

盈余信息质量影响股票预期回报的理论分析

龚庆云

(重庆理工大学会计学院 重庆 400050)

【摘要】 会计盈余是股东、债权人及其他利益相关者主要关注的会计信息。而会计信息质量将直接影响资本市场资本配置效率。本文在对西方理论文献进行梳理的基础上认为:盈余信息质量通过其对公司基本价值反映的精确性,直接影响股票预期回报;盈余信息质量因在投资者之间的不对称分布,间接影响股票预期回报;区分直接、间接两种不同的作用,对我国资本市场会计信息经济后果的实证研究及更好地发挥会计信息的作用具有重要意义。

【关键词】 盈余信息质量 股票预期回报 权益资本成本 信息不对称 信息精确性

权益资本成本是普通股股东要求的最低报酬率,它是基于会计信息而对未来的一种预期。理论界一般认为,权益资本成本与股票预期回报率等价,且权益资本成本与股票价格负相关而与股票系统风险正相关。传统的资产定价模型如CAPM并不能解释投资者拥有的不同信息是否以及如何影响资产价格和资本成本,因为其基于信息对称和市场完美的假定。后续研究通过放松信息对称假定来研究信息质量与资本成本的关系,结论尚不一致。理论界对信息质量是否影响以及如何影响股票预期回报或者权益资本成本这一问题尚存在

较大的争议。本文通过梳理西方理论研究成果,拟建立盈余信息质量与股票预期回报相互作用的理论分析框架。

一、信息不对称

尽管会计准则、市场监管机构、市场微观结构和注册会计师在资本市场的作用各自不同,但都是对公司信息结构产生重要影响的因素。然而在市场均衡分析中,考虑信息不对称对资产定价和权益资本成本的影响也是十分必要的。

基于Grossman和Stiglitz(1980)的古典分析框架,大量学者探讨了私有信息在理性预期模型中的作用。Wang(1993)认

润分配。在周期下行阶段,放松金融监管,以缓解银根收紧给市场恢复造成的压力和减少金融机构资本基础不足被迫出售金融资产的行为。这种逆周期机制,能有效缓解市场流动性紧缺,使流动性风险减弱,更有利于经济复苏。

对金融创新进行强制性信息披露,增强金融信息的透明度;创建金融控股公司防火墙制度和风险隔离制度,弱化金融机构之间的风险传递;建立存款保证金制度及风险预警系统,缓冲、化解金融风险。美国财政部长保尔森和美联储主席伯南克总结这次金融危机的教训认为,必须以法律为保证,建立一个“强劲的框架”和“能够承受一个庞大的金融机构垮塌”的管理体制。这种认识对我们有一定的借鉴意义。

我国适度从紧的货币政策以及相对宽松的货币政策是符合经济发展的正确决策,对于金融业及企业的健康稳定有很大的益处,有力地推动了世界经济的复苏。当前,我国的金融创新不足,企业可利用的金融工具不多,在这次危机中损失较小,我们需要而不是害怕金融创新,但金融创新要受到监管的制约,越复杂的金融创新,越要受到严格的金融监管。

4. 加强会计准则制定机构与金融监管机构的合作。缩小观点差异,减少信息过量披露。政府金融监管机构和会计准则制定机构职责不同,政府金融监管机构注重企业的风险信息,关注市场价格的不利因素。而会计准则制定机构注重财务信息,强调会计信息的质量。这些不同,造成企业财务信息披露

复杂,给信息使用者带来困惑,甚至对市场丧失信心。为了促进经济健康发展,政府金融监管机构在注重风险因素时要加强财务信息的建设。会计准则制定机构也要重视风险信息。另外,会计准则是金融设施的重要组成部分,会计准则影响金融机构的行为模式,对金融框架十分重要。金融也是会计的重要组成部分。所以,二者要加强合作和对话,缩小观点差异,避免企业信息过量披露,建立信息披露框架,该框架既包括计量误差和风险信息,又包括财务信息,跳出就会计论会计的框架,以保证金融系统的稳定和经济的健康发展。

