

財經專業人士從眾推薦之研究

A RESEARCH ON STOCKS RECOMMENDED BY FINANCIAL EXPERTS

賴藝文*

嶺東科技大學財務金融系助理教授

葉智丞

嶺東科技大學企業管理系副教授

Yih-Wenn Laih

*Assistant Professor, Department of Finance,
Ling Tung University*

Chih-Cheng Yeh

*Associate Professor, Department of Business Administration,
Ling Tung University*

摘要

本研究依據萬寶、先探與理財三本市場佔有率較高的財經週刊，收集每期財經專業人士推薦之個股作為研究標的，並根據個股之推薦次數進行分類，形成三個投資組合：非從眾推薦組、低度從眾推薦組與高度從眾推薦組進行後續分析；研究期間自 2010 年 12 月 31 日至 2012 年 11 月 20 日，共計 95 週。實證結果發現：(1)在多頭期間非從眾推薦組與低度從眾推薦組的股票個數較空頭期間多，但高度從眾推薦的股票個數則是空頭期間較多頭期間多，財經專業人士從眾推薦個股的行為在空頭期間較多頭期間顯著。(2)高度從眾推薦組在多頭期間具有攻擊性，而空頭期間則相對具有防禦性，調整風險後之超額報酬為正。(3)考慮交易成本後之套利策略，僅高度從眾推薦組的推薦當週與持有到第 1 週具有正報酬。(4)最後，財經專業人士從眾推薦強度越強的股票可歸納成兩類，一為資訊透明度高與未來投資機會佳的大型股、成長股，另一為市場關注程度高的高週轉率、高券資比與高法人持股比率之股票。此結果支持凱因斯的選美

*通訊作者，地址：台中市南屯區嶺東路 1 號，電話：0921-326-838
E-mail：rubylai@teamail.ltu.edu.tw

比賽理論，在金融投資時若想要獲利，必須選擇大家普遍認為能夠賺錢的個股進行投資。

關鍵字：個股推薦、從眾、投資績效

ABSTRACT

This study collects stock recommendations from three popular weekly magazines, namely, Marbo, Moneyweekly and Wealthinvest, to classify them into three herding recommendations portfolios. Empirical evidences show that the herding behaviors of financial experts on stock recommendations are more obvious in bear market than in bull market. Trading the higher herding portfolio results in significantly positive risk-adjusted returns no matter in bear or bull market. Taking advantages of this observation, we construct zero-cost portfolios by buying the stocks in the higher herding portfolio and short-selling the Taiwan Top 50 or Mid-Cap 100 ETFs. It is demonstrated that such an investment strategy produces significantly positive premium in the issuing week and the following week. Finally, we find that stocks with larger growth and investment opportunities, stocks with higher focus from the consensus are more likely to be herd recommendations. This result support Keynes' beauty contest argument.

Keywords: Stock Recommendations, Herding, Investment Performance

壹、前言

財經專業人士在證券市場中扮演著重要的角色，Karniouchina, Moore, and Cooney (2009) 指出分析師將收集到的股票資訊重組後再傳播 (repackage and re-transmit)，並將資訊解讀成有用的投資報告後，提供市場參與者做決策時的參考，降低投資人的資訊搜尋成本。因此，證券市場上的投資活動皆會參考財經專業人士推薦，故專業人士推薦對於市場的重要性不容忽視。許多文獻研究指出，財經專業人士會追隨輿論從眾推薦個股 (Graham, 1999; Hong, Kubik, & Solomon, 2000; Jegadeesh & Kim, 2010; Rangvid, Schmeling, & Schrimpf, 2013; 宋怡靜, 2002; 邵詩嫻, 2010)。但也有不少

文獻認為財經專業人士在盈餘預測上並沒有從眾的行為（Bernhardt, Campello, & Kutsoatic, 2006；Clarke & Subramanian, 2006）。

從眾指的是模仿他人或市場的行為（Bikhchandani & Sharma, 2001）。透過對他人行為觀察的結果，使得投資人在特定時間內，做出相同的決策。投資人間相互影響、牽制的行為即是所謂的從眾行為（herding behavior）。Arya, Glover, Mittendorf, and Narayanamoorthy（2005）認為分析師的從眾行為不利於市場效率，因為分析師們為了迎合其同儕觀點而隱藏其私有訊息的從眾行為，將使市場上投資人所獲得的訊息受到限制。Bernhardt et al.（2006）認為共同推薦並不表示分析師從眾，理由如下：(1)分析師們參考相同的基本面資訊，例如公司管理當局所發布的資訊，所以會有相同的推薦；(2)分析師們可能出現系統性的樂觀與悲觀的情緒，導致其所估計的公司盈餘高於，或是低於實際盈餘（Richardson, Teoh, & Wysocki, 2004）。Bernhardt et al.（2006）發現在分析師預測中存在反向偏誤（contrarian bias），但不存在系統性從眾行為。Clarke and Subramanian（2006）發現能力非常好與非常壞的分析師較會發布大膽預測，也就是反從眾。

在從眾行為對市場股票價格影響的研究方面，Chang, Cheng, and Khorana（2000）以股票報酬的橫斷面分散程度（Cross-Sectional Absolute Deviation, CSAD）來描述從眾行為，若市場存在從眾現象時，會造成非線性關係，即市場報酬越高，離散程度指標（風險）越低。Hwang and Salmon（2004）提出從眾行為對於個股 Beta 的影響，如果投資人一窩蜂跟隨市場績效，而忽視個股本身風險報酬關係時，會增加個股與市場績效共移；這種市場從眾行為將使得低於市場 Beta 水準的股票之 Beta 值提高，高於市場 Beta 水準的股票之 Beta 值降低。

在財經專業人士推薦對股票價格影響的研究方面，Mikhail, Walther, and Willis（2004）發現券商分析師推薦股票績效的持續性約為 5 個工作天，市場對於分析師推薦反應並不完整與即時，但考慮交易成本與交易延遲後異常報酬消失。Kerl and Walter（2007）探討德國財經雜誌的股票推薦效果發現，推薦股票績效的持續性約為 5 個工作天。Jegadeesh and Kim（2010）提出賣方分析師（sell-side analysts）在股票推薦時會從眾於當時市場上的輿論，股價對於遠離市場輿論的推薦修正反應較強，但對於接近輿論的修正反應較弱，市場會預期賣方分析師推薦修正的從眾效果，所以當其修正推薦後對於市場價格並不會造成干擾效果。Rangvid et al.（2013）研究財經專業人士是否會根據輿論的訊息，形成其自身的預期；結果發現市場上財經專業人士的平均訊息顯著影響個別專業人士的預期，此效果對於年輕、沒有經驗的、薪資取決於其相對績效者越明顯，同時他們發現私有訊息的傳遞與聲譽從眾無法完全解釋財經專業人士從眾預測的效果，只有凱因斯的選美比賽可以解釋預測者的行為。

