

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓 名： 谭琳

资格证号： 01040502

专业名称： 西方经济学

拟定学位论文题目： 公司业绩超预期对股价的影响研究

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）（主要内容：阐述选题要解决什么问题，选题有何理论和现实意义）  在证券市场中，股价被认为是企业经营基本面情况的定价体现。经济学中，商业行为以盈利为最终目的，所以财务指标中利润的多少，利润的来源和利润的成长性很大程度上可以确定股价的走势。  预期在凯恩斯经济学中占有非常重要的分析意义，短期预期可以决定价格走势。长期预期可以决定资本的流动性偏好，投资者会在持有证券标的和保持货币两种选择中选择更优选择，虽然这种预期是相对不稳定的，但在实务中依然有很多指标可以对市场预期做出指引，进而这种预期会影响到未来一段时期股价的表现。  资本市场分三个有效程度：弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场三个层次。1970年，美国金融学家法玛深化并提出“有效市场假说”。认为，在有效市场的假设下，股价能够充分反映所有信息，因此不合理的价格将被很快消除。中国的资本市场信息披露制度也有待完善，目前尚未达到完全有效市场，更多是半强式有效市场。证券价格也蕴含了未被发现的信息，同时考虑到投资者的认知水平和风险偏好的不同。所以寻找一个市场可能的预期作为衡量股价是否高估或低估是极其重要的。  本文尝试从可能指引业绩超预期的多个指标着手探究业绩超预期与股价未来一段时间走势的关系，同时选取2018年和2020年是背景是考虑到宏观流动性偏紧和偏松的情况下各自的表现。既考虑到了个股业绩的影响，也兼顾了对宏观层面流动性核心因素的控制。  本研究是对不同流动性下股票业绩对股价影响的对照，不仅有利于投资者的科学决策；也有利于公司管理人妥善做好定期的业绩预期管理，一定程度减少股价的大涨大跌现象；对政策制定者来说也是完善上市公司信息披露制度非常重要的一环，从长远来看有利于证券市场的良性发展。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）（主要内容：做文献梳理和研究动态的综述，归纳已有的研究所做的工作，形成了哪些共识？列举出在哪些问题上仍未形成共识？各种不同的观点是什么？针对目前的研究，你发现了哪些问题想要继续研究？）  近几年来，中国证券市场的注册制改革背景下上市标的日趋增多，量化基金蓬勃发展，在新形势下重新思考股价的影响因子具有重要的实践意义。围绕业绩而形成的市场预期是判断股价价值中枢的重要组成部分，在此基础上会对股价的波动有直接的影响。因此，本文试图采用多方市场参与者的预期在评估市场预期水平，在分析多维度指标的基础上探究预期对股价影响规律，进而为投资者提供有针对性的投资建议。  本文的文献综述将从阐述主流的资产定价模型，多方市场参与者的业绩预期、预期强度、预期差到股价的传导机制的逻辑链条进行阐述，最后对文献做简单的总结评价。   1. 主流的资产定价模型包括：  * CAPM 模型：仅考虑 MKT 市场因子； * 三因子模型：参照 Fama and French (1993)考察 MKT，HML 以及 SMB 三因子； * 四因子模型：在 Fama-French 三因子基础上加上 Carhart (1997) 的 MOM 动量因子； * 五因子模型：在上述四因子模型的基础上，加上 Fama and French (2015) 中的 RMW 因子。   从单一因子模型到五因子模型，资产定价模型不断的进化和演进，五因子模型的研究可能将资产定价模型已经从财务角度的各种因子分析模型推向了一个很高的认知程度了，但进化到五因子模型，Fama and French依然给出能确实清楚的分布情况为46%-58%。数据有待提高。未来或许会有更多因子被发掘，但如果脱离宏观经济环境或者投资者的心理因素来看探索影响资本价格变动的共同因子，或许很难归纳出足够多的特征来解释。  从A股的的实证来看，反映上市公司盈利能力的财务信息对股价最为显著（梁玉 张瑞彬，2019），本文放弃多因子分析来复杂解释资产定价的共性和普适性，集中在业绩因子，力求提高解释的准确性和操作简易性。  本文重点关注核心出发点-利润超预期来探索在A股中的相关性（提高简易性），同时在这一核心出发点中会运用到投资者心理因素，找出并缩小研究领域来提高个股概率解释的准确度，当然宏观因素不可忽视，但更多的是作用于系统性风险和系统性机会，我们非高频适当关注即可。  