

外审评议与作者回复（一）

一、外审意见

文章考察了企业的劳动杠杆对分析师研究精力分配决策的影响，发现劳动杠杆会对分析师的研究精力、分析师的盈余预测误差，以及分析师关注度都会产生显著影响。此外，劳动杠杆与分析师研究精力之间的关系也存在一定的异质性。整体而言，文章的研究问题具有一定的理论与现实意义，文章的研究内容充实，研究结论可信，行文流畅，是一篇值得发表的学术论文。我有以下建议和意见供作者参考。

1. 作者研究发现，分析师会对高杠杆公司投入更少的精力，但高杠杆公司的分析师关注度会更高。这两项研究发现是否有冲突之处？具体而言，高杠杆公司的分析师关注度更高，这意味着整个分析师行业对高杠杆公司花费了更多的精力，因为有更多的分析师在关注着高杠杆公司。但与此同时，跟踪这些高杠杆公司的个体分析师却似乎又花费了更少的精力来分析这些公司。因此，基于整个分析师行业和个体分析师，逻辑似乎并不完全一致。

2. 考虑到成本黏性也是一种成本特征，作者是不是在控制变量中直接控制成本黏性的影响会更好？或者作为一项稳健性测试。

2023 年 12 月 10 日

二、作者回复

衷心感谢审稿专家为本文所付出的辛勤劳动，以及所提出的富有建设性的评论和修改建议！这些修改建议极大地提升了论文的质量。

现对审稿专家所提的问题和修改意见逐一答复如下，请审阅！

文章考察了企业的劳动杠杆对分析师研究精力分配决策的影响，发现劳动杠杆会对分析师的研究精力、分析师的盈余预测误差，以及分析师关注度都会产生显著影响。此外，劳动杠杆与分析师研究精力之间的关系也存在一定的异质性。整体而言，文章的研究问题具有一定的理论与现实意义，文章的研究内容充实，研究结论可信，行文流畅，是一篇值得发表的学术论文。我有以下建议和意见供作者参考。

1. 作者研究发现，分析师会对高杠杆公司投入更少的精力，但高杠杆公司的分析师关注度会更高。这两项研究发现是否有冲突之处？具体而言，高杠杆公司的分析师关注度更高，这意味着整个分析师行业对高杠杆公司花费了更多的精力，因为有更多的分析师在关注着高杠杆公司。但与此同时，跟踪这些高杠杆公司的个体分析师却似乎又花费了更少的精力来分析这些公司。因此，基于整个分析师行业和个体分析师，逻辑似乎并不完全一致。

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

分析师跟踪是指分析师选择关注和研究特定的行业、公司或投资领域。通过跟踪，分析师可以深入了解所选领域的市场动态、公司业务、竞争环境和行业趋势等。跟踪的目的是建立专业知识和洞察力，以便提供有关特定领域投资机会的研究和建议。分析师精力分配是指分析师将其时间、资源和专注力分配给不同的任务、项目或研究领域，涉及决定在特定时间段内投入多少精力来进行研究、分析和报告撰写。精力分配的目的是优化研究过程，确保分析师在有限的时间与资源内提供高质量的研究报告。可见，对分析师而言，**分析师跟踪与研究精力分配是两个不同的决策**。分析师跟踪探讨的是分析师是否对某一上市公司进行关注；而精力分配更多的是在决定跟踪对象之后，将有限的精力在不同研究对象上进行策略性的分配。因而，分析师跟踪并不能代表分析师投入更多的研究精力。

在审稿专家的提醒下，我们意识到**尽管分析师跟踪与研究精力分配属于两个不同的决**

策，但容易造成歧义。为更好地聚焦研究主题并减少这种歧义，**在修改稿中，我们将分析师跟踪的实证结果删除**。同时，我们对全文涉及分析师跟踪的表述进行了相应调整。

如果审稿专家对于我们解释说明还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。

2. 考虑到成本黏性也是一种成本特征，作者是不是在控制变量中直接控制成本黏性的影响会更好？或者作为一项稳健性测试。

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

成本黏性指的是收入上升和下降时成本变化的非对称性。而劳动杠杆强调劳动报酬的成本性态引发的经营杠杆效应，因此在原始稿的“（六）劳动杠杆、企业销售收入变化与分析师研究精力分配”部分，本文进一步检验了当企业销售收入下降或者上升时，劳动杠杆与分析师精力分配之间的负向关系是否存在差异**以排除成本黏性对本文研究结论的干扰**。

在审稿专家的提醒下，我们意识到上述方式可能无法直接控制成本黏性对研究结论的影响，同时，结合另一审稿专家的意见“**建议作者参考 Weiss（2010）的做法计算企业成本黏性的大小**”，我们在修改稿中参照 Weiss（2010）的做法计算了企业成本黏性，并在全文的**实证部分直接控制了成本黏性指标**。

由于相关修改内容涉及全文的实证部分，我们不再摘抄。审稿专家可参见修改后的稿件。如果审稿专家对于我们解释说明与补充还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。我们再次对审稿专家提供的高质量的修改建议表示由衷感谢！

作者：江轩宇，顾振，杨越淼

2024年2月7日

外审评议与作者回复（二）

一、外审评议

1. 分析师在选择跟踪对象、形成盈余预测之时，真的会参考企业的劳动杠杆大小吗？作者可否提供一些现实证据，比如案例证据，或通过访谈、调研等方式询问分析师并附上调查结果？与之相关的另外两个问题是，本文的研究结果有多大的经济显著性？又有怎样的实践意义？
2. “劳动杠杆越高则分析师精力分配越少（个体的精力投入少）”和“劳动杠杆越高则分析师跟踪人数越多（群体的精力投入多）”这两个结论存在矛盾，让人难以理解。若分析师希望通过跟踪高信息不对称的公司来满足市场的信息需求（Barth et al., 2001），他就会在跟踪高劳动杠杆公司的同时投入更多精力，以求达到更准确的预测，因为只有这样分析师才能真正获得“收益”。如果只是跟踪高劳动杠杆公司却不去追求准确的预测，那么对分析师而言付出了“成本”却无法获得“收益”，甚至还会因为不准确的预测而拖累个人声誉。两个结论的逻辑无法自洽。
3. 劳动杠杆影响分析师精力分配的作用机制到底是什么？论文未能在理论逻辑和研究设计上有效地识别出。尽管作者认为机制在于“高杠杆公司的边际努力收益更低”，但是个人认为（1）逻辑上站不住脚，既然分析师知道边际努力收益低，为何还要去跟踪高杠杆企业？将有限的精力投入到边际努力收益更高的企业上不是更好吗？（2）研究设计无法揭示机制，表 7 只是证明了高杠杆公司的盈余预测准确性更差，无法证明这是导致分析师对高杠杆公司分配更少精力的原因；另外，预测准确性差到底是分析师分配更少精力的原因还是结果，这个问题也有待商榷。
4. 作者在内生性部分提到了一种互为因果的可能性，即“分析师并没有对高劳动杠杆企业投入较少的研究精力，而是企业由于缺乏分析师的研究精力投入，加剧了自身的融资约束，从而产生了非效率的劳动投资，增大了企业的劳动杠杆。”尽管作者是基于已有文献的结论进行的上述推测，但现实中是否存在这样的案例，哪怕很少？我们不能为了检验内生性而检验。（此外，一个融资约束严重的企业，更有可能增加还是降低其劳动杠杆呢？）在本文中更严重的内生性问题是遗漏变量而非互为因果。控制“省份*行业*年度”固定效应不一定能捕捉到真正的遗漏变量，建议展示控制“公司*年度”和“分析师*年度”的结果。
5. 盈余预测修正次数 FR 与劳动杠杆 LL 之间有明显的相关性吗？作者应当报告二者的相关系数。此外，建议展示高 FR 公司和低 FR 公司在各项主要公司特征（包括 LL）上是否有显著差异，这有助于读者判断是否存在同时影响 FR 和 LL 的其他公司层面因素。
6. 表 10 中在加入分析师忙碌程度的交互项之后，主效应 LL 的系数从负变为正，这可能是什么原因？请做出一定解释。单独的 PROTSIZE 的估计系数也显著为正，说明越忙碌的分析师，对于单个被跟踪企业发布预测修正的频率反而越高，是否有不合理？
7. 成本黏性指的是收入上升和下降时成本的变化不对称，并非“聚焦于业务量下降时的成本特征”，因此表 13 的交互项做法有待商榷。建议作者参考 Weiss（2010）的做法计算企业成本黏性的大小，分高低两组；再将劳动杠杆分高低两组；检验在劳动杠杆高（低）但成本黏性低（高）的组中，上述效应是否依然存在。

