

DOI: 10.19361/j.er.2016.05.03

产品市场势力、行业集中度与分析师预测活动

——来自中国上市公司的经验证据

谢 珺 陈航行*

摘要: 本文以2006–2014年沪、深两市A股上市公司为研究对象,实证检验了产品市场势力和行业集中度对分析师预测活动的影响。研究表明,企业(微观)层面的产品市场势力和行业(宏观)层面的行业集中度,都与分析师跟踪数量、分析师预测精准度呈正相关关系。进一步区分股权性质后发现,产品市场势力和行业集中度对分析师跟踪数量和分析师预测精准度的影响效果在不同股权性质的企业中存在一定的差异。本文的研究进一步探究了分析师预测活动的影响因素,也丰富了市场竞争和信息不对称领域的相关研究。

关键词: 产品市场势力;行业集中度;分析师跟踪数量;分析师预测精准度

一、引言

分析师是资本市场上信息发布的重要途径,其预测活动会影响到整个资本市场的信息披露,进而影响资本市场的资源配置(Lin et al., 2014)。分析师预测会直接影响资本市场参与者的行为,其预测结果会产生显著的市场反应,最终影响整个证券市场的有效性(王玉涛、王彦超, 2012; Hilary and Hsu, 2013)。由于分析师预测在资产定价、公司估值方面扮演着重要角色,甚至直接影响股票的涨跌(王玉涛、王彦超, 2012; Lee et al., 2013; 刘永泽、高嵩, 2014),分析师预测对公司经营决策也会产生重要影响(Jung et al., 2012)。因此,分析师预测活动的影响因素一直是学者们研究的热点问题。

近年来的研究发现,产品市场竞争会对公司绩效波动以及公司经营决策产生显著影响。从企业绩效波动来看,产品市场竞争会对企业盈余和经营现金流产生重大影响,继而对企业整体绩效和股价波动产生影响,从而影响企业的盈余质量(Datta et al., 2013)。从公司经营决策来看,面对激烈竞争的企业,融资成本会更高(Valta, 2012; Huang and Lee, 2013)。而

*谢珺,武汉大学经济与管理学院金融系,邮政编码:430072,电子信箱:xiejunwhu@163.com;陈航行,武汉大学经济与管理学院金融系,邮政编码:430072,电子信箱:1250389108@qq.com。

本文为教育部人文社科规划基金项目“董事会治理,经理人薪酬与企业投资效率研究——基于经理人短视行为的视角”(项目编号:12YJA790150)的阶段性成果。同时,我们感谢武汉大学70后学术团队项目以及中央高校基本科研业务费专项资金的资助。最后,我们非常感谢匿名评审专家提出的宝贵修改意见。当然文责自负。

Jiang 等(2015)和 Gu(2016)则发现,市场竞争与公司投资活动显著正相关。由于企业绩效指标与经营决策活动是分析师预测的重要信息来源,因此,产品市场竞争对分析师预测活动有重要意义。然而,现有文献在产品市场竞争对分析师预测活动的影响方面仍然存在较大争论。一部分学者认为,由于拥有强大市场势力的企业更容易维持高利润,获得更加稳定的经营活动现金流(Irvine and Pontiff, 2009; Peress, 2010; 吴昊旻等, 2012),所以分析师能够提供更加准确的预测,而分析师跟踪也会更多。另一部分学者则认为,分析师更倾向于跟踪缺乏定价能力的企业。例如 Jung 等(2012)和 Ali 等(2014)指出,尽管缺乏定价能力的企业绩效波动更加剧烈,但是因为市场对这类难以预测企业的信息需求更大,所以分析师跟踪数量会上升。鉴于现有文献的不足与争议,我们尝试从产品市场竞争的角度来研究分析师预测活动。

本文以 2006–2014 年沪、深两市 A 股上市公司为研究对象,检验了产品市场竞争与分析师预测活动的关系。Datta 等(2011)和 Haw 等(2015)指出,产品市场竞争通过两条渠道,企业(微观)层面的产品市场势力与行业(宏观)层面的行业集中度,来影响分析师的跟踪数量与预测精准度。因此,本文以产品市场势力、行业集中度作为产品市场竞争的代理变量。研究发现,产品市场势力和行业集中度,都与分析师跟踪数量、分析师预测精准度呈正相关关系。进一步区分股权性质后发现,产品市场势力和行业集中度对分析师跟踪数量和分析师预测精准度的影响效果在不同股权性质的企业中存在一定的差异。

本文的贡献主要有以下三个方面。第一,本文以产品市场势力与行业集中度为切入点,研究了产品市场势力、行业集中度与分析师预测活动的关系,拓宽了分析师预测活动影响因素的研究视野。第二,本文从微观层面的产品市场势力和宏观层面的行业集中度两个角度对产品市场竞争进行了综合衡量,弥补了以往研究多局限于单一角度的不足。第三,中国石化行业在 2012 年出现了一次进口产品关税下调,这为我们提供了一次拟自然实验的机会。由于关税下调会导致竞争加剧,我们使用双差分模型将宏观经济变量(关税)与微观分析师预测活动联系起来,进一步检验了产品市场竞争与分析师预测活动之间的关系。

本文的后续结构如下:第二部分进行文献回顾并提出研究假设;第三部分介绍样本选取和变量定义;第四部分进行实证分析和稳健性检验;最后在第五部分总结全文。

二、文献综述与研究假设

产品市场势力、行业集中度会对公司绩效波动以及公司经营决策产生显著影响,而分析师的预测基础来源于企业绩效指标与经营决策活动。因此,产品市场势力、行业集中度会对分析师预测活动有重大影响。我们从分析师跟踪数量与分析师预测精准度两个层面,分别对现有相关文献进行分析与总结,并在此基础上提出相应假设。

(一) 产品市场势力、行业集中度与分析师跟踪数量

一部分学者指出,由于市场势力能阻止新的竞争者的进入,在位企业能够获取更高的垄断利润,盈利的波动性更低。即使面对外部生产冲击,市场势力允许这些企业将成本冲击转嫁给下游消费者从而平滑企业现金流的波动,因此能够吸引更多投资者的注意,投资者对这类企业的信息需求也更大(Irvine and Pontiff, 2009; Peress, 2010)。吴昊旻等(2012)利用中国的数据也发现,市场势力越强、行业集中度越高的企业,其特质性风险越小,更容易受到市场追捧。由于市场势力不仅可以降低预测数据的成本(Lin et al., 2014),而且可以增加分析

