



投资者情绪、公司治理与 会计信息可比性

王永海¹, 郝晓敏²

1 武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072

2 湖北经济学院 会计学院, 武汉 430205

摘要: 会计信息质量对于改善公司治理并提高上市企业质量具有重要的意义。在行为金融和资本市场财务与会计交叉研究日益受到关注的背景下, 已有研究探讨宏观市场层面的投资者情绪对会计信息可靠性和稳健性等的影响, 而投资者情绪如何影响企业会计信息可比性的研究还较为匮乏。

采用2010年至2017年沪深A股上市企业数据, 基于社会认知心理学和风险规避的相关理论, 研究投资者情绪对企业会计信息可比性的影响。从应计盈余管理的视角考察投资者情绪影响企业会计信息可比性的作用机制, 进一步用内部控制水平和公司治理指数表征企业内部治理水平, 用媒体关注度和机构投资者持股比例表征企业外部治理水平, 探讨内外部治理水平对投资者情绪与企业会计信息可比性之间关系的调节效应。

研究表明, ①投资者情绪与会计信息可比性呈负相关关系, 即投资者情绪越高涨, 企业的会计信息可比性越低, 经过一系列内生性和稳健性检验后结果依然成立。②机制检验表明, 应计盈余质量是投资者情绪影响企业会计信息可比性的渠道之一。③投资者情绪对会计信息可比性的影响在内部治理水平较低和外部治理水平较低的企业中更加显著。

在投资者情绪高涨期间, 投资者需要重新审视上市企业基于收益的决策有用性程度, 监管者需要采取措施引导投资者理性投资, 以促进资本市场健康发展和保护投资者利益。

关键词: 投资者情绪; 会计信息可比性; 公司治理; 内部治理; 外部治理

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2023.04.006

文章编号: 1672-0334(2023)04-0075-13

引言

提高上市企业的质量是中国新时代资本市场的必然选择, 而提升会计信息质量是提高上市企业质量的重要因素, 探讨影响会计信息质量的宏观和微观层面的因素一直是学术研究的重点。在行为金融和资本市场的财务与会计交叉研究背景下, 学术界开始关注宏观市场层面的投资者情绪对企业行为决策的影响。DE LONG et al.^[1]从行为金融的角度解释投资者情绪的来源, 即面对既定的信息, 投资者的非

理性信念导致的对未来预期的系统性偏差。通俗而言, 投资者情绪是投资者表现出的乐观或悲观情绪^[2]。投资者情绪不仅影响资本市场股票定价^[3], 而且影响企业的投资^[4]、融资^[5]和信息披露^[6]等行为决策。

就会计信息质量而言, 已有研究发现投资者情绪影响企业会计信息的可靠性^[7]和稳健性^[8]等。会计信息可比性作为会计信息质量重要的属性之一, 能够帮助信息使用者识别经济现象之间的异同, 引导各类资源优化配置。但由于较难测量会计信息可比

收稿日期: 2020-02-13 **修返日期:** 2022-04-16

基金项目: 教育部哲学社会科学重大课题攻关项目(10JZD0019); 财政部“会计名家培养工程”(财会[2016]15号)

作者简介: 王永海, 经济学博士, 武汉大学经济与管理学院教授, 研究方向为会计、审计、公司财务与治理等, 代表性学术成果为“金融创新、审计质量与银行风险承受——来自我国商业银行的经验证据”, 发表在2014年第4期《会计研究》, E-mail: yhwang@whu.edu.cn

郝晓敏, 管理学博士, 湖北经济学院会计学院讲师, 研究方向为会计信息、公司财务与治理等, 代表性学术成果为“经济政策不确定性与企业社会责任”, 发表在2022年第2期《管理评论》, E-mail: 18086519529@163.com

性,与会计信息质量的应计盈余质量、盈余持续性和会计稳健性等其他属性相比,关于会计信息可比性的研究具有滞后性^[9]。DE FRANCO et al.^[10]开创性地构建了测量企业层面会计信息可比性的指标,之后关于会计信息可比性的研究也陆续展开,但在理论上尚不明确宏观市场层面的投资者情绪如何影响会计信息可比性。一方面,基于社会认知心理学的相关研究,行为人在乐观情绪下往往依赖已有的知识结构和习惯处理信息^[11],而在悲观情绪时会采用更系统、更注重细节的方式处理信息^[12]。类似地,当资本市场的投资者情绪高涨时,投资者更多地依赖直觉或简单的信息处理后作出决策。此时,管理层在有限监督的情况下就有机会进行会计操控,当会计信息可靠性降低后,会计信息可比性也将受损^[10]。因此,投资者情绪越高涨,会计信息可比性可能越低。另一方面,投资者情绪会加剧股价的波动,并且在投资者情绪高涨时,投资者容易过度乐观,股价容易被高估,当情绪消退时投资者可能承受较大的损失^[13],这就可能影响企业形象或者提高企业的诉讼风险^[14]。为了规避潜在声誉损失或诉讼风险,管理层有动机减少会计操控,提高信息披露透明度和真实性,以在情绪消退时降低可能承担的成本。因此,投资者情绪越高涨,会计信息可比性可能越高。基于此,本研究以会计信息可比性的视角实证检验投资者情绪对会计信息质量的影响,以期对投资者和监管层提供一些启示。

1 相关研究评述

1.1 会计信息可比性的影响因素

财务会计准则委员会 (Financial Accounting Standards Board, FASB) 指出,财务报告的目标是为当前和潜在的投资者、债权人和其他使用者在做出投资、信贷和相关资源配置决策时提供有用的信息。而会计信息可比性有利于信息使用者识别经济事项的相似和不同之处,从而提高会计信息的有用性。已有研究表明,会计信息可比性在提高信息质量和审计效率^[15]以及降低股价崩盘风险^[16]和企业避税程度^[17]等方面发挥了重要作用,因而探讨会计信息可比性的影响因素至关重要。已有关于会计信息可比性影响因素的研究主要有4个方面:①会计准则和政策影响会计信息可比性。YIP et al.^[18]的研究发现,欧盟强制采用国际财务报告准则 (International Financial Reporting Standards, IFRS) 可以显著提高17个欧洲国家的跨国会计信息可比性;易阳等^[19]认为,在会计准则趋同后,A股与港股和H股的会计信息可比性有明显提升。②审计特征影响会计信息可比性。谢盛纹等^[20]认为,聘请拥有行业专长会计师事务所的企业其会计信息可比性高于其他企业。而因审计师变动引起的审计风格变化会降低企业的会计信息可比性^[21]。③企业内部治理特征影响会计信息可比性。内部控制水平的提升能够提高企业的会计信息可比性^[22]。周晓苏等^[23]发现,存在高管联结关系企业的

会计信息可比性更高;WANG et al.^[24]的研究表明,履行社会责任程度较高的企业表现出更高的会计信息可比性。④企业面临的外部环境影响会计信息可比性。刘焱等^[25]基于中国“沪港通”的背景,发现资本市场的开放显著提高了企业的会计信息可比性;方红星等^[26]认为企业的供应链集中度越高,其会计信息可比性越低;DHOLE et al.^[27]的研究表明,经济政策不确定性的上升降低了企业的会计信息可比性。

