

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

子計畫九：領導型/從眾型分析師過度自信現象之研究

計畫類別：整合型計畫

計畫編號：NSC92-2416-H-004-056-EF

執行期間：92年09月01日至93年08月31日

執行單位：國立政治大學會計學系

計畫主持人：金成隆

共同主持人：林修葳

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 93 年 12 月 6 日

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

行為財務學與行為會計學整合型計畫—子計畫九：領導型/從眾型 分析師過度自信現象之研究

計畫編號：NSC 92-2416-H-004-056-EF

執行期限：92年9月1日至93年8月31日

主持人(共同主持人)：金成隆(林修葺)

執行機構及單位名稱：政治大學會計系(台大國企系)

一、摘要

1.1 中文

分析師主要在提供分析報告，包括盈餘預測與股票推薦，在資本市場上扮演了重要的資訊中介角色，然而領導型與從眾型分析師的預測或推薦所引起之價格變動卻有顯著之不同，因此本研究主要在探討(1)形成領導型與從眾型分析師區別的主要因素為何?(經驗與努力)。(2)分析師過度自信之行為，在何種情況下會使分析師產生過度自信?領導型分析師是否比其他分析師(從眾型)更會過度自信。以及(3)分析師過度自信對於續後分析師類型之影響，是否過去預測或是推薦績效愈佳的分析師，維持或是晉升為領導型分析師的機會愈大。

實證結果發現：

- (1) 成為領導型分析師的機率與努力程度成負相關，也就是當分析師報導的家數愈多時其愈可能成為領導型分析師，可能的原因是分析師本身所具有的能力或天賦，其天賦愈高，使其有能力同時分析報導多家公司而成為領導型分析師。
- (2) 一般經驗和分析特定公司之特殊經驗與成為領導型分析師的機率成正相關且顯著，而且經驗變數呈非線性關係，當經驗累積到一定程度後，成為領導型分析師的機率會逐漸遞減。
- (3) 過去預測愈佳者的分析師，其預測誤差

或偏離共識預測程度愈大。此外領導型分析師其過去預測愈佳者之偏離程度更大，符合過度自信假說。

- (4) 過度預測績效愈佳的分析師，其維持或是晉升為領導型分析師的機會愈大，且分析師愈努力或分析師所屬券商為大規模者，維持或是晉升為領導型分析師的機會愈大。分析師的一般經驗與特殊經驗愈多者，晉升為領導型分析師的機會愈大，且此一機率成邊減率增加。

關鍵詞：領導型(從眾型)分析師、經驗、學習、過度自信

1.2 英文

In 1991, Taiwan Stock Exchange (TSE) required inclusion of management earnings forecasts (MEF) by issuers of all initial public offering (IPO) in prospectuses filed with the TSE. This study explores the association between the 1991 MEF regulation and the IPO anomalies, including positive abnormal returns accompanying the IPOs and the subsequent price reversals. Specifically, we partition our IPO observations during the test period based on the existence and the type of management forecasts. Our results support the notion that MEF regulations help mitigating both information asymmetry and investors' over-reaction. First, the post-1991 IPOs are significantly less under-priced. Second, consistent with the cheap talk hypothesis, the pre-1991 IPOs with voluntary earnings forecasts appear to be

subject to greater under-pricing as opposed to the observations without management forecasts. Third, the magnitude of subsequent price reversal appears to be greater (less) for the pre- (post-) 1991 IPOs. Fourth, the duration of the under-pricing period for the post-1991 (pre-1991) IPOs appears to be longer (shorter). On the other hand, the duration of the under-pricing period for the pre-1991 IPOs with (with no) voluntary disclosures appears to be longer (shorter).

Keywords: Lead (follower) analysts、Experience、Learning、Overconfidence

二、緣由與目的

證券商的主要功能除了幫投資者買賣股票外，主要的功能尚有聘雇的分析師可以提供分析報告，包括盈餘預測(earnings forecast)與股票推薦(stocks recommendation)，因此在資本市場上扮演了重要的資訊中介角色。

然而各分析師先天的天資稟賦與後天對產業瞭解深淺，及與企業關係之親疏不同而使得某些分析師較具有競爭上之優勢，日久也就生成自信。而投資大眾較認同這些分析師對其投資所帶來的超額利潤，也較願接受這些分析師所推薦個股，是以在市場上產生了領導型分析師(lead analyst)與從眾型分析師(follower analyst)之別(Cooper, Day and Lewis, 2000)。領導型分析師具有較先報導公司、報導所引起的價量較大的特性(Cooper et al., 2000; 金成隆與林修葺, 2003)。

本研究計畫的第一個議題旨在探討促成分析師成為領導型/從眾型分析師的因素有哪些。本計畫預期分析師過去的分析經驗(experience)將是一個重要因素。如果分析師對於某公司過去進行報導(analyst

coverage，如盈餘預測或是推薦股票)的經驗愈多(少)，則因為具有學習(learning)效果，因而其成為領導型(從眾型)分析師的機會較大。另一因素是分析師的努力程度，預期分析師付出的努力(coverage effort)程度愈大(小)，則成為領導型(從眾型)分析師的機會較大。在進行檢測時，也會加入其他影響因素，例如分析師所屬的證券商規模(brokerage house)，分析師是否屬於 wall street 的 All-star，分析師與客戶之間的關係(affiliation)等。

