

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2023.07.007

分析师极端荐股表现与声誉获取^①

吴俣立

(中央财经大学金融学院, 北京 100081)

摘要: 本文以卖方分析师在《新财富》最佳分析师评选中获奖作为其声誉获取的代理变量,实证研究了分析师股票推荐的极端表现对其声誉获取的影响。发现: 1) 在控制分析师年度平均股票推荐表现后,其年度最佳(最差)股票推荐表现进入全市场年度最佳(最差)表现,对其获奖概率有显著正面(负面)影响; 2) 分析师的已有声誉对上述机制具有放大作用——对曾经获奖的分析师而言,其年度最佳(最差)股票推荐表现进入全市场年度最佳(最差)表现,对其获奖概率的正面(负面)影响更大; 3) 分析师的年度最佳股票推荐表现和最差股票推荐表现对其获奖概率的影响非对称——分析师的最佳和最差股票推荐表现同时进入全市场年度最佳和最差表现,对其获奖概率有正面影响; 4) 荐股报告发布前一段时间的股票原始收益率和超额收益率进入全市场年度荐股最佳表现,对其获奖概率也有显著正向影响。

关键词: 证券分析师; 股票推荐极端表现; 《新财富》最佳分析师评选

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1007-9807(2023)07-0133-26

0 引言

证券分析师是投资者和上市公司之间传递和解释信息的桥梁,其工作对于提升证券市场的信息效率发挥重要作用^[1-3]。完善合理的激励机制有利于促使分析师向证券市场提供高质量的信息。向机构投资者客户提供服务是分析师的核心工作。机构投资者的评价是其激励机制中的核心参考指标,分析师高度关注机构投资者的评价^[4]。在很多市场中,由财经媒体组织的最佳分析师评选活动就是机构投资者评价分析师的主要形式^[5,6]。在评选中获奖可以给分析师带来重大的职业声誉和收入的提升^[5,7,8]。2003年,我国《新财富》杂志借鉴国际惯例,首次推出由国内机构投资者票选中国内地资本市场最出色分析师的活动。评选由券商推荐候选分析师,机构投资者填写评选问卷进行投票,投票结果汇总产生“新财

富最佳分析师”^②。该评选目前已成为我国最具影响力的证券分析师评价活动,一年一度的《新财富》评选被称为“券商界奥斯卡”,在评选中获奖是证券分析师获取声誉的最重要途径之一。2011年起,“新财富最佳分析师”被多地纳入高层次人才认定标准。《新财富》评选的结果成为分析师激励机制中的重要参考指标,以至于流传着“一朝新财富,年薪8位数”的说法。

《新财富》评选不仅仅是我国卖方证券研究行业的缩影,还是透视我国证券市场生态的一扇窗口。深入考察分析师评选,对理解我国证券分析师面对的外部评价环境及其信息供给行为,提升分析师信息供给质量,乃至提高证券市场信息效率都具有重要的理论和实践意义。与社会舆论的普遍关注形成明显反差,我国学术界对于最佳分析师评选的研究较为有限。迄今为止,仅有吴俣立

① 收稿日期: 2021-02-28; 修订日期: 2022-06-03。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71702205); 2020年度中央财经大学“青年英才”培育支持计划资助项目。

作者简介: 吴俣立(1982—),男,黑龙江鸡西人,博士,副教授。Email: wlwu@cufe.edu.cn

② <http://www.xcf.cn/zhuanti/2018/fxs/index.html>

等^[9]和逯东等^[10]针对我国《新财富》最佳分析师评选进行了初步的研究。

吴俣立等^[9]采用分析师的荐股信息构建投资组合,以投资组合的信息比率(information ratio)来衡量分析师平均荐股表现,发现A股市场分析师的平均荐股表现对其在评选中的获奖概率没有显著影响。一个有趣的问题是,作为分析师发布的最重要的投资建议,股票推荐的表现对分析师获取声誉真的毫无影响么?

行为心理学理论指出,人的注意力是一种有限的心理资源,因此人们对一些极端事件更容易留下深刻的印象^[11]。根据本文的统计,2020年共有2447位卖方分析师发布了51759份公司研究报告,每位分析师平均21篇。此外,分析师还会撰写每周每月的定期行业报告,其数量更是数倍于公司研究报告。如此海量的研究报告,任何机构投资者都无法逐一仔细阅读。此外,任何一段时间内,市场中只有少部分股票能给投资者带来较大超额收益,因此大部分荐股信息不会给投资者带来较大超额收益,所以大部分荐股信息不会给投资者留下深刻印象。那些表现极端的荐股样本,则有可能给机构投资者留下深刻印象,并影响机构投资者在评选中的投票行为。特别成功的股票推荐,会在一段时间内被分析师用于自我宣传反复提起;失败的股票推荐,会在投资者的谴责中广为扩散。因此,市场中少数最成功和最失败的股票推荐会被机构投资者广泛关注。受上述讨论的启发,本文检验了分析师的极端荐股表现对其在评选中获奖概率的影响。

本文定义分析师单次股票推荐的表现的度量指标为,荐股报告发布后的一段时间内,股票的原始收益率和超额收益率。由此选出每位分析师每年的表现最佳和最差的荐股报告。将每年每个行业内所有分析师的最佳荐股表现从高到低排序,取排名前20%的为市场最佳表现。类似地,将每年每个行业内所有分析师的最差荐股表现从高到低排序,排名后20%的为市场最差表现。

本文发现以下结果。第一,在控制分析师的年度平均荐股表现后,分析师年度最佳(最差)荐股表现进入全市场年度最佳(最差)表现,对其在评选中的获奖概率有显著的正面(负面)影响。第二,分析师的已有声誉对上述机制具有放大作

用——对曾经获奖的分析师而言,其年度最佳(最差)荐股表现进入全市场年度最佳(最差)表现,对其获奖概率的正面(负面)影响更大。第三,分析师的年度最佳荐股表现和最差荐股表现的影响是非对称的——分析师年度最佳和年度最差荐股表现同时进入全市场年度最佳表现和最差表现,其在评选中的获奖概率有显著提高。第四,本文还以荐股报告发布前1个月内的股票原始收益率和超额收益率度量分析师荐股表现,发现其年度荐股最佳表现依然对其评选中的获奖概率有显著的正向影响。

本文潜在贡献如下。第一,《新财富》最佳分析师评选是我国证券分析师行业重要的外部评价体系,评选结果对分析师的个人利益及所属证券公司的市场地位具有重要影响^[5,8]。因此,考察分析师信息供给行为对其在评选中的获奖概率的影响,有助于理解分析师评选如何反向影响其信息供给行为,这具有重要的理论意义和实际意义。本文从新的角度考察了分析师荐股信息对其获奖概率的影响,是对分析师声誉获取来源相关文献的有力补充。与此前文献的结论不同,本文研究发现,分析师在评选中获奖的概率与分析师荐股表现有关,但并非是荐股的年度平均表现,而是年度最佳和最差表现。第二,本文为有限注意力理论提供了新的支持性证据。现有文献主要将有限注意力理论应用于实证资产定价领域的研究,发现有限注意力使得投资者无法对公开信息充分解读,从而导致股价无法及时反映信息,形成股票收益率的可预测性。有别于以往文献,本文将有限注意力理论运用在最佳分析师评选这一场景,所得到的结果为有限注意力理论提供了新的支持性证据。第三,本文为分析师与机构投资者之间的利益互换行为提供了新的证据。以往文献从“交易费用压力”角度解释分析师与机构投资者之间的利益互换^[12],认为分析师发布更加乐观的盈余预测信息和股票评级,帮助机构投资者获利,同时机构投资者以交易佣金回报分析师。本文实证结果显示,分析师有可能在研究报告发布之前对机构投资者进行了信息泄露,以换取机构投资者的投票,为分析师与机构投资者之间的利益交换行为补充了新的证据。

我国股票首次公开发行制度即将从实施了二

十余年的核准制全变转变为注册制。注册制发行制度的核心在于证券发行方与投资者之间的信息透明。在此背景下, 证券分析师在股票市场中将发挥越来越重要的作用。因此, 构建科学客观的证券分析师外部评价体系, 对激励分析师提供高质量的研究成果至关重要。本文实证研究显示, 《新财富》最佳分析师评选的结果更多受到分析师的极端荐股表现所影响。这可能促使分析师在推荐股票时追求极端的投资机会。为了得到极端的荐股表现, 分析师可能推荐高风险的股票, 还可能推动概念炒作, 导致股票价格泡沫化。因此, 监管部门应采取措施规范最佳分析师评选活动, 监管部门或行业自律组织可以尝试组织具有官方背景的最佳分析师评选, 采用公开透明的量化指标, 给出客观的评选结果, 为分析师行业提供更加客观的外部评价体系。

1 文献回顾

目前为止, 仅有少数几篇文献针对国外证券市场的最佳分析师评选进行了研究。例如, Hong 和 Kubik^[5]发现, 挖掘更多基本面信息增加了成为明星分析师的概率。Jackson^[13]使用澳大利亚分析师评选数据进行研究, 发现准确的盈余预测可以为分析师带来声誉。Emery 和 Li^[6]同时使用“全美研究团队”评选 (I/I) 和“最佳分析师”评选 (WSJ) 数据进行实证研究, 发现分析师信息质量对获奖概率起到正面作用, 但获奖与否很大程度上取决于分析师的曝光度。Chiu 等^[4]以机构投资者在彭博终端上的搜索行为度量其对公司的关注程度, 发现及时发布机构关注度较高的公司的盈利预测的分析师, 在最佳分析师评选中获奖概率更高。

国内方面, 已有文献以《新财富》最佳分析师评选作为我国证券分析师声誉获取的代理变量, 对相关议题进行了广泛研究, 但绝大多数研究者考察的是评选后获奖分析师与未获奖分析师的信息供给以及市场影响等方面的差异。例如, 游家兴等^[14]发现, 相比于其他分析师, 获奖分析师会更坚持独立判断, 在投资者情绪高涨时发布的具有乐观偏差的盈余预测更少。张宗新和杨万成^[15]发

现获奖分析师更容易获得投资者信任, 因此其发布的研报在中短期内可显著影响股价, 但长期来看“明星光环”不会影响市场。张宗新和姚佩怡^[16]发现获奖分析师并未表现出比其他分析师更高的盈余预测准确度。赵留彦和宁可^[17]发现, 相比其他分析师, 获奖分析师上调股票评级后会带来更多的超额收益率。

仅有少数文献站在分析师评选之前的时点考察影响分析师在评选中获奖概率的因素。吴偲立等^[9]发现分析师的曝光度是影响其在评选中获奖概率的主要因素, 该文使用分析师股票推荐信息构建投资组合, 以投资组合的信息比率 (information ratio) 来衡量分析师平均荐股信息质量, 发现分析师获奖概率与其荐股信息质量无关。逯东等^[10]发现分析师对关联机构重仓持有的股票的评级乐观程度越高, 则其在评选中获奖概率越大。

基于以上文献回顾, 现有文献对我国最佳分析师评选的研究仍较为有限。与此前文献的结论不同, 本文研究发现, 分析师在评选中的获奖概率与分析师荐股表现有关, 但起作用的并非是年度平均荐股表现, 而是年度最佳和最差荐股表现。在此基础上, 本文还进一步检验了分析师已有声誉对上述机制的放大效应, 以及分析师年度最佳和最差荐股表现对分析师获奖概率的非对称影响。

2 理论分析与研究假设

我国卖方分析师每年发布的研究报告数量众多, 机构投资者几乎不可能阅读所有研究报告, 并根据每位分析师的平均荐股结果进行投票。根据本文的统计, 仅2020年就有2 447位卖方分析师发布了51 759份公司研究报告, 每位分析师平均21篇。此外, 分析师每周每月还会发布定期行业报告, 其数量更是数倍于公司研究报告。如此海量的研究成果, 任何机构投资者都无法逐一仔细阅读。任何一段时间内, 市场中只有少部分股票能够带来大幅超额收益, 因此大部分荐股信息不会给投资者带来大幅超额收益, 所以大部分荐股信息都不会给投资者留下深刻印象。

由于分析师评选结果与机构投资者的利益并不直接相关, 因此其投票行为更容易受到各种行

为偏差的影响。Kahneman^[11]指出,人类的关注资源是有限的,人不可能关注所有的信息,有些信息会被遗漏掉,即使是被关注到的信息,也不会赋予相同的权重,那些极端的、具有标志意义的信息更容易被注意到,并且留下深刻印象,这就是“有限注意力”现象。该理论被 Pashler 等^[18]等大量心理学研究所证实。关注是信息反映的前提,没有被关注到的信息,无法对人的决策产生影响。国内外大量实证研究表明,有限注意力现象在金融市场中普遍存在,对投资者的交易行为和资产定价有显著影响^[19, 20-23]。有限注意力现象在最佳分析师评选过程中同样存在。例如, Emery 和 Li^[6]通过问卷调查方式询问参与投票的机构投资者, 90% 的回应者都承认,他们在给分析师投票时很大程度上取决于候选者的知名度。Byun 和 Roland^[24]发现,分析师平均盈利预测准确度对其在最佳分析师评选中的获奖概率没有显著影响,但分析师对机构持股比例较高的公司的盈利预测的准确度对其在评选中的获奖概率有显著正向影响。

