

# 证券公司首席经济学家与公司经营 绩效相关性研究<sup>\*</sup>

何诚颖 耿晓旭 常雅丽

**摘要：**本文从首席经济学家自身价值与证券公司对研究需求的匹配性入手，分析证券公司经济学家制度形成机制及其对证券公司的影响机理，厘清了首席经济学家的市场定位。进一步地，本文利用2006—2021年中国证券公司的数据，采用多时点PSM-DID等方法进行计量分析，考察首席经济学家对证券公司经营绩效的影响，并从研究团队质量和证券公司声誉探讨了影响路径。实证研究发现，首席经济学家的加入有助于证券公司提高经营绩效，提升信息质量，对证券公司研究团队质量和声誉起到中介作用。进一步的异质性还发现，一线城市的营业收入增长效应比非一线城市更大；同时，非上市证券公司比上市证券公司对聘请首席经济学家这一决策更敏感。本文的研究表明，首席经济学家在影响公司绩效的同时也受到区域环境以及证券公司性质的影响，体现了我国资本市场发展不平衡的现状。本文研究结论为我国全面开启注册制背景下进一步优化资本市场结构、推动证券公司治理高效发展和健全中国特色估值体系提供了政策启示。

**关键词：**首席经济学家 证券公司 经营绩效

## 一、引言

近年来，国内证券公司纷纷加入到聘请首席经济学家的队伍，一些经济学家从国际大型机构走出来，加盟成为本土证券公司首席经济学家群体的重要力量，这已日益演化成为一种职业趋势。一些证券公司的首席经济学家高额年薪引起了社会极大的关注，中小证券公司高薪聘请首席经济学家的争论也不时出现。综合国内外主要机构及媒体披露的信息，目前国内证券公司一流经济学家年薪水平约为600万~800万元(周尚仔,2021)。外资投行经济学家的收入往往要高于内地证券公司，其中一线外资机构诸如摩根大通、摩根士丹利、德意志银行、高盛、巴克莱、花旗、美银等经济学家往往采取的是全球支付体系，年薪均在60万~90万英镑以上。实际上，张杰和黄泰岩(2010)通过实证发现大多数企业的工资支出偏向于少数中高层管理人员及专业技术人才。而在全球新冠肺炎疫情防控期间，各家证券公司的首席经济学家积极建言献策，从政策解读、形势判断、拐点预测到态势推演，贡献了大量专业性的意见。2022年中国证券业协会下发《关于加强行业机构首席经济学家自律管理的通知》要求首席经济学家应当为公司正式员工，对外发布研究观点、言论须符合《发布证券研究报告执业规范》的规定，即作为证券公司内部员工，首席经济学家在发挥“舆论领袖”职能的同时更要规范其观点质量。

随着近些年人工智能在经济投资中的作用越来越明显，大数据、大模型等技术成为机构投资者理解、挖掘和预测市场的重要工具，作为理性预期的指引和补充，在一定程度上缓解了资本市场上投

<sup>\*</sup> 何诚颖，嘉兴学院长三角金融科技研究院、广西大学经济学院、中国—东盟金融合作学院，邮政编码：314001，电子邮箱：2098533681@qq.com；耿晓旭(通讯作者)，广西民族大学经济学院、广西大学中英区块链产业研究院，邮政编码：530006，电子邮箱：944510711@qq.com；常雅丽，广西大学经济学院、广西大学中英区块链产业研究院，邮政编码：530004，电子邮箱：changyali97@126.com。感谢匿名审稿专家的修改意见，文责自负。

资的非理性和二级市场上对上市公司估值的偏误。有学者认为,ChatGPT作为一种新兴的人工智能,其出色的数据搜集和分析效率可能会对从事市场研究分析师、金融分析类、交易员等造成威胁(郑世林等,2023)。但在现实中,以ChatGPT为代表的先进人工智能技术终究难以替代人与人之间的沟通、交流和思想创造等工作。在我国资本市场上,个人投资者依旧占据主要地位,投资者的非理性因素使得市场对上市公司未能形成合理估值,舆论领袖的市场影响力较大,因此,人工智能对首席经济学家这类兼具意见领袖和高技能劳动者的角色替代可能性比较小(洪永森、汪寿阳,2023)。此外,就目前的市场表现来看,仅仅靠人工智能炒股并不能跑赢大盘(何诚颖,2020),故首席经济学家在经济投资中的重要地位不可动摇。

而现有的对证券公司人物的研究大多集中在证券分析师这一角色,对首席经济学家这一特殊又具有代表性的群体涉及甚少。近些年,国内的“新财富”每年定期举行最佳分析师的评选(刘晓孟、周爱民,2022),其评价标准包括大拐点预测的准确性和前瞻性、对各大公募基金和私募基金的日常服务情况,通过上述机构的投票后进入榜单的分析师被称为明星分析师。那么,证券公司既然有大量的明星分析师,为何还要聘请首席经济学家?实际上,股票分析和盈余预测是明星分析师的主要工作内容,明星分析师一般基于对某一行业领域上市公司发展和宏观政策调整的追踪,以及上市公司披露的公开信息、媒体报道等,结合自身对新闻事件或是政策的判断与解读形成专业的分析报告,并及时给出择股和择时的研判逻辑和定价依据(Schipper,1991;林乐、谢德仁,2017)。然而,由于受媒体情绪传染和承受多种利益冲突问题引发的压力,明星分析师的研究报告独立性和盈余预测上行偏差较大等问题已经引起了市场较大关注,其预测能力和市场影响力受到了较大质疑(邵新建等,2018;张宗新、吴钊颖,2021)。而首席经济学家大多从宏观出发,对于系统性风险、市场基本面的把握及洞解更加全面。因此,首席经济学家这一角色在资本市场中的影响甚为深远,对于投资者的投资决策可能产生重大影响,对于证券公司自身发展战略与方向具有重要指导作用,研究首席经济学家对证券公司、资本市场的影响可以对未来市场的“动物精神”研究提供重要基础。证券公司为何要高薪聘请首席经济学家?这些高薪聘请的首席经济学家可以为证券公司带来什么样的效益?证券公司首席经济学家与明星分析师究竟有什么不同?在全面开启注册制的背景下,首席经济学能发挥什么样的作用?回答这些问题对我国资本市场发展有重要意义,然而在以往的文献中研究较少。事实上,证券公司是资本市场重要的创新载体,是市场走向成熟的标志,对于上述问题的研究,有助于推进我国资本市场的制度创新。鉴于此,本文在分析证券公司经济学家制度形成机制与作用机理的基础上,以我国证券公司数据进行实证检验。实证结果表明,证券公司聘请首席经济学家有助于其经营绩效的改善,首席经济学家的加入通过提升其在证券业的排名和研究队伍质量来提高营业收入,并且针对不同地区和不同性质的证券公司,首席经济学家所起到的作用效果存在异质性。

相较于已有的文献,本文的研究贡献主要体现在三个方面:第一,不同于以往文献多是聚焦于明星分析师对证券公司的作用,本文聚焦于首席经济学家在证券公司发展中所发挥的作用,并从首席经济学家与证券公司研究需求的匹配视角分析了首席经济学家制度的形成,解释了证券公司需要首席经济学家的原因,丰富了证券公司人物研究领域的内容;第二,本文基于第一点创新进一步分析了首席经济学家对证券公司发展的影响机理,从首席经济学家能够提高证券公司研究团队的研究报告质量和提高证券公司声誉两个渠道验证了其对证券公司经营绩效的正向影响;第三,本文基于我国现实,探讨了我国证券公司经济学家的职能定位、独立性、评价机制与激励机制等制度安排,为我国证券公司经济学家制度提供了改革方向和路径。

## 二、文献综述

### (一)首席经济学家与资本市场

“动物精神”这一概念首次在英国经济学家凯恩斯的《就业、利息和货币通论》一书中被提出并用来描述投资行为靠动物本能影响而非完全的理性决策这一现象。格林斯潘认为,“动物精神”其实就

