

● 国家自然科学基金项目资助成果（项目编号：71450005）

JINGJI ZHOUQI DUI SHANGSHI GONGSI
YINGYU GUANLI DE YINGXIANG YANJIU

经济周期对上市公司 盈余管理的影响研究

胡华夏 洪荭 张利 著



中国地质大学出版社
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE

● 国家自然科学基金项目资助成果（项目编号：71450005）

JINGJI ZHOUQI DUI SHANGSHI GONGSI
YINGYU GUANLI DE YINGXIANG YANJIU

经济周期对上市公司 盈余管理的影响研究

胡华夏 洪荭 张利 著



中国地质大学出版社
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE

图书在版编目(CIP)数据

经济周期对上市公司盈余管理的影响研究/胡华夏,洪荭,张利著. —武汉:中国地质大学出版社,2015. 12

ISBN 978—7—5625—3787—8

I. ①经…

II. ①胡…②洪…③张…

III. ①上市公司—企业利润—研究

IV. ①F267.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 313330 号

经济周期对上市公司盈余管理的影响研究 胡华夏 洪 荭 张 利 著

责任编辑:彭 琳

责任校对:周 旭

出版发行:中国地质大学出版社(武汉市洪山区鲁磨路 388 号) 邮政编码:430074

电 话:(027)67883511 传 真:67883580 E-mail:cbb@cug.edu.cn

经 销:全国新华书店 <http://www.cugp.cug.edu.cn>

开本:787 毫米×960 毫米 1/16

字数:211 千字 印张:10.75

版次:2015 年 12 月第 1 版

印次:2015 年 12 月第 1 次印刷

印刷:武汉市籍缘印刷厂

印数:1—500 册

ISBN 978—7—5625—3787—8

定价:38.00 元

如有印装质量问题请与印刷厂联系调换

前 言

目前,中国资本市场处于“新兴+转轨”的环境中,在资本市场的运转过程中,上市公司不是独立运行的,它与资本市场相互联系、相互作用,它的行为直接影响资本市场的稳定,甚至对国际资本市场产生影响。上市公司信息披露的充分性、完整性和真实性是资本市场资源配置效率的关键决定因素之一,也是中国资本市场发挥价格发现与资源优化的两大功能、实现资本市场有效运行的前提。然而,上市公司管理层为了呈现良好的成长状况、保持更高的竞争水平,常常利用会计政策与法律、法规的漏洞进行盈余管理,对我国资本市场的稳定运行造成巨大的冲击。因此,上市公司的盈余管理活动是影响投资者、监管机构及会计准则制定机构决策的重要因素,也是学术界研究的核心问题之一。

目前,关于盈余管理的研究大多数是从政府监管、管理层或者市场投资者的角度进行研究,较少关注宏观经济层面对微观企业行为的影响,也并未对其影响盈余管理的具体路径进行深入分析。而笔者主要从宏观经济视角出发,系统研究不同经济周期阶段下,投资者行为对盈余管理影响的机理,通过“经济周期→投资者行为→盈余管理”的演化路径,建立不同经济周期阶段下盈余管理的约束机制。通过理论分析和实证分析相结合,笔者主要从以下几个方面进行了创新性探索:

(1)通过经济周期对盈余管理的溢出效应的分析与检验,明确经济周期对盈余管理的作用机理。首先,分析了经济周期对公司经营环境的影响;其次,进一步分析它对公司基本面的影响及最终使得公司盈余管理程度发生变化的情况;最后,在理论分析的基础上实证检验经济周期对盈余管理的溢出效应。

(2)不同投资者行为对企业财务盈余信息的影响存在差异,为此,笔者构建了经济周期下不同投资者行为影响盈余管理的模型,明确了不同经济周期阶段两大类投资者行为对盈余管理的影响路径,即在经济周期作用下控股股东利益输送行为、机构投资者持股行为等对盈余管理的影响路径。

