

会计盈余价值相关性研究述评

杜军

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】 会计盈余与股票收益相关性的研究大体可以分为两个阶段:单纯的会计盈余与股票价格相关性研究阶段、影响会计盈余价值相关性因素的探讨阶段。文章就这两个阶段对国内外关于会计盈余价值相关性问题的研究成果进行了综述,并分析了现有研究中存在的一些问题,在此基础上针对我国资本市场的现实情况预测了今后的研究趋势。

【关键词】 价值相关性 非线性 会计盈余 债务风险

会计盈余价值相关性主要是指公司的会计盈余与股票收益之间的相关关系。学术界对此类问题的研究始于 20 世纪 60 年代末,自 Ball 和 Brown(1968)开始研究未预期收入变化的强度和股票价格调整之间的关系以来,国外许多学者都一直在探索会计盈余对公司股票价格的影响。大量的理论和实证研究均表明会计盈余与股票回报之间的关系(通常用盈余反应系数 ERC 表示)是交替变化的。Miller 和 Rock(1985)的研究进一步表明资本市场对盈余公告的反应是持续性的,这一结论同时被 Kormendi 和 Lipe (1987)、Easton 和 Zmijewski (1989)以及 Collins 和 Kothari(1989)通过经验数据分析而得以证实,他们的研究还发现,盈余反应系数与盈余的持续性和增长性呈正相关关系,与贝塔系数和无风险收益率之间呈负相关关系。

国内学者对会计盈余与股票收益相关性问题的研究起步相对较晚,直到 20 世纪末才有少数学者专门对上市公司盈余信息含量进行研究。如赵宇龙(1998)、陈晓、陈小悦和刘钊(1999)、李增泉(1999)等运用实证研究方法探讨了我国上市公司会计盈余的信息含量。吴世农、李常青和陈碧华(2001)则采用回归分析的方法,研究了会计盈余和现金流量在其信息公布前后的市场反应,探讨了现金流量是否能够在会计盈余信息的基础上提供增量信息。考虑到亏损和盈利样本的差异性,薛爽(2002)、孟焰(2004)、袁淳(2005)等单独对盈利和亏损公司样本分别进行了盈余价值相关性的探讨,结果均表明亏损公司的会计盈余价值相关性相对于盈利公司要弱得多。

从国内外现有的研究成果来看,关于会计盈余与股票收益相关性的研究大体可以分为两个阶段:单纯的会计盈余与股票价格相关性研究阶段、影响会计盈余价值相关性因素的探讨阶段。笔者将就这两个阶段对国内外关于会计盈余价值相关性问题的研究成果进行综述,并分析现有研究中存在的一些问题,在此基础上针对我国资本市场的现实情况提出今后的研究趋势。

一、单纯的会计盈余与股票价格相关性研究阶段

早期关于会计盈余价值相关性问题的研究主要集中在会

计盈余与股票价格之间的关系上,从已有的研究文献来看,会计盈余与股票价格之间主要存在以下两种类型的相关关系:

1. 线性相关关系。长期以来,为了研究会计盈余的信息含量,许多学者将注意力集中在对未预期盈余和超额股票回报之间的关系探讨上。以 Beaver (1980)、Freeman (1983)及 Lipe(1986)等为代表的国外学者们利用股利贴现价值模型推

导出未预期盈余与股票回报的线性模型:
$$UR_{it} = \lambda_{it} + \sum_{k=1}^{\infty} \lambda_{it+k}$$

$$\prod_{\tau=1}^k \tau \{1/[1+E(R_{it} + \tau)]\} UX_{it}/P_{it-1}$$
,他们大多采用关联研究

的实证研究方法证明了未预期盈余与未预期股票回报之间存在显著的线性相关性。国内关于会计盈余信息含量的研究文献也大多数是集中于线性盈余回报关系模型的探讨上,所不同的是他们一般采用事件研究的方法,如赵宇龙(1998)首次利用事件研究法探讨了我国沪市上市公司各年度会计盈余数据的披露与股票非正常报酬率的关系,结果表明未预期会计盈余的符号与股票非正常报酬率的符号之间存在统计意义上的显著线性相关性。此后,陈晓、陈小悦和刘钊(1999)、李增泉(1999)、孟焰(2004)等也分别运用此方法探讨我国上市公司会计盈余的信息含量,结果也均表明会计盈余与股票回报之间存在近似线性相关关系。

