

分析师跟踪、内部控制缺陷与机构投资者持股

林钟高, 陈曦

(安徽工业大学 商学院, 安徽 马鞍山 243002)

[摘要]以2009—2015年沪深A股上市公司为研究样本,基于信号传递理论和信息偏好视角,考察分析师跟踪与内部控制缺陷之间的关系以及两者的相互作用对机构投资者持股决策的影响,研究结果表明:无论从静态角度还是从动态角度看,存在内部控制缺陷的公司其机构投资者持股比例较低,但有内部控制缺陷而分析师跟踪人数较多的公司其机构投资者持股比例依然很高,分析师跟踪可以有效减弱内部控制缺陷带给机构投资者的负效应;企业内外部信息对于机构投资者的决策具有不同的信号价值和决策影响力,投资者的决策认知和信息取向存在偏好;分析师跟踪的信号价值远远超过了内部控制缺陷对机构投资者持股的影响。

[关键词]分析师跟踪;内部控制缺陷;机构投资者持股;信号传递理论;公司治理;经营性现金流量;信息不对称

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2017)05-0022-13

一、引言

Wind数据库显示,截至2016年6月30日,我国A股上市公司机构投资者合计持仓25736.85亿股,占全部A股的比重约为48.18%,其中基金持仓1064.64亿股,占有机构持股的43.99%,居各类机构之首;保险公司持仓728.38亿股,占有机构持股的30.10%,位列第二。尽管关于机构投资者的价值存在有效监督、利益冲突和战略联盟三大假说的不同争议^[1],但是国外成熟的证券市场发展经验表明,机构投资者能够凭借其长期有效的投资经验以及规模经济优势,发挥事前监督机制和事后控制机制两方面的功能,在资本市场中减少由于个人非理性交易而造成的市场噪音,起到提高股价稳定性、促使资本市场回归理性等重要作用。我国机构投资者经历了数十年的发展,其交易数量与市场份额虽然实现了跨越式的发展,但与成熟资本市场相比还有较大差距。从以往的文献来看,机构投资者对企业盈余管理行为^[2]、公司治理机制^[3]、信息披露透明度、公司股利政策等能够产生正向影响,并最终提高公司会计业绩和企业价值。根据以往对机构投资者持股决策的研究,那些盈利能力强、经营稳定、公司治理结构良好并且抗风险能力强的公司更容易获得机构投资者的青睐,这几乎是一个不需要检验的命题,既然如此,那么当公司内部出现缺陷时,是否能够引起机构投资者的足够重视进而影响其持股行为呢? Ogneva等研究发现,与没有内部控制缺陷的公司相比,存在内部控制缺陷的公司的权益成本较高,然而在控制公司特征和分析师预测误差之后,它们之间不存在显著的关系^[4]。Ashbaugh-Skaife等研究发现,与没有报告内部控制缺陷的公司相比,报告内部控制缺陷的公司

[收稿日期]2017-04-26

[基金项目]国家自然科学基金项目(71572002;71272220)

[作者简介]林钟高(1960—),男,福建泉州人,安徽工业大学副校长,安徽工业大学商学院教授,博士生导师,主要研究方向为财务会计理论、独立审计理论、内部控制理论;陈曦(1993—),女,河南许昌人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为内部控制理论。

的应计质量更低,并且在内部控制缺陷修复后,公司的应计质量会得到提高^[5]。叶建芳等研究发现,存在内部控制缺陷的公司会有更高的盈余管理水平,并且在内部控制缺陷修复后其盈余管理水平会有所降低^[6]。林钟高等研究发现,出现内部控制缺陷的公司的财务风险更高,并且在内部控制缺陷修复后企业的财务风险会显著降低^[7]。上述文献均表明当公司出现内部控制缺陷时,管理层可能会凌驾于内部控制之上,这不仅会影响企业的经营活动和抗风险能力,还会使得管理人员误报或错报财务信息,降低公司提供给投资者的财务信息的价值,因此在资本市场中机构投资者是否会对公司内部控制缺陷有着敏锐的反应进而影响其持股行为是一个值得研究的问题。

与此同时,作为上市公司与投资者之间的信息中介,分析师在缓解外部投资者与公司内部之间的信息不对称方面发挥着重要作用:一方面,上市公司希望获得分析师的关注,进而提高公司的被认知程度;另一方面,投资者也需要通过分析师发布的报告来获取上市公司的财务信息,以降低信息搜寻成本。目前,很多研究结果表明分析师会受到来自于各方面的压力,从而倾向于向市场传递正面信息,发布较为乐观的盈利预测报告和股票评级报告,这可能会使得企业面临较大的股价崩盘风险,并且分析师跟踪的人数越多,公司越倾向于购买审计意见,这种现象在分析师为明星分析师的情况下更加严重^[8-9]。当然,也有研究发现分析师预测行为虽然存在“羊群效应”,但较多的分析师跟踪能够对公司起到监督作用,提高股价的信息含量和准确性,增加财务信息透明度^[10]。公司受到分析师跟踪的人数越多和机构投资者持股越多,其股价同步性受到的抑制越明显,并且分析师跟踪对公司的应计盈余管理具有监督效应,分析师跟踪的人数越多,应计盈余管理越少,但是会增加公司的真实盈余管理^[11]。由此可见,目前关于分析师追踪的文献大多是基于监督效应或压力效应的视角来考察分析师追踪对公司内部治理的影响,而较少考虑分析师追踪的信号传递能否抑制或修正内部控制缺陷对机构持股决策的不良影响,以及分析师追踪人数减少的变化(表现为一种坏消息)如何影响机构投资者的持股行为。

基于以上分析,本文采用2009—2015年沪深A股上市公司作为研究对象,基于信号传递和信息偏好视角,检验内部控制缺陷是否会影响机构投资者的持股行为以及分析师跟踪对这种影响的调节作用,并且进一步从机构投资者的不同类别来观察这些影响存在的可能差异。本文的研究贡献可能在于:通过引入分析师跟踪这一调节变量,弥补信息交易者投资决策中有关信息偏好的研究缺憾。机构投资者和证券分析师作为资本市场中最为重要的两类信息交易者,已有文献大多停留在对信息交易者市场行为和投资动机等表层的研究,缺少对影响信息交易者市场行为和投资动机根源的投资决策信息偏好这一深层次原因的研究,就机构投资者的持股行为而言,本文对分析师信息决策价值的关注程度远远超过了对内部控制缺陷的关注,这将在很大程度上弥补国内学者在这方面的研究缺憾,丰富机构投资者持股行为的研究文献,也为机构投资者选股行为提供新的实践指导。

二、理论分析与研究假说

(一) 内部控制缺陷对机构投资者持股决策的影响

内部控制存在缺陷意味着内部控制的组成要素缺损,未能发挥应有的作用,内部控制预期目标没能实现。那么,内部控制的功能缺失或者没有达标对机构投资者持股决策将会产生怎样的影响呢?

