

定向增发下证券分析师评级乐观性研究

王惠芳,徐心怡

(中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

[摘要]定向增发是目前上市公司股权再融资的重要手段,受到了资本市场的广泛关注。以我国 2013—2015 年 A 股市场的定向增发股票为研究样本,分别从外部环境影响角度和分析师自身角度实证分析分析师股票评级乐观性倾向的影响因素,结果表明:承销关系、分析师声誉和分析师盈利预测的乐观性与分析师评级乐观性正相关,而声誉高、规模大的券商以及分析师的努力程度则会对其评级的乐观倾向产生反向抑制作用。分析师评级报告发布日距定增报告公布日的时间间隔也会对分析师评级乐观性产生负向影响,但这种影响并不显著。

[关键词]证券分析师;评级乐观性;定向增发;企业融资;明星分析师;股票评级;盈利预测;分析师乐观偏差;羊群效应

[中图分类号]F830 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2096-3114(2017)03-0047-10

一、引言

在我国 IPO 资源紧张以及企业改制的大背景下,定向增发已经成为企业融资、改制重组的重要途径。由于定向增发具有 IPO 壳资源的替代功能以及乐观的业绩重整预期,因此企业发布定增预案被认为是股价助推器,该类股票也往往受到市场的青睐和追捧。根据东方财富网的统计,截至 2016 年 3 月 29 日,2016 年共有 287 家上市公司发布了定增预案,其中 62 只个股受到 249 家私募公司调研。作为证券市场专业的信息解读中介,证券分析师对于定增类股票的评级意见无疑是投资者重要的决策依据。而近年来,我国资本市场中“研报门”事件的相继发生不仅给投资者造成了巨大的损失,也将证券分析师在出具投资评级建议时存在乐观倾向这一现象推向了风口浪尖。在定向增发市场中,分析师对公司股票也一般偏向于“唱多”,均给出“买入”、“推荐”、“持有”等乐观评级意见。那么,此乐观意见的形成是对业绩的乐观预期使然,还是利益驱动或环境压力使然? 本文将我国 2013—2015 年 A 股市场定向增发股票为研究对象,从外部环境影响角度和分析师自身角度实证分析定向增发公司分析师评级乐观性的形成原因,其研究结论将为维持定向增发市场的健康稳定发展提供理论依据,并有助于提高证券分析师的客观性及独立性,从而提升投资者对分析师股票评级意见的使用效率,最终促进监管层对分析师行业的监管及相关制度建设。

本文的研究贡献可能在于:(1)以定向增发公司为研究样本,可以为定增公司评级乐观性的研究提供经验证据,有助于市场参与者对定向增发股票的分析师评级形成正确的认识;(2)将上市公司、证券公司、机构投资者以及分析师自身角度囊括在同一个研究框架下进行分析,有助于挖掘分析师是如何权衡各方利益做出其评级建议的;(3)将更加精准地考察分析师评级乐观性,即对于同一家上市公司,将每一分析师评级值与全部分析师股票评级一致估计的平均值进行比较并计算其差异程度,如

[收稿日期]2016-11-01

[基金项目]中央高校基本科研业务费资助项目(31541311107)

[作者简介]王惠芳(1975—),女,山西运城人,中南财经政法大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为资本市场、财务与会计;徐心怡(1994—),江西景德镇人,中南财经政法大学会计学院硕士生,主要研究方向为企业会计。

果该分析师评级值高于该均值,本文将确认为具有评级乐观性,为已有研究提供有益的补充。

二、文献综述

目前已有较多文献证实了分析师在发布盈利预测和投资评级建议过程中存在乐观倾向。Fried等最早证明了证券分析师在预测评级过程中存在乐观倾向^[1]。针对证券分析师荐股评级乐观性的原因,现有文献主要从外部环境角度和分析师自身角度两方面进行了解释。

(一) 外部环境角度

现有文献主要是基于利益关联来分析外部环境对分析师评级乐观性的影响。首先是标的公司管理层与分析师的利益关联,如 Womack、Das 等把分析师评级乐观倾向归因于分析师为了迎合公司管理层^[2-3],因为分析师想借此维持与管理层之间的良好关系,从而更容易从上市公司那里获取信息。Lim 认为,管理层会更加青睐乐观的分析师意见,而将那些发布悲观评级建议和盈利预测的分析师排除在外^[4]。

其次是承销关系导致的分析师评级乐观。原红旗等、冯旭南研究发现,由于受到所属证券公司投行部门稳定承销关系以及争取后续证券承销业务的压力,证券分析师更愿意对其隶属券商承销过的股票给出更为积极的评价^[5-6]。

再次是来自券商声誉的影响,如杨大楷等利用我国证券分析师投资评级和股票收益率的相关数据对券商声誉和投资评级乐观性进行了实证研究,结果表明券商声誉存在反向抑制效应,券商声誉对分析师评级的乐观倾向有抑制作用^[7]。

