

我国证券分析师研究报告特性 及市场影响实证分析



杨
枫
著

An Empirical Analysis on the Properties and Market Responses
of China's Securities Analysts' Forecast Reports

我国证券分析师研究报告特性 及市场影响实证分析

An Empirical Analysis on the Properties and Market Responses
of China's Securities Analysts' Forecast Reports



杨
枫
著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国证券分析师研究报告特性及市场影响实证分析/杨枫著. —上海:上海财经大学出版社, 2009. 3
ISBN 978-7-5642-0415-0/F · 0415

I. 我… II. 杨… III. 证券交易-资本市场-研究-中国
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 202160 号

□ 责任编辑 李成军

□ 装帧设计 钱宇辰

WOGUO ZHENGQUAN FENXISHI YANJIU BAOGAO TEXING JI SHICHANG YINGXIANG SHIZHENG FENXI
我国证券分析师研究报告特性及市场影响实证分析

杨 枫 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竞成印务有限公司印刷装订

2009 年 3 月第 1 版 2009 年 3 月第 1 次印刷

890mm×620mm 1/16 9.25 印张 124 千字
印数: 0 001—2 000 定价: 16.00 元

前 言

证券分析师对上市公司进行研究并撰写研究报告,是资本市场中的信息中介。证券分析师的研究帮助资本更具效率地流动,进而对宏观经济和产业经济产生深远影响。中国证券分析师行业伴随着中国证券市场的脚步已经走过 10 多年的发展历程,如今,不断壮大的证券分析师队伍已经成为推动理性投资和证券市场规范化发展的一支不可忽视的力量。证券分析师研究报告包括盈利预测和投资评级两大类关键信息,对我国证券分析师盈利预测与投资评级进行理论和实证分析,能够加深我们对证券分析师的认识,有助于投资者更好地理解和使用证券分析师的研究报告。

随着我国证券市场中机构投资者的发展壮大、价值投资理念的确立,证券公司纷纷设立相对独立的研究部门,专门从事证券价值的分析和研究工作,整个证券分析师队伍在逐渐扩大,证券分析师的水平也在不断提高。在这一市场背景下,证券分析师盈利预测的准确性、研究报告的深度与市场影响,以及投资者如何使用证券分析师的研究报告等问题受到了我国学术界和实务界的广泛关注。

本书对我国证券分析师盈利预测的准确性、证券分析师的市场影响力进行了实证分析。盈利预测和投资评级作为证券分析师研究报告中的两大类关键信息,两者从不同角度揭示了公司的投资价值,在信息含量上存在互补性。一方面,投资评级是在盈利预测的基础上,综合了其他因素(包括宏观、行业信息等)而确定的;另一方面,投资评级是非

连续变量,仅给出了5级或3级分类,而盈利预测是连续变量,投资者可以在投资评级的基础上,通过分析盈利预测的变化,获得对于上市公司投资价值更准确的判断。因此,在肯定了我国证券分析师具备市场影响的基础上,本书进一步检验了盈利预测、投资评级是否向市场传递了不同的信息,并分析了投资者在何种情况下会更关注证券分析师的盈利预测。

本书的证券分析师数据来源于财华 Go-goal 1.0 上市公司业绩预测数据库及万得(Wind)财务与预测数据库。本书研究需要的股价数据、会计数据、市场交易价格和回报率数据均来自中国股票市场交易数据库(CSMAR)。

本书对证券分析师盈利预测准确性及偏差进行了实证检验,提出两大假设:(1)我国证券分析师预测存在乐观偏差;(2)公司盈利可预测性与证券分析师乐观偏差负相关,即公司盈利可预测性越低,证券分析师预测乐观偏差越大。本书使用非参数检验来判断偏差的显著性,并分析影响横截面偏差的主要因素,使用独立组样本配对检验来分析控制变量对偏差的影响,分析解释变量及控制变量之间的相关度,建立多元回归方程对各变量系数的显著性及符号进行检验。对于我国证券分析师盈利预测偏差的存在,本书提出以下几种解释:如果证券分析师是理性的,为了维持与上市公司管理层的良好关系,证券分析师具有提高上市公司盈利预测的动机;如果证券分析师行为是非理性的,那么可能存在羊群效应、锚点效应、过度自信,以及受到外界环境(如牛市、熊市)的影响,导致证券分析师盈利预测出现偏差。

