

综合收益提高了会计盈余的信息含量吗?

——来自 A 股上市公司的经验证据

吴祖光^{1,2} 万迪昉² 罗进辉³

(1. 西安理工大学 经济与管理学院, 陕西 西安 710048; 2. 西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049; 3. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要:文章以 A 股上市公司为样本, 基于行为金融理论, 应用 Vuong 检验研究利润表中列报综合收益是否提高了会计盈余的信息含量。实证结果显示: 股票收益和价格更多地包含净利润信息, 综合收益并未有效提高会计盈余的信息含量。进一步研究发现: (1) 在大规模以及中、高账面市值比的公司中, 股票价格所含净利润和综合收益的信息并不存在显著差异; (2) 在小规模公司中, 随着账面市值比增大, 综合收益与股票收益之间的关系由显著正相关转变为显著负相关, 账面市值比发挥调节作用。因此, 政策制定者需要进行分类监管, 重点降低小规模公司信息的不对称程度; 而投资者投资于预期净利润比较高且账面市值比较低的小规模公司能够获得较高投资收益。

关键词:净利润; 综合收益; 信息含量; 信息不对称; 行为金融; 保守性偏差; 代表性偏差

中图分类号:F231.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2012)04-0079-08

2009年1月1日起实施的会计准则解释第3号规定“企业应当在利润表每股收益项下增列其他综合收益项目和综合收益总额项目”。其他综合收益项目反映企业根据会计准则规定未在损益中确认的各项利得和损失扣除所得税影响后的净额。综合收益项目反映企业净利润与其他综合收益的合计金额。在利润表中披露综合收益,一方面使会计盈余在列报形式上与国际准则趋同,另一方面也使利润表不仅提供企业核心业务的利润,而且提供外围业务带来的收益,进而提高利润表的明晰性,增加会计盈余信息对投资者的有用性^[1]。会计准则制定者希望通过在利润表中披露综合收益来提高会计盈余的信息含量,使会计盈余信息在改善资产定价效率和资源分配效率方面发挥更好的作用。然而,实务界和学术界对综合收益的认识并不一致。公司的管理层认为综合收益项目并不具有业绩相关性^[1],学术界对于综合收益在计量企业业绩方面是否优于净利润也没有得出一致的结论。作为与国际会计准则趋同的重要一步,我国上市公司自2009年开始在利润表中列报综合收益,综合收益是

收稿日期:2012-04-20

基金项目:国家自然科学基金项目“基于控制权动态配置的投融资双方激励相容机制设计:可转债融资契约视角”(70972101);国家自然科学基金项目“基于金融契约及机制设计的中国金融衍生品交易市场自律监管的研究”(71173166)

作者简介:吴祖光(1971—),男,陕西西乡人,西安理工大学经济与管理学院讲师,西安交通大学管理学院博士生;万迪昉(1953—),男,上海人,西安交通大学管理学院教授,博士生导师;罗进辉(1983—),男,福建连城人,厦门大学管理学院讲师,博士。

否提高了会计盈余的信息含量?目前还少有文献进行系统研究,本文基于投资者对不同特征企业的同一会计盈余具有异质观点这一基本前提^①,对我国利润表中净利润与综合收益的信息含量进行研究。本文的贡献在于:第一,基于行为金融理论的异质观点假设,比较净利润与综合收益在不同规模和账面市值比构造的组合中的信息含量,并应用代表性偏差等行为金融理论和信息不对称等经济学理论对检验结果进行解释,丰富了会计盈余信息含量的研究;第二,在检验方法上,利用 Vuong 检验来比较净利润与综合收益信息含量的大小,得出的结论更加稳健。本文的结论可以为我国的证券和会计监管部门改进会计准则和提高监管效率提供经验证据,同时通过揭示证券市场定价过程对不同会计盈余信息赋予的权重,为投资者分析基本面提供参考。

