

# 媒体报道、分析师跟踪与 上市公司盈余预测：一个文献述评

杨世鉴

(天津财经大学商学院 天津 300222)

**【摘要】** 本文以上市公司盈余预测为切入点,选择分析师和新闻媒体作为分析对象,讨论了分析师跟踪和媒体报道在资本市场中能否发挥外部公司治理的作用,尤其是能否抑制上市公司管理层的自利行为并提高盈余预测的质量。通过对国内外相关文献的回顾,大量经验证据表明分析师跟踪和媒体报道对上市公司管理层施加了影响,有效地影响了其信息披露行为,一定程度上发挥了外部公司治理的作用。同时,本文发现已有的研究文献中,较少涉及分析师跟踪和媒体报道发挥公司治理的内在机制问题,以及分析师和媒体之间在发挥公司治理时相互关系等问题,这些内容为进一步研究留下空间。

**【关键词】** 分析师跟踪 媒体报道 公司治理 盈余预测

## 一、引言

在科学技术高度发达的信息时代,尤其是随着互联网在公众日常生活中的普及与应用,人们获取信息的渠道与方式有了很大的改变,传统的财务信息披露模式面临着巨大挑战,能否对会计信息披露方式与质量进行变革,决定了会计的生存与发展。同时,上市公司信息披露过程中缺乏有效的监督环境,导致上市公司管理层披露动机不强,甚至是提供虚假信息,使会计信息的有用性受到进一步挑战。为了有效防范上市公司管理层在代理过程中出现的道德风险,需要建立完善的公司治理机制加以制约。

传统的公司治理研究主要针对内部公司治理,随着资本市场的发展和外部监督环境的日趋完善和健全,公司外部治理研究也越来越受到重视。在公司的外部治理环境中,法律制度以及行政监管是目前最重要的力量。但对于像我国这样处于经济转轨时期的新兴市场国家,法律外的其他治理机制在公司治理中的作用仍不可忽视(Coffee,2001;Stultz 和 Williamson,2003;郑志刚,2007;Hilary 和 Hui,2009)。

近些年来,大众媒体在我国社会生活的各个领域都发挥着越来越重要的作用,媒体监督也被认为是新兴资本市场上有效替代司法保护不足的一项重要制度安排(贺建刚等,2008),并成为国家审计机关判断重大违法行为的依据之一,媒体的社会监督职能已经受到普遍认可。与此同时,我国的证券分析师市场也在不断成熟和完善。分析师具有两大功能——盈利预测和推荐,一般认为他们作为信息中介,对上市公司的信息起到了加工和解读的作用,并向投资者提供了新信息。一方面,上市公司的管理层会影响分析师的盈余预测;另一方面,分析师的预测行为也会对管理层的信息披露决策

产生影响。

本文同时选择分析师和媒体作为分析对象,原因有二:一是分析师和媒体在社会生活中的影响力与日俱增,受到实务界和理论界的普遍关注(Dyck 和 Zingales,2004;Monks 和 Minow,2004;Miller,2006;Joe,2009);二是分析师和媒体在资本市场中发挥的作用具有相似性。即:一方面它们作为上市公司和投资者之间联系的纽带,发挥了信息中介的作用。另一方面,在资本市场中上市公司、分析师和媒体同为信息的发布者,存在竞争与制约的双重关系,这使得分析师和媒体发挥外部治理作用有了潜在可能,具体作用机理见图1。

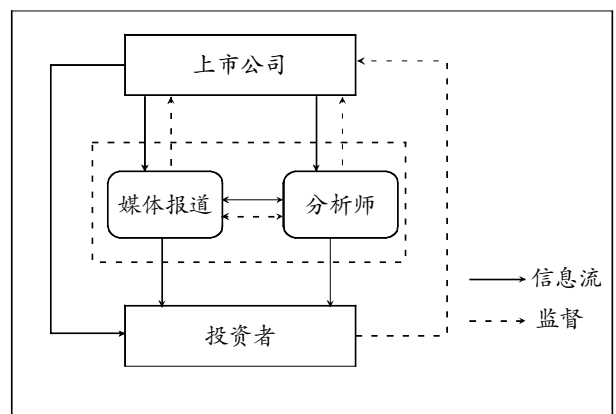


图1 媒体和分析师治理的作用机制

同时,本文选择盈余预测作为切入点,是因为盈余预测作为一种预测性信息,相对于传统的历史性财务信息更容易得到市场的青睐。尤其是以分析师和媒体为代表的信息中介,对公司的预测性信息关注度更高,反应更强烈。