根據台灣證券交易所 102 年 1 月的市場統計概要，國內股票市場投資人累積開戶數為 16,569,868；交易人之類別比重以本國自然人佔 59.8%、本國法人佔 15.8%、外國法人佔 24.4%。顯示國內證券市場大部分仍是以散戶投資人居多。散戶投資人的資訊收集與分析能力皆不如財經專業人士與機構投資人，故其投資時通常會尋求財經專家建議。證券市場上專家資訊的管道來源有：券商投資報告、投資網站資訊、電視與報章雜誌之專家推薦。不同於券商研究人員的角色，財經雜誌並不會對其所屬之專業人士負責推薦的公司提供承銷服務，從而較少會有危及其研究報告客觀性的利益衝突。因此，財經雜誌之專業人士有較強的動機，為雇主及客戶產製客觀的分析報告。Barber, Lehavy, and Trueman (2007) 指出獨立投資研究機構所發布的股票推薦較投資銀行的股票推薦每日存在約 0.031% 之異常報酬。

本研究與現有文獻不同處在於，Mikhail et al. (2004) 探討券商分析師推薦股票的績效持續性，本研究則是探討財經雜誌中專業人士推薦股票的投資績效持續性，同時考慮多人推薦時的效果。與 Bernhardt et al. (2006) 相較，本文為考慮財經專業人士之個股推薦，而非盈餘預測的從眾效果；個股推薦傳遞的是財經專業人士對於該股票評價相對於市場評價的訊息。與 Mikhail et al. (2004)；Jegadeesh and Kim (2010) 的差異在於本文研究財經雜誌中財經專業人士，而非受雇於投資銀行或是券商的財經專業人士之個股推薦行為。本研究的主要貢獻在於以特色資料來源－市佔率最大的三本財經雜誌之專家推薦個股，探討財經專業人士從眾推薦股票之投資績效。進行方式是以三本財經雜誌－萬寶、先探與理財週刊為研究對象，根據每期不同專業人士對於股票的推薦進行初級資料收集，計算每週相同股票不同專業人士推薦次數，形成三類投資組合－非從眾推薦組，低度從眾推薦組與高度從眾推薦組。並探討下列重要議題：

- 一、財經專業人士從眾推薦個股的行為在多頭期間與空頭期間的差異為何？
- 二、若一檔股票同時有多位財經專業人士共同推薦，則該股票的異常報酬為何？
- 三、多位財經專業人士共同推薦對該個股報酬的持續性為何？
- 四、分析財經專業人士共同推薦股票的特性為何？

貳、研究假說

財經專業人士在資本市場中扮演資訊整合的角色，提供個股相關專業資訊給投資人。雖然部分雜誌、媒體與學術研究¹指出專業人士有時為了巴結其所屬投資銀行客

戶，而發布對該客戶正面的投資推薦，忽略閱讀其研究報告投資人的利益。然而，即便是分析師推薦個股行為存在偏誤，多數國內外相關文獻皆指出，其推薦確實存在資訊內涵（information contents）。

Barber, Lehavy, McNichols, and Trueman (2001) 以1986到1996年Zacks資料庫中分析師推薦的資料，依分析師對每家公司的推薦評等（consensus ratings），利用Capital Assets Pricing Model (CAPM)、Fama and French (1993) 三因子加上動能效果的四因子模式，檢視個別投資組合超額報酬的差異程度。實證結果顯示，若不計算交易成本，在半強式效率市場假說下，投資人可利用分析師推薦資訊獲得超額報酬，考慮交易成本後，投資組合的超額報酬不顯著異於零。Barber, Lehavy, McNichols, and Trueman (2003) 採用First Call資料庫，將研究期間分成1986年至1996年與1997年至2001年兩個子期間；實證結果發現1986年到1996年的結果與Zacks資料庫的結果一致，若將兩個子期間的資料一起檢視可發現，分析師推薦評等最高的股票，市場調整風險後報酬亦為最高，此結果可反應分析師的推薦價值。但Woolridge (2004) 認為分析師推薦股票之報酬表現較市場表現為差。

徐中琦、林皇瑞 (2008) 研究發現機構投資人之從眾行為在空頭期間較多頭期間顯著，理由在於資訊越缺乏與越悲觀的環境下，從眾行為會越明顯。邵詩嫻 (2010) 利用Lakonishok, Shleifer, and Vishny (1992) 從眾指標來衡量分析師的從眾行為，實證發現分析師確實存在從眾推薦的現象，且空頭市場的從眾現象比多頭市場更顯著。Jegadeesh and Kim (2010) 提出分析師傳遞負面訊息時較會從眾。據此本研究建立假說一如下：

假說一：財經專業人士從眾推薦個股的行為在空頭期間較多頭期間明顯。

Barber et al. (2001)；Boni and Womack (2003)；Jegadeesh, Kim, Krische, and Lee (2004)；Green (2006) 發現越多分析師推薦的個股其投資績效顯著優於越少分析師推薦個股；此外，Womack (1996)；Kim, Lin, and Slovin (1997) 與Barber et al. (2001) 皆認為分析師推薦的股票對投資者有一定的價值，投資者可獲得正的超額報酬。Womack (1996) 發現事件日前即有顯著異常報酬。Li (2005) 研究賣方分析師推薦股票之相對績效持續性，結果發現在估計期間投資績效前1/2之分析師其所推薦個股報酬績效顯著優於後1/2之分析師所推薦個股。據此本研究分別建立假說二與假說三如下：

假說二：財經專業人士推薦個股具資訊內涵。

假說三：財經專業人士高度從眾推薦之個股，其投資績效較優異。

吳瑞萱（2006）探討是否分析師對於明星股以及價值股有不同的分析能力。研究發現分析師在明星股群組有較強的擇股能力，明星股群組在三因子模型分析後，亦產生較高異常報酬，同時分析師對明星股的盈餘預測也有較佳績效。莊瑋婷（2011）研究發現指出公司資訊透明度越高，分析師跟隨人數越多。據此本研究建立假說四如下：

假說四：財經專業人士高度從眾推薦個股為大型股、成長股與市場高度關注的股票。

參、研究設計與方法

一、利用財經專業人士推薦個股建構從眾投資組合

本研究以市面上佔有率較高的三本財經雜誌為研究對象，收集每期不同財經專業人士所推薦的股票，並依各股票的推薦次數衡量個股之從眾強度，形成本研究後續所需的投資組合。由於各雜誌發行時間不同（萬寶雜誌為每週一到每週日，先探雜誌為每週五到下週四，理財雜誌為每週五到隔兩週後的週一），本研究將其資料收集後，根據日曆週進行每週樣本重新整理。研究步驟如下：首先，收集研究期間三本雜誌內財經專業人士與推薦個股的初級數據資料。接著進行資料彙整與統計分析，將每週同一個股依推薦次數強度區分為非從眾推薦組，低度從眾推薦組與高度從眾推薦組三組。非從眾推薦組為每週僅一位財經專業人士所推薦的個股，低度從眾推薦組為兩位推薦的個股，高度從眾推薦組為三位（含）以上財經專業人士重複推薦的個股。低度從眾與高度從眾兩組的劃分是根據研究期間內所統計出來的個股推薦次數並將之均等劃分。最後，利用台灣經濟新報（Taiwan Economics Journal, TEJ）上市上櫃公司除權息調整後之每週個股對數報酬率，利用市值加權法計算三類組週報酬率，以便與市場大盤報酬進行投資績效比較。

