

分析师实地调研与企业创新

——基于我国深市A股的经验证据

王鑫斌(副教授)

【摘要】利用手工收集的分析师实地调研数据,检验分析师实地调研对企业创新的影响及作用机制。研究发现:分析师实地调研能显著提高企业的创新绩效,表现为专利产出的增加。缓解企业融资约束和代理问题是分析师实地调研促进企业创新的重要作用机制。进一步研究发现:分析师实地调研对非国有企业和高科技企业创新绩效提升的作用更加明显,分析师实地调研与分析师关注在促进企业创新方面是一种替代关系。

【关键词】分析师实地调研;企业创新绩效;融资约束;代理问题

【中图分类号】F832.51;F273.1 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)08-0089-9

一、引言

创新既是维持和推动一国经济可持续发展的决定性因素^[1,2],也是一个企业获取竞争优势的重要来源^[3]。然而,不同于日常的生产或经营活动,企业的创新活动充满着不确定性和未知性^[4],加之保密或竞争的缘故,企业对外披露的创新信息相对较少,导致企业与外部利益相关者之间存在较严重的信息不对称^[5]。一般而言,信息不对称可能会对企业创新产生两方面的不利影响:其一,大量创新投入可能造成企业短期业绩下滑,在外部投资者不知情的情况下,公司价值被低估,甚至导致敌意收购^[6]。为避免声誉受损甚至职业危机,管理者往往会减少那些有利于企业长期价值提升的创新投入,仅仅追求企业的短期业绩,从而产生代理问题^[7-9]。其二,由于缺乏对创新项目的了解,资金提供者为了规避风险会提高资金使用成本和门槛,导致企业面临比较严重的融资约束问题^[10,11]。

作为资本市场的信息中介,证券分析师(以下简

称“分析师”)通过挖掘企业公开或私有信息,并以研报的形式对外公布,能有效降低企业的信息不对称程度。基于我国制度背景的研究发现,分析师关注能够促进企业创新^[12,13]。然而,现有文献仅仅关注了分析师的信息揭示功能对企业创新的促进作用,忽略了分析师获取信息的具体途径对企业创新的影响。到上市公司进行实地观察和调研是分析师获取公司信息的重要途径和方式。通过实地调研,分析师能够与公司管理者面对面地交流并进行现场考察,从而更好地了解公司的投资信息,尤其是有利于提升企业长期价值的创新投资信息^[14,15]。分析师的信息搜集活动降低了企业的信息不对称程度,因而很可能对企业的创新活动产生促进作用。

自2009年起,深交所要求上市公司对接待分析师、投资者等来访人员的调研活动在年报中予以披露,这为考察分析师实地调研与企业创新绩效的关系提供了数据支持。研究发现,分析师实地调研强度越大,被调研公司的创新绩效越好。基于作用机制的分析表明,缓解企业融资约束和代理问题是分析师

【基金项目】天津市哲学社会科学规划项目“分析师跟踪对企业研发投入影响研究”(项目编号:TJGL18-040)

实地调研促进企业创新的重要途径。进一步研究发现,分析师实地调研对非国有企业和高科技企业创新的促进作用更大;分析师实地调研与分析师关注在促进企业创新时具有替代作用。

本文的创新主要体现在以下方面:第一,通过进一步考察分析师的信息获取过程,验证和拓展了我国制度背景下分析师关注对企业创新影响的研究成果。现有研究成果表明,分析师通过信息揭示功能降低企业信息不对称程度,从而促进企业创新,但并未探究分析师的信息获取途径是如何影响企业创新的。本文通过考察分析师获取信息的一个重要渠道——实地调研,提供了分析师信息获取途径对企业创新影响的直接证据。第二,本文的研究拓展了有关实地调研领域的文献。已有研究主要关注实地调研对参与调研的投资者或分析师的影响。例如,Cheng等^[16]发现实地调研能够帮助投资者获得更多公司特有信息;Cheng等^[17]发现参与调研的分析师比未参与调研的分析师预测得更准确。本文从一个全新的视角,考察实地调研对被调研公司的一项重要活动——创新活动的影响。

二、文献回顾与假设提出

(一)信息不对称与企业创新

由于企业创新项目具有周期长、不确定性大、复杂程度高、保密性强等特点,使得企业的创新信息很难被外界准确了解,从而造成企业与股东或潜在投资者之间较高程度的信息不对称^[5]。已有研究表明,由信息不对称引起的代理问题和融资约束问题是制约企业创新的两个重要因素^[18]。

