



企业劳动杠杆影响分析师研究精力分配吗？

江轩宇 顾 振 杨越淼

摘 要 在我国劳动力成本不断攀升的背景下，本文考察了劳动报酬准固定成本属性引发的经营杠杆效应对分析师研究精力分配决策的影响。研究发现，相比于高劳动杠杆公司，分析师对低劳动杠杆公司投入了更多的研究精力，表明在有限关注的条件下，劳动杠杆是影响分析师策略性精力分配行为的关键因素。进一步研究表明：①劳动杠杆的提高显著增大了分析师的盈余预测误差，表明边际努力收益的降低是分析师减少对高劳动杠杆公司投入更多研究精力的重要原因；②劳动杠杆与分析师研究精力分配的关系存在一定的异质性：当企业劳动报酬中固定成本占比较高或者分析师更“忙碌”时，二者负向关系增强；而随着分析师预测收益的提高，二者负向关系减弱。

关键词 劳动杠杆 精力分配 有限关注 分析师 经营杠杆

一、引言

劳动力是企业生产经营过程中极为重要的要素资源（申丹琳和江轩宇，2022），以最近可得的2017年基于收入法核算的国内生产总值为例，国内生产总值中劳动者报酬占47.51%。而且，除了支出数额可观外，劳动报酬还具有准固定成本的属性（陈胜蓝和马慧，2014；Jung et al., 2014）。例如，劳动保护（廖冠民和陈燕，2014；刘媛媛和刘斌，2014）及户籍制度（陈利锋和雷盼盼，2017）等因素会增大劳动力的调整成本，使劳动报酬的变化相较于销售收入的变化显得更为平缓：当销售收入下降时，由于解雇成本较高，企业解聘员工的概率较低，劳动报酬下降的幅度相对较小；而当销售收入上升时，受制于未来潜在较高的调整成本，企业在事前也会控制员工的新增规模，使劳动报酬上升的幅度相对较小。在这种情况下，由于劳动报酬

准固定成本的属性，可能引发与劳动报酬相关的经营性杠杆效应（以下简称为“劳动杠杆”）。

劳动杠杆被认为是影响公司基本面临风险的首要（First-order Determinant）因素（Donangelo et al., 2019；Bouvard & Motta, 2021）。一系列研究聚焦于股东和债权人等资本市场上重要的参与者，指出劳动杠杆对于股票收益（Merz & Yashiv, 2007；Donangelo et al., 2019；Donangelo, 2021；尹力博和魏冬，2022）和债券定价（Favilukis et al., 2020）具有关键作用。而作为资本市场重要的信息中介，分析师通过信息活动构建起了上市公司与投资者之间的沟通桥梁，在影响资本市场定价效率方面扮演着举足轻重的角色（马黎珺等，2019；Chan et al., 2020）。特别地，现有文献指出，与其他经济主体类似，分析师也存在有限关注的心理特征（Harford

江轩宇，中央财经大学会计学院教授；顾振（通讯作者）、杨越淼，中央财经大学会计学院。



et al., 2019 ; Driskill et al., 2020)。在这种情况下，研究分析师如何将有限的精力在不同公司之间进行分配对于投资者、企业以至于资本市场而言都具有重要启示 (Blankespoor et al., 2020)。那么，分析师在信息活动中的研究精力分配是否会受到企业劳动杠杆的影响呢？

分析师研究精力的分配决策是其开展信息活动收益和成本相权衡的结果。因而从理论上讲，企业劳动杠杆对分析师研究精力分配的影响具有一定的不确定性。劳动杠杆的存在将导致销售收入出现较小幅度的变化就会引起息税前利润产生较大的波动，降低企业盈余的可预测性。一方面，这将增大分析师盈余预测的难度，使分析师即使花费大量研究精力也可能难以改善预测准确性。而预测准确性的下降将减弱分析师发布报告的市场影响力 (Jackson, 2005 ; Hilary & Hsu, 2013)，降低分析师成为明星分析师及获得职业晋升的概率 (Stickel, 1992 ; Hong & Kubik, 2003 ; Bradley et al., 2017)。在这种情况下，劳动杠杆可能降低分析师的边际努力收益，导致分析师对高劳动杠杆公司投入更少的研究精力。另一方面，劳动杠杆降低企业盈余的可预测性可能会加剧企业的信息不对称程度，增大投资者对高劳动杠杆公司的信息需求。而分析师通过对高杠杆公司投入更多的研究精力，深入挖掘更丰富的公司特质信息，能更好地满足投资者的信息需求，赢得投资者的青睐。可见，企业劳动杠杆对分析师研究精力分配究竟会产生何种作用，值得深入研究。

为此，本文利用 2007—2021 年 A 股上市公司的数据，对劳动杠杆是否及如何影响分析师的研究精力分配展开研究。实

证检验发现，相比于高劳动杠杆公司，分析师对低劳动杠杆公司投入了更多的研究精力，表明在有限关注的条件下，劳动杠杆是影响分析师策略性精力分配行为的关键因素。研究可得出以下几点结果。①劳动杠杆的提高显著增大了分析师的盈余预测误差，表明边际努力收益的降低是分析师减少对高劳动杠杆公司投入更多研究精力的重要原因。②当企业劳动报酬中固定成本占比较高时，劳动杠杆与分析师研究精力分配的负向关系更加显著，印证了经营杠杆效应对二者关系的作用逻辑。③随着分析师“忙碌”程度的提高，分析师的研究精力分配更容易受到劳动杠杆的负向影响，说明了分析师在资源约束程度较高时，更容易根据劳动杠杆产生策略性的研究精力分配行为。④当基金持股比例较高或股票流动性较强时，劳动杠杆与分析师研究精力分配的负向关系减弱，表明随着潜在预测收益的提高，分析师会对高劳动杠杆公司投入更多的研究精力。

