

学校编码: 10384 分类号__密级__
学号: 17520131151192 UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

分析师关注与股价暴跌风险研究

Analyst Concern and Stock Price Crash Risk

鲁 威 朝

指导教师姓名: 陈汉文教授

专 业 名 称: 会计专业

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2015 年 4 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

摘 要

随着整个中国社会经济的不断发展，证券市场也越来越被人们所熟知，越来越多的人也切身参与到了证券市场当中，成为一名投资者。证券市场是一个风险与机遇并存的市场，在最具代表性的股票市场中，股票价格的暴跌无疑是所有投资者最为恐惧和忌惮的现象。股价的暴跌不仅直接损害了投资者的利益，更会引发一连串的连锁反应，甚至危害到实体经济的发展。因此本文立足于股票市场，拟从分析师的角度入手，对股价暴跌风险的诱因进行探索。

本文选取了 A 股上市公司 2004 年至 2013 年数据，从分析师关注的角度出发，分别研究了分析师关注、分析师估计以及精力分析师精力与上市公司股价暴跌风险之间的关系，本文采用了 OLS 模型和 Logistic 模型进行实证分析。研究结果表明：随着分析师对上市公司关注度的提升，股价暴跌的风险也随之加大；进一步将分析师总体划分为不同类别进行研究发现，越多的分析师做出高估预测、越多的分析师处于精力不旺盛状态，那么相应上市公司股价的暴跌风险越大。同时，对上市公司的盈余预测做出准确估计的分析师数量与股价暴跌风险之间没有明显的相关性。

同时，根据本文的研究结果，提出了可以通过增强上市公司信息透明度、提升证券分析师专业能力、加强市场外部监管以及进一步加强投资者教育来进一步促进我国证券市场平稳有序发展的意见和建议。

关键词：股价暴跌 分析师 盈余预测

Abstract

With the continuous progression of the China's social economy, the securities market is increasingly be known, which attract more and more investors. Securities market is a market that risks and opportunities coexist. Of all risk events, a slump in share prices is undoubtedly the most terrible disaster for almost every investor. The slump can not only directly harm the investors' interest, but also triggers a chain of negative reactions and even breakdown the real economy. Therefore, this paper would analyses the incentives of share prices slump on the securities market.

This article selects the data from A-share listed companies from 2004 to 2013. Focusing on how the relationship between the risk of the listed companies' stock crash with analyst concern, overestimate analysts, accurate estimate analysts and less energy analysts respectively, from analyst perspective. This paper employs the OLS model together with Logistic model to conduct empirical analysis. The results show that, with promoting concern of analysts to the listed company's stock crash risk is also increase. Moreover, with analysts are further divided into different categories for the study, this paper found that the more overstate forecast analysts and less energy analysts, the greater risk of crash in share prices would happen in listed companies accordingly. At the same time, the numbers of analysts who make accurate estimate have no obvious correlation between risk of stock crash.

In the meantime, according to the results of this study, this paper suggest that China could further promote the stable and orderly development of Chinese security market by enhance information transparency of listed companies, securities analysts professional ability and strengthen market external regulation as well as further enhance investor education.

Key Words: stock price crash; analyst; earnings forecast

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	2
第三节 研究内容	3
第二章 理论基础	4
第一节 股价暴跌相关理论	4
第二节 分析师关注相关理论	5
第三节 信息不对称理论	7
第四节 行为金融理论	8
第三章 文献综述	11
第一节 股价暴跌风险	11
第二节 分析师关注	13
第三节 文献综述总结	14
第四章 研究设计	16
第一节 研究假设	16
第二节 样本选择和数据来源	18
第三节 变量的计量	18
(一) 股价暴跌风险的计量	18
(二) 分析师关注的计量	20
(三) 高估分析师的计量	20
(四) 准确预测分析师的计量	20
(五) 精力不旺盛分析师的计量	21
(六) 控制变量的计量	21
(七) 各变量总结如下表:	21
第四节 模型设定	23

