

会计信息在投资决策中长期锚定效应研究 ——对计量观实证方法的改进

边 泓,曲兴华

(南开大学 商学院,天津 300071)

摘 要:文章以 2003—2007 年间我国 A 股上市公司为研究对象,通过筛选市场中股价相对关系“稳定”的成员的方式,对影响股价的非会计信息进行了有效控制,改进了计量观的实证方法。研究结果说明,在年度财务报告发布后的长时间窗口中,由历史性会计信息确定的各股票间的股价初始相对关系,在这段时期的投资者决策过程中具有锚定效应,会计信息对投资决策的影响力在“稳定”成员样本中更为突出。文章所进行的研究尝试,为日后检验 2007 准则的实施效果提供了有效的参考。

关键词:长时间窗中的决策有用性;锚定效应;稳定成员;初始相对关系

中图分类号:F230 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)11-0048-11

会计信息如何增加决策的有用性,以及如何使依据会计信息所作出的决策能够促进资本市场更合理地分配资源是会计学界关注的一个问题。然而,由于受到研究手段的限制,目前只有依据信息观的研究通过事件研究法说明会计信息在会计年度报告发布前后的一个短时间窗口中所呈现出的价值相关性。我国资本市场要求上市公司必须在每年的 4 月 30 日前按照预约的披露日期发布其上年度的财务报告,那么在每年 5 月至 12 月这个长时间窗口中,事件研究法便失去了适用性,因此关于历史性会计信息如何作用于该期间投资决策过程的问题始终没有得到很好的解释。目前通过计量观的模型对该问题所作的研究,都因在实证过程中始终受到非会计信息影响的困扰,而无法得出令人满意的统计结果。这使得对于会计信息决策有用性的研究,以及对检验会计准则实施效果的研究都显得不够完善。在 2007 年开始实施新准则后,对其实施效果的研究将会成为热点。为此本文尝试在计量观研究成果的基础上,利用投资者认知特征所导致的决策规律对长时间窗内会计信息决策有用性问题进行研究,对长期困扰计量观实证过程的难题进行探讨,以为日后全面

收稿日期:2009-03-08

基金项目:天津市社会科学规划资助项目(TJJL08-039)

作者简介:边 泓(1969—),男,天津人,南开大学商学院副教授,博士;

曲兴华(1984—),女,山东烟台人,南开大学商学院硕士研究生。

检验新会计准则的实施效果提供参考。

一、文献回顾及问题的提出

(一)信息观对于会计信息价值相关性的研究

信息观借助了事件研究法对会计信息的价值相关性作出研究,事件研究法能够检验信息在发布前后的短时间窗口中所引起的市场反应。会计信息的市场反应可以总结为以下几个特征:(1)会计信息在其发布前后的短时间内对交易价格产生的影响是显著的,如 Beaver(1968)发现在公司年报披露的当周,其股价的波动幅度和交易量均显著地高于其他交易周,陈晓、陈小悦和刘钊(1999)发现在股票盈余公告日附近确实有新的信息影响市场,导致交易量发生波动。(2)会计盈利信息和股价变动是一种同步关系,在盈利公布之前,如果盈利变动为正,累计超常收益为正;如果盈利变动为负,累计超常收益也为负。但是,在盈亏信息公布之后,累计超常收益趋于平稳,如 Jones 和 Litzenberger(1970)的研究。(3)市场报酬不仅与会计盈余相关,而且与盈余水平存在更强的相关关系,同时包含这两个变量,比单独任何一个变量,都能更好地解释证券报酬(Easton 和 Harris,1991)。

会计年度财务报告包含了多项会计指标,目前的研究表明价值相关性主要体现在会计盈余和净资产这两种会计指标(孙爱军、陈小悦,2002)。而现金流量是否具有价值相关性,目前还存在争议。但 LEV(1989)指出,对于短窗口(2天—3天)研究来说,会计盈余对于股票价格变动的解释力只有2%—5%,而对于较宽(一个季度)窗口和很宽(最长为两年)窗口的研究来说,会计盈余对证券价格的解释力也只有4%—7%。LEV(1989)还认为会计盈余对股票价格的解释力如此之低的原因在于会计盈余的低质量。

