

年报预告制度下股票市场效率的实证研究

王莹 刘国常(博士生导师)

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】 本文基于2008年沪深上市公司的数据,通过考察上市公司年报预告等信息与股票市场效率的相关性,探讨影响沪深市场效应的信息因素。研究发现:由于有力的政策和日益完善的监管,近年来市场效率已有较大提高,在个别方面当前市场已呈现出强式有效的特征,但仍可通过一些途径进一步提高市场效率。

【关键词】 年报预告制度 股票市场效率 盈余效应 累积非正常收益率

有效资本市场的证券价格应充分反映可接收的一切信息,包含公司盈余信息。有效市场假说是西方现代金融理论的基石之一。有效市场假说是由尤金·法玛于1970年提出的,其是在一般经济均衡的基础上对金融现实的理性认识,它的着眼点是信息,认为证券的价格反映了所有可接受信息,并按照可接受信息程度的不同即历史信息、公开信息和内部信息把市场效率分为弱式有效、半强式有效和强式有效三个等级。在弱式有效的情况下,市场价格已充分反映出所有历史证券价格信息。半强式有效市场下,交易信息以及所有有关公司发展前景的公开信息都包含在股票价格之中。学术界普遍认为,我国当前股票市场比较接近半强式有效市场。近几年股市经历了股改、监管制度日益完善等大事件,成果有目共睹。了解我国股市效率的现状,分析影响股票市场反应的信息因素,进而找出进一步提高市场效率的途径是本文的研究目的。

一、文献综述

Ball和Brown(1968)认为在效率市场假说下,若年度盈余具有信息内涵,信息的发布必然会反映在股票价格上,发现累积超额报酬会在“好消息”(未预期盈余为正)公布之后持续增加,在“坏消息”公布后持续减少,并通过实证分析验证了这一假说,这一重大发现促使会计信息有用性的实证测试成为资本市场研究的主流。不过,他们只是进行未预期盈余与累积超额报酬方向性的研究,并没有检验两者相关的幅度。Beaver、Clark和Wright(1979)以未预期盈余的分组与累积异常报酬检验幅度确定盈余资讯内涵的关系,研究发现:盈余的变动百分比和股价的变动百分比具有显著的正相关关系,各年度平均秩相关系数等于0.74,并且在统计意义上显著。Freeman(1986)认为公司规模较大,其信息披露较为频繁,故盈余宣告之信息内涵相对较低,其盈余反应系数较低。Kormendi和Lipe(1987)证明了盈余持久性与盈余反应系数呈正相关关系,认为股价对未预期盈余的反映中有一部分属于对未来盈余的预期,虽然并不完整。Collins和Kothari(1989)认为盈余反应系数受公司规模、成长机会、风险等因素的影响,且规模较大公司的盈余反应系数较高,越具有成长性

的公司的盈余反应系数越高,而风险较高的公司的盈余反应系数较低。Freeman和Tse(1992)发现股价对于未预期盈余的反应会随着未预期绝对值的增加而减少,归纳其原因为未预期盈余绝对值和盈余持续性负相关,也就是说未预期盈余绝对值增加时,其盈余暂时性与股价无关部分的组成会增加,使股价反应减弱而使得盈余反应系数呈S型。Easton等(1992)发现,会计盈余和股票回报率之间的相关程度随着时间的推移而加大。因为稳健性意味着市场对“坏消息”的反应更加及时和充分,会计盈余对股票回报率回归方程中,反映“坏消息”的回归方程的斜率更高一些。Eugene F. Fama和Kenneth R. French(1993)检验了几种可选择的财务数据能够提高股票回报与经济活动的预测度,在宏观经济层面及公司水平上检验这些数据,在股票回报与商业波动中检验它们的相互关系。Hayn(1995)认为负盈余存在时,将减弱盈余与报酬的关系,其实证结果也指出负盈余公司的盈余反应系数比正盈余公司的低。Basu(1997)将稳健性引入实证研究领域,将稳健性解释为损失与收益确认及时性上的不对称。他首次提出了通过会计盈余对股票回报率的分段线性回归来研究“好消息”与“坏消息”在会计盈余中的反应及时性差异及来判断美国一般公认会计原则中的稳健原则,并建立了会计盈余非对称及时性系数。

