

天使还是魔鬼?^①

——分析师媒体荐股的市场效应

李志生¹, 李好¹, 刘淳², 张霆³

(1. 中南财经政法大学金融学院, 武汉 430073; 2. 清华大学经济管理学院, 北京 100084;
3. 戴顿大学商学院, 戴顿 45469)

摘要: 利用证券分析师在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》上发布的荐股信息, 研究分析师媒体荐股的市场反应、效率及其对财富流动的影响. 结果表明: 1) 媒体荐股信息对市场, 特别是对个人投资者的行为产生了强烈影响; 2) 媒体荐股信息公布后, 被推荐股票存在显著为负的超额收益, 这一现象在下跌行情时表现尤为突出; 3) 媒体荐股信息影响了市场财富的流动, 个人投资者依赖于荐股信息的买入行为给他们带来了显著损失. 研究结果一方面说明媒体发布的荐股信息质量低下; 另一方面也证实媒体荐股行为中存在内幕交易和利益输送的现象, 直接导致个人投资者的财富流向机构投资者.

关键词: 媒体荐股信息; 市场反应; 财富流动

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 1007-9807(2017)05-0066-16

0 引言

我国大陆股票市场有着许多与成熟市场不同的特征. 从投资者结构来看, 个人投资者一直是我国大陆股票市场的主体. 截至2016年底, 我国大陆股票市场5 043.66万持仓投资者中的4 946.33万为自然人, 占98.07%. 在股票投资中, 不同类别的投资者在信息搜集、分析能力上往往存在差异, 证券市场信息在不同投资者之间呈现出一定程度的不对称性. 有限关注理论认为, 由于信息来源和信息搜集成本的限制, 在面对大量信息时, 个人投资者往往依赖于从各种社会网络和媒体获取投资信息^[1-2], 或者模仿机构投资者的行为^[3-5]. 同时, 由于专业素养和分析能力的缺乏, 个人投资者的投资理念和交易行为存在较大的不稳定性, 投资决策更容易受到各类外界信息的影响^[6-8]. 这样, 专业证券咨询机构和分析师在具有广泛受众面的媒体上发布的荐股信息便成为广大个人投资

者最重要、最直接的决策依据之一. 因此, 这些来自媒体的公开荐股信息可能会对股票价格波动、市场运行、投资者交易行为以及市场财富的流动形成巨大的影响.

我国证券咨询行业与证券市场的发展一样, 经历了从混乱到逐渐规范的历程. 在证券市场发展初期, 证券咨询行业多是以“股评家”的身份参与市场, 通过报刊、电视等媒体推荐股票. 由于制度不完善, 从业人员水准良莠不齐, 市场内外利益勾结问题严重, 本应借助专业知识引导投资者正确参与市场的证券分析师, 反而为本已躁动混乱的中国大陆股票市场推波助澜, 进一步扰乱了市场秩序. 近年来, 随着一系列整顿的成功进行, 中国证券市场的整体环境有了一定的改善, 证券咨询行业在规范性和专业水平上也有所提高, 但间或仍有各类“市场操纵案”、“研报门”、“分析师违规交易”等事件曝光.

① 收稿日期: 2016-03-30; 修订日期: 2017-02-13.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71271214); 教育部“新世纪优秀人才支持计划”资助项目(NCET-13-1043).

作者简介: 李志生(1978—), 男, 湖北新洲人, 博士, 教授, 博士生导师. Email: zsl@znufe.edu.cn

本文以《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》2007年1月—6月和2008年1月—6月的每日买入类荐股信息为样本,从分析师荐股的有效性、投资者反应以及荐股信息对市场财富流动的影响等方面入手,对分析师媒体荐股的市场效应展开研究。本文的研究主要体现在以下3个方面。

第一,本文发现了媒体荐股信息会影响市场财富流动的直接证据。基于对不同类型投资者历史交易数据和持股数据的分析发现,股票在被推荐后的短期到中期内,个人投资者表现为净买入,机构投资者则表现为净卖出。结合被推荐股票在荐股信息公布后的短期到中期内弱势表现,本文证实媒体荐股信息给个人投资者带来了损失。上述结果一方面说明我国媒体荐股信息的质量低下,另一方面也暗示分析师在媒体荐股过程中存在利益输送和内幕交易的可能性。

第二,本文的研究表明在中国这个新兴市场上,媒体荐股信息的公布对被推荐股票的收益率、换手率和波动率均形成了显著影响。荐股信息公布后,被推荐股票在中短期内存在显著为负的超额收益,这与我国学者基于分析师评级报告的研究结果^[9-10]以及国外学者基于成熟市场媒体荐股信息的研究结果^[11-6]存在一定的差异。通过对比分析上涨行情和下跌行情中荐股信息的市场效应的差异,发现在下跌行情中,股票在被推荐后的短期和中期表现更差,但是个人投资者对媒体荐股信息的依赖性则更强。

第三,与学者们广泛采用各类咨询机构或证券分析师的研究报告为样本的研究不同,本文研究的荐股信息来自于证券分析师在3大证券报上撰写的荐股专栏。一方面,上述3份报纸是中国证券市场上影响力最为广泛的公开发行人物,订阅读量稳居同类报刊前列,其发布的荐股信息具有充分的传播能力和广泛的投资者受众;另一方面,像报纸、电视这样的大众媒体的受众更多的是中小个人投资者,这与证券咨询机构研究报告的受众主要是公募基金等机构投资者存在显著的差异。因此,来源于报纸的荐股信息为本文研究分析师荐股对中小个人投资者的影响提供了合适的数据库。

1 文献综述

根据 Fama^[12] 的有效市场理论,只有那些能改变投资者的预期和行为,进而改变资产均衡价格的信息才是有用的,或者说具有信息含量。有效市场理论基于市场对不同层次的信息的反应程度,把市场分为弱式有效、半强式有效和强式有效,分别否定了历史信息、公开的市场信息和内幕信息的作用。因此,在完全有效的市场中,经媒体披露的各类荐股信息是没有价值的,市场也不存在信息优势投资者。早期的研究结果也表明,绝大部分的分析师预测和投资建议没有为投资者带来超额收益^[13-14]。Desai 和 Jain^[15] 关于基金经理投资收益的研究也在一定程度上支持了上述结论。

Jensen 和 Meckling^[16] 认为,相对于个人投资者来说,证券分析师在公司信息的挖掘上具有相对优势。为了获取更高的投资收益,个人投资者往往会关注和听从分析师的投资建议,特别是那些发表于报刊等媒体的低成本荐股信息。很多研究也发现,荐股信息在微观层面上可以为中小投资者提供信息来源、帮助其提高投资收益^[17-19],宏观层面上则可以促进信息的传导、提高市场效率^[20-21]。已有研究还表明,媒体信息的发布会对资产价格、交易量以及投资者行为产生显著影响。比如, Bamber 等^[22] 发现新信息的发布往往会导致交易量的增加; Busse 和 Green^[23] 的研究表明,被美国 CNBC 财经主播 Maria Bartiromo 提及的股票的交易量和价格均会在1分钟内发生显著变化; 余峰燕等^[24] 发现媒体重复信息会影响资产收益。

近20年来,越来越多的研究发现,荐股信息发布后,被推荐股票在短期到中期内存在超额收益。比如, Stickel^[25] 发现在被推荐日,分析师推荐买入的股票存在正收益,分析师推荐卖出的股票则存在负收益; Barber 和 Loeffler^[11] 发现被华尔街日报荐股专栏推荐的股票在被推荐后的两天内平均产生了4%的超额收益; Dimson 和 Marsh^[26] 发现推荐信息发布后的1个月内,被推荐买入的股票存在一定程度的正收益,被推荐卖出的股票存在一定的负收益; Womack^[27] 的研究则表明,分析师推荐买入时市场的正向反应会持续1个月,推