二、界定多空頭市場

在多頭市場人們對景氣多抱持著樂觀的看法，且預期股市行情或上市公司未來發展的前景佳；相反地，空頭市場人們則多抱持悲觀看法，並預期產業景氣將趨於低迷，股市未來發展遠景不佳或預期上市公司業績將下降。為探討前期不同市場狀況，對於當期財經專業人士所推薦個股的行為是否有所差異，我們以前四週（不包含當週）市場大盤的 MACD D-F 柱狀體的變化來判斷市場為多頭、空頭或盤整。當 MACD D-F

柱狀體大於 0 時，市場大盤就是多頭市場，反之則為空頭市場，如果 MACD D-F 柱狀體有正也有負時，則市場大盤處於盤整階段。

三、差異性分析

本研究利用單因子變異數分析（ANOVA）來看不同市場狀況（多頭、空頭或盤整）下，三個從眾推薦組成分股個數、該組的報酬以及該組成分股特性是否存在顯著差異。由於 ANOVA 只能分析不同市場狀況的差異，但無法知道是哪些市場狀況之間具有差異，而事後（Post Hoc）檢定則可以做不同市場狀況下兩兩之間的比對，進而知道該組在那些市場狀況下有顯著差異。故當在單因子變異數分析結果為顯著時，我們進行後續 Scheffe 法事後檢定，以確認差異來源。

單因子變異數分析是假設研究母體為常態分配，由於本研究的資料期間為 95 週，為求結果的穩健，輔以無母數分析中 Kruskal-Wallis 檢定進行穩定性分析，以比較不同市場狀況下，三個從眾推薦組成分股個數、該組的報酬以及成分股特性是否存在顯著差異。

四、調整風險後之報酬分析

為控制風險的影響，本研究使用 Fama and French（1993）三因子模型，針對所形成之投資組合週報酬率進行風險調整，再以調整風險後的報酬率進行分析與比較。投資組合週報酬率之模型設定如下：

$$(r_{i,t} - r_{f,t}) = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}(r_{m,t} - r_{f,t}) + s_{i,t}SMB_t + h_{i,t}HML_t + e_{i,t} \quad (1)$$

其中 $r_{i,t}$ 分別為三個從眾組之週報酬率， $r_{f,t}$ 為以週利率表示之無風險利率， $r_{m,t} - r_{f,t}$ 為市場風險溢酬； SMB_t 為規模溢酬； HML_t 為淨值市價溢酬。資料來源為 TEJ 依台灣市場現況及資料取得時點調整之市場面多因子資料庫。

肆、實證結果分析

一、資料說明

為了解不同市場狀況下財經專業人士從眾推薦個股的行為、不同從眾推薦強度組之報酬績效與其持續性，以及不同從眾推薦強度組中成分股的特性。本研究利用市面

上佔有率較高的三本財經雜誌為研究對象，根據每期不同財經專業人士對於相同股票的推薦次數進行資料收集，形成後續所需用來衡量財經專業人士從眾推薦個股強度的投資組合。研究期間為 2010 年 12 月 31 日至 2012 年 11 月 20 日，共計 95 週。資料來源為 TEJ 上市上櫃經除權息調整後之每週股價資料庫，利用個股對數報酬率與市值，以市值加權方式計算三個不同從眾推薦投資組合的報酬率，藉以和同期市場大盤報酬率相比較。

表 1 為研究期間財經專業人士推薦個股次數統計，每週推薦一次的個股有 11,776 檔，為非從眾推薦組。每週推薦二次的個股有 4,138 檔，為低度從眾推薦組。每週推薦三至十四次的個股，總計有 4,065 檔，為高度從眾推薦組。低度從眾與高度從眾的劃分是根據研究期間內所統計出來的個股推薦次數，將這兩類的樣本個數均等化。

二、不同市場狀況下各從眾組之成分股個數分析

表 2 為不同市場狀況下各從眾組成分股個數的敘述統計量與無母數 Kruskal Wallis 檢定，檢定的目的在於探討不同從眾強度組之成分股個數在不同市場狀況下是否存在顯著的差異。Panel A 為全期間，Panel B 為多頭期間，Panel C 為空頭期間，Panel D 為盤整期間。

根據 Panel A 全期間，每週非從眾組 G1 包含的平均個股為 123.96 檔股票，低度從眾組 G2 為 43.56 檔股票，高度從眾組 G3 為 42.79 檔股票。Panel B 多頭期間非從眾組 G1 的平均數為 130.76，低度從眾組 G2 的平均數為 47.55，高度從眾組 G3 的平均數為 39.27。Panel C 空頭期間非從眾組 G1 的平均數為 118.88，低度從眾組 G2 的平均數為 41.40，而高度從眾組 G3 平均數為 45.14。Panel D 盤整期間非從眾組 G1 的平均數為 126.42，低度從眾組 G2 的平均數為 41.58，高度從眾組 G3 的平均數為 42.67。根據不同市場狀況下的 Kruskal Wallis 檢定結果，在信賴水準 90%時，G1、G2 與 G3 在多頭、空頭與盤整期間各組所包含成分股個數存在顯著差異，此意謂者在多頭、空頭與盤整期間財經專業人士推薦個股行為具顯著差異。

為求結果的穩健性，我們亦利用單因子變異數分析來探討母體假設為常態時各組的差異性，單因子變異數分析結果如表 3 所示。結果發現與表 2 無母數檢定結果類似，在信賴水準 90%下，G1、G2 與 G3 在多頭、空頭與盤整期間各組所包含成分股存在顯著差異。由於 ANOVA 後可以進一步利用 Scheffe 檢定測試差異性來源，故第二節與第三節之差異性分析，我們省略報導無母數檢定分析結果，僅報導 ANOVA 與 Scheffe 分析之結果。

表 1 研究期間推薦個股次數統計

推薦組別	非從眾推薦組 (G1)	低度從眾推薦組 (G2)	高度從眾推薦組 (G3)
推薦次數	1	2	3-14
股數	11,776	4,138	4,065

表 2 不同市場狀況下各從眾組成分股個數之敘述統計量與無母數 Kruskal Wallis 檢定

	G1	G2	G3
Panel A 全期間			
平均數	123.960	43.560	42.790
中位數	120.000	42.000	42.000
標準差	23.055	11.946	12.755
Panel B 多頭期間			
平均數	130.760	47.550	39.270
中位數	122.000	51.000	38.000
標準差	28.012	14.311	15.711
Panel C 空頭期間			
平均數	118.880	41.400	45.140
中位數	119.000	38.500	45.000
標準差	18.064	10.045	9.590
Panel D 盤整期間			
平均數	126.420	41.580	42.670
中位數	121.500	39.500	38.000
標準差	23.310	10.049	14.157
Kruskal Wallis 檢定	0.100*	0.042**	0.035**

註 1：G1 為非從眾推薦組，G2 為低度從眾推薦組，G3 為高度從眾推薦組。

註 2：*代表顯著水準 10%，**代表顯著水準 5%，***代表顯著水準 1%。

表 3 不同市場狀況下各從眾組成分股個數之單因子變異數分析

	平方和	自由度	平均平方和	F檢定	p值	
G1 不同市場狀況間	2,887.574	2	1,443.787	2.822	0.065*	
	各市場狀況內	47,076.257	92			511.698
	總和	49,963.832	94			
G2 不同市場狀況間	804.333	2	402.167	2.934	0.058*	
	各市場狀況內	12,609.098	92			137.055
	總和	13,413.432	94			

