

标新立异、“风险厌恶”还是“精益求精”？

——基于明星分析师研报观点导向的实证研究

张宗新¹ 姚佩怡²

(1.复旦大学金融研究院, 上海 200433; 2.复旦大学经济学院, 上海 200433)

摘要: 证券分析师发布研究报告是追求所谓的“标新立异”式“颜值”抑或“精益求精”式“研值”的行为导向, 直接决定着我国证券信息是否有效供给和能否建立证券研究新秩序。本文通过探析明星分析师研报观点的倾向性及其内在机制, 揭示在我国证券市场上明星分析师研报观点是标新立异、“风险厌恶”还是“精益求精”。实证研究表明: (1) 明星分析师研报观点并非标新立异导向, 与非明星分析师相比, 明星分析师称号的盈余预测中反而会降低发布标新立异观点的概率; (2) 明星分析师主观不倾向于发布标新立异观点, 并非因为明星分析师在上榜后已经“功成名就”, 而体现出“风险厌恶”特征; (3) 在监管力度加强的环境下, 明星分析师不愿发布标新立异的观点应当归因于明星分析师在上榜后, 尤其注重研究报告的质量而行为表现更加审慎, 为了保证自己盈余预测的准确度而降低了发布标新立异观点的概率, 追求研报“研值”而“精益求精”。

关键词: 证券分析师; 风险厌恶; 盈余预测

Abstract: Security analysts' inclination to strain after novelty (i.e. seeking to “look good”) or to strive for perfection (i.e. pursuing research value) is crucial to the efficiency of security information and the feasibility of establishing new order for security research. This paper focuses on analyzing the inclination of star analysts' estimates and the mechanism behind to demonstrate whether they are straining after novelty, risk averse, or striving for perfection. Empirical results covering earnings forecasts indicate that there is no tendency to strain after novelty among star analysts. It is “striving for perfection” (i.e., star analysts are more cautious and pay more attention to the accuracy of their estimates afterwards to pursuing research value under more strict regulations) rather than “risk aversion” (i.e., star analysts have already made a name, they are reluctant to take the risk of issuing bold estimates) that leads to the low likelihood of issuing bold estimates by star analysts.

Key words: security analysts, risk aversion, earnings forecast

作者简介: 张宗新, 博士, 复旦大学金融研究院教授, 研究方向: 金融市场。姚佩怡, 女, 复旦大学经济学院博士生, 研究方向: 金融市场。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

引言

近年来, 随着我国证券研究行业竞争形势的加剧, 证券分析师为了激烈环境中从竞争对手中脱颖而出, 证券分析师可谓使出浑身解数以博取投资者眼球, “网红分析师”、“标题党”等现象层出, “奇葩”研报频现, 某些研报观点更是重磅炸弹“雷人”, 研报标题出现夸大

性、诱导性, 甚至低俗化、娱乐化倾向, 严重偏离证券研究报告客观、审慎的监管要求。为博取投资者眼球, 网红分析师也频频出现, 如长江证券“桃子姐”(覃川桃)、方正证券通信组“兔子君123”(廖蕾); 华而不实的研究报告“标题党”, 如《侠之大者, 为国接盘》、《千金散尽还复来, 教你闷声发大财》、《传统行业特烦恼, 新兴行业特工队》、《营改增, 也许只是小确幸》, 这类

研报标题令人眼前一亮但内容枯燥空洞。安信证券首席经济学家高善文曾公开痛斥证券研究的行业乱象，指出我国卖方分析师行业在快速扩张的同时，正在发生着两个重大而持续的系统性变化：一是研究报告的质量一降再降，以至于捕风捉影、观点雷同、论证草率、市场批评诟病日多；二是研究服务的方式争奇斗艳，以至于花样百出、竞骚弄巧、耍嘴卖呆，手段无所不用其极。¹近年来，我国证券行业近年出现的种种券商研报非审慎、“标题党”等研报乱象，已经引起证券监管部门的高度重视，并已将券商研报纳入重点监管范围。²证监会主席刘士余在2017年全国证券期货监管会议上也曾公开点名批评股市“黑嘴”，怒怼有些券商分析师“语不惊人死不休”。³

证券分析师发布研究报告行为导向是追求所谓的“标新立异”式“颜值”，还是“精益求精”式的“研值”直接决定着我国证券研究新秩序是否能够有效建立，决定着我国资本市场的证券信息是否有效供给。面对每年数以百万计的海量研究报告，基金经理和投资者往往会参考声誉评选机制——“新财富”最佳分析师(下称“明星分析师”)进行券商研报筛选，进而做出投资决策。而成为明星分析师能够为证券分析师带来明显的声誉溢价与财富溢价，因此分析师在上榜“新财富”后，为了维护自身声誉、持续享受财富溢价，可能会采取不同的行为策略，尤其是当其观测到异于其他分析师的关于个股或者市场走势的新证据时，明星分析师究竟会选择发布独特的观点追求“标新立异”式“颜值”，抑或是采取相对审慎态度追求“精益求精”苛求研报“研值”？明星分析师发表研报观点的导向性是何种动机和机制所导致的？这对于基金经理、投资者的投资决策以及我国证券市场研究新秩序建立有何意义？本文对明星分析师发布研报观点的倾向性及其内在机制和机理进行讨论与检验，以期为基金经理和投资者的决策、证券市场的监管提供依据。

