

股权质押影响分析师盈利预测吗？

——基于上市公司与分析师互动行为的证据研究

叶莹莹^{1a}, 杨青^{1b}, 胡洋²

(1. 复旦大学 a. 六次产业研究院, b. 经济学院, 上海 200433; 2. 北京大学 经济学院, 北京 100871)

【摘要】基于上市公司与分析师互动的证据,从与分析师互动的频率和互动分析师的声誉两个维度出发,探索了控股股东股权质押影响分析师盈利预测质量的路径。研究发现:(1)控股股东股权质押降低了分析师盈利预测准确度,提高了盈利预测乐观度和盈利预测分歧度;(2)股权质押通过与分析师互动影响其盈利预测质量;(3)在剥离互动分析师声誉的影响后,股权质押的上市公司通过与分析师频繁地互动直接影响其盈利预测质量;(4)股权质押通过互动分析师声誉模式直接影响其盈利预测质量。异质性检验发现,股权质押控股股东持股比例高、股权质押率高、股权质押到期日临近、上市公司主动性强、基金公司重仓持股将进一步加剧股权质押对分析师盈利预测的影响。

【关键词】股权质押;分析师盈利预测;互动效应;分析师声誉;公司治理;市值管理;控股股东持股

【中图分类号】F092 **【文献标志码】**A **【文章编号】**1004-4833(2021)06-0056-14

一、引言

自2007年我国《物权法》明确了股权可以质押以来,股权质押因其门槛低、效率高、灵活性强、融资成本低等特点迅速成为上市公司(股东)青睐的融资方式之一,2017年A股市场一度出现了“无股不押”的繁荣景象^①。然而,我国股票市场“过山车”式行情导致个股频频闪崩,潜藏在股权质押背后的风险也逐步暴露。部分上市公司触及股权质押“红线”,为求自保,只能紧急停牌以阻止股价的继续下跌,这种集中刹车式的停牌措施反而带来了投资者情绪恐慌,导致了市场流动性风险,加剧了市场波动,触发股权质押集群式爆仓。可见,稳定的股价抑或向上的股价是股权质押良性发展的基石。因此,厘清存在股权质押的上市公司如何管理市值是公司治理领域中亟待解决的问题。

目前,已有不少文献对此类问题进行了关注,研究发现存在股权质押的上市公司(股东)会通过影响信息披露、股利分配方式、开发支出、创新投入和投资效率、税收规避等方式进行市值管理^[1-6]。然而,现有文献却忽略了股权质押对资本市场信息中介者——分析师的作用。分析师作为资本市场中的信息挖掘者和传递者,肩负着改善资本市场信息环境、引导投资者理性投资的重要“使命”,其发布的盈利预测报告影响着投资者决策。受市场环境制约、监管缺位以及自身利益驱动等因素的影响,证券分析师自身的独立性一直备受质疑,在与证券公司、投资机构和上市公司之间盘根交错的利益关系中,分析师往往难以独善其身,发布的盈利预测偏差较为严重。正因为如此,通过影响分析师盈利预测来实现市值管理的目标已成为上市公司的必要选择。

在此背景下,本文提出的问题是:对于股权质押的控股股东而言,为避免质押股权被平仓乃至控制权旁落,是否有动机影响分析师盈利预测?与分析师互动是否是其有意识地传递信息的主要途径?互动的频率和互动分析师的声誉是否是股权质押影响分析师盈利预测的两条具体路径?股权质押控股股东持股比例、股权质押比率、到期日远近、上市公司主动性、基金公司重仓持股等因素是否制约了股权质押对分析师盈利预测的影响程度?本文拟对这些问题进行一系列的探索。

【收稿日期】2021-03-14

【基金项目】教育部人文社会科学研究规划基金项目(19YJA790104)

【作者简介】叶莹莹(1992—),女,黑龙江双鸭山人,复旦大学六次产业研究院博士后,博士,从事公司金融、金融市场研究,Email:17110680039@fudan.edu.cn,通讯作者;杨青(1972—),女,湖南岳阳人,复旦大学经济学院教授,博士,从事公司金融、电子风险管理研究;胡洋(1995—),男,浙江杭州人,北京大学经济学院博士研究生,从事公司治理研究。

^①据WIND数据库统计,2017年中国A股市场90%以上的上市公司进行了股权质押业务。

控股股东股权质押影响分析师盈利预测独立性的动因主要有三种(如图1):第一,股权质押业务是证券公司重要的收入来源,为防止质押公司出现违约,证券公司可能会对所属的分析师施加压力(路径①);第二,控股股东因股价下跌可能会承担平仓或控制权转移风险,与分析师直接接触有利于其传递利好信号,从而影响分析师发布的盈利预测报告(路径②);第三,由公募基金经理主导的分析师评价体系会对其薪酬和职业生涯产生重大影响,机构投资者为了维持投资业绩可能会影响分析师盈利预测的独立性(路径③)。谢德仁等对路径①进行了深入研究,从证券公司的视角,探讨了证券公司的股权质押业务对所属券商的分析师荐股评级的影响,是基于“证券公司股权质押-分析师盈利预测”的逻辑链条分析股权质押业务对分析师独立性的影响^[2]。不同于谢德仁等的研究^[7],我们认为进行股权质押的上市公司也会主动寻求直接影响分析师盈利预测的机会,如上市公司邀请分析师参加投资者关系会议,这是上市公司与分析师之间直接互动的主要方式,即图1中的路径②。本文沿着“股权质押-上市公司与分析师互动-分析师盈利预测”的传导过程进行挖掘,证实了上市公司与分析师互动这一路径发挥的作用,同时厘清了存在股权质押的上市公司通过与分析师的互动频率和互动分析师声誉这两条具体路径对分析师盈利预测产生影响,试图打开上市公司与证券分析师之间神秘关系的“黑匣子”。

本文的创新点主要体现在三个方面:第一,首次探索了上市公司与证券分析师之间的互动关系对分析师盈利预测的影响。已有研究探索了分析师实地调研对盈利预测的影响^[8-9],但实地调研仅是上市公司与分析师互动方式中的一种。投资者关系活动记录表中披露了上市公司与分析师之间接触的多种形式,包括特定对象调研、媒体采访、业绩说明会、新闻发布会、路演活动、分析师会议、现场参观、电话会议等,这是上市公司与证券分析师之间互动的重要数据来源。本文基于投资者关系活动记录表,首次整理了上市公司与分析师之间接触的频率和参会分析师声誉(是否进入《新财富》排名前三),以量化分析师与上市公司之间互动的程度。第二,本文具体区分了互动中上市公司和分析师之间的相对主动地位,发现在上市公司主动发起的互动中,股权质押对分析师盈利预测的影响更明显,这意味着控股股东具有强烈的动机主动采取措施影响分析师盈利预测,进一步强化了互动渠道可能发挥的机制作用。第三,本文对路径③进行检验发现,基金持股进一步强化了股权质押对分析师盈利预测的影响。

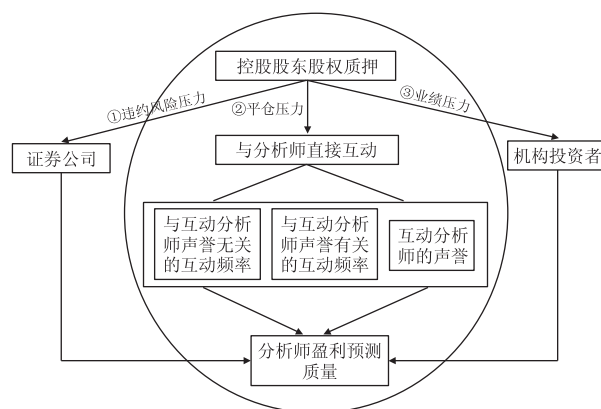


图1 研究思维导图

二、理论分析与研究假设

(一)上市公司与分析师独立性

证券分析师具有信息和专业优势,其发布的盈利预测报告通常会为市场投资者提供重要的参考。现实中,证券分析师面临“利益冲突”的考验,其发布报告的独立性与客观性遭到了社会各界的普遍质疑^[10],即便是声誉较高的分析师也同样不能在各种利益关系的漩涡中保持独立^[11]。承销商分析师的利益冲突主要表现在为了帮助其所就职的券商招揽投行业务、维持客户关系、促销承销股票等方面,相较于非承销商分析师,承销商分析师更容易刻意发布偏颇、乐观的研究报告^[12-13]。同时,“佣金压力假说”认为机构投资者的交易佣金也会影响分析师的独立性,其往往会发布比较乐观的荐股评级^[11,14]。上市公司与证券分析师之间的利益关系同样是影响其盈利预测独立性的重要因素。

近年来,随着“四通八达”高铁网路的逐步建成,证券分析师对上市公司实地调研的频率和人数显著增加^[9]。实地调研、私下沟通等方式是分析师获取私人信息的主要来源,获取成本相对较高,但这类信息是分析师作出价值判断及盈余预测的重要依据^[15]。然而,分析师要对上市公司进行调研,获得公司的一些相关数据和消息,就需要和上市公司建立良好关系。当前,关系营销已经成为企业或个人在激烈的竞争中立于不败之地的优势资源。企业要与其交易伙伴以及其他重要的相关群体建立一种互惠互利、相互信赖、长期稳定、共同成长的合作关系,并借此获取可持续的竞争优势^[16]。关系营销导向越强,企业越倾向于通过信任、沟通、价值观共享和互

惠等要素建立、维持和发展与交易伙伴的合作关系^[17-18]。在中国的资本市场上,分析师与上市公司之间具有共同的利益诉求,较易通过频繁的互动来建立长期、稳定的利益关系。上市公司为分析师提供所需要的信息、数据或其他内幕资料等,证券分析师为了维持与上市公司管理层的关系而倾向于发布乐观的盈余预测^[19-20],满足上市公司管理层对特定类型预测报告的偏好,以降低获取公司信息的成本^[21-22]。