最后是来自关联机构投资者的压力或利益关联。Firth 指出,为了分仓收入的增加,分析师会对在自身证券公司拥有席位的机构投资者持仓的股票发表更为乐观的投资评级,并且这种乐观程度随着持仓数量比例的增高而提升^[8]。姜波和周铭山的研究发现,基于持股收益的考虑,分析师对参股基金公司重仓持有股票的评级显著高于非关联分析师的评级,而且其乐观程度与券商参股比例、参股基金公司规模以及股票在关联基金公司投资组合中的比重成正比^[9]。

(二) 分析师自身角度

现有文献试图从行为金融学的角度解释分析师的乐观倾向。首先是分析师对不同信息的认知偏差。Debondt 等、Abarbanell 等研究发现,分析师对“好消息”的过度反应和对“坏消息”的反应不足是导致分析师出具乐观报告的根本原因^[10-11]。汪要文则认为分析师的努力程度能够降低自身的认知偏差,从而发布更为准确的盈利预测^[12]。针对这一现象,Mikhail 等和尹玉刚认为其主要原因是努力程度高的分析师对信息更加敏感,对盈余信息反应不足的程度较低^[13-14]。此外,部分学者从“羊群效应”的角度剖析了分析师进行投资评级的行为特征,他们发现证券分析师基于声誉忧虑和薪酬激励设计,其评级及评级调整行为容易出现相互模仿甚至相互抄袭的“羊群行为”,而乐观性意见的得出更容易导致“羊群行为”,另外,年轻分析师的评级更容易模仿资深分析师^[15-16]。

(三) 定增事件中的分析师乐观偏差

目前对定向增发事件的研究主要侧重于大股东和机构投资者的利益输送,对分析师乐观偏差的研究较少,且主要针对分析师盈利预测行为,鲜有涉及证券评级行为的。如官峰等以定向增发解禁为背景进行的研究认为,定向增发股票解禁时,机构投资者出于抛售获利的动机向分析师施压,导致分析师在解禁前为其所持有的股票发布了更加乐观的盈余预测,而原股东在定向增发股票解禁后倾向于继续持有股票,所以对于这部分样本,分析师在机构投资者持有的股票解禁前并未发布乐观有偏的预测^[17]。刘洋、李星汉对定增事件中分析师投资评级意见的乐观偏差进行了实证分析,他们发现,在定增样本中,相比于非承销商分析师,承销商分析师在预案公告前 12 个月表现出更为乐观的投资评级,预案公告后 12 个月,承销商分析师表现得更加乐观,其动机主要是为了迎合被承销上市公司和机构投资者^[18]。

现有文献对造成分析师评级乐观的原因进行了一定的剖析,但存在以下不足:第一,学者们大多

分析了IPO公司分析师评级乐观性的影响因素,对于定向增发公司样本的研究则鲜有涉及;第二,对评级乐观性影响因素的研究比较分散,缺乏对该问题的系统研究和全面认识;第三,现有研究把分析师“买入”意见作为乐观倾向的替代变量,但是,分析师给出某个公司“买入”评级意见,原因可能是他存在乐观倾向,但也可能是他认为这家公司确实有买入投资价值,而后的解释会更合理些,因此,这种计量方法的片面性是显而易见的。本文从定向增发公司的角度出发,将上市公司、证券公司、机构投资者以及分析师自身角度进行综合考虑,可能会更加精准地衡量分析师的评级乐观性,从而弥补现有文献存在的不足,丰富相关的理论研究。

三、理论分析和研究假说

(一) 外部环境因素影响分析师评级的乐观程度

1. 所供职证券公司基于承销利益而施压于分析师

投资银行业务是证券公司的主营业务之一,其中承销业务收入在证券公司营业收入中所占比重较大。为了招揽更多的证券承销业务以获得更高的交易佣金,证券公司很可能会授意分析师出具更为乐观的投资评级建议。上市公司的定向增发业务是证券公司的投行业务之一,尤其是在新股发行缓慢、定增市场井喷式增长的阶段,定向增发业务能让投行业务暂时摆脱困窘状态,这对证券公司具有巨大的吸引力。为获得上市公司更多的青睐,在争取上市公司的承销资格时,证券公司很可能会要求分析师为该公司提供更加积极的业绩预测,从而抬高公司的股价。当获得上市公司的承销资格后,证券公司为了回报上市公司给予的丰厚承销费用,也出于取悦上市公司管理层以维持长期业务关系的动机,往往会通过证券分析师出具的乐观研究报告为上市公司提供间接的股价支持,以吸引市场参与者的目光。综上所述,分析师在对定向增发的上市公司做出预测报告时会承受券商投行业务的压力,出具的研究报告也会表现出乐观倾向。基于以上观点,本文提出第一个假说。

