

信息披露考评制下股票市场效率研究

——基于投资者保护角度

王莹 刘国常(博士生导师)

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】 本文通过研究 2008 年度深交所信息披露考评公告中公司的股票市场表现,发掘我国公司信息披露质量与股票市场效率的关系。研究表明,深交所信息披露考评公告揭示了上市公司信息披露的质量,信息披露得到较高评价的股票的效率较高。由此可以看出,采取措施提高考评较差公司的信息质量才能使市场效率进一步提高。

【关键词】 信息披露考评制度 股票市场效率 盈余反应 投资者保护

自 2002 年开始,依据《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》,深交所每年进行信息披露考评,并在官网将考评结果予以公告。不仅如此,近年来的股权分置改革、信息披露考评制度等监管制度的完善成果显著。以往关于我国股市效率的文章普遍将我国股市发展阶段定位为接近半强式有效,为了正确定位当前市场效率,跟上制度与市场发展的步伐,同时为市场进一步高效发展寻求途径,本文针对信息披露考评制度与市场效率展开研究。

本文的研究目的在于考察交易所信息披露考评公告能否

反映企业的信息披露质量、信息披露考评结果与股票市场效率的分级关系,借此探讨提高市场效率的途径及其对投资者保护的现实意义。

一、文献回顾

1. 会计信息与股票市场价值的相关性研究。早期的会计信息价值相关性研究主要集中于发现股票投资收益与会计盈余之间的联系。Ball 和 Brown(1968)研究发现,盈余变动的符号与股票非正常报酬率的符号之间存在显著的统计相关性,公司证券的市场价格会对财务报表的信息含量做出反应。

量属性的选择。

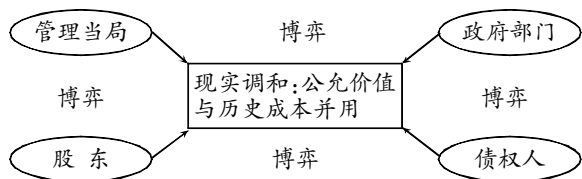


图3 利益相关者博弈决定计量属性

如图 3 所示,企业管理当局为了反映其受托责任,可能更倾向于选择历史成本这一计量属性,因为它能正确反映无形资产的管理和价值摊销情况,并且由于公允价值的估计确实需要职业判断,估计不当会给管理者带来一定的风险。企业的投资者需要的是与其决策最相关的信息,在此考虑下,他们可能更希望企业选用公允价值这一计量属性,因为公允价值能够反映无形资产的价值变动情况,与无形资产的真实价值最相关。但是,当市场不公平时,他们则需要企业提供可靠的价值信息。企业的债权人需要对企业的财务状况尤其是企业的偿债能力做出分析,他们就希望企业能提供稳健并且可靠的价值信息。因为公允价值估计不当时,会使债权人做出错误的判断。政府部门考虑到经济发展及宏观调控的需要,对无形资产的计量也会产生一定的影响,如为了鼓励无形资产投

资,允许企业将研究开发成本部分资本化等。

由于上述利益相关者的博弈,无形资产的价值计量便会出现一个现实调和的结果,即历史成本和公允价值两种计量属性并用。

综上所述,对无形资产的价值计量,不能采取单一的计量属性,而是要将历史成本和公允价值两种计量属性并用,且在现阶段,稍倾向于历史成本计量,对无形资产的公允价值计量可不予以确认,而选择在会计报表附注中披露,为信息使用者提供关于无形资产价值最可靠、最相关的信息。

主要参考文献

1. 葛家澍,刘峰.会计理论.北京:中国财政经济出版社,2003
2. 葛家澍,杜兴强.会计理论.上海:复旦大学出版社,2007
3. 马格丽特·布莱尔,史蒂文·沃曼著.王志台等译.无形财富.北京:中国劳动社会保障出版社,2004
4. 财政部.企业会计准则 2006.北京:经济科学出版社,2006
5. 巴鲁·列弗著.王志台等译.无形资产——管理、计量和呈报.北京:中国劳动社会保障出版社,2003
6. 汤湘希.无形资产会计研究.北京:经济科学出版社,2009
7. 葛家澍,徐跃.会计计量属性的探讨.会计研究,2006;9

Beaver等(1979)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。

赵宇龙(1998)采用有关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,上海证券市场的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:股票市场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据同样具有很强的信息含量。林玲等(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,而且显著性逐年增强。

