

分析師是否於首次分析時對受忽略股票 有較正面的研究報告？

羅懷均*

元智大學管理學院

林修葳

東海大學國際經營與貿易學系

國立台灣大學國際企業學系

摘要

分析師納入或剔除其所分析股票，取決於追蹤成本與效益，所以其將機構投資人較少進出且只被少數分析師關注的股票納入分析，必然是其相當看好該企業前景。因此本文比較證券商或分析師首次分析特定股票時，對分析師關注程度不同個股研究報告是否有所差異及其後的市場反應。結果顯示，分析師對低市場關注股票有較正面的首次研究報告，而股票投資人對此正面訊息也有較大的回應，即使控制投資評等後，結果仍然顯著。長期則因分析師關注程度低股票有更佳的流動性改善效果，公司價值顯著增加。此外，本文也發現已上市年度愈長，首次被分析師納入者之長期表現愈好。此研究並探討證券商首次分析與分析師首次分析之差異與特點。本研究也發現低市場關注個股在分析師或證券商首次分析後，其他關注此股票之分析師數目與股票的流動性會逐漸提高，但所增加的數目並未超過原本已受到市場高度關注股票。

關鍵詞：首次被分析師納入、分析師納入股票決策、被忽略個股

* 通訊作者電子信箱：hclo@saturn.yzu.edu.tw。地址：桃園市中壢區遠東路 135 號。

收稿日：2012年5月

接受日：2015年9月

二審後接受

主審領域主編：金成隆教授

DOI: 10.6552/JOAR.2018.66.3

Will An Analyst Report More Positively for Less-Covered Stocks When They Are First Included on His/Her List?

Huai-Chun Lo*

College of Management
Yuan Ze University

Hsiou-wei Lin

Department of International Business
Tunghai University
Department of International Business
National Taiwan University

Abstract

A security analyst may trade off the benefits of his/her covering companies against the costs. He/she includes less-covered stocks on the lists unless he/she feels optimistic regarding them. This study aims to investigate whether a security analyst would report differently when initiating coverage for the less-covered versus the well-followed stocks and how the market reacts to these reports. The results support the notion that an analyst tends to release more positive research reports for coverage initiation on the less-covered stocks, and the market reacts favorably to such positive information. Moreover, our results show that the less-covered stocks gradually increase their firm value, resulting partially from the enhancement in liquidity. Furthermore, there exists a positive relationship between the firm ages and their long-run stock returns since coverage initiation.

Keywords: *Coverage initiation, Coverage decision, Neglected stock.*

* Corresponding author, email: hclo@saturn.yzu.edu.tw. Address: No.135, Yuan-Tung Rd., Chung-Li Dist., Taoyuan City 320, Taiwan (R.O.C.)

壹、緒論

效率市場假說認為股價充分反應新的訊息，投資人無法賺取超額報酬。但市場容易忽略較少受到投資人或分析師關注股票之新訊息，好消息未必反映於股價中。而有些分析師是精明的市場參與者，其可能注意遭市場忽略的股票，且發佈研究報告將其推薦給投資人。本文即探討是否有些精明分析師注意到低市場關注股票，並推薦給投資人。特別的是此研究主要探討對象為分析師或證券商推薦其過去從未推薦過的股票，此即本文所指的首次分析。

首先討論分析師首次分析時，其研究報告是否較為樂觀，包含股票推薦評等與長短期盈餘預測；進而探討首次分析時市場短期的市場反應是否較大及長期是否可增加公司價值。更重要的是，是否這些首次分析的特點主要是集中在易受市場忽略的股票。此外，本文也探討是否首次分析後可帶動其它分析師一起加入分析相同的股票。

分析師增加或減少分析股票的決策主要受到其利益和成本所影響，而資訊產生的過程是有成本的。證券商每年花費大筆金額分析股票，並給予投資人建議，總是希望獲得回報。然而，不同股票對於分析師的利益和成本並不一定相同，故對不同股票是否要納入分析的門檻不一定是相同的。McNichols and O'Brien (1997)認為分析師得到的訊息價值須高過某一個門檻，他才願意納入某一支股票。特別是那些市場關注程度較低的股票，規模較小，資訊流通不足，大的機構通常不願意購買這類股票，故分析師更不願意分析這類股票，因其帶給分析師的利益也較小。所以一旦分析納入這些低市場關注股票作為其分析的投資標的，也代表分析師相當看好該股票的前景，或是有相當價值的私人訊息，也因此給予這類股票較佳的投資評等。本文研究結果顯示，首次分析對於市場關注程度低的股票，有較正面的股票投資評等。且在此較正面的研究報告下，低市場關注股票也享有較大的市場反應。

此外，分析師為了促進交易，即使在相同評等下，須藉由更具吸引力的分析報告來促使投資人進入交易。亦即分析師除了對低市場關注股票有較正面股票推薦評等，也藉由樂觀的盈餘估計與盈餘成長率預測促使投資人交易 (Hayes 1998; Barth, Kasznik, and McNichols 2001; Irvine, Lipson, and Puckett 2007)¹。所以本文發現，即便在相同投資評等下，分析師仍然對首次分析股票有較樂觀的盈餘預測與盈餘成長率預測；因此，低市場關注股票於分析師首次分析仍會引起較大之市場反應。

在首次分析後，長期是否可以增加公司的價值，本研究結果與 Irvine (2003)的研究一致，首次分析可以增加股票的流動性，進而增加公司價值。但本文進一步發現，首次分析後市場關注程度高的股票所能增加的流動性有

¹ 指分析師會策略性地提高盈餘預測以增加交易佣金和其它相關業務的利益。

限，故公司價值無明顯增加；因此首次分析在長期可增加公司價值的結果主要是集中在市場關注程度相對較低的股票。

本文研究也發現，雖然首次分析長期可增加公司價值，但在股票公開上市的前幾年，此價值增加並不存在，尤其是受市場關注程度高的股票最為嚴重，受市場關注程度低股票受到的影響是較輕微的。此情況符合過去學者研究(Ritter 1991; Ritter and Welch 2002)，股票公開上市後，在蜜月期市場過度反應，導致後來股票市場的修正，長期投資無法賺取超額報酬。因此本文發現在股票公開上市的前幾年，首次分析並無法增加高市場關注股票的公司價值。但當股票公開上市三年後，首次分析後之長期報酬也愈高，故股票公開上市顯著影響首次分析的結果。而首次分析包含為數不少的剛上市公司，顯示未來首次分析相關的研究應小心控制此一因素。

最後，本文發現低市場關注股票在分析師首次分析後所能帶動其它分析師加入分析的人數並未超過高市場關注股票。研究結果顯示，低（高）市場關注程度股票首次被納入分析後所能增加的新分析師較少（多），但總分析師追蹤人數(analyst following)卻較多（少）。此結果隱含雖然有較多分析師納入高市場關注股票為其研究標的，但這些分析師也較快轉移其關注對象，容易轉換去分析其它股票；而對受市場忽略的股票，一旦納入分析組合後，則較不輕易放棄這支股票。

本文另一特點是將首次分析的樣本根據分析師首次分析或證券商首次分析區分為三類互斥的樣本。分析師首次分析指這位分析師推薦過去該分析師從未推薦過的股票，證券商首次分析指該證券商推薦了該證券商過去從未推薦過的股票。此研究的第一類樣本為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；第二類樣本為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；第三類樣本為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。

當證券商與分析師首次推薦該股票可能有某些特殊原因，如該證券商認為有某些新上市的股票或過去被市場忽略的股票未來有極佳成長潛力等(McNichols and O'Brien 1997)，因此首次分析的股票的研究報告可能較為正面，如第一類樣本。樣本落於第二類可能的原因為該證券商看好某些產業，並擴充其研究的廣度，因此從其它證券商挖角對該擴充產業有經驗的分析師²；或是當分析師轉換到新證券商時，保留舊有分析股票中未來成長潛力較佳之股票³。

² 此與 Clarke, Khorana, Patel, and Rau (2007)的研究類似，其發現美國分析師轉換到其它證券商時，通常會保留超過一半以上原先分析的股票。

³ Clarke et al. (2007)發現，轉換到其它證券商時，傾向於保留在該產業規模較大或成交量較大或市價帳面價值比(market-to-book ratio)高的股票。

樣本落於第三類可能原因為該分析師剛轉至其它證券商任職，接手同一證券商過去的分析標的，如新進分析師或剛跳槽的分析師，接手此證券商其它分析師（如離職或轉換研究產業）的研究標的。Irvine (2003)與 Clarke et al. (2007)認為分析師研究股票標的的決策在一定程度上可能會受到證券商所影響⁴。因此，如果是在證券商要求下才納入分析的標的，分析師的研究報告內容不一定會與非首次分析股票的研究報告有顯著差異。

綜上所述，這些定義雖然類似，但仍各有各的特色；其中，第一類與第二類樣本較能符合 McNichols and O'Brien (1997)的自我選擇假說，第三類樣本則較屬於證券商要求下才納入分析的標的，因此分析師的研究報告內容不一定會與非首次分析股票的研究報告有顯著差異。本文的特點為同時包含這些樣本，並加以區分為不同類別樣本，以更瞭解其差異性，並探討不同特色的樣本其研究報告與對資本市場的影響。

研究結果發現，不論是證券商首次分析或分析師首次分析，其研究報告大體上較正面。但證券商首次分析的報告相較分析師首次分析是更為樂觀（如第一類與第二類樣本），反映出分析師要在該證券商增加分析新的股票需經由較複雜的審核程序(Irvine et al. 2007)，也因此需有更強烈的理由來支持其報告，所以有更正面的研究報告。若僅是接續同一證券商其它分析師的工作不必然有較正面的首次分析研究報告（如第三類樣本）。

過去研究首次分析的文獻，少數採取證券商首次分析(Chan, Brown, and Ho 2006; Brown, Chan, and Ho 2007)，但多數文獻(McNichols and O'Brien 1997; Branson, Guffey, and Pagach 1998; Irvine 2003; Irvine et al. 2007)均是採取分析師首次分析的資料，亦即包含本文的第三類樣本，將可能增加一些干擾因素。因此本文將樣本區分為三類，以更了解不同定義之差異。

本文延伸 Demiroglu and Ryngaert (2010)的研究，探討被忽略股票處於被忽略時期的投資評等、宣告報酬與長期公司價值，但本文更著重於比較證券商首次分析時，被忽略股票與受歡迎股票之間的差異，且 Demiroglu and Ryngaert (2010)的樣本並未包含受歡迎股票。其只探討該股票第一次被分析師納入投資組合，之後被第二位分析師納入投資組合即不屬該研究的樣本；因此一支股票只會被納入樣本一次，其樣本是屬於最為極端的被忽略股票，也因此其樣本數稀少。本文的研究樣本與 McNichols and O'Brien (1997), Branson et al. (1998), Irvine (2003), Chan et al. (2006), Brown et al. (2007)較類似⁵，樣本定義為只要是屬於該證券商或分析師對該股票的首次分析即納入樣本，所以同一支股票在不同時點皆有可能被納入樣本中。且這些文獻並未區分被忽略

⁴ Clarke et al. (2007)認為證券商為了取得承銷或購併業務，雖然不一定會影響分析師的研究報告內容，但會挖角明星分析師去分析潛在客戶。

⁵ 雖然本文的樣本定義完全包含了 Demiroglu and Ryngaert (2010)的樣本定義，但本文的樣本並不包含該研究樣本，因為如第三部分資料來源所述，本文要求的樣本尚須符合被分析股票、證券商、分析師在 I/B/E/S 內至少出現半年。

股票和受歡迎股票。因此本文著重於比較證券商首次分析時，被忽略股票與受歡迎股票之間的差異，並因此發現過去文獻對於首次分析的研究結果，效果主要是來自於被忽略股票的影響。因此，若採行首次分析的投資策略，應著重於首次分析的被忽略股票，而非受歡迎股票；且本文的定義相較於 Demiroglu and Ryngaert (2010)，會發掘更多可執行的投資機會。

本文貢獻於幾個方面，並進一步釐清過去學者的研究。第一，McNichols and O'Brien (1997)認為分析師首次分析會有較正面的股票研究報告，此研究更明確指出，首次分析較樂觀的報告又集中於市場注意程度較低的股票。第二，Branson et al. (1998)認為因為忽略效果(neglected effect)，導致受市場忽略的股票報酬在被分析師納入分析後享有較高的報酬；但本文提出另一證據顯示，因為首次分析時對受市場忽略的股票有較為正面的股票推薦評等與盈餘預測，因而使得受市場忽略的股票有較高的報酬。第三，Irvine (2003)認為分析師首次分析在長期可增加公司價值，而本文則加以釐清此公司價值的增加主要集中於受市場關注程度低的公司；受市場關注程度高的公司，即使被分析師納入分析後，不見得能增進該股票的流動性，因而無法增加公司價值。第四，本文釐清不同首次分析定義，及其定義之樣本特點、分析師報告的樂觀程度、市場短期反應與公司長期價值之差異。本文發現證券商首次分析才具有較大的效果，僅僅是分析師的首次分析，其效果不明顯。第五，有許多投資人採取首次分析的投資策略，甚至有投資機構（例如 Zacks Investment Research, Inc.）專門提供分析師首次分析的資料予投資人進行投資決策分析。本文結果顯示，以持有一年的股票報酬分析，若是公開上市三年以後的股票，首次分析的投資策略是有效的，特別是受市場關注程度低的股票且為證券商首次分析享有更大的效果。但對於股票公開上市三年內的股票而言，首次分析的投資策略未必有效。第六，股票公開上市後之期間長短，嚴重影響首次分析的長期報酬表現，因此當研究股票報酬時，不論是投資人或其它相關的學術，應將股票公開上市時間長短納入研究控制中。第七，此研究顯示分析師可能不願納入市場關注程度低的股票，但一旦納入分析組合中，分析師對於低市場關注股票的研究報告是相對樂觀，此結果幫助瞭解分析師納入分析股票的決策過程與其研究報告的品質。

後續部分包含第貳節的假說推論；第參節說明樣本與資料來源，及樣本的敘述統計；第肆節則為相關的實證結果；最後一節為本文的結論。

貳、假說推論

不論是證券商或分析師在決定是否納入新的股票時皆會受到資源限制所影響，例如人力、時間限制等。證券商和分析師會加權其機會成本及利益決定是否納入其它的股票。而利益來自於交易佣金及後續可能的顧問或承銷業務。

基於大多數投資人屬於股票市場的買方，分析師為促進交易其報告傾向揭露正面訊息而非負面訊息。所以若分析師選擇性地揭露正面訊息，則分析師容易納入分析的股票也是其認為未來展望好的股票。因此 McNichols and O'Brien (1997)的研究顯示分析師首次分析的股票近 68.7%是買進或強烈買進的投資建議，相較於非該分析師首次分析的股票，約只有 49.2%是正面推薦。然而，低市場關注股票通常其規模也較小、流動性較差、價格容易受到操縱且資訊來源較少，面臨的不確定性風險較高，所以較少受到機構投資人青睞。分析師在有限資源下，通常不願意納入這一類股票，因能得到的回報有限。但也因其資訊流通較慢，訊息並未完全反映在股價上。若分析師有私人訊息或某些公開訊息，但尚未被其它分析師或投資人發現，則分析師會有動機納入這類市場關注程度低的股票。