2024 年 1 月 2 日

二、作者回复

衷心感谢审稿专家为本文所付出的辛勤劳动，以及所提出的富有建设性的评论和修改建议！这些修改建议极大地提升了论文的质量。

现对审稿专家所提的问题和修改意见逐一答复如下，请审阅！

1. 分析师在选择跟踪对象、形成盈余预测之时，真的会参考企业的劳动杠杆大小吗？作者可否提供一些现实证据，比如案例证据，或通过访谈、调研等方式询问分析师并附上调查结果？与之相关的另外两个问题是，本文的研究结果有多大的经济显著性？又有怎样的实践意义？

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

审稿专家提及的两个问题，我们深受启发，为更加清晰与充分地对这些问题进行讨论与阐述，我们将分别从以下两个方面展开论述。

第一，针对审稿专家提及的“**分析师在选择跟踪对象、形成盈余预测之时，真的会参考企业的劳动杠杆大小吗**”的问题，我们进行如下的补充说明。

盈余预测是分析师报告的重要内容，由于企业的员工薪酬不仅是重要的成本费用支出，而且其能够通过影响管理层决策和员工行为进而对企业的财务状况、运营风险及经营成果产生重要的影响，因而其对分析师的盈余预测也具有关键的影响。可见，**企业的员工薪酬或者固定成本支出对分析师评估与预测企业的盈余状况，形成证券投资评级与投资建议具有关键作用，因此，其在分析师的行为决策中扮演着重要角色。相关的案例在分析师研究报告也有涉及**，例如，2024年1月11日，华鑫证券发布的莲花健康（股票代码：600186）的研究报告《老树新花焕发第二春，品牌筑基路径清晰》中指出，“企业大额的员工薪酬支出给公司造成巨大成本压力”，为此，公司改革大方向可以从两个方向来推进：裁员优化成本压力，加强员工培训提高人效；第二，薪酬体系改革，激发内部组织活力，同时，企业应当建立起与竞争强度相匹配的薪酬与激励机制，针对管理层推出股权激励，针对基层人员，增厚其收入分配占比，加大教育、医疗、餐饮和交通补贴等福利，提高绩效奖励，调动员工积极性。

2023年3月23日，海通国际发布的青岛啤酒（股票代码：600600）的研究报告《全年盈利逆势提升，成本贡献来年弹性》指出，得益于企业突出的成本控制能力以及2022年企业持续精简人员配置，员工薪酬费用占比同比下降，实现销售费用率13.1%；同时，受益于股份支付费用同比减少，公司实现管理费用率4.6%，同比下降1.0%，最终帮助企业盈利水平继续实现提升，归母净利率达到11.5%。

2020年1月13日，粤开证券发布的中文传媒（股票代码：600373）的研究报告《中文传媒移动游戏出海领导者》指出，业绩激励与有竞争力的员工薪酬对于稳定企业的核心管理团队，提高经营业绩的稳定性具有关键作用。具体而言，在2017年，智明星通完成业绩对赌，母公司中文传媒通过了《智明星通2017—2020年经营目标及薪酬考核方案》，以40%的丰厚超额业绩奖励稳定了公司的核心团队，并充分调动团队积极性，确保经营业绩在接下来的一年内依然持续稳定增长。智明星通员工薪酬在同行业内具有强竞争力，其人均年薪达到155万元，是其余公司的近4倍到5倍；因此，智明星通的人均创收和人均创利分别为501万元和124万元，遥遥领先其他公司。

2019年5月23日，东兴证券发布的豪迈科技（股票代码：002595）的研究报告《从成本角度看豪迈科技：人力资本持续扩张，模具具备价格修复空间》指出，人力成本扩张是公司成本端重要提升因素。随着公司上市以来产能扩张，员工数量快速增长。截至2018年，公司员工人数达到11545人，薪酬规模超过11亿元。2011年至2018年，公司员工人数复合增速达到18.44%，员工总体薪酬复合增速达到35.25%。与此对应，公司主要业务毛利率从2011年的47.84%降至2018年的38.68%。

.....

此外，除了分析师研究报告，部分文献也为这一逻辑提供了经验证据。例如，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；张明晶等（2024）指出，员工持股计划能够增加分析师的关注进而提高资本市场定价效率。

综合上述，我们认为企业的员工薪酬或者固定成本对分析师评估与预测企业的盈余状况，形成证券投资评级与投资建议具有关键作用，因而其会成为分析师研究报告中关注的重要内容。考虑到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），因此，劳动杠杆可能会对分析师的研究精力分配策略产生影响。

第二，针对审稿专家提及的“本文的研究结果有多大的经济显著性？又有怎样的实践意义”的问题，我们进行如下的解释说明。

我们在原始稿的表 2 报告了劳动杠杆对分析师研究精力分配影响的回归结果，并进一步指出本文的研究经济意义。具体来说，从表 2 第（1）列可见，劳动杠杆 LL 的回归系数为 -0.1814，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（0.2170）时， FR 相应降低 0.0394（ 0.1814×0.2170 ），相当于其样本均值的 2.52%（ $0.0394 / 1.5614$ ）以及中位数的 2.42%（ $0.0394 / 1.6250$ ）。这种经济意义的阐释方式存在于主流的金融与会计领域文献中。

此外，本文还具有重要的实践价值。分析师作为资本市场重要的信息中介，其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）。特别是现有文献指出，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 et al., 2019；Driskill et al., 2020）。因此，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）。

具体来说，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，在人口老龄化、人口红利削减等因素促使企业用工成本大幅攀升的现实背景下，企业面临劳动杠杆风险的长期挑战。本文发现，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。而 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。