2. 信息披露质量与股票盈余反应的研究。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小,其盈余反应系数较小。Kormendi和Lipe(1987)研究表明,盈余质量越高,盈余反应系数越大。Lang和Lundholm(1993)发现,公司盈余同股票收益之间有较强相关关系的公司的信息披露水平较高。公司盈余和股票收益之间的相关关系可以作为信息不对称程度的衡量指标。公司盈余与股票收益间较低的相关系数说明公司披露了较少的有关公司价值的信息,故信息不对称程度较高。

3. 关于信息披露考评制度的研究。近年来,国内已有的与信息披露考评制度相关的文献主要研究公司治理等公司内部因素与信息披露的关系。黄志良(2005)以61家深交所上市公司作为对照组,考察了2004年深交所信息披露考评“优秀”等级公司所具有的特征,分析可能影响上市公司信息披露的因素,发现产权结构、财务经营状况等因素明显影响公司信息披露,而与公司治理有关的因素对信息披露的影响不明显。方军雄(2007)以信息披露考评结果作为信息披露透明度的衡量指标,发现信息披露透明度越高,分析师预测时对会计盈余数据的依赖程度越低,预测准确性也随之提高。杜兴强和周泽将(2007)以深交所信息披露考评结果作为信息披露透明度的代理变量,利用排序选择回归,从管理层持股、第一大股东等六个方面验证了公司治理与信息披露透明度之间的关系,发现管理层持股、董事会规模对于提高信息披露透明度有显著的积极作用;第一大股东、独立董事以及审计委员会对于提高信息披露透明度产生了积极作用,但是并不显著。张程睿(2008)以深交所信息披露考评结果作为信息披露透明度的衡量基准,研究了上市公司信息披露透明度的影响因素。

二、研究设计

1. 研究假设。借鉴Lang和Lundholm(1993)的研究结论,即“公司的盈余反应系数(ERC)与公司信息披露质量正相关”,我们提出假设:我国上市公司的信息披露考评结果与其股票的盈余反应系数正相关,即在信息披露考评中得到较高

评价的公司,其股票的盈余反应系数较高。根据信息披露考评结果,将上市公司分为考评结果较佳(“优秀”与“良好”)、考评结果较差(“合格”与“不合格”)两组。根据本文假设,这两组上市公司的盈余反应系数应该呈现递减趋势。

2. 样本选择与数据来源。本文研究对象包括截至2008年底在深交所上市的所有A股公司。研究样本剔除所有不全数据和0数据,在需要计算年度变化值时,剔除不具有连续两年以上的数据。由于年报预告已提前释放了公司信息的市场价值,剔除已出年报预告的公司,总共选取532家上市公司提取样本数据。同时,为剔除2009年一季度报告对市场的影响,样本选取2009年1~11周披露2008年年报的公司作为研究对象,最终剩余125家上市公司作为检验样本对象。其中,2008年度信息披露考评结果为“良好”及“优秀”的有88家公司,考评结果为“不合格”及“合格”的有37家公司。

3. 模型建立及变量定义。以ERC模型为主,参照Grant(1980),Atiase(1985),Freeman(1987),Collins,Kothari和Ryburn(1987),Bujaki和Richardson(1997)的研究成果,模型设计如下:

$$CAR_i = a_0 + a_1 TRA_i + a_2 UE_i + a_3 LGMV_i + a_4 TQ_i + a_5 HOLD_i + a_6 SYNCH_i + a_7 INDCAR_i + a_8 EPS1_i + a_9 EPS2_i + a_{10} TRDWNT_i + a_{11} INF_i + a_{12} MA_i + a_{13} BUY_i + e_i$$

模型中各变量的定义具体见表1:

表1 回归分析模型变量定义

变量	名称	说明
CAR _i	股票非正常收益率	该股票在年报披露当期的周回报率与市场同期均值的差异率
TRA _i	个股交易趋势	股票走势相对于该区间平均水平的比率
UE _i	未预期收益	第四季度EPS相对于第三季度EPS的变动率
LGMV _i	公司规模	公司流通股的自然对数
TQ _i	托宾Q值	
HOLD _i	基金持股比例(%)	各基金持有该股票比例的合计数
SYNCH _i	市场同步性	代表个股与市场走势的同步性,等于Log[R ² /(1-R ²)]
INDCAR _i	行业同期超额收益率	该股票在年报披露当期的所属行业回报率与市场同期均值的差异率
EPS1 _i	当季每股收益	2009年1季度稀释每股收益
EPS2 _i	预期每股收益	2009年2季度稀释每股收益
TRDWNT _i	年报披露周次	2008年年报披露周次
INF _i	信息披露考评结果	不合格设为0,合格设为1,良好设为3,优秀设为3
MA _i	是否发布重组信息	控制变量,是否在年报披露期间公布重组信息,是取1,否则取0
BUY _i	十大流通股股东是否大额增持	控制变量,前十大流通股股东是否显著增持(增持比率超过30%),是取1,否则取0

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}-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周的累积非正常收益率。

表2

研究变量的描述性统计分析结果

	CAR _i	TRAR _i	UE _i	LGMV _i	TQ _i	HOLD _i	SYNCH _i	INDCAR _i	EPS _{1i}	EPS _{2i}	TRDWNT _i	INF _i	MA _i	BUY _i
2009年披露2008年报期间 N=125 样本中全部公司														
均值	0.022	-0.795	0.563	18.983	1.414	6.036	0.200	0.234	0.063	0.150	9.384	1.816	0.312	0.208
中位数	0.009	-0.426	-0.256	18.874	1.211	0.914	0.288	0.124	0.040	0.127	9.000	2.000	0.000	0.000
标准差	0.072	2.558	4.900	1.027	0.930	9.629	1.004	0.576	0.108	0.175	1.469	0.640	0.465	0.408
最小值	-0.141	-11.214	-12.143	16.949	0.710	0.000	-3.511	-1.161	-0.420	-0.550	3.000	0.000	0.000	0.000
最大值	0.358	6.323	42.667	23.094	8.563	52.932	2.303	3.739	0.456	0.740	11.000	3.000	1.000	1.000
偏度	1.569	-0.338	5.383	0.732	5.556	2.231	-0.973	2.777	0.431	0.292	-1.064	-0.006	0.821	1.456
峰度	5.345	2.034	44.784	1.181	36.361	5.769	1.777	12.733	4.905	2.370	1.911	-0.226	-1.347	0.123
2009年披露2008年报期间 N=88 被评为“良好”及“优秀”的公司														
均值	0.026	-0.686	0.256	18.895	1.426	7.198	0.104	0.251	0.069	0.166	9.500	2.170	0.295	0.182
中位数	0.014	-0.303	-0.258	18.741	1.212	1.887	0.237	0.124	0.042	0.155	10.000	2.000	0.000	0.000
标准差	0.074	2.566	2.938	1.084	1.028	10.777	1.046	0.618	0.116	0.185	1.446	0.378	0.459	0.388
最小值	-0.141	-11.214	-12.143	16.949	0.710	0.000	-3.511	-1.161	-0.420	-0.550	3.000	2.000	0.000	0.000
最大值	0.358	5.555	14.500	23.094	8.563	52.932	2.303	3.739	0.456	0.740	11.000	3.000	1.000	1.000
偏度	1.659	-0.478	1.585	0.920	5.570	1.961	-0.925	3.016	0.258	0.096	-1.586	1.783	0.912	1.679
峰度	6.141	2.427	11.790	1.499	34.199	4.073	1.658	13.340	5.100	2.608	4.181	1.207	-1.195	0.836
2009年披露2008年报期间 N=37 评价在“良好”以下的公司														
均值	0.011	-1.054	1.295	19.193	1.385	3.273	0.429	0.193	0.049	0.111	9.108	0.973	0.351	0.2703
中位数	-0.001	-0.964	-0.256	19.123	1.166	0.682	0.424	0.111	0.030	0.076	9.000	1.000	0.000	0.000
标准差	0.066	2.554	7.815	0.856	0.651	5.248	0.868	0.465	0.088	0.141	1.505	0.164	0.484	0.450
最小值	-0.089	-6.967	-10.889	17.391	0.837	0.000	-2.363	-0.613	-0.130	-0.130	7.000	0.000	0.000	0.000
最大值	0.229	6.323	42.667	21.440	4.306	17.023	1.936	1.450	0.332	0.500	11.000	1.000	1.000	1.000
偏度	1.257	-0.014	4.290	0.349	3.061	1.623	-0.980	0.995	1.036	0.805	0.013	-6.083	0.649	1.079
峰度	2.300	1.750	22.804	0.471	11.335	1.363	2.021	1.454	2.073	0.664	-1.403	37.000	-1.672	-0.887

