

投资者情绪、会计信息质量与股票收益

刘 斌 胡菁芯 李 涛

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400044)

摘要: 本文运用 A 股上市公司季度数据,考察投资者情绪与股票收益之间的关系,以及会计信息质量对这种关系的影响。研究结果显示,投资者情绪正向影响股票收益,高质量会计信息能够显著降低投资者情绪对股票收益的影响。采用工具变量法估计,上述关系仍然成立。进一步研究发现,分析师跟踪人数较多时,高质量会计信息对投资者情绪的纠正作用更为明显。本文从信息发布和信息中介角度,为如何平抑投资者情绪,减少股票收益非理性成分提供了一条可供参考的路径。

关键词: 投资者情绪; 会计信息质量; 股票收益; 分析师跟踪

DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2018.07.004

引 言

当前,中国经济正处于增速阶段性回落的“新常态”时期,宏观经济下行态势明显,2015年GDP同比增长6.9%,1990年以来首次跌破7%。而与之不相称的是,中国股市正呈现出欣欣向荣后的大幅下挫。2014年下半年,中国股市以爆发性行情揭开了新一轮牛市的序幕。2015年6月上旬,上证综指已突破5100点,相对于2014年6月底的2000点,上涨幅度超过150%;然而6月中下旬,上证综指快速下挫至3700点以下,下降幅度近30%。这些似乎在警示我们,繁荣背后可能蕴藏着风险和危机。

宏观经济状况及公司基本面信息很难解释股票市场的大幅度涨跌现象,相对而言,投资者情绪却在股票市场的非理性繁荣和恐慌式下跌中起到了推波助澜的作用^[1]。投资者与公司间的信息不对称可能会导致投资者情绪波动^[2-4],而已有的研究表明,高质量的会计信息在降低信息不对称、提高公司透明度等方面发挥着重要作用^[5-6]。投资者解读会计信息,能够掌握公司的财务状况和经营成果,以此修正先验期望,做出更理性的投资决策。低质量的会计信息可能会误导投资者,而高质量的会计信息更为可靠、相关和及时,能更准确地反映公司基本面情况。那么投资者情绪、会计信息质量与股票收益三者之间到底存在什么关系?高质量的会计信息能否降低投资者情绪对股票收益的影响?显然,这是一个事关中国股市健康发展,减少股票收益非理性成分,提高证券市场资源配置效率的重要问题。

出于对上述问题的研究动机,本文运用 A 股上市公司季度数据,考察投资者情绪与股票收益之间的关系,以及会计信息质量对这种关系的影响。结果表明,投资者情绪同股票收益正相关,高质量会计信息能够显著降低投资者情绪对股票收益的影响,考虑内生性问题后上述关系仍然成立。进一步的研究表明,分析师跟踪人数较多时,高质量会计信息对投资者情绪的纠正作用更为明显。这意味着,作为信息媒介的专业投资者能对会计信息“去伪存真”,其判断和态度是会计信息的有益补充。

本文可能的贡献在于:(1) 现有文献主要关注投资者情绪对股票收益的影响,也认为投资者情绪波动增加了资本市场风险,并提出了相应的解决途径,但缺乏理论分析和实证检验的解决途径不够严谨和科学;本文基于信息不对称视角,提出高质量会计信息能减少投资者与公司之间的信息不对称,从而降低投资者情绪对股票收益的影响,且得到了实证验证。(2) 在衡量会计信息质量时,现有文献大多采用应计质量指标,但该指标只衡量了盈余操纵这一主观方面,但本文分别运用操控性应计质量、会计稳健性来衡量会计信息质量,从主、客观两方面提供了更为全面的指标,增强了结论的可靠性。(3) 进一步地,本文考察了证券分析师跟踪在

收稿日期: 2016-03-22

基金项目: 国家自然科学基金重点项目(71232004); 国家自然科学基金面上项目(71372138)。

作者简介: 刘斌,重庆大学经济与工商管理学院会计系教授,博士生导师; 胡菁芯(通讯作者),重庆大学经济与工商管理学院博士研究生; 李涛,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生。

会计信息的纠错作用中所扮演的角色,加深了对会计信息作用渠道的认识。

本文以下部分安排如下:第二部分为文献回顾;第三部分为理论假设;第四部分为研究设计;第五部分为实证结果;第六部分为研究结论。

文献回顾

1、投资者情绪与股票收益

投资者情绪与股票收益的研究,主要集中在两个方面:投资者情绪对股票市场的总体效应以及投资者情绪对不同股票的横截面效应。国外较早关注了总体效应,De long 等^[7]提出的 DSSW 模型发现,股票价格由理性投资者和噪音交易者共同决定,在有限套利环境中,投资者情绪是影响资产定价的系统性风险。Fisher 和 Statman^[8]的研究表明,投资者情绪波动与下一期 S&P500 指数负相关,而 Brown 和 Cliff^[9]的研究却认为,投资者情绪及其变化只与同期股票收益显著相关。在国内,伍燕然和韩立岩^[10]运用投资者情绪解析了中国“封闭式基金之谜”,发现投资者情绪波动可能会引起短期股票收益惯性和长期股票收益反转。王宜峰和王燕鸣^[11]探讨了情绪在资产定价中的作用,结论表明情绪变化对市场收益、市场风险有显著正向影响,情绪是股市的内生变量。

横截面效应研究方面,国外早期主要关注投资者情绪对不同规模股票的影响^[12],而 Baker 和 Wurgler^[13]极大地推动了这一领域的研究,其研究结果表明,对于市值小、上市时间短、波动性高、非盈利、不分红、极度成长这类难以估价的股票,投资者情绪对其股票收益影响更大。Kumar 等^[14]的研究表明,在股票分割前个人投资者的过度交易量和交易的强相关性将导致分割后股票回报的同步性。Goetzmann 等^[15]研究了天气引导的情绪与股票收益之间的关系,发现阴天股票价格更容易被高估。在国内,张维等^[16]证明了影响 IPO 破发的主要因素是市场情绪和投资者关注。池丽旭和庄新田^[17]研究发现,市场情绪对于股票收益有显著影响,乐观情绪对股市的影响大于悲观情绪。易志高等^[18]的研究表明投资者情绪对中国股市中股票除权后价格联动有重要影响,在情绪高涨的牛市行情期间该关系更明显。