二、盈余预测制度背景与文献述评

1. 为了提高公司信息披露的有用性,美国最早地建立了预测性信息披露制度并为世界各国所效仿。笔者比较了各国的预测性披露制度,发现它们虽有一定差异,但信息披露的目的基本一致,即要弥补传统会计信息以历史性信息为主的不足,增加前瞻性和预测性信息的供给,以提高会计信息对投资者决策的作用。

目前我国的预测性信息包括前景性预测和盈利预测。其中盈利预测最早出现在新股上市的招股说明书中。前景性预测包括发展规划、发展趋势预测和盈余预告。同世界上其他国家一样,我国的盈余预告制度也经历了从自愿披露到强制披露,最后发展到强制与自愿相结合的披露模式。

回顾我国预测性信息披露制度变迁,可以发现我国预测性信息包括业绩预告等多种形式,分别适用各种披露要求且制度背景较为复杂。与国外相关制度相比,在披露方式、形式、内容及态度方面存在差异。就披露方式而言,世界各国的披露制度存在差异。其中以美国和加拿大为代表的发达资本市场国家,信息披露一般以自愿性披露为主,而政府监管侧重于披露的规范性和真实性,对信息披露形式未施加强制条件。同时,更多的国家采取了以自愿披露和强制披露相结合的方式,这些国家既包括日本、澳大利亚等发达资本市场国家,也有包括我国在内的大多数的新兴市场经济国家。就披露内容方面而言,世界各国的披露制度也不完全一样。相对于西方发达资本市场国家,我国的信息披露除了要增进市场信息的透明度,还要最大可能地保护中小投资者。因此,我国的信息披露监管主要要求公司强制披露重大风险及潜在风险,保护投资者尤其是中小投资者的利益。

2. 目前关于盈余预测的研究主要以美国为主,同时其他国家正结合本国的制度背景展开了系列研究。为了更好地说明盈余预测的研究状况,本文参考了 Lisa Koonce 和 Shankar Venkataraman(2008)的分析框架图(见图2),该框架图将盈余预测分为三个部分——条件、特征和后果。

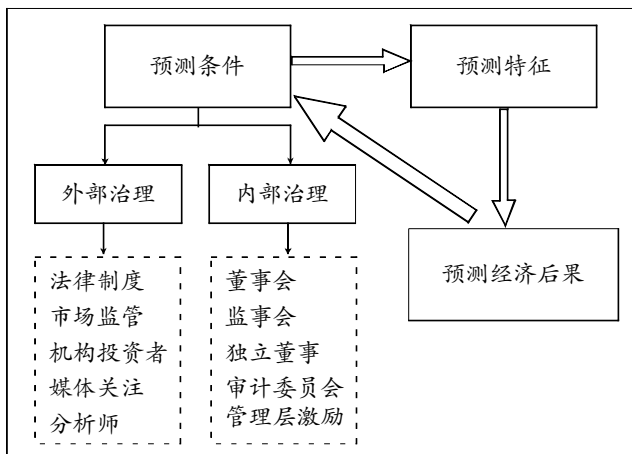


图2 盈余预测分析框架图

具体而言,条件即环境和公司层面特征,例如法律环境和影响预测发布可能性的管理层动机;预测特征包括管理者做出与预测本身内容有关的选择,例如预测的形式、范围和详细程度;预测后果即对预测的反应,例如股票价格的变化和分析师的行为。毫无疑问,这些后果是条件和预测特征的函数。国外的研究成果中,关于预测条件和预测特征的研究成果已相当丰富,现有的研究更多地转向预测经济后果方面。而在我国,盈余预测的相关研究才刚刚展开,尤其对于预测条件外部治理中的机构投资者、媒体关注 and 分析师等治理力量,缺乏足够的经验证据。从这一点来看,本文的探讨仍具有一定的理论意义。

三、盈余预测与分析师跟踪

1. 分析师在资本市场上的作用。证券分析师通过公开和私人渠道获取信息,对他们跟踪公司的当前业绩进行评价,对未来前景作出预测,并向购买、持有或出售的投资者进行推荐(Paul M. Healy 和 Krishna G. Palepu,2001)。证券分析师作为中介机构能够有效地缓解信息不对称,提高资本市场效率(Beaver,2002)。同样地,作为证券市场重要的信息提供者,证券分析师所提供的信息会影响证券的市场定价(王瑞、洪剑峭,2009)。