一方面,信息不对称引发的代理问题会降低管理者的创新意愿。这是因为:第一,按照现行会计准则的规定,企业创新的研发支出,尤其是研究阶段的支出是作为费用处理的,这将导致研发支出当期的会计利润明显下降。由于信息不对称,投资者很可能将企业的短期业绩下滑归咎于管理者能力不足^[9],使其声誉受损,由此导致管理者为了追求短期业绩而放弃有利于企业长期价值提升的创新投资项目的短视行为。第二,当企业短期业绩下滑时,投资者也可能“用脚投票”,从而引起公司股价下跌,导致公司价值被低估,甚至遭受敌意收购^[6]。此时管理者的职位可能遭遇威胁,这种情况下更容易引起管理者放弃创新投资等短视行为的发生。第三,不同于常规性的工作,创新活动需要管理者投入更多的时间和精力,

当信息披露不充分或缺少必要的监督时,管理者很可能在创新过程中产生懈怠行为或利用创新信息的不透明掩盖其他利己行为,使创新效率下降。总之,由信息不对称导致的代理问题,会使管理者的创新意愿和动力不足^[19]。

另一方面,信息不对称引发的融资约束会削弱企业的创新能力。这是因为:第一,企业的创新项目具有长期性和不确定性等特点^[4],研发风险始终存在,由于信息不对称,外部潜在的投资者很难判断创新项目的优劣^[20],便会要求更高的投资回报率作为补偿,这样便提高了企业的资金成本。第二,由于创新项目具有较高的技术含量和潜在竞争力,创新企业担心竞争者获取自己的商业机密而不愿披露有关研发创新的信息,这会进一步加剧企业与潜在投资者之间的信息不对称^[5],甚至引起潜在投资者的逆向选择行为,增加外部融资的难度。总之,由信息不对称导致的资金成本提高和融资难度的加大,会加剧企业在创新投资时面临的融资约束,导致企业的创新能力不足。

(二)分析师实地调研对企业创新的作用机制

作为资本市场的信息中介,分析师的信息搜集、解读和传递活动能够有效降低企业的信息不对称程度^[12]。有学者研究发现,在各种信息搜集活动中,实地调研是分析师最主要的信息获取途径。本文认为,在搜集企业创新信息时,分析师实地调研具有以下优势:第一,通过实地调研,分析师能够与企业创新的决策者(公司管理层)面对面地交流,这既便于分析师就公司的发展战略、竞争优势、研发潜力、研发风险和研发收益等问题向管理者询问,也便于管理者更加灵活地向分析师介绍或回答有关企业创新的各种私有信息,而这些私有信息在公开的财务报告中通常是无法获得的。第二,通过实地调研,分析师能够与企业创新的执行者(企业的核心技术人员)进行交流,了解企业员工的创新热情甚至企业创新文化等软环境。第三,通过实地调研,分析师还可以到生产第一线亲身体验和观察^[17],了解公司的创新设备等硬件设施。由此可见,实地调研是分析师获取企业创新信息的重要渠道。本文认为,分析师实地调研的信息揭示功能至少通过以下作用机制促进了企业创新。

一方面,分析师实地调研的信息揭示功能能够有效缓解企业创新过程中的代理问题,强化管理者的创新意愿。第一,分析师将通过实地调研获取的企

业创新信息进行解读并对外公布后,投资者便能够区分哪些是由于管理者能力不足导致的业绩下滑,哪些是由于创新投资造成的短期业绩下滑。对由于创新投资导致的短期业绩下滑,投资者往往会采取更加容忍的态度,从而减轻了管理者短期业绩压力,减少了管理者的短视行为,增强了管理者的创新动机和意愿^[7],减少了代理问题发生,进而促进企业创新。第二,分析师实地调研还可以对企业的创新过程起到一定的监督作用,使管理者更加勤勉,减少损害企业创新行为的代理问题发生,提升创新效率,从而促进企业创新。

另一方面,分析师实地调研的信息揭示功能能够有效缓解企业创新过程中面临的融资约束问题,提升企业的创新能力。分析师实地调研对企业创新信息的搜集和传播可以有效降低企业与潜在投资者之间的信息不对称程度,使潜在投资者更加了解企业创新项目的价值,增强其对创新项目价值的认同感。这对于缓解企业融资约束可能产生两种效应:第一,此时潜在投资者可能要求较低的投资回报率,企业可以较低的成本取得资金,从而降低企业获取创新资金的成本^[21]。第二,信息不对称程度的降低减少了潜在投资者的逆向选择行为,使得企业更容易获取创新资金,扩大了融资规模^[22]。总之,无论融资成本的降低还是融资规模的扩大,都有利于缓解企业创新过程中面临的融资约束问题,增强企业的创新能力,从而促进企业创新。

