具有重要作用。分析师跟进网络可以将不同公司、同行业的其他公司及不同行业的公司信息连接在一起,营造一种共同的信息环境,可能直接影响相关公司后续在同领域中的发展方向及地位。因此,本文提出如下假设:

H_1 :分析师跟进网络下上市公司融资决策间存在同群效应,即存在更多共同分析师跟进且采用某种融资方式的同群公司时,本公司更容易采用相同的融资决策。

与此同时,公司融资决策间关系影响来源会有所不同,产业共性及未知共同因素效应已被认为将对融资同群造成影响。同产业性质下的上市公司其融资决策具有相似的特点,且不同行业之间融资决策具有一定差异,分析师对产业的敏感性及其相关产业经验对其盈余预测和分析具有重要作用(Kadan 等,2012)^[18],这也一定程度上表明,分析师跟进行为与产业特征密切相关。尽管单纯的同产业间融资决策的相似性和不同产业融资差异性已经被国内外学者证实,通过研究发现,高景气度倾向于选择债务融资,而产业周期性对选择债务融资方式具有显著作用(肖虹,2006)^[9],产业间融资结构存在明显的差异(李洋和杨晶宇,2013)^[10],高新技术产业及房地产产业的融资约束更为明显(邓翔等,2014)^[11]。但以分析师视角来看,一方面,通过产业信息的获取及分析对于上市公司制定更加符合产业市场发展的融资决策极为有利,站在整个竞争市场角度来看,同行业信息的流动本身就较为充分及公开,公司可以通过各种渠道及方式获取同行业其他公司信息,尤其是一些公开信息,如果分析师的相关信息包含了同行业信息内容,且公司对相关信息能够充分识别及运用,致使分析师方面所带来的同产业信息具有较大的增量贡献,则存在更多共同分析师跟进且采用某种融资方式的同产业同群公司时,本公司应该倾向于采用相同的融资决策;另一方面,尽管分析师可能更容易关注同产业公司,但分析师跟进网络所形成的同产业信息对管理层也许相对并不十分重要,即使存在对同产业信息的一定需求,公司管理层也完全可以通过其他公开方式或公众活动以较低成本获取同产业相关信息,由此,鉴于分析师可以从其他公司获取更多不同产业公司的相关信息及部分私有信息(或优势信息),且这些信息可能对于融资决策的制定相对更为重要,此时分析师跟进所带来的不同产业间的信息增量对融资决策具有更大的边际贡献,所以,分析师跟进网络下的不同产业信息传递及利用导致的融资决策的同群现象更为明显。因此,本文提出如下假设:

H_{2a} :同群公司与本公司属于同行业且存在更多共同分析师跟进时,本公司更易采用与同群公司相似的融资决策。

H_{2b} :同群公司与本公司属于不同行业且存在更多共同分析师跟进时,本公司更易采用与同群公司相似的融资决策

H_{2c} :同群公司与本公司不论是否属于同行业,共同分析师人数变化并不会引致本公司与同群公司融资决策间关系存在趋同现象。

近些年国内外研究对同群现象的探索逐渐深入,一些学者开始探索融资(即资本结构)同群效应及其方向性,他们发现,高竞争、高成长性及高不确定性都会增加资本结构同群程度,且这种现象主要集中于同产业中的上市公司融资决策之间,是一种从“强者到弱者”(主要现在业务特征及规模程度上)的影响机理(Leary 和 Roberts,2014^[12];陆蓉等,2017^[19]),他们的研究一定程度上证明了同产业性质作为同群现象的产生缘由,并且陆蓉等(2017)^[19]也第一次将同群效应引入到国内资本结构的相关研究中,这对于后期探索同群行为现象来源及其经济后果具有重要意义。而趋势跟随

理论也强调,公司可处于市场的次优地位,针对领域领军公司制定相关的跟随策略,这就意味着,跟随行为并不代表盲目地跟随市场领军者,因为自身的特点、所处环境及未来的发展定位与领导者均有所不同,所以,如何制定科学合理的跟随策略,成为跟随者需要重点关注的方面。与此同时,作为市场参与者,公司的跟随策略一定程度上要以最大化自身优势并获取相关利益为目标,通过理论模型设计与实践相结合方式充分利用市场环境特点来创造更优的跟随策略,进一步创造更为有利的跟随效果。

如果分析师跟进网络形成了资本市场相关信息的传递,公司管理层可能通过与分析师相关交流获得分析师跟进网络下市场领军者的相关信息,尤其是一些公开信息之外的私有信息,分析师对这类信息的挖掘及利用可能会为相关管理层提供更多其他领军公司的特质信息,便于管理层做出更为合理的跟随策略。一方面,管理层与分析师的频繁交流可以更好地建立上市公司与分析师的关系,相较于共同分析师人数跟进较少的其他公司而言,存在更多共同分析师跟进的公司,资本市场信息的聚集度及广泛度更高,通过与各个行业的分析师进行深入交流,能够从更多分析师那里获得更多信息,进而对跟进网络下的其他公司特质信息进行最大程度的掌握。与此同时,不同行业、不同类型的分析师本身对公司特质信息的挖掘较为深入,他们可以通过调研、访谈及投资者见面会等方式挖掘上市公司私有信息,在不违反相关规则的前提下通过其跟进网络进行信息传递。另一方面,从管理层可能迎合分析师盈余预测的动机来看,这种跟随行为也可能存在,鉴于市场领军者相对而言具有较好的经营业绩及对未来较为准确的市场定位,非领军者对领军公司的跟随行为能够符合整个市场趋势,且在更多分析师跟进的情况下,非领军的上市公司也会面临更多的社会及市场关注,而更多分析师跟进的领军公司尽管也受到同样程度的关注,但其信息资源相较非领军公司更多,可能并不需要太多分析师带来的信息,进而导致领军公司相较非领军公司更容易达到分析师盈余预测的相关水平。所以,非领军公司为了更好更快并以更低成本达到更多分析师盈余预测水平,可能会通过对领军公司的跟随策略予以实现,且在更多分析师跟进网络下信息资源更多,这种模仿机制也会更加明显及合理。因此,本文提出如下假设:

H₃: 分析师跟进网络下领军同群公司(高盈利能力衡量)采用某种融资决策且存在更多共同分析师跟进时,则非领军公司更易采用相同的融资决策;反之,非领军同群公司采用某种融资决策且存在更多共同分析师跟进时,则领军公司并不倾向于采用相同的融资决策。

三、研究设计

1. 样本选择与数据处理

本文搜集了2013—2017年分析师预测样本,考虑到一般年报都是在次年度4月左右才公布,本文选择在该年度末6个月前和3个月后的区间内进行预测作为该年度的样本。所有原始数据资料均来自WIND金融数据库,通过Python进行相关样本构建。

为了使研究更加准确,本文对样本进行如下处理:(1)剔除ST及金融类公司数据;(2)与其他公司均不存在共同分析师的样本各指标取值均为0;(3)同名分析师情况本文也予以考虑,但均作为不同券商的多名分析师进行处理;(4)考虑IPO融资的影响因素复杂性及样本均为上市公司,为了更准确观测融资政策变化的影响,本文仅考虑公司增发配股的股权发行方式;(5)所有连续变量均经过上下1%的异常值处理。

2. 变量定义

(1)融资决策变量:用借款、债务发行与股权发行来衡量。其中,当期借款决策用借款总额(短期+长期)占年初资产总额比例来衡量(*FFL*);当期债务发行用当期公司发债规模是否超过年初总资产1%来衡量(*Debt*);当期股权发行用当期公司增发规模(实际募资净额)是否超过年初总资产1%来衡量(*Equity*);当期股权发行用当期公司配股规模是否超过年初总资产1%来衡量(*Allot*)。

(2)分析师跟进网络及同群公司的界定。首先,由于一个分析师跟进多家公司,而一家公司又被多个分析师跟进,所以,各分析师与上市公司之间形成了交叉网络状的跟进与被跟进关系,本文基于这种交叉网络关系,通过对偶配对构建分析师跟进网络样本。其次,本文定义与某公司在同一分析师跟进下的所有公司为“同群”公司,且根据某公司与其同群公司之间共同分析师人数作为权重,若本公司仅存在 A 分析师跟进,则 A 分析师跟进的所有其他公司作为本公司的同群公司,各同群公司权重取 1(如图 1 所示);若本公司存在至少两个及以上分析师跟进(A 分析师、B 分析师),则 A、B 分析师跟进的所有其他公司称为本公司的同群公司,同群公司 1 权重为 2,同群公司 2 和同群公司 3 权重各为 1(如图 2 所示),然后根据各同群公司融资变量及其权重来计算本公司的同群公司融资决策加权值,作为解释变量,即 APF 。

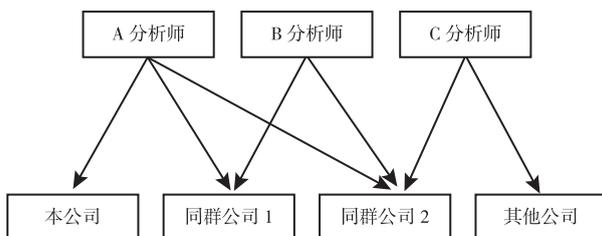


图 1 本公司仅存在一个分析师跟进时融资加权变量权重的确定

资料来源:本文绘制

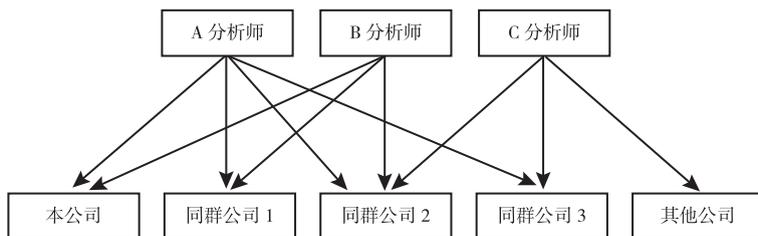


图 2 本公司至少存在两个及以上分析师跟进时融资加权变量权重的确定

资料来源:本文绘制

具体计算公式如下:

$$APF_{ijt} = \sum_{i \neq j} N_{ijt} PF_{jt} / \sum_{i \neq j} N_{ijt}$$

其中, PF_{jt} 包括:借款总额(短期+长期)占年初资产总额比例(PFL),公司债务发行(PF_D)、增发股权(PF_E)及配股融资(PF_A),四种主要融资政策计算结果分别用 $APFL$ 、 $APFD$ 、 $APFE$ 及 $APFA$ 表示。具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量释义
被解释变量	FFL	借贷融资	借款总额(短期+长期)占年初资产总额比例
	$Debt$	债券发行	发债规模超过年初总资产的 1% 取 1
	$Equity$	增发	增发规模(实际募资净额)超过年初总资产的 1% 取 1
	$Allot$	配股	配股规模(实际募资净额)超过年初总资产的 1% 取 1
解释变量	$APFL$ 、 $APFD$ 、 $APFE$ $APFA$	同群公司借贷融资加权值、债券融资加权值、增发融资加权值及配股融资加权值	由上述 APF 计算公式得到

续表 1

变量类型	变量符号	变量名称	变量释义
控制变量①	<i>IndFFL</i> 、 <i>IndDebt</i> <i>IndEquity</i> 、 <i>IndAllot</i>	同产业借贷融资均值、债券融资均值、增发融资均值及配股融资均值	不包含 <i>i</i> 公司本身的同产业均值
	<i>IndMB</i> 、 <i>IndEBITDA</i> 、 <i>IndLnsales</i> 、 <i>IndRTA</i>	同产业对应特征指标均值	不包含 <i>i</i> 公司本身的同产业均值
	<i>APMB</i> 、 <i>APEBITDA</i> 、 <i>APLnsales</i> 、 <i>APRTA</i>	同群公司对应特征指标均值	类比 <i>APF</i> 指标计算得到
	<i>MB</i>	账面市值比	股价/每股净资产
	<i>EBITDA</i>	息税摊销前利润相对值	(净利润 + 所得税费用 + 长期待摊费用摊销 + 无形资产摊销 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧)/年初总资产
	<i>Lnsales</i>	年营业额	营业收入对数
	<i>RTA</i>	有形资产率	(资产总额 - 无形资产净值)/总资产

