

金融風險管理季刊
民94，第一卷，第三期，27-45

券商投資評等報告的資訊內涵—本國券商與外資 券商的比較*

The Information Content of Stock Recommendations: Comparing Domestic and Foreign Security Firms

池祥萱**

Hsiang-Hsuan Chih

東華大學財務金融學系助理教授
Assistant Professor Department of Finance,
National Dong Hwa University

蕭君怡

Chun-I Shiao

臺灣產物保險公司投資理財專員
Senior Clerk
Taiwan Fire & Marine Insurance Co., Ltd.

摘要

本文比較本國券商與外資券商公布投資評等報告的資訊內涵，藉以提供社會大眾投資參考的依據。爲了比較本國券商和外資券商投資評等建議的資訊內涵，本文建構屬於台灣股市的投資評等資料庫，將本國券商與外資券商的投資評等數字化。結果顯示，券商公布評等改變比評等等級的結果更具有參考價值，且賣出和降級的預測能力更強。其次，本國券商的評等報告似乎被市場認爲是一個股價下跌的信號。最後，在股市上升期間，市場重視的是外資評等降級的報告，在股市下跌期間，市場重視的是外資評等升級的報告。

關鍵詞：投資評等、資訊內涵、本國券商、外資券商

JEL分類代號：G14, G24

* 本文感謝三位匿名審稿者的細心審閱，並提供寶貴的建議，使本文內容更爲充實，特此致謝。

** 作者通訊：池祥萱，花蓮縣壽豐鄉大學路二段一號，TEL：886-3-863-3137，FAX：886-3-863-3130，
E-mail：hhchih@mail.ndhu.edu.tw

Abstract

This paper compares the information content of stock recommendations by domestic and foreign security firms. We classify the analysts' stock recommendation words into 5 levels and 2 changes categories to construct the Taiwan's stock recommendations database. Using the unique database, we find some interesting results. First, we show that the recommendation changes have more robust return-prediction power than recommendation levels, and sell and downgrades recommendations have more significant impact than buy and upgrades recommendations. Second, we find that the market always responds negatively to stock recommendations by domestic security firms, even if the buy or upgrades recommendations. Finally, we find that the market responds more negatively to downgrades recommendations by foreign security firms in the up markets, and more positively to upgrades recommendations by foreign security firms in the down markets.

Key Words: stock recommendation, information content, domestic security firms, foreign security firms

JEL Classification: G14, G24

1. 前言

近年來，我國政府逐步開放外資在股票市場的投資，加上外資專業的形象，使得外資對於台灣股市的影響力與日俱增，尤其是對於專業能力及資訊來源皆較為不足的個別投資人（即散戶）來說更是如此。因此當外資券商的分析師公布對股市的投資評等¹報告時，常常被散戶當做重要的投資依據。但是這些投資評等報告真的值得市場投資人參考嗎？投資人是否因此能賺得超額報酬？

國內外已有許多學術文獻討論分析師公布評等報告的資訊內涵。國外文獻如 Womack (1996) 指出，分析師的新買入及賣

出建議有預測能力，特別是賣出評等的預測能力更強。Barber, Lehavy, McNichols and Trueman (2001) 指出，如果每次跟隨分析師一致性投資評等並加以調整投資組合，交易低價股可能可以經由追隨投資評等而獲利。Jegadeesh, Kim, Krische and Lee (2004) 發現，分析師通常比較喜歡推薦成長股 (glamour stock)，但是如果一直跟隨這些建議可能損失慘重。他們也發現投資評等前後期的變動比當期的評等有參考價值，因為當公司經濟情勢改變時，分析師無法快速的改變評等。國內文獻如盧志昌 (1999)，劉士豪 (2001) 和劉貞芸 (2004) 皆指出，本國券商所公布正面推薦評等的報告之前，資訊早已洩露，在公布之後反而被市場視

¹ 這裡的評等指的是分析師對股票的投資推薦評等，和一般信用評等並不相同，為了簡化起見，本文皆以評等代替投資推薦評等。

為賣出的信號。黃思衡 (2004) 發現外資券商在公布評等前資訊可能有洩漏的情形，市場對於外資評等公布時會有顯著的反應。

本文的研究是比較本國券商和外資券商公布投資評等報告的資訊內涵。上述的文獻在研究券商投資評等的資訊內涵時，絕大部分沒有區別推薦券商是本國券商或外資券商，只使用該國券商的資料。但在開發中國家，許多人認為外資券商具有比本國券商更專業的形象，所以外資券商的評等報告似乎應該更受到市場的重視。但有些報章雜誌的報導指出，外資券商的推薦評等報告與其實際買賣行為背道而馳²。所以，外資券商的評等報告是否真的比本國券商更值得信賴成爲一個重要的議題。然而面對目前這個受到市場高度關注的話題，各方評論莫衷一是，但實證上並沒有任何一篇學術文章有系統地探討這一議題，因此引發本文的研究動機。這個研究可協助我們瞭解本國券商和外資券商的研究報告是否有資訊內涵，以便能提供市場投資人投資的參考。

本文主要有兩個貢獻：第一，由於國內沒有將投資評等標準化的機制，爲了比較本國券商和外資券商投資評等建議的資訊內涵，本文參考鉅亨網與國外I\B\E\S資料庫，將本國券商與外資券商的投資評等

數字化，建構屬於台灣股市的投資評等資料庫。本文在證券商推薦股票的訊息方面所利用的資料與方法和許多文獻並不相同。例如，Shen and Chih (2005) 利用券商推薦股票的訊息估計每家券商的利益衝突指標，衡量經紀與自營部門之間的利益衝突。但他們只參考經濟日報與工商時報星期日的報紙，其訊息只有券商推薦股票的名稱，所以他們的資料只有推薦，而沒有不推薦。張一鵬 (2004) 利用台灣經濟新報發行的雙月刊「貨幣觀測與信用評等」中所提供的被評等公司資料，這個評等資料提供所有上市公司的投資等級，及每家被評等公司被計算出來的原始投資分數，但不是證券商所提出的投資評等報告。黃思衡 (2004) 雖然和我們一樣也是採取鉅亨網的券商評等資料，但是他只考慮升級和降級的資料，而且只討論外資券商的評等，並沒有本國券商的分析。本文參考鉅亨網中更廣泛的股票推薦相關資訊，將本國券商與外國券商不同強度的推薦術語予以歸類，數據化分成5個等級，並同時考慮升級和降級，所以本文的資料更爲豐富。

第二，本文利用所建構數字化的推薦評等分類級數，比較本國券商與外資券商公布投資評等報告前後，市場的反應是否有不對稱的現象。大部分討論台灣證券商投資評等資訊內涵的文獻只有考慮券商正

² 中時電子報2004年8月2日的《外資報告霧煞煞 分析師、操盤手不對盤》文中指出，外資券商美林證券 (Merrill Lynch) 在2004年7月23日大幅調降聯發科的推薦評等，由買進直接降至賣出，但實際上外資卻是連日買超，陽明、長榮遭調降推薦評等後，外資券商連三日大幅買進。