(二)计量观对于定价问题的研究

计量观的研究以 Fisher 的期望股利折现假说为基础,经过了多年的发展,Feltham 和 Ohlson 在 1995 年依据剩余收益模型,借助线性信息动态假说,提出了股票定价模型(见式(1)),开创了通过历史会计信息进行股票定价的研究领域。

$$P_t = Bv_t + \alpha X_t^* + \delta v_t \quad (1)$$

式(1)中 P 为期间 t 的股票价格, v_t 为影响股价的非会计信息。许多文献在对式(1)进行实证研究的过程中使用每股净资产(NAPS)来替代账面经营性净资产(Bv),用每股收益(EPS)替代剩余收益(X^*)。但这类文献在实证研究过程中回归分析的统计检验结果说服力都不强,其中只有个别文献对 1996 年样本的回归分析拟合优度达到了 0.6,其余都比较低。如陆静等(2002)通过扩展的 Feltham-Ohlson 模型所进行的研究,以及党建忠等(2004)提出的基于 Feltham-Ohlson 的模型,对 1993—2001 年所有 A 股上市公司所作的研

究。在一些国外的研究文献中同样存在这个问题, (Chen J P, C S Chen, 2001; Jianwei Liu, 2007; Sami H, 2004)。产生这个问题的原因在于 Ohlson 模型并没有界定“非会计信息”变量 v_t 的具体内容, Ohlson(1995)指出 v_t 是无法事先观测的, 以至该模型在实证研究中存在很大的局限性。Dechow 等人(1995)在研究模型中剔除了变量 v_t , 之后的一些研究也大多没有对 v_t 进行考虑, 或如 John R M Hand(2001)那样仅对 v_t 进行了直觉上的表述。这种做法直接导致了利用该模型所进行的实证研究都没有获得令人满意的统计检验结果。

(三) 本文欲解决的问题

以往计量观的研究存在的主要问题是无法有效地解决非会计信息 v_t 对价格带来的影响, 如果不能控制这一因素, 我们便无法正确检验会计信息对投资者定价决策的影响, 同时也无法探讨在年报发布之后的一个较长时间段中, 年度报告信息和季度报告信息对定价决策是否具有影响力的问题。行为经济学的成果为如何控制 v_t 这一因素提供了一个思路。Kahneman 和 Tversky (1974) 发现, 认知过程中存在着锚定调节启发式方法, 即大部人总是先根据参考价值点对信息做出评估, 随后经过分析再做出调整, 但调整过程往往不充分, 原因在于最初的价格水平的影响占有重要地位。饶育蕾(2005)指出, 投资者在判断股票价格的水平时, 最可能锚定的数字是记忆中离现在最近的价格, 因此使股价日复一日地趋同。对单个股票而言, 价格的变化也会受到其他股票价格变化的锚定, 市盈率也会受到其他股票市盈率的锚定。这种联系有助于解释为什么不同的股票会一同涨跌, 证券市场中出现的诸多现象都可以用人们倾向于参考方便的数字的锚定来作出解释。因此, 在投资者对这些“股价一同涨跌的股票”进行投资决策过程时, 必定受到相同因素的影响。本文的研究将以此为起点, 通过寻找一组 v_t 较为容易描述的特殊研究样本集合, 利用该样本集合一方面研究在新的会计年度报告信息到达之前, 历史性会计信息如何作用于定价决策过程, 另一方面在改良计量观的实证方法方面作出尝试。

