

分析师评级变动会加剧投资者的羊群行为吗？

廖 昕, 齐亚磊

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年12月21日; 录用日期: 2024年1月11日; 发布日期: 2024年2月29日

摘 要

投资者羊群行为是引起股市风险增加的重要因素之一, 对其影响因素的研究可以帮助防范化解重大金融风险。本文使用2014~2022年A股日度数据, 使用面板数据回归方法实证检验了分析师评级变动对投资者羊群行为的影响, 结果发现: 1) 分析师评级变动会显著地增大散户和中户投资者羊群行为, 对大户和机构投资者羊群行为无显著影响。2) 在声誉的作用下, 明星分析师上调评级会对散户和中户投资者羊群行为产生更大影响。3) 分析师一天内发布的评级变动次数越多, 越能引起投资者的羊群行为; 熊市阶段分析师的评级变动对机构投资者羊群行为也有了显著影响。4) 分析师下调评级会增加散户和中户投资者的买入羊群行为, 这显示了散户和中户投资者的非理性投资行为, 并且散户投资者非理性行为更严重。

关键词

羊群行为, 分析师评级变动, 明星分析师, 非理性投资

Do Analyst Rating Changes Exacerbate Investors' Herding Behavior?

Xin Liao, Yalei Qi

School of Management, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Dec. 21st, 2023; accepted: Jan. 11th, 2024; published: Feb. 29th, 2024

Abstract

Investor herding behavior is one of the significant factors contributing to increased risks in the stock market, and research on its influencing factors can help prevent and mitigate major financial risks. This article uses daily data for the A-share market from 2014 to 2022 and implements a panel data regression method to empirically examine the impact of analyst rating changes on investor herding behavior. The results show that: 1) Analyst rating changes significantly increase the herding behavior of individual and intermediary investors, with no significant impact on the

herding behavior of large investors and institutional investors. 2) Under the influence of reputation, star analysts' upward rating revisions have a greater impact on the herding behavior of individual and intermediary investors. 3) The more rating changes an analyst releases within a day, the more likely it is to trigger investor herding behavior; during bear market phases, analysts' rating changes also have a significant impact on the herding behavior of institutional investors. 4) Analyst downgrades increase the herding behavior of buying among individual and intermediary investors, which demonstrates the irrational investment behavior of individual and intermediary investors, and the irrational behavior of individual investors is more severe.

Keywords

Herding Behavior, Analyst Rating Changes, Star Analysts, Irrational Investment

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

“防范化解重大金融风险”是一直以来受到国家重视的问题,已成为党的二十大和中央经济工作会议的工作重点。羊群行为是造成金融风险的重要因素之一,丁乙(2018)发现分析师评级变动可以引起投资者羊群行为[1], Jegadeesh (2010)甚至认为股票市场上投资者羊群行为是导致市场波动增大和金融风险加剧的重要因素之一[2]。因此,识别影响股票市场投资者羊群行为的影响因素对于缓解股市波动,防范化解重大金融风险具有重要意义。

股票分析师的意见以及发布的评级报告是影响股票市场投资者羊群行为的重要因素之一。丁乙(2018)认为近年来,分析师评级报告的影响力在持续增加[1], 王晓宇等(2020)指出,分析师评级报告会影响投资者的交易行为[3]。李惠璇等(2019)发现当评级报告具有对企业的利空消息时,投资者会呈现明显的羊群行为[4]。孔东民(2019)进一步针对机构投资者的研究发现,当分析师发布“买入”或者“强买”的评级时,机构投资者会显著买入该股票,而当分析师发布“卖出”或“减持”评级时,机构投资者表现出显著的净卖出行[5]。Brown 等(2014)针对美国股市研究发现,当卖方分析师上调评级时,共同基金会呈现出买入的羊群行为;当卖方分析师下调评级时,共同基金会呈现出卖出的羊群行为[6]。丁乙(2018)使用中国 A 股 2009~2016 年的基金持股数据研究同样发现,分析师上调评级,基金存在买入的羊群行为;分析师下调评级,基金存在卖出的羊群行为[1]。现有的研究主要是集中在分析师评级变动对机构投资者羊群行为的影响,本文将基于日度高频数据进一步研究分析师评级变动对投资者短期羊群行为的影响。