本文的研究贡献如下。

第一，丰富了分析师研究精力分配决定因素的相关研究。现有文献指出，分析师的信息活动会受到有限关注行为的影响 (Driskill et al., 2020)，并根据研究对象为自身创造的潜在收益策略性地分配有限的研究精力 (Harford et al., 2019 ; Ru et al., 2022 ; Li & Xie, 2022)。但此类文献主要关注了机构投资者持股、公司规模、股票流动性及同行竞争程度在其中发挥的作用。与之不同，本文从决定公司风险的首要因素入手，考察企业劳动杠杆对分析师研究精力分配决策的影响。需要说明的是，Weiss (2010) 考察了企业成本黏性对分析师盈余预测行为的影响，发现成本黏性



的提高会增大分析师的盈余预测误差并降低分析师的关注程度。本文的研究话题与Weiss (2010) 存在以下显著差异。①成本黏性指的是相对于业务量上升时的成本增加, 业务量下降时成本变化率更低的现象 (Anderson et al., 2003 ; 梁上坤, 2018)。而劳动杠杆本质上是由于劳动报酬的准固定属性, 使劳动报酬的变化幅度低于业务量的变化幅度, 进而引发的经营杠杆效应, 并不聚焦于业务量下降时的成本特征。因而本文更多地基于成本性态而非成本黏性的视角展开研究。②本文研究的侧重点在于分析师如何将有限的研究精力在不同的公司之间进行分配这一对投资者、企业和资本市场具有重要启示价值的关键决策 (Blankespoor et al., 2020)。该决策视角与分析师关注决策有着明显不同。例如, 一家公司可能吸引众多分析师跟踪, 但平均而言, 分析师对其投入了更少的研究精力。

第二, 拓展了劳动杠杆经济后果的相关研究。现有文献对劳动杠杆经济后果的研究主要聚焦于资产定价领域, 发现劳动杠杆对企业价值 (Merz & Yashiv, 2007)、股票定价 (Donangelo et al., 2019 ; Donangelo, 2021 ; 尹力博和魏冬, 2022) 和公司负债行为及债券利差 (Favilukis et al., 2020) 具有重要影响。在此基础上, 本文将连接投资者和公司之间的重要信息中介, 即分析师的信息活动纳入劳动杠杆经济后果的研究框架, 发现劳动杠杆是影响分析师研究精力分配决策的一个重要因素, 从而为企业劳动杠杆影响资本市场的具体表现补充了进一步的经验证据。

第三, 本文从劳动力成本性态、分析师“忙碌”程度和预测收益 (基金持股比例、股票流动性) 等维度系统分析了劳动

杠杆与分析师研究精力分配关系的异质性特征, 这揭示了劳动杠杆影响分析师策略性精力分配行为的作用机制及前提条件。同时, 本文通过检验同一分析师在同一年度关注的不同上市公司之间劳动杠杆的相对差异对其研究精力分配决策的作用, 以及控制分析师-年度高维固定效应等方法有效缓解了潜在的内生性问题, 更大程度保证了本文研究结论的可靠性。

二、理论分析和研究假说

注意力是一种稀缺的认知资源, 一旦被占用就难以转作其他用途 (Kahneman, 1973)。作为资本市场重要信息中介的证券分析师, 也会受到有限关注的影响 (Driskill et al., 2020)。在面临资源约束时, 分析师通常会权衡信息活动的成本和收益, 策略性地分配有限的研究精力, 以增强职场竞争力 (Harford et al., 2019)。经营杠杆是指在企业生产经营中由于存在固定成本而使利润变动率大于产销量变动率的现象。现有文献指出, 劳动杠杆是企业经营杠杆的主要来源, 是决定企业经营风险的首要因素 (Donangelo et al., 2019 ; Bouvard & Motta, 2021; Donangelo, 2021)。因此, 本文认为较高的劳动杠杆将通过提高企业的盈余预测难度, 从分析师信息供给能力和投资者信息需求两个维度对分析师分配研究精力的决策过程产生截然不同的作用。

(一) 劳动杠杆、信息供给能力与分析师研究精力分配

当企业的劳动杠杆较高时, 由于劳动力支出的增加 (降低) 相对于收入的增加 (降低) 更为平缓, 企业利润变化对于收入波动的敏感性将显著增大。具体来说,

当销售收入下滑时, 由于基本薪酬、固定福利、解雇赔偿等因素的存在使得企业往往无法同比例下调劳动力成本, 从而导致利润下降的幅度被劳动杠杆显著放大。而当销售收入上升时, 由于准固定成本的属性^①, 劳动力成本也不会随着收入上升呈正比例增加, 从而导致企业利润增加的幅度也会由于劳动杠杆的存在而明显提升。因此综合来看, 劳动杠杆越高, 企业利润的波动幅度越大。

