

证券分析师盈余预测准确性的影响因素研究

陈海燕

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】提供盈余预测信息的证券分析师是缓解资本市场信息不对称的重要中介。本文首先通过对国内外现有文献的梳理,从证券分析师和目标公司两个角度总结了影响证券分析师盈余预测的影响因素,发现证券分析师的胜任能力、信息来源和利益冲突是现有研究的三大关注重点,目标公司的规模、成长性和盈余质量等也是影响证券分析师预测准确性的重要因素。然后,在文献梳理的基础上,结合对我国证券市场中股价联动、板块轮动和高市盈率率高换手率等问题进行分析,从提高我国证券分析师盈余预测的准确性方面提出了几点建议。

【关键词】 证券分析师 盈余预测 成长性 股价联动

一、引言

证券分析师作为资本市场信息传递的重要中介和有效定价的理性力量,凭借专业能力和资源优势,通过信息的收集和解读,在综合考虑宏观经济、行业环境和公司动态等因素的基础上对所跟踪上市公司的未来前景进行分析,进而作出盈余预测和股票买卖或持有建议。证券分析师研究报告对缓解信息不对称、提高资本市场资源配置效率功不可没,但其积极作用的发挥须以证券分析师盈余预测准确性为基础。

国外关于影响证券分析师预测水平或业绩因素的文献主要分为两类:一类研究被分析公司因素,另一类研究证券分析师自身因素。本文将从证券分析师和目标上市公司特征的角度,梳理国内外现有研究文献,并进一步结合我国证券市场存在的一系列运行效率问题,提出几点提高证券分析师预测准确性的建议。

二、基于证券分析师视角的影响因素

证券分析师作为盈余预测的主体,其职业素养的高低和利益关系的选择必然会对盈余预测的准确性产生影响。通过对国内外文献的梳理,本文从证券分析师胜任能力、信息渠道和利益冲突三方面分析盈余预测准确性的影响因素。

1. 证券分析师的胜任能力。胡奕明(2003)认为,一名合格的证券分析师至少应具备职业道德和专业知识和技能两个方面的素质能力,两者缺一不可;申银万国总经理陈晓升(2009)提出,证券分析师的学习能力、独立性非常重要,只有坚持自己的独立性,才能不受上市公司的干扰,保证研究的真实性。

从已有研究来看,出于优胜劣汰的市场机制考虑,大部分学者都用从业年数(即从业经验)、跟进的公司数和行业数(即组合复杂度)等作为代替变量对证券分析师的道德规范和专业技能进行考量,Clement(1999)根据 IBES 数据研究发现,证券分析师预测的准确度与其经验正相关,与其跟进的公司数和行业数负相关;Rees 等(1999)也发现,证券分析师的工作经验、投资组合的复杂程度会影响其预测的准确性;李悦和王

超(2011)利用中国股市数据同样得出了预测准确性与证券分析师个人能力和投资组合的复杂程度之间存在着不同程度的正相关关系。Brown(1987)和 Kross(1990)的研究还发现,证券分析师预测的准确性同上市公司上次发布财务报告至证券分析师本次预测的间时长度有关。因为证券分析师盈余预测发布越晚,可以接触到的信息量越大。所以,有经验的证券分析师应该把握好报告发布的最佳时机。

2. 证券分析师的信息渠道。证券分析师在撰写研究报告时,会同时采用公共信息和私人信息。

首先,公共信息因其较低的获取成本而成为分证券析师进行盈余预测的重要信息来源(Schipper, 1991)。对公共信息的收集和解读能力是证券分析师专业技能的集中体现。McEwen, Hunton(1999)对不同证券分析师对公共信息的关注点进行了分析,发现预测准确度比较高的证券分析师更注重公司信息、关键财务比例和过去五年的收益汇总信息,而准确度较低的证券分析师更注重公司年报及附注。Bowen 等(2002)对公司新闻发布会对证券分析师预测准确性的影响进行了检验,重点是上市公司召开与盈利相关的新闻发布会是否会增加证券分析师获得更多的有用信息,结果发现公司新闻发布会的召开可以提高预测的准确度并减少证券分析师的分歧,尤其可以为以前预测业绩较差的证券分析师提供更多帮助。胡奕明等(2003)通过问卷调查发现,国内证券分析师工作经验不足,重点关注公司财务报表信息,但对公司治理结构、薪酬结构、人员素质和审计意见等不够重视。

