

# 信息不确定性与盈余公告后漂移现象(PEAD)\*

——来自中国上市公司的经验证据

于李胜 王艳艳

**摘要:** 盈余公告后的漂移现象(PEAD)一直是财务学和会计学关注的热点之一。本文从信息不确定性的角度出发,对PEAD现象的存在性和持续性问题作了研究。我们的结论是:信息质量是PEAD产生和持续的重要原因之一,它既可以通过影响未预期盈余的大小,间接影响盈余公告后的漂移现象(PEAD),这主要表现在,信息质量差的股票多集中在未预期盈余极端组合中;也可以直接对PEAD产生影响,即在盈余公告后,信息质量差的投资组合平均累计超常收益大于信息质量好的投资组合。另外,随着时间推移,信息质量差的投资组合的超常收益下降幅度较大,这主要是因为随着理性的投资者对盈余公告中的相关信息的解读,信息不确定性下降,风险逐步释放,所以这类股票的超常收益下降幅度较大,而信息质量好的股票有较少的信息不确定性,故超常收益下降较少。

**关键词:** 信息不确定性 未预期盈余 盈余公告后的漂移现象

## 一、引言

自从1968年Ball和Brown首次发现资本市场中存在盈余公告后的漂移现象(PEAD)后,PEAD作为会计学 and 财务学关注的热点之一,历经30多年,依然经久不衰。纵观国外对PEAD的研究,学者已从证明PEAD现象的存在性发展到深入解释PEAD产生和持续性的原因(Ball and Brown, 1968; Bernard and Thomas, 1989, 1990; Bhushan 1994; Bartov, Radharkrishnan and Krinsky, 2000; Bushee, 2001)。与国外研究形成鲜明对比的是,我国对PEAD的研究还比较薄弱,所做的研究主要还是集中在证明PEAD现象的存在性上(赵宇龙, 1998; 薛爽, 2001; 程伟庆, 2002; 童驯, 2002)。

我们认为,虽然我国证券市场的发展只有短短的十几年历史,与国外发达市场相比还只是个较不规范的新兴市场,市场上存在着很浓厚的投机心理,市场炒作现象明显多于西方市场(韩伟华、袁克、王亚南、陈峥嵘, 2003)。但不可否认的是,我国的证券市场也是一个正在变革的市场。随着资本市场逐渐走向成熟,投资理念由投机转向价值投资,投资者也由单纯注重市场的制度风险向同时注重企业的内在风险转变。在这种资本市场变革的背景下,对PEAD现象的研究有助于我们深入了解我国资本市场有效率的一面和无效率的一面,投资者理性的一面和非理性的一面,以及信息质量在其中扮演的角色。同时,通过对此现象进行研究,还可以深入了解股票价格对上市公司盈利信息的反应特征。而这一特征对投资者的决策有着重要的现实意义,也是衡量股市成熟性的重要指标之一。

自从20世纪60年代Sharp提出有效市场假设(EMH, Efficient Markets Hypothesis)以来,该理论已经成为现代主流金融理论的基石之一,其中集大成者是Fama。Fama(1970)提出三种形式的有效市场假说,第一种是弱式有效市场假设;第二种是半强式有效市场假设;第

\* 作者感谢上海交通大学安泰管理学院胡奕明教授、上海财经大学会计学院博士生周伟、谢诗蕾、彭玉龙等对本文提出的宝贵意见,文责自负。

三种是强式有效市场假设。然而,自20世纪80年代以来,大量的统计检验却发现了许多与市场有效理论相冲突的市场异象,盈余公告后漂移现象(PEAD)就是其中一例。盈余公告后漂移现象(PEAD)是指在盈余公告后,如果未预期盈余是正的,则存在正的超常收益,股票价格将持续向上漂移;如果未预期盈余是负的,则存在负的超常收益,股票价格将持续向下漂移(Lihong Liang,2003)。PEAD现象实际上是对半强式有效市场假设的一种否定。因为根据半强式有效市场的假设,盈余公告后,价格应快速、正确地反应资产价值的信息并将该信息融入价格,价格独立于时间变化。但在PEAD现象中价格并没有迅速反应盈余公告的信息,而是经过一段时间的调整才将所有的信息反应在股价中。然而,对于PEAD这一异象的解释过去主要从投资者对信息的解读能力这个角度进行分析,很少从信息不确定性<sup>①</sup>角度来研究PEAD现象。实际上,信息质量的质的差异会造成信息使用者认知的偏差以及市场进行资产定价的偏差,这是PEAD现象存在和持续的重要原因之一。而且虽然这些年我国上市公司信息质量有了很大改善,但仍然不容乐观,会计造假及舞弊案件时有发生。所以从信息质量的角度研究PEAD现象在我国更有现实意义。本文的研究主题就是从信息不确定性的角度出发,全面研究并解释PEAD现象的存在性和持续性问题。

本文各部分安排如下,第二部分对盈余公告后漂移现象(PEAD)的相关文献进行了回顾;第三部分,从理论上分析了信息不确定性与PEAD现象的关系,并提出相关假说;第四部分,实证结果及分析;第五部分是结论。

## 二、PEAD 理论文献的回顾

从Ball和Brown1968年的学术文章开始,许多学者运用了实证研究的方法对PEAD现象进行了描述和分析,从而开创了实证会计研究的新时代。此后大量的文章证明了这一异象的存在性<sup>②</sup>。他们研究表明对于那些有特别好的盈余消息或特别坏的盈余消息的投资组合,盈余公告后的漂移现象无论在统计上还是经济上都是非常显著的,并且这种漂移现象可以持续1年之久。另外,漂移现象在季度盈余公告后的3天里特别明显。

Fama(1998)在他的文章里对PEAD的存在进

行了综述,指出由Ball和Brown首先提出的PEAD现象已经经受了大量的各个时期的数据检验,学者们对PEAD的研究由原来检验是否存在PEAD转变到具体解释这一现象。Bernard和Thomas(1989)详细论证了PEAD的存在,并作了具体的解释。他们认为由于交易成本以及市场不能通过当前的盈余信息完全推知未来的盈余信息,从而造成了PEAD现象的出现。随后,他们(1990)又进一步证明了在当前的盈余信息已知的情况下,股票价格并不能完全包含未来的盈余信息。而Bhushan等人(1994)则认为PEAD受到直接或间接交易成本的影响,并发现了一些证据来支持他们的这一预测。Bartov、Radharkrishman和Krinsky(2000)提出了一个新观点,即PEAD是投资者成熟度(Sophistication)的函数,并发现了一些证据来支持他们的这一理论。接着,Bhattacharya(2001)也提出了同样的证据。还有的学者从更具体的方面来解释PEAD现象。如Gans(2001)研究了保守思想(Conservatism)对PEAD的意义;David等人(2002)对个人投资者对PEAD的驱动作用进行了研究,发现个人投资者在遇到坏消息后,购买股票的净增加量非常明显,而在好消息后的购买量并不明显。Ferguson和Matolcy(2003)则研究了审计质量和PEAD的关系,认为规模较大的事务所审计过的公司的PEAD的幅度明显低于规模较小的事务所审计的公司的PEAD幅度。综上所述,国外对PEAD的研究主要有以下特点:(1)对PEAD的存在性进行了广泛的研究;(2)深入研究了PEAD产生和持续原因和影响因素。

我国的股票市场是一个新兴的市场,而且有着非常不同于其他成熟资本市场的特点。近5年来,国内的学者也做了一些尝试性的研究。如赵宇龙(1998)通过对上海股市在盈利公告前后各8周的股票超常收益率,研究了我国上市公司年度会计盈余数据的披露与股票超常收益率之间的关系。薛爽(2001)对1998和1999年133家的A股预亏公司进行了研究,发现在预亏公告后,公司的股价在(-1,1)窗口平均下降了近6%。程伟庆(2002)通过对2001年的93家预亏和63家预盈公告的研究,发现预盈和预亏公告都影响了股价。董驯(2002)将公告又细分为预增、预减、预盈和预亏4种,以此考察了324家公司在2001年报正式披露前后的股价波动。张弘和唐志(2002)对2001年业绩大幅增长、2002