(3)笔者以投资者行为研究为纽带,就投资者行为对上市公司盈余管理的影响展开研究,有效地连接了宏观经济周期和上市公司微观行为,从一个新的视角解释了盈余管理的产生,探寻了公司治理及市场监管存在缺陷的根本性原因,进

而提出了盈余管理约束机制。

(4)在研究经济周期、控股股东行为与机构投资者行为对盈余管理产生影响的同时,进一步研究了投资者情绪与市场波动对上市公司盈余管理行为的影响,分别从宏观—微观的角度,对盈余管理进行了全面深入的分析与实证研究,进一步丰富了盈余管理的研究框架。

受研究资源与研究水平的限制,笔者的研究仍存在一些局限性,如样本选取、研究角度等方面,这些问题有待于以后进一步讨论和研究,期望在以后的研究中加以完善。

胡华夏

2015年6月于武汉

目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 研究背景和意义	(1)
第二节 国内外研究现状	(4)
第三节 研究方法、内容及创新点	(16)
第二章 研究的理论基础	(20)
第一节 资本市场稳定性及其传播系统	(20)
第二节 经济周期理论	(24)
第三节 行为金融学与投资者行为	(28)
第四节 委托代理与信息不对称	(35)
第五节 盈余管理的基本理论	(40)
本章小结	(45)
第三章 经济周期对盈余管理影响路径的实证研究	(47)
第一节 经济周期对盈余管理环境的影响	(47)
第二节 经济周期冲击与盈余管理问题	(54)
第三节 经济周期对盈余管理影响的实证研究	(61)
本章小结	(71)
第四章 经济周期下投资者行为对盈余管理影响路径的实证研究	(73)
第一节 经济周期下投资者行为对盈余管理影响的机理分析	(73)
第二节 经济周期下控股股东行为对盈余管理影响的实证研究	(79)
第三节 经济周期下机构投资者行为对盈余管理影响的实证研究	(95)
本章小结	(107)
第五章 经济周期下盈余管理影响资本市场及传导扩散的实证研究	(108)

第一节	经济周期下盈余管理对投资者情绪影响的机理分析·····	(108)
第二节	经济周期下盈余管理对投资者情绪影响的实证检验·····	(111)
第三节	经济周期下盈余管理对市场波动影响的实证研究·····	(122)
	本章小结·····	(132)
第六章	不同经济周期阶段下盈余管理约束机制研究 ·····	(133)
第一节	基于经济周期的盈余管理约束机制框架设计·····	(133)
第二节	市场强制约束机制·····	(135)
第三节	公司内部约束机制·····	(142)
第四节	经济周期下市场约束与公司约束的权变机制·····	(147)
	本章小结·····	(151)
第七章	结论与展望 ·····	(152)
第一节	主要结论·····	(152)
第二节	研究展望·····	(153)
	主要参考文献 ·····	(155)

第一章 绪 论

第一节 研究背景和意义

一、研究背景

目前,中国资本市场处于“新兴+转轨”的环境中,在资本市场的运转过程中,上市公司不是独立运行的,它与资本市场相互联系、相互作用,它的行为直接影响资本市场的稳定,甚至对国际资本市场产生影响。上市公司信息披露的充分性、完整性和真实性是资本市场资源配置效率的关键决定因素之一,也是中国资本市场发挥价格发现与资源优化的两大功能、实现资本市场有效运行的前提。然而,上市公司管理层为了呈现良好的成长状况、保持更高的竞争水平,常常利用会计政策与法律、法规的漏洞进行盈余管理,对我国资本市场的稳定运行造成巨大的冲击。因此,上市公司的盈余管理活动是影响投资者、监管机构及会计准则制定机构决策的重要因素,也是学术界研究的核心问题之一。

