

分析师关注与股价同步性

——基于全面注册制背景

阮晓珍, 段江娇

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年9月8日; 录用日期: 2023年11月23日; 发布日期: 2023年12月1日

摘要

以信息披露为核心的新股发行注册制改革是资本市场高质量发展的重要举措, 有助于提高资本市场竞争力和信息效率, 促进资本市场发展。全面注册制的推进对市场信息环境是否有所影响成为关注的热点。证券分析师作为资本市场中的重要信息中介, 在注册制下是否能进一步提高市场信息效率是本文关注的重点。本文基于2017~2022年我国沪深A股上市公司的样本数据, 探究注册制改革背景下, 证券分析师关注度对股价同步性的影响。研究发现分析师关注度对股价同步性的作用, 在注册制和非注册制下有显著差异; 在注册制背景下, 分析师关注度的提高有效降低了股价同步性, 相比于非注册制样本, 注册制对上市公司信息披露的严格要求, 为分析师提供更加透明的信息环境, 有助于分析师从公开信息中提取公司层面信息, 通过发布盈余预测、深度报告等帮助投资者进行决策, 进而促进公司层面信息融入股价, 降低股价同步性。

关键词

新股发行注册制, 股价同步性, 分析师关注度

Analyst Attention and Stock Price Synchronization

—Based on the Registration System

Xiaozhen Ruan, Jiangjiao Duan

School of Management, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Sep. 8th, 2023; accepted: Nov. 23rd, 2023; published: Dec. 1st, 2023

Abstract

The reform of the registration-based IPO system is a significant measure for the high-quality de-

文章引用: 阮晓珍, 段江娇. 分析师关注与股价同步性[J]. 运筹与模糊学, 2023, 13(6): 6011-6020.

DOI: 10.12677/orf.2023.136597

velopment of a capital market, which helps to improve the competitiveness and information efficiency of the capital market and promote the development of the capital market. The impact of the registration-based IPO system on the market information environment has become a hot topic. As an essential information intermediary in the capital market, whether securities analysts can further improve market information efficiency under the registration-based IPO system is the focus of our article. Based on the data of China A-share listed firms from 2017 to 2022, our article aims to explore the impact of securities analysts' attention on stock price synchronization under the background of the registration-based IPO system. By establishing a multiple regression model, we find that the effect of analyst attention on stock price synchronicity between the registered-based IPO system and others is quite different. Under the registration-based IPO system, the increase in analyst attention effectively reduces the stock price synchronization, while the others show a positive relation. Compared to the approval-based IPO system, the registration-based IPO system carries more strict requirements for information disclosure to listed firms, which would provide analysts with a more transparent information environment, helping analysts extract company-level information from public information. So that investors can make decisions by analysts' publishing earnings forecasts, in-depth reports, etc., thereby promoting the integration of company-level information into stock prices, and reducing stock price synchronization.

Keywords

Registration-Based IPO System, Stock Price Synchronization, Analyst Attention

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2019年12月新《中华人民共和国证券法》修订出台,为全面推行注册制作出法律规定,标志着我国股票发行制度从核准制迈向注册制的历史性变革。2018年习近平总书记在上海证券交易所宣布设立科创板并试点注册制后,在深交所创业板、北交所先后进行注册制试点,经过四年多的尝试,2023年开年党中央、国务院批准了《全面实行股票发行注册制总体实施方案》,2月1日,中国证监会就全面实行股票发行注册制涉及的一系列制度规则向社会公开征求意见,我国全面实行注册制改革正式启动。

股价同步性反映了个股股价与市场“同涨同跌”的现象, Morck *et al.* (2000)研究发现包括我国在内的新兴国家资本市场股价同步性程度普遍高于发达国家[1],由此股价同步性成为众多学者关注的热点。有不少学者探究了分析师关注度对信息效率的影响,证券分析师作为资本市场重要信息中介,能够通过自身更为专业的信息获取、分析能力发布上市公司盈余预测和深度分析报告,向市场传递信息,降低信息不对称水平,进而影响股价同步性[2][3][4]。