赵宇龙(1998)分别采用幼稚模型和市场模型来衡量股票市场的预期会计盈余和股票正常报酬率。经验研究表明,在上海证券交易所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相关,这一发现支持“会计盈余数据的披露具有信息含量”的假设,证实了我国会计准则下的盈余具有价值相关性。陈晓等(1999)直接考察年度意外盈余在公告日附近对股票超额回报的影响,研究结果表明:股市对盈余公告有显著的反应,在一定程度上存在着盈余的预示效应,深市回归方程的显著性强于沪市。这表明我国公司盈余数字同样具有很强的信息含量。曾勇和唐小我(2000)研究发现,我国股市对消息的反应是灵敏的。孙爱军和陈小悦(2002)研究发现:我国股票市场的会计盈余对股票收益的影响十分

显著,而且显著性水平逐年增强。王化成和佟岩(2006)基于盈余反应系数考察了控股股东与盈余质量的关系。

二、研究设计

1. 研究假设与方法。我国股市的半强式有效已经基本得到学术界的认可。本文研究年报预告发布当周的会计盈余等公开信息与股票收益的关系,以年报预告发布周为窗口期,考察短窗口的市场效率。本文的研究内容可分为两类:①证实公开信息的市场价值。借鉴 Ball 和 Brown(1968)会计盈余信息含量的定义,拓展研究范围,考察公司当期会计盈余、公司价值指标(包含托宾 Q 值、成本收益率)、同期公司重组信息、同期流通股股东增持等多重信息因素对股票收益的影响,假设年报预告公告期间股票收益受以上因素影响。②通过以上信息市场价值的研究,发掘阻碍市场效率提高的因素,进而探讨提高股票市场效率的方法。

2. 样本选择与数据来源。本文研究中涉及的原始数据包括 2008 年沪深两市 A 股市场上市公司的年报业绩预告内容、预告日期。数据来自证监会网站、上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站及 CSMAR 数据库。本文研究借助了 EXCEL 和 SPSS17.0 统计软件。

为了控制其他因素的影响、减少干扰因素,本文选择 2008 年底前披露了 2008 年年报预告的公司,剔除数据缺失样本,最终得到 88 个观测值。由于股权分置改革对市场影响巨大,为检验准确性,本文未选取 2008 年以前的数据。

3. 模型建立与变量定义。以盈余反应模型为主,参照有关学者的研究,将模型设计如下:

$$CAR_i = a_0 + a_1UE_i + a_2LGMV_i + a_3PER_i + a_4Pi/CF_i + a_5TQ_i + a_6MA_i + a_7MA_i \times UE_i + a_8ST_i + a_9ST_i \times UE_i + \epsilon_i$$

其中:CAR_i的下标 i 为公司累积非正常收益率;UE_i的下标 i 为公司未预期盈余;LGMV_i的下标 i 为公司规模;PER_i的下标 i 为公司成本收益比;Pi/CF_i为股价除以每股经营现金流;TQ_i的下标 i 为公司的托宾 Q 值;MA_i为控制变量,预告披露期内是否有重组等重大利好信息,是取 1,否则取 0;ST 为控制变量,表示上市公司是否为 ST 公司(本文中的 ST 公司指 ST、*ST、SST 所有特别处理公司);BUY_i为控制变量,表示十大流通股股东增持率是否达到 30%,是取 1,否则取 0;ε_i的下标 i 为公司残差项。

关于累积非正常收益率,本文借鉴 Givoly 和 Palmon

(1982)的做法,采用公式 $CAR_i = R_{it} - \bar{R}_t$,其中:R_{it}表示 i 股票在 t 周的个股回报;R_t表示 i 股票所对应的市场在 t 周的市场平均回报率(按流通市值平均);CAR_i表示股票 i 在 t 周的累计非正常收益率。

三、实证分析

1. 描述性统计分析。根据表 1 可以看出,2008 年底年报预告发布期间,样本公司的未预期盈余比率均值为-8.747%,每股盈余与上期相比下降幅度不小。样本公司整体并未取得超越大盘的超额收益,股票累积非正常收益均值为负数。从偏度和峰度来看,尽管会计盈余方面,公司间差异较大,分布具有较为离散的特征,但是股票累积非正常收益的离散度却较小,显示股票市场同步性特征较为明显,与我国处于发展中股市的市场阶段相吻合。另外,十大流通股股东增持率的均值为正,显示这部分发布预告的公司存在被流通股股东大额增持的现象。结合样本公司成本收益比(PER_i)均值为负的现状,为防止不利的会计盈余状况带来市场不良反应而进行的保护股价措施存在动机。

