

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15620101151967

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

证券分析师评级调整的信息反应及其投资价值：基于评级调整频率的实证研究

The Information Reaction and Investment Value of
Analyst Recommendation Changes: An Empirical Study
Based on the Frequency of Analyst Recommendation
Changes

江逸舟

指导教师姓名：蔡庆丰 副教授

专业名称：金融学

论文提交日期：2013 年 4 月

论文答辩时间：2013 年 月

学位授予日期：2013 年 月

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2013 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

本文基于评级调整频率这一变量，研究证券分析师评级调整的信息反应和投资价值。我们以 2006 年 1 月到 2011 年 12 月期间所有可得的分析师股票评级数据为研究样本，构建单个分析师月度荐股组合，分别利用 CAPM 模型、Fama-French 三因素模型计算分析师的平均超额收益率，并以此为基础研究分析师评级调整频率与其荐股投资价值的关联关系。

我们的主实证研究发现，能够及时调整其股票评级的分析师市场表现要优于那些较少调整评级的分析师。对于该实证结论，我们尝试从两种不同的途径对其进行解释：首先，评级调整频率较高可能是某类分析师群体（大券商分析师与中小券商分析师、明星分析师与非明星分析师、有经验的分析师与新人、研究个股数较多与较少的分析师）所特有的特征，如果该类分析师群体又恰好存在比较优势使得他们可以取得更高投资收益，那么，评级调整频率与投资收益间的正相关便不难解释；其次，从分析师评级调整的信息反应考虑，分析师及时调整评级的行为有可能出于其对各类信息（明确披露市场信息或无形信息）的充分收集和敏锐反应，他们勤奋的工作态度和优秀的专业技能使得他们不断为市场提供新信息，也为投资者带来更有价值的评级建议。

在接下来的研究中，我们分别对以上两种可能存在的情形进行实证检验。在对第一种情形的实证检验中我们发现评级调整频率较高并非哪一类分析师群体所特有的特征，因而我们很难将分析师评级调整及时而取得的高收益归因于那些影响分析师投资收益的其他已知因素（如所在券商实力、行业地位、从业经验及覆盖个股多少），同时也证实评级调整频率这一变量确可为评判分析师评级调整的投资价值带来增量信息。而在对第二种情形（分析师评级调整信息反应）的研究中，我们的实证结果虽不支持评级调整频率较高分析师群体能够更快或更准确的处理明确披露的市场信息，但却证实了能够根据无形信息（模糊公开信息或私有信息）进行及时调整更新的分析师群体能够获得更好的投资收益，这也为我们的主实证结果找到了较好的解释依据。

总而言之，我们的实证结论表明：评级调整及时的分析师可以取得更

多超额收益，而这很大程度可归因于其对较模糊公开信息的敏锐观察或非公开信息的发掘，普通投资者可以选择在股票交易策略中参考他们的意见。

关键词：证券分析师；评级调整频率；评级调整投资价值

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

In this paper, we investigate the information reaction and investment value of analysts' recommendation changes based on the frequency of analyst recommendation.

We select all analyst stock ratings data from 2006.1 to 2011.12 as our sample, and we build monthly equity portfolio for each analyst. Then we calculate excess return of monthly equity portfolio by the CAPM or Fama-French three-factor model, investigating the relationship between the frequency of analyst recommendation changes and the recommended stocks' excess returns.

Our study find that the market performance of analysts who frequently adjust their stock ratings is superior to those who less adjust the stock ratings. We believe that there are two ways to interpret this: First, The characteristics of higher frequency recommendation changes specific to certain types of analyst groups, if the analyst group just have comparative advantage so that they can achieve a higher return on investment, then the empirical result isn't difficult to explain. For example, if the star analysts in the market tend to be more frequently adjust their recommendation, then the higher frequency of recommendation changes analysts' excess returns can be attributed to the role of the star analyst groups. Second, the behavior of analyst recommendation changes in a timely manner may be derived from the full collection of market information and responsiveness. Their diligent work attitude and excellent professional skills help them to provide the market with new information, and valuable for investors.

Further, we do empirical research on two explanations. In the study of the first interpretation, we find that the frequency of analyst recommendation bring incremental information to judge the investment value of analyst ratings. In the second explanation, we found analysts with keen sense of observation for misty public market information as well as non-public information can provide excess return.

All in all, our empirical results imply: analysts who frequently adjust their recommendations can get more excess return, and this can be attributed to keen sense of observation for misty public market information as well as non-public information. Ordinary investors can choose in reference to their stock trading strategies.

