

证券分析师跟踪：决定因素与经济后果

范宗辉¹,王静静²

(1、上海财经大学会计学院 上海 200433; 2、上海财经大学会计学院 上海 200433)

摘要：本文以 Leuz, Nanda and Wysocki (2003, JFE) 模型和会计信息的价值相关性模型为基础，探讨了影响分析师对于上市公司选择的决定因素以及分析师市场的形成对幼稚模型适用性的影响。本文研究发现分析师能够有效的区分出盈余平滑和盈余操纵公司，并且更偏好于选择盈余平滑以及盈余操纵较少的公司。同时本文从实证的角度表明，分析师市场形成之后，幼稚模型对于有较多分析师跟踪的公司不再适用，投资者会把分析师的预测作为公司的盈余预测的主要依据；而对于那些没有分析师跟踪或者虽然有分析师跟踪但是人数不多的公司而言，幼稚模型仍然是适用的。

关键词：证券分析师跟踪；盈余平滑；盈余操纵；盈余反应系数

一、引言

本文主要研究上市公司盈余管理的特征对于分析师选择其所跟踪的上市公司产生的影响，以及分析师的加入是否改变市场对上市公司盈余变化信息的反映（是否会对盈余反映系数产生影响），另外分析师的存在是否会改变或者是改善投资者的错误定价的程度。

证券分析师作为信息中介可以有效地降低上市公司与投资者以及上市公司和债权人之间的信息不对称。一方面，从公司角度来说，分析师的跟踪可以使市场更好的获知有关于公司的信息，降低信息不对称程度，降低资本成本，使市场更为准确的反映公司的真实价值；另一方面，从投资者和债权人角度来说，投资者也可以更好的了解公司的基本面，从而做出正确的投资决策，降低自身风险；而债权人也可以有效地区分出好公司与坏公司，从而依据不同的风险水平要求不同的回报率。总之，分析师的加入可以减少交易双方的成本，是一种帕累托改进。

由此必然产生两个问题，一是证券分析师会偏好跟踪什么样的公司，公司的哪些特征，包括财务和治理两方面，会使得分析师会更为偏好这类公司；二是分析师的跟踪是否会提高市场的效率。对第一个问题的回答将会有助于好公司通过一定的方式将其自己与坏公司区分开来，从而使自己获得一个更好的市场定价；对第二个问题的回答则可以解答有关于证券分析师存在的必要性的疑问，从而帮助政策决定者更好地制定政策，促进证券分析行业的发展。

本文主要研究上市公司盈余管理的特征对于分析师选择其所跟踪的上市公司产生的影响。本文根据上市公司所拥有的分析师的数目将上市公司分为好公司和坏公司（分析师数目大于等于 3 的为好公司¹），同时以 Leuz, Nanda and Wysocki (2003) 模型为基础，将盈余管理划分为盈余平滑和盈余操纵两类，对于不同类型的盈余管理对于分析师的选择产生的影响进行检验。同时，为了检验分析师的作用，本文研究分析师的存在是否改变了市场对公司公布的盈余信息的反应。如果分析师能够起到释放信息的作用，那么分析师做出的盈利预测必定会被投资者所考虑，股票市场的超额报酬必定针对年报公布的盈利与分析师预测的盈利

¹ 根据上市公司的分析师数量的描述性统计显示，上市公司所拥有的分析师数平均为 3.17，所以这里取 3 作为分界线。

之间的差额做出的而不是年度间盈余信息的变化。这也可以从侧面帮助我们判断现行研究中的幼稚模型使用的正确性。

本文通过研究发现，上市公司的利润越稳定（盈余越平滑），公司成为好公司的可能性越大，即被分析师跟踪的可能性越大；而盈余操纵程度愈大，公司成为好公司的可能越小，即被分析师跟踪的可能性越小。同时，本文通过进一步的研究发现对于有分析师跟踪的公司，幼稚模型不是一个很好的模拟未预期收益的模型。同时，分析师模型，即本期实际盈余减去分析师预测的盈余的差额，可以更好的作为未预期收益的代理变量；而对于没有分析师跟踪的公司，幼稚模型仍然是适用的。

