

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
香港城市大學

**Informed Trading before Analyst
Recommendation Changes – Based on
China’s Margin Trading**
分析師評級調整前的知情交易行為 — 基
於中國融資融券數據的研究

Submitted to
College of Business
商學院
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration
工商管理學博士學位

by

Zeng Xu
曾旭

August 2015
二零一五年八月

摘要

證券分析師是證券市場中的專業投資諮詢分析人員，借助于專業分析能力與資訊收集能力向市場投資者提供證券價值資訊，給予目標股票相應評級，從而減弱證券市場目標內在價值與市場價值的偏離程度，提升市場效率。然而在中國，分析師能否發揮其應有作用常常被學術界詬病，如分析師面臨的利益衝突將影響其行為，分析師提前向機構投資者提供資訊的“潛規則”也被批判。

分析師的評級報告一般隱含一定的有別於之前市場的資訊，這種評級消息的發佈，有可能導致目標公司的投資邏輯、未來盈利和市場前景預期等發生改變，並在發佈評級的中短期內產生股價的市場反應效應。因此，投資者有強烈的動機去獲取將要發生的分析師評級資訊，並根據評級做出投資和持倉決策，以便從中獲得超額收益。

本文關注分析師調整評級前的投資者知情交易行為，並使用融資融券交易資料對這一現象進行檢驗，對分析師評級調整兩個方向(上調和下調評級)均進行了研究。對於這種現象的解釋存在兩種假說，第一種是假說是：投資者是精明的，根據已有的公開信息能夠判斷公司未來的經營狀況，且與分析師的價值預測的結果一致，因此相應的融資融券交易量異常增加，而並非存在資訊提前洩露的情況；第二種假說是是資訊洩露：投資者提前得知分析師將要對目標公司作出評級調整，因此相應地融資融券交易量異常增加，投資者從知情交易中獲得利益。本研究的結果支持了第二種假說。研究發現，在分析師上調評級前，融資交易量異常放大，即存在知情交易。進一步的研究發現，是否是明星分析師和評級調整幅度對於這種現象不顯著，而評級調整

次數非常顯著。由於做空機制在我國的應用並不廣泛，從超常融券交易量變化來看，融券交易波動較大，並未發現下調評級前顯著的融券交易量放大的情形。

由於中國資本市場融資融券業務相對較新，目前基於融資融券的資料來事前驗證分析師對資本市場的影響的研究較少。本研究關注中國新興的融資融券業務，對分析師評級調整前的交易均進行研究，並系統分析導致這一現象的可能原因，有助於瞭解中國市場上分析師行為及投資者交易的關係，具有一定的現實意義和理論價值。

Abstract

With superior informative collection ability and analysis capabilities, analysts can provide a reasonable reflection of the intrinsic value of securities to market participants, thus weakening the stock price deviation and promoting market efficiency. However in China, Whether analysts can play its due role is often criticized by academics, such as analysts may affect their judgments by conflicts of interests, and the hidden rules of providing information ahead to institutional investors.

Analysts' reports generally contain certain information that different from the market before, the release of which are likely to result in the revising target company's investment logic, future earnings and market outlook, and thus putting impact on the stock prices in the short term. Therefore, investors have a strong incentive to get analysts' recommendation information, thus making investment decisions, and finally gain excess returns.

This article focuses on the informed trading before analyst grades, and we use Chinas margin trading data to verify the phenomenon in both directions (up- and downgrades). Explanation of this phenomenon, there are two hypotheses. Hypothesis I, investors are rational enough to determine the future status of the company according to the existing public information, which are consistent with analysts' forecasts. Hypothesis II, investors know ahead that analysts will upgrade or downgrade the target company, thus may benefit a lot through informed trading with abnormal increase in the amount of margin trading. The article found there exists abnormal increase in the amount of short purchase before upgrades, and thus exists informed trading. Further research found that whether the analysts are famous or the degrees of the upgrades have no effect on informed trading. However, the number of upgrades will increase informed trading. As short selling

in China is quite new , and the amount of short selling are relatively volatile , we did not find the phenomena before downgrades.

