股市传闻、会计信息透明度与散户认知负向偏差
——一项实验研究

唐雪松，林 雁
（西南财经大学 会计学院，四川 成都 611130）

摘 要：散户是我国资本市场重要的参与者和组成部分，他们对股市传闻的认知规律会对资本市场效率产生重要影响。文章基于负向偏差效应视角，运用实验方法探讨了散户对股市传闻的认知规律。结果表明，散户对股市传闻的认知存在负向偏差效应，而且这种效应随传闻传播渠道权威性的增强和公司会计信息透明度的提升而减弱；此外，会计信息透明度提升还有助于抑制传闻传播。文章为理解散户对传闻的认知规律，以及揭示会计信息透明度提升有助于降低噪音对资本市场效率的影响提供了重要证据。

关键词：散户；股市传闻；负向偏差；会计信息透明度
中图分类号：F234；F832.5 **文献标识码**：A **文章编号**：1001-9952(2014)05-0031-11

一、引 言

传闻（或称谣言）是在人与人之间传播的关于公众人物、社会或经济热点的但未经证实的信息或描述（Alloport 和 Postman，1947）。在互联网时代，传闻更是以前所未有的速度和广度在传播，对社会群体心理和行为产生了巨大影响。[①] 资本市场的发展也不可避免地受到传闻的影响或侵蚀（Zivney 等，1996；赵静梅等，2010）。例如，2008 年 9 月关于美国联合航空公司破产的传闻导致该公司股价重挫 73%，也导致美国整个航空业股票市值损失了 310 亿美元。

从本质上讲，资本市场的效率取决于信息环境，良好的信息环境有利于提升资本市场的效率（吴联生，2000）。然而，资本市场中的信息并不都是真实信息，包含虚假成分的股市传闻也充斥其间。那么，股市传闻如何影响投资者的决策行为、进而对资本市场效率产生怎样的影响就特别值得关注。根据信息处理能力、投资经验和知识等方面的差别，资本市场中的投资者可以区分为专业投资者（*Sophisticated Investors*）和非专业投资者（*Unsophisticated Investors*）。机构投资者具备较丰富的专业知识，能够对各种信息进行深入分析，从而成为前者的典型代表；而个人投资者（自然人投资者）则往往被看作后者，甚至因存在诸多劣势而被称为“噪声交易者”（陈志娟等，2011）。但股市中有一部分个人投资者从专业机构辞职后自立门户，不论从投资经验还是专业知识来看，他们都可以被归为专业投资者。而本文所关

收稿日期：2013-11-04
基金项目：国家自然科学基金项目（70802050、71372206）；国家社会科学基金项目（10CJL038）
作者简介：唐雪松（1976－），男，四川仪陇人，西南财经大学会计学院教授，博士生导师；
林 雁（1985－），女，云南昆明人，西南财经大学会计学院博士研究生。

①例如，2012 年 4 月，《人民日报》盘点了近年来影响巨大的网络谣言，如“蛆橘事件”、“山西地震”、“军车进京”等，指出“网络谣言不仅败坏个人名誉，更损害国家形象，影响社会稳定，已成社会‘毒瘤’”。

注的散户是指股市中不具备投资专业知识和所投资行业专业知识，投资经验有限，①但在一定程度上能够使用会计信息进行投资决策的个人投资者。

从交易结构和价格形成来看，我国股市以散户为主，根据证监会的统计，我国股市散户交易占到了85%。高比例散户的结构使中国股市无法真实反映经济前景。2009年，我国上海、深圳证券交易所投资者累计总开户数为14 027.88万户，其中自然人投资者为13 727.72万户，占比为97.86%；在持有股票市值超过1 000万元的大额账户中，自然人投资者占比为61.9%（中国证券登记结算公司，2009）。大部分散户并不具备专业的投资能力或知识，容易出现非理性偏差，如从众心理、情感依托、锚定心理等（夏明和李家和，2008）。其中，负向偏差（*Negativity Bias*）是非理性偏差的重要体现，它是指人们对负面事件的关注程度或敏感程度大于正面事件的心理倾向（Fiske，1980；Cianci 和 Falsetta，2008）。负向偏差会对资本市场的有效运行产生重大影响。例如，过度关注负面信息短期内会造成市场压力，导致证券价格低于合理水平（Brown 等，1988）；从长期来看，投资者可能倾向于卖出盈利公司股票而继续持有亏损公司股票（Brown 等，1988；赵学军和王永宏，2001）。可见，散户的非理性行为会导致证券价格偏离其内在价值，虽然市场中存在理性的机构投资者，但有限套利使他们也无法消除散户交易所导致的错误定价（Barber 等，2009）。因此，研究散户的投资行为对于理解资本市场的功能至关重要（Ackert 等，1997）。