本文其余部分安排如下，第二部分是制度背景与理论分析，第三部分是研究设计与样本选择，第四部分是实证结果与分析，第五部分是结论。

二、制度背景及理论分析

1、证券分析师跟踪的决定因素

美国大量研究发现规模大的公司更容易被分析师关注（如 Brennan and Hughes, 1991）。这可能是因为规模大的公司可以带来更大的交易量，其信息透明度也更高。另外，公司的所有权结构也是一个重要的决定因素。Lang, Lins and Miller (2004) 发现分析师更不愿意跟踪那些管理层是最大控制股东的公司，因为他们具有更大的动机来操纵会计信息。

李丹蒙（2007）从获取信息的难易程度这一角度对于分析师跟踪偏好进行了分析，发现在控制了其他因素后，公司透明度越高，跟踪的分析师人数越多，预测误差越小。即使控制了内生性问题之后结论依旧成立，而且分析师的预测行为对于公司的透明度没有显著作用。

朱琦（2007）则指出上市公司通过提高信息披露质量，能使得分析师的盈利预测行为更为积极。岳衡等（2007）从公司的财务特征角度和公司治理特征来说明海外分析师跟踪中国上市公司的决定因素，发现分析师的跟踪有一定的行业集中趋势，经营质量好、经营风险低和治理结构好的公司更容易吸引分析师的跟踪预测。

但是，有关公司的盈余管理特征对分析师跟踪行为影响的研究却很少。本文认为，盈余管理是公司管理层的一种经营行为，体现了公司的特征。公司的治理结构会影响分析师的跟踪行为，但是治理结构是要影响到公司的经营结果，即要通过公司的行为才能表现出来，治理结构到底怎样影响公司的行为也还是一个值得讨论、有各种解释的话题。因此，本文认为可以直接考虑公司的经营结果，包括其财务和盈余管理等对分析师的影响。并且，盈余管理的动机还有薪酬计划等，而不仅仅是公司的所有权结构所能囊括的。因此，用盈余管理来研究分析师的跟踪行为具有重要的意义。

同时根据以往文献可知，广义的盈余管理包括盈余平滑和盈余操纵两种不同的形式，盈余平滑是指在应计制会计核算体制下，通过对收入与费用的调整，以实现公司利润稳定的行为。盈余平滑是企业在现存会计制度和资本市场监管体系下的一种有利于自身的理性选择，能够起到安抚投资者的作用。盈余平滑实际上是盈余操纵的一种方式，其目的就是使利润稳定。盈余操纵的范围要大于盈余平滑，包括其它各种方式，其目的也不尽相同。由于不同的盈余管理方式，必然会对会计信息产生不同的影响，这样就必然会影响到分析师对于信息的应用，改变分析师预期信息的准确度和难易程度，必然也会影响到分析师对于上市公司的选择。当上市公司进行盈余平滑时，使得上市公司的盈余呈现出一定的稳定趋势，有利提高分析师预期的准确度，降低分析师对于公司盈余进行分析的难度，预期会有更多的分析师跟踪；而当上市公司的盈余操纵越厉害，其盈余信息偏离上市公司真实价值的程度越大，分析师越难以根据上市公司上一期的盈余信息推断出本期的盈余信息以及上市公司的真实地

市场价值，分析师进行盈余预测的难度越大，准确度越低，因此对于这类上市公司进行跟踪的分析师的数量越少，由此提出假说 1：

假说 1：会计信息质量会显著影响分析师的跟踪决策。

2、分析师的市场作用

上市公司的股票价格取决于其未来现金流量的现值。当公司未来的期望现金流或者经营风险发生变化时，公司现行股票价格也会相应地发生变化。投资者对公司的当期盈余的预期，通常会借助以往的盈余信息，也就是说，投资者会以上一期的盈余信息作为本期盈余预测的基础。假如公司本期实际盈余与本期预测的盈余不一致，投资者必然会对未预期到的盈余信息（本期实际盈余相对于上一期盈余的差额）做出反应，当本期盈余高于上期盈余时，投资者会做出正向的市场反应，股票的超额收益率为正；当本期盈余低于上期盈余时，投资者会做出负向的市场反应，股票的超额收益率为负。但是，当分析师加入之后，投资者是否还会继续把上期的盈余信息作为其预期本期盈余的主要因素呢？抑或是以分析师的盈余预测作为其主要的依据呢？对于这个问题的回答，可以从另外一个侧面有效地确定有关盈余反应的模型（幼稚模型）的正确与否。

