

信息源、信息搜寻与市场吸收效率^{*}

——基于证券分析师盈利预测修正的经验证据

朱红军¹, 何贤杰², 陶林³

(1. 上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433; 2. 上海财经大学会计学院, 上海 200433; 3. 中国银行上海分行, 上海 200135)

摘要: 文章研究了证券分析师盈利预测修正的信息源和信息含量以及市场对盈利预测修正所含信息的吸收效率。研究发现, 证券分析师在进行盈利预测修正时不仅考虑了两次预测之间已为投资者所知的公开信息, 而且能够为市场提供公司层面的增量信息, 提高市场的定价效率。进一步的研究还发现, 投资者对分析师盈利预测修正的反应与其调整的幅度呈正相关, 同时他们还关注分析师作出盈利预测修正时的信息来源, 当分析师在年报公布期间进行修正时, 市场的反应要更为强烈。此外, 研究结果也表明, 投资者并没有及时地吸收分析师盈利预测修正所含的信息, 即市场对盈利预测修正的反应存在着漂移的现象。

关键词: 证券分析师; 盈利预测修正; 信息含量; 投资者反应

中图分类号: F23 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2008)05-0063-12

一、研究问题的提出

资本市场作为一个国家经济发展的晴雨表, 其效率的高低及影响因素历来是理论界和政策界所共同关心的问题。已有的研究表明, 资本市场的效率在很大程度上取决于定价的能力, 即股价能否及时和充分地对信息作出反应, 从而引导资源实现其最优的配置。显然, 一个成熟市场的形成, 需要有高效的价格发现机制, 而这又有赖于良好的信息搜寻机制和信息识别机制, 进一步地, 依赖于是否存在发达的信息中介机构以及相对成熟的投资群体。

纵观成熟资本市场的发展历程, 一批高素质的、享有良好职业声誉的证券分析师在增进市场效率方面发挥了重要作用。他们利用其专有知识与信息搜集加工的相对优势, 向市场参与者提供合理反映证券内在价值的信息, 从而提高市场定价的效率, 减弱证券市场的价格偏离, 同时也促进了投资者价值投资

收稿日期: 2008-02-20

作者简介: 朱红军(1976—), 男, 浙江新昌人, 上海财经大学会计与财务研究院教授, 博士;

何贤杰(1981—), 男, 浙江鄞县人, 上海财经大学会计学院博士研究生;

陶林(1977—), 男, 浙江绍兴人, 中国银行上海分行公司业务部, 硕士。

理念的形成。正如美国的高等法院和证监会(SEC)所评价的那样:“证券分析师能够积极追踪企业信息并形成报告,在投资者和企业之间扮演了‘传递信息’的角色。证券分析师对整个市场的价值是毋庸置疑的,他们搜寻和加工信息的活动显著提高了市场的定价效率,从而增进了所有投资者的利益”(Fernandez, 2001)。

作为证券市场的专业分析人员,分析师的主要工作是对上市公司进行盈利预测、撰写公司研究报告、提供产业和部门分析并对所跟踪的公司进行推荐评级、最终提供投资建议。而就证券分析师的工作成果而言,他们通常以盈利预测和投资建议的形式来发表对跟踪公司的看法。投资建议是对一个公司进行分析后的最终产品,而盈利预测则是生成最终产品的关键投入(Schipper, 1991),盈利预测是影响投资建议这个最终产品的决定因素之一。在具体工作中,分析师往往运用盈利预测和其他信息来评估股票的内在价值,并同市场价格比较,从而得出买入、卖出和持有等投资建议。

鉴于盈利预测的重要性,国外的相关研究已经成为当代金融学中最活跃的方向之一。早期的研究主要关注分析师盈利预测的信息含量(Givoly、Lakonishok, 1985; O'Brien, 1988)以及较之时间序列模型等其他预测方法的相对准确性(Brown、Rozeff, 1978)。但不足之处是只把分析师的盈利预测当作一个相对静态的产物,而没有考虑各次盈利预测与预测修正期间信息的交互影响。因此,进一步的研究应是更多地关注分析师盈利预测修正的信息含量及其对投资者的影响。如 Abarbanell 和 Bushee(1997)发现,盈利预测修正能使价格产生同向变动,也就是说,当本次盈利预测高于前次盈利预测时,证券价格会上涨,反之亦然。此外, Bandyopadhyay、Brown 和 Richardson(1995)通过对 128 家加拿大公司的价格预测进行检验,证明了盈利预测修正相对于股票价格预测修正的解释力。他们发现,短期内价格预测修正的幅度大约 30%能够由盈利预测修正来解释;而从长期看,盈利预测修正能解释大约 60%的价格预测修正。另一方面,相关的文献也表明,投资者并不能完全迅速地对分析师的盈利预测作出反应,如 Stickel(1991)、Chan 等(1996)以及 Gleason 和 Lee(2003)的研究表明,分析师盈利预测修正存在着显著的漂移现象,这意味着投资者并未完全利用分析师盈利预测所包含的信息。

