

学校编码：10384  
学号：17520101151172

分类号\_\_\_密级\_\_\_  
UDC\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

分析师跟进及其预测准确性与  
交易量的相关性分析

A correlation analysis between analyst following ,  
forecast accuracy and trading volume

王娟

指导教师姓名：苏新龙教授

专业名称：会计学

论文提交日期：2012年6月

论文答辩时间：2012年6月

学位授予日期：2012年6月

答辩委员会主席：

评阅人：

2012年6月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

随着我国证券分析师行业道德规范的出台，机构投资者的发展，证券分析师在资本市场中发挥的作用越来越重要，因此客观分析证券分析师在优化资本市场资源配置、促进资本市场效率等方面的作用就显得愈加重要。交易量是衡量资本市场的一个比较客观的指标，本文在综述已有研究的基础上，创新地从股票市场交易量的角度出发，分析分析师跟进及其预测准确性与股票市场交易量的相关性，充实了分析师跟进方面的研究。

通过实证研究，得出了以下结论：（1）证实分析师跟进人数与股票交易量正相关的关系，并通过相关系数检验说明，虽然二者之间的相关系数不大，但是分析师跟进人数能对影响股票交易量的其他显著因素产生较大影响，随着我国证券市场的发展，分析师行业的进一步完善，分析师跟进人数与股票交易量的关系也会越来越明显；（2）分析师盈余预测与实际盈余水平相关，总体来说是准确的，但是偏向乐观；（3）分析师盈余预测误差越大，投资者对股价偏高或偏低的预期越不一致，导致交易量越大。

最后，提出本文的建议：（1）监管部门要鼓励分析师报告的传递和使用，同时继续强化信息披露制度；（2）更好地完善我国高素质的证券分析师队伍，进一步规范证券分析师行业；（3）分析师在进行预测时尽量克服利益关系的干扰以提高准确性；（4）投资者在使用分析师报告时要有所取舍，不能盲从。

**关键词：**分析师跟进； 预测准确性； 交易量

## ABSTRACT

Along with the issuing of the security analyst industry ethics and the development of institutional investors, security analysts play a more important role in the capital market. Analysts' earnings forecasts and recommendations have been the main informational source of investors. So it is very important to analyze the key role of security analysts for capital market efficiency, corporate valuation and cost of capital. The stock market trading volume is an objective index of the capital market.

On the basis of prior literatures, this paper innovatively analyzes the correlation between analyst following, forecast accuracy and stock market trading volume. Through research, we have reached the following conclusions: (1) The number of analysts following up is positively correlated with the stock market trading volume. Although the correlation coefficient is small, but the correlation coefficients between the number of analysts following up and other factors that affect the trading volume are strong. With the development of the stock market and analyst industry, the positively correlation between the number of analysts following up and the trading volume will be more and more remarkable. (2) Analysts' earnings forecasts are generally accurate. The forecast value explains a large part of the actual value. But the forecasts are averagely optimistic. (3) The greater the analysts' forecast error, the greater the amount of trading volume. This can be interpreted as following: when the forecasts are not accurate, the investors' expectations of share price are inconsistent. With further research of the correlation coefficient, we find the improvement of analysts' forecast accuracy will promote the stock market efficiency and the operating performance of the company.

At last, the paper ends up with the following suggestions: (1) Supervision department should encourage the transfer and usage of analysts' reports to improve the stock market efficiency. (2) Perfect our country's high-quality security analyst team. (3) When analysts make earnings forecasts and recommendations, they should overcome the interference of interest relationship. (4) When investors use the analyst reports, they should make a choice.

**Key words:** Analyst following; Forecast accuracy; Trading volume

## 目录

<b>第 1 章 绪论</b> .....	<b>7</b>
1.1 研究背景及意义.....	7
1.2 研究思路与主要内容及框架.....	3
1.3 文章创新点与不足之处.....	5
1.3.1 创新点.....	5
1.3.2 不足之处.....	5
<b>第 2 章 文献综述</b> .....	<b>6</b>
2.1 分析师促进资本市场效率的相关研究.....	6
2.1.1 分析师跟进相关研究.....	6
2.1.2 分析师盈余预测相关研究.....	10
2.1.3 分析师报告的市场反应相关研究.....	14
2.2 交易量对信息反应的相关研究.....	19
2.2.1 股票交易量价关系的实证研究.....	19
2.2.2 股票交易量对公司报告信息的反应.....	20
<b>第 3 章 理论分析与研究假设</b> .....	<b>23</b>
3.1 相关名词定义.....	23
3.2 分析师跟进与交易量的相关性.....	23
3.3 分析师盈余预测准确性与交易量的相关性.....	25
<b>第 4 章 样本选取与研究设计</b> .....	<b>26</b>
4.1 样本选取.....	26
4.1.1 数据来源.....	26