如果审稿专家对于我们补充与解释说明还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。

新增相关参考文献：

张明晶, 张永坤, 许诺. 员工持股计划对资本市场定价效率的影响及作用机制研究. 经济

问题, 2024(02): 24-31。

2. “劳动杠杆越高则分析师精力分配越少（个体的精力投入少）”和“劳动杠杆越高则分析师跟踪人数越多（群体的精力投入多）”这两个结论存在矛盾，让人难以理解。若分析师希望通过跟踪高信息不对称的公司来满足市场的信息需求（Barth et al., 2001），他就会在跟踪高劳动杠杆公司的同时投入更多精力，以求达到更准确的预测，因为只有这样分析师才能真正获得“收益”。如果只是跟踪高劳动杠杆公司却不去追求准确的预测，那么对分析师而言付出了“成本”却无法获得“收益”，甚至还会因为不准确的预测而拖累个人声誉。两个结论的逻辑无法自洽。

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

分析师跟踪是指分析师选择关注和研究特定的行业、公司或投资领域。通过跟踪，分析师可以深入了解所选领域的市场动态、公司业务、竞争环境和行业趋势等。跟踪的目的是建立专业知识和洞察力，以便提供有关特定领域投资机会的研究和建议。分析师精力分配是指分析师将其时间、资源和专注力分配给不同的任务、项目或研究领域，涉及决定在特定时间段内投入多少精力来进行研究、分析和报告撰写。精力分配的目的是优化研究过程，确保分析师在有限的时间与资源内提供高质量的研究报告。可见，对分析师而言，分析师跟踪与研究精力分配是两个不同的决策。分析师跟踪探讨的是分析师是否对某一上市公司进行关注；而精力分配更多的是在决定跟踪对象之后，将有限的精力在不同研究对象上进行策略性的分配。因而，分析师跟踪并不能代表分析师投入更多的研究精力。

在审稿专家的提醒下，我们意识到**尽管分析师跟踪与研究精力分配属于两个不同的决策，但容易造成歧义**。为更好地聚焦研究主题并减少这种歧义，**在修改稿中，我们将分析师跟踪的实证结果删除**。同时，我们对全文涉及分析师跟踪的表述进行了相应调整。

如果审稿专家对于我们解释说明还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。

3. 劳动杠杆影响分析师精力分配的作用机制到底是什么？论文未能在理论逻辑和研究设计上有效地识别出。尽管作者认为机制在于“高杠杆公司的边际努力收益更低”，但是个人认为（1）逻辑上站不住脚，既然分析师知道边际努力收益低，为何还要去跟踪高杠杆企业？将有限的精力投入到边际努力收益更高的企业上不是更好吗？（2）研究设计无法揭示机制，表7只是证明了高杠杆公司的盈余预测准确性更差，无法证明这是导致分析师对高杠杆公司分配更少精力的原因；另外，预测准确性差到底是分析师分配更少精力的原因还是结果，这个问题也有待商榷。

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

审稿专家提及的两个问题，我们深受启发，为更加清晰与充分地对这些问题进行讨论与阐述，我们将分别从以下两个方面展开论述。

第一，针对审稿专家提及的“**劳动杠杆影响分析师精力分配的作用机制到底是什么？……但是个人认为（1）逻辑上站不住脚，既然分析师知道边际努力收益低，为何还要去跟踪高杠杆企业？将有限的精力投入到边际努力收益更高的企业上不是更好吗？**”的问题，我们进行如下解释与说明。

分析师研究精力的分配决策是其信息活动收益和成本相权衡的结果。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以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。因此, 在原始稿中, 我们主要基于分析师的成本收益展开理论分析。

我们不排除审稿专家提到的个例, 即分析师可能会对高劳动杠杆企业投入较高的研究精力, 但本文是基于大样本的检验, 提供的是平均效应经验证据, 并不聚焦于特殊案例研究。

第二, 针对审稿专家提及的“(2) 研究设计无法揭示机制, 表 7 只是证明了高杠杆公司的盈余预测准确性更差, 无法证明这是导致分析师对高杠杆公司分配更少精力的原因; 另外, 预测准确性差到底是分析师分配更少精力的原因还是结果, 这个问题也有待商榷”的问题, 我们进行如下解释与说明。

在“(一) 劳动杠杆、信息供给能力与分析师研究精力分配”部分, 本文指出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, 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以及获得职业晋升的概率 (Stickel, 1992; Hong & Kubik, 2003; Bradley et al., 2017)。因此, 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。

对应上述理论分析, 我们在实证部分从多个角度提供了经验证据: 首先, 我们在原始稿的“(三) 劳动杠杆、成本性态与分析师研究精力分配”部分检验了成本性态对两者关系的影响, 发现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, 直接揭示了劳动杠杆伴随的预测难度增加是导致分析师减少研究精力分配的重要原因。**其次**, 我们在原始稿的“(五) 劳动杠杆、预测收益与分析师精力分配”部分验证了分析师预测收益对两者关系的影响, 发现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, 侧面揭示了当分析师的预测收益较高时, 其可能有动力克服高劳动杠杆对预测成本的不利影响。**最后**, 我们在原始稿的“(一) 劳动杠杆与分析师盈余预测误差”部分直接检验了劳动杠杆对分析师盈余预测误差的影响, 为劳动杠杆降低分析师提供准确盈余预测的能力, 减少分析师的边际努力收益, 使其对高劳动杠杆公司投入更少的研究精力提供了直接经验证据。

此外, 针对审稿专家提及的“预测准确性差到底是分析师分配更少精力的原因还是结果, 这个问题也有待商榷”的问题, 需要向审稿专家说明的是, 本文主要强调分析师在既定的情况下, 如何分配研究精力, 并不区分预测准确性差到底是分析师分配更少精力的原因还是结果。

如果审稿专家对于我们解释与说明还有疑虑, 还请不吝赐教, 我们将继续竭力完善。

4. 作者在内生性部分提到了一种互为因果的可能性, 即“分析师并没有对高劳动杠杆企业投入较少的研究精力, 而是企业由于缺乏分析师的研究精力投入, 加剧了自身的融资约束, 从而产生了非效率的劳动投资, 增大了企业的劳动杠杆。”尽管作者是基于已有文献的结论进行的上述推测, 但现实中是否存在这样的案例, 哪怕很少? 我们不能为了检验内生性而检验 (此外, 一个融资约束严重的企业, 更有可能增加还是降低其劳动杠杆呢?)。在本文中更严重的内生性问题是遗漏变量而非互为因果。控制“省份*行业*年度”固定效应不

一定能捕捉到真正的遗漏变量，建议展示控制“公司*年度”和“分析师*年度”的结果。

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

我们的本意是强调劳动杠杆与分析师研究精力分配可能存在互为因果的内生性问题。在审稿专家的提醒下，我们意识到这种表述可能是不合适的，且企业的融资约束更有可能降低其劳动杠杆，而非增加其劳动杠杆，为避免引起误解，我们将互为因果的内生性问题检验删除。同时，审稿专家提到，本文更严重的内生性问题是遗漏变量而非互为因果。为此，遵循审稿专家的意见，我们在稳健性检验部分增加控制“分析师*年度”的结果，需要特别说明的是，由于样本结构的限制，我们无法执行“公司*年度”的回归，同时，由于原始稿中我们是“公司-年度”层面的数据，也无法直接控制“分析师*年度”固定效应，但为缓解审稿专家的担心，我们聚焦于“分析师-年度-公司”层面的数据执行了这一检验。