当然,这些研究都是基于成熟的资本市场,缺乏对新兴市场国家中分析师的作用及其影响因素的考察。事实上,由于制度环境的改变,分析师发挥作用的前提条件和制约条件都会发生很大的变化,这不仅对现有的研究结果在新兴市场国家的适用性带来了挑战,同时也为从不同的角度检验相关的理论提供非常有利的研究条件。基于我国的分析师研究不仅可以为已有的文献提供新兴市场的视角,并推动相关理论的发展,而且对于认识分析师这个中介组织在国内资本市场中扮演的角色和作用,以及我国的资本市场在信息中介建设

和投资者培育方面亟待完善和改进的地方，都具有重要的意义。

然而，由于缺乏如 I/B/E/S, First Call 和 Zack's 等系统的分析师数据库，目前关于我国证券分析师的研究还为数不多，这使得我们对证券分析师的作用尚不十分清楚，并且现有的研究主要利用的是证券财经报纸上或者单个证券分析机构的有关分析师盈利预测数据（如陈永生，1999；林翔，2000；朱宝宪和王怡凯，2001；吴东辉和薛祖元，2005），集中于考察分析师盈利预测的信息含量、有用性，以及较之时间序列模型的相对准确性，即主要还停留在国外相关研究的早期阶段，而缺乏从动态预测修正的视角对分析师的盈利预测进行研究。本文则是利用 Wind 数据库中 2005 年所有证券机构分析师盈利预测的数据，对分析师盈利预测修正的信息源与信息含量以及投资者对分析师提供信息的吸收效率进行了比较全面的考察。因此，我们的研究可能具有以下几个方面的贡献：（1）将分析师的盈利预测当作动态的过程，利用比较健全的分析师数据库，综合考虑了分析师盈利预测修正与修正期间信息的交互关系以及对投资者的影响，这不仅是对国内已有的静态研究的有益补充和发展，也有助于我们更加深刻地认识分析师盈利预测的产生过程及其作用；（2）从投资者对信息的吸收和分析师的信息来源两个维度考察了影响分析师盈利预测作用发挥的因素，而这无疑也是对国内相关文献的发展；（3）为已有的西方研究提供新兴市场的视角，从而推动相关理论的完善，同时对认识和研究其他新兴市场国家和发展中国家中分析师的作用及其制约因素，也有一定的借鉴意义；（4）为现有的研究我国资本市场效率及其影响因素的文献，提供了证券分析师（或者资本市场信息中介）视角的经验证据。

本文以下部分的结构为：第二部分通过构建实证模型研究了分析师盈利预测修正的信息来源以及能否给市场带来增量的信息；第三部分通过事件研究法，进一步考察了投资者对分析师盈利预测修正的吸收效率，即投资者能否对盈利预测修正作出正确和及时的反应，以及投资者是否关注分析师修正预测时所依据的信息；最后为本文的总结。

二、分析师盈利预测修正的信息源与信息含量

证券分析师在进行盈利预测修正时其所依据的信息可分为两个部分：（1）在两次预测期间已经为所有的投资者所获知的信息；（2）证券分析师所特有的信息，包括他们对已有的信息进行加工所得的增量信息以及通过他们搜寻信息的活动而得到的关于公司基本面的额外信息。可以预见，在一个理性的市场里，第一部分的信息已经反映在股价中，而第二部分的信息是否存在及市场认为其是否具有价值，可以通过研究盈利预测修正公布期间的股价变化来加以考察。因此，我们首先参考 Thomas 和 Sungkyu(1990)的方法，应用下面的模型对分析师盈利预测的信息含量进行考察：

$$\Delta fps_{ij} = \alpha + \beta_1 cr_{ij}^{rp} + \beta_2 crm_{ij}^{rp} + \beta_3 cr_{ij}^{ap} + \beta_4 crm_{ij}^{ap} + \epsilon \quad (1)$$

