

# 证券分析师预测与上市公司股票溢价\*

## ——社会认可视角的解释

庄家炽 李国武 乔天宇

**提要:**在股票价值不确定的条件下,投资者对它的评估是一个在证券分析师影响下的社会认可过程。本文利用中国 A 股上市公司的数据,从社会认可视角研究了证券分析师预测与上市公司股票溢价之间的关系。研究发现,在控制了其他因素之后,证券分析师预测对上市公司股票的溢价存在三种作用机制:关注度机制、权威度机制和一致性机制,证券分析师预测主要通过机构投资者来影响股票溢价。本文为认识股票价格对基本价值的偏离及证券分析师预测在其中的作用提供了一种可能的解释。

**关键词:**分析师预测 社会认可 关注性机制 权威度机制 一致性机制

## 一、前言

证券分析师是金融从业人员的重要组成部分,随着金融市场的发展,其在证券市场中的作用越来越重要。证券分析师是位于投资者与上市公司之间的专门化中介,他们利用自身专业知识,进行行业分析或公司评级、撰写研究报告,提供盈利预测和投资建议。证券分析师给出的盈利预测是很多投资者进行股票投资的重要参考依据,他们对股票市场有着重要影响(薛祖云、王冲,2011;周开国等,2014)。虽然国内目前从事证券分析这一职业的人员数量还不是很多,但证券分析师在金融市场中的作用却不能忽略。市场上主要的机构投资者都是证券分析师提供咨询

---

\* 本文是国家社科基金项目“金融从业人员劳动过程研究”(一般项目:19BSH108)的阶段性成果。本文受到中央财经大学一流学科建设项目“推动共同富裕背景下金融社会学的理论创新与实务发展”(项目号 021451622002)的资助。感谢刘世定教授、甄志宏教授、李哲副教授等师友写作中的指导与帮助。匿名评审人对文章的修改提供了宝贵的意见,在此一并表示诚挚的谢意,文责自负。

服务的对象,这些机构掌管资金高达数十万亿。因此,从某种程度上来说,证券分析师在很大程度上对金融市场上的资金流向有重大影响。加强对证券分析师的研究,能够进一步深化我们对金融市场的认知,更好地把握金融市场的发展规律。

根据主流金融学的有效市场假说(Fama,1965,1970;Friedman,1953),在充分竞争的证券市场上,如果每个理性的投资者都能根据公开信息准确评估每种证券的基本价值,那么就没有证券分析师这一职业存在的必要。但是,如果投资者不能很好地收集和加工信息,导致证券价值出现被低估或高估的情况,那么证券分析师就可以凭借其在信息收集和加工方面的优势获取套利的机会,起到促进市场有效性的作用。

不过,证券分析师是否能做出准确的预测呢?来自金融学和会计学的大量研究都揭示了证券分析师对公司预期盈利和股票价格预测的不准确性或者说预测偏差,从而引发了众多寻求影响证券分析师预测准确性因素的实证研究(Cowles,1933;Lim,2001;Boni & Womack,2002;郭杰、洪洁璞,2009)。

来自行为金融学和社会经济学的研究对证券分析师预测不准确或预测偏差给出了几种不同角度的解释。利益冲突角度的解释认为,证券分析师在制度设计上面临着委托代理关系导致的多重利益冲突,这些利益冲突扭曲了他们的预测和推荐(Lin & McNichols,1998;Hong & Kubick,2003;Michaely & Womack,1999)。认知偏差角度的解释认为,在未来收益不可知的不确定性条件下,被认为拥有专业知识的证券分析师通常通过代表性、可得性、锚定—调整等经验法则进行判断,难免会出现认知偏差和错误(Tversky & Kahneman,1974)。还有一些研究发现,在不确定性的条件下,证券分析师会基于对同行的模仿来做出预测和推荐,这是一种社会性的启发式判断方法(Trueman,1994;Rao et al.,2001;Branson et al.,1998)。

以往研究将证券分析师预测的准确性作为因变量,寻求影响其预测准确性的因素,相对忽视了其预测行为本身对股票价格的影响。不管证券分析师的预测准确与否,他们都是证券市场上客观存在的群体,他们进行盈利预测和股票推荐的行为,对投资者评估和购买公司股票有重要影响。因此,我们更需要考察证券分析师的预测行为给股票价值评估过程及股票价格变化产生的影响。已经有研究认识到证券分析师出于关联利益的考虑或者基于对同行的模仿做出乐观的盈利预测和股票推荐,进而在短期内引发股票价格的过度反应(鲁桂华,2012;Rao et al.,2001)。不过,这些研究尚未建立系统的分析框架来探讨分析师预测对股票价格的影响机制。其中不仅应考虑分析师之间的趋同行为,更应考虑分析师预测对投资者的影响。

本文从社会认可的视角来认识证券分析师预测对上市公司股票价格的影响。在上市公司未来收益及其股票价格不确定的条件下,上市公司股票的价值评估是一个社会过程,证券分析师作为专业的第三方评论者,在投资者对股票的需求和股票价格形成中有重要的影响。证券分析师的预测行为通过关注度、权威度、一致性三种机制影响证券价格,得到更多分析师关注的、被更权威分析师关注的、分析师之间的盈利预测更为一致的上市公司,其股票有更高的溢价。基于中国 A 股上市公司数据的实证检验结果支持了我们的理论和假设。

## 二、文献回顾

证券分析师群体主要分为“买方”分析师(buy-side analyst)与“卖方”分析师(sell-side analyst)两大类。由于卖方分析师的报告是对外发布的,他们对投资者的影响力也更大,本文主要研究的是卖方分析师(以下简称“分析师”)的市场角色。关于分析师预测的市场影响,存在以下几种理论假说。

### (一)有效市场假说

有效市场假说认为在有效的资本市场中,上市公司股票的价格总是可以充分体现可获信息变化的影响,它是对上市公司价值的完美体现,在价格偏离价值的情况下,理性投资者的套利行为也会使价格很快趋近于价值(Fama, 1965, 1970; Friedman, 1953)。在有效市场假说的理论逻辑中,专业的分析师被视为理性、中立的存在,他们能利用其信息搜集优势和专业能力正确评估公司价值和股票价格,是使市场趋于有效的推动者。

有效市场假说建立在三个逐渐放松的假定之上(史莱佛,2015)。首先,所有投资者都被认为是理性的,市场信息可以均质、同步、零成本地传递给每个投资者,据此他们能准确评估每种证券的基本价值。在这种假定下,投资者用于分析、挑选和买卖证券的大量信息投入都是在浪费资源,不可能基于现在可得信息获取超额收益。其次,如果市场上某些投资者是非理性的,但由于他们的交易策略是随机且相互独立的,因此他们之间的交易会相互抵消掉他们的错误,这不会影响证券价格保持在基本价值附近。最后,即使在某些情况下,非理性的投资者会犯同样的错误,但理性的套利者也会消除前者对价格的影响,通过套利使证券的价格与其基本价值趋于一致。如果所有投资者都是理性的,那么所有投资者