基于上述背景，本文从负向偏差效应的视角出发，采用实验方法探讨了散户对股市传闻的认知规律。具体而言，本文检验了散户对股市传闻的认知是否存在负向偏差效应；如果存在，负向偏差是否随传闻传播渠道和会计信息透明度的变化而变化。本文征召了会计学硕士（科学硕士、*MPAcc*）和金融学硕士（*MF*）参加实验，研究结果表明：散户对股市传闻的认知确实存在负向偏差效应，而且这种效应随传闻传播渠道权威性的增加和会计信息透明度的提升而减弱；此外，当公司会计信息透明度较高时，散户继续传播传闻的意愿较弱，表明会计信息透明度提升有助于抑制股市传闻传播。

本文可能的贡献主要体现在：第一，研究发现散户对股市传闻的认知存在负向偏差效应，而且提高会计信息透明度可以有效减弱负向偏差效应。此前的文献主要从分析师报告（Hirst 等，1995）、管理层披露（Mercer，2005；Cianci 和 Falsetta，2008）、非财务信息（Coram，2010）等方面验证了非专业投资者的负向偏差效应，但极少有文献探讨如何缓解负向偏差效应。第二，利用实验方法探究了股市传闻影响市场效率的机制。此前关于股市传闻的研究大多采用档案式研究方法，这些研究表明股市传闻的确会引起市场反应进而影响市场效率，但具体机制却未能得到有效解析。本文运用实验方法研究发现股市传闻影响散户认知、导致散户非理性投资、进而影响市场效率，由此揭示了股市传闻影响市场效率的一种重要机制。第三，本文从降低资本市场噪音（传闻）对市场效率影响的角度开创性地探讨了会计信息透明度的价值，研究发现会计信息透明度提升有助于“挤出”市场噪音对散户决策的影响从而提升市场效率，由此拓展了此前主要从会计信息直接影响投资者决策的角度分析会计信息有用性的文献（Ball 和 Brown，1968；Healy 和 Palepu，2001；Barron 等，2004）。第四，当前其他国家资本市场中个人投资者也占相当高的比例，如2006年美国个人投资者持有34%的上市公司股份（Brewster，2008），加拿大个人投资者持有55%的上市公司股份、80%

①有研究表明，由于存在“学习效应”，随着投资经验的增加，投资者逐渐趋于理性，能够提高对信息的认知（Barton 和 Mercer，2005），进而提高自己的回报（Elliot 等，2008）。因此，本文认为投资经验有限的投资者更能代表“散户”。

的基金份额(Belzile 等,2006)。因此,本文的研究结论对于其他国家资本市场的建设也有启示意义。

二、文献回顾与研究假设

(一)股市传闻与散户负向偏差效应

负向偏差效应是心理学领域的重要概念,广泛存在于人们的认知、决策或判断中(Cacioppo 和 Berntson,1994;Baumeister 等,2001)。它是指人们对负面事件的关注程度或敏感程度大于正面事件的心理倾向(Fiske,1980;Cianci 和 Falsetta,2008)。相对于正面信息,人们对负面信息的信任程度较高,反应也较强(Fiske,1980;Pratto 和 John,1991;Ito 等,1998)。同时,人们对负面信息的处理比正面信息更加仔细,且负面信息给人们留下的印象比正面信息也更为深刻(Weiner,1995;Smith,2006;Hajcak 和 Olvet,2008)。Claeys 和 Timmers(1993)认为,这是因为事物“坏”的特征比“好”的特征的广延性小,更容易被准确定义;Baumeister(2001)则认为,负面信息比正面信息更能刺激人们去寻求其中的意义。

从 Kanneman 和 Tversky(1979)开始,负向偏差效应被引入经济学领域。他们基于负向偏差效应研究了经济活动参与者的风险偏好,提出人们对一定数量损失的厌恶感大于对相同数量收益的愉悦感,表明人们在获得与损失两种状态下具有不同的效用函数,前者的效用函数表现出风险规避的特征,而后者则表现出风险偏好的特征。这构成了前景理论(*Prospect Theory*)的核心内容。之后,有学者将负向偏差理论运用到会计学和财务学领域,研究投资者的认知与投资行为。Brown 和 Harlow(1988)的档案式研究表明,投资者对负面事件存在显著的过度反应。Hirst 等(1995)的实验研究表明,非专业投资者在判断股价走势时不会考虑支持型(正面)研究报告,但却给予非支持型(负面)研究报告显著的权重。Mercer(2005)的实验研究表明,管理层披露的负面信息越多,短期内非专业投资者认为管理层的报告越可信。Cianci 和 Falsetta(2008)的实验研究结果表明,非专业投资者认为负面信息比正面信息更具决策相关性。Coram(2010)的实验研究也表明,面对负面的非财务信息时,非专业投资者预测的股价显著低于面对正面非财务信息时预测的股价。