假说1:在定向增发股票中,与非承销商分析师相比,承销商分析师会提供更为乐观的投资评级建议。

2. 所供职证券公司基于声誉保护而施压于分析师

前文已经提到,证券公司为了承接更多的投行业务而向分析师施压,授意其提供乐观倾向的分析报告,那么当证券公司已经成为规模大、声誉高的顶级券商时,分析师是否仍会承受证券公司的投行业务压力而导致所出具的研究报告依然具有乐观倾向呢?根据证监会等部门的规定,上市公司在进行定向增发时要向外界披露相关信息,这就使得定向增发公司的信息披露透明度加大。资本市场上的投资者本身可以通过这些信息对该公司有个基本的价值定位,在这种情况下,证券分析师的乐观预测很可能被投资者察觉,从而损害所在券商的声誉。除此之外,高声誉、大规模的券商本身已经建立了“品牌效应”,他们不需要通过出具积极研究报告而取悦上市公司管理层。相反,为了在投资者面前树立可靠的形象,有定向增发计划的上市公司通常会委托大型证券公司承销其股票。因此,已经树立其品牌形象的证券公司有强烈的动机维护其在行业内的形象。为了保持自身的声誉优势,高声誉、大规模券商势必会在定向增发业务中抑制分析师的乐观倾向,确保向投资者发布准确的预测信息。基于以上观点,本文提出第二个假说。

假说2:在定向增发股票中,高声誉、大规模的券商会抑制所属分析师股票评级的乐观性。

3. 机构投资者基于投资收益而施压于分析师

对于证券分析师而言,当选为明星分析师不仅能够获得良好的声誉,还能进一步增加个人的年薪收入和升迁机会。我国明星分析师的评选办法是采用机构投资者给证券分析师打分的投票方式,机构投资者在分析师评选过程中有着至关重要的作用,因此证券分析师有强烈的动机迎合机构投资者的偏好。在我国资本市场中,机构投资者进行投资的主要动机在于资本利得而不是真正参与公司的经营决策。

由此看来,机构投资者更倾向于分析师发布乐观评级建议以抬高股价,从而获得更高的投资收益。在定向增发事件中,大股东和机构投资者是主要的认购对象,其中机构投资者的认购比例比大股东更高,公司的股价表现对他们的投资收益有直接的影响。另外,机构投资者认购的定向增发股票有12个月的锁定期限制,为了在解禁期过后有一个较好的股价表现,他们也倾向于分析师发布乐观的评级预测,以引起投资者对上市公司的兴趣。因此,相较于其他的融资方式,分析师在定向增发业务中受到来自机构投资者的压力更大。与普通分析师相比,当年获评的明星分析师不仅受到来自机构投资者的交易佣金压力,还受到了机构投资者手中明星分析师选票的压力。基于以上分析,本文提出第三个假说。

假说3:在定向增发股票中,明星分析师相比于非明星分析师会提供更为乐观的投资评级建议。

(二) 分析师自身因素影响分析师评级的乐观程度

1. 分析师自身的认知偏差

在证券分析师对外发布的研究报告中,投资者最为关注的是盈余预测和推荐评级。与盈余预测结果不同,推荐评级建议只有五种结果,即“卖出”、“减持”、“中性”、“增持”与“买入”。分析师在对股票进行评级的过程中需要考虑诸多因素,这些因素通常不能用客观的数据直接表示,因此评级结果带有更高层次的主观性。从行为金融学的角度分析,现实资本市场中,证券分析师不具有完全理性的前提假设,因此他们很可能会受到系统性决策偏差的影响,反映到定向增发事件中,上市公司向特定投资者发行新股通常伴随着较好的超额收益率,分析师很可能会基于这一系统性特征做出偏于乐观的投资评级建议。另外,分析师对目标公司也会有所选择,他们可能更偏向于跟踪自身比较看好的上市公司,从主观上认为该公司具有良好的股价表现。综上所述,分析师的乐观倾向可能是由自身的认知偏差所导致的。相较于推荐评级,分析师所发布的盈利预测结果更加客观,能够在一定程度上代表分析师的自身立场,而投资评级建议是分析师在盈利预测的基础上做出的,因此,盈利预测的乐观性直接决定分析师对评级乐观性的认知。基于以上分析,本文提出第四个假说。

假说4:在定向增发股票中,分析师发布的盈利预测具有乐观倾向时,相应的股票评级也更乐观。

2. 分析师自身的努力程度

前文提到,分析师在发布研究报告时可能会存在一定程度的认知偏差,从而发布有失偏颇的股票评级。那么,分析师的努力程度越高,发布的研究报告次数越多,对宏观行业层面和公司特质层面信息的解读能力越强,这是不是会纠正分析师的认知偏差,反向抑制分析师的乐观倾向呢?从上市公司定向增发的角度来看,参与定向增发的上市公司需要向外界披露更多的相关信息,这些相关信息对股价波动有着重要的影响。当面对同样的信息时,相对于努力程度不足的分析师,努力程度较高的分析师对相关信息的把控能力更强,从而降低自身的认知偏差,提高盈利预测的预测精度,以削弱荐股评级的乐观倾向。当然,就同一上市公司而言,不同分析师所能获得的相关信息也是不同的,努力程度更高的分析师在其对上市公司的持续研究中能够挖掘出更多的相关信息,而这些信息往往能够帮助分析师做出精准的预测判断。从另一个角度来看,当证券分析师发布研究报告的频次较高时,这意味着其对上市公司的宏观经济状况有一个更深层次的了解。在规避相关宏观外部环境对公司影响的情况下,分析师能够更加准确地对公司的未来发展状况做出预测,降低因宏观环境造成的投资评级乐观倾向。因此,本文提出第五个假说。