2、会计信息质量与股票收益

会计信息是投资者估计公司价值的重要信息来源,提高会计信息质量有助于改善投资者决策的相关性和可靠性。已有的文献表明,高质量的会计信息通过改善契约和监督,可提高公司投融资效率,降低资本成本^[5,6]。同时,高质量的会计信息可以抑制噪音对股票市场的影响,减少市场波动,提高市场效率。王亚平等^[19]以操控性应计质量衡量会计信息质量,发现会计信息质量与股价同步性正相关,高质量会计信息提升了股票市场信息效率。辛清泉等^[20]的研究也表明,盈余质量的提高能降低未来股票波动性,结论与王亚平等^[19]相似。Boulton 等^[21]的跨国研究表明,盈余质量更高的国家, IPO 首日回报率更低。

相对而言,较少的文献关注了高质量会计信息能否降低投资者情绪对股市的影响,与本文具有一定相关性的文献主要有 Cornell 等^[3]、朱红军等^[4]、唐雪松和林雁^[22]。Cornell 等^[3]的研究发现,高质量会计信息能够减少投资者情绪对难以估价(hard to value)股票的影响。但中国股市作为新兴资本市场,可能相当比例的股票都具有“难以估价”的特征,会计信息能否发挥纠错作用有待商榷。朱红军等^[4]的研究表明,高质量会计信息降低了投资者情绪对 IPO 首日回报的影响。文章运用单一指标衡量投资者情绪,虽然能在一定程度上反映出投资者情绪波动,但不够全面。唐雪松和林雁^[22]通过随机实验,验证了散户对股市传闻认知的负向偏差效应;同时,提升会计信息透明度有助于降低噪音对资本市场的影响。虽然随机实验有效地避免了遗漏变量偏差,但是该文同大多数随机实验类似,也面临着霍桑效应、样本容量较小等内部有效性问题和样本代表性不足等外部有效性问题。

3、分析师预测与会计信息质量

作为专业的信息中介,证券分析师在增强投资者解读公司信息能力、提高会计信息使用效率等方面发挥着重要作用。证券分析师拥有广泛便利的信息渠道以及专业的知识,通过对上市公司的信息进行深度挖掘和解析,为投资者提供了决策参考。现有的文献研究表明,分析师预测能够减少信息不对称,是上市公司财务报告的有益补充和有效解读。崔玉英等^[23]研究表明,证券分析师预测能够有效降低资本成本以及降低信息不对称程度,进而提升公司价值。Mansi 等^[24]也提供了分析师跟踪能降低企业债务成本的证据,分析师预测向债

权人提供了一个额外的信息渠道,由此降低了企业的融资成本。同时,Lobo 等^[25]发现当公司应计质量较低的时候分析师跟踪能够补充财务信息,证券分析师的分析和预测有效降低了财务报告中的不确定性。Hilary 和 Shen^[26]的研究表明分析师不断通过公司管理层预测修正自己的预测,从而为投资者提供更加准确及时的信息。Degeorge 等^[27]运用 21 个国家的资本市场数据,发现分析师预测作为一种法律外替代机制,能有效降低盈余管理行为。

理论假设

对于投资者情绪、会计信息质量与股票收益之间的关系,可以从信息接收、信息发布和信息媒介三个方面分析。

从信息接收角度看,投资者与公司间的信息不对称可能会导致投资者情绪波动^[2,3],从而影响股票收益。由于信息不对称,投资者在分析和解读信息时,可能导致认知偏差或心理偏差,比如“有限关注”、“过度自信”、“代表性偏误”等,这在一定程度上会增强投资决策主观性,增加股票收益的非理性成分。

我国股市是新兴的证券市场,上市公司财务信息造假、内幕交易盛行,加剧了公司与投资者之间的信息不对称程度;同时,投资者以散户为主,其决策易受心理偏差影响。此外,股市监管制度不健全,流通股与非流通股的长期存在扭曲了股票市场的内在定价功能;股价受政策影响较大,股市的经济晴雨表功能较弱,牛熊市更替较为频繁。上述投资者特点、制度因素、股市发展阶段性特征,导致我国股价容易受投资者情绪影响。本文提出如下假设:

H1: 在其他条件相同的情况下,投资者情绪与股票收益正相关。

当投资者情绪高涨时,投资者可能由于“记忆偏差”而过于关注近期股票的良好表现,倾向于采取激进购买策略,推动股票价格大幅度升高。而股价上升强化了投资者情绪,导致投资者风险偏好程度上升,易造成“赌徒心理”和“羊群效应”,股票市场逐渐呈现非理性繁荣。因此,有必要抑制投资者情绪波动、减少股票收益非理性成分。

从信息发布角度看,高质量的会计信息能降低信息不对称程度,抑制投资者情绪波动。美国财务会计准则委员会(FASB)发布的《会计信息的质量特征》(SFAC No.2)突出强调,会计信息是否有用主要取决于“可靠性”和“相关性”。因此,可以从这两个特征分析高质量会计信息减少信息不对称的作用。首先,高质量的会计信息是可靠的,投资者阅读分析财务报告,能获得如实反映公司财务状况和经营成果的资料;其次,高质量的会计信息是相关的,通过会计信息,投资者能预测该公司过去、现在和未来事项的可能结果(即可预测性),有助于验证或修正先前的期望(即反馈性)。