主要参考文献

1. 于永生.金融危机背景下公允价值会计问题研究.会计研究,2009;9
2. 黄世忠.公允价值的顺周期效应及其应对策略.会计研究,2009;11
3. 曹越,伍中信.产权保护、公允价值与会计改革.会计研究,2009;2
4. 杨政,涂建明,黄中生.美国次贷危机的财务透视以及对我国企业的启示.会计研究,2009;10
5. 王守海,孙文刚,李云.公允价值会计与金融稳定研究.会计研究,2009;10
6. 程晓佳,徐星美,赵兰芳.改进公允价值计量:由次贷危机引发的思考.财务与会计,2009;12

为,信息不对称对权益资本成本产生两方面的影响:一是不知情的投资者会要求风险溢价作为对与知情投资者交易产生的逆向选择问题的补偿;二是知情投资者会使股价更具信息含量从而降低不知情投资者的风险,不知情投资者要求补偿的风险溢价将会降低。但在两种不同影响同时存在的条件下,信息不对称对资产均衡价格和权益资本成本产生怎样的影响,现有的研究模型尚未给出明确答案,而且这些模型中只包含一种风险资产。那么信息不对称如何影响资本市场股票截面回报和投资者的资产组合选择也不清楚。

Dow 和 Gorton(1995)提供了另一种分析思路。知情投资者因为他们的信息优势而获益,而相应的不知情投资者却遭受损失。知情投资者必须确保他们的投资组合不被不知情投资者复制或模仿才能通过交易获取利益。显然,现有模型中限定不知情投资者资产组合的选择(他们不能模仿知情投资者资产组合的选择)并不符合资本市场的实际情况,因此这些模型的一般化扩展能力受到很强的约束。

信息不对称假说以 Easley 和 O'Hara(2004)的研究最有代表性。他们研究了市场公共信息和私有信息不同结构对资本成本的影响(公共信息和私有信息不同组成结构即为市场信息不对称程度的衡量指标),研究指出,处于信息劣势的投资者意识到他们处于信息不利地位,并因此而选择持有少量获取信息并不充分的资产。因此,信息结构中私有信息所占比例较大的股票即信息不对称程度较严重的公司股票需求会降低,股价会下降,相应的公司权益资本成本就会增加。其最终的结论为:私有信息引致一种新的系统风险,而且在资产的均衡价格中投资者要求相应的风险补偿。

由上述信息不对称理论可以归结出会计信息对权益资本成本的影响:①增加投资者预期投资回报的不确定性(投资风险),投资者因此要求额外的风险补偿;②影响公司股票需求量和流动性,增加股票交易成本从而影响权益资本成本。

二、信息精确性

信息质量通过影响投资者对所投资的资产未来收益估计的不确定性,从而影响资产均衡价格和权益资本成本。而信息质量对权益资本成本的影响既有可能是指信息反映公司本期或者预期价值的的能力即本文所述信息精确性,也有可能是指由于信息在投资者之间的不对称分布而导致的投资者所拥有信息的质量差异对权益资本成本的影响。因此,信息质量差异导致的投资者估计预期回报的不确定性有两个来源:其一是因为信息在投资者之间的分布不同即信息不对称,这是信息不对称假说主要讨论的问题;其二是公司披露的信息本身的精确性(即信息反映公司变化的商业模式、经营环境以及盈利能力的准确程度),这是信息精确性假说研究的主要问题。

Merton(1987)认为,是信息不完备而不是信息不对称导致的信息风险对资产价格和资本成本产生影响。在 Merton(1987)的模型中,投资者了解单个资产预期回报的具体分布情况(信息对称),但并不完全知道市场上有多少同质或者异质的资产(信息不完备)。尽管他所提出的信息不完备仍然是市场信息不对称的一种表现形式,但是其理论分析模型和对

研究结果的解读对于后续研究以及信息精确性假说的提出有重要的参考价值。后续研究如 Coles et al.(1995)、Cuoco(1998)以及 Shapiro(2002)探讨了信息质量对资本成本的影响,认为信息质量通过影响投资者估计资产未来回报的参数不确定性,从而影响资产定价和资本成本。

