

明星分析师关注、企业投资行为与公司价值

何德旭 夏范社

摘要:企业投资行为对于中国经济高质量发展与“双循环”国家战略实施发挥重要作用。通过手工搜集2016—2021年明星分析师研究报告数据,研究明星分析师对公司投资行为的影响。研究发现,明星分析师通过缓解融资约束、增强股票流动性、解读研发行为,促进企业投资行为,而且明星分析师在管理层持股比例较低、大股东持股比例低、成长性水平较低、公司透明度较低的样本中,结果更加显著,体现其较好的专业胜任能力。进一步分析发现,明星分析师能够解读不同盈利分组的投资行为,不存在明显的选择性偏好;与没有明星分析师跟踪的样本相比,明星分析师跟踪对投资行为具有更强的影响;明星分析师通过正向解读投资行为途径,对公司价值挖掘,发挥积极作用。研究结论对发挥明星分析师信息中介作用,优化投资结构与提升投资绩效,提供经验参考。

关键词:明星分析师;企业投资行为;公司价值

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**2097-1346(2024)01-0112-14

一、引言

“十四五”规划指出,要优化投资结构,提升投资效率,保持投资合理增长。公司投资行为的取舍与战略布局规划,直接关系其核心竞争能力培育与发展壮大。中国式分权情境下,企业存在委托代理问题和信息不对称,重视短期目标,忽视长期目标,出现投资目标与实际效果背道而驰的现象,引发诸如产能过剩、环保、就业等众多问题(程名望等,2019;刘志彪和孔令池,2021)。如何有效解读投资行为和缓解信息不对称,明星分析师作为资本市场的重要中介,发挥了重大作用。但是,在中国资本市场独特的发展情境下,明星分析师能否发挥中介作用,理论与实务存在不同观点与争议,诸如对预测能力、特质信息、内幕信息、明星分析师与非明星分析师的市场收益比较、牛市与熊市的差异性等,存在对明星分析师质疑(王宇熹等,2012;伊志宏和江轩宇,2013;吴偲立等,2016)。明星分析师作为分析师的行业“佼佼者”,对投资行为发挥何种作用,是名副其实,发挥正向作用?还是名不副实,增

收稿日期:2023-06-05

基金项目:国家社会科学基金重大研究专项项目(18VFH006)、中国社会科学院博士后创新项目。

作者简介:何德旭,经济学博士,中国社会科学院财经战略研究院研究员,研究方向为金融发展战略、金融风险与金融安全;夏范社,通讯作者,管理学博士,上海城建职业学院工商管理学院讲师,中国社会科学院财经战略研究院助理研究员,研究方向为证券投资与公司价值,xifanshe@126.com。

加“噪音”？可能的影响因素、作用机制有哪些？给经济高质量发展带来哪些启发和思考？本文接下来将试图研究与解答上述问题。

本文的学术边际贡献：其一，研究视角创新。基于明星分析师独特视角，研究其在解读投资行为方面的特殊作用，增加了明星分析师与投资行为的相关理论与文献研究。既往研究主要聚焦全体分析师，大致体现为两种观点：正向观点体现为“能力说”，分析师在解读投资行为的过程中，发挥正向作用；反向观点体现为“关系说”，分析师不能有效解读投资行为，主要为买方机构服务与“站台”。既往研究主要聚焦全体分析师，侧重“大水漫灌”，缺乏对分析师尤其是明星分析师的“精准解读”。目前以中国资本市场明星分析师为研究对象的相关成果，主要集中在关联机构重仓持有股票的关系（逯东等，2020）、对公司价值解读（夏范社和何德旭，2021）、新财富评选暂停对分析师预测冲击与影响（李馨子等，2022）、新财富重启后对其乐观性偏差和勤勉程度的影响（刘晓孟和周爱民，2022）等。投资行为作为明星分析师研究报告关注的重点，明星分析师究竟发挥何种作用，目前研究成果鲜有涉及，为此，本文提供了创新性的研究视角。其二，本文增加了明星分析师关注对企业投资行为的影响、作用机制、经济后果等方面的相关研究，对资本市场定价效率与资源配置的相关理论与文献，提供新的边际贡献。与一般分析师相比，明星分析师具有更强的影响力与传播效应（逯东等，2020；张宗新和吴钊颖，2021），因此，本文手工搜集明星分析师数据，通过将明星分析师在中国资本市场的特殊作用与资本市场特殊情境深度嵌套，研究明星分析师特殊行为特质，为既有文献提供新的边际贡献。同时，对更好认知明星分析师对投资行为是否存在“锦上添花”还是“雪中送炭”的选择性偏好，反思其独立性、客观性，亦提供新的启发。其三，推进资本市场高质量发展，优化投资行为，更好服务实体经济。中共二十大报告指出，中国吸引外资和对外投资居世界前列，正形成更大范围、更广领域、更高层次的对外开放格局。资本市场作为投资资源配置的重要“战场”，仍然存在建设重复、过度投资等问题（刘志彪和孔令池，2021）。本文扎根中国资本市场情境，以明星分析师为研究视角切入，对提升资源配置效率，推进资本市场高质量发展和共同富裕进程提供重要的理论价值与决策参考依据。