二、研究假设和设计

为了解决式(1)中 v_t 对定价模型存在的影响问题, 本文尝试将其分解为 v_m 和 v' , v_m 为对市场具有普遍影响的非会计信息, 而 v' 为只对某一只股票产生影响的非会计信息, 如流通量即将发生变化、信息虚假丑闻及其他对该企业存在影响的消息。若用 AI_h 表示上年度财务报告中的 NAPS 和 EPS, 将式(1)中前两项会计信息 Bv 和 αX^a 综合表达为 $\alpha_1 AI_h$, 并将 δv_t 分解为 βv_m 和 v' 两部分, 则式(1)可转变为式(2)。

$$P = \alpha_1 AI_h + \beta v_m + v' + \varepsilon \quad (2)$$

在市场对年度报告的反应期刚刚结束的时点, 依据市场弱式有效假说, 此时股价已经包含了所发布的会计信息, 会计信息确定了各股票间价格的初始

相对关系,对于那些 v' 近似等于 0 的股票,此时股票 i 与股票 j 的价格的相对关系可以表示为式(3)。

$$P_i/P_j \approx AI_{hi}/AI_{hj} \quad (3)$$

若这些股票在新的会计信息发布之前,始终都不存在 v' 的影响,或其中一些股票的 v' 近似等于 0,则这些股票的价格变动都将受到 v_m 的影响,它们的股价将呈现一同涨跌的特征,其股价的相对高低位置关系保持不变,本文称之为稳定成员。相反,在 v' 的作用下,那些与其他股票的股价相对高低位置关系不断变化的股票,则被称为非稳定成员。若能够有效地将稳定成员筛选出来,则可以认为针对其进行的研究已经排除了 v' 的影响,从而解决了以往计量观研究中的难点。

投资者的决策过程常常采用易得性启发式和锚定调整启发式的决策方法。从易得性的角度来说,投资者在定价决策过程中总会想到该投资对象前期的价格,但其决策无法脱离一个有效的参照系,因此投资对象前期价格在市场整体价格体系中的位置,即投资对象与参照对象间的股价的相对高低关系,对投资者的决策更加重要,而不是如前文所述的“最可能锚定的数字是记忆中离现在最近的价格”那样单纯,投资者决策过程中锚定的是记忆中投资对象与参照对象间的股价相对关系,因此本文提出假设 1。

假设 1:在新年度报告发布前,股价的初始高低相对关系对定价决策具有重要的影响,会计信息在稳定成员的定价决策中具备更加显著的影响力。

若季度报告的数据在披露后会对股价产生调整作用,则可以将式(2)略加调整得到式(4), AI_{new} 为最新的季度报告数据。

$$P = \alpha_1 AI_h + \alpha_2 AI_{new} + \beta v_m + v' + \epsilon \quad (4)$$

此时,对于所有稳定成员,价格的高低相对关系将受到季度报告信息的影响,但由于我国上市公司的季度报告和半年报只是要求自愿审计,因此,其影响力要远远低于年度报告。季度报告的数据对稳定成员定价问题的影响力将小于股价的初始相对关系。由于 v_m 对市场具有普遍影响,因此其对各股票产生了近似同比例的影响,即 $(\beta_i^* v_m)/P_i \approx (\beta_j^* v_m)/P_j$,价格的起伏将随市场整体的变化而变化;而对于非稳定成员,其价格的大幅度变化则源于对其自身具有重大影响的非会计信息 v' ,因此本文提出假设 2。

假设 2:对于稳定成员而言,在新的年报发布前,价格变动与市场整体变化因素 v_m 有关。而对于非稳定成员,其股价主要受到 v' 的影响。季报数据对两类股票的定价作用均不明显。

若前述假设成立,则 5 月初年度报告的数据便确定了某股票与其他股票的价格初始相对关系,这种相对关系将在投资者日后的决策中产生锚定效应。由于价格是投资者有限理性决策的产物,加之在年度财务报告的市场反应结束之后,并不存在一个全部股票的 v' 都为 0 的时点,所以整体的“股价初始相