总之,投资者根据会计信息能更准确地预测未来现金流、判断公司价值,从而减少信息不对称。投资者情绪高涨时,反映公司基本面的会计信息能使投资者警惕风险,加强对公司经营业绩的考察,抑制情绪引发的非理性购买;投资者情绪低落时,会计信息充当了强化投资者信心,保证市场收益的角色。提高会计信息质量,有助于从源头减少信息不对称,抑制投资者情绪的产生和发展。

值得注意的是,部分上市公司可能会采取策略性的信息披露来主动迎合投资者情绪^[42,43]。比如市场情绪高涨期,部分公司可能会进行正向盈余管理^[44],此时会计信息质量较差,不仅起不到抑制情绪、纠正股价偏离的作用,还会进一步助涨投资者情绪。这反而更突出了高质量会计信息的作用,那些信息透明的公司依然会发布可靠、相关的信息,使得投资者能够更准确地预测未来现金流、判断公司价值,从而减少信息不对称。本文提出如下假设:

H2: 在其他条件相同的情况下,高质量会计信息能降低投资者情绪对股票收益的影响。

作为连接上市公司与投资者的信息媒介,证券分析师在降低公司与投资者之间的信息不对称方面发挥着重要作用。在信息生产环节,证券分析师拥有多样的信息渠道和专业的解读能力,他们在甄别和解读信息方面更加高效,从而提供了较准确的公司信息。分析师预测不仅能够提高盈余预测的准确性,而且分析师作为一种有效的法律外替代机制,能显著减少盈余管理行为和报告微利的概率^[28,29]。

较多分析师跟踪的企业,分析师之间的预测分歧较小,盈利预测的平均误差较低^[45],高质量会计信息降低信息不对称的作用会更明显。这是因为,分析师在对会计信息进行加工的过程中,不仅会参考公司发布的

盈余预测、重大事项公告而不断修正自己的预期,而且会参考其他分析师的观点及时纠偏,集体意见的预测要比单个个体的预测能力强,当集体意见形成时,单个预测者的种种错误便被剔除了^[46]。总的来说,分析师人数跟踪较多时,分析师起到了传递准确的公司信息、平抑市场情绪的作用。当情绪高涨时,投资者如果加强对分析师的关注和参考,提高风险意识,能减少非理性购买;情绪低落时,投资者可能会表现出“有限关注”^[47],而当信息来源于分析师等权威渠道时,权威性会强化投资者对信息的认知,导致其给予相关信息较多的关注^[22],因此,分析师预测能够增强高质量会计信息的作用,强化市场信心。因此,本文提出如下假设:

H3: 分析师跟踪人数较多的股票,高质量会计信息降低投资者情绪对股票收益影响的作用更强。

研究设计

1、样本选择与数据来源

本文选取2008~2013年A股上市公司季度数据为初始样本。考虑到从2007年开始实施新会计准则,而应计质量 Da 是 $t-3$ 期至 t 期操控性应计利润的标准差,因此总体样本从2008年1季度开始。另本文对样本进行了以下处理:(1)剔除金融保险业公司;(2)剔除ST和*ST公司;(3)剔除数据缺失公司。最终得到27144个公司季度数据。股票市场交易数据、公司财务数据来自CSMAR数据库,宏观经济数据来自国家统计局网站和中国人民银行网站,分析师跟踪人数来自RESSET数据库。另外,为消除极端值影响,对连续变量进行上下1%的Winsorize处理。

2、变量定义

第一,股票收益。参考雷光勇等^[30]的方法,采用公式(1)计算:

$$RET_{it} = \prod (R_{it} + 1) - \prod (R_{mt} + 1) \quad (1)$$

其中, R_{it} 为个股月收益率,采用考虑现金红利再投资的月个股收益率。 R_{mt} 为综合市场月收益率,采用按总市值加权平均的考虑现金红利再投资的综合月市场收益率。将季度内三个月的个股累计收益率减去市场累计收益率,得到各公司季度累计收益。

第二,投资者情绪复合指标。本文参考Baker和Wurgler^[13]的研究,结合我国A股市场实际情况和数据可得性,选取封闭式基金折价率(CEFD)、新增开户数(KH)、换手率(TURN)、消费者信心指数(CCI)四个变量,通过主成分分析法构造投资者情绪复合指标。其中,封闭式基金折价率(CEFD)为每月最后一个交易日,规模在20亿以上的封闭式基金的等权平均折价率,将季度内三个月折价率取算术平均值作为季度指标。新增开户数(KH)为每季度A股新增开户数,换手率(TURN)等于沪深两市季度市场交易总额与市场流通市值之比。

考虑到宏观经济基本面或理性预期可能会影响投资者情绪^[13],因此,选取国内生产总值、宏观经济景气指数(一致指数)、生产者价格指数、消费者价格指数作为宏观经济指标,将四个情绪变量分别与宏观经济指标作正交处理,提取残差作为新的情绪代理变量,并将其标准化处理后进行主成分分析。根据方差累积贡献率,选取第一、二主成分的加权平均值作为投资者情绪复合指标(SENT)。本文比较了投资者情绪复合指标与上证综合指数、深证成分指数的走势,如图1所示。可以看出,投资者情绪与上证综指、深证成指走势基本一致,说明本文构建的投资者情绪指标较为有效。

