

负面信息披露与分析师乐观预测之谜: 信息决策还是经济利益?*



马梦迪¹ 王玉涛² 王菊仙³

(1. 中央财经大学会计学院,北京 100081;

2. 中国人民大学商学院,北京 100872;

3. 宁夏大学经济管理学院,宁夏 银川 750021)

内容提要:上市公司违规处罚这一负面信息披露到底对投资者产生了正向还是负向影响,已有研究并未得到一致的结论。本文从证券分析师预测行为入手,考察违规处罚对专业机构的影响,以期对该争议提供新的经验证据。研究发现,证券分析师对那些违规处罚的公司做出了乐观的盈余预测和股票评级,理论上预期这一结果可以从信息决策假说和经济利益假说进行解释,但实证检验的结果排除了经济利益假说,支持了信息决策假说。即,证券分析师对违规处罚公司出具乐观预测,这一关系并不出现在具有承销商关系的分析师组(经济利益假说),而是出现在分析师对公司未来一年盈余预测准确度较高和公司未来经营业绩较好(信息决策假说)的情况下。本研究结论一方面能帮助人们重新理解违规处罚这一负面信息披露的影响效应;另一方面也能帮助人们深入了解证券分析师对公司特定风险事件的内在决策过程和反应。

关键词: 违规处罚 分析师乐观预测 信息决策假说 经济利益假说

中图分类号:F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)09—0144—16

一、引言

2019年新修订的《证券法》更加强调完善信息披露制度、依法加强监管和加大对证券违法行为的惩处力度,以构建更加有力的投资者权益保护机制。同时,证监会也逐渐构建起立体式和全方位的监管处罚体系,在原有监管审查体系的基础上,增加了问询函等一线监管制度,试图将上市公司违规行为规避在企业经营过程中,从而更好地保护投资者利益。相对于其他预防性监管方式,监管机构直接对上市公司违规行为进行处罚则是一种更具威慑力的方式。然而,学术界和实务界对违规处罚的效应存在争议。一些研究发现违规公告带来的异常回报为负(陈国进等,2005)^[1],一些研究发现违规处罚并没有明显的作用效果,或者说投资者的市场反应在有些年度为负,有些年度无

收稿日期:2020-05-20

* 基金项目:国家自然科学基金项目“投资者与企业的私有信息沟通效率研究:调研内容、方式和企业行为”(71972179);北京市自然科学基金项目“机构投资者与企业的信息沟通:‘创新’问答对企业创新的影响”(9202008);国家自然科学基金项目“上市公司精准扶贫的信息披露、模式选择与经济后果”(71962029)。

作者简介:马梦迪,女(回族),博士研究生,研究领域是证券分析师行为、公司财务,电子邮箱:zoe0341@163.com;王玉涛,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是证券分析师行为、会计准则与公司估值,电子邮箱:wangyutao@rmba.nuc.edu.cn;王菊仙,女,副教授,管理学博士,研究领域是公司财务、证券分析师行为,电子邮箱:juxianwang@nxu.edu.cn。通讯作者:王菊仙。

效果(朱伟骅,2003)^[2],也有一些研究(伍利娜和高强,2002)^[3]则发现处罚公告带来正的市场反应。基于这一存在争议的研究结论,本文拟从证券分析师反应的角度重新审视监管处罚的效应以及对资本市场有效性的改善作用。

证券分析师是重要的信息提供者,能够提供市场需要的信息(岳衡和林小驰,2008)^[4],这些信息有助于提高股价的信息含量(朱红军等,2007)^[5]和缓解投资者信息不对称。同时,证券分析师具有专业能力和信息优势,能够了解公司被处罚的实质以及对公司未来运营情况的真实影响,即使在面对突发、未预期的处罚事件时,仍可以通过调研、向管理层咨询等方式获取额外的私有信息,帮助他们判断处罚事件带来的短期或长期的影响。本文从信息决策假说和经济利益假说出发探讨了违规处罚对证券分析师预测偏差的影响,结果发现,相对于未被处罚的公司,分析师对那些被违规处罚的公司出具了相对更乐观的预测。通过理论分析,上述研究发现主要是信息决策假说起作用的结果,即分析师是基于所掌握的信息对违规处罚真实影响进行判断的结果,违规处罚对公司未来经营影响正面的情况下,分析师出具了乐观的预测报告。

本文可能的贡献表现在如下三个方面:第一,违规处罚对投资者的影响,以前的研究并未得到一致的结论,本文从分析师行为的角度,考察公司违规处罚带来的影响,从而为这些争议提供了新的视角和经验证据。第二,本文厘清了分析师做出乐观预测的决策过程,包括信息决策假说和经济利益假说,并通过违规处罚这一极端负面事件进行了检验,发现了分析师更可能基于信息决策做出判断和预测,因此提供了新的证据来检验分析师的内在决策过程。第三,本研究也能为分析师预测报告的使用者提供经验证据,使资本市场参与者了解分析师内在决策过程,尤其是分析师对公司极端负面消息的反应,这有助于资本市场参与者做相应的经济决策。

二、文献回顾

1. 违规处罚公告的经济后果

国外关于违法违规事件经济后果的研究较一致的发现违法违规会带来负向的市场反应(Gerety和Lehn,1997^[6];Beck和Bhagat,1997^[7]),国内文献更多集中在对信息披露违规处罚的研究,即对违规处罚公告附近短窗口的市场反应的检验,然而,之前的研究并未得到一致结论。伍利娜和高强(2002)^[3]研究发现,用累计超额收益计算的市场反应在处罚公告日的短窗口(10日内)内显著为正;朱伟骅(2003)^[2]检验了当时最严厉的“公开谴责”的处罚效果,统计结果并未发现明显的影响;而陈国进等(2005)^[1]则发现违规公告前后短窗口(5天前到3天后)内的异常收益为负,杨玉凤等(2008)^[8]的研究同样发现信息披露违规会存在显著为负的累计超额收益率,且这一市场反应呈逐年(2002—2006)加强的趋势。

以往研究还发现,负面信息带来的市场反应会受到信息环境的影响。违规处罚的坏消息造成市场负向反应的效应会受信息不对称影响,且在信息不对称程度高的环境中上述效应更强,即信息不对称会增强囤积后释放的坏消息带来的负向市场反应,进而导致个股暴跌风险提高(Jin和Myers,2006)^[9],而证券分析师可以作为一种有效的法律外监管替代机制,可缓解上述信息不对称问题(潘越等,2011)^[10]。

2. 影响分析师预测的相关因素

大量研究发现,证券分析师预测存在乐观倾向,分析师倾向于高估有利消息,低估不利消息,进而导致其预测准确性降低(Abarbanell,1991^[11];Easterwood和Nutt,1999^[12])。导致分析师乐观预测的因素主要包括机构投资者、券商带来的利益诉求和分析师自身期望获取更多私有信息的动机,也就是说经济利益会降低分析师的独立性,使其发布有偏的意见(谭跃等,2013)^[13]。虽然有普遍