1.2 投资者情绪对企业行为的影响

投资者情绪不仅影响资本市场的股票定价^[3,28],也影响微观企业行为,如投资^[4]、融资^[5]和信息披露^[6]等行为。①投资者情绪影响企业的投资决策。POLK et al.^[4]提出的“理性迎合”理论认为,理性的管理层利用投资项目决策迎合投资者情绪,并基于美国资本市场的证据证明企业的投资行为随着投资者情绪的变化而改变;花贵如等^[29]基于中国资本市场的实证研究表明,在投资者情绪高涨期间管理层更容易表现出乐观的情绪,并且在面对投资项目时低估风险高估回报,进而提高投资水平;黄波等^[30]发现,随着市场情绪波动的增加,企业的投资水平随之递减。②投资者情绪影响企业的融资决策。STEIN^[31]提出“市场时机”的概念,认为在理论上管理层能够利用市场的无效性适时安排融资来创造价值;BAKER et al.^[5]的研究表明,依赖外部股权融资的企业其投资行为对股价的非基本面波动特别敏感,即这些企业在价值被低估时尽量避免外部股权融资;黄宏斌等^[32]发现处于生命周期不同阶段的企业都会利用高涨的投资者情绪进行信贷融资,从而缓解融资约束。③投资者情绪影响企业的信息披露决策。关于投资者情绪如何影响企业的信息披露决策,已有研究尚未达成一致结论。一方面,企业可能迎合市场情绪。BROWN et al.^[33]认为投资者情绪高涨时期,管理层会更频繁、更乐观地发布盈余预测,以迎合投资者高涨的情绪;龚光明等^[7]的研究表明,投资者情绪显著影响企业的盈余管理行为。另一方面,企业也可能纠正市场偏差。如企业会在投资者情绪低落时期发布正向盈余预测,以提高市场预期^[33]。SEYBERT et al.^[34]发现,企业发布的盈余预测修正了投资者情绪高涨导致的高估值。

1.3 评述

综上所述,一方面,已有研究探讨会计准则和政策、审计特征、企业的内部治理和外部环境等因素对会计信息可比性的影响,鲜有研究探讨宏观市场层面的因素对企业会计信息可比性的影响。另一方面,投资者情绪作为宏观市场层面的重要指标,能够深刻影响企业的投资、融资和信息披露等行为决策,企业会对投资者情绪做出战略性反应。而在行为金融和资本市场的财务与会计交叉研究背景下,投资者情绪是否影响企业的会计信息可比性尚未得到充分探讨,并且在理论上二者的关系尚不明确。基于此,本研究探讨投资者情绪对企业会计信息可比性的影响。

2 理论分析和研究假设

前述关于投资者情绪影响企业行为的研究表明,企业有能力识别投资者情绪,而且出于特定的目的,有动机根据投资者情绪改变企业的特定行为。投资者情绪如何影响企业的会计信息可比性,在理论上有两种可能:①基于社会认知心理学的相关理论,投资者情绪越高涨,会计信息可比性可能越低;②基于风险规避的相关理论,投资者情绪越高涨,会计信息可比性可能越高。

一方面,社会认知心理学的相关研究表明,行为人在不同的情绪下加工处理信息的方式不同。在乐观情绪下,行为人往往依赖已有的知识结构和习惯处理信息^[11];在悲观情绪下,行为人会采用更系统、更注重细节的方式处理信息^[12]。基于上述观点,在行为金融研究中对于投资者得到类似的结论。由于乐观的投资者缺乏对信息的关注以及没有仔细处理和谨慎使用信息,使资本市场泡沫或非理性繁荣的现象持续存在^[35]。在资本市场投资者情绪高涨或低落的不同时期,投资者对会计信息的关注和使用程度有所不同。当资本市场的投资者情绪高涨时,投资者对市场前景持乐观态度,更多地依赖直觉或简单的信息处理作为决策依据,此时管理层在有限监督的情况下有机会出于自利的动机进行会计操控;在投资者情绪低落时,投资者对企业的会计信息更加仔细、严格地甄别,这就增加了管理层进行会计操控的难度,而高质量的财务报告可以提高会计信息可比性^[27]。DE FRANCO et al.^[10]发现盈余质量与会计信息可比性之间存在正相关关系;SIMPSON^[36]的实证研究表明,投资者情绪正向影响企业的操控性应计盈余。在会计信息失去可靠性的情况下,会计信息可比性也将受损。此外,在理想条件下,会计信息是完全可比的^[37]。然而在现实情况中,管理层需要对未来现金流的时间和数额做出重大判断,还要对财务报告体现的相关性和可靠性做出权衡。即使面对同样的条件,不同的管理层对同一事项的会计判断和会计估计也有所差异,这就影响了财务报告质量和会计信息可比性。而资本市场中的投资者情绪可能会加剧这一问题,因为资本市场的投资者情绪可能“传染”给管理层^[29]。在投资者情绪高涨时期,管理层的会计判断和会计估计可能更容易被情绪误导,导致一定程度的偏误,最终导致会计信息可比性下降。

另一方面,虽然企业能够因投资者情绪高涨而导致的高股价在短期内受益,但是随之而来的有可能是股价的下跌^[2],这可能影响企业的形象或者增加诉讼风险^[14]。出于风险规避的动机,潜在的声誉损失或诉讼成本促使企业改变信息披露策略。LEVY et al.^[38]的研究表明,当财务总监面临的诉讼风险提高时企业会及时披露坏消息;NAUGHTON et al.^[39]发现当预期诉讼成本增加时,企业的自愿性信息披露水平显著提高;HUANG et al.^[40]认为,诉讼风险的提高能够降低企业的真实盈余管理水平。此外,管理层

能够“看穿”高涨的市场情绪而采取行动纠正市场偏差或者表现得更加合规谨慎。如管理层可能发布盈余预测,以修正高涨情绪驱动的错误估值和投资者期望^[34]。HRIBAR et al.^[41]的研究表明,在投资者情绪高涨时期,企业的内幕交易行为显著减少;GE et al.^[8]发现,企业的会计稳健性程度与投资者情绪显著正相关,这是因为在投资者情绪高涨期间,由于投资者的乐观情绪可能导致的股票错误定价增加了企业面临的潜在诉讼风险,因而企业提高了会计稳健性,以避免可能面临的诉讼风险。综上,为了规避潜在的诉讼风险和声誉损失,企业在投资者情绪高涨时期合规谨慎的信息披露策略有利于提高会计信息的可靠性,进而提高会计信息可比性。

基于以上分析,本研究提出竞争性假设。

H₁在其他条件一定的情况下,投资者情绪越高涨,会计信息可比性越低;

H₂在其他条件一定的情况下,投资者情绪越高涨,会计信息可比性越高。

3 研究设计

3.1 数据来源和样本选择

本研究以2010年至2017年中国沪深两市A股上市企业为样本,选择2010年为起始年份,是考虑2008年发生的金融危机可能对投资者情绪产生影响。需要说明的是,计算会计信息可比性和部分控制变量指标时需要用到前16个季度的有关数据,因而而这些变量的数据起始年度为2006年。选择2017年为终止年份,是因为在本研究开始时可获得最新数据年份为2017年。行为经济学的理论认为,人类的认知存在固有的局限性,情绪等非理性因素在经济决策中发挥重要的作用,已有的研究也证实资本市场的投资者情绪会影响企业行为。本研究基于大样本数据,在一系列稳健性检验的基础上验证了研究结果的稳健性。因而研究样本截止到2017年对研究结果的适用性没有影响。对样本进行整理和筛选:①剔除ST和*ST的企业样本;②剔除金融业企业样本;③剔除数据缺失的企业样本。最终得到52902个企业-季度样本观测值。企业层面的财务数据和治理数据以及资本市场层面和宏观经济层面的数据来自国泰安数据库,上证综指和沪深300指数的数据来自《上证统计月报》。为避免极端值对研究结果的影响,本研究对企业层面的连续变量进行1%和99%水平的winsorize处理。

3.2 变量定义

3.2.1 被解释变量:会计信息可比性

DE FRANCO et al.^[10]构建基于企业财务报表测量会计信息可比性的指标,认为会计信息可比性是指不同企业对相同经济业务经其会计系统处理后的差异,差异越大,企业之间的会计信息可比性越低。本研究借鉴DE FRANCO et al.^[10]的方法,采用会计转换函数的思路计算会计信息可比性。具体构建过程如下:

(1) 定义企业的会计系统为企业经济业务生成财务报表的转换过程, 当两家企业具有相似的会计系统时, 面对相同的经济业务, 它们应该生成相似的财务报表。其关系为

$$FS_i = f(EE_i) \quad (1)$$

其中, i 为企业, FS 为财务报表; EE 为经济业务; $f(\cdot)$ 为企业对经济业务的会计转换函数, 即企业的会计系统。

(2) 基于企业第 t 季度前连续 16 个季度的数据, 计算每家企业的会计转换函数。参照 DE FRANCO et al.^[10] 的方法, 分别选择股票收益率和会计盈余作为 EE 和 FS 的代理变量。此外, 考虑到企业对于好消息和坏消息的确认具有不对称性, 与好消息相比, 企业往往对坏消息的确认更加及时^[42]。因此, 借鉴 CAMPBELL et al.^[43] 的做法, 在 DE FRANCO et al.^[10] 的模型中加入股票收益虚拟变量以及其与季度股票收益率的交互项计算企业的会计转换函数。计算公式为

$$Ear_{i,t} = a_i + b_i Ret_{i,t} + c_i Neg_{i,t} + d_i Neg_{i,t} \cdot Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, t 为季度, Ear 为会计盈余, 使用季度净利润除以期初权益市场价值; Ret 为季度股票收益率; Neg 为股票收益虚拟变量, 若 Ret 为负取值为 1, 否则取值为 0; a 、 b 、 c 、 d 为模型参数; ε 为残差项。

(3) 分别基于 i 企业和 j 企业的会计转换函数对相同的经济业务 ($Ret_{i,t}$) 进行回归, 计算两家企业对相同经济业务进行会计转换后的期望盈余。计算公式为

$$E(Ear)_{i,t} = \hat{a}_i + \hat{b}_i Ret_{i,t} + \hat{c}_i Neg_{i,t} + \hat{d}_i Neg_{i,t} \cdot Ret_{i,t} \quad (3)$$

$$E(Ear)_{j,t} = \hat{a}_j + \hat{b}_j Ret_{i,t} + \hat{c}_j Neg_{i,t} + \hat{d}_j Neg_{i,t} \cdot Ret_{i,t} \quad (4)$$

其中, $E(Ear)_{i,t}$ 为 i 企业在 t 季度依据其会计转换函数对 i 企业 t 季度的股票收益率计算得到的期望盈余; $E(Ear)_{j,t}$ 为 j 企业在 t 季度依据其会计转换函数对 i 企业 t 季度的股票收益率计算得到的期望盈余; \hat{a}_i 、 \hat{b}_i 、 \hat{c}_i 、 \hat{d}_i 分别为 (3) 式回归后各参数的估计值; \hat{a}_j 、 \hat{b}_j 、 \hat{c}_j 、 \hat{d}_j 分别为 (4) 式回归后各参数的估计值。

(4) 计算两家企业 16 个季度的期望盈余的绝对值的平均值的相反数。计算公式为

$$CO_{i,j,t} = -\frac{1}{16} \sum_{t=15}^t |E(Ear)_{i,t} - E(Ear)_{j,t}| \quad (5)$$

其中, $CO_{i,j,t}$ 为 i 企业与 j 企业在 t 季度的会计信息可比性。用 (5) 式计算 i 企业与同行业其他企业的会计信息可比性, 借鉴已有研究^[18], 本研究将 i 企业与同行业其他企业的会计信息可比性数值从大到小降序排序, 取前 4 名的平均值作为 i 企业会计信息可比性指标, 该值越大, 表示 i 企业在 t 季度的会计信息可比性越高。

3.2.2 解释变量: 投资者情绪

行为金融理论认为, 投资者并不是完全理性的, 投资者不仅偶然发生偏离理性的行为, 而且经常以同样的方式偏离理性。这些非理性的预期或信念偏

离了基于客观基础的对资产未来价值的判断, 即为投资者情绪^[44]。本研究参考 BAKER et al.^[2] 的 BW 投资者情绪综合指数和易志高等^[45] 的中国股票市场投资者情绪综合指数 (CICSI) 的指标构建方法, 以多组能够反映股票市场投资者情绪变化的指标为基础, 剔除宏观经济波动可能对投资者情绪的干扰, 进而通过主成分分析法构建投资者情绪指标。具体构建过程如下:

首先, 选取能够反映中国股票市场投资者情绪变化的 6 个变量: ①基金折价率, 行情基金按照基金份额加权的综合折价率; ②上月交易量, 月交易金额与月流通市值的均值比; ③IPO 个数, 当月 IPO 的个数, 若没有则取值为 0; ④IPO 首日收益, IPO 流通股数加权的平均收益率; ⑤上月新增投资者开户数, 上月开户个数的对数; ⑥消费者信心指数。将各变量季度内 3 个月的数据取算数平均值作为季度指标。其次, 选取 4 个季度层面的宏观经济指标, 包括宏观经济景气指数、生产者价格指数、消费者价格指数、采购经理指数。最后, 将上述 6 个变量分别与 4 个宏观经济指标变量进行回归, 得到的残差即为剔除宏观经济波动影响后的投资者情绪代理变量, 将其标准化处理后进行主成分分析。

在进行主成分分析后, BAKER et al.^[2] 的做法是选取第一主成分作为投资者情绪的代理指标, 而易志高等^[45] 认为应该遵守累计方差贡献率至少达到 85% 的统计标准选取主成分。本研究借鉴易志高等^[45] 的做法, 前两个主成分的累计方差贡献率为 85.930%, 以每个主成分方差贡献率占累计方差贡献率的百分比为权重, 构建投资者情绪变量, 该值越大, 表明投资者情绪越高涨。此外, 代表资本市场整体表现的上证综指和沪深 300 指数均与投资者情绪的线性走势较为一致, 说明本研究构建的投资者情绪指标可以较好地测量投资者情绪。

由于投资者情绪是时间序列, 借鉴 NAGAR et al.^[46] 的研究, 采用 ADF 方法对投资者情绪进行单位根检验, 其检验统计量的 p 值为 0.730, 说明变量非平稳, 存在单位根。本研究使用 H-P 滤波法处理该非平稳序列, H-P 滤波是被研究者经常使用的经济变量趋势分解方法, 可以将经济变量序列中的长期增长趋势和短期波动成分分离出来, 得到平稳序列。经 H-P 滤波后的投资者情绪的 ADF 检验统计量的 p 值为 0.001, 说明经 H-P 滤波后的变量为平稳序列。

3.2.3 控制变量

借鉴已有研究^[27], 本研究控制可能影响企业会计信息可比性的因素。①控制反映企业财务特征和经营环境的变量, 包括企业规模、财务杠杆、经营活动产生的现金流、营业收入增长率、经营活动产生的现金流波动、营业收入增长率波动。②控制反映企业管理层操控盈余倾向的变量: 是否亏损。③控制反映公司治理特征的变量: 产权性质。④控制其他可能影响企业会计信息可比性的变量, 包括: 行业固定效应, 以控制不同行业会计信息可比性可能存在

的系统性差异;年度固定效应,以控制不随个体变化的时间趋势可能对会计信息可比性产生的影响。由于投资者情绪是季度时间序列变量,如果控制季度固定效应将产生多重共线性问题,无法估计出解释变量的系数,因此本研究控制年度固定效应。变量定义见表1。

3.3 模型构建

为了检验 H₁ 和 H₂, 本研究构建模型为

$$CO_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 SH_{i,t} + \alpha_2 Siz_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 CF_{i,t} + \alpha_5 GR_{i,t} + \alpha_6 Cfs_{i,t} + \alpha_7 Grs_{i,t} + \alpha_8 Los_{i,t} + \alpha_9 Own_{i,t} + Ind + Yea + \mu_{i,t} \quad (6)$$

其中, α₀为常数项, α₁~α₉为回归系数, μ为残差项。在企业层面聚类以调整系数估计值的标准误。若α₁显著为负, H₁得到验证;若α₁显著为正, H₂得到验证。需要说明的是,囿于数据的可得性,本研究无法捕捉到投资者情绪的每一次变化对会计信息可比性的影