4.1.2 样本描述性统计 .....	26
<b>4.2 研究设计 .....</b>	<b>28</b>
4.2.1 文章所用模型 .....	28
4.2.2 变量定义 .....	29
<b>第5章 实证结果及分析 .....</b>	<b>32</b>
<b>5.1 分析师跟进人数与交易量结果分析 .....</b>	<b>32</b>
5.1.1 变量描述性统计 .....	32
5.1.2 实证结果 .....	32
5.1.3 相关性检验 .....	35
<b>5.2 分析师盈余预测准确性分析 .....</b>	<b>36</b>
5.2.1 变量描述性统计 .....	36
5.2.2 分析师盈余预测准确性分析 .....	37
5.2.3 回归结果分析 .....	38
<b>5.3 分析师盈余预测准确性与交易量结果分析 .....</b>	<b>39</b>
5.3.1 变量描述性统计 .....	39
5.3.2 实证结果 .....	39
5.3.3 相关性检验 .....	41
<b>第6章 结论及建议 .....</b>	<b>43</b>
6.1 结论 .....	43
6.2 建议 .....	43
<b>参考文献 .....</b>	<b>46</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>50</b>

## CONTENTS

<b>CHAPTER 1 INTRODUCTION.....</b>	<b>1</b>
1.1 Research Background and Significance.....	1
1.2 Major Contents and Research Framework.....	3
1.3 Innovation and Limitations.....	5
1.3.1 Innovation.....	5
1.3.2 Limitations.....	5
<b>CHAPTER 2 LITERATURE OVERVIEW.....</b>	<b>6</b>
2.1 Overview of the Research on Analysts' Promoting Capital Market Efficiency.....	6
2.1.1 Overview of the Research on Analyst Following.....	6
2.1.2 Overview of the Research on Analysts' Earnings Forecast....	10
2.1.3 Overview of the Research on Market Reaction to Analyst Reports.....	14
2.2 Overview of the Research on Informational Reaction of the Trading Volume .....	19
2.2.1 Overview of the Research on Stock Price-Volume Relation....	19
2.2.2 Overview of the Research on Trading Volume Reaction to Information.....	20
<b>CHAPTER 3 THEORETICAL ANALYSIS AND RESEARCH HYPOTHESIS.....</b>	<b>23</b>
3.1 Related Terms Definition.....	23
3.2 The Correlation Between Analyst Following and Trading Volume....	23
3.3 The correlation Between Analysts' Earnings Forecast and Trading Volume .....	25
<b>CHAPTER 4 SAMPLE SELECTION AND RESEARCH DESIGN.....</b>	<b>26</b>



<b>4.1 Sample Selection</b> .....	<b>26</b>
4.1.1 Data Source.....	26
4.1.2 Sample Descriptive Statistics.....	26
<b>4.2 Research Design</b> .....	<b>28</b>
4.2.1 Research Models.....	28
4.2.2 Variable Definition.....	29
<b>CHAPTER 5 EMPIRICAL RESULTS AND ANALYSIS</b> .....	<b>32</b>
<b>5.1 The Empirical Results and Analysis Between Analyst Following and Trading Volume</b> .....	<b>32</b>
5.1.1 Variable Descriptive Statistics.....	32
5.1.2 Empirical Results.....	32
5.1.3 Correlation Test.....	35
<b>5.2 The Empirical Results and Analysis on Analysts' Earnings Forecast</b> .....	<b>36</b>
5.2.1 Variable Descriptive Statistics.....	36
5.2.2 Analysis on Analysts' Earnings Forecast.....	37
5.2.3 Analysis on Regression Results.....	38
<b>5.3 The Empirical Results and Analysis Between Analysts' Earnings Forecast and Trading Volume</b> .....	<b>39</b>
5.3.1 Variable Descriptive Statistics.....	39
5.3.2 Empirical Results.....	39
5.3.3 Correlation Test.....	41
<b>CHAPTER 6 CONCLUSIONS AND SUGGESTIONS</b> .....	<b>43</b>
<b>6.1 Conclusions</b> .....	<b>43</b>
<b>6.2 Suggestions</b> .....	<b>43</b>
<b>REFERENCE</b> .....	<b>46</b>

