

DOI: 10.19361/j.er.2019.06.10

情绪溢价、禀赋效应与 分析师市场声誉动态评估

李 湛 阳建辉*

摘要：情绪溢价与禀赋效应是分析师市场声誉综合影响力的主要驱动因素。本文基于分析师市场声誉对情绪溢价、禀赋效应与行业整体水平等的动态响应机制，测度不同时间维度下情绪溢价、禀赋效应对分析师市场声誉的具体影响。实证和压力测试结果皆表明，情绪溢价显著影响分析师市场声誉，且短期效应显著强于长期；禀赋效应也显著影响分析师市场声誉，相对而言，禀赋效应的影响程度较弱，其作用机制相对均衡与平稳。分析师市场声誉具有较强路径依赖性。经与《新财富》2014–2017年度最佳分析师榜单比较，发现分析师市场声誉动态评估机制较好地拟合了《新财富》最佳分析师榜单，表现出良好的准确度和一般适用性。因此，凝聚市场力量与注重自身实力是分析师增强市场声誉的有效途径。

关键词：情绪溢价；禀赋效应；声誉效应；羊群效应

一、引言

在利益追逐、“用脚投票”的市场竞争体制下，分析师的实力直接决定其市场声誉与市场价值。现有评估机制（诸如新财富、水晶球以及金牛等）所采取的问卷调查方法，虽客观、合理地评估出部分一流、有实力的分析师，但缘于评估机制存在主观性与偏颇性等不足（王宇熹等，2007），拉升了二流抑或三流分析师的水平。主要原因在于：其一，问卷调查的可操作性，导致反馈结果的非公允性；其二，问卷设计者容易将主观因素带入问卷中，且被调查者容易产生从众心理和隐藏真实偏好。受此影响，市场投资者对分析师实力的认知偏差存在异同。市场上有依靠实力、精通市场而享誉盛名的分析师，也有“实力”被扭曲或被人为抬升的分析师，因此部分分析师真实声誉与实际能力的不符，客观反映了分析师声誉市场的现状。

*李湛，东莞理工学院经济与管理学院，邮政编码：523808，电子信箱：lizhanjack@126.com；阳建辉，中山证券有限责任公司，邮政编码：518057，电子信箱：suangxue@163.com。

本文是国家自然科学基金“中国上市公司债券融资需求、工具选择和机制设计”（项目编号：71372215）、广东省自然科学基金重点项目“我国企业发债需求、融资契约选择和机制设计”（项目编号：2016A030311027）、广东省自然科学基金“金融去杠杆背景下地方政府债券创新与风险管理研究”（项目编号：2018A030313039）的阶段性成果。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。

此外,现有评估机制对分析师的非公允性评价,还将直接产生三种不良社会影响:其一,影响分析师的积极性与禀赋效应的发挥;其二,给决策部门造成假象,形成“分析师能力不足”,甚至“分析师真的没有能力”的判断等恶性循环和路径扭曲;其三,不利于分析师市场的健康有序发展。

现有分析师市场声誉评估理论设计与问卷调查方法的不足,既降低企业的经营管理效率、造成不良经济社会效应,又不利于分析师市场公平竞争与初入世分析师的健康成长。因此,有必要基于大数据与智能算法,有效评测和判断分析师的市场声誉,并客观描述市场对分析师市场声誉的真实反应,以缓解现有评估机制下的实力扭曲、信息非对称等问题,为用人机构做出公允、客观价值判断提供参考依据,实现分析师市场合理定价和资源有效配置(Merkley et al.,2015; Brown et al.,2015)。

鉴于此,本着简单适用、市场逐利、市场数据、市场选择、市场评判等一般原则,本文采取层层叠进策略,构建由宏观情绪溢价模型和微观禀赋效应模型组成的分析师市场声誉动态评估模型,考察并量化不同时间维度下,分析师荐股、个人禀赋等要素特征及相应的社会经济效应对分析师市场声誉的综合影响。

情绪溢价反映投资者对标的个股的预期或人气指标,溢价波动刻画投资者的情绪变化(Lee et al.,2002;饶育蕾、刘达峰,2003)。受信息非对称、市场逐利心理和声誉效应的多重影响,分析师荐股等级与市场信息传递的偏差或预测行为能力的差异(Mola and Guidolin,2009;廖明情,2015),驱动所荐股票超市场波动(Brown et al.,2015; Bottazzi and Dindo,2014)。如跨专业分析师的超市场效应(Merkley et al.,2015)、市场行为的风险溢价效应(Trivedi,2014)、分析师乐观偏差的崩盘效应(许年行等,2012)、荐股目标价的无效性(Bradshaw et al.,2013;Gregoire and Marcet,2014)等。

微观禀赋效应方面,经市场检验的分析师禀赋,通常会产生集聚效应和羊群效应(Jegadeesh and Kim,2010;Bottazzi and Dindo,2014;Jegadeesh and Kim,2010)以及荐股报告的“黑箱效应”(Brown et al.,2015)等。荐股准确率、报告质量和“露脸”频次等要素禀赋,是决定分析师市场声誉和声誉惯性的的重要因素,其中,荐股准确率是禀赋效应的首要驱动变量。这主要是因为:其一,分析师荐股准确率反映了研究报告的质量,决定投资者“用脚投票”还是用“用手投票”;其二,“露脸”频次与“关注面”的社会经济效应,经荐股准确率与情绪溢价通道,影响分析师市场声誉及其对市场的驱动效应。

