

# 媒体报道能够降低分析师预测偏差吗?

谭松涛 甘顺利 阚 铎

(中国人民大学中国财政金融政策研究中心, 北京 100872;  
湖南师范大学商学院会计系, 湖南长沙 410006)

**摘 要:**本文利用2003至2011年期间,中国主流财经媒体对上市公司报道的数据,考察了媒体报道对分析师预测行为的影响。文章发现,媒体对上市公司关注度的提升能够显著降低分析师的预测乐观度和预测偏差,而这种影响对于财务信息透明度较差的公司更加明显。进一步的研究发现,媒体关注越高则分歧越小,而媒体分歧的下降能够显著降低分析师预测乐观度和预测偏差。当我们同时控制了媒体分歧之后,媒体关注度对分析师预测精度的提升作用就不复存在。以上的结果表明,媒体关注对分析师预测行为的影响是通过两个渠道实现的:从上市公司角度而言,媒体报道数量的增加能够有效提高公司信息质量,降低分析师预测偏差;从媒体报道自身角度而言,报道数量的增加能够降低媒体分歧,改善分析师预测精度。

**关键词:**媒体关注度;媒体分歧;分析师预测偏差;信息透明度

**JEL 分类号:**G11, G19 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2015)05-0192-15

## 一、引 言

证券市场是信息驱动的市场。在一般均衡框架下,投资者根据市场信息形成自己对资产价格的预期,并在给定预期的情况下选择对每个资产最优的供给和需求水平。最终,当市场达到出清状态时,均衡价格得以形成。在这一过程中,信息的产生和传播是投资者形成预期、实现市场信息效率的重要手段。然而,在现实中,受时间、精力、能力等因素的影响,投资者在获取市场信息时存在先后差异,这导致了信息在投资者群体中的传播是渐

收稿日期:2014-12-13

作者简介:谭松涛,经济学博士,副教授,中国人民大学财政金融学院,中国财政金融政策研究中心,  
Email: Tansongtao@126.com.

甘顺利,经济学博士,讲师,湖南师范大学商学院。

阚 铎,经济学博士生,中国人民大学财政金融学院。

\* 本文感谢国家自然科学基金项目“政治关联、外部融资约束与企业投资:基于地级市政府换届数据的研究”(项目批准号:71102109)资助;感谢北京高等学校青年英才计划项目(2013年)资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

进的(Hong and Stein,1999)。因此,信息的挖掘、搜集和传播就成为证券市场中重要的活动,而媒体恰恰是这一活动的主要推动者。

大量研究表明,媒体是绝大多数投资者获取投资信息最为便捷的途径(Barber and Odean,2008),媒体提供的信息也对投资者的投资决策起到了重要的作用(Nofsinger,2001)。一方面,媒体报道能够增强市场信息含量,改善市场信息效率(Bushee et al.,2010;Fang and Peress,2009);另一方面,媒体的报道能够有效地吸引投资者的注意力,并使得投资者更容易购买那些成功引起他们关注的股票,降低有限关注偏差对投资者行为的负面影响(Barber and Odean,2008)。然而,总结以往的文献可以发现,大多数的研究在考察媒体报道与资产价格之间关系的时候往往忽略了二者之间的一个重要的桥梁——投资者预期。我们认为,媒体报道对资产价格的影响首先是通过影响投资者预期开始的。在获得媒体报道信息之后,投资者首先改变其对公司未来盈利能力的预期,以及对公司价值的判断,最后通过改变对资产的供给需求水平影响到资产价格。因此,要想深刻认识媒体报道对资产价格的影响,首先要考虑媒体报道是如何影响投资者预期的。

本文的工作就是围绕这一话题展开的。我们以证券市场卖方分析师为研究对象,用分析师对上市公司未来盈利水平的预测作为预期值的度量指标,然后考察了媒体报道对于分析师预测行为的影响。我们认为,媒体报道对投资者预期的影响可能通过两种渠道实现:一方面,在投资者普遍存在有限关注偏差的情况下,随着媒体报道的增加,投资者能够获得更多的有关公司经营状况的信息,这将有助于投资者修正自己对公司价值的看法,从而缩小预期值与真实值之间的差距。在这种情况下,我们应该能够看到,随着媒体对公司报道次数的增加,投资者对公司未来盈利能力的预测会更加准确。另一方面,出于实现自身盈利目的或者满足相互竞争的需要(Gurun and Butler,2012;Ellman and Germano,2009),不同媒体在对公司进行报道时可能存在一定的分歧。如果在同一时间段内,不同媒体报道内容的分歧相对较大,市场参与者从媒体渠道获取的信息的精确性就会下降,这会增加他们对公司价值判断的难度,降低他们对公司价值预测的准确程度。

本文的研究发现:(1)在分析报告发布前,媒体对目标公司报道次数的提高能够显著降低分析师预测乐观度以及预测偏差,而且这种影响对于财务信息透明度较差的公司而言更加显著。(2)媒体关注与媒体分歧之间存在显著的负向关系,随着关注度的提升媒体分歧显著下降。媒体分歧的下降能够有效降低分析师预测乐观度和预测偏差。(3)在控制了媒体分歧指标之后,媒体关注度的提升对分析师预测偏差的减弱效果不复存在。以上结果表明,整体上看,媒体关注能够有效降低分析师预测乐观度和预测偏差。从公司角度而言,这种作用的发挥是因为媒体报道提升了公司信息质量;从媒体功能角度而言,这种作用的发挥主要因为媒体报道的增加降低了媒体分歧,进而为市场提供了更加精确的信息,改善分析师预测精度。