二、理论分析与研究设计

（一）文献回顾与述评

中国改革开放历程与资本市场发展相辅相成、互相促进。作为资本市场重要的参与者，分析师通过发布研究报告，在帮助解读公司投资行为方面，发挥重要作用。既往研究主要从全体分析师角度，研究其对投资行为的解读能力，主要存在两种观点：正向观点认为分析师发挥积极作用，通过发挥监督机制，提高市场效率，缓解公司代理问题与冲突（Chen et al., 2015）；通过提高公司透明度和发布高质量的预测，约束管理层，抑制非效率投资，提高投资效率，促进公司价值提升（Chen et al., 2017；张宗新和朱炜，2019）。另一种为负向观点，分析师跟踪会给投资带来压力，引发投资低效、资源错配、短期行为等情况发生。分析师跟踪加剧企业过度投资，在国有企业表现尤其严重，有损公司价值（李延喜等，2015）。当面临来自资本市场的压力与利益冲突等情况时，企业会倾向减少投资和抛弃高风险项目

(许年行等,2012)。分析师对企业管理层的施压,导致期限较长、风险较大的投资占比降低(蔡庆丰等,2011;戴国强和邓文慧,2017)。当分析师对长期投资项目存在众多分歧时,管理层甚至会改变公司战略或者策略(Farrell and Whidbee,2003)。

通过对既往学者的相关学术成果进行梳理,发现仍有些领域需要继续深入拓展。第一,既有研究主要聚焦全体分析师为整体视角,缺乏对分析师的深层次解读与差异化细分,进而可能导致研究无法做到深度聚焦与精准解读。明星分析师作为资本市场的重要参与者,在研究能力、市场认可程度、专业胜任能力、预期引导能力等方面,具有优势与专业积累,体现在对投资行为的有效解读与精准性。本研究以中国资本市场明星分析师为视角切入,试图弥补这一领域研究成果相对不足的情况。第二,中国特殊的资本市场情境下,明星分析师对投资行为的解读,可能受制于多方面的影响,更多体现为“中国元素”,本研究提供独特应用场景来解读其特殊性。第三,缺乏在中国资本市场情境下,明星分析师与企业投资行为的深度研究。明星分析师选举作为重要的“风向标”,在引导市场预期与投资战略规划方面,发挥重要作用。明星分析师作为产业与行业专家,能否实现对投资行为的精准解读,直接关系资源配置效率,但是目前研究成果鲜有涉及,本研究试图丰富与拓展这一领域。

(二)假说提出

明星分析师作为资本市场的重要中介,在影响企业投资行为方面发挥重要作用,具体论述如下:

第一,缓解委托代理问题。明星分析师作为重要资本市场中介,并且经过买方机构的认可,通过发挥专业胜任能力来帮助投资者解读企业投资行为。一是明星分析师在长期研究中,建立起适合本行业特殊的框架与模型,对投资行为可能产生的收益、超预期、市场格局等进行综合研判。明星分析师通过将企业、市场、宏观等各方面信息,快速吸纳到研究报告的预测模型中,实现对投资行为的动态跟踪和信息更新,有助于更好地解读投资行为(Barth and Hutton,2004)。二是明星分析师可以凭借自身的资本市场资源积累,识别管理层或者股东的真实意图,提升对投资行为的解读能力。明星分析师通过实地调研、核心客户服务、线下路演、管理层访谈等多种方式和渠道,降低股价同步性、提高信息效率(曹新伟等,2015),同时,明星分析师拥有更为便利的信息获取渠道,可以在公开的管理预测发布之前,获得更多的私有信息(Altschuler et al.,2015),对正向解读投资行为,发挥积极作用。

第二,明星分析师作为资本市场的信息中介,通过对公司投资相关信息解读,提升投资行为的信息含量,发挥预期引导作用。由于经济活动的复杂性,越来越多的分析师采取团队模式,通过专业化分工和团队合作优势,克服个人极端主义,增强对投资行为的解读能力(Patel and Sarkissian,2017;Wen et al.,2020)。由于投资行为具有风险性,当公司存在不确定性行为时,可能存在策略性信息披露行为,诸如只报喜不报忧,甚至刻意隐瞒风险投资行为等。明星分析师通过对投资行为的宏观政策和企业的微观实践进行解读,一方面可以挖掘公司的投资行为潜力,发挥预期引导作用。明星分析师作为资本市场中买方信息、公司信息、行业信息、市场信息等综合信息集聚点,具有广泛的信息来源与应变能力(Chen et al.,2015)。另一方面,明星分析师可以通过自身的行业研究优势,提升对企业投资行为的

信息解读能力。由于投资行为涉及多方面因素,可能存在较大的信息鸿沟,明星分析师通过对不同公司信息披露水平的投资行为解读,缓解信息不对称;同时,投资者因专业知识和掌握信息有限,对公司财务报告披露的投资行为相关信息的理解,可能存在较大障碍,明星分析师可以通过自身的行业研究优势,解读投资行为的相关信息,缓解信息不对称。

第三,明星分析师通过对投资行为的正向解读和综合研判,挖掘较好的目标公司进行择票行为推荐,以体现自身的研究优势和市场价值。分析师研究报告价值受到诸多方面影响,但是机构投资者更看重明星分析师的个人能力与素质(杨飞,2016)。同时,已有研究表明,明星分析师在研究公司特定的信息时,比非明星分析师也有着更多的经验与人力资源投入(Xu et al.,2013),当分析师上榜明星分析师后,所在券商会对其投入更多的资源进行支撑,有助于明星分析师提升对公司投资行为的解读能力,以更好进行择时和择票推荐。