都是分析师,或者说独立于投资者的专业分析师也没有存在的必要了;如果有些投资者是非理性的,那么分析师的市场作用可被视为帮助潜在套利者降低信息搜寻和分析成本。1970年,尤金·法玛(Eugene F. Fama)将有效市场假说进一步划分为弱式有效、半强有效、强式有效三种情形(Fama,1970)。在对有效市场假说的这种区分中,分析师的主要作用在于,将通过与上市公司的密切联系获得的未公开信息转化为公开信息,从而促进市场定价调整至有效状态。

总之,在有效市场假说的解释中,只有认为分析师拥有优于其他投资者的信息收集渠道和专业分析能力,才能在逻辑上给予分析师存在的必要。在这种推理中,分析师不会犯错,能合理评估公司的基本价值,从而对股票价格做出正确的预测,他们是消除市场无效性的力量。不过,与有效市场假说相矛盾的是,在现实中,分析师不仅在证券市场中长期存在,而且其预测不准确的情况也非常普遍。面对分析师预测不准确的事实,一些研究从影响分析师信息处理的个人因素和市场因素中寻找原因。

## (二)信息中介说

有效市场理论存在一个逻辑悖论,如果价格实际上反映了所有可用信息,那么对市场参与者而言不存在收集信息的激励。但如果没有人收集信息,市场如何反映所有可用信息呢?因此,一些研究把分析师视为证券市场的信息中介,他们获取、加工和发布上市公司的相关信息。这些研究关注影响分析师信息处理效果的个人因素和市场因素。

个人因素主要指分析师的学历、技能、性别等个人特质。比如,有学者研究了学历、经验、工作环境以及信息收集途径等因素对分析师预测的影响,结果发现学历和经验的影响相对较弱,而信息收集途径却有显著性的影响;由于不同的分析师可能对公共信息和私人信息的倚重程度各不相同,因此会形成不同的盈利预测结果(胡奕明、林文雄,2005;郭杰、洪洁瑛,2009)。从性别差异来看,男性分析师的盈利预测偏差大于女性分析师,但是男性分析师对于盈利预测偏差的纠正能力高于女性分析师(伊志宏等,2015;吕兆德、曾雪寒,2016)。

市场因素是指外在于分析师的公司治理、市场制度及市场结构等因素。石柱峰等人(2007)的研究发现,随着上市公司盈利可预测性及信息披露质量的提高,分析师盈利预测的精确度会提高,而盈利波动程度越大、公司规模越大,预测的精确度则越低。高质量的审计能显著提高财务报告质量,降低分析师预测偏差(蔡利等,2018)。市场的制度设计在很大程度上也会影响到分析师预测的准确性。黄俊等人(2018)的研究发现,卖空机制的引入有助于负面消息更及时地融入股价,并约束

管理层的机会主义行为,提高公司的信息透明度,从而降低分析师盈利预测偏差。

信息中介视角的研究把分析师预测视为通过搜集信息发现投资价值的过程,这些实证研究意识到了分析师之间的异质性,分析师的信息收集渠道及能力差异影响其预测准确性程度;另外,这些研究也认识到了影响上市公司信息透明度和信息披露质量的制度基础与技术条件对于分析师预测准确与否的重要性。不过,这些研究虽然尝试寻找限制分析师预测有效性的因素,但尚未突破有效市场假说的理论框架,没有指出在不确定条件下分析师认知偏差的普遍存在,以及分析师这项制度安排蕴含的利益冲突。

### (三) 认识偏差说和利益冲突说

分析师的预测准确性及其推动市场趋于有效的作用受到行为金融研究者的质疑。在证券市场中,金融资产的价值本身是模糊和不确定的,投资者甚至分析师都会频繁地产生反应不足、反应过度、过于乐观或悲观等认知偏差(DeBondt & Thaler, 1985; 舍夫林, 2017; 史莱佛, 2015; Hong & Kubick, 2003)。

行为金融学的研究发现,分析师在研究证券、发布研究报告的过程中存在模仿和遵从行为,从而出现明显的羊群效应(Scharfstein & Stein, 1990; Hong et al., 2000; Rao et al., 2001)。分析师经常扎堆分析部分证券,而另外一些证券却无人问津,分析师发布的报告重复度较高。这种社会遵从行为和羊群效应会导致分析师对公司的过度估值。为什么分析师会存在对同行的模仿行为?一种解释认为在不确定性条件下行动者把其他人的选择行为作为社会性证据是一种节约认知成本的理性选择(Bikhchandani et al., 1992; Rao et al., 2001);另一种解释认为分析师的遵从行为是因为过于大胆的、超出常规的预测会对分析师的职业生涯产生较为负面的影响,特别是对非资深分析师而言(Hong et al., 2000)。

利益冲突解释进一步从激励的角度来认识分析师盈利预测和股票推荐中的乐观主义偏差(Michaely & Womack, 1999; Hong & Kubick, 2003)。分析师并不完全为投资者利益服务,而是有其自身利益及关联利益考虑,这使得分析师很难以中立的角色发布市场报告。迈克利和沃马克的研究表明,承销商所辖分析师更乐于支持那些走势不佳的股票(Michaely & Womack, 1999)。洪和库比克的研究表明,对于关注其所属券商承销的股票的分析师而言,其工作变动更取决于预测的乐观性而非准确性(Hong & Kubick, 2003)。国内研究者也发现,在证券经纪机构对分析师的考核机制的作用下,为了所隶属券商的利益及分析师自身的利益,分析师的预测会丧失独立性,对所属券商重仓持有股票的预测会更加乐观(曹胜、朱红军, 2011)。

不确定条件下的认知趋同说考虑到了分析师预测对其他分析师的影响,但这类研究较少关注分析师对投资者的影响、分析师之间的分歧及其对股票价格的影响。而利益冲突说并未解释清楚为什么分析师的预测能够对其他市场参与者产生影响,分析师看多的分析报告为什么能拉动股票价格的上涨。