本研究的第二個議題，是在探討領導型分析師與從眾型分析師的過度自信(overconfidence)的現象。過度自信是指分析師對於自己私有訊息的過度自信，卻對公有訊息較未重視(Hung and Plott, 1999; Huck and Oechssler, 1999; Kraemer et al., 2000; Krusche and Nelson, 2000)。以往研究顯示，分析師過去如果盈餘預測愈精確，則愈會出現過度自信的現象(Hilary and Menzly, 2003)。本文預期，相對於從眾型分析師而言，領導型分析師存在過度自信的現象。

本計畫的第三個議題，是在探討過度自信所引起的後續影響，特別是領導型分析師與從眾型分析師角色變化的過程。也就是有些領導型分析師為何在後來卻變成從眾型分析師?有些從眾型分析師為何在後來卻變成領導型分析師?本文預期，如果領導型分析師常常出現報導失真的情形(如盈餘預測誤差過大等)，則較容易在後來反而變成較不起眼的從眾型分析師。至於從眾型分析師為何在後來卻變成領導型分析師的情況是否也是如此?可能較為複雜，因為從眾型分析師之所以無法成為領導型分析師，可能是經驗等前述因素較差之外，也可能是個人資質較差而無法達到領導型分析師的績效。如果是前者因素，

則當經驗等因素具足後自然會成為領導型分析師，至於後者因素則無改善空間。

三、研究假設及樣本選取與資訊蒐集

假說 1-1：學習經驗愈多的分析師，愈可能成為領導型分析師。

假說 1-2：投入分析的努力愈多的分析師，愈可能成為領導型分析師。

假說 2-1：過去績效愈佳的分析師，愈容易有過度自信的現象。

假說 2-2：領導型分析師比從眾型分析師，愈容易有過度自信的現象。

假說 3：過去預測或是推薦績效愈佳的分析師，維持或是晉升為領導型分析師的機會愈大。

本研究所需之資料，各產業中所有企業之分析師年度盈餘預測資料取自 I/B/E/S Detail History-Detail 資料庫，而公司實際盈餘則取自 I/B/E/S Detail History-Actual 資料庫，期初股價及公司規模(權益市值)變數取自 CRSP。研究期間為 1993-2002 年，選擇 1993 年為起點，是因為 I/B/E/S 資料庫自當年開始才有即時更新分析師預測資料。

樣本選取標準為：

1. 金融保險業(financial institution)與水電業(utilities)等特殊產業，財務資料結構與一般行業不同，再加上其為受管制的產業，故將之排除於觀察樣本外。
2. 在每一年中，至少有五位分析師有做年度盈餘預測。

四、實證研究結果與討論

根據實證研究結果發現：

- (1) 成為領導型分析師的機率與努力程度成負相關，也就是當分析師報導的家數愈多時其愈可能成為領導型分析師，可能的原因是分析師本身所具有的能力或天賦，其天賦愈高，使其有能力同時分析報導多家公司而成為領導型分析師。
- (2) 一般經驗和分析特定公司之特殊經驗與成為領導型分析師的機率成正相關且顯著，而且經驗變數呈非線性關係，當經驗累積到一定程度後，成為領導型分析師的機率會逐漸遞減。
- (3) 過去預測愈佳者的分析師，其預測誤差或偏離共識預測程度愈大。此外領導型分析師其過去預測愈佳者之偏離程度更大，符合過度自信假說。
- (4) 過度預測績效愈佳的分析師，其維持或是晉升為領導型分析師的機會愈大，且分析師愈努力或分析師所屬券商為大規模者，維持或是晉升為領導型分析師的機會愈大。分析師的一般經驗與特殊經驗愈多者，晉升為領導型分析師的機會愈大，且此一機率成邊減率增加。

五、計畫成果自評

六、參考文獻

1. 金成隆與林修葺. 2003. 領先型/從眾型分析師與無形資產關係之研究,國立中正大學,Working Paper.
2. Abarbanell, Jeffrey S., and Victor L. Bernard, 1992, Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior, *Journal of Finance* 47, 1181-1207.
3. Abarbanell, Jeffrey S., and Reuven Lehavy, 2000, Biases forecasts or biased earnings? The role of earnings management in explaining apparent optimism and inefficiency in analysts' earnings forecasts, University of North Carolina and UC Berkeley Working

