

文章编号:1000-582X(2002)11-0079-04

股票交易量对公司盈余公告的反应*

傅蕴英¹,孟卫东¹,崔 荻²

(1.重庆大学工商管理学院,重庆400044;2.重庆长安福特汽车公司,重庆400072)

摘要:盈余公告是对投资者和信息使用者传递盈利信息的主要会计报告,处于财务报告核心地位。文中主要研究股票交易量对上市公司盈余公告的反应,进行了交易量反应分析,绘出股票交易量在盈余公告日前后的波动曲线;并进一步对公司意外盈余和股票的非正常报酬率进行回归分析,作出盈余公告日当天两者的关系曲线,以验证股票交易量对盈余公告有着显著的反应。它对于减少散户的盲目投资,有助于投资者做出合理的市场预测,使投资理性化,而且还有助于规范上市公司的信息披露行为。

关键词:盈余公告;股票交易量;反应研究

中图分类号:F234.4

文献标识码:A

盈余公告是对投资者和信息使用者传递盈利信息的主要会计报告。盈余被广泛认为是财务报表中最主要的数字,在经济理论中,公司盈余信息也被理解为资本市场中左右资源配置的信号。财务报告的目的是向信息决策者提供与决策相关的信息,而在上市公司向外披露的财务报告中,盈余数据和盈利信息一直是社会各界普遍关注的焦点,处于财务报告核心地位的这些信息对投资者的决策具有相当重要的意义。由于我国资本市场的兴起和会计改革的深入,会计盈余数据与资本市场的联系也越加紧密,研究两者之间的关系也就显得非常必要了。在我国资本市场的发展还不甚完善的今天,股票市场中存在着许多盲目和违规的投资行为和信息披露行为,需要对投资者和信息使用者提供一些有益的理论依据和条件,以监督上市公司的信息披露真实性和可靠性,笔者认为这一研究有其重要的实践意义,它不仅可以减少散户的盲目投资,有助于投资者做出合理的市场预测,使投资理性化,而且还有助于规范上市公司的信息披露行为。

1 样本选择

笔者选取2000年度年报中的盈利数据,研究其对股票交易量的影响。文中所有数据均来自上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn>)。为了排除会计盈余报告之外的其他因素的干扰,本文在选择样本时考虑以下几个原则:

- 1) 仅选择盈余公告日前后一周内无股利分配公告的;
- 2) 剔除公告日在星期六、星期日、无交易量、股票收盘价的;
- 3) 剔除公告日之后又有补充公告、更正公告引起每股收益改变的;
- 4) 选取的前后5天无交易量(遇停牌日)的顺延;
- 5) 剔除ST、PT公司以及个别会计数据变化百分比异常的公司。

采用事件研究方法,研究窗口为 $[-5,5]$ 日。一般来说,时窗过长将高估会计盈余的信息含量,时窗过短则会低估会计盈余的信息含量^[1]。短时窗可以降低信息噪声的影响但同时会损失一部分信息含量,长时窗可以更多的捕获到盈余信息但同时会引入较多的信息噪声。笔者想对股票交易量对公司盈余公告的反应进行近距离的研究,集中于盈余公告日附近,所以,选择了 $[-5,5]$ 为研究窗口。

对于盈余公告日期,则选用上市公司在中国证监会指定披露报刊上刊登的最早日期,即盈余数字的最早见报日期。因此选择在4月27日以前公布年报的公司,其对应事件窗口的最后一日为5月9日(5月1日—5月7日停牌),最终获得104个样本,均为在沪市上市公司,其中工业51家,商业17家,公用事业15家,综合类17家,地产类4家。

* 收稿日期:2002-09-05

作者简介:傅蕴英(1968-),女,山东德州人,重庆大学讲师,主要从事财务会计、公司财务方面的教学与研究。

2 股票交易量和股票关系

在选取的样本中,股票价格和股票交易量之间的关系可以分为 6 类:

- 1) 公告日后一天股票价格上涨,股票交易量下跌,共 14 家,所占比例为 13.46%;
- 2) 公告日后一天股票价格上涨,股票交易量上涨,共 31 家,所占比例为 29.81%;
- 3) 公告日后一天股票价格下跌,股票交易量上涨,共 26 家,所占比例为 25%;
- 4) 公告日后一天股票价格下跌,股票交易量下跌,共 29 家,所占比例为 27.89%;
- 5) 公告日后一天股票价格持平,股票交易量上涨,共 1 家,所占比例为 0.96%;
- 6) 公告日后一天股票价格持平,股票交易零下跌,共 3 家,所占比例为 2.88%。

可以看出,股票价格和股票交易量并不具有特定的规律。但是股票价格上涨时,股票交易量也上涨的公司所占比例最大,为 29.81%;股票价格下跌,而股票交易量也下跌的公司所占比例次之,为 27.89%。因此可见,当有重要的信息(如盈余公告)公布时,股票价格与股票交易量是具有正相关性的。Tauchen 和 Pitts(1983)指出,证券价格的变化与证券交易量正相关,当有重要信息公布,投资者修改他们的保留价位时,证券交易量体现了在多大程度上投资者对所公布的信息表示认同^[2]。当然,即使在股票价格未发生波动时,股票交易量也会有波动,但是所占比例是相当小的,那是因为股票价格并不是影响股票交易量变化的唯一原因。

3 交易量反应分析^[3-8]

掌握了公司的盈余公告日期并掌握了公司与盈余公告日期相对应的前后 5 日的日股票交易量的数据后,构造以下变量来度量公告日前后的相对交易量:

$$V_u = V_t / V_a$$

式中, V_u 为 i 股票 t 日的相对交易量; V_t 表示其 t 日实际日交易量; V_a 表示其年均日交易量; t 为相对日期(以盈余公告日为第 0 天)。

考虑各公司的规模不同,在进行综合平均时,以公司股票年均日交易量为权重对 V_u 进行了加权平均。纵轴得到 11 个点,横轴则为 $[-5, 5]$ 点,图 1 直观的描绘了公告日前后 5 天相对股票交易量的变化趋势。

从图 1 中可见,在盈余公告日前后,日交易量明显增加,在 0 点(盈余公告日),日交易量达到平均水平的

最高值,亦即,股票交易量反应研究结果初步表明,在股票盈余公告日附近确实有新的信息抵达市场,导致股票交易量发生变动。根据美国学者的发现,盈余公告的披露存在着预示效应和公告后效应,交易量自公告日前两周开始攀升,到公告日升至最高点,而后逐步下降,至公告后第八周回复到年均水平。

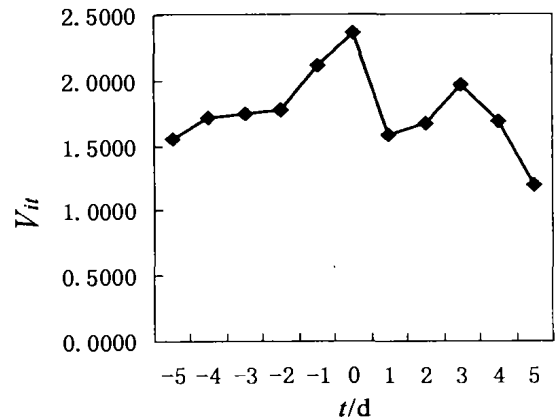


图 1 沪市股票盈余公告日前后日股票交易量反应图

4 回归分析

4.1 数据选取

本文采用每股收益作为度量盈余的指标,仍然选取前面作交易量分析的那 104 家公司的各项数据,研究窗口为盈余公告日前后各 5 天以及盈余公告日当天。

4.2 意外盈余的计算

在估计意外盈余时,本文采用了随机游走模型来估计预期盈余,即用上年的盈余作为本年度盈余的预测值。用公式可表达为:

$$E(Y_{i,t}) = Y_{i,t-1}$$

式中: $Y_{i,t}$ 表示 i 公司 t 年的盈余水平; $Y_{i,t-1}$ 为上年的盈余水平。因此, i 公司 t 年的意外盈余 $\Delta Y_{i,t}$ 可表示为本年盈余与上年盈余之差。本文中即为本年每股收益与上年每股收益之差:

$$\Delta EPS = EPS_{i,t} - EPS_{i,t-1}$$

其中, t 表示相对日期(公告日 $t = 0$)

