

媒体关注度、分析师关注度 与盈余预测准确度

周开国 应千伟 陈晓娴

(中山大学岭南学院, 广东广州 510275; 四川大学商学院, 四川成都 610064)

摘 要:本文以2008~2012年深圳证券交易所A股主板上市公司为样本,研究媒体关注度对分析师盈余预测准确度的影响并挖掘其影响机制。实证结果发现,媒体关注度的增加会显著提升分析师关注度,而且通过分析师关注度这一中间渠道进一步提高了分析师盈余预测准确度。进一步的研究表明媒体关注度对盈余预测准确度的影响主要体现在对分析师过度乐观倾向的纠偏上。本文不仅拓宽了分析师盈余预测影响因素的研究范围,同时也增进了我们对媒体在资本市场中作用的理解。本文根据研究结论提出了如何更好发挥媒体和分析师在资本市场中的作用的建议。

关键词:媒体关注度;分析师关注度;盈余预测准确度

JEL 分类号:G10, G14, G34 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2014)02-0139-14

一、引 言

对证券分析师盈余预测活动的研究一直是国内外学术界的热点话题。国外的经验证据表明分析师盈余预测活动对资本市场的有效运行起到了积极作用(Kross等, 1990; Schipper, 1991; Brown, 1997)。而国内也有不少研究验证了分析师盈余预测活动在资本市场中的价值(吴东辉和薛祖云, 2005)。朱红军等(2007)认为分析师的信息搜寻活动能够提高股票价格的信息含量,从而提高资本市场的运行效率。

收稿日期:2013-10-20

作者简介:周开国,金融学博士,中山大学岭南学院教授,Email: zhoukg@mail.sysu.edu.cn.

应千伟,经济学博士,四川大学商学院副教授,Email: yingqianwei@126.com.

陈晓娴,中山大学岭南学院硕士生,Email: chenxx711@gmail.com.

* 周开国感谢国家自然科学基金项目(71172161, 71231008)、广东省人文社会科学研究重大攻关项目(11ZGXM79001),以及中山大学高校基本科研业务费重大项目培育项目(12wkjc07)的资助。应千伟感谢国家自然科学基金项目(71373167、71003108)、四川大学中央高校基本科研业务费研究专项项目(skqy201312, 2013SCU04A32),以及四川大学引进人才科研启动经费的资助。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。

分析师盈余预测准确度直接决定着分析师盈余预测信息的价值和分析师行业存在的意义,因此研究分析师盈余预测准确度的影响因素就显得尤为重要。国内外学者在这方面展开了大量的研究。已有研究发现分析师预测准确度不仅与公司规模、公司盈余波动性等基本特征相关(Kross 等, 1990; Brown, 1997),而且还会受到分析师自身因素,如分析师从业经验、分析能力、所属机构的规模等因素的影响(Clement, 1999; 胡奕明和林文雄, 2005)。与此同时,还有一些文献关注上市公司信息披露对分析师预测行为的影响,认为上市公司信息披露质量越高,分析师的预测准确度越高(Lang and Lundholm, 1996; Byard and Shaw, 2003; 方军雄, 2007)。虽然上述文献基本理清了公司内部信息披露对分析师预测行为的影响,但对外部媒体的信息披露在分析师预测行为中所扮演的角色却鲜有涉及。

在当今的信息社会中,随着网络的出现和普及,媒体作为信息的主要搜集者、加工者和传播者对资本市场的影响越来越大。除了信息挖掘的功能外,媒体也影响着市场参与者(如分析师和投资者)对上市公司的关注度,从而也会影响他们的情绪和行为。媒体在资本市场中的作用已经引起了理论界和实务界的广泛关注,已逐渐成为国内外学者研究的一大热点新兴课题。目前关于媒体的研究主要涉及媒体对资本市场定价的影响(Fang and Peress, 2009; 张雅慧等, 2011; 游家兴和吴静, 2012),媒体在公司治理中监督功能的实现(Dyck et al., 2008; 李培功和沈艺峰, 2010; 罗进辉, 2012; 杨德明和赵璨, 2012),以及媒体对上市公司履行社会责任的影响(徐莉萍等, 2011),但关于媒体关注度对分析师盈余预测行为影响的实证研究却较为罕见。既然媒体报道为资本市场提供信息,那么是否会影响分析师的预测行为呢?特别的,能否提高分析师盈余预测准确度呢?如果能的话,又是通过什么渠道发挥作用的呢?在什么条件下才能发挥作用呢?这些问题都值得深入研究。

过往文献在研究分析师盈余预测准确度的影响因素时,几乎都是从内部因素出发,而忽略了外在因素的影响,而媒体恰恰是外在的信息传播重要途径,必然会影响分析师的信息来源,因此媒体关注度会影响到分析师的盈余预测准确度。本文研究在目前资本市场环境中媒体关注度对于分析师盈余预测准确度的影响,并挖掘其影响途径。结果发现,媒体关注度的增加会显著提升分析师的关注度,而且通过分析师关注度这一中间渠道能进一步提高分析师预测的准确度。同时,本文还验证了媒体关注度对盈余预测准确度的影响主要体现在对分析师过度乐观倾向的纠偏上,即当分析师存在乐观倾向时,媒体关注度对盈余预测准确度的正面作用更加明显。本文的贡献主要体现在以下两个方面:

其一,本文拓展了关于分析师盈余预测行为影响因素的研究范围。已有的关于分析师盈余预测行为影响因素的文献要么集中于研究对象公司或者分析师自身的特征变量对分析师预测行为的影响,要么侧重于分析上市公司的内部信息披露对分析师预测有效性的作用,然而对于媒体等重要外部信息传播渠道在分析师预测中所扮演的角色却缺乏充分的关注和理解。本文不仅研究了媒体这一外部信息传播渠道对分析师预测准确度的总体影响,而且剖析了其影响的内在机制和渠道。同时还考察了在不同的分析师预测偏差

环境下,媒体纠偏功能的差别,从而进一步增进了我们对分析师预测行为的理解。

其二,本文对媒体在资本市场中的作用这一研究方向做出了一定的推进。以往关于媒体在资本市场中作用的文献一般只重点关注资本市场中的两个行为主体:投资者和上市公司。相应地,这些文献主要涉及媒体对投资者行为和资产价格的影响,媒体的公司治理作用或者媒体对上市公司社会责任履行的影响。然而这一方向上的文献在一定程度上忽略了媒体对资本市场中另一重要的行为主体——证券分析师的影响。本文的研究可以在这方面作为重要补充,从而增进我们对媒体在资本市场中作用的理解。

二、理论分析及研究假设

掌握资本市场和上市公司信息是分析师进行预测的前提,因此信息的来源和质量在分析师的预测中起着至关重要的作用。作为资本市场信息的主要搜集者、加工者和传播者,媒体是分析师预测的主要信息来源之一,从而可能会对分析师的预测行为和结果产生重要影响。

首先从分析师关注度来看,媒体对上市公司的报道可能从供给和需求两方面同时影响分析师对该上市公司的跟踪数量。Bhushan(1989)提出的证券分析服务供求关系模型认为,分析师对上市公司的跟进度取决于证券分析服务的供给曲线与需求曲线共同决定的均衡数量。Lang和Lundholm(1996)采用该模型论述了上市公司的信息披露如何影响证券分析服务的供给与需求。综合信息披露对证券服务供给曲线和需求曲线两方面的影响,以往研究一般认为信息披露程度和分析师的跟进数量正相关(例如Lang and Lundholm, 1996; Nichols and Wieland, 2009)。

除了上市公司本身披露信息以外,媒体作为上市公司信息的挖掘者和传播者,对上市公司的信息公开起到重要的补充,为分析师提供更多的信息来源。因此与上市公司内部信息披露类似,媒体关注度的提高也能提高分析师关注度。针对我国资本市场来说,胡奕明等(2003)的研究发现,在我国分析师对于各类新闻媒体对上市公司经营的相关报道的依赖性非常大,而对于直接接触获取私人信息的依赖性很低。因此中国证券分析师的基本角色是信息传播者,其盈利预测主要采用公开信息,媒体关注度的提高能够增加证券分析服务的供给。另一方面,考虑到中国证券市场发展并不成熟,投资者对于公开信息的分析能力普遍不高,而对于分析师的盈利预测报告的依赖程度较高,媒体关注度的提高会增加分析师报告的信息含量,从而提高投资者对于分析师预测的需求。

综上所述,我们认为在中国资本市场,越高的媒体关注度能够带来越多的分析师跟进,由此,本文提出第一个研究假设:

假设一:媒体关注度越高的上市公司,证券分析师关注度越高,即预测机构跟踪数越多。

证券分析师预测的准确性归根结底取决于分析师拥有的信息数量和质量。Dutta(2011)认为,信息的可得性对于资本市场的效率是至关重要的。媒体作为市场公共信息

的主要提供者,对资本市场的有效运行有很大影响。它同样也是决定分析师信息数量和质量的关键因素。Bushee 等(2010)认为,媒体覆盖面越大越有利于信息的迅速传播,降低资本市场上的信息不对称。胡奕明等(2003)对国内证券分析师的问卷调查分析结果显示,新闻媒体对上市公司经营情况的相关报道是分析师主要的信息来源之一。在传播的内容是否真实可靠方面,Mullainathan and Shleifer(2005)发现,媒体基于自身利益的需要会有意识地迎合读者多样化的观念,导致报道角度多元化,从而使其传播的信息更为准确。由此可见,媒体关注度有助于提高上市公司总体信息披露程度。

以往大部分文献认为上市公司信息披露能够提高分析师盈利预测的准确性。Kross 等(1990)则利用美国数据,直接研究了媒体报道与分析师预测准确度之间的关系,并发现分析师预测准确度与华尔街日报的报道量正相关。Schipper(1991)的研究表明,由于分析师拥有更丰富的信息以及对信息有更有效的利用,分析师盈利预测的准确性优于诸如随机游走等统计模型,并且信息质量越高,平均预测误差越低。Byard 和 Shaw(2003)的研究发现,信息披露质量的提高不仅能够显著改善分析师对公共信息的利用,而且能够显著提高其对私有信息的利用,从而盈利预测的准确性显著提高。Nichols 和 Wieland(2009)也发现上市公司非财务信息披露越多,分析师的盈利预测就越准确。国内学者方军雄(2007)发现上市公司信息披露透明度能显著降低分析师盈利预测时对会计盈利数据的依赖程度,从而提高预测准确性。

