

市场情绪、会计信息质量 与IPO首日回报

朱红军¹, 陈世敏², 张成³

(1. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433; 2. 中欧国际工商学院,
上海 201206; 3. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要: 文章从情绪交易产生的客观原因出发, 以IPO为背景, 研究了会计信息在降低新股“情绪溢价”中的作用。研究发现: (1) 高质量会计信息能够显著降低市场情绪对IPO首日回报的影响, 表明信息不对称是情绪交易产生进而影响股票价格的重要原因; (2) 会计信息的上述作用仅在市场上涨时期和定价市场化时期显著, 而在市场下跌时期和定价管制时期则不显著, 表明投资者关注和发行机制市场化是会计信息有效发挥作用的前提。

关键词: 市场情绪; 会计信息质量; IPO首日回报

中图分类号: F230; F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2013)09-0070-12

一、引言

投资者情绪及情绪交易行为对股票价格的影响是行为金融学领域由来已久的研究问题。尽管众多研究指出投资者认知偏差与情绪偏差的存在, 并从不同角度证实了其对股票价格具有影响, 但对于“如何抑制情绪交易产生、降低投资者情绪对股票价格的影响”等问题, 现有研究仍无法给出清晰的解答与可行的建议。

事实上, 现有研究大多忽略了情绪交易产生的客观原因。本文在分析情绪交易产生原理的基础上, 指出信息不对称是投资者的认知偏差与情绪偏差转化为真实交易行为的必要条件。那么, 改善公司信息环境、降低公司与投资者之间的信息不对称, 能否有效抑制情绪交易行为的产生、减轻投资者情绪对股票价格的影响, 便成为本文关注的核心问题。

收稿日期: 2013-05-09

基金项目: 国家自然科学基金项目(71172144); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(11JJJD790055); 教育部新世纪优秀人才支持计划课题(NCET-12-0902)

作者简介: 朱红军(1976—), 男, 浙江新昌人, 上海财经大学会计与财务研究院教授, 博士生导师;
陈世敏(1958—), 男, 上海人, 中欧国际工商学院教授, 博士生导师;
张成(1985—), 男, 四川成都人, 上海财经大学会计学院博士生。

针对 IPO 首日高回报这一市场异象，行为金融学理论解释指出，新股上市首日二级市场投资者过度乐观的情绪与激进的购买行为导致价格虚增，这是首日高回报的重要来源。特别是在以中小投资者为参与主体、理性投资理念缺失的中国股票市场上，这一现象尤为突出。

本文以 IPO 为背景，以会计信息质量来衡量公司信息环境，对上述行为金融学理论问题进行了研究。研究发现：首先，高质量会计信息能够显著降低市场情绪对 IPO 首日回报的影响。这表明信息不对称是情绪交易产生的重要原因，也肯定了会计信息在 IPO 过程中的积极作用。其次，会计信息的上述作用在市場上涨时期显著，在市場下跌时期则不显著。这表明投资者关注是会计信息有效发挥作用的前提。最后，会计信息的上述作用仅在定价市场化时期显著，而在定价管制时期也不显著。定价管制在一定程度上导致新股价格形成机制出现扭曲，阻碍了信息机制功能的实现。

本文的创新之处在于从情绪交易产生的客观原因出发展开分析，研究结论为全面理解情绪交易产生过程、寻求具体可行的途径来降低投资者情绪对股票价格的影响提供了必要的理论依据与实证证据。同时，本文还拓展了 IPO 首日回报、会计信息质量等领域的相关研究。

二、文献回顾、理论分析与研究假说

（一）投资者情绪与 IPO 首日回报

针对 IPO 首日高回报这一市场异象，现有研究主要从“一级市场抑价”和“二级市场溢价”两个方面进行解释。其中，“一级市场抑价”观点主要建立在信息不对称理论的基础上，认为在信息严重不对称的情况下，为了确保发行成功，公司需主动降低发行价，从而产生了较高的首日回报（Ibbotson, 1975）。“二级市场溢价”观点则以行为金融学理论为依据，认为 IPO 首日高回报并非来源于低发行价，而是新股上市首日投资者的过度乐观情绪与噪声交易行为导致新股二级市场价格被高估的结果（Purnanandam 和 Swaminathan, 2004；Derrien, 2005）。

