



财 务 会 计 与 资 本 市 场 系 列

买方分析师与卖方分析师的 预测行为差异及其经济后果研究

Research of Analysts' Predictive Behavior Differences and
the Corresponding Market Consequences Between Buy-side Analysts and Sell-side Analysts

廖明情◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



财 务 会 计 与 资 本 市 场 系 列

买方分析师与卖方分析师的 预测行为差异及其经济后果研究

Research of Analysts' Predictive Behavior Differences and
the Corresponding Market Consequences Between Buy-side Analysts and Sell-side Analysts

廖明情◎著

本书系国家自然科学基金项目（项目批准号：71402056）和
2015年广州市哲学社会科学规划项目（项目批准号：15G12）的阶段性成果



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

买方分析师与卖方分析师的预测行为差异及其经济后果研究 / 廖明情著.

—北京: 中国经济出版社, 2015.9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3819 - 7

I. ①买… II. ①廖… III. ①证卷交易—预测—行为—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 105596 号

责任编辑 牛慧珍

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京艾普海德印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 14.25

字 数 140 千字

版 次 2015 年 9 月第 1 版

印 次 2015 年 9 月第 1 次

定 价 48.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 88386794

■ ■ ■ PREFACE | 序

廖明情的博士论文——《买方分析师与卖方分析师的预测行为差异及其经济后果研究》完成已有两年了，在其辛勤整理下，终成书稿即将出版。这部论著的核心部分获得国家自然科学基金的支持立项，我对此期待更多相关研究成果问世。作为他的上级领导，我为他所取得的研究成果感到由衷的高兴，更对其未来的学术发展寄予厚望。

作为金融学领域的重要研究课题，分析师预测长期以来备受理论界和实务界的关注。我国股票市场经过二十多年的风雨历程，无论从数量还是从规模上均已在全球名列前茅。伴随着股票市场的发展，我国的证券分析师队伍也不断发展壮大。作为连接上市公司和投资者的信息桥梁，分析师通过走访和分析上市公司的经营信息与财务数据，并结合行业信息及宏观经济环境，对上市公司的投资价值做出预测，从而降低投资者对上市公司信息的搜寻成本，其根本作用是降低了投资者和上市公司之间的信息不



对称程度。然而市场上的分析师长期以来存在着两种类型：卖方分析师和买方分析师。公开发布信息的绝大部分分析师都隶属于证券公司，属于卖方分析师。经过十多年的发展，卖方分析师的市场声誉仍然毁誉参半。有人捧之为“金手指”，也有人贬其为“黑嘴”。他们面临着多重利益冲突：为上市公司、证券发行业务、机构客户等服务。这样看来，卖方分析师有充足的理由发布有偏的信息，可能会导致股票市场的错误定价，从而扭曲资本市场正常的资源配置功能，限制资本市场的健康发展。所幸的是，传递信息的分析师除了卖方分析师以外，还有主要供职于基金公司的买方分析师。买方分析师只为基金公司配置相关投资组合服务，不向普通投资者公开其预测报告，也就不会面临与卖方分析师类似的外来利益冲突。由于买方分析师的评级报告往往不向市场公开发布，因此，一方面其评级行为很少受到市场和学术界的关注；另一方面由于较少存在利益冲突问题，其评级独立性相对卖方分析师更强，从而可能对投资者的决策更为有用。那么买方分析师的作用到底如何呢？其具有纠正市场错误定价的功能吗？结合中国资本市场特殊的制度背景，系统地深入研究这两类分析师之间的预测行为差异及其经济后果，及时为现行的业务实践和相关政策提供理论依据，无疑具有极其重要的理论和实践意义。

