

涉密论文 公开论文

浙江大學



本科生毕业论文（设计）

题目	分析师评级与机构投资者羊群行为的叠加效应研究
姓名与学号	周罗梦 3210103024
指导教师	朱越腾
年级与专业	2021 级金融学（试验班）
所在学院	经济学院
提交日期	2025 年 6 月 4 日

浙江大学本科生毕业论文（设计）承诺书

1. 本人郑重地承诺所呈交的毕业论文（设计），是在指导教师的指导下严格按照学校和学院有关规定完成的。
2. 本人在毕业论文（设计）中除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得 浙江大学 或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。
3. 与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示谢意。
4. 本人承诺在毕业论文（设计）工作过程中没有伪造数据等行为。
5. 若在本毕业论文（设计）中有侵犯任何方面知识产权的行为，由本人承担相应的法律责任。
6. 本人完全了解 浙江大学 有权保留并向有关部门或机构送交本论文（设计）的复印件和磁盘，允许本论文（设计）被查阅和借阅。本人授权 浙江大学 可以将本论文（设计）的全部或部分内容编入有关数据库进行检索和传播，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编本论文（设计）。

作者签名：

导师签名：

朱晓腾

签字日期： 年 月 日 签字日期： 年 月 日

致 谢

这是一篇断断续续写了 20 天的致谢。在浙江大学的四年本科生活即将告一段落，我的人生也将出现一个小小的逗号，迈向下一段旅程。

要感谢的人和事太多太多。

首先感谢我自己。谢谢你在不知道为了什么的时候还能保持努力，从金华这座安逸、平淡的小城走来，一开始你其实并不知道为什么要学习，身边人好像也没有多大的期许，但就是这么雷打不动的、日复一日的积累，让你在懵懂之时有了站上更大舞台的能力。自习，上课，作业，考试，坐在接送的车上缩着双腿扭着身子匆匆扒拉完晚餐赶赴新的课堂。也谢谢你一直怀有充分的好奇心、探索欲，能够兴致盎然地，拥抱这个广袤的世界。这可是家族第一个大学生以及未来研究生的含金量。

要感谢杭州。所在的城市有一片美丽的湖泊是很幸福的事。绕着西湖走一走，晴西湖、雨西湖、雾西湖、夜西湖，总能让我获得平静。还有灵隐寺、法喜寺、九溪烟树、满觉陇、西溪湿地、太子湾、青山湖，感谢江南一路好风景。也是在杭州，我感受到了各种社会文化资源的滋养，这里有各种各样的书展、画展、摄影展、市集，第一次看 livehouse，第一次看音乐节，第一次看舞剧，第一次看话剧，第一次参加放映组活动，第一次和“同好”见面……

感谢浙江大学。感谢校园本身，感谢紫金港的一草一木，感谢所有为维护浙大和平学习环境而付出的工作人员，深夜里寒风中守着各处大门的、维护校园洁净卫生的、开着小白穿梭运载学生的、提供美味饭菜的……庞大的校园得以运转，数万人的起居得以供应，绝非易事。要继续感谢浙大提供的平台，这里有充沛的学习资源，优质的课程、讲座、论坛数不胜数且自由开放，只要你想，可以在各个领域的海洋遨游。感谢浙江大学的社团和组织，在学生二级市场协会的这几年，我得到了很多锻炼，去接触企业，去组织课程，去协调各方资源，还记得第一次见到业界的合作伙伴，握手对我来说都是一件很“大人”的事情。

感谢在我求学路上给予了太多太多帮助的师长。首先感谢我的论文导师朱越腾老师，同时也是我的 SRTP 项目导师，从接触科研至今，一直都是朱老师为我答疑解惑。感谢金融系主任朱燕建老师，在进行学生工作时给予我指导。感谢班主任刘玉坤老师、任远老师，特别感谢《证券投资学》课程的李兴建老师，这是

我在浙大上过的最喜欢的课，感谢洪鑫老师、龚勋老师、章重远老师及其他任课老师。感谢我的初中班主任陈慧强老师，没有强哥的教导与鼓励，我不会成为今天的自己。感谢其他曾引领我学习的老师，孙孜老师、张帅老师、邵昂老师、徐爱平老师、苏静老师、朱海霞老师、陈胜华老师，感谢你们撒下的种子。感谢所有熟悉的或未曾谋面的学长学姐们，对我的帮助涵盖了课程学习、实习经验、留学选校甚至到生活化的买机票、租公寓等方方面面，CC98 和朵朵的多年积累是一笔巨大的财富。

感谢我的朋友们、同学们。感谢我亲爱的舍友和伙伴郭依萍、郝思佳、米兰拉姆，我们一起度过了大学四年的宝贵时光。感谢从金华一中开始一路同行的傅意涵、陈甜静、彭驰皓，你们真的非常优秀。感谢金融学试验班的同学们，陈硕硕、袁天阳、王宇菲及其他同伴，很高兴我们能够一起学习。感谢方羽、金小雨、陈承、曹贝诺、汤陈文静、颜与林，或许我们不再经常见面，或许总有人渐行渐远，但我们之间的相处和回忆一直是我前行的重要力量，我会珍藏。

感谢人工智能，感谢互联网，感谢技术进步。感谢 Gemini、Grok、DeepSeek、ChatGPT、Kimi、Doubao、Claude，按照对本文贡献大小依次排序。从模型设计到修改代码到润色语言，这篇论文的完成离不开 AI 大模型。

感谢 Taylor Swift。从初二开始，九年里，是你的音乐和对人生的态度指引着我一路向前，陪伴着我度过那些或轻松或难熬的时光。Welcome to New York，是你的演讲点亮了我，当时没有目标也没有方向的我想着，至少，努努力去大洋彼岸看看。不出意外的话，2 个月后我就会前往纽约哥伦比亚大学学习，取得我的硕士学位。

我最要感谢的，我的家人们。感谢我的母亲叶美云，父亲周华来，哥哥周卡罗，嫂子王娜，还有周言欢、周时乐两位小朋友，以及其他亲人们。感谢父母的养育、支持、陪伴、照料、包容，谢谢你们含辛茹苦的工作，谢谢你们尊重我的决定，给了我看更大世界的入场券。小时候我身体经常不好，母亲不辞辛苦几乎是天天往学校送饭，致以我最深的歉意与谢意。短短一段文字着实无法说明我的感情，祝你们健康、平安。

最后一段话送给自己。It was the end of a decade , but the start of an age.Long live the walls we crashed through, how the kindom lights shined just for me and you.

摘要

本研究聚焦证券分析师评级与机构投资者羊群行为的叠加效应，探讨其对中国A股市场效率与稳定性的影响。作为资本市场核心信息交易者，证券分析师通过评级报告为投资者提供参考，机构投资者则凭借资金与信息优势影响市场。然而，二者行为偏差可能导致市场非理性波动。本文基于行为金融学理论，结合2010至2022年中国A股市场数据，实证分析以下问题：（1）证券分析师的评级调整是否存在羊群行为；（2）证券分析师的评级调整是否会引发机构投资者的羊群行为；（3）两者叠加效应对市场的影响。

研究发现，分析师评级调整中存在显著羊群行为，评级偏离度与股票超额收益率正相关，且效应随时间窗口延长而增强。分析师评级调整显著影响机构投资者的交易决策：上调评级引发集中买入，下调评级导致集中卖出。当两者羊群行为叠加时，市场波动加剧，资产价格易偏离基本面，系统性风险随之上升。此外，分析师声誉、所属机构规模及评级分歧度对羊群行为有调节作用。高市场波动性下，评级调整的影响更显著，反映信息透明度提升与投资者行为变化的驱动作用。金融市场演变与监管强化进一步增强了分析师的影响力。

本研究从理论与实证角度揭示分析师与机构投资者行为偏差的形成机制及其互动效应，为理解A股市场非理性现象提供新视角。研究结果表明，优化分析师行业规范、提升机构投资者决策独立性、完善监管政策有助于减少市场非理性行为，提升运行效率与稳定性。本文不仅丰富了行为金融学研究，也为中国资本市场健康发展提供了实践指导。

关键词：证券分析师、机构投资者、羊群行为、评级调整、市场效率、A股市场

Abstract

This study explores the combined impact of analyst ratings and institutional investors' herding behavior on the Chinese A-share market's efficiency and stability. Analysts guide investors via ratings, while institutional investors shape markets with capital and information advantages. However, their biases may drive irrational fluctuations. Using 2010 – 2022 A-share data, this research examines: (1) herding in analyst rating adjustments, (2) their effect on institutional herding, and (3) the joint influence on market dynamics.

Results show analyst ratings exhibit strong herding, with *Deviations* positively tied to excess returns, growing over time. Rating changes affect institutional trading: upgrades spark buying, downgrades prompt selling. Combined herding heightens volatility, widens price-fundamental gaps, and raises systemic risk. Analyst reputation, firm size, and rating dispersion moderate these effects. High volatility amplifies rating influence, driven by better transparency and shifting investor behavior. Market evolution and stricter regulations enhance analyst impact.

This study reveals how analyst and institutional biases form and interact, shedding light on A-share irrationality. It suggests improving analyst standards, boosting institutional independence, and refining regulations to curb irrationality and enhance market stability, offering insights for China's capital market development.

Key words: Analyst ratings; institutional herding; behavioral bias; market efficiency; A-share market

目 录

第一部分 毕业论文（设计）

致 谢	I
摘 要	III
Abstract	IV
目 录	V
1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 研究思路、框架与路线	4
1.3 研究创新及不足	6
2 文献综述	8
2.1 证券分析师羊群行为	8
2.2 机构投资者羊群行为	11
2.3 分析师评级对机构投资者的影响	13
2.4 总结	14
3 理论分析与研究假设	15
3.1 理论基础	15
3.2 研究假设	17
4 证券分析师羊群行为分析	17
4.1 样本选取与数据来源	17
4.2 证券分析师羊群行为的实证模型	18
4.3 实证结果与分析	22
5 分析师评级对机构投资者羊群行为的影响分析	27
5.1 样本选取与数据来源	27
5.2 实证模型	27
5.3 实证结果与分析	30
5.3.1 回归结果	30
5.4 结果变化的潜在原因	33
6 分析师与机构投资者羊群行为的叠加影响分析	35
6.1 行为叠加的传导机制	35

6.2 叠加效应的结构性成因	36
6.3 叠加效应对市场效率的长期影响	37
7 结论与建议	38
7.1 研究结论	38
7.2 政策建议	39
7.3 未来研究展望	40
参考文献	42
附录	45
作者简历	48
《浙江大学本科生毕业论文（设计）任务书》	
《浙江大学本科生毕业论文（设计）考核表》	

第二部分 文献综述和开题报告

文献综述和开题报告

指导教师对文献综述和开题报告的具体要求

目 录	I
一、文献综述	1
1 证券分析师羊群行为	1
2 机构投资者羊群行为	3
3 分析师评级对机构投资者的影响	5
4 总结	6
5 参考文献	6
二、开题报告	9
1 选题背景	9
2 研究目的及意义	11
3 国内外研究评述	12
4 论文的框架结构和目录	13
5 研究重点、难点与可能的创新	14
6 初步结论和论文可行性	15
参考文献	17
三、外文翻译	19

四、外文原文.....	24
《浙江大学本科生文献综述和开题报告考核表》	

第一部分

毕业论文（设计）

1 絮论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

证券分析师和机构投资者作为资本市场的重要“信息交易者”，长期以来被认为在市场定价效率的提升和稳定性维护中扮演着关键角色。证券分析师通过对上市公司的研究和分析发布评级报告，为投资者提供参考意见；而机构投资者则利用其资金和信息优势快速反应市场信息，形成投资决策。然而，尽管这两类主体被赋予了推动市场理性化的期待，实际市场表现却与理论预期存在显著偏差，特别是在中国A股市场中。A股市场自开市以来呈现明显的牛短熊长、暴涨暴跌特征，主题轮动、个股炒作屡见不鲜，市场似乎并没有变得理性和稳定。

在金融领域，证券分析师通常被视为市场中信息型投资者的典型代表。他们所发布的研究报告以及评级调整应当建立在独立分析和深入研究的基础之上，以此来提升资产价格对市场信息的反应速度和吸收效率。然而，在实际的观察中，分析师在进行评级调整时往往表现出较为明显的羊群行为特征。一些分析师在面对热点主题或概念股票时表现出趋同现象，其评级调整不是基于独立的信息处理，而是受到市场共识或友商行为的影响。研究也表明，分析师之间存在信息同质化的情况，即多名分析师基于相同的信息来源得出一致的结论。此外，由于行业竞争、声誉压力和激励机制等外部因素，部分分析师可能选择模仿其他资深分析师的观点，以规避因预测错误而受到质疑的风险。这种非信息驱动的评级行为不仅削弱了分析师报告的独立性，也可能对市场价格形成误导。

机构投资者作为证券分析师研究报告的关键信息使用者，其投资决策往往受到分析师评级调整的显著影响。现有研究指出，分析师的评级调整会借助市场预期传递给机构投资者。当分析师的评级调整中出现羊群行为时，这种信息同质化现象可能会进一步传导至机构投资者的投资行为，从而导致机构投资者也出现羊群行为。例如，在某些热点概念股票中，当分析师集中调整评级时，机构投资者可能受到影响而选择跟随市场趋势进行集中买入或卖出。这种行为偏差不仅放大了市场波动，还可能引发资产价格偏离基本面，形成资产泡沫或价格崩盘的风险。然而，随着市场环境的变化，这种信息传递机制是否依然成立值得进一步探讨。

近年来，政策监管的不断调整为市场引入更多透明性，机构投资者的信息来源也日趋多样化，除了依赖证券分析师的研究报告外，还可以通过自主构建投研团队、利用大数据分析工具以及参考第三方独立研究来获取更多维度的信息。同时，机构投资者自身的研究能力和专业水平在逐步提升，投研体系逐渐完善，投资决策中的独立性和深度也可能有所增强。在这种情况下，机构投资者是否仍然会因为分析师评级调整而表现出明显的从众行为？是否会因为更多元的信息来源和更强的研究能力而削弱对分析师评级的依赖？

更重要的是，当分析师和机构投资者的羊群行为叠加时，这种双重偏差可能对市场运行效率和稳定性造成更严重的负面影响。作为信息的生产者，证券分析师的评级调整若以羊群行为为特征，其结果可能无法准确反映上市公司的基本面，而是呈现出一种趋同化的市场共识。当这种信息传递到机构投资者时，作为资金使用者的机构投资者可能在此基础上进一步放大羊群行为效应，导致市场出现集体非理性现象。例如，在某些市场热点中，分析师和机构投资者可能同时出现追涨杀跌的行为，使得股价短时间内快速上涨或下跌，最终加剧市场的系统性风险。

以中国A股市场为例，自开市以来，市场经历了多次剧烈的牛熊转换，呈现出“牛短熊长”“暴涨暴跌”的特征。自2005年中国证监会提出“超常规发展机构投资者”的战略后，机构投资者和分析师队伍迅速扩大。然而，这一举措并未使市场变得更加稳定，反而在某些阶段导致市场波动性加剧。特别是，在热点主题涌现时，分析师和机构投资者的行为表现出显著的从众特征。例如，部分热点主题或概念股的价格波动并非完全由基本面变化驱动，而是受到分析师评级集中调整和机构投资者集体买卖的影响。这种行为模式的双重叠加不仅放大了市场波动，还可能加剧资产价格偏离基本面的问题。

本研究立足于上述背景，着重探讨以下三个关键问题：其一，分析师评级调整是否表现出羊群行为特征；其二，分析师评级调整是否会诱发机构投资者的羊群行为；其三，当分析师与机构投资者的羊群行为相互叠加时，会对市场效率和稳定性产生何种影响。通过行为金融学理论和实证分析的结合，本研究希望深入揭示证券分析师和机构投资者行为偏差的形成机制及其互动模式，并进一步评估这种行为对资本市场运行效率的影响。最终，本研究旨在为市场理论和实践提供新视角，同时为政策制定和市场监管提供科学依据，以推动资本市场的健康稳定

发展。

1.1.2 研究意义

本研究以证券分析师和机构投资者这两类资本市场的重要主体为切入点，深入剖析证券分析师评级调整中的羊群行为，分析其对机构投资者行为产生的影响，以及二者行为叠加对市场效率和稳定性的作用机制。在成熟的资本市场中，优质的上市公司、成熟的机构投资者以及独立且发达的信息中介构成了“三驾马车”，其中证券分析师作为核心的信息中介，扮演着连接上市公司和投资者的关键角色。然而，由于分析师所在的证券公司与上市公司、机构投资者之间存在复杂的业务关联，分析师的独立性常常面临利益冲突的挑战。本研究将分析师和机构投资者结合在同一框架下进行研究，从“行为叠加”这一全新视角分析其相互作用及对市场的累积影响，不仅扩展了现有理论框架，也为探讨资本市场的非理性现象提供了新的研究方向，深化了对市场信息传递机制的理解。

本研究通过实证分析，揭示证券分析师评级调整中的羊群行为是否会通过信息传递机制引发机构投资者的同向交易行为，并进一步分析这种叠加行为对市场效率的影响。若证券分析师的趋同行为导致其传递的信息同质化，将可能阻碍上市公司特质信息进入市场，而当机构投资者进一步基于这些趋同化的信息进行同向交易时，将加剧市场价格对基本面的偏离。这种研究在以中国 A 股市场为代表的新兴市场中具有重要意义，因为 A 股市场尚未完全成熟，暴涨暴跌现象频发，且市场参与者中信息交易者（分析师和机构投资者）的作用尤为突出。通过揭示这些行为模式及其影响，本研究为理解 A 股市场的非理性波动提供了实证证据，也为探索改善市场效率提供了新的视角。

在实践层面，本研究能够为证券分析师行业规范化发展和机构投资者的理性投资行为提供指导。若研究发现证券分析师的羊群行为显著影响了机构投资者的投资决策，进而加剧了市场波动，那么证券行业应优化其利益冲突管理机制，加强对分析师独立性的保护与考核，减少因利益关系对其评级行为的干扰。同时，机构投资者应提升其自主投研能力，降低对分析师评级的依赖，以提高投资决策的独立性和科学性。本研究的结论也可以为上市公司提供借鉴，帮助其更好地与分析师和机构投资者建立透明化的沟通机制，从而改善市场对其价值的合理定价。

在监管政策层面，本研究能够为证券市场的制度设计提供参考。若发现证券分析师与机构投资者之间的行为互动会导致市场信息传递的无效率，监管机构可以通过加强信息披露透明度、优化分析师考核体系、完善机构投资者的监管制度等措施来缓解这些问题。例如，鼓励独立分析师的发展、限制券商投行业务与分析师研究之间的利益冲突、提升机构投资者行为的公开性等政策，都可以改善资本市场的信息环境，减少非理性行为的发生，最终提升市场的运行效率和稳定性。

综上所述，本研究从理论、实证、实践和政策多个层面，探讨证券分析师和机构投资者行为模式对资本市场的影响，具有重要的学术价值和现实意义。研究结果不仅为深化资本市场的行为机制研究提供了新视角，也为推动中国资本市场的健康稳定发展提供了重要参考。

1.2 研究思路、框架与路线

1.2.1 研究思路和框架

证券分析师作为资本市场的重要信息中介，其评级调整行为不仅影响市场参与者的预期，还可能通过信息传递作用于机构投资者的交易决策。然而，现有研究较少关注分析师评级调整中的羊群行为及其对机构投资者行为的潜在传导效应，更缺乏对两者叠加影响市场效率与稳定性的系统分析。本研究以此为切入点，以行为金融学理论为依托，结合中国 A 股市场的实际情况，探索证券分析师评级调整中的羊群行为特征、其对机构投资者行为的驱动机制，以及两者行为偏差叠加对市场运行的综合影响。研究旨在揭示分析师与机构投资者行为偏差的形成原因及其交互作用的内在逻辑，并为优化市场监管和提升资源配置效率提供理论依据与实践指导。

本研究的研究思路基于以下逻辑展开。首先，证券分析师在评级调整中可能受到市场共识、同行压力或声誉动机的影响，导致其行为表现出趋同性，即羊群行为。为验证这一现象是否存在，本研究将通过实证分析检验分析师评级调整的集中度及其与独立信息分析的偏离程度。其次，分析师评级调整作为重要的市场信号，可能通过预期引导作用影响机构投资者的交易决策，诱发其集中买入或卖出的从众行为。本研究将重点分析评级调整与机构投资者羊群行为之间的因果关系，探讨信息传递的有效性及其边界条件。最后，分析师与机构投资者作为市场

中的两大核心主体，其行为偏差的叠加可能放大市场波动、扭曲价格信号，甚至引发系统性风险。为此，本研究将进一步评估两者羊群行为的交互效应对市场效率(如信息反映速度和资源配置)和稳定性(如波动性和风险溢出)的综合影响。

研究框架设计上，本研究遵循理论分析与实证检验相结合的原则，构建了一个包含八个部分的逻辑结构。第一部分为绪论，明确研究背景、研究意义、研究目标及研究方法，为后续分析奠定基础。第二部分为文献综述，通过系统回顾国内外关于证券分析师羊群行为、机构投资者行为及两者关系的研究成果，梳理理论基础和实证方法，为后续分析提供参考。第三部分为理论分析与研究假设，基于行为金融学理论，分析证券分析师羊群行为的形成机制及其对机构投资者行为的传导路径，并提出研究假设。第四部分为证券分析师评级调整行为分析，设计模型检验分析师评级调整中是否存在羊群行为，并探讨其驱动因素，如分析师声誉、市场分歧度和外部压力；同时分析评级调整如何通过信息传递引发机构投资者的羊群行为，特别关注不同市场环境下的效应差异。第五部分为分析师评级及机构投资者行为对市场影响的实证分析，综合考察分析师与机构投资者羊群行为对市场效率和稳定性的正向或负向贡献。第六部分为金融市场的潜在风险因素分析，结合 2005-2010 年相关文献的分析框架，对比研究分析师和机构投资者行为偏差在不同市场环境下的表现，探讨其对市场风险的潜在影响。第七部分为分析师与机构投资者叠加影响的初步分析，重点分析两者羊群行为的交互作用及其对市场效率和稳定性的综合效应。第八部分为结论与展望，根据研究结果提出优化分析师评级独立性、规范机构投资者行为的政策建议，并为未来研究指明方向。