现有文献鲜有从情绪溢价、禀赋效应的视角,构建评判分析师市场声誉的评估机制,以探讨各行业分析师的综合排名及其市场异质性影响。相对而言,本文的创新点主要有以下三点:其一,将情绪溢价、禀赋效应等主客观要素纳入其中,构建分析师市场声誉动态评估机制;其二,量化分析师荐股的情绪溢价与要素禀赋,结合市场自适应调整机制与叠进策略,探讨分析师市场声誉排名及其动态传导机制;其三,在大数据框架下,客观、公允地评测了申银万国一级行业(以下简称:申万行业)分析师市场声誉综合排名。

本文基于 Wind 资讯数据库,手工整理全市场行业个股研究报告,实证考察分析师市场声誉动态评估机制的有效性与合理性,并且对理论机制做了样本外压力测试,以检验计量模型的稳健性、合理性与现实有效性。经与《新财富》2014-2017 年度各行业最佳分析榜单比较,发现本文的分析师动态评估机制具有良好的区间吻合度。

二、分析师市场声誉评估机制与计量模型

考虑到市场行为所引致的情绪溢价与分析师特性的异质效应,本文基于现实经验与相关研究文献,构建评判分析师市场声誉的理论机制与计量模型,以测度分析师所荐股票的情绪溢价、荐股准确率、精力及其分配等要素禀赋的具体效应。

(一) 情绪溢价与分析师市场声誉评估数理模型

在利益追逐和羊群效应的驱动下,分析师荐股行为驱动股价超市场波动,超额溢价是市场行为或分析师构筑声誉的具体表征(Bird et al., 2014; Breaban and Noussair, 2013)。本文的分析师市场声誉评估机制参考 Abarbanell (1991),将荐股标的前复权收盘价作为基础指标,以弱化除权、除息、高送转等因素的影响。同时参考王宇熹等(2007),应用行业调整的情绪溢价估算方法,刻画各行业分析师的相对荐股能力,减弱非市场因素的影响。据此,本文从即期、短期、中期和长期(分别对应荐股当日、荐股后 5 个、30 个和 60 个交易日)四个时间维度,将分析师荐股标的相对其所在申万行业涨跌幅的溢价,作为声誉评估机制情绪溢价的衡量指标。

需指出的是,在信息非对称环境下,经行业调整的前复权情绪溢价是分析师市场声誉评估机制的首要指标,其优点如下:其一,刻画市场投资者在不同时间维度下对分析师追随效应的大小;其二,克服荐股等级对股价波动的异质效应;其三,规避不同质量层次的研究报告(如深度报告、跟踪报告等)对其所荐股票价格波动的异质效应;其四,消除高送转等因素的影响。

情绪溢价反映了分析师公布研究报告的时点效应,及其对股市基本面抑或个股股性的把握程度。理由如下:其一,报告公布后,分析师所荐股票价格的正向或负向变化,刻画分析师市场实力的大小;其二,情绪溢价符合价格均衡理论下的溢价趋零规律(Yao et al., 2014);其三,情绪溢价的大小描述分析师对个股基本面和个股股性的把握程度。

除此之外,分析师市场声誉还存在行业整体水平即权重赋值问题。查阅现有文献发现,研究者通常以人为方式设定、调整权重,以迎合市场经验(王宇熹等,2007)。然而,迎合市场经验的权重设定法具有如下不足:人为定权会出现主观性、偏颇性与声誉排名本末倒置等问题。为克服上述问题,本文基于市场大数据而非人为臆断,决定在不同时间维度下分析各行业分析师的整体水平。

具体而言,统计出样本期内有效研究报告总数 TR ,以及报告公布日即期、短期、中期和长期等时间维度下具有超行业(指申银万国一级行业,下同)收益的报告份数 R_T 。比值 TR/R_T ,为情绪溢价的权重 WR_T 。自适应权重调整的优点在于:规避主观权重设定的不足;自动甄别不同时间维度下分析师荐股的整体水平。市场化权重 WR_T 遵循市场奖优罚劣规律,对经得起市场考验的分析师,赋予相对较高的权重,反之则赋予相对较低的权重。

考虑到时间维度的不确定性风险,分析师 i 单次推荐股票的市场声誉得分为 RC_{iT} 的模型如下:

$$\begin{cases} WR_T = TR/R_T (T = T_1, T_2, T_3, T_4) \\ RC_{iT} = WR_T \times Emp_{iT} \end{cases} \quad (1)$$

(1)式中: T_1, T_2, T_3, T_4 表示不同的时间维度; Emp_{iT} 表示 T 时间维度下的情绪溢价,即 T 时间维度下超行业收益。市场声誉越高的分析师,其所荐股票的情绪溢价变动越大,即 RC_{iT} 与

