

论上市公司盈利的信息含量

黄志忠

摘要: 在中国股票市场上, 不仅未预期盈余具有信息含量, 从各别年份来看, 利润率的高低也会影响股票价格, 因而, 利润率本身也具有信息含量。在 1996 年高利润率是利好消息, 但到了 1998 年却成了利差消息。1997 年回归结果表明, 政府的干预和证监会加强监管对证券市场的规范起了重要的作用, 证券管理部门对证券市场的管理应持之以恒, 不能搞传统的一阵风的短期行为。尽管上市公司利润操纵现象较为普遍, 个别公司影响恶劣, 但投资者仍然以上市公司发布的财务信息为依据进行投资决策, 这种情况下财务信息披露的规范显得尤为重要与紧迫。

关键词: 盈余 信息含量 超额股票收益

西方的大量实证研究都证实了股票超额收益同未预期利润之间存在显著的正相关。早在 1968 年鲍尔和布朗对未预期盈利的变化方向同平均非正常报酬率的关系所进行的研究, 到最近的理查德·G·斯龙(1996)对股票市场是否完全地反映了应计利润和现金流量信息的研究, 无一不是证实了以上的结论, 即未预期利润随着正值的非正常报酬率而增加, 随着负的非正常报酬率而减少。

而中国的状况如何呢? 赵宇龙博士 1998 年检验了会计利润的信息含量, 结果表明在对 1994 年和 1995 年两个会计年度盈余披露的单独检验中, 没能发现未预期盈余与股票非正常报酬率之间的统计相关性。同时他所取得的证据表明, 1996 年会计盈余的披露具有明显的信息含量和市场效应。1999 年陈晓、陈小悦和刘钊对 1994 年至 1997 年上、深两家公司交易所上市的公司年度盈余披露进行了检验, 发现公告当日, 未预期盈余对股票非正常报酬率的解释程度 R^2 等于 3.54%。2000 年赵宇龙又对 1995 年至 1998 年上、深两家公司交易所上市的公司年度盈余披露进行了检验, 结果发现, 除了上海股市 1995 年的未预期盈余对股票非正常报酬率不具有解释能力外, 未预期盈余与股票非正常报酬率均有显著的正相关性。但包括公司帐面价值、股利分配方案、审计意见和未预期盈余等在内综合因素对股票非正常报酬率的解释能力仍然偏低, 最高的为 1996 年 R^2 达到 27.36%, 最低的为 1997 年, 只有 3.9%。次高的 1995 年也仅有 9.44%。我们认为, 在中国股票市场上, 不仅未预期盈余具有信息含量, 利润率的高低也会影响股票价格, 因而, 利润率本身也具有信息含量。而且我国证券市场具有初级市场所具有的不成熟的特征, 那就是价值观念的易变性。下面我们试图对此进行检验。

一、假设的提出

假设 1: 股民是在预期公司盈余保持上年水平的情况下进行股票买卖操作的, 并根据实际的盈余数据对股价进行调整。在这个假设基础上, 投资于盈余上升的股票将获得超额股票收益。

假设 2: 由于我国《公司法》等有关法规规定, 上市公司连

续三年亏损, 将停止其市场交易。这个规定使得低盈余的公司具有较大的风险, 公司一旦出现大额亏损而沦为 ST 公司, 因其涨跌幅受到限制而将失去投机价值。这种风险的存在使得股民不甚喜欢低收益的公司。加上早期的观念认为, 公司取得了配股资格(利润率达 10% 以上)是利好消息。基于以上原因, 股民们更热衷于高利润率的公司, 这些公司具有更大的投机空间。众所周知, 中国股市是个高投机的市场, 因此, 我们提出假设 2: 不管高利润率的公司是否有未预期盈余, 投资于这类公司能获得超额股票收益。

假设 3: 由于低利润率公司的投机风险较大, 因此, 投资于利润率下降的低利润率公司, 超额股票收益为负。

二、样本的选取及数据的预处理

我们选取了 1994 年 12 月 31 日之前在上海证券交易所上市的 168 家公司作为样本总体, 这些公司的财务数据和交易数据来自中国证券报、中国证券报网站(www.cs.com.cn)、中国上市公司网站(www.listed.com.cn)和《股市经典》等光盘。我们用肖维耐(Chauvenet)方法对样本进行筛选, 去掉盈利增长异常公司 29 个及之外的 1999 年前曾获得保留意见公司 39 家, 最后剩下 100 个公司样本。筛选过程如下:

首先我们用总体 168 家公司 1995-1997 年 3 年的总资产利润率进行混合面板(pooled)回归:

$$E_{it} = \alpha + \beta E_{i,t-1} + \epsilon \quad (1)$$

再用回归得到的模型对 1998 年总资产利润率进行预测, 得到预测残差。经检验残差 ϵ 基本上满足正态分布, 则变量 $z = \epsilon/s$ (s 为残差 ϵ 的标准差) 近似地服从标准正态分布。于是我们将满足以下条件的残差 ϵ 视为粗差, 并将其对应的第 i 公司样本予以剔除:

$$P\{|\epsilon| \geq \omega \cdot s\} = 1/4n$$

其中: ω 为标准正态分布中概率为 $1/4n$ 的临界值。剔除粗差后的样本剩下 n_1 个。

然后我们将剩下的 n_1 个样本公司利润率数据重新对模型(1)进行回归, 并将满足

$$P\{|\epsilon_i| \leq \alpha_n^* s_i\} = 1/4n_1$$

的残差 ϵ_i 视为粗差,并剔除对应公司样本。剔除后剩下 n_2 个公司样本。继续以上步骤,直到不再有粗差为止。这样最终总共剔除了 29 个公司样本。

这些公司由于人为的利润操纵或资产组合等原因,致使其利润发生大的波动。这样,这些公司的样本就具有自身的不可靠性和不可预测性,市场会产生异常反应,因此应予以剔除。同样的原因,对未被以上方法剔除掉的曾于 1999 年之前获得保留意见的公司和 ST 公司共 39 个也应予以剔除。这样剩下 100 个样本公司。

三、超额股票收益的确定

从中国证券报及有关光盘中获取样本公司的 1995 年 1 月至 1998 年 12 月的收盘价及上证收盘指数,用下式求得超额股票收益(或非正常报酬率):

$$AR_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

其中: AR_{it} 为第 t 期的超额股票收益(非正常报酬率);

r_{it} 为第 i 公司 t 期的收益率,由下式计算而得

$$r_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

其中: P_{it} 为 i 公司 t 期的收盘价,若遇发放现金红利、配股送股,则对除权日的收盘价作相应的调整。

r_{mt} 为股市 t 期的收益率,计算如下:

$$r_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1}$$

其中: P_{mt} 为市场组合 t 期的收盘指数。

西方的实证研究都证实了假设 1,即超额股票收益与未预期利润呈正相关关系。为了弄清中国的情况,我们以总资产利润率呈下降趋势但利润率较高或较低和呈上升趋势的三类公司作为三个投资组合,计算这三组投资组合 1996 年 1 月至 1998 年 12 月的超额股票收益。计算公式为

$$AR_t = 1/n \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

其中: AR_t 为 t 期间投资组合的超额股票收益, AR_{it} 为投资组合中第 i 公司 t 期间的超额股票收益。

四、假设的检验

根据中国股市管理法规的特殊规定,亏损公司一旦沦为 ST 公司,股票的升降幅度即受到限制。如果 ST 公司连续 3 年亏损,公司股票就会因停止交易而失去了投机价值。因此,低利润率的公司具有较高的固有投资风险。可以预计,利润率的高低会影响股票收益。

根据资本资产定价模型,利润率上升的公司将获得超额股票收益。因此,我们将样本分为 3 个组合(利润率上升组 R_{up} 、利润率下降的高利润率组 R_H 和利润率下降的低利润率组 R_L)进行累积非正常报酬率的比较,结果见表 1。

