

我国非经常性损益信息披露市场效果检验

杨模荣(博士)

(合肥工业大学管理学院 合肥 230009)

【摘要】 本文从收益信息价值相关性的角度考察了我国非经常性损益信息披露的市场效果。结果表明,部分年份的非经常性损益估值系数与剩余收益估值理论预期一致,非经常性损益估值系数显著小于扣除非经常性损益后的净利润估值系数。

【关键词】 非经常性损益 核心收益 市场定价 信息披露

赵宇龙、王志台(1999)研究发现,我国证券市场只是机械地对名义每股收益做出价格上的反映,不能辨别收益中永久盈余和暂时性盈余成分对股票定价的真实含义。上市公司频频使用非经常性损益操纵利润的行为损害了收益信息的价值发现功能,导致资本市场资源配置效率下降。为此,证监会针对非经常性损益信息披露先后制定了多项规定,自1999年起上市公司必须在年度财务报告主要财务数据与指标部分同时披露净利润和“扣除非经常性损益后的净利润”(以下称“核心收益”)数据。本文考察了1999~2007年上市公司非经常性损益信息对股票价格的影响,以期为评估我国强制性非经常性损益信息披露制度提供经验证据。

一、研究假设与模型构建

根据Ohlson(1999)的理论模型可知,基于计量观的权益内在价值由净资产账面价值和核心收益决定,暂时性收益是与权益内在价值不相关的信息。由此,笔者提出如下假设:

假设1:控制净资产账面价值和核心收益后,非经常性损益与股票价格不相关。

如果放松假设1,则可以合理预期非经常性损益估值系数显著低于核心收益的估值系数,由此以零假设的形式提出以下假设:

假设2:非经常性损益估值系数与扣除非经常性损益后净利润的估值系数没有显著差别。

本文建立以下价格模型进行回归检验:

$$P = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{BVPS} + \beta_3 \text{CoreEPS} + \beta_4 \text{InfEPS} + \varepsilon_{i,t}$$

其中,P为样本公司股票市场价格,这里选用报告年度下一年度4月末的市场收盘价,以保证上市公司当年的会计信息能够反映在股票价格中;SIZE为上市公司报告年度的规模变量,取报告年度期末净资产账面价值的自然对数,并且按年度进行去均值化处理,以利于解释截距项的回归系数;BVPS为样本公司报告年度期末每股净资产,该指标来自于上市公司年度报告;CoreEPS为样本公司报告期扣除非经常性损益后的基本每股收益,该指标来自于上市公司年度报告;InfEPS为样本公司报告期每股非经常性损益,InfEPS=EPS-CoreEPS, EPS为样本公司报告期扣除非经常性损益后的每股

收益,该指标来自于上市公司年度报告。

二、样本选择与描述性统计

股票价格泡沫是我国股票市场中一个急需解决的问题,投资者存在的对汇总收益数据的“功能锁定”意味着收益中包含的正的非经常性损益可能加剧股票价格泡沫。为了节省篇幅,本文只报告正的非经常性损益的市场定价检验结果。

选取样本的程序如下:①样本选自1999~2007年上海和深圳证券交易所所有非金融类A股上市公司,各个年度的检验样本选取该年度12月31日前其股票已经上市交易且核心收益和非经常性损益均大于零,财务和价格数据完整的上市公司。②2006年4月30日,大部分上市公司正在进行股权分置改革,由于不能有效控制股权分置状况对股票价格的影响,所以剔除2005年度的样本公司。③剔除各年度InfEPS小于该指标中位数的样本公司,保证非经常性损益信息具有会计信息的重要性特征。④剔除年末净资产账面价值小于500万元,以及市值与账面价值比、市值与收益比在1%~99%区间之外的样本公司。

经过上述筛选程序,最后共得到2412个样本观测值,研究数据来源于CSMAR数据库。

表1 样本描述性统计

变量	均值	标准差	下四分位点	中位值	上四分位点
P	13.380	8.789	8.078	11.455	16.123
BVPS	3.325	1.446	2.319	3.110	4.027
EPS	0.317	0.249	0.150	0.266	0.400
CoreEPS	0.242	0.226	0.088	0.193	0.318
InfEPS	0.075	0.086	0.030	0.050	0.086

表1中,InfEPS均值为0.075,InfEPS均值与EPS均值的比率达到23.66%,说明InfEPS具有会计信息的重要性特征。

三、检验结果

为了反映非经常性损益信息定价作用和其他会计变量估值系数在不同年度间的变化,本文实施分年度样本检验,OLS回归估计结果见表2。

假设1的检验结果为:表2中,2000、2002、2003、2006年

全流通预期下上市公司公开增发 融资规模的效应分析

翟淑萍(博士)

(天津财经大学统计学院 天津 300222)