对关系”无法由年报数据来精确解释,会计信息只能大致地反映股价的初始相对关系。随着某只股票 v' 的发布,其价格将发生异于市场平均水平的变动,因此改变了它与其他股票价格间的相对关系,新的相对关系将替代投资者记忆中由年报数据所形成的股价的初始相对关系,因此本文提出假设 3。

假设 3:上年度的年度财务报告数据对股价的初始相对关系具有显著的影响。

为了有效地检验各项假设,本文研究的过程为:

1. 筛选稳定成员和非稳定成员。本文将 2003 年至 2007 年作为研究的时间段,在剔除金融类公司、A 股流通量发生变化及存在数据不全的上市公司之后,在每个年度 5 月到 12 月间的每一个月份,按照相同的规律^①各抽取一个交易日,按照年度组成 5 个样本组,每个样本组包含当年 8 个交易日的数据。对每一个样本中的每个交易日的收盘价参照边泓(2007)研究中使用的 Khonen 聚类方法进行聚类,将价格划分为 n 个区间,并依据质心大小进行编号。最终筛选出在 8 个交易日中始终处于同一价格区间的股票,将其作为当年的稳定成员,同时筛选出等量的在 8 个交易日中价格区间变化较大的股票,将其作为当年稳定成员样本集合的对照样本。

2. 对比计量观定价模型对稳定成员与非稳定成员的实证效果。对于稳定成员而言,在所抽取的 8 个交易日, v' 较小或近似为 0,因此价格 P 只是受到股价的初始相对关系、上年年报数据、新发布的季度报告及市场整体变化趋势的影响,故可以通过线性模型分析不同信息对于价格的影响,来检验各项会计指标在定价决策中的影响力。但对于非稳定成员,由于 v' 无法计量,在回归分析的过程中只能使用常数对其进行替代,因此回归的拟合优度将远远低于稳定成员,而其常数项必将远远大于由稳定成员回归得到的常数项。

3. 检验年度报告数据与股价的初始高低相对关系之间的关系。将价格区间的编号作为各股票在当年市场整体中价格初始相对水平的替代变量,通过分析各样本组中稳定成员的价格区间编号与其上年度年报数据的相关性,选出相关性较强的会计信息,使用线性模型作进一步检验,以确定历史性会计信息对股价的初始相对关系的影响力。

三、样本及实证结果

本文的数据来自 CCER 数据库,各年度的样本由沪深两市的 A 股上市公司数据组成。我们将 2002 年至 2006 年的年度财务报告和 2003 年至 2007 年的季度财务报告,结合 2003 年至 2007 年间各年度抽取的两类成员交易日收盘价,构成面板数据,共构造了 10 个样本组。

(一)定价模型的设计和变量说明

本文在 Ohlson 模型的基础上设计了两个模型,用于对假设 1 和假设 2 进

行检验,由于对照组在每个交易日具备不同的价格区间的编号,因此,为了反映股价初始相对关系对决策的影响,本文将 Ohlson 模型变型为模型 2。模型中有关变量的设计见表 1。

模型 1: $P=\alpha_1 AI_h+\alpha_2 AI_{new}+\beta v_m+\epsilon$

模型 2: $P=\alpha_1 AI_h+\alpha_2 AI_{new}+\beta v_m+\lambda LQ+\theta Cluster+v'+\epsilon$

表 1 变量设计

变量类型		变量名	说 明	预测符号
被解释变量		P	股票收盘价格	
解释变量	AI _{new}	Revenue/A	主营业务收入/总资产	+
		ROA'	净利润/总资产	+
		△Asset	总资产相对年初额的变化率	+
	AI _h	EPS	每股收益	+
		NAPS	每股净资产	+
	市场因素	v _m	市场指数的变化率	+
常数项		v'	对个别股票具有影响的非会计信息	+
控制变量		LQ	A 股流通量的对数	—
		Cluster	在 5 月份抽取的交易日价格聚类得到的区间编号	+

