

证券分析师实地调研的 同行溢出效应研究

谢诗蕾¹ 宋尧清¹ 肖彪²

(1. 浙江工商大学财务与会计学院 浙江杭州 310018;

2. 厦门大学管理学院 福建厦门 361005)

摘要: 分析师是资本市场有效运行必不可少的参与者,以实地调研这一分析师常用的私有信息搜集手段为研究对象,可检验分析师在实地调研过程中获取的信息是否有助于降低其与同行企业之间的信息不对称程度、产生信息溢出效应。基于2012—2016年接受分析师实地调研的深圳A股上市公司数据,实证检验的结果显示,实地调研有助于提高分析师对被调研对象的其他同行企业的盈余预测准确度,说明分析师实地调研具有信息溢出效应;而当同行企业公开披露的信息质量较高时,分析师实地调研的信息溢出效应将会减弱,说明在影响分析师盈余预测准确度上,市场公开信息与分析师私有信息之间存在互替效应。进一步研究发现,对于管制行业,由于行业层面因素对企业的影响权重相对更大且行业整体的信息透明度相对更低,分析师实地调研的信息溢出效应更加显著。

关键词: 证券分析师;实地调研;溢出效应;同行企业;公开信息质量

中图分类号: F275.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-6701(2018)06-0033-19

DOI:10.16314/j.cnki.31-2074/f.2018.06.003

一、引言

伴随着中国资本市场的日渐成熟,证券分析师作为资本市场的参与者,受到了来自实务领域和学界的广泛关注。Lang and Lundholm(1996)指出,分析师扮演着“信息媒介”和“信息提供者”两种角色,即分析师的职能包括解读公开信息、挖掘私有信息,并将经专业分析后的信息传递给投资者,提高资本市场的资源配置效率。研究发现,分析师研报对于投资者的决策有用性,取决于分析师在信息搜集和处理方面专业能力的高低(Healy and Palepu, 2001; Asquith et al., 2005)。从分析师的信息来源着手,已有文献检验了市场公开信息质量和私有信息获取对分析师盈余预测的准确度和离散程度以及荐股回报率的影响(Cohen et al., 2010; De Franco et al., 2011; Green

收稿日期: 2018-09-13

基金项目: 浙江省自然科学基金项目(Y19G020013); 国家自然科学基金青年项目(71302032)

作者简介: 谢诗蕾,博士,浙江工商大学财务与会计学院副教授, zjgsxsl@mail.zjgsu.edu.cn; 宋尧清,浙江工商大学财务与会计学院硕士生; 肖彪,厦门大学管理学院会计系博士生。

et al. 2014; 贾琬娇等 2015; Petaibanlue et al. 2015; Cheng et al. 2016)。

分析师的私有信息搜集手段包括实地调研、参加投资者会议和电话会议等,然而这类数据通常是非公开的(Soltes 2014),相关研究的开展面临着数据可获取性的掣肘。在中国证券市场,深圳证券交易所自2009年起要求挂牌的上市公司在年报中披露接受实地调研的相关信息,从而激发了国内外学者对分析师实地调研的大量研究。曹新伟等(2015)指出,实地调研为分析师提供了近距离接触目标企业的机会,增加了分析师搜集信息的渠道,并提高了分析师信息搜集的质量;Brown et al.(2015)也指出,实地调研是分析师的重要信息搜集途径之一。已有文献检验了分析师实地调研的信息含量,指出分析师实地调研有助于提高分析师对被调研企业盈余预测的准确度,降低被调研企业的股价同步性(曹新伟等,2015; Cheng et al., 2016; Han et al., 2018),说明分析师通过实地调研获取的信息相对于市场公开信息而言具有增量价值。然而,以上研究均仅聚焦于实地调研行为对被调研企业自身的信息解读和披露的影响。

分析师在实地调研过程中获取的信息包括被调研企业的特质信息和行业层面信息,本文认为这两种信息可被分析师同时用于对被调研企业所在行业的其他企业的评估。首先,就被调研企业的特质信息而言,基于同行学习理论和竞争对手理论(Betty et al. 2013; Kaustia and Rantala 2015; Arya and Mittendorf 2016),企业会根据同行其他企业的经营决策进行战略模仿或采取相应竞争对策,因而通过了解被调研企业的经营状况,分析师可以更好地对其他同行企业采取的战略决策做出预判。其次,就行业层面信息而言,同一行业内企业的发展通常会受到行业层面共同因素的影响(Baginski and Hinson 2016; Shroff et al. 2017),获取行业信息有助于降低分析师与行业内各企业之间的信息不对称程度。综上,本文认为,分析师实地调研的信息收益不仅限于被调研企业,还有助于分析师对同行其他企业的未来盈余做出更精确的预测,产生信息溢出效应。

本文以2012—2016年接受分析师实地调研的深圳A股上市公司为样本,检验实地调研是否有助于提高分析师对被调研企业的同行其他企业的盈余预测准确度。本文参照Cheng et al.(2016)的做法,采用双重差分模型,针对每一次实地调研事件,度量调研和非调研分析师在实地调研事件前后对同行其他企业盈余预测准确度的变化情况。本文的主要发现如下:首先,调研分析师在实地调研事件前后对同行其他企业盈余预测准确度的相对变化优于非调研分析师,说明实地调研会产生同行溢出效应,有助于提高分析师对被调研企业的其他同行企业的盈余预测准确度。其次,本文分别采用企业是否聘用国际四大会计师事务所进行年报审计和企业的盈余管理水平度量同行其他企业公开披露的信息质量,发现当同行其他企业公开披露的信息质量较高时,分析师实地调研的同行溢出效应将会减弱。最后,本文比较了在管制和非管制行业中,分析师实地调研的同行溢出效应是否存在差异,发现由于行业层面因素对企

业的影响权重相对更大且行业整体的信息透明度相对更低,分析师实地调研的信息溢出效应在管制行业中更显著。

本文的贡献在于:首先,本文基于信息不对称理论、同行学习理论和竞争对手理论,验证了分析师实地调研具有同行溢出效应,丰富了同行信息披露的溢出效应研究(Dye, 1990; Beatty et al., 2013; Kaustia and Rantala, 2015; Arya and Mittendorf, 2016; Baginski and Hinson, 2016)。Dye(1990)研究表明,在资本市场中存在流动性溢出形式的正外部性,同行信息有助于减少其他公司的信息不对称,并产生积极的资本市场效应。本文发现分析师实地调研行为不仅向资本市场传递了企业内部信息,也为分析师改善对同行企业的盈余预测产生了信息溢出效应。其次,本文进一步研究发现,分析师实地调研的同行溢出效应在信息披露质量和信息透明度较低的同业企业中更为显著,从而表明同行企业自身的公开信息与实地调研获取的私有信息之间存在替代效应。Verrecchia(1982)认为,条件独立的公开信息信号和私有信息信号是可以相互替代的,且这种互替效应源自信息披露能够将与资产真实价值有关的私有信息转换成公开信息,从而降低企业与外部投资者之间的信息不对称水平(王燕, 2006)。本文为研究分析师的信息搜集动因及调研对象的选择策略提供了新视角,丰富了分析师实地调研行为研究(Cheng et al., 2016; Bowen et al., 2018)。最后,本文的研究为监管部门制定信息披露政策提供了理论支持。本文发现,分析师通过实地调研获取的信息有助于提高对同行企业的盈余预测准确度,为公司信息披露的外部性提供了新证据。而上市公司信息披露外部性的存在,正是披露监管的主要动因之一(Leuz and Wysocki, 2016; Minnis and Shroff, 2017)。本文认为,监管部门要求上市公司遵循公平披露原则,同时向所有投资者公开披露相关信息,而非在特定场合选择性地向证券分析师、机构投资者、大股东等披露私有信息,这一举措有助于改善资本市场的投资环境、维护广大普通投资者的利益。

