

分析师盈余预测影响因素 的国内外研究综述

魏春燕 王生年(教授)

(石河子大学经济与管理学院 新疆石河子 832000)

【摘要】 本文基于我国的特殊背景以及国外的研究新进展,梳理了国外有关利益关系影响分析师盈余预测准确性的最新研究文献,探讨了各种利益关系对分析师盈余预测准确性的影响,并对我国证券分析师盈余预测影响因素的未来研究方向进行了展望,以期为我国证券市场的监管和分析师行业规范提供政策参考。

【关键词】 利益关系 分析师 盈余预测准确性 经济业务 承销业务

随着资本市场有效性的提高,投资者对预测性信息的关注逐渐增多,分析师发布的盈余预测信息是投资者获取上市公司未来信息的一个重要来源。因此,分析师在资本市场中的信息中介功能越来越重要,其盈余预测的准确性也逐渐成为投资者和学术界共同关注的焦点。

本文从分析师的利益关系对其盈余预测准确性的影响出发,梳理了国外有关此问题的最新研究文献,并结合我国的实践背景探讨分析师自利行为的存在性及其防范措施,最后展望了我国分析师盈余预测的未来研究方向,以期为有效遏制我国分析师人为扭曲报告误导投资者的现象提供有益启示,为我国资本市场的监管和分析师队伍的规范提供政策参考。

一、基于维持管理层关系的研究

分析师预测的优势之一在于其掌握的私人信息,因此分析师有动机与目标公司管理层保持良好关系,以便获得非公开信息,进而提高预测的准确度。尤其是当上市公司信息披露不充分、与投资者之间的信息不对称程度较高时,分析师会倾向于通过发表乐观的预测报告来引起公司管理者的注意,从而获得与这些管理者沟通的机会。

Das等(1998)预测分析师会人为地扭曲盈余预测从而取得管理者关于公司很难预测的私人信息。并且,尽管分析师存在预测偏差或误导市场的倾向,但公司的高管却乐于见到这样的现象,因为这会给公司与中介机构制造合作的机会。David和Elizabeth(2003)也认为,当乐观的盈余预测可以拉近与管理层的关系时,理性的分析师有发布乐观偏误预测的动机。而这种乐观偏误的程度将取决于管理层对分析师的重要性。如果访问管理层对预测不太重要,分析师将减少他们的预测偏误,因为发布乐观预测的好处较少。Ke和Yu(2006)预测管理层更喜欢那些首次报告时乐观而盈余报告之前悲观的预测,因为这会产生正的盈余变动。他们以1983~2000年为研究期间,发现那些首先乐观预测,随后又在盈余报告之前进行悲观预测的分析师,预测更加准确而且辞退的可能性降低。他们认为这一结果与“分析师扭曲报告以从管理层获取信息”的

观点是相符的。

但是,关于分析师为维持管理层关系而发布更准确或更不准确的预测报告,国外学者并没有就此得出一致结论。比如,分析师的盈余预测比时间序列的模型预测更加准确,这表明分析师付出了努力以发布准确的预测报告。Lim(2001)研究发现,分析师为了提高管理层访问和预测精确度,会人为地偏误预测,使预期误差最小化的最优预测被乐观偏误了。该结论表明,乐观的预测误差可能是最佳盈余预测的一个合理组成部分,此前的研究用经典的无偏概念可能过早地把分析师预测驳斥为不合理或不准确。并且,假设管理者能预测分析师为维持关系而进行了乐观预测,这种乐观的盈余预测会导致不利的盈余结果,此时管理者可能会避免这种情况的发生。

因此,总体来说,分析师盈余预测不可避免地受到目标公司管理者的影响,尤其是在信息不对称程度较高时,管理者是主要的信息来源,分析师为了获得更多的私有信息,迎合管理层需要的动机变得更为强烈。当然,这种关系导致了更准确或更不准确的预测报告,目前还没有一致结论。

二、基于证券公司业务发展的研究

1. 承销业务对分析师盈余预测的影响。证券公司业务主要指股票和债券发行的承销业务以及大型客户的经纪业务。承销业务产生的佣金和交易费用是分析师所在的证券公司的一项重要收入来源。分析师发布乐观的盈利预测报告可以帮助他们的雇主更好地开展相关工作并获得可观的报酬,但承销业务的实施过程也可能给分析师带来独有的信息优势,这种信息优势是其他分析师所不具备的。因而,承销商分析师可能发布更为准确的预测报告。

