

中大管理研究

China Management Studies

2014年 第9卷 (2)



经济科学出版社

中大管理研究

China Management Studies

第9卷 (2)



经济科学出版社

2014年

图书在版编目(CIP)数据

中大管理研究.2014.第9卷.2/李新春主编. --北京: 经济科学出版社, 2014.6

ISBN 978-7-5141-4751-3

I. ①中… II. ①李… III. ①企业管理-文集 IV. ①F270-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第136584号

责任编辑: 文远怀

责任印制: 邱 天

中大管理研究(2014年第9卷-2)

李新春 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲28号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京万友印刷有限公司印装

787×1092 16开 10.75印张 168 000字

2014年6月第1版 2014年6月第1次印刷

ISBN 978-7-5141-4751-3 定价20.00元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《中大管理研究》学术委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈工孟	上海交通大学
陈信元	上海财经大学
Michael Firth	香港岭南大学
黄俊英	高雄 中山大学
贾建民	香港中文大学
李维安	天津财经大学
刘常勇	高雄 中山大学
陆正飞	北京大学
毛蕴诗	广州 中山大学
钱共鸣	香港中文大学
Joachim Schwalbach	柏林洪堡大学
王重鸣	浙江大学
汪寿阳	中国科学院
吴世农	厦门大学
张 华	香港中文大学
赵曙明	南京大学

《中大管理研究》编辑委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈志祥

韩小芸

李广众

李新春

梁琦

刘静艳

刘运国

林斌

王海忠

辛宇

张书军



管理學院
SUN YAT SEN BUSINESS SCHOOL
SYSBS



CSSCI来源集刊

中大管理研究

2014年 第9卷 (2)

主 编 李新春
特邀主编 林 斌
副 主 编 (按姓氏拼音字母排序)
韩小芸 张书军

《中国学术期刊网络出版总库》及CNKI系列数据库全文收录

《中文科技期刊数据库》全文收录

《华艺线上图书馆》全文收录

目 录

- 1 投资者情绪与会计信息价值相关性
——基于中国上市公司的实证分析
季美惠 宋顺林 王思琪
- 16 内部控制缺陷与盈余质量
——来自中国上市公司的经验证据
李万福 林 斌 刘春丽
- 39 知识产权保护制度促进了企业的创新吗?
——基于研发效率和专利倾向效应的视角
周 茜 胡玉明 叶志峰 陈晓敏
- 63 审计质量、政治联系与企业社会责任
——来自中国上市公司的经验证据
杜颖洁 杜兴强
- 96 审计师行业专长与公司特质信息
陈小林 张 琴 尹林辉 吴文鹏
- 118 不同融资方式下的大股东行为研究
刘娥平 贺 晋
- 140 基于人类行为动力学的股票价格跳跃时间间隔幂律特征
曹宏铎 李晓彬 李 昊 贺华平
- 156 公仆型领导与家长式领导对员工创新行为的多层次影响
——员工心理授权的中介作用
张秀娟
- 174 家族企业继任者领导力发展的整合模型
——基于李惠森的案例研究
黄玉梅 孙海法

CONTENTS

- 1 Investor Sentiment and the Value Relevance of Accounting Information:
Based on the Empirical Analysis of the Listed Companies in China
Ji Meihui Song Shunlin Wang Siqi
- 16 Internal Control Weaknesses and Earnings Quality: Evidence from China's
Listed Companies
Li Wanfu Lin Bin Liu Chunli
- 39 Does Intellectual Property Protection Promote Corporate Innovation?: Based on
Research Productivity Effect and Patent Propensity Effect
Zhou Xi Hu Yuming Ye Zhifeng Chen Xiaomin
- 63 Audit Quality, Politically Connected CEO, and Corporate Social Responsibility:
Evidence from China
Du Yingjie Du Xingqiang
- 96 Auditor Industry Specialization and Firm-specific Information
Chen Xiaolin Zhang Qin Yin Linhui Wu Wenpeng
- 118 Study on the Behavior of Large Shareholders of Different Financing Patterns
Liu Eping He Jin
- 140 Jump-interevent Time Distribution of Stock Return Based on Human Behaviour
Dynamics
Cao Hongduo Li Xiaobin Li Ying He Huaping
- 156 Multi-level Influences of Servant and Paternalistic Leadership on Innovative
Behavior: The Mediating Effect of Psychological Empowerment
Zhang Xiujuan
- 174 Successors' Leadership Development in Family Firms: A Case Study
Huang Yumei Sun Haifa

