

分类号:

学 号: 2014111017

密 级:

单位代码: 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



分析师关注与公司现金持有价值

学 位 申 请 人	杨子怡
指 导 教 师	王生年 教授
申请学位门类级别	管理学 硕士
学 科、专 业 名 称	会计学
研 究 方 向	资本市场与信息披露
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2017年06月

分类号:

学 号: 2014111017

密 级:

单位代码: 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



分析师关注与公司现金持有价值

学 位 申 请 人	杨子怡
指 导 教 师	王生年 教授
申请学位门类级别	管理学 硕士
学 科 、 专 业 名 称	会计学
研 究 方 向	资本市场与信息披露
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2017 年 06 月

Analyst Coverage and The Value of Corporate Cash Holdings

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Management Science

By

Yang Zi-yi

(Accounting)

Dissertation Supervisor: Prof. Wang Sheng-nian

June, 2017

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：杨子怡

时间：2017年6月1日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：杨子怡

时间：2017年6月1日

导师签名：



时间：2017年6月1日

摘要

现金是公司重要的战略资源，被称为企业的“血液”，关系到公司的健康运营与持续发展，同时现金作为流动资产，对代理人而言自由裁量空间大，包含的代理成本高。当公司信息环境不够透明，缺乏有效监督时，信息不对称和代理问题会使得现金的“价值创造”变为“价值毁损”。分析师作为资本市场的信息中介，在投资者与公司之间充担任独立第三方的角色，对改善信息环境有着重要作用，是公司外部治理机制的有效组成部分，因而分析师关注对公司现金持有行为有着重要影响。从分析师对资本市场所起的作用来看，一方面分析师能够通过发布预测报告，提高资本市场的信息含量，推动公司内外信息趋于一致，同时也是近年来一些财务欺诈案的最初发现者，发挥了监督者的作用；另一方面分析师与上市公司间的业务关联也影响着分析师的独立性，可能会出于各种利益考虑去迎合上市公司发布有偏报告，分析师面临着越来越严重的信任危机。因此，探讨分析师到底在资本市场中扮演着何种角色，在公司的现金持有价值上会有怎样的影响？通过怎样的机制和路径实现？这对进一步规范分析师行为，提高资本配置效率，保护投资者有重要意义。

本文首先回顾了国内外分析师以及公司现金持有的相关文献，基于有效市场理论、代理理论、信息不对称理论以及自由现金流理论等，提出了分析师影响公司治理的监督机制和迎合机制假说，并构建了实证检验模型。然后选取 2002-2014 年 A 股上市公司年度数据，采用发布盈余预测报告的分析师人数以及分析师剩余关注度两个指标衡量分析师关注程度。考虑分析师异质性，对分析师进一步细分为发布现金流预测的分析师以及来自承销商的分析师，研究了分析师关注对公司现金持有价值的影响，对监督机制和迎合机制进行了检验。在此基础上，进一步检验了分析师关注与现金持有价值之间的影响路径。最后采用工具变量、两阶段最小二乘法进行了稳健性检验。

研究结果发现：（1）分析师关注对公司现金持有的影响主要通过监督机制发挥作用，分析师关注对公司现金持有价值有正向影响；（2）既发布盈余预测又发布现金流预测的分析师能增强分析师的监督效应，强化分析师关注对公司现金持有价值之间的正向关系；（3）承销商分析师会削弱分析师的监督效应，来自承销商的分析师会显著降低分析师关注对公司现金持有价值的正向关系，验证了迎合机制的影响。结果表明，分析师关注对公司现金持有价值的影响既存在监督机制的作用，也存在迎合机制的作用，但整体上看，监督机制发挥了主导作用；（4）分析师关注通过抑制企业自由现金流的过度投资，提高了资本配置效率从而提升现金持有价值。以上结论扩展了分析师关注的经济后果研究，对现金持有价值相关领域做了有益补充，同时揭示了二者之间的具体作用路径。由此带来的启示是：（1）规范证券分析师的行为，提高分析师综合素质，保证分析师独立性；（2）完善上市公司信息披露制度，促进资本市场良好发展。

关键词： 分析师关注； 分析师现金流预测； 承销商分析师； 现金持有价值

Abstract

Cash is an important strategic resource of company, known as the "blood" of enterprises, closely related to the company's healthy operation and sustainable development. At the same time, cash is the most liquid and most likely to be abused by the agents seek personal assets. When the information environment of the company is not transparent, lack of effective supervision, information asymmetry and agency problems will make the "value creation" of the value of the cash to be destroyed". As the capital market intermediaries, the analyst plays the role of an independent third party, and also plays an important role in improving the information environment between investors and company. The analyst is a part of the company's external governance mechanisms. This determines that analysts' coverage has an important impact on the company's cash holdings. From the perspective of the role played by analysts, on the one hand, analysts can improve the information content of the capital market and promote the internal and external information tends to be consistent by issuing the forecast report. At the same time, they are some initial financial fraud discoverer in recent years, to play the role of a supervisor. On the other hand, the analyst may be for a variety of interests to release biased report because that the associations between listed companies and analyst also affects the independence of them, the analyst faces the more and more serious crisis of confidence. So, what role does the analyst play in the capital market, and how does it affect the value of the company's cash holdings? By what mechanism? This is of great significance to further standardize the behavior of analysts, improve capital allocation efficiency and protect investors.

First, this paper first reviews the domestic and foreign literature about analysts and corporate cash holdings. And based on the efficient market theory, agency theory, information asymmetry theory, and the free cash flow theory, we put forward the supervision mechanism and catering mechanism and propose the research hypotheses and construct the research model. Then select the A shares of Listed Companies in the 2002-2014 annual data, we use the number of analysts who publish earnings forecast report, as well as the analyst's residual attention as an alternative variable of the analysts coverage, considering heterogeneity of analysts, subdivided the analyst into release cash flow analyst and analysts from the underwriter, studies the impact of analyst's coverage on the value of cash holdings, tests the supervision mechanism and the catering mechanism. Then, further tests the influence path between analysts coverage and cash value. Finally, we use the tool variable and 2SLS to test the robustness.

Empirical results show that: (1) Analysts coverage has a positive impact on the value of the company's cash holdings, mainly through the supervision mechanism. (2) The analyst who also release cash flow forecasts can significantly enhance the supervision effect ,in other words ,can enhance the positive relationship between analyst coverage and the value of the company's cash holdings. (3) The underwriter's analyst will significantly reduce the positive correlation between the analyst coverage and the value of the company's cash holdings, verifying the impact of the catering mechanism. To sum up, there is not only the function of the supervision mechanism but also the catering mechanism, but on the whole, the supervisory function plays a leading role. (4) By inhibiting the excessive investment of free cash flow, analysts coverage can improve the efficiency of capital allocation, so as to enhance the value of cash holdings. These results expand the research of analysts coverage and cash value's economic consequences, then reveals the influence path between them. These results indicate that: (1) We should further standardize the behavior of securities analysts, improve the comprehensive quality, assurance the independence of analysts; (2) Improve the information disclosure system and the corporate governance of listed company.

Key words: Analyst coverage, Analyst cash flow forecast, Underwriter analyst, Value of cash holdings

目录

摘要.....	IV
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
1.1 选题背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究内容与框架.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究框架.....	5
1.4 研究思路与方法.....	5
1.4.1 研究思路.....	5
1.4.2 研究方法.....	6
1.5 主要创新.....	7
第二章 国内外研究综述.....	8
2.1 现金持有相关研究综述.....	8
2.1.1 公司治理与现金持有.....	8
2.1.2 现金持有与公司价值.....	9
2.2 分析师相关研究综述.....	10
2.2.1 分析师信息中介功能.....	10
2.2.2 分析师的治理效应.....	12
2.2.3 分析师利益冲突.....	13
2.3 分析师关注与公司现金持有.....	14
2.4 小结与述评.....	14
第三章 概念界定与理论基础.....	15
3.1 概念界定.....	15
3.1.1 现金持有价值.....	15
3.1.2 股票超额收益.....	15
3.1.3 分析师关注.....	15
3.2 理论基础.....	16
3.2.1 有效市场理论.....	16
3.2.2 委托代理理论.....	17
3.2.3 信息不对称理论.....	17
3.2.4 自由现金流理论.....	18

第四章 分析师关注与公司现金持有价值研究设计	19
4.1 理论分析与假设提出.....	19
4.1.1 分析师关注对公司现金持有价值的影响.....	19
4.1.2 分析师现金流预测与公司现金持有价值.....	21
4.1.3 承销商分析师与公司现金持有价值.....	22
4.2 数据来源及样本选择.....	22
4.3 模型设计.....	23
4.4 变量的选取.....	23
4.4.1 因变量的选取.....	23
4.4.2 自变量的选取.....	23
4.4.3 控制变量的选取.....	24
第五章 实证结果与分析	26
5.1 样本的描述性统计.....	26
5.2 相关性分析.....	27
5.3 实证结果及分析.....	28
5.3.1 分析师关注对现金持有价值的影响.....	28
5.3.2 分析师现金流预测与公司现金持有价值.....	29
5.3.3 承销商分析师与公司现金持有价值.....	31
5.3.4 进一步检验.....	33
5.3.5 稳健性检验.....	35
第六章 政策建议及研究展望	41
6.1 研究结论.....	41
6.2 政策建议.....	42
6.3 文章的不足及研究展望.....	43
参考文献	44
致谢	49
作者简介	50

第一章 绪论

1.1 选题背景

现金被视为企业的“血液”，是公司重要的战略资产（Oler 和 Picconi, 2013）。从 20 世纪 90 年代末，大量持有现金的情况在西方一些企业中日益渐增。国内外学者也就这一现象开始对现金持有的影响因素及其经济后果展开研究。国内研究也表明我国上市公司中现金持有水平日益攀升，且平均近 1/5 的资产以现金的形式存在（张会丽和吴有红, 2014）。现金资产收益能力较低，企业为何还会选择保持其较高的流动性？已有研究主要从预防性动机、交易性动机、代理成本动机、税收动机等方面对现金的流动性偏好进行考察（Opler 等, 1999; Bates 等, 2009; ）。基于预防性动机及交易动机等，学者认为现金是企业投融资决策的缓冲器，能帮助企业应对环境的不确定性，但这都以现金的有效利用为前提。在信息不对称的情况下，投资者无法掌控公司的经营活动情况，公司代理人在不易被发现的情况下具有获取私人收益而采取损害投资者利益行为的动机，现金作为流动资产，对代理人而言自由裁量空间大，包含的代理成本高，易被管理者操控以谋私利。当投资者缺乏有效机制对现金加以监督和控制时，公司的现金持有将会因代理问题偏离最初预防不确定风险的本意。因此，代理冲突的程度或公司治理水平是影响公司现金持有价值的关键因素（杨兴全等, 2014）。

上市公司所处的信息环境是企业赖以生存的“土壤”，既影响了融资成本（宫义飞和郭兰, 2012），也影响公司的外部治理（Yu, 2008）。从中国目前的资本市场来看，普遍存在着信息不对称问题，为了缓解这种状况满足其他市场参与者的信息需求，证券分析师随之出现。他作为公司外部治理机制的一部分，是存在于上市公司和投资者之间桥梁，是资本市场的信息中介。这就决定了分析师关注对微观企业行为有着重要影响，甚至影响企业现金持有决策。一般的投资者受自身情况及能力的限制，难以及时全面的掌握分析投资公司的信息，分析师主要通过盈余预测、股票评级为投资者更好的获取上市公司信息提供了帮助，由信息需求理论可知，现金流信息对投资者投资决策至关重要，因而近年来分析师报告中还出现了现金流预测。面对市场竞争环境愈演愈烈，市场瞬息万变以及投资者不断增多，分析师通过提供更丰富的信息来提高服务质量，满足投资者对公司的各类信息需求，其在资本市场中的重要性日益凸显，尤其在降低市场信息不对称和提高投资者保护水平上有着不可或缺的积极作用。Jensen 和 Meckling (1976) 认为，分析师对管理层有着潜在的监督效应，事实上，他们也是近年来康柏、摩托罗拉、世界通信等财务欺诈案件的最初发现者（Dyck 等, 2010）。证券分析师不能直接参与上市公司经营管理，但是越多的分析师关注上市公司，其受到的外部监督越强，管理者会因此在一定程度上约束投机利己行为（Healy 和 Palepu, 2001），减少代理成本，进而影响企业的现金持有决策。我们将这种机制称为分析师的监督治理机制。

但是近年来证券分析师却面临着“信任危机”。分析师本应为投资者提供有价值的增量信息，但其中一部分人借着“股评家”身份哗众取宠发表一些不实言论，股市“黑嘴”、券商研报“不靠谱”事件等不断被媒体曝光。例如美国安然丑闻，在其事件揭发之前就有分析师发现其财务指标异常，利润很高但资产回报率很低。就在这种情况下，当时承销商分析师依然直接给出“强买”评级，使诸多中小投资者纷纷跳入“火坑”。从理论上说，证券分析师在市场中行使中介职能，有效的传递信息，增加外部投资者对公司的了解，缓解上市公司与投资者之间的信息不对称，使公司管理者更加注重资本配置效率与自我约束。从而分析师关注会在一定程度上抑制控股股东摄取中小投资者利益，使公司更高效的利用资产，减少无效投资和盈余管理行为。然而，分析师作为理性经济人希望自身利益最大化，在执业过程中与各利益相关方存在着彼此支持与制约的关系，他们可能会为了自身利益做出一些有悖投资者利益的有偏行为，这种利益冲突在一定程度上影响了分析师的客观性和独立性，从而产生道德风险。对于证券分析师而言，尤其是来自承销商的分析师，为了帮助供职券商招揽业务、促销其承销股票、维持与上市公司管理层的关系、甚至是谋求个人利益，都可能会发布偏颇的、过度乐观的预测报告或者股票评级。对于公司管理层，可以针对证券分析师面临的利益冲突对分析师施加压力，要求他们发表对自己有利的研究报告，避免不利的信息传递到市场，否则拒绝再与其交流，从而使得分析师很难再从公司获得有价值的信息。这样就迫使分析师与公司管理层“合谋”，在研报中有选择隐瞒或夸大事实。使分析师不仅没有发挥外部监督者的作用减少市场上的信息不对称，甚至可能成为管理层机会主义行为的“帮凶”，使企业所持现金受到管理层的滥用或低效耗用，影响现金持有价值。我们将这种机制称为分析师的迎合机制。

综上所述，证券分析师是一把双刃剑。那么在我国，分析师行业的现状如何？分析师关注对公司价值有何影响？通过怎样的机制和路径实现？公司现金持有是公司价值的重要组成部分，也是影响公司价值的重要路径。本文拟研究分析师关注对公司现金持有价值的调节作用，以期从新视角探究分析师关注对公司价值的作用机理。探究分析师关注是否能发挥外部监督者的作用，缓解信息不对称，抑制代理问题，提升公司的现金持有价值。并且针对监督机制和迎合机制，考虑分析师异质性，将其细分为是否来自承销商以及是否发布现金流预测，检验其对现金持有价值是否有不同影响。最后，进一步检验了分析师关注与现金持有价值之间的影响路径。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

国内有关证券分析师关注方面的现有文献主要是关于分析师关注的影响因素以及证券分析师关注的治理效应研究。治理效应主要是从公司价值、信息含量、融资方面进行研究，鲜有文献研究分析师关注对公司现金持有价值的影响、以及分析师关注影响公

司价值的具体路径。关于分析师所面临的利益冲突的文献主要围绕分析师个人特征、机构投资者以及上市公司管理层等角度展开。但是对于利益冲突的经济后果研究较少。在我国新兴资本市场环境下，分析师对上市公司的作用存在不确定性，结合分析师关注的治理作用和面临的利益冲突，研究证券分析师对公司现金持有行为的影响将具有重要的理论意义。本文结合资本市场微观主体从证券分析师的市场功能着手，对公司现金持有以及证券分析师关注理论的研究进行了拓展。

1.2.2 现实意义

证券分析师作为证券市场的微观组成部分，对资本市场上各个参与主体都具有一定的现实意义，他们将投资者与上市公司通过信息连接起来，有效地促进了上市公司投资者的双向沟通。研究证券分析师对资本市场的作用机制，能为证券市场监管者制定法规方面起到一定的借鉴作用，促进我国分析师行业和资本市场健康发展，达到提高市场效率的目的。同时，本文提出分析师关注可能影响公司治理的监督治理机制和迎合机制，以公司现金持有价值为切入点考察分析师关注的经济后果，为公司提高资源配置，规范内部治理以及合理应用外部治理机制提供了一定的参考和启示。

1.3 研究内容与框架

1.3.1 研究内容

现金持有是影响企业价值的一个重要因素，对现金持有的管理被认为在为股东创造价值的过程中起关键作用，而分析师作为我国资本市场的信息中介，一方面加强了管理层与其外部投资者之间的信息纽带，另一方面由于利益冲突及认知偏差等因素时常发生过度乐观、迎合造市等有偏行为。基于此，分析师的在资本市场扮演什么角色，是否能够发挥监督治理效应是需要解决的问题。本文对该问题的研究共分为六章，具体结构安排如下：

第一部分：绪论。本部分首先介绍了研究背景并引出本文所要研究的问题。其次阐述了研究意义和内容，确定了整篇论文的研究思路与方法，最后对本文可能的贡献和创新加以说明。

第二部分：文献综述。本部分系统梳理了国内外分析师关注以及现金持有的相关文献。分析师关注从分析师的中介功能、治理功能以及利益冲突三个角度展开，现金持有文献主要涉及公司治理与现金持有及其市场价值。同时在分析整理现有文献的基础上，归纳总结出目前研究的成果和不足，提出本文的研究问题及研究价值所在。

第三部分：基本概念与相关理论。首先对分析师关注、现金持有价值、超额现金持有以及股票超额回报率等相关概念进行界定。其次从有效市场理论出发，结合委托代理理论、信息不对称理论，探讨我国证券市场分析师关注对资本市场信息环境的影响，以及其对公司现金持有价值的影响，为后续实证研究提供理论基础。