企业盈余管理动机究竟是管理层的“自利工具”还是股东的“价值利器”,这已成为近年来财务学和管理学交叉研究的热点。基于融资动机角度,在经济上行期,公司更倾向于向上盈余管理,提升股票的价值(Allayannis et al, 2003),吸引外部投资者。在经济下行期,公司更倾向于向下的盈余管理,储备现金流,以备在上行期增加市场竞争力,提升公司的价值与投资者的持股价值(周敏, 2009)。为显化投资者在宏观经济和微观企业中的隐形纽带作用,笔者从投资者视角,探讨在宏观经济环境波动的背景下,投资者行为是否产生波动,不同类型的投资者行为波动是否有共性特征,经济周期波动下投资者行为是否对上市公司盈余管理活动产生影响,影响机理是什么。针对这些问题,学术界鲜有研究。因此,笔者拟对经济周期波动下投资者行为与上市公司盈余管理波动以及盈余管理对市场波动的影响等进行重点研究。

本书在借鉴现有的盈余管理研究成果的基础上,揭示盈余管理受宏观经济

环境因素驱动及客观环境因素与投资者行为主观因素协同影响路径,深入分析经济周期波动下控股股东行为、机构投资者行为及投资者交易行为等不同投资者行为对盈余管理的影响效应,并在此基础上,进一步研究在不同经济周期阶段下,上市公司的盈余管理行为与市场波动的联动效应。因此,从宏观意义上看,笔者为市场提供盈余管理前瞻性预期、塑造合意的经济发展思路,提升中国经济的竞争力,促进我国经济与国际经济更好地协同发展;从微观来看,笔者为控制上市公司盈余管理行为和盈余管理的内外部约束机制提供思路及实施策略。

二、研究意义

盈余管理是 20 世纪 80 年代以来会计学界兴起的一个前沿性研究课题,至今仍是现代会计理论研究的重要领域。虽然学术界对它的定义一直存在争议,但是盈余管理的基本特征得到了广泛认可。魏明海(2000)指出盈余管理的主体、客体和目的,分别是公司的管理人员、会计信息以及有目的的选择性行为。研究表明,公司的盈利状况是外界、公司内部关注的重点,在内外部控制、监督以及市场交易程度等条件下,管理人员的决策必然受到影响,盈余管理的程度随之受到影响。笔者基于宏观经济视角,以经济周期(Business Cycle)为背景,从投资者行为出发,将不同投资者行为纳入会计行为分析之中,研究宏观经济因素对企业盈余管理行为的影响,这对于更好地抑制企业不当的盈余管理行为,具有重要的理论和现实意义。

(一)理论意义

1. 基于经济周期视角解释盈余管理问题

目前,从宏观层面研究盈余管理的成果主要集中在经济周期与盈余管理关联性方面,而针对经济周期对盈余管理的溢出效应解释力度不够。为了深入探讨溢出效应,笔者从经济周期对公司的内外部经营环境影响的角度出发,进一步深入分析经济周期对盈余管理的影响,即将宏观经济影响因素纳入会计行为研究框架中,探究不同经济周期阶段下盈余管理程度的差异。

2. 结合经济周期研究投资者行为对盈余管理的影响路径

现有研究中有关投资者与盈余管理的关系大多是从单个角度出发,如从控股股东或者机构投资者等角度出发,提出相关政策理论框架,而从内部投资者(控股股东)、外部投资者(机构及市场交易行为)角度对盈余管理动机及程度的影响研究尚未涉及。为此,笔者沿着“经济周期—投资者行为—上市公司盈余管理”的研究路线,通过深入研究,逐步揭开经济周期下投资者行为对上市公司盈

余管理活动影响的“黑箱”^①,完善并发展盈余管理理论和上市公司监管理论,为上市公司过度盈余管理治理实践提供理论指导。

3. 通过机理分析寻找解决盈余管理问题的有效办法

尽管,关于盈余管理治理的研究硕果累累,但大多数研究都是基于微观层面寻求盈余管理的有效治理,很少涉及宏观经济层面。笔者针对不同经济周期阶段,从宏观和微观两个视角深入研究盈余管理的约束机制,并通过分析经济周期的变化与投资者行为、上市公司盈余管理波动之间的关联机理以及在经济周期下不同类型的投资者行为对公司盈余活动影响的差异性,提出以投资者为切入点的盈余管理约束机制,不仅能为公司有效规避系统性投资风险创造条件,而且还能为监管部门事前监管提供政策建议。