出于简单直观的考虑, 接下来本文参考 Weiss (2010) 的做法, 在假设企业未来销售收入增加和降低概率相同、分析师在一定程度上能够识别企业的成本性态差异, 以及分析师对企业利润的期望值进行预测等条件下, 对劳动杠杆如何影响分析师的盈余预测难度进行分析。如图 1 所示, 在其他情况一定时, 随着企业销售收入从 S_0 上升至 S_H (从 S_0 下降至 S_L), 存在劳动杠杆公司的利润水平显著高于 (低于) 无劳动杠杆公司: 点 A 高于点 B (点 C 低于点 D)。但由于企业销售收入上升和下降的概率均为 50%, 分析师对两类公司预测的期望盈余均为虚线 EF, 即销售收入为 S_0 时的利润水平。此时, 与无劳动杠杆公司相比, 分析师对存在劳动杠杆公司的盈余预测误差显著增大: 当企业收入上升时, $AF > BF$; 当企业收入下降时, $CE > DE$ 。且随着企业劳动杠杆的增大, 分析师的盈余预测误差将明显增大。即企业较高的劳动杠杆会降低分析师提供准确盈余预测的能力。此时, 分析师即使投入大量额外精力对企业未来的销售收入增长情况及成本性

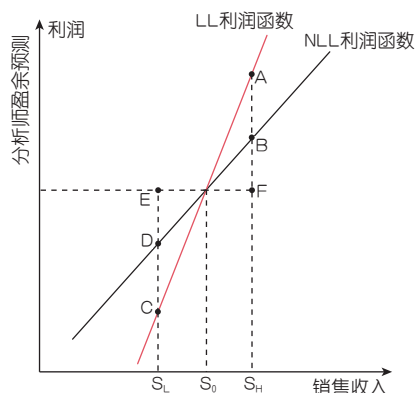


图 1 劳动杠杆对分析师盈余预测误差的影响

态进行精细化的估计, 对自身盈余预测准确性的改善程度也可能有限。

而准确性通常被认为是分析师盈余预测质量的一个最重要特征 (Gu & Wu, 2003)。且现有文献发现, 更为准确的盈余预测不仅能够提高分析师研究报告的市场反应 (Jackson, 2005; Hilary & Hsu, 2013), 还可以增大分析师成为明星分析师的概率 (Stickel, 1992; Bradley et al., 2017), 以及获得职业晋升的机会 (Hong & Kubik, 2003)。Harford et al. (2019) 指出, 为了帮助券商获得更多佣金收入, 以实现个人的职业晋升是决定分析师研究精力分配决策的关键因素。在此背景下, 较高的劳动杠杆将增大预测难度, 降低分析师提供准确盈余预测的能力, 进而减少分析师的边际努力收益, 使得分析师对高劳动杠杆公司投入更低的研究精力。

(二) 劳动杠杆、投资者信息需求与分析师研究精力分配

值得注意的是, 劳动杠杆通过加剧

① 例如, 企业支付给员工的薪酬, 通常包括相对固定的基本薪酬和有一定弹性的绩效薪酬。一般而言, 只有当企业超过预期的销售增长水平时, 员工才能获得相应的绩效薪酬。



企业盈余相对于收入变化的波动性、降低企业盈余的可预测性，可能增大企业的信息不对称程度。而信息不对称程度较高的公司往往更容易发生错误定价 (Sadka & Scherbina, 2007 ; Berkman et al., 2009)，这就意味着与低劳动杠杆公司相比，高劳动杠杆公司的股票价格通常更难以充分反映企业的基本面信息。而分析师搜集和处理信息的一个重要目的是识别被错误定价的公司，为投资者买入或者卖出证券的行为提供投资建议 (Barth et al., 2001)。因此，分析师会对高劳动杠杆公司投入更多研究精力，深入挖掘更丰富的公司特质信息，更好地满足投资者的信息需求，赢得投资者的青睐，进而获得更好的职业发展机会。Crawford et al. (2012) 也表达了类似的观点，他们发现，在跟随关注 (Subsequent Initiations) 的情况下，分析师有动机耗费更多的研究精力提供更加珍贵的公司特质信息，以彰显自身价值，帮助自己在与其他分析师的竞争中脱颖而出。

综合上述分析，劳动杠杆究竟会对分析师研究精力分配产生何种影响，取决于上述哪一个方面的力量占据主导地位，是分析师对研究精力分配成本和收益充分权衡之后的结果。为此，本文提出一组竞争性的研究假说：

Ha：在其他条件不变的情况下，分析师对高劳动杠杆公司分配了更少的研究精力。

Hb：在其他条件不变的情况下，分析师对高劳动杠杆公司分配了更多的研究精力。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为避免 2006 年会计准则变化对数据造成的影响，以及考虑到财务报表附注

中应付职工薪酬明细的贷方发生额的可得性，本文以 2007 年为研究起点，选取 A 股上市公司 2007—2021 年的数据为研究样本。所有数据均来源于国泰安 (CSMAR) 数据库。在具体的样本选择中，参考王雄元和黄玉菁 (2017)，以及江轩宇和朱冰 (2022)：①剔除 ST 和 *ST 企业；②为避免金融行业财务报表特殊性的影响，剔除金融类行业企业；③为减少职工薪酬异常值的影响，剔除劳动杠杆大于 1 或者小于 0 的观测；④剔除控制变量缺失的观测。依据上述标准，最终得到 22 149 个公司-年度观测。此外，为减少异常值对本文结论的影响，对模型中所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行了缩尾处理。