技术路线方面，本研究采用数据驱动的实证研究方法，确保分析的科学性与可操作性。具体而言，本研究首先从 RESSET 锐思数据库、同花顺 iFind 数据库以及 CSMAR 数据库收集 2010 年至 2022 年期间中国 A 股市场的证券分析师评级数据、股票交易数据以及机构投资者持仓数据，并进行数据清洗，剔除缺失值和异常值以确保样本质量。其次，参考已有文献(如 Jegadeesh 和 Kim, 2010)，构建计量模型，包括用于检验分析师羊群行为的回归模型、分析评级调整对机构投资者行为影响的面板模型，以及评估行为叠加效应的综合模型。同时，明确变量设计，例如将股票超额收益率和机构持股集中度作为因变量，以评级调整幅度和偏离度作为核心解释变量，并加入控制变量，如市场波动率和公司特征

等。随后，利用 Stata 和 Python 软件进行描述性统计、相关性分析和回归分析，以验证假设并揭示行为特征及其影响机制。最后，通过调整样本区间、替换关键变量或引入工具变量法进行稳健性检验，确保结论的可靠性和普适性。

总之，本研究通过清晰的研究思路、严谨的框架设计和科学的技术路线，系统剖析证券分析师评级调整中的羊群行为及其对机构投资者行为的传导效应，进而揭示两者叠加对市场效率与稳定性的深层影响。这一过程不仅填补了相关领域的理论空白，还为资本市场监管和投资者行为优化提供了实践参考。

1.3 研究创新及不足

1.3.1 研究创新

本研究在现有文献基础上，从理论构建和实证分析两个层面提出了显著的创新点，旨在深化对证券分析师评级修正与机构投资者交易策略之间羊群行为互动的理解。

首先，本研究创新性地将证券分析师的评级修正与机构投资者的交易行为置于同一分析框架内，聚焦两者羊群行为的叠加效应。传统研究往往单独探讨分析师的预测行为或机构投资者的交易策略，忽视了两者之间的动态关联。本文提出假设 H2：“分析师评级调整中的羊群行为通过信息传递机制对机构投资者的交易行为产生显著影响，进而诱发机构投资者的羊群行为”，从而明确了分析师行为作为信息源对机构投资者交易决策的传导机制。这种视角不仅揭示了两类主体行为的互动机制，还为解释市场非理性波动提供了新的理论依据。

其次，本研究在方法论上具有创新性。通过结合事件研究法和面板数据模型，本文能够捕捉评级修正事件前后市场参与者的短期反应和长期趋势，克服了单一方法在时间维度上的局限性。此外，研究设计中引入了基于LSV模型的羊群行为指数，并结合中国A股市场2010-2022年的长期数据，增强了分析的可靠性和代表性。这种多维度的实证方法为验证羊群行为的动态过程提供了强有力的支持。

再者，本研究在事件研究法的时间窗口选取上进行了创新性尝试。虽然事件研究通常关注事件日及随后的市场反应，但本研究在检验证券分析师羊群行

为时（见第四章模型一Panel A的回归结果），特别引入并系统考察了事件前窗口。根据本文研究，该窗口下分析师评级偏离度（Deviation）的系数显著为负，这支持了市场可能在分析师正式发布评级建议之前，通过非正式渠道部分预期到评级内容，并对偏离度较大的评级（即非羊群行为）表现出负面预期的观点。这一设计不仅旨在捕捉评级正式发布前市场可能存在的信息传递或预期形成，而且能够更细致地揭示羊群行为在评级事件发生前的动态演化过程。据我所知，以往研究较少对分析师羊群行为的事件前窗口效应给予如此关注和系统性分析，本研究的这一做法为理解市场对信息的预期反应及羊群行为的早期信号提供了新的实证视角。

最后，本研究在实践层面具有重要价值。通过揭示分析师评级修正与机构投资者交易策略之间的羊群行为特征，本文为市场监管提供了科学依据。例如，研究结果可指导监管机构优化分析师评级披露规则，或调整机构投资者的激励机制，以减少非理性行为的发生。这一贡献不仅丰富了行为金融学的研究内容，也为中国资本市场的健康发展提供了实践启示。

1.3.2 研究不足

尽管本研究在理论和实证分析上取得了一定突破，但仍存在一些不足之处，这些局限性也为后续研究指明了方向。

首先，本研究的数据覆盖范围具有一定局限性。本文选取中国A股市场2010-2022年的数据，虽然时间跨度较长且样本量充足，但未纳入其他市场（如港股或美股）的比较分析。A股市场具有独特的市场结构和监管环境，其羊群行为特征可能受到政策干预或投资者结构的影响，因此研究结论的普适性可能受到限制。未来研究可扩展至其他成熟或新兴市场，以验证假设的跨市场适用性。

其次，本研究在因果关系的识别上存在潜在挑战。虽然本文通过实证模型检验了分析师评级修正与机构投资者交易行为之间的关联，但羊群行为的发生可能受到未观测变量（如市场情绪、宏观经济冲击）的干扰。由于数据可得性的限制，本研究未能完全控制所有混淆因素，这可能影响因果推断的准确性。例如，分析师和机构投资者的行为可能同时受到外部事件驱动，而非单纯的单向传导效应。

最后，本研究在探讨羊群行为的影响机制方面仍存在不足。尽管本文验证了分析师评级调整对机构投资者交易行为的传导效应，但对这一效应的具体路径（如信息传递的渠道、机构投资者的决策过程）缺乏细致分析。此外，对于不同类型机构投资者（如公募基金与私募基金）或不同声誉分析师的行为异质性，本研究未进行充分区分。未来研究可进一步细分研究对象，探索羊群行为的微观机制和条件依赖性。

综上所述，本研究在创新性上取得了突破，但在数据广度、因果识别和机制分析方面仍有改进空间。这些不足不仅反映了研究的现实约束，也为后续深化研究提供了明确方向。

2 文献综述

2.1 证券分析师羊群行为

证券分析师的核心工作包含两个方面：其一是对上市公司基本面的研究与预测，具体而言是财务预测，涵盖盈利预测等关键财务指标；其二是基于深入分析研究，对上市公司股票在未来特定时间内的目标价格或投资价值给出判断，即推荐评级预测。这两种活动中产生的分析师羊群行为，将是后续研究的重点考察对象。

从羊群行为的基本现象与初步证据来看，早期研究揭示了证券分析师在进行盈利预测和评级调整时存在明显的羊群行为。Trueman 于 1994 年的研究成果显示，分析师在盈利预测过程中，所给出的数值往往超越自身实际掌握信息所能支撑的范畴，更贴近前期已形成的盈利预期水平。研究发现，分析师群体存在显著的从众倾向，即便个体拥有与市场主流观点相异的私人信息，仍倾向于发布与同行趋同的预测结论，这种现象体现出典型的羊群行为特征。Hong 等人在 2000 年的研究中，从职业风险角度对分析师预测行为展开分析。其研究表明，经验相对有限的分析师面临着更为严峻的职业环境。由于盈利预测出现偏差，或者做出与市场共识相悖的大胆判断，都可能导致其职业发展受阻甚至被行业淘汰。基于此，这类分析师在进行预测时，通常会选择与市场主流观点保持一致，减少预测信息的即时发布频率，并频繁对已发布的预测内容进行修订与调整。Welch 在 2000 年的研究聚焦于分析师预测修正行为，通过深入

探究发现，前两次预测修正对后续分析师的决策存在显著的正向引导作用。进一步研究表明，当预测修正时间越接近当下，且修正后对证券收益的预测准确性越高时，这种正向影响关系就越明显。这意味着分析师可能会利用预测修正中蕴含的时效性信息，这一发现为羊群行为的存在提供了新的佐证。

从羊群行为的对比与挑战来看，尽管多数研究支持羊群行为的存在，但也有研究提出了相反的观点，Bernhardt等(2006)认为，预测结果的集中性可能源于多种因素，并不意味着分析师们盲目跟风，该观点挑战了羊群行为的普遍性。首先，如Welch(2000)表示，早期的预测可能包含后续分析师将其纳入预测的有价值信息。其次，分析师依赖于共同的信息来源以获取信息，可能存在行业范围内的未预测盈利冲击。第三，存在市场范围内的未预期的收益冲击，如经济衰退。第四，如Prendergast和Stole(1996)所述，分析师预测的收益衡量标准可能与计量经济学家看到的收益不同。例如，分析师可能不会寻求预测报告中的如任意资产减记的异常项目。第五，分析师存在可能系统性地过于乐观或悲观，因此预测要么倾向于超过或低于共识，再次营造出羊群效应，且乐观性在朱红军和曹胜(2011)、许年行等(2012)、赵良玉等(2013)学者研究中均得到证实。相反，分析师并不存在羊群行为，反而表现出“反羊群”现象，即系统性地发布偏差的逆向预测，这些预测超出了公开可用的共识预测，更倾向于反映私人信息。这表明在某些情况下，分析师可能基于独立信息进行逆向预测，从而提供更具价值的投资建议。此外，Prendergast和Stole(1996)的研究发现，新入行的分析师反而会由于想要尽快突出在业内的地位、拥有声誉而发布大胆预测，不容易发生羊群行为。Keane和Runkle(1998)研究发现大胆预测的准确性高于羊群预测，更完整地包含了分析师的私人信息，并为投资者提供了与股价相关性更高的信息。

从影响分析师羊群行为的因素来看，分析师羊群行为受多种因素共同作用。从个体层面来看，Hong 等 (2000) 的研究表明，职业经验不足的分析师更易表现出羊群行为特征。由于盈利预测偏差可能引发失业风险，这类分析师倾向于跟随市场主流观点，以此降低职业不确定性。Graham (1999) 的研究进一步揭示，分析师的声誉与专业能力差异会显著影响其决策行为。高声誉分析师为维护行业地位，或低专业能力分析师因缺乏独立研判能力，加之市场中公

共信息与私人信息存在冲突时，均可能促使羊群行为的产生。从机构与市场层面分析，黄顺武和韦东（2014）的研究发现，分析师所属咨询机构的属性及市场环境因素对羊群行为具有调节作用。具体而言，隶属声誉较高咨询机构的分析师，因机构品牌背书和资源支持，其独立分析能力较强，羊群行为程度相对较低；上市公司信息透明度与分析师羊群行为呈负相关，当企业信息披露充分、质量较高时，分析师更易获取准确信息，从而减少从众行为；而分析师跟踪上市公司数量与羊群行为呈正相关，跟踪标的增多使信息处理难度加大，分析师更倾向参考同行观点以降低决策成本。此外，研究还指出，在评级调整过程中，下调评级比上调评级更容易引发分析师群体的从众行为，这可能源于市场对负面信息更为敏感，分析师为规避声誉风险而选择趋同决策。

从市场对羊群行为的反应来看，Jegadeesh和Kim(2007)通过实证研究发现，市场已认识到分析师的羊群行为。当新的分析师评级与共识相差较远时，股票价格的反应比接近共识时更为强烈。这表明市场对分析师的羊群倾向有一定的识别和反应机制，市场参与者可能利用这种信息进行交易，从而影响股票价格的波动。

从羊群行为的测度方法来看，学者们提出了多种方法，主要从财务预测和评级修正来测度。Gleason和Charles(2003)采用分析师的先前预测及市场共识预测作为基准，定义了高创新修正和低创新修正两种情形。高创新修正指分析师的最新预测高于（或低于）自己之前的预测和市场共识，低创新修正则指新预测位于分析师之前预测和市场共识之间或与市场共识完全一致。而Huang等(2017)认为这种使用分析师先前预测作为其后验信念的代理方法忽略了其他市场信息或现实数据的作用，提出了两种新的测度方法：一是结合实际盈利数据与从零均值的正态分布中抽取的现实值，二是不考虑随机误差，直接估计分析师的从众倾向，同时允许信息信号之间存在非正交关系。

在推荐评级测度的方法论探讨中，Jegadeesh 和 Kim (2007) 指出，分析师在单一财年内频繁发布并修订评级的行为，导致传统测度方法难以准确捕捉羊群行为特征。这种动态调整过程不仅增加了行为界定的复杂性，更使得基于静态数据构建的统计模型面临内生性挑战。研究进一步揭示，相较于财务指标的相对稳定性，股价波动中蕴含的高噪音特质，显著降低了市场一致预期的可

识别性，使得传统线性测度模型的解释力大幅下降。针对这一方法论困境，Welch (2000) 提出创新解决方案。研究突破传统 OLS 框架的局限性，通过构建时变转移概率矩阵，将羊群效应视为影响分析师决策路径的外生冲击变量。该模型允许转移矩阵在不同市场状态下呈现非对称演化特征，通过捕捉共识度的动态变化轨迹实现对羊群行为的识别。实证结果表明，传统线性假设下的测度方法存在显著的偏误，而时变概率模型能够有效捕捉分析师决策中的非线性相依关系。然而，这一方法仍存在理论边界。研究坦言，由于缺乏完备的无羊群行为基准模型，当前方法难以准确分离信息驱动的理性趋同与模仿导致的非理性羊群行为。具体而言，模型无法有效识别分析师决策中共同信息处理效应与社会学习效应的边界，使得实证结果存在解释歧义。这种方法论困境在后续研究中被多次提及，成为制约羊群行为实证研究进一步深化的关键瓶颈。他开发了一个统计模型来研究羊群效应，并发现分析师更有可能将他们的评级修订为与先前的共识建议一致，而不是偏离。与之相比，Jegadeesh和Kim(2007)的论文从实证角度区分了模仿行为和信息驱动的羊群效应。他们通过建模市场价格对评级调整的反应，不仅能够检验分析师是否存在羊群效应，而且无需对评级转换概率进行任何假设，还能判断市场是否察觉到分析师的羊群倾向。在此基础上，蔡庆丰等(2011)借鉴了上述研究思路，并结合我国实际情况对其实证模型进行了调整，构建了经过最小值差分修正的羊群行为指标，首次对我国证券分析师的羊群行为进行了实证分析。

2.2 机构投资者羊群行为

在中国资本市场的研究范畴内，李志文等 (2010) 的实证研究表明，相较于个人投资者，机构投资者的羊群行为特征更为显著。这种决策趋同现象在信息传递效率较低、政策干预频繁的市场环境中尤为突出。孙培源和施东晖 (2002) 的研究进一步揭示，在政策频繁调整与信息不对称的双重作用下，我国股市存在显著的羊群行为，且该行为导致系统风险在总风险中的占比显著提升，加剧了市场的脆弱性。

陈浩 (2004) 以投资基金为研究样本，发现机构投资者在卖出决策中的羊群行为强度显著高于买入阶段，尤其在交易历史收益率极端或小盘股时表现得

更为明显。研究同时指出，投资基金存在显著的动量交易特征，且追涨倾向显著强于杀跌倾向，这种非对称交易行为对股价波动具有重要影响。李平和曾勇（2005）则从存货理论视角出发，揭示了交易者持仓水平与羊群行为的内在联系。研究表明，当交易者处于低持仓状态时，更易形成买入羊群行为；而高持仓状态则会诱发卖出羊群行为，这种持仓驱动的羊群效应为市场微观结构理论提供了新的解释维度。

在羊群行为的形成机理方面，学术研究主要从信息外部性、薪酬结构和声誉考量三个维度展开。Bikhchandani 和 Sharma (2001) 指出，信息瀑布效应与基于声誉、薪酬的激励机制共同构成了羊群行为的重要驱动因素。信息外部性理论的研究始于 Banerjee (1992) 的开创性工作，后续学者通过扩展私有信息含量模型进一步完善了该理论框架。Hirshleifer 和 Teoh (2003) 提出的信息瀑布理论认为，当公共信息足够强大时，投资者会理性地选择忽视私有信息而跟随市场共识，从而形成羊群行为。王典和薛宏刚 (2018) 的研究表明，机构投资者间的信息竞争会诱发买方羊群行为，且这种基于同质信息的一致反应有助于提升股价的信息效率。

薪酬结构通过委托代理关系中的激励机制影响基金经理的决策行为。在相对排名薪酬制度下，基金经理的薪酬水平与其业绩排名紧密相关。Maug 和 Naik (1996) 的研究表明，当基金经理的薪酬与基准表现负相关时，其决策会显著偏向于模仿基准组合，以降低相对业绩落后的风险。这种“道德风险”和“逆向选择”问题在委托代理框架下加剧了羊群行为的形成。

声誉考量是驱动羊群行为的另一重要因素。Scharfstein 和 Stein (1990) 提出的“声誉羊群”理论认为，当投资经理的能力存在不确定性时，选择与同行保持一致的决策可以有效掩盖自身能力不足，从而维持市场对其专业能力的信任。叶蓓和祝建军 (2008) 的实证研究证实，职业声誉压力是企业投资决策中羊群行为的重要诱因，这种基于声誉维护的决策趋同现象在资本市场中普遍存在。

关于机构投资者羊群行为对资本市场的影响，现有研究呈现出多维度的复杂效应。叶蓓和祝建军 (2008) 的研究发现，机构投资者的羊群行为显著提高了公司股价未来崩盘的风险，且这种效应在卖方羊群行为样本中更为显著，表

明机构投资者在一定程度上扮演了“崩盘加速器”的角色而非“市场稳定器”。研究同时指出，羊群行为加剧了股价同步性，而合格境外机构投资者（QFII）的参与进一步强化了这一关系。吴晓晖等（2019）的研究同样证实，机构投资者的抱团行为通过信息趋同效应和流动性冲击机制显著增加了股价崩盘风险，这种风险积累机制在市场下行阶段尤为明显。

从机构投资者羊群行为的测度方法来看，研究者提出了多种模型来分析其表现与影响。Lakonishok等(1992)提出的LSV模型是最经典的方法，通过测量特定股票买方力量相对于市场平均水平的偏离来检测羊群行为的显著性。然而，LSV模型存在以下局限性：仅基于买卖双方数量衡量羊群行为，忽略了交易量的影响；虽然能够判断某只股票是否存在羊群效应，但无法揭示导致趋同行为的具体因素。针对这些不足，Grinblatt等(1995)提出PCM模型，通过分析基金对股票持有比例的变动来衡量羊群行为。然而，PCM模型也存在一些缺陷：首先，该方法赋予资金量较大的基金管理人更高的权重；其次，可能捕捉到虚假的羊群行为；最后，未明确用于计算股票比重的净资产值的具体计算方法。Chang等(2000)提出的CSAD模型通过分析个股收益率与市场指数收益率的偏差来捕捉羊群效应，为羊群行为的测度提供了另一种视角。

2.3 分析师评级对机构投资者的影响

在资本市场运行机制中，证券分析师的评级调整已成为影响机构投资者决策行为的关键变量。孔东民等（2019）的实证研究表明，分析师评级与机构投资者交易行为存在显著的联动关系。当分析师发布“强买”或“买入”评级时，机构投资者倾向于增加对相关股票的持仓；而面对“持有”或“卖出”评级，机构投资者则表现出明显的净卖出倾向。不过，这种响应机制会受到公司治理结构与市场信息环境的制约，大股东的利益输送行为以及信息披露的不确定性，均会弱化机构投资者对分析师评级的敏感性。

蔡庆丰等（2011）的研究进一步揭示，分析师群体本身存在的羊群行为，会通过信息传导路径加剧机构投资者的决策趋同现象。丁乙（2018）指出，评级调整的幅度与机构投资者的羊群行为强度呈正相关关系，相较于评级上调，评级下调更易引发基金经理的风险规避行为。出于职业声誉考量，基金经理为避免决策

失误带来的潜在损失，更倾向于在评级下调时采取集体行动，以分散投资风险。

郭雳和李伟凯（2020）从行为金融学视角出发，指出分析师评级存在利益驱动下的偏差问题。部分分析师为维持与被评级公司管理层的合作关系，可能通过给予乐观评级获取信息优势，而部分机构投资者的盲目跟从，会进一步放大市场的定价偏差。廖昕和林佳荷（2024）的研究则发现，分析师评级调整对不同类型投资者的影响存在显著差异：评级上调时，散户和中户投资者会出现超额买入的羊群行为，而大户与机构投资者则倾向于反向操作，选择超额卖出；评级下调时，散户和中户转为超额卖出，大户投资者却呈现超额买入态势。此外，市场行情对投资者行为具有调节作用，熊市环境下各类投资者的超额羊群行为更为显著。

从分析师个体特征维度来看，分析师声誉与所属券商规模对机构投资者决策具有差异化影响。姜波和周铭山（2015）的研究打破“明星分析师效应”的传统认知，证实明星分析师在荐股能力上并未展现显著优势，而大型券商分析师凭借资源整合能力，其荐股准确性显著高于小型券商同行。王春峰等（2015）进一步发现，在短期投资决策中，券商品牌效应对股票超额收益的影响权重高于分析师个人声誉。杨万成和张宗新（2016）提出，分析师主要通过声誉积累与信息挖掘两种模式影响市场，尽管明星分析师的品牌效应能在中短期内提升研究报告的市场认可度，但从长期来看，信息质量仍是影响投资价值的核心要素。

值得关注的是，券商与基金公司的关联关系会对分析师评级客观性产生干扰。姜波和周铭山（2015）通过实证研究发现，当券商参股基金公司时，关联分析师对基金重仓股的评级显著更为乐观，且乐观程度与券商参股比例、基金公司规模及个股持仓比重呈正相关。由于投资者难以有效识别这种利益关联，导致关联评级的长期投资价值显著低于独立第三方评级，凸显出资本市场信息传递中的潜在风险。

2.4 总结

综上所述，证券分析师和机构投资者的羊群行为是资本市场中不可忽视的现象，其形成机理复杂且受到多重因素的驱动。分析师的羊群行为主体现在盈利预测和推荐评级中，尽管部分研究指出其可能基于私人信息发布逆向预测，但整体上仍表现出显著的从众倾向。机构投资者的羊群行为在中国市场中尤为突出，

其行为不仅受到信息外部性和薪酬结构的影响，还受到声誉压力的驱动，尤其是在政策干预频繁和信息不对称的环境下更为显著。羊群行为对资本市场的影响深远，不仅加剧了股价波动和崩盘风险，还可能导致资源配置效率的下降。

3 理论分析与研究假设

3.1 理论基础

本研究从信息经济学、行为金融学和委托代理理论三个核心视角出发，系统分析证券分析师和机构投资者的羊群行为及其对资本市场的潜在影响。这三个理论框架共同构建了一个综合的分析基础，用于解释羊群行为的成因、表现及其对市场效率和稳定性的作用。

