

第12卷 第2期
(总第36期)
Vol. 12 No. 2

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京理工大学
北京师范大学
重庆大学
对外经济贸易大学
复旦大学
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
山西大学
上海财经大学
上海交通大学
苏州大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
西南交通大学
厦门大学
云南财经大学
浙江大学
浙江工商大学
郑州航空工业管理学院
中国人民大学
中山大学
中央财经大学
《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2014 · 6

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁尤能/清华大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

编辑部

岳 衡/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

编辑部 IT 事务

曾建光

编务助理

湛嘉席

地 址

北京大学光华管理学院一号楼 529 室

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室
(邮编:100871 电话:010-62750037 传真:010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 12 卷. 第 2 期/王立彦主编.—北京:北京大学出版社,
2014.6

ISBN 978-7-301-25236-9

I. ①中… II. ①王… III. ①会计—中国—丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 292115 号

书 名: 中国会计评论(第 12 卷第 2 期)

著作责任者: 王立彦 主编

责任编辑: 李 娟

标准书号: ISBN 978-7-301-25236-9/F·4113

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子邮箱: em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 10.75 印张 210 千字

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 38.00 元

International Price: \$38.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 **电子信箱:** fd@pup.pku.edu.cn

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》秉承学术、中立、公正原则，遵守中华人民共和国的各项法律，参照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运行，实行匿名审稿制。

本刊主要面向大学会计教育和学术界。

本刊内容涵盖（但不局限于）财务会计、管理会计、审计、税务、公司财务管理、会计师职业道德等领域，以实证研究方法为主导。本刊也刊登高水平的书评和文献综述性文章。

本刊大力提倡国际主流的经验式研究和分析式研究，也欢迎应用案例分析、实验研究、问卷调查、比较分析等方法的文章。无论采用何种研究方法，都应当坚持严谨、深入、细致、求实的学术风格。

本刊不刊登已经在其他刊物发表过的论文或正在其他刊物审稿中的稿件。作者投稿时必须注明其稿件满足这一条件（稿件格式请参阅本刊封三）。

本刊以中文为主。作者投稿时，不必邮寄打印稿，请提交 Word 或 PDF 格式的稿件电子版（稿件若为 PDF 格式，请分别提交两个文件，一个文件是单独的署名页，另一个文件是不含有作者信息的文章主体部分，以便匿名审稿）。

投稿请传送至下列电子信箱：

北京大学光华管理学院 王立彦

lywang@gsm.pku.edu.cn

或

清华大学经济管理学院 陈晓

chenx@em.tsinghua.edu.cn

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
北京师范大学	崔学刚
重庆大学	刘 星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	张兆国
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	肖 星
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	陈汉文
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

特邀理事

IASB 国际会计准则理事会	张为国
中国会计学会	刘玉廷
中国注册会计师协会	陈毓圭

《中国会计评论》 体例

本刊以中文为主。海外学者可用英文投稿,本刊直接发表英文稿件,或由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。

作者投稿时,不必邮寄打印稿,请提交Word或PDF格式的稿件电子版。如果稿件为PDF格式,请分别提交两个文件,一个是单独的署名页,另一个是不含有作者信息的文章主体部分,以便匿名审稿。

投稿请传送至下列电子信箱:王立彦, lywang@gsm.pku.edu.cn; 陈晓, chenx@em.tsinghua.edu.cn。

稿件的匿名评审意见如果为可能采用,在收到稿件四个月之内通知作者进行修改。超过四个月没有联系时作者可以自行处理。稿件如被录用,要求作者提供可供编辑排版用的Microsoft Word格式电子文档。

