

符号生产、关系嵌入与研报经营*

——券商分析师的行动及其社会嵌入性

陆益龙 李光达

提要:在金融市场上,券商分析师角色特殊,他们收集、整理和分析上市公司信息,研判证券市场走势,制作研究报告,为投资者提供专业化投资建议和服务。由于研报使用价值减弱,分析师“做研报”演变为符号生产,“卖研报”嵌入券商与机构投资者、分析师和基金经理的社会关系网络。研报生产经营行动映射出金融与社会关系的结构变迁,表明金融化社会在悄悄兴起,金融嵌入与脱嵌问题再现了金融化社会形成的轨迹,也预示着金融化潜在风险及其根源。

关键词:证券研报 券商分析师 符号生产 关系嵌入 金融化社会

随着市场转型的持续推进与深化,金融市场越来越发达,金融系统的中枢地位以及对社会的巨大影响日益凸显,在此背景下,“金融化社会”渐渐兴起。在信息化和全球化水平不断提高的当今世界,金融化提升了国家控制和动员资源的能力(刘长喜等,2020),对促进经济发展起到一定作用,但带来的危机风险也不容忽视。1998年亚洲金融风暴和2008年美国的次贷危机所造成的后果,其影响范围不限于金融系统或某个地区之内,而是造成了全球范围内的普遍动荡。对当今金融化社会的特征与趋势,社会学需要敏锐把握,并从多种视角加以关注和研究。

证券市场是现代金融市场的重要构成。证券市场的运行和运作过程对整个金融系统甚至整个社会经济系统都会产生重大影响。在证券市场上,拥有巨资的机构投资者是“主力军”,对公司的股权融资通常会产生重大影响。券商分析师扮演着一种特殊的角色,他们对上市公司或其所处的行业进行研究,出具研究报告,以路演形式汇报给机构投资者。关于券商分析师及其研报制作行为的既

* 本文为教育部哲学社会科学研究专项“党的二十大精神研究”成果。感谢匿名审稿专家的意见和建议,文责自负。

有研究多集中在金融学领域,社会学视角的分析和解读相对较少。本文所探讨的问题是:为何券商分析师在金融市场普遍不看重研报内容的情况下仍不停地生产经营研报?券商分析师生产研报的行动逻辑映射出金融与社会的何种关系?从社会学的理论视角出发,研究阐释券商分析师的行动逻辑及其与金融化社会的关系有两重意义:一来可以为认识券商分析师专业化金融行为提供一种社会学的视角;二来可以为社会学走出“剩余策略”(邱泽奇等,2017)、聚焦社会的中枢系统、直面具体金融现象和具体金融交易过程开辟并拓展出一条新的研究进路。沿着这一路径,可以更好践行马克思的“实证的批判”方法论,即在“完全经验的”基础上开展批评研究(马克思,2009)。本文对分析师金融行为的经验分析即是对金融社会学的反思性经验研究的一个探索和尝试。

本研究运用质性调查法,在2021年5月至2022年底期间,对6家证券公司和3家基金公司的分析师、基金经理、客户经理、券商管理层和股民等相关主体,围绕券商研报和金融与社会的关系,进行了半结构式的深度访谈。作者之一还以实习的名义参加了其中一家证券公司研究发展部的研报制作工作,对研报生产和分析师的劳动过程进行了参与式观察。

一、关于券商分析师:视角和理论

券商分析师群体在金融市场上扮演信息中介的角色,他们通过专业的信息收集、整理和分析,对市场走势做出研判并对相应的投资行为选择提出建议。券商分析师的前身是搜集债券数据的金融记者,随着证券市场规范化、专业化建设的推进,市场从业人员的职业分化、专业化和规范化不断加强。如美国于1942年发布了分析师的职业道德规范,1962年又成立了注册金融分析师协会,对分析师群体进行规范化约束和相应的专业资格认证。中国证券市场是改革开放后发展起来的新兴市场,券商分析师这一职业群体的出现相对较晚,最初为股评群体(刘超,2006)。2021年,全国分析师人数达到3578人。对券商分析师群体的研究和分析主要来自金融学 and 经济学,社会学的考察和解释较少,如德国社会学家万斯莱本(Leon Wansleben)所说:“我们对分析师作为金融化代理的认识非常贫乏,现有的相关研究界定了一个分界点,但没有解释其变化,尚存在诸多模糊性,且缺乏成为支配价值类别的实际案例”(塞蒂娜、普瑞达,2019:279)。金融社会学注重从新制度主义、社会建构论、权力分析、社会网络分析和认知—文化

路径等理论视角来分析和阐释金融与社会的关系问题(杨典、欧阳璇宇,2021)。对分析师的社会学研究,意味着从具体现象来思考和理解金融与社会的关系,透过分析师生生产经营研报的行为考察金融的社会性。以下我们将从三个方面梳理和评述相关研究和理论。

(一) 金融化与嵌入性:理解金融与社会的重要视角

金融化问题日益受到学界关注,学者们从金融系统、金融市场、金融参与者及其行动等多种视角进行探讨。其中,社会学者透过金融现象看到社会宏观结构的变迁,杨典提出以美国为代表的“金融资本主义的崛起”(杨典、欧阳璇宇,2018),反映的正是社会金融化的现实和变迁趋势。金融化不但意味着金融在全球经济体系中的重要性在上升,而且意味着金融资本对政治、社会和文化等各个领域均有影响。关于社会金融化的表征,艾云、向静林认为:“社会金融化的关键特征,是金融逻辑成为人们日常生活和社会交往的底层逻辑”(艾云、向静林,2021:25)。地方金融治理的现实常常面临“泛金融化”现象与“去金融化”现象相随的问题(向静林等,2022)。

对社会金融化现象,刘长喜认为,这是工业社会之后的一种社会形态,这一新的社会形态可视为“金融社会”,“好的”金融社会通过有效机制建设是可以实现的(刘长喜,2020)。在金融化过程中,国家可利用金融集权获得更大的资源控制和动员能力,从而提升政治、经济和社会领域的国家治理能力(刘长喜等,2020)。

自韦伯和齐美尔对经济和货币的研究以来,社会学一直从社会结构和社会建构两个维度来分析理解金融系统、金融市场、金融参与者、金融行动等问题,其中,金融和社会的关系问题是核心议题之一。关于金融和社会的关系问题,波兰尼从制度史概括总结的“嵌入性”理论(波兰尼,2013)为理解当今金融现象和金融化提供了一个重要视角。许多新经济社会学的研究引入波兰尼的“嵌入性”理论框架,来分析金融市场和社会结构的关系,解释金融市场及其转型的社会效应。此外,格兰诺维特的嵌入与关系网络分析框架则被广泛引入(格兰诺维特,2007)金融市场参与者和金融行动等问题的研究。当代金融社会学试图超越“嵌入性范式”,将金融市场从一般经济市场中分离出来,更加重视从风险社会、全球化、国家、日常生活和不平等等方面拓展研究领域(陈甬,2011)。