2020 年,我国来自 44 个证券公司的 1 000 多名分析师参与《新财富》评选。按照每位分析师 21 篇研究报告的数量计算,所有参选分析师在 2020 年发布的研报数量超过 2 万篇。在数量如此众多的分析师和荐股报告之中,本文认为,那些特别成功和特别失败的荐股更容易给机构投资者留下深刻印象,从而影响机构投资者的投票行为,理由如下。第一,许多文献研究了金融市场中的有限关注现象,发现异常的成交量和股价波动都会吸引投资者的关注^[19, 25-27]。分析师特别成功和特别失败的荐股意味着巨大的股价波动幅度,这本身就足以吸引机构投资者的关注。在观察到股价波动巨大的股票后,机构投资者很可能会复盘,搞清楚股价波动背后的逻辑,作为下一步投资的依据。在这个过程中,机构投资者会阅读分析师的研究报告,从而了解哪些分析师曾经推荐过该股票。因此,分析师的极端荐股表现会被机构投资者关注到。第二,特别成功的股票推荐,会在一段时间内被分析师用于自我宣传,被反复提起。特别失败的股票推荐,则会在投资者的谴责中广为扩散。每年《新财富》评选之前,参选分析师会去其服务的机构进行路演,介绍本年度的荐股成果。在路演过程中,分析师普遍会选取本年度最成功的荐股案例进行

宣传,因为此方式最直观,最容易给机构投资者留下印象。对于推荐后不涨甚至下跌的股票,就被分析师选择性遗忘。

人们在对事物进行判断或评价时,存在代表性偏差——人类在对事件做出判断的时候,过度关注于这个事件的某个特征,而忽略了这个事件发生的大环境概率和样本大小。当机构投资者观察到一位分析师的一次极端成功荐股之后,可能会据此推断该分析师一位非常优秀的分析师,并忽略该分析师其他的并不成功股票推荐。类似的,当机构观察到分析师的一次非常失败的推荐后,可能对这位分析师留下非常负面的印象,并忽略该分析师其他可能还不错的荐股。

基于以上分析,如果一个分析师的年度最佳荐股成为全市场的年度最佳荐股,机构投资者会关注到该分析师,并给他投票的概率更大。类似的,如果一个分析师的年度最差荐股成为全市场的年度最差荐股,机构投资者同样关注到,给他投票的概率就更小。根据以上分析,本文提出以下研究假说。

研究假说 1 分析师荐股的年度最佳(最差)表现是否成为全市场年度最佳(最差)表现,对其在《新财富》最佳分析师评选中的获奖概率有显著正面(负面)影响。

进一步,分析师的已有声誉对于上述机制可能会有放大效应。对于已经拥有业界声誉的、知名度较高的分析师,他们的股票推荐表现更容易引起证券市场投资者的关注。例如, Bonner 和 Hugon^[28]、伊志宏和江轩宇^[29]发现明星分析师荐股在短期涨幅较大,张宗新和杨万成^[15]进一步发现明星分析师荐股后股价涨幅更大这一现象与分析师的声誉有关。知名度较高的分析师的年度最佳(最差)荐股表现进入全市场的年度最佳(最差)表现,更容易被机构投资者关注,因此对获奖概率影响也更大。相反,对于知名度较低的分析师,即使他们的年度最佳(最差)荐股表现进入全市场的年度最佳(最差)表现,因机构投资者对其关注不高,对获奖概率影响也较小。由此本文提出研究假说 2。

研究假说 2 对于曾经获奖的分析师,其年度荐股最佳(最差)表现是否进入全市场年度最佳(最差)表现,对其在《新财富》最佳分析师评选

中的获奖概率的正面(负面)影响更大。

最后,证券分析师的年度最佳和最差荐股表现对其在评选中的获奖概率的影响可能是非对称的,原因如下。第一,分析师在拜票路演时会对自己的最佳荐股案例进行大力宣传,但对于失败的荐股案例,分析师本人显然没有激励去宣传。第二,虽然分析师每年撰写很多研究报告并推荐很多股票,但是分析师真心看好的股票可能只占其中一部分,很多研究报告只是为了完成工作量,或是为了创造与上市公司管理层的沟通机会而写^[30]。因此,分析师年度最佳荐股更可能是分析师真正看好的股票,而分析师年度最差荐股更可能并非是分析师真正看好的股票。机构投资者有很多机会和分析师私下交流,因此机构投资者可以了解到分析师真正看好哪些股票。所以,机构投资者更有可能买到分析师的年度最佳荐股;相反,机构投资者买到分析师年度最差荐股的概率则较低。由此推论,分析师年度最佳荐股对机构投资者的投票行为的影响,很可能比分析师年度最差荐股的影响更加显著。综上分析,本文提出如下研究假说。

研究假说3 分析师的年度荐股最佳表现和最差表现同时进入全市场年度最佳和最差表现,对其在《新财富》最佳分析师评选中的获奖概率有显著的正面影响。

3 实证设计

3.1 样本来源

本文使用的数据包括:证券分析师股票评级数据、《新财富》最佳分析师名单数据、个股日度收益率数据、上市公司机构持股比例数据、上市公司行业分类数据。本文采用Wind行业分类标准的二级行业分类^③。除行业分类数据,其他数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,样本时间跨度为2005年—2017年。

证券分析师的股票评级分为5个等级:买入、增持、中性、减持、卖出。根据本文统计,买入和增持评级占全部股票评级的91.1%,因此本文只保留了买入或增持评级的研究报告。此外,本文剔除了当年发布报告数目小于5篇的分析师样本^④。

3.2 变量定义

3.2.1 超额收益率计算方法

本文以分析师荐股报告发布后1个月、3个月的股价原始收益率和超额收益率来衡量分析师单次荐股表现。在稳健性检验中,本文还以报告发布后6个月/9个月/12个月的股票原始收益率和超额收益率来衡量分析师单次荐股表现。

参考Liu^[31],本文将分析师荐股报告发布前后的股票收益率分解为三个部分:公司、行业和市场,具体方法如下。

分析师在 $d = 0$ 日对公司 n 发布荐股报告,从自然日 d_1 到自然日 d_2 的股票累计收益率记为 $CR_{n(d_1, d_2)}$

$$CR_{n(d_1, d_2)} = \prod_{d=d_1}^{d_2} (1 + R_{n,d}) - 1$$

其中 $R_{n,d}$ 代表股票 n 在 d 日的收益率。

第一步,使用每一年的日度收益率数据对下面的回归式进行估计。

$$R_{n,d}^I = \alpha_n^I + \beta_n^{IM} \times R_d^M + \varepsilon_{n,d}^I$$

式中, R_d^M 代表A股全部上市公司 d 日流通市值加权平均收益率, $R_{n,d}^I$ 代表公司 n 所在行业中除去公司 n 之外的其他公司的 d 日流通市值加权平均收益率。 β_n^{IM} 代表公司 n 所在行业的行业收益率 $R_{n,d}^I$ 对市场收益率 R_d^M 的敏感度。借鉴Durnev等^[32]和Durnev等^[33]的处理方法,在计算 $R_{n,d}^I$ 时,本文剔除了公司 n 的收益率。因此,同一行业中不同公司的 $\hat{\beta}_n^{IM}$ 是不同的。这样做是为了防止某些行业中包含的公司数目较少,若计算 $R_{n,d}^I$ 时包含公司 n 的收益率,可能导致 $R_{n,d}^I$ 与 $R_{n,d}^I$ 虚假

③ 该标准全面借鉴了国际权威行业分类标准GICS(Global Industries Classification Standard),在现有的行业分类标准中覆盖股票最多,同时也最贴近投资者的投资实践。

④ 并非所有的在职分析师都参选《新财富》最佳分析师评选。例如,CSMAR数据库的数据显示,2017年共有1978位分析师发布了研究报告,但根据新财富评选的官方披露,当年只有1400位分析师参加了评选,无法具体知道哪些分析师参加了评选。根据本文的研究结果,发布研究报告数量较多的分析师,获奖概率更高。因此本文认为,参加评选的分析师应该是当年发布研究报告数量较多的分析师。因此,本文剔除了当年发布研究报告数量少于5篇的分析师样本。即使不进行这样的样本筛选,所得到的实证结果与现有结果是完全一致的。

相关. 在得到 β_n^{IM} 的估计值 $\hat{\beta}_n^{IM}$ 之后, 定义 $AR_{n,d}^I$

$$AR_{n,d}^I = R_{n,d}^I - \hat{\beta}_n^{IM} \times R_d^M$$

因此, $AR_{n,d}^I$ 与 R_d^M 独立.

第二步, 使用每一年的日度收益率数据对下面的回归式进行估计.

$$R_{n,d} = \alpha_n + \beta_n^M \times R_d^M + \beta_n^I \times AR_{n,d}^I + \varepsilon_{n,d}$$

通过对上式进行估计, 可得 β_n^M 和 β_n^I 的估计值, $\hat{\beta}_n^M$ 和 $\hat{\beta}_n^I$.

第三步, 从 d_1 日到 d_2 日股票 n 的累计收益率 $CR_{n,(d_1,d_2)}$ 中的市场成分和行业成分, 分别定义为 $CR_{n,(d_1,d_2)}^M$ 和 $CR_{n,(d_1,d_2)}^I$.

$$CR_{n,(d_1,d_2)}^M = \hat{\beta}_n^M \times R_{(d_1,d_2)}^M$$

$$CR_{n,(d_1,d_2)}^I = \hat{\beta}_n^I \times AR_{n,(d_1,d_2)}^I$$

$$AR_{n,(d_1,d_2)}^I = R_{n,(d_1,d_2)}^I - \hat{\beta}_n^{IM} \times R_{(d_1,d_2)}^M$$

式中的 $\hat{\beta}_n^M$ 、 $\hat{\beta}_n^I$ 和 $\hat{\beta}_n^{IM}$ 均由荐股报告发布上一年的日度收益率数据回归估计得到, $R_{(d_1,d_2)}^M$ 代表从 d_1 日到 d_2 日的市场累计收益率, $R_{n,(d_1,d_2)}^I$ 代表从 d_1 日到 d_2 日公司 n 所在行业的行业累计收益率.

由此, $CR_{n,(d_1,d_2)}$ 中扣除行业成分和市场成分的超额收益率可定义为 $CR_{n,(d_1,d_2)}^F$

$$CR_{n,(d_1,d_2)}^F = CR_{n,(d_1,d_2)} - CR_{n,(d_1,d_2)}^M - CR_{n,(d_1,d_2)}^I$$

分析师年度最佳荐股和最差荐股:

$\max_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)})$ 和 $\max_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)}^F)$ 分别为分析师 i 在 t 年内全部荐股中, 报告发布前后股票原始收益率和超额收益率的最大值, 代表分析师年度最佳荐股表现;

$\min_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)})$ 和 $\min_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)}^F)$ 分别为分析师 i 在 t 年内全部荐股中, 报告发布前后股票原始收益率和超额收益率的最小值, 代表分析师年度最差荐股表现;

$md_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)})$ 和 $md_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)}^F)$ 分别代表分析师 i 在 t 年内全部荐股中, 报告发布前后股票原始收益率和超额收益率的中位数, 代表分析师年度平均荐股表现.

$mean_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)})$ 和 $mean_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)}^F)$ 分别代表分析师 i 在 t 年内全部荐股中, 报告发布前后股票原始收益率和超额收益率的平均值, 代表分析师年度平均荐股表现.

如果分析师 i 在 t 年的最佳荐股表现 $\max_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)})$ 或 $\max_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)}^F)$ 在分析师所处行业中排在前 20%, 则认为该分析师年度最佳表现入选市场最佳表现, 令 $BiM_{(d_1,d_2),i,t} = 1$ 或 $BiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$, 否则 $BiM_{(d_1,d_2),i,t} = 0$ 或 $BiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 0$.

如果一个分析师的年度最差荐股表现 $\min_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)})$ 或 $\min_{i,t}(CR_{(d_1,d_2)}^F)$ 在分析师所处行业中排在后 20%, 则认为该分析师的年度最差表现入选市场最差表现, 令 $WiM_{(d_1,d_2),i,t} = 1$ 或 $WiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$, 否则 $WiM_{(d_1,d_2),i,t} = 0$ 或 $WiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 0$.