关于承销关系对分析师预测准确性的影响争议颇多,目前尚未形成一致结论。Lin和Nichols(1998)对进行融资的样本进行了研究,发现分析师一般都过于乐观,但主承销商分析师乐观程度更甚,他们会在更大程度上避免“卖出”建议。Walter等(2010)以161家房地产公司在1996~2004年间进行的股权和债券融资为研究对象,发现相对于竞争对手更为

乐观的目标价预测,显著提高了承销商取得该承销业务的可能性,这个结论对于股权和债券融资而言均成立。

但是 Dugar 和 Nathan(1995)却得出了不同的结论,他们将分析师分为有附属关系和无附属关系两组。研究发现,两组分析师的预测偏差存在差异,前者发布的盈利预测和投资建议都更乐观,但根据两组分析师的投资建议赢得的投资回报却无显著差异,这证明分析师为取悦客户单位的管理层也许会使预测有所偏差,但决不愿以牺牲预测准确度为代价。同样,Ailen 和 Faulhaber(1989)以及 Irville 等(2000)的研究结论也显示卖方分析师的预测不仅无偏,还有可能更准确,因为其在承销过程中拥有特定的信息优势,这种信息优势是其他分析师所不具备的。

由此可见,证券公司与目标上市公司之间的承销关系对分析师的预测行为产生了影响,但究竟是因为信息优势提高了预测准确性,还是由于利益冲突降低了预测准确性,目前尚未得出一致的研究结论。

2. 经纪业务对分析师盈余预测的影响。据 2007 年美国证券金融协会公布的数据显示,2001~2007 年经纪业务占证券公司总收入的平均比例为 16.4%,承销业务占比为 6.6%,可见经纪业务是证券公司主要的收入来源。由于分析师从事的研究工作仅仅是证券公司的一项辅助工具,本身并不能创造利润,因此分析师的从属地位决定了其预测的客观性难免受到为发展业务服务的影响。

在经纪业务动机方面,“为了增加经纪业务收入而形成乐观倾向”这一动机显得易于验证,学术界对此动机也普遍认同。Aitken 等(2001)从澳大利亚的数据发现,“买入”评级能获得更大的市场交易份额而“卖出”评级却没有这种效果。Irvine(2004)考察了分析师的荐股意见是否影响券商在该股票的交易中占有的市场份额,他应用了 Hayes(1998)的交易动机模型,研究发现:分析师的“买入”和“强力买入”的投资建议比其他投资建议更能大幅度地提高券商的手续费收入。因此,Irvine 认为分析师有可能通过发布乐观的投资建议为券商创造手续费收入。

Jackson(2005)利用澳大利亚的数据研究发现,分析师发布乐观的荐股评级能增加自身所属券商的交易量。然而,该研究也发现,具有较高声誉的分析师所做的评级也能带来较高的交易量。该实证结果表明卖方金融机构为了刺激股票交易,增加公司经纪业务收入而授意或胁迫分析师发布乐观荐股评级是很合理的逻辑。

除了提高所分析股票的交易量,另一项经纪业务动机来源于大型机构客户的影响。如果分析师所在证券公司的大型机构客户持有大量的分析师跟踪的股票,则证券公司可能会担心失去机构投资者的委托交易业务而不允许分析师发布影响机构投资者证券组合的负面报告,因为这可能使得证券公司面临丧失大型机构客户的风险,直接威胁到证券公司的经纪业务收入。Mc Nichols 和 O'Brien(1997)研究发现,出于为经纪业务服务的目标,分析师可能会出现选择性偏差。对那些机构投资者重仓持股的公司,分析师通常会及时跟踪和更新

预测,而对于那些被机构投资者冷落且前景不好的公司,则会选择放弃继续覆盖或停止更新盈利预测,因此就会出现过度乐观的情况。

总之,现有研究证明了分析师面临为证券公司发展经纪业务的任务,包括提高股票交易量和维系与大型机构客户的关系,这一任务与其发布准确的盈余预测的目标相矛盾。在此利益关系下的分析师具有乐观倾向的结论得到了普遍认同。