## 第 1 章 绪论

### 1.1 研究背景及意义

证券分析师是依法取得证券投资咨询执业资格，并在证券经营机构就业，主要就与证券市场相关的各种因素进行研究和分析，包括证券市场、证券品种的价值及变动趋势进行研究及预测，并向投资者发布证券研究报告、投资价值报告等，以书面或者口头的方式向投资者提供上述报告及分析、预测或建议等服务的专业人员<sup>①</sup>。

广义的证券分析师包括“卖方分析师”和“买方分析师”：“卖方分析师”服务于券商等信息提供方；“买方分析师”是为基金公司、保险公司、其他机构投资者等信息接受方服务。狭义的证券分析师则专指“卖方分析师”，他们作为信息提供方，对公司业绩的预测和投资价值的判断在投资者中公开、广泛传播，起到重要的信息加工和传播的作用，对资本市场效率、企业估值、资本成本等领域研究都是非常具有参考价值的，因此是学术界主要的研究对象。在本文研究中，分析师就指卖方分析师。

随着世界经济的迅速发展，证券市场也随之兴起壮大。1934年，本杰明·格雷厄姆的《证券分析》是第一本具备理论及实践指导意义的书，该书奠定了现代证券分析理论的基础。1962年，美国注册金融分析师协会（ICFA）成立，形成了分析师自律和资格认证的专门体系，自此，证券分析师走上了正规化道路。这些分析师从多种渠道收集宏观和微观信息，并对信息加工整理分析最终形成完整的分析师报告，这些报告成为了投资者重要的信息来源。

我国证券分析师行业起步较晚，其发展是随着证券市场的发展而壮大的，从管理部门实现监管的角度，可以将其发展分为三个阶段<sup>②</sup>：

第一阶段为起步阶段（1984-1991），在这一阶段，证券分析师开始萌芽和孕育。因为我国证券市场刚刚开始，上市公司、证券公司和投资者都在摸索前

① 参考百度百科关于“证券分析师”的定义

② 参考刘超《中国证券分析师行业的现状与发展思路》<sup>[1]</sup>

进，还未形成全国性有形交易市场，在某些大城市的一级市场上，已经有人开始研究股市行情、传递信息，但是稳定的证券咨询群体尚未形成。

第二阶段为自发阶段（1991-1998），在这个阶段，证券分析师行业飞速发展，但是监管部门却出现真空状况。20世纪90年代初成立证券市场，这时的证券分析师更多的是为股民服务，进行一些“入门指导”。随后，受证券市场投机风气的影响，各类“股评家”等活跃在证券交易所和各种媒体上，我国的监管真空也造成了大量违规行为的出现。

第三阶段为规范发展阶段（1998至今），这个阶段证券分析师行业进入规范发展，管理部门开始监管，出台各类管理法规和条规。1998年4月1日，《证券期货投资咨询管理暂行办法》公布实施；2000年7月16日，《中国证券分析师道德守则》颁布实施；2002年12月13日，中国证券分析师委员会成立。自此，我国证券分析师行业逐步规范。经过十多年的发展，到2010年底，我国证券分析师总数超过2600人。

2005年中国证监会前任主席尚福林在第四届中国投资基金国际论坛上提出了“大力发展机构投资者”的政策。之后，我国机构投资者不断发展壮大，以证券投资基金为例，2002年4月底为936亿元，2003年12月底为1699亿元，到2007年底已经超过32000亿元，此外，还有保险公司、QFII等机构投资者投资额度不断增加，机构投资者在我国股市中已经占有重要地位。

随着行业道德规范的出台，机构投资者的发展，投资者开始转向价值投资的理念，从而对公司基本面的信息需求增加，这带动了证券分析师行业从传统的“股评家”到真正的证券分析人员的转变，一大批具有高素质和良好行业背景的证券分析师已经成为证券咨询机构的主流，他们一方面普及着市场知识，同时引导投资理念、管理水平和制度建设。