假说5:在定向增发股票中,努力程度高的分析师会削弱自身所发布股票评级的乐观倾向。

3. 分析师的“羊群效应”

“羊群效应”是我国证券市场的“异象”之一,最初被解释为股票市场相互模仿的现象,即市场参与者受到大部分人的影响,没有经过自己的主观判断就追随大众的思想和行为。从目前的市场情况来看,我国参与定向增发的上市公司在发布定向增发公告后的一段时间内,公司股价通常会表现出迅猛上涨的势头,这一现象是由于定向增发被市场解读为积极的信号而导致的。当公司选择向特定投资者进行

定向增发时,特定投资者向市场进行注资的意愿会被认为该公司未来的发展潜力良好、公司目前的市场价值被低估,从而导致市场参与者往往对参与定向增发的股票有着较高的价值预期。因此,在“羊群效应”的影响下,在定向增发公告发布后的一段时间内,分析师普遍基于从众心理对定向增发股票的评级建议产生乐观倾向,并非利用自身的主观判断对上市公司的投资前景做出判断。而随着定向增发的公告效应减弱,分析师的“羊群效应”有所缓解,分析师逐渐归于理性。在综合各方信息的基础上,分析师会修正发布的股票评级,从而降低股票评级的乐观程度。基于以上观点,本文提出第六个假说。

假说6:在定向增发股票中,分析师发布评级的日期与定向增发报告公布日期的时间间隔越短,分析师越倾向于出具乐观的投资评级建议。

四、样本选择与研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以2013—2015年期间进行定向增发的A股上市公司为研究对象,按照以下条件对样本进行筛选:(1)剔除金融、保险类上市公司。(2)剔除ST和*ST公司。按照以上标准进行筛选后,共得到638家公司的685个定向增发样本,剔除评级缺失值后,得到了613家公司的45550个评级样本。为了进一步了解上市公司定向增发以后分析师的评级乐观性,本文将分析师在上市公司定向增发前做出的评级建议剔除,同时还剔除了定增上市公告发布日一年以后的相关数据。最后,共得到了375家上市公司的6065条投资评级建议。本文所使用的上市公司定向增发数据和机构投资者数据来自于巨灵数据库,券商排名来源于中国证券业协会网站的证券公司业绩排名,其他数据均来自于CSMAR数据库。为消除异端值的影响,本文对连续性变量进行了1%的winsorize处理。

(二) 模型设计

为了检验以上假说,本文建立如下模型:

$$Rank_opt = \beta_0 + \beta_1 UW + \beta_2 Broker + \beta_3 Analyst + \beta_4 Forecast_opt + \beta_5 Hardworking + \beta_6 Lndays + Industry_dummy + Year_dummy + \mu$$

(三) 变量定义

1. 被解释变量

衡量证券分析师做出的投资评级乐观程度的变量表示为 $Rank_opt$ 。将券商分析师评级意见按照国泰安数据库标准化方法进行处理,统一将评级意见分为“买入”、“增持”、“中性”、“减持”和“卖出”,分别取值为5、4、3、2、1。由于评级意见大多数是分析师在评估公司未来6—12个月股价表现之后做出的投资建议,因此本文以6个月为一个周期,将同一上市公司在定向增发公告发布后的每半年内所有证券分析师对该公司做出的投资评级平均值作为全体分析师对该公司股票评级建议的一致估计。分析师投资评级乐观程度的计算方法为将每一分析师出具的评级建议与全体分析师对该股票评级一致估计的差额作为分子,除以全体分析师对该股票评级的一致估计得到的比值,其计算公式为:

$$Rank_opt = \frac{Rank - Rank_{mean}}{Rank_{mean}}$$

2. 解释变量

分析师承销关系的虚拟变量表示为 UW 。如果分析师所在证券公司作为上市公司定向增发过程的主承销商则赋值为1,否则赋值为0。

证券公司声誉及规模的虚拟变量表示为 $Broker$ 。如果分析师所在券商在上一年度中国证券业协会网站公布的承销与保荐业务净收入排名位列前十,则该变量赋值为1,否则赋值为0。

分析师声誉的虚拟变量表示为 $Analyst$ 。如果做出评级建议的分析师位列当年《新财富》最佳分析师排名任一行业中的前五名,则为明星分析师,该变量赋值为1,否则赋值为0。