如果 $BiM_{(d_1,d_2),i,t} = 1$ 和 $WiM_{(d_1,d_2),i,t} = 1$ 同时成立, 则说明分析师 i 在 t 年的最佳表现和最差表现同时入选市场最佳表现和最差表现, 则令 $B\&W_{(d_1,d_2),i,t} = 1$, 否则 $B\&W_{(d_1,d_2),i,t} = 0$. 类似的, 如果 $BiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$ 和 $WiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$ 同时成立, 则令 $B\&W_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$, 否则 $B\&W_{(d_1,d_2),i,t}^F = 0$.

如果 $BiM_{(d_1,d_2),i,t} = 1$ 和 $WiM_{(d_1,d_2),i,t} = 0$ 同时成立, 则说明分析师 i 在 t 年的最佳表现入选市场最佳表现, 同时最差表现未进入市场最差表现, 则令 $OB_{(d_1,d_2),i,t} = 1$, 否则 $OB_{(d_1,d_2),i,t} = 0$. 类似的, 如果 $BiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$ 和 $WiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 0$ 同时成立, 则令 $OB_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$, 否则 $OB_{(d_1,d_2),i,t}^F = 0$.

如果 $BiM_{(d_1,d_2),i,t} = 0$ 和 $WiM_{(d_1,d_2),i,t} = 1$ 同时成立, 则说明分析师 i 在 t 年的最佳表现未入选市场最佳表现, 同时最差表现进入市场最差表现, 则令 $OW_{(d_1,d_2),i,t} = 1$, 否则 $OW_{(d_1,d_2),i,t} = 0$. 类似的, 如果 $BiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 0$ 和 $WiM_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$ 同时成立, 则令 $OW_{(d_1,d_2),i,t}^F = 1$, 否则 $OW_{(d_1,d_2),i,t}^F = 0$.

3.2.2 其他变量定义

最佳分析师虚拟变量 $star_{i,t}$: 如果分析师 i 在 t 年获取《新财富》最佳分析师称号, 则令 $star_{i,t} = 1$, 否则 $star_{i,t} = 0$.

根据 Emery 和 Li^[6] 和吴偲立等^[9], 以下变量也可能对分析师在评选中的获奖概率产生影响. 因此, 本文在回归中还控制了以下变量.

$rptnm_{i,t}$ 代表分析师 i 在 t 年发布的研究报告的数目; $stknm_{i,t}$ 代表分析师 i 在 t 年跟踪的股票数量. 分析师发布更多的报告, 关注更多的股票, 可使分析师得到更高的曝光率和知名度, 更容易给机构投资者留下印象.

$exp_{i,t}$ 代表分析师 i 截止 t 年度从事证券分析工作的时间,即分析师的从业经验. 本文将 CS-MAR 数据库中每位分析师第一次出现的时点作为该分析师从业时间的开始,计算每位分析师截止第 t 年的从业经验. 从业时间越久,能接触到的机构投资者自然越多,随着人际关系的扩展,被越来越多的机构投资者所熟悉. 随着经验的积累,更了解机构投资者的需求和心理,也就更容易给客户留下良好的印象. Hong 等^[35] 发现从业经验有助于提高分析师在行业中存活下去的概率.

$fund\ ratio_{i,t}$ 代表分析师关注机构投资者重仓股票的积极程度. 本文在每个年度将各行业中的股票按照机构持股比例的大小分为高低两组, $fund\ ratio_{i,t}$ 代表分析师 i 在 t 年发布的全部报告中关于机构持股比例较高组的股票的占比. 关注机构重仓股可以提高自己的曝光率和知名度. 机构希望能及时地了解他们正在持有股票的相关信息. 所以,与机构重仓的股票相关的研究报告更容易被注意到,报告作者也更容易给机构投资者留下深刻印象.

$buy\ ratio_{i,t}$ 代表分析师 i 在第 t 年发布的全部研究报告中,给出买入评级的研究报告的占比. 分析师给出更多的买入评级也可以吸引眼球,提高被关注的概率.

$times_{i,t}$ 代表分析师 i 在 t 年之前(不含 t 年)在新财富分析师评选中的累计获奖次数. 曾经获奖的分析师已经具有一定业内的声誉,机构投资者更容易在众多报告作者中留意到他的名字.

$house\ size_{i,t}$ 代表分析师 i 所在券商在 t 年雇佣的分析师数量,用来度量券商的规模或者实力. 实力雄厚和规模庞大的券商会给分析师带来更多的曝光机会.

3.3 研究设计

3.3.1 分析师年度荐股最佳(最差)表现与《新财富》评选获奖概率

本文采用 logit 模型研究分析师在评选中获奖概率的影响因素

$$\Pr(star_{i,t} = 1 | X) = \frac{e^{X\beta}}{1 + e^{X\beta}} \quad (1)$$

式中 \Pr 代表概率, X 代表影响分析师获奖概率的因素. 本文采用以下模型检验分析师年度最佳(最差)荐股表现是否入选市场最佳(最差)荐股表现,对分析师在评选中获奖概率的影响.

$$X\beta = \alpha + \beta_1 \times BiM_{(1,t),i,t} + \beta_2 \times WiM_{(1,t),i,t} + \beta_3 \times md_{i,t}(CR_{(1,t)}) + \beta_4 \times mean_{i,t}(CR_{(1,t)}) + \gamma Controls_{i,t} \quad (2)$$

$$X\beta = \alpha + \beta_1 \times BiM_{(1,t),i,t}^F + \beta_2 \times WiM_{(1,t),i,t}^F + \beta_3 \times md_{i,t}(CR_{(1,t)}^F) + \beta_4 \times mean_{i,t}(CR_{(1,t)}^F) + \gamma Controls_{i,t} \quad (3)$$

对以上两式进行估计,如果 β_1 的估计值显著为正, β_2 的估计值显著为负,则说明分析师年度荐股最佳(最差)表现是否进入市场最佳(最差)表现,对分析师能否在《新财富》评选中获奖有显著的正向(负向)影响,从而支持本文研究假说 1.

模型中的 $Controls_{i,t}$ 为控制变量,包括分析师曾经获奖次数 $times_{i,t}$ 、分析师跟踪股票数量 $stknm_{i,t}$ 、分析师发布报告数量 $rptnm_{i,t}$ 、分析师发布正面荐股在全部荐股中的比例 $buy\ ratio_{i,t}$ 、分析师工作经验 $exp_{i,t}$ 、分析师跟踪股票中机构持仓较高的股票占比 $fund\ ratio_{i,t}$ 、分析师所在券商的规模 $house\ size_{i,t}$. 在回归中,本文还控制了行业固定效应和年度固定效应. 例如,某些行业内上市公司较多,那么每个分析师跟踪的股票数量较多,但这并不意味着该行业的分析师获奖概率就更高. 同样,由于各年度分析师的总体数量不同,分析师获奖的先验概率每年都不一样. 因此,需要控制年度固定效应和行业固定效应.

3.3.2 曾经获奖分析师的获奖概率是否更容易受到年度最佳(最差)荐股表现影响

为了考察曾经获奖分析师的获奖概率是否更容易受到年度最佳(最差)荐股表现影响,本文构建以下回归模型. 在模型(2)和模型(3)的基础上,加入了交叉项 $BiM_{(1,t),i,t} \times times_{i,t}$ 、 $WiM_{(1,t),i,t} \times times_{i,t}$ 、 $BiM_{(1,t),i,t}^F \times times_{i,t}$ 、 $WiM_{(1,t),i,t}^F \times times_{i,t}$.

$$X\beta = \alpha + \beta_1 \times BiM_{(1,t),i,t} + \beta_2 \times BiM_{(1,t),i,t} \times times_{i,t} + \beta_3 \times WiM_{(1,t),i,t} + \beta_4 \times WiM_{(1,t),i,t} \times times_{i,t} + \beta_5 \times md_{i,t}(CR_{(1,t)}) + \beta_6 \times mean_{i,t}(CR_{(1,t)}) + \gamma Controls_{i,t} \quad (4)$$

$$\begin{aligned}
 X\beta = & \alpha + \beta_1 \times BiM_{(1,t)}^F + \beta_2 \times BiM_{(1,t)}^F \times \\
 & times_{i,t} + \beta_3 \times WiM_{(1,t)}^F + \beta_4 \times WiM_{(1,t)}^F \times \\
 & times_{i,t} + \beta_5 \times md_{i,t}(CR_{(1,t)}^F) + \\
 & \beta_6 \times mean_{i,t}(CR_{(1,t)}^F) + \gamma Controls_{i,t} \quad (5)
 \end{aligned}$$

对式(4)和式(5)进行估计,如果 β_3 的估计值显著为正, β_4 的估计值显著为负,则说明对于曾经获奖的分析师,年度荐股最佳(最差)表现是否进入市场最佳(最差)表现对分析师在《新财富》评选中的获奖概率正面(负面)影响更大,从而支持本文研究假说2.

3.3.3 分析师年度荐股最佳和最差表现对获奖概率的非对称影响

为了考察分析师年度荐股最佳和最差表现对获奖概率的非对称影响,本文构建以下回归模型.

$$\begin{aligned}
 X\beta = & \alpha + \beta_1 \times OB_{(1,t)} + \beta_2 \times OW_{(1,t)} + \\
 & \beta_3 \times B\&W_{(1,t)} + \beta_4 \times md_{i,t}(CR_{(1,t)}) + (6) \\
 & \beta_5 \times mean_{i,t}(CR_{(1,t)}) + \gamma Controls_{i,t}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 X\beta = & \alpha + \beta_1 \times OB_{(1,t)}^F + \beta_2 \times OW_{(1,t)}^F + \\
 & \beta_3 \times B\&W_{(1,t)}^F + \beta_4 \times md_{i,t}(CR_{(1,t)}^F) + (7) \\
 & \beta_5 \times mean_{i,t}(CR_{(1,t)}^F) + \gamma Controls_{i,t}
 \end{aligned}$$

以上回归模型中, β_3 代表分析师*i*在*t*年最佳表现和最差表现同时入选市场最佳和市场最差表现对该分析师在评选中获奖概率的影响.如果回归结果中 β_3 显著为正,则说明分析师年度最佳表现进入市场最佳对获奖概率的正面影响,大于年度最差进入市场最差对获奖概率的负面影响,从而支持本文的研究假说3.

4 实证结果

4.1 样本描述性统计

表1报告了本文中主要变量的描述性统计结果. $\max(CR^F)_{(1,30)}$ 的标准差为20.5%, $\min(CR^F)_{(1,30)}$ 的标准差为7.6%,说明在横截面上,不同分析师的年度最佳表现和最差表现有显著差异.*stknm*的均值和中位数分别为15.131和11,*rptnm*的均值和中位数分别为33.961和21,说明分析师每年关注的股票和发布的报告较多.因此,区分分析师年度荐股最佳表现、平均表现、最差表现是有意义的.*buy ratio*的均值和中位数为0.91和1,说明约91%的研究报告均为买入和增持的正面评级.