其次,Chen, Jiang(2006)通过分析 1985~2001 年全美机构分析师的盈余预测数据,发现证券分析师在进行盈余预测时,赋予其私人信息的权重更高,预测行为无效。在美国发达的资本市场尚存在私人信息高权重行为预测,那么,对于资本市场起步较晚、市场秩序较差的中国资本市场而言,公开信息披露质量低下等问题会使证券分析师获得公共信息的质量要远落后于发达国家,必然导致他们更加倚重与上市公司沟通

接触过程中得到的私人信息来进行预测。

另外,证券分析师对于公司基本面信息和公司特质信息的选择也是一个值得关注的问题。Chan、Hameed(2006)根据美国股市的数据得出证券分析师跟进更多地体现宏观层面而非公司特质信息。朱红军等(2007)利用 WIND 数据库中 2004~2005 年的数据进行股价同步性和信息含量的实证研究,结果表明,通过证券分析师的活动,更多的企业层面的信息被包含在公司的股价中,减少了 PEAD 现象,降低了股票价格的同步性,提高了资本市场的运作效率。然而,冯旭南等(2011)以 A 股 2005~2009 年的上市公司为样本,提出随着证券分析师跟进数量的增加,股价的同步性不降反升这一相反的观点。尽管这一问题在学术上仍然存在争议,但证券分析师在进行盈余预测和股票估值时,更多地收集公司特质信息、增加股票价格信息含量,能提高资本市场运行效率这一结论是许多研究者认可的。

3. 证券分析师的利益冲突。Downen(1989)、Calderon(1993)、Chopra(1999)、Boni 和 Comack(2002)等国外学者研究发现,证券分析师的盈余预测往往存在乐观偏差。这种乐观偏差与证券分析师受到供职券商、目标公司管理层和投资者偏好等多重压力有着必然联系。

(1)证券公司的压力。供职于券商的证券分析师并不直接为券商创造收入,他们的报酬往往与券商发行的证券交易量佣金、证券承销费用挂钩。业界普遍实施的与业绩捆绑的薪酬计划会导致证券分析师为了促销承销商的股票而出具带有乐观倾向的研究报告。Dugar 和 Nathan(1995)、Lin 和 McNichols(1998)、Michaey 和 Womack(1999)分别研究发现,为了迎合证券公司的利益,招揽更多的投行业务,承销商证券分析师提供的盈余预测和投资评级比非承销商证券分析师更为乐观,独立性更差。原红旗等(2007)以 2003~2004 年进行融资的公司为样本,发现承销商分析师并没有因为拥有信息优势而做出比非承销商证券分析师更准确的预测,乐观偏差反而更大。但 Jacob 等(2003)、Clarke 等(2004)、Cowen 等(2006)研究表明,并没有相关证据显示因为券商的压力而导致的利益冲突会使证券分析师作出更加乐观或降低其分析准确度的预测。

(2)目标上市公司的压力。Boni、Womack(2001)研究显示,69.3%的券商认为,卖方证券分析师一般会发布较为乐观的研究报告,其中的一个重要因素就是考虑到公司管理层的压力。Nichols、O'Brien(1997)也通过研究发现,证券分析师会考虑到公司管理层的压力而尽量回避或拖延发布负面消息;而实地了解目标上市公司,并与上市公司管理层进行沟通是证券分析师获得非公开信息来源的重要途径。为了与管理层保持良好的合作关系,证券分析师在发布盈余预测和投资评级时也往往会有失偏颇。

(3)个人职业发展压力。Krigman、Shaw 和 Womack(2001)研究发现,证券分析师的研究报告是公司选择投资对象时重点考虑的因素。发布较为乐观的预测对证券分析师个人职业生涯的发展有正向作用(Lim,2001;Hong 和 Kubik,2003)。Hong 等(2000)和 Welch(2000)从实证上探讨了证券分析师