根据上述分析本文认为,媒体作为上市公司信息披露的重要载体,通过提供信息和传播信息,拓宽了分析师的信息渠道,从而有可能使得分析师的预测更加准确。由此,本文提出第二个研究假设。

假设二:上市公司受到的媒体关注度越高,分析师对其盈余预测准确度越高。

媒体关注度具体通过什么渠道影响分析师预测准确度呢?这一问题还需进一步分析。根据前面的分析,媒体关注度提高有助于拓宽分析师可利用的信息来源。然而,如果要使得可利用的媒体信息能够最终反映到分析师预测的准确度中还存在一个重要前提:媒体信息需要引起分析师的关注。分析师作为发布盈余预测的主体,其预测准确度直接受到其本身对上市公司关注度的影响;只有引起更多分析师关注的媒体信息才能充分嵌入到分析师的预测行为中,从而影响分析师预测准确度。对同一公司,发布盈余预测的分析师越多,说明公司受分析师关注的程度越高,盈余预测中所包含的信息就越多,预测也将越准确。Bhushan(1989)认为跟进公司的分析师越多说明市场对该公司的信息需求越多,同时也反映了分析师从公司能够获得的信息量也越多。而跟进公司分析师数量的增加,也可以加剧他们之间的竞争,从而促进预测准确度的提高(Coen 等, 2005)。

根据假设一,媒体关注度的提高能够提高分析师关注度;而这里的分析又得出,分析师关注度的提高能够提升预测准确度。因此,本文提出以下第三个研究假设。

假设三:媒体关注度对分析师盈余预测准确度的提高是通过提高分析师关注度这一中间渠道而实现的。

进一步地,分析师除了被动接受外部传播的媒体信息以外,自身也会主动收集和挖掘

上市公司的相关信息。而分析师持有“乐观预期”还是“悲观预期”往往可以作为判断分析师自身掌握上市公司信息多少的一个信号。这是因为,当分析师缺乏关于公司盈余的足够信息时,对公司的盈余预测往往表现为“乐观预期”。众多研究表明,在缺乏确切消息的情况下,受制于各种利益冲突,分析师进行盈余预测时往往存在“乐观偏差”,即他们倾向于发布过度乐观的盈余预测与股票评级(Mola and Guidolin, 2009; 曹胜和朱红军, 2011; 许年行等, 2012)。相反,如果分析师持有“悲观预期”,往往表明分析师自身已较为充分地掌握上市公司的信息(负面或预亏信息),从而不敢再发布乐观预测。

由此可见,平均而言,当分析师持有“乐观预期”时,其自身掌握的公司信息相对较少,此时媒体的报道对于分析师来说更具有信息价值,更容易引起分析师的关注;相反,当分析师持有“悲观预期”时,分析师自身掌握上市公司盈余的信息相对较多,此时媒体报道对分析师的信息价值较低,媒体关注度提高并不能引起分析师显著更高的关注度,相应的预测准确度也不会受到显著影响。据此,本文提出第四个研究假设。

假设四:分析师盈余预测持有乐观预期的情形下,媒体关注度的提高通过影响分析师关注度显著提高盈余预测准确度;而在分析师盈余预测持有悲观预期的情形下,媒体关注度的提高并不能显著影响分析师关注度,从而不能显著影响盈余预测准确度。

三、研究设计

(一)样本选取和数据来源

本文以深交所A股主板上市公司为样本,^①并根据国泰安数据库(CSMAR)中的分析师预测数据进行整理,最终得到深交所A股主板所有具有预测数据的公司样本。样本区间为2008~2012年,筛选原则如下:(1)剔除部分数据缺失的公司;(2)剔除盈余预测绝对误差大于2的公司样本;(3)剔除新闻搜索结果与上市公司相关性低的样本,如农产品,西安旅游等,最终得到1314个样本作为研究对象。2008~2012年的样本量分别为204个、288个、285个、286个、251个。证券分析师盈余预测数据和公司财务数据来源于国泰安数据库,信息披露质量数据来自深圳交易所上市公司诚信档案中的信息披露考评。媒体关注度则是通过手工收集,以下详细说明。

(二)指标的构建

1. 证券分析师盈余预测准确度

本文采用国泰安数据库2008~2012年所有预测机构对样本公司每股盈利的预测数据。对同一家公司,在会计年度内新的证券分析师会加入预测的行列,已做出预测的分析师也可能修改之前的预测。本文选取了公司实际收益公布前每个预测机构的最终预测值,取平均值作为分析师预测每股盈余。