本书对证券分析师盈利预测与投资评级的市场反应进行了分析,考虑了研究报告的关键信息—投资评级、投资评级调整以及盈利预测调整—所引起的市场反应。采用事件研究方法,通过短窗口的累积超额收益来刻画市场反应。事件日的确定遵循如下原则:如果分析师研究报告的披露日为市场交易日,则事件日就是披露日;如果分析师研究报告披露当天市场休市,则此后的第一个交易日作为事件日。本书将

时窗确定为 $(-3, +1)$ ，即从事件日的前三个交易日起，到事件日的后一个交易日为止，共 5 个交易日，一般来说是一周的时间。使用累积超额收益(CAR)衡量在研究报告披露前后较短的时间内以及控制整体市场波动情况后，公司股价的异常变动情况。如果累积超额收益在统计上显著非零，而同一时间内没有其他重大事件对公司有影响，可以认为公司股价的异常波动是对证券分析师研究报告作出的反应。

本书的主要研究结论总结如下：

1. 我国证券分析师的预测存在明显的乐观偏差，上市公司盈利可预测性越低，证券分析师盈利预测的乐观偏差越大。

2. 我国证券分析师的研究报告具有市场影响力。

3. 证券分析师研究报告中的盈利预测、投资评级向市场传递了不同的信息；市场对证券分析师盈利预测的重视程度随着投资评级的不同而呈现差异，投资者对盈利信息的依赖程度和投资评级的精确程度负相关。较之“买入”和“卖出”评级，“持有”评级下投资者会依赖盈利预测信息来作出判断；“调高”评级下盈利预测信息更受市场关注。

本书的创新和贡献归纳如下：

第一，深入地讨论了证券分析师盈利预测偏差问题。实证检验结果证实我国证券分析师盈利预测存在乐观偏差。根据对中国资本市场背景的分析，本书分别从证券分析师行为理性和非理性的角度对偏差现象的存在提出了解释。此外，通过横截面分析方法，本书探讨了可能影响证券分析师预测偏差的相关因素。

第二，对证券分析师研究报告的市场影响进行了较为细致的分析。按照投资评级调整(调高、维持、调低)和投资评级(买入、持有、卖出)将证券分析师研究报告分成 9 类，分析各自的市场反应及差异。

第三，挖掘出盈利预测和投资评级的信息差异，探讨了市场在何种情况下会关注证券分析师盈利预测信息。国内关于证券分析师的研究并不多，有些文章研究了证券分析师盈利预测状况，有些文章对证券分析师投资评级的投资价值进行了评价。本书综合盈利预测和投资评级

进行分析,考察两者之间的信息差异以及投资者对盈利预测信息的重视程度,在国内研究中尚属先例。

本书的研究为了解我国证券分析师在市场中的影响提供了新的证据,对于投资者利用证券分析师研究报告进行投资决策、研究者进行证券分析师的相关研究提供了启示。

全书从逻辑上分为三部分:第一部分包括第一章“引言”和第六章“结语”,是全书总括性的章节;第二部分由第二章“理论基础及研究现状”和第三章“市场背景分析”组成,这两章详细介绍了证券分析师相关理论的发展情况和中国的市场状况;第三部分实证分析是本书的核心部分,包括第四章“证券分析师盈利预测偏差特性分析”,以及第五章“证券分析师盈利预测与投资评级的市场反应”。