师建议的佣金收入(Jung et al., 2012),所以分析师有更强的动机去跟踪这类企业(Haw et al., 2015)。基于此,我们将分析师跟踪数量作为被解释变量,并按照产品市场势力和行业集中度分成两个子假设。

假设 1-1:产品市场势力越大的企业,分析师跟踪数量越多。

假设 1-2:行业集中度越高的行业,分析师跟踪数量越多。

然而,另有学者却发现,当企业面临激烈竞争时,盈余和现金流的波动上升会导致对盈余预测的需求增加。Botosan 和 Stanford(2005)发现,垄断企业为了在与潜在市场进入者的竞争中继续占据优势,以免泄露商业机密,往往尽可能减少企业信息的披露。因此,分析师更难以根据已披露信息对这类企业进行跟踪,分析师跟踪数量会出现下降。而竞争性企业为缓解信息不对称问题,降低自身融资成本,更愿意提高信息披露水平(Datta et al., 2011),从而增加分析师跟踪数量。Jung 等(2012)和 Ali 等(2014)指出,由于投资者对面临激烈竞争、更难以预测的企业的信息需求量更大,因此分析师跟踪数量会上升。崔玉英等(2014)基于中国数据的研究也表明,分析师跟踪数量和公司成长能力成正比,而高成长性的公司往往面临激烈的市场竞争。据此,我们提出如下假设:

假设 2-1:产品市场势力越大的企业,分析师跟踪数量越少。

假设 2-2:行业集中度越高的行业,分析师跟踪数量越少。

(二)产品市场势力、行业集中度与分析师预测精准度

一部分学者认为,由于市场势力能够更好的转移企业特质性风险,因此拥有强市场势力企业的未来盈利的不确定性会更低。这类企业的历史绩效与未来绩效关联性更强,因此盈利的可预测性更高,分析师也更能准确地预测企业未来收益。Peress(2010)发现,拥有市场势力的企业,由于其独特的品牌或者产品优势,比如苹果公司,其股票流动性会更好,而流动性高的股票能传递更多的信息,从而分析师能够做出更加精确的预测。Hou 和 Robinson(2006)指出,面临激烈竞争的企业,由于创新活动的比例上升而伴随着更加复杂的信息,这使得未来的盈利更加难以精确预测。基于此,我们依旧按照产品市场势力与行业集中度两个角度,提出以下两个子假设。

假设 3-1:产品市场势力越大的企业,分析师预测精准度越高。

假设 3-2:行业集中度越高的行业,分析师预测精准度越高。

然而,一部分研究却得到不同的结论。Botosan 和 Stanford(2005)发现,市场势力强的企业倾向于减少自身经营活动的信息披露。其原因在于,市场势力强的企业为规避与潜在对手的竞争,通过减少信息披露来避免商业机密的泄露(Hoberg and Phillips, 2010)。因此,对于这类企业,分析师更为难以预测。而 Stivers(2004)则指出,虽然竞争性企业也不愿意过多披露自身信息,但是为了降低融资成本,行业内至少会有一家企业首先提高信息披露质量,最终导致均衡状态下的整个行业信息披露水平都将提高。因此,分析师能够对竞争性企业做出更精确的预测。伊志宏等(2010)利用深交所上市公司数据发现,市场竞争有利于企业完善自身的公司治理结构,增强信息披露质量。而信息披露质量越高,分析师预测精准度也会越高。Ali 等(2014)也指出,行业集中度高的企业信息披露更少,更不精确。据此,我们提出如下假设:

假设 4-1:产品市场势力越大的企业,分析师预测精准度越低。

假设 4-2:行业集中度越高的行业,分析师预测精准度越低。

三、样本选取与研究设计

(一) 样本选取

我国在2005年实施了股权分置改革。考虑到一定的缓冲期,故本文样本选择区间为2006–2014年沪深两市A股上市公司。本文除机构投资者持股比例数据来源于Wind数据库外,分析师预测数据及其他相关数据均取自国泰安数据库。本文按照以下条件,对数据进行筛选:(1)剔除金融保险业公司;(2)剔除样本期间被ST或PT的公司;(3)参考陈骏和徐玉德(2011),剔除当年所处行业上市公司家数少于10家的公司;(4)剔除分析师预测数据缺失和控制变量缺失的样本。行业分类按照2012年证监会最新行业分类指引进行分类,制造业按照二级行业分类,其余行业则按照一级行业分类进行。

通过以上处理,最终得到19个行业9年8287个观测值。此外,本文为避免极端值的影响,对所有连续变量均按照1%和99%分位数水平进行了Winsorize处理。

(二) 变量定义

1. 解释变量:产品市场势力和行业集中度

(1)产品市场势力的代理变量。与周夏飞和周强龙(2014)以及Haw等(2015)一致,我们采用价格–成本利润率(Price–Cost Margin,简称PCM)来衡量产品市场势力。PCM又被称为勒纳指数(Lerner Index),等于主营业务收入减去主营业务成本得到的毛利润,再除以主营业务收入。

由于行业本身而非企业自身因素的差异,不同行业之间的毛利率差别较大,因此我们按照周夏飞和周强龙(2014)的做法,构建行业调整价格–成本利润率(Excess Price–Cost Margin,简称EPCM)来描述单个公司的产品市场势力。我们用单个公司的PCM减去同行业内上市公司以营业收入加权后的勒纳指数平均值来计算EPCM,公式如下:

$$EPCM_{i,j,t} = PCM_{i,j,t} - \sum_{i=1}^n \omega_{i,j,t} PCM_{i,j,t} \quad (1)$$

(1)式中, $EPCM_{i,j,t}$ 表示在 t 年归属于行业 j 的某一企业 i 的,经行业调整后的产品市场势力。 $\omega_{i,j,t}$ 表示企业 i 的营业收入在 t 年占该行业 j 的行业总营业收入的比例。PCM和EPCM越大,产品市场势力越强。

(2)行业集中度的代理变量。与周夏飞和周强龙(2014)一致,我们采用行业勒纳指数(Industry Price–Cost Margin,简称IPCM),即行业内企业勒纳指数的中位数,来衡量行业集中度。因此,在相同年份相同行业内,所有企业都被赋予相同的IPCM值。IPCM越高,该行业集中程度越高。这里我们不采用赫芬达尔指数(Herfindahl–Hirschman Index,简称HHI)的原因在于:周夏飞和周强龙(2014)指出,最新的产业组织理论文献显示,赫芬达尔指数并未考虑潜在市场进入者的竞争。他们认为,如果潜在的竞争激烈,即使该企业的市场份额很大(赫芬达尔指数很高),该企业也不会拥有强大的定价能力。

