

# 我国证券分析师选股效益的实证研究

徐 谔, 曾 勇

(电子科技大学管理学院 成都 610054)

**【摘要】**考察了我国有关《中国证券报》各期的股评栏目,从中挑选了2660只股票作为样本来分析股评的投资价值。结果表明:这些股票按照股评家的建议,四种投资形式和五种持有期下都能赢利或获得超常收益,并具有一定的投资价值。

**关键词** 证券分析师; 投资价值; 实证研究  
中图分类号 F830.91 文献标识码 A

## An Empirical Study on the Performance of Analysts' Recommendation

XU Su, ZENG Yong

(School of Management Science, Univ. of Electron. Sci. & Tech. of China Chengdu 610054)

**Abstract** This paper analyzes the invest value of analysts' recommendations with the sample of 2 660 stocks recommended in Chinese Security Daily from 1999-07 to 2000-12. Results indicate that the recommendations of some analysts are useful to investors. According to the recommendations, four investing style and five holding term will make people win. So, analysts' recommendations embody investing value.

**Key words** stock analyst; investment value; empirical study

绝大多数股市投资行为的最终目的都是用有限的资金获得尽可能高的收益,然而股票价格的变化趋势因受多种不确定因素的影响而变得令人难以捉摸。大多数投资者尤其是中小投资者要么受限于专业知识和技能的缺乏,要么受限于没有充分的信息和足够的时间,很难对股市有比较清醒的理性认识。于是股评家便应运而生了。虽然不同类型股评家的选股和预测方法可能千差万别,但大多数股评家的共同特征是不仅有专业的投资知识,而且还长期关注某一行业或几个行业的股票,他们不断地收集和分析处理与资产价值有关的信息,然后不断地更新对所关注的股票价格的信念,形成价格预期并把投资建议提供给相关的人员。

### 1 文献回顾

文献[1]指出大多数证券分析师都不能获得超额收益。文献[2]研究也得出相似的结论。后来文献[3]分别对英国的证券分析师和华尔街的证券分析师的预测能力的研究也表明股评家的业绩好于市场的业绩。上世纪90年代以后,随着更加完善的大型数据库的建立,股评研究获得突破性的进展。文献[4]则分析了Fist Call数据库系统上的投资建议,考察了不同类型投资建议对股价和成交量的影响并依据行业、规模调整模型分别计算了按投资建议进行投资的超额收益率。并发现在公司被加入到买入建议栏的3天后,其股价平均上涨3%,而公司被加入到卖出建议栏的3天后,其股价平均下降4.5%。在公司被加入到买入建议栏后的6个月内,其股票显示了累计超额收益率,而公司在被剔除出卖出建议栏前1个月,其股票也获得了显著的超额收益率。

文献[5]考察了1985~1995年间4340名股评家的360000条投资建议,结果认为当考虑交易费用的因素后,投资的收益反而低于市场的收益。此外,股评家的预测能力还具有时变性。文献[6]严格按照股评家的建议进行投资所获得超额收益下降到2.33%,而考虑交易费用后,所获得超额收益为-3.21%。2000年对股评家来说是一个灾难。股评家推荐买入的股票的收益比市场的收益低31.69%,而被股评家推荐抛售的股票所获的超额收益却令人吃惊地高达48.7%。看来,任何股评家都不可能是一棵常青树,再权威的证券分析师也可能败走麦城。

中国股票市场经过十余年的发展,无论就上市公司数量还是股票总市值而言,都已经具有了一定的规模。但它毕竟还是一个新兴的市场,表现出股价波幅大,投资者以散户为主的特征。散户投资者既不知道内幕信息,也没有足够的时间来研判股市,因此他们在投资时常常会依赖电视、网络、报刊杂志上专业的股评家的选股建议。那么,投资者是否可以根据这些投资建议获利?文献[7-9]对通过我国的股评家的预测能力的实证研究发现,股评家推荐的股票具有一定的参考价值。文献[10]利用中国股票市场1999年的数据,对被证券咨询机构推荐的股票在被推荐前后的收益率变化情况进行了实证分析,结论为被推荐的股票收益率存在明显的过度反应现象,其推荐的庄股有一定的投资价值。虽然目前我国的各大媒体一般都设有股票投资建议栏目,但关于股评的学术研究却起步迟,进展慢。现有的文献多数只选用1年的数据对我国股评家预测能力进行实证研究,由于样本量太小(仅几百只股票),因此所得的结果难免让人产生质疑。

