

 墨香会计学术文库

国家自然科学基金项目 (70972114)

福建省高等学校新世纪优秀人才支持计划

中央高校基本科研业务费项目 资助出版

信息不确定性、投资者行为 与盈余公告后的漂移现象

Information Uncertainty, Investor Behavior
and Post-Earnings Announcement Drift

• 于李胜 著 •

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香会计学术文库

国家自然科学基金项目 (70972114)

福建省高等学校新世纪优秀人才支持计划

中央高校基本科研业务费项目 资助出版

信息不确定性、投资者行为 与盈余公告后的漂移现象

Information Uncertainty, Investor Behavior
and Post-Earnings Announcement Drift

• 于李胜 著 •



FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大连

© 于李胜 2013

图书在版编目 (CIP) 数据

信息不确定性、投资者行为与盈余公告后的漂移现象 /
于李胜著. —大连: 东北财经大学出版社, 2013. 7
(墨香会计学术文库)
ISBN 978-7-5654-1196-0

I. 信… II. 于… III. 金融市场—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 115904 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm 字数: 156 千字 印张: 6 5/8

2013 年 7 月第 1 版 2013 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 张晓鹏 责任校对: 赵楠 刘洋

封面设计: 张智波 版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1196-0

定价: 26.00 元

作者简介

于李胜，教授，厦门大学管理学院会计系副主任。美国休斯敦大学（University of Houston）访问学者。2009年入选财政部全国会计（后备）领军人才（学术类第三期），2011年入选福建省新世纪优秀人才；中国会计学会会员、美国会计学会（AAA）会员、欧洲会计学会（EAA）会员，中国会计学会财务成本分会理事。近年来，曾先后在《管理世界》、《会计研究》、《金融研究》、《南开管理评论》等期刊发表学术论文10余篇；主持教育部人文社科研究青年基金和国家自然科学基金青年项目各一项。2009年8月和2010年1月参加哈佛大学商学院案例教学培训项目（PCMPCL）。

作者感谢国家自然科学基金项目“信息操控、风险测度与盈余公告后的漂移现象（PEAD）（70972114）”、福建省高等学校新世纪优秀人才支持计划、中央高校基本科研业务费项目“非金融企业套期保值行为及监管模式研究”的资助。

前言

本书首先从信息扩散理论出发，构建了一个研究 PEAD 现象的分析框架。从理论上讲，信息不完全性可能是 PEAD 现象产生的一个基础性因素，而投资者行为的差异可能改变了 PEAD 的相关形态。就我国实际情况而言，我国上市公司的信息质量良莠不齐，财务信息造假是一个相对普遍的现象；同时，我国的资本市场已经由散户主导转变成散户和机构投资者共同参与且机构投资者具有引导作用的市场。另外，我国的散户投资者存在诸多认知偏差，如“过度自信”、“代表性偏差”、“锚定心理”等，而机构投资者表现出更多的羊群效应。上述这些特点决定了我国资本市场中的 PEAD 与其他国家相比有着特殊的形式。在分析完理论和我国现实约束条件后，本书对国内外关于盈余公告后的漂移现象的研究进行了全面的回顾。在此基础上，又对我国资本市场盈余公告后的漂移现象进行了全面的描述和分析，并与国外相应的研究进行对比，总结出了我国 PEAD 的特点。最后，分别从信息不完全性、投资者行为和投资者注意力的角度进行实证分析，对我国 PEAD 的特点进行了解释。

本书的研究结论主要表现在三个方面：

第一方面是对我国资本市场上盈余公告后的漂移现象（PEAD）的特征描述，具体结论如下：①未预期盈余对 PEAD 的大小有着重要影响，未预期盈余的程度越高，PEAD 越大；②市场对好消息和坏消息的反应不对称，对好消息反应平淡，对坏消息反应剧烈；③盈余公告后好消息和坏消息的投资组合都出现反转现象，但坏消息投资组合的反转现象更明显。