2. 被解释变量:分析师预测活动

我们使用分析师跟踪数量(Num)和分析师预测精准度(Accu)来描述分析师预测活动。分析师跟踪数量(Num)定义为在一年内对该公司发布一份或一份以上业绩预测报告的分析师数量。依据Lee等(2013)和Haw等(2015),分析师预测精准度(Accu)定义为,该公司真实的每股收益(AEPS)与多位分析师预测中位数(FEPS)之差的绝对值,再除以前一年最后

一个交易日的股票收盘价 $P_{i,t-1}$ 。由于该绝对值离差越大,预测精准度越低,为方便描述,并且减少小数位数,我们乘以-100。因此, $Accu$ 越大,精准度也越高。 $Accu$ 的具体公式如下:

$$Accu_{i,t} = -100 \times \frac{|FEPS_{i,t} - AEPS_{i,t}|}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

3.控制变量

为了控制其他因素对分析师预测活动的影响,本文参考国内外相关研究的做法,从公司财务与公司治理两个角度设定控制变量。公司财务方面的控制变量为:行业规模($Indsize$);企业规模($Size$);交叉上市状态($Crosslist$);资产负债杠杆率(Lev);盈余惊喜($Surprise$);权益报酬率的标准差($Stdroe$);市账比(Mb)。公司治理方面的控制变量为:外部审计($Big4$);股权结构,包括机构投资者持股(Ins),控股股东持股(Csh)和高管持股(Ms);董事会治理,包括董事会规模($Board$),独立董事占比(Ind)。各变量的具体定义如表1:

表 1 变量定义

变量类别	变量	变量名称	变量定义
分析师预测活动	分析师跟踪数量	Num	在一年内对该公司发布一份或一份以上业绩预测报告的分析师数量
	分析师预测精准度	$Accu$	该公司真实的每股收益($AEPS$)与多位分析师预测中位数($FEPS$)之差的绝对值,除以前一年最后一个交易日的股票收盘价,再乘以-100
产品市场竞争	价格-成本利润率	PCM	主营业务收入减去主营业务成本,再除以主营业务收入
	行业调整勒纳指数	$EPCM$	单个公司的 PCM 减去同行业内上市公司以营业收入加权后的勒纳指数平均值
	行业勒纳指数	$IPCM$	行业内企业勒纳指数的中位数
控制变量	行业规模	$Indsize$	每个行业总权益的市场价值的自然对数
	企业规模	$Size$	企业总资产的自然对数
	交叉上市	$Crosslist$	虚拟变量,当该企业同时发行 H 股时,本变量为 1,否则记为 0
	杠杆率	Lev	资产负债比率
	盈余惊喜	$Surprise$	当年 EPS 减去上一年 EPS 后的绝对值,再除以上一年最后一个交易日股票收盘价
	权益报酬率标准差	$Stdroe$	过去三年 ROE 的标准差
	四大会计师事务所审计	$Big4$	虚拟变量,当上市公司被国际四大会计师事务所审计时为 1,否则为 0
	市账比	Mb	公司权益市场价值与账面价值之比
	机构投资者持股比例	Ins	机构投资者持股数与总股数之比
	控股股东持股	Csh	控股股东持股数与总股数之比
	高管持股	Ms	高管持股比例乘以 100
	董事会规模	$Board$	董事会人数的自然对数
	独立董事占比	Ind	独立董事占董事会人数之比

(三)描述性统计

表2对相关变量按照解释变量、被解释变量和控制变量分成三大类进行了描述性统计。值得注意的是, PCM 的均值为 0.264,而 $EPCM$ 的均值为-0.012,这说明行业因素对单个企业市场势力的影响较大。

表 2 描述性统计

变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
产品市场竞争						
PCM	8 287	0.264	0.227	0.160	-0.022	0.777
EPCM	8 287	-0.012	-0.020	0.152	-0.405	0.448
IPCM	8 287	0.239	0.223	0.088	0.090	0.611
分析师预测活动						
Num	8 287	9.550	6	9.281	1	40
Accu	7 866	-3.901	-2.363	4.518	-25.776	-0.042
控制变量						
Indsize	8 287	28.250	28.320	1.164	24.517	29.827
Size	8 287	22.163	21.989	1.220	18.881	25.599
Lev	8 287	0.436	0.442	0.208	0.016	1.425
Surprise	6 751	-0.0004	0	0.035	-0.140	0.177
Stdroe	8 287	0.055	0.027	0.158	0.001	2.877
Mb	8 287	1.805	1.387	1.531	0.200	9.989
Csh	8 287	0.383	0.373	0.156	0.085	0.770
Ind	8 287	0.368	0.333	0.053	0.273	0.571
Board	8 287	2.194	2.197	0.196	1.609	2.708
Ms	8 287	5.343	0	13.678	0	66.695
Big4	8 287	0.071	0	0.257	0	1
Crosslist	8 287	0.040	0	0.196	0	1
Ins	8 287	0.409	0.418	0.238	0.000	0.873

四、实证分析

(一) 单变量分析

表 3 列示了单变量分析的结果。我们按照市场竞争的均值和中位数作为划分标准,将全样本分为强弱两组。市场势力强的一组记为 S,市场势力弱的一组记为 W。我们对比两组分析师跟踪数量和预测精度的中位数与均值来初步判断上述假设。

表 3 单变量分析

分析师预测	市场势力	分组标准	PCM		EPCM		IPCM	
			均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
Num	W	中位数	8.28	8.44	8.11	8.29	8.69	9.01
		均值	8.43	8.52	8.21	8.39	8.79	8.98
	S	中位数	10.64	9.82	10.81	9.89	10.24	9.37
		均值	10.96	9.98	10.98	9.94	9.83	9.34
	S-W 的差	中位数	2.36***		2.70***		1.55***	
		均值	2.53***		2.77***		1.04***	
Accu	W	中位数	-4.59	5.12	-4.74	5.21	-4.33	5.05
		均值	-4.45	4.97	-4.62	5.13	-3.89	4.43
	S	中位数	-3.18	3.68	-3.02	3.48	-3.46	3.88
		均值	-3.06	3.59	-2.98	3.41	-3.87	4.55
	S-W 的差	中位数	1.41***		1.72***		0.87***	
		均值	1.39***		1.64***		0.02	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