本文的贡献主要有两点:第一,我们分析了媒体报道对于证券分析师这一类重要的证券市场参与者的预期行为的影响,以及这种影响产生的具体机制,从而为人们理解媒体报道与投资者预期之间的关系提供一些帮助。第二,文章从媒体报道的角度考察了分析师

预测偏差问题,从而为分析师预测行为的研究提供了新的内容。

本文随后的安排如下:第二部分回顾相关文献;第三部分是研究假设;第四部分是实证研究设计;第五部分是数据描述以及实证研究结果。最后是研究结论。

## 二、文献综述

### (一)媒体报道与市场信息效率

作为市场上重要的信息挖掘者和传播者,媒体的行为会对资产价格以及市场的信息效率产生重要影响。具体而言,一方面,媒体报道的内容向市场传递了反映公司价值的最新信息,从而影响了资产价格。例如,Tetlock(2007)研究了媒体语气与股票市场短期走势之间的关系,结果发现,媒体负面情绪与次日道琼斯指数收益之间有显著的负向关系。Tetlock et al.(2008)进一步将媒体语言的分析扩展到预测个股收益方面,结果发现媒体报道的情绪可以预测股票未来的收益以及公司未来财务盈余。另一方面,媒体对信息的传播降低了市场参与者有限关注给投资行为带来的偏差。在这一框架下,Klibanoff et al.(1998)发现相关国别新闻出现在《纽约时报》头版的几周内,封闭式国别基金的价格就更接近其价值水平。Fang and Peress(2009)则发现,从横截面角度看,那些很少被媒体关注或报道的公司会有更高的回报率。Peress(2014)用财经媒体以及相关部门罢工的数据对媒体报道与股票市场之间的因果关系进行了研究,结果表明财经媒体对信息的传播有助于市场效率的提高。

### (二)分析师盈余预测行为

作为一类专业的参与者,分析师在市场中最主要的工作就是对公司价值进行判断,从而为投资者提供投资建议。与一般个体投资者相比,分析师拥有专业的金融学知识,能够及时地获取市场信息并相对准确地对信息进行解读。在这一过程中,他们增强了股票价格的信息含量(Barber et al., 2001; Jegadeesh and Kim, 2006),并成为市场对公司进行估值的重要环节(So, 2013)。研究表明,与简单的根据历史数据进行的时间序列模型预测值相比,分析师给出的盈余预测相对更加精确(Bradshaw et al., 2012),而且,根据分析师对股票的推荐进行的投资通常是能够获得盈利的(Jegadeesh et al., 2004)。

另一方面,也有研究表明,分析师在进行盈余预测或者股票评级的时候往往存在乐观倾向。例如,Francis and Philbrick(1993)发现,分析师对上市公司的盈利预测显著大于公司的实际盈余。Easterwood and Nutt(1999)发现,受制于利益冲突,分析师往往不愿意披露公司的负面信息。Mola and Guidolin(2009)的研究认为,由于分析师可能从他的机构客户手中获得一定的分仓收益,因此,对于获得分仓的机构投资者持有的股票,分析师出具的研究报告会更加乐观。Firth et al.(2013)对中国的数据进行了研究,结果发现当基金是分析师所在机构的客户并且持有某家公司股票的时候,该分析师所发布的投资评级更为乐观。曹胜和朱红军(2011)也发现,分析师总体上对所属券商重仓持有的股票会更加乐观,且乐观性体现在投资评级上。

### (三)媒体报道与分析师预测行为的关联

从以上的综述可以看出,截至目前,很少有文献将分析师预测行为与媒体报道联系起来。在我们目前掌握的文献中,Kross et al. (1990)的部分结论提到,公司在《华尔街日报》上被报道的次数与分析师的盈余预测精度正相关。然而,该文并非专门考察媒体报道与分析师预测的文章,故而在这方面的结论非常薄弱。在国内的文献中,我们发现周开国等(2014)研究了媒体关注与分析师预测之间的关系。然而,本文与周开国等(2014)在如下几个方面有较大的差异:首先,两篇文章使用的媒体报道样本不同。周开国等(2014)使用的是深交所部分上市公司每年在百度新闻搜索平台上出现的新闻条数;本文使用的是中国主流媒体每天对沪深两地上市公司的报道次数。其次,两篇文章对分析师预测偏差的定义不同。周开国等(2014)计算的是每一年所有分析师对公司EPS最终预测值的均值与EPS真实值的差异。本文直接针对每一份分析报告的预测值计算出具体的预测偏差。最后,两篇文章的主要结论有一定差异。周开国等(2014)一文在控制了分析师关注度之后,发现媒体关注度指标不再显著。由此,该文得出了媒体关注对分析师预测精度的提升作用是通过提升分析师关注度这一渠道实现的。然而,本文在控制了分析师关注度之后,媒体关注度指标依然对分析师预测行为有显著影响。