本文以2017~2022年中国A股上市公司为研究对象,实证探究注册制下证券分析师关注度对股价同步性的影响。本文可能的贡献在于:首先,本文立足注册制改革这一制度背景,丰富了对全面注册制改革的经济后果研究,为注册制改革的经济后果研究提供新视角;其次,已有研究探讨分析师关注对股价同步性的影响,本文通过对比不同发行制度下分析师行为对股价同步性影响的差异,从内容上拓展了分析师关注的研究成果。本文为政策制定者进一步完善注册制下信息披露制度、规范证券分析师行为、改善资本市场信息环境提供支撑。

2. 理论分析与研究假设

证券分析师在资本市场中扮演着信息中介和投资指导的角色。对投资者来说, 分析师通过搜集、加工以及传递信息, 提高信息传播效率, 有助于提高市场效率, 并促进投资者和公司之间良好沟通, 影响投资者投资决策, 降低投资风险[5]。对市场和企业而言, 证券分析师基于自身影响力, 缓解企业融资约束, 促进企业创新发展[6], 同时, 对市场和企业也起到了一定的监管作用[7], 有助于营销良好信息环境, 促进市场资源合理配置。

现有研究中, 分析师行为对股价同步性的影响存在争议。一方面, 证券分析师通过公开信息, 如年报、问询函等, 在对公司财务情况、业务情况全面了解后, 对上市公司进行深度研究和分析, 并发布股票评级和投资建议, 帮助投资者做出投资决策, 从而提高了市场透明度, 减少市场不对称程度。同时, 帮助公司和投资者建立良好信息沟通渠道, 提高个股交易活跃度。分析师为个人投资者提供更为专业的视角, 有助于公司层面信息融入股价, 从而降低股价同步性[8]。另一方面, 也有学者指出证券分析师也可能导致股价同步性增加[9]。分析师在发布研究报告、盈利预测等内容时, 除了公司特定信息, 还会在一定程度上向市场传递更多行业层面的信息, 从而提升公司股价中蕴含的行业层面信息, 导致股价同步性上升。

新股发行注册制改革后, 证券监管机构不再对拟上市企业是否具有上市条件做出价值判断, 而是将对企业进行投资价值判断的权力交还市场, 由中介机构对发行人信息披露的真实性、准确性、完整性做出审查, 提高了股票发行的市场化程度, 也对投资者做出了更高要求。注册制改革下对高质量信息披露的重视, 信息透明度的降低, 使得分析师更容易从公开信息中获取准确、及时的信息, 推动分析师更加关注公司质量和基本面分析。同时, 政府对市场干预程度的降低, 使得投资者可能更加依赖专业分析师的投资意见, 有助于降低股价同步性。

由此提出研究假设: 注册制下, 分析师关注度的提高能够有效降低股价同步性。

3. 研究设计

3.1. 样本选择及数据来源

本文选择 2017~2022 年沪深 A 股上市企业为研究对象, 并剔除上市未满一年的数据样本、金融类上市企业、被处理企业(ST)及数据缺失的样本, 最终有效样本观测值 12,142 条。个股交易数据和分析师关注数据来源于国泰安数据库(CSMAR), 其余财务数据来源于同花顺 iFind。为避免极端异常数据对研究结果的影响, 本文对所有连续型变量进行双边 1% 的缩尾处理。

3.2. 变量定义

3.2.1. 被解释变量

股价同步性(SYNCH)。参考王亚平等(2009) [10]研究, 根据式(1)回归所得拟合系数, 进行对数转换后构建股价同步性指标。

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{M,t} + \beta_2 r_{J,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $r_{i,t}$ 为第 t 年 i 企业股票考虑现金红利的在投资回报率, $r_{M,t}$ 为经流通市值加权的市场平均回报率, $r_{J,t}$ 为企业 i 对应行业第 t 年经流通市值加权的平均回报率, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差。