从表3可以看出,分析师跟踪数量 Num 在 W 组和 S 组中存在正的显著差异(均在1%水平下显著)。因此,这部分结果支持了我们的假设1-1和1-2,即企业拥有的市场势力越强,行业集中度越高,则分析师跟踪数量显著增加。

另外,我们也看到,分析师预测精准度 $Accu$ 在 W 组和 S 组之间也存在正的显著差异(除 $IPCM$ 的均值分组外)。 $IPCM$ 按照均值分组后的 S 组与 W 组之差虽然也为正,但显著性出现大幅下降,这可能是因为均值受到了极端值的影响。因此,产品市场势力越大,行业集中度越高,分析师预测精准度也越高。这些结果支持了假设3-1与3-2。

(二)多元回归分析

1. 产品市场势力、行业集中度对分析师跟踪数量的影响

为了检验产品市场势力、行业集中度对分析师跟踪数量的影响,本文构建如下回归模型:

$$Num_{it} = \beta_0 + \beta_1 COMPETITION_{it} + \beta_2 Indsize_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Crosslist_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Surprise_{it} + \beta_7 Stdroe_{it} + \beta_8 Big4_{it} + \beta_9 Mb_{it} + \beta_{10} Ins_{it} + \beta_{11} Csh_{it} + \beta_{12} Ms_{it} + \beta_{13} Board_{it} + \beta_{14} Ind_{it} + \sum_j \beta_{15j} year_j + \sum_k \beta_{16k} industry_k + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

在这里, Num 表示分析师跟踪数量, $COMPETITION$ 表示产品市场竞争,代理变量有产品市场势力 PCM 、 $EPCM$ 和行业集中度 $IPCM$ 。

表4展示了该回归结果。

在表4的第(1)列,第(3)列和第(5)列中,我们加入了公司治理控制变量。我们可以看到,无论是产品市场势力还是行业集中度,都与分析师跟踪数量呈显著正相关关系。该结果意味着分析师更愿意追踪拥有市场势力强、行业集中程度高的企业。因此,假设1-1和1-2得到证实。在六个模型中,公司规模($Size$)、市账比(Mb)、高管持股比例(Ms)和机构持股比例(Ins)与分析师跟踪数量显著正相关。该结果表明,公司规模大、被市场看好(市账比高)、机构和高管持股比例高的企业,分析师越有动机跟踪。行业规模($Indsize$)、杠杆率(Lev)、盈余惊喜($Surprise$)与公司分析师跟踪数量显著负相关,表明分析师不愿意跟踪行业规模大、杠杆率高以及较大盈余波动的企业。

表4 产品市场势力、行业集中度对分析师跟踪数量的影响

	(1) <i>Num</i>	(2) <i>Num</i>	(3) <i>Num</i>	(4) <i>Num</i>	(5) <i>Num</i>	(6) <i>Num</i>
<i>PCM</i>	9.414 *** (12.70)	10.699 *** (14.21)				
<i>EPCM</i>			9.458 *** (12.82)	10.717 *** (14.29)		
<i>IPCM</i>					10.956 ** (2.45)	11.507 ** (2.51)
<i>Indsize</i>	-2.810 *** (-3.77)	-2.658 *** (-3.50)	-2.349 *** (-3.15)	-2.134 *** (-2.81)	-2.588 *** (-3.40)	-2.420 *** (-3.11)
<i>Size</i>	4.990 *** (42.43)	5.172 *** (47.70)	4.984 *** (42.38)	5.162 *** (47.60)	5.077 *** (42.70)	5.280 *** (48.06)
<i>Lev</i>	-3.678 *** (-6.45)	-3.371 *** (-5.81)	-3.696 *** (-6.49)	-3.398 *** (-5.87)	-4.706 *** (-8.25)	-4.541 *** (-7.81)
<i>Surprise</i>	-21.012 *** (-7.87)	-20.137 *** (-7.39)	-20.943 *** (-7.85)	-20.053 *** (-7.36)	-17.929 *** (-6.67)	-16.563 *** (-6.02)

续表 4 产品市场势力、行业集中度对分析师跟踪数量的影响

	(1) Num	(2) Num	(3) Num	(4) Num	(5) Num	(6) Num
<i>Stdroe</i>	-0.165 (-0.26)	-0.748 (-1.14)	-0.143 (-0.22)	-0.726 (-1.11)	-0.773 (-1.19)	-1.500** (-2.26)
<i>Mb</i>	1.449*** (15.53)	1.667*** (17.92)	1.448*** (15.53)	1.666*** (17.93)	1.890*** (21.50)	2.192*** (25.23)
<i>Crosslist</i>	-0.927* (-1.73)	-0.974* (-1.78)	-0.912* (-1.70)	-0.954* (-1.75)	-0.968* (-1.78)	-1.014* (-1.83)
<i>Big4</i>	0.788** (1.98)	0.921** (2.27)	0.780** (1.96)	0.911** (2.24)	0.925** (2.29)	1.091*** (2.65)
<i>Csh</i>	-4.974*** (-7.68)		-4.994*** (-7.72)		-5.329*** (-8.15)	
<i>Ind</i>	-3.785** (-1.96)		-3.794** (-1.97)		-3.582* (-1.84)	
<i>Board</i>	0.832 (1.51)		0.828 (1.51)		0.818 (1.47)	
<i>Ms</i>	0.111*** (12.92)		0.111*** (12.97)		0.120*** (13.91)	
<i>Ins</i>	6.834*** (14.06)		6.822*** (14.03)		7.335*** (14.96)	
<i>Cons</i>	-41.226** (-2.23)	-48.828*** (-2.59)	-50.554*** (-2.73)	-59.382*** (-3.15)	-32.945 (-1.49)	-41.914* (-1.85)
<i>Year Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Industry Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. R^2	0.391	0.364	0.391	0.364	0.377	0.345
<i>N</i>	6 751	6 751	6 751	6 751	6 758	6 758

注:(1)*、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平;(2)各变量系数下面的括号中的值为*t*统计量。

2. 产品市场势力、行业集中度对分析师预测精准度的影响

为了检验产品市场势力、行业集中度对分析师预测精准度的影响,本文构建如下回归模型:

$$\begin{aligned}
 Accu_{it} = & \beta_0 + \beta_1 COMPETITION_{it} + \beta_2 Num_{it} + \beta_3 Indsize_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Crosslist_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \\
 & \beta_7 Surprise_{it} + \beta_8 Stdroe_{it} + \beta_9 Big4_{it} + \beta_{10} Mb_{it} + \beta_{11} Ins_{it} + \beta_{12} Csh_{it} + \beta_{13} Ms_{it} + \\
 & \beta_{14} Board_{it} + \beta_{15} Ind_{it} + \sum_j \beta_{16j} year_j + \sum_k \beta_{17k} industry_k + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (4)$$

