

中图分类号: F063 1 文献标识码: A 文章编号: 1001-4950(2006)12-0040-08

证券分析师报告市场反应研究综述

郑方镛, 吴超鹏

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘 要: 自 20 世纪 60 年代美国证券分析师行业形成以来, 对分析师报告市场反应的研究一直都是金融学界最活跃、最前沿的热点课题之一。本文对该领域的研究文献进行了系统梳理, 回顾了该领域的四大热点问题, 讨论了不同学术观点的论战, 展望了该领域未来的研究方向, 以期能为国内学者有的放矢地开展该领域的研究提供一个清晰的理论脉络。

关键词: 证券分析师; 报告; 市场反应

一、研究现状和研究内容

近半个世纪以来, 西方学者对证券分析师报告市场反应的研究集中讨论了以下四大热点问题:

(一) 分析师股票评级和推荐是否具有信息含量

股票评级是分析师报告的综合结论, 它直接表达了分析师对股票前景的基本判断, 是分析师报告中最受投资者关注的信息, 因此也是分析师报告市场反应研究的重点。股票推荐一般是指“买入”和“卖出”等包含操作建议的股票评级。分析师股票评级和推荐是否具有信息含量? 也就是说, 分析师股票评级和推荐信息的发布是否伴随着同向的股票超常收益率? 这是分析师报告市场反应研究首先要探讨的问题, 它关系到证券分析师这一行业存在的意义, 并且由于分析师可能获得普通投资者所不知情的内部信息, 因此通过对分析师报告的信息含量进行研究也可以检验市场是否达到了强型效率。

最早对分析师荐股的信息含量进行研究的是 Lloyd-Davies 和 Canes (1978), 他们在对 1970~1971 年间华尔街日报“市场之声”(heard on the street) 专栏发布的荐股信息的信息含量进行研究时发现, 获得“买入”和“卖出”评级的股票在信息发布当日平均分别获得了 0.923% 和 -2.374% 的显著超常收益, 且股价在随后 20 个交易日内没有发生逆转。这说明荐

收稿日期: 2006-09-20

基金项目: 国家自然科学基金资助项目《市价委托交易制度对证券市场质量及投资者交易行为的影响》(编号: 70403011)

作者简介: 郑方镛(1972-), 男, 厦门大学管理学院博士研究生;

吴超鹏(1979-), 男, 厦门大学管理学院博士研究生。

股信息的二次发布仍然具有信息含量(作者认为荐股信息在公开发布前已事先提供给部分机构投资者,所以称公开发布为“二次发布”)。然而, Groth 等(1979)认为, Lloyd-Davies 和 Canes(1978)所采用的信息是媒体上发布的荐股信息,存在时滞,故不是理想的研究样本。为此,他们集中研究了一家证券经纪公司在 1964 ~ 1970 年间股票推荐信息的市场反应,结果发现,个股自被推荐之前 6 个月起即具有正的月超常收益率,在推荐当月超常收益率最大,达 1.79%(统计上显著),并且在推荐之后 12 个月中,没有出现股价逆转的现象。此后, Elton 等(1986)^[1] 扩大了研究样本,并且对分析师股票评级进行了细分。Elton 以 1981 ~ 1983 年间 34 家证券经纪商的 9 977 份股票评级信息为样本,研究发现,在股票评级信息发布当月,评级调高至“1”或“2”(买入)的公司相对于调低至“4”或“5”(卖出)的公司,具有 2.43% 的超常收益率,并且这一结果在统计上显著。而若不区分评级是否变化,则评级为“1”的公司相对于评级为“4”或“5”的公司,仍然具有 0.80% 的月超常收益率。Stickel(1995)^[2] 则进一步在原始分析师报告 5 级评级的基础上,结合分析师荐股偏乐观、评级变化比评级本身更具信息含量等已有发现,对“买入”和“卖出”推荐进行了重新定义。他发现,分析师的买入和卖出推荐将分别带来相应股票显著为正和显著为负的超常收益率,超常收益率的出现主要集中在 $(-10, +10)$ ^[1] 期。对于获“买入”推荐的股票, $(-10, -1)$ 和 $(0, +10)$ 的超常收益率分别为 0.65% 和 0.90%; 对于获“卖出”推荐的股票,相应的超常收益率分别为 -1.06% 和 -0.80%, 并且统计上都显著。