明星分析师对投资行为的作用机制主要体现如下:一是缓解融资约束。融资难、融资贵长期制约投资行为的顺利开展,当明星分析师正确解读对公司价值有益的投资行为时,将会通过发挥资本市场信息中介作用,吸引更多资源注入企业投资行为中,缓解可能面临的融资约束困境。二是提升企业投资行为的信息含量。两权分离下,由于所有者与管理者之间存在信息非对称,公司投资行为的相关信息披露可能存在信息“鸿沟”,尤其对财务报告质量较差的上市公司而言,进一步增加了投资者的解读难度。当明星分析师发挥正向作用时,可以通过研究报告对投资行为进行解读,增强投资者的认知与缓解信息不对称。三是提升投资行为的透明度。投资行为需要承担较大的风险,企业可能存在策略性的信息披露行为,造成投资行为的“信息鸿沟”。明星分析师通过发挥专业胜任能力,提升投资行为的信息透明度,缓解信息不对称。四是声誉机制。行业经验、预测准确性、盈利修正的市场反应、研究能力等决定了明星分析师能否上榜。出色的研究和推票能力有助于降低分析师的流动性,促进分析师职业生涯的升迁(Bradley et al.,2017;Balashov,2018)。由于研究报告的可追溯性和评选活动每年都会更新,明星分析师若要连续上榜,需提升研究报告质量以实现对投资行为的精准解读,以更好地进行择时和择票的市场推荐,体现其市场价值和维持其自身声誉。综上,本文提出研究假说1。

H1:明星分析师对企业投资行为发挥积极作用。

三、研究设计

(一) 样本选取

本文研究样本的时间区间为2016—2021年度,剔除ST、金融企业、数据缺失等样本,明星分析师样本主要为各个细分行业的上榜明星分析师团队,此外,剔除宏观、策略、金融工程等无法量化的研究报告类型。为控制异常值,在5%水平进行上下缩尾处理。主要被解释变量、解释变量、控制变量数据来自CSMAR和WIND数据库。

(二) 变量定义

被解释变量:本文将投资行为主要界定为企业投资支出,参照吕长江和张海平(2011)的做法,具体计算方法为:
$$Investa = (\text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额} - \text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产}$$

收回的现金净额 - 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额) / 期初总资产]。为叙述方便,下文将企业投资支出指标(Investa),统一简称为企业投资行为。

解释变量:明星分析师研究报告数据采用手工搜集,2016—2017年、2019—2021年数据为新财富评选结果,由于2018年新财富评选活动中断,水晶球评选机制与新财富类似,本文以水晶球评选结果为2018年样本来源,具体方法为设置虚拟变量,若企业有明星分析师跟踪取1,否则取0,简称 xtfivedum。

主要控制变量参考夏范社和何德旭(2021)的做法,依次控制公司规模(lnsize),采用期末资产账面值,取自然对数;总资产增长率(growth),采用本期总资产期末值减去上年同期期末值,所得结果除以总资产上年同期期末值;资产负债率(lev),采用负债除以总资产;换手率(turnover),采用年内日均换手率;大股东持股(Top1),采用第一大股东持股比率;资产收益率(roe),采用净利润除以总资产的平均值;独董比例(indirector),采用独立董事总人数除以董事会总人数;董事会规模(boardsize),采用董事会人数加1取对数;上市年限(lnage),采用上市公司时间年数加1取对数;每股现金净流量(ccfops),采用本期现金及现金等价物净增加额除以最新股本;机构持股比例(Instishare),采用机构持股数占公司流通股数比例。

(三)模型设定

明星分析师与投资模型设定:

$$Investa_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 xtfivedum_{i,t} + control + \varepsilon_i \tag{1}$$

其中,α₁为截距项,xtfivedum_{i,t}系数为β₁,预期β₁为正,control为控制变量,并且控制行业、年份固定效应,ε_i为残差。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计如表1所示:投资(Investa)的平均值为0.067,公司价值(Tobina)的均值为2.005,明星分析师关注(xtfivedum)为虚拟变量,最大值为1,最小值为0。其他主要变量的描述性统计参见表1,主要变量的VIF值小于10,不存在多重共线性问题。

表1 主要变量的描述性统计

变量	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
Investa	11245	0.067	0.064	0.001	0.019	0.047	0.095	0.238
lnxreportall	11245	2.497	1.154	0.693	1.609	2.485	3.434	4.394
lnxteam	11245	2.025	0.917	0.693	1.099	2.079	2.773	3.555
xtfivedum	11245	0.674	0.469	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
top1	11245	33.025	13.763	12.581	21.716	31.010	42.582	60.868
Lev	11245	0.422	0.185	0.125	0.269	0.416	0.562	0.763
lnsize	11245	22.491	1.272	20.595	21.556	22.292	23.288	25.308
Instihold	11245	44.142	24.711	4.290	21.345	46.306	64.815	83.592
Tobina	11245	2.005	1.073	0.970	1.234	1.652	2.387	5.173