所有这些表明会计盈余与股票回报之间存在线性相关性的研究均存在一些基本假设,即它们均把会计盈余看做是公司未来业绩的唯一替代变量,假设会计盈余与未来股利相关,当盈余发生变化时会导致投资者对未来股利预期的修正,从而导致股票价格发生相应的线性变化,并假定未预期盈余的各绝对水平是同质的,这些假设可能与实际情况并不完全相符。首先,由于会计盈余存在异常变化的情况(如亏损上市公司经常会发生亏损逆转的现象),导致会计盈余与未来股利之间并不一定存在相关性,进而影响会计盈余与股票价格之间的线性相关关系。其次,未预期盈余按照其持续能力存在永久性和短暂性两种属性,这与将未预期盈余的各绝对水平看成同质的假定显然不符。此外,把会计盈余与股票回报之间看

做简单的线性相关关系的研究仅仅关注了盈余信息对股票价格的影响,忽视了其他可能影响公司股价的潜在因素,如公司规模、债务风险、重组信息等,而这些被后来学者的研究证实确实对股票价格存在影响。

2. 非线性相关关系。考虑到会计盈余与股票回报之间非线性相关关系的微弱性以及相关假设的局限性,许多学者利用各种曲线去拟合未预期盈余与股票异常收益之间的关系,试图探寻它们之间是否存在的非线性相关关系。Freeman 和 Tse (1992)率先利用反正切函数检验了未预期盈余与未预期回报之间的关系,并与线性模型进行了对比,他们发现非线性模型比线性模型更加准确地拟合了会计盈余与股票回报之间的关系,并且认为会计盈余与股票回报之间的非线性关系源自盈余的持续能力与未预期盈余的绝对水平之间存在相关性,正是这种非线性关系导致了亏损上市公司股价的异常变动。Das 和 Lev (1994)提出了利用一些非线性估计方法(如反正切函数、二次曲线、局部加权回归等)去描绘会计盈余与股票回报之间的关系,并检验了不同形式的非线性盈余回报模型,但他们运用了许多测试均无法判断这些方法的优劣。另外,他们还调查了非线性盈余回报关系是否源自暂时性盈余项目,当他们从盈余中扣除非正常项目以及特别项目之后,发现仍然存在着非线性的盈余回报关系,他们认为这是由于研究过程中不能准确地将所有暂时性盈余项目从经营利润中去掉所致。

Subramanyam (1996)研究了当信息的准确度存在不确定性时信息对股票价格的效应问题。当考虑到信息准确度的不确定性时,价格对信息的反应既不是线性的,也不是简单递增的,因为市场是建立在信号实现的基础上对预期进行的调整,他们认为非线性关系发生的原因是市场认为极端消息的准确度较低,当信息的准确度以伽玛函数形式分布时,每个象限内的回报函数应该是单峰曲线,并且在极端值处具有负的斜率。当基本信息结构具有条件呈多元正态性分布时,股票价格对会计盈余的反应是非线性的,而且这种反应系数随着非预期盈余绝对水平的提高而减少。

另外,Ashton 等(2003)也通过实证检验得出了“股票价格与会计盈余之间存在的非线性相关关系”这一相同结论。国内学者程小可(2004)通过对我国 1992~2001 年间上市公司的数据进行实证检验发现,利用反正切函数模型显著地比线性模型对盈余回报关系的拟合优度更好,这也说明会计盈余与股票回报之间存在明显的非线性相关关系。

尽管将股票回报和会计盈余之间看做是非线性相关关系的研究比单纯的线性关系的研究更为深入,考虑了盈余逆转的特殊性和盈余信息本身的异质性,但是它们在研究范围上仍然没有脱离仅仅用会计盈余去解释股票回报的狭隘视角,仍然忽视了对其他可能会影响公司股价的潜在因素(公司规模、债务风险、重组信息)的分析,为弥补这些缺陷,后期的研究应开始对各种影响会计盈余价值相关性的因素进行分析。

二、影响会计盈余价值相关性因素的探讨阶段

经过研究,学者们对会计盈余确实具有价值相关性这一观点已经达成共识,但同时也感觉到仅仅用会计盈余去解释

股票回报的变化显然是不够的(Bernard, 1989; Lev, 1989 等),他们试图进一步寻找影响会计盈余价值相关性的其他因素。从现有的关于影响会计盈余价值相关性因素的研究文献来看,主要对以下一些影响因素进行了深入探讨。