无论是金融化的研究,还是对嵌入性问题的讨论,“更多是一些宏观的、整

体发展情况的分析”(庄家炽,2021:133),亦即更关心宏观社会结构与金融系统的关系,注重宏大叙事。本研究则试图基于券商分析师的具体经验,建构对金融化及嵌入性问题的一种反思。

(二) 分析师的市场作用

在金融市场上,券商分析师扮演着信息生产和流通的角色,身处应用性较强的领域。根据经济学信息不对称原理,信息在市场中的分布既不均衡也不对称,上市公司与投资者所掌握和获取的信息存在差别和不对称。关于券商分析的市场作用问题,学界有两种截然不同的观点:一种观点认为,券商分析师通过专业的信息获取和信息提供,对金融市场信息有效性提高起到积极作用;另一种观点则认为,券商分析师并非完全独立的群体,他们受复杂外部利益因素影响,做出的研判和提供的信息通常不是客观中立的,因此,他们对金融市场的积极作用较为有限,有时还会对公司和投资者有负面影响。两种观点都有经验研究佐证。例如,有研究提出,分析师的投资建议有助于投资者获得超额收益,投资者可以买入分析师推荐的股票,因为分析师基于信息获取所做出的专业研判会使投资选择更加理性(Jegadeesh et al.,2004;Womack,1996;Barber,2001)。然而,有效市场假说论认为,在半强式和强式有效市场中,价格已基本反映了全部公开的公司信息,分析师基于公开信息给予的投资建议难以让投资者获得超额收益(Fama,1970)。一些实证研究指出,分析师的建议对于投资者帮助不大,他们对公司盈余的预测更多来源于私人信息且多是无效的,即使获得准确信息,分析师也很难对公司层面的信息做出正确判断(黄静、董秀良,2006)。

至于分析师做出投资建议的过程是否客观,学界的相关研究提出了诸多质疑。从评级结果来看,分析师更倾向于做出维持或买入的评级判断,因为他们不愿传递负面的信号,失真的预测对投资者有可能存在误导,很多投资者诟病券商分析师们“唱好不唱衰”。有多方面原因导致分析师具有这一评级倾向(McNichols & O'brien,1997)。首先,券商分析师的评级结果会对公司经营产生影响。其次,券商分析师做出的评级结果必须兼顾上市公司和基金公司,他们在各种势力之间很难保持客观中立。过于乐观的报告会产生,也许是因为券商分析师将维护与目标公司管理层的关系作为第一目标,而忽略了自身声誉的好坏(Gu & Yang,2013;James & Karceski,2006)。承销分析师在这一点上尤为突出,乐观的评级与获得下次承销机会息息相关。以基金为主的机构投资者对券商分析师佣金分仓影响较大,在相当大的程度上决定着券商分析师绩效考核是否达

标。对于基金持股比例较高的股票,分析师给出较高的评级便是一件顺理成章的事情(吴超鹏等,2013)。

分析师之所以容易被外部利益左右与研报的性质密不可分。券商研报是关于发行人和其证券的判断性信息,此类信息应当归属于公共物品。因此,研报的非排他性导致其买方很难杜绝“搭便车”行为(奥尔森,1995):买方并不愿意出高价去购买研报,使得分析师的研究业务利润过少,甚至在大多数券商中沦为成本部门。为了平衡分析师研究部门的收支,分析师不得不对外部激励手段产生较强的依赖性。在公共物品的生产过程中,个人理性可能成为集体理性的阻碍,具有共同利益的个体并不会自动或自愿地采取行动来保证集体利益最大化(赵鼎新,2006)。分析师生产研报的“搭便车”行为并非发生在组织层级,而是发生在市场层级。

(三)信息中介与价格“创造”

分析师试图从中立、客观、公正的立场出发,对证券及其相关产品的投资价值 and 影响其投资价值的因素进行综合、全面的分析,最终出具一份包含具体证券投资意见评级的文件。作为连接投资者与上市公司的金融中介,分析师给出的评级结果对二者皆有影响。分析师的研报作为投资者的重要信息来源,其评级高低影响着市场参与者的情绪变化。分析师的共识所形成的“市场预期”影响着企业融资。有学者用一个有趣的军事比喻来描述这种改变,“从生产到金融的转变代表从商品市场消耗战转变为资本市场中出其不意的集中力量的突击战。通过投资机构和专业基金经理形成的资本市场势力,通常比通过零售商和消费者形成的商品市场旧势力更具流动性和快速威胁性”(Froud et al.,2000:104)。影响股价的两个关键变量是公司未来的业绩走向和市场给予公司的估值,面向投资者的研究报告无疑会影响市场给予公司的估值,改变公司价格的走向。

如果认为分析师只是根据理性行为原则预测市场价格,其实有些片面,因为分析师也在“创造”市场价格。关于分析师如何“创造”市场价格,学者们从不同的视角作出了各自的解释。有学者聚焦于分析师的信息处理过程,指出个人和社会的因素都会影响信息收集和分析过程,进而影响盈利的预测结果(郭杰、洪洁瑛,2009)。也有研究从认知偏差和利益冲突视角来看待分析师的预测行为,认为认知偏差、个人利益以及对关联利益的考虑都会影响到市场报告的中立性(庄家炽等,2022)。左科曼(Ezra W. Zuckerman)指出,分析师更有可能依赖其

他分析师的预测结果,以保持与大多数人的观点一致,因为做出大胆预测的分析师有可能被解雇而非提拔(Zuckerman, 1999, 2000, 2004)。不合法性折价理论认为,分析师作为专业的第三方,生产的研报建构出独特的分类方法和“计算框架”,其中包括一系列的分类、对比和指标选择,反映出上市公司被接受的合法性程度,而那些不受分析师广泛关注的股票会遭受不合法性折价(Zuckerman, 1999)。述行性(performativity)理论认为,任何金融理论和实践不光是对金融市场进行的客观描述,预测市场的过程本身也在改变金融市场,上市公司和持股的基金经理更希望分析师给出乐观的买入评级,这样可创造出更高的市场价格。因此,分析师在“求同”时也会“存异”。因为“在一个信息丰富的环境中,如华尔街,最快的出名途径是提供一个新的计算框架”(Beunza & Garud, 2007)。框架制作概念强调分析师制作原创作品的强烈动机,同时映射出分析师研报生产过程中的“价格创造”。