基于以上分析,本文认为,分析师到企业进行实地调研次数越多(即调研强度越大),所能够获取的企业创新信息也越多,降低企业信息不对称的作用越大,越有利于缓解企业创新过程中面临的代理问题和融资约束问题,越能够激发管理者的创新意愿、增强企业的创新能力,从而越有利于企业创新绩效的提高。因此,提出如下研究假设:

H: 在其他条件不变的情况下,分析师实地调研强度与企业创新绩效显著正相关。

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本文选取2009~2013年深交所A股上市公司为初始研究样本。以2009年为起始年,是因为深交所上市公司从2009年开始在年报中披露接待投资者调研的情况。分析师实地调研数据来自深交所上市公司年报,经手工收集整理取得;企业创新绩效数据

来源于国泰安中国上市公司专利数据库;其他财务及公司治理数据来源于国泰安和锐思数据库。

考虑到创新过程的长期性,本文采用的企业创新绩效数据比分析师实地调研数据和其他数据滞后1至3年,即样本期间为2010~2016年。此外,对初始样本进行了如下处理:①剔除所有金融类公司;②剔除相关数据缺失的样本;③对所有连续变量在1%和99%的水平上进行Winsorize处理。最终得到1190个观测值。

(二)主要变量定义

1. 被解释变量。本文的被解释变量为企业创新绩效。参考陈钦源等^[12]、余明贵等^[13]的做法,企业创新绩效的衡量方法为:发明专利、实用新型专利和外观设计专利三项专利获批数量之和,再加1取自然对数。考虑专利产出的滞后性,观测企业未来第三年的专利获批数量。在稳健性检验部分,改用未来第一年、未来第二年和未来三年平均专利获批数量为基础衡量企业创新绩效。

2. 解释变量。本文选取的解释变量为分析师实地调研强度。由于多数上市公司在接待来访者调研时只披露了机构名称,因此,本文参考Cheng等^[16]、曹新伟等^[23]的做法,在券商层面对分析师实地调研进行计量,即将券商对公司的实地调研次数作为分析师调研次数。分析师实地调研强度变量采取某一年公司接受券商调研次数加1再取对数的方法确定。在稳健性检验部分,改用以公司接受调研券商家数为基础衡量分析师实地调研强度。

3. 控制变量。借鉴陈钦源等^[12]、余明贵等^[13]的做法,本文在模型中设置如下控制变量:公司规模(Size)、现金持有量(Cash)、资产负债率(Lev)、公司业绩(Roa)、成长机会(Tobinq)、股权集中度(ShrCon)、机构持股(Ins)、公司年龄(Age)。此外,模型中还控制了年度和行业的影响。

各变量的定义及计算方法见表1。

(三)实证模型

为验证本文假设,参考陈钦源等^[12]、余明贵等^[13]、江轩宇^[24]的研究,构建以下模型:

$$\text{LnPat3}=\alpha+\beta\text{LnSV}+\gamma\text{Control Variables}+\varepsilon$$

其中:被解释变量LnPat3衡量企业的创新绩效,以分析师实地调研后第三年企业专利获批数量为基础计算而得;解释变量LnSV用来衡量分析师实地调研的强度,以公司某年接受券商实地调研次数为基础计算而得。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	符号	变量定义
被解释变量	企业创新绩效	Pat3	未来第三年企业专利获批数量
		LnPat3	Ln(未来第三年企业专利获批数量+1)
解释变量	分析师实地调研强度	SV	某公司某年接受券商实地调研次数
		LnSV	Ln(某公司某年接受券商实地调研次数+1)
控制变量	公司规模	Size	Ln(年末总资产)
	现金持有量	Cash	货币资金与总资产的比值
	资产负债率	Lev	年末总负债与总资产的比值
	公司业绩	Roa	企业净利润与总资产的比值
	成长机会	Tobinq	企业的托宾值
	股权集中度	ShrCon	前十大股东持股比例之和
	机构持股	Ins	机构投资者持股比例之和
	公司年龄	Age	Ln(公司成立年数)

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。Pat3 的均值和标准差分别为 3.044 和 16.832, 最小值为 0, 最大值为 472, 表明不同上市公司之间的创新水平存在较大差异。被解释变量 LnPat3 的均值和标准差分别为 0.628 和 0.871, 最小值为 0, 最大值为 3.892, 说明对数化以后专利获批数量分布的离散程度减