4. 通过研究盈余管理对市场波动的影响全面认识盈余管理

目前,盈余管理对资本市场弊大于利是大多的研究结论,然而笔者通过研究盈余管理与市场的不断变化,发现一定程度的盈余管理能起到稳定市场的作用,这有利于投资者、管理者与监管部门正确全面地认识盈余管理。

(二)现实意义

1. 帮助投资者做出正确的投资决策

利益最大化是所有投资者追求的终极目标,但投资者只有在准确预测的财务信息的基础上,才有更大的收益机会。因此,企业传达给外界的真实有效的会计信息是投资者进行决策的重要依据,也是正确决策的基础。笔者通过研究上市公司的盈余管理行为在不同经济周期阶段下表现出来的动机及特征,进一步回答了企业管理层在不同经济周期阶段下会有不同的盈余管理动机以及采取不同的盈余管理手段,这些研究成果不仅可以帮助投资者进一步认知盈余管理,并从盈余管理的角度更理性地分析公司的财务报告,从而做出最佳投资决策,提高资源的优化性与资本市场的有效性。

2. 帮助债权人等利益相关者做出正确的决策

为了有效地保护贷款的安全性与收益性,债权人必须考虑企业未来的财务风险、债务契约的违约风险。如果企业发生财务困境,则很有可能通过盈余管理的手段调节利润,放宽债务合同的限制与约束,降低违约风险,增加债权人对企业的信任。因而,不同经济周期阶段下上市公司盈余管理的产生与影响机理的

^① 所谓“黑箱”,就是指那些既不能打开,又不能从外部直接观察内部状态的系统,比如人们的大脑只能通过信息的输入输出来确定结构和参数。

研究,有助于债权人对企业发生的债权债务关系进行合理正确的判断,并做出及时、正确的决策。

3. 推动完善公司治理结构

随着研究深入,盈余管理已不再是单纯的会计问题,盈余管理不仅与微观层面的企业密切相关,也与宏观环境的波动不可分割。笔者通过对不同经济周期阶段下的盈余管理行为进行研究,不仅可以找到微观层面企业治理存在的缺陷以及进行盈余管理的动机,还可以进一步从宏观角度探究制约盈余管理的方法。这些研究一方面可以从理论角度科学指导投资者等各方利益相关者参与公司治理,提升公司治理水平,另一方面也为相关法律、法规的制定和实施提供理论依据。

第二节 国内外研究现状

盈余管理一直是学者们研究的热点,成果颇丰,但鲜有从宏观角度来研究盈余管理的,而近几年经济周期作为宏观经济因素也被一些学者纳入盈余管理的研究中。以下将从经济周期与盈余管理、经济周期与投资者行为、投资者行为与盈余管理以及盈余管理与资本市场关联性四个方面对现有的研究文献进行评述。

一、经济周期与盈余管理

(一)宏观经济政策的微观传导效应

货币政策作为一项宏观经济政策对微观企业行为的影响主要是通过微观传导机制作用的。货币政策(Monetary Policy),是我国中央人民银行最主要的金融手段之一,通过调节货币的供给需求关系来控制经济过热或者促进经济繁荣。

1. 早期货币传导机制研究

关于货币政策传导理论最早可以追溯到凯恩斯。凯恩斯在《通论》一书中提出货币政策经由利率及有效需求影响社会经济活动的货币政策传导机制理论。20世纪30年代以来,货币观点开始发展,路径为:货币对经济的间接影响→货币对经济的直接影响。但货币观点的理论前提在现实中很难实现,因此,各个经济学流派从不同的条件出发,分别形成了各自的货币政策传导机制理论。从20世纪50年代开始,经济学家提出并逐渐形成货币传导机制的信用观点。20世