从会计信息质量角度来看,内部控制缺陷会导致会计信息质量低下,影响机构投资者的持股决策行为。内部控制本质上是企业的一项管理控制活动,是保障企业日常生产经营活动正常实施和企业目标顺利实现的基本系统,它在企业经营的不同阶段发挥着重要的功能和作用,能够牵制与约束、防护与引导、监督与影响、衡量与评价企业的整个运作过程。作为企业运作的最后一个环节,财务报告是企业向外界传递信息的重要载体,大部分投资者会依据企业财务报告做出投资决策,高质量的会计信息有助于企业做出正确的持股决策,而保证会计信息质量的最基本手段就是建立完善的内部控制监督体系。作为一种制度安排,内部控制旨在激励和监督管理层提高财务报告质量、降低企业风险,

并为企业价值增值提供风险免疫保障。公司出现内部控制缺陷,意味着公司缺乏良好的内部监督机制,加上代理问题的存在,管理层会通过各种手段操纵财务报告和盈余信息,在契约关系中获得最大收益,而且即使没有人为的操作,内部控制缺陷也可能会导致不具主观故意性的随机错误,影响财务报表质量,降低财务报告的信息含量。Kinney 等研究发现,薄弱的内部控制更可能导致财务错报,进而导致财务舞弊的发生^[12]。Bedard 研究发现,在披露内部控制缺陷的年份里,存在内部控制缺陷公司的异常应计绝对值更大,机构投资者的持股决策主要依靠对公司财务信息的分析,财务报告质量的可操纵性较强、信息含量较低会降低对机构投资者的吸引力,进而使得机构投资者持股较少^[13]。Singer 等研究发现,遵循 SOX404 法案的公司操纵性应计盈余管理越小,会计信息质量越高^[14]。

从公司治理角度来看,内部控制缺陷会导致内部治理失效,进而影响机构投资者的持股决策行为。内部控制是公司治理的重要组成部分,管理层具有建设完善和有效运行内部控制的责任,内部控制存在缺陷必然会造成内部治理失效。一方面,内部控制存在缺陷可能会使得管理层凌驾于内部控制之上,滋长管理层的机会主义动机,并使得管理层的决策偏向自身利益最大化,而远离企业价值最大化的目标,比如管理层为了追求过多的在职消费而将资金投资于净现值为负的项目,使得公司的实际经营成效小于最优水平,由此导致公司经营效率低下,第一类代理问题更加突出,严重影响信息传递效率,降低信息透明度。另一方面,当内部控制出现缺陷时,大股东侵占中小股东利益的行为会更加明显,途径也会更加多样,这会使得第二类代理问题更加突出。Hoitash 等利用根据 SOX302 条款和 SOX404 条款披露的内部控制缺陷数据进行实证研究发现,公司审计委员会成员的会计经验、财务报告监管经验和董事会强度均与内部控制缺陷出现的概率显著负相关^[15]。Johnstone 等通过将 733 家披露内部控制重大缺陷的公司与 3602 家接受无保留内部控制报告的公司进行比较分析发现,披露内部控制缺陷会改变公司的治理均衡,即内部控制重大缺陷的披露与后续董事会成员、审计委员会成员和高管的变更显著正相关^[16]。由此可见,出现内部控制缺陷说明公司治理水平低下,而机构投资者一般会选择治理水平良好的公司。

从企业风险角度来看,内部控制缺陷会导致企业面临较大风险,而机构投资者偏向于风险较小的企业。从本质上来讲,企业是由人力资本和非人力资本联结在一起的契约^[17],也是一个风险组织,这一组织能够建立起来是因为契约签约人具有一定的风险偏好,但是当风险逐步累积到一定程度时就会酿成一场危机,因此为了防范危机的发生,公司要建立完善的公司治理机制和内部控制体系。Ashbaugh-Skaife 等研究发现,在控制了其他风险因素后,存在内部控制缺陷的公司具有更高的异质性风险、系统性风险和权益成本^[18]。Ogneva 等的研究表明,在控制住公司特征后,特质风险和异质风险均与内部控制缺陷正相关,内部控制缺陷越多,公司的特质风险和异质风险就越大^[19]。林钟高等研究发现,与没有内部控制缺陷的公司相比,出现内部控制缺陷的公司的财务风险较高,而且在内部控制缺陷修复之后公司的财务风险会降低^[7]。因此,总的来说,企业所建立的涉及人力、财产、资金和信息等各种内部控制制度都是为了控制风险,且内部控制五大要素相辅相成、相互依存,当内部控制出现缺陷时,即内部控制五大要素中任何一个要素出现缺陷就会使得企业陷入财务困境的可能性增大,而理性的机构投资者谋求冒最小的风险来获取最大的收益,因此会避开一些风险较大的企业。基于以上分析,我们提出研究假说 1。

假说 1:与没有出现内部控制缺陷的公司相比,出现内部控制缺陷的公司其机构投资者持股比例会明显较低。

(二) 分析师追踪如何调节内部控制缺陷对机构投资者持股的影响

以上分析表明,内部控制缺陷会影响机构投资者的持股决策,但如果有一种可以修正内部控制缺陷的外部机制,那么机构投资者的持股行为是否能够得到改善呢?在这种情况下,机构投资者的持股决策究竟会更偏向于何种信息呢?下面我们引入分析师跟踪这一机制做进一步的探讨。

从信息不对称角度来看,分析师跟踪具有降低信息不对称程度和提高公司信息透明度的作用。由于我国证券市场是新兴市场,信息不对称现象比较严重,并且信息搜集需要很高的搜寻成本,作为投资者与公司管理者之间的信息中介,证券分析师是公司投资者关系管理的一个重要组成部分,其直接作用在于利用自身的专业知识选择其熟知领域内的上市公司进行跟踪分析,发布盈利预测和评级报告,传递重要信息给市场中的广大投资者。证券分析师对上市公司进行跟踪后,能够搜集到公司层面的特质信息,关注宏观经济状况和行业信息,再对以上信息进行加工处理和传递,并且由于证券分析师具有多数投资者不具备的信息来源优势和信息分析能力,分析师跟踪能够提高被跟踪公司的信息透明度和信息含量,因此分析师跟踪的人数越多,公司与投资者之间的信息不对称程度就越能得到降低,从而有利于提高资源配置效率和机构投资者的持股水平^[20]。Bhushan 等研究发现,证券分析师跟踪与股票流动性成正比,分析师跟踪的人数越多,公司传递给投资者的信息越多,投资者对公司信息的反应速度越快,这意味着股票的传播效率越高^[21]。由此可见,证券分析师跟踪的人数越多,公司的信息透明度越高,传递给投资者的信息量越大,因此会减弱内部控制缺陷导致的机构投资者持股较少行为。

从公司治理角度来看,分析师跟踪上市公司可以提高公司治理水平。随着全球化和信息化时代的到来,公司业务向外扩张的程度不断加深,业务复杂程度不断增加,对于越来越复杂的财务报表,普通投资者往往缺乏专业知识和时间来认真阅读,而财务分析师具备丰富的专业知识,能够对枯燥的财务报表抽丝剥茧,这样无疑会对公司业务起到监督作用。由于分析师的跟踪决策是在长期走访和分析中做出的,任何有关公司经营状况的风吹草动都会引起分析师的迅速关注,并据此更新盈利预测而影响公司股价,这使得公司管理人员迫于巨大的压力而不断提高自身的治理水平和盈利能力。Dyck 等研究指出,证券分析师由于具备行业专有知识和丰富的投资经验,因此其比外部投资者更能发现公司管理层的欺诈行为,并且分析师跟踪可以减少公司的应计盈余管理行为,是一种重要的公司外部治理机制^[22]。Knyazeva 等指出,外部分分析师的跟踪会对公司管理层形成一种有效监督,受到分析师跟踪的公司其会计稳健性较强,对财务报表的生成过程可以起到监督作用^[23]。Irani 等也指出,分析师跟踪人数减少会直接降低公司的财务报告质量,分析师跟踪人数较少的公司其内部现金持有量创造的股东财富价值较低,其 CEO 会获得更高的超额补偿,其管理层更容易破坏有价值的收购,其经理人更可能实施盈余管理行为^[24]。由此可见,正是由于证券分析师拥有专业的知识和技能,其比外部投资者更能发现公司的异常活动,当分析师跟踪人数较多时,管理层也会考虑外部监督者的作用,更加规范其行为来完善公司的治理机制,减少内部控制缺陷带来的不良后果,增加机构投资者的持股数量。

