

Analyst Following, Ownership Property and Financing Constraints

Gong Yifei

School of Economics and Management, Southwest University, Chongqing, China, 400715

gyfeva79@yahoo.cn

Abstract: Securities analyst is an important component of investor relations management of listed company. In this paper, we discuss the securities analyst's market value from the perspective of information intermediary. We use the panel data of A-share listed company in 2005-2007. We add the variable of analyst following to the Euler equation investment model. The result has showed that analyst following can effectively alleviate the situation of the company's financing constraint, and reduce the phenomenon of under-investment. Simultaneously, we also find securities analysts can not effectively reduce agency costs. That is to say, Securities analysts haven't played a supervisory role. So they can't reduce the phenomenon of over-investment. It is different from the conclusion of the mature capital market. The result of this paper has provided empirical evidence for the manager of listed company actively implementing the investor relations management.

Key words: analyst following; financing constraints; investment-cash flow sensitivity

分析师跟踪、所有权性质与融资约束

宫义飞

西南大学经济管理学院, 重庆, 中国, 400715

Email: gyfeva79@yahoo.cn

摘要: 证券分析师是我国上市公司投资者关系管理的一个重要组成部分, 本文从证券分析师“信息中介”的角度对其市场功能进行研究。主要运用 2005-2007 年沪、深 A 股上市公司为样本, 以尤拉投资方程模型为基础进行检验。结果显示, 我国证券分析师能够有效缓解公司的融资约束困境, 从而减轻其投资不足现象。同时, 我们没有发现证券分析师能有效减弱公司的代理问题, 即我国证券分析师不具有监督功能, 不能有效抑制其过度投资现象。这一点不同于西方的研究结论。本文的研究结果为上市公司管理层积极引导分析师关注从而为有效实施投资者关系管理提供了经验证据。

关键词: 分析师跟踪; 融资约束; 投资现金流敏感性

1 引言

MM 理论认为在完美的资本市场中, 企业的外部资本和内部资本可以完全替代, 但现实世界不完美的资本市场上信息不对称问题的出现导致外部融资成本与内部融资成本之间存在着融资成本差异, 外部融资成本要高于内部融资成本。因此即使投资的新项目净现值为正, 也会由于外部融资成本过高, 被现有股东拒绝, 导致投资不足。由此违背了公司价值最大化和股东财富最大化的目标, 潜在地降低了公司资本配置效率。实际上, 公司的投资不足是与融资约束紧密联系在一起的。如果导致投资不足的融资约束状况得到改善, 那么企业的投资水平对内源融资能力的依赖程度就会降低, 公司的投资

效率也会相应提高。

证券分析师是证券市场上代表有效定价的重要理性力量。西方众多文献证实了分析师能够有效缓解公司的融资约束状况, 从而提高公司的投资效率。

然而由于目前关于证券分析师的研究大部分是基于成熟的资本市场, 缺乏对新兴资本市场中证券分析师市场功能的考察。事实上, 由于证券分析师总是处于特定的市场环境及其相关的制度体系之中, 当前西方的研究成果并不完全适用于我国新兴加转轨的资本市场环境。因而, 西方的研究结论在我国是否适用, 还有待于进一步研究。毕竟, 我国证券分析师行业刚刚起步, 仅有十余年的发展历程, 证券分析师能否通过发布盈余预测和投资评级建议, 缓解公司面临的外部

融资约束？这是一个有待研究的重要问题。

2 理论分析与假设提出

2.1 投资现金流敏感性研究

Fazzari, Hubbard和Petersen (FHP, 1988) 从信息不对称的角度研究了企业资本与内部现金流的相关关系, 经研究发现, 投资现金流敏感性与融资约束成正相关关系^[1]。此后很多学者在此基础上进行了研究。Bond和Meghir(1994)运用了Euler投资模型进行了研究, 发现融资约束与投资现金流敏感性确实存在正相关的关系。

实际上, 理论界对于投资现金流敏感性的研究争论较多。西方许多学者从代理角度对高投资现金流敏感性进行了解释。如Vogt(1994)认为经理人出于自身利益的考虑将内部资金用于过度投资, 导致了更高的投资现金流敏感性。Klaus Gugler(2003)认为高的投资现金流敏感性可用融资约束(导致投资不足)和代理冲突(导致过度投资)两种理论进行解释。本文对投资现金流敏感性的性质判断上, 也采纳了Gugler(2003)利用两种理论进行先验判断的观点。所不同的是, 在我国, 产权性质与融资约束、代理冲突的界定与西方研究成果不一致。