(二) 股权质押与分析师盈利预测

分析师与上市公司之间的利益关系可能是其发布有偏、乐观的盈利预测报告的重要原因。对于上市公司股东而言,股权质押是股东将其持有的股份进行质押以满足融资需求的重要工具,质押价值是基于股票的市场价格确定的,同时受到保证金要求的限制,股价的频繁波动、暴涨暴跌等会给质押股东带来巨大的风险。进行股权质押的控股股东往往具有强烈的资金需求^[23],当股价下跌触及平仓价时,这些股东补充质押或者筹措资金还款的能力不足,面临股票被动平仓、控制权转移的风险。为了避免发生控制权转移,控股股东有动机采取措施来维护股价稳定^[24]。作为资本市场信息的提供者,分析师发布的盈利预测报告和评级影响着投资者的投资决策,因此上市公司具有动机通过影响分析师的盈利预测报告来实现管理市值的目标,而上市公司与证券分析师之间的“特殊”关系为稳定公司股价(抑或推高股价)提供了便利,这将大大降低上市公司(控股股东)操纵股价的风险和成本。在股权质押存续期间,上市公司可能会频繁地与分析师进行交流互动,若上市公司存在“好消息”,则会提前向分析师透露或是夸大“好消息”的程度,以使分析师提前发布盈利预测报告或发布乐观的盈利报告;若上市公司存在“坏消息”,则会向分析师推迟透露或隐瞒坏消息。可见,无论是“好消息”还是“坏消息”,进行股权质押的控股股东有动机使分析师发布有偏的、乐观的盈利预测报告。

分析师预测的分歧大小取决于其所拥有的信息集中公有信息和私有信息的相对质量,在信息集质量一定的情况下,公有信息质量越好,分析师之间的分歧越小^[25]。上市公司发布的公告是分析师获取的公共信息,具有趋同性,分析师之间信息的趋同化使得盈余预测差距缩小^[26]。近年来,我国股权质押规模得到了迅速扩张,但法律法规对股权质押相关重要细节披露的规定仍存在缺失。股东进行股权质押虽然发布了公告,但对具体融资目的和资金使用进展情况不做具体披露,这导致与股权质押相关的公共信息减少,此时私人信息的获取对分析师至关重要。证券分析师进行预测时的私有信息持有状况差异越大,分析师预测的结果差异程度也越大^[27]。对于分析师而言,私人信息的挖掘需要较高成本,信息透明度越低,分析师挖掘信息的成本越高。此时,在其他条件相同的情况下,与上市公司保持良好关系的分析师能以较低的成本获得信息,从而导致分析师之间所掌握的私人信息出现差异,加剧了分析师盈利预测分歧度。

基于以上分析,本文提出以下假设:

H1:上市公司控股股东股权质押降低了分析师盈利预测准确度,提高了分析师盈利预测乐观度和盈利预测分歧度。

上市公司在与分析师互动的过程中,可以通过表情和委婉的语言向分析师传递某些信息,这些信息可能事关公司的重大决策和战略部署,分析师将这些内幕信息透露给机构投资者会引起公司股价提前上涨或延长股价上涨的时间。谭松涛和崔小勇研究发现,证券分析师对公司进行过实地调研后,其对公司未来EPS的预测精度变差,预测乐观度变高^[28];唐松莲研究发现,与上市公司利益结盟是关联证券分析师参与实地调研的主要动因^[8],具体来说,关联证券分析师实地调研公司后,其发布的研究报告的盈余预测准确度下降,盈余预测乐观度提升。基于此,我们猜测:进行股权质押的上市公司可能会通过与证券分析师的互动来影响分析师发布的盈利预测。因此,本文提出以下假设:

H2:存在股权质押的上市公司通过与分析师互动影响其盈利预测。

上市公司与分析师互动的频率是影响分析师盈利预测质量的一条路径。频繁地互动有利于双方及时沟通,强化彼此之间的共识,这种关系营销导向越强,企业越倾向于通过信任、沟通、价值观共享和互惠等要素建立、维持和发展与交易伙伴的合作关系^[17-18]。因此,为了预防股价下行风险,进行股权质押的上市公司可能会根据股票价格走势频繁地与分析师互动,并及时修正价格,从而实现有效管理市值的目标。基于以上分析,本文提出以下假设:

假设 H3:存在股权质押的上市公司通过与分析师频繁地互动直接影响其盈利预测质量。

存在股权质押的上市公司可以通过影响分析师盈利预测为股价托市,而分析师的个人声誉可能是其引导投

投资者决策的途径。良好的声誉有助于证券分析师的收入增加和职业发展^[8],《新财富》分析师的评选是卖方分析师的重要外部激励机制^[29]。评选为《新财富》的明星分析师具有较高的行业声望,更容易成为投资者和其他证券分析师追捧的对象,甚至会改变个股走势。因此,上市公司管理层也有动力与声誉高的分析师(如《新财富》最佳分析师)通过互动来维持良好的关系。对于存在股权质押的上市公司而言,利用分析师“声誉”达到市值管理目标似乎是成本更低、更快捷的方式。那么,存在股权质押的上市公司(股东)是否会更多地与《新财富》分析师进行互动,利用分析师的“声誉”引导上市公司盈利预测呢?基于以上分析,本文提出以下假设:

H4:存在股权质押的上市公司通过与《新财富》分析师互动直接影响证券分析师盈利预测质量。

总体而言,本文基于上市公司与分析师的互动关系视角,深入挖掘股权质押影响分析师盈利预测的内在机制,具体分析思路如图1中路径②所示:第一层次,本文初步检验控股股东股权质押对分析师盈利预测质量的影响;第二层次,本文基于上市公司与分析师之间的互动关系进行路径分析,首先检验互动关系发挥的总体路径作用,继而检验互动频率和互动分析师声誉在上述关系中是否构成独立路径。此外,本文以股权质押控股股东持股比例、质押率、质押到期日远近、上市公司互动的主动性和基金持股为切入点,检验股权质押对分析师盈利预测的影响是否会受到其他因素的干预。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文采用2008—2018年中国沪深两市的所有上市公司为研究对象,在剔除了金融行业的公司后,最终回归样本中包含56102个观测值。考虑到数据极端值的影响,我们对连续变量进行上下1%的缩尾处理,并控制了行业固定效应、年份固定效应以及进行公司层面的聚类调整。

本文的股权质押数据(包括质押率、质押期限和质押资金投向)来源于CSMAR数据库;分析师预测数据来源于CSMAR数据库,分析师一年内发布多篇研报的,以最后发布研报的盈利预测为准;分析师互动数据出自上市公司公布的投资者关系记录表^①,来源于WIND数据库。其他关于上市公司特征、证券公司特征以及分析师特征的数据均来自CSMAR数据库。

(二)变量选择及定义

1. 被解释变量:分析师盈利预测质量

本文旨在研究股权质押对分析师盈利预测精准度、乐观度和分歧度的影响,因此被解释变量包含三个衡量分析师盈利预测偏差、乐观偏差、分歧度的指标。参考Behn等、Barron等和杨青等的方法^[9,30-31],本文使用分析师*i*对公司*j*在第*t*年每股收益的预测值与公司*j*在第*t*年每股收益的真实值之差的绝对值除以分析师盈利预测年末的股票收盘价来度量分析师盈利预测偏差,即盈利预测准确度($Deviation_{i,t}$);采用分析师*i*对公司*j*在第*t*年每股收益的预测值与公司*j*在第*t*年每股收益的真实值之差除以分析师盈利预测年末的股票收盘价来度量分析师盈利预测乐观度($Optimism_{i,t}$);使用第*t*年分析师对公司*j*每股收益的预测值的方差来度量不同分析师之间盈利预测值的偏离程度,即分析师盈利预测分歧度($Divergence_{i,t}$)。其中, $Deviation_{i,t}$ 表示分析师盈利预测值与盈利真实值之间的偏离程度, $Deviation_{i,t}$ 越大,说明分析师盈利预测的偏差越大,即分析师盈利预测准确度越低; $Optimism_{i,t}$ 代表分析师盈利预测的乐观程度, $Optimism_{i,t}$ 大于0表明分析师盈利预测值大于盈利真实值,分析师盈利预测偏乐观; $Divergence_{i,t}$ 表示分析师之间的盈利预测分歧程度, $Divergence_{i,t}$ 越大,表明分析师之间的盈利预测分歧度越大。

2. 解释变量:股权质押

本文使用上市公司控股股东是否存在股权质押这一哑变量来衡量股权质押($Pledge$),若存在股权质押, $Pledge$ 取值为1,否则取0。

^①投资者关系记录表中记录了上市公司不定期召开的投资者关系会议,包括特定对象调研、媒体采访、业绩说明会、新闻发布会、路演活动、分析师会议、现场参观、电话会议等形式,并邀请相关的投资者和卖方分析师参与,会议对公司目前的经营状况、战略规划等进行答疑,以使投资者和分析师更加了解上市公司的内部发展动态。这种形式给了上市公司与证券分析师接触的机会,体现了上市公司与分析师之间的互动关系。同时,上市公司对投资者关系会议的答疑内容、参会人员的邀请等方面具有很大的自主性,这种互动形式可能会影响分析师的盈利预测。因此,本文基于互动关系视角探讨上市公司影响分析师盈利预测的机制。

3. 调节变量:上市公司与分析师互动

本文根据投资者关系记录表披露的数据,使用当年发布盈利预测报告的分析师是否参加上市公司召开的投资者关系会议来衡量上市公司与分析师之间的互动关系,记为 *Interact*。若发布盈利预测的分析师参与了上市公司的投资者关系会议,*Interact* 取值为 1,否则取 0。*Interact* 取值为 1 表明上市公司与分析师之间进行了互动。同时,本文将当年发布上市公司盈利预测报告的分析师参加该公司投资者关系会议的次数加 1 取对数后记为 *Times*,使用该指标定义上市公司与分析师之间互动的频率,*Times* 越大表明互动越频繁。另外,参考吴超鹏等的研究方法,本文采用分析师是否曾经入选“《新财富》最佳分析师”前三名来度量分析师声誉^[11]。我们将当年发布该公司盈利预测报告的分析师是否为“《新财富》最佳分析师”前三名记为 *Reputation*^①,而 *Interact* × *Reputation* 用来衡量与上市公司互动的分析师声誉,若互动分析师为《新财富》分析师前三名,则 *Interact* × *Reputation* 取 1,否则取 0。*Interact* × *Reputation* 取值为 1 表明上市公司与《新财富》分析师进行了互动。

