

分类号_____

密级_____

UDC_____



南京理工大学
NANJING UNIVERSITY OF SCIENCE & TECHNOLOGY

硕士专业学位论文

分析师报告对股票收益率的影响研究

梁卓

指导教师姓名 安智宇 副教授

学位类别 金融硕士

专业名称 金融

研究方向 证券投资

论文提交时间 2020 年 3 月

硕士学位论文

分析师报告对股票收益率的影响研究

作者：梁卓

指导教师：安智宇副教授

南京理工大学

2020年3月

Master.Dissertation

**Research on the impact of analysts' report
on stock returns**

By

ZhuoLiang

Supervised by Prof.

ZhiyuAn

Nanjing University of Science & Technology

March, 2020

摘要

分析师在资本市场担任着重要角色，肩负着信息媒介的职责。他们通过自己的专业知识和特有的信息渠道对行业和上市公司进行追踪和分析，形成具有大量信息和鲜明观点的研究报告，这些研究报告成为资本市场中投资者投资过程中的重要参考资料，影响着投资者的认知和行为。

分析师报告所想要达到的最终目的是为了帮助投资者获得相对市场的累计超额收益，那么分析师报告能否在短期和中期影响股票的收益率从而使推荐股票相对其它股票产生累计超额收益率呢？如果能产生累计超额收益又是哪些因素产生的累计超额收益率呢？以往国内外的学术研究的研究结论多种多样，并未达成一致。

本文选取 2014 年 5 月 30 日至 2016 年 1 月 28 日的分析师报告相关数据，以分析师报告发布当天为窗口使用事件研究法和多元线性回归法，选择报告发布当天前后各一个交易工作日（共 3 个交易日）作为短期事件窗口，选择报告发布当天前两个交易日到后二十一个交易日（共 24 个交易日）作为中期事件窗口。使用事件窗口期分析师报告推荐股票的累计超额收益率作为被解释变量，使用分析师报告相关变量和其他相关变量作为解释变量进行实证检验。

最后，本文发现，分析师报告中给出的向上的评级调整能够在短期带来显著为正的累计超额收益，分析师报告乐观的每股净利润预测和营收预测能带来显著为正的中期累计超额收益。明星券商和明星分析师在中期带来显著较低的累计超额收益。在牛市环境下，分析师报告能在短期和中期产生显著较高的累计超额收益。市场信息越对称，分析师报告在短期和中期都产生显著较低的累计超额收益。分析师报告推荐的价值型股票能产生显著较高的中期累计超额收益。

关键词：分析师 累计超额收益 盈余预测

Abstract

As the information medium of capital market , the role of analysts is so important. Analysts track and analyze the industry and listed companies through their professional knowledge and unique information channels,then they send research reports with a large amount of information and clear viewpoints to the market. These research reports have become an important investment reference for investors and can influence investors' cognition and behavior.

The ultimate goal of the analysts' report is to enable investors obtain excess returns.Whether analysts could influence stock returns in the short term and medium term is still a question. In the past, academic research did not reach a consensus conclusion about this question.

This paper selects the data of the analysts' report from May 30, 2014 to January 28, 2016, and uses the event study method and multiple linear regression method in the research.This paper selects one trading day before and after the report release date(three trading days) as the short-term event window and selects 2 trading days before and 21 trading days after the report release date (24 trading days) as the medium-term event window. Using the cumulative excess return rate of the event window period as the explained variable,and using the analysts' report relevant variables and other variables as explanatory variables for multiple linear regression.

Finally, this paper finds that the upward rating adjustments reported by analysts can produce a short-term significant positive excess returns. Optimistic net profit per share forecast and revenue forecast reported by analysts can produce a significant positive medium-term excess return. In a bull market environment, analysts' report produce a significant higher excess returns in the short and medium term. When the market information become more symmetrical, the analysts' report lead a significant lower excess returns in the short and medium term. Value stocks recommended by analysts can generate higher excess returns in the medium term.

Keywords: analysts, cumulative excess return, earnings forecast

目 录

摘要..... I

Abstract..... II

1 绪论..... 1

 1.1 研究的背景与意义..... 1

 1.1.1 研究背景..... 1

 1.1.2 研究的意义..... 2

 1.2 研究内容与框架..... 4

 1.3 研究方法..... 6

 1.4 本文的创新点和不足..... 7

 1.4.1 本文的创新点..... 7

 1.4.2 本文的不足..... 8

2 文献综述、理论基础与研究假设..... 9

 2.1 文献综述..... 9

 2.1.1 分析师报告影响因素的研究..... 9

 2.1.2 分析师报告市场效应的研究..... 10

 2.1.3 分析师报告对股票收益率的影响研究..... 11

 2.1.4 文献述评..... 13

 2.2 理论基础..... 14

 2.2.1 有效市场假说..... 14

 2.2.2 信息不对称理论..... 15

 2.2.3 行为金融理论..... 16

 2.3 研究假设..... 17

 2.3.1 分析师报告相关因素与累计超额收益..... 17

 2.3.2 市场环境因素与累计超额收益..... 18

 2.3.3 股票风格因素与累计超额收益..... 18

3 实证研究..... 19

 3.1 研究设计..... 19

 3.1.1 样本选择和数据来源..... 19

 3.1.2 主要变量和计量方法..... 19

3.2 描述性统计分析.....	24
3.3 变量的相关性分析.....	26
3.4 回归结果与分析.....	28
3.4.1 分析师报告相关变量回归结果.....	28
3.4.2 市场环境相关变量的回归结果.....	31
3.4.3 股票风格相关变量的回归结果.....	33
4 稳健性检验.....	34
4.1 替换回归方法的稳健性检验.....	34
4.2 不同时间样本的稳健性检验.....	35
4.3 不同事件窗口的稳健性检验.....	37
4.4 盈余预测的稳健性检验.....	40
5 结论和建议.....	43
5.1 主要研究结论.....	43
5.2 建议.....	44
致谢.....	46
参考文献.....	47
附 录.....	53

1 绪论

1.1 研究的背景与意义

1.1.1 研究背景

中国股票交易所自 1990 年 12 月成立以来,已经有了将近 30 年的历史,从最早的上交所 8 只股票、深交所 5 只股票发展到今天两市上市公司数量已经达到了 3000 多家。

30 年历史里,中国证券交易市场从无到有,制度日益完善,上市公司的数量不断增加,资本市场中投资者越来越多。2018 年年底数据显示,我国上海深圳两市总市值达到了 434924.04 亿元。此外,2018 年沪深两市累计成交额 898166.38 亿,而作为对比,2018 年中国 GDP 总量 900598.07 亿,可见在整个国民经济体系中,股市体量已相当大。一个健康的股市将会为我国经济发展提供助力。股市在经济中的作用可以分为下面几方面:

股票市场能够发挥资源配置的作用,将资金向业绩较好的企业或有发展潜力的产业集中,这些企业得到发展能够生产出更多产品满足居民需求,能够提供更多就业岗位,能够提供更高质量的 GDP 增长。

股市能够发挥筹资功能。企业作为资金需求方发行股票,把社会上剩余的可以进行投资的资金集中起来,形成可供长期使用的新增股本,用于扩大经营规模,创造更多的就业机会。股票市场所能达到的筹资规模和速度远远超过企业依靠自身积累和银行贷款的速度。

股票市场能够提供分散风险的途径。资金需求方在市场发行股票,经营风险伴随这个过程部分地转移给投资者,完成了融资方风险的社会分散。从资金供给方的角度,股票市场为他们提供了额外的资产配置渠道。

股票市场为股票提供了流通市场。有了股票市场以后,股票的流动性得到显著改善,投资者可以便利地交易股票。所以股市一方面为股票的交易流通提供了场地。另一方面股价涨跌引发人们购买,为股票发行的畅通提供保证。

尽管中国股票市场的历史已经达到了 30 年,然而相比其它世界经济强国,中国股票市场的存在时间还非常短。按国际货币基金组织官方公示的 2018 年 GDP 数据,世界前十大经济体除了中、德外,其它主要经济体股票市场都有超过 100 年的历史。其中成熟的美国股市拥有 227 年的历史。而正因为我国股票市场相较其它大国开始晚,所以我国证券市场还不如海外市场成熟。

分析师在资本市场的发展过程中自然而生，在上市企业和投资人中间肩负着信息中介的重担，分析师除了收集整理上市公司的公开信息外，还通过其它渠道获得了私有信息，然后通过专业分析后发布一份研究报告，研究报告会给出上市公司基本面情况及分析师对公司的盈余预测、股价预测以及投资评级。分析师的报告成为众多机构和个人投资过程中的重要参考资料，能够影响投资者的认知和行为。

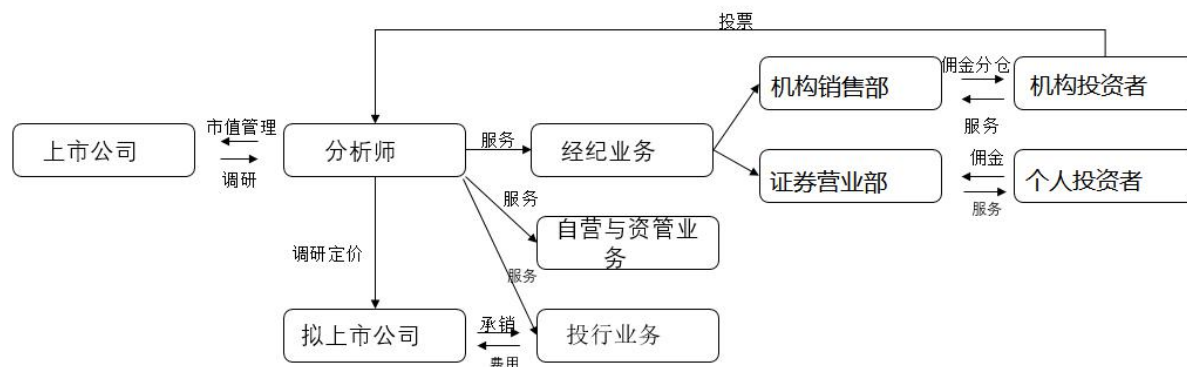


图 1.1 分析师的利益网络

另一方面，分析师这个职业涉及到复杂的利益关系，证券分析师与证券公司内部的资管、自营和投行业务都存在业务上的关联。另外，作为信息中介，证券分析师需要与上市公司和同行保持密切联系以获取信息，然后再将这些信息处理后转达给投资者。出于自身发展利益考虑，证券分析师更愿意发布乐观的评级报告，选择性地忽略消极信息。因为我国证券市场没有做空机制，发布消极评级无法获利。

那么分析师写出的报告对股票短期和中期的收益率有何影响？投资机构和个人根据分析师的研究报告投资能否在短期和中期内产生累计超额收益？又有哪些分析师报告相关因素影响累计超额收益呢？其它因素是否也会影响分析师报告推荐股票的累计超额收益？本文将通过大量的证券市场数据来实证研究检验这些问题。

1.1.2 研究的意义

由于以往的关于分析师报告的研究结论不一致，且都有相应地理论支撑，所以通过分析师报告对收益率的影响研究能够在一定程度下对不同理论进行检验。

尤金·法玛（1965）的有效市场理论认为，证券市场中存在大量的理性投资者，他们能够根据所有的公开信息和非公开信息做出理性判断，股票的实际价格已经有效地反映了所有的公开和非公开信息，因此投资人不能通过任何公开或非公开信息赚取相对市场的累计超额收益。以此类推，分析师报告所携带的信息并不能为投资者带来超额收益。

而信息不对称理论认为资本市场中信息不对称真实存在，相较而言，上市企业管理

层是信息的优势方，掌握着公司所有的财务和运营信息。而投资者作为信息的劣势方，只能靠公开信息和其它渠道去了解信息。获取信息成本高且信息不全。而分析师这个股票市场的信息中介，能有效改变资本市场中无法回避的信息不对称问题，因此分析师报告所携带的信息能够为投资者提供价值。

行为金融理论则认为证券市场并非有效的，市场中存在大量的噪声交易者，投资者并不能获得所有的公开与未公开信息。而且投资者存在认知偏差和行为偏差，并不能理性地进行投资，所以股票价格与其真实价值存在偏差，如果有投资者能够认识到这种价格和价值之间的差距，就能够获取超额收益。

而主要有两种假说解释了分析师报告产生的超额收益，其中，价格压力假说认为，会有一部分交易者追随券商分析师的推荐行动，累计超额收益来自这部分交易者追随券商分析师推荐买入所产生的短期的买入压力，这种累计超额收益具有短期性。信息假说认为分析师报告为市场提供了关于上市公司的某种新的信息，提示市场对其股票进行价值重估，这种累计超额收益具有持续性。

因此本文在实证检验时加入了两个不同时间长度的事件窗口研究，通过不同事件窗口下分析师研究报告对股票收益影响研究，可以从实证角度检验以上理论和假说。如果实证检验发现分析师报告能够在短期或者中期产生显著的累计超额收益，则市场并非完全有效，因为有效市场理论认为所有的公开信息和非公开信息不能为投资者带来累计超额收益。如果实证检验发现分析师报告能够在短期产生显著的累计超额收益，则验证了压力假说，压力假说认为会有大量的噪声交易者追随分析师研究报告进行投资，这种短期压力会给股票带来短期累计超额收益。如果实证检验发现分析师报告能够在中期产生显著的累计超额收益，则验证了信息假说，信息假说认为分析师报告为市场提供了上市公司的某种新信息，提示市场对其股票进行价值重估，这种累计超额收益具有持续性。

除了科学理论上的意义，分析师对股票累计超额收益的影响研究在具体实践中也存在着指导和借鉴意义。

通过海量资本市场中的实际数据对分析师报告对股票收益率的影响研究，有助于我们更详细地了解整个资本市场不同变量的特性和影响，有助于我们更加详尽了解证券市场的信息传递过程。

通过海量数据验证分析师研究报告能否在短期和中期产生累计超额收益，能够有效评判分析师向市场提供的信息是否真的具有价值，分析师提供这些信息的最终目的是让投资者能够据此投资产生累计超额收益。此外，本文还加入了可能影响分析师报告累计超额收益的不同的因素解释累计超额收益，包括内因分析师报告相关因素和其它相关因素。其中分析师报告相关因素包括分析师报告评级调整、每股收益预测、营收预测、是否明星券商、明星分析师等因素。其中其它因素包括市场牛熊环境、市场信息不对称度

和分析师报告推荐股票风格等因素。通过这些数据的回归检验,有助于更好地更全面地了解不同因素对分析师报告的表现的影响,有助于帮助投资者更加客观理性地看待分析师报告,有助于帮助分析师了解自己过往工作效果且能够据此改进,有助于监管者更加高效地监管,使得资本市场更好地发挥其本质功能。

1.2 研究内容与框架

股市在国民经济中有着万分重要的地位,它是股票的流通场地,是上市公司的直接融资平台,是人民群众的主要投资场所之一,是金融机构的利润来源。而分析师是股市中至关重要的信息中介,这个职业跟随着中国资本市场一起不断发展壮大。随着中国资本市场上市公司数量的不断增多,中国资本市场的结构也变得日益复杂,不具备专业知识的投资者进行投资决策的难度越来越大。分析师作为股市中上市公司和投资人之间的专业的信息桥梁,凭借着专业的知识和渠道对上市公司进行有效地覆盖和追踪,能够更加准确地解读市场和上市公司信息,并将这些信息传达给投资者,提高投资者行为的理性度。分析师的存在能有效地减少市场信息不对称度,提高资本市场的定价效率。另一方面,我国证券市场相较成熟市场起步较晚,市场参与者专业知识和经验相对较低,有着各种各样的违规问题,各类“研报门”时有发生,分析师这个利益错综复杂的行业依然存在大量问题。