續下表

續表 3

G3	不同市場狀況間	684.557	2	342.279	2.155	0.100*
	各市場狀況內	14,609.232	92	158.796		
	總和	15,293.789	94			

註：*代表顯著水準 10%。

表 3 為單因子變異數分析，結果顯示不同市場狀況下各從眾強度組之成分股個數確實存在差異。為進一步分析不同市場狀況下之差異來源，我們利用 Scheffe 法進行各從眾組在不同市場狀況下，兩兩狀況間的事後檢定，檢定結果如表 4 所示。Panel A 為 G1 在三個不同市場狀況下兩兩狀況彼此間成分股的差異性分析，Panel B 為 G2，Panel C 為 G3。根據表 4 多頭期間有 33 週，空頭期間有 50 週，盤整期間為 12 週，初步觀察研究期間市場大盤狀況偏空頭期間。

Panel A G1 部分，多頭與空頭期間成分股個數在信賴水準 90% 下存在顯著差異，多頭期間較空頭期間所包含的股票個數平均多了 11.878 檔，顯示在多頭市場時財經專業週刊所推薦的股票個數較多。Panel B G2 部分多頭與空頭期間成分股個數在信賴水準 90% 下存在顯著差異，多頭期間較空頭期間所包含的股票個數平均多了 6.145 檔，而 Panel C G3 部分多頭與空頭期間成分股個數在信賴水準 90% 下存在顯著差異，多頭期間較空頭期間所包含的股票個數平均少了 5.867 檔。

上述結果顯示非從眾推薦組與低度從眾推薦組的股票在多頭期間較空頭期間增加，但高度從眾推薦組的股票則是在空頭期間較多頭期間增加，此意味著同一檔股票由 2 位專業人士推薦的行為在多頭期間較空頭期間多，但由 3 位以上專業人士推薦同一檔股票的行為則是空頭期間較多頭期間多，財經專業人士推薦個股的行為在多頭與空頭期間並不相同。此實證結果支持假說一財經專業人士從眾推薦個股的行為在空頭期間較多頭期間明顯。

三、從眾投資組合報酬分析

表 5 為不同從眾強度組原始報酬、調整證交稅後報酬²、同期市場報酬之敘述統計量；以及利用成對樣本 T 檢定，檢定研究期間三從眾推薦組報酬與大盤報酬之差異性分析。Panel A 為全期間，Panel B 為多頭期間，Panel C 為空頭期間，Panel D 為盤整期間，Panel E 為 Pearson 相關係數分析。根據 Panel A 全期間調整證交稅後報酬部分，不論是平均數與中位數，報酬排序為高度從眾推薦組優於低度從眾推薦組優於非從眾推薦組，顯示從眾推薦次數越多，股價報酬表現越佳。原始報酬部分，不管是 G1、

表 4 不同市場狀況下各從眾組成分股個數差異之 Scheffe 法事後檢定

市場狀況	週數	成分股個數平均值	平均值差異	p 值
Panel A G1				
多頭	33	130.760	11.878 (多頭 vs 空頭)	0.070*
空頭	50	118.880	-7.537 (空頭 vs 盤整)	0.586
盤整	12	126.420	4.341 (多頭 vs 盤整)	0.851
Panel B G2				
多頭	33	47.550	6.145 (多頭 vs 空頭)	0.070*
空頭	50	41.400	-0.183 (空頭 vs 盤整)	0.999
盤整	12	41.580	5.962 (多頭 vs 盤整)	0.324
Panel C G3				
多頭	33	39.270	-5.867 (多頭 vs 空頭)	0.100*
空頭	50	45.140	2.473 (空頭 vs 盤整)	0.830
盤整	12	42.670	-3.394 (多頭 vs 盤整)	0.728

註：*代表顯著水準 10%。

G2、G3 從眾組之報酬皆可打敗大盤；但考慮調整證交稅後報酬部份，僅 G3 之報酬勝過大盤。就偏態係數而言，G2 與同期市場報酬為顯著的左偏態，顯示研究期間市場偏空頭。峰態係數部分，G1 呈現略微高峽峰，而 G2、G3 與同期上市上櫃報酬都是呈現低闊峰現象。依成對樣本 T 檢定結果分析從眾推薦組報酬與大盤報酬間差異顯著超過交易成本 0.3% 者，僅 G3 從眾組之報酬，故全期間必須要有三位人士以上推薦之股票，其表現才可以勝過市場大盤。

細部分析 Panel B 多頭期間，發現調整證交稅後報酬以平均數排序為高度從眾推薦組優於低度從眾推薦組優於非從眾推薦組，但以中位數排序為低度從眾推薦組優於高度從眾推薦組優於非從眾推薦組，顯示多頭期間時低度從眾推薦個股表現較佳。原始報酬部分，不論是平均數與中位數，G2 與 G3 的從眾組裡報酬皆優於同期大盤報酬。考慮調整證交稅後報酬部份，G2 與 G3 之報酬平均數皆勝過大盤。依成對樣本 T 檢定結果分析從眾推薦組報酬與大盤報酬間差異顯著超過交易成本 0.3% 者，僅有 G3 從眾組之報酬。空頭期間 Panel C 部分，發現調整證交稅後報酬以平均數排序為高度從眾推薦組優於非從眾推薦組優於低度從眾推薦組，但以中位數排序為高度從眾推薦組優於低度從眾推薦組優於非從眾推薦組，顯示空頭期間時高度從眾推薦個股表現較佳。原始報酬部分，不論是平均數與中位數，G2 與 G3 的從眾組之報酬皆優於同期大盤報酬。考慮調整證交稅後報酬部份，僅 G3 之報酬平均數勝過大盤。依成對樣本 T 檢定結果分析從眾推薦組報酬與大盤報酬間差異顯著超過交易成本 0.3% 者，僅有 G3 從眾組之報酬。盤整期間 Panel D 部分，由於僅包含 12 週，故報酬之標準差為所有期間中