从财务分析师自身行为角度来看,其会深度挖掘公司的财务信息和非财务信息,特别是能够给公司带来超常收益的信息,以作出正确的跟踪决策。Barth 等研究指出,分析师会受到很大的激励去追踪拥有大量无形资产的公司,分析师追踪人数与公司规模、成长性、交易量、股票发行正相关,与分析师所属证券公司的规模、分析师追踪公司所作出的努力程度负相关^[25]。Boubaker 等通过研究分析师跟踪与公司治理的关系发现,分析师更加青睐两权分离程度较高或金字塔控股结构的公司^[26]。林小驰等研究发现,证券分析师更倾向于追踪经营质量好、风险较小且公司治理水平较高的公司^[27]。崔玉英等也发现,分析师选择上市公司进行跟踪时会考虑公司的前期盈余波动和长期成长能力状况,即公司长期成长能力和前期盈余波动性越强,分析师跟踪人数越多^[28]。分析师与机构投资者在对象选择上具有高度的趋同性,分析师追踪人数越多,传递给投资者公司状况良好的信号越多,公司受到投资者的关注就越多。即使当内部控制出现缺陷,而该公司被较多分析师追踪时,较强的信号作用也可能会掩盖或者吸收内部控制出现的问题,这是因为内部控制缺陷只能表明公司的某一层面出现问题。已有研究表明大多数机构投资者倾向于关注公司的短期利益,短期持有公司股份,以利差来赚取丰厚的利润,此时分析师跟踪较多的企业会受到市场的更多关注,公司股价可能会因市场关注出现较大幅度上升,这会使得投资者忽视公司内部出现的部分问题,减弱内部控制缺陷造成的影响。基于以上分

析,我们提出研究假说2。

假说2:分析师跟踪人数越多的公司,其机构投资者持股比例越高,并且能够减弱由于内部控制缺陷导致的机构投资者持股比例降低的行为。

我们进一步从声誉机制角度考察分析师跟踪效应的差异。根据动态博弈理论,在多次重复博弈下,声誉可以作为一种隐性激励机制发挥激励代理人的作用,一般来说,上一次的博弈往往会影响到下一次以及以后的效用,而现在良好的声誉效应也意味着未来会产生更高的效用。对于分析师来讲,一旦在资本市场上建立了自己的声誉,这种声誉将会产生一种持久的影响,可以大幅度地提高个人年薪收入和升迁机会,也会提高其所在券商在资本市场上的讨价还价能力,而这种声誉一旦遭到破坏将很难弥补。Ekmekeci 采用评级机制来解决声誉的持久性问题,该评级机制是根据短期博弈参与人所收集到的历史信息来对长期博弈参与人进行评级^[29]。对于分析师来说,声誉发生是重复博弈的结果,分析师在资本市场上不断地发布盈利预测报告和评级报告,短期的机会主义者在未来可能会受到投资者的惩罚,因此在证券市场上用来辨别分析师是否具有声誉的机制就是《新财富》杂志每年评选出的明星分析师。一般来说,投资者可以凭借前期声誉来预测未来分析师的评级投资价值,而顶级券商的明星分析师并不总是具备特有功能。相对于普通分析师而言,明星分析师会产生更大的市场效应,原因在于明星分析师拥有更好的行业知识和人脉关系,能够对被跟踪公司的信息进行更好的分析和整理,从而有利于进一步提高信息透明度,并且明星分析师的行为在市场上受到的关注度更大,其跟踪公司的行为会有“放大”的功效^[9]。这种功效体现在两个方面:一方面可以作为一种更强的信号在上传递给机构投资者;另一方面可以对被跟踪公司产生监督效应,即公司如果存在明星分析师的跟踪,公司的违规和舞弊行为更容易被识别出来,从而对公司产生更大的威慑作用,内部控制缺陷的负面影响也就会受到更大程度的制约,间接地使得机构投资者持有更多的股份。基于以上分析,我们提出假说3。

假说3:相对于普通分析师,明星分析师更能增加机构投资者的持股比例,对内部控制缺陷导致的机构投资者持股比例下降的减弱作用更加明显。

三、研究设计

(一) 模型设定与变量定义

为了检验假说1、假说2和假说3,我们设定以下模型:

$$INS_{it} = \beta_0 + \beta_1 ICW_{it-1} + \beta_2 Analyst_{it-1}/Star_{it-1} + \beta_3 Analyst_{it-1} \times ICW_{it-1}/Star_{it-1} \times ICW_{it-1} + \beta_4 Lasset_{it-1} + \beta_5 Lev_{it-1} + \beta_6 Control_{it-1} + \beta_7 EPS_{it-1} + \beta_8 Ocf_{it-1} + \beta_9 COMP_{it-1} + \beta_{10} Age_{it-1} + \beta_{11} ROA_{it-1} + \beta_{12} Growth_{it-1} + \beta_{13} Top1_{it-1} + \beta_{14} Loss_{it-1} + \beta_{15} Expj_{it-1} + \beta_{16} Independ_{it-1} + \beta_{17} Board_{it-1} + \beta_{18} Bhldn_{it-1} + \beta_{19} ECI_{it-1} + \beta_{20} Smarket_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$$\Delta INS_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta ICW_{it-1} + \beta_2 \Delta Analyst_{it}/\Delta Star_{it} + \beta_3 \Delta Analyst_{it} \times ICW_{it-1}/\Delta Star_{it} \times ICW_{it-1} + \beta_4 \Delta Lasset_{it-1} + \beta_5 \Delta Lev_{it-1} + \beta_6 \Delta Control_{it-1} + \beta_7 \Delta EPS_{it-1} + \beta_8 \Delta Ocf_{it-1} + \beta_9 \Delta COMP_{it-1} + \beta_{10} \Delta Age_{it-1} + \beta_{11} \Delta ROA_{it-1} + \beta_{12} \Delta Growth_{it-1} + \beta_{13} \Delta Top1_{it-1} + \beta_{14} \Delta Loss_{it-1} + \beta_{15} \Delta Expj_{it-1} + \beta_{16} \Delta Independ_{it-1} + \beta_{17} \Delta Board_{it-1} + \beta_{18} \Delta Bhldn_{it-1} + \beta_{19} \Delta ECI_{it-1} + \beta_{20} \Delta Smarket_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

1. 被解释变量

被解释变量 INS 是机构投资者持股比例,我们用年末机构投资者持股数与年末流通股股数之比来表示。 ΔINS 表示投资者持股比例的变动,即当年投资者持股比例比上一年投资者持股比例增加或减少的比例。

2. 解释变量

(1) 分析师追踪人数 ($Analyst$)。我们依据分析师所在机构发布的盈利预测报告和投资评级报告来判断分析师是否跟踪了上市公司。一般来说,一家机构派出多个分析师去跟踪同一家上市公司的

情况不多,因此我们将分析师追踪人数定义为跟踪一家上市公司的机构数量。只要券商机构的分析师在某一年发布过某一家上市公司的盈利预测报告或投资评级报告,我们就视为其当年追踪了该公司,无论在当年发布了多少份报告都视为一个分析师追踪。比如,2013年37家机构的分析师对万科发布了500多份盈利预测报告或评级报告,其中不管涉及多少个分析师,我们都认为这家公司在2013年有37个分析师追踪。 $\Delta Analyst$ 表示分析师人数的变动,即当年分析师人数比上一年分析师人数增加或减少的数量。