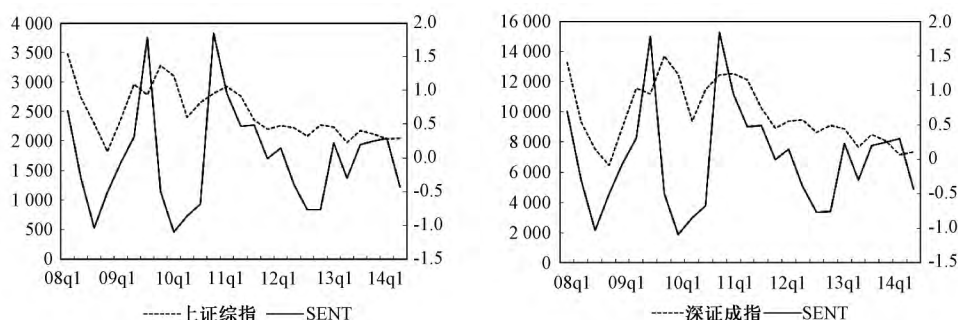


图1 投资者情绪SENT与上证综指、深证成指走势图

第三,会计信息质量。本文运用应计质量和会计稳健性度量会计信息质量。应计质量度量了人为操纵利

润的程度,而会计稳健性是一种内在于会计制度的财务报告机制。本文根据 Ball 和 Shivakumar^[31] 模型估计操控性应计利润。首先,对模型(2)分行业分季度估计:

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 D\Delta CFO_{it} + \alpha_5 D\Delta CFO_{it} \times \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, ACC_{it} 表示 t 期总应计利润,等于营业利润减去经营活动现金流量; $CFO_{i,t-1}$ 、 CFO_{it} 、 $CFO_{i,t+1}$ 分别表示第 $t-1$ 期、 t 期和 $t+1$ 期经营活动现金流量;其中, ΔCFO 等于 $CFO_t - CFO_{t-1}$, $D\Delta CFO$ 为虚拟变量,当 $\Delta CFO < 0$ 时取 1,反之取 0。为消除规模效应,除常数项和虚拟变量外,以上变量都除以平均总资产。通过回归,可以得到各公司各季度的操控性应计利润,即残差 ε_{it} 。根据辛清泉等^[20] 的计算方法,将第 $t-3$ 期至 t 期回归残差的标准差作为应计质量指标(Da)。

会计盈余对“坏消息”比“好消息”反应的增量及时性,代表了公司的会计稳健性水平^[32]。提高会计稳健性能够限制经理人操纵财务报告的动机和行为,减少企业内外的信息不对称程度,提高财务报告的可靠性,保护投资者利益^[33]。本文参考 Khan 和 Watts^[34] 衡量公司-年度的会计稳健性指标。模型中用 G_score 衡量盈余对“好消息”确认的及时性程度,用 C_score 衡量公司会计稳健性水平。首先,分季度估计模型(3):

$$\begin{aligned} \frac{EPS_{it}}{P_{i,t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 MB_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + D_{it} R_{it} (\mu_0 + \mu_1 SIZE_{it} + \mu_2 MB_{it} + \mu_3 LEV_{it}) \\ & + D_{it} (\beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 LEV_{it}) + R_{it} (\lambda_0 + \lambda_1 SIZE_{it} + \lambda_2 MB_{it} + \lambda_3 LEV_{it}) + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

其中, EPS_{it} 为每股盈余, $P_{i,t-1}$ 为 $t-1$ 季度的季末股票价格, R_{it} 为 t 季度个股累计收益率, D_{it} 为虚拟变量,当 $R_{it} < 0$ 时,取值为 1,反之为 0。 $SIZE_{it}$ 为总资产的自然对数, MB_{it} 为市值账面比, LEV_{it} 为资产负债率。通过对模型(3)回归,得到系数 $\mu_0 - \mu_3$,代入公式(4)计算公司-季度会计稳健性指标 C_score_{it} 。

$$C_score_{it} = \mu_0 + \mu_1 SIZE_{it} + \mu_2 MTB_{it} + \mu_3 LEV_{it} \quad (4)$$

3、模型设定

为了考察投资者情绪与股票收益的关系,构建模型(5):

$$RET_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 SENT_{i,t+1} + \sum Control + \sum Quar + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, RET_{it} 为股票收益, $SENT_{it}$ 为投资者情绪。控制变量 Control 包括:公司规模(SIZE)、市值账面比(MTB)、净资产收益率(ROA)、资产负债率(LEV)、换手率(TURN)、机构投资者持股比例(HOLD)、行业集中度(HHI)、公司成长性(GROW)及行业和季度虚拟变量。根据假设 1,投资者情绪正向影响股票收益,预期回归系数 $\alpha_1 > 0$ 。

为了考察会计信息质量是否能降低投资者情绪对股票收益的影响,在模型(5)的基础上,加入投资者情绪 $SENT_{i,t+1}$ 与会计信息质量 AQ_{it} 的交乘项:

$$RET_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 SENT_{i,t+1} + \alpha_2 AQ_{it} + \alpha_3 SENT_{i,t+1} * AQ_{it} + \sum Control + \sum Quar + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

将会计信息质量指标(Da、C-score)设为虚拟变量,得到 AQ_{it} 。根据假设 2,高质量会计信息能降低投资者情绪对股票收益的影响,预期回归系数 $\alpha_2 < 0$ 。以上模型中涉及的变量定义见表 1。

表 1 变量说明

变量名称	符号	变量定义
股票收益	RET	个股季度累积收益率-综合市场季度累积收益率
投资者情绪	SENT	封闭式基金折价率、新增开户数、换手率、消费者信心指数主成分分析
应计质量	Da	$t-3$ 期至 t 期操控性应计利润的标准差
会计稳健性	C_score	根据 Khan 和 Watts ^[34] 计算
公司规模	SIZE	公司总资产的自然对数
市值账面比	MTB	公司每股股价/每股净资产
资产收益率	ROA	利润总额/总资产总额
资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
换手率	TURN	成交量/流通总股本
机构投资者持股	HOLD	机构投资持股数量与流通股数量之比
行业集中度	HHI	赫芬达尔指数
公司成长性	GROW	公司主营业务收入增长率
行业虚拟变量	IND	控制行业固定效应
季度虚拟变量	QUAR	控制时间固定效应