年中期业绩增长、2002 年中期预亏的上市公司进行了研究,也证实了盈利预警信息具有信息含量。这些研究具有开拓性的意义,但也存在明显的不足之处。第一,这些文章主要针对预亏、预盈等公告进行了研究,未对年报公告的影响进行研究。而事实上,对于投资者来说,年报公布的信息才是最重要的信息之一,通过年报信息,投资者可以验证对企业的各种预测,同时获得许多新的信息。第二,他们分析的时间只限于某一两年或某个中期报告,而且其考察的样本也较少,因而不能描述出整体变动趋势。第三,大部分的时间窗口取在(-50,40)或(-40,40),侧重于研究盈利公告对股价的影响是否具有信息含量,因而还处于检验是否存在 PEAD 现象的研究阶段。第四,由于分析的时间窗口,尤其是分析的初始日的选择不一致,因而分析的结果也不同,有的还出现了矛盾。如童驯描述的 2001 年预增公告的平均 CAR 走势和张弘、唐志描述的 2001 年预增公告的平均 CAR 走势是相矛盾的。前者描述的 CAR 在 0 线以上,并稳步上升,而后者描述的 CAR 在公告前 16 天才开始向上。第五,只是考察了盈余公告后未预期盈余与超常收益的关系,未从信息不确定性的角度研究 PEAD 现象。

综上所述,我国对于 PEAD 的研究还处于初级阶段,无论研究方法,还是研究问题的深度都显不足。本文在借鉴前人研究的基础上,全面研究了信息不确定性对 PEAD 存在性和持续性的影响。我们的思路如下:过去的研究发现 PEAD 现象总是和未预期盈余这个会计信号联系在一起的。当未预期盈余出现时,意味着 PEAD 现象随后就会出现。PEAD 现象始于未预期盈余。所以,研究信息不确定性与 PEAD 的关系,首先应该研究信息不确定性与未预期盈余的联系,在这基础上,我们进一步观察信息不确定性与超常收益之间的关系。第三,随着时间的推移,由于信息质量的不同,市场对 PEAD 的消化是有差异的,这种差异是什么,如何变化的——即 PEAD 现象的持续性问题。

三、理论背景及假设提出

从信息不对称理论看,信息不确定性可以看作是一种信息不完全,即现在与未来之间的信息不完全。资本市场上的信息不确定是一个普遍的现象,究其原因主要有以下几方面:(1) 由于有关资本市

场的法规及执法效力都不乏缺陷,因此散布于市场中的信息远非完全信息,真实信息、虚假信息以及噪音是相互交织在一起;(2) 信息的生产、传递和验证的任何一个环节都需要时间和资源投入的,而且越重要的信息,所需要的信息成本就越大<sup>③</sup> (翟林瑜,2004)。所以制度的不健全性和信息成本的存在必然导致信息的不确定性特征。在信息不确定的条件下,投资者形成的预期就会有偏差,并且信息不确定性越大,投资者的预期的偏差就越大。而投资者的预期直接影响其投资行为,所以信息不确定性不仅会影响未预期盈余,而且会直接影响 PEAD。三者之间的关系可以通过图 1 来表示。

(一) 信息不确定性与未预期盈余

未预期盈余是投资者预期盈余与企业公告盈余的差额,其大小是由投资者对企业的未来盈余预期的准确性决定的。这实际包含两个问题,一是过去的财务信息与企业未来的收益是否有关;二是,投资者能在多大程度上准确预计企业未来收益。现有的文献表明,投资者通过对历史公开数据的分析可以预测企业的未来收益。例如,Beaver 和 Dukes (1973)、Watts 和 Zimmerman (1999) 发现,当期盈利往往比当期现金流量更能有效地预测未来现金流量。国内学者 (陆璇、陈小悦,2001;黄世忠、陈龙,2000) 也作了类似的研究,周建波 (2004) 证明基于过去财务信息而设计的盈利指标与未来盈利有显著的相关性。卢锐 (2005) 也发现了类似周建波的结论。所以,未预期盈余的大小主要取决于投资者能在多大程度上准确预测企业的未来收益,而信息质量的高低在其中起到至关重要的作用。信息不确定性程度越大,投资者对企业的盈余预期准确性就越低,未预期盈余越大。具体讲,企业的信息不确定性实际上是企业公告信息与其真实信息的一种偏离,这种偏离可分解为正偏离和负偏离。无论正偏离还是负偏离,偏离程度越大代表信息的不确定性越高,而这种偏离程度的高低直接影响投资者的预期。因此,随着信息质量从负偏离移向正偏离,企业

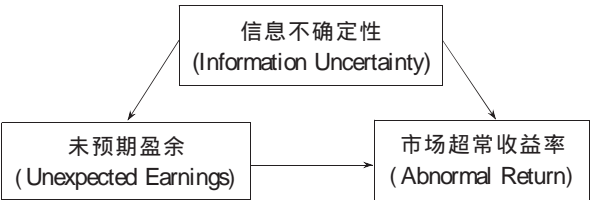


图 1 未预期盈余、信息不确定性、超常收益率关系图



未预期盈余波幅先降后升。基于以上分析,我们提出假说1。

假说1:在其他条件相同的情况下,信息不确定性与未预期盈余的绝对值呈U型关系。

## (二) 信息不确定性与超常收益的关系

在上面分析中,我们将信息不确定性和会计信号——未预期盈余极端情况联系起来,如果我们根据这个特征设计一个投资组合——由未预期盈余较大的股票组成,由此产生的超常收益是否与信息不确定性有关呢?

现有的文献对于PEAD现象产生的原因,主要是从投资者理性、非理性以及理性期望如何影响资产定价等几个方面进行探讨的。以研究投资者非理性行为为主的行为理论认为认知偏差——保守性偏差和代表性偏差<sup>①</sup>,导致了反应不足和反应过度。然而,Chan、Frankel和Kothari(2002)发现代表性偏差不能解释异象,所以人们更多从保守性偏差出发解释异象问题。心理学家表明人们在面对新信息时,并非总是系统地看重新信息,忽视基本信息,有些情况下,他们会看轻新信息,在信念转变上过于保守且过于看重基本信息的影响(Edward, 1968; Slovic, 1972)。Slovic和Lichtenstein(1971)认为,在对不确定性进行估计时,对偏离初始估计的调整是非常不够的。La Porta(1996)认为分析师或市场会过度根据过去的盈余来做预测,而且当新的盈余消息产生时,调整的速度很慢。Shefrin(2000)认为分析师对新信息的反应往往过于保守,调整不够快。当盈余公告后,分析师总是过于锚定初始值。而且信息的不确定性越大,人们的保守性偏差表现的越强烈,这不仅在一定程度解释了盈余公告后漂移产生的原因,而且说明信息不确定性大的股票漂移的幅度越大。

从理性学习(rational learning)的角度解释漂移现象,实际上与保守性偏差有相似之处,都是比较看重过去的信息和以前的观点,只是理性学习理论强调运用贝叶斯法则进行判断。理性投资者处理不完全信息的研究表明,理性结构的不确定性(rational structural uncertainty)或不完整可能导致风险溢价或资产定价异象,即面对定价参数的不确定性,投资者对股票理性的定价通常会偏离市场有效性<sup>②</sup>(Merton,1987; Timmerman, 1993; Kurtz, 1994; Morris, 1996; Lewellen and Shanken, 2002)。最近的