分析师盈利预测乐观程度的变量表示为 $Forecast_opt$,计算方法为将每一分析师出具的每股盈余预测数据与当年每股盈余实际数据的差额除以当年实际每股盈余得到的比值,其计算公式为:

$$Forecast_opt = \frac{EPS_{forecast} - EPS_{actual}}{EPS_{actual}}$$

分析师努力程度的变量表示为 $Hardworking$ 。其衡量标准为某一分析师在某一年中出具的研究报告总数量。

$Lndays$ 表示预测时长的变量,其衡量长度是定向增发公司发布定向增发公告的日期至分析师发布投资评级日期的时间跨度。

3. 控制变量

本文将公司的行业和年份作为控制变量。

上述变量定义参见表 1。

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	分析师投资评级乐观程度	$Rank_opt$	衡量分析师投资评级的乐观程度,计算方法为 $Rank_opt = \frac{Rank - Rank_{mean}}{Rank_{mean}}$
	承销关系	UW	表示分析师承销关系的虚拟变量,如果分析师属于主承销商分析师则赋值为 1,否则为 0
	证券公司声誉及规模	$Broker$	表示证券公司声誉及规模的虚拟变量,如果分析师所属证券公司在上一年度中国证券业协会网站公布的承销与保荐业务净收入排名位于前十名之列,则该变量赋值为 1,否则赋值为 0
解释变量	分析师声誉	$Analyst$	表示分析师声誉的虚拟变量,如果分析师为明星分析师则赋值为 1,否则为 0
	分析师盈利预测乐观程度	$Forecast_opt$	衡量分析师盈利预测乐观程度的变量,计算方法为 $Forecast_opt = \frac{EPS_{forecast} - EPS_{actual}}{EPS_{actual}}$
	分析师努力程度	$Hardworking$	衡量分析师努力程度的变量,分析师在某一年中出具的研究报告总数量
	预测时间跨度	$Lndays$	定向增发公告发布日的日期至分析师发布投资评级日期的时间跨度取对数处理

五、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

表 2 是对本文的主要变量进行描述性统计的结果。由表 2 可以看出,分析师评级乐观程度的最大值为 0.3596,最小值为 -1,均值为 -0.0009,说明该变量总体上呈正态分布,符合 OLS 对因变量分布的假设。从连续型解释变量来看,盈利预测乐观程度的均值为 1.2361,说明分析师在进行盈利预测时存在乐观倾向,盈利预测乐观程度的最高值甚至达到了 163,表明部分分析师在进行盈利预测时存在较高级别的乐观性。另外,不同分析师的努力程度存在较大差异,努力程度最高的分析师共发布了 68 份研究报告,而努力程度最低的分析 师仅发布了 1 份研究报告。

为进一步了解承销关系、券商声誉及地位和分析师声誉对股票评级的影响,本文按照分析师的类型对投资评级进行了描述性统计,结果见表 3。从评级均值来看,承销商分

表 2 各主要变量描述性统计

变量	样本数量	均值	标准差	最大值	最小值
$Rank_opt$	6065	-0.0009	0.1111	0.3596	-1
UW	6065	0.0351	0.1841	1	0
$Broker$	6065	0.3420	0.4744	1	0
$Lndays$	6065	4.0648	1.0977	5.1985	0
$Analyst$	6065	0.3054	0.4606	1	0
$Forecast_opt$	6065	1.2361	5.9929	163	-24
$Hardworking$	6065	11.1886	9.1462	68	1

表 3 各类型分析师投资评级描述性统计

分析师类型	跟踪 公司数	评级 报告数	评级 均值	评级 标准差	评级 最大值	评级 最小值
承销商分析师	59	213	4.5775	0.5319	5	3
非承销商分析师	373	5852	4.4366	0.5731	5	0
高声誉、大规模券商	286	2074	4.4156	0.5512	5	3
其他券商	349	3991	4.4550	0.5825	5	0
明星分析师	259	1852	4.4779	0.5135	5	3
非明星分析师	354	4213	4.4256	0.5956	5	0

析师提供的投资评级均值高于非承销商分析师出具的投资评级的均值,由此可见承销商分析师更倾向于出具乐观性投资评级的研究报告。类似地,明星分析师发布的投资评级均值也高于非明星分析师的投资评级均值,说明明星分析师相较于非明星分析师存在更为明显的乐观倾向。再从券商声誉和规模角度来看,高声誉、大规模的券商给出的投资评级均值小于其他券商给出的投资评级均值,可以看出,券商的声誉和规模在一定程度上抑制了分析师的乐观倾向。