随着我国资本市场的不断完善与发展,证券分析师在其中扮演着愈发重要的角色。他们不仅是上市公司财务信息的使用者,更是企业管理层与投资者之间信息沟通的桥梁(李丹、贾宁,2009)。可以这样说,分析师在资本市场中发挥着信息中介和外部公司治理的双重作用。

作为信息传递的中介,分析师提供给投资者的信息包括盈余预测以及购买、持有或出售的建议。总体来说,证据表明证券分析师在资本市场中具有增值作用。他们的盈余预测比盈余的时间序列模型得出的结果更加准确,大概因为他们比时间序列模型更能及时地将公司和经济消息纳入其分析中(Brown 和 Rozeff,1978; Brown,1987; Givoly,1982)。而且,分析师的盈余预测和推荐影响了股票价格(Givoly 和Lakonishok,1979;Lys 和 Sohn,1990;Francis 和 Soffer,1997)。

随着对分析师研究的深入,人们逐渐认识到分析师在发挥信息中介的同时,分析师跟踪对上市公司也产生了重要影响。经验证据表明,分析师跟踪能够有效抑制上市公司的代理冲突(Moyer,1989;Jensen,1976),减少管理层的机会主义行为,提升公司价值(Chung 和 Jo,1996)。同时,分析师对上市公司的跟踪,能够进一步降低资本市场上的信息不对称,减少投资者的逆向选择,从而使上市公司的融资成本大大降低(Chen 和 Cheng,2008)。此外,融资规模以及资本结构也可能受到分析师行为的影响,从而使分析师跟踪对上市公司的投融资决策产生重要影响。

分析师跟踪对上市公司的影响是其发挥公司治理作用的基础。此后的深入研究为分析师跟踪的治理效应提供了更加直接的证据。由于分析师在信息搜集方面的优势,使其比监管

部门更容易发现公司的财务舞弊问题(Dyck et al., 2008)。此外, Yu(2008)的研究结果还表明分析师跟踪可以直接影响到公司管理层盈余管理的决策行为。

随着分析师市场的逐渐成熟, 分析师跟踪在资本市场的表现引起了研究者的兴趣。与成熟发达资本市场不同, 新兴市场的投资者保护机制薄弱, 公司内外部治理机制不完善, 公司股权高度集中, 内部人掏空现象普遍(LLSV, 2002; Claessen, 2002)。在这种背景下, 分析师跟踪能否发挥公司治理作用呢? Lang(2004)提供的证据表明分析师跟踪与公司价值表现为正相关关系, 对于家族或管理层持股比例越高的公司这一关系表现得更为显著。同时, Defond 和 Hung(2007)认为在投资者保护较弱的国家, 资本市场上的信息不够透明, 因此分析师提供的预测信息更有可能受到投资者的青睐, 从而使分析师跟踪在某种程度上发挥着宏观层面投资者保护的替代作用。

2. 影响分析师治理作用的因素。在不完全有效的资本市场上, 个人利益与客观目标之间常常产生冲突导致其独立性受损, 从而影响分析师做出预测分析的客观性、公正性和独立性。

分析师如果与上市公司管理层合谋, 其客观性就会受损。分析师预测的优势之一在于其掌握的私有信息, 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, 分析师通过业务关联获取的上市公司私有信息就显得尤为重要。Jacob 等人(2008)研究发现, 由提供投融资业务的券商雇佣的分析师发布的盈余预测报告比其他信息要更加准确, 而公司承销分析师比非承销分析师的预测也更加准确。

同时, 分析师与上市公司管理层之间的“良好”关系有可能存在负面效应, 即有可能使证券分析师为了获得私有信息, 不得不对上市公司管理层极力“讨好”, 以至于扭曲了二者之间的关系, 使分析师的客观性受损。Das 等人(1998)预测分析师会自由地扭曲盈余预测, 从而取得管理者关于公司很难预测的私人信息。