3.1.1 信息经济学理论

信息经济学理论认为，资本市场的有效性依赖于信息的充分传递和及时性。在这一框架下，证券分析师作为信息中介，通过专业分析减少市场参与者之间的信息不对称。然而，在信息透明度较低的环境中，例如 A 股市场，分析师获取私有信息的成本较高，且分析能力受到限制。因此，他们往往倾向于依赖公开市场信息或同行的决策行为，而非进行独立判断。这种依赖性使得分析师的评级调整更多地反映市场共识，导致羊群行为的发生。

当分析师的评级修正高度趋同时，信息同质化现象加剧。这种同质化削弱了分析师作为独立信息来源的价值，并通过放大市场一致性预期，增加了系统性风险。例如，当分析师群体对某只股票集体给出乐观或悲观评级时，可能引发市场参与者的过度反应，推动股价偏离其基本面。这种价格偏离不仅降低了市场效率，还可能为市场波动埋下隐患。因此，信息经济学理论为理解分析师羊群行为的形成及其对市场的影响提供了关键视角，强调了信息获取和传递过程中的结构性限制如何驱动群体行为。

3.1.2 行为金融学理论

行为金融学理论从心理和行为特征出发，解释羊群行为的内在机制。在证

券分析师群体中，羊群行为主要源于声誉驱动和信息不确定性下的模仿倾向。当市场不确定性较高时，分析师为了避免因独立预测失误而损害职业声誉，往往选择模仿被认为是权威或市场认可的同行的评级调整。例如，若某只股票的评级被多家分析师集体上调，其他分析师可能出于对“群体智慧”的信任而跟进，即使他们缺乏充分的独立依据。这种行为在信息不完备或市场波动剧烈时尤为明显，因为独立判断的失败成本更高。

这种模仿行为通过正反馈机制进一步放大市场波动。当分析师群体一致性地推高或压低某只股票的预期时，市场价格可能持续偏离基本面，导致资源配置信号失真。例如，集体乐观预期可能催生资产泡沫，而集体悲观则可能引发市场恐慌性抛售。这种偏离不仅削弱了市场的稳定性，还可能为系统性风险的积累提供条件。因此，行为金融学理论揭示了羊群行为背后的心理驱动因素，强调分析师在不确定性下的非理性倾向如何影响市场动态。

3.1.3 委托代理理论

委托代理理论从激励机制和利益冲突的视角，分析机构投资者羊群行为的形成过程。在这一框架下，机构投资者的行为受到委托人（如基金持有人）追求超额收益和代理人（如基金经理）关注职业安全的双重目标驱动。由于两者目标不完全一致，基金经理在决策时往往倾向于规避风险。当证券分析师提供的信息趋于同质化时，基金经理面临两难选择：基于同质信息进行独立决策可能带来超额收益，但也伴随着较高的追责风险；而与同行保持趋同的交易策略则能降低个人决策失误的职业代价，尤其是在市场不利波动时，他们可以以“跟随市场共识”为理由规避责任。

这种风险规避倾向在相对业绩考核制度下被进一步强化。为避免落后于同行，基金经理更倾向于模仿市场主流策略，导致群体层面的趋同行为。这种行为可能演化为过度依赖外部信号，而忽视对基本面的深入分析，最终放大分析师的羊群效应。例如，当机构投资者集体跟随分析师的乐观评级买入某只股票时，可能推高股价至脱离基本面的水平；反之，则可能引发不合理的抛售压力。因此，委托代理理论不仅解释了机构投资者羊群行为的微观动机，还揭示了其与分析师行为之间的互动如何共同影响市场价格的理性轨道和整体稳定性。

3.2 研究假设

3.2.1 分析师评级调整的羊群行为假设

基于 Jegadeesh 和 Kim(2010)的评级反应模型，若分析师群体存在信息加工路径依赖和声誉趋同动机，其评级调整将呈现显著的趋同化特征。具体表现为：个体分析师的评级偏离度 (*Deviation*) 与调整后的累积超额收益率 (*CAR*) 存在显著正相关。当分析师上调（下调）评级的偏离幅度越大，股价在短窗口期的正向（负向）反应越强烈，此现象源于市场将非共识性调整解读为高置信度的私有信息释放。据此提出：

H1：证券分析师在进行评级调整时存在显著的羊群行为。

3.2.2 分析师评级对机构投资者羊群行为的影响假设

根据信息传播的级联模型，分析师的同质化评级将通过三路径影响机构决策：(1) 路径依赖效应：机构为降低信息搜索成本，主动采纳主流分析师观点；(2) 信号强化效应：多重趋同评级的叠加放大市场乐观/悲观预期；(3) 决策锚定效应：基金业绩排名压力迫使机构采取跟随策略。结合蔡庆丰等(2011)的修正羊群指标，可预期具有趋同特征的分析师评级将引发更显著的机构交易方向趋同。据此提出：

H2：分析师评级调整中的羊群行为通过信息传递机制对机构投资者的交易行为产生显著影响，进一步诱发机构投资者的羊群行为。

4 证券分析师羊群行为分析

4.1 样本选取与数据来源

本研究以证券分析师评级调整事件为研究对象，选取 2010 年 1 月至 2022 年 12 月的数据样本，覆盖了中国 A 股市场近十三年的变化情况。相较于蔡庆丰等(2011)研究使用的 2005 年 1 月至 2010 年 6 月的数据，本研究的样本期间更能反映近年来我国资本市场环境的变化以及证券分析师行业的发展情况。

本研究的数据采集依托权威金融数据库，其中证券分析师评级数据来源于 RESSET 锐思数据库，对于不同券商研究所的评级标准，本文统一归类为五个级别：买入(5)、增持(4)、持有(3)、减持(2)、卖出(1)。具体而言，“买入”类别包含强力买进、强烈推荐、跑赢行业、outperform、overweight 等；“增持”类别包含 add、谨慎增持等；“持有”类别包含 equalweight、neutral、中性、标配等；“减持”类别包含 reduce、跑输行业等；“卖出”类别包含 sell、沽出、回避、strongsell 等。股票收益率、换手率及波动率等市场交易数据均来源于同花顺 iFinD 金融数据终端，该数据库具备实时更新、数据全面的特点，为市场行为分析提供可靠支撑。分析师个人特征数据则来源于 CSMAR 中国研究数据服务平台，该平台在金融经济领域数据的系统性与规范性方面具有显著优势。针对明星分析师的界定，研究采用《新财富》最佳分析师评选结果作为权威依据，该评选在业内具有广泛影响力，能够有效识别具备专业声誉与市场影响力的分析师群体。

在样本筛选过程中，基于羊群行为研究的特殊需求，本研究制定了严格的数据清洗规则。首先，为确保羊群行为的可观测性，剔除了连续 180 天内追踪分析师数量不足两人，或期间未发生分析师评级调整的上市公司样本，此类样本无法有效反映分析师群体的决策互动特征。其次，考虑到特殊处理(ST、*ST)公司存在财务风险高、交易规则特殊等情况，以及金融行业公司在财务指标、经营模式与非金融企业的显著差异，研究将这两类样本予以排除，以保证样本的同质性与研究结论的有效性。此外，对存在数据缺失的样本同样进行剔除处理。经过多轮筛选与清洗，最终构建起包含 20,593 个观测值的有效样本集，为后续实证分析奠定坚实的数据基础。相比蔡庆丰等(2011)研究中的 3222 个样本，本文的样本规模显著扩大，这有助于提高实证结果的可靠性和代表性。

4.2 证券分析师羊群行为的实证模型

4.2.1 模型原理

为了检验证券分析师是否存在羊群行为，本文参考 Jegadeesh 和 Kim(2010)的理论模型。在该理论框架下，若分析师采取羊群行为策略，其评级偏离度与调整后股价收益率之间应存在正相关关系。考虑一个两期模型，股票在 0 期价格为 P_0 ，没有私有信息的证券分析师预期 1 期股价 P_1 的分布满足： $P_1 = P_0 + f$ ，

其中 $f \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ 。当分析师观察到一个私有的含噪音信号时，将基于此信号更新对 1 期股价的先验估计，其后验 S_0 在信号条件下满足： $S_0 = P_1 + \eta$ ，其中 η 为噪音项目且 $\eta \sim N(0, \sigma_\eta^2)$ ， f 与 η 的分布均为公共知识。分析师基于新信息决定是否对评级进行调整，具体而言为上调评级、下调评级或不做修正。

假定分析师的收益函数为：

$$C = \alpha + \beta \cdot D - \gamma(1 - D) - \delta(Rec_{new} - Consensus)^2 \quad (4-1)$$

其中参数 α, β, γ 均大于 0， Rec_{new} 表示分析师最新评级， $Consensus$ 表示其他分析师评级平均值，即分析师共识， D 表示评级调整方向与股价变动方向是否一致，一致时 $D=1$ ，否则 $D=0$ 。若分析师不进行评级调整，则其收益将为 $C = \alpha - \delta(Rec_{new} - Consensus)^2$ 。若分析师采取羊群行为策略，即 $(Rec_{new} - Consensus)^2$ 趋向于 0 为佳，则为使收益 C 增加，收益函数 (4-1) 中必有 $\delta > 0$ 成立；若分析师采取逆羊群行为策略，即分析师或尚未建立行业信誉，或刚进入行业，会为使表现突出而过于强调个人信息并强调与同行的评级不同。为使收益 C 增加，则有 $\delta < 0$ 成立。通过数学推导¹，可得到以下结论：

结论 1：证券分析师的最优评级调整策略：

若 $S_0 \geq P_0 + (k + \theta)\sigma_\eta$ ，分析师最优策略为上调评级； $S_0 \leq P_0 - (k + \theta)\sigma_\eta$ ，分析师最优策略为下调评级，此外则不做评级修改。其中 k, θ 由下式定义：

$$\Phi(k) = \frac{\gamma}{\beta + \gamma} \quad (4-2)$$

$$\Phi(k + \theta) = \frac{\gamma}{\beta + \gamma} + \frac{\delta[(Rec_{new} - Consensus)^2 - (Rec_{old} - Consensus)^2]}{\beta + \gamma} \quad (4-3)$$

结论 2：分析师评级调整后股价预期变化：

$$P_{0,up|Upgrade} = P_0 + \sigma_{\varepsilon\eta} \frac{\phi[(k + \theta) \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\eta\varepsilon})]}{[1 - \phi[(k + \theta) \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\eta\varepsilon})]]} \quad (4-4)$$

¹ 结论具体证明过程见附录

$$P_{0,down|Downgrade} = P_0 - \sigma_{\varepsilon\eta} \frac{\phi[(k + \theta) \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\eta\varepsilon})]}{[1 - \phi[(k + \theta) \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\eta\varepsilon})]]} \quad (4-5)$$

其中 $\sigma_{\varepsilon\eta} = \sqrt{\sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\eta^2}$ 。

结论 3：若证券分析师评级调整存在羊群行为时， $\delta > 0$ ，评级调整后的股价收益率与分析师评级偏离度成正相关；若证券分析师采取“逆羊群行为”策略， $\delta < 0$ ，股价超额收益率与分析师评级偏离度成负相关。

4.2.2 模型构建

根据上述理论分析，本文构建如下实证模型：

$$\begin{aligned} ABR_{i,(t,t+H)} = & a_H + b_H \times Deviation_{i,j,t} + c_H \times Deviation_{i,j,t} \times star_{j,t-1} \\ & + d_H \times Deviation_{i,j,t} \times institute_{j,t} + e_H \times Deviation_{i,j,t} \times dmy_{i,j,t} \\ & + f_H \times I \times star_{j,t-1} + g_H \times I \times institute_{j,t} + h_H \times I \times dmy_{i,j,t} + \epsilon_{i,j,t,H} \end{aligned} \quad (4-6)$$

该模型通过检验 $Deviation_{i,j,t}$ 的系数是否显著为正，来间接验证分析师羊群行为的存在性。

4.2.3 变量定义

本研究涉及的主要变量定义如下：

1. 因变量： $ABR_i(t, t + H)$ 表示评级调整当日后第 t 天到 $t+H$ 天的股票累积超额收益率，等于时间区间内股票累积收益率减去同期大盘累积指数收益率，本文大盘指数采用上证指数 (000001.SH)。本文主要选取(0,0)、(0,1)、(0,30)、(0,45)和(0,90)五个时间窗口进行分析，并创新性地选取了(-15,0)这一时间窗口，以观察分析师评级调整正式发布前是否存在信息及观点的发出，并检验市场有效程度。

2. 核心解释变量： $Deviation_{i,j,t}$ 表示分析师评级偏离度，定义为

$Deviation_{i,j,t} = REC_{i,j,t} - Conrec_{i,j,t-1}$ ，其中 $REC_{i,j,t}$ 表示分析师 i 在 t 时刻对股票 j 发布的最新评级， $Conrec_{i,j,t-1}$ 表示 $t-1$ 时刻的分析师一致预期，定义为 t 时刻前 180 天内其他分析师对股票 j 发布的评级平均值。

3. 控制变量:

- (1) 评级调整方向 (I) : 设置虚拟变量 I , 当调整方向为上调时 $I=1$, 反之 $I=0$ 。
- (2) 分析师个人声誉 ($Star$) : 设置滞后一期的虚拟变量 $Star$, 若分析师在前一年被《新财富》评为最佳分析师, $Star=1$, 否则 $Star=0$ 。
- (3) 分析师评级的分歧度 (Dmy) : 定义 $Stdev_{i,j,t}$ 为 t 时刻前 180 天内其他分析师对股票 j 发布的所有评级的标准差, 并设定虚拟变量 Dmy , 当 $Stdev_{i,j,t} >$ 中位数时, $Dmy=1$, 反之 $Dmy=0$ 。
- (4) 分析师所属机构 ($Institute$) : 设置虚拟变量 $Institute$, 若分析师属于前十大券商, $Institute=1$, 反之为 0。本文按照券商研究所发布评级数量排名, 得到前十大券商为²: 中信建投、中信建投证券、国泰君安、国盛证券、天风证券、广发证券、浙商证券、海通证券、申万宏源研究、长江证券。

为考察不同因素对分析师羊群行为的影响, 本文构建交互项 $DeviationXStar$ 、 $DeviationXIstitute$ 和 $DeviationXDmy$, 检验分析师声誉、所属机构和市场分歧度对羊群行为的调节作用。

表 4.1 模型一变量定义表

变量名称	变量符号	描述说明
累计超额收益率	$ABR_i(t, t + H)$	评级调整日起后续 t 到 $t+H$ 天股票累计超额收益率
分析师评级偏离度	$Deviation_{i,j,t}$	分析师评级与分析师一致预期的差距
评级调整方向	I	向上调整时为 1, 向下调整为 -1
分析师个人声誉	$Star$	被《新财富》评为最佳分析师为 1, 否则为 0

² 与蔡庆丰等甄选出的前十大券商有所不同, 蔡庆丰一文采用的前十大券商分别为: 国信、银河、国泰、海通、广发、招商、申万、中信、光大、华泰证券。

变量名称	变量符号	描述说明
分析师评级的分歧度	<i>Dmy</i>	分析师对同一股票评级的标准差大于中位数为 1, 否则为 0
分析师所属机构规模	<i>Institute</i>	分析师所属机构为前十大券商为 1, 否则为 0

4.3 实证结果与分析

4.3.1 描述性统计

表 4.2 模型一描述性统计

	mean	sd	min	max
<i>ABR_n15</i>	-0.0052	0.0834	-0.9889	1.7872
<i>ABR_0</i>	0.0011	0.0249	-0.1550	0.2000
<i>ABR_1</i>	0.0008	0.0227	-0.2363	0.1642
<i>ABR_30</i>	-0.0043	0.1158	-0.8762	2.3009
<i>ABR_45</i>	-0.0105	0.1390	-0.8411	3.1101
<i>ABR_90</i>	-0.0135	0.1844	-0.8645	3.3038
<i>Deviation</i>	0.0123	0.9465	-4	4
<i>I</i>	0.1935	0.9811	-1	1
<i>Star</i>	0.1847	0.3881	0	1
<i>Dmy</i>	0.7261	0.4460	0	1
<i>Institute</i>	0.2277	0.4194	0	1
Observations	20593	20593	20593	20593

表 4.2 报告了模型涉及的主要变量的描述性统计结果。从累计超额收益率 (*ABR*) 来看, 短期窗口 (如 *ABR_1*、*ABR_0*) 的平均收益率接近于 0, 波动较小, 而随着窗口的延长 (如 *ABR_45*、*ABR_90*), 收益率逐渐转负, 且标准差增大, 表明长期超额收益波动更为剧烈。分析师评级偏离度 (*Deviation*) 的均值为 0.0123, 标准差为 0.9465, 说明整体偏离程度波动较大且较为明显。评级

调整方向 (*I*) 的均值为 0.1935, 表明样本中上调的数量多于下调。分析师个人声誉 (*Star*) 均值为 0.1847, 意味着约 18.47% 的样本评级来自于具有良好声誉的明星分析师。分析师评级的分歧度 (*Dmy*) 均值高达 0.7261, 说明分析师之间的评级差异较为普遍。分析师所在机构规模 (*Institute*) 的均值为 0.2277, 说明评级数据中约 22.77% 的分析师来自于排名前十的大型券商。

4.3.2 变量相关性分析

表 4.3 模型一相关性分析

	<i>ABR_1</i>	<i>ABR_30</i>	<i>ABR_45</i>	<i>ABR_90</i>	<i>Deviation</i>	<i>I</i>	<i>Star</i>	<i>Dmy</i>
<i>ABR_1</i>	1							
<i>ABR_30</i>	0.234***	1						
<i>ABR_45</i>	0.200***	0.820***	1					
<i>ABR_90</i>	0.152***	0.574***	0.679***	1				
<i>Deviation</i>	0.0491***	0.0445***	0.0482***	0.0511***	1			
<i>I</i>	0.0930***	0.0790***	0.0661***	0.0813***	0.602***	1		
<i>Star</i>	0.0197	0.0101	0.0085	0.0105	0.0372***	0.0505***	1	
<i>Dmy</i>	0.0129	0.0168	0.0196	0.0202*	0.0785***	0.0078	0.0158	1
<i>Institute</i>	0.0070	0.0164	0.0225*	0.0195	0.0566***	0.0491***	0.305***	0.0091

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

为进一步检测各变量之间可能存在的多重共线性问题, 本文进行变量间的相关性分析。相关性矩阵如表 4.3 所示, 此处部分时间窗口由于空间限制未列出。其中累计超额收益率变量 (*ABR*) 在不同时间窗口之间存在显著的正相关, 这表明短期收益与中长期收益有较强的关联性, 反映了市场参与者对信息反应的持续性。评级偏离度 (*Deviation*) 与各时间窗口的 *ABR* 显著正相关, 暗示评级偏离度确实可能对股票的短期市场表现有影响。再者, 评级调整方向 (*I*) 与各时间窗口的 *ABR* 及评级偏离度 (*Deviation*) 均表现出显著的相关性, 表明评

级机构对股票评级的调整可能会对股票的短期市场表现产生影响。此外，机构评级 (*Star*) 与评级调整方向 (*I*) 及是否为前十大机构 (*Institute*) 与评级调整方向 (*I*) 均在 $p < 0.001$ 的水平上显著，结果表明，机构评级与评级调整方向之间存在一定的关联性，可能反映了评级机构之间的信息共享或市场对评级的共识。

总体来看，各变量之间的相关系数绝大多数较低或中等，因此基本可排除严重的多重共线性问题，变量间的相关性不会影响后续的回归分析有效性。

4.3.3 回归分析

本文首先探究分析师个人声誉与所属券商对其羊群行为的影响(Panel A)，然后考察其他分析师评级分歧度的影响(Panel B)。表 4-4 呈现了不同时间窗口的回归分析结果。

表 4.4 分析师评级调整羊群行为回归结果

Panel A: 考虑分析师个人声誉与所属券商时的回归结果

	(-15,0)	(0,0)	(0,1)	(0,30)	(0,45)	(0,90)
<i>Deviation</i>	-0.7695*** (-8.07)	0.1005*** -3.18	0.1147*** -4.25	0.4902*** -3.59	0.6702*** -4.13	0.6922*** -3.33
<i>DeviationXStar</i>	0.4698 -1.56	-0.0589 (-0.59)	-0.1209 (-1.42)	-0.7094* (-1.65)	-0.6182 (-1.21)	-0.9066 (-1.38)
<i>DeviationXInstitute</i>	0.5325** -2.05	0.1301 -1.46	-0.1061 (-1.44)	-0.3905 (-1.05)	-0.4257 (-0.96)	-0.5994 (-1.06)
<i>IXStar</i>	-0.7525*** (-2.99)	0.0971 -1.18	0.1376* -1.93	0.6965* -1.93	0.4138 -0.97	0.4513 -0.82
<i>IXInstitute</i>	-0.9297*** (-4.26)	0.0001 0	0.1137* -1.84	0.7602** -2.43	0.7370** -1.98	1.4401*** -3.03

<i>Constant</i>	-0.3127*** (-4.14)	0.0835*** -3.38	0.0637*** -2.98	-0.4988*** (-4.61)	-1.0681*** (-8.31)	-1.3745*** (-8.35)
样本个数	10847	9307	10847	10847	10847	10847
F 统计量	27.16	5.08	6.69	6.73	5.72	5.97
修正 R ²	0.1114	0.0427	0.0494	0.0786	0.0977	0.1345

Panel B: 考虑其他分析师评级分歧度的回归结果

	(-15,0)	(0,0)	(0,1)	(0,30)	(0,45)	(0,90)
<i>Deviation</i>	-0.0087*** (-5.17)	0.1801*** -3.2	0.1006** -2.11	0.7489*** -3.11	0.5548* -1.94	0.3144 -0.86
<i>DeviationXDmy</i>	0.0101*** -4.87	-0.1498** (-2.16)	-0.1241** (-2.12)	-0.9366*** (-3.15)	-0.3662 (-1.04)	-0.3299 (-0.73)
<i>IXDmy</i>	-0.0139*** (-11.51)	0.1211*** -3.03	0.2000*** -5.83	0.8773*** -5.05	0.7179*** -3.48	1.2281*** -4.65
<i>Constant</i>	-0.0024*** (-3.23)	0.0797*** -3.21	0.0523** -2.44	-0.5179*** (-4.76)	-1.0987*** (-8.51)	-1.4330*** (-8.67)
样本个数	10847	9307	10847	10847	10847	10847
F 统计量	73.51	10.37	17.68	14.31	10.44	11.76
修正 R ²	0.1192	0.0436	0.0515	0.0797	0.0981	0.1352