一、理论分析

(一)净利润与综合收益的信息含量

1. 当期利润和综合收益。会计盈余信息是否反映企业的内在价值是评价会计盈余有用性的一个重要标准。会计盈余由营业活动盈余和非营业活动相关的利得与损失构成,二者来源不同,但都会改变企业所有者权益。会计理论对于如何披露所有者权益的变化主要有两种观点:第一种是当期利润观点。其认为非经常性利得和损失项目对未来的现金流的预测能力有限,它们直接计入资产负债表的所有者权益部分,并不反映在利润表中,利润表只反映当期经营活动带来的利润。第二种是综合收益观。其认为将利得和损失排除在利润表之外,会加剧盈余报告过程中的机会主义行为,增加报告利润的波动性,误导会计信息使用者。Kanagaretnama 等认为将影响企业价值的重要项目绕过利润表,直接在资产负债表中列报,会降低会计盈余的质量,削弱会计盈余在估值中的基础性作用,降低会计盈余在契约设计和执行过程中的价值^[2]。因此,营业活动利润和非营业活动相关的利得与损失均需进入利润表。基于综合收益观,1997年 FASB 颁布的 SFAS130 和 IAS 发布的 IAS 1 号均要求企业报告综合收益。

2. 净利润和综合收益信息含量的经验研究。关于净利润和综合收益信息含量的经验研究并没有取得一致结论。一些研究并不支持综合收益的信息含量高于净利润这一观点。如 Dhaliwal 等没有发现综合收益与股票收益或者价格联系更加紧密的证据,也没有发现综合收益能够更好地预测未来现金流^[3]。O'Hanlon 和 Pope 发现英国股票年度收益与综合收益项目并不存在显著的关系^[4]。欧阳爱平和刘仑采用收益模型检验发现我国上市公司净利润的价值相关性高于综合收益^[5]。唐国平和欧理平利用价格模型进行的实证检验也没有发现综合收益的价值相关性高于净利润^[6]。但有些经验研究得出了不同结论,如 Cahan 等发现综合收益总额与年度股票价格具有显著相关性^[7]。Biddle 和 Choi 发现综合收益项目在解释权益收益方面要优于净利润^[8]。Kanagaretnama 等发现综合收益项目对股票价格和股票收益均具有显著解释力,但是净利润在预测未来业绩方面的能力较综合收益更强^[9]。

(二)规模和账面市值比对会计盈余信息含量的影响

传统金融理论认为证券价值等于未来现金流期望值的折现。会计盈余包含了未来现金流的期望值信息,会计盈余与股票价值之间存在联系。影响预测未来现金流和估计折现率(企业风险)的信息会立刻反映在证券价格中,因而证券价格总是等于价值。但是资本市场存在规模异象和账面市值比异象,Fama 和 French 引入了规模和账面市值比两个因素建立了三因素模型^[9],使用三因素模型作为估值模型后,资本市场的很多异象消失了。包含规模和账面市值比的估值模型能够消除资本市场异象的事实表明:规模和账面市值比可能会改变股票价值与会计盈余信息之间的关系。

本文认为,第一,大公司具有更多的公开信息,并且有较多的分析师跟踪,规模大的公司信息不对称程度较低。净利润或者综合收益信息在大公司的股票收益或者股票价格中反映得比较充分;第二,不同规模的企业投资者利用会计信息的能力存在差异。投资大规模公司的机构投资者较多,这些机构利用会计信息的能力较强,能够将不同会计盈余反映的信息并入到公司价值中;第三,Fama 和

French 认为账面市值比代表了公司对系统性困境因素的敏感程度。高账面市值比代表未来盈利持续能力较弱,低账面市值比代表较强的未来盈利持续能力^[9]。在价格引导盈余的情况下,未来盈利能力的持续性必然反映在当期股票价格或者股票收益中;第四,Roychowdhury 和 Watts 认为账面市值比低的公司,财务报告更加稳健^[10]。Chou 等认为有效市场对于不同稳健性的会计信息具有识别能力,股票价格对它们具有不同程度的反映。账面市值比或规模比传统的因子载荷、波动性和财务杠杆更能代表权益风险。因而,规模和账面市值比成为决定股票收益的两个主要因素^[11]。因此,我们预期对于不同规模和账面市值比的公司,会计盈余(净利润和综合收益)的信息含量具有差异。

基于上述分析,本文参考 Fama 和 French 的文献^[9],按照上市公司流通市值(年初第一个交易日流通股股数乘以当天收盘价)的中位数将样本公司分为小规模公司(S)和大规模公司(B);将上市公司账面市值比(BM)的大小进行排序,按最小的 30% (L)、中间的 40% (M)、最大的 30% (H)来取分界点,将样本企业分为六个样本组,即(S,L)、(S,M)、(S,H)、(B,L)、(B,M)和(B,H)。对每个样本组分别进行回归,研究不同规模和账面市值比的企业净利润和综合收益的信息含量。