为了建立自己在业界的声誉,会出现放弃自己的私人信息而跟从其他证券分析师的“羊群行为”现象。

(4)个人声誉的反向抑制效应。对于年轻证券分析师而言,声誉忧虑会导致“羊群行为”的出现,但另一方面,就职于高声誉券商的分析师会提供更为准确的信息,Fang、Yasuda(2005)的实证分析表明,声誉机制会对预测准确度产生正向约束力;Jackson(2005)、Clarke 等(2007)的研究也表明,声誉良好的分析师不愿为了帮助券商而扭曲其预测或建议。

三、基于目标公司视角的影响因素

对于证券分析师而言,虽供职于券商,但目标上市公司才是其需要深入了解并提供专业服务的客户(除了券商的承销和经纪业务)。下文将主要从目标上市公司特征的角度考察其对盈余预测的影响。

1. 目标公司的规模。目标公司的规模会对“分析师跟进数量”和“信息披露质量”产生影响,并影响证券分析师盈余预测的准确性。多数研究证明公司规模与盈余预测准确性有正相关关系,但 Kross 等(1990)选取 1973~1981 年间 279 家公司作为样本进行研究,发现企业规模大小与预测优势没有显著关系。Downen(1989)虽然通过研究发现公司规模和证券分析师跟进量的大小与预测误差有正相关关系,但他同时强调这几种因素之间的关系不够稳定,会随着时间的变化而变化。石桂峰等(2007)以 2004~2005 年上市公司数据为样本,研究提出公司规模越大,盈余预测准确性越低的观点。

Bhushan(1989)研究指出,证券分析师为了满足客户对大公司的偏好,将更多的精力投入到对大公司信息的收集和分析中,这种偏向会导致证券分析师对大公司盈余预测的优势要大于对小公司的盈余预测。此外,国内外很多学者的研究也表明对一家公司作出盈余预测的证券分析师的数量同对该公司预测的准确性正向相关(Parkash 等,1995;Brown,1997;岳衡等,2007)。大公司股票流动性越强,受到投资者的关注度越高。投资者作为证券分析师研究报告的需求方,在一定程度上决定了证券分析师跟进公司的选择,所以,规模较大的公司往往吸引大量的证券分析师跟进。

另外,Ghosh、Moon(2005)研究了证券分析师对上市公司发布信息的依赖程度与审计任期的关系,研究发现审计任期越长(审计质量越高),证券分析师作出的盈余预测与公司盈余信息相关程度越高。规模较大的公司会受到更严格的来自社会各界的监督,信息披露的质量相对于小公司而言更好。Lang、Lundholm(1996)的研究表明,提供了较多信息的公司会吸引更多的证券分析师跟进,证券分析师的预测准确性和一致性都会提高,而且日后对报告的修正频率也会减少。因为证券分析师可以更低成本获得更多的上市公司信息,进而提高盈余预测信息的相关程度。

2. 目标公司的上市时间。一般而言,新上市的公司规模都相对偏小、流通股份偏少(除了我国特有的股改现象)。得到投资者和分析师的关注度较低。但是,新上市公司立足资本市场,更愿意主动与证券分析师、金融机构等建立友好关系,提供更多的私有信息。所以证券分析师从新上市的公司处得到

的信息量更容易使其出具更为准确的盈余预测报告。Abrecht等(1977)研究指出,公司上市时间的长短会影响盈余预测的准确性;岳衡等(2008)通过实证研究证明,公司上市离IPO公告的间隔越长,证券分析师盈余预测的优势就越大。

3. 目标公司的盈余质量特征。证券分析师在选择目标公司时,非常重视其盈余质量。Bricker等(1999)研究发现,证券分析师具有风险规避性,倾向于跟踪风险较低、盈余波动性较小的公司。McNichols、O'Brien(1997)也发现分析师更倾向于选择盈利能力强且增长潜力大的公司。