本文考察了《中国证券报》1999年7月到2000年12月各期共2660只股票的股评内容,样本量大,信息权威、完整。由于这些股票在推荐时就比较明确地给出了操作策略,因此本文考虑了四种投资形式:短(中)线个股、短(中)线组合;五种持有期:短线持有1、2、3周,中线持有5~8周、9~12周。利用指标收益率法考查各种投资形式及相应持有期的赢利情况,从而对股评家的选股择时能力进行实证检验。

## 2 模型选择

为了便于进行比较研究,本文选取了文献[8]对收益率的计算方法。短线操作的指标收益率(记为 $R_S$ )的计算方法如下:

$$R_S = \frac{P_b + P_h}{2P_a} - 1 \quad (1)$$

式中  $P_a$  为股票推荐后第一个交易日的收盘价;  $P_b$  为到期后第一个交易日的收盘价,  $P_h$  为持有期最高价。中线操作的指标收益率计算方法与短线类似。

当个股指标收益率超过当期市场平均收益率(记为 $R_M$ ),则认为该股票可以获得超常收益。因此,某只短线股票的超常收益率(中线股票与此类似)为:

$$A_{R_S} = R_S - R_{SM} \quad (2)$$

以等权投资某周推荐的所有股票进行组合投资,则组合的指标收益率(以短线为例)为:

$$R_{SP} = \sum_{i=1}^n R_S^i / n \quad (3)$$

式中  $R_S^i$  为该周推荐的第*i*只短线股票的指标收益率,该周共推荐*n*只股票。

只要个股(组合)指标收益率大于0,则认为该个股(组合)按照相应的持有策略操作可以赢利,若其指标收益率大于同期市场的平均收益率则认为该个股(组合)可以获得超常收益。

## 3 数据收集与处理

在收集数据过程中,将长线归入中线;对于那些没有明确提出操作策略但出现“积极跟进”、“积极介入”、“介入持有”等的也视为中线;对于没有明确提出短线操作但出现“适量介入”、“适量跟进”等的视为短线。在整理数据的过程中,若出现同一周多次推荐同一只股票但具有不同的持有策略,则剔除;同一周多次推荐同一只股票且具有相同的持有策略则统计其在当周的推荐次数,最后总共收集了71个周、2660只股票。其中,推荐短线操作的股票共有1295只,深市649只,沪市646只,同一周被推荐两次及以上的共有56只;推荐中线操作的股票共有1365只,深市682只,沪市683只,同一周被推荐两次及以上的共有71只。

对于持有期的处理方法本文与文献[8]相类似。将计算出来的结果与当期市场的平均收益率进行比较,分析它们获得超常收益的情况。需要说明的是,这里的“持有1周”是指从推荐后第一个交易日开始,在持有5个交易日之后的第一个交易日抛出,依此类推。将每周推荐的所有股票以等权的形式进行组合,计算相应持有期的指标收益率,考查盈利情况。与个股的处理方法类似,将结果与当期市场的平均收益率进行比较,分析它们获得超常收益的情况。

## 4 结果分析

### 4.1 个股的收益情况

1 295只短线股票分别按照持有1~3周进行计算。无论哪种持有期,无论是深市还是沪市股票都有60%以上的股票可以获得超常收益或者赢利,个股的收益情况如(短线)如表1所示。从表中可看出随着时间的拉长,可以获得超常收益或者赢利的股票数量呈现出了递减的趋势。

表1 个股的收益情况(短线)

持有期/周	赢利(沪市/%)	赢利(深市/%)	获得超常收益(沪市/%)	获得超常收益(深市/%)
1	67.18	66.41	68.11	65.33
2	65.94	66.10	65.63	66.25
3	63.77	65.33	64.71	65.64

文献[7-8]等认为我国的股评家是信息驱动型,即推荐近期走势较强的股票,在推荐公布前呈现出了较强的增长趋势,在推荐公布的当周没有显著的超常收益,推荐公布后几周,股价开始下跌,呈现显著的负的超常收益。因此,他们认为我国的股票分析师推荐的股票并不能在中长期内获得超常收益或赢利。然而,本文研究的1 365只中线股票(样本较大),无论是持有5~8周还是持有9~12周,无论是深市还是沪市都有60%以上的股票可以获得超常收益或赢利,而且赢利股票的数量呈现出递增的趋势,个股的收益情况(中线)如表2所示。

表2 个股的收益情况(中线)

持有期/周	赢利(沪市/%)	赢利(深市/%)	获得超常收益(沪市/%)	获得超常收益(深市/%)
5~8	63.54	62.46	63.54	62.02
9~12	64.42	64.42	64.28	63.93