(二) 各变量间相关性分析

本文对模型中的各解释变量进行了相关性分析,分析结果见表4。由表4可知,分析师声誉和分析师努力程度相关关系最强,这一可能的原因在于分析师努力程度越高,发布的评级报告数量越多,行业内的经验越丰富,从而被评为明星分析师的可能性越高。一般来说,统计学认为两个变量之间的相关系数大于0.5说明两者高度相关,这一相关关系可能会导致回归方程存在多重共线性问题。从表4的相关系数来看,最大值为分析师声誉和分析师努力程度之间的相关系数0.2401,相关系数低于0.5,表明本文的解释变量之间不存在明显的多重共线性。

表4 各变量间相关性分析

	<i>UW</i>	<i>Broker</i>	<i>Analyst</i>	<i>Hardworking</i>	<i>Forecast_opt</i>	<i>Lndays</i>
<i>UW</i>	1.0000					
<i>Broker</i>	0.1495 *** (0.0000)	1.0000				
<i>Analyst</i>	0.0310 ** (0.0156)	0.1816 *** (0.0000)	1.0000			
<i>Hardworking</i>	0.0504 *** (0.0001)	0.1042 *** (0.0000)	0.2401 *** (0.0000)	1.0000		
<i>Forecast_opt</i>	0.0171 (0.1830)	-0.0101 (0.4334)	0.0369 *** (0.0040)	-0.0164 (0.2021)	1.0000	
<i>Lndays</i>	0.0070 (0.5870)	-0.0047 (0.7120)	-0.0036 (0.7768)	0.0800 *** (0.0000)	-0.0714 *** (0.0000)	1.0000

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$, 括号内为 p 值。

(三) 多元回归分析

表5提供的是各解释变量对股票评级乐观性程度的多元回归结果,由结果可以看出:承销商分析师这一虚拟变量与分析师投资评级乐观程度的相关系数为正,且在1%的水平上显著,说明承销关系与分析师投资评级乐观程度显著正相关,假说1得证。在定向增发这一利润丰厚的业务中,承销商为了对上市公司“投桃报李”,会通过其研究部门的分析师的分析为上市公司提供间接的支持。尽管在2010年末,中国证券业协会为实现利益冲突部门之间信息和人员的隔离,发布了《证券公司信息隔离墙制度指引》,设立了“中国墙”制度^①,但是仍然难以保证证券公司内部的“越墙”行为。在承销上市公司定向增发业务的巨大压力之下,证券分析师难以独善其身,往往会发布有失偏颇的投资评级建议。

券商规模及声誉这一虚拟变量与分析师投资评级乐观程度相关系数为负,且在1%的水平上显著,说明券商的声誉规模与分析师投资评级乐观程度显著负相关,假说2得证。本文采用的规模及声

表5 多元回归分析

变量代码	<i>Rank_opt</i>	标准差	t 值
<i>UW</i>	0.0363 ***	0.0074	4.9
<i>Broker</i>	-0.0101 ***	0.0030	-3.42
<i>Analyst</i>	0.0052 *	0.0031	1.69
<i>Forecast_opt</i>	0.0440 ***	0.0045	9.74
<i>Hardworking</i>	-0.0004 **	0.0002	-2.22
<i>Lndays</i>	-0.0001	0.0013	-0.05
<i>Year_dummy</i>	YES		
<i>Industry_dummy</i>	YES		
<i>_cons</i>	0.0051	0.0065	0.79
N	6065		

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

^①“中国墙”制度是指证券公司建立有效的内部控制和隔离制度,防止研究部门、投资部门与交易部门互泄信息,引致内部交易和操纵市场的行为。

誉变量是券商上一年度的排名情况,也就是证券公司的既得声誉。在上市公司定向增发阶段,公司的信息披露情况更加透明,投资者本身也可以利用这些公开透明的信息对公司有一个基本的价值定位。证券公司为了维护其上一年的声誉,必定会降低分析师在评价定向增发公司过程中的乐观主义倾向。除此之外,高声誉券商仍然会因其声誉优势获得公司更多的相关信息,这些信息能够帮助分析师提高分析预测的准确度,从而减弱分析师评级的乐观倾向。

明星分析师这一虚拟变量与分析师投资评级乐观程度的相关系数为正,且在 10% 的水平上显著,说明明星分析师的投资评级乐观程度更加明显,假说 3 得证。本文所选用的明星分析师是每年《新财富》榜单上选出的各行业排名前五的分析师。根据《新财富》的评比规则,明星分析师的投票权掌握在机构投资者手中,因此证券分析师有强烈的动机去迎合机构投资者的需要。在定增市场中,股票认购的主要对象是机构投资者,明星分析师在该业务中受到的来自机构投资者的压力更大。因此,在定向增发股票中,明星分析师为了维护机构投资者的相关利益,保持与机构投资者的良好关系,会对机构投资者所持有的定向增发股票发布更为乐观的评级建议。