Keywords: Security Analyst; the Frequency of Analyst Recommendation Changes; Investment Value of Recommendation Changes

厦门大学博硕士学位论文摘要

目录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与意义.....	1
第二节 研究思路与框架.....	2
第三节 研究创新与未来进一步研究方向.....	5
第二章 文献综述	6
第一节 证券分析师的信息处理及荐股价值：问题的提出	6
一、转型中的中国证券研究业.....	6
二、证券分析师的信息来源.....	7
三、证券分析师的信息产品.....	7
四、证券分析师评级的投资价值.....	8
第二节 证券分析师的信息处理及荐股价值：相关研究评述	9
一、分析师评级或评级调整价值研究.....	9
二、分析师利益冲突研究.....	13
第三章 证券分析师评级调整投资价值的实证研究	16
第一节 研究方法及模型构建	16
第二节 数据描述性统计	17
第三节 实证结果及原因分析	18
第四节 证券分析师评级调整投资价值的进一步分析	20
一、评级调整的投资价值：按券商实力分组研究.....	20
二、评级调整的投资价值：按“新财富”评选结果分组研究.....	21
三、评级调整的投资价值：按分析师经验分组研究.....	23
四、评级调整的投资价值：按分析师覆盖个股数量多寡分组研究.....	24
第四章 证券分析师评级调整信息反应的实证研究	26
第一节 证券分析师对盈利公告的信息反应	26
第二节 证券分析师对无形信息的信息反应	28
第五章 研究结论与启示	31
第一节 研究结论	31
第二节 启示	32
致 谢	33
参考文献	34
附 录 1 SAS 程序：分析师荐股月度组合的构建	38

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Content

CHAPTER 1 INTRODUCTION	1
1.1 THE BACKGROUND AND SIGNIFICANCE OF THE PAPER	1
1.2 THE MAIN CONTENT OF THIS PAPER AND THE RESEARCH CONTRIBUTIONS	2
1.3 THE INNOVATION AND FUTURE RESEARCH	5
CHAPTER 2 LITERATURE REVIEW	6
2.1 INFORMATION PROCESSING AND VALUE OF RECOM: PROBLEM	6
2.1.1 TRANSITION OF SECURITY RESEARCH INDUSTRY.....	6
2.1.2 SOURCES OF INFORMATION.....	7
2.1.3 INFORMATION PRODUCTION	7
2.1.4 THE INVESTMENT VALUE OF STOCK RECOMMENDATION.....	8
2.2 INFORMATION PROCESSING AND VALUE OF RECOM: LITERATURE REVIEW	9
2.2.1 THE VALUE OF STOCK RATINGS OR RATING CHANGE.....	9
2.2.2 INFLUENCING FACTORS OF ANALYST PERFORMANCE.....	13
CHAPTER 3 THE INVESTMENT VALUE OF RECOM CHANGE	15
3.1 METHOD	15
3.2 DATA	17
4.1 THE MAIN EMPIRICAL RESULTS CAUSE ANALYSIS	18
4.2 FURTHER STUDY	20
4.2.1 THE IMPACT OF THE INVESTMENT BANKING	20
4.2.2 THE IMPACT OF “NEW WEALTH”	22
4.2.3 THE IMPACT OF ANALYST EXPERIENCE.....	23
4.2.4 THE IMPACT OF THE ANALYST'S COVERAGE	24
CHAPTER 4 SOURCES OF HIGHER PROFITABILITY FOR FREQUENTLY REVISING ANALYSTS	26

5.1 INFORMATION REACTION TO EARNING ANNOUNCEMENT	26
5.2 INFORMATION REACTION TO INTANGIBLE INFORMATION	28
CHAPTER 6 CONCLUSION AND REVELATION	30
ACKNOWLEDGEMENTS	32
REFERENCES	33
APPENDIX 1 SAS PROGRAM	37

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景与意义

证券分析师在西方等成熟市场已有几十年发展历程,在我国虽然分析师行业起步较晚,但近几年卖方分析师队伍不断扩大,分析师水平也有了质的飞跃。在2000年以前,我国市场还没有真正形成以监管分析、公司经营状况分析及财务分析作为公司基本面判断依据的证券分析师团队,市场中根据股价走势图进行技术分析的“股评家”占据主流地位。随着证券咨询行业监管法律法规的逐步完善和机构投资者的长足发展,价值分析逐渐成为我国专业证券分析师的主要分析手段,研究报告的供需两方面都有迅速增加,分析师的市场影响力也有了大幅提升。