第二方面是上述特征产生的原因，具体表现在：

（1）研究发现，未预期盈余与 PEAD 之间的关系实际上受更

深层次的因素——信息不确定性的影响。信息不确定性程度越高的公司，未预期盈余的程度就越高，进而 PEAD 也比较大。这说明信息不确定性是影响 PEAD 产生和持续的深层次原因之一。

(2) 市场对于好消息反应平淡，是因为以基金公司为代表的机构投资者持有的股票中，多数具有利好消息。这些投资者通常是价值投资者，其持有的股票基本为绩优股，因此会长期持有这些组合，故对公司公布的利好消息反应平淡；散户投资者通常跟随机构投资者而动，相应的买卖行为也减少，因此整个市场对于好消息反应平淡。市场对于坏消息反应强烈，是因为如果机构投资者持有的股票公布了坏消息，说明机构投资者对这些企业盈余预测有偏，为避免损失，此时机构投资者会积极卖出相应股票，由于资金量大会引起相应股价持续下跌，而散户由于具有代表型偏差以及损失厌恶等原因，也会随之抛售相应股票，从而市场表现为对坏消息反应剧烈。

(3) 盈余公告后的反转现象主要是由以基金公司为代表的机构投资者的投资行为引起的。由于我国机构投资者具有明显的羊群效应，当出现较大的正的未预期盈余或负的未预期盈余时，他们会积极地买入或卖出股票。由于资金量较大，会出现股价持续下跌或上涨的态势。而散户投资者由于具有代表型偏差，认为股价持续上涨意味着有巨大的利好消息，而股价持续下跌意味着较大的利空消息，所以他们也会积极地买入或卖出相关股票。这又进一步推动了股票的价格上涨和下跌，最终导致了过度反应。又由于上述(2)说明的原因，所以盈余公告后坏消息投资组合的反转现象更明显。

第三个方面，投资者注意力是影响 PEAD 产生与发展的重要因素。Hirshleifer Lim 和 Teoh (2009) 提出了“注意力分散假说”，认为无关信息的同时出现会分散投资者有限的注意力，注意力的分散使得市场不能对相关信息做出及时的反应，注意力是导致反应不

足的原因。Hirshleifer, Lim 和 Teoh (2009) 研究的焦点集中在无关信息对相关信息的影响方面, 本书将研究的重心放在相关信息对相关信息的影响上。另外, Hirshleifer, Lim 和 Teoh (2009) 的研究关注的是信息整体对投资者注意力的影响, 我们关注的是信息各组成部分对投资者注意力的影响。L. Peng, W. Xiong (2005) 将企业公告的信息分成市场层面、板块层面和公司层面三个部分, 他们的模型表明, 注意力的有限性使得投资者将更多的注意力分配到市场和板块层面, 而忽视了公司层面。根据这一逻辑, 信息竞争性披露的增加使得投资者注意力有限的矛盾更加突出: 一方面, 促使投资者更倾向于处理市场和板块层面的信息; 另一方面, 进一步降低了投资者对公司层面的信息的处理能力。当公司层面的信息在市场定价中起主导作用时, 信息竞争性披露的增加会伴随着投资者市场反应的减少, 这就是 Hirshleifer, Lim 和 Teoh (2009) 提出的“投资者注意力分散假说”; 当市场和板块层面的信息在市场定价中起主导作用时, 信息竞争性披露的增加将提升投资者的及时市场反应, 我们称为“投资者注意力分类聚焦假说”。我们的研究表明, 多信息日投资者对未预期盈余的及时市场反应显著强于少信息日; 从盈余公告后的漂移程度方面看, 在多信息日公告盈余信息的企业, 盈余公告后的漂移程度显著低于在少信息日公告的企业。这一研究结果验证了“投资者注意力分类聚焦假说”。此外, 我们的研究还验证了 Morck et al (2000) “发展中国家产权保护比较弱, 公司层面信息的可靠性差, 因此股价对公司层面信息的反应较少”的论断。