注：系数下方括号内是系数的 t 值，*，**，*** 分别代表系数在 10%，5%，1% 的显著性水平下显著。

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Panel A 回归结果显示，*Deviation* 的系数在不同正向时间窗口内均显著为正，表明分析师评级调整存在羊群行为，且偏离度与股票超额收益率之间存在显著的正相关关系，随着时间窗口的延长，*Deviation* 的系数逐步增大。在事件前时间窗口中，*Deviation* 的系数显著为负 (-0.7695)。市场可能在分析师正式

发布评级建议之前，通过非正式渠道（如分析师的初步报告、行业传言或内部消息等）部分预期到了评级内容，且预期分析师会倾向于发布与共识相近的评级（即低 *Deviation*，符合羊群行为），因此偏离度较大的评级可能被视为不确定性信号，引发市场参与者的提前反应，导致股票价格在事件前下跌，从而压低超额收益率。结合 *IXStar* 和 *IXInstitute* 系数显著为负，表明这一效应在明星分析师和前十大机构的分析师中更为显著，体现出市场对这些高声誉分析师的羊群行为预期更强。

Panel B 展示了分析师评级偏离度(*Deviation*)与分析师评级分歧度(*Dmy*)之间的相互作用对股价超额收益率的影响。正向时间窗口内评级偏离度系数仍显著为正，分析师羊群行为仍存在。*DeviationXDmy* 的系数在多个时间窗口内也呈现显著性，表明当考虑分析师评级偏离度与评级分歧度的互动效应时，股价超额收益率显著受到影响，即分析师评级偏离市场共识时，市场的反应会更加剧烈，尤其在分析师群体意见不统一时，投资者更倾向于根据评级偏离度做出集体反应，从而加剧了羊群行为的影响。

随着时间窗口的延长，*DeviationXDmy* 的系数逐步减小，表明在此时间段内，分析师评级分歧度的增大可能削弱羊群行为的影响。这一结果可能反映出，在较长时间窗口内，市场逐渐适应了分析师评级的分歧，投资者的集体行为变得更加理性，市场对评级偏离的反应逐步趋于平稳。另外，*IXDmy* 的系数也呈现出较为显著的变化。当 $I = 1$ 且 $Dmy = 1$ 时，代表分析师对某公司进行评级上调，且该评级存在较大的分析师之间的分歧，*IXDmy* 交互项系数显著为正，且随着时间窗口扩大系数增大，表明当评级上调且分析师之间存在较大的意见分歧时，市场对该评级调整的反应会更加强烈，同时，随着时间的延续，市场可能逐渐对有较大分歧的分析师正向评级产生更多认可，逐步认知看多理由，从而使得 *IXDmy* 的影响逐步增强。总体而言，*DeviationXDmy* 和 *IXDmy* 两个交互项的回归系数均表明分析师评级偏离度与评级分歧度之间的相互作用对股价的超额收益率有显著影响，且这种影响在不同时间窗口内逐渐加剧。尤其是在较长时间窗口内，分析师评级分歧度对股价的反应逐渐增强，羊群行为的效应愈加显著。

5 分析师评级对机构投资者羊群行为的影响分析

本部分旨在深入分析分析师评级如何影响机构投资者的羊群行为，机构投资者的羊群行为是指机构投资者在交易决策中倾向于跟随他人行为，而分析师评级作为市场信息的重要来源，可能通过信号效应等对机构投资者造成影响。本研究采用修正羊群行为指标 (*AdjustHM*) 作为因变量，研究评级调整、分析师意见分歧及其他市场因素的影响。

5.1 样本选取与数据来源

除模型一中提及的 RESSET 金融研究数据库和 CSMAR 数据库提供的分析师评级数据与市场交易数据之外，模型二进一步引入了基金持仓数据以及股票的波动率和换手率等数据，以更细致地刻画机构投资者的交易行为及其与分析师评级调整的互动关系。本研究中基金持仓数据主要来源于 CSMAR 数据库，系统收录了公募基金等机构投资者在季度末的详细持股信息，具体涵盖持股比例、持仓变动等核心数据指标，为深度剖析评级调整后机构投资者的交易行为特征，尤其是羊群行为模式，提供关键量化分析基础。此外，股票相关数据如波动率（以日收益率的标准差衡量）和换手率（以日交易量与流通股本的比率计算）等，来源于同花顺 iFind 数据库，这些数据补充了股票市场特征的动态信息，有助于捕捉分析师评级调整对机构交易行为及市场反应的潜在影响。

5.2 实证模型

5.2.1 模型构建

本文主要参考 Lakonishok 等 (1992) 的经典 LSV 模型、Wermers (1999) 以及许年行等 (2013) 的计算方法，使用机构投资者增持占比对机构投资者羊群行为进行度量。具体公式如下：

$$HM_{i,t} = |p_{i,t} - E(p_{i,t})| - E|p_{i,t} - E(p_{i,t})| \quad (5-1)$$

$p_{i,t}$ 是 t 季度增持公司 i 股票的机构投资者占持有公司 i 股票的机构投资者的比例， $E(p_{i,t})$ 为该比例的期望值，使用 t 季度增持公司 i 所处行业的所有上市公司股票的机构投资者比例均值。由此， $HM_{i,t}$ 可用于表示机构投资者（此处使用基金作为代表）在交易特定股票时买卖的不平衡性。

为区分基金的买入羊群行为以及卖出羊群行为，参考 Wermers (1999) 方法进行改进，并进行最小值差分，得到最终的修正后羊群行为指标 $AdjustHM$ ，过程如下：

$$BHM_{i,t} = HM_{i,t} \mid p_{i,t} > E[p_{i,t}] \quad SHM_{i,t} = HM_{i,t} \mid p_{i,t} < E[p_{i,t}] \quad (5-2)$$

$$AdjustHM = BHM_{i,t} - \min(BHM) \text{ 或 } AdjustHM = -[SHM_{i,t} - \min(SHM)] \quad (5-3)$$

研究设计了三个固定效应面板数据模型，具体模型如下所示：

模型 1：基础模型，考察总体评级调整的影响：

$$\begin{aligned} AdjustHM_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Revision_{i,t} + \beta_2 Dispersion_{i,t} + \beta_3 Ret_{i,t} \\ & + \beta_4 Std_{i,t} + \beta_5 Turn_{i,t} + \beta_6 lag_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5-4)$$

模型 2：区分评级上调和下调的影响：

$$\begin{aligned} AdjustHM_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 RevisionUP_{i,t} + \beta_2 RevisionDOWN_{i,t} + \beta_3 Dispersion_{i,t} \\ & + \beta_4 Ret_{i,t} + \beta_5 Std_{i,t} + \beta_6 Turn_{i,t} + \beta_7 lag_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5-5)$$

模型 3：引入交互项，分析特定条件下评级调整的影响：

$$\begin{aligned} AdjustHM_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Revision_{i,t} + \beta_2 Dispersion_{i,t} + \beta_3 (Dummy \times Revision_{i,t}) \\ & + \beta_4 Ret_{i,t} + \beta_5 Std_{i,t} + \beta_6 Turn_{i,t} + \beta_7 lag_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5-6)$$

5.2.2 变量定义

变量定义如下： $AdjustHM_{i,t}$ ：修正羊群行为指标，基于 Lakonishok 等(1992) 的 LSV 方法，衡量机构投资者的集中交易行为。 $Revision_{i,t}$ ：分析师评级调整，定义为当前评级与前一期评级的差值。 $RevisionUP_{i,t}$ ：评级上调，当 $Revision$ 为正时取值，否则为 0。 $RevisionDOWN_{i,t}$ ：评级下调，当 $Revision$ 为负时取值，否则为 0。 $Dispersion_{i,t}$ ：分析师意见分歧，用评级标准差衡量。 $Ret_{i,t}$ ：股票收益率。 $Std_{i,t}$ ：市场波动率，用过去收益率标准差衡量。 $Turn_{i,t}$ ：换手率，反映市场流动性。 $lag_{i,t-1}$ ：即 $lagAdjustHM_{i,t-1}$ 滞后一期的羊群行为指标。 $Dummy$ ：虚拟变量，代表分歧程度大小的虚拟变量，大于中位数时取 1，否则为 0。

0。

表 5.1 变量定义表

变量名称	变量符号	描述说明
修正羊群行为指标	$AdjustHM_{i,t}$	基于 Jegadeesh 和 Kim (2010) 的方法修正后的羊群行为指标，用于衡量证券分析师评级调整中的趋同行为，值越大表示羊群行为越显著。
分析师评级调整	$Revision_{i,t}$	分析师对股票评级的调整幅度，计算为当前评级与前一期评级的差值，正值表示评级上调，负值表示评级下调。
评级上调	$RevisionUP_{i,t}$	分析师评级上调的虚拟变量，若评级调整为正（即评级上调），取 $Revision_{i,t}$ 值，否则为 0，用于分析评级上调对市场的影响。
评级下调	$RevisionDOWN_{i,t}$	分析师评级下调的虚拟变量，若评级调整为负（即评级下调），取 $Revision_{i,t}$ 值，否则为 0，用于分析评级下调对市场的影响。
分析师意见分歧	$Dispersion_{i,t}$	衡量分析师评级意见的分歧程度，计算为分析师评级标准差与评级均值的比值，分歧越大表明分析师意见越不一致。
股票收益率	$Ret_{i,t}$	股票 i 在 t 期的收益率，基于复权后收盘价计算，用于衡量股票的市场表现和价格波动。
市场波动率	$Std_{i,t}$	股票 i 在 t 期的市场波动率，计算为日收益率的标准差，用于反映股票价格的波动程度。
换手率	$Turn_{i,t}$	股票 i 在 t 期的换手率，计算为交易量与流通股本的比值，用于衡量股票的交易活跃度。
滞后一期羊群行为指标	$lagAdjustHM_{i,t}$	股票 i 在 $t-1$ 期的羊群行为指标，用于分析羊群行为的时序相关性和动态影响。
分歧程度大小	$Dummy$	虚拟变量，用于表示分析师意见分歧程度的大小，若 $Dispersion_{i,t}$ 高于样本中位数，取值为 1，否则为 0。

5.3 实证结果与分析

5.3.1 回归结果

首先对数据进行 Hausman 随机效应检验， $\text{Prob} > \text{chi2} = 0.0000$ ，判定面板模型适用固定效应模型。在完成模型估计后，为确保数据序列的平稳性，从而满足后续计量分析的基本假设，本研究分别运用 LLC (Levin-Lin-Chu) 单位根检验与 Fisher PP 单位根检验进行验证。LLC 检验基于相同单位根过程的假设前提，通过构建联合检验统计量，对面板数据中各序列的平稳性进行综合判断；而 Fisher PP 检验则放宽假设条件，允许不同序列存在相异的单位根过程，采用加权联合检验的方式，有效提升了检验结果的稳健性与可靠性。经上述两种方法检验，结果显示 p 值均为 0.000，这表明在 1% 的显著性水平下，强烈拒绝存在单位根的原假设，由此可判定模型残差序列具备平稳性特征，为后续研究结论的有效性与可靠性提供了坚实的数据基础。

表 5.2 Hausman 检验结果

	<i>AdjustHM</i>
<i>Revision</i>	0.00547*** (4.66)
<i>Dispersion</i>	0.0104*** (6.76)
<i>DummyXRevision</i>	0.00273 (1.14)
<i>Ret</i>	0.857*** (3.80)
<i>Std</i>	0.357 (0.14)
<i>Turn</i>	0.176*** (3.93)
<i>Lag_AdjustHM</i>	0.407*** (29.02)

<i>cons</i>	-0.0170*** (-5.30)
<i>N</i>	4288
<i>chi2</i>	995.7
<i>p</i>	1.02e-210

FE vs RE Model Comparison

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

基础模型关注分析师评级调整(*Revision*) 对机构投资者羊群行为(*AdjustHM*) 的影响。该模型的回归结果如表 5.3 回归结果所示，分析师评级调整系数显著为正。这一结果表明，机构投资者羊群行为的方向与证券分析师评级所调整的方向一致。若证券分析师上调评级，则机构投资者选择加剧买入行为或抑制卖出行，而若证券分析师下调评级，则机构投资者选择抑制买入行为或加剧卖出行。

另外，分析师评级调整分歧度(*Dispersion*)、股票收益率(*Ret*) 及换手率(*Turn*) 都对机构投资者羊群行为有显著正向影响。这表明，分析师评级分歧度越大、 t 期内产生的收益率越高、换手率越高，基金的表现往往呈现出越显著的羊群行为特征。根据信息不对称理论，当市场上对股票的未来表现存在较大分歧时，投资者可能会因为信息处理成本和风险规避而倾向于模仿他人的投资行为，从而引发羊群行为。其次，高收益率可能会激发投资者的乐观情绪， t 期内产生的收益率越高，越容易促使机构投资者模仿他人的投资决策以期获得类似收益。再者，在市场流动性较好时，出于流动性偏好，投资者更可能频繁调整投资组合，这种频繁交易可能引发或加剧羊群行为。

表 5.3 回归结果

	(1)	(2)	(3)
<i>Revision</i>	0.407*** (0.111)		0.681*** (0.121)
<i>Dispersion</i>	0.761*** (0.162)	1.026*** (0.206)	1.145*** (0.157)

<i>Ret</i>	0.517** (0.238)	1.598*** (0.265)	1.586*** (0.265)
<i>Std</i>	-0.674 (2.741)	0.435 (2.743)	0.460 (2.743)
<i>Turn</i>	0.298*** (0.056)	0.108*** (0.041)	0.111*** (0.041)
<i>lag_AdjustHM</i>	16.251*** (1.751)	56.910*** (1.281)	56.859*** (1.280)
<i>RevisionUp</i>		0.473* (0.282)	
<i>RevisionDown</i>		1.035*** (0.290)	
<i>DummyXRevision</i>		0.320 (0.251)	
<i>C</i>	-1.012*** (0.316)	-1.001** (0.454)	-1.335*** (0.320)
<i>N</i>	4288	4288	4288
<i>Hausman 检验的 P 值</i>	0.000	0.000	0.000
<i>R</i> ²	0.056	0.343	0.343

注：系数下方括号内是系数的 t 值，*，**，***分别代表系数在 10%，5%，1% 的显著性水平下显著。

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

为了进一步探讨分析师评级调整的方向性对机构投资者羊群行为的不同影响，并考虑证券分析师的乐观倾向性，本文在基础模型的基础上，区分了分析师的评级上调 (*RevisionUp*) 与评级下调 (*RevisionDown*)。方向性模型的回归结果如表 5.3 列 (2) 所示，分析师评级上调系数在 5% 水平上显著，而分析师评级下调在 1% 水平上显著，表明不论评级上调或是下调，都对机构投资者羊群行为有显著正向影响，机构投资者存在羊群行为，与预期一致，并与模型 1 实证结果相吻合。而评级下调系数大于评级上调，或说明基金对于证券分

析师的乐观倾向性具有充分认知，认为下调评级较上调有更多增量信息，具有更多投资参考价值，也由此引发更多羊群行为。

交互效应模型进一步加入了分析师评级调整与分歧程度大小哑变量之间的交互项，以更全面地分析分析师评级调整对机构投资者羊群行为的影响。回归结果显示，分析师平均评级调整即评级调整分歧度变量系数仍显著为正，进一步检验了模型结果。

5.4 结果变化的潜在原因

本节旨在分析分析师评级调整对机构投资者羊群行为的影响在 2010-2022 年间发生显著变化的潜在原因。通过对回归结果的分析，本文发现，分析师评级调整的影响力显著增强，尤其是在市场波动性较高的情况下。为了解释这一现象，我们从金融市场的演变、信息透明度的提高、投资者行为的转变以及金融监管等方面进行深入探讨。

5.4.1 金融市场的演变

自 2008 年全球金融危机以来，金融市场经历了深刻的变化。危机后，世界各国推出了一系列货币政策和经济刺激措施，特别是量化宽松政策的实施，这使得市场流动性显著增加。在这一背景下，市场的波动性和不确定性也随之增大，基金羊群行为更加受到市场情绪的影响。投资者的风险偏好发生了变化，更多的投资者倾向于关注宏观经济环境和市场走势，因此分析师的评级调整在这个过程中扮演了越来越重要的角色。

此外，金融市场的结构性变化也加剧了这一现象。随着技术进步，金融市场中交易量急剧增加，算法交易和高频交易成为主流，这些技术的普及使得市场反应更加迅速和敏感。在这种环境下，基金经理和投资者更依赖于及时且专业的市场信息，而分析师的评级调整恰好为他们提供了这样的信息。因此，分析师评级调整对基金羊群行为的影响力在市场快速反应的背景下得到了进一步放大。

5.4.2 信息透明度的提升

随着技术的进步和信息流通渠道的拓宽，金融市场的信息透明度大大提高。互联网和社交媒体的普及使得市场信息的传播速度和广度空前增加，投资者能

够更加快速地获取市场动向、公司财务状况和行业趋势。这种信息环境的变化意味着分析师的评级调整能够更及时地反映市场趋势，并且能够更精确地为基金经理和投资者提供指导。

例如，在过去，投资者可能需要较长的时间来分析财报和经济数据，而如今，利用大数据分析和机器学习，分析师可以实时获取并处理大量的市场信息，从而更快速地做出评级和调整。因此，在 2010-2022 年期间，分析师评级调整对基金羊群行为的影响力得到了显著增强。这种变化表明，信息透明度的提高使得分析师的调整信息成为基金经理和投资者决策的重要参考依据，进而对基金羊群行为产生更大的影响。

5.4.3 投资者行为的变化

近年来，投资者行为发生了显著变化，尤其是零售投资者和机构投资者的行为模式。过去十年，随着金融科技的发展，投资者在市场中的参与方式和决策方式逐渐发生了变化。尤其是在新冠疫情爆发后，线上投资平台和社交媒体的兴起促使更多的零售投资者参与到股市和基金市场中。这些新兴投资者通常更加依赖于即时的市场信息和分析报告，这使得分析师的评级调整信息在他们的决策过程中变得更加重要。

同时，机构投资者的行为也发生了变化。随着被动投资策略的普及，越来越多的机构投资者倾向于跟随市场趋势，进行指数化投资。这种投资方式的普及进一步放大了分析师评级调整的作用，因为分析师的意见往往影响市场的整体情绪和方向。当分析师对某一基金的评级发生变化时，市场的普遍反应也可能影响到这些被动投资策略的执行，从而影响基金的表现。

5.4.4 金融监管的变化

金融监管的变化也是分析师评级调整对基金羊群行为影响力增强的一个重要因素。自 2010 年以来，全球金融市场经历了越来越严格的监管，尤其是在信息披露和透明度方面的要求不断提高。例如，MiFID II（欧洲金融工具市场指令）的出台，要求金融机构提供更为详尽的投资建议和透明的交易报告，这使得基金的表现数据更加公开透明。同时，更多的监管要求也促使基金经理和分析师在进行评级和调整时，必须考虑到更多的合规性因素。

金融监管的加强使得市场参与者在做出决策时更加依赖于权威的分析报

告和评级调整，分析师的评级调整对市场的影响力因此得到了显著提升。尤其是在法规对基金管理透明度要求增加的背景下，投资者对分析师评级调整的信任度显著上升，进而推动了基金羊群行为与分析师评级调整之间的关系。

5.4.5 总结

综上所述，分析师评级调整对基金羊群行为的影响力在 2010-2022 年期间显著增强的原因可以归结为几个方面。首先，金融市场的演变，尤其是市场流动性增加、技术进步和市场结构变化，提升了分析师评级的即时性和有效性；其次，信息透明度的提高使得分析师的调整信息更加迅速且精确地反映市场动态；第三，投资者行为的变化，特别是零售投资者的崛起和被动投资策略的普及，也促使分析师评级调整成为更为重要的决策参考；最后，金融监管的加强使得市场参与者对分析师评级的信任度提高，进一步放大了分析师评级调整对基金羊群行为的影响。

这些变化共同作用，导致分析师评级调整在新时期对基金羊群行为的影响力明显增强。这一现象为投资者提供了重要的决策参考，也为未来的研究提供了进一步探讨分析师行为、市场动态及投资者反应机制的契机。

6 分析师与机构投资者羊群行为的叠加影响分析

在证券分析师评级调整羊群行为与机构投资者交易策略羊群行为独立验证的基础上，本研究进一步探讨两类行为的叠加效应及其理论逻辑，以揭示其对市场效率和稳定性的深远影响。理论分析表明，分析师与机构投资者的羊群行为并非简单的线性叠加，而是通过信息同质化传导和市场预期的自我强化机制，显著放大对市场的影响，最终导致系统性风险的累积。这种叠加效应的形成既源于行为主体的激励机制和市场结构特征，也受到短期交易信号与长期基本面回归矛盾的驱动。以下从行为叠加的传导机制、结构性成因、对市场效率的长期影响以及文献支持的视角展开分析。

6.1 行为叠加的传导机制

证券分析师的评级调整呈现羊群行为时，其发布的研究报告和评级调整往往形成高度一致的市场共识信号。例如，表 1 显示全样本调整评级占比仅为 10.6%，但趋向共识的评级占比高达 67.7%，表明分析师倾向于跟随市场主流

意见而非基于独立信息分析。机构投资者由于信息处理能力有限或出于声誉保护的动机，倾向于依赖分析师的“同质化信号”作为决策依据。模型（1）的实证结果进一步验证了这一点，*Revision* 系数显著为负，反映机构投资者对分析师评级调整存在反向修正的跟随行为。这种信息同质化过程削弱了市场信息的异质性，压缩了机构投资者的独立判断空间，使得交易策略趋同成为一种均衡解。基于信息不对称理论（Akerlof, 1970），信息同质化会导致市场参与者对私有信息的利用效率下降，进而加剧市场波动。

当分析师与机构投资者的羊群行为叠加时，市场价格的变动会反过来强化两者的行为惯性，形成正反馈循环。行为金融学中的正反馈理论（Shiller, 2000）指出，市场参与者的从众行为会通过价格信号自我强化，导致市场波动放大。具体而言，分析师上调评级引发的短期正向市场反应可能触发机构投资者的追涨策略。而机构投资者的集中买入行为又通过收益率信号反馈至分析师的决策模型（收益函数中“评级修正方向与股价一致”的收益项 $D=1$ ），促使分析师进一步强化原有评级方向。这种“评级—交易—价格”的螺旋式强化机制不仅放大了市场短期波动，还可能导致价格信号的过度偏离，为系统性风险的积聚埋下隐患。

