

分类号: F832.5

单位代码: 10335

密 级: _____

学 号: Y217010253

浙江大学

同等学力硕士学位论文



中文论文题目: 证券分析师研究报告的预测能力和股票投资回报
——来自中国证券市场的证据

英文论文题目: Prediction Ability of Securities Analysts'
Research Reports and Stock Investment Returns
——Evidence From China's Securities Market

申请人姓名: 龚文婷

指导教师: 张月飞

合作导师: _____

专业名称: 金融学

研究方向: 金融学

所在学院: 经济学院

申请人单位: _____

论文提交日期: 2022 年 6 月 14 日

证券分析师研究报告的预测能力和股票投资回报

——来自中国证券市场的证据



论文作者签名: 蔡文婷

指导教师签名: 胡飞

论文评阅人 1: 隐名评阅

评阅人 2: 隐名评阅

评阅人 3: 隐名评阅

评阅人 4:

评阅人 5:

答辩委员会主席: 马良华 教授 浙江大学

委员 1: 何嗣江 副教授 浙江大学

委员 2: 张雪芳 副教授 浙江大学

委员 3: 王雁茜 副教授 浙江大学

委员 4: 杨文进 教授 浙江工商大学

委员 5:

答辩日期: 2022 年 6 月 9 日

Prediction Ability of Securities Analysts' Research Reports
and Stock Investment Returns -- Evidence From China's
Securities Market



Author's signature: Gong Wending

Supervisor's signature: Zhang Yuefei

Thesis reviewer 1: Anonymous review

Thesis reviewer 2: Anonymous review

Thesis reviewer 3: Anonymous review

Thesis reviewer 4: _____

Thesis reviewer 5: _____

Chair: Professor Ma Lianghua ZJU

Committeeman 1: Associate Professor He Sijiang ZJU

Committeeman 2: Associate Professor Zhang Xuefang ZJU

Committeeman 3: Associate Professor Wang Yanqian ZJU

Committeeman 4: Professor Yang Wenjin ZJSU

Committeeman 5: _____

Date of oral defence: June 9th, 2022

致 谢

本论文得以顺利完成，与各位老师和同学的关怀帮助密不可分。在此，首先要特别感谢我的指导老师张月飞老师，张老师深厚的学术素养、严谨的治学态度、平易近人的人格魅力对我影响深远。在我撰写论文过程之中，无论是在论文选题、构思上，还是论文的研究方法及成文定稿方面，都得到了张老师悉心的帮助和无私的教诲，使我不仅在学术上获得极大的提升，在为人处世上也受益匪浅，在此谨向我的导师表示由衷的感谢和崇高的敬意。

其次，要感谢我的家人们，父母和先生的鼓励和支持永远是我努力向前的力量源泉。

最后，要感谢各位老师，在百忙之中抽出时间对本文进行评审，您的意见和指导将引领我在学术道路上继续严谨地走下去。

摘要

随着互联网的繁荣和证券市场信息披露制度的完善,个人投资者们获得股票资讯的渠道越来越多,这其中就包括了证券分析师撰写的公司研究报告。但行业里的分析师资质参差不齐,发布的研究报告数目庞大。作为散户投资者分析决策的重要参考依据,怎样对这些分析师们发布的各类信息进行分析、辨别并加以利用和决策,从信息不对称和风险机遇并存的证券市场中获得收益,是散户投资者首先应该思考的问题。因此,客观评价分析师在资本市场中的影响力,合理利用证券分析师撰写的公司研究报告中的分析和建议就显得尤为重要。

本文从分析师研究报告入手,通过事件研究法,对 2011-2020 年以来各大券商机构公开发布研究报告的前后一段时间内股价波动的累计超额回报率情况进行实证分析,以此来研究中国证券市场上分析师研究报告的发布给对应上市公司股票价格带来的影响,并进一步分析了分析师研究报告的评级变动、券商声誉、分析师声誉、目标价格、研究报告报告类型、上市公司规模与累计超额回报率之间的关系。实证得出以下结论:分析师研究报告评级变动与累计超额回报率呈显著正相关关系;研究报告的研究报告类型对股价有正向影响,分析师发布深度研究报告后带来的累计超额回报率要高于发布普通研究报告带来的累计超额回报率;在短期内股票价格会更容易受到明星分析师的影响,而在长期,相比普通券商,券商声誉越高的券商发布的研究报告会带来更多的超额回报。

关键词: 研究报告; 证券分析师; 事件研究法; 累计超额回报率

ABSTRACT

With the prosperity of the Internet and the perfection of the information disclosure system in the securities market, individual investors have more and more channels for obtaining stock information, including the individual stock research reports written by securities analysts. However, the qualifications of analysts in the industry are uneven, and the quantity of research reports published is huge. As an important reference for retail investors to analyze and make decisions, how to analyze, identify and use and make decisions on the various types of information released by these analysts, and obtain benefits from the securities market where information asymmetry and risk opportunities coexist, is the first problem that retail investors should think about. Therefore, it is particularly important to objectively evaluate the influence of analysts in the capital market and make reasonable use of the analysis and suggestions in company research reports written by securities analysts.

This article starts with analyst research reports and uses the event research method to empirically analyze the cumulative excess returns of stock price fluctuations in the period before and after the public release of research and analysis reports by major brokerage institutions since 2011-2020, so as to study the impact of the publication of analyst research reports in the Chinese securities market on the stock prices of the corresponding listed companies, and further analyzes the rating change of the analyst report, the fame of the securities company, the fame of the analyst, the target price, the type of research report, the relationship between the size of a listed company and the cumulative excess rate of return. Empirical evidence draws the following conclusions: There is a significant positive correlation between the change of rating reported by analysts and the cumulative excess return; Research report type has a positive impact on stock price, and the cumulative excess return brought by the securities analyst after issuing the in-depth report is higher than the cumulative excess return brought about by the publication of the general report; In the short term, the stock price will be more vulnerable to celebrity analysts, and in the long run, the research report issued by the securities company with the higher the reputation of the securities company will bring more excess return than the ordinary securities company.

KEY WORDS: Research report; Securities analyst; Event study; Cumulative excess return

目 录

1	绪论.....	1
1.1	研究背景.....	1
1.2	研究意义.....	3
1.3	研究内容和技术方法.....	4
1.4	本文可能的创新点.....	5
2	文献综述.....	6
2.1	国内外研究现状.....	6
2.1.1	分析师盈利预测的影响因素.....	6
2.1.2	证券分析师预测能力与股票投资回报.....	8
2.2	文献评述.....	12
3	理论分析与假设研究.....	13
3.1	相关研究理论.....	13
3.1.1	有效市场假说.....	13
3.1.2	行为金融学.....	13
3.1.3	信息不对称理论.....	14
3.2	研究假设.....	15
4	实证研究设计.....	18
4.1	样本选取和数据来源.....	18
4.2	事件研究法.....	18
4.2.1	事件期的确定.....	18
4.2.2	超额回报率和累计超额回报率计算方法.....	19
4.3	影响研究报告预测能力的因素.....	19
4.4	研究模型.....	23
5	实证结果分析.....	24
5.1	样本数据处理与描述性统计.....	24
5.2	累计超额回报率的分析.....	29
5.3	实证分析.....	36

5.3.1 事件研究法对研究报告发布与股价波动影响的实证研究.....	36
5.3.2 多元线性回归模型对研究报告与股价波动的影响因素分析.....	37
5.3.3 多元线性回归模型的稳健性检验.....	40
6 结论与建议.....	43
6.1 结论.....	43
6.2 建议.....	44
6.3 不足与展望.....	45
参考文献.....	47

图 表 目 录

图 1-1 本文的结构安排·····	5
表 4-1 主要变量及变量释义·····	23
表 5-1 分析师评级情况统计·····	25
表 5-2 分析师评级变动情况统计·····	26
表 5-3 累计超额回报率的描述性统计·····	27
表 5-4 回归变量描述性统计·····	28
表 5-5 回归变量相关性分析·····	28
表 5-6 评级变动为-4 的累计超额回报率·····	29
表 5-7 评级变动为-3 的累计超额回报率·····	29
表 5-8 评级变动为-2 的累计超额回报率·····	30
表 5-9 评级变动为-1 的累计超额回报率·····	30
表 5-10 评级变动为 1 的累计超额回报率·····	30
表 5-11 评级变动为 2 的累计超额回报率·····	30
表 5-12 评级变动为 3 的累计超额回报率·····	31
表 5-13 评级变动为 4 的累计超额回报率·····	31
表 5-14 非明星分析师的累计超额回报率·····	32
表 5-15 明星分析师的累计超额回报率·····	32
表 5-16 非明星券商的累计超额回报率·····	32
表 5-17 明星券商的累计超额回报率·····	33
表 5-18 无目标价的累计超额回报率·····	33
表 5-19 有目标价的累计超额回报率·····	33
表 5-20 普通报告的累计超额回报率·····	34
表 5-21 深度报告的累计超额回报率·····	34
表 5-22 公司规模排名前 20%的累计超额回报率·····	35
表 5-23 公司规模排名 20-40%的累计超额回报率·····	35
表 5-24 公司规模排名 40-60%的累计超额回报率·····	35

表 5-25 公司规模排名 60-80%的累计超额回报率·····	35
表 5-26 公司规模排名后 20%的累计超额回报率·····	36
表 5-27 样本整体 CAR 的 T 检验结果·····	37
表 5-28 多元线性回归分析模型实证结果（公司市值为虚拟变量）·····	38
表 5-29 多元线性回归分析模型实证结果（公司市值为市值的对数值）·····	41

1 绪论

1.1 研究背景

上交所和深交所两大证券交易所在上个世纪末相继设立,标志着中国交易市场正式开始了自己的发展道路。迄今为止,作为一个新兴的且仍在持续高速发展中市场,中国的证券交易市场获得了令人瞩目的成绩。2012年9月,新三板正式被登记注册,又进一步促进了国内金融市场体系多方位的发展建设。2019年,上海证券交易所成立科创板,并与之同步开展了注册制试点,便于创新型科技类公司更好地融入资本市场,意味着实体经济在多层次资本市场中可以获取更多更有力资金支持,也同时促进了资本市场更加稳定健全的发展。2020年3月,象征着国内资本市场在各个方面推进注册制的新《证券法》正式施行。2021年9月,北交所成立,作为第一家国内公司制交易所,它的成立有利于帮助中小企业进一步成长,使得新三板的改革进一步深化,从而为创新类的中小型企业提供更好的服务。随着国内证券市场日益发展及制度的日益完善,越来越多的中小投资者参与到证券投资中去。据中国结算有关统计结果资料显示,截止到2020年年末,登记存管的A股有4146只,较上年增加382只;市场上的投资者数已达17777.49万人,较上年增加11.28%,其中包括了17735.77万人的个人投资者,占比已达到了99.77%,早已是市场上的主要投资者。

证券投资市场的发展同时也对证券投资分析师这一行业起到了兴盛作用。早在上个世纪初的美国市场,这一职业就开始在市场中逐渐出现。经美国投资管理和研究协会批准的证券分析师在券商、投行等各类金融机构内就职。证券投资分析工作内容包括了对相关的各类资源信息的搜罗、对各类资源信息的整理和处理加工分析,以及最终分析师给出自己的一些投资建议。证券分析师们可以通过自身的信息来源处理信息,并凭借专业能力来指导投资者做出决策,从而降低市场上信息的不对称程度,提高投资者的投资回报。我国的证券行业在改革开放以后才开始发展起来,起步相对较晚。证券投资分析业务,自20世纪90年代初较低档次的股市评论时代已经发展演进到专业的投资顾问服务时代,再发展到现在的卖方研究时代,通过从对内服务的研究模式到对外服务的商业研究模式的发展,

证券投资分析日益成为券商们吸引客户、拓展业务、增强核心竞争力的重要影响因素，发展成为中国证券市场上必不可缺的组成部分。而随着互联网的进步与繁荣及证券市场信息披露制度的完善，个人投资者们获得股票资讯的信息渠道也越来越多，这其中就包括了证券公司发布的各类上市公司研究报告。在市场上的所有信息中介中，证券公司研究报告占有一席之地。证券公司的公司研究报告是由有执业资质的专业证券分析师撰写，以上市公司为研究对象，分析师通过整理分析国内外宏观经济环境、上市公司所属行业及上市公司自身的相关情况，对其未来经营情况进行分析，并对未来股价进行预测的报告，可以向投资者传递其对上市公司价值和未来发展潜力的研究和分析结果，使投资者在投资决策时受到启发，提高信息在上市公司和投资者之间的传递效率，减少不对称情况，从而增加了各类资源在交易市场中的配置使用效率。由于分析师存在的重要作用，近几年各家券商机构都加大了对分析师的培养力度，分析师人数较往年也有了较大的增长。据中国证券业协会相关统计显示，到 2020 年年末，市场上近百家券商拥有了独立于其他部门的研究部门或下属研究分析子公司，合计有执业分析师 3364 位，共发布公司研究报告 8.5 万份，研究范围包括了境内外上市公司和新三板公司。各证券公司名下分析师人数分布不均，少则 1 人，多则 151 人，按各投资机构的注册分析师人数排名，可以发现证券分析师从业人员中 70% 的分析师都在分析师人数前 30 名的头部证券公司里，其中海通证券等八家证券公司都拥有上百位分析师，可以看出券商机构间的研究实力是有一定差距的。券商机构发布证券研究报告主要是为公募基金即机构投资者服务。机构投资者们会依据研究报告再次进行判断分析，从中获取可以用来利于投资的有效信息。而个人投资者由于缺少专业知识和技能，在进行投资决策时，相较于机构投资者，可能会更依赖于各个分析师的分析研究报告结果。分析师发布研究报告后，在分析师影响力影响下，如果股票的价格波动结果符合分析师的预测，能让投资者从中得到收益，则分析师的研究报告是有一定借鉴价值的。但各机构在各大信息平台上发布的研究报告数量庞大，质量难免良莠不齐。就近期来说，中信建投证券某研究报告于 2020 年 11 月因采用电子平台中个人账户的上传文章作为参考资料，没有确认信息的规范性，没有充分的客观证据，研究方法不够严谨审慎专业，凭借假设条件和预测数据就主观性地推断结论，存在合规性审核不达标和质量把控不达标的问题而被北京证监局责令改正；同年 12 月，中泰证券由于某研究报告的发布过程

中没有按照客观、独立、公平审慎的原则，没有对引用的重要信息和数据真实性和可靠性进行核实，导致该研究报告内容出现重大错误，传播了误导性的信息，造成了不良影响，而被山东证监局责令改正；2021年中，申万宏源某署名分析师在标以公司名称的公众号上发表了某研究报告，不符合国家要求的相关规定要求，没有按照规范审核流程操作，没有保证相关信息来源的合法合规性，导致被上海证监会约谈。发生的一系列问题，不得不引人思考。作为投资者做出决策的重要借鉴信息资料，公司研究报告的质量究竟如何？由于个人投资者的关注精力和认知能力的局限性，作为专业人士的证券分析师所发布的研究报告在个人投资者完全信任的情况下能否为其带来股票投资回报？为解决这些问题，本文将对证券分析师研究报告的预测能力和股票投资回报之间的关系进行研究。

