

未预期分析师覆盖、股票收益与机构投资者行为

刘茜¹, 张维^{1,2}, 孟永强¹, 熊熊^{1,3}

(1. 天津大学管理与经济学部, 天津 300072;

2. 中国社会计算研究中心, 天津 300072;

3. 天津市复杂管理系统重点实验室, 天津 300072)

摘要: 未预期分析师覆盖中包含上市公司除日常交易信息(市值、流动性、动量等)之外的信息, 本文将分析师覆盖分解为由日常交易信息引起的预期覆盖和由其他信息引起的未预期覆盖, 有效地拓展了分析师覆盖信息研究的外延。研究发现, 未预期分析师覆盖的增加对股票未来收益有显著的预测效果; 未预期分析师覆盖能够显著的预测公司基本面变化的趋势; 未预期分析师覆盖与机构投资者行为并无显著关系。本文结论证实了未预期分析师覆盖中包含着丰富的信息, 为金融市场参与者深入认识分析师覆盖的行为提供了很好的借鉴意义。

关键词: 金融市场; 未预期分析师覆盖; 股票收益; 公司基本面; 机构投资者行为
中图分类号: F830.91

Abnormal Analyst Coverage, Stock Return and Institutional Investor's Behaviors

LIU Qian¹, ZHANG Wei^{1,2}, MENG Yongqiang¹, XIONG Xiong^{1,3}

(1. College of Management and Economics, Tianjin University, Tianjin, 300072;

2. China Center for Social Computing and Analytics, Tianjin, 300072;

3. Tianjin Key Laboratory of Complex Management Systems, Tianjin, 300072)

Abstract: In this paper, abnormal analyst coverage encompasses information of listed companies' other than normal trading information (market capitalization, liquidity, momentum, etc.). By breaking down analyst coverage into expected coverage caused by trading information and abnormal coverage caused by other information, this paper effectively expands the extension of literatures of analyst coverage. This paper finds that increase in abnormal analyst coverage has a significant predictive effect on future returns of the stocks; abnormal analyst coverage can significantly predict the trend of companies' fundamental situation; and abnormal analyst coverage and institutional investor's behavior have no significant relationship. The conclusions of this paper confirm that the abnormal analyst coverage contains a wealth of information, which provides a good reference for financial market participants to deeply understand the behavior of analyst coverage.

Key words: financial market; abnormal analyst coverage; stock returns; fundamental; institutional investor's behaviors

0 引言

分析师作为金融市场上最重要的信息中介, 是连接上市公司与投资者的重要纽带。近年来, 我国金融市场正在逐步成熟完善, 分析师逐渐成为了市场上发现价值、引导资金流向的主导力量, 但我国金融市场仍然需要面对投资者中散户居多, 市场建立时间短等问题。且业

基金项目: 国家自然科学基金重大项目(71790590, 71790594)、国家自然科学基金重点项目(71532009)、国家自然科学基金国际(地区)合作与交流项目(71661137001)和天津市人才发展特殊支持计划高层次创新创业团队项目

作者简介: 刘茜(1993-), 女, 天津大学管理与经济学部, 硕士研究生, 研究方向为行为金融, 金融市场
通信联系人: 熊熊(1972-), 男, 天津大学管理与经济学部教授, 博士, 研究方向为计算实验金融, 行为金融, 金融大数据. E-mail: xxpeter@tju.edu.cn

内对卖方分析师撰写的报告质疑声一直较高。现有文献对分析师的研究多数集中在分析师对上市公司管理层以及投资者行为的影响研究,如对投资者决策的影响、对分析师报告预测准确性等。至于分析师覆盖中包含的信息的具体表现形式及其中信息的有效性研究,前人却鲜有涉及。

45 本文基于信息的传递作为整体研究框架,从分析师报告中的信息中具体表现形式入手,判断分析师报告的质量,继而判断分析师所掌握的信息是否有效地进行释放。当分析师发布有关某上市公司的研究报告,即该分析师覆盖了这个上市公司。本文在 French 和 Roll(1986)^[1]及 Lee 等(2017)^[2]几位学者的研究基础上,得出分析师在覆盖时所掌握的信息一部分通过市场交易释放,通过交易释放的信息用可观察到的企业特征的固定分量表示;另一部分未
50 通过交易释放的信息则被定义为“未预期分析师覆盖”中包含的信息。而本文将从“未预期分析师覆盖”中的信息含量入手,研究分析师覆盖中信息的含量。

本文创新使用了“未预期分析师覆盖”这个特殊度量方式,国内尚未有相关论文证实了未预期分析师覆盖中包含着丰富的信息以及信息维度和含量,并以验证分析师覆盖中信息有效性为目的,研究未预期分析师覆盖与股票预期收益、公司基本面向好趋势和机构投资者行为
55 之间的关系。本文将构建组合收益与未预期分析师覆盖进行比较,从而判断分析师覆盖与预期收益之间的关系;引入基本面强度来度量上市公司基本面的情况,检验未预期分析师覆盖对公司基本面趋势的预测能力;将机构投资者持股比例的的横向比较作为机构投资者投资行为的表征,对比未预期分析师覆盖与机构投资者投资行为的关系。