2. 回归分析。我们分别将样本中所有公司、样本中没有重组消息的公司、样本中有重组消息的公司三组数据代入模型进行多元线性回归分析,以检验股票非正常收益与上市公司各项信息指标之间的关系,分析结果见表 2。模型拟合效果较好,三次回归得出的 R² 均大于 50%,Adj. R² 均大于或等于 25%。没有重组消息的公司盈余反应系数达到 0.001,t 检验值达到 2.606,本文回归分析结果较过往研究更为显著。孙爱军(2002)分析得出,股票收益对公司盈余的反应系数为 0.000 2,t 检验值为 0.37。程小可(2004)通过非线性分析得出,盈余反应系数最高为 0.163,Adj. R² 最高为 12.2%。

由回归分析结果可知,在发布年报预告同期如果没有重大重组、经营转型等利好消息伴随,公司预告的盈余状况越佳,同期股票收益越高。回归分析结果符合本文最初假设,这部分公司的年报预告盈余与窗口期股票收益显著正相关。公司流通股自然对数与股票收益负相关,即同等条件下小盘股更易获得超额收益。此外,前十大流通股股东在预告期是否出现大额增持对公司股票市场表现也有显著影响,高于 30%的增持率为股票带来显著的超额收益。

但是其中 ST 公司的股票盈余反应有异于样本总体回归分析结果,ST 公司的股票收益与公司未预期盈余相关度较

表1 研究变量的描述性统计分析结果

	CAR _i	UE _i (%)	LGMV _i	PER _i (%)	Pi/CF _i	TQ _i	MA _i	MA _i ×UE _i	ST _i	ST _i ×UE _i	BUY _i
2008年数据 N=88											
均值	-0.030	-8.747	10.445	-53.993	-1.813	1.441	0.205	-3.098	0.148	-1.590	0.068
中位数	-0.027	-2.933	10.375	-17.820	4.140	1.177	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
方差	0.071	14.382	0.877	136.796	181.865	1.067	0.406	11.102	0.357	6.877	0.254
最小值	-0.227	-83.297	8.930	-894.400	-1 282.422	0.507	0.000	-83.297	0.000	-41.070	0
最大值	0.144	5.803	14.000	13.810	901.229	8.145	1.000	1.836	1.000	5.800	1
偏度	0.236	-2.790	1.321	-4.869	-2.695	4.866	1.490	-5.265	2.020	-4.112	0.257
峰度	0.603	9.867	3.575	25.109	35.006	26.637	0.226	32.956	2.129	17.641	0.508

表2 回归分析结果

	全部样本			没有重组等好信息的公司			有重组等好信息的公司		
	ai	t	Sig.	ai	t	Sig.	ai	t	Sig.
(Constant)	0.110	1.362	0.177	0.106	1.466	0.148	0.026	0.069	0.946
UEi	0.001	1.622	0.109	0.001	2.605	0.012*	-0.001	-0.899	0.392
LGMVi	-0.013	-1.745	0.085	-0.013	-2.009	0.049*	-0.003	-0.081	0.937
PERi	0.000	1.132	0.261	0.000	-1.473	0.146	0.000	1.292	0.229
Pi/CFi	0.000	0.654	0.515	0.000	0.543	0.589	0.000	1.412	0.192
TQi	-0.007	-1.084	0.282	-0.005	-0.961	0.341	0.026	0.689	0.508
MAi	0.047	2.159	0.034*	-	-	-	-	-	-
MAi×UEi	-0.001	-1.050	0.297	-	-	-	-	-	-
STi	-0.025	-1.089	0.280	-0.025	-1.001	0.321	-0.007	-0.139	0.893
STi×UEi	-0.002	-1.936	0.057	-0.011	-4.214	0.000**	0.001	0.458	0.658
BUYi	0.073	2.473	0.016*	0.122	3.280	0.002**	0.030	0.553	0.594
	Adj. R ² =0.290			Adj. R ² =0.31			Adj. R ² =0.25		
	F=4.53 Sig=0.000			F=4.78 Sig=0.000			F=1.867 Sig=0.174		