鉴于买方分析师报告的不可公开获得性，廖明情博士在阅读了国内外大量相关文献的基础上，实地走访了数家上市公司和基

基金公司，有幸获得了丰富的一手资料，包括基金公司的内部研究报告数据。为了比较不同分析师之间的预测行为差异，廖明情博士手动整理了上千份买方分析师报告。尽管研究的难度较大，但论题研究的价值较高。经过长期的艰辛探索与不懈努力，廖明情博士圆满地完成了博士论文的写作。他的博士论文合理借鉴了行为金融学的相关成果，恰当运用了中国资本市场的经验数据，对买方分析师与卖方分析师之间的预测行为差异及其经济后果进行了详尽的研究。此研究富有成效，实证检验发现：相对于卖方分析师来说，买方分析师预测准确性更低，预测乐观性程度更小。为了揭示在其职业转变过程中是哪方面的变化引起买方分析师预测准确性降低的，他从分析师的预测能力、动力、信息以及交易佣金动机和承销商动机上做了研究，并进一步对预测差异的经济后果做出检验。国内关于分析师的研究基本上是基于卖方分析师的论文，对买方分析师研究在国内尚属首次。显然，结合中国资本市场特殊的制度背景研究买、卖双方分析师之间的预测差异及其经济后果具有重要的理论和实践意义。这些研究成果不仅填补了买方分析师预测文献的空白，拓展了分析师预测的研究领域，同时也为上市公司、机构投资者、监管机构合理利用市场信息提供了有益的参考，这正是本部论著研究的出发点。

在具体的探究与著述过程中，本书采用实证分析与规范分析相结合、定量分析与定性分析相统一，以实证研究方法为主要



手段，对论及主题进行了深入细致的分析和研究。在研究内容上，秉承翔实而紧凑的原则，合理编排了相关研究成果，遂成此书稿。全书围绕买方分析师与卖方分析师之间的预测差异展开，按照经典的实证研究模式，将两个研究主题分别以不同的角度加以深入思考与精辟论述，体系架构清晰得当，文字表述连贯流畅。这部书稿观点明确、逻辑严密、论述透彻，秉承严谨、求实、创新的风格，研究结论不仅具有重要的理论意义，而且具有重要的应用价值。由此亦可看出，廖明情博士的理论基础扎实，学术悟性与研究水平高，业务实践与科研能力强。希望他在未来的学术生涯中持之以恒，锐意进取，争取有更好更多的新作问世！

是以为序。

朱桂龙
于华南理工大学汕头校友楼
2015年5月

FOREWORD | 前 言

分析师是连接上市公司和投资者的信息中介，他们通过搜集和分析上市公司的经营信息和财务数据，向市场上的投资者传递有关公司业绩前景和投资价值的信息，帮助投资者了解上市公司的内在价值。分析师预测长期以来一直是学者关注的重点和热点问题。

分析师市场存在着两类：买方市场和卖方市场，分别对应着买方分析师和卖方分析师。尽管从本质上来说买、卖双方分析师都起着发掘并传递信息的作用，但是两者职业的不同决定了他们在很多方面都存在着差异，比如服务对象、职业规划、薪酬激励等。这些差异的存在又导致了两类分析师在预测能力、动力、信息以及利益冲突上的差异，从而对分析师预测报告产生了不同的影响。本书就是在这个背景下，借助独特的买方分析师数据来检验一个基本问题和三个具体问题。

基本问题是：充当资本市场信息中介的两类分析师——买方

分析师和卖方分析师是否对促进资本市场资源有效配置起到同样的作用。三个具体问题是：

首先，买方分析师与卖方分析师之间预测准确性是否存在着系统性的差异？如果有，那么引起这种差异的原因是什么？

其次，买方分析师与卖方分析师在盈利预测和推荐评级上是否存在着不同的乐观性？

最后，如果前面两个问题的答案都是肯定的话，那么这两类分析师的盈利预测和推荐评级引起的经济后果有哪些？本书期望对此做出解答。

本书利用一家开放式基金公司 2007—2011 年的买方分析师数据和相应的卖方分析师数据，检验了买、卖双方分析师在预测行为上的差异，并同时考察了引起双方预测准确性差异的影响因素，以及在此差异下研究买、卖双方分析师之间预测差异产生的经济后果。本书的主要研究结论如下：