## 三、研究假设

本文的研究主要考察两个问题:一是媒体对上市公司的报道是否能够影响分析师盈余预测行为;二是媒体报道对分析师预测的影响具体通过何种途径实现的。

作为证券市场重要的信息挖掘者和传播者,媒体报道在改善市场信息质量,减少信息不对称方面发挥着重要的作用。一方面,媒体对上市公司的报道有利于市场参与者获得有关公司经营管理方面的更多的信息,媒体覆盖面越大则越有利于公司信息的迅速传播(Bushee et al., 2010)。另一方面,由于市场参与者普遍存在有限关注偏差,即便对于市场公开信息,投资者也未必能够在第一时间获取并体现在对资产的供求上(Hong and Stein, 1999)。而媒体报道能够有效吸引投资者的注意力,增大投资者在决策过程中实际获得的信息集,影响其对资产价值的判断以及具体的交易活动(Barber and Odean, 2008)。

这一机制体现在证券分析师预测行为上,就意味着随着媒体对上市公司关注度的提升,一方面市场中关于该公司的信息总量在增加;另一方面,分析师有限关注偏差会随之降低,这同样增加了分析师能够获得的市场信息数量。这两种机制都将有利于分析师更加准确地为资产进行定价。因此,无论哪一种机制成立,我们都应该能够看到,随着媒体关注度的提升,分析师对公司未来盈利能力的预测偏差会显著降低。此外,由于分析师预测存在系统的乐观性,新闻媒体提供的更多的信息将有助于分析师降低自己估计的乐观偏差。由此,我们给出本文的第一个待检验假设:

H1:分析报告公布前,被研究公司的媒体关注度越高,则分析报告预测偏差越小,预测乐观度越低。

在文章的第二部分我们将考察媒体关注对分析师预测偏差的影响机制。我们认为,媒体关注可能通过两种渠道影响分析师预测精度。一是信息不对称渠道。正如我们在本节所述,随着媒体对公司关注程度的提升,一方面市场总的信息量在增加,另一方面受到有限关注偏差影响的投资者实际获得的信息也在增加。这两种情况都导致媒体向市场参与者传递了更多的关于公司价值的新信息,而这些信息将增强投资者对上市公司的了解程度,帮助投资者修正自己对公司价值的看法。这种情况下,如果上市公司信息披露的质量本身比较差,媒体报道对于公司信息质量的提升作用就比较大,对分析师预测偏差以及预测乐观度的降低程度就越大。由此,我们给出本文第二个待检验假设:

H2: 公司信息透明度越差,则媒体关注度相同程度的提升对分析报告预测偏差和预测乐观度的降低效果就越大。

二是媒体分歧渠道。我们知道,媒体的报道往往存在一定的倾向性(Ellman and Germano, 2009; Gurun and Butler, 2012),而且对于不同的媒体,这种倾向性存在一定的差异。如果媒体整体上对上市公司发生的事件关注度较低,那么在缺乏竞争性比较的情况下,媒体报道的倾向性差异可能会比较大,分歧度会比较高。反之,媒体间的竞争可能会导致报道更加客观,倾向性降低,进而分歧度也相对较低。而当媒体报道的分歧降低的时候,市场参与者从媒体渠道获得的信息精度相对较高,这将有助于他们提高对公司信息解读的准确性,进而给公司做出准确的定价。这种影响体现在分析师预测行为上就意味着随着媒体关注度的提升,媒体报道之间的分歧下降,进而会降低分析师预测偏差和预测乐观度。与此同时,如果媒体关注对分析师预测行为的影响是通过媒体分歧产生的,那么在控制了媒体分歧之后,媒体关注对分析师预测偏差的降低效果会有一定程度的减弱。由此,我们给出本文第三个待检验假设:

H3: 媒体关注度的提升能够降低媒体报道的分歧,而媒体分歧的降低会减少分析师预测偏差和预测乐观性。

H4: 在控制媒体分歧之后,媒体关注度的提升对分析师预测偏差和预测乐观性的降低效果将出现减弱。

## 四、研究设计

### (一)数据来源

本文的样本区间为2003至2011年,使用的数据主要有三个部分:一是中国主流财经媒体对公司信息报道的数据。该数据来自“中国新闻数据分析库”<sup>1</sup>。数据库涵盖了样本期间,中国内地主流财经媒体对上市公司的报道信息。原始数据包括新闻发布的时间、报道机构、被报道公司名称、新闻内容。根据上述信息,可以计算出每家上市公司在每个交易日被媒体报道的次数,并用这一指标作为媒体关注度指标。

<sup>1</sup> 该数据由中科院开发,并由巨灵数据库公司向社会公众公开提供具体数据。

二是2003年1月至2011年12月,沪深两地所有卖方分析师的分析报告数据。该数据包含分析报告研究对象、报告公布时间、分析师姓名、分析师所在机构、分析师对上市公司EPS的预测值、上市公司实际EPS值。根据这一数据,我们计算出每个分析报告的预测精度和预测乐观度指标。同时,我们按照公司代码和分析报告披露时间将分析报告信息与媒体关注度指标进行匹配,从而计算出每个分析报告公布前30天内,上市公司被媒体报道的次数。此外,根据分析报告的相关信息,我们能够计算出每一家上市公司被多少分析团队关注、分析师预测报告发布时间距离预测目标时间之间的时间长度以及报告作者在当年是否是“新财富”明星分析师。并把这些指标作为控制变量。