投资者情绪与会计信息价值相关性 ——基于中国上市公司的实证分析

季美惠 宋顺林 王思琪^①

摘要: 目前,国内有关投资者情绪的研究主要集中于投资者情绪与股票回报之间关系的研究,有关投资者情绪对会计价值相关性的影响的研究还较少。本文以 2005~2011 年中国 673 家上市公司数据为样本,基于简化的奥尔森模型,运用主成份分析法构建投资者情绪综合指标,研究了投资者情绪对会计信息价值相关性的影响。研究结果表明:投资者情绪与会计信息价值相关性呈负相关关系。具体来说,相对于投资者情绪较高的期间,投资者情绪较低期间,每股净资产(BVPS)及每股收益(EPS)对公司股价的解释力度较高。上述发现有较重要的启示意义。

关键词: 投资者情绪、会计信息、价值相关性、主成份分析法

中图分类号: F233

^① 季美惠、宋顺林,中央财经大学会计学院;王思琪,中央财经大学统计学院。本研究得到国家自然科学基金项目(71102123)的资助。

一、引言

会计信息的价值相关性是指某会计数据集的披露与证券的价格或交易量之间具有统计意义的显著相关,即会计数据集向(证券)市场传递了新的有用信息(郭旭芬和熊剑,2003)。自从巴尔和布朗(Ball and Brown, 1968)通过实证研究证明了会计盈余信息具有价值相关性至今,国外学者开展了许多有关会计信息价值相关性的研究。归功于奥尔森模型的应用(Ohlson, 1995),会计信息价值相关性的研究从损益表扩展到资产负债表。在经济全球化的背景下,会计信息日趋重要,有关中国市场会计信息的价值相关性研究也引起了越来越多的学者关注。

中国证券市场作为一个新兴市场,参与者的成熟度和体系的完善度尚不能与西方证券市场相比。然而,许多学者采用学术界流行的研究方法对中国证券市场会计信息的价值相关性进行了研究,结果证实中国证券市场的会计信息具有信息含量(赵宇龙,1998;陈晓等,1999;郭旭芬和熊剑,2003等)。

投资者情绪主要反映了投资者的投资意愿或预期的市场人气指标,对证券市场的运行和发展有很大的影响(杨春鹏等,2007)。西方学者运用多种指标来衡量投资者情绪,并对投资者情绪与股票回报率之间的关系进行了研究。柏提夫(Pontiff, 1997)、巴克和施泰因(Barker and Stein, 2004)以及布朗和克利夫(Brown and Cliff, 2005)分别采用封闭式基金折价的加权平均指数、市场的平均换手率和直接调查获取的数据作为投资者情绪的衡量指标,结果均表明投资者情绪与股票回报率具有相关性。贝克和沃格勒(Baker and Wurgler, 2006)采用封闭基金折价率、IPO 首日收益率等指标构建了综合指标来衡量投资者情绪,结果同样证明了投资者情绪与股票收益之间具有相关性。与此同时,国内多位学者也将投资者情绪理论引入我国,对我国股票市场数据进行了实证检验(顾娟,2001;张俊喜和张华,2002;王美今和孙建军,2004;黄少安和刘达,2005;黄德龙等,2009;易志高和茅宁,2009等)。

通过对现有文献的梳理,我们发现,国内有关投资者情绪的研究主要集中于投资者情绪与股票回报之间关系的研究,有关投资者情绪对会计价值相关性的影响的研究还非常少。基于此,我们以2005~2011年中国673家上市