盈利预测的乐观程度和分析师投资评级乐观性程度的相关系数为正,且在 1% 的水平上显著,说明分析师自身的认知偏差也影响了其投资评级的乐观程度,假说 4 得证。分析师在做出的盈利预测的基础上对股票的风险和潜力进行评估,进而做出相应的投资评级建议。相对于分析师发布的评级建议,盈利预测数据更加客观地反映了分析师的自身立场。在我国目前的定向增发市场上,上市公司都表现出了比较好的成长性,投资回报率也普遍增长,分析师在这一背景下自然而然地对定向增发股票表现出积极态度,这一点也在盈利预测数据中得到了印证。这种由分析师自身认知偏差导致的盈利预测乐观倾向会进一步影响到投资评级建议,使得定向增发公司的投资评级偏乐观。因此,分析师盈利预测的乐观性会导致评级建议的乐观倾向。

分析师的努力程度和分析师投资评级乐观性程度的相关系数为负,且在 5% 的水平上显著,这一回归结果说明分析师的努力缓解了自身的认知偏差,假说 5 得证。本文衡量分析师努力程度的替代变量为分析师在一年内发布的所有研究报告数量。分析师在当年发布的研究报告越多,其努力程度也就越高,对行业宏观层面和公司特质层面的信息也越敏感。根据相关法规的要求,处于定增事件中的上市公司要向外界发布更多的相关信息。由于努力程度高的分析师在信息处理能力上高于努力程度低的分析师,这在一定程度上降低了分析师自身对于公司股票的认知偏差,从而抑制了其所发布的股票评级建议的乐观倾向。

分析师发布评级日期与定增公告发布日期的时间跨度这一变量与分析师投资评级乐观程度的相关系数为负,但是结果不显著,假说 6 未得到证实。在定向增发公告发布日后的一段时间内,分析师会出于从众心理,对股票评级做出乐观预测,而随着公告效应的不断减弱,分析师评级乐观性程度也有所降低。而这一变量不显著的原因可能在于参与定向增发的公司在定增核准阶段会向外界发布更多的相关信息,这些信息会为分析师在发布报告的过程中提供一定的参考,从而减弱分析师的“羊群效应”,也由此降低了分析师在定向增发公告日后一段时间内的评级乐观性。

(四) 稳健性检验

为进一步检验结果的可靠性,本文从以下两个方面对上述假设的检验结果进行了稳健性检验,基本上不改变本文的主要结论:第一,参考刘洋、李星汉衡量分析师乐观程度的方法^[7,18],如果分析师评级建议为“买入”则赋值为 1,否则赋值为 0。将该变量带入模型重新进行检验,回归结果基本不改变本文的主要结论。第二,本文采用原红旗、黄倩茹的方法^[5],选出同时有承销商分析师和非承销商分析师参与评级的公司进行回归分析,实证结果并没有发生实质性的改变。

六、研究结论及建议

(一) 研究结论

本文以我国2013—2015年A股市场的定向增发股票为对象,从外部环境影响角度和分析师自身角度实证分析了分析师股票评级乐观性倾向的影响因素。其中,证券公司与上市公司之间的承销关系会对分析师评级的乐观倾向产生正向影响。声誉高、规模大的券商会对所属分析师所发布的股票评级乐观倾向产生反向抑制作用,这可能是由于券商为了维持既得声誉而降低了分析师的乐观倾向。与之相反的是,明星分析师的高声誉不仅没有抑制评级乐观性,反而促进了分析师的评级乐观性,说明明星分析师受到了来自机构投资者的压力。从分析师自身角度来看,分析师盈利预测的乐观性是促进分析师评级乐观性的原因之一。另外,努力程度高的分析师能够在一定程度上纠正自身的认知偏差,从而减少所发布的投资评级的乐观倾向。最后,分析师发布投资评级的日期和定增报告公布日期的时间跨度也会对分析师评级乐观性产生负向影响,但这种影响并不明显。

(二) 政策建议

1. 证券公司的研究部门应独立运行。证券业协会设立“中国墙”制度本意上是将券商的研究部门和投行业务部门及经纪业务部门隔离,提高证券分析师的独立性。在这种情况下,分析师能够向投资者发布公允的盈利预测和股票评级,维护证券市场的稳定性。但从现有文献的研究中可以发现,“中国墙”并没有发挥它应有的作用。券商分析师迫于经纪业务和承销业务的压力,往往会发布有失公允的研究报告。目前我国已有几家研究所不再是隶属于券商的一个部门,而是作为券商的独立子公司运作,这是一条抑制分析师乐观倾向的可行之道。将研究部门从证券公司独立出去能够在一定程度上避免相关部门之间的利益输送,减小分析师在证券公司投行业务和经纪业务方面的压力。

2. 应完善证券分析师激励机制。我国目前的分析师声誉激励机制是通过《新财富》每年评选出明星分析师这一方式来的,评审队伍主要是由机构投资者构成的。这一做法可能会导致分析师迫于机构投资者的压力而给出乐观性评级,影响研究报告的质量。因此,合理建立分析师的考评制度和声誉评价体系,完善分析师行业的激励机制,也能在一定程度上缓解分析师存在乐观倾向的现象。例如,在明星分析师的评选过程中,可以适当引入独立第三方机构对分析师的预测准确度进行打分,评审人员的多元化能够有效规避机构投资者对分析师施压的情况。除此之外,独立第三方机构的参与可以更加激励证券分析师提高其盈利预测与投资评级建议的准确性,从而有效发挥其研究报告信息的有效作用。