模型(1)中下标 i 代表被预测公司, j 代表预测机构。 cr 和 crm 分别代表一定期间内被预测公司的累计收益和市场的累计收益。上标 rp 代表修正期, ap 代表公告期, 两者的解释见图 1。

应变量 Δfps 为修正率, 其数值等于本次预测值与前次预测值之间的差额除以前次预测时的股价:

$$\Delta fps_{ij} = (fps_{ij}^{new} - fps_{ij}^{last}) / p_{ij}^{last}$$

p^{last} 代表前次预测时的股价, fps^{last} 是每股收益的前次预测值, fps^{new} 是每股收益的本次预测值。

由于上式中第一部分是投资者在分析师作出盈利预测修正前已获知的信息, 包括公司披露的盈余信息、投资信息、融资信息以及证监会的相关政策、宏观经济的变化等, 因此它们已经反映在修正前的股价中。并且, 当这些信息主要为利好的信息时, 则反映在股价中为正的收益率; 反之亦然。毋庸置疑, 这部分信息是分析师作出盈利预测修正的重要信息来源, 因此我们可以预期分析师的盈利预测修正率和这些信息有很大的相关性。由于 cr^{rp} 和 crm^{rp} 是对上述信息的综合反映, 我们可以合理推论分析师的盈利预测修正与 cr^{rp} 和 crm^{rp} 存在着较大的相关性。

而第二部分是证券分析师所特有的信息, 包括他们对已有信息进行加工所得的增量信息以及他们通过调研等方式在与公司管理层沟通后所获得的公司基本面的额外信息。这部分信息为普通投资者未获知的信息, 而这也正是分析师对于市场的信息环境改善、信息成本降低的作用和价值之所在。由于这些信息对于投资者是增量的信息, 在分析师作出盈利预测前并未反映在股价中, 因此, 如果分析师的盈利预测修正包含了这部分信息, 我们就可以观察到盈利预测修正公布期间的股价将对此作出反应。换言之, 通过考察分析师的盈利预测修正和修正公告期间的市场反应(cr^{ap}), 我们可以检验分析师的盈利预测修正是否包含了增量的信息。具体地, 如果上述模型中, Δfps 与 cr^{ap} 和 crm^{ap} 显著相关, 则表明证券分析师的盈利预测修正包含了两次修正期间已为投资者所知的公司层面的信息以及整个市场的信息。进一步地, 如果 Δfps 与 cr^{ap} 显著相关, 则说明分析师的预测修正包含了关于公司层面的增量信息。

我们以上海万得资讯有限公司开发的 Wind 数据库中所有证券分析师在 2005 年发布的对各个 A 股上市公司每股收益作出的盈利预测作为研究的基础, 剔除没有注明预测机构的样本, 最后获得的样本数据包括 8 328 个观测值。

每个观测值都包括: (1) 被预测公司证券代码; (2) 预测机构; (3) 本次预测发布时间; (4) 本次每股收益预测数值; (5) 前次预测发布时间; (6) 前次每股收益预测数值^①。

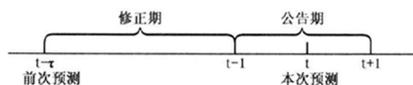


图 1 分析师盈利预测修正示意图

表 1 给出了预测修正率(Δfps)、修正期证券累计收益(cr^{TP})、修正期市场累计收益(crm^{TP})、公告期证券累计收益(cr^{AP})、公告期市场累计收益(crm^{AP})的描述性统计量。从表 1 中我们可以发现分析师盈利预测修正率均值为负,同时经过统计,发现修正率为负的共有 4 948 个,而修正率为正的有 3 380 个。一个可能的原因是如国外文献所述,证券分析师通常在做出盈利预测时有乐观倾向,随着时间推移,分析师将获得更多的信息来验证和修正其预测,使预测值更接近实际值,所以更多是向下调整。

表 1 主要变量的描述性统计分析表 (单位:%)

变量	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
Δfps	-47.231	57.143	-0.674	-0.169	3.583
cr^{TP}	-107.833	136.933	-0.812	0	13.908
crm^{TP}	-48.409	18.884	-2.179	-1.127	7.306
cr^{AP}	-23.79	31.964	-0.017	0	4.537
crm^{AP}	-6.338	11.548	-0.238	-0.21	2.445