与专业投资者不同,非专业投资者在信息获取、整合、处理等方面都处于劣势(Elliott,2007),信息呈报的形式会对非专业投资者的信息认知与运用产生显著影响,而对专业投资者却毫无影响(Maines 和 MacDaniel,2000;Elliott,2006;Hodge 和 Pronk,2006;Lawrence,2013)。可见,投资者欠缺专业素养会导致其行为偏差(Feng 和 Seasholes,2005)。由于股市传闻是股市中的一种重要信息流,基于上述文献,本文预期散户对股市传闻的认知存在负向偏差效应。

进一步地,股市传闻的传播渠道多种多样,包括官方权威媒体,也包括小道消息、口口相传。从理论上讲,投资者的注意力是认知过程中的稀缺资源(Kahneman,1973),投资者会有选择地处理对外界的知觉信息(Lavie,1995),而竞争性信息的出现会减弱投资者的及时反应(Hirshleifer 等,2009)。当传闻来源于权威渠道时,权威性会强化散户对信息的认知,导致其给予相关信息较多的关注。因此,不论是好消息还是坏消息,散户对来自权威渠道的各种信息都会给予较高的信任。而当传闻来源于非权威渠道时,由于传闻来源渠道的可信度较低,投资者会更多地注意可能造成较大负面影响的传闻。也就是说,散户会给予来自非权威渠道的坏消息较多的关注,而忽视来自非权威渠道的好消息。基于上述分析,本文认为与来自权威渠道的股市传闻相比,散户对来自非权威渠道股市传闻的认知存在更为严重的负

向偏差效应。据此，本文提出以下假设：

假设1：散户对股市传闻的认知存在负向偏差效应，而且这种效应随传闻传播渠道权威性的增强而减弱。

（二）会计信息透明度与散户负向偏差效应

会计信息透明度是影响企业信息环境的重要指标，透明度提高有助于改善投资者决策的相关性和可靠性（葛家澍和陈少华，2002）。会计信息透明度提升有利于缓解企业信息不对称，提高市场效率与资本流动性（Bloomfield 和 Wilks，2000；周中胜和陈汉文，2008；Burkhardt 和 Strausz，2009）。

从外部投资者角度看，透明度越高的企业会计信息可靠程度越高，投资者更加容易识别企业的盈余管理与风险（Hirst 等，2004；张兵等，2009），从而有助于散户的买入交易（徐浩峰和侯宇，2012）。Bushman 和 Smith（2001）、Healy 和 Palepu（2001）等认为，高质量的财务信息有助于提高投资者的投资效率。Barron 等（2004）的实验研究结果表明，会计信息质量的提高有助于非专业投资者获得更多、更准确的私人信息，但对专业投资者并不会产生显著影响。Hodge 和 Maines（2004）运用实验方法研究了 *XBRL*（可拓展商业报告语言）对财务信息透明度和非专业投资者决策的影响，结果表明，*XBRL* 提高了财务信息透明度以及非专业投资者获取、整合与运用会计信息的能力。Hunton 等（2006）的实验研究表明，财务信息透明度的提升对管理层的盈余管理动机具有显著的抑制作用。Loughran 和 McDonald（2010）及 Miller（2010）使用小规模交易作为非专业投资者的代理变量，研究发现提高财务报告（10-*K*）的可读性将增加非专业投资者的交易频率。Elliott 等（2010）运用实验方法检验了会计信息透明度和投资者性质（短线或者长线）对财务分析师股价预测偏差的联合影响，他们指出，当公司财务信息透明度较高且投资者主要为短线投资者时，分析师的股价预测偏差较大，这一结论与分析师预期短线投资者比长线投资者更容易改变投资策略的推断相符。Rennekamp（2012）以所披露信息的可读性作为透明度的代理变量，采用实验研究方法探讨了非专业投资者对透明度不同的信息披露的反应。研究表明，高透明度的会计信息披露对非专业投资者的影响更大，而且能够促使其修正证券估值。Lawrence（2013）利用美国非专业投资者1991－1996年的交易数据研究发现，非专业投资者倾向于投资财务报告质量高的公司，而且他们对高质量财务信息的需求强于专业投资者。

然而，会计信息并不是投资者决策所依赖的唯一信息源，证券分析师报告、公司自愿披露信息、内幕消息、股市传闻等各种信息都会影响投资者的决策。因此，股市传闻与会计信息在影响投资者特别是散户的决策中存在着竞争关系。当会计信息透明度较低时，散户理解和处理会计信息的成本较高，他们难以从会计信息中提取有用信息，导致会计信息的利用率较低（Hunton 等，2006）。此时，股市传闻对散户决策的影响增大，[①]散户对股市传闻认知的负向偏差效应也更加明显。此外，当会计信息透明度较低时，散户利用会计信息判断股市传闻的可信性的难度较大，在这种情况下，散户更倾向于相信负面传闻，从而导致更为严重的负向偏差效应。随着会计信息透明度的提升，散户运用会计信息验证股市传闻可信性变得更加容易，从而利用股市传闻的程度有所下降。因此，会计信息透明度提升将减弱散户对股市传闻认知的负向偏差效应。基于上述分析，本文提出以下假设：