目 录

前言/1

致谢/1

图表目录/1

第一章 引言/1

第一节 问题的提出/1

第二节 研究的意义/4

第三节 研究思路和方法/7

第四节 本书的主要结论/10

第五节 全书结构安排/11

第二章 理论基础及研究现状/12

第一节 国外文献综述/12

第二节 国内研究状况/27

第三节 事件研究方法在国内外研究中的发展和运用/30

第三章 市场背景分析/33

第一节 中国资本市场发展概况/33

第二节 中国证券分析师发展状况/36

第三节 中国证券分析师预测数据库的发展情况/43

第四章 证券分析师盈利预测特性分析/50

第一节 研究报告发布时间调查/51

第二节 证券分析师对于上市公司的关注度分析/53

第三节 证券分析师盈利预测准确性及偏差实证检验/57

第五章 证券分析师盈利预测与投资评级的市场反应/77

第一节 研究思路/77

第二节 研究假设/79

第三节 样本和数据/82

第四节 实证结果/89

第五节 结论/108

第六章 结语/117

第一节 研究结论和启示/117

第二节 局限和未来研究方向/121

参考文献/124

附录/132

图表目录

- 图 1.1 证券分析师工作流程/2
- 图 1.2 证券分析师的信息环境及相关研究问题/3
- 图 1.3 全书结构/11
- 表 3.1 嘉实盈利预测库覆盖的券商名单/45
- 表 3.2 GO-GOAL 1.0 上市公司业绩预测数据库覆盖的证券研究机构名单/47
- 图 4.1 2005 年 1 月~2006 年 4 月各月发布的研究报告数/52
- 表 4.1 2005 年 1 月~2006 年 4 月各月发布的研究报告数量统计/52
- 表 4.2 证券分析师 2005 年重点关注的前十家公司排名(按研究报告份数排序)/54
- 图 4.2a 每家公司受关注的程度(研究报告份数)/55
- 图 4.2b 每家公司受关注的程度(机构家数)/55
- 图 4.2c 每家公司受关注的程度(证券分析师人数)/56
- 表 4.3 每家公司受关注的程度(研究报告数量)/56
- 表 4.4 盈利预测误差的描述性统计分析/61
- 表 4.5 变量描述性统计分析/63
- 表 4.6 变量相关性分析/64
- 表 4.7 多元回归分析/65
- 表 4.8 调整后的预测误差描述性统计分析/67
- 表 4.9 调整后的预测误差的多元回归分析/68

表 5.1	样本筛选过程/84
表 5.2	投资评级和评级调整的分布情况/85
表 5.3	变量的定义和取值/88
表 5.4	关键变量的相关关系/89
表 5.5	证券分析师投资评级的累积超额收益 窗口(-3,1)/90
表 5.6	证券分析师投资评级和盈利预测调整/92
表 5.7	盈利预测和投资评级的市场反应/94
表 5.8	等式 5.6、5.7 中各变量系数的差异/96
表 5.9	盈利预测调整的不同信息含量/98
表 5.10	窗口(-20,4)内的累积超额报酬率/101
表 5.11	窗口(2,20)内的累积超额报酬率/101
图 5.1	买入评级的累积超额收益/102
图 5.2	持有评级的累积超额收益/103
图 5.3	卖出评级的累积超额收益/103
图 5.4	调高评级的累积超额收益/104
图 5.5	维持评级的累积超额收益/104
图 5.6	调低评级的累积超额收益/105
图 5.7	调高至买入评级的累积超额收益/105
图 5.8	维持于买入评级的累积超额收益/106
图 5.9	维持于持有评级的累积超额收益/106

第一章 引言

证券分析师是指在证券投资领域运用专业知识与分析技术,挖掘上市公司内在价值,向市场参与者提供投资信息、投资咨询和投资管理服务的金融从业人员。在西方国家,证券分析师被称为投资分析师、财务分析师、金融分析师(security analyst & financial analyst)。