分析师报告的市场反应研究往往面临一个困难: 分析师预测数据库(例如 IBES 和 Zacks)或分析师报告上标注的发布日期常常在信息的真实发布时间之后。这也是 Stickel(1995)等研究发现在分析师荐股信息发布前股票已经具有超常收益率的原因。对此, Wormack(1996)^[3] 采用了在及时性上最有优势的“First Call”数据库,对 14 家美国领先券商分析师股票评级的市场反应进行了研究。在研究方法上,他采用了三种方法衡量超常收益率: 用所分析股票的收益率减去同规模公司收益率; 用所分析股票的收益率减去同行业公司收益率; 用 Fama-French 三因素模型计算超常收益率。实证结果显示,对于评级调高至“买入”、从“买入”评级中调出、评级调低至“卖出”、从“卖出”评级中调出的股票, $(-1, +1)$ 窗口的三因素模型超常收益率分别达到 4.00%、-1.61%、-3.87% 和 1.42%, 并且在统计上显著。

从以上回顾可见,虽然样本数据和研究方法在不断变化和改进,但不同年代的学者对分析师股票评级和推荐是否具有信息含量这一问题得出了一致的肯定性结论: 分析师的股票评级和推荐伴随着同方向的股票超常收益率。由此引出了一个更加令人感兴趣的问题: 根据分析师荐股进行股票买卖能不能营利? 这实际上关系到分析师股票评级和推荐的长期效应问题。

(二) 分析师股票评级和推荐的长期效应

分析师股票评级和推荐的长期效应,也就是分析师荐股信息发布之后一段时间的市场反应,由于直接关系到投资策略的盈利性,因此比分析师股票评级的信息含量问题更早受到学者们的关注。

对这一问题的研究最早可追溯到 Cowles(1933)。但直到 20 世纪 60 年代,证券分析师行业才真正形成,这一领域才重新引起学者的重视。由于当时现代金融理论尚在形成过程中,因此早期的研究一般以市场指数收益率作为股票收益率的衡量基准,尚未引入风险收益的概念。其中, Colker(1963)发现华尔街日报“Market Views”荐股信息在公布后会产生超常收益; Diefenbach(1972)、Logue 和 Tuttle(1973)对特定券商分析师报告的研究则显示,分析师的推

荐信息在公布后总体上没有产生超常收益。

在分析师股票评级长期效应的早期研究中,对“价值线(Value Line)”公司荐股的研究占了相当比重。价值线投资调查(Value Line Investment Survey)对1700家以上的上市公司进行跟踪,并发布投资评级和盈余预测,是20世纪七八十年代美国最有影响的证券信息来源。“价值线”公开的宣传——荐股信息公布后的一段时期,所荐股票仍存在显著优于市场的超常收益率——是对有效市场理论的直接抵触,被称为“价值线之谜”,引起了学者们的浓厚兴趣。Black(1973)、Kaplan和Weil(1973)对“价值线”荐股的研究得出了一正一反的不同结论,但他们的局限在于样本数据的有限性以及未引入收益率风险调整。Bidwell(1977)^[4]首次引入 β 系数衡量股票的期望收益率,他对11家业内领先的证券经纪商1970~1973年间分析师报告的市场反应进行了研究,同样发现分析师的推荐信息公布后总体上没有优于市场。Groth等(1979)也发现,在分析师推荐之后的12个月中,股票的月超常收益率没有显著异于0。此后,Holloway(1981)^[5]进一步采用1974~1977年的“价值线”股票评级信息作为样本,从实际交易的角度研究了“价值线”荐股的盈利性问题。他根据“价值线”最高评级“1”的股票建立了两种组合投资策略:每年调整一次的买入并持有策略和每周调整一次的积极策略,结果发现:不考虑交易成本时,根据“价值线”荐股进行操作可以获得超常收益;考虑交易成本后,相应操作则未能获得超常收益。然而,Copeland和Mayers(1982)^[6]改进了Holloway(1981)等的研究方法后发现:“价值线”所推荐的股票具有显著的超常收益率,但是其效果逐年递减;买入最高评级的股票并卖出最低评级的股票(每半年调整一次)能获得68%的年超常收益;但实际交易策略的盈利性将受交易费用和信息获取成本的影响。