相关修改内容在修改稿中已经进行更新。为了便于审稿专家审阅，特摘抄如下。

“

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、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。

表 6 遗漏变量内生性问题

因变量：FR	以LL1衡量劳动杠杆		
	(1)	(2)	(3)
LL	-0.319*** (-6.27)	-0.294*** (-4.19)	-0.139*** (-4.61)
SIZE	0.100*** (4.53)	0.109*** (3.51)	0.126*** (9.11)
LNAGE	0.138*** (4.03)	0.164*** (3.37)	0.193*** (8.85)
LEV	0.111 (1.35)	0.026 (0.24)	0.066 (1.31)
ROA	1.677*** (7.44)	2.184*** (6.96)	1.159*** (9.95)
MB	0.018*** (4.69)	0.020*** (3.63)	0.009*** (4.03)
FIRST	-0.045 (-0.38)	-0.062 (-0.38)	-0.093 (-1.30)
BIG4	-0.087 (-1.61)	-0.086 (-1.26)	-0.021 (-0.82)
SOE	-0.065 (-1.09)	-0.139* (-1.78)	-0.044 (-0.87)
ANUM	0.300*** (21.08)	0.288*** (14.97)	-
EXP	0.223*** (9.83)	0.239*** (8.02)	-0.219*** (-9.34)
TOP10	-0.023* (-1.73)	-0.047*** (-2.76)	0.004 (0.59)

<i>INDNUM</i>	-0.011 (-0.94)	-0.015 (-1.01)	- -
<i>PROTSIZE</i>	0.111*** (8.41)	0.102*** (6.01)	0.188*** (19.99)
<i>STICKY</i>	-0.004 (-0.58)	-0.005 (-0.59)	-0.000 (-0.07)
截距	-2.451*** (-5.33)	-2.732*** (-4.01)	-2.362*** (-7.35)
年度	控制	-	-
公司	控制	控制	控制
省份-行业-年度	-	控制	-
分析师-年度	-	-	控制
样本数	22149	17829	210646
R ² -within	0.128	0.300	0.196

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平；控制“省份-行业-年度”的高维固定效应后在回归过程中剔除了单点群样本，导致样本量减少；考虑到篇幅限制，本文以 *LL1* 衡量劳动杠杆的结果为例，未列示的 *LL2* 衡量结果保持一致。

”

如果审稿专家对于我们解释说明与补充还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。

5. 盈余预测修正次数 *FR* 与劳动杠杆 *LL* 之间有明显的相关性吗？作者应当报告二者的相关系数。此外，建议展示高 *FR* 公司和低 *FR* 公司在各项主要公司特征（包括 *LL*）上是否有显著差异，这有助于读者判断是否存在同时影响 *FR* 和 *LL* 的其他公司层面因素。

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

遵循审稿专家的意见，我们在修改稿中添加了主要变量的相关系数，以及展示了高劳动杠杆与低劳动杠杆公司各项指标的系数差异。

相关修改内容在修改稿中已经进行更新。为了便于审稿专家审阅，特摘抄如下。

“

各变量的描述性统计如表 1 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了更少的研究精力假设。

.....

表 2 不同劳动杠杆水平下变量间的差异

变量名称	低劳动杠杆	高劳动杠杆	均值差异
<i>FR</i>	1.673	1.435	0.238***
<i>SIZE</i>	22.55	22.18	0.367***
<i>LNAGE</i>	2.128	2.169	-0.040***
<i>LEV</i>	0.418	0.432	-0.014***
<i>ROA</i>	0.0830	0.0500	0.033***
<i>MB</i>	3.818	3.394	0.424***
<i>FIRST</i>	0.367	0.351	0.016***
<i>BIG4</i>	0.0860	0.0580	0.028***
<i>SOE</i>	0.374	0.412	-0.039***

<i>ANUM</i>	2.926	2.590	0.336***
<i>EXP</i>	1.822	1.790	0.032***
<i>TOP10</i>	0.276	0.263	0.013**
<i>INDNUM</i>	1.123	1.140	-0.017**
<i>PROTSIZE</i>	2.746	2.732	0.0140
<i>STICKY</i>	-0.125	-0.171	0.046***

表 3 主要变量的相关系数

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>FR</i>	1								
<i>LL1</i>	-0.118***	1							
<i>LL2</i>	-0.120***	0.999***	1						
<i>SIZE</i>	0.180***	-0.223***	-0.221***	1					
<i>LNAGE</i>	0.018***	-0.027***	-0.026***	0.481***	1				
<i>LEV</i>	-0.005	-0.030***	-0.027***	0.536***	0.374***	1			
<i>ROA</i>	0.173***	-0.357***	-0.358***	-0.133***	-0.152***	-0.418***	1		
<i>MB</i>	0.062***	-0.028***	-0.032***	-0.349***	-0.221***	-0.157***	0.361***	1	
<i>FIRST</i>	-0.001	-0.110***	-0.109***	0.203***	-0.026***	0.089***	0.074***	-0.053***	1

注：pearson 相关系数，***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

”

如果审稿专家对于我们解释说明与补充还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。

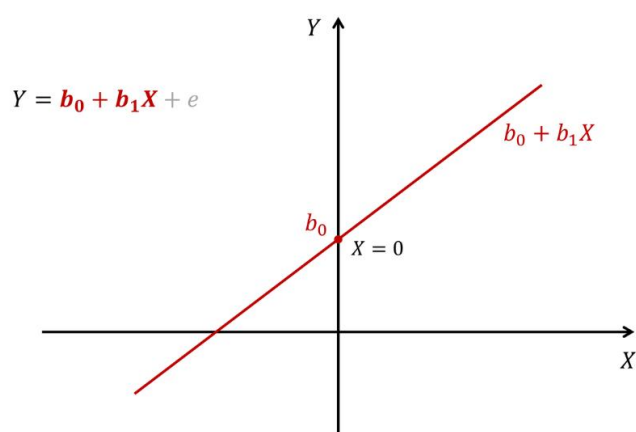
6. 表 10 中在加入分析师忙碌程度的交互项之后，主效应 LL 的系数从负变为正，这可能是什么原因？请做出一定解释。单独的 PROTSIZE 的估计系数也显著为正，说明越忙碌的分析师，对于单个被跟踪企业发布预测修正的频率反而越高，是否有不合理？