本文的学术贡献在于:第一,基于日度数据测算投资者羊群行为,研究了分析师评级变动对投资者羊群行为的影响。目前有关分析师评级变动对投资者羊群行为影响的研究多使用的是季度频率数据(丁乙, 2018; 许年行, 2012) [1] [7]。李惠璇等(2019)发现羊群行为会随着度量频率的降低而减弱,即羊群行为具有短期脆弱性的特点[4]。为了更精准地捕捉分析师评级变动对短期羊群行为的影响,本文使用了 2014~2022 年沪深 A 股市场上上市公司的日度交易数据计算了投资者羊群行为。第二,本文区分了不同类型的投资者。现有研究主要集中于机构投资者羊群行为的研究,对非机构投资者的羊群行为的研究则较少。根据 IFIND 金融终端数据显示:A 股沪市中 2021 年末股票投资者开户数高达 2.9 亿,而机构 2021 年末股票投资者开户数只有 90 万。自然人持股金额高达 10 万亿元,机构持股只达 8 亿元。由此可以看出非机构投资者在 A 股市场上仍占大多数,因此对非机构投资者羊群行为的研究也十分重要。本文对比

研究了分析师评级变动对散户、中户、大户、机构不同类型投资者羊群行为的影响。第三, 本文关注了明星分析师、分析师关注度、牛熊市以及投资者买入卖出的羊群行为。1) Fang (2014)研究发现明星分析师的投资建议更加客观[8], 明星分析师相较于普通分析师有更高的声誉, 也会更容易地引起市场的反应。因此本文进一步研究了明星分析师评级变动是否会对投资者羊群行为的产生更大的影响。2) 通常情况下投资者在熊市阶段会更加谨慎, 牛市阶段则会更轻易投资, 不同的市场环境下, 投资者的投资行为可能不同。因此本文进一步研究了投资者在不同的市场阶段分析师评级变动对投资者羊群行为的影响。3) 根据有限注意力理论, 多个分析师发布评级变动报告会增加投资者注意到某只股票的概率。因此当天有多个分析师发布评级变动会使得投资者更有几率了解到分析师评级变动报告的概率, 进而影响投资者的交易行为, 使得投资者更容易产生跟风行为, 所以本文研究了不同分析师关注度下分析师评级变动对投资者的羊群行为。4) 最后本文还从方向上区分了买入卖出羊群行为, 具体研究分析师评级变动对投资者买入、卖出羊群行为的不同影响。

2. 文献综述与研究假设

分析师进行评级变动意味着分析师已经至少对公司股票进行了一次评级, 是对该公司股票持续关注, 因此分析师评级变动意味着在分析师所掌握的信息更加充足的情况下对关注股票的再次评级, 更具有信息含量[3]。若分析师上调评级, 说明分析师对已关注公司更加看好; 若分析师发布下调评级, 则说明分析师意识到当下持有该公司股票不利。目前已有很多学者研究了分析师评级变动对机构投资者羊群行为的影响[1] [6] [7], 基金经理在收到分析师的评级变动信号后, 出于担心声誉受损而追寻市场的共识进行投资, 且无论基金经理的能力高低, 其会因害怕声誉受损而模仿其他基金经理决策, 进而产生羊群行为。相对于机构投资者, 非机构投资者在市场上更处于信息的劣势, 其在收到分析师发布的评级调整信号之后, 出于对个人信息充足性的怀疑, 会选择相信具有专业知识且掌握更多信息的分析师的建议, 听从分析师的评级调整建议进行买入或者卖出股票的操作, 当很多投资者同时进行相关操作是, 便形成了羊群行为。尽管机构投资者和非机构投资者产生羊群行为的动机不同, 在面对分析师评级变动这一公共信息时, 均有理由相信分析师的投资建议会比自己掌握的信息更多, 进而依据分析师建议进行投资, 当投资者们都参照分析师的评级调整进行投资时, 就产生了羊群行为。基于此本文提出了如下的核心假设: “当分析师调整评级时, 会引起投资者的羊群行为。”