另外, 上市公司与券商之间共同的利益关系, 使得券商的功能发生偏差。尤其在我国特殊的市场环境下, 上市公司频繁的再融资和并购重组活动, 增加了券商和上市公司之间的业务关联, 更加大了券商极力维系客户关系的动机。从理论上讲, 券商与上市公司业务关联带来的亲密关系可能拉近分析师与目标上市公司之间的距离, 从而有利于分析师获得非关联分析师难以获得的私有信息, 这种信息优势会提高分析师的预测准确性。然而, 业务关联也可能产生利益冲突, 分析师在为客户服务、为券商贡献利润的压力下, 独立性难免受到威胁, 从而可能导致故意偏误现象(Dugar 和 Nathan, 1995; Lin 和 McNichols, 1998; O'Brien, McNichols 和 Lin, 2005)。此外, 分析师受到来自市场上其他利益者的影响, 公正性也会受到影响。如分析师会受宏观政策、投资者偏好以及新闻媒体报道的影响。

#### 四、盈余预测与媒体报道

媒体在资本市场中发挥了两种功能, 一是信息解读功能, 二是公司治理功能。一方面媒体利用自己的信息搜集优势, 能够对上市公司的信息进行搜集、加工整理并向社会公众披露, 对减少信息不对称并增强投资者识别能力发挥重要作用(Merton, 1987)。同时经验证据表明, 媒体报道能够影响股票的交易量和交易额(Barber 和 Odean, 2008)、预期收益(Fang 和 Peress, 2009)、买卖价差和更大的分析师预测分歧程度(Stephen X. GONG, 2011)。另一方面, 世界各国虽然在制度背景、市场发育程度等存在很大差异, 但经验证据表明媒体报道在公司治理中发挥了重要作用, 是改善公司治理环境的有益补充(Rajan 和 Zingales, 2003)和不可或缺的组成部分(Dyck 和 Zingales, 2002)。

Joe, Louis 和 Robinson(2009)通过对美国《商业周刊》评选出的美国最差董事会进行分析, 发现媒体的报道对提高董事会的效率有显著作用, 尤其对低效的董事会更为明显。Dyck 等(2006)以及 Volchkova 和 Zingales(2008)则以俄罗斯新兴资本市场为例, 分析了媒体监督对公司治理效率及其规范股东行为的作用, 发现在缺乏有效司法保护和外部市场约束机制的制度背景下, 媒体监督能够显著地降低控制权私人收益, 并可促使公司纠正其违规行为。Aman 和 Hiroyuki(2011)基于日本公司数据也得出了类似的结论。

李培功和沈艺峰(2010)首次实证分析了媒体对我国公司治理的影响, 基于我国资本市场的研究认为媒体披露会引发行行政介入。同时他们研究发现, 媒体正面报道和负面报道的经济后果存在差异, 媒体的负面报道导致资本成本和股票波动性的增加, 正面报道会降低资本成本和股票波动性, 而且随着负面报道数量的增加, 上市公司改正违规行为的概率也在增加。

在研究过程中, 也有学者发现了媒体报道对信息披露的负面效应。Pantzalis 和 Park(2009)指出, 已有文献对媒体关注在市场有效性上所发挥作用的阐述并不清晰, 媒体报道的负面效应容易被人忽视。媒体关注可能天生地就具有报道公司喜好信息的有偏特征(Dyck 和 Zingales, 2003), 或者是成为产生判断偏差(Summers 和 Waldman, 1990)和投资者情绪(Hong 和 Stein, 2007)的一个来源。

Pantzalis 和 Park(2009)的研究表明, 对上市公司的非正常媒体关注会显著地夸大其定价偏差。即非正常媒体关注会在投资者中间产生很强的情绪效应及过度反应, 这有可能导致公司的股票被错误定价。这些研究都说明媒体报道的负面效应是不容忽视的。

#### 五、研究述评与展望

1. 研究结论。通过对国内外已有文献的回顾和分析, 本文认为分析师和媒体在资本市场中发挥的作用有正负两个方面:

一是分析师跟踪和媒体报道在一定程度上发挥了公司治

理作用,该结论不仅适用于西方成熟的资本市场,在新兴市场中这种影响也在日益显现。

二是在分析师跟踪和媒体报道发挥公司治理作用时,其负面效应也不容忽视。例如,分析师面临很多竞争激励,他们不仅想要预测准确以显示他们的技能并构建其声誉,同时还想要发布积极的长期预测来取悦他们跟踪的公司(Mikhail, 1999; Lim, 2001; Hong 和 Kubik, 2003; Cowen, 2006; Libby, 2008)。Binke 和 Yongyu(2006)提供证据表明,分析师利用有偏的盈余预测来取悦公司的管理层以获得私人信息。与此同时,分析师对上市公司产生治理作用时也受到上市公司特征的影响。Lang 和 Lundholm(1993)研究发现,公司的信息含量越高,则跟踪分析师的人数越多,分析师预测的偏差会越小以及预测修正的波动会更小。又如,媒体作为资本市场中的利益参与者,可能出于自身利益考虑,对报道对象进行选择,而且具有报道好消息的特性。