性的乐观性倾向存在,有研究发现分析师仍能提供更加准确(相较于时间序列统计模型)的盈余预测(岳衡和林小驰,2008)^[4],造成这一结果可能的原因是声誉机制的作用以及市场中存在稳健性倾向的分析师提高了预测准确性(彭韶兵等,2014)^[14]。

(1)利益冲突。分析师面临的“利益冲突”主要来自所在券商、机构投资者和管理层等利益相关方的压力。一方面,券商会在一定程度上依赖分析师报告为其争取承销业务、维护客户资源(Lin和McNichols,1998^[15];原红旗和黄倩茹,2007^[16]);另一方面,分析师的个人薪酬又与券商的佣金收入相关,个人收益会导致分析师倾向于发布乐观报告;同时,受到我国证券市场长期以来无卖空机制的影响,使得分析师几乎都倾向于出具乐观预测。曹胜和朱红军(2011)^[17]的研究提出分析师推荐存在“王婆卖瓜”之嫌,他们发现自营证券引致的分析师独立性降低会在一定程度上影响市场定价,虽然行业协会在2010年发布“隔离墙制度”指引来缓解上述利益冲突,他们的检验发现自营业务仍有一定的操作空间。

(2)声誉机制。声誉机制认为,市场参与者的短视机会主义行为会在长期博弈中受到惩罚。也就是说从长期视角来看,建立声誉是最优的选择(Kreps等,1982)^[18]。以往研究认为分析师有动机注重其声誉的建立和维护,他们发现,分析师的声誉不仅会为其带来经济报酬(Stickel,1992)^[19],也会对分析师的职业发展有重要影响,业务能力较差的分析师存在离职风险,相反,预测准确度高的分析师可能会获得晋升或跳槽到更好券商的机会(Hong和Kubik,2003^[20];彭韶兵等,2014^[14])。

三、理论分析与研究假设

1. 负面信息披露与证券分析师预测行为

监管机构的违规处罚公告往往发生在上市公司违规事项发生后的1~2年内^①。作为专业的信息提供者,证券分析师的工作依赖于其搜集信息和处理信息的专业能力,分析师每年都会对公司进行调研、现场勘察、电话会议以及对公司所有公开信息进行解读,并可能在一定程度上参考投资者和其他分析师发布的信息(Chen等,2010^[21];薛祖云和王冲,2011^[22];肖萌,2013^[23]),会关注企业在违规事项被调查公开后的应对和整改行为。因此,在公司违规发生到处罚公告的两年期间,分析师可能会专门调查违规事项,也可能是在了解其他信息的过程中掌握了公司违规的相关情况,最终基于获取的信息判断违规事项的实质和对企业未来经营状况和风险的真实影响。分析师在对公司未来进行预测时会依赖公开信息和私有信息,因此,证券分析师在了解公司实际状况的情况下,如果认为违规事项的消极影响是持续的,不可能在短期内解除,那么当违规处罚公告时会出具悲观的预测;而当他们认为消极影响已经解除,并不会对未来经营状况形成负面影响,则可能出具乐观的预测。可见,上述推论基于分析师的信息决策过程,基于他们对公司违规处罚结果对企业未来经营状况的客观影响而做出客观判断,如果影响负面,则分析师预期出具悲观的预测报告,如果影响正面,分析师预期可能出具乐观的预测报告。本文将这一解释定义为信息决策假说。

以“獐子岛(002069)事件”为例,监管层面认定该公司存在违规操作并责令整改,公司在公告了处罚决定书和公司应对措施后,分析师认为公司“积极应对了危机”,但仍存在业务方面的不确定性、短期内的资金和估值压力等风险,并因此给出了下调评级的投资建议。分析师针对“上海家化(600315)”的行政处罚公告^②的意见则不同,分析师认为该公司未被认定为“重大违法行为”,

① 本文统计表明违规事项发生年度至处罚公告年度的差异平均在2.3年。

② 监管层的行政处罚公告予以上市公司警告、罚款的处罚,予以涉事人员警告和不等额罚款的处罚决定。

避免了终止上市的风险,有望缓解市场过度悲观的情绪,较积极地评价了对公司未来经营和发展的预期,并给出了“买入”的评级意见。这些实际案例也表明,在面对公司违规处罚事件时,分析师能够客观评价违规处罚事件带来的真实影响,并会基于对处罚结果和事实的判断做出反应。因此,基于信息决策假说,面对违规处罚等负面消息时,分析师可能出具乐观预测也可能出具悲观预测。

信息决策假说意味着分析师出具客观的预测报告,但另一方面,分析师也可能受到管理层和客户的利益压力而做出主观的预测结果(经济利益假说)。在经济利益假说下,券商为了获得更多的承接业务,会要求分析师发布更多有利于客户的信息,而隐藏或延迟发布坏消息;同时,由于市场受到卖空限制,分析师只有提供利好的信息才会增加市场交易量,从而帮助所属券商获得更高的佣金收入,进而提高自己的报酬水平(原红旗和黄倩茹,2007^[16];曹胜和朱红军,2011^[17];Firth等,2013^[24];Gu等,2013^[25]);此外,分析师在进行预测时,为了更多地获取信息,有动机发布乐观预测以维持与企业管理层的关系。可见,无论是为了从基金获取更高的佣金收入还是维护与客户和管理层的良好关系,分析师都可能会受经济利益驱动失去独立性,出具乐观的预测报告。特别是公司负面消息披露后,基金和公司管理层均有很强的愿望,需要分析师“配合”出具乐观预测的报告,帮助公司“渡过难关”。因此,基于经济利益假说,面对违规处罚的负面消息时,分析师可能出具乐观预测。

综合上面的分析,证券分析师在面对公司遭到违规处罚后既有可能出具悲观的意见(信息决策假说下判断企业受处罚后会对实际经营产生负面影响),也有可能出具乐观的意见(信息决策假说下判断企业受处罚后不会对实际经营产生负面影响,或经济利益假说下分析师做出有偏的乐观预测)。因此,企业违规处罚的负面信息披露最终带来的影响如何,则需要通过实证结果加以验证,于是本文提出如下竞争性假设:

H_{1a}:当分析师判断处罚会对公司经营带来负面影响(信息决策假说)时,公司违规处罚与分析师乐观预测负相关。

H_{1b}:当分析师判断处罚不会对公司经营带来负面影响(信息决策假说),或分析师受利益驱动(经济利益假说)时,公司违规处罚与分析师乐观预测正相关。

2. 分析师预测偏差的内在决策过程

根据前面的分析,信息决策假说和经济利益假说在理论上都可能导致分析师发布乐观的预测,本文进一步利用模型来说明分析师面对负面消息时的内在决策过程。

当公司违规处罚信息披露后,证券分析师基于自己掌握的信息对公司出具预测报告,这是基于信息决策假说的影响。令 z 代表公司的违规处罚事项或者实际盈余有关的信息,并且满足均值为0的正态分布。定义 y 代表分析师所拥有的所有信息的集合,在本文的情境中,它应该等于分析师掌握的关于违规处罚事项的信息和其他信息(或未来获取的信息)之和^①,具体的关系如下:

$$y = z + \varepsilon_y \tag{1}$$

其中, ε_y 满足均值为0,方差为 $1/p_y$ 的正态分布($\varepsilon_y \sim N(0, 1/p_y)$), p_y 代表信息的可靠度。分析师在面临违规处罚事项时会基于公司过去的经营状况和实际盈余进行分析和判断,或者通过调