分析师承担着向资本市场传递信息的信息,而其最终目的是能够使投资者根据分析师报告进行投资并获得累计超额收益,本文基于这个原因研究以下两个问题:一、分析师报告相关因素能否在短期和中期两个事件窗口产生累计超额收益。二、其它因素是否会影响分析师报告推荐股票的累计超额收益。

本文研究内容框架如下:

第一部分,绪论,这部分由前到后分别是研究的背景和意义,研究内容与框架,研究方法,本文的创新点和不足。

第二部分,文献综述、理论基础和研究假设。本文第二部分对相关文献进行了系统性总结,以分析师为中心分为两类,第一类是关于哪些因素会影响分析师研究行为和结果的文献,第二类是关于分析师研究报告会带来哪些市场效应的文献。并梳理了国内外学者在不同理论基础上的研究成果。

第三部分,实证研究。该部分先写明了本文的数据来源和及处理方法,并就采用的事件研究法就行了说明,包括事件界定、事件窗口界定、累计超额收益的计算以及显著性检验的说明。随后本文使用短期和中期两个事件窗口的累计超额收益作为被解释变量,分析师报告相关因素和其它因素作为解释变量,建立了多元线性回归。本文通过 14

个多元线性回归模型对上面问题进行了检验,通过分析师报告发布的不同事件窗口累计超额收益回归分析,检验分析师报告能否影响股票收益率进而产生累计超额收益,从而为投资者带来价值。本文将影响累计超额收益的因素分为分析师报告相关因素和其它因素,分析师报告相关因素又进一步分为分析师对每股收益的预测、分析师对营收的预测、评级调整、是否明星券商、是否明星分析师几个因素,市场相关因素包括市场环境、市场信息不对称度、股票风格几个因素。

第四部分,稳健性检验。本文稳健性检验从计量方法出发替换了回归方法,使用stepwise 逐步回归法进行稳健性检验;从数据出发,对被解释变量和解释变量根据不同标准进行调整后再进行稳健性。

第五部分,结论和建议。本文根据第三部分和第四部分得出的实证结果,总结出分析师报告相关因素和其它因素对股票收益率的影响,并通过分析给出投资者如何使用分析师报告的建议和监管者如何加强对分析师行业监管的建议。

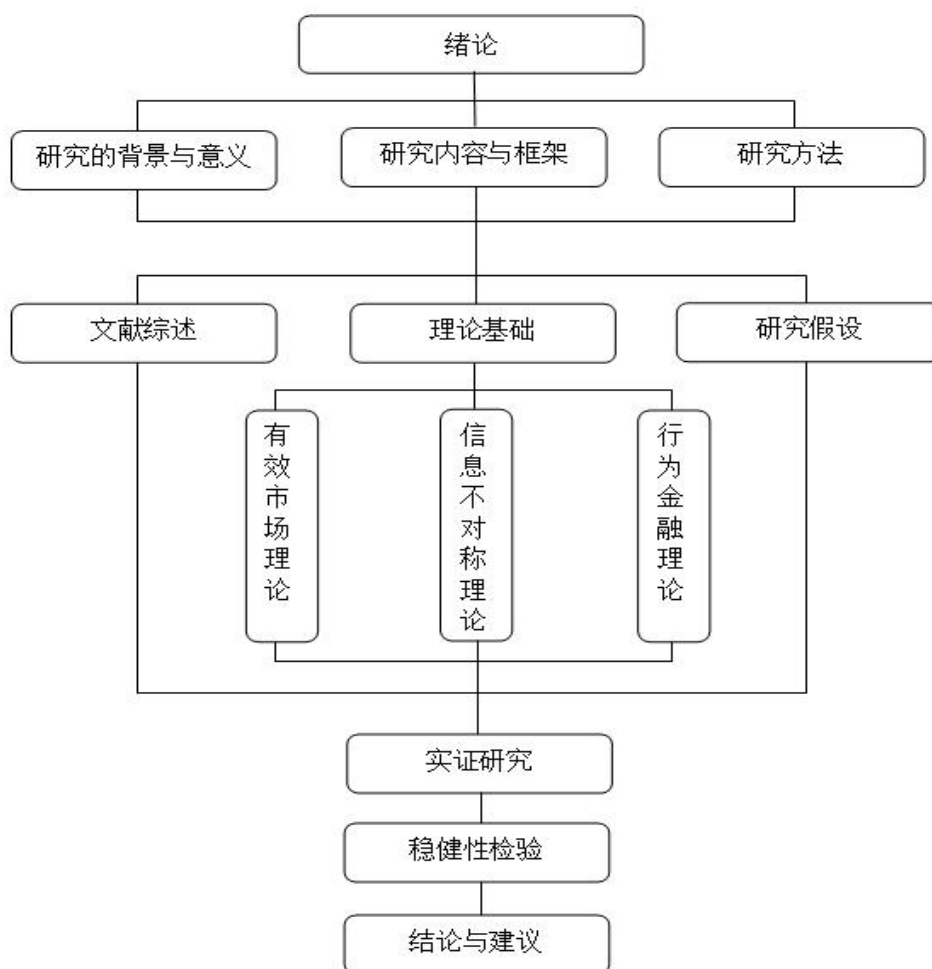


图 1.2: 论文框架

1.3 研究方法

本文使用的研究方法主要包括文献研究法、理论分析法、事件研究法、多元回归分析等方法来研究分析师报告对股票收益率的影响。

文献研究法是一种通过搜寻、鉴别、整理已有文献，并通过对现有文献的详细研究形成对客观事实的科学认识的方法。本文通过搜集和整理以往关于分析师报告的文献，学习其它学者对相关问题的研究和思考，在此基础上结合有效市场理论、信息不对称理论和行为金融理论等理论来研究分析师报告对股票收益率的影响。

理论分析方法是一种在原有的感性认识的基础上通过理性思维认识事物的发展规律及本质属性的科学分析方法，它是与经验分析法并列存在的。本文分析阐述了有效市场理论、信息不对称理论和行为金融理论等三个经济学理论来分析本文所要研究的问题。根据有效市场理论，如果市场是强势有效的，则所有的公开和非公开信息无法使得投资者相对市场获得超额收益，那么分析师报告对股票的收益率将不会产生显著影响。如果市场是半强势有效的，则所有的公开信息无法使得投资者相对市场获得超额收益，那么分析师报告所含的公开信息无法使得投资者相对市场获得超额收益。如果市场是弱势有效市场，那么技术分析无法战胜市场，但分析师报告所含的信息能够为投资者带来超额收益。如果市场是完全非有效的，除了技术分析外，分析师报告所含的信息能够为投资者带来超额收益。根据信息不对称理论，市场参与者所掌握的信息是不对称的，公司管理层是信息优势方，投资者是信息劣势方，而分析师在两者之间充当了信息中介的作用，分析师报告能向投资者提供新的信息，这些新的信息提示市场对股票进行价值重估。根据行为金融理论，市场参与者不是完全理性的，会有部分噪音交易者追随分析师报告买入股票，这部分买入压力会为分析师报告推荐股票带来短期的购买压力，这种短期的购买压力使得分析师推荐股票产生短期的超额收益。

事件研究法是一种研究某一特殊事件对股票价格变化影响的方法。其研究方法是先选择一个特殊事件，研究事件发生前后股票收益率的变化，进而解释这一特殊事件对股票收益率的影响，有时也被用于检验股票价格对信息披露的反应速度和反应程度。本文使用事件研究法检验分析师报告对所推荐股票收益率的影响，选定分析师发布研究报告这一特定事件，检验短期和中期事件窗口下分析师报告推荐股票累计超额收益的变化，研究分析师报告对股票收益率的影响。

实际社会经济生活的变化往往是很多因素共同作用的结果，所以研究这些问题需要进行多元回归分析，含有两个及两个以上自变量的回归分析称为多元线性回归。为了研究分析师报告对股票收益率的影响，本文实证研究中使用多元回归分析和虚拟变量对所

研究问题进行量化分析，被解释变量为分析师报告推荐股票相对参照组的累计超额收益，解释变量包括分析师报告每股收益预测、营收预测、评级调整、是否明星分析师、是否明星券商、信息不对称度、市场牛熊环境和推荐股票风格。

1.4 本文的创新点和不足

1.4.1 本文的创新点

本文研究最重要的工作是累计超额收益的确定，这直接影响到最终的结果。现有的累计超额收益确定方法也各有不同，主要包括以下几种：

第一种方法是使用 CAPM 模型，该方法将实际收益率与 CAPM 模型估算出来的预期收益率的差值作为累计超额收益。如孙亮等（2001），该方法考虑了单个股票与市场的相关性，可以有效地将市场因素从股票收益率中剔除，但没有考虑公司特质因素对股票收益率的影响。第二种方法是多因子模型，其中最著名的是 Fama-French 三因子模型（Fama1993），该方法通过账面市值比、市值、市场资产组合三个因子解释股票收益率。该方法股票真实收益率减去三因子模型计算得出的预期收益率作为累计超额收益率。此外还有四因子模型、五因子模型等，该方法计算起来很复杂，但优点是全面考虑了市场和公司自身两方面因素。第三种方法是相对指数法，该方法用股票的收益率减去指数收益率作为累计超额收益率。使用该方法的研究有：Jegadeesh 等（2004）、徐谡等（2006）、王四国，李怀祖（2002）。

本文考虑到投资实践使用了一种新的方法定义累计超额收益，本文首先将分析师报告发布日上年末所有股票按照流通市值和市净率十等分，然后交叉得到 100 个参照组，这样每个参照组拥有同等水平的规模和估值，然后比较分析师推荐股票与所在参照组在事件窗口的累积收益，将累积收益的差值作为累计超额收益。

相较原有的 CAPM 法、多因子法和相对指数法，使用本文的方法计算事件发生的超额收益有如下差异：

CAPM 和多因子法在实际计算过程中会在事件发生前取一段时间窗口，通过这段时间的实际收益率与解释变量进行回归分析计算得到 β 系数和截距项 α ，再通过计算出来的 β 系数和截距项 α 计算事件窗口期假设没有发生事件情况下的预期收益率，再通过实际的收益率减去计算出来的预期收益率得到超额收益。但实际上 β 系数和截距项 α 在两个不同的时间窗口下是会变化的，而这两种方法假设 β 系数和截距项 α 不变。而本文使用的计算超额收益的方法通过同一事件窗口期的被推荐股票收益率减去参照组收益率作为超额收益，这样避免了贝塔系数和截距项 α 在不同时间窗口下的变化引起的误差。

相对指数法用事件窗口的实际收益率减去指数收益率作为超额收益，而指数包含不同规模 and 不同估值的股票，因此无法去掉规模和估值对最终计算出来的超额收益的影响，本文通过分组的方法，找到分析师推荐股票同等规模和同等估值的参照组，再通过事件窗口的分析师推荐股票的收益率减去参照组的收益率作为超额收益，这样能够有效削弱不同规模和估值对最终超额收益的影响。

此外，本文使用的计算超额收益的方法契合事件研究法，事件研究法是通过研究某一个特定事件发生前后股票收益率的变化，然后进一步解释某一特定事件对股票收益率的影响。本文使用的分析师报告发布事件窗口期分析师推荐股票收益率减去未被推荐的参照组的股票作为超额收益，可以衡量分析师报告发布这一事件对股票收益率的影响。

在解释变量中本文分为分析师报告相关因素、市场环境相关变量、股票风格变量，既考虑了分析师报告自身因素对所推荐股票的收益率的影响又考虑了市场牛熊环境、信息不对称度和股票风格对分析师推荐股票收益率的影响。

本文将每份分析师报告对当年每股收益的预测和当年营收的预测作为重要的解释变量引入回归模型，并且发现这两个因素能产生显著为正的累计超额收益，而以往文献使用的盈余预测指标通常为分析师的一致盈余预测。本文将它细化到具体每份研究报告的每股收益预测、营收预测。这样做可以将分析师发布的每份报告在事件窗口内的超额收益与该报告的每股收益预测和营收预测对应起来，而不是用一致盈余预测这个综合了多个分析师多份研究报告的指标。同时考虑到分析师评级是基于这些盈余预测得出的结论，为了避免多重共线性问题，没有再使用分析师评级这个解释变量。

之前国内文献对于是否明星券商、是否明星分析师使用的是新财富分析师评选，但鉴于新财富分析师评选 2018 年曝出丑闻，公信力受到质疑，所以本文使用的是水晶球卖方分析师评选。

本文将股票风格这个因素引入模型，因为分析师推荐的股票风格不同，股票收益率的变动也可能不同。因此本文将全部公司分为价值型、混合型、成长型三个类型，并且发现股票风格能显著影响分析师推荐股票的累计超额收益。

1.4.2 本文的不足

本文实证结果 R^2 偏小，这与本文研究问题有关，本文研究的仅仅是分析师报告对股票收益率的影响，但实际上影响股票收益率的因素很多，包括经济周期、货币政策和财政政策、流动性、投资者行为、利率、汇率、行业和公司发展变化等等，所以仅仅分析师报告相关因素对累计超额收益的解释能力十分有限，从而导致 R^2 偏小，同类研究也都有相同情况。但最终实证结果同时表明，分析师报告对股票收益率的影响也的确存在。

2 文献综述、理论基础与研究假设

2.1 文献综述

2.1.1 分析师报告影响因素的研究

分析师是资本市场重要的信息桥梁，而分析师报告是分析师向市场传达信息的工具，过往有许多文献研究哪些因素会影响分析师的预测行为和结果。

会计准则和财务报表质量会影响分析师的预测行为和结果。如 wang 等（2012）发现会计准则的改变能够提高分析师预测精度。Bhat 等（2006）发现在控制了财务透明度和其他变量后，分析师预测的准确性与公司治理的透明度显著正相关。Pankoff 和 Virgil 等（1970）发现高标准的和会计数字信息的使用能提高分析师预测准确度。Behn 等（2008）发现认真负责的审计能够提高分析师的预测准确性。

分析师关注度和公司被关注度也会影响分析师的预测行为和结果。Clement 等（1999）发现分析师关注的公司数和行业数与预测精确性负相关，分析师工作年限和券商规模与分析师预测精确性正相关。Cheng 等（2016）发现分析师实地对上市公司进行调研或者通过个人渠道获取和挖掘的信息能够显著加强分析师研报的价值。Merkley 等（2017）针对分析师的行业研究发现，追踪某特定行业的分析师越多，竞争所产生的外流效应越强，分析师对该行业的盈利预判准确性越高。王明伟等（2017）研究发现投资者更加关注，预判乐观度变低，预判偏差变小，即投资者关注与判断乐观度显著负相关，而与分析师结论精度显著正相关；为了维护声誉，明星分析师报告和信息公开透明的标的报告受到更多关注；由于存在利益冲突，只有非承销商分析师会显著被投资者关注。

此外还有一些其它公司因素也可能影响分析师的预测行为和结果。何熙琼等（2018）注意到当企业战略不相关度越大，分析师盈余预测跟随人数变少，分析师盈余估算误差变大，分析师盈余估算值分歧变大。当公司信息公开度变高，战略差异度对分析师盈余预测误差、分析师盈余预测跟随和分析师之间分歧度的影响与环境变化度正相关。战略不相关度对分析师盈余估算误差和分析师之间分歧度的影响变强。蒋德权等（2016）研究结论表明内部资本规模越大的公司，关注的分析师人数越少、分析师预判精度越低。在控制其他因素和变换内部资本规模评判方法之后仍然显著，内部资本市场与信息透明度存在显著负向关系。此外，郑亚丽等（2008）发现分析师盈利预判精准度与公司机构