表 1

月份	1996 年 CAR			1997 年 CAR			1998 年 CAR		
	R-up	R _H	R _L	R-up	R _H	R _L	R-up	R _H	R _L
1	-0.0105	-0.0119	-0.0120	0.02182	0.02068	-0.0153	0.00379	0.00718	-0.0014
2	0.01912	-0.0028	-0.0222	0.04995	0.04081	0.02304	-0.0476	0.00427	0.03212
3	0.02092	-0.0125	-0.0253	0.06188	0.08465	-0.0066	-0.0734	-0.0068	0.06220
4	0.11839	0.03087	-0.0229	0.14703	0.12494	-0.1129	0.00975	-0.0151	0.10972
5	0.12993	-0.0051	-0.0857	0.10803	0.06078	-0.1666	0.12269	0.00519	0.17313
6	0.08121	-0.0669	-0.2530	0.07630	0.06307	-0.2367	0.11759	-0.0129	0.13255
7	0.10728	-0.0418	-0.2226	0.04187	0.05644	-0.1985	0.20837	0.11288	0.25717
8	0.18338	-0.0388	-0.2379	0.06813	0.07324	-0.1450	0.19810	0.02079	0.16369
9	0.19802	-0.0898	-0.2741	0.03045	0.03389	-0.1275	0.13440	0.01189	0.22791
10	0.16605	-0.1247	-0.1833	0.04814	0.03017	-0.1598	0.18384	0.00390	0.19550
11	0.14939	-0.1309	-0.1642	0.04777	0.03460	-0.1448	0.16751	0.00929	0.16948
12	0.13356	-0.1343	-0.2403	0.03881	0.01747	-0.1367	0.22267	0.02081	0.15773

表 1 中各年超额收益的差异表现得较为明显。从 1996、1997 和 1998 年 3 年的累积超额收益来看,利润率上升组均能带来正的年超额股票收益,其中 1998 年高达 22.27%,最低的 1997 年也有 3.88%。看来利润率的提高确实给投资者带来好感。这也初步证实了假设 1,即投资于利润率上升的公司股票将获得超额股票收益。

奇怪的是,1998 年三个组的超额股票收益均为正,这是很不正常的现象。这可能反映了证券市场指数并不能代表整个市场的股价走势,也即指数股样本并不能代表股票市场的总体,这种情况下多数股票的走势强于指数股,因而相对指数股来说多数股票能获得超额收益。也有可能是因为样本公司 1998 年度相比其他股票有较好的市场表现。但总的来看,利润的公布似乎向市场传递了有用的信息。市场对利好消息(利润率上升)有较好的反应,这可从利润率上升组的 CAR 在年度前 4 个月(法定年报公布期)逐月递增的趋势得出结论。而 6 个利润率下降组中,有 4 个组的 CAR 在盈利公布期

间(年度前 4 个月)逐月递减,这似乎表明市场也能对利坏(利润率下降)消息作出反应,但反应并不显著。

表 1 中 1997 年利润率下降的高利润率组的股票组合获得了 1.747% 超额股票收益,似乎证实了假设 2,即投资于利润率高的公司股票也能获得超额股票收益。但 1996 年该股票组合的超额股票收益为负,1998 年的超额收益虽然为正,但远低于其他两组。我们不能排除 1997 年其他因素对高利润率组合的股票收益产生作用。也就是说利润率高不一定是 1997 年该组获得超额股票收益的原因。因而,需要对假设 2 运用模型作进一步的证实。

表 1 中 1996 年及 1997 年利润率下降的低利润率组的股票组合其超额股票收益均为负,但 1998 年却有较高的正超额股票收益。因此,没有证据表明假设 3 是成立的。

另外,为了进一步证实我们的假设,我们运用了样本公司 3 年的横截面数据和混合面板数据对模型

$$CAR_{it} = \beta_1 + \beta_2 U E_{it} + \epsilon \quad (2)$$

$$\text{和 } CAR_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 U E_{it} + \gamma_3 E_{it} + \epsilon \quad (3)$$

其中: E_{it} 为第 i 公司 t 年的利润率;