【摘要】 本文在我国证券市场全流通预期下,以上市公司控制性股东收益最大化为决策目标,分析了我国上市公司做出公开增发融资规模决策后的一系列市场反应。研究表明,上市公司公开增发融资规模的扩大会提高市场对控制性股东控制权收益的预期值,从而降低上市公司股权的市场定价,公开增发融资规模具有控制权收益的信号传递功能。

【关键词】 全流通预期 增发 融资 信号传递

Myers、Avner 等人的研究表明,增发新股对二级市场股价走势具有明显的负向影响。刘力、胡乃武等人的研究证实国内证券市场增发新股对股价也具有负向影响。然而,上述研究并未指出股价下跌的幅度与公开增发融资规模之间的内在关系。公开增发融资规模的大小与上市公司控制性股东控制权收益的大小密切相关,并决定了股票定价的高低,进而影响控制性股东的股权价值收益。因此,上市公司及其控制性股东在进行公开增发融资规模决策时,融资规模的股价效应成为其需要考虑的重要因素。

一、上市公司公开增发融资规模股价效应的理论分析

假设上市公司存在一个控制性股东以及由众多分散投资者组成的小股东,控制性股东融资前的持股比例为 $\alpha, \alpha \in (0, 1]$, 公司融资决策由控制性股东做出。公司现有资产价值为 A , 并有净现值为 NPV 的投资机会。若不考虑债务融资,并假设公司自有现金头寸为零,则公司面临的选择为要么公开增发融资以抓住投资机会,要么不融资从而放弃投资机会。其中,公开增发融资规模为 $K, K = \text{增发股份}/\text{原总股本}, K \in (0, +\infty)$ 。

控制性股东通常会基于其收益最大化来做出融资决策。

表 2 非经常性损益市场定价分年度 OLS 检验结果

年度		β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	$\beta_4 - \beta_3$	Adj- R^2
1999年 样本数为251	估值系数	4.83	-4.87	2.06	21.11	9.74	-11.37	0.351
	ρ -值	(0.01)	(0.00)	(0.02)	(0.00)	(0.10)	(0.07)	
2000年 样本数为296	估值系数	6.28	-5.43	2.32	14.16	6.56	-7.59	0.468
	ρ -值	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.16)	(0.21)	
2001年 样本数为293	估值系数	6.14	-3.50	1.61	7.59	10.52	2.92	0.377
	ρ -值	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.04)	(0.61)	
2002年 样本数为260	估值系数	5.91	-1.96	0.84	9.42	-1.23	-10.64	0.360
	ρ -值	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.85)	(0.09)	
2003年 样本数为257	估值系数	4.53	-0.95	0.79	10.05	1.64	-8.41	0.471
	ρ -值	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.67)	(0.02)	
2004年 样本数为332	估值系数	1.56	-0.56	0.56	8.98	4.90	-4.08	0.538
	ρ -值	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.02)	(0.06)	
2006年 样本数为327	估值系数	4.40	-1.97	2.07	25.10	2.58	-22.53	0.606
	ρ -值	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.56)	(0.00)	
2007年 样本数为396	估值系数	10.49	-1.81	1.59	19.87	11.79	-8.08	0.480
	ρ -值	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.01)	(0.15)	

的估计结果不能否定 $\beta_4=0$ 的假设,意味着非经常性损益与股票价格存在相关关系。

假设 2 的检验结果:模型中, $\beta_4 - \beta_3$ 表示非经常性损益和核心收益之间估值系数的差额,总计 8 个检验年度中 7 个检验

年度得出的 $\beta_4 - \beta_3$ 为负数,且具有经济显著性(最小值为 -22.53, 最大值为 -4.08)。其中有 6 个年度的检验结果具有统计显著性,说明非经常性损益估值系数显著小于核心收益估值系数,假设 2 不成立。由此可见,非经常性损益信息对投资者评估股票价值具有显著的、符合理论预期的积极作用。

非经常性损益估值系数的最大值(11.79)产生于对 2007 年样本公司的检验,这可能是由于现行会计准则的实施使收益项目的核算和披露发生了重大变化,收益构成更加复杂,从而影响了投资者对非经常性损益信息的重视程度。

四、结论

本文主要研究了 1999~2007 年非经常性损益信息披露的市场效果。实证结果表明,非经常性损益信息已逐步得到市场投资者的重视。我国非经常性损益信息披露制度的实施提高了上市公司收益信息的透明度,有助于投资者正确评估企业的真实业绩。

【注】 本文系合肥工业大学博士学位人员专项资助基金项目“中国上市公司业绩报告有用性研究”(项目编号:GDBJ2009-011)的研究成果。

主要参考文献

1. 赵宇龙,王志台.我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究.经济研究,1999,9
2. 李常青,张兆伟.扣除非经常性损益后会计盈余指标的有用性.厦门大学学报(哲学社会科学版),2004,2