表 2 报告了模型 1 的回归结果。从中我们可以看出, β_1 显著为正, β_2 显著为负,此结果表明证券分析师对盈利预测的修正已包含了该期间为投资者所知悉的信息,无论这个信息是属于公司层面还是属于市场层面。此外, $\beta_1 > 0$,即 cr^{TP} 与修正率正相关,也就是说修正期内关于证券的正面信息越多,分析师对盈利预测的正向调整也越大,反之亦然。而 $\beta_2 < 0$,即 crm^{TP} 与修正率负相关,则说明当市场的正向变动越大时,即公司相对于市场的超额收益越小时,则分析师对该公司的盈利预测正向修正的幅度也越小,这在直观上符合我们的预期^②,也与 Thomas 和 Sungkyu(1990)对美国市场 1980—1986 年期间 100 多家分析机构所作出的 23 000 多个预测进行考察分析的结果一致。

表 2 回归分析结果表

变量	截距	cr^{TP}	crm^{TP}	cr^{AP}	crm^{AP}
系数	—	β_1	β_2	β_3	β_4
估计值	-0.68*** (-16.66)	0.04*** (13.75)	-0.02*** (-3.13)	0.02** (2.48)	-0.01 (-0.42)
F 值=53.46***		Adj R ² =0.02			

注:括号中为 T 值,*、**、*** 分别表示双尾检验的显著性水平为 10%、5% 和 1%。

根据表 2 我们还可以发现, β_3 显著为正, β_4 为负但不显著,这一结果进一步表明分析师们进行盈利预测修正时所依据的信息包含了投资者未知的特有信息,即能够为市场带来增量信息,而且这些增量信息更多地是关注公司基本面而不是市场层面。

三、投资者对盈利预测修正所含信息的吸收效率

应该指出,第二部分的分析虽然在整体上表明,证券分析师的盈利预测修

正能够向市场传递增量信息,并且投资者在总体上也能对此作出积极的反应,然而,一个更为重要的问题是,投资者对证券分析师盈利预测修正的吸收效率如何,他们更加关注分析师盈利预测的正向调整还是反向调整,他们能不能对盈利预测修正所包含的增量信息作出及时和正确的反应?对这些问题的研究,无疑可以使我们对整个市场的定价效率有更加深刻的理解。通常而言,证券分析师的主要客户是银行、保险公司、基金和其他大型的金融机构(Laderman, 1990),但随着金融网站的增加和在线投资的增长,分析师为上述客户提供的服务也越来越容易被普通投资者获得。几乎每个金融网站都能为投资者提供证券分析师对股票未来几个季度或者几年所作的盈利预测、长期盈利增长预测和投资建议。在国内随着 Wind、今日投资和朝阳永续等这些服务提供商技术的提高,这种趋势也变得越来越明显。基于因特网平台,投资者能够以更低成本、更短时间的方 式获得分析师的盈利预测数据。为此,我们采用事件研究方法,以分析师盈利预测修正公布作为研究事件,用事件窗口期间的经市场调整的累积超额收益率(CAR)作为衡量市场反应的指标,来观测投资者对证券分析师的不同方向和程度的盈利预测修正的反应,以及这种反应的及时性。具体地,我们首先计算出分析师的盈利预测的修正率,按照其方向和大小分成五类,其中修正率用 Δf 来表示,计算公式为:

$$\Delta f = (f_{ps_{ij}}^{new} - f_{ps_{ij}}^{last}) / f_{ps_{ij}}^{last}$$

上式中 f_{ps}^{last} 是每股收益的前次预测值, f_{ps}^{new} 是每股收益的本次预测值。需要指出的是,为了增加参照效果,我们把同一预测机构对特定公司重复公布但盈利预测值未发生变化的样本(即修正率为 0)也放入了考察对象,同时,我们选取了盈利预测修正公告日及前后 3 天作为考察期间。

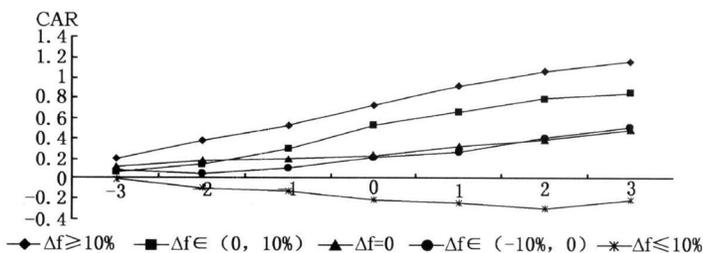


图 2 不同盈利预测修正程度的市场反应

从图 2 可以发现,如果盈利预测向上调整,在研究窗口内,累积超额收益率(CAR)始终是增加的,这说明市场对盈利预测正向调整这一事件的反应是积极的,但同时投资者的反应并不是一步到位,在盈利预测修正公布后的一段时间内,仍然可以获得超额的收益,也即存在着漂移的现象。这一结果与国外的研究发现也是一致的,如 Gleason 和 Lee(2003)以及 Park 和 Stice(2000)的