第四部分：实证研究设计。本部分是论文的核心，将在前文理论分析的基础上，提出研究假设，对分析师关注和公司现金持有行为进行变量选择和定义，并为实证检验建立相关的模型，说明本文的样本选择和数据来源。

第五部分：实证结果分析。包括各类变量的描述性统计，相关性分析，回归分析，进一步检验和稳健性检验。

第六部分：主要研究结论与展望。总结本文的主要结论，提出重视并加强提高分析师独立性以及完善上市公司信息披露制度等政策建议，并表明研究的局限性和后续的研究建议。

1.3.2 研究框架

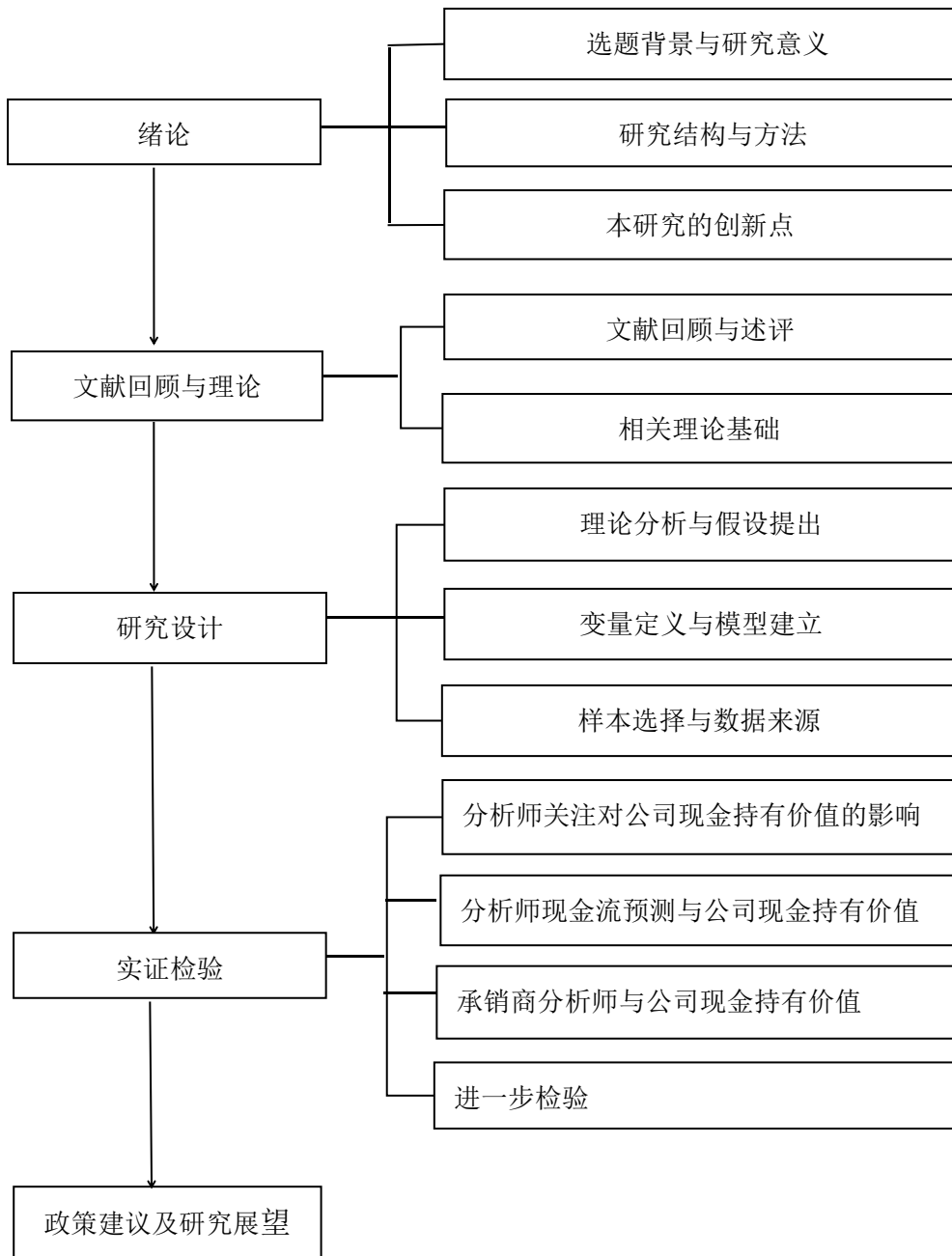


图 1-1 论文框架图

1.4 研究思路与方法

1.4.1 研究思路

本文拟研究分析师关注对公司现金持有价值的影响，以期从新视角探究分析师关注对公司价值的作用机理。首先，探究分析师关注是否能发挥外部监督者的作用，缓解信

息不对称，抑制代理问题，对公司现金持有价值提升起到积极效应。其次针对监督机制和迎合机制，考虑分析师异质性，将其细分为是否来自承销商以及是否发布现金流预测，检验其对现金持有价值是否有不同影响。最后，进一步检验了分析师关注与现金持有价值之间的影响路径。拓展现有分析师关注在我国资本市场角色的认识。

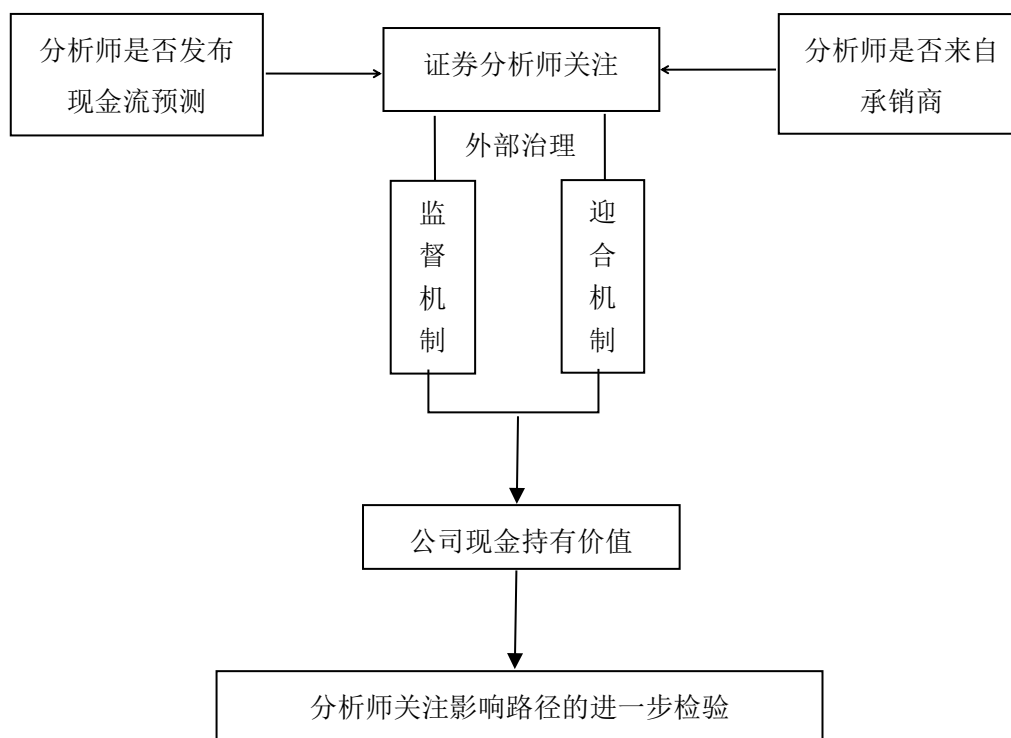


图 1-2 研究思路图

1.4.2 研究方法

本文采用以实证研究为主，结合规范研究的研究方法。在思路构建和理论分析推导部分主要使用规范研究的方法，结合有效资本市场理论、信息不对称理论和代理理论，考察分析师关注对公司现金持有价值的影响。在此基础上，运用描述性统计、相关性分析和最小二乘回归分析等方法进行实证检验，同时找到合适的工具变量，用两阶段最小二乘法首先剔除影响分析师关注的公司特征因素，进而再回归解决内生性问题。用分析师关注的各替代变量与公司现金持有价值进行回归检验，然后在此基础上，对得出的结论进行解读，进一步探讨作为信息中介的分析师在资本市场中到底扮演了何种角色，分析师关注以及分析师的异质性对公司现金持有价值的影响。在进一步检验中，验证了分析师关注对现金持有价值的具体影响路径。

1.5 主要创新

(1) 目前有关分析师关注的经济后果研究较少。对于分析师关注影响公司价值的路径研究也较为缺乏。由于现金是最易被股东和管理者利用及操作的资产，因此本文通过研究分析师关注对公司现金持有价值的影响，来进一步扩展和深化现有文献对分析师关注如何影响公司价值的研究。本文提出分析师关注影响公司治理的两种机制，从现金持有视角，探究分析师关注对公司价值的作用机理，从而揭示分析师关注影响公司价值的具体路径，为后续研究提供了新的视角。

(2) 本文在检验分析师关注与公司现金持有价值关系的研究基础上，进一步深入研究了同时发布现金流预测的分析师及来自承销商的分析师和公司现金持有之间的关系。将分析师群体看成异质的，对分析师进行细化，有利于更深入的认识分析师行为在市场上的影响，以及分析师在公司外部治理和保护投资者方面所发挥的作用，让我们重新审视分析师的行为及价值功效。对于国内有关分析师的角色定位以及分析师异质性对公司现金持有价值等经济后果的研究是一个有益的补充。

(3) 本文深入探讨了分析师关注影响公司现金持有价值的作用路径。具体而言，本文基于分析师关注的外部治理效应与上市公司过度投资的关联，分析了分析师关注对现金持有价值的直接影响。

第二章 国内外研究综述

2.1 现金持有相关研究综述

现金是公司最重要的资产，现金持有是近年来公司财务领域研究中的热点问题。现金可以帮助公司应对环境的不确定风险，但当投资者缺乏有效机制对现金加以监督和控制时，公司的现金持有将会因代理问题偏离最初预防不确定风险的本意，进而影响公司价值与投资者利益。因此本文从公司治理角度对公司现金持有相关文献进行回顾与梳理。

2.1.1 公司治理与现金持有

上世纪九十年代末，大量持有现金的现象在各国家上市公司中日益渐增，现金资产的收益率较低，企业为何选择保持高流动性？本文主要从公司治理方面对现金持有的影响因素进行梳理。公司治理分为内部公司治理和外部公司治理。内部治理机制包括高管薪酬、所有权结构、中小股东利益保护及信息披露透明度等方面。外部治理机制包括法律监管、外部债权人、机构投资者以及独立董事等方面的内容。

宏观环境中的公司现金持有水平高低与当地股东权益保护水平有关，保护较好的地区公司现金持有量较少（Dittmar, 2003）。Chen 和 Mahajan（2005）发现债权人的权力相比股东权力，在确定公司流动性上发挥重要作用，使公司现金持有变动水平更加稳定。Luo 和 Hachiya（2005）发现在决定公司现金持有量时，内部所有权和公司的银行关系起了重要作用；外部股东通常选择有利可图的公司进行投资，而这些公司通常有较高的现金持有水平；同时，发现现金持有在一定程度上导致了代理问题的发生，对公司价值有消极影响；并且这种负向关系受公司治理特征的影响。Harford（2006）发现在公司治理较差的公司中，经理人会很快耗掉公司现金储备而持有较少现金，他们倾向于用现金收购而不是对内投资。Dittmar 和 Mahrt-Smith（2007）发现不同的公司治理水平对公司现金持有的使用和价值的影 响是有差异的。治理水平较差时，现金价值只有 0.42 到 0.88 美元，大量的现金持有会使管理者借机滥用从而损害公司价值，而当治理较好时，这种负向影响被抵消。Kusnadi（2011）考察新加坡及马来西亚上市公司发现，结论支持灵活性假设，公司治理有效性差的公司比治理好的公司更倾向于积累现金，管理者与股东间的代理冲突导致管理者有更大的自由裁量权囤积现金储备；同时对于具有单一领导结构、金字塔型以及家族控制的公司来说，持有超额先进的增量价值与公司价值负相关。

在国内学者也开展了一些列研究。林秀玲（2004）研究发现公司信息不对称程度、公司规模与现金持有水平负相关；而公司信用评级、负债比率等与现金持有水平正相关。杨兴全、孙杰（2006）以 2002 年上市公司为样本，实证研究了公司治理机制对现金持有水平的影响，发现公司现金持有水平与流通 A 股比例、法人股比例和现金股利是否发

放呈现显著的正相关关系；与国有股比例、银行负债、财务杠杆和现金替代物呈现显著的负相关关系；而与领导权结构、独立董事比例、管理层持股比例、董事会规模的相关关系并不显著。吴荷青（2009）认为公司的治理结构影响现金持有是间接而不是直接的，可能通过投融资策略等途径；具体来说，相比较考虑公司因素，不考虑公司因素时公司治理结构与现金持有之间的关系更为显著。杨兴全、曾义（2012）发现上市公司多元化经营及其程度与公司现金持有水平呈负相关关系，且市场化进程进一步强化了这种相关性。蒲文燕、张洪辉（2013）的研究中将机构投资者分为压力抵制型和敏感型，发现前者与公司现金持有水平呈正相关，而后者与现金持有量关系不显著。董理、茅宁（2016）发现管理层决断权较大并且企业拥有剩余能力负债时，超额现金持有与投资扭曲之间的正相关关系表现出比总体更强。黄晓波等（2017）发现股权制衡度和集中度与企业现金持有量存在显著倒“U”型关系，并且经营和财务活动不确定性、负债融资等均与现金持有量负相关。

2.1.2 现金持有与公司价值

现金是公司重要的流动资产，现金持有价值，一般指的是持有现金的边际价值，即企业每增持一元现金为其市场价值带来的增值额。学术界主要从公司业绩和股东评价两个视角考察了现金持有对公司产生的各方面，尤其是公司价值的影响。

Opler et al.（1999）发现公司倾向于大量储备现金，但是这部分超额现金持有对公司并购、股利支付和资本支出却没有显著影响。Harford（1999）的研究表明现金储备较多的公司更可能进行多元化和并购，但是这种公司进行的并购往往会毁损公司价值。Faulkender（2006）结合了公司的财务特征对公司现金持有价值进行了研究，发现公司现金持有的边际价值随着公司现金持有量的上升而下降，其边际价值与财务杠杆也呈现相同方向变动，但与公司融资约束却呈现出正向关系。Pinkowitz 和 Williamson（2006）使用 Fama and French 估值模型发现现金持有和企业价值之间的负相关关系在投资者保护不佳的国家比其他国家更明显，并且为了进一步支持代理理论，发现在投资保护强的国家，股利与企业价值关系更弱。Lins et al.（2007）使 31 个国家的经验数据研究现金持有的净成本与收益，结果表明，企业价值在控股经理持有较多现金时较低，这种关系在投资者保护薄弱的国家表现显著，尤其在经理支付股利时更甚，而在外部保护较好时关系不明显。Mauer（2011）则发现，上市公司较高的现金持有会引起管理者冒险动机的增强，而管理者冒险行为的增加反过来又会降低公司持有现金的市场价值。

在国内学者也展开了一系列研究。杨兴全、张照南（2008）试图测算我国上市公司现金持有价值，结果表明我国现金价值低于其账面价值，主要由于我国制度背景及股权性质的影响，进一步论证了自由现金流理论及掏空行为的存在。张凤（2009）从过度投资角度研究现金持有对公司价值的影响，结果发现储备现金有利于提升公司投资能力，但同时易于导致管理层过度投资行为，削弱资本配置效率从而降低企业价值。叶松勤、徐经长（2013）发现在合适的制度环境下机构投资者的治理效应才能发挥，机构投资者

与现金持有价值的关系在不同的市场化程度下存在差异：在市场化程度较高时两者关系为正向效应，反之为负向关系。杨兴全、张丽平（2014）研究发现市场化进程能够进一步弱化管理层权力导致的高额现金持有的负面价值效应。张兆国等（2015）研究发现税收规避虽然不会增加企业的现金持有价值，但是董事会、产品市场、媒体监督、法律制度等公司治理机制对二者关系具有正向调节作用，而控制权市场以及控股股东控制则相反。由以上研究我们可以看出，我们不能简单的对现金持有经济后果一概而论，要宏观认识结合微观认识，还应该更多的考虑其他影响因素，例如制度背景、信息环境、公司特征、内部控制有效性等。

2.2 分析师相关研究综述

证券分析师是资本市场的重要组成部分，同审计师、媒体及机构投资者一样，是上市公司与投资者之间的信息桥梁，作为信息中介他是证券市场发展的产物，对资本市场的健康良好发展至关重要。他们是市场信息的提供者和分析者，运用自身专业的技能及职业敏感性，通过长期跟踪及持续关注上市公司发表有针对性的经过加工汇总的研究报告等，为投资者提供决策依据。但是无论在我国还是西方国家，资本市场都有一个共性，即证券分析师都存在各种利益关系，包括与所属券商，与所分析公司的管理层，与机构投资者，与自身的声誉和薪酬。下面依次从以下几个方面对相关文献进行回顾梳理。

2.2.1 分析师信息中介功能

有关分析师中介功能的研究，主要从分析师的盈余预测和现金流预测等方面展开。

（1）分析师盈利预测

首先，分析师盈利预测的准确性方面。Brow 和 Rozeff（1978）采用非参数统计的方法，最先发现了证券分析师盈余预测相比时间序列模型具有更高的准确性。Collins 和 Hopwood（1980）通过比较公司盈利的时序模型，证明了分析师预测结果更准确，再一次证明已有观点，并且进一步发现其预测分歧度也更小，另外能够对历史数据之外的事件做出反应。Conroy 和 Harris（1987）的研究同样证实了这个结论。O'Brien（1988）研究发现分析师预测的准确性在临近上市公司披露财务报告日期时更可靠。上市公司定期披露的财务报告、临时性公告等公开披露的信息，是除了通过调研获得的私有信息外的重要渠道（Baginski, 1986）。并且，不管是分析师的公共信息还是私人信息，二者都会随着信息披露质量的提高而改善，从而提高盈余预测的准确性（Shaw, 2003）。