1.2 研究意义

证券分析师作为证券市场上传递信息的中介角色，是金融市场的重要组成部分。分析师的主要工作是对上市公司的基本面进行深度剖析，使得投资者在投资决策时可以从中获得一定的参考信息。处于投资者、上市公司等利益冲突关系中的分析师，其研究报告是否能反映有价值的内容信息给投资者，并为投资者带来超额投资回报，专业能力较弱的个人投资者是否能完全信任分析师研究报告等都是值得分析研究的内容。

理论意义方面，本文希望结合当前的中国证券市场发展情况，从证券分析师研究报告的预测能力角度出发，研究分析师研究报告对标的股票投资回报的影响作用。本研究是对有效资本市场理论的延伸运用，为证券分析师和股票投资回报方面的分析提供了独特视角，有利于增加相关研究文献。

现实意义方面，信息传递效率低、不对称程度高以及利益侵占问题在处于发展不成熟阶段的资本市场中广泛存在，投资者们通常要花更多的时间和精力来获取自己所需的信息。本文通过深入研究国内分析师发布的研究报告对标的上市公司股票价格的影响，进一步剖析出证券分析师研究报告的预测能力与股票投资回报之间的关系，从而解读分析师研究报告中所包含的信息价值，是否有利于降低市场上的信息不对称程度，从而能够帮助投资者在面对市场上众多分析师研究报告成果时，可以客观地对待，并进行理性分析，最终能做出合理的判断，促进证券市场的稳定和成熟发展。

1.3 研究内容和技术方法

本文通过学习国内外相关文献和将理论研究和实证研究相结合的方式，以2011年1月1日到2020年12月31日期间的锐思数据库作为研究报告样本数据提取来源，通过事件研究法和多元线性回归分析法来分析研究报告发布前后对标的上市公司股票价格波动造成的影响和有关影响因素，以及这些因素如何对股票投资回报产生影响等问题。本文主要包括：

对分析师研究报告和股票投资回报的国内国外相关资料进行整合学习，从分析师盈利预测的影响因素、证券分析师预测能力与股票投资回报两个角度了解国内国外学界现状；对研究报告和股票投资回报的相关研究理论进行分析和阐述。

对本文实证研究进行样本数据的准备，阐述了与分析师报告相关的数据（如研究报告投资评级、报告类型、目标价、分析师声誉情况等信息）的数据来源；实证数据准备和数据整理，包括公司研究报告评级变动、目标价、研究报告类型等相关样本数据的描述性统计分析，分析师评级变动分布情况分析等；通过事件研究法，选取研究报告发布前后目标股票的不同窗口期，对其累计超额回报率进行统计，然后通过不同的分组，观察股票累计超额回报率的变化情况。

为了进一步研究分析师研究报告对股票投资回报的影响，在进行实证之前，先在现有文献和初步逻辑分析的基础上提出有关分析师研究报告和股票投资回报的相关性假设，即分析师研究报告评级变动会显著影响累计超额回报率，且分析师评级向上变动会对累计超额回报率带来正向影响，分析师评级向下变动会对累计超额回报率带来负向影响；分析师深度研究报告较普通研究报告更具信息含量，深度研究报告发布后带来的累计超额回报率要高于普通报告；明星分析师的研究报告相较于普通分析师更具信息含量，可以对投资回报产生更大的影响。介绍评级变动分组方法和股票投资回报计算方法，建立分析师研究报告相关因素和股票投资回报之间的数据模型，并对之间的相关性进行多元回归实证和稳健性检测。

本文的技术分析方法：1、事件研究法，研究分析师报告发布后是否存在累计超额回报率。2、多元线性回归法，借助现代计算机软件对分析师的研究报告评级变化等分析师报告相关因素特征与股票投资回报之间的相关性进行实证分析，最终得出研究结论。

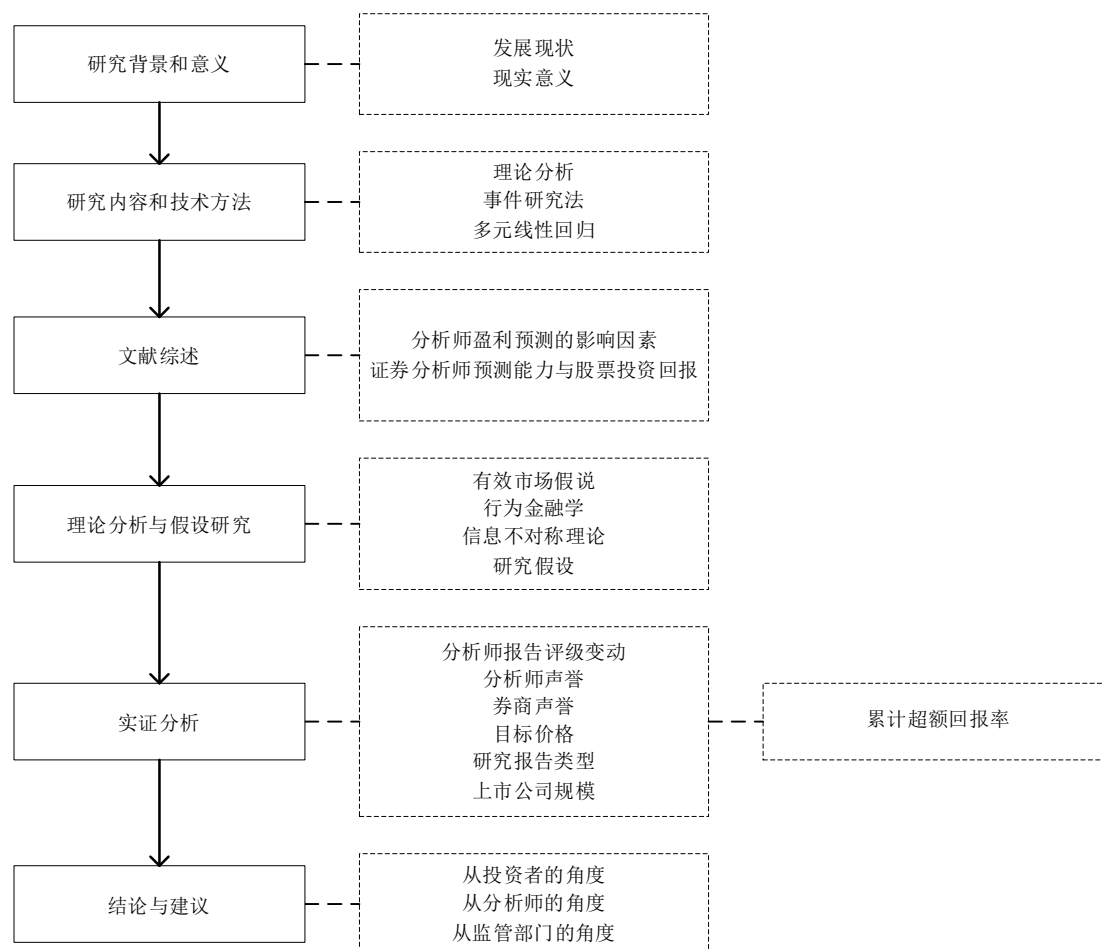


图 1-1 本文的结构安排

1.4 本文可能的创新点

本文丰富了国内有关证券分析师盈利预测、分析师能力与价值方面的相关研究。可能的创新点有：（1）相较于既有参考资料，在构建模型时，创新地从研究报告的内容丰富度角度出发，加入对不同研究报告信息含量的研究，分析了证券分析师深度报告和普通报告的预测能力和股票投资回报之间的关系；（2）本文选取 2010-2020 近十年的公司研究报告记录为样本数据，深入分析了证券分析师研究报告的预测能力对股票投资回报的影响，相比现有研究的取样时间更长、样本总数更多，可以更好地从中了解证券分析师盈利预测的价值，使得投资者能够更加理性地看待分析师研究报告。

2 文献综述

2.1 国内外研究现状

分析师运用市场上可获得的公开信息及私有信息渠道收集各类宏观市场、行业维度和公司维度的内容信息，并经过整理和研究分析，形成并发布相关的研究报告，从而引导投资者做出决策。分析师的盈利预测对证券市场的影响一直是国内国外研究者们比较热衷的分析课题，本文主要对两方面进行阐述：一是分析师盈利预测的影响因素；二是证券分析师预测能力与股票投资回报。

2.1.1 分析师盈利预测的影响因素

关于分析师盈利预测的影响因素，国内外学者主要认为有以下几点：

(1) 证券分析师自身的因素。学者李悦、王超（2011）通过分析沪深股市上市公司 2005-2009 年 5 年的分析师盈利预测资料数据，从个人能力的角度选取分析师从业时间及某个公司预计测算年数两个指标作为代理变量，将其跟进的公司个数和行业总数设置为预测组合复杂程度的代理变量，通过对券商名下分析师数量的排名设置虚拟变量作为分析师所属券商体量大小的代理变量，最终构建出分析师盈利预测相对准确度的模型，研究发现分析师个人的盈利预测经验及与所跟踪的上市公司管理层间的关系有利于增加其预测的准确度，得出分析师跟踪上市公司的年数、跟踪的公司数量及其从业年数对预测准确度有正向影响的结论。Luo& Xie（2012）发现不同分析师之间有着个体区别，如决策风格和人格特质也会影响到分析师的决策结论，进而对分析师预测的准确度造成影响。Bradshaw et al.（2013）研究发现分析师可以表现出持续的盈利预测能力，究其原因是他们的盈利预测精确程度要经过相当严格的审查流程，并认为分析师的薪酬和工作任期也与其盈利预测准确性有关。宋艳、赵梦阳、陈弘浩（2019）则运用行为金融学进行研究分析，关注到分析师的羊群行为会对其盈利预测造成影响，通过深圳证券交易所公司接待分析师调研的披露信息，利用声誉羊群模型，将分析师调研作为获取个人独有信息的依据实行大胆冒险效应的统计推断，研究结果表明分析师预测精确程度在大胆预测的情况下会显著增加，分析师在进行调研后发表大胆预测报告会有更高的预测精确程度。赵留彦、宁可（2020）基于“新财富最佳分析师”

的评选，从实地调研频率和研究报告发表频率两个维度衡量分析师的努力程度，考察努力程度与分析师荐股能力两个方面的关系，发现明星分析师的研究报告无论是在短期还是长期都具有更高的投资价值。

(2) 分析师所属券商的因素。冯体一、杨大楷和沈秋实（2013）以券商为研究标的，依次观察了券商利益和其信息上的有利形势对其名下所属分析师预测偏差和投资评级的影响，通过实证检验发现券商规模、券商承销关系以及券商总部靠近经济发达地区的地理优势所带来的信息优势可以提高其分析师们的预测质量，从而降低分析师预测偏差。孙莲珂（2020）关注到越来越多的券商机构参与到股票市场中进行融资，从券商上市的角度出发，通过分析非上市券商和已上市券商的投资评级衡量与相对预测准确程度，可以发现准备上市的券商机构名下的分析师相较于非上市券商的分析师，准备上市的券商机构所属分析师会受到证监会更严格的监管，因此这类分析师在给予投资评级时会更加谨慎，从而其预测的准确程度也就越高。但是当券商上市以后，其所属分析师的预测评级会变得更加乐观，相对应的，其预测准确性也会下降变低。许汝俊（2018）从行为金融的视角出发，采用有序多元选择模型对分析师股票推荐评级乐观偏好进行了研究，发现各证券公司的所属分析师一般会偏向对其分仓客户所重仓持有的股票给予高评级的评价，且随着分仓基金所持有的重仓股票市值越大，其偏向程度也会越大，分仓佣金额度的提升也会促使券商机构名下的分析师偏向相关重仓股票。

(3) 上市公司的因素。应益华、章云君（2014）基于深圳交易所的资料，从上市公司自身影响因素角度，研究了公司扩张速度、公司规模、盈余管理目的、盈余波动程度、盈余可预测程度、信息披露质量的好坏等相关因素对分析师预测准确度的影响，通过回归模型进行实证研究，发现上市公司的这些自身因素大部分会对预测精确度造成影响，上市公司盈余波动程度、信息披露质量、盈余可预测程度与分析师对该上市公司的预测准确程度之间存有正向关系，其管理运营方式、公司规模与分析师对该上市公司的预测准确程度之间存在负向关系；并且发现分析师预测的盈余数据存在整体偏乐观的现象。此外，分析师预测会受到上市公司所属行业差别的影响，杨红娟（2015）选取了 10 大类不同的行业来做研究，得出结论分析师进行预测时会受到行业特征的影响，如水电燃气及交运、社服等行业，由于有稳定现金流、盈余收入稳定、增长性高，总体而言行业的发展较稳定，分析师会做出精确程度相对较高的预测；而农林牧渔、采矿业及制造业等这

些行业由于受自然条件或宏观经济影响较大,行业的可发展性较差、盈余收益波动幅度较大,则分析师的预测精确度会受到一定影响从而也就相应较低。

2.1.2 证券分析师预测能力与股票投资回报

关于证券分析师预测能力与股票投资回报,绝大多数学者都对分析师预测能力持有认可态度,认为分析师的预测行为是有价值意义的,能为投资者带来投资回报。

从证券分析师研究报告的盈利预测数据角度,张婷、季侃(2011)认为盈利预测是分析师职能的核心问题,并通过历年的研究发现分析师具有的专业知识、经验决定了分析师预测的优势更大,也有较高的准确度,从而分析师的盈余预测是股价的一个重要影响因素。国内学者吴东辉、薛祖云(2005)收集了上市公司样本期披露的实际净盈利及每股收益、去年同期的实际净盈利及每股收益、分析师对上市公司预测期内的净盈利及每股收益的预测数据,通过考察股价变动与会计报告上的实际盈利之间的密切关系,发现可以通过根据公布的收益信息制定套头策略来获取超额收益。此时的套头交易收益回报率大于零,且在统计学意义和经济学意义上都显著,可以看出我国的证券交易市场还未达到半强势有效,投资者可以借鉴分析师盈利预测数据来进行判断操作从而获得更多的回报。白晓宇、钟震和宋常(2007)是较早的一批尝试用完整的盈利预测数据库数据对 A 股市场上的投资者行为进行解释分析的学者,他们将分析师每股盈余预测值乘以目标股票当时的总股本作为预测值,与上市公司年报公布日披露的目标股票的净利润做比较,将得出的意外盈利即公布的经审计净利润和预期净利润的差值来研究对股票回报造成的影响,并认为市场上的股价在上市公司年度报告公开公告前就已经对分析师盈利预测内容做出了反应,因此当上市公司公布年度报告时,此时未预料到的盈利就成为新的正面或者负面影响信息,从而产生反向的累计超额回报,投资者能够通过投资组合的方式获取超额回报。王骏飞(2020)认为证券分析师的预测相对越准,就越有利于缓解外部投资者在市场上的劣势地位的现状,较高的盈利预测准确性可以将企业的优势更好与股票结合,最终体现在上市公司股价信息含量的提高,减少市场交易者与上市企业两者之间掌握的信息差异。

