

我国证券分析师盈利预测准确度实证研究

王惠芳, 李翠翠

(中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073)

[摘要]以我国 2012—2014 年非金融类上市公司为研究样本, 考察证券分析师对上市公司盈利预测的准确度以及影响准确度的因素, 结果表明: 我国盈利预测平均准确度不高, 盈利预测存在乐观偏误, 盈利预测准确度有逐年增强的趋势; 分析师热衷于对盈余平稳、预测难度低、运营前景较好的公司进行盈利预测; 分析师对上市公司发布的报告数越多, 预测准确度越高; 公司规模越大、成长速度越快、盈利难度越低, 分析师对其盈利预测的准确度越高; 杠杆水平越高、历史盈余波动性越大的公司, 分析师对其盈利预测的准确度越低, 其中杠杆水平、盈利可预测性对分析师准确度的影响较大。

[关键词]证券分析师; 分析师盈利预测; 信息不对称; 盈余波动; 羊群行为; 股票市场定价效率; 分析师关注

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)06-0051-09

证券分析师是资本市场中至关重要的信息中介, 其通过挖掘、评价和解读上市公司信息, 为投资者提供投资建议, 这对缓解信息不对称以及提高股票市场定价效率起到了不可替代的作用。盈利预测作为证券分析师的核心产出, 对引导投资者理性投资、提高市场透明度和市场效率、促进证券市场规范化发展具有重要意义。分析师预测信息的准确度决定了分析师盈利预测传达的信息对资本市场的价值贡献程度。随着证券市场的发展, 盈利预测已成为市场主流, 分析师的盈利预测报告数越来越多, 但是随之而来的问题是其准确度如何, 投资者能否信任分析师的预测报告。目前已有较多文献证实了分析师的盈利预测存在乐观偏误。2016 年新浪财经发布的《分析师言值排行榜》一文涵盖了全部证券公司近 14 年来的 3022 名分析师 45 万条研报数据, 并将其与相关股票真实涨跌结果作对比, 结果显示分析师水平差异巨大, 通过建模分析发现, 盈利预测准确度呈以 60%~70% 为中心的偏正态分布, 误差较大的盈利预测信息的危害不可小觑。基于此背景, 本文拟以我国 2012—2014 年非金融类上市公司作为研究样本, 考察证券分析师对上市公司盈利预测的准确度, 以探讨其准确度低的原因。

一、文献回顾

无论是在西方成熟、规范的资本市场, 还是在中国尚不够完善的新兴资本市场, 分析师已经成为资本市场必不可少的一部分。目前学者大都认可证券分析师盈利预测的价值, 分析师的预测报告及推荐股票确实能为投资者带来投资价值^[1]。然而, 盈利预测的价值大小直接与其准确度以及投资者对于盈利预测的使用程度相关。与国外相比, 我国有关分析师的研究在数量和深度上都有所欠缺, 针对证券分析师盈利预测准确度的研究是目前一大热点, 现有文献主要从三个方面进行了解释。

[收稿日期]2016-05-30

[基金项目]中央高校基本科研业务费资助项目(31541311107)

[作者简介]王惠芳(1975—), 女, 山西运城人, 中南财经政法大学会计学院副教授, 硕士生导师, 博士, 主要研究方向为资本市场财务与会计; 李翠翠(1993—), 女, 安徽黄山人, 中南财经政法大学会计学院硕士生, 主要研究方向为企业会计。

(一) 基于分析师特征的影响因素研究

证券分析师是盈利预测的主体,以往文献在研究分析师主体特征对盈利预测准确度的影响时几乎都是从分析师的胜任能力、个人声誉(是否为明星分析师)出发的,而对分析师关注度的研究较少,本文梳理了从分析师关注度(努力程度)角度考察分析师主体特征对盈利预测准确度影响的相关文献。Tamura 发现,分析师盈利预测精确度与被分析公司的规模及分析师对被分析公司的关注程度正相关。他认为规模越大的公司越倾向于公开披露更多信息,分析师可获取的信息越多,从而吸引更多分析师的关注,因此盈利预测也越准确^[2]。但他强调这种关系不稳定,且会随着时间的变化而变化。基于这一普遍的研究结论,我们可以推断我国分析师关注也能提高盈利预测准确度,后续的研究也证实了这一推论的合理性:李春涛等发现,虽然分析师的盈利预测中存在一定的“羊群行为”,但是针对同一家公司做出盈利预测的分析师越多,盈利预测的平均误差就越低^[3]。周开国等利用 2008—2012 年深交所 A 股主板上市公司数据也证实了分析师关注度能提高分析师盈利预测准确度的观点^[4]。

