可供出售金融资产出售公告的市场反应研究

——基于盈余管理视角

谢 庆

(郑州航空工业管理学院 郑州 450000)

【摘要】本文以上海贝岭为研究对象,采用事件研究法比较分析在“可供出售金融资产”出售公告公布日前后,股票的超额收益率和累积超额收益率的变化情况,为评判证券市场的有效性以及上市公司盈余管理行为提供实证依据。

【关键词】可供出售金融资产 事件研究法 盈余管理 市场反应

一、文献综述

1. 关于盈余管理的研究。卖出可供出售金融资产可作为一种盈余管理手段,这并不是通过价值的评估来调节利润,而是通过卖出金融资产的时点来调节利润,因此我们可以合理预期,当公司主营业务利润亏损、较少或增长下降时,管理层可能通过选择可供出售金融资产来调节当期利润,而调节的动机主要是避免亏损和利润下滑。

有效市场理论认为,如果市场有效,那么投资者将会“看穿”公司的盈余管理行为,并不被公司蒙蔽而作出无偏反应。而证券市场“功能锁定”现象的存在,又意味着公司可以通过管理盈余达到获取私人利益的目的。Schipper(1989)认为盈余管理起到了“信号显示”的作用,投资者能够识别盈余管理。

Hand(1992)指出当材料价格上升,公司出于逃税目的采取后进先出法计价,投资者能够识别这一动机的盈余管理,而不是简单根据报告盈余下降作出反应;Beaver等(1989)和Petroni(1992)分别发现投资者能够识别通过贷款损失准备和索赔损失准备进行盈余管理的行为;Dechow(1994)发现在预测预期盈余时,使用当期盈余比使用现金流更加准确。

带来较高的增长,金融活动带来的权益收益率高达17.73%。改进的财务分析的核心公式告诉我们,只要净经营资产利润率大于税后利息率就可以适当增加金融负债、提高净财务杠杆、扩大经营差异率,从而在经营活动带来收益的基础上,通过金融活动提高企业的净利润,以增加股东的净收益。

四、关于现行报表改进列报的进一步分析

财务报表是会计信息的主要载体,财务报表改革的指导思想和根本目的都是提高财务报表信息质量,因此改进列报后的会计信息质量如何,可以作为检验列报方式改进效果的评价依据。同时,又可以通过改进的财务分析的需要,来加强和完善财务报表的列报。以下从两方面来加以说明:

1. 报表列报层面。现行报表列报的内在体系比较松散,缺乏一致的逻辑性。改进财务报表列报的信息具有一致性,不同报表间的关系是内在一致的。近些年我国企业会计准则在划分经营性项目和金融性项目方面也做出了许多改进,报表编制者在报表编制过程中,应该有意识地就经营性项目和金融性项目进行详细列报和说明,同时适当注意到现行报表和改进报表调整中所涉及相关项目的披露和说明,使报表使用者很容易获得完整准确的数据,从而既提高现行报表的实用性又提高财务信息的决策有用性。

2. 财务分析层面。财务分析主要是以财务报表为基础,使用专门的方法对报表提供的财务信息进行评价。这里,根据改进的财务分析的需要,对现行财务报表列报进行了调整和改进,因此报表编制者应该从改进的财务分析的角度,区分经营活动和金融活动,对现行财务报表的相关项目进行详细披露和说明,以更好地满足报表使用者对现行财务报表调整和分析的要求,进而提高报表的决策有用性。

五、结论

本文通过对现行财务报表和改进的财务报表的调整过程进行分析,应用IASB和FASB关于改进财务报表列报的研究成果,提出现行报表列报时可以改进的方面。研究结果表明,完全可以在现行财务报表体系下,将财务活动区分为经营性活动和金融性活动进行说明和披露,改进现行财务报表的列报,从而最大限度地满足报表使用者进行财务分析的要求。这样,在不改变现行报表列报体系的前提下,既提高了财务报表的信息含量和质量,又提高了财务报表的决策有用性。