公司数据为样本,研究了投资者情绪对会计信息价值相关性的影响。结果发现,相对于投资者情绪较高的期间,投资者情绪较低期间,每股净资产(BVPS)及每股收益(EPS)对公司股价的解释力度较高。这表明,投资者情绪对会计信息价值相关性具有重要影响。这一发现有两个方面的启示,一方面表明投资者情绪对我国股票市场的价格行为有重要影响,另一方面表明在研究我国股票市场的价值相关性问题时,需要考虑投资者情绪的影响。

二、文献综述

巴尔和布朗(Ball and Brown, 1968)以纽约证券交易所上市的261家公司为样本,对其1946年至1965年年度会计盈余信息披露前12个月到后6个月的股价进行了实证研究,发现盈余变动的符号与股票非正常报酬率的符号之间存在显著的统计相关性,从而第一次以实证结果证明公司证券的市场价格会对财务报表的信息含量做出反应。柯林斯(Collins, 1997)检验了会计盈余和账面净资产与股价的相关性,发现盈余和账面净资产共同对股价的解释力度在过去40多年里有所增加。郭旭芬和熊剑(2003)提取了1998年至2002年沪深两市A股上市公司年度财务报告中的每股收益、每股净资产指标,对中国股票市场的会计信息价值相关性进行了实证检验,表明会计信息在中国股票市场是价值相关的。罗婷等(2008)以我国2004年、2005年和2007年的上市公司一季度报表为样本,研究发现执行新会计准则后,会计信息的价值相关性显著提高。刘永泽(2011)对会计准则国际趋同后公允价值信息的价值相关性进行研究,结果发现引入公允价值后财务报告的信息含量有所增加。王鑫(2013)根据财政部2009年发布的有关综合收益的相关规定,对其他综合收益具体项目和综合收益总额的价值相关性问题进行了研究,结果表明综合收益总额相比净利润的价值相关性更高,综合收益总额对股票价格和股票年度报酬率的解释能力强于净利润,但预测未来净利润和未来经营活动现金净流量的能力弱于净利润。

基于前人研究成果,我们认为,随着新会计准则在我国上市公司中开始执行,伴随着“加强监管、规范市场、保护投资者合法权益”的改革背景,预期我国上市公司股票价格与会计信息也应该有较强的相关性。

目前衡量投资者情绪的指标可分为两种,一种是客观指标,即通过收集

金融市场中的交易数据来反映投资者情绪,例如封闭式基金折价、IPO 发行量及首日收益、共同基金净赎回、交易量零股买卖比和基金持仓比例等,目前国内外有关客观指标的研究成果非常丰富。另一种则是主观指标,即通过直接调查投资者预期市场走势的主观判断来衡量投资者情绪,例如投资者智能指数、央视看盘、好淡指数、投资者信心指数、消费者信心指数等。

上述两种指标均只能从某个角度反映投资者心理变化,无法全面的反映投资者情绪。近年来,学者开始使用可以全面衡量投资者情绪变化的指标,即采用多个单一主观或客观指标构成复合指标。贝克和沃格斯(Baker and Wurgler, 2006)采用 IPO 数量及上市首日收益、交易量、股利收益和股票发行与证券发行比例等 6 个指标,运用主成份分析法,构建复合指标用于衡量投资者情绪,结果表明投资者情绪复合指标与股票收益具有相关性。格卢什科夫(Glushkov, 2006)在贝克和沃格斯构建的复合指标的基础上,加入投资者智能指数、共同基金流入量、牛熊市比等指标构建复合指数,结果同样证明投资者情绪与股票收益具有相关性。对此,纳亚卡(Nayaka, 2010)认为贝克和沃格斯构建的复合情绪指标考虑了反映资本市场整体的心理因素,将该方法运用于投资者情绪对债券收益的影响,结论是上一期的投资者情绪对债券收益具有显著影响。