通过式(1)可得第 t 年企业 i 拟合优度 $R_{i,t}^2$, 根据式(2)将 $R_{i,t}^2$ 进行对数转换, 得第 i 年 t 企业股价同步性指标 $\text{SYNCH}_{i,t}$, $\text{SYNCH}_{i,t}$ 越大表明公司个股股价波动中能够被市场和行业层面的信息解释的比例越高。

$$SYNCH_{i,t} = \ln \left(\frac{R_{i,t}^2}{1 - R_{i,t}^2} \right) \quad (2)$$

3.2.2. 核心解释变量

分析师关注度(AnaAttention)。参考韩艳锦等(2021) [11]研究, 本文选择以下两个指标作为衡量分析师关注度的指标: ① 分析师盈余预测次数(Analyst): 预测年度内分析师预测次数加一取自然对数; ② 分析师跟踪人数(Follow): 分析师跟踪人数加一取自然对数。

注册制(Reg)。根据上市企业首次发行股票的发行方式, 设定注册制虚拟变量, 若发行方式为注册制则取 1, 否则为 0。

3.2.3. 控制变量

参考现有研究, 选择其他可能影响股价同步性的因素作为控制变量加入模型, 包括如公司基本信息和财务信息, 如机构持股比例、两职兼任、资产负债率、营收波动率、账面市值比、成长性等。

本文变量定义见表 1。

Table 1. Variable definition

表 1. 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
股价同步性	SYNCH	由个股收益对市场、行业收益回归的拟合系数计算得出, 计算方法见上文。
分析师关注度	Analyst	分析师对公司盈利预测次数加一, 取自然对数
	Follow	分析师跟踪人数加一, 取自然对数
注册制	Reg	首次公开发行股票为注册制则取 1, 反之取 0
公司规模	Size	上市公司总资产取自然对数
机构持股比例	INSH	机构持股占流通股比例
资产负债率	Lev	公司总负债/总资产
成长性	Growth	(当年营业收入 - 上年度营业收入)/上年度营业收入
账面市值比	BM	股票市值/账面价值
盈利波动率	Volatility	上市公司三年营业收入波动方差取对数
两职兼任	Dual	公司总经理与董事长为同一则取 1, 反之取 0

3.3. 模型构建

为检验研究假设, 构建多元回归模型如下:

$$SYNCH_{i,t} = \alpha + \beta_1 AnaAttention_{i,t} + \beta_2 AnaAttention_{i,t} * Reg_t + \sum_v \gamma_v Control_{i,t}^v + \rho_y Year_t + \rho_j Industry_j + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, 下标 “i、t” 表示第 t 年个股 i 对应变量取值, Control 为上文所设控制变量, 在模型中进一步控制了行业、年份固定效应。本文采用模型(3)验证上文提出的研究假设, 主要关注模型中解释变量分析师关注度(AnaAttention)和虚拟变量注册制(Reg)的交互项系数 β_2 , 若 β_2 显著为负, 则说明相比于非注册制,

注册制下分析师关注度对降低股价同步性的作用更加明显。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

本文主要变量描述性统计结果如表 2 所示。由表 2 可知, 样本整体(SYNCH)的均值为-0.818, 标准差为 1.042, 表明样本中上市公司的股价同步性存在较大差异。分析师盈余预测次数(Analyst)和分析师跟踪人数(Follow)的均值分别为 2.451 和 1.987, 表明年度分析师对个股做出盈余预测的次数平均约为 10 次, 个股分析师跟踪人数约为 6 人, 且对比最小值、最大值, 发现存在较大差异。其余控制变量均在合理区间内。此外, 对各解释变量是否存在多重共线性做出检验, 各解释变量 VIF 值均在 5 以内。

Table 2. Summary statistics

表 2. 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
SYNCH	12,142	-0.818	1.042	-4.274	1.163	-1.395	-0.700	-0.101
Reg	12,142	0.057	0.232	0	1	0	0	0
Analyst	12,142	2.452	1.198	0.693	4.890	1.386	2.398	3.401
Follow	12,142	1.987	0.954	0.693	3.912	1.099	1.946	2.773
Size	12,142	4.035	1.142	2.056	7.459	3.218	3.851	4.695
Growth	12,142	0.181	0.313	-0.472	1.618	0.011	0.133	0.291
Lev	12,142	0.423	0.188	0.070	0.859	0.273	0.420	0.560
INSH	12,142	0.408	0.243	0.002	0.896	0.193	0.416	0.603
BM	12,142	0.392	0.261	0.054	1.373	0.203	0.328	0.510
Dual	12,142	0.311	0.463	0	1	0	0	1
Volatility	12,142	9.078	3.031	2.439	16.763	6.905	8.893	11.152