2.2 分析师跟踪与融资约束

在大量的西方文献研究中, 许多学者将分析师跟踪与分析师盈利预测一致性、盈利预测准确性作为改善公司信息环境的代理变量或者改善信息不对称程度的代理变量使用。如Lang, Lins和Miller(2003)指出, 分析师跟踪与分析师盈利预测的准确度作为改善公司信息环境的代理变量正在被广泛的使用。事实上, Bhushan(1989)早已指出, 分析师跟踪人数越多的企业, 其信息不对称程度越低。而Bowen, Chen和Cheng(2004)从公司再融资的角度, 研究发现分析师跟踪人数越多的上市公司其增发配股的抑价程度越低, 即股权融资成本越低, 另外研究分析师跟踪的其他属性发现, 分析师预测一致性越高, 越能够降低股权再融资抑价^[2]。在我国, 朱红军(2007)研究证明, 证券分析师的信息搜寻活动能够提高股票价格的信息含量, 降低股价的同步性, 从而增强价格对资源配置的引导作用, 提高资本市场的运行效率。

2.3 假设提出

Asli Asciglu (2008) 利用相对有效传播、交易价

差和知情交易率作为信息不对称的衡量手段, 证实了高信息不对称度将减少公司投资的平均水平, 并且加剧公司的投资现金流敏感度^[16]。因此, 我们认为, 可通过降低公司的信息不对称程度来减少公司的投资现金流敏感度, 从而提高公司的投资效率。因而, 我们提出如下假设:

假设 1a: 跟踪同一家上市公司的证券分析师人数越多, 其投资现金流敏感性就越低。

假设 1b: 证券分析师盈余预测一致性(准确性)越高, 越有利于降低公司的投资现金流敏感性。

对于高的投资现金流敏感性的解释, 本文采纳了Klaus Gugler(2003)的部分观点。认为高的投资现金流敏感性可用融资约束(导致投资不足)和代理冲突(导致过度投资)两种理论进行解释。在我国, 马君潞(2008)研究证明, 我国上市公司的投资行为受预算软约束条件下的委托代理问题和金融约束因素共同影响。对于存在二元产权结构上市公司体系的转型经济体而言, 除了考虑融资约束的影响之外, 还需考虑企业的预算软约束和较为严重的代理成本问题。因而, 我们将样本公司分为国有控股公司与民营控股公司。而国有控股公司根据政府干预程度进行了进一步划分。

在政府干预程度较为严重的国有控股企业, 代理现象尤为严重。这类企业高的投资现金流敏感性主要是由于委托代理引起的过度投资造成的。对于政府干预程度少的国有控股公司, 相比之下, 其市场化竞争程度较高, 经理人在各方利益主体的多重监督下, 道德风险问题相对较少。同时由于政府的干预较少, 预算软约束现象并不普遍, 企业面临着真实的融资约束(投资不足), 融资成本对于该类国有控股公司的投资决策影响较大。连玉君(2007)建立的动因检验模型之检验结果证明了这一点。高国有股比例(强干预)的公司, 其投资—现金流敏感性主要由代理成本所致; 而低国有股比例(弱干预)的公司, 融资约束是主因^[3]。

因此提出如下假设:

假设2a 政府干预程度少的国有控股公司, 其高的投资现金流敏感性(融资约束引起的)随着分析师跟踪人数的增多而不断的降低。即分析师跟踪能有效缓解此类公司的融资约束困境。

虽然大量的西方文献研究认为, 分析师具有监督作用, 能够降低代理成本, 提高公司的价值。如Chung和Jo(1996)研究认为, 分析师的实际监督减少了现代公司理论下固有的由于所有权和控制权分离而导致的代理成本^[4]。但在我国, 证券分析师行业起步较晚,

其发展远不及西方发达国家，我国的证券分析师是否具有监督作用，能否降低代理成本并不明确。因此提出如下假设：

假设2b 分析师跟踪对于政府干预程度较为严重的国有控股公司的投资现金流敏感性（代理冲突引致的）无影响，即分析师跟踪不具有监督功能，未能有效抑制由委托代理引起的过度投资问题。

目前民营控股上市公司早已解决了资金困难，一方面，好大喜功、做大做强目标促使他们进行过度投资。另一方面，杨兴君等(2003)研究发现，我国民营上市公司普遍采取金字塔式的控股结构控制多家上市公司，造成现金流权与控制权的分离，加大了控股股东侵害少数股东权益的机会和程度。罗琦（2007）以中国上市公司为分析样本，通过检验现金持有量对投资—现金流敏感度的影响。结果显示，融资约束与过度投资导致企业投资支出与内部现金流密切相关。民营上市公司存在过度投资，所持有的现金具有明显的壕沟效应、进一步提高投资—现金流敏感度。