稿件格式

- 1.稿件须隔行单面打印,并按顺序标注页码。标题应尽量精简。
- 2.稿件的第1页应包括以下信息:(1)文章标题;(2)作者姓名、单位,以及通讯作者的通信地址、邮政编码、电话、电子邮件地址;(3)作者及单位的英文信息;(4)致谢及获得资助声明可置于第1页第1个脚注。稿件的第1页之外不再出现作者信息。
- 3.稿件的第2页应提供以下信息:(1)中文信息:文章标题、不超过200字的摘要、3—5个关键词;(2)英文信息:文章英文标题、不超过200字的英文摘要、3—5个英文关键词。
- 4.文章正文的标题、表格、插图必须分别连续编号。第一级标题居中,用中文数字一、二、三等编号,第二级标题左对齐,用中文数字(一)、(二)、(三)等编号。第三级以后编号一律使用阿拉伯数字。
- 5.脚注数目应尽量精减,并用连续的阿拉伯数字上标标注。脚注不得包含图表,尽量不包含公式。
- 6.公式应标以连续的数字(1)、(2)、(3)等。
- 7.每张插图必须打印在单独的一张纸上,并在行文中指明其位置。图中线条、符号及文字必须清晰。
- 8.所有参考文献出现在文章的末尾。中文部分参考文献在前,英文(外文)部分在后,按作者姓名的汉语拼音(或英文姓名字母)顺序排列。文献信息如出自连续出版物(期刊),应包含作者姓名、文献年份、文献名、期刊名和期刊序列号,以及文献所在页码;如出自著作,应包含作者、出版年份、作品名称、出版者地点、出版者名称。所有文献统一按作者姓名的汉语拼音(或英文姓名字母)顺序排列。参考文献应参照如下格式列示:

[1] 陈晓、陈小悦、倪凡, 1998, 中国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究,《经济科学》,第5期,第33—43页。

[2] 厉以宁, 2003,《资本主义起源——比较经济史研究》,北京:商务印书馆。

[3] 王立彦、刘军霞, 2003, 上市公司境内外会计信息披露规则的执行偏差,《经济研究》,第11期,第71—78页。

[4] Ball, R. J. and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, 159—178.

[5] Schipper, K., 2000, Financial accounting and reporting research in transition economies, *Taiwan Accounting Review*, 1, October, 1—14.

文章正文中提及参考文献时,应使用“著者+年份”制,例如:“厉以宁(1998)认为”、“曾有研究者探讨过这一问题(Schipper, 2000)”。正文提及的参考文献应与正文后列出的文献一一对应。

本刊不收取版面费,也不提供稿费。稿件发表后,本刊向论文所有作者各提供同期正本1册及抽印本若干份。

中国会计评论

第 12 卷 第 2 期

(总第 36 期)

2014 年 6 月

目 录

文 章

分析师预测分歧、投资者认知与公司价值

..... 雷光勇 张 英 姜 彭(115)

债务诉讼与股价崩盘风险

..... 李小荣 张瑞君 董红晔(133)

制度环境、事务所合并与动态生产效率

——基于事务所 2002—2011 年的平衡面板数据

..... 武恒光 张龙平 金成隆(159)

审计收费“固化”成因探究

..... 谌嘉席(199)

中国 XBRL 标准的趋同研究

——基于风险规避的共同代理模型的视角

..... 曾建光 郭 放(229)

企业信用风险与电子供应链审计师的关联性分析

..... 王雅芳 黄钰婷(249)

征 文

第十三届中国实证会计国际研讨会征文通知 (271)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 12 No. 2

June, 2014

CONTENTS

Articles

- Analyst Dispersion, Investor Recognition and Firm Value
..... Guangyong Lei, Ying Zhang and Peng Jiang(115)
- Debt Lawsuit and Stock Price Crash Risk
..... Xiaorong Li, Ruijun Zhang and Hongye Dong(133)
- Institutional Environment, Audit Firm Merger and Dynamic Productivity:
Based on Audit Firms' Balanced Panel Data of 2002—2011
..... Hengguang Wu, Longping Zhang and Chenglong Jin(159)
- The Research on the Solidification of Audit Fee
..... Jiayi Chen(199)
- Integrated Solutions to the XBRL Standards: Evidence from Common
Agents Model with Risk Averse
..... Jianguang Zeng and Fang Guo(229)
- The Relationship between Corporate Credit Risk and Supply Chain Auditor
..... Yafang Wang and Yuting Huang(249)