注:作者整理得到

(二) 实证结果

实证结果如表 2 所示,首先,列(1)为模型(1)的实证结果,xtfivedum 的系数为正且显著,这意味着在其他变量固定不变的情况下,自变量(xtfivedum)每增加一个标准差,因变量投资(Investa)会增加 0.032%^①,该增加值占因变量投资(Investa)平均值的 0.478%^②,明星分析师关注发挥正向作用,与相关研究结论一致(夏范社和何德旭,2021;刘晓孟和周爱民,2022),明星分析师关注有助于提升资本市场资源配置效率。其次,由于明星分析师主要由买方机构投票选出,因此,本文主要选取市场影响力较大的机构类型进行检验,具体为券商、基金、社保基金、合格境外机构投资者(QFII)四种机构类型,这些机构资金与实力雄厚,有着更为专业的投资理念与研究体系,实证结果为列(2)~(5),xtfivedum 系数均为正且显著。最后,由于明星分析师具有“明星流量”,机构联合持股可能对明星分析师独立性和客观性冲击更大,因此,借鉴夏范社和何德旭(2021)的方法,构建压力抵制型机构投资者(stressHoldProportion),简称压力型机构,将基金、社保基金、QFII 持股比例相加,结果为列(6)所示,xtfivedum 系数为正且显著。总体而言,明星分析师在解读投资行为的过程中发挥正向作用,支持明星分析师在资本市场的“效率说”。

表 2 主回归结果

变量	(1)模型 1	(2)基金	(3)QFII	(4)券商	(5)社保	(6)压力型
	Investa	Investa	Investa	Investa	Investa	Investa
xtfivedum	0.005 *** (4.409)	0.003 *** (3.073)	0.005 *** (4.674)	0.005 *** (4.849)	0.004 *** (4.259)	0.003 *** (2.890)
* control *	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	11245	11245	11245	11245	11245	11245
Adjusted_R ²	0.417	0.418	0.417	0.416	0.417	0.419

注:*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著相关;括号内为异方差调整后(Robust)的 t 值,* control* 为控制行业、年份、固定效应、控制变量,表 3~9 同

(三) 内生性问题

为缓解可能的内生性问题,本文拟采取以下方法:

1. 互为因果问题。为解决互为因果问题可能产生的内生性问题,将解释变量明星分析师关注(xtfivedum)进行滞后一期、滞后两期处理,实证结果均为正且显著,支持研究假说 H₁^③。

2. 工具变量法。由于明星分析师选择上市公司可能受多种因素影响,为缓解内生性问题与选择偏差,借鉴李春涛等(2016)的方法,引入工具变量沪深 300 指数(简称 hs300)。由于该指数由专业的评级机构评选,不受明星分析师影响,满足外生性要求;但是,一旦上市公司成为沪深 300 成分股,具有更强的交易量与关注度,明星分析师对相关上市公司的关注与信息挖掘概率加大,满足一定的相关性。具体实证结果对应表 3 列(1),xtfivedum

①0.032% = 0.005 * 0.064

②0.478% = 0.032% / 0.067

③受篇幅限制,检验结果备案。

与hs300正相关,弱工具变量检验的F值大于16.38的临界值,不存在弱工具变量问题;表3列(2)xtfivedum的系数为正且显著,表明明星分析师发挥正向作用。

表3 主回归结果

变量	工具变量法		PSM 倾向得分匹配		明星分析师净关注	
	(1) 第一阶段	(2) 第二阶段	变量	(3)	变量	(4)
	xtfivedum	Investa		Investa		Investa
hs300	0.0354 *** (2.724)		xtfivedum	0.005 *** (3.162)	netxtfivedum	0.0053 *** (5.063)
xtfivedum		0.136 ** (1.998)				
* control *	Yes	Yes	* control *	Yes	* control *	Yes
Obs	11245	11245	Obs	4589	Obs	11245

3. 倾向得分匹配方法。为缓解可能的内生性问题与选择性偏差,引入倾向得分匹配方法,具体指标选取资产负债率、公司规模、资产收益率、产权性质、机构持股等,选取的具体指标特征不与模型(1)的控制变量完全相同,模拟出同样本组具有类似特征的上市公司样本,在满足外生性与平行性假设的前提下,将模型(1)纳入新的样本中,具体实证结果对应表3列(3),xtfivedum与Investa正相关,明星分析师发挥正向作用。

4. 样本选择偏差。明星分析师关注可能受企业特征影响,存在“锦上添花”偏好,为控制可能的选择性偏好,参考余明桂等(2017)的方法,剔除公司特征,具体模型如下:

$$xtfivedum = a + roa + lev + lnsiz + ccfops + instihold + control + \varepsilon \tag{2}$$

模型(2)残差ε为排除盈利能力等公司特征后的xtfivedum净关注程度,简称netxtfivedum,在模型(1)中引入netxtfivedum作为新的解释变量代替xtfivedum,其他控制变量与模型(1)保持一致,如表3列(4)所示,netxtfivedum为正且显著,支持研究假说1。