小, 更接近正态分布。SV 的均值和标准差分别为 12.496 和 12.346, 最小值为 1, 最大值为 87, 表明不同上市公司接受分析师实地调研的次数有较大差异。解释变量 LnSV 经对数化后更接近正态分布。其余变量的统计结果也都比较合理。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Pat3	1190	3.044	16.832	0	0	472
LnPat3	1190	0.628	0.871	0	0	3.892
SV	1190	12.496	12.346	8	1	87
LnSV	1190	2.041	1.051	2.079	0	4.111
Size	1190	21.694	1.085	21.480	19.941	25.028
Cash	1190	0.265	0.173	0.227	0.029	0.755
Lev	1190	0.372	0.205	0.354	0.030	0.846
Roa	1190	0.055	0.044	0.053	-0.073	0.205
Tobinq	1190	1.864	1.213	1.607	0.233	6.938
ShrCon	1190	0.616	0.150	0.636	0.230	0.895
Ins	1190	0.187	0.187	0.125	0.0001	0.771
Age	1190	2.375	0.479	2.485	1.099	3.178

(二)相关性分析

表 3 列示了主要变量的 Pearson 和 Spearman 相关系数。结果显示, 无论是 Pearson 还是 Spearman 相关系数, Lnpat3 与 LnSV 的系数均在 1% 的水平上显著为正。上述结果初步支持了本文提出的假设。

(三)回归结果分析

1. 分析师实地调研与企业创新绩效关系检验。

(1)普通最小二乘回归(OLS)。普通最小二乘回归结果如表 4 第(1)列所示。

表 3 主要变量的 Pearson(Spearman)相关系数

变量	LnPat3	LnSV	Size	Cash	Roa	Tobinq	Lev	ShrCon	Ins	Age
LnPat3	1	0.124***	0.151***	0.009	-0.009	-0.082***	0.044	-0.011	0.101***	0.013
LnSV	0.147***	1	0.115***	0.181***	0.290***	0.247***	-0.106***	0.103***	0.212***	-0.074*
Size	0.310***	0.114***	1	-0.421***	-0.153***	-0.510***	0.608***	-0.188***	0.154***	0.261***
Cash	-0.005	0.183***	-0.389***	1	0.425***	0.472***	-0.674***	0.333***	0.030	-0.235***
Roa	-0.023	0.286***	-0.121***	0.390***	1	0.591***	-0.467***	0.261***	0.230***	-0.224***
Tobinq	-0.088***	0.236***	-0.386***	0.408***	0.582***	1	-0.583***	0.234***	0.091***	-0.224***
Lev	0.094***	-0.107***	0.613***	-0.648***	-0.427***	-0.476***	1	-0.389***	0.029	0.303***
ShrCon	-0.017	0.114***	-0.167***	0.324***	0.214***	0.179***	-0.365***	1	0.073**	-0.319***
Ins	0.109***	0.143***	0.096***	0.048*	0.220***	0.113***	-0.018	0.140***	1	0.054*
Age	0.032	-0.064**	0.244***	-0.227***	-0.075***	-0.186***	0.306***	-0.326***	0.013	1

注: 下半部分为 Pearson 相关系数, 上半部分为 Spearman 相关系数; **、*、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 下同。

表 4 分析师实地调研与企业创新绩效回归结果 (OLS 回归和 2SLS 回归)

变量	OLS 回归	2SLS 回归	
	LnPat3	第一阶段 LnSV	第二阶段 LnPat3
	(1)	(2)	(3)
LnSV	0.076*** (2.59)		0.498** (2.13)
LnavgSV		0.300*** (3.73)	
Size	0.358*** (5.01)	0.263*** (7.52)	0.251*** (3.44)
Cash	0.465* (1.76)	0.605*** (2.72)	0.148 (0.54)
Lev	-0.353 (-1.20)	-0.179 (-0.79)	-0.284 (-1.24)
Roa	-1.994* (-1.93)	3.374*** (3.93)	-3.146*** (-2.77)
Tobinq	0.030 (0.89)	0.149*** (4.73)	-0.034 (-0.67)
ShrCon	-0.215 (-0.76)	0.201 (0.95)	-0.274 (-1.28)
Ins	0.312* (1.86)	0.293* (1.87)	0.246 (1.52)
Age	-0.064 (-0.95)	-0.088 (-1.37)	-0.028 (-0.42)
Intercept	-6.945*** (-4.82)	-4.923*** (-6.45)	-5.425*** (-3.78)
Ind	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	1190	1190	1190
Adj. R ²	0.1745	0.1555	0.1228

注:括号内为t值;其中标准误差经过了公司水平聚类(Cluster)调整。下同。

由表4的第(1)列OLS回归结果可知,在控制了其他可能影响企业创新绩效的因素后,LnSV的系数为0.076,且在1%的水平上显著为正。回归结果表明,分析师实地调研强度越大,公司的创新绩效越好,支持了本文提出的假设。从控制变量来看,公司规模(Size)的回归系数显著为正,表明规模大的企业创新能力更强,与陈钦源等^[12]的观点一致;现金持有量(Cash)的回归系数显著为正,说明企业持有的现金越多,在创新投资时遭受的融资约束程度越小,越有利于企业创新,与Hall^[11]的研究结论一致。此外,与Aghion等^[9]的观点一致,本文还发现机构持股(Ins)与企业创新绩效显著正相关。