Emp_{iT} 成正比。

分析师荐股等级偏好及其惯性效应制约分析师市场声誉及其得分 (Degeorge et al., 2013; Jackson, 2005), 其对市场声誉的影响可能存在差异 (Jegadeesh et al., 2004)。有必要基于分析师荐股等级类别及其分布状况, 统计测算出各荐股级别的概率 ($WP_{kT} \in [0, 1]$), 分析师推荐股票的市场声誉均值得分为 RSC_{iT} , 其数理模型如下:

$$RSC_{iT} = \sum_{k \in [\text{强烈推荐}, \text{推荐}, \text{中性}, \text{卖出}]} WP_{kT} \times RC_{iT} \quad (2)$$

(2)式中: RSC_{iT} 表示不同时间维度下, 分析师 i 在 k 荐股等级下所荐个股的声誉均值得分。考虑到各券商研究报告对荐股评级的异质性, 本文将一百余家券商的荐股等级分为强烈推荐、推荐、中性和卖出四档。经分析发现: 分析师荐股等级相对偏乐观, 强烈推荐与推荐等级的个股占比超 95%, 中性与卖出等级个股不到整体样本的 5%。

(二) 禀赋效应与分析师市场声誉评估数理模型

分析师禀赋效应模型承接情绪溢价机制, 其数理模型涉及的关键因素主要有分析师荐股准确率及其市场效应、个人精力与分配及社会经济效应三个主要部分。首先为分析师荐股准确与否的市场效应。分析师荐股准确与否, 既反映分析师对经济基本面和所荐股票股性的了解程度, 又刻画市场对分析师的认可度 (Gregoire and Marcet, 2014), 是市场联袂效应与情绪驱动的直接结果。在“用脚投票”的竞争环境中, 荐股准确与否直接考量分析师精力及其分配、社会经济关系的市场价值 (Jegadeesh and Kim, 2010; Hong and Kubik, 2003)。因此, 荐股准确率是决定分析师市场声誉的首要禀赋, 是分析师禀赋效应的关键变量。

分析师禀赋效应评估数理模型在荐股等级和情绪溢价得分的基础上, 将不同时间维度的荐股准确率作为市场声誉的考核指标, 以综合评估、汇总分析师推荐股票在时间维度和荐股等级分布上的总得分 RSC'_i , 其模型如下:

$$RSC'_i = \sum_{T=T_1, T_2, T_3, T_4} Endo_{iT} \times RSC_{iT} \quad (3)$$

式(3)中: RSC'_i 表示综合考虑时间维度、荐股等级分布和荐股准度率三因素背景下, 分析师推荐股票的市场声誉均值得分。 $Endo_{iT}$ 表示不同时间维度下, 分析师具有超行业收益的荐股报告数与其研究报告总篇数的比例, 是分析师推荐股票准确率的衡量指标。

其次为分析师精力量化及分配。分析师精力及其分配刻画分析师的研究广度与深度。通常情况下, 分析师精力越充沛, 研究股票的精力分配越多, 所荐股票的研究报告越有深度, 理应在个股中获得较高的市场声誉。需要注意的是, 个股声誉不等同于整体声誉, 分析师对市场声誉的追求会倒逼其合理利用、有效分配精力等特性禀赋资源。

假定分析师 i 的精力等同其关注股票数或荐股总只数 (NS_i), 精力分配指标为其推荐 j 股票的次数或报告公布篇数 (N_{ij}) 与分析师 i 公布报告的总篇数 (TR_i) 的比值。分析师 i 在 j 股票上的精力分配 ES_{ij} 可量化为:

$$ES_{ij} = NS_i \times N_{ij} / TR_i \quad (4)$$

结合数理模型(3)和(4), 不同时间维度下, 分析师精力及其分配的市场声誉整体得分 (ERC_i) 模型可以表述为:

$$ERC_i = \sum_{i=1}^{NS_i} \sum_{j=1}^{N_{ij}} RSC'_i / TR_i \quad (5)$$

最后为分析师的社会经济效应。分析师特别是卖方分析师通常以各种方式在媒体、公

共场合以及交流会上频繁露脸。露脸频次和关注面间接体现分析师的专业水平、市场广度、人际关系和隐性规则的影响(Lin and McNichols, 1998),有必要将其纳入分析师市场声誉综合评估考核体系。

本文将分析师荐股报告总数的倒数 $HZ_i = 1/TR_i$ 和荐股只数作为露脸频次和关注面的衡量指标。假定分析师*i*所荐全部股票 NS_i 的声誉排名得分(ERC_{ij})权重为 $\frac{1}{NS_i HZ_i}$,分析师*i*市场声誉最终得分 MI_i ,测算的模型如下:

$$MI_i = \frac{ERC_i}{NS_i HZ_i} \quad (6)$$

分析师市场声誉与露脸频次正相关,关注面具有声誉抑制作用。主要原因是:(1)较宽的关注面和较少的精力分配增加市场“用脚投票”的权重,不利于分析师市场声誉的培育;(2)在专业化水平相差无几的前提下,分析师露脸频次越高,越利于获取良好的人脉网络和市场知名度。