4.2. 单变量分组检验

根据上市企业首次发行股票的方式, 进一步将样本分为注册制组(Reg = 1)和非注册制组(Reg = 0), 并对各变量组间差异进行比较, 分组检验结果如表 3 所示。分组检验结果表明非注册制分组中股价同步性反映了均值为-0.788, 而注册制下股价同步性均值为-1.315, 显著低于非注册组的股价同步性。

Table 3. Univariate analysis

表 3. 单变量分组检验结果

变量	非注册制(Reg = 0)		注册制(Reg = 1)		均值差异	T 值
	样本量	均值	样本量	均值		
SYNCH	11,446	-0.788	696	-1.315	0.527***	13.037
Analyst	11,446	2.458	696	2.350	0.108**	2.309

Continued

Follow	11,446	1.992	696	1.901	0.091**	2.456
Size	11,446	4.085	696	3.201	0.884***	20.175
Growth	11,446	0.175	696	0.284	-0.109***	-8.973
Lev	11,446	0.432	696	0.284	0.148***	20.487
INSH	11,446	0.410	696	0.370	0.041***	4.270
BM	11,446	0.404	696	0.201	0.203***	20.216
Dual	11,446	0.297	696	0.534	-0.237***	-13.223
Volatility	11,446	9.187	696	7.299	1.888***	16.123

注: *, **, ***分别表示 10%、5%和 1%显著性水平, 括号内为 t 统计量。

4.3. 基准回归结果分析

模型(3)回归结果如表 4 所示, 结果表明分析师关注度(Analyst/Follow)与股价同步性(SYNCH)正相关, 且在 1%水平下显著, 表明样本总体中分析师关注度的提高并未降低股价同步性, 因此分析师在发布公司个股盈余预测、研究报告时, 向市场传递更多的行业、市场层面的信息。

而分析师关注度(Analyst/Follow)与注册制(Reg)交乘项系数均在 1%的显著性水平上为负, 这一结果表明在注册制下分析师关注度的提升缓解了股价同步性反映了的增加。在注册制和非注册制下, 分析师关注度对股价同步性的影响存在显著差异。由此, 初步判断相比于非注册制, 注册制改革有助于分析师关注度降低股价同步性。

Table 4. Analyst attention and stock price synchronicity

表 4. 分析师关注度与股价同步性回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Analyst	0.066*** (7.40)		0.025** (2.50)		0.026*** (2.64)	
Follow		0.087*** (7.79)		0.036*** (2.94)		0.039*** (3.12)
Analyst*Reg					-0.041*** (-2.63)	
Follow*Reg						-0.050*** (-2.74)
size			0.202*** (11.66)	0.199*** (11.48)	0.200*** (11.58)	0.197*** (11.39)

Continued

Growth			-0.098***	-0.099***	-0.092***	-0.092***
			(-3.41)	(-3.43)	(-3.20)	(-3.21)
Lev			-0.100	-0.096	-0.113*	-0.109*
			(-1.57)	(-1.50)	(-1.78)	(-1.72)
INSH			0.012	0.010	0.019	0.018
			(0.25)	(0.22)	(0.42)	(0.39)
Dual			-0.082***	-0.083***	-0.080***	-0.080***
			(-3.96)	(-3.99)	(-3.83)	(-3.86)
BM			0.414***	0.425***	0.409***	0.419***
			(7.59)	(7.79)	(7.47)	(7.67)
Volatility			-0.006	-0.006	-0.006	-0.006
			(-1.30)	(-1.29)	(-1.41)	(-1.40)
Constant	-0.979***	-0.991***	-1.724***	-1.728***	-1.708***	-1.713***
	(-41.79)	(-41.73)	(-38.14)	(-38.21)	(-37.42)	(-37.55)
Observations	12,142	12,142	12,142	12,142	12,142	12,142
Adj_R^2	0.239	0.240	0.302	0.302	0.302	0.302
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