分析模型(Easley and O'Hara, 2001)和实证结果(Easley, Hvidkjar and O'Hara, 2002; Francis, LaFond, Olsson and Schipper, 2002; Botosan and Plumlee, 2002)也支持了这一观点,他们的研究表明,高信息风险的股票拥有较高的股票回报。Easley和O'Hara(2001)在他们对多个资产进行理性预期的设计中,信息的公共和私人部分可以影响预期收益。对于私人信息,由于经验丰富的投资者能充分利用新的信息,从而可以改变他们的投资组合获利。而幼稚的投资者会因为是根据私人信息作出投资决策的,使得其持有的股票风险增大。这个“信息风险”是系统的,即不可分散的,所以幼稚的投资者会要求更高的回报作为补偿,这也说明了信息不确定性高的股票通常有较高的回报。另外,Easley和O'Hara(2004)和Leuz和Verechia(2004)的模型表明,在资本市场中,信息不确定性引致风险溢价。大量的实证数据证实了这个结果。

由上述可知,信息不确定性高的股票,盈余公告后的漂移实际受到3个因素的作用,一个是未预期盈余,即如果是好消息,获得正的超常收益,如果是坏消息获得负的超常收益;另一个因素是投资者心理,即对信息不确定性大的企业,投资者保守性偏差越大漂移明显;第三个因素是与信息不确定性相联系的高风险和高的预期回报,这意味着无论盈余公告带来的是好消息还是坏消息,信息质量差的企业都应比信息质量好的企业有更多的超常收益。所以,盈余公告后,信息不确定性大的股票是否能比信息不确定性小的股票拥有更多的超常收益,取决于这几个因素的相互作用及谁起决定作用,这实际上是个实证问题。

我国资本市场虽然经过十几年的发展,已经取得了长足的进步,但依然存在很多问题。从总体上讲,我国上市公司的信息质量一般,许多企业存在盈余操纵的行为,所以信息不确定性的较大。同时,我国资本市场正逐渐由一个以散户为主的市场转变为以机构投资者为主的市场。陈工孟、苒萌、高宁(2003)研究表明,我国投资者不愿承认错误,并且倾向于“过度自信”,所以他们对信息质量差的企业更可能产生大的保守性偏差。因此,我们认为,在我国,对于信息不确定性大的企业,盈余公告后的漂移主要是受到信息不确定性相关联的高风险和高回报以及投资者心理的影响,所以,会获得比信息

质量好的企业更多超常收益。为此,我们发展了假说 2。

假说 2:在其他条件相同的情况下,信息不确定性大的企业,盈余公告后累计超常收益(CAR)大于信息不确定性小的企业。

### (三) 信息不确定性与超常收益的消逝

如果投资者根据会计信号——未预期盈余,进行投资组合能获得超常收益,为什么这个超常收益没有因理性投资者的套利行为而减少。因为根据市场有效性的理论,超常收益会因为理性的投资者的套利行为很快消逝(Friedman, 1953)。事实上,大量研究证明,短期套利行为是很难实现的。DeLong 等(1990a)证明由于信息不完全造成投资者以短期行为为主,这限制了市场上的完全套利行为,因为理性的投资者或套利者无法根据不完全的信息作出是否存在套利空间的正确判断。同时,Bhushan(1994)指出,即使是信息非常有效的市场,也会因为巨大的交易成本,使得套利无法进行,从而盈余公告后的漂移能持续的存在。Easley 和 O'Hara(2001)的研究也证明了这种套利是不可能的。正是由于市场上套利策略无法实施,才使得盈余公告后漂移能持续较长一段时间。然而,从理性学习理论的观点看,随着时间的推移,理性的投资者会不断根据新的信息,修正他们对股价的预期,所以超常收益会逐渐减少。相对于信息不确定性较大的股票来说,信息质量好的股票有较少的信息不确定性,所以超常收益下降较少,或保持稳定。但是对于信息质量差的企业,理性的投资者通过对盈余公告中的未预期盈余信息的解读,会获得更多的信息,风险逐步释放,所以超常收益的下降幅度会更大一些。根据上述分析,我们提出假说 3。

假说 3:随着时间的推移,信息质量低的投资组合的平均超常收益下降要大于信息质量好的投资组合。

## 四、研究设计

### (一) 数据来源与样本选取

本文数据全部来自于香港理工大学与深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的 CSMAR 数据库系统。本文选定 1999~2004 年间上市公司的数据作为研究对象。本文选定 1999~2004 年间上市公司的数据作为研究对象,剔除了数据不完备的公司以及 ST

和 PT 公司。

1.关于企业信息不确定性的衡量。在资本市场上,投资者所能获得的企业信息最重要的是会计信息,因此对于投资者来说,企业信息的不确定性主要是指会计信息的不确定性,而会计信息的不确定性主要受会计信息质量的影响,会计信息质量越差,会计信息的不确定性越大。所以本文用会计信息的质量代表企业信息的不确定性。对于会计信息质量的衡量,我们沿用 Jennifer Francis, Ryan LaFond, Per Olsson(2003)的方法,分别用 Jones 模型和修正后的 Jones 模型计算的可操控的应计项目的大小作为会计信息不确定性的代理变量。一般认为可操控应计项目绝对数额<sup>①</sup>越大,会计信息质量越差,信息不确定性越高。

2.未预期会计盈余的计量。在证券市场中,对会计盈余的预期值进行衡量的方法常用的有判断法和统计法。所谓判断法,是以财务分析师对外发布的盈余预测为市场预测值,有时也可以用公司管理当局公布的盈余预测代替。统计法则是应用时间序列或其他统计模型来预测公司未来盈余。由于我国财务分析师预测是不公开的,该研究难以使用第一种途径确定会计盈余。所以我们沿用刘星、曾宏、王晓龙(2001),赵宇龙、王志台(1999),赵宇龙(1998)等研究方法使用幼稚模型(naive model),进行盈余预测。

已知  $E_{j,a} = E_{j,a-1} + E_{j,a}$

$a=1999, 2000, 2001, 2002, 2003$

如果  $E_{j,a} \sim (0, \sigma^2)$ , 则  $EE_{j,a} = E_{j,a-1}$

其中,  $E_{j,a} = j$  公司  $a$  年度实际会计盈余;  $EE_{j,a} = j$  公司  $a$  年度预期会计盈余。所以,未预期盈余(UE)为:

$UE = E_{j,a} - EE_{j,a} \quad a=1999, 2000, 2001, 2002, 2003$

这里我们用资产收益率代表会计盈余,我们认为,在经验(济)环境未出现较大改变的情况下,如果企业的信息质量较高,则每年资产收益率不应变化太大。

### (二) 模型设定与变量说明

根据假说 1,我们提出模型 1:

$$ABSUE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Da_{it}^2 + \alpha_2 Roa_{it} + \alpha_3 Psear_{it} + \alpha_4 Btom_{it} + \alpha_5 Ral + \alpha_{i+6} \sum_{i=1}^{13} Ind_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,ABSUE:未预期盈余的波动程度,我们用

未预期盈余的绝对值表示。未预期盈余(UE),我们用前后两年的资产收益率相减得到。 $Da^2$ :会计信息不确定程度的平方, $Da$ 通过使用 Jones 模型和修正后的 Jones 模型计算得到<sup>⑦</sup>,由于  $Da$  的取值在 0 附近表示信息不确定性小,会计信息质量高,大于(或小于)0 都意味着信息不确定性大,会计信息质量低。同时,由上面分析知,信息不确定性与未预期盈余的波动程度呈 U 型关系,所以我们预测其  $Da^2$  的系数为正。 $Roa$ :净资产收益率。我们认为盈利能力高的企业,盈余操纵的动机较小,会计信息的不确定性低,未预期盈余的波动小。 $Psear$ :主营业务利润占利润总额的比重。我们用这个指标表示永久性盈余的替代变量<sup>⑧</sup>。Freeman 和 Tse(1992)研究表明,未预期盈余的绝对值与永久性盈余成反比。这是因为未预期盈余更可能由短暂性盈余形成而非长久性盈余。 $Btom$ :当年的资产账面价值与市价比,这个值越小企业的成长性越好。成长性好的企业,盈余管理的动机较少,会计信息的不确定性低,未预期盈余的波动小。 $Ral$ :资产负债比,根据孙铮、刘凤委、汪辉(2005)研究表明,债务水平较高的企业,由于债权人的约束,会计信息趋于稳健。而会计信息稳健往往意味着企业有意调低盈余,这也可能造成未预期盈余增大。为此,我们预计该系数为负。