三是上市公司相关的财务信息。其中包括公司规模、公司盈利波动性、公司上市时间长度等。第二和第三部分数据全部来自国泰安数据库(CSMAR)。

## (二)变量定义

### 1、被解释变量

本文用两个指标度量分析师预测行为:一是分析师预测精度,具体定义为分析师对上市公司EPS的预测值与EPS真实值之差的绝对值除以EPS真实值的绝对值(见公式1)。

$$Ferr_{i,j,t} = \frac{|FEPS_{i,j,t} - EPS_{i,t}|}{|EPS_{i,t}|} \quad (1)$$

其中, $i$ 为被研究的上市公司, $j$ 为分析师组别, $t$ 为分析报告公布时间。公式(1)度量的分析师预测偏差的绝对水平。该指标越大,则说明分析师预测偏差越大,预测精度越低。二是分析师预测的乐观度的指标,具体定义为:

$$Ferr\_pos_{i,j,t} = \frac{FEPS_{i,j,t} - EPS_{i,t}}{|EPS_{i,t}|} \quad (2)$$

与分析师预测精度相比,该指标考虑到了预测偏差的方向。如果分析师对公司EPS的预测值大于实际值,则预测偏差为正;反之为负。

### 2、解释变量

本文最主要的解释变量就是用来度量媒体对公司关注度的指标。我们沿袭 Tetlock (2007) 的方法构造出每个分析报告公布前30天内,某上市公司*i*被样本内财经媒体累计报道的次数之和,然后再进行对数化处理:

$$MC_{it} = \ln(1 + \sum_{k=1}^N n_{i,k,t}) \quad (3)$$

其中, $n_{i,k,t}$ 为样本内第*k*家媒体在时间*t*前30天内对第*i*家公司报道的次数。

除了媒体关注指标之外,我们还计算出媒体分歧指标。具体而言,我们沿袭了 Loughran and McDonald (2011) 的方法,构造了一个包含 3755 个正面词汇,6017 个负面词汇的金融词库。然后,基于这一词库对公司*i*的每篇报道*m*中的词汇进行归类,分别计算出每篇报道中正面词汇和负面词汇在文章中的比例(分别记为  $Positive_{m,i,t}$  和  $Negative_{m,i,t}$ ),以及二者的比值。最后,再针对每个分析报告公布时间*t*,计算出该分析报告关注的目标公司在*t*之前30天内所有媒体报道正负面词汇比值的标准差,即

$$Disag_{it} = sd_m(\frac{Positive_{m,i,t}}{Negative_{m,i,t}})$$

(4)

我们用该指标度量媒体报道的异质性。如果在第  $t$  期,不同媒体对公司  $i$  的报道中正负面词汇比值的差异较大,那就说明这段时间不同媒体对公司  $i$  报道的倾向性有较大差异。

3、控制变量

由于被解释变量是分析师预测精度,因此,本文的控制变量主要围绕可能影响分析师预测精度的因素来设计。其中包括:公司规模、机构持股比例、股权集中度、公司收入波动性、公司所有制性质、分析师关注度、分析报告预测期限、上市公司信息透明度以及分析师是否明星分析师。具体定义见表 1。

表 1 控制变量定义

变量名	含义	定义
Size	公司规模	公司年初总资产的对数值
Inhold	机构持股比例	媒体报道发生月份内,机构投资者持股占公司总股本的比例
Shrcr	股权集中度	公司前十大股东持股比例之和
Epsv	公司收入波动性	公司在包括预测年度在内的三年内每股盈余的标准差
SOE	公司所有制性质	虚拟变量,国有企业取值为 1,非国有企业取值为 0
Follow	公司被分析师关注度	一年内对该公司进行跟踪分析的分析师团队数量,并进行对数化处理
Horizon	分析报告预测期限	分析报告发布日期距离分析报告预测年度年底之间的天数,并进行对数化处理
Opacity	上市公司信息透明度	上市公司过去 3 年操控性应计项目的绝对值之和
Star	是否明星分析师	虚拟变量,如果分析报告发布当年,报告团队中有《新财富》明星分析师变量就取值为 1,否则取值为 0

(三)计量模型设定

为了考察媒体报道是否能够影响分析师预测行为,我们计算出每个分析报告发布前 30 天内被分析公司的媒体报道次数,然后考察媒体报道次数对其后分析师预测行为的影响。我们会进行如下的回归:

$$Ferr_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 MC_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

(5-1)

$$Ferr_{pos_{ijt}} = \beta_0 + \beta_1 MC_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

(5-2)

其中,  $Ferr_{ijt}$  和  $Ferr_{pos_{ijt}}$  分别为在时点  $t$  分析师  $j$  对公司  $i$  最近一个年度的 EPS 预测偏差和预测乐观度;  $MC_{it-1}$  为分析报告公布前 30 天内,样本内媒体对公司  $i$  的报道次数的对数值。  $X$  为其他控制变量。如果假设 1 成立,那么随着媒体报道次数的增加,分析师预测乐观度和预测偏差会显著下降。此时,我们应该能够看到系数  $\beta_1$  显著为负。