4.3 非正常报酬率的衡量

股票的非正常报酬率等于该股票的实际报酬率减去该股票的正常报酬率,本文采用市场调整法来计算非正常报酬率。全部的数据处理和统计分析都使用 Eview 统计分析软件。

构造以下模型来计算非正常报酬率。

$$CAR = \alpha + \beta * EPS_u / P_i + \epsilon$$

其中, CAR 表示 i 股票在 t 年度的盈余公告披露日前后 5 个交易日的累计非正常报酬率; EPS_u 表示 i 公司在 t 年度末的每股收益; P_i 表示盈余公告日前后各 5 日的股票收盘价; α, β 时待估计的回归模型参数; ϵ 是回归模型的残差项。

在做回归分析的时候, 将 104 家公司共 624 个数据分为 6 组, 以相对交易日 (盈余公告日为 0 日) 相同的列为一组, 将每组 104 个数据放在一起做回归, 主要是通过研究盈余公告日前后股票的非正常报酬率与意外盈余的相关关系来考察股市对意外盈余的反应程度。其回归模型为:

$$CAR = A_t + B_t * \Delta EPS + \mu$$

式中, t 表示相对日期 (盈余公告日为 $t = 0$), A_t 为常数, B_t 为意外盈余系数, ΔEPS 为盈余公告年意外盈余, μ 为随机误差项。

4.4 分析结果

回归结果在表 1 中列示。

表 1 回归分析结果 (模型 $Y = A + B * \Delta X + \epsilon$)

相对日期 t/d	ΔX 的系数	T 检验值	显著水平 F	R^2 (决定系数)
- 5	0.065 703	8.246 003	67.996 56	0.399 988
- 4	0.066 908	8.266 227	68.330 51	0.401 164
- 3	0.067 224	8.274 547	68.468 12	0.401 648
- 2	0.066 647	8.273 414	68.449 38	0.401 582
- 1	0.066 205	8.287 467	68.682 11	0.402 398
0	0.067 047	8.350 873	69.737 08	0.406 069
1	0.065 418	8.318 845	69.203 19	0.404 217
2	0.064 745	8.316 493	69.164 06	0.404 080
3	0.065 615	8.332 625	69.432 64	0.405 014
4	0.065 376	8.336 905	69.503 99	0.405 262
5	0.064 842	8.341 706	69.584 07	0.405 539

从表 1 中不难得到以下结论:

1) 与交易量反应研究结果相吻合, 回归结果显示了股市对盈余公告有着显著的反应, 意外盈余变量系数, 系数的 t 检验值, 决定系数 R^2 和显著水平 F 均达到了研究窗口 $[-5, 5]$ 的最大值, 说明在盈余公告日存在系统性的信息效应。

2) 回归结果具有高 R^2 的特性, 盈余公告日达到了 40.6%。决定系数 R^2 是报酬率—盈余模型的最主要的特征值之一, 被用来度量会计盈余对股票价格和股票交易量变动的解释力度。如果 $R^2 = 40.6\%$ 表示股

票价格和股票交易量变动中 40.6% 的部分是由于盈余变动这个因素引起的。因此, R^2 越大, 说明会计盈余对股票价格和股票交易量的影响越大, 会计盈余信息在股票计价和投资决策中所起的作用就越大。这和已有的文献的研究结果有很大的不同。典型的报酬率—盈余模型的一般认为决定系数 R^2 在 2% ~ 10% 之间, 很少能超过 10%, 但本次研究结果高达 40.6% 左右, 这表明靠近盈余公告日附近, 盈利信息对股票非正常报酬率的影响是相当明显的, 造成高的决定系数 R^2 的原因可能有 3 个: ① 会计盈余数字对投资者的投资决策的有用性已被探查出来; ② 高的 R^2 现象说明投资者的投资是理性的; ③ 股票非正常报酬率和意外盈余的关联都很高, 说明盈利信息本身的缺陷很小。

3) 回归的结果明显存在着越接近盈余公告日, 显著水平和决定系数 R^2 就越大的趋势, 说明盈余公告确实对市场有着预示影响。而在盈余公告日后 5 天内, 显著水平仍然高居不下, 说明盈余公告到达市场后会对股票价格和股票交易量产生持续影响, 也说明股市的非正常报酬率对公司意外盈余的反应也有一定的持续性。