三、基于分析师职业关注的研究

分析师基于利益关系的人为偏误行为也面临着约束,主要是分析师的声誉和职业发展等。精确的盈利预测可以提升分析师在业内的地位排名,而预测误差则会降低市场对其信任度,因此对分析师而言存在一个成本收益的权衡。

辞退是约束之一。Mikhail 等(1999)检验了辞退的可能性和盈余预测精确度之间的相关性,他们发现如果分析师的预测精确度比他的同行要低,辞退的可能性会很高,表明分析师在与同行竞争时有发布更加准确的盈余预测的激励。与此类似,Hong 等(2000)发现发布最不准确的盈余预测的分析师最可能被停止使用 I/B/E/S 数据库,而且更不可能跳槽到更大的经纪公司。Wu 和 Zang(2009)在此基础上进一步论证了预测不准确与被辞退可能性之间的关系,预测准确性强的分析师更可能被辞退,不太可能升职,且不准确性的影响对经验水平较低的分析师最明显。

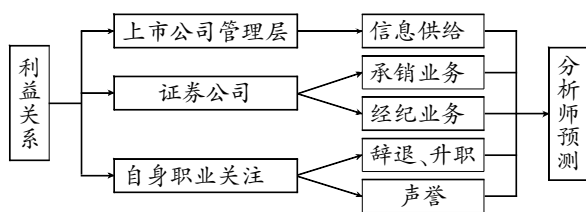
然而,精确度并不是分析师被辞退的唯一原因,因此辞退的约束效应并不强。Hong 和 Kubik(2003)发现精确度与辞退之间的相关性是随分析师乐观水平和附属地位变化的。在控制了精确度因素之后,那些发布乐观盈余预测的分析师更可能转向顶尖经纪公司,且附属于投资银行的分析师的辞退决策更少取决于其预测精确度,而更多取决于乐观程度。

Harrison 和 Jeffery(2003)通过联系分析师的盈余预测和工作离职来检验分析师的职业担忧,结果发现:相对准确的预测更可能带来好的职业如升职,更乐观的分析师也可能有好职业。近年来,工作离职对乐观主义更为敏感。显然,经纪公司鼓励乐观主义的分析师,他们能推动股票交易,带来更多收益。

诚然,职业关注是分析师做决策时不得不考虑的一个重要因素,但对此的研究尚未形成一致结论,分析师在面临被辞退的可能时,也许会收敛人为偏误行为,但当证券公司或投资银行自身偏好更为乐观时,无疑加剧了分析师的乐观倾向。分析师对声誉的关注在一定程度上起到了有效的约束作用,但在成本与收益的权衡之中,分析师是牺牲利益换取声誉还是牺牲声誉换取利益尚未形成定论。

四、结论及研究展望

综上所述,尽管有效资本市场理论认为在有效市场上,分析师做出的盈余预测是完美无偏的,且分析师能够通过对所跟踪公司盈余的调整将新信息迅速反映到股价中去,但在现实市场中,分析师的预测行为不可避免地受到利益关系(来自被分析上市公司、证券公司和自身职业关注)的影响(参见下图)。



利益关系对分析师盈余预测的影响途径

国外研究结果表明：①分析师具有维持与上市公司管理层关系的动机，这种动机影响了分析师盈余预测的准确性，但影响方向还没有定论，表现为既可能导致乐观偏误也可能带来信息优势；②分析师面临为证券公司发展业务的任务，包括为承销业务和经纪业务服务，在证券公司的利益威胁下，分析师可能会人为地偏误研究报告；③分析师的人为偏误行为会受到职业关注的影响，包括对被辞退、升职和声誉的考虑，职业关注会起到一定的约束作用，但很大程度上取决于证券公司的雇佣决策偏好。尽管国外已有大量文献讨论了上述三方面利益关系对分析师盈余预测行为的影响，并取得了丰富的研究成果，但目前尚未建立起成熟的理论框架，也未形成一致的研究结论，还有待未来的深入研究。况且，国外学者探讨的上述利益关系与我国市场中的利益关系存在差异，其对分析师盈余预测的影响也是不同的，因此我国不能简单地借鉴国外研究结论。