研究就发现,分析师盈利预测越准,修正后价格漂移越大,意味着分析师高准确性的预测并没有被市场立即接受。同时,我们还可以发现,盈利预测正向调整的幅度越大,市场的反应也越积极。而当证券分析师对盈利预测不作修正,或者只作轻微程度的向下调整时,市场依然会作出积极的反应,只是反应程度较弱。这可能是由于证券分析师通常比较倾向于关注经营和治理较好的公司,当不作修正或者稍微向下修正时,意味着证券分析师对这些公司的判断未发生变化或者未发生重大变化,也即从侧面对该公司进行再次肯定,从而导致其市场表现要优于市场组合。另一种可能的解释是,通常证券分析师有着乐观的倾向,而投资者的理性反应就是对分析师的预测值进行略微的向下调整,因此当分析师的盈利预测修正幅度为0或小幅向下调整时,对投资者的预期改变不大。此外,我们也可以发现,当盈利预测向下调整的幅度较大时,市场也会相应作出消极反应,代表向下调整幅度大于10%的那条曲线在研究窗口内始终处于0值以下。

当然图2只是从直观上说明上述现象的存在,为了进一步从统计上确认不同的修正率其市场反应是否有显著差异,我们对每个相邻的两种情况下不同窗口期的市场反应的差异进行了检验,其结果如表3所示。从表3中我们可以发现,在一定的窗口期内,除了投资者对分析师盈利预测修正为0或小幅向下调整时的反应没有显著差别外,其他的不同修正率都能产生不同的市场反应。此外,对于向下调整幅度大于10%的曲线5,其CAR值只在[-3,3]的窗口显著小于0,而在其他相对较长的窗口期间与0均没有显著的差异,这说明在盈利预测向下调整的消息公布后,市场的反应较为迅速,也即投资者对分析师盈利预测较大的向下修正所含的信息有较好的吸收效率^③。

表3 不同修正率下的市场反应

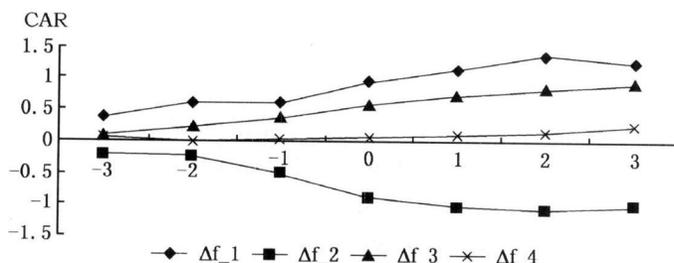
窗口期	CAR均值(%)					CAR均值差异(%)			
	曲线1	曲线2	曲线3	曲线4	曲线5	曲线1 VS 曲线2	曲线2 VS 曲线3	曲线3 VS 曲线4	曲线4 VS 曲线5
[-3,3]	1.16** (1.42)	0.84** (7.50)	0.47** (12.77)	0.51** (4.91)	-0.23* (-1.87)	0.31* (1.71)	0.36*** (3.15)	-0.03 (-0.32)	0.73*** (4.59)
[-5,5]	1.84** (10.27)	1.36** (9.85)	0.64** (13.73)	0.69** (5.51)	-0.12 (-0.80)	0.48** (2.12)	0.72*** (4.96)	-0.06 (-0.42)	0.29*** (4.19)
[-7,7]	2.14** (10.18)	1.79** (11.27)	0.86** (15.70)	0.73** (5.15)	-0.22 (-1.28)	0.36 (1.38)	0.92*** (5.38)	0.12 (-0.81)	0.94*** (4.31)
[-9,9]	2.97** (12.57)	2.26** (12.45)	1.15** (18.62)	0.99** (6.19)	-0.09 (-0.45)	0.71** (2.41)	1.11*** (5.75)	0.15 (0.89)	1.07*** (4.32)
[-11,11]	3.37** (13.1)	2.61** (13.28)	1.25** (18.37)	1.25** (7.18)	-0.07 (-0.35)	0.76** (2.38)	1.36*** (6.40)	-0.002 (-0.01)	1.32*** (4.88)
[-13,13]	3.86** (13.70)	3.01** (14.01)	1.49** (20.58)	1.22** (6.44)	0.18 (0.81)	0.85** (2.43)	1.52*** (6.65)	0.27 (1.32)	1.03*** (3.51)
[-15,15]	4.11** (13.65)	3.38** (14.83)	1.57** (20.26)	1.42** (7.10)	0.24 (0.98)	0.73** (1.96)	1.81*** (7.42)	0.15 (0.66)	1.16*** (3.78)