随着金融市场在中国社会转型过程中的快速兴起与发展,分析师群体规模不断扩大,规范化水平逐渐提升,对分析师职业属性的疑问和讨论也日益增多。分析师生产出的研究报告存在结果和过程的双重不确定性,学界对其结果的准确性和生产过程的合法性有不同的认识。研报的公共物品属性一定程度上增加了分析师所面临的利益冲突。有关分析师和研报生产的研究目前更多从金融学或经济学视角出发,聚焦于研报本身及其金融效应。本文试图从社会学视角,考察分析师群体是如何生产和“经营”研报的,从而揭示这一金融现象所蕴含的社会结构与转型的意义。

二、“做研报”:从信息供给到符号生产

券商分析师通过广泛收集公司的各类公开信息,在上市公司和投资者之间架起一座“信息桥梁”,以促进金融市场中的信息集中和流动。在行业内,分析师收集、研究、传播证券投资信息的工作通常被称为“做研报”。研报中的评级结论用来指导投资者进行交易决策,为投资决策提供参考可以说是研报的使用价值。因此,研报中评级结论的准确性在较大程度上决定研报的使用价值。然而,在实践中,分析师似乎不太关注和在意研报结论的准确性及其使用价值。如一位券商分析师谈道:

我们很难判断未来的市场到底是怎么样的,只能说研报的观点站在当下的时刻是成立的。以后(市场)会不会按照这个方向走,谁也说不好。一份研报的准确性在我们看来并没有那么重要。(分析师访谈资料:202105)

既然研报的评级结论并不一定准确,对投资者获得交易收益的帮助并不确定,那么,券商为何还要花费精力和财力去做研报呢?换句话说,分析师做研报的意义是什么呢?关于这一问题,有研究认为,分析师做研报实际上是在讲投资故事。从他们想要讲述的公司的故事开始,通过调整数字估值以便让预估符合一般情节,故事便是分析师实践的中心。他们在一些业内“共识”的基础上,用公开的金融信息“编织”估值故事(Wansleben, 2012)。笔者认为,分析师做研报不只是为了讲述关于上市公司的故事,更是在进行符号生产。研报的重要性不在于评级结论预测的准确性,而在于它代表了一种专业分析研判的符号,亦即券商的话语符号。研报的符号象征意义重于其投资应用价值。

分析师做研报演变为符号生产行为,与证券研究业的激励制度和分工体系有密切关联。在券商分析师的考核体系中,研究报告数量已成为考核指标之一。根据《2018年中国证券业发展报告》统计,全年研报总量达18.03万篇。^①按照行业的惯例和规则,分析师一般每个月都有相应的撰写研究报告的指标,而且在上市公司公开年报、半年报和季度报时,分析师还需完成相应的深度报告。由此,做研报成为一项程式化、模式化以及形式化的科层职责,为完成此项任务,分析师不得不进行团队作业,专业金融分析和研究工作由团队集体象征性地完成。正如一位分析师告诉笔者的那样:

市面上很多研报是由实习生写的,现在首席分析师甚至首席助理很少去写研报了。我知道的有些团队会招募十几二十个实习生,每人负责制作研报的一部分。做研报是有模板的,快的(团队)可能一个月能出好几篇深度报告。(分析师访谈资料:202106)

在证券研究业的分工体系中,分析师分为宏观分析师、策略分析师和行业分析师,其中行业分析师的占比最大。由于金融市场板块轮动,热点行业板块是市场中的少数,不同行业之间的分化程度较大。分析师选择研究的行业类别一般

^① 参见中国证券业协会网站 (<https://www.sac.net.cn>)。

在其入职时便已确定。分析师所研究的行业未来能否成为热点,很大程度上影响着分析师个人的职业发展状况。通常来说,买方对那些研究非市场热点的分析师兴趣较小,但是在基本面未发生改变的情况下,他们依然需要出具大量的研报。在访谈中,某房地产行业分析师表示:

我们对地产行业基本论调都差不多,政策转向使得这个行业很难再实现过去的辉煌了,你看我们现在写的标题都是“静待花开”“维持稳定”一类的……我们肯定不能和那些研究半导体、新能源的比,买方也不会像关注他们一样去关注我们,那些行业厉害的首席一年能拿千万(元薪酬),我们挣得远不如他们(多),但还是得按规定去完成相应数额。(分析师访谈资料:202202)

以数量为重要考核标准的激励制度和以行业覆盖为主导的分工体系方式催生出市场上越来越多的券商研报。分析师作为投资者和上市公司之间的信息中介,虽然通过将浩如烟海的信息进行梳理综合加快了信息流动速度,但是由于研报数量庞大,投资者难以在如此众多的研报中甄别其使用价值,使得专业判断能力相对低下的“散户”投资者对证券公司研报的观点认可度较低。

基于金融市场的波动性和分析师估值的主观性,再加上证券研究业追求数量的激励制度和以行业划分为标准的分工体系,研报的使用价值逐渐呈现减弱甚至消解的态势。证券研报难以为投资者的投资决策提供准确有效的信息和参考,更难以为投资者带来实际的投资收益。那么,金融市场上为何还在不停地生产销售券商研报呢?从分析师的叙述内容中,我们隐约领悟到券商研报的价值演变和价值转换,即研报从信息供给和投资参考价值逐渐演变并转换为研报的符号价值。关于符号价值的消费,鲍德里亚在《消费社会》中曾做出这样的阐释:“信息消费之信息,即对世界进行剪辑、戏剧化和曲解的信息以及把消息当成商品一样进行赋值的、对作为符号的内容进行颂扬的信息。简而言之,就是一种包装和曲解的功能”(鲍德里亚,2014:113)。在生产力大幅提高、物质生活已极大充裕的背景下,主导消费的不再是物品的使用价值,而是物品背后具有象征意义的“符号”。符号价值成为商品所具有的新属性,个体从物质消费过渡到符号消费。

在券商研报的使用价值逐渐减弱的环境下,是什么构成了它的符号价值呢?研报的符号价值是如何显现、又是如何建构的呢?在分析师的观念中,合乎逻辑

的分析框架、细致全面的数据、大量美观的图表,这些元素充分体现出研报的符号价值。如一位券商分析师讲述的那样:

我们现在看别人研报写的好不好,就是看它的逻辑是否自洽。如果自洽,就可以说明这家券商的分析师团队还是不错的。

完成一份研报有三点最需要注意:第一是思路清晰准确,使读者有信任感;第二是语言凝练且准确,有论据支撑;第三是图表漂亮和排版美观。(分析师访谈资料:202105,202108)

金融市场就像不停运转的机器,对券商来说,不断地生产研报是维持机器正常运转的必要方式。出于对生产数量的追求,生产者难以在高质量和高预测准确性等方面做到精益求精,即便是关于某一家公司的深度研究,通常也不过是对投资者进行简单科普而已。正如一位分析师所说:

很多投资者根本不关心公司的业务情况,可能听某某亲戚、朋友说买(某只股票)就去买了……只有关注基本面的投资者才会关注公司的三张表,我们的研报是在帮助投资者建立研究框架。(分析师访谈资料:202108)