(四) 稳健性检验

为增强结论的稳健性,本文采取以下方法:首先,变换被解释变量。采用ninvestb替代Investa,ninvestb计算方法为:[当年(固定资产+在建工程+工程物资+无形资产+开发支出+商誉)-上年(固定资产+在建工程+工程物资+无形资产+开发支出+商誉)-当期计提折旧与摊销]/期初总资产。其次,变换解释变量。采取明星分析师团队跟踪数量加1取对数替换xtfivedum指标,实证结果显著。再次,变换控制变量。为控制机构持股可能带来的影响与冲击,分别控制不同的机构类型(券商、基金、QFII、社保、压力型机构)。最后,剔除数据缺失样本。本文将2018年水晶球明星分析师评选结果数据剔除,结果均与原结论保持一致①。

(五) 机制分析

1. 缓解融资约束。企业投资行为需要持续不断的资源注入,当投资风险与收益未知时,更容易面临融资难、融资贵、融资时间长等困境,影响投资行为的进展。如果明星分析

①受篇幅限制,检验结果备索。

师发挥资本市场中介作用,通过引导资源配置来缓解融资约束瓶颈,为检验上述假说是否成立,借鉴温忠麟等(2004)的方法。融资约束指标采用SA指数。

$$SA = 0.043 * \lnsize^2 - 0.040 * \lnage - 0.737 * \lnsize \quad (3)$$

其中,lnsize为总资产的自然对数,lnage为企业的成立年限,SA指数为负且绝对值越大,说明企业受到的融资约束程度越严重。SA指数与模型(1)控制变量的公司规模lnsize指标相同,为克服变量的多重共线性问题,将模型(1)的lnsize用总市值取对数(lnsmv)代替,实证结果如表4所示,列(2)xtfivedum系数为负且显著,明星分析师关注显著降低了融资约束。列(3)SA指数系数为负且显著,表明融资约束对企业投资行为具有一定影响,xtfivedum系数为正且显著,Sobel检验P值在1%水平显著,中介效应成立,这意味着缓解融资约束是明星分析师促进企业投资的机制之一。

表4 融资约束视角

变量	(1)	(2)	(3)
	Investa	SA	Investa
SA			-0.006 *** (-5.870)
xtfivedum	0.004 *** (3.862)	-0.041 *** (-4.094)	0.004 *** (3.624)
lnsmv	-0.001 (-1.226)	1.153 *** (149.399)	0.007 *** (4.406)
* control *	Yes	Yes	Yes
Adjusted_R ²	0.416	0.915	0.418
Obs	11245	11245	11245
Sobel 检验(Z 值)		3.367 ***	

2. 增强股票流动性动机视角。当上市公司具有较好的投资行为与绩效时,可能具有较好的股票择时与择票机会。明星分析师能够正确解读投资行为时,会吸引更多投资者增加对上市公司的持股,相应的股票流动性与需求亦会增加。上市公司流动性的增加,进一步增加了对公司投资行为的深度信息挖掘。同时,明星分析师在激烈的市场环境下,佣金与派点成为其收入的重要来源,当明星分析师能够解读对企业有益的投资行为时,也有着更强的动机发布研究报告进行推荐以增强流动性,实现“双赢”。为检验上述猜想,参考夏范社和何德旭(2021)的方法,引入股票非流动性指标(Amihud),该指标与流动性呈反向关系,即股票流动性越大,Amihud指标越小。实证结果如表5列(1)~(3)所示,xtfivedum系数为正且显著,Amihud为负且显著,Sobel检验P值在5%水平显著,中介效应成立,说明明星分析师跟踪有助于增强流动性,有助于资本市场定价效率提升。

3. 正向解读研发行为途径。研发作为投资构成要素,有效的研发既能为投资提供技术支撑,又有助于投资的提质增效。但是,由于研发存在较高的风险,如果明星分析师能够发挥行业研究优势,正确解读研发行为,则有助于推进投资行为顺利实施。因此,引入研发指标(rdat),采用研发投入除以总资产,实证结果如表5列(4)~(6)所示,rdat系数为正且显著,xtfivedum系数为正且显著,Sobel检验P值在5%水平显著,中介效应成立。

表5 增强股票流动性与解读研发

变量	(1)	(2)	(3)	变量	(4)	(5)	(6)
	Investa	Amihud	Investa		Investa	rdat	Investa
Amihud			-0.060 ** (-2.122)	rdat			0.088 ** (2.367)
xtfivedum	0.005 *** (4.409)	-0.006 *** (-13.933)	0.004 *** (4.064)	xtfivedum	0.005 *** (4.409)	0.003 *** (8.075)	0.004 *** (3.623)
* control *	Yes	Yes	Yes	* control *	Yes	Yes	Yes
N	11245	11245	11245	N	11245	10296	10296
Adjusted_R ²	0.417	0.494	0.417	Adjusted_R ²	0.417	0.464	0.409
Sobel		2.227 **		Sobel		2.342 **	