也就是分析師通常不太願意分析低市場關注股票，但一旦納入這類股票，也同時代表這個股票應是分析師相當看好的股票，並因此發佈較佳的投資評等，這也形成本文的第一個假說：

假說 1：首次分析的研究報告對於低市場關注股票會發佈較佳的股票投資評等。

分析師為支持其投資評等建議，其投資報告中必然會舉出許多理由來說明，例如較佳投資評等的股票其盈餘預測相較於較差投資評等股票是較樂觀 (Eames, Glover, and Kennedy 2002)。此外，分析師納入新股票分析的主要理由之一為分析師相信他能促使該證券產生交易，也就是分析師納入新股票分析必然是當他能夠提供令人注目的報告來說明該股票的基本面或股價有獨特之處 (Irvine 2003)。因此可以預期，即使在相同投資評等下，分析師尚須以更樂觀的盈餘和盈餘成長率預測來吸引客戶購買其較不願意接觸的股票，如低市場關注股票，以獲取交易佣金。所以本文的第二個假說如下：

假說 2：即使在控制不同的投資建議評等後，對於市場關注程度低的股票會發佈較正面的盈餘和盈餘成長率預測。

如果假說 1 和假說 2 成立，顯示分析師對市場關注程度低的股票會給予較樂觀的評等，且相同評等下也需有更樂觀的盈餘和盈餘成長率預測以吸引客戶進行交易。因此我們也可以預期，首次分析對低市場關注股票會產生較大的市場反應。

有更多分析師納入分析對股票有許多好處，如 Brennan and Subrahmanyam (1995)認為可以增加股票的流動性；Peterson (1987)認為首次分析較其它股票的研究報告有更好品質的資訊；Moyer, Chatfield, and Sisneros (1989)認為更多分析師分析的股票，有較佳的監督效果並減少代理成本。因此 Irvine (2003)的結果認為首次分析後可以增加流動性進而增加公司的價值。而低市場關注股票一般來說其流動性本來就較差，在邊際效果遞減下，首次分析後相較於高

市場關注股票所能增進的流動性和監視效果應較佳。而 Kecskes and Womack (2008)認為若市場過度反應分析師納入分析的決策，當一股票分析師關注人數過度增加，未來的報酬卻是較低。假說 3 如下：

假說 3：首次分析後可以增加市場關注程度低的公司之價值。

參、資料來源與敘述統計

一、資料來源

本文所指的「首次分析」指第一次對特定股票做股票投資評等建議。以往相關研究是探討分析師盈餘預測資料的首次分析，但分析師的主要任務是提供投資人投資建議，盈餘預測只是連帶的副產品，因此本文是以分析師的投資建議資料來定義其「首次分析」。本文對首次分析又加以區分為「證券商首次分析」或「分析師首次分析」。「證券商首次分析」是指該股票第一次被該證券商的分析師納入研究組合並發佈投資評等建議，或至少一年內該證券商並無任何分析師分析過此一股票。「分析師首次分析」則是指該股票是此分析師生平第一次對其發佈投資建議。

本文的股票投資評等建議和年盈餘預測與盈餘成長率預測的資料是來自 I/B/E/S⁶。I/B/E/S 資料庫尚包含發佈投資建議與盈餘預測時之分析師的發佈日期及分析師所屬證券商，因此本研究得以判定哪些投資評等是屬於證券商首次分析該股票，哪些屬於分析師首次分析該股票。由於 I/B/E/S 資料庫中，盈餘預測資料最早於 1978 年即開始，但股票投資評等資料卻是自 1993 年中才開始。為確保該分析師或證券商確實是首次對該股票做推薦評等，故本文尚由盈餘預測資料中去確認這些樣本確實是證券商首次分析或分析師首次分析。為更瞭解不同定義之首次分析特性，將樣本區分為「同時為證券商與分析師的首次分析（樣本一）」、「只含證券商首次分析（樣本二）」與「只含分析師首次分析（樣本三）」三類互不重複的樣本。

此外，如同 Irvine et. al (2007)，為避免證券商被 I/B/E/S 納入時間的不一致，首次分析的樣本只納入證券商在 I/B/E/S 投資評等資料至少已出現半年以上的樣本。McNichols and O'Brien (1997)認為分析師進入此行業的前半年為其建立分析投資組合的時期，而稱其為「原始分析組合」。該時期分析師經驗及歷練不足，較難憑分析師自己的意願挑選股票標的。故為確保分析師是有較大權力選擇其有興趣的股票，本文樣本排除分析師進入此行業的前半年樣本。另外，本文探討股票的市場關注程度與分析師研究報告的關連性，而市場關注程度以分析師關注人數衡量，即首次分析時點的前半年衡量該股票受到多少分析師納入其分析組合。所以首次分析的股票在 I/B/E/S 內至少需有半年以上的時間，以避免當某一股票剛上市或股票剛進入 I/B/E/S 時，其市場關

⁶ Institutional Broker Estimates System, recommendation file.

注程度受到的扭曲。亦即研究內定義之首次分析樣本，至少其證券商、分析師與被分析股票出現在 I/B/E/S 投資評等資料內均至少六個月以上，此也可以避免 Rajan and Servaes (1997)認為 I/B/E/S 選擇性納入證券商、分析師或股票進入其資料庫的問題，如此亦較能確保納入本文樣本的股票，的確是證券商首次分析或分析師首次分析。

此研究以 I/B/E/S 資料庫之資料來區分證券商或分析師的首次分析，並要求證券商、分析師、公司均必須在 I/B/E/S 資料庫出現半年以上，以確保這些樣本屬於該證券商或分析師的首次分析。但資料來源受限於依靠單一資料庫資料為本文之研究限制，仍有可能未捕捉到各類媒體的第一次報導。建議後續相關研究應再核對包括 First Call, Invest test, Factiva 或 Lexis 等不同資料庫來源，以更精確地確認首次分析最早的事件日。

股價、成交量與股票報酬日資料收集自 CRSP，股價資料收集到 2009 年底。本文要求納入樣本資料需確保在首次分析後需至少有一年股票日報酬率之資料（252 個交易日）以衡量首次分析後之市場反應與長期是否能增加公司價值。另本文探討分析師對當年、一年、兩年後之盈餘預測誤差，但許多分析師均只預測兩年內的盈餘，因此本研究亦要求納入樣本資料需包含首次分析時需有對最近一年及最近第兩年之盈餘預測。須滿足上述首次分析定義、股票報酬、盈餘預測要求之樣本共有 36,378 筆的公司一年一證券商—分析師資料，涵蓋期間自 1994 年至 2008 年底，包含有 5,530 位分析師與 5,453 家公司。

此外，機構所有權資料取自 Thomson Reuters CDA/Spectrum Institutional 13(f)資料庫，證券商承銷資料與公司首次公開上市資料取自 SDC 資料庫，其餘更換會計師事務所、會計師審核意見及其它公司特點資料均取自 Compustat 北美資料庫。

二、敘述統計

本文以分析該股票的分析師人數來衡量該股票被市場關注的程度，定義為以首次分析時點之前六個月期間，市場上有多少位分析師曾對該股票做推薦評等來衡量。最後如同 Das, Guo, and Zhang (2006)與 Verardo (2009)，將分析師關注人數區分成低、中、高三個群組；而為使樣本一的三群樣本數約略相同，將分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，也就是屬於較少受到分析師關注的股票；當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上），則歸類於“High”，代表該股票在市場上是較受歡迎的股票；其餘樣本則歸類在“Medium”組別。以特定人數來區分組別，尚可比較各樣本（樣本一至樣本三）在分析師關注人數組成上的差異，如表 1 可明顯看到三類樣本在“Low”、“Medium”與“High”的分佈比例明顯不同，也隱含三類樣本具有不同特性。

此外，本文對於分群的臨界點並不敏感，例如：此研究也採取 Chan and Hameed (2006)的方法，每年均重新將樣本分群，分群原則是盡量使該年樣本在高中低三個群組的樣本盡量相同，但本文結果並未因分群方式變更而有太大的影響。⁷

表 1 敘述統計

樣本別 變數名稱	樣本一				樣本二				樣本三			
	合計	Low	Medium	High	合計	Low	Medium	High	合計	Low	Medium	High
<i>N</i>	22,833	7,725	9,419	5,689	9,447	1,896	3,917	3,634	4,098	737	1,444	1,917
<i>Size</i> (millions)	5,351 (949)	591	2,193	17,04	8,504 (1,596)	539	2,327	19,319	12,824 (2,047)	451	2,652	25,242
<i>Analyst Following</i>	10.25 (8)	3.06	9.37	21.49	13.28 (12)	3.21	9.76	22.34	14.90 (14)	3.35	9.62	23.31
<i>Broker Size</i>	61.42 (39)	50.85	69.08	63.10	55.40 (36)	49.28	61.54	51.99	107.22 (96)	73.44	111.33	117.11
<i>NCov</i>	11.47 (10)	12.30	11.49	10.31	5.98 (3)	7.60	5.98	5.13	9.57 (9)	10.18	10.00	9.01
<i>Analyst Experience</i> (year)	3.56 (3)	3.40	3.63	3.69	4.28 (4)	3.79	4.22	4.59	3.58 (3)	3.01	3.51	3.84
<i>Change Brokerage</i> (%)	15.06	13.22	14.90	17.82	64.51	50.63	67.30	68.74	25.33	23.88	24.17	26.76
<i>Nasdaq</i> (%)	52.58	66.87	49.81	37.74	39.92	62.03	42.15	25.98	44.73	72.05	46.54	32.86

註：表 1 呈現研究樣本的樣本數與平均數。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。其它個變數定義為：*N* 代表樣本數；*Size* 為首次分析時點前一個月之股票市值；*Analyst Following* 為首次分析時點前 6 個月期間，有多少位分析師曾對該股票做投資建議；*Broker Size* 為首次分析時點前 6 個月期間，有多少位分析師曾經在證券商發佈過投資建議報告；*NCov* 為首次分析前三個月期間該分析師曾經分析過的公司數目；*Analyst Experience* 為分析師首次分析時點距其首次出現在 I/B/E/S 投資建議資料庫的時間；*Change Brokerage* 指分析師由既有服務的證券商轉換到其它證券商半年內的期間所發佈的分析報告；*Nasdaq* 指該股票是在那斯達克交易所掛牌交易。括號內為中位數。

為更瞭解樣本資料，表 1 為樣本的敘述統計資料，顯示不同首次分析定義和不同分析師關注程度的樣本及資料特性。敘述統計中各變數包含規模 (*Size*)、分析師追蹤人數 (*Analyst Following*)、證券商規模 (*Broker Size*)、分析師分析之股票數目 (*NCov*)、分析師經驗 (*Analyst Experience*)、分析師剛轉換證券商 (*Change Brokerage*)、股票是否在那斯達克交易所交易 (*Nasdaq*)。公司規模 (*Size*) 為首次分析時點前一個月之股票市值；分析師追蹤人數 (*Analyst Following*) 指在首次分析時點前 6 個月期間，有多少位分析師曾對該股票做投資建議；證券商規模 (*Broker Size*) 以該證券商聘僱多少分析師衡量，定義為首次分析時點前 6 個月期間，有多少位分析師曾經在證券商發佈過投資建議報告；分析師分析之股票數目 (*NCov*) 指首次分析前三個月期間該分析師曾經分析過的公司數目；分析師經驗 (*Analyst Experience*) 是衡量分析師首次分析時點距其首次出現在 I/B/E/S 投資建議資料庫的天數，並轉換為年單位；分析師剛轉換證券商 (*Change Brokerage*) 是指標變數，若分析師由既有服務的證券商轉換到其它證券商半年內期間所發佈的分析報告則記為 1，其它則為 0；股票是否在那斯達克交易所交易 (*Nasdaq*) 為指標變數，若被分析股票在那斯達克交易所交易則計為 1，其它為 0。

⁷ 因篇幅限制，此部份結果並未列於本文，有興趣的讀者可向作者索取。

樣本中以樣本一的樣本數最多，達到 22,833 筆；樣本二次之，為 9,447 筆資料，樣本三只有 4,098 筆資料。不同首次分析的定義，其涵義也不相同。由追蹤該股票之分析師人數(*Analyst Following*)可觀察到樣本一為 10.25 人，是平均分析師人數最低的樣本，而樣本二與樣本三分別為 13.28 與 14.9 人。而樣本一的分析師關注人數在“Low”組別佔了樣本一的 33.8%，亦較樣本二與樣本三之分析師關注人數低組別之比例高，其原因可觀察分析師所屬之證券商規模(*Broker Size*)與分析師是否剛到新證券商(*Change Brokerage*)觀察。首先，分析師所屬的證券商規模在樣本一平均為 61 人，但樣本三平均為 107 人；顯示大的證券商分析涵蓋範圍較廣，除了草創初期或有新股票剛上市外，比較難有機會分析到該證券商所不曾分析過且較重要的股票，因此樣本三通常屬於較大證券商所發佈的投資評等，也因此，其研究標的會較偏重受到市場注意的股票。其次，表 1 可觀察到樣本二有超過一半(64.51%)的樣本是屬於分析師剛換證券商半年內(*Change Brokerage*)，遠超過其它兩群樣本；且此樣本的證券商規模最小只有 55 人，顯示該類樣本有許多是較小證券商由其它相對大證券商跳槽或挖角過來，以擴充該證券商的研究範圍或產品線，而擴充對象也是相對較受到市場歡迎的股票。

公司規模(*Size*)是平均股票市值，由此可看出首次分析的股票其規模是相對較小的，如樣本一的平均規模僅有 5.35 億。括號內是中位數，由於公司規模的中位數比平均數小很多，公司規模呈嚴重右偏，顯示有極少數的大公司存在。表中也顯示大公司受到分析師關注的程度高，而規模愈小的公司所能替分析師帶來的利益不一定大，故受到分析師關注的程度也愈低。而那斯達克交易所交易的股票相較紐約證交所或美國證交所股票規模來得小，故樣本一和分析師關注人數較低群組有較多股票是屬於那斯達克交易所。

此外，證券商規模愈小較容易納入分析師關注程度低的股票作為分析的標的，其原因也許是利基市場策略，因有重要客戶持有這類股票或客戶對某些分析師關注程度低股票有強烈的興趣，此也許是較小規模證券商的生存方式之一。另外，證券商規模愈小，每位分析師要分析的股票數目愈多，所以對於低市場關注股票，其分析師分析之股票數目(*NCov*)平均而言較高。表 1 也顯示分析師關注程度高之樣本，屬於剛跳槽到新證券商(*Change Brokerage*)分析師的比例愈高，反映分析師在建立其分析組合時，優先考慮的分析標的是市場上較受歡迎的股票。

由表 1 也可以發現，樣本二與樣本三包含較多雜訊，如樣本二有較高比例是由剛跳槽分析師組成，樣本三是雇用其它分析師接手原有分析師的工作。因此，此研究區分三類樣本，以釐清不同樣本之特點。

肆、實證結果

在這一部份檢驗不同市場關注程度與證券商或分析師首次分析的研究報告內容之關連性，並檢驗不同資訊是否造成不同的市場反應。最後比較長期是否可增加公司價值與是否可帶動其它分析師加入追蹤該股票的風潮。