本文的创新性和可能的贡献在于，其一，深度剖析了明星分析师研报观点倾向性，对我国证券分析师发布研报是追求所谓的“标新立异”式“颜值”抑或“精益求精”式“研值”导向的行为选择进行探讨和验证。国内学者虽然从理论与实证方面均对于分析师声誉问题已给予充分的关注，但鲜有文献聚焦于明星分析师研报观点的倾向性，尤其缺乏深度剖析明星分析师研报观点特

征的权威文献。其二，为明星分析师规避发布标新立异观点的内在机理与机制提供了可能的解释，突破了既有文献仅停留在表面现象检验的缺陷，提高了对于明星分析师发表研报行为的理解深度。其三，有助于引导证券分析师回归证券研究本质，避免哗众取宠行为，提升证券市场有效信息供给。明星分析师应更注重研究报告的质量而非标新立异，从某种程度上显示了现行分析师声誉制度有助于引导证券分析师回归证券研究本质，而并非提倡证券分析师哗众取宠，追求“颜值”而盲目发布所谓的标新立异的研报观点。

研究文献与论文假设

从国内外相关研究文献来看，最早研究分析师声誉可追溯到Stickel (1992)^[9]，他指出Institutional Investor All-American Research Team 的成员分析师往往能够提供更为准确的盈余预测，并且提供信息的频率更为频繁。Leone and Wu (2007)^[7]发现短期表现与被授予全美(All-American, AA)分析师头衔间存在正相关关系，并且这种超常表现在分析师被评为AA分析师后依旧存在，即明星分析师不同于非明星分析师的表现是因为能力超群而并非运气。Fang and Yasuda (2014)^[5]的研究显示，依照美国分析师的买入卖出建议构造投资组合，与听从非明星分析师的投资建议相比，每月可获得高达0.6%的风险调整收益。Bonner et al.(2007)^[1]的研究表明，分析师的媒体关注度越高，投资者对其发布的预测修正反应越剧烈，Emery and Li(2009)^[2]关注了《华尔街日报》(WSJ)评选出的明星分析师，对于分析师的评级预测与盈余预测的检验显示，决定分析师排名的主要因素是分析师的名气，分析师评选可能只是名气的比拼。个人和机构的声誉整体来说能够带来更高质量的预测(Fang and Yasuda, 2009)^[4]，市场对于不同声誉的分析师的预测及预测修正反应程度不同(Loh and Stulz, 2009; Ertimur et al., 2012)^{[8] [3]}，给予不同声誉的分析师薪酬回报也存在差异(Groysberg et al., 2011)^[6]。另一方面，国内相关研究聚焦于“新财富”分析师(明星分析师)与其他分析师的区别和差异上，包括评级有效性(王宇熹等, 2012; 李勇等, 2015)^{[15] [13]}、调整评级的价值性(肖萌, 2015; 伊志宏和江轩宇, 2015)^{[18] [19]}以及盈余预测能力(李丽青, 2012)^[12]等，各研究得出的结论不尽

相同，但均揭示了明星分析师与非明星分析师行为的差异性，印证了声誉对于分析师行为的重要影响。邱世远(2008)、游家兴等(2013)^{[14] [20]}通过建立声誉博弈模型，指出分析师为了提高自身声誉往往会发布迎合投资者先验信念的报告。因此，在我国分析师难以保持独立性，即使是明星分析师也难以幸免(吴超鹏等，2013)^[16]。面对激烈的排名竞争压力，证券分析师经常在竞争者调高或调低公司利润预测和股票评级对股价产生了“金手指”的影响，自己也会有压力“放他一炮”，露个脸，表现出发表标新立异的“另类”观点倾向(张化桥，2010)^[11]，引发国内外学者对于分析师市场竞争下的声誉机制有效性的质疑。

虽然国内外学者已对分析师声誉相关问题给予关注，然而鲜有关注明星分析师研报观点倾向性及其内在机制的文献。明星分析师发布研报观点的导向可能与非明星分析师有所区别。一方面，明星分析师可能更倾向于发布标新立异的观点。与非明星分析师相比，明星分析师发表标新立异的观点能获得更高的效用。至少有如下三方面的原因驱动明星分析师的标新立异：其一，鹤立鸡群的个人满足感。我国证券分析师存在明显的羊群行为(蔡庆丰，2011)^[10]，而明星分析师作为声誉机制评选的产物，其个人能力已经得到认可，对于自我评价相对更高，在人云亦云的情况下，发表标新立异的观点使明星分析师自我满足感更高，有一种鹤立鸡群的优越感。其二，信号作用。在证券分析师研究报告云集的情况下，发布标新立异观点是明星分析师“博人眼球”的一种方式。通过发表标新立异观点，明星分析师能够获得更多关注。其三，示范效应。明星分析师作为证券分析师行业中的“权威”，基金经理、机构投资者出于对于明星分析师信息处理及判断能力的信任，更易于接受明星分析师的建议。基于上述分析，提出如下假设1：