从证券分析师研究报告的评级角度,王征、张峥和刘力(2006)关注到分析师投资建议的投资价值性问题,通过整理证券公司分析师发布的股票投资评级数

据,通过经验研究的方法,发现增持评级股票投资组合能够收获较好的年化超额回报率,并且该超额回报率在不同模型调整以后依然显著,说明分析师的投资建议可以为客户创造价值。姚禄仕、王华峰(2016)运用事件研究法分析市场对分析师推荐评级及评级变动后作出的反应,发现分析师给出的股票看好评级是存有价值空间的,同时国内分析师很少给出消极评级;另外,最佳分析师研究看好的股票比普通分析师看好的更加有效。投资者可以在短时间内关注最佳分析师给出的评级为推荐的股票,以便获得更多的超额回报,但从长期来看,最佳分析师的表现会要略差于普通分析师。钟子英(2018)运用自2006至2011间的荐股评级资料,研究了附有目标价的研究报告对荐股评级市场存在的影响,发现除了悲观评级“卖出”评级外,披露了预期的评级研究报告相较于没有披露的评级研究报告可以对市场造成更大的影响;且在同一评级水平上,市场反应程度与预测溢(折)价比同向变化,乐观评级相较于悲观评级的预测溢(折)价比被投资者赋予了更大的比重。郭艳红、蒋帅和陈艳萍(2019)认为证券分析师是证券市场上传递信息的重要角色,其给出的研究报告股票评级会对投资者决策产生重大作用。采用事件研究法,以市场态势差别为切入点研究分析师股票评级的预测价值,验证了分析师股票评级预测价值的充分性,且当股票评级越高时,其对应的回报也就越高。在熊市中,分析师会更注重自身声誉,在尽可能搜集市场信息的情况下慎重发表乐观评级,因此乐观评级在空头市场阶段的价值要高于多头市场,而中性评级由于投资者关注度相对较低在不同市场运行特征下的预估价值都没有明显差异,悲观评级在空头市场阶段中的短时期预测价值要高于多头市场,按照分析师荐股的评级进行投资决策即可获得超额回报。谢玲玲(2020)从分析师变动股票评级入手,根据盈余预测变动是否变化方向一致,对样本股票评级变动记录进行分组研究,观察到当证券分析师基于企业盈余预测发生变动或者其他原因需要重新对股票进行价值评估时,若得出的股票估值变动较大,相应地,他们也会调整上市公司股票的评级。这种变动产生的原因可能很多,而以盈余预测变动为基础做出的上市公司股票评级调整会更具有信息价值,构成的套利组合也可以收获更多的超额收益。

从证券分析师研究报告的目标价角度,储一昀、仓勇涛(2008)选取首次公开募股的公司和分析师合理价格预估值进行分析,通过研究首次公开募股公司上市首日的交易回报率与分析师预测的回报率之间的内在关系,得出分析师对首次

公开募股的合理价格预估定位一致程度对该公司第一天的收盘价存在着较强解释力,且两者在统计学上没有显著差异,这说明了投资者在不太了解新上市公司的具体经营情况时是可以信赖分析师的价格预测值,其价格预测值可以作为首次公开募股公司上市第一天价格的参照值。

国外学者更早地进行了这方面的研究。

从分析师研究报告盈利预测数据角度, **Fried and Givoly (1982)** 通过评估分析师预测数据的质量,发现分析师的预测相对于时间序列模型的预测可以更好地替代市场预期,分析师预测具有信息价值。**Guerard & Beidleman (1987)** 也认为分析师预测的预测误差可以降低。

从证券分析师研究报告的评级角度, **Bjerring et al. (1983)** 通过研究加拿大一家证券经纪公司的分析师给出的推荐评级发现,虽然分析师给出的推荐评级不会立即反应在股票价格上,具有一定的滞后程度,但是只要普通投资者按照分析师给出的推荐评级来进行操作就能收获显著的正异常回报。**Elton et al. (1986)** 收集了三十多家美国投行机构下的证券分析师给出的评级为买入的股票数据进行研究,通过实证分析发现投资者按照分析师的建议进行操作可以收获两个月的显著超额回报但是两个月后超额回报会逐渐消失。**Loh and Mian (2006)** 发现,发布更准确盈利预测的分析师也会发布使投资者更能够获得超额回报的股票建议,精度处于最高水平的分析师给出的投资建议所带来的调整回报率会比精度最低水平的分析师所带来的回报率每月高出 1.27%。**Moshirian et al. (2009)** 首次对新兴市场的分析师推荐后买入并持有股票的异常回报做实证分析,通过研究 1996 至 2005 年 13 个新兴国家的数据发现,股票价格对证券分析师的建议和修正反应强烈,推荐后买入可在新兴市场获得异常回报,且与发达市场相比,新兴市场的分析师会表现出更强的积极偏见。**Park and Park (2019)** 通过研究发现,即使考虑交易成本,投资者遵循美国股票市场分析师的建议购买“强买”股票和卖空“强卖”股票,在 2001-2016 年每年也会产生 4.7-5.8% 的异常回报。**Barber et al. (2003)** 分析发现最受推荐的股票比最不受欢迎的股票产生了显著的年平均市场调整收益率,这个结果很好地反映了分析师建议的长期价值。**Cai and Cen (2015)** 也通过考察证券分析师对中国证券市场特定行业的交易建议,衡量分析师的建议对投资者的价值,发现有看好有利建议的行业表现一般要优于不利建议的行业,而且这种绩效差异会随着时间的推移放大。如果按照分析师的买入和卖

出建议, 股东可能会在中长期获利, 而这些股票和行业, 有利建议往往会在中长期表现优于基准指数, 相反, 不利建议往往会在中长期表现逊于基准指数。Hobbs et al. (2012) 发现经常修改投资建议的分析师获得的回报表现要优于那些不修改投资建议的分析师获得的回报表现。分析师通过频繁修正将已知的市场信息增量加到投资建议中, 以便给出更好的投资建议。修改投资建议的分析师凭借自身分析市场活动的技术和能力生成私有信息, 可以获得较好的短期回报表现。

从证券分析师研究报告的目标价角度, Thaker et al. (2018) 通过研究 2010 年 1 月至 2015 年 12 月的 657 位马来西亚卖方分析师的建议数据, 发现了目标价格和盈利预测与股票回报有显著的相关性, 分析师报告中所包含的信息内容对股票投资回报有 66.67% 的解释性。Brav, Lehavy (2003) 则从分析师给出的股票预期价格角度出发, 分析了目标价格在短时间内对股票市场的影响作用及股票价格与目标价格的长期协同变动关系, 发现市场对分析师目标价格中包含的信息都会有着显著反应。

从证券分析师研究报告所研究上市公司规模的角度, Guagliano et al. (2013) 对 2003 年至 2011 年 26 家券商发布的关于在意大利证券市场中上市的 37 家小盘股的 1167 份报告进行了异常股票回报分析, 发现对于小盘股这类上市公司来说, 信息不对称情况可能较严重, 在分析师报告发布日期后 3 天事件窗口内会带来累积异常回报, 说明分析师报告对市场是有价值的。

但是国内外也有学者对分析师预测能力持消极态度。国外学者 Cowles (1933) 研究了 1928-1932 年证券公司等主要金融机构对股票预测的结果, 发现十六家机构推荐的各种股票实际表现不如市场平均值, 分析师预测并不能带来超额回报。国内学者刘佳 (2006) 使用证券分析师看好推荐的股票收益能力来作为其预测能力的衡量指标, 通过实证分析得出国内研究者推荐的股票在研究报告发布之前本身有着明显的正关系, 但研究报告发布后却没有正关系的极端情况甚至还有负值, 存在明显的过度反应现象, 总体上来说投资者按照国内证券分析师的投资建议在短时间内可以获得投资回报, 但会形成证券市场的投机氛围, 从长期来说会有碍于证券市场的健康发展。郭杰、洪洁瑛 (2009) 根据分析师主要凭借个人信息的分析, 得出不管分析师个人对于上市企业的盈利预估结果是积极还是消极于市场的一致意见, 其针对上市公司的盈余预测行为都是没有作用的结论; 造成这种现象的原因一方面是分析师出于主观动机希望能够展示其自身能力, 另一方面是因

为国内上市公司公开信息披露质量较差。何慧华、方军雄（2019）从分析师执业经验的个人特征角度出发，考察了其盈余预测准确性和乐观性偏差两个维度，发现分析师之前的执业经历并不能帮助提升准确性，其执业年限越长，预测准确性反而会越低，乐观性偏差会越大。当分析师跟进的上市企业地区散布数量越多，地理位置和分析师不在同一个城市、经济政策具有越强的不可预测性时，这一负面效应会越显著。

2.2 文献评述

本文从分析师盈利预测的影响因素、证券分析师预测能力与股票投资回报两个方面对国内外有关文献进行了整理和学习总结。随着资本市场有效性的提高，身为上市公司和投资者两者间的信息传递者，证券分析师发挥着指导投资者树立正确的投资观念、规范市场运作机制、提高市场信息透明度、提高社会资源配置效率等重要作用。投资者获取上市公司未来相关信息的一个重要来源就是分析师发布的关于上市公司公布的当前和未来预期信息。这样的背景下，证券分析师盈利预测的可靠性、价值性以及是否能为投资者真正带来投资回报，这些问题都是投资者所关注的重点问题，还值得我们进一步研究。从分析师研究报告对股票影响的研究角度来说，目前国内外多数学者都认为分析师研究报告能够对股票价格产生一定影响，对投资决策具有一定借鉴意义。由于国外分析师行业起步较早，在相关理论和研究方法方面较完善，研究内容更具有体系性，而国内相关研究开始较晚，还需参考国外学者的经验和方法研究，加强发展和创新。因此综上所述，本文将进一步深入探讨研究报告的预测能力对股票投资回报的影响及可能的影响因素。

3 理论分析与假设研究

3.1 相关研究理论

3.1.1 有效市场假说

有效市场假说可以追溯至上个世纪初,由美国尤金·法玛发表,该假说认为,在信息透明程度高且不存在信息不对称、竞争充分的背景条件下,不管是涉及公司当下的价值还是将来的价值的一切消息都已经被确切且全面的体现在股价趋势中,市场交易者无法再使用理性分析的方式来收获比市场一般水平要高的额外利润。“有效市场”假说表示,有效市场应是证券市场中的价格完整反映了一切可获取到的全部信息,具体可分为三种市场情况。其中的弱式有效市场假说的观点主要是人们已经彻底吸收了一切有关资产价格的市场历史内容信息,在这样的情况下对于股价的技术分析是没有效果的,只有在基本面分析的基础上投资者才有可能收获超额收益;而半强式有效市场假说的主要观点是股票价格在该市场中已经充分体现了包括市场和非市场层面的对外信息在内的涉及上市公司未来发展的一切信息,在此基础上基本面分析也开始失效,投资者只有在有内部消息的情况下才有机会得到超额回报;而在最后一种情况,在强式有效市场中,一切有关市场交易的信息都已完全反映在资产现有的价格中,不管是公众渠道消息还是私有渠道来源,此时任何研究分析都是无效的。

在有效市场的背景下,从经济学的角度来说,持续获得超额收益的情况是不存在的。在有效市场的假设中,股票之所以会对信息的变动做出反应,是因为分析师与投资者针对关注的股票进行分析,通过分析公司当前的盈利预测来判断短期价格是否与股票的内在价值一致。当股票价格被高估或者低估时,分析师会调低或者调高评级,投资者会根据分析师的评级变动相应地做出抛售或购买该股票的投资决策,进而从中获利,最终股价也会回归到它的真实内在价值。

3.1.2 行为金融学

行为金融学将社会学、心理学、决策科学等与金融学理论相结合,从心理学的角度分析论证人们的情绪或心理对金融市场造成的影响和作用,从而解释金融市场中的一些难以用传统金融学分析的现象,分析资本交易中的非理性操作和决

策规律。行为金融学主张投资者自身的行为可以对股价形成很大影响,股价并不是只由上市公司的内在价值决定,还由投资者的心理和行为决定。凯恩斯是最早认识到这点的经济学家,并指出了在投资决策过程中心理预期的重要作用。在心理预期的基础上,1936年他首次提出了“选美竞赛”和“空中楼阁”两大理论,这些理论明确指出了心理预期在投资者投资决策过程中的重要程度。上个世纪90年代末,国内也开始出现了针对投资者心理领域的探索,大量分析结果说明了国内证券市场中的投资者普遍有各种心理和行为上的偏差。举一些具有代表性的例子,比如一些与股票价格无关的指标,气象环境、市场舆论对股票价格的变动,也有很好的解释能力。这些与股票价格无关的指标对资本市场的影响说明了投资者的决策会受到一些非价值因素干扰,这种干扰最终会体现到股票波动上。另外,羊群效应、追涨杀跌以及投机行为等非理性行为在资本市场上十分常见,这些非理性行为的出现最终会造成上市公司股票价格反应过度或反应不足的现象。散户投资者由于自身的局限性,专业能力较差,会存在迷信权威的心理,在行为上就表现为过度依赖分析师的分析报告,缺乏自己的思考,完全按照报告来进行投资,从而在短期对股票交易产生影响,最终作用于股票价格。

3.1.3 信息不对称理论

投资决策中,不同的人有着不同的实际情况,对同一信息每个人的掌握程度有多有少,这就导致掌握信息少的人先天是不利的,概括而来就是信息不对称理论。其认为,作为非当事人,与交易相关的全部信息就可能不会被全部掌握,卖方会比买方知晓更多的商品有关信息,买卖方中信息缺少的一方会试图从另一方处获得信息,在这个过程中掌握信息多的就可能以此获利。信息的不对称程度越高,收集和获取信息的成本就越大,就越易体现出信息的边际效应,投资者就越渴望收获较大的股票投资回报率。

在证券市场上,上市公司的内部人员,如董事会监事会高管等相关人员等,因参与上市公司的实际管理而更加清楚上市公司的真实生产和利润情况,就存在着信息优势;而投资者,作为其他非内部人员,看到的只是市场上所公开的信息,可以了解到的信息有限,就处在信息劣势地位。市场上参与股票交易的买卖者,会结合所掌握的信息对上市公司未来股票价格进行预测和评估,假设在信息不对称的情况下,买卖参与者就会在预测价格时出现误差,导致证券市场中产生噪音,

此时就需要一个独立的第三方作为信息传递中介传递信息。证券分析师就是这样的一个中介角色，他们可以利用自身的专业技能，通过实地调研、访谈等私人信息交流方式，对所有能收集或了解到的上市公司相关信息进行整理、判断和分析，得出对上市公司估值的最终结论。因此，证券分析师能够有利于减小证券市场上的信息不对称差异并提升市场效率。

3.2 研究假设

在证券市场上，可以对股票价格产生影响的参与者主要有投资者、上市公司及以证券分析师为代表的证券从业人员。投资者的交易行为是导致股票价格变化的最直接因素，但因为不同投资者获取信息和消化分析信息的能力不同，所以在选股和择时时会有差异，最终会通过其股票交易行为对股价产生作用。证券分析师撰写的研究报告作为投资者获取信息的一种渠道，也会对投资者交易行为产生影响。针对分析师发布研究报告对市场造成的影响作用，国内外学术界进行了较多的研究讨论。