分析师谈到的帮助投资者“建立研究框架”,意思是指虽然券商研报提供有关上市公司的框架信息,但主要是为投资者提供一种符号指引。关于符号性消费,鲍德里亚曾将个体消费过程比作再编码,这种编码方式不是根据个体社会属性来展示身份等级,而是通过商品符号重新建构个体身份(鲍德里亚,2014)。商品的种种特征成为标识消费者社会地位、文化品味、生活水准的符号,购买该商品的方式成为建构地位、身份以及合法性的手段。对于券商来说,研报的符号价值集中体现在“装点门面”的象征意义上。在券商和分析师看来,他们研究并制作公司研报不是希望通过“卖出多少”来获得更多盈利和好名声,而是要看“卖了什么”,券商总要有研报可以拿出来“销售”。一位分析师曾经就券商研报作了这样的比喻:

一家券商的研究报告就像一线城市市中心的奢侈品门店,可以不挣钱,但是不能没有。(分析师访谈资料:202106)

由此可见,对券商来说,研报是支撑“门面”的必需品。不论其使用价值如何,都不能缺少这一重要符号。拥有这个符号象征着自身在金融证券市场中的地位,也表明自己在为市场投资行为提供专业服务。研报这一符号性商品的生产制作实际上已建构为券商行业身份的符号标识,即表明自己是券商市场中的一员,是市场中具备资质且符合专业规范的成员。只要有券商的存在,就有研报的生产。券商按照科层化的运作方式产出一定数量、内容规范的研究报告,并未预期生产研报会带来利润或营收,而是将研报作为业内的交流媒介,通过这一媒介来象征和表达券商的存在及其地位。正如鲍德里亚所说,符号媒介传播遵循其“自主化媒介的逻辑本身”,即“一个符号参照另一个符号,一件物品参照另一件物品,一个消费者参照另一个消费者”(鲍德里亚,2014:116)。由于金融市场的时效性、不确定性和复杂性,影响证券市场行情走向的因素异常复杂,不同时段周期的交易情况波动多变,研报中“增持”“买入”或“卖出”的研判对实际操盘决策参考价值往往并不显著。因此,对投资者而言,研报并不是必要的存在,他们并非需要参考研报信息和结论做出投资决策,但是,就符号意义而言,研报对券商是十分必要的,每家券商都要有自己标志性的研究报告。

分析师一般供职于券商的研究部门,研究部作为券商的重要部门之一,其产生的收益通常小于维持该部门的成本。如果从成本—收益分析来看,研报生产部门大多是亏本的。例如,一位分析师谈道:

现在市场上十家券商里得有九家是亏钱的,也就头部那几家在盈利。
(分析师访谈资料:202105)

与分析师所描述的类似,在和证券公司研究部主管的访谈中,我们发现,分析师及其所做的研报对公司来说大多属于成本部门,盈利功能很弱,但是符号象征功能却很强。知名分析师及其出具的研究报告的知名度成为公司的一种符号,凭借符号媒介和符号权力,给证券公司带来更多的交易量,更大的佣金规模,间接促进了公司的利润增长。

问:目前证券公司的研究部门总体情况怎样?他们的主要功能是什么?

答:分化程度较高。一些大券商研究部门确实能盈利,他们拿到的派点非常高。但大部分的中小券商都不行,投产收益比确实不理想,头部的肯定是可以的,很赚钱。最主要的原因是整个行业的交易量和分仓派点总量有

限,分配不平均,甚至(说得上)很极端。

有人说“研究部门现在最主要的功能是给证券公司打广告,提升知名度”,这个说法有一定道理。但研究部门除了谋求派点和佣金外,还从事部分对内的研究服务。(券商管理人员访谈资料:202212)

虽然券商研究部门通常处在亏损状态,但是很多券商又会不惜重金雇佣知名分析师,而且始终投入充足的资金来维持优秀分析师团队。这一现象看似悖论,实则与研报的符号价值逻辑相吻合。券商之所以要花费大量成本雇佣知名分析师生产券商研报,是为了向投资者和行业显示自身的专业性和规范性。知名度高的分析师的价值可能不在于其生产出的研报的实际使用价值,而在于成为其所在公司专业性的符号象征。分析师的知名度大大提升了券商的影响力和专业水平,也会成为其所做研报符号价值的重要表征,即研报彰显了券商分析师团队的专业性和高超的分析水平。

券商研报的实际使用价值的弱化意味着做研报演变为符号生产。正因为研报的价值越来越表现为符号价值,所以研报逐渐成为金融市场的一种公共符号,大多券商将研报看作金融公共物品而非报偿性供给。研报从个体公司的生产和信息服务转化为券商业界的公共符号,研报的结论和趋势判断不再追求专属性,而是作为一种交流媒介,成为公众和投资者可获得的公开信息或公共符号。研报的公共符号性表明其信息内容和信息服务的专属性、独特性和较弱的应用价值,其中很多信息不过是上市公司披露的公开信息而已,不同的是标上了“券商研报”的标签符号。尽管研报的使用价值不再被人看重,但作为标识券商和金融市场的公共符号,研报的定期生产和出具成为一种惯例。制作过程的科层化、模版化和形式化,导致研报的专业性和可靠性进一步削弱。

研报的符号性表达在削弱具体事物使用价值的基础上,将券商、上市公司与投资者连接起来,成为金融化社会的一种载体与表征。符号价值的显现使券商自愿生产并供给研报,分析师“做研报”又为券商建构了专业地位和行业符号。

三、“卖研报”:关系嵌入金融行动造成变异

尽管分析师“做研报”出现符号生产与再生产的趋势,但分析师群体的存在及其价值仍然是金融市场的重要组成。分析师在研报中所作的判断是有定价

的,并依此形成研报交易市场。在金融市场,分析师大多属于卖方,公募基金、私募基金、资产管理公司和保险公司通常是研究报告的购买方。从一些关于分析师的激励制度来看,服务客户的工作量及服务质量在考核中占比可观,约占总考核的55%,因此研报购买方的评价对分析师而言至关重要。在实际操作中,券商研报的主要买方是基金公司。基金公司在证券交易所中没有席位,他们需要通过券商进行股票交易,券商从中收取一定比例的费用作为营业收入。买方并不对卖方分析师所提供的研报直接付费,而是每季度对各家券商的分析师进行派点打分。派点打分的结果直接影响买方基金公司的“交易分仓”决定,而“交易分仓”又与分析师的收入“佣金分仓”挂钩。以“《新财富》最佳分析师评选”为代表的声誉激励手段,是分析师研报交易市场中独特的制度设置,为券商研报的卖方和买方提供一种平衡机制。因为在研报的卖方与买方间存在极大的供需不平衡,经常出现“供过于求”的局面。分析师生产出的大量研报其包含的信息量远大于买方所需或者能够做出判断的信息需求。有位分析师评价道:

买方被服务得太好了,他们每天会被卖方饱和式的信息轰炸,他们的邮箱可能一个星期就得清空一次。这个时候他们在接受信息方面就会出现障碍:当买方接受信息过少,他们会显得非常闭塞;但如果信息一旦饱和甚至过多,接受信息轰炸的买方就会陷入混乱,理不清头绪。(分析师访谈资料:202105)

“《新财富》最佳分析师评选”制度的设立在一定程度上缓解了研究报告买方的“烦恼”。他们不必在纷繁复杂的研报结论中纠结,只需看重知名分析师的分析判断,由此降低了用于信息筛选的成本。可以看出,无论是派点打分还是《新财富》投票,获得基金公司中投资决策者——基金经理的青睐对分析师来说至关重要。毫不夸张地说,基金经理把握着分析师的“重要命脉”。“卖研报”并非一般性的交易行为,卖方与买方的关系亦非一般买卖关系,而是金融市场中的分工、关联与合作的关系。所以,“卖研报”作为一种经济活动,与社会关系并不是相互独立的,基于人情的交换逻辑与基于市场的交换逻辑相互交织,经济活动嵌入于盘根交错的关系网络中。这种嵌入性关系集中体现在券商分析师和基金经理或投资决策者的关系中,其中既有金融专业化的关联,亦有市场主体间的关系,还有各种社会关系网络的嵌入。

既然分析师的“卖研报”行为镶嵌于金融市场体系和社会网络之中,那么从嵌

人性视角来看分析师的“卖研报”过程就有助于我们理解研报经营的逻辑及其社会学意义。关于经济行为的社会嵌入性问题,格兰诺维特(Mark Granovetter)做过实证研究,也做出过理论概括。格兰诺维特认为,“经济人”不足以解释经济活动的全部动因和过程,经济行为“嵌入”于社会关系与社会结构中。行动者的关系网络联系方式分为“强关系”和“弱关系”,强关系和弱关系对个体的经济行为产生不同的影响(格兰诺维特,2015)。金融市场是复杂关系组合、不确定性极高的市场。对金融交易的参与者来说,对不确定性的控制,便是对风险的控制,也有助于增加收入预期。金融市场的参与者为提升确定性会发挥社会网络的作用,因为社会网络不仅传递着金融市场交易的信息,还可以基于社会网络获得具体的市场交易惯例和认知框架。贝科尔(Wayne E. Baker)曾将金融市场中的股票期权交易市场视作一种社会结构,该结构由内部交易者的社交网络形塑,关系网络对期权价格的波动和变动幅度也会产生一定影响,因为个人的“密网”与“疏网”对价格变动的的影响有所差异(Baker,1984)。关于金融市场与生产者市场之间的社会联系,伍兹(Brain Uzzi)认为社会网络会对企业获取金融融资成本产生影响,紧密的网络连结可以有效降低公司从银行贷款的利率(Uzzi,1999)。至于分析师群体的社会网络,刘静等用分析师在基金经理群体中的校友数量来测量分析师在基金经理网络中的地位,结果显示,分析师在基金经理网络中的优势地位对其出现在“新财富最佳分析师评选”中有显著的正向影响(刘静、林树,2020)。可见,分析师通过社会网络经营自己的业务、提供信息和服务,并从关系网络中获得支持和资源。

无论是“佣金分仓”还是每年的“《新财富》最佳分析师评选”,分析师需要考虑抓住买方的真正需求,尽量满足基金经理的偏好。例如,分析师通常会对基金经理重仓的股票做出乐观的分析,以争取更多派点打分和评选投票。券商分析师扮演着研报“销售者”和券商业务员的角色,因为客观地将研究报告中的观点表达出来还远远不够,分析师不仅要卖产品,也要卖服务,产品和服务相互嵌套,正式联系和非正式关系相互嵌套。以下是一位分析师的讲述:

所以你想这个(服务)范围就非常大。有一些小券商为了博得一些东西,买方基金公司的基金经理家里孩子要上学,或者说父母要看病,有的卖方分析师会给他找学校、找医院,会自己掏钱帮他去解决这些事情。当然这是比较极端的一个现象。(分析师访谈资料:202105)

以“《新财富》最佳分析师评选”为代表的声誉激励制度的目的在于激励分析师行业向专业化、规范化发展,不断提高服务质量和水平。但是这一制度在运行中被关系嵌入,往往会滋生出机会主义行为或者和市场规范相背离的行为。在访谈中,一位分析师这样表示:

“《新财富》最佳分析师评选”就是代表买方心目中最心仪的卖方,但不一定是最优秀的人。当然你也不能说人家不优秀,是吧?能把买方搞那么舒服,也证明了他的能力。(分析师访谈资料:202105)

分析师对声誉评价的看重和金融市场的激励机制密切相关。促使分析师建构关系网的动机可能不光是个人利益,更是该制度所建构的一种关系模式,即买卖双方的互动、互构和共建关系。分析师有意编织与基金经理的社会关系网,既出于金融业务的需要,又交织着私人性的行动策略,即尽可能让买方感到“舒服”。而对于基金公司的基金经理来说,他们在金融市场中的金融行动和券商及其分析师的关系非常密切。基金经理的证券投资需要和券商保持密切、畅通的业务联系,而且希望能从分析师那里获得有效的支持,以提高证券投资的收益水平。至于与分析师群体的私人关系,基金经理有这样一些看法和解释。

问:您认为与券商分析师的私人关系重要吗?为什么?

基金经理1:重要,我们是人情社会。

基金经理2:有一定重要性。顺畅的沟通交流肯定是有利的,毕竟本质上卖方和买方还是营销服务关系。但是最终买方还是要对投资结果负责,分析师对行业、公司研究的详细程度、分析深度更重要。

基金经理3:从短期看,私人关系是重要的,毕竟牵扯到投票。从长期看,能不能给你的客户赚到钱才是最重要的。但卖方分析师的考核相对短视,这也是一个很大的问题。(基金经理访谈资料:202212)

从对基金经理的访谈情况来看,基金经理重视和券商分析师的关系,其中包括金融业务关系和人情关系。分析师与基金经理之间的关系实际上具有相互嵌套性,不论对买方还是对卖方来说,都希望有关系的嵌入。从理性选择的微观机制来看,让关系网络嵌入金融市场和金融行动之中似乎为市场参与者提供了一种隐性的资源。

在金融市场中,券商研究报告交易具有特殊性,虽然有买方和卖方的存在,但并不存在独立的买卖,某一份研究报告也并没有具体的价格。“卖研报”交易实际上嵌入在金融市场体系之中,特别是嵌入在券商公司与机构投资者的关系网络之中。分析师的市场价值通常体现在买方基金经理所作出的评价中,基金经理等投资者以券商研报为符号媒介,和券商及其分析师产生关联与合作。