面推薦的資訊³，即使有分析券商負面推薦的資訊，但是並沒有同時比較本國券商與外國券商推薦評等的資訊內涵的分析⁴。所以本文的研究範圍較為完整。

除了前言之外，本文第二部分為資料來源與取樣標準，第三部分為比較本國券商與外資券商公布投資評等報告的資訊內涵，第四部分為結論與建議。

2. 資料來源與取樣標準

本文主要探討本國券商與外資券商公布評等報告的資訊內涵，所選取的資料包括各券商的投資評等，資料來源為鉅亨網⁵，鉅亨網每日皆會公布本國券商及外資券商的評等資料。

由於國內沒有一個將評等標準化的機制，所以本文參考I\B\E\S資料庫，將本國券商與外資券商的評等分為5個級數。評等分級的標準⁶如下：凡是有買進字樣的評等皆歸類為評等5；逢低承接和逢低佈局等有建議投資人進場，但語氣不是強烈的直接買進等評等語言，一律歸類為評等4；持有，觀望和區間操作等語氣中立的評等語言，一律歸類為評等3；減碼，逢高調節和

逢高減碼等建議投資人調節手上持股，但不至於到全部賣出的評等語言，則一律歸類為評等2；至於有賣出字樣的評等語言，則一律歸類為評等1。表1的Panel A為本國券商評等語言數字化的標準，表1的Panel B為外資券商評等語言數字化的標準。

比較本國券商與外資券商的評等語言可以看出明顯差異。以評等5為例，外資券商的評等語言就是買進或強力買進二種而已，評等語言簡單明瞭。本國券商的評等5，其評等語言有買進，留意買點和回穩後買進等多達二十四種的表達方式。

本文研究期間為2003年8月1日至2004年7月31日。在研究券商評等公布前後的市場反應時，除了整個研究期間之外，本文另外比較在市場景氣不同時是否亦會影響各投資評等的績效表現，因此又將研究期間區分為兩個期間：第一段為2003年8月1日至2004年3月5日，以下稱為股市上升期間。第二段為2004年3月6日至2004年7月30日，以下稱為股市下跌期間。以3月5日做為股市上升期間與股市下跌期間的分段點是因為當日台灣加權股價指數最高點達7,135點，是研究期間指數的最高點。圖1顯示整個樣本期間台灣股價指數的變化趨勢

³ 如盧志昌(1999)、劉士豪(2001)、曾昱達(2002)、劉貞芸(2004)等。

⁴ 如黃守義(2002)、黃思衡(2004)。

⁵ 鉅亨網券商評等網址為 http://www.cnyes.com/chn/stockcenter/index_stock.html

⁶ 由於外資券商的評等語言較簡易明瞭，本文以外資券商的評等分類方式做為標準化的基礎。例如，外資券商匯豐詹金寶證券公司在2003年7月17日，對毅嘉(2402)所做的評等從之前的『加碼』改成『買進』，匯豐詹金寶證券公司將此情形視為『升級』，因此我們將『加碼』視為比『買進』低一個級數的評等，列為評等4。又例如匯豐詹金寶證券公司在2003年8月29日，對友達(2409)所做的評等從之前的『減碼』改成『賣出』，匯豐詹金寶證券公司將此情形視為『降級』，因此我們將『減碼』視為比『賣出』高一個級數的評等，列為評等2。

表1 本國券商與外資券商評等語言數字化

本表參照I\B\E\S資料庫，將本國券商與外資券商的評等分為5個等級。評等分級的標準為凡是有買進字樣的評等皆歸類為評等5；加碼，逢低承接和佈局等建議投資人進場，但不是直接買進的評等語言，歸類為評等4；持有，觀望和區間操作等語氣中立的評等語言，歸類為評等3；減碼，逢高調節和逢高減碼等建議投資人調節手上持股，歸類為評等2；有賣出字樣的評等語言，則歸類為評等1。

Panel A：本國券商評等語言數字化

評等5	評等4	評等3	評等2	評等1
買進	加碼	持有	減碼	逢高賣出
強力買進	逢低承接	中立	逢高減碼	
逢低買進	逢低佈局	觀望	逢高調節	
拉回買進	逢低加碼	續抱		
留意買點	酌量承接	區間操作		
短期買進	拉回承接	短線操作		
積極買進	短期投資	短線整理		
短期買進	長期投資	短期觀望		
長期買進	拉回後介入	短線持有		
短線買進	中長期佈局	短期操作		
長線買進	幾元以下承接	短期中立		
逢回買進	拉回逢低介入	暫不追高		
拉回後買進	拉回逢低承接	長期持有		
回穩後買進	逢低買進/觀望	持股續抱		
中長期買進	拉回後逢低佈局	持有/觀望		
低檔區買進	營收低點時佈局	續抱/觀望		
幾元以下買進	中長期進場佈局	中長期持有		
短線逢低買進		中長期觀望		
中期逢低買進		短線中性視之		
長期逢低買進		短期持股續抱		
長期投資買進		短期先為中立		
拉回逢低買進		短期投資觀望		
中長期逢低買進		短線續抱/觀望		
中長線逢低買進		觀望/持股續抱		
		持股續抱/觀望		
		短線不建議買進		
		幾元-幾元區間操作		

圖。

表2的Panel A顯示研究期間本國券商和外資券商對上市公司評等的個數。本國券商評等的個數有3,254筆，外資券商評等

的個數有1,465筆。因本文將採用事件研究法衡量券商公布評等的績效，估計期為100日，所以扣除評等日往前推估100日無交易資料的樣本之後，本國券商評等個數有

表1 本國券商與外資券商評等語言數字化（續）

Panel B：外資券商評等語言數字化

評等5	評等4	評等3	評等2	評等1
買進	加碼	持有	減碼	賣出
強力買進	具吸引力	中立	低於市場表現	強力賣出
	超越市場表現	觀望		
		區間操作		
		符合市場表現		
		符合類股表現		
		符合大盤表現		

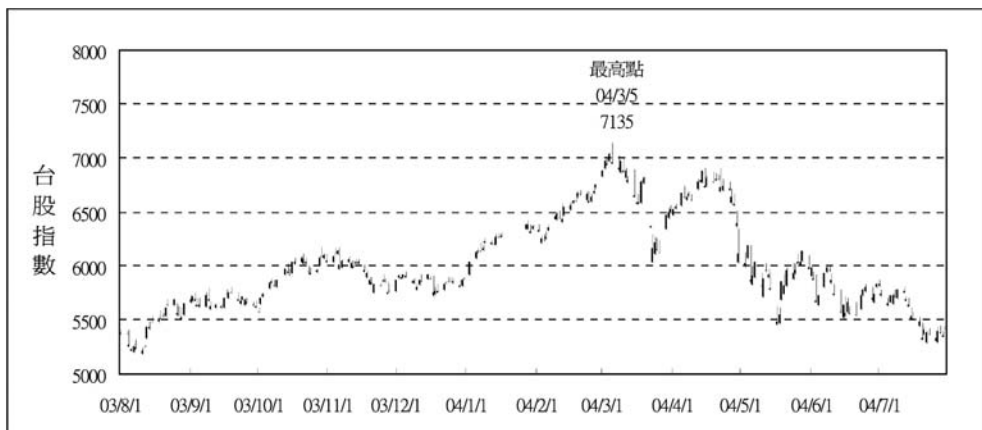


圖1 顯示台灣加權股價指數於研究期間2003年8月1日至2004年7月31日的趨勢變化。2004年3月5日當日台灣加權股價指數最高點達7,135點，是研究期間指數的最高點。