实证结果

1、变量描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果,可以看出,股票收益 RET 中位数(0.001)小于均值(0.031),说明市场整体回报率偏低,另外,最大值(0.667)与最小值(-0.301)的差接近 1。类似地,投资者情绪 SENT 的中位数(-0.200)和均值(-0.007)均小于零,这意味着,经过 2008 年股市大跌,投资者信心倍受打击。另外,规模 SIZE 的标准差(1.248)、市值账面比 MTB 的标准差(3.248)较大,表明上市公司间规模和成长性水平存在较大差异。

表 2 变量描述性统计

变量	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
RET	27 144	0.031	0.001	0.175	-0.301	0.667
SENT	27 144	-0.007	-0.200	0.738	-1.292	2.022
Da	27 144	0.012	0.009	0.012	0.0003	0.136
C_score	27 144	0	0.004	0.067	-0.716	0.933
SIZE	27 144	22.003	21.888	1.248	18.994	25.468
MTB	27 144	3.503	2.646	3.248	-3.909	21.152
ROA	27 144	0.024	0.016	0.040	-0.115	0.185
LEV	27 144	0.533	0.540	0.212	0.081	1.569
TURN	27 144	2.276	1.804	1.732	0.203	8.801
HOLD	27 144	37.64	37.115	21.762	0.653	86.003
HHI	27 144	0.120	0.081	0.123	0.022	0.686
GROW	27 144	0.191	0.028	0.949	-0.887	7.160

2、回归结果分析

(1) 投资者情绪与股票收益

表 3 第 1、2 列报告了股票收益对投资者情绪的回归结果。无论是一元回归,还是加入控制变量,投资者情绪变量系数都在 1%水平上显著为正,说明当投资者情绪乐观时,助涨了股票收益,验证了假设 1。我国股市是新兴证券市场,内幕交易盛行,牛熊市更替频繁,加大了投资者与公司之间的信息不对称。市场情绪高涨时,投资者可能出现心理偏差,这在一定程度上会增强投资决策主观性,增加股票收益的非理性成分,导致股价高估。从控制变量回归结果看,公司规模 SIZE 变量在 1%水平上显著为负,说明公司规模越大,对股票市场的影响力越大,股价波动性越弱,股票收益相对较低。净资产收益率 ROA、资产负债率 LEV 的系数显著为正,这与以往的研究结论基本一致^[19,30]。

表 3 基础回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.081*** (-5.35)	0.319*** (12.86)	0.319*** (12.95)	0.304*** (12.13)
SENT	0.267*** (10.81)	0.324*** (11.85)	0.327*** (11.99)	0.326*** (12.17)
AQ			0.0002 (0.12)	0.009* (2.03)
SENT* AQ			-0.006** (-2.57)	-0.015*** (-3.38)
SIZE		-0.021*** (-22.48)	-0.021*** (-22.35)	-0.020*** (-21.17)
MTB		-0.005*** (-11.57)	-0.005*** (-11.33)	-0.005*** (-11.56)
ROA		0.510*** (14.32)	0.511*** (14.48)	0.509*** (14.39)

(续表)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
LEV		0.060*** (9.22)	0.061*** (9.35)	0.059*** (8.97)
TURN		-0.004*** (-5.10)	-0.004*** (-5.11)	-0.004*** (-5.35)
HOLD		0.0003*** (5.40)	0.0003*** (5.33)	0.0003*** (5.35)
HHI		-0.035** (-2.23)	-0.036** (-2.23)	0.036** (-2.20)
GROW		0.0002 (0.11)	0.0002 (0.09)	0.0002 (0.14)
Ind and Quar	Yes	Yes	Yes	Yes
N	27 144	27 144	27 144	27 144
Adj. R ²	0.17	0.19	0.19	0.19

注: 括号中为经过公司个体聚类调整的 t 值; ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平(下同)。

(2) 投资者情绪、会计信息质量与股票收益

为了进一步考察会计信息质量是否能够降低投资者情绪对股票收益的影响,在模型(1)中加入会计信息质量与投资者情绪的交乘项。回归结果见表3第3、4列,第3列 $AQ = Da$,第4列 $AQ = C_score$ 。可以看出交乘项至少在 5% 水平上显著为负,说明高质量的会计信息能够显著降低投资者情绪对股票收益的影响,验证了假设 2。随着会计信息质量的提高,会计信息更加可靠,投资者阅读分析财务报告,能获得如实反映公司财务状况和经营成果的资料。投资者情绪高涨时,反映公司基本面的会计信息能使投资者警惕风险,加强对公司经营业绩的考察,抑制情绪引发的非理性购买。

(3) 分析师跟踪人数分组检验

将全部样本根据分析师跟踪人数中位数分为两组,人数较多组与较少组各包含 12 841、14 303 个样本^①。分析师跟踪人数按照李春涛等^[29]的方法,定义为跟踪一个上市公司的机构数目,取三个月内跟踪某只股票机构数的月度最大值。表4报告了回归结果,当 $AQ = Da$ 时,跟踪人数较多的组 $SENT \times AQ$ 系数显著为负($t = -2.73$),跟踪人数较少的组系数不显著,两组的系数差异在 10% 水平显著($p = 0.09$);当 $AQ = C_score$ 时,跟踪人数较多的组 $SENT \times AQ$ 系数显著为负($t = -3.36$),跟踪人数较少的组系数不显著,两组的系数差异在 1% 水平显著($p = 0.004$)。这说明,分析师跟踪人数越多的公司,高质量会计信息降低投资者情绪影响股票收益的作用越明显,验证了假设 3。当市场情绪高涨时,投资者不能准确地解析财务报告,但分析师具有专业的知识和业务能力,他们出具的盈余预测具有较强的参考性,投资者如果加强对分析师的关注和参考,提高风险意识,能一定程度上减少非理性购买。

3、内生性讨论和稳健性检验

(1) 内生性讨论

前文分析了投资者情绪、会计信息质量与股票收益之间的关系,如果这些关系受到内生性干扰,将导致 OLS 估计量不一致,研究结论不可靠。然而,根据下文的讨论,上述变量间的关系可能并非仅仅由内生性所致,文章的研究结论具有较强的可靠性。