假设2：散户对股市传闻认知的负向偏差效应随会计信息透明度的提升而减弱。

① Amir 和 Lev（1996）的研究表明，在不确定程度较高的会计信息环境中，投资者更倾向于运用非会计信息。

三、研究设计

(一)实验设计

本文的实验由一个预备实验和两个被试间(*Between-subjects*)正式实验构成。

预备实验：在正式实验之前，我们开展了关于传闻来源渠道权威性或可信性的实验，目的在于测试散户如何判断传闻传播渠道的权威性或可信性。

正式实验一：2 种传闻传播渠道(权威和非权威)×2 种传闻性质(好消息和坏消息)被试间实验。该实验考察散户对股市传闻的认知是否存在负向偏差效应，以及传闻传播渠道与散户负向偏差效应之间的关系。实验中的操控变量为传播渠道和传闻性质。该实验用于检验假设 1。

正式实验二：2 种会计信息透明度(高和低)×2 种传闻传播渠道(权威和非权威)×2 种传闻性质(好消息和坏消息)被试间实验。该实验考察在不同的会计信息透明度下，散户对股市传闻认知的负向偏差效应是否存在差异。实验中的操控变量为会计信息透明度、传闻传播渠道以及传闻性质。深交所自 2001 年起根据《深圳交易所上市公司信息披露工作考核办法》对上市公司的信息披露状况进行评级，评级包括优秀、良好、及格和不及格，胡奕明和唐松莲(2007)、杜兴强和周泽将(2010)、谭劲松等(2010)等均利用该信息披露评级来衡量会计信息透明度。本文也采用这种方法，当公司信息披露状况评级为优秀时，会计信息透明度为"高"；当评级为不及格时，会计信息透明度为"低"。该实验用于检验假设 2，并进一步检验假设 1。参考 Piercey(2008)的做法，上述实验过程见图 1。

(二)实验资料与任务

1. 预备实验资料及结果。参照 Oberlechner 和 Hocking(2004)的研究，我们在预备实验中提供了七种传闻传播渠道：分析师意见、内幕人士、证监会指定披露报刊、社会机构、亲友告知、互联网 *BBS* 以及财经电视节目。传闻来源渠道的权威性和可信性均使用 *Likert* 7 分量表来衡量，"1"表示"极不可信"或"极不权威"，"7"表示"极为可信"或"极为权威"。可信性或权威性的描述性统计结果显示，证监会指定披露报刊的可信性排在第二位，权威性排在第一位，而互联网 *BBS* 的可信性和权威性则均排在最后一位。可见，被试对互联网 *BBS* 中所传播的信息持高度怀疑的态度。证监会指定披露报刊与其他六种来源渠道的可信性均值差异 t 检验结果表明，证监会指定披露报刊和内幕人士这两种渠道的可信性均显著高于其他来源渠道；权威性均值差异 t 检验结果表明，证监会指定披露报刊的权威性显著强于其他所有来源渠道。依据上述结果，本文在正式实验中选择"中国证券报－股市传闻"作为"权威"传播渠道(赵静梅等，2010)，选择"雅虎财经－股市传闻"作为"非权威"传播渠道(Pleis，2009)。

2. 正式实验资料及任务。在两个正式实验中，各组被试将收到一家匿名但真实的制药行业公司 *ABC* 的背景情况、负面传闻(半停产)或正面传闻(研制出新药)、连续三年的主要财务数据、审计意见、证券分析师对公司业绩的平均预测值等资料。本文之所以选取制药行业公司，是因为制药行业具有较强的专业性，被试对该行业的经营情况不是很熟悉，从而避免了被试之间对目标公司所处行业存在认知差异的问题；同时，制药行业与人们的生活休戚相关，能够激发被试在实验中的兴趣。在被试阅读相关资料后，我们要求其完成包括公司 *ABC* 传闻主要内容、传播渠道、深交所对该公司信息披露的评级以及其对相关信息的认知或决策、个人背景资料等内容的问卷。