余文结构安排如下:第二部分为文献回顾与研究假说;第三部分为研究设计;第四部分为实证结果分析;第五部分为稳健性检验;最后为结论。

二、文献回顾与研究假说

(一) 文献回顾

实地调研是分析师搜集私有信息的重要手段之一。Brown et al. (2015) 和《2012年机构投资者欧洲研究团队调查》(Institutional Investor All - Europe Research Team 2012 Survey) 结果表明,在美国和欧洲,分析师实地调研是最常用而有效的信息搜集方式之一。相对而言,在中国资本市场发展初期,证券分析师比较注重公开信息,较少通过参加新闻发布会、电话或走访等与上市公司直接接触的方式获取私有信息(胡奕明等, 2003)。随着中国资本市场日渐成熟,分析师获取信息的手段日益丰富,更积极主动地通过对上市公司的调研走访以挖掘一手信息。根据《新财富》发布的《2015

年中国证券研究行业报告》^①,卖方分析师约23%的工作时间用于上市公司调研^②。Bowen et al. (2018) 也指出,实地调研和内部投资者会议在深圳证券交易所上市公司的投资者关系活动中占比超过了90%。受公平披露原则的影响,深圳证券交易所于2006年8月发布了《深圳证券交易所上市公司公平信息披露指引》(下称《指引》),鼓励上市公司建立信息披露登记备查制度,对接受调研、访谈和采访等信息予以详细登记,并在定期报告中将上述信息登记情况进行披露^③,从而为探讨分析师的私人信息搜集行为及其后果的大样本研究提供了机会。

对分析师实地调研经济后果的研究主要集中于对分析师盈余预测准确度以及资本市场运行效率的影响。一方面,Cheng et al. (2016) 发现,实地调研有助于提高分析师对被调研企业的盈余预测准确度,从而认为分析师通过实地调研获取的信息具有决策有用性,但其程度取决于被调研企业生产经营活动的直观程度、业务复杂程度、分析师的其他信息来源的影响^④。另一方面,分析师实地调研对资本市场运行效率产生多种影响。Cheng et al. (2017) 通过观察被调研企业在实地调研事件前后的个股异常回报率,指出分析师和机构投资者在实地调研过程中通过对企业的发展战略、融资活动、销售活动等进行了解,并与企业公开披露的信息进行相互印证,可以对企业未来的经营状况做出更为准确的预判。曹新伟等(2015) 发现机构分析师实地调研的强度与被调研企业的股价同步性负相关,说明分析师实地调研有助于提升个股股价的信息含量,从而提高资本市场配置资源的效率。Bowen et al. (2018) 则考察了分析师实地调研中的机会主义行为,指出实地调研作为企业管理层与分析师、少数投资者私下沟通的渠道,助长了内幕交易的发生,破坏了资本市场的公平性。

综上,已有研究表明实地调研有助于分析师深入了解企业的发展动态,向市场揭示企业的内部信息。但鲜有研究考察分析师私人信息搜集行为的外部性影响,即分析师实地调研获取的信息是否还会影响分析师对行业内其他公司的判断。本文试图从盈余预测准确度的角度对这一理论猜想进行验证。

(二) 研究假说

① 《新财富》基于第十三届新财富最佳分析师评选的投票数据发布了《2015年中国证券研究行业报告》,资料来源: <http://finance.jrj.com.cn/2015/11/28134520151663.shtml>。

② 在一次典型的分析师实地调研过程中,分析师将会与企业的投资者关系经理和部门经理进行面对面交谈,并参观企业的日常经营和生产活动(Cheng et al. 2016)。

③ 尽管《指引》属于引导和鼓励性质,但从2009年开始,所有深圳证券交易所主板挂牌的上市公司均在定期报告中对上述信息进行了详细披露,学界自此能够获得有关分析师实地调研的准确数据。

④ Cheng et al. (2016) 指出,对于制造业、固定资产比例较高、业务多元化程度较低或在本次调研前被调研次数较少的企业,实地调研对分析师盈余预测的促进作用尤为显著;且相较于本地分析师,实地调研对外地分析师的助益更大。

所谓溢出效应,是指个体或组织在进行某项活动时,不仅会产生活动预期的效果,而且会产生外部效应。本文旨在检验分析师实地调研是否有助于提高分析师对同行企业的盈余预测准确度,即分析师在实地调研过程中获取的信息在行业内部是否具有溢出效应。分析师在实地调研过程中获取的信息既有被调研企业的特质信息又有行业信息,本文认为,两种信息除可被分析师用于对被调研企业的盈余预测外,还可用于对同行企业的盈余预测。

首先,就行业信息而言,基于信息不对称理论,本文认为行业信息有助于缓解行业整体的逆向选择问题,同一行业内的企业由于具有较高的同质性,通常会受到行业层面共同或类似因素的影响。Baginski and Hinson(2016)和Breuer et al.(2016)均发现企业的信息披露增加将导致同行企业的信息披露减少,资本市场中的同行信息披露由于包含了行业层面信息而具有流动性溢出形式的正外部性。分析师通过实地调研获取的诸如行业的发展阶段、竞争格局、生产要素与产品市场以及政府相关部门对行业的政策和干预等方面信息,对行业内其他企业的未来发展均会产生影响,因而在分析师对同行企业进行盈余预测的过程中,这类信息同样具有决策有用性。

其次,就被调研企业的特质信息而言,一方面,基于竞争对手理论,被调研企业的特质信息由于行业内企业的互相竞争而具有溢出效应。基于理性经济人假说和博弈论,企业管理层通常寻求与行业内其他企业的竞争策略进行协调,从而做出更优的生产经营决策。Arya and Mittendorf(2016)指出,“选美竞赛”会促进同行企业的投资互补性,激励企业增加公开信息披露,行业内企业通过及时、全面的沟通共同构建更为丰富的信息环境,从而优化各自的决策。Edmans et al.(2012,2015)也指出,管理层通过捕捉同行企业股票价格中关于行业增长机会、外部环境、竞争对手策略和外部需求等方面的信息,减少了自身投资的不确定性。另一方面,基于同行学习理论,被调研企业的特质信息由于行业内企业的互相学习而具有溢出效应,管理层向同行企业学习的强烈动机来源于试图通过模仿最大化企业价值或避免潜在的失败风险(任寿根,2002;庄子银,2003;李成等,2011)。刘霞和陈建军(2012)发现,在产业集群中,企业模仿同行的行为很常见,模仿可以带来绩效的提升。Durnev and Mangen(2009)指出,企业会根据竞争对手的重述公告调整自身的投资策略。然而在某些情况下,企业的发展也会受到同业领先者的负面影响。行业领导者拥有强烈的动机通过夸大自身业绩来操纵市场对行业前景的认识从而吸引投资(Kumar and Langberg,2010)。Beatty et al.(2013)进一步指出,行业领导者的财务舞弊信息会导致同行企业的过度投资行为。

综上,由于企业会根据同行企业的发展策略进行模仿或采取相应的竞争对策,分析师通过参考被调研企业的生产经营决策和财务指标等方面信息,可以更好地对同行企业的未来动向做出预判,在分析师对同行企业进行盈余预测的过程中,这类信息将起到“举一反三、触类旁通”的作用。