是人们先天性的心理倾向,比如:恐惧、狂热、竞争动机和时间偏好,等等,这些心理倾向或多或少地会干扰人们的投资决定,影响人们的投资行为,即非理性的情绪变化与投资者的金融决策之间存在重要联系并影响资本市场估值,股票价格的涨跌可能由于同时受到经济基本面的影响和投资者“动物精神”的左右。2017年度诺贝尔奖得主理查德·塞勒(1980)就曾提出过著名的禀赋效应理论,意在说明人类在“趋利”和“避害”选择上的不对称,“避害”比“趋利”更能影响人的行为,对属于自己的物品往往追求更高的要价。在资本市场中表现为过低的预期买入价位和过高的预期卖出价位,故而资本市场中的禀赋效应对投资者的理性判断产生重大影响。在人类漫长的历史进程中,包括短视、贪婪、逐利等“动物精神”不曾改变过,市场上投资者“羊群效应”也时有发生,加之资本市场发展不完善,我们常常看到资本市场上的短期非理性行为和估值体系的偏误。由于存在一定的心理偏差,市场参与者对信息的反应存在反应不足或反应过度现象(何诚颖、程兴华,2005;何诚颖等,2013,2014),这一特征在个人投资者的投资行为中表现得更加明显。与以机构投资者为主体的欧美股票市场不同,我国A股市场以个人投资者和散户为主体,相较于机构投资者,个人投资者在面对新消息时更容易过度反应,产生过高或过低的预期(何诚颖,2020),庞大的个人投资者群体使得A股市场易受到非理性的投资者情绪左右。因此,学者们对资本市场的不完美诟病已久,对于制度安排(褚剑、方军雄,2016)、市场有效性(朱红军等,2007)、公司治理(李善民、朱滔,2006;权小锋等,2015;吴非等,2021)以及投资者行为(翟林瑜,2004;花贵如等,2011;蔡庆丰等,2011;许年行等,2013;陈名芹等,2017)等研究也趋于细化和深化。

在我国资本市场不断改革发展,逐步“还权与市场”的时代背景下,全面推出注册制,创业板、新三板、北交所改革等一批重大改革纷至沓来。彭涛等(2023)对创业板注册制的公司研究发现注册制改革对估值的积极影响在创新能力较强、本土风险投资领投以及地区知识保护状况更好的初创科技型企业更显著。就2023年4月首批在主板注册上市的十家公司特征来看,其分布在多个行业,包括建筑、医药、工程机械、化工、电力等,以中小企业为主,体现出资本市场对于新经济企业的支持力度在不断加大,奠定了市场机制在金融资源配置中的核心地位。全面注册制是一种高度市场化的发行制度,更加强调企业的成长性,避免了人为定价的估值扭曲,同时对投资者的研究、分析、选股能力提出了更高的要求,在有限关注的前提下对资本市场估值体系和首席经济学家研究团队提供的信息质量也提出了更高要求,我国证券市场亟待建立一套标准清晰、与资本市场发展相匹配的中国特色估值体系。

## (二)首席经济学家与证券分析师

伴随着社会经济的发展,经济学家在经济社会发展过程中的作用被持续关注,与其相关的研究内容不断丰富,研究方法更加多样化。Lazear(1999)认为,经济学家是从事最大化行为的理性个体,经济学家所关注的效率被其他社会科学忽略。也有学者强调,经济学家的作用不是改造世界,而是要对经济理论进行不断的修正,在认识、解释和预测世界方面经济学家的作用尤为突出(朱成全、王智莉,2013),但Kaufman(1995)强调经济学家的主要作用是影响真实的世界。2020年全球疫情造成就业和经济发展困境,大量经济学家开始运用SIR和其他流行病学模型来研究传染效应,有的还结合最优控制技术提出有针对性的意见(Boianovsky,2021)。在美国,只有少数经济学博士(约12%)受雇于政府,大部分经济学家在学术界和业界服务(Woodbury & Stephen,2000)。但在公共政策领域如收入分配(Joyce,2020)、中央银行和公共财政(Yee,2020)等,经济学家也发挥着一定的作用。

国外的学者很早就意识到经济学家在市场中的作用,美国经济学家除了为各行各业培养大量的经济学专业学生(Asarta et al,2017;Grimes,2016),还有大量经济学家到公司等机构全职或兼职工作。根据美国劳工统计局的统计,到2018年仅美国的金融分析师人数就达到了30万人,这其中管理资产总量的复杂性、全球多样化及其不断增长是推动金融专家/经济学家工作拓展的主要因素(BLS,2010)。Cetina(2015)认为,对金融专家或金融分析师来说,其职责主要是引导投资者和资产

管理公司进行投资选择,为首次公开发行、并购提供专业知识,并在各种环境下评估和管理金融风险,且帮助创建新的投资工具,这对于投资银行至关重要。最近几年,经济学家观点独立性问题引起了学者的关注(Epstein & Carrick-Hagenbarth, 2012; Boettke & Smith, 2013), Salter & Smith (2019)研究表明,学院派或者业界的经济学家转为央行等机构的政治经济学家后,其行为本身易受所在机构环境的影响,市场上也对这些影响分化出褒贬不一的看法。

从现有文献来看,国内学者鲜有关于首席经济学家和经济学家的相关研究,较多的是关于证券分析师的研究,主要集中在三个方面:一是分析师对资本市场的影响,这部分的研究表明,分析师会利用市场异象(陆蓉等,2021),且其建议能够影响投资者的交易(王晓宇等,2020),其研究能够影响上市公司信息披露质量(何平林等,2019),从而影响到市场(张宗新、杨万成,2016)和市场效率(朱红军等,2007;姜超,2013);二是分析师在股票定价和估值方面的作用,研究表明,分析师能够提高市场定价效率(巴曙松、王超,2018;崔宸瑜等,2022),影响股票名义价格(何贵华等,2021);三是分析师盈利预测和荐股评级价值,主要集中在分析师的评级价值(王宇熹等,2012)和预测能力(张宗新、姚佩怡,2017)、分析师评级的市场反应(王玉涛等,2021)。当然,也有学者关注到媒体情绪也会通过投资者情绪和分析师的有限关注导致分析师预测偏差(王爱群、王婧怡,2021;张宗新、吴钊颖,2021)。

国内券商研究所较多,在职位设定上尚未形成统一。以上关于分析师的研究为我们理解首席经济学家在证券市场中的作用提供了有意义的参考。证券分析师与券商首席经济学家存在着本质不同,尽管两者均会进行形势研判,开展客户的研究服务,从而提升证券公司的研究实力,为公司的自营业务锦上添花,助推投研转型升级。不同于证券分析师的职能偏向于针对上市公司的盈余预测和推荐评级,首席经济学家的职能偏向宏观研究,专注解析经济热点问题和预测未来经济走向。一般而言,研究宏观经济的工作职位有宏观研究员、首席宏观、首席经济学家,其中,宏观研究员和首席宏观为研究所设立,首席经济学家为公司层面设立,且首席经济学家要代表公司发声,这就要求其不仅要有扎实的研究能力,还要有与市场 and 媒体沟通的能力,从而形成证券公司的研究权威性和市场影响力。从信息的传播上来看,首席经济学家基于其长期积累的曝光度,更具有“舆论领袖”的个人特质。因此,首席经济学家对于证券公司而言是其面向市场和投资者的“研究领袖”和“代言人”,其作用与分析师有着本质区别。这是在已有的研究中普遍未能关注到的,这一区别也决定了首席经济学家于市场和证券公司而言有着不同于分析师的作用。

基于上述研究可以发现,国内关于首席经济学家在资本市场上的作用研究还是空白,首席经济学家在资本市场上起到什么作用,其能否引起投资者的有限关注,能否为证券公司带来正向的绩效影响,通过哪些渠道对证券公司产生影响等问题在理论和实证上都是未解之谜。这些问题的解决能够让我们更深刻地理解首席经济学家在资本市场上起到的作用,对于注册制改革背景下证券公司发展和上市公司评价、信息披露和中国特色估值体系建设都具有重要意义。