3. 应建立证券分析师约束制度。证券分析师发布的研究报告中通常会包含完备的免责条款,这些条款能够保护分析师在出具不恰当投资意见时免受法律责任。在这一背景下,证券分析师可能会因为违规成本低而发布有失公允的研究报告,从而扰乱证券市场的有效性。为保证分析师发布的研究报告质量,证监会等有关部门可以建立有关证券分析师的约束制度,定期对分析师的研究报告进行抽查跟踪,针对在跟踪检查过程中发现的证券分析师违规行为给予其严重处分,提高分析师的违规成本,以降低其发布不恰当研究报告的可能性。另外,中小投资者是研究报告的主要使用者,研究报告的内容通常会影响到他们的投资决策,鼓励中小投资者对证券分析师进行监督也是抑制分析师乐观倾向的方法之一。

参考文献:

- [1] FRIED D, DAN G. Financial analysts' forecasts of earnings: a better surrogate for market expectations[J]. Journal of Accounting & Economics, 1982, 4(2):85-107.
- [2] WOMACK K L. Do brokerage analysts' recommendations have investment value?[J]. The Journal of Finance, 1996, 51

- (1):137-167.
- [3] DAS S, LEVINE C B, SIVARAMAKRISHNAN K. Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts[J]. *Accounting Review*, 1998, 73(2):277-294.
- [4] LIM T. Rationality and analysts' forecast bias[J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(1):369-385.
- [5] 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]. *中国会计评论*, 2007(3):285-304.
- [6] 冯旭南. 承销关系影响分析师行为吗?——来自证券分析师荐股和预测活动的证据[J]. *中国会计评论*, 2012(4):395-410.
- [7] 杨大楷,王佳妮,李凡一. 证券分析师利益冲突行为的“前因”与“后果”——来自上证 A 股的经验证据[J]. *上海经济研究*, 2011(11):57-67.
- [8] FIRTH M, LIN C, LIU P, et al. The client is king: do mutual fund relationships bias analyst recommendations? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51(1):165-200.
- [9] 姜波,周铭山. 参股基金公司持股与分析师乐观性[J]. *财经研究*, 2015(1):118-131.
- [10] DEBONDT W F M, THALER R H. Do security analysts overreact? [J]. *American Economic Review*, 1990, 80(2):52-57.
- [11] ABARBANELL J S, BERNARD V L. Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(3):1181-1207.
- [12] 汪要文. 我国证券分析师特征与预测准确度之间的经验分析[J]. *金融理论与实践*, 2013(7):91-95.
- [13] MIKHAIL M B, WALTHER B R, WILLIS R H. The effect of experience on security analyst underreaction[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2003, 35(1):101-116.
- [14] 尹玉刚. 分析师教育、经验和努力:投资者关注与认知偏差[J]. *投资研究*, 2014(12):126-141.
- [15] JEGADEESH N, KIM W. Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions[J]. *Review of Financial Studies*, 2007, 23(2):901-937.
- [16] 蔡庆丰,杨侃,林剑波. 羊群行为的叠加及其市场影响——基于证券分析师与机构投资者行为的实证研究[J]. *中国工业经济*, 2011(12):111-121.
- [17] 官峰,靳庆鲁,张佩佩. 机构投资者与分析师行为——基于定向增发解禁背景[J]. *财经研究*, 2015(6):132-144.
- [18] 刘洋,李星汉. 承销商分析师利益冲突与定向增发[J]. *商业研究*, 2015, 57(1):53-61.

[责任编辑:黄 燕]

A Study on the Optimism of Recommendations on the Part of Security Analysts in the Equity Private Placements

WANG Huifang, XU Xinyi

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

Abstract: As one of the important means of equity refinancing in listed corporations, the equity private placements have been widely concerned by the capital market. Based on equity private placements in A-share market from 2013 to 2015, the paper makes an empirical analysis on the factors influencing optimistic tendency of security analysts' recommendations from the perspective of the external environment and the analysts themselves. Empirical results show that underwriting relationship, analysts' high reputation and analysts' earnings forecasts have a positive effect on the optimistic tendency of analysts' recommendations, while security companies' high reputation and great size restrain the optimistic tendency of their analysts' recommendations to a certain extent. Furthermore, the time span from analysts' prediction date to equity private placements announcement date has negative effect on analysts' recommendations' optimistic tendency, but this kind of effects is not significant.

Key Words: security analyst; optimism of recommendations; private placement; corporate financing; star analyst; stock rating; earnings forecast; positive deviation of analysts; herd effect