(1) 相对于卖方分析师来说，买方分析师预测误差更大，预测准确性更低，预测乐观性程度更小。具体而言，在全样本中，买方分析师的预测误差（准确性）显著高于（低于）卖方分析师，预测乐观性和推荐评级要显著低于卖方分析师；进一步考察跳槽的买方分析师在跳槽前后、跳槽前和跳槽后三个阶段的预测误差（准确性），发现买方分析师在跳槽后与跳槽前相比，其预测误差（准确性）显著上升（降低）了，在跳槽前与其他卖方

分析师相比没有显著差异，在跳槽后与其他卖方分析师相比其预测误差（准确性）仍然显著上升（降低）了。这个结论说明买方分析师预测准确性的降低是与其职业的转变显著相关的。稳健性检验结果也得出一样的结论。

（2）为了揭示在买方分析师职业转变过程中是哪方面的变化引起其预测准确性降低的，本书从分析师的预测能力、动力、信息以及交易佣金动机和承销商动机上做了研究。我们发现，买方分析师和卖方分析师在预测能力、动力和信息上存在着显著性的差异；此外，根据实务经验和以往的文献结论，对于交易佣金动机和承销商动机我们默认买方分析师要低于卖方分析师。检验结果显示，预测能力、动力、信息和承销商动机是买卖双方预测差异的四个显著因素，交易佣金动机不影响双方的预测差异。

（3）基于前面关于分析师预测准确性和乐观性的分析，本书进一步对预测差异的经济后果做出检验，发现基金的资产组合配置变动与卖方分析师的预测修正和推荐评级变动没有关系，却与买方分析师的推荐评级变动显著正相关，这说明基金经理在做投资决策时能识别卖方分析师的预测乐观性和买方分析师的推荐客观性，采用的是自己内部买方分析师的投资建议来配置其投资组合。此外，市场短期内不能识别卖方分析师在盈利预测和推荐评级上的乐观性，在面对卖方分析师乐观的盈利预测和推荐评级时往往会做出正面的反应，不过长期（3个月）资本市场会对以上



有偏的反应做出纠正，与买方分析师的推荐评级是一致的。

本书首次研究了买方分析师和卖方分析师在预测能力、动力、信息和利益冲突上的差异对其预测表现的影响以及产生的经济后果，研究结论对于现有分析师的文献是个极大的补充，而且也更说明了预测能力、动力和信息差异以及承销商动机的存在导致了买方分析师与卖方分析师之间预测的差异，从实证上丰富了我们对于买、卖双方分析师的认识，具有很大的文献和实践意义。

在文献上，本书的研究拓展了以下三类文献。

首先，本书拓展了分析师的研究范围。本书首次检验了买方分析师的盈利预测行为，比较了买方分析师与卖方分析师盈利预测准确性的差异，填补了买方分析师盈利预测文献的空白。已有大量的研究表明上市公司、分析师所属券商以及机构投资者是影响分析师发布乐观盈利预测的三大重要因素，这些研究主要关注于卖方分析师的盈利预测和推荐评级，由于数据的限制，对于买方分析师预测的研究鲜有涉及。本书着眼于我国买方分析师迅速崛起的特殊背景，阐明了买方分析师和卖方分析师在预测上的差异，并比较了跳槽的分析师在跳槽前后、跳槽前和跳槽后预测准确性的不同，以及在此基础上研究了不同分析师之间在预测能力、动力、信息以及利益冲突等因素上的差异，检验这些因素是如何影响预测准确性差异的。

其次，本书丰富了分析师盈利预测的文献。盈利预测是分析师报告的主要产品，预测的准确性十分重要。目前的文献已对影响卖方分析师预测准确性的影响因素做了详细的分析，但是忽略了对买方分析师盈利预测准确性影响因素的研究。本书详细阐述了哪些因素影响买方分析师的盈利预测，全面地考察了买方分析师在多方面因素影响下的预测准确性，对已有文献起到了开创性的贡献。

最后，本书拓展了分析师盈利预测修改和推荐评级变动的经济后果相关方面的文献。以往的研究发现分析师盈利预测和推荐评级具有信息含量，但在具体是否影响到机构投资者的买卖决策上少有研究。本书在研究买方分析师和卖方分析师盈利预测修正和推荐评级变动的市场信息含量的基础上，进一步研究不同的分析师的盈利预测和推荐评级是如何影响机构投资者的资产组合配置决策的。