### 三、理论分析及研究假说

#### (一)首席经济学家制度与证券公司绩效

Fama 提出的有效市场理论将有效市场分成三种类型,包括强式有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场。在强式有效市场中,市场上的股票价格可以及时充分地反映资本市场上所有的信息,在这种资本市场状态下,我们可能并不需要首席经济学家。然而,现实中的资本市场和理想中的资本市场的差距是不可忽视的,现实中的资本市场中始终存在着信息不对称问题。只要股票价格不能完全反映资本市场上的信息,就会存在套利活动,而套利活动的存在就需要对进入资本市场的信息进行甄别并持续地评估它们对价格的影响,这就催生了资本市场上的信息媒介——分析师和首席经济学家。首席经济学家的存在,能够推动证券公司不断创新和完善自己的运营程序和管理机制以更加适应竞争(Barnett et al, 1994; Coram, 2010)。证券公司的首席经济学家不仅能够深入挖掘宏观经

济形势、为公司战略及经营决策把握方向,而且可以为经纪、自营、投资银行等业务部门提供智力支持,持续引流带来更多的客户。一方面,证券公司的首席经济学家经常活跃在各类经济金融论坛上,通过媒体等公开渠道将自己的观点和判断传播给市场和社会受众,并在一定程度上影响资本市场和行业趋势,由于他们往往具备比较高的社会知名度,也因此其观点更容易被客户所认可。另一方面,经济背景出身的首席经济学家具有其他传统投资银行家所缺少的学术背景及学者沉淀,对市场政策与环境的研究深度更具有优势,也更易得到市场的认同,从而使得证券公司在面对竞争力的束缚时,拥有独特的能力去应对这些压力(Barnett & Pontikes, 2008),帮助证券公司在行业中形成并能够捍卫自己的战略位置(Barnett et al, 1994)。

根据中国证券业协会的统计,截至 2020 年底,国内 92.45% 的证券公司设立了独立的研究部门或研究子公司开展研究服务(安青松等, 2021),具有首席经济学家头衔的超过 60 名,这说明首席经济学家制度已被业界广泛接受和认可,这也是首席经济学家“研究领袖”“代言人”价值与证券公司发展需求共同驱动的结果。

在当前市场日益激烈的竞争中,证券公司研究作为研究服务机构,赚取的是来自投资者的交易佣金和手续费、代理买卖证券收入以及来自上市公司的证券承销业务收入。一位优秀的首席经济学家,不仅可以提升公司整体研究能力,还能为公司战略把握方向并为其其他业务部门提供支持。通过对证券公司首席经济学家过往经历的研究不难发现,证券公司首席经济学家主要包括两种类型:证券公司内部的分析师成长而来的首席经济学家和来自外部的具有其他相关部门复合背景的经济学家。其中,前者既拥有经济学家的头衔,也会身兼副总裁等公司高管职位,其本身薪酬不菲,担任公司首席经济学家更多的是增加声誉和影响力;后者一般来自综合经济管理部门、高等院校、监管机构、部委决策智库、政策研究单位等,这些经济学家大多受过高等教育特别是博士阶段的科学训练,部分还有着海外大型机构的过往研究经历,本身对宏观经济趋势及政策态势有着深厚的积淀,对市场变化也更为敏感,可以综合运用自身的外部人脉及影响力为公司带来相应的信息和渠道资源。首席经济学家作为资本市场上信息中介的重要组成部分,起到“研究领袖”的作用,即在证券公司内部发挥高管和宏观分析职能。同时,起到“代言人”作用,引导市场理性投资和提高效率。具体来说,证券公司首席经济学家主要围绕公司战略和客户需求,利用其市场化和实用化的经济学原理以及可计量、可操作性的策略,密切关注经济增长和资本市场动态,致力于解决资本市场发展过程中的现实问题,涵盖宏观策略、大类资产配置、大宗商品研究、金融科技等领域,最大限度地寻找和发掘可能的市场机会与客户需求,进一步的帮助证券公司拓宽客户渠道,提高服务效率,提升市场影响力,从而提高证券公司的收入和绩效。

基于上文分析,本文提出假说 1:

假说 1: 证券公司聘请首席经济学家能够提高经营绩效。

## (二) 首席经济学家发挥作用的渠道

1. 提升证券公司研究团队质量。财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、全球市场业务等是证券公司最重要的业务类型,可以说,证券公司需要同时面向发行市场和流通市场,对内要做好经营和投资决策,对外要服务好广大投资者。由于存在市场有效性程度不高、市场运行不透明等问题,我国市场投资者行为非理性与投机性强问题突出(张宗新、杨万成, 2016),证券公司作为资本市场最为重要的服务中介,发挥着上市公司和投资者之间沟通桥梁的重要作用,这就意味着证券公司在调研相关上市公司后发布的研究报告在一定程度上引导着股票投资者的投资决策,以客户需求为导向,为基金公司、保险资产管理公司等专业机构投资者以及政府、监管部门和其他经济部门,提供投资研究及政策研究等高质量的研究成果和服务,以提升市场投资效率。

以国际一流投行高盛为例,高盛每年要投入大量的资源和经费用于经济走势、政策趋势、大宗商品、金融市场等的研究。同时,受国内外风险持续增加和国内营商环境建设还存在一些不完善等多重因素影响,全球后危机时代国际金融市场持续动荡和世界经济政策不确定性增强也带来了一定的

跨境金融风险冲击(杨子晖等,2020)。为此,证券公司需要高质量的研究团队动态地深入了解经济的现实及其变化,把握经济运行规律、资本市场政策、国际金融环境等内容,为公司的战略规划、经营决策,以及经纪、投资银行、自营、资产管理、固定收益等业务部门提供协同方案和建议,以研究支持的方式对证券公司的各个业务条线进行增值赋能,推动内部协作,提升决策效率。首席经济学家除了关注国内外的短期市场波动外,还要关注未来一年以上甚至更长时间内的市场和经济走势,极强的经济基本面分析能力是首席经济学家不同于明星分析师的关键所在。其对投研团队的领导,能通过详实的数据和逻辑分析,从纷繁复杂的经济现象中掌握问题的本质,尤其能够帮助明星分析师建立宏观分析意识,增强政策敏感性,提升对宏观经济形势的分析能力(薛健、袁满,2019),从而有效提升研究团队质量,提高其研究报告的影响力。同时,首席经济学家自带的研究团队也是高质量的明星分析师的摇篮。此外,通过统计梳理各大证券公司首席经济学家相关从业年限不难看出,大部分的首席经济学家都侧重于对宏观经济与政策的深入研究,有着10~20余年的从事宏观经济分析的工作年限,其丰富的业界经历和知识体系能够引导证券公司内部团队在大势把握上更加精准,提升研究报告质量。研究报告质量的提升能够帮助证券公司客户更好把握市场发展趋势,从短线投资和长期投资中获利,能够保障证券公司客户的粘性和稳定性,有利于证券公司业务发展;进一步地,好的研究报告也能够使得市场更多的参与者获取,从而推进了证券公司获客,赢得客户信赖,进而提高证券公司经营绩效。

基于上文分析,本文提出假说2:

假说2:证券公司聘请首席经济学家提高了研究团队质量,进而提高经营绩效。

2. 提升公司声誉。由于资本市场的信息不对称性和专业化程度比较高,媒体作为信息中介,其报道是缓解投资者与融资者之间信息不对称的重要渠道(Fang & Peress,2009;王木之、李丹,2016;郇金梁等,2018),同时证券分析师通过获取私人信息及其专业的报告解读能力加深市场参与者对公司价值相关信息的了解(胡海峰、王灿灿,2022)。而从我国现实来看,由于证券公司在从事各类业务的过程中相互之间会建立并维护着合作关系,证券公司之间会形成一定的承销关系网络,使得非承销分析师的研究报告往往也缺乏独立性(邵新建等,2018),由此证券公司分析师的市场影响力受到质疑。