Lambert et al.(2008)在 Easley 和 O'Hara(2004)研究的基础上建立的理论模型,进一步研究了信息精确性对权益资本成本的作用机理。Lambert et al.(2008)并没有发现私有信息能引致一种新的系统风险。处于信息劣势的投资者会减少对未来收益更加不确定资产的持有量,而不会减少信息不对称越严重的公司股票的持有量。而且投资者对资产未来回报估计的不确定性程度会随着市场上其他投资者信息获取量的增加而降低,即使其他投资者所获取的是私有信息。这是因为私有信息会通过股票价格传递给(或者部分传递给)不知情的投资者,即相应的信息风险会分散。并且他们证明,如果信息结构的变化使得市场总体的信息精确性提高,信息不对称程度的加剧实际上会降低权益资本成本。

三、盈余信息质量的直接作用与间接作用

通过对以上两类理论文献的梳理,笔者认为,信息质量对权益资本成本的作用包括直接影响和间接影响两部分。直接影响是指基于精确性有差异的信息预测资产未来回报的不确定性(估计风险);间接影响是指在信息精确性一定的情况下,信息在投资者之间的不对称分布影响投资者基于信息预测资产未来回报的不确定性,即信息质量对权益资本成本的间接作用。信息质量与权益资本成本之间的相互关系可用图 1 来表示(其中虚线表示本文所论述的间接影响):

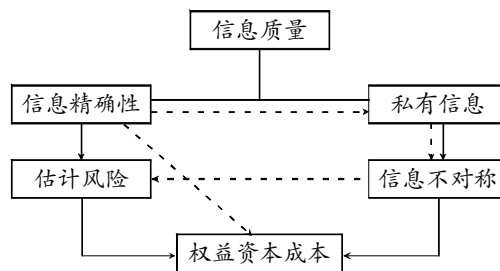


图 1 信息质量对权益资本成本的直接与间接影响

会计盈余是会计信息系统输出的结果,盈余信息是资本市场公共信息的重要组成部分。而盈余质量对权益资本成本既会产生直接影响,又会产生间接影响。其中,直接影响是指盈余质量本身对投资者预期回报估计产生不确定性作用;间接影响是指同质量的盈余信息在投资者之间的不对称分布对投资者预期回报估计产生不确定性作用。

1. 盈余信息质量对股票预期回报的间接影响。会计盈余是会计信息系统输出的结果之一,会计的基本原则(如配比原则、收入确认原则等)使得管理层的财务报告决策过程包含较多的主观判断、会计估计与会计政策的选择。管理层在进行判断、会计估计与会计政策选择之前,可能已经明确某项交易或者事项的经济实质,而所选择的会计处理方法可能并不能如实反映某项交易或者事项的经济后果,而且管理层十分明确

所选择的会计处理方法会对盈余信息质量产生影响。而只有公司内部管理层和一部分知情的外部投资者能够获取这部分信息。可见,公司管理层和一部分知情投资者相对不知情投资者具有信息优势,盈余信息在投资者之间的分布是不对称的。

高质量的盈余信息能够精确地反映企业当期经营业绩,有助于减少投资者对企业未来经营情况和预期价值估计的不确定性,减少投资者预测未来投资回报的不确定性。投资者基于盈余信息对公司未来业绩或者基本价值作出的估计之所以存在不确定性,是由以下两个因素造成的:

(1)公司未来经营状况或者未来价值本身随着市场竞争环境和技术革新而变化,高质量的盈余能够捕捉到这种变化。因此,这部分盈余信息导致未来的不确定性属于公司系统风险,可解读为盈余质量对权益资本成本的直接影响。

(2)公司管理层的财务决策导致公开披露的盈余信息质量在不同的投资者之间产生的影响是不同的。由于盈余信息分布的不对称,具有信息优势的投资者能明确了解公开披露的盈余信息部分不能反映公司基本特征的实际变化情况,即投资者之间的盈余信息质量存在差异。知情投资者可以利用这种信息优势而获益。因此盈余信息在投资者之间的不对称分布导致不知情投资者基于公开披露的盈余信息作出的投资决策相对于知情投资者更具不确定性。笔者将由于这种不确定性对权益资本成本产生的影响称为盈余信息质量对权益资本成本的间接作用。因为这种影响是盈余信息在投资者之间的不对称分布造成的,而不是盈余信息公允地反映公司的实际经营业绩和未来价值对权益资本成本造成的。