从20世纪80年代中期开始,由于数据可获得性的提高,学者们越来越多地采用来自多家券商的分析师股票评级和推荐信息作为研究样本,以避免单一样本来源导致的选择性偏差问题。Elton等(1986)对34家券商的分析师报告进行的研究显示,在股票评级发布月之后的第一和第二个月,评级调高至“1”或“2”(买入)的公司相对于调低至“4”或“5”(卖出)的公司,仍分别具有186%和037%的超常收益率,并且在统计上显著。Stickel(1995)则发现,分析师“买入”和“卖出”推荐的市场效应延续到了分析师报告发布后的30个交易日。其中,对于“买入”推荐,(+11,+20)、(+21,+30)的平均超常收益率分别为030%和025%,并且在统计上显著,而“卖出”推荐在同样的时段,平均超常收益率分别为-025%和-015%,但统计上不显著。Wormack(1996)以14家美国领先券商的分析师股票评级数据为样本,进一步证实了分析师股票评级长期效应,即作者所称的“事后漂移”(post-event drift)的存在。Wormack发现,对于更新为“买入”的推荐,从分析师评级信息发布的第三天开始,平均漂移是24%,并且持续1个月左右;对于更新为“卖出”的推荐,平均漂移是-91%,并且漂移时间长达6个月。Wormack进行了详细的稳健性分析,使得这一至今仍有待于解释的现象更加引人关注。

此外,关于卖出推荐与买入推荐长期效应的非对称问题,Wormack(1996)认为可能与分析师在发布负面报告时所面临的风险有关:负面报告可能会损害分析师所在证券公司与上市公司之间的业务联系,还可能导致分析师难以从上市公司获取信息。因此,分析师在发布卖出评级时更为慎重(样本中更新为“买入”和更新为“卖出”的评级之比是7:1),其可信度也更高,但市场并未充分认识到这一点。

Barber等(2001)^[7]将Holloway(1981)从投资者的角度检验分析师股票推荐盈利性的研究推进到以“日”为时间间隔,结果发现:根据分析师一致推荐的评级每日调整投资组合,买入

(卖空)最高(低)评级的股票,可以获得4.13%(4.91%)的年超常毛收益率;降低调整频率会导致收益率下降,但是对于卖空最低评级股票的组合而言,超常收益率仍然显著;虽然考虑交易成本后的组合无法获利(说明交易成本阻碍了套利),但是分析师报告对于考虑买入(卖出)股票的投资者仍然具有价值。

从以上回顾可见,早期的研究对于分析师股票评级是否具有长期效应的问题,结论并不一致;而随着数据可获得性的提高、研究时间间隔的细化(从“月”细化为“周”或“日”),以及研究方法的不断改进,研究结论逐渐趋于一致:在分析师股票评级信息发布后数周至数月内,相应股票仍具有显著的超常收益率。但是,对于在考虑到交易成本的情况下,根据分析师评级进行交易的投资策略是否能够盈利的问题,学者们的意见仍然存在分歧。不过从Wormack(1996)的研究可以得出一个重要推论:一流券商的极端化评级,即由其他评级更新为“买入”或更新为“卖出”的评级,确实伴随着相应股票的超常收益。

(三)分析师报告中其他信息的市场反应

除了股票评级之外,分析师报告往往还包含盈余预测、目标价格、论证内容等多项信息。投资者对这些信息的反应如何?这些信息是否提供了独立于股票评级的增值?对这些问题的研究有助于理解投资者对分析师报告是如何解读的,从而有助于更好地了解证券市场的信息传递机制,因而成为近年来一个研究热点。