于李胜
2013 年 4 月

目 录

1 引 言	1
1.1 问题提出及研究意义	1
1.2 研究思路及章节安排	5
1.3 研究结论及贡献	8
2 理论框架	12
2.1 有效市场理论及其批判	12
2.2 信息扩散理论在 PEAD 中的应用	16
2.3 小 结	30
3 我国资本市场的信息质量和投资者行为现状分析	33
3.1 信息质量	33
3.2 投资者的行为	45
3.3 小 结	58
4 文献回顾	59
4.1 国外的相关研究	59
4.2 国内的相关研究	68
4.3 小 结	70
5 我国证券市场 PEAD 的现象特征分析与国际比较	72
5.1 我国 PEAD 的总体趋势	72
5.2 不同分类情况下的 PEAD	79

5.3	与国外成熟市场的比较	87
5.4	小 结	89
6	信息不确定性和盈余公告后的漂移现象	91
6.1	相关实证检验	91
6.2	小 结	112
7	投资者行为差异与盈余公告后的漂移现象	113
7.1	相关实证检验	113
7.2	小 结	129
8	投资者注意力与盈余公告后的漂移现象	131
8.1	相关实证检验	132
8.2	小 结	171
9	总 结	176
9.1	主要结论	176
9.2	研究不足及未来的研究方向	178
	主要参考文献	180

1 引言

1.1 问题提出及研究意义

1.1.1 问题提出

我国资本市场经过十几年的发展，已经取得长足的进步。无论是制度建设还是参与者的类型都日趋完善和丰富。如何深化资本市场改革，进一步提高市场的有效性，成为监管层和学者关心的话题。这一目标的完成需要我们对我国资本市场有更深入、细致的研究和认识。盈余公告后的漂移（Post-Earnings Announcement Drift, PEAD）作为传统资产定价中的市场异象之一，为我们提供了一个很好的切入点。根据有效市场理论，上市公司发布盈余公告后，股价应快速、准确地反映相关信息。然而，大量的学者^①发现，如果公司公布的业绩超出了投资者的预期，则股价会持续上涨；反之，如果公司公布的业绩未达到投资者的预期，则股价会持续下跌。这种漂移现象的存在说明资本市场的运行并不是那么有效，影响这一现象的因素必然也会对市场的有效性产生影响。因此，研究盈余公告后的漂移现象对我们理解微观资本市场的运行机制、市场有效性的边界等问题都十分有益。国内现有的关于 PEAD 的研究还处

^① Ball 和 Brown (1968)、Beaver (1968)、Morse (1981)、Foster (1977)、Patell 和 Wolfson (1984) 等学者都发现了盈余公告后的这种漂移现象。国内学者吴世农、黄志功 (1997)、赵宇龙 (1998)、程伟庆 (2002) 也发现国内存在类似现象。

于初级阶段，无论是研究方法的复杂程度，还是研究问题的深度和广度都显不足。希望在借鉴国内外研究经验的基础上，本书能够全面、深入地对我国的 PEAD 现象进行探讨。本书拟研究的问题是：我国上市公司盈余公告后的漂移现象有什么特征？根据现有的理论和我国的实际情况，如何解释这些特征？

1.1.2 研究意义

本研究的理论意义在于：①揭示了信息质量在提高资本市场有效性中的作用；②有助于理解不同市场参与者的行为对市场有效性的影响；③从资本市场的信息扩散角度理解 PEAD 现象，有助于我们深入理解价格发现机制，这对于我们认识资本市场、货币市场及其他相关市场的效率都有一定的借鉴意义。

从实证会计理论的角度看，本书从更一般的视角研究了会计信息对资本市场的影响。全面理解信息风险在资产定价中的作用能更好地预测新会计准则实施的效果。一个普遍的观点是：传统的学术研究不能和政策相关的研究统一起来。Schipper (1994) 把此问题归结为会计学术研究主要在于调查和理解事物之间的关系，以及它们为什么这样。这种实证观点并不一定与准则制定者面临的规范问题相一致，而这些规范研究则直接为准则制定者提供了导向。例如，在会计事项确认和披露的选择中，准则制定者经常决定一个会计事项是否、何时以及如何确认和披露。在有效市场假说下，一个会计事项是否将被确认或披露，要比该事项何时以及如何被确认或披露重要得多，因为市场不会被披露的格式和方式所愚弄。然而，在一个有限、有效的市场中，如何披露可能会影响信息融入股价的速度，从而导致新的披露或确认标准对不同公司的影响具有差异。另一个例子是关于公平披露管制的。证监会强制公平披露的目的是为所有的投资者提供一个公平获取披露信息的机会，此政策的目的是用来提高信息环境标准和保护一些投资者（如个体投资者）。因