我国的 IPO 首日回报远高于发达股票市场，对新股发行市场的效率与稳定造成了极大的负面影响，成为长期困扰理论界、实务界与监管层的重大问题之一。同时，我国投资者特别是广大中小投资者对新股往往表现出极高的投资热情。对我国 IPO 首日回报的研究表明，国外股票市场上普遍成立的信息不对称理论在我国缺乏立论基础（韩立岩和伍燕然，2007）。而投资者情绪与二级市场反应偏差是导致我国 IPO 首日高回报更为重要的原因（曹凤岐和董秀良，2006；江洪波，2007）。

（二）情绪交易基本原理

受新股资源稀缺性、高收益的历史经验以及 IPO 时市场热销态势等因素

的影响,投资者往往对新股持过度乐观的预期,从而在新股上市首日采取激进的购买行为。投资者在情绪影响下做出的交易本质上构成了股票市场上的噪声交易(情绪交易)。Black(1986)首次将噪声的概念引入资本市场,并指出在信息不充分、不对称的条件下,投资者可能根据与真实价值无关的信号进行交易,这样的交易被称为噪声交易。噪声交易不仅导致股价偏离内在价值,降低了市场的信息效率,还造成股价大幅波动,不利于市场稳定。在行为金融学理论看来,IPO 首日高回报集中体现了情绪交易行为对股票价格的影响。

情绪交易的产生是一系列主、客观因素共同作用的结果。在主观方面,投资者在分析与解读信息的过程中存在认知偏差与情绪偏差,这是情绪交易产生的内在基础。而认知偏差与情绪偏差的存在并不意味着情绪交易一定会产生。在客观方面,信息不对称是情绪交易产生的必要条件。在信息不充分、不对称的环境下,投资者难以获取决策所需的信息,或者信息不确定性较高,使其难以根据所掌握信息做出价值判断,而是更多地受到情绪等因素的影响。

有关投资者情绪及情绪交易行为的现有研究大多侧重于探讨情绪交易产生的主观原因,而对其客观原因则关注不足。本文则重点关注情绪交易产生的客观原因,根据上文的分析,我们认为,改善公司信息环境,确保投资者在制定投资决策时能够获取充分、可靠的相关信息,能够抑制情绪交易行为的产生,并降低投资者情绪对股票价格的影响。

(三)会计信息在 IPO 过程中的作用

会计信息是投资者对公司进行估值最为重要的信息来源,其质量高低对公司信息环境具有至关重要的影响。因此,会计信息质量与 IPO 首日回报之间的关系受到学者们的广泛关注。根据传统信息不对称理论,高质量会计信息能够降低公司与投资者之间的信息不对称程度,使公司能够以更高的价格发行新股,从而降低 IPO 首日回报。与此观点一致,Boulton(2011)的跨国研究表明,上市公司整体盈余质量越高的国家,IPO 首日回报越低。

国内学者也对会计信息质量与 IPO 首日回报之间的关系进行了研究。例如,陈胜蓝(2010)的研究表明,公司操控性应计与 IPO 首日回报显著负相关。徐浩萍和陈超(2009)发现,较高的操控性应计降低了每股盈余对发行价和首日收盘价的正向影响及其与 IPO 首日回报之间的正相关关系。这些研究表明,投资者在一定程度上能够根据会计信息质量对新股进行定价。

与现有研究不同,本文将从二级市场情绪交易角度探讨会计信息质量对 IPO 首日回报的影响。我们的分析思路是:高质量会计信息能够起到改善公司信息环境、降低信息不对称的作用,而信息不对称程度的降低有助于抑制新股上市首日二级市场投资者情绪交易行为的产生,从而减轻市场情绪对新股价格和 IPO 首日回报的影响。基于此,本文提出以下假说:

假说 1:在其他条件相同的情况下,公司会计信息质量越高,IPO 首日回

报受市场情绪的影响越小。

（四）投资者“有限关注”