假设1：与非明星分析师相比，明星分析师更倾向于发表标新立异的观点。

从个人效用实现角度来看，明星分析师可能相对于非明星分析师更为风险厌恶。明星分析师已经功成名就，其职业目标与规划与非明星分析师有所区别。非明星分析师处于“攻擂”阶段，其行为相对更为激进，而明星分析师处于“守擂”阶段，其行为相对更为保守。如果明星分析师相对于非明星分析师表现出更强的风险

厌恶，刻意规避发布标新立异的观点，则可以预期明星分析师在上榜前后发布标新立异观点的倾向性降低趋势更明显。基于上述分析，提出如下假设2：

假设2：在其他条件不变的情况下，明星分析师如若出于“风险厌恶”的考量而规避发布标新立异观点，则与非明星分析师相比，明星分析师在上榜前后发布标新立异观点的倾向性降低趋势更明显。

从明星分析师引导市场理性预期的角色作用来看，明星发布标新立异的观点虽然能为明星分析师带来额外的效用，但同时会面临更高预测误差的风险。倘若明星分析师并不在意自身发布的观点是否标新立异，而是致力于通过稳健的分析与预测，引导投资者价值投资，则可以预计在控制了其他影响盈余预测准确度因素的前提下，明星分析师上榜后的盈余预测准确度应当高于上榜前。基于上述分析，提出如下假设3：

假设3：在其他条件不变的情况下，明星分析师如若出于“精益求精”的考量，注重研报“研值”而非“颜值”，进而采取规避发布标新立异观点策略，明星分析师上榜后的盈余预测准确度应当高于上榜前。

变量选择与描述性统计

一、标新立异观点代理变量的选择

分析师研报的三大要素能够体现分析师观点的标新立异性——研报标题、评级结果与盈余预测。通过不同要素衡量标新立异性的难度与可信度存在差异。研报标题是否标新立异的判断相对主观，难以界定；而就评级信息而言，主要分为买入、持有、卖出等多种评级信息，由于各个评级机构采用的评级各异，对于评级信息建立是否标新立异的评判标准较为困难。而盈余预测信息是基于真实盈余水平给出的预测结果，各分析师盈余预测结果的差异体现了其在判断过程中是否具有标新立异的观点。在本文实证研究过程中，将与市场中同期(同一个月)内对于某一上市公司估值平均值(除去该估值本身外的平均值)差异高于两个标准差的，定义为标新立异的观点，在两个标准差以内的，定义为跟风观点。

二、影响标新立异观点发布的因素及变量选择

1. 证券分析师类型

根据假设1，明星分析师更倾向于发布标新立异的观

点，而非明星分析师更倾向于发布跟风观点，因此，在发布某一分析报告时，该分析师的属性决定了其采取策略的倾向性。由于“新财富”最佳分析师的评选频率为一年一度，选取证券分析师当年是否已是“新财富”最佳分析师作为其属性的代理变量。

2. 证券分析师的个人经验

证券分析师的个人经验可能影响其预测风格，如分析师刚刚进入行业不久，可能其对于公司的了解并不深入，其预测结果与其他分析师差距较大，从而观点较为标新立异；同时，新进分析师可能刚刚得到工作，为了保证自己在行业中站稳脚跟，并不会锋芒毕露，而是采用相对保守的策略，从而更倾向于采取跟风策略。因此，证券分析师的个人经验对于其预测风格的影响是多样的，难以确定其影响方向。

3. 证券分析师所在证券公司

证券分析师并非以独立个体形象参与发布证券分析报告的行为，其行为特征会受到证券分析师所在平台的影响。当证券分析师所在的平台较大时，面临更强的竞争形势，为了在竞争中减少犯错的几率，证券分析师可能会采用跟风策略。

4. 上市公司的关注度

各上市公司的关注度不同，会导致跟风行为发生的可能性受到影响。当一家上市公司的关注度较高，有许多分析师关注该公司，此时对于证券分析师个人来说，其在发布自己的研究预测结果时，可获得的“参考文献”更多，发布跟风观点的概率会增加；当上市公司的关注度较低时，即便是分析师倾向于跟风，也缺乏可供参考的观点。为刻画上市公司的关注度，可采用同一时期关注某一家上市公司的分析师人数作为代理变量。

5. 上市公司明星分析师关注度

明星分析师关注度越高时，上市公司受到的关注度越高，关注该上市公司的分析师所面临的竞争压力更高，分析师更可能采取较为稳健保守的策略预测上市公司盈余情况，从而降低了发布标新立异观点的可能性。拟采用关注上市公司分析师中明星分析师占比度量上市公司明星分析师关注度。

6. 上市公司所处板块

由于各板块公司的特征不同，使得预测公司财务信

息的难易程度不同。较之于主板上市企业，创业板上市公司一般处于成长初期，变化波动较大，各分析师就其盈利情况预测出现分歧的可能性更高，继而影响标新立异观点出现的可能性。