#### (四)不合法性折价说

有些经济社会学家从合法性的角度来探讨分析师关注对证券价格的影响。在证券交易市场中,分析师是产品分类框架的提供者(Beunza & Garud,2007)。人们的行为受到既有模式的束缚,社会物品通过广为接受的(合法的)分类体系来被人们所接受(Meyer & Rowan,1997)。人们对商品价值的判断主要参照同类商品的价值,股票市场更是如此。面对股票市场上种类繁多的公司,如何对这些公司股票进行分类是估值和定价的一个重要前提(Beunza & Garud,2007)。不合法性折价(illegitimacy discount)理论认为,不能得到合适的行业分类且不能获得所属行业证券分析师广泛关注的股票会遭受不合法性折价。

由于分析师往往专长于一个特定的行业,在这种特殊的劳动分工下,分析师为股票的行业分类提供了合法性。特定行业的分析师对一家公司股票发表分析报告,即表明了这家公司的股票在既有的产品分类框架中的成员身份。因此,一家公司股票在分析师网络中的位置便将公司和分类框架连接起来,反映出其被接受的合法性程度的高低。对美国上市公司数据的实证研究发现,在控制了公司规模、营收状况等其他因素之后,一家上市公司被其所属行业分析师关注的比例越低,其市场价值(市场估值)就越低(Zuckerman,1999)。

不合法性折价理论将股票估值过程视为在适当分类基础上的比较评价过程,认为在价值不确定性下,分析师作为专业第三方,在投资者评估上市公司股票过程中有重要影响。那些没有被适当分类的股票会遭受不合法性惩罚,这种适当分类的合法性主要来源于行业分析师的关注程度。这种观点虽然注意到分析师关注度对股票估值的影响,却没有考虑分析师的权威度、预测一致性带来的影响。

### 三、分析师预测与上市公司股票溢价:社会认可视角的解释

尽管可以把上市公司的未来收益流作为股票价格的参照,但无论是上市公司的未来收益还是股票本身的价值都是模糊的、不易确定的,股票价格偏离基本

价值(或者说错误定价)的情形普遍存在。在商品价值高度不确定的市场中,其价值评估和价格形成通常是一个依赖于专业化第三方评价的社会认可过程。在证券市场上,分析师在投资者和上市公司之间扮演着专业评论者的角色。作为重要的第三方,分析师的预测和推荐影响投资者对股票价值的评估、对股票的交易以及股票价格的形成。因此,股票价值评估是一个社会认可过程,分析师之间的相互影响、分析师对投资者的影响是股票价格形成过程中不可忽视的社会性因素,分析师预测通过关注度、权威度和一致性三个机制影响上市公司股票的溢价程度。

### (一)不确定条件下股票价值的社会认可

在不确定性条件下,人们的判断和决策通常是一个存在信息性社会影响的过程。社会心理学家很早就指出了在信息模糊和不确定的情境下他人影响和社会比较的重要性。谢里夫(Muzafer Sherif)的研究发现,行动者在并不清楚情境真实状况的条件下,会将他人作为信息的来源,从而相信团体的估计是正确的,这就是所谓的信息性社会影响(Sherif, 1936)。费斯廷格(Leon Festinger)也指出,人们对自己的态度和意见正确与否的判断无确定标准时,往往将周围其他人的态度、意见或行为作为判断标准(Festinger, 1954)。启发式判断理论认为,人们在不确定性条件下的判断依赖一些经验法则,其他人的选择常常被视为一种可用的信息来源,这种社会启发式信息引导人们做出判断与行动(Tversky & Kahneman, 1974)。信息级联(informational cascade)理论和羊群行为模型也指出,在不确定性条件下行动者可能不考虑自己所掌握的私人信息,而通过观察先于他行动的其他人的选择行为并将其作为行动依据(Bikhchandani et al., 1992; Banerjee, 1992)。组织社会学的新制度主义学派和学习理论发现了不确定性条件下组织的模仿性趋同(DiMaggion & Powell, 1983),这种模仿性趋同后来又被区分为频率模仿、特征模仿和结果模仿(Haunschild & Miner, 1997)。

以上这些研究为将股票价值评估和价格形成视为一个社会认可过程提供了重要的理论基础。股票与普通商品的一个重要差别在于股票没有明确的使用价值,因此其价值不易确定。根据有效市场假说,股票的价格由上市公司的基本价值决定,而上市公司的基本价值取决于其能带来的未来收益流或者股息流。在现实中,上市公司的未来收益及其股票价值在股票投资决策前无法准确预测。这种价值不确定的商品的价格形成并不完全由其内在价值决定,在一定程度上还会受到社会认可过程的影响。凯恩斯(John Maynard Keynes)很早就认为,股票价格的运动不是基于内在价值,而是基于社会心理。对投资者而言,重要的并

不是买入自己认为最有价值的股票,而是正确地预测其他投资者的可能动向,这样才能在股票投机市场中获胜(Keynes,1936)。在这个意义上,股票是一种社会性产品,对它的价值评估是一个基于社会互动的认可过程。一只股票对一个投资者的价值取决于其他投资者如何评估其价值。那些得到更多其他投资者认可和追捧的股票会得到投资者更高的价值评估,引发投资者更大的需求和更高的购买意愿。不过,在他人作为信息来源和评价影响者的情形下,个人不仅要考虑他人的数量规模,还要考虑他人的影响力大小。不同类型的他人具有的影响力并非同质,有些类型的他人具有更大的影响力。对那些得到更具影响力的市场参与者认可的股票,投资者更可能赋予更高的价值,对它产生更大的需求,进而提高其价格。在股票市场中,作为专业评论者的分析师是具有更大影响力的市场参与者。

在商品价值不确定的条件下,人们对商品价值的评估和预测有更强烈的需要。在资产价值不易确定的金融市场中,分析师是专门从事价值评估、价格预测和证券推荐的第三方,尽管专业的分析师在评价和预测时也无法克服未来不可知的限制,但是他们的出现在很大程度上满足了投资者对上市公司股票估值和预测的需求。除了他们的分析报告以外,他们对上市公司的关注和预测本身也能为投资者的启发式判断提供一种社会性证据。

## (二)分析师预测对投资者评估股票价值的影响

在价值模糊和不确定的条件下,投资者对股票价值的评估建立在社会互动和社会认可的基础之上,投资者对上市公司股票的评价和需求受到专门的评论者(即分析师)的社会影响。分析师的关注和预测构成了投资者评估上市公司股票价值的信息和合法性来源。作为专业的第三方评论者,分析师会通过关注度、权威度、一致性等三个机制影响着投资者对股票的价值评估和交易选择。