1. 关于盈余预测信息市场反应的研究。Givoly和Lakonishok(1979)^[8]以标准普尔公司1967~1974年间的分析师盈余预测信息为样本,首次对分析师盈余预测更新的信息含量进行了研究。他们发现,在盈余预测更新发布前后的4个月内,相应股票都具有显著的超常收益率。具体来说,对于盈余预测上调幅度超过5%的股票,盈余预测更新所在月份之后2个月内的股票平均超常收益达到了2.7%,即使考虑到交易成本,仍然能给投资者带来利润。Abdel-khalik和Ajinkya(1982)以美林公司所提供的股票盈余预测信息为样本,研究了分析师预测信息两次发布——第一次是信息由分析师传递给券商内部和大客户,第二次是在期刊上公开发布——的市场反应。对比分析显示,股票盈余预测更新的二次发布仍然具有信息含量,但是只有信息的一次发布可以用来设计能营利的交易策略。与Abdel-khalik和Ajinkya(1982)不同,Stickel(1991)^[9]对83家券商分析师报告的研究显示,盈余预测更新程度的大小对信息发布后长达半年的股票超常收益率都有影响,并且市场对一名分析师新盈余预测的期望值倾向于停留在该分析师前次预测的水平上,而没有充分吸收在此期间其他分析师的预测所提供的信息。据此构建的套利投资策略在盈余预测更新后半年内可以获得超过13%的超常收益。Francis和Soffer(1997)^[10]则首次将股票推荐评级和盈余预测更新两种信号作为共同的研究对象,研究它们彼此所提供的增量信息。实证结果显示,盈余预测与股票评级的信息没有互相包含,控制了两者之一后,另外一个因素的系数仍然显著;作者还发现,当报告发布了有利的股票评级时,投资者对盈余预测更新更为依赖,这说明投资者已认识到分析师倾向于发布有利的股票评级,因而对其给予了较低的重视。

2. 关于目标价格信息含量的研究。Brav和Lehavy(2003)^[11]重点考察了目标价格的信息含量问题。他们发现,不论是研究目标价格与报告发布期间股票超常收益率之间的单变量关系,还是加入股票评级和盈余预测更新后的多变量关系,目标价格都具有显著的信息含量,这说明分析师的目标价格提供了股票评级和盈余预测之外的增量信息。

3. 关于论证内容信息含量的研究。Asquith、Mikhail和Au(2005)^[12]首次在分析师报告

市场反应研究中加入了对论证内容的研究。论证内容是分析师对公司经营情况和财务状况等的分析和预测过程,它在分析师报告中占据主要篇幅,是做出盈余预测和股票评级等最终判断的依据。实证结果显示,目标价格和论证内容对于解释分析师报告的市场反应具有重要作用。不论是否考虑报告中的股票评级和盈余预测等其他因素,也不论报告发布时公司是否有其他信息公布,市场对这两种因素的反应都是正向并且显著的。

(四)分析师报告信息含量的来源和影响因素研究

以股票评级作为综合性判断的分析师报告在发布期间伴随着与分析师预测和评级同向的、显著的股票超常收益率,并且在报告发布日之后没有反转,许多研究显示它甚至继续漂移。“分析师报告具有信息含量”——这是研究人员从分析师报告市场反应研究中得到的一致结论。那么,什么因素影响分析师报告的信息含量?进一步地,这种信息含量的来源是什么?20世纪90年代以来,许多学者对此展开了研究。

1 分析师报告信息含量的影响因素研究。第一,分析师声誉对其报告信息含量的影响。Stickel(1992)^[13]研究了分析师声誉与分析师业绩之间的关系。实证结果表明,当《机构投资者》杂志评出的“全美”分析师上调盈余预测时,(0,+10)公告窗口期间的股票市场反应比非“全美”分析师高出了0.21%,并且统计上显著,但对于盈余预测的下调,两者的差别则不显著。第二,分析师报告中推荐强度、评级调整幅度、是否伴随同向的盈余预测更新、经纪商规模以及被评级公司的规模对报告信息含量的影响。Stickel(1995)通过实证研究发现,公司规模与市场反应程度负相关,其他因素与分析师股票评级发布的市场反应程度正相关。第三,分析师对个股的跟踪研究经验是否会影响其对该股票盈余预测的精确性和其相应股票评级的盈利性。Mikhail等(1997)^[14]的实证研究结果显示:分析师对个股跟踪研究的时间越长,其盈余预测的精确性就越高,股票评级更新的市场反应也就越强烈。但是精确性的提高是分析师经验学习的结果还是分析师加强了与管理层信息沟通的结果,这仍是一个有待于进一步研究的课题。第四,分析师盈余预测的精确性是否会影响其股票评级的信息含量。Loh和Mian(2006)^[15]的研究根据分析师盈余预测的精确性将分析师分为五组。实证结果表明,通过买入盈余预测最精确的一组的分析师正面评级的股票并卖空其负面评级的股票所构建的套利组合,平均每月的超常收益率(经Carhart四因素模型风险调整)可以达到0.737%;而对于盈余预测最不精确一组的分析师的评级,相应套利组合的月收益率为-0.529%,两者均在统计上显著。可见分析师盈余预测的精确性确实影响着其股票评级的信息含量。