荐卖出时市场的负向反应则会持续6个月。之后,一些基于实际市场数据的实证研究进一步证实了分析师评级和分析师荐股具有投资价值^[28-29]。一些学者还发现,如果严格追随分析师的推荐,买入被推荐买入的股票,卖出被推荐卖出的股票,可以带来高于市场回报的超额收益^[30]。

Barber和Loeffler^[11]发现超额收益的存在一方面是由于分析师具有信息优势,分析师评级具有信息含量(information content);另一方面则可能是分析师的影响力对市场施加了价格压力(price pressure),从而导致市场按照推荐的方向发生变化。Groth等^[31]的研究表明,分析师的荐股信息所带来的价值主要体现在股票的选择而不是时间的选择上,从而说明分析师有发现信息的能力。Morgan和Stocken^[32]认为,分析师有能力发现某些负面信息,但是没有理由相信分析师具有发现正面信息的优势。但是,Brennan和Tamarowski^[33]的研究表明,被首次推荐买入后,股票价格和成交量会表现出积极的变化。Dhiensiri等^[34]也发现,分析师调高评级和调低评级会直接导致股票市场价格的上涨和下跌。在影响证券分析师评级和荐股的市场反应的众多因素中,近年来学者主要关注于“利益冲突”(机构同时具有证券承销和证券咨询资格,可能因维护某方利益而损害他方利益)问题。Barber等^[35]证明,独立咨询机构的买入推荐与关联机构的持有和卖出推荐会有更高的收益;Malmendier和Shanthikumar^[36]则发现,投资者依照关联分析师和非关联分析师的推荐操作,收益并无显著区别。

近年来,国内学者针对证券分析师荐股(评级)的效率及其市场影响也进行了众多有意义的探索。郭杰和洪洁瑛^[37]发现,证券分析师对公司盈余的预测行为是无效的,其原因在于分析师追求更高外在显示能力的主观动机和中国上市公司较差的信息披露质量。除此之外,绝大部分国内研究表明证券分析师的荐股或评级行为具有预测能力。方军雄^[10]发现,我国证券分析师预测的准确性显著优于随机游走模型;储一昀和仓勇涛^[9]的研究表明,分析师定价预测的一致性与公司上市首日收盘价在统计上没有显著差异;薛祖云和王冲^[38]发现分析师同时扮演了信息竞争和信息补充的角色,在盈余公告前,分析师更倾向于披露年

报中尚未披露的信息,在盈余公告后,分析师则更倾向于解读年报中的相关信息。在分析师的信息传递作用方面,周铭山等^[39]的研究表明,分析师的激励扭曲效应、声誉激励效应以及投资者的策略性解读偏差对分析师信息发掘和加工以及股票市场的有效性起到一定的负作用。

徐永新和陈婵^[40]以《中国证券报》“实力机构周末荐股精选”专栏为研究对象,发现股票在推荐当日及推荐前一周存在显著为正的超额收益,在推荐后的(2~5)个交易日则存在显著为负的超额收益率。他们认为,我国资本市场中存在利用股票推荐中的信息泄露非法得利的行为。本文与文献[40]的主要区别和边际贡献如下:

首先,本文除了对媒体荐股信息的市场反应进行考察外,还分析了荐股信息对市场财富流动的影响。通过对股票被推荐后个人投资者和机构投资者交易情况的比较,以及个人投资者在被推荐股票和未被推荐股票上的投资收益的比较发现,媒体荐股信息直接导致个人投资者的财富流向机构投资者。还发现,个人投资者在下跌行情中对媒体荐股信息更为依赖,结合下跌行情中被推荐股票在荐股信息刊登后的市场表现更差,所以进一步推断,下跌行情中荐股信息给个人投资者带来了更大的损失。

第二,与徐永新和陈婵^[40]采用《中国证券报》2007年每个周末的荐股信息不同,本文手动收集了《中国证券报》、《证券时报》和《上海证券报》的每日荐股信息,得到的研究样本更大,研究结果也更具说服力。

第三,本文分别选取了2007年1月—6月和2008年1月—6月两段典型的市场行情,分析媒体荐股信息在上涨和下跌行情中市场效应的差异。在处于上涨的2007年1月—6月,发现股票在被推荐前20个交易日存在较为显著的正超额收益率(平均日超额收益率为0.24%),推荐后则不存在显著的超额收益率(推荐后20日、60日、120日的平均日超额收益率分别为0.01%、-0.01%和-0.10%)。相对于上涨行情,下跌行情中(2008年1月—6月)被推荐股票的表现存在较大差异。股票在被推荐前20个交易日的平均日超额率仅为0.02%,在统计上也不具有显著性,推荐后则存在显著为负的超额收益(推荐后20日、

60 日、120 日的平均日超额收益率分别为 -0.26%、-0.28% 和 -0.27%)。

最后，徐永新和陈婵^[40]使用的是市场指数调整法，将市场指数收益率作为基准收益率，用个股的日收益率减去对应日期的市场指数收益率，得到超额收益率。虽然市场指数调整法更为直观和简单，但是由于其忽略了 β 系数对股票收益的影响，计算结果可能存在问题。比如，实际市场中有些股票的 β 系数大于 1，其价格增长快于指数的增长，因此即使这些股票在一定时期内的收益率超越大盘，也不能确定存在异常收益。为此，本文采用了基于 Capital Market Pricing Model 的模型调整法计算超额收益率。

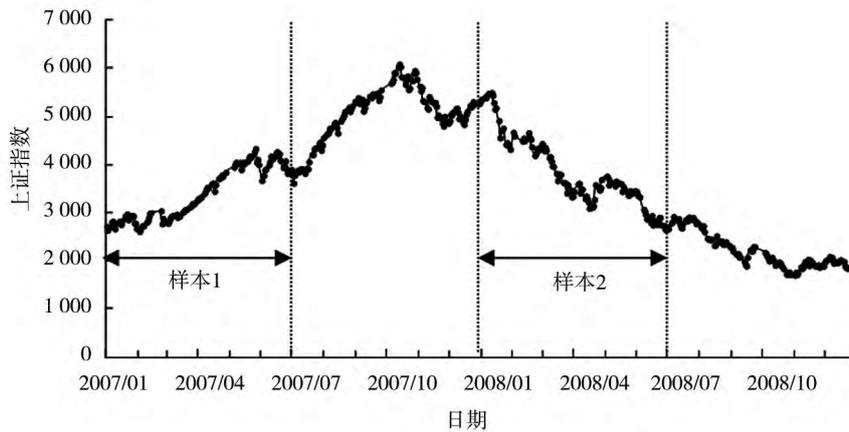


图 1 2007—2008 上证指数

Fig. 1 Shanghai stock exchange composite index 2007—2008;

本文通过手工收集，选择具有明确买入导向的荐股信息^②，最终收集到的买入类荐股信息共 6 160 条，其中 2007 年 1 月—6 月 4 260 条，2008 年 1 月—6 月 1 900 条。如表 1 所示，荐股信息共涉及 131 家机构，其中 71 家为证券公司，60 家为独立咨询机构。所有 6 160 条荐股信息中，有 3 354 条来自于证券公司的推荐，2 806 条来自于独立咨询机构的推荐。

2.2 研究方法

本文采用事件研究法，从超额收益率、换手率和波动率等几个方面考察媒体荐股信息的市场效应，并通过分析荐股信息公布后个人投资者和机构投资者的交易情况来考察媒体荐股信息对市场财富流动的影响。

