

上海股市盈余持续性的实证研究

王志台

(上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要:在其他研究证明了中国上市公司的会计盈余具有信息含量的基础上,本文选择了影响会计盈余质量诸因素中的一个方面——会计盈余的持续性作为研究的出发点,以上海证券交易所上市的股票为研究对象,用主营业务利润作为公司永久性盈余的表征变量,检验市场能否区分持续性不同的会计盈余。研究结果表明投资者还不能辨别不同质量的盈余项目。

关键词:盈余持续性;盈余反应系数;主营业务利润比重;未预期盈余;累积超额报酬率

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)05-0043-06

会计盈余数据是投资者最为关注的会计信息,现今股市中甚为流行的一句话“重业绩”就很好地说明了这一点。来自美国股市的经验研究已证明了会计盈余确实是具有信息含量的。国外进一步的经验证据表明:不同的公司、不同的会计年度,会计盈余的信息含量是不一样的,即会计盈余信息具有质量上的差异。总体而言,在其他条件相同的情况下,对于给定的非预期的会计盈余,市场对会计盈余质量高的公司的股票的反应要强于会计盈余质量低的公司的股票。市场对不同质量的会计盈余的反应程度一般用盈余反应系数(earnings response coefficient,以下简称 ERC)来衡量,ERC 衡量的是非正常的股票报酬率对未预期的会计盈余的反应程度。在未预期的会计盈余相同的情况下,ERC 越高的公司,其会计盈余的质量就越高。会计盈余质量一般与公司的风险水平 β 、会计盈余的持续性(the persistence of earnings)、公司的成长性(growth opportunity)以及公司的财务状况等因素有关,有关市场对上述会计盈余质量因素在不同情况下的反应的经验研究结果如表 1 所示。

表 1 不同质量会计盈余的市场反应

影响会计盈余质量的因 素	相关的经验研究	影响会计盈余质量因素的特征	ERC 的大小	市场的反应
公司的风险水平 β	Easton & Zmijewski(1989) Collins & Kothari(1989)	高	小	弱
会计盈余的持续性	Kormendi & Lipe(1987)	强	大	强
公司的成长性	Collins & Kothari(1989)	高	大	强
公司的财务状况	Lev & Thiagarajan(1993)	好	大	强

收稿日期:1999-02-21

作者简介:王志台(1975—),男,江苏盐城人,上海财经大学会计学院硕士研究生。

我国证券市场的发展刚刚起步,有关会计盈余信息的实证研究尚处于探索阶段。赵宇龙(1998)对上海股市的研究发现会计盈余数据的披露具有信息含量,即会计盈余数据是影响投资者投资决策的一个重要信息来源。但是,时至今日,有关我国证券市场会计盈余质量的经验研究尚不多见。In-Mu Haw et. al. (1998)对中国上市公司的盈余管理的经验研究表明:中国的上市公司为了达到中国证监会规定的配股条件,主要是通过主营业务利润以外的其他业务利润、投资收益和营业外收支项目(其他业务利润、投资收益和营业外收支项目以下简称非主营业务利润)实施盈余管理来实现的。显然,非主营业务利润的暂时变动并不能代表企业的长期获利能力,因此通过此种盈余管理后,上市公司对外披露的会计盈余的质量会大打折扣。一部分上市公司通过此种盈余管理跨过了中国证监会设置的“配股门槛”,那么市场对此是如何反应的呢?即投资者对不同质量的会计盈余是否会区别反应,这已成为一个十分具有现实意义的问题。本文拟选择影响会计盈余质量诸因素中的一个方面——会计盈余的持续性作为研究的出发点,以上海证券交易所上市的股票为研究对象,用主营业务利润作为公司永久性盈余的表征变量,检验市场是否能区别对待不同质量的盈余项目,以期能为我国投资者的投资决策提供有益的建议。

一、研究背景

Ramakrishnan & Thomas(1991)认为会计盈余的不同组成部分具有不同的持续性,他们进而将会计盈余按其持续性分为三类:一是永久性会计盈余(permanent earnings),这类性质的会计盈余预期会持续到公司未来的会计年度,即以后的年度还会产生相同数额的盈余,如公司的主营业务利润,永久性会计盈余的未预期变动所产生的 ERC 等于 $(1+R_f)/R_f$ ^①,这里 R_f 表示无风险报酬率;二是暂时性会计盈余(transitory earnings),此类性质的会计盈余的持续性仅止于当前会计年度,即今年获得的会计盈余在以后的年度不会再发生,暂时性会计盈余一般是一些一次性买卖所产生的,如公司处置固定资产所取得的利得或损失,暂时性会计盈余的未预期变动所产生的 ERC 等于 1;三是价格无关的会计盈余(price irrelevant earnings),此类性质的会计盈余是由公司的会计变更引起的,它既不会影响公司当前会计年度的经济业绩,也不会影响以后会计年度的经济业绩,如会计政策变更所产生的会计盈余的变动仅仅是一项纸上变化(paper change),价格无关的会计盈余的未预期变动所产生的 ERC 等于 0。Kormendi & Lipe(1987)的研究结果证明了上述结论,即非预期的会计盈余的持续性越强,相应的 ERC 就越高。