由于证券分析师在证券市场信息传递中发挥着如此重要的作用，因此客观分析证券分析师在资源有效配置方面的作用至关重要。国外（特别是美国等发达国家）已经有很多研究成熟资本市场上证券分析师作用方面的文章，我国近几年也出现很多研究分析师在促进资本市场有效运行及资源配置方面所发挥的作用的文章，然而，由于发展历史较短和数据来源有限等原因，我国证券分析师的研究中

仍有许多重要问题未能得到解答，基于此，本文将以证券分析师跟进及其预测准确性为切入点，进行研究。

本文研究的另一个对象是股票交易量，文中的交易量指一年内股票成交数量。业内人士常说“股市中什么都可以骗人，唯有量是真实的”，可以说，交易量是资本市场中最客观的指标之一，因此通过分析师跟进人数及其预测准确性与交易量相关性的研究，并在此基础上得出的结论和建议，将对我国分析师跟进方面的研究有很大补充作用。

## 1.2 研究思路与主要内容及框架

本文从分析师跟进、分析师盈余预测及分析师报告的市场反应等入手，在回顾国内外相关研究的基础上，通过采用控制变量的多元回归模型，以 2001-2010 年 A 股非金融类上市公司为研究样本，实证研究分析师跟进及其预测准确性与证券市场交易量的相关性，总结结论，提出建议。

文章共分为六章，依次如下：

第 1 章（即本部分）为绪论，主要论述本文的研究背景及研究意义，文章的研究思路、主要内容及框架，文章的创新点与不足之处。

第 2 章文献综述，奠定了文章的理论基础，为本文提供文献支持。主要包括两个部分：一是分析师促进资本市场效率的相关研究；二是交易量对信息反应的相关研究。其中前者主要回顾了分析师跟进、分析师盈余预测、分析师报告的市场反应等的研究；后者主要回顾了股票交易量价关系及交易量对公司报告等信息的反映的相关研究。