圖1 台灣加權股價指數於樣本期間的趨勢變化

3,110筆，外資評等個數有1,435筆。

根據投資評等分級標準，本文將研究期間的各評等等級（以下簡稱Level，即評等5、4、3、2、1），及評等改變（以下簡稱Change，即升級和降級，升級指的是從低評等Level變成高評等Level，降級指的是從高評等Level變成低評等Level）的個數和

占各樣本期間總評等個數的比例列於表2的Panel B。

在Level方面，本國券商和外資券商的評等明顯集中在評等3以上。在整個樣本期間，本國券商的評等明顯集中在評等5和評等3，評等5有1,685筆，占本國券商全部評等個數的比例為54%，評等3有1,331筆，

表2 本國券商與外資券商評等之資料統計

Panel A 列示本文對鉅亨網在2003年8月1日至2004年7月31日公布之評等的過濾篩選程序。本文選取在鉅亨網有針對上市公司公布評等的證券商。Panel B則是將本國券商與外資券商評等個數依整個樣本期間(2003/08/01至2004/07/31)，股市上升期間(2003/08/01至2004/03/05)及股市下跌期間(2004/03/06至2004/07/31)分別列示，表內括號中的值為各評等個數占各樣本期間總評等個數的比例。

Panel A：樣本過濾						
	本國券商			外資券商		
原始投資評等個數	4,278			1,526		
上市公司的投資評等個數	3,254			1,465		
去除估計期不滿100日個數	3,110			1,435		

Panel B：投資評等個數						
Level	本國券商			外資券商		
	整個樣本期間	股市上升期間	股市下跌期間	整個樣本期間	股市上升期間	股市下跌期間
5	1,685(0.54)	1,121(0.54)	564(0.54)	444(0.31)	282(0.34)	162(0.27)
4	57(0.02)	51(0.03)	6(0.01)	452(0.32)	256(0.31)	196(0.32)
3	1,331(0.43)	871(0.42)	460(0.44)	421(0.29)	216(0.26)	205(0.34)
2	30(0.01)	21(0.01)	9(0.01)	88(0.06)	54(0.07)	34(0.06)
1	7(0.0025)	7(0.0025)	0	30(0.02)	20(0.02)	10(0.01)
Change						
升級	321(0.10)	251(0.12)	70(0.07)	110(0.08)	87(0.11)	23(0.04)
降級	103(0.03)	58(0.03)	45(0.04)	89(0.06)	44(0.05)	45(0.07)

比例為43%，兩者加總已達97%。外資券商的評等，評等5有444筆，占外資券商全部評等個數的比例為31%，評等4有452筆，比例為32%，評等3有421筆，比例為29%，三者加總已達92%。將樣本期間分為在股市上升期間和股市下跌期間，上述券商集中的現象仍然非常明顯，而不論是本國或外資券商在股市上升期間的評等個數

皆多於股市下跌期間。本國券商的各評等比例皆無明顯差異，外資券商在股市上升期間的評等5較多，股市下跌期間的評等3較多，其它評等差異不大。

在Change方面，整個樣本期間本國券商的評等方面，升級有321筆，占本國券商全部評等個數的比例為10%，降級有103筆，比例為3%。外資券商的評等，升級有110

筆，占外資券商全部評等個數的比例為8%，降級有89筆，比例為6%。在股市上升期間，本國券商的評等方面，升級有251筆，占本國券商全部評等個數的比例為12%，降級有58筆，比例為3%。外資券商的評等，升級有87筆，占外資券商全部評等個數的比例為11%，降級有44筆，比例為5%。在股市下跌期間，本國券商的評等方面，升級有70筆，占本國券商全部評等個數的比例為7%，降級有45筆，比例為4%。外資券商的評等，升級有23筆，占外資券商全部評等個數的比例為4%，降級有45筆，比例為7%。

由升級相對於降級的比例來看，本國券商高於外資券商。本國券商不管在股市上升期間或股市下跌期間都是升級高於降級，代表本國券商較不願意調降公司的評等，只是在股市上升期間升級的比例較高，在股市下跌期間升級的比例較低。外資券商在股市上升期間升級的評等較降級的評等多，在股市下跌期間降級的評等較升級的評等多，所以在股市上升期間被降級或是在股市下跌期間被升級的評等值得注意。

由以上結果可知，本國券商和外資券商的評等大都集中在評等3以上，極少對公司公布不佳的評等。Huth and Maris (1992) 指出，券商會較少公布不佳的評等有下列幾種可能，一是券商怕因此而與該公司關係不佳，因而喪失得到該公司內部消息來源的機會；二是可能會影響券商的收入。因若是建議減碼或是賣出，可能會造成該公司股票交易清淡，進而影響券商手續費

收入，抑或是以後該公司股票發行新股時可能就會傾向找別的券商來承銷股票，使得該公布不佳評等的券商減少一筆承銷收入。

3. 本國券商與外資券商公布投資評等報告之資訊內涵

本文參考沈中華與李建然 (2000)，採用事件研究法來檢驗本國券商與外資券商公布投資評等報告的資訊內涵。將券商公布評等日為事件日，事件日前100日為估計期，以市場模式 (market model) 做為估計股票預期報酬率的模型，並以台灣加權股價指數報酬率為市場報酬率，計算事件日前後30日每日的平均異常報酬率 (AR)，並進而計算各事件窗口的平均累計異常報酬率 (CAR)。我們分別用四個事件窗口來估計 CAR，即 (-29,0)，(-4,0)，(1,5) 及 (1,30)。(-29,0) 代表分析師公布評等的前29日到公布評等當日，(-4,0) 代表公布評等的前4日到公布評等當日，(1,5) 代表公布評等的後1日到公布評等後5日，(1,30) 則代表公布評等的後1日到公布評等後30日。藉以瞭解評等公布前後，短期和長期對股票報酬的影響。

3.1 整個樣本期間券商公布評等報告之資訊內涵

圖2和圖3分別顯示本國券商和外資券商在公布評等Level和Change前後30日每日

圖2 本國券商與外資券商公布評等Level報告的市場反應

圖2顯示整個樣本期間本國券商與外資券商公布評等Level報告前後30日的市場反應。橫軸為時間，0為事件日，即券商公布評等Level當日，-30為券商公布評等Level報告的前30日，30為券商公布評等Level報告的後30日，其餘類推。縱軸為平均異常報酬率，衡量券商公布評等Level報告前後30日，每日的市場反應。