纪 80 年代, Mishkin 根据货币与其他资产之间的不同替代性, 提出货币政策传导机制的两大类: 货币传导渠道和信贷传导渠道。“信用观点”逐渐被后来的学者认同, 该观点认为货币政策的效果主要是通过银行信贷可得性的变通产生的。

2. 现代货币传导机制研究

货币政策传导机制是宏观经济政策微观传导的基础, 近几年学者对它的研究越来越深入。Bernanke 和 Blinder(1988)指出, 银行信贷是绝大多数企业的选择, 也只有银行信贷能够满足某些企业的需求, 如中小企业, 而信息的不对称性, 使银行信贷很难被替代。Bernanke 和 Blinder(1992)研究发现, 银行借贷作为货币政策传导的渠道之一是大多数企业选择的贷款对象, 而它的作用在货币政策紧缩的时候也会有所弱化。Kashyap 和 Stein 等(1993)研究发现, 尽管银行信贷在紧缩的货币政策时期供应总量会有所减少, 但是信贷的需求量并没有因此减少。国内学者提出, 货币政策的传导机制, 指的是货币政策被确定之后进行实际操作, 到最后达到货币政策制定的目的, 中间环节之间的各种联系以及因果关系的总和。20 世纪 90 年代, 我国开始实行货币政策, 在 30 多年的发展中货币政策传导机制不断发展和完善。学者们通过对我国近 10 年的货币政策传导问题进行分析研究, 发现我国货币政策对实体经济的影响同时通过了货币传导机制和信贷传导机制, 但信贷传导机制仍旧是我国货币政策传导的主要机制(周英章、蒋振声, 2002; 蒋瑛琨、刘艳武和赵振全, 2005)。但是, 高铁梅(2006)却认为货币供应量是货币渠道传导中最重要的变量。中国资本市场并不成熟, 还不具有西方传统经济特征, 因此, 董志勇(2010)认为中国市场货币信贷传导渠道缺乏有效性。

笔者在货币传导政策的基础上, 通过货币政策的利率与汇率渠道、资产结构渠道以及信用供给渠道这三种渠道, 分析宏观经济政策对市场的影响、对微观企业发展的影响。

(二)经济周期对盈余波动的影响研究

从近年来的研究可以看出, 盈余的稳定性有时会受企业经营环境影响, 由于经营环境的变化, 盈余的稳定性也会改变。研究表明, 盈余稳定性与企业竞争策略、经营风险以及公司治理均存在相关关系(Cheng et al, 2008; 李琳等, 2009)。由于宏观环境的改变直接影响到企业的经营环境, 因此, 21 世纪以来, 国内外学者开始关注经济周期对盈余波动的影响, 逐步从企业微观层面对盈余波动(Variants of Earnings)的影响上升到宏观市场层面对盈余波动的影响。

1. 国外相关研究

在国外研究方面,20世纪60年代末,Brown和Ball最早开始研究宏观经济因素与企业利润的关系。Klein等(2006)指出宏观经济周期可能对企业业绩产生影响,且经济周期与企业的资产回报率存在正相关关系。经济波动会影响公司的盈余,甚至同步影响经济波动。例如在2008年的经济危机爆发时,能源、交通、电子、钢铁等与宏观经济紧密相连的基础行业的业绩普遍出现亏损,企业盈余受到巨大的波动。Dichev等(2009)指出盈余波动主要受两个因素影响,即经济周期的变化和公司会计收入的确认差异。经济处于上行期,公司的盈余一般会高速增长,而业绩的高速增长会造成企业盈余发生波动。