证券分析师的主要角色是通过各种渠道收集公司的信息并做出盈利预测。与个人投资者相比，分析师获得信息的途径更为多样，分析的能力更强，能做出更为准确的预测。根据市场有效假说，如果市场是有效的，投资者只会对未预期到的盈余信息做出反应，而公布的预期到的盈余信息则不会对于上市公司的股票价格产生影响。因而，对于好公司（有分析师跟踪且人数大于等于 3）而言，由于有分析师的参与，对于本年度的实际盈余与上年度的差异，分析师已经进行了有效的预测并将信息提供给投资者，因此投资者不会感到惊讶，市场之盈余公布前后不会做出强烈的市场反应。于是，有分析师跟踪的公司的盈余反应系数（使用幼稚模型）更小。由此本文提出第二个检验假说。

假说 2：如果使用幼稚模型来表示未预期的盈余变化，好公司的盈余反应系数要比坏公司盈余反应系数小。

在假说 1 成立的基础上，对于好公司而言，为什么盈余反应系数会变小？因为分析师会对公司的当期盈余做出预测，并且投资者会把分析师的盈余预测作为他对本期的盈余预测，因此此时，未预期到的盈余变化取决于上市公司的当期盈余和分析师预测盈余之间的差额，如果当期年报公布的盈余与分析师的预测不一致，即产生了未预期的盈余变化，市场会给出一个显著的变化。假如我们仍然把幼稚模型作为未预期的盈余变化，那么对于股票的未预期收益来说，我们遗漏了一个重要的解释变量，即分析师的预测盈余信息。

但是，对于没有分析师跟踪和虽然有分析师跟踪，但是分析师跟踪人数较少的公司而言，投资者因为自己的能力和成本的限制，或者因为分析师太少从而认为分析师的预测不具有很强的价值，对于公司的未来盈利前景及经营情况未得到充分的了解，从而在预测公司的未来盈利前景时仍然以上年的盈余作为重要的标准，即幼稚模型仍然是适用的，因此投资者必然会对当年年报公布的实际盈余超出上年盈余部分作出反应，从而导致市场的超额收益率不为零。由此，本文提出假说 3 和假说 4。

假说 3：对于好公司来说，分析师模型成立，而幼稚模型不具有解释能力。

假说 4：对于坏公司而言，幼稚模型仍然成立。

三、研究设计和样本选择

(一) 基本模型和指标说明

1、分析师的跟踪与盈余管理

为了分析上市公司的盈余管理对于分析师选择上市公司的影响，本文以 Leuz, Nanda and Wysocki (2003) 模型为基础，将盈余管理划分为盈余平滑和盈余操纵两类，分别考虑其对于分析师跟踪的影响，建立模型如下：

$$\text{Logistics}(Good) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Intan} + \alpha_2 \text{Log_mv} + \alpha_3 \text{Log_trd} + \alpha_4 \text{Growth} + \alpha_5 \text{EMf} + \sum_1^{21} \alpha_{i+5} \text{INDi} + \varepsilon_1$$

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	Good	虚拟变量，在 2001–2006 年，若对于某一上市公司进行跟踪的分析师数量大于等于 3 则定义为 1
解释变量	Intan	上市公司无形资产/公司总资产
	Log_mv	上市公司流通股股票的市场价值取对数
	Log_trd	上市公司股票的交易额取对数
	Growth	公司增长率，用主营业务收入环比增长率 $Sale_t / Sale_{t-1}$ 来表示
	EM1	$\sigma(opin) / \sigma(cfo)$ 表明公司管理层通过改变盈余的会计成分，即应计项目来减少报告盈余的波动的平滑程度
	EM2	$\rho(chgacc, chgcfo)$ ， chgroe 和 chgcfo 的相关系数，其中 chgacc 是 Accrual 的年环比变化量， chgcfo 是 cfo 的年环比变化量
	EM3	$ Accrual / cfo $ ，是 Accrual 和 cfo 的绝对值的比值
	Accrual	应计项目=(流动资产变化量-现金及等价物变化量)-(流动负债变化量-短期借款的变化量-应交所得税的变化)-折旧与摊销费
	cfo	经营现金流，用经营利润与应计项目 (Accrual) 之间的差额来表示
	INDi	行业虚拟变量，制造业以前两位代码区分，其他行业以第一位代码区分