其中 AI_h 为上年度年报中的会计信息, AI_{new} 为所抽取的交易日可获得的最 新季度报告中的关键会计指标。本文使用上证综指或深证成指相对每年 5 月份抽取的交易日相应指数的变化幅度作为 v_m 的替代变量, 将 Cluster 作为 股价的初始相对关系的替代变量。

(二)稳定成员与非稳定成员的筛选

通过对 5 年交易数据分别利用 Khonen 聚类方法^② 分析各交易日价格的相 似度状况后,依据质心由小到大的顺序将价格区间编号为 1 至 4,可以发现,在 每个年度都存在一组价格“稳定”的股票,各年度的稳定成员状况见表 2。

表 2 各年度稳定成员分析结果

年 度	2003	2004	2005	2006	2007
样本总量	1 256	1 345	1 348	1 376	1 463
流通量无变化的样本量	962	964	750	424	418
价格区间 1 的质心	(0. 11)	(0. 09)	(0. 04)	(0. 13)	(0. 10)
	6. 35	3. 91	2. 08	2. 93	8. 11
价格区间 2 的质心	(0. 21)	(0. 15)	(0. 10)	(0. 30)	(0. 24)
	9. 11	5. 46	3. 28	4. 55	12. 16
价格区间 3 的质心	(0. 35)	(0. 24)	(0. 18)	(0. 49)	(0. 40)
	12. 93	7. 57	5. 22	6. 36	16. 90
价格区间 4 的质心	(0. 50)	(0. 41)	(0. 33)	(0. 72)	(0. 72)
	17. 06	11. 66	8. 86	8. 66	26. 69
稳定成员的数量	485	358	316	196	181

注:括号内的数字[0,1]区间为质心位置,括号外的数字为质心对应的实际价格的均值。

(三)对定价模型的检验结果

在对自变量是否存在相关问题的分析中,本文发现稳定成员组中 Cluster 和年报数据呈现相关,其 5 年整体的相关系数分别为 0. 47 和 0. 49,因此在对

稳定成员使用了模型 1 进行回归分析后,为了保证研究的稳健性,本文还使用了剔除 AI_h 后的模型 2 再次对稳定成员进行了回归分析(限于篇幅,未呈报检验结果)。在稳健性检验中季报数据的 ROA'和 Revenue/A 间整体上无相关性问题。

表 3 和表 4 分别为两组成员各年度样本组的回归分析结果。从表 3 可以发现,由于本文使用聚类技术确定了各年的稳定成员,从而对 v' 进行了有效的控制,所得到的回归拟合优度明显优于以往定价模型实证研究的结果。较好的回归效果保证了利用各解释变量的标准化系数来衡量其影响力的可信性。

表 3 稳定成员股价与相关信息关系的回归分析结果

年份 变量		2003	2004	2005	2006	2007
年报数据	EPS	-0.091 (-10.28***)	-0.002 (-0.21)	-0.002 (-0.128)	0.048 (3.02***)	0.208 (10.24***)
	NAPS	0.838 (82.61***)	0.811 (60.39***)	0.692 (45.39***)	0.683 (37.32***)	0.344 (13.09***)
季报数据	Revenue/A	0.108 (11.71***)		0.111 (7.75***)	0.154 (8.49***)	0.284 (12.89***)
	ROA'	0.04 (4.69***)	-0.003 (-0.33)	0.066 (4.58***)	0.023 (1.46)	0.128 (7.82***)
	Δ Asset	0.099 (10.28***)	0.045 (4.61***)	0.039 (3.20***)	0.04 (2.67***)	0.083 (4.60***)
市场因素	v_m	-0.03 (-3.26***)	-0.077 (-6.30***)	0.079 (6.22***)	0.048 (3.10***)	0.101 (4.50***)
Adj.R ²		0.752	0.764	0.715	0.702	0.68
F		1918***	1797***	1059***	615***	500***
N		3784	2768	2528	1568	1408