### 1. 关注度机制

关注度指的是一家上市公司引起分析师关注的数量。在证券市场上,有的股票被更多分析师关注和评价,而有的股票则很少得到分析师的关注,甚至无人问津。吸引更多分析师关注的股票无疑具有更高的显著度,也会引起更多投资者的注意。一家上市公司股票得到分析师关注的程度越高,不仅象征着该公司信息披露更加规范、潜在的风险更低、潜在的收益更高,而且意味着该公司股票得到更多专业人士的认可,因此投资者更愿意购买该公司的股票,股票的价格也更容易被推高。比如,已有研究发现,相对于业绩预测与投资评级,分析师关注度能够提供更多更确切的信息(王振山、姚秋,2008);分析师对股票的关注极大

地降低了信息不透明对个股暴跌风险的影响(潘越等,2011);得到更多分析师关注的上市公司的股票价值更可能被高估(Trueman,1994;Rao et al.,2001;Branson et al.,1998)。由此,本文的第一个研究假设如下。

假设1:在控制了其他因素之后,上市公司获得的分析师关注程度越高,其溢价越高。

## 2. 权威度机制

对上市公司股票的评价不仅受到关注该股票的分析师数量的影响,还受到关注该股票的分析师地位的影响。在假设1中,我们假定每个分析师的影响力是相同的,但实际上每个分析师可能会有不同的影响力,即他们的关注在重要性上很可能存在一定的差异。由此,我们提出分析师权威度的概念。

分析师权威度指的是关注某上市公司的分析师的地位,它反映了分析师的影响力和知名度。投资者可以通过分析师在股票评论网络中的位置和分析师在专业评选中的位置来考察分析师的权威度。社会学家早就注意到与知名行动者的交往或合作有助于提高个体的声望和地位(Blau,1964;Merton,1968)。后来有学者将该思想引入组织社会学领域,认为在一个组织及其产品的质量不确定的情况下,外部行动者会通过观察该组织的交易伙伴或网络位置来判断该组织及其产品的质量,与高地位或高知名度第三方的关联有助于提高外部行动者对该组织的质量感知(Podolny,1994)。在投资者无法确定一家上市公司股票价值的情况下,分析师是投资者借以做出判断的重要第三方,分析师的权威度影响到投资者对上市公司质量的感知。关注某上市公司股票的分析师权威度越高,越可能提高投资者对该股票价值的感知,进而提高投资者对该股票的需求,推动股票价格的上涨。由此,本文的第二个研究假设为。

假设2:在控制了其他因素之后,关注某上市公司的分析师权威度越高,其股票的溢价越高。

## 3. 一致性机制

在证券市场的交易过程中,除了考虑信息的可得性,还得考虑对信息的解读。而信息的解读是一个社会过程,需要注意别人是如何理解这些信息的,尤其需要注意那些专业评论者对信息的解读。针对同一个信息,不同的市场行动者可能有不同的理解,有效市场假说认为市场会通过学习和套利机制将那些错误地解读了信息的行动者排除出市场,因此对信息的不同理解并不会妨碍价格向价值的收敛(Brav & Breckinridge,2002;Fama,1970;Jensen,1978)。不过,有学者指出,虽然市场会朝着这种收敛的状态发展,但收敛的程度必须考虑股票的估价环境在多大程度上支持收敛所必需的社会学习过程(Zuckerman,2004)。如果一

则信息的标准化程度较高,且它的影响被更广泛地认识到,那么市场参与者对这则信息的解读可能就较为一致。反之,若一则信息的标准化程度较低,市场参与者之间对它的理解也较难收敛。

在得到分析师关注的股票中,有的股票分析师对其做出的收益预测分散度很小,而有的股票分析师对其给出的收益预测却分散度很大。不同分析师对同一只股票的收益预测的分散程度就是分析师预测的一致性。收益预测的分散程度越低,表明预测越一致;分散程度越高,则越不一致。已有研究表明,分析师收益预测的一致性程度反映的是分析师对同一家上市公司公开信息理解上的分歧程度,而不是股票本身的风险;而且分析师盈利预测分散度较高的股票,其未来回报率较低;反之,则未来回报率较高( Miller,1977;Diether et al.,2002)。如果不同分析师对同一家上市公司的收益预测出入较大,这意味着他们对同一只股票的认可存在分歧。如果专业评论者之间的意见分歧较大,不利于帮助投资者做出选择,就会降低投资者的购买意愿,从而导致上市公司股票的折价。而如果他们的意见分歧较小,那么他们向投资者传递的信息也更一致,也更容易提高投资者的购买意愿,从而带来上市公司股票的溢价。由此,本文提出第三个研究假设。

假设3:在控制了其他因素之后,上市公司获得的分析师预测越一致,其股票的溢价越高。

## 四、数据与变量

### (一)数据和样本

本文使用的中国A股上市公司数据主要来自国泰安经济金融研究数据库。本文使用了其两个数据库,一个是上市公司数据库,主要使用2017—2020年中国A股上市公司的经营数据,包括公司的行业、规模、净利润、每股收益、市盈率等数据,总共有2649家上市公司。另一个是分析师预测数据库,是2017—2020年中国大陆券商分析师对中国A股上市公司研究的数据库,包括分析师的姓名、ID、所属券商、分析报告的分析标的及分析师的预测指标等,2017—2018年<sup>①</sup>共有1600多名分析师(团队)的74457份分析报告进入模型。

---

<sup>①</sup> 本文将分析师在2017年发布,但预测截止日期在2018年的分析报告也纳入分析。2019年、2020年的预测数据在文章稳健性检验中使用。

## (二) 变量与测量

### 1. 因变量

在金融学研究中,上市公司股票溢价表示的是上市公司在股票市场上的价值与其实际价值之比,反映的是股票价格偏离上市公司实际价值的程度,也被称为股价高估(刘娥平、关静怡,2018)或资本市场错误定价(陆蓉等,2017)。研究者一般根据上市公司按股票价格衡量的市场价值超过其实际价值的程度来判断股价高估还是低估。在本文,上市公司股票溢价 = 上市公司市值/资产总计(Zuckerman,2004),资产总计是指上市公司全部财产的货币计量,包括流动资产、固定资产、无形资产,相当于上市公司的实际价值。上市公司的市值是一家上市公司的发行股份按市场价格计算出来的股票总价值,其计算方法为每股股票的市场价格乘以发行总股数。<sup>①</sup> 上市公司溢价越高,代表上市公司在股票市场上的市场价值超过其实际价值的幅度越大。

表1给出了本文研究所用变量的描述统计结果。2018年,A股市场上市公司溢价均值为1.441,平均而言上市公司的市场价值是其实际价值的1.441倍。上市公司溢价最大值为27.668,但并不是所有上市公司的市场价值都会高于其实际价值,上市公司溢价的最小值为0.059。因此上市公司在股票市场上“值”多少钱,除了受其实际价值的影响外,还可能受到其他因素的影响。