持有比例正相关;而当公司因为大亏或微盈进行盈余管理动机时,分析师预测难度增加,准确度变低。

2.1.2 分析师报告市场效应的研究

分析师报告会向资本市场传递信息,这些信息会改变市场参与者的认知和行为,进而影响整个市场。

首先,分析师能影响公司治理。Sun 和 Liu (2016) 认为,分析师作为市场参与者,能够为市场中的投资者提供信息,改善企业管理者与投资人之间的信息不对等,甚至能刺激企业改善报表营收利润,一个公司越被分析师注意,公司越注重盈余管理。冯戈坚等 (2018) 研究发现,分析师盈余预测质量与企业投资强度正相关,投资机会指标在盈余预测质量影响投资强度的过程中发挥了中介效应;在信息不对称度高、代理成本高的企业,分析师盈余预测质量对投资强度的影响更大。周兰等 (2017) 研究发现分析师关注与股权融资成本相关性为负,更多分析师的关注会使得信息变得透明,且能够降低股权融资成本。分析师的关注度越高意味着其证券市场监管功能发挥的越好,增强了管理层对权益资本成本的降低作用。戴国强等 (2017) 研究发现分析师关注度对资本花费和研发费用存在显著的正向影响,另一方面,分析关注度与并购活动并没有显著相关关系。但是分析师关注高会增加上市公司并购发生可能性,这从一定程度上也证实了分析师关注度对公司投资的促进作用。伊志宏等 (2018) 研究发现分析师的行为偏差会对企业创新产生抑制作用,分析师的乐观偏差与企业创新显著负相关;分析师乐观偏差会增加管理层职业忧虑从而抑制企业创新,而提高财务报表质量能缓解这种负相抑制。Bartov 等 (2002) 从压力机制出发,认为分析师研究会对企业经营造成压力,从而导致企业市值受损。Leon 和 Carl (2016) 认为分析师为市场提供信息,能够对股票收益产生影响,股票收益率与分析师预测分散度显著负相关,当分析师预测分散度达到一定程度后,这种负相关程度会显著降低。

分析师报告能降低风险,黄清华等 (2019) 发现分析师发布调研报告中的负面消息能够显著降低股票未来的崩盘风险,分析师的调研报告能够帮助投资人获取公司相关的负面信息,有效阻止管理层对负面信息的隐瞒能力和意愿,改善资本市场的稳定性。黄波等 (2018) 研究发现,高的分析师预测质量可以缓解债权人对风险的担忧,从而使得公司获得更低的债务融资利率,但是析师预测质量对债务利率的减少能力在审计质量和机构投资者持股高的公司中会变小。分析师预测质量能帮助债权人对贷款定价。

分析师报告能够影响股价。伊志宏等 (2019) 发现分析师报告中公司独有信息含量与股价异步性显著正相关;信息不对称问题越严重,分析师报告影响力越大时,这种相

关关系越显著；分析师报告中所含公司特质信息越多，则该分析师研究能力越强，其盈余预测也会更准确；分析师使得股价不同步的机制是，当分析师报告所含公司独有信息越多会导致更多投资者关注进而引发更大的市场反应，使得公司股价更多地反应出分析师报告所传递的特质信息。马黎珺等（2019）发现在控制了定量信息的影响之后，分析师报告中前瞻性语句的情感与报告发布后的累计超额收益显著正相关，说明分析师报告的前瞻性语句向市场传递了新的信息提示市场价值重估；这一关系在企业信息透明度较低、分析师报告质量较高以及投资者信息处理能力较强时更加显著，说明这些因素会影响文字信息作用。朱红军等（2007）得出结论：股价因为分析师收集信息而反应出更多信息，股价的同步程度会随着分析师展示的信息变多而下降，从而有效提升股票价格在资源配置中的作用，从而提高证券市场的运行效率。

2.1.3 分析师报告对股票收益率的影响研究

而本文主要研究的就是券商分析师的报告对股票收益率的影响，具体是能否在短期和中期两个事件窗口产生累计超额收益。关于这个问题，学术界争论了几十年，早期研究与近四十年有着截然相反的结论，早期关于分析师预测的研究普遍认为分析师预测不能对投资决策产生价值，即分析师预测并不能为投资者带来累计超额收益，偶尔的正确不过是随机事件。Carlers 等（1933），Diefenbach 等（1972）、Logue 和 Tuttle（1973）都发现分析师推荐不能使投资者战胜市场。Womack 等（1996）研究发现样本本身的偏差和数据的缺失性常常会降低分析师推荐对累计超额收益存在的解释力。

而近四十年，随着证券市场数据库的完善和分析师报告数量的增加，陆续开始有研究发现分析师研究对投资决策的价值。Stickel（1985）发现当证券评级公司“价值线公司”修改对某股票的评级时会产生显著的公告效应，据此他认为价值线公司具有未被股价反应的信息，而当价值线公司将这些信息披露在评级里时，市场会用三天的时间来吸收价值线公司的私有信息，评级修改三天内股票收益率最大波动 2.44 %。Lloyd-Davies 和 canes（1978），Liu, Smith 和 Syed（1990）发现“heart on the street”版面分析师推的公司在上报当天产生平均为正的收益。Barber 和 Loeffler（1993）发现短期内股票在推介后能在公告后的 2 日内产生 4 个点的异常收益且会在公告后的二十五天内反向变化。

不同国家和地区的学者都针对本地区数据检验了分析师研究能否产生累计超额收益。Dawson（1982）通过香港的股市数据证实分析师推出的股票能够战胜市场取得超额报酬。Finn（1983）对澳洲本土的股票市场分析师的能力作了实证检验，同样发现了分析师报告中的股票能够显著跑赢市场。Dimson 和 Mardsh（1984）通过英国证券市场的实证数据证明了分析师报告推荐股票收益的预测部分与实际部分存在显著关联性。而

Stickle (1995) 发现分析师研报在短期和长期内都能带来显著地异常回报。

近年来,国内学者对分析师进行了大量成果显著的研究,林翔(2000)发现股票咨询机构推荐公司能够不断产生大于零的累计超额收益,推荐公开后会反向变化产生显著为负的累计超额收益。丁亮和孙慧(2001)为分析师研究的价格压力假说寻到了支撑,他们发现中国大量存在的非理性交易者使得分析师研究报告短期内存在异常收益波动,但分析师推荐累计超额收益不具有永久性,信息假说不成立。方军雄等(2018)发现证券市场同类相似信息越多,投资者对分析师报告的当期反馈变小,也就是说短时间内累计超额收益越小,而延迟反应变得强烈,延迟累计超额收益率越大,这意味着同类信息的会使得投资者对分析师报告的关注能力下降,从而引起了股价短期变化不足,收益率需延迟才能正常。张然等(2017)发现分析师报告中的预测和评级调整信息非常具有价值,且投资者尚未发现具有价值的信息含量。根据分析师报告的修正信息构建套利组合,能够获得月均显著为正的累计超额收益。张宗新等(2016)发现将声誉因素固定不变后,分析师直接通过信息影响市场;忽略基本面信息的情况下,明星分析师对市场影响更大;对于市场环境,信息不对称程度与信息 and 名声两种渠道作用显著正相关;机构持仓只增强了信息渠道作用而对高名声渠道没有作用;信息渠道既能通过多头又能通过空头盈利,而名声渠道的作用则只能通过做空赚取价值。张宗新(2019)等研究发现分析师异常关注度越高,股票将来就能够获得显著为正的累计超额收益率;即投资者能够依据分析师异常关注的信息传递效应获得投资价值。投资者在投资过程中选股时可以将分析师异常关注指标作为一个参考。此外,明星分析师超额累计收益率与分析师异常关注指标之间的正相关关系在短、长期两个时间区间内均不显著,而非明星分析师的超额累计收益率与分析师异常关注指标之间则在短、长期维持了显著的正相关关系。可见新财富分析师评选在识别分析师专业能力方面似乎并不具备有效性。罗衍等(2016)研究发现,分析师公司研究报告与个股推荐报告均会对股票价格大幅波动后的收益率产生影响而且个股推荐报告的影响低于公司研究报告。这两种分析师报告能够一定程度上通过一定渠道分别独立影响股票价格大幅波动后的股票收益;当分析师报告的评级支持价格大幅波动的方向时,对股票价格大幅波动后收益产生额外影响,当分析师报告评级不支持这种股票价格大幅波动方向或给与中性评级时,分析师报告对股票价格大幅波动后收益不产生额外影响。郭艳红等(2016)研究发现虽然中国证券市场处于非成熟阶段,但从证券市场表现结果分析,分析师报告的股票评级能产生显著为正的累计超额收益,分析师报告对股票评价越好,股票越能战胜市场,分析师在证券市场中充当着重要的信息媒介,其发布报告的股票评级值得投资者参考;分析师报告股票评级发布行为与市态之间存在相关性,不同市场状态下,影响分析师报告评级发布行为的因素会存在这很大不同,市场参与者在理解分析师这个信息中介角色时,应该留意市场环境这个客观因素对分析

师报告评级预测价值的影响。乐观评级在熊市中的累计超额收益显著高于牛市环境下的累计超额收益；悲观评级在熊市中的短期累计超额收益显著高于牛市阶段，中长期则能产生显著的预测价值。而不同市场环境下分析师报告中性评级没有显著差异。而朱宝宪等（2001）以二十世纪末某报纸的一个栏目的股票推荐建议为样本，发现高刊物推荐的股票组合能战胜市场，在短期内投资建议收益率能够超越市场是基金的表现，而中期推荐组合收益率则低于市场。王宇熹（2006）通过对某券商研究所 2000 年 7 月至 2004 年 7 月股票评级报告实证检验发现，券商出具“买入评级”的股票在未来三个月内跑赢市场，券商出具“卖出评级”的股票在未来三个月内跑输市场，而券商出具“中性评级”的股票未来收益基本和市场整体收益率持平，实证证明了分析师报告具有投资参考价值。方军熊（2007）则发现分析师报告推荐股票收益率显著高于随机游走模型。黄欢等（2011）发现，从 2005 年起分析师报告预测质量逐渐提高，更好地反映了市场预期。王宇熹等（2012）通过实证发现上榜“新财富”上榜次数越多，报告中的股票能在短时间里更多的跑赢市场。而汪弘等（2013）发现分析师研究能在短期和长期事件窗口产生累计超额收益，且明星券商推荐股票能产生显著为正的超额，但这种累计超额收益仅仅体现在短期。

国内也有学者反对以上观点，并通过实证发现分析师预测不能相对市场产生累计超额收益。宋军和吴冲锋（2003）根据股票评论家的短期预测构建投资组合，发现组合收益率和大盘收益率显著负相关。黄宇虹（2013）研究了分析师报告的许多不同调整和预测变量对股价的影响，发现收益预测调整和评级调整并不能显著影响股票收益率。宋玉臣和李可（2004）通过统计二十世纪最初三年“央视看盘”版面中提供的多家知名券商预测结果发现中国专业投资人不具有短期预测能力。徐丽萍等（2008）通过《上海证券报》“本周股评家最为看好的股票”栏目的历史数据进行了异常收益率与成交量相关关系的研究，发现分析师报告推荐股票的收益率受市场行情影响大，而分析师报告荐股对市场成交量和价格的影响不大且仅仅存在于短期。郭杰，洪洁瑛（2009）分析统计了 2005 年至 2007 年 5522 份分析师关于上市公司盈余状况的预测报告，发现整体来说这些报告的预测是无效的。刘少波，彭绣梅（2012）发现分析师预测精度在 2003 年至 2009 年间显著下降。

2.1.4 文献述评

关于分析师的研究起源很早，从 20 世纪 30 年代就已经开始出现。这些文献主要从两个方面研究分析师报告，一方面是研究有哪些因素会影响分析师的预测行为和结果，另一方面是研究分析师报告会产生哪些市场效应。本文研究的是分析师报告对股票收益率的影响，属于市场效应的一种，以往国内外都有这方面的研究，但结论并不一致，早

期的研究普遍认为分析师报告并不能对股票收益率产生显著影响,即分析师报告推荐股票并不能产生显著地累计超额收益,分析师报告偶尔的正确只是因为运气好。而近些年,随着数据库的完善,陆陆续续有各个国家和地区的实证研究开始发现分析师报告推荐股票能够产生显著的累计超额收益。此类研究的关键是累计超额收益的定义,这些研究定义累计超额收益的方法主要分为三类:CAPM 模型法、多因子模型法和相对指数法,本文使用了新的方法,将所有股票按流通市值十等分、估值十等分,两个维度交叉分为 100 个参照组,比较分析师推荐股票与所在参照组在事件窗口期累积收益率的差额作为累计超额收益。此外,本文进一步研究了是哪些因素影响分析师报告推荐股票的短期累计超额收益率和中期累计超额收益率,这些解释变量相对以往的研究有许多创新。

2.2 理论基础

2.2.1 有效市场假说

尤金·法玛于二十世纪七十年代初期创造性地提出了有效市场假说,有效市场假说有一个被广为质疑的理论假设,即认为市场中的投资人是充分理性的也就是说这些投资人可以对所有市场信息立马作出准确恰当的反应。该理论认为,在法制完备、功能良好、竞争充分且透明的完美股票市场,股价能够及时、正确且恰当反映包含企业当前和未来的价值的所有的信息,在没有市场操纵的情况下,市场中的参与者通过分析历史价格走势战胜市场赚取累计超额收益的可能性为零。这个理论最早的起源来自于一个法国数学大师,这位大师正是通过统计方法实证分析公司股票收益率,发现公司股票收益率无论如何波动,最终结果的期望值都是 0。

有效市场假说将市场按有效程度的高低定义了三个不同类型的市场,最高有效程度的被称为强势有效市场,中等有效程度的被称为半强势有效市场,最低有效程度的被称为弱势有效市场。弱有效市场认为股价变动符合随机游走模型,也就是说股价变动充满了随机性没有任何规律可言。因此,对弱有效市场检验的学术研究主要是通过股价时间序列的相关性检验来完成。这种研究又可分为相对强度检验方法、时间序列的自相关检验法、过滤法则检验和操作检验等不同类型的检验方法。对半强型有效市场的检验重点则是放在公开市场引起市场反应的时间效率的研究,即研究股票价格对公司最新公布各种消息,例如:盈余信息、股利分配政策等等不同公开可得信息的变化反应速率。其往往通过“事件研究”来实证检验,过往文献通过统计学的方法研究某一特定市场事件发布前后的股票价格表现,研究股价在什么时候对该事件做出反应及做出何种反应,从而确定股票价格对公开信息产生的变化是否与半强势有效假设一致,如果股票价格在

事件出现以后迅速调整并达到均衡状态,从而使得任何投资者根据该事件无法获得超额利润,则表明对应的市场是半强势有效的;相反,对应的市场失效。对强式有效市场的检验目前学术界尚无比较成熟的、规范的方法,这方面的研究主要集中在观察那些专业投资者或内幕人员等等具有特定有价值的内幕信息的交易者,他们依赖于普通投资者不知道的内幕消息进行交易,统计这部分内幕交易者能否斩获累计超额收益。而在具体实证时内幕人士交易数据获取十分困难,所以实证时一般采取的做法是对专业投资人的赚取的收益进行检验,检验专业投资者在未拥有内幕消息的情况下,是否可以依靠其在技术分析和基本面分析上的专业知识和技能赚取累计超额收益,另外一种方法是检验投资咨询组织提供的投资参考的效果,即检验根据这些专业机构提供的参考信息进行交易,获得的收益是否可以超过不使用其参考信息的策略。