为了检验媒体报道提升分析师预测精度的第一种机制,我们进一步考察媒体报道对分析师预测精度的提升是否会受到公司信息透明度的影响。为此,我们进行了方程(6-1)和(6-2)的回归:

$$Ferr_{it} = \beta_0 + \beta_1 MC_{it-1} + \beta_2 Opacity_{it} + \beta_3 MC_{it-1} * Opacity_{it} + \beta_4 X_i + \varepsilon_i \quad (6-1)$$

$$Ferr_{pos_{it}} = \beta_0 + \beta_1 MC_{it-1} + \beta_2 Opacity_{it} + \beta_3 MC_{it-1} * Opacity_{it} + \beta_4 X_i + \varepsilon_i \quad (6-2)$$

其中,  $Opacity_{it}$  为公司信息透明度的度量指标。我们沿袭了 Hutton et al. (2009) 的方法, 用公司过去三年操控性应计项目绝对值之和来进行度量<sup>2</sup>。根据  $Opacity$  的定义可知, 该值越大, 则公司信息透明度就越低。如果假设成立, 那么方程式(6)中的交叉项系数  $\beta_3$  将显著为负, 即公司信息透明度越低, 媒体关注对分析师预测精度和预测乐观度的影响就越大。

为了检验媒体报道对分析师预测行为影响的第二个机制, 我们需要分别检验如下几个问题: 首先, 要考察随着媒体关注度的提升, 媒体分歧是否在降低。然后考察媒体分歧的降低能否减弱分析师预测偏差。最后, 我们会在控制媒体分歧的情况下, 考察媒体关注对分析师预测偏差的影响。为此, 我们依次进行如下三个回归:

$$Disag_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MC_{it} + \alpha_2 X_{it} + \mu_{it} \quad (7)$$

$$Ferr_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Disag_{it-1} + \gamma_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$Ferr_{it} = \eta_0 + \eta_1 MC_{it-1} + \eta_2 Disag_{it-1} + \eta_3 X_{it} + u_{it} \quad (9)$$

如果 H3 和 H4 成立, 那么我们应该能够同时看到(7)-(9)式中的  $\alpha_1 < 0$ ,  $\gamma_1 > 0$ ,  $\eta_2 > 0$  但是  $\eta_1$  的估计值比方程(5)中  $\beta_1$  的估计值大(  $\beta_1$  理论上推测应该为负值)。

## 五、数据描述与实证结果

### (一) 数据统计描述

表2首先给出了本文使用主要变量的描述性统计。从表2可以看出, 平均看来, 分析报告预测偏差的绝对值是 EPS 真实值绝对值的 72%, 超过 50% 的分析报告预测偏差的绝对值占 EPS 真实值的比例大于 20%。进一步, 从分析师乐观程度上看, 预测值整体上比真实值高。这表明分析师整体上倾向于高估公司实际的盈利能力。

表2 变量统计性描述

	均值	标准差	最小值	最大值	中位数	样本量
ferr (%)	72.122	179.692	0	1400	20	87444
ferr_pos (%)	61.890	181.516	-59.732	1394.845	12.329	87444
mc	50.693	77.649	0	484	24	87444

<sup>2</sup> 关于操控性应计项目的计算可参考王亚平等(2009)。为了使不同变量回归系数的大小基本可比, 我们在实际回归过程中将该指标乘以 100。



(续表)

	均值	标准差	最小值	最大值	中位数	样本量
disag	1.053	1.025	0.114	5.946	0.708	85277
shrcr	61.156	14.657	23.141	93.359	61.564	87444
inhold	23.734	17.845	0.362	79.504	20.038	87444
epsv	0.237	0.240	0.011	1.436	0.161	87444
size	22.475	1.423	19.943	26.582	22.268	87444
horizon	4.985	.753	2.079	5.872	5.081	87444
follow	36.100	27.045	1	122	30	87444
opacity	20.9	14.8	2.48	80.1	17.1	66268
star	0.057	0.231	0	1	0	87444

注:(1)为了能够更加直观地看到媒体关注度 mc 和分析师关注度 follow 两个指标的取值,我们在本表是对其原值而非对数化后的数值进行的统计描述。(2)本表中连续变量均为 Winsorize 处理之后的数据,处理时参数 p 取值为 0.01。

(二)媒体关注与分析师预测行为

表 3 给出了分析师预测偏差和预测乐观度对媒体关注度指标的回归结果。从(1)、(2)可以看到,随着关注度的提升,分析师预测偏差显著降低,预测精度显著增加。而(3)、(4)两列则显示,随着关注度的提升,分析师预测乐观度显著降低。这证实了媒体关注度的提升能够有效降低分析师预测的乐观度以及预测偏差。

从表 3 的控制变量可以看出,机构持股比例、前十大股东持股比例、分析师关注度以及分析师是否明星分析师对分析师预测偏差有显著的降低作用;而上市公司 EPS 波动率、公司规模以及分析报告发布时间距离年末的时长对预测偏差有显著正的影响。此外,与非国有企业相比,分析师对国有企业的预测偏差相对更大;非明星分析师的预测偏差显著比明星分析师大。以上结果与文献中关于分析师预测偏差的研究结果基本一致。