一、首次分析之宣告報酬及資訊效果

(一) 投資建議

首先檢驗分析師的推薦評等與市場關注程度關係，並列於表 2，SB、B、H、S、SS 分別為強烈買進(strong buy)、買進(buy)、持有(hold)、賣出(sell)或強烈賣出(strong sell)。不論哪一群樣本，表中可以看出分析師投資建議對分析師關注程度低股票是相對正面。尤其是樣本一“Low”組別接近八成的投資建議均是正面推薦（買進或強烈買進），負面推薦的比率僅 1.1%，遠遠高過一般的研究。而“High”組別的正向推薦僅只有約六成，與一般情況下分析師推薦正面評等(Barber, Lehavy, and Trueman 2007; Malmendier and Shanthikumar 2007)相差不多。“Medium”組別則大約有 67%是正面推薦評等，與所有首次分析的比例差不多。由「合計」顯示分析師在首次分析時是較樂觀，也符合 McNichols and O'Brien (1997)提出分析師是選擇性分析，只納入其認為未來發展較好的證券。但表 2 也顯示首次分析有較正面看法的樂觀情況，主要集中在分析師關注程度低的股票，尤其在「強烈買進」的差異更是明顯。

最後，根據 I/B/E/S 的推薦代號，以「強烈買進」為 1，「強烈賣出」為 5，計算各分組的平均分數，愈低代表推薦是愈正面。結果如同分配的結果，隨分析師關注人數愈低，平均分數也愈低，亦即股票推薦評等更為正面。差異值是低組別與高組別平均分數之差，並分別以 *t* 檢定與卡方檢定兩組平均分數與分配的差異，結果顯示兩組差異相當明顯。

表 2 股票投資評等分配

分析師追蹤人數	SB	B	H	S	SS	合計	平均分數	Low 與 High 之差異		
								差異值	t 值	卡方值
A: 樣本一										
Low	3,064 (39.66%)	3,026 (39.17%)	1,550 (20.06%)	50 (0.65%)	35 (0.45%)	7,725	1.83	-0.37	25.09 ***	601.19 ***
Medium	2,967 (31.50%)	3,420 (36.31%)	2,857 (30.33%)	110 (1.17%)	65 (0.69%)	9,419	2.03			
High	1,469 (25.82%)	1,925 (33.84%)	2,068 (36.35%)	138 (2.43%)	89 (1.56%)	5,689	2.20			
合計	7,500 (32.85%)	8,371 (36.66%)	6,475 (28.36%)	298 (1.31%)	189 (0.83%)	22,833	2.01			
B: 樣本二										
Low	648 (34.18%)	672 (35.44%)	530 (27.95%)	31 (1.64%)	15 (0.79%)	1,896	1.99	-0.24	9.17 ***	82.80 ***
Medium	1,171 (29.90%)	1,147 (29.28%)	1,484 (37.89%)	48 (1.23%)	67 (1.71%)	3,917	2.16			
High	1,013 (27.88%)	990 (27.24%)	1,477 (40.64%)	72 (1.98%)	82 (2.26%)	3,634	2.24			
合計	2,832 (29.98%)	2,809 (29.73%)	3,491 (36.95%)	151 (1.60%)	164 (1.74%)	9,447	2.15			
C: 樣本三										
Low	223 (30.26%)	300 (40.71%)	207 (28.09%)	6 (0.81%)	1 (0.14%)	737	2.00	-0.32	8.57 ***	71.56 ***
Medium	345 (23.89%)	556 (38.50%)	495 (34.28%)	40 (2.77%)	8 (0.55%)	1,444	2.18			
High	394 (20.55%)	639 (33.33%)	788 (41.11%)	75 (3.91%)	21 (1.10%)	1,917	2.32			
合計	962 (23.47%)	1,495 (36.48%)	1,490 (36.36%)	121 (2.95%)	30 (0.73%)	4,098	2.21			

註：表 2 呈現不同群組股票推薦的樣本數與平均分數，括號內為樣本佔該群組的百分比，以檢驗分析師的推薦評等與市場關注程度關係。表中顯示首次分析有較正面看法的樂觀情況，且主要集中在分析師關注程度低的股票。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。SB、B、H、S、SS 分別為強烈買進、買進、持有、賣出或強烈賣出，平均分數是以強烈買進為 1 分，強烈賣出為 5 分計算之平均分數。差異值是“Low”組別與“High”組別平均分數之差，t 值是兩群組平均數差異的統計量並取絕對值，卡方值是檢驗“Low”與“High”組別分配差異的統計量。* 表達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。

至於樣本二與樣本三的結果，也符合上述觀察，對分析師關注程度低股票會有較正面的投資評等；但敘述統計呈現出樣本特性的不同，其正面程度較樣本一低，樣本三甚至較一般市場的推薦更不樂觀。由表 3 可更清楚看出其差異所在。

表 3 第一部份比較首次分析與同一分析師過去三個月對其它股票的推薦⁸。「過去推薦組合」指的是同一分析師在首次分析時點前三個月的分析組合，所以每一筆首次分析皆有其各自相對應之過去推薦組合⁹。並如同表 2，比較其平減後之平均數和分配。平減後平均數是將首次分析的分數平減過去推薦組合的平均分數（依照 I/B/E/S 的推薦代號計算），平減後若為負數代表分析師對首次分析的股票，相較於自己過去分析的股票有較正面的看法。第二部份比較首次分析與市場上其它分析師對相同股票的推薦平均值，與第一部份類似，每一筆首次分析都可對應一組三個月內市場上其它分析師對相同股票的推薦，並以首次分析的評等分數減去市場其它分析師的評等分數。若為負號，代表即使面對相同股票，首次分析的推薦評等是較其它分析師樂觀。由於分析師不一定有過去三個月對其它股票的推薦評等，且市場上過去三個月也不一定對研究樣本的股票有所推薦評等，故樣本數相較表 2 略微較少。

表 3 結果顯示樣本一與樣本三之首次分析皆較分析師原本的分析組合有更正面的推薦，且隨分析師關注程度愈低此調整後的正面態度愈大；樣本二則只有“Low”組別有顯著較正面推薦。在與市場其它分析師比較部分，在樣本一與樣本二則是只有分析師關注程度低的首次分析相較市場看法才會有較正面的推薦，“High”組別沒有顯著差異，甚至並沒有比市場看法更正面（平減後為正號）。樣本三是則除了“Low”組別外，皆較市場看法保守，此也反應此樣本有較多是屬於大的證券商，也因此其推薦比市場還要保守。總體來看，即使調整過市場看法後，分析師對於分析師關注程度低的股票仍是相對較正面。但首次分析與市場看法的差異是小於首次分析與分析師過去評等的差異，顯示分析師在首次分析傾向加入的股票也屬於市場上相對較看好的。

綜合表 2 與表 3 的結果顯示，分析師或證券商對於首次分析有較正面的推薦評等，此正面評等對於分析師關注程度低的股票更是明顯，另首次分析也傾向加入市場上相對較看好的股票，支持假說 1。而此正面看法在屬於證券商首次分析（如樣本一和樣本二）最為明顯，若單單只是分析師首次分析並不見得有相對更正面的推薦。

⁸ 若分析師過去三個月對單一股票有超過兩次以上的推薦則只取最後一筆推薦。

⁹ 所以若同一分析師在八月首次分析甲股票，在 9 月又首次分析乙股票，則這兩次的之過去推薦組合不一定會相同。

表 3 股票投資評等分配—比較首次分析與非首次分析

樣本	分析師 追蹤人數	樣本數	此分析師最近的投資評等			其它分析師對該股票的投資評等			
			投資評等分數 平均數差異	t 值	卡方值	樣本數	投資評等分數 平均數差異	t 值	卡方值
樣本一	Low	7,467	-0.2589	-28.77***	612.45***	7,193	-0.0552	-5.15***	39.75***
	Medium	8,991	-0.1413	-16.28***	282.47***	9,419	-0.0156	-1.81*	9.71***
	High	5,262	-0.0524	-4.23***	21.94***	5,689	0.0451	3.90***	12.59***
	合計	21,720	-0.1602	-28.43***	710.38***	22,301	-0.0129	-2.21**	203.99***
樣本二	Low	1,741	-0.0746	-3.45***	37.99***	1,749	-0.0592	-2.57**	9.95***
	Medium	3,543	0.0021	0.13	14.97**	3,917	-0.0378	-2.66**	10.16***
	High	3,158	0.0479	2.71***	1.55	3,634	0.0116	0.77	1.08
	合計	8,442	0.0034	0.33	19.16***	9,300	-0.0225	-2.38**	30.14***
樣本三	Low	696	-0.1181	-3.91***	10.60***	696	0.0093	0.29	0.02
	Medium	1,351	-0.0725	-3.18***	5.87**	1,444	0.0539	2.55**	2.26
	High	1,742	-0.0384	-1.85*	1.03	1,917	0.0974	5.30***	20.47***
	合計	3,789	-0.0652	-4.76***	9.90***	4,057	0.0668	5.23***	1.47

註：表 3 比較首次分析相較於非首次分析是否更為樂觀。分析師最近的投資評等指同一分析師過去三個月之分析股票組合的推薦評等，其它分析師對該股票的投資評等指同一股票過去三個月市場其它分析師的推薦評等。投資評等分數之平均數差異若為負號，代表首次分析的投資平等較為樂觀。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。投資評等分數是以強烈推薦買進為 1 分，強烈推薦賣出為 5 分所計算，共包含推薦買進、買進、持有、賣出或強烈賣出五個等級。t 值是兩群組投資評等平均數差異的統計量並取絕對值，卡方值是檢驗兩群組分配差異的統計量。表中顯示樣本一與樣本三之首次分析大體上較非首次分析較為樂觀，特別是對於分析師關注程度低的股票更為明顯。*表達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。

（二）盈餘預測誤差、盈餘成長率預測、宣告異常報酬

除了推薦評等外，本文也檢驗首次分析時年盈餘預測和盈餘成長率預測對分析師關注程度低的股票是否也持較正面看法；此外，並檢驗首次分析的宣告異常報酬，結果列於表 4。

如同 Ertimur, Muslu, and Zhang (2011)，盈餘預測誤差和盈餘成長率預測指的是在首次分析時點伴隨首次股票推薦時一起公布的盈餘預測誤差和盈餘成長率預測¹⁰。而盈餘預測誤差的定義為盈餘實際值減去預測值，再除以預測日前一個月之股票價格¹¹，並乘上 100 成為股價百分比之誤差。選用一個月前股價作標準化，是為了避免首次分析的發佈是受到近期股價的影響。最後為避免因資料庫資料輸入誤差造成極端值影響(Richardson, Teoh, and Wysocki 2004)，如同 Clement and Tse (2005)排除絕對值在 40%以上的預測誤差¹²。其

¹⁰ 由於在此研究主題為首次分析，因此盈餘預測誤差與盈餘成長率預測亦是探討與首次分析相同時點之分析師預測，亦即分析師納入該股票後之第一筆預測；此與一般研究季資料或年資料時，以研究盈餘宣告日前或財務年度結束前最後一筆的預測不同。而為避免 I/B/E/S 盈餘推薦與盈餘預測日期登載的誤差，放寬限制為首次分析三天內之第一筆預測。

¹¹ 若如同 Clement and Tse (2005)以預測日兩天前之股價做標準化，不影響本文結果。

¹² 若如同 Ali, Klein and Rosenfeld (1992)與 Easterwood and Nutt (1999)放寬至 100%，並不影響本文結果。

中盈餘預測尚包含對不同財務年度的預測¹³，表中 A 部分是最近年度盈餘宣告日之盈餘預測誤差，B 部分是下一年度盈餘宣告日之盈餘預測誤差；依此類推，C 部分是再往後一年度的預測。當預測愈遠年度或長期盈餘成長率預測，預測樣本愈少。

表 4 同時列出盈餘預測誤差的平均數與中位數，並檢驗分析師關注程度低與程度高之差異。以 A 部分來說，誤差的平均數顯著為負，顯示分析師盈餘預測傾向較樂觀，和一般的研究相同(Easterwood and Nutt 1999; Barron, Byard, and Yong 2008)；且隨分析師關注程度愈低，有愈正面的盈餘預測¹⁴。然而，中位數的結果和平均數不相同，中位數大多不顯著，或顯著為正，顯示其實多數預測反而是較為悲觀¹⁵。而且分析師關注程度愈低不一定較程度高者持更正面的預測，顯示短期預測並不符合假說 2。但除了短期預測外，B~D 部分的長期預測皆與假說 2 符合。觀察 B 部分不論是平均數或中位數的預測誤差皆為負，且隨關注程度愈低，盈餘預測相對較正面。比較關注程度低與高兩組的差別，平均數和中位數檢定皆呈現顯著差異。同樣地，C 部分雖然樣本數較少，反映分析師較少作較長期預測，但結果和 B 部分是約略相同的，且更為樂觀。除了盈餘預測外，D 部分是盈餘成長率預測，結果仍是分析師關注程度愈低的股票，成長率預測愈高，低與高組別也呈現顯著差異。

Ertimur et al. (2011)研究利益衝突認為分析師可能在投資評等推薦有所偏誤，但不必然會特意將樂觀表現於盈餘預測，與本文的短期預測較類似。但 Irvine (2004)認為分析師會發佈較樂觀報告以增加交易量，與本文長期預測相同¹⁶。這也顯示分析師首次分析不必然將促進交易的樂觀分析表現在短期預測，而是表現在長期預測部分。主要因為當分析師發佈過度樂觀的預測或準確度太差時，容易傷害分析師的名聲與其職業發展(Mikhail, Walther, and Willis 1999; Hong, Lim, and Stein 2000)。然而一般市場較重視分析師的短期預測誤差，如通常研究是以接近財務年度結束前或是盈餘宣告日前最後一筆的預測來判斷分析師的預測準確度。因短期預測在短期間內即馬上被市場檢驗其預測的品質，因此分析師為促進交易而將此樂觀看法表現在長期預測，之後再慢慢修正即可，以避免過於樂觀的短期預測造成準確度降低進而影響其名聲和職業發展。

表 4 E 部分檢驗首次分析之三日（事件日-1 ~ +1）宣告異常報酬¹⁷，此異常報酬指的是四因子模型調整之異常報酬(Fama and French 1993; Carhart 1997)。短期的宣告報酬顯示市場認為首次分析是一重要事件，有顯著的宣告

¹³ 以 I/B/E/S 的 FPI (forecast period indicator)區分。

¹⁴ Das, Levine, and Sivaramakrishnan (1998)與 Lim (2001)認為分析師關注人數較多者，盈餘預測沒那麼樂觀，但 Herrmann, Hope, and Thomas (2008)的研究並沒有發現無這樣的情況。

¹⁵ Cohen and Lys (2003)認為分析師盈餘預測並非常態分配，少數較大的負盈餘預測誤差(left-tail asymmetry)但有較大比例的正盈餘預測誤差(middle asymmetry)。

¹⁶ 但 Irvine (2004)研究認為並沒有證據顯示會因發佈較樂觀的盈餘預測而導致交易量增加。

¹⁷ 以報酬率百分比形式，即已乘 100。

報酬，並以證券商首次分析最為明顯。其中市場關注程度低的組別有更為顯著的正面報酬；組別“Low”與“High”則只有樣本一在平均數與中位數皆顯著造成市場波動，樣本二與三則沒有一致的結果。比較“Low”與“High”的差異，不論是哪一個樣本，其平均數與中位數皆達到 5% 以內的顯著水準。