(三) 分析师市场声誉评估机制的计量模型

根据情绪溢价、禀赋效应与分析师市场声誉评估的数理模型,本文构建计量检验模型,以验证评估机制诸多假设的有效性。回顾分析师市场声誉评估模型,不难发现,分析师市场声誉主要受市场情绪与禀赋效应的双重影响。其中,市场情绪包括不同时间维度下的情绪溢价;荐股准确率作为分析师个性禀赋的首要特征变量,是优序禀赋效应的关键变量。

需要说明的是,分析师市场声誉具有惯性效应。原因如下:其一,分析师市场声誉往往强者恒强,在短期承接效应的作用下,惯性效应显著;其二,分析师荐股标的具有可追踪性,市场情绪溢价具有路径可寻性;其三,分析师荐股标的及相应荐股等级的回溯性决定情绪溢价、准确率的路径依赖性。

根据分析师市场声誉数理模型,若摒除市场化权重等因素的综合影响,在控制精力及其分配、露脸等社会经济变量的前提下,截至*t*时刻分析师市场声誉综合排名 MI_{it} 的计量模型如下:

$$MI_{it} = \rho MI_{it-1} + \varphi_1 Emp_{T1,it} + \varphi_2 Emp_{T2,it} + \varphi_3 Emp_{T3,it} + \varphi_4 Emp_{T4,it} + \theta_1 Endo_{T1,it} + \theta_2 Endo_{T2,it} + \theta_3 Endo_{T3,it} + \theta_4 Endo_{T4,it} + \omega_1 NS_{it} + \omega_2 ES_{it} + \omega_3 [1/(NS_{it} HZ_{it})] + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

(7)式中:*t*表示截至*t*时刻, ($Emp_{T1,it}, Emp_{T2,it}, Emp_{T3,it}, Emp_{T4,it}$)分别表示不同时间维度下的情绪溢价变量, ($Endo_{T1,it}, Endo_{T2,it}, Endo_{T3,it}, Endo_{T4,it}$)分别表示不同时间维度下的禀赋效应变量。 NS_{it} 为分析师的研究精力, ES_{it} 为分析师对个股的精力分配, $1/(NS_{it} HZ_{it})$ 为露脸频次与“关注面”等社会经济变量。

模型(7)中, ρ 为惯性效应待估参数, $\varphi_1, \varphi_2, \varphi_3, \varphi_4$ 为情绪溢价待估参数,测度不同时间维度下情绪溢价的边际效应; $\theta_1, \theta_2, \theta_3, \theta_4$ 为禀赋效应待估参数,刻画不同时间维度下分析师禀赋的市场边际反应; $\omega_1, \omega_2, \omega_3$ 为控制变量待估参数; ρ 为常数项, ε_{it} 为随机扰动项。

考虑到不同时间维度下的情绪溢价与禀赋效应,本文对分析师市场声誉产生差异化影响提出以下待检验假设:

首先,我们的先验预期是:分析师市场声誉对短期情绪的反应积极且灵敏度高,短期情绪溢价显著提高分析师的市场声誉。考虑到市场机会的瞬时性,相对短期而言,长期情绪的溢价效应显著弱化。针对这一先验预期,提出待检验假设 1:

$$H_0:\varphi=0, H_1:\varphi>0$$

对应检验结果是:对长、短期情绪溢价而言,皆拒绝原假设 H_0 ;但就程度而言,短期情绪溢价的声誉驱动效应显著强于长期。

其次,禀赋效应依托于分析师自身的实力。因此,基于分析师自身优势进行市场声誉竞争可能是有效的,也可能是无效的。对不同的分析师而言,分析师自身实力对改善其声誉排名与市场竞争力的作用也可能存在差异。为此,提出待检验假设2:

$$H_0:\theta=0, H_1:\theta\neq 0$$

禀赋效应及其自身实力能否有效提升分析师市场声誉,我们很难有一个先验预期。对原假设 H_0 ,我们缺乏先验判定的依据,只能看实证结果。但从直观经验判断,由于羊群效应对市场机会的敏感性与单一机会的不可持续性,不同时间维度下,分析师禀赋效应对声誉的驱动效应显著但存在差别。

最后,考虑到分析师荐股等级、荐股标的等的路径依赖性,市场大数据、自适应权重调整视角下的分析师市场声誉具有惯性效应。针对这一先验预期,提出待检验假设3:

$$H_0:\rho=0, H_1:\rho>0$$

综合情绪溢价与禀赋效应对分析师市场声誉的内在作用机理,我们对待检验假设3的先验判断为拒绝原假设 H_0 。

三、数据来源与变量设定

(一) 数据来源与处理

对于分析师市场声誉评估机制模型的可行性与适用性问题,我们基于Wind资讯数据库,手工搜集样本区间内全市场分析师及其荐股研究报告以及其相对应的荐股等级等数据。样本时间范围为2008年1月-2018年7月,其中2008年1月-2018年2月为模型验证样本区域,2018年3月-2018年7月为样本外跟踪与压力测试区域。截至2018年7月,A股市场先后共有分析师4600余名,共发表各类研究报告超36万篇。模型验证的有效研究报告334806份,压力测试样本总数23620份。