表1 变量描述性统计

Table 1 Summary statistics for the variables

VARIABLES	N	MEAN	STD	MIN	P25	P50	P75	MAX
$\text{mean}(CR^F)_{(-30,-1)}$	14 537	0.020	0.039	-0.327	-0.001	0.016	0.037	0.682
$\text{md}(CR^F)_{(-30,-1)}$	14 537	0.011	0.039	-0.327	-0.009	0.007	0.027	0.682
$\text{min}(CR^F)_{(-30,-1)}$	14 537	-0.123	0.074	-0.618	-0.163	-0.119	-0.077	0.682
$\text{max}(CR^F)_{(-30,-1)}$	14 537	0.222	0.159	-0.327	0.120	0.191	0.284	2.937
$\text{mean}(CR)_{(-30,-1)}$	14 537	0.036	0.071	-0.369	0.001	0.032	0.068	0.740
$\text{md}(CR)_{(-30,-1)}$	14 537	0.029	0.074	-0.383	-0.005	0.026	0.064	0.740
$\text{min}(CR)_{(-30,-1)}$	14 537	-0.165	0.118	-0.655	-0.222	-0.152	-0.091	0.740
$\text{max}(CR)_{(-30,-1)}$	14 537	0.282	0.191	-0.357	0.159	0.246	0.360	2.863
$\text{mean}(CR^F)_{(1,30)}$	14 537	0.007	0.038	-0.295	-0.012	0.004	0.022	0.508
$\text{md}(CR^F)_{(1,30)}$	14 537	-0.001	0.037	-0.295	-0.020	-0.004	0.014	0.406
$\text{min}(CR^F)_{(1,30)}$	14 537	-0.136	0.076	-0.599	-0.177	-0.131	-0.087	0.406
$\text{max}(CR^F)_{(1,30)}$	14 537	0.214	0.205	-0.295	0.107	0.177	0.273	7.697
$\text{mean}(CR)_{(1,30)}$	14 537	0.015	0.064	-0.502	-0.020	0.010	0.044	0.716
$\text{md}(CR)_{(1,30)}$	14 537	0.006	0.066	-0.502	-0.027	0.003	0.036	0.642
$\text{min}(CR)_{(1,30)}$	14 537	-0.173	0.109	-0.652	-0.224	-0.162	-0.107	0.583
$\text{max}(CR)_{(1,30)}$	14 537	0.268	0.233	-0.502	0.137	0.226	0.345	7.704

续表 1

Table 1 Continues

VARIABLES	N	MEAN	STD	MIN	P25	P50	P75	MAX
mean(CR^F) _(1,91)	14 537	0.013	0.074	-0.571	-0.027	0.006	0.046	1.133
md(CR^F) _(1,91)	14 537	-0.003	0.074	-0.571	-0.041	-0.009	0.028	1.133
min(CR^F) _(1,91)	14 537	-0.219	0.126	-1.147	-0.284	-0.210	-0.143	1.133
max(CR^F) _(1,91)	14 537	0.355	0.302	-0.571	0.172	0.293	0.461	5.364
mean(CR) _(1,91)	14 537	0.041	0.143	-0.610	-0.042	0.028	0.107	1.782
md(CR) _(1,91)	14 537	0.016	0.146	-0.610	-0.064	0.004	0.083	1.782
min(CR) _(1,91)	14 537	-0.237	0.160	-0.776	-0.320	-0.236	-0.148	1.782
max(CR) _(1,91)	14 537	0.470	0.399	-0.610	0.217	0.394	0.620	4.864
<i>times</i>	14 537	0.346	0.976	0	0	0	0	10
<i>stknm</i>	14 537	15.131	13.660	1	7	11	19	304
<i>rptnm</i>	14 537	33.961	37.366	5	11	21	43	613
<i>buy ratio</i>	14 537	0.906	0.162	0.056	0.875	1	1	1
<i>exp</i>	14 537	2.969	2.101	1	1	2	4	14
<i>fund ratio</i>	14 537	0.639	0.196	0	0.500	0.649	0.783	1
<i>house size</i>	14 537	46.107	28.633	1	25	41	58	151

4.2 分析师年度荐股最佳(最差)表现与《新财富》评选获奖概率

4.2.1 报告发布后股票原始收益率的年度最佳(最差)表现与获奖概率

在回归时,本文对虚拟变量之外的所有变量进行均值为0、标准差为1的标准化处理。表2报告了对式(2)的估计结果。可以看到, $BiM_{(1,30)}$ 和 $BiM_{(1,91)}$ 的回归系数在1%水平下显著为正, $WiM_{(1,30)}$ 和 $WiM_{(1,91)}$ 的回归系数在1%水平下显著为负。这一结果说明,以荐股报告发布后一段时间内的股票原始收益率来度量分析师的荐股表现,如果分析师年度荐股最佳(最差)表现进入全市场年度最佳(最差)表现,则分析师在《新财富》评选中的获奖概率提高(下降)。这一结果支持本文的研究假说1。

分析师年度荐股最佳(最差)表现是否进入全市场年度最佳(最差)表现,对分析师在评选中的获奖概率的影响在经济学意义上是显著的。本文使用表2第(1)列的回归结果给出以下例子。由于本文已经对虚拟变量以外的变量进行均值为0的标准化处理,因此将 $BiM_{(1,30)}$ 以外的变量取0并代入式(1),年度取2017年,行业取食品饮料

行业,即2017年度虚拟变量取1,其余年度虚拟变量取0,食品饮料行业虚拟变量取1,其他行业虚拟变量取0。此时可得,当 $BiM_{(1,30)}=0$,则分析师在评选中获奖的概率为0.03,当 $BiM_{(1,30)}=1$,则分析师在评选中获奖的概率为0.09。也就是说,分析师年度最佳荐股表现进入全市场年度最佳表现,可使分析师的获奖概率从3%提高到9%。考虑到分析师在评选中获奖的先验概率不足20%,6%的概率提升幅度在经济意义上是相当重要的。

此外,在表2的第(1)列中, $mean(CR)_{(1,30)}$ 的回归系数在10%水平下显著,但为负;在表2中, $mean(CR)_{(1,30)}$ 、 $md(CR)_{(1,30)}$ 、 $mean(CR)_{(1,91)}$ 、 $md(CR)_{(1,91)}$ 的回归系数均不显著。这一结果不支持分析师的平均荐股表现对分析师在评选中的获奖概率具有显著影响。换言之,根据表2的实证结果,分析师的平均荐股表现对其在《新财富》评选中的获奖概率没有显著影响。

最后,表2中 $Times$ 、 $rptnm$ 、 $buy\ ratio$ 、 $fund\ ratio$ 、 $house\ size$ 的回归系数均在5%或1%水平下显著为正。这些回归结果说明分析师的曝光度对于其在《新财富》评选中的获奖概率具有显著的正面影响。这一结论与现有文献一致^[6,9]。

表 2 荐股发布后股票原始收益率与分析师获奖概率

Table 2 Stock recommendation performance and analyst rankings (based on raw return)

Panel A: 荐股后 1 个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$BiM_{(1,30)}$	0.25 *** (3.56)	0.23 *** (3.39)	0.22 *** (3.32)			
$WiM_{(1,30)}$	-0.25 *** (-3.74)	-0.26 *** (-3.91)		-0.27 *** (-4.17)		
mean(CR) _(1,30)	-0.91* (-1.67)				-0.66 (-1.28)	
md(CR) _(1,30)	-0.68				-0.60	
$Times$	0.86 *** (26.60)	0.86 *** (26.60)	0.86 *** (26.60)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.63)	0.86 *** (26.63)
$stknm$	-0.02 *** (-5.11)	-0.02 *** (-5.11)	-0.02 *** (-5.04)	-0.02 *** (-4.96)	-0.02 *** (-4.93)	-0.02 *** (-4.93)
$rptnm$	0.02 *** (13.12)	0.02 *** (13.14)	0.02 *** (13.90)	0.02 *** (13.64)	0.02 *** (14.44)	0.02 *** (14.44)
$buy\ ratio$	2.28 *** (8.73)	2.28 *** (8.72)	2.35 *** (9.03)	2.33 *** (8.94)	2.41 *** (9.28)	2.41 *** (9.27)
exp	-0.21 *** (-11.03)	-0.21 *** (-11.03)	-0.20 *** (-10.97)	-0.20 *** (-11.02)	-0.20 *** (-10.96)	-0.20 *** (-10.96)
$fund\ ratio$	0.38 ** (2.20)	0.38 ** (2.20)	0.36 ** (2.14)	0.37 ** (2.19)	0.37 ** (2.19)	0.37 ** (2.20)
$house\ size$	0.01 *** (9.69)	0.01 *** (9.70)	0.01 *** (9.72)	0.01 *** (9.76)	0.01 *** (9.71)	0.01 *** (9.72)
Constant	-1.48 *** (-3.32)	-1.48 *** (-3.32)	-1.45 *** (-3.25)	-1.44 *** (-3.23)	-1.41 *** (-3.17)	-1.42 *** (-3.18)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Panel B: 荐股后 3 个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$BiM_{(1,91)}$	0.12 *** (3.68)	0.13 *** (3.92)	0.12 *** (3.88)			
$WiM_{(1,91)}$	-0.18 *** (-2.63)	-0.17 ** (-2.51)		-0.18 *** (-2.65)		
mean(CR) _(1,91)	0.06 (0.25)				0.09 (0.39)	
md(CR) _(1,91)		-0.16 (-0.66)				-0.17 (-0.70)
times	0.86 *** (26.60)	0.86 *** (26.63)	0.86 *** (26.63)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.60)	0.86 *** (26.63)

续表 2
Table 2 Continues

Panel B: 荐股后 3 个月内股价表现						
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	star	star	star	star	star	star
<i>stknm</i>	-0.02 ***	-0.02 ***	-0.02 ***	-0.02 ***	-0.02 ***	-0.02 ***
	(-5.09)	(-5.10)	(-4.99)	(-5.02)	(-4.91)	(-4.92)
<i>rptnm</i>	0.02 ***	0.02 ***	0.02 ***	0.02 ***	0.02 ***	0.02 ***
	(13.67)	(13.66)	(14.14)	(13.96)	(14.43)	(14.43)
<i>buy ratio</i>	2.33 ***	2.33 ***	2.37 ***	2.36 ***	2.41 ***	2.41 ***
	(8.93)	(8.92)	(9.11)	(9.08)	(9.26)	(9.26)
<i>exp</i>	-0.20 ***	-0.21 ***	-0.20 ***	-0.20 ***	-0.20 ***	-0.20 ***
	(-11.01)	(-11.04)	(-10.97)	(-11.02)	(-10.94)	(-10.97)
<i>fund ratio</i>	0.38 **	0.39 **	0.37 **	0.38 **	0.36 **	0.38 **
	(2.21)	(2.28)	(2.15)	(2.25)	(2.13)	(2.21)
<i>house size</i>	0.01 ***	0.01 ***	0.01 ***	0.01 ***	0.01 ***	0.01 ***
	(9.71)	(9.69)	(9.77)	(9.69)	(9.75)	(9.72)
Constant	-1.46 ***	-1.45 ***	-1.43 ***	-1.44 ***	-1.42 ***	-1.41 ***
	(-3.27)	(-3.26)	(-3.21)	(-3.23)	(-3.18)	(-3.16)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

注: *、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。括号内的数值为 T 值, T 值已经过 White^[34] 异方差修正。下文同。

4.2.2 报告发布后股票超额收益年度最佳(最差)表现与获奖概率

表 3 报告了对式 (3) 的估计结果。可以看到, $BiM_{(1,30)}^F$ 和 $BiM_{(1,91)}^F$ 的回归系数在 1% 水平下显著为正, $WiM_{(1,30)}^F$ 和 $WiM_{(1,91)}^F$ 的回归系数在 1% 水平下显著为负。这一结果说明, 以荐股报告发布后一段时间内的股票超额收益率来度量分析师的荐股表现, 如果分析师年度荐股最佳(最差)表现进入全市场年度最佳(最差)表现, 则分析师在《新财富》评选中的获奖概率提高(下降)。这一结果

支持本文的研究假说 1。

此外, 与表 2 的实证结果类似, $mean(CR^F)_{(1,30)}$ 、 $md(CR^F)_{(1,30)}$ 、 $mean(CR^F)_{(1,91)}$ 、 $md(CR^F)_{(1,91)}$ 的回归系数均不显著。这一结果不支持分析师的平均荐股表现对分析师在评选中的获奖概率具有显著影响。换言之, 分析师的平均荐股表现对其在《新财富》评选中的获奖概率没有显著影响。

最后, $Times$ 、 $rptnm$ 、 $buy ratio$ 、 $fund ratio$ 、 $house size$ 的回归系数均在 5% 或 1% 水平下显著为正, 与表 2 一致。

表 3 荐股发布后股票超额收益与分析师获奖概率

Table 3 Stock recommendation performance and analyst rankings (based on excess return)

Panel A: 荐股后 1 个月内股价表现						
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	star	star	star	star	star	star
$BiM_{(1,30)}^F$	0.08 ***	0.09 ***	0.11 ***			
	(3.13)	(3.37)	(3.67)			
$WiM_{(1,30)}^F$	-0.23 ***	-0.23 ***		-0.23 ***		
	(-3.42)	(-3.39)		(-3.44)		
$mean(CR^F)_{(1,30)}$	0.64				0.55	
	(0.74)				(0.67)	
$md(CR^F)_{(1,30)}$		0.51				0.38
		(0.61)				(0.46)