^① 由于本文研究中用到信息披露透明度作为控制变量之一,目前只有深交所对上市公司信息披露质量进行评级,上交所则没有,因此本文仅限深交所上市公司为研究对象。

本文采用分析师盈余预测的绝对误差比率(FERR)来表示盈余预测准确度。预测误差与预测准确度呈反向关系,即预测误差越大,预测准确度越低。计算公式为: $FERR = |AEPS - FEPS| / |AEPS|$ 。其中 AEPS 为公司实际每股盈余,FEPS 为分析师预测每股盈余。

2. 媒体关注度(LNMEDIAAT)

本文利用百度新闻搜索平台手工收集了被预测年度包含上市公司股票名称的新闻报道数量,作为媒体关注度的衡量指标。具体的做法是将上市公司的股票名称键入百度新闻搜索平台进行分时段搜索,并以搜索结果中的新闻条数作为媒体对该公司股票的关注度。如果媒体的新闻报道数量越多,说明媒体对上市公司的关注度越高。

在以往的研究中,李培功和沈艺峰(2010)选择了用六份报纸作为报道来源,分别是《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《中国经营报》、《经济观察报》和《21 世纪经济报道》。本文不选择官方报纸而选择网络搜索平台的主要原因是:第一,现今报纸的影响力和普及力已经不如网络;第二,虽然在内容上,报纸可能比网络更有深度,但是就总体而言,报纸的信息覆盖面较窄,而且缺乏时效性。第三,拥有实体报纸的媒体基本上都有网络同步报道,而仅仅使用代表性报纸难以全面衡量媒体对上市公司的关注度。百度是目前国内最大的中文搜索引擎,用户多,覆盖面广,因此本文选择百度新闻搜索平台。目前国内关于互联网研究大多基于百度。利用百度新闻搜索平台也排除了直接使用百度搜索的噪音。

3. 分析师关注度(Follow)

由于本文研究的重点对象盈余预测准确度采用预测机构的预测数据来计算,我们观察到的是,每家机构对某一上市公司的盈余预测只有一个数据,而不知道机构内部有多少分析师对这家上市公司的盈余进行预测,因此,本文用预测年度内对上市公司做出盈余预测的预测机构总数作为分析师关注度的衡量指标,根据国泰安数据库披露的预测机构数据便可以简单的统计预测机构总数。跟踪上市公司的预测机构数量越多表明对上市公司进行分析的分析师越多,即分析师关注度越高。

4. 控制变量

公司的规模(LNASSET):以预测年度前一年上市公司公布的总资产取自然对数计算。规模不同的上市公司受到媒体关注度可能不同,另外,大量文献也表明公司规模和分析师预测准确度之间存在相关关系。

盈余的波动性(EPSV):以预测年度前 3 年每股收益变动标准差计算。盈余波动性表明了上市公司经营的稳定性,盈余波动性高的上市公司证券分析师对其进行盈余预测的难度也较高。

被预测公司的信息披露透明度(Opaque):上市公司的信息披露是证券分析师重要的信息来源。自 2001 起,深交所会计年度为考核期间,从信息披露的及时性、准确性、完整性和合法性四个方面对深交所上市公司信息披露质量进行考评,考核结果分为优秀、良好、及格和不及格四个等级。考评结果可能会影响媒体对上市公司的关注度,也会影响盈

余预测准确度。变量 Opaque 表示公司的信息披露透明度指数,优秀为 0,良好为 1,及格为 2,不及格为 3。

年度虚拟变量:随着国内媒体的快速发展,媒体对上市公司的关注度逐年增加。为了控制时间的影响,本文设置了年度虚拟变量。以 2008 年为基准,当样本处于 2009 年时, Y1 为 1,否则为 0;类似地, Y2 - Y4 分别表示 2010 ~ 2012 年。

行业虚拟变量(INDUS):处于不同行业的上市公司,受到的媒体关注度可能不同。根据深交所的行业分类标准,本文样本涉及 15 个行业,因此引入 14 个行业虚拟变量。

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

关于样本公司的盈余数据描述性统计如表 1 所示。从中可以看出,无论是均值还是中位数,分析师预测的每股盈余 FEPS 均高于实际每股盈余 AEPS,说明我国分析师对上市公司盈余预测整体上存在乐观倾向,这与吴东辉和薛祖云(2005)的研究结论一致。从各年情况来看,分析师的预测准确度比较低,样本所在五年的预测误差均值都在 30% 以上,说明目前我国分析师的预测水平不高。2008 年的平均误差高达 53%,主要原因是 2008 年金融危机全面爆发,分析师对于金融危机影响的严重程度估计不足。