现有文献主要是从“盈余平滑程度”和“盈余操作程度”两方面来研究公司盈余的波动性和可靠性对证券分析师预测的影响。而Kross(1990)、Das(1998)、岳衡等(2008)、范宗辉等(2010)国内外学者却在研究中都论证了盈余波动性和预测准确性的反向关系。另外,Dowen(1996)、Hwang等(1996)、Coen等(2005)也通过研究发现,与盈利公司相比,对亏损公司和盈利下滑公司的盈余预测难度和风险更大,预测的误差也更大。Brown(2000)发现,当公司管理层报告损失时乐观偏差就会出现,而当公司管理层报告获利时这种乐观偏差就会消失。可见,盈余的临界性对证券分析师盈余预测的影响程度较大。当公司处于亏损或微利状态时,管理层盈余操纵的动机更大,而人为操控会导致盈余信息偏离真实价值,进而增加证券分析师盈余预测的难度。

值得注意的是,Kross(1990)提到,就相对准确性(相对于统计模型)而言,当盈余波动较大时,证券分析师的盈余预测优势就大。因为当盈余波动越大时,通过统计模型得到的数值偏离真实值的概率就越大,而证券分析师越有动力搜集这类公司的信息,力求做出相对准确的预测。这一行为体现了证券分析师愿意通过承担风险提高声誉的动机。Barth等(2001)关于无形资产对于证券分析师跟进的影响研究也支持了上述观点,无形资产越多意味着信息越不对称,但是证券分析师却更有动机去跟踪这类公司。笔者认为,出于风险收益的衡量,证券分析师通过承担风险而提高声誉的现象在我国不充分竞争的证券市场中还不具备生存的土壤。

另外,目标公司所在行业、管理层持股比例、机构持股比例等因素也会通过影响公司的盈余质量而影响证券分析师的盈余预测。Capstaff等(2001)研究发现,相对于交通及消费耐用消费品部门,证券分析师对公共事业及医疗卫生单位的预测更为准确。郑亚丽和蔡祥(2008)以2004~2006年A股被证券分析师预测的上市公司为样本,通过实证发现目标公司机构持股比例越高,盈余预测的准确度越高;Lang等(2003)发现证券分析师更不愿意跟踪那些管理层是最大控股股东的公司,因为他们具有更大的盈余操纵可能和动机。林小驰等(2007)也发现证券分析师更倾向于预测控股股东持股比例较高、流通股比例较低、实际控制人为非政府的公司。

四、基于我国证券市场现状的影响因素

在我国证券市场的发展才经历了20个年头,证券分析师这一角色活跃在证券市场上也不过寥寥数年。2005年开始的股权分置改革为我国证券市场的发展突破了制度禁锢,股市

迎来新一轮大牛市,也促进了证券分析师这一行业的空前发展。但2008年金融危机之后,股市从6000多点狂泻至1800点,经历了大幅调整,陷入漫漫熊市。由此,证券分析师行业也一度陷入“信任危机”的低谷,他们的职业能力和可信用再次受到市场严峻的考验。但可以肯定的是,现阶段的证券分析行业已经逐渐规范化和专业化,上市公司队伍、投资者结构等环境与国外成熟市场也更具可比性。下文将重点分析对证券分析行业产生直接影响的我国证券市场的现状。

1. “股价联动”现象。“股价联动”现象会使股价包含较大的“噪音”,从而增加证券分析师收集解读信息的难度;另外,也会使投资者更愿意关注市场层面的信息,证券分析师的专业预测得不到重视。所以,“股价联动”现象会制约证券分析师的工作积极性,增加“羊群效应”的负面影响。

Roll(1988)首先提出 R^2 统计量能够反映股票收益受市场影响的大小,即 R^2 越大表明股价变动同步性越高。资料显示,我国2004~2010年的 R^2 均值分别为41%、33%、24%、37%、51%、39%和32%。从数据的走势来看,在我国股市经历牛熊市交替的这段时期内,股价的“齐涨齐跌”表现为明显的同步起伏。股市繁荣时期联动现象有所缓解,而股市的暴跌则会使个股完全偏离基本面。全球金融危机之后,随着国家宏观调控和投资者信心的恢复,“股价联动”的程度有所下降。虽然我国股价同步性仍然高于发达国家(朱红军等,2007),但是可以看到其逐步完善的趋势。