与此同时,国内学者也对投资者情绪的衡量指标展开研究。易志高和茅宁(2009)采用消费者信心指数、IPO 发行量及首日收益、封闭式基金折价率、交易量、A 股新增开户数,构建了用于国内股票市场衡量投资者情绪的月度复合指标(即 CICSI 指数)。易志高等(2011)在之前研究的基础上,认为大多数现有的研究主要基于个人认知心理偏差来分析投资者情绪,社会情境因素这一对情绪的形成产生重要影响的因素被忽视,而运用复合指标能较好的解决这一问题。周杨(2012)运用主成份法,将筛选的五个变量构建为投资者情绪指数,并建立了 EGARCH 模型,对投资者情绪对股票市场波动之间的相关性进行了研究。曲晓辉和黄霖华(2013)用 2007 年至 2011 年持有 PE 公司股权的 A 股上市公司为样本,发现投资者情绪会对 IPO 核准公告和 IPO 公允价值之间的价值相关性产生显著的积极影响。

目前,国内有关投资者情绪的研究主要集中于投资者情绪与股票回报之间关系的研究,有关投资者情绪对会计信息价值相关性的影响研究还非常少。我们将在上述文献研究的基础上,采用我国 2005~2011 年 673 家上市公司的相关数据,利用主成分法构建投资者情绪指数,对我国投资者情绪对会计信

息价值相关性的影响展开探讨。

三、研究假设

巴尔和布朗(Ball and Brown, 1968)研究表明会计数据将新的有用信息传递给证券市场。许多学者采用学术界流行的研究方法对中国证券市场会计信息的价值相关性进行了研究,结果表明中国证券市场会计信息对投资决策具有影响。基于之前学者的研究成果,我们预期在投资者情绪高涨和低迷的不同期间,投资者对会计信息的关注及使用程度会存在明显的差异,从而对会计信息价值相关性产生影响。一方面,当投资者情绪比较高涨的时候,投资者对市场前景或投资机会都较为乐观,对未来业绩的预期会有不现实的预测,此时投资者会更少地依赖现有的业绩数据;另一方面,当投资者情绪高涨时,市场的投机气氛比较重,这就意味着投资者根本不看公司的价值,也不关注会计信息。相反,当投资者情绪比较低迷的时候,大部分投资处于亏损状态,投资者对市场前景或投资机会都较为悲观,对未来业绩的预测会更加谨慎,此时投资者可能会加强对会计信息的关注;同时,当投资者情绪较为低迷时,市场的投机气氛大大减弱,投资者会较为理智的关注公司价值及会计信息。由此,我们提出本文的研究假设:

H: 投资者情绪与会计信息价值相关性呈负相关关系。

基于简化的奥尔森(Ohlson)模型,我们选取了每股净资产(BVPS)、每股收益(EPS)两个投资者较为关心的会计信息指标进一步讨论。

每股净资产(BVPS)是用公司的股东权益除以公司的总股本,代表了每股股票所拥有的资产现值,是评估股票市场价格的重要基础。每股净资产越大,表明公司每股股票具有更大的价值,通常抵御外来因素影响的能力也越强。我们认为在投资者情绪低迷期时,投资者会更加担心亏损,因此会加强对BVPS指标的关注。由此,预期每股净资产(BVPS)在投资者情绪高涨时解释能力较弱,在投资者情绪低迷时解释能力较强。

每股收益(EPS)是用公司的净利润除以公司的总股本,它代表了公司每股股票的当前获利能力,投资者经常使用该值衡量股票的投资价值,或使用该指标在不同的公司股票中做出选择。我们认为投资者情绪低迷时,投资者会更谨慎的进行投资,因此会加强对EPS指标的关注。由此,预期每股收益

(EPS)在投资者情绪高涨时解释能力较弱,在投资者情绪低迷时解释能力较强。

四、研究设计

(一) 样本选取

近年来,随着国家有关深化改革的各项决定,中国市场一直在不停的改革、整顿,特别是2007年执行新会计准则,我国的会计信息进一步得到规范,信息含量应该有所增强。同时,考虑到作为投资者情绪衡量指标之一的封闭式基金市场2012年存在异常波动,最终本文以2005年至2011年作为研究窗口,选取沪深两市A股数据用以考察投资者情绪对会计信息价值相关性的影响。