2. 国内相关研究

在国内研究方面,牛建波(2009)利用我国上市公司的数据验证了董事会规模与公司业绩存在关系,认为董事会规模对公司业绩波动性的影响是消极的。李琳等(2009)研究发现,尽管公司治理水平会受众多因素影响,但受盈余管理的影响更显著,而股权制衡会对上市公司的会计盈余产生影响,主要是通过降低公司的总资产收益率和企业价值整体的离散程度等方式来实现。不同经济周期阶段下,宏观经济对于企业市场价值评估影响是不同的。经济上行期,市场发展态势良好,对企业市场价值高估;而经济下行期,悲观的投资情绪会造成企业市场价值的低估。许慧(2010)结合行业因素和企业成长性,检验并证实了经济周期与盈余波动的关系。此外,潘妙丽和蒋义宏(2011)以GDP(国民生产总值)、会计盈余分别作为衡量宏观经济增长和公司业绩波动的指标,研究了公司业绩波与经济周期、股市周期的背离或一致的现象。

在宏观经济背景下,企业经营活动必会受其波动的影响,企业业绩受到影响,会计盈余就可能产生波动。但现有文献中,极少涉及到盈余波动的成因,实证类的文章更是寥寥无几。

(三)经济周期与盈余管理的关联性研究

盈余管理一直是学术界研究热点。目前,盈余管理的研究主要集中在盈余管理动机(魏涛、陆正飞和单宏伟,2007;Cohen、Zarowin,2010;卢太平、张东旭,2014)、盈余管理方式(蔡春、李明和和辉,2013;王福胜、吉姗姗和程富,2014)、盈余管理治理(于忠泊等,2011)及盈余管理经济后果(Coles,2006;徐浩萍、陈超,2009)等,但这些研究均从微观层面出发,关于宏观经济环境对企业盈余管理的影响研究较少。近年来,学者开始关注宏观环境对公司业绩、盈余管理等方面的影响(Lin、Shih,2003;Liu、Ryan,2006),但这些研究均未涉及经济周期与盈余管

理,这就缺乏在不同经济周期阶段下,对盈余管理的动机、行为等关键因素的研究。从 2005 年开始,国内外学者开始从经济周期角度研究上市公司的盈余管理行为。

1. 国外相关研究

Jin 和 Chen(2005)从经济周期角度研究宏观环境对公司盈余管理的影响,发现公司盈余管理在不同经济周期阶段下的程度不同。Klein 等(2006)以美国的数据为研究基础,发现宏观的经济周期与盈利指标之一的资产回报率(ROE)显著正相关。Lin(2006)在此基础上进一步研究,证实企业的盈余管理与经济周期的相关性,且经济周期与盈余管理之间是非线性 U 型关系,不同行业的企业在不同的经济周期阶段下的盈余管理动机也会显著不同。Lin 和 Michael(2007)则发现盈余管理与实际 GDP 之间的关系,无论经济上行还是下行,大多数企业(非金融业)会选择调低盈余,即经济在极端的情况下,大多数企业的可操作性应计利润为负,此外,他们验证了盈余管理与实际 GDP 之间也是非线性 U 型关系。

2. 国内相关研究

国内相关研究成果较少,但宏观经济与盈余管理的关系、经济周期与盈余管理的相关性均得到相关学者的验证。李青元和王红建(2013)研究发现,经济周期与公司盈余管理存在相关关系,且不同经济周期阶段下,公司进行盈余管理的方向有所不同,在经济上行期公司更倾向向上的盈余管理,在经济下行期公司更倾向向下的盈余管理。陈武朝(2013)则从宏观经济角度出发,研究了行业的周期性在不同经济周期阶段下与上市公司盈余管理的关系,发现周期性行业公司盈余管理程度一般高于非周期性行业,且在经济下行期的盈余管理程度相对较高。此外,该学者又结合行业景气度,检验了不同经济周期阶段下行业景气度对盈余管理的影响。研究发现,盈余管理程度在经济下行期大于上行期,行业不景气时盈余管理程度比较大。通过更进一步的研究发现,当行业经济不景气时不论处于下行期还是上行期,盈余管理程度都比较高;当企业处在经济下行期,不论行业的景气度高低,盈余管理程度都比较高。还有部分学者讨论了宏观经济因素对企业盈余管理的影响,认为宏观经济发展形势上涨时,上市公司的盈余管理程度并不是变大,也不是变小,而是随着经济的上涨,盈余管理程度先下降后上升。胡华夏、洪荭和廖俊洁(2014)研究也证实在不同经济周期阶段下,管理者盈余管理程度会发生明显的变化,同时还发现管理者过度自信在不同经济周期阶段对盈余管理波动产生的影响也存在差异。