(二) 基于公司特征的影响因素研究

Matolcsy 等利用公司规模、股价变动性、盈余滚动的标准差、杠杆水平来衡量公司总体经营的不确定性,发现公司经营不确定性越高,盈利预测准确度越低^[5]。李丹蒙基于 Wind 咨询 526 家样本数据研究发现,分析师盈余预测精确度与被分析企业的规模有关,分析师对规模较大公司的盈利预测精确度更高。他认为分析师盈利预测行为与公司透明度有关,公司的规模越大,信息透明度越高,越能吸引更多的分析师并作出更准确的盈利预测^[6]。石桂峰等发现规模越大的上市公司盈利预测的准确度越低,他们认为我国规模大的公司涉及的业务范围比较广,跨区域经营增大了盈利预测难度和误差,而且在“做大才能做强”的发展理念下,分析师容易对成长性较高和规模较大的公司作出乐观估计,增大了盈利预测偏误^[7]。冯旭南等发现,对于具有高成长性 or 高杠杆水平的公司来说,分析师的盈利预测准确度较低^[8]。

(三) 基于盈利预测难度的影响因素研究

Kross 等发现分析师认真搜集公司信息的动机与盈利的变异性正相关,变异性越大越会使得分析师更加努力地搜集信息,盈利预测准确度越高,即公司盈利预测难度大,分析师对其盈余预测的准确度反而高^[9]。然而,国内学者对盈余预测难度与盈利预测准确度的探究结论相反,认为上市公司盈利预测难度越大,分析师对其盈利预测的准确度越低^[6-7]。其原因在于西方发达国家的资本市场已经比较成熟,盈利预测难度大的公司,分析师可通过对其进一步的挖掘来降低信息不对称程度,从而寻找自身价值,提高自身竞争优势;而我国的资本市场目前仍不够完善,证券分析师行业尚不成熟,“羊群行为”较多,盈余预测难度从技术层面来说会增大分析师进行盈利预测的成本,降低分析师的关注,从而降低分析师盈利预测的准确度。

本文通过梳理现有研究文献发现,当前学术界和实务界对我国分析师盈利预测准确度及其影响因素的研究尚未形成一个规范体系,对盈利预测准确度的影响因素很少进行分类后的探究,实证度量方法单一,采用大样本进行实证研究的文献比较少,这些都降低了研究结论的说服力,而且研究视角也存在一定的局限性。因此,本文拟采用大样本进行实证研究,分别从主体特征、客体特征以及技术层面三个角度进行分析,并对影响因素的变量设定作进一步改进,使其能够真正反映对盈利预测准确度的影响大小,以弥补现有文献的不足,从而为学术界和实务界工作者认识分析师盈利预测对投资者投资决策有效指导程度以及对我国证券市场的有效程度提供借鉴。

二、理论分析与研究假设

(一) 分析师个人特征与盈利预测准确度

主体特征是影响分析师盈利预测准确度的主要因素。有效市场理论一般假定市场中存在大量的

证券分析师,其会对每个公司的各项信息进行分析和研究,发掘被市场“错误定价”的股票并通过预测报告向投资者提供投资建议,由此可见,证券分析师对有效资本市场来说是不可或缺的,证券分析师盈利预测准确度较差将会影响资本市场的有效性。我国的资本市场目前仍然不够成熟,信息透明度不高,根据代理理论,证券分析师作为信息中介对公司进行盈利预测,能够降低投资者与公司之间的信息不对称程度,可以在一定程度上抑制管理层的盈余管理行为,对公司的外部治理也会起到监督作用^[10]。本文将从分析师关注度(努力程度)角度来考察分析师主体特征对其盈利预测准确度的影响。一般来说,分析师关注度越高,其对信息挖掘得越细致、充分,从理论上讲分析师倾向于得到一致的准确度高的盈利预测。分析师关注度(努力程度)通常包括分析师跟进人数、跟进报告数、预测机构数等指标,分析师在作出盈利预测时喜欢借鉴他人成果^[2],分析师关注度能提高分析师盈利预测的准确度^[4]。基于此,本文提出假设1。

