

投资者异质意见、盈余公告效应及其关系探究

宋晓翠(高级会计师)

【摘要】 本文以我国沪深两市上市公司2012~2015年盈余公告的季度数据和东方财富网股吧历史发帖数为原始样本数据,考察了中小投资者投资行为与盈余公告效应之间的关系。研究发现:我国中小投资者所持有的彼此各异的意见将直接对盈余公告效应产生影响。短期内,投资者意见分歧程度越大,则累计异常收益率越高,反之越低;长期内,投资者意见分歧程度越大,则累计异常收益率越低,反之越高。这种影响效应的力度受所发布消息类型的影响。管理层的预告行为则在短期内增强投资者的意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响;若管理层的公告常发布于周末,则长期内将进一步加剧意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响。

【关键词】 中小投资者; 投资者异质意见; 盈余公告; 累计异常收益率

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)29-0124-5

一、引言

中国证券市场自1990年建立,经过20多年的发展,基本实现了证券市场由起步到初具规模的发展历程。据相关数据统计,截至2015年年底,沪深两市A股上市公司一共有2853家,流通市值报417926亿元,两市总市值报531304亿元。其中,持有1万~10万元的A股流通市值的账户数占总数的48.16%,这就意味着目前我国证券市场上中小投资者依然是主要投资群体。

因此,中小投资者对于市场趋势的判断将直接影响股价的市场走向,即中小投资者在进行投资决策时主要依赖于自身从市场中所获取的信息,而这些信息将主要出现于各上市公司定期公布的财务信息公告中。但不可否认的是,财务公告所能提供的信息是极为有限的,从而造成了市场参与主体之间的信息不对称,使中小投资者只能处于信息弱势地位,这就必然导致其面临较大的投资风险。

在这种背景下,如何才能实现对中小投资者权益的有效维护也就成为理论界与实务界关注的焦点。1968年Ball和Brown采用实证研究方法探讨了会计收益是否与股票价格相关,发现现行财务报告提供的会计信息有助于投资者估计股票的期望收益和风险,从而有助于他们做出正确的投资决策,这也导致理论界在探讨中小投资者投资行为时,尤其关注上市公司盈余公告的影响。

基于此,本文拟以我国证券市场的中小投资者为研究对象,通过实证检验进一步探寻我国盈余公告效应的特点之所在,以期为正确引导中小投资者投资行为提供一定的理论参考。

二、理论分析与研究假设

Ball和Brown(1968)的实证研究结果表明,财务报告的相关会计信息会直接影响投资者对股票期望收益和风险的判断,进而影响股票价格。后续研究者(权小峰、吴世农,2010)延续该思路进一步分析了在投资者意见相异时,其可能对股价产生的影响,最终形成了较为典型的三种模型(BSV模型、DHS模型和HS模型)。三种模型有着彼此各异的投资者意见假设,从而导致彼此不同的投资行为。

BSV模型主要将参与市场交易的投资者分为保守性偏差和代表性启发式偏差两类:保守性偏差是指对于股价变动所导致的收益变化无太大反应,在进行投资决策时不考虑股价变化的影响;代表性启发式偏差是指反应过度,认为股价变化对收益的影响是同向的。

DHS模型根据投资者心理差异将投资者划分为过度自信和归因偏差两类:过度自信的投资者往往会对私人信息所发出的信号产生足够的关注,而低估公开信息所发出的信号,表现出反应不及时的特征;具有归因偏差心理的投资者在进行投资决策时,往往会将较坏的投资结果归因于自我运气不好,而非自我判断失误,这也使得其对于新信息的反应更为滞后。该模型有效解释了证券市场的股票收益所表现出的短期正的自相关性和长期负的自相关性。

HS模型则基于投资者具体行为特征差异,将投资者分为信息观察投资者和动量交易投资者两类:信息观察投资者在短期内只会关注部分基本面信息,并以此作为自我投资决策形成的判断依据,而对于股价所表现出的动态趋势没有给予必要的重视,往往容易导致其对股价反应过度;而动量交