(一) 假设一模型的构建	23
(二) 假设二模型的构建	23
(三) 假设三模型的构建	23
(四) 假设四模型的构建	23
第五章 实证结果	24
第一节 描述性统计分析	24
第二节 Pearson 检验	25
第三节 回归分析.....	27
(一) 分析师关注与股价暴跌风险之间的关系	27
(二) 高估分析师与股价暴跌风险之间的关系	28
(三) 正确预测分析师与股价暴跌之间的关系	29
(四) 精力不旺盛分析师与股价暴跌风险之间的关系	30
第六章 结论与建议	32
第一节 实证研究结论	32
第二节 政策建议.....	33
(一) 对上市公司的建议	33
(二) 对分析师的建议.....	33
(三) 对监管机构的建议	34
(四) 对投资者的建议.....	35
第三节 研究不足与展望	35
(一) 研究思路的局限.....	35
(二) 研究方法的局限.....	35
(三) 实际意义的局限.....	36
(四) 对未来研究的展望	36
致谢.....	37
参考文献.....	38

Contents

Chapter 1 Introduction..... 1

 Section 1 Research Background 1

 Section 2 Research Significance 2

 Section 3 Research Content 3

Chapter 2 Theoretical foundation 4

 Section 1 Stock Price Crash Risk 4

 Section 2 Analyst Concern..... 5

 Section 3 Information asymmetry 7

 Section 4 Behavioral Finance 8

Chapter 3 Literature Review..... 11

 Section 1 Stock Price Crash Risk 11

 Section 2 Analyst Concern..... 13

 Section 3 Summary..... 14

Chapter 4 Research Design 16

 Section 1 Hypothesis..... 16

 Section 2 Sample..... 18

 Section 3 Measures 18

 1.Measuring Crash Risk 18

 2.Measuring Analyst Concern 20

 3.Measuring Overestimate Analysts 20

 4.Measuring Accurate Estimate Analysts 20

 5.Measuring Less Energy Analysts 21

 6.Control Variables 21

 7.Summary 21

 Section 4 Models..... 23

 1.Model 1 23

 2.Model 2..... 23

3. Model 3	23
4. Model 4	23
Chapter 5 Empirical Results	24
Section 1 Descriptive Statistics	24
Section 2 Pearson Test	25
Section 3 Regression test	27
1. Analyst Concern	27
2. Overestimate Analysts	28
3. Accurate Estimate Analysts	29
4. Less Energy Analysts	30
Chapter 6 Conclusions and Recommendations	32
Section 1 Conclusions	32
Section 2 Recommendations	33
1 Listed Companies	33
2 Analyst	33
3 Regulatory agencies	34
4 Investors	35
Section 3 Limitations and Prospection	35
Reference	37
Acknowledgements	38

第一章 引言

第一节 研究背景

随着我国经济和社会的不断发展以及资本市场的不断壮大,股市的跌宕起伏吸引了越来越多的人为其趋之若鹜,从某种程度上讲,股市的阴晴圆缺侧面反映了一个国家经济的发展水平和市场制度的完善程度。因此,股价的暴跌也就成为了危及金融体系甚至实体上市公司健康发展的重要因素,从而引起了越来越多的投资者、研究人员、上市公司以至于监管者的关注。基于此,探究股价暴跌背后的影响因素和动机也便具有了实际意义。

我国的证券市场起步较晚,自1990年上海证券交易所试运营以来,仅仅25年。而在我国证券市场建立初期,证券标的极少,而且市场处于起步期,各项制度、规定、法律尚不完善,加之市场数据的缺失和不完备,因此,真正可以用以研究股价暴跌风险诱因的年限甚至更短。这就导致目前国内对于引起股价暴跌风险的内外部因素的研究较少,而仅有的研究也主要从会计要素的角度出发,研究了诸如会计稳健性、信息不对称、信息披露质量以及经营现金流量等和股价暴跌风险之间的关系。对于投资者认知、分析师关注、收购风险以及股权集中度等市场因素的研究相对较少,而这些外部因素对于股价的影响是显而易见的。因此,本文采取实证研究的方法,选取外部分析师关注作为研究对象,拟探求分析师关注与股价暴跌风险之间的关系。