二、经济周期与投资者行为

当下国内外关于经济周期波动与投资者行为波动之间关系的直接研究较少,已有的研究主要集中在经济周期波动与投资者心理偏差、投资者心理偏差与投资者行为等两个方面。

(一)经济周期波动与投资者心理偏差

外部环境的变化会引起投资者产生一定的认知偏差,宏观经济波动在一定程度上影响了投资者心理偏差(Irrationality of Investors)。基于上述理论,国内外学者从静态和动态两个视角对投资者心理偏差及行为偏差进行了研究。

1. 静态投资者偏差

20 世纪 70 年代,Tversky 指出个人决策会受到主观想法的影响,从而产生可得性偏差。在此基础上,Kahneman 于 1974 首次提出著名的“锚定效应”^①理论,而且他们认为个体的分析判断能力受个人能力限制,这种认识与进化心理学的观点相吻合,即自然选择的结果逐步将人们进化成一种依赖有限理性的决策方式来替代理性决策过程的思维主体,并据此来节约思维成本(Simon,1955)。Eorge 和 Hwang(2004)研究发现,在面对多变的市场和新信息时,投资者往往会根据自己对股价的经验判断,如果股价前期较高,市场的变化对股价的影响不会立马体现。在实际情况中,赵学军等(2001)认为,中国股市中,宏观经济环境变化不会对投资者“出赢保亏”的情绪产生影响,即宏观经济环境形势无法影响投资者赚取收益的情绪。Oechssler 等(2009)则指出,认知能力的高低与行为偏差显著相关,且认知能力高的人同样也会产生行为偏差,如股票分析师(Mokoteli et al,2009)。因此,静态视角的研究结果表明,投资者的情绪和行为不会受到经济周期波动的影响。

2. 动态投资者偏差

有别于单方面、静止地研究投资者心理偏差及行为偏差,20 世纪 80 年代末,一些学者已经逐渐从动态变化视角分析投资者的心理偏差、行为偏差。如投资者的损失厌恶会导致投资者做出非理性判断,从而出现“售盈持亏”(Shefrin、Statman,1985)。Hirshleifer 等(1994)提出“羊群行为”^②,Daniel 等(1998)提出

① 本节阐述的“锚定效应”主要参考 Kahneman(1974)。

② 本节阐述的“羊群行为”主要参考 Hirshleifer 等(1994)。

“过度反应”,Gervais 等(2001)提出“过度交易”行为,这些学者均认为股价对市场变化的反应很迅速,投资者也会对市场做出迅速的反应。Scheinkman 等在 2003 年提出,“过度交易”行为和“羊群行为”也会带来“投机泡沫”^①等负面的市场效应。Jaimovich 等(2007)也认为,“过度交易”行为和“羊群行为”甚至能通过增加期望冲击引发更大的经济周期波动。许年行和吴世农(2007)指出,投资者应增强自身的谈判能力,校正锚定与调整行为偏差对股改对价方案的影响。且 Cederburg(2008)、Nofsinger(2010)均发现,不同经济周期阶段下,投资者行为不同。Nofsinger(2010)指出,近几年的金融危机爆发后,投资者在经济上行期与下行期时会产生不同的心理偏差,进而影响经济形势。在不同时期同样一个人做出的投资决策会有所不同,这是由于投资者的偏好和信念会随着时间而改变。此外,研究发现投资者的自信度会影响预期回报率,即投资者总认为自身的投资行为能事先预测资本市场波动趋势,并做出更有力的决策。