如果资本市场符合强势有效特征,股票价格精确反应了所有的信息(公开和非公开),则分析师报告提供信息不能产生累计超额收益。如果市场是半强势有效市场,证券分析师利用已经公开的交易所、证监会公告和上市公司财务报表信息写出的报告不能产生累计超额收益,但是利用自有渠道获得的内幕信息写出的报告能产生累计超额收益。如果市场是弱势有效市场,则证券分析师报告中的公开信息和非公开信息都可以产生累计超额收益。因此,研究我国证券市场的有效程度是研究分析师报告推荐股票能否产生累计超额收益的基础,反之,研究分析师报告推荐股票能否产生累计超额收益能检验我国证券市场的有效程度。

大多数国内学者认为我国证券市场仍未达到半强势有效,但学术界已有很多研究认为我国已达到弱势有效市场。目前国内学者很多是从我国股票市场是否服从随机游走过程的角度来验证证券市场的弱势有效性。

2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论相对传统的新古典经济学有着重大的差别。

新古典经济学的两大理论基石是“理性的经济人”假设和“完备信息”假设。在这个两个过于理想的假设下,任何经济行为的结果都是确定的。但是,现实的制度条件下进行投资实践发现,信息在不同参与者中是既不均匀也不对称的,而且参与者的信息本身就是不充分的,进行同一经济行为的不同参与者所掌握的信息是不完全一致的。这种状况会降低市场运行效率并使得市场出现失灵现象。不对称信息经济学以此为基础产生和发展。不对称信息经济学主要研究课题便是不对称信息条件下投资人的行为和这个情况下市场的均衡状态的经济学学科。所有由于市场参与者获得信息不充分和市场信息分布对称所导致的不确定和市场参与者在此环境下的经济行为都属于不对称信息经济学研究的范畴。“逆向选择”问题研究和“道德风险”问题研究就是信息不对称理论

研究的两大基本课题。

证券市场信息是严重不对称的,相比较而言,企业高管天然是信息的优势方,掌握着公司所有的经营和财务信息。而投资者作为信息的劣势方,只能靠公开信息和其它渠道去了解信息。获取信息成本高且信息不全。此外,证券市场的信息丰富程度远远超过了个人能够掌握的程度,每个主体都只掌握部分信息且每个主体掌握的信息有显著差异。这些因素使得证券市场信息不对称问题无法回避。而多数国内学者的研究表明,造成过去证券市场剧烈波动的原因之一便是信息不对称。

我国证券市场个人投资者占主导地位,而个人投资者在金融知识和获取信息能力方面存在劣势,所以信息不对称现象十分严重,因此分析师这个信息中介对市场至关重要,分析师具有雄厚的专业知识和畅通的信息获取渠道,能有效缓解信息不对称问题。

信息假说为分析师报告推荐股票的累计超额收益提供了解释,信息假说认为信息不对称在市场中是真实存在的,而分析师通过自己的专业能力和信息获取渠道充当了信息中介,分析师的报告能够向市场揭示新的信息,这些新的信息会提示市场对股票价格进行重估,因此,根据信息假说,分析师报告推荐股票的累计超额收益会表现出持续性,这部分累计超额收益反映了分析师报告新信息的价值。本文针对此做了中期事件窗口累计超额收益的实证检验。

2.2.3 行为金融理论

行为金融学目前是金融领域最热门的学科,行为金融理论是在创造性地挑战和质疑现代金融理论的过程中慢慢建立起来的,现代金融学的两大基石理论资本资产定价模型(CAPM)和有效市场假说(EMH)便是被重点挑战的对象。这两大理论都是建立在“理性经济人”假设的基础之上,没有从实际出发考虑投资者决策行为。由于“理性经济人”假设与投资者的实际决策行为存在偏差,所以导致模型很难解释金融市场很多实际运行过程中的异象,行为金融学理论由此诞生。

行为金融理论解释市场行为时是从人出发的,详尽分析了市场中不同当事人的心理和行为的作用,启发人们从另一个角度理解我们所处的金融市场。行为金融理论将心理学对人的行为偏误研究应用于金融市场分析,在考虑投资者决策和行为对市场的影响时是从人的实际心理为出发的。它充分考虑了投资者决策心理的多样性,在研究投资者行为时,充分考虑投资者实际决策心理和投资行为而非理论假设的决策心理和投资行为,这样使得行为金融理论更加符合实际。而现代金融理论假设投资者能做出最优决策,认为最优决策模型就是实际投资决策模型,并以此决定股价变化。因而,行为金融的研究意义十分重大。

我国的行为金融学研究始于二十世纪末,研究大部分集中于证券市场交易行为,如今这些研究也早已多如繁星。国内学者的研究也表明我国证券市场参与者存在着各种认知和行为偏差,导致我国股市存在日历效应、羊群效应、动量效应等等不同的异常。

而分析师报告是市场重要的信息获得通道之一,受很多市场参与者的关注,影响着市场参与者的心理和行为,当分析师报告向市场传达乐观的信息时,会导致市场参与者产生乐观的心理和行为的变化,当分析师报告向市场传达悲观的信息时,会导致市场参与者产生悲观的心理和行为的变化。此外,分析师本身的心理也会在市场环境作用而产生变化,好的市场环境会使分析师心理变得乐观,坏的市场环境会使分析师心理变得悲观,这些因素都影响着分析师报告推介股票能否战胜市场赚取累计超额收益。

市场中有部分投资人跟随分析师的推荐行动,因此分析师推荐股票的累计超额收益来自于这部分噪音交易者临时的购买压力,这种购买压力使得分析师推荐股票在短期上涨,从而战胜市场制造出累计超额收益,这种累计超额收益具有短暂性。本文针对此做了短期事件窗口累计超额收益的实证检验。

2.3 研究假设

2.3.1 分析师报告相关因素与累计超额收益

基于信息不对称理论分析,公司管理层和投资者之间存在显著的信息不对称,管理层是信息的优势方,掌握着公司所有的经营和财务信息,而投资者是信息的劣势方,获取信息难且不全,而分析师在两者之间充当了信息中介,分析师报告能向市场传递信息,这些信息提示市场对股票进行价值重估从而产生累计超额收益。基于行为金融理论分析,投资者并非完全理性的,会有部分噪音交易者追随分析师报告买入股票,带来短期的购买压力,从而产生短期累计超额收益。由此有本文第一个假设:

H1: 分析师报告相关变量能够使得推荐股票产生显著的累计超额收益。

而分析师报告相关变量又可以分为评级调整,盈利预测,是否明星券商和明星分析师。

评级调整较直观,投资者能够迅速地看懂,部分噪音交易者迅速根据分析师报告的评级调整采取行动,带来短期的交易压力,进而能够影响股票的短期累计超额收益。由此有假设:

H1a: 乐观的评级调整,能够给所推荐股票带来显著为正的短期累计超额收益率。

盈余预测包含基本面信息,这些来自分析师报告的新的信息提示市场对股票价值进行重估,在我国市场未达到半强势有效情况下,这些信息反映到股价需要一段时间,所以盈余预测可能会影响中期事件窗口的累计超额收益。因此有假设:

H1b: 乐观的盈余预测能够给所推荐股票带来显著为正的中期累计超额收益率。

明星券商和明星分析师是市场中机构投资人投票决定的,且明星券商和明星分析师的派点和分仓收入也都来自机构交易席位佣金,所以明星券商、明星分析师有更大可能在研究报告发布之前将信息透露给机构投资者,甚至通过研究报告为机构投资者重仓股站台,从而导致其报告产生的中期累计超额收益变低。因此有假设:

H1c: 明星券商、明星分析师相对非明星券商、非明星分析师产生显著较低的中期累计超额收益。

2.3.2 市场环境因素与累计超额收益

分析师报告是通过向市场传递新的信息,进而影响投资者认知和行为从而影响股票收益率的。那么市场环境不同,则市场对分析师报告的反应也会不同,从而导致分析师报告推荐股票的累计超额收益也会不同。那么市场信息不对称度、牛熊环境等市场环境因素也可能影响分析师报告推荐股票的累计超额收益,因此本文第二个假设:

H2: 信息不对称度、牛熊环境等市场环境因素会显著影响分析师报告的累计超额收益。

在牛市时,证券市场有更多的参与者,新的信息获得更多的关注,有更多的资金会追随分析师报告买入。因此有假设:

H2a: 牛市环境下,分析师报告能产生更高的累计超额收益。

市场本身的信息不对称程度也会对分析师报告的累计超额收益有影响,市场信息不对称度越低,分析师报告所含的不为市场所知的信息越少,能带来的累计超额收益越低。因此有假设:

H2b: 市场信息不对称度越低,分析师报告产生的累计超额收益越低。

2.3.3 股票风格因素与累计超额收益

分析师推荐的不同风格的股票有不同的特质,因此这些股票的收益率对分析师报告发布这个事件的反应可能会不同。因此股票本身风格也可能会影响分析师报告的累计超额收益,如果分析师推荐股票是价值股,由于该股票本身具有优质低估的特点,市场越可能根据分析师报告提供的新的信息对该股票进行价值重估。因此有假设:

H3: 分析师报告推荐的价值风格股票能在中期产生更高的累计超额收益。

3 实证研究

3.1 研究设计

3.1.1 样本选择和数据来源

为了研究分析师报告对股票收益率的影响,且兼顾考察分析师报告在牛市和熊市中的表现,本文选取距今最近的一轮完整的牛熊周期,以2014年5月30日至2016年1月28日券商分析师对中国A股出具的研究报告为样本。按照股指走势图,选取这轮牛熊周期中股指收盘最高点创造日2015年6月12日为分割点,将2014年5月30日至2015年6月12日定义为牛市样本区间,将2015年6月13日至2016年1月28日定义为熊市样本区间。此外,在稳健性检验中本文选用了新的时间样本进行稳健性检验。

同时根据以下原则剔除:(1)缺少每股收益预测的研究报告。(2)缺少营收预测的研究报告。(3)缺少评级的研究报告。(4)评级标准不合规范的研究报告。(5)连续停牌时间过长的研究报告。(6)研报发布日上年末没上市股票的研究报告。(7)控制变量缺失的研究报告。

分析师报告、盈余预测数据、评级调整数据来自WIND机构预测数据库,初始15392份研究报告,按上面标准删除后剩下最终剩下9711份研究报告的有效样本。信息不对称数据(机构持股比例、上市时间)和股票风格数据来自东方财富choice数据库,收益率数据来自优矿数据平台。明星分析师数据来自《证券市场周刊》的卖方分析师水晶球奖评选中各个行业分析师排名,明星券商数据来自《证券市场周刊》的卖方分析师水晶球奖评选的最具影响力研究机构。

3.1.2 主要变量和计量方法

(1) 事件窗口和累计超额收益

本文使用的是事件研究法,Mackinlay(1997)指出,对证券市场使用事件研究法时,要注意信息泄露的问题,在事件发生前,消息很可能已经泄露,所以事件研究法的事件窗口通常会在事件发生日及前后都有交易日。

本文在事件窗口时间长度选择上借鉴了方军雄(2018)的研究,选取事件发生前后各1个交易日定义为短期事件窗口 $CAR_{[-1,1]}$ (总共3个交易日),短期事件窗口的累计超额收益体现分析师报告对市场的影响力。选取事件发生前2个交易日至后21个交易日

定义为中期事件窗口 $CAR_{[-2,21]}$ （总共 24 个交易日），中期事件窗口的累计超额收益体现了分析师报告向市场传递的信息的价值。在稳健性检验中还将使用事件前后各 2 个交易日（总共 5 个交易日）和各 15 个交易日（总共 31 个交易日）作为事件窗口。

本文将累计超额收益率定义为分析师推荐股票与同等规模和估值的参照组股票的累计收益率的差值，处理时本文将所有股票（研报发布日前一年年末）按流通市值和 PB 十等分，共分成 100 个组，作为参照组。使用分析师报告报推荐股票在事件窗口期的累计收益减去推荐股票所在参照组的累计收益作为被解释变量累计超额收益 $CAR_{[-t_1,t_2]}$ 。

以 3 个交易日短期事件窗口为例：

$$CAR_{[-1,1]}^i = \prod_{t=-1}^1 (1+r_t^i) - \prod_{t=-1}^1 (1+r_t^{size}) \quad (3.1)$$

其中 r_t^i 表示分析师报告的 i 公司股票在 t 日的收益率， r_t^{size} 表示 i 公司所在参照组 t 日的平均收益率。

(2) 分析师报告相关变量

本文考虑的分析师报告相关变量主要包括盈余预测、评级调整和分析师评选。

关于盈余预测的量化，本文使用了两个虚拟变量：分析师营收预测（Revenue）和每股收益预测（EPS）。如果分析师报告预测当年营收增长（分析师报告预测的今年营收相对去年营收增长），代表着乐观的营收预测，对应虚拟变量取值为 1，如果分析师报告预测当年营收减少，代表着悲观的营收预测，则对应虚拟变量为-1，否则对应虚拟变量取值为 0。如果分析师报告预测当年每股净利润增长，代表着乐观的每股收益预测，则对应虚拟变量取值为 1，预测当年每股净利润减少，代表着悲观的每股收益预测，则对应虚拟变量为-1，否则对应虚拟变量取值为 0。此外，使用了分析师评级调整变量。如果分析师报告上调评级，代表着乐观的评级调整，则对应虚拟变量取值为 1，如果分析师报告下调评级，则对应虚拟变量取值为-1，否则对应虚拟变量取值为 0。

而以往国内文献都用《新财富》对分析师的投票结果作为分析师评比数据，如汪弘等（2013）。但由于最近《新财富》出现丑闻，所以本文选用“水晶球卖方分析师”投票结果作为分析师比较数据。“水晶球奖卖方分析师评选”是国内最被关注的分析师评比数据之一，由《证券市场周刊》主办，目的是用于考核分析师研究能力的顶级行业内部评比活动。评比时严格做到“公开、公平、公正”，使用全球最普遍的的评比方法——组织证券分析的买方，即机构投资公司（包括公募、保险、外资等）中掌管投资事务的基金经理和投研总监参与给出选票，通过公正的方法记录和统计买方的评价，具体权重会因为投票人的业绩和管理资产规模而不同，最终完成对证券公司和分析师能力给出客观排名。评选时使用了可信度世界顶级的普华永道担任水晶球榜单的独立审计机构。本文设置明星券商、明星分析师虚拟变量 star_analysts、star_broker，如果分析师在研报发布日上年评选曾经入选最佳分析师，则虚拟变量 star_analysts 取值为 1，

如果分析师在研报发布人上年评选未入选最佳分析师,则虚拟变量 $star_analysts$ 取值为 0。如果券商在研报发布日上年评选曾在新财富评选中上榜,则虚拟变量 $star_broker$ 取值为 1。如果券商在研报发布上年评选曾上榜,则虚拟变量 $star_broker$ 取值为 0。