活跃在资本市场上的证券分析师有买方和卖方两大类。买方分析师受雇于保险公司、基金管理公司等机构投资者,撰写的报告仅用于内部投资决策;卖方分析报告通常由证券公司、投资银行提供给投资人用于投资决策,其中一部分会向公众公开。本书提及的证券分析师仅指卖方分析师。

第一节 问题的提出

证券分析师对上市公司进行研究,担当投资者与上市公司之间的信息沟通桥梁,是资本市场中的信息中介。他们综合宏观经济运行状况和宏观经济政策、行业发展状况和趋势,以及企业的经营状况、潜力和发展前景,对企业的价值进行评估(证券分析师工作流程见图 1.1)。他们的研究报告是机构投资者进行投资决策的重要参考依据。

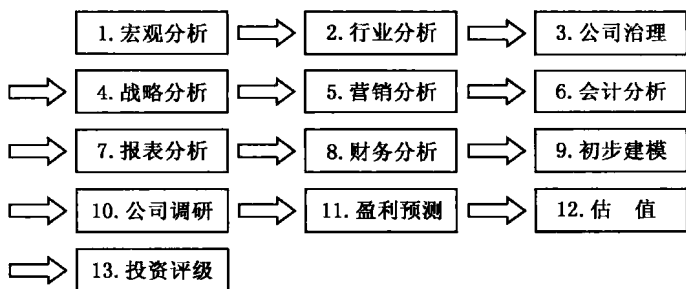


图 1.1 证券分析师工作流程

在成熟的资本市场中,投资者不仅需要事后的财务会计信息,更需要事前的财务预测信息,从而促进了会计信息的有效供给。在财务预测信息的提供上,既有管理人员的预测,又有证券分析师的预测,他们之间相互作用,在促进信息有效供给的同时,也为许多研究者提供了饶有兴趣的研究课题。证券分析师既是会计报表信息的使用者,又是财务预测信息的提供者,他们扮演了会计信息需求者与会计信息供给者的双重角色(见图 1.2)。他们的研究帮助资本更具效率地流动,进而对宏观经济和产业经济产生深远影响。

在国外发达资本市场中,一些华尔街的明星证券分析师可以在资本市场上“呼风唤雨”,他们的言论会对股价走势带来巨大的影响。这是因为他们的分析结果经过了市场相当长时间的考验,他们的分析有着坚实、可靠的基础。他们自身的声誉以及与机构投资者之间保持的长期合作关系,使得他们的言论可以通过机构投资者的集体行动表现出来。

在我国,公司价值评估理论自 2002 年以来发展非常迅速。随着我国证券市场中机构投资者的发展壮大、价值投资理念的确立,证券公司纷纷设立相对独立的研究部门,专门从事证券价值的分析和研究工作,整个证券分析师队伍在逐渐扩大,证券分析师的水平也在不断提高。在这一市场背景下,证券分析师盈利预测的准确性、研究报告的深度与