资料来源:本文整理

3. 模型设计

为了分析和验证相关假设,本文拟设计如下模型进行数据验证:

$$\begin{aligned}
 FFL_{it} = & \beta_0 + \beta_1 APFL_{ijt} + \beta_2 IndFFL_{jt} + \beta_3 APMB_{ijt-1} + \beta_4 APEBITDA_{ijt-1} \\
 & + \beta_5 APLnsales_{ijt-1} + \beta_6 APRTA_{ijt-1} + \beta_7 IndMB_{jt-1} + \beta_8 IndEBITDA_{jt-1} \\
 & + \beta_9 IndLnsales_{jt-1} + \beta_{10} IndRTA_{jt-1} + \beta_{11} MB_{it-1} + \beta_{12} EBITDA_{it-1} \\
 & + \beta_{13} Lnsales_{it-1} + \beta_{14} RTA_{it-1} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 Debt_{it} = & \beta_0 + \beta_1 APFD_{ijt} + \beta_2 IndDebt_{jt} + \beta_3 APMB_{ijt-1} + \beta_4 APEBITDA_{ijt-1} \\
 & + \beta_5 APLnsales_{ijt-1} + \beta_6 APRTA_{ijt-1} + \beta_7 IndMB_{jt-1} + \beta_8 IndEBITDA_{jt-1} \\
 & + \beta_9 IndLnsales_{jt-1} + \beta_{10} IndRTA_{jt-1} + \beta_{11} MB_{it-1} + \beta_{12} EBITDA_{it-1} \\
 & + \beta_{13} Lnsales_{it-1} + \beta_{14} RTA_{it-1} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 Equity_{it} = & \beta_0 + \beta_1 APFE_{ijt} + \beta_2 IndEquity_{jt} + \beta_3 APMB_{ijt-1} + \beta_4 APEBITDA_{ijt-1} \\
 & + \beta_5 APLnsales_{ijt-1} + \beta_6 APRTA_{ijt-1} + \beta_7 IndMB_{jt-1} + \beta_8 IndEBITDA_{jt-1} \\
 & + \beta_9 IndLnsales_{jt-1} + \beta_{10} IndRTA_{jt-1} + \beta_{11} MB_{it-1} + \beta_{12} EBITDA_{it-1} \\
 & + \beta_{13} Lnsales_{it-1} + \beta_{14} RTA_{it-1} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 Allot_{it} = & \beta_0 + \beta_1 APFA_{ijt} + \beta_2 IndEquity_{jt} + \beta_3 APMB_{ijt-1} + \beta_4 APEBITDA_{ijt-1} \\
 & + \beta_5 APLnsales_{ijt-1} + \beta_6 APRTA_{ijt-1} + \beta_7 IndMB_{jt-1} + \beta_8 IndEBITDA_{jt-1} \\
 & + \beta_9 IndLnsales_{jt-1} + \beta_{10} IndRTA_{jt-1} + \beta_{11} MB_{it-1} + \beta_{12} EBITDA_{it-1} \\
 & + \beta_{13} Lnsales_{it-1} + \beta_{14} RTA_{it-1} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{4}$$

四、回归结果分析

1. 描述性统计

首先,本文对分析师跟进网络下的相关同群公司数量及其产业差异下的分布数量进行了统计,结果如表 2 所示。从表 2 可以看出,第一,分析师跟进网络下一个公司平均连接了 155 家其他公

① 为了更好地反映相关的因果关系,控制变量均采用滞后一期值。

司,其中与本公司同产业的同群公司平均有近 46 家,不同产业的同群公司平均有 110 家左右,可以看出,分析师更乐于覆盖不同产业的公司群。在本文整个分析师跟进网络中仅存在六家没有同群公司的公司样本,即本文研究的样本公司中几乎全部存在至少一个同群公司,而一个分析师跟进一家公司的样本仅有六个。第二,从分年度样本统计中的均值来看,样本公司中 2013—2015 年度每个公司在分析师跟进网络下平均拥有 30 个左右的同群公司,而在 2016 年开始均值上升到 96 个,是 2015 年的近三倍,而 2017 年分析师跟进网络下每个公司平均拥有 300 个同群公司,这一系列数据说明,分析师在近几年跟进上市公司并发布盈余预测报告的行为呈现急速上升趋势,且近年来每个分析师覆盖上市公司数量急速上升,而中位数年度统计结果也反映出了类似现象。第三,从分年度同产业和不同产业同群公司年度样本均值来看,纵向比较发现,2013—2017 年同产业同群公司均值分别为 11、13.8、21 及 92,也是在 2016 年及 2017 年出现急速上升的现象,不同产业同群公司样本均值为 19、23、25、75 及 210,呈现逐年递增现象。而横向比较也发现,分析师跟进网络下平均一个公司的不同产业同群公司数量明显大于同产业同群公司数量,这也说明,共同分析师覆盖范围的增加涵盖了更多不同产业公司,也一定程度上说明了分析师对不同产业类型公司信息的高关注度。

表 2 分析师跟进网络下同群公司分布情况及分年度分布情况

样本	均值	中位数	标准差
Panel A: 总样本统计			
同群公司样本	155.90	45.79	110.10
同产业同群公司样本	77	17	55
不同产业同群公司样本	168.10	68.90	125.50
Panel B: 分年度统计			
2013 年			
同群公司样本	30.21	11.21	19.01
同产业同群公司样本	25	6	15
不同产业同群公司样本	22.71	12.55	16.49
2014 年			
同群公司样本	35.93	12.64	23.29
同产业同群公司样本	33	7	19
不同产业同群公司样本	23.87	13.86	18.17
2015 年			
同群公司样本	33.09	8.072	25.01
同产业同群公司样本	27	4	21
不同产业同群公司样本	24.62	9.891	20.95
2016 年			
同群公司样本	96.02	20.82	75.20
同产业同群公司样本	78	13	60
不同产业同群公司样本	68.14	23.13	59.00
2017 年			
同群公司样本	301.5	91.73	209.8
同产业同群公司样本	290	64	187
不同产业同群公司样本	172.5	87.83	137.9

资料来源:本文整理

其次,本文也对同群公司的共同分析师跟进人数赋权融资变量予以统计,结果如表 3 所示。有趣的现象是,同群公司的所有赋权指标均值与不同产业同群公司的赋权指标均值差异不大,且明显大于同产业同群公司赋权指标均值,这一定程度上说明,如果某公司存在更多共同分析师跟进的同