响,因此本研究探讨两个变量的期间关系,得到在统计意义上平均而言的结果,最终呈现出投资者情绪与会计信息可比性之间的变化趋势,以期得出一般性的结论。

4 实证结果

4.1 均值和中位数检验

根据 SH 的中位数,大于中位数的定义为投资者情绪高涨组,否则为投资者情绪低落组。表2给出投资者情绪与企业会计信息可比性的单变量差异检验结果,无论是均值 t 检验,还是中位数 Wilcoxon z 检验,投资者情绪高涨组的会计信息可比性均显著低于投资者情绪低落组,初步验证了 H₁。

4.2 主要变量描述性统计分析

本研究主要变量的描述性统计结果见表3, CO 的均值为-0.007,标准差为0.008,与唐雪松等^[47]报告

表1 变量定义
Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	会计信息可比性	CO	i 企业与同行业其他企业会计信息可比性数值从大到小降序排列后取前 4 名的均值
解释变量	投资者情绪	SH	经 H-P 滤波后的投资者情绪指标除以 100
	企业规模	Siz	资产总额的自然对数
	财务杠杆	Lev	负债总额与资产总额的比值
	经营活动产生的现金流	CF	经营活动产生的现金流量净额与资产总额的比值
	营业收入增长率	GR	本季度营业收入与上季度营业收入之差与上季度营业收入的比值
控制变量	经营活动产生的现金流波动	Cfs	经营活动产生的现金流第 t 季度前连续 16 个季度的标准差
	营业收入增长率波动	Grs	营业收入增长率第 t 季度前连续 16 个季度的标准差
	是否亏损	Los	第 t 季度前连续 16 个季度营业利润小于 0 的比例
	产权性质	Own	国有企业取值为 1, 否则取值为 0
	行业	Ind	行业固定效应
	年度	Yea	年度固定效应

表2 均值和中位数检验结果
Table 2 Test Results for Mean and Median

项目	会计信息可比性		均值 t 检验	中位数 Wilcoxon z 检验
	均值	中位数		
投资者情绪高涨组	-0.007	-0.0044	t = 9.450***	z = 14.881***
投资者情绪低落组	-0.006	-0.0040		

注:***为在1%水平上显著,下同。

表3 描述性统计结果

Table 3 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
CO	-0.007	-0.004	0.008	-0.050	-0.0001
SH	-0.0001	0.0002	0.006	-0.014	0.014
Siz	22.206	22.076	1.304	19.095	25.989
Lev	0.486	0.487	0.215	0.062	1.021
CF	0.012	0.009	0.061	-0.175	0.202
GR	0.180	0.029	0.861	-0.845	6.180
Cfs	0.049	0.041	0.031	0.009	0.202
Grs	1.471	0.331	5.888	0.068	52.208
Los	0.184	0	0.268	0	1
Own	0.513	1	0.500	0	1

注：样本观测值为52 902。

的结果相近；SH的均值为-0.0001，标准差为0.006，说明样本企业的会计信息可比性和投资者情绪具有一定的差异识别度；Siz均值为22.206，中位数为22.076，说明样本中企业的规模分布均匀；Own的均值为0.513，说明样本中国有企业和非国有企业的分布比较均衡；其余变量的统计结果分布基本处于预期的合理范围。

4.3 相关系数分析

表4给出各变量之间的Pearson相关系数，SH与CO的相关系数显著为负，初步验证了H₁，但更可靠的分析还需要在控制其他变量的基础上进行回归分析。各变量之间的相关系数均小于0.500，方差膨胀因子全部小于2，说明不存在多重共线性问题。

4.4 回归结果分析

投资者情绪与会计信息可比性的多元回归结果见表5，(1)列未引入控制变量，(2)列增加企业层面的控制变量，(3)列在(2)列基础上进一步控制行业固定效应和年度固定效应。回归结果表明，SH的回归系数均在1%水平上显著为负，表明投资者情绪与企业会计信息可比性显著负相关，即投资者情绪越高涨，企业的会计信息可比性越低，H₁得到验证。就经济意义而言，以(3)列为例，投资者情绪每上升1个标准差，企业会计信息可比性下降2.475%个标准差(-2.475% = -0.033 × 0.006 ÷ 0.008，其中，-0.033为表5中SH的回归系数，0.006和0.008分别为表3中SH和CO的标准差)。

4.5 机制检验

前述的理论分析表明，投资者情绪可能通过影响企业的盈余质量进而影响会计信息可比性。为了检验这一可能的机制，借鉴已有研究^[48]，利用中介效应模型验证投资者情绪影响会计信息可比性的可能机制。检验模型为

$$CO_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 SH_{i,t} + \beta_2 Siz_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 Cfs_{i,t} + \beta_7 Grs_{i,t} + \beta_8 Los_{i,t} + \beta_9 Own_{i,t} + Ind + Yea + \lambda_{i,t} \quad (7)$$

$$Ada_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SH_{i,t} + \gamma_2 Siz_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 CF_{i,t} + \gamma_5 GR_{i,t} + \gamma_6 Cfs_{i,t} + \gamma_7 Grs_{i,t} + \gamma_8 Los_{i,t} + \gamma_9 Own_{i,t} + Ind + Yea + \sigma_{i,t} \quad (8)$$

$$CO_{i,t+1} = \varphi_0 + \varphi_1 SH_{i,t} + \varphi_2 Ada_{i,t+1} + \varphi_3 Siz_{i,t} + \varphi_4 Lev_{i,t} + \varphi_5 CF_{i,t} + \varphi_6 GR_{i,t} + \varphi_7 Cfs_{i,t} + \varphi_8 Grs_{i,t} + \varphi_9 Los_{i,t} + \varphi_{10} Own_{i,t} + Ind + Yea + \omega_{i,t} \quad (9)$$

其中，Ada为应计盈余质量， β_0 、 γ_0 和 φ_0 为常数项， $\beta_1 \sim \beta_9$ 、 $\gamma_1 \sim \gamma_9$ 和 $\varphi_1 \sim \varphi_{10}$ 为回归系数， λ 、 σ 和 ω 为残差项。Ada为以基于业绩调整的修正Jones模型^[49]计算的企业季度应计盈余质量的绝对值，是本研究的中介变

表4 Pearson相关系数

Table 4 Pearson Correlation Coefficients

变量	CO	SH	Siz	Lev	CF	GR	Cfs	Grs	Los
SH	-0.032***	1							
Siz	-0.259***	0.0002	1						
Lev	-0.287***	-0.005	0.350***	1					
CF	-0.042***	0.013***	0.081***	-0.099***	1				
GR	-0.016***	0.028***	-0.006	0.039***	0.010**	1			
Cfs	-0.079***	-0.020***	-0.129***	0.048***	-0.057***	0.082***	1		
Grs	-0.065***	-0.010**	-0.021***	0.069***	-0.046***	0.085***	0.202***	1	
Los	-0.238***	-0.010**	-0.245***	0.229***	-0.126***	0.075***	0.071***	0.137***	1
Own	-0.185***	-0.001	0.276***	0.229***	0.021***	-0.024***	-0.066***	-0.051***	0.042***

注：**为在5%水平上显著，下同。

表5 投资者情绪与会计信息可比性
Table 5 Investor Sentiment and Accounting Information Comparability

变量	CO		
	(1)	(2)	(3)
SH	-0.044*** (-7.351)	-0.050*** (-9.480)	-0.033*** (-8.723)
Siz		-0.002*** (-59.146)	-0.002*** (-12.433)
Lev		-0.004*** (-24.843)	-0.003*** (-5.469)
CF		-0.009*** (-17.695)	-0.006*** (-5.005)
GR		0.0002*** (4.203)	0.0003*** (6.519)
Cfs		-0.025*** (-24.122)	-0.022*** (-5.838)
Grs		-0.00002*** (-3.482)	0.00001 (0.544)
Los		-0.008*** (-63.784)	-0.009*** (-16.272)
Own		-0.001*** (-18.739)	-0.0003 (-1.425)
常数项	-0.007*** (-194.186)	0.036*** (58.951)	0.034*** (12.099)
行业固定效应	未控制	未控制	控制
年度固定效应	未控制	未控制	控制
样本观测值	52 902	52 902	52 902
调整的 R ²	0.001	0.196	0.289