6.2 叠加效应的结构性成因

（1）激励机制的同源性

分析师与机构投资者的羊群行为在激励机制上具有同源性，这为叠加效应的形成提供了内生动力。分析师的“评级趋同性收益函数”（ $\delta > 0$ ）表明，趋同评级能够降低分析师因偏离共识而面临的声誉风险，从而带来更高的职业收益（Womack, 1996）。同样，机构投资者（如基金经理）受到“相对排名考核”的激励，倾向于通过从众策略规避业绩落后的风险。潘焕焕（2014）基于 CSAD 模型的研究发现，A 股市场机构投资者的羊群效应显著，且与短期业绩导向高度相关。两类主体的效用函数在追求职业安全与业绩排名的目标上高度重合，使得叠加效应具有内生稳定性。这种激励机制的内在一致性与 Jensen 和 Meckling（1976）提出的委托代理理论高度契合。在该理论框架下，作为代理人的分析师与机构投资者，由于处于信息不对称的市场环境中，为降低决策风险并最大化自身利益，往往会选择更为保守的风险规避策略。这种行为决策模

式，本质上是代理人在权衡潜在收益与风险后，基于有限信息与激励约束条件所做出的理性选择，体现了委托代理关系中代理人行为与制度环境之间的内在逻辑联系。

(2) 市场结构的特殊性

A股市场的特殊结构进一步加剧了叠加效应的形成。孙培源和施东晖（2002）指出，A股市场存在显著的信息不对称性，政策干预频繁导致市场信息环境复杂，而散户主导的市场结构使得机构投资者面临较高的逆向博弈风险。陈浩（2004）研究发现，A股市场卖方羊群行为强于买方，反映机构投资者为规避与散户博弈的风险，更倾向于追随分析师对蓝筹股的共识评级调整（表5中券商影响力交互项 *DeviationXInstitute* 正向显著）。这种抱团策略在短期内形成局部流动性溢价，但因过度集中交易导致市场脆弱性上升，全样本中机构羊群行为 HM 值在牛熊市呈现极端波动。这种现象与新兴市场的高波动性特征相吻合（Bekaert 和 Harvey, 1997），表明市场结构对叠加效应的放大作用不容忽视。

6.3 叠加效应对市场效率的长期影响

分析师的评级共识与机构投资者的交易趋同导致资产价格脱离基本面，造成价格扭曲。较长时间窗口超额收益率的显著负向均值表明长期价格存在回归压力，反映短期追涨行为引发的价格泡沫难以持续。换手率 *Turn* 的显著负向影响进一步表明，叠加效应导致流动性非对称收缩，加剧了个股的异常波动。这种价格扭曲效应与有效市场假说（Fama, 1970）的弱式效率相悖，表明叠加行为削弱了市场对基本面信息的反映能力。

两类羊群行为的叠加降低了市场对私有信息的定价能力，导致信息传递失效。Huang 等（2017）提出的创新性测度方法在叠加效应下失效，分析师基于噪音信息调整评级的“假性共识”比例上升（表1中趋向共识评级占比高达 67.7%），进一步恶化了市场信息环境。这种现象符合信息级联理论（Bikhchandani 等, 1992），即市场参与者因从众行为忽略私有信息，导致信息传递链条中断，市场效率下降。

综上所述，分析师与机构投资者羊群行为的叠加效应源于信息同质化、市

场预期正反馈、激励机制同源性和市场结构特殊性等多重因素的共同作用。其通过价格扭曲和信息传递失效路径显著影响市场效率和稳定性，为后续实证分析提供了理论基础。

7 结论与建议

7.1 研究结论

本研究以中国 A 股市场为背景，系统分析了证券分析师评级调整中的羊群行为、其对机构投资者行为的传导效应，以及两者叠加对市场效率与稳定性的影响。通过理论分析与实证检验，本研究得出以下主要结论。

首先，分析师评级对市场行为及价格的影响具有短期性和非理性特征。研究发现，分析师评级调整对股价的影响主要集中于短期，通常在评级发布后的几天内引发显著的市场反应，但长期来看，股价往往难以持续产生超额收益，呈现出明显的反转特征。此外，机构投资者的羊群行为与股价同步性呈现正相关，表明机构投资者对分析师评级的依赖存在非理性跟风现象。这种非理性行为导致市场信息效率下降，价格信号的扭曲进一步加剧了市场波动。进一步分析投资者交易行为发现，个人投资者与机构投资者的交易行为呈现反向关系：机构投资者倾向于买入评级为“买入”或“强烈买入”的股票，而个人投资者则更可能采取反向操作，卖出这些股票。这种行为分化反映了不同类型投资者对分析师评级的反应差异，也在一定程度上放大了市场的不稳定性。

其次，分析师评级存在独立性缺失与乐观倾向的问题。研究表明，与股权质押业务相关的券商分析师往往表现出更强的乐观倾向，且随着质押比例的上升，这种乐观偏差进一步加剧。这种现象主要源于利益关联和竞争压力，例如券商与上市公司之间的业务往来使得分析师在评级时难以保持客观性，导致研报质量参差不齐。独立性缺失不仅削弱了分析师作为信息中介的公信力，还可能误导投资者，增加市场非理性行为的发生概率。

最后，分析师评级调整与机构投资者交易基金的羊群行为叠加，并加剧了市场波动。两类主体的羊群行为叠加导致信息同质化现象严重，市场信息传递受阻，短期内价格波动显著加剧，并伴随长期价格反转。具体而言，分析师评级的趋同

性行为普遍存在，许多评级调整并非基于深入的信息挖掘，而是源于对市场共识的跟风。这种趋同性行为在机构投资者的交易策略中进一步放大，形成了“评级—交易—价格”的正反馈循环，短期内推高了市场波动，长期来看则可能误导投资者，削弱市场资源配置效率。

7.2 政策建议

基于上述研究结论，本研究从证券监管机构、证券分析师行业和机构投资者三个层面提出以下政策建议，以优化市场环境、提升信息效率。

7.2.1 对证券监管机构的建议

(1) 强化研报审核与利益冲突监管

为提升分析师评级的客观性，监管机构应完善研报发布流程的审核机制，重点监督存在利益关联的分析师行为。例如，对于与股权质押业务相关的券商分析师，可要求其在研报中明确披露潜在的利益冲突，并通过独立第三方机构对其评级报告进行复核，以确保评级的公正性。同时，监管机构应推动第三方独立研究机构的发展，鼓励更多不依赖券商业务的研究机构参与市场，打破券商与上市公司之间的利益捆绑，减少利益冲突对研报质量的影响。通过建立更加透明的监管体系，增强市场对分析师评级的信任度。

(2) 优化机构投资者结构与市场信息披露

监管机构应鼓励养老基金、保险基金等长期资金入市，以对冲短期羊群行为的负面影响。长期资金的引入能够平抑市场波动，提升市场稳定性，减少因短期投机行为引发的非理性波动。此外，应加强上市公司的信息透明度建设，通过完善信息披露制度降低散户的信息获取成本。例如，可要求上市公司定期披露更详细的财务数据和经营信息，并通过线上平台向公众开放，缩小散户与机构投资者之间的信息不对称。更高质量的信息披露能够有效缓解市场非理性行为，提升资源配置效率。

7.2.2 对证券分析师行业的建议

(1) 重构行业价值链与考核机制

为减少分析师的从众行为，行业内部应淡化短期排名压力，建立以研究质量为核心的绩效考核体系。例如，将分析师的考核重点从评级调整的短期市场反应

转向其研究报告的深度和长期预测准确性，鼓励分析师深入挖掘公司基本面信息，而非简单迎合市场情绪。同时，应强化独立性原则，减少券商投研部门与其他业务部门的薪酬关联。例如，可通过设立独立的薪酬委员会，确保投研部门的收入不直接与承销或经纪业务挂钩，从而降低利益冲突对评级客观性的干扰。

（2）提升专业素养与职业道德

证券分析师行业应加强职业操守培训，引导分析师勤勉尽责、独立审慎地挖掘公司价值。通过定期开展职业道德教育和案例分析，提升分析师对利益冲突的敏感性，减少非理性乐观评级的发生。例如，可通过模拟案例分析，让分析师了解乐观偏差对市场和投资者的潜在危害，强化其职业责任感。行业协会可制定更严格的职业规范，例如要求分析师在研报中详细说明评级依据和数据来源，强化对分析师行为的约束，促进行业健康发展。

7.2.3 对机构投资者的建议

（1）建立长期评价机制与风险管理

机构投资者应推行基金业绩的长周期考核机制，避免因短期投机行为加剧市场波动。例如，将基金经理的考核周期从季度或年度延长至三年以上，鼓励其关注长期投资价值而非短期市场波动。这种长周期考核能够有效减少机构投资者的从众行为，降低市场非理性波动的发生概率。此外，应完善历史业绩记录的披露机制，帮助投资者综合评级基金经理的能力。例如，可要求基金公司定期披露基金经理过往三年的投资决策记录和收益表现，增强市场透明度，引导投资者做出更理性的选择。

（2）优化投资策略与信息处理方式

机构投资者应减少对分析师评级的单一依赖，结合基本面分析和市场异象验证信息的可信度。例如，在参考分析师评级时，机构投资者可通过财务报表分析、行业趋势研判等手段独立验证评级的合理性，避免盲目跟风。此外，可引入多元化的信息来源，例如结合宏观经济数据、行业报告和实地调研结果，构建更全面的投资决策框架。优化信息处理方式有助于提升投资决策的理性程度，降低羊群行为的发生概率，从而减少对市场稳定性的冲击。

7.3 未来研究展望

本研究在证券分析师评级调整与机构投资者羊群行为叠加效应的分析上取

得了一定进展，但仍存在一些局限性，为未来研究提供了以下方向。

首先，可进一步关注评级调整对股票长周期收益的影响及跨市场差异。现有研究主要聚焦于评级调整的短期市场反应，未来可分析评级调整对股票 1-3 年收益的长期影响，并对比不同市场周期（如牛市与熊市）的差异性。这种长周期视角有助于更全面地评级分析师评级的价值，同时揭示市场周期对羊群行为的影响机制。

其次，可拓展对利益关联与行为偏差的研究。未来研究可探讨其他利益冲突（如承销业务、机构分仓）对分析师独立性的影响机制，深入分析不同类型利益关联对评级偏差的作用路径。例如，可研究券商承销业务与分析师评级之间的关联性，揭示其对市场行为的具体影响。这将有助于更全面地揭示分析师行为偏差的成因。

再次，可量化羊群行为的市场冲击阈值。未来研究可进一步分析机构投资者与分析师羊群行为的叠加效应在不同市场流动性条件下的临界点，量化其对市场波动的具体影响。例如，可通过构建数学模型，测算羊群行为对市场波动率的贡献度，为市场监管提供更精准的参考。

最后，可探索技术工具在市场监管中的应用。利用大数据和自然语言处理技术监测评级趋同性，实时预警非理性跟风行为，是未来研究的一个重要方向。例如，可开发基于文本分析的监测系统，自动识别研报中的趋同性特征，并结合交易数据预测潜在的市场风险。技术工具的应用不仅能提升监管效率，还能为市场参与者提供更及时的风险提示。

参考文献

- [1] Bikhchandani S, Sharma S. Herd behavior in financial markets[J]. IMF Staff Papers, 2001, 47(3).
- [2] Chang E C, Cheng J W, Khorana A. An examination of herd behavior in equity markets: an international perspective[J]. Journal of Banking \& Finance, 2000, 24(10): 1651-1679.
- [3] Clement M B, Tse S Y. Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting[J]. The Journal of finance (New York), 2005, 60(1): 307-341.
- [4] Gleason C A, Charles M C L. Analyst forecast revisions and market price discovery[J]. The Accounting Review, 2003, 78(1): 193-225.
- [5] Grinblatt M, Titman S, Wermers R. Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: a study of mutual fund behavior[J]. American Economic Review, 1995, 85(5): 1088-1105.
- [6] Hirshleifer D, Teoh S H. Limited attention, information disclosure, and financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36(1-3): 337-386.
- [7] Hong H, Kubik J D, Solomon A. Security analysts' CAREer concerns and herding of earnings forecasts[J]. The RAND Journal of Economics, 2000, 31(1): 121-144.
- [8] Huang R, Krishnan M M, Shon J, et al. Who herds? Who doesn't? Estimates of analysts' herding propensity in forecasting earnings[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(1): 374-399.
- [9] Jegadeesh N, Kim W. Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions[J]. NBER, 2007.
- [10] Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R W. The impact of institutional trading on stock prices[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32(1): 23-43.
- [11] Maug E, Naik N. Herding and delegation portfolio management[J]., 1996.
- [12] Prendergast C, Stole L. Impetuous youngsters and jaded old-timers: acquiring a reputation for learning[J]. Journal of Political Economy, 1996, 104(6): 1105-1134.
- [13] Scharfstein D, Stein J. Herd behavior and investment[J]. American Economic Review, 1990, 80(3): 465-479.

- [14] Trueman B. Analyst forecasts and herding behavior[J]. *The Review of Financial Studies*, 1994, 7(1): 97-124.
- [15] Welch I. Herding among security analysts[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 369-396.
- [16] 蔡庆丰,杨侃,林剑波. 羊群行为的叠加及其市场影响——基于证券分析师与机构投资者行为的实证研究[J]. *中国工业经济*, 2011(12): 111-121.
- [17] 陈浩. 中国股票市场机构投资者羊群行为实证研究[J]. *南开经济研究*, 2004: 91-94.
- [18] 郭雳,李伟凯. 分析师将价格推向何方? [J]. *清华金融评论*, 2020(07): 99-100.
- [19] 姜波,周铭山. 参股基金公司持股与分析师乐观性[J]. *财经研究*, 2015(01): 118-131.
- [20] 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(1): 167-178.
- [21] 李平,曾勇. 证券市场上的存货与羊群效应分析[J]. *管理学报*, 2005: 606-608.
- [22] 李志文,余佩琨,杨靖. 机构投资者与个人投资者羊群行为的差异[J]. *金融研究*, 2010(11): 77-89.
- [23] 廖昕,林佳荷. 分析师评级变动对投资者羊群行为的影响研究——基于事件分析法[J]. *中国物价*, 2024(02): 50-53.
- [24] 孙培源,施东晖. 基于 CAPM 的中国股市羊群行为研究——兼与宋军、吴冲锋先生商榷[J]. *经济研究*, 2002: 64-70.
- [25] 王春峰, 等. 分析师评级调整在经济形势不好的时候更有参考价值吗?——来自中国证券市场的经验证据[J]. *投资研究*, 2015(03): 151-160.
- [26] 王典,薛宏刚. 机构投资者信息竞争会引发羊群行为吗——基于中国股票市场的证据 [J]. *当代财经*, 2018: 60-70.
- [27] 吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. *中国工业经济*, 2019(02): 117-135.
- [28] 许年行, 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(07): 127-140.
- [29] 杨万成,张宗新. 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.

- [30] 赵良玉,李增泉,刘军霞. 管理层偏好、投资评级乐观性与私有信息获取[J]. 管理世界, 2013(04): 33-45.
- [31] 朱红军,曹胜. 王婆卖瓜：券商自营业务与分析师乐观性[J]. 管理世界, 2011.

附录

命题 1a 证明:

设定股价 S_0 服从正态分布：

$$S_0 \sim N(P_0, \sigma_\epsilon^2 + \sigma_\eta^2)$$

其中 P_0 是当前股价（均值）， σ_ϵ 是股价的波动性， σ_η 是分析师信号的噪声。

分析师在基于私人信号 η 的情况下，决定是否升级或降级推荐。如果分析师决定升级推荐，通过比较未来股价 P_1 和当前股价 P_0 来判断。股价的变化取决于分析师的私人信息和市场反应。

分析师的奖励函数（基于股价的预期反应）可以表示为：

$$(\alpha + \beta)X + (\alpha - \gamma)(1 - X) > \alpha$$

其中： $X = P(P_1 > P_0 | S_0)$ 是给定信息 S_0 时，股价 P_1 超过当前股价 P_0 的概率， α 是不修订推荐的奖励， β 是股价上升时的奖励， γ 是股价下降时的惩罚。

通过展开奖励函数，可得到：

$$(\alpha + \beta)X + (\alpha - \gamma)(1 - X) = \alpha + (\beta + \gamma)X - \gamma$$

为了使得分析师选择升级推荐，期望奖励必须大于 α ，因此：

$$(\beta + \gamma)X > \gamma$$

从而得到：

$$X > \frac{\gamma}{\beta + \gamma}$$

分析师决定是否升级其推荐，依赖于股价 S_0 是否超过某个临界值。

为了找到临界值，使用标准正态分布的累积分布函数 Φ 。给定标准正态分布的性质，分析师选择升级推荐的临界值 k 可以通过如下公式表示：

$$\phi(k) = \frac{\gamma}{\beta + \gamma}$$

因此，分析师会选择升级推荐，当且仅当股价 S_0 超过以下临界值：

$$S_0 > P_0 + k\sigma_\eta$$

命题 1b 证明:

观察到升级信号时股票价格的条件期望为：

$$P_{0,up} | \text{Upgrade}$$

$$= E(S_0 | S_0 > P_0 + k\sigma_\eta) = \int_{P_0 + k\sigma_\eta}^{\infty} S_0 f(S_0 | S_0 > P_0 + k\sigma_\eta) dS_0$$

从市场角度来看， $S_0 = P_0 + \varepsilon + \eta$ ，因此 $S_0 \sim N(P_0, \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\eta^2)$ ，给定股价 $S_0 > P_0 + k\sigma_\eta$ 时，股价的期望值 $E(S_0 | S_0 > P_0 + k\sigma_\eta)$ 。

对于正态分布随机变量的条件期望，使用已知的截尾正态分布的公式：

$$E[S_0 | S_0 > a] = \mu + \sigma \cdot \lambda$$

$$\lambda = \frac{\phi}{(1 - \Phi)}$$

其中 μ 是正态分布的均值， σ 是正态分布的标准差， λ 是标准正态分布的风险函数，又称逆米尔斯比率逆米尔斯比率(inverse Mills ratio)， ϕ 是标准正态分布的密度函数(PDF)，而 Φ 标准正态分布的累积分布函数(CDF)。

可得：

$$E(S_0 | S_0 > P_0 + k\sigma_\eta)$$

$$= P_0 + \sigma_{\varepsilon\eta} \lambda \left[k \cdot \left(\frac{\sigma_\eta}{\sigma_{\varepsilon\eta}} \right) \right] = P_0 + \sigma_{\varepsilon\eta} \frac{\phi[k \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\varepsilon\eta})]}{[1 - \Phi[k \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\varepsilon\eta})]]}$$

其中， $\sigma_{\varepsilon\eta} = \sqrt{\sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\eta^2}$

类似地，观察到降级信号时股票价格的条件期望为：

$$E(S_0 | S_0 < P_0 - k\sigma_\eta)$$

$$= P_0 - \sigma_{\varepsilon\eta} \lambda \left[k \cdot \left(\frac{\sigma_\eta}{\sigma_{\varepsilon\eta}} \right) \right] = P_0 - \sigma_{\varepsilon\eta} \frac{\phi[k \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\varepsilon\eta})]}{[1 - \Phi[k \cdot (\sigma_\eta / \sigma_{\varepsilon\eta})]]}$$

命题 2 证明：

当羊群行为存在时 $\delta > 0$ ，评级调整后的股价收益率与分析师评级偏离度成正相关；反之，当证券分析师采取“逆羊群行为”策略时 $\delta < 0$ ，两者成负相关。令：

$$\Delta = (\text{Rec}_{\text{new}} - \text{Rec}_{\text{old}})$$

$$\text{Deviation} = (\text{Rec}_{\text{new}} - \text{Consensus})$$

那么：

$$\lambda = \Delta[(\text{Rec}_{\text{new}} - \text{Consensus})^2 - (\text{Rec}_{\text{old}} - \text{Consensus})^2]$$

$$= \Delta[2 \times Deviation - \Delta]$$

如果评级向上调整，则 $\delta > 0$ ，在给定 Δ 和 Consensus 的前提下，若羊群行为存在，由等式(3)、(4)、(8)可推出股票期望价格总是与偏离度同方向变动。

如果评级向下调整，则 $\delta < 0$ ，在给定 Δ 和 Consensus 的前提下，若羊群行为存在，由(3)、(5)、(8)可推出股票期望价格总是与偏离度同方向变动。即当羊群行为存在时，无论何种情形，*Deviation* 与股票的期望价格总是成正相关。同理，可证明当分析师采取“逆羊群行为”策略时，*Deviation* 与股票的期望价格总是成负相关。

作者简历

姓名：周罗梦 性别：女 民族：汉 出生年月：2003-06-08 籍贯：浙江省台州市

2018.09-2021.06 金华市第一中学

2021.09-2025.06 浙江大学攻读学士学位

本科生毕业论文（设计）任务书

一、题目：分析师评级与机构投资者羊群行为的叠加效应研究

二、指导教师对毕业论文（设计）的进度安排及任务要求

2024.9.25-10.31：毕业论文选题。在导师指导下在教务系统进行选题申报；

2024.11.12-2025.1.05：撰写开题报告。在导师的指导下撰写、修改开题报告、文献综述和外文翻译；

2025.1.06-1.10：参加开题答辩。携带经指导老师审核过的开题报告（含文献综述和外文翻译）参加答辩；

2025.1.11-1.17：上传开题报告。根据评委意见修改开题报告，找指导老师审阅后分别将开题报告、文献综述和外文翻译定稿上传至论文系统；

2025.1.18-3.30：撰写毕业论文初稿。在导师的指导下撰写毕业论文初稿；

2025.3.31-4.8：修改毕业论文。在导师的指导下对毕业论文初稿进行修改，并请导师签署同意送审的意见书；

2025.4.9-4.10：上交毕业论文。按学院要求装订毕业论文和上交论文；

2025.4.14-4.24：参加匿名送审。送审并据送审意见修改、定稿。（注意：送审不通过或者送审后不按要求修改不能参加毕业论文答辩）；

2025.5.5左右：进行论文查重。确保重率要求10%以下；

2025.5.12-5.16：参加论文答辩。毕业论文定稿，按学院要求携带论文等材料参加答辩（具体时间届时详见院网通知）；

2025.5.30左右：论文修改与定稿。根据答辩老师意见修改论文，定稿。将修改后的毕业论文按要求装订上交到学院（具体要求届时见院网通知），并将毕业论文定稿上传至教务系统。