注:曲线1为 $\Delta f \geq 10\%$;曲线2为 $\Delta f \in (0, 10\%)$;曲线3为 $\Delta f = 0$;曲线4为 $\Delta f \in (-10\%, 0)$;曲线5为 $\Delta f \leq -10\%$;*、**、***分别表示显著性水平为10%、5%和1%。

综合图2和表3的发现,一个基本结论是:投资者能够对分析师的盈利预

测修正作出一定程度的反应,并且与预测修正率呈正相关,同时这种反应并没有一步到位,也即存在着漂移的现象,特别是在分析师向上调整时,漂移现象更为明显。上述发现表明了投资者在对分析师的预测修正作出反应时会关注修正率,而进一步的问题是投资者是否关心分析师盈利预测修正时所依据的信息或加工的信息来源。

上市公司一般会在不同时期公布不同的信息,让投资者及时知晓公司的运营状况,而分析师也会通过不同的渠道从上市公司中了解这些信息并对此进行加工分析。因此,从投资者的角度很难具体获悉分析师进行盈利预测所依据的信息。一个替代的方法就是对分析师获得的信息进行比较概括的分类。在公司的所有信息中,年报无疑是对公司一年的经营业绩和经营状况最综合的概括,在整个信息集中显得尤为重要。因此,我们的基本想法就是按照分析师的盈利预测所依据的信息是否受与年报相关的信息影响,分为两个期间,以考察在不同期间投资者的反应是否有差异。具体地,我们把年报公布的前后 15 天内发布的盈利预测修正视为受年报影响^④,同时根据盈利预测调整的方向,分成 4 类情况来观察市场反应。此时,我们依然把盈利预测修正公告日及前后 3 天作为研究窗口,结果如图 3 所示。



图中各条曲线的含义如下: Δf_1 代表修正率大于 0 且预测修正公布日期在年报公布日期前后 15 天内; Δf_2 代表修正率小于 0 且预测修正公布日期在年报公布日期前后 15 天内; Δf_3 代表修正率大于 0 且预测修正公布日期在年报公布日期前后 15 天外; Δf_4 代表修正率小于 0 且预测修正公布日期在年报公布日期前后 15 天外。

图 3 不同期间盈利预测修正的市场反应

从图 3 中我们可以发现,当盈利预测修正率大于 0,也就是本次公布的盈利预测值高于上次的预测值时,受年报影响期间公布的盈利预测修正的市场反应的曲线要显著高于其他期间预测修正的市场反应的曲线;而当修正率小于 0 时,受年报影响的反应曲线在不受影响的反应曲线之下。可见受年报影响的期间,盈利预测修正的市场反应明显增强。值得关注的是,在图 2 中发现的修正后漂移的现象仍然存在。当然,在不同期间公布的盈利预测修正所引起的市场反应不一致的一个可能的解释是,分析师在各期间所做的盈利预测

修正调整的幅度本身就存在差异,即在受年报影响期间分析师对预测修正率要高于其他期间,如此,则这一现象就已包含在图 2 所示的结果中。因此,为了确证这个解释是否成立,我们分别把 Δf_1 和 Δf_3 以及 Δf_2 和 Δf_4 的修正率进行配对样本 t 检验,其结果如表 4 所示。

表 4 不同期间修正率的比较

调整方向与调整期间	$\Delta f > 0$		$\Delta f < 0$	
	Δf_1	Δf_3	Δf_2	Δf_4
修正率均值(%)	14.74	21.61	-17.2	-23.5
均值的差异程度(T 值)	-2.88***		3.58***	