我国证券分析师行业起步较晚，吴东辉、薛祖云（2005）认为我国市场尚未达到半强势有效市场，而分析师的盈利预测能够为投资者提供增量信息，且根据预测可指定交易策略，其准确性高于统计模型并且在经济和统计意义上均显著。方军雄（2007）得出了相似结论，并在此基础上发现其预测准确性受公司信息环境的影响，信息披露越充分，

分析师预测越准确。岳衡、林小驰（2008）研究发现，分析师预测对于不同时间跨度的数据来说其准确性有差异，不能一概而论，其中年度数据的预测相较统计模型更准确。李丽青（2012）认为分析师预测准确性与随机游走模型相比较要区分不同条件，在不同市场走势下其表现是有差异的，熊市中分析师预测准确性更高且自身乐观程度大，牛市下情况则相反。郭杰、洪洁瑛（2009）发现，由于分析师更注重表露自身的专业能力，加之我国市场信息环境较差，上市公司信息披露不完全，分析师对公司盈余进行的预测是一种无效行为。这说明如果分析师不能公正客观的向市场传递信息，可能就不会发挥其应有的信息中介作用，反而误导投资者。

在分析师报告的信息含量方面，学术界从报告引起的市场反应角度来研究。Givoly 和 Lakonishok（1979）、Holloway（1981）研究表明证券分析师的盈余预测是具有信息含量的。Stickel（1991）、Stickel（1995）、Womack（1996）等也都发现证券分析师盈余预测修正会影响股票价格，获得超额收益。近来，学者们不再单一检验研究报告的信息含量，而是更加注重报告包含的投资评级、论证内容等综合信息含量。Asquith et al.（2005）进一步深入的研究了分析师的论证内容与目标价格等综合信息的市场反应，发现目标价格和论证内容比盈余预测和股票评级具有更高的信息含量。

国内研究中，学者主要从分析师的研究报告能否帮助外部投资者获得超额收益，对证券分析师盈余预测与股票评级的信息含量等方面展开研究，但是还未能从证券分析师研究报告的论证内容角度开展研究。李雪（2007）通过事件研究法发现我国的股价受证券分析机构提供的评级调整报告的影响，且不同机构影响力差异能导致异常收益的产生，但只存在短期效应（徐立平、刘建和，2008）。分析师发布研究报告后会对投资者的投资行为产生影响，例如投资者调整持股数量等，表明我国证券分析师的投资建议具有信息增量。

（2）分析师现金流预测

我国资本市场起步较晚，现有学者对分析师现金流预测的研究大多源于国外研究的基础上进行，我国 2002 年渐渐有分析师开始发布现金流预测。相关研究主要从两个角度展开，分析师为何选择发布现金流预测以及发布现金流预测带来的经济影响。DeFond 和 Hung（2003）最初研究发现分析师提供现金流预测是为了从公司盈余、经营和财务状况的角度出发，提供更为详细的信息来满足投资者的信息需求，因为现金流相比盈余更客观，不容易被操纵，所以投资者需要现金流信息辅助投资决策。Call 则认为分析师同时提供现金流预测时，能提高其盈余预测准确性（Call，2008）。同时分析师会更关注经营性现金流和应计项目，这有助于提高分析师的预测能力（Call，2009）。McInnis 和 Collins（2011）研究发现在美国分析师提供现金流预测能抑制上市公司的应计盈余管理行为，修正现金流预测能为投资者带来超额回报（Call et al.，2013）。

国内的王会娟等（2012）利用我国分析师数据检验了分析师发布现金流预测的动因，得到了与 DeFond 和 Hung（2003）相一致的研究结论。周冬华（2014）研究发现分析师

以前年度现金流预测的准确性会对当年现金流预测的准确性产生影响。刘春力、傅代国（2014）发现提供现金流预测能有效减弱盈余管理的替代效应，降低上市公司运用盈余管理的手段。王菊仙等（2016）从信息供给视角发现相比没有现金流预测的分析师，发布现金流预测的分析师的盈余预测准确度越高，实证结果进一步支持了袁振超等（2014）的研究结论。

2.2.2 分析师的治理效应

证券分析师作为信息中介，比投资者更具有信息优势，具有更深厚的专业素养与投资经验，同时具有较强的信息挖掘和甄别能力，能较深入的解读企业财务信息，进而发现财务问题，揭示上市公司可能存在的异象或潜在风险，促进了整个资本市场的高效运转，提高资本配置效率并在一定程度上减少了代理成本，发挥监管作用，是一种重要的外部治理机制（Jensen and Meckling, 1976）。公司受到的外部监督随着分析师关注程度的提高而增强，从而对管理层机会主义构成了约束，避免损害公司价值（Cothren, 1982）。Bowen Chen 和 Cheng（2004）发现分析师跟踪可以降低投资者信息的不对称性，降低公司再融资成本。Dyck et al.（2008）还发现证券分析师在财务舞弊、盈余管理行为中发挥了积极作用，能够揭露上市公司的不端行为。Yu（2008）利用资本市场的大样本数据研究分析师关注的监督治理效应，Hong et al.（2014）也从盈余管理行为角度出发，研究结果表明分析师关注发挥外部治理作用的程度跟对公司管理层决策产生影响直接相关。由于分析师关注传播更多公司信息为投资者所知，提高了管理层盈余管理的成本，从而形成有效的外部监督机制。由此，该结果也对 Dyck et al.（2008）以及 Bowen et al.（2008）的研究提供了支持。公司过度投资的根源在于管理层出于各种动机，随意将过多的自由现金流量投资于不必要的投资项目，造成资源配置效率降低（Jung et al, 2009）。Michenaud（2008）认为分析师关注会限制管理层过度投资倾向，起到外部约束监督作用。然而，Michenaud（2008）发现公司往往会放弃 NPV 为正的项目。因此，分析师关注通过影响公司决策发挥治理作用的证据仍不一致。

在国内，学者们对分析师有监督治理作用的研究与国外基本一致。朱红军等（2007）发现了分析师关注能降低股价同步性，说明分析师关注更多的是公司层面信息，分析师关注有助于提高市场效率。张纯、吕伟（2009）提供了分析师关注与股利水平的正相关联系，并指出分析师关注减少了投资者与公司间的信息不对称，改善了公司外部融资环境，减少了内部资金需求从而提高股利水平。江轩宇、于上尧（2012）发现独立分析师能抑制公司的盈余管理行为，而来自承销商的分析师由于种种利益牵绊及诉求，独立性较弱导致不能很好的保持应有的监督作用。李常安等（2016）将公司的内部治理环境与分析师外部治理效应联系起来，发现在内部治理水平较低的公司中，分析师关注与公司市场价值之间呈负相关关系，表明分析师关注具有一定的信号作用，避免投资者盲目投资治理体系风险较大的公司。

2.2.3 分析师利益冲突

从理论上说，证券分析师在市场中行使中介职能，有效的传递信息，增加外部投资者对公司的了解，缓解上市公司与投资者之间的信息不对称，使公司管理者更加注重资本配置效率与自我约束。从而分析师关注会在一定程度上抑制控股股东摄取中小投资者利益，使公司更高效的利用资产，减少无效投资和盈余管理行为。然而，分析师作为理性经济人希望自身利益最大化，在执业过程中与各利益相关方存在着彼此支持与制约的关系，他们可能会为了自身利益做出一些有悖投资者利益的有偏行为，这种利益冲突在一定程度上影响了分析师的客观性和独立性，从而产生道德风险。

(1) 分析师面临的来自供职证券公司的利益冲突

由于卖方分析师受聘于证券公司，因而证券公司的利益冲突会影响证券分析师的行为。Michaely 和 Womack (1999) 研究发现承销商分析师发布“买入”的评级推荐显著多于非承销商分析师，并且承销商分析师推荐股票的表现也显著弱于非承销商分析师推荐的股票。由此可推断，承销商分析师具有明显的乐观倾向。而且对于承销分析师，他们的职业晋升与其乐观程度的相关性更强 (Hong and Kubik, 2003)。然而也有研究发现承销分析师与非承销分析师之间的行为并没有明显差异，可能是由于非承销分析师为了招揽业务、迎合公司管理层的需要而倾向于发布乐观研究报告 (Derrien, 2007; Bradley et al., 2008)。

国内学者也有对有关方面展开研究。程克栋、陶亚民 (2005) 讨论了我国证券分析师所面临的各种利益冲突，而这些利益冲突可能导致分析师产生有偏行为，使其丧失应有的客观性和独立性。原红旗、黄倩茹 (2007) 在检验证券分析师独立性是否受承销业务影响的研究中发现，承销分析师比非承销分析师表现出更高的乐观倾向，主要是出于维护客户关系，争取未来承销业务的动机。并且，分析师面临卖出信号时会减少“卖出”评级，因为要保证佣金收入 (于春环, 2009)。在去除承销商分析师评级信息后，拥有独立性的分析师和行业评级信息联合能提供更多增量的信息，这也证明了承销商分析师的评级信息具有一定的有偏性 (肖萌, 2015)。

(2) 分析师面临的来自上市公司管理层的利益冲突

证券分析师的预测十分倚重私有信息 (Chen and Jiang, 2006)，而私有信息的最重要来源之一就是公司管理层。但是当分析师发布不利预测时，公司会减少对分析师披露信息的数量 (Pratt, 1993; Gibson, 1995; Womack, 1996)。因此，证券分析师需要与公司管理层充分交流，为了一手信息与其建立良好的关系，这也可能削弱证券分析师的独立性，导致其不敢披露公司不利信息，背弃公正、客观的原则，发布乐观、有偏、甚至具有误导性的研究报告，以迎合管理层的需求 (Bretond et al., 2013)。

我国学者关于分析师来自管理层压力问题的研究结论与国外基本一致。郑方镰 (2009) 基于分析师与上市公司管理层关系的视角，发现分析师评级越高的上市公司股票，其盈余预测报告越不乐观，声誉越高的分析师盈余预测越是偏向乐观。宋乐、张然

(2010) 研究发现, 与公司高管与关联的管理分析师的盈余预测更倾向于乐观、对公司有利的方面, 分析师很难置身事外, 保持其良好的独立性。

2.3 分析师关注与公司现金持有

目前国内外研究分析师关注与现金持有的相关文献较少。T.Chen et al. (2015) 利用分析师跟进的两个外源冲击(券商倒闭和券商合并)的特殊样本, 克服内生性问题, 研究分析师关注对公司现金持有价值、并购以及高管超额薪酬的影响。发现分析师关注减少, 现金持有价值越低、高管越容易获得超额薪酬、企业更容易有价值毁损的并购, 其经理人更有可能从事盈余管理活动。这个结论与分析师具有监督作用的假说一致, 验证了分析师对公司决策行为的治理效应。

2.4 小结与述评

综上所述, 传统文献主要从分析师的信息中介作用出发, 探讨分析师所扮演的市场角色, 为我们积累了许多思考, 也为我们更深入的了解分析师的行为特征及市场价值搭建了扎实的理论框架。然而随着分析师影响力的扩大和发展, “股评家”“股市黑嘴”, 变脸行为等不时发生, 利益冲突、道德风险等矛盾使学术界对分析师的资本市场角色定位陷入反思, 对其角色判断难以盖棺定论。因此我们有必要重新梳理, 多视角的考察分析师对我国资本市场的影响。

我国分析师关注的经济后果研究起步较晚, 国内关于分析师的研究大多借鉴国外的研究思路, 并结合国内实际情况进行修正。分析师关注的治理效应主要是从信息含量、企业价值、投资及融资方面进行研究, 而遗漏了另外一个重要方面——现金持有。公司的现金持有及使用效率是影响公司价值的一个重要部分, 同时由于其易被代理人滥用, 因而也是分析师监督关注的对象。分析师作为资本市场的信息中介, 其缓解信息不对称, 改善信息环境的作用得到西方学者的普遍认可, 但分析师作为理性经济人希望自身利益最大化, 在执业过程中也存在利益冲突, 可能会迎合公司管理层, 发布有偏的研究报告误导投资者。所以分析师的监督作用以及本身所面临的利益冲突都会对公司经营财务决策——也包括现金持有决策产生影响。我国作为新兴的发展中国家, 尚不健全的资本市场与发达国家成熟资本市场有较大差别, 因而有必要结合我国现状, 检验分析师在资本市场中的作用。

现有文献为本文提供了丰富的理论依据与实证结果, 但以往的研究思路尚存不足。本文拟在已有研究基础上, 以现金持有价值为切入点, 检验分析师在资本市场中是否能发挥外部监督者的作用。结合分析师关注的治理作用以及所面对的利益冲突, 对分析师关注及现金持有的经济后果再度探讨。

第三章 概念界定与理论基础

3.1 概念界定

本章节是相关理论部分。在进行实证研究前，有必要围绕第一章的意义背景和提出的问题，以及第二章的文献综述，对本文所涉及的主要概念进行界定，并且对主要基础理论进行评述分析，为接下来的的实证研究提供理论支撑。

3.1.1 现金持有价值

本文认同 Faulkender 和 Wang（2006）以及王彦超、林斌（2008）等对现金价值的定义，将其定义为持有现金的边际价值，既企业每增持或减少一元现金为其市场价值带来的增值额或减少额（不一定是一元）。本文所研究的现金指财务上的“现金”概念，即交易性金融资产和货币资金等现金及现金等价物。

根据 MM 理论，完美资本市场下由于没有交易成本，企业持有现金的价值理论上应该等于面值。但是市场并不是完全的，交易成本以及信息不对称和代理问题等的存在，使得企业现金的持有及使用方式不可能不影响企业价值。

企业在公司治理以及财务经营决策等方面的不同会造成企业现金使用效率的不同，因此会影响企业的现金持有价值，进而也会影响企业的市场价值。所以在现实资本市场，不同企业的现金持有价值是不尽相同的。分析师作为上市公司的外部监督者，其跟进行为会对企业管理层决策和资产管理产生一定的影响。基于此，本文将研究我国分析师跟进对企业现金持有价值的影响。

3.1.2 股票超额收益

上市公司的股票超额收益率主要是指股票实际投资收益率超出股票正常收益率的部分，是每个公司及投资者追求的目标。股票超额收益率的计算方法主要沿用了上市公司股票收益率的计算方法，其衡量方法有多种，例如市场调整法、随机游走模型法、资本资产定价模型、三因素模型法等。超额回报率 AR 是现金持有经典模型中衡量公司价值的，主流的现金持有价值模型大多用 AR 衡量，超额收益的好处是控制住了随时间变化的风险因素以及由这些因素所导致的截面差异，使其测度的现金持有的边际价值不是因为现金持有与影响公司折现率的宏观经济因素间的伪关系（Faulkender and Wang, 2006）。本文回归模型中采用的是市场调整法，即用各股票的实际收益率减去所在交易市场的指数收益率。

3.1.3 分析师关注

证券分析师作为重要的信息中介，是资本市场有效运作不可缺少的重要组成部分。

分析师的作用在于通过其专业的行业知识以及职业敏感性，为投资者提供关于公司有价值的信息，以降低信息不对称程度。分析师通过对各种类型的信息——公司实地调查、公司公告、行业信息以及宏观经济背景等复杂信息的收集加工，提供有关企业估值等方面的研究报告。

而根据使用研究报告的投资者不同，证券分析师主要分为买方分析师和卖方分析师两大类。买方分析师一般供职于保险公司、基金公司等投资机构，通过为其机构内部提供研究报告给出投资建议而获得资金的增值收益。卖方分析师一般供职于投资银行和经纪公司，他们一般通过免费对外发布其撰写研究报告，来吸引投资者购买其承销的股票或通过其所属的公司进行证券交易来提高公司的收入。目前国内卖方分析师每日提供大量研究报告，覆盖面广，而且其投资建议对投资者产生广泛的影响，因此本文研究的证券分析师主要指的是卖方分析师，对卖方分析师跟进行为进行研究。分析师跟进是指分析师通过对某家上市公司的相关信息进行研究，并发布盈余预测、现金流预测、评级报告等的行为。

3.2 理论基础

3.2.1 有效市场理论

有效市场理论认为，如果股票价格能够以及时、充分和准确的方式反映当前信息，投资者能够获得股票市场上的正常收益，但不能通过获得的信息取得超额收益，则市场是有效的。该假说由 Fama（1965）正式提出：“在证券市场里，证券的交易价格能完全反映所有可能利用的信息，则任何证券的交易价格都等于其自身的投资价值，那么这样的市场即为有效市场。”

有效市场假说强调了信息对证券价格的决定作用。资本市场上的信息获取有不同的难度，最易获取的是反映市场交易情况的历史信息，如历史股价、成交量等；其次较为容易的是市场中公开披露的信息，如公司定期披露的财务报告、公司年报和分析师研究报告等；最不容易获取的是私有信息，如上市公司管理层所掌握的内部信息。按照信息被反映在价格中的速度和程度，将市场分为三种：强式有效，半强式有效和弱式有效。弱式有效市场中，证券价格包含了所有历史信息，但股票价格变动独立于其历史行为方式，表现为一种随机游走形态，因而投资者无法利用历史信息获取超额收益。半强式有效的证券价格反映了所有历史信息和公开披露的信息，此时，投资者只能通过私有信息获得超额收益。强式有效市场的证券价格反映所有信息，包括历史信息、公开信息和私有信息。投资者无法通过内幕交易获得超额收益，但是这是一种理想化的市场，在现实中难以实现。

国内研究表明，目前我国市场处于弱式有效市场，价格的信息反应能力较弱，而作为信息中介的分析师对信息有较强的捕捉和研究能力，分析师通过各种渠道获取公开和私有信息，并且将这些信息通过研究报告和股票评级等方式传递给投资者，为其投资活