而目前尚未有文献证实我国的证券分析师能够有效抑制公司的代理成本。由上文的理论分析我们提出如下假设：

假设3 分析师跟踪对于民营控股公司的投资现金流敏感性无影响，即分析师跟踪不具有监督功能，未能有效抑制由委托代理引起的过度投资问题。

3 研究设计

3.1 样本选取与数据来源

本文以2005-2007年深、沪A股上市公司为研究对象，使用面板数据进行了实证检验。本文除了分析师跟踪人数是来自于WIND金融数据库外，其他数据均来自于深圳市国泰安信息技术有限公司提供的CSMAR中国股票市场数据库。通过剔除无效样本，本文共得到“公司-年度”观测819个，代表着273家公司。

3.2 模型设计

本文选择尤拉方程投资模型作为基础模型，采用Goergen 和 Renneboog(2001)的做法，在欧拉方程中用更稳定的 I/S 替代 I/K，在其基础上，加入分析师跟踪及其与内部现金流的交叉项，建立回归模型，重点关注交叉项，以考察分析师跟踪能否缓解公司所面临的外部融资约束。在本文中，分析师跟踪既包括分析师跟踪的数量，也包括分析师跟踪的质量。本文用分析师预测分散度 $DISP_{t-1}$ 和分析师预测偏差 $Ferror_{t-1}$ 作为

分析师跟踪质量的衡量手段。

本文主要研究模型设计如下：

$$\left(\frac{I}{S}\right)_{it} = \alpha_i + \alpha_1 \left(\frac{I}{S}\right)_{i,t-1} + \alpha_2 \left(\frac{I}{S}\right)_{i,t-1}^2 + \alpha_3 \left(\frac{CF}{S}\right)_{i,t-1} + \alpha_4 nbranch_{i,t-1} + \alpha_5 nbranch_{i,t-1} * \left(\frac{CF}{S}\right)_{i,t-1} + \alpha_6 \left(\frac{D}{S}\right)_{i,t-1} + \alpha_7 \varepsilon_{it}$$

Table1. Descriptive Statistics

表1. 描述性统计

变量	计算公式
$(I/S)_t$	是考虑公司规模的资本性支出，等于当年现金流量表中“企业购买固定资产、无形资产及其他资产的现金支出”/当年度主营业务收入
$(CF/S)_{t-1}$	是考虑公司规模的内部现金流量，等于上年现金流量表中“经营活动的现金净流量”/上年度主营业务收入
$Nbranch_{t-1}$	是上年跟踪同一上市公司的证券分析师的人数
$DISP_{t-1}$	代表上年分析师盈余预测分散度。其值越小，预测一致性越高。其计算公式为盈余预测的标准差除以均值的绝对值
$Ferror_{t-1}$	代表上年分析师盈余预测误差，误差越小，盈余预测的精确度越高。计算公式= 预测的每股收益-实际的每股收益 /实际的每股收益
$(D/S)_{t-1}$	是考虑公司规模的负债总额，等于上一年度资产负债表中的负债总额/上年度主营业务收入

4 实证检验

4.1 全样本回归

由于本文采用的是面板数据，经 Hausman 检验结果确定应采用固定效应模型。

Table2. Full Sample Regression

表2. 全样本回归

变量	Fixed Effect Model		
	模型 1	模型 2	模型 3
intercept	0.211*** (5.28)	0.201*** (5.77)	0.078*** (4.68)
$(I/S)_{t-1}$	0.262*** (4.43)	0.283*** (3.85)	0.224*** (3.92)
$(I/S)_{t-1}^2$	-0.008*** (-6.37)	-0.007*** (-4.62)	-0.004 (-0.14)
$(CF/S)_{t-1}$	0.126*** (5.59)	0.100*** (2.89)	0.214*** (3.79)
$Nbranch_{t-1}$	-0.003** (-2.03)		
$Nbranch_{t-1} * (CF/S)_{t-1}$	-0.004*** (-6.43)		
$DISP_{t-1}$		-0.031** (-2.28)	
$DISP_{t-1} * (CF/S)_{t-1}$		0.219** (2.31)	
$Ferror_{t-1}$			0.048 (0.94)

Ferror _{t-1} * (CF/S) _{t-1}			0.004 (0.02)
(D/S) _{t-1}	-0.087*** (-2.66)	-0.092*** (-2.65)	-0.031*** (-2.65)
R ²	0.3379	0.3039	0.3512
F 检验	显著	显著	显著
n	273/819	273/819	273/819

注：①本文采用的是 Stata 10.0 进行回归的，括号内的数字表示 t 值。***、**、* 分别表示 0.01、0.05、0.1 的显著性水平。② (I/S)_t 的异常值进行了 winsorize 处理，即对所有小于 1% 分位数 (大于 99% 分位数) 的数值，令其值等于 1% 分位数 (99% 分位数)。③ 为了尽可能消除内生性问题引起的结果不稳定，本文选取了滞后一期的分析师跟踪变量。