首先,我们在多元回归方程中加入了一系列可能影响股票收益的公司特征变量,还控制了行业和季度固定效应,这有助于解决遗漏变量问题。其次,本文检验的是滞后一期的会计信息质量对投资者情绪的纠错作用,因此,会计信息质量变量与当期的随机扰动项不相关,满足外生性,可视为前定变量。然而,花贵如等^[35]、朱红军等^[4]直接采用股票收益衡量投资者情绪,股价波动可能会引起投资者情绪起伏,投资者情绪可能是内生变量。

①导致样本分布不均的原因是分析师跟踪人数的中位数为 3,考虑到两组样本量的均衡性,论文中报告的分组回归结果为将中位数分在分析师跟踪人数较少的组。同时,也尝试了将中位数分在跟踪人数较多的组、删除跟踪人数为 3 的样本进行分组回归,结果基本一致。

表4 分析师跟踪人数分组回归

变量	AQ=Da		AQ=C_score	
	跟踪人数较多	跟踪人数较少	跟踪人数较多	跟踪人数较少
Constant	0.309*** (6.49)	0.244*** (5.95)	0.284*** (6.24)	0.240*** (5.78)
SENT	0.327*** (6.09)	0.353*** (17.25)	0.322*** (6.03)	0.353*** (17.97)
AQ	-0.002 (-0.67)	0.002 (0.77)	0.011** (2.27)	0.001 (0.34)
SENT×AQ	-0.011*** (-2.73)	-0.002 (-0.60)	-0.023*** (-3.36)	-0.001 (-0.25)
SIZE	-0.023*** (-10.47)	-0.016*** (-9.16)	-0.022*** (-10.33)	-0.016*** (-8.86)
MTB	-0.011*** (-7.47)	-0.003*** (-7.26)	-0.011*** (-7.31)	-0.003*** (-7.20)
ROA	0.759*** (9.45)	0.403*** (7.58)	0.764*** (9.49)	0.403*** (7.66)
LEV	0.115*** (7.59)	0.036*** (4.85)	0.113*** (7.40)	0.036*** (4.70)
TURN	0.004** (2.65)	-0.009*** (-11.64)	0.004** (2.51)	-0.009*** (-11.64)
HOLD	0.001*** (6.69)	0.000 (1.37)	0.001*** (6.72)	0.0001 (1.40)
HHI	-0.068* (-1.96)	-0.023 (-1.41)	-0.066* (-1.89)	-0.023 (-1.42)
GROW	0.001 (0.38)	0.0004 (0.21)	0.001 (0.49)	0.0003 (0.20)
Ind and Quar	Yes	Yes	Yes	Yes
N	12 841	14 303	12 841	14 303
Adj. R ²	0.16	0.25	0.16	0.25
Chi-square(p-value)	2.88* (0.09)		8.34*** (0.004)	

为了解决内生性问题,本文采用工具变量法回归,以获得一致性估计。根据 Chang 等^[36]的研究,天气状况一般不会直接影响股票收益,但会通过影响投资者情绪而影响股票收益。这说明,天气变量既符合相关性,又满足“排他性约束”,可以认为是外生变量^②。因此,本文采用天气变量作为投资者情绪的工具变量。参考陆静^[37]的研究,考虑到上海、深圳的证券营业部交易量占比较大,选用上海、深圳两座城市的季度晴天数(Sun_sh、Sun_sz)、降雨天数(Rain_sh、Rain_sz)作为工具变量^③。首先,对投资者情绪指标 SENT 进行回归(第一阶段),然后将拟合值 SENTRY 代入模型(1)、(2)回归(第二阶段)。

表5报告了2SLS回归结果。从第一阶段回归结果看,所用的天气工具变量都至少在1%的显著性水平上同 SENT 相关。第二阶段回归结果中,拟合的投资者情绪 SENTRY 的回归系数仍然显著为正,说明投资者情绪对股票的正向影响在考虑内生性后仍然显著; SENTRY×Da、SENTRY×C_score 系数显著为负,说明高质量会计信息能够纠正投资者情绪对股票收益的影响。因此,使用工具变量法回归得到的结论与前文相比并无实质性差异。

(2) 稳健性检验

本文从以下两个方面进行稳健性测试。首先,通过模型(7)重新计算了应计质量 Da1:

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{it-1} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 CFO_{it+1} + \alpha_4 DCFO_{it} + \alpha_5 DCFO_{it} \times CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

②一般而言,人类活动对气温的影响可以忽略^[38]。

③虽然只采用股票交易所所在城市的天气状况存在缺陷,但是,股票交易所所在城市的天气会通过影响投资者情绪进而影响股票收益,已被证明是统计显著的^[39,40];数据来自地面气象公司(<http://www.wunderground.com/>)。

其中, $DCFO_{it}$ 为虚拟变量, 当 $CFO_{it} < 0$ 时取 1, 反之取 0。表 6 第 1 列报告了使用 Da1 衡量应计质量的回归结果, $SENT \times AQ$ 系数显著为负 ($t = -2.30$) 结果与前文基本一致。