3. 模型与变量说明

3.1. 模型设定

为了研究分析师评级变动对不同类型投资者羊群行为的影响, 本文参考相关文献构建了如下回归模型:

$$H_{s,j,t} / H_{m,j,t} / H_{l,j,t} / H_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 U_{j,t} + \alpha_2 D_{j,t} + C_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

其中表示散户、中户、大户、机构投资者在第 t 天对交易 j 股票的羊群行为, 不同类型的投资者的羊群行为计算方式参考了朱菲菲等(2019)改进的 LSV 模型[9]。表示分析师是否在第 t 天对 j 股票发布上调评级的虚拟变量, 是则取值为 1, 否则为 0; 表示分析师是否在第 t 天对 j 股票发布下调评级的虚拟变量, 是则取值为 1, 否取值为 0; 表示 j 股票在 t 日控制变量的数据, 本文引入了个股的涨跌幅、交易股数、最高价、最低价、开盘价、收盘价作为本文的控制变量; 表示残差项。

分析师评级报告和评级变动是分析师对目标公司价值的分析。分析师的评级报告提交后, 投资者通过各种平台在评级报告发布的当天才能了解到分析师研究报告的评级变动内容。分析师的评级结果在投资者羊群行为出现之前便已确定。并且考虑到羊群行为的短期脆弱性, 因此, 本文认为无论是机构投资者

者还是散户、中户、大户投资者,其当下对于个股的买入或者卖出行为均不会影响到之前分析师对一只股票的评级修正,解释变量分析师评级变动与被解释变量投资者的羊群行为之间不存在反向因果的内生性问题。

3.2. 数据来源与处理

本文以分析师发布的 A 股上市公司报告为研究对象,样本区间从 2014 年 1 月 1 日到 2022 年 12 月 31 日。分析师评级数据以及相关控制变量均来自 CSMAR 数据库,投资者的买入、卖出单的数据来自 Wind 数据库。由于本文将投资者细分为“散户”、“中户”、“大户”、“机构”四种类型进行对比分析,所以参考姚禄仕和王华峰(2016)使用投资者的挂单金额对投资者进行分类,即挂单额大于 100 万为机构投资者、挂单额在 20 万~100 万之间为大户投资者、挂单额在 4 万~20 万之间为中户投资者、挂单额小于 4 万为散户投资者[10]。

本文对初始样本数据做了如下的处理:1) 剔除了一天之内同时具有上调评级和下调评级的样本;2) 剔除首次评级和重启评级的样本;3) 剔除数据中存在缺失数据的样本;4) 剔除了 st、*st 以及金融类上市公司的样本;5) 剔除当日没有流入流出单数记录的样本。

4. 实证结果

4.1. 描述性统计

变量描述性统计结果如表 1 所示:整体来看中户投资者的样本数量最多,达到了 120,897 条,机构投资者的样本数量最少 137,624 条。羊群行为平均值最大的为散户投资者,最小的为机构投资者。由于本文剔除了评级变动相反的报告, S 表示当天有多少位分析师发布了评级相同变动的报告,最多一天有 28 位分析师针对同一只股票同时发布了相同的评级变动方向的报告。

Table 1. Descriptive statistics

表 1. 描述性统计

	Variable	N	Mean	SD	Min	Max
散户	H_S	180,744	0.0701	0.0636	2.00e-07	2.810
	U	180,744	0.0444	0.2060	0	1
	D	180,744	0.0262	0.1600	0	1
	S	180,744	1.7670	1.7300	1	28
中户	H_M	180,897	0.0338	0.0385	1.88e-07	2.830
	U	180,897	0.0444	0.2060	0	1
	D	180,897	0.0261	0.1590	0	1
	S	180,897	1.7690	1.7320	1	28
大户	H_L	180,294	0.0475	0.0499	2.80e-07	1.185
	U	180,294	0.3630	0.4810	0	1
	D	180,294	0.0444	0.2060	0	1
	S	180,294	1.7700	1.7340	1	28