(二) 变量与模型

为考察劳动杠杆对分析师研究精力分配的影响，本文构建如下模型：

$$FR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LL_{i,t} + \sum Control_{i,t} + Year + Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， FR 为分析师研究精力分配。与盈余预测相比，盈余预测修正是分析师在获取企业各种新信息的基础上对盈余预测水平值进行的及时调整，能够体现盈余变化值的信息含量 (张然等, 2017)，更好地反映分析师对研究对象的信息更新 (Lobo et al., 2017)。因此，参考现有文献的做法 (Merkley et al., 2017 ; Harford et al., 2019)，本文主要以分析师盈余预测的修正次数衡量分析师的研究精力分配。具体而言，本文首先计算每位分析师 j 在第 t 年对公司 i 的盈余预测修正次数 AFR ；其次，计算公司层面的分析师研究精力分配指标：

$$FR_{i,t} = \sum_{j=1}^N \frac{AFR_{i,j,t}}{N} \quad (2)$$



同时, 为保证结论的可靠性, 在稳健性测试部分, 本文进一步利用分析师盈余预测次数以及分析师盈余预测次数占比重新衡量分析师研究精力分配。

LL 表示企业的劳动杠杆, 参考 Donangelo et al. (2019)、尹力博和魏冬 (2022), 利用经行业调整后的劳动收入份额与企业生产增加值的比值作为劳动杠杆的替代指标, 具体计算过程如下:

$$LL_{i,t} = \frac{LC_{i,t}}{OBIDP_{i,t} + \Delta INVFG_{i,t} + LC_{i,t}} \quad (3)$$

其中, LC 代表经行业调整后企业支付给员工的薪酬^①, 本文分别用“财务报表附注中应付职工薪酬明细的贷方发生额”和“支付给职工以及为职工支付的现金”衡量 $LC1$ 与 $LC2$, 对应计算得到的劳动杠杆分别记为 $LL1$ 及 $LL2$; $OBIDP$ 为企业当期的营业利润与固定资产折旧之和, $\Delta INVFG$ 为企业当期存货与上期存货之差。

$Control$ 为参考现有文献 (Harford et al., 2019; Driskill et al., 2020) 设置的影响分析师研究精力分配的一组企业层面与分析师层面的控制变量。其中, 企业层面的控制变量包括总资产自然对数 $SIZE$; 企业年龄 $LNAGE$; 资产负债率 LEV ; 资产收益率 ROA ; 市值账面比 MB ; 第一大股东持股比例 $FIRST$; 四大事务所审计 $BIG4$, 企业由国际四大审计时, 取值为 1, 否则为 0; 产权性质 SOE , 企业为国有企业取值为 1, 否则为 0。此外, 为避免成本黏性对研究结论的干扰, 本文参考 Weiss (2010), 直接将成本黏性纳入控制变量^②。

分析师层面的控制变量包括分析师的关注人数 $ANUM = \text{LN}(1 + \text{当年跟踪企业的分析师数量})$; 分析师执业经验 $EXP = \text{LN}(1 + \text{公司 } i \text{ 中所有分析师首次发布盈余预测的年份与第 } t \text{ 年间隔年数的均值})$; 券商规模 $TOP10$, 第 t 年关注公司 i 的分析师中至少有一位来自前十大券商时取值为 1, 否则为 0; 分析师跟踪行业数量 $INDNUM = \text{LN}(1 + \text{公司 } i \text{ 中所有分析师在第 } t \text{ 年关注公司组合中行业数量的均值})$; 分析师关注公司的数量 $PROTSIZE = \text{LN}(1 + \text{公司 } i \text{ 中所有分析师在第 } t \text{ 年关注上市公司数量的均值})$ 。此外, 本文还控制了年度 ($Year$) 和行业 (Ind) 固定效应。

各变量的描述性统计如表 1^③ 所示。从表 1 中可见, 样本公司的 FR 均值为 1.5614, 最大值为 4.5, 最小值为 0, 标准差为 0.9346, 说明分析师的研究精力分配存在一定的差异。 $LL1$ ($LL2$) 的均值为 0.4283 (0.4208), 最小值为 0.0282 (0.0278), 最大值为 0.9456 (0.9438), 标准差为 0.2170 (0.2164), 表明企业的劳动杠杆同样存在一定的差异。从控制变量上看, 企业的资产负债率和资产收益率的均值为 0.4248 与 0.0674, 第一大股东持股比例的均值为 35.95%, 约有 39.17% 的企业为国有企业, 分析师关注人数的均值为 2.7681, 券商规模的均值为 0.27, 上述变量的统计分布和既有研究基本一致。表 2 汇报了不同劳动杠杆水平 (以行业年度中位数分组) 下企业特征变量间的差异, 在高劳动杠杆组, FR 的均值显著低于低劳动杠杆组; 同时, 从表 3 主要变

① 根据证监会 2012 年的行业划分标准进行调整, 行业调整后的员工薪酬 = 企业员工数量 × 全行业每位员工的平均薪酬。

② 感谢匿名审稿人的宝贵意见。

③ 表 1~12, 见增强出版附录, 中国知网—《金融市场研究》。



量的相关系数也能够看出, LL 与 FR 之间存在显著的负向关系, 这初步支持了分析师会对高劳动杠杆公司分配更少的研究精力假设。

四、实证结果

(一) 主要实证结果

表 4 报告了劳动杠杆对分析师研究精力分配影响的回归结果。从第 (1) 列可见, 劳动杠杆 $LL1$ 的回归系数为 -0.181 , 且在 1% 的水平下显著。该结果除了在统计上显著外, 还具有明显的经济意义: 当企业的劳动杠杆提高一个标准差 (0.217) 时, FR 相应降低 0.038 (0.181×0.217), 相当于其样本均值的 2.43% ($0.038 / 1.561$) 以及中位数的 2.34% ($0.038 / 1.625$)。当采用 $LL2$ 衡量劳动杠杆时, 研究结果不变。上述结果与本文研究假说 H_a 的预测相吻合, 表明分析师对高劳动杠杆的公司投入了更少的研究精力。