显而易见,永久性的会计盈余代表着公司未来持久的获利能力,而暂时性的会计盈余和价格无关的会计盈余则不会为公司未来带来可以预期的现金流量。因此,在信息观下(以有效市场为前提),投资者对不同持续性的会计盈余会区别对待,即在其他条件相同的情况下,公司盈余的持续性越强,市场对该公司的股价的反应就会越强烈。

二、研究设计

在本研究中,作者采用公司的主营业务利润作为永久性盈余的表征变量(proxy variable),以主营业务利润比重(主营业务利润/利润总额)作为会计盈余持续性衡量的标准,即主营业务利润比重高的公司的会计盈余的持续性要高于主营业务利润比重低的公司,以累积超额报酬率(cumulative abnormal return,简称 CAR)作为市场对不同股票区别反应的衡量尺

度,采用事项研究(event study)的方法,考察在其他条件相同的情况下,主营业务利润比重不同的两类公司,在公司会计报表公布日前后一定区间市场对其是否会区别反应(即 CAR 是否相同)。在其他条件都相同的情况下,若两类公司的主营业务利润比重显著不同,如果这两类公司的累积超额报酬率也显著不同,即公司主营业务利润比重与累积超额报酬率呈同方向变动,则说明市场能够区别对待不同持续性的会计盈余;如果这两类公司的累积超额报酬率没有显著差异,则表明市场不能辨别不同质量的会计盈余。

三、样本选择

作者从在上海证券交易所上市交易的 A 股公司中选择了同时符合以下条件的公司年度(firm year)作为研究样本:

1. 赵宇龙(1998)研究发现 1996 年之前沪市会计盈余数据的披露对投资决策没有明显的信息含量,这不满足本研究设计的前提(即市场能够对会计盈余做出价格反应)。所以本研究所选样本仅限于 1997 和 1998 两个会计年度。

2. 为了保证在年报公布日之前至少存在 31 个交易日用于计算 CAR,1997 年(日历年)的样本必须是 1997 年 1 月 1 日以前已经上市,1998 年(日历年)的样本必须是在 1998 年 1 月 1 日以前已经上市。

3. 为了控制样本的行业差异,我们只选择了工业类公司(按交易所公布的行业归类)。

4. 为使所选样本的主营业务利润比重在符号和性质上保持一致,我们选取了主营业务利润、利润总额和净利润皆大于 0 的观察值,并排除了主营业务利润比重大于 110% 的极端值。

同时满足以上四个条件的样本数为 293(单位:公司年),其中 1997 年的样本数为 123,1998 年的样本数为 170。两个年度均被选中的公司为 107 家,1997、1998 两年仅被选中其中一个年度的公司为 79 家。

四、统计检验和研究结果

1. 为了下文叙述的方便,特定义如下符号:(1)采用与赵宇龙(1998)相同的模型计算每个样本(公司年)的未预期盈余 $UE_{it} = NI_{it} - NI_{i,t-1}$,其中 NI_{it} 表示 i 公司在 t 会计年度的净利润, $t=1996,1997, i=1,2,\dots,280$ 。用 t 年末总资产 AST_{it} 平减未预期盈余 UE_{it} 得到 $UE_{it}^* = UE_{it}/AST_{it}$ 以消除公司规模因素的影响。(2)主营业务利润比重 $CI_{it}^* = CI_{it}/TI_{it}$,其中 CI_{it} 代表 i 公司 t 年度的主营业务利润, TI_{it} 代表 i 公司 t 年度的利润总额。(3)采用 4 种长度的时窗(window)来衡量年报公布导致的股价变动 CAR:

令年报公布日为第 0 天,记 $t=0$, $CAR_{0,t}$ 代表 i 股票从年报公布日前 30 个交易日起直到公布日当天为止这个长度为 31 天的时窗内的累积超额报酬率 $CAR_{0,t} = \sum_{t=-30}^0 (R_{it} - R_{mt})$,其中 R_{it} 是 i 股票在第 t 天的报酬率(须做复权处理), R_{mt} 是第 t 天的市场报酬率,它等于当天参加交易的全部股票的个股报酬率 R_{it} 的简单算术平均值。

同理可得其余 3 种时窗的 CAR: $CAR_{10,t} = \sum_{t=-30}^{10} (R_{it} - R_{mt})$, $CAR_{20,t} = \sum_{t=-30}^{20} (R_{it} - R_{mt})$, $CAR_{30,t} = \sum_{t=-30}^{30} (R_{it} - R_{mt})$ 。

