

分析师评级:券商利益与信息优势孰轻孰重?^{*}

冯 体 一

(上海对外贸易学院金融管理学院, 上海, 201620)

摘 要:以券商为研究对象,经过筛选得到 111 家券商聘用的 2 805 名分析师对深沪 A 股 1 597 家上市公司的 63 388 条评级样本,以此实证检验券商利益、信息优势对分析师评级信息含量、乐观程度的影响以及市场反应,其结果表明,分析师对券商自营重仓股、机构重仓股的评级偏乐观、信息含量较少;具有承销关系并不能增加评级的信息含量;声誉对分析师个体约束较大,明星分析师的评级信息含量较大,声誉对券商约束力不足;来源于券商总部的地理优势会增加分析师评级的信息含量;市场对评级作出反应。该结论有利于对不同评级进行甄别,从而有助于保护投资者利益。

关键词:投资评级;信息含量;券商利益;信息优势

一 引 言

投资评级是证券分析师研究报告中的最有用信息之一,也是投资者进行交易决策时的重要参考依据。自然地,对分析师投资评级是否具有信息含量、其影响因素以及市场反应的研究受到越来越多的关注。尽管样本数据及研究方法在不断变化和改进,但不同年代的学者对分析师评级是否具有信息含量以及市场会否作出反应都给出了一致的肯定性结论。随着研究的深入,对影响分析师评级信息含量的因素,如利益冲突、声誉、公司因素、行为偏差、盈余预测性质等的挖掘成为学者关注的重点。

当然,上述研究多是基于成熟的资本市场,而针对我国证券分析师评级的研究尚处于起步阶段,成果非常有限。朱红军等(2007)研究发现,我国分析师具有把握市场短期热点的能力,短期股票推荐具有一定的信息含量,市场会作出反应。姚铮等(2009)用 WIND 数据实证检验了分析师投资评级的信息含量,发现分析师的评级总体具有信息含量。这些文献主要是检验评级的信息含量、某些影响评级信息含量的因素和市场的反应,受数据时间跨度较短或覆盖面窄的制约,大多不够全面深入;无例外地,又都是以分析师为研究对象,忽略了作为一个自负盈亏的经营主体——券商。券商是分析师最重要的资源提供者,券商的激励机制、报告发布制度、经营风格、为分析师创造信息获取渠道的多寡、便利性以及支持力度等往往对分析师有着几乎决定性的影响;最终分析师的报告又必须通过券商这个统一出口对外发布,这就意味着券商对分析师报告可以进行甄别筛选,每份报告均代表券商的意图和自利性诉求,体现券商的经营风格和理念。因此,本文将券商列为研究对象而不是单个分析师,将能更准确地把握中国分析师评级的全貌及其背后的激励和限制因素。

以券商个体为研究对象,显然其自身利益及信息优势都会影响分析师评级的信息含量。其中,券

* 本文为国家自然科学基金项目(71073101)的阶段性研究成果,并受上海市教委第五期重点学科金融学建设项目(J51201)资助。

商利益体现为投行业务、自营业务、经纪业务和声誉；信息优势主要体现为规模、地理优势和承销关系。那么，两者将如何影响分析师评级的信息含量，且孰轻孰重呢？这是本文将要剖析的主要问题；而市场对分析师评级的反应如何则是本文将要剖析的另一问题。

借鉴国外规范的对证券分析师研究的方法，结合中国资本市场现状，本文突破先前研究的小样本数理统计模式，数据将更加翔实（2003—2010年），完整再现了牛熊市转换间我国分析师评级的整体状况，通过检验券商利益和信息优势对分析师评级信息含量、乐观程度的影响和市场的反应，得到了系统性理论的基础证据。鉴于券商研究报告有单个分析师署名和多个分析师联合署名两种发布形式，而署名人数的多寡可能反映券商的经营风格和风险偏好，可检验声誉压力在分析师中的分担情况，本文首次将报告署名人纳入分析模型，以检验是否存在“共同承担责备效应”。本文研究发现：分析师的投资评级具有信息含量，市场会作出反应，投资者可以通过分析师的某些评级获利；但分析师评级也存在着明显的乐观倾向，尤其是对券商自营、机构重仓股的评级，其信息含量较少；承销关系并不能增加评级的信息含量；声誉对分析师个体约束较大，明星分析师的评级信息含量较大，声誉对券商约束力不足；来源于券商总部的地理优势可增加分析师评级的信息含量。

本文后续的结构安排如下：第二部分是理论分析与研究假设的提出；第三部分是研究设计；第四部分是数据、描述性统计及实证结果阐释；最后为结论。

二 理论分析与研究假设

券商利益及其与上市公司的承销关系有利于券商向分析师提供更多接近被研究上市公司管理层的机^①，使之获得更多的私人信息（Malloy, 2005），作出更准确的评级；在控制相关因素后，Jacob等（2008）发现有承销关系的投资银行分析师评级较无承销关系的投资银行分析师评级更准确，投资银行所拥有的高质量分析师、更多的资源、承销带来的信息优势给出了部分解释。然而，Dugar等（1995）、Asquith等（2005）、原红旗等（2007）的研究并没有支持因承销关系而具有信息优势的分析师评级更准确的结论，他们发现，为了维持与上市公司管理层的良好关系以备今后承销业务的承揽以赚取更多的承销费用，以及获得更多的内部信息等，分析师更倾向于作出有失偏颇的评级。Lin等（1998）也发现有承销关系的分析师评级更乐观，市场将承销商的“持有”推荐视为“卖出”推荐。由此可见，承销关系对分析师评级的影响具有不确定性，有待本文检验。