(3) 市场环境相关变量

本文考虑的其他相关变量主要包括市场牛熊环境、市场信息不对称度和股票风格。

本文将用虚拟变量 Market 赋值代表不同的市场环境,对于牛市,虚拟变量取值为 1,对于熊市,虚拟变量取值为 0。为了检验不同市场状态下分析师研究报告的表现是否有差异,本文根据股市走势图选择最近的一轮牛熊周期,其中 2015 年 6 月 12 日创造了这轮周期股指最高点。在这轮周期里选择不同的样本区间代表不同市场状态,其中样本一:2014 年 5 月 31 日至 2015 年 6 月 12 日为选定的牛市(证券市场价格大幅上涨)。此外,样本二:2015 年 6 月 13 日至 2016 年 1 月 28 日为选定的熊市(证券市场价格大幅下跌)。

关于信息不对称度的量化本文借鉴杨之曙等(2004)、Miller 等(2000)的方法,使用上市公司会影响信息不对称的特征指标作为信息不对称变量。如上市时间长度 $Listdur$ 、机构持股比例 $Instown$ 将样本内所有公司按这两个特征指标由大到小排序,以中位数为临界点,大于临界点数值的赋值为 1,小于临界点数值的赋值为 0。

上市时间长的公司会有更多可查的历史信息,市场对公司有更详细的了解,信息不对称度相对较低。

机构投资者作为市场的专业投资者,拥有更多的信息获取和信息分析能力。(Hand, 1990; Bartov 等, 2000)发现机构持股比例越高,公司的信息不对称程度越低。崔学刚等(2004)发现,公司主要股东中,机构持有股份比例增大会使得公司信息对外界的透明度增加。Miller 等(2000)发现机构持股比例高的越高,公司披露信息越多。

(4) 股票风格变量

股票风格使用东方财富 Choice 统计数据,分为三类,价值型、混合型、成长性,价值型股票的变量 $Style$ 赋值为 1,混合型股票变量的 $Style$ 赋值为 0,混合型股票的变量 $Style$ 赋值为-1。

(5) 控制变量

本文还控制公司其他因素对累计超额收益的影响。包括加权净资产收益率 ROE 和资产负债率 $Debt_asset$ 和流通市值 $Size$ 。

根据研究假设,为了检验假设 H1 本文采用如下基础回归模型检验分析师报告相关变量对收益率的影响,基础回归模型一:

$$CAR_{[-t_1, t_2]} = \beta_0 + \beta_1 Revenue + \beta_2 EPS + \beta_3 Rating_change + \beta_4 Star_analysts + \beta_5 Star_broker + \beta_6 ROE + \beta_7 Debt_asset + \beta_8 Size + \varepsilon \quad (3.2)$$

根据研究假设,为了检验假设 H2,本文采用如下基础回归模型检验市场环境相关变量对收益率的影响,基础回归模型二:

$$CAR_{[-t_1,t_2]} = \beta_0 + \beta_1 Market + \beta_2 Listdur + \beta_3 Instown + \beta_4 ROE + \beta_5 Debt_asset + \beta_6 Size + \varepsilon \quad (3.3)$$

根据研究假设,为了检验假设 H3,本文采用如下基础回归模型检验分析师推荐股票风格对收益率的影响,基础回归模型三:

$$CAR_{[-t_1,t_2]} = \beta_0 + \beta_1 Style + \beta_2 ROE + \beta_3 Debt_asset + \beta_4 Size + \varepsilon \quad (3.4)$$

由于本文要检验不同事件窗口下不同因素对股票收益率的影响,本文基于上面两个基础回归模型衍生出 16 个不同的回归模型。具体变量定义表格汇总如下:

表 3.1 变量的定义

变量	简写	定义
累计超额收益率	$CAR_{[-t_1, t_2]}$	分析师报告推荐股票相对所在参照组在事件窗口期 $(-t_1, t_2)$ 的累计收益率差值。
营收预测	Revenue	分析师报告预测当年营收相对上年的变化比率, 预测增长赋值为 1, 预测不变赋值为 0, 预测减少赋值为 -1。
每股收益预测	EPS	分析师报告预测当年每股收益相对上年的变化比率, 预测增长赋值为 1, 预测不变赋值为 0, 预测减少赋值为 -1。
评级调整	Rating_change	分析师报告的评级调整, 上调评级赋值为 1, 评级不变和首次评级赋值为 0, 下调评级赋值为 -1。
明星分析师	Star_analysts	分析师上年度是否入选《水晶球》卖方分析师评选榜单, 入选赋值为 1, 没入选赋值为 0。
明星券商	Star_broker	券商上年度是否入选《水晶球》最具影响力研究机构榜单, 入选赋值为 1, 未入选赋值为 0。
市场牛熊环境	Market	分析师报告在牛市样本中变量定义为 1, 在熊市样本中变量定义为 0。
上市天数	Listdur	分析师报告发布年度上年末推荐股票的上市天数, 当上市天数大于中位数时变量定义为 1, 小于中位数变量定义为 0。
机构持股比例	Instown	分析师报告发布年度上年末机构持股比例, 当持股比例大于中位数时取值为 1, 小于中位数时取值为 0。
股票风格	Style	分析师报告发布年度上年末股票风格数据, 价值型股票风格赋值为 1, 混合型股票风格赋值为 0, 成长型股票风格赋值为 -1。
加权净资产收益率	ROE	分析师报告发布年度上年末公司加权净资产收益率。
资产负债率	Debt_asset	分析师报告发布年度上年末公司负债与资产的比率。
流通市值	Size	分析师报告发布年度上年末公司流通市值

3.2 描述性统计分析

为了检查样本的总体特征，在具体回归前本文做了如下描述性统计，并得出了如下的分析结果。

表 3.2 部分变量描述性统计								
	指标	平均	中位数	标准差	方差	峰度	偏度	观测数
短期事件窗口累计超额收益	牛市样本	1.58	1.28	4.51	20.39	3.59	0.83	5568
	熊市样本	-0.47	-0.36	7.91	62.61	0.37	-0.14	4143
	总样本	0.71	0.87	6.28	39.42	2.00	-0.20	9711
中期事件窗口累计超额收益	牛市样本	11.52	7.97	22.76	518.06	18.65	2.58	5568
	熊市样本	-2.25	-3.37	23.35	545.34	5.66	1.16	4143
	总样本	5.64	4.48	24.00	576.03	11.44	1.69	9711
机构持股比例	牛市样本	43.43	45.7	24.65	607.63	-1.02	-0.08	5568
	熊市样本	42.10	43.50	23.98	575.23	-1.02	0.00	4143
	总样本	42.86	44.83	24.38	594.18	-1.02	-0.04	9711
上市天数	总样本	2203.7	1669	1516.3	2000000	-1.06	0.55	9711

从表 3.2 的短期事件窗口平均累计超额收益率来看，总样本的短期事件窗口平均累计超额收益为正，其中牛市短期事件窗口平均累计超额收益率为 1.58%，熊市短期事件窗口平均累计超额收益为-0.47%，且牛市累计超额收益绝对值远大于熊市累计超额收益绝对值。在波动幅度上，熊市短期事件窗口累计超额收益波动幅度远大于牛市短期事件窗口累计超额收益波动幅度。熊市时股票累计超额收益标准差达到 7.91。总体样本峰度为 2，相对正态分布来说是尖峰，而其中牛市样本峰度 3.59，为尖峰，熊市样本峰度 0.37，为尖峰。总体样本偏度为-0.20，向左偏斜。牛市样本偏度 0.83，向右偏斜，熊市样本偏度-0.14，向左偏斜。

从表 3.2 的中期事件窗口平均累计超额收益率来看，总样本的中期事件窗口平均累计超额收益为正，其中牛市样本中期事件窗口平均累计超额收益率为 11.52%，熊市样本中期事件窗口平均累计超额收益为-2.25%，总样本中期事件窗口平均累计超额收益为 5.64%。在波动幅度上，熊市中期事件窗口累计超额收益率波动大于牛市中期事件窗口

累计超额收益率波动幅度。熊市时，股票累计超额收益率标准差达到了 23.35。总样本峰度 11.44，相对正态分布为尖峰，其中牛市样本峰度 18.65，为尖峰，熊市样本峰度 5.66，为尖峰。总样本、牛市样本、熊市样本偏度皆为正，都是右偏。

从表 3.2 的机构持股比例数据可以看出，总样本的机构持股比例平均值为 42.86%，且机构持股比例在牛市、熊市并没有太大差距。分析师报告推荐股票机构持股比例波动性较大，不同股票机构持股差距大。总体样本峰度峰度-1.02，为平峰，偏度-0.04，略微左偏。

从表 3.2 上市天数数据可以看出，总样本的平均上市天数 2203.69 天，中位数 1669 天，即分析师推荐股票平均上市时间为 6 年左右，且上市时间波动范围较大。上市天数数据峰度-1.06，为平峰，偏度 0.55，右偏。

表 3.3 盈余预测数据描述性统计

营收预测数据			每股收益预测数据			
指标	牛市样本	熊市样本	总样本	牛市样本	熊市样本	总样本
预增数	5086	3629	8715	4286	2794	7080
量	(91.34%)	(87.59%)	(89.74%)	(76.97%)	(67.44%)	(72.91%)
预减数	482	514	996	1281	1343	2624
量	(8.66%)	(12.41%)	(10.26%)	(23.01%)	(32.42%)	(27.02%)
不变数	0	0	0	1	6	7
量	(0.00%)	(0.00%)	(0.00%)	(0.02%)	(0.14%)	(0.07%)
平均	0.4	2.48	1.29	60.59	49.4	55.82
中位数	0.2	0.19	0.2	22.92	19.63	21.55
标准差	4.75	68.83	45.11	485.57	695.67	584.5
方差	22.6	4738.18	2035.18	235773.44	483950.32	341644.75
峰度	4354.32	1330.74	3084.3	3352.37	572.90	1405.46
偏度	63.01	36.21	54.97	50.91	12.06	25.39
最小值	-1	-0.69	-1	-5444.83	-11712.90	-11712.90
最大值	333.71	2656.64	2656.64	31951.85	24914.81	31951.85
观测数	5568	4143	9711	5568	4143	9711

从表 3.3 的分析师报告营收预测来看，分析师预测有明显的乐观倾向，总样本中预测营收增长的占比 89.74%，预测营收减少的占 10.26%，预测营收增长的报告远超预测营收减少的报告。且分析师情绪也受市场牛熊环境影响，在牛市中，分析师更乐观，预

测营收增长的占比高达 91.34%，而熊市中，分析师情绪相较牛市没有那么乐观，预测营收增长的占比 87.59%，仍存在乐观倾向。营收预测样本的峰度和偏度都很大，尖峰，右偏。

从表 3.3 的分析师报告每股收益预测数据也可以看出，分析师预测数据有明显的乐观倾向，总样本中分析师每股收益预测增长比例达到 72.91%，远超每股收益预测减少比例 27.02%。此外，分析师情绪也受市场牛熊环境影响，分析师在牛市时更乐观，在牛市时预测每股收益增长比例达到 76.97%，高于熊市的 67.44%。每股收益预测的峰度和偏度都是非常大的正数，表现出尖峰、右偏特征。此外，在熊市时，每股收益预测波动幅度大于牛市时每股收益预测波动幅度。

表 3.4 评级调整数据

指标	牛市样本	熊市样本	总样本
上调数量	157（2.82%）	115（2.78%）	272（2.80%）
下调数量	126（2.26%）	94（2.27%）	220（2.27%）
首次和维持数量	5285（94.92%）	3934（94.95%）	9219（94.93%）
观测数	5568	4143	9711

从表 3.4 可以看出，分析师报告评级调整比例较小，分别有 2.80%的上调评级比例，2.27%的下调评级比例，上调评级比例略高于下调评级比例，且评级调整比例受牛熊环境影响较小。

表 3.5 股票风格数据

指标	牛市样本	熊市样本	总样本
价值型	1294（23.24%）	968（23.36%）	2262（23.29%）
混合型	1713（30.77%）	1237（29.86%）	2950（30.38%）
成长型	2561（45.99%）	1938（46.78%）	4499（46.33%）
观测数	5568	4143	9711

从表 3.5 可以看出，分析师报告推荐股票偏向成长型较多，总样本中成长型风格股票占比 46.33%，混合型风格占比 30.38%，价值型风格占比 23.29%，说明分析师推荐时较激进，分析师更愿意寻找和推荐未来可能高成长的股票，且这个风格受牛熊环境影响很小，风格较稳定。

3.3 变量的相关性分析

为了检验自相关问题，本文对解释变量和控制变量做了相关性分析：

表 3.6 变量间相关系数矩阵

	Revenue	EPS	Rating_change	Star_analysts	Star_broker	Market
Revenue	1					
EPS	0.2701**	1				
Rating_change	0.0201*	0.0362*	1			
Star_analysts	-0.0020	0.0029	0.0020	1		
Star_broker	-0.0186	0.0010	0.0019	0.2748*	1	
Market	0.0611**	0.1116**	0.0011	-0.0655**	-0.0203*	1
Listdur	-0.1118**	0.0694**	0.0130	0.0174	0.0321**	-0.0078
Instown	-0.0889**	0.0488**	0.0146	0.0055	0.0077	0.0074
Style	-0.0908**	0.0290**	0.0017	0.0072	0.0274**	0.0041
ROE	0.0755*	-0.0170	-0.0116	-0.0259*	-0.0343*	-0.0203*
Debt_asset	-0.0628**	0.0613**	0.0082	0.0260*	0.0175	-0.0425**
Size	0.0140	0.0558**	-0.0050	-0.0088	-0.0292**	-0.0566**

表 3.6 续

	Listdur	Instown	Style	ROE	Debt_asset	Size
Revenue						
EPS						
Rating_change						
Star_analysts						
Star_broker						
Market						
Listdur	1					
Instown	0.2919**	1				
Style	0.2238**	0.0924**	1			
ROE	0.0323*	0.0859*	-0.1514*	1		
Debt_asset	0.4100**	0.2654**	0.1252**	0.0082	1	
Size	0.1897**	0.1306**	-0.0353**	0.1476*	0.3461**	1

注：**表示在 1%的水平上显著。*表示在 5%的水平上显著。

表 3.6 为解释变量和控制变量间的相关系数矩阵。统计学通常认为，当相关系数 $|r|=1$ 时，变量存在完全线性相关关系； $r=0$ ，变量完全线性不相关； $|r|<0.3$ ，变量间存在弱线性相关； $|r|>0.8$ ，变量有强线性相关关系。

由以上表格可以发现，所有 8 个解释变量线性相关度很低，其中上市时间(Listdur)和机构持股比例(Instown)之间的相关系数最大，也仅仅为 0.2919。此外，解释变量与控制变量线性相关度也较低，其中上市时间(Listdur)和资产负债率(Debt_asset)之间相关系数最大，绝对值仅为 0.4100，其它解释变量与控制变量之间相关系数绝对值并没有超过 0.3。控制变量间的线性相关程度也很低，其中资产负债率(Debt_asset)

和流通市值 (Size) 之间的相关系数最大, 也仅为 0.3461。

因此, 从变量间相关系数矩阵来看, 所有变量间基本不存在自相关问题。

3.4 回归结果与分析

3.4.1 分析师报告相关变量回归结果

本文首先按公式 (3.2) 基础回归模型一将中期事件窗口[-2,21]的累计超额收益与分析师报告营收预测、每股收益预测、评级调整、明星分析师、明星券商等分析师报告相关解释变量进行多元回归分析, 并且随后将盈余预测 (包括营收预测和每股收益预测)、评级调整、分析师评选变量 (明星分析师和明星券商) 单独进行回归分析得到表 3.7 的四个模型的回归结果。