2. 样本的分组配对。为了便于研究时的分组配对,我们首先从所选出的 293 个观测样本

中采用不放回的随机抽样方式选择 280 个样本作为最终分组配对的样本(最终所选样本的主营业务利润比重 CI^* 的分布见表 2)。然后按照 UE_{it}^* 从小到大的顺序将所选 280 个样本分为 14 个投资组合(称之为组合系列 A),每个投资组合 $A_i(i=1,2,\dots,14)$ 都包含 20 个观察样本(公司年)。接着将每个投资组合中的 20 个样本按照 CI^* 从小到大的顺序分成两个新的投资组合系列 B 和 C,每个组合 A_i 中 CI^* 排列前 10 位的样本为投资组合 $B_i(i=1,2,\dots,14)$,排列后 10 位的样本为投资组合 $C_i(i=1,2,\dots,14)$ 。我们这样分组配对的目的在于构造两类具有大致相等的平减后的未预期盈余 UE^* ,但主营业务利润比重 CI^* 明显不同的投资组合 B_i 和 C_i 。

表 2 主营业务利润比重分布

CI^*	0—20%	20%—40%	40%—60%	60%—80%	80%—100%	100%—110%	总数
1997 年	11	11	23	23	46	4	118
1998 年	16	14	15	38	73	6	162
总数	27	25	38	61	119	10	280

3. 统计检验结果。统计检验的结果如表 3 所示。从表中可看出,投资组合 B_i 和投资组合 C_i 的 UE^* 在统计意义上是相等的,而 $CI^*(B_i-C_i)$ 均远远小于 0,双侧 t 检验的 p 值皆在 0.0001 以下(表 3 未列示 p 值),即投资组合 B_i 的主营业务利润比重远小于投资组合 C_i 。然而 $CAR_0(B-C)$ 、 $CAR_{10}(B-C)$ 、 $CAR_{20}(B-C)$ 、 $CAR_{30}(B-C)$ 基本上都通过了 t 检验,也就是说我们没有足够的理由说系列 B 和系列 C 中 14 对相对应的投资组合的 CAR 在统计意义上有明显差异。另外,虽然组合 B_6 和 C_6 、 B_7 与 C_7 的 CAR_0 之间的差异在 5%的水平上显著,但差异的符号为正,与有效市场假设预期的负号相反。上述结果表明 B_i 和 C_i 两个投资组合的非预期盈余没有显著差别,主营业务利润比重明显不同,但累积超额报酬率却没有显著差异^②,这说明市场还不能正确区分主营业务利润与非主营业务利润之间的不同经济意义,即在未预期盈余相同的情况下,市场对主营业务利润比重有显著差异的两类股票并没有区别反应,这进一步表明投资者还不能识别盈余的质量特征。

表 3 投资组合统计检验

投资组合	$UE(B-C)$	$CI^*(B-C)$	$CAR_0(B-C)$	$CAR_{10}(B-C)$	$CAR_{20}(B-C)$	$CAR_{30}(B-C)$
A1	-0.0052	-47.86%***	-0.0484	-0.0028	-0.0377	-0.0350
A2	-0.0002	-45.02%***	0.0428	0.0509	0.0585	0.0131
A3	-0.0002	-54.01%***	0.1008	0.0908	0.1052	0.1010
A4	-0.0002	-59.13%***	0.0328	0.0519	0.0713	0.0551
A5	-0.0005	-45.68%***	-0.0258	-0.0448	-0.0360	0.0033
A6	-0.0001	-45.59%***	0.1805**	0.2044	0.1532	0.1557
A7	0.0004	-43.91%***	0.1430**	0.1284	0.1275	0.1388
A8	-0.0004	-34.87%***	0.0399	0.1051	0.1510	0.1961
A9	-0.0001	-44.41%***	0.0096	-0.0143	-0.0334	-0.0808
A10	0.0006	-46.35%***	0.0246	0.0157	0.0459	0.0254
A11	-0.0001	-33.09%***	-0.0149	-0.0112	0.0261	0.0354

续表 3

投资组合	UE(B-C)	CI*(B-C)	CAR0(B-C)	CAR10(B-C)	CAR20(B-C)	CAR30(B-C)
A12	-0.0026	-42.54%***	0.0984	0.1234	0.1385	0.1055
A13	0.0030	-23.51%***	-0.0308	-0.0473	-0.0526	-0.0298
A14	0.0062	-36.13%***	0.0389	0.0532	0.0708	0.1486
系列平均	0.0001	-43.01%***	0.0422	0.0502	0.0563	0.0595