### 4.2 组合的收益情况

短、中线分别有71个周即71个组合,均表现出了较高的收益水平。股票组合的收益情况如表3所示,对于短线有85%以上的组合可以获得超常收益或赢利。尤其是按照持有1~2周进行操作的短线组合,几乎全部获得超常收益或赢利。

表3 股票组合的收益情况

操作策略	短线持有/周			中线持有/周	
	1	2	3	5~8	9~12
赢利/(%)	88.73	90.14	85.92	63.38	73.24
获得超常收益/(%)	94.37	92.96	85.92	64.79	71.83

## 5 结束语

本文利用指标收益率法对股评家推荐的股票短(中)线个股(组合)进行实证研究,发现我国的部分股评家(如《中国证券报》上的股评机构)确实能够鉴别出市场的潜力股。本文考查的2 660只股票按照股评家的建议,四种投资形式和五种持有期下都能赢利或获得超常收益,因而都具有一定的投资价值。其中,股评家推荐的短线组合表现最好,能够赢利的组合数量较多,高达85%以上。投资股评家推荐的中线个股,也有不错的表现,因此,对于股评家推荐的中线个股可以“介入并持有”。

虽然股评建议具有一定的投资参考价值,但也要必须清醒地认识到部分股评是有偏差的。股评背后的陷阱可能是人为因素造成的,也可能是因股评家的不完全理性行为引起的,任何股评家都不可能是一颗常青树。

(下转第576页)

## 4 Conclusions

Using a sample of 44 divestitures during 1998-2002, this paper examines whether the divestments have positive announcement-period abnormal returns. The empirical findings are that sample firms have a cumulative average abnormal returns of 0.007% in the event window of  $[-1, +1]$  and a cumulative average abnormal returns of 0.009 3% in the event window of  $[0, +7]$  respectively. The results show that the divestitures of sample firms can increase shareholders' wealth in a short period around the announcement date, which is consistent with the findings of the researchers in the above literature review.

This study restricts the sample selection strictly. If freeing those limitations, different results may be found. Therefore, the future study should select the sample firms that are listed not only in Shanghai Stock Exchange but also in Shenzhen Stock Exchange. Other relaxations may be considered, too.

## References

- [1] Boudreaux, Kenneth. Divestiture and share price[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1975, 10: 619-626.
- [2] Kaiser K M J, Stouraitis A. Value creation through corporate restructuring: European divestitures[J]. *European Management Journal*, 1995, 13(2):164-174.
- [3] Song, Ya-ding. An empirical analysis of the restructuring of China's listed firms in 1999[EB/OL]. <http://www.stocknews.com.cn/edition.asp?fileno=2000216101.txt&dirno=/2000-2-16/12/,2003-04-13>.
- [4] Yu Tie-cheng. Corporate downsizing-an ambit of capital operations[M]. Shanghai: Shanghai Far East Publishing House, 2001.
- [5] Brown S, Warner J. Measuring security price performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1980, 8(3): 105-137.

编辑 熊思亮

(上接第572页)

## 参 考 文 献

- [1] Cowles A. Can stock market forecasters forecast[J]. *Econometrica*, 1933, (3): 309-324.
- [2] Bidwell C M. How Good is institutional brokerage research[J]. *Journal of Portfolio Management*, 1977, 3(1): 26-31.
- [3] Dimson E, Marsh P. An Analysis of brokers' and analysts' unpublished forecasts of UK stock returns [J]. *Journal of Finance*, 1984, 39(5): 1 257-1 292.
- [4] Womack K L. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? [J]. *Journal of Finance*, 1996, 51(1): 137-167.
- [5] Barber B, Lehavy R, McNichols M, et al. Can investor profit from the prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns [J]. *Journal of Finance*, 2001, 56(2): 531-563.
- [6] Barber B, Lehavy R, McNichols, et al. Prophets and losses: reassessing the returns to analysts' stock recommendations [R]. University of California, Berkeley, 2001.
- [7] 林 翔. 对中国证券咨询机构预测的分析[J]. *经济研究*, 2001, (2): 56-65.
- [8] 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, (4): 51-57.
- [9] 丁 亮, 孙 慧. 中国股市股票推荐效应研究[J]. *管理世界*, 2001, (5): 111-116.
- [10] 唐 俊, 宋逢明. 证券咨询机构选股建议的预测能力分析[J]. *财经论丛*, 2002, (1): 44-49.

编辑 刘文珍