样本处理方法如下:(1)删除没有评级或评级缺失的研究报告;(2)删除有评级但研究机构或分析师姓名缺失的研究报告;(3)归纳不同研究机构对荐股级别的异质特性,将一百余家券商的不同荐股级别归纳为强烈推荐、推荐、中性和卖出四个荐股等级;(4)情绪溢价以申万行业分类为标准,不同时间维度下分析师荐股超行业收益的大小为其衡量指标;(5)考虑到大部分研究报告出现多位分析师署名等情况,本文默认第一作者为研究报告的主要负责人,并据此研究其市场声誉;(6)剔除ST或*ST个股;(7)删除归属于申万行业综合的分析师及其所荐个股;(8)剔除不规范或纠正经确认不规范或错误的源数据。

(二) 变量设定与说明

本文所涉及的关键变量与控制变量的定义或测算方法如下:

关键变量:(1)情绪溢价(Emp_{it}):参考Abarbanell(1991),以前复权收盘价和申万行业指数为基准,测算分析师荐股报告在不同时间维度下的超行业收益对分析师市场声誉的具体效应。(2)禀赋效应($Endo_{it}$):将荐股准确率作为分析师禀赋特征的首要特征变量,本文以不同时间维度下,分析师具有超行业收益的荐股报告数与其研究报告总篇数的比例衡量禀赋效应。(3)惯性效应(MI_{it-1}):借鉴杨继生和阳建辉(2015),本文将分析师上一期市场声

誉排名作为分析师市场声誉惯性传导的衡量指标,以描述分析师市场声誉传导的路径依赖性。

控制变量:(1) 研究精力(NS_{it}):样本期内分析师截至 t 时刻关注股票或荐股的总只数。(2) 精力分配(ES_{it}):精力分配蕴含着分析师对所荐个股的研究广度与深度,以截至 t 时刻分析师荐股频次或报告公布篇数(N_{ijt})与分析师公布报告的总篇数(TR_{it})的比值作为精力分配的代理指标,详情见式(4)。(3) 社会经济变量($1/(NS_{it}HZ_{it})$):以 $1/(NS_{it}HZ_{it})$ 作为截至 t 时刻社会经济变量的衡量指标,以刻画分析师市场广度对其推荐股票的驱动效应。

四、实证检验与压力测试:分析师市场声誉动态评估

本部分以全市场分析师为研究对象,依据分析师市场声誉动态评估机制,计量检验机制中各理论假设的合理性与有效性,进而实证评估申万各行业分析师的市场声誉综合得分及其综合排名,压力测试申万各行业分析师 2018 年 3 月以来的市场声誉动态排名,验证了分析师市场声誉评估理论机制的稳健性。

需首先说明的是,本文以星期为单位,定期动态跟踪分析师市场声誉排名,这导致分析师市场声誉具有较强的惯性效应。对于动态面板模型,我们以水平 GMM 估计方法,选取 ΔMI_{it-1} 、 ΔMI_{it-2} 作为 MI_{it-1} 的工具变量,其原因是工具变量与 MI_{it-1} 存在高度相关性,且与误差项弱相关,借以克服分析师市场声誉排名的内生性问题。

(一) 情绪溢价、禀赋效应与分析师市场声誉动态评估实证

本文基于全市场分析师荐股研究报告数据,着重考察分析师禀赋、情绪溢价对分析师市场声誉的动态效应,应用水平 GMM 估计方法,实证检验了计量模型(7)中情绪溢价和禀赋效应对分析师市场声誉的具体影响,其结果详情如表 1 所示。

表 1 分析师市场声誉模型实证结果

经济变量	变量名称	参数估计值	标准误	95%置信区间
惯性效应	MI_{it-1}	0.8975 **	0.0029	[0.8946,0.9004]
情绪溢价	$Emp_{T1,it}$	0.0324 **	0.0060	[0.0210,0.0438]
	$Emp_{T2,it}$	0.0257 **	0.0039	[0.0250,0.0265]
	$Emp_{T3,it}$	0.0140 **	0.0030	[0.0080,0.0200]
	$Emp_{T4,it}$	0.0103 **	0.0010	[0.0067,0.0139]
禀赋效应	$Endo_{T1,it}$	0.0122 **	0.0025	[0.0092,0.0152]
	$Endo_{T2,it}$	0.0104 **	0.0031	[0.0051,0.0153]
	$Endo_{T3,it}$	0.0093 **	0.0029	[0.0064,0.0123]
	$Endo_{T4,it}$	0.0076 **	0.0037	[0.0032,0.0130]
控制变量	NS_{it}	0.0122 *	0.0643	[0.0046,0.0198]
	ES_{it}	0.0002 **	0.0000	[0.0000,0.0006]
	$1/(NS_{it}HZ_{it})$	0.0007 **	0.0001	[0.0000,0.0010]

注:**、* 分别表示在 5%、10% 的显著性水平下显著。

首先,分析师市场声誉动态模型 Sargan 检验的 χ^2 检验值为 482.03,相应的 P 值为0.9995,这表明过度识别的工具变量集是总体有效的。

其次,情绪溢价显著影响分析师市场声誉,且短期溢价效应显著强于长期。研究发现,在 5% 的显著性水平下, φ_1 、 φ_2 、 φ_3 、 φ_4 估计参数显著异于零,情绪溢价的驱动效应明显,随着