(2)两阶段最小二乘回归(2SLS)。考察分析师

实地调研对企业创新绩效的影响,可能存在内生性问题,即分析师可能选择那些创新绩效好的企业进行调研。在OLS实证模型中,本文采用滞后分析师实地调研和其他变量3年的专利数据进行回归,对缓解上述内生性问题能起到一定作用。此外,本文还利用两阶段最小二乘法(2SLS)进一步消除内生性的影响。借鉴Jiang、Yuan^[18]的做法,以分析师实地调研强度的行业年度均值(LnavgSV)为工具变量进行两阶段回归。表4的第(2)、(3)列报告了回归结果,其中,第(2)列为第一阶段的回归结果,LnSV和LnavgSV的系数在1%的水平上显著正相关;未报告的结果显示,LnavgSV与被解释变量LnPat3不相关,因而LnavgSV符合工具变量的条件。从第二阶段的回归结果看,第(3)列LnSV的回归系数在5%的水平上显著为正。上述结果表明,在控制了内生性影响以后,分析师实地调研对企业创新绩效的显著正向影响依然存在。

(3)其他稳健性检验。除了考虑内生性问题,本文还从以下方面进行了稳健性检验。

第一,改变被解释变量的衡量方式。分别用未来第一年和未来第二年获批专利数量加1再取对数(LnPat1和LnPat2)以及未来三年平均专利获批数量加1再取对数(LnavgPat)衡量企业创新绩效。回归结果如表5第(1)、(2)、(3)列所示,LnSV的系数分别在5%、5%和1%的水平上显著为正,研究结论未发生改变。

表 5 其他稳健性检验回归结果

变量	改变被解释变量			改变解释变量
	LnPat1	LnPat2	LnavgPat	LnPat3
	(1)	(2)	(3)	(4)
LnSV	0.093** (2.12)	0.065** (2.38)	0.108*** (2.69)	
LnSV_B				0.078** (2.43)
Intercept	-8.853*** (-5.13)	-5.753*** (-4.81)	-10.114*** (-6.10)	-6.980*** (-4.84)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1190	1190	1190	1190
Adj. R ²	0.1745	0.1489	0.1983	0.1735

注:篇幅所限,未报告控制变量的回归结果,下同。

第二,改变解释变量的衡量方式。解释变量改为以公司接受实地调研的券商家数为基础计算,即LnSV_B为公司接受调研的券商家数加1再取对数。

回归结果如表5第(4)列所示, LnSV_B的系数在5%的水平上显著为正, 研究结论保持不变。

2. 分析师实地调研促进企业创新的作用机制检验: 缓解代理问题。 本文认为, 缓解代理问题可能是分析师实地调研促进企业创新的一条重要作用机制。如果这一作用机制存在, 当企业面临的代理问题严重程度不同时, 分析师实地调研促进企业创新的效果就会存在差异。具体而言, 对于代理问题不严重的企业而言, 分析师实地调研的信息揭示作用对缓解代理问题、促进企业创新的作用也较小; 而对于代理问题较为严重的企业而言, 分析师实地调研的信息揭示作用对缓解企业代理问题、促进企业创新的作用将非常显著。

按照Jiang、Yuan^[18]的观点, 总经理和董事长两职合一代表管理者具有较强的管理防御能力, 创新投资导致的企业短期业绩下滑对管理者造成的威胁较小, 管理者与股东之间不存在严重的代理问题。设置两职分离(Dual)变量, 若总经理和董事长两职分离, 定义为代理问题较严重组; 若总经理和董事长两职合一, 定义为代理问题不严重组。另外, 借鉴陈钦源等^[12]的做法, 用控股股东控制权和现金流权的两权分离程度(Sep)衡量代理问题, 当企业两权分离度大于样本中位数时, 定义为代理问题较严重组; 当企业两权分离度小于样本中位数时, 定义为代理问题不严重组。表6为基于缓解代理问题的角度检验分析师实地调研与企业创新绩效关系的回归结果。

表6 分析师实地调研促进企业创新的作用机制回归结果(缓解代理问题)

变量	LnPat3		LnPat3	
	Dual (代理问题 较严重组)	Dual (代理问题 不严重组)	Sep (代理问题 较严重组)	Sep (代理问题 不严重组)
	(1)	(2)	(3)	(4)
LnSV	0.075** (2.11)	0.066 (1.26)	0.109*** (2.88)	0.023 (0.55)
Intercept	-7.287*** (-4.40)	-5.970*** (-2.69)	-6.041*** (-2.92)	-7.698*** (-4.19)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	819	371	541	607
Adj. R ²	0.1979	0.1687	0.1598	0.1975