① 本文模型借鉴Chen和Jiang(2006)^[26]的研究思路,他们将分析师的信息集合定义为公共信息和私有信息之和,设定的公式为: $c = z + \varepsilon_c$,各类信息(如 z, ε_y 或 ε_c)与信息集合(y 或 c)的关系系数为1,是简单加总的关系。这也符合直觉,即分析师100%相信自己搜集和掌握的某类信息。这与后面的贝叶斯决策过程(公式3)是不一致的,后面的公式中带有系数,且小于1。分析师在做出预测决策时,可能会偏重某种信息(如私有信息),但在构建自己的信息集合时,对各类信息是100%相信的。

研活动获取新信息,这些信息用 z 来代替。另一方面,分析师也会受到利益相关方的影响,出具有利的报告来抵消违规处罚事项带来的负面影响。分析师在考虑经济利益关系时,不仅会考虑到违规处罚事项(z),还会考虑这种决策过程对自身声誉损失的影响及发生概率,因此本文将分析师基于经济利益假说的决策过程定义为 l :

$$l = z + \varepsilon_l \quad (2)$$

其中, ε_l 满足均值为 0, 方差为 $1/p_l$ 的正态分布 ($\varepsilon_l \sim N(0, 1/p_l)$)。 ε_l 反映了分析师出于经济利益作出的决策, 而 p_l 则反映了基于经济利益假说进行决策对自身声誉产生负面影响的可能性, 该值越大, 分析师越不愿意依赖于经济利益假说进行决策。分析师基于上述两种决策过程(信息决策假说决策和经济利益假说决策)对违规事项进行预测, 根据 Bayes 规则, 最优条件概率如下:

$$E[(z)y, l] = hy + (1 - h)l \quad (3)$$

其中, $h \equiv p_y / (p_l + p_y) \in [0, 1]$ 。因此, h 反映了分析师在对违规处罚事项进行预测判断时, 多大程度上依赖于信息决策假说, 如果 p_y 相对于 p_l 更大(即获得未来私有信息的概率或确定性更大), 分析师最优预测依赖于信息决策假说过程, 反之, 则依赖于经济利益假说进行决策。

但对于单个分析师而言, 分析师并不总是进行最优预测, 因此定义具体分析师预测策略为:

$$f = ky + (1 - k)l \quad (4)$$

其中, k 指分析师依赖于信息决策假说或者经济利益假说进行决策的实际程度。分析师面对公司出现的违规处罚事项, 可能做出乐观预测也可能做出悲观预测, 其预测偏差定义为 $BIAS$, 那么分析师基于信息决策假说和经济利益假说的预测决策过程如下:

$$E[(f - z) | y, l] \equiv E[BIAS | y, l] = (k - h)y + (h - k)l \quad (5)$$

定义 $\beta_1 = k - h$, $\beta_2 = h - k$, 那么回归模型则为:

$$BIAS = \alpha + \beta_1 * y + \beta_2 * l + \varepsilon \quad (6)$$

公式(5)和公式(6)意味着, 如果分析师对于信息决策假说的实际依赖程度等于最优值, 即 $k = h$ (这时 $\beta_1 = \beta_2 = 0$), 那么分析师的乐观预测与信息决策假说、经济利益假说无关。当然, 如果分析师对信息决策假说的实际依赖程度 k 大于 h , 那么 $k - h > 0$ ($\beta_1 > 0$), $h - k < 0$ ($\beta_2 < 0$), 这意味着, 当分析师乐观预测与信息决策假说存在正相关关系时, 也与经济利益假说存在负相关关系; 反之, 则相反的结果也同样成立。根据上述理论分析, 分析师对违规处罚公司出具乐观预测时, 信息决策假说与经济利益假说是互斥的。因此, 提出本文的第二个研究假设:

H_2 : 违规处罚负面信息披露与分析师预测偏差的关系缘于信息决策假说与经济利益假说的关系是互斥的。即当该关系在信息决策假说下更强时, 在经济利益假说下更弱, 反之则相反关系成立。

四、研究设计与样本选择

1. 研究设计和变量定义

本文主要检验上市公司违规处罚对分析师预测行为的影响, 并以当年未受到违规处罚的上市公司为参照样本, 构建回归模型(7)对研究假设 H_1 进行检验:

$$Optimism_{it} = \alpha_0 + \beta_1 * Punish_{it} + \gamma Ctrl + IndustryFE + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

因变量 $Optimism$ 度量分析师的乐观预测。用三个变量加以衡量: 基于盈余预测计算的乐观预测 (OPT_Feps), 股票推荐评级的乐观预测 (OPT_Recom1 和 OPT_Recom2)。分析师在同一年度会对同一家公司做出多次预测, 本文只保留距离年报公布日最近的一次预测。解释变量 $Punish$ 表示

公司是否有违规处罚的披露。其他控制变量包括公司规模 ($Size_{it}$)、负债率 (Lev_{it})、盈利状况 ($Loss_{it}$)、市净率 (MB_{it})、机构投资者持股比例 ($Inshold_{it}$)、跟踪的分析师数量 (AC_{it})、分析师所在券商规模 ($Brksize_{it}$)、预测日期到年报公布日的天数 ($Horizon_{it}$)、分析师跟踪公司的特定经验 ($Fexp_{it}$)、分析师跟踪的公司数目 ($Ncom_{it}$)。表 1 列示了变量的详细定义。