作为研究报告的重要组成元素，研究报告评级变动较直观地体现了分析师对上市公司未来经营前景预期的调整情况。Soucek & Wasserek (2014) 研究分析师们在做出调高、调低和重申维持的投资建议后对德国股票投资回报造成的影响，认为投资建议的变化会分别产生显著的正（负）异常回报，并且通过研究发现分析师修正建议后的股价反应在建议发布日最强烈，并且反应持续时间会在 4-6 个月不等。大部分市场反应出现在推荐事件日和不久之前，那么投资者可以通过及时交易的方式，按照分析师的建议进行投资从而获取超额回报率。通常分析师对上市公司做出评级改变的原因是在研究报告中融入了新的市场增量信息从而进一步对上市公司盈利预测做出调整，分析师评级变动表明了分析师对上市公司未来经营发展所持的态度，因此投资者一般会对评级发生变动的研究报告更加关注，且会按照分析师的评级建议做出交易。根据有效市场假说，分析师做出调高或调低的评级变化，说明他们认为此时的股票是被低估或者高估的，分析师在研究报告中融入的新的市场增量信息，可以促进市场对上市公司股票重新进行评估，最终股价也会回归到它的真实内在价值。因此，投资者按照分析师的评级变动建议做出决策买入市价低于价值或卖出市价高于价值的股票能够获取股票超额回报。综合以上分析，本文提出假设 1：

假设 1: 分析师研究报告评级变动会显著影响累计超额回报率, 且分析师评级向上变动会对累计超额回报率带来正向影响, 分析师评级向下变动会对累计超额回报率带来负向影响。

国内目前现有的文献中, 很少有按照研究报告类型来对研究报告的市场反应进行探讨。研究报告类型按照其内容丰富程度可以分为深度报告和普通报告。事实上, 在证券市场上, 不论是券商内部还是外部, 在对分析师能力进行评价时, 评判的重要指标就有证券分析师发布深度报告的篇数和可靠程度。深度报告往往是分析师全方位研究调研的成果, 并且为了撰写研究报告内容, 分析师需要耗费更多的时间和精力, 深入地向投资者阐明上市公司的合理投资逻辑, 将从调研或其他渠道获得的增量信息纳入到研究报告中去, 得以有力支撑其投资观点。深度报告较普通报告而言, 不管是在框架上还是在内容上都会更完整, 会对上市公司的经营状况、所属行业现状、将来提升空间和外部大环境等进行深度地剖析, 比普通报告更能深入、具体地分析其建议的合理性, 往往包含了影响上市公司股价的关键信息, 向市场释放了一定信号, 便于投资者理解上市企业的投资价值, 对投资者的投资决策有着更强的影响。在以上分析的基础上, 本文认为证券市场上的投资者, 相较于普通报告, 会对深度报告发布的内容更加关注, 因此分析师深度报告会对市场产生更强烈的反应, 且由于深度报告的盈利预测和评级建议调整能体现更多的价值, 从而能够获得较高的股票超额回报率。因此, 提出假设 2:

假设 2: 分析师深度研究报告较普通研究报告更具信息含量, 深度研究报告发布后带来的累计超额回报率要高于普通报告。

作为研究报告的撰写者和发表人, 分析师自身的影响力也会对研究报告的市场影响力造成一定的影响。Desai et al. (2000) 研究了《华尔街日报》全明星分析师所推荐的股票业绩表现, 发现全明星分析师确实对其所关注的行业有很好的了解, 推荐的股票表现要优于规模和行业控制的基准水平, 在行业类中具有卓越的选股能力。并且专注于单一行业的分析师推荐的股票价格表现要超越关注多个行业的股票价格表现。Booth et al. (2014) 也发现市场对首席证券分析师的盈利预测结果作出的反应会更大。明星分析师一般都是业内公认的各方面能力俱佳的分析师。明星分析师在行业内享有更高的声望, 相较于普通分析师, 上市公司更乐意接受明星分析师的调研并倾向给其透露原始资料数据, 从而利用明星分析师的明星效应在证券市场上获得更多的关注度。明星分析师除了在个人专业能力方

面具有优势，在其所属券商机构中也可以获得更为有利的研究资源支持。因此，如果是明星分析师的研究报告，一般认为会更具有信息含量，从而在市场上会产生更大的影响力，对投资者作出决策的影响力也会更大。综合以上，提出假设 3：

假设 3：明星分析师的研究报告相较于普通分析师更具信息含量，可以对投资回报产生更大的影响。

4 实证研究设计

4.1 样本选取和数据来源

本文提取的是 2011 年 1 月 1 日到 2020 年 12 月 31 日期间发布的近十年上市公司研究报告，研究报告数据提取来源主要为锐思数据库，上市公司股票交易信息主要来源于 Tushare 数据库。分析师声誉、券商声誉则分别以当年的新财富网站排名数据为准。通过分析研究报告发布前后股票价格的波动情况，研究对公司股价有影响的研究报告主要特征，并通过事件研究法和多元线性回归法研究这些特征因素怎样对股票投资回报产生作用等问题。

4.2 事件研究法

为了分析观察分析师研究报告发布以后相应标的股票价格的变动情况，本文选用的方法是事件研究法，CAR 模型是事件研究法中距今最久远且最具代表性的模型，相关研究资料中的事件研究法大都使用的就是该模型，说明该研究方法也是被主流所认可并广泛应用的，因此本文也将采用这种方法来对事件发生前后的股价变化进行分析，以累计超额回报率来衡量异常回报及股价变化。

4.2.1 事件期的确定

就目前现有的研究来看，在考虑了信息泄露及股市收市等影响因素后，通常是把事件发布日以及事件发布日的前一天和后一天作为事件窗口。因此，本文也借鉴该方法，取研究报告的撰写日期为研究报告发布日，并约定为事件日 T ，和研究报告发布日前后各一个交易日定义为事件期 ($T-1, T+1$)。由于证券分析师会于周末及法定长假期间发布研究报告，考虑到周末及法定假期股市是不开市交易的，因此本文的事件窗口期均是取的交易日。据有关调查显示，中国证券市场上 A 股的普通投资者换手率普遍较高、投资周期较短，平均持股天数约为一个月，且大多数上市公司的研究报告发布频率较高，选取过长的时间段可能发生短期内多篇研究报告对市场的互相影响情况。因此综合考虑这些情况，本文将报告发布日前后的 30 个交易日作为本研究的事件窗口，并分为多个窗口期来研究超

超额回报率，具体窗口期设置分别为 (T-7, T-2)、(T-15, T-2)、(T-30, T-2)、(T+2, T+7)、(T+2, T+15)、(T+2, T+30)。

4.2.2 超额回报率和累计超额回报率计算方法

超额回报率计算方法

本文中涉及的超额回报数据均采用市场调整法来计算。期初买进股票并持股至期末卖出，求出回报率。超额回报率则为该回报率与同一时间段市场指数的回报率相减所计算出的数值。国内证券市场的公司研究报告对照指数一般选取沪深 300 指数，因此本文也以沪深 300 指数作为对照指数来测算超额回报率。以公司研究报告发布日期的前后各一个交易日为例，

窗口期交易日的股票实际回报率：

$$R_{(t-1,t+1)} = \frac{P_{t+1} - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (4-1)$$

式中： P_{t+1} ——研究报告发布后一交易日个股的收市价； P_{t-1} ——研究报告发布一交易日的个股收市价。

计算样本股的累计超额回报率 (CAR)，需要计算样本股的实际累计回报率以及沪深 300 指数的实际累计回报率，仍以研究报告发布日的前一个交易日和后一个交易日为例，则样本股 i 累计回报率的计算公式如下：

$$AR_{(t-1,t+1)}^i = \prod_{t-1}^{t+1} \left(1 + \frac{P_t^i - P_{t-1}^i}{P_{t-1}^i}\right) - 1 \quad (4-2)$$

式中： $AR_{(t-1,t+1)}^i$ 是股票 i 自 t-1 至 t+1 的累计回报率。

同样，沪深 300 指数累计回报率的计算公式如下：

$$AR_{(t-1,t+1)}^{market} = \prod_{t-1}^{t+1} \left(1 + \frac{P_t^{market} - P_{t-1}^{market}}{P_{t-1}^{market}}\right) - 1 \quad (4-3)$$

样本股 i 的累计超额回报率计算方法如下：

$$CAR_{(t-1,t+1)}^i = AR_{(t-1,t+1)}^i - AR_{(t-1,t+1)}^{market} = \prod_{t-1}^{t+1} \left(1 + \frac{P_t^i - P_{t-1}^i}{P_{t-1}^i}\right) - \prod_{t-1}^{t+1} \left(1 + \frac{P_t^{market} - P_{t-1}^{market}}{P_{t-1}^{market}}\right) \quad (4-4)$$

式中： $CAR_{(t-1,t+1)}^i$ 是股票 i 自 t-1 至 t+1 的累计超额回报率。

4.3 影响研究报告预测能力的因素

在证券市场上，直接或间接可以对股票价格产生作用的主要市场参与主体包

括投资者、上市公司和以证券分析师为代表的证券从业人员。上市公司是发行证券的主体，其生产经营情况是影响证券价格的关键因素。上市公司的市值规模可以反应大众对上市企业的当前和未来预期定价，反应了上市企业的总规模及总体量。每个证券必然会存在其内在价值，市场上交易者的买卖行为对股票价格波动起着直接作用，各个投资者获知信息和解读信息的能力不一样，因而选股及择时的能力也不同，最终会体现在市场交易上，并且反映到股价。而分析师作为信息传递的中介者，通过提高信息传递效率、减少信息不对称性来间接影响投资者的交易行为，从而也会对股价造成作用。本文的研究目标是证券分析师研究报告的预测能力和股票投资回报，分析师报告是分析师发布的研究成果。从分析师报告的角度，一篇报告中所包含的信息众多，其中最直接的信息元素便是分析师给出的上市企业的评级和相对于上期的评级变动、目标价，这些元素作为公司研究报告的重要组成元素一般也会放在研究报告的首页内容上，可以最直接地向投资者表达分析师对企业将来获取经营利润能力的信念和预期，使投资者获得最直观的感受。另外投资者对不同内容丰富度的研究报告关注度也会不同，从而不同内容丰富度的研究报告对市场的影响力也会不同。分析师自身的研究能力会直接对产出的研究报告质量产生影响，而分析师本身具有的影响力也会对市场产生一定影响。从分析师从属的券商角度，券商机构的实力与资源渠道会影响分析师获取公开和私有信息的难易程度，券商机构对其机构下研究部门的管理也会影响分析师研究报告的产出和可靠程度，另外券商机构在广大投资者中的影响力也会影响投资者对其名下分析师所发布研究报告的态度。因此，基于以上几个角度，本文对可能会影响研究报告预测能力的因素进行了具体的分析和选取，如下：

研究报告的评级变化。研究报告评级是研究报告组成中的重要元素，各券商机构都有各自的公司评级标准，评级名称表述略有差异，如看好类的评级名称可能为买入、跑赢行业、强烈推荐、优于大市等，看空类的评级名称可能为卖出、跑输行业、弱于大市等，中性类的评级名称可能为中性、持有、与大市同步等。本文选取的研究报告数据提取来源锐思数据库对各家券商机构的评级名称进行了标准化统一，使得各评级名称与锐思数据库研究报告评级结果标准代码一一对应。本文对其进行统一赋值，将评级编码 10 定义为买入并赋值 2，将评级编码 13 定义为增持并赋值 1，将评级编码 20 定义为中性并赋值 0，将评级编码 30 定义为减持并赋值-1，将评级编码 33 定义为卖出并赋值-2。除了要考虑本次评级结

果外,也要考虑相对于上次评级的评级变动。评级变动结果体现了分析师对上市公司盈利预测及关于未来前景的投资建议调整和修正。这种分析师对于上市公司股票做出的评级改变被认为是更具有信息价值的。因此,本文选取评级变动作为衡量指标,设置变量 **Rating_change** 代表评级变动,评级变动值为本次评级标准赋值减去上次评级标准赋值,如按照上文的定义,假设本次评级为买入,上次评级为增持,则评级变动值为 1。本文研究的评级变动值范围为[-4, 4]。

分析师声誉。分析师是撰写研究报告及发布研究报告的主要人,其个人影响力也应该被考虑进去,分析师自身的声誉是其在证券市场职业发展的基础。明星分析师一般都是业内公认的各方面能力俱佳的分析师。除了个人能力方面的优势,明星分析师还可能因为通过与上市公司保持更为亲密的关系而更容易获得私有信息,以及更容易获得其所属券商机构有利的研究资源支持。如果是明星分析师,一般认为在市场上会有更大的影响力,从而影响市场上更多的投资者。分析师声誉可以通过分析师排名进行量化,目前市场上公信度比较高的分析师排名是《新财富》排名。该排名始于 2003 年,发起人为《新财富》杂志,通过对证券机构分析师评分来排名,是国内第一个市场化的分析师榜单排名,能够上榜的分析师都是有较强的研究能力且是通过市场检验的,可以说是被业界认可的一些分析师。因此,本文以是否上榜过新财富最佳分析师作为代理变量,设置变量 **AnaRep**,若分析师新财富榜上有名,则可以理解为是明星分析师,赋值为 1,若没有上榜过,则赋值为 0。

券商声誉。发表研究报告的分析师一般是在券商机构下就职,因而券商机构自身的影响力会对分析师的影响力造成影响。券商机构的声誉越良好,综合实力越强,则可以为分析师提供更多的资源渠道和可靠保障,也越能建立专业水平比较高的分析师研究团队,分析师研究报告的可靠性和说服力也就越强,对市场造成的影响也就会越大,具有更高的参考价值。并且,随着我国证券市场的发展和制度的完善,对研究报告的发布监管逐渐变严格,由于证监会对研究报告的监管是以券商机构为对象进行监管的,因此券商机构对其名下的分析师发布的研究报告质量会形成影响。市场上的投资者,特别是缺少分析和研究能力的非专业普通投资者,更愿意参照有影响力的券商分析师的建议进行买卖股票操作,这种情况下,分析师研究报告的预测建议会对股价产生一定影响。同样,新财富杂志每年也会对最佳研究机构进行排名,通过对历年上榜机构进行整理得出上榜机构名单。

本文设置变量 **BroRep** 代表券商声誉, 若分析师所属机构在上榜机构名单中, 则赋值为 1, 反之, 若未在上榜机构中则赋值为 0。

目标价格。目标价格表示分析师认为的上市公司股票的合理价格区间。如果分析师研究报告中附有股票目标价格, 此时的评级变动会对股票价格带来更大影响。因为研究报告发布的目标价格对投资者来说是一种更直观的股票买卖盈利预期, 从而可能会对未来股票价格波动带来更显著的影响。本文设置变量 **TarPr** 代表研究报告中是否发布目标价格, 有发布目标价格时, 取值为 1, 没有发布目标价格则取值为 0。

研究报告类型。分析师研究报告按照内容丰富程度和内容深度可以分成普通报告和深度报告。普通报告往往是分析师针对一些政府政策变动、公告资讯对相应上市公司股票的影响进行分析评论, 从而更新对上市公司未来的盈利预测, 一般报告的篇幅不长、内容较短, 分析师为撰写研究报告花费的时间和投入的精力也相应较少。而深度报告往往是分析师全面调研后的产物, 不管是在框架上还是在内容上都会更完整, 不光会对外界影响因素如宏观大背景、国家政策走向、行业未来发展空间对上市公司发展可能产生的作用进行研究, 还会对上市企业本身的经营状况、主营业务及公司盈利模式、估值与盈利预测等进行深度地剖析, 比普通报告更详细具体地分析其建议的合理性。因此本文还就研究报告类型设置变量 **Type**, 如是深度报告则赋值为 1, 否则为 0。