2、多方市场参与者的业绩预期  （1）上市公司的预期管理  上市公司的定期季报和预告以及业绩说明会、调研纪要等都是上市公司进行预期管理的方式，也是市场预期来源最核心的部分，首先，上市公司的财务信息是最容易获得并被反映的；其次，管理层的语调能够为信息使用者提供增量信息（刘瑶瑶 路军伟 李奇凤，2021）；最后，公司信息披露对预测偏差产生影响,已经得到证实（伍燕然等，2012)，同时公司治理水平和信息披露质量对分析师预测偏差也产生了显著影响，对于信息披露质量高的公司，分析师的预测更为准确。（伍燕然等，2016)   1. 证券分析师的一致预期   分析师作为资本市场的中介，作为信息传播和挖掘者，具有一定影响市场预期的能力，并对股价产生一定的影响，但一致预期的准确程度仍存在偏差，分析师的盈余预测普遍存在乐观倾向。（胡昌生 高玉森，2018），所以我们既要借鉴分析师的一致性预期，也要与其他指标相结合提高预期评估的准确性。  （3）投资者的预期  在中国的市场中个人投资者也占据相当大的比重，但投资者机构化是一个趋势。实证证明，机构投资者的情绪对市场超额收益有显著性影响,机构投资者情绪能够预测股票市场。（安江丽 张立超，2016），所以机构资金的流向及预期更能决定股价的走势。  3、预期强度：反应过度和反应不足  （1）基于图标的验证  股票市场图形分析和预测的应用已经有很长的历史，中国的量化基金的规模不断壮大，在机器决策中基于图形数据可以提高对股票走势的预测，改善投资组合的表现（Saha Suman Gao Junbin Gerlach Richard，2022）  （2）基于心理的概率  纯粹理性的资产定价法正在被基于投资者心理的研究方法所影响，价格反应了不同群里风险承受能力数据的加权平均值，一般来说小市值股票和收益/价格比在预测高回报股票中心理表现更明显，特别是短期势头强劲，会产生诱导顺从效应。（David Hirshleifer，2001）  反馈理论认为，由于预期的增强，使投资者信用和欲望增长，各种噪音相继产生进行强烈的正负反馈内生动力。使趋势得以加强，把价格推高到超过其实际价格的不合理高度，形成泡沫。反之负反馈也同理，会将股价推低到不合理的洼地。（陈 莹 赵成国 李心丹，2010）   1. 预期差到股价的传导机制   Piotroski and SO（2012） 提出了“预期差”的概念，定量的指标采用了盈利能力、资本结构和偿债能力及运营效率，指出价值股之所以跑赢成长股是因为价值股有更悲观的预期，在错误定价下去捕捉由于预期错误的逆转产生的价格修正。期望值和基本面不相符的公司主要集中在投资者情绪高涨或低落的时候。而超额收益或股价崩盘就来自于这个节点。  该文的发现有重大的意义，但仅探讨了价值股和成长股，本文认为预期差的也适用于困境反转股和无人问津的股票，将在后续的篇幅中重新进行划分。此外在找到合适的代理变量上删除掉一些适用于价值股的指标，加上市场行为的定量指标，在科学定量的衡量基本面价值，找到预期差上面做更多努力。  中国学者也同样在预期差的研究上做出一些成果，理论层面作者通过估值是否有基本面支撑入手揭露了两者的背离会导致错误定价，这种错误定价在未来会实现价格回归利用净资产收益率同比增长率作为衡量盈利性层面基本面的预期强弱指标（常丹婷 李 峰，2020）；实证上通过财务指标同比增长的指标模型论证了业绩超预期对上市公司股票的超额收益有显著的增强效果，可以利用预测数据建立主动投资策略（李江宇 李欣宇 胡光耀，2020）。  中国学者在通过数量和理论层面均能论证业绩超预期对股价的影响预期是有效的，但用的指标相对简单，未考虑到企业利润在部分情形上是非线性的，同时还有风险偏好不同的市场多方参与者，这些非线性的情况可以在分析师预期和投资者情绪指标中得到纠正和完善。  行业间供应链成员资源依赖会使得基本面有一定的同步性，此外投资者行为存在溢出效应带来股价崩盘的传染链条（徐飞，2018）。本文认为，个股的预期差也会在行业间进行传导，进而影响行业内个股向上的普遍的价格趋同性，将在正文中做补充论证。  综上所述，国内外学者在资本市场的运行机制上从主流的资产定价模型，多方市场参与者的业绩预期、预期强度、预期差到股价的传导机制等多方面展开了多维度、多角度的探讨与研究。但由于资本市场的运行机制十分复杂，资本制度和投资者结构也处于进化之中，我们仍需不断进行研究与讨论。故本文希望能关注到影响较大的因素同时通过删减和完善观测指标和代理变量来提高个股预测的准确度，同时兼顾实践可操作性。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源（主要内容：说明论证拟采用的方法，如数理模型法、计量分析法等等，以及需要用到的数据及其来源）  数据来源：  上市公司层面：上市公司的定期公告、上市公司调研。  证券分析师层面：个股研究报告，wind一致预期  市场行为预期：股价数据  论证方法：  文献归纳，充分阅读前人的理论和经验总结并验证其有效性；  计量分析：描述性统计，充分利用可能产生影响的多维度指标数据来进行相关性分析；  案例分析：利用典型的正面及反面案例进行回撤验证；  数理模型：尝试利用量化模型来评判预期对个股的影响区间并进行稳健性检验 |