Call for Paper

- The 13th International Symposium on Empirical Accounting
Research in China(ISEAR) (271)

分析师预测分歧、投资者认知与公司价值

雷光勇 张英 姜彭*

摘要 已有研究对分析师预测分歧如何影响公司价值的实证证据存在矛盾。本文将分析师预测分歧与投资者认知提升公司价值的投资者认知效应结合起来,发现分析师预测分歧通过调节投资者认知效应对公司价值产生的负向影响主要体现信息不对称的作用,这种调节作用在国有企业中体现明显,并会受到较低信息不确定水平的制约;负向调节作用受到抑制的同时,分析师预测分歧对投资者认知效应的正向调节作用体现出来,这符合公司特有风险的作用机制;当投资者难以对企业未来做出准确预期的情况下,分析师预测分歧对认知效应的负向调节,可能导致投资者认知对公司价值的正向影响变为负向,与 Miller 的异质信念效应相符。

关键词 预测分歧 投资者认知 信息不对称 公司价值

一、引言

许多研究考察了分析师盈余预测分歧影响公司股票回报的机理或两者之间的关系,并从信息风险、信息不对称、异质信念等角度为其发现提供了理论解释 (Barry and Brown, 1985; Lang and Lundholm, 1996; Diether, Malloy and Scherbina, 2002; Johnson, 2004)。考虑到分析师的盈余预测以公司信息传递为基础,因而将分析师预测分歧与反映不同类型信息(常规信息与非常规信息)传递速度差异的市场均衡 (Merton, 1987) 结合在一起,可以更好地观察分析师盈余预测分歧影响公司价值的作用机制。

反映信息传递速度差异的市场均衡以投资者认知假设为前提,即不完全信息条件下的市场均衡 (Merton, 1987)。根据投资者认知假设,不同种类信息的传递速度不同,从而使投资者掌握的信息集并不包括市场的全部股票,因此投资者掌握信息的不完全程度存在差别,而投资者通常只会采用其知道

* 雷光勇(通信作者),对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心, E-mail: guangyonglei@126.com。张英、姜彭,对外经济贸易大学国际商学院。本文是国家自然科学基金项目“官员异质性、社会信任与企业资源配置”(项目编号:71472041)的阶段性研究成果。

的股票构建其最优投资组合。在此基础上,以不完全信息为条件的市场均衡的关键理论预期是:公司被越多投资者所知,公司价值越高,即投资者认知效应。Merton(1987)提出的投资者认知假设,还限定投资者具有一致信念。因此,将分析师预测分歧与投资者认知效应结合在一起,既能研究分析师预测分歧对公司价值的直接作用,及其通过调节投资者认知效应影响公司价值的间接作用,也能考察投资者认知效应在放松一致信念的限定之后,对现实世界的解释力。

本文研究的主要问题包括:分析师预测分歧是否会对投资者认知提升公司价值的作用产生影响,体现何种机制;如果这种影响存在,其与公司的产权性质是否存在逻辑联系;这些作用机制会在何种条件下发生变化。

研究的主要发现包括:(1) 分析师预测分歧对投资者认知提升公司价值效应的负向调节作用主要反映信息不对称的作用机制,该调节作用会因公司治理机制的影响与企业产权性质相联,并在国有企业中体现明显;(2) 由于信息不对称是信息不确定的子集,信息不对称对认知效应的负向调节作用会在公司信息不确定水平较低时受到抑制,而这种抑制作用也在国有企业中体现明显;(3) 低水平的信息不确定会对信息不对称的负向调节作用产生抑制效果,此时分析师预测分歧对认知效应的正向调节作用凸显出来,这种正向调节作用符合特有风险增强投资者认知效应的作用机制,由于民营企业的信息传递较快,信息有用性较强,因此正向调节作用在民营企业当中体现明显;(4) 当投资者难以对企业未来做出准确预期的情况下,分析师预测分歧对认知效应的负向调节,可能导致投资者认知对公司价值的提升作用变为负向,这与 Miller(1977)提出的异质信念效应一致,即市场乐观投资者与悲观投资者预测分歧较高时,投资者会降低投资回报的预期,从而使公司价值升高。