假设1:分析师对上市公司关注程度与其盈利预测准确度之间存在正向关系。

(二) 上市公司特征与分析师盈利预测准确度

客体特征也是影响分析师盈利预测的主要因素,盈利预测准确度与上市公司面临的不确定性有关。资本市场中信息不对称现象普遍存在,证券分析师作为中介机构,通过向投资者提供盈利预测信息来减少投资者与上市公司之间的信息不对称,另外,信息掌握充足的上市公司为了吸引投资者投资,往往会加大信息披露,从而增强投资者的投资信心。上市公司面临的不确定性一般可以从公司规模、公司成长速度以及公司的杠杆水平来分析:一方面,规模越大的公司,经营越规范,信息披露越充分透明^[11]。另外,发展势头好、成长速度快的公司更容易受到投资者的追捧。拥有杠杆水平的公司,债权融资比较困难,往往倾向于股权融资,为持续吸引投资者,公司也会加大信息披露,提高信息透明度,这在一定程度上增强了分析师盈利预测的准确度^[12]。另一方面,规模较大的公司涉及的业务范围比较广,跨区域经营增大了盈利预测难度和误差。高成长速度以及高杠杆水平导致公司面临的不确定性更大,信息不对称的存在使得公司管理层很有可能故意对盈利预测进行高估来吸引广大股民投资,这在一定程度上增大了分析师盈利预测的难度,从而会对其盈利预测准确度产生影响。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设2:上市公司规模与分析师盈利预测准确度之间存在正向关系。

假设3:上市公司成长速度与分析师盈利预测准确度之间存在反向关系。

假设4:上市公司杠杆水平与分析师盈利预测准确度之间存在反向关系。

(三) 上市公司盈利预测难度与分析师盈利预测准确度

探究上市公司盈利预测难度与分析师盈利预测准确度的关系就是探讨技术层面对盈利预测准确度的影响。上市公司盈利预测难度通常用盈余的波动性和盈利的可预测度来衡量,一般来说,盈余波动性越大,统计模型估计盈利预测的准确度就越差,越会促使分析师去挖掘更多的信息来丰富自己的分析。从财务管理角度来看,盈余波动越大说明公司的经营稳定性越差,其面临的不确定性越大,分析师根据有限信息进行的盈利预测准确度越低。被预测公司可预测度通常用其利润中经营性收益或非经营性收益占比来表示,公司收益中非经营性收益的持续性较差,因此,非经营性收益所占比重越大,说明公司未来盈利的不可预测程度越高,分析师的预测难度越大。盈利可预测度在很大程度上决定了分析师盈利预测的准确度,国内外学者对此的研究结论都表明公司可预测度与盈利预测准确度同向变化。从现有文献来看,学者们主要选用上市公司正常性项目占比或非经常性项目占比来衡量。正常经营收入所占比例越高,非经常性损益所占比例越小,表明公司盈利的可预测度越强。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设5:上市公司历史盈余波动程度与分析师盈利预测准确度之间存在反向关系。

假设6:上市公司盈利的可预测度与分析师盈利预测准确度之间存在正向关系。

三、研究设计

(一) 变量选取

1. 被解释变量

本文参考 Crichfield、Thomas 和 Lakonishok 提出的分析师业绩衡量标准^[13],将分析师盈利预测准确度用绝对盈余误差率来衡量。计算公式如下:

$$Accurate = \frac{|AEPS - FEPS|}{|AEPS|} \quad (1)$$

其中, *Accurate* 代表分析师预测的绝对盈余误差率, *Accurate* 越大, 盈余预测的准确度越低; *AEPS* 代表上市公司实际每股盈余; *FEPS* 代表某年内分析师预测的上市公司每股盈余的均值。

2. 解释变量

跟踪研究报告数(*Report*)指证券分析师某年对某公司发布的所有预测报告数,用来衡量分析师对该公司的关注程度。公司规模(*Size*)用公司当年总资产对数来衡量。对于成长速度(*Npgr*),上市公司的成长速度大多采用总资产增长率或净利润增长率来衡量,通常来说,分析师盈利预测关注的应该是公司正常成长速度,因此本文在前人研究的基础上,采用营业利润增长率(公司营业利润本年金额和上年金额的差额与上年营业利润金额之比)来衡量公司成长速度,排除公司非正常成长给分析师盈利预测准确度造成的影响,以便更好地衡量公司的成长性。资产负债率(*Dr*)被视为企业的财务杠杆,既能反映企业偿还债务的能力,又能反映企业资本结构的稳定性。财务杠杆比率越高,意味着公司偿债能力越差,公司的持续经营能力越差,财务风险也越大。历史盈余波动性(*Stdev*)用公司过去 5 年 *AEPS* 的标准差来衡量,最少不少于 3 年。可预测性(*Pc*)通常用上市公司的正常经营利润占营业利润的比重或每股非经常性损益占每股收益的比重来表示。

3. 控制变量

年度(*Year*)为虚拟变量,当样本数据为某一年的预测值时,则对应该年份取值为 1,否则为 0。行业(*Dus*)为虚拟变量,根据中国证监会的老行业分类标准并剔除金融类样本,形成了 5 个行业,当样本公司处于某一个相应的行业时取值为 1,否则为 0。