2 分析师报告信息含量的来源研究。如果说影响因素研究是从外在层面研究不同分析师报告信息含量之间的差别,那么来源研究就是从内在层面探究分析师报告具有信息含量的原因。来源研究有两个方向:第一,研究是否分析师所推荐的股票具有一些共同特性,从而导致其具有超常收益率。例如Huberman和Kandel(1990)^[16]以及Affleck-Graves和Mendenhall(1992)^[17]对“价值线之谜”分别提出了自己的解释。Huberman和Kandel认为,价值线荐股的超常收益率可能来源于价值线公司识别风险因素所处状态,进而推荐相应风险特征的股票的能力,因而这种超常收益率本质上仍然是一种风险报酬。Affleck-Graves和Mendenhall则发现,具有超常收益率的价值线荐股主要集中在公司盈余公告之后几天发布,此外,将意外盈余作为自变量控制住盈余公告惯性效应后,价值线荐股的超常收益率并未显著地异于0。由此他们认为,“价值线之谜”只是“盈余公告惯性效应”的表现。Jagadeesh等(2004)^[18]的研究则表明,分析师通常推荐“魅力股”(收益率呈正向惯性、高成长、高成交量、相对较贵),是这

些被推荐股票本身的特性导致了分析师评级推荐的投资价值(信息含量),在考虑了这些特性因素后,分析师股票评级并没有增加价值。但是,分析师股票评级的变化提供了股票特性因素之外的投资价值。

第二,研究分析师的能力是来源于对公开信息的解读还是对私有信息的收集。Ivkvic 和 Jegadeesh(2004)^[19]指出,分析师能力的来源可归结为两个:(1)分析公开信息所包含的价值的的能力;(2)收集并处理公众投资者一般接触不到的各种信息的能力。他们的研究表明,分析师在公司季报即将公布时发布的盈余预测显著地比此前的预测更精确,并且市场反应也更强烈,而在紧随上期季报公布后发布的盈余预测的市场反应则很弱;不同时点发布的股票评级的市场反应模式也与此相似。这说明:分析师盈余预测和股票推荐的价值更多地来源于他们收集私有信息的能力而非对公开信息进行解读的能力。

二、主要争议及未来研究方向

学者们经过多年的研究,对分析师的股票评级和盈余预测是否具有信息含量这一基本问题得出了一致的肯定性结论,但是在分析师股票推荐的盈利性和分析师能力的来源等问题上,仍然存在许多争议,对争议问题的探讨以及对目前尚处于起步状态的研究热点的进一步研究正代表着这一领域的未来研究方向。

(一)争议的主要问题

1. 分析师股票评级的盈利性。虽然近年的研究表明,在分析师股票评级信息发布后数周至数月内,相应股票仍具有显著的超常收益,但是考虑到交易成本等因素后,这种超常收益是否足以让根据分析师评级进行交易的投资者盈利,这仍是一个存在争议的问题。例如,Womack(1996)对此持正面观点,Holloway(1981)、Barber等(2001)持反面观点,Copeland和Mayers(1982)则持中立观点。笔者认为,这种差别是由研究样本、研究对象和交易成本设定标准的不同而造成的。要解决这一具有重要理论和实践价值的争议,就需要区分不同类型的样本和研究对象,并设定统一的交易成本标准,通过分类和整体相结合的研究得出具有说服力的结论。

2. 分析师能力的来源:公开信息还是私人信息。一些学者认为,分析师推荐的股票之所以具有超常收益率,是因为分析师致力于推荐具有某种特征的股票,这些特征对股票收益具有预测能力,但未被纳入传统资产定价模型。例如,Huberman和Kandel(1990)的“风险状态”解释,Affleck-Graves和Mendenhall(1992)的“盈余公告惯性效应”解释和Jegadeesh等(2004)的“魅力股”解释。