文章后续安排如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是研究设计;第四部分是实证结果与分析;第五部分是研究结论。

二、理论分析与研究假设

(一) 分析师预测分歧与投资者认知效应

理论研究表明,预测分歧与信息量之间存在负向关系(Barry and Brown, 1985)。较多的持续性信息披露,能提高市场对股票回报预期的准确性,降低公司信息不对称水平,制约市场突变(market surprises);具有信息含量的信息披露也会降低公司信息风险,从而使预测分歧变小,投资者预期回报降低(Lang

and Lundholm,1996)。这意味着预测分歧与公司价值之间存在负向关系。而一些研究之所以发现预测分歧与超常回报之间存在正向关系,是由于研究者在计算预期回报时,未考虑信息风险定价,正的超常回报实际上体现的是信息风险回报(Barry and Brown,1985)。根据 Lang and Lundholm(1996)的研究,预测分歧主要是由于公司披露信息量过少,而不是由于分析师对相同信息的解释存在差异,这意味着预测分歧能够表达公司信息不对称的意涵。公司信息不对称与投资者预期回报之间存在正向关系(Graves, Callahan and Chipalkatti, 2002)。上述分析意味着,无论是从信息风险,还是信息不对称的角度理解,预测分歧对公司价值均具有负向影响。

与之相反,Diether, Malloy and Scherbina(2002)发现,分析师盈余预测分歧越高的股票,其未来回报越低,这种效应在市值较低的小盘股及业绩较差的股票当中最为明显。这可以依据 Miller(1977)提出的异质信念假设进行解释:存在卖空约束的市场,价格主要反映市场乐观型投资者的预期,而最悲观的投资者将不进行交易;由于最乐观的投资者对其投资价值会做出最高估计,而最好的估计是各种观点的平均值,因此乐观型投资者将遭受较高的投资损失,乐观型投资者与悲观型投资者的预期分歧越大,市值相对股票真实价值的比例越高,而未来实际回报越低,并且这种关系会因市场存在卖空约束而变强(Miller, 1977; Diether, Malloy and Scherbina, 2002)。这也意味着,预测分歧与公司价值之间是正向关系。可见,对分析师盈余预测分歧与公司价值之间关系的解释,从异质信念的角度做分析与从信息风险或者信息不对称角度得出的结论刚好相反。

上述分析皆未考虑分析师预测与信息传递的关系。事实上,分析师预测要以上市公司的市场信息传递为基础,除直接对公司价值产生影响以外,也会借由信息传递对公司价值产生间接影响。反映信息传递影响市场均衡的资本资产定价模型最早由 Merton(1987)提出,Merton(1987)认为,不同信息的传递速度不同,通过标准渠道传递的常规信息(如年报),要比通过特殊渠道传递的非常规信息(如学术成果)更快地被投资者获取;传统资本资产定价模型的完美市场假定并未考虑这方面因素对市场均衡的影响,因而 Merton(1987)提出了反映投资者信息不完全的“投资者认知假设”。该假设认为,投资者在构建其最优投资组合时,只会将其知道的股票作为投资对象,并且不同投资者对同一股票回报的预期具有一致信念。在此基础上,Merton(1987)得到不完全信息条件下的市场均衡模型,其关键理论预期是投资者认知水平越高,公司价值越高,即投资者认知效应。可见分析师预测分歧与投资者认知效应具有逻辑上的必然