表 1 盈余数据描述性统计

	2008			2009			2010			2011			2012		
	FEPS	AEPS	FERR	FEPS	AEPS	FERR	FEPS	AEPS	FERR	FEPS	AEPS	FERR	FEPS	AEPS	FERR
均值	0.47	0.30	0.53	0.41	0.37	0.33	0.53	0.47	0.38	0.59	0.49	0.42	0.55	0.45	0.39
中位数	0.36	0.25	0.38	0.28	0.27	0.19	0.39	0.31	0.23	0.41	0.32	0.26	0.36	0.30	0.20
最大值	2.52	2.49	1.95	3.56	4.09	1.94	2.82	3.22	1.67	4.13	3.71	1.94	3.06	3.14	1.99
最小值	-1.36	-2.22	0	-0.27	-4.21	0	-0.18	-0.97	0	-0.75	-2.43	0.00	-0.52	-1.17	0.00
标准差	0.46	0.52	0.51	0.45	0.58	0.38	0.48	0.52	0.39	0.63	0.66	0.43	0.57	0.60	0.45
样本数	204	204	204	288	288	288	285	285	285	286	286	286	251	251	251

从媒体关注度的描述性统计(表 2)看,从 2008 年到 2012 年,媒体关注度均值逐年增加,可见我国媒体在资本市场中的作用逐渐突显。分析师关注度从均值来看,有递增趋势(除了 2010 年以外)但是总体差别不大,这主要是由于分析师对上市公司的关注属于“有限关注”,即由于资源的有限性,个体对特定事物的关注是以减少对其他事物的关注为代价的。预测机构总数上不发生大的变化,他们根据对市场的判断来选择目标预测公司。

表 2 媒体关注度和分析师关注度的描述性统计

	MEDIAAT					Follow				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
均值	14170.58	20917.38	42077.92	61112.26	74117.18	8.91	9.10	10.16	9.38	9.26
中位数	4165	6485	15600	16450	21700	5	5	6	5	5
最大值	877000	1140000	1780000	5440000	1400000	40	54	55	46	47
最小值	4	1	56	85	189	1	1	1	1	1
标准差	65580.39	93175.12	131398.3	338530.2	190997.9	9.17	10.06	10.51	9.61	9.70
样本数	204	288	285	286	251	204	288	285	286	251

根据媒体关注度中位数将总样本分成两组。如表 3 所示,在媒体关注度高的样本组中,无论是均值还是中位数,分析师关注度相对较高,盈余预测误差相对较低,即预测准确度较高。这为媒体关注度通过影响分析师关注度从而影响分析师盈余预测准确度提供了初步的证据,相互之间严格的逻辑关系在下文做进一步的验证。

表 3 媒体关注度分组描述性统计

	媒体关注度 > 中位数		媒体关注度 < 中位数	
	Follow	FERR	Follow	FERR
中位数	9	0.21	3	0.24
均值	12.45	0.37	6.31	0.42

(二) 回归分析

首先验证媒体关注度是否会影响分析师关注度,为此我们以分析师关注度为被解释变量,以媒体关注度为解释变量进行回归分析,结果列示在表 4 中。结果显示,控制其他因素不变的条件下,媒体关注度与分析师关注度存在正相关关系,并且在 1% 水平上显著,这说明媒体关注度越高的上市公司,分析师对其关注度也越高。由此检验了本文提出的假设一成立。

表 4 媒体关注度对分析师关注度的影响回归结果

变量	系数
LNMEDIAAT	0.915 *** (7.834)
LNASSET	4.127 *** (21.508)
EPSV	-0.143 (-0.176)
Opaque	-2.351 *** (-6.505)
年度(Y1 - Y4)	已控制
行业(INDUS)	已控制
C	-90.730 *** (-19.987)
Adjusted R ²	0.465

注:括号内数值为 t 统计量;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。以下同。

接下来检验媒体关注度对分析师盈余预测准确度的影响是否显著,即验证假设二。只引入媒体关注度变量而没有分析师关注度变量,回归结果如表5中回归(1)所示,媒体关注度的系数符号为负,并且在10%的水平上显著,说明媒体关注度确实与分析师盈余预测准确度存在相关关系,媒体关注度越高,分析师盈余预测误差越小,即预测准确度越高,本文提出的假设二得到验证。

接着检验假设三,需要经过三个步骤完成。第一步是考察分析师关注度对分析师盈余预测误差的影响,只引入分析师关注度变量而没有媒体关注度变量,结果显示为表5中回归(2)。分析师关注度对盈余预测误差的影响为正,而且在1%的水平上显著,说明跟踪上市公司的分析师越多,盈余预测误差越小,准确度越高。第二步是同时加入媒体关注度和分析师关注度两个变量,考察系数的变化,结果显示在表5中回归(3)。分析师关注度对盈余预测误差的影响仍然显著,且系数变化不大。但是媒体关注度系数变小,且对盈余预测误差的影响不显著。即在保持其他条件不变的情况下,如果上市公司受到分析师关注度相同,那么媒体关注度对盈余预测误差并不造成显著影响。这说明媒体关注度并不是直接影响盈余预测准确度,而是通过影响分析师关注度从而影响盈余预测准确度。这一结果初步验证了假设三成立。为了进一步证实这一结论,在前面模型的基础上加入媒体关注度和分析师关注度的交互项,结果显示在表5中回归(4)。交互项系数显著为正,这表明,随着分析师关注度的增加,媒体关注度对盈余预测误差的负影响逐渐减弱,进一步证实了前面的结论,即假设三成立。