在这里,*Accu*表示分析师预测精准度,*COMPETITION*表示产品市场竞争,代理变量有产品市场势力*PCM*、*EPCM*和行业集中度*IPCM*。与Haw等(2015)一致,我们将分析师跟踪数量(*Num*)作为控制变量加入回归模型。表5列出了回归结果。

如表5所示,分析师预测精准度与产品市场势力、行业集中度都显著正相关,即随着产品市场势力、行业集中度的上升,分析师预测精准度上升。因此,假设3-1和3-2得到了支持。不过,分析师预测精准度与企业自身的规模和所处的行业规模呈显著负相关关系(除第(1)列和第(2)列的行业规模回归系数之外)。结合表4的回归结果,我们认为,尽管分析师有更强烈的动机去跟踪规模大的企业,但由于这类企业自身信息的复杂性(Hou and Robinson, 2006)以及行业的联动效应不强(Piotroski and Roulstone, 2004),分析师更难以精确地预测这类企业的未来盈利状况。

表 5 产品市场势力、行业集中度对分析师预测精准度的影响

	(1) <i>Accu</i>	(2) <i>Accu</i>	(3) <i>Accu</i>	(4) <i>Accu</i>	(5) <i>Accu</i>	(6) <i>Accu</i>
<i>PCM</i>	2.956 *** (8.07)	3.008 *** (8.20)				
<i>EPCM</i>			2.821 *** (8.44)	2.804 *** (8.37)		
<i>IPCM</i>					2.274 *** (4.35)	2.239 *** (4.27)
<i>Num</i>	0.005 (0.85)	0.009 (1.51)	0.012 ** (2.01)	0.016 *** (2.86)	0.016 *** (2.78)	0.021 *** (3.79)
<i>Indsize</i>	-0.180 (-0.49)	-0.228 (-0.62)	-0.245 *** (-5.73)	-0.275 *** (-6.47)	-0.208 *** (-4.89)	-0.238 *** (-5.61)
<i>Size</i>	-0.556 *** (-8.59)	-0.393 *** (-6.53)	-0.604 *** (-9.76)	-0.431 *** (-7.54)	-0.594 *** (-9.57)	-0.430 *** (-7.48)
<i>Lev</i>	-1.314 *** (-4.71)	-1.147 *** (-4.11)	-1.216 *** (-4.44)	-1.087 *** (-3.97)	-1.416 *** (-5.18)	-1.280 *** (-4.68)
<i>Surprise</i>	41.52 *** (31.73)	41.89 *** (31.91)	41.66 *** (31.79)	42.07 *** (32.01)	42.778 *** (32.67)	43.206 *** (32.90)
<i>Stdroe</i>	-5.387 *** (-17.18)	-5.413 *** (-17.22)	-5.472 *** (-17.40)	-5.488 *** (-17.41)	-5.669 *** (-18.03)	-5.697 *** (-18.08)
<i>Mb</i>	0.277 *** (5.96)	0.334 *** (7.32)	0.280 *** (6.20)	0.343 *** (7.73)	0.381 *** (8.79)	0.447 *** (10.50)
<i>Crosslist</i>	0.624 ** (2.38)	0.542 ** (2.07)	0.697 ** (2.66)	0.621 * (2.37)	0.645 ** (2.46)	0.573 ** (2.18)
<i>Big4</i>	0.488 ** (2.51)	0.563 *** (2.89)	0.506 *** (2.59)	0.581 ** (2.97)	0.531 *** (2.71)	0.608 *** (3.10)
<i>Csh</i>	0.0824 (0.26)		0.136 (0.43)		0.008 (0.03)	
<i>Ind</i>	2.048 ** (2.18)		2.180 ** (2.32)		2.152 ** (2.28)	
<i>Board</i>	0.872 *** (3.25)		0.997 *** (3.74)		0.894 *** (3.35)	
<i>Ms</i>	-0.004 (-1.01)		-0.005 (-1.09)		-0.002 (-0.57)	
<i>Ins</i>	1.438 *** (5.97)		1.476 *** (6.13)		1.583 *** (6.56)	
<i>Cons</i>	6.054 (0.57)	6.972 (0.66)	2.802 (0.27)	3.646 (0.34)	14.043 *** (8.00)	14.411 *** (8.73)
<i>Year Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Industry Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. <i>R</i> ²	0.362	0.357	0.362	0.357	0.351	0.345
<i>N</i>	6 749	6 749	6 749	6 749	6 756	6 756

注:(1) *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平;(2) 各变量系数下面的括号中的值为 *t* 统计量。

3.企业股权性质对分析师预测活动的影响

与大多数基于中国上市公司数据的公司金融研究一致,本文根据股权性质的不同,将总样本划分为国有企业与非国有企业两个子样本,分别进行研究。

表 6 展示了基于国有与非国有企业子样本的回归结果。Panel A 显示了产品市场势力、行

业集中度与分析师跟踪数量的回归结果。实证结果发现,在企业层面,虽然产品市场势力(*PCM*和*EPCM*)在两个子样本中的回归系数都显著为正,但是在国有企业子样本中的回归系数比非国有企业子样本中的回归系数更大。这表明在国有企业中,产品市场势力对分析师跟踪数量的影响更大。另外,行业集中度的代理变量*IPCM*在国有企业子样本中回归系数依然显著为正,但是在非国有企业子样本中回归系数则变成显著为负。该结果意味着,对非国有企业,行业集中度越高,分析师跟踪数量越少,而这与国有企业正好相反。

表6的Panel B列出了产品市场势力、行业集中度与分析师预测精准度的回归结果。实证结果显示,在国有企业子样本中,*PCM*和*EPCM*的回归系数都显著大于非国有企业子样本的回归系数,即产品市场势力对国有企业的分析师预测精准度的影响较非国有企业更大。另外,我们还发现:行业集中度*IPCM*的回归系数与分析师预测精准度的正相关关系,只在国有企业中显著成立;在非国有企业中,行业集中度对分析师预测精准度的影响并不显著。