根据假说 2,我们建立模型 2:

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Quality_{it} + \alpha_2 Ue \times Quality_{it} \\ & + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Roa_{it} + \alpha_5 Psear_{it} + \alpha_6 Beta_{it} \\ & + \alpha_7 Btom_{it} + \alpha_8 Ral_{it} + \alpha_9 Ue_{it} + \alpha_{10} Insti_{it} \\ & + \alpha_{11-14} \sum_{t=1}^4 Year_t + \alpha_{14+m} \sum_{m=1}^{12} Ind_{im} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,  $CAR$ :累计超常收益,本文主要使用各企业年报公布后 30 天内每日累计超常收益的平均值计算该指标,并且与以前的研究保持一致,剔除了小于 1%和大于 99%的极端值。这个值主要代表年报公告后盈余漂移的程度。 $Quality$ :哑变量,1 代表会计信息的不确定性较高,信息质量较差的企业;0 代表会计信息的不确定性相对较低,信息质量较好的企业。我们以可操控应计项目( $Da$ )绝对值的中位数为界来确定会计信息质量的高低。如果  $Da$  的绝对值大于中位数,取值为 1;否则为 0。我们认为,信息质量差的企业,盈余公告后的漂移更明显,故预计符号为正。 $Ue$ :未预期盈余。大量的研究已经证明累积超常收益和未预期盈余相关(Ball and Brown, 1968; Forster, G., 1977; Beaver, Clark and Wright,

1979)。预计符号为正。 $Ue \times Quality$ :未预期盈余与会计信息质量的交乘项。我们认为,不仅会计信息质量会直接影响盈余公告后累计超常收益,而且会计信息质量和未预期盈余的共同作用也会对盈余公告后的漂移现象产生影响,故预计符号为正。 $Size$ :这个变量的选取是因为过去的文献研究表明,公开披露与非盈利信息私下传播是公司规模的增函数(Atiase, 1985; Freeman, 1987),所以,我们希望加入  $Size$  变量,以控制规模等相关因素的影响。预计符号为负。 $Roa$ :净资产收益率。我们认为盈利能力高的企业,盈余操纵的动机较小,会计信息的不确定性低,未预期盈余的波动小,预计符号为负。 $Psear$ :永久性盈余,主营业务利润占利润总额的比重。 $Ijiri$  等(1966)和 Jensen(1966)把“功能锁定”首先引入证券市场 and 财务分析中,但前者只是从一般性的理论上论述了企业管理决策中的功能锁定问题,后者采用“实验研究”(experimental study)的方法发现了功能锁定的一些证据。Ashton (1976)、Cheng 和 Birnberg(1977)、McGee(1984)也发现了相关的证据支持市场存在“功能锁定”现象。然而,国内的结论并不一致。赵宇龙、王志台(1999)发现我国资本市场上,投资者只对名义的 EPS 作出反应,不能区别 EPS 中永久盈余的经济含义,存在“功能锁定”现象。而胡志勇、魏明海(2005)发现,基金公司等机构投资者有较强的信息解读能力,能够看穿企业的盈余管理行为。所以,永久性盈余与累积超常收益的关系实际上是个实证的问题。 $Beta$ :代表企业的系统风险,利用市场模型计算得到。我们认为,系统风险高的企业超常收益较高。 $Btom$ :这里资产账面价值与市价比的选取,是为了控制企业增长能力的影响。企业的增长能力与未来的盈余水平或永久性盈余成正比(Collins and Kothari, 1989)。企业的  $Btom$  的比例越小,企业的增长能力越强。但是高增长的企业通常意味着风险很大,所以盈余公告后的超常收益也大。 $Ral$ :资产负债比例作为控制变量的选取,是为了控制企业的债务风险或失败风险(Dhaliwal, Lee and Fargher, 1991)。高负债的企业,风险也高,盈余公告后的超常收益也大。 $Insti$ :哑变量,1 代表机构投资者在前 1 年第 4 季度或本年第 1 季度重仓持有,0 代表机构投资者在此期间非重仓持有或不持有。关于机构投资者在解释 PEAD 现象的作用,现在的实证结果并未统一。Bhushan(1994)认为



PEAD由幼稚的投资者引起, Bartov 等(2000) 也证明 PEAD 与机构投资者的持股比例成负相关。这个证据说明, 机构投资者投资比例高的股票, 价格越有效。然而, 一些学者认为机构投资者没有人们想象的聪明。例如, Ca 等 (2002) 和 Griffin 等(2003) 证明许多投资者是回报冲量的追逐者, 但是这种战略并不能产生明显的超常收益。所以 Insti 与 CAR 之间的关系仍然是个实证问题。

最后, 根据假设 3, 我们提出模型 3:

$$AR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Time_{it} + \alpha_2 Time_{it} \times Quality_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

其中: AR: 盈余公告日后的超常收益。Time: 盈余公告后的天数。本文主要考察了盈余公告后 60 天的超常收益 (AR)。Time×Quality: 时间和信息质量的交乘项。Quality 是哑变量, 1 代表会计信息的不确定性较高, 信息质量较差的企业; 0 代表会计信息的不确定性相对较低, 信息质量较好的企业。我们认为, 随着时间的推移 AR 会逐渐减少, 但信息质量差的会减少更多。故预期符号为负。

四、实证结果

在对模型 1、模型 2、模型 3 进行回归前, 我们对各主要变量进行了 Pearson 相关检验, 检验结果见表 1。

(一) 模型 1 结果

首先, 我们将会计信息质量排序后作为 X 轴, Y 轴表示未预期盈余的大小。可以看出会计信息质量排序的两端——1、2 和 9、10 的未预期盈余的绝对值要大于会计信息质量排序中部的未预期盈余绝对值。而会计信息质量排序的两端代表信息不确定性高的股票, 会计信息质量排序中部代表信息不确定性相对低的股票, 因此, 图 2 直观说明未预期盈余与会计信息不确定性呈 U 型关系。

其次, 我们将 UE(未预期盈余), 从小到大排列, 并进行十等分, 其中, UE 两端的分位数(1,2 和 9,10), 表示未预期盈余变化较大, 中间分为数(3,4,5,6,7,8)表示未

预期盈余变化不大。然后观察会计信息质量在其中的分布。为了检验处于 UE 分位数两端(1,2 和 9,10)的企业会计信息质量与中间分位的企业是否存在显著差异, 以及 UE 各分位数内部会计信息质量是否存在差异, 我们又对上述各种情况下的会计信息质量进行了 T 检验。统计结果见表 2、表 3。