表 3 媒体关注与分析师预测

	Ferr (1)	Ferr (2)	Ferr_pos (3)	Ferr_pos (4)
mc	-3.848 (6.94) **	-3.148 (5.03) **	-4.561 (8.15) **	-3.235 (5.10) **
shrcr		-0.786 (18.56) **		-0.733 (17.08) **
inhold		-0.640 (18.64) **		-0.656 (18.88) **
epsv		47.165 (18.62) **		28.499 (11.11) **

(续表)

	Ferr (1)	Ferr (2)	Ferr_pos (3)	Ferr_pos (4)
size		12.629 (22.54)**		11.624 (20.48)**
horizon		33.132 (42.36)**		32.815 (41.42)**
follow		-40.436 (51.11)**		-37.800 (47.17)**
soe		6.209 (4.63)**		5.590 (4.11)**
star		-6.984 (2.75)**		-5.174 (2.01)*
_cons	81.446 (9.17)**	-259.061 (18.46)**	69.153 (7.72)**	-252.259 (17.74)**
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0.04	0.10	0.04	0.10
N	87,444	87,444	87,444	87,444

注：本表考察了媒体关注度对分析师预测偏差以及预测乐观度的影响。所有连续变量均进行了 winsorize 处理，参数 p 取值为 0.01。括号内为 t 值，\*代表在 5% 水平上显著；\*\*代表在 1% 水平上显著。

(三)媒体关注、信息质量与分析师预测

接下来，我们在回归方程中引入上市公司信息透明度指标，以及该指标与媒体关注的交叉项，然后考察交叉项对分析师预测行为的影响。相关结果见表 4。从该表的结果可以看到：第一，上市公司信息透明度越差（即 Opacity 值越大），则分析师预测精度越低，预测乐观偏差越高。第二，在加入公司信息透明度指标之后，媒体关注指标本身对分析师预测乐观度和预测精度的影响不再显著。媒体关注度的影响主要通过其与信息透明度的交叉项实现。第三，从交叉项系数可以看到，随着公司信息透明度的降低，媒体报道数量的增加对分析师预测精度和预测乐观度的影响在增大。这一结果表明，媒体报道改善了公司的信息质量，从而使证券分析师能够更加准确、客观地对公司价值进行评价。

表 4 媒体关注、信息质量与分析师预测

	Ferr (1)	Ferr (2)	Ferr_pos (3)	Ferr_pos (4)
mc	0.792 (0.81)	-0.060 (0.06)	0.597 (0.60)	0.096 (0.09)
opacity	1.439 (12.26)**	1.306 (11.45)**	1.482 (12.51)**	1.380 (11.94)**

(续表)

	Ferr (1)	Ferr (2)	Ferr_pos (3)	Ferr_pos (4)
mc × opacity	-.317 (9.11) **	-.248 (7.34) **	-.327 (9.32) **	-.255 (7.46) **
shrcr		-0.877 (16.69) **		-0.826 (15.52) **
inhold		-0.856 (20.17) **		-0.852 (19.82) **
epsv		39.269 (12.83) **		19.471 (6.28) **
size		16.187 (22.88) **		15.633 (21.81) **
horizon		34.624 (36.33) **		34.159 (35.39) **
follow		-41.486 (43.21) **		-38.999 (40.10) **
soe		10.890 (6.82) **		10.210 (6.31) **
star		-4.549 (1.43)		-2.308 (0.72)
_cons	151.084 (22.97) **	-259.774 (16.85) **	148.904 (22.44) **	-267.856 (17.15) **
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0.04	0.11	0.04	0.10
N	66,268	66,268	66,268	66,268

注:本表考察了媒体关注度对分析师预测偏差以及预测乐观度的影响是否与媒体报道改善了公司信息质量有关。所有连续变量均进行了 winsorize 处理,参数 p 取值为 0.01。括号内为 t 值,\*代表在 5% 水平上显著;\*\*代表在 1% 水平上显著。

#### (四)媒体关注、分歧与分析师预测

实证研究第四部分将考察媒体关注度提升对分析师预测行为的影响是否与媒体分歧有关。为此,我们首先检验媒体关注与媒体分歧之间的关系,然后考察媒体分歧与分析师预测行为之间的关系,最后再考察控制住媒体分歧之后媒体关注的影响是否会发生变化。表 5 给出了相关的检验结果。

从表 5 的(1)(2)列可以看到,媒体报道与媒体分歧之间有显著的负相关关系。随着媒体报道的增加,媒体分歧显著降低。而从表 5 的(3)、(4)两列可以看出,媒体分歧的增大能够显著增大分析师预测偏差和预测乐观度。随着分歧的增加,分析师获得的信息准确度降低,因此预测偏差会增大。而当分析师无法从外界(媒体)获得准确信息的时候,

他们对公司盈利能力的预测更多的会依据自己的判断,此时分析师预测会更加乐观。最后,从表 5 的(5)、(6)两列可以看到,当我们同时将媒体关注度和媒体分歧放入方程中的时候,媒体分歧对分析师预测行为的影响并没有发生本质性变化,但是,媒体关注对分析师预测偏差以及预测乐观度的影响都变成正向的了。这表明,媒体关注对分析师预测行为的影响是通过降低媒体分歧实现的。当我们剔除了媒体关注降低媒体分歧这一机制之后,媒体报道降低分析师预测偏差的作用就不复存在了。