据此,本文提出如下假说:

假说1:其他条件相同的情况下,分析师实地调研有助于提高分析师对同行企业的盈余预测准确度,即分析师实地调研具有同行溢出效应。

本文进一步检验了分析师实地调研的同行溢出效应是否会随同行企业公开披露信息的质量高低而变化。胡奕明等(2003)以问卷形式对中国分析师的信息来源进行了调查,结果表明中国分析师会同时采用公开信息和私有信息,当同行企业公开披露的信息质量较高时,说明与企业自身和所处行业相关的信息已经被管理层向外部信息使用者进行了充分披露,分析师此时通过实地调研等手段难以挖掘有价值的增量私有信息,在决策过程中将主要参考公开信息。Verrecchia(1982)也指出,条件独立的公开信息信号和私有信息信号是可以相互替代的,即对于分析师而言,市场公开信息及其所掌握的私有信息之间存在替代效应。De Franco et al.(2011)发现,当企业公开披露的信息质量较高时,分析师在对企业经营状况进行评估的过程中将更为倚重公开信息。

本文分别采用外部审计师对企业的监督水平和企业自身的盈余管理程度来度量企业公开披露信息的质量,并提出当同行企业公开披露的信息质量较高时,分析师通过实地调研获取的被调研企业私有信息对于市场公开信息而言的增量价值将会降低,分析师实地调研的同行溢出效应将会减弱。

据此,本文提出如下假说:

假说2:其他条件相同的情况下,当同行企业公开披露的信息质量较高时,分析师实地调研的同行溢出效应将会相对更弱。

本文还检验了在管制行业和非管制行业中,分析师实地调研的同行溢出效应是否存在差异。李延喜等(2013)指出,中国的管制行业往往关系到国计民生,具有浓厚的政治色彩。而行业管制主要通过政府严控相关投资项目的审批^①以及制定相应的法律法规等方式实现(罗党论和唐清泉,2009)。在这一背景下,管制行业企业的经营需要更多地考虑国家行政手段的指引,这与非管制行业企业的经营以利润最大化为核心目标是存在显著区别的。因此,市场参与者在管制行业企业的未来发展进行预测的过程中,政府政策和行政指令这类行业层面因素将成为主要参考。本文认为在管制行业中,分析师可以将通过实地调研获取的行业信息更大程度地用于对同行企业的盈余预测,从而放大了分析师实地调研的同行溢出效应。

此外,管制行业整体的信息透明度相对较低,因为政府行业管制的目的之一在于避免过度竞争带来的效率损失和生产力下降(李延喜等,2013)。黄长胤和张天西(2011)指出,当行业的竞争程度较低时,行业内的企业为争夺投资而增加自愿性披露

^① 2003年以前,企业的投资项目审批由各级政府的计划委员会负责;2003年以后,由发展与改革委员会负责(罗党论和唐清泉,2009)。

的动机将会减弱,企业与投资者之间的信息不对称程度相对较大。同时,管制行业企业作为政府财政补贴的受益者(李延喜等,2013),对资本成本的敏感度相对较低,因而为降低资本成本而提高信息披露水平的动机相对较弱(汪炜和蒋高峰,2004)。总之,管制行业整体的信息透明度偏低使得分析师的信息缺失较为严重,分析师通过实地调研获取的信息将具有相对更高的增量价值,能够更为显著地提升分析师对同行企业的盈余预测准确度。

据此,本文提出如下假说:

假说3:其他条件相同的情况下,分析师实地调研的同行溢出效应在管制行业中相对更为显著。

三、研究设计

(一) 样本选择

关于如何界定同行企业,最为常见的方法是根据监管部门的行业分类来界定(Beatty et al., 2013; Bolton et al., 2016)。在此基础上,有学者认为在不同的研究领域,对同行企业的判定还应当参考企业特征的相似程度。Hoitash et al. (2006)指出审计人员在执行分析程序时,对同行企业的界定会参考其成长性是否类似;Ohlson (1990)、Koller et al. (2005)从理论层面提出分析师在对企业进行估值时,对同行企业的界定应当考虑企业成长性的相似程度,其中的机理在于企业的市场乘数会受成长性的影响;Alford (1992)、De Franco and Hope (2015)在后续研究中也沿用了这一选择同行企业的标准。因此,本文认为在同一行业内,成长性相似的企业所面临的机遇和挑战通常是类似的,彼此之间会产生同行信息溢出效应。度量企业成长性的指标通常包括净资产收益率、销售收入增长率、市值账面价值比等(Alford, 1992; Hoitash et al., 2006; Bizjak et al., 2011),本文采用主营业务收入增长率度量企业成长性,选择与被调研企业处于同一行业^①、主营业务收入增长率相近的企业作为同行企业。

本文以2012—2016年深圳证券交易所A股上市公司的数据为样本,在剔除了金融行业样本、行业内企业数量不足5家的行业样本、当年上市或退市的企业样本、在AB股或AH股同时上市的企业样本、存在异常值的样本^②后,用于检验假说1的样本共计57489个,用于检验假说2的样本分别为56961个和57338个,用于检验假说3的样本为57489个。

^① 即行业代码相同,本文根据证监会2012年版行业分类代码将分析师调研和预测的企业进行匹配,其中制造业行业保留前两位,其他行业保留前一位。

^② 异常值样本是指资产负债率大于1、独立董事人数与董事会人数之比大于1、第一大股东持股比例大于1、前十大股东持股比例与第一大股东持股比例之差大于1、机构持股比例大于1的观测。

(二) 模型设定

参考 Cheng et al. (2016) 的做法, 本文采用双重差分模型检验调研分析师在实地调研事件前后盈余预测准确度的变化是否优于非调研分析师, 模型构建如下:

$$\Delta Accuracy = C + \beta_{visit} * Visit + \beta_{controls} * Controls + \delta \quad (1)$$

若调研分析师在实地调研事件前后对同行企业盈余预测准确度的变化优于非调研分析师, 则说明分析师在实地调研过程中获取的信息具有同行溢出效应。Cheng et al. (2016) 指出, 采用双重差分模型检验分析师实地调研对其盈余预测的影响, 可避免内生性问题对实证检验结果的干扰。例如专业能力较强的分析师通常会更为频繁地开展实地调研, 且这类分析师盈余预测的准确度相对更高, 考虑到分析师的专业能力无法被直接观测, 这将导致内生性问题的产生。因此, 在筛选样本的过程中, 本文要求分析师在实地调研事件前后均发布了对同行企业的盈余预测报告。同时, 为避免重复回归的问题, 对于同一分析师, 本文合并了日期相近的实地调研事件。

(三) 变量定义

1. 分析师实地调研

参考 Cheng et al. (2016) 的方法, 本文采用虚拟变量 $Visit$ 来表示发布盈余预测报告的分析师是否为调研分析师。 $Visit = 1$ 表示调研分析师, 即分析师在本次盈余预测报告发布前一个月内对所预测企业的同行企业进行了实地调研、对所预测企业未做调研; $Visit = 0$ 表示非调研分析师, 即分析师在本次盈余预测报告发布前一个月内对所预测企业及其同行企业均未进行实地调研。