证券分析师的主要工作是对证券市场各种证券的价值及变动趋势进行分析预测,同时,根据预测向投资者发布预测和评级报告。在我国,由于证券市场的机构投资者比例较高,而且相对于美国等成熟资本市场我国投资者的投资认知相对比较低,因此,分析师预测结果成为很多非机构投资者的投资依据。从现有的角度来看,一部分学者将分析师作为一个整体,认为在我国目前资本市场各项规范尚不完备的情况下,分析师工作是一项有效的法律和制度外的替代因素,其关注可以大大降低由于信息不透明而引起的股价暴跌风险(潘越等,2011)。另外一部分学者则从分析师个体的角度出发,研究了分析师的个体特征对分析师预测准确性的影响(李东阳,2013)。尚无学者从不同类型分析师的角度来研究分

析师关注与股价暴跌风险之间的联系。据此，本文通过对分析师总体按照不同的标准进行分类，来研究分析师不同的分类特征对股价暴跌风险的影响。

第二节 研究意义

首先，从理论层面来讲，部分研究者将分析师关注作为一个中介因素，认为股价暴跌风险受盈余质量（牛东梅，2014）、信息披露质量（张然等，2012）、经营现金流量（陈凌蔚，2013）等上市公司基本面的影响，而分析师作为上市公司和投资者之间的中介桥梁，其通过减少上市公司信息不透明和上市公司与投资者之间的信息不对称来降低股价暴跌风险。诚然，证券市场上市公司股价的表现本应该就是上市公司基本面的真实反映，但在实际的交易中，股价中包含了其他外部因素的考量，传统的基于基本面信息的估值方法所得到的股价，与实际股价存在偏离，而这一偏离在我国尚不成熟的资本市场中尤为明显。这就使得研究影响股票暴跌的非基本面因素存在较高的现实意义。

由于分析师得出的分析预测和分析报告成为诸多投资者的投资依据，本文据此提出如下问题：当某一只股票得到分析师的高度关注时，是否也会引起投资者的高度关注，进而争相买入或者卖出，引发“羊群效应”？进一步地，当分析师对某只股票做出了较高的估值，是否会引发投资者争相购买，而当实际结果证明是分析师高估时，是否由此带来股价的暴跌？更为具体来讲，当分析师未对上市公司未来的盈利情况做出正确估计，是否会导致投资者据此而大肆购买或者恐慌性抛售，以至于股价直接出现暴跌或者在被证明高估后而引发暴跌？从这个角度将，分析师不仅仅是作为中介来影响股票暴跌风险，同时分析师的关注也可以构成股价暴跌的直接影响因素。

综上，本文的研究一方面将分析师关注作为股价暴跌风险的直接影响因素，打破了原有研究认为分析师关注仅仅是起到中介作用的思路，另一方面，也从现有的分析师关注的研究中脱离出来，从对分析师进行不同类别的划分的角度来研究分析师关注与股价暴跌风险之间的关系。