本文各变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量类型	变量	变量名称	变量定义	预期符号
被解释变量	<i>Accurate</i>	绝对盈余误差率	$Accurate = \frac{ AEPS - FEPS }{ AEPS }$	
	<i>Report</i>	跟踪研究报告数	证券分析师某年针对某公司发布的所有预测报告的数量	-
	<i>Size</i>	公司规模	公司当年总资产的自然对数	-
解释变量	<i>Npgr</i>	成长速度	公司的营业利润增长率	+
	<i>Dr</i>	资产负债率	公司总负债/公司总资产	+
	<i>Stdev</i>	历史盈余波动性	公司过去 5 年 EPS 的标准差,最少不少于三年	+
	<i>Pc</i>	可预测性	公司营业利润与利润总额之比	-
控制变量	<i>Year</i>	年度	虚拟变量	
	<i>Dus</i>	行业	虚拟变量	

(二) 模型构建

参考有关研究,本文建立如下模型:

$$Accurate = \alpha + \beta_1 Report + \beta_2 Size + \beta_3 Npgr + \beta_4 Dr + \beta_5 Stdev + \beta_6 Pc + \sum_{i=1}^3 \beta_{7+i} Year_i + \sum_{j=2}^6 \beta_{8+j} Dus_j + \varepsilon \quad (2)$$

其中, α 为常数, β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 为回归系数, ε 为随机扰动项。

(三) 样本选择与数据来源

本文选取 2012—2014 年我国上市公司为研究对象, 并按照以下条件进行筛选, 最终获得 4090 个样本: (1) 剔除金融类公司数据 (按证监会的老行业分类标准); (2) 剔除 ST、*ST 类公司数据; (3) 剔除数据残缺的公司。本文所使用的证券分析师盈利预测数据、公司财务指标数据以及行业数据均来自于 CSMAR 数据库, 数据处理采用的是 Excel 和 STATA13 软件。为消除异端值的影响, 本文对主要变量做 1% 的 winsorize 处理。

四、实证结果和分析

(一) 描述性统计分析

表 2 报告了全样本各变量的描述性统计情况, 表 3 至表 5 分别报告了不同年度样本各变量的描述性统计情况。从表 2 我们可以看出, 因变量以及少数自变量的均值大于中位数两倍以上, 这不满足高斯-马尔科夫定理, 不能用一般的 OLS 回归方法, 因此本文将其进行对数化处理, 修订模型如下:

$$\begin{aligned} LNA &= LN(Accurate) \\ &= \alpha + \beta_1 LN(Report) + \beta_2 Size + \beta_3 Npgr + \beta_4 Dr + \beta_5 LN(Stdev) + \beta_6 Pc + \sum_{i=1}^3 \beta_{7+i} Year_i + \\ &\quad \sum_{j=2}^6 \beta_{8+j} Dus_j + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

其中, α 为常数, β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 为回归系数, ε 为随机扰动项。

1. 被解释变量的描述性统计分析

由表 2 可知, 我国上市公司分析师盈余预测的绝对盈余误差率均值及中位数分别为 1.330254 和 0.319795, 盈利预测误差右偏, 说明我国现阶段分析师盈利预测水平整体较低, 盈利预测的误差较大。由表 3 至表 5 可知, 绝对盈余误差率均值从 1.621448 下降至 1.196253, 说明我国分析师平均盈利预测准确度逐年增强, 由此可知虽然分析师行业的整体素质不高, 但正在逐步完善。

2. 各解释变量的描述性统计分析

由表 2 可以看出, 上市公司的跟踪研究报告数均值为 21.52, 说明我国证券分析师对上市公司的关注度平均水平较高。从表 3 至表 5 中可以看出, 证券分析师对上市公司的关注度 2013 年较 2012 年有所提高, 2014 年较 2013 年有所下降, 原因主要是 2014 年跟踪研究报告数低于均值的样本量增加。从资产规模来看, 上市公司整体上发展比较稳定, 均值和中位数均在 22 左右。营业利润增长率的均值接近 -16.51%, 说明我国上市公司的平均盈利能力减弱, 其中 2012 年营业利润增长率的均值接近 -40.95%。我们回顾 2012 年的宏观经济可以看到当年世界两个最大经济体的政治事件叠加: 一是十月份的中国领导人换届, 二是十一月份的美

表 2 总体样本的描述性统计

Varies	Obs	Mean	Median	Std	Min	Max
Accurate	4090	1.330254	0.319795	6.397344	3.20e-06	262.497
Report	4090	21.52078	12	26.08816	1	241
Size	4090	22.36039	22.1367	1.330031	16.7575	28.5107
Npgr	4090	-0.1651102	0.040021	2.957467	-19.7804	11.344
Dr	4090	0.4561325	0.4556175	0.2407631	0.007969	8.25642
Stdev	4090	0.2396819	0.169858	0.2560508	0.004283	4.17981
Pc	4090	0.7443327	0.932127	0.717627	-4.40284	1.55593