1. 盈余性质特征的影响。最早对会计盈余价值相关性影响因素进行研究的是 Kormendi 和 Lipe (1987),他们用盈余反应系数表示会计盈余与股票收益的相关程度,通过对影响盈余反应系数的盈余时间序列特征进行研究,发现盈余持续性会影响会计盈余的价值相关性。之后,Easton 和 Zmijewski (1989)、Collins 和 Kothari (1989)和国内学者施鲲翔(2003)通过经验数据分析也发现,盈余反应系数与盈余的持续性和成长性呈正相关关系。Lev 和 Thiagarajan (1993)、Ramakrishnan 和 Thomas (1993)等则认为会计盈余与股票回报之间关系微弱的原因在于盈余信息本身包含了一些临时性的成分,这些临时性成分要么与公司价值无关,要么对公司价值的影响非常有限。另外, Kormendi 和 Lipe (1987)、Kothari (1992)还认为盈余测量的误差也是导致盈余反应系数较低的重要原因。Lipe (1986)则认为会计盈余的可预测性也会影响会计盈余的价值相关性。

2. 公司自身因素的影响。长期研究的结果使学者们认识到各个公司的盈余反应系数存在一定的差异,他们试图从公司自身去寻找引起这些差异的原因。Rayburn (1987)通过实证研究首先发现许多公司的特殊要素(如公司的规模、成长性及债务风险等)会使得会计盈余与股票回报之间的关系发生变化。Easton 和 Zmijewski (1989)以及 Collins 和 Kothari (1989)通过经验数据分析也发现会计盈余价值相关性与公司规模、成长性之间呈正相关关系,与贝塔系数之间呈负相关关系。Dhaliwal 和 Reynolds (1994)的研究发现公司会计盈余与股票收益的关联程度明显受公司债务风险大小的影响。此外,Subramanyan 和 Wild (1993)研究发现盈余信息含量明显与公司执行清算期权的可能性相关,即证明会计盈余的价值相关性与公司面临的破产风险有关,这一结论与 Berger、Ofek 和 Swary (1993)提出的“清算期权”假说一致,都表明公司面临的破产风险会影响会计盈余的价值相关性。Lindenberg 和 Ross (1981)、Mandelker 和 Rhee (1984)研究发现,如果会计盈余反映了有关未来纯收益的信息,那么 ERC 与公司所处行业的竞争程度呈反向关系,并受固定成本与变动成本比率的影响。Anthony 和 Ramesh (1992)提出并证实了用企业生命周期和经营战略的相关性可以解释 ERC 的变化。

3. 各种题材事件的影响。根据信号传递理论,公司发生的各种题材事件也可能会对会计盈余价值相关性产生影响。Beaver、Lambert 和 Morse (1980)的研究指出由于会计盈余不能全面反映公司在未来时期所发生的潜在经济事件(如债务重组、股权转让以及高层变更等事件均会对亏损上市公司的股价产生影响),因此,公司的股票价格并不随着会计盈余发生同步变化。John 等(1992)和 Ofck (1993)认识到,对于一些资质较好的上市公司,当它们发生亏损时,投资者很有可能会给公司的管理层一次扭亏为盈的机会。这时,管理层可以通过

削减成本、剥离非盈利性的业务以及扩大销售额等方法来改善公司的经营业绩,或者管理层可以采取“洗大澡”的方式一次性地将以后年度的亏损累积到当期(Guay等,1996),使得公司在以后年度发生亏损逆转的可能性加大。正是这种亏损逆转的可能性,使得亏损上市公司会计盈余的价值相关性变得很微弱,并且亏损逆转的可能性越大,上市公司的股票价格受到亏损的负面影响程度就越小。国内学者薛爽(2002)专门针对亏损信息价值相关性进行研究,发现公司权益账面价值、会计盈余以及公司发生的重组事件等因素对亏损上市公司股价有显著的影响。另外,孟焰、袁淳(2004)认为亏损公司盈余价值相关性的主要影响因素在于亏损公司发生卖壳行为的可能性。这些都说明公司发生的各种题材事件也会影响会计盈余的价值相关性。

4. 其他相关因素的影响。为更加全面探讨盈余价值相关性的影响因素,国外还有许多学者从伴随着盈余公告披露的其他信息上去寻找影响股价变动的因素。Kane等(1984)检验了与盈余公告同期宣布的股利发放事件对上市公司股价有明显的影响。Hoskin等(1986)也证实了与年收益公告同时披露的股利和其他增加的财务信息对股价有一定的影响。另外,Hayn(1995)、Jan和Ou(1995)、Collins等(1999)等将盈利样本和亏损样本公司分离开来进行研究,相对于盈利的信息含量而言,亏损的信息含量明显是较低的,从而导致亏损信息价值相关性也偏低。他们认为是股东拥有对亏损公司进行清算的隐性期权导致了亏损公司较弱的盈余价值反应。