$U E_{it}$ 为第 i 家公司 t 年末预期利润, $U E_{it} = E_{it} - E_{it-1}$ 。进行了回归分析, 结果见表 2 和表 3。从表 2 回归的结果看, 1995 年和 1996 年上市公司的未预期利润对 1996 年和 1997 年累积超额股票收益有显著的正相关关系。但 1997 年的未预期利润对 1998 年的累积超额股票收益不存在显著的相关关系, 未预期利润对累积超额股票收益几乎没有解释能力。表 3 结果显示, 1996 年投资者较偏爱于利润率高的公司, 利润率变量的系数在 1% 水平下显著为正, 而且对股票超额收益的贡献远大于未预期利润率的贡献 (γ_3 大于 γ_2), 说明 1996 年股票价格对利润率因素存在积极的过度反映。1997 年末预期利润较高的公司能获得超额股票收益, 但利润率的高低并不影响股票收益。1998 年则是最为反常的一年, 不仅

未预期利润的高低不影响股票收益, 而且股票收益与利润率有显著的负相关关系, 也就是利润率越高, 超额股票收益越小, 说明 1998 年与 1996 年相反, 股票价格对利润率因素存在消极的过度反映, 也说明了中国股市还处于初级发展阶段, 投资者的投资观念呈现非理性的易变性。未预期利润的高低不影响股票收益, 这是否表明 1998 年投资者完全没有根据公司盈利情况进行投资决策呢? 是否说明 1998 年的股票市场比起 1996 年和 1997 年更具投机性呢? 或者是上市公司操纵利润的情况总体上太过严重, 于是以投资者无法信任公司所发布的财务信息呢? 也可能是模型中漏缺重要的变量而导致未预期利润的系数不显著。为此, 我们将在模型中加进流通股规模变量(见模型 4), 这是个很重要的因素。众所周知, 流通股比例具有杠杆作用。流通股的盘面越小, 股票价格越容易受到操纵。

表 2 累积超额股票收益作为未预期利润率函数的系数估计

$$(CAR_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 U E_{it} + \epsilon)$$

	γ_1	t_1	p_1	γ_2	t_2	p_2	Adj R- sq.	F
1996	- 0.043323	- 0.952	0.3433	3.067975	2.701***	0.0081	0.0598	7.297
1997	0.006462	0.182	0.8558	2.782393	2.190**	0.0309	0.0369	4.798
1998	0.127547	3.723***	0.0003	0.914867	0.883	0.3792	- 0.0022	0.780
pooled	0.027146	1.242	0.2152	2.840178	4.424***	0.0001	0.0585	19.574

说明: *, **, *** 分别表示 t - 统计值在 10%、5%、1% 的水平下是显著的。

表 3 累积超额股票收益作为未预期利润率和利润率函数的系数估计

$$(CAR_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 U E_{it} + \gamma_3 E_{it} + \epsilon)$$

	γ_1 (t 值)	γ_2 (t 值)	γ_3 (t 值)	Adj R- sq.
1996	- 0.3473 (- 4.092) ***	0.1371 (3.504) ***	2.8143 (3.060) ***	0.1340
1997	- 0.0487 (- 0.768)	4.0339 (2.425) **	1.0621 (1.111)	0.0413
1998	0.3372 (5.493) ***	- 0.4248 (- 0.418)	- 3.617 (- 3.913) ***	0.1247
pooled	0.0511 (1.277)	0.0985 (2.591) ***	- 0.7105 (- 1.415)	0.0273

说明: *, **, *** 分别表示 t - 统计值在 10%、5%、1% 的水平下是显著的。

表 4 累积超额股票收益作为未预期利润率、利润率和流通股模型函数的系数估计

$$(CAR_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 U E_{it} + \gamma_3 E_{it} + \gamma_4 \lg(LTG_{it}) + \epsilon)$$

	γ_1 (t 值)	γ_2 (t 值)	γ_3 (t 值)	γ_4 (t 值)	Adj R- sq.
1996	- 4.869 (- 8.479) ***	3.122 (2.754) ***	3.005 (7.016) ***	0.613 (7.909) ***	0.529
1997	0.919 (1.284)	2.888 (2.271) **	0.05205 (0.095)	- 0.124 (- 1.302)	0.046
1998	2.802 (4.370) ***	3.233 (3.038) ***	- 2.753 (- 4.827) ***	- 0.321 (- 3.802) ***	0.247
pooled	- 0.651 (- 1.478)	2.730 (3.893) ***	0.270 (0.765)	0.087 (1.484)	0.065