1 文献综述

60 本研究与现有的两方面文献有关,一个是作为金融市场中参与者,有关证券分析师覆盖行为与其他市场参与者之间的相互影响关系的研究;另一方面是对证券分析师撰写分析报告的内容及预测能力的研究。

(一) 有关证券分析师及分析师覆盖与其他市场参与者关系的研究

(1) 证券分析师及分析师覆盖

65 证券分析师作为金融市场的重要参与者,对证券分析师和分析师覆盖的研究是现代金融学及行为金融学近来所关注的热点问题之一。白晓宇(2009)^[3]在文章中指出,我国本土的证券分析师主要由两股力量构成,一是供职于共同基金、养老基金及保险公司等投资机构的买方分析师,他们为本机构的投资组合提供分析报告,目的是协助公司获取投资利润。二是由券商,他们向机构投资者、基金经理等出售或免费提供研究报告,提供盈余预测,投资评级
70 等信息,从而吸引上述投资者购买其承销的股票或通过其所属的券商进行证券交易来提高公司的收入。从市场需求和研究意义的考量出发,我们现有学术研究绝大多数从卖方分析师入手。朱红军等(2007)^[4]在研究中指出,我国的证券咨询行业几乎是伴随着证券市场的建立而产生的,其中既有证券咨询公司的职业股评家,也有券商旗下的研究咨询机构,作为专业的分析师,他们在证券媒体上发表股评,或向客户提供研究报告,进行投资推荐和盈利预测。
75 证券分析师除了扮演告知、发布和分析的角色外, Jensen 等(1976)^[5]认为,分析师被视为是公司管理层天然的外部监管者, Dyck 等(2010)^[6]在研究中指出,分析师可能是最早发现一系列金融诈骗案件的人; Fuller 等(2002)^[7]的研究表明,分析师往往会给公司管理层设定,除非实施盈余管理,否则难以实现盈余目标。根据 Degeorge 等(1999)^[8]学者的观点,分析师对公司盈余的预期是公司管理层迫切希望能够实现的盈余目标,如果达不到该盈余目

80 标, 则对公司未来的股价十分不利。谭雪 (2016) ^[9]以 2004 至 2014 年中国上市公司为研究对象, 研究分析师覆盖对公司两类代理成本的影响, 发现分析师覆盖会起到一定的治理作用。

85 分析师覆盖, 简而言之, 指一个证券分析师发布了某公司的分析报告, 就称作该分析师覆盖了这家公司。对于证券分析师的分析师覆盖, Lee 等 (2017) ^[2]在文中指出在现有的研究中提出“总分析师覆盖”的定义, 将总分析师覆盖分解为两部分, 一部分为可观察到的公司特征或公司基本特征 (即可预期分析师覆盖), 另一部分是未预期的分析师覆盖。他们的研究表明, 未预期分析师覆盖高的企业在未来基本面表现会优于那些未预期覆盖低的企业。除上述在预期回报估计方面的作用外, 分析师覆盖还具有其他方面的作用。Kothari (2016) ^[10]等学者研究表明, 分析师在当企业价值降低或风险提高时提供覆盖, 可以提高市场效率。Womack (1996) ^[11]、Bradshaw (2002) ^[12]、Groysberg (2011) ^[13]等学者的研究结果都指出, 公司雇佣分析师, 会在他们的报告和覆盖中造成一些可预测的偏差。McNichols 等 (1997) ^[14]在自己的研究中, 得出一个更加详细的结论, 两位学者认为分析师在覆盖时的建议是向积极层面倾斜的, 因为分析师不愿意传达负面信号, 不仅如此, 分析师还会增加 (降低) 具有更高 (更低) 可用性水平的公司的覆盖范围。