从表 2 中, 我们可以看出, 处于 UE 两

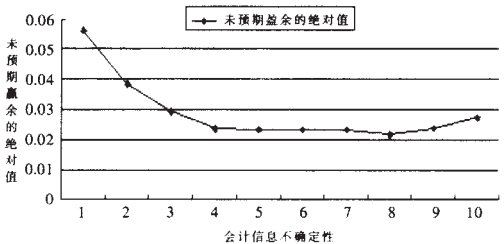


图 2 未预期盈余的绝对值与会计信息不确定性之间的关系

表 2 UE 两端分为数的会计信息质量与中间分为数的会计信息质量的 T 统计检验

	琼斯模型计算的DA					修正的琼斯模型计算的DA				
	中间分位UE		两端分位UE		T(Z)统计量	中间分位UE		两端分位UE		T(Z)统计量
	均值	中位数	均值	中位数		均值	中位数	均值	中位数	
1999~2003	0.056	0.04	0.075	0.051	-7.6*** (-7.42)***	0.057	0.041	0.077	0.052	-7.59*** (-7.61)***
2003	0.054	0.037	0.08	0.043	-3.29*** (-3.33)***	0.055	0.037	0.08	0.046	-3.28*** (-3.34)***
2002	0.053	0.038	0.07	0.043	-2.76*** (-3.08)***	0.05	0.039	0.07	0.045	-2.91*** (-3.26)***
2001	0.053	0.038	0.076	0.051	-3.9*** (-4.27)***	0.055	0.038	0.079	0.054	-4.03*** (-4.70)***
2000	0.06	0.044	0.078	0.048	-1.95** (-2.52)***	0.0628	0.045	0.082	0.05	-2.02*** (-2.45)***
1999	0.06	0.046	0.072	0.057	-1.57 (-3.35)***	0.06	0.049	0.07	0.063	-1.23 (-3.16)***

注: 括号内的值为 Z 值。其中 T 统计量由均值比较的 t 检验计算而来, Z 统计量由 Wilcoxon 检验计算而来。\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

表 1 主要变量的 Pearson 相关检验

	car	ar	Size	Roa	psear	beta	btom	ral	absue	quality
car	1									
ar	0.84 (0.00)***	1								
Size	-0.065 (0.00)***	-0.084 (0.00)***	1							
Roa	-0.13 (0.00)***	-0.149 (0.00)***	0.134 (0.00)***	1						
Psear	-0.009 (0.00)***	-0.01 (0.00)***	-0.01 (0.55)	-0.006 (0.69)	1					
Beta	0.09 (0.00)***	0.113 (0.00)***	-0.1 (0.00)***	-0.2 (0.00)***	-0.0007 (-0.998)	1				
Btom	0.0008 (0.9606)	-0.02 (0.11)	0.53 (0.00)***	0.123 (0.00)***	-0.0036 (0.82)	0.03 (0.04)**	1			
Ral	0.0495 (0.00)***	0.056 (0.00)***	0.15 (0.00)***	-0.387 (0.00)***	0.012 (0.426)	0.07 (0.007)***	-0.196 (0.00)***	1		
absue	0.077 (0.00)***	0.095	-0.16 (0.00)***	-0.77 (0.00)***	-0.008 (0.58)	0.06 (0.00)***	-0.224 (0.00)***	0.17 (0.00)***	1	
quality	0.024 (0.133)	0.0123 (0.44)	-0.07 (0.00)***	-0.117 (0.00)***	-0.015 (0.338)	-0.0089 (0.58)	-0.101 (0.00)***	0.113 (0.00)***	0.13 (0.00)***	1

注: () 内的值为 p 值。\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

端的企业的会计信息质量明显要差于处于 UE 中间分位数的企业的会计信息质量,这个结果在分年度和所有年份混合数据结果中保持一致。这说明,会计信息质量差的企业,未预期盈余相对较高。

从表 3 中,我们可以看出,处于 UE 两端的企业中,会计信息质量差的企业与会计信息质量好的企业在信息质量上的差距是明显的。而处于 UE 中间分位数的企业也存在此差别。

在上述描述性统计分析结果的基础上,我们对模型 1 进行了回归。结果见表 4。其中模型 1.1 主要的考察变量(会计信息质量)是用 Jones 模型计算得到的,1.2 主要的考察变量(会计信息质量)是用修正后的 Jones 模型计算得到的,两个回归结果并没有太大的差异。我们发现未预期盈余与企业的会计信息质量的平方项成正比,这进一步验证了我们的假设 1。另外,盈利能力、增长机会、负债水平、永久性盈余等指标均在 1% 水平上显著,系数符号与我们预计的基本一致。为了进一步控制年度因素的影响,我们利用 Panel data 对上述模型重新进行了估计,见表 4。这里模型 1.3 和 1.4 的差别只是会计信息质量的衡量变量 Da 和 Da2 不同。可以看出,除了永久性盈余不再显著外,面板数据回归结果与截面数据回归的结果基本一致:未预期盈余与企业的会计信息质量

的平方项成正比,这仍然支持我们的原假设。

## (二) 模型 2 结果

我们首先对比盈余公告后不同会计信息质量的企业的平均累计超常收益(CAR)的均值和中位数的差异,具体结果见表 5。我们发现,从总体上讲,会计信息质量差的企业,在盈余公告后平均累计超常收益较大。初步验证假设 2。为了进一步证明,我们对模型 2 进行了回归,回归结果见表 6。

模型 2.1、模型 2.2 是截面数据回归结果,二者的差别只是会计信息质量的衡量变量 Da 和 Da2 不同。我们发现,盈余公告后企业的累计超常收益与企业的会计信息不确定性成正比,这进一步验证了我们的假设 2。另外,企业的规模、盈利能力、企业的

表 3 UE 各分位数内会计信息质量比较

1999-2003混合数据	1&2分位		T(Z)统计量	9&10分位		T(Z)统计量	3,4,5,6,7,8分位		T(Z)统计量
	Good	Poor		Good	Poor		Good	Poor	
琼斯模型计算的DA	0.021	0.125	-19.33***	0.021	0.115	-10.26***	0.0212	0.098	-41.96***
	-0.02	-0.096	(-25.78)***	-0.021	-0.086	(-26.01)***	-0.02	-0.078	(-44.80)***
修正的琼斯模型计算的DA	0.021	0.129	-18.545***	0.022	0.113	-10.46***	0.022	0.101	-39.17***
	-0.021	-0.099	(-25.72)***	-0.02	-0.088	(-26.03)***	-0.02	-0.79	(-44.66)***

注:括号内的值为 Z 值。其中 T 统计量由均值比较的 t 检验计算而来,Z 统计量由 Wilcoxon 检验计算而来。\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

表 5 盈余公告后,全体样本中不同会计信息质量企业的超常收益比较

1999~2003混合数据	均值		T统计量	中位数		Z统计量
	Good	Poor		Good	Poor	
琼斯模型计算的DA	0.0086	0.0139	-2.88***	0.003	0.009	-2.53***
修正的琼斯模型计算的DA	0.0087	0.0138	-2.83***	0.0027	0.0088	-2.49***

注:对均值进行了 t 检验,对中位数进行了 Wilcoxon 秩和检验。\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。

表 4 模型 1:未预期盈余与会计信息质量的回归结果

变量	系数	符号预测	Panel data				Pool data			
			modell.3 系数	T 值	modell.4 系数	T 值	modell.1 系数	T 值	modell.2 系数	T 值
截距	$a_0$		0.108	18.54***	-0.0066	-0.38	0.09	14.82***	-0.003	-0.21
roa	$a_1$	—	-0.68	-86.17***	-0.67	-86***	-0.61	-25.91***	-0.611	-25 ***
psear	$a_2$	—	-0.000000099	-0.33	-0.000000099	-0.33	-4.13E-07	-3.77***	-4.13E-07	3.77***
btom	$a_3$	—	-0.048	-11.39 ***	-0.049	-11.43***	-0.04	-15.95***	-0.049	15.96***
ral	$a_4$	—	-0.048	-14.04***	0.047	-13.93***	-0.045	-13.41***	-0.0447	-13.35***
squda	$a_5$	+	0.04	5.35***			0.045	4.39***		
Squda2	$a_5$	+			0.03	4.83***			0.033	3.65***
Ind1-ind12	$a_6$		略去		略去		略去		略去	
Year00-year03	$a_7$		略去		略去					
观测值			3819		3819		3819		3819	
F 值 (Wald chi2)			8347.35***		8330.43***		50.71***		50.49***	
$R^2$										
Between			0.67		0.67					
Within			0.71		0.71					
Overall			0.65		0.65		64.46%		64.42%	