时间的推移, φ_1 、 φ_2 、 φ_3 、 φ_4 的估计参数依次减弱,短期驱动效应明显强于中长期,验证了假设1的合理性。这表明情绪溢价具有短时性与瞬时性。原因可能是:其一,投资者盲目跟风与市场机会的瞬时性,导致情绪驱动下的溢价具有短期性;其二,市场不确定性、消息冲击与时间成本弱化情绪溢价的中、长期效应;其三,分析师依据基本面荐股,在声誉机制的驱动下,荐股标的具有短期溢价与中长期基本面支撑等双重属性,间接强化了情绪溢价的短期效应。

再次,禀赋效应显著影响分析师市场声誉,且短、中、长期的影响相对情绪溢价均衡。研究发现,在5%的显著性水平下, θ_1 、 θ_2 、 θ_3 、 θ_4 估计参数显著异于零,且相对情绪溢价而言,禀赋效应的作用大小相对平衡。这表明禀赋效应驱动分析师市场声誉的效应明显,且禀赋效应对分析师市场声誉的影响相对稳定,验证了假设2的合理性。可能的原因有:其一,荐股研究报告的研究质量与分析师禀赋水平息息相关;其二,分析师禀赋具有相对持久性与连续性,增强研究报告的内涵与质量;其三,分析师对荐股标的跟踪的连续性强化禀赋效应的持久性;其四,分析师的自律行为倍增禀赋效应对声誉排名的综合影响力。

最后,分析师市场声誉具有强惯性效应。在5%的显著性水平下, ρ 显著异于零且为正,验证假设3的有效性。分析师市场声誉具有惯性传导效应的原因有三:其一,分析师禀赋特征引导分析师市场声誉惯性传导;其二,市场盲目信任、跟风与羊群效应驱动情绪溢价,巩固并延续分析师原有声誉;其三,分析师市场声誉短期内不可逆等特性引致声誉具有强短期惯性。

由此可见,情绪溢价、禀赋效应与路径依赖性三重因素,基本决定分析师市场声誉的综合影响力。在盲目跟风、羊群效应、投资者理性/非理性逐利与“用脚投票”的市场机制下,分析师市场声誉遵循“不进则退、溢价生存”的市场法则,易出现强者恒强的局面。

(二) 市场声誉评估结果与《新财富》比较分析

为检验评估机制的可行性与现有评估机制的区间吻合度,本文根据分析师市场声誉评估模型,实证评估2014–2017年度申万各行业全部有效分析师的市场声誉和排名^①。经与《新财富》2014–2017年申万各行业最佳分析师比较,发现分析师市场声誉评估结果与《新财富》最佳分析师榜单具有良好的区间吻合度。

以2017年为例,申万27个行业(剔除综合)中,有23个行业的前10名基本囊括2017年度《新财富》最佳分析师榜单,行业的区间吻合度接近85%。声誉评估机制所评测出的最佳分析师,整体与《新财富》2017年度最佳分析师榜单的区间吻合度接近80%(90/115,即2017年度《新财富》115名最佳分析师中,有90名位列申万各行业前10名),具有良好的区间吻合度与稳健性。需提醒的是,分析师市场声誉评估机制对采掘业、医药生物、建筑材料、商业贸易、钢铁、有色金属、通信与休闲服务业等行业的区间吻合度表现更佳,上榜2017年度《新财富》的最佳分析师,皆位居声誉评测系统的前10名。

不难发现,分析师市场声誉评估机制与《新财富》最佳分析师榜单在排名及其综合影响力等方面存在差别。其可能的原因有:(1)本评估与《新财富》评估的时间跨度不同,引致结果略显不同;(2)研究方法差异,《新财富》采取调查统计方法(存在主观偏差),而本评估机制采取市场大数据分析方法,更为客观;(3)分析师评分的权重不同,《新财富》采取主观定分法与基金管理规模权重法(王宇熹等,2007),本评估机制基于市场化数据和一般规律,采取市场权重自适应方法。

^①受限于篇幅,本文不再列出全市场分析师市场声誉评估的最新结果,有兴趣的读者欢迎来信交流。

总体而言,分析师市场声誉评估机制的实证结果与《新财富》榜单有良好的区间吻合度,这表明情绪溢价、禀赋效应较好地衡量了市场投资者行为,间接验证本评估机制的有效性与合理性。

(三) 稳健性检验:分析师市场声誉动态评估样本外检验

研究结果表明,分析师市场声誉动态评估机制具有良好的市场适应性。为检验声誉评估机制的一般性,我们遵循一般经验,以 2018 年 3 月-2018 年 7 月样本为压力测试样本,样本数量为 23 620 份,以检验分析师市场声誉评估机制的稳健性。