注：本检验中，解释变量中的控制变量都是 2001–2006 年的年平均值。由于 EM1 和 EM2 分别要算标准差和相关系数，因此我们必须保证每个公司至少有 3 年的数据

作为假说 1 的主要检验变量，EM1 和 EM2 代表盈余平滑程度。EM1 度量的是管理层通过改

变盈余的会计成分，即应计项目来减少报告盈余的波动的平滑程度，其值越小表明管理层使用会计操纵来平滑报告盈余的程度越大，盈余管理越严重。EM2 是应计项目的变化和经营现金流变化之间的相关系数，该系数为负是应计制会计的自然结果。但是，相关系数越小说明盈余平滑的程度愈大。管理层除了减少盈余的波动性之外，还会通过会计操纵来掩盖公司的经济表现。根据上述理论分析，当上市公司进行盈余平滑时，使得上市公司的盈余呈现出一定的稳定趋势，有利提高分析师预期的准确度，降低分析师对于公司盈余进行分析的难度，预期会有更多的分析师跟踪这类公司，所以预期 α_5 显著为负。

EM3 度量的是上市公司管理层对其报告的盈余进行操纵水平，其值越大，表示盈余操纵越严重。由上述理论分析，可以知道，上市公司的盈余操纵越厉害，其盈余信息偏离上市公司真实价值的程度越大，分析师越难以根据上市公司上一期的盈余信息推断出本期的盈余信息以及上市公司的真实地市场价值，分析师进行盈余预测的难度越大，准确度越低，因此对于这类上市公司进行跟踪的分析师的数量越少，所以预期 α_5 显著为负。

同时，本文还选取了公司的市场价值的对数、交易额的对数、无形资产、增长机会等作为控制变量。其中，之所以加入无形资产，是因为本文认为无形资产对于分析师的跟踪会产生重要影响，上市公司可以自行确定无形资产的确认时间和摊销时间，并且无形资产价值的评估也要有专业的知识才能准确的确认，因此，无形资产比较多的公司其预测风险比较大，加大了分析师进行盈余预测的难度，所以预期其符号为负。此外本文还进一步的控制了行业因素的影响。

2、假说 2 的检验模型和变量定义

为了检验市场能否区分好公司（分析师跟踪人数大于等于 3）和坏公司，即市场是否对于好公司的和坏公司的盈余变化做出不同的市场反映，采用 Fame-Macbeth 方法进行回归，建立模型如下：

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 ChgRoe1 + \beta_2 Good + \beta_3 Good \times ChgRoe1 + \varepsilon_2$$

变量定义见下表 4。

表 4 变量定义

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	CAR	年报公布日前后三天股票的累计超额收益率
	ChgRoe1	当年净利润与上年净利润差额/年初股本总额
解释变量	Good	虚拟变量，在 2001-2006 年，若对于某一上市公司进行跟踪的分析师数量大于等于 3 则定义为 1

作为本假说的主要检验变量 $Good \times ChgRoe1$ ，本文认为，对于好公司（跟踪该公司分析师人数大于等于 3）而言，由于分析师可以通过各种渠道收集公司的信息并做出盈利预测。因此当有分析师的参与，其能够预期到本年度的实际盈余与上年度的差异，在有效市场的前提下，投资者已经获得有关于本年度的实际盈余与上年度的差异，因此市场对于盈余信息的公布不会做出显著反应。因此本文预期 β_3 应该显著为负。

3、假说 3、4 的检验模型和变量定义

本文采用分组的方法对于好公司和坏公司的盈余信息的市场反映程度进行进一步的检验，建立模型如下：

$$CAR = \gamma_0 + \gamma_1 ChgRoe1 + \varepsilon_3 \quad (3)$$

$$CAR = \eta_0 + \eta_1 ChgRoe2 + \eta_2 ChgRoe3 + \varepsilon_4 \quad (4)$$

表 4 变量定义

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	CAR	年报公布日前后三天股票的累计超额收益率
	ChgRoe1	当年净利润与上年净利润差额/年初股本总额
解释变量	ChgRoe2	当年上市公司的实际净利润减去分析师预测的净利润
	ChgRoe3	分析师预测的净利润与上年实际净利润的差额