群公司,且当它们采用某种融资决策时,那么本公司更愿意与跟进网络中的不同产业同群公司融资决策保持一致,初步得到了公司通过分析师获取更多不同产业同群公司融资信息的证据。

表 3 跟进网络下同群公司相关变量

变量	同群公司加权变量			同产业同群公司加权变量			不同产业同群公司加权变量		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
APFL	0.119	0.111	0.046	0.108	0.095	0.081	0.119	0.113	0.048
APFD	0.144	0.129	0.096	0.133	0.079	0.176	0.143	0.133	0.105
APFE	0.196	0.184	0.110	0.173	0.141	0.190	0.204	0.191	0.125
APFA	0.006	0	0.017	0.005	0	0.024	0.006	0	0.024
APMB	0.762	0.624	0.568	0.709	0.490	0.686	0.717	0.619	0.527
APRTA	0.914	0.919	0.038	0.841	0.924	0.259	0.905	0.916	0.088
APEBITDA	0.101	0.088	0.273	0.082	0.084	0.041	0.101	0.086	0.320
APLnsales	21.730	21.690	0.7160	20.000	21.620	6.092	21.530	21.640	2.001

资料来源:本文整理

2. 主回归结果

本文对分析师跟进网络下的公司融资政策关系进行了回归检验,结果如表 4 所示。实证结果表明,从第(1)列、第(3)列、第(5)列、第(7)列来看,样本公司借贷融资、债券发行、增发股权融资、配股股权融资与同产业融资政策均值回归系数分别为 0.920、6.291、5.732 及 66.665,并在 1% 水平上显著为正,说明确实存在本公司与同产业公司倾向于采用相同的融资政策,这与前人研究一致(李洋和杨晶宇,2013^[10];Leary 和 Roberts,2014^[12])。与此同时,本文引入同群公司加权融资变量及其相关特征的加权变量,从第(2)列、第(4)列、第(6)列、第(8)列来看,同群公司加权借贷融资、加权债券发行、加权增发股权融资及加权配股股权融资变量回归系数分别为 0.269、-0.476、1.540 及 7.742,且借贷融资与增发股权融资回归系数均在 1% 水平上显著为正,而债券发行与配股融资回归系数不明显,一定程度上说明,在分析师跟进网络下,存在越多共同分析师跟进且采用了借贷或者增发融资决策的同群公司,本公司则更易采用相同的融资决策,即存在分析师跟进网络下的同群现象,基本验证了假设 H₁。此外,从公司控制变量来看,较低的息税摊销前利润及有形资产率的公司更容易进行外部融资,账面市值比较高的公司成长性较好,更愿采用借贷融资方式,这与前期文献研究结果基本一致。

表 4 主回归结果^①

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	FFL	FFL	Debt	Debt	Equity	Equity	Allot	Allot
APFL		0.269*** (5.03)						
IndFFL	0.920*** (22.20)	0.836*** (19.10)						
APFD				-0.476 (-0.89)				
IndDebt			6.291*** (16.13)	6.338*** (14.76)				
APFE						1.540*** (4.30)		

① 未列示部分作者备案,下同。

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>FFL</i>	<i>FFL</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Allot</i>	<i>Allot</i>
<i>IndEquity</i>					5.732 ^{***} (14.17)	5.427 ^{***} (13.04)		
<i>APFA</i>								7.742 (0.81)
<i>IndAllot</i>							66.665 ^{***} (6.65)	64.852 ^{***} (5.80)
<i>Year</i>	控制							
<i>Observations</i>	29012	29005	29012	29005	29012	29005	29012	29005

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源:本文整理

3. 进一步分析

(1) 本文进一步将同群公司按产业进行划分,将同群公司与本公司区分为同产业、不同产业样本,重新计算相关分析师跟进网络下同群融资决策及同群公司特征的加权指标,并深入进行分析,以期探索产业差异对融资决策同群的影响,结果如表 5、表 6 所示。实证结果表明,首先,同产业同群公司的借贷融资、债券发行、增发股权融资及配股融资加权指标回归系数分别为 -0.001 、 -2.177 、 -0.705 及 -3.649 ,虽然统计上债券融资与增发融资通过了 1% 的显著性水平,但并未表现出同群现象。其次,不同产业同群公司的借贷融资、债券发行、增发股权及配股融资加权指标回归系数分别为 0.200 、 0.685 、 1.709 及 27.017 ,且除债券以外其余融资方式均通过了 1% 的显著性水平,结合表 5 相关结果进一步证明,分析师跟进网络下的融资决策同群来源于不同产业的同群公司,且在借贷融资和增发股权融资方式上尤为明显,即当存在更多共同分析师跟进且采用借贷融资或增发融资方式的不同产业的同群公司时,本公司更容易采用相同的融资决策,验证了假设 H_{2b} ,即上市公司更多通过分析师跟进网络来获取其他公司的相关信息,尤其是跟进网络下的不同产业公司相关信息对公司发展可能更为重要,以上结论也初步证实分析师跟进网络在公司融资决策关系间的信息传导作用,发现了分析师新的角色扮演。

表 5 同产业同群公司相关回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>FFL</i>	<i>FFL</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Allot</i>	<i>Allot</i>
<i>APFL</i>		-0.001 (-0.03)						
<i>IndFFL</i>	0.920 ^{***} (22.20)	0.921 ^{***} (19.32)						
<i>APFD</i>				-2.177 ^{***} (-6.33)				
<i>IndDebt</i>			6.291 ^{***} (16.13)	8.202 ^{***} (16.97)				
<i>APFE</i>						-0.705 ^{***} (-3.27)		
<i>IndEquity</i>					5.732 ^{***} (14.17)	6.219 ^{***} (14.45)		

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>FFL</i>	<i>FFL</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Allot</i>	<i>Allot</i>
<i>APFA</i>								-3.649 (-0.74)
<i>IndAllot</i>							66.665*** (6.65)	68.198*** (7.00)
<i>Year</i>	控制							
<i>Observations</i>	29012	28983	29012	28983	29012	28983	29012	28983