2. 分析师盈余预测准确度

参考方军雄(2007)、Cheng et al. (2016) 的做法, 本文采用分析师对企业每股盈余的预测值($FEPS$)和企业每股盈余的实际值($AEPS$)之间差值的绝对值除以企业的期初股价($Price$)度量分析师盈余预测的准确度($Ferr$), 即:

$$Ferr_{kij} = |FEPS_{kij} - AEPS_i| / Price_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Ferr_{kij}$ 表示分析师 k 在 t 期对企业 i 的盈余预测的准确度, 采用百分位数进行表示, $FEPS_{kij}$ 表示分析师 k 在 t 期对企业 i 未来各期每股盈余预测值的平均值, $AEPS_i$ 表示企业 i 未来各期每股盈余实际值的平均值, $Price_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 期期初的股价。

接下来计算分析师在实地调研事件前后盈余预测准确度的变化($\Delta Accuracy$):

$$\Delta Accuracy_{kij} = (Post_Ferr_{kij} - Pre_Ferr_{kij}) * (-1) \quad (3)$$

其中, $\Delta Accuracy_{kij}$ 表示分析师 k 在实地调研事件前后对企业 i 的盈余预测准确度的相对变化情况, 若该值为正且越大说明分析师 k 在实地调研事件后对企业 i 的盈余预测变得越准确; $Post_Ferr_{kij}$ 表示分析师 k 在实地调研事件后一个月内对企业 i 各

次盈余预测准确度的平均值; $Pre_Ferr_{k,i}$ 表示分析师 k 在实地调研事件前六个月内对企业 i 各次盈余预测准确度的平均值。

3. 控制变量

参考已有文献, 本文认为影响证券分析师盈余预测准确度的因素来自企业和分析师两个层面。企业层面的因素包括企业规模、盈余波动性、是否亏损、公开信息质量等 (Kross et al. ,1990; Lang and Lundholm ,1996; Downen ,1996; Hwang et al. ,1996; Das and Saudagaran ,1998; Byard and Shaw 2003; Hope 2003a 2003b; Bhat et al. 2006; 方军雄 2007) , 分析师层面的因素包括分析师的工作经验、预测时长、供职券商的规模等 (Kross et al. ,1990; Clement ,1999; Duru and Reeb 2002) 。控制变量的定义见表 1。

表 1 控制变量的定义

变量名称	符号	定义
分析师在实地调研事件前后预测时长的变化	$\Delta Horizon$	分析师的预测时长等于企业 t 年度年报的发布日期减去分析师对企业 t 年度盈余预测报告的发布日期, 记为 $Horizon$ 。 $\Delta Horizon = Post_Horizon - Pre_Horizon$ $Post_Horizon$ 表示分析师在实地调研事件后一个月内对企业各次盈余预测的预测时长的平均值 $Pre_Horizon$ 表示分析师在实地调研事件前六个月内对企业各次盈余预测的预测时长的平均值
分析师对企业的盈余预测经验	$Experience$	分析师本次发布盈余预测报告的年度减去分析师首次对该企业发布盈余预测报告的年度
分析师供职券商的规模	$Broker_size$	$\ln(1 + \text{券商拥有的活跃分析师人数})$
企业规模	$Size$	$\ln(1 + \text{总资产})$
资产负债率	Lev	期末总负债除以期末总资产
独董占比	$Indep_frac$	独立董事人数除以董事会总人数
主营业务收入增长率	$Growth$	$(\text{本年度主营业务收入} / \text{上年度主营业务收入}) - 1$
资产收益率	ROA	本期净利润除以期末总资产
个股年超额报酬率	$Return_a$	个股年报酬率减去市场年报酬率
个股报酬率的波动性	$Volatility$	年内个股日报酬率的标准差
企业年龄	Age_firm	$\ln[(\text{本年度 12 月 31 日} - \text{公司成立日期}) / 365.25]$
是否亏损	$Loss$	虚拟变量, 若净利润小于 0 则为 1, 否则为 0
是否为国有企业	$State$	虚拟变量, 若实际控制人为国有企业或行政单位、事业机关或中央机构或地方机构则为 1, 否则为 0
受分析师关注的程度	$Analyst$	$\ln(1 + \text{追踪该企业的分析师人数})$
机构持股比例	$Inshold$	基金持股比例、合格境外投资者持股比例、券商持股比例、保险持股比例、社保基金持股比例、信托持股比例、财务公司持股比例、银行持股比例、非金融类上市公司持股比例之和, 采用小数表示
Tobin's Q 值	$Tobinq$	$(\text{发行在外的总股数} \times \text{年末收盘价}) / \text{期末总资产}$
第一大股东持股比例	$Lshr$	第一大股东持股比例, 采用小数表示
其他股东对第一大股东的制衡水平	$Othshr$	前十大股东持股比例减去第一大股东持股比例, 采用小数表示

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表2报告了本文模型中各变量的描述性统计结果,其中分析师层面的变量分为调研分析师和非调研分析师进行列示,本文在1%的水平上对所有连续变量进行了缩尾处理。

根据T检验结果^①:首先,调研分析师在实地调研事件后对同行企业盈余预测准确度的提升低于非调研分析师,非调研分析师的 $\Delta Accuracy$ 要相对高出0.055%*** ($Pr = 0.000$),但考虑到非调研分析师在实地调研事件后预测时长的缩短相对更多^②,本文认为无法说明调研分析师在实地调研事件前后对同行企业盈余预测准确度的变化是否优于非调研分析师。其次,本文发现调研分析师对所预测同行企业的盈余预测经验高于非调研分析师^③。最后,就任职券商的规模而言,调研分析师与非调研分析师之间不存在显著差异^④。

表2 变量的描述性统计结果

变量	均值	标准差	最大值	最小值
<i>Visit = 1: 观测数量为 4067 个</i>				
$\Delta Accuracy$	0.01	1.13	3.70	-3.48
$\Delta Horizon$	-8.74	115.27	309.67	-185.00
<i>Experience</i>	1.25	1.26	6.00	0.00
<i>Broker_size</i>	3.66	0.87	4.80	0.00
<i>Visit = 0: 观测数量为 53422 个</i>				
$\Delta Accuracy$	0.07	1.02	3.70	-3.48
$\Delta Horizon$	-27.00	103.82	309.67	-185.00
<i>Experience</i>	1.20	1.30	6.00	0.00
<i>Broker_size</i>	3.66	0.81	4.80	0.00
<i>全样本: 观测数量为 57489 个</i>				
<i>Indep_frac</i>	0.38	0.05	0.57	0.20
<i>Inshold</i>	0.08	0.06	0.47	0.00
<i>Lev</i>	0.37	0.19	0.85	0.05
<i>Growth</i>	0.21	0.24	1.57	-0.45
<i>Tobinq</i>	2.97	2.01	10.62	0.25
<i>Analyst</i>	2.80	0.60	3.78	0.69
<i>State</i>	0.20	0.40	1.00	0.00
<i>Loss</i>	0.02	0.14	1.00	0.00
<i>Lshr</i>	0.34	0.14	0.73	0.09
<i>Othshr</i>	0.26	0.12	0.57	0.02
<i>Return_a</i>	0.11	0.47	2.05	-0.76
<i>ROA</i>	0.07	0.05	0.22	-0.12
<i>Size</i>	22.21	1.08	25.62	19.63
<i>Volatility</i>	0.14	0.06	0.39	0.05
<i>Age_firm</i>	2.61	0.39	3.34	1.10

① 限于篇幅,本文未报告T检验结果,相关资料备索。

② $\Delta Horizon(Visit = 0) - \Delta Horizon(Visit = 1) = -18.256^{***}$, $Pr = 0.000$ 。