(2) 明星分析师人数(*Star*)。《新财富》杂志自2002年起每年都会评选出年度“最佳分析师”,我们根据《新财富》杂志的评选结果,确定某一位分析师是否为明星分析师。《新财富》杂志是以小组为单位来评选明星分析师的,也就是说,明星分析师可能是个人,也可能是一个小组,有时候券商机构可能会派出一个小组去追踪一家公司,如果这个小组是《新财富》杂志评选的“最佳分析师”,那么我们就把这个小组视为一个明星分析师,即我们的明星分析师人数就是小组数。在稳健性检验中,如果一个明星小组有三个分析师,那么我们就视为三个明星分析师,即用明星分析师人数作为替代指标。 $\Delta Star$ 表示明星分析师人数的变动,即当年明星分析师人数比上一年明星分析师人数增加或减少的数量。

(3) 内部控制缺陷(*ICW*)。我们采用的衡量内部控制缺陷的指标是内部控制自我评价报告以及内部控制审计报告中出现的缺陷。当公司出现内部控制缺陷时取值为1,否则取值为0。

借鉴已有文献,我们在模型中还定义了其他变量,各变量的具体定义如表1所示。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	机构投资者持股比例	<i>INS</i>	年末机构投资者持股数/年末流通股数
	机构投资者持股比例变动	ΔINS	当年机构投资者持股比例减去上一年机构投资者持股比例
解释变量	分析师人数	<i>Analyst</i>	分析师追踪人数的自然对数
	分析师人数变动	$\Delta Analyst$	当年分析师追踪人数的自然对数减去上一年分析师追踪人数的自然对数
	明星分析师人数	<i>Star</i>	明星分析师追踪人数的自然对数
	明星分析师人数变动	$\Delta Star$	当年明星分析师追踪人数的自然对数减去上一年明星分析师追踪人数的自然对数
	内部控制缺陷	<i>ICW</i>	公司当年出现内部控制缺陷取值为1,否则取值为0
	公司规模	<i>Lasset</i>	公司期末总资产的对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	公司期末总负债/期末总资产
控制变量	产权性质	<i>Control</i>	实际控制人为国有取值为1,否则取值为0
	每股盈余	<i>EPS</i>	公司年末净利润/年末普通股股数
	经营性现金流量	<i>Oef</i>	每股经营活动现金流量
	沪深300指数成分股	<i>COMP</i>	属于沪深300指数成分股取值为1,否则取值为0
	上市年限	<i>Age</i>	至当期期末公司的上市时间
	公司业绩	<i>ROA</i>	期末净利润/期末总资产
	公司成长能力	<i>Growth</i>	当年营业收入/上一年营业收入-1
	大股东治理	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量占总股数的比例
	是否亏损	<i>Loss</i>	当年公司净利润小于0取值为1,否则取值为0
	两职兼任情况	<i>Expj</i>	公司董事长与总经理两职合一取值为1,否则取值为0
	独立董事比例	<i>Independ</i>	独立董事人数占董事会人数的比例
	董事会规模	<i>Board</i>	上市公司董事会人数
	高管持股数	<i>Bhldn</i>	高管持股数量取自然对数
	经济景气情况	<i>ECl</i>	经济景气指数
	牛市或熊市	<i>Smarket</i>	当年是牛市取值为1,否则取值为0
行业	<i>Industry</i>	属于某一行业取值为1,同时其他行业取值为0	
年份	<i>Year</i>	属于某一年份取值为1,同时其他年份取值为0	

注:关于牛市和熊市的划分,我们参考何兴强的方法^[30],牛市为2010年7月至2010年11月10日和2012年12月3日至2015年5月27日,熊市为2010年3月31日至2010年6月30日和2010年11月11日至2012年12月2日。

(二) 样本选择与数据来源

本文以2009—2015年沪深主板A股上市公司作为研究样本,剔除金融保险行业以及财务数据缺失的公司,最终确定了9287个观测值。所需数据主要来源于国泰安数据库和万德数据库,分析师数量和明星分析师数量通过手工搜集整理得到,数据的整理与分析采用Excel和Stat13来完成。为了

避免数据中极端值对回归结果的异常影响,我们对主要连续变量上下1%进行 Wonsorize 处理。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

为了检验是否有分析师跟踪对机构投资者持股以及公司各项财务指标的影响是否存在区别,我们对主要变量进行了描述性统计分析,结果如表2所示。

由表2可以看出,2009年至2015年的总样本公司共9287家,其中6162家公司受到分析师的跟踪,而3125家公司没有受到分析师的跟踪。机构投资者持股比例最小为0,最大为87.89%,说明各个公司的机构投资者持股比例差异较大。有分析师跟踪的公司其机构投资者持股的均值和中位数都远高于无分析师跟踪的公司,这也在一定程度上说明分析师跟踪与机构投资者持股之间存在正向关系。无分析师跟踪的公司其内部控制缺陷的均值和中位数都高于有分析师跟踪的公司,并且有分析师跟踪的公司的资产规模、每股收益、每股现金净流量、总资产报酬率、第一大股东持股比例和成长性指标的均值都高于无分析师跟踪的公司,而资产负债率和上市年限等指标的均值都低于无分析师跟踪的公司,这也说明那些盈利能力强且风险较低的公司更容易受到分析师的青睐。

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	全样本(9287)				无分析师跟踪的样本(3125)				有分析师跟踪的样本(6162)			
	mean	sd	min	max	mean	sd	min	max	mean	sd	min	max
<i>INS</i>	6.690	10.820	0	87.890	4.080	8.500	0	77.870	8.010	11.600	0	87.890
<i>ICW</i>	0.130	0.390	0	2	0.150	0.430	0	2	0.110	0.370	0	2
<i>Analyst</i>	5.420	7.870	0	65	0	0	0	0	8.170	8.420	1	65
<i>Star</i>	0.930	1.750	0	32	0	0.020	0	1	1.400	1.990	0	32
<i>Lasset</i>	22.160	2.040	0	28.510	21.330	2.330	0	28.410	22.580	1.730	0	28.510
<i>Lev</i>	0.570	1.600	-0.190	13.840	0.660	2.730	-0.190	9.8400	0.520	0.320	0	16.550
<i>Control</i>	0.590	0.490	0	1	0.520	0.500	0	1	0.630	0.480	0	1
<i>EPS</i>	0.320	0.620	-6.690	14.580	0.120	0.450	-6.690	5.990	0.420	0.670	-5.570	14.580
<i>Ocf</i>	0.400	1.090	-16.340	14.730	0.190	0.800	-9.560	12.800	0.500	1.200	-16.340	14.730
<i>COMP</i>	0.200	0.400	0	1	0.080	0.270	0	1	0.260	0.440	0	1
<i>Age</i>	13.130	5.280	0	26	14.140	4.910	0	26	12.610	5.390	0	26
<i>ROA</i>	0.030	0.740	-64.820	20.790	0.010	1.260	-64.820	20.790	0.050	0.100	-6	2.930
<i>Growth</i>	0.209	0.786	-0.680	6.095	0.190	0.918	-0.680	6.094	0.219	0.710	-0.680	6.094
<i>Top1</i>	35.730	17.100	0	99	31.570	16.56	0	92.260	37.830	16.990	0	99
<i>Loss</i>	0.100	0.300	0	1	0.180	0.380	0	1	0.070	0.250	0	1
<i>Expj</i>	0.150	0.350	0	1	0.170	0.370	0	1	0.140	0.340	0	1
<i>Independ</i>	0.370	0.060	0	0.800	0.370	0.060	0	0.710	0.370	0.060	0	0.800
<i>Board</i>	9.030	2.050	0	18.000	8.650	1.950	0	18	9.220	2.080	0	18
<i>Bhldn</i>	0.020	0.080	0	0.990	0.010	0.070	0	0.990	0.020	0.080	0	0.820
<i>ECI</i>	9.870	0.315	9.397	10.360	9.836	0.276	9.397	10.360	9.886	0.331	9.397	10.360
<i>Smarket</i>	0.588	0.492	0	1	0.714	0.452	0	1	0.525	0.499	0	1