上市公司规模。不同规模的上市公司的股票标的对信息的反应程度由于不同标的的受关注程度、市场范围、交易频率不同等也有很大差异。上市公司的市值规模是市场对上市公司价值界定的体现, 反映了上市公司的总规模及总体量。在此基础上, 上市公司可以分为大市值股票、中市值股票和小市值股票。不同市值规模的企业所受到的关注度不同, 获取信息的难度也不同, 因此研究报告中所包含的信息量对不同市值的上市公司的影响也不同。我国证券市场发展较国外起步相对较晚, 各方面市场制度和监管可能还不够完善, 相对而言, 市值较小的股票其价格可能因为关注度较低、获取信息较难而更容易发生变化, 也更容易受到市场情绪的扰动。所以在此将上市公司规模大小 **Size** 纳入回归模型。对于该变量的衡量, 本文采用两种方法, 第一种是根据上市公司流通市值进行大小排序分类, 分别按照所处区间赋值为 0、1、2、3、4, 第二种是直接按照上市公司流通市值取对数来取值。

4.4 研究模型

本文将主要用到的变量整理如下：

表 4-1 主要变量及变量释义			
变量类型	变量名称	变量符号	变量释义及量化方法
被解释变量	累计超额 回报率	CAR	股票在各个窗口期的累计超额回报率， 具体算法见 4.2.2。
	评级变动	Rating_change	对样本研究报告评级结果标准编码进行 统一赋值，将评级编码 10、13、20、 30、33 分别定义为买入、增持、中性、 减持、卖出并分别对应赋值为 2、1、0、 -1、-2。评级变动值为本次评级标准赋值 减去上次评级标准赋值，评级变动值范 围为 [-4,4]。
	分析师声誉	AnaRep	以是否上榜过新财富最佳分析师作为代 理变量，若分析师曾上榜过新财富最佳 分析师，则默认为是明星分析师，赋值 为 1，若没有上榜过，则赋值为 0。
解释变量	券商声誉	BroRep	区分规则为分析师所属机构是否荣登 2011-2020 年新财富杂志排名的最佳研究 机构，整理发现主要有中信证券等机 构。若分析师所属机构在上述上榜机构 中，则赋值为 1，反之不在上述上榜机构 中，则赋值为 0。
	目标价	TarPr	分析师研究报告中所附的股票目标价 格，当研究报告有发布预期价格时，取 值为 1，若无预期价格则为 0。
	研究报告类型	Type	分析师研究报告按照内容丰富程度和内 容深度可以分成深度报告和普通报告。 如是深度报告则赋值为 1，否则为 0。
	公司规模	Size	本文采取两种方式对该变量进行量化， 第一种是按照目标公司流通市值大小进 行排序分类，分别按照所处区间取值为 0、1、2、3、4，第二种是直接按照公司 流通市值取对数。

综上所述，本文以分析师研究报告中所研究的标的股票的累计超额回报率作为被解释变量，以评级变动、分析师声誉、券商声誉、目标价、研究报告类型、公司规模作为解释变量，最终建立回归模型如下：

$$CAR_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}Rating_change_{it} + \beta_{2t}AnaRep_{it} + \beta_{3t}BroRep_{it} + \beta_{4t}TarPr_{it} + \beta_{5t}Type_{it} + \beta_{6t}Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

(4-5)

5 实证结果分析

5.1 样本数据处理与描述性统计

本文以 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日锐思数据库为主要研究报告数据提取来源,搜集整理当中分析师对股票的评级变动及其他需要的样本数据。通过统计锐思数据库该时间段内公开的所有数据,获取有关评级的研究报告数据约有 126 万多条,其中包括了上市公司研究报告,也包括了行业研究覆盖上市公司股票的评级及预测报告,通过人工手工以及计算机程序对原始数据进行了整理和删减。这里主要是将评级变化作为研究对象,出于数据有效性和价值性考虑,本文对原始记录数据做了剔除、清洗和整理操作,具体操作方法如下:(1)剔除行业研究等非上市公司研究报告;(2)剔除了本期或者上期未有评级值的研究报告;(3)剔除了缺失分析师信息的研究报告;(4)剔除 ST 类和 B 股类研究报告;(5)剔除上市未达到 30 个交易日的新股报告;(6)剔除掉研究报告发布前股票停牌大于 30 个交易日研究报告;(7)剔除金融股的研究报告;(8)剔除评级变动为 0 及本次或上次评级为未评级的报告。因本文的研究目标之一是分析师评级变动对股票投资回报的影响,而不是评级维持对股票投资回报的影响,故剔除评级变动为 0 的研究报告数据。对股价会产生影响的上市公司重大事件相关的研究报告也需要剔除,因为不能确定是否是研究报告发布带来的影响,如上市公司并购重组等。

分析师对股票的标准化评级中,评级越高,说明对未来股票的盈利预测预期回报越高。本文对数据库样本研究报告评级标准编码进行统一赋值,将评级编码 10 定义为买入并赋值 2,将评级编码 13 定义为增持并赋值 1,将评级编码 20 定义为中性并赋值 0,将评级编码 30 定义为减持并赋值-1,将评级编码 33 定义为卖出并赋值-2。评级变动值为本次评级标准赋值减去上次评级标准赋值,其范围为[-4, 4]。买入和增持评级表明分析师看好上市公司股票,是乐观的正面评级;减持和卖出评级表明分析师不看好上市公司股票,是悲观的负面评级;而中性评级则表明了分析师主张上市公司股票未来的走势情况不太明朗,持中性观望态度。

原始样本数据具体处理结果如下:本文研究报告总样本数据合计 1265927 份,

剔除行业研究等非上市公司研究报告及本期或者上期未明确说明评级的研究报告 795454 份,剔除了缺失分析师信息的研究报告 38661 份,剔除 ST 类和 B 股类的研究报告 10083 份,剔除上市少于 30 个交易日的新股研究报告 1451 份,剔除研究报告发布前停牌超过 30 个交易日的公司研究报告 4578 份,剔除金融股报告 21305 份,剔除评级变动为 0 及本次或上次评级为未评级的报告 371723 份,剔除相关变量值有缺失的研究报告 5602 份,最终报告样本数量为 17070 份。其中公司深度研究报告 3475 份,非深度普通研究报告 13595 份。

本文对分析师评级样本进行了统计,具体统计结果见下表:

表 5-1 分析师评级情况统计

上期评级	本期评级					合计
	买入 2	增持 1	中性 0	减持 -1	卖出 -2	
买入 2	0	5146	959	1	22	6128
增持 1	7569	0	830	0	1	8400
中性 0	1165	1192	0	11	69	2437
减持 -1	9	7	16	0	2	34
卖出 -2	13	4	54	0	0	71
合计	8756	6349	1859	12	94	17070

从上表统计结果中可以看出,本期评级中乐观评级所占的比例较大,其中买入评级占样本总数的 51.295%,其次为增持评级,占样本总数的 37.194%,乐观评级的总占比高达 88.489%;悲观评级方面,减持评级占比 0.070%,卖出评级占比 0.551%,悲观评级的总占比不足 1%,只是总样本数据中的极少数;中性评级占比 10.890%,介于乐观评级与悲观评级占比之间。上期评级中,增持评级所占比例最大为 48.994%,其次为买入评级为 35.742%,减持和卖出的悲观评级总占比仍不足 1%。从各个评级占比的分布情况可以看出,分析师评级数据分布具有非均衡性特征,分析师更倾向给予上市公司股票乐观评级来建议投资者建仓或增持上市公司股票,而鲜少给予上市公司股票消极评级来建议投资者减持或清仓股票,说明分析师们对我国证券市场上的股票普遍存在着一种乐观情绪。产生这种现象的原因可能是:首先,我国做空机制还不完善,融资融券对普通投资者的准入条件门槛较高,交易时有一定交易规则限制,且市场上可进行融资融券的股票数量也不多。因此投资者在证券市场上主要还是以买入股票,通过股票价格

上涨再卖出的方式来获取差价进行盈利。基于这种情况，分析师们在撰写研究报告时更倾向使用积极评级，增加积极评级的次数来促进市场上的交易氛围，从而获得更大的经济价值。其次，研究报告的目标用户群体除了普通投资者之外，还有一类特殊群体即机构投资者。机构投资者一般不是通过研究报告来进行新的交易，而是反过来把交易的业务交给券商机构，使得券商机构获得分仓佣金收入。出于各方面考虑，券商名下的分析师们会对机构投资者客户所持有的重仓股票普遍倾向给予正面评级。再者，分析师还需要承担维护与上市公司之间关系的工作，分析师日常工作中很重要的一部分就是和上市公司管理层进行交流合作，如对上市公司进行调研或询问相关重要信息、开展投行业务等。上市公司二级市场股票价格的走高从企业自身角度来说是有利的，如果分析师发出负面评级建议的话，可能会不利于上市公司股价推高，甚至会损害上市公司的利益，不利于分析师维护与上市公司之间的关系。因此，分析师为更尽早准确地拿到上市公司原始的经营数据，或是出于对公司其他业务部门的考虑，为其他业务部门牵线上市公司投行业务或财务咨询业务等其他服务项目，迫于种种压力，也会更倾向对上市公司发布积极评级的研究报告。最后，从羊群效应的角度来看，市场上的研究报告中积极评级占绝大多数，即使分析师预测失误给出积极评级也不会受到太多关注，而消极评级的研究报告会较积极评级的研究报告更能引起投资者的广泛关注，如果分析师出现判断失误，会给上市公司造成不良影响，且分析师自身的声誉也会受到负面影响，因此分析师如果没有充分的证据，极少会轻易发布消极评级的研究报告。

表 5-2 分析师评级变动情况统计

评级变动	研究报告数量	占比
-4	22	0.129%
-3	2	0.012%
-2	1028	6.022%
-1	5989	35.085%
1	8777	51.418%
2	1226	7.182%
3	13	0.076%
4	13	0.076%
合计	17070	100.000%

从表 5-2 的统计结果可以看出, 在本文剔除评级变动为 0 样本数据的情况下, 评级变动为 1 的所占比例最大, 为 51.418%, 其次为评级变动-1, 所占比例为 35.085%, 评级变动为-4、-3、3、4 的比例分布均占了很小的一部分, 说明分析师们在对上市公司盈利预测做出修正调整时, 如需调整评级, 普遍都是对评级做出小幅度调整, 很少会大幅度调整股票评级。产生这种现象的可能原因之一是分析师一般都会对标的上市公司的股票进行持续跟踪, 因而会及时调整盈利预测预期和估值, 不会直接给出大起大落的评级变化; 二是出于评级变化较大的研究报告可能会引起的市场影响力方面的考虑, 分析师如果没有充足的事实证据和有力的分析支撑的情况下, 也不会轻易发出评级变动较大的研究报告, 以免引起市场上的投资者过多关注, 对上市公司造成不良影响, 股价产生较大波动, 从而也给自身的分析师声誉带来负面影响。

表 5-3 累计超额回报率的描述性统计

不同窗口期	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	N
T-30,T-2	2.963%	0.938%	168.138%	-50.466%	14.353%	17070
T-15,T-2	1.664%	0.626%	128.064%	-39.118%	9.692%	17070
T-7,T-2	0.806%	0.097%	67.083%	-30.675%	6.258%	17070
T-1,T+1	0.927%	0.359%	44.125%	-26.874%	5.597%	17070
T+2,T+7	0.423%	-0.184%	72.697%	-37.798%	6.078%	17070
T+2,T+15	0.630%	-0.306%	94.538%	-44.463%	9.056%	17070
T+2,T+30	0.524%	-1.125%	112.566%	-65.646%	12.978%	17070

从表 5-3 中可以看出, 在事件期前累计超额回报率的均值相对较高, 而在事件期后累计超额回报率均值呈现一个下降的趋势, 且在窗口期 (T+2, T+7) 均值达到最低, 可以看出分析师研究报告的发布是会影响累计超额回报率的大小。同时可以观察到最大值、最小值、标准差均在事件期最小, 但是随着窗口期事件范围扩大, 标准差也变大了, 可能的原因是较长时间里会有更多能够影响股价的事件。

表 5-4 回归变量描述性统计

回归变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	N
Rating_change	0.18635	1.00000	4.00000	-4.00000	1.18291	17070
AnaRep	0.47868	0.00000	1.00000	0.00000	0.49956	17070
BroRep	0.50205	1.00000	1.00000	0.00000	0.50001	17070
TarPr	0.53890	1.00000	1.00000	0.00000	0.49850	17070
Type	0.20357	0.00000	1.00000	0.00000	0.40267	17070
Size(log)	10.12703	10.07452	12.24259	8.97541	0.46364	17070
Size	3.09174	3.00000	4.00000	0.00000	1.08717	17070

从表 5-4 中可以看出, 评级变动均值为 0.18635, 均值大于 0, 说明分析师对股票的评级调整多为向上调整且变动幅度不大, 与前文的分析师评级变动情况统计一致。分析师声誉和券商声誉的均值都在 0.5 左右, 说明样本中有近一半的公司研究报告都是明星分析师发布的, 且有一半的公司研究报告都是出自有影响力的券商。目标价均值为 0.53890, 说明有超一半的分析师倾向在发布研究报告时给出上市公司合理价格预期。研究报告类型这一变量的均值在 0.2 左右, 说明样本中深度报告的占比较少, 深度报告需花费分析师更多的时间和精力, 因此这类研究报告的产出较少, 这与实际情况相符。

表 5-5 回归变量相关性分析

	Rating_c hange	AnaRep	BroRep	TarPr	Type	Size(log)	Size
Rating_c hange	1.00000						
AnaRep	0.06239	1.00000					
BroRep	0.09231	0.31751	1.00000				
TarPr	0.07141	0.03286	0.15833	1.00000			
Type	0.19439	0.01328	0.02892	0.12647	1.00000		
Size(log)	0.02438	-0.03170	-0.02786	0.03465	0.03240	1.00000	
Size	0.00876	-0.03879	-0.01942	0.02822	0.02813	0.76936	1.00000

从表 5-5 中可以看出各回归变量的相关性结果, 其中存在相对较大的正相关的变量主要是分析师声誉和券商声誉, 评级变化和研究报告类型, 目标价和券商声誉, 目标价和研究报告类型以及公司规模的一种计算方式。首先看评级变化和研究报告类型, 相关系数为 0.19439, 说明在深度报告中更可能会出现评级变化, 这是可以理解的, 分析师一般不会轻易变动评级, 往往是在全面调研

和深度分析后才会做出变动。分析师声誉和券商声誉之间的相关系数为 0.31751，知名度越高研究能力越强的券商机构才会给分析师更多的研究资源，也才会吸引研究能力越强的分析师人才，与实际情况相符。目标价和券商声誉的相关系数为 0.15833，目标价和研究报告类型的相关系数为 0.12647，说明明星券商的分析师更倾向给出目标价，且目标价更易出现在深度报告中。而关于企业大小的两种计算方法有较高的相关性，两种方法都是对企业市值的量化，相关程度必然较高，不过本文在进行回归时并没有将这两个变量一起放入，从而防止了高度共线性的出现。