续表3

Table 3 Continues

Panel A: 荐股后1个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
<i>times</i>	0.86 *** (26.63)					
<i>stkm</i>	-0.02 *** (-4.97)	-0.02 *** (-4.97)	-0.02 *** (-5.00)	-0.02 *** (-4.92)	-0.02 *** (-4.91)	-0.02 *** (-4.91)
<i>rptnm</i>	0.02 *** (13.38)	0.02 *** (13.38)	0.02 *** (14.16)	0.02 *** (13.60)	0.02 *** (14.44)	0.02 *** (14.43)
<i>buy ratio</i>	2.33 *** (8.92)	2.33 *** (8.92)	2.38 *** (9.15)	2.35 *** (9.02)	2.40 *** (9.25)	2.41 *** (9.26)
<i>exp</i>	-0.20 *** (-10.99)	-0.20 *** (-10.99)	-0.20 *** (-10.99)	-0.20 *** (-10.96)	-0.20 *** (-10.97)	-0.20 *** (-10.97)
<i>fund ratio</i>	0.37 ** (2.17)	0.37 ** (2.17)	0.37 ** (2.16)	0.38 ** (2.21)	0.36 ** (2.13)	0.36 ** (2.14)
<i>house size</i>	0.01 *** (9.73)	0.01 *** (9.73)	0.01 *** (9.73)	0.01 *** (9.74)	0.01 *** (9.75)	0.01 *** (9.75)
Constant	-1.45 *** (-3.25)	-1.45 *** (-3.25)	-1.43 *** (-3.20)	-1.43 *** (-3.22)	-1.41 *** (-3.17)	-1.41 *** (-3.17)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Panel B: 荐股后3个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$BiM_{(1\ 91)}^F$	0.34 *** (4.90)	0.32 *** (4.94)	0.31 *** (4.84)			
$WiM_{(1\ 91)}^F$	-0.06 *** (-3.90)	-0.07 *** (-3.99)		-0.09 *** (-3.39)		
$\text{mean}(CR^F)_{(1\ 91)}$	-0.57 (-1.23)				0.12 (0.27)	
$\text{md}(CR^F)_{(1\ 91)}$		-0.55 (-1.27)				-0.29 (-0.67)
<i>times</i>	0.86 *** (26.58)	0.86 *** (26.57)	0.86 *** (26.56)	0.86 *** (26.64)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.63)
<i>stkm</i>	-0.02 *** (-5.18)	-0.02 *** (-5.20)	-0.02 *** (-5.12)	-0.02 *** (-4.97)	-0.02 *** (-4.91)	-0.02 *** (-4.93)
<i>rptnm</i>	0.02 *** (13.53)	0.02 *** (13.56)	0.02 *** (13.84)	0.02 *** (14.10)	0.02 *** (14.43)	0.02 *** (14.44)
<i>buy ratio</i>	2.31 *** (8.85)	2.31 *** (8.84)	2.33 *** (8.95)	2.39 *** (9.16)	2.41 *** (9.26)	2.41 *** (9.26)
<i>exp</i>	-0.20 *** (-11.01)	-0.20 *** (-11.01)	-0.20 *** (-10.98)	-0.20 *** (-10.98)	-0.20 *** (-10.96)	-0.20 *** (-10.96)
<i>fund ratio</i>	0.38 ** (2.21)	0.38 ** (2.22)	0.36 ** (2.11)	0.37 ** (2.16)	0.36 ** (2.13)	0.38 ** (2.21)
<i>house size</i>	0.01 *** (9.71)	0.01 *** (9.71)	0.01 *** (9.75)	0.01 *** (9.73)	0.01 *** (9.75)	0.01 *** (9.74)
Constant	-1.48 *** (-3.30)	-1.47 *** (-3.29)	-1.47 *** (-3.28)	-1.42 *** (-3.18)	-1.41 *** (-3.17)	-1.41 *** (-3.17)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

4.3 曾经获奖分析师的获奖概率是否更容易受到年度荐股最佳(最差)表现影响

4.3.1 报告发布后股票总体收益年度最佳(最差)表现与获奖概率

表 4 展示了对式(4)的估计结果. 可以看到, $times \times BiM_{(1,30)}$ 和 $times \times BiM_{(1,91)}$ 的回归系数显著为正, $times \times WiM_{(1,30)}$ 和 $times \times WiM_{(1,91)}$ 的回归系数显著为负. 这一结果说明, 分析师在历史上的获奖次数越多, 即业内知名度越大, 则其年度荐股最佳(最差)表现是否进入全市场年度最佳(最

差)表现, 对其在《新财富》评选中的获奖概率影响越大. 这一结果支持本文的研究假说 2.

与前文的实证结果一致, 在表 4 中, $mean(CR)_{(1,30)}$ 、 $md(CR)_{(1,30)}$ 、 $mean(CR)_{(1,91)}$ 、 $md(CR)_{(1,91)}$ 的回归系数均不显著, 说明分析师的平均荐股表现对其在《新财富》评选中的获奖概率没有显著影响.

最后, $Times$ 、 $rptnm$ 、 $buy\ ratio$ 、 $fund\ ratio$ 、 $house\ size$ 的回归系数均显著为正, 与上文的相关结果一致.

表 4 分析现已有声誉的放大效应(基于原始收益率)

Table 4 Amplifying effect of analysts' existing reputation (based on raw return)

Panel A: 荐股后 1 个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$BiM_{(1,30)}$	0.25*** (3.38)	0.26*** (3.58)	0.32*** (4.58)	0.32*** (4.73)		
$times \times BiM_{(1,30)}$	0.02*** (3.30)	0.02*** (3.28)	0.00*** (4.05)	0.00*** (3.07)		
$WiM_{(1,30)}$	-0.22*** (-2.95)	-0.21*** (-2.92)			-0.29*** (-4.27)	-0.29*** (-4.25)
$times \times WiM_{(1,30)}$	-0.06*** (-2.98)	-0.06*** (-2.99)			-0.05*** (-2.92)	-0.05*** (-2.94)
$mean(CR)_{(1,30)}$	0.12 (1.16)		0.08 (0.87)		0.26* (1.69)	
$md(CR)_{(1,30)}$		0.09 (0.93)		0.06 (0.61)		0.15 (1.28)
$times$	0.79*** (22.50)	0.79*** (22.49)	0.80*** (23.90)	0.80*** (23.90)	0.78*** (23.10)	0.78*** (23.10)
$stknm$	-0.02*** (-5.28)	-0.02*** (-5.28)	-0.02*** (-5.18)	-0.02*** (-5.18)	-0.02*** (-5.21)	-0.02*** (-5.19)
$rptnm$	0.02*** (13.42)	0.02*** (13.41)	0.02*** (13.65)	0.02*** (13.64)	0.02*** (13.65)	0.02*** (13.66)
$buy\ ratio$	2.27*** (8.32)	2.27*** (8.32)	2.31*** (8.50)	2.31*** (8.50)	2.28*** (8.39)	2.28*** (8.40)
exp	-0.12*** (-7.36)	-0.12*** (-7.37)	-0.13*** (-7.74)	-0.13*** (-7.74)	-0.13*** (-7.56)	-0.13*** (-7.58)
$fund\ ratio$	0.86*** (4.21)	0.86*** (4.21)	0.86*** (4.21)	0.86*** (4.21)	0.87*** (4.26)	0.87*** (4.27)
$house\ size$	0.02*** (15.03)	0.02*** (15.05)	0.02*** (15.58)	0.02*** (15.59)	0.02*** (15.35)	0.02*** (15.47)
Constant	-1.49*** (-3.33)	-1.48*** (-3.32)	-1.46*** (-3.26)	-1.44*** (-3.22)	-1.41*** (-3.17)	-1.42*** (-3.18)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

续表 4

Table 4 Continues

Panel B: 荐股后 1 个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$BiM_{(1,91)}$	0.27*** (3.72)	0.28*** (3.93)	0.35*** (5.05)	0.36*** (5.27)		
$times \times BiM_{(1,91)}$	0.09*** (3.48)	0.08*** (3.46)	0.09*** (3.60)	0.09*** (4.59)		
$WiM_{(1,91)}$	-0.31*** (-4.46)	-0.31*** (-4.39)			-0.38*** (-5.62)	-0.38*** (-5.61)
$times \times WiM_{(1,91)}$	-0.03*** (-3.52)	-0.03*** (-3.51)			-0.05*** (-2.93)	-0.05*** (-2.89)
$mean(CR)_{(1,91)}$	0.03 (0.80)		0.02 (0.39)		0.07 (1.63)	
$md(CR)_{(1,91)}$		0.01 (0.11)		-0.03 (-0.49)		0.04 (0.78)
$times$	0.83*** (23.42)	0.83*** (23.42)	0.82*** (24.12)	0.82*** (24.12)	0.81*** (24.00)	0.81*** (24.01)
$stknm$	-0.02*** (-5.40)	-0.02*** (-5.39)	-0.02*** (-5.35)	-0.02*** (-5.35)	-0.02*** (-5.28)	-0.02*** (-5.25)
$rptnm$	0.02*** (13.53)	0.02*** (13.51)	0.02*** (13.84)	0.02*** (13.81)	0.02*** (13.71)	0.02*** (13.69)
$buy\ ratio$	2.27*** (8.33)	2.27*** (8.33)	2.31*** (8.50)	2.31*** (8.50)	2.29*** (8.42)	2.29*** (8.43)
exp	-0.12*** (-7.24)	-0.12*** (-7.25)	-0.13*** (-7.64)	-0.13*** (-7.65)	-0.13*** (-7.48)	-0.13*** (-7.53)
$fund\ ratio$	0.87*** (4.23)	0.87*** (4.22)	0.84*** (4.09)	0.83*** (4.09)	0.89*** (4.36)	0.89*** (4.36)
$house\ size$	0.02*** (14.65)	0.02*** (14.69)	0.02*** (15.49)	0.02*** (15.50)	0.02*** (15.09)	0.02*** (15.19)
Constant	-1.47*** (-3.29)	-1.45*** (-3.26)	-1.43*** (-3.21)	-1.45*** (-3.25)	-1.42*** (-3.18)	-1.41*** (-3.16)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

4.3.2 报告发布后股票超额收益年度最佳(最差)表现与获奖概率

表 5 展示了对式 (5) 的估计结果。可以看到, $times \times BiM_{(1,30)}^F$ 和 $times \times BiM_{(1,91)}^F$ 的回归系数显著为正, $times \times WiM_{(1,30)}^F$ 和 $times \times WiM_{(1,91)}^F$ 的回归系数显著为负。这一结果说明, 分析师在历史上的获奖次数越多, 即业内知名度越大, 则分析师年度荐股最佳(最差)表现是否进入全市场年最佳(最差)表现, 对分析师在《新财富》评选中的获奖

概率影响越大。这一结果支持本文的研究假说 2。

与表 4 的实证结果一致, $mean(CR^F)_{(1,30)}$ 、 $md(CR^F)_{(1,30)}$ 、 $mean(CR^F)_{(1,91)}$ 、 $md(CR^F)_{(1,91)}$ 的回归系数均不显著, 说明分析师的平均荐股表现对其在《新财富》评选中的获奖概率没有显著影响。

最后, $Times$ 、 $rptnm$ 、 $buy\ ratio$ 、 $fund\ ratio$ 、 $house\ size$ 的回归系数均显著为正, 与上文的相关结果一致。

表 5 分析现已有声誉的放大效应(基于超额收益率)

Table 5 Amplifying effect of analysts' existing reputation (based on excess return)

Panel A: 荐股后 1 个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$BiM_{(1,30)}^F$	0.20 *** (2.77)	0.21 *** (2.88)	0.31 *** (4.53)	0.32 *** (4.61)		
$times \times BiM_{(1,30)}^F$	0.00 *** (3.06)	0.00 *** (3.07)	0.01 *** (4.25)	0.01 *** (3.24)		
$WiM_{(1,30)}^F$	-0.34 *** (-4.81)	-0.34 *** (-4.80)			-0.41 *** (-6.02)	-0.41 *** (-6.02)
$times \times WiM_{(1,30)}^F$	-0.05 *** (-2.89)	-0.05 *** (-2.88)			-0.05 *** (-2.96)	-0.05 *** (-2.94)
$mean(CR^F)_{(1,30)}$	0.11 (1.03)		0.06 (0.63)		0.19 (1.35)	
$md(CR^F)_{(1,30)}$		0.10 (0.95)		0.06 (0.58)		0.14 (1.18)
$times$	0.81 *** (23.15)	0.81 *** (23.14)	0.81 *** (23.98)	0.81 *** (23.98)	0.81 *** (23.90)	0.81 *** (23.89)
$stkm$	-0.02 *** (-5.24)	-0.02 *** (-5.24)	-0.02 *** (-5.19)	-0.02 *** (-5.19)	-0.02 *** (-5.16)	-0.02 *** (-5.15)
$rptnm$	0.02 *** (13.29)	0.02 *** (13.28)	0.02 *** (13.64)	0.02 *** (13.64)	0.02 *** (13.51)	0.02 *** (13.51)
$buy\ ratio$	2.24 *** (8.21)	2.24 *** (8.21)	2.29 *** (8.43)	2.29 *** (8.43)	2.26 *** (8.31)	2.26 *** (8.32)
exp	-0.12 *** (-7.29)	-0.12 *** (-7.29)	-0.13 *** (-7.77)	-0.13 *** (-7.78)	-0.13 *** (-7.45)	-0.13 *** (-7.47)
$fund\ ratio$	0.87 *** (4.26)	0.87 *** (4.26)	0.86 *** (4.20)	0.86 *** (4.20)	0.88 *** (4.32)	0.88 *** (4.33)
$house\ size$	0.02 *** (14.84)	0.02 *** (14.86)	0.02 *** (15.61)	0.02 *** (15.62)	0.02 *** (15.16)	0.02 *** (15.22)
Constant	-1.45 *** (-3.24)	-1.45 *** (-3.25)	-1.43 *** (-3.21)	-1.43 *** (-3.20)	-1.41 *** (-3.17)	-1.41 *** (-3.17)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Panel B: 荐股后 3 个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$BiM_{(1,91)}^F$	0.26 *** (3.61)	0.27 *** (3.75)	0.37 *** (5.42)	0.38 *** (5.54)		
$times \times BiM_{(1,91)}^F$	0.12 ** (2.04)	0.12 ** (2.01)	0.12 ** (2.19)	0.12 ** (2.18)		
$WiM_{(1,91)}^F$	-0.35 *** (-4.92)	-0.35 *** (-4.84)			-0.43 *** (-6.36)	-0.43 *** (-6.33)