表 4 盈餘預測誤差與盈餘成長率預測

分析師追蹤人數		合計		Low		Medium		High		Low與High差異			
樣本	樣本數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	t值	中位數	Z值
A: 盈餘預測誤差－最近年度的盈餘預測													
樣本一	22,833	-0.18***	0.04***	-0.28***	0.07*	-0.14***	0.04***	-0.09***	0.03***	-0.19	(3.96)***	0.04	(5.96)***
樣本二	9,447	-0.30***	0.02***	-0.57***	0.04***	-0.30***	0.03**	-0.17***	0.02**	-0.40	(5.75)***	0.02	(2.73)***
樣本三	4,098	-0.16***	0.04**	-0.42***	0.06	-0.17***	0.04	-0.06	0.03***	-0.35	(3.46)***	0.02	(1.00)
B: 盈餘預測誤差－下一年度的盈餘預測													
樣本一	22,833	-1.27***	-0.36***	-1.89***	-0.68***	-1.16***	-0.37***	-0.59***	-0.13***	-1.29	(13.73)***	-0.55	(12.46)***
樣本二	9,447	-1.28***	-0.38***	-2.29***	-0.95***	-1.38***	-0.45***	-0.66***	-0.19***	-1.64	(11.63)***	-0.76	(9.23)***
樣本三	4,098	-1.10***	-0.25***	-2.33***	-0.76***	-1.35***	-0.41***	-0.45***	-0.06***	-1.87	(8.85)***	-0.70	(6.11)***
C: 盈餘預測誤差－下兩年的盈餘預測													
樣本一	3,724	-2.10***	-0.99***	-3.45***	-2.14***	-1.84***	-0.92***	-0.80***	-0.30***	-2.64	(8.78)***	-1.84	(9.74)***
樣本二	1,092	-1.95***	-0.91***	-4.35***	-2.38***	-1.83***	-1.01***	-1.05***	-0.48***	-3.30	(6.41)***	-1.90	(4.27)***
樣本三	669	-0.94***	-0.50***	-4.21***	-2.21***	-1.74***	-0.79***	0.50*	-0.19*	-4.70	(6.38)***	-2.02	(3.59)***
D: 盈餘成長率預測													
樣本一	7,617	21.06***	18.00***	22.82***	20.00***	20.72***	18.00***	19.41***	16.00***	3.41	(8.60)***	4.00	(11.18)***
樣本二	2,498	18.22***	15.00***	20.68***	18.00***	18.69***	16.00***	16.82***	15.00***	3.86	(6.01)***	3.00	(5.35)***
樣本三	1,422	19.56***	15.00***	33.36***	20.00***	18.66***	15.00***	16.78***	15.00***	16.58	(3.10)***	5.00	(5.37)***
E: 宣告報酬													
樣本一	22,833	0.84***	0.45***	1.75***	0.89***	0.61***	0.39***	0.21**	0.06**	1.54	(11.33)***	0.83	(9.34)***
樣本二	9,447	0.12**	0.02**	0.78***	0.38**	0.09	0.04*	-0.20**	-0.09**	0.98	(4.62)***	0.47	(3.51)***
樣本三	4,098	0.11	0.07***	0.63**	0.51**	0.20	0.09***	-0.11	-0.03	0.74	(2.38)**	0.54	(2.25)**

註：表 4 檢驗首次分析時，不同分析師關注程度股票之年盈餘預測和盈餘成長率預測與首次分析的四因子三日股票異常報酬。盈餘預測誤差為盈餘實際值減去預測值，再除以預測日前一個月之股票價格，並乘上 100 成為股價百分比之誤差。表中 A、B、C 部分分別是最近年度盈餘宣告日、下一年度盈餘宣告日與下兩年度盈餘宣告日之盈餘預測誤差，D 部分是盈餘成長率預測，E 部分檢驗首次分析之三日（事件日-1 ~ +1）宣告異常報酬。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。t 值是兩群組平均數差異的統計量並取絕對值，Z 值是檢驗兩群組中位數差異的統計量。* 表達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。除了 A 部分的中位數檢測外，A~D 部分多數均顯示分析師盈餘預測或盈餘成長率預測較樂觀，且隨分析師關注程度愈低，有愈正面的盈餘預測或盈餘成長率預測。E 部分的結果顯示市場認為首次分析是一重要事件，有顯著的宣告報酬，並以樣本一之證券商首次分析最為明顯，比較“Low”與“High”的差異，顯示市場關注程度低的股票有更為顯著的正面報酬。

二、控制投資評等後之分析師盈餘預測及宣告報酬

Eames et al. (2002)認為分析師對較樂觀投資評等其盈餘預測也應較樂觀，而買進或賣出建議更是影響投資人的買賣決策和股價漲跌。然而表 3 並未控制投資評等狀況，故本文再進一步控制首次分析推薦評等，檢驗分析師盈餘預測誤差和盈餘成長率預測及宣告報酬。此外，也加入控制變數以避免分析師因素或公司事件與特點影響研究結果。迴歸模型如下：

$$\begin{aligned}
 FE_{i,t} \text{ or } AR_{i,t} = & \beta_1 SB_{i,t} + \beta_2 B_{i,t} + \beta_3 H_{i,t} + \beta_4 Sell_{i,t} \\
 & + \beta_{1,L}(SB_L)_{i,t} + \beta_{1,H}(SB_H)_{i,t} + \beta_{2,L}(B_L)_{i,t} + \beta_{2,H}(B_H)_{i,t} \\
 & + \beta_{3,L}(H_L)_{i,t} + \beta_{3,H}(H_H)_{i,t} + \beta_{4,L}(Sell_L)_{i,t} + \beta_{4,H}(Sell_H)_{i,t} \\
 & + \beta_5 Control\ Variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t}.
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中 FE 為盈餘預測誤差， AR 是首次分析時三天的三因子或四因子模型調整之異常報酬，三因子與四因子的參數估計期是以首次分析前的一個月往前的一年股票日報酬。忽略首次分析前一個月的股價報酬資料是為避免該段期間股價大幅波動。 SB 、 B 、 H 、 $Sell$ 分別為強烈買進、買進、持有、賣出¹⁸的虛擬變數，視首次分析之推薦評等而在其相對應的虛擬變數記為 1，其餘虛擬變數則為 0。而 $SB_L = D_L \times SB$ ， $SB_H = D_H \times SB$ ； D_L (D_H) 為指標變數，如果該股票為“Low” (“High”)組別時記為 1，否則為 0。其餘下標為 L 或 H 的定義則是相同的概念依此類推。所以該模型是以組別“Medium”為基礎，可分別比較“Low”、“High”組別與“Medium”組別的相對差異。例如估計參數 β_1 為“Medium”在強烈買進的宣告報酬平均數， $\beta_{1,L}$ ($\beta_{1,H}$) 為關注程度“Low” (“High”)組別與“Medium”組別在強烈買進的盈餘預測或宣告報酬差異值，其餘 $\beta_{i,L}$ 與 $\beta_{i,H}$ 的含意也是類似。

在控制變數部分，在分析師特點部分，包含：分析師經驗 (*Analyst Experience*)、證券商規模 (*Broker Size*)、分析師分析的股票數目 (*NCov*)、分析師轉換到其它證券商 (*Change Brokerage*)，定義如同敘述統計部分。其中，證券商規模 (*Broker Size*) 與分析師分析的股票數目 (*NCov*) 為取自然對數轉換後的數值。當依變數為預測誤差時，額外納入預測期長 (*ForHorizon*) 為控制變數，代表分析師盈餘預測日距財報年結束日的天數，並取自然對數表示。

此外，為控制公司事件影響分析師的盈餘預測誤差與首次分析的宣告報酬，加入公司事件因素作為控制變數，包含：是否在那斯達克交易所交易 (*Nasdaq*)，若在那斯達克交易所交易則指標變數設為 1，其它則為 0；未預期盈餘 (*Surprise*)，指分析師首次分析前最近一次公司盈餘宣告之公司實際盈餘與當季所有分析師預測之中位數差，並除以當季期初股價作為標準化；盈餘宣告期 (*Announcement*)，指首次分析時點位在盈餘宣告後三日之內，則指標變數設為 1，其它則為 0；盈餘改變程度 (*Chg_EPS*)，定義為當期盈餘和前期盈

¹⁸ 因賣出與強烈賣出樣本數少，故均視為賣出，並設一個虛擬變數。

餘之差，並除以前一期股價；股票購回(*Repurchase*)，指若公司在最近三個月有進行股票購回，則指標變數設為 1，其它則為 0；更換審計之會計師事務所(*Chg_Audit*)，指若在最近一年該公司更換會計師事務所，則指標變數設為 1，其它則為 0；會計師出具無保留意見(*OPIN*)，指該企業最近一年的財報獲得無保留意見，則指標變數設為 1，其它則為 0；機構投資人持股(*Inst_Own_Perc*)，指當年之機構投資人持股佔公司流通在外股數的百分比；公司規模(*Size*)，為首次分析時點前一個月之股票市值，並取自然對數表示。

表 5 迴歸分析是盈餘預測誤差的迴歸分析結果，但只列出對下一年度盈餘預測的估計，更長期之盈餘預測結果與盈餘成長率預測結果與表 5 類似，為節省篇幅，故沒有特別列出。如同 Eames et al. (2002)認為分析師對較樂觀投資評等其盈餘預測也應較樂觀，表 5 大略符合其論點。

表 5 迴歸分析結果：盈餘預測誤差

樣本	樣本一		樣本二		樣本三	
<i>SB</i>	-1.3904*** (14.75)	-1.1653*** (6.60)	-1.1129*** (7.48)	-0.4207 (1.41)	-1.0662*** (7.72)	-1.0394*** (5.25)
<i>B</i>	-1.2902*** (12.42)	-1.0400*** (5.08)	-1.1988*** (10.64)	-0.8448*** (2.80)	-1.2584*** (5.97)	-1.0107*** (3.80)
<i>H</i>	-1.2481*** (10.91)	-1.0320*** (5.28)	-1.0262*** (10.79)	-0.7008** (2.57)	-1.1487*** (5.14)	-1.1857*** (3.74)
<i>Sell</i>	-0.6613* (1.70)	-0.5919 (1.47)	-0.7641** (2.45)	-0.4621 (0.82)	0.7306 (1.02)	-0.2422 (0.28)
<i>SB_L</i>	-0.7411*** (5.60)	-0.5218*** (4.55)	-0.9944*** (3.99)	-0.8494*** (3.52)	-0.5562 (1.30)	-0.3853 (0.90)
<i>SB_H</i>	0.6297*** (3.84)	0.6509*** (3.31)	0.3804* (1.74)	0.2812 (1.03)	1.5938*** (4.35)	1.4759*** (4.02)
<i>B_L</i>	-0.7027*** (5.48)	-0.5708*** (4.59)	-0.6825*** (3.97)	-0.4662*** (3.76)	-0.5856** (2.12)	-0.3876 (1.64)
<i>B_H</i>	0.6723*** (3.23)	0.3558*** (2.71)	0.7249*** (3.74)	0.5483*** (3.24)	0.6892** (2.39)	0.3841** (2.01)
<i>H_L</i>	-0.5531*** (3.41)	-0.4047** (2.55)	-0.7867*** (3.05)	-0.5759** (2.53)	-0.3678*** (3.33)	-0.1086 (0.61)
<i>H_H</i>	0.5465*** (3.69)	0.4121*** (3.62)	0.8861*** (4.74)	0.7464*** (4.20)	0.6455** (2.26)	0.5882 (1.25)
<i>Sell_L</i>	-1.0166*** (3.78)	-0.8369*** (3.64)	-0.4530*** (4.61)	-0.3860*** (4.15)	-0.3087** (2.53)	-0.2982** (2.41)
<i>Sell_H</i>	0.6921 (0.95)	0.5390 (0.88)	0.6219 (0.99)	0.4632 (0.62)	0.1230 (0.14)	0.0164 (0.25)
<i>Analyst Experience</i>		0.0947*** (3.37)		0.1121** (2.44)		0.0885*** (2.75)
<i>Broker Size</i>		0.1585** (2.00)		-0.0745** (2.02)		0.1745** (2.03)
<i>NCov</i>		0.1557 (1.12)		0.0353 (0.67)		-0.0155 (0.15)
<i>Change Brokerage</i>		0.0872 (0.29)		-0.0737 (0.63)		-0.0800 (0.35)

表 5 迴歸分析結果：盈餘預測誤差（續）

樣本	樣本一		樣本二		樣本三	
<i>ForHorizon</i>	-0.0560***		-0.0005		-0.0006	
	(6.45)		(1.34)		(0.67)	
<i>Nasdaq</i>	-0.5922***		-0.4504***		-0.3049*	
	(8.86)		(4.47)		(1.84)	
<i>Surprise</i>	0.2153		0.1425		0.3171	
	(0.98)		(1.59)		1.14	
<i>Announcement</i>	0.1521		0.0614			
	(0.94)		(0.49)		(1.51)	
<i>Chg_EPS</i>	0.3495		0.2789		0.1752	
	(1.53)		(0.75)		(0.94)	
<i>Repurchase</i>	0.0948		0.1481		0.0462	
	(1.69)		(1.20)		(0.35)	
<i>Chg_Audit</i>	0.2369***		0.2186*		0.1284*	
	(3.38)		(1.72)		(1.84)	
<i>OPIN</i>	-0.1468***		-0.0576***		-0.1154*	
	(2.76)		(2.87)		(1.77)	
<i>Inst_Own_Perc</i>	-0.2145***		-0.1717**		-0.6142*	
	(3.53)		(2.16)		(3.16)	
<i>Size</i>	0.0460		0.0518		0.0942	
	(0.78)		(1.11)		(0.22)	
Adj. R^2	0.2348	0.2169	0.2013	0.1924	0.1901	0.1863

註：表 5 為控制分析師首次分析之推薦評等後，分析師盈餘預測誤差是否受該股票市場關注程度影響的迴歸結果。表中顯示，即使控制投資評等後，當買進或強烈買進時，分析師對受市場關注程度低(Low)之股票盈餘預測是較為樂觀的，並以樣本一最為明顯，也支持假說 2 的預期。依變數為最近年度之盈餘預測誤差(FE)。SB、B、H、Sell 分別為強烈買進、買進、持有、賣出的指標變數。SB_L(SB_H)分別是低(高)分析師關注股票的強烈買進；其餘 B_L(B_H)、H_L(H_H)、Sell_L(Sell_H)為買進、持有、賣出之相類似定義，可用以比較“Low”(“High”)與“Medium”組別的相對差異。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人(11 人以上)為“High”，其它則為“Medium”。其餘自變數包含：Analyst Experience 為分析師首次分析時點距其首次出現在 I/B/E/S 投資建議資料庫的時間；Broker Size 為首次分析時點前 6 個月期間，有多少位分析師曾經在證券商發佈過投資建議報告；NCov 為首次分析前三個月期間該分析師曾經分析過的公司數目；Change Brokerage 指分析師由既有服務的證券商轉換到其它證券商半年內的期間所發佈的分析報告；ForHorizon 指分析師預測期長，代表分析師盈餘預測日距財報年結束日的天數，並取自然對數表示；Nasdaq 指該股票是在那斯達克交易所掛牌交易；Surprise 是未預期盈餘，指分析師首次分析前最近一次公司盈餘宣告之公司實際盈餘與當季所有分析師預測之中位數差，並除以當季期初股價作為標準化；Announcement 是盈餘宣告期，指首次分析時點在盈餘宣告後三日之內，則指標變數設為 1，其它則為 0；Chg_EPS 為當期盈餘和前期盈餘之差，並除以前一期股價；Repurchase 代表若公司在最近三個月有進行股票購回，則指標變數設為 1，其它則為 0；Chg_Audi 指在最近一年該公司更換會計師事務所，則指標變數設為 1，其它則為 0；OPIN 指會計師在最近一年的審查，出具無保留意見，則指標變數設為 1，其它則為 0；Inst_Own_Perc 指當年之機構投資人持股佔公司流通在外股數的百分比；Size 為首次分析時點前一個月之股票市值，並取自然對數表示。Adj. R^2 為調整後 R-square，* 表達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。括號內為取絕對值後 t 值。