作为假说 3 的主要检验变量, ChgRoe1, ChgRoe2, ChgRoe3, 本文认为, 由于分析师的跟踪, 好公司的投资者不再直接采用上年的实际盈余作为本年度盈余的预期, 因而预期模型(3)中 ChgRoe1 的系数不显著。相反, 投资者在预期本年度盈余时会以分析师的预测作为参考, 因而当本年实际收益与分析师预测不一致时, 市场会产生超额收益率, 即模型(4) η_1 预期显著异于 0 且 η_2 不显著异于 0。

作为假说 4 的主要检验变量, ChgRoe1 本文认为, 由于缺乏分析师的跟踪, 坏公司的投资者依然会采用上年的实际盈余作为本年度盈余的预期, 因而当本年的盈余信息公布的时候, 市场依然会对于盈余变化做出显著的反映, 因而预期模型(3)中 ChgRoe1 的系数显著异于 0。

(二) 样本选择

本文选取了在 2001—2006 年 A 股上市公司作为样本。在样本选取过程中, 剔除了以下样本公司: (1) 相关数据缺漏不全的公司; (2) 金融、保险类公司。最后确定的样本为 6753 家公司, 各年样本分布数见表 2。

表 2 样本分布

年度	样本数
2001	1023
2002	1100
2003	1155
2004	1212
2005	1291
2006	972

本文所有数据来源于上海万得咨询数据库 (www.wind.com.cn) 和中国经济研究服务中心的色诺芬数据库 (www.ccerdata.com)。为了控制极端值的可能影响, 本文对所有连续变量均分年度按上下 1% 分位数进行截取 (winsorize), 即高于上 1% 分位数的样本按上 1% 分位数取值; 低于下 1% 分位数的样本按下 1% 分位数取值。

四、实证结果及分析

(一) 分析师跟踪与盈余管理

1、描述性统计

表 5 是回归 1 中变量的描述性统计, 样本数为 1252 家, 其中好公司有 393 家, 坏公司为 859 家。从表中可以看出, EM1 的平均数 0.467, EM2 的均值为 -0.904。EM3 的平均值为 0.9785, 数值相对较大, 说明上市公司存在着一定的盈余操纵行为。

表 5 变量的描述性统计

变量名	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
Good	1252	0.3139	0.4643	0.0000	1.0000
Intan	1252	0.0369	0.0458	0.0000	0.2508
Log_mv	1252	6.5674	0.7298	5.0633	8.6018
Log_trd	1252	7.7531	0.6874	6.4674	9.7368
Growth	1252	1.2918	0.5905	0.4377	5.6532
EM1	1252	0.4670	0.4791	0.0270	3.7489
EM2	1252	-0.9043	0.2282	-1.0000	0.5041
EM3	1252	0.9785	0.6652	0.1471	5.7664

表 6 是相关变量 Spearman 相关性检验结果。其中, 好公司和上市公司的无形资产比重 (Intan) 呈显著的负向关系, 与上市公司流通股市值 (Log_mv)、交易额 (Log_trd) 成长型 (Growth) 之间存在着显著的正相关关系, 表明上市公司的规模越大, 交易量越大, 成长性约高, 分析师跟踪的概率越大, 与以往研究保持一致。主要观测变量 EM1、EM2 和 EM3 系数均显著为负, 与预期一致。

表 6 变量的 Spearman 相关性检验

	Good	Intan	Log_mv	Log_trd	Growth	EM1	EM2
Intan	-0.1452*						
Log_mv	0.4951*	-0.1550*					
Log_trd	0.5218*	-0.1842*	0.8452*				
Growth	0.2764*	-0.1404*	0.1671*	0.2272*			
EM1	-0.0569*	0.0881*	-0.0512*	-0.0146	-0.1349*		
EM2	-0.0985*	0.0936*	-0.0478*	-0.0588*	-0.1558*	0.7447*	
EM3	-0.3900*	0.0626*	-0.3499*	-0.2869*	-0.1800*	0.0566*	0.0795*