易投资者则刚好相反,其主要关注市场估计的动态走势而对于静止时段的面上信息基本不在意,进而导致股价沿着原有趋势不断加强,即短期内股价呈现惯性特征,而长期表现出反转态势。

基于此,本文对于我国中小投资者投资行为与盈余公告效应间的关系作出如下假设:

假设1:我国中小投资者所持有的彼此各异的意见将直接对盈余公告效应产生影响,该影响具体决定于时间段的长短。短期内,投资者意见分歧程度越大,则累计异常收益率越高,反之越低;长期内,投资者意见分歧程度越大,则累计异常收益率越低,反之越高。

假设2:对于盈余公告效应而言,中小投资者意见分歧的影响力度基于消息的好坏而不同。即短期内,投资者自身所获取的好消息越多,越能强化意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响;反之,自身所获取的坏消息越多,越将弱化意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响。长期内,投资者自身所获取的好消息越多,越会强化意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响;反之,自身所获取的坏消息越多,越能弱化意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响。

假设3:对于盈余公告效应而言,中小投资者意见分歧的影响可通过管理层的公告实现。管理层的预告会在短期内增强投资者的意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响;如果管理层的公告常发布于周末,则长期内将进一步加剧意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源。参考已有研究并综合考虑投资者意见分歧的可获取程度,选择2012~2015年盈余公告的季度数据为样本数据。考虑到市场其他事件可能对盈余公告产生影响,剔除以下样本:金融类企业样本,盈余公告期间PT、*ST、ST的样本,正式公告与业绩预告不符的样本,停牌的样本以及财务变量缺失的样本。共得到样本情况如表1所示。本文与盈余公告相关的数据主要来源于CSMAR数据库、Wind数据库;用于反映投资者意见分歧度的数据则主要基于东方财富网股吧的历史发帖数整理获得。

表1 样本数据基本分布情况

年份	一季度	二季度	三季度	四季度
2012	1746	3503	3204	1461
2013	1724	3490	3295	1792
2014	1671	3477	3289	2047
2015	1754	3826	3316	0

2. 指标选择与模型构建。参考权小峰等(2010)的研究方法,将报告披露日视为事件发生点($t=0$),其与第1个交易日的时间段视为第一个事件窗口,该时间段内的投资者反应视为短期反应;将公告后第2个交易日至第30个交易日间的

时间段视为第二个事件窗口,该时间段内的投资者反应视为长期反应。同时,在计算正常收益时将选择市场模型,根据来源地的差异将样本数据分为H组和S组,采用各自对应的综指作为市场收益率。以事件发生前45个交易日到前5个交易日为估计窗口,对该窗口期内的个股收益率与市场收益率进行回归。以此为基础,进一步计算事件发生后正常收益率的预估值($\tilde{L}_{i,t}$)和异常收益率($AL_{i,t}$):

$$AL_{i,t} = L_{i,t} - \tilde{L}_{i,t} \quad (1)$$

其中: $L_{i,t}$ 代表事件发生后的正常收益率。

分别计算短期和长期内的累计异常收益率(YL):

$$YL(1) = AL_{i,0} + AL_{i,1} \\ YL(2) = \sum_{t=2}^{30} AL_{i,t} \quad (2)$$

将从东方财富网股吧所搜集到的投资者实时行情评论与交流贴分为“看好市场”、“看跌市场”与“无明确意见”三类,进而构建相关指数。具体而言:令 $A_t = \sum_{i \in D(t)} M_i a_i^c$ 。其中: c

表示投资者可能采取的买入、卖出或持有三种行为的集合; a_i^c 则为具体指示变量,当投资者行为不属于 c 集合时,计 a_i^c

为0; M_i 为权重系数。则可进一步令 $A_t = A_t^{BUY} + A_t^{SELL}$ 。参考Werner Antweiler的研究方法,根据贴吧信息文本,得到投资者看涨指数(G_t):

$$G_t = \frac{A_t^{BUY} - A_t^{SELL}}{A_t^{BUY} + A_t^{SELL}}$$

这一看涨指数分散情况的表示则可视作投资者意见分歧程度的量化指标,即投资者看涨指数的方差为:

$$\eta_t^2 = \frac{\sum_{i \in D(t)} M_i (a_i - G_t)^2}{\sum_{i \in D(t)} M_i} = \frac{\sum_i M_i a_i^2}{\sum_i M_i} - G_t^2 = 1 - G_t^2$$