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源:本文整理

表 6 不同产业同群公司相关回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>FFL</i>	<i>FFL</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Allot</i>	<i>Allot</i>
<i>APFL</i>		0.200*** (5.02)						
<i>IndFFL</i>	0.920*** (22.20)	0.899*** (21.70)						
<i>APFD</i>				0.685 (1.54)				
<i>IndDebt</i>			6.291*** (16.13)	6.172*** (15.56)				
<i>APFE</i>						1.709*** (5.88)		
<i>IndEquity</i>					5.732*** (14.17)	5.743*** (13.98)		
<i>APFA</i>								27.017** (2.57)
<i>IndAllot</i>							66.665*** (6.65)	66.549*** (6.51)
<i>Year</i>	控制							
<i>Observations</i>	29012	28997	29012	28997	29012	28997	29012	28997

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源:本文整理

(2)为了深入探索分析师跟进网络下的这种融资决策同群现象是否具有方向性,本文通过定义营收水平高于或低于同年样本指标的中位数的相关公司为领军公司,构建相关子样本并计算同群公司相关加权指标,进一步探索分析师跟进网络下领军同群公司是否对非领军公司的融资决策产生影响,即验证分析师跟进网络下非领军公司融资决策对领军同群公司融资决策是否具有跟随性质,结果如表7、表8所示。实证结果表明,一方面,当分析师跟进网络下同群公司为领军公司时,从借贷融资与增发股权融资的视角来看,*APFL*、*APFE*系数分别为0.115、0.858,且均在1%、5%水平上显著为正,而发行债券与配股方式并未表现出明显关系,说明同群公司中领军公司的借贷融资与增发股权融资决策对非领军公司融资决策产生了显著影响,出现了融资决策的同群现象,即存在更多共同分析师跟进且采用借贷融资或增发融资方式的领军同群公司时,本公司更易采用相同的融资决策;另一方面,当分析师跟进网络下同群公司为非领军公司时,并没有发现相关融资

同群现象的存在。综上所述,借贷融资与增发融资同群行为是一种明显的跟随策略,基本验证了假设 H₃。

表 7 领军同群公司对非领军公司融资决策影响回归

变量	<i>Lnsales < Median</i>							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>FFL</i>	<i>FFL</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Allot</i>	<i>Allot</i>
<i>APFL</i> (<i>Lnsales > Median</i>)		0.115 *** (2.64)						
<i>IndFFL</i>	0.564 *** (8.51)	0.529 *** (7.92)						
<i>APFD</i> (<i>Lnsales > Median</i>)				0.303 (0.39)				
<i>IndDebt</i>			4.656 *** (7.14)	4.507 *** (5.88)				
<i>APFE</i> (<i>Lnsales > Median</i>)						0.858 ** (2.23)		
<i>IndEquity</i>					5.198 *** (8.69)	5.112 *** (8.48)		
<i>APFA</i> (<i>Lnsales > Median</i>)								1.360 (0.08)
<i>IndAllot</i>							56.665 *** (3.73)	61.959 *** (3.89)
<i>Year</i>	控制							
<i>Observations</i>	13021	13015	13021	13015	13021	13015	13021	13015

注: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源:本文整理

表 8 非领军同群公司对领军公司融资决策影响回归

变量	<i>Lnsales > Median</i>							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>FFL</i>	<i>FFL</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Equity</i>	<i>Equity</i>	<i>Allot</i>	<i>Allot</i>
<i>APFL</i> (<i>Lnsales < Median</i>)		0.083 (1.50)						
<i>IndFFL</i>	1.056 *** (20.43)	1.046 *** (19.89)						
<i>APFD</i> (<i>Lnsales < Median</i>)				-0.652 (-0.93)				
<i>IndDebt</i>			6.895 *** (15.45)	7.012 *** (15.54)				
<i>APFE</i> (<i>Lnsales < Median</i>)						0.371 (1.03)		
<i>IndEquity</i>					6.148 *** (10.67)	6.021 *** (10.27)		
<i>APFA</i> (<i>Lnsales < Median</i>)								25.302 (1.25)

续表 8

变量	Lnsales > Median							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	FFL	FFL	Debt	Debt	Equity	Equity	Allot	Allot
IndAllot							67.237*** (5.70)	66.645*** (5.81)
Year	控制							
Observations	15991	15975	15991	15975	15991	15975	15991	15975

注: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源: 本文整理

4. 内生性处理

由于我国资本市场本身的特性导致可能大多数上市公司宁愿选择股权融资方式进行筹资, 虽然以上回归分析加入了行业特征相关变量作为控制变量, 一定程度上控制了行业特性对融资决策同群的影响, 但融资决策同群来源于多个方面, 公司之间可能存在的某些隐性的共同特征, 也会导致公司融资决策具有一定的相似性 (Manski, 1993)^[20], 这些因素可能不容易被观测, 所以, 研究分析师跟进网络下融资决策关系一定程度上需要对此方面进行控制。为了区分融资决策不是由于其他隐性共同因素所产生的, 本文尝试借鉴 Leary 等 (2014)^[12] 对隐性共有因素效应的相关变量来衡量同群公司的加权超额股权收益冲击。与 Leary 等 (2014)^[12] 的处理有所不同, 为了在股权收益中反映分析师跟进网络 (共同分析师人数影响) 因素, 本文引入了同群公司等权平均收益率 (WAR_u) 来辅助计算超额收益。将同群公司的加权超额股权收益冲击作为同群公司融资政策变化的外生来源, 通过工具变量回归来控制这种隐性共同因素效应, 更为干净地研究分析师跟进网络引致的公司融资决策同群效应。

首先, 以同群公司加权超额股权收益冲击作为工具变量, 原因在于国内外众多文献已经证明了股价与公司融资政策密切相关 (刘端和陈收, 2006^[21]; 黄本多和干胜道, 2009^[22]; 马健等, 2012^[23]; 于丽峰等, 2014^[24]; 谢雅璐, 2015^[25]), 而国外研究也发现了分析师跟进网络下股价的联动效应 (Muslu 等, 2014^[26]; Israelsen, 2016^[27]), 且股价变化一定程度上表明公司投资机会、期望收益及风险的变化, 而这些必将导致融资政策的重大变化, 所以, 该变量与同群公司的加权融资政策会有显著的关系。其次, 同群公司加权超额股权收益冲击不会直接影响本公司的特征及本公司的融资决策。基于以上两点, 选择同群公司加权超额股权收益冲击作为工具变量较为合适。