2. “板块轮动”现象。对证券分析师能力的考察,不仅要看其预测绩效能否跑赢大盘,而且要看其能否跑赢同等规模股票的平均水平。但是,我国股市中存在的“板块轮动”现象在一定程度上增加了证券分析师工作的复杂程度。根据巨潮指数网中巨潮大盘和巨潮小盘的历史表现可知,在牛市开始之际,大盘股跑赢并拉动小盘股,2006年之后,小盘股扶摇直上,走势强劲胜于大盘股。到了2008年,受到金融危机的冲击,大盘股首先开始价值回归之途,小盘股在跌宕起伏之后陡然直下,意味着牛市的结束。2008年之后,小盘股的走势又明显强于大盘股,大盘股表现一路欠佳,踏上新一轮的熊市之路。如此明显的“板块轮动”与目前我国投资者不够成熟有关,这会使整体市场信息胜于公司基本面信息,证券分析师致力于把握短期热点、追求短期利益将导致预测质量下降。

3. “高市盈率高换手率”现象。市盈率和换手率的高低是衡量证券市场投机程度的重要指标。根据上海证券交易所的统计年鉴资料显示,我国2008~2010年沪市A股的年末平均市盈率分别为14.86%、28.78%和21.6%;年平均换手率分别为401.6%、511.46%和199.27%。我国股市的市盈率和换手率明显高于国外成熟市场,说明市场投机氛围浓厚、股价波动性大、风险较高,这些因素都会给证券分析师盈余预测的准确性造成负面影响。

4. 金融监管不足。近几年有关证券分析师的负面新闻时有发生,如“黑嘴”汪建中、“名嘴”孙成钢、联合证券宋华峰案等,证券分析师利用虚假信息误导投资者,甚至与庄家勾结操作股价的行为还未能受到金融监管的强制约束。

1997年以来,我国陆续发布了一些适用于监管证券分析师行为的规定,在强调证券分析师的道德规范、防止因利益冲突而发布虚假预测信息、操作市场、误导投资者等方面起到了一定的作用。2005年修订实施的《证券法》规范了投资咨询机构及其从业人员从事证券服务业务的行为,并对内幕交易、虚假陈述的法律责任都作出了规定。但仍然存在一些不足的地方,如缺乏针对信息隔离或利益冲突的专门性法律规范;证券分析师信息披露制度缺乏操作性;中国证券业协会的职能还未完全发挥等等。总体而言,我国证券市场在金融监管方面还处于法律规定尚未系统化,行业自律流于形式的阶段。

五、研究总结与实践启示

1. 盈余预测影响因素研究的总结和展望。国外有关证券分析师盈余预测的研究始于19世纪60年代,对其影响因素的相关研究已经形成一个成熟的体系,而我国的相关研究才刚刚起步,实证研究主要用于检验盈余预测市场反应。我国对于盈余预测准确性影响因素的研究,主要集中于介绍国外的研究成果,实证论据还相对缺乏,仍不能自成体系。另外,已有的实证研究还存在着度量方法单一、数据来源不足、研究视角局限等问题。特别是对于证券分析师利益冲突方面的研究,结合行为金融学的实证研究更是鲜见,而且仅限于探讨承销业务和声誉机制的影响。

对于未来研究方法的展望,本文在梳理国内外主要文献的基础上总结出了以下两点:第一,证券分析师能力来源问题,国外学者已经给出了诸如风险状态、魅力股等解释,但这一领域还有大量谜团需要解答,结合我国市场的特征进一步深入分析公共信息和私人信息关注度及权重大小对盈余预测的影响具有重要现实意义。

第二,利益冲突问题,国内对这一领域的实证研究还相对缺乏,可以结合行为金融学对薪酬机制、声誉机制、盈利模式和金融监管等因素作进一步的全面分析。

2. 提高我国证券分析师盈余预测准确性的建议。我国证券市场中“股价联动”、“板块轮动”、高换手率和金融监管不足等现象的存在,不仅增加了证券分析师盈余预测的难度,而且打击了证券分析师独立客观工作的积极性。为此,本文在梳理已有研究成果的基础上,结合我国证券市场发展中存在的问题,提出以下几点建议:

(1)加强证券分析师队伍建设。证券分析师专业素质和职业道德的提高,不仅需要通过他们自身不断努力,而且需要专业协会的组织努力,集体的帮助这一外因的作用也不可小觑。国外证券分析师协会的宗旨之一即壮大证券分析师队伍、提升证券分析师影响力。并且协会也为践行这一宗旨做出实质性的工作,如提供包括教育培训、研讨会和专业论文发表等服务。同时,会员的参与度和积极性也很高,通过协会的网络平台,内部成员之间甚至与国外证券分析师团队的联系也非常紧密。在我国,中国证券业协会虽然已经成为ASAF、ACIIA等国际证券分析师团体的成员,但是很多工作还未开展,上述国外协会的优秀经验值得我们借鉴。

(2)改进和完善薪酬机制。我国证券公司的盈利模式比较

单一,主要收入来自于手续费佣金。拓宽证券公司的盈利渠道、降低佣金收入对经营的关键影响,能增加券商改善现有薪酬机制的利润空间,且是抑制证券分析师利益冲突的有效途径;另外,薪酬制度的合理设计也是缓解利益冲突的有效手段,如将证券分析师预测的准确性与其晋升挂钩等。

(3)完善信息披露制度。信息不对称体现在两个方面:其一,上市公司和证券分析师、投资者之间的信息不对称;其二,证券分析师和投资者之间的信息不对称。那么,在提高上市公司信息披露质量的同时,还需要完善证券分析师的信息披露制度。证监会早在2001年10月出台了《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》,但该通知只要求证券分析师对是否存在利害关系进行披露,并没有具体规定披露时间、地点和内容,在实践中缺乏可操作性和约束力。对此,我国可以借鉴美国公平信息披露法的相关规定,在立法上改善目前选择性信息披露的现状。

(4)发挥声誉机制作用。声誉机制对证券分析师利益冲突具有反向抑制作用。但是,在我国缺乏充分竞争的证券市场中,声誉机制对证券分析师的制约力还不够强大。调动证券从业协会和证监会的力量,建立证券分析师的声誉评级制度,并对不同声誉层次的证券分析师进行规范性监管和合法性监管,是充分发挥声誉机制的有效途径。

(5)加强金融监管力度。相对地说,目前我国的证券市场机制还不完善,突出表现为上述所说的齐涨齐跌、板块轮动和高换手率高市盈率的投机特点。近几年的股市又经历了牛熊市的大涨大跌,各种金融异常现象时有发生。那么,在这样一个尚未成熟的证券市场中发展的证券分析师行业,必须推出强有力的金融监管机制。

主要参考文献

1. 郑方镛,吴超鹏.证券分析师报告市场反应研究综述.外国经济与管理,2006;28
2. 胡奕明,林文雄.信息关注深度、分析能力与分析质量版——对我国证券分析师的调查分析.金融研究,2005;2
3. 李悦,王超.中国证券分析师盈利预测准确度的影响因素.山西财经大学学报,2011;33
4. 朱红军,何贤杰,陶林.中国证券分析师能提高资本市场效率吗?.金融研究,2007;2
5. 冯旭南,李心愉.中国证券分析师能反映公司特质信息吗?——基于股价波动同步性和分析师跟进的证据.经济科学,2011;4
6. 岳衡,林小驰.证券分析师VS统计模型:证券分析师盈余预测的相对准确性及其决定因素.会计研究,2008;8
7. 范宗辉,王静静.证券分析师跟踪:决定因素与经济后果.上海立信会计学院学报,2010;1
8. 胡奕明,孙聪颖.国外证券分析师盈余预测实证研究综述.证券市场导报,2005;8
9. 杨大楷,王佳妮,李凡一.证券分析师利益冲突行为的“前因”与“后果”——来自上证A股的经验证据.上海经济研究,2011;11