表 5 的迴歸結果顯示，當買進(B)或強烈買進(SB)時，估計係數為負號，表示分析師的盈餘預測是較樂觀。而估計係數 SB_L、B_L 為負號，SB_H 與 B_H 為正號，顯示分析師對受市場關注程度低之股票是較為樂觀的盈餘預測，並以樣本一最為明顯。顯示分析師對於市場關注程度不同的股票，在正面推薦(買進或強烈買進)，其預測態度相當不同。此結果顯示，即使控制投資評等後，仍然與表 4 的結果類似，此也支持假說 2 的預期。

其餘控制變數部分，以樣本一為例，當分析師的經驗愈高(*Analyst Experience*)、證券商規模愈大(*Broker Size*)、更換審計之會計師事務所(*Chg_Audit*)會使盈餘預測愈保守；但當發佈預測時間愈早(*ForHorizon*)、在那斯達克交易所交易(*Nasdaq*)、會計師出具無保留意見(*OPIN*)與機構所有權愈高(*Inst_Own_Perc*)，分析師的盈餘預測愈樂觀。

表 6 則是控制不同推薦評等後的首次分析宣告時之股票異常報酬結果，包含三因子與四因子調整之股價異常報酬，由樣本一之 *SB*、*B*、*H* 與 *Sell* 估計係數顯示，不論在哪一個評等，幾乎都造成市場顯著波動。正面評等通常造成正向的市場回應，負面評等通常也造成負向之市場反應，而且賣出推薦造成的市場反應較正面推薦大，而持有評等(*H*)造成負向的市場反應，也與多數學者研究相同，市場視持有評等為一負面評價(Barber, Lehavy, McNichols, and Trueman 2001)。

若由估計係數 SB_L 、 B_L 、 SB_H 與 B_H ，比較市場關注程度之差別，除了樣本三外，市場對於低(高)分析師關注程度股票之正面推薦，有顯著較高(低)的正面反應，與表 4 相同。而持有評等與賣出評等則沒有一致性的結果，且係數幾乎都不顯著。

在控制變數部分，以樣本一的四因子模型之異常報酬為例，當證券商規模愈大(*Broker Size*)、最近有進行股票購回(*Repurchase*)、會計師出具無保留意見(*OPIN*)，則當股票被推薦，對短期股價有較大的正面影響；但若分析師剛轉換到其它證券商(*Change Brokerage*)、最近有更換審計之會計師事務所(*Chg_Audit*)則對股票推薦之短期股價有負面效果。

表 6 迴歸分析結果：首次分析之宣告股票報酬表現

異常報酬估計模型	三因子模型			四因子模型		
	樣本一	樣本二	樣本三	樣本一	樣本二	樣本三
<i>SB</i>	0.8508** (2.20)	0.6542** (2.24)	0.4123** (2.38)	0.7744** (2.20)	0.5412** (2.29)	0.3170** (2.45)
<i>B</i>	0.6513*** (3.39)	0.6374* (1.97)	0.4941 (0.83)	0.6129*** (3.39)	0.5272** (2.52)	0.4120 (0.78)
<i>H</i>	-0.3809*** (4.42)	-0.3656* (1.93)	-0.2816* (1.78)	-0.3324*** (3.48)	-0.3963* (1.98)	-0.3122* (1.74)
<i>Sell</i>	-0.5167** (2.36)	-0.2461 (0.24)	-0.9743 (1.18)	-0.5546** (2.26)	-0.1818 (0.14)	-1.3232 (1.19)
SB_L	1.3357*** (8.64)	1.1985*** (4.25)	1.0175** (2.43)	1.3461*** (8.64)	1.2830*** (4.35)	1.0798** (2.49)
SB_H	-0.4466** (2.60)	-0.4249* (1.81)	-0.7074 (1.61)	-0.4655** (2.54)	-0.4246* (1.71)	-0.7743 (1.68)
B_L	0.7484** (2.06)	0.6066** (2.01)	-0.2239 (0.34)	0.7266** (1.96)	0.5362** (1.96)	-0.2986 (0.26)
B_H	-0.3629** (2.34)	-0.5433* (1.84)	-0.4742 (1.16)	-0.3980** (2.24)	-0.5530* (1.79)	-0.4310 (1.18)

表 6 迴歸分析結果：首次分析之宣告股票報酬表現（續）

異常報酬估計模型	三因子模型			四因子模型		
	樣本一	樣本二	樣本三	樣本一	樣本二	樣本三
H_L	-0.1208 (0.14)	-0.3004 (0.68)	-0.6328 (1.09)	-0.1775 (0.09)	-0.3485 (0.69)	-0.6718 (1.02)
H_H	-0.1017 (0.35)	-0.3007 (0.97)	0.2983 (0.92)	-0.0235 (0.31)	-0.3547 (0.90)	0.3584 (0.90)
$Sell_L$	0.2069 (0.40)	1.7206 (0.87)	-0.1933 (0.92)	0.3045 (0.43)	1.7417 (0.89)	-0.1980 (0.94)
$Sell_H$	0.9540 (1.18)	2.0268 (0.85)	-0.6690 (0.56)	1.0343 (1.25)	2.0043 (0.81)	-0.7166 (0.47)
<i>Analyst Experience</i>	0.2156** (2.49)	0.1530 (1.18)	0.0355 (0.32)	0.0255 (0.46)	0.1046** (2.15)	0.1343 (0.26)
<i>Broker Size</i>	0.2759*** (3.05)	0.1105** (2.14)	0.0154 (0.71)	0.2974*** (2.96)	0.1389** (2.39)	0.0025 (0.77)
<i>NCov</i>	-0.1725 (0.52)	-0.1401 (0.99)	0.0055 (0.60)	-0.1576 (0.44)	-0.1486 (0.93)	0.0284 (0.62)
<i>Change Brokerage</i>	-0.2471*** (3.31)	-0.1782*** (2.76)	0.1029*** (2.84)	-0.1987*** (3.26)	-0.2456*** (2.81)	0.1905*** (2.87)
<i>Nasdaq</i>	0.1431 (0.99)	0.2911 (1.15)	-0.0637 (0.18)	0.0781 (1.05)	0.2506 (1.22)	-0.0349 (0.13)
<i>Surprise</i>	0.4861 (1.54)	0.3156 (1.01)	0.4156 (1.41)	0.2541 (1.51)	0.2487 (1.43)	0.1246 (0.51)
<i>Announcement</i>	0.2941** (2.13)	0.2413 (1.47)	0.3211* (1.75)	0.4123 (1.13)	0.3412 (0.94)	-0.1255 (0.17)
<i>Chg_EPS</i>	0.3385*** (3.57)	0.3243* (1.93)	0.0777 (0.92)	0.2586 (1.33)	0.2524* (1.86)	0.1569 (0.88)
<i>Repurchase</i>	0.3163** (2.62)	0.2475** (2.29)	-0.0412 (0.41)	0.4220** (2.57)	0.5544** (2.30)	0.0298 (0.50)
<i>Chg_Audit</i>	-0.1960** (2.32)	-0.0670** (2.58)	-0.1448*** (2.84)	-0.1093** (2.40)	-0.1612** (2.57)	-0.1068 (2.35)
<i>OPIN</i>	0.1559*** (3.56)	0.1012*** (4.13)	0.0250 (0.18)	0.1095*** (3.55)	0.0469*** (4.09)	0.0186 (0.13)
<i>Inst_Own_Perc</i>	0.0861 (0.86)	0.0634 (1.16)	0.0079 (0.25)	-0.0027 (0.76)	0.0296 (1.21)	0.0991 (0.17)
<i>Size</i>	0.1023 (0.73)	0.0754 (1.04)	0.1120 (0.15)	0.1965 (0.69)	-0.0079 (1.01)	0.1423 (0.10)
Adj. R^2	0.1846	0.1645	0.1594	0.1547	0.1421	0.1264

註：表 6 為控制分析師首次分析之推薦評等後，三日之首次分析宣告報酬是否受該股票市場關注程度影響的迴歸結果。表中顯示，即使控制投資評等後，市場對於分析師關注程度低高股票之正面推薦有顯著較高（低）的正面反應。依變數為首次分析三日之股票異常報酬。 SB 、 B 、 H 、 $Sell$ 分別為強烈買進、買進、持有、賣出的指標變數。 SB_L (SB_H)分別是低（高）分析師關注股票的強烈買進；其餘 B_L (B_H)、 H_L (H_H)、 $Sell_L$ ($Sell_H$)為買進、持有、賣出之相類似定義，可用以比較“Low”(“High”)與“Medium”組別的相對差異。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。其餘自變數包含：*Analyst Experience* 為分析師首次分析時點距其首次出現在 I/B/E/S 投資建議資料庫的時間；*Broker Size* 為首次分析時點前 6 個月期間，有多少位分析師曾經在證券商發佈過投資建議報告；*NCov* 為首次分析前三個月期間該分析師曾經分析過的公司數目；*Change Brokerage* 指分析師由既有服務的證券商轉換到其它證券商半年內的期間所發佈的分析報告；*Nasdaq* 指該股票是在那斯達克交易所掛牌交易；*Surprise* 是未預期盈餘，指分析師首次分析前最近一次公司盈餘宣告之公司實際盈餘與當季所有分析師預測之中位數差，並除以當季期初股價作為標準化；*Announcement* 是盈餘宣告期，指首次分析時點在盈餘宣告後三日之內，則指標變數設為 1，其它則為 0；*Chg_EPS* 為當期盈餘和前期盈餘之差，並除以前一期股價；*Repurchase* 代表若公司在最近三個月有進行股票購回，則指標變數設為 1，其它則為 0；*Chg_Audit* 指在最近一年該公司更換會計師事務所，則指標變數設為 1，其它則為 0；*OPIN* 指會計師在最近一年的審查，出具無保留意見，則指標變數設為 1，其它則為 0；*Inst_Own_Perc* 指當年之機構投資人持股佔公司流通在外股數的百分比；*Size* 為首次分析時點前一個月之股票市值，並取自然對數表示。Adj. R^2 為調整後 R-square，* 表達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。括號內為取絕對值後 t 值。

三、長期表現

Irvine (2003)認為首次分析可增加市場價值，本文進一步檢驗此增加的價值多寡是否會因不同市場關注程度而有所不同。表 7 為首次分析開始後一年之累積異常報酬，異常報酬以三因子和四因子模型調整。樣本一結果如同Irvine(2003)所述，在首次分析的正面推薦後可增加公司價值，但卻主要集中於市場關注程度低的公司。如市場關注程度低的組別在強烈買進(*SB*)與買進(*B*)評等在三因子模型分別為 5.63%與 5.46%的異常報酬，在四因子模型為 5.52%與 5.27%的異常報酬，但“High”組別公司卻並無顯著正報酬，差異性檢定則呈現兩組是有顯著差異。在賣出(*Sell*)建議也是類似情況，只有“Low”組別為顯著負報酬，“High”組別則無顯著異常報酬。至於持有(*H*)則如同短期宣告報酬，並沒有太大的差異性。

樣本二與樣本三因樣本數較少易受極端值影響，強烈買進與買進的報酬差異相當大，且分別只有在強烈買進(*SB*)或買進(*B*)其中之一能增加公司價值，但同樣地是集中於市場關注程度低的公司。而“Low”與“High”兩組的差異性則只有少數的評等有顯著差異。

表 7 長期股票報酬表現

		三因子模型									
分析師追蹤人數	合計	Low		Medium		High		Low與High差異			
投資評等	超額報酬	<i>t</i> 值	超額報酬	<i>t</i> 值	超額報酬	<i>t</i> 值	超額報酬	<i>t</i> 值	超額報酬	<i>t</i> 值	
A: 樣本一											
<i>SB</i>	2.31	(2.54)**	5.63	(6.04)***	0.83	(1.22)	0.61	(1.53)	5.02	(5.69)***	
<i>B</i>	1.66	(3.24)***	5.46	(4.56)***	-0.08	(0.78)	0.35	(0.66)	5.11	(4.49)***	
<i>H</i>	-1.23	(1.41)	-0.91	(0.77)	-0.94	(0.74)	-1.02	(2.37)**	0.11	(0.98)	
<i>Sell</i>	-4.36	(2.51)**	-5.68	(3.32)***	-4.52	(2.36)**	-2.45	(1.16)	-3.23	(4.13)***	
合計	0.83	(2.34)**	4.65	(7.35)***	-1.42	(3.29)***	-0.53	(0.84)	5.18	(6.52)***	
B: 樣本二											
<i>SB</i>	3.89	(5.46)***	6.75	(5.45)***	1.61	(2.32)**	3.61	(3.95)***	3.14	(2.36)**	
<i>B</i>	1.45	(1.21)	2.34	(2.23)**	1.35	(0.76)	0.68	(0.57)	1.66	(2.24)**	
<i>H</i>	0.48	(0.93)	0.65	(1.25)	0.45	(0.86)	0.32	(0.45)	0.33	(1.27)	
<i>Sell</i>	-3.06	(0.74)	-6.84	(1.78)*	-1.56	(0.83)	-1.12	(1.29)	-5.72	(1.38)	
合計	2.19	(4.61)***	3.66	(5.61)***	1.03	(2.46)**	1.94	(4.86)***	1.72	(2.41)**	
C: 樣本三											
<i>SB</i>	1.87	(0.66)	3.64	(0.46)	1.22	(1.58)	0.94	(1.65)	2.70	(1.17)	
<i>B</i>	3.56	(3.46)***	5.67	(2.94)***	3.61	(2.76)**	1.21	(2.38)**	4.46	(1.77)*	
<i>H</i>	-0.09	(0.49)	0.64	(0.63)	-1.21	(0.12)	0.35	(0.36)	0.29	(0.96)	
<i>Sell</i>	-2.71	(1.72)*	-5.65	(0.55)	-1.31	(0.30)	-0.91	(1.89)*	-4.74	(1.46)	
合計	2.91	(4.11)***	4.90	(3.46)***	1.29	(2.86)***	0.61	(2.86)***	4.29	(0.34)	

表 7 長期股票報酬表現 (續)