(二) 相关性分析

表3给出了主要变量的相关性分析结果。由于表3中有几个变量的相关系数比较大,我们又进行了VIF检验,系数均在5以下,表明变量之间不存在多重共线性问题。由表3可以看出,*INS*与*ICW*、*Lev*显著负相关,而与*Analyst*、*Star*、*Lasset*、*EPS*、*Ocf*、*Board*等显著正相关,这初步说明机构投资者更偏好那些没有内部控制缺陷、分析师跟踪人数较多以及那些资产规模较大、资产负债率较低、收益较好或者风险较低的公司。*ICW*与*Analyst*、*Star*显著负相关,说明与出现内部控制缺陷的公司相比,分析师以及明星分析师更有可能跟踪没有内部控制缺陷的公司。

表 3 主要变量的相关性检验结果

变量	INS	Icw	Analyst	Star	Lasset	Lev	Control	EPS	Ocf	COMP	Age	ROA	Growth	Top1	Board	Bhldn
INS	1															
Icw	-0.025 **	1														
Analyst	0.180 ***	-0.056 ***	1													
Star	0.140 ***	-0.024 **	0.703 ***	1												
Lasset	0.101 ***	-0.003	0.331 ***	0.275 ***	1											
Lev	-0.0130	0.002	-0.026 **	-0.020 *	-0.054 ***	1										
Control	0.067 ***	0.0100	0.092 ***	0.046 ***	0.207 ***	-0.0130	1									
EPS	0.125 ***	-0.062 ***	0.422 ***	0.312 ***	0.198 ***	-0.049 ***	0.031 ***	1								
Ocf	0.086 ***	-0.0150	0.253 ***	0.184 ***	0.148 ***	-0.018 *	0.083 ***	0.388 ***	1							
COMP	0.076 ***	-0.0170	0.361 ***	0.261 ***	0.378 ***	-0.006	0.173 ***	0.157 ***	0.149 ***	1						
Age	0.020 *	0.090 ***	-0.171 ***	-0.071 ***	0.054 ***	0.017 *	0.056 ***	-0.070 ***	-0.036 ***	0.015	1					
ROA	0.017 *	-0.003	0.032 ***	0.023 **	0.061 ***	-0.846 ***	0.008	0.118 ***	0.021 **	0.009	0.005	1				
Growth	0.005	-0.004	-0.007	-0.005	-0.003	0.001	0.007	0.004	-0.003	-0.006	0.007	0	1			
Top1	0.048 ***	-0.030 ***	0.161 ***	0.117 ***	0.275 ***	-0.017	0.309 ***	0.135 ***	0.079 ***	0.158 ***	-0.177 ***	0.010	0.009	1		
Board	0.081 ***	-0.0100	0.201 ***	0.127 ***	0.257 ***	-0.020 *	0.181 ***	0.077 ***	0.106 ***	0.215 ***	-0.088 ***	0.0170	0	0.077 ***	1	
Bhldn	-0.057 ***	-0.025 **	0.034 ***	0.053 ***	-0.030 ***	-0.021 **	-0.257 ***	0.058 ***	-0.009	-0.084 ***	-0.321 ***	0.011	0	-0.066 ***	-0.048 ***	1

注: ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平上显著。下同。

(三) 多元回归分析

1. 静态分析: 分析师跟踪、内部控制缺陷与机构投资者持股

表 4 是我们就整体分析师和明星分析师分别进行的回归分析, 且回归结果经过了异方差调整。表 4 中的列(1)单独回归 ICW 与 INS 发现, ICW 的系数为 -0.474, 且在 10% 水平上显著负相关, 说明与未出现内部控制缺陷的公司相比, 出现内部控制缺陷的公司其机构投资者持股比例更低, 这验证了本文的研究假说 1。列(2)单独回归 Analyst 与 INS 发现, Analyst 的系数为 0.176, 且在 1% 水平上显著正相关, 说明分析师跟踪人数越多的公司, 其机构投资者持股比例越高。列(3)加入 ICW 与 Analyst 的交乘项进行回归发现, 交乘项 ICW × Analyst 的系数为正且在 5% 水平上显著, 说明当公司出现内部控制缺陷但分析师跟踪人数较多时, 机构投资者持股比例也会较高, 说明机构投资者更加看重外部分析师的信号传递作用, 这也验证了本文的研究假说 2。

就明星分析师跟踪进行的回归分析结果如表 4 中的列(4)和列(5)所示。列(4)中 Star 与 INS 显著正相关, 说明公司明星分析师跟踪人数越多, 机构投资者持股比例越高。我们进一步加入交乘项得到的列(5)回归结果表明, ICW × Star 的系数符号为正且结果

表 4 分析师跟踪、内部控制缺陷与机构投资者持股

变量	整体分析师跟踪			明星分析师跟踪	
	(1) INS	(2) INS	(3) INS	(4) INS	(5) INS
ICW	-0.474 *		-0.047		-0.001
	(-1.91)		(-0.26)		(-0.01)
Analyst		0.176 ***	0.185 ***		
		(8.52)	(17.56)		
ICW × Analyst			0.051 **		
			(2.21)		
Star				0.562 ***	0.783 ***
				(6.19)	(19.15)
ICW × star					0.381 ***
					(3.32)
Lasset	0.669 ***	0.431 ***	0.420 ***	0.518 ***	0.156 ***
	(5.01)	(3.46)	(6.25)	(4.07)	(3.88)
Lev	-0.382 ***	-0.371 ***	-0.213	-0.392 ***	-0.057
	(-2.94)	(-2.94)	(-0.62)	(-3.03)	(-0.48)
Control	0.910 ***	0.942 ***	0.635 ***	0.954 ***	0.536 ***
	(3.34)	(3.5)	(4.34)	(3.52)	(3.54)
EPS	1.331 ***	0.650 *	1.541 ***	0.991 ***	1.675 ***
	(3.46)	(1.82)	(7.11)	(2.76)	(12.92)
Ocf	0.428 ***	0.370 ***	0.101	0.388 ***	0.133 **
	(3.66)	(3.25)	(1.63)	(3.38)	(2.02)
COMP	-0.123	-0.585	-0.236	-0.398	0.442 **
	(-0.29)	(-1.41)	(-1.24)	(-0.95)	(2.4)
Age	0.046	0.071 **	0.000	0.058 *	-0.030 *
	(1.48)	(2.27)	(0.03)	(1.86)	(-1.93)
ROA	-0.645 ***	-0.457 ***	0.623	-0.552 ***	-0.405 **
	(-3.22)	(-2.63)	(0.34)	(-3.03)	(-1.87)
Growth	0.000	0.000 **	-0.033	0.000 **	0.000
	(1.55)	(2.36)	(-0.42)	(2.17)	(1.36)
Top1	-0.003	-0.002	-0.034 ***	-0.002	-0.038 ***
	(-0.26)	(-0.17)	(-8.06)	(-0.23)	(-8.51)
Loss	-0.006	-0.105	0.392	-0.031	0.069
	(-0.01)	(-0.24)	(1.55)	(-0.07)	(0.29)
Expj	0.245	0.209	0.105	0.227	0.223
	(0.75)	(0.65)	(0.58)	(0.7)	(1.15)
Independ	-4.382 **	-4.698 ***	1.457	-4.462 ***	1.672
	(-2.56)	(-2.73)	(1.41)	(-2.60)	(1.52)
Board	0.221 ***	0.184 **	0.022	0.205 ***	0.076 **
	(3.02)	(2.52)	(0.67)	(2.8)	(2.15)
Bhldn	-4.430 ***	-5.040 ***	-2.251 **	-4.843 ***	-3.173 ***
	(-3.17)	(-3.57)	(-2.26)	(-3.44)	(-3.01)
ECl	0.069	0.076	0.032	0.147 **	0.075 *
	(0.94)	(1.05)	(0.85)	(1.99)	(1.88)
Smarket	-0.780 *	-0.358	-0.129	-0.302	-0.087
	(-1.70)	(-0.78)	(-0.55)	(-0.65)	(-0.34)
_cons	-17.363 **	-13.621	-11.185 **	-22.374 ***	-8.871 **
	(-2.03)	(-1.64)	(-2.57)	(-2.66)	(-2.07)
观测值	7790	7790	7790	7790	7790
Adj-R ²	0.0545	0.064	0.091	0.061	0.062