据统计，国内券商平均50%以上的收入来自于经纪业务，而其中最主要的是股票交易佣金。为争夺经纪业务，券商们不断“圈地”扩大营业部布局，而残酷的“佣金大战”早已成为业内普遍的现象。由于在沪深证券交易所没有交易席位，基金等机构投资者必须通过租用券商席位进行股票买卖并向券商支付交易佣金；显然，在股票卖空限制下，为刺激交易、争取更多的佣金，分析师有足够的动力对机构重仓股发布乐观评级（Jackson, 2005；Gu et al, 2009；Mola & Guidolin, 2009）。藉此，提出假设1。

假设1：分析师对机构重仓股的评级更乐观，信息含量较少。

在我国，券商的另一项重要收入来自于股票自营。尽管2010年12月29日中国证券业协会发布了《证券公司信息隔离墙制度指引》，但鉴于该指引的“软约束”和券商自身获利的冲动，分析师总体上对所属券商已重仓持有股票的评级会更加乐观，“越墙”行为仍难免发生（曹胜、朱红军，2011）。藉此，提出假设2。

^① 与Malloy（2005）相同，承销关系定义为：当某券商对其担任主承销商的某上市公司增发或配股之日两年之内发布对该上市公司的投资评级，则该券商与该上市公司存在承销关系。

假设2:分析师对所属券商自营重仓股发布的评级更乐观,信息含量较少。

对券商整体及分析师个体而言,声誉都至关重要。一般说来,券商及分析师的声誉与其研究报告准确度正相关。O'Brien(1988)发现,入选美国“机构投资者”杂志评选的“全美明星分析师”的有声誉分析师的评级比无声誉分析师的更有信息含量,原因则归于有声誉分析师具有适时性优势,他们提供评级数据的频率高于无声誉分析师;Stickel(1992)等研究指出,明星分析师的研究更准确和及时;Fang和Yasuda(2009)通过实证研究发现,券商及分析师的声誉会对分析师评级产生抑制作用;Bradley等(2006)通过研究在公司IPO时担任副主承销商的证券承销商,发现如拥有高声誉的证券分析师,则该公司增发股票时极有可能变更为主承销商。然而也有一些研究发现,刺激交易量以提高交易手续费收入、维持与目标公司管理层关系以获取更多信息、获取投行业务等动机,可能阻碍分析师作出客观独立的判断,从而削弱声誉机制的约束力(姚铮等,2009)。由此可见,声誉对分析师评级的影响具有不确定性,有待本文验证。

券商的研究报告要么以单个分析师署名发布,要么以多个分析师署名发布;除利益、经验风格等考虑外,声誉对署名方式的选择有重要的影响。当报告以单个分析师署名发布时,分析师将承受更大的声誉压力,因此作出的评级可能更谨慎;而以多个分析师集体署名发布时,风险及压力将在多个分析师之间分配,但他们也可能拥有更多的信息来源渠道而具有信息优势,从而提供信息含量更多的评级。由此可见,署名人数对评级信息含量的影响不确定,有待本文验证。

大券商拥有的资源相对较多,信息获取渠道更广,对市场的影响力也较大,因此可以为其聘用的分析师创造更好的工作环境,提供更好的资源和更高质量的数据、管理支持,提供更多接近被研究公司管理层的机会而获得更多的私人信息,从而提高整体评级质量(Mikhail,1997)。藉此,提出假设3。

假设3:大券商的聘用分析师作出的评级信息含量更多。

可获信息量及信息获取的难易程度是决定评级质量的主要因素之一,地理邻近优势有助于信息的获取及流动,降低信息获得成本,从而引致本地优势,提高评级信息含量(Bae et al,2008);此外,当地分析师也更有可能与CEO面对面交流获取“软”信息以及走访上市公司;基金经理、个人投资者对持有本地股票的偏好,会使分析师花费更多时间和精力来跟踪分析本地股票,以满足当地客户的需求,因此本地分析师可能更专业,评级质量相对更好(Malloy,2005)。对于我国券商分析师是否也因地理接近而具有信息优势,李冬昕等(2011)用2005—2008年数据进行了研究,结果发现我国分析师盈利预测偏差与地理优势存在一定的正相关性,分析师的本地优势在对高成长性企业、国有企业评级中更显著。除与上市公司在地理上邻近的优势外,众所周知,北京、上海、深圳三地作为中国三大经济中心,除通讯、交通等便利外,更是绝对的信息中心,是绝大部分有关上市公司信息、国家相关政策、措施信息的来源地,为此,众多券商纷纷将总部或研发部门设在三地,以扩大信息来源渠道和降低信息收集成本。故券商总部设于上述三地之一,可作为另一地理优势。藉此,提出假设4。

假设4a:与上市公司地理邻近券商的聘用分析师评级信息含量更多。**假设4b:总部设于京沪深三地之一券商的聘用分析师评级信息含量更多。**

衡量分析师评级信息含量的一个关键指标就是市场反应。早在1991年,Schipper就指出分析师的买卖推荐对股价有影响;Liu等(1990)也发现,市场对分析师买入推荐的反应为正,对卖出推荐的反应为负;市场通常会分析师的评级与其对股票未来业绩的判断相联系。国内王征等(2006)利用分析师评级构建投资组合,支持了评级具有投资价值、市场会作出反应并带来超额收益的观点。王宇熹等(2010)则指出,在面对分析师一致作出“买入”评级的股票时,投资者应尽量缩短投资延迟时间,以获取较高的超额回报;尽早获得分析师的“卖出”或“减持”评级信息,可避免较大亏损。藉此,提出假设5。

假设5:分析师评级具有信息含量,市场会作出反应。