表6 国有企业与非国有企业子样本回归

Panel A: 产品市场势力、行业集中度与分析师跟踪数量						
	<i>SOE</i> <i>Num</i>	<i>non-SOE</i> <i>Num</i>	<i>SOE</i> <i>Num</i>	<i>non-SOE</i> <i>Num</i>	<i>SOE</i> <i>Num</i>	<i>non-SOE</i> <i>Num</i>
<i>PCM</i>	12.262 *** (11.22)	7.009 *** (6.79)				
<i>EPCM</i>			12.542 *** (11.61)	6.943 *** (6.70)		
<i>IPCM</i>					6.880 *** (4.53)	-6.342 *** (-3.84)
<i>Indsize</i>	-3.826 *** (-4.10)	-3.817 *** (-2.96)	-3.134 *** (-3.36)	-3.614 *** (-2.80)	-0.230 * (-1.87)	-0.158 (-1.18)
<i>Size</i>	5.173 *** (33.62)	4.886 *** (26.18)	5.160 *** (33.56)	4.884 *** (26.15)	4.799 *** (30.68)	4.487 *** (23.72)
<i>Lev</i>	-3.644 *** (-4.83)	-2.506 *** (-2.86)	-3.624 *** (-4.81)	-2.549 *** (-2.91)	-5.603 *** (-7.22)	-3.319 *** (-3.80)
<i>Surprise</i>	-17.344 *** (-5.32)	-26.384 *** (-5.84)	-17.412 *** (-5.34)	-26.196 *** (-5.80)	-16.804 *** (-4.92)	-23.735 *** (-5.06)
<i>Stdroe</i>	0.110 (0.14)	-0.566 (-0.50)	0.192 (0.25)	-0.595 (-0.53)	0.0506 (0.06)	-1.969 * (-1.70)
<i>Mb</i>	1.496 *** (10.51)	1.491 *** (12.06)	1.487 *** (10.47)	1.497 *** (12.11)	2.184 *** (15.74)	1.776 *** (15.21)
<i>Big4</i>	0.753 (1.61)	1.332 * (1.75)	0.756 (1.62)	1.314 * (1.72)	0.906 * (1.84)	1.759 ** (2.23)
<i>Crosslist</i>	-0.391 (-0.67)	-3.774 *** (-2.59)	-0.372 (-0.64)	-3.740 ** (-2.57)	-0.0425 (-0.07)	-2.977 ** (-1.97)
<i>Corporate Governance</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	-6.672 (-0.25)	-20.823 (-0.68)	-22.667 (-0.86)	-21.075 (-0.44)	-99.916 *** (-21.18)	-91.571 *** (-15.14)
<i>Year Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Industry Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. <i>R</i> ²	0.448	0.350	0.445	0.350	0.384	0.293
<i>N</i>	3 634	3 090	3 634	3 090	3 634	3 097

续表 6 国有企业与非国有企业子样本回归

Panel B: 产品市场势力、行业集中度与分析师预测精准度						
	<i>SOE</i> <i>Accu</i>	<i>non-SOE</i> <i>Accu</i>	<i>SOE</i> <i>Accu</i>	<i>non-SOE</i> <i>Accu</i>	<i>SOE</i> <i>Accu</i>	<i>non-SOE</i> <i>Accu</i>
<i>PCM</i>	3.694 *** (6.57)	2.665 *** (5.34)				
<i>EPCM</i>			3.522 *** (6.32)	2.685 *** (5.36)		
<i>IPCM</i>					2.720 *** (3.69)	1.215 (1.59)
<i>Num</i>	0.013 (1.53)	-0.002 (-0.22)	0.013 (1.54)	-0.002 (-0.21)	0.020 ** (2.52)	0.011 (1.30)
<i>Indsize</i>	0.268 (0.56)	-1.360 ** (-2.19)	0.471 (0.99)	-1.278 ** (-2.06)	-0.318 *** (-5.35)	-0.027 (-0.43)
<i>Size</i>	-0.713 *** (-7.99)	-0.425 *** (-4.29)	-0.715 *** (-8.01)	-0.427 *** (-4.30)	-0.669 *** (-7.87)	-0.525 *** (-5.51)
<i>Lev</i>	-1.686 *** (-4.40)	-0.604 (-1.43)	-1.701 *** (-4.44)	-0.614 (-1.46)	-1.751 *** (-4.63)	-0.853 ** (-2.10)
<i>Surprise</i>	42.823 *** (25.84)	37.665 *** (17.29)	42.869 *** (25.86)	37.722 *** (17.32)	44.223 *** (26.65)	39.284 *** (18.02)
<i>Stdroe</i>	-5.354 *** (-13.63)	-4.970 *** (-9.21)	-5.347 *** (-13.59)	-4.979 *** (-9.23)	-5.750 *** (-14.59)	-5.309 *** (-9.89)
<i>Mb</i>	0.298 *** (4.07)	0.324 *** (5.34)	0.306 *** (4.18)	0.324 *** (5.34)	0.436 *** (6.28)	0.413 *** (7.36)
<i>Big4</i>	0.665 *** (2.81)	0.187 (0.51)	0.665 *** (2.81)	0.178 (0.49)	0.638 *** (2.68)	0.350 (0.96)
<i>Crosslist</i>	0.756 ** (2.57)	0.135 (0.19)	0.760 *** (2.58)	0.146 (0.21)	0.695 ** (2.35)	0.389 (0.56)
<i>Corporate Governance</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	6.622 (0.58)	34.878 ** (2.36)	2.616 (0.23)	34.717 ** (2.35)	19.479 *** (8.35)	0.703 (0.24)
<i>Year Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Industry Dummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. <i>R</i> ²	0.398	0.322	0.397	0.322	0.384	0.311
<i>N</i>	3 632	3 090	3 632	3 090	3 632	3 097

注:(1)*、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平;(2)各变量系数下面的括号中的值为*t*统计量;(3)Corporate Governance包括表1中的公司治理变量。

综上所述,产品市场势力对国有企业分析师跟踪数量和分析师预测精准度的影响较非国有企业更加强烈;而行业集中度对分析师跟踪以及分析预测精准度的正向影响只在国有企业中显著成立。

4. 关税下调对分析师预测活动的影响

2012年,中国政府下调了成品油等石化产品的进口关税,从而加剧了石化行业的市场竞争。参照Karuna等(2012)的研究方法,本文利用这一外部冲击事件,对产品市场竞争与分析师预测活动的关系进行一次拟自然实验。由于只针对行业内部竞争,所以在这里不考虑行业勒纳指数(*IPCM*)。

(1)我们首先对关税下调是否对产品市场竞争产生影响进行检验。我们采用了均值差异*t*检验的研究方法,检验结果见表7。表7显示,石化企业的市场势力(*PCM*和*EPCM*)在关税下