表 1 变量定义

变量	详细定义
OPT_Feps	基于分析师盈余预测计算的乐观预测,等于盈余预测偏差 Opt 大于 0 的数量占 t 年度对公司 i 的所有预测报告的比例。每个分析师计算的盈余预测偏差 $Opt_{ijt} = feps_{ijt} - eps_{ijt}$,其中 $feps_{ijt}$ 为分析师 j 对公司 i 的第 t 年每股收益的预测值, eps_{ijt} 为实际值
OPT_Recom1	股票投资评级度量的分析师乐观预测,评级为“买入”或“增持”的数量占 t 年度所有股票评级数量的比例
OPT_Recom2	股票投资评级度量的分析师乐观预测,评级为“买入”的数量占 t 年度所有股票评级数量的比例
$Punish$	违规处罚信息披露的虚拟变量,若公司 i 在 t 年度公告被处罚,则 $Punish$ 取 1,否则取 0
$Size$	公司规模,第 t 年期末公司 i 总资产的自然对数
Lev	负债率,第 t 年期末公司 i 的长期借款/总资产
$Loss$	公司盈利状况的虚拟变量,期初总资产收益率 (Roa) 为负时取 1,否则为零
MB	市净率,年末最后一天的收盘价/(所有者权益合计期末值/实收资本本期末值)
$Inshold$	公司 i 在第 t 年机构投资者的持股比例
AC	第 t 年跟踪公司 i 的券商的个数的自然对数
$Brksize$	券商规模,以第 t 年跟踪公司 i 的所有券商所雇用分析师的人数的均值衡量
$Horizon$	分析师发布预测的日期与年报公布日期的天数的自然对数,在公司 - 年度观测水平上取均值
$Fexp$	分析师跟踪公司的特定经验,当年度减去分析师第一次跟踪公司所在年度的差度量,在公司 - 年度观测水平上取均值
$Ncom$	分析师跟踪的公司数量,用当年度某一分析师跟踪的公司数量衡量,在公司 - 年度观测水平上取均值
$Affiliate$	承销关系的虚拟变量,若分析师所属券商曾为公司 IPO 时承销商(主承销或联合承销)则取 1,否则取 0
AFE	未来一年 ($t+1$ 年)的预测准确度, $AFE_{it+1} = (-1) * (第 t+1 年跟踪公司 i 的所有分析师预测的每股收益平均值 - 公司实际每股收益) 的绝对值 / 公司 i 第 t 年年末的股价$

资料来源:本文整理

为了检验研究假设 H_2 , 本文试图构建分析师预测偏差的内在决策模型。借鉴赵良玉等 (2013)^[27] 的方法,以公司违规处罚信息披露后的分析师盈余预测准确度 (AFE) 衡量分析师是否掌握了充分的信息来了解负面消息的真实影响,用于检验信息决策假说。借鉴原红旗和黄倩茹 (2007)^[16] 的研究,以分析师与公司是否存在承销商关系 ($Affiliate$) 来衡量经济利益假说。基于模

型(6),本文构建实证模型(8)检验分析师对违规处罚公司预测偏差的内在决策过程。

$$\begin{aligned} Optimism_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 Punish_{it} + \beta_2 AFE_{it+1} * Punish_{it} + \beta_3 AFE_{it+1} + \beta_4 Affiliate_{it} * Punish_{it} \\ & + \beta_5 Affiliate_{it} + \gamma Ctrl + IndustryFE + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

除了 *Affiliate* 和 *AFE* 外,其他变量的定义与前面的一致。*Affiliate* 表示分析师所属券商机构是否与样本公司有承销关系,*AFE* 度量分析师未来一年($t+1$ 年)的预测准确度。根据模型(5)和模型(6)的讨论,可以预期 $\beta_2 > 0$ 和 $\beta_4 \leq 0$,或者 $\beta_2 \leq 0$ 和 $\beta_4 > 0$ 。

2. 样本选取和数据来源

本文以 2002 至 2014 年沪深两市所有 A 股上市公司的分析师预测作为初始样本,不包括分析师盈余预测或股票评级数据均缺失的分析师预测样本,然后进行了如下筛选:(1)剔除分析师报告日期缺失的观测;(2)将分析师预测报告限制在上年年报披露日至本年年报披露日之间;(3)保留每个券商距离年报披露日最近的一次预测。经过上述样本筛选过程,得到 104496 个公司-年-券商层面的观测值,涉及 14638 个公司-年观测。与违规处罚样本进行合并,并进一步删除金融行业和相关变量的缺失值,最终得到的分析样本为 11076 个。本文使用的违规处罚数据、分析师预测数据和上市公司财务数据来自 CSMAR 数据库,上市公司 IPO 信息数据来自 Wind 数据库。上市公司公告的违规处罚类型包括:信息披露违规、市场行为违规、财务舞弊等,本文选取了全部违规类型作为研究对象^①。数据构成如表 2 所示:

表 2

样本筛选

样本筛选过程	公司-年观测	公司-年-券商观测
2002—2014 年年报发布的分析师预测样本	17452	567595
(1)剔除分析师预测报告日期缺失的样本	188	1279
(2)将分析师预测限制在两年年报公布日之间	2626	345833
(3)筛选后的分析师预测样本	14638	220483
(4)保留每个分析师距离年报公布日最近的一次预测值	14638	104496
(5)形成公司-年层面的观测	14638	14638
(6)与违规处罚公告样本(1879)合并后得到的观测	14519	14519
(7)删除相关变量的缺失值后的样本	14231	14231
(8)删除金融行业公司后得到的最终样本	11076	11076

资料来源:本文整理

对模型(7)相关变量的描述性统计结果如表 3 所示^②,为了避免极端值对本文结论的影响,本文对连续变量的观测值进行了 1% 水平的缩尾处理。从表 3 中可以发现,*OPT_Feps* 的平均值和中位数分别为 0.69 和 0.83,说明具有乐观性偏差的分析师占比较高,分析师存在较普遍的乐观性倾向,*OPT_Recom1* 也有类似的数值结果,说明以盈余预测或推荐评级度量的乐观预测结果较稳定。

① 早期我国证券市场违规行为主要以信息披露违规和市场行为违规为主(胡奕明等,2002)^[28],以往研究也多集中于对信息披露违规的样本进行检验,而“案件涉及领域不断拓宽,违法违规手段复杂多变”已经发展为近年来违法违规案件呈现的主要特征(信息来源:证监会稽查执法工作情况发布)。

② 表 3 列示结果均为变量原值,其中规模(*Size*)单位为百万元。

表 3 描述性统计分析

变量	样本数	平均值	标准差	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
<i>OPT_Feps</i>	11076	0.69	0.36	0.46	0.83	1.00
<i>OPT_Recom1</i>	10969	0.75	0.31	0.61	0.88	1.00
<i>OPT_Recom2</i>	10969	0.24	0.25	0.00	0.20	0.40
<i>Punish</i>	11076	0.05	0.22	0.00	0.00	0.00
<i>Size</i> (原始值)	11076	13980	68390	1618	3379	8316
<i>Lev</i>	11076	0.05	0.09	0.00	0.00	0.07
<i>MB</i>	11076	3.25	13.14	1.76	2.65	4.20
<i>Loss</i>	11076	0.08	0.27	0.00	0.00	0.00
<i>Brksize</i> (原始值)	11076	30.25	9.35	25.00	30.00	35.50
<i>Horizon</i> (原始值)	11076	201.84	70.72	156.50	197.88	241.60
<i>Inshold</i>	11076	8.47	10.98	2.11	5.32	10.36
<i>Fexp</i>	11076	1.69	0.82	1.00	1.46	2.00
<i>Ncom</i>	11076	73.35	239.84	13.90	21.36	35.99
<i>AC</i>	11076	7.97	7.45	2.00	5.00	11.00
<i>Affiliate</i>	11076	0.04	0.19	0.00	0.00	0.00
<i>AFE</i>	11076	-0.01	0.02	-0.02	-0.01	0.00