(二) 稳健性检验

1. 排除“高劳动杠杆公司吸引精力分散分析师关注”的竞争性假说

本文的研究发现可能并非分析师策略性分配研究精力导致的结果, 即分析师并未对高劳动杠杆公司减少研究精力的投入。相反, 分析师对所有关注公司均匀地分配了自己的研究精力, 只是高劳动杠杆公司吸引了更多研究精力分散的分析师。为了缓解这一竞争性假说对研究结论的干扰, 本文借鉴 Harford et al. (2019) 的思路, 在控制分析师个体固定效应的情况下, 聚焦于同一分析师在同一年度关注的不同

上市公司组合, 检验劳动杠杆在公司组合内部的相对差异是否影响该分析师的研究精力分配。具体而言, 依据分析师当年关注的公司组合中企业劳动杠杆的大小^①, 在组合内部将公司划分为高劳动杠杆公司 $HIGH$ 和低劳动杠杆公司 LOW : 若公司的劳动杠杆高于该分析师当年关注公司组合的上四分位数, $HIGH$ 取值为 1, 否则为 0; 若公司的劳动杠杆低于该分析师当年关注公司组合的下四分位数, LOW 取值为 1, 否则为 0。表 5 的回归结果表明, 不论以何种方式衡量劳动杠杆, $HIGH$ 的系数均显著为负, LOW 的系数均显著为正, 这在一定程度上排除了前述竞争性假说, 表明劳动杠杆确实引发了分析师策略性分配研究精力的行为: 当企业的劳动杠杆在分析师关注的公司组合中相对较高时, 分析师将对其投入更少的研究精力; 当企业的劳动杠杆在分析师关注的公司组合中相对较低时, 分析师将对其投入更多的研究精力。

2. 缓解遗漏变量内生性问题的潜在影响

本文虽然在模型中通过控制年度和行业固定效应能够部分缓解遗漏变量导致的内生性问题对研究结论的干扰。但不可否认, 回归模型中仍然可能会遗漏一些影响分析师研究精力分配同时又与企业劳动杠杆相关的变量。为此, 本文首先在模型 (1) 的基础上进一步控制了公司固定效应, 重新回归的结果如表 6 第 (1) 所示, 研究结论保持不变。其次, 考虑到影响分析师精力分配的一些潜在因素可能在不同年份、

① 考虑到本文分别以上、下四分位数作为划分劳动杠杆相对高低, 即 $HIGH$ 与 LOW 取值的依据, 本文剔除了同一分析师当年关注的公司组合低于 4 个的观测。



行业和省份之间存在差异, 本文参考江轩宇和朱冰 (2022) 的做法, 进一步控制了“省份-行业-年度”层面的高维固定效应, 从第(2)列可见, 研究结论与前文相符。最后, 由于分析师在不同年度或者对待不同的企业存在行为的决策差异, 也可能导致其研究精力分配存在差异, 为此, 本文构建“分析师-公司-年度”层面的数据, 在回归过程中控制“分析师-年度”以及“公司”固定效应, 从第(3)列可见, 研究结论与前文依然保持一致。

3. 更换分析师研究精力分配的衡量方式

前文主要采用分析师盈余预测调整次数的均值作为分析师研究精力分配的代理变量。为增加研究结论的可靠性, 本文进一步采用分析师发布盈余预测次数的均值 $FNUM$ (公司 i 中所有分析师当年发布盈余预测次数的均值) 及分析师发布盈余预测次数占比的均值 $FNUMR$ (分析师当年对公司 i 发布盈余预测的次数 / 分析师当年发布盈余预测的总数的均值) 衡量分析师的研究精力分配。重新检验的结果如表 7 所示, 研究结果保持不变。

五、拓展性研究

(一) 劳动杠杆与分析师盈余预测误差

本文在研究假说中指出, 较高的劳动杠杆将增大预测难度, 降低分析师提供准确盈余预测的能力, 从而减少分析师的边际努力收益, 使得分析师对高劳动杠杆公司投入更少的研究精力。为此, 本文从分析师盈余预测误差的角度, 为这一逻辑提供经验证据支持。

参考王玉涛和王彦超 (2012)、褚剑等 (2019), 本文采用如下两种方式计算分析师盈余预测误差:

$$FERROR1 = |mean(FEPS) - MEPS| / PRICE \quad (4)$$

$$FERROR2 = |mean(FEPS) - MEPS| / abs(MEPS) \quad (5)$$

其中, $mean(FEPS)$ 为每位分析师当年离企业年报披露日最近一次每股盈余预测的均值; $MEPS$ 为企业当年披露的实际每股盈余; $PRICE$ 为企业期初股票价格。从表 8 可见, 不论以 $LL1$ 还是 $LL2$ 衡量劳动杠杆, 其系数均在 1% 的水平下显著为正, 表明劳动杠杆提高了分析师盈余预测误差, 这与本文的研究逻辑一致, 即边际努力收益的降低是分析师减少对高劳动杠杆公司投入更多研究精力的重要原因。