(2) 证券分析师覆盖对投资者决策的影响

95 在现有的研究分析师的文献中, 有关分析师撰写的报告中的评级或预测对投资者交易行为的影响的相关研究相对较少, 多数文献局限于单一的数据与计算方法, 没有范式统一的结论。Malmendier 和 Shanthikumar (2007) ^[15]研究发现, 机构投资者对分析师“买入”等建议的反应不敏感, 但是大多数个人投资者则完全按照分析师的建议进行相对应的投资操作。Mikhail 等 (2007) ^[5]则提出了完全相反的观点, 他的文章指出, 当分析师调高对该股票评级或发布“买入”的建议时, 机构投资者会听从分析师的建议买入该股票, “卖出”亦然。但是无论分析师如何发布“买入”或者“卖出”指令, 个人投资者均选择“买入”, 对分析师的建议敏感度很低。但有人针对 Mikhail 在文章中表达的观点, 提出“消息泄露假说”, Christophe 等 (2010) ^[16]、Choi 等 (2015) ^[17]均研究投资者在分析师报告发布之前的交易行为, 用以证明分析师是否提前将评级消息泄露给机构投资者。Christophe 等 (2010) ^[16]使用卖空数据进行对比, 发现在分析师公开建议“卖空”或下调评级之前, 股票的卖空数量已经显著增加, 并且卖空的规模与分析师评级下调期间的市场反应相一致, 由此认为存在“消息泄露”的行为。除分析师覆盖带来的影响, 机构投资者本身的作用不容小觑, Khorana 等 (2004) ^[18]在研究中指出, 机构投资者不仅是发达市场的主要参与者; 他们在新兴市场国家的作用也在迅速增长。机构投资者有助于提高公司治理水平特别是投资效率。一方面, 公司投资效率提升, 意味着公司价值提升, 机构投资者往往持有公司较大份额的股票, 公司业绩改善和提高能够为自身带来较多的利益。另一方面, 机构投资者也有能力和动机去影响公司投资决策。Gillan 等 (2003) ^[19]认为, 作为全球企业的广泛股东集团, 专业基金经理的崛起提高了企业管理监控的能力。Ferreira 等 (2008) ^[20]认为对此类公司, 机构投资者感兴趣并且有效地参与其中, 但他们有理由认为并非所有的基金经理都处于相同的位置。外国和更独立的机构比其他机构有可能更活跃, 同时和其他机构可能有业务联系。

(3) 证券分析师覆盖对公司管理层决策的影响

110 陈习定等 (2016) ^[21]在文中指出, 证券分析师可以通过各种渠道影响被自己覆盖的公司的管理层决策, 例如财务报告会议上针对盈余数字的提问、发布研究报告给自己的客户、向投资者提供推荐和预测以及在新闻媒体上的亮相等。证券分析师同时还是财务欺诈案件中最有效率的吹哨人。Dyck 等 (2010) ^[6]的研究表明与美国证券交易委员会和审计师相比, 证

券分析师在财务欺诈案件中的作用更加显著且更有效率。证券分析师是康柏、摩托罗拉、世界通讯等涉嫌财务欺诈公司的最初发现者。Graham 等(2005)^[22]调查表明, 90%的公司财务高管认为证券分析师是决定公司股价最重要的群体或者是仅次于机构投资者群体的第二重要的群体。Healy 等(2001)^[23]认为证券分析师和评级机构可以威慑公司管理层的不检行为。

125 Jensen 等(1976)^[5]认为证券分析师的活动可以减少企业因为所有权和控制权分离带来的代理成本。贾琬娇等(2015)^[24]的研究表明分析师实地调研会影响公司的盈余报告质量。

(二) 有关分析师撰写的分析报告及其预测能力的研究。

130 在金融经济学范式下,投资者行为已经被严格公理化和标准化,但是对于证券分析师本身和分析师预测能力没有统一的衡量标准,前人的研究多关注于分析师所撰写的分析报告与其对特殊情况或者单一的股票的预测能力。

135 首先, Michaely 等(1999)^[25]、Barber(2001)^[26]、Bradshaw(2004)^[27]、Altinkılıç(2016)^[28]等一众学者均用数据和模型将分析师报告中的建议进行提取,发现其对投资者产生相应的投资信号是有效的——投资者会听从分析师的建议进行操作。其次,因为分析师作出预测时,表达的观点强烈程度也没有一定的标准,基于这种不确定性,相关学者进行了进一步研究。具体方法是通过将报告或者分析的重点从分析师的报告中摘取、转移出来,而不是简单地基于某些分析师对预期回报信息来粗暴提取投资信号。Gabaix(2006)^[29]发现市场价格对分析师发出的不显著的信号或者低显著的信号无响应。Cohen 等(2012)^[30]指出不仅无响应,且更难以获取信息。Brav 等(2003)^[31]、Mikhail 等(2005)^[32]研究认为分析师研究报告中的目标价格确实向市场传达了信息,因为一旦预测目标价格更新,市场随即就会做出反应。然而 Mikhail 等(2005)^[32]、Bradshaw 等(2013)^[33]发现,分析师研究报告的目标价格显得过于乐观,也不准确,并没有长期投资的价值。

140 综上所述,大量文献表明分析师在金融市场中举足轻重的中介作用,对其的研究在我国金融市场具有不可忽视的意义。与此同时,对未预期分析师覆盖的使用、分析师地的报告对机构投资者行为的影响及分析师的预测能力却仍未取得学者的共识,得出一致的结论。在这种背景下,本文选择未预期分析师覆盖这一量化形式,对比分析投资者行为和预期收益与未预期分析师覆盖的关系,识别未预期覆盖在其中发挥的作用,以补充有关未预期分析覆盖及机构投资者行为和预期收益方面的文献。

2 实证分析

2.1 数据选取与研究方法

150 本文的主要分析了未预期分析师覆盖与股票预期收益、公司基本面强度以及机构投资者行为之间的联系。本研究所选取样本期间从 2004 年 7 月至 2017 年 9 月(包含 53 个季度,159 个月);分析师覆盖的数据来自锐思数据库,个股样本选取中国股票市场除金融股外的所有 A 股股票(剔除从未有分析师关注的股票后,共 2737 只股票),股票交易数据、财务数据和机构投资者持股数据来源国泰安数据库。