投资者关注是信息机制有效发挥作用的前提条件。然而，行为金融学研究表明，投资者对信息往往仅表现出有限的关注（Aboody, 2010）。“有限关注”的一个体现就是投资者在市场上涨时期对信息的关注程度强于市场下跌时期（Karlsson 等, 2009）。具体而言，在市场上涨时期，投资者参与股票投资的意愿往往更加强烈，从而对信息的收集与加工活动更为活跃。此时，会计信息能够被投资者充分解读，并反映在股票价格中。而在市场下跌时期，随着参与热情的减退，投资者对信息的关注程度有所降低，即使公司提供了高质量的会计信息，这些信息也完全有可能被投资者忽略，难以发挥应有的作用。基于此，本文提出以下假说：

假说 2：与市场下跌时期相比，高质量会计信息降低市场情绪对 IPO 首日回报影响的作用在市场上涨时期更强。

（五）定价管制与 IPO 首日回报的构成

尽管国外文献中所谈及的公司主动降低发行价的动机在我国并不完全成立，但我国特有的管制制度在一定程度上也导致新股抑价发行，这是我国 IPO 首日高回报的一个重要来源（朱红军和钱友文, 2010）。

在众多管制制度中，定价管制对新股价格的影响最为直接。在我国股票市场发展的早期，为了维护市场稳定，政府监管部门通过严格的市盈率管制来限制新股发行价格。^①这种对发行市盈率“一刀切”式的管制方式导致公司利好信息在发行价中未能得到充分反映，从而发行价被低估。也就是说，在定价管制时期，IPO 首日高回报在很大程度上来源于一级市场的“制度性抑价”。本文探讨的高质量会计信息的作用在于通过抑制情绪交易产生而降低新股“二级市场溢价”，因此，对于定价管制时期首日回报的特殊构成，会计信息的作用难以体现。而在定价市场化时期，导致新股抑价发行的重要因素已不复存在，IPO 首日回报在更大程度上可能体现了二级市场投资者情绪的影响。因此，会计信息的作用在定价市场化时期更强。基于此，本文提出以下假说：

假说 3：与定价管制时期相比，高质量会计信息降低市场情绪对 IPO 首日回报影响的作用在定价市场化时期更强。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文以 2001—2011 年我国 A 股市场 IPO 公司为研究对象，在此期间共有 1 326 家 IPO 公司。我们对研究样本进行了如下筛选：（1）剔除金融类公司 27 家；（2）剔除发行方式与现有 IPO 机制差异较大的公司 13 家；^②（3）剔除因数据缺失而无法计算相关变量的公司。本文最终的研究样本包括 1 193 家

IPO 公司。本文的公司 IPO 数据、上市后的财务数据以及股票市场日交易数据来自 CSMAR 数据库,公司上市前的财务数据来自 WIND 数据库,股票市场投资者账户数据来自 CCER 数据库。

(二) 计量模型与变量定义

参考现有研究,我们建立以下回归模型对本文的研究假说进行检验:

$$\begin{aligned} IR = & \beta_0 + \beta_1 \times SENT + \beta_2 \times AQ + \beta_3 \times AQ \times SENT + \beta_4 \times Size \\ & + \beta_5 \times ROE + \beta_6 \times LEV + \beta_7 \times Growth + \beta_8 \times PE + \beta_9 \times Shrisk \\ & + \beta_{10} \times Age + \beta_{11} \times Delay + \beta_{12} \times Regu + \beta_{13} \times ZXB + \beta_{14} \times CYB \\ & + Ind_Dummy + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

1. 被解释变量: IPO 首日回报 (IR)。与已有研究相同,我们使用股票发行价与上市首日收盘价之间的变动百分比来衡量首日回报,即 $IR = (\text{首日收盘价} - \text{发行价}) / \text{发行价}$ 。