动提供参考和建议。这一过程中，分析师提高了信息传递效率，在增强了市场有效性方面发挥重要作用。

3.2.2 委托代理理论

由于分工日益细化，现代公司制逐渐产生，使得公司的经营权和所有权两权逐渐分离。Berle 和 Means（1932）首次在《The Modern Corporation and Private Property》一书中提出了企业所有权和经营权相分离这一命题，为后来的委托代理理论的形成奠定了基础。Jensen 和 Meckling（1976）明确了委托代理理论，他认为委托代理关系是一种契约关系，存在于任何包含有两人或者两人以上的组织和合作中。在企业委托代理关系中，所有者一般是承担风险的委托人，而经理人一般被认为是拥有经营决策权的代理人。理论上代理人决策行为的目的是最大化委托人的收益，委托人也是追求自身财富最大化。然而作为以个人利益为导向的理性“经济人”，代理人追求的是不断提高自己的待遇，如薪酬、在职消费、闲暇时间等，利用各种尽可能的机会，增加自己的财富，这势必产生矛盾，导致两者利益冲突。但与此同时，委托人也会制定相应的监督与激励机制约束管理者的自利行为，代理成本因此产生。

由于委托人不直接参与企业具体的经营管理，再加之对代理人的监管并不是全方位的，因而委托人对企业的信息掌握的并不及拥有经营权的代理人，不能及时准确了解企业的真实经营情况，对代理人的评价也不能百分百正确。同时，公司的现金资产流动性最高，也是最容易被代理人随意使用，因而代理人可能利用委托人与代理人之间的信息不对称来滥用权力，使得现金资源配置效率低，损害委托人利益，甚至造成企业财务困境。

因此，在现代企业管理中，降低代理成本就必须存在一种机制来约束代理人，降低代理人的机会主义行为。而分析师作为外部监督者，能够缩小委托代理人之间的信息不对称，有利于缓解代理问题。

3.2.3 信息不对称理论

信息不对称最早由美国经济学家 J.E. StigHtz、G. A. Akerlof 和 A. M. Spence 提出。该理论认为，在市场经济活动中各个市场参与者对相关信息的了解存在显著差异，拥有较多信息的一方（卖方）在谈判或交易中处于有利地位，而缺乏信息的一方（买方）则处于比较不利的地位，市场中存在道德风险和逆向选择问题。

信息不对称广泛存在于经济社会的各个方面，在证券市场上，具体表现为两类：一是上市公司（信息供给方）与投资者（信息需求方）之间的信息不对称，一方面，在企业进行股票定价的时候，由于公司管理层出于信息优势地位，投资者出于劣势地位，投资者很难对公司未来有个准确的预期。另一方面，管理层作为股票投资者的代理人，由于两者信息地位不对等，使得企业很有可能故意隐瞒对自身不利的信息，甚至谎报或错报公司信息从而误导了投资者。二是机构投资者与个人投资者之间的信息不对称，比如，

即使企业充分披露了公司信息，但中小投资者相对于机构投资者，缺乏相关的信息渠道以及专业处理信息的能力。

信息不对称是市场经济本身所固有的性质，在证券市场上是显而易见的。证券分析师所起的作用就是消除这种信息不对称，但是他们作为信息中介的同时，也面临着双重利益选择问题。一方面，证券分析师为了向市场提供更准确及时的报告，需要与上市公司管理层保持良好关系以便获取更多私有信息。但与此同时，上市公司管理者也会相应的对证券分析师加强干涉。另一方面，如果证券分析师为了保证消息来源而迎合上市公司管理层，必然会影响其预测评估报告的准确性和独立性，进而对投资者利益造成损害，也会损害到分析师个人声誉。

3.2.4 自由现金流理论

自由现金流量假说源于代理问题，代理人出于自利动机有可能偏离委托人的目标而使委托人利益受损。代理人与委托人存在潜在利益冲突，其直接原因是所有权和控制权相分离，本质原因是信息不对称。Jensen（1986）首先提出了自由现金流量假说，将自由现金流定义为是在满足所有净现值为正的投资项目的资金需求后剩下的现金流量。Jensen 指出由于股东希望得到更多的现金股利，而管理层希望持有更多的现金流，因而在企业持有大量自由现金流时，股东和管理层的利益冲突尤为严重。这也就是说，公司持有大量的现金，与管理层利益是一致的，但是与股东利益不一致。利用自由现金流理论，Jensen 解释了管理层持有大量现金流的原因：第一，管理层不愿意向股东支付现金股利，因为这样会削弱自身的权力，减少管理层所能控制的资源；第二，企业持有大量现金可以缓解企业面临的融资约束，进而有助于管理层实施扩张策略，同时，即便管理层出现决策失误，也会减少资金链断裂的风险，避免了来自外部资本市场的监督；第三，由于管理层的薪酬和企业的规模、营业额相联系，因而即便企业超过了最佳规模，管理层也有动机继续扩大企业投资规模，不惜投资一些净现值为负的项目。长此以往，只顾眼前利益，牺牲长远利益，必然会损害股东利益和企业价值。

然而作为投资者与上市公司的信息中介，根据信息需求理论，证券分析师会通过提供更加完善和全面的信息来提高服务质量，并使得现金流预测成为分析师报告的重要组成部分，提高公司的透明度。并且由于现金流比会计盈余更客观、更不易被操纵，因而也会增加管理者滥用资产的压力和风险，减少自由现金流问题。

第四章 分析师关注与公司现金持有价值研究设计

4.1 理论分析与假设提出

4.1.1 分析师关注对公司现金持有价值的影响

在商品货币经济的条件背景下，现金在公司的经营、投资、筹资等财务活动中起着举足轻重的作用。现金作为公司最重要也是流动性最强的资产，既是企业生产经营发展所必需的支付手段和商品等价物，同时又是极易被代理人随意使用的一种资产，与其他资产相比，其能被以更低的成本转换为私人收益（Myers and Rajan, 1998）。根据委托代理理论和信息不对称理论，现代企业制度下，股东控制权与经营权相分离，股东无法完全掌控公司经营活动，容易导致经理人根据自身效应支配现金资产，使其私用或过度投资，造成现金持有价值毁损（Jensen, 1986）。而管理者谋取私利的动机及行为与企业的信息环境是紧密联系的，信息不对称或信息不完全的程度越大，可能会使管理者做出自利行为的动机增强，攫取利益空间增大，侵害投资者利益。

分析师作为资本市场的信息中介，一方面，分析师与投资者相比更具信息优势。根据信息不对称理论，信息是有价值的，而资本市场上信息参与者对信息的了解是不完全的，经营者了解的信息更充分，因而占信息优势地位，投资者缺少足够的信息，因而处于信息劣势地位。分析师相比投资者具有更深厚的专业素养与投资经验，同时具有较强的信息挖掘和甄别能力，能较深入的解读企业财务信息，进而发现财务问题，发挥监管作用（李春涛等，2014）。Dyck et al.（2010）也肯定了分析师的信息发现优势，指出企业的财务舞弊等问题通常都是由证券分析师首先察觉揭露，并通过评级报告向市场传递预警信号。加之分析师对上市公司定期持续的跟踪，能够更准确的把握公司的财务决策与未来市场价值，能够揭示公司可能存在的异象或潜在风险，使投资者对企业有更全面更准确的了解，对投资者做出科学决策有至关重要的作用，提高市场资本配置效率。另一方面，分析师可以缓解上市公司信息不对称，促进信息披露，通过发布对上市公司的盈余预测、现金流预测、股票评级等研究报告，全面分析公司经营状况，能够扩大公司信息披露的广度和深度，减少公司与投资者之间的的信息不对称，改善上市公司的信息环境（Kelly and Ljungqvist, 2012）。此外，朱红军等（2007）也发现分析师关注能够提高公司的股票价格所包含的特质信息含量，提升资本市场效率。因此，分析师作为来自第三方的信息监督者，信息披露越充分，越能够对管理者的机会主义行为构成约束，减少代理成本，提高公司资本配置效率。我们将这种机制称为监督机制。“阳光是最好的杀毒剂”。显然，基于监督机制，分析师关注减轻了企业的信息不对称程度和代理问题，能够使上市公司的信息更多的暴露于投资者视野，这种外界的监督有助于规范管理者的经营活动，减少管理层私自滥用现金的倾向，对公司资源的有效利用产生约束，提

高现金资产的使用效率，促进现金持有边际价值的提升，同时减少了对股东利益的损害。

尽管分析师关注存在监督效应，但是，近来媒体曝光的股市“黑嘴”事件让证券分析师面临严重的信任危机。名嘴还是黑嘴？证券分析师既是市场信息中介的重要组成部分，能够有效的传递信息，增加外部投资者对公司的了解，缓解上市公司与投资者之间的信息不对称，使公司管理者更加注重资本配置效率与自我约束。从而分析师关注会在一定程度上抑制控股股东摄取中小投资者利益，使公司更高效的利用资产，减少无效投资和盈余管理行为。然而，分析师作为理性经济人希望自身利益最大化，在执业过程中与各利益相关方存在着彼此支持与制约的关系，他们可能会为了自身利益做出一些有悖投资者利益的有偏行为，这种利益冲突在一定程度上影响了分析师的客观性和独立性，从而产生道德风险。正是这些利益冲突，使得分析师成为冲突与矛盾的融合体。虽然分析师希望发布准确的预测报告来建立良好声誉，但同时，为了招揽业务、承销股票、与上市公司管理层维持良好关系以便获得有价值的私有信息等可能会发布有偏、乐观的研究报告（谢震、熊金武，2014）。管理层也针对分析师利益冲突对分析师施加压力，使其发布对自己有利的研究报告，迫使分析师与管理层合谋，有选择的披露信息。各种经济诱因对分析师客观性和独立性的冲击下，分析师很难置身事外，保持其良好的独立性。我们将这种机制称为迎合机制。在迎合机制下，分析师与管理层合谋，成为管理层的“帮凶”，致使投资者与管理层之间的信息不对称程度加重，分析师对管理者行为的约束与监督也就越无力。不但没有减轻代理问题，反而扭曲了公司与投资者之间正常的信息传递机制，削弱了其监督效应，使管理层有更多的机会做出有利于自身的财务决策，更自由的支配现金资产，轻松追求私人利益，导致更低的现金持有价值。

综上所述，基于监督机制分析师关注可以提高公司现金持有价值，也可能通过迎合机制降低现金持有价值。然而，我国分析师所扮演的角色是外部监督者还是迎合配合者？这就需要结合分析师群体现状和我国制度背景分析考察。

首先，从分析师群体角度分析。分析师所面临的各种利益冲突，使其盈余预测存在乐观倾向，但分析师也同样受到市场积极的正面激励，如良好的分析师声誉可以为其带来个人影响力及收益的提高。Brow 和 Rozeff（1978）首先肯定了证券分析师盈余预测具有更高的准确性，发现证券分析师的平均预测显著优于时间序列统计模型。岳衡、林小驰（2008）也发现对于年度盈余数据来说，证券分析师的盈余预测更准确。因此，尽管分析师存在部分乐观倾向，其预测准确性依旧高于统计模型，也就是说，分析师对资本市场的正面作用要强于负面作用。因此，资本市场上必定存在着有一部分分析师发布的盈余预测更为客观，另一部分分析师的盈余预测更为乐观，而这部分客观倾向的分析师，具备更强的独立性，盈余预测更客观实际，对修正分析师预测系统性的乐观倾向具有积极作用，构成了分析师的“天然屏障”，有助于形成分析师行业自律，保护了分析师中介功能和治理功能的发挥（王昱升，2014）。另一方面，结合我国制度背景分析。Chang et al.（2000）对比了大陆法系与英美法系国家后，发现投资者保护较弱的国家区域中，

分析师发挥了更重要的作用。Sun（2009）的研究也支持了该结论，表明分析师的关注行为在法律及投资者保护较弱的国家中起到了更重要的治理角色，是法律之外保护投资者的重要因素。我国作为“新兴+转轨”的发展中国家，法律环境不尽完善，对于信息披露的执行条例及违规惩治上也有较多弹性空间，制度建设还比较薄弱，使得投资者权益无法得到充分保障。而公司的内部治理模式通常移植于西方发达国家，往往在建设及发展中流于形式，内部治理效用较低再加之其存在着本身固有的局限性，不可能完全实现公司的管理目标，此时更需要诸如分析师关注等外部力量履行外部治理的监督职能。换句话说，在中国的实际背景情境下，作为外部治理力量的分析师，将对其他治理机制起到重要替代或补充作用，更能发挥监督效应，在增进公司治理效率上有更大的施展空间。此外，也有研究证明分析师能够在投资者保护法律较弱的情况下作为有效的法律外替代机制，提高信息透明度（潘越等，2011）。基于此，提出以下假设：

H1：分析师主要发挥外部监督者的作用，既分析师关注与现金持有价值正相关。

4.1.2 分析师现金流预测与公司现金持有价值

随着我国资本市场的发展，分析师除了发布盈余预测、股票评级报告外，还出现了现金流预测，并且数量逐年增加。我国分析师自2002年开始发布现金流预测报告，当时数量很少，占有盈余预测报告的比例仅为1.33%，而2012年，这一比例上升至47.25%。说明分析师现金流预测越来越得到证券分析师的重视。根据信息需求理论，在投资者保护较弱且竞争愈发激烈的市场环境下，公司披露的盈余信息难以让人信服，证券分析师需要提高服务质量，提供更加完善和全面的预测分析报告，因而现金流预测逐渐成为分析师报告的重要组成部分（王会娟等，2012）。盈余基于收入确认和配比原则，虽然更能缓解现金流时机匹配问题，但是盈余中的应计利润取决于会计估计、会计政策选择等，更易被管理者粉饰操纵，具有一定的隐蔽性。然而相比会计盈余，现金流具有更客观、更不易被操纵等特点，因而也会提供更多增量信息，帮助投资者更全面深入的了解公司，满足他们对公司估值的需要。

分析师最基本的职能是作为资本市场的信息中介。分析师提供现金流预测，会促使他们投入更多的时间和精力，更全面的了解公司的经营状况，对盈余的每一个组成部分及结构进行分析，进而有利于盈余预测准确性的提高（袁振超等，2014）。同时，分析师发布现金流预测加深了对现金流及公司经营潜在风险的预判，改善了公司的信息环境，提高公司透明度（Bowen et al., 1987; Dechow, 1994），减少投资者信息收集成本，加快了信息传递速度，意味着管理者的投机成本增加，管理者滥用资产的压力和风险增加，能够遏制其怠慢、奢侈消费等自利行为，减少委托代理引起的自由现金流问题。

因此，分析师在研究报告中披露目标公司的信息越多，目标公司的信息越透明，信息不对称程度越低。遵循分析师监督机制的作用机理，同时提供盈余和现金流预测的分析师，相比只提供盈余预测的分析师来说，监督效应更强，更能够抑制管理层的机会行为，提高现金资产使用效率，减少代理问题给公司现金持有带来的价值损害。由此我们

提出以下假设：

H2：发布现金流预测的分析师能增强分析师的监督效应，强化分析师关注对现金持有价值的正向影响。

4.1.3 承销商分析师与公司现金持有价值

虽然迄今为止分析师对整个资本市场的积极作用毋庸置疑，但是现实中，分析师受制于各种利益冲突、认知偏差及客观环境，难免发布的预测报告和股票评级等不再是基于公正客观的考量，表现为迎合造市、过度乐观、盲从行为、变脸行为等，违背了分析师“独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公平公正”的执业守则，反而增加了市场上的噪音。

分析师的监管作用依赖于分析师的独立性，然而分析师既是信息中介，又是理性经济人，有种种利益诉求。分析师受聘于证券公司，要为券商利益服务，而有承销业务的分析师相比非承销商分析师，其发布的盈余预测表现的更为乐观（原红旗、黄倩茹，2007）。这种“乐观”倾向主要受各种动机的影响，一方面上市公司除了强制披露的信息外，还掌握着大量私有信息，而这些私有信息对于分析师而言是一种宝贵的战略资源，承销商分析师为了维护与高层管理的良好关系、保持其信息优势，有动机与上市公司合作，发布有偏的、对上市公司有利的报告，为其宣传造势；另一方面，分析师服务于券商，为了谋取更好的职业发展和规划，也会回避或推迟发布承销公司的负面消息，以便招揽承销业务、增加所在券商的交易佣金，为雇主创造尽可能多的利润。因此，承销商分析师更有可能损失其独立性和公正性而迎合上市公司管理层，管理层受到的协助越大，就越容易发生自利行为。

由此可以得出，承销商分析师在各种利益的牵绊下，其独立性削弱，相比非承销商分析师更有可能做出迎合管理层、牺牲投资者利益的行为，这会降低分析师监督约束效应的发挥，更容易催生管理者的道德风险问题，管理者的自利行为空间加大，导致管理者对现金拥有更多的自由裁量权，从而分析师关注与现金持有价值之间正向影响就会降低。由此我们提出以下假设：

H3：来自承销商的分析师会减弱分析师的监督效应，削弱分析师关注对现金持有价值的正向影响。

4.2 数据来源及样本选择

本文选取 2003-2014 年 A 股上市公司的年度数据，CSMAR 对分析师数据的收集始于 2001 年，之所以选取 2003 年为初始年份是因为 2001、2002 年分析师报告的记录较少。对于分析师的样本我们做了如下筛选：（1）删除了分析师预测报告预测多于一年的样本；（2）删除了分析师预测报告公布日晚于实际年报公布日的样本；（3）删除预测早于一年的样本；（4）如果分析师多次报告，只保留据年报最近的报告数据。

同时我们对样本进行以下处理：（1）剔除金融保险类企业；（2）去除 PT、ST 企业；（3）去除当年存在 IPO 或 SEO 的企业；（4）删除资产负债率大于 1 的企业；（5）删除数据缺失的样本；（6）对所有连续变量进行了 1%和 99%水平上的 Winsorize 处理。本文在分析师关注的公司样本范围内进行研究，最终得到 10164 个观测值。本文的承销商分析师数据来源于 Wind 数据库并进行了手工整理，其他数据均来源于国泰安数据库（CSMAR），统计分析采用 Stata12.0 软件。