注:表中系数为 spss 经过标准化处理后的结果,括号内数据为 t 检验值,***、** 和 * 分别表示通过 1%、5%和 10%的显著水平,下表同。

表 4 非稳定成员股价与相关信息关系的回归分析结果

年份 变量		2003	2004	2005	2006	2007
常数项		7.231 (9.54***)	15.253 (13.78***)	22.71 (18.65***)	23.306 (13.21***)	42.69 (14.97***)
年报数据	EPS	-0.036 (-2.67*)	-0.44 (-2.43**)	-0.123 (-5.64***)	-0.139 (-5.11***)	-0.029 (-0.942)
	NAPS	0.001 0.106	0.43 (2.602***)	0.037 (1.63*)	-0.018 (-0.58)	-0.082 (-2.55**)
季报数据	Revenue/A	-0.125 (-8.05***)	-0.159 (-7.42***)	0.081 (2.31**)	-1.04 (-3.4***)	-0.12 (-3.50***)
	ROA'	0.121 (9.08***)	0.122 (6.41***)	-0.088 (-2.48**)	0.312 (11.77***)	0.198 (6.57***)
	Δ Asset	0.011 1.06	-0.007 (-.491)	-0.027 (-1.51)	-0.08 (-3.02***)	0.015 (0.50)

续表 4 非稳定成员股价与相关信息关系的回归分析结果

年份		2003	2004	2005	2006	2007
变量						
市场因素	v_m	0.187 (16.99***)	0.124 (8.33***)	0.18 (10.28***)	0.121 (5.25***)	0.074 (2.65***)
	LQ	-0.042 (-3.74***)	-0.172 (-11.04***)	-0.269 (-15.00***)	-0.229 (-9.87***)	-0.339 (-12.47***)
控制变量	Cluster	0.718 (64.37***)	0.565 (33.94***)	0.424 (21.94***)	0.361 (15.03***)	0.138 (4.93***)
Adj. R^2		0.61	0.46	0.28	0.299	0.19
F		638***	253***	103***	68.87***	31.93***
N		3 784	2 768	2 528	1 568	1 408

通过回归得到的各解释变量的标准化系数和其他统计检验结果,可以总结出以下的特点:

(1)对于稳定成员,由于相关性检验中 Cluster 与 EPS、NAPS 高度相关,因此股价的初始高低相对关系对股价影响可以通过年报数据的作用来体现,表 3 中 NAPS 对股价的影响非常显著,且各年的 R^2 都较高。在稳健性检验结果中(限于篇幅未呈报),各年度的 R^2 均大于 0.66,Cluster 的系数平均为 0.80,且常数项不显著,与表 3 不同的是季度报告数据的显著性大大下降, v_m 的系数大大上升,有 3 个年度超过了 0.1,另 2 个年度超过了 0.03。

(2)依据表 4,股价的初始相对关系在非稳定成员组中的作用力,相对于稳定成员稳健性检验的结果有所下降。非稳定成员组方程的 R^2 不高,年报数据的系数多数与预期的符号相反,但常数项作为 v' 的替代量,数值较大且非常显著,说明非稳定成员的股价变化主要受到 v' 的影响,会计年度报告数据对定价决策的影响力不强。

(3)综合表 3 和稳健性检验的结果,并参考表 4 可以发现,市场因素 v_m 的影响力较为稳定,季报数据多数未能完全获得预期的符号,并未能通过显著性检验,说明其对股价的调整作用比较微弱。