表1 变量描述性统计

变量	均值(标准差)	变量	均值(标准差)
上市公司溢价	1.44 (1.37)	2018年每股经营现金流	0.57 (2.53)
2018年总资产收益率	0.055 (0.045)	上市公司透明度	0.065 (0.25)
2018年净资产收益率	0.10 (0.07)	公司规模(亿元人民币)	196.75 (88765.25)
2018年每股收益	0.55 (0.81)	公司上市时长	9.97 (7.83)
2018年市盈率	48.72 (128.91)	2018年分析师关注度	8.2 (11.51)
2018年净利润(亿元人民币)	8.76 (3609.32)	分析师知名度	0.07 (0.17)

<sup>①</sup> 上市公司市值 = (总股本 - 境内上市的外资股 B 股) × 今收盘价 A 股年底值 + 境内上市的外资股 B 股 × B 股年底收盘价当期值 × 当日汇率。

续表 1

变量	均值(标准差)	变量	均值(标准差)
2018 年息税前收入(亿元人民币)	12. 80 (5263. 48)	分析师每股收益预测(均值)	0. 84 (0. 91)
2018 年扣除利息、所得税、折旧、摊销之前的收入(亿元人民币)	18. 28 (9633. 39)	分析师每股收益预测不一致性	0. 19 (0. 21)

## 2. 自变量

分析师的关注度。它指的是在一年内对特定公司进行过跟踪分析的不同分析师(团队)的数量。一个团队数量计为 1,不单独列出其成员计算数量。没有被任何一个分析师(团队)分析的上市公司的分析师关注度为 0。

分析师的权威度。本文从两个维度考察分析师的权威度,一个是分析师在股票预测网络(分析师—股票的二部网络)中的中心度,另一个是分析师的知名度。

首先是分析师的网络中心度。对该变量的计算通过以下两步完成:第一步,先计算每名分析师的网络中心度分数,即其可能具有的影响力大小。对此,我们将利用网络分析中的一种 HITS 算法(Kleinberg, 1999)得到。第二步,将得到的网络中心度分数作为权重,加权得到对特定上市公司的分析师预测的权威度。

其次是分析师的知名度,本文用关注上市公司的所有分析师中“明星分析师”的占比来衡量。自 2003 年开始,《新财富》杂志推出由机构投资者投票评选的中国内地资本市场“最佳分析师”。目前,该评选已成为中国分析师行业内最具影响力的市场评价活动。分析师一旦在评选中获奖,其声誉、收入和影响力都会得到巨大的提升,受到市场投资者的追捧,获奖分析师常被称为“明星分析师”(吴佷立等,2016)。

分析师预测的不一致性。我们用分析师对特定上市公司每股收益的预测标准差来测量分析师预测的不一致程度,这是对预测一致性的一种反向测量。通过计算过去一年内所有分析师对同一家上市公司预测数据的标准差,得出分析师对该上市公司每股收益的预测标准差。每股收益预测的标准差越大,代表分析师之间的意见分歧越大;标准差越小,则分析师之间的意见越一致。对标准差的计算建立在分析师预测均值的基础之上,分析师(团队)对一家上市公司发布的研究报告都会包含本年度的每股收益预测。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 分析师会不定期发布对上市公司的研究报告,因此存在同一名分析师(团队)在一年内对一家上市公司发布多份研究报告的情况。

### 3. 控制变量

分析师每股收益预测均值。此变量通过计算对特定上市公司发布报告的所有分析师的每股收益预测的均值而得出,反映了分析师预测的信息含量。一般而言,分析师预测的每股收益越高,越能吸引潜在的投资者的购买,从而推动该公司股票价格的上涨。

总资产收益率(ROA)。总资产收益率 = 净利润/总资产余额。总资产收益率是分析公司盈利能力的一个重要指标,是衡量企业收益能力的主要标准。

净资产收益率(ROE)。净资产收益率 = 净利润/股东权益余额。净资产收益率又称股东权益报酬率,该指标反映股东权益的收益水平,用以衡量公司运用自有资本的效率。

每股收益(MEPS)。每股收益 = 归属于母公司所有者的净利润/对应期末普通股股数。每股收益又称每股税后利润、每股盈余,通常被用来衡量普通股的获利水平及投资风险,是投资者等信息使用者据以评价企业盈利能力、预测企业成长潜力的重要财务指标之一。

市盈率(MPS)。市盈率亦称本益比,是股票价格除以每股盈利的比率。市盈率反映了在每股盈利不变的情况下,当派息率为100%,并且所得股息没有进行再投资的情况下,投资者完全靠现金股息收回全部资本金所需的时间。

净利润(MNETPRO)。净利润是指企业当期利润总额减去所得税后的金额,即企业的税后利润。它是衡量一个企业经营效益的主要指标。

息税前收入(EBIT)。息税前收入 = 净利润 + 所得税费用 + 利息费用。

扣除利息、所得税、折旧、摊销之前的收入(EBITDA)。扣除利息、所得税、折旧、摊销之前的收入 = 净销售额 - 营业费用 + 折旧费用 + 摊销费用。

每股经营现金流(MCFPS)。每股经营现金流 = 经营活动产生的现金流量净额/股本。每股经营现金流被用来反映该公司的经营流入的现金的多少。如果一家公司的每股收益很高或者每股未分配利润很高,但现金流差的话,则意味该上市公司没有足够的现金来保障股利的分红派息。

上市公司透明度。上市公司年度报表的审计师是否来自境内四大会计师事务所,是为1,否为0。行业分为房地产行业、工业、公用事业、金融、商业和综合6个。公司规模指的是当年上市公司年初总资产。公司上市时长采用2018减去公司上市的年份而得出。

## 五、研究发现

### (一) 分析师预测影响股票溢价的多元回归分析

本文使用是多元线性回归模型,因变量是上市公司股票溢价,自变量为分析师预测的关注度、权威度和一致性,以及以往研究中发现的影响上市公司市值的相关因素。模型 1 为基础模型,为了研究分析师预测对上市公司股票溢价的影响机制,模型 2 和模型 3 在模型 1 的基础上加入了分析师关注度,以及分析师预测的每股收益的平均值(即分析师对上市公司的预测信息)、分析师网络中心度和知名度;模型 4 在模型 3 的基础上加入了分析师预测不一致性(见表 2)。