155 未预期分析师覆盖中包含着分析师额外关注的信息,本文依据 Lee 和 So(2017)所采用的方法计算未预期分析师覆盖。本文定义:分析师覆盖 $TOT_{i,m}$ 为在第 m 月内,上市公司 i 被分析师通过研究报告(覆盖并给出盈余预测)的形式所覆盖的数量,例如在样本期的第 5 个月共有 15 份分析师通过研究报告的形式覆盖 i 公司,则 $TOT_{i,5}$ 为 15。本文通过回归关于

160 *TOT* 的方程式计算未预期分析师覆盖, 从而将分析师覆盖中来自于上市公司市值、流动性、
 165 动量等短期交易特征剔除, 得到基于这些特征之外的未预期分析师覆盖, 即为该回归式之残
 差, 具体回归方程式如下:

$$\ln(1+TOT_{i,m}) = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,m} + \beta_2 TO_{i,m} + \beta_3 MOM_{i,m} + \beta_4 VOL_{i,m} + \varepsilon_{i,m} \quad (1)$$

170 其中, 为了降低极值的影响, 本文用分析师覆盖的对数表示分析师覆盖, $SIZE_{i,m}$ 为公
 司 *i* 在第 *m* 个月的市值, $TO_{i,m}$ 为公司 *i* 在第 *m* 个月的换手率(通过流通市值计算), $MOM_{i,m}$
 165 为公司 *i* 在第 *m* 个月的动量, $VOL_{i,m}$ 为公司 *i* 在第 *m* 个月的波动率, 换手率(交易量比流
 通市值)、动量(过去 12 个月累积收益)和波动率(过去 12 个月收益率方差)的计算时间
 窗口均为过去 12 个月。在这种方法下, 我们将每个月的未预期总覆盖范围定义为回归残差
 (即 $\varepsilon_{i,m}$)。

170 由表 1, 描述性统计 1 可知, 约有 20% 的上市公司没有受到分析师的覆盖, 随着分析师
 总覆盖的增加, 上市公司市值显著降低, 平均差 83.73 亿元; 换手率(以交易量比流通市
 值计算所得)显著提高, 平均差 58.29%; 动量显著提高, 平均差 3.06%; 波动率显著降低,
 平均差 1.17%。

表 1 描述性统计 1

	分析师总覆盖	市值 (亿元)	换手率	动量	波动率
1(low)	0	544.3535	14.3122	0.2432	0.1649
2	0	724.3904	14.0585	0.2202	0.1539
3	0.0855	827.5079	14.0368	0.2338	0.1658
4	0.7886	598.2855	14.3461	0.2261	0.15
5	2.249	699.1053	14.2929	0.238	0.1547
6	4.7392	701.0789	14.4202	0.253	0.1519
7	8.7907	656.858	14.6085	0.2568	0.1477
8	15.3097	585.7435	14.8675	0.2779	0.1435
9	26.2012	511.69	15.1883	0.2891	0.1382
10(high)	49.5272	405.6972	15.7848	0.3064	0.1319
Average difference	16.2616***	-83.7320***	0.5829***	0.0306***	-0.0117***
t-stat	13.33	-39.82	226.21	7.55	-42.73

注: ***代表 1% 显著性程度。Average difference 为 10 组中每两组之间的差值的平均值。

175 本文依据 Piotroski(2000)和 So (2012) 的方法构建了度量公司基本面强度的 Fscore。每
 一个上市公司的 Fscore 由 9 个衡量该公司基本面好坏的 0-1 变量求和所得。ROA 为资产收
 180 益率, 由该财务季度公司利润比公司资产所得; CFO 为该财务季度经营性现金流; ΔIN 为
 利润增量, 由本财务季度相比于上季度净利润增加值计算所得; ACCRUAL 公司应计项目之
 算数和; $\Delta LEVER$ 为公司财务杠杆(长期负债比资产)的本季度较上季度的增加值; Δ
 LIQUID 为公司流动性(流动资产比流动负债)本季度较上季度的增加值; ISSURANCE 为
 公司本财务季度股权融资的数目; $\Delta MARGIN$ 为公司本季度利润率(利润比营业收入)较
 上季度的增加值; $\Delta TURN$ 为公司该季度资产周转率(营业收入比资产)较上季度的增加值。
 其中, ROA、CFO、 ΔIN 、ACCRUAL 衡量了公司的盈利能力; $\Delta LEVER$ 、 $\Delta LIQUID$ 、
 ISSURANCE 衡量了公司的财务状况与流动性状况; $\Delta MARGIN$ 、 $\Delta TURN$ 衡量了公司的运

185 营能力。在计算 Fscore 时, ROA、CFO、 Δ IN、 Δ LIQUID、 Δ MARGIN、 Δ TURN 大于 0, 取值为 1, 小于等于 0 取值为 0; ACCRUAL、 Δ LEVER、ISSURANCE 大于 0, 取值为 0, 小于等于 0, 取值为 1。