为了一定程度上规避隐性的共同效应而分离出跟进网络引致的这种同群效应, 本文引入同群公司等权平均收益率 (WAR_u)^① 来估计公司的超额收益, 且考虑到估计系数的精确性。本文通过跟进行为前五年滚动样本的月度数据进行系数估计, 并根据系数计算跟进当年度公司的超额股权收益冲击, 然后计算同群公司的加权超额股权收益冲击^②:

$$R_{it} = \alpha + \beta(R_{mt} - R_{ft}) + \gamma(WAR_u - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (t \text{ 为前五年度滚动月度样本}) \quad (1)$$

$$ER_u = R_u - \hat{R}_u \quad (t \text{ 为月度样本}) \quad (2)$$

$$APER_{ijt} = \frac{\sum_{i \neq j} N_{ij} ER_{jt}}{\sum_{i \neq j} N_{ij}} \quad (3)$$

① 考虑股价指标的特殊性, 此处本文采用同群公司收益率简单平均值来进行估计和计算超额收益, 稳健性检验测试了同群公司收益率加权平均值的相关结果。

② 考虑到超额收益率计算年和分析师跟进年的滞后性, 此处超额股权收益及加权超额股权收益都是根据滞后一期跟进网络关系来确定同群公司并计算相关指标。

其中, R_{it} 、 R_{mt} 、 R_{jt} 、 WAR_{it} 分别表示 i 公司在 t 月的考虑现金红利再投资的股票回报率^①、对应市场 m 在 t 月的考虑现金红利再投资的市场回报率(总市值加权平均法)、月度化无风险利率及同群公司加权月度平均收益率。 ER_{it} 表示实际收益与预期收益差额,即超额股权收益。 $APER_{ijt}$ 则是根据公司 i 的同群公司 j 的 ER_{it} 值以分析师跟进网络下共同分析师人数为权重计算的加权平均值。

通过 IV 两阶段回归,结果如表 9 所示。结果显示,全样本下,从第一阶段来看,本文选择同群公司的加权超额股权收益冲击与同群公司的加权融资决策变量之间相关性程度很高,对相关加权融资决策产生了显著的影响,且 F 值大于 10,通过了 Wald 检验;从第二阶段来看,借贷融资决策并不显著,但债券发行、增发股权及配股融资加权变量依然在 1% 的水平上显著为正,这也进一步验证了假设 H_1 ,说明分析师跟进网络下的融资同群现象非常明显,总体上表明,分析师在公司融资决策之间的信息传递作用。

表 9 全样本下工具变量回归结果

变量	借贷融资		债券发行		增发股权		配股融资	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
	$APFL$	FFL	$APFD$	$Debt$	$APFE$	$Equity$	$APFA$	$Allot$
$APER$	-0.006*** (-4.13)		-0.047*** (-13.44)		-0.007* (-1.89)		-0.007*** (-13.43)	
$APFL$		1.174 (1.38)						
$APFD$				7.227*** (6.10)				
$APFE$						11.892*** (11.02)		
$APFA$								86.866*** (35.05)
$Year$	控制							
$Observations$	29005	29005	29005	29005	29005	29005	29005	29005

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源:本文整理

与此同时,本文也对产业差异下的同群公司样本进行了相关工具变量回归,结果如表 10 所示。结果表明,从同群公司产业性质来看,不论是同产业还是不同产业,同群公司的加权股权收益冲击对融资决策加权变量产生了显著影响。第二阶段结果也显示,分析师跟进网络中同群公司与本公司产业差异造成的同群现象在四种融资决策上表现均较为显著,且回归系数分别为 2.156、8.482、6.232 及 76.217,均通过了 5% 或者 1% 的显著性水平,这也一定程度说明,分析师跟进网络下不同产业同群公司融资决策对本公司的影响较大,进而佐证了产业差异下分析师跟进网络所形成的这种信息环境及共同分析师人数跟进程度差异带来的信息传递差异,进一步验证了假设 H_{2b} 。此外,将同群公司细分为领军、非领军公司进行工具变量回归,结果如表 11 所示。结果表明,不论是领军还是非领军同群公司,加权股权收益冲击对融资决策加权变量也产生了显著影响,而回归结果总体上也表明,领军同群公司对非领军公司的影响确实较为显著,尤其是在债券发行及增发股权融资方式上,这也进一步佐证了假设 H_3 ,即相关同群行为是分析师跟进网络下的一种跟随行为。

① 为了让相关预测收益更加精确,此处采用样本所在年前五年滚动月度数据进行载荷系数估计。

表 10 分产业同群公司工具变量回归结果

变量	不同产业							
	借贷融资		债券发行		增发股权		配股融资	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
	<i>APFL</i>	<i>FFL</i>	<i>APFD</i>	<i>Debt</i>	<i>APFE</i>	<i>Equity</i>	<i>APFA</i>	<i>Allot</i>
<i>APER</i>	-0.005*** (-3.32)		-0.035*** (-9.65)		-0.021*** (-5.21)		-0.006*** (-12.05)	
<i>APFL</i>		2.156** (2.10)						
<i>APFD</i>				8.482*** (9.76)				
<i>APFE</i>						6.232*** (3.42)		
<i>APFA</i>								76.217*** (7.97)
<i>Year</i>	控制							
<i>Observations</i>	28997	28997	28997	28997	28997	28997	28997	28997

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源:本文整理

表 11 领军-非领军同群公司相关工具变量回归结果

变量	领军公司→非领军公司							
	借贷融资		债券发行		增发股权		配股融资	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
	<i>APFL</i>	<i>FFL</i>	<i>APFD</i>	<i>Debt</i>	<i>APFE</i>	<i>Equity</i>	<i>APFA</i>	<i>Allot</i>
<i>APER</i>	-0.012*** (-5.72)		-0.016*** (-2.64)		-0.010* (-1.67)		-0.015*** (-16.67)	
<i>APFL</i>		-0.345 (-0.85)						
<i>APFD</i>				6.026** (2.04)				
<i>APFE</i>						8.435*** (16.92)		
<i>APFA</i>								19.029* (1.72)
<i>Year</i>	控制							
<i>Observations</i>	13015	13015	13015	13015	13015	13015	13015	13015