调后都出现了显著的下降,而石化行业关税的下调对其他行业的市场竞争没有产生显著影响。

表 7 关税下调对企业市场势力的影响

Panel A: PCM			
	石化行业	其他行业	其他行业-石化行业
关税下调前	0.145	0.272	0.127***
关税下调后	0.099	0.289	0.190***
下调后-下调前	-0.046**	0.017	
Panel B: EPCM			
	石化行业	其他行业	其他行业-石化行业
关税下调前	0.008	0.019	0.011
关税下调后	-0.058	0.020	0.078***
下调后-下调前	-0.066**	0.001	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

(2)在确定关税下调确实对石化行业的市场竞争产生影响后,我们运用双差分模型 (Difference-in-Difference Model) 来检验关税下调对分析师预测活动的影响。虚拟变量 *CUT* 的定义如下:如果数据年份在 2012 年或 2012 年以后,该变量为 1,反之为 0。而虚拟变量 *oilche* 的定义如下:如果该企业处于石化行业,该变量为 1,反之为 0。变量 *T* 是数据所处年份与 2006 的差值。另外,我们加入方程(4)和(5)中的所有控制变量。不过,我们剔除了年度和行业虚拟变量。表 8 列示了双差分模型的回归结果。可以发现,无论是对分析师跟踪数量还是分析师预测精准度,*CUT*、*oilche* 和 *CUT×oilche* 的回归系数均显著为负。因此,由于关税下调引起石化行业竞争的增强,分析师跟踪数量和预测精准度都出现下降。

表 8 关税下调对分析师预测活动的影响

	(1) <i>Num</i>	(2) <i>Num</i>	(3) <i>Accu</i>	(4) <i>Accu</i>
<i>PCM</i>	5.648*** (7.94)		0.019*** (5.75)	
<i>EPCM</i>		7.979*** (7.06)		0.044*** (8.53)
<i>CUT</i>	-1.599*** (-3.78)	-1.626*** (-3.84)	-0.038*** (-17.58)	-0.037*** (-17.18)
<i>oilche</i>	-3.132** (-2.53)	-3.518*** (-2.84)	-0.014*** (-2.59)	-0.016*** (-2.81)
<i>CUT×oilche</i>	-2.208*** (-9.94)	-2.250*** (-10.11)	-0.008*** (-9.84)	-0.008*** (-10.06)
<i>T</i>	1.379*** (9.26)	1.429*** (9.57)	0.007*** (9.13)	0.007*** (9.62)
<i>Num</i>			0.000*** (3.79)	0.000*** (3.62)
<i>Other Control Variables</i>	yes	yes	yes	yes
<i>Cons</i>	-76.387*** (-19.83)	-74.384*** (-19.21)	0.044** (2.43)	0.056*** (3.10)
Adj. <i>R</i> ²	0.305	0.304	0.262	0.265
<i>N</i>	6 294	6 294	6 294	6 294

注:(1) *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平;(2) 各变量系数下面的括号中的值为 *t* 统计量。

(三) 稳健性检验

为进一步检验实证结果的稳健性,我们进行了如下三项稳健性检验。由于篇幅所限,我们未列出回归结果。

(1)重新定义代理变量。对企业层面的产品市场势力,我们换用企业市场份额;而对行业层面的行业集中度,我们则换用赫芬达尔指数。我们对方程(3)和(4)再次进行回归,实证结果与表4和表5一致。因此,实证结果再次证明,企业市场势力和行业集中度越高,分析师跟踪数量越多,预测精准度也越高。

(2)固定效应模型。我们首先进行了 Hausman 检验。Hausman 检验的结果显示, P 值等于 0.0000。因此,固定效应模型可以被用来处理本文的面板数据。由于分析师跟踪数量是计数数据(count data),根据崔玉英等(2014)的研究方法,我们采用 Poisson 固定效应模型。对于分析师预测精准度的数据,我们仍然使用一般固定效应模型。同样,固定效应模型的实证结果与前面的研究一致。

(3)二阶段最小二乘法。由于产品市场势力、行业集中度可能存在内生性问题,因此本文建立联立方程式,使用二阶段最小二乘法对分析师预测活动进行了进一步检验。实证结果表明,我们的结论不受内生性问题影响,具有稳健性。

五、结论与启示

本文以企业层面的产品市场势力与行业层面的行业集中度为切入点,基于 2006—2014 年中国沪深 A 股上市公司的数据,研究了产品市场势力、行业集中度与分析师预测活动的关系。基于全样本的实证结果表明:随着产品市场势力和行业集中度的上升,分析师跟踪数量和预测精准度也会随之上升。这一结论在经过诸多稳健性检验后仍然成立。进一步区分股权性质后发现,产品市场势力、行业集中度对分析师预测活动的影响效果在不同股权性质的企业中有所差异:产品市场势力对国有企业的分析师跟踪数量和预测精准度的影响较非国有企业更为强烈;而行业集中度对分析师跟踪数量以及预测精准度的正向影响只在国有企业中显著成立。最后,基于石化行业关税下调的拟自然研究表明,关税下调会导致市场势力的下降,从而降低分析师跟踪数量和预测精准度。这一实证结果进一步验证了前面的结论。

本文实证检验了产品市场势力、行业集中度对分析师预测活动的影响,为我们更好地理解分析师预测活动提供了新思路。此外,本文的研究有助于我们进一步认识产品市场势力、行业集中度的影响效果。拥有更强市场势力的企业能够吸引更多分析师关注,从而提高市场对其预测判断的精准度。因此,企业应该寻找细分市场,不断创新,利用独特的产品优势获取定价能力,从而提高自身市场势力,吸引分析师关注。通过分析师预测这一途径,上市公司可以更为有效的向市场传递信息,改善信息不对称问题,从而降低企业融资成本。

参考文献:

- 1.陈骏、徐玉德,2011:《产品市场竞争、竞争态势与上市公司盈余管理》,《财政研究》第4期。
- 2.崔玉英、李长青、郑燕、长青,2014:《公司成长,盈余波动与财务分析师跟踪——来自中国证券市场的经验证据》,《管理评论》第4期。
- 3.刘永泽、高嵩,2014:《信息披露质量、分析师行业专长与预测准确性——来自我国深市 A 股的经验证据》,《会计研究》第12期。
- 4.王玉涛、王彦超,2012:《业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗》,《金融研究》第6期。