本文数据分别取自CCER(股票价格、财务数据)、CSMAR(基金净值、基金价格、基金份额、上证指数收益率)、RESSET(换手率、市盈率)、WIND(消费者信心指数)及中国证券登记结算有限公司(新增开户数)。为了减少其他因素对数据的影响以确保数据的有效性,我们按照以下标准筛选原始数据:

(1)为确保上市公司通过股市集资情况的稳定性,选取2004年1月1日前上市的股票作为研究对象,即选取在研究窗口内上市至少一年的股票,对于不满足此条件的上市公司进行剔除。

(2)标有*ST的股票表示该上市公司连续2年亏损,交易所将对其股票交易进行特别处理,投资者情绪对其会计信息相关性的影响不能与其他样本做同样处理,因而将标有*ST的股票剔除。

(3)由于在研究窗口内,少许股票的价格信息及上市公司财务信息不全,因而剔除。

(4)由于金融企业所应用的企业会计制度、会计信息处理方式与非金融企业明显不同,因而将金融上市公司剔除。

基于以上筛选过程,共选出673支股票的月度财务数据和股票价格作为样本衡量投资者情绪与会计信息价值之间的相关性。

(二) 投资者情绪指数构建

1. 投资者情绪指标

鉴于贝克和沃格斯(Baker and Wurgler, 2006)采用封闭基金折价率、IPO

首日收益率等指标构建了复合指标来衡量投资者情绪,本文挑选国内学者用于衡量投资者情绪的多个单项指标进行主成份分析,从而构建衡量投资者情绪的复合指标。

(1) 封闭基金折价率 (CEDF)。封闭基金折价是指封闭式基金市场价格低于基金净值。本文将封闭式基金纳入到投资者情绪指标体系之中,采用2005年1月至2011年12月数据连续的25支封闭式基金的加权平均折价率作为指标,计算公式如下:

$$CEDF_t = \frac{\sum_{i=1}^n [(P_{it} - NAV_{it}) * N_i]}{\sum_{i=1}^n (N_i * NAV_{it})}$$

其中, t 为月份, i 为选用的基金, N_i 为基金 i 的份额, P_i 为单只封闭基金 i 月末的价格, NAV_i 为单只封闭基金 i 的期末净值。基金净值、基金价格和基金份额的数据取自国泰安数据库 (CSMAR), 加权平均封闭基金折现率为手动计算。

(2) 换手率 (TR)。本文采用沪深两市月换手率作为流动性的测量指标来衡量投资者情绪, 该数据来自于锐思数据库 (RESSET)。

(3) 开户数增长率 (TNI)。本文选取沪深两市 A 股市场月新增开户数增长率作为投资者情绪指标, 计算如下:

$$TNI_t = (OPEN_t - OPEN_{t-1}) / OPEN_{t-1}$$

TNI_t 为第 t 月的新开户数增长率, $OPEN_t$ 为第 t 月的开户数, $OPEN_{t-1}$ 为第 $t-1$ 月的开户数。开户数据来源于中国证券登记结算有限公司的业务统计月报, 手工计算得出新增开户数增长率。

(4) 心理线 (PSY)。心理线是投资者常用的技术指标之一, 指 n 日内股票市场上涨的天数与 n 的比值。如果投资者情绪高涨, 该指标数值较大; 反之则较小。心理线计算如下:

$PSY = \text{第 } t \text{ 月 } n \text{ 日内股票市场上涨天数} / n$, n 为该月交易天数。由于上证指数和深证成指联动性极强, 因而通过其中一个交易市场可以反映整体 A 股市场的情况。本文采用上证指数, 数据来自国泰安数据库 (CSMAR)。

(5) 消费者信心指数 (CCI)。消费者信心指数作为衡量投资者情绪的主观指标, 本文使用的数据来自万得数据库 (WIND)。

(6) 市盈率 (PE)。市盈率为股票价格与每股收益之比。当市盈率高涨时, 投资者情绪高; 反之, 投资者情绪较低。本文用 A 股市场月平均市盈率作为市盈率指标, 数据来自锐思数据库 (RESSET)。