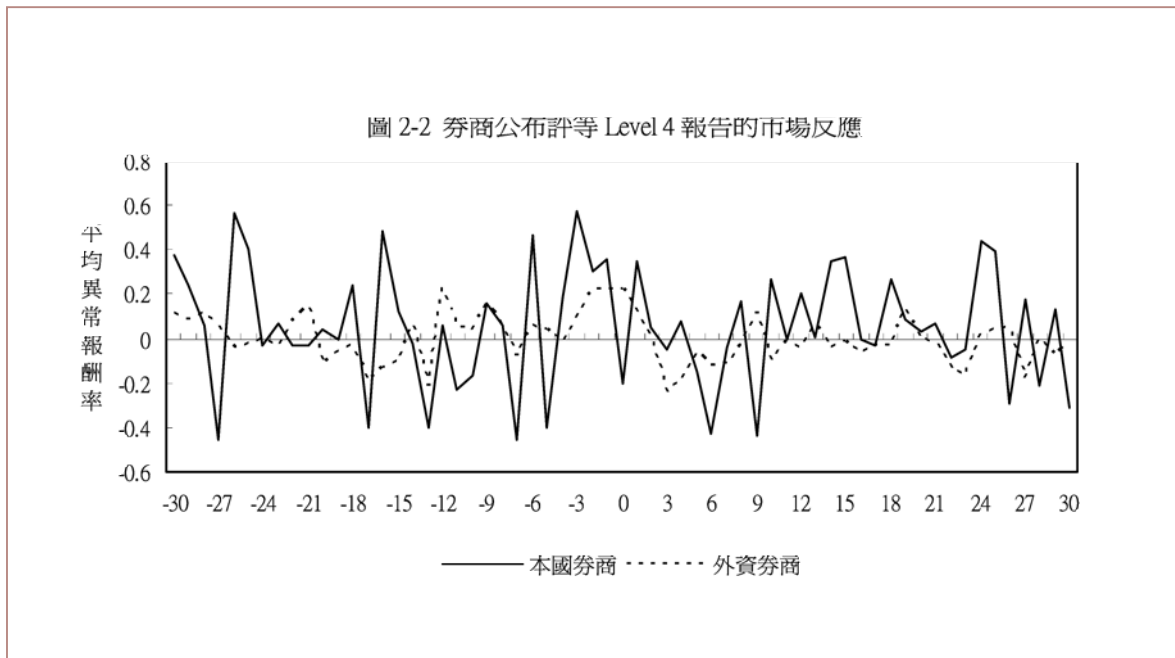
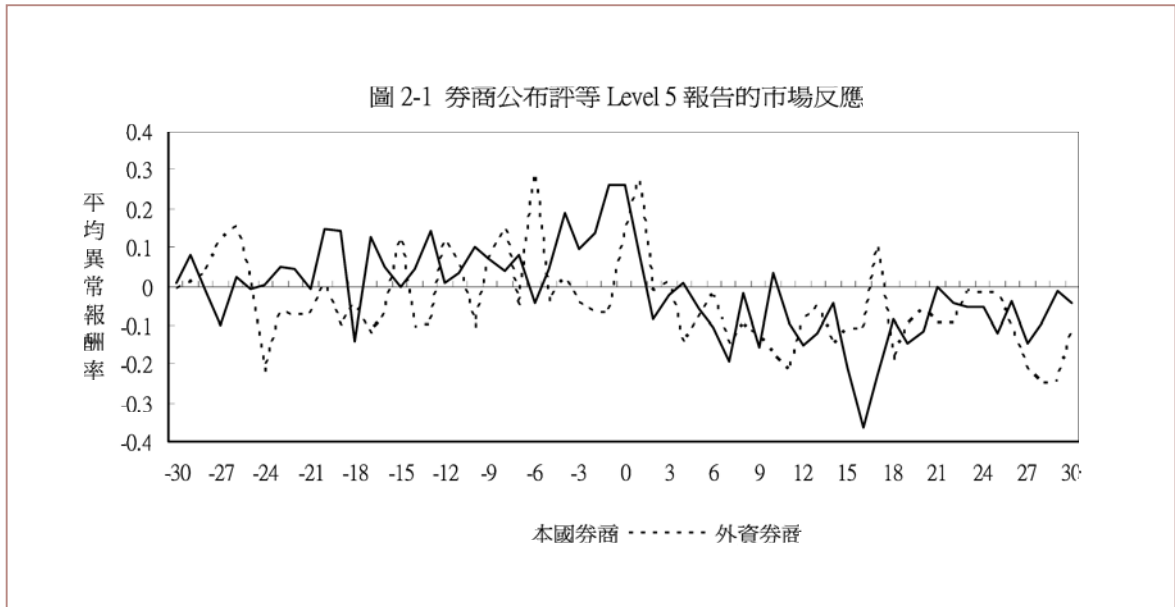


圖 2-3 券商公布評等 Level 3 報告的市場反應

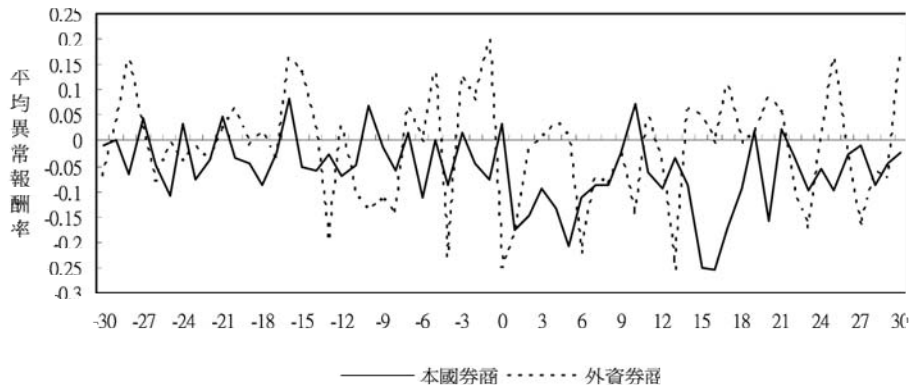


圖 2-4 券商公布評等 Level 2 報告的市場反應

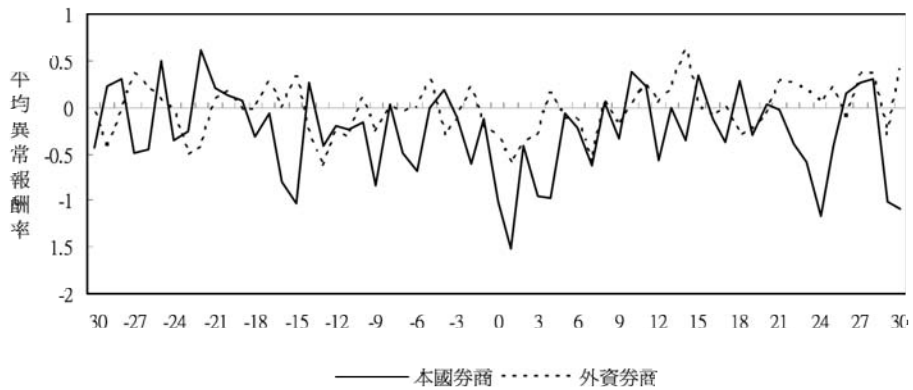
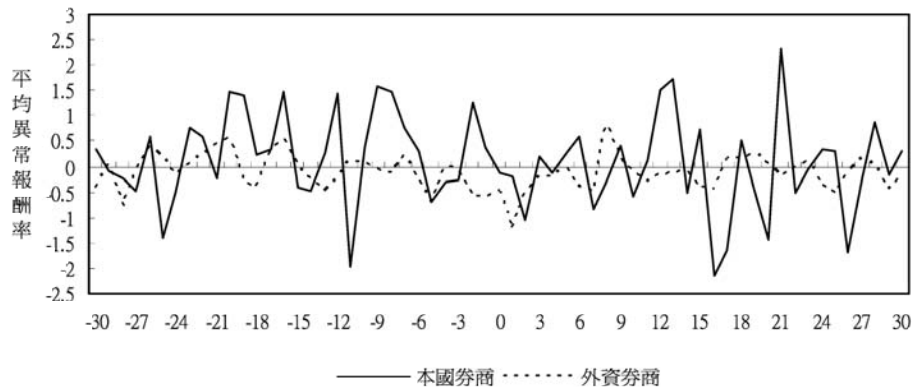