4.3 模型设计

借鉴 Dittmar 和 Smith (2007)、Faulkender 和 Wang (2006) 以及王彦超、林斌 (2008) 等研究，建立如下现金持有价值的回归模型：

$$\begin{aligned}
 AR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Cash_{i,t} + \alpha_2 Anaylst_{i,t} + \alpha_3 Anaylst_{i,t} * \Delta Cash_{i,t} \\
 & + \alpha_4 Cash_{i,t-1} + \alpha_5 \Delta Earnings_{i,t} + \alpha_6 \Delta NA_{i,t} + \alpha_7 \Delta Interest_{i,t} \\
 & + \alpha_8 \Delta Sales_{i,t} + \alpha_9 \Delta Lev_{i,t} + \alpha_{10} \Delta Cash * Cash_{i,t-1} + \sum year \\
 & + \sum industry + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

此模型与现有许多学者所采用的 Fmam-French 三因素模型相比，考虑了风险因素，采用市场调整法计算股票超额收益率 AR ，采用超额收益率 AR 的好处是控制住了随时间变化的风险因素以及由这些因素所导致的截面差异，使其测度的现金持有的边际价值不是因为现金持有与影响公司折现率的宏观经济因素间的伪关系（Faulkender and Wang, 2006）。模型中 ΔX 表示 t 期 x 减去 $t-1$ 期 x 的变化值，同时除了 $analyst$ 和 lev 外，其余变量均除以上年度末权益市值以消除规模的影响。模型中 $analyst$ 代表下文所定义的 $analyst_n$, $exanalyst_n$, $analyst_cff$, $ifanalyst_cff$, $analyst_aff$, $ifanalyst_aff$ 。

4.4 变量的选取

4.4.1 因变量的选取

模型 (1) 中因变量采用市场调整法计算的股票超额收益率 AR ，参考王彦超、林斌 (2008)、叶松勤、徐经长 (2013) 的研究，考虑我国上市公司财务年报批准报出日的时间，选择当年 5 月至次年 4 月作为股票超额收益率的计算期间。具体计算公式为：

$$AR_{i,t} = \left\{ \prod_{j=1}^{12} (R_{i,t,j} + 1) - 1 \right\} - \left\{ \prod_{j=1}^{12} (RM_{i,t,j} + 1) - 1 \right\} \tag{2}$$

其中 R 为考虑现金红利再投资的月个股市场回报率； RM 为月市场回报率。

4.4.2 自变量的选取

(1) 现金 ($Cash$)：借鉴 Faulkender 和 Wang (2006) 以及王彦超、林斌 (2008) 研究，定义 $cash$ 为现金及现金等价物。

(2) 分析师关注

分析师关注人数 ($Anaylst_n$)：采用对公司 i 在 t 年发布盈余预测报告的分析师人数来度量。相同分析师在同一会计年度内对同一公司发布多次盈余预测报告，只记作一人次。

分析师剩余关注度 ($exanaylst$)：已有研究表明分析师关注与市值、股价、公司规模、成长性以及经营风险等因素有关 (Dechow and Dichev, 2002)。公司规模越大、业绩越好的公司越容易获得较高的分析师关注，因而用剔除这些影响因素后得到的分析师剩余关注度来消除这种相关性。借鉴 Yu (2008) 的方法，对下式进行回归，残差即为所求分析师剩余关注度。

$$Anaylst_n_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 MV_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Roa_{i,t-1} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 Institution_{i,t} + \alpha_7 age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中 MV 为公司市值取对数； $size$ 为公司规模； roa 为净利率； lev 为资产负债率； $Institution$ 为机构投资者持股比例， age 为上市时间。

(3) 分析师现金流预测

现金流预测分析师人数 ($Anaylst_cff$)：公司 i 在 t 年同时发布盈余预测和现金流预测报告的分析师人数。

是否提供现金流预测 ($ifAnaylst_cff$)：如果公司 i 在 t 年至少被一名分析师同时发布盈余和现金流预测， $ifAnaylst_cff=1$ ，否则， $ifAnaylst_cff=0$

(4) 承销商分析师

承销商分析师人数 ($Anaylst_aff$)：公司 i 在 t 年来自承销商的分析师人数。其中，这里的承销商分析师是指分析师的所属券商在上市公司 IPO、增发、配股时担任其主(副)承销商的分析师。

是否存在承销商分析师 ($ifAnaylst_aff$)：如果公司 i 在 t 年至少被一名承销商分析师关注， $ifAnaylst_aff=1$ ，否则， $ifAnaylst_aff=0$

(5) 现金与分析师变量的交互项。模型 (1) 中 $Anaylst_n * Cash$ 、 $exanaylst_n * \Delta Cash$ 的交叉系数即为分析师关注对现金持有价值的影响。在两项交叉的基础上再加入 $Anaylst_cff$ 、 $ifAnaylst_cff$ 、 $Anaylst_aff$ 、 $ifAnaylst_aff$ 形成的三项交叉，即为现金流分析师、承销商分析师对分析师关注与现金持有价值关系的影响。

4.4.3 控制变量的选取

根据已有文献，借鉴 Dittmar 和 Smith (2007)、Faulkender 和 Wang (2006) 以及王彦超、林斌 (2008) 以及袁淳等 (2010) 等人的研究，选取净利润 ($Earnings$)、非现金资产 ($Netasset$)、利息支出 ($Interest$)、营业收入 ($Sales$)、企业资本结构 (Lev) 作为控制变量，同时还控制了年度和行业。

(1) 净利润指标 ($Earnings$)：采用净利率衡量，企业净利率越高，经营状况越好，

股价越高，相应股票超额回报率越高。

(2) 非现金资产 (*Netasset*)：非现金资产为总资产扣除现金。

(3) 利息支出 (*Interest*)：采用财务费用度量。

(4) 营业收入 (*Sales*)：采用营业收入度量。

(5) 企业资本结构 (*Lev*)：资产负债率，以控制公司资本结构对现金持有价值的影响。

具体变量定义见表 4-1。

表 4-1 变量一览表

分类	符号	变量名	变量度量
被解释 变量	<i>AR</i>	超额收益率	采用市场调整法计算股票超额收益率
	<i>Cash</i>	现金	货币资金/上年度期末权益市值
	<i>Analyst_n</i>	分析师关注人数	发布盈利预测的分析师人数
	<i>exAnalyst_n</i>	分析师剩余关注度	去除影响因素后的残差
解释 变量	<i>Analyst_cff</i>	现金流预测分析师人数	同时发布盈余预测和现金流预测报告的分 析师人数
	<i>ifAnaylst_cff</i>	是否提供现金流预测	至少被一名分析师同时发布盈余和现金流 预测, <i>ifAnaylst_cff</i> =1, 否则, <i>ifAnaylst_cff</i> =0
	<i>Analyst_aff</i>	承销商分析师人数	来自承销商的分析师人数
	<i>ifAnaylst_aff</i>	是否存在承销商分析师	至少被一名承销商分析师关注, <i>ifAnaylst_aff</i> =1, 否则, <i>ifAnaylst_aff</i> =0
控制 变量	<i>Earnings</i>	净利润	净收益/上年度期末权益市值
	<i>NA</i>	非现金资产	(总资产-现金)/上年度期末权益市值
	<i>Interest</i>	利息支出	财务费用/上年度期末权益市值
	<i>Sales</i>	营业收入	营业收入/上年度期末权益市值
	<i>Lev</i>	企业资本结构	总负债/总资产
	<i>year</i>	年度	控制
	<i>industry</i>	行业	控制

第五章 实证结果与分析

5.1 样本的描述性统计

表 5-1 给出了主要变量的描述性统计结果。本文以所有分析师关注的公司为样本，对于样本统计表明，我国股票超额回报率（*AR*）存在一定差异，其均值为-0.041，最大值为 2.184，最小值为-1.456，标准差为 0.518。分析师关注人数平均达到了 7.38 人次，最多的一家公司一年多达 57 人次关注。既发布盈余预测又发布现金流预测的分析师比例均值为 64.6%，说明现在我国分析师越来越关注在盈余预测外提供增量信息。来自承销商的分析师比例均值为 23.5%。我国上市公司的现金持有水平较高且现金储备量仍在不断增加，现金占权益市值的比例均值为 17.4%，且其变化量均值和中位数均大于零，分别为 0.025 和 0.005。

控制变量方面，总资产收益率变化均值 0.01，中位数 0.005，说明上市公司业绩呈缓慢增长趋势。非现金资产变化量均值 0.18，中位数 0.086，最大值 18.7，最小值-2.29，说明新增投资在样本公司间差异较大，这可能与公司规模与行业有关。利息支出变化量中位数和均值均近似于 0，表明其分布较均衡。营业收入变化量均值中位数为 0.133 和 0.055，说明公司业绩在不断提高。*Lev* 反映企业的资本结构，均值 0.466，中位数 0.475，其描述性统计结果与现有文献基本一致。

表 5-1 主要变量的描述性统计

变量名	样本量	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>AR</i>	10164	-0.041	-0.088	-1.456	2.184	0.518
<i>Analyst_n</i>	10164	7.381	4.000	1.000	57.000	7.598
<i>Analyst_cff</i>	10164	2.425	1.000	0.000	24.000	3.236
<i>ifAnalyst_n</i>	10164	0.646	1.000	0.000	1.000	0.478
<i>Analyst_aff</i>	10164	0.324	0.000	0.000	7.000	0.685
<i>ifAnalyst_af</i> <i>f</i>	10164	0.235	0.000	0.000	1.000	0.424
<i>Cash</i>	10164	0.174	0.123	0.000	2.886	0.184
$\Delta cash$	10164	0.025	0.005	-1.127	2.905	0.141
<i>excash</i>	9817	0.048	0.117	-3.802	2.251	0.707
$\Delta Earnings$	10164	0.010	0.005	-0.707	2.298	0.066
ΔNA	10164	0.183	0.086	-2.293	18.703	0.501
$\Delta interest$	10164	0.002	0.001	-0.129	0.359	0.013
$\Delta sales$	10164	0.133	0.055	-3.516	12.666	0.467
<i>lev</i>	10164	0.466	0.475	0.008	0.988	0.199

5.2 相关性分析

相关性分析是只对两个或多个变量元素进行分析，用相关系数来衡量两个变量因素的相关密切程度，系数越大，相关性越大。本文计算了 spearman 相关系数，结果如表 5-2 所示。

表 5-2 主要变量的相关性分析

变量名	<i>AR</i>	<i>Analyst_n</i>	<i>Analyst_cff</i>	<i>ifAnalyst_cff</i>	<i>Analyst_aff</i>	<i>ifAnalyst_aff</i>	<i>Cash</i>
<i>AR</i>	1.0000						
<i>Analyst_n</i>	0.0039	1.0000					
<i>Analyst_cff</i>	0.0048	0.6944*	1.0000				
<i>ifAnalyst_cff</i>	0.0082	0.5930*	0.6835*	1.0000			
<i>Analyst_aff</i>	-0.0152	0.4343*	0.3515*	0.2413*	1.0000		
<i>ifAnalyst_aff</i>	-0.0151	0.4211*	0.3380*	0.2359*	0.8528*	1.0000	
<i>Cash</i>	0.0274*	-0.0528*	-0.0389*	-0.0303*	-0.0028	-0.0014	1.0000
$\Delta cash$	0.0593*	0.0473*	-0.0198	-0.0191	0.0227	0.0233	-0.1501*
$\Delta Earnings$	0.2486*	0.1306*	0.0321*	0.0004	0.0566*	0.0540*	0.0351*
ΔNA	0.0473*	0.1123*	0.0602*	0.0568*	0.0510*	0.0480*	0.2687*
$\Delta interest$	-0.0048	-0.0319*	-0.0293*	-0.0174	-0.0276*	-0.0279*	-0.0014
$\Delta sales$	0.1447*	0.1077*	0.0268*	0.0028	0.0599*	0.0580*	0.1224*
<i>lev</i>	-0.0029	-0.0489*	-0.0727*	-0.0495*	-0.0276*	-0.0297*	0.2079*
<i>excash</i>	-0.0368*	-0.0603*	-0.0624*	-0.0462*	-0.0123	-0.0082	0.5395*

变量名	$\Delta cash$	$\Delta Earnings$	ΔNA	$\Delta interest$	$\Delta sales$	<i>lev</i>	<i>excash</i>
$\Delta cash$	1.0000						
$\Delta Earnings$	0.2171*	1.0000					
ΔNA	0.0523*	0.2122*	1.0000				
$\Delta interest$	0.0663*	-0.0553*	0.2891*	1.0000			
$\Delta sales$	0.2198*	0.4339*	0.4075*	0.2341*	1.0000		
<i>lev</i>	0.1859*	0.0621*	0.3651*	0.2949*	0.2949*	1.0000	
<i>excash</i>	0.2904*	-0.0394*	0.0093	-0.0455*	0.0413*	0.0584*	1.0000

从表中可以看出，股票超额回报率与现金、现金变化量、利润变化、非现金资产变化、盈利收入变化之间都显著相关。说明这些控制变量对解释变量股票超额回报率和总资产收益率有着较强的解释能力。分析师变量与股票超额回报率之间相关性并不显著，即单纯地看，分析师变量与股票超额回报率之间没有什么相关性，后续我们将结合现金综合考虑分析师变量对股票超额回报率的影响。但分析师变量与总资产收益率的相关性

显著。分析师人数、现金流预测分析师人数与超额回报率正相关，承销商分析师与股票超额回报率负相关。变量关系中，相关系数最高的是承销商分析师人数与是否为承销商分析师哑变量，两者相关系数为 0.8528，但两个变量不同时参与模型回归，为平行变量，除此之外变量间系数均不超过 0.7。因此我们判定变量间基本上不存在多重共线性。

5.3 实证结果及分析

5.3.1 分析师关注对现金持有价值的影响

表 5-3 分析师关注与现金持有价值

变量	(1)		(2)	
	系数	T 值	系数	T 值
常数	0.108**	(2.44)	0.105**	(2.37)
$\Delta cash$	0.249*	(1.81)	0.352***	(4.46)
$Analyst_n$	-0.012**	(-2.43)		
$Analyst_n * \Delta cash$	0.034**	(2.14)		
$exAnalyst_n$			0.013***	(4.01)
$exAnalyst_n * \Delta cash$			0.020*	(1.85)
$Cash$	0.299***	(8.10)	0.326***	(8.73)
$\Delta Earnings$	1.854***	(16.81)	1.753***	(15.72)
ΔNA	-0.010	(-0.44)	-0.010	(-0.44)
$\Delta interest$	1.929***	(3.16)	1.944***	(3.18)
$\Delta sales$	0.036	(1.57)	0.032	(1.39)
lev	-0.017	(-0.25)	-0.021	(-0.38)
$Cash * \Delta cash$	-0.020***	(-3.35)	-0.040***	(-3.38)
行业和年度	控制		控制	
N	10164		10164	
Adj_r2	0.102		0.102	
F 值	32.471		32.237	

注：①括号内为 t 统计量；②***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平上显著。

表 5-3 给出了假设 1 的回归结果，首先根据变量定义计算出股票超额回报率 (AR)，然后代入模型 (1) 进行回归分析。我们根据分析师关注人数 ($Analyst_n$) 和分析师剩余关注度 ($exAnalyst_n$) 得到两组结果。其中第 (1) 列表示的是分析师关注对公司现金持有价值的回归结果，第 (2) 列表示分析师剩余关注度对公司现金持有价值的回归结果。

由 (1) (2) 列结果可知， $Cash * \Delta cash$ 的系数为 -0.020 和 -0.040，且在 1%水平下显

著，说明公司每增持一元现金，其现金持有价值会下降 0.02 和 0.04 元。这与 Dittmar 和 Smith（2007）以及王彦超、林斌（2008）的结论一致：即公司增持额外的现金会使现金的边际价值降低。

分析师关注人数与现金变化量的交叉项系数在 5% 的水平上显著为正，分析师剩余关注度与现金变化量的交叉项系数在 10% 的水平上显著为正，系数分别为 0.034 和 0.020。说明分析师关注的公司每增加一元现金，其现金的边际价值上升 0.034 和 0.020 元。即随着分析师关注人数的提升，公司持有的现金边际价值是递增的。具体来说，假设公司现金持有量取均值（见描述性统计表 5-1），对于没有有分析师关注的公司，每增加一元现金持有量，其市场价值分别为 $(0.249*1-0.02*0.174) = 0.246$ 和 $(0.352*1-0.04*0.174) = 0.345$ ；对于有分析师关注的公司，每增加一元现金持有量，其市场价值分别为 $(0.249*1+0.034*1-0.02*0.174) = 0.280$ 和 $(0.352*1+0.02*1-0.04*0.174) = 0.365$ 。表明无论采用 *Analyst_n* 还是 *exAnalyst_n*，分析师关注都对现金持有价值有正向调节效应，分析师在资本市场中主要通过监督机制起作用，扮演了外部监督者的角色，验证了 H1。

5.3.2 分析师现金流预测与公司现金持有价值

本文研究表明，整体上看，分析师关注对公司现金持有价值体现为正向影响。那么提供了更多信息的发布现金流预测的分析师是否能加强这种监督效应呢？为此，我们在模型中加入了现金流预测分析师变量 (*Analyst_cff*) 以及是否发布现金流预测哑变量 (*ifAnalyst_cff*)，对分析师的监督机制进行了进一步检验。

表 5-4 给出了假设 H2 的检验结果。列 (1) 列 (2) 分别检验发布现金流预测的分析师以及是否发布现金流预测对分析师关注与现金持有价值之间的影响。列 (3) 列 (4) 则是用分析师剩余关注度替代分析师关注变量进行检验。从表中可以看出，*Analyst_n*Δcash* 的交互项系数在列 (1) 列 (3) 列 (4) 均显著为正，列 (2) 虽不显著，但系数也为正。列 (1) 列 (2) 中 *Analyst_n*Δcash*Analyst_cff*、*Analyst_n*Δcash*ifAnalyst_cff* 的系数分别在 10% 和 5% 的水平下显著为正。列 (3) 列 (4) 中 *exAnalyst_n*Δcash*Analyst_cff*、*exAnalyst_n*Δcash*ifAnalyst_cff* 的系数也均显著为正。以上结果说明，发布现金流预测的分析师有助于增强分析师关注对现金持有价值的正向影响。通过发布现金流预测提供更多的信息，缓解了公司与外部投资者的信息不对称，通过改善信息环境能更大程度的削弱管理者滥用现金资产的倾向，验证了假设 H2。