5.2 累计超额回报率的分析

本节对在不同窗口期累计超额回报率与评级变动、分析师声誉、券商声誉、目标价、研究报告类型、上市公司规模之间的关系进行初步分析，窗口期范围为 (T-30,T+30)。具体分析结果如下：

表 5-6 评级变动为-4 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	22	159.968%	-10.124%	5.362%	15.117%	35.325%
T-15,T-2	22	128.064%	-1.835%	6.321%	13.768%	27.806%
T-7,T-2	22	27.736%	-13.043%	1.105%	3.237%	9.453%
T-1,T+1	22	12.654%	-13.363%	-2.338%	-2.206%	5.200%
T+2,T+7	22	19.470%	-10.227%	-2.618%	-2.027%	6.799%
T+2,T+15	22	6.462%	-29.575%	-4.021%	-4.853%	8.556%
T+2,T+30	22	7.640%	-33.568%	-6.267%	-7.412%	9.248%

表 5-7 评级变动为-3 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	2	19.643%	13.148%	16.395%	16.395%	4.593%
T-15,T-2	2	10.650%	9.174%	9.912%	9.912%	1.044%
T-7,T-2	2	5.686%	2.754%	4.220%	4.220%	2.073%
T-1,T+1	2	5.864%	-2.286%	1.789%	1.789%	5.763%
T+2,T+7	2	8.691%	-4.933%	1.879%	1.879%	9.634%
T+2,T+15	2	8.340%	0.195%	4.267%	4.267%	5.760%
T+2,T+30	2	4.595%	-11.843%	-3.624%	-3.624%	11.623%

表 5-8 评级变动为-2的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	1028	126.947%	-35.710%	-1.937%	0.014%	14.073%
T-15,T-2	1028	85.553%	-31.399%	-1.411%	0.052%	10.260%
T-7,T-2	1028	57.444%	-22.974%	-0.614%	-0.152%	6.626%
T-1,T+1	1028	30.970%	-22.965%	-0.994%	-1.340%	4.652%
T+2,T+7	1028	28.322%	-25.743%	-0.673%	-0.217%	5.216%
T+2,T+15	1028	31.255%	-30.185%	-1.289%	-0.369%	7.882%
T+2,T+30	1028	68.566%	-51.701%	-2.416%	-1.313%	11.406%

表 5-9 评级变动为-1的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	5989	147.905%	-45.356%	-0.893%	1.267%	13.956%
T-15,T-2	5989	102.660%	-35.703%	-0.433%	0.595%	9.533%
T-7,T-2	5989	67.083%	-30.675%	-0.371%	0.157%	5.924%
T-1,T+1	5989	34.099%	-21.674%	-0.699%	-0.657%	5.057%
T+2,T+7	5989	72.697%	-37.798%	-0.522%	-0.110%	5.620%
T+2,T+15	5989	94.538%	-32.002%	-0.929%	-0.185%	8.377%
T+2,T+30	5989	83.826%	-57.088%	-2.181%	-0.843%	11.743%

表 5-10 评级变动为 1 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	8777	168.138%	-50.466%	2.326%	4.257%	14.448%
T-15,T-2	8777	88.372%	-39.118%	1.452%	2.431%	9.582%
T-7,T-2	8777	50.670%	-28.196%	0.603%	1.288%	6.344%
T-1,T+1	8777	44.125%	-26.874%	1.336%	2.157%	5.728%
T+2,T+7	8777	68.555%	-29.352%	0.178%	0.808%	6.386%
T+2,T+15	8777	79.401%	-44.463%	0.311%	1.256%	9.499%
T+2,T+30	8777	112.566%	-65.646%	-0.288%	1.550%	13.808%

表 5-11 评级变动为 2 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	1226	76.182%	-45.283%	2.541%	4.148%	13.774%
T-15,T-2	1226	50.449%	-27.944%	1.435%	2.403%	9.212%
T-7,T-2	1226	44.639%	-19.736%	0.481%	1.229%	6.406%
T-1,T+1	1226	34.746%	-19.374%	1.077%	1.780%	5.360%
T+2,T+7	1226	48.732%	-21.088%	-0.020%	0.739%	6.162%
T+2,T+15	1226	94.362%	-31.481%	-0.069%	0.955%	9.231%
T+2,T+30	1226	87.694%	-43.735%	-0.148%	1.403%	13.001%

表 5-12 评级变动为 3 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	13	75.902%	-20.272%	-4.761%	5.099%	26.177%
T-15,T-2	13	61.524%	-12.914%	-1.072%	4.234%	19.799%
T-7,T-2	13	27.636%	-7.744%	-1.205%	3.333%	9.734%
T-1,T+1	13	9.909%	-14.021%	0.122%	0.991%	6.948%
T+2,T+7	13	59.146%	-2.296%	0.981%	6.599%	17.001%
T+2,T+15	13	81.944%	-6.718%	-1.682%	7.754%	24.248%
T+2,T+30	13	60.744%	-5.620%	2.128%	8.473%	18.422%

表 5-13 评级变动为 4 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	13	31.214%	-10.370%	6.277%	7.403%	11.108%
T-15,T-2	13	25.950%	-0.565%	7.751%	9.340%	8.045%
T-7,T-2	13	19.901%	-5.296%	2.410%	2.556%	7.115%
T-1,T+1	13	14.497%	-1.705%	3.523%	3.787%	4.931%
T+2,T+7	13	13.201%	-3.113%	5.084%	4.808%	4.465%
T+2,T+15	13	16.698%	-7.664%	2.233%	3.307%	7.860%
T+2,T+30	13	27.083%	-8.488%	-1.685%	5.644%	13.043%

从以上几张表中能够观察到：各评级变动样本累计超额回报率均值都不为 0，在负向评级变动样本中，事件期（T-1,T+1）前，累计超额回报率均值较高，在事件期后累计超额回报率的均值呈现一个下降的趋势；而在正向评级变动样本中，事件期（T-1,T+1）后，累计超额回报率均值呈现一个上升的趋势，累计超额回报率与评级变动方向基本上相同，可以初步看出分析师评级变动确实对累计超额回报率产生了一定程度上的影响。另外发现在正向评级变动中，样本上市公司股票在研究报告发布前就存在股票累计超额回报率，这种现象可以解释为分析师可能对这些前期就有一定累计超额回报率的股票更加偏爱，认为这些股票股价继续上升的几率更高，此时分析师做出正向评级基本不会对自身产生不利影响，评级调整具有较高的准确性。通过观察各评级变动样本中的标准差可以看出，标准差普遍在事件期内较小，而随着窗口期时间范围的扩大，标准差逐渐扩大，说明事件期的股价波动较小，而在其他窗口期股价波动较大，回报率差值较大。可能的原因是我国股票市场存在股票的涨跌幅限制，在理论上短期内股价波动较中期内股价波动要小。其次可能的原因是证券市场中存在漂移现象，短期内股价不能迅速且充分地对于研究报告评级变动做出反应，导致评级变动会对公司后续股价产生一

定影响。

表 5-14 非明星分析师的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	8899	159.968%	-45.283%	0.624%	2.683%	14.316%
T-15,T-2	8899	128.064%	-39.118%	0.337%	1.447%	9.652%
T-7,T-2	8899	50.670%	-28.793%	0.042%	0.668%	6.171%
T-1,T+1	8899	44.125%	-26.874%	0.142%	0.648%	5.400%
T+2,T+7	8899	72.697%	-35.751%	-0.136%	0.404%	5.951%
T+2,T+15	8899	81.944%	-44.463%	-0.332%	0.540%	8.833%
T+2,T+30	8899	112.566%	-51.701%	-1.069%	0.489%	12.616%

表 5-15 明星分析师的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	8171	168.138%	-50.466%	1.285%	3.269%	14.388%
T-15,T-2	8171	102.660%	-35.703%	0.852%	1.900%	9.730%
T-7,T-2	8171	67.083%	-30.675%	0.175%	0.956%	6.347%
T-1,T+1	8171	34.746%	-22.688%	0.573%	1.230%	5.789%
T+2,T+7	8171	68.555%	-37.798%	-0.238%	0.445%	6.215%
T+2,T+15	8171	94.538%	-40.886%	-0.282%	0.728%	9.292%
T+2,T+30	8171	107.961%	-65.646%	-1.187%	0.561%	13.363%

由表 5-14、表 5-15 可以看出，非明星分析师的累计超额回报率均值范围在 0.404%-2.683%，明星分析师的累计超额回报率均值范围在 0.445%-3.269%，且在各个窗口期明星分析师的累计超额回报率均值要大于非明星分析师的累计超额回报率均值。非明星分析师撰写的研究报告对累计超额回报率的影响程度要小于明星分析师撰写的研究报告。非明星分析师与明星分析师对累计超额回报率的标准差均在事件期（T-1,T+1）最小，后随着窗口期范围扩大，波动逐渐变大。

表 5-16 非明星券商的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	8500	159.968%	-45.356%	0.531%	2.628%	14.165%
T-15,T-2	8500	128.064%	-39.118%	0.344%	1.435%	9.658%
T-7,T-2	8500	44.639%	-26.170%	0.093%	0.752%	6.087%
T-1,T+1	8500	44.125%	-26.874%	0.254%	0.779%	5.492%
T+2,T+7	8500	64.180%	-28.361%	-0.186%	0.379%	5.882%
T+2,T+15	8500	91.524%	-36.157%	-0.394%	0.508%	8.781%
T+2,T+30	8500	102.242%	-51.701%	-1.188%	0.341%	12.686%

表 5-17 明星券商的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	8570	168.138%	-50.466%	1.304%	3.296%	14.530%
T-15,T-2	8570	101.254%	-35.502%	0.844%	1.890%	9.721%
T-7,T-2	8570	67.083%	-30.675%	0.100%	0.859%	6.422%
T-1,T+1	8570	34.746%	-22.965%	0.430%	1.073%	5.696%
T+2,T+7	8570	72.697%	-37.798%	-0.179%	0.467%	6.267%
T+2,T+15	8570	94.538%	-44.463%	-0.244%	0.751%	9.319%
T+2,T+30	8570	112.566%	-65.646%	-1.069%	0.705%	13.261%

由表 5-16、表 5-17 可以看出, 非明星券商的累计超额回报率均值范围在 0.341%-2.628%, 明星券商的累计超额回报率均值范围在 0.467%-3.296%, 且在各个窗口期明星券商的累计超额回报率均值均要大于非明星券商累计超额回报率的均值。由此可见, 非明星券商的研究报告影响程度要小于明星券商的研究报告影响程度。非明星券商与明星券商对累计超额回报率影响的标准差均在事件期 (T-1,T+1) 最小, 后随着窗口期范围扩大, 波动逐渐变大。

表 5-18 无目标价的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	7871	168.138%	-45.356%	0.906%	2.974%	14.530%
T-15,T-2	7871	101.254%	-35.703%	0.638%	1.632%	9.729%
T-7,T-2	7871	67.083%	-28.793%	0.086%	0.768%	6.191%
T-1,T+1	7871	34.099%	-26.874%	0.275%	0.814%	5.639%
T+2,T+7	7871	72.697%	-37.798%	-0.148%	0.440%	6.202%
T+2,T+15	7871	94.362%	-40.886%	-0.259%	0.725%	9.248%
T+2,T+30	7871	112.566%	-65.646%	-0.917%	0.607%	13.051%

表 5-19 有目标价的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	9199	159.968%	-50.466%	0.959%	2.954%	14.201%
T-15,T-2	9199	128.064%	-39.118%	0.614%	1.691%	9.660%
T-7,T-2	9199	57.444%	-30.675%	0.107%	0.838%	6.314%
T-1,T+1	9199	44.125%	-22.965%	0.412%	1.022%	5.560%
T+2,T+7	9199	68.555%	-35.751%	-0.196%	0.409%	5.971%
T+2,T+15	9199	94.538%	-44.463%	-0.341%	0.549%	8.888%
T+2,T+30	9199	102.242%	-57.088%	-1.267%	0.452%	12.917%

由表 5-18、表 5-19 可以看出, 通过各个窗口期累计超额回报率均值比较,

无论是有目标价的研究报告还是无目标价的研究报告,都会影响股价的波动,对累计超额回报率产生影响,且不论是有目标价还是无目标价的研究报告公开发布后的累计超额回报率均值都是小于研究报告发布前的。另外通过进一步观察可以发现,有目标价的研究报告在事件期(T-1,T+1)的表现要略优于无目标价的研究报告,但在事件期后的累计超额率均值却是要略差于无目标价的研究报告的。

表 5-20 普通报告的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	13595	168.138%	-50.466%	0.560%	2.561%	14.326%
T-15,T-2	13595	102.660%	-39.118%	0.364%	1.419%	9.632%
T-7,T-2	13595	67.083%	-30.675%	-0.027%	0.680%	6.234%
T-1,T+1	13595	44.125%	-26.874%	0.216%	0.730%	5.656%
T+2,T+7	13595	72.697%	-37.798%	-0.273%	0.310%	5.991%
T+2,T+15	13595	94.538%	-44.463%	-0.408%	0.529%	8.983%
T+2,T+30	13595	112.566%	-57.088%	-1.295%	0.292%	12.896%

表 5-21 深度报告的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	3475	159.968%	-45.283%	2.479%	4.538%	14.353%
T-15,T-2	3475	128.064%	-33.366%	1.483%	2.621%	9.865%
T-7,T-2	3475	37.598%	-27.190%	0.606%	1.297%	6.328%
T-1,T+1	3475	32.371%	-20.096%	0.888%	1.695%	5.292%
T+2,T+7	3475	59.146%	-25.323%	0.262%	0.868%	6.390%
T+2,T+15	3475	81.944%	-40.886%	0.193%	1.025%	9.326%
T+2,T+30	3475	102.242%	-65.646%	-0.292%	1.428%	13.261%

由表 5-20、表 5-21 可以看出,普通报告的累计超额回报率均值变动范围在 0.292%-2.561%,深度报告的累计超额回报率均值变动范围在 0.868%-4.538%,且深度报告在各个窗口期的累计超额回报率均值均要大于普通报告的累计超额回报率均值,由此可见,深度报告较普通报告对市场的影响程度更大。

表 5-22 公司规模排名前 20% 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	8210	159.968%	-45.356%	0.678%	2.668%	13.404%
T-15,T-2	8210	128.064%	-33.370%	0.384%	1.409%	9.088%
T-7,T-2	8210	50.670%	-28.793%	-0.028%	0.639%	5.846%
T-1,T+1	8210	44.125%	-21.674%	0.322%	0.871%	5.347%
T+2,T+7	8210	59.146%	-25.323%	-0.240%	0.362%	5.639%
T+2,T+15	8210	94.362%	-34.778%	-0.424%	0.498%	8.438%
T+2,T+30	8210	101.640%	-43.224%	-0.900%	0.717%	11.887%

表 5-23 公司规模排名 20-40% 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	4500	147.905%	-49.984%	1.046%	2.864%	14.736%
T-15,T-2	4500	96.849%	-35.703%	0.584%	1.540%	10.158%
T-7,T-2	4500	57.444%	-30.675%	0.080%	0.743%	6.471%
T-1,T+1	4500	32.371%	-22.965%	0.334%	0.952%	5.765%
T+2,T+7	4500	72.697%	-35.751%	-0.118%	0.504%	6.270%
T+2,T+15	4500	94.538%	-31.986%	-0.337%	0.705%	9.360%
T+2,T+30	4500	102.242%	-57.088%	-1.694%	0.120%	13.269%