分析师发布标新立异观点影响的主要因素(包括控制行业效应与年度效应)、符号表示以及其预计影响方向，见表1所示。

本次研究过程中，分析师的盈余预测数据及上榜“新财富”的数据来源于国泰安数据库，上市公司所处板块的信息来源于WIND数据库，由于“新财富”最佳分析师评选的开始时间所限，选取2003~2016年间所有分析师的盈余预测数据作为研究对象。

表2列示了历年来分析师发布标新立异观点的分布情况。由于对于分析师监管的不断加强，分析师发布研报的数量呈现出指数式增长的趋势，但分析师发布标新立

表 1 主要变量选择及符号表示

变量表示	变量解释	预计影响方向
AFTERSTAR	证券分析师类型。如果当年已是明星分析师，AFTERSTAR=1；反之 AFTERSTAR=0	+
REPEATM	证券分析师的个人经验。以分析师跟进某一公司的月份数表示	?
BIG20	证券分析师所在证券公司规模是否为排在前 20 位的大券商公司，如果为大券商 BIG20=1，否则 BIG20=0	-
FOL	上市公司的关注度。以同时跟进某一上市公司的人数作为代理变量	-
STARPERCENT	上市公司明星分析师关注度。以同时跟进某一上市公司分析师中明星分析师占比衡量	-
BOARDEFFECT	上市公司所处板块	创业板 +
INDUSTRYEFFECT	行业效应	?
YEAREFFECT	年度效应	?

表 2 历年分析师发布标新立异观点分布情况

年份	一般观点	标新立异观点	合计
2003	1,735	18	1,753
2004	2,737	10	2,747
2005	9,332	68	9,400
2006	11,705	49	11,754
2007	22,685	105	22,790
2008	64,240	752	65,049
2009	72,163	1,044	73,207
2010	116,080	1,029	117,109
2011	122,575	693	123,268
2012	147,256	1,361	148,617
2013	161,602	1,589	163,191
2014	174,361	2,110	176,471
2015	157,683	2,996	160,679
2016	201,495	4,086	205,581
合计	1,265,649	15,910	1,281,559

异观点的占比一直较为稳定而自2014年以来略有提升。2003年分析师共发布1,753个盈余预测结果,其中有18个标新立异观点,约占所有观点的1.03%,而在2016年分析师发布的205,581个盈余预测结果中仅有4,086个标新立异观点,约占所有观点的1.99%。这从某种程度上体现了我国证券分析师在发布观点过程中存在明显的跟风倾向。

进一步观测明星分析师与非明星分析师在各年度发布标新立异观点的分布(见表3),分析师发布标新立异观点的分布随着年份的变化呈现出不同的特征。从整体来看,明星分析师发布标新立异观点的数量占所有的观点的比例为27.9%,其中,在2003年,明星分析师发布标新立异观点的占比最少,为0%,2015年明星分析师发布标新立异观点的占比最高,为39.3%,考虑到明星分析师与非明星分析师间的人数差异,明星分析师似乎比非明星分析师更倾向于发布标新立异的观点。

本次研究中涉及到的主要变量描述性统计结果如表4所示。样本中分析师平均跟进上市公司9个月左右,平均一家上市公司大约有24名分析师关注,且跟进一家上市公司的明星分析师占比平均约为21%,甚至存在一家公

表3 各年度明星分析师与非明星分析师发布标新立异观点分布情况

年份	非明星分析师	明星分析师	合计
2003	18	0	18
2004	9	1	10
2005	64	4	68
2006	46	3	49
2007	90	15	105
2008	661	91	752
2009	897	147	1,044
2010	859	170	1,029
2011	554	139	693
2012	1,101	260	1,361
2013	1,191	398	1,589
2014	1,519	591	2,110
2015	1,820	1,176	2,996
2016	2,643	1,443	4,086
合计	11,472	4,438	15,910

表4 主要变量描述性统计

变量名称	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
SPECIAL	0.012415	0.110727	0	0	1
REPEATM	9.039779	14.52477	3	0	144
FOL	23.81333	13.76203	22	1	89
BIG20	0.611054	0.487511	1	0	1
STARPERCENT	0.209774	0.14453	0.193548	0	1

司均是明星分析师关注的情况。

实证检验及解释

为了检验明星分析师与非明星分析师相比是否更倾向于发布标新立异的观点,明星分析师追求“标新立异”式“颜值”,还是注重研报质量,力求研报盈余预测准确度提高而追求“精益求精”式“研值”,在此,论文以明星分析师在发布盈余预测是否已经被评为明星分析师作为关键解释变量,采用Probit模型,度量明星分析师与非明星分析师在发布标新立异观点上的倾向性差异,模型如方程(1)所示:

$$Pr(SPECIAL_{i,j,t}=1)=(PROBIT\alpha_0+\alpha_1\log REPEATM_{i,j,t}+\alpha_2 AFTERSTAR_{i,t}+\alpha_3 FOL_{j,t}+\alpha_4 BIG20_i+\alpha_5 STARPERCENT_{j,t}+INDUSTRYEFFEFFECT_j+BOARDEFFEFFECT_j+YEAREFFEFFECT_t+\varepsilon_{i,j,t}) \quad (1)$$