表 3 2012 年样本的描述性统计

Varies	Obs	Mean	Median	Std	Min	Max
Accurate	1147	1.621448	0.359282	5.850897	0.000298	103.522
Report	1147	20.80296	10	25.58924	1	183
Size	1147	22.39339	22.2251	1.357795	16.7575	28.4058
Npgr	1147	-0.4094895	-0.063997	3.303618	-22.982	11.3344
Dr	1147	0.4952155	0.497069	0.30675	0.031401	8.25642
Stdev	1147	0.2464301	0.169384	0.2534519	0.006143	2.3739
Pc	1147	0.716581	0.937931	0.8253418	-4.40284	1.55593

国领导人换届。领导主体换届带来的国内和国际经济相互影响是中国经济周期的一个拐点,再加上我们在考核历史盈余波动性时剔除了每股盈余少于三年的公司,一般来说,一个企业在创业开始时成长速度较快,由于剔除了这部分正效应强的样本,因此营业利润增长率整体呈现负值也就不难理解了。由回归结果可知,我国上市公司杠杆水平均值逐年降低,说明上市公司资产结构逐年稳定,风险降低,我国证券市场整体环境得到了改善。上市公司各年历史盈余波动均值相差较小,均在0.24左右,由此我们可以排除重大政策变更带来的影响。上市公司盈利的可预测性均值为74.43%,表明上市公司盈利的可预测性较强,而且可预测性逐年稳步增强,说明我国上市公司的正常经营状况逐年有所改善。

(二) 相关性分析

表6报告了在样本中各变量之间的相关关系,据此我们既可对自变量进行初步筛选,也可以检验自变量间是否存在比较严重的多重共线性问题。从表6可知,因变量与6个自变量之间都存在显著的相关关系,而且各自变量与绝对盈余误差率的相关关系与前文的预期均相符。跟踪研究报告数、盈利的可预测性与绝对盈余误差率的相关性较强,而历史盈余波动性、资产负债率与绝对盈余误差率的相关性较弱。公司资产规模与公司历史盈余波动性、公司资产负债率的正相关性较强,资产规模越大的公司,其业务越多元化,跨区域经营往往使得公司面临的不确定性较高,资产负债率就越高,历史盈余波动也就越大。分析师跟踪报告数与资产规模显著正相关。一般认为,规模越大的公司其运营前景越乐观,分析师关注所获收益越多,从而资产规模越大的公司越能引起分析师的关注。同时,分析师关注增加对公司价值的发现与提升具有积极作用。统计学上一般认为,两个变量之间的相关系数大于0.5时说明两者高度相关,可能导致回归方程存在多重共线性问题。由表6可知,本文所有解释变量之间不存在高度相关关系,其中公司资产规模与资产负债率的相关系数最高但低于0.5,由此我们有理由相信本文的自变量之间不存在多重共线性问题。

表6 相关性分析结果

	<i>LNA</i>	<i>LN(Report)</i>	<i>Size</i>	<i>Npgr</i>	<i>Dr</i>	<i>LN(Stdev)</i>	<i>Pc</i>
<i>LNA</i>	1						
<i>LN(Report)</i>	-0.2158 *** (0.0000)	1					
<i>Size</i>	-0.1045 *** (0.0000)	0.3042 *** (0.0000)	1				
<i>Npgr</i>	-0.1513 *** (0.0000)	0.0874 *** (0.0000)	-0.0079 (0.6130)	1			
<i>Dr</i>	0.0745 *** (0.0000)	-0.0640 *** (0.0000)	0.4620 *** (0.0000)	-0.0739 *** (0.0000)	1		
<i>LN(Stdev)</i>	0.0631 *** (0.0000)	0.1453 *** (0.0000)	0.2001 *** (0.0000)	-0.0446 *** (0.0000)	0.0649 *** (0.0000)	1	
<i>Pc</i>	-0.2756 *** (0.0000)	0.1377 *** (0.0000)	0.0420 *** (0.0072)	-0.0585 *** (0.0002)	-0.0530 *** (0.0007)	-0.0450 *** (0.0040)	1