第三节 研究内容

本文为实证研究，按照以下格式编排内容：

第一章为前言，通过研究背景的陈述，阐明选题根据，并通过进一步的分析和研究问题的构想，阐明研究意义，并对本文的研究内容做概述。

第二章为理论基础，主要阐述与本文相关的各种理论和定义。

第三章为文献综述，通过国内外文献的回顾和分析，确定本文研究的依据和思路。

第四章为研究设计，描述本文提出的关于分析师关注和股价暴跌风险的假设、样本的选取、变量的计量以及模型的设计。

第五章为实证结果，采用不同的实证模型对本文提出的假设进行了实证检验，并得出实证检验的结果。

第六章为结论及建议，根据本文的研究结果从四个维度对目前国内证券市场的暴跌现象提出意见和建议，同时分析指出了本文的不足和期待改进的地方。

第二章 理论基础

第一节 股价暴跌相关理论

股价暴跌风险也即我们通常认为的个股股价或者市场指数的崩盘的风险，学术上是指股价或者指数的负向跳跃式下跌的概率（Jin, Myers, 2006）。从股票市场在全球范围内建立以来，整个世界的股票市场在上个世纪以及本世纪发生了多次暴跌现象：1929 年金融危机引发的美国股市暴跌、1987 年美国股市的暴跌；1989 年日本股市泡沫破裂引发的股市暴跌；1997 年至 1998 年亚洲金融危机导致的恒生指数及其他亚洲股市指数暴跌；2000 年至 2001 年由于互联网泡沫破裂而导致的纳斯达克指数暴跌；以及 2007 年的全球性金融海啸导致的全球各大指数暴跌。纵观整个世界范围，在近一个世纪的时间内，发生了多次全球性的股价暴跌现象，而各个国家市场的单边暴跌更是屡见不鲜。

根据以往学者的研究，股价的暴跌主要体现出三个特征：第一是股票价格的暴跌往往是在消息真空或者没有任何明显的利空消息的情况下发生的。国外学者 Summers (1989) 以标准普尔 500 指数为研究对象，发现大多数情况下，指数的暴跌并不是伴随着明显的利空消息的。第二是对于个股股价或者指数的大幅波动，正向波动与负向波动并不是对称的，负向波动的比例要高于正向波动。也就是说，在股价的大幅波动中，往往是跌多涨少。第三是暴跌是具有传染性和联动性的，某些个股的暴跌可能引发所在板块的暴跌，进而进一步引起某一市场的暴跌。而由于国际经济、金融的不断一体化，全球范围内的各个市场的联动性不断增强，因此，某一主要市场的股价、指数发生暴跌，很可能引发其他市场的连锁反应，造成较大范围的股价暴跌。

反观中国，我国的证券市场自成立至今只有短短的 25 年，制度、法律、投资者素质等条件尚且不够成熟。而从国际大环境来看，在这 25 年中，全球经济先后经历了上世纪末的互联网泡沫破裂以及 2007 年全球金融海啸；同时，加之我国经济的高速增长趋于放缓，同时这种快速增长也一直充斥着不同的声音，因此，这 25 年是在整体宏观环境剧烈波动的情况下一路走来的。在这期间，我国股市经历了三次大的牛市，第一次是在证券市场成立初期，当时的各项政策基

本处于真空期，而投资者对于新生的股票交易也是陌生的，存在诸多非理性的选择和决定；第二次是 2006 年到 2007 年的大牛市，上证指数从最低的 998.23 点一路上涨到了最高点 6124.04 点，而随之而来就是瀑布般的暴跌，上证指数又一路下杀到 1664.93 点，期间无论是个股、板块还是整个市场，都呈现出不同程度和节奏的暴跌现象；第三轮牛市也即自 2014 年起至今，上证指数从 2000 点扶摇直上。而无论是在熊市还是牛市，股价暴跌的现象都随处可见，牛市中由于个股非理性的上涨，疯狂的拉升过后是资金大规模出逃，进而引发的股价暴跌；而熊市中由于整个市场的趋势向下，暴跌现象更是屡见不鲜。仅本轮牛市短短一年以来，上证指数就发生了多达五次的 3% 以上的暴跌，其中更是有两次分别达到了 5.43% 和 7.7% 的跌幅。同时，加之以政策和制度的不完善以及投资者严重的投机心理，整个市场弥漫着追涨杀跌，全民博傻的气氛，这就更进一步助长了股价暴跌的风险。