| 1. 核心观点（主要内容：初步阐述可能得到的观点及结论）   投资者对增长率的期望体现在股票价格之中，影响体现在股价是否充分反映预期和业绩未来能否持续的复杂作用结果。  在股价已经充分上涨已经能反应当前的业绩超预期，或业绩未来无法持续使得业绩公告时股价反向向下以降低股票市盈率。  未被股价充分反映的业绩超预期和持续的业绩释放会降低股票市盈率，从而有提振股价使市盈率提升的需求。  在投资决策中相对于历史业绩，预期是股价表现中更为重要的更需要关注的核心。  投资者应该重点关注业绩预期及预期的演绎程度。 |
| 3.创新之处（主要内容：简要阐述创新点，比如方法创新、方向创新、观点创新等等）  1、证券市场具有自我进化的过程，在广泛认知的情况下，前人学者的观点也必须得到不断进化，必须进行更多数据实证方面的复盘和总结，提高有效性。  2、本文努力实现在公司层面的预期、证券分析师的预期以及市场行为预期的数量统计的三者有机结合。能更全面的准确的评估和描述预期，在此基础上分析预期和股价的关系将更为准确。  3、本文关注到即使业绩超预期也有正负两面的走向，更聚焦于已经显示超预期指标的个股的投资建议。  4、将以典型的正面及反面案例进行回撤验证，确保实际运用中具有有效性。 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献（顺序和格式参考模板如下，参考文献应当主要是近5年的相关资料，填写时，删掉以下参考模板）  中文期刊   1. 高春亭.五因子资产定价模型及其在我国证券市场的应用研究[D].重庆大学,2016: 1-2页 2. 梁玉,张瑞彬.上市公司财务信息对股票价格的影响——基于超级公司的实证研究[J].经济研究导刊,2019(24):93-94页 3. 伍燕然,江婕,谢楠,王凯.公司治理、信息披露、投资者情绪与分析师盈利预测偏差[J].世界经济,2016(02):100-119页 4. 伍燕然,潘可,胡松明,江婕.行业分析师盈利预测偏差的新解释[J].经济研究,2012(04):149-160页 5. 胡昌生,高玉森.分析师情绪会影响股票价格吗?[J].投资研究,2018(01):99-113页 6. 安江丽,张立超.投资者情绪与股票收益——基于个人和机构投资者情绪的对比研究[J].金融发展研究,2016(08):19-24页 7. 陈莹,赵成国,李心丹.中国证券市场泡沫测度及形成机理研究[J].复旦学报(社会科学版),2010(02):9-16页 8. 常丹婷.分析师覆盖与横截面收益率异象[J].投资研究,2018(11):126-144页 9. 李江宇,李欣宇,胡光耀.财务指标预期差对上市公司股票超额收益的影响研究——基于Black-Litterman模型的资产配置分析[J].价格理论与实践,2020(05):86-89页   (10徐飞.投资者行为、资源依赖与供应链股价崩盘传染研究[J].安徽师范大学学报(人文社会科学版),2018(04):122-133页  外文期刊  (1)A Five-Factor Asset Pricing Model[J].Eugene F. Fama,Kenneth R. French.Journal of Financial Economics.2014  (2)A Survey on Knowledge Graph Embedding: Approaches, Applications and Benchmarks[J].Yuanfei Dai,Shiping Wang,Neal N.Xiong,Wenzhong Guo.Electronics . 2020(5)  (3) Investor Psychology and Asset Pricing[J] . DavidHirshleifer.The Journal of Finance.2002(4)  (4) Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach[J] .The Review of Financial Studie.2012 (9) |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲（写到二级标题）  题 目：公司业绩超预期对股价的影响研究  主题词：金融 投资 证券 股票 业绩超预期 预期差  绪论（引言）  第1章 绪论（引言）  1.1 研究背景和研究意义  1.2 本文的创新点  1.3 本文主要观点  1.4 本文结构安排及数据来源  第2章 文献综述  2.1 主流的资产定价模型  2.2 多方市场参与者的业绩预期  2.3 预期强度  2.4预期差到股价的传导机制  第3章 数据和变量构建  3.1 数据样本  3.2衡量指标   1. 业绩超预期影响股价的实证分析   4.1变量描述性统计分析  4.2面板数据模型实证分析  4.3稳健性检验   1. 总结与对策建议   参考文献  致谢 |