其中SPECIAL_{i,j,t}为示性变量,SPECIAL_{i,j,t}=1表示在时间点t证券分析师i关于公司j的盈余预测为标新立异的观点,否则为0;1nREPEATM_{i,j,t}表示截止时间点t证券分析师i跟进公司j的月份数(以分析师第一次发布报告的时间开始计);AFTERSTAR_{i,t}=1表示证券分析师i在时间点t已经被评为明星分析师,反之则有AFTERSTAR_{i,t}=0;FOL_{j,t}代表t时同时跟进公司j的人数;若证券分析师i所在证券公司规模属于位于前20位(以各证券公司分析师人数为排名基准)的大券商公司,则BIG20_i=1,否则BIG20_i=0;STARPERCENT_{j,t}表示在时点t所在年度跟进上市公司j的分

表5 方程(1)回归结果

	(1)	(2)	(3)
log REPEATM _{i,j,t}	0.0938*** (0.00366)	0.0797*** (0.00373)	0.0690*** (0.00375)
AFTERSTAR _{i,t}	-0.0874*** (0.00982)	-0.0796*** (0.00999)	-0.0742*** (0.0100)
FOL _{j,t}	-0.0139*** (0.000338)	-0.0141*** (0.000365)	-0.0140*** (0.000366)
BIG20 _i	0.0245*** (0.00910)	0.0375*** (0.00924)	0.0363*** (0.00927)
STARPERCENT _{j,t}	0.452*** (0.0298)	0.357*** (0.0310)	0.300*** (0.0313)
CONSTANT	-5.712 (123.1)	-5.442 (85.68)	-6.037 (168.2)
INDUSTRYEFFEFFECT _j	--	INCLUDED	INCLUDED
BOARDEFFEFFECT _j	--	--	INCLUDED
YEAREFFEFFECT _j	INCLUDED	INCLUDED	INCLUDED
log likelihood	-50,995.539	-49,595.978	-49,316.682
No. of Observations	798,225	798,225	798,225

注:括号内为标准误,*表示在p<10%的水平上显著,**表示在p<5%的水平上显著,***表示在p<1%的水平上显著。

析师中明星分析师占比； $INDUSTRYEFFECT_j$ 控制上市公司所在行业效应； $BOARDEFFECT_j$ 用于控制上市公司所处板块的效应； $YEAREFFECT_t$ 表示年度效应； ε 为随机误差项。如若假设1成立，则有 α_2 显著大于零。

根据方程(1)模型回归的结果如表5所示。

表5显示了基于方程(1)的回归结果。其中，第(1)列并未控制行业效应和上市公司板块效应，第(2)列控制了行业效应但未控制上市公司板块效应，第(3)列同时控制了上市公司板块效应与行业效应。各回归结果均控制了年度效应。回归结果显示，较之于非明星分析师，已经获得“明星分析师”称号的分析师在盈余预测中反而会降低发布标新立异观点的概率，同时，证券分析师跟进一家公司的时间越久，越倾向于发布标新立异的观点，而同时跟进某公司的分析师人数越多(上市公司的关注度越高)、处于较小证券公司证券平台的分析师较少发布标新立异的观点。上市公司的明星分析师关注度越高，分析师针对该公司发布标新立异观点的概率越低。上述结论均在1%的显著水平上成立。

相关实证研究表明，明星分析师并不倾向于发布标新立异的观点，可能是如下原因作用的结果：

一方面，与非明星分析师相比，明星分析师表现出更强的风险厌恶偏好，刻意回避发布标新立异的观点。明星分析师已经“功成名就”，发布标新立异的观点本身具有一定的风险，较大的预测偏差可能会损害明星分析师的名誉，降低分析师在机构投资者中的声誉，对于明星分析师以后持续上榜“新财富”造成威胁。明星分析师出于规避风险的目的，反而并不倾向于发布标新立异的观点。相比之下，非明星分析师由于从未上榜“新财富”，并没有“偶像包袱”，甚至可能存在一定程度的“赌徒心理”，如若能够成功预测，反而能从中脱颖而出，增加上榜“新财富”的概率，且鉴于明星分析师对于投资者和市场预期形成的重要影响，使得监管部门格外关注明星分析师的行为，明星分析师在巨大的监管压力下发布观点时无疑更为谨小慎微，即便有异于市场的判断也讳莫如深。

另一方面，明星分析师并不在意自身发布的观点是否标新立异，而是更注重发布研究报告的准确度，致力于引导投资者价值投资。成为明星分析师已经为分析师带来了财富溢价和声誉溢价，在名利双收的情况下，明