表 3.7 分析师报告相关变量对收益率影响 (中期事件窗口[-2, 21])

	1	2	3	4
Revenue	0.0081* (1.92)	0.0083** (1.97)		
EPS	0.0179*** (6.19)	0.0179*** (6.20)		
Rating_change	0.0095 (0.88)		0.0115 (1.07)	
Star_analysts	-0.0093* (-1.64)			-0.0090 (-1.57)
Star_broker	-0.0146** (-2.37)			-0.0150** (-2.44)
ROE	-0.0002 (-1.04)	-0.0002 (-0.94)	-0.0003 (-1.32)	-0.0003 (-1.44)
Debt_asset	-0.0004*** (-3.02)	-0.0004*** (-3.13)	-0.0003*** (-2.81)	-0.0003*** (-2.67)
Size	-5.03E-14 (-0.45)	-3.93E-14 (-0.35)	-1.36E-14 (-0.12)	-2.63E-14 (-0.24)
R^2	0.008	0.007	0.001	0.002

注: ***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

通过表 3.7 回归结果发现, 营收预测、每股收益预测、明星分析师、明星券商、等分析师报告相关变量与中期事件窗口的累计超额收益显著相关, 假设 H1 得证。其中营收预测与中期累计超额收益显著正相关, 每股收益预测与中期事件窗口累计超额收益显著正相关。说明分析师报告中包含的乐观的盈余预测信息能够为股票带来显著为正

的中期累计超额收益。假设 H1b 成立。根据信息不对称理论，市场参与者之间的信息是不对称的，分析师报告的盈余预测为市场提供了新的信息，这些新的信息提示市场对股票进行价值重估，为投资者创造中期的累计超额收益。同时，这个结果也表明我国证券市场还没有达到半强势有效，公开信息能够带来累计超额收益。

此外，表 3.7 表明明星分析师和明星券商报告相对非明星分析师和非明星券商报告在中期产生显著更低的累计超额收益。因为明星分析师和明星券商是由机构投资者评选出来的，且明星分析师和明星券商研究所主要经营收入来自于机构采纳研究报告后通过该券商经纪业务购买股票的佣金，所以明星分析师、明星券商和机构投资者联系更紧密，有更大动机在研报发布之前将消息透露给机构投资者甚至直接为机构投资者重仓股站台，导致研报发布之后中期累计超额收益减少。许汝俊等（2018）研究发现分析师对其分仓客户所持重仓股具有明显的高评级倾向，且其程度会随着分仓基金所持重仓股市值增大而增大。

基于公式（3.2）基础回归模型一将短期事件窗口 $[-1, 1]$ 的累计超额收益与分析师报告营收预测、每股收益预测、评级调整、明星分析师、明星券商等分析师报告相关解释变量进行多元回归分析，并且随后将盈余预测（包括营收预测和每股收益预测）、评级调整、分析师评选变量（明星分析师和明星券商）单独进行回归分析得到表 3.8 的四个模型的回归结果。

表 3.8 结果表明分析师报告评级调整与短期事件窗口累计超额收益显著正相关，假设 H1a 成立。说明分析师报告向上的评级调整能够使得推荐股票产生短期的累计超额收益。从压力假说的角度看，有投资者追随分析师报告进行投资，向上的评级调整使得这部分投资者买入，带来短期的购买压力从而带来短期的累计超额收益。从行为金融的角度，分析师报告评级调整改变了投资者的情绪和行为，向上的评级调整使得投资者情绪和行为变得乐观，带来短期的购买行为，从而在短期内产生正的累计超额收益。

表 3.8 分析师报告相关变量对收益率影响（短期事件窗口[-1, 1]）

	1	2	3	4
Revenue	0.0001 (0.12)	0.0002 (0.14)		
EPS	0.0003 (0.44)	0.0004 (0.47)		
Rating_change	0.0060** (2.12)		0.0061** (2.14)	
Star_analysts	-0.0015 (-1.02)			-0.0015 (-1.01)
Star_broker	0.0011 (0.71)			0.0011 (0.71)
ROE	-5.23E-07 (-0.01)	-1.41E-06 (-0.03)	-1.79E-06 (-0.04)	-3.08E-06 (-0.06)
Debt_asset	-7.73E-06 (-0.24)	-1.41E-06 (-0.24)	-7.27E-06 (-0.23)	-6.27E-06 (-0.20)
size	1.10E-14 (0.38)	1.03E-14 (0.35)	1.12E-14 (0.39)	1.11E-14 (0.38)
R^2	0.0006	0.0002	0.0005	0.0001

注：***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

综合表 3.7 和表 3.8 来看，分析师报告相关变量能显著影响股票的收益率。其中，分析师报告的评级调整主要影响的是短期的累计超额收益，这与评级调整指标简单直观的特征有关，投资者能够迅速看到并作出反应。这个结果符合压力假说，即会有部分噪音交易者追随分析师报告买入股票，这部分买入压力使得分析师报告推荐股票能在短期产生为正的累计超额收益。而盈余预测主要影响的是中期的累计超额收益，因为盈余预测所涵盖的公司基本面信息较复杂，需要时间才能体现，而中国资本市场尚未达到半强势有效，并不能在短期迅速反应到位，从而只能在中期事件窗口产生超额收益。这个结果符合信息假说，即分析师报告向市场传递了新的信息，这些新的信息提示市场对股票进行价值重估。

3.4.2 市场环境相关变量的回归结果

基于公式(3.3)的基础回归模型二,将中期事件窗口 $[-2, 21]$ 的超额收益与市场牛熊环境、上市天数、机构持股比例等解释变量进行多元回归分析,同时将市场牛熊环境与市场信息不对称度(上市天数、机构持股比例)两个市场环境相关变量与中期超额收益单独回归分析得到表3.9的三个模型回归结果。

表 3.9 市场环境相关变量对收益率影响(中期事件窗口 $[-2, 21]$)

	1	2	3
Market	0.1382*** (29.29)	0.1374*** (29.05)	
Listdur	-0.0230*** (-4.39)		-0.0216*** (-3.96)
Instown	-0.0215*** (-4.33)		-0.0185*** (-3.58)
ROE	-9.76E-05 (-0.53)	-0.0002 (-1.00)	-0.0002 (-0.93)
Debt_asset	8.23E-05 (0.66)	-0.0003** (-2.19)	-0.0000309 (-0.24)
Size	1.56E-13 (1.46)	1.16E-13 (1.09)	2.1E-14 (0.19)
R^2	0.0856	0.0811	0.0048

注:***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

表 3.9 回归结果表明,牛熊环境、信息不对称度等市场环境变量与累计超额收益率显著相关,假设 H2 得证。因为分析师报告主要是通过向市场传递新的信息来影响股票收益率的,那么市场环境不同,股票价格对分析师报告的反应不同,则分析师推荐股票的累计超额收益率不同。

其中,牛市市场环境在中期都能产生显著为正的累计超额收益,假设 H2a 得正。这是因为在牛市环境下,投资者数量多且投资者的情绪乐观,市场在牛市环境下对分析师报告新的信息给予了更大的价值重估,从而使得分析师报告能在中期产生显著更高的累计超额收益。

其次,市场信息越不对称,分析师报告中事件窗口产生显著更高的累计超额收益,假设 H2b 得证。因为市场参与者之间的信息越不对称,分析师报告携带的不为市场知道的信息越多,分析师报告携带的信息具有更多的价值从而使得推荐股票中期获得更多的价值重估,从而在中期事件窗口产生更高的累计超额收益;

基于公式(3.3)基础回归模型二,将短期事件窗口 $[-1, 1]$ 的超额收益与市场牛熊

环境、上市天数、机构持股比例等解释变量进行多元回归分析,同时将市场牛熊环境与市场信息不对称度(上市天数、机构持股比例)两个市场环境相关变量与短期超额收益单独回归分析得到表 3.9 的三个模型回归结果。

表 3.10 市场环境相关变量对收益率影响(短期事件窗口[-1,1])

	1	2	3
Market	0.0207*** (16.23)	0.0206*** (16.16)	
Listdur	-0.0022* (-1.82)		-0.002 (-1.38)
Instown	-0.0033** (-2.46)		-0.0028** (-2.10)
ROE	1.98E-05 (0.40)	3.04E-14 (0.16)	7.54E-06 (0.15)
Debt_asset	4.47E-05 (1.33)	5.87E-06 (0.19)	2.78E-05 (0.82)
Size	3.57E-14 (1.22)	3.04E-14 (1.06)	1.48E-14 (0.51)
R^2	0.0273	0.0261	0.0008

注:***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

表 3.10 回归结果表明,在短期事件窗口中,牛熊环境、信息不对称度等市场环境变量与短期累计超额收益显著相关。说明市场环境也会影响噪音投资者对分析师报告的追踪行为从而影响分析师报告推荐股票的超额收益。

其中,牛市市场环境分析师报告产生显著更高的短期累计超额收益。因为牛市环境下,投资者数量显著更多,那么追踪分析师报告买入股票的噪音交易者的数量也更多,这部分噪音交易者的追踪行为会在分析师报告发布后产生更多的短期购买压力,从而导致分析师推荐股票能在短期产生更高的超额收益。其次,市场信息越不对称,分析师报告能在短期产生显著更高的累计超额收益。因为市场信息越不对称,投资者作为信息劣势方掌握的信息越少,越有可能追踪分析师报告进行买入,从而带来更多的短期购买压力,使得分析师报告在短期产生更高的超额收益。

综合表 3.9 和表 3.10 来看,市场环境能显著影响分析师报告产生的累计超额收益。分析师报告是通过作用于市场然后影响股票的超额收益的,那么市场环境不同,最后股票收益率的反应也会不同。且市场环境既会影响噪音投资者对分析师报告的追踪行为,也会影响分析师报告提供的信息获得的价值重估量,从而同时影响分析师报告推荐股票的短期和中期的累计超额收益。

3.4.3 股票风格相关变量的回归结果

基于公式（3.4）的基础回归模型三，将中期事件窗口超额收益率、短期事件窗口超额收益率与股票风格变量回归分析得到表 3.11 回归结果。

表 3.11 股票风格变量对收益率影响

	中期事件窗口[-2,21]	短期事件窗口[-1,1]
Style	0.0075** (2.43)	0.0009 (1.06)
ROE	-0.0002 (-0.96)	4.80E-06 (0.09)
Debt_asset	-0.0004*** (-3.11)	-1.13E-05 (-0.36)
Size	2.50E-15 (0.02)	1.28E-14 (0.44)
R ²	0.0018	0.0001

注：***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

表 3.11 回归结果表明股票风格变量与中期事件窗口的累计超额收益显著相关，分析师报告推荐的价值股在中期能产生显著更高的超额收益，假设 H3 得证。分析师报告携带的信息提示市场对其推荐进行价值重估，由于价值股具有优质低估的特点，因此能获得更多的价值重估，从而在中期产生更高的累计超额收益。

除了以上本文研究主要结论外，综合表 3.7-3.11 的实证结果还可以看到，模型对短期事件窗口累计超额收益的解释能力显著弱于对中期事件窗口的解释能力，且能显著产生短期累计超额收益的解释变量显著少于能显著产生中期累计超额收益的解释变量，说明股票短期的收益率具有更大的随机性，更难被解释和追踪。

4 稳健性检验

为了充分验证研究结果的稳健性和增加结论的可靠性,本文对实证所涉及到的主要模型和变量进行进一步的稳健性检验:

4.1 替换回归方法的稳健性检验

由于本文基础回归模型一和二中引入了许多解释变量,且不确定这些变量是否对分析师推荐股票的短期和中期事件窗口的累计超额收益有显著影响,因此,在稳健性检验中,本文使用 stepwise 逐步回归法,逐步剔除不显著相关变量,稳健性检验结果如下:

表 4.1 分析师报告相关变量逐步回归结果(中期事件窗口[-2, 21])

VARIABLES	Coef	t	p
Revenue	0.0081	1.93	0.05
EPS	0.0179	6.20	0.00
Star_analysts	-0.0093	-1.63	0.10
Star_broker	-0.0145	-2.36	0.02
Debt_asset	-0.0004	-3.38	0.00

表 4.2 分析师报告相关变量逐步回归结果(短期事件窗口[-1, 1])

VARIABLES	Coef	t	p
Rating_change	0.006	2.13	0.03

表 4.3 市场环境相关变量逐步回归结果(中期事件窗口[-2, 21])

VARIABLES	Coef	t	p
Market	0.1381	29.30	0.00
Listdur	-0.0260	-5.14	0.00
Instown	-0.0218	-4.47	0.00
SIZE	2.01E-13	1.98	0.05

表 4.4 市场环境相关变量逐步回归结果（短期事件窗口[-1, 1]）

VARIABLES	Coef	t	p
Market	0.0206	16.19	0.00
Listdur	-0.0025	-1.74	0.08
Instown	-0.0033	-2.48	0.01

由表 4.1-4.4 逐步回归结果可以看到，在更换了回归方法后，所有的解释变量符号方向和显著性水平均未发生变化，只有回归系数和 t 值大小发生了轻微变化，章节 3.4 的回归结果表现出非常强的稳健性，而且通过逐步回归分析法可以更加清晰地看到不同因素对不同事件窗口的累计超额收益的影响。分析师相关变量中，乐观的营收预测和乐观的每股收益预测能够对分析师推荐股票中期事件窗口累计超额收益有显著为正的影响，明星分析师和明星券商相对非明星券商非明星分析师推荐股票在中期事件窗口产生显著更低的累计超额收益。乐观的评级调整能对短期事件窗口的累计超额收益产生显著为正的影响。其它变量中，牛市环境下，分析师推荐股票能在短期和中期产生更高的累计超额收益。信息对称度越高，分析师推荐股票在短期和中期产生更低的累计超额收益。分析师推荐的价值型股票能在中期产生更高的累计超额收益。

4.2 不同时间样本的稳健性检验

在实证研究中本文选择的样本的时间段为 2014 年 5 月 30 日至 2016 年 1 月 28 日，这是距今最近的一轮完整的大小的牛熊周期，之所以这样选择是为了检验分析师报告在牛熊环境中的是否会对股票收益率产生不同影响，但是这个市场环境具有特殊性，因此稳健性检验中本文增加一个时间样本，选择 2017 年 8 月 30 日至 2017 年 10 月 31 日的样本，对分析师报告对股票收益率的影响进行稳健性检验，在剔除部分极端值后，稳健性检验结果如下：

表 4.5 不同时间样本分析师报告相关变量对收益率影响（中期事件窗口[-2, 21]）

	1	2	3	4
Revenue	0.0075*** (3.17)	0.0073*** (3.08)		
EPS	0.0109*** (6.56)	0.0110*** (6.64)		
Rating_change	0.0178** (2.36)		0.0192** (2.53)	
Star_analysts	-0.0058** (-2.03)			-0.0057** (-1.98)
Star_broker	-0.0082*** (-2.65)			-0.0082** (-2.64)
ROE	0.0005*** (3.87)	-0.0005*** (3.88)	0.0004*** (2.91)	0.0004*** (2.84)
Debt_asset	-0.0002*** (-3.01)	-0.0002*** (-3.14)	-0.0002*** (-3.05)	-0.0002*** (-2.81)
Size	9.24E-14*** (8.82)	9.55E-14*** (9.13)	9.93E-14*** (9.47)	9.75E-14*** (9.29)
R^2	0.034	0.030	0.021	0.022