然而,以上的解释都是以分析师根据公开信息进行决策为基础的,Ivkvic和Jegadeesh(2004)的研究则以人们的一个普遍观念——分析师具有私有信息作为出发点,他们也确实发现,分析师的能力更多地来源于他们收集私有信息的能力。

(二)未来的研究方向

1. 分析师股票评级具有长期效应的原因。近年来的许多研究表明,分析师股票评级具有长期效应,这说明股票市场甚至不满足半强型有效。那么,到底是什么原因导致分析师股票评级具有长期效应呢?是信息传递滞后所致,还是投资者对分析师股票评级的反应不足所致?这两个原因分别与市场非有效的两种解释——信息不对称理论和投资者心理偏差理论相联系。因此,对这一问题的研究可以为解决资产定价理论中投资者理性学派和行为金融学派之间的论争提供重要借鉴。

2 分析师能力的来源问题。虽然如前文所述,对于分析师能力的来源问题,一些学者已经提出了不同的解释,但对于这一关系到分析师行业的基本作用乃至证券市场运作机制的重要问题,目前的研究还只是冰山一角,而且各自为战,一方面尚未有学者对已有的解释进行比较或提出包容性的解释,另一方面这一领域仍有大量“谜团”需要解答。

3 分析师报告多种信息综合效应研究。随着研究手段的进步和数据处理能力的提高,有关股票评级、盈余预测、目标价格、论证内容等分析师报告多种信息对股价综合影响的研究日益受到重视。这方向的研究有助于分析师了解投资者的信息需求和信息解读模式,以便提供更适合投资者需要的信息,从而促进证券市场的信息传递。

4 分析师利益关系与分析师报告的信息含量。由于证券分析师的主要供职部门是投资银行或证券经纪公司,这就导致了天然的角色冲突:投资银行为了维护与客户的关系,必然希望分析师发布对所承销上市公司有利的盈余预测和股票评级;证券经纪公司为了吸引客户买入股票以获取佣金,也会希望分析师发布正面的报告;而分析师本身为了与所跟踪上市公司的管理层保持良好的关系以获得信息优势,同样具有发布乐观报告的动机;而这些动机与分析师作为上市公司信息的客观加工和提供者的角色相矛盾。已有的研究对这些角色冲突是否会导致分析师的预测和评级发生偏差的问题做出了肯定的回答,但是,这些复杂的利益关系将如何影响分析师报告的信息含量?投资者对面临不同利益关系的分析师所发布的报告是否会区别对待?这些问题尚无明确答案。这一领域的研究对于完善证券市场的监管机制、提高市场效率具有重要的参考价值。

5 分析师报告市场反应的跨国比较研究。迄今为止,对分析师报告市场反应的研究基本上都是以美国市场为研究对象的。由于各国资本市场发展阶段、法律环境和监管机制的不同,以及证券分析师行业成熟度的差异,以美国股市为代表的研究结论未必对其他国家的资本市场也能适用。因此,分析师报告市场反应的跨国比较研究具有其重要性和紧迫性。这方面的研究将有助于解答在不同资本市场中如何有效发挥证券分析师这一重要信息中介的作用,从而促进资本市场健康发展的问題。

三、小 结

证券分析师报告市场反应研究历经了 40 余年,仍然吸引着学者们的广泛关注,这是因为分析师作为资本市场中的重要中介力量,在上市公司和投资者的信息沟通中起着重要的桥梁作用。通过对这一领域大量研究文献的梳理总结,我们得出了以下结论:(1)分析师的股票评级和推荐伴随着同方向的股票超常收益率;(2)在分析师股票评级信息发布后数周至数月内,相应股票仍具有显著的超常收益;(3)分析师报告的盈余预测、目标价格和论证内容提供了股票评级之外的增量信息;(4)分析师报告的信息含量受分析师声誉、分析师经验、券商规模以及所评级公司的规模等多种因素影响。但是,学者们在根据分析师评级进行交易的投资策略是否能够盈利以及分析师能力的来源等问题上还存在许多争议。对于分析师报告的市场反应,仍然有大量的未解之谜有待于今后的深入研究。