(三)变量定义

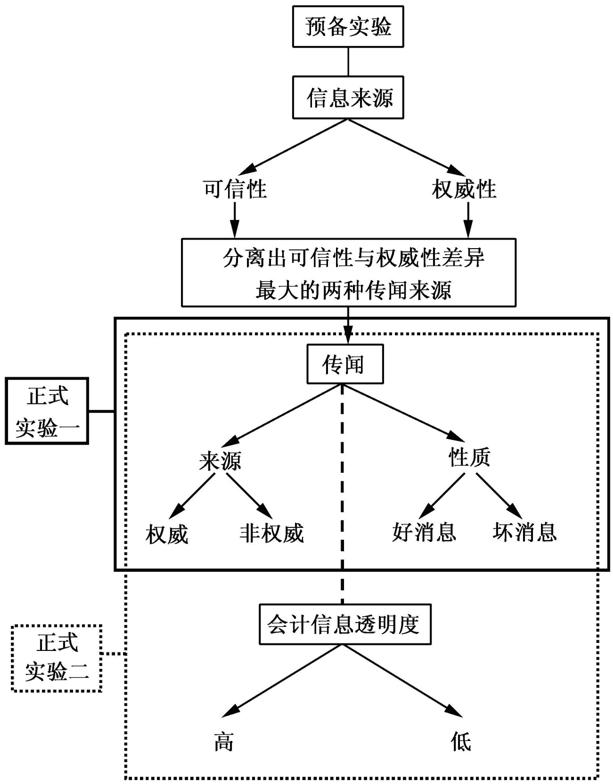

图1 实验过程

本文变量定义见表1。

表1 变量定义①

变量符号	变量名称	变量定义	参考文献
cred	可信性	运用 *Likert* 7分量表来衡量，1表示极不可信，7表示极为可信	
quality	传闻性质得分	运用 *Likert* 7分量表来衡量，1表示重大利空，7表示重大利好	
gnews	传闻性质类别	好消息取1，坏消息取0	Pleis(2009)
authority	传闻来源渠道的权威性	若传闻来自权威渠道则取1，否则取0	赵静梅等(2010)
transparent	会计信息透明度	若会计信息透明度较高则取1，否则取0	杜兴强和周泽将(2010) Hodge和Maines(2004)
transparent_score	会计信息透明度评分	运用 *Likert* 7分量表来衡量，1表示非常低，7表示非常高	杜兴强和周泽将(2010) Hodge和Maines(2004)
gender	性别	男性取1，女性取0	王爱国和杨明增(2009)
experience	投资经验	有投资经验取1，无投资经验取0	

（四）被试选择与实验时间

有研究表明，在认知能力、对经济主体或金融市场反应的实验研究中，学生是合理的被试(Libby,2002)，原因在于学生群体与其他群体(如会计师、投资者等)具有相同的决策模式

①为了保证研究结果的稳健性，本文同时采用 *Likert* 7分量表分值和虚拟变量两种方式来衡量“传闻性质”和“会计信息透明度”。

(Ashton 和 Kramer,1980)和认知结构(Houghton 和 Hronsky,1993)。Elliott(2007)也证明,实验中可以使用具有一定财经专业知识的研究生作为个人投资者(非专业投资者,下同)的替代,这是因为:虽然在校的研究生与实际的个人投资者相比多了一些商科课程的训练,少了一些实际的投资经验,但他们与实际的个人投资者在信息认知与判断及依据信息做出投资决策这两方面是一致的,而这才是具有财经背景的研究生能够作为个人投资者的合理替代的关键。因此,为了控制样本选择偏差,本文尽可能广泛地选取会计学硕士(科学硕士、*MPAcc*)和金融学硕士(*MF*)研究生作为被试。

我们在某知名财经大学(该大学具有 211、985 创新平台资格)随机选取了一批学生参加实验,有 40 名被试参与预备实验。有 56 名被试参与正式实验一,平均年龄为 24.05 岁,男性占比为 46.43%,有 10.71%的被试具有 1 年左右的实际投资经验,他们被随机分为 4 组,每组 12—14 人。有 93 名被试参与正式实验二,平均年龄为 23.65 岁,男性比例为 24%,具有1 年左右实际投资经验的被试占比为 5%,他们被随机分为 8 组,每组 11—13 人。两个实验中每组被试的规模与 Bhojraj 和 Libby(2005)的研究类似。每次实验持续的时间为 20—30 分钟。

需要说明的是,本文实验所选取的被试均来自同一所学校、同一年级、类似专业,但被试的性别、年龄等特征是随机分布的,因而可以假定两组实验的被试具有相同的判断力,实验结果也具有可比性。另外,本文实验中参加预备实验、正式实验一和正式实验二的被试人数也是随机抽取的,没有必然联系。参加三个实验的被试也是完全不相干的个体。这样设置的目的在于:(1)避免被试的学习效应,确保实验数据的真实性。如果始终选用同一组被试,则他们在学习效应的作用下会知晓实验资料的规律和实验目的,从而导致对问卷做出不真实回答,影响实验结果。(2)避免因被试疲劳而影响实验结果。连续使用同一组被试进行实验会导致其精神疲劳,在回答后面的问卷时可能应付了事,从而使实验结果产生偏差。