2. 解释变量

(1) 市场情绪。现有文献对投资者情绪的度量主要有直接指标与间接指标两类指标体系。其中,直接指标主要通过问卷调查等方式获取,具有直接性、事前性等优点,但获取成本较高,而且不可避免地受到样本选择偏差的影响。间接指标则主要通过市场表现对投资者情绪进行事后度量,常见指标包括市场收益率、成交量、上涨/下跌家数比、卖空比、封闭式基金折价等。与直接指标相比,间接指标更易获取,能够确保相关研究的连续性。由于我国缺乏对投资者情绪权威且持续的调查数据,^③ 相关研究主要采用间接指标。本文也采用间接指标来衡量投资者情绪,并在选择变量时充分考虑指标的适用性、针对性和可得性。

本文衡量市场情绪的第一个指标为公司上市前半年(120 个交易日)的市场累计收益率(Mret)。前期的市场收益对投资者情绪具有较强的刺激作用,市场收益越高,投资者情绪越乐观。Derrien(2005)的研究表明,投资者对新股的需求与 IPO 之前的市场收益显著正相关,而且投资者需求越大, IPO 首日回报越高。因此,我们预期 Mret 与 IPO 首日回报显著正相关。本文衡量市场情绪的第二个指标为公司上市当月股票市场投资者开户数增长率(InvestAcct)。当市场情绪较为乐观时,投资者参与股票投资的意愿增强,开户数将较快增长,反之亦然。Shiller(2005)指出,直接参与股票市场的人数上升是导致牛市行情的重要原因之一。因此,我们预期 InvestAcct 与 IPO 首日回报显著正相关。

(2) 会计信息质量(AQ)。本文以操控性应计来衡量公司会计信息质量。我们首先采用截面 Jones 模型估计公司上市前三年的操控性应计,然后按照上市前三年操控性应计绝对值的均值对样本公司进行排序,对于小于样本 50% 分位数的公司, AQ 取 1, 否则取 0。AQ 取值为 1 表明公司会计信息质量

较高。根据本文的理论分析,高质量会计信息能够抑制新股上市首日情绪交易行为的产生,从而降低市场情绪对 IPO 首日回报的影响。因此,我们预期系数 β_3 显著为负。

3. 控制变量。在式(1)中,我们还控制了影响 IPO 首日回报的公司特征、发行特征和制度因素等。其中,公司特征包括:Size,上市前一年总资产的自然对数。一般来说,大公司的信息透明度更高,IPO 首日回报更低。LEV,上市前一年的资产负债率,衡量公司财务风险,我们预期它与 IPO 首日回报正相关。Growth,上市前一年的销售收入增长率,衡量公司成长性,成长型公司的不确定性更高,所以我们预期公司成长性越强,IPO 首日回报越高。Age,公司成立至上市的间隔天数(按一年 360 天调整)。公司成立时间越长,其信息越多地被投资者所知悉,这会降低信息不对称程度与 IPO 首日回报。ROE,上市前一年的净资产收益率,衡量公司盈利能力。发行特征包括:PE,发行市盈率,控制发行价的影响,发行价越高,首日回报越低。Shriss,发行股数占发行后总股本的比例,通常发行规模越小,不确定性越高,IPO 首日回报就越高。制度因素包括:Regu,发行市盈率是否受到管制的虚拟变量。若发行市盈率受到管制,则 Regu 取 1,否则取 0。^④我国早期对发行市盈率“一刀切”式的管制方式在一定程度上导致新股发行价被低估,从而造成更高的首日回报,所以我们预期该变量与首日回报正相关。Delay,新股发行至上市的间隔天数(按一年 360 天调整)。上市等待期越长,投资者面临的资金锁定风险越大,IPO 抑价越高,我们预期该变量与首日回报正相关。ZXB 和 CYB,中小板和创业板虚拟变量,控制这两个板块公司特征的系统性差异。此外,式(1)还控制了行业因素对 IPO 首日回报的影响。