三、实证分析

1. 描述性统计分析结果。从表2可以看到,股票非正常收益率平均值方面,信息披露考评较佳公司的2.6%远高于评价较低公司的1.1%。评价较高的公司的非正常收益率分布的偏度系数大于1、峰度系数大于5,呈现出正偏、正峰的特征。股票非正常收益率的这种分布特征表明,就平均水平而言,信息披露考评结果较佳的公司披露年报期间更易获得高于市场的股票收益,但是个股表现差异较大,分布离散程度不低。

信息披露考评结果较佳的公司,年报披露期间个股交易趋势的均值高于样本总体水平,说明在年报披露期间该类股票走势强于市场走势。而对于考评结果较差的公司,其年报披露期间的个股走势指标-1.054明显低于样本总体水平,走势较弱。

从年报披露的2008年四季度每股收益与预期的差异指标来看,信息披露考评较佳公司的平均值为0.256,低于考评较差公司的平均值1.295,信息披露考评较佳的公司所披露的2008年四季度收益增长水平反而低于考评较差的公司,而到了2009年一、二季度,考评较佳公司的每股收益在绝对值与增长率方面均高于考评较差的公司。这意味着信息披露考评较差的公司披露的2008年四季度盈余增长虽高但质量值得商榷,盈余于年末猛增,之后放缓或下降,有盈余时间

操控的可能及增长不稳定的特征;而考评较佳的公司,其盈余呈现稳定增长趋势。

基金持股比例指标表明,全部基金持有信息披露考评较佳的公司股份均值为7.198%,评价较差的公司股份均值为3.273%。这说明,整体而言,基金较为关注上市公司的信息披露质量,对上市公司信息质量调研颇为充分。

证券市场同步性指标表明,信息披露考评较佳公司的市场同步性远低于样本总体水平,更接近于发达资本市场水平,这表明这部分信息披露考评较佳公司的股票市场效率较高。

2. 回归分析结果。我们分别将样本中全部公司、信息披露考评较佳的公司、信息披露考评较差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率与上市公司各项市场指标与价值指标之间的关系,分析结果见表3。

从表3可以看出,模型拟合效果较好,三次回归得出的R²均大于50%。评价为“良好”及“优秀”的公司的ERC达到0.243,t检验值达到2.22。孙爱军和陈小悦(2002)进行的线性回归分析得出,股票收益对公司盈余的反应系数为0.0002,t检验值为0.37。程小可和李玲玲(2004)通过非线性回归分析得出,盈余反应系数最高为0.163,Adj-R²最高为12.2%。

表3 回归分析结果

	样本所含全部公司			被评为“良好”及“优秀”的公司			评价在“良好”以下的公司		
	ai	t	Sig.	ai	t	Sig.	ai	t	Sig.
(Constant)	0.072	0.538	0.591	0.080	0.506	0.614	0.277	0.889	0.383
TRAi	0.015	7.265	0.000 **	0.015	6.247	0.000 **	0.017	3.958	0.001 **
UEi	0.000	0.402	0.689	0.000	0.245	0.807	-0.001	-0.376	0.710
LGMVi	-0.003	-0.490	0.625	0.000	0.026	0.980	-0.010	-0.667	0.511
TQi	-0.012	-1.717	0.089	-0.016	-1.999	0.049 *	0.001	0.039	0.969
HOLDi	0.000	-0.384	0.702	0.000	-0.186	0.853	0.002	0.683	0.501
SYNChi	-0.027	-4.264	0.000 **	-0.033	-4.540	0.000 **	-0.007	-0.552	0.586
INDCARi	0.024	2.612	0.010 *	0.029	2.731	0.008 **	0.007	0.285	0.778
EPS1i	0.133	1.393	0.166	0.243	2.220	0.029 *	-0.405	-1.175	0.252
EPS2i	-0.047	-0.776	0.440	-0.120	-1.759	0.083	0.216	1.097	0.284
TRDWNTi	0.004	1.220	0.225	0.000	-0.047	0.962	0.005	0.673	0.508
INFi	-0.002	-0.262	0.794	-0.011	-0.585	0.560	-0.115	-1.846	0.078
MAi	0.004	0.367	0.715	0.000	0.035	0.972	0.013	0.617	0.544
BUYi	0.006	0.499	0.619	0.018	1.152	0.253	-0.008	-0.386	0.703
	R ² =0.511			R ² =0.565			R ² =0.597		
	F=8.93 Sig=0.000			F=7.38 Sig=0.000			F=8.93 Sig=0.021		