表5 媒体关注度对分析师预测误差的影响回归结果

	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)
LNMEDIAAT	-0.012* (-1.724)		-0.000 (-0.055)	-0.010 (-1.236)
Follow		-0.012*** (-8.035)	-0.012*** (-7.836)	-0.026*** (-3.900)
Follow * LNMEDIAAT				0.001** (2.094)
LNASSET	-0.011 (-0.995)	0.040*** (3.172)	0.040*** (3.152)	0.040*** (3.159)
EPSV	-0.048 (-1.017)	-0.050 (-1.081)	-0.050 (-1.079)	-0.054 (-1.163)
Opaque	0.095*** (4.525)	0.066*** (3.163)	0.066*** (3.160)	0.066*** (3.151)
年度(Y1-Y4)	已控制	已控制	已控制	已控制
行业(INDUS)	已控制	已控制	已控制	已控制
C	0.855*** (3.240)	-0.270 (-0.916)	-0.269 (-0.912)	-0.181 (-0.608)
Adjusted R ²	0.068	0.110	0.110	0.113

(三) 分组进一步分析

为了进一步验证假设四,我们将总样本分为乐观组与悲观组两个子样本。重新定义盈余预测误差的计算公式: $FERR = (FEPS - AEPS) / |AEPS|$, 即预测误差带有符号, 当 $FERR > 0$ 时, 表明分析师对该公司盈余预测持有乐观预期(以下简称乐观组)。当 $FERR < 0$ 时表明分析师持有悲观预期(以下简称悲观组)。样本总数 1314 个, 剔除了 22 个 $FERR$ 为 0 的样本, 我们得到乐观组有 919 个样本, 悲观组有 373 个样本, 简单对比这两个数据也可以看出, 分析师对于上市公司的盈余预测的确存在明显的乐观倾向。

表 6 分组描述性统计

	MEDIAAT		Follow		FERR	
	乐观	悲观	乐观	悲观	乐观	悲观
中位数	12500	11800	5	5	0.34	-0.13
平均值	45449	37458	9	10	0.50	-0.19

由表 6 中的中位数看出,相较于悲观组,乐观组受到媒体关注度较高,分析师关注度非常接近,预测误差较大,这一发现与前文的分析结论相吻合。具体分析盈余预测误差,发现乐观组的误差远远大于悲观组的误差,这也证实了分析师持有乐观情绪时对公司盈余预测的误差偏大。下面分别检验在不同组中媒体关注度对分析师预测误差的影响。

我们首先观察分别在乐观组和悲观组中媒体关注度对分析师关注度的影响,结果如表 7 所示。我们发现两组样本得出不同的结果,乐观组中媒体关注度对分析师关注度影响仍然显著,但是悲观组中并不显著。由此可以推断,分析师持有乐观情绪时,媒体关注度的提高能够有效提高分析师关注度,这可能是由于分析师原来并不掌握关于公司的太多信息,或者是信息来源有限,而此时媒体关注度的提高,能够吸引分析师的注意力,引起更多的分析师跟踪该公司,进一步挖掘信息。而当分析师持有悲观情绪时,分析师已经掌握了关于公司的负面信息或者盈余预亏信号,此时媒体关注度提高起到的作用无非是广为传播负面信息而已,并不能提高分析师关注度。

表 7 分组检验媒体关注度对分析师关注度影响的回归结果

	乐观组 (FERR > 0)	悲观组 (FERR < 0)
LNMEDIAAT	0.958 *** (7.187)	0.507 (1.463)
LNASSET	3.888 *** (17.528)	4.769 *** (11.811)
EPSV	0.102 (0.104)	-1.103 (-0.654)
Opaque	-2.394 *** (-5.642)	-2.476 *** (-3.432)

续表

	乐观组 (FERR > 0)	悲观组 (FERR < 0)
年度 (Y1 - Y4)	已控制	已控制
行业 (INDUS)	已控制	已控制
C	-86.047 *** (-16.246)	-101.600 *** (-11.069)
Adjusted R ²	0.461	0.504

进一步我们分组检验媒体关注度对盈余预测误差影响的显著性以及影响机制,重复运用以上模型分别进行回归分析,得出的结果列在表8中。可以看出,乐观组的回归结果与总样本回归结果一致,即:媒体关注度对分析师预测误差具有显著影响;分析师关注度对分析师预测误差也存在显著影响;同时加入媒体关注度和分析师关注度两个变量后,媒体关注度的影响不再显著,分析师关注度的影响仍然显著;加入媒体关注度和分析师关注度的交互项后,交互项系数显著为正。但在悲观组中,回归结果与总样本回归结果存在着较大的差异:媒体关注度对分析师预测误差的影响并不显著;分析师关注度与分析师预测误差仍然显著负相关;媒体关注度与分析师关注度交互项虽然符号仍为正,但在统计上并不显著。这一结果表明,在乐观组中,媒体关注度通过影响分析师关注度从而影响其盈余预测准确度,而在悲观组中,媒体关注度对分析师预测准确度却没有显著的影响,这是由于媒体关注度对分析师关注度不存在显著影响。因此本文的假设四得到验证。