表 2 上市公司股票溢价的回归模型<sup>①</sup>

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
分析师关注度		0.007 <sup>***</sup> (0.002)	0.008 <sup>***</sup> (0.002)	0.011 <sup>***</sup> (0.002)	0.017 <sup>***</sup> (0.003)	0.010 <sup>***</sup> (0.003)
分析师知名度			0.181 <sup>*</sup> (0.105)	0.237 (0.175)	0.394 (0.244)	0.108 (0.259)
分析师网络中心度			0.071 <sup>***</sup> (0.017)	0.053 <sup>**</sup> (0.017)	0.015 (0.037)	0.065 <sup>***</sup> (0.018)
分析师每股收益预测均值			0.097 <sup>**</sup> (0.037)	0.174 <sup>*</sup> (0.068)	0.038 (0.101)	0.253 <sup>**</sup> (0.095)
分析师预测不一致性				-0.243 <sup>*</sup> (0.135)	-0.085 (0.196)	-0.408 <sup>*</sup> (0.193)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	0.908 <sup>**</sup> (0.311)	0.933 <sup>**</sup> (0.310)	0.945 <sup>***</sup> (0.287)	0.655 <sup>*</sup> (0.355)	0.557 (0.884)	0.615 <sup>*</sup> (0.368)
R <sup>2</sup>	0.477	0.480	0.516	0.535	0.518	0.586
BIC	7470.471	7464.740	6012.096	5124.822	2472.526	2524.486
样本量	2604	2604	2286	1992	912	1017

注:(1)\* $P < 0.1$ , \*\* $P < 0.05$ , \*\*\* $P < 0.01$ 。(2)括号内为标准误。

如模型 2 显示,分析师预测的关注度显著地提升了上市公司股票溢价,关注上市公司的分析师人数每增加 1 人,上市公司股票的溢价就增加 0.7%。如模型 3 所示,分析师预测的每股收益均值与上市公司股票溢价显著相关。对于一家上市公司,分析师预测的每股收益均值每增加 0.1 元,上市公司溢价将增加

<sup>①</sup> 因篇幅所限,回归模型中控制变量的部分不进行展示,感兴趣的读者可以与作者联系,下同。

0.97%,充分体现了分析师的市场价值。一方面正如目前大部分金融学的研究发现,分析师能够通过收集、评估公共和私人信息对上市公司的未来前景进行分析,他们越看好特定上市公司,对该公司的每股收益的预测值就越高。而他们给出的每股收益越高,就向投资者传递了值得买入的信息,从而推动了该公司股票价格的上涨,拉升了该公司的市值。但另一方面,正如本文研究假设所提出的那样,分析师对上市公司市值的影响除了向投资者传递收益预测信息之外,他们对上市公司的关注本身也向投资者显示了专业第三方的认可程度。如模型4显示,在控制了分析师预测的每股收益均值之后,分析师关注度对上市公司股票溢价依然存在显著正向影响。关注上市公司的分析师人数每增加1人,上市公司的溢价就增加1.1%,体现了分析师关注度对上市公司股票溢价的影响,研究假设1得到证实。而且分析师预测存在权威度效应,即分析师的权威程度越高,相应上市公司的股票溢价越大。模型3显示,在控制了分析师预测的关注度之后,分析师的预测网络中心度每提升1个单位,上市公司溢价增加0.71%;分析师的知名度对上市公司股票溢价也存在显著正向影响,上市公司的“明星分析师”关注度每提升1%,上市公司溢价就约增加0.2%。不过当纳入分析师预测不一致性之后,分析师知名度的影响就消失了,研究假设2部分得证。

模型4继续研究分析师预测一致性对上市公司溢价的影响。如模型4所示,分析师预测的一致性显著地提高了上市公司的股票溢价,分析师之间对特定上市公司每股收益预测标准差每降低0.1,上市公司股票溢价就提高2.43%,表明分析师之间对一家公司的未来收益的认可程度越一致,越能提高投资者的信心,进而提高该公司股票的溢价,研究假设3得证。

分析师预测主要是通过机构投资者还是个人投资者来影响股票溢价呢?进一步的研究发现,分析师主要通过影响机构投资者的方式影响上市公司股票价格,这说明相比于个人投资者,机构投资者更重视分析师的预测。如模型5和模型6所示,本文以机构持仓占比的均值(42.49%)为临界点,将样本分为低机构持仓组(模型5)和高机构持仓组(模型6)两组。在高机构持仓股中,上市公司的分析师关注度、分析师的网络中心度和分析师预测的上市公司每股收益均值与上市公司股票溢价显著正相关,分析师预测的一致性程度与上市公司的股票溢价也显著正相关,体现了分析师预测对上市公司股票溢价的关注度机制、权威度机制和一致性机制。但在低机构持仓股,也即散户持股比较多的股票中,我们发现分析师预测对上市公司股票溢价的影响就比较有限,分析师关注度对上市公司股票溢价的影响依然正向显著,但分析师权威度、分析师预测的上市公司每

股收益均值和分析师预测的不一致性程度均对上市公司的股票溢价没有显著影响。这些结果说明,虽然随着移动互联的发展,个人投资者能有更多的渠道接触、获得分析师的研究报告,但大部分散户并不太关注分析师研究报告的具体内容。因此,对于分析师的权威度、分析师报告中披露的上市公司信息、分析师之间的预测分歧,个人投资者很少去了解与掌握,因此较少受到这些方面的影响。

## (二) 稳健性分析

分析师预测与上市公司股票溢价之间的关系可能面临一定程度的内生性问题,需要区分是因为分析师关注与预测导致了上市公司市值的上升,还是因为上市公司市值本身的上涨,从而吸引到了更多分析师的关注。对于这个内生性问题,首先,本文根据已有文献(Zuckerman, 1999)做了相应的稳健性分析(见表3)。如果是公司市值的上涨吸引了分析师的关注,那么上市公司上一年的股票溢价应该与本年度的分析师关注度显著相关。因此在模型7中,<sup>①</sup>以上市公司2017年的股票溢价为因变量,以分析师2018年的关注度为自变量,结果显示,2018年上市公司的分析师关注度与2017年上市公司溢价之间的回归系数为0.003,且不具有统计显著性。

其次,本文采用了工具变量的方法来探讨分析师关注对上市公司股票溢价的影响,我们选取的是上市公司所在城市的注册分析师数量,作为分析师关注度的工具变量。分析师要对一家公司发布报告,一般需要对这家公司进行调研、访谈,需要与上市公司的管理层进行沟通、联系。对于同城的上市公司,分析师进行关注的便利条件更充分,信息来源渠道也更多、更可靠。因此,一家上市公司所在城市的分析师数量越多,其受到分析师关注的可能性越大,而一家上市公司所在城市的分析师数量和上市公司本身的经营情况、分析师关注的溢价效应关联性并不大。工具变量回归模型<sup>②</sup>(模型8)显示,分析师关注度对上市公司股票溢价存在正向显著影响。