注:括号内数据为t值,下同。

量,该值越大,应计盈余管理水平越高,应计盈余质量越低。如果SH对CO的一部分影响是通过中介机制产生的,则需要同时满足两个条件:①SH对Ada具有正向影响,即(8)式中的 $\gamma_1 > 0$;②Ada对CO具有负向影响,即(9)式中的 $\phi_2 < 0$,且引入中介变量后,SH的回归系数的绝对值有所下降,即 $|\phi_1| < |\beta_{11}|$ 。

机制检验结果见表6,在基于业绩调整的修正Jones模型计算Ada的过程中删除缺失值,在与主回归的样本匹配后样本量减少,致使回归中样本观测值有所改变。(1)列基于(7)式检验SH与CO的关系,(2)列基于(8)式检验SH与Ada的关系,(3)列基于(9)式检验Ada和SH对CO的影响。回归结果表明,(1)列中,SH对CO具有显著负向影响;(2)列中,SH对Ada具有显著正向影响;(3)列中,Ada对CO具有显著负向影响,且SH的回归系数的绝对值从(1)列的

表6 机制检验结果
Table 6 Mechanism Test Results

变量	CO (1)	Ada (2)	CO (3)
SH	-0.034*** (-8.600)	0.192*** (3.571)	-0.033*** (-8.477)
Ada			-0.002*** (-2.703)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	0.034*** (11.932)	0.116*** (13.034)	0.034*** (11.977)
行业固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
样本观测值	49 646	49 646	49 646
调整的 R ²	0.288	0.095	0.289
Sobel 检验	$z = -2.642^{***}$		

0.034下降至0.033。Sobel检验的统计量z值为-2.642,在1%水平上显著,说明Ada的中介效应显著,应计盈余管理行为作为投资者情绪影响会计信息可比性的中介机制得到实证结果支持。由于投资者情绪的回归系数仍然显著为负,说明还有其他的中介机制存在,应计盈余管理行为并不是唯一的影响机制。

5 稳健性检验

5.1 内生性问题检验

本研究从3个方面考虑可能引起的内生性问题。①反向因果。在本研究的回归模型中,解释变量和控制变量均为t季度,被解释变量为(t+1)季度,因而不存在反向因果的问题。②遗漏变量。为了缓解因遗漏变量引起的内生性问题,本研究基于(6)式控制多维固定效应,解释变量为SH,被解释变量为CO,回归结果见表7,由于在stata中使用reghdfe命令控制固定效应回归时样本中的单样本被剔除,致使回归中样本观测值有所改变。(1)列控制行业-年度交互固定效应,以控制行业层面随时间变化因素的影响,SH的回归系数在1%水平上显著为负;(2)列控制年度和企业固定效应,以控制企业层面不随时间变化的因素和时间因素的影响,SH的回归系数在1%水平上显著为负;在(2)列的基础上,(3)列进一步控制企业-年度交互固定效应,以进一步控制企业层面随时间变化因素的影响,SH的回归系数仍在1%水平上显著为负。回归结果表明,在控制多维固定效应之后,主要研究结果保持不变。③测量误差。为缓解因测量误差引起的内生性问题,本研究在后续的稳健性检验中进一步更换解释变量和被解释变量的测量方法重新回归,以增强研究结果的可靠性。

表7 控制多维固定效应

Table 7 Control Multidimensional Fixed Effects

变量	CO		
	(1)	(2)	(3)
<i>SH</i>	-0.034*** (-9.011)	-0.035*** (-9.453)	-0.037*** (-8.885)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	0.034*** (12.208)	-0.017*** (-3.226)	-0.015*** (-2.648)
行业固定效应	控制	未控制	未控制
年度固定效应	控制	控制	控制
行业×年度固定效应	控制	未控制	未控制
企业固定效应	未控制	控制	控制
企业×年度固定效应	未控制	未控制	控制
样本观测值	52 902	52 900	52 394
调整的 R^2	0.309	0.636	0.864

表8 稳健性检验结果

Table 8 Robust Test Results

变量	CO	CO	Com
	(1)	(2)	(3)
<i>Sch</i>	-0.026*** (-10.193)		
<i>Shd</i>		-0.001*** (-15.094)	
<i>SH</i>			-0.033*** (-7.501)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	0.034*** (12.098)	0.034*** (12.218)	0.039*** (11.386)
行业固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
样本观测值	52 902	52 902	49 722
调整的 R^2	0.290	0.290	0.312

5.2 其他稳健性检验

为了保证研究结果的可靠性,本研究改变解释变量和被解释变量的测量方法,采用(6)式重新进行回归,进行稳健性检验。

5.2.1 替换解释变量的测量方法

(1) 选取第一主成分构建的投资者情绪指标作为解释变量的替代变量。首先,进行单位根 ADF 检验,投资者情绪的 ADF 检验统计量 p 值为 0.894,说明该变量非平稳,存在单位根。其次,经 H-P 滤波后的投资者情绪 (*Sch*) 的 ADF 检验统计量的 p 值为 0.013,说明经 H-P 滤波后该变量为平稳序列。将 *Sch* 作为新的解释变量,采用(6)式重新回归的结果见表 8 的(1)列,*Sch* 的回归系数在 1% 水平上显著为负,研究结果保持不变。

(2) 构建哑变量 *Shd*,当 *SH* 小于 0 时取值为 0,否则取值为 1。将 *Shd* 作为新的解释变量,采用(6)式重新回归,结果见表 8 的(2)列,*Shd* 的回归系数仍在 1% 水平上显著为负,研究结果保持不变。

5.2.2 替换被解释变量的测量方法

依据前述测量企业会计信息可比性的方法,将 i 企业与同行业其他企业的会计信息可比性数值从大到小降序排序,取前 10 名的平均值作为 i 企业会计信息可比性 (*Com*) 指标,进行稳健性检验。回归结果见表 8 的(3)列,*SH* 的回归系数在 1% 水平上显著为负,研究结果仍然保持不变。

6 进一步检验:基于公司治理水平的差异

前述研究结果表明,在投资者情绪高涨时期,管理层的机会主义行为(盈余管理行为)降低企业的会

计信息可比性。而公司治理作为会计信息披露行为的重要约束机制之一,是会计信息披露的制度保障。JENSEN et al.^[50] 认为企业的内部治理和外部治理都会增加股东与管理层之间的利益协同,使管理层做出有损股东利益的行为;FAN et al.^[51] 的研究表明,公司治理的改善可以限制盈余管理行为,提高财务报告质量。因此,企业的内外部治理水平可能影响投资者情绪与会计信息可比性的关系。

首先,较高的内部治理水平意味着企业具有良好的内部控制体系,相互制约和监督的机制比较健全,在一定程度上能够抑制管理层的投机或自利行为^[52]。古朴等^[53] 发现完善的内部控制体系有利于缓解外部监督政策的不确定性对盈余质量的不利影响;潘临等^[54] 的研究表明,环境不确定性的提升降低了企业的会计信息可比性,而较好的内部控制制度能够有效抑制内部人的机会主义行为,减少其进行盈余操控和虚假披露的可能性。因此,与内部治理水平较高的企业相比,内部治理水平较低的企业本身没有良好的信息披露习惯,更容易根据外部环境的变化而发生投机或自利行为。所以,当投资者情绪高涨时,管理层发生有损企业会计信息可比性行为的可能性更高。

其次,外部治理是一种借助企业外部力量进行治理的机制,较高的外部治理水平意味着企业处于良好的外部监督环境中。DYCK et al.^[55] 的研究表明,媒体能够作为一种有效的外部监督机制,规范管理层的行为,从而发挥公司治理的作用。此外,机构投资者持股也被认为具有重要的公司治理效应。HUANG et al.^[40] 发现,企业面临的诉讼风险降低后,其真实盈余管理水平提高,而机构投资者持股作为重要的外