相比之下,首席经济学家作为拿高薪的社会公众人物,受到社会公众关注和监督更多,而且由于其一般是聘任制,其当前的声誉会影响其后期的聘任,因此往往都比较爱惜自己的声誉,其公开言论与研究报告相对更为中立;加之其研究的专业性,其社会影响力往往更受资本市场认可。作为证券公司的“代言人”,首席经济学家中的大多数在社交平台中受到资本市场投资者的广泛关注,其行业投资观点以及宏观经济预期在很大程度上影响着投资者的投资决策,可以说,其言论和研究报告既要承担市场的检验,还要能够经受住投资者的质疑。正是在这样的社会环境中,首席经济学家逐步形成了自己的社会影响力,也使得其所代表的证券公司形成了市场影响力,为证券公司带来效益。由此,市场曝光度高的首席经济学家,不但能提升证券公司的品牌声誉和影响力,而且本身可以为证券公司的业务发展集聚客户资源、产生引流效应。正是首席经济学家的号召力受到媒体和投资者的信任和追随的同时,也为其所在的机构带来了经济上的收益。

现实中,大多数的首席经济学家都具有大型机构尤其是海外大型机构的过往研究经历,这些大型机构包括世界银行、国际货币基金组织、香港金融管理局、中国人民银行等在内的大型组织,高盛、瑞银、野村等一流金融机构,中国社会科学院、国务院发展研究中心、国家发改委宏观经济研究院等国家级智库,以及银保监会、证监会等监管机构。例如,国际货币基金组织每年要招收20~40名申请者参加其组织的经济学家项目,作为该机构经济学家的候选培养,候选人需要系统研究全球的财政政策、货币政策、资本市场、实体经济,从告诉政府应该做什么,转变为告诉投资者政府今后会做什么。大型机构的研究经历有助于首席经济学家全面了解和掌握经济社会走向,提升其在一个经济或行业框架内进行综合性研究与预测的能力;而且这些经历使得其有更多渠道获得明星分析师所无法获得的信息。这些都使得其往往有较强的分析能力和预期能力,从而产出较高质量的专业研究成

果,不仅为证券公司业务发展提供研究支持,还能为高层经营决策提供建议,甚至可以在业界发声呼吁改革创新。随着时间的推移,首席经济学家在证券公司所发挥的作用已经不限于研究报告和领导投研团队本身的价值,虽然他们的研究侧重和投资观点各有不同,但是相同之处在于他们的知名度都很高,更高的曝光率和更为丰富的社会关系使得他们带有了证券公司“代言人”的属性。因此,证券公司聘请更为专业、更有经验以及市场影响力更高的研究人员为首席经济学家,以借助首席经济学家的研究能力和社会影响力,提升组织内部决策效率,宣传公司的社会形象,以增强公司的核心竞争力,进而推动公司营业收入的提高和经营业绩的改善,这也是侧重于关注行业板块与个股的明星分析师无法做到的。

基于上文分析,本文提出假说3:

假说3:证券公司聘请首席经济学家提高了公司声誉,进而促进营业收入的增加。

#### 四、研究设计和数据来源

##### (一)数据来源

本文样本为107家中国证券公司,由于我国证券市场在2006年完成股权分置改革正式开启全流通时代,因此将样本期间选择为2006—2021年。以证券公司在研究期间内首次聘请首席经济学家为标准,可以得到58家聘请首席经济学家的处理组公司和49家未聘请首席经济学家的控制组公司。证券公司数据主要来自万得(Wind)、CSMAR、CNRDS、Choice数据库。

##### (二)变量设定

1. 被解释变量。现阶段国内券商纷纷设立研究所,然而大部分券商研究所并未实现营收平衡,基于此,本文在利用营业收入与净利润来度量聘请首席经济学家对券商营业绩效的影响。此外,在稳健性测试中,本文将采用主成分分析法合成证券公司成长性指标(*Score*)来度量企业的效率提升。

2. 核心解释变量。 $treat_{it}$ 为核心解释变量,用以体现券商是否聘请首席经济学家,在证券公司聘请首席经济学家当年及之后的年份等于1,其他情况等于0。

3. 控制变量。参考前人文献(蔡贵龙等,2022),选择公司规模、资产负债率、企业年龄、分析师数量、市场行情、地级市人均GDP、社会融资增长率分别进行微观层面和宏观层面的控制,本文对控制变量进行了界定如表1所示。其中市场行情参考林建浩等(2023)的做法,根据指数收益率是否大于0将年份划分为牛市( $bull=1$ )和熊市( $bull=0$ )。

表1 变量设定

变量	名称	符号	变量描述
被解释变量	营业收入	$lnsale$	营业收入取对数
	净利润	$lopr$	净利润取对数
解释变量	决策变量	$treat$	是否聘请首席经济学家
控制变量	公司规模	$lasset$	总资产取对数
	资产负债率	$debtr$	总负债/总资产
	企业年龄	$lage$	$\ln(\text{会计年度}-\text{公司成立年份})$
	资本市场行情	$bull$	虚拟变量,牛市取值为1、熊市取值为0
	地级市人均GDP	$lpgdp$	证券公司注册地所在地级市人均GDP
	社会融资增长率	$social\_ratio$	当年社会融资增长率
	分析师数量	$lact$	证券公司分析师数量
中介变量	研究报告质量	$lsta$	证券公司明星分析师数量
	公司声誉	$lfig$	证券公司排名的负对数

##### (三)基准回归模型设定

聘请首席经济学家作为一种市场行为,与证券公司经营绩效可能存在天然的内生性,即证券公司经营绩效可能反过来影响是否聘请首席经济学家的决定。为验证聘请首席经济学家对证券公司发展

的影响,同时处理聘请首席经济学家的内生性问题,本文多期采用倾向评分匹配(propensity score matching,PSM)方法,从公司规模(*lasset*)、资产负债率(*debt*)、企业年龄(*lage*)、分析师数量(*lact*)等多个配对指标对聘请首席经济学家的自选择效应进行控制。通过PSM处理,本文为每一家聘请首席经济学家的证券公司挑选可供比较的配对证券公司,即配对证券公司是那些在考察期内未聘请首席经济学家的证券公司。本文将前者称为处理组,后者称为对照组。于是,可以通过对比配对后处理组和对照组证券公司的营业收入,来判别聘请首席经济学家的现实效果。但是,在对比时还必须考虑到所有证券公司在聘请前后会由于其他因素(如外部环境)发生变化,这些因素在对比时必须剔除。这样,本文不仅要处理组和对照组证券公司进行对比,还要将聘请首席经济学家前后的所有证券公司进行对比,综合考虑这两种差异,即多期DID。本文参考Becker et al(2010)、何婧(2017)的方法,分两步进行多时点PSM-DID分析:一是倾向得分匹配(PSM),二是多时点双重差分估计(DID)。

1. 倾向得分匹配(PSM)。进行PSM时,从样本证券公司中选择两类证券公司作为分析对象:(1)样本期内(2006—2021年)聘用首席经济学家之后的证券公司作为处理组;(2)样本期内未聘用过首席经济学家和聘用首席经济学家之前的证券公司为对照组。在考虑当前我国证券公司营业收入影响因素的基础上,本文采用公司规模(*lasset*)、资产负债率(*debt*)、企业年龄(*lage*)、分析师数量(*lact*)这4个可观测变量对处理组和对照组证券公司进行逐年匹配。基本思路是在未聘请首席经济学家的对照组中找到某个证券公司*j*,使其与聘请首席经济学家的处理组中的证券公司*i*的可观测变量尽可能相似(匹配),即 $x_i = x_j$ ,当证券公司的个体特征对是否聘请首席经济学家的作用完全取决于可观测的控制变量,证券公司*j*和证券公司*i*聘请首席经济学家政策的概率相近。为了避免高维直接匹配可能带来的数据稀疏问题,采用PSM逐期核匹配法解决上述问题。通过PSM处理后,处理组与对照组的差异显著降低,控制变量标准偏差均有所下降。匹配后的数据可为下文进一步开展多期DID估计奠定基础。