③ $Experience(Visit = 0) - Experience(Visit = 1) = -0.046^{**}$, $Pr = 0.014$ 。

④ $Pr(\text{diff} \neq 0) = 0.906$ 。

表 3 变量的相关性分析结果

变量	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]	[17]	[18]	[19]	[20]	
[1] Accuracy	1.000																				
[2] Visit	-0.014***	1.000																			
[3] ΔHorizon	-0.494***	0.045***	1.000																		
[4] Experience	-0.010**	0.009**	0.048***	1.000																	
[5] Broker_size	-0.007	-0.000	0.010**	0.109***	1.000																
[6] Indep_frac	0.006	0.025***	0.004	0.011***	0.009**	1.000															
[7] Insider	-0.016***	-0.003	-0.014***	0.014***	0.008*	-0.079***	1.000														
[8] Lev	0.009**	-0.003	0.003	0.087***	0.010**	-0.068***	0.071***	1.000													
[9] Growth	-0.024***	-0.035***	-0.016***	-0.106***	-0.026***	0.027***	0.048***	-0.010**	1.000												
[10] Tobinq	0.011***	-0.010**	-0.022***	-0.086***	0.012***	0.099**	-0.015***	-0.508***	0.213***	1.000											
[11] Analyst	-0.024***	0.001	0.017***	0.129***	0.031***	0.011***	0.145***	-0.026***	0.112***	0.029***	1.000										
[12] State	-0.006	-0.014***	-0.005	0.124***	0.031***	-0.086***	0.220***	0.206***	-0.167***	-0.210***	0.016***	1.000									
[13] Loss	0.026***	-0.005	-0.000	0.033***	0.009**	-0.032***	0.003	0.145***	-0.099***	-0.069***	-0.113***	0.051***	1.000								
[14] Lshr	0.005	-0.006	0.020***	0.014***	0.006	0.065***	-0.051***	0.070***	-0.086***	-0.079***	0.033***	0.039***	0.006	1.000							
[15] Ohlshr	-0.010**	-0.006	-0.005	-0.055***	0.038***	-0.002	0.013	-0.178***	0.108***	0.129***	0.027***	-0.150***	-0.039***	-0.531***	1.000						
[16] Return_a	-0.011***	-0.007*	-0.029***	-0.084***	0.018***	0.003	0.109***	0.010**	0.187***	0.362***	-0.010**	-0.072***	-0.050***	-0.026***	0.042***	1.000					
[17] ROA	-0.036***	0.011***	0.008*	0.054***	0.009**	0.054***	0.035***	-0.444***	0.158***	0.451***	0.404***	-0.032***	-0.336***	0.070***	0.059***	0.091***	1.000				
[18] Size	0.020***	0.006	-0.023***	0.244***	0.025***	-0.012***	0.051***	0.583***	-0.075***	-0.482***	0.239***	0.335***	0.045***	0.104***	-0.172***	-0.093***	-0.108***	1.000			
[19] Volatility	0.062***	-0.006	-0.050***	-0.087***	0.043***	0.024***	-0.082***	-0.002	0.068***	0.356***	-0.251***	-0.134***	0.045***	-0.102***	0.029***	0.351***	-0.210***	-0.170***	1.000		
[20] Age_firm	0.024***	-0.003	-0.039***	0.060***	0.022***	-0.022***	0.074***	0.195***	-0.080***	-0.076***	-0.069***	0.240***	0.032***	-0.112***	-0.077***	-0.004	-0.079***	0.230***	0.038***	1.000	

注:表中数值为 Pearson 相关系数; *、**、*** 分别表示显著性水平为 0.10、0.05、0.01。

(二) 相关性分析

表3报告了各变量间相关系数及显著程度的检验结果。结果表明:首先,是否调研与分析师在实地调研事件前后对同行企业盈余预测准确度的相对变化显著负相关,这一结果与描述性统计的结果一致。其次,分析师在实地调研事件前后对同行企业盈余预测准确度的相对变化与分析师对企业的工作经验、在实地调研事件前后预测时长的相对变化以及企业的股权结构、财务指标均显著相关。最后,由于自变量之间相关系数的绝对值均未超过0.6,本文认为模型不存在严重的多重共线性问题。

(三) 多元回归分析

1. 对假说1的检验

表4报告了对假说1的检验结果,在回归检验中控制了行业和时间序列层面的聚类效应。表4的结果表明,是否调研与分析师在实地调研事件前后对同行企业盈余预测准确度的相对变化之间存在显著的正向关联(在5%水平上显著),说明分析师通过实地调研获取的信息有助于提升其对被调研企业的同行企业的盈余预测准确度,即分析师实地调研具有同行溢出效应。

就控制变量而言,分析师在实地调研事件前后预测时长变化的系数显著为负,说明无论是调研分析师还是非调研分析师,预测时长越短,预测准确度越高。而当分析师对所预测企业的盈余预测经验较为丰富时,其在实地调研事件后盈余预测准确度的提升将会相对更大。另外,所预测企业的主营业务收入增长率越低、第一大股东持股比例越高、个股年超额报酬率越低、个股报酬率的波动性越大时,分析师在实地调研事件后盈余预测准确度的提升将会越大。

2. 对假说2的检验

本文采用外部审计师对企业的监督水平和企业的盈余管理程度作为度量企业公开披露信息质量的指标。衡量外部审计师对企业监督水平的指标为企业是否聘用国际四大会计师事务所作为外部审计单位(Big4),若企业聘用国际四大会计师事务所进行审计则为1,否则为0。衡量企业自身盈余管理程度的指标为使用修正后的琼斯模型(Dechow et al., 1995)计算的操纵性应计水平(|DA|),操纵性应计水平越大,说明企业的盈余管理程度越高。

表4 对假说1的检验

变量	$\Delta Accuracy$
Visit	0.0310** (2.00)
$\Delta Horizon$	-0.0049*** (-16.93)
Experience	0.0092* (1.83)
Broker_size	-0.0071 (-0.81)
Indep_frac	0.0762 (0.56)
Inshold	-0.1676 (-1.11)
Lev	0.0163 (0.25)
Growth	-0.1144** (-2.17)
Tobinq	0.0120 (1.46)
Analyst	0.0057 (0.32)
State	-0.0302 (-1.40)
Loss	0.1005 (1.52)
Lshr	0.1439* (1.76)
Othshr	0.0229 (0.27)
Return_a	-0.0829*** (-3.43)
ROA	-0.4643 (-1.42)
Size	0.0156 (0.86)
Volatility	0.7128*** (3.90)
Age_firm	0.0049 (0.19)
Cons	-0.5712 (-1.40)
样本量	57489
F值	75.14***
Adjusted R ²	0.2496