(二) 劳动杠杆、成本性态与分析师研究精力分配

本文重点探讨的是劳动报酬准固定成本属性引致的经营杠杆效应, 即劳动杠杆对分析师研究精力分配的影响。固定成本的存在是导致企业经营杠杆效应的根本原因, 固定成本占比越高, 企业经营杠杆越大。因此, 按照本文逻辑, 在劳动报酬既定情况下, 固定成本占比越高, 劳动杠杆越大, 对分析师精力分配的负向影响将更为显著。

为此, 参考 Aboody et al. (2018) 和朱琳等 (2021), 本文利用 8 年的窗口期将支付给职工以及为职工支付的现金的自然对数 ($LNLC$) 对销售收入的自然对数 ($LNREV$) 进行回归, 回归模型如下:

$$LNLC_{i,k} = \alpha + \beta_{i,t} \times LNREV_{i,k} + \varepsilon_{i,k}, \quad k = t-7, \dots, t \quad (6)$$

已有文献表明模型 (6) 的回归系数 β 代表企业变动成本占平均成本的比例 (Aboody et al., 2018; 朱琳等, 2021)。故 $1-\beta$ 的取值越大, 意味着劳动报酬中固定成本的占比越高。本文按照 $1-\beta$ 的年度行业中位数分组: 若公司的 $1-\beta$ 高于年



度行业中位数则视其固定劳动报酬占比较高, HFC 取值为 1; 否则固定劳动报酬占比较低, HFC 取值为 0。

从表 9 中可见, $LL*HFC$ 的回归系数均显著为负, 表明当企业劳动报酬中固定成本占比较高时, 劳动杠杆对分析师研究精力分配的负向影响更为显著, 与前文逻辑相符。

(三) 劳动杠杆、分析师“忙碌”程度与研究精力分配

现有文献指出, 有限关注是分析师策略性分配研究精力的重要前提 (Harford et al., 2019; Driskill et al., 2020): 受制于信息分析时间等资源约束的影响, 分析师会权衡成本和收益, 对不同研究对象分配有限的研究精力。根据这一逻辑, 当分析师更为“忙碌”时, 其受到资源约束的程度更大, 策略性分配研究精力的行为将更加明显 (Harford et al., 2019)。因此, 本文预期随着关注上市公司分析师“忙碌”程度的增大, 劳动杠杆与分析师研究精力分配之间的负向关系将更显著。

为此, 参考 Harford et al. (2019), 本文利用分析师当年关注的公司数量衡量其“忙碌”程度。具体而言, 公司层面分析师“忙碌”程度 $PROTSIZE = \ln(1 + \text{公司 } i \text{ 中所有分析师在第 } t \text{ 年关注上市公司数量的均值})$; $PROTSIZE$ 取值越大表示分析师的“忙碌”程度越高。从表 10 可见, $LL*PROTSIZE$ 的回归系数均显著为负, 与前述逻辑相符。

(四) 劳动杠杆、预测收益与分析师精力分配

Harford et al. (2019) 指出预测收益是影响分析师策略性分配研究精力的重要原因, 分析师会对潜在预测收益较高的公司

投入更多的研究精力, 以期提高个人的职位晋升机会。基于这一逻辑, 本文预期当公司潜在预测收益较高时, 企业劳动杠杆与分析师研究精力分配之间的负向关系可能减弱。

1. 基金持股比例

Harford et al. (2019) 指出, 基金持股是影响分析师预测收益的重要因素。一方面, 基金的分仓行为与券商的佣金收入和分析师的个人收益息息相关 (Gu et al., 2013; Firth et al., 2013); 另一方面, 基金还掌握着分析师能否入选《新财富》最佳分析师的投票权 (许年行等, 2012)。因此, 当高杠杆公司的基金持股比例较高时, 分析师可能有动力克服高劳动杠杆对预测成本的不利影响, 从而降低劳动杠杆与分析师研究精力分配的负向关系。

为此, 本文以基金持股比例 ($FUNDR$) 衡量分析师对上市公司投入更多研究精力的潜在收益。从表 11 可见, $LL*FUNDR$ 的回归系数显著为正, 与前述逻辑相符。

2. 股票流动性

Harford et al. (2019) 强调, 股票流动性也是影响分析师预测收益的重要因素。这是因为较高的股票流动性能够降低交易成本, 吸引更多投资者对公司股票进行交易 (Fang et al., 2014), 从而提高券商的佣金收入和分析师个人的薪酬水平 (Harford et al., 2019)。因此, 当高杠杆公司的股票流动性较强时, 分析师可能也有意愿克服高劳动杠杆对预测成本的不利影响, 从而降低劳动杠杆与分析师研究精力分配的负向关系。

为此, 本文借鉴 Amihud (2002), 以非流动性指标度量股票流动性 ($ILLIQ$), 考虑到非流动性指标为反向指标, 本文对



其乘以 -1 , $ILLIQ$ 越大代表企业的股票流动性越高。从表 12 可见, $LL*ILLIQ$ 的回归系数显著为正, 与前述逻辑相符。

六、研究结论和启示

在劳动力成本不断攀升的现实背景下, 本文利用 A 股上市公司数据, 考察了劳动杠杆对资本市场重要参与者——分析师的研究精力分配决策的影响。研究发现, 相比于高劳动杠杆公司, 分析师对低劳动杠杆公司投入了更多的研究精力, 表明在有限关注的条件下, 劳动杠杆是影响分析师策略性精力分配行为的关键因素。进一步研究表明, ①劳动杠杆的提高显著增大了分析师的盈余预测误差, 表明边际努力收益的降低是分析师减少对高劳动杠杆公司投入更多研究精力的重要原因。②劳动杠杆与分析师研究精力分配的关系存在一定的异质性: 当企业劳动报酬中固定成本占比较高或者分析师更“忙碌”时, 二者负向关系增强; 而随着分析师预测收益的提高, 二者负向关系减弱。