注:***表示在1%的置信水平下显著,括号内为t值。

表4 2013年样本的描述性统计

Varies	Obs	Mean	Median	Std	Min	Max
<i>Accurate</i>	1339	1.241335	0.278339	8.683431	0.000236	262.497
<i>Report</i>	1339	24.79462	13	29.58288	1	241
<i>Size</i>	1339	22.3684	22.1145	1.322343	19.5325	28.4812
<i>Npgr</i>	1339	-0.1962979	0.079393	3.134689	-21.3708	9.89862
<i>Dr</i>	1339	0.4498266	0.452281	0.2100924	0.007969	0.983234
<i>Stdev</i>	1339	0.2417548	0.169209	0.2575113	0.004283	3.43711
<i>Pc</i>	1339	0.768719	0.934118	0.64806	-4.40284	1.55593

表5 2014年样本的描述性统计

Varies	Obs	Mean	Median	Std	Min	Max
<i>Accurate</i>	1604	1.196253	0.3290795	4.110982	3.20e-06	106.455
<i>Report</i>	1604	19.30112	11	22.87422	1	216
<i>Size</i>	1604	22.33011	22.1058	1.316475	18.6113	28.5107
<i>Npgr</i>	1604	0.0726305	0.076672	2.365445	-11.5694	12.3397
<i>Dr</i>	1604	0.4334489	0.426006	0.2052107	0.009063	1.10368
<i>Stdev</i>	1604	0.2331259	0.170426	0.2566812	0.005802	4.17981
<i>Pc</i>	1604	0.7438202	0.9282925	0.6892499	-4.40284	1.55593

(三) 多元回归分析

表7是多元回归分析结果。从表7可以看出,跟踪研究报告数 $LN(Report)$ 的估计系数小于0且在1%的水平上显著,这与假设1相符,说明分析师加大对被预测公司关注程度(努力程度)能够降低其平均盈利预测的偏差,增强其盈利预测的准确度。针对分析师盈利预测的“羊群行为”我们研究发现,其并未降低分析师盈利预测的准确度,然而从资本市场整体的效率来

表7 多元回归分析结果

Varies	expected symbols	Coef	Std	T	P	VIF
$LN(Report)$	—	-0.1736629 ***	0.0196359	-8.84	0.000	1.23
$Size$	—	-0.1248835 ***	0.0222134	-5.62	0.000	1.58
$Npgr$	+	-0.0611672 ***	0.0080342	-7.61	0.000	1.02
Dr	+	0.6180313 ***	0.1172	5.27	0.000	1.44
$LN(Stdev)$	+	0.1414289 ***	0.0280958	5.03	0.000	1.07
Pc	—	-0.5150563 ***	0.0335135	-15.37	0.000	1.05
_cons		2.114959 ***	0.482496	4.38	0.000	
$Year/Dus$			已控制			

注:***表示在1%的置信水平下显著。

看,分析师盈利预测的“羊群行为”带来重复的低成本信息,使得分析师盈利预测信息的有效性减弱,从而导致分析师对公司的关注可能是低效或无效的。公司资产规模 $Size$ 的估计系数小于0且在1%的水平上显著,这与假设2相符,说明资产规模越大的公司其管理越规范,信息披露也越充分,证券分析师盈利预测的误差就越小。营业利润增长率 $Npgr$ 的估计系数小于0且在1%的水平上显著,这与假设3不符。冯旭南和李心愉的研究表明分析师对于具有高成长性公司的盈利预测准确度较低^[8],验证了理论分析的第二种情况,而本文的研究结果说明我国成长速度越快的上市公司,其受到的关注程度越高,公司信息越加公开、透明,证券分析师盈利预测误差也就越小,与理论分析中的第一种情况相符。本文针对成长性对盈利预测准确度影响的研究结果表明:随着我国资本市场的进一步完善,成长性较好的公司受到的市场关注度提高,证券分析师会更加努力地去挖掘这些公司的信息,这有利于减少分析师与上市公司之间的信息不对称,同时分析师的盈利预测会减少投资者与上市公司之间的信息不对称。资产负债率 Dr 的估计系数大于0且在1%的水平上显著,这与假设4相符,说明资产负债率越高的公司,财务风险越大,未来经营的不确定因素也越多,信息不对称现象越严重,分析师整理收集的信息可能无法跟上公司的变化,分析师根据滞后信息作出的盈利预测准确度也会大大降低。历史盈余波动 $LN(Stdev)$ 的估计系数大于0且在1%的水平上显著,说明上市公司历史盈余的波动性越大,证券分析师盈利预测的误差率越大,这与财务预测理论一致,与假设5相符。盈利的可预测性 Pc 的估计系数小于0且在1%的水平上显著,这与假设6相符,说明上市公司营业利润占比越高,证券分析师基于公司正常经营发展角度越可以对EPS作出较好的预测。从上述被验证的两个假设可以得出这样的结论:从技术层面来看,上市公司盈利预测的难度越大,分析师盈利预测的准确度就越低。