表 5 2SLS 回归结果

变量	第一阶段		第二阶段					
	SENT	t 值	RET	t 值	RET	t 值	RET	t 值
Constant	0.268***	2.41	0.511***	20.59	0.508***	20.35	0.496***	19.82
SENTY			0.054***	10.94	0.062***	9.31	0.055***	11.39
Da					-0.006***	-2.70		
SENTY \times Da					-0.016*	-1.86		
C_score							0.020***	9.44
SENTY \times C_score							-0.109***	-10.31
Sun_sh	-0.009***	-16.55						
Rain_sh	-0.024***	-30.95						
Sun_sz	0.002***	2.80						
Rain_sz	-0.004***	-8.61						
SIZE	0.032***	7.43	-0.022***	-20.21	-0.022***	-19.77	-0.022***	-19.83
MTB	0.019***	13.43	-0.006***	-16.92	-0.006***	-17.18	-0.006***	-15.23
ROA	-0.164	-1.34	0.262***	8.74	0.259***	8.63	0.238***	7.93
LEV	-0.044*	-1.88	0.046***	7.92	0.046***	7.87	0.044***	7.58
TURN	0.054***	19.53	-0.003***	-3.58	-0.003***	-3.71	-0.003***	-4.54
HOLD	0.001***	6.28	0.0001*	1.76	0.0001*	1.88	0.0001*	1.85
HHI	-0.174***	-2.75	-0.025	-1.61	-0.025	-1.58	-0.029*	-1.90
GROW	0.005	1.12	-0.009***	-7.93	-0.009***	-8.00	-0.008***	-7.30
N	27 144		27 144		27 144		27 144	
Adj. R^2	0.11		0.03		0.03		0.03	

其次, 参照 Zhang^[41] 采用现金流和盈余的偏度 (Skew) 衡量会计稳健性, Skew 为 $t-3$ 期至 t 期盈余偏度与现金流偏度之比。如果会计盈余对坏消息确认比对好消息确认更及时, 那么, 盈余分布是负向有偏的, 但现金流不受稳健性影响, Skew 越小会计稳健性越高。为便于比较, 将 Skew 乘以 -1。表 6 第 2 列报告了用盈余偏度 (Skew) 衡量会计稳健性的回归结果, $SENT \times AQ$ 系数显著为负 ($t = -1.78$) 结果与前文基本一致。

表 6 稳健性检验结果

变量	AQ = Da1	AQ = Skew
Constant	0.319*** (12.63)	0.314*** (12.72)
SENT	0.326*** (11.96)	0.321*** (20.84)
AQ	-0.001 (-0.34)	0.003 (1.60)
SENT \times AQ	-0.006** (-2.30)	-0.005* (-1.78)
Control	Yes	Yes
Ind and Quar	Yes	Yes
N	27 144	27 144
Adj. R^2	0.19	0.19

研究结论

本文运用沪深 A 股上市公司季度数据, 实证检验了投资者情绪对股票收益的影响, 以及会计信息质量对这种影响的纠错作用。结果表明, 投资者情绪正向影响股票收益, 高质量会计信息能够显著降低投资者情绪对股票收益的影响。进一步的研究表明, 分析师跟踪人数较多时, 会计信息对投资者情绪的纠错效应更为明

显。这意味着,作为信息媒介的分析师能对会计信息“去伪存真”,其判断和态度是对会计信息的有益补充,二者共同作用于投资者情绪对股票市场产生的影响。

正处于经济结构转型关键期的中国,的确需要资本市场的支持,但这种支持理应呈现为上市公司盈利水平改善带来的“健康牛”,而不是非理性泡沫推动的“情绪牛”,更不是投资者情绪主导的“狂泻熊”。本文为如何平抑投资者情绪,减少股票收益非理性成分提供了一条可供参考的途径,并带来如下启示:首先,从信息发布者角度,应不断完善上市公司财务报告和信息披露制度,加强对上市公司会计信息披露的监管,提高会计信息质量,减少非理性因素对股票市场的影响,进一步发挥会计信息在提高资本市场资源配置效率方面的作用。其次,从信息接受者角度,应加强投资者教育,提高投资者阅读、分析财报的能力,增强投资者自我保护意识和市场判断能力。最后,从信息媒介角度,证券分析师升华了会计信息,能够向投资者导入理性成熟的投资理念,充当了稳定市场的角色。因此,要逐步培育和发展壮大分析师队伍,促进证券市场健康稳定地发展。

参考文献:

- [1] 蒋玉梅,王明照. 投资者情绪与股票收益: 总体效应与横截面效应的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(3): 150-160
- [2] Hirshleifer D. Investor Psychology and Asset Pricing[J]. The Journal of Finance, 2001, 56(4): 1533-1597
- [3] Cornell B., Landsman W. R., Stubben S. Accounting Information, Investor Sentiment and Market Pricing[R]. SSRN Working Paper, 2014
- [4] 朱红军,陈世敏,张成. 市场情绪,会计信息质量与IPO首日回报[J]. 财经研究, 2013, 39(9): 70-81
- [5] Francis J., Nanda D., Olsson P. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(1): 53-99
- [6] Barth M. E., Konchitchki Y., Landsman W. R. Cost of Capital and Earnings Transparency[J]. Journal of Accounting and Economics, 2013, 55(2): 206-224
- [7] De Long J. B., Shleifer A., Summers L. H., et al. Noise Trader Risk in Financial Markets[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(4): 703-738
- [8] Fisher K. L., Statman M. Consumer Confidence and Stock Returns[J]. The Journal of Portfolio Management, 2003, 30(1): 115-127
- [9] Brown G. W., Cliff M. T. Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market[J]. Journal of Empirical Finance, 2004, 11(1): 1-27
- [10] 伍燕然,韩立岩. 不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜[J]. 经济研究, 2007, 42(3): 117-129
- [11] 王宜峰,王燕鸣. 投资者情绪在资产定价中的作用研究[J]. 管理评论, 2014, 26(6): 42-55
- [12] Neal R., Wheatley S. M. Do Measures of Investor Sentiment Predict Returns? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1998, 33(4): 523-547
- [13] Baker M., Wurgler J. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(4): 1645-1680
- [14] Kumar A., Page J. K., Spalt O. G. Investor Sentiment and Return Comovements: Evidence from Stock Splits and Headquarters Changes[J]. Review of Finance, 2013, 17(3): 921-953
- [15] Goetzmann W. N., Kim D., Kumar A., et al. Weather-Induced Mood, Institutional Investors, and Stock Returns[J]. SSRN Electronic Journal, 2013, 28(1): 73-111
- [16] 张维,翟晓鹏,邵高峰,等. 市场情绪,投资者关注与IPO破发[J]. 管理评论, 2015, 27(6): 160-167
- [17] 池丽旭,庄新田. 我国投资者情绪对股票收益影响——基于面板数据的研究[J]. 管理评论, 2011, 23(6): 41-48
- [18] 易志高,龚辉锋,茅宁,等. 分类思维,投资者情绪与股票价格联动[J]. 管理评论, 2014, 26(4): 22-30
- [19] 王亚平,刘慧龙,吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 金融研究, 2009, 36(12): 162-174
- [20] 辛清泉,孔东民,郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究, 2014, 41(10): 193-206
- [21] Boulton T. J., Smart S. B., Zutter C. J. Earnings Quality and International IPO Underpricing[J]. The Accounting Review, 2011, 86(2): 483-505
- [22] 唐雪松,林雁. 股市传闻、会计信息透明度与散户认知负向偏差——一项实验研究[J]. 财经研究, 2014, 40(5): 31-41
- [23] 崔玉英,李长青,郑燕,等. 公司成长,盈余波动与财务分析师跟踪——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理评论, 2014, 26(4): 60-72
- [24] Mansi S. A., Maxwell W. F., Miller D. P. Analyst Forecast Characteristics and the Cost of Debt[J]. Review of Accounting Studies, 2011, 16(1): 116-142