2 样本数据与研究方法

2.1 样本数据

本文手动收集了 2007 年 1 月—6 月和 2008 年 1 月—6 月《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》刊登的关于沪市的买入类荐股信息。如图 1 所示，2007 年 1 月—6 月的中国股票市场是典型的上涨行情，2008 年 1 月—6 月则是典型的下跌行情。选取两段代表性强、对比鲜明的时间窗口，有利于对不同市场环境下的实证结果进行对照分析，研究上涨和下跌行情中媒体荐股信息的市场反应及其对市场财富流动的影响。

表 1 样本描述

Table 1 Sample description

样本	全部	2007 年	2008 年
所有样本	6 160	4 260	1 900
证券公司推荐	3 354	2 169	1 185
独立咨询机构推荐	2 806	2 091	715
推荐机构数量	131	104	92
证券公司	71	59	55
独立咨询机构	60	45	37

注：数据来自于 CSMAR 中国股票市场交易数据库；相关数据的分析结果均来源于 SAS 9.1 统计分析软件。

1) 事件窗口

相比于一般的上市公司公告，荐股信息具有一定的商业属性，更容易出现信息提前泄露的情况。为此，将荐股信息公布的前后各 20 个交易日

② 不管是 2007 年 1 月—6 月还是在 2008 年 1 月—6 月，明确卖出的荐股信息非常少，因此本文没有对卖出类荐股信息进行研究。

设置为事件窗口^③. 与此相对应,定义的估计窗口为荐股信息公布前的 120 天到 20 天,事后窗口为荐股信息公布后的 20 天到 120 天.

2) 超额收益率

超额收益率的计算,主要有均值调整、市场指数调整和市场模型调整 3 类. 3 类方法的不同之处在于设定的股票基准收益率不同: 均值调整将估计窗口内股票的平均收益率作为基准收益率; 市场指数调整将市场指数收益率作为基准收益率; 市场模型调整则将股票价格的市场模型得到的收益率作为基准收益率. 本文主要采用基于 CAPM 的模型调整法计算超额收益率^④.

3) 其他变量

在荐股信息的市场反应研究中,还对被推荐股票在荐股信息公布前后的日换手率和日振幅特征进行分析,具体定义如下:

$$\text{换手率}_{it} = \text{成交量}_{it} / \text{总流通股数}_{it}$$

$$\text{振幅}_{it} = (\text{最高价}_{it} - \text{最低价}_{it}) / \text{成交价}_{it-1}$$

在相关研究中,还引入了被推荐前股票的价格、流通市值、账面市值比、收益率、换手率、以及推荐机构的类别和市场行情类别作为控制变量.

3 分析师荐股及其市场反应

3.1 媒体荐股信息的市场反应

从表 1 发现,上涨行情中分析师荐股数量是下跌行情中荐股数量的两倍多. 2007 年上半年共 117 个交易日,累计推荐股票 4 260 只,日均推荐股票 36.41 只; 2008 年上半年共 120 个交易日,累计推荐股票 1 900 只,日均推荐股票 15.83 只. 进一步对 12 个月中荐股数量和市场成交量的分布情况进行分析,发现两者具有高度的相关性(图 2). 两个序列的相关系数为 0.61,且在 5% 的水平下显著. 在市场行情低迷、交易不活跃的情况下,分析师荐股的动机也相应下降. 可见,分析师荐股行为存在追逐市场趋势的现象,会受到市场情绪的影响.

本文利用事件分析的方法对媒体荐股信息

的市场效应展开分析,将荐股信息在报纸上公布的前后各 20 个交易日作为事件窗口,将荐股信息公布前的第 120 天到公布前的第 20 天定义为估计窗口,将荐股信息公布后的第 20 天到公布后的第 120 天定义为事后窗口. 图 3 分别描绘了荐股信息公布前后被推荐股票的日超额收益率、累积超额收益率、换手率、振幅等 4 个指标的变化情况. 可以发现: 荐股信息公布前,被推荐股票存在正的超额收益,股票的日换手率和振幅也逐渐增大; 荐股信息公布的当日,超额收益率、换手率、以及振幅均达到峰值; 荐股信息公布后的 120 天内,被推荐股票则存在负的超额收益,累积超额收益率不断减小,换手率和振幅也逐渐衰减.

表 2 列出了被推荐股票在推荐信息公布前后的超额收益率、换手率和振幅. 结果表明: 荐股信息公布前的 20 个交易日存在 0.17% 的平均日超额收益率,且在 10% 的水平下显著. 荐股信息公布后的 20、60 以及 120 个交易日分别存在 -0.06%、-0.09% 和 -0.15% 的平均日超额收益率,且分别在 5%、1% 和 1% 的水平下显著. 相对于荐股信息公布前的 20 个交易日,被推荐股票在荐股信息公布后的 20、60 以及 120 个交易日内的平均换手率均出现显著下降; 与被推荐前相比,股票被推荐后的平均日振幅显著增加.

以上结果说明: 第 1,证券分析师偏好于推荐前期表现较好、受市场关注程度较高的股票,存在明显的追逐市场情绪的倾向; 第 2,证券分析师在 3 大证券报的荐股信息在信息公布的当天产生极强的市场反应,荐股信息公布后对市场也存在强烈的影响和引导作用; 第 3,证券分析师在 3 大证券报的荐股信息整体上不具备有效性,被推荐股票在荐股信息公布后的短期和中短期内,市场收益均表现弱势,流动性也出现下降; 第 4,对比荐股信息公布前后股票的市场表现,证券分析师在媒体发布荐股信息存在提前泄露和利益输送的现象,某些投资者可能与证券咨询机构合谋,借助荐股获利.

③ 本文还试图使用荐股信息公布前后各 5 个交易日和前后各 10 个交易日来定义事件窗口,并得到相似的结论.

④ 也试图利用 Fama - French three-factor model 调整法来计算超额收益率,并得到了类似的结果.

3.2 分行情市场反应

接下来对上涨行情和下跌行情中荐股信息的

市场反应的差异性进行分析,结果如图4和表3所示.