主要参考文献

1. 温青山,何涛,姚淑瑜.基于财务分析视角的改进财务报表列报效果研究——来自中石油和中石化的实例检验.会计研究,2009;10

2. 中国注册会计师协会编.2010年度注册会计师全国统一考试辅导教材——财务成本管理.北京:中国财政经济出版社,2010

3. 斯蒂芬·H.佩因曼著.刘力,陆正飞译.财务报表分析与证券定价.北京:中国财政经济出版社,2005

4. 张先治.财务分析.大连:东北财经大学出版社,2007

同时大量学者还通过检验超额回报率来检验投资者能否“看穿”盈余管理行为。Sloan(1996)指出,持有当期盈余包含大量应计项目公司的股票,一年后的股票超额回报率为负的,这表明投资者还不能完全识别盈余管理。一般而言,投资者能否识别公司的盈余管理行为,主要与其所处的制度环境有关,我们认为不同的制度环境因素是导致投资者识别能力的主要差异,而非投资者是否具备识别能力所致。

2. 关于上市公司发布公告的市场反应研究。伍利娜、高强(2002)采用超额收益法研究了我国股票市场对1999~2000年证监会以及深交所和上交所处罚公告的反应。研究结果表明,市场对处罚公告在公告日后具有明显的正反应。针对不同的受处罚原因,市场反应也不同:因信息披露问题受到处罚的公司,公告日后市场有显著正反应,而借助资金违规受处罚的公司,公告日后市场为显著负反应。在此基础上,进一步对比股票市场对1999年7月1日至2000年6月30日处罚公告和CPA负面审计意见的反应,证实资本市场对处罚公告和负面审计意见的反应具有显著差异。

王咏梅(2005)应用持续模型进行上市公司年报披露后股票市场价格反应时间的研究,以中国沪深两市在2002年620家样本公司年报披露后的股票价格作为研究对象,使用持续模型研究股价的变动方向和价格沿同一方向持续变动的时间。区别上市公司股价的持续上升和下降两种情况,运用Cox比例危险率模型进行拟合。研究表明,年报信息披露之后,股价变动的方向和持续时间会受到公司业绩、行业特性、审计意见类型和技术因素的综合影响,进而促进整个市场价格结构的调整。投资者可以通过对上市公司的重点业绩指标、行业特性、审计意见类型和技术指标的判断,更全面地掌握投资信息,从而做出更有利的投资决策。

周洋、李若山(2007)收集了2001~2004年沪深两市上市公司发布的446份补丁公告,对补丁公告的特征和市场反应进行了研究,并提出了相应的政策建议。

杨德明、林斌(2006)以业绩预告信息为例,研究会计盈余的市场反应问题。研究发现,关于年度会计盈余的业绩预告引起了明显的市场反应,但中性的预告信息则获得负的累计超额报酬,这表明在我国特殊的制度背景下,以随机游走模型确定未来预期盈余存在一定的缺陷。同时,市场对坏消息反应更为剧烈,这说明广大投资者具备了一定的风险规避意识,市场对于不同属性的业绩预告信息的反应存在显著差异。

张华、张俊喜(2004)运用事件分析法考察了1998~2000年间沪市对上市公司盈利公告的反应。结果发现“提前依次异动”、“后动有序持续规律”在我国均有不同形式的体现。首先,股价确有提前异动,但仅限于盈利有增长的公司,其原因并非完全出于市场预期,却不排除有消息泄露的可能性。其次,股价亦有后动持续现象,但相当无序,表现最佳的竟为盈利。

陈晓(2009)在控制当期未预期盈余的情况下,结果发现可供出售金融资产带来的已实现收益与累计非正常回报率不存在显著的统计关系,说明市场识别了这一现象,认为该暂时性收益并不具有信息含量。

叶建芳(2009)对上市公司金融资产的分类进行了实证研究,实证结果发现,当上市公司持有的金融资产比例较高时,为降低公允价值变动对利润的影响程度,管理层会将较大比例的金融资产确认为可供出售金融资产;在持有期间,为了避免利润的下滑,管理层往往违背最初的持有意图,将可供出售的金融资产在短期内进行处置。其实证结果为研究管理层动机、会计政策选择和盈余管理之间的关系提供了新的视角。