5. 吴昊旻、杨兴全、魏卉, 2012:《产品市场竞争与公司股票特质性风险——基于我国上市公司的经验证据》,《经济研究》第6期。
6. 伊志宏、姜付秀、秦义虎, 2010:《产品市场竞争、公司治理与信息披露质量》,《管理世界》第1期。
7. 周夏飞、周强龙, 2014:《产品市场势力、行业竞争与公司盈余管理——基于中国上市公司的经验证据》,《会计研究》第8期。
8. Ali, A., S. Klasa, and E. Yeung. 2014. "Industry Concentration and Corporate Disclosure Policy." *Journal of Accounting and Economics* 58 (2): 240–264.
9. Barron, O. E., O. Kim, S. C. Lim, and D. E. Stevens. 1998. "Using Analysts' Forecasts to Measure Properties of Analysts' Information Environment." *Accounting Review* 73 (4): 421–433.
10. Botosan, C. A., and M. Stanford. 2005. "Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS No. 131 on Analysts' Information Environment." *Accounting Review* 80 (3): 751–772.
11. Datta, S., M. Iskandar – Datta, and V. Sharma. 2011. "Product Market Pricing Power, Industry Concentration and Analysts' Earnings Forecasts." *Journal of Banking & Finance* 35 (6): 1352–1366.
12. Datta, S., M. Iskandar – Datta, and V. Sharma. 2013. "Product Market Power, Industry Structure, and Corporate Earnings Management." *Journal of Banking & Finance* 37 (8): 3273–3285.
13. Gu, L. 2016. "Product Market Competition, R&D Investment, and Stock Returns." *Journal of Financial Economics* 119 (2): 441–455.
14. Haw, I. M., B. Hu, and J. J. Lee. 2015. "Product Market Competition and Analyst Forecasting Activity: International Evidence." *Journal of Banking & Finance* 56: 48–60.
15. Hilary, G., and C. Hsu. 2013. "Analyst Forecast Consistency." *Journal of Finance* 68 (1): 271–297.
16. Hoberg, G., and G. Phillips. 2010. "Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis." *Review of Financial Studies* 23 (10): 3773–3811.
17. Hou, K., and D. T. Robinson. 2006. "Industry Concentration and Average Stock Returns." *Journal of Finance* 61 (4): 1927–1956.
18. Huang, H., and H. Lee. 2013. "Product Market Competition and Credit Risk." *Journal of Banking & Finance* 37 (2): 324–340.
19. Irvine, P. J., and J. Pontiff. 2009. "Idiosyncratic Return Volatility, Cash Flows, and Product Market Competition." *Review of Financial Studies* 22 (3): 1149–1177.
20. Jiang, F., K. A. Kim, J. R. Nofsinger, and B. Zhu. 2015. "Product Market Competition and Corporate Investment: Evidence from China." *Journal of Corporate Finance* 35: 196–210.
21. Jung, B., P. B. Shane, and Y. S. Yang. 2012. "Do Financial Analysts' Long-Term Growth Forecasts Matter? Evidence from Stock Recommendations and Career Outcomes." *Journal of Accounting and Economics* 53 (1): 55–76.
22. Karuna, C., K. R. Subramanyam, and F. Tian. 2012. "Industry Product Market Competition and Earnings Management." American Accounting Association Financial Accounting and Reporting Section Mid – Year Conference. <http://experiments.cob.calpoly.edu/seminars/karuna.pdf>.
23. Lee, S., S. Pandit, and R. H. Willis. 2013. "Equity Method Investments and Sell – Side Analysts' Information Environment." *Accounting Review* 88 (6): 2089–2115.
24. Lin, M., C. Wu, and M. Chiang. 2014. "Investor Attention and Information Diffusion from Analyst Coverage." *International Review of Financial Analysis* 34: 235–246.
25. Peress, J. 2010. "Product Market Competition, Insider Trading, and Stock Market Efficiency." *Journal of Finance* 65 (1): 1–43.
26. Piotroski, J. D., and D. T. Roulstone. 2004. "The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices." *Accounting Review* 79 (4): 1119–1151.
27. Stivers, A. E. 2004. "Unraveling of Information: Competition and Uncertainty." *Journal of Theoretical Economics* 4 (1): 1–30.
28. Valta, P. 2012. "Competition and the Cost of Debt." *Journal of Financial Economics* 105 (3): 661–682.

(下转第 67 页)

Housing Price Fluctuation, Homeownership Rate, and Crowding Effect

Zhu Zixiang¹, Deng Xiang² and Du Haitao³

(1: The School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University;

2: The School of Economics, Sichuan University; 3: The School of

Economics, Southwest University for Nationalities)

Abstract: This Paper tries to answer three questions. Firstly, what are the main driving factors of housing price fluctuations? Secondly, how does real estate industry influence the non-real estate industries? Thirdly, how does the housing owned rate affect the real estate industry? The Paper firstly constructs a multi-sector model including the representative households, real estate enterprises, capital goods producers and representative entrepreneurs. With the Bayesian estimation analysis, the housing price volatility mainly depends on the housing demand shock in the short term, and in the long run housing demand shock, housing investment shock and TFP shock together play important roles. Both housing price and real estate investment have weak crowding effect over non-real estate investment as well as consumption. Thus the empirical evidence and theory show some consistency. Afterwards, the paper extends a heterogeneous model including the households without owning the housing and finds higher housing owned rate would strengthen the crowding out effect. The paper supposes the deceleration of the real estate market as well as the housing owned rate would benefit the macro economy in a more balance way.

Keywords: Housing Preference, Housing Owned Rate, Crowding Effect

JEL Classification: E27, E30, E60

(责任编辑:彭爽)

(上接第 51 页)

Product Market Power, Industry Concentration, and Analyst

Forecast Activity: Evidence from China Listed Companies

Xie Jun and Chen Hangxing

(School of Economics and Management, Wuhan University)

Abstract: This paper investigates the effects of product market power and industry concentration on analyst forecast activities, by using a sample of Shanghai and Shenzhen listed companies over the 2006–2014 period. We find that both firm-level market power and industry-level concentration are positively associated with analyst following and forecast accuracy. Furthermore, the influence of market power on analyst following and forecast accuracy in State-Owned Enterprises (SOEs) is greater than that in non-SOEs. Nevertheless, industry concentration has negative impacts on analyst following and the effect of industry concentration on forecast accuracy is no longer significant in non-SOEs. Hence, these findings contribute to the extant research on the influential factors of analyst forecast activities.

Keywords: Product Market Power, Industry Concentration, Analyst Following, Forecast Accuracy

JEL Classification: L10, M41, P31

(责任编辑:彭爽)