起讫日期 20 年 月 日至 20 年 月 日

指导教师（签名） 朱晓腾 职称 第二类“百人计划”研究员

三、系或研究所审核意见

负责人（签名） _____

年 月 日

毕业论文（设计）考核

一、指导教师对毕业论文（设计）的评语

该文尝试理解分析师与机构投资者的羊群效应以及叠加效应影响。视角较为新颖，工作量和实证规范性尚可，理论基础扎实，基本达到了本科毕业论文的要求。匿名审稿专家的意见是同意直接答辩。综上考虑，允许答辩

朱锐鹏
指导教师（签名）_____
年 月 日

二、答辩小组对毕业论文（设计）的答辩评语及总评成绩

该论文研究分析师评级与机构投资者羊群行为的叠加效应。文章选题具有一定的理论和现实意义。文章整体逻辑清晰，实证方法基本准备，研究结论具有一定的参考价值。建议进一步说明影响机制，继续完善论文格式和文字。

成绩比例	文献综述 占（10%）	开题报告 占（15%）	外文翻译 占（5%）	毕业论文（设计）质量及答辩 占（70%）	总评成绩
分值	9	14	5	63	91

答辩小组负责人（签名）_____
年 月 日

第二部分

文献综述和开题报告

浙江大学

本科毕业生论文（设计）

文献综述和开题报告



姓名与学号 周罗梦 3210103024

指导教师 朱越腾

年级与专业 2021 级金融学（试验班）

所在学院 经济学院

一、题目：分析师评级与机构投资者羊群行为的叠加效应研究

二、指导教师对文献综述和开题报告的具体内容要求

(1) 文献综述的撰写任务要求：

- ①查阅与毕业论文相关的文献 15 篇以上（其中外文文献不少于 5 篇）；
- ②文献综述的内容一般包括背景介绍、国内外研究现状（如研究方向、进展情况、存在问题等）、研究展望和参考文献等；
- ③字数一般要求为 3500 字以上；
- ④文献综述必须切题；

(2) 开题报告的撰写任务要求：

- ①字数一般要求为 3500 字以上；
- ②包括以下 7 个部分内容：选题的目的和意义，国内外研究现状，论文框架结构，研究重点、难点与可能的创新，初步结论和论文可行性，论文进展计划，参考文献。

(3) 外文翻译任务要求：

- ①翻译的外文文献字数要求达到 10000 个字符或翻译成中文后 2500 个汉字以上。

朱晓腾
指导教师（签名）_____
年 月 日

目 录

指导教师对文献综述和开题报告的具体要求

目 录

一、文献综述.....	1
1 证券分析师羊群行为.....	1
2 机构投资者羊群行为.....	3
3 分析师评级对机构投资者的影响.....	5
4 总结.....	6
5 参考文献.....	6
二、开题报告.....	9
1 选题背景.....	9
2 研究目的及意义.....	11
3 国内外研究评述.....	12
4 论文的框架结构和目录.....	13
5 研究重点、难点与可能的创新.....	14
6 初步结论和论文可行性.....	15
7 论文进展计划.....	17
8 参考文献.....	18
三、外文翻译.....	20
四、外文原文.....	24

《浙江大学本科生文献综述和开题报告考核表》

一、文献综述

1 证券分析师羊群行为

证券分析师的工作主要分为两部分：首先是对上市公司基本面的研究预测，即财务预测，包括盈利预测等财务指标；其次是经过分析研究后，给出未来一定时间内上市公司股票的目标价或买卖评级，即推荐评级预测。这两种活动均会产生分析师的羊群行为，成为后续研究的重点对象。

从羊群行为的基本现象与初步证据来看，早期研究揭示了证券分析师在进行盈利预测和评级调整时存在明显的羊群行为。Trueman(1994)发现，分析师的预测往往比她们实际掌握信息所支持的更接近之前的盈利预期，并表现出倾向发布与其他分析师相近的、即使与私人信息不同的预测，即存在羊群行为倾向。Hong等(2000)指出，经验较少的分析师更容易由于盈利预测不准确或做出偏离市场共识的大胆预测被解雇，因此她们的预测更倾向于与市场共识一致，发布及时预测的频率也较低，且更频繁地修正自己的预测。Welch(2000)通过研究发现，最近两次的预测修正对下一位分析师的预测修正有显著正面影响，且当修正发生得更近期、对证券收益预测更准确时，这种正向关系更为明显。这表明分析师可能希望利用这些修正中包含的基础性且短暂的信息，进一步支持了羊群行为的存在。

从羊群行为的对比与挑战来看，尽管多数研究支持羊群行为的存在，但也有研究提出了相反的观点，Bernhardt等(2006)认为，预测结果的集中性可能源于多种因素，并不意味着分析师们盲目跟风，进一步挑战了羊群行为的普遍性。首先，如Welch(2000)表示，早期的预测可能包含后续分析师将其纳入预测的有价值信息。其次，分析师依赖于共同的信息来源以获取信息，可能存在行业范围内的未预测盈利冲击。第三，存在市场范围内的未预期的收益冲击，如经济衰退。第四，如Prendergast和Stole(1996)所述，分析师预测的收益衡量标准可能与计量经济学家看到的收益不同。例如，分析师可能不会寻求预测报告中的如任意资产减记的异常项目。第五，分析师可能系统性地过于乐观或悲观，因此预测要么倾向于超过或低于共识，再次营造出羊群效应，且乐观性在朱红军和曹胜(2011)、许年行等(2012)、赵良玉等(2013)学者研究中均得到证实。相反，分析师并不存在羊群行为，反而表现出“反羊群”现象，即系统性地发布

偏差的逆向预测，这些预测超出了公开可用的共识预测，更倾向于反映私人信息。这表明在某些情况下，分析师可能基于独立信息进行逆向预测，从而提供更具价值的投资建议。此外，Prendergast和Stole(1996)的研究发现，新入行的分析师反而会由于想要尽快突出在业内的地位、拥有声誉而发布大胆预测，不容易发生羊群行为。Keane和Runkle(1998)研究发现大胆预测的准确性高于羊群预测，更完整地包含了分析师的私人信息，并为投资者提供了与股价相关性更高的信息。

从影响分析师羊群行为的因素来看，多个因素显著影响分析师的羊群行为。Hong等(2000)指出，经验较少的分析师更可能进行进行羊群行为，以避免因预测不准而被解雇。Graham(1999)发现，分析师的高声誉或低专业能力，以及存在与私人信息不一致的强烈公共信息，均可能导致羊群行为。黄顺武和韦东(2014)进一步指出，分析师所属咨询机构的声誉、信息透明度以及分析师跟踪上市公司的数量，显著影响其羊群行为。属于声誉较高咨询机构的分析师，进行羊群行为程度较低；上市公司的信息透明程度越高，则分析师羊群行为越不明显；分析师跟踪上市公司数量越多，其羊群行为越明显。此外，下调评级较上调评级更易发生羊群行为。

从市场对羊群行为的反应来看，Jegadeesh和Kim(2007)通过实证研究发现，市场已认识到分析师的羊群行为。当新的分析师评级与共识相差较远时，股票价格的反应比接近共识时更为强烈。这表明市场对分析师的羊群倾向有一定的识别和反应机制，市场参与者可能利用这种信息进行交易，从而影响股票价格的波动。

从羊群行为的测度方法来看，学者们提出了多种方法，主要从财务预测和评级修正来测度。Gleason和Charles(2003)采用分析师的先前预测及市场共识预测作为基准，定义了高创新修正和低创新修正两种情形。高创新修正指分析师的最新预测高于（或低于）自己之前的预测和市场共识，低创新修正则指新预测位于分析师之前预测和市场共识之间或与市场共识完全一致。而Huang等(2017)认为这种使用分析师先前预测作为其后验信念的代理方法忽略了其他市场信息或现实数据的作用，提出了两种新的测度方法：一是结合实际盈利数据与从零均值的正态分布中抽取的现实值，二是不考虑随机误差，直接估计分析师的从众倾向，同时允许信息信号之间存在非正交关系。

在推荐评级的测度方面, Jegadeesh和Kim(2007)指出, 分析师在一个财务年度中会多次发布并更改推荐评级, 导致难以准确定义羊群行为的测度方法。此外, 上市公司股价相比其财务指标拥有更低的信息-噪音比率, 也使得计算分析师群体对该股的一致评级推荐较为困难。Welch(2000)在其研究中也表明, 普通的连续选择统计方法, 如基于OLS的简单程序并不适用, 并且, 由于评级的整体转移矩阵高度不规则, 人们不能简单假设, 基于分析师之前的推荐, 修订时正态分布、对称的, 或五个条件概率向量时相同且仅均值偏移的, 因此不能简单使用线性程序来基于起点预测后续推荐, 如下。而是新开发了统计程序, 将羊群效应视为会改变分析师推荐转移概率矩阵的外部力量, 通过观察市场共识随时间的变化来检测羊群行为是否存在。

但是其方法仍存在局限性, 如其认为由于无相关理论的支撑, 从而无法对某股票的分析师评级转移矩阵在无羊群行为情况下的分布做出可靠的假设。由于缺乏内在信息流的证据, 无法区分分析师的这种倾向是对共同信息的相似反应还是直接由互相模仿而引起。在相关研究中, Welch(2000)探讨了分析师在做出投资建议时是否存在羊群效应。他开发了一个统计模型来研究羊群效应, 并发现分析师更有可能将他们的评级修订为与先前的共识建议一致, 而不是偏离。相比之下, Jegadeesh和Kim(2007)的论文从经验上区分了模仿和信息驱动的羊群效应, 基于市场价格对评级修订的反应建模, 不仅能够测试分析师是否存在羊群效应, 且无需对评级转换概率做出任何假设, 还能够推断市场是否识别出分析师的羊群倾向。蔡庆丰等(2011)基于以上研究思路并根据我国实际对其实证模型进行修正, 并构建经最小值差分后的修正羊群行为指标, 首次实证考察了我国证券分析师的羊群行为。

2 机构投资者羊群行为

中国资本市场上, 机构投资者的羊群行为表现尤为显著, 且比个人投资者的羊群行为更明显(李志文等, 2010)。孙培源和施东晖(2002)发现, 在政策干预频繁和信息不对称严重的市场环境下, 我国股市存在一定程度的羊群行为, 并导致系统风险在总风险中占有较大比例。陈浩(2004)进一步发现, 以投资基金为代表的机构投资者在卖出股票时的羊群行为强于买入时, 尤其是在买卖历史收益率极端或小盘股时更为显著。此外, 投资基金表现出明显的追涨杀跌倾向,

且追涨倾向强于杀跌。李平和曾勇(2005)的研究也表明，交易者存货的变化可能引发羊群效应，低持仓时易发生买入羊群行为，高持仓时则易发生卖出羊群行为。

羊群行为的形成机理主要从信息外部性、薪酬结构和声誉考量三个方面展开。Bikhchandani和Sharma(2001)指出，信息瀑布以及基于声誉和薪酬的羊群行为总是有可能存在。信息外部性是羊群行为的重要驱动因素。Banerjee(1992)开创了该领域的研究，随后学者们逐步扩展了对私有信息含量的分析。Hirshleifer和Teoh(2003)进一步提出信息瀑布现象，即当他人决策信息足够强大时，投资者可能完全忽视自己的私有信息，选择与多数人保持一致。王典和薛宏刚(2018)研究发现，机构投资者间的信息竞争会引发羊群行为，特别是买方羊群行为，且这种基于同质信息的一致反应有助于完善股价信息传递机制。薪酬结构通过委托代理关系中的“道德风险”和“逆向选择”影响羊群行为。在相对排名薪酬制度下，基金经理的薪酬与其相对于其他基金经理的表现挂钩。为了避免落后于行业平均水平，基金经理可能会模仿他人的投资组合，从而引发羊群行为。Maug和Naik(1996)研究表明，当基金经理的薪酬与基准表现负相关时，他们会倾向于模仿基准的投资组合，以减少落后于基准的风险。声誉压力是羊群行为的另一重要驱动因素。基金经理可能会基于声誉考虑而采取从众行为，低能力的基金经理更容易依赖高声誉基金经理或卖方分析师的信息处理结果。Scharfstein和Stein(1990)指出，当投资经理及其雇主对经理选择正确股票的能力存在不确定性时，经理通过与其他投资专业人士保持一致的行为可以维持这种不确定性，而这种行为对经理有利，因为如果其他投资专业人士也面临类似的不确定性，从众行为就会普遍发生。叶蓓和祝建军(2008)同样发现，在业绩评价压力和利己动机驱使下，职业声誉顾虑已成为企业投资羊群效应的重要导因。

机构投资者羊群行为对资本市场的影响复杂且深远。叶蓓和祝建军(2008)认为，投资者的羊群行为提高了公司股价未来崩盘的风险，且该正向关系在卖方羊群行为的样本中更为明显，扮演了“崩盘加速器”而非“市场稳定器”的角色。此外，羊群行为还加剧了股价同步性，合格境外机构投资者（QFII）的存在进一步强化了这一关系。吴晓晖等(2019)也同样证实，机构投资者抱团行为会增加股价崩盘风险。

从机构投资者羊群行为的测度方法来看，研究者提出了多种模型来分析其表现与影响。Lakonishok等(1992)提出的LSV模型是最经典的方法，通过测量特定股票买方力量相对于市场平均水平的偏离来检测羊群行为的显著性。然而，LSV模型存在以下局限性：仅基于买卖双方数量衡量羊群行为，忽略了交易量的影响；虽然能够判断某只股票是否存在羊群效应，但无法揭示导致趋同行为的具体因素。针对这些不足，Grinblatt等(1995)提出PCM模型，通过分析基金对股票持有比例的变动来衡量羊群行为。然而，PCM模型也存在一些缺陷：首先，该方法赋予资金量较大的基金管理人更高的权重；其次，可能捕捉到虚假的羊群行为；最后，未明确用于计算股票比重的净资产值的具体计算方法。Chang等(2000)提出的CSAD模型通过分析个股收益率与市场指数收益率的偏差来捕捉羊群效应，为羊群行为的测度提供了另一种视角。

3 分析师评级对机构投资者的影响

研究表明证券分析师的评级调整对机构投资者的羊群行为具有显著影响。孔东民等(2019)的研究表明，当分析师发布“强买”或“买入”评级时，机构投资者显著买入相关股票；而在“持有”或“卖出”评级时，机构投资者则表现为显著的净卖出。然而，公司大股东的利益攫取行为和信息环境的不确定性会削弱机构投资者对分析师评级的反应。蔡庆丰等(2011)发现，证券分析师的羊群行为会加剧机构投资者的羊群行为。丁乙(2018)一步指出，评级调整幅度越大，基金买入或卖出股票的羊群行为越强烈，且相比评级上调，评级下调导致基金经理因职业顾虑而倾向于避免独自承担失败风险的特征。郭雳和李伟凯(2020)指出，分析师可能通过给出买入评级讨好被评级公司管理层，而部分投资者盲目跟随分析师意见，进一步放大了市场错误定价。廖昕和林佳荷(2024)发现，分析师评级上调会引发散户和中户投资者的超额买入羊群行为，而大户和机构投资者则出现超额卖出羊群行为；评级下调则导致散户和中户投资者超额卖出，大户投资者超额买入。此外，熊市时期投资者的超额羊群行为比牛市更为剧烈。

从分析师声誉与荐股能力的影响来看，投资者对明星分析师和大型券商分析师的评级报告更为重视。姜波和周铭山(2015)发现，明星分析师并未表现出比非明星分析师更强的荐股能力，而大型券商分析师的荐股能力则显著优于小型券商分析师。王春峰等(2015)的研究进一步表明，短期内券商名气对股票累计超额收

益的影响大于分析师名气。而杨万成和张宗新(2016)表示，分析师能够通过声誉模式和信息挖掘模式影响市场，但明星分析师光环只能在中短期强化市场对研究报告的吸收。此外，姜波和周铭山(2015)还研究了券商参股基金公司对分析师评级客观性的影响，发现关联分析师对参股基金公司重仓股的评级显著高于非关联分析师，且其乐观程度与券商参股比例、基金公司规模及股票在投资组合中的比重成正比。尽管投资者未能有效识别这种利益冲突，关联评级的长期投资价值显著低于非关联评级。

4 总结

综上所述，证券分析师和机构投资者的羊群行为是资本市场中不可忽视的现象，其形成机理复杂且受到多重因素的驱动。分析师的羊群行为主体现在盈利预测和推荐评级中，尽管部分研究指出其可能基于私人信息发布逆向预测，但整体上仍表现出显著的从众倾向。机构投资者的羊群行为在中国市场中尤为突出，其行为不仅受到信息外部性和薪酬结构的影响，还受到声誉压力的驱动，尤其是在政策干预频繁和信息不对称的环境下更为显著。羊群行为对资本市场的影响深远，不仅加剧了股价波动和崩盘风险，还可能导致资源配置效率的下降。

5 参考文献

- [1] Bikhchandani S, Sharma S. Herd behavior in financial markets[J]. IMF Staff Papers, 2001, 47(3).
- [2] Chang E C, Cheng J W, Khorana A. An examination of herd behavior in equity markets: an international perspective[J]. Journal of Banking \& Finance, 2000, 24(10): 1651-1679.
- [3] Clement M B, Tse S Y. Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting[J]. The Journal of finance (New York), 2005, 60(1): 307-341.
- [4] Gleason C A, Charles M C L. Analyst forecast revisions and market price discovery[J]. The Accounting Review, 2003, 78(1): 193-225.
- [5] Grinblatt M, Titman S, Wermers R. Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: a study of mutual fund behavior[J]. American Economic Review, 1995, 85(5): 1088-1105.
- [6] Hirshleifer D, Teoh S H. Limited attention, information disclosure, and financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36(1-3): 337-386.
- [7] Hong H, Kubik J D, Solomon A. Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts[J]. The RAND Journal of Economics, 2000, 31(1): 121-144.

-
- [8] Huang R, Krishnan M M, Shon J, et al. Who herds? Who doesn't? Estimates of analysts' herding propensity in forecasting earnings[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34(1): 374-399.
 - [9] Jegadeesh N, Kim W. Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions[J]. NBER, 2007.
 - [10] Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R W. The impact of institutional trading on stock prices[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992, 32(1): 23-43.
 - [11] Maug E, Naik N. Herding and delegation portfolio management[J]., 1996.
 - [12] Prendergast C, Stole L. Impetuous youngsters and jaded old-timers: acquiring a reputation for learning[J]. *Journal of Political Economy*, 1996, 104(6): 1105-1134.
 - [13] Scharfstein D, Stein J. Herd behavior and investment[J]. *American Economic Review*, 1990, 80(3): 465-479.
 - [14] Trueman B. Analyst forecasts and herding behavior[J]. *The Review of Financial Studies*, 1994, 7(1): 97-124.
 - [15] Welch I. Herding among security analysts[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58: 369-396.
 - [16] 蔡庆丰,杨侃,林剑波. 羊群行为的叠加及其市场影响——基于证券分析师与机构投资者行为的实证研究[J]. *中国工业经济*, 2011(12): 111-121.
 - [17] 陈浩. 中国股票市场机构投资者羊群行为实证研究[J]. *南开经济研究*, 2004: 91-94.
 - [18] 郭雳,李伟凯. 分析师将价格推向何方? [J]. *清华金融评论*, 2020(07): 99-100.
 - [19] 姜波,周铭山. 参股基金公司持股与分析师乐观性[J]. *财经研究*, 2015(01): 118-131.
 - [20] 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(1): 167-178.
 - [21] 李平,曾勇. 证券市场上的存货与羊群效应分析[J]. *管理学报*, 2005: 606-608.
 - [22] 李志文,余佩琨,杨靖. 机构投资者与个人投资者羊群行为的差异[J]. *金融研究*, 2010(11): 77-89.
 - [23] 廖昕,林佳荷. 分析师评级变动对投资者羊群行为的影响研究——基于事件分析法[J]. *中国物价*, 2024(02): 50-53.
 - [24] 孙培源,施东晖. 基于 CAPM 的中国股市羊群行为研究——兼与宋军、吴冲锋先生商榷[J]. *经济研究*, 2002: 64-70.
 - [25] 王春峰, 等. 分析师评级调整在经济形势不好的时候更有参考价值吗?——来自中国证券市场的经验证据[J]. *投资研究*, 2015(03): 151-160.

-
- [26] 王典,薛宏刚. 机构投资者信息竞争会引发羊群行为吗——基于中国股票市场的证据[J]. 当代财经, 2018: 60-70.
- [27] 吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2019(02): 117-135.
- [28] 许年行, 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(07): 127-140.
- [29] 杨万成,张宗新. 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.
- [30] 赵良玉,李增泉,刘军霞. 管理层偏好、投资评级乐观性与私有信息获取[J]. 管理世界, 2013(04): 33-45.
- [31] 朱红军,曹胜. 王婆卖瓜: 券商自营业务与分析师乐观性[J]. 管理世界, 2011.