注:括号内为t值;*、**、***分别表示显著性水平为0.10、0.05、0.01。

表5 对假说2的检验

变量	Panel A			Panel B		
	$\Delta Accuracy$	$\Delta Accuracy$ (Big4 = 1)	$\Delta Accuracy$ (Big4 = 0)	$\Delta Accuracy$	$\Delta Accuracy$ ($ DA \geq$ 样本中位数)	$\Delta Accuracy$ ($ DA <$ 样本中位数)
Visit	0.0332** (2.16)	-0.2210* (-1.93)	0.0327** (2.13)	0.0314* (1.99)	0.0561** (2.32)	0.0033 (0.20)
Visit* Big4	-0.2072** (-2.29)					
Big4	0.0285 (0.58)					
Visit* DA				0.5882** (2.11)		
DA				-0.0445 (-0.18)		
$\Delta Horizon$	-0.0049*** (-16.92)	-0.0052*** (-4.73)	-0.0049*** (-17.10)	-0.0049*** (-16.98)	-0.0052*** (-15.00)	-0.0046*** (-15.71)
Experience	0.0093* (1.79)	-0.0002 (-0.01)	0.0095* (1.79)	0.0092* (1.83)	0.0106 (1.23)	0.0066 (1.19)
Broker_size	-0.0062 (-0.71)	0.0493 (1.27)	-0.0065 (-0.73)	-0.0070 (-0.80)	-0.0039 (-0.42)	-0.0091 (-0.77)
Indep_frac	0.0718 (0.53)	0.9821 (0.93)	0.0854 (0.65)	0.0825 (0.61)	0.4306 (1.59)	-0.2019 (-1.24)
Inshold	-0.1610 (-1.03)	-0.9589* (-1.72)	-0.1725 (-1.05)	-0.1696 (-1.11)	-0.1055 (-0.41)	-0.1329 (-0.97)
Lev	0.0174 (0.27)	2.3245*** (3.04)	0.0096 (0.15)	0.0200 (0.29)	-0.0158 (-0.15)	0.0734 (0.97)
Growth	-0.1155** (-2.20)	-0.1856 (-0.40)	-0.1180** (-2.24)	-0.1111** (-2.11)	-0.0304 (-0.54)	-0.1967*** (-2.90)
Tobinq	0.0111 (1.37)	0.0572 (0.70)	0.0106 (1.30)	0.0126 (1.51)	0.0079 (0.92)	0.0175 (1.56)
Analyst	0.0052 (0.29)	-0.0439 (-0.30)	0.0070 (0.39)	0.0051 (0.28)	0.0181 (0.55)	-0.0110 (-0.60)
State	-0.0321 (-1.45)	0.4191*** (2.99)	-0.0378 (-1.62)	-0.0299 (-1.38)	-0.0056 (-0.16)	-0.0571** (-2.10)
Loss	0.0950 (1.40)	0.6398 (1.42)	0.0839 (1.22)	0.1010 (1.49)	0.1057 (1.28)	0.1311 (1.57)
Lshr	0.1338* (1.69)	0.0777 (0.17)	0.1377 (1.66)	0.1441* (1.75)	0.2523* (1.95)	0.0499 (0.39)
Othshr	0.0134 (0.16)	1.3222 (1.59)	0.0088 (0.10)	0.0303 (0.36)	-0.0476 (-0.30)	0.1002 (1.04)
Return_a	-0.0799*** (-3.30)	-0.1709 (-1.18)	-0.0803*** (-3.27)	-0.0841*** (-3.45)	-0.0959*** (-4.10)	-0.0743** (-2.25)
ROA	-0.4444 (-1.36)	2.9802 (1.36)	-0.4437 (-1.36)	-0.4697 (-1.42)	-0.1112 (-0.27)	-0.8070** (-2.16)
Size	0.0150 (0.82)	-0.2121** (-2.58)	0.0151 (0.83)	0.0163 (0.91)	0.0079 (0.29)	0.0229 (1.16)
Volatility	0.7085*** (3.85)	0.7672 (0.48)	0.7100*** (3.79)	0.7116*** (3.86)	0.8844** (2.46)	0.5044** (2.40)
Age_firm	0.0026 (0.10)	-0.2007 (-1.04)	0.0070 (0.27)	0.0036 (0.14)	0.0293 (0.84)	-0.0258 (-0.92)
Cons	-0.5431 (-1.33)	3.1929** (2.26)	-0.5586 (-1.37)	-0.5860 (-1.45)	-0.7324 (-1.21)	-0.4296 (-1.03)
样本量	56961	884	56077	57338	28672	28666
F值	76.45***	216.64***	78.03***	68.86***	59.91***	60.45***
Adjusted R ²	0.2501	0.3252	0.2498	0.2501	0.2617	0.2420

注: 括号内为t值; *, **, *** 分别表示显著性水平为0.10、0.05、0.01。

在回归检验中,本文分别采用设置交乘项和分组回归两种方法,从相关性分析的结果来看,交乘项($Visit * Big4$ 、 $Visit * |DA|$)与是否调研($Visit$)、调节变量($Big4$ 、 $|DA|$)之间相关系数的绝对值均未超过0.6,说明本文在回归模型中使用交乘项的方法不会导致严重的多重共线性问题。

表5报告了对假说2的检验结果,在回归检验中控制了行业和时间序列层面的聚类效应。表5的结果表明,当同行企业聘用国际四大会计师事务所进行审计或操纵性应计水平较低时,即同行企业的信息披露水平较高时,分析师实地调研的同行溢出效应将会减弱。这说明在分析师对同行企业进行盈余预测的过程中,同行企业公开披露的信息与分析师通过实地调研获取的信息之间存在替代效应,同行企业的公开信息质量决定了分析师通过实地调研所获取信息的增量价值。

3. 对假说3的检验

本文参考夏立军和陈信元(2007)的做法,将涉及国家安全的行业、自然垄断的行业、提供重要公共产品和服务的行业以及支柱产业和高新技术产业界定为管制性行业。回归前的相关性分析结果显示,当使用交乘项时,交乘项($Visit * Regulated$)与是否调研($Visit$)的相关系数高达0.860***,说明使用交乘项可能导致回归模型产生严重的多重共线性问题。因此,本文采用分组回归的方法进行检验。

表6报告了对假说3的检验结果,在回归检验中控制了行业和时间序列层面的聚类效应。根据Chow检验的结果,是否调研($Visit$)的回归系数在管制和非管制行业样本中存在显著差异(F 值=3.99** $Pr > F = 0.049$)。在管制行业中,

表6 对假说3的检验

变量	$\Delta Accuracy$ ($Regulated = 1$)	$\Delta Accuracy$ ($Regulated = 0$)
<i>Visit</i>	0.0353** (2.17)	0.0233 (0.66)
<i>Experience</i>	0.0099 (1.43)	0.0048 (0.63)
<i>Broker_size</i>	-0.0088 (-0.82)	0.0002 (0.02)
<i>Indep_frac</i>	0.1102 (0.65)	0.3002 (1.04)
<i>Inshold</i>	-0.3457*** (-2.78)	0.6666 (1.46)
<i>Lev</i>	0.0579 (0.67)	-0.0532 (-0.41)
<i>Growth</i>	-0.1278** (-2.22)	-0.0944 (-0.94)
<i>Tobinq</i>	0.0138 (1.51)	0.0337* (1.82)
<i>Analyst</i>	-0.0006 (-0.02)	0.0152 (0.39)
<i>State</i>	-0.0206 (-1.17)	-0.0534 (-1.18)
<i>Loss</i>	0.0939 (1.25)	0.0323 (0.22)
<i>Lshr</i>	0.2135** (2.28)	-0.1411 (-0.78)
<i>Othshr</i>	0.0534 (0.60)	-0.0619 (-0.33)
<i>Return_a</i>	-0.0946*** (-3.25)	-0.0693* (-1.96)
<i>ROA</i>	-0.4310 (-1.08)	-0.8211 (-1.57)
<i>Size</i>	0.0163 (0.79)	0.0242 (0.78)
<i>Volatility</i>	0.4125** (2.44)	1.6317*** (4.37)
<i>Age_firm</i>	-0.0031 (-0.10)	-0.0118 (-0.24)
<i>Cons</i>	-0.5493 (-1.33)	-0.8929 (-1.23)
样本量	42357	15132
F值	790.23***	32.52***
Adjusted R ²	0.2490	0.2597