五、异质性分析

(一) 委托代理问题:基于管理层持股和大股东持股比例分组

投资行为需要经过公司董事会决议,如果管理层权利过高或者股东一股独大时,可能存在对投资行为冲击。明星分析师如果可以识别管理层或者股东投资行为的真实意图,将能及时向投资者传递相关信息,以降低可能产生的风险。为检验管理层或者大股东的差异性,引入管理层和大股东持股比例,以行业和年份作为分组标准,表6列(1)为管理层持股大于其行业均值分组,xtfivedum 结果不显著,列(2)为管理层持股小于其行业均值分组,xtfivedum 结果显著;组间差异性检验 p 值显著。列(3)为大股东持股大于其行业均值分组,xtfivedum 结果不显著;列(4)为大股东持股小于其行业均值分组,xtfivedum 结果显著;组间差异性检验 p 值显著。当管理层和大股东持股比例较低时,对投资行为的干涉相对较少,明星分析师通过发布研究报告吸引资本市场投资者关注,对公司形成监督机制,同时,管理层和大股东持股比例低,也降低其可能的利益侵占与“掏空”动机,有助于公司投资行为绩效提升。如果管理层和大股东持股比例过高,则可能存在道德风险,由于没有足够的董事会投票权进行制衡,更容易导致公司治理“流于形式”,同时,现实的资本市场运行中,明星分析师可能存在研究偏差抑或“黑嘴”行为,明星分析师并非“十全十美”,需要审慎认知其特殊作用。

(二) 预期引导:基于公司成长性视角

投资行为需要企业提供持续的资源注入,当公司处于不同的成长性阶段时,可能存在投资的战略布局差异。为测试明星分析师在解读上述不同情境公司投资行为是否存在差异性,拟引入成长性指标(growth),以行业和年份的中位数为分组依据,表6列(5)为成长性指标大于行业均值指标分组,明星分析师结果显著;列(6)为成长性指标小于行业均值指标分组,明星分析师关注结果显著,组间差异性检验 p 值显著。当企业处于成长性低于行业均值水平时的发展阶段时,如果投资行为具有较好的产出和绩效时,将会引起股价更大的波动,当明星分析师正向解读投资行为时,更体现自身的行业研究优势和较好的专业胜任能力。

表6 管理层持股、大股东持股和成长性分组

变量	(1)管理层	(2)管理层	(3)大股东	(4)大股东	(5)成长性	(6)成长性
	Investa	Investa	Investa	Investa	Investa	Investa
xtfivedum	0.002 (0.735)	0.005 *** (4.441)	0.002 (1.298)	0.007 *** (4.850)	0.004 * (1.866)	0.004 *** (4.008)
* control *	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2798	8447	5159	6086	4205	7040
Adjusted_R2	0.404	0.413	0.441	0.408	0.357	0.283
p	0.044 **		0.005 *		0.068 *	

(三)提升投资行为的信息披露水平:基于公司透明度视角

公司信息披露水平对投资者理解企业的投资行为发挥重要作用。明星分析师作为重要的信息中介,当面临不同的公司信息披露水平时,能否发挥专业胜任能力解读投资行为,直接关系资本市场定价效率能否得到提升。因此,拟引入公司信息披露水平指标,该指标由深交所、上交所统一对外发布,具体分为优秀、良好、及格、不及格四个等级,具体实证结果对应表7列(1)~(4),列(1)为公司信息披露优秀组,当公司信息披露水平较高时,可能对投资的相关信息解读较为充分,资本市场已经将相关信息的解读纳入相关股价中,并在市场提前反应,并非明星分析师关注的重点;同时,在现实的企业投资行为中,可能存在投资低效问题等,需要客观审慎识别明星分析师的特殊作用。在良好和及格的样本组中,明星分析师关注结果显著,表明明星分析师关注有助于提升投资行为的信息含量和缓解信息不对称。当公司的信息披露水平相对不高时,一旦上市公司的投资行为具有较好的产出或者超预期时,公司市值将会有更大的波动,如果明星分析师能正向解读这些上市公司,将有利于体现自身较好的专业胜任能力。

表7 公司透明度和盈利视角

变量	(1)优秀	(2)良好	(3)及格	(4)不及格	(5)1/3	(6)2/3	(7)3/3
	Investa	Investa	Investa	Investa	Investa	Investa	Investa
xtfivedum	0.002 (0.730)	0.004 ** (2.502)	0.010 *** (2.665)	0.005 (0.211)	0.004 *** (2.813)	0.005 *** (2.647)	0.004 * (1.931)
* control *	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2387	5345	781	79	3751	3748	3746
Adjusted_R ²	0.451	0.405	0.383	0.176	0.424	0.414	0.362

六、进一步拓展分析

(一)“锦上添花”抑或“雪中送炭”:明星分析师选择性偏好

明星分析师在历年的评选机制中,可能倾向选择公司价值高的投资行为,体现为“锦上添花”,不一定代表其真实实力。若明星分析师能解读“差公司”的投资行为时,既体现了“雪中送炭”,又能体现其研究能力出色,并有助于缓解内生性问题。因此,本文拟从盈利视角,引入资产收益率(roa)作为投资绩效的参考指标,平均升序分为三组,对应表7列(5)~(7),roa指标最小的1/3组别,xtfivedum为正且显著,当企业盈利能力较差时,资本市场会对公司管理层施加较大压力,同时会进一步增加企业的融资等相关成本,不利于企业投资

行为的顺利开展;明星分析师具有较好的行业研究能力,一方面可以通过发布研究报告等形式,积极解读企业的投资行为进展,增强资本市场信心;另一方面,明星分析师可以发挥信息中介作用,吸引更多资源融入企业中,诸如资源、人力等,缓解投资面临的困境,呈现“雪中送炭”;列(6)与列(7)均显著,综上,xtfivedum 通过解读不同盈利水平下的投资行为,发挥正向作用。