注:\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著。行业及年份影响未列名。对 panel data 采用随机效应模型。



系统风险(BETA)等指标均在统计上显著,系数符号与我们预计的基本一致。盈余持久性的符号为负,意味着永久性盈余占比越低,盈余公告后市场的反应越大,但在控制了年份影响后,利用 Panel data 做的结果就不显著,说明在我国,市场对永久性盈余的辨识受到不同年份的影响。整体上市场区分永久性盈余和短暂性盈余的能力较弱,这验证了赵宇龙、王志台(1999)的结论。我们利用 Panel data 对上述模型重新进行估计,见模型 2.3、2.4<sup>⑨</sup>。面板数据回归结果与截面数据回归的结论基本一致:盈余公告后超常收益的绝对值与企业的会计信息不确定性成正比。这仍支持我们的原假设。

(三)模型 3 结果

我们对模型 3 进行了回归,回归结果见表 7。我们发现,在模型 3 的回归中,时间的系数是负值,并且统计上显著,而时间和信息质量的交乘项也为负值,并且显著,这说明,随着时间的推移,信息质量差的企业 AR 下降大于信息质量好的企业。验证了我们的假设 3。

五、结论

我们用会计信息质量作为信息不确定性的衡量变量,分析了信息不确定性与会计信号——年报未预期盈余(unexpected earnings)之间的关系,进而,我们研究了信息不确定性与年报公告后的超常收益之间的关系。我们的研究发现:信息质量是 PEAD 产生和持续的重要原因之一,它既可以通过影响未预期盈余的大小间接影响盈余公告后的漂移现象(PEAD),也可以直接对 PEAD 产生影响,即在盈余公告后,信息质量差的投资组合,平均累计超常收益大于信息质量好的投资组合。另外,随着时间推移,信息质量差的投资组合的超常收益下降幅度较大,这主要是因为随着理性的投资者对盈余公告中的相关信息的解读,信息不确定性下降,风险逐步释放,所以这类股票

表 6 模型 2: 盈余公告后的累计超常收益与会计信息质量回归结果

变量	符号 预测	Panel data				Pool data			
		Model 2.3	Z值	Model 2.4	Z值	Model 2.1	T值	Model 2.2	T值
截距		0.077	2.9***	0.077	2.88***	0.077	2.77***	0.077	2.75***
quality	+	0.0064	3.29***	0.0063	3.19***	0.0064	3.17***	0.0063	3.07***
uc	+	0.0019	0.05	0.02	0.05	0.002	0.05	0.021	0.05
uc_quality	+	0.1	2.98***	0.098	2.94***	0.1	2.36**	0.098	2.31**
size	—	-0.0034	-2.53***	-0.0035	-2.56***	-0.0034	-2.43***	-0.0035	-2.46***
roa	—	-0.1	-3.78***	-0.1	-3.75***	-0.1	-3.59***	-0.1	-3.55***
psear	?	-5.30E-07	-0.84	-5.20E-07	-0.84	-5.30E-07	-7.92***	-5.20E-07	-7.76***
beta	+	0.0089	3.08***	0.0089	3.08***	0.0089	3.03***	0.0089	3.02***
btom	+	0.0034	0.38	0.0037	0.42	0.003	0.37	0.0036	0.41
ral	+	0.006	1.02	0.006	0.95	0.006	0.99	0.006	0.92
instit	?	-0.0002	-0.07	-0.0007	-0.22	-0.0002	-0.05	-0.0007	-0.2
Ind1-ind12		略去		略去		略去		略去	
Year00-year03		略去		略去		略去		略去	
观测值		3739		3706		3739		3706	
F值(Wald chi2)		124.04***		122.7***		6.26***		6.16***	
R <sup>2</sup> (%)									
Between		2.5		5.67					
Within		5.63		2.55					
Overall		3.24		3.23		3.24		3.23	

注:\*,\*\*,\*\*\* 分别表示在 10%,5%,1%的显著性水平上显著。行业及年份影响未列名。对 Ppanel Data 采用随机效应模型。Model2.1 中的质量以琼斯模型计算的 DA,Model2.2 中的质量以修正的琼斯模型计算的 DA。

表 7 模型 3: 盈余公告后的超常收益对于时间 T 的回归

变量	系数	符号 预测	Model 3			
			系数(Jones模型计算的信息质量)	T值	系数(修正Jones模型计算的信息质量)	T值
截距	$a_0$		0.004	(7.33)***	0.00025	(2.61)***
Time	$a_1$	—	2.01E-06	-0.1	-6.61E-06	(-2.34)**
Time_quality	$a_2$	—	-0.0001	(-3.86)***	-3.25E-06	(-1.36)
观测值			600		600	
F值			7.48***		5.18***	
R <sup>2</sup>			5.02%		1.96%	

注:\*,\*\*,\*\*\* 分别表示在 10%,5%,1%的显著性水平上显著。( ) 内的数字为 White (1980) 异方差调整后的 t 值。Model3.1 中的质量以琼斯模型计算的 DA,Model3.2 中的质量以修正的琼斯模型计算的 DA。

的超常收益下降幅度较大,而信息质量好的股票有较少的信息不确定性,故超常收益下降较少。

(作者单位:于李胜,上海财经大学;王艳艳,厦门大学;责任编辑:尚增健)

注释

①我们将信息不确定性高定义为信息质量差,信息不确定性低定义为质量好。同时,本文用会计信息质量作为信息质量替代变量,所以信息不确定性、信息质量、会计信息质量、盈利质量在本文是同一意思,未加区分。

② Jones 和 Litzenberg(1970), Brown 和 Kennelly(1972), Joy 等(1977), Watts(1978), Foster 等(1984), Rendleman 等(1987), Bernard 和 Thomas(1989, 1990), Freeman 和 Tse(1989), Mendenhall(1991), Wiggins(1991), Bartov(1992), Bhushan(1994), Ball 和 Bartov(1996), Bartov 等(2000)。

③比如企业的会计信息从制作、审核、传递和验证的过程需

要一定的手续和时间,又需要投入有形和无形的费用,而且这些时间和费用往往随着信息的重要性的提高而增加。

④代表性偏差:主体过度关注当前信息,而忽视过去基本信息;保守性:主体过度关注过去的基本信息,而忽视了当前的信息。

⑤反应不足可能由于投资者的不理性引起。就像 Bray and Heaton 研究表明,将理性的信息不确定性与非理性行为区分开是不可能的。我们也没有做区分二者的努力。