星分析师已无“哗众取宠”的必要，其往往将注意力集中于盈余预测准确度上，以期通过稳健的分析与预测，充分发挥分析师的信息中介作用。

上述两种原因均有可能导致数据显示出明星分析师并不倾向于发布标新立异观点的观测。但究竟是哪种机制的作用造成表5的结果？明星分析师相对于非明星分析师所表现出来的对于发布标新立异观点的规避究竟是因明星分析师比非明星分析师更为风险厌恶，抑或仅仅是出于准确率的考量？为了回答上述问题，在假设2和3的基础上分别构造如下模型进行检验：

$$Pr(SPECIAL_{i,j,t}=1|STA_t=1)=PROBIT\alpha_0+\alpha_1\log REPEATM_{i,j,t}+\alpha_2 AFTERSTAR_{i,t}+\alpha_3 FOL_{j,t}+\alpha_4 BIG20_t+\alpha_5 STARPERCENT_{j,t}+INDUSTRYEFFECT_j+BOARDEFFECT_j+YEAREFFECT_t+\varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

$$\log(MAPE_{i,j,t}|STA_t=1)=\alpha_0+\alpha_1\log REPEATM_{i,j,t}+\alpha_2 AFTERSTAR_{i,t}+\alpha_3 COORN_{i,j,t}+\alpha_4 FCAGE_{i,j,t}+\alpha_5 FOL_{j,t}+\alpha_6 BIG20_t+\alpha_7 STARPERCENT_{j,t}+\alpha_8 LISTMONTH_{j,t}+\alpha_9 \log ASSET_{j,t}+INDUSTRYEFFECT_j+BOARDEFFECT_j+YEAREFFECT_t+\varepsilon_{i,j,t} \quad (3)$$

方程(2)、(3)各变量含义同方程(1)。其中， $STA_t=1$ 表示证券分析师i曾经上榜过“新财富”； $\log MAPE_{i,j,t}$ 表示在某一时间点t，分析师i对于公司j估值的MAPE(当年实际EPS与分析师预测EPS差值的绝对值除以股票价格)取对数后的数值； $COORN_{i,j,t}$ 代表分析师i在时点t所发布关于公司j报告的合作者数目； $FCAGE_{i,j,t}$ 则是分析师i在时点t发布的关于j公司报告距离年报公告日的天数； $LISTMONTH_{j,t}$ 代表上市公司j截止t时间点已上市的月份数； $\log ASSET_{j,t}$

表6 方程(2)回归结果

	(1)	(2)	(3)
log REPEATM _{i,j,t}	0.0826*** (0.00559)	0.0632*** (0.00571)	0.0540*** (0.00574)
AFTERSTAR _{i,t}	-0.0449*** (0.0150)	-0.0358** (0.0153)	-0.0312** (0.0154)
FOL _{j,t}	-0.0125*** (0.000541)	-0.0124*** (0.000581)	-0.0123*** (0.000584)
BIG20 _t	0.148*** (0.0198)	0.166*** (0.0201)	0.168*** (0.0202)
STARPERCENT _{j,t}	0.425*** (0.0429)	0.334*** (0.0451)	0.293*** (0.0454)
CONSTANT	-5.770 (141.6)	-5.719 (170.1)	-5.912 (111.2)
INDUSTRYEFFECT _j	--	INCLUDED	INCLUDED
BOARDEFFECT _j	--	--	INCLUDED
YEAREFFECT _t	INCLUDED	INCLUDED	INCLUDED
log likelihood	-23,241.983	-22,454.366	-22,336.41
No. of Observations	355,605	355,605	355,605

注：括号内为标准误，*表示在p<10%的水平上显著，**表示在p<5%的水平上显著，***表示在p<1%的水平上显著。

表示上市公司在时间点 t 所在年份的总资产对数值。若假设2成立,则方程(2)中 a_2 的估计值显著大于方程(1)中 a_2 的估计值;若假设3成立,则方程(3)中 a_2 的估计值显著小于零。回归结果分别如表6、表7所示。

表6显示了基于方程(2)的回归结果,其中,第(1)列并未控制行业效应和上市公司板块效应,第(2)列控制了行业效应但未控制上市公司板块效应,第(3)列同时控制了上市公司板块效应与行业效应。各回归结果均控制了年度效应。回归结果显示,与非明星分析师相比,明星分析师在上榜前后发布标新立异观点的倾向性降低效应更不明显。此外,同时跟进某一上市公司的人数(上市公司的关注度)、分析师所在的证券公司属于较小券商公司会显著降低分析师发布标新立异观点的概率,而上市公司的明星分析师关注度会使得明星分析师发布标新立异观点的倾向性提高。因此,实证结果与假设2的预测相悖,与非明星分析师相比,明星分析师在上榜前后发布标新立异观点的倾向性降低趋势更不明显,明星分析师上榜后并非更加风险厌恶。