- [25] Lobo G. J. , Song M. , Stanford M. Accruals Quality and Analyst Coverage [J]. Journal of Banking & Finance , 2012 , 36(2) : 497-508
- [26] Hilary G. , Shen R. The Role of Analysts in Intra-industry Information Transfer [J]. The Accounting Review , 2013 , 88(4) : 1265-1287
- [27] Degeorge F. , Ding Y. , Jeanjean T. , et al. Analyst Coverage , Earnings Management and Financial Development: An International Study [J]. Journal of Accounting and Public Policy , 2013 , 32(1) : 1-25
- [28] 袁振超, 张路, 岳衡. 分析师现金流预测能够提高盈余预测准确性吗——来自我国 A 股市场的经验证据 [J]. 金融研究 , 2014 (5) : 162-177
- [29] 李春涛, 宋敏, 张璇. 分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据 [J]. 金融研究 , 2014 (7) : 124-139
- [30] 雷光勇, 王文, 金鑫. 公司治理质量、投资者信心与股票收益 [J]. 会计研究 , 2012 (2) : 79-86
- [31] Ball R. , Shivakumar L. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition [J]. Journal of Accounting Research , 2006 , 44(2) : 207-242
- [32] Basu S. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings [J]. Journal of Accounting and Economics , 1997 , 24(1) : 3-37
- [33] LaFond R. , Watts R. L. The Information Role of Conservatism [J]. The Accounting Review , 2008 , 83(2) : 447-478
- [34] Khan M. , Watts R. L. Estimation and Empirical Properties of a Firm-year Measure of Accounting Conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics , 2009 , 48(2) : 132-150
- [35] 花贵如, 刘志远, 许骞. 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为 [J]. 金融研究 , 2011 (9) : 178-191
- [36] Chang S. C. , Chen S. S. , Chou R. K. , et al. Weather and Intraday Patterns in Stock Returns and Trading Activity [J]. Journal of Banking & Finance , 2008 , 32(9) : 1754-1766
- [37] 陆静. 中国股票市场天气效应的实证研究 [J]. 中国软科学 , 2011 (6) : 65-78
- [38] 陈强. 高级计量经济学及 Stata 应用 [M]. 北京: 高等教育出版社 , 2014
- [39] Saunders E. M. Stock Prices and Wall Street Weather [J]. American Economic Review , 1993 , 83(5) : 1337-1345
- [40] Hirshleifer D. , Shumway T. Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather [J]. The Journal of Finance , 2003 , 58(3) : 1009-1032
- [41] Zhang J. The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers [J]. Journal of Accounting and Economics , 2008 , 45(1) : 27-54
- [42] Brown N. C. , Christensen T. E. , Elliott W. B. , et al. Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures [J]. Journal of Accounting Research , 2012 , 50(1) : 1-40
- [43] Cooper M. J. , He J. , Plumlee M. Voluntary Disclosure and Investor Sentiment [R]. SSRN Working Paper , 2015
- [44] Simpson A. Does Investor Sentiment Affect Earnings Management? [J]. Journal of Business Finance & Accounting , 2013 , 40(7-8) : 869-900
- [45] 李春涛, 胡宏兵, 谭亮. 中国上市银行透明度研究——分析师盈利预测和市场同步性的证据 [J]. 金融研究 , 2013 (6) : 118-132
- [46] Scott W. R. Financial Accounting Theory [M]. Upper Saddle River , NJ: Prentice hall , 1997
- [47] Aboody D. , Lehavy R. , Trueman B. Limited Attention and the Earnings Announcement Returns of Past Stock Market Winners [J]. Review of Accounting Studies , 2010 , 15(2) : 317-344

Investor Sentiment , Accounting Quality and Stock Returns

Liu Bin , Hu Jingxin and Li Tao

(School of Economics and Business Administration , Chongqing University , Chongqing 400044)

Abstract: In this paper , we investigate the relationship between investor sentiment and stock returns , and the influence of accounting information quality on the relationship. The results show that the investor sentiment is positively associated with the stock returns , and the high accounting quality can significantly reduce the influence of investor sentiment on stock returns. The relationship is still robust considering the endogenous problem. In addition , we find that the more analysts follow , the more obvious reducing effect is. From the perspective of information issue and information intermediary , this paper provides a reference path for mitigating investor sentiment and reducing its effect on stock returns.

Key words: investor sentiment , accounting quality , stock returns , analyst following