从新制度主义的视角来看,无论是派点打分式的经济激励还是“《新财富》最佳分析师评选”的声誉激励,作为金融市场上研报交易的制度构成,会不可避免地嵌入文化价值和组织规范。分析师为基金经理所提供的专业之外的服务使得双方的关系外延不断扩展,金融业务关系由此演化为嵌入性关系。如此一来,专业的券商研报交易行动演变为普通的社会交往方式甚至非正式的契约。正如一位分析师所说:

真正好的东西我们不写成报告,就私下说了,吃个饭或者打个暗语就说了。在一次和基金经理的饭局中,(我们)说某只股票我们调研过,上市之后闭着眼睛买就行了。

这并不属于内幕消息,在消息来源准确基础上,我们肯定要优先服务买方,我们要对买方负责……先给大机构,再给小机构,最后给散户。(分析师访谈资料:202108)

从这件事来看,券商分析师与基金经理的人情互动和关系网络实际上承担着重要的信息服务功能,分析师将“卖研报”行为以及与基金公司的业务关系演绎为非正式的、人情性的关系,在这个意义上,研报交易成为一种“表演性交易”。对基金经理来说,需要按照专业投资规范进行专业化操作,以提高投资决策的收益率,但他们并不能完全独立行事,而是和券商、投资者有着密切的联系,所以有些交易操作实际上也会嵌入关系网络的因素。

四、从券商研报看金融化社会的嵌入与脱嵌问题

对券商分析师生产经营研报行动的考察不应只停留在对这一行动及其行动逻辑的分析上,更重要的是应透过微观行动来理解和认识宏观的社会变迁趋势和社会性质问题。杨典在考察中国企业现代化过程时,关注的不仅是公司治理

转型或“公司革命”是如何实现的,更重要的是带着新制度主义理论关怀,思考微观企业制度变化背后的宏观制度问题,亦即“国家和金融市场这样的外部力量,通过其所拥有的政治权力和市场支配力来对‘现代企业’的理想形象进行了构建”(杨典,2018:6)。券商分析师群体的出现和存在只是金融市场一隅,他们“做研报”“卖研报”的行动是金融市场中的平常现象。但是,在券商分析师及其研报经营行动之中映射出金融与社会关系的结构性变迁,可以说,一种新的社会现实和社会运行模式正悄然兴起,可能以并不起眼的方式影响着人们的生活。

看似平常的证券研究报告,似乎只是作为专业金融机构向金融市场供给专业的信息服务而存在,然而其背后的社会事实却非常值得关注,那就是金融化社会的兴起。金融化社会的出现有两个条件:一是以美国为代表的发达工业化国家自20世纪70、80年代进入金融资本主义时代。金融资本主义的本质是国际金融资本推动的金融全球化,手段是金融市场(杨典,2018,2020)。二是经济全球化的发展。随着国际分工程度的提高、国际贸易的发展,产业链、供应链出现全球化,全球经济的相互依存度、相互影响度进一步加深。也有观点认为,金融化社会是工业社会之后的一种社会形态,即金融社会,金融社会是因信息社会的出现而形成的。在这一全新的社会形态下,金融系统成为社会的中枢系统(刘长喜,2020)。金融化社会不仅有结构变迁的表征,即社会经济中金融资产的比重明显上升、金融市场对实体经济的作用明显增强,也体现在意识形态变化上:社会的金融意识不断强化,越来越多的非金融公司、政府机构、家庭和个人从金融角度思考问题和解决问题。正如杨典所言:“金融化趋势不断加强,政府、企业、家庭和个人都不可避免地受到金融活动的影响”(杨典,2018:13)。

关于金融化问题,人们更多地关注其背后的宏观经济与金融制度,忽视了支撑这一社会现实的微观事实和微观机制。对券商分析师生产经营研报的考察与分析为我们认识金融化社会运行的微观机制提供了一个窗口。在金融化社会中,金融与社会之关系的典型特征是金融业高度发达,金融嵌入社会的广度和深度都达到前所未有的水平,金融对社会的支配力和影响力空前。金融之所以广泛而深入地嵌入社会,其微观的支撑机制正是金融市场中越来越多元化的行动者,证券公司及其分析师是其中的重要组成。

作为金融市场中的重要行动者之一,券商及其分析师的研报生产经营行动看似越来越走向符号化,但其实质则是金融嵌入性越来越强。大量研报象征着金融专业化的分析和研判。无论是否为投资者创造价值,研报信息都以符号和

金融意识广泛渗入社会,不只影响到基金公司等专业投资机构,还对社会中的千家万户产生影响。正如我们对一位散户股民的访谈所呈现的那样:

问:你是何如看待券商分析师的研报的?对你投资帮助大吗?

答:我属于被研报坑过的人。我记得很清楚,2021年6月XX证券公司在南京办了一个年中策略会,我通过客户经理朋友获得了一系列的研报文件,我看后最终选择购入了通信行业的某只股,因为其中一篇研报认为这个个股会在下半年大涨。但事实上,该股票从我持有后一直下跌,未等到年底我“割肉”卖出了,且年底也未达到该研报的预期。从那以后我就再也不相信这些券商研报了。(股民访谈资料:202212)

散户投资者关注券商的策略会和研究报告,这在新古典经济学看来属于经济人的理性选择行为,然而在新制度主义社会学的视角下,这一行为关乎金融的社会嵌入性问题,亦即金融市场与社会的联系以及金融环境和制度对行动者的影响。正如格兰诺维特所言:“理性行为的假设总是值得怀疑,但也是一个不该轻易放弃的假说。对分析者而言看似非理性的行为,如果把情境限制,尤其是镶嵌(嵌入)问题考虑进去,仍然可能是有意义的”(格兰诺维特,2007:30)。散户投资者与券商分析师只是通过一次金融策略偶然建构起的弱关系,但是金融市场的扩张和嵌入建构起的社会网实际上为金融信息或符号的传播奠定了结构基础。因此,券商分析师和投资者共同构成了金融化社会弱关系强影响的社会网,而且他们的嵌入性行动又在不停地建构和维系着这一社会网。

对券商分析研报生产经营行动的分析引入嵌入性与社会网的观点,但并不局限于格兰诺维特的“直接因果的分析”,因为格兰诺维特这一分析框架“不曾讨论广泛的历史与结构环境导演出一个什么样的社会结构特征”,也不讨论“现代社会本质或政治经济变迁来源等等大型的问题”(格兰诺维特,2007:31)。一方面,我们关注的是金融市场主体的行动嵌入性这类微观机制问题,以期揭示专业性行动如何嵌入于关系网络之中,以及这些社会网络又对专业性行动产生什么样的影响;另一方面,我们还关注嵌入性金融行动所产生的社会本质这样的大问题,亦即微观的嵌入性金融行动如何构建起金融化社会,以及这一社会新形态有着怎样的变迁趋势。