注：**表示在5%的水平上显著,*表示在10%的水平上显著。

从样本总体来看,股票的非正常收益率与个股周期走势显著正相关,与股票的市场同步性显著负相关。同时,个股的市场表现与其所在行业市场表现显著正相关。样本总体的回归结果显示,个股的非正常收益率主要受交易因素的影响,个股交易趋势对个股当期能否取得超额收益起显著作用。无论个股信息披露考评结果如何,个股所处的股价的阶段性上升或下降通道对其当期市场表现的影响都是显著的。此时,公司价值对股票收益的影响不显著。

为了揭示信息披露的市场价值,探究公司价值与股票收益的内在关系,现只对信息披露考评较佳的公司数据进行多元线性回归分析,公司内在价值信息对股票非正常收益率的影响显露出来。信息披露考评较佳的公司,除个股交易趋势、市场同步性、行业超额收益等市场因素与股票非正常收益率显著相关之外,其股票的非正常收益率还与其托宾Q值显著负相关,与其2009年一季度每股收益显著正相关。这显示,公司内在价值及近期预期收益越高,股票非正常收益率越高。

实证结果支持本文假设。上市公司的信息披露考评结果与其股票的盈余反应正相关,信息披露考评较佳的公司,其股票的盈余反应系数高于信息披露考评较差的公司。但是,2008年盈余对于2009年披露当期的股票非正常收益影响甚微,2009年一季度每股收益显著影响2008年年报披露当周的股票市场表现,这显示股票市场对于预期盈余的反应强于已确定的前期盈余。股票收益与未来会计盈余的显著相关初步显露强式有效市场的个别特征,这种现象与近年来股票市场全流通改革以及信息披露等监管制度的完善的成果是息息相关的。当然,我国股市离完全强式有效还有一段距离,需要通过不懈提高市场效率来实现。

四、结论与启示

股权分置改革之后,我国资本市场处于一个快速发展时期。在市

场逐步完善、出现接近发达市场的部分特征等好现象的同时,市场也存在部分公司披露信息与其市场表现背离的现象,使部分中小投资者的利益受到损害,投资者对于是否坚持价值投资的理念产生困惑。本文站在信息披露考评的角度对信息披露的价值含量进行分析,进而探讨资本市场的外在效率与其上市公司信息质量的关联,探索提高市场效率的途径。在以前研究的基础上,本文通过时间段的选择及剔除已发布业绩预告的公司来部分控制内生性以及“噪音”对结果的影响,检验了不同考评结果股票股价中公司特有信息含量的作用。结果显示,交易所信息披露考评可以增加股价中的公司价值信息含量,进而起到了提高市场效率的作用。实证结果通过了稳健性检验。这一发现加深了对我国资本市场中信息披露制度的理解和认识,证实了它们所起的积极作用,也在一定程度上说明了监管者正确引导了市场行为。

本文论证也进一步说明提高资本市场效率和信息披露的价值含量还有一定的空间。我们得到如下启示:①提高信息披露质量,对信息披露考评较差的公司加强监管,对连续得到较差评价的公司重点关注。本文分析表明,我国信息披露考评制度是有效的,且信息披露质量与市场效率之间存在显著的正相关关系。因此,提高公司整体信息披露质量可以达到推动资本市场效率提高的目的,从而促进我国证券市场更快速、健康地发展。同时,也使信息披露的市场价值提高,提高公司内在价值与其市场表现的关联度,保护中小投资者的利益。②适当公布上市公司信息披露考评的部分指标,比如与投资者密切相关的盈余信息质量指标。数据显示,机构投资者对于上市公司盈余等信息质量把握较为准确,而中小投资者却更多关注公司盈余的绝对值而非盈余的质量。相对而言,个人投资者较为缺乏掌握公司盈余质量信息的渠道及能力。

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, 陈小说. 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