表 5-4 分析师现金流预测与公司现金持有价值

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
常数	0.108** (2.44)	0.111** (2.51)	常数	0.105** (2.37)	0.115*** (2.59)
$\Delta cash$	0.149* (1.81)	0.235*** (2.66)	$\Delta cash$	0.302*** (4.46)	0.363*** (5.14)
$Analyst_n$	-0.002** (-2.43)	-0.001* (-1.73)	$exAnalyst_n$	0.003*** (4.01)	0.004*** (4.83)
$Analyst_n*\Delta cash$	0.024** (2.14)	0.035 (1.40)	$exAnalyst_n*\Delta cash$	0.010* (1.95)	0.067*** (3.16)
$Analyst_n*\Delta cash$	0.009* (1.80)		$exAnalyst_n*\Delta cash$	0.017* (1.89)	
$Analyst_cff$	-0.003 (-0.93)		$Analyst_cff$	-0.019*** (-7.60)	
$Analyst_n*\Delta cash$		0.059*** (2.68)	$exAnalyst_n*\Delta cash$		0.085*** (3.08)
$ifAnalyst_cff$		-0.016 (-1.24)	$ifAnalyst_cff$		-0.036*** (-3.02)
$Cash$	0.302*** (8.15)	0.305*** (8.25)	$Cash$	0.346*** (9.30)	0.334*** (8.95)
$\Delta Earnings$	1.854*** (16.81)	1.855*** (16.83)	$\Delta Earnings$	1.709*** (15.36)	1.748*** (15.69)
ΔNA	-0.009 (-0.40)	-0.008 (-0.35)	ΔNA	0.007 (0.31)	-0.006 (-0.23)
$\Delta interest$	1.936*** (3.17)	1.954*** (3.20)	$\Delta interest$	1.787*** (2.93)	1.897*** (3.10)
$\Delta sales$	0.035 (1.55)	0.035 (1.55)	$\Delta sales$	0.034 (1.49)	0.033 (1.44)
lev	-0.009 (-0.30)	-0.011 (-0.36)	lev	-0.029 (-0.96)	-0.014 (-0.48)
$Cash*\Delta cash$	-0.001*** (-3.46)	-0.001*** (-3.55)	$Cash*\Delta cash$	-0.000*** (-2.71)	-0.000*** (-3.26)
行业和年度	控制	控制	行业和年度	控制	控制
N	10164	10164	N	10164	10164
Adj_r2	0.102	0.103	Adj_r2	0.108	0.103
F 值	30.850	31.024	F 值	32.394	31.069

注：①括号内为 t 统计量；②***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平上显著。

5.3.3 承销商分析师与公司现金持有价值

在本文已有研究的基础上，研究来自承销商的分析师是否会对监督机制产生影响？当分析师的独立性面临考验时，迎合机制是否也发挥了作用？为此，我们在模型中加入了承销商分析师变量 (*Analyst_aff*) 以及是否存在承销商分析师哑变量 (*ifAnalyst_aff*)，对分析师的迎合机制进行了进一步检验。

表 5-5 给出了假设 H3 的检验结果。列 (1) 列 (2) 分别检验来自承销商的分析师以及是否存在承销商分析师对分析师关注与现金持有价值之间的影响。列 (3) 列 (4) 则是用分析师剩余关注度替代分析师关注变量进行检验。从表中可以看出，*Analyst_n*Δcash* 的交互项系数在列 (1) 列 (3) 均显著为正，列 (2) 列 (4) 虽不显著，但符号均为正。列 (1) 列 (2) 中 *Analyst_n*Δcash*Analyst_aff* 三者交叉项的系数在 10% 水平上显著为负，*Analyst_n*Δcash*ifAnalyst_aff* 的系数虽不显著但符号为负。列 (3) 列 (4) 中 *exAnalyst_n*Δcash*Analyst_aff* 在 5% 水平上显著为负，*exAnalyst_n*Δcash*ifAnalyst_cff* 的系数不显著但符号负。以上结果说明，随着来自承销商的分析师人数的提高，分析师关注与现金持有价值之间的正相关关系被削弱了。这意味着，券商的承销业务以及分析师本身所面临的利益冲突会削弱分析师的独立性，造成分析师可能会刻意回避对上市公司不利的消息，导致缓解投资者与管理层之间信息不对称的能力降低，监督能力减弱，管理者相对就有更多的活动空间和对资产的自由裁量权，代理成本增加。此回归结果验证了假设 H3。

表 5-5 承销商分析师与公司现金持有价值

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
常数	0.107** (2.41)	0.108** (2.44)	常数	0.107** (2.40)	0.109** (2.46)
$\Delta cash$	0.211** (2.47)	0.182** (2.15)	$\Delta cash$	0.276*** (4.05)	0.287*** (4.20)
$Analyst_n$	-0.001 (-1.47)	-0.001 (-1.54)	$exAnalyst_n$	0.005*** (4.95)	0.004*** (4.83)
$Analyst_n*\Delta cash$	0.004* (1.82)	0.012 (1.61)	$exAnalyst_n*\Delta cash$	0.006** (2.17)	0.002 (1.56)
$Analyst_n*\Delta cash$ $*Analyst_aff$	-0.032* (-1.75)		$exAnalyst_n*\Delta cash$ $*Analyst_aff$	-0.055** (-2.26)	
$Analyst_aff$	-0.017** (-2.00)		$Analyst_aff$	-0.032*** (-4.14)	
$Analyst_n*\Delta cash$ $*ifAnalyst_aff$		-0.026 (-1.41)	$exAnalyst_n*\Delta cash$ $*ifAnalyst_aff$		-0.041 (-1.21)
$ifAnalyst_aff$		-0.025* (-1.92)	$ifAnalyst_aff$		-0.047*** (-3.81)
$Cash$	0.304*** (8.22)	0.302*** (8.18)	$Cash$	0.333*** (8.94)	0.332*** (8.91)
$\Delta Earnings$	1.849*** (16.78)	1.851*** (16.79)	$\Delta Earnings$	1.749*** (15.69)	1.748*** (15.69)
ΔNA	-0.009 (-0.40)	-0.009 (-0.39)	ΔNA	-0.008 (-0.32)	-0.007 (-0.30)
$\Delta interest$	1.984*** (3.25)	1.952*** (3.19)	$\Delta interest$	1.933*** (3.16)	1.919*** (3.14)
$\Delta sales$	0.036 (1.59)	0.036 (1.57)	$\Delta sales$	0.034 (1.47)	0.033 (1.44)
lev	-0.011 (-0.35)	-0.011 (-0.35)	lev	-0.017 (-0.55)	-0.017 (-0.58)
$Cash*\Delta cash$	-0.000*** (-3.67)	-0.000*** (-3.49)	$Cash*\Delta cash$	-0.000*** (-3.44)	-0.000*** (-3.32)
行业和年度	控制	控制	行业和年度	控制	控制
N	10164	10164	N	10164	10164
Adj_r2	0.103	0.102	Adj_r2	0.104	0.103
F 值	31.066	30.946	F 值	31.140	31.012

注：①括号内为 t 统计量；②***, **, *分别表示在 1%, 5%, 10%水平上显著。

5.3.4 进一步检验

本文主要研究了分析师关注对公司现金持有价值的影响，研究表明分析师关注在资本市场中主要起到了外部监督者的作用，能够总体上提升公司的现金持有价值。但是分析师关注具体是通过何种途径约束了上市公司对现金的随意侵占，进而提高了资产配置效率，提升了公司的现金持有价值呢？基于这个问题，我们对分析师关注的经济后果作进一步检验。

根据委托代理理论，经理人在控制权利益的驱动下，总是通过各种方式追求扩大自己所掌握的资源，以便获取更大私利空间，因而经理人一般具有过度投资的倾向，很可能导致企业内部的自由现金流被用于无效的投资扩张，从而降低了公司现金持有的管理效率。而如果分析师关注通过监督和制约管理层的投机行为而约束了管理层利用大量现金进行的过度投资，那么抑制过度投资促进的资本配置效率提高可能就是分析师关注提高现金持有价值的作用渠道，本文对此假设做进一步研究。

本文采用 Richardson (2006) 的方法估算正常投资和过度投资水平，模型如下：

$$\begin{aligned} New_inv_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Lev_{i,t-1} + \alpha_2 grow_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 Return_{i,t-1} + \alpha_6 Age_{i,t-1} + \alpha_7 New_inv_{i,t-1} + \sum year \\ & + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

此模型用资产负债率 (*Lev*)、成长机会 (*grow*)、现金持有量 (*Cash*)、公司规模 (*Size*)、股票收益率 (*Return*)、上市年数 (*Age*) 以及滞后一期的新增投资支出 (*New_inv*) 建立新增投资支出模型，模型回归估计得到正常投资水平，对于过度投资 (*Over_inv*) 的衡量，采用模型中大于零的残差表示。其中，新增投资支出 (*New_inv*) 参考杨兴全等 (2014) 的做法，用公司 *t* 年总投资减去维持性投资的差额表示，总投资额等于投资活动净现金流量净额的相反数除以总资产，维持性投资等于固定资产折旧加无形资产摊销除以总资产。*grow* 为主营业收入增长率，*Return* 为本年五月至次年 4 月经市场调整的以月度回报率计算的年度回报率，*Age* 为公司年龄，模型中还控制了年度和行业。

本文借鉴张会丽等 (2014) 等的做法，采用如下模型检验分析师关注、现金持有价值与过度投资的关系：

$$\begin{aligned} Over_inv_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 fcf_{i,t} + \beta_2 fcf_{i,t} * Analyst_n_{i,t} + \beta_3 Analyst_n_{i,t} \\ & + \beta_4 salary_{i,t} + \beta_5 dual_{i,t} + \beta_6 tunnel_{i,t} + \beta_7 top1hold_{i,t} \\ & + \beta_8 size_{i,t} + \sum year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

其中，*fcf* 为企业自由现金流，表示经营现金流量净额与估计得到的正常投资水平之差除以总资产；*salary* 为高管薪酬，等于高管前三薪酬总额取对数；*dual* 为两职合一，若董事长与总经理两职合一取值为 1，否则取值为 0；*tunnel* 为关联方占款，等于其他应收款除以总资产；*top1hold* 为第一大股东持股比例；*size* 为企业规模，模型中还控制了年度和行业。根据现有结论，模型 (5) 中 β_1 的系数为正，那么，如果模型中 β_2 的系数

分析师关注与公司现金持有价值

为负，说明分析师关注抑制了企业内自由现金流的过度投资，提高了现金的使用效率。

表 5-6 分析师关注与自由现金的过度投资

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
常数	0.207*** (9.26)	0.194*** (8.92)	0.190*** (8.24)	0.170*** (7.69)
<i>fcf</i>	0.057*** (3.17)	0.072*** (5.90)		
<i>fcf*Analyst_n</i>	-0.001 (-1.41)			
<i>Analyst_n</i>	0.001 (0.85)		0.001*** (3.31)	
<i>fcf*exAnalyst_n</i>		-0.001 (-1.12)		
<i>exAnalyst_n</i>		-0.006 (-1.03)		0.010 (0.48)
<i>Cash</i>			0.041*** (3.65)	0.026*** (3.40)
<i>Cash*Analyst_n</i>			-0.002** (-2.00)	
<i>Cash*exAnalyst_n</i>				-0.001* (-1.85)
<i>salary</i>	-0.002 (-1.62)	-0.002 (-1.27)	-0.002 (-1.16)	-0.001 (-0.70)
<i>dual</i>	0.006*** (2.65)	0.006*** (2.93)	0.005** (2.38)	0.006*** (2.64)
<i>tunnel</i>	0.061** (2.07)	0.063** (2.11)	0.054* (1.81)	0.055* (1.84)
<i>top1hold</i>	-0.000 (-0.63)	-0.000 (-0.64)	-0.000 (-0.65)	-0.000 (-0.61)
<i>size</i>	-0.006*** (-6.37)	-0.005*** (-5.98)	-0.005*** (-5.77)	-0.004*** (-5.02)
N	5186	5186	5186	5186
Adj_r2	0.061	0.061	0.058	0.056
F 值	10.375	10.270	9.870	9.528

注：①括号内为 t 统计量；②***, **, *分别表示在 1%, 5%, 10%水平上显著。

表 5-6 检验了上文所述的假设，报告了分析师关注对于企业内部自由现金的过度投资的影响。列（1）和列（2）是以自由现金流 fcf 作为自变量进行回归检验的结果， fcf 的系数均为正，且在 1% 水平上显著，表明自由现金流越多，过度投资程度越大，过度投资现象显著存在，与现有研究结论相一致。 $fcf*Analyst_n$ 和 $fcf*exAnalyst_n$ 的系数虽然不显著，但是符号均为负，表明分析师关注越多，越能有效的抑制企业内部自由现金流的过度投资。表中列（3）和列（4）是用企业现金持有量 $Cash$ 作为自变量替代自由现金流 fcf 的检验结果。 $cash$ 的系数在 1% 的水平上显著为正，而 $Cash*Analyst_n$ 和 $Cash*exAnalyst_n$ 的系数在 10% 和 5% 的水平上显著为负。表明分析师关注能削弱现金持有与过度投资之间的正相关关系，即分析师关注能够起到良好的治理作用，现金被用于过度投资的行为被监督抑制，从而提升了现金的使用效率，提高了现金持有价值。此结果验证了上文假设，揭示了分析师关注提高现金持有价值的作用渠道。

5.3.5 稳健性检验

（1）分析师变量的调整

在稳健性检验中，我们用分析师研究报告数量作为分析师关注人数的替代变量；随后，用发布现金流预测的分析师占跟踪每个公司的分析师群体的比例、来自承销商的分析师占跟踪每个公司的分析师群体的比例来替代现金流预测分析师人数及承销商分析师人数变量，回归得出的结果非常类似。回归结果表明，分析师关注与现金持有价值正相关，而且随着现金流预测分析师比例的增加，这种正相关关系更强，随着承销商分析师比例增加，会减弱这种正相关关系。

（2）检验模型的调整

本文的模型（1）考虑了市场风险因素，从市场价值视角考察了现金持有价值，下面我们将从公司绩效视角考察现金持有价值。研究表明，高额现金持有会导致企业未来更低的业绩，选用超额现金变量，有助于避免现金持有与企业价值之间的内生性问题（Dittmar and Smith, 2007; Denis and Sibikov, 2007）。那么，分析师关注会加强还是减弱超额现金与公司业绩之间的负相关关系呢？对这一问题的研究，有助于加深我们对分析师关注与现金持有价值关系的认识。

本文参考 Dittmar 和 Smith（2007）、袁淳等（2010）的研究，建立如下模型检验分析师关注对超额现金与公司业绩之间的负向关系有何影响：

$$\begin{aligned}
 Roa_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Excash_{it-1} + \beta_2 Anaylst_{it} + \beta_3 Anaylst_{it} * Excash_{it-1} \\
 & + \beta_4 Ln(NA_{it}) + \beta_5 \left(\frac{PPE_{it}}{NA_{it}} \right) + \beta_6 ROA_{it-1} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{6}$$

其中，模型中因变量为 Roa ，借鉴袁淳等（2010）等人的研究，采用总资产收益率来度量，固定资产（ PPE ），采用固定资产净额度量。现金与分析师变量的交互项参照模型（1）设置。 $Excash$ 为超额现金。本文借鉴 Dittmar 和 Smith（2007）的研究计算模

型中的超额现金，首先建立如下估计企业正常现金持有量的回归模型：

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{Cash_{i,t}}{NA_{i,t}}\right) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(NA_{i,t}) + \beta_2 \frac{FCF_{i,t}}{NA_{i,t}} + \beta_3 \frac{NWC_{i,t}}{NA_{i,t}} + \beta_4 grow \\ & + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Div_{i,t} + \beta_8 \ln(Mv_{i,t}) + \beta_9 year \\ & + \beta_{10} industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

其中，*Cash* 与模型（1）相同，*NA* 为总资产减去现金，*FCF* 为净营运资产，以营运资本减去现金表示，*grow* 为主营业务收入增长率，*Lev* 为资产负债率，*Div* 为股利支付哑变量，支付股利 *Div*=1. 否则 *Div*=0，*Mv* 为市场价值。

以上模型回归得出正常现金持有量，以公司实际现金持有量减去估算出的正常现金持有量即为超额现金持有量（*Excash*）。

表 5-7 分析师关注与现金持有价值

变量	(1)		(2)		(3)	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
常数	5.918***	(11.85)	7.479***	(13.45)	5.992***	(11.96)
<i>excash</i>	-0.071**	(-2.17)	-0.126***	(-2.63)	-0.123***	(-3.70)
<i>Analyst_n</i>			0.022***	(6.30)		
<i>Analyst_n*excash</i>			0.009	(1.59)		
<i>exAnalyst_n</i>					0.012***	(3.19)
<i>exAnalyst_n*excash</i>					0.008*	(1.84)
<i>Lnna</i>	-0.279***	(-13.15)	-0.353***	(-14.60)	-0.282***	(-13.24)
<i>PPE</i>	0.201	(1.46)	0.177	(1.28)	0.183	(1.32)
<i>Roa</i>	0.822***	(64.00)	0.789***	(57.14)	0.822***	(63.74)
行业和年度	控制		控制		控制	
N	9817		9817		9817	
Adj_r2	0.453		0.455		0.453	
F 值	264.839		251.128		247.732	

注：①括号内为 t 统计量；②***，**，* 分别表示在 1%，5%，10% 水平上显著。

表 5-7 给出了假设 1 的检验结果。列（1）是不加解释变量，超额现金与公司绩效的关系检验。列（2）列（3）分别是分析师关注人数以及分析师剩余关注度与超额现金持有的回归结果。研究表明，高额现金持有会导致企业未来更低的业绩。本文的超额现金的回归系数为负，分别为-0.071、-0.126 与-0.123，并且在 5%和 1%的水平下显著，与现有研究相一致。列（2）和列（3）中分析师关注与超额现金、以及分析师剩余关注度与超额现金的交叉项系数均为正，前者的交叉项系数不显著，后者交叉项系数在 10%水