2. 指数构建

通过分析投资者情绪指标间的相关性，发现 PE 与 CCI、PSY、TR 之间具有较强的相关性，CCI 与 CEDF、PSY 与 TR、TNI 与 TR 也具有一定的相关性，相关系数如表 1 所示。

表 1 相关性分析

	PE	CCI	PSY	TNI	TR	CEDF
PE	1.000					
CCI	0.495	1.000				
PSY	0.514	0.124	1.000			
TNI	0.115	0.004	0.297	1.000		
TR	0.450	-0.130	0.541	0.364	1.000	
CEDF	-0.126	-0.475	-0.145	-0.088	0.120	1.000

由于投资者情绪各指标间具有较强的相关性，因此对标准化后的数据采用主成份分析方法构建投资者情绪指数，方差贡献率如表 2 所示。

表 2 主成份分析

	第一主成份	第二主成份	第三主成份	第四主成份	第五主成份	第六主成份
特征值	1.509	1.258	0.962	0.772	0.627	0.474
方差贡献率	0.380	0.264	0.154	0.099	0.065	0.037
累积方差贡献率	0.380	0.643	0.798	0.897	0.963	1.000

前三个主成份的累积贡献率接近 80%，能够解释各情绪指标大部分信息，因此采用前三个主成份计算主成份得分作为投资者情绪指数，系数如表 3 所示。

表 3 主成份得分系数

	PE	CCI	PSY	TNI	TR	CEDF
第一主成份	-0.535	-0.287	-0.533	-0.317	0.456	0.199
第二主成份	0.129	0.628	-0.151	-0.241	-0.445	-0.557
第三主成份	0.446	0.101		-0.753		0.463

将原始数据与主成份得分系数矩阵相乘获得三个主成份，再以方差贡献率为权重对三个主成份进行加权得到最终的主成份得分序列，即投资者情绪指数。

(三) 会计数据价值度量

本文采用价格模型，因变量为 2005 年至 2011 年全部样本月度末股票收

盘价 P，根据简化的奥尔森模型，选取 EPS、BVPS 两个投资者比较关心的典型会计指标作为样本的自变量，变量说明如表 4 所示。

表 4 变量说明

变量	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	股票收盘价格	P	P 取自月末股票收盘价
自变量	每股收益	EPS	每股收益 = $\frac{\text{净利润}}{\text{股本}}$
	每股净资产	BVPS	每股净资产 = $\frac{\text{股东权益}}{\text{股本}}$

(四) 研究方法

价格模型和收益模型作为会计信息价值研究的经典模型，价格模型的因变量为股票价格，用于研究股票价格、每股净利润与会计收益之间的关系；收益模型的因变量为股票收益，用于研究股票收益与会计收益之间的关系。

由于收益模型对会计收益的解释能力较低，因而我们采用价格模型。根据简化的奥尔森模型，考虑每股净资产、每股收益对月末股票收盘价格的影响，构建如下三个模型：

$$P_{it} = \alpha + \beta BVPS_{it} + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

模型 (1) 中 P_{it} 为 i 公司在 t 月末的股票收盘价格， $BVPS_{it}$ 表示 i 公司在 t 月末的每股净资产。

$$P_{it} = \alpha + \gamma EPS_{it} + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

将模型 (1) 中的 $BVPS_{it}$ 换成 EPS_{it} ，获得模型 (2)，其中 EPS_{it} 表示 i 公司在 t 月末的每股收益。

$$P_{it} = \alpha + \beta BVPS_{it} + \gamma EPS_{it} + \varepsilon_{it} \tag{3}$$

结合 (1)、(2) 两个模型，得到综合模型 (3)。

五、实证分析及结果

(一) 投资者情绪分类

投资者对会计信息的关注及使用程度会对会计信息价值相关性产生明显的影响，我们有理由相信在投资者总体情绪高涨和低迷的不同期间，投资者对会计信息的关注及使用程度会存在明显的差异，进而影响会计信息价值相