续表 5
Table 5 Continues

Panel B: 荐股后 3 个月内股价表现						
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star	(6) star
$times \times WiM_{(1,91)}^F$	-0.02*** (-3.32)	-0.02*** (-3.33)			-0.06*** (-3.01)	-0.06*** (-3.01)
$mean(CR^F)_{(1,91)}$	0.02 (0.50)		-0.00 (-0.03)		0.05 (1.06)	
$md(CR^F)_{(1,91)}$		-0.02 (-0.24)		-0.08 (-0.78)		0.01 (0.14)
$times$	0.84*** (23.56)	0.84*** (23.56)	0.83*** (24.23)	0.83*** (24.24)	0.82*** (23.99)	0.82*** (24.00)
$stknm$	-0.02*** (-5.51)	-0.02*** (-5.51)	-0.02*** (-5.36)	-0.02*** (-5.37)	-0.02*** (-5.39)	-0.02*** (-5.38)
$rptnm$	0.02*** (13.61)	0.02*** (13.60)	0.02*** (13.85)	0.02*** (13.83)	0.02*** (13.73)	0.02*** (13.72)
$buy\ ratio$	2.27*** (8.30)	2.27*** (8.30)	2.30*** (8.47)	2.30*** (8.46)	2.29*** (8.39)	2.29*** (8.40)
exp	-0.12*** (-7.20)	-0.12*** (-7.21)	-0.13*** (-7.68)	-0.13*** (-7.68)	-0.12*** (-7.38)	-0.13*** (-7.40)
$fund\ ratio$	0.85*** (4.13)	0.84*** (4.12)	0.84*** (4.14)	0.85*** (4.14)	0.86*** (4.19)	0.86*** (4.19)
$house\ size$	0.02*** (14.62)	0.02*** (14.64)	0.02*** (15.48)	0.02*** (15.47)	0.02*** (15.06)	0.02*** (15.11)
Constant	-1.48*** (-3.31)	-1.47*** (-3.29)	-1.47*** (-3.29)	-1.43*** (-3.20)	-1.41*** (-3.17)	-1.41*** (-3.17)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

4.4 分析师年度荐股最佳和最差表现对获奖概率的非对称影响

4.4.1 报告发布后股票总体收益年度最佳(最差)表现与获奖概率

表 6 展示了对式(6)的估计结果。 $OB_{(1,30)}$ 和 $OB_{(1,91)}$ 的回归系数显著为正,说明分析师的年度最佳荐股表现进入全市场年度最佳表现可提高该分析师在评选中的获奖概率, $OW_{(1,30)}$ 和 $OW_{(1,91)}$ 的回归系数显著为负,说明分析师的年度最差荐股表现进入全市场年度最差表现可降低该分析师在评选中的获奖概率。这一结果支持本文的研究假说 1。

特别是 $B\&W_{(1,30)}$ 和 $B\&W_{(1,91)}$ 的回归系数在 1% 水平下显著为正。以上结果说明,分析师的年度最佳荐股表现和最差荐股表现同时进入全市场年度最佳和最差表现,对该分析师在《新财富》评选中的获奖概率有正面影响。这一结果支持本文研究假说 3。

与前文一致, $mean(CR)_{(1,30)}$ 、 $md(CR)_{(1,30)}$ 、 $mean(CR)_{(1,91)}$ 、 $md(CR)_{(1,91)}$ 的回归系数均不显著,说明分析师的平均荐股表现对其在《新财富》评选中的获奖概率没有显著影响。

最后 $times$ 、 $rptnm$ 、 $buy\ ratio$ 、 $fund\ ratio$ 、 $house\ size$ 的回归系数均显著为正,与上文的相关结果一致。

表 6 最佳表现和最差表现的非对称影响(基于原始收益率)

Table 6 Asymmetric effects of best and worst performance (based on raw return)

Panel A: 荐股后 1 个月内股价表现					
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star
$OB_{(1,30)}$	0.27 *** (3.33)	0.25 *** (3.15)	0.11 *** (3.47)		
$OW_{(1,30)}$	-0.27 *** (-3.48)	-0.28 *** (-3.60)		-0.18 ** (-2.41)	
$B\&W_{(1,30)}$	0.46 *** (4.38)	0.46 *** (4.30)			0.32 *** (3.13)
mean(CR) _(1,30)	-0.92* (-1.69)				
md(CR) _(1,30)		-0.68 (-1.34)			
$times$	0.86 *** (26.58)	0.86 *** (26.58)	0.86 *** (26.60)	0.86 *** (26.61)	0.87 *** (26.64)
$stknm$	-0.02 *** (-5.12)	-0.02 *** (-5.11)	-0.02 *** (-4.95)	-0.02 *** (-4.91)	-0.02 *** (-4.99)
$rptnm$	0.02 *** (13.13)	0.02 *** (13.15)	0.02 *** (14.37)	0.02 *** (14.25)	0.02 *** (13.82)
$buy\ ratio$	2.28 *** (8.71)	2.28 *** (8.71)	2.40 *** (9.20)	2.38 *** (9.15)	2.37 *** (9.10)
exp	-0.21 *** (-11.02)	-0.21 *** (-11.03)	-0.20 *** (-10.95)	-0.20 *** (-10.97)	-0.20 *** (-11.00)
$fund\ ratio$	0.38 ** (2.21)	0.38 ** (2.21)	0.37 ** (2.16)	0.37 ** (2.19)	0.36 ** (2.13)
$house\ size$	0.01 *** (9.70)	0.01 *** (9.71)	0.01 *** (9.75)	0.01 *** (9.79)	0.01 *** (9.69)
Constant	-1.49 *** (-3.33)	-1.49 *** (-3.32)	-1.43 *** (-3.20)	-1.42 *** (-3.19)	-1.43 *** (-3.21)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES
Panel B: 荐股后 3 个月内股价表现					
VARIABLES	(1) star	(2) star	(3) star	(4) star	(5) star
$OB_{(1,91)}$	0.24 *** (3.11)	0.26 *** (3.34)	0.17 ** (2.41)		
$OW_{(1,91)}$	-0.30 *** (-3.93)	-0.30 *** (-3.84)		-0.24 *** (-3.26)	
$B\&W_{(1,91)}$	0.09 *** (2.80)	0.09 *** (2.82)			0.05 ** (2.49)
mean(CR) _(1,91)	0.04 (0.14)				

续表 6

Table 6 Continues

Panel B: 荐股后 3 个月内股价表现					
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	star	star	star	star	star
md(CR) _(1,91)		-0.17 (-0.71)			
times	0.86 *** (26.60)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.62)
stknm	-0.02 *** (-5.08)	-0.02 *** (-5.10)	-0.02 *** (-4.96)	-0.02 *** (-4.98)	-0.02 *** (-4.89)
rptnm	0.02 *** (13.80)	0.02 *** (13.80)	0.02 *** (14.38)	0.02 *** (14.27)	0.02 *** (14.33)
buy ratio	2.33 *** (8.90)	2.33 *** (8.89)	2.38 *** (9.15)	2.38 *** (9.16)	2.42 *** (9.28)
exp	-0.21 *** (-11.05)	-0.21 *** (-11.07)	-0.20 *** (-10.96)	-0.21 *** (-11.03)	-0.20 *** (-10.96)
fund ratio	0.38 ** (2.21)	0.39 ** (2.27)	0.36 ** (2.12)	0.38 ** (2.25)	0.37 ** (2.16)
house size	0.01 *** (9.68)	0.01 *** (9.66)	0.01 *** (9.77)	0.01 *** (9.66)	0.01 *** (9.75)
Constant	-1.51 *** (-3.36)	-1.50 *** (-3.35)	-1.44 *** (-3.23)	-1.45 *** (-3.25)	-1.41 *** (-3.17)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES

4.4.2 报告发布后股票超额收益年度最佳(最差)表现与获奖概率

表 7 报告了对式(7)的估计结果. $OB_{(1,30)}^F$ 和 $OB_{(1,91)}^F$ 的回归系数显著为正,说明分析师的年度最佳荐股表现进入市场最佳表现可提高该分

析师在评选中的获奖概率, $OW_{(1,30)}^F$ 和 $OW_{(1,91)}^F$ 的回归系数显著为负,说明分析师的年度最差荐股表现进入全市场年度最差表现可降低该分析师在评选中的获奖概率. 这一结果支持本文的研究假说 1.

表 7 最佳表现和最差表现的非对称影响(基于超额收益率)

Table 7 Asymmetric effects of best and worst performance (based on excess return)

Panel A: 荐股后 1 个月内股价表现					
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	star	star	star	star	star
$OB_{(1,30)}^F$	0.11 ** (2.35)	0.12 ** (2.56)	0.04 ** (2.56)		
$OW_{(1,30)}^F$	-0.26 *** (-3.31)	-0.26 *** (-3.29)		-0.19 ** (-2.52)	
$B\&W_{(1,30)}^F$	0.27 *** (2.58)	0.28 *** (2.65)			0.18 * (1.81)
mean(CR^F) _(1,30)	0.63 (0.72)				
md(CR^F) _(1,30)		0.51 (0.60)			
times	0.86 *** (26.63)	0.86 *** (26.63)	0.86 *** (26.63)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.63)
stknm	-0.02 *** (-4.97)	-0.02 *** (-4.97)	-0.02 *** (-4.93)	-0.02 *** (-4.87)	-0.02 *** (-4.96)

续表 7

Table 7 Continues

Panel A: 荐股后 1 个月内股价表现					
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	star	star	star	star	star
<i>rptnm</i>	0.02*** (13.40)	0.02*** (13.40)	0.02*** (14.43)	0.02*** (14.18)	0.02*** (13.96)
<i>buy ratio</i>	2.32*** (8.90)	2.33*** (8.91)	2.40*** (9.24)	2.38*** (9.16)	2.39*** (9.17)
<i>exp</i>	-0.20*** (-11.00)	-0.20*** (-11.00)	-0.20*** (-10.97)	-0.20*** (-10.96)	-0.20*** (-10.96)
<i>fund ratio</i>	0.37** (2.18)	0.37** (2.18)	0.37** (2.16)	0.38** (2.21)	0.37** (2.16)
<i>house size</i>	0.01*** (9.74)	0.01*** (9.74)	0.01*** (9.75)	0.01*** (9.76)	0.01*** (9.72)
Constant	-1.46*** (-3.27)	-1.46*** (-3.27)	-1.42*** (-3.18)	-1.44*** (-3.23)	-1.41*** (-3.15)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES
Panel B: 荐股后 3 个月内股价表现					
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	star	star	star	star	star
$OB_{(1\ 91)}^F$	0.47*** (5.99)	0.45*** (6.03)	0.37*** (5.23)		
$OW_{(1\ 91)}^F$	-0.21** (-2.56)	-0.21*** (-2.64)		-0.10** (-2.37)	
$B\&W_{(1\ 91)}^F$	0.21* (1.89)	0.20* (1.79)			0.03** (2.24)
$\text{mean}(CR^F)_{(1\ 91)}$	-0.60 (-1.30)				
$\text{md}(CR^F)_{(1\ 91)}$		-0.56 (-1.29)			
<i>times</i>	0.86*** (26.57)	0.86*** (26.56)	0.86*** (26.54)	0.86*** (26.64)	0.86*** (26.63)
<i>stknm</i>	-0.02*** (-5.12)	-0.02*** (-5.14)	-0.02*** (-4.97)	-0.02*** (-4.93)	-0.02*** (-4.92)
<i>rptnm</i>	0.02*** (13.64)	0.02*** (13.68)	0.02*** (14.31)	0.02*** (14.34)	0.02*** (14.26)
<i>buy ratio</i>	2.31*** (8.84)	2.31*** (8.83)	2.37*** (9.09)	2.40*** (9.22)	2.40*** (9.24)
<i>exp</i>	-0.21*** (-11.06)	-0.21*** (-11.06)	-0.20*** (-11.00)	-0.20*** (-10.98)	-0.20*** (-10.96)
<i>fund ratio</i>	0.37** (2.15)	0.37** (2.15)	0.35** (2.07)	0.37** (2.15)	0.37** (2.17)
<i>house size</i>	0.01*** (9.74)	0.01*** (9.75)	0.01*** (9.80)	0.01*** (9.74)	0.01*** (9.74)
Constant	-1.49*** (-3.32)	-1.48*** (-3.32)	-1.46*** (-3.27)	-1.41*** (-3.17)	-1.41*** (-3.17)
Observations	14 537	14 537	14 537	14 537	14 537
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES

特别是 $B&W_{(1,30)}^F$ 和 $B&W_{(1,91)}^F$ 的回归系数在 1% 水平下显著为正. 以上结果说明, 如果分析师的年度最佳荐股表现和最差荐股表现同时进入全市场年度最佳表现和最差表现, 对分析师在《新财富》评选中的获奖概率有正面影响. 这一结果支持本文研究假说 3.