联系。

由于 Merton(1987)提出的市场均衡模型做出了一致信念假设,即未考虑投资者异质信念、信息不对称或信息风险等因素可能对投资者认知效应产生的影响,因此将分析师预测与投资者认知效应结合在一起,对观察分析师预测影响公司价值的潜在机制具有重要意义。同时,将预测分歧与认知效应一并考虑,还可观察分析师预测分歧在信息传递路径上,与公司特有风险之间是否存在关联。

有研究发现,预测分歧并不能代表信息质量,在公司基本面不可观测的情况下,预测分歧可作为公司特有风险的代理变量,而对一个有负债的公司而言,预期回报会随着公司特有风险的增加而降低(Johnson,2004),但这种研究并未涉及市场摩擦、投资者非理性,也未考虑信息传递(产出与获取)或公司资本结构的选择。另外,不完全信息条件下的市场均衡模型与传统资本资产定价模型的本质区别是,传统资本资产定价模型假定市场投资者已知市场中的所有股票,因而公司特有风险能通过多角化投资完全分散;投资者掌握的信息不完全则意味着,投资者只知道股票市场中的部分股票,公司特有风险无法通过多角化投资完全分散,从而公司特有风险会影响公司定价,特有风险越强,投资者认知对公司价值的影响作用越大(Kadlec and McConnell,1994;Lehavy and Sloan,2008)。可见,在信息传递路径上,如果预测分歧反映公司特有风险的意涵,那么预测分歧将对认知效应具有正向调节作用。

公司特有风险与信息风险的涵盖内容存在交集,但并不相同,其中,非信息投资者因信息劣势而面临的信息风险(Easley,Hvidkjaer and O'Hara,2002),也即信息不对称导致的信息风险,是两者的差异所在。根据前述分析,信息不对称会对认知效应产生负向调节;而异质信念和特有风险则对认知效应具有正向调节作用,因而预测分歧对认知效应的调节会随其反映的内涵不同而有所不同,即预测分歧对认知效应的调节方向有两种可能,故提出假设1。

假设 1a 分析师预测分歧越大,市场投资者认知效应越弱——信息不对称机制。

假设 1b 分析师预测分歧越大,市场投资者认知效应越强——特有风险或异质信念机制。

(二) 产权性质、预测分歧与投资者认知效应

信息传递同样会受到公司治理机制的影响,而不同产权性质的公司其治理机制亦不同。Ferreira and Laux(2007)发现,公司治理机制的重要内容——接

管约束水平,会显著影响公司的信息传递。这是因为,较低的接管约束意味着较高的接管可能性,这为交易者提供了强烈的投机激励,投机者往往会搜集更多信息来提高投机获利水平,从而加速公司的私人信息传递。由于民营企业主要受各种市场机制的约束,无论是投资者“用脚投票”,还是激烈的经理人市场竞争,都表明民营企业的接管风险相对较高;而国有企业因为倒闭产生的政治损失往往高于政府通过财政扶持花费的成本,因此相对于控制权较为开放的民营企业,国有企业面临的接管风险水平较低(Vickers and Yarrow,1991)。这意味着民营企业信息的市场传递更快。

控制权方面很开放的公司,其治理机制在其他方面同样具有较为开放的特征,比如会与投资者分享更多信息,更加关注信息的市场反应等等,因而不同产权性质企业提供信息的需求导向不同。民营企业由于主要面对市场竞争,其运营更加符合市场规律,因此较为关注市场投资者的信息需求,其信息披露会以市场为导向,信息有用性更强。相对而言,国有企业面临政府对企业运营、利润分配以及高管业绩评价等方面的干预(Chen et al.,2011),国有企业高管往往需要接受上级政府的监督与评价,因此对市场投资者的信息需求关注度相对较低,国有企业高管往往更加关注上级政府的各种信息需求,且更愿积极地向那些评价其工作业绩的政府官员汇报(Shleifer and Vishny,1994)。国有企业向市场提供的信息有用性相对民营企业要低。