表 2 描述性统计 2

	分析师总覆盖	ROA>0	CFO>0	Δ IN>0	ACCRUAL<0
1(low)	0	0.2809	0.2645	1.27E+06	-0.1417
2	0	0.0104	0.0003	3.51E+05	2.9632
3	0.0855	0.0223	0.0209	3.90E+06	0.0009
4	0.7886	0.0143	0.0105	-1.61E+06	-0.0032
5	2.249	0.0196	0.0131	3.32E+06	0.0059
6	4.7392	0.0233	0.0151	1.18E+06	0.0076
7	8.7907	0.0289	0.0146	-3.11E+06	0.0108
8	15.3097	0.0334	0.0212	6.94E+06	0.011
9	26.2012	0.0391	0.0306	2.04E+07	0.0079
10(high)	49.5272	0.0497	0.0474	1.88E+07	0.002
Average difference	16.2616***	-0.0395***	-0.0384***	6.81E+06	-0.4289***
t-stat.	13.33	-12.05	-5.95	0.28	-2.73

注: ***, *分别代表 1%, 10%显著性程度。Average difference 为 10 组中每两组之间的差值的平均值。

190

表 2 描述性统计 (续)

	分析师总覆盖	Δ LEVER<0	Δ LIQUID>0	ISSURANCE<0	Δ MARGIN>0	Δ TURN>0
1(low)	0	0.0006	0.0416	4.18E+07	0.7228	0.0029
2	0	0.0003	-0.0296	7.60E+07	-1.4021	0.0018
3	0.0855	-0.0002	0.0261	7.79E+07	-49.9418	0.003
4	0.7886	0.0008	-0.1486	9.80E+07	-0.8148	0.0012
5	2.249	0.0006	0.0001	1.28E+08	-0.0208	0.0037
6	4.7392	0.0006	0.0175	1.49E+08	-0.108	-0.0001
7	8.7907	0.001	0.044	1.69E+08	-0.0048	0.0017
8	15.3097	0.0011	-0.1306	1.87E+08	-0.0039	0.0015
9	26.2012	0.0014	-0.0646	2.70E+08	0.0089	0.0069
10(high)	49.5272	0.0008	-0.0438	4.03E+08	-0.0107	-0.0003
Average difference	16.2616***	0.0004*	-0.0267	1.1968E+08***	5.6735	-0.0001
t-stat.	13.33	1.7	-1.31	8.39	0.56	-0.05

注: ***, *分别代表 1%, 10%显著性程度。Average difference 为 10 组中每两组之间的差值的平均值。

195 由表 2, 描述性统计 2 可知, 随着分析师总覆盖的增加上市公司的 ISSURANCE、 Δ LEVER 显著增加, ROA、CFO、ACCRUAL 显著减少, 其它则无显著关系, 说明从统计结果来看, 未预期分析师覆盖与高杠杆、高融资的上市公司存在显著的关联。

2.2 未预期分析师覆盖与股票预期收益

已有文献大多关注分析师总覆盖与股票预期收益之间的关系, 然而本文聚焦未预期分析师覆盖之中是否包含能够显著预测股票预期收益的信息。

200 表 3 和表 4 中分别展示了将样本内股票以未预期分析师覆盖分组和以分析师总覆盖分

10 组后, 各个股票组合 $m+1$ 月的平均收益, 以及最高组与最低组股票 $m+1$ 月平均收益之差。本文从等值加权和价值加权两种加权方法进行分析。由表 3 可知, 随着未预期分析师覆盖的增加, 在等值加权下, 组合收益先降低后升高, 但是未预期分析师覆盖最高组收益显著高于未预期分析师覆盖最低组, 最高组较最低组平均月度收益高 2.44%; 在价值加权下, 组合收益同样能随着未预期分析师覆盖的增加, 先降低后提高, 而且最高组较最低组平均月度收益高 2.29%。由表 4 可知, 随着分析师总覆盖的增加, 在等值加权下, 组合收益总体上呈现出降低的趋势, 最高组较最低组平均月度收益低 0.94%; 在价值加权下, 组合收益整体上同样呈现出降低的趋势, 最高组较最低组平均月度收益低 0.94%。

205

210

由表 3 可知, 在两种加权方法下, 未预期分析师覆盖对股票的预期收益有显著的预测作用, 而且未预期分析师覆盖最高组的股票预期收益显著高于最低组。由表 4 可知, 分析师总覆盖虽然对股票预期收益同样有显著的预测作用, 但是分析师总覆盖最高组的预期收益要显著低于分析师总覆盖最低组。由此可知, 未预期分析师覆盖中包含着的信息与分析师总覆盖中包含的信息具有显著的差异性。

215

表 3 未预期分析师覆盖对预期收益的预测

加权方式:	1(Low)	2	3	4	5	6	7	8	9	10(High)	High-Low
等值加权	0.0254*** -3.44	0.0264*** -3.17	0.0240*** -2.75	0.0231** -2.56	0.0219** -2.41	0.0209** -2.29	0.0201** -2.25	0.0194** -2.19	0.0180** -2.16	0.0499*** -3.82	0.0244** -2.44
价值加权	0.0257*** -3.49	0.0267*** -3.22	0.0243*** -2.8	0.0234** -2.6	0.0223** -2.45	0.0213* -2.34	0.0205*** -2.3	0.0197** -2.24	0.0185** -2.21	0.0486*** -3.81	0.0229** -2.35