四、实证分析

(一)描述性统计

表 1 给出了主要变量的描述性统计结果。样本期间内,我国 IPO 的平均首日回报约为 73.1%,虽然较早期有了大幅下降,但仍远高于发达股票市场,而且公司间的首日回报差异较大。Mret 的统计结果显示,IPO 前半年 A 股市场的累计收益率均值为 15.6%。另据统计,60.53%的公司在上市场上涨时期上市,39.47%的公司在上市场下跌时期上市。变量 InvestAcct 的均值为 1.1%,标准差达到 1.5%,表明不同时期投资者情绪的波动较大。此外,公司上市前的操控性应计平均占总资产的 3%(限于篇幅未列示),表明我国上市公司总体上仍存在上市前以调高利润为目的的正向盈余管理行为,与现有研究结果一致。

表 1 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IR	1 193	0.731	0.770	-0.118	0.495	3.807
Mret	1 193	0.156	0.357	-0.383	0.080	1.598
InvestAcct	1 193	0.011	0.015	0.001	0.007	0.083
AQ	1 193	0.498	0.500	0	0	1
PE	1 193	40.992	21.285	12.220	35.000	108.700
Shriss	1 193	0.263	0.059	0.100	0.251	0.444
Size	1 193	10.967	1.083	9.358	10.766	15.483
ROE	1 193	0.255	0.101	0.055	0.244	0.597
LEV	1 193	0.495	0.158	0.120	0.509	0.839
Growth	1 193	0.280	0.280	-0.236	0.227	1.396
Age	1 193	4.172	3.042	0.819	2.997	14.333
Delay	1 193	0.037	0.014	0.022	0.036	0.108

(二)对假说 1 的检验

表 2 给出了式(1)的全样本回归结果。从中可以看出,无论是以公司上市前的市场收益率还是上市当月的投资者开户数增长率来衡量市场情绪,变量 SENT 的系数均显著为正,表明 IPO 时的市场情绪对 IPO 首日回报具有显著影响,与现有研究结果一致。变量 AQ 的系数为负,但不显著,表明高质量会计信息通过提高发行价来降低 IPO 首日回报的作用并不显著。而 AQ 和 SENT 的交乘项系数显著为负,表明公司会计信息质量越高,IPO 首日回报受市场情绪的影响越小,假说 1 得到验证。

在控制变量中,公司规模、发行市盈率、发行规模与 IPO 首日回报显著负相关,而公司财务风险、成长性、上市等待期、定价管制等因素与首日回报显著正相关,这与预期相符。此外,中小板和创业板公司的平均首日回报更低,这可能是由这两个板块公司有更高的发行价所致。

表 2 全样本回归结果

	SENT=Mret		SENT=InvestAcct	
	系数	t 值	系数	t 值
SENT	1.067***	15.41	28.539***	17.90
AQ	-0.008	-0.20	-0.007	-0.16
AQ×SENT	-0.256***	-2.75	-7.139***	-3.37
Size	-0.250***	-9.93	-0.223***	-9.19
ROE	-1.466***	-7.54	-1.495***	-8.00
LEV	0.238*	1.74	0.291**	2.21
Growth	0.306***	4.80	0.262***	4.27
PE	-0.006***	-5.69	-0.005***	-5.04
Shriss	-2.036***	-5.15	-1.276***	-3.33
Age	-0.001	-0.09	0.003	0.56
Delay	7.188***	5.41	5.905***	4.60

续表 2 全样本回归结果

	SENT=Mret		SENT=InvestAcct	
	系数	t 值	系数	t 值
Regu	0.273***	5.43	0.249***	5.14
ZXB	-0.079	-1.46	-0.127**	-2.42
CYB	-0.342***	-4.70	-0.334***	-4.78
Constant	4.223***	10.56	3.636***	9.46
Ind	控制		控制	
N	1 193		1 193	
Adj. R ²	0.466		0.506	

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著，下表同。

(三)对假说 2 的检验

我们对不同市场状态下的 IPO 公司样本分别进行了回归分析，结果见表 3。从中可以看出，无论是以市场收益率还是投资者开户数增长率来区分市场状态，AQ 和 SENT 的交乘项系数在市场上涨时期都显著为负，而在市场下跌时期则都不显著，表明高质量会计信息降低市场情绪对 IPO 首日回报影响的作用仅体现在市场上涨时期，即投资者对信息关注程度较高的时期。假说 2 得到验证。