**2. 总结及研究展望。**通过对已有文献的大量回顾与仔细梳理,本文也发现了如下一些问题:

第一,由于相当多的研究分析所依据的是间接证据,这就很有可能出现内生性问题。例如受到较多分析师跟踪的公司价值高可能是受公司实施的高管激励或其他因素影响的结果。同时,公司价值高的公司也会吸引更多的分析师进行跟踪,由此产生内生性问题,从而影响研究结论的可靠性。

第二,发达资本市场的研究要多于新兴市场的研究。受制于市场发育程度和相关数据的可获取性,目前对新兴市场国家的研究仍未全面展开。已有的研究多是参考成熟国家的研究模式,对新兴市场国家制度背景考虑得不充分,导致研究结论说服力不强,甚至结论之间相互冲突。

第三,媒体报道和分析师发挥公司治理作用的机理问题。前述文献更多的是从媒体报道和分析师跟踪的外部效应来说明其公司治理作用,但二者发挥公司治理的内在机制很少有人进行系统的研究。

第四,媒体报道和分析师跟踪发挥外部公司治理作用时的关系如何,是替代关系还是互补关系。从以上研究文献可以看出,目前的研究者在分析媒体报道或分析师跟踪时往往忽略了其他市场参与者的影响,仅从单一个体角度去分析,结论难免牵强。一方面,媒体报道在进行社会监督和为广大投资者提供有价值的分析性信息中发挥着重要作用(Healey 和 Palepu, 2001);另一方面,媒体选择报道对象时也可能受到外部环境的影响,往往出于自利的目的,媒体会考虑获取信息的便捷程度以及报道对象的影响力。

随着 21 世纪世界各国监管层对公司治理环境的重视,有关分析师跟踪和媒体报道方面的研究将不仅局限于基于现象来得出结论,更多的将从发挥公司治理作用内在机制上进行研究。同时要考虑不同公司治理力量之间的相互作用关系,这都会使研究的结论更加可靠。

除此之外,尚有几个问题值得引起研究者的关注,比如不

同制度环境及不同发育程度市场间公司治理的比较问题,再比如声誉能否发挥公司治理作用等问题,都有可能成为下一阶段研究的内容。

**【注】**本文系国家自然科学基金项目“基于数据发掘的上市公司会计舞弊识别问题研究”(项目编号:70872082)的阶段研究成果。

#### 主要参考文献

1. 于忠泊,叶琼燕,田高良.外部监督与盈余管理——针对媒体关注、机构投资者与分析师的考察.山西财经大学学报,2011;9
2. 贺建刚,魏明海,刘峰.利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究.管理世界,2008;10
3. 李培功,沈艺峰.媒体的公司治理作用:中国的经验证据.经济研究,2010;4
4. 郑志刚.法律外制度的公司治理角色——一个文献综述.管理世界,2007;9
5. 饶育蕾,王攀.媒体关注度对新股表现的影响——来自中国股票市场的证据.财务与金融,2010;3
6. 宋乐,张然.上市公司高管证券背景影响分析师预测吗.金融研究,2010;6
7. Arya, A., J. Glover. Earnings Management and the Revelation Principle. Review of Accounting Studies, Springer Science & Business Media, 1998;3
8. Ball, R., L. Shivakumar. Earnings quality at initial public offerings. Journal of Accounting & Economics, 2008;4
9. Beasley, M.S.. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. Accounting Review, 1996;7
10. Brous, P. Shane. Analyst Behavior as an Explanation for Market Inefficiency with Respect to Earnings and Nonearnings Information. Journal of Finance, 1995;5
11. Burgstahler, D., I. Dichev. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. Journal of Accounting & Economics, 1997;2
12. Bushee, B. J.. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. Accounting Review, 1998;7
13. Carleton, W. T., J. M. Nelson. The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF. Journal of Finance, 1998;5
14. Klein, A.. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. Journal of Accounting & Economics, 2002;3
15. Lang, M. H., K. V. Lins. Concentrated control, analyst following, and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least. Journal of Accounting Research, 2004;4