股价暴跌作为一个频发金融现象，除直接导致上市公司甚至整个市场的市值大规模蒸发外，还会引发市场信心的极大动摇，进而影响整个市场的稳定和资源的有效配置。更进一步，甚至可能严重危害到实体经济的正常发展，甚至引发金融危机，导致灾难性的后果。

第二节 分析师关注相关理论

分析师是一个宽泛的概念，涉足多个行业，仅经济行业分析师就包括证券分析师、投资分析师、金融分析师、注册特许分析师等多种类别。本文所涉及的分析师，特指证券分析师。本文证券分析师的概念采用官方概念，根据我国证券业协会于 2005 年发布的《中国证券业协会证券分析师职业道德守则》的规定：证券分析师是指取得中国证券业协会颁发的证券投资咨询执业资格并在中国证监会批准的证券投资咨询机构从事证券投资咨询业务的人员。

关于证券分析师的分类，根据分析师提出的分析建议以及做出的分析报告的针对对象的不同，证券分析师可以分为买方分析师和卖方分析师。买方分析师通常供职于或者受各类金融相关机构的外聘，为委托方提供专业分析并出具研究报告专供委托方使用。同时，委托方根据证券分析师提出的意见和出具的研究报告做出投资决策，并从中获利。反之，卖方分析师一般供职于专业的研究机构或者

市场交易参与单位，如各大券商。卖方分析师的研究报告通常是对外公开并免费供相关投资人士使用的，卖方分析师对雇主单位的营业收入不构成直接贡献，二是通过分析师的研究报告吸引证券交易市场上的投资者关注，进而使投资者在其所在的证券经纪机构开展其他业务，进而间接的为雇主单位的营业收入做出贡献。例如某投资者根据某分析师的研究报告进行投资，取得了超额收益，因此在该分析师所在的券商开户、转户或者办理其他业务，从而使得该券商获得交易佣金以及其他业务的收益。从这个角度讲，卖方分析师的研究报告较易获取且对投资者的影响相较于买方分析师来讲更为广泛，因此本文所研究的分析师特指卖方分析师。

回顾中国证券分析师行业的整个发展历程，大致可以分为三个阶段：第一个阶段是从上世纪八十年代至全国性的交易市场成立，这个阶段是中国证券分析师行业的起步阶段。这个时期整个中国的市场经济尚处于萌芽和起步期，因此，整个证券市场从企业到分析师再到投资者甚至与监管人员都是在“摸着石头过河”。具体到分析师的角度，这个时候真正意义上的证券分析师还没有形成，很多只是一些相对专业的人士在研究股市行情并提供操作指导和投资建议等。第二个阶段是从1990年至1998年，这个时候，上海证券交易所和深圳证券交易所分别与1990年12月19日、1991年7月3日正式挂牌交易，这标志着全国性证券交易市场的正式形成。从这个时候开始，证券分析师行业也进入到发展的快车道。这时候正式的证券分析师群体开始形成，同时证券公司的咨询部门也纷纷涌现，但是虽然被称之为证券咨询部门，但是由于正式的交易市场刚刚成立，投资者的知识和经验水平都比较低，因此分析师在这个阶段所起的作用往往是证券交易“入门指导”的老师，真正的咨询作用还未能发挥。同时在这个时候，新生的中国证券市场弥漫着投机的气息，“内幕消息”、“庄家”、“股评家”等成为了市场成立初期的代名词，监管的缺失和投资者一夜暴富的心态助长了市场投机的气氛。基于这种特殊的环境，分析师行业为了迎合投资者的需求，也出现了大量的“违法”行为。之所以给“违法”打上引号，一个重要的原因是，在这个时期，政策监管几乎处于真空状态，这个时期的分析师行为实则是处于“无法可依”的状态的。第三个阶段是从上世纪末到本世纪初开始，一直延续至今的不断发展和规范的阶段。基于在上世纪九十年代证券分析师行业的种种乱象，进入新世纪后，

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts 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.