表 3 区分市场状态的回归结果

	SENT=Mret				SENT=InvestAcct			
	市场上涨时期		市场下跌时期		市场上涨时期		市场下跌时期	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
SENT	1.014***	10.27	-0.078	-0.19	24.310***	13.49	47.456***	3.23
AQ	0.007	0.10	-0.082	-1.07	-0.032	-0.57	0.130	1.33
AQ×SENT	-0.265**	-2.11	-0.777	-1.47	-6.213***	-2.65	-26.460	-1.64
Size	-0.260***	-7.96	-0.199***	-5.07	-0.230***	-7.52	-0.187***	-4.79
ROE	-1.614***	-5.94	-1.220***	-4.59	-1.544***	-6.06	-1.318***	-4.98
LEV	0.286	1.57	0.121	0.59	0.379**	2.23	0.072	0.35
Growth	0.367***	4.06	0.165*	1.92	0.325***	3.83	0.175**	2.05
PE	-0.006***	-4.42	-0.001	-0.72	-0.007***	-5.31	-0.003*	-1.87
Shriss	-2.380***	-4.49	-0.520	-0.87	-1.678***	-3.34	-0.342	-0.57
Age	0.000	0.03	-0.006	-0.68	0.001	0.16	-0.005	-0.54
Delay	8.995***	4.99	2.854	1.46	8.323***	4.91	0.988	0.48
Regu	0.379***	5.59	0.124*	1.67	0.317***	4.96	0.226***	2.84
ZXB	0.008	0.10	-0.318***	-4.11	0.000	0.00	-0.281***	-3.78
CYB	-0.309***	-3.09	-0.469***	-4.56	-0.263***	-2.81	-0.423***	-4.15
Constant	4.090***	7.61	3.683***	6.17	3.633***	7.20	3.365***	5.62
Ind	控制		控制		控制		控制	
N	732		461		732		461	
Adj. R ²	0.502		0.283		0.562		0.294	

(四)对假说 3 的检验

根据发行市盈率是否受到管制,我们将样本划分为“定价管制”时期与“定价市场化”时期,并对不同样本分别进行了回归分析,结果见表 4。从中可以看出,AQ 和 SENT 的交乘项系数在定价市场化时期显著为负,而在定价管制时期则不显著。此外,我们还对 2005 年询价制实施前后的样本分别进行了回归分析,发现 AQ 和 SENT 的交乘项系数仅在询价制实施以后显著,而在询价制实施之前不显著。上述结果表明,高质量会计信息降低市场情绪对 IPO 首日回报影响的作用主要体现在定价市场化程度较高的时期,假说 3 得到验证。

表 4 区分定价管制制度的回归结果

	SENT=Mret				SENT=InvestAcct			
	定价管制		定价市场化		定价管制		定价市场化	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
SENT	0.897***	6.63	0.857***	10.20	23.282***	7.97	24.842***	11.43
AQ	-0.108	-1.16	0.002	0.06	-0.103	-1.09	-0.001	-0.02
AQ×SENT	-0.179	-1.01	-0.185*	-1.71	-5.437	-1.50	-5.411*	-1.93
Size	-0.345***	-5.29	-0.243***	-9.85	-0.352***	-5.57	-0.201***	-8.28
ROE	-2.251***	-4.33	-1.108***	-5.95	-2.285***	-4.54	-1.156***	-6.35
LEV	0.162	0.42	0.244*	1.88	0.419	1.12	0.242*	1.91
Growth	0.506***	3.18	0.220***	3.52	0.496***	3.22	0.171***	2.77
PE	0.055***	4.88	-0.007***	-7.31	0.046***	4.09	-0.006***	-6.22
Shriss	-1.867**	-2.06	-1.203***	-2.89	-1.764**	-2.02	-0.569	-1.39
Age	-0.028**	-1.99	0.008	1.35	-0.023*	-1.69	0.011*	1.83
Delay	4.301	0.88	7.447***	6.05	2.705	0.57	6.546***	5.40
ZXB	-0.286**	-2.36	-0.274***	-4.42	-0.345***	-2.92	-0.228***	-3.76
CYB			-0.461***	-6.31			-0.366***	-5.09
Constant	4.714***	4.71	4.083***	10.30	4.847***	4.99	3.285***	8.40
Ind	控制		控制		控制		控制	
N	325		868		325		868	
Adj. R ²	0.447		0.389		0.481		0.414	