表8 分组检验媒体关注度对分析师盈余预测误差影响的回归结果

	乐观组 (FERR > 0)				悲观组 (FERR < 0)			
	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)
LNMEDIAAT	-0.019 ** (-2.135)		-0.004 (-0.433)	-0.018 * (-1.669)	-0.005 (-0.763)		-0.001 (0.131)	-0.006 (-0.770)
Follow		-0.016 *** (-7.605)	-0.016 *** (-7.291)	-0.038 *** (-3.823)		-0.005 *** (-3.912)	-0.005 *** (-3.830)	-0.010 ** (-2.042)
Follow * LN-MEDIAAT				0.002 ** (2.296)				0.001 (1.072)
LNASSET	-0.014 (-0.929)	0.046 *** (2.829)	0.047 *** (2.859)	0.048 *** (2.905)	-0.029 ** (-2.917)	-0.006 (-0.498)	-0.005 (-0.469)	-0.005 (-0.476)
EPSV	-0.033 (-0.520)	-0.033 (-0.527)	-0.032 (0.509)	-0.038 (0.615)	-0.005 (-0.121)	0.011 (0.261)	-0.010 (-0.257)	-0.012 (0.298)
Opaque	0.124 *** (4.454)	0.087 *** (3.153)	0.087 *** (3.152)	0.084 *** (3.047)	0.021 (1.220)	0.009 (0.538)	0.009 (0.532)	0.010 (0.576)
年度 (Y1 - Y4)	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业 (INDUS)	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
C	0.956 *** (2.743)	-0.394 (-1.024)	-0.384 (-0.998)	-0.258 (-0.663)	0.916 *** (4.091)	0.418 (1.641)	0.418 (1.639)	0.460 (1.782)
Adjusted R ²	0.073	0.125	0.125	0.130	0.158	0.192	0.192	0.195

结合表 7 的结果我们可以推断,媒体关注度本身不会直接影响到分析师预测准确度,而是分析师关注度直接影响分析师预测准确度,媒体关注度是否影响分析师预测准确度取决于媒体关注度是否能够影响分析师关注度。分析师持有乐观情绪时,分析师盈余预测偏差往往较大,这时候媒体关注度的提高能够有效补充信息,引起分析师的更高关注,因此,媒体对分析师预测起到纠偏的作用。但是,当分析师持有悲观情绪时,分析师已对公司失去信心,或者已经掌握了公司盈余预亏的信息,分析师已有足够高的关注,分析师的关注度高并不是由于媒体的信息引导,更多的是上市公司所处行业或者公司本身释放的盈余亏损信号引起的,此时媒体关注度的提高不能传达更多有用的信息,不能提高分析师关注度,因此不会影响分析师预测准确度。

五、总结及政策性建议

本文以 2008 ~ 2012 年深交所 A 股主板上市公司为样本,研究了媒体关注度对分析师盈余预测准确度的影响并挖掘其影响机制。本文的研究得出以下主要结论:

首先,我国资本市场上分析师盈余预测存在着较大的误差,并且分析师的盈余预测普遍存在乐观倾向。第二,较高的媒体关注度能够显著提高分析师关注度。第三,媒体关注度的提高能够显著提升分析师盈余预测准确度。第四,媒体关注度通过影响分析师关注度而间接影响盈余预测准确度。进一步将总样本分为乐观组和悲观组再进行更为深入的分析发现,对于乐观组而言,媒体关注度显著影响分析师关注度,从而通过分析师关注度显著影响盈余预测准确度;而对于悲观组而言,媒体关注度不能显著影响分析师关注度,从而不能影响盈余预测准确度。在分析师存在乐观倾向时,往往盈余预测误差较大,在此情形下媒体关注能够有效对分析师预测起到纠偏的作用,提高盈余预测准确度。而在分析师持有悲观情绪时,分析师已有足够高的关注,盈余预测误差较小,此时媒体关注度不能有效提升盈余预测准确度。

由此可以看出,我国媒体在资本市场中更多的是扮演了信息传播者的角色,而在信息挖掘方面的能力较弱,且媒体功能的发挥主要是通过影响市场参与者的关注点和行为进而对资本市场产生影响。对比国外,我国媒体在资本市场中的功能,如信息挖掘功能、社会监督功能并没有充分发挥出来。这主要是由于我国市场法制尚未健全,资本市场的很多问题限制了媒体作用的发挥。另外,媒体自身发展也不成熟,缺乏独立性和权威性。本文认为,我国媒体功能的充分发挥需要加强法律建设和引导媒体健康发展。

对于分析师而言,本文建议分析师尚需更加勤奋、主动挖掘上市公司的信息,从而改变盈余预测过度乐观的倾向,另外,有效利用媒体报道提供的信息,甚至根据媒体报道的关注点进一步挖掘并核实相关的公司信息,以提高盈余预测准确度,更好的为资本市场提供服务。