其中: $\forall: a_i^2=1$ 对于投资者意见分歧 FY_t 可表示为: $FY_t = \sqrt{1 - G_t^2} \in [0, 1]$ 。现假设有10人对对证券市场进行预期。在投资者对证券市场都持看涨或看跌意见时, $a_i=1, A_t=1$,则 $FY_t=0$,意味着彼此间无意见分歧;若4人持看涨意见,剩余6人持看跌意见,则意味着 $G = \frac{4}{6} = \frac{2}{3}$,则 $FY_t = \sqrt{1 - \left(\frac{2}{3}\right)^2} = 0.55111$,这就意味着投资者对于市场的判断分歧较大。可见, FY_t 可直接反映投资者意见的分歧程度,该值越大,意味着意见分歧越严重,反之亦反。

为准确反映上述变量间的关系,有必要引入其他可能影响公司收益率的控制变量。变量及其计算公式具体见表2。

同时引入股权集中度、消息类别与公司管理层行为作为虚拟变量,以便更直观地揭示投资者意见分歧对盈余公告效应的作用机理。具体而言:对每一公司的前十大股东持股比例进行统计发现,其四分之一位数是46.7872%,则令持股比例低于该值的公司股权集中度为1,高于该值的公司股权集

表 2 变量及其计算公式

指标		计算公式
被解释变量	累计异常收益率	短期内: $YL(1)=AL_{i,0}+AL_{i,1}$ 长期内: $YL(2)=\sum_{t=2}^{30} AL_{i,t}$
	投资者意见分歧	$FY_t = \sqrt{1-G_t^2} \in [0,1]$
控制变量	未预期盈余 (E)	实际会计盈余与预期会计盈余的差额, $E = \frac{t\text{时期的每股收益} - (t-4)\text{时期的每股收益}}{\text{每股收益的样本标准差}}$
	公司规模 (S)	对公司生产、经营等范围的划分, S=公司对应时期资产规模的自然对数
	账面市值比 (BP)	$BP = \frac{\text{每股净资产}}{\text{每股股价}}$
	交易成本 (T)	参考 Bartov, Ali, Hwang 以及 Mendenhall 的度量方法, $T = \frac{1}{\text{交易成本的时间长度}} \sum_{d=1}^{30} \ln(\text{公司 } t \text{ 时期的交易金额})$
	流动性 (X)	以公司公告前 30 天为周期, 以非流动性测度方法进行测算

中度为 0; 对于消息类别则主要划分为“好”、“坏”两类, 当公司未预期盈余大于 0 时令好消息为 1, 否则好消息为 0, 而未预期盈余小于 0 时令坏消息为 1, 否则坏消息为 0; 对于管理层行为的赋值, 则结合具体业绩进行分析, 当公司管理者选择进行业绩预告时则令其管理行为为 1, 否则令其管理行为为 0。

四、实证分析

1. 统计性分析。选择 2012~2015 年盈余公告的季度数据为样本数据, 并综合选择反映投资者意见分歧度的东方财富网股吧的历史发帖数为基本数据, 结合本文研究重点, 对研究变量的均值、标准差、最大值和最小值分别进行计量, 具体见表 3。

表 3 研究变量统计

	样本数	均值	标准差	MAX	MIN
YL30	20847	-0.7481	0.6173	8.6427	-61.7405
YL1	20847	-0.0206	0.2462	9.3105	-2.3627
FY(30)	20847	0.0246	0.0341	0.4791	0.0000
FY(1)	20847	0.0195	0.0316	0.5204	0.0000
FY30	20847	0.0246	0.0239	0.4133	0.0000
FY1	20847	0.0237	0.0374	0.6240	0.0000
E	20847	-0.0504	2.9105	12.5162	-401.3781
S	20847	24.0832	1.4162	30.3708	17.1464
X	20847	0.0020	0.0251	3.1852	0.0000
BP	20847	0.5162	0.4067	4.5271	0.0002
T	20847	19.5137	1.4518	23.9506	11.6472