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

在计量经济学中，对于主效应的理解至关重要。

对于一个简单的模型：

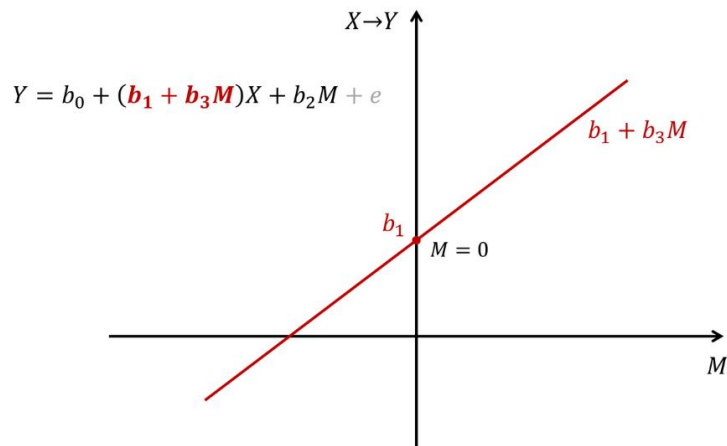
$$Y = b_0 + b_1X + e$$



截距 b_0 的含义是：当 $X=0$ 时，因变量 Y 的估计值。如果要让 b_0 有意义，则 X 等于 0 也要有意义。

在此基础上，在因变量 Y 的回归模型里面，放入自变量 X 、调节变量 M 及其交互作用项 XM ，能够得到下面这个回归方程：

$$\begin{aligned} Y &= b_0 + b_1X + b_2M + b_3XM + e \\ &= b_0 + (b_1 + b_3M)X + b_2M + e \end{aligned}$$



不难发现，自变量 X 对因变量 Y 的效应是 $b_1 + b_3M$ 。所以，在模型结果中看到的回归系数 b_1 ，即固定效应，实际上表示的是：当 $M=0$ 时， X 对 Y 效应的估计值（相当于简单效应，也称为简单主效应、简单斜率）。

然而，在统计学对主效应的定义是： X 在 M 不同取值上的平均效应（如果 M 是连续变量，那么也等价于 M 取均值时 X 对 Y 的简单效应）。

因此，在回归模型考虑交互作用的情况下（比如 X 和 M 的交互），主效应是指在 M 不同取值下 X 的平均效应（也可以理解为 M 取平均值时 X 的效应）。对应本文，也就是说， LL 的系数是指 $PROTSIZE$ 取均值时， LL 对 FR 的影响，并不是 LL 的主效应。如果要关注 LL 的主效应，在交互作用下，我们需要对 $PROTSIZE$ 进行中心化处理后，再进行回归得到的 LL 系数为主效应。表 A1 是对 $PROTSIZE$ 进行中心化处理后的回归结果，此时， LL 的系数可以称为主效应，从中可见， LL 的系数显著为负，与主回归保持一致。

此外，对于单项 $PROTSIZE$ 的估计系数显著为正，可能是由于存在样本选择偏差：例如，较为“忙碌”的分析师可能同时处于多个分析师研究团队或者掌握的资源更丰富，能够快速与及时地更新盈余预测。

表 A1 劳动杠杆与分析师研究精力分配：考虑分析师“忙碌”程度

因变量：FR	以LL1衡量劳动杠杆	以LL2衡量劳动杠杆
	(1)	(2)
LL	-0.184*** (-5.23)	-0.189*** (-5.36)
LL* PROTSIZE	-0.110** (-2.52)	-0.107** (-2.46)
PROTSIZE	0.063* (1.89)	0.061* (1.85)
SIZE	0.024** (2.51)	0.024** (2.49)
LNAGE	0.018 (1.57)	0.018 (1.58)
LEV	0.220*** (4.44)	0.220*** (4.44)
ROA	1.209*** (6.98)	1.202*** (6.95)
MB	0.004 (1.38)	0.004 (1.37)
FIRST	-0.089* (-1.84)	-0.089* (-1.84)
BIG4	-0.014	-0.014

	(-0.55)	(-0.54)
<i>SOE</i>	-0.108***	-0.108***
	(-6.12)	(-6.12)
<i>ANUM</i>	0.358***	0.358***
	(39.37)	(39.37)
<i>EXP</i>	0.233***	0.233***
	(11.64)	(11.64)
<i>TOP10</i>	-0.016	-0.016
	(-1.24)	(-1.24)
<i>INDNUM</i>	-0.015	-0.015
	(-1.33)	(-1.33)
<i>STICKY</i>	0.002	0.002
	(0.31)	(0.31)
截距	-0.576***	-0.571***
	(-2.67)	(-2.65)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数	22149	22149
Adj R ²	0.235	0.235

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，*** 分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

如果审稿专家对于我们解释说明与补充还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。

7. 成本黏性指的是收入上升和下降时成本的变化不对称，并非“聚焦于业务量下降时的成本特征”，因此表 13 的交互项做法有待商榷。建议作者参考 Weiss（2010）的做法计算企业成本黏性的大小，分高低两组；再将劳动杠杆分高低两组；检验在劳动杠杆高（低）但成本黏性低（高）的组中，上述效应是否依然存在。

答复：非常感谢审稿专家提出的宝贵意见！

在审稿专家的提醒下，我们意识到原始稿中，表 13 的做法可能无法有效排除成本黏性对研究结论的干扰。为此，我们将这一部分内容删除，并遵循审稿专家的意见，参考 Weiss（2010）的做法计算企业成本黏性，将样本分成高低两组，在此基础上，再依据劳动杠杆将样本分成高低两组；然后分别检验了在劳动杠杆高（低）但成本黏性低（高）的组中，上述效应是否依然存在。从表 A2 可见，在劳动杠杆高（低）但成本黏性低（高）的组，本文的研究结论也依然成立。上述结论说明，本文的研究结论非由成本黏性导致。需要审稿专家说明的是，由于另一审稿专家提出“考虑到成本黏性也是一种成本特征，作者是不是在控制变量中直接控制成本黏性的影响会更好？或者作为一项稳健性测试”的建议，为此，我们在全文的实证部分进一步控制了成本黏性指标，以更好地缓解成本黏性对研究结论的干扰。

表 A2 劳动杠杆对分析师研究精力分配的影响：排除成本黏性的影响

因变量：FR	以LL1衡量劳动杠杆	
	(1)	(2)
	高劳动杠杆但低成本黏性组	低劳动杠杆但高成本黏性组
<i>LL</i>	-0.236*** (-2.67)	-0.199* (-1.75)
<i>SIZE</i>	0.049*** (2.85)	0.004 (0.23)
<i>LNAGE</i>	0.056** (2.55)	-0.007 (-0.31)
<i>LEV</i>	0.064	0.230**

	(0.69)	(2.39)
<i>ROA</i>	1.280***	1.234***
	(3.33)	(3.83)
<i>MB</i>	0.009	0.001
	(1.40)	(0.09)
<i>FIRST</i>	-0.080	-0.122
	(-0.84)	(-1.45)
<i>BIG4</i>	-0.004	0.051
	(-0.09)	(1.17)
<i>SOE</i>	-0.158***	-0.104***
	(-4.84)	(-3.44)
<i>ANUM</i>	0.378***	0.331***
	(24.26)	(17.53)
<i>EXP</i>	0.228***	0.202***
	(6.70)	(4.33)
<i>TOP10</i>	-0.051**	0.030
	(-1.99)	(1.14)
<i>INDNUM</i>	-0.044**	0.046**
	(-1.99)	(2.06)
<i>PROTSIZE</i>	0.078***	0.168***
	(4.07)	(5.96)
截距	-1.027***	-0.268
	(-2.70)	(-0.70)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数	5674	5260
Adj R ²	0.248	0.196