另外,产权性质不同的企业,其投资者保护水平也存在差异,较少的接管约束对应着较强的投资者保护,内部人侵害外部投资者的可能性在投资者保护水平较高的情况下变小,会直接激发非信息投资者进行交易,从而替代更多的私人信息交易(Ferreira and Laux,2007)。上述三方面的影响意味着,民营企业的信息传递速度更快,有用性更强;而国有企业的信息不对称水平更高,投资者面临的信息风险更大。

综上,将预测分歧对投资者认知效应的调节作用与公司产权性质相联系,如果预测分歧对投资者认知效应的调节主要由信息不对称导致,则负向调节作用将在国有企业更加明显;如果预测分歧体现的是公司特有风险,那么预测分歧通过认知影响公司价值的作用将因信息传递速度加快而得到加强,这种效果会在民营企业中更显著;如果预测分歧体现着投资者的异质信念,那么,其正向调节作用在哪类产权性质的企业中更加明显则不确定。因此提出假设2。

假设 2a 相对于民营企业,预测分歧对投资者认知效应的调节作用在国有企业中更显著——信息不对称或异质信念机制。

假设 2b 相对于国有企业,预测分歧对投资者认知效应的调节作用在民营

企业中更显著——特有风险或异质信念机制。

(三) 信息不确定、预测分歧与投资者认知效应

前述提到的预测分歧包含的多种意涵,均以信息不确定为产生基础,而这些因素必然受到公司信息不确定水平的制约。“信息不确定”比“信息风险”的涵盖面广,一个事件不确定是指事件的未来结果不可预测,并且未来各种结果发生可能性的概率分布也不可知;而一个事件具有风险则是指事件的未来结果不可预测,但未来各种结果发生可能性的概率分布已知(Miller, 1977; Anderson, Ghysels and Juergens, 2009),因此“信息风险”包含于“信息不确定”之中。另外,“信息不对称”与“信息不确定”也是两个既有交集又有差别的概念,虽然不同投资者之间的信息量差异在市场中总是存在,但信息投资者掌握的与公司真实价值有关的特有信息,会随着时间的推移和各种事件的发生在市场中逐渐释放,到一定阶段,原来拥有信息优势的信息投资者与市场其他投资者所掌握的关于影响公司价值各因素的信息水平趋于一致,即信息不对称消失;而无论哪种投资者,都要一直承担与公司运营有关的信息不确定,因此信息不对称是信息不确定的一个子集(Dierkens, 1991)。信息不确定还会影响异质信念。信息不确定是由公司基本面的波动以及较差的信息质量共同引起的(Zhang, 2006)。信息不确定的公司,预期现金流更难估计,并往往伴随着较高的信息成本以及基础价值估计的不可靠和易变性(Jiang, Lee and Zhang, 2005),因此信息不确定的公司,投资者对公司的盈利预测分歧较高。

可见,分析师的盈余预测分歧无论是代表信息风险、信息不对称,还是异质信念,都会随着信息不确定水平的变化而发生变动,可以确定的是,预测分歧对投资者认知效应的调节作用,会在公司信息不确定水平较低的情况下受到抑制,而在信息不确定水平较高的公司体现得更加明显。另一方面,若预测分歧体现的是公司特有风险,那么预测分歧的正向调节作用将很可能在其他调节作用受到抑制的情况下更加明显,从而在信息不确定水平较低的情况下,特有风险对投资者认知效应的正向调节更加显著。因此有假设 3。