圖 2-5 券商公布評等 Level 1 報告的市場反應



的AR，用來衡量市場的反應⁷。表3則顯示在整個樣本期間，本國券商和外資券商公布評等Level和Change報告前後各事件窗口的CAR，藉以衡量市場對於券商公布評等報告前後的反應。

首先分析券商公布評等Level前後市場的反應。在評等5方面，由圖2-1可知，在事件日前本國券商AR大都為正，顯示資訊已洩漏，外資券商的AR並無明顯趨勢。事件日後30日，本國券商和外資券商的AR大都為負。表3的結果也顯示，本國券商在事件日之前的CAR (-29,0) 和CAR (-4,0) 皆顯著為正，係數分別為1.836和0.933，表示本國券商在公布評等之前資訊已事先洩漏，而外資券商在公布評等日之前的CAR (-29,0) 和CAR (-4,0) 皆不顯著；在事件日之後，本國券商和外資券商的CAR (1,5) 皆不顯著，但同時在事件日之後的CAR (1,30)，兩者皆顯著為負，係數分別為-2.687和-2.682。

評等4方面，圖2-2顯示本國券商和外資券商在事件日前5日的AR明顯為正，但前30日到前5日之間則無明顯趨勢。事件日後30日，本國券商的AR無明顯趨勢，但外資券商的AR大都為負。表3的結果也顯示，本國券商和外資券商在公布評等前5日都有資訊洩漏的情形，在事件日之前的CAR (-4,0) 皆顯著為正，係數分別為1.209和0.757，但是在公布後，市場對本國券商的反應不顯著，而對外資券商的評等不論是

CAR (1,5) 或CAR (1,30) 都顯著為負。

評等3方面，圖2-3顯示本國券商的AR大都為負，外資券商則無明顯趨勢。表3也得到一樣的結果，市場對於本國券商的評等反應，在CAR (1,5) 和CAR (1,30) 皆顯著為負，市場對外資券商的評等反應在各窗口皆不顯著。評等2方面，圖2-4顯示本國券商和外資券商的AR大都為負，而表3的結果也顯示市場在CAR (1,5) 的反應皆顯著為負，對於本國券商評等的反應更持續30日。評等1方面，圖2-5或表3的結果皆可看出，市場對於外資券商的評等有明顯負向反應，對於本國券商的評等反應並不顯著，這可能是因為本國券商評等1的個數過少的緣故。

由以上Level的分析可知，不論是本國券商或外資券商，只要公布評等報告，即使是券商推薦強力買進的評等報告，市場的反應都是下跌。因此我們似乎可以將本國券商和外資券商所公布的評等報告視為股價下跌的信號。其次，本國券商在公布評等報告前大都有資訊洩漏的情況，尤其是本國券商評等集中的評等5，買進建議的資訊是早在30日前就開始釋放，有顯著為正的市場反應。另一個本國券商評等集中的評等3方面，在券商公布之前資訊也已釋放，卻有顯著為負的市場反應，公布後市場顯著負向反應仍持續30日，這可能是因為本國券商不願意將公司列在較差的評

⁷由於篇幅關係，我們只列出整個樣本期間券商公布評等Level和Change報告前後每日AR的圖形。

表3 整個樣本期間本國券商與外資券商公布評等的市場績效

本表為2003年8月1日至2004年7月31日，本國券商和外資券商公布評等後，市場的累計異常報酬率。(−29,0)代表評等的前29日到推薦日當日的事件窗口，(−4,0)代表評等的前4日到推薦日當日的事件窗口，(1,5)代表評等日之後1日到後5日的事件窗口，(1,30)則代表評等日之後1日到後30日的事件窗口。以OLS估計係數值，括弧內為T值。*，**和***分別表示係數在10%，5%和1%的顯著水準下為顯著。

事件窗口	(−29,0)	(−4,0)	(1,5)	(1,30)
等級5				
本國券商	1.836*** (5.01)	0.933*** (6.59)	−0.070 (−0.56)	−2.687*** (−8.05)
外資券商	−0.045 (−0.08)	−0.030 (−0.12)	0.047 (0.23)	−2.682*** (−4.74)
差異檢定	1.881** (2.42)	0.963 (3.17)***	−0.117 (−0.44)	−0.005 (−0.01)
等級4				
本國券商	1.561 (1.03)	1.209* (1.78)	0.283 (0.39)	1.344 (0.74)
外資券商	0.936 (1.54)	0.757*** (3.31)	−0.334* (−1.69)	−1.067* (−1.93)
差異檢定	0.625 (0.35)	0.452 (0.66)	0.617 (1.01)	2.412 (1.43)
等級3				
本國券商	−0.826* (−1.94)	−0.157 (−1.07)	−0.757*** (−5.34)	−2.633*** (−7.03)
外資券商	−0.128 (−0.2)	−0.073 (−0.28)	−0.152 (−0.68)	−0.851 (−1.44)
差異檢定	−0.699 (−0.83)	−0.084 (−0.28)	−0.605** (−2.15)	−1.781** (−2.39)
等級2				
本國券商	−6.055* (−1.81)	−1.633 (−1.48)	−3.938*** (−3.05)	−9.490*** (−3.24)
外資券商	−2.064 (−1.39)	−0.719 (−1.30)	−1.237** (−2.27)	0.089 (0.07)
差異檢定	−3.991 (−1.25)	−0.914 (−0.463)	−2.701** (−2.26)	−9.580*** (−3.34)
等級1				
本國券商	7.544*** (3.74)	0.974 (0.66)	−0.886 (−1.34)	−1.656 (−0.39)
外資券商	−2.290 (−0.88)	−1.692 (−1.50)	−2.120*** (−2.92)	−4.572** (−2.09)
差異檢定	9.828* (1.77)	2.666 (1.09)	1.234 (0.80)	−2.916 (−0.58)
升級				
本國券商	−0.333 (−0.38)	0.492 (1.53)	0.059 (0.19)	−0.516 (−0.16)
外資券商	2.728** (2.08)	2.463*** (4.22)	0.758* (1.77)	−0.18 (−0.16)
差異檢定	−3.061* (−1.81)	−1.972*** (−3.05)	−0.699 (−1.17)	−0.336 (−0.22)
降級				
本國券商	−1.021 (−0.71)	−0.443 (−0.93)	−0.816* (−1.81)	−4.321*** (−3.48)
外資券商	−2.341 (−1.39)	−1.727** (−2.52)	−1.823*** (−3.33)	−2.68** (−2.20)
差異檢定	1.320 (0.60)	1.284 (1.57)	1.007 (1.43)	−1.641 (−0.94)

等，所以對於某些較差的公司看法保守列在中立的評等3，因此市場反應不佳。最後，不好的評等2和評等1，市場的反應皆如預期為負，評等具有參考價值，投資人若是跟隨評等賣出則可避免損失，或是進行放空，賺取超額報酬。Womack (1996) 指出，分析師所公布的買入及賣出評等皆具有預測報酬的能力，特別是賣出評等的預測能力更強。本文的結論與其相同。