注: *, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 显著性水平, 括号内为 t 统计量。

4.4. 分组回归结果分析

为进一步区分注册制和非注册制下, 分析师关注度对股价同步性的影响, 本文根据 Reg 将样本分为两组, 分别进行回归分析, 回归结果见表 5。

根据列(1)、(2)结果, 注册制下分析师关注度(Analyst/Follow)与股价同步性(SYNCH)显著负相关, 而列(3)、(4)则表明非注册制下分析师关注度(Analyst/Follow)与股价同步性(SYNCH)正相关, 且在 1% 的水平下显著。这一结果进一步验证了上文结论。对比非注册制, 注册制对上市公司信息披露要求的提高, 为市场营造了更加透明的信息环境, 有助于分析师深入挖掘公司层面信息, 促进公司信息融入股价, 降低了股价同步性, 由此研究假设得以验证。

4.5. 稳健性检验

为检验上述结果的稳健性, 本文通过以下方式进行了稳健性检验。① 缩短样本时间。选择 2018 年~2021 年的样本进行回归分析。② 更换解释变量。以上市公司研报数量加一取对数作为分析师关注度的替代变量, 建立回归模型。③ PSM 回归。由于非注册制的样本数量远大于注册制的样本数量, 以注册制(Reg)为处理变量, 选择 1:1 的近邻匹配方法, 对 2020~2022 年的样本进行逐期匹配, 并选取匹配的非注册制上市公司 2017~2019 年数据, 建立回归模型。稳健性检验结果如表 6 所示, 结果依旧支持上文所得结论。

Table 5. Grouped regression result
表 5. 分组回归结果

变量	注册制		非注册制	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Analyst	-0.093** (-2.26)		0.029*** (2.83)	
Follow		-0.087* (-1.67)		0.041*** (3.20)
Size	0.288*** (4.29)	0.272*** (4.04)	0.198*** (11.14)	0.195*** (10.98)
Growth	-0.204* (-1.93)	-0.214** (-2.04)	-0.079*** (-2.61)	-0.078*** (-2.61)
Lev	0.089 (0.39)	0.123 (0.54)	-0.132** (-1.99)	-0.129* (-1.94)
INSH	-0.417** (-2.23)	-0.447** (-2.41)	0.027 (0.57)	0.026 (0.55)
Dual	-0.018 (-0.25)	-0.017 (-0.24)	-0.086*** (-3.97)	-0.087*** (-4.00)
BM	-1.063** (-2.42)	-0.962** (-2.16)	0.421*** (7.60)	0.430*** (7.77)
Volatility	-0.046*** (-2.75)	-0.045*** (-2.67)	-0.004 (-0.86)	-0.004 (-0.86)
Constant	-1.272*** (-6.57)	-1.299*** (-6.63)	-1.716*** (-36.13)	-1.720*** (-36.19)
Observations	694	694	11,446	11,446
Adj_R^2	0.374	0.372	0.290	0.290
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

注: *, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 显著性水平, 括号内为 t 统计量。

Table 6. Robustness test
表 6. 稳健性检验结果

变量	缩短样本时间		替换解释变量	PSM 回归	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Analyst	0.046 ^{***}			0.008	
	-3.84			-0.25	
Analyst*Reg	-0.074 ^{***}			-0.064 ^{**}	
	(-3.25)			(-2.48)	
Follow		0.063 ^{***}			0.027
		-4.31			-0.66
Follow*Reg		-0.084 ^{***}			-0.082 ^{***}
		(-3.21)			(-2.72)
Report			0.020 ^{**}		
			(2.02)		
Report*Reg			-0.037 ^{***}		
			(-2.81)		
Size	0.227 ^{***}	0.223 ^{***}	0.204 ^{***}	0.205 ^{***}	0.202 ^{***}
	-11.32	-11.17	(11.74)	-3.62	-3.59
Growth	-0.031	-0.031	-0.089 ^{***}	-0.107	-0.111
	(-0.85)	(-0.85)	(-3.09)	(-1.50)	(-1.54)
Lev	-0.274 ^{***}	-0.269 ^{***}	-0.119 [*]	-0.047	-0.033
	(-3.56)	(-3.51)	(-1.87)	(-0.23)	(-0.16)
INSH	-0.011	-0.013	0.024	-0.008	-0.018
	(-0.19)	(-0.23)	(0.52)	(-0.05)	(-0.12)
Dual	-0.103 ^{***}	-0.104 ^{***}	-0.079 ^{***}	-0.068	-0.068
	(-4.09)	(-4.12)	(-3.78)	(-1.13)	(-1.14)
BM	0.430 ^{***}	0.441 ^{***}	0.394 ^{***}	-0.379	-0.352
	-7	-7.23	(7.18)	(-1.20)	(-1.12)
Volatility	-0.006	-0.006	-0.006	-0.011	-0.011
	(-1.11)	(-1.09)	(-1.42)	(-0.77)	(-0.77)
Constant	-1.794 ^{***}	-1.799 ^{***}	-1.721 ^{***}	-1.480 ^{***}	-1.503 ^{***}
	(-33.99)	(-34.14)	(-38.12)	(-9.47)	(-9.54)