注：*表示在5%的水平上显著相关，**表示在1%的水平（双侧）上显著相关。

低，且为负相关。即ST公司预告的盈余状况好时，市场反应未必佳，而ST公司预告的盈余状况差时，市场反应反而可能好。这与我国ST公司持续亏损导致摘牌退市制度有关，ST公司通过盈余管理使得年报盈利亏损交替出现，最终导致利润持续性和可靠性较低的情况发生。久而久之，市场对ST公司的盈余信息变得不敏感。对于这类ST公司，市场对其盈余预告信息的反应较弱，年报预告信息的市场反应很可能是无效的。

而对于另一部分年报预告同期有重大重组、经营转型等利好消息伴随的公司而言，公司股票的市场反应与公司未预期盈余显著负相关。有重组等重大利好信息的公司的预告盈余越低，股票市场反应反而更好。这是由于上市公司盈余状况愈差愈有可能传出虚构或真实的重大重组利好消息，而市场往往对重组等重大利好反应敏感。因此，此类公司的盈余信息能够明显影响股票收益，只不过是反方向影响，当期预告盈余状况愈差时，只要有重大重组等利好，股票市场反而更倾向于追捧此类股票，造成该类股票的收益更易高于市场平均水平。此时，年报预告信息的市场反应是显著的，但是其盈余反应系数为负。

四、研究结论

在有效的股票市场，公司股价应能够反映公司的盈余状况，包括本期及预期的盈余状况。本文选取2008年沪深股市年报预告信息的市场反应进行研究，得出年报预告信息在沪深股市存在部分有效的情况，即对于预告当期无重组等重大利好消息的非ST公司而言，年报预告信息具有市场效率，股价反映了预告盈余。对于ST公司，预告信息的盈余反应则不明显。而对于有重组等重大利好的公司而言，公司盈余与股票收益显著负相关。本文结论符合当前学术界普遍认可的股市尚处于半强式有效阶段。根据本文的分析过程可以得出如下

结论：

1. 年报预告信息有助于提高市场有效性。通过对ST公司及有重大重组等利好消息发布的公司进行重点监管，提高其信息披露质量，当前预告信息的市场效率是可以进一步提高的。年报预告信息披露的初衷虽然是提高市场透明度，但最终目的是提高整个股票市场的效率。

2. 市场对于绩差公司的重组、经营转型等重大利好消息反应过度。重组等消息的兑现往往要等一两年甚至更久，并且企业重组之后的业绩是否能得到实质性改善也存在很大的不确定性。不辨重组消息真伪，不计投资后果就追捧绩差公司的行为恰恰反映了当前股票市场有待成熟。推动市场成熟，应加强投资者教育，引导市场健康发展。

3. 提高年报预告制度的市场效率可从当前市场的弱点入手。这可以通过加大对上市公司重组等利好消息的监管力度来实现。虽然证监会第53号令有如下规定：“上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露重大资产重组信息，或者所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，依照《证券法》第一百九十三条规定予以处罚；情节严重的，责令停止重组活动，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。”“任何知悉重大资产重组信息的人员在相关信息依法公开前，泄露该信息、买卖或者建议他人买卖相关上市公司证券、利用重大资产重组散布虚假信息、操纵证券市场或者进行欺诈活动的，依照《证券法》第二百零二条、第二百零三条、第二百零七条规定予以处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。”但是，个别公司重组信息披露的监管仍然面临很多困难，很多公司在其重组信息流传几个月后发布澄清公告，股价在未澄清之前往往有较大涨幅，导致投资者跟进。而澄清之后价格大跌，使投资者蒙受损失。这种重组事件如存在违规，事后用正式的法律手段进行查处往往取证困难。加强监管可以从提高监管的主动性和前瞻性入手，监管部门可建立主动跟踪监管制度，缩小内幕交易和证券欺诈的操作空间。争取形成事前、事中监督，减小违规事件的可能发生的几率，保护市场的有效性和投资者利益。

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. 林玲, 曾勇, 唐小我. 移动平均线交易规则检验. 电子科技大学学报, 2000; 6
3. 孙爱军, 陈小悦. 关于会计盈余的信息含量研究——兼论中国股市的利润驱动特性. 北京大学学报, 2002; 1
4. 程小可, 李玲玲. 会计盈余与股票市场回报非线性关系研究——与线性关系的对比及来自沪市的证据. 中国软科学, 2004; 2
5. 王化成, 佟岩. 控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察. 会计研究, 2006; 2
6. 杜兴强, 周泽将. 会计信息质量与公司治理: 基于中国资本市场的进一步经验证据. 财经论丛, 2007; 3