注: 括号内的 T 值经过异方差调整。下同。

显著,说明明星分析师的信号传递作用较强,即使公司出现了内部控制缺陷,但只要跟踪的明星分析师人数较多,那么公司的机构投资者持股比例也会较高,这验证了本文的研究假说3。

2. 动态分析:分析师人数变动、内部控制缺陷与机构投资者持股比例变动

由于静态分析只能检验同一时点出现内部控制缺陷公司和没有内部控制缺陷公司的机构投资者持股情况以及分析师人数和内部控制缺陷共同对机构投资者持股的影响,而不能检验同一公司在不同时间点的机构投资者持股的增减变动情况,因此我们从动态角度来分析当公司出现内部控制缺陷但分析师人数变动时,机构投资者持股比例的变化情况,回归结果如表5所示。

表5的列(1)中 ICW 与 ΔINS 显著负相关且系数为 -1.449 ,说明公司

当年出现内部控制缺陷会引起下一年机构投资者持股比例减少,机构投资者对公司的内部控制缺陷比较敏感。列(2)中 $\Delta Analyst$ 与 ΔINS 显著正相关且系数为 0.273 ,说明公司每增加一个分析师,机构投资者持股比例便增加 16.67% 。我们进一步加入交乘项 $ICW \times \Delta Analyst$ 得到列(3)回归结果,交乘项与 ΔINS 显著正相关,说明机构投资者持股对外部分分析师跟踪人数的敏感性大于对公司内部缺陷的敏感性。也就是说,即使公司出现了内部控制缺陷,但如果其分析师跟踪人数增加了,也可以吸引机构投资者的投资热情,会提高机构投资者的持股比例。列(4)和列(5)为明星分析师跟踪效应的检验结果,结果表明明星分析师跟踪人数增加会引起机构投资者持股比例提高,存在内部控制缺陷但明星分析师跟踪人数增加的公司也会引起机构投资者持股数的增加,而且这一增加效应更为明显。综上,动态分析结果也验证了本文所提出的研究假说。

3. 区分不同机构投资者类型的检验

为了检验分析师跟踪人数是否会受到券商的影响而损害其独立性,也为了深入考察机构投资者的异质性是否存在不同的持股行为,我们将机构投资者划分为七类分别进行回归。由于内部控制缺陷数据较少并且分类别的机构投资者持股量较少,因此我们只对内部控制缺陷、分析师人数和明星分析师人数分别进行回归,结果如表6所示。在符合条件的境外投资者(QFII)、券商和一般法人三类机构投资者的回归结果中, ICW 与 INS 显著负相关, $Analyst$ 、 $Star$ 与 INS 的系数没有通过显著性检验,说明机构投资者对外部分分析师跟踪的信号并没有强烈反应,而对公司出现的内部缺陷比较敏感。与没有内部控制缺陷的公司相比,当公司出现内部控制缺陷时,这三类机构投资者的持股比例较低,没有支持本文提出的研究假说2,但支持了研究假说1。在基金、保险公司和社保基金三类机构投资者的回归结果中, $Analyst$ 的系数都显著为正, ICW 的系数并不显著,说明分析师跟踪人数较多的公司受到该类投资者的更多青睐,没有支持本文提出的研究假说1,但支持了研究假说2。在信托公司类机构投资者的回归结果中, ICW 与 $Analyst$ 的系数都不显著,说明该类机构投资者对公司内外部消息均不敏感,不支持本文提出的研究假说。

出现上述问题的原因可能是:一方面,国内的证券公司同时涉及一级市场和二级市场,其对二级市场的涉及包括成立一个自营业务部门直接以机构投资者的身份买卖股票获利和下设证券研究部门,使其附属的证券分析师可以以研究部门的名义发布某个行业或者某个公司的盈利状况、估值和预测报告,帮助投资者决定买进还是卖出股票。由于分析师隶属于证券公司,证券公司很可能会借助分

表5 分析师人数变动、内部控制缺陷与机构投资者持股比例变动

变量	整体分析师跟踪			明星分析师跟踪	
	(1) ΔINS	(2) ΔINS	(3) ΔINS	(4) ΔINS	(5) ΔINS
ICW	-1.449*** (-3.30)		-1.321*** (-3.10)		-0.486*** (-3.42)
$\Delta Analyst$		0.273*** (16.67)	0.265*** (15.61)		
$ICW \times \Delta Analyst$			0.084* (1.86)		
$\Delta Star$				0.235*** (2.93)	0.191*** (7.83)
$ICW \times \Delta Star$					0.137** (1.96)
Control Variables	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-6.229 (-0.57)	1.704 (0.16)	4.291 (0.4)	-6.885 (-0.63)	-0.284 (-0.08)
观测值	9286	9286	9286	9152	9152
Adj-R ²	0.031	0.057	0.059	0.030	0.015

注:限于篇幅,表中的控制变量不再逐一列示,资料备索。

析师对股票定价的影响力干涉分析师的跟踪决策,使其自营部门获得最大收益。另一方面,由于机构投资者在发展年限长短、受托责任大小和风险承担方式等方面存在不同,因此不同类别机构投资者的持股行为也就可能会有所不同。

表6 区分不同机构投资者类型的检验结果

	基金			QFII			券商			保险公司		
ICW	0.094 (0.81)			-0.498** (-2.50)			-0.129* (-1.87)			-0.222 (-1.51)		
Analyst	0.124*** (15.17)			0.010 (1.19)			0.004 (0.74)			0.017* (1.95)		
Star		0.297*** (8.41)				0.073* (1.75)			0.039 (1.40)		0.052* (1.72)	
_cons	-10.811*** (-3.97)	-13.195*** (-5.51)	-9.220*** (-3.21)	45.380** (2.82)	38.88** (2.18)	37.968** (2.17)	4.175** (2.52)	4.059** (2.38)	3.990** (2.41)	15.270*** (4.73)	16.472*** (5.08)	15.158*** (4.76)
观测值	5658	5658	5658	921	921	921	3382	3382	3382	2144	2144	2144
Adj-R ²	0.201	0.2421	0.191	0.141	0.1354	0.1362	0.064	0.063	0.063	0.088	0.089	0.039
	社保基金			信托公司			一般法人					
ICW	0.252 (1.34)			-0.084 (-0.66)			-0.510** (-2.18)					
Analyst	0.014*** (3.48)			-0.011 (-0.68)			-0.107 (-1.31)					
Star		0.027** (2.23)				0.006 (0.11)			-0.006 (-0.09)			
_cons	5.720*** (3.81)	7.729*** (4.88)	6.358*** (4.16)	6.288 (1.60)	5.670 (1.36)	6.141 (1.56)	1.710 (0.05)	-28.166 (-1.15)	-23.891*** (-1.00)			
观测值	1742	1742	1742	2751	2751	2751	1516	1516	1516			
Adj-R ²	0.112	0.113	0.109	0.055	0.027	0.055	0.168	0.081	0.027			