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平；考虑到篇幅限制，本文以 LL1 衡量劳动杠杆的结果为例，未列示的 LL2 衡量结果保持一致。

如果审稿专家对于我们解释说明与补充还有疑虑，还请不吝赐教，我们将继续竭力完善。我们再次对审稿专家提供的高质量的修改建议表示由衷感谢！

作者：江轩宇，顾振，杨越淼
2024 年 2 月 7 日

企业劳动杠杆影响分析师研究精力分配吗？（附录）

作者感谢国家自然科学基金项目“企业杠杆率与创新能力：后果、机制及治理”（71972193）、“中央财经大学青年科研创新团队支持计划”（20230039）、国家自然科学基金项目“基金分仓相对压力与分析师研究精力分配策略：基于分析师覆盖组合视角的研究”（72372171）对本研究的资助，但文责自负。

表 1 变量的描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	上四分位	中位数	下四分位	最大值
FR	22149	1.561	0.935	0.000	1.000	1.625	2.000	4.500
LL1	22149	0.428	0.217	0.028	0.263	0.411	0.575	0.946
LL2	22149	0.421	0.216	0.028	0.255	0.402	0.566	0.944
SIZE	22149	22.377	1.307	20.061	21.433	22.198	23.133	26.331
LNAGE	22149	2.147	0.727	0.654	1.584	2.247	2.772	3.301
LEV	22149	0.425	0.197	0.055	0.268	0.421	0.576	0.848
ROA	22149	0.067	0.051	-0.017	0.031	0.057	0.092	0.249
MB	22149	3.619	2.756	0.609	1.782	2.805	4.512	15.666
FIRST	22149	0.359	0.150	0.096	0.241	0.342	0.462	0.750
BIG4	22149	0.073	0.259	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
SOE	22149	0.392	0.488	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
ANUM	22149	2.768	0.949	0.693	2.079	2.890	3.497	4.533
EXP	22149	1.807	0.434	0.000	1.650	1.932	2.123	2.197
TOP10	22149	0.270	0.444	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
INDNUM	22149	1.131	0.543	0.000	0.693	1.099	1.386	2.890
PROTSIZE	22149	2.740	0.640	0.000	2.519	2.769	3.039	4.382
STICKY	22149	-0.147	0.918	-3.447	-0.441	-0.049	0.141	2.933

表 2 不同劳动杠杆水平下变量间的差异

变量名称	低劳动杠杆	高劳动杠杆	均值差异
FR	1.673	1.435	0.238***
SIZE	22.55	22.18	0.367***
LNAGE	2.128	2.169	-0.040***
LEV	0.418	0.432	-0.014***
ROA	0.0830	0.0500	0.033***
MB	3.818	3.394	0.424***
FIRST	0.367	0.351	0.016***
BIG4	0.0860	0.0580	0.028***
SOE	0.374	0.412	-0.039***
ANUM	2.926	2.590	0.336***
EXP	1.822	1.790	0.032***
TOP10	0.276	0.263	0.013**
INDNUM	1.123	1.140	-0.017**
PROTSIZE	2.746	2.732	0.0140
STICKY	-0.125	-0.171	0.046***

表 3 主要变量的相关系数

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
FR	1								
LL1	-0.118***	1							
LL2	-0.120***	0.999***	1						
SIZE	0.180***	-0.223***	-0.221***	1					
LNAGE	0.018***	-0.027***	-0.026***	0.481***	1				
LEV	-0.005	-0.030***	-0.027***	0.536***	0.374***	1			
ROA	0.173***	-0.357***	-0.358***	-0.133***	-0.152***	-0.418***	1		
MB	0.062***	-0.028***	-0.032***	-0.349***	-0.221***	-0.157***	0.361***	1	
FIRST	-0.001	-0.110***	-0.109***	0.203***	-0.026***	0.089***	0.074***	-0.053***	1

注：pearson 相关系数，***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著。

表 4 劳动杠杆对分析师研究精力分配的影响

因变量:FR	以LL1衡量劳动杠杆	以LL2衡量劳动杠杆
	(1)	(2)
LL	-0.181*** (-5.17)	-0.186*** (-5.30)
SIZE	0.024** (2.56)	0.024** (2.54)
LNAGE	0.019 (1.62)	0.019 (1.64)
LEV	0.220*** (4.43)	0.220*** (4.43)
ROA	1.210*** (6.99)	1.203*** (6.95)
MB	0.004 (1.40)	0.004 (1.40)
FIRST	-0.090* (-1.87)	-0.090* (-1.87)
BIG4	-0.014 (-0.54)	-0.014 (-0.54)
SOE	-0.108*** (-6.11)	-0.108*** (-6.11)
ANUM	0.358*** (39.36)	0.358*** (39.36)
EXP	0.232*** (11.60)	0.232*** (11.60)
TOP10	-0.017 (-1.28)	-0.017 (-1.28)
INDNUM	-0.015 (-1.34)	-0.015 (-1.34)
PROTSIZE	0.106*** (9.12)	0.106*** (9.12)
STICKY	0.002 (0.34)	0.002 (0.35)
截距	-0.612*** (-3.00)	-0.605*** (-2.97)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数	22149	22149
Adj R ²	0.235	0.235

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

表 5 排除“高劳动杠杆公司吸引精力分散分析师”竞争性假说

因变量:AFR	以LL1衡量劳动杠杆	以LL2衡量劳动杠杆
	(1)	(2)
<i>HIGH</i>	-0.056*** (-6.10)	-0.056*** (-6.21)
<i>LOW</i>	0.021** (2.17)	0.019** (2.01)
<i>SIZE</i>	0.127*** (9.78)	0.127*** (9.79)
<i>LNAGE</i>	0.203*** (9.41)	0.203*** (9.42)
<i>LEV</i>	0.070 (1.42)	0.070 (1.42)
<i>ROA</i>	1.057*** (9.77)	1.059*** (9.78)
<i>MB</i>	0.006*** (2.93)	0.006*** (2.93)
<i>FIRST</i>	-0.112 (-1.59)	-0.113 (-1.60)
<i>BIG4</i>	-0.012 (-0.49)	-0.012 (-0.48)
<i>SOE</i>	-0.058 (-1.24)	-0.058 (-1.24)
<i>EXP</i>	-0.200*** (-8.72)	-0.200*** (-8.72)
<i>TOP10</i>	0.008 (1.11)	0.008 (1.12)
<i>INDNUM</i>	0.037*** (4.51)	0.037*** (4.51)
<i>PROTSIZE</i>	0.165*** (20.42)	0.165*** (20.42)
<i>STICKY</i>	-0.000 (-0.06)	-0.000 (-0.06)
截距	-2.932*** (-10.30)	-2.934*** (-10.30)
年度	控制	控制
公司	控制	控制
分析师	控制	控制
样本数	210681	210681
Adj R ²	0.134	0.134