表7展示了基于方程(3)的回归结果。其中,第(1)列控制了行业效应但未控制上市公司板块效应,第(2)列同

表7 方程(3)回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
log REPEATM _{it}	-0.0214*** (0.00236)	-0.0221*** (0.00236)	-0.0239*** (0.00321)	-0.0208*** (0.00349)
AFTERSTAR _{it}	0.0171*** (0.00587)	0.0173*** (0.00587)	0.0525*** (0.00741)	-0.0309*** (0.00960)
COORN _{it}	0.0119*** (0.00314)	0.0115*** (0.00314)	0.0128*** (0.00436)	0.0117** (0.00454)
FCAGE _{it}	0.00279*** (0.00000849)	0.00279*** (0.00000850)	0.00258*** (0.0000104)	0.00322*** (0.0000147)
FOL _{it}	-0.00618*** (0.000226)	-0.00618*** (0.000228)	-0.00445*** (0.000295)	-0.00833*** (0.000371)
BIG20 _{it}	-0.0983*** (0.00732)	-0.0981*** (0.00732)	-0.108*** (0.00931)	-0.0806*** (0.0118)
STARPERCENT _{it}	0.0537** (0.0221)	0.0508** (0.0222)	-0.0718** (0.0347)	0.153*** (0.0294)
LISTMONTH _{it}	-0.000595*** (0.0000375)	-0.000422*** (0.0000498)	0.000333*** (0.0000701)	-0.00129*** (0.0000707)
log ASSET _{it}	0.0912*** (0.00201)	0.0950*** (0.00221)	0.0718*** (0.00295)	0.122*** (0.00339)
CONSTANT	-7.057*** (0.139)	-7.137*** (0.139)	-6.451*** (0.145)	-7.937*** (0.0744)
INDUSTRYEFFECT _{it}	INCLUDED	INCLUDED	INCLUDED	INCLUDED
BOARDEFFECT _{it}	--	INCLUDED	INCLUDED	INCLUDED
YEAREFFECT _{it}	INCLUDED	INCLUDED	INCLUDED	INCLUDED
No. of observations	294,302	294,302	169,731	124,571
R ²	0.340	0.340	0.321	0.349

注:括号内为标准误,*表示在p<10%的水平上显著,**表示在p<5%的水平上显著,***表示在p<1%的水平上显著。

时控制了上市公司板块效应与行业效应,第(3)列针对2003~2013年间的子样本同时控制了上市公司板块效应与行业效应,第(4)列针对2014~2016年间的子样本同时控制了上市公司板块效应与行业效应。各回归结果均控制了年度效应。从回归结果看,随着跟进某一公司月份数的增加,明星分析师的预测愈准确,该观察在控制板块效应和行业效应后依旧显著。在2003~2013年间,明星分析师上榜前比上榜后盈余预测更为准确,但在2014~2016年间,明星分析师上榜后比上榜后盈余预测更为准确,这在很大程度上与近年分析师研报监管强度加大有密切关系。伴随着《发布证券研究报告暂行规定》(中国证监会公告[2010]28号)、《发布证券研究报告执业规范》(中证协发[2012]138号)政策颁布实施,中国证券研究行业的监管环境发生了根本性变化,证券投资咨询机构发布证券研究报告行为规制得到加强,证券分析师的研报发布行为特征发生了较大转变,从而使得明星分析师更加“精益求精”。因此,假设3得到实证结果的部分支持。此外,报告的合作人数、证券分析师所处证券公司是否较大,上市公司的上市时间、上市公司规模,上市公司明星分析师关注度等因素对于明星分析师的盈余预测准确度均有显著影响。

综合表6、表7的回归结果,假设2并未得到实证结果的支持,假设3得到了实证检验的部分支持。因此,明星分析师之所以不愿意发布标新立异的观点,并非因为其在上榜明星后“功成名就”而产生了风险规避的想法,而是出于保证准确度的目的,降低了发布标新立异观点的概率,不是“风险厌恶”而是“精益求精”导致了明星分析师的“中庸”趋势。

结论与政策建议

本文通过解析明星分析师发表研报观点行为导向,验证我国明星分析师研报观点标新立异、“风险厌恶”抑或“精益求精”。以2003~2016年间明星分析师盈余预测数据为样本的实证检验表明:(1)明星分析师研报观点并非标新立异,与非明星分析师相比,已经获得明星分析师称号的分析师在盈余预测中反而会降低发布标新立异观点的概率;(2)明星分析师不愿发布标新立异观点并非因为明星分析师在上榜后已经“功成名就”,为了规避风险而降低了发布标新立异观点的倾向性,而

更多体现了发布研报观点行为的“风险厌恶”特征。(3)2014~2016年间在证券分析师监管力度加强环境条件下,明星分析师不愿发布标新立异的观点应当归因于明星分析师在上榜后,愈发注重研究报告的质量,为了保证自己盈余预测的准确度而降低了发布标新立异观点的概率,即追求研报“研值”而“精益求精”。

本文研究回答了明星分析师研报观点究竟是追求“颜值”还是“研值”的疑问,用规范的研究方法剖析分析师行为动机,对于重塑我国证券研究行业秩序、保护中小投资者利益具有重要研究价值。政策建议有:(1)摒弃研报“颜值”追求“研值”,引导证券分析师回归证券研究本质。监管部门应当严惩分析师研报追求“颜值”忽略“研值”而本末倒置的行为,对于未经事先充分调研而发布的研报严肃处理,引导证券分析师关注研究工作本身,发挥分析师的市场信息有效提供者的角