分析师关注与公司现金持有价值

平上显著，表明分析师关注有助于减弱超额现金与公司业绩之间的负相关关系。这就意味着分析师发挥了应有的外部监督作用，减少了代理成本，有效约束了管理者的机会主义行为，提高了现金资产的利用效率，对公司现金持有价值有正向影响。上述结果从公司业绩的角度支持了假设 H1。

表 5-8 分析师现金流预测与公司现金持有价值

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
常数	7.769*** (13.66)	7.469*** (13.17)	常数	5.940*** (10.40)	5.942*** (11.55)
<i>excash</i>	-0.157*** (-2.83)	-0.135** (-2.57)	<i>excash</i>	-0.131*** (-3.57)	-0.132*** (-3.83)
<i>Analyst_n</i>	0.049*** (7.63)	0.025*** (6.51)	<i>exAnalyst_n</i>	0.014** (2.12)	0.013*** (3.20)
<i>Analyst_n*excash</i>	0.004 (0.32)	0.023 (1.18)	<i>exAnalyst_n*excash</i>	0.003* (1.96)	0.006* (1.86)
<i>Analyst_n*excash</i> <i>*Analyst_cff</i>	0.018 (0.17)		<i>exAnalyst_n*excash</i> <i>*Analyst_cff</i>	0.011* (1.88)	
<i>Analyst_cff</i>	-0.074*** (-5.01)		<i>Analyst_cff</i>	-0.003 (-0.19)	
<i>Analyst_n*excash</i> <i>*ifAnalyst_cff</i>		0.029** (2.09)	<i>exAnalyst_n*excash</i> <i>*ifAnalyst_cff</i>		0.018* (1.67)
<i>ifAnalyst_cff</i>		-0.106* (-1.83)	<i>ifAnalyst_cff</i>		-0.021 (-0.37)
<i>Lna</i>	-0.363*** (-15.04)	-0.348*** (-14.38)	<i>Lna</i>	-0.279*** (-11.22)	-0.279*** (-12.61)
<i>PPE</i>	0.162 (1.18)	0.188 (1.37)	<i>PPE</i>	0.180 (1.30)	0.181 (1.31)
<i>Roa</i>	0.787*** (57.01)	0.792*** (57.32)	<i>Roa</i>	0.823*** (57.56)	0.823*** (62.80)
行业和年度	控制	控制	行业和年度	控制	控制
N	9817	9817	N	9817	9817
Adj_r2	0.457	0.456	Adj_r2	0.453	0.453
F 值	238.531	237.509	F 值	233.548	233.592

注：①括号内为 t 统计量；②***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平上显著。

表 5-8 给出了假设 H2 的检验结果。列 (1) 列 (2) 分别检验发布现金流预测的分析师以及是否发布现金流预测对分析师关注与现金持有价值之间的影响。列 (3) 列 (4) 则是用分析师剩余关注度替代分析师关注变量进行检验。从表中可以看出, 列 (3) 列 (4) $Analyst_n*excash$ 的交互项系数显著, 其余虽都不显著, 但符号均为正, $Analyst_n*excash*Analyst_cff$ 三者交叉项的系数虽不显著但也为正, $Analyst_n*excash*ifAnalyst_cff$ 的系数在 5% 的水平下显著为正。列 (3) 列 (4) 中 $exAnalyst_n*excash*Analyst_cff$ 、 $exAnalyst_n*excash*ifAnalyst_cff$ 的系数均显著为正。以上结果说明, 同时发布现金流预测的分析师有助于增强分析师关注对现金持有价值的正向影响。通过发布现金流预测提供更多的信息, 缓解了公司与外部投资者的信息不对称, 通过改善信息环境能更大程度的削弱管理者滥用现金资产的倾向, 验证了假设 H2。

表 5-9 承销商分析师与公司现现金持有价值

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
常数	7.453*** (13.09)	7.449*** (13.11)	常数	6.064*** (11.58)	5.972*** (11.56)
<i>excash</i>	-0.164*** (-3.32)	-0.158*** (-3.20)	<i>excash</i>	-0.125*** (-3.71)	-0.124*** (-3.69)
<i>Analyst_n</i>	0.024*** (6.09)	0.024*** (6.29)	<i>exAnalyst_n</i>	0.012*** (2.81)	0.013*** (3.09)
<i>Analyst_n*excash</i>	0.005* (1.72)	0.002 (1.31)	<i>exAnalyst_n*excash</i>	0.006* (1.78)	0.007 (1.08)
<i>Analyst_n*excash</i>	-0.012* (-1.92)		<i>exAnalyst_n*excash</i>	-0.004* (-1.74)	
<i>Analyst aff</i>	-0.035 (-0.94)		<i>Analyst aff</i>	0.017 (0.46)	
<i>Analyst_n*excash</i>		-0.009 (-1.03)	<i>exAnalyst_n*excash</i>		-0.005 (-1.29)
<i>ifAnalyst_aff</i>		-0.086 (-1.44)	<i>ifAnalyst_aff</i>		-0.011 (-0.18)
<i>Lna</i>	-0.349*** (-14.42)	-0.348*** (-14.43)	<i>Lna</i>	-0.285*** (-12.71)	-0.281*** (-12.70)
<i>PPE</i>	0.193 (1.41)	0.192 (1.40)	<i>PPE</i>	0.182 (1.31)	0.183 (1.32)
<i>Roa</i>	0.791*** (57.30)	0.791*** (57.31)	<i>Roa</i>	0.821*** (62.70)	0.822*** (62.90)
行业和年度	控制	控制	行业和年度	控制	控制
N	9817	9817	N	9817	9817
Adj_r2	0.455	0.456	Adj_r2	0.453	0.453
F 值	237.263	237.374	F 值	233.544	233.535

注: ①括号内为 t 统计量; ②***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 水平上显著。

表 5-9 给出了假设 H3 的检验结果。列 (1) 列 (2) 分别检验来自承销商的分析师以及是否存在承销商分析师对分析师关注与现金持有价值之间的影响。列 (3) 列 (4) 则是用分析师剩余关注度替代分析师关注变量进行检验。从表中可以看出, $Analyst_n*excash$ 的交互项系数在列 (1) 列 (3) 显著为正, 列 (2) 列 (4) 虽不显著, 但符号均为正。 $Analyst_n*excash*Analyst_aff$ 三者交叉项的系数在 10%水平上显著为负, $Analyst_n*excash*ifAnalyst_aff$ 的系数虽不显著但符号为负。列 (3) 列 (4) 中 $exAnalyst_n*excash*Analyst_aff$ 在 10%水平上显著为负, $exAnalyst_n*excash*ifAnalyst_aff$ 的系数不显著但符号负。以上结果说明, 来自承销商的分析师人数越多, 其迎合效应越明显, 监督效应受到的约束越强, 分析师关注与现金持有价值之间的正相关关系被弱化了。此回归结果从公司绩效的角度验证了假设 H3。

(3) 内生性检验

上述结论表明分析师关注对公司现金持有价值的影响主要通过监督价值起作用, 但同时迎合机制也会对其产生影响。需要注意的是, 分析师对公司的关注可能存在内生性问题。已有研究表明, 分析师会根据公司的特征、自己的偏好, 选择所要关注的公司。尤其偏好信息环境透明度高的上市公司 (Bushman et al., 2005)。虽然前文已采用分析师剩余关注度、超额现金持有等减小分析师关注、现金持有的内生性问题, 但为了更大程度的避免内生性的影响, 我们构造分析师关注的工具变量。Degeorge et al. (2012) 采用滞后一期的分析师关注人数作为工具变量, Dasgupta et al. (2006) 采用滞后三期的分析师关注人数作为分析师关注的工具变量。本文借鉴 Dasgupta et al. (2006) 的研究, 采用滞后三期分析师关注人数作为工具变量, 通过 2SLS 回归抓取分析师关注的外生变化对公司现金持有价值的影响。首先, 当年的公司现金持有价值不影响滞后三期的分析师关注人数; 其次, 当年的分析师关注人数与滞后期的人数高度相关。因而选取此工具变量是合理的。首先, 根据下式估计 $Analyst_n$ 的预测值:

$$\begin{aligned}
 Anaylst_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Cash_{i,t} + \alpha_2 Anaylst_{i,t-3} + \alpha_3 Anaylst_{i,t-3} * \Delta Cash_{i,t} \\
 & + \alpha_4 Cash_{i,t-1} + \alpha_5 \Delta Earnings_{i,t} + \alpha_6 \Delta NA_{i,t} + \alpha_7 \Delta Interest_{i,t} \\
 & + \alpha_8 \Delta Sales_{i,t} + \alpha_9 \Delta Lev_{i,t} + \alpha_{10} \Delta Cash * Cash_{i,t-1} + \sum year \\
 & + \sum industry + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{8}$$

这里 $Anaylst$ 代表分析师跟进人数 ($Anaylst_n$), $Anaylst_{i,t-3}$ 代表滞后三期的 $Anaylst_n$ 。通过上式回归得到 $Anaylst_n$ 的预测值, 将其作为分析师关注的衡量指标代入模型 (1) 重新进行回归, 回归结果如表 5-10 所示。回归结果与上文结论相比, 没有产生实质性变化, 指示显著性有些许区别, 排除了内生性问题后, 我们的结论更加稳健。

表 5-10 稳健性检验 (2SLS 回归)

变量	(1)	变量	(2)	(3)	变量	(4)	(5)
常数	0.477*** (9.45)	常数	0.412*** (9.45)	0.469*** (9.28)	常数	0.378*** (9.48)	0.397*** (9.45)
$\Delta cash$	0.064** (2.26)	$\Delta cash$	0.176** (2.02)	0.181** (2.11)	$\Delta cash$	0.152** (2.23)	0.130** (2.15)
$Analyst_n$	-0.011*** (-7.83)	$Analyst_n$	-0.012* (-1.80)	-0.010* (-1.82)	$Analyst_n$	-0.011* (-1.73)	-0.011 (-1.57)
$Analyst_n$	0.005** (2.13)	$Analyst_n*\Delta c$	0.023* (1.81)	0.049** (2.24)	$Analyst_n*\Delta c$	0.015* (1.95)	0.012 (1.54)
		$Analyst_n*\Delta c$	0.007** (2.39)		$Analyst_n*\Delta c$	-0.043* (-1.86)	
		$Analyst_cff$	0.002 (0.72)		$Analyst_cff$	-0.007 (-0.80)	
		$Analyst_n*\Delta c$		0.059*** (3.41)	$Analyst_n*\Delta c$		-0.049 (-1.43)
		$ifAnalyst_cff$		0.028 (1.96)	$ifAnalyst_cff$		-0.023 (-1.50)
$Cash$	0.276*** (6.52)	$Cash$	0.287*** (6.74)	0.284*** (6.72)	$Cash$	0.282*** (6.66)	0.280*** (6.62)
$\Delta Earnings$	1.721*** (13.96)	$\Delta Earnings$	1.723*** (13.97)	1.736*** (14.07)	$\Delta Earnings$	1.723*** (13.98)	1.720*** (13.95)
ΔNA	-0.006 (-0.22)	ΔNA	-0.002 (-0.06)	-0.003 (-0.10)	ΔNA	-0.004 (-0.16)	-0.004 (-0.15)
$\Delta interest$	1.440** (2.09)	$\Delta interest$	1.451** (2.11)	1.453** (2.11)	$\Delta interest$	1.520** (2.21)	1.496** (2.18)
$\Delta sales$	0.039 (1.52)	$\Delta sales$	0.041 (1.58)	0.042 (1.60)	$\Delta sales$	0.040 (1.56)	0.040 (1.53)
lev	0.021 (0.57)	lev	0.019 (0.51)	0.017 (0.47)	lev	0.018 (0.48)	0.018 (0.50)
$Cash*\Delta ca$	-0.010 (-0.13)	$Cash*\Delta cash$	-0.000 (-0.71)	-0.000 (-0.64)	$Cash*\Delta cash$	-0.000 (-0.82)	-0.000 (-0.64)
行业和年	控制	行业和年度	控制	控制	行业和年度	控制	控制
N	7632	N	7632	7632	N	7632	7632
Adj_r2	0.087	Adj_r2	0.088	0.088	Adj_r2	0.088	0.088
F 值	21.735	F 值	20.783	20.939	F 值	20.893	20.790

注：①括号内为 t 统计量；②***, **, *分别表示在 1%, 5%, 10%水平上显著。

第六章 政策建议及研究展望

6.1 研究结论

本文在借鉴前人研究的基础上，选取 2002-2014 年 A 股上市公司年度数据，研究分析师关注对公司现金持有价值的影响，检验其通过哪种机制和路径实现，检验分析师在我国资本市场扮演何种角色。本文借鉴 Dittmar 和 Smith (2007) 的研究构造因变量股票超额收益率 (AR)，采用发布盈余预测报告的分析师人数以及分析师剩余关注度两个指标衡量分析师关注程度。考虑分析师异质性，对分析师进一步细分为发布现金流预测的分析师以及来自承销商的分析师。最后，进一步检验了分析师关注影响上市公司现金持有价值的作用路径。主要的研究结论如下：

(1) 分析师关注对公司现金持有的影响主要通过监督机制起作用。回归结果显示分析师关注对公司现金持有价值有正向影响，且显著。这就意味着，在我国资本市场现行时期，分析师发挥了其外部监督者的作用，通过提高资本市场的信息透明度，降低了两权分离引起的代理成本，约束了管理层的机会主义行为，从而促进资源的优化配置，提高现金资产的利用效率，从而提升现金持有价值。

(2) 既发布盈余预测又发布现金流预测的分析师能增强分析师的监督效应。通过对分析师群体更细致深入的分析，本文发现既发布盈余预测又发布现金流预测的分析师能显著加强分析师关注对公司现金持有价值之间的正向关系。可能的原因是，基于信息需求理论，分析师同时发布现金流预测，有助于分析师更深入的理解公司的现金构成及流向，扩大了信息披露的广度和深度，加深了对现金流及公司经营潜在风险的预判。因此，管理者对现金资产的使用更多的暴露在“阳光下”，滥用资产满足私利的成本和风险提高，因而同时发布现金流预测的分析师能促使管理者做出更多科学合理的决策，强化对现金持有价值的提升效益。

(3) 承销商分析师会减弱分析师的监督效应。本文发现来自承销商的分析师会显著降低分析师关注对公司现金持有价值的正相关关系，也间接验证了迎合机制的影响。原因可能在于，承销商分析师相比独立分析师，更容易受各方利益冲突的影响。一方面，为了拉拢承销业务、维护与管理层关系以便获得更多私有信息，承销商分析师可能会刻意回避负面消息，而倾向于传递乐观正面的消息。另一方面，管理者与分析师“合谋”，为自己的机会主义行为争取了更多的自由空间，因而造成信息环境质量下降、分析师的监督效应降低，进而影响现金持有价值。

(4) 分析师关注通过抑制企业自由现金流的过度投资，提高资本配置效率从而提升现金持有价值。本文发现分析师关注能削弱现金持有与过度投资之间的正相关关系，即分析师关注能够起到良好的治理作用，抑制过度投资产生的资本配置效率低下，现金被用于过度投资的行为被监督抑制，从而提升了现金的使用效率，提高了现金持有价值。

此研究揭示了分析师关注影响公司现金持有价值的具体路径。

综上所述，分析师关注与公司现金持有价值显著正相关，发布现金流预测的分析师能增加这种正向关系，而承销商分析师会减弱这种正向关系。因此，分析师关注对公司现金持有价值的影响既存在监督机制的作用，也存在迎合机制的作用，但整体上看，监督作用占主导作用，其作用机制在于：分析师关注能够抑制企业自由现金流的过度投资，从而提升现金持有价值。

6.2 政策建议

结合本文结论，为了更好地发挥分析师的监督作用，完善公司外部治理机制，促进市场信息环境的透明、资源配置效率的提高，本文提出以下建议：

(1) 完善分析师队伍建设，提高分析师专业素质，同时鼓励分析师发布现金流预测。分析师对公司的治理效应依赖于对上市公司信息的解读能力以及信息挖掘能力，这就要求分析师具备过硬的专业知识，然而我国现在的分析师职业素养参差不齐还有待提高。行业协会及证券公司可以推进分析师的专业能力培养，建立专门的考评制度，加强资格考试的严格程度，提高分析师行业的准入门槛。同时研究表明发布现金流预测的分析师监督效应更强，因此要鼓励分析师发布现金流预测以弥补投资者信息匮乏的缺陷，使分析师提供更准确更完整的预测报告，帮助投资者做出更科学合理的投资决策，促进分析师外部监督机制效应的发挥。

(2) 重视并加强提高分析师独立性。分析师关注的治理效应不仅依赖于分析师的职业素质，还依赖于其自身的独立性。首先，尽可能隔离券商的承销业务对分析师盈余报告的影响渠道，强化落实券商内部“防火墙”制度，使得分析师发布报告环节与销售服务环节分开管理，防范内幕交易与利益冲突。同时，完善分析师考核激励标准，应该全面综合的考量分析师，通过研究报告质量、工作量、客户评价等方面，而避免将对分析师的考核激励单一的与外部媒体评价直接挂钩。

(3) 加强分析师市场声誉制度建设。对分析师而言，其声誉是自身最重要的资产，他们在失去声誉的同时就意味着失去了权威和影响力。然而由于我国相关法律法规不完善，一些丑闻相关当事人没有得到公开严肃的处理，从而影响声誉在市场中发挥作用。监管部门应明确奖惩，建立更加透明严格的反馈和问责制度，对于发布具有突出成效的研究报告的分析师给与奖励，提升其事业心和敬业精神，而对于故意利用错误信息诱导投资者并造成损失的分析师施加一定的惩罚和警告，加强分析师行业自律，促使分析师真正珍惜声誉，而这里对于责任的清晰判定还有待进一步探讨和研究。

(4) 建立健全我国上市公司信息披露制度。提高信息披露的标准，疏通分析师信息获取渠道，加大监管力度，监管部门应对披露信息的内容、准确性、时间等发面制定更严格的要求，高质量的制度准则不能短期实现，需要逐步完善。同时鼓励分析师去企业实地走访调研，提高分析师的信息获取能力，有助于分析师工作顺利地开展，进一步