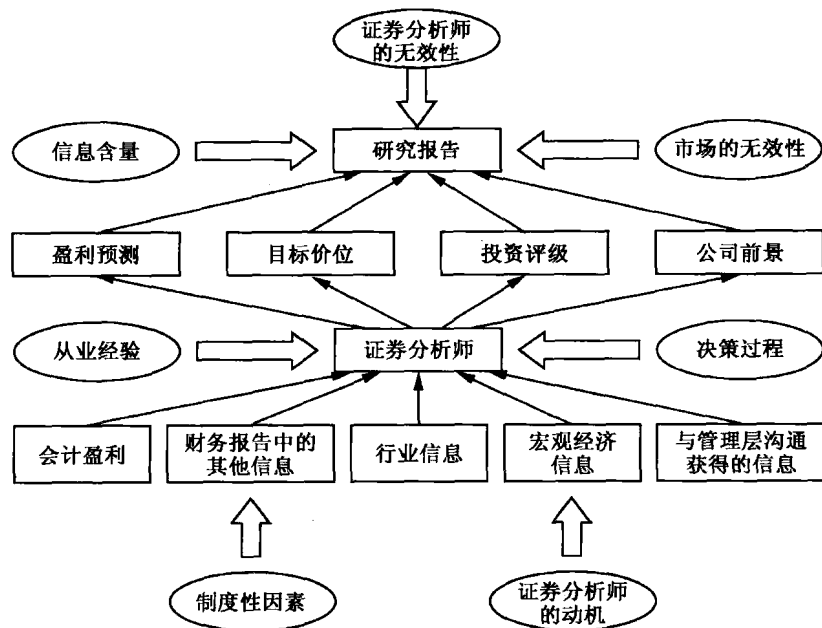


图 1.2 证券分析师的信息环境及相关研究问题

市场影响,以及投资者如何使用证券分析师的研究报告等问题受到了我国学术界和实务界的广泛关注。

针对这些问题,国内学者作了一些相关的实证研究。吴东辉和薛祖云(2005)以国泰君安研究所对 A 股上市公司年报的盈利预测数据为样本,发现证券分析师的盈利预测偏于乐观。王宇熹等(2006)以申银万国研究所证券分析师出具的投资评级为样本检验证券分析师的投资建议是否有投资价值,研究结果显示,根据该机构证券分析师的买入和卖出建议买卖股票能获得显著的超额收益,说明证券分析师的研究报告是有价值的。由于受到数据的限制,国内相关实证研究并不多。此外,现有的研究大多依赖于从券商研究所的主页上手工下载的数据,数据量不大且代表性不强,因而影响到结论的可信度。

本书对我国证券分析师盈利预测的准确性以及证券分析师的市场

影响力进行了实证分析。盈利预测和投资评级作为证券分析师研究报告中的两大类关键信息,两者从不同角度揭示公司的投资价值,在信息含量上存在互补性。一方面,投资评级的确定建立在盈利预测的基础上,并综合了其他因素(包括宏观、行业信息等);另一方面,投资评级是非连续变量,仅给出了5级或3级分类^[1],投资者可以在投资评级的基础上,通过分析盈利预测的变化,获得对于上市公司投资价值更准确的判断。因此,在肯定了我国证券分析师具有市场影响的基础上,本书进一步检验了盈利预测、投资评级是否向市场传递了不同的信息,并分析了投资者在何种情况下会更关注证券分析师的盈利预测。

第二节 研究的意义

证券分析师的作用在于通过综合自身在信息收集途径和专业分析能力方面的优势,向市场参与者提供合理反映证券内在价值的价格信息,从而减弱证券市场的价格偏离,促进市场的有效性。独立、客观、公正和专业的证券分析不仅有利于推广价值投资理念,减少市场波动,还有利于提高市场的定价效率,保护投资者利益。

盈利预测是证券分析师研究报告的核心信息之一。研究证券分析

[1] 按照3级分类评级体系,投资评级包括“买入”、“持有”、“卖出”;按照5级分类的评级体系,将投资评级划分为“强烈买入”、“买入”、“持有”、“卖出”、“强烈卖出”五个等级。各个等级的投资评级解释如下:

“强烈买入”:未来12个月以内,预期股票收益率将超越指数15%以上,或预期股价涨幅在10%以上;

“买入”:在未来12个月以内,预期股票收益率将超越指数5%~15%,或预期股价涨幅在5%~10%;

“持有”:在未来12个月以内,预期股票收益率相对指数在-5%~5%,或预期股价涨幅在-5%~5%;

“卖出”:在未来12个月以内,预期股票收益率将落后指数5%~15%,或预期股价跌幅在5%~10%;

“强烈卖出”:在未来12个月以内,预期股票收益率将落后指数15%以上,或预期股价跌幅在10%以上。

师盈利预测的理论意义有以下几个方面：

1. 盈利预测数据准确与否是估值模型发挥作用的前提

在基本面分析的框架下，几乎所有的估值模型都直接或间接地使用盈利预测数据，如现金流贴现模型经常将预测的盈利略微调整作为未来现金流的替代，剩余收益模型将预测盈利减去正常盈利后的剩余值贴现以进行估值。因此，衡量基本面分析在中国证券市场中所发挥的作用的首要问题是要把握盈利预测的准确性。