(五)稳健性检验

第一,调整市场累计收益率的度量期间。我们分别以公司上市前 60 个交易日和 180 个交易日的市场累计收益率来衡量市场情绪,对式(1)重新进行估计,主要结论保持不变(见表 5 的列(1)和列(2))。

第二,以行业累计收益率(Iret)来度量投资者情绪。我国股票市场存在显著的“板块轮涨轮跌”现象(何诚颖,2001),这意味着投资者情绪在不同行业的上市公司间可能存在较大差异。因此,我们以公司上市前 120 个交易日的行业累计收益率来衡量投资者情绪,对式(1)重新进行估计,主要结论仍保持不变(见表 5 的列(3))。

表 5 稳健性检验(调整市场情绪度量方法)^⑤

	(1)SENT=Mret_60		(2)SENT=Mret_180		(3)SENT=Iret_120	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
SENT	1.640***	11.03	0.658***	17.88	1.018***	14.67
AQ	-0.041	-1.04	0.009	0.22	-0.009	-0.23
AQ×SENT	-0.556***	-2.86	-0.125**	-2.49	-0.241***	-2.58
Controls	控制		控制		控制	
N	1 193		1 193		1 193	
Adj. R ²	0.393		0.504		0.453	

注:Mret_60 和 Mret_180 分别表示上市前 60 个交易日和 180 个交易日的市场累计收益率,Iret_120 表示上市前 120 个交易日的行业累计收益率。

第三,调整操控性应计的计算方法。本文采用 Jones 模型估计公司操控性应计,该模型设定的有效性对研究结论具有较大影响。在稳健性检验中,我们以调整后的 Jones 模型来估计操控性应计,并在估计过程中控制 ROA。在改变操控性应计的估计方法后,本文的研究结论仍成立(见表 6)。

表 6 稳健性检验(调整操控性应计度量方法)

	AQ=AQ _{Dac Adj}		AQ=AQ _{Dad Adj ROA}	
	系数	t 值	系数	t 值
SENT	1.055***	15.61	1.070***	14.83
AQ	-0.029	-0.73	0.038	1.01
AQ×SENT	-0.191**	-2.12	-0.193**	-2.11
Controls	控制		控制	
N	1 124		1 124	
Adj. R ²	0.481		0.480	

注:Dac Adj 表示以调整后的 Jones 模型计算的操控性应计;Dac Adj_ROA 表示以调整后的 Jones 模型计算的操控性应计,并控制 ROA。

五、结论与启示

本文从情绪交易产生的客观原因出发,以 IPO 为背景,研究了会计信息在抑制情绪交易产生、减轻市场情绪对股票价格影响等方面的作用。研究发现,高质量会计信息能够显著降低市场情绪对 IPO 首日回报的影响。进一步的研究表明,会计信息的上述作用仅在市场上涨时期和定价市场化时期显著,而在市场下跌时期和定价管制时期则不显著。这些结论至少给了我们以下几个方面的启示:

首先,情绪交易看似由投资者自身的认知偏差和情绪偏差所致,实则与公司的信息环境密不可分。改善信息环境、降低公司与投资者之间的信息不对称是抑制情绪交易产生的重要途径。鉴于会计信息对投资者决策的重要作用,在完善股票市场信息机制建设过程中,应不断加强对会计信息披露的监

管,完善披露机制、提高信息质量,通过营造良好的信息环境来促使投资者行为回归理性。其次,投资者关注是信息机制有效发挥作用的前提条件。加强投资者教育,引导投资者对信息持续、理性的关注是提高市场信息效率的一种有效途径。最后,定价机制市场化也是信息机制有效发挥作用的必要条件。因此,我国股票市场的改革与发展应始终坚持市场化方向。只有将更多的职能交还给市场,市场自我纠偏和自我完善的功能才能得以实现。同时,本文的研究结论对我国新股发行体制市场化改革予以了肯定。