表6第(1)、(2)列的回归结果显示, 用Dual衡量代理问题时, 在代理问题较严重组, LnSV的系数在

5%的水平上显著为正; 在代理问题不严重组, LnSV的系数不显著。表6第(3)、(4)列的回归结果显示, 用Sep衡量代理问题时, 在代理问题较严重组, LnSV的系数在1%的水平上显著为正; 在代理问题不严重组, LnSV的系数不显著。总之, 表6的回归结果表明: 缓解代理问题是分析师实地调研促进企业创新的一个重要作用机制。

3. 分析师实地调研促进企业创新的作用机制检验: 缓解融资约束。 本文认为, 缓解企业融资约束可能是分析师实地调研促进企业创新的另一个重要作用机制。如果这一作用机制存在, 那么当企业面临的融资约束程度不同时, 分析师实地调研促进企业创新的效果也应有所差异。具体而言, 对于自身资金充裕、受融资约束较小的企业而言, 分析师实地调研的信息揭示功能对缓解融资约束、促进企业创新的作用也较小; 而对于融资约束较大的企业而言, 分析师实地调研的信息揭示功能对缓解融资约束、促进企业创新的作用更大。

参考Xiao^[25]的做法, 构建自由现金流(FCF)变量, 当企业的投资机会大于行业中位数且自由现金流量小于行业中位数时, 定义为融资约束组; 当企业的投资机会小于行业中位数且自由现金流量大于行业中位数时, 定义为非融资约束组。另外, 借鉴王彦超等^[26]的方法, 构建企业资产规模倒数(InvSize)变量, 当企业资产规模的倒数高于样本上四分位数时, 定义为融资约束组; 当企业资产规模的倒数低于样本下四分位数时, 定义为非融资约束组。

表7为基于缓解融资约束角度检验分析师实地调研与企业创新绩效关系的回归结果。

表7 分析师实地调研促进企业创新的作用机制回归结果(缓解融资约束)

变量	LnPat3		LnPat3	
	FCF (融资 约束组)	FCF (非融资 约束组)	InvSize (融资 约束组)	InvSize (非融资 约束组)
	(1)	(2)	(3)	(4)
LnSV	0.135*** (2.82)	-0.033 (-0.53)	0.076** (1.96)	0.094 (1.21)
Intercept	-1.945 (-0.89)	-11.439*** (-4.12)	-0.250 (-0.07)	-15.046*** (-4.21)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	237	295	298	298
Adj. R ²	0.1186	0.2703	0.0712	0.3082

表7第(1)、(2)列的回归结果显示,用FCF衡量企业融资约束时,在融资约束组,LnSV的系数在1%的水平上显著为正;在非融资约束组,LnSV的系数不显著。表7第(3)、(4)列的回归结果显示,用InvSize衡量企业融资约束时,在融资约束组,LnSV的系数在5%的水平上显著为正;在非融资约束组,LnSV的系数不显著。总之,表7的回归结果表明:缓解融资约束是分析师实地调研促进企业创新的一个重要作用机制。

五、进一步研究

(一)分析师实地调研对不同产权性质企业创新绩效的影响:国有企业与非国有企业

与国有企业相比,非国有企业的融资难度更大,在企业创新投资时可能面临更加严重的融资约束和信贷歧视^[27]。因此,本文进一步检验,在非国有企业中,分析师实地调研对企业创新的促进作用是否更明显。本文将全部样本分为非国有企业组和国有企业组分别回归,结果如表8所示。

表8 分析师实地调研对不同产权性质企业创新绩效影响的回归结果

变量	非国有企业		国有企业	
	系数	T值	系数	T值
	(1)	(2)	(3)	(4)
LnSV	0.088***	2.97	0.071	1.17
Intercept	-3.362***	-2.61	-9.125***	-4.18
Ind	Yes		Yes	
Year	Yes		Yes	
N	797		393	
Adj. R ²	0.1067		0.2862	

表8的结果显示,在非国有企业组中,分析师实地调研强度(LnSV)的系数在1%的水平上显著为正,而在国有企业组中,LnSV的系数不显著。这表明在非国有企业中,分析师实地调研对企业创新的促进作用更大。

(二)分析师实地调研对不同行业属性企业创新绩效的影响:高科技企业与非高科技企业

高科技企业一般具有较高的技术壁垒,加之出于技术保护的考虑,企业缺乏对外详细披露研发信息的动机,造成严重的信息不对称^[28, 29],导致融资成本和融资难度加大。另外,高科技企业缺少可供抵押的实物资产,因而更容易陷入融资约束的困境。因