从研究报告的供给情况来看,2001年起国内各券商研究部的卖方分析师开始逐步立足于基本面分析,在实地调研、监管分析及宏观经济预期的基础上撰写行业、公司研究报告,报告数量不断增加,报告质量也不断改善;从报告需求层面来看,随着机构投资者的跨越式发展,其规模不断壮大,以公募基金为例,其资产管理规模在2002年4月底为936亿元,2003年底达到1699亿元,到2007年底已超过32000亿元,其中股票投资基金超过20000亿元,占中国A股流通市值的25%以上。再加上信托公司、保险公司、QFII等机构投资者资产管理规模的不断增加,机构投资者在我国资本市场已占据主导地位。而机构投资者绝大多数都是价值投资理念的实践者,也是证券分析师的主要服务对象。目前所有的公募基金都以国内主要卖方分析师的研究报告作为其投资决策的重要依据,卖方分析师所提供的信息通过机构投资者的投资行为对资本市场产生着越来越大的影响。另外,随着机构投资者在市场上占据主导地位,价值投资理念也深刻影响了中小投资者的投资行为,越来越多的中小投资者开始关注分析师所发布的评级信息,由此研究报告也会在一定程度上影响股票市场。

股票评级则是分析师在研究报告中给出的主要结论,也是对投资者而言最为直观的信息。分析师评级根据方方面面的信息综合得出的,若分析师给予一家公司“买入”或“卖出”评级,则代表分析师认为该股当前价格被低估或高估,若投资者认同其判断,则将通过具体交易行为影响该股价格。

作为专业研究人员,证券分析师有着中小投资者不可比拟的信息优势和专业能力,这有利于其提供股票价值的增量信息。但证券分析师也是自然人,同样可能受各

种行为金融学上判断偏差的影响，从而降低其股票评级的价值；另一方面，证券分析师中尤其是卖方分析师作为证券公司研究所的一员，在工作之中与各利益相关方（券商投行部、上市公司、公募基金）有密切的联系，因此，分析师在发布股票评级时，有可能因为某些利益冲突而使得其报告的客观性受到影响，这同样会削弱分析师评级的效率。关于分析师行业存在的各种问题，我们时常可以见诸报端，从中国宝安石墨矿事件、宁波联合“被锑矿”，到银河证券“卫星研报”，再到双汇发展瘦肉精、绿大地财务造假等一系列事件，无疑给券商研报的价值打上了问号。

不同分析师之间能力、性格存在一定差异，职业道德、利益冲突影响也各有不同，因而分析师之间的水平一定是有所差异的，又由于普通投资者时间和精力有限，一般只能关注 1-2 两位分析师的投资建议，因此如何选择优秀的分析师对于中小投资者而言至关重要。在此之前已经有了一些可以帮助我们识别优秀分析师的评判因素，例如分析师的独立性、从业经验、是否是新财富分析师以及覆盖公司的数量，但这些因素并不充分，我们仍需要更为综合性的评判标准来为我们判断分析师水平带来增量信息，这也是本文研究分析师评级调整频率的意义所在。

第二节 研究思路与框架

一直以来，分析师能否预测或影响市场都是学术界所热衷讨论的话题。许多文献都建议投资者听从分析师的投资建议。Dimson and Marsh (1984) 发现分析师对于股票未来收益率的预测有某种程度的夸大，但整体而言方向上是正确的。Elton et al (1986) 发现评级做出后直到能够持续两个月，才能取得与评级预测较为一致的超额收益率。而 Womack (1996) 发现直到评级调降之后六个月才出现显著的超额收益。类似的，Barber et al. (2001, 2003), and Jegadeesh et al. (2004) 发现超额收益率随着股票平均评级的变化而增长。这些实证研究结论均与 Grossman and Stiglitz (1980) 的结论保持一致：分析师为市场带来了增量信息因而获得相应报酬。

早期的研究多关注于评级或评级调整的整体表现，而近期大量研究提供了不同分析师股票评级盈利性差异的经验性证据。之所以不同分析师评级有优劣之分，原因之一在于某些分析师能够更准确地解读公开市场信息或更多的接触非公开信息。Ertimur et al (2007) and Loh & Mian (2006) 发现分析师如果盈利预测更准确，将能够提供更有价值的股票评级。Fang and Yasuda (2011) 发现位于榜首的全美明星分析师的评级表

现要优于排名较低和其他的分析师，能够为投资者带来更多的超额收益。Jegadeesh and Kim (2006)发现那些覆盖行业公司更多的分析师对股价有更强的影响力。Loh and Stulz (2011)认为明显分析师和更有经验的分析师倾向于发布更有影响力的股票评级。Emery and Li (2009)认为分析师地位可以被比作“人气”，而其可能使分析师后续评级不能产生正的超额收益。