4. 控制变量

本文从三个方面控制可能影响分析师盈利预测的其他变量:(1)不同所有权性质、公司治理水平和股权结构都会影响分析师盈利预测质量^[32-33],因此本文控制了公司杠杆率(*Leverage*)、产权比例(*Soe*)、股权集中度(*Concentrate*)、公司规模(*Size*)和增长能力(*Growth*、*Detagrowth*)等变量。(2)分析师特征也会干扰其盈利预测结果^[29,34],因此我们控制了分析师性别(*Gender*)、学历(*Degree*)及从业经历(*Work*)等变量。(3)根据“冲突利益”假说,机构投资者和证券公司的压力是驱使分析师发布乐观盈利预测报告的重要因素^[35-39],因此本文控制了证券公司的相关变量,包括证券公司分析师数量(*Analyst*)、证券公司发布的研报数量(*Report*)和证券公司是否是主承销商(*Agent*)等,同时控制了机构投资者持股比例(*Institution*)。控制变量的具体定义见表 1。

表 1 控制变量定义

| 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
|--------------|--------------------|------------------------------------------------------------|
| 公司规模 | <i>Size</i> | <i>t</i> 期末总资产的自然对数 |
| 杠杆率 | <i>Leverage</i> | <i>t</i> 期末公司总负债除以 <i>t</i> 期末公司总资产 |
| 股权集中度 | <i>Concentrate</i> | <i>t</i> 期第一大股东持股比例除以第 2 至第 10 大股东持股比例之和 |
| 机构投资者持股比率 | <i>Institution</i> | <i>t</i> 期机构投资者持股数量占上市公司流通股总股数的比重 |
| 国有企业 | <i>Soe</i> | 虚拟变量,若上市公司的最终控制人为国有性质, <i>Soe</i> 取值为 1,否则取值为 0 |
| 营业收入增长率 | <i>Growth</i> | <i>t</i> 期营业收入与 <i>t-1</i> 期营业收入的差额除以 <i>t-1</i> 期营业收入 |
| 营业收入增长率变动 | <i>Detagrowth</i> | <i>t</i> 期营业收入增长率与 <i>t-1</i> 期营业收入增长率的差额 |
| 分析师性别 | <i>Gender</i> | 若分析师为女性, <i>Gender</i> 取值为 1,为男性 <i>Gender</i> 取值为 0 |
| 分析师学历 | <i>Degree</i> | 若分析师是大专及以上学历, <i>Degree</i> 取值为 0,本科取值为 1,研究生取值为 2,博士取值为 3 |
| 分析师工作年限 | <i>Work</i> | <i>t</i> 期分析师从事研究工作的年数加 1 取自然对数 |
| 证券公司拥有的分析师数量 | <i>Analyst</i> | <i>t</i> 期上市公司拥有的分析师数量加 1 取自然对数 |
| 证券公司发布的研报数量 | <i>Report</i> | <i>t</i> 期上市公司发布的研究报告总数加 1 取自然对数 |
| 是否存在主承销关系 | <i>Agent</i> | 若股权质押发生前证券公司与上市公司之间存在主承销商关系, <i>Agent</i> 取值为 1,否则取值为 0 |

(三) 模型设计

$$Predict_t = \beta_0 + \beta_1 Pledge_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Concentrate_t + \beta_5 Institution_t + \beta_6 Soe_t + \beta_7 Growth_t + \beta_8 Detagrowth_t + \beta_9 Gender_t + \beta_{10} Degree_t + \beta_{11} Work_t + \beta_{12} Analyst_t + \beta_{13} Report_t + \gamma_t + \eta_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

式(1)中,*Predict_t* 指分析师盈利预测偏差(*Deviation*)、盈利预测乐观偏差(*Optimism*)、盈利预测分歧度(*Divergence*), γ_t 和 η_t 分别表示行业固定效应、年份固定效应, ε_t 为残差项。

(四) 描述性统计

本文按照上市公司年末是否存在股权质押余额将样本划分为存在股权质押组和无股权质押组,并分组对主要变量进行描述性统计。表 2 列示了主要变量的描述性统计结果,存在股权质押样本的分析师盈利预测偏差(*Deviation*)、盈利预测乐观度(*Optimism*)和盈利预测分歧度(*Divergence*)的平均值均高于无股权质押样本,说明控股股东股权质押与分析师盈利预测质量负相关,即存在股权质押上市公司的分析师盈利预测质量更低,这初

①2008—2018 年间我国 A 股市场共披露了 61235 份投资者关系记录表,根据投资者关系记录表中对参会人员的详细披露程度分为两种:一是精确型记录表(55494 份,占总样本的 90.6%),披露了参会单位名称及具体的参会人员姓名;二是粗略型(5741 份,占总样本的 9.4%),仅披露了参会单位名称(包括证券公司、投资机构等),但没有披露具体参会人员姓名。粗略型投资者关系记录表仅占总样本的 9.4%,样本量相对较小。为了精确地获取分析师的盈利预测及其他相关信息,在此本文剔除了粗略型的记录表,仅使用披露了具体参会单位名称和参会人员姓名的投资者关系记录表。

步证实了 H1。在存在股权质押的样本中,互动虚拟变量指标 (*Interact*)、互动频率 (*Times*) 和互动分析师声誉 (*Reputation*) 的平均值均高于无股权质押样本,说明存在股权质押的上市公司与分析师进行互动的可能性更大、频率更高,且互动分析师声誉更高,这一结果与 H2、H3 和 H4 一致。

表 2 变量的描述性统计

| 变量 | 无股权质押样本 | | | | | 存在股权质押样本 | | | | |
|--------------------|---------|-----------|----------|---------|---------|----------|-----------|----------|---------|---------|
| | NO | mean | sd | min | max | NO | mean | sd | min | max |
| <i>Deviation</i> | 42707 | 0.0181 | 0.0491 | 0.0016 | 0.5814 | 13395 | 0.0225 | 0.0501 | 0 | 0.6941 |
| <i>Optimism</i> | 42707 | 0.0190 | 0.0308 | -0.0309 | 0.1805 | 13395 | 0.0211 | 0.0420 | -0.0211 | 0.2574 |
| <i>Divergence</i> | 42707 | 0.2553 | 0.1809 | 0.0231 | 0.4991 | 13395 | 0.5651 | 0.1450 | 0.0558 | 0.4930 |
| <i>Interact</i> | 42707 | 0.3123 | 0.4634 | 0 | 1 | 13395 | 0.5847 | 0.4928 | 0 | 1 |
| <i>Times</i> | 42707 | 0.7883 | 0.3309 | 0.3010 | 2.1673 | 13395 | 0.7999 | 0.3606 | 0.3010 | 2 |
| <i>Reputation</i> | 42707 | 0.0658 | 0.6074 | 0 | 1 | 13395 | 0.0812 | 0.5898 | 0 | 1 |
| <i>Size</i> | 42707 | 9.0264 | 1.8884 | 6.2643 | 15.2754 | 13395 | 8.6833 | 1.9240 | 4.2319 | 13.6513 |
| <i>Leverage</i> | 42707 | 0.4376 | 0.2264 | 0.0454 | 0.9434 | 13395 | 0.4338 | 0.1898 | 0.0254 | 0.9037 |
| <i>Concentrate</i> | 42707 | 0.5831 | 0.1970 | 0.1571 | 0.9496 | 13395 | 0.5558 | 0.1745 | 0.1321 | 0.9775 |
| <i>Institution</i> | 42707 | 0.4496 | 0.2402 | 0.0042 | 0.9011 | 13395 | 0.4128 | 0.2244 | 0.0049 | 0.9233 |
| <i>Soe</i> | 42707 | 0.4617 | 0.4962 | 0 | 1 | 13395 | 0.2999 | 0.2398 | 0 | 1 |
| <i>Growth</i> | 42707 | 0.2184 | 0.3370 | -0.3811 | 2.1291 | 13395 | 0.3092 | 0.4166 | -0.3723 | 2.5890 |
| <i>Detagrowth</i> | 42707 | -0.0038 | 0.0329 | -0.1491 | 0.1078 | 13395 | -0.0015 | 0.0336 | -0.1562 | 0.1099 |
| <i>Gender</i> | 42707 | 0.2653 | 0.4413 | 0 | 1 | 13395 | 0.2470 | 0.4313 | 0 | 1 |
| <i>Degree</i> | 42707 | 1.8996 | 0.5096 | 0 | 3 | 13395 | 1.9604 | 0.4642 | 0 | 3 |
| <i>Work</i> | 42707 | 2.1962 | 2.2067 | 0.0025 | 15.7675 | 13395 | 2.4125 | 2.6052 | 0.0025 | 16.3124 |
| <i>Analyst</i> | 42707 | 50.0266 | 24.2908 | 9 | 103 | 13395 | 52.4369 | 26.7470 | 7 | 146 |
| <i>Report</i> | 42707 | 1277.4810 | 717.8739 | 103 | 3261 | 13395 | 1452.1500 | 794.6076 | 99 | 3426 |
| <i>Agent</i> | 42707 | 0.0248 | 0.1724 | 0 | 1 | 13395 | 0.0312 | 0.1739 | 0 | 1 |