四、实验结果与假设检验

(一)操控性检验

1.传闻性质的操控性检验。为了检验被试对“好消息”与“坏消息”的认知是否存在显著差异,我们对两者的 *quality* 得分进行了配对 t 检验。结果表明,实验中被试对“好消息”与“坏消息”的认知显著不同,被试对“好消息”的认知得分显著高于“坏消息”($t=-14.101$,$p=0.000$),说明本文实验对传闻性质变量的操控是成功的。

2.会计信息透明度的操控性检验。为了检验实验中对“高透明度”与“低透明度”两种情境的操控是否有效,我们对两者的 *transparent_score* 得分进行了均值 t 检验。结果表明,被试对我们所提供的“高透明度”与“低透明度”的实验资料认知显著不同,被试给予“高透明度”组的会计信息质量评分显著高于“低透明度”组($t=-19.403$,$p=0.000$),说明本文实验对会计信息透明度变量的操控也是成功的。

(二)股市传闻与散户负向偏差效应的假设检验

1.描述性统计。描述性统计结果显示,传闻性质 *quality* 的均值为 4.304,中位数为 5,表明约半数的被试认为其获得的是利好传闻,这与实验中所设置的获得利好传闻的被试比例基本一致。*cred* 的均值为 4.018,中位数为 4,表明被试对不同来源渠道或不同性质传闻的可信性具有较为均衡的认知。*gender* 的均值为 0.464,表明约 46%的被试为男性;*experience* 的均值为 0.107,说明仅有约 10%的被试具有实际投资经验。

2.假设 1 的检验

（1）方差分析。表 2 报告了传闻来源渠道权威性 *authority* 和传闻性质 *gnews* 两个变量的方差分析结果。可以看出，*gnews* 在 99％的置信水平上显著影响散户对股市传闻的认知（F＝17.31，p＝0.000），说明散户认为负面传闻的可信性更高，这与假设 1 相符。

表 2　假设 1 的双因素方差分析

Source	Partial SS	df	MS	F	p
Model	33.2386	3	11.081	8.26	0.000
authority	0.0385	1	0.039	0.03	0.866
gnews	23.2117	1	23.211	17.31***	0.000
authority×gnews	3.4111	1	3.411	2.54	0.117
R^2＝0.289，$Adj.\ R^2$＝0.263					

注：***、** 和 * 分别表示在 1％、5％和 10％的水平上显著，下表同。

（2）回归分析。本文利用（1）式来进一步检验假设 1，回归结果见表 3。从中可以看出，传闻性质 *gnews* 的系数显著为负（t＝－4.18，p＝0.000），表明散户更倾向于相信坏消息，散户对股市传闻的认知存在负向偏差效应；同时，交乘项 *authority*×*gnews* 的系数显著为正（t＝2.24，p＝0.030），表明当传闻来自权威渠道时，散户的负向偏差效应显著减弱，这与假设 1 的预期一致。

$$cred=\alpha+\beta_1 authority+\beta_2 gnews+\beta_3 authority\times gnews+\gamma_1 gender+\gamma_2 experience+\varepsilon \quad (1)$$

表 3　假设 1 的回归检验

变量	系数	t 值	p 值
authority	－0.081	－0.18	0.858
gnews	－1.796	－4.18***	0.000
authority×gnews	1.440	2.24**	0.030
gender	－0.447	－1.26	0.214
experience	－0.714	－1.33	0.189
_cons	4.919	14.47***	0.000
R^2＝0.380，$Adj.\ R^2$＝0.317			

（三）会计信息透明度与散户负向偏差效应的假设检验

1.描述性统计。描述性统计结果显示，传闻可信性变量 *cred* 的均值为 3.806，中位数为 4，表明被试对传闻的可信性具有较为均衡的认知。会计信息透明度评分 *transparent_score* 的均值为 3.924，中位数为 4，表明被试对实验资料中会计信息质量的认知也较为均衡。

2.假设 2 的检验

（1）方差分析。假设 2 的方差分析结果见表 4。从中可以看出，变量 *transparent*、*gnews* 和 *transparent*×*gnews* 均通过了方差分析的显著性检验。这表明不仅会计信息透明度 *transparent* 与传闻性质 *gnews* 对散户的认知具有显著影响，两者的交互作用效应也很显著。

表 4　假设 2 的双因素方差分析

Source	Partial SS	df	MS	F	p
Model	42.981	3	14.327	15.64	0.000
transparent	41.834	1	41.834	45.66***	0.000
gnews	15.421	1	15.420	16.83***	0.000
transparent×gnews	19.044	1	19.044	20.79***	0.000
R^2＝0.345，$Adj.\ R^2$＝0.323					