2. 多时点双重差分估计(DID)。对经PSM处理后获得的处理组证券公司,令虚拟变量 $treat = 1$ ,对于经PSM处理后获得的对照组证券公司,令 $treat = 0$ 。同时,设置时间虚拟变量*t*,令聘请首席经济学家后的年份*t*=1,其他年份*t*=0。根据上述界定,为了检验假说1,本文将基于DID法的回归模型设定如下:

$$effect_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 treat_{it} + \gamma X_{it} + \lambda_i + \mu_t + \xi_{it} \quad (1)$$

$$effect_{it} = \theta_0 + \sum \theta_{pre-j} D_{pre-j} + \theta_{current} D_{current} + \sum \theta_{post-j} D_{post-j} + \gamma X_{it} + \lambda_i + \mu_t + \xi_{it} \quad (2)$$

其中, $effect_{it}$ 为*i*公司第*t*年的绩效,使用代理变量营业收入对数值( $\ln sale_{it}$ )、净利润( $\ln opr_{it}$ )表示,同时在这些回归中采用滞后一期的解释变量来缓解反向因果导致的内生性问题。 $treat_{it}$ 为关键的虚拟变量,在证券公司聘请首席经济学家当年及之后的年份等于1,其余情况等于0。 $X_{it}$ 表示一系列的控制变量, $\lambda_i$ 表示个体固定效应, $\mu_t$ 表示年份固定效应,以控制牛市和熊市对证券公司经营绩效的影响, $\xi_{it}$ 为随机误差项。当 $\alpha_1$ 显著为正时,表明在控制其他条件不变的情况下,聘请首席经济学家显著提高了证券公司经营绩效。

聘请首席经济学家这一政策动态效应模型如式(2)所示,以考察聘请首席经济学家这一决策随时间变化影响证券公司经营绩效的动态效应。其中, $D_{pre-j}$ 、 $D_{current}$ 、 $D_{post-j}$ 分别表示聘请首席经济学家之前、当年及之后年份的虚拟变量分别与对应政策虚拟变量的交乘项,对应的回归系数 $\theta_{pre-j}$ 、 $\theta_{current}$ 、 $\theta_{post-j}$ 代表政策实施效果,即聘请首席经济学家影响证券公司经营业绩的动态效应,其余变量和系数同式(1)中含义一致。

为进一步验证首席经济学家对证券公司发展的影响渠道,本文在公式(1)的基础上加入证券公司声誉( $lfig_{it}$ )、研究报告质量( $lsta_{it}$ )的中介效应检验。为避免逐步法验证中介效应时产生的内生性问题,本文借鉴江艇(2022)的方法进行检验,仅验证核心解释变量 $treat_{it}$ 对中介变量证券公司声誉( $lfig_{it}$ )、研究报告质量( $lsta_{it}$ )的作用,若式(3)(4)中影响系数 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ 显著,则证券公司声誉

( $lfig_{it}$ )、研究报告质量( $lsta_{it}$ )起到中介作用。另有大量文献证明:公司声誉(马连福、刘丽颖,2013;丁宁等,2021;尹庆民、武景,2022)、研究报告质量(团队质量)(李卫宁、张祎宁,2014)能显著提升公司经营绩效。

$$lfig_{it} = \alpha_0 + \alpha_2 treat_{it} + \gamma X_{it} + \lambda_i + \mu_t + \xi_{it} \quad (3)$$

$$lsta_{it} = \alpha_0 + \alpha_3 treat_{it} + \gamma X_{it} + \lambda_i + \mu_t + \xi_{it} \quad (4)$$

3. 描述性统计。为排除个别异常值对估计结果的干扰,我们对所有连续变量进行前后 1% 水平的缩尾处理。表 2 汇报了证券公司各变量的描述性统计。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Score	996	-0.0000	1.063	-1.85	-0.03	22.18
lnsale	1615	11.9720	1.871	5.23	11.86	18.15
lopr	1399	12.9433	1.874	4.07	13.15	17.29
lsta	1730	0.3442	0.938	0.00	0.00	4.39
lfig	1623	-3.6900	0.859	-4.68	-3.95	-0.69
treat	1730	0.3538	0.478	0.00	0.00	1.00
asset	1623	14.4723	1.955	9.14	14.28	20.97
debtr	1623	0.6826	0.299	0.00	0.72	6.08
lage	1163	2.6599	0.655	0.00	2.83	3.58
lpgdp	1611	11.3471	0.586	9.41	11.38	13.06
social_ratio	1623	22.7197	11.067	12.00	17.21	48.80
lact	1730	1.4011	1.649	0.00	0.00	5.00

4. 共同趋势分析。本文的 DID 模型实质上是把聘请首席经济学家当作一种外生的拟自然实验,这要求在实验前处理组和控制组的样本尽可能满足随机性,即共同趋势假设。为了检验研究样本是否满足 DID 的前提条件,本文使用式(2)考察聘请首席经济学家前后处理组和控制组之间公司绩效差异的变化。设定  $pre6$  到  $post6$  为 1 时分别表示处理组的证券公司在聘请首席经济学家之前的第 6 年到之后的第 6 年。图 1 展示了相关的回归结果,横轴代表证券公司距离聘请首席经济学家的时间,纵轴代表在相应时间对营业收入的影响系数。由图 1 可知,在聘请首席经济学家前第 6 年到第 1 年,其对证券公司的营业收入没有显著性影响,说明在实验前处理组和控制组的公司绩效没有显著性差异,共同趋势假设成立。在聘请首席经济学家当年到之后第 1 年,处理效应在 90% 水平上显著,

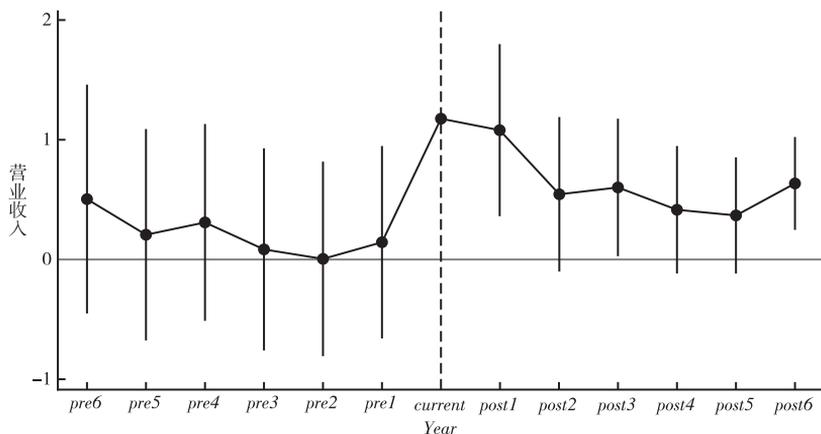


图 1 聘请首席经济学家的动态影响

注:虚线范围内为 90% 的置信区间。

意味着聘请首席经济学家有利于证券公司在短期内提升企业绩效,但在长期聘请首席经济学家这一决策对营收绩效并无显著促进作用,这与真实的资本市场现状相对应,表现为大部分证券公司研究所并未实现盈亏平衡。针对这一现象本文在后续将会对证券公司的营利性和成长性做出检验。

### 五、实证结果与机制分析

1. 基准回归结果。表3的结果验证了证券公司聘请的首席经济学家可以提升证券公司经营业绩,并且通过提高研究团队质量和提升公司声誉两个渠道来增加证券公司的营业收入。表3报告了模型(1)的基准回归结果,聘请首席经济学对证券公司营业收入的影响系数显著为正,说明聘请首席经济学家能够促进证券公司营业收入的增长。其中列(1)(2)是聘请首席经济学家对券商经营绩效的当期影响,列(3)(4)采用滞后一期的解释变量来缓解反向因果导致的内生性问题。奇数列列为未控制企业固定效应、年份固定效应以及控制变量的混合效应回归,偶数列控制了企业、年份双向固定效应。在上述回归中,政策变量对营业收入的系数都在90%及以上水平上显著为正,初步结果具备一定的稳健性。