注:(1)我们还计算了系列 A 中各投资组合 A1, ..., A14 的未预期会计盈余 UE 的均值和股票超额报酬率 CAR0、CAR10、CAR20、CAR30 的均值之间的相关系数和秩相关系数。相关系数 $\rho(UE, CAR0)=0.567$, $\rho(UE, CAR10)=0.636$, $\rho(UE, CAR20)=0.561$, $\rho(UE, CAR30)=0.602$, 相对应的 spearman 秩相关系数分别为 0.484, 0.521, 0.516, 0.629。

(2)*** 表示在 0.01 水平上显著, ** 表示在 0.05 水平上显著。

(3)UE(B-C)=UE(B)-UE(C), CI*(B-C)=CI*(B)-CI*(C), CAR0(B-C)、CAR10(B-C)、CAR20(B-C)、CAR30(B-C) 的含义以此类推。表中列出的数值是 Bi 与 Ci 的均值差, 所有 Bi 与 Ci 的平均值相对应的标准差均小于 0.33。此外, 我们还考察了 Bi 与 Ci 的中位数差, 用 MANN-WHITNEY 检验对中位数差作了显著性检验, 得到了与均值差相似的结论。

五、启示

对沪市会计盈余持续性的经验研究表明, 市场并没有区别对待不同质量的会计盈余, 还不能从会计利润中辨别出永久盈余和暂时盈余的不同经济意义。上市公司通过盈余管理不仅达到了证监会规定的配股条件, 而且还“骗”过了投资者, 即投资者的投资决策还不是十分理性, 投资者对会计盈余的不同组成部分的质量特征的认识还不够深刻, 他们对会计盈余信息的使用还仅仅局限于单一的净收益的层面。换言之, 中国的证券市场还不够成熟, 市场无形之手的指挥力量还不是很强大, 市场还未能充分发挥其引导资本合理流动和有效配置资源的功能。

不断完善我国证券市场的运行机制, 是摆在我们面前的一个重要课题。为此, 一方面应加紧制定并不断完善相关的市场法规, 使公司间的经济交易尤其是上市公司与其关联方之间的关联交易建立在公允的基础之上; 另一方面应加强上市公司信息披露的要求, 以提高公司重大经济交易行为的透明度。此外, 尤为重要的是我们应不断提高投资者使用会计信息的能力, 与西方成熟的证券市场相比, 我们没有象标准普尔(Standard & Poor)、穆迪(Moody)这样独立性强、研究实力雄厚而且信誉卓著的投资分析和信息咨询机构, 所以中国的股民不能得到专业证券分析师的信息服务。因此, 在中国按照美国标准普尔、穆迪等公司的模式培植和扶持独立的投资咨询公司和专业的证券分析师至关重要, 这样才能使投资者在专业人员的指导下, 逐渐变得“聪明”起来。只有理性的投资者才能真正保证证券市场的高效运行, 因为市场中广大投资者才是资源配置的最终决定力量。

注释:

①有关 ERC 的详细论述可参阅 Scott, W. R., Financial Accounting Theory, PP112-117。

②若投资者能够区分持续性不同的盈余项目, 则 Bi 和 Ci 的累积超额报酬率应有显著差异。

主要参考文献:

- [1] In-Mu Haw, Daqing. Qi, Woody. Wu and Wei-Guo, Zhang. . Earnings Management of Listed Firms in Response to Security Regulations in China's Emerging Capital Market. Working paper[M]. Hong Kong Chinese University, 1998.
- [2] 赵宇龙. 会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验证据[J]. 经济研究, 1998(7).
- [3] 赵宇龙, 王志台. 我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究[J]. 经济研究, 1999(9)

An Empirical Study on the Persistence of Earnings in Shanghai Stock Market

WANG Zhi-tai

(*School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433*)

Abstract: Accounting earnings can provide value-relevant information to investors in China's stock market. We choose the persistence of earnings, one of the factors that contribute to the quality of accounting earnings, as the start point of our research and use the profit from principal operations as the proxy variable of permanent earnings to examine whether the market can differentiate the accounting earnings of different persistence. Our findings, based on manufacturing listed firms in Shanghai stock market, indicate that investors are not able to differentiate the distinct economic implications of different earning items.

Key words: the persistence of earnings; earnings response coefficient; the ratio of profit from principal operations to total profit; the unexpected earnings; cumulative abnormal return

(上接第 36 页)

Inspiration to China from Asset Securitization of International Capital Market

SUN Jian WANG Jun-hong

(*The School of Economy and Trade in Ocean University of Qingdao, Shandong Qingdao, 266071*)

Abstract: Asset Securitization has been the most important financial innovation in the international capital market since 1970s. This trend is more obvious since 1990s. In our opinion, Asset-Backed Securities is helpful to expedite the reform in financial system, financing in economy construction, and so on. Therefore, we are trying to discuss the above issues and probe into the suggestions on how to develop the Asset Securitization.

Key words: international capital market; Asset Securitization; Asset-Backed Securities