四、实证检验与结果分析

(一) 基础检验:股权质押与分析师盈利预测

为了检验股权质押对分析师盈利预测准确度、乐观度和分歧度的影响,本文对模型(1)进行回归分析,实证结果如表 3 所示。在控制了行业、年份固定效应后,列(1)的结果显示,*Pledge* 的估计系数为 0.0011,且在 1% 水平上显著,表明上市公司控股股东股权质押提高了分析师盈利预测偏差,即降低了预测准确度;列(2)的结果显示,*Pledge* 的估计系数为 0.0014,且在 1% 水平上显著,表明股权质押提高了分析师盈利预测乐观度;列(3)的结果显示,*Pledge* 的估计系数为 0.2946,且在 1% 水平上显著,表明股权质押提高了分析师之间的预测分歧度。表 3 的结果支持了 H1,即控股股东股权质押显著地降低了分析师盈利预测准确度,提高了分析师盈利预测乐观度和分析师之间的盈利预测分歧度。

(二) 股权质押影响分析师盈利预测的总路径检验

上市公司与分析师之间的互动是分析师获取私人信息的主要来源,上市公司可以通过这种方式影响分析师盈利预测结果。为了考察互动关系是否为股权质押影响分析师盈利预测的路径,本文基于投资者关系记录表披露的互动数据,根据发布盈利预测的分析师是否参加了上市公司投资者关系会议进行分组,分为互动组和非互动组,继而考察股权质押对分析师盈利预测的影响在两组样本中的回归结果。表 4 中结果显示,在互动组中,*Pledge* 的估计系数分别为 0.012、0.0016、0.2994,且至少在 5% 水平上显著;在非互动组中,*Pledge* 的估计系数均为正数,但不具有统计上的显著性。以上结论支持了 H2,即股权质押通过上市公司与分析师的互动关系影响分析师的盈利预测。

(三) 上市公司与分析师互动的具体路径检验

互动是上市公司与分析师之间沟通交流、缔结利益关系的主要渠道,其中互动的频率和互动分析师的“声誉”可能会成为上市公司重点考虑的因素,但上市公司可能会与《新财富》分析师频繁地互动,这会使得分析师声誉路径对互动频率路径产生影响,难以分辨互动频率的单一路径作用,因此厘清这两种途径是否是独立地发挥作用尤为重要。

1. 互动频率的路径检验

股权质押使得控股股东随时面临被迫平仓、控制权转移的风险,而与分析师频繁互动可以使双方保持良好的利益关系,以此来干扰分析师的盈利预测,为公司股价进行托市。此处,本文剔除了声誉因素对互动频率产生

影响的部分,验证上市公司与分析师互动的频率是否是股权质押影响分析师盈利预测的路径之一。参考张宗新和杨万成的研究方法^[40],本文使用 OLS 模型对互动频率中隐含的互动分析师声誉因素进行估计,见模型(2),剔除这部分变量后得到经分析师声誉调整的互动频率变量,见模型(3),继而使用模型(3)中的 $Time'_i$ 作为衡量互动频率的单一变量进行回归分析,见模型(4)。

$$\widehat{Times} = \gamma(\alpha + \beta \times Interact_i \times Reputation_i) \quad (2)$$

$$Time'_i = Times_i - \widehat{Times} \quad (3)$$

$$Predict_i = \beta_0 + \beta_1(Pledge_i \times Times'_i) + \beta_2 Pledge_i + \beta_3 Times'_i + \beta_4 Size_i + \beta_5 Leverage_i + \beta_6 Concentrate_i + \beta_7 Institution_i + \beta_8 First_i + \beta_9 Gender_i + \beta_{10} Degree_i + \beta_{11} Work_i + \beta_{12} Analyst_i + \beta_{13} Report_i + Y_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

表3 股权质押对分析师盈利预测的影响

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|-------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | Deviation | Optimism | Divergence |
| Pledge | 0.0011*** (0.0003) | 0.0014*** (0.0003) | 0.2946*** (0.0031) |
| Size | 0.0007*** (0.0001) | 0.0000 (0.0001) | 0.0085*** (0.0009) |
| Leverage | 0.0185*** (0.0008) | 0.0157*** (0.0008) | 0.1792*** (0.0074) |
| Concentrate | 0.0046*** (0.0006) | 0.0044*** (0.0006) | -0.0114** (0.0054) |
| Institution | -0.0083*** (0.0005) | -0.0061*** (0.0005) | -0.0010 (0.0049) |
| Soe | -0.0001 (0.0003) | -0.0007** (0.0003) | -0.0406*** (0.0024) |
| Growth | -0.0022*** (0.0003) | -0.0029*** (0.0003) | 0.0585*** (0.0029) |
| Detagrowth | -0.1655*** (0.0033) | -0.2177*** (0.0035) | -1.1693*** (0.0323) |
| Gender | -0.0006** (0.0002) | -0.0005* (0.0003) | -0.0076*** (0.0023) |
| Degree | 0.0000 (0.0002) | 0.0001 (0.0002) | 0.0015 (0.0021) |
| Work | 0.0001 (0.0004) | 0.0001 (0.0004) | -0.0003 (0.0040) |
| Analyst | 0.0000** (0.0000) | 0.0000*** (0.0000) | 0.0001 (0.0001) |
| Report | -0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) |
| Agent | -0.0001 (0.0006) | -0.0002 (0.0006) | -0.0128** (0.0056) |
| Constant | 0.0178*** (0.0066) | 0.0170** (0.0068) | -0.0373 (0.0674) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 56102 | 56102 | 56102 |
| 调整 R ² | 0.2006 | 0.2213 | 0.3019 |

表4 上市公司与分析师互动的总路径检验

| 变量 | 互动组 | | | 非互动组 | | |
|-------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| | Deviation | Optimism | Divergence | Deviation | Optimism | Divergence |
| Pledge | 0.0012*** (0.0003) | 0.0016** (0.0007) | 0.2994*** (0.0088) | 0.0007 (0.0004) | 0.0015 (0.0009) | 0.0006 (0.0125) |
| Size | 0.0018*** (0.0002) | 0.0012*** (0.0005) | 0.0095 (0.0081) | 0.0003* (0.0001) | -0.0004 (0.0003) | 0.0170** (0.0073) |
| Leverage | 0.0122*** (0.0011) | 0.0101*** (0.0022) | 0.1568*** (0.0334) | 0.0203*** (0.0012) | 0.0177*** (0.0026) | 0.2426*** (0.0349) |
| Concentrate | 0.0065*** (0.0008) | 0.0065*** (0.0019) | -0.0028 (0.0281) | 0.0046*** (0.0009) | 0.0048** (0.0019) | -0.0142 (0.0281) |
| Institution | -0.0092*** (0.0007) | -0.0080*** (0.0015) | -0.0118 (0.0235) | -0.0077*** (0.0008) | -0.0043*** (0.0015) | -0.0056 (0.0256) |
| Soe | -0.0008** (0.0004) | -0.0018 (0.0011) | -0.0380** (0.0156) | 0.0001 (0.0004) | -0.0006 (0.0008) | -0.0250 (0.0209) |
| Growth | -0.0024*** (0.0004) | -0.0031*** (0.0009) | 0.0502*** (0.0091) | -0.0014*** (0.0005) | -0.0034*** (0.0008) | 0.0861*** (0.0136) |
| Detagrowth | -0.1460*** (0.0067) | -0.1857*** (0.0144) | -0.9571*** (0.1758) | -0.1931*** (0.0071) | -0.2384*** (0.0125) | -1.4823*** (0.1983) |
| Gender | -0.0003 (0.0003) | -0.0001 (0.0004) | -0.0076*** (0.0028) | -0.0018*** (0.0003) | -0.0010*** (0.0003) | -0.0061* (0.0034) |
| Degree | 0.0005 (0.0003) | 0.0005 (0.0003) | 0.0021 (0.0025) | 0.0000 (0.0003) | 0.0000 (0.0003) | -0.0009 (0.0033) |
| Work | 0.0003 (0.0006) | 0.0002 (0.0006) | -0.0018 (0.0043) | 0.0026*** (0.0006) | 0.0000 (0.0006) | 0.0070 (0.0066) |
| Analyst | 0.0000** (0.0000) | 0.0000*** (0.0000) | 0.0001 (0.0001) | -0.0001*** (0.0000) | 0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0001) |
| Report | -0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) | -0.0000*** (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000** (0.0000) |
| Agent | 0.0011 (0.0008) | 0.0012 (0.0008) | -0.0200** (0.0081) | -0.0005 (0.0008) | -0.0011 (0.0009) | 0.0021 (0.0097) |
| Constant | 0.0364*** (0.0093) | 0.0379*** (0.0038) | -0.0352 (0.1009) | -0.0008 (0.0061) | 0.0213*** (0.0063) | 0.5523*** (0.0969) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 14320 | 14320 | 14320 | 41782 | 41782 | 41782 |
| 调整 R ² | 0.1625 | 0.1782 | 0.3297 | 0.1701 | 0.2498 | 0.1575 |

注:***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平,括号内为异方差稳健的标准误。下同。

本文对模型(4)进行回归检验,考察上市公司与分析师的互动频率是否是股权质押影响分析师盈利预测的路径,结果如表5所示。我们关注的关键指标是解释变量 $Pledge \times Times'_i$ 的系数,列(1)结果显示, $Pledge \times Times'_i$ 的估计系数为 0.0022,且在 1% 水平上显著,表明在剔除了分析师“声誉”效应后,股权质押上市公司通过与分析师的频繁互动降低了分析师盈利预测准确度;列(2)结果显示, $Pledge \times Times'_i$ 的估计系数为 0.0030,且在 1% 水平上显著,表明存在股权质押的上市公司通过与分析师的频繁互动提高了分析师盈利预测乐观度;列(3)结果显示, $Pledge \times Times'_i$ 的估计系数为 0.0475,且在 1% 水平上显著,表明存在股权质押的上市公司通过与分析师的频繁互动提高了分析师之间的盈利预测分歧度。以上结果支持了 H3,即股权质押通过互动频率这一独立路径影响了分析师盈利预测质量。