二、研究设计

(一)模型设定

通常用收益模型(return model)和价值模型(price model)研究会计盈余的信息含量。虽然两个模型的理论基础均为价值等于未来现金流期望值的折现,而且都假设当期的会计盈余包含了未来净现金流的信息。但 Kothari 和 Zimmerman 认为价值模型出现有偏估计的可能性较小,而收益模型受到规模和异方差问题的影响较小^[12]。因此,在实证检验中有必要同时使用收益和价值模型。

1. 收益模型。Landsman 和 Magliolo 认为收益模型在避免变量误定与忽略变量等方面要优于价值模型^[13]。相比市场价值模型,收益模型受到规模和异方差问题的影响更小,因而收益模型在会计信息相关研究中被广泛应用。因此,我们设定收益模型 a 和模型 b 来比较净利润和综合收益的信息含量。

$$R_{it} = \alpha_{0NI} + \alpha_{1NI}NI_{it} + \epsilon \quad \text{模型(a)}$$

$$R_{it} = \alpha_{0CNI} + \alpha_{1CNI}CNI_{it} + \epsilon \quad \text{模型(b)}$$

2. 价值模型。根据价格引导盈余理论,当期会计盈余中的一部分是前期市场已经预期到的。在收益模型中,前期市场已经预期到的盈余对当期的股票市场收益没有解释力,因此收益模型包含了一个无关的解释变量。虽然模型中存在不相关变量并不影响系数估计的无偏性,但会使模型中相关变量的系数估计值的方差变大,因而会降低系数估计的有效性,使拒绝零假设变得更加困难,导致收益模型发生第二类错误的概率比较大。而价值模型中股票价格反映了会计盈余信息的累积影响,因此当期会计盈余中过去已经预期的部分和没有预期的部分均对当期股票价格具有解释力,不存在包含多余变量的问题。Kothari 和 Zimmerman 认为价值模型和收益模型一起能够提供更多令人信服的证据^[12]。为了有效地比较净利润和综合收益的信息含量,Kothari 和 Zimmerman、Dhaliwal 等在模型中仅将净利润和综合收益作为唯一的解释变量^{[12][3]}。但 Dhaliwal 等认为仅包含盈余的价值模型由于忽略了权益的账面价值,因而存在设定偏误(遗失变量问题)^[3]。而根据 Ohlson 的模型^[14],企业权益价值可以表示为会计盈余和账面价值的函数,因此我们设定两个价值模型:模型 c 和 d。

$$P_{it} = \gamma_{0NI} + \gamma_{1NI}NI_{it} + \gamma_{2NI}BV_{it} + \epsilon \quad \text{模型(c)}$$

$$P_{it} = \gamma_{0CNI} + \gamma_{1CNI}CNI_{it} + \gamma_{2CNI}BV_{it} + \epsilon \quad \text{模型(d)}$$

(二)变量定义

参考 Kanagaretnam 等的文献^[2],我们定义了本文研究的主要变量,见表 1。

(三)模型选择

1. 模型选择方法。比较净利润和综合收益信息含量的大小,实质上是比较净利润和综合收益二者之中,谁对股票收益或股票价值具有更强解释力,即净利润和综合收益分别作为解释变量的模型选

表 1

主要变量的定义

变量	描述	定义
NI	每股净利润	净利润/流通股股数
CNI	每股综合收益	综合收益/流通股股数
R	股票市场收益	(第 t+1 年 4 月最后一个交易日的股票价格-第 t 年 4 月最后一个交易日的股票价格)/第 t 年 4 月最后一个交易日的股票价格
P	股票年末市价	第 t+1 年 4 月最后一个交易日的股票价格
Size	规模	企业流通股年初市场价值,即当年第一个交易日收盘价乘以流通股股数
BV	每股净资产账面价值	年末(年度资产负债表日)净资产除以年末流通股股数
BM	账面市值比	年初的净资产账面价值除以年初流通股的市场价值