将嵌入性与社会转型和社会本质联系起来,类似于波兰尼的嵌入与脱嵌理论。金融市场的快速扩张、金融衍生品的层出不穷,以及金融机构和金融工具的

多元化导致金融对社会的整体支配作用和关键性影响日益显现,这便是金融化社会的金融嵌入性问题。正如波兰尼所指出的:“何以市场对经济体制的控制会对社会整体产生决定性的影响,即视社会为市场的附属品,而将社会关系嵌含(嵌入)于经济体制中,而非将经济行为嵌含在社会关系里”(波兰尼,2013:129)。金融行动原本嵌入于社会中,金融市场并不是经济理论所认定的自律性市场,而是从属于政治、宗教和社会关系。然而在社会朝着金融化方向发展时,越来越多的社会关系嵌入于金融市场之中,越来越受金融市场力量的左右,社会关系逐渐从属于金融市场的多样化产品和行动。

研报经营行动的嵌入性特征体现在它并非孤立的专业行动,而是金融市场中的嵌套行动。研报交易不是局限在分析师和基金经理等专业投资机构投资决策者之间的具体交易,研报作为证券公司的虚拟商品会通过多个部门在金融市场上流通,且会造成广泛的社会影响。在对某证券公司客户经理的访谈中,我们了解到研报对客户投资的影响。

问:你们会把研报给客户看吗?客户对研报有什么样的基本看法?

答:我们会定期组织股民学校,每期股民学校呈现的内容基本来自于研究部的研究成果。个人客户爱看研报的很少,他们只想要知道一个代码,很多人没那么高的文化水平,看也看不懂,更何况看懂了也赚不到钱。大部分客户买股票还是根据自己的判断买。(客户经理访谈资料:202212)

券商客户经理的说辞表明,金融机构的专业化行动彼此关联、相互嵌套,这些嵌套性行动提升了金融影响面和影响力,不断让越来越多的人卷入金融市场,导致更多社会关系嵌入金融市场。分析师与基金经理之间的研报交易行为虽是金融市场的专业化业务联系,但非正式的关系网嵌入其中,体现了嵌入性金融行动对社会的引导和重新形塑。尽管在金融市场中行动者并不一定关注研报的实际效用,也不一定会按照研报信息进行投资选择,但不可否认的事实是,作为金融市场中的专业分析信息,研报仍然会以符号媒介的形式对市场和社会会产生广泛且重要的影响。

至于脱嵌问题,波兰尼(Karl Polanyi)认为,一个从社会中脱嵌且完全自律的市场体制是一种乌托邦,这样的制度将对社会和自然环境造成毁灭性后果。从19世纪的社会史来看,“真正的商品”在拓展市场组织,而以劳动力、土地和货币为主的“虚拟的商品”则限制其发展,使得脱嵌无法成功(波兰尼,2013)。对于

金融化社会而言,金融市场的转型和发展导致脱嵌日益显现,金融市场以创新的名义和专业化手段“生产”出大量“虚拟的商品”,顺利规避国家监管,提高了市场脱嵌社会的可能性,增加金融风险。就券商分析师研报生产经营行动而言,这些看似普通的金融市场行为实际上映射出金融市场的脱嵌现象,因为在此过程中,金融市场的专业机构和专业人员试图通过制度和技术规范建构独立于社会的金融市场幻象,并试图将金融市场凌驾于社会之上。

五、反思与讨论

当今社会,金融市场不断嵌入社会,金融化趋势越来越明显,个人依靠金融市场获得养老金以及增加资产性收入,政府和企业依赖金融市场获得投资和增长。对于社会学来说,如果不去关注和研究这一重要领域,忽视金融市场给当今社会带来的深刻改变,便无法真正读懂当下社会。

券商分析师只是金融市场的参与者之一,分析师生产经营研究报告只是金融市场中一种普通的金融行为。对券商分析师群体及其研报交易行动进行社会学经验研究,其意义不在于了解金融市场参与者金融行为的“金融动机”和“金融价值”,而是希望从市场参与者的微观行动机制中捕捉和把握整体社会变迁迹象与演变趋势。之所以要从具体的、微观的金融行动来看社会变迁的特征和大势,是出于社会学理论发展的自身需要,“个人的经验与大规模的社会结构有密切的关系”“微观层次和宏观层次的结合并非奢盼,而且对社会学理论的发展是相当重要的课题”(格兰诺维特,2007:92)。从券商分析师及其制作研报的行动中看到金融化社会的来临,表面看有些突兀,实际上是将微观事实与宏观结构联系起来,类似于布迪厄所说的“从关系的角度来思考”的结果(布迪厄、华康德,1998),亦即运用关系分析建构金融行动的社会学意义,也是反思性经验研究的一种尝试。

“做研报”是券商分析师的一项职业行动,以研究报告形式为金融市场提供评级式结论与建议。从制度规范来看,分析师基于研究做出的专业化推荐评级报告对金融市场中投资行为的理性化发展具有一定的积极意义。但是从微观经验来看,分析师并不一定为投资者提高投资收益创造了价值。证券市场的复杂波动使得研报评级的准确性有限,加上市场因素错综复杂,研报在金融市场上的使用价值并不高。“做研报”又属于券商的科层化行为,分析师必须采取模式化

的策略定期生产出大量研报。随着研报符号价值的凸显,研报生产演变为符号生产。作为一种符号,研报的象征意义在于表达金融市场对建构自律性市场体制的追求,体现出金融行为的专业性与脱嵌追求。研报从信息供给到符号生产,折射出分析师的行动和对金融市场影响方式的转变,也体现了金融化社会的金融嵌入性问题。金融市场的参与者通过专业性、策略性行动试图使金融凌驾于社会之上,让越来越广泛的社会关系嵌入到金融市场之中,使得金融市场的影响在社会中加以扩张。因为符号也是一种权力,符号权力以特殊的方式影响着行动者与社会。正如布迪厄所言:“符号权力通过陈述某个被给予之物来构成它,通过影响世界的表象来影响世界”(布迪厄、华康德,1998:196)。研报信息以符号为媒介,在金融市场中得以传播并成为符号消费的对象,符号生产与消费过程逐渐成为一种社会意识和生活方式。