在我国,证券分析师作为资本市场的信息解读者和加工者,已经成为日益重要的力量,在证券市场的信息传递中发挥着越来越重要的作用。因此,笔者认为,现阶段在我国开展分析师报告市场反应研究具有重要的理论意义和现实意义,这表现在:首先,我国证券市场的效率目前是达到了弱型、半强型,还是强型,对我国证券分析师报告的市场反应进行研究将有助于回

答这一问题;其次,对分析师报告信息含量的来源和影响因素进行研究,可以促进投资者对分析师所提供信息的更好利用,还可以促进证券分析师行业的规范化发展。最后,尤为重要是,对分析师报告市场反应及其影响因素的研究,有助于我们更好地了解资本市场的信息传递机制,从而可以为我国证券市场的监管和分析师队伍的规范提供政策参考。

注释:

① 市场反应研究一般将分析师报告的发布日记为第 0 个交易日,发布日之前和之后的交易日分别用负号和正号表示。例如,(-10,+10)表示从分析师报告发布日之前的第 10 个交易日到发布日之后的第 10 个交易日之间的时间区间。

主要参考文献:

- [1] Elton, Edwin J, Martin J Gruber and Seth Grossman Discrete expectational data and portfolio performance [J]. *Journal of Finance* 1986, 41(3): 699—713
- [2] Sticker, S The anatomy of the performance of buy and sell recommendations [J]. *Financial Analyst Journal*, 1995, September/October, 25—39
- [3] Wornack, Kent L Do brokerage analysts' recommendations have investment values? [J]. *Journal of Finance*, 1996, 51(1): 137—167
- [4] Bidwell, Clinton M How good is the institutional brokerage research? [J]. *Journal of Portfolio Management*, 1977, 3(2): 26—31
- [5] Holloway, C A note on testing an aggressive investment strategy using Value Line ranks [J]. *Journal of Finance*, 1981, 36(3): 711—719
- [6] Copeland, T, and D Mayers The Value Line enigma (1965—1978): a case study of performance evaluation issues [J]. *Journal of Financial Economics*, 1982, 10: 289—321
- [7] Barber, B, R Lehavy, M McNichols, and B Trueman Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns [J]. *Journal of Finance* 2001, 56(2): 531—563
- [8] Givoly, D, and J Lakonishok The information content of financial analysts' forecasts of earnings; some evidence on semi-strong inefficiency [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1979, 1: 165—185
- [9] Sticker, S Common stock returns surrounding earnings forecast revisions; more puzzling evidence [J]. *The Accounting Review*, 1991, 66(2): 402—416
- [10] Francis, Jennifer, and Leonard Soffer The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions [J]. *Journal of Accounting Research*, 1997, 35(2): 193—211
- [11] Brav, A, and R Lehavy An empirical analysis of analysts' target prices; short-term informativeness and long-term dynamics [J]. *Journal of Finance* 2003, 58(5): 1933—1967
- [12] Asquith, Paul, Michael B Mikhail and Andrea S Au Information content of equity analyst reports [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 75: 245—282
- [13] Sticker, S Reputation and performance among security analysts [J]. *Journal of Finance*, 1992, 47(5): 1811—1836
- [14] Mikhail, M, B Walther, and R Willis Do security analysts improve their performance with experience? [J]. *Journal of Accounting Research*, 1997, 35(Supplement): 131—166
- [15] Loh, R and G Mian Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, Forthcoming
- [16] Huberman, G, and S Kandel Market efficiency and Value Line's record [J]. *Journal of Business*, 1990, 63(2): 187—216
- [17] Affleck-Graves, J, and R Mendenhall The relation between the Value Line enigma and post-earnings-announcement drift [J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 31: 75—96
- [18] Jagadeesh, N, J Kim, S K Rische, and C Lee Analyzing the analysts; when do recommendations add value? [J]. *Journal of Finance* 2004, 59(3): 1083—1124
- [19] Ivkovic, Zoran, and Narasimhan Jegadeesh The timing and value of forecast and recommendation revisions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73: 433—463

(责任编辑:苏宁)