说明: *, **, *** 分别表示 t - 统计值在 10%、5%、1% 的水平下是显著的。

$$CAR_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 U E_{it} + \gamma_3 E_{it} + \gamma_4 \lg(LTG_{it}) + \epsilon \quad (4)$$

其中: $U E_{it}$, E_{it} 含义同模型(1);

$\lg(LTG_{it})$ 表示期间 t 公司 i 的流通股本的常用对数。

表 4 的结果显示, 模型(4)确实很好地修正了模型(2)和(3)的缺陷, 未预期利润率的系数变得显著非零, 这也说明了中国股市具有特殊性, 即不能简单地对未预期利润进行单变量回归来检验盈余的信息含量。1998 年的股票价格是未预期利润、利润率和流通股规模等因素综合作用的结果。但利润率和流通股规模变量的系数仍然与 1996 年相反, 而且均在 1% 水平下显著非零。这种反常现象根本不是成熟有效的股票场所具有的。这说明上海股市具有较强的投机性, 根本不具有有效性。1997 年利润率和流通股规模变量的系数均未通过显著性检验, 显示了 1997 年的股市相对较为规范, 投资行为较为理性。究其原因, 1996 年 12 月 16 日《人民日报》特约评论员文章以及随后的证监会对深发展等违规操纵股市行为进行的打击, 对 1997 年股市的规范起了重要的作用。但监管风过后, 操纵股市的行为又死灰复燃, 庄家们反其道

而行之, 炒起了 ST 板块, 于是出现了 1998 年股市对盈余信息的不正常反映。流通股规模系数为负, 说明流通股盘面越小, 股票的非正常报酬率越高, 显示了流通股比例的杠杆作用。炒股庄家利用该杠杆作用, 较成功地以小额资金操纵大盘, 并获得了较高的超额股票收益。

五、结论

我们以 1994 年 12 月 31 日之前在上海证券交易所上市的公司为样本, 实证分析了利润率和未预期利润对超额股票收益的影响。我们提出了 3 个假设, 即假设 1: 投资于利润率上升的公司会获得超额股票收益, 假设 2: 投资于利润率高的公司会获得超额股票收益, 假设 3: 投资于低利润率的公司将不会获得超额收益。综合表 2、3、4 的结果, 投资于盈余上升的股票确实会带来超额股票收益, 假设 1 得以证实。表 3 和表 4、3 年的混合回归结果都未能证实投资于利润率高的公司会获得超额收益, 而在 1998 年投资于利润率低的公司反而获得了超额收益。假设 2 和假设 3 只在 1996 年成立, 总体

上未得到证实。

从上面的分析可以看出,在中国股票市场上,不仅未预期盈余具有信息含量,从各别年份来看,利润率的高低也会影响股票价格,因而,利润率本身也具有信息含量。而且我国证券市场具有初级市场所具有的不成熟的特征,那就是价值观念的易变性,具体表现在1996年高利润率是利好消息,但到了1998年却成了利差消息。1996年投资者的群体效应较为明显,个体投资者还未成熟,跟庄较为普遍,造成流通盘越大,非正常股票报酬率越高。而1998年则表现了庄家控盘能力较强的特点,庄家通过利用流通股比例杠杆作用以较小的资金较成功地获得了超额收益,表现在小盘流通股获得更高的超常收益。1997年回归结果表明,政府的干预和证监会加强监管对证券市场的规范非常重要,证券管理部门对证券市场的管理应持之以恒,不能搞传统的一阵风的短期行为,这对证券市场的健康发展非常不利,而且造成资金的巨大浪费。最后,虽然上市公司利润操纵现象较为普遍,个别公司影响恶劣,但投资者仍然以上市公司发布的财务信息为依据进行投资决策,这种情况下财务信息披露的规范显得尤为重要与紧迫。

参考文献:

1. 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》,载《经济研究》,1999(6)。
2. 罗斯·L·瓦茨,杰罗尔德·L·齐默尔曼:《实证会计理论》,大连,东北财经大学出版社,1999。
3. 赵宇龙:《会计利润的信息含量》,见蒋义宏,李树华编:《证券市场会计问题实证研究》,上海,上海财经大学出版社,1998。
4. 赵宇龙:《会计盈余与股价行为》,上海,上海三联书店,2000。
5. G. Peter Wilson, 1987. The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings After Controlling, The Accounting Review (April), pp. 293~ 321.
6. Grace Row nall and Greporw W aym ire, 1989. Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969- 73, Journal of Accounting Research (Autumn), pp. 227~ 245.
7. Richard G. Sloan, 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?, The Accounting Review (July), pp. 289~ 315.