续表

	H_I	137,624	0.1090	0.1070	1.38e-06	7.245
机构	U	137,624	0.0435	0.2040	0	1
	D	137,624	0.0209	0.1430	0	1
	S	137,624	1.8130	1.7990	1	28

4.2. 基础回归

对模型(1)进行估计的回归结果如表 2 所示, 第(1)~(4)列分别表示被解释变量为散户、中户、大户和机构投资者的羊群行为。回归结果显示分析师评级变动对散户、中户投资者的羊群行为均具有显著的正向影响, 而对大户和机构投资者羊群行为的影响不显著。回归结果证明了核心假设, 即分析师评级变动会对投资者羊群行为产生显著影响, 但具体而言分析师评级变动只会对散户和中户的羊群行为有显著影响。散户和中户投资者相较于资金规模较为充足的大户以及机构投资者, 除了资金规模处于劣势地位外, 信息获取能力也较差。依赖于分析师评级这种公共信息做出的投资决策, 当众多散户和中户分析师都按照分析师评级变动方向进行投资, 这样便很容易引起了投资者的羊群行为。相较于散户只关注简单的评级数据, 具有雄厚资金的投资者除资金雄厚以外还能够同时利用盈余预测数据(谢玲玲, 2020), 所以相较于散户和中户投资者, 大户和机构投资者在高频数据下分析师评级变动对其没有显著影响。另外投资者的精力也有限, 当大户和机构投资者在同时面对众多信息时产生了信息的竞争性, 减弱了大户和机构投资者羊群行为对分析师评级报告调整的即期反应(方军雄等, 2018)。本文关于分析师评级变动对于机构投资者羊群行为影响的结论与现有研究[1]的结论不同, 主要原因在于其使用的是季度调仓数据, 而本文是基于日度数据计算超额羊群行为, 研究的是对短期羊群行为的影响。

Table 2. Basic regression results

表 2. 基础回归结果

VARIABLES	(1) H_S	(2) H_M	(3) H_L	(4) H_I
U	0.0035*** (0.0010)	0.0018*** (0.0006)	0.0005 (0.0006)	0.0020 (0.0013)
D	0.0045*** (0.0012)	0.0020*** (0.0006)	-0.0002 (0.0006)	-0.0021 (0.0016)
C	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	0.1190*** (0.0089)	0.0130*** (0.0048)	0.1180*** (0.0094)	0.4640*** (0.0190)
Observations	154,859	155,076	154,844	131,769
R-squared	0.1150	0.1110	0.1840	0.1910

注: 括号内的稳健标准误 *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, 括号内为 t 统计量。

4.3. 稳健性检验

2018 年 9 月 18 日“研报门事件”导致 2018 年《新财富》明星分析师的评选取消。2019 年 10 月,

新财富官方宣布重新开始评选, 并且强调了选举的公平、公正、公开。新财富评选活动会激励分析师发布更多的报告, 而取消评选则对分析师的勤勉程度有一定的抑制作用, 符合相关性假定。新财富评选是否取消与投资者的羊群行为无关, 符合外生性假定。因此本文剔除了分析师评选取消的样本区间, 即 2018 年 9 月 18 日~2019 年 12 月 25 日间的样本数据。剔除之后的相关回归结果如表 3 所示, 回归结果仍是稳健的。

Table 3. Robustness test
表 3. 稳健性检验

VARIABLES	(1) H_S	(2) H_M	(3) H_L	(4) H_I
U	0.0028*** (0.0010)	0.0017*** (0.0006)	0.0006 (0.0007)	0.0020 (0.0016)
D	0.0041*** (0.0012)	0.0015** (0.0007)	-0.0004 (0.0007)	-0.0018 (0.0017)
C	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	0.1210*** (0.0094)	0.0146*** (0.0052)	0.1200*** (0.0100)	0.4600*** (0.0210)
Observations	132,630	132,836	132,67	114,191
R-squared	0.1250	0.1200	0.1980	0.2010

