

**CITY UNIVERSITY OF HONG KONG**  
香港城市大學

**Research on the Consensus Expectation  
Rating in Chinese Stock Market: Group  
Independence and Value**  
中國股市機構一致性預期評級研究：群體  
獨立性與價值

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

**Lin Chun**  
林椿

**February 2018**  
二零一八年二月

# 摘要

隨著我國證券市場的不斷發展，股票投資者在做投資決策時越來越重視證券分析師的研究報告，其中，分析師的一致性預期評級益發顯得重要。一致性預期評級指的是所有賣方證券分析師在一段時期內對股票投資評級的平均值，反映了分析師群體對某股票價值的判斷。

一般而言，投資者對分析師的基本要求是保持獨立性並且能夠較專業地給出研究報告和股票評級，但由於分析師身處微妙的利益關係網中，不僅要服務所屬機構，還要面向上市公司與投資者。在各方利益混合中，分析師的獨立性往往受到一定的壓力。一致性預期評級反映的是群體性行為，這種群體性行為是否具有獨立性？一致性預期評級對投資者有借鑒意義嗎？可否作為投資決策的參考維度？進一步，分析師的一致性預期評級若對投資具有價值，投資者應如何使用？

本文根據多年的市場實踐經驗，選擇了投資機構股票參與程度、股票公司中長期每股收益（EPS）作為引數，以分析師跟蹤度、股票公司的規模作為調節變數，以機構一致性預期評級及其變化作為因變數，研究了分析師評級的獨立性及其對投資的參考價值。

針對研究問題，本文選取了 2010 年到 2015 年末 A 股市場的資料進行實證分析。通過分層抽樣的方式分別從主機板、中小板、創業板選取股票，統計每一檔股票一定時期內的評級，並使用 CSMAR 打分系統後得到每檔股票的一致性預期評級。然後，通過構建多元回歸模型進行實證分析，研究結果表明：（1）評級機構一致性預期與投資機構的股票參與程度具有顯著正相關性，並且該相關性與分析師跟蹤度和公司規模相關：分析師跟蹤度較高的股

票一致性預期評級更高，而跟蹤度較低的股票則一致性預期評級較低；規模越大的公司，投資機構參與程度對一致性預期的影響越顯著。該結果意味著分析師的一致性預期評級受到了投資機構的影響，缺乏獨立性。(2) 評級機構一致性預期評級的變化與股票公司實際 EPS 變化具有相關性：當股票公司中長期 EPS 正向變化時，一致性預期評級變動呈正向變化，當中長期 EPS 負向變化時，一致性預期評級無顯著變化。該相關性也與分析師跟蹤度和公司規模具有一定相關性：分析師跟蹤度對一致性預期評級變化有一定影響，但並不顯著；公司規模對評級機構的一致性預期評級變化有一定影響，但並不顯著。該結果意味著分析師的一致性預期能夠一定程度上反映股票公司的未來發展情況，即對於分析股票公司的價值具有一定參考意義。

根據上述實證分析結果，本文認為機構一致性預期評級的有效性是“期限型”的，市場上不同類型的投資者——動量型投資者與價值型投資者應有選擇地利用一致性預期評級。對動量投資者而言，可將其視為“噪音”，而對價值投資者而言，可將其作為投資決策的一個參考維度。

**關鍵字：**一致性預期評級；獨立性；動量投資；價值投資

**中圖分類號：**F276.6

# Abstract

With the continuous development of China's security market, stock investors are paying more and more attention to the research report delivered by the security analyst, especially the consensus expectation rating, which refers to the average value of the stock investment rating of all seller securities analysts over a period of time. It reflects the judgment of the analyst group on the value of a stock.

In general, the basic requirements of analyst from investors is to remain independent and give more professional research report and stock rating, but analysts are not only to serve belonging institutions, but also responsible for the stock companies and investors. Analysts often face pressure in independence when they are in the subtle relationships. Consensus expectation rating reflect group behavior, and does this independence behave as a group? Can Consensus expectation rating serve as a reference for investors? Can it be used as a reference dimension for investment decisions? Furthermore, if analysts' Consensus expectation rating are valuable for investment, how should investors use it?

Based on many years of practice experience in the security market, this paper select the stock investment institutions participation, stock company long-term earnings per share (EPS) as independent variables, and analysts tracking, stock company scale as adjustment variables, and consensus expectation rating and change as the dependent variable to research the independence of analysts' rating and its reference value on investment.