接下來分析券商公布評等Change前後市場的反應。圖3-1顯示，本國券商在公布升級評等前後的AR無明顯趨勢，而外資券商的AR則明顯為正。表3也顯示本國券商在公布升級評等前後市場的反應皆不顯著，外資券商在公布升級評等前CAR

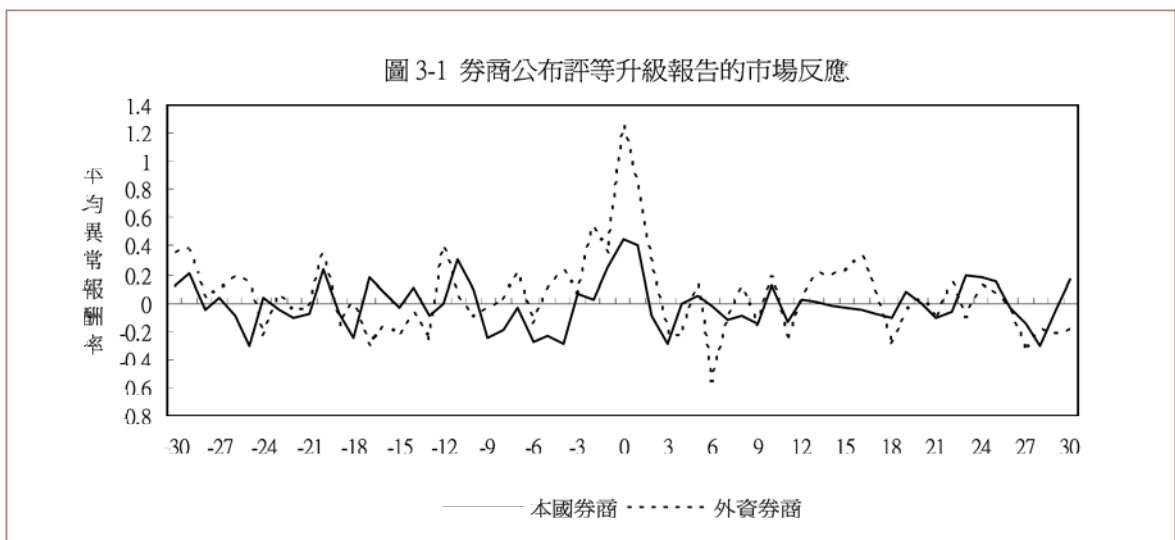
(-29,0) 和 CAR (-4,0) 皆顯著為正，係數分別為2.728和2.463，這表示外資券商在公布評等之前資訊已事先洩漏，在公布評等升級後，CAR (1,5) 為0.758顯著為正，市場仍有正面反應。

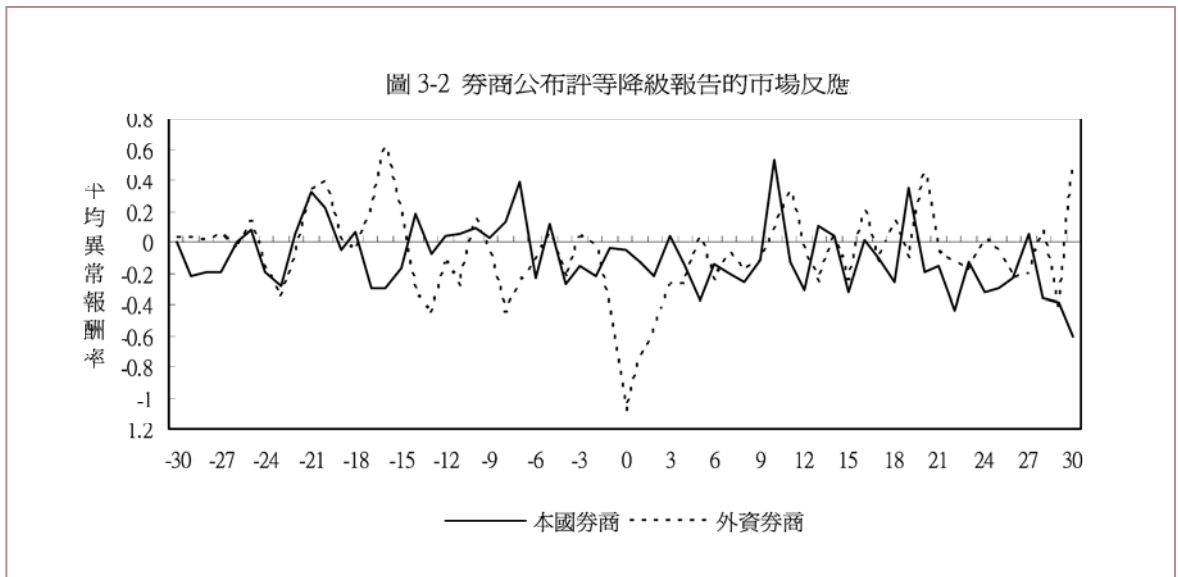
圖3-2顯示市場對於券商的降級評等報告有顯著負向反應。而由表3的結果也可以發現，本國券商公布降級評等後，CAR (1,5) 為 -0.816，CAR (1,30) 為 -4.321，皆顯著為負；外資券商在公布降級評等前CAR (-4,0) 顯著為負，係數為 -1.727，表示外資券商在公布評等之前資訊已事先洩漏，在公布後，CAR (1,5) 為 -1.283，CAR (1,30) 為 -2.68，市場持續負向反應。

由以上Change的分析可知，外資券商

圖3 本國券商與外資券商公布評等Change報告後的市場反應

圖3顯示整個樣本期間本國券商與外資券商公布評等Change報告前後30日的市場反應。橫軸為時間，0為事件日，即券商公布評等Change當日，-30為券商公布評等Change報告的前30日，30為券商公布評等Change報告的後30日，其餘類推。縱軸為平均異常報酬率，衡量券商公布評等Change報告前後30日，每日的市場反應。





在公布評等Change報告前，都會有資訊事先洩露的情形。其次，市場只對外資券商的升級評等有顯著正向的反應。最後，不論是本國券商或外資券商的評等降級報告，均受到市場的高度重視，而且降級評等的影響可顯著持續30日。因此，綜觀評等Change的績效，降級評等更能有效提供社會大眾參考指標，這和Chan, Chang and Wang (2004) 的結果一致，他們認為升級評等可能只是傳達了部分資訊，降級評等則是包含顯著及決定性的訊息。

綜合以上評等Level及評等Change的市場反應的變化後，本文發現Change比Level的結果明顯。根據 Jegadeesh, Kim, Krische and Lee (2004) 研究指出，Level較無法有效表現是因為當公司經濟情勢改變時，分析師的評等Level並無法立即隨之轉換，分析師公布投資評等前後期的Change比當期的評等Level更具有參考價值。

3.2 股市上升期間和股市下跌期間券商公布評等報告之資訊內涵

表4顯示在股市上升期間，本國券商和外資券商在公布評等Level和Change之後，市場對於評等前後的反應。

首先分析券商公布評等Level前後市場的反應。股市上升期間的結果和整個樣本期間非常類似。評等5、評等4和評等3方面，股市上升期間的結果和整個樣本期間類似，在評等5方面，本國券商在公布評等之前資訊已事先洩漏，而外資券商在公布評等日之前的CAR (-29,0) 和 CAR (-4,0) 皆不顯著；在事件日之後，本國券商和外資券商的CAR (1,5) 皆不顯著，但同時在事件日之後的CAR (1,30)，兩者皆顯著為負。評等4方面，本國券商和外資券商在公布評等前5日都有資訊洩漏的情形，但是在公布後，市場對本國券商的反應不顯著，而對