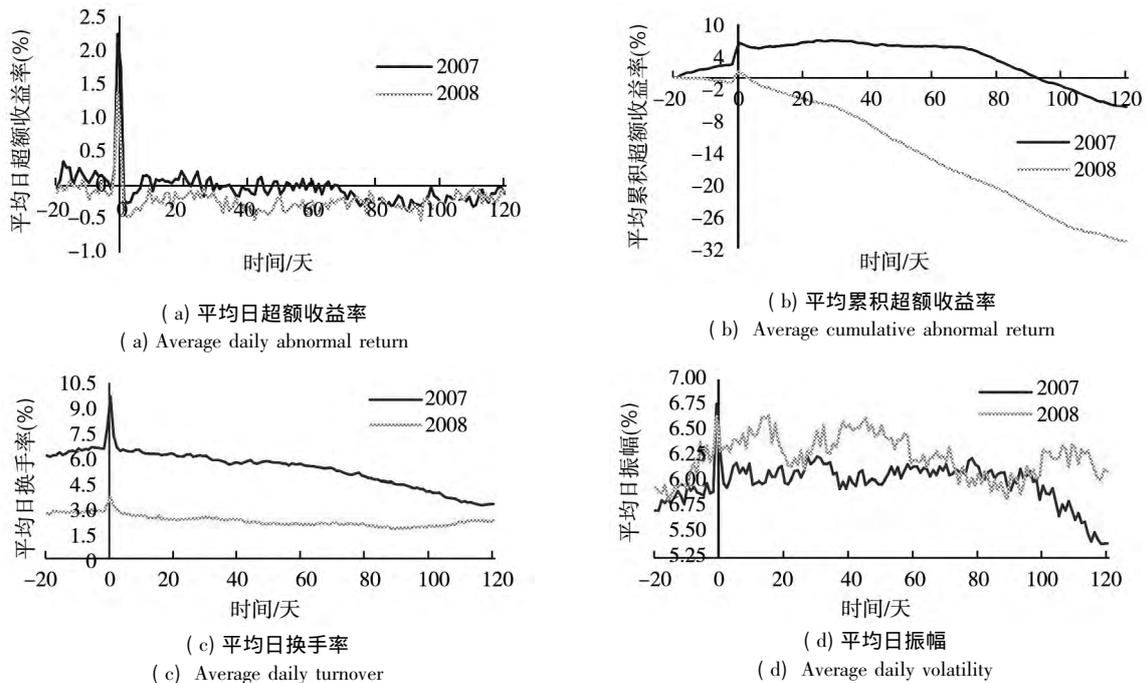


图4 不同市场行情中的市场反应

Fig. 4 Market reaction in the bear and bull markets

表3 不同市场行情中股票被推荐前后的超额收益率、换手率和振幅

Table 3 Abnormal return, turnover and volatility before and after the recommendation in the bear and bull markets

期间	[-20, 1]	[1, 20]	[1, 60]	[1, 120]
A组数据: 平均日超额收益率(%)				
2007年样本	0.235 5	0.007 9	-0.009 2	-0.099 9
2008年样本	0.024 5	-0.262 0	-0.275 4	-0.265 2
差值: 2007-2008	0.211 0	0.269 9	0.266 2	0.165 3
(P值)	(0.113 3)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)
B组数据: 平均日换手率(%)				
2007年样本	6.433 4	6.350 8	5.981 6	5.172 1
2008年样本	2.785 4	2.535 2	2.324 7	2.160 8
差值: 2007-2008	3.648 0	3.815 6	3.656 9	3.011 2
(P值)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)
C组数据: 平均日振幅(%)				
2007年样本	5.895 7	6.050 2	6.064 1	5.991 8
2008年样本	6.070 0	6.428 3	6.402 5	6.262 5
差值: 2007-2008	-0.174 3	-0.378 1	-0.338 5	-0.270 7
(P值)	(0.013 7)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)

注: 1. [-20, -1]表示推荐前20天到推荐前1天;

2. 2007年1月-6月为上涨行情 2008年1月-6月为下跌行情.

一方面,无论是在2007年1月-6月还是2008年1月-6月,荐股信息均存在明显的市场效应,被推荐股票的超额收益率、换手率以及振幅

在荐股信息公布前后均存在显著差异,这些指标在荐股信息公布当日同时达到峰值,之后则不断衰减,进一步说明荐股信息不能给投资者带来超

超额收益. 另一方面,也发现下跌行情中被推荐股票在荐股信息公布后的市场表现更差. 在上涨行情中,股票在荐股信息刊登前的 20 个交易日存在 0.24% 的平均日超额收益率;在下跌行情中,股票在荐股信息刊登前的 20 个交易日的平均超额收益率则仅为 0.02%. 在荐股信息公布后的 20、60、120 个交易日内,上涨行情中被推荐股票的平均日超额收益率分别为 0.01%、-0.01% 和 -0.10%,下跌行情中被推荐股票的平均日超额收益率则分别为 -0.26%、-0.28% 和 -0.27%. 此外,无论是从换手率还是从振幅来看,下跌行情中媒体荐股信息的市场反应也相对平淡.

上述结果表明,在上涨行情中,市场对被推荐股票更容易给出相对积极的反应;在下跌行情中,市场则明显缺乏动力,对荐股信息的反应相对平淡,这进一步说明证券分析师存在明显的追逐市场情绪的倾向.

3.3 证券公司分析师推荐与独立咨询机构分析师推荐

根据表 1,在所有的 6 160 条推荐样本中,有 3 354 条来自于 71 家不同证券公司研究部门的分析师的推荐,2 806 条来自于 60 家不同的独立咨询机构的分析师的推荐. 从设立的目标和盈利模式来看,证券公司研究部门和独立咨询机构均存在较大区别. 一般来说,分析师在面对多种利益冲突的时候可能有失客观公正而发布有偏误的信息来误导投资者. 已有研究发现,分析师“利益冲突”会对分析师的行为以及分析师推荐的市场反应产生深远影响^[35]. 冯旭南和李心愉^[41]基于 2004 年—2009 年 A 股 IPO 公司的研究发现,由于“利益冲突”的存在,主承销商分析师倾向于给出买入推荐. 为此,对研究样本中来自券商和来独立咨询机构的媒体荐股信息的市场反应加以比较,结果见图 5 和表 4.

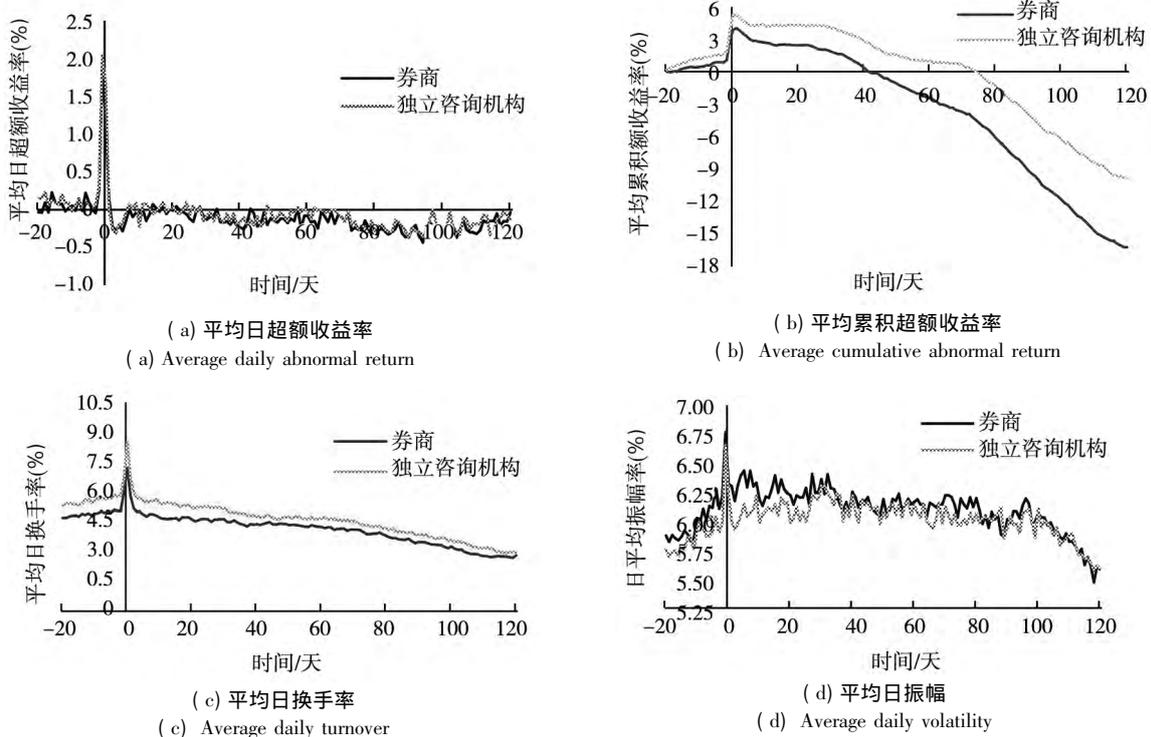


图 5 证券公司分析师与独立咨询机构分析师媒体荐股信息的市场反应比较

Fig. 5 Market reaction to stock recommendations by analysts of securities companies and of independent consulting institutions