以上回归分析得到的结果可以证明假设 1 和假设 2 成立。

(四)对年报数据影响股价初始相对关系的检验

本文将价格区间编号(Cluster)作为价格初始相对关系的替代变量,根据稳定成员的代码将其上年度的各项财务数据与其价格区间编号构成研究样本。通过分析各年度财务数据与 Cluster 间的 Kendall 相关系数和 Spearman 相关系数,本文发现,每股收益(EPS)、每股净资产(NAPS)、每股营业收入(OIPS)和审计意见(AU),呈现出与 Cluster 较强的相关性。表 5 总结了这些会计指标对 Cluster 的回归分析的统计检验结果。

回归分析获得了较高的 R^2 ,其中每股收益、每股净资产、每股营业收入对 Cluster 显著为正,但每股收益对 Cluster 的影响力远远弱于每股净资产。此

表 5 年报数据对股价初始相对关系的影响力分析

年份 解释变量	2003	2004	2005	2006	2007
EPS	0.139 (4.86***)	0.095 (4.03***)	0.109 (3.93***)	0.169 (4.21***)	0.251 (5.46***)
NAPS	0.191 (3.81***)	0.306 (6.93***)	0.627 (17.95***)	0.547 (10.89***)	0.357 (6.03***)
OIPS	0.088 (3.16***)	0.089 (3.16***)	0.44 (1.59)	0.076 (2.01**)	0.082 (1.98**)
AU	0.545 (7.56***)	0.02 (0.64)	0.343 (10.59***)	0.382 (8.44***)	0.436 (9.65***)
Adj.R ²	0.802	0.878	0.854	0.834	0.806
F	384***	500***	207***	240***	183***
N	473	346	316	196	176

外,每股营业收入对 Cluster 也具有显著影响,体现了投资者面对普遍存在的盈余管理问题,在判断盈余质量时对该指标具有一定的依赖。年度报告中的审计意见未能获得预期的符号,这与相关性分析的结果存在矛盾。本文继而针对各年所有流通量没有发生变化的股票,检验其上年度会计数据对股价初始相对关系的影响,得到与表 5 近似的结果,只是调整后的 R² 略低。回归结果可以说明,每股净资产和每股营业收入两项数据在报告期刚刚结束的时候,对确定一只股票与市场上其他股票价格的相对位置关系具有重要的作用,这种机制对于市场整体具有普遍性。因此可以证明假设 3 成立。

四、结 论

年报数据在其市场反应期结束后,确立了股价间初始相对高低关系,这种关系影响了日后较长一个时期的股票定价问题,对于那些未披露对自身影响重大的非会计信息的股票,该关系限制了其在市场上获取资源的能力。但这种股价间的初始相对高低关系并不牢固,可以被对自身影响重大的非会计信息所改变。由于年度报告可确定一只股票在一个较长时间段内获取资源的能力,因此年报数据的可靠性及不同行业间的可比性对资本市场效率将产生显著的影响。净资产和营业收入信息的可靠与否,不仅要依赖于信息自身的可验证性和无重大差错,而且更为重要的是对这两项信息的会计计量应存在着无偏的更加接近其现实价值的会计方法。2007 新会计准则提出会计计量方法的改进应与现阶段我国投资者日趋看重企业经营实力的决策习惯相吻合,但需要对各项计量方法在使用过程中的可操作性和客观性提出更高的要求。

本文的实证结果同时说明,挑选稳定成员来进行计量观的实证研究,是控制非会计信息的有效途径,能够更加准确地反映会计信息的作用,有助于我们分析新会计准则的执行效果。由于 2008 年我国股市大幅下跌,恐慌的心态严重影响了会计信息的决策有用性,因此目前我们还不能对 2007 年新会计准则

的实施效果做出分析,这将是本文日后的研究方向。本文的不足在于对部分非稳定成员价格区间的变化,尚无法区分是由于存在重大的 v' ,还是由于聚类过程本身存在的误差,这需要作进一步的改进。

注释:

- ①指在每个年度均按照相同的方式抽取各月的一个交易日,如将每月的第 1 个交易日抽取出来,或抽取每月的最后 1 个交易日,亦或抽取每月中第 n 个交易日。
- ②在聚类过程中,各年度样本第 1 个交易日所保留的质心位置,被其他各日的聚类过程所参考,以增强聚类结果之间的可比性。