(二)明星分析师对比一般分析师

明星分析师既然能在众多的分析师评选中胜出,可能在解读投资行为方面,比一般分析师发挥更大的作用,为检验此猜想是否成立,参照李春涛等(2016)的方法,引入全体分析师关注指标,采用分析师发布的研究报告数量加1取对数,简称(lnxreportall),控制行业、年份、固定效应,结果如表8所示,列(1)为全样本组合,lnxreportall 结果为正且显著;列(2)为有明星分析师关注分组,lnxreportall 结果为正且显著;列(3)为没有明星分析师关注分组,lnxreportall 结果为正且显著;采用组间系数检验 P 值显著,并且列(2)的系数比列(3)的系数更大,说明明星分析师关注对投资行为具有更强的解读能力,体现了较好的专业胜任能力。

表8 明星分析师 VS 一般分析师

变量	(1)全样本	(2)star = 1	(3)star = 0
	Investa	Investa	Investa
lnxreportall	0.006 *** (9.468)	0.007 *** (8.020)	0.004 *** (3.684)
* control *	Yes	Yes	Yes
Obs	9441	6319	3122
Adjusted_R ²	0.423	0.415	0.414
p-value		0.026 **	

(三)经济后果:基于公司价值视角

明星分析师作为资本市场的重要中介,择票成为评判其专业胜任能力的重要依据,公司价值是择票能力的重要参考依据。当明星分析师具有较好的专业胜任能力挖掘公司价值时,对投资行为的识别是明星分析师挖掘公司价值重要的机制之一,需更加重视明星分析师在解读投资行为的特殊作用。因此,本文采用中介效应模型检验投资机制能否实现,由于投资行为到公司价值兑现需要经历较长的周期,将投资指标进行滞后两期处理(L2. Investa),公司价值的衡量指标为 Tobina,计算方法为:[(总股本—境内上市的外资股 B 股) * 今收盘价 A 股当期值 + 境内上市的外资股 B 股 * B 股今收盘价当期值 * 当日汇率)]/总资产,具体模型如下:

$$Tobina_{i,t} = \alpha_1 + xtfivedum_{i,t} + control + \varepsilon_i \tag{4}$$

$$L2. Investa_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 xtfivedum_{i,t} + control + \varepsilon_i \tag{5}$$

$$Tobina_{i,t} = \alpha_2 + xtfivedum_i + \beta_4 L2. Investa_{i,t} + control + \varepsilon_i \tag{6}$$

实证结果如表9所示,列(1)和列(2)明星分析师关注系数为正且显著,列(3) xtfivedum、L2. Investa 系数均为正且显著,Sobel 检验 P 值显著,综上,“明星分析师关注—投资行为机制—公司价值”中介效应成立。

表9 明星分析师与公司价值—投资机制

变量	(1)	(2)	(3)
	tobina	I2. Investa	tobina
I2. Investa			0.706 *** (3.742)
xtfivedum	0.241 *** (14.270)	0.007 *** (4.002)	0.279 *** (12.052)
* control *	Yes	Yes	Yes
Obs	11245	5373	5373
Adjusted_R ²	0.451	0.178	0.526
Sobel P		0.006 *	

七、结论与展望

本文基于中国资本市场明星分析师的独特视角,研究发现明星分析师通过缓解融资约束、增强股票流动性、解读研发行为,促进企业投资行为,而且,明星分析师在管理层持股比例较低、大股东持股比例低、成长性水平较低、公司透明度较低的样本中,作用效果更加显著。进一步分析发现,明星分析师能够解读不同盈利分组的投资行为,不存在明显的选择性偏好;与没有明星分析师跟踪的样本相比,明星分析师跟踪对投资行为具有更强的影响;明星分析师通过正向解读投资行为途径,对公司价值挖掘,发挥积极作用。

基于本文结论,本文得出以下启发与建议:第一,中国已经迈入高质量发展阶段,需要拓展投资空间,优化投资结构,保持投资合理增长,发挥投资对优化供给结构的关键作用。明星分析师通过中观研究,既要以提升企业投资的高质量发展为己任,又要兼顾关注处于不同发展情境下的投资行为,更加重视处于投资约束限制较为严重的上市公司,更多地发挥“雪中送炭”作用,提升投资行为绩效,推进经济高质量发展与共同富裕进程。第二,审慎认知明星分析师解读投资行为的客观作用,既要发挥明星分析师的正向作用与信息中介,又要谨防“随波逐流”与“竭泽而渔”的短期行为。中国经济已经进入高质量发展的关键阶段,依然存在实体经济与虚拟经济的深层次结构化问题,需要更好发挥投资的关键作用,通过明星分析师的中介作用,引导投资资源的供需匹配,推进结构优化与产业升级,维护中国的产业链供应链安全。第三,随着股票发行注册制的实施,进一步要求提升资本市场定价效率,倒逼明星分析师的高质量发展。未来要强化对明星分析师研究报告的全流程监管与提升信息披露水平,更好服务实体经济,同时,也要对其短期行为进行有效监管与规制,更好助力资本市场的高质量发展。

参考文献:

- 程名望,贾晓佳,仇焕广.中国经济增长(1978-2015):灵感还是汗水?[J].经济研究,2019(7).
- 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).
- 曹新伟,洪剑峭,贾婉娇.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[J].经济管理,2015(8).