由表 2 回归结果显示，三个模型的投资现金流敏感系数均在 1% 水平下显著为正。除此之外，模型一中，分析师跟踪人数与现金流交叉变量的系数在 5% 的水平下显著为负，说明跟踪同一家上市公司的分析师人数越多，公司投资对内部现金流的依赖越少。因而假设 1a 得到验证。在模型二中，分析师预测分散度与现金流交叉变量的系数成正相关关系，即分析师预测一致性越高，其发布的盈余信息对市场的影响较大，通过吸引大批的潜在投资者，使得公司顺利进行外部融资。从而减少了公司投资支出对内部现金流的依赖，提高了公司投资效率，在本文的模型中，表现为投资现金流敏感性的减少。而在模型三中，分析师预测误差与现金流交叉变量的系数影响并不显著。

4.2 终极控制权性质分组回归

按照上市公司最终控制人的不同类别，将样本区分为国有控股与民营控股两大类，在国有控股公司中按照政府干预程度又进一步进行了划分。干预程度高低的划分是依据樊纲、王小鲁和朱恒鹏 (2005、2006) 《中国市场化指数》的研究报告。

Table 3. Fixed Effects Regression By the Ultimate Control

表 3 按终极控制权性质分组的固定效应回归

变量	国有控股			民营控股
	弱干预	强干预	全部样本	
intercept	0.145*** (5.64)	0.118** (2.33)	0.139*** (6.35)	0.184*** (4.39)
(I/S) _{t-1}	0.178*** (2.85)	0.573*** (4.10)	0.229*** (3.74)	0.490** (2.63)
(I/S) _{t-1} ²	-0.006*** (-5.32)	-0.361 (-0.67)	-0.007*** (-5.82)	-0.622* (-1.69)

(CF/S) _{t-1}	0.140** (4.27)	0.224* (1.77)	0.134** (4.91)	0.053** (2.01)
nbranf _{t-1} * (CF/S) _{t-1}	-0.004** (-4.60)	-0.007 (-1.03)	-0.004** (-5.37)	-0.003 (-1.38)
nbranf _{t-1}	-0.003* (-1.69)	-0.002 (-0.56)	-0.003** (-2.04)	-0.011 (-0.40)
(D/S) _{t-1}	-0.005** (-2.07)	-0.060* (-1.93)	-0.005* (-1.91)	-0.096* (-1.82)
R ²	0.6658	0.6446	0.6454	0.0953
F 检验	显著	显著	显著	显著
n	168/504	46/138	214/642	59/177

检验结果显示，政府干预程度弱的国有控股公司组，分析师跟踪与内部现金流显著为负的交叉变量系数说明，在政府干预程度较轻的国有控股公司里，其投资现金流敏感性随着分析师跟踪人数的增多而不断的降低。即证券分析师能缓解公司的融资约束 (投资不足) 困境。因此本文的假设 2a 得到了验证。

政府干预程度强的国有控股公司组，分析师跟踪与内部现金流的交叉变量系数为 -0.007 (t=-1.03) 并不显著。说明我国的证券分析师未能发挥显著的监督作用，因此本文的假设 2b 得到了验证。

民营控股公司组分析师跟踪与内部现金流的交叉项系数虽然为负 (-0.003)，却并不显著 (t=-1.38)，再次验证了我国证券分析师未能有效监督所跟踪公司的代理冲突 (过度投资) 问题。假设 3 得到验证。

5 研究结论

证券分析师是资本市场的一个重要参与者，本文从证券分析师的“信息中介”角色对其市场功能进行研究。通过研究发现，证券分析师能有效缓解公司的融资约束状况。同时根据现有的研究样本，我们未能得出我国的证券分析师能有效的抑制企业的过度投资行为。即其不具有监督功能，这一点与西方的研究结论不同。

本文的主要研究结论对上市公司管理层积极开展投资者关系管理提供了经验证据。公司高管通过合理引导证券分析师的跟踪，可吸引大批潜在的投资者，通过降低公司的股权融资成本最终为公司获得持续融资能力提供了重要保障。

References (参考文献)

[1] Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. and Petersen, B. C. Financing constraints and corporate investment[J], *Brooking Papers on Economic Activity* 1988,141-195.
 [2] Bowen, Robert, Chen Xia and Cheng Qiang, Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from

- underpricing of seasoned equity offerings [J], *Journal of Finance*, 2004(12):123-129.
- [3] Lian Yujun , Su Zhi. Financial Constraints, Uncertainty and Firms' Investment Efficiency[J],*Management Review*, 2009(21): 19-25.
连玉君, 苏治.融资约束、不确定性与上市公司投资效率[J],
管理评论, 2009(21): 19-25.
- [4] Chung,K.H.and H.Jo The impact of security analysts' monitoring and marketing functions on the Market value of firms[J], *Journal of Financial and quantitative analysis*, 1996(31):493-512.