2. 互动声誉的路径检验

在信息不对称的情况下,“声誉”模式是甄别分析师个人能力的主要机制,进入《新财富》排名的分析师较易获得投资者的信任,从而会对推荐评级的股票价格产生更大的影响。张宗新和杨万成研究发现,《新财富》分析师通过声誉模式产生了更大的市场反应^[40]。Leone 和 Wu 研究发现,明星分析师荐股在短期内涨幅较大^[41]。基于此,本文实证检验互动分析师声誉是否为股权质押对分析师盈利预测产生影响的路径之一,见模型(5)。

$$Predict_t = \beta_0 + \beta_1 (Pledge_t \times Interact_t \times Reputation_t) + \beta_2 Pledge_t + \beta_3 (Interact_t \times Reputation_t) + \beta_4 Size_t + \beta_5 Leverage_t + \beta_6 Concentrate_t + \beta_7 Institution_t + \beta_8 First_t + \beta_9 Gender_t + \beta_{10} Degree_t + \beta_{11} Work_t + \beta_{12} Analyst_t + \beta_{13} Report_t + Y_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

模型(5)的回归结果如表6所示。我们关注的关键指标是解释变量 $Pledge \times Interact \times Reputation$ 的系数,(1)列结果显示, $Pledge \times Interact \times Reputation$ 的估计系数为 0.001,且在 1% 水平上显著,表明股权质押通过上市公司与《新财富》分析师互动这一途径降低了分析师盈利预测准确度;列(2)结果显示, $Pledge \times Interact \times Reputation$ 的估计系数为 0.0011,且在 1% 水平上显著,表明股权质押通过上市公司与《新财富》分析师的互动机制提高了分析师盈利预测乐观度;列(3)结果显示, $Pledge \times Interact \times Reputation$ 的估计系数为 0.0153,且在 1% 水平上显著,表明股权质押通过上市公司与《新财富》分析师的互动机制提高了分析师之间的盈利预测分歧度。上述结论支持了 H4,即股权质押通过分析师声誉直接影响了其盈利预测质量。

表5 互动频率模式的检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | Deviation | Optimism | Divergence |
| $Pledge \times Times'$ | 0.0022 *** (0.0003) | 0.0030 *** (0.0003) | 0.0475 *** (0.0050) |
| $Pledge$ | 0.0025 *** (0.0002) | 0.0027 *** (0.0002) | -0.0282 *** (0.0032) |
| $Times'$ | 0.0009 *** (0.0001) | 0.0016 *** (0.0001) | 0.0276 *** (0.0018) |
| $Size$ | 0.0007 *** (0.0001) | 0.0000 (0.0001) | 0.0077 *** (0.0009) |
| $Leverage$ | 0.0102 *** (0.0005) | 0.0074 *** (0.0006) | 0.2039 *** (0.0071) |
| $Concentrate$ | 0.0094 *** (0.0007) | 0.0085 *** (0.0007) | -0.0520 *** (0.0092) |
| $Institution$ | -0.0051 *** (0.0004) | -0.0029 *** (0.0004) | -0.0053 (0.0047) |
| Soe | -0.0097 *** (0.0009) | -0.0084 *** (0.0009) | 0.0576 *** (0.0116) |
| $Growth$ | -0.0008 *** (0.0002) | -0.0013 *** (0.0002) | -0.0303 *** (0.0024) |
| $Detagrowth$ | -0.0391 *** (0.0019) | -0.0544 *** (0.0020) | 1.7503 *** (0.0248) |
| $Gender$ | -0.0747 *** (0.0024) | -0.1303 *** (0.0025) | -1.0648 *** (0.0312) |
| $Degree$ | -0.0004 ** (0.0002) | -0.0002 (0.0002) | -0.0078 *** (0.0022) |
| $Work$ | 0.0003 * (0.0002) | 0.0004 ** (0.0002) | 0.0004 (0.0020) |
| $Analyst$ | 0.0007 ** (0.0003) | 0.0006 ** (0.0003) | 0.0032 (0.0038) |
| $Report$ | 0.0000 (0.0000) | 0.0000 *** (0.0000) | -0.0000 (0.0001) |
| $Agent$ | -0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) |
| $Constant$ | -0.0030 (0.0044) | -0.0063 (0.0047) | -0.3423 *** (0.0596) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 51735 | 51735 | 51135 |
| 调整 R ² | 0.1528 | 0.1753 | 0.1690 |

表6 互动分析师“声誉”模式的检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|--------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | Deviation | Optimism | Divergence |
| $Pledge \times Interact \times Reputation$ | 0.0010 *** (0.0002) | 0.0011 *** (0.0002) | 0.0153 *** (0.0020) |
| $Pledge \times Interact$ | 0.0015 *** (0.0002) | 0.0017 *** (0.0002) | 0.3089 *** (0.0021) |
| $Reputation$ | 0.0026 *** (0.0003) | 0.0026 *** (0.0004) | 0.0075 * (0.0041) |
| $Size$ | 0.0007 *** (0.0001) | -0.0000 (0.0001) | 0.0073 *** (0.0008) |
| $Leverage$ | 0.0098 *** (0.0005) | 0.0077 *** (0.0006) | 0.1485 *** (0.0065) |
| $Concentrate$ | 0.0025 *** (0.0004) | 0.0023 *** (0.0004) | -0.0204 *** (0.0047) |
| $Institution$ | -0.0052 *** (0.0003) | -0.0032 *** (0.0004) | 0.0025 (0.0042) |
| Soe | -0.0007 *** (0.0002) | -0.0011 *** (0.0002) | -0.0340 *** (0.0021) |
| $Growth$ | -0.0011 *** (0.0002) | -0.0024 *** (0.0002) | 0.0558 *** (0.0026) |
| $Detagrowth$ | -0.1428 *** (0.0036) | -0.2009 *** (0.0039) | -1.1235 *** (0.0455) |
| $Gender$ | -0.0003 ** (0.0002) | -0.0002 (0.0002) | -0.0057 *** (0.0020) |
| $Degree$ | 0.0003 * (0.0001) | 0.0003 ** (0.0002) | 0.0016 (0.0018) |
| $Work$ | 0.0004 (0.0003) | 0.0005 * (0.0003) | 0.0026 (0.0034) |
| $Analyst$ | 0.0000 ** (0.0000) | 0.0000 ** (0.0000) | 0.0000 (0.0001) |
| $Report$ | 0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) |
| $Agent$ | 0.0004 (0.0004) | 0.0004 (0.0004) | -0.0110 ** (0.0047) |
| $Constant$ | -0.0196 *** (0.0049) | -0.0116 ** (0.0053) | 0.0698 (0.0619) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 47454 | 47454 | 47454 |
| 调整 R ² | 0.1689 | 0.1662 | 0.4320 |

五、异质性检验

(一) 控股股东持股比例

股权质押控股股东持股比例越大,股权质押给其带来的风险越大,因此质押股东具有更大的动机通过这一渠道影响分析师盈利预测。为了检测这一影响,在异质性检验部分,本文加入控股股东持股比例(*High*)这一变量,当控股股东持股比例处于行业年度最高水平的四分之一区间时,*High*取值为1,否则为0。同时,本文考察股权质押*Pledge*与*High*的交乘项对分析师盈利预测质量的影响。表7结果显示,交乘项的估计系数均至少在10%水平上显著为正,表明股权质押控股股东持股比例越高,对分析师盈利预测的影响越大。

(二) 股权质押率

股权质押率的高低决定了控股股东股权质押融资的杠杆率水平,质押率越高,股东的杠杆率水平越高,将面临更大的风险。一旦遭受股价下行,控股股东可能会直接面临控制权转移风险,而控制权可以给股东带来巨大的共享收益和私人收益^[42-43],因此此时控股股东具有更强烈的动机影响分析师盈利预测报告。基于以上分析,参考李常青等的研究^[1],本文使用控股股东股权质押率作为股权质押的替代变量,记为*Ratio*。表8显示,*Ratio*对*Deviation*、*Optimism*、*Divergence*的回归系数均至少在5%水平上显著为正,这一结论证实了我们的猜测,即股权质押率越高,对分析师盈利预测质量的影响越大。

表7 控股股东持股比例的异质性检验

| 变量 | (1) <i>Deviation</i> | (2) <i>Optimism</i> | (3) <i>Divergence</i> |
|-----------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| <i>Pledge</i> × <i>High</i> | 0.0012 * (0.0006) | 0.0013 * (0.0007) | 0.0083 ** (0.0040) |
| <i>High</i> | -0.0000 (0.0006) | -0.0112 *** (0.0013) | 0.0089 (0.0075) |
| <i>Pledge</i> | -0.0097 *** (0.0012) | 0.0001 (0.0007) | 0.3206 *** (0.0039) |
| <i>Size</i> | 0.0010 *** (0.0001) | 0.0001 (0.0001) | -0.0043 *** (0.0006) |
| <i>Leverage</i> | 0.0140 *** (0.0008) | 0.0148 *** (0.0008) | 0.1469 *** (0.0046) |
| <i>Concentrate</i> | 0.0088 *** (0.0010) | 0.0116 *** (0.0010) | -0.0339 *** (0.0060) |
| <i>Institution</i> | -0.0063 *** (0.0005) | -0.0049 *** (0.0005) | 0.0012 (0.0031) |
| <i>Soe</i> | -0.0009 *** (0.0002) | -0.0009 *** (0.0003) | -0.0267 *** (0.0015) |
| <i>Growth</i> | -0.0016 *** (0.0003) | -0.0027 *** (0.0003) | 0.0402 *** (0.0017) |
| <i>Detagrowth</i> | -0.2485 *** (0.0052) | -0.2203 *** (0.0035) | -0.7242 *** (0.0203) |
| <i>Gender</i> | -0.0007 *** (0.0002) | -0.0005 * (0.0003) | -0.0048 *** (0.0014) |
| <i>Degree</i> | 0.0001 (0.0002) | 0.0001 (0.0002) | 0.0000 (0.0013) |
| <i>Work</i> | 0.0004 (0.0004) | 0.0001 (0.0004) | 0.0038 (0.0025) |
| <i>Analyst</i> | 0.0000 ** (0.0000) | 0.0000 *** (0.0000) | 0.0000 (0.0001) |
| <i>Report</i> | -0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) |
| <i>Agent</i> | 0.0001 (0.0005) | -0.0001 (0.0006) | -0.0072 ** (0.0034) |
| <i>Constant</i> | 0.0128 * (0.0073) | 0.0172 ** (0.0068) | 0.1030 *** (0.0390) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 56102 | 56102 | 56102 |
| 调整 R ² | 0.1869 | 0.2224 | 0.5869 |