表3 聘请首席经济学家对营业收入的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>lnsale</i>	<i>lopr</i>	L. <i>lnsale</i>	L. <i>lopr</i>
<i>treat</i>	0.109* (1.88)	0.122 (1.09)	0.248*** (3.70)	0.236* (1.93)
<i>lev</i>	0.273 (1.52)	-0.200 (-0.58)	0.252 (1.22)	-0.640* (-1.72)
<i>lage</i>	-0.283*** (-2.85)	-0.265 (-1.37)	-0.441*** (-3.06)	-0.112 (-0.42)
<i>asset</i>	0.216*** (8.47)	0.048 (0.96)	0.192*** (6.05)	0.184*** (3.27)
<i>lact</i>	0.123*** (3.84)	0.226*** (3.64)	0.120*** (3.03)	0.138* (1.89)
<i>lpgdp</i>	-0.035 (-0.26)	-0.541** (-2.08)	-0.162 (-1.10)	0.048 (0.18)
<i>social_ratio</i>	-0.136*** (-13.00)	-0.070*** (-3.45)	-0.149*** (-13.73)	-0.013 (-0.65)
常数项	13.563*** (7.66)	20.509*** (5.97)	16.095*** (8.16)	10.433*** (2.91)
企业固定	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是
观测值	729	733	589	595
R <sup>2</sup>	0.898	0.477	0.860	0.532
公司数量	93	93	85	86

注:括号内为聚类到企业层面的稳健标准误;\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,下同。

2. 进一步分析一牛市的调节效应。同时作者注意到回归过程中的时间趋势效应以及聘请首席经济学家对公司净利润没有显著促进,因此将资本市场行情分为熊市和牛市与决策变量  $treat_{it}$  交乘得到变量  $Tbull_{it}$  对式(5)进行固定效应回归。

$$effect_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 treat_{it} + \alpha_2 Tbull_{it} + \alpha_3 treat_{it} \cdot Tbull_{it} + \gamma X_{it} + \lambda_i + \xi_{it} \quad (5)$$

表4 牛市聘请首席经济学家对经营绩效的影响

变量	(1)	(2)
	<i>lnsale</i>	<i>lopr</i>
<i>treat</i>	0.1976** (2.28)	0.2234* (1.94)
<i>Tbull</i>	0.4999*** (8.10)	0.5123*** (5.26)
<i>treat · Tbull</i>	0.438*** (6.87)	0.515*** (4.93)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	792	796
R <sup>2</sup>	0.779	0.668
公司数量	93	93

表4中的实证结果来看,市场行情中的牛市显著提高了聘请首席经济学家后的证券公司经营绩效。

3. 渠道检验。为了进一步探究首席经济学家对证券公司营收的影响渠道,利用式(3)(4)继续引入研究报告质量( $lsta_{it}$ )、证券公司声誉( $lfig_{it}$ )两个中介变量,其中以团队中明星分析师数量取对数 $lsta_{it}$ 作为研究报告质量的代理变量,以证券公司排名的负对数 $lfig_{it}$ 证券公司声誉的代理变量。

从表5列(1)可知,政策变量的系数均在99%的水平上显著为正,说明聘请首席经济学家这一经营决策显著提升了证券公司的明星分析师数量,这部分增加可能是由于首席经济学家自带的团队,也可能是由于原有团队质量的提升,总之,聘请首席经济学家这一政策通过影响研究团队质量进而提高证券公司收入。

表5列(2)结果表明,聘请首席经济学家这一经营决策提升了证券公司的资本市场排名,此举提升了声誉,使得投资者对证券公司的好感增加,更愿意尝试首席经济学家所代表的证券公司的投资机会,增加交易进而提升证券公司的经营业绩。

对比政策对研究报告质量( $lsta_{it}$ )、证券公司声誉( $lfig_{it}$ )这两个被解释变量的系数绝对值可以发现,政策对研究报告质量的影响要更大一些,即首席经济学家更容易对证券公司的研究团队产生影响,而证券公司声誉的影响因素要更加复杂。因此,从增加首席经济学家在证券公司的作用效果角度来看,及时调整研究队伍建设,为资本市场产出更多高质量研究报告以降低市场的信息不对称是有必要的。

表5 渠道检验

变量	(1)	(2)
	<i>lsta</i>	<i>lfig</i>
<i>treat</i>	0.520** (0.200)	0.114** (0.0469)
常数项	2.123*** (0.327)	-3.547*** (0.0996)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是

变量	(1)	(2)
	<i>lsta</i>	<i>lfig</i>
观测值	133	733
R <sup>2</sup>	0.278	0.028
公司数量	27	93

4. 异质性分析。因地理位置、资源禀赋和经济发展水平等差异,政策实施效果在城市层面往往具有异质性。本文按国家统计局分类标准将中国分为一线城市(*citysize*=0;上海市、北京市、深圳市、重庆市、广州市、成都市、天津市)和非一线城市(*citysize*=1;除一线城市之外的其他城市)并作分组回归。分组回归结果显示,一线城市的证券公司聘请首席经济学家能够显著提升公司的营业收入,而在非一线城市这种效果不显著。原因可能在于,不论是经济体量、传媒业发展水平还是投资者受教育程度,一线城市都在一定程度上高于非一线城市,由于经济改革的历史渊源和一线城市的人才聚集,整体上来说一线城市的投资者往往有更多的资本积累也更倾向于多方面检索投资信息,且一线城市相对发达的传媒为这种信息的传播提供了催化。因此,一线城市的证券公司聘请首席经济学家更能受到投资者的关注,也为证券公司带来更多的营业收入。

对于上市证券公司(*market*=1)来说,聘请首席经济学家对其经营绩效无显著影响,而对非上市证券公司(*market*=0)则能在 95%的水平上显著提升证券公司的净利润。这是因为在我国 A 股市场过去 30 多年的发展历史中,在发行制度上先后采取了行政审批制和专家核准制。由于上市标准的限制,现行上市证券公司的规模在平均水平上大于非上市证券公司的规模,同时由于上市证券公司得到投资者的更多关注,进一步拉大了与非上市公司的差距。投资者的有限关注导致了非上市中小证券公司不得不积极采用聘请首席经济学家的策略来增加其经营绩效,这也解释了为何现实资本市场中的大型上市证券公司首席经济学家频繁被中小证券公司“挖墙脚”。更深层次的原因是现行市场对企业价值、系统重要性及其未来成长性的不合理估计。随着注册制的全面开启,我国证券市场亟待建立中国特色估值体系,这需要监管部门、金融中介机构、首席经济学家们共同发力。

表 6 异质性分析

变量	<i>citysize</i> =0	<i>citysize</i> =1	<i>market</i> =0	<i>market</i> =1	<i>citysize</i> =0	<i>citysize</i> =1	<i>market</i> =0	<i>market</i> =1
	L. <i>lnsale</i>	L. <i>lnsale</i>	L. <i>lnsale</i>	L. <i>lnsale</i>	L. <i>lopr</i>	L. <i>lopr</i>	L. <i>lopr</i>	L. <i>lopr</i>
<i>treat</i>	0.476*** (3.78)	0.019 (0.34)	0.314*** (2.68)	0.229*** (2.61)	0.258 (1.26)	0.130 (0.86)	0.685** (2.10)	-0.046 (-0.48)
常数项	14.262*** (4.60)	20.028*** (7.76)	16.986*** (6.38)	16.034*** (5.28)	15.124*** (2.95)	7.190 (1.09)	6.208 (0.84)	12.830*** (3.98)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
企业固定	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	318	271	236	353	320	275	239	356
R <sup>2</sup>	0.785	0.953	0.897	0.849	0.481	0.636	0.501	0.730
公司数量	45	40	43	42	45	41	44	42

## 六、结论与建议

本文使用 2006—2021 年证券公司面板数据,利用多期 PSM-DID 模型研究首席经济学家聘用政

策对证券公司经营绩效的影响,在此基础上,分别对其影响机制进行检验。结果发现:(1)首席经济学家的加入确实有助于证券公司扩大营收规模,提升信息质量。(2)政策影响效应在企业性质和地区之间存在异质性:一线城市的营收增长效应比非一线城市更大;而非上市证券公司的利润增长在聘请首席经济学家之后显著增加。(3)证券公司研究团队质量和声誉间起到中介作用。