2. 盈余信息质量对股票预期回报的直接影响。除盈余信息在投资者之间的不对称分布导致投资者所获取的盈余信息质量产生差异外,盈余信息质量还受到公司经营业绩、竞争环境等的影响。盈余信息质量是指盈余信息所反映的公司经营业绩的好坏、未来价值的高低。这也是会计信息系统的基本目标:“财务会计报告的目标是向报告使用者提供与企业财务状况、经营成果和现金流量等有关的会计信息,反映企业管理层受托责任履行情况,有助于财务会计报告使用者作出经济决策”。从这一点看,盈余信息质量对权益资本成本的影响实际上是指公司经营业绩和基本价值对权益资本成本的影响。笔者将这部分影响解读为盈余信息质量对权益资本成本或者股票预期回报的直接影响。投资者基于盈余信息判断公司历史业绩与未来价值,实际上是公司历史业绩与预期价值、公司权益资本成本或者股票预期回报率对投资者投资决策等产生的影响,是盈余信息质量对股票预期回报的直接影响。

综上所述,盈余信息在投资者之间的不对称分布,造成投资者所获取的盈余信息在反映公司经营模式和经营业绩以及基本价值变化的精确性方面产生差异。由于这部分差异导致权益资本成本的变化实质上是信息不对称对权益资本成本的影响。而由于盈余信息质量中所包含的信息不对称及这种信息不对称对权益资本成本或者股票预期回报的影响可解读为盈余信息质量对权益资本成本的间接影响。因此,盈余信息所反映的公司经营业绩和预期价值的变化对权益资本成本或者

股票预期回报的影响便可解读为直接影响。盈余信息质量如何以及在何种程度上直接或者间接作用于权益资本成本,两种影响之间有无交互作用,两种影响是此消彼长还是呈现同方向变化等,这需要实证研究来证实。

四、盈余信息质量实证研究的意义

我国相关实证研究文献中,较多采用应计盈余质量作为盈余信息质量的代理变量。而应计质量可区分为固有部分和可操控性部分。固有部分主要受企业经营模式和经营环境的驱动,短期内不受管理层财务报告决策的影响。这部分信息在投资者之间的分布是对称的。而可操控性部分主要受管理层财务报告决策的影响,这部分信息在投资者之间呈不对称分布。因此,固有部分可解读为会计盈余所反映的公司基本经营情况对权益资本成本或者预期回报率的影响;而可操控性部分可解读为盈余信息在投资者之间的不对称分布即信息不对称对权益资本成本或者预期回报的间接影响(应计质量与权益资本成本间的相互作用机理见图2)。

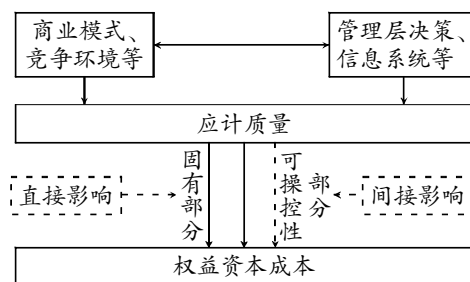


图2 应计质量对权益资本成本的直接与间接影响

盈余信息质量如何以及在何种程度上直接或者间接作用于权益资本成本,两种影响之间有无交互作用,两种影响是此消彼长还是呈现同方向变化等,是一个实证研究命题,需要实证来解答。因此,在盈余信息质量与权益资本成本的实证研究中,可在研究盈余信息质量与权益资本成本相互作用的基础上,进一步检验盈余信息质量的不同组成部分对权益资本成本的直接影响和间接影响,以及盈余信息质量对权益资本成本或者股票预期回报率的两种影响之间的交互作用。

主要参考文献

1. 魏明海.会计信息质量经验研究的完善与运用.会计研究,2005;3
2. 于李胜,王艳艳.信息风险与市场定价.管理世界,2007;2
3. 曾颖,陆正飞.信息披露质量与股权融资成本.经济研究,2006;2
4. Hollis Ashbaugh Skaife, Daniel W. Collins, William R. Kinney, Jr., Ryan LaFond. The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity. Journal of Accounting Research, 2009; 47
5. Patricia M. Dechow. Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance; The Role of Accounting Accruals. Journal of Accounting and Economics, 1994; 18
6. Easley D., M. O'Hara. Information and the Cost of Capital. The Journal of Finance, 2004; 59