相对于独立咨询机构分析师,证券公司分析师的媒体荐股信息质量更差. 股票在荐股信息刊登前 20 个交易日均存在一定的正超额收益,但是在独立咨询机构和证券公司之间不存在显著性差异. 在荐股信息公布后的 20、60、120 个交易日内,

证券公司分析师推荐的股票的平均日超额收益率分别为 -0.07%、-0.11% 和 -0.17%,独立咨询机构分析师推荐的股票的平均日超额收益率则分别为 -0.05%、-0.07% 和 -0.13%. 产生上述结果的可能原因在于,证券公司研究部门主要是为

证券公司的其它业务提供服务和支持,其高质量的研究报告更多的是通过内部渠道向特定的客户进行发布,因此他们并不倚重在大众媒体中的表现,而是重视公募基金等机构客户的维护;相反,

独立咨询机构并没有基金分仓佣金收入,其经营方针和盈利模式更为市场化,机构客户并不是他们关注的重点,借助媒体提高市场影响力,扩大在散户中的知名度,是他们的工作重点之一。

表4 券商与独立咨询机构推荐股票前后的超额收益率、换手率和振幅

Table 4 Abnormal return, turnover and volatility before and after stock recommendations by brokerage firms and independent consulting institutions

期间	[-20, 1]	[1, 20]	[1, 60]	[1, 120]
A 组数据: 平均日超额收益率(%)				
券商	0.149 6	-0.073 0	-0.105 6	-0.167 6
独立咨询机构	0.195 2	-0.047 4	-0.071 3	-0.126 1
差值: 券商 - 咨询机构	-0.045 6	-0.025 6	-0.034 3	-0.041 5
(P 值)	(0.741 8)	(0.505 4)	(0.056 1)	(0.005 9)
B 组数据: 平均日换手率(%)				
券商	4.939 6	4.812 8	4.545 4	3.991 7
独立咨询机构	5.595 6	5.507 9	5.080 4	4.446 4
差值: 券商 - 咨询机构	-0.656 0	-0.695 1	-0.535 0	-0.454 7
(P 值)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(<0.000 1)
C 组数据: 平均日振幅(%)				
券商	6.017 8	6.281 3	6.216 5	6.105 6
独立咨询机构	5.881 5	6.077 8	6.106 7	6.025 6
差值: 券商 - 咨询机构	0.136 2	0.203 4	0.109 8	0.080 0
(P 值)	(<0.0549)	(<0.000 1)	(<0.000 1)	(0.000 2)

注: [-20, -1]表示推荐前20天到推荐前1天。

3.4 影响推荐后超额收益率的因素分析

最后,对影响推荐后股票超额收益的相关因素进行分析,结果如表5所示。

本文发现:1)被推荐股票在推荐后的累积超额收益率与推荐前的股票价格、股票市值、收益率、换手率存在显著的负相关关系,与BM_ratio存在显著的正相关关系,并且在推荐后5个到120个交易日内具有一致性;2)券商推荐股票的表现显著差于独立咨询机构推荐股票的表现,并且在推荐后5个到120个交易日内具有一致性。这与Barber等^[35]基于1996年1月—2003年6月美国市场的研究结果一致,他们发现独立咨询机构的买入推荐带来的超额收益率平均比投资银行的买入推荐带来的超额收益率高3.1个基点。上述结果产生的可能原因在于,券商并不倚重在大众媒体中的表现,而是重视公募基金等机构客户的维护,其高质量的研究报告更多的是通过内部渠道进行发布;相反,独立咨询机构并没有基金分仓佣金收入,机构客户并不是他们关注的重点,借助媒体提高市场影响力,扩大在散户中的知名度,是他们的工作重点之一;3)券商推荐其承销的股

票的市场表现要好于推荐非其承销的股票的市场表现,这一结果在短期内(5个~20个交易日)较为显著,在中期内(60个~120个交易日)则不显著;4)下跌行情中被推荐股票的市场表现显著更差,并且在推荐后5个到120个交易日内具有一致性,这与之前分行情的分析结论一致。

4 媒体荐股对财富流向的影响

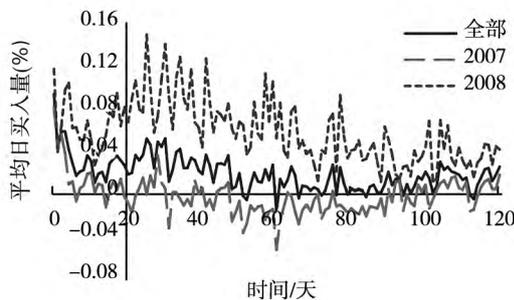
基于不同种类投资者的历史交易数据,对媒体荐股信息公布后个人投资者和机构投资者的交易行为进行分析,进而研究媒体荐股信息对市场财富流向的影响。关于投资者历史交易的数据来源于上海证券交易所。与余佩琨等^[42]所使用的TopView投资者日持股数据相似,上述数据把投资者分为个人投资者和机构投资者(其中机构投资者包括券商、基金和其他以法人身份开户的投资者),完整记录了上海证券交易所所有股票在所有交易日中个人投资者和机构投资者的持股情况和交易情况。

表 5 回归分析结果
Table 5 Regression results

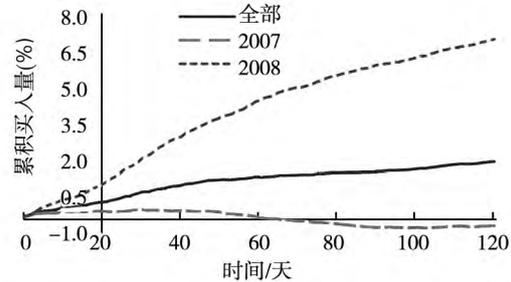
变量	平均累积超额收益率(%)				
	推荐后 5 日	推荐后 10 日	推荐后 20 日	推荐后 60 日	推荐后 120 日
截距	13.190 6*** (9.33)	22.272 26*** (11.01)	43.133 87*** (14.47)	80.690 75*** (13.81)	63.894 64*** (7.14)
推荐前价格	-0.013 35 (-1.47)	-0.022 63* (-1.75)	-0.086 68*** (-4.54)	-0.142 8*** (-3.82)	-0.303 23*** (-5.3)
推荐前市值	-0.810 31*** (-8.95)	-1.394 93*** (-10.77)	-2.679 83*** (-14.04)	-5.479 51*** (-14.64)	-4.885 32*** (-8.53)
推荐前 BM 比	0.320 06** (2.38)	1.052 55*** (5.48)	1.984 49*** (7.01)	5.667 03*** (10.22)	8.173 24*** (9.63)
推荐前收益率	-0.286 87* (-1.77)	-0.472 82** (-2.04)	-0.625 21* (-1.83)	-6.768 16*** (-10.12)	-9.617 18*** (-9.39)
推荐前换手率	-0.473 88*** (-13.47)	-0.861 99*** (-17.47)	-1.596 23*** (-21.96)	-3.412 33*** (-23.95)	-4.946 93*** (-22.68)
是否是券商	-0.281 3 (-1.27)	-0.797 55** (-2.51)	-0.801 29* (-1.71)	-1.724 62* (-1.88)	-4.240 63** (-3.02)
是否是承销商	1.768 19** (1.98)	2.923 67*** (2.28)	3.379 53* (1.79)	2.909 24 (0.79)	0.179 39 (0.03)
是否是牛市	3.209 73*** (10.52)	5.369 61*** (12.3)	9.176 02*** (14.26)	27.897 04*** (22.12)	38.576 74*** (19.98)
观测数量	6 160	6 160	6 160	6 160	6 160
调整 R ²	0.055 8	0.087 8	0.138 0	0.183 8	0.149 8

首先计算被推荐股票在荐股信息公布后个人投资者和机构投资者的净买入股数,然后利用股票的总流通股数计算个人投资者和机构投资者买入股数占流通股数的百分比.图 6 给出了股票在推荐当日及其后 120 个交易日内个人投资者的平均日买入量和累积买入量.对于某一特定的股票,

排除股票股利、股票拆分以及增发的影响,个人投资者和机构投资者在每一交易日的买卖是严格匹配的.如果个人投资者在某个交易日净卖出(买入)某只股票,机构投资者则为净买入(卖出),而且两者的数量完全相同.基于以上原因,不再列出机构投资者的净买入情况.