为一般情况下，他们获取信息的速度比机构投资者之类的其他投资者慢，因此，公平披露管制可能会加快价格调整，使得市场能更快、更准确地对公司股票定价。

从金融学的角度看，PEAD 作为与传统的金融学理论相违背的一种市场异象，一直受到诸多学者的关注。PEAD 现象对市场有效性理论及传统的资产定价理论提出了挑战。所以深入认识和理解 PEAD 现象，有助于全面把握市场有效性理论。

从行为学的角度看，如何理解不同成熟度的投资者在市场中的表现是学者们非常关心的话题。同时，投资者又是 PEAD 现象产生机理中的市场参与者或信宿，利用行为学研究 PEAD 现象是理解资本市场中不同投资者行为差异的重要途径之一。因为对于上市公司年报公布的盈余信息，不同成熟度的投资者会有不同的心理反应，而这些心理的差异最终会体现为行为上的差异。因此，理解这些差异对于我们从行为学的角度把握 PEAD 这种市场现象有所裨益。

本研究的现实意义在于：首先，对于我们理解我国资本市场的一些反常现象有所裨益。我国资本市场上一直存在一些令人费解的现象，比如“年报见光死”。从 2004 年公布的首份年报峨眉山 A 到 2008 年的卧龙地产，“年报见光死”年年上演。卧龙地产 2007 年实现净利润 1.2 亿元，同比增长 69.79%，每股收益 0.364 元，公布业绩快报当日，公司股票一路走低直到最后跌停，而且第二日还连续跌停。又如，“首亏大涨”，从 2008 年 12 月 1 日至 2009 年 1 月 8 日，在此期间 123 家预增的公司上涨 17.13%，87 家预减的公司上涨 9.92%，96 家首亏的公司上涨 2.19%，也都跑赢大盘。对于这些反常现象，现有的解释主要是来自实务界，通常认为，利空出尽是利好，利好出尽是利空。但这种解释缺乏深刻的理论依据。我们认为，这些现象说明市场不仅看重盈余报告中的数字，还关注数字背后的相关信息，所以对这一问题不能单从年报公告这一时点来进行研究，还要将窗口提前至整个年度，从企业信息的生产

过程以及企业这些信息与市场反应的互动过程来考察。

我们的研究还有利于回答会计信息是如何影响投资者的决策的。传统的分析性研究认为会计盈余数据不会产生真实的经济价值，因此认为会计信息的有用性值得怀疑^①。Ball 和 Brown (1968) 首次发现 PEAD 现象证明了会计信息的决策有用性。这对于会计理论的发展乃至会计学科的发展都具有重要的意义。然而，会计信息是如何影响投资者的决策的，现在的研究并没有给出很好的答案。我们认为，盈余信息的生产过程、内部结构以及披露过程产生的信息风险会对投资者预期产生这样或那样的影响，这些影响直接决定投资者的投资策略。

进一步，从企业的角度出发，研究会计信息在资本市场中的真实效应，将有助于了解企业微观层面的生产经营决策、投资决策是如何通过会计信息反映到股票价格中的。其中的逻辑是，企业的生产、经营决策和投资决策改变了盈余的结构和趋势，即改变了信息风险的来源、构成和变化，这进一步又会对投资者的预期和投资决策产生影响，进而影响企业的财富。

同时，信息质量对市场的有效性程度有着重要的影响，因此应加强会计准则的制定，使其更能真实地反映企业的经营状况；加强信息披露，使其更全面、及时地反映企业的全貌，以及加强对企业盈余操纵行为的监管和处罚，使会计信息质量得以充分保障。这些对于塑造一个良性运作的资本市场有着重要的意义，是市场有效性不断增强的必要条件。此外，大力培育机构投资者，积极推行对散户的投资教育，是提高市场有效性的助推器。由于机构投资者具有