		四因子模型									
分析師追蹤人數	合計	Low		Medium		High		Low與High差異			
投資評等	超額 報酬	t值	超額 報酬	t值	超額 報酬	t值	超額 報酬	t值	超額 報酬	t值	
A: 樣本一											
SB	0.47	(0.90)	5.52	(6.04)***	-1.92	(2.42)**	-0.83	(1.53)	6.35	(5.69)***	
B	1.37	(2.72)***	5.27	(5.90)***	-0.13	(0.17)	-0.84	(0.81)	6.11	(4.49)***	
H	-0.25	(0.57)	0.70	(0.66)	-1.89	(2.84)***	1.43	(2.07)**	-0.73	(0.61)	
Sell	-3.33	(2.36)**	-5.04	(3.32)***	-5.43	(2.36)**	2.12	(1.16)	-7.16	(4.13)***	
合計	0.52	(2.51)**	4.30	(7.75)***	-1.31	(3.09)***	-0.40	(0.76)	4.70	(6.12)***	
B: 樣本二											
SB	3.42	(5.62)***	6.65	(5.07)***	1.51	(1.58)	3.51	(3.62)***	3.14	(1.97)**	
B	0.86	(1.44)	2.00	(1.48)	0.84	(0.96)	0.06	(0.06)	1.94	(1.18)	
H	0.56	(0.65)	0.77	(0.55)	0.84	(1.20)	0.84	(0.80)	-0.07	(0.71)	
Sell	-0.94	(0.68)	-6.53	(1.60)	-1.44	(0.62)	1.51	(0.86)	-8.04	(2.10)**	
合計	1.81	(5.87)***	3.56	(4.74)***	0.96	(2.03)**	1.81	(3.82)***	1.75	(2.07)**	
C: 樣本三											
SB	0.01	(0.01)	2.84	(0.93)	-1.31	(0.70)	0.14	(0.07)	2.70	(0.79)	
B	3.56	(4.28)***	6.69	(2.79)***	3.49	(2.75)***	2.40	(1.98)**	4.29	(1.76)*	
H	-0.08	(0.13)	0.03	(0.02)	-1.02	(0.99)	0.71	(0.89)	-0.68	(0.85)	
Sell	3.13	(1.68)*	-5.16	(0.55)	1.03	(0.30)	5.88	(2.89)***	-11.04	(1.76)*	
合計	2.40	(4.89)***	4.90	(3.29)***	1.29	(1.66)*	2.61	(3.81)***	2.29	(1.56)	

註：表 7 為首次分析一年之累積異常報酬。樣本一結果顯示首次分析的正面推薦後可增加公司價值，但卻主要集中於市場關注程度低的公司。在賣出建議也只有“Low”組別為顯著負報酬，“High”組別則無顯著異常報酬。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。t 值是平均數檢定的統計量並取絕對值。* 表達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。

此外，由於首次分析的定義導致樣本中容易包含公開上市不久後的股票，而過去學者研究認為上市時承銷價格低估與市場的過度反應，其長期報酬的表現並不好，Ritter (1991) 甚至認為股票公開上市後三年的期間其平均報酬均不佳。所以圖 1 繪出首次分析時不同公司年齡的「一年期異常報酬」。而公司年齡是以首次分析時點距離其股票公開上市日期的天數衡量，再轉換為年表示。公開上市日期資料來自 SDC²⁵，若樣本在 SDC 內無法找到其公開上市日期，則以該股票在 CRSP 內之第一天代替。由圖 1 顯示，愈年輕的公司，首次分析後一年期報酬表現愈差，隨公司年齡上升其表現愈好。尤其樣本一與樣本二在公司年齡小於三年的首次分析，市場關注程度高的股票其長期報酬表現相當的差。此也顯示上市效應對首次分析的長期表現有顯著影響，且公開上市效應的影響程度也相當長。

²⁵ 收集 SDC 自 1962 年（資料庫資料起始年份）至 2009 年 IPO 資料。

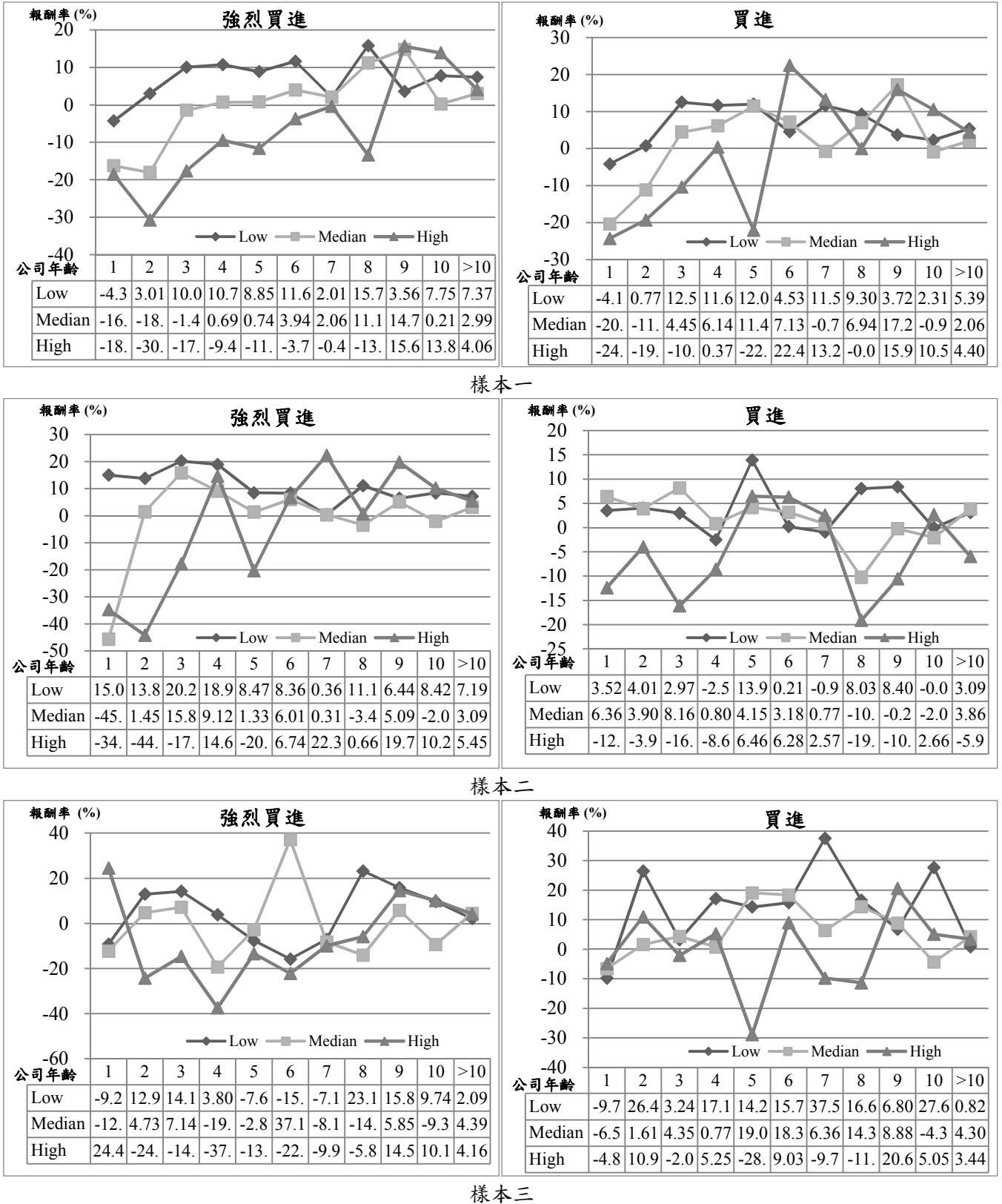


圖 1 股票公開上市後之時間長短對首次分析後股票的一年期異常報酬影響

註：公司年齡為首次分析時點距離其股票公開上市日期的年數表示。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。圖中顯示公司年齡愈小者，首次分析後報酬表現愈差，隨公司年齡上升其表現愈好。

表 8 長期股票報酬表現—排除股票公開上市三年內之樣本

三因子模型											
分析師追蹤人數	合計		Low		Medium		High		Low與High差異		
	投資評等	超額報酬	t值	超額報酬	t值	超額報酬	t值	超額報酬	t值	超額報酬	t值
A: 樣本一											
SB		4.12	(8.09)***	7.32	(6.52)***	3.42	(3.94)***	2.69	(1.76)*	4.63	(4.59)***
B		4.75	(8.19)***	6.09	(6.58)***	4.13	(5.25)***	4.21	(2.34)**	1.87	(2.28)**
H		-0.09	(0.62)	-0.71	(1.42)	-0.85	(0.85)	1.67	(2.92)***	-2.38	(1.06)*
Sell		-4.35	(2.68)**	-6.85	(2.36)**	-5.49	(2.74)***	-0.03	(0.65)	-6.82	(2.35)**
合計		3.28	(8.79)***	5.24	(7.40)***	2.21	(4.42)***	2.70	(3.53)***	2.54	(3.38)***
樣本數		17,406		5,356		7,080		4,970			
B: 樣本二											
SB		3.60	(6.39)***	6.74	(3.57)***	2.75	(1.61)**	3.07	(4.82)***	3.67	(3.22)***
B		1.05	(0.65)	1.53	(1.69)*	1.76	(0.54)	0.15	(0.30)	1.38	(1.79)*
H		-0.10	(0.17)	-0.03	(0.46)	-1.95	(1.45)**	1.70	(1.79)*	-1.73	(0.86)
Sell		-0.28	(0.18)	-5.90	(1.04)	0.05	(0.15)	1.82	(0.12)	-7.72	(0.55)
合計		1.77	(3.29)***	2.74	(2.46)**	0.54	(1.67)*	2.57	(3.64)***	0.17	(0.42)
樣本數		8,332		1,491		3,407		3,434			
C: 樣本三											
SB		0.20	(0.00)	1.29	(0.16)	0.26	(0.43)	-0.13	(0.49)	1.42	(1.18)
B		4.68	(4.18)***	8.26	(3.86)***	7.30	(2.93)***	2.02	(0.79)	6.23	(2.91)***
H		1.23	(1.46)	-2.94	(1.33)	3.40	(1.98)*	0.95	(0.24)	-3.89	(1.54)
Sell		-1.62	(1.93)	-0.80	(0.40)	-2.54	(1.72)*	-1.25	(1.34)	0.45	(0.09)
合計		2.62	(3.73)***	3.97	(1.02)*	4.30	(3.51)***	1.17	(1.26)	2.80	(1.49)
樣本數		3,392		479		1,143		1,770			
四因子模型											
分析師追蹤人數	合計		Low		Medium		High		Low與High差異		
	投資評等	超額報酬	t值	超額報酬	t值	超額報酬	t值	超額報酬	t值	超額報酬	t值
A: 樣本一											
SB		3.91	(7.30)***	7.06	(7.48)***	3.16	(3.65)***	1.57	(1.30)	5.48	(2.85)***
B		4.41	(8.41)***	5.39	(5.43)***	4.56	(4.24)***	3.13	(4.04)***	2.26	(2.48)***
H		0.07	(0.12)	-0.59	(0.62)	-0.75	(1.18)	1.94	(1.81)**	-2.53	(1.84)*
Sell		-4.69	(2.48)**	-7.77	(2.16)**	-5.73	(1.15)*	0.11	(0.94)	-7.88	(3.39)***
合計		3.32	(9.10)***	5.13	(8.06)***	2.37	(4.81)***	2.72	(3.81)***	2.41	(3.68)***
樣本數		17,406		5,356		7,080		4,970			
B: 樣本二											
SB		4.01	(6.11)***	6.84	(2.80)***	2.81	(2.53)**	3.97	(3.71)***	2.87	(3.23)***
B		1.35	(1.12)	1.23	(1.00)	1.51	(1.35)	1.26	(0.33)	-0.03	(0.39)
H		-0.13	(0.55)	-0.12	(0.15)	-2.03	(2.20)**	1.76	(2.74)**	-1.88	(0.93)
Sell		-0.37	(0.04)	-5.97	(0.03)	-0.02	(0.20)	1.70	(0.12)	-7.68	(2.05)**
合計		1.69	(3.81)***	2.35	(2.13)**	0.53	(1.04)	2.55	(3.58)***	-0.20	(0.65)
樣本數		8,332		1,491		3,407		3,434			
C: 樣本三											
SB		0.51	(0.37)	3.44	(1.28)	0.22	(0.20)	-0.08	(0.68)	3.52	(1.09)
B		3.61	(5.21)***	5.13	(2.51)**	5.24	(4.28)***	2.14	(0.73)	2.99	(2.31)**
H		1.20	(2.24)**	-2.82	(0.10)	3.26	(1.88)*	0.95	(1.36)	-3.77	(0.67)
Sell		4.40	(0.66)	-0.66	(0.81)	8.56	(2.36)**	3.09	(1.33)	-3.75	(1.13)
合計		2.62	(3.97)***	4.09	(1.36)	4.24	(3.42)***	1.17	(1.47)	2.92	(2.10)**
樣本數		3,392		479		1,143		1,770			

註：表 8 為排除股票公開上市三年內樣本後之一一年股票累積異常報酬，以避免股票公開上市對首次分析之長期報酬影響，結果顯示樣本一分析師關注人數低與高組別的長期報酬差異仍然有顯著差異。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。t 值是平均數檢定的統計量並取絕對值。*表達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。

為控制股票公開上市對首次分析之長期報酬影響，表 8 是排除股票公開上市三年內樣本後之長期報酬，結果顯示多數長期報酬均較表 7 高，且樣本一分析師關注人數低與高組別的長期報酬差異較表 7 小，但兩組仍然有顯著差異，因此本文的研究結果並未受到股票公開上市效果的顯著影響。

進一步檢驗是否因流動性改善之差異而形成表 7 與表 8 的結果，故表 9 檢驗首次分析前後的股票買賣價差、交易量與機構持股比例之差異。為避免公司股價及規模上的差異，買賣價差與交易量分別除以該公司一個月前之股價與市值作為調整。買賣價差（交易量）是比較首次分析前兩個月與後兩個月平均每日買賣價差（交易量）之差。機構持股在此以所有機構持股佔該公司發行股數比例衡量，因資料頻率為季資料，故機構所有權變動是以首次分析前的最近一季與首次分析之後最近一季機構持股比例之差。

表 9 首次分析後股票流動性改善情況

變數	分析師追蹤人數		合計		Low		Medium		High		Low 與 High 差異	
	樣本	樣本數	平均數	t 值	平均數	t 值	平均數	t 值	平均數	t 值	平均數	t 值
股票買賣價差 變動(%)(%)	樣本一	22,662	-0.0275	(9.36)***	-0.0527	(8.75)***	-0.0199	(4.98)***	-0.0054	(1.03)	-0.0473	(5.67)***
	樣本二	9,334	-0.0180	(3.73)***	-0.0574	(4.06)***	-0.0146	(2.52)**	-0.0008	(0.10)	-0.0566	(3.78)***
	樣本三	4,058	-0.0238	(3.21)***	-0.0359	(1.57)	-0.0343	(3.23)***	-0.0112	(1.07)	-0.0247	(1.12)
股票成交量 變動(%)	樣本一	22,833	0.0233	(5.07)***	0.0252	(2.82)***	0.0354	(5.21)***	0.0007	(0.08)	0.0245	(1.95)*
	樣本二	9,447	0.0141	(2.46)**	0.0345	(2.32)**	0.0173	(1.97)**	0.0000	(0.00)	0.0345	(2.18)**
	樣本三	4,098	0.0037	(0.42)	-0.0021	(0.09)	0.0292	(1.94)*	-0.0133	(1.12)	0.0112	(0.47)
機構所有權 變動(%)	樣本一	21,650	1.7904	(31.07)***	3.0344	(28.02)***	1.5664	(17.66)***	0.4366	(4.50)***	2.5978	(17.12)***
	樣本二	9,039	0.6884	(9.34)***	1.1227	(6.27)***	0.7776	(7.11)***	0.3648	(3.08)***	0.7579	(3.64)***
	樣本三	3,914	0.8443	(7.18)***	2.0783	(6.70)***	0.9726	(5.15)***	0.2639	(1.58)	1.8143	(5.49)***