注:括号内为t值;*、**、***分别表示显著性水平为0.10、0.05、0.01。

分析师可以较大程度地将通过实地调研获取的信息用于对同行企业的盈余预测,分析师实地调研的同行溢出效应显著为正。而在非管制行业中,是否调研(*Visit*)的回归系数在统计意义上不显著,说明分析师实地调研的同行溢出效应在该样本组中并不存在。上述结果验证了本文的假说3,即在管制行业中,由于企业经营受政府政策和行政指令等行业因素的主导,加之行业整体的信息披露水平较低,分析师在盈余预测的过程中更为倚重调研所获得的行业私有信息,分析师实地调研的同行溢出效应相对更强。

五、稳健性检验^①

(一) 内生性问题

在回归分析中,本文采用双重差分模型以控制内生性问题对回归结果的干扰。为进一步检验回归结果的稳健性,借鉴 Han et al. (2018) 的做法,本文采用双重差分倾向得分匹配法对假说1进行检验。首先使用 Logit 模型计算样本的倾向得分,然后将处理组样本(*Visit* = 1)与控制组样本(*Visit* = 0)进行一对一近邻匹配,并剔除未匹配上的样本,最后将剩余样本重新代入原模型进行回归。回归结果显示,是否调研与分析师在实地调研事件前后对同行企业盈余预测准确度的相对变化之间存在正向关联(在5%水平上显著),与前文结论一致。

(二) 其他界定同行企业的方法

本文还采用以下方法界定被调研企业的同行企业:其一,依照行业代码相同、企业规模相近的原则界定同行企业;其二,依照行业代码相同、采用的会计政策相近的原则界定同行企业。为度量被调研企业与行业内其他企业采用会计政策的相似程度,本文根据 De Franco et al. (2011) 的方法计算了同一行业内各企业间的会计信息可比性,企业间的会计信息可比性越高,说明所采用的会计政策越相近。回归结果显示,当采用上述方法界定被调研企业的同行企业时,结论仍旧支持分析师实地调研具有同行溢出效应。

本文在行业代码相同的基础上,进一步将主营业务收入增长率相近、企业规模相近和采用的会计政策相近三种界定同行企业的方法进行排列组合,即分别依照以下四种原则界定被调研企业的同行企业:(1) 行业代码相同、主营业务收入增长率相近、企业规模相近;(2) 行业代码相同、主营业务收入增长率相近、采用的会计政策相近;(3) 行业代码相同、企业规模相近、采用的会计政策相近;(4) 行业代码相同、主营业务收入增长率相近、企业规模相近、采用的会计政策相近。回归结果显示,分析师实地调研的同行溢出效应仍旧存在。

^① 限于篇幅,本文未报告稳健性检验结果,相关资料备索。

六、结论

本文检验了证券分析师实地调研是否具有同行溢出效应。基于信息不对称理论、竞争对手理论和同行学习理论,本文认为分析师通过实地调研获取的行业信息和被调研企业特质信息均有助于提高分析师对被调研企业的同行企业的盈余预测准确度。本文以2012—2016年接受分析师实地调研的深圳A股上市公司为样本,基于行业代码相同、主营业务收入增长率相近的原则界定了被调研企业的同行企业,并采用双重差分模型以避免内生性问题对实证分析结果的干扰。结果表明,在实地调研事件前后,调研分析师对同行企业盈余预测准确度较非调研分析师有显著提高,从而验证了本文的研究假说,即分析师实地调研具有同行溢出效应。

进一步研究发现,当同行企业公开披露的信息质量较高时,分析师实地调研的同行溢出效应将会减弱,从而表明在评估公司的未来前景时,公司自身的公开信息与通过实地调研获得的同行信息之间存在替代关系。当公司自身的公开信息质量较高时,分析师对同行信息的依赖程度会下降。本文还发现在管制行业中,由于企业经营受政府政策和行政指令等行业层面因素的影响较大、行业整体的信息透明度较低,分析师实地调研的同行溢出效应显著增强,也进而验证了公开信息与私有信息之间的替代效应。稳健性检验中,本文采用双重差分倾向得分匹配法以加强对内生性问题的控制,并从多角度对被调研企业的同行企业进行了重新界定,结果显示分析师实地调研的同行溢出效应始终存在。

本文的研究进一步丰富了分析师实地调研和同行信息披露的溢出效应研究成果。实地调研给分析师带来的信息优势不仅局限于对被调研企业实际经营情况的了解,也有助于提高分析师对同行企业的盈余预测准确度。私有信息的披露从多重途径提高了股价的信息含量,从而验证了监管当局引入公平披露原则有利于改善资本市场的资源配置效率。本文的研究局限在于,仅单纯检验了分析师实地调研是否具有同行溢出效应,而对于溢出效应的作用方向与机理并未做进一步分析。根据同行学习理论,行业领导者通常被行业内其他企业视为学习的标杆,规模较小的企业会参考规模较大企业的发展轨迹,经营状况较差的企业会试图模仿经营状况良好企业的经营战略。在未来研究中,通过将同一行业内的企业依照规模大小等标准进行分层,可以进一步说明分析师实地调研同行溢出效应的作用方向。

参考文献:

- 曹新伟,洪剑峭,贾琬娇. 2015. 分析师实地调研与资本市场信息效率——基于股价同步性的研究. 经济管理(8):141-150.
- 方军雄. 2007. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测. 金融研究(6):136-148.
- 胡奕明,林文雄,王玮璐. 2003. 证券分析师的信息来源、关注域与分析工具. 金融研究(12):52-63.
- 黄长胤,张天西. 2011. 上市公司自愿性信息披露的行业差异——基于XBRL分类标准的定量化视角. 证券市场导报(7):56-61.