注: ***, **, *分别代表 1%, 5%, 10%显著性水平。

表 4 分析师总覆盖对预期收益的预测

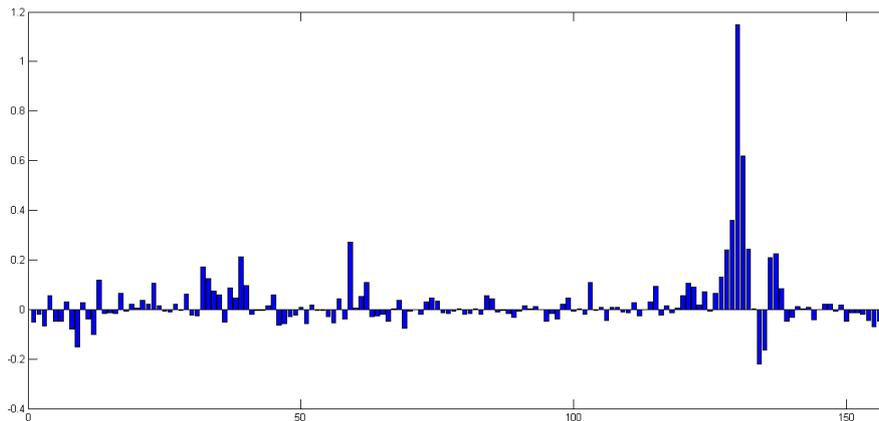
加权方式:	1(Low)	2	3	4	5	6	7	8	9	10(High)	High-Low
等值加权	0.0287*** -3.03	0.0263*** -2.79	0.0300*** -2.9	0.0249*** -2.73	0.0244*** -2.68	0.0224** -2.5	0.0232*** -2.69	0.0216*** -2.62	0.0202** -2.57	0.0193*** -2.62	-0.0094* -1.95
价值加权	0.0291*** -3.07	0.0269*** -2.86	0.0302*** -2.93	0.0254*** -2.78	0.0249*** -2.73	0.0227** -2.55	0.0236*** -2.75	0.0220*** -2.67	0.0206*** -2.63	0.0197*** -2.68	-0.0094* -1.95

220

注: ***, **, *分别代表 1%, 5%, 10%显著性水平。

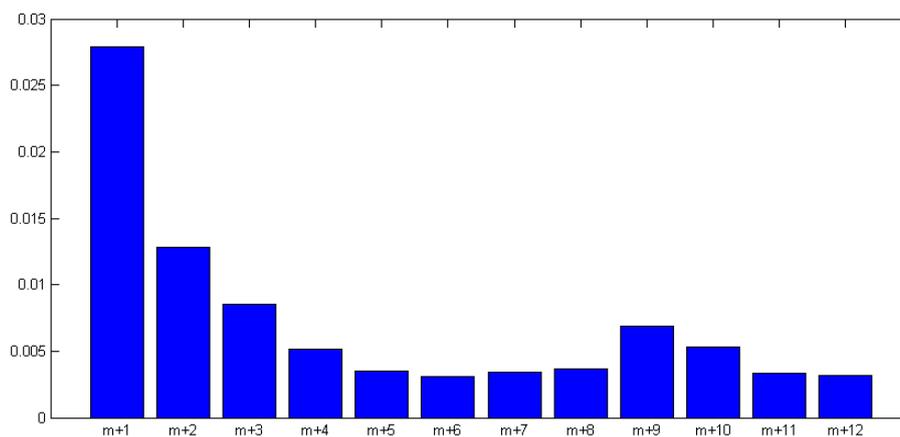
225

为了进一步研究未预期分析师覆盖对股票预期收益的预测作用, 本文探究了由分析师未预期覆盖所构建的投资组合的月度收益。首先计算第 m 月的未预期分析师覆盖, 并由此将样本股票分为十组, 在 $m+1$ 月买进分析师未预期覆盖最高组的股票, 同时卖出分析师未预期覆盖最低组的股票, 由此构建多空组合。由图 1 可知, 总体上, 该策略回报为正的月的幅度明显高度回报为负的月份。构建投资组合策略的结果进一步证明了未预期分析师覆盖对股票预期收益的预测能力。



230 图 1 由未预期分析师覆盖构建的投资组合的 m+1 月收益

接下来, 本文分析了 m 月未预期分析师覆盖对未来一年内每个月股票预期收益的预测能力, 如下图 2 所示, 由图可知, 未预期分析师覆盖的预测能力只在前两个月超过 1%, 说明其预测能力的持续时间比较短。