（2）回归分析。本文利用（2）式来进一步检验假设2，结果见表5。从中可以看出，*transparent* 的系数在1%水平上显著为负，表明会计信息透明度提升确实能够从整体上降低散户对股市传闻的信任度，也说明了会计信息透明度在优化散户信息认知中的作用。*gnews* 的系数在1%水平上显著为负，说明散户对股市传闻的认知存在负向偏差效应，再次验证了假设1。交乘项 $transparent \times gnews$ 的系数在1%水平上显著为正，说明随着会计信息透明度的提升，散户对股市传闻认知的负向偏差效应减弱，假设2得到验证。

$$cred = \alpha + \beta_1 transparent + \beta_2 gnews + \beta_3 transparent \times gnews + \gamma_1 experience + \gamma_2 gender + \gamma_3 authority + \varepsilon \qquad (2)$$

表5　假设2的回归检验

变量	系数	标准差	t 值	p 值
transparent	−2.038	0.270	−7.56***	0.000
gnews	−1.090	0.266	−4.09***	0.000
$transparent \times gnews$	1.720	0.373	4.61***	0.000
experience	0.755	0.297	2.54**	0.013
gender	−0.471	0.207	−2.28**	0.025
authority	0.432	0.194	2.23**	0.029
_cons	4.829	0.226	21.34***	0.000
$R^2 = 0.451$，$Adj.\ R^2 = 0.413$				

另外，控制变量 *gender* 的系数在5%水平上显著为负，表明女性投资者可能比男性投资者更容易受传闻影响，更容易相信传闻，这与以往关于“男性的过度自信程度高于女性”的研究结论相符（Estes 和 Hosseini，1988；Barber 和 Odean，2001；Huang 和 Kisgen，2013）。*authority* 的系数在5%水平上显著为正，表明随着传闻传播渠道权威性的增强，散户更加相信传闻。*experience* 的系数在5%水平上显著为正，表明投资经验越丰富的投资者越容易相信传闻。由于以往的文献没有直接考察投资经验、经历与信息信任程度之间的关系，这是一个新的发现。但这一发现与国外关于投资经验能够减小投资者非理性行为偏差的结论不一致（Feng 和 Seasholes，2005；Elliott 等，2008）。究其原因，这可能与中国证券市场流行打探消息、跟风炒作的环境有关，①实际投资经验越丰富的散户越有可能熟悉打探消息、跟风炒作，从而越相信传闻。这一发现也反映了中国资本市场监管与投资者保护水平较低的现实（王晓梅和姜付秀，2007）。但由于本文实验中的被试人数较少，而且并未针对该问题展开讨论，因此这一结论有待未来进一步考证。

（四）进一步分析：会计信息透明度提升能否抑制传闻继续传播？

在实验中，我们还询问了被试在获知公司 *ABC* 的相关传闻后将做出何种处理。统计结果表明，在获知传闻后，50.53%的被试不对传闻进行任何处理，49.47%的人则倾向于继续传播传闻。我们进一步对比分析了在会计信息透明度不同的情况下，被试继续传播传闻的意愿是否存在差异。结果显示，当会计信息透明度较高时，散户继续传播传闻的意愿显著较弱（$p = 0.062$），表明会计信息透明度提升能够在一定程度上抑制传闻传播。

五、结论、启示与局限

本文基于心理学领域的负向偏差理论，以会计学硕士（科学硕士、*MPAcc*）和金融学硕

①参见新华网：“中国资本市场最缺信用 股民很无奈”，2013年8月23日。

士（MF）研究生作为被试，运用实验研究方法探讨了散户对股市传闻的认知特点与规律。研究结果表明：第一，散户对股市传闻的认知确实存在负向偏差效应，即散户对负面传闻的信任程度高于正面传闻。第二，这种效应随传闻传播渠道权威性的增强和会计信息透明度的提升而减弱，而且当会计信息透明度较高时，散户继续传播传闻的意愿较弱。

本文研究结果对于理解散户认知股市传闻的规律具有重要的理论价值，同时对投资实践和政策制定也具有重要启示。由于我国股市中散户占绝大多数，而且他们倾向于跟风和打探小道消息，这种倾向加上本文所发现的负向偏差效应会导致散户在面对传闻特别是负面传闻时进行非理性投资。这既会使个人财富受损，也会对我国资本市场效率产生消极影响。因此，相关部门应加强对散户投资行为的关注。另外，上市公司应提升会计信息透明度，以减少市场传闻对投资者的影响，从而改善我国证券市场效率。

当然，本文也存在一定的局限性：由于实验研究本身的仿真性与简约性难以协调，本文所选取的被试仅代表了不具备投资专业知识和所投资行业专业知识，投资经验有限，但能够在一定程度上运用财务信息进行投资决策的散户；同时，由于这些被试的实际投资经验非常有限，本文未能考察投资经验与对股市传闻认知、会计信息等方面内容的关系。

主要参考文献：

[1]杜兴强，周泽将.政治联系方式与民营上市公司信息透明度——基于深交所信息披露考评的经验证据[J].中南财经政法大学学报，2010，(1)：126－131.