本文的研究具有重要的理论意义和实践价值。在理论上, 本文的研究结论丰富了分析师研究精力分配影响因素及劳动杠杆经济后果的相关研究, 并为揭示二者关系的作用机理提供了经验证据。在实践上, 本文的研究结论对企业、投资者和监管部门等利益相关者具有重要的参考价值。

首先, 对企业而言, 较高的劳动杠杆会对分析师的研究精力分配产生负面影响。Harford et al. (2019) 指出, 企业的信息环境将伴随分析师研究精力投入的减少而恶化, 从而提高企业的资本成本。因此, 企业应当利用提高绩效薪酬占比等途径增大薪酬弹性、降低劳动杠杆, 吸引分析师对企业投入更多研究精力, 从而更好地改善企业信息环境、缓解企业融资约束, 助力企业实现高质量发展的目标。其次, 对投资者而言, 应该认识到分析师在信息活动中存在策略性分配研究精力的行为。考虑到分析师会系统性减少对高劳动杠杆公司的研究精力分配, 投资者应该更加审慎地对待此类公司中分析师提供的研究报告, 并通过自身研究精力的补充投入, 以便更为准确地评估高劳动杠杆企业的价值, 保证投资决策的科学合理。最后, 对监管部门而言, 应当不断完善企业信息披露管理办法、提高企业信息披露质量, 有效降低分析师的信息搜集成本; 同时, 持续推动和深化券商投研业务发展, 不断扩大分析师队伍的规模, 完善分析师的执业培训制度, 以缓解资源约束问题对分析师策略性分配研究精力行为的影响, 更好地发挥分析师在提高资本市场信息效率方面的积极作用。^[N]

学术编辑: 卢超群

参考文献

- [1] 陈利锋, 雷盼盼. 劳动力调整成本、宏观经济波动与货币政策——基于 NK-DSGE 模型的分析框架[J]. 金融与经济, 2017(10): 4-11.
- [2] 陈胜蓝, 马慧. 产品市场竞争与企业劳动力成本黏性[J]. 产业经济研究, 2014(04): 60-72.
- [3] 褚剑, 秦璇, 方军雄. 中国式融资融券制度安排与分析师盈利预测乐观偏差[J]. 管理世界, 2019, 35(01): 151-166.
- [4] 江轩宇, 朱冰. 资本市场对外开放与劳动收入份额——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(04): 1101-1124.



- [5] 梁上坤.机构投资者持股会影响公司费用粘性吗? [J].管理世界,2018,34(12):133-148.
- [6] 廖冠民,陈燕.劳动保护、劳动密集度与经营弹性:基于2008年《劳动合同法》的实证检验[J].经济科学,2014(02):91-103.
- [7] 刘媛媛,刘斌.劳动保护、成本粘性与企业应对[J].经济研究,2014,49(05):63-76.
- [8] 马黎珺,伊志宏,张澈.廉价交谈还是言之有据?——分析师报告文本的信息含量研究[J].管理世界,2019,35(07):182-200.
- [9] 申丹琳,江轩宇.社会信任与企业劳动投资效率[J].金融研究,2022(09):152-168.
- [10] 王雄元,黄玉菁.外商直接投资与上市公司职工劳动收入份额:趁火打劫抑或锦上添花[J].中国工业经济,2017(04):135-154.
- [11] 王玉涛,王彦超.业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗[J].金融研究,2012(06):193-206.
- [12] 许年行,江轩宇,伊志宏,等.分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J].经济研究,2012,47(07):127-140.
- [13] 尹力博,魏冬.劳动杠杆的定价效力:来自中国A股市场的证据[J].金融研究,2022(02):117-134.
- [14] 张然,汪荣飞,王胜华.分析师修正信息、基本面分析与未来股票收益[J].金融研究,2017(07):156-174.
- [15] 朱琳,江轩宇,伊志宏,等.经营杠杆影响企业创新吗[J].南开管理评论,2021,24(06):163-175.
- [16] Aboody D,Levi S,Weiss D.Managerial incentives, options, and cost-structure choices[J].Review of Accounting Studies,2018,23(2):422-451.
- [17] Amihud Y.Illiquidity and stock returns cross-section and time-series effects[J].Journal of Financial Markets, 2002,5(1):110-136.
- [18] Anderson M C,Banker R D,Janakiraman S N.Are selling, general, and administrative costs "sticky"?[J].Journal of Accounting Research,2003,41(1):47-63.
- [19] Barth M E,Kasznik R,McNichols M F.Analyst coverage and intangible assets[J].Journal of Accounting Research, 2001,39(1):1-34.
- [20] Berkman H,Dimitrov V,Jain P C,et al.Sell on the news: differences of opinion, short-sales constraints, and returns around earnings announcements[J].Journal of Financial Economics,2009,92(3):376-399.
- [21] Blankespoor E,DeHaan E,Marinovic I.Disclosure processing costs, investors' information choice, and equity market outcomes: a review[J].Journal of Accounting and Economics,2020,70(2-3):101344.
- [22] Bouvard M,Motta A D.Labor Leverage, coordination failures, and aggregate risk[J].Journal of Financial Economics,2021,142(3):1229-1252.
- [23] Bradley D,Gokkaya S,Liu X.Before an analyst becomes an analyst: does industry experience matter?[J].The Journal of Finance,2017,72(2):751-792.
- [24] Chan K C,Jiang X,Wu D,et al.When is the client king? Evidence from affiliated-analyst recommendations in China's split-share reform[J].Contemporary Accounting Research,2020,37(2):1044-1072.
- [25] Crawford S S,Roulstone D T,So E C.Analyst initiations of coverage and stock return synchronicity[J].The Accounting Review,2012,87(5):1527-1553.
- [26] Donangelo A,Gourio F,Kehrig M,et al.The cross-section of labor leverage and equity returns[J].Journal of Financial Economics,2019,132(2):497-518.
- [27] Donangelo A.Untangling the value premium with labor shares[J].The Review of Financial Studies,2021, 34(1):451-508.
- [28] Driskill M,Kirk M P,Tucker J W.Concurrent earnings announcements and analysts' information production [J]. The Accounting Review,2020,95(1):165-189.
- [29] Fang V W,Tian X,Tice S.Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?[J].The Journal of Finance, 2014,69(5):2085-2125.
- [30] Favilukis J, Lin X, Zhao X.The elephant in the room: the impact of labor obligations on credit markets[J].The American Economic Review,2020,110(6):1673-1712.
- [31] Firth M,Lin C,Liu P,et al.The client is king: do mutual fund relationships bias analyst recommendations? [J]. Journal of Accounting Research,2013,51(1):165-200.
- [32] Gu Z,Wu J S.Earnings skewness and analyst forecast bias[J].Journal of Accounting and Economics, 2003,35 (1):5-29.
- [33] Gu Z,Li Z,Yang Y G.Monitors or predators: the influence of institutional investors on sell-side analysts[J].The