(a) 平均日买入量
(a) Average daily buying volume



(b) 累积买入量
(b) Cumulative buying volume

图 6 个人投资者在推荐日后的净买入情况

Fig. 6 Net buying volume of private investors after the recommendation

结果表明:首先从总体上看,媒体荐股信息公布后个人投资者为净买入者,荐股信息公布后的 120 个交易日内,个人投资者的净购买量占被推

荐股票流通数量的 2.25%,这说明荐股信息对个人投资者存在引导作用;其次,随着时间的推移,个人投资者的净买入量逐渐减少,说明荐股信息

对个人投资者的影响逐渐减弱;最后,媒体荐股信息在上涨行情中对个人投资者交易行为的影响更为强烈,影响所持续的时间也 longer. 在下跌行情中,个人投资者在股票被推荐后的120个交易日始终表现为净买入,120个交易日的累积净买入量占股票流通股数的6.97%;在上涨行情中,个人投资在股票被推荐后的30个交易日内绝大部分表现为净买入者,累积最高净买入量占股票流通股数的0.38%,之后个人投资者则表现为净卖出.

表6进一步对股票被推荐后个人投资者的交

表6 股票被推荐后个人投资者的购买情况

Table 6 Transactions of private investors after the recommendation

平均日买入量	全部样本	2007年样本	2008年样本	差值:2007-2008	P值
推荐后20日 (P值)	0.0330 (<0.0001)	0.0158 (0.0050)	0.0654 (<0.0001)	-0.0497	<0.0001
推荐后60日 (P值)	0.0276 (<.0001)	0.0020 (0.4413)	0.0758 (<.0001)	-0.0738	<0.0001
推荐后120日 (P值)	0.0187 (<.0001)	-0.0018 (0.2536)	0.0577 (<0.0001)	-0.0595	<0.0001

注:日均买入量=买入股数/流通股数.

以上结果说明,个人投资者在下跌行情中对媒体荐股信息更为依赖.结合表5的结果(下跌行情中被推荐股票在短期和中期内的表现更差),可以推断,个人投资者在下跌行情中基于媒体荐股信息的投资决策会带来更多的损失.

前面的分析结果在一定程度上可以说明个人投资者基于媒体荐股信息的股票交易行为给他们带来了损失,但是存在这样一种可能性,即个人投资者在那些未被推荐股票上的交易也存在相当大的损失.为了对比个人投资者在被媒体推荐股票上的投资收益与在未被媒体推荐的股票上的投资收益,利用日历时间组合(calendar time portfolio, CTP)的方法,对比分析个人投资者在被3大报所推荐的股票和未被3大报所推荐的股票上的投资收益.

参考Liao等^[43]的方法构造日历时间组合:首先选取样本股票组合序列(被推荐组合和未被推荐组合);然后基于样本股票组合序列,从个人投资者交易数据中提取那些净买入为正的交易所形成每个交易日的净买入股票组合;通过假设一定的持有时间(比如10天),特定日期净买入

易情况进行了对比分析.整体上,股票被推荐后,个人投资者为净买入,机构投资者为净卖出,个人投资者在荐股信息刊登后的20日、60日、120日的平均日净买入量分别为0.033%、0.0276%、0.0187%,呈不断下降的趋势.上涨行情中,股票在被推荐后的20天、60天和120天内个人投资者的日平均购买量分别为0.0158%、0.002%和-0.0018%.下跌行情中,股票被推荐后个人投资者的净买入量显著更大,推荐后20日、60日和120日的累积净买入量分别为0.0654%、0.0758%、0.0577%.

的股票经过一定时间(比如10天)后从组合中剔除掉,最终形成日历时间组合;最后,基于日历时间组合,计算该组合在每天的收益率,进而可以计算收益率序列的日平均值.

利用上述方法,得到个人投资者基于被推荐股票的日历时间组合和基于未被推荐股票的日历时间组合.表7列出了不同持有期假设下,被推荐股票和未被推荐股票的CTP组合日平均收益率.

本文发现,在上涨行情的2007年1月—6月,个人投资者在被推荐股票上的净买入所构成的CTP组合收益率和在未被推荐股票上的净买入所构成的CTP组合收益率均为正,但是前者明显低于后者.以仅考虑推荐当日个人投资者的净买入为例,在1天、10天和60天的持有期假设下,个人投资者在被推荐股票上的净买入所构成的CTP组合收益率比在未被推荐股票上的净买入所构成的CTP组合收益率分别低24.77%、33.95%、12.55%.同样,在下跌行情的2008年1月—6月,个人投资者在被推荐股票上的净买入所构成的CTP组合收益率和未被推荐股票上的净买入所构成的CTP组合收益率均为负,除个别

情况外,前者也明显低于后者。上述结果对于考虑推荐当日、推荐后5个交易日、推荐后10个交易日内个人投资者的净买入均具有稳健性。

总之,媒体荐股信息在很大程度上影响了个

人投资者的行为,同时被推荐股票在媒体荐股信息公布后存在显著的负超额收益,两者的综合结果是媒体荐股信息直接导致市场财富从个人投资者流向机构投资者。

表7 个人投资者净买入组合的收益情况

Table 7 Abnormal return of net buying portfolios of private investors

持有时间/天	2007年			2008年		
	1	10	60	1	10	60
A组数据: 只考虑推荐当日的净买入						
推荐股票	0.307 2	0.293 8	0.492 8	-1.125 2	-0.703 1	-0.550 0
未推荐股票	0.408 5	0.444 8	0.563 4	-1.024 0	-0.431 3	-0.494 5
推荐-未推荐	-0.101 2	-0.151 0	-0.070 7	-0.101 2	-0.271 8	-0.055 5
%	-24.77	-33.95	-12.55	-9.88	-63.02	-11.22
B组数据: 考虑推荐后5日的净买入						
推荐股票	0.081 6	0.294 8	0.500 0	-0.918 5	-0.572 5	-0.516 0
未推荐股票	0.508 8	0.459 1	0.554 9	-0.953 1	-0.453 6	-0.504 8
推荐-未推荐	-0.427 3	-0.164 3	-0.054 9	0.034 6	-0.118 9	-0.011 2
%	-83.98	-35.79	-9.89	3.63	-26.21	-2.22
C组数据: 考虑推荐后10日的净买入						
推荐股票	0.268 7	0.379 0	0.538 9	-0.767 6	-0.520 1	-0.546 1
未推荐股票	0.508 8	0.539 3	0.552 1	-0.953 1	-0.381 9	-0.524 7
推荐-未推荐	-0.240 1	-0.160 2	-0.013 3	0.185 5	-0.138 3	-0.021 4
%	-47.19	-29.71	-2.41	19.46	-36.21	-4.08