色。(2)加强证券分析师的研报监管,注重保护中小投资者权益。监管部门应当进一步贯彻对于分析师发布研报的合规性、客观性、专业性以及审慎性的要求,确保分析师研报观点有理有据,杜绝言过其实、夸大其词的误导性陈述,避免分析师向市场传递误导性信息,导致投资者形成错误预期。(3)注重明星分析师的引导示范效应,发挥“新财富”最佳分析师声誉评选机制的正向激励作用。“新财富”最佳分析师作为卖方研究的“奥斯卡”,应当充分保证评选机制的公平、公正、公开,杜绝与证券研究无关的不正当拉票行为,促使“新财富”最佳分析师评选过程能够筛选出真正具有研究能力的分析师,成为分析师行业的标杆,引导市场有效竞争,从而推动我国证券分析师行业新秩序的建立。 ■

【基金项目:本文得到国家自然科学基金项目“中国证券分析师荐股行为监管与中小投资者保护”(71473043)的资助】

注释

1. 高善文,《安信证券行业分析师离职风波评论之二:卖方分析师是怎么干的》,2011-07-25。
2. 参见《证监会严查券商研报,三券商被点名》,2016年9月8日,财新网(<http://finance.caixin.com/2016-09-08/100986515.html>);《上交所四方面加大监管力度:将券商研报报告纳入监

管范围》,2016年7月29日,凤凰财经(http://finance.ifeng.com/a/20160729/14656740_0.shtml)。

3. 参见证监会主席刘士余在2017年全国证券期货监管会议的讲话,新华社,2017年2月10日,《2017年全国证券期货监管会议专题报导》,东方财富网(<http://topic.eastmoney.com/zqhqjg/>)。

参考文献:

- [1] Bonner S E, Hugon A, Walther B R. Investor reaction to celebrity analysts: The case of earnings forecast revisions[J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45(3): 481-513.
- [2] Emery D R, Li X. Are the Wall Street analyst rankings popularity contests? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(2): 411-437.
- [3] Ertimur Y, Mayew W J, Stubben S R. Analyst reputation and the issuance of disaggregated earnings forecasts to I/B/E/S[J]. Review of Accounting Studies, 2011, 16(1): 29-58.
- [4] Fang L, Yasuda A. The effectiveness of reputation as a disciplinary mechanism in sell-side research[J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22(9): 3735-3777.
- [5] Fang L H, Yasuda A. Are stars' opinions worth more? The relation between analyst reputation and recommendation values[J]. Journal of Financial Services Research, 2014, 46(3): 235-269.
- [6] Groysberg B, Healy P M, Maber D A. What Drives Sell - Side Analyst Compensation at High - Status Investment Banks? [J]. Journal of Accounting Research, 2011, 49(4): 969-1000.
- [7] Leone A J, Wu J S. What does it take to become a superstar? Evidence from institutional investor rankings of financial analysts[R]. Simon School of Business Working Paper No. FR(May 23, 2007): 02-12.
- [8] Loh R K, Stulz R M. When are analyst recommendation changes influential? [J]. The review of financial studies, 2010, 24(2): 593-627.
- [9] Stickel S E. Reputation and performance among security analysts[J]. The Journal of Finance, 1992, 47(5): 1811-1836.
- [10] 蔡庆丰,杨侃,林剑波.羊群行为的叠加及其市场影响——基

于证券分析师与机构投资者行为的实证研究[J]. 中国工业经济, 2011, (12): 111-121.

- [11] 张化桥. 一个证券分析师的醒悟——张化桥的股市真话[M]. 北京: 中信出版社, 2011: 165-165.

- [12] 李丽青.《新财富》评选的最佳分析师可信吗?——基于盈利预测准确度和预测修正市场反应的经验证据[J]. 投资研究, 2012, 31(7): 54-64.

- [13] 李勇,王莉,王满仓. 明星分析师的推荐评级更具价值吗?——基于媒体关注的视角[J]. 投资研究, 2015, (05): 143-160.

- [14] 邱世远. 关于迎合行为与分析师偏差的声誉博弈分析[J]. 中国经济问题, 2008, (03): 73-78.

- [15] 王宇熹,洪剑峭,肖峻. 顶级券商的明星分析师荐股评级更有价值么?——基于券商声誉,分析师声誉的实证研究[J]. 管理工程学报, 2012, (03): 197-206.

- [16] 吴超鹏,郑方镛,杨世杰. 证券分析师的盈余预测和股票评级是否具有独立性? [J]. 经济学(季刊), 2013, (04): 935-958.

- [17] 吴偲立,张峥,乔坤元. 信息质量,市场评价与激励有效性——基于《新财富》最佳分析师评选的证据[J]. 经济学(季刊), 2016, 15(01): 723-744.

- [18] 肖萌.《新财富》能够带来财富吗?——声誉视角下分析师评级的市场反应研究[J]. 会计与经济研究, 2015, (05): 49-56.

- [19] 伊志宏,江轩宇. 明星 VS 非明星: 分析师评级调整与信息属性[J]. 经济理论与经济管理, 2013, (10): 93-108.

- [20] 游家兴,邱世远,刘淳. 证券分析师预测“变脸”行为研究——基于分析师声誉的博弈模型与实证检验[J]. 管理科学学报, 2013, (06): 67-84.