部治理机制能够削弱诉讼风险的降低对盈余质量的不利影响; 鹿坪等^[56]认为, 投资者情绪正向影响会计应计错误定价, 机构投资者持股在长期内能够降低投资者情绪与应计异象之间的正向关系。因此, 与外部治理水平较高的企业相比, 外部治理水平较低的企业缺乏有效的监督, 即使发生有损投资者利益的行为也不易受到惩罚。所以, 当投资者情绪高涨时, 管理层发生有损企业会计信息可比性行为的可能性更高。

为了检验投资者情绪对会计信息可比性的影响在不同公司治理水平下的差异, 本研究基于企业内部治理和外部治理两个层面采用(6)式分组回归。分组依据为, 根据上一年行业年度中位数分组, 大于中位数组定义为内部治理水平和外部治理水平较高组, 否则为较低组。测量内部治理水平的指标包括: ①内部控制水平^[57], 采用迪博内部控制与风险管理数据库中的内部控制指数测量, 该值越大, 企业内部治理水平越高; ②公司治理指数^[58], 选取董事会规模、独立董事比例、监事总规模、第一大股东持股比例、第二至第十大股东持股比例、股东大会召开次数、是否两职合一、高管薪酬和高管持股比例9个变量, 通过主成分分析, 选取第一主成分构建公司治理指数, 该值越大, 内部治理水平越高。测量外部治理水平的指标包括: ①媒体关注度^[53], 采用媒体报道该企业的年度数量测量, 该值越大, 外部治理水平越高; ②机构投资者持股比例^[57], 采用机构投资者持股比例测量, 该值越大, 外部治理水平越高。

表9给出投资者情绪与企业会计信息可比性之间的关系在不同内外部治理水平下的检验结果, 由

于公司治理水平的衡量指标存在缺失值, 与主回归的样本匹配后样本量减少, 致使回归中样本观测值有所改变。组间差异结果表明, 投资者情绪与会计信息可比性之间的负向关系在内部控制水平较低组、公司治理指数较低组、媒体关注度较低组和机构投资者持股比例较低组更加显著, 表明企业内部治理水平和外部治理水平的提升能够缓解投资者情绪高涨对会计信息可比性的不利影响。

7 结论

7.1 研究结果

本研究以2010年至2017年沪深A股上市企业为样本, 研究投资者情绪对企业会计信息可比性的影响, 以及在不同公司治理水平下二者关系的差异。研究表明, 投资者情绪与会计信息可比性呈负相关关系, 即投资者情绪越高涨, 企业的会计信息可比性越低, 经过一系列内生性和稳健性检验后该结果依然成立。机制检验表明, 应计盈余质量是投资者情绪影响企业会计信息可比性的渠道之一。进一步基于公司治理的视角检验投资者情绪与会计信息可比性两者关系的差异发现, 这一关系在内部治理水平较低(即内部控制水平较低、公司治理指数较低)和外部治理水平较低(即媒体关注度较低、机构投资者持股比例较低)的企业中均更加显著。

7.2 理论贡献

(1) 结合行为金融和会计的研究, 拓展了投资者情绪理论在资本市场会计研究领域的应用。已有关于投资者情绪影响企业信息披露的研究表明, 在投资者情绪高涨时, 管理层倾向于报告更加乐观的应

表9 投资者情绪、内部和外部治理水平与会计信息可比性

Table 9 Investor Sentiment, Internal and External Governance Level and Accounting Information Comparability

变量	CO							
	内部控制水平		公司治理指数		媒体关注度		机构投资者持股比例	
	高	低	高	低	高	低	高	低
SH	-0.029*** (-5.933)	-0.038*** (-6.616)	-0.035*** (-4.232)	-0.039*** (-5.227)	-0.032*** (-5.229)	-0.035*** (-6.807)	-0.029*** (-5.866)	-0.037*** (-6.355)
控制变量	控制							
常数项	0.042*** (12.590)	0.028*** (7.833)	0.011*** (2.709)	0.019*** (4.450)	0.037*** (10.653)	0.029*** (8.203)	0.035*** (8.957)	0.041*** (10.828)
行业固定效应	控制							
年度固定效应	控制							
样本观测值	26 214	26 646	13 171	13 629	24 635	28 165	21 210	21 708
调整的 R ²	0.301	0.306	0.279	0.274	0.305	0.280	0.308	0.299
组间差异	0.009***		0.004***		0.003***		0.008**	

注: 组间差异检验方法为费舍尔组合检验, 使用自助抽样法抽样1 000次。

计盈余估计^[59],而且发生错报^[60]和购买审计意见^[61]的可能性增加。本研究基于会计信息可比性的视角,补充了投资者情绪对会计信息质量影响的研究,也是对LEE^[62]呼吁的加强行为金融与资本市场会计相结合研究的积极响应。

(2)丰富了会计信息可比性影响因素的相关研究。已有研究主要关注会计准则^[18]、审计特征^[63]、内部治理^[22]和外部制度环境^[26]等因素对会计信息可比性的影响,本研究运用行为金融理论补充了宏观市场层面的投资者情绪对企业会计信息可比性的影响。

(3)为较高的公司治理水平能够抑制管理层机会主义行为增加了新的证据。已有研究表明公司治理的改善能够缓解代理问题进而降低盈余管理水平^[51],但也有部分研究发现弱公司治理显著提高了盈余质量^[64]。本研究发现投资者情绪对会计信息可比性的负向影响在公司治理水平较低的企业更加显著,也间接说明较高的公司治理水平在一定程度上能够约束管理层的机会主义行为。

7.3 实践启示

(1)投资者情绪高涨时企业的会计信息可比性降低,此时基于收益的决策有用性降低,这将损害部分投资者的利益。一方面,监管部门需要对资本市场情绪进行追踪,建立完善的投资者情绪监控系统,制定相应的预警标准和应对措施,在投资者情绪过度乐观时采取适当的措施对投资者情绪加以理性引导,以促进资本市场的健康发展,并保护投资者利益。另一方面,监管部门和审计师要在投资者情绪高涨时加大对上市企业财务报告的审查力度,以减少管理层利用市场投资者情绪的会计操控行为。

(2)公司治理水平的提升能够降低投资者情绪高涨对企业会计信息可比性的不利影响,企业的内外部治理能够约束管理层的机会主义行为,监管部门应继续健全和完善促进企业内部治理水平提升的政策法规。此外,还需要加强对企业产生外部治理效应的媒体和机构投资者的监管和法规约束,警惕其与企业形成“合谋”,损害投资者的利益。

7.4 研究不足

①本研究的模型设定可能存在一定的遗漏变量问题。由于本研究样本是季度数据,可供选取的控制变量有限,尽管采用了多维固定效应模型进行稳健性检验,以缓解模型设定偏误问题,但仍可能存在遗漏变量问题。②尽管本研究考虑了一些可能产生内生性问题的原因,并进行了稳健性检验。但是市场层面的投资者情绪和会计信息可比性还可能由随时间变化不可观测的特征共同影响而产生内生性问题,未来还需进一步寻找解决该问题的有效方法,以丰富相关的研究结果。

参考文献:

- [1] DE LONG J B, SHLEIFER A, SUMMERS L H, et al. Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(4): 703-738.
- [2] BAKER M, WURGLER J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1645-1680.
- [3] 许启发, 伯仲璞, 蒋翠侠. 基于分位数 Granger 因果的网络情绪与股市收益关系研究. *管理科学*, 2017, 30(3): 147-160. XU Qifa, BO Zhongpu, JIANG Cuixia. Exploring the relationship between internet sentiment and stock market returns based on quantile granger causality analysis. *Journal of Management Science*, 2017, 30(3): 147-160.
- [4] POLK C, SAPIENZA P. The stock market and corporate investment: a test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 187-217.
- [5] BAKER M, STEIN J C, WURGLER J. When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(3): 969-1005.
- [6] BERGMAN N K, ROYCHOWDHURY S. Investor sentiment and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(5): 1057-1083.
- [7] 龚光明, 龙立. 投资者情绪与上市公司盈余管理: 理性迎合抑或情绪偏差. *当代财经*, 2017(8): 112-122. GONG Guangming, LONG Li. Investor sentiment and earnings management in listed companies: rational catering or emotional deviation?. *Contemporary Finance & Economics*, 2017(8): 112-122.
- [8] GE R, SEYBERT N, ZHANG F. Investor sentiment and accounting conservatism. *Accounting Horizons*, 2019, 33(1): 83-102.
- [9] 潘临, 郝莉莉, 张龙平. 签字会计师执业经验与会计信息可比性: 来自中国证券市场的经验证据. *审计与经济研究*, 2019, 34(4): 44-56. PAN Lin, HAO Lili, ZHANG Longping. Auditor experience and accounting information comparability: evidence from China. *Journal of Audit & Economics*, 2019, 34(4): 44-56.
- [10] DE FRANCO G, KOTHARI S P, VERDI R S. The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49(4): 895-931.
- [11] MAYO R, ALFASI D, SCHWARZ N. Distrust and the positive test heuristic: dispositional and situated social distrust improves performance on the Wason rule discovery task. *Journal of Experimental Psychology: General*, 2014, 143(3): 985-990.
- [12] BLESS H, SCHWARZ N, CLORE G L, et al. Mood and the use of scripts: does a happy mood really lead to mindlessness?. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1996, 71(4): 665-679.
- [13] BEN-REPHAEEL A, KANDEL S, WOHL A. Measuring investor sentiment with mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 2012, 104(2): 363-382.
- [14] KIM I, SKINNER D J. Measuring securities litigation risk. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53(1/2): 290-310.
- [15] ZHANG J H. Accounting comparability, audit effort, and audit outcomes. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(1): 245-276.
- [16] KIM J B, LI L Y, LU L Y, et al. Financial statement comparability and expected crash risk. *Journal of Accounting & Economics*, 2016, 61(2/3): 294-312.
- [17] 李青原, 王露萌. 会计信息可比性与公司避税. *会计研究*, 2019(9): 35-42. LI Qingyuan, WANG Lumeng. Financial statement comparability and corporate tax avoidance. *Accounting Research*, 2019(9): 35

- 42.
- [18] YIP R W Y, YOUNG D Q. Does mandatory IFRS adoption improve information comparability?. *The Accounting Review*, 2012, 87(5): 1767-1789.
- [19] 易阳, 戴丹苗, 彭维瀚. 会计准则趋同、制度环境与财务报告可比性: 基于 A 股与 H 股、港股比较的经验证据. *会计研究*, 2017(7): 26-32.
- YI Yang, DAI Danmiao, PENG Weihuan. Convergence of accounting standards, institutional environment and financial reporting comparability: an empirical study of comparing A-share with H-share and HK share. *Accounting Research*, 2017(7): 26-32.
- [20] 谢盛纹, 王清. 会计师事务所行业专长与会计信息可比性: 来自我国证券市场的证据. *当代财经*, 2016(5): 108-119.
- XIE Shengwen, WANG Qing. On the comparability between industry expertise of accounting firms and accounting information: evidences from China's securities market. *Contemporary Finance & Economics*, 2016(5): 108-119.
- [21] 谢盛纹, 刘杨晖. 审计师变更、前任审计师任期和会计信息可比性. *审计研究*, 2016(2): 82-89.
- XIE Shengwen, LIU Yanghui. Auditor switching, predecessor auditors' tenure and accounting information comparability. *Auditing Research*, 2016(2): 82-89.
- [22] 王迪, 鲁威朝, 杨道广. 内部控制、会计信息可比性与分析师行为. *审计研究*, 2019(6): 70-78.
- WANG Di, LU Weichao, YANG Daoguang. Internal control, accounting information comparability and analyst behavior. *Auditing Research*, 2019(6): 70-78.
- [23] 周晓苏, 王磊, 陈沉. 企业间高管联结与会计信息可比性: 基于组织间模仿行为的实证研究. *南开管理评论*, 2017, 20(3): 100-112.
- ZHOU Xiaosu, WANG Lei, CHEN Chen. Inter-corporate top managers' ties and accounting information comparability: an empirical study on the perspective of inter-organizational imitation. *Nankai Business Review*, 2017, 20(3): 100-112.
- [24] WANG F J, ZHANG Z C, XU L Y. Corporate social responsibility and financial statement comparability: evidence from China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2020, 27(3): 1375-1394.
- [25] 刘焱, 姚海鑫, 杜燕婕. 资本市场开放与会计信息可比性: 来自“沪港通”的经验证据. *财经理论与实践*, 2020, 41(1): 55-62.
- LIU Yan, YAO Haixin, DU Yanjie. Stock market liberalization and accounting information comparability: evidence from “Shanghai-Hong Kong Stock Connect” scheme. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2020, 41(1): 55-62.
- [26] 方红星, 张勇, 王平. 法制环境、供应链集中度与企业会计信息可比性. *会计研究*, 2017(7): 33-40.
- FANG Hongxing, ZHANG Yong, WANG Ping. Legal environment, supply chain concentration and firm's accounting information comparability. *Accounting Research*, 2017(7): 33-40.
- [27] DHOLE S, LIU L, LOBO G J, et al. Economic policy uncertainty and financial statement comparability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2021, 40(1): 106800-1-106800-21.
- [28] 陈康, 江嘉骏, 刘琦, 等. 空气质量、投资者情绪与股票收益率. *管理科学*, 2018, 31(6): 145-160.
- CHEN Kang, JIANG Jiajun, LIU Qi, et al. Air quality, investor sentiment, and stock returns. *Journal of Management Science*, 2018, 31(6): 145-160.
- [29] 花贵如, 刘志远, 许赛. 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为. *金融研究*, 2011(9): 178-191.
- HUA Guiru, LIU Zhiyuan, XU Qian. Investor sentiment, managerial optimism and corporate investment. *Journal of Financial Research*, 2011(9): 178-191.
- [30] 黄波, 方茜. 市场情绪波动会影响企业投资吗? 兼议股价情绪敏感度的异质效应. *经济管理*, 2019, 41(9): 92-108.
- HUANG Bo, FANG Xi. Can fluctuations of market sentiment influence enterprise investment? Considering the heterogeneous effect of “stock price-sentiment” sensitivity. *Business and Management Journal*, 2019, 41(9): 92-108.
- [31] STEIN J C. Rational capital budgeting in an irrational world. *The Journal of Business*, 1996, 69(4): 429-455.
- [32] 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束: 基于投资者情绪调节效应的研究. *金融研究*, 2016(7): 96-112.
- HUANG Hongbin, ZHAI Shuping, CHEN Jingnan. Corporate life cycle, financing methods and financing constraints: based on the moderating effect research of investor sentiment. *Journal of Financial Research*, 2016(7): 96-112.
- [33] BROWN N C, CHRISTENSEN T E, ELLIOTT W B, et al. Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(1): 1-40.
- [34] SEYBERT N, YANG H I. The party's over: the role of earnings guidance in resolving sentiment-driven overvaluation. *Management Science*, 2012, 58(2): 308-319.
- [35] SHILLER R J. From efficient markets theory to behavioral finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 2003, 17(1): 83-104.
- [36] SIMPSON A. Does investor sentiment affect earnings management?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2013, 40(7/8): 869-900.
- [37] SCOTT W R. *Financial accounting theory*. 7th ed. Toronto: Pearson Education, 2014: 27.
- [38] LEVY H, SHALEV R, ZUR E. The effect of CFO personal litigation risk on firms' disclosure and accounting choices. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(1): 434-463.
- [39] NAUGHTON J P, RUSTICUS T O, WANG C, et al. Private litigation costs and voluntary disclosure: evidence from the Morrison ruling. *The Accounting Review*, 2019, 94(3): 303-327.
- [40] HUANG S, ROYCHOWDHURY S, SLETTEN E. Does litigation deter or encourage real earnings management?. *The Accounting Review*, 2020, 95(3): 251-278.
- [41] HRIBAR P, QUINN P J. *Managers and investor sentiment*. Iowa: University of Iowa, 2013.
- [42] BASU S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24(1): 3-37.
- [43] CAMPBELL J L, YEUNG P E. Earnings comparability, accounting similarities, and stock returns: evidence from peer firms' earnings restatements. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2017, 32(4): 480-509.
- [44] BAKER M, WURLER J. Investor sentiment in the stock market. *The Journal of Economic Perspectives*, 2007, 21(2): 129-151.
- [45] 易志高, 茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICSII的构建.