註：表 9 首次分析後，流動性改善的狀況。表中顯示樣本一與樣本二首次分析後可以增加流動性，其首次分析後買賣價差降低、交易量增加與機構持股也增加，但主要集中在“Low”與“Medium”組別，且“Low”組別的改善程度最高。“High”組別除了機構持股外，買賣價差與交易量並沒有增加。樣本三則除了機構持股外，並沒有明顯的流動性改善效果。樣本一為該股票被推薦時，同時屬於證券商首次分析與分析師首次分析；樣本二為該股票被推薦時屬於該證券商首次分析，但不屬於該分析師的首次分析；樣本三為該股票被推薦時屬於該分析師的首次分析，但不屬於該證券商的首次分析。分析師關注人數在 5 人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於 10 人（11 人以上）為“High”，其它則為“Medium”。t 值是平均數檢定的統計量並取絕對值。*表達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。

表 9 顯示樣本一與樣本二首次分析後可以增加流動性，如首次分析後買賣價差降低、交易量增加與機構持股也增加，但卻是集中在“Low”與“Medium”組別，且“Low”組別的改善程度最高。“High”組別除了機構持股外，買賣價差與交易量並沒有增加。故“Low”組別與“High”組別的差異性也達 1%的顯著水準。樣本三則除了機構持股外，並沒有明顯的流動性改善效果。此結果顯示，當證券商首次分析（樣本一與樣本二）時，才能夠增進流動性改善，僅僅是分析師的首次分析（樣本三）的效果不明顯，此也再次顯現不同樣本之差異性。

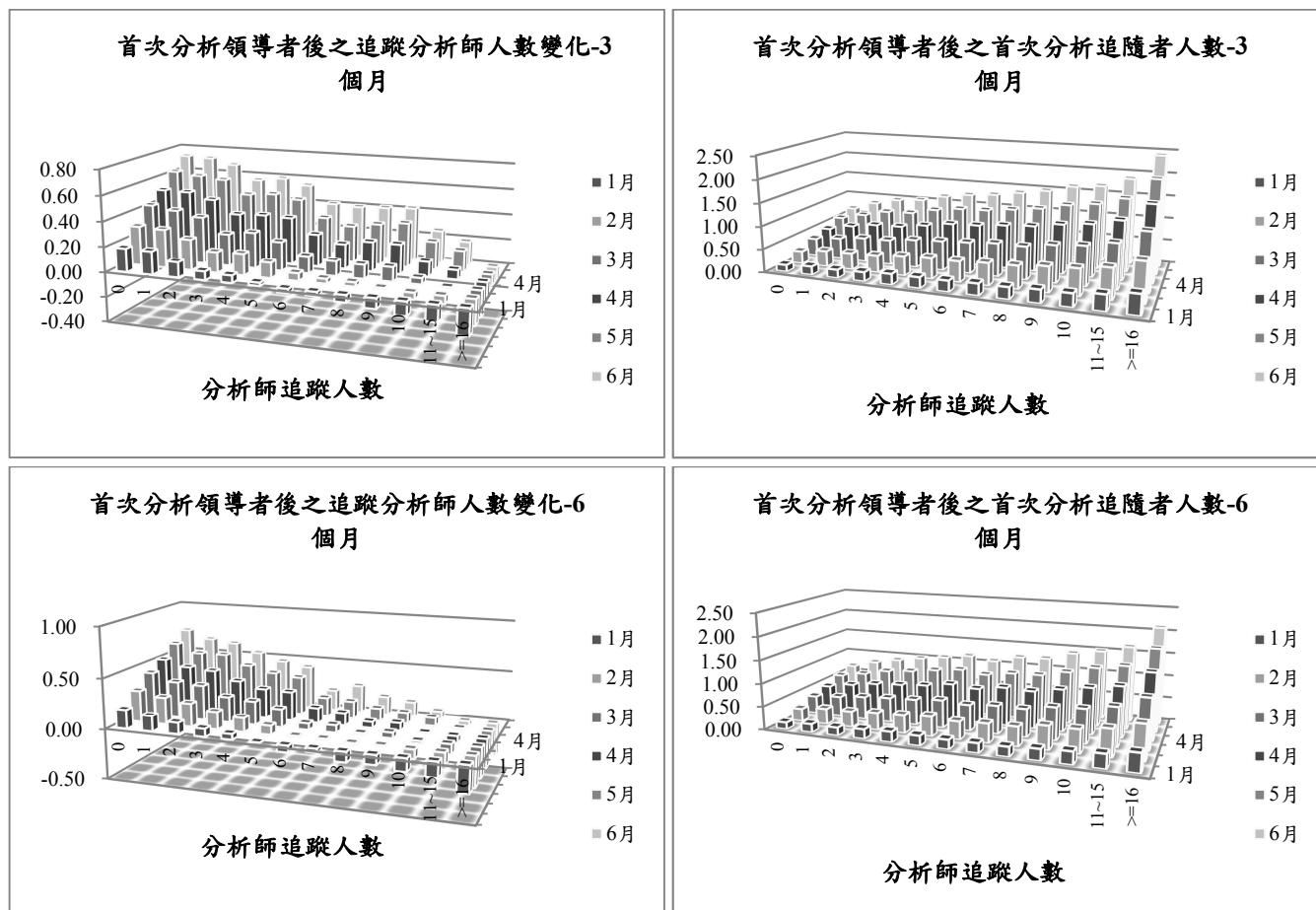


圖 2 分析師領導者後之分析師人數變化

註：三個月（六個月）首次分析領導者後，連續六個月分析師關注人數的增加數及首次分析跟隨者的數目。首次分析領導者指在首次分析之前三個月（或六個月）並未有其它對相同股票的首次分析，在首次分析領導者後跟進分析相同股票之首次分析為跟隨者。圖中顯示，當分析師關注程度低股票被首次分析領導者納入分析組合後，其淨增加的分析師關注人數是較多的；但分析師關注人數高股票反而是淨減少，顯示分析師關注程度低股票其流動性增加程度較高。此外，跟隨者數目是以高市場關注股票增加較多，顯示這些股票雖然有更多首次分析者加入分析，但也有更多分析師流出。

此外，本文並檢驗首次分析後是否能帶動其它分析師加入分析此特定股票，因而改善流動性。首先將所有的首次分析區分成首次分析領導者與首次分析跟隨者。以 3 個月（6 個月）的首次分析領導者，是指在首次分析之前 3 個月（6 個月）並未有其它對相同股票的首次分析，在首次分析領導者後跟進分析相同股票之首次分析為跟隨者。3 個月與 6 個月定義的首次分析領導者分別有 15,113 與 8,145 筆，約佔首次分析的 41% 與 22%。圖 2 為 3 個月及 6 個月首次分析領導者後，連續 6 個月分析師關注人數的增加數及首次分析跟隨者的數目。圖 2 中顯示，當分析師關注程度低股票被首次分析領導者納入分析組合後，其淨增加的分析師關注人數是較多的；但分析師關注人數高股票反而是淨減少。此也呼應表 9，分析師關注程度低股票其流動性增加程度較高。然而有趣的是，跟隨者數目卻是以高市場關注股票增加較多，顯示分析師對於高市場關注股票的轉換速度也較快。也就是這些股票雖然有更多首次分析之跟隨者加入分析，但也有更多分析師流出，形成其分析師關注程度是

淨減少的現象。另一個值得注意的是首次分析並不容易帶動其它分析師加入分析相同股票，分析師關注人數淨增加數與首次分析的跟隨者最高也分別只有 0.7 與 2.4 人。

最後，為了控制被分析股票與投資銀行具有承銷關係，導致投資銀行的分析師對此類股票過於樂觀情形，在表 10 加入裙帶關係的變數以估計迴歸模型，檢驗分析師的盈餘預測與股票異常報酬是否仍受到該股票分析師關注程度的影響。裙帶關係指若被分析股票與分析師所屬證券商在首次分析前的一年期間，具有承銷關係，則指標變數值為 1，其它為 0。然而，證券商代碼與證券商名稱之關聯表在 2006 年之後，I/B/E/S 即不再提供，因此 2007 年後無法得知分析師所屬證券商，故表 10 只包含到 2006 年之資料。表 10 顯示，分析師與被分析股票有裙帶關係者，在盈餘預測較為樂觀，導致首次分析的宣告股票報酬較低，但僅在樣本一與樣本二達到 10% 顯著水準。Kadan, Madureira, Wang, and Zach (2009) 亦發現裙帶關係不一定會影響短期的股票報酬，與此研究結果類似。但即便考慮了裙帶關係後，藉由觀察估計係數 SB_L 、 B_L 、 SB_H 與 B_H 顯示，樣本一與樣本二結果仍然顯示分析師對於低市場關注程度股票有較樂觀的盈餘預測，且這些股票之正面股票推薦，可獲得較高的股票異常報酬，但樣本三的結果則較不顯著。

表 10 考慮分析師與被分析公司之裙帶關係

依變數	盈餘預測誤差			首次分析之宣告股票報酬表現		
	樣本一	樣本二	樣本三	樣本一	樣本二	樣本三
SB	-1.2535*** (6.56)	-0.3715 (1.38)	-2.8394*** (5.25)	1.2953 (0.08)	-0.0080 (0.14)	0.4013 (1.38)
B	-0.9433*** (5.06)	-0.7602*** (2.70)	-2.0107*** (3.80)	0.8153*** (3.33)	0.6907* (1.85)	0.4941 (0.83)
H	-0.9456*** (5.27)	-0.6464** (2.54)	-1.9857*** (3.74)	-2.2270*** (9.28)	-1.6668*** (4.61)	-2.0638*** (2.78)
$Sell$	-0.5241 (1.45)	-0.4380 (0.78)	-0.2422 (0.28)	-3.9781*** (7.54)	-4.4144*** (6.36)	-1.3743 (1.18)
SB_L	-0.4933*** (4.47)	-0.7510*** (3.51)	-0.3853 (0.90)	1.3817*** (8.59)	1.3093*** (4.06)	1.3775** (2.43)
SB_H	0.7230*** (3.24)	0.3228 (0.93)	1.4759*** (4.02)	-0.4798** (2.41)	-0.4597* (1.68)	-0.9074 (1.61)
B_L	-0.5325*** (4.53)	-0.8369*** (3.75)	-0.5876 (1.64)	0.8506*** (5.86)	0.6629** (2.04)	-0.2239 (0.34)
B_H	0.5186*** (2.62)	0.7844*** (3.20)	0.5841** (2.01)	-0.3868* (1.76)	-0.4264* (1.70)	-0.4742 (1.16)
H_L	-0.3605** (2.47)	-0.5615** (2.48)	-1.1086*** (2.66)	0.0353 (0.03)	-0.1622 (0.60)	-0.6328 (1.09)
H_H	0.6255*** (3.57)	0.9394*** (4.11)	0.5882** (2.06)	0.0145 (0.25)	-0.1882 (0.85)	0.2983 (0.92)
$Sell_L$	-0.8125*** (3.58)	-0.3936*** (4.07)	-0.9820** (2.41)	0.2422 (0.26)	1.8472 (0.77)	-0.1933 (0.92)

表 10 考慮分析師與被分析公司之裙帶關係 (續)

依變數	盈餘預測誤差			首次分析之宣告股票報酬表現		
	樣本一	樣本二	樣本三	樣本一	樣本二	樣本三
<i>Sell_H</i>	0.6187 (0.83)	0.5599 (0.57)	0.2164 (0.25)	1.0862 (1.08)	2.1588 (0.73)	-0.6690 (0.56)
<i>Analyst Experience</i>	0.1617*** (3.34)	0.1437** (2.41)	0.0885*** (2.75)	0.1344 (0.41)	0.0923 (1.16)	0.0754 (0.61)
<i>Broker Size</i>	0.2135** (1.97)	0.0039** (1.96)	0.1745** (2.03)	0.3721*** (6.97)	0.2042 (1.09)	0.1145 (0.42)
<i>NCov</i>	0.2160** (2.03)	0.0455 (0.62)	-0.0155 (0.15)	0.2863*** (3.37)	0.2455* (1.88)	0.1037 (0.14)
<i>Change Brokerage</i>	0.1704 (0.24)	-0.0063 (0.61)	-0.0800 (0.35)	0.1799 (0.90)	0.8660*** (4.04)	0.4166 (1.03)
<i>ForHorizon</i>	0.0818*** (6.37)	-0.0004 (1.32)	-0.0006 (0.67)			
<i>Nasdaq</i>	-0.5681*** (8.84)	-0.4388*** (4.44)	-0.3049* (1.84)	0.3736*** (3.44)	0.2236 (0.54)	0.0845 (0.20)
<i>Surprise</i>	0.1245*** (3.54)	0.1068*** (3.01)	0.3481*** (3.61)	0.3418** (2.56)	0.2941 (1.23)	0.2264 (0.15)
<i>Announcement</i>	0.2105* (1.91)	0.1295 (1.40)	0.4132 (1.01)	0.3272 (1.15)	0.6172 (1.49)	-0.0462 (0.65)
<i>Chg_EPS</i>	0.3901*** (3.45)	0.3380*** (2.70)	0.1752*** (2.94)	0.4490*** (3.49)	0.4210*** (2.63)	0.2727*** (2.96)
<i>Repurchase</i>	0.1500 (1.61)	0.1693 (1.12)	0.0462 (0.35)	0.9211*** (3.56)	0.9953*** (2.86)	0.9415*** (2.77)
<i>Chg_Audit</i>	0.2783*** (3.31)	0.2610*** (2.72)	0.1284*** (2.84)	-0.1762*** (3.24)	-0.1028*** (2.67)	-0.1029*** (2.84)
<i>OPIN</i>	-0.1103*** (2.69)	-0.0375*** (2.82)	-0.1154*** (2.77)	0.2509 (0.18)	0.1547 (0.53)	0.1448 (0.75)
<i>Inst_Own_Perc</i>	-0.1998*** (3.51)	-0.0884*** (4.07)	-0.6142*** (3.16)	0.2385*** (3.43)	0.2060*** (4.07)	0.6250*** (3.14)
<i>Size</i>	0.1252 (0.76)	0.1013 (1.07)	0.0942 (0.22)	0.12 (0.71)	0.15 (1.10)	0.1805 (0.19)
<i>Affiliation</i>	0.1241 (0.34)	0.6124 (0.36)	0.0541 (0.14)	0.2469 (0.51)	0.2014 (0.37)	0.0142 (0.81)
<i>Adj. R²</i>	0.2214	0.2164	0.2058	0.1561	0.1426	0.1248