表 5 不同從眾強度組報酬率之敘述統計量

	原始報酬 (%)			調整證交稅後報酬 (%)			市場報酬 (%)	成對樣本差異性分析 ^a		
	G1	G2	G3	G1	G2	G3		G1— 市場報酬	G2— 市場報酬	G3— 市場報酬
Panel A 全期間										
平均數	-0.029	0.028	0.540	-0.329	-0.272	0.240	-0.240	0.210**	0.267	0.779***
中位數	-0.040	0.190	0.389	-0.340	-0.110	0.089	-0.186			
標準差	2.866	3.471	2.934	2.866	3.471	2.934	2.710	0.839	1.746	1.515
變異係數	-0.010	0.008	0.184	-0.115	0.078	0.082	-0.089			
偏態	-0.996	-2.008**	-0.717	-0.996	-2.008**	-0.717	-1.773**			
峰態	3.286***	2.794***	1.588*	3.286***	2.794***	1.588*	2.416***			
Panel B 多頭期間										
平均數	0.055	0.420	0.793	-0.245	0.120	0.493	-0.033	0.088	0.453	0.826***
中位數	0.030	0.403	0.320	-0.270	0.103	0.020	0.214			
標準差	2.232	3.570	3.260	2.232	3.570	3.260	2.505	0.694	1.903	1.871
變異係數	0.025	0.118	0.243	-0.110	0.034	0.151	-0.013			
偏態	0.027	-0.156	0.364	0.027	-0.156	0.364	0.279			
峰態	0.738	1.529*	0.524	0.738	1.529*	0.524	1.387*			
Panel C 空頭期間										
平均數	0.022	-0.038	0.433	-0.278	-0.338	0.133	-0.273	0.294**	0.235	0.705***
中位數	-0.336	-0.051	0.342	-0.636	-0.351	0.042	-0.263			
標準差	3.043	3.328	2.679	3.043	3.328	2.679	2.739	0.956	1.729	1.412
變異係數	0.007	-0.011	0.161	-0.091	-0.102	0.050	-0.100			
偏態	-1.047	-2.469***	-2.184**	-1.047	-2.469***	-2.184**	-2.386***			
峰態	3.441***	3.879***	2.440***	3.441***	3.879***	2.440***	3.082***			

續下表

續表 5

Panel D 盤整期間										
平均數	-0.470	-0.772	0.289	-0.770	-1.072	-0.011	-0.667	0.196	-0.105	0.955***
中位數	-0.220	0.391	0.874	-0.520	0.091	0.574	-0.089			
標準差	3.767	3.922	3.218	3.767	3.922	3.218	3.281	0.738	1.383	0.779
變異係數	-0.125	-0.197	0.090	-0.204	-0.273	-0.003	-0.203			
偏態	0.097	-0.969	0.204	0.097	-0.969	0.204	-0.069			
峰態	-0.063	-0.739	0.114	-0.063	-0.739	0.114	-0.353			
Panel E 相關係數分析										
	G1	G2	G3							
G2	0.821**									
G3	0.812**	0.805**								
市場報酬	0.956**	0.884**	0.871**							

註 1：G1 為非從眾推薦組，G2 為低度從眾推薦組，G3 為高度從眾推薦組。偏態係數與峰態係數的計算是以其係數除以標準誤後，以 t 值判斷其顯著水準， $t_{0.1}=1.282$ ， $t_{0.05}=1.645$ ， $t_{0.01}=2.326$ 。變異係數為報酬率除以標準差。以 Pearson 相關係數進行分析。

註 2：^a成對樣本差異性分析是利用原始報酬與市場報酬計算。*代表顯著水準 10%，**代表顯著水準 5%，***代表顯著水準 1%。

最高者。依成對樣本 T 檢定結果分析同多頭期間 Panel B 與空頭期間 Panel C 部分，必須要三位以上人士推薦之股票，其表現才可以勝過市場大盤。

此外，高度從眾組之報酬率標準化後的變異係數在不同市場狀況下皆為三組中最高者，顯示不管在多頭、空頭或是盤整期間，高度從眾推薦組之個股報酬績效皆是最優異。Panel E 相關係數分析，初步觀察三組與大盤間 Pearson 相關係數的顯著水準皆達 0.8 以上，顯示三組與市場大盤間的連動性高，其中以 G1 的 0.956 最高。

四、調整風險溢酬後的報酬分析

利用 Fama-French 三因子模式調整三個從眾推薦組風險溢酬後之結果如表 6。迴歸模式中三組調整後的 Adj-R² 值皆在 50% 以上，顯示 Fama-French 三因子模式對於三組報酬的解釋能力在 50% 以上，其中以 G1 最高達 70%。殘差獨立性 Durbin-Watson 檢定值介於 1.7-2.5 間，顯示不存在自我相關的現象。此外，迴歸模式的各自變數 VIF 值介於 1.091-1.149 左右，代表自變數間不存在共線性問題。根據迴歸式中三因子係數的顯著性分析，三組報酬中包含市場風險溢酬因子 $r_m - r_f$ ，規模因子 (SMB) 對於 G1 與 G3 報酬有顯著負向影響，但對於 G2 沒顯著影響，淨值市價比因子 (HML) 對於三組報酬的影響不顯著。代表調整風險後超額報酬的截距項部份，僅 G3 有顯著正報酬約 0.696%，此結果顯示投資人根據每期財經週刊三位以上專業人士推薦個股進行投資，在研究期間內將可賺取正的超額報酬。

綜合「從眾投資組合報酬分析」與「調整風險溢酬後的報酬分析」結果，顯示高度從眾推薦組調整交易成本後的報酬，以及標準化後的變異係數為三組中最高，且勝過同期市場大盤，代表由三位專業人士以上推薦之組在多頭、空頭與盤整期間單位風險所賺取的報酬最高。接著，以 Fama and French 三因子模式調整風險後的異常報酬分析，研究期間僅高度從眾推薦組呈現顯著正的異常報酬。故投資人根據財經專業雜誌 3 名以上專業人士的推薦進行投資，可以獲取高於市場大盤的報酬。此實證結果支持假說二財經專業人士推薦個股具資訊內涵。

五、從眾投資組合報酬持續性與套利交易分析

表 7 與圖 1 為從眾推薦投資組合在推薦當週至持有到第 1、2、3 週該組的平均週報酬率分析。由圖表可知在非從眾 G1、低度從眾 G2 及高度從眾 G3 不論是當週或後 3 週的報酬率皆優於大盤，而高度從眾推薦組又優於非從眾推薦組與低度從眾推薦組。高度從眾推薦組報酬績效以當週最佳，高於同期市場大盤 0.78%，之後報酬績效下降。

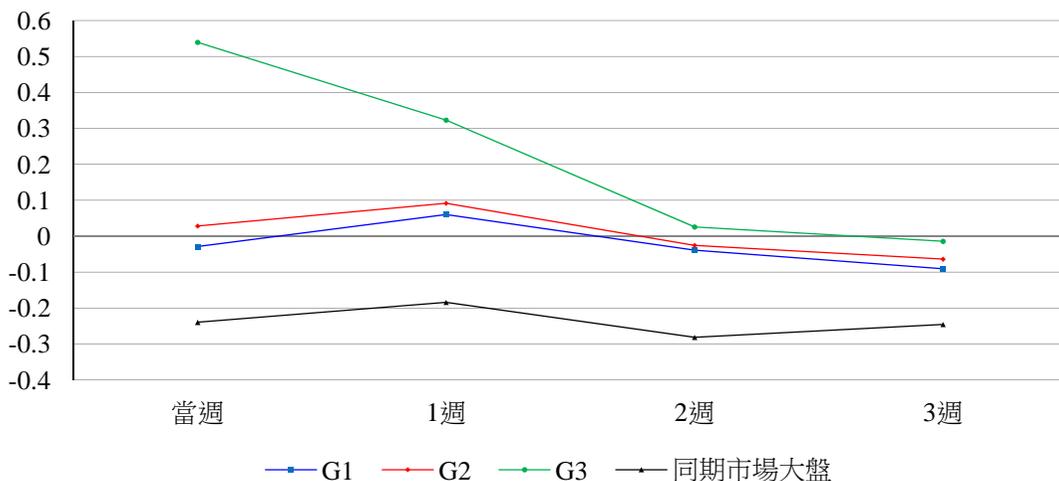


圖 1 從眾推薦投資組合報酬持續性分析

表 6 三因子迴歸分析

投資組合溢酬	截距項 (Jensen's alpha)	$r_m - r_f$	SMB	HML	Adj-R ²	Durbin-Watson 檢定
G1- r_f	0.093 (0.096)	1.025*** (0.038)	-0.154* (0.084)	-0.032 (0.092)	0.700	2.413
G2- r_f	0.273 (0.199)	1.138*** (0.079)	0.009 (0.173)	0.163 (0.190)	0.520	1.710
G3- r_f	0.696*** (0.169)	0.920*** (0.067)	-0.381** (0.147)	-0.022 (0.161)	0.518	1.786
VIF		1.149	1.103	1.091		