假设 3a 相对信息较确定的公司,预测分歧对投资者认知效应的调节,在信息不确定的公司中更显著——信息不对称或异质信念机制。

假设 3b 相对信息较确定的公司,预测分歧对投资者认知效应的正向调节,在信息较确定的公司中更显著——特有风险机制。

根据前述假设 2 的理论分析,预测分歧对投资者认知提升公司价值的调节作用,在不同产权性质的企业当中表现强弱不同,这种差别是否同样体现在具

有不同信息不确定水平的企业当中,将是对假设3的深入分析。如果假设3的理论分析成立,则意味着信息不确定水平较低的公司,无论是国有企业还是民营企业,都会对信息不对称或异质信念可能对投资者认知效应起到的调节作用产生抑制效果;而根据假设2的理论分析,可知这种抑制效果将在国有企业当中明显体现;另一方面,若预测分歧体现的是公司特有风险,那么预测分歧的正向调节作用将很可能在其他调节作用受到抑制的情况下,由于信息传递较快的缘故,在民营企业当中体现更显著,因此有假设4。

假设4a 较低的信息不确定,对预测分歧调节投资者认知效应的抑制作用在国有企业更显著——信息不对称或异质信念机制。

假设4b 较低的信息不确定,使预测分歧调节投资者认知效应的正向影响在民营企业更显著——特有风险机制。

三、研究设计

(一) 检验模型与变量设定

假设检验的回归模型设计如下:

$$\begin{aligned} \text{Tobin}Q_i = & \alpha_1 + \beta_1 \text{Dispersion}_i + \beta_2 \text{Recog}_i + \beta_3 \text{Recog}_i \times \text{Dispersion}_i \\ & + \text{Controls}_i \cdot \gamma_1 + \epsilon_i \end{aligned}$$

回归模型中,Recog表示投资者认知,指投资者对公司股票的了解程度,也代表投资者掌握信息的不完全程度;一只证券为越多投资者所知,其投资者认知水平越高;衡量投资者认知的公式是: $q_k = N_k / N$,其中, N_k 表示知道证券 k 的投资者数量, N 表示市场投资者总数量(Merton,1987)。通常情况下,一只股票为越多人所知,那么这只股票将被越多人持有,因此许多研究采用持有公司股票的股东数量衡量公司的投资者认知水平,并将股东基础作为投资者认知水平的代理变量(Kadlec and McConnell,1994;Amihud,Mendelson and Uno,1999;Chen,Noronha and Singal,2004;King and Segal,2009;Bodnaruk and Ostberg,2009)。根据可得数据,这一指标的衡量通过公司第一季度至第四季度股东户数占市场各公司股东户数总和比重的年度平均数计算得到;为控制异方差,对该指标取对数;求年度平均时,将没有完整四个季度数据的样本剔除;基于数据可得性,分母未能采用市场股东户数总和,而是用所有公司股东户数之和近似替代,因存在重复计算而可能产生各年对投资者认知的整体低估,可通过在回归分析中引入年度哑变量进行控制,对统计结果没有实质影响。需要特别说明的是,此处投资者认知(investor recognition)是以理性人为前提,与以有限理性

为前提的投资者认知(investor perception)不同。

式中 TobinQ 表示公司价值,是年末市场价值与总资产的比值,市场价值是股权市值与净债务市值之和;Dispersion 表示分析师盈余预测分歧,是盈余预测标准差与盈余预测平均值之比(Graves, Callahan and Chipalkatti, 2002)。

借鉴 King and Segal (2009) 的研究,控制变量包括对盈利能力的控制:ROA,是年末利润总额与财务费用之和与资产总额的比重;对公司偿债能力的控制:Leverage,是资产负债率;对投资机会的控制:Salegrowth,是当年营业收入与上年营业收入之差与上年营业收入的比值;对公司规模的控制:Lnassets,是年末资产总额的对数。此外,控制变量还包括对股权结构的控制:Negshrcr,是第一大股东持股比例;对信息不确定的控制:SAFE,表示盈余预测误差,是预测平均值与每股收益实际值的差距,与每股收益实际值之比的绝对值(Graves, Callahan and Chipalkatti, 2002);对公司实质性盈余变化导致的分析师盈余预测分歧的控制:Earningsurprise,表示盈余冲击,该指标是“当年每股盈余与上年每股盈余之差绝对值”与财报公布当天的股价之比的对数,财报公布当天是非交易日的,用财报公布第二日的股价代替(Lang and Lundholm, 1996)。