[2]葛家澍，陈少华.改进企业财务报告问题研究[M].北京：中国财政经济出版社，2002.

[3]胡奕明，唐松莲.审计、信息透明度与银行贷款利率[J].审计研究，2007，(6)：74－84.

[4]王爱国，杨明增.审计判断信心研究：一项实验的证据[J].会计研究，2009，(9)：81－87.

[5]赵静梅，何欣，吴风云.中国股市谣言研究：传谣、辟谣及其对股价的冲击[J].管理世界，2010，(11)：38－51.

[6]Alloport G W，Postman L J.The psychology of rumor[M].New York：Herry Holt，1947.

[7]Ashton R H，Kramer S S.Students as surrogates in behavioral accounting research：Some evidence[J].Journal of Accounting Research，1980，18(1)：1－15.

[8]Barber B，Odean T，Zhu N.Do retail trades move markets?[J].Review of Financial Studies，2009，22(1)：151－186.

[9]Barber B，Odean T.Boys will be boys：Gender，overconfidence，and common stock investment[J].Quarterly Journal of Economics，2001，116(1)：261－292.

[10]Bhojraj S，Libby R.Capital market pressure，disclosure frequency-induced earnings/cash flow conflict，and managerial myopia[J].The Accounting Review，2005，80(1)：1－20.

[11]Brown K C，Harlow W V，Tinic S M.Risk aversion，uncertain information，and market efficiency[J].Journal of Financial Economics，1988，22(2)：355－385.

[12]Cianci A M，Falsetta D.Impact of investors' status on their evaluation of positive and negative，and past and future information[J].Accounting and Finance，2008，48(5)：719－739.

[13]Elliott W B，Hodge F D，Kennedy J J，et al.Are MBA students a good proxy for nonprofessional investors?[J].The Accounting Review，2007，82(1)：139－168.

[14]Frederickson J R，Miller J S.The effects of pro forma earnings disclosures on analysts' and nonprofessional investors' equity valuation judgments[J].The Accounting Review，2004，79(3)：667－686.

[15]Healy P M，Palepu K G.Information asymmetry，corporate disclosure，and the capital markets：A review of the empirical disclosure literature[J].Journal of Accounting and Economics，2001，31(1－3)：405－440.

[16]Hirshleifer D，Lim S S，Teoh S H.Driven to distraction：Extraneous events and underreaction to earnings

news[J].Journal of Finance，2009，64(5)：2289－2325.
[17]Hirst D E，Koonce L，Simko P J.Investor reactions to financial analysts' research reports[J].Journal of Accounting Research，1995，33(2)：335－351.
[18]Hodge F，Kennedy J J，Maines L A.Does search-facilitating technology improve the transparency of financial reporting?[J].The Accounting Review，2004，79(3)：687－703.
[19]Kahneman D.Attention and effort[M].NJ：Prentice-Hall，1973.
[20]Lavie N.Perceptual load as necessary condition for selective attention[J].Journal of Experimental Psychology,1995,21(3):451－468.
[21]Lawrence A.Individual investors and financial disclosure[J].Journal of Financial and Economics，2013，56(1):130－147.
[22]Libby R,Bloomfield R，Nelson M W.Experimental research in financial accounting[J].Accounting Organizations and Society,2002,27(8):775－810.

Market Rumors，Transparency of Accounting Information and Negativity Bias of Individual Investors' Cognition：An Experimental Study

TANG Xue-song，LIN Yan

(*School of Accounting*，*Southwest University of Finance and Economics*，*Chengdu* 611130，*China*)

Abstract：Individual investors are significant participators and a vital part in Chinese capital market，and the rules concerning their cognition of stock market rumors have the important effect on the efficiency of capital market. From the perspective of negativity bias effect，this paper employs experimental method to investigate the rules concerning individual investors' cognition of stock market rumors. It reaches the following results：individual investors' cognition of stock market rumors has the negativity bias effect which weakens with the enhancement of the authority of communication channels and the increase in the transparency of accounting information；in addition，the increase in the transparency of accounting information also helps to curb the spread of rumors. This paper provides important evidence for the understanding of the rules concerning individual investors' cognition of stock market rumors and the revelation of the effect of the increase in the transparency of accounting information on the reduction in the effect of noises on the efficiency of capital market.

Key words：individual investor；stock market rumor；negativity bias；transparency of accounting information

(责任编辑　康　健)