(四) 稳健性检验

为保证研究结果的可靠性,本文分别对因变量和自变量作替换后进行稳健性检验,结果见表8。根据徐跃的研究^[14],均值和中位数的准确度不会受损于那些较旧的预测值,前文中被解释变量我们采用绝对盈余误差率来衡量,采用某年度内分析师对上市公司预测的每股盈余的均值作为分析师对该公司盈利预测的预测值。在稳健性检验中,我们在控制了行业变量后,运用2014年分析师

表8 因变量稳健性检验结果

Varies	Coef	Std	T	P	VIF
$LN(Rreport)$	-0.1723528 ***	0.036413	-4.73	0.000	1.19
$Size$	-0.2117144 ***	0.0383129	-5.53	0.000	1.83
$Npgr$	-0.0651299 ***	0.0174139	-3.74	0.000	1.01
Dr	1.323893 ***	0.2709472	4.89	0.000	1.77
$LN(Stdev)$	0.208207 ***	0.0484769	4.29	0.000	1.04
Pc	-0.3824271 ***	0.0682713	-5.60	0.000	1.06
_cons	3.537277 ***	0.7942774	4.45	0.000	

注:***表示在1%的置信水平下显著。

对上市公司预测的每股盈余的中位数作为替代变量进行回归。由表 8 的回归结果可知,用中位数来衡量分析师盈利预测年度平均水平的回归结果与前文用均值来衡量分析师盈利预测年度平均水平的回归结果一致,说明本文的实证分析结论具有稳定性。

前文中分析师对公司的关注程度我们采用证券分析师某年度针对公司发布的所有预测报告的数量来衡量,在稳健性检验中,我们采用分析师跟踪人数来衡量分析师的关注程度(努力程度)。我们对分析师跟踪人数做了对数化处理,在控制了行业变量后,运用 2014 年度分析师预测数据进行回归,回归结果如表 9 所示。表 9 回归结果表明,改变分析师对上市公司关注度的衡量指标对分析师盈利预测准确度的影响不显著,说明本文的研究结论具有一定的稳定性。

表 9 自变量稳健性检验

Varies	Coef	Std	T	P	VIF
<i>LN(Number)</i>	-0.1822638 **	0.0804429	-2.27	0.024	1.19
<i>Size</i>	-0.4345312 ***	0.1020242	-4.26	0.000	1.84
<i>Npgr</i>	-0.1251601 ***	0.0420439	-2.98	0.003	1.01
<i>Dr</i>	1.990706 ***	0.6407001	3.11	0.002	1.76
<i>LN(Stdev)</i>	0.3362347 ***	0.1205486	2.79	0.005	1.04
<i>Pc</i>	-1.077363 ***	0.1475295	-7.30	0.000	1.05
<i>_cons</i>	11.51696 ***	2.133447	5.40	0.000	

注:**和***分别表示在 5% 和 1% 的置信水平下显著;*LN(Number)*表示某年内分析师对该家公司的跟踪人数的自然对数。

五、研究结论及建议

本文以国泰安数据库收录的 2012—2014 年非金融类上市公司分析师盈利预测数据来考察证券分析师盈利预测准确度及其主要影响因子,实证结果显示:我国盈利预测平均准确程度不高,盈利预测存在乐观偏误,但盈利预测准确度呈逐年增强的趋势。证券分析师热衷于可预测性较强、历史盈余波动较小、财务风险较低的企业,说明我国证券分析师偏好跟踪预测难度较小的公司,这进一步说明我国证券分析师的盈利预测可能是低效率的,盈利预测随意性较大。上市公司成长速度与分析师对其盈利预测的准确度的同向变动关系表明,随着我国资本市场的进一步完善,成长性较好的公司受到的关注度提高,公司信息更加公开、透明,证券分析师的盈利预测误差也越来越小。分析师对上市公司发布的报告数越多,预测准确度就越高,说明我国证券分析师关注能提高盈利预测准确度。针对分析师盈利预测的“羊群行为”我们研究发现,其并未降低分析师盈利预测准确度,但是考虑到资本市场整体的效率问题,分析师盈利预测的“羊群行为”带来重复的低成本信息,这使得分析师盈利预测信息的有用性减弱,从而导致分析师对公司的关注可能是低效或无效的,我们在今后的研究中会加大对对此问题的关注。分析师对规模越大公司的预测准确度越高,原因主要是规模越大公司的管理越规范,信息披露越充分,这进一步说明我国企业对风险因素、多元化、政治成本等的管理与控制比较规范。

根据本文所得结论,我们提出以下几点政策建议:

第一,为提高证券分析师盈利预测的准确度,应增强证券公司和分析师的自律规范水平,建立完善的证券分析师声誉机制,定期对分析师进行声誉排名。目前证券分析师的薪酬主要来源于手续费佣金,证券分析师利益冲突较大,利益输送问题比较严重,因此证券业相关机构应完善分析师薪酬激励机制,可将其盈利预测的准确度与其职位升迁或解聘挂钩,减少分析师“羊群行为”对预测准确度造成的虚增,以保证证券分析师盈利预测报告能够真正地为投资者投资提供指导作用。

第二,建立完善的分析师培训机制,为分析师开设网络培训课程,提供更加丰富的行业知识及指导规范,增强分析师自身专业技能,培养其职业敏感度,从而提升其解读信息的能力;完善分析师行业的法律法规,对分析师及证券机构作出具体的禁止性规范与处罚标准,以确保分析师提供的盈利预测具有独立性、客观性,从而更好地保证盈利预测的准确性。

第三,目前已有较多文献表明投资者对分析师预测报告使用不足,因此应引导投资者合理使用分析师的预测报告。根据本文的研究结果,我们建议投资者在投资决策时可以信任分析师对成长性较

好、可预测性较强、历史盈余波动较小、财务风险较低的企业预测报告,而对于那些可预测性低、盈余波动大、风险较高等预测难度较大的公司盈利预测应谨慎使用。

参考文献:

- [1] 李刚. 审计质量、分析师盈余预测与资本市场效率[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2014.
- [2] TAMURA H. Individual analyst characteristics and forecast error[J]. Financial Analysts Journal, 2002, 58: 28 - 35.
- [3] 李春涛, 胡宏兵, 谭亮. 中国上市银行透明度研究——分析师盈利预测和市场同步性的证据[J]. 金融研究, 2013 (6): 118 - 132.
- [4] 周开国, 应千伟, 陈晓娴. 媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度[J]. 金融研究, 2014 (2): 139 - 152.
- [5] MATOLCSY Z, WYATT A. Capitalized intangibles and financial analysts[J]. Accounting and Finance, 2006, 46: 457 - 479.
- [6] 李丹蒙. 公司透明度与分析师预测活动[J]. 经济科学, 2007 (6): 107 - 117.
- [7] 石桂峰, 苏力勇, 齐伟山. 财务分析师盈余预测精确度决定因素的实证研究[J]. 财经研究, 2007 (5): 62 - 72.
- [8] 冯旭南, 李心愉. 证券分析师盈余预测误差的决定因素——来自中国的证据和启示[J]. 首都经济贸易大学学报, 2012 (6): 26 - 35.
- [9] KROSS W, RO B, SHROEDER D. Earnings expectation: the analysts' information advantage[J]. The Accounting Review, 1990, 65: 461 - 476.
- [10] 赵保卿, 陈润东. 证券分析师关注、产权性质与审计费用[J]. 南京审计学院学报, 2016 (1): 59 - 67.
- [11] EAMES M J, GLOVER S M. Earnings predictability and the direction of analysts' earnings forecast errors [J]. The Accounting Review, 2003, 78: 707 - 724.
- [12] 狄为, 邢文杰. 财务分析师盈利预测研究综述[J]. 财会通讯, 2015 (1): 115 - 117.
- [13] CRICHFIELD T, DYCKMAN T, LAKONISHOK J. An evaluation of security analysts' forecasts[J]. The Accounting Review, 1978, 53: 651 - 668.
- [14] 徐跃. 再探分析师盈利预测之相对准确性[J]. 商业会计, 2015 (7): 14 - 17.

[责任编辑: 黄 燕]

An Empirical Study on the Accuracy of Securities Analysts' Earnings Forecast in China

WANG Huifang, LI Cuicui

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: Taking the non-financial listed companies in China from 2012 to 2014 as the research sample, this paper makes an investigation on the accuracy of the securities analysts' earnings forecasts and the factors affecting the accuracy on the listed companies. The results show that the average accuracy of analysts' earnings forecast is not high in China. Earnings forecasts have an optimistic bias and the accuracy of forecast has an increasing tendency year by year. Analysts are keen on earnings forecasts for companies with stable earnings, low forecast difficulty, and better operating prospects. The more tracking reports, greater size, faster growthrate and stronger earnings predictability will bring higher accuracy of earnings forecast. The higher leverage level and the greater volatility in earnings in the history bring lower accuracy of earnings forecast. We can find that the leverage level and earnings predictability have great impact on the accuracy of the analyst.

Key Words: securities analyst; analysts' of earnings forecast; information asymmetry; volatility in earnings; Herd Behavior; pricing efficiency in stock market; analysts' concern