表 5 媒体关注、分歧与分析师预测

	Disag (1)	Disag (2)	Ferr (3)	Ferr_pos (4)	Ferr (5)	Ferr_pos (6)
mc	-0.183 (53.49) **	-0.149 (36.71) **			2.964 (5.27) **	2.740 (4.80) **
disag			2.564 (4.59) **	2.351 (4.15) **	3.822 (5.70) **	3.712 (5.47) **
shrcr		0.001 (4.68) **	-0.660 (16.09) **	-0.605 (14.57) **	-0.639 (15.52) **	-0.585 (14.02) **
inhold		0.001 (2.71) **	-0.604 (18.05) **	-0.620 (18.30) **	-0.602 (18.00) **	-0.618 (18.25) **
epsv		-0.001 (0.05)	46.027 (18.95) **	27.427 (11.14) **	44.484 (18.20) **	25.928 (10.47) **
size		-0.010 (3.03) **	11.990 (23.96) **	10.932 (21.56) **	10.659 (19.31) **	9.639 (17.23) **
horizon		-0.022 (4.68) **	32.033 (42.25) **	31.719 (41.29) **	31.808 (41.90) **	31.501 (40.95) **
follow		-0.105 (22.28) **	-42.410 (55.06) **	-39.798 (50.99) **	-42.876 (55.37) **	-40.250 (51.29) **
soe		0.015 (1.87)	5.227 (4.02) **	4.633 (3.52) **	5.334 (4.11) **	4.737 (3.60) **
star		-0.037 (2.49) *	-5.815 (2.36) *	-4.047 (1.62)	-5.613 (2.28) *	-3.851 (1.54)
_cons	1.466 (28.34) **	1.648 (19.78) **	-257.894 (19.09) **	-251.608 (18.38) **	-244.030 (17.78) **	-238.143 (17.12) **
年度效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0.05	0.06	0.11	0.11	0.11	0.11
N	85,277	85,277	85,277	85,277	85,277	85,277

注:本表考察媒体关注度如何通过影响媒体分歧进而影响到分析师预测偏差。表中所有连续变量均进行了 winsorize 处理,参数 p 取值为 0.01。括号内为 t 值,\*代表在 5% 水平上显著;\*\*代表在 1% 水平上显著。

### (五) 稳健性检验

最后,我们从两个角度对媒体关注对分析师预测行为的影响进行稳健性检验。一方面,考虑到 2007 年中国上市公司会计政策的调整可能会影响到公司 EPS 的计算,因此,我们利用 2007 年之后的数据考察了媒体报道对分析师预测行为的影响。另一方面,由于媒体关注度指标使用的是分析报告公布前 1 个月内的媒体报道数量,为了防止时间段的设定值可能导致结果的偶然性,我们进一步使用了分析报告公布前 2 个月内媒体报道数量作为媒体关注度指标重复了上述研究。研究结果表明,上述两个方面的变化都没有改变文章的核心结论,即媒体关注度的提升能够降低分析师预测乐观度和预测偏差<sup>3</sup>。

## 六、结 论

文章利用 2003 - 2011 年期间,中国主流财经媒体对上市公司报道的数据,考察了媒体报道对分析师预测行为的影响。文章发现,在分析报告公布前媒体对被研究公司的报道次数越多,则该分析报告对公司未来一年 EPS 的预测偏差越小,预测乐观度越低。用分析师预测报告公布前两个月内的媒体报道次数作为关注度指标,或者将样本区间设定为 2007 年至 2011 年,都不改变这一基本结论。进一步,文章发现媒体关注度对分析师预测偏差以及预测乐观度的影响会随着公司财务信息透明度的降低而显著增加。对于信息透明度较差的公司而言,媒体关注度相同幅度的提升对分析师预测偏差和预测乐观度的降低效果更高。最后,文章考察了媒体分歧对分析师预测行为的影响,结果发现,随着媒体报道次数的增加,媒体分歧显著下降。而媒体分歧的下降又能够显著降低分析师预测乐观度和预测偏差。当我们控制住媒体分歧的时候,媒体关注度的提升对分析师乐观度和预测偏差的降低效果不复存在。

以上的实证结果表明,从整体上看,媒体对上市公司报道次数的增加,加强了分析师对公司信息的了解程度,降低了分析师预测乐观度和预测偏差。这种效果的产生从公司角度而言是因为媒体报道增加了市场能够获取的有关公司的相关信息;从媒体的角度而言则是因为关注度的提升降低了媒体分歧,而分歧的降低能够给市场参与者提供一个相对精确的信息,进而改善他们的预测行为。

## 参 考 文 献

- [1] 曹胜和朱红军,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] 王亚平、刘慧龙和吴联生,2009,《信息透明度、机构投资者与股价同步性》,《金融研究》第 12 期,第 162 ~ 174 页。
- [3] 周开国、应千伟和陈晓娟,2014,《媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度》,《金融研究》第 2 期,第 139 ~ 152 页。
- [4] Barber, Brad M., and Terrance Odean. 2008. "All That Glitters: The Effect of Attention and News on The Buying Be-