- 戴国强,邓文慧. 分析师关注度对企业投资决策的影响[J]. 金融经济研究,2017(3).
- 刘志彪,孔令池. 从分割走向整合:推进国内统一大市场建设的阻力与对策[J]. 中国工业经济,2021(8).
- 刘晓孟,周爱民. 分析师表现与明星分析师评选——基于“新财富”的准自然实验证据[J]. 系统管理学报,2022(2).
- 逯东,谢璇,杨丹. 乐观的分析师更可能进入明星榜单吗——基于《新财富》最佳分析师的评选机制分析[J]. 南开管理评论,2020(2).
- 吕长江,张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. 管理世界,2011(11).
- 李春涛,赵一,徐欣,李青原. 按下葫芦浮起瓢:分析师跟踪与盈余管理途径选择[J]. 金融研究,2016(4).
- 李馨子,张腾,牛煜皓. 明星分析师评选暂停对分析师预测行为的影响——基于《新财富》事件的经验证据[J]. 南开经济研究,2022(7).
- 李延喜,曾伟强,马壮,陈克兢. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论,2015(1).
- 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).
- 吴偃立,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),2016(2).
- 温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5).
- 夏范社,何德旭. 明星分析师能解读公司价值吗? ——基于分析师研究报告视角[J]. 中国软科学,2021(8).
- 许年行,江轩宇,伊志宏,徐信忠. 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).
- 余明桂,钟慧洁,范蕊. 分析师关注与企业创新——来自中国资本市场的经验证据[J]. 经济管理,2017(3).
- 杨飞. 如何成为明星分析师? 分析师上榜新财富决定因素研究[J]. 中央财经大学学报,2016(11).
- 伊志宏,江轩宇. 明星 VS 非明星:分析师评级调整与信息属性[J]. 经济理论与经济管理,2013(10).
- 张宗新,朱炜. 证券分析师“异常关注”能否创造投资价值? ——基于2010-2017年A股市场的经验证据[J]. 证券市场导报,2019(6).
- 张宗新,吴钊颖. 媒体情绪传染与分析师乐观偏差——基于机器学习文本分析方法的经验证据[J]. 管理世界,2021(1).
- Altschuler D., G. Chen, and J. Zhou, 2015. Anticipation of Management Forecasts and Analysts' Private Information Search, *Review of Accounting Studies*, 34(3): 803-838.
- Balashov V. S., 2018. Do Analysts Who Move Markets Have Better Careers? *Journal of Financial Research*, 41(2): 181-212.
- Barth M. E., and A. P. Hutton, 2004. Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals, *Review of Accounting Studies*, 9(1): 59-96.
- Bradley D., S. Gokkaya, and X. Liu, 2017. Before an Analyst Becomes an Analyst: does Industry Experience Matter, *Journal of Finance*, 72(2): 751-792.
- Chen T., J. Harford, and C. Lin, 2015. Do Analysts Matter for Governance? Evidence from Natural Experiments, *Journal of Financial Economics*, 115(2): 383-410.
- Chen T., L. Xie, and Y. Zhang, 2017. How Does Analysts Forecast Quality Relate to Corporate Investment Efficiency? *Journal of Corporate Finance*, 43(4): 217-240.
- Farrell K. A., and D. A. Whidbee, 2003. Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions, *Journal of Accounting & Economics*, 36(1): 165-196.
- Patel S., and S. Sarkissian, 2017. To Group or Not to Group? Evidence from Mutual Fund Databases, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3): 1989-2021.

Wen H., B. J. Andre, and K. L. Chao, 2020. Hierarchy and Performance of Analyst Teams, *European Accounting Review*, 29(5): 877–900.

Xu N. H., K. C. Chan, X. Jiang, and Z. Yi, 2013. Do Star Analysts Know More Firm-specific Information? Evidence from China, *Journal of Banking & Finance*, 37(1): 89–102.

(责任编辑 徐斯旻; 校对 刘心怡)

Star Analyst Attention, Investment, and Corporate Value

He Dexu, Xia Fanshe

Abstract: Corporate investment behavior plays an important role in the high-quality development of China's economy and the implementation of the "dual circulation" national strategy. In this study, manually collected star analyst reports from 2016 to 2021 were used to examine the impact of star analysts on corporate investment behavior. The results show that star analysts promote corporate investment behavior by easing financing constraints, enhancing stock liquidity, and interpreting research and development behaviors. In addition, this effect was found to be more prominent among companies with a lower manager shareholding ratio, lower majority shareholder shareholding ratio, slower growth, and lower transparency, reflecting their professional capabilities. Further analysis found that star analysts are able to interpret the investment behavior of different profit groups without notable selective biases in their preferences. Compared to samples without a star analyst following, those with a star analyst following were found to have a stronger impact on investment behavior. Star analysis played an active role in exploring corporate value by positively interpreting their investment behavior. The results provide empirical evidence supporting the utilization of star analysts as information intermediaries. Leveraging their expertise can aid in optimizing investment structures and improving overall investment performance.

Keywords: star analysts, corporate investment behavior, corporate value