导致不同分析师水平各异的另一个原因则是分析师的利益冲突问题。例如 Barber et al. (2007)发现投资银行所雇佣的分析师提供买入评级的价值不如其他被独立研究机构所雇佣的分析师。另外，股票评级的盈利性还有可能受到公司事件（Corporate events）的影响。例如，Bradley et al.(2008) and Loh &Stulz (2011)指出和公司盈利公告同一时间发布的股票评级具有更大的影响力。最后，有经验证据表明，伴随着盈利预测的股票评级更具投资价值(e.g. Kecskes et al., 2010)，而包含在分析师报告中的目标价格（price targets）和定性分析（qualitative analysis）同样有可能影响股票评级的盈利性。（e.g. Asquith et al., 2005）。

本文我们基于分析师评级调整频率研究分析师股票评级的相对表现，至少有三个原因使得我们相信不同评级调整频率分析师的股票评级对投资者而言具有差异化的投资价值。

首先，分析师将他们自己评估的当前公司价值与其股票价格进行对比，当他们发现实际情况与前一次所做该股评级出现实质性差异时，便修正他们的前期股票评级。存在这样的可能，一些分析师对行业更了解，更经常地接触到公司管理层、上下游供应商和消费者，或相较其他分析师而言更能准确的理解某些公开市场信息，其拥有的这些信息或技能优势也许能够使其更为经常地发现当前股价的错误估值，而后更为频繁的调整他们的当前股票评级。在该种情形下，根据他们的评级进行股票交易将使得投资者获利更多。

再者，有学者认为分析师频繁调整其股票评级的行为是在制造噪声，可以归因于过度自信(Barber and Odean, 2000; Odean, 1998)。相反，那些评级调整较少的分析师是那些真正发现新信息的人。这些分析师可能更加谨慎，在做出评级时也会更为全面地考虑了各方面的因素。如果该原因能够较好的解释分析师频繁调整评级的行为，投资者则应该跟随那些评级调整相对较少的分析师的建议。

另外，分析师做决定时所依据的信息类型也会影响其股票评级的调整频率。例如，

当证券分析师依据短期信息 (Short-term information) 做决策时, 他的评级调整将趋于频繁, 而当分析师依据长期信息 (Long-term information) 做决策时, 他将不会频繁调整其股票评级。在这种情形之下, 做短线投资的投资者应该跟随评级调整频繁分析师的投资建议, 而做长线投资的投资者应该跟随评级调整较少的分析师, 因为他们能提供给投资者更多长期价值。

Yan and Zhang (2009)发现能取得正的超额收益的机构投资者多是那些关注短期利润而非长期收益的机构。尽管卖方分析师的工作环境和买方基金经理有很大的不同 (Schipper, 1991), 但普通投资者关心的问题并未改变: 哪些类型的卖方分析师能做出更有价值的股票评级? 我们的研究实证检验分析师评级调整频率较高这一行为是否与取得更多超额收益存在关联性, 尝试为那些关注证券分析师水平差异的投资者提供一种盈利的交易策略。我们的发现有助于那些因时间与资源有限而只能跟随少数证券分析师建议的普通投资者, 帮助他们借助分析师评级调整频率这样简单的衡量尺度去识别优秀的分析师。

我们后续的研究也解析了为何评级调整频繁的卖方分析师在股票研究中能够取得竞争性优势, 这无疑为学术研究提供了新信息。例如, 证券分析师如果能够更快或更准确地理解那些明确披露的公开市场信息, 他们的评级便有可能带来更高的投资收益。然而, 我们发现频繁调整评级的分析师组合相较那些不频繁调整组合而言, 在盈利公告区间内评级调整次数并未显著占到更高比例, 且两组超额收益率的差异并不显著为正。另外, 评级调整频繁的分析师有可能对大幅股价波动所代表的事件反应更加迅速 (Leone and Wu, 2007)。实际上, 通过实证研究我们发现评级调整频繁的分析师对股价的大幅波动反应更为迅速、准确, 因而能够取得更高的超额收益。

本文的结构安排如下: 在第二章进行文献综述后, 第三章我们基于评级调整频率这一变量对证券分析师评级调整投资价值进行研究, 并为得出的实证结果提供了两种解释途径, 而在第四节进一步研究中, 我们计划对第一种解释途径进行实证检验, 第四章我们基于评级调整频率对证券分析师评级调整的信息反应进行了研究, 这也是对我们提出的第二种解释途径的探讨。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库