表 5-24 公司规模排名 40-60% 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	2524	91.638%	-44.238%	1.242%	3.455%	15.102%
T-15,T-2	2524	79.216%	-33.214%	1.102%	2.267%	10.051%
T-7,T-2	2524	59.659%	-27.190%	0.214%	1.018%	6.522%
T-1,T+1	2524	36.448%	-22.342%	0.487%	1.048%	5.744%
T+2,T+7	2524	44.459%	-37.798%	-0.114%	0.450%	6.515%
T+2,T+15	2524	71.501%	-35.774%	-0.145%	0.637%	9.374%
T+2,T+30	2524	91.502%	-51.701%	-1.048%	0.516%	13.968%

表 5-25 公司规模排名 60-80% 的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	1388	168.138%	-50.466%	1.830%	4.311%	16.770%
T-15,T-2	1388	101.254%	-30.224%	1.381%	2.653%	10.594%
T-7,T-2	1388	67.083%	-28.039%	0.847%	1.675%	7.093%
T-1,T+1	1388	34.746%	-20.538%	0.460%	1.026%	5.936%
T+2,T+7	1388	68.555%	-23.620%	0.031%	0.573%	6.934%
T+2,T+15	1388	91.524%	-36.157%	0.072%	1.074%	10.368%
T+2,T+30	1388	112.566%	-46.439%	-0.891%	0.953%	15.369%

表 5-26 公司规模排名后 20%的累计超额回报率

窗口期	样本量	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
T-30,T-2	448	65.866%	-45.063%	0.756%	2.425%	14.572%
T-15,T-2	448	42.891%	-39.118%	0.682%	1.117%	10.307%
T-7,T-2	448	29.149%	-26.337%	0.264%	0.595%	6.835%
T-1,T+1	448	24.688%	-26.874%	0.226%	0.699%	6.400%
T+2,T+7	448	25.104%	-29.352%	-0.146%	0.130%	6.481%
T+2,T+15	448	38.918%	-44.463%	0.783%	0.890%	10.559%
T+2,T+30	448	74.799%	-65.646%	-1.076%	-0.247%	15.073%

由表 5-22 至表 5-26 可以看出, 样本数据中市值规模排名前 20% 的上市公司股票的累计超额回报率均值为 0.362%-2.668%, 排名 20-40% 的累计超额回报率均值为 0.120%-2.864%, 排名 40-60% 的累计超额回报率为 0.450%-3.455%, 排名 60-80% 的累计超额回报率为 0.573%-4.311%, 排名后 20% 的累计超额回报率均值为 -0.247%-2.425%。总体上来看, 随着窗口期的拉长, 累计回报率均值大致呈现出先降低再上升的趋势, 较大规模的上市公司在事件期前后短时间内受到的影响相对较小, 而随着时间的推移, 其受到的影响逐渐显现。从样本中公司规模分布的情况也可以看出, 分析师对公司规模较大的上市公司关注度相对较高。

5.3 实证分析

5.3.1 事件研究法对研究报告发布与股价波动影响的实证研究

本节利用单样本 T 检验法验证研究报告是否可以对股票价格造成显著影响。当 CAR 的 t 值显著不为 0 时, 则表明研究报告发布前后的股价变化不是由随机产生的, 可以认为研究报告发布是对标的股票价格有显著影响的。且当 $CAR_{i,T} > 0$ 时, 说明研究报告的发布可以为股票价格带来正向影响, 反之, 则会带来负向影响。

原假设 $H_0: CAR_{i,T} = 0$

检验统计量

$$t_{CAR}: t_{CAR} = \frac{E(CAR_{i,T})}{S(CAR_{i,T})/\sqrt{n}} \quad (5-1)$$

针对 17070 个样本数据的整体检验结果如下所示:

表 5-27 样本整体 CAR 的 T 检验结果

窗口期	E(CAR)	T 统计量
T-30,T-2	0.029634	26.97471***
T-15,T-2	0.016636	22.42681***
T-7,T-2	0.008057	16.82293***
T-1,T+1	0.009265	21.62734***
T+2,T+7	0.004234	9.100104***
T+2,T+15	0.006301	9.091168***
T+2,T+30	0.005236	5.270929***

注：***、**、*分别表示参数在 1%、5%、10%的显著性水平下显著。

由上表可以看出，结果是拒绝原假设的，即 CAR 的 t 值显著不等于 0，研究报告发布可以对标的股票的股价有显著影响。且在事件各个窗口期，累计超额收益率均值都为正。

5.3.2 多元线性回归模型对研究报告与股价波动的影响因素分析

本文在上文中对分析师评级变动、分析师声誉、券商声誉、目标价格、研究报告类型、上市公司规模与分析师研究报告中研究标的股票的累计超额回报率之间的影响进行了初步分析，为了更确切地反映研究报告各个因素对累计超额回报率的作用，本文进一步利用多元线性回归模型进行研究。

被解释变量为研究报告发布前后不同窗口期的累计超额回报率，代表股票投资回报在研究报告发布前后的变动情况，其中 CAR1 表示事件期 (T-1,T+1) 的累计超额回报率，CAR7a 表示研究报告发布前 (T-7,T-2) 的累计超额回报率，CAR15a 表示研究报告发布前 (T-15,T-2) 的累计超额回报率，CAR30a 表示研究报告发布前 (T-30,T-2) 的累计超额回报率，CAR7b 表示研究报告发布后 (T+2,T+7) 的累计超额回报率，CAR15b 表示研究报告发布后 (T+2,T+15) 的累计超额回报率，CAR30b 表示研究报告发布后 (T+2,T+30) 的累计超额回报率。

多元回归模型如下：

$$CAR_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t} Rating_change_{it} + \beta_{2t} AnaRep_{it} + \beta_{3t} BroRep_{it} + \beta_{4t} TarPr_{it} + \beta_{5t} Type_{it} + \beta_{6t} Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5-2)$$

其中， $Rating_change_{it}$ 表示研究报告发布的评级变动， $AnaRep_{it}$ 表示研究报告发布分析师的声誉， $BroRep_{it}$ 表示研究报告发布券商的声誉， $TarPr_{it}$ 表示该研究报告是否存在目标价格， $Type_{it}$ 表示研究报告的研究报告类型， $Size_{it}$ 表示以虚拟变量表示的该研究报告标的上市公司的市值规模， CAR_{it} 表示研究报告发布之前或者之后不同窗口期的累计超额回报率，实证结果如下所示：

表 5-28 多元线性回归分析模型实证结果（公司市值为虚拟变量）

	CAR1	CAR7A	CAR15A	CAR30A	CAR7B	CAR15B	CAR30B
Rating_change	0.01121*** (31.16056)	0.00438*** (10.60216)	0.00674*** (10.54494)	0.01143*** (12.08557)	0.00370*** (9.21831)	0.00580*** (9.68820)	0.00987*** (11.52553)
AnaRep	0.00441*** (5.02763)	0.00227** (2.25252)	0.00256 (1.64086)	0.00276 (1.19603)	-0.00025 (-0.25263)	0.00054 (0.37099)	-0.00141 (-0.67571)
BroRep	-0.00099 (-1.11080)	-0.00074 (-0.72861)	0.00221 (1.39996)	0.00346 (1.48163)	0.00026 (0.26292)	0.00138 (0.93396)	0.00249 (1.17656)
TarPr	-0.00011 (-0.13314)	-0.00026 (-0.26716)	-0.00169 (-1.11686)	-0.00399* (-1.78351)	-0.00133 (-1.39456)	-0.00312** (-2.20022)	-0.00426** (-2.10002)
Type	0.00327*** (3.08469)	0.00385*** (3.17100)	0.00853*** (4.53468)	0.01396*** (5.01601)	0.00370*** (3.12943)	0.00218 (1.23479)	0.00627** (2.48681)
Size	-0.00043 (-1.13252)	-0.00204*** (-4.65155)	-0.00286*** (-4.20004)	-0.00343*** (-3.41405)	-0.00035 (-0.82610)	-0.00135** (-2.11615)	0.00061 (0.67189)
N	17070	17070	17070	17070	17070	17070	17070
R ²	0.06103	0.00983	0.01074	0.01295	0.00646	0.00662	0.00932
Adj.R ²	0.06070	0.00948	0.01039	0.01260	0.00611	0.00627	0.00897
F-statistic	184.85000	28.23333	30.87313	37.30098	18.49442	18.93871	26.75714
Prob(F-statistic)	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000

注：***、**、*分别表示参数在 1%、5%、10%的显著性水平下显著。

评级变动在各个窗口期均与股价波动存在显著的相关性,且回归系数均为正数,这表示评级变动方向与累计超额回报率变动方向一致,向上的评级变动可以带来正的累计超额回报率。说明投资者关注上市公司股票的评级变动,或者说投资者在查看了研究报告后会对评级变动做出反应。这是因为当市场上出现新的与标的上市公司相关的有效信息时,分析师们会及时根据掌握的信息,对盈利预测做出一定幅度的修正从而调整对跟踪股票的评级。如果股票的评级变动是上调或者下调,那么投资者相应也会采取措施,增持或减持,从而导致股价波动,进而对累计超额回报率产生影响。该结果与前文的假设 1 即分析师报告评级变动会显著影响累计超额回报率,且分析师评级向上变动会对累计超额回报率带来正向影响,分析师评级向下变动会对累计超额回报率带来负向影响一致,验证了该假设。

在研究报告发布前和事件期期间,分析师声誉会给股票价格带来正面影响,且在较短的时间窗口内显著,说明明星分析师的研究报告在短时间内会影响股票价格,而在事件期后,分析师声誉不会对股价变化带来显著影响,说明当研究报告公布后,无论研究报告的撰写者是否属于明星分析师,都不会对投资者形成显著影响。和假设 3 不完全一致,本文推测可能的原因是明星分析师较非明星分析师对市场的影响作用更大,因此更可能存在各方面的利益矛盾,且历年的名单是由投票机构投票评比出的,对普通投资者而言影响可能较小。

券商声誉在事件期后回归系数均为正,说明相比普通券商,券商声誉越高的券商发布的研究报告会带来更多的超额回报。券商的声誉越高,实力越强,则能够给分析师提供越多的资源、越强的保障,也越能拥有专业素质比较高的分析师研究团队,分析师研究报告的分量也就会越重,给市场带来的影响也就会越大。

分析师研究报告中附有股票目标价格,无论是在事件期还是事件期前后,均是负相关影响,且只有在长期内才会有显著影响,说明在短期窗口下目标价的参考意义较小。通过研究可以发现,分析师们给出的目标价是其认为的上市公司未来合理价值,一般是 6 个月、12 个月等长期目标价,上市公司的股价在短期内由于会受到各种消息的影响,通常会发生股票价格与合理价值不一致的现象,因此短期内目标价所包含的信息价值较低。并且,中国证券市场上 A 股的普通投资者换手率较高,持有期较短,平均持股天数约为一个月,因此短期内没有显著影响也是可以理解的。

研究报告类型在各个窗口期内基本上都对股价产生了显著的正向影响。深度

报告是分析师全方面分析调研的成果,更多的时间和精力被耗费在其中,融入了分析师更多的努力成果,因而也更具有丰富的信息含量。分析师在进行盈利预测和建议时,会在实地调研或其他渠道获得的信息基础上,谨慎详细地从宏观背景、所在行业类别发展前景、国家或监管机关的政策、企业的经营分析、同行业可比公司竞争优势、未来发展战略与前景等多个角度深入进行分析研究,与普通报告比较,深度报告展现的盈利预测变动和投资评级调整包含了更多的信息价值,更能准确真实地反映上市公司未来的盈利情况。因此,深度报告会更有影响力,为投资者带来更多机会。这一实证结果验证了假设 2,即分析师深度研究报告较普通研究报告更具信息含量,深度研究报告发布后带来的累计超额回报率要高于普通报告。

公司规模在报告发布前后窗口期与股票的累计超额回报率表现出反向关系,造成这种现象的原因可能是公司规模越大,上市公司信息公开越全面,投资者能从分析师报告中获得的隐含信息越少,从而对股价波动的影响越小,获得的超额回报率越少。而公司规模越小,受到的关注越小,市场中能获取其公开信息的难度越大,研究报告中可能所包含的分析师私有信息量越多,从而对股票价格的波动影响越大,投资者可以从中获得的超额回报率越高。还有一种可能原因是小规模公司比大规模公司,更容易受到研究报告发布后市场情绪的影响,从而市场上的噪声交易投资者引发的高情绪风险需要更多的投资回报作为补偿。因此,公司规模较小的上市公司股票累计超额回报率反而可能会更高。

5.3.3 多元线性回归模型的稳健性检验

在上一节中,以虚拟变量代表研究报告中研究的上市公司规模进行了实证研究分析,本节中将直接按照公司流通市值取对数值来代表变量公司规模实行稳健性检验,得到实证结果如下:

表 5-29 多元线性回归分析模型实证结果（公司市值为市值的对数值）

	CAR1	CAR7A	CAR15A	CAR30A	CAR7B	CAR15B	CAR30B
Rating_change	0.01121*** (31.17748)	0.00440*** (10.64787)	0.00676*** (10.57119)	0.01144*** (12.09318)	0.00371*** (9.24122)	0.00582*** (9.71813)	0.00984*** (11.48968)
AnaRep	0.00442*** (5.03423)	0.00234** (2.32302)	0.00268* (1.72063)	0.00294 (1.27554)	-0.00025 (-0.25836)	0.00057 (0.39262)	-0.00137 (-0.65413)
BroRep	-0.00101 (-1.13235)	-0.00078 (-0.76436)	0.00219 (1.38404)	0.00347 (1.48428)	0.00024 (0.23691)	0.001340 (0.90595)	0.00257 (1.21603)
TarPr	-0.00010 (-0.11644)	-0.00026 (-0.26912)	-0.00173 (-1.14122)	-0.00408* (1.82367)	-0.00130 (-1.36890)	-0.00310** (-2.18574)	-0.00435** (-2.14490)
Type	0.00327*** (3.09151)	0.00383*** (3.14841)	0.00846*** (4.49724)	0.01384*** (4.97072)	0.00372*** (3.14381)	0.00218 (1.23539)	0.00620** (2.45806)
Size(log)	-0.00124 (-1.38466)	-0.00376*** (-3.64446)	-0.00418*** (-2.62231)	-0.00361 (-1.53149)	-0.00140 (-1.39331)	-0.00312** (-2.09050)	0.00394* (1.84208)
N	17070	17070	17070	17070	17070	17070	17070
R ²	0.06107	0.00935	0.01012	0.01241	0.00654	0.00661	0.00949
Adj.R ²	0.06074	0.00900	0.00977	0.01206	0.00619	0.00626	0.00914
F-statistic	184.96260	26.82881	29.06156	35.72999	18.70560	18.92061	27.25204
Prob(F-statistic)	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000