“卖研报”是分析师在金融市场上的一种经营行动,体现了证券公司与机构投资者、分析师与基金经理之间的关联和业务合作,金融学对此现象的研究更多关注他们之间是否存在合谋以及研报预测的有效性(郭杰,洪洁瑛,2009)。社会学则更关注金融行动的社会嵌入性问题,揭示社会关系网络如何嵌入到专业化的金融行动和金融市场之中,以及关系嵌入后的影响和市场溢出的社会效应。券商分析师的研报交易行动充分表明金融市场的脱嵌追求与嵌入性金融行动之间的悖论和张力。一方面,金融市场试图通过专业化、规范化的金融行动建立起与社会脱嵌的自律性市场制度,尽管这在波兰尼看来是不可能的(波兰尼,2013);另一方面,金融市场参与者又力图通过种种策略性行动让社会关系广泛嵌入金融市场和金融行动,并将金融行动再嵌入社会,引领和支配社会。

券商分析师的研报生产经营行动映射出的金融嵌入与脱嵌问题既是金融化社会的重要面向,又从侧面再现了金融化社会形成的轨迹,且预示着金融化社会的潜在风险及其根源。在金融化社会这一全新社会形态下,金融系统在社会系统中的功能地位日益提升。随着金融化过程的不断深化,越来越多的企业组织、政府机构、家庭和个人会从金融角度思考和解决问题。当越来越多的社会单位被卷入金融市场后,预防过度金融化、金融嵌入性问题,防范并消解系统性风险显得尤为重要。已进入金融资本主义时代的美国等发达国家面临着社会金融化带来就业压力增大、贫富差距加大等诸多社会问题,中国的金融发展应汲取其教训,警惕金融风险(杨典,2018,2020),让金融化在增进社会福祉中发挥积极作用。为防范金融化社会产生系统性金融风险,促进金融市场高质量发展,国家已

采取相应政策强化证监会对发布证券研究报告的监管执法和自律管理,完善券商研报制度规则和监管机制,着力提升研报业务质量和合规水平。

参考文献:

- 艾云、向静林,2021,《从经济金融化到社会金融化——社会学金融化研究的兴起与展望》,《国际社会科学杂志》第1期。
- 奥尔森,曼瑟尔,1995,《集体行动的逻辑》,陈郁、郭宇峰、李崇新译,上海:上海人民出版社。
- 鲍德里亚,让,2014,《消费社会》,刘成富、全志钢译,南京:南京大学出版社。
- 波兰尼,卡尔,2013,《巨变:当代政治与经济的起源》,黄树民译,北京:社会科学文献出版社。
- 布迪厄,皮埃尔、华康德,1998,《实践与反思:反思社会学导引》,李猛、李康译,北京:中央编译出版社。
- 陈旻,2011,《超越嵌入性范式:金融社会学的起源、发展和新议题》,《社会》第5期。
- 格兰诺维特,马克,2015,《镶嵌:社会网与经济行动》,罗家德等译,北京:社会科学文献出版社。
- 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。
- 黄静、董秀良,2006,《证券分析师业绩预测和投资评级准确性实证分析》,《数理统计与管理》第6期。
- 刘超,2006,《中国证券分析师行业的现状与发展思路》,《浙江金融》第12期。
- 刘静、林树,2020,《社会网络与分析师职业竞争力》,《金融监管研究》第7期。
- 刘长喜,2020,《金融化与“好的”金融社会建设》,《社会工作》第2期。
- 刘长喜、桂勇、于沁,2020,《金融化与国家能力——一个社会学的分析框架》,《社会学研究》第5期。
- 马克思,2009,《〈1844年经济学哲学手稿〉序言》,《马克思恩格斯文集》第一卷,北京:人民教育出版社。
- 邱泽奇、陈介玄、刘世定,2017,《当代社会的金融化与技术化:学科路径的探索》,北京:社会科学文献出版社。
- 塞蒂娜,卡瑞恩·克诺尔、亚历克斯·普瑞达,2019,《牛津金融社会学手册》,艾云、罗龙秋、向静林译,北京:社会科学文献出版社。
- 吴超鹏、郑方镛、杨世杰,2013,《证券分析师的盈余预测和股票评级是否具有独立性?》,《经济学(季刊)》第3期。
- 向静林、欧阳璇宇、艾云,2022,《金融治理波动的过程和机制——一个三层分析框架》,《社会学研究》第1期。
- 杨典,2018,《公司的再造:金融市场与中国企业的现代转型》,北京:社会科学文献出版社。
- ,2020,《对“投资者社会”的反思》,《金融博览》第8期。
- 杨典、欧阳璇宇,2018,《金融资本主义的崛起及其影响——对资本主义新形态的社会学分析》,《中国社会科学》第12期。
- ,2021,《社会学视角下的金融研究:发展脉络与主要议题》,《金融评论》第4期。
- 赵鼎新,2006,《集体行动、搭便车理论与形式社会学方法》,《社会学研究》第1期。
- 庄家炽,2021,《金融化、股东价值导向与就业不稳定性——以中国A股上市公司为例》,《社会发展研究》第3期。
- 庄家炽、李国武、乔天宇,2022,《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》,《社会学研究》第6期。
- Baker, Wayne E. 1984, "The Social Structure of a National Securities Market." *American journal of sociology* 89(4).

- Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen McNichols & Brett Trueman 2001, "Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns." *The Journal of Finance* 56(2).
- Beunza, Daniel & Raghu Garud 2007, "Calculators, Lemmings or Frame-Makers? The Intermediary Role of Securities Analysts." *The Sociological Review* 55(2).
- Fama, Eugene F. 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance* 25(2).
- Froud, Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johal & Karel Williams 2000, "Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves." *Economy and Society* 29(1).
- Gu, Zhaoyang, Zengquan Li & Yong George Yang 2013, "Monitors or Predators: The Influence of Institutional Investors on Sell-side Analysts." *The Accounting Review* 88(1).
- James, Christopher M. & Jason J. Karceski 2006, "Strength of Analyst Coverage Following IPOs." *Journal of Financial Economics* 82(1).
- Jegadeesh, Narasimhan, Joonghyuk Kim, Susan D. Krische & Charles M.C. Lee 2004, "Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?" *The Journal of Finance* 59(3).
- McNichols, Maureen & Patricia C. O'Brien 1997, "Self-selection and Analyst Coverage." *Journal of Accounting Research* 35.
- Uzzi, Brian 1999, "Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing." *American Sociological Review* 64(4).
- Wansleben, Leon 2012, "Financial Analysts." In Karin Knorr Cetina & Alex Preda (eds.), *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Womack, Kent L. 1996, "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *The Journal of Finance* 51(1).
- Zuckerman, Ezra W. 1999, "The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount." *American Journal of Sociology* 104(5).
- 2000, "Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-diversification." *Administrative Science Quarterly* 45(3).
- 2004, "Structural Incoherence and Stock Market Activity." *American Sociological Review* 69(3).

作者单位:中国人民大学社会学理论与方法研究中心(陆益龙)

中国人民大学社会与人口学院(李光达)

责任编辑:赵梦瑶