- Accounting Review, 2013, 88(1):137-169.
- [34] Harford J, Jiang F, Wang R, et al. Analyst career concerns, effort allocation, and firms' information environment [J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(6):2179-2224.
- [35] Hilary G, Hsu C. Analyst forecast consistency [J]. The Journal of Finance, 2013, 68(1):271-297.
- [36] Hong H, Kubik J D. Analyzing the analysts: career concerns and biased earnings forecasts [J]. The Journal of Finance, 2003, 58(1):313-351.
- [37] Jackson A R. Trade generation, reputation, and sell-side analysts [J]. The Journal of Finance, 2005, 60 (2):673-717.
- [38] Jung B, Lee W, Weber D P. Financial reporting quality and labor investment efficiency [J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 31(4):1047-1076.
- [39] Kahneman D. Attention and effort [M]. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc, 1973.
- [40] Li Z, Xie J. The effect of institutional investor distraction on analyst forecasts [J]. SSRN Electronic Journal, 2022.
- [41] Lobo G J, Song M, Stanford M H. The effect of analyst forecasts during earnings announcements on investor responses to reported earnings [J]. The Accounting Review, 2017, 92(3):239-263.
- [42] Merkley K, Michaely R, Pacelli J. Does the scope of the sell-side analyst industry matter? An examination of bias, accuracy, and information content of analyst reports [J]. The Journal of Finance, 2017, 72(3):1285-1334.
- [43] Merz M, Yashiv E. Labor and the market value of the firm [J]. American Economic Review, 2007, 97(4): 1419-1431.
- [44] Ru Y, Zheng R, Zou Y. Public disclosure of private meetings: does observing peers' information acquisition affect analysts' attention allocation? [R]. Harvard Business School Working Paper, No. 22-064, 2021-07.
- [45] Sadka R, Scherbina A. Analyst disagreement, mispricing, and liquidity [J]. The Journal of Finance, 2007, 62(5):2367-2403.
- [46] Stickel S E. Reputation and Performance Among Security Analysts [J]. The Journal of Finance, 1992, 47(5): 1811-1836.
- [47] Weiss D. Cost Behavior and Analysts' Earnings Forecasts [J]. The Accounting Review, 2010, 85(4): 1441-1471.

Can Corporate Labor Leverage Affect Analyst Research Effort Allocation?

JIANG Xuanyu GU Zhen YANG Yuemiao

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics)

Abstract In the context of surging labor costs in China, this paper examines the effects of quasi-fixed labor cost-induced forms of operating leverage on analyst research effort allocation. The paper finds that compared with firms with high labor leverage, analysts allocate more of their research efforts to firms with low labor leverage, indicating that with limited resources, labor leverage is one determinant in analyst research behavior. Further evidence shows that: ① The rise of labor leverage significantly increases the analyst's earnings forecast errors, suggesting that the reduction of marginal effort return is an important reason for analysts to reduce their research effort allocation on firms with a high labor leverage. ② The relationship between labor leverage and analyst research effort allocation has a certain heterogeneity: the negative relationship is more pronounced when firms have a higher proportion of fixed costs in their labor compensation or when analyst's workloads are greater, while the negative relationship diminishes as analysts' forecast income increases.

Keywords Labor Leverage, Effort Allocation, Limited Attention, Analyst, Operating Leverage

JEL Classification G11 G24 J31