註：以***代表顯著水準 1%，**代表顯著水準 5%，*代表顯著水準 10%，括號內之值為標準差。

VIF 值檢測迴歸式中三因子間的共線性。

表 7 從眾推薦投資組合之平均週報酬 (%)

組別	當週	1週	2週	3週
G1	-0.030	0.060	-0.040	-0.090
G2	0.028	0.092	-0.026	0.064
G3	0.540	0.323	0.026	-0.014
同期市場大盤	-0.240	-0.184	-0.282	-0.246

註：利用複利報酬計算持有期平均週報酬。

表 8 與表 9 為從眾推薦投資組合與台灣 50ETF(0050)、台灣中型 100ETF(0051) 之週報酬差異分析。套利方式為買進一單位從眾組，同時放空等值的台灣 50ETF 或台灣中型 100ETF，利用 ETF 平盤以下可以放空的特性進行研究期間套利分析。投資策略之報酬差異根據獨立樣本 t 檢定，結果發現表 8 從眾組與台灣 50ETF 間僅非從眾組持有 2 週，與高度從眾組之推薦當週、持有至第 1,2,3 週存在顯著正週報酬差異，其餘期間皆不顯著；表 9 從眾組與台灣中型 100ETF 間則在三種投資策略下皆存在顯著正週報酬差異。若考慮交易成本 0.4% 後³，具有正報酬套利空間者⁴ 僅為 G3 與台灣 50ETF 或台灣中型 100ETF 的推薦當週與持有到第 1 週。

整合三個從眾組報酬績效之持續性分析，在非從眾、低度從眾及高度從眾推薦組，不論是當週或持有至後 3 週的報酬率皆優於大盤。考慮套利策略為買進一單位從眾組，同時放空等值的台灣 50ETF，或是台灣中型 100ETF，在計算交易成本後，唯一具有正報酬者僅為高度從眾推薦組的推薦當週與持有到第 1 週。此實證結果支持假說三財經專業人士高度從眾推薦之個股，其投資績效較優異。

六、從眾投資組合特性分析

表 10 為三個從眾組成成分股之特性分析，特性因子包含市值、股價淨值比、週轉率(%)、券資比(%)、法人成交比重(%)、Beta；特性因子的估計根據推薦前 3 週(包含推薦當週)的週資料計算，特性因子定義如表 11 所示。在市值部份 G1 最小為 30,965.165(百萬元)、G2 為 46,706.179(百萬元)、G3 最大為 66,918.458(百萬元)。股價淨值比 G1 最小為 2.343，高度從眾推薦組合 G3 為 2.829 最高。而週轉率部份 G1 最小為 4.633%、G2 為 5.721%、G3 最高為 6.763%。在券資比部分 G1 為最小 5.382%、G2 為 7.553%、G3 為 10.414% 最高。法人成交比重中 G1 最小為 14.791%、G2 為 17.509%、G3 為 19.607% 最高。代表個股系統風險之 Beta 值以 G1 最小 1.373、G2 為 1.435、G3 為 1.442 最高。初步觀察財經專業人士從眾推薦強度越強的股票為大型股、成長股、高週轉率、高券資比與法人交易股。

表 12 為三個從眾推薦投資組成成分股之特性差異的單因子變異數分析表。其中所有特性因子，Beta 值除外，在 G1、G2、G3 內的成分股間具有顯著差異。由於 3 組內的成分股特性因子存在顯著差異，我們利用 Scheffe 事後檢定進行兩兩組成成分股間特性因子之差異分析，結果如表 13 所示。

表 8 從眾組與台灣 50ETF 報酬差異分析

投資策略	持有週數	當週	1 週	2 週	3 週
G1－台灣 50ETF	平均值	0.103	0.180	0.108	0.046
	t 統計量	0.899	1.635	1.969*	0.789
G2－台灣 50ETF	平均值	0.216	0.224	0.139	0.073
	t 統計量	1.092	1.587	1.491	0.915
G3－台灣 50ETF	平均值	0.716	0.457	0.187	0.123
	t 統計量	4.388***	4.729***	2.307**	1.851*

註：套利方式為買進一單位從眾組，同時放空等值的台灣 50ETF。*代表顯著水準 10%，**代表顯著水準 5%，***代表顯著水準 1%。

表 9 從眾組與台灣中型 100ETF 報酬差異分析

投資策略	持有週數	當週	1 週	2 週	3 週
G1－台灣中型 100ETF	平均值	0.222	0.296	0.225	0.171
	t 統計量	1.531	2.928***	2.679***	2.242**
G2－台灣中型 100ETF	平均值	0.335	0.341	0.256	0.198
	t 統計量	1.688*	2.934***	2.410**	2.299**
G3－台灣中型 100ETF	平均值	0.835	0.573	0.304	0.247
	t 統計量	4.067***	5.103***	2.819***	2.702***

註：套利方式為買進一單位從眾組，同時放空等值的台灣中型 100ETF。*代表顯著水準 10%，**代表顯著水準 5%，***代表顯著水準 1%。

表 10 不同從眾組成分股之特性分析

組別		市值 (百萬)	股價 淨值比	週轉率 (%)	券資比 (%)	法人成交 比重 (%)	Beta
G1	平均數	30,965.165	2.343	4.633	5.382	14.791	1.373
	中位數	38,629.171	2.143	4.631	5.079	14.639	1.023
	標準差	29,664.871	1.135	1.316	1.933	2.673	0.868
G2	平均數	46,706.179	2.609	5.721	7.553	17.509	1.435
	中位數	53,183.486	2.522	5.473	6.892	16.883	1.048
	標準差	55,198.289	0.513	1.665	3.602	3.795	0.991
G3	平均數	66,918.458	2.829	6.763	10.414	19.607	1.442
	中位數	94,286.543	2.802	6.549	9.379	19.492	1.023
	標準差	83,766.974	0.518	2.318	4.473	4.314	0.955
總和	平均數	48,196.601	2.593	5.705	7.783	17.302	1.416
	中位數	49,646.327	2.516	5.443	6.969	16.689	1.024
	標準差	61,964.054	0.801	2.007	4.051	4.146	0.937