2、回归结果分析

表 7 模型(1)的回归结果

	回归一 (EM1)	回归二 (EM2)	回归三 (EM3)
Intercept	-20.429158*** (-11.6)	-21.568952*** (-11.8)	-19.212068*** (-10.8)
Intan	-4.721811** (-2.30)	-4.904440** (-2.40)	-4.548498** (-2.19)
Log_mv	0.724107*** (3.27)	0.707466*** (3.20)	0.574901** (2.53)
Log_trd	1.710856*** (6.99)	1.717593*** (7.00)	1.780512*** (7.12)
Growth	0.312821** (2.37)	0.334430** (2.56)	0.325347** (2.48)
EM1	-0.634691*** (-2.91)		
EM2		-0.953303** (-2.10)	
EM3			-0.898346*** (-5.01)
行业	控制	控制	控制
Observations	1250	1250	1250

注：表中括号内的数字为 t 值，*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

表 7 列示了假说 1 的回归结果，在回归一中，EM1 的回归系数显著为负（显著性水平位 1%），在回归二中 EM2 的回归系数显著为负（显著性水平位 5%），符合本文的预期，表明分析师更偏好于跟踪盈余平滑程度比较大的公司，即盈余平滑程度大，分析师跟踪的可能性比较大，证明本文的假说，即由于盈余比较稳定的公司其预测的难度和风险比较小，盈余波动越大的公司，其准确预期下期的盈余难度很大，所以为了避免不准确的预测会对其声望造成损害，分析师更多的选择盈余比较稳定的公司，即进行盈余平滑的公司。

在回归三中，EM3 的回归系数显著为负（显著性水平位 1%），符合本文的预期，这说明盈余操纵越严重的公司，分析师对其进行跟踪的可能性越小。

并且，从回归结果中可以看出，分析师是能够区分出这两种不同的盈余管理方式的。

其它控制变量的回归结果基本预期保持一致，好公司和上市公司的无形资产比重 (Intan) 呈显著的负向关系，表明无形资产的增加会加大分析师盈余信息预测的难度，降低准确度，降低分析师跟踪的概率。好公司与上市公司流通股市值 (Log_mv)、交易额 (Log_trd) 成长

型 (Growth) 之间存在着显著的正相关关系, 表明上市公司的规模越大, 交易量越大, 成长性约高, 分析师跟踪的概率越大, 与以往研究保持一致。

(二) 假说 2 的回归结果及分析

1、描述性统计

表 8 是对回归模型(2)中相关变量的描述性统计。从 2001 至 2006 年, 年报公布日前后三天的累计超额收益率平均值为 -0.13%, 公司的盈余变化的均值为 -6.71%。

表 8 模型(2)相关变量的描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
CAR	6753	-0.0013	0.0726	-0.2142	0.2369
ChgRoe1	6753	-0.0067	0.3172	-1.3087	1.1201

2、回归结果分析

表 9 模型(2)的回归结果

变量名	回归系数
Intercept	-0.0040***
	(-3.72)
Good	0.0100***
	(5.21)
ChgRoe1	0.0201***
	(6.39)
Good_roe	-0.0210***
	(-3.03)
样本数	6753
Adjusted R-squared	0.01

注: *、**、***分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

表 9 列示了假说 2 的回归结果, 作为该假说的主要检验变量 ChgRoe1 和 Good 的交叉项 Good_roe 的系数为负, 并且在 1% 的水平下是显著的, 与本文预期的一致。表明由于分析师可以通过各种渠道收集公司的信息并做出盈利预测, 因此在有效市场的前提下, 投资者已经获得了关于好公司的本年度实际盈余与上年度盈余差异的信息, 因此好公司盈余信息的市场反应要低于坏公司, 即分析师的加入使得幼稚模型盈余反映系数变小。

(三) 假说 3 和假说 4 的回归结果及分析

1、描述性统计

表 10 是假说 3 中变量的描述性统计, ChgRoe2 的平均值为 -0.0198, 表明平均而言, 上市公司的实际盈余比分析师预测的盈余低 2% 左右。ChgRoe3 的平均值是 0.085, 表明平均而言分析师预测的盈余要比上市公司上年盈余高出 8.5%。总体而言, 分析师偏向高估上市公司的盈余, 相对而言, 较为乐观, 这与 Kothari (2001) 结论一致。

表 10 好公司模型(3)和模型(4)相关变量的描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
CAR	1994	0.0041	0.0710	-0.1337	0.1954
ChgRoe1	1994	0.0676	0.2212	-0.4850	0.7423
ChgRoe2	1994	-0.0198	0.1794	-0.6375	0.4033
ChgRoe3	1994	0.0848	0.1666	-0.2057	0.6971

表 11 是坏公司的模型中相关变量的描述性统计。坏公司的 ChgRoe1 的平均值为 -0.0384, 而 CAR 的平均值为 -0.0037.