资料来源:本文整理

五、实证结果分析

1. 违规处罚的披露与分析师反应

为了检验违规处罚信息披露后证券分析师的反应,将所有样本分为受处罚的公司和未受处罚的公司,考察两组公司跟踪的分析师出具乐观预测的情况,结果如表 4 所示。上市公司在受到违规处罚当年和其他未被处罚公司相比,以盈余预测和推荐评级计算的分析师乐观预测程度均显著更高,两者的均值和中位数检验均在 1% 的水平上显著。这一结果说明,当公司披露违规处罚的负面消息后,证券分析师做出了相对更乐观的盈余预测和股票评级,拒绝了本文的假设 H_{1a} ,支持了假设 H_{1b} 。

表 4 全样本单变量结果

变量		Obs.	均值	中位值	T 检验	Wilcoxon
<i>OPT_Feps</i>	未处罚组	10520	0.688	0.833	-3.421 ***	-3.785 ***
	处罚组	556	0.739	0.968		
<i>OPT_Recom1</i>	未处罚组	10424	0.752	0.875	-3.626 ***	-3.951 ***
	处罚组	545	0.798	0.941		

续表 4

变量		Obs.	均值	中位值	T 检验	Wilcoxon
<i>OPT_Recom2</i>	未处罚组	10424	0.239	0.200	-2.232 **	-1.733 *
	处罚组	545	0.266	0.222		

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著

资料来源:本文整理

本文对所有变量进行了相关系数检验(限篇幅限制,相关数据略去备索),发现 *Punish* 与分析师乐观预测(*Optimism*)存在正相关关系,与表 4 的发现一致。另外,其他变量并不存在很强的相关性,变量间不存在严重的多重共线性问题。

根据模型(7),本文进行了多变量回归分析,以控制其他变量对分析师乐观预测的影响,回归结果如表 5 所示,表 5 的第(1)列~第(3)列分别以三个不同的变量(*OPT_Feps*, *OPT_Recom1*, *OPT_Recom2*)来衡量分析师的预测行为 *Optimism*。从中可以发现,*Punish* 在三种情况下对 *Optimism* 影响均显著为正,这一结果与前面的单变量检验结果(表 4)一致。这意味着,当公司披露违规处罚等负面消息时,证券分析师并未做出负向反应(拒绝了假设 H_{1a}),而是做出了乐观预测(支持了假设 H_{1b})。

表 5 分析师预测与上市公司违规处罚

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>OPT_Feps</i>	<i>OPT_Recom1</i>	<i>OPT_Recom2</i>
<i>Punish</i>	0.027 * (1.76)	0.042 *** (3.51)	0.030 ** (2.56)
<i>Size</i>	-0.033 *** (-8.23)	-0.002 (-0.61)	0.012 *** (3.78)
<i>Lev</i>	0.066 (1.33)	-0.238 *** (-4.99)	-0.122 *** (-3.28)
<i>MB</i>	-0.007 *** (-4.56)	0.005 *** (4.07)	0.011 *** (9.08)
<i>Loss</i>	-0.015 (-1.05)	-0.036 ** (-2.55)	-0.016 (-1.53)
<i>Brksize</i>	0.001 *** (3.44)	0.005 *** (10.76)	0.002 *** (5.11)
<i>Horizon</i>	0.125 *** (18.54)	-0.071 *** (-14.87)	-0.059 *** (-11.52)
<i>Inshold</i>	-0.002 *** (-6.14)	0.001 * (1.70)	0.001 *** (2.89)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>OPT_Feps</i>	<i>OPT_Recom1</i>	<i>OPT_Recom2</i>
<i>AC</i>	0.013 ** (2.53)	0.086 *** (17.24)	0.043 *** (9.89)
<i>Fexp</i>	0.019 *** (3.85)	0.016 *** (3.51)	-0.001 (-0.22)
<i>Ncom</i>	-0.000 (-1.22)	-0.000 *** (-4.72)	-0.000 *** (-6.17)
<i>Industry FE</i>	√	√	√
观测值	11076	10969	10969
调整 R ²	0.066	0.138	0.089

注:括号内是 *t* 值,*t* 值经过公司层面的一阶 cluster 调整;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著
资料来源:本文整理

2. 分析师乐观预测偏差的内在决策过程检验

本文利用模型(8),对假设 H_2 进行检验,结果如表 6 所示。表 6 的第(1)列~第(3)列分别用三个不同的变量(*OPT_Feps*, *OPT_Recom1*, *OPT_Recom2*)来衡量分析师的乐观预测。从中可以发现,*Affiliate * Punish* 在三种情况下对 *Optimism* 影响均为负,但仅在盈余预测偏差 *OPT_Feps* 的情况下显著;而 *AFE * Punish* 对 *Optimism* 的影响显著为正(除在推荐评级偏差 *OPT_Recom1* 的情况下不显著)。这些结果说明,表 5 发现的分析师对公司违规处罚事项的正向反应并未出现在具有承销商关系的分析师组中,但这种关系在分析师对那些未来盈余预测准确度较高的公司中更明显,这意味着,分析师对于负面消息的乐观预测主要由信息决策假说决定,而不是经济利益假说决策。同时,信息决策假说(*AFE * Punish*)和经济利益假说(*Affiliate * Punish*)对分析师乐观预测偏差(*Optimism*)的影响一正一负,也与模型(6)的理论预期一致,因此支持了研究假设 H_2 。

表 6 分析师乐观预测与承销商关系、未来盈余预测准确度

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>OPT_Feps</i>	<i>OPT_Recom1</i>	<i>OPT_Recom2</i>
<i>Punish</i>	0.047 *** (2.81)	0.053 *** (3.72)	0.043 *** (3.22)
<i>Affiliate</i>	0.003 (0.20)	-0.008 (-0.48)	-0.009 (-0.67)
<i>Affiliate * Punish</i>	-0.189 ** (-2.26)	-0.066 (-0.94)	-0.081 (-1.33)
<i>AFE</i>	-1.935 *** (-9.50)	0.658 *** (4.58)	0.266 *** (2.98)

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>OPT_Feps</i>	<i>OPT_Recom1</i>	<i>OPT_Recom2</i>
<i>AFE * Punish</i>	1.232 *** (4.25)	0.237 (0.44)	0.448 ** (2.08)
<i>Ctrl</i>	√	√	√
<i>Industry</i>	√	√	√
观测值	11076	10969	10969
调整 R ²	0.094	0.141	0.093

注:括号内是 t 值, t 值经过公司层面的一阶 cluster 调整;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著
资料来源:本文整理