注:*、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5%和 1%。

从表 4 我们可以发现,无论是盈利预测修正的向上调整还是向下调整,受年报影响期间的修正率均显著小于其他期间的修正率。根据图 2 分析的结果,在不考虑年报公布因素的情况下,当修正率(无论正负)越大时,市场反应越剧烈。而结合表 4 和图 3 可以发现,虽然受年报影响期间的盈利预测修正率相对较小,但市场反应却反而较大。这说明图 3 所示的结果,并非因为在不同期间分析师盈利预测修正率有差别所致,而是与年报公布密切相关。从而表明,投资者对分析师的盈利预测修正作出反应时,其不仅关注修正率,而且还关心引起调整的信息来源或加工的信息来源。特别地,当分析师修正所依据的信息来源于与年报相关的信息时,投资者的反应更加强烈。当然,由于在年报公布期间,上市公司的信息披露较为充分,因此事件研究期间的干扰事件较多,而这会对本文采用的事件研究的有效性产生一定的影响,即当分析师在年报披露的前后期间公布盈利预测修正时,可能还同时发生了其他的事件,此时,我们观察到的投资者对分析师预测修正的反应,可能是对其他事件的反应。我们认为,一般而言,当无明显的证据表明在研究的事件点还系统性地存在其他的干扰事件时,大样本的事件研究(或基于事件研究的研究设计)可以在很大程度上减轻这一影响。但同样不可否认的是,干扰事件对本文的此处结论的潜在影响还是在一定程度上存在的,因此这里的结论可能还需要从不同角度的研究来加以进一步的验证和完善。

四、结论与启示

资本市场的资源配置效率在很大程度上取决于其定价能力,即是否具有高效的价格发现机制。无疑,有效的价格机制的形成要依赖于市场对信息的发现能力和解读能力,即当价格偏离价值时,市场能否依靠现有的信息正确而及时地作出反应,从而使得价格在最短的时间内向价值回归。显然,证券分析师在这一过程中可以扮演至关重要的角色,他们相对于普通投资者具有较强的信息搜集能力和专业分析能力,可以及时获得能够合理反映证券内在价值

的信息。当然这一结论的成立需要有两个先决条件,首先需要有一批高素质的、享有良好职业声誉的证券分析师,其次分析师的信息优势能够及时而正确地传递到市场并为市场所接受。而这两点又恰恰是我国这样的转型经济国家正在逐步完善的地方。一方面,我国的分析师行业虽然发展迅速,在短短几年内其研究方式已向成熟的资本市场趋近,但由于发展时间较短,其职业素质和职业能力与发达国家还存在着较大的差距;另一方面,我国的投资者结构中散户还占据了相当的比例,这造成价值投资的理念还不是那么普遍,投资者的整体素质还有待于提高。

本文基于分析师盈利预测修正的信息含量和投资者对信息的吸收效率的研究发现,分析师们进行盈利预测修正时能够为市场带来增量信息,而且这些增量信息更多地是关注公司基本面而不是市场层面。同时,投资者能够对分析师的盈利预测修正进行一定程度的反应,并且与盈利预测调整的幅度呈正相关,同时投资者还关注分析师作出盈利预测修正时的信息来源,当分析师在年报公布期间作出修正时,市场的反应要更为强烈。此外,研究结果还表明,投资者并没有完全吸收分析师盈利预测修正所含的信息,他们对分析师盈利预测修正的反应存在着漂移的现象,并且在预测正向调整时,漂移更为明显。

本文的研究结果从更加微观的角度证实了分析师在转型经济国家同样扮演着重要的角色,他们能够通过盈利预测修正的方式向市场传递有用的信息,提高定价的效率,同时其作用的发挥也有赖于投资者的整体结构和素质,这一结果进一步拓展了朱红军等(2007)关于在我国证券分析师和市场整体效率是否存在相关性的研究。

本文的研究对于近年来国务院和监管层制定和完善相关政策以推动资本市场信息中介的建设具有一定的启示意义。根据本文的结论,分析师在整体上能够提高市场的定价效率,因此如何更好地规范和推动分析师队伍的建设,促进其良性发展,应该成为今后积极探索和努力实践的方向。另一方面,由于分析师对市场效率的促进作用最后还有赖于投资者对其信息的吸收能力,因此如何完善投资者的结构,提升投资者的整体素质,也是我们应该思考和探索的重要方面。只有同时加强和推动这两个方面的建设,才能有效地降低市场的信息成本、改善投资者对信息的吸收效率,从而提高资本市场的效率。当然,本文的研究仅仅是一个开端,进一步的研究可致力于深入分析哪些因素会影响分析师盈利预测修正的信息含量和投资者对分析师所提供信息的吸收效率,这无疑可以使我们对分析师的作用及其影响市场效率的制约因素有更加深刻的认识。

* 本研究成果得到上海财经大学会计与财务研究院的资助,并且是教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“转轨经济中的公司治理与控制权收益”(06JJD630016)的阶