注: % = (推荐 - 未推荐) / |未推荐|。

在宏观层面,上市公司在不断创造利润,投资者作为一个整体通过现金分红和资本利得的方式分享着公司收益。但是在本文进行的市场微观分析中,由于将市场所有投资者分为个人和机构两大类,个人投资者和机构投资者每一交易日在特定股票上的买卖严格匹配,机构买入股票,对应的是个人卖出股票,同样的,机构卖出股票,对应的是个人买入股票。因此,在剔除了现金分红影响的情况下,机构和个人的收益是一个零和游戏,机构的低买高卖(机构正收益)对应的一定是个人的高买低卖(个人负收益),反之亦然。财富通过股票市场实现再分配,在这两大类投资者之间流动。本文所发现的上述微观行为也为行为金融学理论提供了证据,比如,由于在2007年1月—6月那样的上涨行情中,个人投资者随机购买股票都能取得较好的投资收益,对信息的需求较弱,个人投资者对媒体荐股信息的依赖只有在下行行情中才能更充分地表现出来,因此媒体荐股信息在下行

行情中对个人投资者交易行为的影响更为强烈,影响所持续的时间也更长。而在2008年1月—6月那样的下跌行情中,绝大部分的股票投资者表现为亏损,相对于机构投资者,个人投资者在投资决策时更容易存在心理和行为偏差,倾向于持有亏损的股票,在媒体推荐后很多还会选择补仓,支持了行为金融学中的处置效应。

5 结束语

根据本文第3、4两个部分的数据分析结果,得出以下结论:

首先,我国证券分析师对市场价值信息发掘的能力低下,不能很好地扮演信息传递的角色。分析师在媒体荐股中有追逐市场情绪的倾向,这一方面减少了其挖掘市场信息的成本,另一面更有利于获取投资者的信任。但是,在荐股信息公布后,原本表现良好的股票迅速褪去诱人的成色,在

短期和中期内均存在显著为负的超额收益。这一结果一方面说明我国证券咨询机构水平不足,挖掘价值信息的能力低下;另一方面也不排除利益输送的影响,个别咨询机构或分析师可能以股票推荐为工具,诱导个人投资者入场,帮助庄家获利了结。

其次,媒体荐股信息对市场形成了显著的影响,荐股信息公布的当日及其后一段时间,被推荐股票的收益率、换手率和波动率均表现出明显的异动,单日超额收益率、换手率和振幅均在荐股信息公布的当日达到峰值,说明我国证券分析师在3大证券报上的荐股信息对中小投资者具有强烈的影响和引导作用。作为大众媒体最主要的受众,缺少信息并惯于短线投机和频繁操作的个人投资者,其投资行为会更多地受到荐股信息的影响,从而产生“羊群效应”。当然,市场对证券分析师荐股的依赖也说明,我国股票市场投资者对市场信息的需求很大。

最后,媒体荐股信息公布后,个人投资者在被推荐股票上表现为净买入,机构投资者则表现为净卖出,结合荐股信息公布后被推荐股票在短期和中期内的弱势表现,有充分的理由认为,荐股信息也直接影响了市场财富的分配结构,市场财富从个人投资者流向机构投资者,这在一定程度上会形成和放大马太效应。基于日历时间组合的结果也表明,个人投资者购买被推荐的股票的投资收益大幅低于购买未被推荐

的股票的投资收益。

本文认为,证券分析师能力的不足和投资者理性程度的不足,在一定程度上阻碍了我国市场的进一步发展。因此,如何进一步加强证券咨询行业的建设,规范证券分析师的行为,加强对媒体荐股行为的监管,使其充分发挥促进市场有效信息流动的桥梁作用,为市场健康发展和保护投资者利益贡献力量,是未来我国证券行业发展的重点之一。加强证券咨询行业建设,促进证券市场全面进步,主要从以下几个方面入手。

第1 加强对证券咨询行业的监督管理,进一步完善准入、检查、处罚及市场退出等相关管理手段,严肃证券咨询行业秩序,为市场健康运行和投资者保护创造基本环境。

第2 加强对电视、广播、报刊、互联网等传媒传播证券信息的监管,明确界定大众媒体传播证券信息的责任和义务,引导传媒传播正确的证券市场信息,保护中小投资者的利益。

第3 提高证券咨询业从业人员的专业素质和职业素养,强化证券咨询业的自律管理,全面提高从业人员的工作能力及合规意识,杜绝“黑嘴”和“庄托”等现象的发生,使证券咨询行业走上良性循环发展的道路。

第4 加强投资者教育,以中小投资者为主导的中国证券市场状况在短时间内难以改变,因此,加强投资者素质及理念的教育,也就成为目前切实可行的最有力措施。

参 考 文 献:

- [1] Colla P, Mele A. Information linkages and correlated trading[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 21(2): 785-818.
- [2] 彭叠峰, 饶育蕾, 雷湘媛. 有限关注、噪声交易与均衡资产价格[J]. *管理科学学报*, 2015, 18(9): 86-94.
Peng Diefeng, Rao Yulei, Lei Xiangyuan. Limited attention, noise trading and equilibrium asset prices[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2015, 18(9): 86-94. (in Chinese)
- [3] 孔东民, 孔高文, 刘莎莎. 机构投资者、流动性与信息效率[J]. *管理科学学报*, 2015, 18(3): 1-16.
Kong Dongmin, Kong Gaowen, Liu Shasha. Institutional investors, liquidity and information efficiency[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2015, 18(3): 1-16. (in Chinese)
- [4] 刘晓星, 张旭, 顾笑贤, 等. 投资者行为如何影响股票流动性? ——基于投资者情绪、信息认知和卖空约束的分析[J]. *管理科学学报*, 2016, 19(10): 87-100.
Liu Xiaoxing, Zhang Xu, Gu Xiaoxian, et al. How does investor affect stock market liquidity? Analysis of investor senti-