择问题。由于简单比较 R^2 并不能在统计上可靠地说明一个模型的解释力优于另外一个模型。同样,在 Davidson 和 MacKinnon 的 J 检验中,如果两个解释变量均能增加解释力,J 检验并不能区分两个解释变量谁更具有解释力。简单比较 R^2 和 J 检验均有其局限性。Vuong 提供的似然比检验模型选择方法基于 Kullback-Leible 信息标准(KLIC)判定哪一个模型更接近现实数据^[16],即模型分布与实际数据分布距离最小的模型为最优模型。由于它直接检验两个竞争性模型中哪一个模型更接近真实数据的产生过程,所以不需要事先假定哪一个模型更优,Vuong 检验允许两个模型同时具有解释力。并且 Vuong 在两个备选模型都不是真的假设下,推导了似然比的统计分布。判断净利润与综合收益的信息含量就是观察利润模型还是综合收益模型谁更接近真实数据。与真实数据接近概率越大的模型,其解释变量的信息含量就越高。因此,Vuong 似然比检验是比较适合用于判断净利润和综合收益信息含量大小的方法。

2. 净利润、综合收益信息含量的 Vuong 似然比检验原理。股票收益对净利润的回归模型为 $R_{it} = \alpha_{NI} + \beta_{NI}NI_{it} + \epsilon_{it}$,其中 $\epsilon_{it} \sim iid N(0, \sigma_{NI}^2)$,方差 σ_{NI}^2 为常数。则股票收益观察值的联合密度函数为:

$$f(R_1, R_2, \dots, R_n) = \prod_{i=1}^n \left(\frac{1}{2\pi\sigma_{NI}^2} \right)^{\frac{1}{2}} \exp \left[-\frac{1}{2\sigma_{NI}^2} (R_{it} - \alpha_{NI} - \beta_{NI}NI_{it})^2 \right] \quad (1)$$

对应的对数似然函数 $L(\alpha, \beta, \sigma_{NI}^2)$ 为:

$$\log(L(R_{NI})) = \sum_{i=1}^n \log(L(R_{NI})) = \sum_{i=1}^n \left[-\frac{1}{2} \log(2\pi\sigma_{NI}^2) - \frac{1}{2\sigma_{NI}^2} (R_{it} - \alpha_{NI} - \beta_{NI}NI_{it})^2 \right] \quad (2)$$

同理,对于综合收益回归模型 $R_{it} = \alpha_{CNI} + \beta_{CNI}CNI_{it} + \epsilon_{it}$, $\epsilon_{it} \sim iid N(0, \sigma_{CNI}^2)$ 。其对数似然函数为:

$$\log(L(R_{CNI})) = \sum_{i=1}^n \log(L(R_{CNI})) = \sum_{i=1}^n \left[-\frac{1}{2} \log(2\pi\sigma_{CNI}^2) - \frac{1}{2\sigma_{CNI}^2} (R_{it} - \alpha_{CNI} - \beta_{CNI}CNI_{it})^2 \right] \quad (3)$$

根据式(2)和式(3),构造一个似然比函数:

$$LR = \log \left(\frac{L(R_{NI})}{L(R_{CNI})} \right) = \frac{n}{2} (\log(\sigma_{CNI}^2) - \log(\sigma_{NI}^2)) + \sum_{i=1}^n \left(\frac{(e_{CNI})^2}{2\sigma_{CNI}^2} - \frac{(e_{NI})^2}{2\sigma_{NI}^2} \right) \quad (4)$$

其中 $\hat{\sigma}_{NI}$ 和 $\hat{\sigma}_{CNI}$ 为估计值。Vuong 给出的似然比 LR 的方差 ω^2 的估计值为:

$$\omega^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{2} \log(\sigma_{CNI}^2) - \frac{1}{2} \log(\sigma_{NI}^2) + \frac{(e_{CNI})^2}{2\sigma_{CNI}^2} - \frac{(e_{NI})^2}{2\sigma_{NI}^2} \right) - \left(\frac{1}{n} LR \right)^2 \quad (5)$$

由于统计量 $Z = \frac{1}{\sqrt{n}} \frac{LR}{\omega}$ 服从标准正态分布,如果 Z 显著为正,说明净利润模型代表实际数据产生过程的概率更高,净利润信息含量较高。因此,判断信息含量的问题转化为构造 Z 统计量并在具体数据环境下确定 Z 统计量的值。根据 Z 统计量与 T 统计量的关系,Vuong 提出利用回归模型构建 Z 统计量的方法。具体地,将式(2)和式(3)代入式(4)得到观察值 i 的似然比,表示为:

$$LR_i = \log L(R_{NI}) - \log L(R_{CNI}) = \frac{1}{2} \log \left(\frac{2\pi}{n} RSS_{CNI} \right) - \frac{1}{2} \log \left(\frac{2\pi}{n} RSS_{NI} \right) + \frac{n(e_{CNI})^2}{2RSS_{CNI}} - \frac{n(e_{NI})^2}{2RSS_{NI}} \quad (6)$$

$$\text{化简得到: } LR_i = \frac{1}{2} \log \left(\frac{RSS_{CNI}}{RSS_{NI}} \right) + \frac{n}{2} \left[\frac{(e_{CNI})^2}{RSS_{CNI}} - \frac{(e_{NI})^2}{RSS_{NI}} \right] \quad (7)$$