- Paper.
4. Anderson Lisa R., and Charles A. Holt, 1997, Information cascades in the laboratory, *The American Economic Review*, 847-862.
 5. Barth M.E. and R. Kasznik and M.F. McNichols 2001, Analyst coverage and intangible assets. *Journal of Accounting Research* 39 : 1–34.
 6. Bernhardt, D., M. Campello, and E. Kutsogi .2002. Who herd? University of Illinois, Working Paper.
 7. Bloomfield, Robert J., Susan D. Krische, and Mark W. Nelson, 2000. Confidence and investors' reliance on disciplined trading strategy, Cornell University Working Paper.
 8. Bloomfield, Robert J., Robert Libby, and Mark W. Nelson, 2000, Underreactions, overreactions and moderated confidence, *Journal of Financial Markets* 3, 113-137.
 9. Camerer Colin, 1995, Individual decision making, *Handbook of Experimental Economics*, Edited by John H. Kagel and Alvin E. Roth, Princeton University Press, 591.
 10. Clement, M., 1999. Analyst forecast accuracy : do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics* 27: 285-303.
 11. Cooper, R. A., Theodore E. Day., and Craig M. Lewis. 2001. Following the leader: a study of individual analysts' earnings forecasts. *Journal of Financial Economics* 61: 386-406.
 12. Daniel, Kent, David Hirshleifer and Avanidhar Subrahmanyam, 1998, Investor psychology and security market under-and overreactions, Working Paper.
 13. DeBondt, Werner F. M. and Richard M. Thaler, 1986, Does the stock market overreact? *Journal of Finance* 3, 793.
 14. DeBondt, Werner F. M. and Richard M. Thaler, 1995, Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective, *Handbooks of Operations Research and Management Science*, 358-410.
 15. Easterwood, John C. and Stacey R. Nutt, 2003, Inefficiency in analysts' earnings forecasts: systematic misreaction or systematic optimism? Forthcoming *Journal of Finance*.
 16. Elliott, John A., Donna R. Philbrick, and Christine I. Wiedman, 1995, Evidence from archival data on the relation between security analysts' forecast errors and prior forecast revisions, *Contemporary Accounting Research* 11, 919-938.
 17. Fitch, Gordon, 1970, Effect of self-esteem, perceived performance, choice on causal attributions, *Journal of Personality and Social Psychology* 16, 311-315.
 18. Francis, Jennifer and Donna Philbrick, 1993, Analysts' decisions as products of a multi-task environment, *Journal of Accounting Research* 31, 216-230.
 19. Friedman, Dan, 1998, Monty hall's three doors: construction and deconstruction of choice anomaly, *The American Economic Review* 88, 933-946.
 20. Gervais, Simon and Terrance Odean, 1998, Learning to be overconfident, Wharton School and University of California Working Paper.
 21. Griffin, Dale and Amos Tversky, 1992, The weighting of evidence and the determinants of overconfidence, *Cognitive Psychology* 24.
 22. Graham, John R, 1997, Herding among investment newsletters: theory and evidence, *Journal of Finance*, 237-268.
 23. Gu, Zhaoyang and Joanna Shuang Wu, 1999, Earnings skewness and analyst forecast bias, Carnegie Mellon and University of Rochester Working Paper.
 24. Hand, John R. M., 1990, A test of the extended functional fixation hypothesis, *The Accounting Review* 4, 740-763.
 25. Heath Chip and Amos Tversky, 1990, Preference and belief: ambiguity and competence in choice under uncertainty, *Contemporary Issues in Decision Making*, North Holland, 93-123.
 26. Hilary, G. and L. Menzly. 2001. Does past success lead analysts to become overconfident? University of Chicago, Working Paper.
 27. Jacob, J., T. Lys, and M. Neale. 1999. Expertise in forecasting performance of security analyst. *Journal of Accounting and Economics* 28: 51-82.
 28. Johnson, T. J., Feigenbaum, R. and

- Weiby, M., 1964, Some determinants and consequences of the teachers' perception of causation, *Journal of Educational Psychology*, 237-246.
- 12-33.
29. Keane, Michael P. and David E. Runkle, 1998, Are financial analysts' forecasts of corporate profit rational? *Journal of Political Economy* 106, 768-805.
30. Kukla, Andy, 1992, Attribution determinants of achievement-related behavior, *Journal of Personality and Social Psychology*, 197-207.
31. Lopez, T. and M. Clement. 2000. Evidence on the effect of multiple corporate restructurings on analysts' earnings forecasts: do analysts learn from prior restructuring events? Georgia State University, Working Paper.
32. McNichols, Maureen and Patricia C. O'Brien, 1997, Self-selection and analyst coverage, *Journal of Accounting Research* 35, 67-199.
33. Mikhal. M B., B. R. Wakther, and R. H. Will. 2003. The effect of experience on security analyst underreaction. *Journal of Accounting and Economics* 35: 101-116.
34. Mikhal. M B., B. R. Wakther, and R. H. Will. 1997. Do security analysts improve their performance with experience? *Journal of Accounting Research* 35: 131-157.
35. Miller, Dale, T., 1976, Ego involvement and attributions for success and failures, *Journal of Personality and Social Psychology*, 901-906.
36. Ross, Michael and Fiore Sicoly, 1976, Egocentric biases in availability and attribution, *Journal of Personality and Social Psychology*, 322-336.
37. Sinha, Praveen, Lawrence D. Brown and Somnath Das, 1997, A re-examination of financial analysts' differential earnings forecast accuracy, *Contemporary Accounting Research* 14, 1-42.
38. Weiner, Bernard and Andy Kukla, 1970, An attributional analysis of achievement motivation, *Journal of Personality and Social Psychology*,