注: 括号内的稳健标准误*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, 括号内为 t 统计量。

5. 进一步分析

5.1. 明星分析师的声誉作用

相比于非明星分析师, 明星分析师具有更强的专业能力和声誉, 投资者往往会更相信明星分析师的评级调整报告信息, 市场会对声誉较高的分析师的报告有更大的反应, 声誉较高的分析师的评级也更加的准确。因此本文进一步研究了明星分析师发布的评级变动报告对投资者羊群行为的影响, 回归结果如表 4 所示。2019 年和 2018 年的明星分析师榜单参考的是 2017 年的评选结果。其中为虚拟变量, 当评级报告为明星分析师发布时取 1, 否则取 0。

Table 4. The reputational influence of star analysts
表 4. 明星分析师的声誉作用

VARIABLES	(1) H_S	(2) H_M	(3) H_L	(4) H_I
$U^* SW$	0.0064*** (0.0019)	0.0033** (0.0013)	0.0013 (0.0015)	-0.0019 (0.0026)
$D^* SW$	0.0041 (0.0028)	0.0020 (0.0018)	-0.0026 (0.0016)	-0.0004 (0.0038)
U	0.0006 (0.0012)	0.0003 (0.0007)	-6.29e-05 (0.0009)	0.0029 (0.0017)

续表

<i>D</i>	0.0027 (0.0016)	0.0011 (0.0010)	0.0009 (0.0009)	-0.0020 (0.0021)
<i>SW</i>	0.0016*** (0.0003)	0.0011*** (0.0002)	-6.06e-05 (0.0003)	-0.0011 (0.0009)
<i>C</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.1190*** (0.0089)	0.0135*** (0.0048)	0.1180*** (0.0094)	0.4640*** (0.0190)
<i>Observations</i>	154,859	155,076	154,844	131,769
<i>R-squared</i>	0.1150	0.1110	0.1840	0.1920

注：括号内的稳健标准误*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, 括号内为 t 统计量。

明星分析师的上调评级对散户和中户投资者的羊群行为影响显著为正，回归系数相较于基础回归的系数更大，明星分析师的上调评级能够引起投资者更大的羊群行为。散户和中户投资者由于信息匮乏，能够获得的信息除了分析师的评级变动结果之外，最直接的便是分析师的特征层面信息，例如分析师的声誉。明星分析师的声誉会更吸引散户和中户投资者的注意，所以明星分析师对散户和中户投资者的羊群行为能产生更大的影响。另外值得注意的是，明星分析师下调评级对散户和中户投资者的羊群行为的影响不显著，这显示出了散户和中户投资者的乐观偏好现象，投资者在进行投资时更愿意相信对市场有利的信息，更愿意参考明星分析师的上调评级变动信息。

5.2. 分析师关注程度的作用

分析师一天内发布的相同评级变动报告数量也是一个引起投资者羊群行为的重要因素。相较于只有一个分析师的评级变动报告，多个分析师的评级变动报告会使得评级信息能够更高概率、更快地传递到投资者那里，同时多个相同的评级报告也会增加投资者注意到某只股票的概率，进而对该股票的投资决策带来影响。为了验证这一猜想，本文将当天的分析师发布评级变动报告次数分成了两组，当天只有一个分析师发布评级变动报告的股票为基准组，当天有大于 1 个分析师发布评级变动报告的股票为对照组，两组的回归结果如表 5 所示，其中(1)~(4)表示当天有单个分析师发布评级变动报告，(5)~(8)表示当天有多个分析师发布评级变动报告。