六、进一步分析

1. 信息决策假说的进一步分析

(1)未来经营业绩的状况。前面的检验说明,公司违规处罚信息公开后,证券分析师做出的乐观预测可能有两种原因:一是基于信息做出更新决策的过程,即信息决策假说;二是源于基金客户或公司管理层的压力出具乐观预测报告,即经济利益假说。表 6 的实证结果排除了经济利益假说,支持了信息决策假说。但信息决策假说是分析师理性判断的结果,有一个前提是,违规处罚信息披露后,公司未来业绩并未明显下滑,分析师理解了这些信息,从而做出客观的乐观预测。如果这一理论预期成立,那么公司违规处罚与分析师乐观预测的正向关系更可能出现在未来业绩较好的公司中。本文使用下一年度总资产收益率(营业利润占总资产比)的增长率来衡量公司未来经营业绩,并根据样本中位值分为两组(未来业绩好组和未来业绩差组),利用模型(7)进行检验,结果如表 7 所示。表 7 显示,分析师乐观预测与公司违规处罚的关系主要在未来业绩较好组存在,在未来业绩较差组并不存在。这一结果与理论预期一致。

表 7 分析师乐观预测与公司未来经营业绩

变量	<i>OPT_Feps</i>		<i>OPT_Recom1</i>		<i>OPT_Recom2</i>	
	未来业绩	未来业绩	未来业绩	未来业绩	未来业绩	未来业绩
	好	差	好	差	好	差
<i>Punish</i>	0.066 ** (2.53)	0.008 (0.37)	0.044 ** (2.09)	0.030 (1.49)	0.034 ** (1.99)	0.013 (0.84)
<i>Ctrl</i>	√	√	√	√	√	√
<i>Industry FE</i>	√	√	√	√	√	√
观测值	4691	4792	4651	4733	4651	4733
调整 R ²	0.056	0.075	0.171	0.132	0.117	0.077

注:括号内是 t 值, t 值经过公司层面的一阶 cluster 调整;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著
资料来源:本文整理

(2)违规行为发生时的分析师预测行为检验。本文的统计显示,从违规发生年度到违规处罚公告年度往往相差 2 年左右,分析师能够对公司违规事项的真实影响进行分析、调研等,从而帮助

他们了解违规事项的本质,因此在总体上出具了乐观评级报告,前面实证结果也支持了这一预期。那么在此逻辑下,可以合理预期,在公司违规行为发生年度,分析师应该不会出具乐观预测报告。为检验这一推断,本文定义了公司违规行为变量 *Violation*,若公司 *i* 在 *t* 年违规^①,则 *Violation* 取 1,否则取 0。构建如下模型进行检验:

$$Optimism_{it} = \alpha_0 + \beta_1 * Violation_{it} + \gamma Ctrl + IndustryFE + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

检验结果如表 8 所示。表 8 的第(1)列~第(3)列分别用三个不同的变量(*OPT_Feps*, *OPT_Recom1*, *OPT_Recom2*)来衡量分析师的乐观评级,从中可以发现,*Violation* 对 *Optimism* 影响不显著(除了 *OPT_Feps* 显著为正外),这说明在违规年度,分析师没有做出乐观或悲观的评级,这进一步支持了信息决策假说的解释。

表 8 上市公司违规年度的分析师的乐观预测

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>OPT_Feps</i>	<i>OPT_Recom1</i>	<i>OPT_Recom2</i>
<i>Violation</i>	0.048 *** (3.52)	-0.010 (-0.82)	-0.008 (-0.90)
<i>Ctrl</i>	√	√	√
<i>Industry FE</i>	√	√	√
观测值	11076	10969	10969
调整 R ²	0.067	0.137	0.089

注:括号内是 *t* 值,*t* 值经过公司层面的一阶 cluster 调整;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著

资料来源:本文整理

2. 不同违规内容和特征带来的影响

(1)涉及多项违规内容带来的影响。本文对受处罚公司进行检验时发现,上市公司会因涉及不同的违规内容而受处罚,因此本文对此进行了统计和分析(限篇幅限制,相关数据略去备索);同时,进一步参考以往文献分类(辛清泉等,2013)^[29]、上市公司规范指引和实务经验,将这 16 类具体违规事项划分为五大类:财务违规、内控问题、交易行为违规、信息披露违规和其他违规。本文的样本涉及公司违规处罚事件共计 556 个,涉及信息披露违规的上市公司违规最多,共计 530 个事件,占比 95.32%;涉及财务违规的事件共计 124 个,占比 22.30%^②。

由于上市公司受到一次处罚时涉及的违规事项可能不止一项,进一步将违规内容分为单一事项违规和多种事项违规,分组检验它们的差异,结果列示在表 9 中。表 9 结果显示,分析师对只有单一事项违规的公司更容易出具乐观的盈余预测和推荐评级意见,这也从侧面反映出,当分析师面临的公司违规事项较单一时,他们更容易调查、分析和判断,从而做出客观的评价,也间接支持了本文的信息决策假说。

(2)具体违规内容和类型的影响差异。本文进一步检验了涉及五大类的违规处罚带来的影响差异,结果发现,分析师对各类违规处罚均表现出乐观的态度(*Punish* 全为正),而在内控问题违规、信息披露违规和其他违规时结果是显著的。限篇幅限制,相关数据略去备索。

① 公司违规行为发生的年度会在处罚公告时披露。

② 由于每次处罚事件可能涉及多项违规内容,因此各项违规内容加总后会超过 556 个事件,占比的合计数会超过 100%。

表 9 违规事项数量带来的影响

变量	OPT_Feps		OPT_Recom1		OPT_Recom2	
	单一事项	多事项	单一事项	多事项	单一事项	多事项
	违规	违规	违规	违规	违规	违规
<i>Punish</i>	0.039* (1.73)	0.019 (0.96)	0.046** (2.44)	0.039*** (2.63)	0.042** (2.03)	0.022 (1.63)
<i>Ctrl</i>	√	√	√	√	√	√
<i>Industry FE</i>	√	√	√	√	√	√
观测值	10738	10858	10637	10756	10637	10756
调整 R ²	0.066	0.066	0.137	0.137	0.087	0.090

注:括号内是 t 值, t 值经过公司层面的一阶 cluster 调整; **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著

资料来源:本文整理

七、稳健性检验

为增加结果的可靠性,本文进行了如下稳健性检验。

第一,为了消除样本可能存在的选择性偏差对结果的影响,本文采用 Heckman 两阶段的方法进一步测试。在第一阶段 Probit 模型中,被解释变量为是否被处罚的哑变量 ($Punish_{it}$),解释变量参考以往研究(曹春方等,2017^[30];戴亦一等,2017^[31];逯东等,2017^[32]),选取了公司规模 ($Size_{it-1}$)、资产负债率 (Lev_{it-1})、公司是否发生亏损 ($Loss_{it-1}$)、第一大股东持股比例 (RFS_{it-1})、是否由“四大”审计 ($Big4_{it-1}$)、是否交叉上市 (SHB_{it-1}),构建如下回归模型:

$$Punish_{it} = \alpha_0 + \gamma_1 Size_{it-1} + \gamma_2 Lev_{it-1} + \gamma_3 Loss_{it-1} + \gamma_4 RFS_{it-1} + \gamma_5 Big4_{it-1} + \gamma_6 SHB_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

