

【解牛集】一 刊於《信報》，2019 年 4 月 15 日

分析師報告文本價值優於數據

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

在資本市場，價格不僅波動不定，而且市場間充斥繁多且複雜的信息，故而分析師（Analyst）扮演了一個非常重要信息中介（Information intermediary）角色。他們定期發表研究報告，向投資者傳達投資選擇的信息，包括盈利預測、股票前景優劣、目標價格等。究竟投資者如何從這些研究分析報告中作出投資選擇和決定、這些報告最有參考價值的地方何在？箇中大有學問。

一般而言，分析師都是某個行業的專家，他們在大型的證券機構工作，這些機構包括專注於交易買賣的證券行、投資銀行或專門做分析的研究公司（Research firm）。那些專門做買賣的證券行只聚焦於交易；而投資銀行的業務範圍較廣，如替客戶進行股票首次公開發售（IPO）或收購合併；至於專門做研究分析的公司則集中於做研究，不涉股份買賣。

分析師報告信息量大

但無論在上述那一機構工作，作為分析師，他們都充份利用自己相熟行業的專業知識，聚焦於七、八家屬於該行業的上市公司，務求分析專精。譬如，分析師是工程專業背景，他便集中分析相同性質的工程上市公司；或者，分析師專業在於生物科學，他便可以集中分析相關生物上市公司的營運，甚至其透徹的分析，有助他所供職的機構有能力替從事生物科技業務的公司進行 IPO，對該股份上市作出有效定價。

可以說，分析師不僅具相關行業的專業知識，甚至曾在該行業工作過一段長時間，實務經驗豐富。他們所撰寫的研究報告，內容包括分析這家公司最近的業務狀況、營運績效，報告最後會向投資者提出買入、沽出或繼續持有等投資建議。除此之外，還會向投資者指出該公司下一季度或年度的盈利預測，有些報告更包含盈利預測的財務資料報告，臚列出該公司未來幾年的盈利預測。根據這些數據判斷股份的現值和未來估值。當未來值高於現值，當然值得考慮購入；若未來值預期低於現值，則無疑應考慮沽出。由此可見，報告所蘊含的信息，包括定量的數據、文本(textual)的闡述和分析，信息量都相當大。

助閱者洞悉公司營運

細看分析師的功能作用。第一，幫助投資者洞悉所持股份公司最新的業務狀況和營運績效。譬如，該公司公布了一個發展新產品的消息，或未來的發展策略。分析師便基於這些消息，進行深入分析。究竟這個新產品對公司未來的盈利產生什麼影響。以蘋果公司為例，當蘋果發布了推出新 iPhone 手機的消息，分析師便會研究，對這個新產品與蘋果競爭對手公司產品作出比較，分析新推出的 iPhone 產品有什麼使用優點和弱項，並對預期銷售作出評估。

此外，分析師亦會根據該公司公布的最新業務發展信息，作出未來績效的估計。當今年度的盈利出現倒退，來年度會否有所改善，或進一步下挫，分析師都會根據定量的數據和文本分析，對該公司的價值作出客觀的評價。換言之，分析師對該公司向外所披露的信息作出闡釋（interpretation.），讓投資者掌握該公司最新的業務狀況和營運績效。

發掘更具價值隱藏信息

分析師的第二個功能作用，是發現公司沒有公開向外透露或公布的新信息。譬如，公司雖然在進行新產品或服務的開發，但在這個開發階段往往「秘而不宣」，恐防過早洩露風聲，會遭競爭對手先行一步，新產品失去搶佔市場先機的優勢。記得蘋果公司推出新產品——Ipad，事前也是不動聲色。

誠然，這些信息無疑可視為公司的「商業秘密」。假若蘋果公司一早向外透露會開發 Ipad 這個新產品，當外界預期這個新產品在市場大受歡迎，可以「賣個滿堂紅」，蘋果公司的價值必然會「水漲船高」，股價上升，對投資者來說，這個開發新產品的消息當然對其投資選決定大有幫助。

不過，對蘋果來說，這個「商業秘密」的消息雖然對投資者的決定有幫助，卻同樣對競爭對手有幫助。因為競爭對手可以及早作出競爭部署，這樣一來，蘋果的新產品便有失去佔據市場先機之虞，因而公司高層對於這類信息，包括開發新產品、取得有效提高管理效率的新方案、開拓新市場的部署等，都不會很早向外公布，恰恰這些「隱藏信息」對未來業績更具影響效果，這些信息就需要分析師去發現和發掘。