<sup>3</sup> 考虑到篇幅问题,稳健性检验的结果未在正文提供。如需相关结果,可通过邮件向作者索取。

- havior of Individual and Institutional Investors," *Review of Financial Studies*, 21(2):785 ~ 818.
- [5] Barber, Brad M., Reuven Lehavy, Maureen McNichols, and Brett Trueman. 2001. "Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns." *Journal of Finance*, 56(2): 531 ~ 563.
- [6] Bradshaw, Mark T., Michael S. Drake, James N. Myers, and Linda A. Myers. 2012. "A Re-examination of Analysts' Superiority of Time Series Forecasts of Annual Earnings." *Review of Accounting Studies*, 17(4):944 ~ 968.
- [7] Bushge, Brian J., John E. Core, Wayne Guay, and Sophia J. W. Hamm. 2010. "The Role of the Business Press as an Information Intermediary," *Journal of Accounting Research*, 48(1): 1 ~ 9.
- [8] Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney. 1995. "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, 70(2):193 ~ 225.
- [9] Easterwood, John, and Stacey R. Nutt. 1999. "Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?" *Journal of Finance*, 54(5):1777 ~ 1797.
- [10] Ellman, Matthew, and Fabrizio Germano. 2009. "What Do the Papers Sell? A Model of Advertising and Media Bias," *Economic Journal*, 119(537):680 ~ 704.
- [11] Fang, Lily, and Joel Peress. 2009. "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns," *Journal of Finance*, 64(5):2023 ~ 2052.
- [12] Firth, Michael, Chen Lin, Ping Liu, and Yuhai Xuan. 2013. "The Client is King: Do Mutual Fund Relationships Bias Analyst Recommendations?" *Journal of Accounting Research*, 51(1):165 ~ 200.
- [13] Francis, Jennifer, and Donna Philbrick. 1993. "Analysts' Decisions as Products of a Multi-task Environment," *Journal of Accounting Research*, 31(2):216 ~ 230.
- [14] Gurun, Umit G., and Alexander W. Butler. 2012. "Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value," *Journal of Finance*, 67(2):561 ~ 598.
- [15] Hong, H., and Stein, J. C. 1999. "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets," *Journal of Finance*, 54(6):2143 ~ 2184.
- [16] Hutton, Amy P., Alan J. Marcus, and Hassan Tehranian. 2009. "Opaque Financial Report, R-square, and Crash Risk," *Journal of Financial Economics*, 94(1):67 ~ 86.
- [17] Jegadeesh, Narasimhan, and Woojin Kim. 2006. "Value of Analyst Recommendations: International Evidence." *Journal of Financial Markets*, 9(3):274 ~ 309.
- [18] Jegadeesh, Narasimhan, Joonghyuk Kim, Susan D. Krische, and Charles M. C. Lee. 2004. "Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?" *Journal of Finance*, 59(3):1083 ~ 1124.
- [19] Klibanoff, Peter, Owen Lamont, and Thierry A. Wizman. 1998. "Investor Reaction to Salient News in Closed-end Country Fund", *Journal of Finance*, 53(2):673 ~ 699
- [20] Kross, William, Byung Ro, and Douglas Schroeder. 1990. "Earnings Expectations: The Analysts' Information Advantage," *The Accounting Review*, 65(2):461 ~ 477.
- [21] Loughran, Tim, and Bill McDonald. 2011. "When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10Ks," *Journal of Finance*, 66(1):35 ~ 65.
- [22] Mola, Simona, and Massimo Guidolin. 2009. "Affiliated Mutual Funds, and Analyst Optimism," *Journal of Financial Economics*, 93(1):108 ~ 137.
- [23] Nofsinger, John R.. 2001. "The Impact of Public Information on Investors," *Journal of Banking and Finance*, 25(7): 1339 ~ 1366.
- [24] Peress, Joel. 2014. "The Media and the Diffusion of Information in Financial Markets: Evidence from Newspaper Strikes," *Journal of Finance*, 69(5):2007 ~ 2043
- [25] So, Eric C.. 2013. "A Predicting Analyst Forecast Errors: Do Investors Overweight Analyst Forecasts?" *Journal of Fi-*

*nancial Economics*, 108(3), pp. 615 ~ 640.

- [26] Tetlock, Paul C. . 2007. "Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market," *Journal of Finance*, 62(3):1139 ~ 1168.
- [27] Tetlock, Paul C. , Maytal Saar - Tschansky, and Sofus Macskassy, 2008. "More than Words: Quantifying Language to Measure Firm's Fundamentals," *Journal of Finance*, 63(3):1437 ~ 1467.

## Does Media Coverage Decrease the Analysts' Forecast Error?

TAN Songtao GAN Shunli KAN Shuo

(China Financial Policy Research Center, Renmin University of China;  
Business College, Hunan Normal University)

**Abstract:** This paper investigates the relationship between media coverage and the analysts' forecast errors using the data of China's stock market from 2003 to 2011. We find that media coverage can significantly decrease the analysts' optimism and hence their forecast error and this effect is greater for the listed firms who are exposed to bad financial information opacity. Moreover, we find that media coverage will decrease the volatility of sentiment of different media report. When we control the sentiment volatility, the influence of media coverage on forecast error changes. Thus, we have concluded that media will enhance the information quantity of firms. The more media reports a firm acquired and the more precision of the information, the better informed of the firms' investors and the more accurate the analysts' forecast is.

**Key words:** Media coverage, Media disagreement, Analysts' forecast error, Information opacity

(责任编辑:李景农)(校对:LN)