根据式(7)使用 LR_i 与单位常量回归^⑥,估计出的常数项即为 $\frac{1}{2} \log\left(\frac{RSS_{CNI}}{RSS_{NI}}\right)$,它代表了净利润和综合收益两个解释变量对因变量解释力的平均差异。而回归系数的标准差代表这种平均差异的显著程度,如果差异是显著的,可以用该回归系数的 T 统计量乘以 $\left(\frac{n-1}{n}\right)^{\frac{1}{2}}$ 构造出 Z 统计量。因此,一个正的 Z 统计量代表综合收益回归产生的残差大于净利润回归产生的残差,说明净利润与股票收益的回归模型能够更好地解释实际数据的产生过程,即净利润有较高的信息含量。

(四) 样本选择与数据来源

本文选择中国 A 股上市公司 6 017 个公司年度观察值为样本(不包含金融业上市公司),其中 2007~2010 年的样本观察值分别有 1 383、1 440、1 529、1 665 个。本研究的数据来源于 CSMAR 数据库和巨灵金融研究数据库,所使用的数据处理和统计软件为 Excel 2003 和 Stata 10.1。为了降低异常值的影响,在构建样本组合时,剔除了账面市值比为负的 120 个观察值。

三、实证结果与解释

本文在控制行业和年度因素的基础上,对收益模型和价值模型进行回归。在回归过程中,对于主要变量在 $P=0.01$ 范围进行去尾(winsorize)处理,以减轻异常值影响。同时使用 White 修正异方差方法减轻异方差影响。在此基础上,利用 Vuong 检验比较净利润与综合收益的信息含量。

(一) 总体样本与分组样本回归

总样本及分组样本的回归结果如表 2 所示。第一,模型 a 与模型 b 的结果显示,净利润对股票年度收益具有显著解释力,综合收益对股票收益没有显著解释力。Vuong 检验显示净利润模型在 1% 统计水平上显著优于综合收益模型。实证结果说明股票年度收益中含有更多净利润信息。第二,模型 c 和模型 d 的结果显示,净利润和综合收益均对股票价格具有显著解释力。但 Vuong 检验显示净利润仅在小规模公司或账面市值比低的公司中对股票价格的解释力在 1% 统计水平上显著优于综合收益。经验证据说明在小公司或账面市值比较低的公司中,股票价格包含较少的综合收益信息。在大规模或中等账面市值比、高账面市值比的公司中,净利润和综合收益的信息含量并不存在显著差异。显然,公司特征是影响会计盈余信息含量的重要因素。

表 2 总体样本与分组样本回归结果

模型	系数	总样本	S	B	L	M	H
模型 a	α_{1NI}	0.080 9***	0.057 5***	0.130 7***	0.097 1**	0.074 7***	0.032 7*
	Adj R ²	33.61%	40.42%	28.10%	25.38%	34.90%	30.19%
模型 b	α_{1CNI}	0.022 4	0.030 2	0.038 2	0.057 3	0.020 6	-0.009 9
	Adj R ²	29.40%	38.61%	19.57%	11.75%	31.37%	43.28%
	Vuong Z 值	4.408 7***	3.353 5***	2.8934 ***	2.825 5***	6.458 3***	3.971 2***
模型 c	γ_{1NI}	9.1938***	3.791 8**	14.504 9***	6.995 2*	9.964 5***	10.135 6***
	γ_{2NI}	0.103 2	1.232 2***	0.394 ***	1.615 4**	0.832 2***	0.039 1**
	Adj R ²	32.61%	28.89%	47.14%	37.19%	45.59%	38.49%
模型 d	γ_{1CNI}	7.230 9***	4.110 6***	9.748 7***	9.042 5***	7.002 8***	6.296 9**
	γ_{2CNI}	1.057 2***	1.461 3***	0.155 *	1.328 7*	1.144 8***	0.5186
	Adj R ²	32.27%	31.74%	33.13%	36.33%	36.45%	35.14%
	Vuong Z 值	3.635 5***	2.785 8***	0.919 4	2.829 1***	1.591 2	1.055 0