为避免多重共线性, 在进行具体变量关系研究前先对所选取的变量进行 Spearman 检验, 以 YL(30) 的回归模型为例, 具体检验结果见表 4。

表 4 Spearman 检验统计

	FY(30)	E	S	X	BP	T
FY(30)	1.0000					
E	-0.05012	1.0000				
S	-0.3981	0.0497	1.0000			
X	-0.4016	-0.0816	-0.4167	1.0000		
BP	-0.3814	-0.1607	0.6241	0.2167	1.0000	
T	0.5238	0.0694	0.3246	-0.8954	-0.3254	1.0000

从表 4 可见, 虽然大部分变量间相关系数的绝对值小于 0.5, 但公司规模与账面市值比、流动性与交易成本两组变量间相关系数的绝对值大于 0.5, 分别为 0.6241 和 -0.8954。为确保所选变量均能进入同一模型进行回归检验, 故对变量进一步进行多重共线性检验。参考已有研究, 选择较为常用的 Tolerance 和 VIF 指标对模型的多重共线性进行判断, Tolerance 值小或 VIF 值大则意味着该自变量与其他自变量间存在多重共线性。仍然以 YL(30) 的回归模型为例, 具体检验结果见表 5。

表 5 多重共线性检验统计

	剔除 FY		包含全部变量	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
FY(30)	-	-	0.5947	1.51
E	0.9824	1.00	0.9824	1.00
S	0.5024	2.49	0.4391	3.72
X	0.9408	1.24	0.9543	1.37
BP	0.5637	2.46	0.5486	2.34
T	0.7159	1.82	0.5309	2.56

从表 5 可见, 所选变量的 VIF 值均小于 2.5, 据此可以判断变量间不存在多重共线性, 可对模型进行回归检验。

2. 投资者分歧对盈余公告效应的影响。根据盈余消息的好坏将样本分为未预期盈余大于 0 和小于 0 的两组, 在此基础上对样本公司公布日 (t=0) 至公布后 30 日的累计异常收益率进行指数化处理, 并对 YL[0, 1] 和 YL[2, 30] 进行 t 检验, 具体检验结果见表 6。

从表 6 可见, YL[0, 1] 和 YL[2, 30] 显著不为 0, 在 t=0 时刻之后, 市场表现出明显的价格反应, 即好消息公布后所形成的累计异常收益率呈现持续向上漂移的态势。同样, 坏消息公布后所形成的累计异常收益率呈现持续向下漂移的态势。这也意味着盈余公告效应显著存在。

进一步分析当投资者意见出现分歧时, 其可能对盈余公告效应产生的影响。在前面理论分析的基础上, 分别构建不

表 6 异常收益率长短期检验统计

	YL[0,1]		YL[2,30]	
	E>0	E<0	E>0	E<0
均值	0.1682	-0.1791	0.5124	-0.7068
标准差	0.0037	0.0053	0.0062	0.0207
N	7961	8849	9056	9175
T	70.1462***	-40.2657***	96.3751***	-47.9126***

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

加入代表公司股权集中度的交叉变量LOWC×FY的模型1和加入交叉变量LOWC×FY后的模型2:

$$YL = \theta + \beta_1 FY + \beta_2 E + \beta_3 BP + \beta_4 S + \beta_5 T + \beta_6 X \quad (\text{模型1})$$

$$YL = \theta + \beta_1 FY + \beta_2 LOWC \times FY + \beta_3 E + \beta_4 S + \beta_5 BP + \beta_6 T + \beta_7 X \quad (\text{模型2})$$

考虑到检测模型涉及YL[0,1]和YL[2,30]两个被解释变量,在具体选择投资者意见分歧变量值时分别选择公告前1天和公告前30天的投资者意见分歧的平均值FY(1)与FY(30),具体检测结果见表7。