注：***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

从表 4.5 不同时间样本分析师报告相关变量中期事件窗口的稳健性检验结果可以看出，所有解释变量的符号方向均未改变，但有的变量显著性水平有所变化，营收预测变量的显著性水平从 10%提高到了 1%，明星分析师变量的显著性水平从 10%提高到了 5%，明星券商变量的显著性水平从 5%提高到了 1%，评级调整由不显著变为了 10%水平上显著，说明不同时间样本下，解释变量与被解释变量间的相关性是不变的，显著性有变化，但实证得出的结论基本不变。

从表 4.6 不同时间样本分析师报告相关变量短期事件窗口的稳健性检验结果可以看出，评级调整变量与短期累计超额收益依然显著正相关，章节 3.4 中得出的结论未变，只是显著性由 5%提高到了 1%，其它部分非结论的解释变量显著性水平有所变化。

综合来看，在新的时间样本的稳健性检验中，部分变量显著性水平有变化，模型不是十分稳健，但章节 3.4 得出的结论与稳健性检验得出的结果并不矛盾。

表 4.6 不同时间样本分析师报告相关变量对收益率影响（短期期事件窗口[-1, 1]）

	1	2	3	4
Revenue	-0.0002 (-0.24)	-0.0002 (-0.22)		
EPS	0.0051*** (8.03)	0.0052*** (8.14)		
Rating_change	0.0165*** (5.75)		0.0170*** (5.85)	
Star_analysts	0.0007 (0.60)			0.0007 (0.62)
Star_broker	-0.0018* (-1.55)			-0.0020* (-1.67)
ROE	9.38E-05* (1.83)	9.21E-05* (1.79)	3.27E-05 (0.64)	2.69E-05 (0.53)
Debt_asset	-0.0001*** (-4.34)	-0.0001*** (-4.18)	-9.79E-05*** (-3.98)	-9.53E-05*** (-3.85)
size	2.12E-14*** (5.33)	2.19E-14*** (5.49)	2.34E-14*** (5.87)	2.39E-14*** (5.96)
R^2	0.026	0.020	0.014	0.0085

注：***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

4.3 不同事件窗口的稳健性检验

本文最重要的变量为累计超额收益，由于累计超额收益是随时间波动的，所以事件窗口时间长度的选择可能会影响回归结果，本文在稳健性检验中更换事件窗口长度，将短期事件窗口定义为研报发布日前后两个交易日（-2, 2），将中期事件窗口定义为研报发布日前后各 15 个交易日（-15, 15），除累计超额收益外，其它变量不变再次进行回归分析：

表 4.7 分析师报告相关变量不同事件窗口稳健性检验（中期事件窗口[-15, 15]）

	1	2	3	4
Revenue	0.0091* (1.89)	0.0093* (1.92)		
EPS	0.0140*** (4.23)	0.0140*** (4.22)		
Rating_change	-0.0057 (-0.46)		-0.0039 (-0.32)	
Star_analysts	-0.0034 (-0.52)			-0.0031 (-0.47)
Star_broker	-0.0230*** (-3.27)			-0.0234*** (-3.33)
ROE	-0.0004* (-1.89)	-0.0004* (-1.78)	-0.0004** (-2.02)	-0.0003** (-2.13)
Debt_asset	-0.0003** (-2.19)	-0.0003** (-2.30)	-0.0003** (-2.12)	-0.0003** (-2.01)
Size	-2.36E-13* (-1.86)	-2.21E-13* (-1.73)	-1.99E-13 (-1.57)	-2.15E-13* (-1.68)
R^2	0.006	0.005	0.001	0.003

注：***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

表 4.8 分析师报告相关变量不同事件窗口稳健性检验（短期事件窗口[-2, 2]）

	1	2	3	4
Revenue	0.0008 (0.49)	0.0008 (0.52)		
EPS	0.0011 (0.97)	0.0011 (1.00)		
Rating_change	0.0082** (1.98)		0.0083** (2.01)	
Star_analysts	-0.0013 (-0.61)			-0.0013 (-0.60)
Star_broker	-0.0005 (-0.22)			-0.0005 (-0.23)
ROE	-3.96E-05 (-0.54)	-3.96E-05 (-0.54)	-4.15E-05 (-0.56)	-4.46E-05 (-0.61)
Debt_asset	-1.63E-06 (-0.04)	-1.87E-06 (-0.04)	-9.38E-07 (-0.02)	1.13E-06 (0.02)
Size	1.30E-14 (0.31)	1.31E-14 (0.31)	1.54E-14 (0.36)	1.41E-14 (0.33)
R^2	0.0007	0.0002	0.0005	0.0001

表 4.9 市场环境相关变量不同事件窗口稳健性检验（中期事件窗口[-15, 15]）

	1	2	3
Market	0.1607*** (29.81)	0.1597*** (29.51)	
Listdur	-0.0376*** (-6.18)		-0.0346*** (-5.55)
Instown	-0.0278*** (-4.90)		-0.0241*** (-4.07)
ROE	-0.0002 (-0.96)	-0.0004* (-1.71)	-0.0002 (-1.54)
Debt_asset	0.0003** (2.00)	-0.0001* (-1.48)	0.0002 (1.09)
Size	2.15E-14 (0.18)	-4.75E-14 (-0.38)	-1.46E-13 (1.15)
R^2	0.0910	0.0838	0.0077

注：***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

表 4.10 市场环境相关变量不同事件窗口稳健性检验（短期事件窗口[-2, 2]）

	1	2	3
Market	0.0365*** (19.82)	0.0363*** (19.70)	
Listdur	-0.0055*** (-2.62)		-0.0043** (-2.08)
Instown	-0.0064*** (-3.32)		-0.0055*** (-2.79)
ROE	2.04E-05 (0.28)	-2.42E-05 (-0.34)	-2.24E-05 (-0.31)
Debt_asset	9.61E-05** (1.98)	2.20E-05 (0.49)	7.10E-05 (1.43)
Size	6.47E-14 (1.55)	4.93E-14 (1.19)	2.31E-14 (0.54)
R^2	0.0408	0.0385	0.0016

注：***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

综合表 4.5-4.8 来看，随着事件窗口的改变，所有解释变量的回归系数正负都未改变，本文的结论基本不变。分析师报告相关变量和其它相关变量都能在短期事件窗口和中期事件窗口两个事件窗口影响收益率，假设 H1、假设 H2 仍然成立。其中，分析师报

告上调评级能在短期事件窗口产生显著为正的累计超额收益,乐观的营收预测和每股收益预测能在中期事件窗口产生显著为正的累计超额收益。牛市环境下,分析师报告能产生显著更高的短期和中期累计超额收益。信息越对称,分析师报告产生显著更低的累计超额收益。分析师报告推荐的价值股在中期能产生更高的累计超额收益。唯有中期事件窗口下的明星分析师这个变量不够稳健。在中期事件窗口统计的研报发布后交易日由 21 个变成 15 个后,明星分析师变量显著性水平低于 10%,说明这个解释变量对分析师推荐股票的累计超额收益的显著影响要在足够长的时间下才能体现。

4.4 盈余预测的稳健性检验

本文盈余预测指标包括营收预测和每股收益预测两个指标。

表 4.11 盈余预测稳健性检验 (中期事件窗口 [-2, 21])

	1	2	3	4
Revenue	0.0045* (1.76)	0.0046* (1.80)		
EPS	0.0112*** (6.02)	0.0111*** (5.99)		
Rating_change	0.0095 (0.88)		-0.0115 (1.07)	
Star_analysts	-0.0097* (-1.70)			-0.0090 (-1.57)
Star_broker	-0.0147** (-2.41)			-0.0150** (-2.44)
ROE	-0.0001 (-0.64)	-0.0001 (-0.54)	-0.0003 (-1.32)	-0.0003 (-1.44)
Debt_asset	-0.0004*** (-2.95)	-0.0004*** (-3.05)	-0.0003*** (-2.81)	-0.0003*** (-2.67)
Size	-2.77E-14 (-0.25)	-1.63E-14 (-0.15)	-1.36E-14 (-0.12)	-2.63E-14 (-0.24)
R^2	0.008	0.007	0.001	0.002

注: ***表示在 1%的水平上显著。 **表示在 5%的水平上显著。 *表示在 10%的水平上显著。

在章节 3.12 解释变量定义时,将营收预测为正增长的变量定义为 1,营收预测为负增长的定义为-1,营收预测不变的定义为 0。稳健性检验进一步细化,将营收预测为正增长的分成两组,预测营收增长率大于中位数的定义为 2,预测营收增长率小于中位数的定义为 1。将营收预测为负增长的分成两组,预测营收增长率大于中位数的定义为-1,

预测营收增长率小于中位数的定义为-2。

此外,在章节 3.12 解释变量定义时,将每股收益预测为正增长的变量定义为 1,每股收益为负增长的定义为-1,每股收益预测不变的定义为 0。稳健性检验用同样的方法将变量进一步细化,将每股收益预测为正增长的分成两组,预测每股收益增长率大于中位数的定义为 2,预测每股收益增长率小于中位数的定义为 1。将每股收益预测为负增长的分成两组,预测每股收益增长率大于中位数的定义为-1,预测营收增长率小于中位数的定义为-2。其它变量保持不变,使用基础模型一进行回归分析。

表 4.12 盈余预测稳健性检验(短期事件窗口[-1,1])

	1	2	3	4
Revenue	0.0001 (0.11)	0.0001 (0.12)		
EPS	0.0008 (1.08)	0.0008 (1.13)		
Rating_change	0.0082** (1.98)		0.0061** (2.14)	
Star_analysts	-0.0013 (-0.62)			-0.0015 (-1.01)
Star_broker	0.0005 (0.23)			0.0011 (0.71)
ROE	-3.18E-05 (-0.43)	-3.14E-05 (-0.42)	-1.79E-06 (-0.04)	-3.08E-06 (-0.06)
Debt_asset	-3.47E-06 (-0.08)	-3.82E-06 (-0.08)	-7.27E-06 (-0.23)	-6.27E-06 (-0.20)
Size	1.45E-14 (0.34)	1.47E-14 (0.35)	1.12E-14 (0.39)	1.11E-14 (0.38)
R^2	0.0007	0.0002	0.0005	0.0001

注:***表示在 1%的水平上显著。**表示在 5%的水平上显著。*表示在 10%的水平上显著。

由表 4.9 和表 4.10 回归结果可见,回归系数大小随着变量改变略有改变,但回归系数方向均未改变,分析师报告相关变量显著性未发生变化,其它变量包括每股收益预测变量、评级调整变量、明星分析师变量、明星券商变量的显著性都未改变,回归结果依然表现出强的稳健性。

综合来看,本文稳健性检验从计量方法出发替换了回归方法,使用 stepwise 逐步回归法进行稳健性检验。从样本出发,改变了样本选取的时间期间进行稳健性检验。从数据出发,对被解释变量和解释变量根据不同标准进行调整,将事件窗口的时间长度改

变和盈余预测变量数值设定改变进行稳健型检验。本文的回归结果与稳健性检验得出得结果并不矛盾，只是在不同时间样本和不同事件窗口稳健性检验中部分变量显著性有变化，计量方法和变量的变化对本文的主要结论没有大的影响，结果较为稳健。

5 结论和建议

5.1 主要研究结论

中国证券市场在历经 30 年发展后,上市公司数量和市值规模不断增大,已经涉及到实体经济的方方面面,成为企业融资的重要渠道,国有资产保值增值的平台,居民日常理财的重要依托。而分析师是资本市场的信息中介,他们通过研究报告的形式向市场传递上市公司基本面信息,这些信息传递给投资者会改变投资者的认知和行为。那分析师报告发布到底对股票收益率有什么影响呢?为此,本文针对分析师报告发布日使用了事件研究法,实证检验分析师报告对股票收益率的影响。结果发现:分析师报告的营收预测和每股收益预测与中期事件窗口的累计超额收益显著的正相关关系,分析师报告的营收增长率预测越高,股票在中期的累计超额收益更高,分析师报告的每股收益增长率预测越高,股票在中期的累计超额收益更高,说明分析师报告的盈余预测包含了有价值的新信息,提示市场进行股价重估,从而产生了中期累计超额收益;此外,乐观的分析师报告评级使短期事件窗口的累计超额收益更高,说明分析师评级调整是一个短期信号,会引发投资者的追随从而产生购买压力,使得股票产生短期的累计超额收益;明星分析师和明星券商产生中期的负的累计超额收益,主要因为明星分析师和明星券商是由机构投资者评选出来的,且明星分析师和明星券商研究所的主要收入来自于机构采纳研究报告后通过该券商经纪业务购买股票的佣金,所以明星分析师和明星券商和机构投资者联系更紧密,有更大动机在研报发布之前将消息透露给机构投资者甚至直接为机构投资者重仓股站台,导致研报发布之后中期累计超额收益减少。

此外,市场环境对分析师报告的累计超额收益率也有影响,牛市环境分析师报告能在短期和中期产生更多的累计超额收益,这主要是因为牛市时投资者情绪较乐观,有更多投资者追随分析师报告买入,有更大的买入压力带来更高的短期的累计超额收益,而且分析师报告新的信息能在中期获得更多价值重估,从而带来更高的中期累计超额收益;信息越不对称,分析师报告能带来更高的累计超额收益,主要是因为信息越不对称,分析师报告对投资者来说就越有价值,追随分析师报告买入的投资者越多,这种买入压力带来短期的累计超额收益,同时分析师报告新的信息带来的价值重估越多,从而带来更多的中期累计超额收益;股票风格也会影响分析师报告的累计超额收益,分析师推荐的价值股能够在中期获得更多的价值重估,从而产生更高的累计超额收益。

5.2 建议

分析师作为信息中介在证券市场发挥着至关重要的作用,但分析师的行为同样存在着偏误。分析师整体存在乐观倾向,无论牛市还是熊市,分析师营收预测和每股收益预测绝大部分都是预测增长。这与分析师的现实诉求有关,分析师追求的是职业发展和薪资,看多的收益远高于看空,与其顶着各种压力搜集各种证据发布看空报告,不如看多推票收益来的高。此外,分析师情绪也会受市场情绪影响,牛市时,分析师报告的营收预增比例和每股收益预增比例高于熊市,说明牛市时,分析师情绪相对熊市更乐观。而作为市场信息第三方,分析师理应做到客观理性,不受市场环境影响。分析师荐股风格偏激进,分析师推荐股票中成长股比例远高于价值股比例,分析师总是试图去找到边际成长超预期的股票,而实证结果显示,分析师推荐的价值股在中期能产生更高的累计超额收益,分析师如果推荐更多的价值股荐股累计超额收益率会更高。所以,从分析师的角度,分析师写研究报告时需要更加独立、理性、客观,这样才能真正准确地分析一个行业和公司,向市场提供更有价值的信息。

分析师评选是分析师职业发展的重要依靠,如果分析师团队获得明星分析师称号,那么其中的首席分析师、高级分析师、分析师和助理分析师,在跳槽和升职加薪上都会获得很多便利。因此,行业内评选成为分析师日常核心工作,而评选的依据往往不是客观数据,而是买方机构的投票,这导致了明星券商、明星分析师有更大动机讨好机构投资者,如在研报发布前向机构透露消息甚至直接为机构重仓股站台等,这些因素导致明星券商、明星分析师中期累计超额收益相较非明星券商和非明星分析师更低。此外,机构投资者不一定按照分析师水平给出选票,可能被其它因素影响决定,这就造就了私人关系拉选票和新闻搏出位等现象,2018年的新财富评选丑闻只是冰山一角。行业内需要一个通过客观数据来公平公正地评选,使得真正有分析水平的分析师能够胜出。