表8 股权质押率的异质性检验

| 变量 | (1) <i>Deviation</i> | (2) <i>Optimism</i> | (3) <i>Divergence</i> |
|--------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| <i>Ratio</i> | 0.0014 ** (0.0005) | 0.0017 *** (0.0006) | 0.0555 *** (0.0053) |
| <i>Size</i> | 0.0019 *** (0.0002) | 0.0009 *** (0.0002) | 0.0118 *** (0.0021) |
| <i>Leverage</i> | 0.0131 *** (0.0014) | 0.0144 *** (0.0015) | 0.1140 *** (0.0130) |
| <i>Concentrate</i> | 0.0020 * (0.0011) | 0.0034 *** (0.0012) | 0.1129 *** (0.0103) |
| <i>Institution</i> | -0.0068 *** (0.0009) | -0.0070 *** (0.0009) | -0.0079 (0.0083) |
| <i>Soe</i> | 0.0029 *** (0.0007) | 0.0026 *** (0.0007) | -0.0283 *** (0.0064) |
| <i>Growth</i> | -0.0024 *** (0.0005) | -0.0020 *** (0.0005) | 0.0315 *** (0.0041) |
| <i>Detagrowth</i> | -0.1859 *** (0.0089) | -0.1916 *** (0.0061) | -0.3616 *** (0.0536) |
| <i>Gender</i> | -0.0010 ** (0.0004) | -0.0005 (0.0005) | -0.0061 (0.0040) |
| <i>Degree</i> | 0.0006 (0.0004) | 0.0007 (0.0005) | 0.0012 (0.0039) |
| <i>Work</i> | 0.0012 * (0.0007) | 0.0007 (0.0008) | 0.0096 (0.0067) |
| <i>Analyst</i> | 0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0002) |
| <i>Report</i> | 0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000 (0.0000) |
| <i>Agent</i> | 0.0013 (0.0009) | 0.0014 (0.0011) | -0.0010 (0.0093) |
| <i>Constant</i> | 0.0036 (0.0079) | 0.0009 (0.0082) | 0.0663 (0.0712) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 56102 | 56102 | 56102 |
| 调整 R ² | 0.1876 | 0.2073 | 0.0847 |

(三) 股权质押到期日

股权质押到期日的远近也是影响分析结果的重要因素,股权质押到期日的期限越长,质押股东面临的市场风险越大,越有可能为了向上的市值管理而影响分析师的盈利预测结果。因此,我们猜测:股权质押到期日越远,股权质押对分析师盈利预测质量的负向影响越显著。基于这一猜测,本文按照股权质押到期日是否低于3个月进行分组检验,到期日低于三个月记为到期日近组,反之为到期日远组。表9中结果显示,在到期日远组,*Pledge*对分析师盈利预测质量指标的估计系数均在1%水平上显著为正;在到期日近组,*Pledge*对*Deviation*、*Optimism*的估计系数显著为负,这可能是因为随着到期日的临近,控股股东面临的平仓风险即将解除,进而向市场传递了利好的信号,分析师也修正了盈利预测,与市场预期一致。但在到期日近组,*Pledge*对*Divergence*的估计系数在1%水平上显著为正,*Chow*检验后发现列(3)的估计系数显著大于列(6)。上述结果说明股权质押对分析师盈利预测的负向作用随着到期日的临近而逐渐弱化。

表9 股权质押到期日远近的分组检验

| 变量 | 到期日远 | | | 到期日近 | | |
|--------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| | (1) <i>Deviation</i> | (2) <i>Optimism</i> | (3) <i>Divergence</i> | (4) <i>Deviation</i> | (5) <i>Optimism</i> | (6) <i>Divergence</i> |
| <i>Pledge</i> | 0.0008 *** (0.0002) | 0.0014 *** (0.0002) | 0.3150 *** (0.0314) | -0.0032 *** (0.0011) | -0.0030 ** (0.0012) | 0.2877 *** (0.0091) |
| <i>Size</i> | 0.0005 *** (0.0001) | -0.0002 *** (0.0001) | 0.0255 ** (0.0128) | 0.0016 ** (0.0007) | 0.0008 (0.0008) | 0.0077 (0.0064) |
| <i>Leverage</i> | 0.0177 *** (0.0007) | 0.0159 *** (0.0007) | -0.0460 (0.0650) | 0.0146 *** (0.0037) | 0.0124 *** (0.0039) | 0.1785 *** (0.0314) |
| <i>Concentrate</i> | 0.0041 *** (0.0005) | 0.0046 *** (0.0005) | 0.0120 (0.0610) | -0.0054 * (0.0030) | -0.0037 (0.0031) | 0.0024 (0.0232) |
| <i>Institution</i> | -0.0072 *** (0.0004) | -0.0048 *** (0.0005) | 0.0718 (0.0453) | -0.0041 * (0.0023) | -0.0018 (0.0024) | -0.0019 (0.0187) |
| <i>Soe</i> | -0.0007 *** (0.0002) | -0.0017 *** (0.0002) | 0.0939 (0.0787) | 0.0037 (0.0025) | 0.0012 (0.0025) | -0.0441 *** (0.0137) |
| <i>Growth</i> | -0.0029 *** (0.0003) | -0.0049 *** (0.0003) | 0.0351 (0.0272) | 0.0047 *** (0.0012) | 0.0056 *** (0.0013) | 0.0589 *** (0.0080) |
| <i>Detagrowth</i> | -0.1421 *** (0.0029) | -0.1879 *** (0.0030) | -0.3347 (0.4444) | -0.2161 *** (0.0178) | -0.2521 *** (0.0184) | -1.0138 *** (0.1245) |
| <i>Gender</i> | -0.0010 *** (0.0002) | -0.0005 ** (0.0002) | -0.0199 ** (0.0096) | -0.0008 (0.0011) | -0.0002 (0.0012) | -0.0137 *** (0.0052) |
| <i>Degree</i> | 0.0005 *** (0.0002) | 0.0011 *** (0.0002) | 0.0075 (0.0088) | 0.0038 *** (0.0011) | 0.0043 *** (0.0012) | -0.0015 (0.0055) |
| <i>Work</i> | 0.0014 *** (0.0004) | -0.0004 (0.0004) | 0.0230 (0.0146) | -0.0037 ** (0.0018) | -0.0033 * (0.0019) | -0.0004 (0.0087) |
| <i>Analyst</i> | 0.0000 *** (0.0000) | 0.0000 (0.0000) | 0.0014 ** (0.0006) | -0.0000 (0.0001) | -0.0001 (0.0001) | 0.0000 (0.0002) |
| <i>Report</i> | -0.0000 *** (0.0000) | -0.0000 ** (0.0000) | 0.0000 * (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | -0.0000 * (0.0000) | 0.0000 (0.0000) |
| <i>Agent</i> | 0.0011 ** (0.0005) | 0.0013 ** (0.0005) | 0.2765 ** (0.1071) | 0.0018 (0.0024) | 0.0008 (0.0025) | -0.0072 (0.0088) |
| <i>Constant</i> | 0.0216 *** (0.0069) | 0.0193 *** (0.0072) | -0.1446 (0.2241) | 0.0516 *** (0.0167) | 0.0539 *** (0.0173) | -0.0430 (0.0796) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 4632 | 4632 | 4632 | 32104 | 32104 | 32104 |
| 调整 R ² | 0.1975 | 0.2176 | 0.5791 | 0.3354 | 0.3340 | 0.3919 |
| Chow Test | | | (3) - (6) | | | |
| F | | | | 16.16 *** | | |

(四) 互动形式

投资者关系披露的互动形式包括特定对象调研、媒体采访、业绩说明会、新闻发布会、路演活动、分析师会议、现场参观、电话会议等,其中既有上市公司主动发出的会议邀请,也有证券分析师主动约好的调研活动。互动形式中上市公司主动和分析师主动可能会对结果产生不同影响,若上市公司主动召开投资者关系会议,则意

意味着想要传达某些信息的意图更强烈,而分析师主动路演、调研则意味着想要获取信息的意图更强烈。控股股东股权质押后,为了避免股价的下跌,其具有强烈的动机主动采取措施影响分析师盈利预测,此时与分析师主动互动可能会成为控股股东实现市值管理的重要途径。

根据我国证券分析师的行业惯例,对象调研和路演活动往往是分析师主动发起的调研,因此我们将投资者关系记录表中的对象调研和路演活动归为分析师主动互动组,剩余活动归为上市公司主动互动组,进一步考察不同互动形式如何影响股权质押对分析师盈利预测质量的作用结果。分组回归结果如表 10 所示,在上市公司主动组中,*Pledge* 的估计系数均在 1% 水平上显著为正;在分析师主动组中,*Pledge* 对 *Deviation*、*Optimism* 的估计系数为负,对 *Divergence* 的估计系数在 1% 水平上显著为正,Chow 检验发现列(3)的估计系数显著大于列(6)。以上结果表明股权质押对分析师盈利预测的影响在上市公司主动发起的互动中更为显著。

(五)机构投资者持股

从券商收入和分析师个人薪酬的角度来看,机构投资者对分析师的预测具有重要影响^[44]。大部分卖方分析师的声誉资本和职业前景是由机构投资者通过佣金分仓和“明星分析师”投票决定的^[14],因此分析师有较强的动机维护机构投资者所持有的重仓股,而股权质押的平仓机制在股价下跌时期发挥着加速器的作用,助推股价跳崖式下跌,这将给重仓的基金公司带来巨大损失,那么维持股价稳定上行或避免股价下跌似乎成了分析师责无旁贷的责任。因此,我们猜测被基金公司重仓的上市公司进行股权质押将对分析师盈利预测产生显著影响。本文将上