Table 5. The role of analyst attention

表 5. 分析师关注程度的作用

VARIABLES	(1) H_S	(2) H_M	(3) H_L	(4) H_I	(5) H_S	(6) H_M	(7) H_L	(8) H_I
<i>U</i>	0.0009 (0.0014)	0.0005 (0.0007)	0.0007 (0.0010)	0.0034* (0.0020)	0.0056*** (0.0012)	0.0028** (0.0012)	2.58e-05 (0.0009)	0.0011 (0.0017)
<i>D</i>	0.0021 (0.0015)	0.0005 (0.0011)	-7.07e-05 (0.0009)	-0.0014 (0.0029)	0.0058*** (0.0020)	0.0028** (0.0012)	-0.0002 (0.0010)	-0.0014 (0.0027)
<i>C</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表

<i>Constant</i>	0.1250 ^{***} (0.0091)	0.0127 ^{***} (0.0046)	0.1210 ^{***} (0.0098)	0.4800 ^{***} (0.0233)	0.1150 ^{***} (0.0142)	0.0200 ^{**} (0.0092)	0.1080 ^{***} (0.0134)	0.4110 ^{***} (0.0264)
<i>Observations</i>	107,577	107,686	107,503	89,897	46,875	46,978	46,929	41,411
<i>R-squared</i>	0.1310	0.1280	0.2040	0.2190	0.1750	0.1650	0.2190	0.2290

注：括号内的稳健标准误^{***} $p < 0.01$, ^{**} $p < 0.05$, ^{*} $p < 0.1$, 括号内为 t 统计量。

结果表明当天只有 1 个分析师发布评级变动报告时, 分析师评级变动对投资者羊群行为的影响几乎均不显著, 只有上调评级对机构投资者羊群行为有显著影响, 这表明机构投资者并没有对发布相同评级变动的分析师数量特别关注。而有多个分析师发布评级变动报告时, 评级变动对散户和中户投资者羊群行为均有显著影响, 对大户和机构投资者羊群行为仍没有显著影响。结果表明投资者在进行投资决策时, 当天发布评级变动方向相同的评级报告越多, 越容易引起散户和中户投资者的羊群行为。

5.3. 牛、熊市下的异质性分析

投资者的羊群行为会在不同的市场阶段有不同的表现, 本文通过上证指数走势来反映市场总体的走向, 将市场区分为牛市、熊市二个阶段来观察不同类型投资者在不同市场阶段面对分析师评级变动的反应。本文参考了许年行(2012)论文中的“波峰波谷判定法”, 根据上证综合指数收盘点位将市场分为了牛市与熊市, 当市场处于波动的调整状态时也将其认定为熊市[7]。

回归结果如表 6 所示, 其中(1)~(4)表示牛市阶段; (5)~(8)表示熊市阶段。在牛市阶段, 分析师评级变动均能够对散户、中户投资者羊群行为产生显著的正向影响, 回归结果与基础回归结果类似; 而在熊市阶段, 分析师只有上调评级会对散户、中户投资者羊群行为具有显著的正向影响, 下调评级只会对散户投资者的羊群行为产生正的显著影响。

Table 6. Heterogeneous analysis under bull and bear markets

表 6. 牛、熊市下的异质性分析

VARIABLES	(1) H_S	(2) H_M	(3) H_L	(4) H_I	(5) H_S	(6) H_M	(7) H_L	(8) H_I
<i>U</i>	0.0024 ^{**} (0.0011)	0.0011 [*] (0.0005)	-1.34e-05 (0.0008)	0.0009 (0.0015)	0.0068 ^{***} (0.0018)	0.0045 ^{***} (0.0013)	0.0025 (0.0018)	0.0066 ^{**} (0.0025)
<i>D</i>	0.0041 ^{***} (0.0013)	0.0021 ^{**} (0.0008)	0.0005 (0.0008)	-0.0011 (0.0018)	0.0057 [*] (0.0033)	0.0017 (0.0018)	-0.0019 (0.0019)	-0.0087 [*] (0.0048)
<i>C</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.1230 ^{***} (0.0100)	0.0112 [*] (0.0059)	0.1100 ^{***} (0.0096)	0.4640 ^{***} (0.0218)	0.1300 ^{***} (0.0142)	0.0297 ^{***} (0.0082)	0.1620 ^{***} (0.0184)	0.4910 ^{***} (0.0354)
<i>Observations</i>	117,023	117,083	116,904	101,752	37,500	37,659	37,602	29,596
<i>R-squared</i>	0.1290	0.1200	0.1870	0.1990	0.1350	0.1540	0.2310	0.2460