表 11 特性因子定義

變數	定義
市值 (百萬)	流通在外股數 (個股)×收盤價, 單位為百萬元
股價淨值比	每股股價 / 每股淨值, 目前更新方式為每年 6/1、10/1 及 12/1 更新股東權益資料
週轉率 (%)	成交量 / 流通股數×100 (%)
券資比 (%)	融券餘額 / 融資餘額
法人成交比重 (%)	[外資連續累計買賣超 (張) + 投信連續累計買賣超 (張) + 自營連續累計買賣超 (張)] / 總成交張數
Beta	根據 CAPM 單因子模型計算個股 Beta 值, 利用推薦當週前 1 個月的個股與市場大盤報酬計算。

表 12 不同從眾推薦投資組成分股之特性差異的單因子變異數分析

		平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	p 值
市值 (百萬)	組間	6,171,690,953	2	30,858,454,767	8.459	0.000***
	組內	1,028,713,581	282	3,647,920,503		
	總和	1,090,430,491	284			
股價淨值比	組間	11.261	2	5.630	9.277	0.000***
	組內	171.140	282	0.607		
	總和	182.401	284			
週轉率 (%)	組間	215.597	2	107.799	32.741	0.000***
	組內	928.472	282	3.292		
	總和	1,144.069	284			
券資比 (%)	組間	1,210.262	2	605.131	49.450	0.000***
	組內	3,450.922	282	12.237		
	總和	4,661.185	284			
法人成交 比重 (%)	組間	1,107.584	2	553.792	41.368	0.000***
	組內	3,775.096	282	13.387		
	總和	4,882.679	284			
Beta	組間	0.277	2	0.139	0.157	0.855
	組內	248.931	282	0.883		
	總和	249.208	284			

註：利用推薦前 3 週 (包含推薦當週) 的週資料計算。***代表顯著水準 1%。

表 13 不同從眾推薦投資組合平均值差異之 Scheffe 法事後檢定

		平均值差異	P 值
市值 (百萬)	G1 vs G2	-15,741.013	0.201
	G1 vs G3	-35,953.293	0.000***
	G2 vs G3	-20,212.279	0.072*
股價淨值比	G1 vs G2	-0.266	0.064*
	G1 vs G3	-0.486	0.000***
	G2 vs G3	-0.220	0.153
週轉率%	G1 vs G2	-1.088	0.000***
	G1 vs G3	-2.130	0.000***
	G2 vs G3	-1.042	0.000***
券資比%	G1 vs G2	-2.170	0.000***
	G1 vs G3	-5.032	0.000***
	G2 vs G3	-2.862	0.000***
法人成交比重%	G1 vs G2	-2.718	0.000***
	G1 vs G3	-4.815	0.000***
	G2 vs G3	-2.097	0.001***
Beta	G1 vs G2	-0.062	0.901
	G1 vs G3	-0.069	0.878
	G2 vs G3	-0.007	0.998

註：*代表顯著水準 10%，***代表顯著水準 1%。

表 13 在市值部份 G1 減去 G2 平均值差異為-15,741.013(百萬)，在信賴水準 90% 下，並未達到統計上顯著差異；而 G1 減去 G3 為-35,953.293 (百萬) 則達到統計上顯著差異，G2 減去 G3 為-20,212.279 (百萬) 達到統計上顯著差異，顯示 G3 組內的成分股為 3 組內市值最大者。在股價淨值比部份，由 G1 減去 G2 平均值差異為-0.266 有顯著差異，G1 減去 G3 平均值差異為-0.486 有顯著差異，G2 和 G3 平均值差異-0.220 為無顯著差異，顯示 G1 組內的成分股為 3 組內股價淨值比最小者。在週轉率部份 G1 和 G2 平均值差異-1.088%具有顯著差異，G1 和 G3 平均值差異-2.130%有顯著差異，G2 和 G3 平均值差異-1.042%具有顯著差異，顯示 3 組內成分組之週轉率存在顯著差異，週轉率依高至低排序為 G3 高於 G2 高於 G1。在券資比部份與週轉率相同，G1 和 G2 平均值差異-2.170 為有顯著差異，G1 和 G3 平均值差異-5.032 為有顯著差異，G2 和 G3 平均值差異-2.862 為有顯著差異，顯示 3 組內成分股之券資比存在顯著差異，券資比依高至低排序為 G3 高於 G2 高於 G1。在法人成交比重亦為 3 組內成分股之法人成交比重存在顯著差異，法人成交比重依高至低排序為 G3 高於 G2 高於 G1。在 Beta 部份，3 組間無顯著差異。綜合上述分析財經專業人士從眾推薦股票偏向大公司、高股價淨值比、高週轉率、高券資比與高法人持股比率之個股。此實證結果支持假說四財經專業人士高度從眾推薦個股為大型股、成長股與市場高度關注的股票。

綜合本節實證結果如下：

- 一、研究期間所收集的數據資訊，每週推薦一次的個股有 11,776 檔，為非從眾推薦組；每週推薦二次的個股有 4,138 檔，為低度從眾推薦組；每週推薦三至十四次的個股有 4,065 檔，為高度從眾推薦組。利用前四週（不包含當週）市場大盤的 MACD D-F 柱狀體區分市場多空頭，研究期間多頭有 33 週，空頭有 50 週，盤整為 12 週，初步觀察研究期間市場大盤狀況偏空頭期間。
- 二、利用無母數檢定、單因子變異數與 Scheffe 法事後檢定進行差異分析，結果顯示在信賴水準 90% 下，根據非從眾推薦組與低度從眾推薦 2 次的股票在多頭期間較空頭期間多，但推薦 3 次以上的股票則是空頭期間較多頭期間多，財經專業人士從眾推薦個股的行為在空頭期間較多頭期間顯著較多。
- 三、三個從眾組報酬績效分析，結果顯示高度從眾推薦組調整交易成本後的報酬，以及標準化後的變異係數為三組中最高，且勝過同期市場大盤，代表由三位專業人士以上推薦之組在多頭、空頭與盤整期間單位風險所賺取的報酬最高。接著，以 Fama and French 三因子模式調整風險後的異常報酬分析，研究期間僅高度從眾推薦組呈現顯著正的異常報酬。故投資人根據財經專業雜誌 3 名以上專業人士的推薦進行投資，可以獲取高於市場大盤的報酬。
- 四、三個從眾組報酬績效之持續性分析，在非從眾、低度從眾及高度從眾推薦組，不論是當週或持有至後 3 週的報酬率皆優於大盤。考慮套利交易為買進一從眾組，同時放空等值的台灣 50ETF，或是台灣中型 100ETF，在計算交易成本後，唯一具有正報酬者僅為高度從眾推薦組的推薦當週與持有到第 1 週。
- 五、根據單因子變異數與 Scheffe 法事後檢定探討三個從眾組成分股之特性分析，財經專業人士從眾推薦強度越強的股票為大型股、成長股、高週轉率、高券資比與高法人持股比率。

伍、結論

本研究探討財經週刊中專業人士從眾推薦個股之行為與從眾推薦投資組合之報酬績效，研究期間為 2010 年 12 月 31 日至 2012 年 11 月 20 日共計 95 週，資料來源為台灣經濟新報資料庫。首先藉由萬寶、理財及先探三本市場佔有率較高的財經週刊之個股推薦資訊，收集每期不同財經專業人士對於相同股票的推薦次數進行資料收

集，形成本研究後續所需用以衡量財經專業人士從眾推薦個股強度的投資組合。目的在於研究財經專業人士所推薦個股從眾行為的差異對於個股報酬之影響，此外在不同市場狀況下是否會有顯著的行為差異與報酬差異。