二、开题报告

《分析师评级与机构投资者羊群行为的叠加效应研究》

1 选题背景

证券分析师和机构投资者作为资本市场的重要“信息交易者”，长期以来被认为在市场定价效率的提升和稳定性维护中扮演着关键角色。证券分析师通过对上市公司的研究和分析发布评级报告，为投资者提供参考意见；而机构投资者则利用其资金和信息优势快速反应市场信息，形成投资决策。然而，尽管这两类主体被赋予了推动市场理性化的期待，实际市场表现却与理论预期存在显著偏差，特别是在中国A股市场中。A股市场自开市以来呈现明显的牛短熊长、暴涨暴跌特征，主题轮动、个股炒作屡见不鲜，市场似乎并没有变得理性和稳定。

证券分析师是市场中信息投资者的代表，其研究报告和评级调整应基于独立分析和深度研究，并提高资产价格对市场信息的反应和吸收速度。然而，实际观察发现，分析师评级调整中往往存在明显的羊群行为特征。一些分析师在面对热点主题或概念股票时表现出趋同现象，其评级调整不是基于独立的信息处理，而是受到市场共识或友商行为的影响。研究也表明，分析师之间存在信息同质化的情况，即多名分析师基于相同的信息来源得出一致的结论。此外，由于行业竞争、声誉压力和激励机制等外部因素，部分分析师可能选择模仿其他资深分析师的观点，以规避因预测错误而受到质疑的风险。这种非信息驱动的评级行为不仅削弱了分析师报告的独立性，也可能对市场价格形成误导。

机构投资者作为证券分析师研究报告的重要信息使用者，其投资决策也可能受到分析师评级调整的显著影响。已有研究发现，分析师的评级调整会通过市场预期传递给机构投资者，而当分析师的评级调整中存在羊群行为时，这种信息同质化可能进一步传导到机构投资者的投资行为中，导致机构投资者发生羊群行为。例如，在某些热点概念股票中，当分析师集中调整评级时，机构投资者可能受到影响而选择跟随市场趋势进行集中买入或卖出。这种行为偏差不仅放大了市场波动，还可能引发资产价格偏离基本面，形成资产泡沫或价格崩盘的风险。然而，随着市场环境的变化，这种信息传递机制是否依然成立值得进一步探讨。近年来，政策监管的不断调整为市场引入更多透明性，机构投资者的信息来源也日趋多样。

化，除了依赖证券分析师的研究报告外，还可以通过自主构建投研团队、利用大数据分析工具以及参考第三方独立研究来获取更多维度的信息。同时，机构投资者自身的研究能力和专业水平在逐步提升，投研体系逐渐完善，投资决策中的独立性和深度也可能有所增强。在这种情况下，机构投资者是否仍然会因为分析师评级调整而表现出明显的从众行为？是否会因为更多元的信息来源和更强的研究能力而削弱对分析师评级的依赖？这些问题都有待进一步实证分析和研究。

更重要的是，当分析师和机构投资者的羊群行为叠加时，这种双重偏差可能对市场运行效率和稳定性造成更严重的负面影响。作为信息的生产者，证券分析师的评级调整若以羊群行为为特征，其结果可能无法准确反映上市公司的基本面，而是呈现出一种趋同化的市场共识。当这种信息传递到机构投资者时，作为资金使用者的机构投资者可能在此基础上进一步放大羊群行为效应，导致市场出现集体非理性现象。例如，在某些市场热点中，分析师和机构投资者可能同时出现追涨杀跌的行为，使得股价短时间内快速上涨或下跌，最终加剧市场的系统性风险。

以中国 A 股市场为例，自开市以来，市场经历了多次剧烈的牛熊转换，呈现出“牛短熊长”“暴涨暴跌”的特征。2005 年证监会提出“超常规发展机构投资者”战略以来，随着机构投资者和分析师队伍的迅速扩张，市场并未因此变得更加稳定，反而在某些阶段波动性更加剧烈。特别是，在热点主题涌现时，分析师和机构投资者的行为表现出显著的从众特征。例如，部分热点主题或概念股的价格波动并非完全由基本面变化驱动，而是受到分析师评级集中调整和机构投资者集体买卖的影响。这种行为模式的双重叠加不仅放大了市场波动，还可能加剧资产价格偏离基本面的问题。

基于以上背景，本研究将围绕以下三个核心问题展开探讨：（1）分析师的评级调整是否存在羊群行为？（2）分析师的评级调整是否会引发机构投资者的羊群行为？（3）当分析师和机构投资者的羊群行为叠加时，其对市场效率和稳定性会产生什么样的影响？通过行为金融学理论和实证分析的结合，本研究希望深入揭示证券分析师和机构投资者行为偏差的形成机制及其互动模式，并进一步评估这种行为对资本市场运行效率的影响。最终，本研究旨在为市场理论和实践提供新视角，同时为政策制定和市场监管提供科学依据，以推动资本市场的健康稳定发展。

2 研究目的及意义

本研究聚焦于证券分析师和机构投资者这两类资本市场核心主体的行为模式，探讨证券分析师评级调整中的羊群行为、其对机构投资者行为的影响，以及两者叠加对市场效率和稳定性的作用机制。优质的上市公司、成熟的机构投资者以及独立且发达的信息中介共同构成了成熟资本市场的“三驾马车”，而证券分析师作为核心的信息中介，是连接上市公司和投资者的重要桥梁。然而，分析师因其就职的证券公司与上市公司、机构投资者间复杂的业务关联，其独立性经常受到利益冲突的挑战。本研究将分析师和机构投资者结合在同一框架下进行研究，从“行为叠加”这一全新视角分析其相互作用及对市场的累积影响，不仅扩展了现有理论框架，也为探讨资本市场的非理性现象提供了新的研究方向，深化了对市场信息传递机制的理解。

本研究通过实证分析，揭示证券分析师评级调整中的羊群行为是否会通过信息传递机制引发机构投资者的同向交易行为，并进一步分析这种叠加行为对市场效率的影响。若证券分析师的趋同行为导致其传递的信息同质化，将可能阻碍上市公司特质信息进入市场，而当机构投资者进一步基于这些趋同化的信息进行同向交易时，将加剧市场价格对基本面的偏离。这种研究在以中国 A 股市场为代表的新兴市场中具有重要意义，因为 A 股市场尚未完全成熟，暴涨暴跌现象频发，且市场参与者中信息交易者（分析师和机构投资者）的作用尤为突出。通过揭示这些行为模式及其影响，本研究为理解 A 股市场的非理性波动提供了实证证据，也为探索改善市场效率提供了新的视角。

在实践层面，本研究能够为证券分析师行业规范化发展和机构投资者的理性投资行为提供指导。若研究发现证券分析师的羊群行为显著影响了机构投资者的投资决策，进而加剧了市场波动，那么证券行业应优化其利益冲突管理机制，加强对分析师独立性的保护与考核，减少因利益关系对其评级行为的干扰。同时，机构投资者应提升其自主投研能力，降低对分析师评级的依赖，以提高投资决策的独立性和科学性。本研究的结论也可以为上市公司提供借鉴，帮助其更好地与分析师和机构投资者建立透明化的沟通机制，从而改善市场对其价值的合理定价。

在监管政策层面，本研究能够为证券市场的制度设计提供参考。若发现证券分析师与机构投资者之间的行为互动会导致市场信息传递的无效率，监管机构可

以通过加强信息披露透明度、优化分析师考核体系、完善机构投资者的监管制度等措施来缓解这些问题。例如，鼓励独立分析师的发展、限制券商投行业务与分析师研究之间的利益冲突、提升机构投资者行为的公开性等政策，都可以改善资本市场的信息环境，减少非理性行为的发生，最终提升市场的运行效率和稳定性。

综上所述，本研究从理论、实证、实践和政策多个层面，探讨证券分析师和机构投资者行为模式对资本市场的影响，具有重要的学术价值和现实意义。研究结果不仅为深化资本市场的行为机制研究提供了新视角，也为推动中国资本市场的健康稳定发展提供了重要参考。

3 国内外研究评述

围绕证券分析师与机构投资者羊群行为的研究，学术界已经积累了大量成果，对二者羊群行为的存在性及其对市场的影响有了一定的认识。然而，这些研究仍存在一些局限性，尤其是近年来资本市场环境发生显著变化后，二者羊群行为是否依然存在以及它们的叠加效应是否仍然显著，尚未得到充分探讨。

首先，关于证券分析师的羊群行为，研究普遍认为，分析师在盈利预测和推荐评级调整中表现出显著的从众行为。分析师的评级调整常被解释为其规避职业风险和声誉压力的策略，即通过趋同于市场共识或模仿其他分析师的意见来降低预测失误的风险。特别是在评级下调时，这种从众行为更为明显。然而，这些研究主要集中在盈利预测上，对于推荐评级调整中的羊群行为关注较少，特别是分析师评级调整对资本市场其他参与者（如机构投资者）行为的影响更是缺乏系统性研究。分析师作为资本市场的重要信息中介，其行为对市场定价效率的影响机制仍需深入分析。

其次，关于机构投资者的羊群行为，现有研究表明，机构投资者在中国资本市场中的羊群行为尤为显著。研究发现，机构投资者在买卖股票时常表现出集体性，尤其在市场信息不对称或政策干预频繁的环境下更为突出。机构投资者的羊群行为通常受到信息外部性、薪酬激励和声誉压力的驱动。例如，基金经理为了避免业绩落后于市场基准，可能倾向于模仿其他投资者的投资组合。然而，目前对机构投资者羊群行为诱发机制的研究较少，尤其是分析师评级调整是否会成为触发机构投资者羊群行为的重要因素，尚缺乏深入探讨。

再次，证券分析师与机构投资者的羊群行为之间的关联及其叠加效应研究不

足。证券分析师和机构投资者作为信息的生产者和使用者，其行为之间存在着密切联系。分析师评级调整可能通过信息传递机制影响机构投资者的投资决策，而机构投资者的集体交易行为反过来也可能对分析师的评级行为产生反馈。然而，现有研究对二者的关联性分析较多，却缺乏对两者行为叠加效应的系统性研究。这种叠加效应可能放大市场波动性，进一步导致市场定价效率下降，但鲜有研究对此进行实证分析。

近年来，资本市场发生了显著变化，包括买方信息来源的多样化、机构投研能力的提升以及政策环境的优化等。这些变化可能对分析师与机构投资者的羊群行为产生重要影响。例如，机构投资者在信息来源多元化的背景下，对分析师评级的依赖程度可能有所下降，其羊群行为是否仍然显著值得重新考察。此外，分析师评级对机构投资者交易行为的传导机制是否依然存在，二者之间的叠加效应是否在当前市场环境下继续发挥作用，也需要进一步实证检验。

综上所述，尽管现有研究为证券分析师与机构投资者的羊群行为提供了重要的理论和实证支持，但在分析师评级对机构投资者羊群行为的影响、二者叠加行为对市场的综合作用等方面仍存在研究空白。特别是在资本市场快速发展的背景下，市场环境的变化可能对羊群行为的形成机制和表现方式产生深远影响。这些问题的深入探讨不仅有助于深化对资本市场行为机制的认识，也为政策制定和市场监管提供了重要参考。

4 论文的框架结构和目录

1. 引言（包括背景、文章简介和结构安排等内容）

2. 文献综述

 2.1. 证券分析师羊群行为

 2.2. 机构投资者羊群行为

 2.3. 分析师评级对机构投资者的影响

 2.4. 总结

3. 分析师评级羊群行为探究

 3.1 模型原理

 3.2 模型构建

3.3 样本选取及数据来源

3.4 实证分析

3.5 稳健性检验

4. 分析师评级是否会引发机构投资者羊群行为

4.1 模型原理

4.2 模型构建

4.4 样本选取及数据来源

4.4 实证分析

4.5 稳健性检验

5. 叠加的羊群行为影响研究

6. 结论和政策建议

5 研究重点、难点与可能的创新

本研究的重点在于探讨证券分析师与机构投资者的羊群行为及其相互作用，围绕三个核心问题展开：分析师评级调整中是否存在羊群行为，分析师的评级行为是否会通过信息传递机制引发机构投资者的羊群行为，以及分析师和机构投资者羊群行为的叠加效应是否对市场定价效率和波动性产生显著影响。近年来，随着资本市场环境的变化，例如信息来源的多样化、机构投研能力的提升以及政策的不断优化，二者的行为模式及其相互作用是否仍然显著，也是本研究的一个重要关注点。

研究的难点主要体现在模型的构建和实证分析上。首先，需要设计能够同时捕捉分析师和机构投资者行为特征的研究框架，并构建合适的实证模型来分析二者之间的传导关系及叠加效应。其次，变量设计需要科学合理，包括如何量化分析师评级调整中的羊群行为，如何定义机构投资者的从众交易行为，以及如何构造反映二者叠加效应的综合指标。数据收集与处理也面临挑战，例如如何整合分析师评级数据与机构投资者持仓或交易数据，如何处理缺失值，以及如何确保指标构建与模型回归的稳健性。

本研究的可能创新在于从多个维度弥补现有研究的空白。一方面，现有文献多集中于早期资本市场环境，而近年来资本市场的信息结构、政策环境以及市场主体行为特征已发生显著变化。本研究将聚焦近十年的市场环境，通过实证分析

重新检验分析师与机构投资者的羊群行为及其叠加效应是否仍然显著。另一方面，现有研究多以单一主体为研究对象，很少探讨分析师与机构投资者之间的联系及其行为叠加效应对市场的综合影响。本研究将二者纳入统一框架，深入分析评级调整对机构投资者交易行为的影响，并揭示这种传导机制下的市场波动与效率变化。此外，基于分析师评级调整的羊群行为实证考察是一个相对较新的研究视角，尤其是在中国资本市场的背景下，相关研究更为稀缺。

综上所述，本研究以证券分析师和机构投资者为研究主体，重点关注二者的羊群行为及其在新环境下的变化，通过系统构建研究框架和实证模型，试图揭示二者行为模式对资本市场的影响。这不仅为学术研究提供了新的视角，也为市场监管政策的优化和市场主体行为规范提供了理论依据。

6 初步结论和论文可行性

通过对现有研究的梳理和初步分析，可以得出以下结论：我国证券分析师在评级调整过程中确实存在显著的羊群行为，其表现为分析师评级趋于市场共识或其他分析师的意见。这种羊群行为通过信息传递机制影响机构投资者的投资决策，导致机构投资者的同向交易行为进一步加剧。此外，证券分析师和机构投资者的羊群行为叠加可能对资本市场产生不利影响，包括加剧市场波动、降低定价效率以及阻碍上市公司特质信息的传递。这些发现为后续研究提供了重要的理论和实证支持，也表明研究证券分析师与机构投资者羊群行为及其叠加效应具有重要的学术价值和现实意义。

本研究具有较高的可行性，首先，数据获取方面，所需的数据资源丰富且具有较强的可得性。本研究需要分析师评级调整数据、股票收益率数据和基金持股数据，这些数据可以通过公开的资本市场数据库（如 Wind、CSMAR）获取，数据质量较高，能够为研究提供坚实的数据基础。

其次，研究模型的构建具有较好的理论和实证基础。国内外已有研究为分析师羊群行为、机构投资者羊群行为以及二者之间的关联性提供了成熟的研究框架和模型。例如，已有研究利用市场共识偏离度、机构投资者交易集中度等方法来衡量羊群行为，并通过回归模型分析二者的关系。这些方法和技术可以为本研究提供重要的参考和借鉴，同时结合资本市场的特点进行优化和改进。

此外，研究方法具有可操作性。本研究的实证分析主要包括数据处理、变量构造和回归分析等环节。数据处理方面，可以利用现有的统计工具和软件(如 Stata、Python)完成；变量构造方面，可以参考已有的经典模型和指标；回归分析方面，可以结合多元回归模型和面板数据分析方法进行验证。因此，从研究的技术层面来看，本研究具备较强的操作性。

最后，本研究的创新性增强了其实施的价值和意义。相比于已有文献，本研究不仅聚焦于分析师和机构投资者的羊群行为，还尝试揭示二者行为叠加对资本市场的综合影响。同时，通过关注近十年的资本市场变化，本研究将验证新环境下二者关系是否发生变化，为当前资本市场的运行机制和政策制定提供更加前沿的理论依据。

综上所述，本研究在数据获取、模型构建、研究方法和研究意义等方面均具备较高的可行性，能够为研究目标的实现提供有力支持。

7 论文进展计划

2024.9.25-10.31：毕业论文选题。在导师指导下在教务系统进行选题申报；

2024.11.12-2025.1.05：撰写开题报告。在导师的指导下撰写、修改开题报告、文献综述和外文翻译；

2025.1.06-1.10：参加开题答辩。携带经指导老师审核过的开题报告（含文献综述和外文翻译）参加答辩；

2025.1.11-1.17：上传开题报告。根据评委意见修改开题报告，找指导老师审阅后分别将开题报告、文献综述和外文翻译定稿上传至论文系统；

2025.1.18-3.30：撰写毕业论文初稿。在导师的指导下撰写毕业论文初稿；

2025.3.31-4.8：修改毕业论文。在导师的指导下对毕业论文初稿进行修改，并请导师签署同意送审的意见书；

2025.4.9-4.10：上交毕业论文。按学院要求装订毕业论文和上交论文；

2025.4.14-4.24：参加匿名送审。送审并据送审意见修改、定稿。（注意：送审不通过或者送审后不按要求修改不能参加毕业论文答辩）；

2025.5.5 左右：进行论文查重。确保重率要求 10%以下；

2025.5.12-5.16：参加论文答辩。毕业论文定稿，按学院要求携带论文等材料

参加答辩（具体时间届时详见院网通知）；

2025.5.30 左右：论文修改与定稿。根据答辩老师意见修改论文，定稿。将修改后的毕业论文按要求装订上交到学院（具体要求届时见院网通知），并将毕业论文定稿上传至教务系统。

8 参考文献

- [1] Bikhchandani S, Sharma S. Herd behavior in financial markets[J]. IMF Staff Papers, 2001, 47(3).
- [2] Chang E C, Cheng J W, Khorana A. An examination of herd behavior in equity markets: an international perspective[J]. Journal of Banking \& Finance, 2000, 24(10): 1651-1679.
- [3] Clement M B, Tse S Y. Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting[J]. The Journal of finance (New York), 2005, 60(1): 307-341.
- [4] Gleason C A, Charles M C L. Analyst forecast revisions and market price discovery[J]. The Accounting Review, 2003, 78(1): 193-225.
- [5] Grinblatt M, Titman S, Wermers R. Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: a study of mutual fund behavior[J]. American Economic Review, 1995, 85(5): 1088-1105.
- [6] Hirshleifer D, Teoh S H. Limited attention, information disclosure, and financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36(1-3): 337-386.
- [7] Hong H, Kubik J D, Solomon A. Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts[J]. The RAND Journal of Economics, 2000, 31(1): 121-144.
- [8] Huang R, Krishnan M M, Shon J, et al. Who herds? Who doesn't? Estimates of analysts' herding propensity in forecasting earnings[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(1): 374-399.
- [9] Jegadeesh N, Kim W. Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions[J]. NBER, 2007.
- [10] Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R W. The impact of institutional trading on stock prices[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 32(1): 23-43.
- [11] Maug E, Naik N. Herding and delegation portfolio management[J], 1996.
- [12] Prendergast C, Stole L. Impetuous youngsters and jaded old-timers: acquiring a reputation for learning[J]. Journal of Political Economy, 1996, 104(6): 1105-1134.
- [13] Scharfstein D, Stein J. Herd behavior and investment[J]. American Economic Review, 1990, 80(3): 465-479.
- [14] Trueman B. Analyst forecasts and herding behavior[J]. The Review of Financial Studies, 1994, 7(1): 97-124.
- [15] Welch I. Herding among security analysts[J]. Journal of Financial Economics, 2000,

- [16] 蔡庆丰,杨侃,林剑波. 羊群行为的叠加及其市场影响——基于证券分析师与机构投资者行为的实证研究[J]. 中国工业经济, 2011(12): 111-121.
- [17] 陈浩. 中国股票市场机构投资者羊群行为实证研究[J]. 南开经济研究, 2004: 91-94.
- [18] 郭雳,李伟凯. 分析师将价格推向何方? [J]. 清华金融评论, 2020(07): 99-100.
- [19] 姜波,周铭山. 参股基金公司持股与分析师乐观性[J]. 财经研究, 2015(01): 118-131.
- [20] 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(1): 167-178.
- [21] 李平,曾勇. 证券市场上的存货与羊群效应分析[J]. 管理学报, 2005: 606-608.
- [22] 李志文,余佩琨,杨靖. 机构投资者与个人投资者羊群行为的差异[J]. 金融研究, 2010(11): 77-89.
- [23] 廖昕,林佳荷. 分析师评级变动对投资者羊群行为的影响研究——基于事件分析法[J]. 中国物价, 2024(02): 50-53.
- [24] 孙培源,施东晖. 基于 CAPM 的中国股市羊群行为研究——兼与宋军、吴冲锋先生商榷[J]. 经济研究, 2002: 64-70.
- [25] 王春峰, 等. 分析师评级调整在经济形势不好的时候更有参考价值吗?——来自中国证券市场的经验证据[J]. 投资研究, 2015(03): 151-160.
- [26] 王典,薛宏刚. 机构投资者信息竞争会引发羊群行为吗——基于中国股票市场的证据[J]. 当代财经, 2018: 60-70.
- [27] 吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2019(02): 117-135.
- [28] 许年行, 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(07): 127-140.
- [29] 杨万成,张宗新. 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.
- [30] 赵良玉,李增泉,刘军霞. 管理层偏好、投资评级乐观性与私有信息获取[J]. 管理世界, 2013(04): 33-45.
- [31] 朱红军,曹胜. 王婆卖瓜: 券商自营业务与分析师乐观性[J]. 管理世界, 2011.