表4 股市上升期間本國券商與外資券商公布評等的市場績效

本表為股市上升期間2003年8月1日至2004年3月5日，本國券商和外資券商公布評等後，市場的累計異常報酬率。(-29,0)代表評等的前29日到推薦日當日的事件窗口，(-4,0)代表評等的前4日到推薦日當日的事件窗口，(1,5)代表評等日之後1日到後5日的事件窗口，(1,30)則代表評等日之後1日到後30日的事件窗口。以OLS估計係數值，括弧內為t值。*，**和***分別表示係數在10%，5%和1%的顯著水準下為顯著。

事件窗口	(-29,0)	(-4,0)	(1,5)	(1,30)
等級5				
本國券商	3.007*** (6.65)	1.125*** (6.69)	-0.032 (-0.22)	-1.527*** (-3.83)
外資券商	-0.201 (-0.28)	0.059 (0.20)	-0.325 (-1.30)	-3.495*** (-4.93)
差異檢定	3.208*** (3.31)	1.067*** (2.92)	0.292 (0.90)	1.968** (2.26)
等級4				
本國券商	1.308 (0.82)	1.218* (1.69)	0.15 (0.19)	0.851 (0.45)
外資券商	0.986 (1.20)	0.929*** (3.13)	-1.105*** (-4.45)	-3.612*** (-4.92)
差異檢定	0.323 (0.16)	0.289 (0.39)	1.255* (1.19)	4.463** (2.42)
等級3				
本國券商	0.462 (0.85)	0.167 (0.96)	-0.575*** (-3.41)	-1.575*** (-3.51)
外資券商	-0.559 (-0.62)	0.185 (0.52)	-0.383 (-1.39)	-1.698* (-1.93)
差異檢定	1.020 (0.39)	-0.018 (-0.05)	-0.192 (-0.53)	0.123 (0.12)
等級2				
本國券商	-8.293** (-2.43)	-2.058 (-1.66)	-0.777 (-0.84)	-1.079 (-0.52)
外資券商	-4.275** (-2.16)	-0.764 (-1.14)	-1.756*** (-3.25)	0.963 (0.57)
差異檢定	-4.017 (-1.05)	-1.293 (-0.98)	0.979 (0.94)	-2.042 (-0.68)
等級1				
本國券商	7.544*** (3.74)	0.974 (0.66)	-0.886 (-1.34)	-1.656 (-0.39)
外資券商	-1.022 (-0.32)	-2.624* (-1.95)	-3.277*** (-4.29)	-6.854** (-2.81)
差異檢定	8.566 (1.54)	3.598 (1.46)	2.391* (1.76)	5.198 (1.07)
升級				
本國券商	0.216 (0.21)	0.731** (2.04)	0.080 (0.22)	0.357 (0.40)
外資券商	2.596* (1.71)	2.885*** (4.34)	0.225 (0.48)	0.143 (0.11)
差異檢定	-2.380 (-1.23)	-2.154*** (-2.98)	-0.146 (-0.22)	0.215 (0.12)
降級				
本國券商	1.718 (0.88)	-0.398 (-0.60)	-0.775 (-1.48)	-2.454 (-1.55)
外資券商	-2.664 (-0.99)	-1.453 (-1.54)	-2.744*** (-4.55)	-5.101*** (-3.24)
差異檢定	4.382 (1.35)	1.055 (0.94)	1.969** (2.47)	2.647 (1.16)

外資券商的評等不論是 CAR (1,5) 或 CAR (1,30) 都顯著為負。市場對於本國和外資券商公布評等3的報告的反應皆顯著為負。和整個樣本期間的結果比較不同的是，本國券商公布評等2和評等1的報告，市場的反應並不顯著。

接下來分析券商公布評等Change前後市場的反應。在股市上升期間，不論是本國券商或是外資券商，在公布評等升級前，CAR (-4,0) 皆顯著為正，而公布評等升級後各窗口的CAR皆不顯著，表示資訊似乎已在事前洩漏完畢。在降級方面，外資券商在公布評等降級前各窗口的CAR皆不顯著，公布評等降級後各窗口的CAR皆顯著為負，表示資訊洩漏的情況並不存在。本國券商的部分皆不顯著。

表5顯示在股市下跌期間，本國券商和外資券商在公布評等Level和Change之後，市場對於評等前後的反應。

首先分析券商公布評等Level前後市場的反應。股市下跌期間的結果和整個樣本期間有很大的不同。在評等5方面，本國券商的情況和整個樣本期間類似，但外資券商在公布評等5的報告後，CAR (1,5) 顯著為正，係數為0.694；在評等4方面，本國券商的CAR雖然不顯著，但是已不像整個樣本期間和股市上升期間是股價下跌的信號，外資券商的CAR (1,5) 和CAR (1,30) 皆顯著為正。由評等5和評等4的結果可知，外資券商的評等報告的資訊受到市場的重視。在評等3和評等2方面，市場對於本國券商公布的評等報告的反應顯著為負，對

於外資券商的反應都不顯著。

至於評等Change的分析，在升級方面，我們發現兩者券商在公布評等報告前都沒有資訊洩露的狀況，但是在公布升級後，本國券商的CAR (1,5) 並不顯著，但觀察較長期的CAR (1,30) 則顯著為負。外資券商的CAR (1,5) 顯著為正。在評等降級方面，我們發現兩者券商在公布評等報告前都有資訊洩露的狀況，本國券商在公布評等降級前後5日CAR都不顯著，但是較長期的CAR (-29,0) 與 CAR (1,30) 都顯著為負。而外資券商在公布評等降級前CAR (-4,0) 顯著為負，公布評等後的CAR (1,5) 不顯著，表示資訊似乎已在事前洩漏完畢。

本文之前對於整個樣本期間評等Level的分析結果顯示，只要本國券商和外資券商公布評等報告，即使是買進的推薦，市場的反應皆為負向，幾乎可視為股價下跌的信號。但進一步可以發現，本國券商的評等報告的確是一個股價下跌的信號，但外資券商在股市下跌期間的買進推薦報告是獲得市場顯著的正向反應。另外，在整個樣本期間來看，對於中立的評等3和賣出推薦的評等2和評等1報告，不論是本國或是外資券商的CAR皆顯著為負，但是若將樣本期間區分可以發現，在股市上升期間，市場較重視外資券商的賣出評等，而股市下跌期間，市場較重視本國券商的賣出評等報告。

本文之前對於整個樣本期間評等Change的分析結果顯示，外資券商在公布評等升級和降級報告前，都會有資訊事先

表5 股市下跌期間本國券商與外資券商公布評等的市場績效

本表為股市上升期間2004年3月6日至2004年7月31日，本國券商和外資券商公布評等後，市場的累計異常報酬率。(-29,0)代表評等的前29日到推薦日當日的事件窗口，(-4,0)代表評等的前4日到推薦日當日的事件窗口，(1,5)代表評等日之後1日到後5日的事件窗口，(1,30)則代表評等日之後1日到後30日的事件窗口。以OLS估計係數值，括弧內為t值。*，**和***分別表示係數在10%，5%和1%的顯著水準下為顯著。