第 3 章理论分析与研究假设，从理论角度出发论证分析师跟进与股票交易量的相关性、分析师盈余预测准确性及盈余预测准确性与交易量的相关性，进而提出文章的研究假设。

第 4 章样本选取与研究设计，包括样本选取及处理，样本描述性统计，模型的建立及变量描述。

第 5 章实证结果及分析，包括对变量的描述性统计，实证结果及相关系数检验等，通过这些实证分析验证了第 3 章的假设。

第 6 章结论及建议，总结文章主要结论，在此基础上提出一些政策建议。

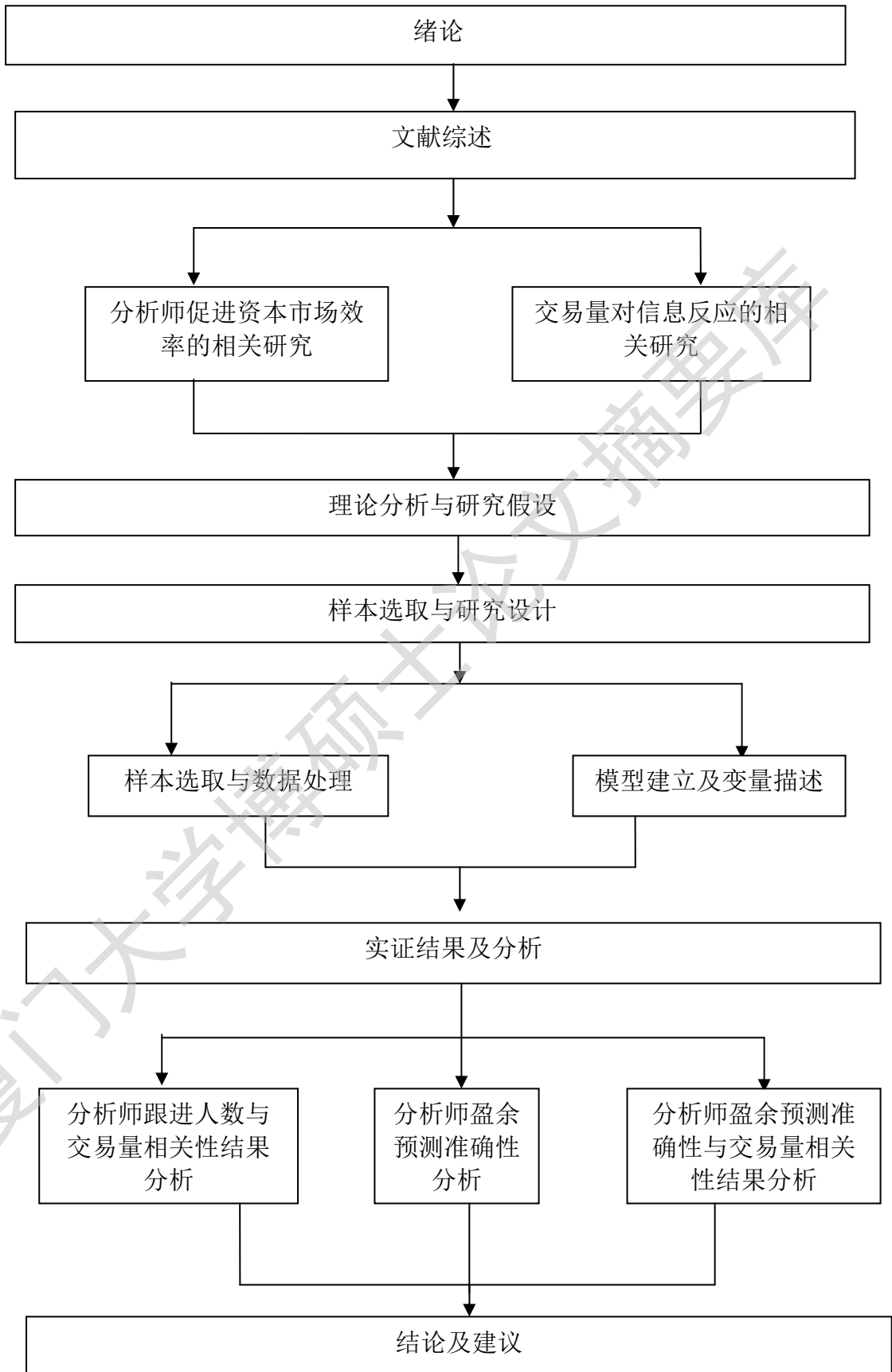


图 1-1 文章研究框架

## 1.3 文章创新点与不足之处

### 1.3.1 创新点

在本文之前，我国已经有研究分析师与资本市场资源配置方面的文章，这些文章大都集中在分析师盈余预测及分析师报告市场反应，也有部分研究分析师跟进与公司治理、分析师跟进与股票市场流动性、分析师跟进与股价惯性及股价同步性等方面的文章。本文的创新点有以下两个方面：（1）以证券市场股票交易量作为被解释变量，研究分析师跟进及其盈余预测准确性与交易量的相关性，充实了分析师跟进方面的相关研究；（2）本文创新的构建了加入控制变量的交易量影响因素回归模型进行相关研究，进而提出结论及建议。

### 1.3.2 不足之处

影响交易量的因素有很多，本文从相关研究中归纳出宏观因素、公司规模、销售增长率、资产负债率、总资产收益率、资不抵债风险、亏损风险等因素之后，可能还存在其他影响交易量而本文没有纳入控制变量的因素，使得本文研究结果有一定偏差，在以后的研究中还有待进一步考量。

## 第 2 章 文献综述

### 2.1 分析师促进资本市场效率的相关研究

Grossman 和 Stiglitz (1980)<sup>[2]</sup>, 从信息获取成本的角度阐述了资本市场的有效性。作者提出有效资本市场中是不存在“股价已经充分反映了所有可获得信息”的。因为, 信息的获取是需要成本的, 如果股价已经反映了所有可获得信息, 那么投资者就没有动力再去花费成本获取信息。作者假设有一个均衡度: 价格反应了信息知情者的部分信息, 因此那位为获取信息而付出代价的个体就获得了回报。价格系统的信息反映如何, 取决于知晓信息个体的数量, 但是知晓信息个体的数量本身就是一个模型的变量。作者设计了一个简单的模型, 在这个模型中, 价格承担了对信息由知情者向不知情者传递的度量作用, 当信息知情者观察到信息, 证券的回报就会比较高。