三、外文翻译

金融分析师特征与预测中的羊群行为

MICHAEL B. CLEMENT

ENYO Y. TSE*

德克萨斯大学奥斯汀分校

摘要:本研究将分析师的盈利预测分类为羊群行为或大胆预测，并发现:(1)大胆预测的可能性随着分析师先前的准确性、经纪公司规模和经验的增加而增加，并随着分析师跟踪的行业数量的增加而减少，这与将大胆预测与职业关注和能力联系起来的理论一致；(2) 大胆预测比羊群预测更准确；(3) 羊群预测的修订与分析师盈利预测误差(实际盈利—预测)的关联性比大胆预测的修订更强。因此，大胆预测更充分地包含了分析师的私人信息，并为投资者提供了比羊群预测更相关的信息。

1 简介

证券回报与分析师预测修订之间的关联表明，投资者从分析师预测中提取了有关即将到来的盈利的相关信息。然而，如果分析师在修订预测时没有充分利用其私人信息，或者仅仅为了更接近平均预测而修订预测，而不是因为新的私人信息，那么羊群行为可能会减少个别分析师预测所传达的信息。本研究的目的是评估分析师羊群行为的原因和后果，并提供证据，帮助市场参与者更好地评估分析师盈利预测中的信息。

第一个研究问题是，除了经验之外，分析师的其他特征是否与预测的大胆性相关。我们将预测分类为大胆的，如果它们既高于分析师自己之前的预测，又高于分析师预测之前的共识预测，或者低于两者。我们将所有其他预测(即那些远离分析师自己之前的预测并趋向于共识的预测)分类为从众预测(Gleason 和 Lee(2003))。理论研究表明，预测的大胆性与分析师的声誉、职业关注和自我评估能力相关(Scharfstein 和 Stein(1990)，Trueman(1994))。Hong、Kubik 和

Solomon(2000)发现，(1)有经验的分析师比没有经验的分析师更有可能提供大胆的预测，(2)没有经验的分析师在提供不准确或大胆的预测后比有经验的分析师更有可能失去工作。本研究通过考察经验与代表分析师自我评估能力的其他分析师特征(例如，分析师之前的准确性、经纪公司规模、预测频率以及分析师跟踪的公司和行业数量)在解释预测大胆性方面的相对重要性，扩展了 Hong 等人(2000)的研究(Scharfstein 和 Stein(1990), Trueman(1994))。

第二个研究问题是大胆预测是否平均比羊群预测更准确。先前的研究发现，与偏离共识的预测修订相比，向先前共识靠拢的预测修订的回报反应较弱(Gleason 和 Lee(2003))。这种差异的原因尚未被探索，但可能是由于预测准确性的差异。Hong 等人(2000)解释说，经验不足的分析师更有可能因为做出偏离均值的预测而被解雇，而 Hong 和 Kubik(2003)发现，准确的预测者比不准确的预测者更有可能进入更大、更知名的经纪公司。然而，先前的研究并未检验大胆预测是否平均比羊群预测更准确。

第三个研究问题的动机来自 Trueman(1994)的预测，即分析师修订其预测的程度小于其私人信息所应证实的程度。这种不完全的预测修订导致分析师的预测修订与同一分析师的盈利预测误差(实际盈利减去分析师的盈利预测)之间存在正相关关系。Trueman 进一步预测，小幅度(正或负)的预测修订比极端预测修订更可能是不完全的。我们通过比较提供大胆预测和羊群预测的分析师的预测修订与预测误差之间的关联来检验这些预测。

结果表明，分析师特征与从众行为之间存在复杂的关系。首先，我们发现若干分析师特征与预测大胆度相关。具体而言，在控制了预测时间后，我们发现大胆的预测更可能由以下分析师发布:(1)历史准确性高的分析师，(2)受雇于大型经纪公司的分析师，(3)频繁发布预测的分析师，以及(4)具有更广泛(而非公司特定)经验的分析师。相比之下，跟踪大量行业的分析师发布大胆预测的可能性较低。因此，结果证实了 Hong 等人(2000)的发现，即预测大胆度与分析师的经历相关。我们通过表明先前的准确性、经纪公司规模、预测频率以及分析师跟踪的行业数量对于解释预测大胆度也很重要，从而扩展了他们的研究结果。

其次，我们发现，即使控制了分析师特征，大胆的预测平均而言也比从众预测更准确。除了预测时间范围(预测与财年结束之间的天数)外，预测大胆度对预测准确性的影响至少与其他任何分析师特征一样大。第三，当我们比较原始预测

和修正预测的准确性时，发现大胆预测的准确性改进比从众预测更大。因此，大胆预测似乎比从众预测更能反映分析师的相关私人信息。

第四，我们发现了与 Trueman(1994)预测一致的证据。分析师的预测修正与其预测误差呈正相关，并且对于从众(较小)的预测修正，预测修正与预测误差之间的关系比对于大胆(极端)的预测修正更强。结合大胆预测比从众预测更准确的发现，这表明大胆预测基于相关的私人信息，并且比从众预测更完整地反映了分析师的私人信息。相比之下，从众预测可能仅是对平均预测或其他预测者的无信息(部分)模仿的结果。

本研究做出了几项贡献。首先，我们为关于金融分析师从众行为的不断增长的文献做出了贡献。Hong 等人(2000)发现，经验更丰富的分析师从众的可能性更低。他们得出结论，职业顾虑导致经验不足的分析师在接近共识的预测中寻求安全，而经验更丰富的分析师则较少受共识的束缚。我们的结果扩展了 Hong 等人的研究，表明其他几个分析师特征也与从众行为密切相关(即经纪公司规模、预测频率和所跟踪的行业数量)。

其次，本研究为关于从众行为的更广泛辩论做出了贡献。理论研究认为，从众行为与决策者(例如分析师或经理)的自我评估能力呈负相关(Scharfstein 和 Stein(1990), Trueman(1994))。结果表明，当使用盈利预测来衡量时，从众行为与几个分析师特征(包括先前的准确性、经纪公司规模和预测频率)呈负相关，而先前的研究发现这些特征与预测准确性相关(因此，可能也与分析师的自我评估能力相关)。本研究是首批将从众行为与预测能力相关的分析师特征进行实证联系的研究之一，因此我们的结果与关于从众行为决定因素的辩论相关。

第三，我们发现大胆预测比从众预测更准确。这表明大胆预测比从众预测包含了更多关于即将发布的收益的私人信息，因此，基于大胆预测的共识收益预测可能比基于所有预测(无论是大胆还是从众)的共识估计更准确。

第四，研究结果为 Gleason 和 Lee(2003)以及 Clement 和 Tse(2003)记录的结果提供了解释。这些研究记录了大胆预测修订比从众预测修订具有更大的回报响应系数。大胆预测比从众预测更准确的发现可能有助于解释这些更强的回报响应。我们发现预测修订与预测误差呈正相关，但这种相关性在大胆预测修订中较弱。Gleason 和 Lee(2003)发现，尽管预测修订与预测误差之间的关联较弱，但大胆预测修订与随后收益公告前后的回报相关，这表明对预测修订的延迟反应是由于投

资者对预测修订反应不足，而不是因为分析师修订不足。

本文的其余部分组织如下：我们在第一部分回顾了先前的文献。第二部分解释了样本选择，第三部分总结了研究方法。我们在第四部分展示了结果，并在第五部分得出结论。

2 文献回顾

Scharfstein 和 Stein(1990)以及 Trueman(1994)为该研究提供了理论基础。Scharfstein 和 Stein(1990)得出结论，决策者(分析师或管理者)为提升声誉的理性尝试可能导致羊群效应。Trueman(1994)专注于金融分析师，认为分析师倾向于发布接近先前盈利预期的盈利预测，即使他们的信息支持更极端(大胆)的预测，因为较不极端的预测能够提升投资者对分析师预测能力的评估。能力较弱的分析师比能力较强的分析师更关注声誉，因此更可能产生羊群效应。Trueman 进一步预测，事后预测误差与小幅度预测修正的相关性高于与大幅度预测修正的相关性，因为声誉的考虑促使羊群效应的分析师发布小幅度的正向(或负向)预测修正，即使他们的信息支持更大程度的正向(或负向)预测修正。我们将这种情况称为知情羊群效应。另一种观点认为，进行小幅度预测修正的分析师是缺乏信息的(非知情羊群效应)，他们只是向共识靠拢(Gleason 和 Lee(2003))。

Hong 等人(2000)检验了 Scharfstein 和 Stein(1990)中关于声誉和羊群效应的预测。他们发现，经验更丰富的分析师比经验较少者更可能发布大胆的预测，而经纪公司更可能因不准确或大胆的预测解雇经验较少者。他们的结果与 Scharfstein 和 Stein(1990)以及 Trueman(1994)一致，表明经验不足的分析师更少提供极端预测。也就是说，经验较少者更关注其声誉，因此更频繁地产生羊群效应。

Hong 等人(2000)关注分析师的多年经验，但并未考察分析师能力的其他衡量指标。例如，Trueman(1994,p.107)预测，羊群行为会随着分析师的公司特定经验和一般经验的增加而减少。本研究包括了这两种经验指标。此外，Hong 等人通过每年 1 月 1 日至 7 月 1 日期间每位分析师的最后一次预测与所有其他分析师的平均预测的偏差来衡量预测的大胆程度。相比之下，我们使用预测时的平均预测作为基准，分析师在修订预测时可能会向该基准靠拢。我们关注预测修订，因为先前的研究发现，羊群行为的预测修订比大胆的预测修订产生的回报反应更

低(Gleason 和 Lee(2003))。然而，分析师的预测与年初至今的共识预测的偏差可能包含对分析师、投资者和雇主有用的信息，因此我们将其作为另一种大胆程度的衡量指标。此外，在其他条件相同的情况下，雇主可能会解雇那些预测与年终共识预测偏差较大的分析师。因此，我们使用分析师的预测与年终共识预测的偏差来帮助解释预测准确性和就业结果。

Stickel(1990)发现，分析师的预测修订与先前共识预测的变化相关，但这种相关性对于《机构投资者》全美研究团队的成员较弱。Stickel 得出结论，全美研究团队的成员比其他分析师更不可能出现羊群行为。我们使用了一种更直接的羊群行为衡量指标，以及反映分析师预测准确性的几个分析师特征。

先前的研究发现，预测准确性与分析师和预测的若干特征相关(预测时间跨度、过去准确性、经纪公司规模、预测频率、公司特定经验和一般经验，以及分析师跟踪的公司和行业数量:Mikhail、Walther 和 Willis(1997)，Clement(1999)，Jacob、Lys 和 Neale(1999)，Brown(2001))。然而，先前的研究并未考察预测大胆性与准确性之间的关系。Gleason 和 Lee(2003)发现，大胆的预测修订比跟风的预测修订产生更强的回报反应，而 Clement 和 Tse(2003)发现，分析师特征与大胆和跟风预测的准确性都相关。与 Gleason 和 Lee 一致，Clement 和 Tse 发现，预测修订和分析师特征仅与大胆预测的回报相关。

尽管 Gleason 和 Lee(2003)推测，回报对大胆预测的反应更强烈，因为这些预测比从众预测为投资者提供了更多的新信息，但他们的研究以及 Clement 和 Tse(2003)都没有解释回报反应差异的原因。我们通过检验大胆预测与从众预测的相对准确性来研究这一推测的实证基础，从而确定某些预测类型是否更有可能为投资者提供新信息。

Abarbanell(1991)发现证据表明，分析师并未充分利用先前股价变化中关于未来收益的信息，这表明分析师对可用信息的反应不足。这一发现促使我们研究分析师的预测修正是否充分反映了他们的私人信息(Trueman(1994))。

其他研究考察了分析师的从众行为(Olsen(1996),DeBondt 和 Forbes(1999))，但它们只关注了从众行为的有限潜在决定因素，并未研究从众行为如何影响预测准确性，或从众预测修正是否小于分析师私人信息所应导致的修正。本研究将解决这些问题。

四、外文原文

Financial Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting

MICHAEL B. CLEMENT

SENYO Y. TSE*

University of Texas at Austin

Abstract: This study classifies analysts' earnings forecasts as herding or bold and finds that (1) boldness likelihood increases with the analyst's prior accuracy, brokerage size, and experience and declines with the number of industries the analyst follows, consistent with theory linking boldness with career concerns and ability; (2) bold forecasts are more accurate than herding forecasts; and (3) herding forecast revisions are more strongly associated with analysts' earnings forecast errors (actual earnings—forecast) than are bold forecast revisions. Thus, bold forecasts incorporate analysts' private information more completely and provide more relevant information to investors than herding forecasts.

The association between security returns and analysts' forecast revisions suggests that investors extract relevant information about upcoming earnings from analyst forecasts. However, herding can reduce the information conveyed by individual analysts' forecasts if analysts do not fully use their private information when revising their forecasts or else revise their forecasts simply to be closer to the mean forecast and not because of new private information. The purpose of this study is to assess the causes and consequences of herding by analysts and to provide evidence that can help market participants better evaluate the information in analysts' earnings forecasts.

The first research question is whether analyst characteristics other than experience are associated with forecast boldness. We classify forecasts as bold if they are above both the analyst's own prior forecast and the consensus forecast immediately prior to the analyst's forecast, or else below both. We classify all other forecasts (i.e., those that move away from the analyst's own prior forecast and toward the consensus) as herding forecasts (Gleason and Lee (2003)). Theoretical research suggests that forecasting boldness is related to the analyst's reputation, career concerns, and self-assessed ability

(Scharfstein and Stein (1990), Trueman (1994)). Hong, Kubik, and Solomon (2000) find that (1) experienced analysts are more likely to provide bold forecasts than inexperienced analysts, and (2) inexperienced analysts are more likely than experienced analysts to lose their jobs after providing inaccurate or bold forecasts. This study extends Hong et al. (2000) by examining the relative importance of experience versus other analyst characteristics that proxy for analysts' self-assessed ability (e.g., the analyst's prior accuracy, brokerage size, forecast frequency, and the number of companies and industries the analyst follows) for explaining forecast boldness (Scharfstein and Stein (1990), Trueman (1994)).

The second research question is whether bold forecasts are, on average, more accurate than herding forecasts. Prior research finds that return responses are weaker for forecast revisions that herd toward a prior consensus than for forecast revisions that deviate from the consensus (Gleason and Lee (2003)). The reasons for this difference remain unexplored, but could be due to differences in forecast accuracy. Hong et al. (2000) explain that less experienced analysts are more likely to be discharged for making forecasts that deviate from the mean, and Hong and Kubik (2003) find that accurate forecasters are more likely to move to larger and more prestigious brokerages than less accurate forecasters. However, prior studies do not examine whether bold forecasts are on average more accurate than herding forecasts.

The third research question is motivated by Trueman's (1994) prediction that analysts revise their forecasts to a smaller extent than is warranted by their private information. This incomplete forecast revision results in a positive association between the analyst's forecast revision and the same analyst's earnings forecast error (actual earnings minus the analyst's earnings forecast). Trueman further predicts that small (positive or negative) forecast revisions are more likely to be incomplete than are extreme forecast revisions. We examine these predictions by comparing the association between forecast revisions and forecast errors for analysts providing bold and herding forecasts.

The results suggest a complex relation between analyst characteristics and herding behavior. First, we find that several analyst characteristics are associated with forecast boldness. Specifically, after controlling for the age of the forecast, we find that bold forecasts are more likely to be issued by (1) historically accurate analysts, (2) analysts employed by large brokerages, (3) frequent forecasters, and (4) analysts with more general (as opposed to firm-specific) experience. In contrast, bold forecasts are less

likely to be issued by analysts who follow a large number of industries. Thus, the results confirm Hong et al.'s (2000) finding that forecast boldness is associated with the analyst's experience. We extend their results by showing that prior accuracy, brokerage size, forecast frequency, and the number of industries the analyst follows are also important for explaining forecast boldness.

Second, we find that bold forecasts are on average more accurate than herding forecasts, even after we control for analyst characteristics. With the exception of forecast horizon (the number of days between the forecast and the fiscal yearend), forecast boldness has at least as large an effect on forecast accuracy as any other analyst characteristic. Third, we find larger improvements in forecast accuracy for bold forecasts than for herding forecasts when we compare the forecast accuracy of original and revised forecasts. Thus, bold forecasts appear to reflect analysts' relevant private information to a greater extent than herding forecasts.

Fourth, we find evidence consistent with Trueman's (1994) predictions. Analyst forecast revisions are positively correlated with the analyst's forecast error, and the relation between forecast revisions and forecast errors is stronger for herding (small) forecast revisions than for bold (extreme) forecast revisions. Along with the finding that bold forecasts are more accurate than herding forecasts, this suggests that bold forecasts are based on relevant private information and reflect analysts' private information more completely than herding forecasts. In contrast, herding forecasts may simply result from uninformed (partial) mimicry of the mean forecast or other forecasters.

The study makes several contributions. First, we contribute to the growing literature on herding by financial analysts. Hong et al. (2000) find that more experienced analysts are less likely to herd. They conclude that career concerns cause less experienced analysts to seek safety in forecasts that are close to the consensus, while more experienced analysts are less bound by the consensus. Our results extend Hong et al. by showing that several other analyst characteristics are also strongly associated with herding (i.e., brokerage size, forecast frequency, and the number of industries followed).

Second, the study contributes to the more general debate about herding behavior. Theoretical studies posit that herding is inversely associated with a decision maker's (e.g., an analyst's or manager's) self-assessed ability (Scharfstein and Stein (1990), Trueman (1994)). The results suggest that when measured using earnings forecasts, herding is inversely associated with several analyst characteristics (including prior

accuracy, brokerage size, and forecast frequency) that prior research finds to be associated with forecast accuracy (and therefore, presumably with the analyst's self-assessed ability). This study is one of the first to empirically link herding with analyst characteristics associated with forecasting ability, so our results are relevant to the debate about the determinants of herding behavior.

Third, we find that bold forecasts are more accurate than herding forecasts. This suggests that bold forecasts impound more private information about upcoming earnings than do herding forecasts, and, therefore, consensus earnings forecasts that are based on bold forecasts may be more accurate than consensus estimates based on all forecasts, whether bold or herding.

Fourth, the results suggest an explanation for the results documented by Gleason and Lee (2003) and Clement and Tse (2003). Those studies document greater return response coefficients for bold forecast revisions than for herding forecast revisions. The finding that bold forecasts are more accurate than herding forecasts could help explain these stronger return responses. We find that forecast revisions are positively correlated with forecast errors, but this correlation is weaker for bold forecast revisions. Gleason and Lee's (2003) finding that bold forecast revisions are correlated with returns around subsequent earnings announcements in spite of this weaker association between forecast revisions and forecast errors indicates that the delayed reaction to forecast revisions occurs because investors underreact to the forecast revision and not because the analyst underrevises.

The remainder of the article is organized as follows: We review prior literature in Section I. Section II explains the sample selection, and we summarize the research methods in Section III. We present the results in Section IV, and conclude with Section V.

1. Prior Literature

Scharfstein and Stein (1990) and Trueman (1994) provide the theoretical basis for the study. Scharfstein and Stein (1990) conclude that decision makers' (analysts' or managers') rational attempts to enhance their reputation may lead to herding. Focusing on financial analysts, Trueman (1994) suggests that analysts prefer to release an earnings forecast that is close to prior earnings expectations, even if their information justifies a more extreme (bold) forecast when the less extreme forecast enhances investors' assessment of the analyst's forecasting ability. Weak analysts are more

concerned about reputation than strong analysts and are, therefore, more likely to herd. Trueman further predicts that the ex post forecast error is more highly correlated with small forecast revisions than with large forecast revisions because reputation concerns motivate herding analysts to release small positive (or negative) forecast revisions even when their information justifies larger positive (or negative) forecast revisions. We refer to this scenario as informed herding. An alternative view is that analysts who make small forecast revisions are uninformed (uninformed herding) and are simply moving toward the consensus (Gleason and Lee (2003)).

Hong et al. (2000) test the reputation and herding predictions in Scharfstein and Stein (1990). They find that more experienced analysts are more likely to issue bold forecasts than are less experienced analysts and that brokerage firms are more likely to discharge the less experienced analysts for inaccurate or bold forecasts. Their results are consistent with Scharfstein and Stein (1990) and Trueman (1994), suggesting that inexperienced analysts are less likely to provide extreme forecasts. That is, less experienced analysts are more concerned about their reputations and, therefore, tend to herd more frequently.

Hong et al. (2000) focus on the analyst's years of experience and do not examine other measures of the analyst's ability. For example, Trueman (1994,p. 107) predicts that herding declines with the analyst's firm-specific experience, as well as with general experience. This study includes both experience measures. Furthermore, Hong et al. measure the boldness of forecasts using the deviation of each analyst's last forecast between January 1 and July 1 each year from the mean forecast by all other analysts. In contrast, we use the mean forecast at the time of the forecast as the benchmark toward which analysts may herd when revising their forecasts. We focus on forecast revisions because prior research finds that herding forecast revisions generate lower return responses than do bold forecast revisions (Gleason and Lee (2003)). However, the deviation of the analyst's forecast from the year-to-date consensus forecast is likely to contain useful information for analysts, investors, and employers, and we therefore use it as an alternative boldness measure. In addition, employers may release analysts whose forecasts deviate substantially from the year-end consensus, all else equal. We therefore use the deviation of the analyst's forecast from the year-end consensus to help explain forecast accuracy and employment outcomes.

Stickel (1990) finds that analysts' forecast revisions are correlated with changes in the prior consensus forecast, but that this correlation is weaker for members of the

Institutional Investor All-American Research Team. Stickel concludes that members of the All-American Team are less likely to herd than are other analysts. We use a more direct measure of herding behavior, along with several analyst characteristics that reflect the analyst's forecast accuracy.

Prior research finds that forecast accuracy is related to several analyst and forecast characteristics (forecast horizon, past accuracy, brokerage size, forecast frequency, firm-specific and general experience, and the number of companies and industries the analyst follows: Mikhail, Walther, and Willis (1997), Clement (1999), Jacob, Lys, and Neale (1999), Brown (2001)). However, prior studies do not examine the relation between forecast boldness and accuracy. Gleason and Lee (2003) find that bold forecast revisions generate stronger return responses than do herding forecast revisions, and Clement and Tse (2003) find that analyst characteristics are associated with forecast accuracy for both bold and herding forecasts. Consistent with Gleason and Lee, Clement and Tse find that forecast revisions and analyst characteristics are only associated with returns for bold forecasts.

Although Gleason and Lee (2003) conjecture that returns respond more strongly to bold forecasts because those forecasts provide investors with more new information than herding forecasts, neither their study nor Clement and Tse (2003) explains the difference in return responses. We investigate the empirical basis of this conjecture by examining the relative accuracy of bold versus herding forecasts, thereby determining whether some forecast types are more likely to provide new information to investors.

Abarbanell (1991) finds evidence that analysts do not fully exploit information in prior stock price changes about future earnings, suggesting that analysts underreact to available information. This finding motivates the examination of whether analysts' forecast revisions fully reflect their private information (Trueman (1994)).

Other studies examine analyst herding (Olsen (1996), DeBondt and Forbes (1999)), but they focus on a limited number of potential determinants of herding, and do not examine how herding affects forecast accuracy or whether herding forecast revisions are smaller than is warranted by the analyst's private information. This study addresses these issues

毕业论文（设计）文献综述和开题报告考核

对文献综述、外文翻译和开题报告评语及成绩评定

论文质量是不错的，通过答辩。以下是一些答辩过程中的问题记录。希望该生可以仔细思考并后续针对性完善。
证券分析师羊群行为、机构投资者羊群行为 测度方法：LSV 模型、PCM 模型、CASD 模型 研究核心问题：分析师评级调整是否存在羊群行为、是否会引发投资者的羊群行为 关键变量：评级调整之后的股票累计超额收益率 被解释变量：修正羊群行为指标 解释变量：分析师评级调整 Q：第四部分的框架不是很重要，重要的是研究机制、研究思路，实证研究和变量选取这些方面。是否存在一些差异化行为，是否存在自主化判断。 Q：研究两个羊群行为的叠加还是比较有意义。两个结合起来没有在报告中呈现出来。能否说出理论方面的影响机理？ A：分析师可能会通过声誉机制等来影响。之后会补充上。 Q：两个叠加是一个较难的研究，还是要用自己的语言梳理清楚。接下来的工作量应该较大，抓紧时间研究。

成绩比例	文献综述 占 (10%)	开题报告 占 (15%)	外文翻译 占 (5%)
分值	9	14	5

开题报告答辩小组负责人（签名）

朱晓腾

年 月 日