我们认为，结合我国资本市场的特点，应主要考虑机构投资者、证券公司自营业务和目标上市公司业务三个方面对分析师盈余预测的影响。此外，我国资本市场有效性低、各项制度尚不完善，加之法律对投资者的保护较弱，缺乏对分析师行业有效的监管和约束机制。在此制度背景下，我国分析师更可能以牺牲准确性为代价谋取利益。因此，有必要对分析师人为偏误行为的约束机制展开研究。鉴于此，我们认为未来我国学者开展分析师利益关系及其对盈余预测的影响研究必须特别关注以下四个方面：

第一，机构投资者对分析师预测的影响。与国外发达国家的资本市场相比，我国资本市场上两类信息不对称问题较为突出，不仅体现为投资者与上市公司之间的信息不对称，还体现为大股东、机构投资者等强势投资者与弱势投资者之间的信息不对称。基金等机构投资者作为证券公司的大型经纪业务客户，是分析师不敢得罪的“衣食父母”，因此机构投资者是否会利用其雄厚的资金实力，以分析师盈余预测报告为工具，与证券公司勾结操纵市场获取私利，从而损害中小投资者利益，这些都是值得深入研究且亟待解决的问题。

第二，证券公司自营业务对分析师预测的影响。在我国，证券公司的自营业务即直接持有上市公司股份是证券公司的一项重要收入来源。尽管证监会已明文规定证券公司应严格建立隔离墙、严禁分析师从事炒股以及严禁研究报告受机构投资者利益影响，但实际上，证券公司内部很难建立起严格的隔离制度，研究部门与投资部门之间的信息传递无疑使得证券公司利用分析师研究报告进行反向操作成为可能，分析师

也更有可能会迫于利益关系而人为地偏误研究报告。因此，证券公司自营业务是否加剧了分析师的人为偏误行为有待研究。

第三，被分析上市公司业务关系对分析师预测的影响。与国外资本市场不同，我国市场的融资环境较为宽松，证券公司与上市公司之间的业务关系不仅仅是承销关系，更多表现为上市之后再融资行为中的合作关系，如增发和配股以及频繁的并购、出售子公司等业务。在这一背景下，上市公司与证券公司之间的关系变得更为复杂，频繁的业务合作究竟是增强了分析师的信息优势、提高了其预测准确性，还是提高了分析师与目标上市公司之间的利益关联度、损害分析师独立性、降低了其预测准确性？这些问题还有待验证。

第四，宏观信息环境对分析师预测的影响。已有研究表明，分析师的预测表现会受到企业所在地的宏观制度环境的影响。Hope(2003)发现，分析师预测准确度和公司信息披露水平以及所在地的会计制度执行力度显著正相关。Bushman等(2004)和Leuz等(2003)的研究分别发现在法律制度健全和投资者保护力度大的国家，上市公司的盈余质量和分析师预测准确度都相对较高。在我国，各地区之间的市场化进程差异较为突出，在制度环境优越、市场经济发达的地区，信息来源渠道较多，媒体和社会公众对分析师预测行为的监督力度较大。另外，较为完善的法律制度和较大的法律执行力度都会对分析师的预测行为产生一定的监督和约束。因此，市场化进程差异会对分析师盈余预测准确性产生一定影响。那么，这种外部信息环境是否可以作为分析师人为偏误行为的约束机制值得深入研究。

第五，声誉机制对分析师预测的影响。尽管已有国外文献在研究中涉及分析师对声誉的顾虑问题，认为拥有更高声誉的分析师能更有效地通过发布报告刺激经纪业务，而声誉低的分析师即使发布乐观的报告，对经纪业务的提升效果也不明显(Jackson, 2005)，国内关于分析师声誉的研究还比较少见。近几年来由《新财富》杂志主办的“最佳分析师”评选越来越受到重视，在一定程度上成为投资者跟从分析师的依据和分析师所属卖方金融机构对其薪酬发放的参考标准，这一排名也为我国分析师声誉的研究提供了条件。因此，声誉机制对分析师盈余预测准确性的影响如何，是否能作为分析师人为偏误行为的约束机制，这些问题成为未来的研究方向之一。

主要参考文献

1. Allen F., Morris S., Shin H.S. Beauty contest and iterated expectations in asset markets. *The Review of Financial Studies*, 2006; 19
2. Arya A., Mittendorf, B. The interaction among disclosure, competition between firms and analyst following. *Journal of Accounting and Economics*, 2007; 43
3. Brown L., Griffin P., Hagerman L., Zmijewski M. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 1987; 9