此,本文进一步检验,在高科技企业中,分析师实地调研对企业创新的促进作用是否更明显。本文将全部样本分为高科技企业组和非高科技企业组分别回归,具体结果如表9所示。

表9 分析师实地调研对不同行业属性企业创新绩效影响的回归结果

变量	高科技企业		非高科技企业	
	系数	T值	系数	T值
	(1)	(2)	(3)	(4)
LnSV	0.109***	2.76	0.031	0.79
Intercept	-8.852***	-4.90	-5.354***	-2.76
Ind	Yes		Yes	
Year	Yes		Yes	
N	640		550	
Adj. R ²	0.2303		0.1593	

表9的结果显示,在高科技企业组中,分析师实地调研强度(LnSV)的系数在1%的水平上显著为正;而在非高科技企业组中,LnSV的系数不显著。上述结果表明在高科技企业中,分析师实地调研对企业创新的促进作用更显著。

(三)分析师关注与分析师实地调研:互补抑或替代

陈钦源等^[12]和余明桂等^[13]研究发现,分析师关注能够促进企业创新。本文研究发现,分析师实地调研能够显著提升企业创新绩效。那么,分析师关注与分析师实地调研在促进企业创新过程中是互补还是替代关系?这仍是一个有待实证检验的问题。本文按照分析师关注人数的中位数将样本分为两组,即分析师关注人数在中位数以下组和分析师关注人数在中位数以上组,分别进行回归检验。具体的回归结果如表10所示。

表10 分析师关注与分析师实地调研:互补抑或替代的回归结果

变量	分析师关注人数在中位数以下		分析师关注人数在中位数以上	
	系数	T值	系数	T值
	(1)	(2)	(3)	(4)
LnSV	0.092**	1.96	0.046	0.99
Intercept	-5.301**	-2.05	-7.866***	-3.66
Ind	Yes		Yes	
Year	Yes		Yes	
N	596		594	
Adj. R ²	0.1191		0.2097	

表10的结果显示,在分析师关注人数中位数以下组,分析师实地调研强度(LnSV)的系数在5%的水平上显著为正;在分析师关注人数中位数以上组,LnSV的系数不显著。上述结果说明:分析师关注与分析师实地调研在促进企业创新过程中是一种替代关系。即当企业被分析师关注较多时,企业的信息不对称程度较低,分析师通过实地调研揭示的企业增量信息有限,因此促进企业创新的作用不明显;而当企业被分析师关注较少时,企业的信息不对称程度较高,分析师实地调研揭示的增量信息较多,从而促进企业创新的作用会非常明显。

六、研究结论、启示及不足

(一)研究结论

近年来,已有一些文献开始考察分析师的信息揭示功能对企业创新的影响。不同于以往的研究,本文从分析师信息获取的一个重要渠道——实地调研的视角考察其对被调研企业创新绩效的影响。

本文利用手工收集的2009~2013年深交所上市公司接待分析师实地调研的数据,以及2010~2016年深交所上市公司获批专利数据为样本进行实证检验,研究发现:分析师实地调研能够显著提高被调研企业的创新绩效,表现为分析师实地调研强度越大,被调研上市公司的专利产出越多。对于融资约束和代理问题严重的企业,分析师实地调研对企业创新绩效的效果更加明显,说明缓解企业融资约束和减少企业代理问题是分析师实地调研促进企业创新的重要作用机制。进一步研究还发现:区分产权性质和所属行业属性,分析师实地调研对非国有企业和高科技企业创新绩效的提升作用更加明显。在促进企业创新的过程中,分析师实地调研与分析师关注是一种替代关系。

(二)政策启示

在我国实施创新驱动发展战略、建设创新型国家的背景下,研究如何利用分析师实地调研的信息揭示作用降低企业信息不对称程度,缓解企业创新过程的融资约束和代理问题,从而促进企业创新,不但具有重要的理论价值,同时也具有非常重要的政策启示。

基于本文研究结论,提出如下政策建议:第一,对于政府行政和监管部门来说,要对上市公司的信息披露和分析师的实地调研活动加以规范和监管,确保分析师实地调研在促进企业创新中的信息揭示

作用有效发挥。第二,对于分析师来说,要利用到上市公司进行实地调研的机会,努力挖掘公司相关信息。尤其是那些有利于企业长期价值提升的研发创新信息,充分发挥信息中介作用,助力企业创新。第三,对于上市公司而言,应积极为分析师实地调研提供便利,向分析师展示企业真实情况,并借助分析师的调研活动及时向投资者及其他利益相关者传递企业的研发创新等信息,缓解企业创新面临的融资约束和代理问题,进而促进企业创新。