表 11 坏公司模型(3)中相关变量的描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
CAR	4759	-0.0037	0.0715	-0.2203	0.2350
ChgRoe1	4759	-0.0384	0.3508	-1.6493	1.2440

2、回归结果分析

表 12 模型(3)和模型(4)回归结果

	好公司		坏公司
变量名	模型(3)的回归系数	模型(4)的回归系数	模型(3)的回归系数
Intercept	0.0031	0.0055*	-0.001440
	(1.02)	(2.09)	(-0.28)
ChgRoe1	-0.0173		0.014839*
	(-0.65)		(2.08)
ChgRoe2		0.0336*	
		(2.09)	
ChgRoe3		-0.0535	
		(-1.41)	
样本数	1994	1994	4759
Number of groups	6	6	6
R-squared	0.00	0.01	0.01

注: *、**、***分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

本文用 Fama-Macbeth 估计方法来估计回归方程。表 11 列示了相应的回归结果, 其中第二列为好公司模型(3)的回归结果, 第二列为好公司模型(4)的回归结果。由第二列的结果可知, ChgRoe1 的系数是不显著的, 即会计信息的盈余反应系数不显著, 这说明市场不会对好公司的盈余变化做出反应。用幼稚模型来估计好公司的盈余变化的价值相关性是不适用的。由第三列的结果可以知道, ChgRoe2 的系数在 10% 的水平下是显著地, 并且其符号为正, 这说明市场会对年报公布的实际盈余与分析师预测的盈余的差额会做出反应, 当实际盈余超过了分析师的预测值, 市场会给予一个积极地反应, 产生正的超额收益。ChgRoe3 的系数不显著的, 表明, 在有效市场的条件下, 在年报公布的时候, 分析师的预测值和上年的实际盈余都是已知信息, 此时市场不会再对已知的信息做出反应。

第四列是假说 4 的回归结果, 作为主要检验变量 ChgRoe1 的系数显著为正 (显著性水平为 1%), 表明对于坏公司而言, 幼稚模型仍然是适用的, 即市场会对于盈余变化做出正向的反映, 用本年的盈余和上一年盈余的差额作为未预期盈余是合理的。

五、结论

本文以中国证券分析师市场的相对成熟为契机, 研究了公司的盈余管理行为对分析师跟踪的影响, 同时进一步的检验了分析师的跟踪对于上市公司盈余反映系数的影响。首先上市公司的盈余管理行为可以分为两类即盈余平滑 (减少公司表现的波动性) 和盈余操纵 (掩盖公司实际的经济表现)。由于盈余管理方式不同, 极有可能会造成分析师对上市公司进行盈余预测的难易程度和准确度等方面的差异, 所以对于分析师对于上市公司跟踪选择具有重要的影响。而进一步的由于分析师的加入之后, 为投资者带来新的获取信息的途径。因而, 分析师的加入可以改变市场对信息的反应模式。

本文以 2001 年至 2006 年六年的 A 股上市公司为样本, 利用 Leuz, Nanda and Wysocki (2003, JFE) 的模型, 把盈余管理区分为盈余平滑和盈余操纵, 分别检验了它们对分析师跟踪的可能性影响, 结果表明, 盈余平滑程度越大, 公司成为好公司 (有三个或三个以上的分析师进行跟踪的上市公司) 的可能性越大, 分析师跟踪的概率也就越大; 盈余操纵越严重的公司, 其成为好公司的可能性也越小, 分析师跟踪的概率也就越小, 支持本文的假说。同时进一步的研究表明, 分析师的加入确实改变了市场对信息的反应。对于好公司而言, 投资者会把分析师的盈余预测作为公司盈余预测的主要参考因素, 其对公司实际盈余与分析师预测盈余之间的差异做出反应, 而对于上市公司年度间盈余变化的反映系数不显著, 表明幼稚模型已经不能很好的表示投资者的未预期盈余变化。对于坏公司而言, 由于其缺乏分析师所提供的关于盈余预测的信息, 幼稚模型仍然是适用的, 投资者仍然会对年报公布的本期盈余与上期实际盈余的差异做出反应 (盈余反映系数显著为正)。