把握行業宏觀發展狀況

另一方面，「隱藏信息」還有一些屬於對公司是負面的信息，若向外披露後，很有可能對公司的績效或盈利產生不利影響。上述兩種情況，都會令公司對「隱藏信息」隻口不提。

那麼，分析師又如何去發掘出這些「隱藏信息」？很顯然，分析師可以透過這家公司的創新「專利」登記，從中作出追尋和搜索。按照該公司目前的「專利」登記，推斷出該公司有沒有進行新產品開發，新產品是什麼等等。或者，分析師可以透過追尋與該公司發生業務連繫的上下游公司，了解上下游公司的經營狀況，從而間接了解該公司的營運現狀。舉例來說，與 A 公司產品有業務連繫的下游批發商，該批發商進行了裁員，從中也可以窺見 A 公司的業務和盈利前景都可能有退倒之虞。

值得一提，「隱藏信息」當中，還有一種是連公司高層自己也不知道的。當然，公司不會與競爭對披露公司的營運情況，但作為分析師，他相對中立，並且所聚焦的，是整個相關行業；所接觸到的七、八家公司，由於身份相對中立，從中所取得的詳細行業信息，使他可以從一個更高的視角，包括相對宏觀的行業視野、相對微觀的個別個公司角度，觀察到連個別公司高層也不知道的行業發展與變化

信息。這個信息當然也很有價值。可以說，「隱藏信息」的價值高，對公司績效和盈利表現的影響往往舉足輕重。

發揮「信息中介」作用

筆者有一項研究，是探討分析師在「信息中介」的角色和作用。扼要來說，公司在公布業績之後，通常都舉行一個討論業務發展和盈利的電話會議。投資者和分析師都可以致電，跟該公司高層就有關經營情況、盈利等問題進行討論。討論過後，分析師都會撰寫一份研究報告。

筆者利用這些分析師研究報告和公司披露的信息，通過計算語言學的模型研究（Computational linguistic research），對分析師的信息中介角色作出分析。研究結果發現，分析師所撰寫報告裡面的內容，有 31% 的部分，是公司管理者所沒有談及的話題內容，這三成左右的內容，就是上文提及的「信息發現」。至於其餘約七成的內容部分，是公司管理層有所提及的話題。

換句話說，約三成左右的內容，是分析師的「信息發現」，透過文本把隱藏的信息發掘出來；餘下的約七成內容，是分析師對公司管理層對外所披露的信息作出闡釋（對此分析有興趣的讀者可參考筆者 Analyst Information Discovery and Interpretation Roles: A Topic Modeling Approach 一文）。

報告文本價值更高

過往，一般投資者閱讀分析師報告的習慣（如今仍有不少投資者仍如是），多著眼於數據，如盈利，目標價格等。對於數字以外的文本內容，往往將之忽略。不過，這些「信息發現」的文本內容，其參考價值比數據有過之而無不及。筆者另一篇已發表的研究論文，便曾對此作出研究。

筆者利用大數據，檢視了逾 36 萬份分析報告中的文本，透過機械學習方法，去判斷報告所撰寫的文字信息含義是正面抑或是負面。研究結果發現，當報告所撰

寫的文字信息含義是屬於正面，則股價上升；若文字信息含義是屬於負面，股價便會下跌。研究結果很清楚，分析師報告中的文字信息比所有數據信息更為重要，對股價產生的影響更大，而且報告文字的文本示意，對未來五年的未來收益增長具有預測價值（見 Evidence on the Information Content of Text in Analyst Reports，刊 The Accounting Review, Vol. 89, No. 6, 2014）。

對小投資者的啟示

總括來說，分析師的研究報告，文本信息，包括分析師把公司管理層沒有披露的「隱藏信息」發掘出來，這些文本信息最值得參考，也是影響股價變化的重要因素。Evidence on the Information Content of Text in Analyst Reports 的研究論文，揭示了分析師報告裡文字信息較數據信息更為重要，對股價的影響更大；至於探討分析師在「信息中介」所扮演的角色一文，則聚焦了分析師報告所寫的是什麼內容，當中有約三成是公司管理層所沒有提及的話題，這三成內容其實就是報告最具價值的部分。這些研究結果發現，相信對小投資者具一定的參考價值和意義。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，黃昊教授口述及整理定稿〕