注释:

- ①2002—2004年,新股发行的市盈率被严格限定在20倍以内;2005年至2009年上半年,随着新《证券法》的颁布与询价制的实施,20倍市盈率上限的规定被取消,但证监会仍对新股发行定价实施“窗口指导”,其间新股的发行市盈率一般不超过30倍;直至2009年下半年,对新股发行定价的限制才被完全取消,发行定价进入完全市场化时期。
- ②包括采用定向募集方式发行的公司1家、存在历史遗留问题的上市公司2家以及采用比例换股方式发行的公司10家(其中包括1家金融类公司)。
- ③有研究使用“央视看市”与“巨潮投资者信心指数”这两项调查指标来度量投资者情绪。但截至本文研究时,这两项指标已停止发布,相关数据无法获取。
- ④对定价管制时期的划分参见朱红军和钱友文(2010)。
- ⑤限于篇幅,表中未列示控制变量的估计结果,表6同。

主要参考文献:

- [1]曹凤岐,董秀良.我国IPO定价合理性的实证分析[J].财经研究,2006,(6):4—14.
- [2]陈胜蓝.财务会计信息与IPO抑价[J].金融研究,2010,(5):152—165.
- [3]韩立岩,伍燕然.投资者情绪与IPOs之谜——抑价或者溢价[J].管理世界,2007,(3):51—61.
- [4]何诚颖.中国股市“板块现象”分析[J].经济研究,2001,(12):82—87.
- [5]江洪波.基于非有效市场的A股IPO价格行为分析[J].金融研究,2007,(8):90—102.
- [6]徐浩萍,陈超.会计盈余质量、新股定价与长期绩效——来自中国IPO市场发行制度改革后的证据[J].管理世界,2009,(8):25—38.
- [7]朱红军,钱友文.中国IPO高抑价之谜:“定价效率观”还是“租金分配观”?[J].管理世界,2010,(6):28—40.
- [8]Aboody D, Lehavy R, Tureman B. Limited attention and earnings announcement returns of past stock market winners[J]. Review of Accounting Studies, 2010, 15(2): 317—344.
- [9]Black F. Noise[J]. Journal of Finance, 1986, 41(3): 529—543.
- [10]Boulton T J, Smart S B, Zutter C J. Earnings quality and international IPO underpricing[J]. Accounting Review, 2011, 86(2): 483—505.
- [11]Derrien F. IPO pricing in “hot” market conditions: Who leaves money on the table? [J]. Journal of Finance, 2005, 60(1): 487—521.
- [12]Ibbotson R G. Price performance of common stock new issues[J]. Journal of Financial

Economics, 1975, 2(3): 235—272.

- [13] Karlsson N, Loewenstein G, Seppi D. The ostrich effect: Selective attention to information[J]. Journal of Risk and Uncertainty, 2009, 38(2): 95—115.
- [14] Purnanandam A K, Swaminathan B. Are IPOs really underpriced?[J]. Review of Financial Studies, 2004, 17(3): 811—848.
- [15] Shiller R J. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?[J]. American Economic Review, 1981, 71(3): 421—436.

Market Sentiment, Accounting Information Quality and IPO Initial Returns

ZHU Hong-jun¹, CHEN Shi-min², ZHANG Cheng³

(1. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. China Europe International Business School, Shanghai 201206, China; 3. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Based on objective reasons for emotional transactions, this paper investigates the role of accounting information in the decrease in emotional premiums of new shares under the IPO background. It arrives at the following conclusions: firstly, high-quality accounting information can significantly reduce the effect of market sentiment on IPO initial returns, showing that information asymmetry is an important reason for the emergence of emotional transactions and then their effects on stock prices; secondly, the role of accounting information abovementioned in a bull market or in a pricing marketization period is significant, but the one in a bear market or in a pricing control period is not significant, showing that investor attention and the marketization of issuance mechanism are the premise of the effective role of accounting information.

Key words: market sentiment; accounting information quality; IPO initial return
(责任编辑 康健)