与前文实证结果一致, $\text{mean}(CR^F)_{(1,30)}$ 、 $\text{md}(CR^F)_{(1,30)}$ 、 $\text{mean}(CR^F)_{(1,91)}$ 、 $\text{md}(CR^F)_{(1,91)}$ 的回归系数均不显著, 说明分析师的平均荐股表现对其在《新财富》评选中的获奖概率没有显著影响.

最后, $Times$ 、 $rptnm$ 、 $buy\ ratio$ 、 $fund\ ratio$ 、 $house\ size$ 的回归系数均显著为正, 与上文的相关结果一致.

4.5 考虑信息可能提前泄露的情形

针对美国证券分析师的实证研究发现, 分析师可能向一些客户提前提供信息^[36-39]. Irvine 等^[36] 实证发现, 机构投资者在分析师荐股报告发布之前就开始大量买入, 并赚取超额收益, 这说明机构投资者提前收到相关信息. Christophe 等^[37] 实证发现, 市场早在分析师公布下调标的股票评级的三天前就开始出现大量卖空该股票的行动. 国内方面, 蔡庆丰和杨侃^[40] 以证券分析师上调公司评级事件为研究对象, 发现证券分析师发布研究报告前市场确实存在显著的知情交易.

考虑到分析师可能在荐股报告发布之前向机构投资者透露相关信息, 导致股票价格提前反应信息, 本文还以荐股报告发布前一段时间的股票原始收益率和超额收益率作为度量分析师荐股表现的指标, 考察了分析师荐股表现对其在评选中获奖概率的影响. 回归模型如下.

$$X\beta = \alpha + \beta_1 \times BiM_{(-23,-1)} i_t + \beta_2 \times WiM_{(-23,-1)} i_t + \beta_3 \times \text{md}_i(CR_{(-23,-1)}) + \beta_4 \times \text{mean}_i(CR_{(-23,-1)}) + \gamma \text{Controls}_{i_t} \quad (8)$$

$$X\beta = \alpha + \beta_1 \times BiM_{(-23,-1)}^F i_t + \beta_2 \times WiM_{(-23,-1)}^F i_t + \beta_3 \times \text{md}_i(CR_{(-23,-1)}^F) + \beta_4 \times \text{mean}_i(CR_{(-23,-1)}^F) + \gamma \text{Controls}_{i_t} \quad (9)$$

表 8 分别报告了式 (8) 和式 (9) 的估计结

果. 可以看到, $BiM_{(-30,-1)}$ 和 $BiM_{(-30,-1)}^F$ 在 1% 水平下显著为正. 这说明, 即使考虑分析师可能提前将信息泄露给机构投资者的情形, 分析师的年度荐股最佳表现进入全市场年度最佳荐股表现依然对分析师在《新财富》评选中的获奖概率有显著的正向影响. 这一结果支持本文的研究假说 1.

与前文的相应结果不同, $WiM_{(-30,-1)}$ 和 $WiM_{(-30,-1)}^F$ 的回归系数不显著. 本文认为这一结果的原因可能如下. 分析师每年虽然撰写很多研究报告并推荐很多股票, 但是真心推荐的股票只占其中一部分, 很多研究报告只是为了完成工作量, 或是为了创造机会与上市公司管理层沟通而写. 分析师提前泄露信息是为了讨好机构投资者, 因此被提前泄露信息的股票, 应该是分析师真正看好的股票. 如果研究报告发布之前, 股价表现并不理想, 则可能是分析师并不真正看好该股票, 那么分析师也就不会提前向机构投资者推荐该股票. 因此, 荐股报告发布前的股价表现很差的样本则不会影响到分析师在评选中的获奖概率. 另外, $WiM_{(-30,-1)}$ 和 $WiM_{(-30,-1)}^F$ 的回归系数不显著实际上与研究假说 3 吻合, 说明分析师年度最佳荐股进入全市场年度最佳荐股对机构投资者的投票行为的影响, 比分析师年度最差荐股进入全市场年度最差荐股的影响更加显著.

此外, $\text{mean}(CR)_{(-30,-1)}$ 、 $\text{md}(CR)_{(-30,-1)}$ 、 $\text{mean}(CR^F)_{(-30,-1)}$ 、 $\text{md}(CR^F)_{(-30,-1)}$ 的回归系数均显著为正, 这一结果也与前文不同. 其背后的可能原因与上一段类似. 分析师虽然每年撰写很多研究报告并推荐很多股票, 但真心推荐的股票只占其中一部分. 分析师提前泄露信息的股票, 应该是分析师真正看好的股票. 由于提前泄露信息本身就是违规行为, 获得信息的机构投资者与该分析师的关系一定非常密切, 所以获得信息的机构投资者对于分析师的平均荐股水平也会留有较深的印象. 因此, 荐股报告发布前的股价平均走势也会影响机构投资者的投票行为, 从而影响分析师在评选中的获奖概率.

为什么荐股报告发布后的平均股价表现无法影响分析师在评选中的获奖概率? 本文认为原因如下. 每个机构投资者可能都有途径从某些分析师处获取提前泄露的信息, 但是我国股票市场中有成千上万的机构投资者. 因为泄露信息属于违规行为, 分析师不会也无法向大量的机构投资者泄露信息. 相反, 分析师只会向与之关系密切的机构投资者泄露信息. 所以, 能够获得某个特定分析师提前泄露的信息的机构投资者仅占全市场的很小一部分. 因此, 对于每个特定的分析师而言, 市场中绝大多数机构投资者并没有渠道从他哪里提

前获得信息, 他们是在看到该分析师的荐股报告之后才得知分析师的股票评级. 因此, 对于一个特定的分析师而言, 绝大多数机构投资者会以报告发布后的股价表现作为投票的依据. 根据前文的讨论, 在报告发布后, 只有当股价有极端好或极端坏的表现, 才足以吸引机构投资者的注意力, 给其留下深刻印象.

最后, 表 8 报告的回归结果在一定程度上支持分析师在报告发布前将信息泄露给机构投资者的可能性, 机构投资者以评选中的投票作为交换.

表 8 信息泄露与分析师获奖概率

Table 8 Information leakage and analyst rankings

Panel A: 基于原始收益率						
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	star	star	star	star	star	star
$BiM_{(-30,-1)}$	0.28 *** (4.13)	0.30 *** (4.63)	0.33 *** (5.20)			
$WiM_{(-30,-1)}$	0.05 (0.73)	0.04 (0.59)		0.02 (0.34)		
$mean(CR)_{(-30,-1)}$	1.41 *** (2.65)				1.97 *** (3.95)	
$md(CR)_{(-30,-1)}$		1.43 *** (2.88)				1.75 *** (3.62)
$times$	0.86 *** (26.52)	0.86 *** (26.52)	0.86 *** (26.56)	0.86 *** (26.63)	0.86 *** (26.55)	0.86 *** (26.57)
$stkm$	-0.02 *** (-5.24)	-0.02 *** (-5.21)	-0.02 *** (-5.25)	-0.02 *** (-4.91)	-0.02 *** (-4.99)	-0.02 *** (-4.93)
$rptm$	0.02 *** (13.64)	0.02 *** (13.60)	0.02 *** (13.87)	0.02 *** (14.10)	0.02 *** (14.53)	0.02 *** (14.49)
$buy\ ratio$	2.31 *** (8.82)	2.31 *** (8.82)	2.33 *** (8.93)	2.40 *** (9.24)	2.37 *** (9.11)	2.38 *** (9.15)
exp	-0.20 *** (-10.97)	-0.20 *** (-10.96)	-0.20 *** (-10.99)	-0.20 *** (-10.96)	-0.20 *** (-10.92)	-0.20 *** (-10.92)
$fund\ ratio$	0.35 ** (2.08)	0.35 ** (2.06)	0.37 ** (2.15)	0.37 ** (2.16)	0.35 ** (2.04)	0.35 ** (2.04)
$house\ size$	0.01 *** (9.59)	0.01 *** (9.60)	0.01 *** (9.63)	0.01 *** (9.74)	0.01 *** (9.67)	0.01 *** (9.70)
Constant	-1.48 *** (-3.32)	-1.47 *** (-3.30)	-1.46 *** (-3.28)	-1.42 *** (-3.18)	-1.44 *** (-3.23)	-1.43 *** (-3.20)
Observations	14 535	14 535	14 535	14 535	14 535	14 535
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

续表 8

Table 8 Continues

Panel B: 基于超额收益率						
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	star	star	star	star	star	star
$BiM_{(-30,-1)}^F$	0.18 *** (2.64)	0.25 *** (3.75)	0.27 *** (4.23)			
$WiM_{(-30,-1)}^F$	0.08 (1.10)	0.05 (0.70)		0.05 (0.67)		
$\text{mean}(CR^F)_{(-30,-1)}$	3.08 *** (3.73)				3.68 *** (4.82)	
$\text{md}(CR^F)_{(-30,-1)}$		1.83 ** (2.32)				2.25 *** (2.90)
<i>times</i>	0.86 *** (26.54)	0.86 *** (26.57)	0.86 *** (26.59)	0.86 *** (26.62)	0.86 *** (26.55)	0.86 *** (26.59)
<i>stkm</i>	-0.02 *** (-5.20)	-0.02 *** (-5.19)	-0.02 *** (-5.22)	-0.02 *** (-4.92)	-0.02 *** (-5.01)	-0.02 *** (-4.91)
<i>rptnm</i>	0.02 *** (13.90)	0.02 *** (13.82)	0.02 *** (14.01)	0.02 *** (14.15)	0.02 *** (14.55)	0.02 *** (14.48)
<i>buy ratio</i>	2.32 *** (8.91)	2.33 *** (8.91)	2.34 *** (8.97)	2.40 *** (9.21)	2.38 *** (9.18)	2.40 *** (9.23)
<i>exp</i>	-0.20 *** (-10.97)	-0.20 *** (-10.97)	-0.20 *** (-10.96)	-0.20 *** (-10.97)	-0.20 *** (-10.93)	-0.20 *** (-10.95)
<i>fund ratio</i>	0.34 ** (1.98)	0.35 ** (2.04)	0.37 ** (2.15)	0.37 ** (2.15)	0.33 ** (1.97)	0.34 ** (2.02)
<i>house size</i>	0.01 *** (9.56)	0.01 *** (9.62)	0.01 *** (9.68)	0.01 *** (9.73)	0.01 *** (9.60)	0.01 *** (9.67)
Constant	-1.45 *** (-3.25)	-1.46 *** (-3.27)	-1.46 *** (-3.27)	-1.42 *** (-3.18)	-1.42 *** (-3.18)	-1.42 *** (-3.18)
Observations	14 535	14 535	14 535	14 535	14 535	14 535
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

5 稳健性检验

本文还进行了一系列稳健性检验,因篇幅所限,结果不在正文中展示,如有需要可向通讯作者索取。

首先,本文以分析师股票评级调整后股价表现作为分析师荐股信息质量的评价指标,考察了分析师极端荐股表现对其在分析师评选中的获奖概率的影响,发现与现有结论一致。第二,本文以荐股报告发布后6个月、9个月、12个月内股价表

现作为荐股信息质量的衡量标准,其结果与现有结果一致。第三,本文还以分析师个人最佳和最差荐股表现进入全市场的最佳和最差5%和10%作为分析师极端荐股表现度量指标,考察了分析师极端荐股表现对获奖概率的影响,发现与现有结果一致。第四,在不对分析师样本进行筛选的全样本下,本文结果没有变化。第五,本文将全部分析师荐股样本分成两个子样本:盈余公告前后3天内的荐股样本和正常荐股样本。在两个子样本内定义分析师每年的极端荐股表现,采用本文的实证模型进行估计,所得结果与现有结果一致。第

六,本文考察了分析师年度荐股极端表现进入市场极端表现的连续性,发现其并不具备连续性.本文还进一步考察了连续两年极端荐股表现进入全市场极端荐股表现对分析师在最佳分析师评选中获奖概率的影响,发现分析师连续两年进入全市场最佳表现或全市场最差表现对分析师在评选中的获奖概率没有显著影响.