4. 内生性检验

由于分析师跟踪人数与机构投资者持股之间存在着某种互为因果的关系,即分析师跟踪会提高机构投资者持股数量,反之机构投资者持股数量较多也会增加分析师的跟踪人数,因此为了减弱这种内生性问题,我们将滞后一期的分析师跟踪人数和市净率作为工具变量探讨在控制了内生性问题后,分析师跟踪人数与机构投资者之间的关系是否会与前文所得结果保持一致。

工具变量的回归结果如表7所示。在总样本回归结果中Analyst的系数为0.414且在1%水平上显著正相关,这与前文所得结果相一致。我们进一步检验分析师跟踪与不同类型机构投资者

表7 工具变量回归结果

变量	总样本	基金	QFII	券商	保险公司	社保基金	信托公司	一般法人
Analyst	0.414*** (8.06)	0.192*** (9.71)	0.054 (1.23)	0.036*** (3.04)	0.044* (1.78)	0.038** (2.56)	-0.015 (-0.40)	-0.372 (-1.43)
Lasset	0.142 (0.92)	-0.849*** (-11.62)	-0.765** (-2.53)	0.005 (0.14)	-0.189* (-1.87)	-0.176*** (-3.01)	0.235*** (3.04)	0.656 (1.06)
Lev	-0.512** (-2.35)	1.950*** (4.98)	1.593** (2.07)	0.111 (1.43)	-0.908** (-2.42)	0.041 (0.15)	-0.034 (-0.35)	-1.476* (-1.76)
Control	0.994*** (3.56)	0.100 (0.78)	-0.684 (-1.55)	-0.087 (-1.07)	-0.225 (-1.18)	0.168* (1.87)	-0.168 (-1.10)	-2.072 (-1.52)
EPS	-0.384 (-1.06)	-0.119 (-0.71)	0.157 (1.42)	0.114 (1.54)	0.174 (1.40)	0.035 (0.49)	0.299 (0.89)	2.950 (1.53)
Oef	0.240** (2.07)	0.029 (0.54)	0.034 (0.48)	-0.075** (-2.18)	-0.080 (-0.99)	-0.052** (-2.23)	-0.278*** (-2.71)	2.332** (2.86)
COMP	-1.257*** (-2.76)	-0.130 (-0.95)	0.559* (1.95)	0.006 (0.06)	0.229 (1.39)	-0.381*** (-4.91)	-0.328 (-1.45)	0.659 (0.40)
Age	0.120*** (3.63)	-0.007 (-0.60)	-0.136** (-2.07)	0.004 (0.55)	-0.016 (-1.01)	-0.034*** (-4.57)	0.021 (1.01)	0.254** (2.20)
ROA	-0.160 (-1.02)	6.937*** (3.53)	-3.137 (-0.98)	-1.716* (-1.89)	-6.187*** (-2.88)	-0.201 (-0.15)	-0.811** (-2.46)	0.171 (0.26)
Growth	0.000** (2.09)	0.000*** (4.38)	0.000 (0.93)	0.000 (0.11)	-0.005** (-2.13)	-0.002** (-2.08)	0.000*** (19.47)	-0.000*** (-6.61)
Top1	0.001 (0.14)	-0.028*** (-8.76)	0.015 (1.05)	-0.014*** (-6.56)	-0.031*** (-6.45)	-0.009*** (-3.52)	-0.009 (-0.78)	0.266*** (6.14)
Loss	-0.397 (-0.91)	0.260 (1.20)	-1.033** (-2.26)	-0.130 (-0.77)	-0.969*** (-3.32)	-0.072 (-0.43)	-0.151 (-0.56)	3.299 (1.62)
Expj	0.277 (0.80)	0.306* (1.76)	0.873 (1.18)	0.220* (1.72)	-0.474*** (-3.00)	-0.041 (-0.34)	-0.032 (-0.16)	-0.253 (-0.17)
Independ	-5.207*** (-2.81)	0.226 (0.28)	0.108 (0.08)	-0.354 (-0.54)	0.279 (0.30)	-0.372 (-0.63)	-0.475 (-0.33)	-26.585*** (-2.76)
Board	0.152* (1.94)	-0.053** (-2.18)	-0.010 (-0.30)	-0.012 (-0.61)	0.086* (1.68)	-0.054*** (-3.31)	-0.044 (-1.16)	0.574* (1.82)
Bhldn	-6.331*** (-4.57)	-1.130 (-1.30)	-8.096** (-2.17)	-0.645 (-1.17)	-4.057*** (-2.89)	-1.783*** (-3.74)	-0.320 (-0.41)	-24.299*** (-4.23)
ECl	0.077 (0.33)	0.153** (2.17)	-0.261 (-0.78)	-0.017 (-0.27)	-0.344* (-1.70)	-0.115* (-1.92)	-0.026 (-0.18)	-0.105 (-0.10)
Smarket	-0.261 (-0.20)	0.087 (0.21)	-0.106 (-0.07)	0.619* (1.68)	-1.187 (-1.06)	-0.426 (-1.32)	0.480 (0.56)	-2.900 (-0.51)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-8.342 (-0.35)	5.751 (0.79)	43.551 (1.18)	2.818 (0.43)	41.616*** (2.09)	18.362*** (2.93)	4.833 (0.32)	-10.669 (-0.10)
观测值	7319	4610	726	2945	1865	1475	2371	1223
Centered R ²	0.050	0.216	0.111	0.058	0.089	0.099	0.061	0.160

注:由于工具变量回归不仅控制总样本的内生性问题,还对各个类别的机构投资者样本控制内生性问题,因此我们省略了第一步的回归以及没有显示工具变量有效性的部分,因为只有通过有效性检验才能用作工具变量。

之间的内生性问题发现,在基金、券商、保险公司和社保基金类投资机构者样本的回归结果中 *Analyst* 与 *INS* 显著正相关,在 QFII、信托公司和一般法人类投资机构者样本的回归结果中, *Analyst* 的系数不显著,除了在券商类样本中 *Analyst* 与 *INS* 由不相关变为显著正相关外,其余样本的回归结果均与前文保持一致,这也说明了控制内生性问题的必要性。

5. 稳健性测试

为了确保研究结果的可靠性,本文还进行了以下稳健性测试:第一,前文中分析师人数和明星分析师人数采用的是分析师所属机构和明星分析师研究小组数量,稳健性检验中我们以分析师人数作为替代指标进行回归分析,所得结论不变。第二,由于公司的内部控制自我评价报告和内部控制审计报告从 2012 年起被强制要求披露,前文中我们采用 2009 年至 2015 年的数据,部分数据可能具有样本的自选择性,因此在稳健性检验中我们单独回归 2012 年至 2015 年的数据,所得结论与前文保持一致。

五、研究结论、启示与局限性

机构投资者持股行为一直是理论界和实务界的热门话题,本文利用 A 股上市公司的数据从公司内外两个方面研究内部控制和外部分析师对机构投资者持股行为的影响,结果表明:(1)从静态行为来看,与没有内部控制缺陷的公司相比,有内部控制缺陷公司的机构投资者持股比例较低,并且分析师跟踪人数较多的公司其机构投资者持股比例较高。综合来看,有内部控制缺陷的公司如果其分析师跟踪人数较多,则其机构投资者持股比例也会较高。(2)从动态行为来看,公司当年内部控制出现缺陷会引起下一年机构投资者持股比例减少,当年分析师人数增加会引起下一年机构投资者持股比例增加,而那些当年内部控制出现缺陷但分析师人数增加的公司,其机构投资者持股比例也会增加,这说明机构投资者对于外部信号的敏感性要强于公司内部传递的信息。(3)我们进一步将机构投资者分为七大类,深入研究每一类机构投资者对于公司内外部信息的反应发现,在 QFII 和一般法人类样本中,投资者对公司内部信息的关注度要强于外部信息;在基金、保险公司和社保基金类样本中,相比于公司内部信息,投资者对外部信息的敏感性较强;在券商类样本中,投资者对两类信息的反应都比较强烈;在信托公司类样本中,投资者对两类信息的反应都不敏感。我们在控制了分析师人数与机构投资者持股之间的内生性问题后上述结论依然成立。