(三)研究不足与展望

本文的研究不足主要有:第一,由于只有深交所上市公司在年报中披露了接待分析师实地调研的信息,因此本文所使用的数据仅包括深交所上市公司,所得结论对于上交所上市公司而言是否成立仍有待检验。第二,企业创新绩效指标是以专利获批数量为基准衡量的,仅代表了企业专利的数量,并不能代表专利的质量。国外文献往往采用专利被引用情况来衡量专利的质量,但限于国内目前还没有这方面的权威数据,因此无法进行相关检验。第三,本文只关注了实地调研这一种分析师信息获取渠道,其他信息获取渠道对企业创新的影响如何,未来可以做进一步研究。

主要参考文献:

- [1] Romer P. M.. Endogenous technological change [J]. Journal of Political Economy, 1990(5): 71~102.
- [2] 江伟,吴静桦,胡玉明. 高管—员工薪酬差距与企业创新——基于中国上市公司的经验研究[J]. 山西财经大学学报, 2018(6): 74~88.
- [3] Porter M. E.. Capital disadvantage: America's failing capital investment system [J]. Harvard Business Review, 1992(5): 65~82.
- [4] Holmstrom B.. Agency costs and innovation [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 1989(3): 305~327.
- [5] Bhattacharya S., Ritter J. R.. Innovation and communication: Signalling with partial disclosure [J]. Review of Economic Studies, 1983(2): 331~346.
- [6] Stein J. C.. Takeover threats and managerial myopia [J]. Journal of Political Economy, 1988(1): 61~80.
- [7] Manso G.. Motivating innovation [J]. Journal of

- Finance, 2011(5):1823~1860.
- [8] Cohen L., Diether K., Malloy C.. Misvaluing innovation [J]. The Review of Financial Studies, 2013(3):635~666.
- [9] Aghion P., Van Reenen J., Zingales L.. Innovation and institutional ownership [J]. The American Economic Review, 2013(1):277~304.
- [10] Aghion P., Howitt P., Brant-Collett M., et al.. Endogenous growth theory [M]. Cambridge: MIT Press, 1997:1~100.
- [11] Hall B. H.. The financing of research and development [J]. Oxford Review of Economic Policy, 2002(1):35~51.
- [12] 陈钦源, 马黎珺, 伊志宏. 分析师跟踪与企业创新绩效——中国的逻辑 [J]. 南开管理评论, 2017(3):15~27.
- [13] 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):175~191.
- [14] Barth M. E., Kasznik R., McNichols M. F.. Analyst coverage and intangible assets [J]. Journal of Accounting Research, 2001(1):1~34.
- [15] 唐清泉, 徐欣. 企业 R&D 投资与内部资金——来自中国上市公司的研究 [J]. 中国会计评论, 2010(3):341~362.
- [16] Cheng Q., Du F., Wang X., et al.. Are investors' corporate site visits informative? [J]. SSRN Electronic Journal, 2013(1):73~84.
- [17] Cheng Q., Du F., Wang X., et al.. Seeing is believing: Analysts' corporate site visits [J]. Review of Accounting Studies, 2016(4):1245~1286.
- [18] Jiang X., Yuan Q.. Institutional investors' corporate site visits and corporate innovation [J]. Journal of Corporate Finance, 2018(48):148~168.
- [19] Graham J. R., Harvey C. R., Rajgopal S.. The economic implications of corporate financial reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(1):3~73.
- [20] Hall B. H., Lerner J.. The financing of R&D and innovation [J]. Handbook of the Economics of Innovation, 2010(1):609~639.
- [21] Bowen R. M., Chen X., Cheng Q.. Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings [J]. Contemporary Accounting Research, 2008(3):657~700.
- [22] Kelly B., Ljungqvist A.. Testing asymmetric-information asset pricing models [J]. The Review of Financial Studies, 2012(5):1366~1413.
- [23] 曹新伟, 洪剑峭, 贾琬娇. 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):141~150.
- [24] 江轩宇. 政府放权与国有企业创新——基于地方国企金字塔结构视角的研究 [J]. 管理世界, 2016(9):120~135.
- [25] Xiao G.. Legal shareholder protection and corporate R&D investment [J]. Journal of Corporate Finance, 2013(23):240~266.
- [26] 王彦超. 融资约束, 现金持有与过度投资 [J]. 金融研究, 2009(7):121~133.
- [27] 巫岑, 黎文飞, 唐清泉. 银企关系, 银行业竞争与民营企业研发投入 [J]. 财贸经济, 2016(1):74~91.
- [28] Guo R. J., Lev B., Zhou N.. The valuation of biotech IPOs [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2005(4):423~459.
- [29] 李莉, 高洪利, 陈靖涵. 中国高科技企业信贷融资的信号博弈分析 [J]. 经济研究, 2015(6):162~174.
- 作者单位:**天津师范大学管理学院, 天津 300387