此外,国内有学者从会计信息质量、财务指标、外部监管等方面去分析会计盈余价值相关性的影响因素。例如:赵宇龙(2000)在研究会计盈余披露信息含量时,认为公司净资产、董事会分配预案、审计意见类型等因素会影响会计盈余的价值相关性;袁淳、王平(2005)以深交所每年对上市公司信息披露的考评结果作为反映信息披露质量的变量,采用价格模型研究了会计信息质量对会计盈余价值相关性的影响,结果发现交易所的信息披露考评结果对会计盈余价值相关性有着显著影响,即信息披露考评结果越好,会计盈余价值相关性越高。

三、存在的问题与研究趋势

1. 存在的问题。从国内外现有的研究成果来看,关于会计盈余与股票价格相关性的探讨内容逐渐由单纯研究会计盈余对公司股价的影响扩大到分析影响会计盈余价值相关性的因素,其研究的对象逐渐由亏损和盈利公司相混合的总体样本转移到专门针对亏损或盈利公司的分组样本,虽然在研究思路和方法上有较大改进,但仍存在一些问题:

(1)在研究视角上,现有研究大多是从公司自身的角度去寻找各类影响盈余价值相关性变动的因素,并没有全面考虑影响公司股价变动的其他因素,如宏观经济因素、公司治理结构调整等方面的因素。

(2)在研究方法上,尽管选择的样本对象已由混合公司样本转移到将亏损和盈利公司相分离的单独样本,但并没有根据亏损(或盈利)的属性进行更为细致的分组研究。

(3)在研究内容上,尽管已从单纯研究会计盈余对公司股

价的影响扩大到分析影响会计盈余价值相关性的因素上,但对各种影响因素的研究都是单一的、分散的,缺乏系统深入的分析,而且大多数缺乏解释性理论模型的支持。

(4)在研究结论上,尽管由单纯的线性相关性过渡到非线性相关性、由公司内部的盈余信息、公司特征扩展到公司外部的题材事件、信息监管等,但最终并没有对会计盈余价值相关性下定论,而且也缺乏对各种影响因素的比较分析。

2. 研究趋势。

(1)拓宽研究视野,寻找影响会计盈余价值相关性的所有因素。由于公司股价通常受基本面、技术面和题材面三类因素的影响,因此在分析会计盈余和股票收益变动关系时,要突破仅从公司内部或仅从题材事件上去分析的狭隘视角,同时考虑从基本面、技术面和题材面三个层面去探讨影响盈余价值相关性的因素,并对各因素的影响机理进行对比分析。

(2)区别盈余属性,将各种不同性质的研究样本(特别是亏损公司样本)分离开来进行深入研究。各家亏损公司亏损的程度和性质是有所区别的,把所有的亏损公司看做是同一种性质的研究样本进行研究,误认为对于所有的亏损公司,会计盈余与股票价格之间都是弱相关性甚至是负相关性的,这显然是不够准确的,因此,需要将其按照亏损的程度和性质区分为不同的亏损类型,针对每一类型的亏损样本去探讨它们的会计盈余价值相关性的特性,在此基础上进一步分析影响我国亏损上市公司股价变动的因素。

(3)整合系统信息,通过分析各影响因素之间的关联性,抓住影响股票价格变动的关键因素。尽管很多因素会对股价产生影响,但实质上这些因素首先是对会计盈余价值相关性产生影响,进而影响股价。因而通过对会计盈余价值相关性影响因素的研究,可以将很多影响股价的因素以会计盈余的使用方式为联结点,将其纳入会计盈余价值相关性研究框架中来(文远怀、袁淳,2006),这样,通过整合系统信息,分析各影响因素之间的关联性,能够使投资者抓住影响股价变动的关键因素,从而提高他们对公司价值判断的准确性。

【注】本文系国家自然科学基金项目“基于亏损异质的上市公司财务价值驱动因素研究”(项目编号:09CJY085)、教育部人文社会科学一般项目“我国海洋与渔业灾害风险防范的金融体系构建研究”(项目编号:09YJC790049)、广东省哲学社会科学“十一五”规划项目“广东海洋与渔业突发公共事件形成机理与应急管理机制研究”(项目编号:08YO-01)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 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. 经济研究, 1998; 7
2. 陈晓, 陈小悦, 刘剑. A股盈余报告的有用性研究. 经济研究, 1999; 6
3. 孙铮, 李增泉. 收益指标价值相关性实证研究. 中国会计与财务研究, 2001; 2
4. 吴世农, 李常青, 陈碧华. 我国上市公司现金流量的市场反应和信息含量分析. 首都经济贸易大学学报, 2001; 5