Continued

Observations	7842	7842	12,138	1303	1303
Adj_R^2	0.377	0.377	0.302	0.316	0.317
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES

注: *、**、***分别表示 10%、5%和 1%显著性水平, 括号内为 t 统计量。

5. 结论

全面注册制改革是我国资本市场高质量发展的必经途径, 证券分析师作为连通上市公司和投资者的桥梁, 扮演了资本市场的信息提供者和决策辅助者的角色, 在注册制改革初期, 政策环境变化是否影响分析师行为, 并进一步影响资本市场股价同步性是本文关注的重点。本文选择 2017~2022 年沪深 A 股上市企业为研究对象, 基于新股发行注册制, 对分析师关注度和股价同步性之间的关系进行分析。实证结果表明, 注册制和非注册制下, 分析师关注度对股价同步性的影响存在显著差异; 非注册制下分析师关注与股价同步性成正比, 而注册制下, 分析师关注度的提高有效降低了股价同步性, 从而注册制改革有助于分析师从公开信息中提取更多公司层面信息, 帮助投资者进行投资决策。

注册制下, 对上市企业不再进行实质审查, 投资者面临更高的风险, 对投资者提出更高的要求, 投资者更加依赖专业分析师。而注册制下对上市公司更频繁、严格的信息披露要求, 为证券分析师提供了更加充足、及时、详尽的信息, 证券分析师对资本市场的作用愈发凸显。监管部门应当重视分析师在注册制下促进信息效率、降低信息不对称水平中的正向作用, 进一步规范分析师行为, 支持、引导分析师独立研究, 规范分析师行为, 为提高市场信息环境营造良好氛围。

参考文献

- [1] Morck, R., Yeung, B. and Yu, W. (2000) The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, **58**, 215-260. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00071-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00071-4)
- [2] 姜超. 证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国 A 股股价中公司特质信息含量的经验证据[J]. *经济学(季刊)*, 2013, 12(2): 429-452. <https://doi.org/10.13821/j.cnki.ceq.2013.02.006>
- [3] 张宗新, 杨万成. 声誉模式抑或信息模式: 中国证券分析师如何影响市场? [J]. *经济研究*, 2016, 51(9): 104-117.
- [4] 伊志宏, 杨圣之, 陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J]. *中国工业经济*, 2019(1): 156-173. <https://doi.org/10.19581/j.cnki.ciejournal.2019.01.009>
- [5] 徐欣, 唐清泉. 财务分析师跟踪与企业 R&D 活动——来自中国证券市场的研究[J]. *金融研究*, 2010(12): 173-189.
- [6] 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, 39(3): 175-192. <https://doi.org/10.19616/j.cnki.bmj.2017.03.012>
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] Piotroski, J.D. and Roulstone, D.T. (2004) The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices. *Accounting Review*, **79**, 1119-1151. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.1119>
- [10] 王亚平, 刘慧龙, 吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. *金融研究*, 2009(12): 162-174.
- [11] 韩艳锦, 冯晓晴, 宋建波. 基于信息生成环节的分析师关注与股价崩盘风险[J]. *管理学报*, 2021, 18(2): 279-286.