最后,本文又以2019年和2020年的数据为基础分析了分析师关注度与上市公司股票溢价之间的关系(模型9和模型10),发现结果依然显著。综上,本文的发现稳健性程度比较高。

---

① 模型7中的控制变量均为2017年的数据。

② 当然,正如一位匿名审稿人所指出的,一个城市的注册分析师的数量与该城市经济发展水平和该城市在金融领域的重要程度直接相关,因此这个工具变量可能存在部分问题。

表 3 上市公司股票溢价影响因素的稳健性分析

变量	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
	上市公司溢价 (2017 年)	上市公司溢价 IV 回归(2018 年)	上市公司溢价 (2019 年)	上市公司溢价 (2020 年)
2018 年分析师关注度	0.003 (0.003)	0.001 *** (0.000)		
2019 年分析师关注度			0.033 *** (0.003)	
2020 年分析师关注度				0.068 *** (0.005)
分析师预测信息		0.325 *** (0.067)		
分析师预测标准差		-0.265 ** (0.128)		
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	1.021 ** (0.447)	-0.074 (0.368)	0.070 (0.510)	-0.044 (1.044)
$R^2$	0.333	0.487	0.439	0.414
样本量	2707	1992	1818	1630

注:(1) \*  $P < 0.1$ , \*\*  $P < 0.05$ , \*\*\*  $P < 0.01$ 。(2) 括号内为标准误。

## 六、总结与讨论

在不确定的条件下,股票是一种社会性产品,对其价值的评估是一个社会认可过程,要从投资者、分析师和上市公司三者之间的社会互动角度来认识。分析师凭借专业评论者的权威角色,在投资者特别是机构投资者对上市公司股票价值的认可中发挥着重要的影响。本文揭示并证实了分析师预测影响上市公司股票溢价的三种作用机制:(1)关注度机制,即得到更多分析师关注的上市公司股票的溢价越高;(2)权威度机制,即得到权威度越高的分析师关注的上市公司股票的溢价越高;(3)一致性机制,即分析师之间的盈利预测更为一致的上市公司股票的溢价越高。

在经验上,本文基于中国 A 股上市公司研究了分析师预测与上市公司股票溢价之间的关系。研究发现,在控制了上市公司经营效率与分析师收益预测等变量之后,分析师对上市公司的关注本身也能推动上市公司市值的提升,体现了一种专业第三方认可的估值机制。研究发现,关注上市公司的分析师人数每增加 1 人,上市公司股票的溢价就增加 0.76%;分析师的预测网络中心度每提升 1

个单位,上市公司股票溢价增加 0.717%;上市公司的“明星分析师”关注度每提升 1%,上市公司溢价就增加 0.2%;分析师之间对特定上市公司每股收益预测标准差每降低 0.1,上市公司股票溢价就提高 2.26%。

既有的分析师研究更多地将他们视为市场的信息中介,认为他们是推动市场趋于有效的行动者。在这个理论视角下,分析师的很多行为我们很难理解。为什么有的分析师会充当部分机构“收割”普通投资者的“白手套”?为什么参加电话会议、参加各种形式的路演会和实地调研、撰写分析报告一样,占据了分析师大量的工作时间?为什么每年一到“最佳分析师”评选的时候,券商和分析师们就摩拳擦掌,不惜重金花式拜票?这些看似不可思议的现象背后是分析师的市场中介身份对市场投资者、对市场资金的影响力。为了增强自身的合法性和影响力,分析师需要撰写优秀的研究报告,需要对上市公司的盈利精准预测,还需要参加各种路演,获得机构投资者的认可,更需要在“最佳分析师”评选中金榜题名。而这种合法性地位本身也被一部分机构投资者盯上,成为配合他们收割投资者的镰刀。因此,金融监管部门应该认识到分析师“点石成金”的合法性地位根源,意识到分析师“指鹿为马”的合法性地位滥用风险。尤其是加强对各种分析师评选与排名的监管,不让别有用心市场机构假公济私,不给滥用合法性地位的分析师为虎作伥的机会。

目前对分析师的研究绝大部分集中在经济学、金融学和会计学等领域,但是这些学科对市场参与者过度理性的假定、对市场竞争和套利行为无限制的假定忽视了行动者的有限理性、股票价值本身的不确定性 & 股票价值评估的社会性,因此并不能很好地理解真实世界中股票市场的运行。加强对金融市场的社会学研究不但有利于我们对证券市场交易过程的更全面、立体的理解,而且可以推进社会学理论的发展。本文只是一个初步尝试,在内生性问题的处理方面还有待进一步优化,对于分析师的市场角色、金融市场的社会过程还需要更进一步的研究。

#### 参考文献:

- 蔡利、唐嘉尉、蔡春,2018,《公允价值计量、盈余管理与审计师应对策略》,《会计研究》第 11 期。
- 曹胜、朱红军,2011,《王婆贩瓜:券商自营业务与分析师乐观性》,《管理世界》第 7 期。
- 郭杰、洪洁瑛,2009,《中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究》,《经济研究》第 11 期。
- 胡奕明、林文雄,2005,《信息关注深度、分析能力与分析质量——对我国证券分析师的调查分析》,《金融研究》第 2 期。
- 黄俊、黄超、位豪强、王敏,2018,《卖空机制提高了分析师盈余预测质量吗——基于融资融券制度的经验