其中,公司规模 ($Size_{it}$)、资产负债率 (Lev_{it})、公司是否发生亏损 ($Loss_{it-1}$) 的定义与前文一致,其他变量定义如下:第一大股东持股比例 (RFS_{it-1}) 等于受处罚前一年公司最大股东的持股比例;“四大”审计 ($Big4_{it-1}$) 为虚拟变量,当受处罚前一年公司聘请的审计师为国际四大会计师事务所时取 1,否则取 0; SHB_{it-1} 为虚拟变量,当上市公司受处罚前一年同时发行 H 股或 B 股时取 1,否则取 0。在加入第一阶段形成的 IMR (Inverse Mill Ratio) 之后,结果与表 5 基本一致,篇幅限制,相关数据略去备索。

第二,表 4 显示,控制样本(未受到处罚的公司)的数量明显大于研究样本(受处罚的公司),这可能会导致结果有偏。为增加结果的可靠性,从控制样本中删除了那些从未受过处罚的公司,从而保留了那些至少受过一次违规处罚的公司,这样导致控制样本组的数量大大减少,删减后的样本中,研究样本为 556 家公司-年观测,控制样本为 2355 家公司-年观测。基于此样本进行的检验结果与表 5 的结果基本一致。

第三,前面检验分析师乐观预测与未来业绩的关系时,使用了总资产收益率(营业利润/总资产)的变化率。为增加结果的可靠性,使用净资产收益率 (ROE) 的增长率来反映未来经营业绩,结果与表 7 的结果一致。

第四,前面的分析表明,虽然理论上预期分析师对公司违规处罚出具乐观预测可能缘于经济利益假说,也可能缘于信息决策假说,但实际结果(表 6)支持了信息决策假说,拒绝了经济利益假说。为增加检验的有效性,本文单独检验了承销商关系与分析师乐观预测的关系,即在回

归时不加入 $AFE * Punish$, 主要解释变量 $Affiliate * Punish$ 的影响为负但不显著, 与表 6 的结果基本类似。

八、研究结论

本文选取了 2002—2014 年沪深两市所有 A 股上市公司作为样本, 重点考察了重要的信息提供者——证券分析师对公司违规处罚这一负面信息披露的反应, 结果发现, 分析师对被处罚公司的乐观预测偏差显著高于未被处罚公司。本文通过理论分析和实证检验, 进一步考察了分析师做出乐观预测的原因, 结果发现上述关系并不出现在具有承销商关系的分析师组中, 而是出现在公司未来经营业绩较好、分析师未来一年盈余预测准确度较高的情况下。进一步, 考虑到上市公司违规类型和违规事项存在差异, 本文的实证结果还发现, 分析师对只有单一事项违规的公司更容易出具乐观的盈余预测和推荐评级意见, 从违规特征的角度支持了分析师乐观预测是基于对违规事项影响的客观判断的结果。这意味着, 分析师之所以对于违规处罚做出了乐观预测, 并不缘于利益相关方的压力和追求自身经济利益的动机(不支持经济利益假说), 而缘于分析师了解违规事项本质和对公司未来经营状况准确判断的信息决策假说。

本研究结论有如下重要启示: 第一, 从实践角度来说, 当公司出现负面消息时, 可以合理预期市场会出现消极反应, 而作为有一定信息优势和专业能力的分析师, 并不会一味地将处罚事件解读为负面信息, 而是会基于处罚结果对公司经营的实质影响做出判断, 说明了我国资本市场上的专业投资者可以理解违规处罚的本质, 这为引导市场合理解读处罚信息提供了重要的参考。同时, 厘清分析师的内在决策过程也有助于使用者更好地理解和使用分析师报告提供的信息, 对于投资者而言, 即使分析师存在普遍的乐观性倾向, 在公司存在违规处罚这样重大的负面消息时, 分析师的报告依然是其投资决策的有效参考。长远来看, 两者均可起到改善资本市场信息环境的作用。第二, 对于监管者而言, 本文对违规处罚影响分析师乐观程度的具体机制进行了探究, 发现乐观预测并不源于利益相关方的压力和追求自身经济利益的动机, 而源于分析师了解违规事项的本质和对公司未来经营状况准确判断的结果, 提供的经验证据说明了我国资本市场上的专业投资者可以理解违规处罚的本质, 因此, 从政策制定的角度来说, 在建立健全监管机制的同时, 可以考虑为分析师等专业投资者提供更好的信息披露环境, 以提高市场对监管行为和处罚结果的理解; 同时, 随着信息环境的改善, 也将强化行政监管对于上市公司违规行为的约束作用。

基于中国资本市场的实践, 一个大家容易观察和认识到的现象是, 证券分析师倾向出具乐观预测, 尤其是其面临客户压力、有佣金收入需求(曹胜和朱红军, 2011^[17]; Gu 等, 2013^[25]) 时。但同样不容忽视的是, 作为专业人士, 证券分析师始终扮演着减少信息不对称、改善资本市场效率的角色。伴随着我国资本市场的发展和完善, 关于证券分析师的专业性和独立性问题将成为未来一段时间内争议的焦点, 研究者应该更多地关注证券分析师在什么情况下表现得更加专业而倾向于出具高质量的预测报告, 什么情况下缺失独立性而倾向于出具有偏的乐观预测报告。

参考文献

- [1] 陈国进, 赵向琴, 林辉. 上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果[J]. 上海: 财经研究, 2005, (8): 48-58.
- [2] 朱伟骅. 上市公司信息披露违规“公开谴责”效果的实证研究[J]. 北京: 经济管理, 2003, (16): 92-96.
- [3] 伍利娜, 高强. 处罚公告的市场反应研究[J]. 北京: 经济科学, 2002, (3): 62-73.
- [4] 岳衡, 林小驰. 证券分析师 VS 统计模型: 证券分析师盈余预测的相对准确性及其决定因素[J]. 北京: 会计研究, 2008, (8): 40-49.