注:回归过程中均控制了行业和年度影响;***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的统计显著水平,下表同。

(二) 不同组合样本的回归

对由不同规模、账面市值比的公司构成的组合样本进行回归,结果如表 3 所示。在各个组合中,Vuong 检验均显示净利润对股票收益的解释要显著优于综合收益,净利润对股票价格的解释力仅在规模较小的公司中才显著优于综合收益,与表 2 的分组检验结果一致。实证结果进一步说明在信息不对称程度高的小规模公司中,投资者表现出保守性偏误(conservatism bias)的认知心理,更多的是

利用利润表列报的净利润进行决策,对于利润表新列报的项目——综合收益所包含的信息并没有充分关注,因而小规模公司的股票收益以及股票价格中更多地包含净利润信息。

表 3 不同规模与账面市值比组合的样本回归结果

模型	系数	(S,L)	(S,M)	(S,H)	(B,L)	(B,M)	(B,H)
模型 a	α_{1NI}	0.0544 **	0.1388 ***	0.0355 *	0.1745 ***	0.0693 **	0.0394 *
	Adj R ²	37.58%	39.89%	20.51%	20.52%	36.22%	39.77%
模型 b	α_{1CNI}	0.1296 ***	0.0650 *	-0.0275 *	0.0511	0.0309	0.0329
	Adj R ²	19.58%	39.78%	39.94%	9.62%	26.82%	38.55%
	Vuong Z 统计量	1.6879 *	5.7521 ***	4.6917 ***	2.3217 **	3.2886 ***	2.1127 **
模型 c	γ_{1NI}	1.2138 *	9.6337 ***	5.8403 ***	15.5846 ***	10.1030 ***	12.5747 ***
	γ_{2NI}	1.8495 ***	1.0810 ***	0.9087 ***	0.5852	0.6464 ***	0.0282 ***
	Adj R ²	27.50%	41.71%	34.77%	54.66%	59.03%	43.53%
模型 d	γ_{1CNI}	5.2204 ***	8.8232 ***	0.6949	9.0591 ***	6.2378 ***	14.4147 ***
	γ_{2CNI}	1.4459 ***	1.4711 ***	1.5259 **	1.2793	1.1114 ***	-0.2859
	Adj R ²	30.95%	38.15%	39.05%	54.66%	50.23%	43.41%
	Vuong Z 统计量	3.4949 ***	1.6749 *	1.8973 *	0.8070	1.2905	1.3252

根据表 3,对组合样本回归结果的进一步分析,我们发现:

第一,在小规模公司中,不同账面市值比公司的股票收益与综合收益在二维空间上具有不同的分布,导致综合收益对股票收益没有表现出显著的解释力。对于回归模型 b,在(S,L)和(S,M)样本组中,综合收益的回归系数显著为正;而在(S,H)样本组中综合收益的回归系数在 5%统计水平上显著为负。显然,在小规模公司中,账面市值比对综合收益与股票收益的关系具有显著的调节作用。我们认为,由于小规模公司内外部信息不对称程度较高,投资者在决策过程中对账面市值比较低(财务报告更加稳健,盈利持续性较强)的公司的综合收益给予了更多的正面评价,表现出股票收益与综合收益显著正相关。投资者对账面市值比较高(财务报告稳健性较低,盈利持续性较弱)的公司的综合收益给予了更多的负面评价,表现出股票收益与综合收益显著负相关。结果是对于小规模公司总体,这种不同相关性互相抵消,表现出综合收益对小规模公司的股票收益没有显著解释力。因此,不能简单地因为表 2 中,模型 b 对小规模公司(S)回归结果中综合收益的系数不显著,就认为证券市场投资者在决策中没有使用综合收益所包含的信息。

第二,代表性偏差(representativeness bias)导致(S,H)组合中,股票收益与综合收益负相关。我们认为,在信息不对称程度较高的情况下,综合收益越高,向市场传递了非经营性活动较多的信息,这样就加重了利润持续性较低和财务报告稳健性较低这些负面信息对投资者的影响,投资者会出售(S,H)组合中综合收益较高的股票,结果(S,H)组合中综合收益越高的企业,股票收益越低。因此,模型 b 在(S,H)组合回归中,表现出综合收益回归系数在 5%的显著性水平上显著为负。投资者面对(S,H)组合中的企业,在决策中更多地表现出代表性偏差,即决策过程中对综合收益传递的负面信息赋予较高的权重。