事件窗口	(-29,0)	(-4,0)	(1,5)	(1,30)
等級5				
本國券商	-0.493 (-0.80)	0.552** (2.11)	-0.146 (-0.63)	-4.992*** (-8.41)
外資券商	0.226 (0.21)	-0.184 (-0.42)	0.694** (1.97)	-1.267 (-1.34)
差異檢定	-0.719 (-0.56)	0.736 (1.36)	-0.840* (-1.79)	-3.725*** (-3.06)
等級4				
本國券商	3.708 (0.75)	1.139 (0.51)	1.415 (1.03)	5.535 (0.85)
外資券商	0.871 (0.96)	0.533 (1.48)	0.674** (2.21)	2.256*** (2.88)
差異檢定	2.838 (0.54)	0.606 (0.29)	0.741 (0.42)	3.279 (0.71)
等級3				
本國券商	-3.265*** (-4.95)	-0.769*** (-2.89)	-1.101*** (-4.29)	-4.636*** (-7.01)
外資券商	0.063 (0.08)	-0.421 (-1.19)	0.187 (0.53)	0.274 (0.37)
差異檢定	-3.328*** (-2.93)	-0.348 (-0.75)	-1.288*** (-2.86)	-4.910*** (-4.44)
等級2				
本國券商	-0.834 (-0.11)	-0.643 (-0.27)	-11.31*** (-4.85)	-29.12*** (-9.43)
外資券商	1.449 (0.70)	-0.648 (-0.66)	-0.414 (-0.37)	-1.298 (-0.37)
差異檢定	-2.283 (-0.40)	0.005 (0.002)	-10.896*** (-4.40)	-27.819*** (-5.91)
等級1				
本國券商	—	—	—	—
外資券商	-4.809 (-1.02)	0.171 (0.09)	0.195 (0.15)	-0.008 (-0.002)
差異檢定	—	—	—	—
升級				
本國券商	-2.301 (-1.30)	-0.368 (-0.51)	-0.014 (-0.02)	-3.646** (-2.12)
外資券商	3.229 (1.27)	0.866 (0.73)	2.774*** (3.08)	-1.400 (-1.40)
差異檢定	-5.530* (-1.62)	-1.234 (-0.87)	-2.788** (-2.15)	-2.246 (-0.71)
降級				
本國券商	-4.952** (-2.15)	-1.194 (-1.23)	-0.905 (-0.83)	-7.546*** (-3.35)
外資券商	-2.025 (-0.99)	-1.995* (-1.99)	-0.922 (-1.03)	-0.313 (-0.17)
差異檢定	-2.927 (-0.95)	0.801 (0.57)	0.017 (0.01)	-7.233** (-2.51)

洩露的情形。但若將樣本期間分為股市上升和股市下跌期間，可以發現這種資訊事先洩漏的情形，是發生在股市上升期間公布評等升級和股市下跌期間公布評等降級之前。其次，在整個樣本期間的結果指出，市場只對外資券商的升級評等有顯著正向的反應，但區分樣本期間之後，可以發現這種正向的反應是發生在股市下跌期間。最後，整個樣本期間的結果顯示，不論是本國券商或外資券商的評等降級報告，均受到市場的高度重視，區分樣本期間之後可知，本國券商在股市下跌期間以及外資券商在股市上升期間，公布的降級報告受到市場顯著的負向反應。

4. 結論

本文參考國外I\B\E\S資料庫，將本國券商和外資券商的投資評等數字化，建構屬於台灣股市的投資評等資料庫。主要目的是比較市場對於本國券商和外資券商的投資評等報告的反應，實證結果歸納如下：

首先，我們發現，券商公布評等Change比評等Level的結果更具有參考價值。同時，就整個樣本期間來看，不論是本國券商或外國券商，所公布的賣出和降級的預測能力更強。

其次，本國券商只要公布評等報告，不論是何種評等Level或是Change，不論是股市上升期間或是下跌期間，即使是強力買進或是升級的報告，市場的反應一律為

負，本國券商的評等報告似乎被市場認為是一個股價下跌的信號。進一步分析可知，在股市下降期間，市場對於本國券商評等報告的負向反應更加強烈。

最後，在股市上升期間，外資券商只要公布評等Level報告，即使是強力買進，市場的反應也是一律為負，但是在股市下跌期間的買進和加碼等的評等報告，市場則給予顯著正向的反應。若以評等Change來看，在股市上升期間，市場重視的是外資評等降級的報告，在股市下跌期間，市場重視的是外資評等升級的報告。

由本文的結果可知，如果投資人一味跟隨券商的投資評等報告來調整投資策略，可能無法賺得利潤，甚至可能會有損失。所以當券商公布評等報告時，投資人可能要考慮究竟是本國券商或是外資券商所公布的報告，是評等Level或是評等Change的報告，以及股市屬於上升期間還是下跌期間等因素。未來後續研究或許可以分析影響本國券商與外資券商公布投資評等績效不同的原因，例如被評等公司的特性，各券商的公司特性（包括資本額，聲譽，績效排名以及評等語言等），券商是否有利益衝突以及投資者情緒 (investor sentiment) 等，皆是很值得進一步研究探討的議題。

參考文獻

沈中華與李建然 (2000)，《事件研究法》，台北：華泰文化事業股份有限公司。

- 盧志昌 (1999), 「證券投顧公司投資組合競賽傳達訊息之研究」, 國立中正大學財務金融所未出版碩士論文。
- 劉士豪 (2001), 「報紙推薦資訊對股價行為影響之研究」, 國立台灣科技大學企業管理研究所碩士論文。
- 曾昱達 (2002), 「大眾媒體推薦資訊對台灣股市之影響」, 私立朝陽科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 黃守義 (2002), 「投資評等報告對公司股價影響之探討-以資訊電子廠商存貨問題為探討」, 國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文。
- 劉貞芸 (2004), 「報紙推薦資訊之實證研究-以經濟日報「每週精選潛力股」專欄為例」, 私立淡江大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 黃思衡 (2004), 「外資券商投資評等宣告之資訊內涵：商譽與自我利益之衝突探討」, 私立朝陽科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 張一鵬 (2004), 「台灣股市投資評等模式之研究-以pooling data測試」, 《貨幣觀測與信用評等》, 49, 131-142頁。
- Barber, B., R. Lehavy, M. McNichols, and B. Trueman (2001), "Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns," *Journal of Finance*, 56, 531-563.
- Chan, K. W., C. Chang, and A. Wang (2004), "Put Your Money Where Your Mouth Is: Do Financial Firms Follow Their Own Recommendations?" *Working Paper*, Department of Applied Economics and Management, Cornell University.
- Huth, W. L., and B. A. Maris (1992), "Large and Small Firm Stock Price Response to Heard on the Street Recommendations," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 7, 27-47.
- Jegadeesh, N., J. Kim, S. D. Krische, and C. M. C. Lee (2004), "Analyzing the Analysts: When do Recommendations Add Value?" *The Journal of Finance*, 59, 1083-1124
- Shen, C.H., and H. L. Chih (2005), "Trust Your Friends, But Don't Forget to Lock Your Car Door: Conflict of Interest in Stock Recommendations of Investment Banks and Its Determinants," *Working Paper*, Department of Money and Banking, National Chengchi University.
- Womack, K. L. (1996), "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance*, 51, 137-167