(作者单位: 厦门大学会计系 厦门 361005)
(责任编辑: M)

(上接第120页)手。在此,我们仅针对会计信息公共性和外部性对会计信息市场的影响进行讨论。

根据公共产品理论,私人提供公共产品并限制对它的消费,会造成社会资源的浪费,最有效的办法是让政府承担起公共产品的供给任务。然而对于会计信息来说,政府无法承担起供给任务,只能由一个个千差万别的厂商自己提供,政府要做的是如何给予有效的监管,来弥补市场的缺陷。

对于外部性问题的解决,以科斯为首的经济学家们认为,关键是要明晰产权,有了设计适当的产权,没有直接的政府干预也可以解决外部性问题,然而该理论的应用是很有限的,因为有些时候达成协议的成本可能非常高,特别是涉及很多人的时候。正如前面所说,让公司与社会广泛分散的信息使用者分别订立契约很难,即使可能,成本也十分巨大。因此,对于会计信息外部性的问题,需要更多积极的政府干预。

政府要做的主要是从数量和质量上对会计信息进行监管,在制定会计准则、制度这些“会计约定”时,要兼顾各方信息使用人的利益,同时要建立财务信息公开制度,坚持信息的充分披露原则,减弱信息的不对称性。对会计信息进行质量管制,确保会计信息达到可靠性、相关性和可比性等质量要求,采用法律、准则、道德规范多管齐下的管制体系。然而,政府的监管也不是万能的,因为同市场一样,政府也会失灵。不适当的政府监管不仅无助于消除或减轻会计信息市场的失灵,而且会加剧这种失灵。因此,必须将政府监管严格限制在会计信息市场失灵领域,限于能够补救会计信息市场缺陷方面。

值得一提的是,随着信息技术的发展和互联网的普及,有的学者提出依托网络信息技术将会计信息外部性内在化

(市场化)的解决方法——实时报告系统和交互式按需报告的会计信息披露模型。使用者付费消费会计信息,使会计信息成为真正参与市场交易的商品,建立起会计信息市场的“自愿互利”原则,应该说这不失为一个好方法,而且目前部分国家已经对此进行了有益的探索,例如美国的公司会计数据库系统(EDGAR)¹⁰。然而该方法在全社会范围内的推行,需要的不仅是时间和政府的支持,还需要实践的检验。

总之,建立完善的会计信息市场有其复杂的制约因素,本文从会计信息的特性分析入手来看会计信息市场的不完善及如何完善,希望这一探索能有益于目前会计信息市场混乱和会计信息严重失真等现实问题的解决。

注释:

- 《简明不列颠百科全书》,中文版,第7卷,321页,北京,上海,中国大百科全书出版社,1990。
- 杨再平:《市场论》,51、52页,北京,经济科学出版社,1997。
- 亚当·斯密:《国富论》,中文版,上卷,14页,上海,商务印书馆,1972。
- 陈国辉,李长群:《论会计市场失灵与政府监管》,载《会计研究》,2000(8)。
- 斯蒂格利茨:《经济学》,中文版,上册,497页,北京,中国人民大学出版社,1997。
- 肖泽忠:《大规模按需报告的公司财务报告模式》,载《会计研究》,2000(1)。
- 肖仲明:《试论会计信息市场失灵的市场化解决方案》,载《四川会计》,2001(1)。
- 10 王开田,娄权:《会计信息管制的经济学分析——兼评“会计法”的作用》,载《四川会计》,2000(11)。

(作者单位: 武汉大学商学院 武汉 430072)
(责任编辑: M)