^① 在实务中，会计人员要处理并购、租赁、研发、价格杠杆的变动、税收费用等各类问题，而会计又缺乏一个全面完整的理论框架，这导致了会计实务处理中众多不一致的现象，所以说，会计盈余实际上是由一些不同性质的内容组成的，就好像 27 张桌子和 8 张椅子之间存在的差异一样，这也是为什么说会计盈余是没有意义的原因。在这种观点下，会计盈余只是一套程序运作的结果，不具有真实的经济价值（Ball 和 Brown，1968）。

专业的投资分析能力，在选取股票时较散户相对成熟和理性，这样容易形成优胜劣汰的良性循环机制，把盈利水平低、信息质量差的企业逐渐淘汰出局，进而随着证券市场的基石——上市公司质量的不断改善，我国资本市场的有效性会进一步增强。

对 PEAD 现象的研究在一定程度上还为市场参与者（投资者和投机者）的市场盈利策略和手段提供了指导。市场参与者一旦认识到信息质量和投资者成熟度会影响企业价值，他们在进行投资决策时，就会慎重考虑这两个因素的作用，以提前捕捉到具有投资价值的股票，从而获得超额收益。此外，我国的证券市场发展历史较短，投资者的投资理念尚不够成熟，而证券市场上的各种投机和违规行为又极易对广大投资者特别是中小投资者造成伤害，因此理解不同成熟度的投资者的心理和行为差异，对于理解市场的价格波动和保护广大的中小投资者有着重要的现实意义。

1.2 研究思路及章节安排

本书从有效市场理论等经典金融理论出发，在批判这些理论不足的基础上，建立了以信息扩散理论为基础的分析框架，然后分别从信息不完全性和投资者有限理性两个角度分析了二者对市场异象的影响。在理论分析的基础上，本书从信息质量差异和投资者行为差异两个角度对我国特有的约束条件进行了分析，并针对我国盈余公告后的漂移现象进行了研究。首先，对国内外盈余公告后的漂移现象（的研究）进行了全面的文献回顾，在此基础上，本书对我国资本市场盈余公告后的漂移现象进行了全面的描述和分析，并与国外相应的研究进行对比，总结出我国 PEAD 的特点。最后，分别从信息不完全性和投资者行为角度进行实证分析，对我国 PEAD 的特点进行解释。

本书各章内容安排如下：

第2章构建了全书的理论框架。本章首先分析了传统的有效市场理论在解释 PEAD 现象方面的不足,然后从信息扩散论的角度分析了信源、信宿对 PEAD 的影响,这里主要从信息不完全性和投资者有限理性两个角度进行分析。作为信源的会计信息具有不完全性是资本市场的必然结果,将导致未来状况的不确定性和价格信息的不确定性。这使得投资者不能完全认知所处的经济环境,一定程度上造成了风险溢价或估计错误,导致了 PEAD 现象的产生;同时,信息不完全性还增加了资本市场的交易成本,又进一步影响了信息扩散过程的持续性。投资者的有效理性如代表性偏差、可得性偏差、锚定等都反映投资者的认知判断被“锚定”在由于过去的典型事件或经验所得而确定的某种信念上,产生非贝叶斯法则所能预期的偏差,从而产生市场行为的过度自信和过度反应、保守主义和反应不足。

第3章是对我国资本市场信息质量和投资者行为现状的分析。本章从我国的实际出发,分析了我国资本市场中信息质量和投资者特征的现状,以期发现研究 PEAD 现象的现实约束条件。从信息质量方面来说,我国会计准则经过十几年的建设,已经达到一个较高的水平。然而,我国企业的会计信息质量却不容乐观,会计信息失真成为资本市场一个普遍现象,信息质量不高成为影响市场盈余的重要原因。从投资者角度看,我国个体投资者在投资行为上存在诸多的认知偏差,如“确定性心理”、“损失厌恶心理”等,这些认知偏差使得个体投资者的投资行为更多地表现出“卖盈持亏”的特征。我国的机构投资者还有许多市场异化行为,具体表现在:①存在(或曾经存在)操纵市场的行为;②存在明显的羊群效应。这些行为使得投资者对于盈余公告具有不同的表现。