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平；和文中其他表格不同，由于使用“公司-年度-分析师”层面数据，本表与分析师相关的变量均使用分析师个体层面的数据度量，研究样本量也增加至 210681。

表 6 遗漏变量内生性问题

因变量:FR	以LL1衡量劳动杠杆		
	(1)	(2)	(3)
LL	-0.319*** (-6.27)	-0.294*** (-4.19)	-0.139*** (-4.61)
SIZE	0.100*** (4.53)	0.109*** (3.51)	0.126*** (9.11)
LNAGE	0.138*** (4.03)	0.164*** (3.37)	0.193*** (8.85)
LEV	0.111 (1.35)	0.026 (0.24)	0.066 (1.31)
ROA	1.677*** (7.44)	2.184*** (6.96)	1.159*** (9.95)
MB	0.018*** (4.69)	0.020*** (3.63)	0.009*** (4.03)
FIRST	-0.045 (-0.38)	-0.062 (-0.38)	-0.093 (-1.30)
BIG4	-0.087 (-1.61)	-0.086 (-1.26)	-0.021 (-0.82)
SOE	-0.065 (-1.09)	-0.139* (-1.78)	-0.044 (-0.87)
ANUM	0.300*** (21.08)	0.288*** (14.97)	- -
EXP	0.223*** (9.83)	0.239*** (8.02)	-0.219*** (-9.34)
TOP10	-0.023* (-1.73)	-0.047*** (-2.76)	0.004 (0.59)
INDNUM	-0.011 (-0.94)	-0.015 (-1.01)	- -
PROTSIZE	0.111*** (8.41)	0.102*** (6.01)	0.188*** (19.99)
STICKY	-0.004 (-0.58)	-0.005 (-0.59)	-0.000 (-0.07)
截距	-2.451*** (-5.33)	-2.732*** (-4.01)	-2.362*** (-7.35)
年度	控制	-	-
公司	控制	控制	控制
省份-行业-年度	-	控制	-
分析师-年度	-	-	控制
样本数	22149	17829	210646
R ² -within	0.128	0.300	0.196

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平；控制“省份-行业-年度”的高维固定效应后在回归过程中剔除了单点群样本，导致样本量减少；考虑到篇幅限制，本文以 LL1 衡量劳动杠杆的结果为例，未列示的 LL2 衡量结果保持一致。

表 7 更换分析师精力分配的衡量方式

	以LL1衡量劳动杠杆		以LL2衡量劳动杠杆	
	<i>FNUM</i>	<i>FNUMR</i>	<i>FNUM</i>	<i>FNUMR</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>LL</i>	-0.691*** (-4.64)	-0.007*** (-4.67)	-0.715*** (-4.81)	-0.007*** (-4.73)
<i>SIZE</i>	0.340*** (7.51)	0.002*** (5.61)	0.339*** (7.48)	0.002*** (5.61)
<i>LNAGE</i>	-0.000 (-0.01)	-0.001* (-1.94)	0.000 (0.01)	-0.001* (-1.93)
<i>LEV</i>	0.943*** (4.40)	0.004** (2.00)	0.943*** (4.40)	0.004** (2.00)
<i>ROA</i>	8.771*** (11.58)	0.030*** (4.30)	8.732*** (11.53)	0.030*** (4.29)
<i>MB</i>	0.111*** (8.22)	0.001*** (7.49)	0.111*** (8.21)	0.001*** (7.49)
<i>FIRST</i>	-0.790*** (-3.66)	-0.008*** (-3.80)	-0.790*** (-3.66)	-0.008*** (-3.80)
<i>BIG4</i>	0.029 (0.20)	0.000 (0.38)	0.030 (0.21)	0.000 (0.38)
<i>SOE</i>	-0.523*** (-6.71)	-0.002*** (-3.22)	-0.523*** (-6.70)	-0.002*** (-3.22)
<i>ANUM</i>	1.873*** (49.52)	0.009*** (24.78)	1.873*** (49.51)	0.009*** (24.78)
<i>EXP</i>	0.618*** (8.12)	-0.022*** (-17.56)	0.619*** (8.13)	-0.022*** (-17.55)
<i>TOP10</i>	-0.078 (-1.43)	-0.002*** (-4.71)	-0.078 (-1.43)	-0.002*** (-4.70)
<i>INDNUM</i>	-0.053 (-1.16)	-0.000 (-0.92)	-0.053 (-1.16)	-0.000 (-0.92)
<i>PROTSIZE</i>	0.260*** (5.89)	-0.007*** (-8.45)	0.260*** (5.89)	-0.007*** (-8.45)
<i>STICKY</i>	0.015 (0.57)	0.000 (1.53)	0.015 (0.57)	0.000 (1.53)
截距	-9.015*** (-9.34)	0.088*** (9.38)	-8.979*** (-9.31)	0.088*** (9.39)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数	22149	22149	22149	22149
Adj R ²	0.344	0.306	0.344	0.306

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

表 8 劳动杠杆与分析师预测误差

	以LL1衡量劳动杠杆		以LL2衡量劳动杠杆	
	<i>FERROR1</i>	<i>FERROR2</i>	<i>FERROR1</i>	<i>FERROR2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>LL</i>	0.009*** (7.87)	1.819*** (10.71)	0.009*** (7.95)	1.839*** (10.77)
<i>SIZE</i>	0.001** (2.45)	-0.053 (-1.24)	0.001** (2.45)	-0.053 (-1.23)
<i>LNAGE</i>	0.001*** (2.59)	0.080* (1.73)	0.001** (2.58)	0.079* (1.72)
<i>LEV</i>	0.005*** (3.24)	-1.842*** (-7.92)	0.005*** (3.24)	-1.842*** (-7.92)
<i>ROA</i>	-0.091*** (-14.79)	-30.810*** (-31.72)	-0.091*** (-14.78)	-30.783*** (-31.70)
<i>MB</i>	-0.001*** (-15.48)	0.136*** (10.10)	-0.001*** (-15.48)	0.136*** (10.10)
<i>FIRST</i>	-0.002 (-1.56)	0.158 (0.76)	-0.002 (-1.56)	0.159 (0.77)
<i>BIG4</i>	-0.005*** (-4.91)	-0.202* (-1.89)	-0.005*** (-4.91)	-0.203* (-1.89)
<i>SOE</i>	-0.004*** (-7.79)	-0.326*** (-4.26)	-0.004*** (-7.79)	-0.326*** (-4.26)
<i>ANUM</i>	0.002*** (8.81)	0.283*** (7.41)	0.002*** (8.81)	0.283*** (7.42)
<i>EXP</i>	-0.001 (-0.97)	-0.211** (-2.38)	-0.001 (-0.97)	-0.212** (-2.39)
<i>TOP10</i>	0.000 (0.08)	-0.030 (-0.59)	0.000 (0.08)	-0.030 (-0.60)
<i>INDNUM</i>	0.000 (0.39)	-0.028 (-0.61)	0.000 (0.39)	-0.028 (-0.61)
<i>PROTSIZE</i>	0.000 (0.17)	0.031 (0.60)	0.000 (0.17)	0.031 (0.60)
<i>STICKY</i>	-0.001*** (-4.30)	-0.086*** (-3.40)	-0.001*** (-4.30)	-0.086*** (-3.41)
<i>HORIZON</i>	0.009*** (11.86)	1.328*** (12.22)	0.009*** (11.85)	1.327*** (12.21)
截距	-0.043*** (-5.38)	-3.207*** (-2.89)	-0.043*** (-5.39)	-3.221*** (-2.90)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数	22149	22149	22149	22149
Adj R ²	0.226	0.189	0.226	0.189