235 图 2 未预期分析师覆盖对未来一年投资组合的月度预期收益预测

本部分通过分析未预期分析师覆盖对股票预期收益的预测能力, 发现未预期分析师覆盖可以显著的预测股票预期收益, 但是预测能力所持续的时间较短, 说明未预期分析师覆盖中确实包含了上市公司未被市场所吸收的信息, 但是这些信息是一些短期信息。

2.3 未预期分析师覆盖与公司基本面

240 上文证实, 未预期分析师覆盖中所包含的信息对股票预期收益有着显著的短期预测能力, 但是这种预测能力是否建立在分析师对上市公司基本面向好趋势的把握上是值得更进一步探讨的问题。

本文通过对上市公司未来 Fscore 做回归, 首先将季度 Fscore 对应转化为月度数据 (例如, 2010 年前三月度每个月 Fscore 数值均为第一季度 Fscore 数值), 具体回归式如下:

$$245 \quad Fscore_{i,m+1...12} = \alpha + \beta AC_{i,m} + \varepsilon_{i,m} \quad (2)$$

其中 $Fscore_{i,m+1...12}$ 为公司 i 在 m+1 到 m+12 月的公司基本面强度, $AC_{i,m}$ 为公司 i 在 m 月的未预期分析师覆盖 (abnormal analyst coverage), α 、 β 为回归系数, $\varepsilon_{i,m}$ 为残差, 回

归结果见下表 5。

表 5 未预期分析师覆盖与公司未来基本面强度的关系

月度	β	t 值	月度	β	t 值
m+1	-0.0059**	-2.08	m+7	-0.0082***	-2.81
m+2	-0.0077***	-2.68	m+8	-0.0069**	-2.45
m+3	-0.0083***	-2.85	m+9	-0.0062**	-2.18
m+4	-0.0082***	-2.78	m+10	-0.0070**	-2.47
m+5	-0.0076**	-2.55	m+11	-0.0074***	-2.62
m+6	-0.0089***	-2.99	m+12	-0.0083***	-2.98

250 注：***、**分别表示 1%，5%显著性水平。

由表 5 可知，在未来一年内，未预期分析师覆盖能够显著的预测公司基本面的情况。随着未预期分析师覆盖的增加，公司未来基本面会变差，未预期分析师覆盖每增加 1 个单位，未来 12 个月内，公司基本面强度显著下降 0.59%到 0.89%不等。由此可见未预期分析师覆盖中包含着有关公司基本面的负面信息。

255 **2.4 未预期分析师覆盖与机构投资者行为**

分析师作为金融中介机构，是连接投资者与上市公司的纽带；同时机构投资者作为股票市场的主导力量，其行为与分析师覆盖之间的关系一直是研究的热点。本文从未预期分析师覆盖的角度出发，研究发现，随着未预期分析师覆盖的增加，机构投资者持股比例并没有显著的增加。如下表 6 所示无论是本期还是下一期的机构投资者持股比例，随着机构未预期分析师覆盖的增加，先降低后增加，呈 U 型。因此，对于未预期分析师覆盖较低或是较高的上市公司，其机构投资者持股比例较高。对于机构投资者倾向于持有未预期覆盖过高或是过低的股票的具体逻辑，我们希望在今后的研究中更加深入的分析。

260

表 6 未预期分析师覆盖与机构投资者持股比例关系

	AC (m)	INH (m)	INH (m+1)
1(Low)	-5.5767	0.063	0.0643
2	-2.3546	0.0536	0.0542
3	-1.2525	0.0472	0.0479
4	-0.6419	0.0436	0.0439
5	-0.2344	0.0406	0.0407
6	0.1262	0.0416	0.0413
7	0.6367	0.0438	0.0443
8	1.5924	0.0524	0.0515
9	3.6878	0.0615	0.0604
10(High)	8.8544	0.0639	0.0641
High-Low	14.4311***	0.0009	-0.0003
t 值	21.48	0.45	-0.14

265

注：***表示 1%显著性水平。AC(m)为 m 月的未预期分析师覆盖，INH (m) 为 m 月机构投资者持股比例，INH (m+1) 为 m+1 月机构投资者持股比例。机构投资者持股比例为上市公司中，基金、合格境外投资者、券商、保险、社保基金、信托、财务公司、银行、非金融类上市公司的持股比例之和。

3 结论

本文从未预期分析师覆盖的角度出发，研究分析师覆盖中基本信息之外的信息对股票预

期收益、公司基本面向好趋势和机构投资者行为之间的关系，从而判断分析师覆盖中信息的有效性范畴

270

研究发现，未预期分析师覆盖能够显著的预测股票预期收益，以月度为单位，实证结果表明，其能够显著预测下一个月的股票预期收益，但是在两个月后，预期的月均收益会降到1%以下，由此可知，未预期分析师覆盖对股票预期收益而言，是一个短期的指标；通过构建公司基本面强度指标 $Fscore$ ，本文发现未预期分析师覆盖较高的公司，其未来一年的公司基本面较差，由此可知，未预期分析师覆盖中所包含的信息与公司基本面向好的趋势显著相反；通过分组的方式研究了未预期分析师覆盖与机构投资者持股之间的关系，发现其不存在显著的线性关系，随着未预期分析师覆盖的增加，机构投资者持股比例先降低后增加，机构投资者倾向于持有未预期分析师覆盖两端的股票。

275

总体而言，我国分析师覆盖中所包含的信息中，除通过交易释放之外，本文所分析未预期分析师覆盖中依然包含着与公司未来收益、基本面趋势相关的信息，并未包含显著的与机构投资者行为之间的相关信息。

280

[参考文献] (References)

285

[1] French K.R., and Roll R., Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986,17(1):0-26.