Since margin trading is new in China's capital market, there are rarely researches on the informed trading before analyst grades. This study focuses on emerging margin trading in China, especially in both directions (up- and downgrades), and systematically analysis possible causes of this phenomenon, and get further to understand the relationship between the behavior of analysts and investors trading, which has certain practical and theoretical value.

目錄

摘要	i
Abstract	iii
Qualifying Panel and Examination Panel	v
目錄	vi
圖表目錄	viii
第一章 導論	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究問題	2
1.3 研究方法與主要發現	4
1.4 研究創新與研究意義	5
1.5 本文框架	7
第二章 文獻回顧	9
2.1 分析師的資訊媒介作用	9
2.1.1 分析師的資訊來源	9
2.1.2 分析師報告的資訊含量	11
2.2 分析師面臨的利益衝突	14
2.2.1 券商業務	14
2.2.2 管理層關係	16
2.2.3 機構投資者	17
2.2.4 其他	21
2.3 分析師評級前的交易行為	21
2.4 我國分析師研究文獻評述	23
第三章 研究背景與研究假設	28
3.1 研究背景	28
3.1.1 我國分析師行業的發展歷程	28
3.1.2 證券分析師工作內容	34
3.1.3 明星分析師評選	36
3.1.4 融資融券制度與市場發展	39
3.2 理論分析與研究假設	58
3.2.1 分析師上調評級與融資交易	58

3.2.2 分析師下調評級與融券交易	59
3.2.3 分析師評級變動特徵的影響	60
第四章 實證分析及結果	64
4.1 研究設計	64
4.1.1 實證模型	64
4.1.2 變數定義	65
4.2 研究樣本描述	67
4.3 描述性統計	68
4.3.1 上調評級事件與融資交易	68
4.3.2 下調評級事件與融券交易	69
4.3.3 基本回歸結果	71
4.4 進一步研究的回歸結果	72
4.4.1 引入新的變數	72
4.4.2 上調評級與融資交易的進一步研究	73
4.4.3 下調評級與融券交易的進一步研究	75
4.5 穩健性檢驗	76
4.5.1 上調評級事件與融資交易	77
4.5.2 下調評級事件與融券交易	78
第五章 結論與啟示	80
5.1 研究結論及主要貢獻	80
5.1.1 研究結論	80
5.1.2 主要貢獻	81
5.2 研究局限及未來研究方向	82
5.2.1 研究局限	82
5.2.2 未來研究方向	83
參考文獻	84

圖表目錄

圖表 1 我國證券投資基金規模	97
圖表 2 滬、深兩市融資規模	98
圖表 3 滬、深兩市融券規模	99
圖表 4 分散授信模式流程圖	100
圖表 5 單軌制集中授信模式流程圖	101
圖表 6 上調評級前後超常融資量走勢情況	102
圖表 7 上調評級前後超常收益率走勢情況	103
圖表 8 下調評級前後超常融券量走勢情況	104
圖表 9 下調評級前後超常收益率走勢情況	105
表格 1 美國、日本與我國現行的融資融券制度對比表	106
表格 2 投資建議的評級標準表	107
表格 3 各變數定義總結表	108
表格 4 分析師上調評級過程中各變數的描述性統計表	109
表格 5 分析師下調評級過程中各變數的描述性統計表	110
表格 6 基本回歸結果表	111
表格 7 各變數定義總結表	112
表格 8 上調評級與融資交易的進一步研究結果	113
表格 9 上調評級與融資交易的進一步研究：交叉項回歸結果	113
表格 10 下調評級與融資交易的進一步研究結果	115
表格 11 下調評級與融資交易的進一步研究：交叉項回歸結果	116
表格 12 上調評級事件與融資交易的穩健性檢驗	117
表格 13 上調評級事件與融資交易加入交叉項的穩健性檢驗	117
表格 14 下調評級事件與融券交易的穩健性檢驗	118
表格 15 下調評級事件與融資交易加入交叉項的穩健性檢驗	120