- 贾琬娇,洪剑峭,徐媛媛. 2015. 我国证券分析师实地调研有价值吗? ——基于盈余预测准确性的一项实证研究. *投资研究* (4): 96 – 113.
- 李 成, 冯文涛, 王 彬. 2011. 学习效应、通胀目标变动与通胀预期形成. *经济研究* (10): 39 – 53.
- 李延喜, 陈克兢, 刘 伶, 张 敏. 2013. 外部治理环境、行业管制与过度投资. *管理科学* (1): 14 – 25.
- 刘 霞, 陈建军. 2012. 产业集群成长的组织间学习效应研究. *科研管理* (4): 28 – 35.
- 罗党论, 唐清泉. 2009. 政治关系、社会资本与政策资源获取: 来自中国民营上市公司的经验证据. *世界经济* (7): 84 – 96.
- 任寿根. 2002. 模仿行为经济学分析——对经济波动的一种新解释. *经济研究* (1): 64 – 71, 96.
- 汪 炜, 蒋高峰. 2004. 信息披露、透明度与资本成本. *经济研究* (7): 107 – 114.
- 王 燕. 2006. 中国股票市场公开信息与私有信息的互补效应. *金融研究* (6): 41 – 52.
- 夏立军, 陈信元. 2007. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定. *经济研究* (7): 82 – 95.
- 庄子银. 2003. 南方模仿、企业家精神和长期增长. *经济研究* (1): 62 – 70, 94.
- Alford, A. W. 1992. The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price – earnings valuation method. *Journal of Accounting Research* 30(1): 94 – 108.
- Arya, A. and B. Mittendorf. 2016. On the synergy between disclosure and investment beauty contests. *Journal of Accounting and Economics* 61(2 – 3): 255 – 273.
- Asquith, P., M. Mikhail and A. Au. 2005. Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics* 75(2): 245 – 282.
- Baginski, S. P. and L. A. Hinson. 2016. Cost of capital free – riders. *The Accounting Review* 91(5): 1291 – 1313.
- Beatty, A., S. Liao and J. J. Yu. 2013. The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments. *Journal of Accounting and Economics* 55(2 – 3): 183 – 205.
- Bhat, G., OK. Hope and T. Kang. 2006. Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts? *Accounting & Finance* 46(5): 715 – 732.
- Bizjak, J., M. Lemmon and T. Nguyen. 2011. Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design. *Journal of Financial Economics* 100(3): 538 – 555.
- Bolton, B., Q. Lin, K. Rupley, and J. Zhao. 2016. Industry contagion effects of internal control material weakness disclosures. *Advances in Accounting* 34: 27 – 40.
- Bowen, R. M., S. Dutta, S. Tang and P. Zhu. 2018. Inside the “Black Box” of private in – house meetings. *Review of Accounting Studies* 23(2): 487 – 527.
- Breuer, M., K. Hombach, and M. A. Müller. 2016. When you talk, i remain silent: Spillover effect of peers' mandatory disclosures and firms' voluntary disclosures. Working paper.
- Brown, L. D., A. C. Call, M. B. Clement, and N. Y. Sharp. 2015. Inside the “Black Box” of sell – side financial analysts. *Journal of Accounting Research* 53(1): 1 – 47.
- Byard, D. and K. W. Shaw. 2003. Corporate disclosure quality and properties of analysts' information environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 18(3): 355 – 378.
- Cheng, Q., F. Du, B. Y. Wang, and X. Wang. 2017. Do corporate site visits impact stock prices? Working Paper.
- Cheng, Q., F. Du, X. Wang, and Y. Wang. 2016. Seeing is believing: Analysts' corporate site visits. *Review of Accounting Studies* 21(4): 1245 – 1286.
- Clement, M. B. 1999. Analyst Forecast Accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics* 27(3): 285 – 303.
- Cohen, L., A. Frazzini, and C. Malloy. 2010. Sell – side school ties. *The Journal of Finance* 65(4): 1409 – 1437.
- Das, S. and S. M. Saudagaran. 1998. Accuracy, bias, and dispersion in analysts' earnings forecasts: the

- case of cross-listed foreign firms. *Journal of International Financial Management & Accounting* 9(1): 16–33.
- De Franco *G.* and O. K. Hope. 2015. Analysts' choice of peer companies. *Review of Accounting Studies* 20(1): 82–109.
- De Franco *G.*, S. P. Kothari and R. S. Verdi. 2011. The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research* 49(4): 895–931.
- Dechow *P. M.*, R. G. Sloan and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70(2): 193–225.
- Downen *R. J.* 1996. Analyst reaction to negative earnings for large well-known firms. *The Journal of Portfolio Management* 23(1): 49–55.
- Durnev *A.* and C. Mangen. 2009. Corporate investments: learning from restatements. *Journal of Accounting Research* 47(3): 679–720.
- Duru *A.* and D. M. Reeb. 2002. International diversification and analysts' forecast accuracy and bias. *The Accounting Review* 77(2): 415–433.
- Dye *R. A.* 1990. Mandatory versus voluntary disclosures: the cases of financial and real externalities. *The Accounting Review* 65(1): 1–24.
- Edmans *A.*, J. Goldstein and W. Jiang. 2012. The real effects of financial markets: the impact of prices on takeovers. *The Journal of Finance* 67(3): 933–971.
- Edmans *A.*, J. Goldstein and W. Jiang. 2015. Feedback effects, asymmetric trading, and the limits to arbitrage. *American Economic Review* 105(12): 3766–3797.
- Green *T. C.*, R. Jame, S. Markov and M. Subasi. 2014. Access to management and the informativeness of analyst research. *Journal of Financial Economics* 114(2): 239–255.
- Han *B.*, D. Kong and S. Liu. 2018. Do analysts gain an informational advantage by visiting listed companies? *Contemporary Accounting Research* 35(4): 1843–1867.
- Healy *P. M.* and K. G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31(1–3): 405–440.
- Hoitash *R.*, A. Kogan and M. A. Vasarhelyi. 2006. Peer-based approach for analytical procedures. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 25(2): 53–84.
- Hope *O. K.* 2003a. Accounting policy disclosures and analysts' forecasts. *Contemporary Accounting Research* 20(2): 295–321.
- Hope *O. K.* 2003b. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of Accounting Research* 41(2): 235–272.
- Hwang *L. S.*, C. L. Jan and S. Basu. 1996. Loss firms and analysts' earnings forecast errors. *The Journal of Financial Statement Analysis* 1(2): 18–30.
- Kaustia *M.* and V. Rantala. 2015. Social learning and corporate peer effects. *Journal of Financial Economics* 117(3): 653–669.
- Koller *T.*, M. Goedhart and D. Wessels. 2005. *Valuation: Measuring and managing the value of companies.* Hoboken, NJ: McKinsey & Company, Wiley.
- Kross *W.*, B. Ro and D. Schroeder. 1990. Earnings expectations: The analysts' information advantage. *The Accounting Review* 65(2): 461–476.
- Kumar *P.* and N. Langberg. 2010. Innovation and investment bubbles. Working paper, University of Houston.
- Lang *M. H.* and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71(4): 467–492.
- Leuz *C.* and P. D. Wysocki. 2016. The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evi-

- dence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research* 54(2) : 525 – 622.
- Minnis ,M. and N. Shroff. 2017. Why regulate private firm disclosure and auditing? *Accounting and Business Research* 47(5) : 473 – 502.
- Ohlson J. A. 1990. A synthesis of security valuation theory and the role of dividends , cash flows , and earnings. *Contemporary Accounting Research* 6(2) : 648 – 676.
- Petaibanlue J. ,M. Walker ,and E. Lee. 2015. When did analyst forecast accuracy benefit from increased cross – border comparability following IFRS adoption in the EU? *International Review of Financial Analysis* 42: 278 – 291.
- Shroff N. ,R. S. Verdi and B. P. Yost. 2017. When does the peer information environment matter? *Journal of Accounting and Economics* 64(2 – 3) : 183 – 214.
- Soltes ,E. 2014. Private interaction between firm management and sell – side analysts. *Journal of Accounting Research* 52(1) : 245 – 272.
- Verrecchia ,R. E. 1982. Information acquisition in a noisy rational expectations economy. *Econometrica* 50 (6) : 1415 – 1430.

(责任编辑: 陈春华)

The Spillover Effect in Corporate Site Visits of Securities Analysts

Shilei Xie¹ , Yaoqing Song¹ , and Biao Xiao²

(1. School of Accounting , Zhejiang Gongshang University ,
Hangzhou Zhejiang 310018 , China;

2. School of Management , Xiamen University , Xiamen Fujian 361005 , China)

Abstract: Securities analysts are indispensable participants in the effective operation of the capital market. This paper focuses on the securities analysts' corporate site visits and examines whether site visits are associated with less information asymmetry between analysts and peer companies , which refers to the spillover effect. Based on samples collected from analysts' site visits in Chinese SZSE listed firms from 2012 to 2016 , this paper finds that securities analysts' corporate site visits have the positive influence on the forecast accuracy , supporting the hypothesis of the spillover effect. Moreover , this paper finds the substitution effect between public disclosure information and analysts' private information due to the insignificant spillover effect of analysts' site visits as oppose to the high quality of public disclosure in peer companies are higher. Furthermore , due to the immense industry intervention and weak industry transparency , the spillover effect of analysts' site visits becomes even remarkable in regulated industries.

Key words: securities analysts; site visits; spillover effect; peer companies; the quality of public information