注：括号内为公司层面聚类调整的t值；*，**，***分别表示10%、5%和1%的显著性水平；在模型（1）控制变量的基础上，本文进一步添加了影响分析师预测误差的变量 *HORIZON*=LN（公司i中所有分析师发布盈余预测日期和公司年度财务报告披露日期间隔天数的平均值）。

表 9 劳动杠杆与分析师研究精力分配：考虑成本性态差异的影响

因变量:FR	以LL1衡量劳动杠杆	以LL2衡量劳动杠杆
	(1)	(2)
LL	-0.136*** (-3.21)	-0.140*** (-3.28)
LL*HFC	-0.109** (-2.05)	-0.112** (-2.10)
HFC	0.014 (0.55)	0.014 (0.57)
SIZE	0.025*** (2.66)	0.025*** (2.64)
LNAGE	0.015 (1.29)	0.015 (1.30)
LEV	0.215*** (4.33)	0.215*** (4.33)
ROA	1.192*** (6.88)	1.185*** (6.85)
MB	0.005 (1.61)	0.005 (1.61)
FIRST	-0.085* (-1.76)	-0.085* (-1.76)
BIG4	-0.013 (-0.51)	-0.013 (-0.51)
SOE	-0.105*** (-5.95)	-0.105*** (-5.95)
ANUM	0.354*** (38.26)	0.354*** (38.25)
EXP	0.232*** (11.56)	0.232*** (11.57)
TOP10	-0.017 (-1.28)	-0.017 (-1.27)
INDNUM	-0.015 (-1.32)	-0.015 (-1.32)
PROTSIZE	0.107*** (9.17)	0.107*** (9.16)
STICKY	0.002 (0.36)	0.002 (0.36)
截距	-0.627*** (-3.07)	-0.621*** (-3.04)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数	22149	22149
Adj R ²	0.235	0.235

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

表 10 劳动杠杆与分析师研究精力分配：考虑分析师“忙碌”程度

因变量:FR	以LL1衡量劳动杠杆	以LL2衡量劳动杠杆
	(1)	(2)
LL	0.081 (0.78)	0.072 (0.69)
LL* PROTSIZE	-0.097** (-2.54)	-0.096** (-2.50)
PROTSIZE	0.154** (6.64)	0.152** (6.65)
SIZE	0.024** (2.55)	0.024** (2.53)
LNAGE	0.019 (1.63)	0.019 (1.64)
LEV	0.221*** (4.45)	0.221*** (4.45)
ROA	1.207*** (6.97)	1.200*** (6.93)
MB	0.004 (1.40)	0.004 (1.39)
FIRST	-0.088* (-1.83)	-0.089* (-1.83)
BIG4	-0.013 (-0.52)	-0.013 (-0.52)
SOE	-0.108*** (-6.11)	-0.108*** (-6.11)
ANUM	0.358*** (39.39)	0.358*** (39.39)
EXP	0.234*** (11.65)	0.234*** (11.65)
TOP10	-0.016 (-1.22)	-0.016 (-1.22)
INDNUM	-0.015 (-1.35)	-0.015 (-1.35)
STICKY	0.002 (0.33)	0.002 (0.33)
截距	-0.735*** (-3.52)	-0.725*** (-3.47)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数	22149	22149
Adj R ²	0.235	0.235

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

表 11 劳动杠杆与分析师研究精力分配：考虑基金持股比例的影响

因变量:FR	以LL1衡量劳动杠杆	以LL2衡量劳动杠杆
	(1)	(2)
LL	-0.270*** (-6.37)	-0.271*** (-6.42)
LL*FUNDR	0.019*** (4.88)	0.019*** (4.77)
FUNDR	0.005** (2.51)	0.005*** (2.70)
SIZE	0.023** (2.45)	0.023** (2.43)
LNAGE	0.008 (0.65)	0.008 (0.67)
LEV	0.198*** (4.02)	0.198*** (4.03)
ROA	1.074*** (6.27)	1.068*** (6.24)
MB	-0.003 (-1.11)	-0.003 (-1.11)
FIRST	-0.008 (-0.16)	-0.008 (-0.16)
BIG4	0.001 (0.04)	0.001 (0.05)
SOE	-0.111*** (-6.33)	-0.111*** (-6.33)
ANUM	0.325*** (33.89)	0.325*** (33.89)
EXP	0.231*** (11.57)	0.231*** (11.58)
TOP10	-0.019 (-1.49)	-0.019 (-1.48)
INDNUM	-0.017 (-1.52)	-0.017 (-1.52)
PROTSIZE	0.108*** (9.29)	0.108*** (9.29)
STICKY	-0.001 (-0.09)	-0.001 (-0.09)
截距	-0.525*** (-2.60)	-0.521*** (-2.59)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数	22149	22149
Adj R ²	0.241	0.241

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

表 12 劳动杠杆与分析师研究精力分配：考虑股票流动性的影响

因变量:FR	以LL1衡量劳动杠杆	以LL2衡量劳动杠杆
	(1)	(2)
<i>LL</i>	-0.130*** (-3.19)	-0.136*** (-3.32)
<i>LL* ILLIQ</i>	0.925** (2.32)	0.895** (2.27)
<i>ILLIQ</i>	0.161 (0.69)	0.178 (0.78)
<i>SIZE</i>	0.016 (1.63)	0.015 (1.61)
<i>LNAGE</i>	0.008 (0.66)	0.008 (0.68)
<i>LEV</i>	0.232*** (4.68)	0.232*** (4.69)
<i>ROA</i>	1.198*** (6.92)	1.192*** (6.89)
<i>MB</i>	0.004 (1.31)	0.004 (1.30)
<i>FIRST</i>	-0.076 (-1.57)	-0.076 (-1.57)
<i>BIG4</i>	-0.009 (-0.35)	-0.009 (-0.34)
<i>SOE</i>	-0.107*** (-6.10)	-0.107*** (-6.10)
<i>ANUM</i>	0.352*** (38.46)	0.352*** (38.46)
<i>EXP</i>	0.234*** (11.71)	0.234*** (11.71)
<i>TOP10</i>	-0.016 (-1.26)	-0.016 (-1.25)
<i>INDNUM</i>	-0.014 (-1.30)	-0.014 (-1.30)
<i>PROTSIZE</i>	0.106*** (9.08)	0.106*** (9.07)
<i>STICKY</i>	0.003 (0.46)	0.003 (0.46)
截距	-0.399* (-1.89)	-0.392* (-1.86)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数	22149	22149
Adj R ²	0.236	0.236

注：括号内为公司层面聚类调整的 t 值；*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。