本文的研究结论具有重要的理论价值。本文从盈余管理角度分析了证券分析师的决定因素, 表明盈余平滑更大的公司更容易成为分析师跟踪对象的结论, 支持了盈余管理中盈余平滑的行为。同时本文还证明了幼稚模型对具有较多分析师跟踪的公司实用性的下降, 这对以后的研究过程中幼稚模型的使用提出了挑战, 应该更为谨慎的使用幼稚模型, 指出在存在分析师的情况下, 应该考虑用分析师模型进行替代。

本文的研究结论具有重要的实践意义。信息不对称的存在使得市场无效率, 而分析师加入可以减少这种信息不对称, 减少交易双方的交易成本。好公司可以通过盈余管理的方式把自己与坏公司区分开来, 吸引证券分析师的注意, 进而减少公司和投资者以及公司和债权人之间的信息不对称。这样, 一方面可以使自己获得一个更好的市场定价, 另一方面又可以降低资本成本。分析师具有重要的信息分析、传递的作用, 它的存在改变了市场对于盈余信息

的反应。这对加快分析师市场的建设，促进资本市场的信息透明度是一个重要的理论支持。

参考文献：

- [1] 李丹蒙：《公司透明度与分析师预测活动》，《经济科学》，2007年第6期。
- [2] 姜国华：《关于证券分析师对中国上市公司会计收益预测的实证研究》，《经济科学》，2004年第6期。
- [3] 林小驰、欧阳婧、岳衡：《谁吸引了海外证券分析师的关注》，《金融研究》，2007年第1期。
- [4] 吴东辉、薛祖云：《对中国A股市场上财务分析师盈利预测的实证分析》，《中国会计与财务评论》，2005年第7卷第1期。
- [5] 王宇熹、肖峻、陈伟忠：《我国证券分析师推荐报告投资价值实证研究——以上海申银万国证券研究机构为例》，《中国矿业大学学报》，2006年第2期。
- [6] 方军雄：《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》，2007年第6期。
- [7] Christian Leuz, Dhananjay Nanda, Peter D. Wysocki, 2003, Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Finance Economics*, Vol.69, pp.505~527.
- [8] Mary E. Barth, Ron Kasznik and Maureen F. McNichols, 2001, Analyst Coverage and Intangible Assets, *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, pp.467~498.
- [9] Mark H. Lang, Karl V. Lins and Darius P. Miller, 2004, Concentrated control, Analyst Following, and Valuation: Do Analyst Matter Most When Investors Are Protected Least?, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No.3.
- [10] Breman, M. and P. Hughes, 1991, stock price and the supply of information, *Journal of Finance*, Vol. 42, No.5, pp.1665-1691.
- [11] Lang, M., K. V. Lins and D. Miller, 2003, ADRS, analyst and accuracy: Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value?, *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No.2.
- [12] Pae and Jinhan, 1998, The impact of earning management on the properties of analyst forecasts, working paper

Security analysts following: Decisive Factors and Economic Consequences

Fan Zong-hui¹, Wang Jing-jing²

- (1. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200439, China;
- 2. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200439, China)

Abstract: This paper discusses the factors that affect analysts' following the listed companies and how the analyst market affect the Naive Model, based on Leuz, Nanda and Wysocki(2003,JFE) model and the value relevance of accounting information model. The paper discovers that analysts can effectively

distinguish earnings smoothing and earnings manipulation companies and also prefer to choose earnings smoothing or little earnings manipulation companies. From the empirical angel, the paper indicates that Naive Mode will not be adequate for the companies followed by many analysts after that the analyst market is mature and investors will take the analysts' forecasts as the main basis of his forecasts. However, the Native model is still adapted to those companies followed by no or little analysts.

Keywords: analysts following; earnings smoothing; earnings manipulation; earnings response coefficient