第三,保守性偏误导致大规模公司中综合收益对股票收益没有显著解释力。在(B,L)、(B,M)和(B,H)组合中,投资者主要参考净利润进行投资决策,投资者将信息锁定在净利润上,对于综合收益传递的信息反映不足,表现出保守性偏误。因而,综合收益对股票收益没有明显解释力,账面市值比也不是影响综合收益对股票收益解释力的主要因素。

第四,代表性偏差导致(S,H)组合中综合收益对股票价格没有解释力。综合收益中含有非经营性活动收益,而非经营性活动收益较经营性收益来说,信息不对称程度更高,持续性也较低。综合收益越高,向市场传递了非经营性活动较多的信息,这样就加重了利润持续性较低和财务报告稳健性较低等负面信息对投资者的影响。在代表性偏差认知下,投资者会出售(S,H)组合中综合收益较高的股票,而可能会买入(S,H)组合中综合收益较低的股票。这样,导致(S,H)组合中综合收益较高的股

票,价格会偏低,表现出价格与综合收益负相关;而(S,H)组合中综合收益较低的股票,价格会较高,表现出价格与综合收益正相关。结果作为(S,H)组合整体,综合收益对股票价格没有表现出显著解释力^⑨。

总体来看,在信息不对称程度较高的情况下,投资者更加关注账面市值比传达的财务报告的稳健性以及盈利能力的持续性等信息,表现出账面市值比对投资者决策的影响较大。这与Chen的“小规模公司更多地表现出账面市值比效应”的观点一致^[16]。

(三)稳健性检验

使用 Petersen 修正截面相关和时间序列相关影响的方法进行回归^[17],结果显示(限于篇幅,结果未在文中列出),消除误差项的截面相关和时间序列自相关因素影响后,结果与表2和表3的结果基本一致。说明所得出的结论是稳健的。另外,本文使用的综合收益数据仅有2009~2010年两年,而净利润数据则有2007~2010年四年。这一不对称的数据结构有可能对本文净利润与综合收益的对比分析结果产生影响。为此,我们仅选取2009~2010年的综合收益和净利润数据对模型a、模型b、模型c和模型d进行回归分析,除了在规模较大公司组(B)中综合收益对股票收益的解释力达到了10%显著性水平外,其余结果与上文的结果一致,说明本文的研究结果是稳健的。

四、结论与建议

本文主要得到下列结论:第一,股票收益和价格更多地包含净利润信息,综合收益并未有效地提高会计盈余的信息含量;第二,综合收益的信息含量受公司规模和账面市值比的影响较大。在小规模公司中,随着账面市值比增大,综合收益与股票收益之间的关系由显著正相关转变为显著负相关。在大规模公司中,综合收益对股票收益没有显著解释力,且这种解释力不受账面市值比的影响;第三,总体来看净利润和综合收益对股票价格具有显著解释力。值得注意的是,虽然在信息不对称程度较高的小规模公司中,表现出净利润对股票收益和股票价格的解释力均显著优于综合收益,投资者在使用会计盈余信息过程中表现出保守性偏差行为。但是进一步的分组检验发现投资者并非没有对利润表列报的综合收益信息给予充分关注,而是投资者在决策过程中对于不同规模和账面市值比的公司的综合收益信息赋予了不同权重,投资者在使用会计盈余信息进行决策的过程中,实际表现出代表性偏差行为。投资者在使用会计盈余信息进行决策时,会结合其他公司特征所传递的信息,公司特征对会计盈余的信息含量具有调节作用。因此,未来关于会计盈余信息含量的研究需要充分揭示影响会计盈余信息含量的因素,以及这些因素影响会计盈余信息含量的途径,而不是简单比较净利润和综合收益的信息含量。