表 7 投资者意见分歧与盈余公告效应关系

	YL[0,1]		YL[2,30]	
	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)
FY(1)	0.1697*** (5.46)	0.1822*** (5.21)		
FY(30)			-5.024*** (-26.08)	-5.0162*** (-24.17)
LOWC×FY(1)		0.0184*** (2.52)		
LOWC×FY(30)				-0.5217 (-1.49)
E	0.0009*** (2.48)	0.0009*** (2.48)	-0.0008 (-0.56)	-0.0008 (-1.52)
S	-0.0085** (-7.36)	-0.0085** (-7.36)	0.0428*** (7.62)	0.0437*** (7.70)
X	0.0317 (0.71)	0.0304 (0.72)	-1.0741*** (-6.53)	-1.0607*** (-6.48)
BP	0.0305*** (5.47)	0.0305*** (5.47)	0.1602*** (6.82)	0.1576*** (6.87)
T	0.0024* (1.79)	0.0024* (5.64)	-0.0735* (-16.37)	-0.0741*** (-15.92)
R ²	0.0134	0.0134	0.1371	0.1512
F	24.54	23.09	301.62	281.37

注:括号内数值为t检验值,下同。

从表7可见,即期反应的回归检测中,投资者意见分歧的系数为0.1697,且在1%的水平上显著,这就意味着公告前一天投资者意见分歧程度越大,越能刺激股票的累计异常收益

率上升,即两者间存在正相关关系。但随着时间的推移,在长期回归检测结果中,投资者意见分歧程度越大,越会导致累计异常收益率下降,即由最初投资者意见分歧所助推的累计异常收益率增加值会随着时间的推移而逐渐回落。在加入LOWC×FY这一交叉变量后,即期反应的回归检测中,LOWC×FY(1)的系数为0.0184,且在1%的水平上显著,这就意味着公司股权集中度对累计异常收益率有显著的正向影响,但该值显著小于FY(1)的系数,即意味着在现实经济社会中,对累计异常收益率而言,公司股权集中度的影响效力十分有限,但该系数也从另一个侧面证实了在股权集中度较低的情况下,以个体投资者为主的市场投资者意见分歧将对盈余公告效应产生显著影响,这也证明本文所提出的假设1成立。

为考察投资者所持意见类型对盈余公告效应的具体影响,进一步引入反映消息类型的交叉变量HN×FY和BN×FY,分别考察其在短期与长期内与累积异常收益率间的关系,其中HN代表好消息,BN代表坏消息。具体检测结果见表8。

表 8 投资者意见分歧、消息类型与盈余公告效应关系

	YL[0,1]		YL[2,30]	
	HN 回归(5)	BN 回归(6)	HN 回归(7)	BN 回归(8)
FY(1)	0.1485*** (3.62)	0.2362*** (5.64)		
FY(30)			-5.6905*** (-23.54)	-6.3140*** (-22.06)
HN×FY(1)	0.0987*** (2.46)			
BN×FY(1)		-0.0932** (-2.62)		
HN×FY(30)			-0.6143*** (-2.31)	
BN×FY(30)				0.6046*** (2.45)
R ²	0.0152	0.0152	0.1305	0.1305
F	22.64	22.64	279.01	279.01

由表8可见,在即期反应的回归检测中,HN×FY(1)与BN×FY(1)的系数分别为0.0987和-0.0932,且分别在1%和5%的水平上显著,这就意味着短期内投资者意见分歧的程度不仅会对累计异常收益率的提升产生助推效用,而且上市公司若公布的是好消息,这一意见分歧的刺激力度会更大,若公布的是坏消息,这一意见分歧的刺激力度会减弱。而在长期回归检测结果中,HN×FY(30)与BN×FY(30)的系数分别为-0.6143与0.6046。即意味着长期内,投资者自身所获取的好消息越多,越会增强意见分歧程度对累计异常收益率的负

向影响;反之,自身所获取的坏消息越多,越能弱化意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响。这证明本文所提出的假设2成立。