研究發現財經專業人士從眾推薦個股的行為在空頭期間較多頭期間明顯，對照 Jegadeesh and Kim (2010) 發現財經專業人士在傳遞負面訊息時，較不願意站出人群的結果一致。此外，經多人從眾推薦的個股所形成之投資組合具有調整風險後的異常報酬最高、承擔一單位風險可獲得報酬最高、投資績效持續性最高，以及在計算交易成本後套利策略存在正報酬之多項的投資優勢；最後，財經專業人士從眾推薦強度越強的股票可歸納成兩類：一為資訊透明度高與未來投資機會佳的大型股、成長股，另一為市場關注程度高的高週轉率、高券資比與高法人持股比率之股票。此結果支持凱因斯的選美比賽理論，在金融投資時若想要獲利，必須選擇大家普遍認為能夠賺錢的個股進行投資。

致謝

作者感謝林小桂、許俐寧、李佩慈、李欣玫與黃庭嘉協助初級數據資料之收集與整理。

註釋

1. 請參考 Bradley, Jordan, and Ritter (2003) 與 Jegadeesh et al. (2004)。
2. 因為網路下單手續費部分會有折扣，故僅考慮證交稅 0.3%。
3. 由於從眾組之證券交易稅為 0.3%，ETF 為 0.1%。
4. 套利獲利必須滿足：套利報酬 - 套利成本 > 無風險利率。

參考文獻

一、中文部分

1. 宋怡靜(2002)，分析師推薦持股之群集行為，逢甲大學財務金融研究所未出版碩士論文。
2. 吳瑞萱(2006)，證券分析師股票推薦和盈餘預測行為面課題之研究，臺灣大學國際企業學研究所未出版碩士論文。
3. 徐中琦、林皇瑞(2008)，法人機構從眾行為之研究－台灣股市外資與自營商之比較，商管科技季刊，9(2)，251-276。
4. 邵詩媄(2010)，台灣證券股票市場證券分析師從眾現象之研究，國立臺灣科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。
5. 莊瑋婷(2011)，資訊透明度、分析師跟隨人數與盈餘持續性之關聯性，國立東華大學會計與財務研究所未出版碩士論文。

二、英文部分

1. Arya, A., Glover, J., Mittendorf, B., & Narayanamoorthy, G. (2005). Unintended consequences of regulating disclosures: The case of regulation fair disclosure. Journal of Accounting and Public Policy, 24, 243-252.
2. Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. Journal of Finance, 56, 531-563.
3. Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2003). Reassessing the returns to analysts' stock recommendations. Financial Analysts Journal, 56, 88-96.
4. Barber, B., Lehavy, R., & Trueman, B. (2007). Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms. Journal of Financial Economics, 85, 490-517.
5. Bernhardt, D., Campello, M., & Kutsoatic, E. (2006). Who herds? Journal of Financial Economics, 80, 657-675.

6. Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd behavior in financial markets: A review. IMF Staff Papers, 47, 279-310.
7. Bradley, D., Jordan, B., & Ritter, J. (2003). The quiet period goes out with a bang. Journal of Finance, 58, 1-36.
8. Boni, L., & Womack, K. L. (2003). Wall street research: Will new rules change its usefulness. Financial Analysts Journal, 59, 25-29.
9. Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. Journal of Banking and Finance, 24, 1651-1679.
10. Clarke, J., & Subramanian, A. (2006). Dynamic forecasting behavior by analysts: Theory and evidence. Journal of Financial Economics, 80, 81-113.
11. Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Finance Economics, 33, 3-56.
12. Graham, J. (1999). Herding among investment newsletters: Theory and evidence. Journal of Finance, 54, 237-268.
13. Green, C. (2006). The value of client access to analyst recommendations. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 41, 1-24.
14. Hong, H., Kubik, J., & Solomon, D. (2000). Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts. Rand Journal of Economics, 31, 121-144.
15. Hwang, S., & Salmon, M. (2004). Market stress and herding. Journal of Empirical Finance, 11, 585-616.
16. Jegadeesh, N., Kim, J., Krusche, S. D., & Lee, C. M. C. (2004). Analyzing the analysts: When do recommendations add value? Journal of Finance, 59, 1083-1124.
17. Jegadeesh, N., & Kim, W. (2010). Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions. The Review of Financial Studies, 23, 901-937.
18. Karniouchina, E. V., Moore, W. L., & Cooney, K. J. (2009). Impact of mad money stock recommendations: Merging financial and marketing perspectives. Journal of Marketing, 73, 244-266.

19. Kerl, A. G., & Walter, A. (2007). Market responses to buy recommendations issued by personal finance magazines: Effects of information, price-pressure, and company characteristics. Review of Finance, 11, 117-141.
20. Kim, S. T., Lin, J. C., & Slovin, M. B. (1997). Market structure, informed trading, and analysts' recommendation. Journal of Financial and Quantitative Analyst, 32, 507-524.
21. Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock price. Journal of Financial Economics, 32, 23-44.
22. Li, X. (2005). The persistence of relative performance in stock recommendations of sell-side financial analysts. Journal of Accounting and Economics, 40, 129-152.
23. Mikhail, M., Walther, B., & Willis, R. (2004). Do security analysts exhibit persistence differences in stock picking ability? Journal of Financial Economy, 74, 67-91.
24. Rangvid, J., Schmeling, M., & Schrimpf, A. (2013). What do professional forecasters' stock market expectations tell us about herding, information extraction and beauty contests? Journal of Empirical Finance, 20, 109-129.
25. Richardson, S., Teoh, S. H., & Wysocki, P. D. (2004). The walkdown to beatable analyst forecasts: The role of equity issuance and insider trading incentives. Contemporary Accounting Research, 21, 885-924.
26. Womack, K. (1996). Do brokerage analysts' recommendations have investment value? Journal of Finance, 51, 137-167.
27. Woolridge, J. (2004). Performance of stocks recommended by brokerages. Journal of Investing, 13, 23-33.

102 年 05 月 21 日收稿

102 年 05 月 28 日初審

102 年 08 月 06 日複審

102 年 09 月 03 日接受

作者介紹

Author's Introduction

姓名 賴藝文
Name Yih-Wenn Laih
服務單位 嶺東科技大學財務金融系助理教授
Department Assistant Professor, Department of Finance, Ling Tung University
聯絡地址 台中市南屯區嶺東路 1 號
Address No.1, Lingdong Rd., Nantun Dist., Taichung City 40852, Taiwan.
E-mail rubylai@teamail.ltu.edu.tw
專長 財務管理，行為財務，投資學
Specialty Financial Management, Behavioral Finance, Investment Management

姓名 葉智丞
Name Chih-Cheng Yeh
服務單位 嶺東科技大學企業管理系副教授
Department Associate Professor, Department of Business Administration,
Ling Tung University
聯絡地址 台中市南屯區嶺東路 1 號
Address No.1, Lingdong Rd., Nantun Dist., Taichung City 40852, Taiwan.
E-mail g7362791@teamail.ltu.edu.tw
專長 投資理論，財務管理
Specialty Empirical Testing Finance, Financial Management