- 证据》,《南开管理评论》第2期。
- 鲁桂华,2012,《坐庄行为、股票价格对会计盈余的过度反应与资本配置效率》,《南开管理评论》第6期。
- 刘娥平、关静怡,2018,《股价高估、定增并购价格偏离与市场绩效》,《中央财经大学学报》第8期。
- 陆蓉、何婧、崔晓蕾,2017,《资本市场错误定价与产业结构调整》,《经济研究》第11期。
- 吕兆德、曾雪寒,2016,《证券分析师性别、盈余预测偏差与纠偏能力》,《北京工商大学学报(社会科学版)》第5期。
- 潘越、戴亦一、林超群,2011,《信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险》,《金融研究》第9期。
- 石柱峰、苏力勇、齐伟山,2007,《财务分析师盈余预测精确度决定因素的实证分析》,《财经研究》第5期。
- 王振山、姚秋,2008,《分析师关注度与股票收益率——基于中国A股市场数据的经验研究》,《财经问题研究》第4期。
- 王征、张峥、刘力,2006,《分析师的建议是否有投资价值——来自中国市场的经验数据》,《财经问题研究》第7期。
- 吴斌,2019,《利益冲突、声誉机制与分析师预测》,《财会通讯》第30期。
- 吴偲立、张峥、乔坤元,2016,《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》,《经济学(季刊)》第2期。
- 史莱佛、安德瑞,2015,《并非有效的市场:行为金融学导论》,赵英军译校,北京:中国人民大学出版社。
- 舍夫林、赫什,2017,《超越恐惧和贪婪》,贺学会译,上海:上海财经大学出版社。
- 谢璇、王运陈、吴萌,2019,《分析师的供应链行业知识与盈余预测质量》,《中南财经政法大学学报》第5期。
- 谢震、艾春荣,2014,《分析师关注与公司研发投入:基于中国创业板公司的分析》,《财经研究》第2期。
- 许年行、江轩宇、伊志宏、徐信忠,2012,《分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险》,《经济研究》第7期。
- 薛祖云、王冲,2011,《信息竞争抑或信息补充:证券分析师的角色扮演——基于我国证券市场的实证分析》,《金融研究》。
- 于忠泊、田高良、齐保奎、张皓,2011,《媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察》,《管理世界》第9期。
- 岳衡、林小驰,2008,《证券分析师 VS 统计模型:证券分析师盈余预测的相对准确性及其决定因素》,《会计研究》第8期。
- 伊志宏、李颖、江轩宇,2015,《女性分析师关注与股价同步性》,《金融研究》第11期。
- 周开国、应千伟、陈晓娴,2014,《媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度》,《金融研究》第2期。
- Banerjee, Abhijit V. 1992, "A Simple Model of Herd Behavior." *The Quarterly Journal of Economics* 107(3).
- Beunza, Daniel & Raghu Garud 2007, "Calculators, Lemmings or Frame-Makers? The Intermediary Role of Securities Analysts." *The Sociological Review* 55(S2).
- Bikhchandani, Sushil, David Hirshleifer & Ivo Welch 1992, "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades." *Journal of Political Economy* 100(5).
- Blau, Peter M. 1964, *Exchange and Power in Social Life*. London, Sydney: Wiley & Sons.
- Boni, Leslie & Kent L. Womack 2002, "Wall Street's Credibility Problem: Misaligned Incentives and Dubious Fixes?" In R. E. Litan & R. Herring (eds.), *Wharton Papers on Financial Services*. Washington, D. C. :

- Brookings Institution Press.
- Branson, Bruce C. , Guffey Daryl M. & Pagach P. Donald 1998, "Information Conveyed in Announcements of Analyst Coverage." *Contemporary Accounting Research* 15(2).
- Brav, Alon & Heaton J. Breckinridge 2002, "Competing Theories of Financial Anomalies." *Social Science Electronic Publishing* 2(2).
- Chen, Qi & Jiang Wei 2009, "Analysts' Weighting of Private and Public Information." *The Review of Financial Studies* 19(1).
- Cowles, Alfred 1933, "Can Stock Market Forecasters Forecast?" *Econometrica* 1.
- DeBondt, Werner. F. M. & Richard Thaler 1985, "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance* 40(3).
- Diether, Karl B. , Christopher J. Malloy & Anna Scherbina 2002, "Differences of Opinion and the Cross Section of Stock Retruns." *The Journal of Finance* 58(5).
- DiMaggio, Paul J. & Walter W. Powell 1983, "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields." *American Sociological Review* 48(2).
- Fama, Eugene F. 1965, "The Behavior of Stock Market Prices." *Journal of Business* 38(1).
- 1970, "Efficient Capital Markets; A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance* 25(2).
- Festinger, Leon 1954, "A Theory of Social Comparison." *Human Relations* 40(2).
- Friedman, Milton 1953, "The Case for Flexible Exchange Rates." In *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Haunschild, Pamela R. & Anne S. Miner 1997, "Modes of Interorganizational Imitation: The Effects of Outcome Salience and Uncertainty." *Administrative Science Quarterly* 42.
- Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik & Amit Solomon 2000, "Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts." *The RAND Journal of Economics* 31(1).
- Hong, Harrison & Jeffrey D. Kubik 2003, "Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts." *The Journal of Finance* 58(1).
- Ivkovi, Zoran & Narasimhan Jegadeesh 2004, "The Timing and Value of Forecast and Recommendation Revisions." *Journal of Financial Economics* 73(3).
- Jensen, Michael C. 1978, "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency." *Journal of Financial Economics* 2-3(6).
- Keynes, John Maynard 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Switzerland: Palgrave Macmillan.
- Kleinberg, Jon M. 1999, "Authoritative Sources in A Hyperlinked Environment." *Journal of the ACM* 46(5).
- Lin, Hsiou-Wei & Maureen McNichols 1998, "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations." *Journal of Accounting and Economics* 25(1).
- Lim, Terence 2001, "Rationality and Analysts Forecast Bias." *Journal of Finance* 56(1).
- Malmendier, Ulrike & Devin Shanthikumar 2007, "Are Small Investors Naive about Incentives?" *Journal of Financial Economics* 85(2).
- Merton, Robert K. 1968, *Social Theory and Social Structure*. New York: Free Press.
- Meyer, John W. & Brian Rowan 1997, "Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and

- Ceremony." *American Journal of Sociology* 83(2).
- Michaely, Roni & Kent Womack 1999, "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations." *The Review of Financial Studies* 12(4).
- Miller, Edward M. 1977, "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion." *The Journal of Finance* 32.
- Podolny, Joel 1994, "Market Uncertainty and the Social Character of Economic." *Administrative Science Quarterly* 39.
- Rao, Hayagreeva, Henrich R. Greve & Gerald F. Davis 2001, "Fool's Gold: Social Proof in the Initiation and Abandonment of Coverage by Wall Street Analysts." *Administrative Science Quarterly* 46(3).
- Brown, Lawrence D. & Michael S. Rozeff 1978, "The Superiority of Analyst Forecasts as Measures of Expectations: Evidence from Earnings." *Journal of Finance* 33(1).
- Scharfstein, David S. & Jeremy C. Stein 1990, "Herd Behavior and Investment." *The American Economic Review* 80(3).
- Sherif, Muzafer 1936, *The Psychology of Social Norms*. New York; Harper.
- Trueman, Brett 1994, "Analyst Forecasts and Herding Behavior." *The Review of Financial Studies* 7(1).
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman 1974, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases." *Science* 185.
- Zuckerman, Ezra W. & Hayagreeva Rao 2004, "Shrewd, Crude or Simply Deluded? Comovement and the Internet Stock Phenomenon." *Industrial and Corporate Change* 33(1).
- Zuckerman, Ezra W. 1999, "The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount." *American Journal of Sociology* 104(5).

作者单位:中央财经大学社会与心理学院(庄家炽、李国武)

北京大学大数据分析与应用技术国家工程实验室(乔天宇)

责任编辑:赵梦瑶