但是前述研究并未就上市公司公告“出售可供出售金融资产”的市场反应做进一步的实证检验,本文拟以“可供出售金融资产出售公告”为研究起点,观察公告发布前后AR与CAR,分析市场对企业的这项公告行为做出了怎样的反应及其动因。

二、案例背景

上海贝岭股份有限公司是1998年6月经上海市人民政府批准,由上海仪电控股(集团)公司和上海贝尔电话设备制造有限公司共同发起,将其共同投资的上海贝岭微电子制造有限公司依法变更而成的股份有限公司。

2007年以来,受全球金融危机的影响,公司的经营业绩不断出现下滑,到2008年11月28日贝岭出具“关于出售部分可供出售金融资产的公告”。2008年11月24日至11月27日下午收盘时,公司经营管理层已通过上海证券交易所交易系统出售公司持有的甘肃天水华天科技股份有限公司股票累计127万股,交易价格区间为4.10~4.58元/股,扣除股票成本、相关税费后,产生的投资收益为4 520 227.42元。截至 2008年 11月27日,公司仍持有甘肃天水华天科技股份有限公司股票23万股,公司经营管理层将在董事会授权范围内根据金融市场环境和公司自身发展情况处置该项资产,以保证公司和股东实现利润最大化。

三、研究设计

1. 数据来源与研究方法。本研究的数据来源于巨潮咨询网及CSMAR数据库。本文采用事件研究法作为研究方法。通过计算“可供出售金融资产出售公告”发生前后[-5,10]时间窗口内股价变动情况,将2008年11月28日定义为“出售可供出售金融资产公告”的第0天。

2. 数据整理。

(1)通过查询相关数据,选择了在事件研究法中得到广泛应用的市场模型法计算预期收益率,将估计期的个股收益率作为被解释变量,市场收益率作为解释变量,进行回归分析:

$$Rt=a+\beta\times Rmt+\varepsilon$$

其中,Rt是个股实际报酬率,Rmt是市场实际报酬率。得到个股收益变化与市场平均收益变化之间的关系,即β系数。对β系数进行检验的结果是该上市公司的β值均在显著性水平为0.01的情况下通过了显著性检验(表1)。

表 1　　线性回归系数

	非标准化系数		标准系数		
	B	标准误差	试用版	t	Sig.
(常量)	-0.002	0.005		-0.393	0.701
V4	1.014	0.164	0.863	6.173	0.000

(2)在窗口期运用CAPM模型和已知的市场平均收益计算窗口期个股的预期收益率,计算公式为:

$ERt=R_f+\beta\times(Rmt-R_f)$

其中,ERt为个股预期收益率,R_f为无风险收益率,Rmt为已知的市场平均收益率。

在无风险收益率的确定上,我们选择目前的活期存款利率0.36%,将其折算为日收益率。

$R_f=\sqrt[365]{R_{f,year}+1}-1=\sqrt[365]{0.36\%+1}-1=0.084\ 3\%$

(3)计算超额收益率。

首先,计算日超额收益率ARt,即窗口期内个股的日实际收益率与日预期收益率之差:

$AR_t=R_t-ER_t$

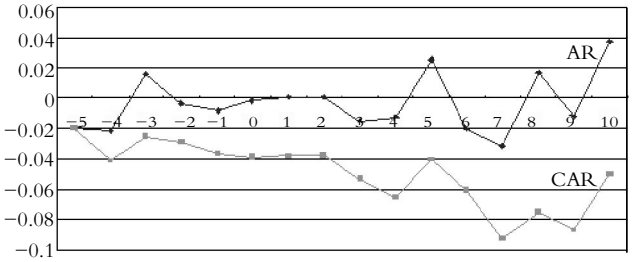
其次,计算累计超额收益率CARt,即单只股票在窗口期内从第一个交易日至第t个交易日的日超额收益率之和:

$CAR_t=\sum_{1}^{t}AR_t$

根据市场模型,我们可以假定一般情况下个股的AR和CAR都服从均值为0的正态分布,若事件发生对股价产生影响,则窗口期内的AR和CAR将显著异于0,我们可以对其进行统计检验以判定"出售可供出售金融资产"是否对该上市公司造成影响。