註：表10分析首次分析時，分析師的盈餘預測與股票推薦之異常報酬，並加入裙帶關係的變數，裙帶關係指若被分析股票與分析師所屬證券商在首次分析前的一年期間，具有承銷關係，則指標變數值為1，其它為0。表中顯示，即使考慮了裙帶關係後，分析師對於分析師關注程度低之股票有較樂觀的盈餘預測，市場對分析師正面之股票推薦也較正面高。依變數分別為最近年度之盈餘預測誤差(FE)與首次分析三日之股票異常報酬(AR)。自變數為：*SB*、*B*、*H*、*Sell*分別為強烈買進買進，持有，賣出的指標變數。*SB_L*(*SB_H*)分別是低(高)分析師關注股票的強烈買進；其餘*BL*(*B_H*)、*HL*(*H_H*)、*Sell_L*(*Sell_H*)為買進、持有、賣出之相類似定義，可用以比較“Low”(“High”)與“Medium”組別的相對差異。分析師關注人數在5人以內歸類於“Low”，當分析師關注數目高於10人(11人以上)為“High”，其它則為“Medium”。其餘自變數包含：*Analyst Experience*為分析師首次分析時點距其首次出現在I/B/E/S投資建議資料庫的時間；*Broker Size*為首次分析時點前6個月期間，有多少位分析師曾經在證券商發佈過投資建議報告；*NCov*為首次分析前三個月期間該分析師曾經分析過的公司數目；*Change Brokerage*指分析師由既有服務的證券商轉換到其它證券商半年內的期間所發佈的分析報告；*ForHorizon*指分析師預測期長，代表分析師盈餘預測日距財報年結束日的天數，並取自然對數表示；*Nasdaq*指該股票是在那斯達克交易所掛牌交易；*Surprise*是未預期盈餘，指分析師首次分析前最近一次公司盈餘宣告之公司實際盈餘與當季所有分析師預測之中位數之差，並除以當季期初股價作為標準化；*Announcement*是盈餘宣告期，指首次分析時點在盈餘宣告後三日之內，則指標變數設為1，其它則為0；*Chg_EPS*為當期盈餘和前期盈餘之差，並除以前一期股價；*Repurchase*代表若公司在最近三個月有進行股票購回，則指標變數設為1，其它則為0；*Chg_Audit*指在最近一年該公司更換會計師事務所，則指標變數設為1，其它則為0；*OPIN*指會計師在最近一年的審查，出具無保留意見，則指標變數設為1，其它則為0；*Inst_Own_Perc*指當年度之機構投資人持股份公司流通在外股數的百分比；*Size*為首次分析時點前一個月之股票市值，並取自然對數表示。樣本數在樣本一、樣本二與樣本三分別為15,647、6,125與2,641筆。Adj. R²為調整後R-square，*表達10%顯著水準，**達5%顯著水準，***達1%顯著水準。括號內為取絕對值後t值。

伍、結論

本文分析證券商或分析師對特定股票首次分析時之研究報告與市場關注程度之關連，及其後市場的反應與長期是否可以增加公司價值。研究結果顯示，首次分析的推薦評等對於低市場關注股票有較高比例的買進建議，較長期之盈餘預測與盈餘成長性預測也是愈正面。而市場也較正向回應分析師對於關注程度低股票之較正面的報告。而在首次分析後，低市場關注股票有較佳的流動性改善，因此公司價值增加較多，但高市場關注股票並未能增加公司價值。然而低市場關注股票，並不會因為證券商或分析師的首次分析而跟進加入分析，但既有受市場忽略股票的分析師流出較少。故整體而言，首次分析後低市場關注股票之分析師關注人數淨增加的程度較多。而首次分析後之長期表現受到上市效應的影響程度大，是投資人與相關學術研究者應注意的因素。

本文並辨別證券商首次分析與分析師首次分析其樣本特點，當單純為證券商首次分析時有超過一半的比例為剛由其它家證券商跳槽而來的分析師報告；而單純為分析師首次分析則屬於較大證券商分析師發佈的報告。總體而言，證券商首次分析的報告比單純分析師首次分析更為正面。

然而，影響分析師是否分析一公司的決策因素眾多，如公司是否有新產品發表、公司是否取得新的借款資金、執行長是否更換、公司是否有法律訴訟、是否有內部人交易等因素，仍可能會影響分析師是否開始關注該公司，亦有可能對本文的分析結果有所影響。建議後續類似研究應再控制這些事件的影響，以確保研究結果的一致性。

參考文獻

- Ali, A., A. Klein, and J. Rosenfeld. 1992. Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS. *The Accounting Review* 67 (January): 183-198.
- Barber, B. M., R. Lehavy, and B. Trueman. 2007. Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms. *Journal of Financial Economics* 85 (August): 490-517. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.09.004)
- Barber, B., R. Lehavy, M. McNichols, and B. Trueman. 2001. Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *The Journal of Finance* 56 (April): 531-563. (DOI: 10.1111/0022-1082.00336)
- Barron, O. E., D. Byard, and Y. Yong. 2008. Earnings surprises that motivate analysts to reduce average forecast error. *The Accounting Review* 83 (March): 303-325. (DOI: 10.2308/accr.2008.83.2.303)

- Barth, M. E., R. Kasznik, and M. F. McNichols. 2001. Analyst coverage and intangible assets. *Journal of Accounting Research* 39 (June): 1-34. (DOI: 10.1111/1475-679X.00001)
- Branson, B. C., D. M. Guffey, and D. P. Pagach. 1998. Information conveyed in announcements of analyst coverage. *Contemporary Accounting Research* 15 (Summer): 119-143. (DOI: 10.1111/j.1911-3846.1998.tb00552.x)
- Brennan, M. J., and A. Subrahmanyam. 1995. Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of Financial Economics* 38 (July): 361-381. (DOI: 10.1016/0304-405X(94)00811-E)
- Brown, R., H. W. H. Chan, and Y. K. Ho. 2007. Initiating coverage, broker reputation and management earnings forecasts in Australia. *Accounting and Finance* 47 (September): 401-421. (DOI: 10.1111/j.1467-629X.2006.00209.x)
- Carhart, M. M. 1997. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance* 52 (March): 57-82. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x)
- Chan, H. W. H., R. Brown, and Y. K. Ho. 2006. Initiation of brokers' recommendations, market predictors and stock returns. *Journal of Multinational Financial Management* 16 (July): 213-231. (DOI: 10.1016/j.mulfin.2005.07.004)
- Chan, K., and A. Hameed. 2006. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics* 80 (April): 115-147. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.03.010)
- Clarke, J., A. Khorana, A. Patel, and P. R. Rau. 2007. The impact of all-star analyst job changes on their coverage choices and investment banking deal flow. *Journal of Financial Economics* 84 (June): 713-737. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.12.010)
- Clement, M. B., and S. Y. Tse. 2005. Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. *The Journal of Finance* 60 (February): 307-341. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00731.x)
- Cohen, D. A., and T. Z. Lys. 2003. A note on analysts' earnings forecast errors distribution. *Journal of Accounting and Economics* 36 (December): 147-164. (DOI: 10.1016/j.jacceco.2003.11.002)
- Das, S., C. B. Levine, and K. Sivaramakrishnan. 1998. Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review* 73 (April): 277-294.

- Das, S., R. J. Guo, and H. Zhang. 2006. Analysts' selective coverage and subsequent performance of newly public firms. *The Journal of Finance* 61 (May): 1159-1185. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00869.x)
- Demiroglu, C., and M. Ryngaert. 2010. The first analyst coverage of neglected stocks. *Financial Management* 39 (June): 555-584. (DOI: 10.1111/j.1755-053X.2010.01084.x)
- Eames, M., S. M. Glover, and J. Kennedy. 2002. The Association between trading recommendations and broker-analysts' earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 40 (March): 85-104. (DOI: 10.1111/1475-679X.00040)
- Easterwood, J. C., and S. R. Nutt. 1999. Inefficiency in analysts' earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism? *The Journal of Finance* 54 (October): 1777-1797. (DOI: 10.1111/0022-1082.00166)
- Ertimur, Y., V. Muslu, and F. Zhang. 2011. Why are recommendations optimistic? Evidence from analysts' coverage initiations. *Review of Accounting Studies* 16 (July): 679-718. (DOI: 10.1007/s11142-011-9163-6)
- Fama, E. F., and K. R. French. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33 (February): 3-56. (DOI: 10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Hayes, R. M. 1998. The impact of trading commission incentives on analysts' stock coverage decisions and earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 36 (Autumn): 299-320. (DOI: 10.2307/2491479)
- Herrmann, D. R., O. K. Hope, and W. B. Thomas. 2008. International diversification and forecast optimism: The effects of Reg FD. *Accounting Horizons* 22 (June): 179-197. (DOI: 10.2308/acch.2008.22.2.179)
- Hong, H., T. Lim, and J. C. Stein. 2000. Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies. *The Journal of Finance* 55 (February): 265-295. (DOI: 10.1111/0022-1082.00206)
- Irvine, P. J. 2003. The incremental impact of analyst initiation of coverage. *Journal of Corporate Finance* 9 (September): 431-451. (DOI: 10.1016/S0929-1199(02)00053-6)
- Irvine, P. J. 2004. Analysts' forecasts and brokerage-firm trading. *The Accounting Review* 79 (January): 125-149. (DOI: 10.2308/accr.2004.79.1.125)
- Irvine, P., M. Lipson, and A. Puckett. 2007. Tipping. *The Review of Financial Studies* 20 (May): 741-768. (DOI: 10.1093/rfs/hhl027)

- Kadan, O., L. Madureira, R. Wang, and T. Zach. 2009. Conflicts of interest and stock recommendations: The effects of the global settlement and related regulations. *Review of Financial Studies* 22 (October): 4189-4217. (DOI: 10.1093/rfs/hhn109)
- Keckes A, Womack K (2008) Adds and drops of coverage by equity research analysts. Working paper, Schulich School of Business, York University, Toronto.
- Lim, T. 2001. Rationality and analysts' forecast bias. *The Journal of Finance* 56 (February): 369-385. (DOI: 10.1111/0022-1082.00329)
- Malmendier, U., and D. Shanthikumar. 2007. Are small investors naive about incentives? *Journal of Financial Economics* 85 (August): 457-489. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.02.001)
- McNichols, M., and P. C. O'Brien. 1997. Self-selection and analyst coverage. *Journal of Accounting Research* 35 (3) 167-199. (DOI: 10.2307/2491460)
- Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Willis. 1999. Does forecast accuracy matter to security analysts? *The Accounting Review* 74 (April): 185-200. (DOI: 10.2308/accr.1999.74.2.185)
- Moyer, R. C., R. E. Chatfield, and P. M. Sisneros. 1989. Security analyst monitoring activity: Agency costs and information demands. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24 (December): 503-512. (DOI: 10.2307/2330982)
- Peterson, D. R. 1987. Security price reactions to initial reviews of common stock by the value line investment survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22 (December): 483-494. (DOI: 10.2307/2330796)
- Rajan, R., and H. Servaes. 1997. Analyst following of initial public offerings. *The Journal of Finance* 52 (June): 507-529. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04811.x)
- Richardson, S., S. H. Teoh, and P. D. Wysocki. 2004. The walk-down to beatable analyst forecasts: The role of equity issuance and insider trading incentives. *Contemporary Accounting Research* 21 (Winter): 885-924. (DOI: 10.1506/KHNW-PJYL-ADUB-0RP6)
- Ritter, J. R. 1991. The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance* 46 (March): 3-27. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x)

Ritter, J. R., and I. Welch. 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance* 57 (August): 1795-1828. (DOI: 10.1111/1540-6261.00478)

Verardo, M. 2009. Heterogeneous beliefs and momentum profits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (August): 795-822. (DOI: 10.1017/S0022109009990214)

Will An Analyst Report More Positively for Less-Covered Stocks When They Are First Included on His/Her List?

This study examines whether analysts hold more positive attitudes towards less-covered stocks in coverage initiation. Such findings are inconsistent with the efficient-market hypothesis (EMH), which states that stock prices faithfully reflect new information and investors obtain no systematic abnormal returns. Specifically, for neglected stocks, profitable strategies may be formed based on whether a stock is included on an analyst's lists for the first time. With a focus on analysts' earliest reports on the previously less-covered stocks, this study alternately adopts two definitions for initial coverage: (1) the analyst's first research report, and (2) the brokerage firm's first research report for the company.

We conjecture that an analyst's decision to cover a stock is primarily affected by the benefit and cost of following it. On the one hand, costs may be significant because the less-covered stocks are typically of a small size with infrequent voluntary disclosures. On the other hand, their low trading volumes leave limited rooms for the commission benefits when an analyst covers the company. Accordingly, one may view an analyst's covering a less-covered stock as his or her investment for the future benefits. Namely, the analyst may have high expectation on its prospect. Our results, consistently, show that investment recommendations are more positive when an analyst adds coverage of less-covered stocks as opposed to the other stocks.

Analysts appear favorably and successfully to promote the less-covered stocks. Specifically, this study finds that among the stocks for which the analysts issue *strong buy* recommendations, their first earnings and growth forecasts for the less-covered stocks are both significantly greater. These forecasts, as a result, trigger a strong response in the stock market.

This paper further investigates the extent to which initial coverage affects trading volume and stock price. It shows that an analyst's adding a company to his coverage portfolio leads to a major improvement in liquidity and an increase in the firm value for less-covered stocks. In contrast, an analyst's adding a well-followed stock achieves trivial improvement in its liquidity without significantly boosting its firm value. This study extends the findings of prior studies, which document that analyst coverage initiation adds to the liquidity of a stock and thus increases its firm value. Moreover, we find the aforementioned findings of positive subsequent abnormal returns fail to hold for a stock

within a three-year duration subsequent to its initial public offering, which typically follows by both underpricing (honeymoon) and subsequent price reversal. Subsequent to an analyst's initial coverage, as our study shows, the increase in the number of analysts following the previously less-covered stock is greater than that of the well-followed stock. Furthermore, this study discriminates against the explanation that a less-covered stock, in comparison with a well-followed stock, attracts more analysts to issue the research reports subsequent to the initial coverage. The supported notion is that once an analyst adds to follow a less-covered stock in the portfolio, he is unlikely to drop coverage as compared with a well-followed stock.

This study observes both forecasts and investment recommendations by security analysts for companies in the United States. Our initial coverage observations are classified into an analyst's coverage initiation and a brokerage's coverage initiation. An analyst's initial coverage/A brokerage's initial coverage means that the analyst (brokerage firm) provides a research report for a stock he never covered before. Although the results are more pronounced for a brokerage's initial coverage, the research reports are generally shown to be optimistic for both types of initial coverage. The result is consistent with our anecdotal evidence that a brokerage firm needs to undergo a more complicated review procedure when adding a new stock, and therefore relies on a stronger reason to support its initialization. Significantly less *buy* recommendations for the subsample of an analyst's coverage initiation are made in comparison with the subsample of a brokerage's coverage initiation.

This paper contributes to this line of research in the following aspects. First, it differs from prior studies on coverage initiation, most of which adopt an analyst's coverage initiation rather than a brokerage's coverage initiation as their research sample. Specifically, this study discriminates between different definitions of initial coverage. We also show the different degrees of optimism in analyst reports, short-windowed stock returns, and long-windowed stock returns between the subsamples formed based on different definitions. We find a brokerage's coverage initiation is more informative than an analyst's. The abnormal returns associated with an analyst's coverage initiation are literally insignificant. Second, this paper documents the difference between less-covered stocks versus well-followed ones for a brokerage's coverage initiation, revealing that the effects of initial coverage on both liquidity and firm value are primarily contributed by the less-covered ones. Third, our findings imply that buying the initially covered stocks may bring profit, but not the stocks in three years after going public. Such analysis adds to the value of using the popular periodicals (e.g., publications by Zacks Investment Research, Inc.), which provide investors with information regarding analysts' coverage initiation for them to make investment decisions. Similarly, for academia, we show that when studying the explanatory power of coverage initiation on long-windowed stock returns, one should pay

special attention to the number of years after the public offering. Finally, this study enhances the understanding of analyst adding decisions for less-covered stocks and the quality of the research reports for the companies.