由此, 我们可以推而得之: 证券分析师通过个人努力获取市场上的信息, 降低了整个市场信息的获取成本, 因此可以提高整体市场的效率, 而证券分析师也获得了相应的回报。接下来就对分析师促进整体市场效率的相关研究进行综述。

#### 2.1.1 分析师跟进相关研究

Brennan, Jegadeesh 和 Swaminathan (1993)<sup>[3]</sup>研究了一个公司的分析师跟进人数与这个公司股价对影响所有股票价格的普通信息的反应速度之间的关系。研究发现, 有很多分析师跟进的公司的组合收益趋向于引导那些有较少分析师跟进的公司的收益, 即使这两家公司的规模一致。而且, 他们发现这种关系是非线性的, 分析师跟进对股价的影响速度的边际效应随着分析师跟进人数的增加而增加。这篇文章做了三种测试: (1) 第一使用 Granger 因果检验, 判断在相同公司规模的情况下, 是分析师跟进人数较多公司的组合收益引导分析师跟进人数较少公司的组合收益还是相反的情况。作者通过实施限制参数的因果检验证实了分析师跟进人数较多的公司的收益对普通信息的反应速度要高于分析师跟进人数较少的公司; (2) 在第二个测试中, 构造了买进分析师跟进人数较多的公司的股票, 卖空分析师跟进人数较少的股票的投资组合, 并比较这两个组合的 VWI 和 EWI。证实较少分析师跟进人数的公司的收益对普通信息反应速度较慢的结论;

(3) 测试了个股收益系数关于 VWI 和 EWI 的滞后回归是否与公司规模、股票交易量和分析师跟进人数有系统关联。结果证实这三项在解释滞后系数中占很大成分, 分析师跟进人数与反应速度之间是非线性的, 较少的分析师跟进人数几乎不会产生反应速度。分析师跟进对股价反应速度的边际效应随着跟进人数的增加而增加。

Hong, Lim 和 Stein (2000)<sup>[4]</sup>用 Hong 和 Stein (1999) 提出的描述投资者反应不足与过度反应的理论模型来对股票价格惯性现象进行研究, 也就是通过这篇文章来寻找惯性反映了公司层面信息的逐渐扩散。变量有公司规模和分析师跟进。数据来源于三个基本数据库: 股票回报和交易量来源于 CRSP, 分析师跟进人数来自 I/B/E/S 数据库, 还有部分数据来自期权结算公司。实证结果发现:

(1) 当一只股票超过了部分最小市值股票时, 惯性策略的盈利性随着公司规模增加而急剧下降。(2) 保持公司规模一定的情况下, 分析师跟进人数越少的公司惯性效果越好。(3) 分析师跟进对过去的“输者”比过去的“赢者”效应更大。这些发现说明分析师对提高股票价格对信息的反应速度有帮助。

Morck et al (2000)<sup>[5]</sup>开创性地研究了市场同步性问题, 作者提出在经济欠发达地区, 股价同步性现象更明显, 这不是市场规模导致的, 而是与低收入的经济基本相关, 主要是私有产权的衡量不同。该研究涉及四十多个国家和地区, 主要得出了以下结论: (1) 新兴经济体比发达经济体的股价同步性更明显, 这个结果并不是由市场规模、基本面波动、国家规模、经济多元化及公司层面的基本信息导致的, 而是很大程度的与制度发展的措施相关。(2) 对私人产权的不重视造成了更大的股价同步性, 在发达国家, 对流通股东提供了比公司内幕人士更强的保护, 股价同步性也较低些。Morck et al (2000)<sup>[5]</sup>提出法制不健全本身降低了信息拥有者进行套利的积极性, 我们可以推测使分析师不愿意花费精力去收集公司特质信息而只专注于宏观走势。在这种情况下, 由于分析师提供的大部分是宏观信息, 很少涉及公司特质信息, 这就导致公司股票走势大致相同。也就是说, Morck et al (2000)<sup>[5]</sup>的一个隐含结论是, 一个地区股票价格同步性越高, 这一地区分析师提供的宏观信息越多, 公司基本面信息越少。在他们的研究中, 发现中国是世界上股票价格同步性最高的五个国家之一。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库