四、实证结果及原因分析

对上海贝岭在事件窗口期[-5,10]间的AR和CAR进行计算,结果如图所示。事件发生前AR在第-3天显著为正,即0.015 901 382,事件前一日为负值-0.008 231 366,事件发生后2天AR值显著不异于0,在第3、4个交易日出现负值-0.015 427 752、-0.012 597 246。但在第5个交易日其AR值出现了大幅反弹,达到0.025 282 432,在此之后AR出现剧烈波动。虽然没有出现十分吻合预期的结果,但在整个窗口期内AR仍表现为负值占多数,且CAR指标的整体趋势符合AR的变化,在整个窗口期为负值。



上海贝岭出售可供出售金融资产的市场反应

对窗口期的数据进行分析,t检验的结果不能证明窗口期内的AR值显著异于0,但是CAR却显著异于0,且窗口期内CAR指标均为负(见表2)。

表 2　　单样本检验

	检验值=0					
					差分的 95% 置信区间	
	t	df	Sig.(双侧)	均值差值	下限	上限
AR	-0.414	14	0.685	-2.027 8E-3	-1.252 7E-2	8.471 5E-3
CAR	-9.675	14	0.000	-5.144 9E-2	-6.285 5E-2	-4.004 3E-2

数据结果不能说明上海贝岭的股价明显地受到了"出售可供出售金融资产"出售公告的影响。其原因是:

(1)2008年11月5日《上海贝岭股份有限公司关于参加华鑫证券有限责任公司增资进展情况的公告》中华鑫证券有限责任公司的注册资本已由10 亿元变更为16 亿元。变更后上海贝岭持华鑫证券3 200万股,持股比例保持2%不变。上海贝岭为此需要付出8 000 000元现金,而第三季度季报显示贝岭经营活动现金流量净额为-34 694 535.12元,投资活动现金流量净额-12 680 084.18元,筹资活动现金流量净额 -24 502 100.84元,期末现金及现金等价物余额425 740 325.89元。说明该企业需要出售资产才能满足其投资华鑫证券的需要,因此市场预期均为负值。

(2)出售可供出售金融资产的时间为2008年11月28日,出售后产生的投资收益4 520 227.42元,当年投资收益总额24 256 790.65元,出售可供出售金融资产的比例占当年投资收益的18.63%,对利润的贡献巨大,当年的营业利润-404.462 162元,利润总额1 007.513 462元,说明企业利用可供出售金融资产的出售达到盈余管理目的。

(3)上海贝岭的净资产收益率在2008年三季度末为0.105%,2008年底为0.38%,增幅约261.9%,存在明显的盈余管理动机。

五、结论

1. 市场对出售可供出售金融资产公告当天的反应不明显,但在出售公告之前,股价却对这一利好消息做出了正向反应。上海贝岭的AR在时间日之前的第-3天,个股非正常报酬率为正即说明了这一点,市场提前做出了反应。

2. 出售可供出售金融资产的目的是进行盈余管理。从第三季度末为0.105%上升到年底的0.38%,增幅约261.9%,存在明显的盈余管理动机。

3. 公司AR虽然对"出售可供出售金融资产"这一"利好"事件做出了正向反应,但是CAR在整个窗口期全部为负,说明市场可以"看穿"上市公司利用"可供出售金融资产"出售损益达到盈余管理目的的这一行为。

【注】 本文系郑州市软科学研究计划项目"新形势下进一步深化国企改革问题研究"(项目编号:10PTGG343-3)、河南省哲学社会科学规划项目"基于新会计管理制的河南省上市公司会计变更寻租研究"(项目编号:2009BJJ018)和郑州航空工业管理学院青年基金"航空企业会计政策选择研究"(项目编号:2010011001)的阶段性成果。

主要参考文献

1. Engeme F. Fama. The Behavior of Stock Market Prices. Journal of Business,1965;1

2. E. Eugene F.Fama. Efficient Capital Markets:A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance,1970;12

3. 张华,张俊喜.我国盈利公告效应的动态特征.经济学,2004;1

4. 叶建芳,周兰,李丹蒙等.管理层动机、会计政策选择与盈余管理——基于新会计准则下上市公司金融资产分类的实证研究.会计研究,2009;3