注：括号内的稳健标准误^{***} $p < 0.01$, ^{**} $p < 0.05$, ^{*} $p < 0.1$, 括号内为 t 统计量。

此外, 熊市阶段分析师的上调评级能够对机构投资者羊群行为具有显著的正向影响, 下调评级能够对机构投资者产生显著的负向影响。这说明在熊市阶段, 机构投资者也会参考分析师评级变动信息进行

决策, 但机构投资者重点关注的是分析师的上调评级。分析师下调评级时机构投资者反而减少了羊群行为, 同样中国的“单边市”市场环境可以解释这一现象。在卖空限制的情况下, 面对分析师不看好某只股票进而下调评级时, 机构投资者并没有简单跟风进行买入或卖出, 而是会参考其他的多方面信息进行交叉验证, 进而减轻了其羊群行为。

5.4. 投资者买入、卖出羊群行为的异质性分析

本文还进一步区分了分析师评级变动对投资者买入羊群以及卖出羊群行为的影响, 参考 Wermer (1999) 计算了买入羊群行为和卖出羊群行为[11]。回归结果如表 7 所示, 其中(1)~(4)列分别表示买入羊群行为, (5)~(8)表示卖出羊群行为。

Table 7. Investor herding behavior in buying and selling

表 7. 投资者的买入卖出羊群行为

VARIABLES	(1) H_S	(2) H_M	(3) H_L	(4) H_I	(5) H_S	(6) H_M	(7) H_L	(8) H_I
<i>U</i>	0.0019 (0.0012)	0.0004 (0.0007)	-0.0004 (0.0008)	0.0004 (0.0017)	-0.0028* (0.0014)	-0.0015* (0.0008)	-0.0019** (0.0008)	-0.0014 (0.0016)
<i>D</i>	0.0056*** (0.0016)	0.0032*** (0.0011)	0.0007 (0.0012)	-0.0019 (0.0028)	0.0007 (0.0015)	0.0013* (0.0007)	0.0013 (0.0008)	0.0053** (0.0021)
<i>C</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.0973*** (0.0104)	0.0015 (0.0063)	0.1340** (0.0106)	0.4860*** (0.0234)	-0.1500*** (0.0107)	-0.0244*** (0.0065)	-0.1010*** (0.0114)	-0.4520*** (0.0236)
<i>Observations</i>	75,715	76,535	76,215	67,292	78,736	78,144	78,248	64,030
<i>R-squared</i>	0.2000	0.1720	0.2430	0.2610	0.2040	0.1930	0.2070	0.2370

注: 括号内的稳健标准误 *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, 括号内为 t 统计量。

分析师上调评级对于投资者的买入羊群行为没有显著影响; 分析师下调评级显著增加了散户、中户投资者的买入羊群行为。分析师下调评级意味着分析师对该股票的不看好, 认为该股票的投资价值有所降低, 而散户和中户投资者却有买入羊群行为, 这反映出了我国散户和大户投资者投资行为的非理性。对于大户和机构的买入羊群行为的影响不显著。

分析师上调评级减少了散户、中户和大户投资者的卖出羊群行为, 说明投资者在见到利好发生, 会选择继续持有现有股票, 减少了卖出羊群行为; 分析师下调评级增加了中户以及机构投资者的卖出羊群行为, 这表明中户和机构投资者在决定卖出股票时会参考分析师对该股票的下调评级。分析师的下调评级并没有对散户投资者的超额卖出羊群行为有显著影响, 分析师上调评级却可以减少散户投资者的卖出羊群行为, 这说明我国散户投资者具有非理性的乐观偏好现象。