[2] Lee C. M. C., and So E. C., Uncovering expected returns: information in analyst coverage proxies [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016,124(2):331-348

[3] 白晓宇.上市公司信息披露政策对分析师预测的多重影响研究[J].*金融研究*,2009(4):92-112

290

[4] 朱红军,何贤杰,陶林.中国的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(2):110-121

[5] Jensen M. C., and Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976,3,(4):305-360.

[6] Dyck A., Morse A., and Zingales L. Who blows the whistle on corporate fraud? [J]. *The Journal of Finance*, 2010,3(65):2213-2253.

295

[7] Jensen C. M., and Fuller J. Just say no to wall street: Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for it[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2002,(14):41-46.

[8] Patel J., Degeorge F., and Zeckhauser R. Earnings management to exceed thresholds[J]. *The Journal of Business*, 1999,72(1):1-33.

[9] 谭雪. 分析师关注的治理功用研究--基于两类代理成本的考察[J]. *证券市场导报*, 2016(12):37-45

300

[10] Kothari S. P., So E., and Verdi R. Analysts' forecasts and asset pricing: A survey[J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2016,8(1):97-219.

[11] Womack K. L. Do brokerage analysts' recommendation have investment value? [J]. *The Journal of Finance*, 1996,51(1):137-167.

305

[12] Bradshaw M. T. The use of target prices to justify sell-side analysts' stock recommendations[J]. *Accounting Horizons*, 2002,16(1):27-41.

[13] Groyberg B., Healy P. M., and Maber D. A. What drives sell-side analyst compensation at high-status investment banks? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2011,49(4):969-1000.

[14] McNichols M. Self-selection and analyst coverage[J]. *Journal of Accounting Research*, 1997,35(4):167-199.

310

[15] Malmendier U., and Shanthikumar D. M. Are investors naive about incentives? [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2007,85(2):457-489.

[16] Christophe S. E., Ferri M. G., and Hsieh J. Informed trading before analyst downgrades: Evidence from short sellers. [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2010,95(1):85-106.

[17] Choi B., Jung K., and Lee D. Trading behavior prior to public release of analyst reports: Evidence from korea[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015,32(1):105-138.

315

[18] Khorana A., Servaes H., Tufano P. Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2004,78(1):145-185.

[19] Gillan S. L., and Starks L. T. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective[J]. *Journal of Applied Finance*, 2003,13(2):4-22.

320

[20] Ferreira, M. A., and Matos P. P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008,88(3):499-533.

[21] 陈习定,张芳芳,张顺明.分析师覆盖与盈余管理--来自中国上市公司的证据[J].*投资研究*,2016(2):41-58

[22] Graham, J. R., Harvey C. R., and Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J].

- Journal of Accounting and Economics, 2005,40(1)-3:3-73.
- 325 [23] Healy P. M., and Palepu K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. Social Science Electronic Publishing, 2001,31(1):405-440.
- [24] 贾琬娇,洪剑峭,徐媛媛.我国证券分析师实地调研有价值吗?--基于盈余预测准确性的一项实证研究[J]. 投资研究 2015(4):96-113
- [25] Michaely R., and Womack K. L. Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations[J]. The Review of Financial Studies, 1999,12(4):653-686.
- 330 [26] Barber B., Lehavy R., and McNichols M. Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns[J]. The Journal of Finance, 2001,56(2):531-563.
- [27] Bradshaw M. T. How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations? [J]. The Accounting Review, 2004,79(1):25-50.
- 335 [28] Altinkılıç Oya., Hansen R. S., and Ye L. Can analysts pick stocks for the long-run? [J]. Journal of Financial Economics, 2016,119(2):371-398.
- [29] Gabaix X., Laibson D., Moloche G., et al. Costly information acquisition: Experimental analysis of a boundedly rational model. [J]. American Economic Review, 2006,96(4):1043-1068.
- [30] Cohen L., and Lou D. Complicated firms. [J]. Journal of Financial Economics, 2012,104(2):383-400.
- 340 [31] Brav A., and Lehavy R. An empirical analysis of analysts' target prices: Short - term informativeness and long-term dynamics.[J]. The Journal of Finance, 2003,58(5):1933-1967.
- [32] Mikhail M. B., Asquith P. and Au A. S. Information content of equity analyst reports[J]. Journal of Financial Economics, 2005,75(2):245-282.
- [33] Bradshaw, M. T., Brown L. D., and Huang K. Do sell-side analysts exhibit differential target price forecasting ability? [J]. Review of Accounting Studies, 2013,18(4):930-955.
- 345