第4章是文献回顾,通过对国内外相关研究的梳理,试图发现现有研究的不足。本章从 Ball 和 Brown (1968) 的研究谈起,将对 PEAD 的研究分成三个阶段:第一阶段从 1968 年至 20 世纪 70 年代

末 80 年度初,是 PEAD 存在性的证明阶段,具体表现在研究数据的细化、研究对象的扩展、研究思路和研究内容的深入等方面。第二阶段从 20 世纪 80 年代至 90 年代中后期,是对 PEAD 的初步解释阶段,相关的解释主要有:CAPM 模型不完善或存在估计偏误、滞后的价格反应等。第三阶段从 20 世纪后期至今,是解释深化期,主要是从投资者行为角度进行解释。最后本章又对国内相关文献进行了回顾。

第 5 章对我国证券市场 PEAD 现象的特征进行了详细的分析与国际比较。本章通过对 1999—2003 年的上市公司盈余公告后的漂移现象进行描述分析,发现我国资本市场的 PEAD 现象存在以下两个特征:市场整体上对于好消息反应平淡,对于坏消息反应剧烈;无论是好消息的组合还是坏消息的组合,在盈余公告后都会出现不同程度的反转现象。

第 6 章主要从信息不确定性的角度出发,实证检验信息不确定性在 PEAD 产生中的作用。本章先考虑了信息不确定性与未预期盈余之间的关系,在此基础上进一步考察信息不确定性对累计超常收益率的幅度和漂移长短的影响。

第 7 章主要从投资者行为差异的角度,分析不同的投资者对于 PEAD 的影响。本章首先分析了以基金公司为代表的机构投资者重仓持有的股票组合和非机构投资者重仓持有的股票组合的 PEAD 差异,并进一步考察了稳健型投资者对 PEAD 的影响,在此基础上,进一步分析了机构投资者行为对 PEAD 的影响。

第 8 章主要是从投资者的注意力角度,分析信息披露对 PEAD 的影响。我们首先从总体上观察,信息披露数量的多少对投资者注意力的影响,进而对 PEAD 的影响。在此基础上,我们将披露信息分成相关信息与不相关信息进一步进行探讨。

第 9 章是全文的总结。本章在总结全文的基础上,提出了研究的不足及未来研究方向。

1.3 研究结论及贡献

1.3.1 研究结论

本书的研究结论主要表现在三个方面：

第一方面是对我国资本市场上盈余公告后的漂移现象（PEAD）的特征描述，具体结论如下：①未预期盈余对 PEAD 的大小有着重要影响，未预期盈余的程度越高，PEAD 越大；②市场对好消息和坏消息的反应不对称，对好消息反应平淡，对坏消息反应剧烈；③盈余公告后好消息和坏消息的投资组合都出现反转现象，但坏消息组合的反转现象更明显。

第二方面是上述特征产生的原因，具体表现在：

（1）本研究发现，未预期盈余与 PEAD 的关系实际上受更深层次的因素——信息不确定性的影响。信息不确定性程度越高的公司，未预期盈余的程度就越高，进而 PEAD 也比较大。这说明信息不确定性是影响 PEAD 产生和持续的深层次原因之一。

（2）市场对好消息反应平淡，是因为以基金公司为代表的机构投资者持有的股票中，多数具有利好消息。这些投资者通常是价值投资者，其持有的股票基本为绩优股，因此会长期持有这些组合，故对公司公布的利好消息反应平淡；散户投资者通常跟随机构投资者而动，所以相应的买卖行为也减少，因此整个市场对好消息反应平淡。市场对坏消息反应强烈，是因为如果机构投资者持有的股票公布了坏消息，说明机构投资者对这些企业盈余预测有偏，为避免损失，此时机构投资者会积极卖出相应股票，由于资金量大会引起相应股价持续下跌，而散户由于具有代表性偏差以及损失厌恶等原因，也会随之抛售相应股票，从而市场表现为对坏消息反应剧烈。