通过在会计盈余信息含量的研究中考虑规模、账面市值比等公司特征的影响,本文揭示了净利润和综合收益信息含量的大小,并基于行为金融理论解释了净利润和综合收益信息含量差异形成的机理。基于本文的研究结论,我们提出以下建议:第一,对于证券和会计监管部门,在制定会计准则或者披露规则时,需要考虑规模和账面市值比的影响。对于规模小的公司,为投资者提供质量高的净利润信息,发挥净利润所包含的信息在资产定价中的作用,可以提高资源配置效率;降低小规模公司的信息不对称程度,可以提高综合收益在证券定价和资源有效配置中的作用。第二,对于投资者来说,如果投资于小规模公司,需要挖掘净利润高并且账面市值比低的公司作为投资对象^⑩。投资者应当尽量避免投资于小规模且账面市值比较高的公司。

注释:

① 现有关于会计盈余信息含量的文献,实质上是在投资者对于不同特征企业的同一会计盈余具有同质信念的基本前提下进行的研究。本文的研究说明基于同质信念前提的会计盈余信息含量研究得出的结论并不稳健。

② 实际的估计模型为 $LR_t = \alpha + \epsilon_t$, 其中 ϵ_t 为干扰项,且 $\epsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$, α 为常数项。

③ 为了验证我们的推理,我们将(S,H)组合内的企业按照综合收益均值(0.3326)分为两组,综合收益大于均值的企业对模型d进行回归,得出 $\gamma_{ICNI} = -7.021$ (t值为-3.57)。而综合收益小于均值的企业对模型d进行回归得到 $\gamma_{ICNI} = 1.068$ (t值为1.92)。检验结果支持我们的推论。

④ 根据我们的样本,(S,L)组合年度股票平均收益为17.68%,(B,H)组合年度股票平均收益为-7.98%。因此如果存在卖空机

制,不考虑交易费用的话,卖空(B,H)组合,买入(S,L)组合可以获得 25.66%的投资收益。

参考文献:

- [1] Financial Accounting Standards Board (FASB). Reporting of Comprehensive Income; Statement of Financial Accounting Standards No. 130[S]. 1997.
- [2] Kiridaran Kanagaretnama, Robert Mathieu, Mohamed Shehata. Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada[J]. Journal of Account and Public Policy, 2009, (28): 349—365.
- [3] Dhaliwal, D., Subramanyam, K., Trezevant, R. Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance[J]. Journal of Accounting and Economics, 1999, (26): 43—67.
- [4] O Hanlon, J., Pope, P. The Value—relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows[J]. British Accounting Review, 1999, (31): 459—482.
- [5] 欧阳爱平,刘仑. 我国综合收益的价值相关性分析——基于沪市 A 股的数据检验[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2010, (11): 35—40.
- [6] 唐国平,欧理平. 其它综合收益具有价值相关性吗? ——来自沪市 A 股的经验证据[J]. 会计论坛, 2011, (1): 17—25.
- [7] Cahan, S., Courtenay, S., Gronewoller, P., Upton, D. Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosure[J]. Journal of Business, Finance, and Accounting, 2000, (27): 1273—1301.
- [8] Biddle, G. C., Choi, J. Is Comprehensive Income Useful[J]. Journal of Contemporary Accounting and Economics, 2006, (2): 1—30.
- [9] Eugene F. Fama, Kenneth R. French. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds[J]. Journal of Financial Economics, 1995, (33): 3—56.
- [10] Sugata Roychowdhury, Ross L. Watts. Asymmetric Timeliness of Earnings, Market-to-Book and Conservatism in Financial Reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, (9): 2—31.
- [11] Pin-Huang Choua, Kuan-Cheng Kob, Shinn-Juh Lin. Do Relative Leverage and Relative Distress Really Explain Size and Book-to-Market Anomalies[J]. Journal of Financial Markets, 2010, (13): 77—100.
- [12] Kothari, S. P., Zimmerman, J. L. Price and Return Models[J]. Journal of Accounting and Economics, 1995, (20): 155—192.
- [13] Wayne R. Landsman, Joseph Magliolo. Cross-sectional Capital Market Research and Model Specification [J]. The Accounting Review, 1988, (4): 586—604.
- [14] Ohlson, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, (11): 161—182.
- [15] Vuong, Quang H. Likelihood Ratio Tests for Model Selection and Non-nested Hypotheses[J]. Econometrica, 1989, (57): 307—333.
- [16] Huafeng (Jason) Chen. Firm Life Expectancy and the Heterogeneity of the Book-to-Market Effect[J]. Journal of Financial Economics, 2011, (100): 402—423.
- [17] Petersen, M. A. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets; Comparing Approaches[J]. Review of Financial Studies, 2009, (22): 435—480.

(责任编辑:易会文)