对于证券公司来说,首席经济学家已经成为其研究实力和品牌的标志之一。在金融开放和竞争日趋激烈的金融环境下,我国证券业的制度建设必须与国际接轨,注册制的全面开启加速了这一进程。在某种意义上,首席经济学家的专业水平、行业影响力和知名度是外界了解证券公司的一个重要窗口。在公众看来,首席经济学家很大程度上体现了金融机构的整体研究水平和行业影响力。首席经济学家及其相关的研究影响力更是证券行业从事投资银行、资产管理、机构销售等业务不可缺少的资源,是证券公司核心竞争力的重要组成部分。为此,亟须完善我国证券公司的首席经济学家制度,以更有效地发挥经济学家的作用。基于本文的研究,提出如下五点政策建议。

1. 明确证券公司首席经济学家的职能定位。从证券公司自身的角度来看,需要厘清首席经济学家与明星分析师的联系和区别,与明星分析师不同的是,证券公司的首席经济学家既要为客户的投资决策服务,对未来政策空间、宏观经济和市场基本面做出深入的研究和判断,以宏观指导下观和微观;也要作为证券公司的对外形象大使或新闻代言人,为证券公司品牌建设带来更多的关注度和流量,并扩大机构的影响力,为证券公司带来更大价值。在此基础上进一步明确证券公司首席经济学家的职能定位,合理配置首席经济学家资源,不断提高其社会影响力和专业研究能力,从而更好地提升公司业绩和市场竞争力,强化证券公司的收入增长效应。

2. 证券公司首席经济学家要保持规范。《关于加强行业机构首席经济学家自律管理的通知》要求首席经济学家应当为公司正式员工,对外发布研究观点、言论须符合《发布证券研究报告执业规范》的规定,从监管层角度来看,保持证券公司首席经济学家的规范,对内为决策者提供公正客观的参考意见,对外不误导社会公众和舆论,能够有效引导投资者预期并做出理性决策,稳定市场信心,从而使得市场更规范且健康发展,对于完善监管也具有重要意义。所谓规范,一是对内意见观点的相对独立性,不受自身公司经纪、投行、投资等其他部门的利益影响,根据自身的研究分析为证券公司高管的经营决策提供客观的参考意见。二是对外研究结论的规范。首席经济学家的研究结论应该来源于科学的分析,不能因为上市公司等服务对象的利益驱使,而对舆论和公众产生误导,需要科学且实事求是地发表自己及其所领导的研究机构的学术观点。

3. 完善证券公司首席经济学家的激励机制和评价机制。从投资者的角度来看,一个优秀的首席经济学家,其研究报告不应仅仅为了传播一个观点,更应该给予投资者有益的启示。因此,需要不断完善证券公司首席经济学家的激励机制和评价机制,使首席经济学家的收入不能仅仅取决于分仓收入,应建立更客观的研究成果评价机制,来评价首席经济学家的影响力;同时也可以建立类似于“新财富”评选的客户打分制度,结合证券公司首席经济学家的过往声誉、行业影响力来综合评价其价值。通过绩效考核评价体制,建立健全持续长效的激励机制,更好地发挥首席经济学家的规范作用。

4. 提升研究团队业务水平。证券公司作为资本市场上重要的金融机构,引入首席经济学家的职责之一就在于降低市场的信息不对称。我国股市全面进入注册制时代,也要求证券公司能够及时准确向市场和投资者提供宏观、行业、公司等全方位的信息。证券公司应充分利用首席经济学家在前瞻性分析和技术性分析上的优势,鼓励研究团队多与首席经济学家沟通,提升研究团队整体水平,提高研究报告和输出信息的质量,进一步提升证券公司在市场中的影响力和行业地位,引导市场理性投资,为公司业务发展赢得好的环境。

5. 构建中国特色估值体系。传统的西方估值定价理论对我国资本市场的估值体系产生了重要影响,这种根植于西方市场的估值体系从假设到标准都与我国资本市场发展现状存在着一定的差

距,因此以往的资本市场估值体系未必完全适用我国资本市场现状。首席经济学家应该发挥其在资本市场中的影响力,借助人工智能前沿技术的发展,利用大数据、大模型思想,立足我国国情,校正以往估值体系中由于社会责任、产业安全、行业特征以及国家安全估计不足所导致的估值偏差,充分考虑公司价值、成长性、战略意义和系统重要性等指标建立契合“中国式现代化”特征的估值体系。

首席经济学家的意义不能仅仅局限于发挥品牌代言人的作用,在注册制的大背景下,带领团队为投资者和上市公司提供更加完备的市场信息,提高我国资本市场的运行效率,助力构建中国特色估值体系加快我国资本市场走向成熟的步伐,更是题中应有之义。

#### 参考文献:

- 安青松等,2021:《中国证券业发展报告(2021)》,中国财政经济出版社。
- 巴曙松 王超,2018:《分析师对业绩披露信息含量及其市场定价效率的影响》,《金融论坛》第10期。
- 蔡贵龙 邓景 葛锐 郑国坚,2022:《客户行业竞争地位与供应商企业绩效》,《会计研究》第11期。
- 蔡庆丰 杨侃 林剑波,2011:《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》,《中国工业经济》第12期。
- 蔡文靖 郭建娜,2022:《金融发展、资本账户开放与外汇市场风险——基于固定效应的面板Logit模型》,《金融与经济》第5期。
- 陈名芹 刘星 辛清泉,2017:《上市公司现金股利不平稳影响投资者行为偏好吗?》,《经济研究》第6期。
- 褚剑 方军雄,2016:《中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化》,《经济研究》第5期。
- 崔宸瑜 何贵华 谢德仁,2022:《信息外部价值、研究资源配置与股票定价效率——基于证券分析师的视角》,《会计研究》第9期。
- 丁宁 吴晓 李欣蓉,2021:《公众关注、董事会特征与商业银行经营绩效——来自负面新闻搜索的经验证据》,《商业经济与管理》第6期。
- 何诚颖 程兴华,2005:《基于中国证券市场的有效性研究——以高B/M类上市公司为例》,《管理世界》第11期。
- 何诚颖 刘林 徐向阳 王占海,2013:《外汇市场干预、汇率变动与股票价格波动——基于投资者异质性的理论模型与实证研究》,《经济研究》第10期。
- 何诚颖 陈锐 蓝海平 徐向阳,2014:《投资者非持续性过度自信与股市反转效应》,《管理世界》第8期。
- 何诚颖 陈锐 薛冰 何牧原,2021:《投资者情绪、有限套利与股价异象》,《经济研究》第1期。
- 何诚颖,2020:《人工智能炒股能跑赢大盘吗?》,《人民论坛·学术前沿》第16期。
- 何贵华 崔宸瑜 高皓 屈源育,2021:《名义价格幻觉——基于证券分析师目标价格预测的经验证据》,《金融研究》第6期。
- 何平林 孙雨龙 陈有任 宁静,2019:《分析师跟踪、董事海外背景与信息披露质量》,《科学决策》第9期。
- 洪永淼 汪寿阳,2023:《人工智能新近发展及其对经济学研究范式的影响》,《中国科学院院刊》第3期。
- 胡海峰 王灿灿,2022:《资本市场透明度研究新进展》,《经济学动态》第6期。
- 花贵如 刘志远 许骞,2011:《投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为》,《金融研究》第9期。
- 黄登仕 祝晓斐,2016:《高管团队任职背景与企业经营绩效的影响研究——基于民营企业上市公司经验数据》,《经济体制改革》第1期。
- 姜超,2013:《证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国A股股价中公司特质信息含量的经验证据》,《经济学(季刊)》第2期。
- 江艇,2022:《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》,《中国工业经济》第5期。
- 郦金梁 何诚颖 廖旦 何牧原,2018:《舆论影响力、有限关注与过度反应》,《经济研究》第3期。
- 李善民 朱滔,2006:《多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素》,《管理世界》第3期。
- 李卫宁 张祎宁,2014:《新任CEO特征、管理团队调整与企业绩效——基于ST上市公司的数据实证》,《中国管理科学》第8期。
- 廖明情,2012:《分析师收入预测报告的动机和后果——基于信号理论和声誉理论的分析》,《中国会计评论》第2期。
- 林建浩 刘彦初 陈良源 宋迎,2023:《央行行长口头沟通的股票市场效应研究》,《管理科学学报》第2期。
- 林乐 谢德仁,2017:《分析师荐股更新利用管理层语调吗?——基于业绩说明会的文本分析》,《管理世界》第11期。
- 刘晓孟 周爱民,2022:《分析师表现与明星分析师评选——基于“新财富”的准自然实验证据》,《系统管理学报》第2期。
- 陆蓉 张斌 李琛,2021:《分析师能有效利用资本市场异象吗?》,《财贸经济》第5期。