另外, 将盈余公告日当天的意外盈余与股市非正常报酬率的相关关系做出图形表示 (见图 2), 以进一步证明意外盈余与非正常报酬率的显著关系, 在回归分析中, 意外盈余是作为自变量, 非正常报酬率作为因变量来看待的。在图 2 中可以发现, 非正常报酬率总是围绕意外盈余上下波动, 但并不偏离。而在盈余公告日当天, 非正常报酬率的波幅达到了最大, 说明由于公司存在意外盈余, 使得股市中的投资者以及信息使用者进行决策时利用了盈余公告, 对于意外盈余的发生做出了迅速的调整自我投资决策的反应, 因而在众多投资者都做出此类反应时, 市场的反应程度就相当剧烈了, 因此会出现明显的波动趋势。

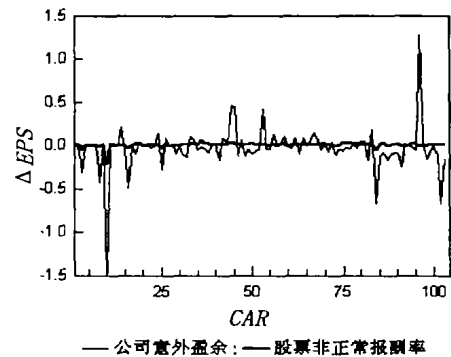


图 2 盈余公告日当天的意外盈余与股市非正常报酬率的相关关系

5 实证结论

综上所述,证实了在中国 A 股市场这一独特的新兴资本市场上,盈余信息具有很强的信息含量。这意味着,投资者和信息使用者在利用不同的渠道了解上市公司的经营状况时,盈余公告仍是作为一个重要的信息来使用,支持其决策。这和发达国家的股市特征是相同的。本文的实证研究得到了高的决定系数 R^2 ,这和一般的实证研究有很大差别,更有力的说明了盈余公告对市场的有用性,股票交易量对公告的明显反应说明中国的股市正在向着理性化、规范化迈进。另外,还为资源的有效配置提供了重要的依据,也进一步为投资者和信息使用者利用现有盈利信息的公布来预测股市走势,调整自己的决策提供了实证证据。

参考文献:

- [1] 赵宇龙. 会计盈余与股价行为[M]. 上海:上海三联书社, 2000.
- [2] 赵宇龙. 会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验数据[J]. 经济研究, 1998, (7): 41 - 49.
- [3] 陈晓, 陈小悦, 刘钊. A 股盈余报告的有用性研究——来自上海、深圳股市的实证证据[J]. 经济研究, 1999, (6): 21 - 28.
- [4] 陆建桥. 我国证券市场中会计研究的实证发现——1999 年度实证会计研究综述[J]. 会计研究, 2000, (8): 55 - 59.
- [5] 孟卫东, 陆静. 上市公司盈余报告披露的特征及其信息含量[J]. 经济科学, 2000, (5): 75 - 82.
- [6] 陈怡玲, 宋逢明. 中国股市价格变动与交易量关系的实证研究[J]. 管理科学学报, 2000, 3(2): 62 - 68.
- [7] 王秀兰. 股票价格波动及其市场信号[J]. 学术交流, 1994, (3): 44 - 45.
- [8] 汪晶晶. 上海证券市场信息传递的实证分析[J]. 上海会计, 2002, (2): 35 - 37.

Respond of Stock Trading Volume to Earning Report

FU Yun - ying¹, MENG Wei - dong¹, CUI Di²

(1. College of Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China;

2. Chongqing Changan - Ford Automobile Company, Chongqing 400072, China)

Abstract: Earning report is a main accounting report that transmits earning information to users. It is the core of financial reports system. Earning information is significant to users' decision making. This paper studies the respond of stock trading volume to earning report and draws the curve of trading volume before and after earning report. This paper further does a regression analysis of accidental earning and abnormal return rate, and draws the relation curve of them on the earning report date to prove stock trading volume does have remarkable respond to earning report. This research is significant to either lessen small investors blindness investment and help them make reasonable forecast to markets and regulate the disclosure of listed companies.

Key words: earning report; stock trading volume; respond research

(责任编辑 李胜春)