- ment, information cognition and short-sale constraints [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2016, 19(10): 87 – 100. (in Chinese)
- [5] Akbas F, Armstrong W J, Sorescu S, et al. Smart money, dumb money, and capital market anomalies [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118(2): 355 – 382.
- [6] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors [J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(2): 785 – 815.
- [7] 俞红海, 李心丹, 耿子扬. 投资者情绪、意见分歧与中国股市 IPO 之谜 [J]. *管理科学学报*, 2015, 18(3): 78 – 89.
Yu Honghai, Li Xindan, Geng Ziyang. Investor sentiment, disagreement and IPO puzzle in China's stock market [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2015, 18(3): 78 – 89. (in Chinese)
- [8] Hameed A, Morck R, Shen J, et al. Information, analysts, and stock return comovement [J]. *Review of Financial Studies*, 2015, 28(11): 3153 – 3187.
- [9] 储一昀, 仓勇涛. 财务分析师预测的价格可信吗? ——来自中国证券市场的经验证据 [J]. *管理世界*, 2008, (3): 58 – 69.
Chu Yiyun, Cang Yongtao. Does the predicted price from financial analysts credible? Evidence from Chinese security markets [J]. *Management World*, 2008, (3): 58 – 69. (in Chinese)
- [10] 方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测 [J]. *金融研究*, 2007, (6): 136 – 148.
Fang Junxiong. Corporate disclosure quality and analyst forecasts [J]. *Journal of Financial Research*, 2007, (6): 136 – 148. (in Chinese)
- [11] Barber B M, Loeffler D. The “dartboard” column: Second-hand information and price pressure [J]. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 1993, 28(2): 273 – 284.
- [12] Fama E F. Efficient capital market: A review of theory and empirical work [J]. *Journal of Finance*, 1970, 25(2): 383 – 417.
- [13] Diefenbach R E. How good is institutional brokerage research? [J]. *Financial Analysts Journal*, 2005, 28(1): 54 – 60.
- [14] Bidwell C. How good is institutional brokerage research? [J]. *Journal of Portfolio Management*, 1977, 3(2): 26 – 31.
- [15] Desai H, Jain P C. An analysis of the recommendations of the ‘superstar’ money managers at Barron's annual roundtable [J]. *Journal of Finance*, 1995, 50(4): 1257 – 1273.
- [16] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305 – 360.
- [17] Womack K L. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? [J]. *Journal of Finance*, 1996, 51(1): 137 – 167.
- [18] Peasnell K, Yin Y, Lubberink M. Analysts' stock recommendations, earnings growth and risk [J]. *Accounting and Finance*, 2016, (2): 1 – 38.
- [19] Altınkılıç O, Hansen R S. On the information role of stock recommendation revisions [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(1): 17 – 36.
- [20] Barber B M, Lehavy R, Trueman B. Ratings changes, ratings levels, and the predictive value of analysts' recommendations [J]. *Financial Management*, 2010, 39(2): 533 – 553.
- [21] 朱红军, 何贤杰, 陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据 [J]. *金融研究*, 2007, (2): 110 – 121.
Zhu Hongjun, He Xianjie, Tao Lin. Can analysts in China improve market efficiency? Evidence based on stock price synchronicity and information content in stock prices [J]. *Journal of Financial Research*, 2007, (2): 110 – 121. (in Chinese)
- [22] Bamber L S, Barron O E, Stober T L. Trading volume and different aspects of disagreement coincident with earnings announcements [J]. *Accounting Review*, 1996, 72(4): 575 – 597.

- [23] Busse J A , Green T C. Market efficiency in real time [J]. *Journal of Financial Economics* ,2002 ,65(3) : 415 – 437.
- [24] 余峰燕,郝项超,梁琪. 媒体重复信息行为影响了资产价格吗? [J]. *金融研究* ,2012 ,(10) : 139 – 152.
Yu Fengyan , Hao Xiangchao , Liang Qi. Does stale information from mass media affect asset pricing? [J]. *Journal of Financial Research* ,2012 ,(10) : 139 – 152. (in Chinese)
- [25] Stickel S E. The anatomy of the performance of buy and sell recommendations [J]. *Financial Analysts Journal* ,1995 ,51(5) : 25 – 39.
- [26] Dimson E , Marsh P. An analysis of brokers' and analysts' unpublished forecasts of UK stock returns [J]. *Journal of Finance* ,1984 ,39(5) : 1257 – 1292.
- [27] Womack K L. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? [J]. *Journal of Finance* ,1996 ,51(1) : 137 – 167.
- [28] Mikhail M B , Walther B R , Willis R H. Do security analysts exhibit persistent differences in stock picking ability? [J]. *Journal of Financial Economics* ,2004 ,74(1) : 67 – 91.
- [29] Loh R K , Mian G M. Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations? [J]. *Journal of Financial Economics* ,2006 ,80(2) : 455 – 483.
- [30] Liu P , Smith S D , Syed A A. Stock price reactions to the Wall Street Journal's securities recommendations [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,1990 ,25(3) : 399 – 410.
- [31] Groth J C , Lewellen W G , Schlarbaum G G , et al. An analysis of brokerage house securities recommendations [J]. *Financial Analysts Journal* ,1979 ,35(1) : 32 – 40.
- [32] Morgan J , Stocken P C. An analysis of stock recommendations [J]. *Rand Journal of Economics* ,1998 ,34(1) : 183 – 203.
- [33] Brennan M J , Tamarowski C. Investor relations , liquidity and stock price [J]. *Journal of Applied Corporate Finance* ,2000 ,12(4) : 26 – 37.
- [34] Dhiansiri N , Mandelker G , Sayrak A. The information content of analysts recommendations [C]// Chicago: FMA Conference Paper ,2005.
- [35] Barber B M , Lehavy R , Trueman B. Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms [J]. *Journal of Financial Economics* ,2005 ,85(2) : 490 – 517.
- [36] Malmendier U , Shanthikumar D. Are small investors naive about incentives? [J]. *Journal of Financial Economics* ,2007 ,85(2) : 457 – 489.
- [37] 郭杰,洪洁瑛. 中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究 [J]. *经济研究* ,2009 ,(11) : 55 – 81.
Guo Jie , Hong Jieying. A study on the effectiveness of Chinese security analysts' earnings forecasting behavior [J]. *Economic Research Journal* ,2009 ,(11) : 55 – 81. (in Chinese)
- [38] 薛祖云,王冲. 信息竞争抑或信息补充: 证券分析师的角色扮演——基于我国证券市场的实证分析 [J]. *金融研究* ,2011 ,(11) : 167 – 182.
Xue Zuyun , Wang Chong. Information competition or information complement: The role of security analysts , analysis based on Chinese securities market [J]. *Journal of Financial Research* ,2011 ,(11) : 167 – 182. (in Chinese)
- [39] 周铭山,李四光,林靖. 利益冲突、声誉激励与股票发现有效性 [J]. *管理科学学报* ,2015 ,18(12) : 1 – 17.
Zhou Mingshan , Li Siguang , Lin Jing. Interest conflicts , reputation effects and stock price efficiency [J]. *Journal of Management Sciences in China* ,2015 ,18(12) : 1 – 17. (in Chinese)
- [40] 徐永新,陈婵. 媒体荐股市场反应的动因分析 [J]. *管理世界* ,2009 ,(11) : 65 – 73.
Xu Yongxin , Chen Chan. Analysis on market reaction to media recommendation [J]. *Management World* ,2009 ,(11) : 65 – 73. (in Chinese)
- [41] 冯旭南,李心愉. 主承销商的买入推荐可信吗? ——来自中国的证据和启示 [J]. *投资研究* ,2011 ,(11) : 48 – 60.
Feng Xunan , Li Xinyu. Are buy recommendations of underwriter analysts credible: Evidence from China [J]. *Review of Investment Studies* ,2011 ,(11) : 48 – 60. (in Chinese)

- [42] 余佩琨, 李志文, 王玉涛. 机构投资者能跑赢个人投资者吗? [J]. 金融研究, 2009, (8): 147 - 157.
Yu Peikun, Li Zhiwen, Wang Yutao. Can institutional investors outrun private investors? [J]. Journal of Financial Research, 2009, (8): 147 - 157. (in Chinese)
- [43] Liao L, Li Z, Zhang W, et al. Does the location of stock exchange matter? A within-country analysis [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2012, 20(4): 561 - 582.

Angel or devil? Market effects of media recommendations

*LI Zhi-sheng*¹, *LI Hao*¹, *LIU Chun*², *ZHANG Ting*³

1. School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China;
2. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;
3. School of Business, University of Dayton, Dayton 45469, US

Abstract: This paper manually collected data of analysts' recommendations published in the three largest Chinese security newspaper and investigates the potential investment value and market impact of media recommendations. Empirical results show that: 1) media recommendations have significant impacts on the trading behaviors of individual investors; 2) there are significant negative abnormal returns after the release of media recommendations, which is particularly prominent in the bearish market; 3) media recommendations affect the transfer of market wealth and lead to a direct loss of individual investors. Our study indicates that security analysts in the Chinese market have a poor ability in discovering market information and that there is a possibility of insider trading and interest transfer behavior in the emerging markets.

Key words: media stock recommendations; market reaction; wealth transfer