6. 结论与建议

本文基于 2014~2022 年分析师股票评级变动数据以及不同类型投资者的日度交易数据, 实证研究了分析师评级变动对不同类型投资者羊群行为的影响。研究发现, 分析师评级变动会显著地增加散户和中户投资者的羊群行为, 而对大户以及机构投资者的羊群行为均没有显著影响。回归结果在剔除“研报门”事件导致的“新财富明星分析师”榜单取消期间的数据之后仍然是显著的。在进一步分析方面, 相比于

一般分析师, 明星分析师的上调评级会对散户和中户投资者羊群行为有更大的影响。当天有越多的分析师给出相同方向的评级变动报告, 越能够引起投资者的羊群行为。牛市阶段分析师评级变动同样会显著地增加散户和中户投资者的羊群行为, 熊市阶段还能够对机构投资者产生显著的影响, 这说明熊市阶段机构投资者会更多地参考分析师的评级变动情况。分析师上调评级会减少散户、中户和大户投资者的卖出羊群行为, 下调评级会增加中户和机构的卖出羊群行为。但分析师下调评级还会增加散户和中户投资者的买入羊群行为, 这显示出了散户和中户投资者投资行为的非理性。

以上的结论带来的启示: 第一, 散户投资者具有一定的乐观偏好, 其对分析师的上调能够引起散户投资者的买入羊群行为, 但分析师下调评级同样也蕴含着一定的信息, 散户投资者却没有重视。所以为了弥补散户投资者的信息劣势, 散户投资者应克服自身的乐观偏好, 关注到分析师的下调评级情况。第二, 散户和中户投资者在做投资决策时应尽量地参考多重信息来源, 分析师评级变动虽能够包含一定的信息含量, 仅凭分析师的评级变动信息做出投资决策容易出现追涨杀跌的现象, 增加了股市的风险。散户和中户投资者应在关注“评级”信息的基础上, 关注股价预测等信息, 获取更多的信息避免盲从产生损失。第三, 分析师应发布更多高质量的研究报告, 为散户和中户投资者提供更多的信息。分析师也可以通过增加路演等方式深化与大户和机构投资者的交流与合作, 增加对大户和机构投资者的影响力, 使得大户和机构投资者在投资时更多地参考分析师评级报告, 进而促使股票信息更好地进入股价中, 提高市场定价效率、降低风险。

参考文献

- [1] 丁乙. 分析师荐股评级调整对我国基金羊群行为的影响[J]. 现代经济探讨, 2018(3): 44-53.
- [2] Jegadeesh, N. and Kim, W. (2010) Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions. *The Review of Financial Studies*, **23**, 901-937. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp093>
- [3] 王晓宇, 熊熊, 张小涛. 分析师的评级建议会影响投资者交易吗[J]. 天津大学学报: 社会科学版, 2020, 22(1): 9-18.
- [4] 李惠璇, 朱菲菲, 唐涯, 等. 盈余公告、分析师推荐与伪羊群行为——基于高频数据的实证检验[J]. 经济学: 季刊, 2019, 18(3): 919-940.
- [5] 孔东民, 刘莎莎, 谭伟强. 分析师评级与投资者交易行为[J]. 管理世界, 2019, 35(1): 167-178.
- [6] Brown, N.C., Wei, K.D. and Wermers, R. (2014) Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices. *Management Science*, **60**, 1-20. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1751>
- [7] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2012(7): 127-140.
- [8] Fang, L.H. and Yasuda, A. (2014) Are Stars' Opinions Worth More? The Relation between Analyst Reputation and Recommendation Values. *Journal of Financial Services Research*, **46**, 235-269. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0178-y>
- [9] 朱菲菲, 李惠璇, 徐建国, 等. 短期羊群行为的影响因素与价格效应——基于高频数据的实证检验[J]. 金融研究, 2019(7): 191-206.
- [10] 姚禄仕, 王华峰. 最佳分析师推荐评级及其评级变动更具有投资价值吗?——来自中国证券市场的经验证据[J]. 合肥工业大学学报(社会科学版), 2016, 30(5): 10-18.
- [11] Wermers, R. (1999) Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices. *The Journal of Finance*, **54**, 581-622. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00118>