表 10 互动形式的检验

| 变量 | 上市公司主动 | | | 分析师主动 | | |
|--------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| | (1) <i>Deviation</i> | (2) <i>Optimism</i> | (3) <i>Divergence</i> | (4) <i>Deviation</i> | (5) <i>Optimism</i> | (6) <i>Divergence</i> |
| <i>Pledge</i> | 0.0006 ** (0.0003) | 0.0010 *** (0.0003) | 0.3020 *** (0.0027) | -0.0015 *** (0.0003) | -0.0000 (0.0003) | 0.2733 *** (0.0036) |
| <i>Size</i> | 0.0021 *** (0.0002) | 0.0016 *** (0.0002) | 0.0126 *** (0.0014) | 0.0001 (0.0001) | -0.0004 *** (0.0001) | 0.0082 *** (0.0015) |
| <i>Leverage</i> | 0.0136 *** (0.0011) | 0.0116 *** (0.0011) | 0.1667 *** (0.0096) | 0.0138 *** (0.0010) | 0.0185 *** (0.0012) | 0.2872 *** (0.0130) |
| <i>Concentrate</i> | 0.0050 *** (0.0008) | 0.0049 *** (0.0008) | -0.0125 * (0.0070) | -0.0017 ** (0.0008) | -0.0008 (0.0009) | 0.0340 *** (0.0105) |
| <i>Institution</i> | -0.0093 *** (0.0007) | -0.0080 *** (0.0007) | -0.0043 (0.0060) | -0.0034 *** (0.0007) | 0.0022 *** (0.0008) | 0.0570 *** (0.0086) |
| <i>Soe</i> | -0.0005 (0.0004) | -0.0013 *** (0.0004) | -0.0276 *** (0.0035) | -0.0052 *** (0.0004) | -0.0083 *** (0.0004) | -0.0679 *** (0.0045) |
| <i>Growth</i> | -0.0023 *** (0.0004) | -0.0029 *** (0.0004) | 0.0490 *** (0.0035) | -0.0048 *** (0.0004) | -0.0144 *** (0.0005) | 0.0871 *** (0.0054) |
| <i>Detagrowth</i> | -0.1464 *** (0.0046) | -0.1859 *** (0.0047) | -1.1177 *** (0.0402) | -0.0633 *** (0.0045) | -0.0716 *** (0.0051) | -0.7063 *** (0.0579) |
| <i>Gender</i> | 0.0003 (0.0003) | 0.0005 (0.0004) | -0.0050 * (0.0030) | -0.0020 *** (0.0003) | -0.0001 (0.0003) | -0.0438 *** (0.0035) |
| <i>Degree</i> | 0.0007 ** (0.0003) | 0.0007 * (0.0003) | 0.0013 (0.0029) | 0.0051 *** (0.0003) | 0.0083 *** (0.0003) | -0.0136 *** (0.0039) |
| <i>Work</i> | -0.0000 (0.0006) | 0.0000 (0.0006) | 0.0007 (0.0051) | 0.0024 *** (0.0005) | -0.0051 *** (0.0006) | -0.0164 ** (0.0064) |
| <i>Analyst</i> | 0.0000 ** (0.0000) | 0.0000 *** (0.0000) | -0.0001 (0.0001) | -0.0000 *** (0.0000) | -0.0002 *** (0.0000) | -0.0001 (0.0002) |
| <i>Report</i> | -0.0000 (0.0000) | -0.0000 (0.0000) | 0.0000 ** (0.0000) | -0.0000 *** (0.0000) | -0.0000 *** (0.0000) | 0.0000 *** (0.0000) |
| <i>Agent</i> | 0.0009 (0.0008) | 0.0010 (0.0008) | 0.0022 (0.0069) | 0.0039 *** (0.0007) | 0.0048 *** (0.0008) | 0.0901 *** (0.0085) |
| <i>Constant</i> | -0.0003 (0.0017) | 0.0026 (0.0018) | 0.0031 (0.0149) | 0.0159 *** (0.0014) | 0.0192 *** (0.0016) | 0.0100 (0.0181) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测数量 | 9054 | 9054 | 9054 | 5266 | 5266 | 5266 |
| 调整 R ² | 0.1877 | 0.2015 | 0.4486 | 0.2346 | 0.2783 | 0.5045 |
| Chow × Test | | | (3) - (6) | | | |
| F | | | 38.12 *** | | | |

市公司是否为基金重仓股记为 $Fund$,若为基金重仓股, $Fund$ 取值为 1,否则为 0。我们主要关注变量 $Pledge \times Fund$ 的显著性,表 11 中结果显示, $Pledge \times Fund$ 的估计系数至少在 10% 水平上显著为正,这说明被基金重仓强化了控股股东股权质押对分析师盈利预测质量的负向效应。

六、稳健性检验

作为市场的信息挖掘者和传递者,证券分析师的盈利预测及评级可能会引起较大的市场反应。刘昶和修世宇研究发现,证券分析师的投资建议大多为“买入”或“中性”建议,“卖出”建议很少,而“买入”或“卖出”建议分别会引起股价的永久性上涨和下跌^[45]。稳定或上扬的股价有利于上市公司(股东)获取更多的质押资金和避免所有权转移,那么分析师推荐的上市公司更有可能进行股权质押^[46]。由此可见,股权质押与分析师盈利预测之间存在双向因果关系,为了缓解内生性问题对结论的影响,本文使用 PSM 配对检验、固定效应等方法进行识别。结果未列示,备索。

(一)PSM 配对检验

参考姜军等的研究方法,本文使用 PSM 法排除由系统性差异导致的内生性问题^[6]。基于表 1 中列示的主要控制变量,我们对 13395 个股权质押样本一一匹配最为相似的非质押样本,利用 PSM 配对后的样本对模型(1)重新进行检验, $Pledge$ 的估计系数均在 1% 水平上显著为正,研究结论与表 3 一致。

(二)固定效应检验

采用固定效应模型可以缓解遗漏变量导致的内生性问题,参考李常青和幸伟的研究^[47],本文控制了公司层面的固定效应,重新对模型(1)进行实证检验, $Pledge$ 的回归系数至少在 5% 水平上显著,与表 3 的结果一致。

(三)其他方法

本文的股权质押样本包括场外质押和场内质押(股权质押式回购),与场外质押相比,场内质押是证券公司直接参与的标准化业务。近年来,随着股权质押规模的不断扩大,其已经成为证券公司一项重要的收入来源。券商作为控股股东股权质押的质权人会带来利益冲突,可能在一定程度上有损于其所隶属分析师的独立性,使其发布更加乐观的盈利预测报告^[24]。受到来自上市公司和证券公司的双重压力,分析师有更大的动机发布有偏的、乐观的盈利预测报告。基于此,本文剔除了场外质押样本,采用股权质押式回购样本进行稳健性检验,记为 $Repledge$ 。 $Repledge$ 的估计系数均在 1% 水平上显著,且其绝对值均大于表 3 中 $Pledge$ 的回归系数绝对值。

七、研究结论与启示

本文基于上市公司与分析师互动的证据,从互动的频率和互动分析师声誉两个维度出发,探索了控股股东股权质押影响分析师盈利预测质量的路径。研究发现,控股股东股权质押降低了分析师盈利预测准确度,提高了盈利预测的乐观度和盈利预测分歧度,而上市公司与分析师的互动频率以及互动分析师声誉分别发挥了路径作用;质押股东持股比例高、质押率高、股权质押到期日

表 11 机构投资者持股的检验

| 变量 | (1) <i>Deviation</i> | (2) <i>Optimism</i> | (3) <i>Divergence</i> |
|----------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| $Pledge \times Fund$ | 0.0053 *** (0.0005) | 0.0054 *** (0.0005) | 0.0064 * (0.0038) |
| $Pledge$ | 0.0012 *** (0.0003) | 0.0008 ** (0.0003) | 0.3421 *** (0.0034) |
| $Fund$ | -0.0001 (0.0002) | 0.0006 *** (0.0002) | 0.0031 ** (0.0015) |
| $Size$ | 0.0005 *** (0.0001) | -0.0000 (0.0001) | -0.0043 ** (0.0021) |
| $Leverage$ | 0.0088 *** (0.0009) | 0.0065 *** (0.0010) | 0.1165 *** (0.0125) |
| $Concentrate$ | 0.0025 *** (0.0008) | 0.0021 *** (0.0008) | -0.0267 *** (0.0092) |
| $Institution$ | -0.0045 *** (0.0006) | -0.0022 *** (0.0006) | 0.0134 (0.0086) |
| Soe | -0.0006 * (0.0003) | -0.0010 *** (0.0004) | -0.0218 *** (0.0056) |
| $Growth$ | -0.0010 *** (0.0003) | -0.0017 *** (0.0004) | 0.0278 *** (0.0036) |
| $Detagrowth$ | -0.0666 *** (0.0048) | -0.1143 *** (0.0056) | -0.4788 *** (0.0480) |
| $Gender$ | -0.0005 *** (0.0001) | -0.0005 *** (0.0002) | -0.0033 *** (0.0013) |
| $Degree$ | 0.0004 *** (0.0001) | 0.0006 *** (0.0002) | 0.0004 (0.0011) |
| $Work$ | 0.0003 (0.0002) | 0.0016 *** (0.0003) | 0.0049 ** (0.0021) |
| $Analyst$ | 0.0000 ** (0.0000) | 0.0000 *** (0.0000) | -0.0000 (0.0000) |
| $Report$ | 0.0000 (0.0000) | -0.0000 *** (0.0000) | -0.0000 (0.0000) |
| $Agent$ | 0.0008 * (0.0004) | 0.0008 * (0.0005) | -0.0056 (0.0036) |
| $Constant$ | 0.0038 (0.0055) | -0.0019 (0.0030) | 0.1212 *** (0.0251) |
| 行业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 56102 | 56102 | 56102 |
| 调整 R^2 | 0.1623 | 0.1345 | 0.7029 |