参考文献

- [1] 曹胜、朱红军, 2011:《王婆卖瓜: 券商自营业务与分析师乐观性》,《管理世界》第7期,第20~30页。
- [2] 方军雄, 2007:《我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测》,《金融研究》第6期,第136~148页。
- [3] 胡奕明、林文雄, 2005:《信息关注深度、分析能力与分析质量——对我国证券分析师的调查分析》,《金融研究》第2期,第46~58页。
- [4] 胡奕明、林文雄、王玮璐, 2003:《证券分析师的信息来源、关注域与分析工具》,《金融研究》第12期,第52~63页。
- [5] 李培功、沈艺峰, 2010:《媒体的公司治理作用: 中国的经验证据》,《经济研究》第4期,第14~27页。
- [6] 罗进辉, 2012:《媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角》,《金融研究》第10期,第153~166页。
- [7] 吴东辉、薛祖云, 2005:《对中国A股市场上财务分析师盈余预测的实证分析》,《中国会计与财务研究》第1期,第1~27页。
- [8] 徐莉萍、辛宇、祝继高, 2011:《媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究》,《管理世界》第3期,第135~143页。
- [9] 许年行、江轩宇、伊志宏、徐信忠, 2012:《分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险》,《经济研究》第7期,第127~140页。
- [10] 杨德明、赵璨, 2012:《媒体监督, 媒体治理与高管薪酬》,《经济研究》第6期,第116~126页。
- [11] 游家兴、吴静, 2012:《沉默的螺旋: 媒体情绪与资产误定价》,《经济研究》第7期,第141~152页。
- [12] 张雅慧、万迪防、付雷鸣, 2011:《股票收益的媒体效应: 风险补偿还是过度关注弱势》,《金融研究》第8期,第143~156页。
- [13] 朱红军、何贤杰和陶林, 2007:《中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据》,《金融研究》第2期,第110~121页。
- [14] Bhushan, R, 1989, "Firm characteristics and analyst following," *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), pp. 255~274.
- [15] Brown L. D, 1997, "Analyst Forecasting Errors: Additional Evidence," *Financial Analysts Journal*, 53(6), pp. 81~88.
- [16] Bushee, B. J., J. E. Core, W. Guay, and Sophia J. W. Hamm, 2010, "The Role of the Business Press as an Information Intermediary," *Journal of Accounting Research*, 48(1), pp. 1~20.
- [17] Byard, D., and W. Haw, 2003, "Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts' Information Environment," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18(3), pp. 355~378.
- [18] Clement, M. B., 1999, "Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?" *Journal of Accounting and Economics*, 27(3), pp. 285~303.
- [19] Coen, A., A. Desfleurs, J. F. L'Her, and J. M. Suret, 2005, "Another Look at Factors Explaining Quality of Financial Analysts' Forecasts: Evidence from the Asian Emerging Markets," *Journal of Multinational Financial Management*, 15(4-5), pp. 414~434.
- [20] Dutta, N., 2011, "The Role of Media in Economic Development," Working paper.
- [21] Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales, 2008, "The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia," *Journal of Finance*, 63(3), pp. 1093~1135.
- [22] Fang, L., and J. Peress, 2009, "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns," *Journal of Finance*, 64(5), pp. 2023~2052.
- [23] Kross, W., B. Ro, and D. Schroeder, 1990, "Earnings expectations: The analysts' Information advantage," *The Ac-*

- counting Review*, 65(2), pp. 461 ~ 476.
- [24] Lang, M. H., and R. J. Lundholm, 1996, "Corporate disclosure policy and analyst behavior," *The Accounting Review*, 71(4), pp. 467 ~ 492.
- [25] Mola, S., and M. Guidolin, 2009, "Affiliated Mutual Funds and Analyst Optimism", *Journal of Financial Economics*, 93(1), pp. 108 ~ 137.
- [26] Mullainathan, S., and A. Shleifer, 2005, "The Market for News," *American Economic Review*, 95(4), pp. 1031 ~ 1053.
- [27] Nichols, D. C., and M. Wieland, 2009, "Do Firms' Nonfinancial Disclosures Enhance the Value of Analyst Services?" Available at SSRN 1463005.
- [28] Schipper, K., 1991, "Analysts' forecasts," *Accounting Horizons*, 5(4), pp. 105 ~ 121.

Media Attention, Analyst Attention and Earnings Forecast Accuracy

ZHOU Kaiguo YING Qianwei CHEN Xiaoxian

(Lingnan College, Sun Yat - sen University; Business School, Sichuan University)

Abstract: Based on the data of the A - share listed companies on the Main Board of Shenzhen Stock Exchange, we explore whether media attention has an impact on the analysts' earnings forecast accuracy and its channel. It is found that higher media attention could significantly raise analysts' attention, and will further lead to higher degree of earnings forecast accuracy through the channel of analysts' attention. Further analysis shows that the positive effect of media attention on analysts' earnings forecast accuracy is mainly reflected in its correction on the analysts' overoptimistic bias. This paper not only broadens the research scope of influencing factors in analysts' forecasting activities, but also improves our understanding in the role of media in the capital market. Finally, it gives policy suggestions on how the media and analysts play their roles better in the capital market.

Key words: Media attention, Analysts' attention, Earning forecast accuracy

(责任编辑:杨骏)(校对:TJ)