(二) 各假设的检验

假设 1 的检验,通过 Dispersion 与 Recog 交乘项的回归系数在统计上的显著性判别,如果回归系数显著,说明预测分歧对投资者认知效应具有调节作用。若交乘项回归系数为负,则假设 1a 成立,即信息不对称对认知效应的调节作用存在;若交乘项回归系数为正,则假设 1b 成立,即特有风险或异质信念对认知效应的调节作用存在。为考察 Dispersion 在不同水平可能对统计结果的影响,以预测分歧的第三和第七个十分位数作为划分标准,对预测分歧的不同水平做分组检验。

假设 2 的检验是在检验假设 1 的基础上,以国有企业和民营企业做分组检验。国有企业和民营企业按照实际控制人划分(根据股权控制链判断),国有企业用 SOE 表示,民营企业用 PritEnp 表示。国有企业的实际控制人包括国务院、国资委、财政部、商务部、交通部、信息产业部、教育部、水利部、国有企业、国有机构、开发区、事业单位等;民营企业的实际控制人包括民营企业与自然人。Dispersion 与 Recog 交乘项的回归系数的分组检验结果,若国有企业较民营企业显著,则假设 2a 成立;系数为负时,表明信息不对称对认知效应具有调节作用;系数为正时,表明异质信念对认知效应具有调节作用。交乘项回归系数的分组检验结果,若民营企业较国有企业更显著,则假设 2b 成立;系数为正时,表

明特有风险或异质信念对认知效应具有调节作用。

假设 3 的检验是对回归模型,以不同信息不确定水平做分组检验,采用盈余预测误差的第三和第七个十分位数作为划分标准,分组检验中,若 Dispersion 与 Recog 交乘项的回归系数在信息不确定水平较高组更显著,则假设 3a 成立;系数为负,意味着信息不对称具有调节作用;系数为正,表明异质信念效应存在。若交乘项回归系数的显著性在信息不确定水平较低组显著为正,则假设 3b 成立,即特有风险对认知效应的调节作用成立。

假设 4 的检验是在检验假设 3 的基础上,以不同产权性质的样本再分组检验,如果信息不确定水平较低,国有企业 Dispersion 与 Recog 交乘项的回归系数的统计显著性低于民营企业,则假设 4a 成立;反之假设 4b 成立,符号意义同前。

(三) 内生性问题

由于预测分歧既可反映信息风险、信息不对称,也能代表投资者异质信念或公司特有风险,因此预测分歧对公司价值的影响,及其对投资者认知效应的调节作用会存在多重解释的内生性问题。文中通过四个假设的逐步验证,能对多重解释做出一定区分:如果预测分歧对投资者认知效应的调节作用是负向的,则这种调节作用与特有风险及异质信念的关系不大,主要反映信息不对称的作用。如果调节作用是正向的,则其决定因素存在特有风险和投资者异质信念两种可能,而这两种机制可以通过观察预测分歧对公司价值的直接作用得以区分。直接作用为正,意味着异质信念机制;直接作用为负,体现着特有风险的影响。

四、实证结果与分析

(一) 样本选择和数据描述

选取非金融类、沪深主板上市公司作为初始研究样本,剔除年度正常交易日少于 200 天的公司,以及数据缺失的样本,得到 3 294 个观测值。数据均来自 CSMAR 数据库,样本期间是 2003—2011 年。为减少异常值的影响,对所有连续变量做 1%和 99%水平的 Winsorize 处理。

(二) 预测分歧与投资者认知效应

假设 1 的检验结果见表 1。首先检验的是未控制调节作用的情况,以说明