改善资本市场信息环境，缓解投资者与上市公司之间的信息不对称，促进资本市场良好发展。

6.3 文章的不足及研究展望

由于本人能力有限，本文在研究过程中还存在一定局限，在研究局限性的基础上，我们可以继续开展后续的研究：

(1) 由于是对分析师关注和现金持有价值两者关系的首次探讨，本文只给出了间接的证据，而更直接的应该从时间角度进行论证，即如果一个公司被更多的分析师关注，那么其现金持有价值是否确实提高了，其中间的作用机理还有待后续研究的补充完善。

(2) 研究视角的选择。针对分析师关注的监督机制和迎合机制，本研究选取了发布现金流预测的分析师以及来自承销商的分析师来检验两种机制对公司现金持有价值的影响。这两种分析师的分类和特征虽然具有代表性，但是也不能达到完全程度上的匹配，后续研究可以从其他方面着手验证分析师关注影响公司现金持有价值的机制和路径。

(3) 本文未对企业性质进行区分，在经济转型期这个特殊背景下，公司财务决策的经济效果不仅仅与代理问题有关，往往还与政府干预有关，国有企业和非国有企业在内外治理机制上存在显著差异，因而可以区分企业的股权性质，研究分析师对其影响是否有差别。

(4) 虽然本文在研究过程中考虑了分析师异质性，对分析师进行了细化，但是没有对分析师的内部结构进行区分。已有研究表明，不同规模大小的证券公司发布的研究报告存在不同的市场反应，而且大规模的券商相比小规模券商拥有更加广泛和多元的信息渠道，能给分析师预测提供更多信息资源。因此券商规模的大小是否会对分析师关注与公司活动间的关系产生影响，还有待进一步的研究。

(5) 分析师是公司重要外部的治理机制，同时近年来，机构投资者持股、媒体监督等也同样受到广泛关注，作为外部监管机制，这几方对公司治理是否有交叉影响，我们可以将一方作为解释变量，其余作为调节变量，对其展开研究。

参考文献

- [1] 董理, 茅宁. 超额现金持有、管理决断权与投资扭曲——财务柔性视角下剩余负债能力的影响效应研究[J]. 当代经济科学, 2016, 38(2):94-102.
- [2] 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.
- [3] 冯旭南. 承销关系影响分析师行为吗?——来自证券分析师荐股和预测活动的证据[J]. 中国会计评论, 2012(4):395-410.
- [4] 郭杰, 洪洁瑛. 中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究[J]. 经济研究, 2009(11):55-67.
- [5] 顾乃康, 孙进军. 现金的市场价值——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理科学, 2008(4):96-104.
- [6] 顾晓伟. 董事会行为、分析师跟进与公司绩效——基于联立方程组模型的实证检验[J]. 金融经济, 2012(2):49-51.
- [7] 宫义飞. 分析师跟踪、信息不对称与公司融资[D]. 四川:西南财经大学, 2010.
- [8] 管总平, 黄文锋. 证券分析师特征、利益冲突与盈余预测准确性[J]. 中国会计评论, 2012(4):371-394.
- [9] 黄晓波, 邓俊秀, 胡施羽. 股权结构、不确定性与现金持有异象——经验证据及其解读[J]. 南京审计大学学报, 2017(1):45-56.
- [10] 江轩宇, 于上尧. 分析师独立性与盈余管理[J]. 山西财经大学学报, 2012(10):116-124.
- [11] 李常安, 储一昀, 仓勇涛. 公司价值、公司治理与分析师跟进[J]. 经济社会体制比较, 2016(1):106-120.
- [12] 刘春力. 中国证券分析师预测与盈余管理研究——基于盈余及现金流双预测的视角[D]. 四川:西南财经大学, 2014.
- [13] 李春涛, 宋敏, 张璇. 分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据[J]. 金融研究, 2014(7):124-139.
- [14] 刘晔, 肖斌卿. 分析师关注、管理层持股与公司价值——基于联立方程组模型的实证检验[J]. 南方经济, 2009(3):62-72.
- [15] 李志杰, 杨景岩, 张磊. 上市公司控制权特征对现金持有的影响研究[J]. 经济理论与经济管理, 2007(2):38-43.
- [16] 彭桃英, 周伟. 中国上市公司高额现金持有动因研究——代理理论抑或权衡理论[J]. 会计研究, 2006(5):42-49.
- [17] 蒲文燕, 张洪辉. 异质机构投资与上市公司现金持有[J]. 宏观经济研究, 2013(12):113-129.
- [18] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, 2011(9):138-151.
- [19] 王恩山, 戴小勇. 媒体监督、法律制度与代理成本[J]. 财经问题研究, 2013(7):12-18.
- [20] 王会娟, 张然, 张鹏. 分析师为什么选择性的发布现金流预测?——基于信息需求理论的实证研

- 究[J]. 投资研究, 2012(7):27-40.
- [21] 吴荷青. 现金持有量与公司经营业绩,价值关系的实证研究[J]. 会计之友, 2009(2):94-97.
- [22] 王菊仙, 王玉涛, 鲁桂华. 分析师的现金流预测有用吗——基于信息供给的视角[J]. 南方经济, 2016(7):78-94.
- [23] 王彦超, 林斌. 金融中介、非正规金融与现金价值[J]. 金融研究, 2008(3):177-199.
- [24] 王昱升. 证券分析师盈余预测倾向经济后果的研究[D]. 四川:西南财经大学, 2014.
- [25] 肖峻, 王宇熹. 我国证券分析师推荐评级调整价值的经验研究[J]. 统计与决策, 2006(3):106-109.
- [26] 肖萌. 分析师的利益冲突对评级的影响[J]. 西安交通大学学报, 2015, 16(6):75-79.
- [27] 萧松华, 肖志源. 声誉机制与证券分析师的利益冲突行为研究[J]. 南方金融, 2009(12):71-74.
- [28] 谢震, 熊金武. 分析师关注与盈余管理:对中国上市公司的分析[J]. 财贸研究, 2014(2):139-149.
- [29] 袁淳, 刘思淼, 陈玥. 大股东控制、多元化经营与现金持有价值[J]. 中国工业经济, 2010(4):141-150.
- [30] 岳衡, 林小驰. 证券分析师 VS 统计模型:证券分析师盈余预测的相对准确性及其决定因素[J]. 会计研究, 2008(8):40-49.
- [31] 原红旗, 黄倩茹. 承销商分析师与非承销商分析师预测评级比较研究[J]. 中国会计评论, 2007(5):285-304.
- [32] 叶松勤, 徐经长. 机构投资者治理与公司现金持有价值[J]. 经济与管理研究, 2013(8):15-27.
- [33] 杨兴全, 孙杰. 公司现金持有量影响因素的实证研究——来自我国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2007(10):47-54.
- [34] 杨兴全, 张照南. 制度背景、股权性质与公司持有现金价值[J]. 经济研究, 2008(12):111-123.
- [35] 杨兴全, 张丽平, 吴昊旻. 市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J]. 南开管理评论, 2014, 17(2):34-35.
- [36] 袁振超, 张路, 岳衡. 分析师现金流预测能够提高盈余预测准确性吗——来自我国 A 股市场的经验证据[J]. 金融研究, 2014(5):162-178.
- [37] 周佰成, 李晓东, 宋琴. 承销商分析师与非承销商分析师利益冲突比较研究[J]. 税务与经济, 2010(1):27-71.
- [38] 张纯, 吕伟. 信息环境、融资约束与现金股利[J]. 金融研究, 2009(7):81-94.
- [39] 周冬华. 证券分析师关心公司治理吗——基于中国资本市场的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2013(2):23-34.
- [40] 张凤. 上市公司现金持有过量对投资行为及效率的影响分析[J]. 华东经济管理, 2009, 23(11):67-72.
- [41] 张芳芳, 陈习定. 分析师覆盖与真实活动操控——来自中国上市公司的证据[J]. 经济管理, 2015(9):92-102.
- [42] 朱红军, 何贤杰, 陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究, 2007(2):110-121.

- [43] 张会丽, 吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果[J]. 会计研究, 2014(3):71-78.
- [44] 张人骥, 刘春江. 股权结构、股东保护与上市公司现金持有量[J]. 财贸经济, 2005(2):3-9.
- [45] 张玉蓉. 证券分析师跟进对投资效率的影响研究[D]. 四川:西南财经大学, 2013.
- [46] 张兆国, 郑宝红, 李明. 公司治理、税收规避和现金持有价值——来自我国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2015, 18(1):15-24.
- [47] Abarbanell J S, Bernard V L. Tests of Analysts' Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price Behavior[J]. The Journal of Finance, 1992, 47(3):1181-1207.
- [48] Allen F, Qian J, Qian M. Law, Finance, and Economics Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1):57-116.
- [49] Baginski S P. Intraindustry Information Transfers Associated with Management Forecasts of Earnings[J]. Journal of Accounting Research, 1986, 25(2):196-216
- [50] Barth M E, Kasznik R, McNichols M F. Analyst Coverage and Intangible Assets[J]. Journal of Accounting Research, 2001, 39(1):1-34.
- [51] Bhushan R. Firm Characteristics and Analyst Following[J]. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11(2):255-274.
- [52] Brown L D, Rozeff M S. The Superiority of Analyst Forecasts as Measures of Expectations: Evidence from Earnings[J]. The Journal of Finance, 1978,33(1):1-16.
- [53] Bushman R M, Piotroski J D, Smith A J. Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms[J]. Journal of Finance, 2005, 60(1):35-66.
- [54] Call A C, Chen S, Tong Y H. Are Analysts' Cash Flow Forecasts Naive Extensions of Their Own Earnings Forecasts[J]. Journal of Contemporary Accounting Research, 2013, 30(2):438-465.
- [55] Chan S H, Martin J D, Kensinger J W. Corporate Research and Development Expenditures and Share Value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(2):255-276.
- [56] Chang J J, Tarun Khanna, Krishna Palepu. Analyst Activity Around the World[R]. Working Paper, School of Harvard Business , 2000.
- [57] Chen T, Harford J, Lin C. Do Analysts Matter for Governance? Evidence from Natural Experiments[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 115(2):383-410.
- [58] Chung K H, Jo H. The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31(4):493-512.
- [59] Clement M B. Analyst Forecast Accuracy: Do Ability, Resources, and Portfolio Complexity Matter?[J]. Journal of Accounting and Economics, 1999, 27(3):285-303.
- [60] Cothren R. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets: Comment[J]. Social Science Electronic Publishing, 1982, 72(4):873-874.
- [61] Crichfield T. An Evaluation of Security Analysts' Forecasts[J]. Accounting Review, 1978, 53(3):651-668.

- [62] Dasgupta S. Analyst Coverage and Financing Decisions[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6):3009-3048.
- [63] Degeorge F, Ding Y, Jeanjean T, et al. Analyst Coverage, Earnings Management and Financial Development: An International Study[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2012, 32(1):1-25.
- [64] Denis D J, Sibilkov V. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(1):247-269.
- [65] Dittmar A, Mahrt-Smith J, Servaes H. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1):111-133.
- [66] Drobetz W, Grüninger M C, Hirschvogel S. Information Asymmetry and the Value of Cash[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2010, 34(9):2168-2184.
- [67] Dyck A, Zingales L. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(6):2213-2253.
- [68] Easterwood J C, Nutt S R. Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(5):1777-1797.
- [69] Finkelstein S. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation[J]. *Academy of Management Journal*, 1992, 35(3):505-538.
- [70] Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(6):1969-1997.
- [71] Harford J, Mansi S A, Maxwell W F. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3):535-555.
- [72] Hong Y, Huseynov F, Wei Z. Earnings Management and Analyst Following: A Simultaneous Equations Analysis[J]. *Journal of Financial Management*, 2014, 43(2):355-390.
- [73] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.[J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2):323-329.
- [74] Kelly B, Ljungqvist A. Testing Asymmetric-Information Asset Pricing Models[J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25(5):1366-1413.
- [75] Kusnadi Y. Do Corporate Governance Mechanisms Matter for Cash Holdings and Firm Value?[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2011, 19(5):554-570.
- [76] Lins K V. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems[J]. *Review of Financial Studies*, 2007, 20(4):1087-1112.
- [77] Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(6):2725-2751.
- [78] Qi Luo, Toyohiko Hachiya. Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan[J]. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 2005, 08(4):613-636.
- [79] Richardson S. Over-Investment of Free Cash Flow[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2006,

11(2):159-189.

[80] Sun J Y. Governance Role of Analyst Coverage and Investor Protection[J]. Financial Analysts Journal, 2009, 65(6):305-309.

[81] Yu F. Analyst Coverage and Earnings Management[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2):245-271.

致谢

三年研究生生涯悄然而逝。这三年，是我人生中最重要的一年，我学到了很多也成长了许多。借此硕士论文的机会，我要向那些曾经帮助过我的老师、同学和家人表达我最真挚的谢意！

师者心，父母心。我从未曾对任何一位授业于我的老师产生过一丝不尊的情绪，是因为我深深地懂得在每一个警示、批评和惩戒背后温润如玉的柔软和恨铁不成钢的父母心。首先，感谢我的导师王生年导师。“学高为师，身正为范”。王老师的魅力，不仅在于其学术之精深，也在于其品行之无可挑剔。虽然担任院领导，诸事繁忙，仍不辞辛劳，每每改起学生的论文都一丝不苟。不论周末、寒暑假，都能看到老师躬耕于办公室、电脑前。大论文的开题、小论文的写作和即将完成的毕业论文，记录了我研究生阶段学术方面的成长历程，更记录了王老师为此倾注的大量心血。行将毕业，忆此三年，挫折中老师的鼓励，懒散时老师的鞭策以及迷茫中老师的指导，诲人不倦，不计回报，自不相忘！再次感谢您，王老师。

同时，我要感谢石河子大学经管学院的杨兴全教授、白俊教授、陈旭东教授、王伟国教授、郭桂花教授、吴昊旻教授、刘嫦教授、魏卉教授、池玉莲教授等，谢谢各位老师同样大的讲台上教授我不同的理论知识，所授学问无不深刻，兢兢业业，不辞辛苦，带我走进学术的殿堂，并不断给予我鼓励和帮助。

在此，我也要感谢那些在学习和生活上给予我帮助的师兄师姐师弟师妹和同学们，同门的李超凡、尤明渊、杜闪、聂晓师姐，以及非同门的齐云飞师哥，我们共同成长也共同进步，互相鼓励、互相温暖、互相帮助。尤其要感谢我的室友郭颖颖、墨沈微、申艳艳和蔡真，是你们这些姐妹的陪伴和你们给我的温暖，让我在学校有了个温馨而舒适的家。

最后，我要感谢我的家人，是你们给我营造了一个和谐、快乐之家，在我劳累和困惑之时给我停靠，给我安慰，给我希望。也是你们会毫不犹豫和我站在一起，做我最强大的后盾，给我前进的动力，给我拼搏的勇气。谢谢你们，我会继续努力，不辜负你们的期望。

转瞬光阴已逝，行将毕业，你我挥手，整理行囊各奔前程，祝福每个人都有美好的未来，带着在母校三年积累的力量，传承石大人睿智、进取的精神，昂首向前。我们，在路上。

杨子怡

2017年5月

于石河子大学 经济与管理学院

作者简介

杨子怡，女，生于 1991 年 02 月，新疆石河子人。2013 年毕业于江苏科技大学经济与管理学院，获得管理学学士学位。2014 年 9 月进入石河子大学经济与管理学院攻读会计学硕士学位。

在学期间主要参与的研究项目

1.参加了国家自然科学基金项目《基于行为金融和信息不对称的资产误定价研究》(71562029)的部分研究工作。

在学期间发表的文章

1. 杨子怡, 聂晓. 管理者过度自信与企业现金持有价值——基于投资效率的中介效应检验[J]. 企业经济, 2016(11):94-100.
2. 杨子怡. 加强企业财务会计管理的措施分析[J]. 中外企业家, 2016(20):59.

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	杨子怡	学制	三年
专业	会计学	研究方向	资本市场与信息披露

学术评语:

现金持有是影响企业价值的一个重要因素,分析师作为我国资本市场的信息中介,有效地促进了上市公司与投资者的双向沟通。近年来,因分析师预测对资本市场的重要性使其成为学术界和实务界关注的焦点。研究表明分析师一方面缓解了信息不对称,提高资本市场信息含量,另一方面由于利益冲突及认知偏差等因素独立性受到影响,时常发生过度乐观、迎合造市等有偏行为,从而产生道德风险。基于此,分析师对上市公司的作用存在不确定性,结合分析师关注的治理作用和面对的利益冲突,本文研究了分析师关注对公司现金持有价值的影响及其作用机理,对公司现金持有以及证券分析师关注理论的研究进行了拓展,对规范证券分析师的行为,完善上市公司信息披露制度和促进资本市场良好发展有着重要的理论价值和现实意义。

作者较好的回顾和总结了分析师关注及现金持有价值的相关文献,反映了作者对国内外研究动态和本学科领域的前沿知识有一定程度的认知和了解。结合委托代理理论、信息不对称理论、有效市场等理论为基础,通过实证检验发现分析师关注对公司现金持有的影响主要通过监督机制发挥作用,发布现金流预测的分析师能增强分析师的监督效应,而承销商分析师会削弱分析师的监督效应,表明分析师关注对公司现金持有价值的影响既存在监督机制的作用,也存在迎合机制的作用,但整体上看,监督机制发挥了主导作用,进一步研究中发现分析师关注通过抑制企业自由现金流的过度投资,提高了资本配置效率从而提升现金持有价值。

从论文可以看出,作者已经掌握了一定的基本理论、专业技能和研究方法,能够合理的运用所掌握的理论深入分析所观察到的现象,建立合理的模型,并得出结论,论文结构清晰,理论分析与相关逻辑推到合理,语言表述也相对准确,这表明作者具备了一定的独立科研能力,论文达到硕士学位论文水平的要求。

指导教师签字:

2011年6月1日