- [5]朱红军,何贤杰,陶林.中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J].北京:金融研究,2007,(2):110-121.
- [6]Gerety, M., and K. Lehn. The Causes and Consequences of Accounting Fraud[J]. *Managerial and Decision Economics*, 1997, 18, (7-8):587-599.
- [7]Beck, J. D., and S. Bhagat. Shareholder Litigation: Share Price Movements, News Releases, and Settlement Amounts[J]. *Managerial and Decision Economics*, 1997, 18, (7-8):563-586.
- [8]杨玉凤,曹琼,吴晓明.上市公司信息披露违规市场反应差异研究——2000—2006年的实证分析[J].北京:审计研究,2008,(5):68-73.
- [9]Jin, L., and S. C. Myers. R2 around the World: New Theory and New Test[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, (2):257-292.
- [10]潘越,戴亦一,林超群.信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J].北京:金融研究,2011,(9):138-151.
- [11]Abarbanell, J. S. Do Analysts' Earnings Forecast Incorporate Information in Prior Stock Price Changes? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14, (2):147-165.
- [12]Easterwood, J. C., and S. R. Nutt. Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54, (5):1777-1797.
- [13]谭跃,钟子英,管总平.公平信息披露规则能缓解证券分析师的利益冲突吗? [J].天津:南开管理评论,2013,(4):43-54.
- [14]彭韶兵,王昱升,高洁.稳健的证券分析师的市场反应及其行为动机[J].北京:投资研究,2014,(2):104-119.
- [15]Lin, H., and M. F. McNichols. Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts, and Investment Recommendations[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1998, 25, (1):101-127.
- [16]原红旗,黄倩茹.承销商分析师与非承销商分析师预测评级比较研究[J].北京:中国会计评论,2007,(3):285-304.
- [17]曹胜,朱红军.王婆卖瓜:券商自营业务与分析师乐观性[J].北京:管理世界,2011,(7):20-30.
- [18]Kreps, D. M., P. Milgrom, J. Roberts, and R. Wilson. Rational Cooperation in the Finitely Repeated Prisoners' Dilemma[J]. *Journal of Economic Theory*, 1982, 27, (2):245-252.
- [19]Stickel, S. E. Reputation and Performance Among Security Analysts[J]. *Journal of Finance*, 1992, 47, (5):1811-1836.
- [20]Hong, H., and J. D. Kubik. Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts[J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58, (1):313-351.
- [21]Chen, X., Q. Cheng, and K. Lo. 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.
- [22]薛祖云,王冲.信息竞争抑或信息补充:证券分析师的角色扮演——基于我国证券市场的实证分析[J].北京:金融研究,2011,(11):167-182.
- [23]肖萌.分析师对信息的反应与准确度及其市场反应[J].深圳:证券市场导报,2013,(11):71-78.
- [24]Firth, M., C. Lin, P. Liu, and Y. Xuan. The Client Is King: Do Mutual Fund Relationships Bias Analyst Recommendations? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51, (1):165-200.
- [25]Gu, Z., Z. Li, and Y. G. Yang. Monitors or Predators: The Influence of Institutional Investors on Sell-Side Analysts[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88, (1):137-169.
- [26]Chen, Q., and W. Jiang. Analysts' Weighting of Private and Public Information[J]. *The Review of Financial Studies*, 2006, 19, (1):319-355.
- [27]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):33-45.
- [28]胡奕明,周智辉,郑德成.证券市场违规主体及其行为分析[J].北京:审计研究,2002,(3):26-31.
- [29]辛清泉,黄曼丽,易浩然.上市公司虚假陈述与独立董事监管处罚——基于独立董事个体视角的分析[J].北京:管理世界,2013,(5):131-143.
- [30]曹春方,陈露兰,张婷婷.“法律的名义”:司法独立性提升与公司违规[J].北京:金融研究,2017,(5):191-206.
- [31]戴亦一,余威,宁博,潘越.民营企业董事长的党员身份与公司财务违规[J].北京:会计研究,2017,(6):75-81.
- [32]逯东,谢璇,杨丹.独立董事官员背景类型与上市公司违规研究[J].北京:会计研究,2017,(8):55-61.

The Puzzle on The Relationship of Bad News Disclosure and Analysts' Optimistic Forecasts: Information-Decision or Interest-Conflict View

MA Meng-di¹, WANG Yu-tao², WANG Ju-xian³

(1. School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China;

2. School of Business, Renmin University of China, Beijing, 100872, China;

3. School of Economics and Management, Ningxia University, Yinchuan, Ningxia, 750021, China)

Abstract: Listed firms' violation and the subsequent punishment by regulators is a well concerned issue to the investors, which is always an important question about the economic consequences of the listed firms' violation punishment. Previous studies on whether and how the investors react to the regulatory punishment mainly examined the market reactions to the announcement date of the firms' punishment, but these studies failed to reach a consensus on the finding. There are three possible reasons to explain the different findings. Firstly, the market reaction is a complex consequence of the trading behaviors by different kinds of investors, like the individual and the institutional investors. They hold different information set and may react differently to punishment, and thus the specific reaction of stocks partially depends on the game between them. Secondly, an uncertain market reaction may be due to the different choices of institutional investors' trading strategies, such as momentum or reversal, due to unobservable reasons. Thirdly, the time gap between the publication of a violation incident and the announcement date of regulators' punishment may be a long-term period, and the market has already reacted negatively to the violation long before the announcement date of the punishment. When the final punishment decision is disclosed by regulators, investors may take uncertainty about the event into consideration and, in turn, take the event as good news (or not bad news) and make the positive reaction to the announcement of punishment.

Compared with prior literature, this paper attempts to examine whether and how analysts respond to the announcement of punishment, which can provide new evidence to the prior debate on economic consequences. In addition, analysts do their forecasts and recommendations mainly base on their information acquisition, and will less likely be affected by the type of investors and their trading strategies. Using the data of financial analysts' forecasts and recommendations to the A-listed firms in Chinese market, this paper finds that analysts report optimistic earnings forecasts and stock recommendations in the year when the regulators announced a punishment decision to the listed firms. Further, we explore the reasons that analysts make optimistic forecasts and recommendations to the punishment incidents. When the regulator announces a punishment decision, it is possible for analysts to provide either optimistic or pessimistic report, which depends on analysts' own decision-making process. This paper builds up the theoretical model to analyze the possible reasons that can explain why the analysts make optimistic opinion when facing violation punishment and bring out two competing theories: Information-decision theory and Interest-conflict theory. First of all, the Information-decision theory supposes that analysts make forecasts mainly base on their rational analyses of whether and how the punishment decision will affect the firm in future. Analysts will issue optimistic forecasts or recommendations if they believe that the firm is currently well performing and this punishment will not affect firms' future operation, or vice versa. Secondly, the Interest-conflict theory tells us that analysts couldn't hold unbiased position and hence make optimistic forecasts due to the pressure from brokerage house, investment banking relationship with firms, incentive to obtain high commission fees and setup a better relationship with managers. The empirical evidence supports the Information-decision theory and rejects the Interest-conflict theory. Specifically, we find that the result about analysts' optimistic response to the punishment of corporates is not pronounced in the firms who have underwriter-relationship with analysts (Interest-conflict), but in the firms with better future performance or higher analysts' forecasts accuracy (Information-decision). All the results show that analysts react optimistically to firms' punishment incidents is mainly due to their information decision-making, rather than economic interests.

Our research provides new empirical evidence on the economic consequence of regulatory punishment to the listed firms from the perspective of financial analysts' behavior, which may help to better understand the prior debate on whether the punishment is good or bad news under the special background in China. In addition, by examining analysts' response to firms' violation punishment, our result can also help to better understand analysts' internal decision-making process and how the analysts strategically react to some firm-specific events.

Key Words: regulatory punishment; analysts' optimistic forecasts; information-decision; interest-conflict

JEL Classification: D82, G24, K42

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2020.09.009

(责任编辑:李先军)