- 马连福 刘丽颖,2013:《高管声誉激励对企业绩效的影响机制》,《系统工程》第5期。
- 翟林瑜,2004:《信息、投资者行为与资本市场效率》,《经济研究》第3期。
- 权小锋 吴世农 尹洪英,2015:《企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”?》,《经济研究》第11期。
- 邵新建 洪俊杰 廖静池,2018:《中国新股发行中分析师合谋高估及其福利影响》,《经济研究》第6期。
- 王爱群 王婧怡,2021:《投资者情绪对分析师盈余预测行为的影响研究》,《社会科学战线》第1期。
- 王宇熹 洪剑峭 肖峻,2012:《顶级证券公司的明星分析师荐股评级更有价值么?——基于证券公司声誉、分析师声誉的实证研究》,《管理工程学报》第3期。
- 王木之 李丹,2016:《资本市场中的媒体公关:来自中国企业IPO的经验证据》,《管理世界》第7期。
- 王晓宇 熊熊 张小涛,2020:《分析师的评级建议会影响投资者交易吗》,《天津大学学报(社会科学版)》第1期。
- 王玉涛 王菊仙 赵迎旭,2021:《我国证券分析师股票评级、评级修正与市场反应》,《管理评论》第2期。
- 吴超鹏 郑方镛 杨世杰,2013:《证券分析师的盈余预测和股票评级是否具有独立性?》,《经济学(季刊)》第3期。
- 吴非 胡慧芷 林慧妍 任晓怡,2021:《企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据》,《管理世界》第7期。
- 许年行 于上尧 伊志宏,2013:《机构投资者羊群行为与股价崩盘风险》,《管理世界》第7期。
- 薛健 袁满,2019:《择善而从——宏观分析师能否影响个股分析师的预测?》,《经济学报》第6期。
- 杨子晖 陈里璇 陈雨恬,2020:《经济政策不确定性与系统性金融风险的跨市场传染——基于非线性网络关联的研究》,《经济研究》第1期。
- 尹庆民 武景,2022:《绿色信贷对商业银行经营绩效影响的研究——基于环境声誉的中介效应》,《金融监管研究》第3期。
- 张杰 黄泰岩,2010:《中国企业的工资变化趋势与决定机制研究》,《中国工业经济》第3期。
- 郑世林 姚守宇 王春峰,2023:《ChatGPT 新一代人工智能技术发展的经济和社会影响》,《产业经济评论》第3期。
- 周尚仔,2021:《首席变动证券公司急招人,年薪百万元“起步价”,最高挂出720万元》,《证券日报》2月8日。
- 朱成全 王智莉,2014:《国际劳工组织体面劳动观的马克思思想学术渊源》,《东北财经大学学报》第1期。
- 朱红军 何贤杰 陶林,2007:《中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据》,《金融研究》第2期。
- Asarta, C. J. et al(2017), “Economic education retrospective: 25 years of contributions from the American economist”, *American Economist* 62(1):102-117.
- Barnett, W. P. et al(1994), “An evolutionary model of organizational performance”, *Strategic Management Journal* 15(S1):11-28.
- Barnett, W. P. & D. G. McKendrick(2004), “Why are some organizations more competitive than others? Evidence from a changing global market”, *Administrative Science Quarterly* 49(4):535-571.
- Barnett, W. P. & E. G. Pontikes(2008), “The Red Queen, success bias, and organizational inertia”, *Management Science* 54(7):1237-1251.
- Beck, H. et al(2010), “Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States”, *Journal of Finance* 65(5):1637-1667.
- Boettke, P. J. & D. J. Smith(2013), “Federal Reserve independence: A centennial review”. *Journal of Prices & Markets* 1(1):31-48.
- Boianovsky, M. (2021), “Economists, scientific communities, and pandemics: An exploratory study of Brazil (1918-2020)”, *EonomiA, Brasilia* 22(1):1-18.
- Cetina, J. (2015), *Incorporating Liquidity Shocks and Feedbacks in Bank Stress Tests*, Office of Financial Research, US Department of the Treasury.
- Coram, A. (2010), “The Red Queen and the dynamics of resource spending in party competition”, *British Journal of Political Science* 40(2):469-475.
- Epstein, G. & J. Carrick-Hagenbarth(2012), “Dangerous interconnectedness: Economists’ conflicts of interest, ideology and financial crisis”, *Cambridge Journal of Economics* 36(1):43-63.
- Fang, L. & J. Peress(2009), “Media coverage and the cross-section of stock returns”, *Journal of Finance* 64(1):2023-2052.
- Grimes, P. W. (2016), “Looking back: A bibliographic history of the American economist”, *American Economist* 61(1):4-20.

- Heckman, J. J. et al(1998), “Matching as an econometric evaluation estimator”, *Review of Economic Studies* 65(2): 261—294.
- Joyce, J. P. (2020), “Are economists responsible for income inequality?”, *Society* 57(3):299—301.
- Kaufman, G. G. (1995), “The role of economist in public policy”, *Quarterly Review of Economics and Finance* 35(2): 177—185.
- Lazear, E. P. (1999), “Economic imperialism”, *Quarterly Journal of Economics* 115(1):99—146.
- Salter, A. W. & D. J. Smith(2019), “The role of political environments in the formation of Fed policy under Burns, Greenspan, and Bernanke”, *Quarterly Review of Economics and Finance* 71(1):1—13.
- Schipper, K. (1991), “Analysts’ forecasts”, *Accounting Horizons* 5(4):105—131.
- Woodbury, S. A. (2000), “Economics, economists, and public policy”, *Quarterly Review of Economics and Finance* 40(4):417—430.
- Yee, R. (2020), “Reparations revisited: The role of economic advisers in reforming German central banking and public finance”, *Financial History Review* 27(1):45—72.

### Research on the Correlation between Chief Economists of Securities Firms and Firms’ Operating Performance

HE Chengying<sup>1,2</sup> GENG Xiaoxu<sup>2,3</sup> CHANG Yali<sup>2</sup>

(1. Jiaxing University, Jiaxing, China;

2. Guangxi University, Nanning, China;

3. Guangxi Minzu University, Nanning, China)

**Abstract:** This paper analyzes the formation mechanism of the economist system in securities firms and its mechanism of influence, starting from the match between the chief economist’s own value and securities firms’ demand for research, and clarifies the market positioning of the chief economist. Using data on Chinese securities firms from 2006—2021, this paper examines the impact of chief economists on the performance of securities firms, conducts an econometric analysis using multi-temporal PSM-DID, and explores the impact mechanism in terms of the quality of the research team and the reputation of securities firms. The empirical study finds that the inclusion of a chief economist helps securities firms improve their operating performance and information quality, with the quality of the securities firm’s research team and reputation playing a mediating role. Further heterogeneity analysis also finds that the growth effect of business performance is greater in Tier 1 cities than in non-Tier 1 cities; while non-listed securities firms are more sensitive to the decision to hire a chief economist than listed securities firms. The study suggests that the chief economist’s influence on firm performance is also affected by the regional environment and the nature of the securities firm, reflecting the uneven development of China’s capital markets. The findings of this paper provide policy insights for optimising the capital market structure, promoting efficient development of securities firm governance, and improving the valuation system with Chinese characteristics in the context of the full launch of the registration system in China.

**Keywords:** Chief Economist; Securities Firms; Business Performance

(责任编辑:陈建青)

(校对:何伟)