近、上市公司主动性强、基金公司重仓持股将进一步加剧股权质押对分析师盈利预测独立性的影响。

基于以上结论,本文的研究启示如下:第一,分析师与上市公司的互动有利于其挖掘信息,提高市场效率,但反过来也可能成为分析师与上市公司进行利益结盟、操纵股价的通道,因此有必要适当规范上市公司与分析师之间互动的形式、频率和内容,防止上市公司、分析师和机构投资者之间利用正当的渠道进行合谋,损害广大中小投资者的利益。第二,分析师声誉机制也是股权质押影响分析师盈利预测的重要渠道。声誉的建立应当具有客观性和公正性,不应受到其他利益冲突的干扰,并且能起到正确引导投资者理性决策的作用。因此,监管部门应规范《新财富》《水晶球》等明星分析师的评选秩序,防止基于拉关系、送礼等评选结果而建立声誉机制,因为这样的声誉传导往往会破坏市场效率。第三,过高的股权质押率会影响分析师盈利预测独立性,破坏市场价格的形成,因此监管部门应同时设置股东个体和上市公司总体的股权质押率上限,这样在满足融资需求的同时,也能弱化影响分析师盈利预测质量的动机。

当然,本文仍存在不足之处:针对分析师声誉机制的影响,本文提出了分析师声誉过剩的可能解释,但囿于分析师数据的可得性,无法精确地计量分析师声誉与能力之间的适合性,因此无法进行实证验证。虽然学术界已有大量研究关注分析师问题,但是对于分析师收集信息到报告形成以及分析师如何成为明星分析师这个过程并未进行深入探讨,这对理解分析师独立性问题至关重要,也是未来需要进一步深入挖掘的问题。

参考文献:

- [1]李常青,幸伟.控股股东股权质押与上市公司信息披露[J].统计研究,2017(12):75-86.
- [2]谢德仁,廖珂,郑登津.控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J].会计研究,2017(3):30-38.
- [3]廖珂,崔宸瑜,谢德仁.控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J].金融研究,2018(4):176-193.
- [4]李常青,李宇坤,李茂良.控股股东股权质押与企业创新投入[J].金融研究,2018(7):143-157.
- [5]王雄元,欧阳才越,史震阳.股权质押、控制权转移风险与税收规避[J].经济研究,2018(1):140-154.
- [6]姜军,江轩宇,伊志宏.企业创新效率研究——来自股权质押的影响[J].金融研究,2020(2):128-146.
- [7]谢德仁,何贵华,廖珂.券商的股权质押业务与其分析师荐股评级的乐观偏差[J].会计研究,2019(8):18-24.
- [8]唐松莲.声誉提升抑或利益结盟:关联证券分析师实地调研动因研究[J].管理世界,2017(9):178-179.
- [9]杨青,吉赞,王亚男.高铁能提升分析师盈余预测的准确度吗?——来自上市公司的证据[J].金融研究,2019(3):172-192.
- [10]张雪兰,何德旭.证券分析师利益冲突影响投资者利益吗——一个经验研究评述(1995—2007)[J].金融研究,2008(7):174-187.
- [11]吴超鹏,郑方镛,杨世杰.证券分析师的盈余预测和股票评级是否具有独立性?[J].经济学(季刊),2013(2):935-958.
- [12]Mehran H,Stulz R M. The economics of conflicts of interest in financial institutions[J]. Social Science Electronic Publishing,2007,85(2):267-296.
- [13]潘越,戴亦一,刘思超.我国承销商利用分析师报告托市了吗?[J].经济研究,2011(3):131-144.
- [14]Gu Z, Li Z, Yang Y G. Monitors or Predators: The influence of institutional investors on sell-side analysts [J]. Accounting Review, 2013, 88(1):137-169.
- [15]Lang M H,Lundholm R J. Corporate disclosure policy and analyst behavior[J]. Accounting Review,1996,71(4):467-492.
- [16]庄贵军,周南,苏晨汀,等.社会资本与关系导向对于营销渠道中企业之间沟通方式与策略的影响[J].系统工程理论与实践,2008(3):1-15.
- [17]Yau O,Mcfetridge P R,Chow R,et al. Is relationship marketing for everyone? [J]. European Journal of Marketing,2000,34(9-10):1111-1127.
- [18]Leo Y,Sin M,Alan C B,et al. Market orientation, relationship marketing orientation, and business performance: The moderating effect of economic ideology and industry type[J]. Journal of International Marketing, 2005, 13(1):36-37.
- [19]Das S, Levine C B, Sivaramakrishnan S. Earning predictability and bias in analysts' earnings forecasts [J]. The Accounting Review, 1998, 73(2):277-294.
- [20]Lim T. Rationality and analysts' forecast bias[J]. Journal of Finance,2001,56(1):369-386.
- [21]Francis J,Philbrick D. Analysts' decisions as products of a multi task environment[J]. Journal of Accounting Research,1993,31(2):216-230.
- [22]Francis J,Philbrick D,Schipper K. Shareholder litigation and corporate disclosures[J]. Journal of Accounting Research,1994,32(2):137-164.
- [23]吕长江,肖成民. 民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究[J]. 管理世界,2006(10):128-138.
- [24]谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 管理世界,2016(5):128-140.
- [25]Brown L D,Hagerman R L,Griffin P A, et al. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings[J]. Journal of Accounting & Economics, 1987, 9(1):0-87.
- [26]胡军,王甄. 微博、特质性信息披露与股价同步性[J]. 金融研究,2015(11):194-210.
- [27]方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. 金融研究,2007(6):136-148.
- [28]谭松涛,崔小勇. 上市公司调研能否提高分析师预测精度[J]. 世界经济,2015(4):128-147.
- [29]吴俣立,张峥,乔坤元. 信息质量、市场评价与激励有效性——基于《新财富》最佳分析师评选的证据[J]. 经济学(季刊),2018(2):723-744.

- [30] Behn B K, Choi J H, Kang T. Audit quality and properties of analyst earnings forecasts[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(2):327-349.
- [31] Barron O E, Stanford M H, Yu Y. Further evidence on the relation between analysts' forecast dispersion and stock returns[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2009, 26(2):329-357.
- [32] 高明华, 蔡卫星, 曾诚. 股权结构与信息披露质量:来自证券分析师盈余预测特征的证据[J]. *产业经济评论*, 2010(3):54-70.
- [33] 伍燕然, 江婕, 谢楠, 等. 公司治理、信息披露、投资者情绪与分析师盈利预测偏差[J]. *世界经济*, 2016(2):100-119.
- [34] 伊志宏, 李颖, 江轩宇. 女性分析师关注与股价同步性[J]. *金融研究*, 2015(11):175-189.
- [35] 吴俁立, 张峥, 彭伊立. 分析师特征, 市场状态与股价信息含量[J]. *经济与管理评论*, 2015(4):135-135.
- [36] Ljungqvist A, Malloy C, Marston F. Rewriting history[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(4):1935-1960.
- [37] Mola S, Guidolin M. Affiliated mutual funds and analyst optimism[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(1):108-137.
- [38] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. *经济研究*, 2012(7):128-141.
- [39] 王宇熹, 洪剑峭, 肖峻. 顶级券商的明星分析师荐股评级更有价值么?——基于券商声誉、分析师声誉的实证研究[J]. *管理工程学报*, 2012(3):197-206.
- [40] 张宗新, 杨万成. 声誉模式抑或信息模式:中国证券分析师如何影响市场? [J]. *经济研究*, 2016(9):104-117.
- [41] Leone A J, Wu J S. What does it take to become a superstar? Evidence from institutional investor rankings of financial Analysts[R]. Working Paper, 2007.
- [42] Holderness C G. A survey of blockholders and corporate control[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2003, 9(4):51-64.
- [43] 徐向艺, 王俊韡. 控制权转移、股权结构与目标公司绩效——来自深、沪上市公司2001—2009的经验数据[J]. *中国工业经济*, 2011(8):89-98.
- [44] 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):133-145.
- [45] 刘昶, 修世宇. 分析师利益与投资建议的信息含量[J]. *统计研究*, 2008(10):103-108.
- [46] Huang Z, Xue Q. Re-examination of the effect of ownership structure on financial reporting: Evidence from share pledges in China[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2016, 9(2):137-152.
- [47] 李常青, 幸伟. 控股股东股权质押影响高管薪酬——业绩敏感性吗? [J]. *经济管理*, 2018(5):157-174.

[责任编辑:王丽爱,杨志辉]

Does Share Pledge Affect Analyst's Earning Forecasts? Evidence from Interactive Behavior between Listed Companies and Analysts

YE Yingying^{1a}, YANG Qing^{1b}, HU Yang²

(1a. Institute of Sixth Industry, 1b. School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China; 2. School of Economics, Beijing University, Beijing 100871, China)

Abstract: Based on the evidence from interaction between listed companies and analysts, we explore the path that major shareholders' share pledge affects analysts' earnings forecasts from the two dimensions of the frequency of interaction and analysts' reputation. We found that: (1) the share pledge reduces the accuracy of analysts' earnings forecasts, and improves the optimism of earnings forecasts and the degree of divergence in earnings forecasts; (2) listed companies with share pledge affect their earnings forecasts through interaction with analysts; (3) peeling off the influence of reputation of interactive analysts, the share pledge directly affects analysts' earnings forecasts through the frequency of interaction with analysts; (4) the share pledges directly affect their earnings forecasts through the reputation of interactive analysts. Further research found that the higher the shareholding, the higher the share pledge rate, the closer expiration date, the more active the listed company, and the more holdings of fund companies will further aggravate the impact of share pledge on analyst earnings forecasts.

Key Words: share pledge; analysts' earnings forecast; interactive effect; analysts' reputation; corporate governance; market value management; share-holding of controlling shareholders