参考文献:

- [1]饶育蕾.行为金融学[M].上海:复旦大学出版社,2005:90.
- [2]边泓.有限理性投资者对会计信息的使用模式研究[J].财经研究,2007,(10):61—72.
- [3]陈晓,陈小悦,刘钊.A股盈余报告的有效性研究——来自上海、深圳股市的实证证据[J].经济研究,1999,(6):21—28.
- [4]陈信元,陈东华,朱红军.净资产、剩余收益与市场定价:会计信息的价值相关性[J].金融研究,2002,(4):59—70.
- [5]党建忠,陈军,褚俊红.基于 Feltham-Ohlson 模型的中国上市公司股票价格影响因素检验[J].统计研究,2004,(3):57—61.
- [6]陆静,孟卫东,廖刚.上市公司会计盈利、现金流量与股票价格的实证研究[J].经济科学,2002,(5):34—42.
- [7]孙爱军,陈小悦.关于会计盈余的信息含量的研究——兼论中国股市的利润驱动特征[J].北京大学学报(哲学社会科学版),2002,(1):15—27.
- [8]Beaver W H. The information content of earnings[J]. Journal of Accounting Research, 1968,(6):67—92.
- [9]Baruch Lev. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research[J]. Journal of Accounting Research,1989,(27):153—192.
- [10]Chen J P, C S Chen, X Su. Is accounting information value relevant in the emerging Chinese stock market? [J]. Journal of International Accounting Auditing and Taxation, 2001,(10):1—22.
- [11]Jones C P, Litzenger R H. Quarterly earnings reports and intermediate stock price trends [J]. Journal of Finance,1970,(3):143—148.
- [12]Easton P D, T S Harris. Earnings as an explanatory variables for returns[J]. Journal of Accounting Research,1991,(29):19—36.
- [13]Feltham G, Ohlson J A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities[J]. Contemporary Accounting Research,1995,(11):689—731.
- [14]Jianwei Liu, Chunjiao Liu. Value relevance of accounting information in different stock market segments: The case of Chinese A-, B-, and H-Shares[J]. Journal of International

Accounting Research, 2007, (6): 55—81.

- [15] John R M Hand. Discussion of “Earnings, book values, and dividends in equity valuation: An empirical perspective” by J. Ohlson[J]. Contemporary Accounting Review, 2001, (18): 121—130.
- [16] Kahneman D, Tversky A. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases[J]. Science, 1974, 185: 1124—1131.
- [17] Ohlson J A. Earnings, book values, and dividends in security valuation [J]. Contemporary Accounting Research, 1995, (11): 661—687.
- [18] P M Dechow, S P Kothari, R L Watts. The relation between earnings and cash flows[J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25: 133—168.
- [19] Sami H, D Zhou. A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market[J]. The International Journal of Accounting, 2004, 39: 403—427.

A Study on the Long-term Anchoring Effect of Accounting Information in the Process of Investment Decision ——An Improvement on the Empirical Method in Quantitative Perspective

BIAN Hong , QU Xing-hua

(Business School , Nankai University , Tianjin 300071 , China)

Abstract: On the basis of a sample of A-share listed companies from 2003 to 2007 and the selection of the members with stable relative location of stock price, the paper effectively controls non-accounting information which affects stock price, and thus improves the empirical method in quantitative perspective. The results show that in the long time window after the announcement of annual financial statement, initial relative location of stock prices determined by historical accounting information have the anchoring effect in the process of investment decision and the effect of accounting information on investment decision is especially significant in the sample of stable members. It provides references for investigating the implementation effect of 2007 Accounting Standards in the future.

Key words: decision usefulness in long time window; anchoring effect; stable member; initial relative location of stock prices

(责任编辑 金 澜)