(二)投资者心理偏差与投资者行为

投资者心理偏差行为是金融学研究的基础领域之一,投资者心理偏差受到投资者情绪的影响。随着外部市场信息的不确定性增强,投资者心理偏差也随之增强。投资者行为偏差则是投资者情绪和市场环境的共同影响的结果。近年来,国外的一些行为金融学家主要是通过不同的投资行为和不同的投资心理建立一些行为模型,用以解释金融市场上的一些异常现象(Barberis、Thaler, 2002)。国内的一些学者(赵学军、王永宏,2001;周琳杰,2002;朱战宇等,2003)先后对我国股票市场一些异常现象进行了实证研究。但目前国内外学者对投资心理与投资交易行为之间的关系进行研究的还很少,可借鉴参考的文献不多。2001 年,Hirshleifer 提出,投资者心理偏差随着信息不确定性的增加而增强,而投资者行为也会受到影响。张荣武、沈庆元和聂慧丽(2011)将投资者心理偏差置于经济周期这一宏观背景下,提出“经济周期—心理偏差—行为偏差—资产定价”的研究新思路,以此揭示了投资心理偏差导致非理性投资行为产生。阎波(2013)也从行为金融学角度,提到投资者的心理因素在投资过程中的重要作用,投资者的非理性心理偏差会使投资者产生一些对市场趋势的不正确判断,从而影响到投资者的收益状况。

① 本节阐述的“投机泡沫”主要参考 Scheinkman 等(2003)。

三、投资者行为与盈余管理

(一) 控股股东行为与盈余管理研究

治理结构对盈余管理的影响是近年来资本市场比较热门的话题,20 世纪以来,控股股东行为与盈余管理之间的关系开始引起国内外学者的关注。

1. 国外相关研究

Chaney 和 Lewis(1995)认为,实际控制公司的股东能够利用权力优势,通过调整应计利润来进行盈余管理,从而避免股票价格的下降和融资成本的上升。而 Shleifer 和 Vishny(1997)发现,高度集中的股权结构下,控股股东与其他股东之间的利益冲突更大。财务报告质量和股权集中程度呈负相关关系,这就为大股东控制或掠夺小股东的财富创造了机会,而这个“机会”为失真的会计信息(LaPorta et al,1998)。公司采取企业内部母子公司,子公司与子公司的关联交易或利用相关准则假设缺陷和法律规定等多种途径进行会计盈余操纵(LaPorta et al,2000;Claessens et al,2000)。此外,众多学者基于控股股东与外部投资者之间信息不对称的情况,指出大股东出于追求自身利益动机,能够利用控制权来操纵报告盈余,以此来隐瞒和误导外部投资者(Fan、Wong,2005)。而 Leuz 等(2003)也指出盈余管理很大程度上受控股股东牟取私利动机的影响。Friedman 等(2003)发现,特定情况下“支持效应”现象在控股股东中也会发生,经过考察,亚洲市场中对投资者的保护较弱。因此,大股东对于发展状况不太好的公司往往具有支持的倾向,即公司的控股股东会将自己的资源输送至公司,让自己与其他股东的利益得到保护。

2. 国内相关研究

我国股权分置改革完成后,控股股东与中小股东的利益逐渐趋于一致。在这种制度背景下,控股股东对上市公司的掏空行为受到抑制,为了获取更多的投资收益,他们支持上市公司的行为成为盈余管理动机之一。从国内已有研究来看,李增泉等(2004)认为,上市公司的所有权结构状况影响公司股东的行为,特别是大股东的利益输出行为;谭劲松和郑国坚(2004)提出,公司的大股东利用现有制度的缺陷,在不触犯法律的前提下权衡使用利益输送手段。后来,李增泉等(2004)、陈晓和王琨(2005)通过实证分析了控股股东侵占行为与公司所有权结构存在相关关系,并指出控股股东利用自身对公司的控制地位,通过会计信息操纵及关联交易等手段,降低信息透明度,将公司经济资源输出并掏空,侵蚀中小投资者的利益。当然,控股股东的持股比率也会影响盈余管理程度(王化成、佟