段性成果。我们要感谢上海财经大学会计与财务研究院学术讨论班的各位参与者提出的建议,尤其要感谢匿名审稿人提出的宝贵的修改建议。当然,文中的一切错误与疏漏,概由本文作者承担。

注释:

- ①样本中已经剔除前次和本次预测数值一样(即未发生修正)的观测值。
- ②Thomas 和 Sungkyu(1990)用严谨的数学模型推导出在理论上 β_1 应大于 0,而 β_2 应小于 0,这与我们的检验结果一致。
- ③由于累积超额收益率(CAR)可能还会受到其他因素的影响,因此为了减少潜在的遗漏变量问题,我们又在控制了样本公司的规模、账面价值和市价的比值的基础上检验投资者是否对盈利预测修正作出反应及其方向。研究结果显示,加入控制变量后并不影响本文的结论,限于篇幅,不再列出,有兴趣的读者可以向作者索取。
- ④我们选取的数据中,分析师在年报公布前的盈利预测修正是对与公布年报对应年度的预测修正,而在年报公布后的盈利预测修正则是对后一年度所作的盈利预测的修正。

参考文献:

- [1]陈永生. 证券投资技术分析的假说辨析[J]. 投资与证券,1999,(4):33—38.
- [2]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.
- [3]吴东辉,薛祖云. 对中国 A 股市场上财务分析师盈利预测的实证分析[J]. 中国会计与财务研究,2005,(1):1—27.
- [4]朱宝宪,王怡凯. 证券媒体选股建议效果的实证分析[J]. 经济研究,2001,(2):51—57.
- [5]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.
- [6]Abarbanell J, B J Bushee. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices[J]. Journal of Accounting Research,1997,(1):1—24.
- [7]Bandyopadhyay S P, LD Brown, GD Richardson. Analysts' use of earnings forecasts in predicting stock returns: Forecast horizon effects[J]. International Journal of Forecasting,1995,(11):429—445.
- [8]Brown Lawrence D, Michael S Rozeff. The superiority of an analyst forecasts as measures of expectations: Evidence from earnings[J]. The Journal of Finance,1978.(1):1—16.
- [9]Chan L K, N Jegadeesh, J Lakonishok. Momentum strategies[J]. Journal of Finance,1996,51:1681—1713.
- [10]Fernandez Frank A. The role and responsibilities of securities analysts[R]. Securities Industry Association Research Report, 2001.
- [11]Givoly, Lakonishok. The formation of earnings expectations[J]. The Accounting Review,1985,60:372—386.
- [12]Gleason Cristi A, Charles M C Lee. Analyst forecast revisions and market price discovery[J]. The Accounting Review,2003,78:193—225.
- [13]Laderman J M. How much should you trust your analyst? [J]. Business Week, 1990, 23:54—56.

- [14]O'Brien P C. Analysts' forecasts as earnings expectations[J]. *Journal of Accounting and Economics*,1988,(10):53—83.
- [15]Park Chul W, Earl K Stice. Analyst forecasting ability and the stock price reaction to forecast revisions[J]. *Review of Accounting Studies*,2000,(5): 259—272.
- [16]Schipper K. Commentary on analysts' forecasts[J]. *Accounting Horizons*,1991,(5): 105—121.
- [17]Stickel S E. Predicting individual analyst earnings forecasts[J]. *Journal of Accounting Research*, 1990,(3):157—179.
- [18]Thomas LYS, Sungkyu SOHN. The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes[J]. *Journal of Accounting and Economics*,1990, 13:341—363.

Information Sources, Information Searching and Market Efficiency:

——Evidence Based on Analyst Forecast Revision

ZHU Hong-jun¹, HE Xian-jie², TAO Lin³

(1.*Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*

2.*School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*

3.*Shanghai Branch, Bank of China, Shanghai 200135, China)*

Abstract: This paper examines the information sources and information content of analyst forecast revision, as well as whether investors could use this information efficiently. The results show that analyst forecast revision not only contains the public information that investors have already known, but also provides additional firm level information. Further analysis shows that investors could reaction to the analyst forecast in the proper directions and they also care the information sources of this forecast. When analysts provide forecast revision during the period of earnings announcement, the market reaction is more intensity. However, the results show that there existing the phenomenon of drift after the analyst forecast revision, which means that investors fail to timely absorb the information the analysts provide.

Key words: financial analyst; forecast revision; information content; investor reaction

(责任编辑 金 澜)