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

资料来源:本文整理

5. 稳健性检验

(1)本文借鉴 Newey(1987)、Rivers 和 Vuong(1988)采用 Twostep-probit 内生性回归方法替换 Ivprobit 的 MLE 方式重复以上回归观测相关主要结果。由于 Ivprobit 仅针对被解释变量为虚拟变

量的方程,故此处仅检验债券、增发及配股融资方式。总体上来看,各融资方式在全样本、不同产业及领军同群公司样本下具有显著的同群效应,再次验证了假设 H_1 、假设 H_{2b} 及假设 H_3 。

(2) 本文用营收均值替代营收中位数重复以上主回归和 IV 回归。通过定义共同分析师跟进网络样本中公司的营收水平大于样本均值作为领军临界值,并分类计算相关同群公司加权值表及同群公司特征加权指标。在同群公司为领军公司,被影响公司为非领军公司时,借贷融资和增发股权融资方式下的同群现象依然存在,回归系数均在 5% 及以上水平显著为正;反之,当领军同群公司融资决策对非领军公司具有明显的跟随效应,再次验证了假设 H_3 。

五、结论及建议

本文通过构建分析师跟进网络样本及相关赋权新变量,首次探索分析师跟进网络程度(共同分析师跟进人数差异)对上市公司融资决策间关系的影响,旨在为分析师在资本市场的新角色扮演及分析师跟进网络作为公司融资决策同群现象的重要来源提供实证依据。实证结果表明:(1) 我国证券分析师跟进网络下,上市公司融资决策间存在同群效应,即存在更多共同分析师跟进且采用某融资方式(尤其是借贷及增发融资)的同群公司时,本公司更易采用相同的融资决策,证实了分析师跟进在公司融资决策之间的信息传递作用。(2) 这种融资决策同群效应来自不同产业的同群公司影响,即存在更多共同分析师跟进且采用某融资方式的不同产业的同群公司时,本公司更易采用相同的融资决策,同群效应更为明显,说明了分析师在公司融资决策间不同产业公司相关信息传递的有用性。(3) 分析师跟进网络下领军同群公司采用某种融资决策且存在更多共同分析师跟进时,则非领军公司更易采用相同的融资决策,这种融资决策同群是一种跟随策略的模仿机制;反之,则不存在相关同群现象。

据此,本文提出如下建议,以期资本市场分析师行业规范发展、上市公司融资决策及资本市场主体行为监管提供一定借鉴与参考:(1) 分析师应充分关注及搜集上市公司的融资决策相关信息,在符合相关规则的前提下通过其广泛的跟进网络进行信息传递,以提高资本市场信息效率。目前相关理论及实务已表明,分析师倾向于关注私募股权融资的公司,通过其个人能力及更多的共同分析师资源能够搜集更多融资信息,尽管管理层对自身公司的了解比分析师更多,但分析师角度的私有信息能够为管理层融资决策提供更多的方向及建议,最大限度发挥其在公司融资决策间的信息传递作用,为管理层做出科学、合理的融资决策提供更多信息来源。(2) 管理层在进行融资决策时,可以适当参考分析师跟进网络下的其他公司相关融资信息并予以分析,尤其是利用分析师跟进网络下不同产业公司、领军公司相关融资信息内容,进而提升这种信息在公司价值上的边际贡献。同产业信息相较不同产业信息对上市公司而言更易获取且更为公开,产业相似性导致公司间各发展模式较为类似,但目前也有更多公司涉足各类行业,形成了跨行业、多行业的发展理念。在此情形下,通过对分析师更多产业信息的了解,能够为上市公司的多行业发展提供指导及建议,能够对公司整体价值的提升形成贡献。此外,对领军公司的模仿也应理性对待,通过融合分析师跟进网络下的相关信息,做出符合市场趋势及自身实际发展需要的融资决策乃至更多决策行为。(3) 监管者须对分析师跟进网络下的分析师个体与管理层的相关交流沟通进行适当的监管,避免相关分析师利用有关信息(尤其是不易被市场参与者察觉的私有信息)与管理层之间进行不当的交易行为。国内分析师预测行为对股价信息含量的贡献被证实可能来源于内幕消息,有失市场公平,而分析师与管理层之间的交流也必然存在内幕消息或机密信息传递的可能,所以,监管者在关注分析师个体行为、投资者与上市公司之间的关系问题时,也须对分析师与管理层之间的关系进行更多监督,避免可能存在的私有信息不当交易问题,营造公平、良好的资本市场信息环境。