本文的启示在于:第一,通过整理和考察每家公司的分析师跟踪人数对机构持股决策的影响,拓展了分析师跟踪的研究视角,尤其是通过利用手工整理得到的明星分析师数据考察了不同分析师的市场效应差异,为正确认识我国分析师在资本市场上的作用提供了新的证据,说明分析师在我国证券市场上可以起到较强的信号作用,上市公司在进行内部控制建设时也应重视证券分析师的作用,尤其是要关注不同类型分析师的信号价值差异。第二,利用会计信息的生成机制——内部控制缺陷这一特定问题以及外部分析师跟踪人数变化对投资者持股行为的影响,从静态和动态两个角度分析了公司内部控制缺陷和外部分析师跟踪对机构投资者持股行为的交互影响,说明企业要不断完善内部控制制度,持续改进内部控制质量,从而提高投资者持股行为的有效性,发挥机构投资者在公司运行中的治理作用。

本文的局限性在于:第一,机构投资者有长期投资者和短期投资者之分,长期投资者和短期投资者对外部信息的反应可能会有所不同,本文只选择了年末机构投资者持股比例作为被解释变量来进行研究,而没有考虑机构投资者持股比例的动态变化这一可能影响因素。第二,公司自愿披露的内部控制自我评价报告在内容上可能存在选择性,因此本文采用公司自我评价报告中披露的内部控制缺陷作为衡量指标可能会存在一定的误差。第三,在影响机构投资者的决策中,我们只考虑了分析师人数这一指标,由于分析师投资评级尚没有统一的评价标准,样本公司的评级资料也存在诸多差异,因

此没有进一步考虑分析师的投资评级报告这一研究维度和观察指标,这需要在后续研究中进行深入探讨。

参考文献:

- [1] POUND J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1-2): 237-265.
- [2] CHUNG R, FIRTH M, KIM J. Institutional monitoring and opportunistic earning management[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2002, 8(1): 29-48.
- [3] DEL GUERCIO D, SEERY L, WOITKE T. Do boards pay attention when institutional investors activists “just vote no” [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 90(1): 84-103.
- [4] OGNEVA M, SUBRAMANYAM K R, AGHUNANDAN K R. Internal control weakness and cost of equity: evidence from SOX section 404 disclosures[J]. *The Accounting Review*, 2007, 82(5): 1255-1297.
- [5] ASHBAUGH-SKAIFE H, COLLINS D W, KINNEY JR W R, et al. The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(1): 217-250.
- [6] 叶建芳, 李丹蒙, 章斌颖. 内部控制缺陷及其修正对盈余管理的影响[J]. *审计研究*, 2012(6): 50-70.
- [7] 林钟高, 陈曦. 社会信任、内部控制重大缺陷及其修复与财务风险[J]. *当代财经*, 2016(6): 118-128.
- [8] MOLA S, RAU P R, KHORANA A. Is there life after the complete loss of analyst coverage? [J]. *The Accounting Review*, 2012, 88(2): 667-705.
- [9] 翟胜宝, 张雯, 曹源, 朴仁玉. 分析师跟踪与审计意见购买[J]. *会计研究*, 2016(6): 86-95.
- [10] MERTON R A. Simple model of capital market equilibrium with incomplete information[J]. *Journal of Finance*, 1987, 7(1): 483-510.
- [11] 李春涛, 胡宏兵, 谭亮. 中国上市银行透明度研究—分析师盈利预测和市场同步性的证据[J]. *金融研究*, 2013(6): 118-132.
- [12] KINNEY W R, DANIEL L S. Characteristics of firms correcting previously reported quarterly earnings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1989, 11(1): 71-93.
- [13] BEDARD J. Reported internal control deficiencies and earnings quality[R]. University Laval, Working Paper, 2006.
- [14] SINGER Z, YOU H. The effect of section 404 of the sarbanes-oxley act on earnings quality[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2011, 26(3): 556-589.
- [15] HOITASH R, HOITASH U, JOHNSTONE K M. Internal control material weaknesses and CFO compensation[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(3): 768-803.
- [16] JOHNSTONE K, LI C, RULIEY K H. Changes in corporate governance associated with the revelation of internal control material weaknesses and their subsequent remediation[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(1): 331-383.
- [17] 周其仁. 市场里的企业: 一个人力资本与非人力资本的特别合约[J]. *经济研究*, 1996(6): 71-80.
- [18] ASHBAUGH-SKAIFE H D W, COLLINS W R, KINNEY J R, et al. The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity[J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 1-43.
- [19] OGNEVA M, SUBRAMANYAM K R, RAGHUNANDAN K. Internal control weakness and cost of equity: evidence from SOX section 404 disclosures[J]. *The Accounting Review*, 2007, 82(5): 1255-1297.
- [20] DERRIEN F, KECSKES A. The real effects of financial shocks: evidence from exogenous changes in analyst coverage[J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(4): 1407-1440.
- [21] BHUSHAN R. Firm characteristics and analyst following[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1989, 11(2-3): 255-274.

- [22] DYCK A, MORSE A, ZINGALES L. Who blows the whistle on corporate fraud? [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65 (6): 2213 - 53.
- [23] KNYAZEVA D. Corporate governance, analyst following, and firm behavior [R]. University of Rochester, Working Paper, 2007.
- [24] IRANI R M, OESCH D. Monitoring and corporate disclosure: evidence from a natural experiment [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109 (2): 398 - 418.
- [25] BARTH M E, KASZNIK R, MCNICHOLS M F. Analyst coverage and intangible assets [J]. *Journal of Accounting Research*, 2001, 39 (1): 1 - 34.
- [26] BOUBAKER S, LABEGORRE F. Ownership structure, corporate governance and analyst following: a study of French listed firms [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32 (6): 961 - 976.
- [27] 林小驰, 欧阳晴, 岳衡. 谁吸引了海外证券分析师的关注 [J]. *金融研究*, 2007 (1): 84 - 98.
- [28] 崔玉英, 李长青, 郑燕. 公司成长、盈余波动与财务分析师跟踪——来自中国证券市场的经验证据 [J]. *管理评论*, 2012 (4): 60 - 72.
- [29] EKMEKCI M. Sustainable reputations with rating systems [J]. *Journal of Economic Theory*, 2010, 146 (2): 479 - 503.
- [30] 何兴强, 周开国. 熊市周期和股市间的周期协同性 [J]. *管理世界*, 2006 (4): 35 - 40.

[责任编辑: 王丽爱]

Analyst Tracking, Internal Control Deficiency and Institutional Ownership

LIN Zhonggao, CHEN Xi

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243002, China)

Abstract: Taking A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2015 as a sample, this paper makes a research on the relationship between the analyst following, internal control deficiency and interaction influence on the institutional ownership based on the theory of signal transfer and the perspective of information preference. The result indicates that from the static and dynamic perspectives, the proportion of institutional investor shareholding is relatively low in companies with internal control deficiency, but in similar companies with more analysts tracking, the institutional investor shareholding is still high, analysts tracking can effectively weaken the negative effects of internal control deficiency to institutional investors. The internal and external information concerning the enterprise has different signal value and decision making for institutional investors in decision-making, namely, the investors have preference to decision-making cognition and information orientation. The signal value of analysts tracking is far beyond the impact of internal control deficiencies on institutional investor shareholdings.

Key Words: analyst following; internal control deficiencies; institutional ownership; information transferring theory; corporate governance; operating cash flow; information asymmetry; board size