虽然,分析师行业目前存在着种种问题,但分析师报告仍然相当具有价值。首先,分析师相对普通投资者有专业知识和分析技能上的优势,这能使得分析师对于市场信息做出更理性更准确的分析,其次,分析师拥有更多的信息获取渠道,除了上市公司公告、财务报表和新闻等渠道外,分析师能通过直接与高管沟通、实地调研、电话会议、行业内交流等形式获得更多的信息。分析师通过自己的专业知识、技能和信息优势写出的分析师报告能够向市场传递更多更精确的上市公司信息,使投资者更了解上市公司,缓解信息不对称,毕竟股票是上市公司部分股权,如果连上市公司都不了解的话,又何谈股票投资呢。由于我国证券市场尚未达到半强势有效,投资者可以根据分析师报告投资获得中期累计超额收益,获得实实在在的收益。通过上文的回归结果发现,投资者没必要

盲目崇拜明星券商和明星分析师，由于明星券商和明星分析师与投资机构之间的利益关系，它们的分析师报告荐股中期累计超额收益低于非明星券商和非明星分析师。其次，应该更多关注分析师报告推荐的价值股，分析师报告推荐的价值股中期累计超额收益会优于分析师报告推荐的成长股中期累计超额收益。

从上市公司的角度，公司治理的目标是使得股东利益最大化或者市值最大化，当上市公司认为股票价格未能充分反映公司价值的时候应该更加积极地组织分析师调研，因为分析师报告所包含的新的信息能够使股票价值重估，推动股票价格上涨。股票价格上涨既能使公司股东受益又能便于公司后续融资。此外，分析师报告投资者关注高，有利于公司提高知名度，获得更多的经营管理和融资优势。

从监管者的角度，我国资本市场还没有达到半强势有效，监管者应该加强资本市场法制建设，督促上市公司信息披露更加公开、透明和及时，减少资本市场的信息不对称，加大对财务造假的处罚，使得财务报表有更多的可信性，加强上市公司监管，改进分析师评选机制，为投资者创造可信任的投资环境。此外，还需要加强投资者教育，使得投资者能够更加理性地进行投资。

致谢

眨眼间又来到毕业的季节，想必之前的毕业生已经将各种各样的离别情感一一道尽。由于我更喜欢从理性的角度看待问题，太过感性的话就不写了。

谈到学习，非常认同荀子所言“登高而招，臂非加长也，而见者远；顺风而呼，声非加疾也，而闻者彰。假舆马者，非利足也，而致千里；假舟楫者，非能水也，而绝江河。”我们的学习都是建立在前人的基础上，感谢先辈学者，在我迷茫时为我指引了方向，在我困惑时给了我启迪，正是站在他们的肩膀上，我们才能更好地瞭望远方。

最后，毕业之际，感谢南理工提供了一个良好的学习环境，感谢老师们的教导，感谢同学们在论文写作过程中提供的帮助，特别感谢安智宇副教授对本文的指导。如果人生是不断的相遇与离别的话，感谢每一次遇见，也感谢每一次离别。

谨以此文纪念研究生学习生涯。

参考文献

- [1]Wang Y ,Hou Y, Chen X.Accounting Standard Changes and Foreign Analyst Behavior:Evidence from China[J]. China Journal of Accounting Research,2012,5(01):27-43.
- [2] Bhat G , Hope O , Kang, T. Does Corporate Governance Transparency Affect the Accuracy of Analyst Forecasts?[J].Accounting and Finance,2006,46(05):715-732.
- [3]Clement M B. Analyst Forecast Accuracy: Do Ability, Resources, and Portfolio Complexity Matter?[J].Journal of Accounting and Economics,1999,27(03):285-303.
- [4] Behn B K ,Choi J , Kang T. Audit Quality and Properties of Analyst Earnings Forecasts[J]. Accounting Review,2008, 83(02):327-349.
- [5] Pankoff L D , Virgil R L. Some Preliminary Findings from a Laboratory Experimental on the Usefulness of Financial Accounting Information to Security Analysis[J]. Journal of Accounting Research,1970,8(03):1-48.
- [6] Sun J , Liu G. Does Analyst Coverage Constrain Real Earnings Management?Quarterly Review of Economics and Finance[J].2016,59(02):131-140.
- [7]Bartov E ,Radhakrishnan S I , Krinsky. Investor Sophistication and Patterns in Stock Return[J].The Accounting Review,2000,75(1):43-63.
- [8]Leon L , Carl R C. Analysts' Forecast Dispersion and Stock Returns: A Panel Threshold Regression Analysis Based on Conditional Limited Market Participation Hypothesis[J].Finance Research Letters,2016,18(08):100-107.
- [9]Cowles A. Can Stock Market Forecasters Forecast?Econometrica[J].1933,1(3):309-324.
- [10]Diefenbach R E. How Good Is Institutional Brokerage Research? [J].Financial Analysts Journal,1972,28(1):54-60.
- [11]Logue D E, D L Tuttle.Brokerage House Investment Advice[J].Financial Review,1973,8(1):38-54
- [12]Womack, Kent. Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment

Value?[J].The Journal of Finance ,1996,(51):137-167.

[13]Stickel Scott E. The Effect of Value Line Investment Survey Rank Changes on Common Stock Prices [J]. Journal of Financial Economics,1985,(14):121-144.

[14]Lloyd-Davies, Peter , Michael Canes. Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information[J].Journal of Business,1978,(51):53-56.

[15]Liu , Pu, Stanley D Smith , Azmat A , Syed. Security Price Reaction t o the Wall Street Journal' s Securities Recommendations[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,1990,(25):399-410.

[16]Barber B, Loeffler D. The Dartboard Column:Second-handInformation and Price Pressure[J]. Journal of Financial and QuantitativeAnalysis,1993,(28):273-284.

[17]Dawson S . Is the Hong Kong Market Efficient?[J].Journal of Portfolio Managenent , 1982,(8) .

[18]Dimson E , Paul Marsh. An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK St ock Returns[J].Journal o f Finance,1984, (39) ,1257-1292.

[19]Stickel, Scott E.The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations[J].Fiancial Analysts Journal,1995,(9):25-39.

[20] Easton P D, Monahan S J.An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns[J].The Accounting Review,2005,80(2):501-538.

[21]Easton P D, Sommers G .A Effect of Analysts' Optimism on Estimates of the Expected Rate of Return Implied by Earnings Forecasts[J].Journal of Accounting Research,2007,45(5):983-1015.

[22]Lin H, McNichols M F.Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations[J].Journal of Accounting and Economics,1998,25(1):101-127.

[23]Francis J, Philbrick D. Analysts' Decisions as Products of a Multi-Task Environment[J]. Journal of Accounting Research,1993,31(2):216-230.

[24]Hou K, Van Dijk M A, Zhang Y. The Implied Cost of Capital: A New ApproachJournal of Accounting and Economics,2012,53(3):504-526.

- [25]Abarbanell J S, Bushee B J.Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices[J].Journal of Accounting Research,1997,35(1):1-24.
- [26]Francis J, Olsson P, Oswald D R.Comparing the Accuracy and Explain ability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates[J].Journal of Accounting Research,2000,38(1):45-70.
- [27]Porta R.Expectations and the Cross Section of Stock Returns[J].Journal of Finance,1996,51(5):1715-1742.
- [28]Cowles A. Can Stock Market Forecasters Forecast?[J].Econometrica,1933,1(3):309-324.
- [29]Logue D E, D L Tuttle. Brokerage House Investment Advice[J].Financial Review,1973,8(1):38-54.
- [30]Barber B.,Lehavy R ,McNichols M ,Trueman B.Can Investors Profit From the Prophets? Security analyst Recommendations and Stock Returns [J].The Journal of Finance,2001(56):531-563.
- [31]Finn F J .Internal Evaluation of Institutional Security Analysts' Research. Unpublished Working Paper , University of Queensland,1983.
- [32]Liu Y ,Peabody S D .Do the star align ? An Evaluation of the Efficacy of Independent Analysts' Equity Ratings[J].Journal of Applied Finance,2016(59):1083-1142.
- [33]Fama E.Random Walk in Stock Market Price[J].Financial Analysts Journal,1965,21 (5):55-59
- [34]Fama E F, French K R.Common risk factors in the stocks and bonds[J].Journal of Financial Economics,1933,33(1):3-56.
- [35]Jegadeesh N, Joonghyuk Kim, Krische S, Lee C.Analyzing the analysts : When do Recommendations Add value? [J].The Journal of Finance,2004,(59):1083-1124.
- [36]Miller, J.Piotrosik.Forward-looking Earnings Statements : Determinents and Market Response,Working paper,2000.
- [37]Hand J R M A .Test of Extended Functional Fixation HypothesisThe Accounting Review,1990,65(4):740-763.

- [38] Cheng , Qiang , Fei Du , Xin Wang , Yutao Wang . “Seeing is Believing: Analysts’Corporate Site Visits.”Review of Accounting Studies, 2016,21(4):1245-1286.
- [39] Merkley, Kenneth, Roni Michaely, Joseph Pacelli.“Does the Scope of the Sell side Analyst Industry Matter? An Examination of Bias , Accuracy , and Information Content of Analyst Reports.”The Journal of Finance, 2017,72(3):1285-1334.
- [40] 方军雄, 武琮, 傅頔. 有限竞争力、竞争性信息与分析师评级报告市场反应[J]. 金融研究, 2018, (7) :193-206.
- [41] 张然, 汪荣飞, 王胜华. 分析师修正信息、基本面分析与未来股票收益[J]. 金融研究, 2017, (7) :156-174.
- [42] 张宗新, 杨万成. 声誉模式抑或信息模式: 中国证券分析师如何影响市场?[J], 经济研究 2016, (9) :104-117.
- [43] 黄清华, 刘岚溪. 上市公司调研报告的负面语气能否降低股价崩盘风险—— 基于文本分析的视角[J]. 上海金融, 2019, (8) :31-58.
- [44] 马黎珺, 伊志宏, 张澈. 廉价交谈还是言之有据? ——分析师报告文本的信息含量研究[J]. 管理世界, 2019, (7) :182-200.
- [45] 张宗新, 朱伟. 证券分析师“异常关注”能否创造投资价值? ——基于 2010-2017 年 A 股市场的经验证据[J]. 证券市场导报, 2019, (6) :40-51.
- [46] 黄波, 王满, 于浩洋. 分析师预测质量影响了债务融资成本吗? ——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融评论, 2018, (2) :56-71.
- [47] 冯戈坚, 张晓倩, 王建琼. 分析师预测、投资机会与投资强度[J]. 科学决策, 2018, (6) :41-62.
- [48] 何熙琼, 尹长萍. 企业战略差异度能否影响分析师盈余预测——基于中国证券市场的实证研究[J]. 南开管理评论, 2018, (2) :149-159.
- [49] 周兰, 童乐. 管理者能力、分析师关注与权益资本成本[J]. 财会通讯, 2017, (24) :3-8.
- [50] 许汝俊. 分仓基金重仓股与分析师荐股评级乐观倾向研究——来自行为金融视角的新证据[J]. 经济与管理, 2018, 32(6) :63-69.

- [51]王明伟. 投资者关注与分析师预测精度[J]. 中国经济问题, 2017, (2):80-92.
- [52]林翔. 对中国证券咨询机构预测的分析[J]. 经济研究, 2000, (2):56-65.
- [53]戴国强, 邓文慧. 分析师关注度对企业投资决策的影响[J]. 金融经济研究, 2017, 32(3):107-116.
- [54]罗衍, 王春峰, 房振明. 分析师报告对股票价格极端变化后收益的影响[J]. 系统工程, 2016, (7):19-27.
- [55]蒋德权, 徐巍. 内部资本市场影响证券分析师预测吗? ——基于我国企业集团的经验证据[J]. 财经论丛, 2016, (9):53-62.
- [56]郭艳红, 蒋帅, 陈艳萍. 分析师评级预测价值的市态差异——来自 2005—2016 年中国股票市场数据实证[J]. 管理评论, 2016, (8):14-25.
- [57]伊志宏, 杨圣之, 陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J]. 中国工业经济, 2019, (1):156-173.
- [58]伊志宏, 申丹琳, 江轩宇. 分析师乐观偏差对企业创新的影响研究[J]. 管理学报, 2018, 15(3):382-391.
- [59]丁亮, 孙慧. 中国股市股票推荐效应研究[J]. 管理世界, 2001, (5):161-167.
- [60]朱宝宪, 王怡凯. 证券媒体选股效果的实证分析[J]. 经济研究, 2001, (4): 51-57.
- [61]王宇熹, 肖峻, 陈伟忠. 我国证券分析师推荐报告实证研究——以上海申银万国证券研究所为例[J]. 中国矿业大学学报, 2006, 35(2):214-219.
- [62]方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. 金融研究, 2007, (6):136-148.
- [63]黄欢, 丁戌. 我国证券分析师预测代表市场预期的能力提高了吗? 来自年报信息市场反应检验的证据[J]. 中国会计评论, 2011, (3):353-374.
- [64]王宇熹, 洪剑峭, 肖峻. 顶级券商的明星分析师荐股评级更有价值么? 基于券商声誉、分析师声誉的实证研究[J]. 管理工程学报, 2012, 26(3):197-206.
- [65]汪弘, 罗党论, 林东杰. 行业分析师的研究报告对投资决策有用吗? ——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报, 2013, (7):36-43.

- [66] 宋军, 吴冲锋. 中国股评家预测行为的实证研究[J]. 数理统计与管理, 2003, 22 (3) :1-5.
- [67] 宋玉臣, 李可. 对中国. 投资者预测能力的实证研究[J]. 金融管理 2004, (4) :16-21.
- [68] 徐丽萍, 刘建和. 证券分析师荐股的市场影响能力研究[J]. 财经论丛 (浙江财经大学学报), 2008, 138 (4) :70-76.
- [69] 郭杰、洪杰瑛. 中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究[J]. 经济研究, 2009, (11) :55-67.
- [70] 刘少波, 彭绣梅. 公平信息披露与分析师预测精度——来自中国上市公司证据[J]. 证券市场导报, 2012, (3) :33-38.
- [71] 黄宇虹. 证券分析师预测与价格发现[J]. 投资研究, 2013, (2) :40-60.
- [72] 徐谡, 曾勇. 我国证券分析师选股效益的实证研究[J]. 电子科技大学学报, 2006, 35 (4) :570-572.
- [73] 王四国, 李怀祖. 流通股集散过程中异常收益变化分析[J]. 经济理论与经济管理, 2002, (11) :40-42.
- [74] 杨之曙, 彭倩. 中国上市公司收益透明度实证研究[J]. 会计研究, 2004, (11) :62-70.
- [75] 朱红军, 何贤杰, 陶林. 中国证券分析师能够提高资本市场的效率吗? ——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究, 2007, (320) :110-121.
- [76] 伊志宏, 申丹宁, 江轩宇. 分析师乐观偏差对企业创新的影响研究[J]. 管理学报, 2018, 15 (3) :382-391.
- [77] 郑亚丽, 蔡祥. 什么影响了分析师盈利预测的准确度? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中大管理研究, 2008, 3 (4) :19-37.
- [78] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响[J]. 会计研究, 2004, (8) :72-80.

附 录

攻读硕士学位期间发表的论文和出版著作情况:

The Influence of Inflation, Corporate Management and Investor' s Sentiment on
Stock Price