注：***、**、*分别表示参数在 1%、5%、10%的显著性水平下显著。

评级变动同样也在各个窗口期与股价波动之间存在显著的相关性,且回归系数都是正数,验证了分析师报告评级变动会显著影响累计超额回报率,且变动方向一致。在研究报告发布前和事件期期间,分析师声誉会给股票价格带来正面作用,且在较短的时间窗口内显著,而在事件期后,股票价格变化不会受到其显著作用,表明当研究报告发布后,无论研究报告的撰写者是否是明星分析师,都不会对投资者带来显著影响。券商声誉在事件期后回归系数皆为正。分析师研究报告中附有股票目标价格,无论是在事件期内还是在事件期前后,均是负相关影响,且也只有在长期内才会有显著影响。研究报告类型这一变量在各个窗口期内基本上对股票累计超额投资回报率产生了显著的正向影响,说明深度报告的发布相比于普通报告,更具信息含量,更能为投资者带来较高的投资回报。公司规模在报告发布前后窗口期与股票的累计超额回报率表现出负相关性,说明公司规模越小,可能获得的累计超额回报率越高。

本节的实证结果与上一节中以虚拟变量代表研究报告中研究的上市公司规模进行分析的结果基本对应,表明本研究结论存在一定的稳健性。

6 结论与建议

6.1 结论

本文将 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日锐思数据库作为主要研究报告数据来源,收集整理研究报告样本数据,剔除行业研究等非上市公司研究报告和本期或者上期未明确说明评级的报告,去除了分析师等相关变量值缺失的数据后,通过对发布研究报告前后股价波动情况进行研究,从研究报告评级变动、分析师声誉、券商声誉、目标价、研究报告类型、公司规模这六个角度对分析师研究报告与股票超额回报率之间的影响关系进行了验证,并以变量公司规模不同的量化方式进行了稳健性检验。得出了以下几点结论:

(1)从统计结果中可以看出,国内分析师行业中广泛存在着一种乐观氛围,分析师发布的上市公司研究报告倾向给予股票正面评级,绝大多数的公司研究报告都是正面评级为买入和增持的报告,且评级变化为正向变化的研究报告所占比例也较大。投资者在以分析师报告作为投资参考时,应意识到分析师的这种乐观偏向,并维持慎重的头脑,不要盲目的追涨杀跌。

(2)研究报告评级变动在各个窗口期均与股价波动存在显著的正相关性,这意味着投资者在浏览研究报告时,会关注上市公司股票的评级变动情况,且市场会对评级变动做出相应的反应,即分析师评级变动与股票超额回报率存在正相关关系。研究报告评级变动在统计学上能产生显著的正向超额回报,说明评级变动是具有信息含量的。另外在正向评级变动中,样本标的股票在研究报告发布前就存在股票累计超额回报率,这种现象可以解释为分析师可能对这些前期就有一定累计超额回报率的股票更加偏爱,认为这些股票进一步上涨的可能性更大,分析师做出正向评级基本不会对自身产生不利影响,评级调整具有较高的准确性。

(3)就分析师和券商的声誉来说,股票价格短时间内更会受明星分析师的作用,明星分析师的研究报告相较于普通分析师更具信息含量,可以带来超额投资回报;而从长时间的角度,相比普通券商,券商声誉越高的券商发布的研究报告会带来更多的投资回报。

(4)从分析师研究报告中是否附有股票目标价格的角度来看,上市公司的

股价在短时间内会受到各种信息的干扰,本身预期价格和实际价值通常会相差甚远,研究报告中的目标价短期内的参考意义不大。且分析师们给出的目标价一般是长期目标价,而中国证券市场上 A 股的普通投资者换手率较高,持股时间较短,在短期内投资者不会太关注研究报告中的目标价,因此对累计超额回报率并没有显著影响。

(5) 研究报告类型可以对累计超额回报率产生显著的正向影响。深度报告融入了分析师更多的研究成果,深度报告中体现的盈利预测变动和投资评级调整,与普通报告相比包含了更多的信息价值,更能准确真实地反映上市公司未来的盈利情况。因此,深度报告的发布可以对市场造成更大的影响,相较于普通报告,为投资者带来更高的投资回报。

(6) 公司规模在报告发布前后窗口期与股票的累计超额回报率表现出负相关性,规模较小的公司受研究报告的影响更大,规模较大的公司受研究报告的影响更小。公司规模越大的上市公司,信息公开越全面,投资者能从分析师报告中获得的隐含信息越少,股价波动越小,获得的超额回报率越少。

6.2 建议

(1) 从投资者的角度,投资者对市场上的研究报告应谨慎对待,不盲目跟从。由于证券分析师主要来源于券商或是投行,出于职业发展或是迎合客户需求等各方面的考虑,分析师们可能会倾向发布较为乐观的研究报告。投资者由于信息渠道上的局限性,在浏览分析师研究报告时,不应只看研究结论,应对研究报告中投资逻辑的合理性进行甄别,持有谨慎态度,避免绝对盲从,保持长期投资方式和价值投资的投资理念。

(2) 从分析师的角度,分析师自身应加强自律,倡导正确的价值投资理论。分析师应对自己发布的每一篇研究报告,都应在合规要求的基础上慎之又慎,避免受到来自证券机构和上市公司之间立场矛盾的干扰,保持研究报告的公正与公允性,提高自身的独立性,不能不恰当地利用自身公众影响力做出破坏市场秩序的行为,还要不断学习,提升专业技能,注重研究报告的研究质量,为市场提供更多有价值的信息。并且分析师在执业过程中,应引导广大投资者建立不盲目不冒进的理念,促进整个证券市场协调有序健康发展。

(3) 从监管部门的角度,监管部门应健全相关规章制度,提高上市公司信

息公开披露的监督管理力度,改善股票市场信息流动效率低、信息不透明的现象,增加上市企业的信息透明度,提高对信息披露不规范甚至隐瞒或披露虚假资讯的上市公司的问责力度。加强证券分析师发布研究报告的合规流程监管,促进证券机构设立单独的研究部门。强化证券从业者的自主性和客观性,注重其专业素质培养和提升,支持分析师最大程度地传达可靠的消息和观点,防止证券分析师受到相关利益冲突的影响而发布不公允的研究报告,从而对市场造成误导以致市场噪音增加。进一步完善发布研究报告的方式和流程,促进整个证券分析师行业的良性发展,提高整个证券分析师行业的价值。

6.3 不足与展望

证券分析师的主要职责就是为投资者分析上市公司各类信息,且通过自己的调查分析研究对上市公司进行剖析,降低市场的信息不对称性。中国的证券分析师行业才初露头角,其对增强中国证券市场效率起到不可忽视的作用。由于本文在处理样本数据时,剔除了评级变动为 0 的研究报告样本,而这部分评级变动数据对研究分析师盈利预测能力和股票投资回报也可能存在一定的解释力。另外,市场上主流的行业分类标准在样本区间范围内都曾发生过变动,行业分类不连续,且各数据库使用分类标准各不相同,由于相关数据的信息质量不高,本文未能进一步控制行业层面的特征,如后面有机会将这部分数据和特征也纳入研究,或许能得到更有价值的成果。

参考文献

- [1] Barber B, Lehavy R, McNichols M, *et al.* Reassessing the Returns to Analysts' Stock Recommendations[J]. Financial Analysts Journal, 2003, 59(2): 88-96.
- [2] Bjerring, J.H., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations[J]. The Journal of Finance, 1983, 38(1): 187-204.
- [3] Booth, L., Chang, B. & Zhou, J. Which Analysts Lead the Herd in Stock Recommendations ? [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance. 2014 , 29(4): 464-491.
- [4] Bradshaw, M.T., Brown, L.D. & Huang, K. Do Sell-Side Analysts Exhibit Differential Target Price Forecasting Ability? [J]. Review of Accounting Studies , 2013, 18 (4) : 930-955.
- [5] Brav, A. & Lehavy, R. An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short Term Informativeness and Long Term Dynamics[J]. The Journal of Finance , 2003 , 58(5): 1933-1968.
- [6] Cai, R. & Cen, Z. Can Investors Profit by Following Analysts' Recommendations? An Investigation of Chinese Analysts' Trading Recommendations on Industry[J]. Economics, Management, and Financial Markets, 2015, 10(3): 11-29.
- [7] Cowles 3rd A. Can Stock Market Forecasters Forecast[J]. Econometrica: Journal of the Econometric Society. 1933, 1(3): 309-324.
- [8] Desai, H., Liang, B. & Singh, A.K. Do All-Stars Shine, Evaluation of Analyst Recommendations[J]. Financial Analysts Journal, 2019, 56(3): 20-29.
- [9] Elton, E.J., Gruber, M.J. & Grossman, S. Discrete Expectational Data and Portfolio Performance[J]. The Journal of Finance, 1986, 41(3): 699-713.
- [10] Fried, D. & Givoly, D. Financial analysts' forecasts of earnings. A better surrogate for market expectations [J]. Journal of Accounting and Economics, 1982, 4(2): 85-107.
- [11] Guagliano, C., Linciano, N. & Contento, C.M. The Impact of Financial Analyst Reports on Small Caps Prices in Italy[J]. Economic Notes, 2013, 42(3): 217-246.
- [12] Guerard, J.B. & Beidleman, C.R. Composite Earnings Forecasting Efficiency[J]. INFORMS, 1987 , 17(5): 103-113.
- [13] Hess, D., Kreutzmann, D. & Pucker, O. The Good, The Bad, and The Lucky: Projected Earnings Accuracy and Profitability of Stock Recommendations[J]. AFA

- 2012 Chicago Meetings Paper,2012:51.
- [14] Hobbs,J., Kovacs,T.& Sharma,V.The investment value of the frequency of analyst recommendation changes for the ordinary investor[J].Journal of Empirical Finance, 2012,19(1):94-108.
- [15] Loh,R.K.&Mian,G.M.Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations? [J].Journal of Financial Economics,2006, 80(2):455-483.
- [16] Luo,T.&Xie,W.J. Individual differences and analyst forecast accuracy[J]. Accounting and Finance,2012,11(3):257-278.
- [17] Moshirian,F., Ng,D.& Wu,E. The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets[J].International Review of Financial Analysis, 2009,18(1-2):74-83.
- [18] Park,S.J.&Park,K.Y. Can investors profit from security analyst recommendations?: New evidence on the value of consensus recommendations, [J] Finance Research Letters,2019,30:403-413.
- [19] Soucek,M.&Wasserek,T. Impact of analyst recommendations on stock returns: Evidence from the German stock market[R].European University Viadrina Frankfurt (Oder) Department of Business Administration and Economics Discussion Paper No. 358,2014.
- [20] Thaker H T, Mohamad A, Kamil N M , *et al.* How useful are the equity analysts' report? evidence from Malaysia[J].Economics and Finance,2018,4(4):221-246.
- [21] 艾倩倩. 分析师羊群行为对股价同步性的影响研究 [D]. 硕士学位论文, 陕西师范大学, 2019.
- [22] 安丽君, 刘娟. 证券分析师盈余预测信息准确性特征的影响因素——基于投资者保护视角的分析 [J]. 大连大学学报, 2016, 37 (4): 115-119.
- [23] 白晓宇, 钟震和宋常. 分析师盈利预测之于股价的影响研究 [J]. 审计研究, 2007, (1): 91-96.
- [24] 陈东玲. 自媒体信息披露、分析师盈余预测准确性与股价同步性 [J]. 财会通讯, 2020, (1): 51-55.
- [25] 储一昀, 仓勇涛. 财务分析师预测的价格可信吗? ——来自中国证券市场的经验证据 [J]. 管理世界, 2008, (3): 58-69.
- [26] 冯体一, 杨大楷和沈秋实. 分析师预测及评级的影响因素研究——基于券商

- 利益和信息优势的视角 [J]. 投资研究, 2013, 32 (12): 136-151.
- [27] 郭杰, 洪洁瑛. 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+81.
- [28] 郭艳红, 蒋帅和陈艳萍. 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, 2019, 31 (8): 14-25.
- [29] 何慧华, 方军雄. 祸兮福兮: 执业经验与证券分析师盈余预测 [J]. 投资研究, 2019, 38 (11): 125-141.
- [30] 鞠娟, 田昕明和王欣然. 分析师研究报告与信息释放——我们的起点正确吗? [J] 投资研究, 2014, 33 (9): 91-102.
- [31] 李明洋. 分析师跟进及其对股价同步性的影响 [D]. 硕士学位论文, 哈尔滨工业大学, 2017.
- [32] 李悦, 王超. 中国证券分析师盈利预测准确度的影响因素——来自中国股票市场的证据 [J]. 山西财经大学学报, 2011, (11): 19-25.
- [33] 刘佳. 中国证券分析师预测能力研究 [D]. 硕士学位论文, 湖南大学, 2006.
- [34] 齐艳平, 段江娇. 分析师关注对股价同步性的影响——基于新浪财经网分析师股票推荐数据 [J]. 中国林业经济, 2018, (2): 84-87+92.
- [35] 宋艳, 赵梦阳和陈弘浩. 分析师大胆预测能否提高盈利预测? ——基于羊群行为的研究 [J]. 铜仁学院学报, 2019, 21 (4): 118-127.
- [36] 孙莲珂. 券商上市对分析师预测的影响 [J]. 科学·经济·社会, 2020, 38 (1): 45-56.
- [37] 王骏飞. 经济政策稳定性、证券分析师盈余预测与股价同步性 [J]. 财会通讯, 2020, (20): 69-72.
- [38] 王晓宇, 熊熊和张小涛. 分析师的评级建议会影响投资者交易吗 [J] 天津大学学报 (社会科学版), 2020, 22 (1): 9-18.
- [39] 王玉涛, 王菊仙和赵迎旭. 我国证券分析师股票评级、评级修正与市场反应 [J] 管理评论, 2021, 33 (2): 3-14.
- [40] 王征, 张峥和刘力. 分析师的建议是否有投资价值——来自中国市场的经验数据 [J]. 财经问题研究, 2006, (7): 36-44.
- [41] 吴东辉, 薛祖云. 财务分析师盈利预测的投资价值: 来自深沪A股市场的证

- 据 [J]. 会计研究, 2005, (8): 37-43.
- [42] 夏范社, 何德旭. 明星分析师能识别公司价值吗? ——基于分析师研究报告视角 [J]. 中国软科学, 2021, (8): 95-109.
- [43] 谢玲玲. 分析师基于盈余预测变化的股票评级调整是否更有价值? ——基于中国资本市场的研究 [J]. 上海金融, 2020, (4): 10-21.
- [44] 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.
- [45] 杨红娟. 行业因素对证券分析师收益预测的影响研究 [J]. 财会通讯, 2015, (23): 33-35.
- [46] 姚禄仕, 王华峰. 最佳分析师推荐评级及其评级变动更具有投资价值吗? ——来自中国证券市场的经验证据 [J]. 合肥工业大学学报 (社会科学版), 2016, 30 (5): 10-18.
- [47] 应益华, 章云君. 分析师预测准确度影响因素的研究——基于深交所数据 [J]. 财务与金融, 2014, (2): 91-95.
- [48] 张婷, 季侃. 会计信息传递、分析师盈余预测与股票市场定价 [J]. 会计师, 2011, (12): 12-13.
- [49] 张宗新, 朱炜. 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.
- [50] 赵留彦, 宁可. 声誉激励与分析师行为——基于新财富最佳分析师评选的实证研究 [J]. 经济科学, 2020, (3): 73-85.
- [51] 钟子英. 证券分析师报告目标价格的荐股评级市场反应研究 [J]. 时代金融, 2018, (17): 196-197+204.