6 结束语

我国证券市场正处于“新兴加转轨”阶段,上市公司质量良莠不齐,上市公司的信息披露普遍质量不高,个人投资者普遍缺乏金融专业知识.这些因素都使得分析师的信息中介作用更加重要.获取声誉对分析师具有重大潜在利益,在《新财富》最佳分析师评选中获奖则是我国证券分析师获取声誉的最重要途径之一.深入考察分析师在评选中获得声誉的影响因素,对于理解我国证券分析师面对的外部评价环境,理解分析师的信息供给行为,提升分析师信息供给质量,乃至提高证券市场信息效率都具有重要的理论和实践意义.

本文以卖方分析师在《新财富》最佳分析师评选中获奖作为分析师声誉获取的代理变量,实证研究了分析师股票推荐的极端表现对声誉获取的影响.综合本文的实证结果,得到以下结论:1)在控制分析师年度平均荐股表现的前提下,分析师年度最佳(最差)股票推荐表现进入全市场年

度最佳(最差)荐股表现,对分析师在评选中的获奖概率有显著正面(负面)影响;2)分析师的已有声誉对上述机制具有放大作用——对曾经获奖的分析师而言,其年度最佳(最差)股票推荐表现进入全市场年度最佳(最差)荐股表现,对其在评选中的获奖概率的正面(负面)影响更大;3)分析师的年度最佳股票推荐表现和最差股票推荐表现进入全市场年度最佳和最差荐股表现对其在评选中的获奖概率的影响非对称——如果分析师的最佳和最差荐股表现同时进入全市场年度最佳和最差表现,对分析师的获奖概率有正面影响.最后,本文还以荐股报告发布前一段时间的股票原始收益率和超额收益率作为度量分析师荐股表现的指标,发现分析师的年度荐股最佳表现依然对分析师在《新财富》评选中的获奖概率有显著正向影响.

本文实证研究显示,《新财富》最佳分析师评选的结果更多受到分析师的极端荐股表现所影响.这可能对分析师信息供给行为构成反向激励,促使分析师在推荐股票时追求极端的投资机会.分析师可能为了获得极端的荐股表现而推荐高风险的股票,还可能推动概念炒作,导致股票价格泡沫化.因此,监管部门应采取措施规范最佳分析师评选活动,监管部门或行业自律部门可以尝试组织具有官方背景的最佳分析师评选,采用公开透明的量化指标,给出客观的评选结果,为分析师行业提供更加好的外部评价体系.

参考文献:

- [1] 吴武清,赵越,闫嘉文,等. 分析师文本语调会影响股价同步性吗? ——基于利益相关者行为的中介效应检验[J]. 管理科学学报, 2020, 23(9): 108 - 126.
Wu Wuqing, Zhao Yue, Yan Jiawen, et al. Does textual tone in analyst reports affect stock price synchronicity? An analysis based on mediating effects of stakeholders' behavior [J]. Journal of Management Sciences in China, 2020, 23(9): 108 - 126. (in Chinese)
- [2] 卞世博,管之凡,阎志鹏. 答非所问与市场反应: 基于业绩说明会的研究[J]. 管理科学学报, 2021, 24(4): 109 - 126.
Bian Shibo, Guan Zhifan, Yan Zhipeng. Irrelevant answers and market reaction: Evidence from performance briefings [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(4): 109 - 126. (in Chinese)

- [3]史永东,宋明勇,李凤羽,等. 控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J]. 经济研究,2021,56(8): 109-126.
Shi Yongdong, Song Mingyong, Li Fengyu, et al. Share pledge of controlling shareholders and protection of corporate creditors interests: Evidence from China's bond market[J]. Economic Research Journal, 2021, 56(8): 109-126. (in Chinese)
- [4]Chiu P C, Lourie B, Nekrasov A, et al. Cater to thy client: Analyst responsiveness to institutional investor attention[J]. Management Science, 2021, 67(12): 7455-7471.
- [5]Hong H, Kubik J D. Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts[J]. Journal of Finance, 2003, 58(1): 313-351.
- [6]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.
- [7]Michaely R, Womack K L. Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations[J]. Review of Financial Studies, 1999, 12(4): 653-686.
- [8]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.
- [9]吴偎立,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(1): 723-744.
Wu Weili, Zhang Zheng, Qiao Kunyuan. Information quality, market evaluation and incentive effectiveness: Evidence from the *New Fortune's* analysts ranking[J]. China Economic (Quarterly), 2016, 15(1): 723-744. (in Chinese)
- [10]逯 东,谢 璇,杨 丹. 乐观的分析师更可能进入明星榜单吗? ——基于《新财富》最佳分析师的评选机制分析[J]. 南开管理评论, 2020, 23(2): 108-120.
Lu Dong, Xie Xuan, Yang Dan. Are optimistic analysts more likely to enter star's list: An analysis of *New Fortune's* analysts ranking mechanism[J]. Nankai Business Review, 2020, 23(2): 108-120. (in Chinese)
- [11]Kahneman D. Attention and Effort[M]. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 1973.
- [12]Gu Z, Li Z, Yang Y G, et al. Friends in need are friends indeed: An analysis of social ties between financial analysts and mutual fund managers[J]. Accounting Review, 2019, 94(1): 153-181.
- [13]Jackson A R. Trade generation, reputation, and sell-side analysts[J]. Journal of Finance, 2005, 60(2): 673-717.
- [14]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, 16(6): 67-84.
You Jiaying, Qiu Shiyuan, Liu Chun. “Changed face” phenomena of security analysts' forecasting behaviors: A reputation game model and evidences[J]. Journal of Management Sciences in China, 2013, 16(6): 67-84. (in Chinese)
- [15]张宗新,杨万成. 声誉模式抑或信息模式: 中国证券分析师如何影响市场? [J]. 经济研究, 2016, 51(9): 104-117.
Zhang Zongxin, Yang Wancheng. A reputation mechanism or an information mining mechanism: How China's securities analysts influence market? [J]. Economic Research Journal, 2016, 51(9): 104-117. (in Chinese)
- [16]张宗新,姚佩怡. “天赋异禀”、“熟能生巧”还是“日久生情”——基于中国证券分析师预测能力的经验证据[J]. 经济理论与经济管理, 2017, 319(7): 64-76.
Zhang Zongxin, Yao Peiyi. Gifted, skilled or associated: Empirical evidence on the forecasts of securities analysts in China [J]. Economic Theory and Business Management, 2017, 319(7): 64-76. (in Chinese)
- [17]赵留彦,宁 可. 声誉激励与分析师行为——基于新财富最佳分析师评选的实证研究[J]. 经济科学, 2020, 237(3): 73-85.
Zhao Liuyan, Ning Ke. Reputation incentive and analyst behavior: An empirical study based on the new wealth best analyst

- appraisal [J]. *Economic Science*, 2020, 237(3): 73 – 85. (in Chinese)
- [18] Pashler H, Johnston J C, Ruthruff E. Attention and performance [J]. *Annual Review of Psychology*, 2001, 52(1): 629 – 651.
- [19] Da Z, Engelberg J, Gao P. In search of attention [J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1461 – 1499.
- [20] 贾春新, 赵宇, 孙萌, 等. 投资者有限关注与限售股解禁 [J]. *金融研究*, 2010, 365(11): 108 – 122.
Jia Chunxin, Zhao Yu, Sun Meng, et al. Limited attention of investors and lifting of restricted shares [J]. *Journal of Financial Research*, 2010, 365(11): 108 – 122. (in Chinese)
- [21] 胡聪慧, 刘玉珍, 吴天琪, 等. 有限注意, 行业信息扩散与股票收益 [J]. *经济学(季刊)*, 2015, 14(3): 1173 – 1192.
Hu Conghui, Liu Yuzhen, Wu Tianqi, et al. Limited attention, industry-level information diffusion and stock returns [J]. *China Economic (Quarterly)*, 2015, 14(3): 1173 – 1192. (in Chinese)
- [22] Tsukioka Y, Yanagi J, Takada T. Investor sentiment extracted from internet stock message boards and IPO puzzles [J]. *International Review of Economics & Finance*, 2018, 56(7): 205 – 217.
- [23] Li J, Chen Y, Shen Y, et al. Measuring China's stock market sentiment [J]. Available at SSRN 3377684, 2019.
- [24] Byun S, Roland K C. Analyst reputation and limited attention: How does firm visibility impact measures of reputation? [J]. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 2022, 29(3): 603 – 621.
- [25] Das S R, Chen M Y. Yahoo! For Amazon: Sentiment extraction from small talk on the web [J]. *Management Science*, 2007, 53(9): 1375 – 1388.
- [26] 刘锋, 叶强, 李一军. 媒体关注与投资者关注对股票收益的交互作用: 基于中国金融股的实证研究 [J]. *管理科学学报*, 2014, 17(1): 72 – 85.
Liu Feng, Ye Qiang, Li Yijun. Impacts of interactions between news attention and investor attention on stock returns: Empirical investigation on financial shares in China [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(1): 72 – 85. (in Chinese)
- [27] 段江娇, 刘红忠, 曾剑平. 中国股票网络论坛的信息含量分析 [J]. *金融研究*, 2017, 448(10): 178 – 192.
Duan Jiangjiao, Liu Hongzhong, Zeng Jianping. Analysis on the information content of China's internet stock message boards [J]. *Journal of Financial Research*, 2017, 448(10): 178 – 192. (in Chinese)
- [28] 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.
- [29] 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, 274(10): 93 – 108.
Yi Zhihong, Jiang Xuanyu. Star versus non-star: Analysts' recommendation and information content [J]. *Economic Theory and Business Management*, 2013, 274(10): 93 – 108. (in Chinese)
- [30] Garcia D, Sangiorgi F. Information sales and strategic trading [J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(9): 3069 – 3104.
- [31] Liu M H. Analysts' incentives to produce industry-level versus firm-specific information [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(3): 757 – 784.
- [32] Durnev A, Morck R, Yeung B, et al. Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(5): 797 – 836.
- [33] Durnev A, Morck R, Yeung B. Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(1): 65 – 105.
- [34] White H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity [J]. *Econometrica*, 1980, 48(4): 817 – 838.

- [35] Hong H , Kubik J D , Solomon A. Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts [J]. *Rand Journal of Economics* , 2000 , 31(1) : 121 - 144.
- [36] Irvine P , Lipson M , Puckett A. Tipping [J]. *Review of Financial Studies* , 2007 , 20(3) : 741 - 768.
- [37] Christophe S E , Ferri M G , Hsieh J. Informed trading before analyst downgrades: Evidence from short sellers [J]. *Journal of Financial Economics* , 2010 , 95(1) : 85 - 106.
- [38] Juergens J L , Lindsey L. Getting out early: An analysis of market making activity at the recommending analyst's firm [J]. *Journal of Finance* , 2009 , 64(5) : 2327 - 2359.
- [39] Even-Tov O , Ozel N B. What moves stock prices around credit rating changes? [J]. *Review of Accounting Studies* , 2021 , 26(4) : 1390 - 1427.
- [40] 蔡庆丰 , 杨 侃. 信息提前透露、知情交易与中小投资者保护——对证券研究业“潜规则”的实证检验与治理探讨 [J]. *财贸经济* , 2012 , 366(5) : 51 - 58.
- Cai Qingfeng , Yang Kan. Information leaking , informed trading and investor protection: An empirical test and discussion of the “potential rules” in the security research field [J]. *Finance & Trade Economics* , 2012 , 366(5) : 51 - 58. (in Chinese)

The impact of extreme performance of analysts' stock recommendations on reputation acquisition

WU Wei-li

School of Finance , Central University of Finance and Economics , Beijing 100081 , China

Abstract: Using whether a sell-side analyst can win in the *New Fortune* best analyst selection as a proxy for analyst reputation acquisition , this paper empirically studies how the extreme performance of an analyst's stock recommendations affects his reputation acquisition. The paper finds that: 1) Whether an analyst's best (worst) stock recommendation enters the annual best (worst) stock recommendations in the whole stock market has a significant positive (negative) impact on the analyst's probability of winning; 2) An analysts' current reputation can magnify the above mechanism: An analyst's best (worst) stock recommendations entering annual best (worst) stock recommendations has a larger positive (negative) impact on his (her) probability of winning if he (she) has won awards in the past; 3) The impacts of an analyst's best and worst stock recommendations on the probability of winning are asymmetric: If an analyst's best stock recommendation and worst stock recommendation enter the annual best stock and worst stock recommendations in the market , then the net impact on his probability of winning is positive; 4) If the stock return performance prior to the stock recommendation is among the best recommendations in the whole market , it also has a significant positive impact on the probability of winning.

Key words: security analyst; the extreme performance of analyst's recommendations; the *New Fortune* best analyst selection