在实践上，本书对分析师和投资者都有启示。本书从实证的角度证实买方分析师相对于卖方分析师来说，由于预测能力的有限、预测动力的不足以及信息上的缺乏导致在预测准确性上不如卖方分析师，但买方分析师作为市场的信息传递中介，在把卖方信息传递给买方的过程中其盈利预测和推荐评级没受到交易佣金动机的影响，客观地向基金经理传达了其投资建议。卖方分析师由于其利益冲突等动机的存在倾向于发布有偏的预测报告，但是

其信息来源丰富，其预期能力和动力都要高于买方分析师。另外，买方分析师由于在获取管理层信息的能力等方面要差于卖方分析师，因此其预测准确性要低于卖方分析师，但是由于买方分析师没有面临利益冲突压力，因此其评级报告更具有客观性。机构投资者在做出决策时，更多的是从及时性和客观性上考虑，那么就会有意地规避过于乐观的卖方分析师盈利预测和推荐评级，主要采用买方分析师的推荐评级。同时从长期来看，买方评级的客观性也得到了市场的肯定和验证。

CONTENTS | 目 录

第一章 | 引言

第一节 研究问题和研究动机	1
第二节 研究意义和研究创新	5
第三节 研究结论	8
第四节 结构安排	10

第二章 | 制度背景

第一节 分析师行业发展现状	12
第二节 中国证券市场机构投资者的发展历程	17
一、证券投资基金的跨越式发展	18
二、价值投资成为主流投资理念和决策依据	19



第三章 | 文献综述

CHAPTER THREE

第一节 分析师盈利预测的准确性	23
一、分析师预测准确性的重要性	23
二、分析师预测准确性的影响因素	26
第二节 分析师预测的羊群行为和乐观性	28
一、羊群行为	28
二、乐观性	32
第三节 推荐评级的投资价值	34
一、卖方分析师的推荐评级	34
二、买方分析师的推荐评级	36
第四节 分析师的决策过程	38

第四章 | 研究假设和模型

CHAPTER FOUR

第一节 研究假设	44
一、分析师的利益冲突	45
二、支持卖方分析师盈利预测准确性较低的观点	46
三、支持买方分析师盈利预测准确性较低的观点	48
四、经济后果	51
第二节 研究设计和变量定义	56
一、研究模型	56
二、变量定义	59

第五章 | 分析师报告行为

第一节 报告 Timing 的选择	67
一、样本选择	67
二、分析师报告分布图	68
三、单变量分析	70
四、回归分析	71
第二节 羊群行为	78
一、样本选择	78
二、单变量分析	79
三、多元回归检验	80

第六章 | 分析师预测准确性和乐观性

第一节 预测准确性	83
一、样本和数据	83
二、分析师预测准确性分布趋势	86
三、单变量检验	88
四、多元回归分析	96
第二节 预测乐观性	98
一、选样过程	98
二、分析师乐观性走势分布	99



三、相关性分析	100
四、多元回归检验	101
第三节 预测准确性和乐观性差异的原因分析	103
一、分析师预测能力差异	104
二、预测动力和信息优势差异——羊群行为和管理层信息	106
三、分析师利益冲突差异	109
四、综合考虑预测能力、激励、动力和信息角度对 预测准确性的影响	116
五、考虑预测激励和信息角度对预测乐观性的影响	120
第四节 预测准确性差异的原因：进一步分析	123
一、单变量检验	123
二、回归检验	126
第五节 稳健性检验	134
一、买方和卖方分析师之间预测准确性差异检验	136
二、买方和卖方分析师之间预测准确性差异的 影响因素检验	138
三、预测准确性差异的影响因素：进一步分析	141
四、预测准确性差异的影响因素的综合检验： 排除可能的机械相关性	148
五、预测准确性差异的影响因素的综合检验： 券商分析师人数配对样本	151