参考文献

- [1] Chen, X., Q. Cheng, and K. Lob. On the Relationship between Analyst Reports and Corporate Disclosures: Exploring the Roles of Information Discovery and Interpretation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49, (3): 206 – 226.
- [2] Cang, Y., Y. Chu, and T. W. Lin. An Exploratory Study of Earnings Management Detectability, Analyst Coverage and the Impact of IFRS Adoption: Evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2014, 33, (4): 356 – 371.
- [3] Luo, X., H. Wang, and S. Raihel. Corporate Social Performance, Analyst Stock Recommendations, and Firm Future Returns[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, (36): 123 – 136.
- [4] Brown, L. D., A. C. Call, and M. B. Clement. Inside the “Black Box” of Sell-Side Financial Analysts[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53, (1): 1 – 46.
- [5] Degeorge, F., F. Derrien, A. Keeskes, and S. Michenaud. Do Analysts’ Preferences Affect Corporate Policies? [R]. *Swiss Finance Institute Research Paper*, 2013, (1): 13 – 22.
- [6] Gunny, K. A. . The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2010, 27, (3): 855 – 888.
- [7] Becher, D. A., J. B. Cohn, and J. L. Juergens. Do Stock Analysts Influence Merger Completion? An Examination of Postmerger Announcement Recommendations[R]. *Austin Working Paper*, 2014.
- [8] Kaustia, M., and V. Rantala. Social Learning and Corporate Peer Effects[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117, (3): 653 – 669.
- [9] 肖虹. 中国公司产品竞争战略中的融资决策行为与行业特征变量关系检验[J]. *长沙: 财经理论与实践*, 2006, (7): 52 – 57.
- [10] 李洋, 杨晶宇. 债务融资结构变化趋势及行业特征分析——来自四川上市公司的经验证据[J]. *武汉: 财会通讯*, 2013, (6): 64 – 66.
- [11] 邓翔, 向书坚, 唐毅. 中国上市公司融资约束的行业特征分析——基于 641 家上市公司的 Logistic 回归分析[J]. *北京: 宏观经济研究*, 2014, (1): 107 – 117.
- [12] Leary, M. T., and M. R. Roberts. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? [J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69, (1): 139 – 178.
- [13] Bramoull’e, Y., H. Djebbari, and B. Fortin. Identification of Peer Effects Through Social Networks[J]. *Journal of Econometrics*, 2009, 150, (1): 41 – 55.
- [14] Goldsmith-Pinkham, P., and G. W. Imbens. Social Networks and the Identification of Peer Effects[J]. *Journal of Business and Economic Statistics*, 2013, 31, (3): 253 – 264.
- [15] Scharfstein, D. S., and C. J. Stein. Herd Behavior and Investment[J]. *American Economic Review*, 1990, (80): 465 – 479.
- [16] Zwiebel, J. . Corporate Conservatism and Relative Compensation[J]. *Journal of Political Economy*, 1995, (103): 1 – 25.
- [17] 窦欢, 王会娟. 私募股权投资与证券分析师新股关注[J]. *北京: 会计研究*, 2015, (2): 44 – 50.
- [18] Kadan, O., L. Madureira, R. Wang, and T. Zach. Analysts’ Industry Expertise[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 54, (2): 95 – 120.
- [19] 陆蓉, 王策, 邓鸣茂. 我国上市公司资本结构“同群效应”研究[J]. *北京: 经济管理*, 2017, (1): 181 – 194.
- [20] Manski, C. F. . Identification of Endogenous Social Effects: The Reflection Problem[J]. *The Review of Economic Studies*, 1993, 60, (3): 531 – 542.
- [21] 刘端, 陈收. 上市公司权益再融资的股价效应和中长期市场绩效[J]. *长沙: 系统工程*, 2006, (12): 60 – 65.
- [22] 黄本多, 干胜道. 股权结构、自由现金流量与权益再融资的股价效应[J]. *合肥: 华东经济管理*, 2009, (6): 83 – 87.
- [23] 马健, 刘志新, 张力健. 投资者 – 管理者异质信念、公司融资决策及股价效应[J]. *北京: 管理评论*, 2012, (10): 49 – 57.
- [24] 于丽峰, 唐涯, 徐建国. 融资约束、股价信息含量与投资股价敏感性[J]. *北京: 金融研究*, 2014, (11): 159 – 174.
- [25] 谢雅璐. 制度变迁、股权再融资与股价崩盘风险[J]. *北京: 投资研究*, 2015, (11): 22 – 41.
- [26] Muslu, V., M. Rebello, and Y. Xu. Sell-side Analyst Research and Stock Comovement[J]. *Journal of Accounting Research*, 2014, 52, (4): 911 – 954.
- [27] Israelsen, R. D. Does Common Analyst Coverage Explain Excess Comovement? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2016, 51, (4): 1193 – 1229.

Does Analysts' Following-up Network Cause the Homologous Effect of Corporate Financing Decisions? New Explanation from the Perspective of Analyst's Role

XU Ru-jun¹, YUAN Tian-rong¹, LONG Zi-wu², ZHAO Qing¹

(1. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan, Hubei, 430073, China;

2. School of Economic and Management, Wuhan Polytechnic University, Wuhan, Hubei, 430040, China)

Abstract: As the Nobel Prize-winning field of economics in 2017, behavioral finance has attracted more and more attention from academia and practitioners in recent years. As the important part of Chinese emerging capital market, financial analysts play an important role in creating an effective and good information environment for the capital market. On the one hand, from the perspective of analysts, they have relevant expertise and unique information advantages, especially, the interpretation and dissemination of earnings announcements and information not easily perceived by ordinary investors are the important basis for releasing earnings forecast reports or ratings. At the same time, analysts' reputation and development relate to earnings forecast accuracy and ability, which lay a foundation for Star Analysts. On the other hand, from the perspective of investors, the relevant information provided by analysts can provide valuable investment decision-making reference for investors to a certain extent, which is an important work to significantly reduce the information asymmetry between companies and investors. In view of the above analysis, the function and the role development of financial analysts in the capital market, especially in the emerging capital market, is particularly important. To a certain extent, their behavior characteristics will have a direct impact on the efficiency of the capital market.

The analysts' forecasts, ratings and the related prediction processes are emerging in an endless, and it aims to try to find more forecast precision influence factor, then provides the investor's investment decision more reference. To some extent, It solves the information asymmetry between companies and investors, But the new role exploration of analysts and the analyst follow-up network are rare, which is of great significance for further understanding of the new role of capital market analysts. The paper first explores the relationship between corporate financing decisions under the analysts follow-up network (common analysts numbers), and finds the existence of the related homologous effect, It reveals the role of the analyst in the information transfer between the companies' financing decisions and the homologous phenomenon source of the analysts.

The empirical results show that: (1) After removing other factors related to the source of financing group behavior, There are the homologous phenomenon between the companies' financing decisions under the analysts follow-up network, which shows the information transfer function of the analysts between the companies' financing decisions and the homologous phenomenon which caused by the analysts follow-up network; (2) This kind of homologous phenomenon financing decision comes from the homologous companies in different industries under analysts follow-up network, in other words, there are more common analysts following and more homologous companies in different industries adopting the financing decision, especially the borrowing from banks and equity financing, the company tend to adopt the similar financing decision, the homologous phenomenon is statistically significant, Which shows the usefulness of analysts' related information in the different industry companies transferring between the companies' financing decisions; (3) the analysts' follow-up network's financing decision and homologous behavior is a following learning mechanism and it has certain directionality. This phenomenon is reflected that under the common analysts' follow-up network the non-leader group of companies make the financing decisions are usually following the leading companies' strategies. Accordingly, Some Suggestions are proposed to provide some empirical evidence and information for the development of the analysts industry, the financing decision of the companies and the supervision of capital market subject behavior.

Key Words: the new roles of analysts; analysts follow-up network; the relationship between financing decisions; homologous phenomenon sources

JEL Classification: D22, M41, G31

DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2018.10.010

(责任编辑:李先军)