已有研究已经证实管理层的行为将直接影响整个市场的反应,而其影响路径就是通过作用于投资者行为而实现对整个市场的影响,故本文拟从管理层是否会提前预告(Q)和是否会在周末发布公告(Z)两个层面来考察管理层行为对投资者行为的影响。当选择发布预告时令 $Q=1$,否则, $Q=0$;当选择周末发布公告时令 $Z=1$,否则为0。同前面所构建的检测模型类似,引入交叉变量 $Q \times FY$ 和 $Z \times FY$ 分别从长短期角度进行回归检验,具体结果见表9。

表9 投资者意见分歧、管理层的行为与盈余公告效应关系

	YL[0,1]		YL[2,30]	
	Q 回归(9)	Z 回归(10)	Q 回归(11)	Z 回归(12)
FY(1)	0.1706*** (5.02)	0.1966*** (3.78)		
FY(30)			-4.8725*** (-23.88)	-4.3462*** (-13.74)
$Q \times FY(1)$	0.1469*** (1.81)			
$Z \times FY(1)$		-0.0076 (-0.56)		
$Q \times FY(30)$			-0.3761 (-0.64)	
$Z \times FY(30)$				-0.1969*** (-2.42)
R2	0.0324	0.0207	0.1452	0.1368
F	22.71	22.46	270.32	267.52

由表9可见,在即期反应的回归检测中, $Q \times FY(1)$ 的系数为0.1469,且在1%的水平上显著,而 $Z \times FY(1)$ 的系数不显著,这就意味着管理层的预告会在短期内增强投资者的意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响。在长期反应的回归检测中, $Z \times FY(30)$ 的系数为-0.1969,且在1%的水平上显著,这就意味着若管理层的公告常发布于周末,则长期内将进一步加剧意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响。这也证明本文所提出的假设3成立。

五、结论

本文选择2012~2015年盈余公告的季度数据和用于反映投资者意见分歧程度的东方财富网股吧的历史发帖数为原始样本数据,考察了中小投资者投资行为与盈余公告效应

之间的关系。研究发现:

第一,我国中小投资者所持有的彼此各异的意见将直接对盈余公告效应产生影响。短期内,投资者意见分歧程度越大,则累计异常收益率越高,反之越低;长期内,投资者意见分歧程度越大,则累计异常收益率越低,反之越高。

第二,这种影响效应的力度还会受所发布消息类型的影响。短期内,投资者自身所获取的好消息越多,越能强化意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响,反之,自身所获取的坏消息越多,越将弱化意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响;长期内,投资者自身所获取的好消息越多,越会强化意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响,反之,自身所获取的坏消息越多,越能弱化意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响。

第三,管理层的预告行为则在短期内增强投资者的意见分歧程度对累计异常收益率的正向影响;若管理层的公告常发布于周末,则长期内将进一步加剧意见分歧程度对累计异常收益率的负向影响。这也意味着对于政府而言,应加强对公司信息披露力度和披露水平的监督,关注中小投资者的投资行为,以实现对其利益的有效维护。

主要参考文献:

Ball R., Brown P.. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers[J]. Journal of Accounting Research, 1968(6).

Doukas J. A., Kim C., Pantzalis C.. Divergence of Opinion and Equity Returns [J]. Journal of Financial and Quant Analysis, 2006(3).

权小峰,吴世农. 投资者关注、盈余公告效应与管理层公告择机[J]. 金融研究, 2010(11).

Hong H., Scheinkman J., Xiong Wei. Asset Float and Speculative Bubbles[J]. Journal of Finance, 2006(3).

潘宏. 投资者意见分歧视角下盈余公告的市场反应经验研究[J]. 投资研究, 2012(1).

金雪军,祝宇,杨晓兰. 网络媒体对股票市场的影响——以东方财富网股吧为例的实证研究[J]. 新闻与传播研究, 2013(12).

周宏. 上海证券交易所年报公布的市场效应研究[J]. 会计研究, 2004(7).

周晖. 基于投资者异质信念的证券市场盈余公告效应研究[D]. 长沙:湖南大学, 2009.

作者单位: 陕西建工第八建设集团有限公司, 西安 710068