This paper selects the data of Chinese stock market from 2010 to the end of 2015 for empirical analysis. Through stratified sampling, it selects stocks from the main board, small and medium-sized board, and start up board, then it counts the rating of each stock for a certain period, and gets the consensus expectation rating of each stock through using CSMAR scoring system. The analysis results show that: (1) the consensus expectation rating and investment institutions stock participation has significant positive correlation, and the correlation relates to the

analyst tracking and firm size: the higher degree of tracking, the higher degree involve of the investment institutions; the smaller the size of the company, the more significant influence on the consensus expectation rating. This result implies that the analysts' consensus expectations rating is influenced by investment institutions and lacks independence. (2) The consensus expectation rating's change is correlated with the actual EPS change of the stock company: the former is positively change when the latter grows up, but the former is not significant change when the latter grows down. This correlation is also related to the analyst tracking and firm size: the higher degree of tracking, the more significant influence on the consensus expectation rating change; the smaller the company, the greater impact of the medium and long term EPS changes on the consensus expectation rating. This result implies that the consensus expectation rating can reflect the future development of stock companies to a certain extent, so it has some reference value for the analysis of the value of stock companies

Based on the above analysis, this paper argues that the validity of the consensus expectation rating is "period type". Different types of investors in the market should choose to use the consensus expectation rating. For momentum investors, it can be regarded as "noise", but for value investors, it can be used as a reference dimension of investment decision-making.

**Keywords:** consensus expectation rating; independence; momentum investment; value investment

Chinese Library Classification Number: F27

# 目 錄

摘要 .....	i
Abstract .....	iii
Qualifying Panel and Examination Panel .....	v
<b>第一章 導論 .....</b>	<b>1</b>
1.1 選題背景與選題意義 .....	1
1.1.1 選題背景 .....	1
1.1.2 問題提出 .....	2
1.1.3 研究意義 .....	6
1.2 研究內容與研究思路 .....	7
1.3 論文結構 .....	9
1.4 主要結論與貢獻 .....	11
<b>第二章 證券評級行業與證券分析師 .....</b>	<b>12</b>
2.1 證券評級行業背景 .....	12
2.1.1 證券評級行業概況 .....	13
2.1.2 我國證券評級行業的實踐 .....	14
2.1.3 證券評級行業的監管 .....	16
2.2 證券分析師概況 .....	22
2.2.1 證券分析師的定義及分類 .....	22
2.2.2 證券分析師的工作內容 .....	24
2.2.3 證券分析師對市場的利與弊 .....	26
2.2.4 我國證券分析師利益衝突 .....	28
2.2.5 證券分析師的排名——新財富的發展 .....	30
2.3 一致性預期評級 .....	31
2.4 本章小結 .....	32

<b>第三章 理論基礎與國內外相關研究 .....</b>	<b>33</b>
3.1 理論基礎.....	33
3.1.1 有效市場假說.....	33
3.1.2 行為金融學理論與一致性預期.....	34
3.1.3 企業行為理論與分析師評級.....	38
3.2 國內外相關研究.....	40
3.2.1 國外相關研究.....	40
3.2.2 國內相關研究.....	45
3.3 本章小結.....	49
<b>第四章 中國股市評級機構一致性預期的實證分析 .....</b>	<b>50</b>
4.1 研究假設.....	50
4.2 實證分析設計.....	52
4.2.1 樣本資料.....	52
4.2.2 變數選擇與度量.....	52
4.2.3 模型設定.....	55
4.3 分析過程與結果.....	56
4.3.1 資料處理.....	56
4.3.2 統計性描述.....	57
4.3.3 一致性預期與機構參與程度的多元線性回歸.....	59
4.3.4 一致性預期變化與EPS變化的多元線性回歸方程.....	61
4.3.5 一致性預期評級的進一步研究.....	62
4.3.6 穩健性測試.....	66
4.4 本章小結.....	67
<b>第五章 一致性預期評級與股票投資 .....</b>	<b>68</b>
5.1 一致性預期評級與動量投資者.....	68

5.1.1 動量投資者.....	68
5.1.2 一致性預期評級與動量投資.....	69
5.2 一致性預期評級與價值投資者 .....	70
5.2.1 價值投資者.....	70
5.2.2 一致性預期評級與價值投資.....	72
5.3 一致性預期評級與我國對證券分析師的監管 .....	73
5.4 本章小結.....	74
<b>第六章 總結與展望.....</b>	<b>75</b>
6.1 總結.....	75
6.2 研究創新.....	76
6.3 不足及展望.....	77
<b>參考文獻.....</b>	<b>79</b>
<b>圖表目錄.....</b>	<b>83</b>
圖表 1 論文研究思路 .....	83
圖表 2 券商主要工作網 .....	84
圖表 3 安碩資訊股價走勢與研究報告 .....	85
圖表 4 信威股份股價走勢 .....	86
表格 1 安碩資訊 2014~2015 年機構持股比例 .....	86
表格 2 安碩資訊 2016 三季報投資者明細.....	87
表格 3 安碩資訊[300380.SZ] 2015 年報投資者明細.....	88
表格 4 信威集團[600485.SH] 2016 三季報投資者明細 .....	89
表格 5 證監會評級以及券商數量 .....	90
表格 6 2010 年到 2015 年中國 A 股市場證券公司家數以及研究員數量 .....	91
表格 7 國內幾大知名券商註冊分析師人數（單位：人） .....	92
表格 8 2012 年以來證券評級調整情況 .....	94



表格 9 變數選擇 .....	95
表格 10 統計性描述結果 .....	96
表格 11 相關性分析 .....	97
附表 1 回歸方程 1 結果 .....	98
附表 2 回歸方程 2 結果 .....	110