- 金融研究, 2009(11): 174–184.
- YI Zhigao, MAO Ning. Research on the measurement of investor sentiment in Chinese stock market: the CICI's construction. *Journal of Financial Research*, 2009(11): 174–184.
- [46] NAGAR V, SCHOENFELD J, WELLMAN L. The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting & Economics*, 2019, 67(1): 36–57.
- [47] 唐雪松, 蒋心怡, 雷啸. 会计信息可比性与高管薪酬契约有效性. *会计研究*, 2019(1): 37–44.
- TANG Xuesong, JIANG Xinyi, LEI Xiao. Financial statement comparability and executive compensation contracting efficiency. *Accounting Research*, 2019(1): 37–44.
- [48] 林建浩, 赵子乐. 均衡发展的隐形壁垒: 方言、制度与技术扩散. *经济研究*, 2017, 52(9): 182–197.
- LIN Jianhao, ZHAO Zile. Invisible barriers to balanced development: dialect, institution and technology diffusion. *Economic Research Journal*, 2017, 52(9): 182–197.
- [49] KOTHARI S P, LEONE A J, WASLEY C E. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 163–197.
- [50] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [51] FAN Z W, RADHAKRISHNAN S, ZHANG Y. Corporate governance and earnings management: evidence from shareholder proposals. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(2): 1434–1464.
- [52] BAUER A M. Tax avoidance and the implications of weak internal controls. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(2): 449–486.
- [53] 古朴, 翟士运. 监管不确定性与企业盈余质量: 基于证监会换届的准自然实验. *管理世界*, 2020, 36(12): 186–201.
- GU Pu, ZHAI Shiyun. Regulatory uncertainty and earnings quality: based on the quasi-natural experiment of the changes of CSRC's chairman. *Journal of Management World*, 2020, 36(12): 186–201.
- [54] 潘临, 朱云逸, 游宇. 环境不确定性、内部控制质量与会计信息可比性. *南京审计大学学报*, 2017, 14(5): 78–88.
- PAN Lin, ZHU Yunyi, YOU Yu. Environmental uncertainty, internal control quality and accounting information comparability. *Journal of Nanjing Audit University*, 2017, 14(5): 78–88.
- [55] DYCK A, MORSE A, ZINGALES L. Who blows the whistle on corporate fraud?. *The Journal of Finance*, 2010, 65(6): 2213–2253.
- [56] 鹿坪, 姚海鑫. 机构持股、投资者情绪与应计异象. *管理评论*, 2016, 28(11): 3–15.
- LU Ping, YAO Haixin. Institutional ownership, investor sentiment and accrual anomaly. *Management Review*, 2016, 28(11): 3–15.
- [57] 刘欢, 周会洋, 侯黎然. 地方政府债务与企业创新. *会计研究*, 2020(9): 163–177.
- LIU Huan, ZHOU Huiyang, HOU Canran. Local government debt and corporate innovation. *Accounting Research*, 2020(9): 163–177.
- [58] 周茜, 许晓芳, 陆正飞. 去杠杆, 究竟谁更积极与稳妥?. *管理世界*, 2020, 36(8): 127–147.
- ZHOU Xi, XU Xiaofang, LU Zhengfei. Deleveraging, who is more positive and conservative?. *Journal of Management World*, 2020, 36(8): 127–147.
- [59] ALI A, GURUN U G. Investor sentiment, accruals anomaly, and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2009, 24(3): 415–431.
- [60] AMIN K, ESHLEMAN J D, GUO P. Investor sentiment, misstatements, and auditor behavior. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(1): 483–517.
- [61] AMIN K, ESHLEMAN D, GUO P. Investor sentiment and audit opinion shopping. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2021, 40(3): 1–26.
- [62] LEE C M C. Market efficiency and accounting research: a discussion of 'capital market research in accounting' by S. P. Kothari. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1/3): 233–253.
- [63] CHEN J Z, CHEN M H, CHIN C L, et al. Do firms that have a common signing auditor exhibit higher earnings comparability?. *The Accounting Review*, 2020, 95(3): 115–143.
- [64] ZHAO Y J, CHEN K H. Staggered boards and earnings management. *The Accounting Review*, 2008, 83(5): 1347–1381.

Investor Sentiment, Corporate Governance and Accounting Information Comparability

WANG Yonghai¹, HAO Xiaomin²

¹ School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China

² School of Accounting, Hubei University of Economics, Wuhan 430205, China

Abstract: Accounting information quality plays an important role in improving corporate governance and the quality of listed companies. In the context of increasing attention to the intersection of behavioral finance and capital market finance and accounting, prior studies have examined the impact of investor sentiment at the macro market level on the accounting information quality, such as reliability and conservatism. However, the research on how investor sentiment affects the accounting in-

formation comparability is relatively scarce.

Based on a sample of Chinese A-share listed firms from 2010 to 2017, this study researches the impact of investor sentiment on accounting information comparability based on related theories of social cognitive psychology and risk aversion. We examine how investor sentiment affects accounting information comparability from the perspective of accrual-based earnings management. We further measure internal corporate governance using internal control and corporate governance index, and measure external corporate governance using media attention and institutional ownership to explore the moderating effect of internal and external governance on the relationship between investor sentiment and accounting information comparability.

The results show that: ①Investor sentiment is negatively correlated with the accounting information comparability, that is, the higher investor sentiment, the less accounting information comparability. And the results remain robust after a series of endogeneity tests and robustness tests. ②The mechanism test shows that the accrual-based earnings quality is one of the channels through which investor sentiment affects the accounting information comparability. ③The negative association between investor sentiment and accounting information comparability is more significant in firms with lower internal governance, and it is also more significant in firms with lower external governance.

This study suggests that during periods of higher investor sentiment, investors need to re-examine how useful the earnings-based decision usefulness of listed companies is; and regulators need to take measures to guide investors to rationally invest to promote the healthy development of the capital market and protect investor interests.

Keywords: investor sentiment; accounting information comparability; corporate governance; internal governance; external governance

Received Date: February 13th, 2020 **Accepted Date:** April 16th, 2022

Funded Project: Supported by the Key Project of Philosophy and Social Science Research of the Ministry of Education of China (10JZD0019) and the Cultivating Project of Accounting Talents by Ministry of Finance of China (Finance and Accounting [2016] No.15)

Biography: WANG Yonghai, doctor in economics, is a professor in the School of Economics and Management at Wuhan University. His research interests cover accounting, auditing, and corporate finance and governance. His representative paper titled “Financial innovation, audit quality and bank’s risk taken: empirical evidence from Chinese commercial bank” was published in the *Accounting Research* (Issue 4, 2014). E-mail: yhwang@whu.edu.cn

HAO Xiaomin, doctor in management, is a lecturer in the School of Accounting at Hubei University of Economics. Her research interests include accounting information, corporate finance and governance. Her representative paper titled “Economic policy uncertainty and corporate social responsibility” was published in the *Management Review* (Issue 2, 2022). E-mail: 18086519529@163.com □

(责任编辑: 李祎博)