⑥可操控应计项目分为正的可操控应计项目和负的可操控应计项目,不管是正的可操控应计项目还是负的可操控应计项目,操控的空间越大,不确定性越高。

⑦我们用 Da2 表示修正后的 Jones 模型计算出的会计信息质量的代理变量。

⑧赵宇龙、王志台,1999;刘星、曾宏、王晓龙,2001,都使用这个指标作为永久性盈余的替代变量。

⑨模型 2.3 和 2.4 的差别只是会计信息质量的衡量变量 Da 和 Da2 不同。

#### 参考文献

(1) 陈工孟、茆萌、高宁:《中国投资者(个人/机构)行为分析》,《上证联合研究第十期课题报告》。

(2) 胡志勇、魏明海:《财务信息解释能力对价格发现机制的影响:基于封闭式证券投资基金的研究》,《金融研究》,2005 年第 7 期。

(3) 韩伟华、袁克、王亚南、陈峥嵘:《中国证券市场 PEAD 现象实证研究》,《深圳证券交易所获奖研究报告》,2003 年。

(4) 黄志忠、陈龙:《中国上市公司盈利成长规律实证分析》,《经济研究》,2000 年第 12 期。

(5) 刘星、曾宏、王晓龙:《我国上市公司盈利信息鉴别的实证研究》,《经济科学》,2001 年第 6 期。

(6) 卢锐:《盈利预测模型的改进——基于财务指标、审计师意见与未来盈利的相关性》,《中国会计学会 2005 年学术年会论文集》。

(7) 陆璇、陈小悦、张岭松、刘慧霞:《中国上市公司财务基本信息对未来收益的预测能力》,《经济科学》,2001 年第 6 期。

(8) 罗斯·瓦茨、杰罗尔德·齐默耳曼著,陈少华等译:《实证会计理论》,第 113~136 页,东北财经大学出版社,1999 年。

(9) 孙铮、刘凤委、汪辉:《债务、公司治理与会计稳健性》,工作论文,2005 年。

(10) 董驯:《上市公司年报业绩预告的股价反应研究》,《深圳证券交易所获奖研究报告》,2002 年。

(11) 薛爽:《预亏公告的信息含量》,《中国会计与财务研究》,2002 年第 9 期。

(12) 翟林瑜:《信息、投资者行为与资本市场效率》,《经济研究》,2004 年第 3 期。

(13) 张弘、唐志:《上市公司盈余预警的信息含量与传递效应的实证研究》,《深圳证券交易所获奖研究报告》,2002 年。

(14) 赵宇龙:《A 股盈余报告的有效性研究——来自上海股市的经验数据》,《经济研究》,1998 年第 7 期。

(15) 赵宇龙、王志台:《我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究》,《经济研究》,1999 年第 9 期。

(16) 周建波:《基本财务信息、盈利质量与未来盈利——来自中国 A 股上市公司的经验证据》,《中国会计与财务研究》,2004 年第 3 期。

(17) Ashton, R.H., 1976, "Cognitive Changes Induced by Accounting Change: Experimental Evidence on the Functional Fixation Hypothesis", Journal of Accounting Research, 14 (supplement).

(18) Atiase, R.K., 1985, "Predisclosure Information, Firm Capitalization and Security Price Behavior Around Earnings Announcements", Journal of Accounting Research, 23, pp.21~36.

(19) Ball, R., Brown, P., 1968, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research, 6

, pp.159~177.

(20) Bartov, E., Radhakrishnan, S., Krinsky, I., 2000, "Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements", The Accounting Review, 75, pp.43~63.

(21) Bartov, E., S. Radhakrishnan.

(22) Beaver, W., Dukes, 1973, "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations and the Behavior of Security Prices", Journal of Accounting Review, pp.320~333.

(23) Beaver, W.H., R. Clark and W. Wright, 1979, "The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors", Journal of Accounting and Economics, 2 (August).

(24) Bernard, V., Thomas, J., 1989, "Post-earnings-announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?", Journal of Accounting Research, 27, pp.1~48.

(25) Bernard, V., Thomas, J., 1990, "Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings", Journal of Accounting and Economics, 13, pp.305~340.

(26) Bhattacharya, N., 2001, "Investors Trade and Trading Response and Earnings Announcement: An Empirical Investigation", The Accounting Review, pp.76~2, pp.221~244.

(27) Bhushan, R., 1994, "An Informational Efficiency Perspective on the Post-earnings-announcement Drift", Journal of Accounting and Economics, 18, pp.45~65.

(28) Botosan, C. and M. Plumlee, 2002, "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital", Journal of Accounting Research, 40, 2: pp.89~136.

(29) Chang, D.L. and J. Birnberg, 1977, "Functional Fixity in Accounting Research: Perspective and New Data", Journal of Accounting Research (Autumn).

(30) Collins, D.W. and S.P. Kothari, 1989, "An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficient", Journal of Accounting and Economics, 11, pp.143~81.

(31) David, H., James, N.M., Linda, A.M. and Siew, H.T., 2002, "Do Individual Investors Drive Post Earnings Announcement Drift?", Working paper, Ohio State University, USA.

(32) DeLong, J.B., A. Shleifer, L.H. Summers and R. J. Waldmann, 1990a, "Noise Trader Risk in Financial Markets", Journal of Political Economy, 98, pp.703~738.

(33) Dhaliwal, D., K. Lee and N. Fargher, 1991, "The Association between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage", Contemporary Accounting Research, 8, pp.20~41.

(34) Easley, D. and O'Hara, 2001, "Information and the Cost of Capital", Cornell University Working Paper.

(35) Easley, D., S. Hvidkjaer and M.O. Hara, 2002, "Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?", Journal of Finance, 57:5(October): pp.2185~2221.

(36) Fama, 1998, "Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance", Journal of Financial Economics, 49, pp. 283~306.

(37) Foster, G., Olsen, C., Shevlin, T., 1984, "Earnings Release, Anomalies and the Behavior of Security Returns", The Accounting Review, 59, pp.574~603.

(38) Foster, G., 1977, "Quarterly Accounting Data: Time-series Properties and Predictive-ability Results", Accounting Review, pp.52, 1~21.

(39) Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper, 2002, "The Market Pricing of Earnings Quality", Duke University of Wisconsin Working Paper.

(下转第 56 页)

有更多的份额,且总量转移支付本身设计上存在着不稳定、不透明等缺点,导致了对地方财政努力的负面影响,因此,必须通过明确总量转移支付的原则、计算公式,提高转移支付对地方财政努力的激励作用;二是体现为条件转移支付的税收返还过多地考虑了历史遗留问题,同时也对落后地区和富裕地区的财政努力产生了不同的影响力,而这明显不利于缩小地区间人均财政收入差异,因此,着眼于未来和地方财政努力的刺激上来改变条件转移支付的表现形式和促进条件转移支付的透明性、规范性是十分重要和必要的。

(作者单位:乔宝云,上海大学政府效率研究中心;范剑勇,浙江工商大学;彭骧鸣,国家税务总局扬州进修学院;责任编辑:蒋东生)

### 注释

①不过从另一方面讲,本文模型过于简单,而无法从国外找到类似的理论模型。

②但随着个人所得税的重要性提高,该税种在2002年改为中央与地方共享税,分享比例为50:50,而2003年进一步改为60:40。

③在定义地方政府的目标函数时一般存在两种类型:一是作为社会经济组织者,其行为方式是最大化社会福利(Musgrave, 1959);二是布坎南型的追求预算、规模最大的利维坦政府(Leviathan Government)。本文定义的地方政府目标函数显然是传统型的前者。

④第4部分的转移支付trans1相当于中国转移支付结构中除税收返还以外的内容,它总体上是一种总量转移支付。

⑤预期财政收入的定义详见Bahl(1971,1972),这一定义在国际财政学研究中广泛流行。

⑥对于式(9)与式(10)说明如下,这两个方程均使用了one-way fixed effect 回归方法,即时间维度测量固定效应,由于在式(10)中有少数民族地区哑变量,为前后估计一致起见,我们放弃使用two-way fixed effect 方法。同时,在式(10)表达上我们省略了1995~2002年的时间哑变量。

⑦我们根据省、市、自治区一级政府的一般定义,把内蒙古、新疆、广西、西藏、宁夏列为minority中。

⑧但是我们并不能得出中国也存在“粘蝇纸效应”,因为地方政府预算支出对转移支付的弹性、地方政府预算支出对非公共部门收入增长的弹性都有待于进一步的研究,才能对“粘蝇纸效应”存在与否则有明确的定论。

### 参考文献

(1)Bahl, Roy,1971, "A Regression Approach to Tax Effort and Tax Ratio Analysis", International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 18, No. 3, November.

(2)Bahl, Roy,1972, "A Representative Tax System Approach to Measuring Tax Effort in Developing Countries", International Monetary Fund Staff Papers, March 1972.

(3)Boadway, Robin and Michael Keen,1996,"Efficiency and the Optimal Direction of Federal-State Transfers", International Tax and Public Finance, 3, pp.137~55.

(4)Dahlby, Bev, 1996, "Fiscal Externalities and the Design of Intergovernmental Grants", International Tax and Public Finance, 3, pp.397~411.