本文仍以申万各行业分析师荐股研究报告与市场行情数据为基础,应用水平 GMM 估计方法,选取 ΔMI_{it-1} 、 ΔMI_{it-2} 作为 MI_{it-1} 的工具变量,克服分析师市场声誉排名的内生性问题,有效估计动态面板模型各待估参数,据此考察压力测试区域内情绪溢价、禀赋效应等多重要素对分析师市场声誉的综合影响力。Sargan 检验的 χ^2 检验值为 367.26,相应的 P 值为 0.9962,说明过度识别的工具变量集是总体有效的。压力测试结果表明,其一,在 5% 的显著性水平下,样本区内的 φ_1 、 φ_2 、 φ_3 、 φ_4 估计参数显著异于零,情绪溢价显著影响分析师市场声誉,且其影响效应随时间衰减。其二,在 5% 的显著性水平下, θ_1 、 θ_3 、 θ_4 估计参数显著异于零, θ_2 在 10% 的显著性水平下显著异于零,禀赋效应各待估参数随时间的衰减速度明显弱于情绪溢价,表明其对分析师市场声誉具有持久的驱动效应。其三,在 5% 的显著性水平下, ρ 显著异于零,且与实证检验区的估计结果相近,再次证明分析师市场声誉排名具有惯性效应与强连续传导效应。实证与压力测试结果表明,分析师市场声誉受惯性效应、情绪溢价与禀赋效应等要素的三重驱动,分析师应以自身禀赋为依托,联袂市场情绪及其机制下的溢价与声誉传导效应,依靠自身实力去打造市场声誉,而非借助去实力化的其他方式。

表 2 分析师市场声誉模型稳健性检验

经济变量	变量名称	参数估计值	标准误	95%置信区间
惯性效应	MI_{it-1}	0.8960 **	0.0010	[0.8947,0.8973]
情绪溢价	$Emp_{T1,it}$	0.0275 **	0.0140	[0.0000,0.0551]
	$Emp_{T2,it}$	0.0058 **	0.0031	[0.0000,0.0115]
	$Emp_{T3,it}$	0.0033 **	0.0009	[-0.0221,0.0284]
	$Emp_{T4,it}$	0.0029 **	0.0008	[-0.0129,0.0189]
禀赋效应	$Endo_{T1,it}$	0.0110 **	0.0042	[0.0040,0.0180]
	$Endo_{T2,it}$	0.0134 *	0.0073	[0.0031,0.0238]
	$Endo_{T3,it}$	0.0095 **	0.0028	[0.0043,0.0147]
	$Endo_{T4,it}$	0.0086 **	0.0035	[0.0039,0.0133]
控制变量	NS_{it}	0.0623 **	0.0023	[0.0451,0.0795]
	ES_{it}	0.0063 *	0.0034	[0.0016,0.0111]
	$1/(NS_{it} HZ_{it})$	0.0008 **	0.00001	[0.0000,0.0017]

注:**、* 分别表示在 5%、10% 的显著性水平下显著。

此外,我们动态跟踪了申万各行业分析师市场声誉综合影响力排名。申万 27 个行业(剔除综合)的分析师市场声誉排名虽有变化,但在区间吻合度等方面的整体综合影响力与 2017 年底《新财富》最佳分析师榜单相差无几,验证分析师市场声誉评估机制的稳健性与有效性。这说明分析师市场声誉评估机制具有良好的动态跟踪效能与一般适用性。

五、结论

本文构建了分析师市场声誉对情绪溢价与禀赋效应的动态评估响应机制,从市场大数据视角,客观评判了分析师的市场声誉,以缓解现有评估机制下的实力扭曲、信息非对称以及由此引致的诸多社会问题。实证检验与压力测试结果均揭示并验证如下结论:

1.受投资者盲目跟风、市场机会的瞬时性与不确定性、分析师基本面荐股等因素的综合影响,在5%的显著性水平下,情绪溢价显著驱动分析师市场声誉综合影响力,且情绪溢价对分析师市场声誉驱动的短期效应显著强于长期。

2.由于分析师自律管理与自我约束及其对推荐股票的持续跟踪等原因,在5%的显著性水平下,禀赋效应显著影响分析师市场声誉,且相对情绪溢价而言,在不同时间维度下,禀赋效应对分析师市场声誉排名的影响相对均衡与平稳。

3.受情绪溢价、禀赋效应与分析师市场声誉短期不可逆等因素的驱动,在5%的显著性水平下,分析师市场声誉具有强惯性效应,路径依赖性显著。

4.经与《新财富》2014-2017年度最佳分析师排名比较,发现分析师市场声誉动态评估机制具有良好的区间吻合度和准确性。申万27个行业(剔除综合)中,有23个行业的前10名,基本囊括上榜2017年度《新财富》的最佳分析师,行业区间吻合度接近85%。

上述结论表明,分析师市场声誉主要受情绪溢价、禀赋效应与惯性效应等因素的综合影响。在市场声誉培植中提高自身实力与荐股准确率、有效结合市场情绪与标的基本面,是分析师打造抑或强化其市场声誉的主、客观要求。

参考文献:

- 1.廖明情,2015:《买方分析师与卖方分析师的预测行为差异及其经济后果研究》,中国经济出版社。
- 2.饶育蕾、刘达峰,2003:《行为金融学》,上海财经大学出版社。
- 3.王宇熹、肖峻、陈伟忠,2007:《我国证券分析师荐股绩效量化统计评估方法研究——以〈新财富〉杂志最佳分析师为例》,《统计与决策》第5期。
- 4.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。
- 5.杨继生、阳建辉,2015:《行政垄断、政治庇护与国有企业的超额成本》,《经济研究》第4期。
- 6.Abarbanell, J. S. 1991. "Do Analysts' Earnings Forecast Incorporate Information in Prior Stock Price Changes?" *Journal of Accounting and Economics* 14: 147-165.
- 7.Bird, R., D. F. S. Choi, and D. Yeung. 2014. "Market Uncertainty, Market Sentiment and the Post-Earnings Announcement Drift." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 43(1): 45-73.
- 8.Bottazzi, G., and P. Dindo. 2014. "Evolution and Market Behavior with Endogenous Investment Rules." *Journal of Economic Dynamics and Control* 48: 121-146.
- 9.Bradshaw, M.T., L.D. Brown, and K. Huang. 2013. "Do Sell-Side Analysts Exhibit Differential Target Price Forecasting Ability?" *Review of Accounting Studies* 18(4): 930-955.
- 10.Breaban, A., and C. N. Noussair. 2013. "Emotional State and Market Behavior." Center Discussion Paper Series, No. 2013-031.
- 11.Brown, L. D., A. C. Call, M. B. Clement, and N. Y. Sharp. 2015. "Inside the 'Black Box' of Sell-Side Financial Analysts." *Journal of Accounting Research* 53(1): 1-47.
- 12.Degeorge, F., F. Derrien, A. Kecskes, and S. Michenaud. 2013. "Do Analysts' Preferences Affect Corporate Policies?" Swiss Finance Institute Research Paper, No.13-22.
- 13.Gregoire, J., and F. Marcet. 2014. "Analysts' Target Price Accuracy and Investors' Reaction: Chilean Stock Market Evidence." *Revista Mexicana de Economias Financial* 9(2): 153-173.
- 14.Hong, H., and J. D. Kubik. 2003. "Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earning Forecasts."

- The Journal of Finance* 18(1): 313–351.
- 15.Jackson, A.R. 2005. “Trade Generation, Reputation and Sell-Side Analysts.” *The Journal of Finance* 60(2): 673–717.
- 16.Jegadeesh, N., and W. Kim. 2010. “Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions.” *The Reviews of Financial Studies* 23(2): 901–937.
- 17.Jegadeesh, N., J. Kim, S. D. Krische, and C. M. C. Lee. 2004. “Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?” *The Journal of Finance* 59(3): 1083–1124.
- 18.Lee, W.Y., C.X. Jiang, and D.C. Indro. 2002. “Stock Market Volatility, Excess Returns, and the Role of Investor Sentiment.” *Journal of Banking and Finance* 26(12): 2277–2299.
- 19.Lin, H. W., and M. F. McNichols. 1998. “Underwriting Relationships, Analysts’ Earnings Forecasts and Investment Recommendations.” *Journal of Accounting and Economics* 25(1): 101–127.
- 20.Merkley, K.J., R. Michaely, and J.M. Pacelli. 2015. “Does the Scope of Sell-Side Analyst Industry Matter? An Examination of Bias, Accuracy and Information Content of Analyst Reports.” *The Journal of Finance* 72(3): 1285–1334.
- 21.Mola, S., and M. Guidolin. 2009. “Affiliated Mutual Funds and Analyst Optimism.” *Journal of Financial Economics* 93(1): 108–137.
- 22.Trivedi, J. 2014. “Modeling Volatility and Financial Market Behavior Using Symmetric and Asymmetric Models: The Case Study of Athex Stock Exchange.” *International Journal of Business Quantitative Economics and Applied Management Research* 1(2): 72–87.
- 23.Yao, J., C. Ma, and W.P. He. 2014. “Investor Herding Behavior of Chinese Stock Market.” *International Review of Economics & Finance* 29: 12–29.

Emotional Premium, Endowment Effect and the Dynamic Estimation of Sell-Side Analysts’ Market Reputation

Li Zhan¹ and Yang Jianhui²

(1: DongGuan University of Technology; 2: Zhongshan Securities Co. LTD)

Abstract: Emotional premium and endowment effects are two main driving factors of the comprehensive influence of the market reputation of analysts. Based on the dynamic response mechanism of the market reputation of analysts to the emotional premium, endowment effects and the overall level of the industry, this paper measures the influence of emotional premium and endowment effects on the market reputation of analysts under different time dimensions. Both empirical results and stress tests show that the emotional premium can significantly affect the market reputation of analysts and the effects are significantly stronger in the short-term. The endowment effect also has a significant effect on the market reputation of analysts. Compared to the emotional premium, its influence is weaker while the influence mechanism is relatively balanced and stable. What’s more, the market reputation of analysts has strong path dependence. By comparing our results with the list of the best analysts published in NEW FORTUNE from 2014 to 2017, it is found that our dynamic evaluation mechanism has superior fitness, accuracy and general applicability. Finally, it is concluded that gathering market power and focusing on their own capabilities are two effective ways for the analysts to improve their market reputation.

Keywords: Emotional Premium, Endowment Effect, Reputation Effect, Herd Behaviors

JEL Classification: C51, D01, G1

(责任编辑:彭爽)