2. 证券分析师盈利预测可作为市场预期的替代

资本市场领域的相关研究在分析公司财务信息与股票收益相关性时通常将盈利分成两部分：一部分是预期盈利；另一部分是未预期盈利。在有效市场中，预期盈利与未来的收益无关。公司盈利与股票收益的相关性很大程度上取决于研究者使用何种方法来替代市场预期。由于证券分析师盈利预测优于时间序列模型，研究者经常使用证券分析师盈利预测作为市场预期的替代来分析财务信息与超额收益之间的关系。

3. 对于证券分析师盈利预测特性的研究有助于检验市场有效性假说

近年来，市场有效性假说受到越来越多的来自理论和实证的质疑。建立在会计信息基础上的资本市场研究得出的众多结论与市场有效性假说相悖。这类研究的主要结果显示股票收益是可预测的，并且收益的可预测性与盈利的时间序列特性和证券分析师盈利预测的特性相关。这激励了很多研究者关注证券分析师盈利预测。

4. 证券分析师盈利预测能够为研究管理层盈余操纵行为提供帮助

实证会计研究总是假设管理层存在有效或机会主义的盈余操纵行为，并且尝试去解释管理层的会计选择决策。在这类研究中，常常需要一个“正常”盈利来判断管理层是否进行盈余操纵，研究者一般借助时间序列模型及证券分析师盈利预测来给出公司的“正常”盈利水平。

5. 关注证券分析师盈利预测有助于研究者分析资本市场的信息

证券分析师或管理层的盈利预测是资本市场中的信息来源。这些预测影响了整个市场的信息环境,进而影响股票价格水平及走势。有大量的文献研究了以下内容:信息环境的特性,对于预测的需求与供给,管理层与证券分析师面临的利益激励以及这些经济动机对预测特性的影响,证券分析师预测特性对股票收益的变动及资本成本的影响。在这些研究中,管理层与证券分析师的盈利预测是自变量。

盈利预测和投资评级是证券分析师研究报告的核心,也是投资者进行投资决策判断的重要参考信息。标准格式的研究报告要求撰写报告的证券分析师给出未来 3 年的盈利预测。在盈利预测的基础上,证券分析师根据各自的估值模型计算股票的内在价值,并判断当前的股票价格是否被高估或低估,据此给出投资评级。从盈利预测到投资评级的过程,是证券分析师进行估值的过程,也是科学与艺术相结合的一个过程。估值依赖于证券分析师自身的判断,与证券分析师的专业能力等主观因素相关。也就是说,即使两位证券分析师盈利预测相同,两者也可能会出具不同的投资评级。此外,由于投资评级是离散变量,盈利预测又能补充投资评级所缺失的信息。因此,盈利预测与投资评级在信息上存在互补性,两者从不同角度来揭示公司的投资价值。之前国内外大量研究着重于就盈利预测、投资评级的相关问题进行单独分析,很少有学者综合考虑这两者。本书对于盈利预测和投资评级信息含量及市场反应的综合分析有助于业界人士和学者较为清晰地把握证券分析师在资本市场中的作用,有助于投资者更好地理解和使用证券分析师的研究报告。此外,本书的研究希望能为监管机构和行业自律协会规范证券分析师执业、促进证券分析师行业的发展提供帮助。

国外证券分析师相关的实证研究浩如烟海,而国内此方面的研究近年才刚刚起步,并且以定性的分析居多。随着沪深股票市场的发展,中国本土亦出现证券咨询行业,证券分析师应运而生,正如国泰君安研究所所长李迅雷 2004 年接受媒体访问时表示:“我们既不是学者也不