(5)Gamkhar, Shama and Wallace Oates., 1966, "Asymmetries in the Response to Increases and Decreases in Intergovernmental Grants: Some Empirical Findings", Nat. Tax J., 49, pp. 501~12.

(6)Gramlich, Edward M, 1987, "Subnational Fiscal Policy", Perspectives on Local Public Finance and Public Policy, 3: pp. 3~27.

(7)Inman, Robert P., 1988, "Federal Assistance and Local Services in the United States: The Evolution of a New Federalist Fiscal Order", in Fiscal Federalism, Harvey Rosen, ed. Chicago: U. Chicago Press, pp.33~74.

(8)Musgrave, Richard A., 1959, The Theory of Public Finance (New York: McGraw-Hill).

(9)Oates, Wallace E., 1972, Fiscal Federalism (New York: Harcourt Brace Jovanovich).

(10)Oates, Wallace E., 1994, "Federalism and Government Finance", in Modern Public Finance. J. Quigley and E. Smolensky, eds. Cambridge, MA: Harvard U. Press, pp.126~51.

(11)Sato, Motohiro,2000, "Fiscal Externalities and Efficient Transfers in a Federation", International Tax and Public Finance, 7, pp.119~39.

(12)Stine, William F., 1994, "Is Local Government Revenue Response to Federal Aid Symmetrical?", Nat. Tax J., 47, pp.799~816.

(13)Tiebout, Charles M., 1956, "A Pure Theory of Local Expenditures", Journal of Political Economy, 64, pp.416~24.

(45)Kurtz, M., 1994, "On the Structure and Diversity of Rational Beliefs",Economic Theory, 4: pp.877~900.

(46)Lewellen, J.,and J. Shanken, 2002, "Learning, Asset-pricing Tests and Market Efficiency", Journal of Finance,3: pp. 1113~1145.

(47)Merton, R., 1987, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", Journal of Finance, 42: pp.483~510.

(48)Morris, S., 1996, "Speculative Investor Behavior and Learning", Journal of Finance,32: pp.1151~1168.

(49)Timmerman, A., 1993, "How Learning in Financial Markets Generates Excess Volatility and Predictability in Stock Prices", Quarterly Journal of Economics, 108: pp.1135~1145.

(50)Lihong Liang, 2003, "Post-earnings Announcement Drift and Market Participants' Information Processing Biases", Review of Accounting Studies, 8, pp.321~345.

(上接第49页)

(40)Friedman, M., 1953, "The Case for Flexible Exchange Rates", in Essays in Positive Economics, University of Chicago Press, Chicago

(41)Freeman, R., 1987, "The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms", Journal of Accounting and Economics,9, pp.195~228.

(42)Gans Narayanamoorthy, 2001,"Implications of Conservatism for the Post Earnings-Announcement-Drift", Dissertation, University of Rochester, USA.

(43)Ijiri et, Y., Jaedicke, R.K.and Knight.K.E. 1966, "The Effects of Accounting Alternatives on Management Decision", In Research in Accounting Measurement, American Accounting Association.

(44)Jensen. R. E., 1966, "An Experimental Design for Study of Effects of Accounting Variations in Decision Making", Journal of Accounting Research, 4(Autumn).



apprehension of DLD is specious and that, in China's financial institutions, the existence of DLD has been, to a great extent, the upshot of governmental financial control in economic transition. And seigniorage has been the main revenue the government can obtain in financial control. It is this fact that the increase of base money resulting from governmental taxation has been the main cause for DLD in financial institutions. On this basis, in this paper, we have constructed a general analytical framework, forming a strong logic link between DLD, financial control and seigniorage, and analyzing their interrelation and interaction. In our study, we have also found that both the increase of DLD and the rapid swelling of China's M2 and GDP are closely associated with the policy of financial control. This new framework will help to appreciate more comprehensively and more profoundly DLD and the deep meaning—concealed therein— of transition economics.

### Between the Heavy- involvement Work System and Company Performance: the Effect of Specific Utilization of Human Capital upon the Dynamic of Environment

by Cheng Dejun and Zhao Shuming

Based on previous related researches, this article has proved the hypothesis that heavy- involvement work system has positive effect on company performance. We have introduced the concept of specific utilization of enterprise human resources as the intermediary variable and the dynamicness of environment as the regulating variable. Our case study indicates that the heavy- participation work system produces good effect on enterprise achievement through more specific utilization of human capital, and that environment dynamic has a regulating effect on the relationship between the heavy- participation work system and enterprise performance.

### Measuring and Efficiency of Dynamic Capabilities: An Empirical Study in China

He Xiaogang Li Xinchun and Fang Haiying

This paper initially defines six factors for measuring dynamic capabilities via a theoretical analysis. A semi- construction interview to CEOs and other top management team members in 29 Chinese firms is used to examine the scientificity and practicability of this measuring system. After a pilot test, it subsequently modifies the measuring factors to five aspects, which include marketing potential, organizational flexibility, strategic isolation, organizational learning, and organizational innovation. On the basis of a large- scale questionnaire investigation, this paper finally examines the restrictive factors of dynamic capabilities in the Chinese enterprises, and its contribution to performance based on 363 valid samples. The findings indicate that, dynamic capabilities is influenced by economic structure to a certain extent; among the dynamic capabilities' contribution to business performance, the effects of different capabilities are different.

### The Relationship between Uncertainty about Information and Post Earnings Announcement Drift—Evidence from the Experiences of China's Listed Companies

by Yu Lisheng and Wang Yanyan

Post- earnings announcement drift (PEAD) has been one of the topical issues in academics in cameralistics and accounting. Starting from the study of uncertainty about information, we have probed into the

appearance and continued existence of PEAD. We have concluded that the quality of information is one of the important causes for the emergence and survival of PEAD; and that not only can it indirectly affect PEAD by working on unexpected earnings, which finds expression mainly in the fact that most securities about which the information is highly uncertain have the unexpected earnings mixes, but also it can produce direct effect on PEAD, that is to say, after earnings announcement, the average accumulated abnormal returns of investment mixes with high information uncertainty are more than those of investment mixes with low information uncertainty. On the other hand, with the passage of time, the abnormal returns of securities mixes with information of low quality will drop by a wider margin, mainly because, as rational investors will gradually collect and understand the related information disclosed in earnings announcements, the information uncertainty will decrease and risks will be reduced little by little; conversely, because holders of securities are less uncertain of the information, their abnormal returns will decline by a narrower margin.

Operating performance of China's listed firms following rights issues:  
causes and consequences

Du Mian and Wang Liangcheng

This paper mainly investigates the changes and causes of operating performance of China's firms conducting rights issues. It is documented that , rights issuers experience a sharp, statically significant decrease in post-offering operating performance; from the pre-offering years to the post-offering year 2, the operating performance of issuing firms is higher than that of the non-issuer matched by industry, asset size, and operating performance, however, in the year 3 following the offering, the operating performance of issuing firms is lower than that of the non-issuer. In the years after the offering, the median issuer's operating performance rapidly deteriorates relative to the non-issuer. Consistent with the implication of the free cash flow hypothesis, the decline in post-offering operating performance is greater for issuing firms that have higher pre-offering free cash flow, and issuing firms with high ownership concentration that invest more in new assets perform better than issuing firms with low ownership concentration that do less. Among rights equity issuers, firms with more growth opportunities have larger post-offering performance declines. Finally, firm size appears to have negative impact on the post-offering performance for issuers.

---

Editor in Chief:	Li Kemu
Vice Chief_Editor:	Tian Yuan, He Shaohua, Lu Jian & Jiang Dongsheng
General Editor:	Xie Yue
President:	Gao Yanjing
Sponsor:	Development Research Centre of the State Council, P.R.C.
Add:	No.8 Dazhongsi, Donglou, Beijing, China
Tel:	(010) 62112235 62115760

---