

# 中山大学

## 二〇〇四年港澳台人士攻读博士学位研究生入学考试试题

科目代码: 400

科目名称: 会计学理论

考试时间: 4月24日下午

考生须知  
全部答案一律写在答题纸上, 答在试题纸上的不得分!  
答题要写清题号, 不必抄题。

### 一. 简答题(3 小题, 每小题 5 份, 共 15 分)

- 1、简述会计准则制定的目标导向基础 (objectives-oriented basis)
- 2、战略管理会计及其未来可能的发展
- 3、简述美国 FASB 第 141 号公告“企业合并”取消股权集合法(pooling of interest method) 的动因。

### 二. 理论分析题(2 小题, 每小题 15 份, 共 30 分)

- 1、在同时发行 AB 股的上市公司中, 经常发生境内外审计师对同一家公司发表了不同的审计意见, 请运用代理理论解释其中可能存在的各种代理问题, 并提出解决方案建议。
- 2、请从理论上分析忠实反映观 (faithful representation view) 与经济后果观 (economic consequence view) 对会计准则制定的影响

### 三. 论文评论题 (55 分)

请你对下面的这篇论文进行评论。

评论的基本要求:

首先, 概括论文的基本内容, 然后, 对论文的贡献或优点加以肯定, 并提出你认为论文存在不足的地方。

注意: 尽量给出一些建设性的、有助于论文作者修改和完善的意见或建议, 不要泛泛地说论文的贡献或不足。

另外, 在论文修改意见部分, 你也可以就作者所希望研究的问题, 重新给出一个你认为恰当的研究设计。

## 业绩预告的信息含量问题研究

——来自 A 股市场的证据

[摘要]: 本文研究了 A 股公司关于 2001—2003 年年度盈余业绩预告的临时公告。我们的研究发现, 关于年度盈余的业绩预告是具有信息含量的, 但中性的预告信息获得的累计超额报酬, 表明在我国特殊的制度背景下以幼稚模型确定未预期盈余存在一定的缺陷。在比较了市场对坏消息和好消息的反应程度后, 我们发现市场对坏消息反应更为剧烈。此外, 我们的研究还发现, 市场对不同属性的业绩预告信息的反应存在显著差异。

[关键词]业绩预告 信息含量 累计超额报酬 市场反应

### 一、制度背景与研究动机

#### (一) 业绩预告制度的初步建立

1998 年以前, 我国证券市场较少有上市公司进行盈余情况的预告, 这使得公司管理层与公司其他利益相关群体间存在着较为严重信息不对称。这就为管理层操纵盈余和大股东、大庄家的炒作提供了种种便利。诸如“新三案”、“旧三案”、“银广夏”等案件无一例外的存在管理层隐瞒真实盈余或操纵盈余的情况。年报盈余数据对于广大投资者而言, 显得十分神秘。而一些大机构、大投资者也可以利用其相对中小投资者的信息优势, 在年报公布前后大肆炒作, 以牟取暴利。在年报公布前后, 股票价格往往有较大波动, 广大中小投资者的利益无法得到切实有效的保障。

为保护中小投资者利益, 减轻公司管理层与公司其他利益相关群体间信息不对称程度, 以实现资源更为有效的配置, 证监会从 1998 年底起, 开始要求上市公司进行业绩预告。业绩预告制度的形成、发展到初步建立主要经历了以下几个过程:

- 1、1998 年底, 证监会在《关于做好上市公司 1998 年年度报告工作的通知》要求上市公司出现可能导致三年连续亏损或年度重大亏损的情况时, 需及时履行信息披露义务<sup>1</sup>。该通知的实施拉开了上市公司业绩预告的序幕。但该通知仅要求三年连续亏损或年度重大亏损的公司进行业绩预告, 业绩预告的内容显得较为简单。

- 2、2001 年 12 月 19 日, 在上交所《关于做好上市公司 2001 年年度报告工作的通知》

<sup>1</sup> 证监会《关于做好上市公司 1999 年年度报告工作的通知》、《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》也作了类似的规定。

和深交所《关于做好上市公司2001年年度报告工作的通知》中,明确要求上市公司预计可能发生亏损或者盈利水平较上年出现大幅变动的(利润总额增减50%或以上)时,应当在年度结束后30个工作日内及时履行信息披露义务<sup>2</sup>。上市公司业绩预告的内容扩展到预计亏损和预计盈利水平较上年出现的大幅变动。

3、证监会在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告》和《公开发行证券的公司信息披露编报规则第13号(季度报告内容与格式特别规定)(2003修订)》要求上市公司如能够预测下一报告期实际经营成果可能亏损或与上年同期发生大幅度变动,应给予披露。业绩预告的披露形式由临时公告扩展到中报、季报,业绩预告的对象也从年度盈余的预告扩展到季度(或下一个报告期)盈余的预告。

“业内人士认为,随着业绩预告制度由年报、中报向季报延伸,我国上市公司的业绩预告制度已初步建立”<sup>3</sup>。

## (二) 研究动机

自从Ball and Brown (1968)研究了会计盈余的信息含量问题后,越来越多的学者基于信息观(Information perspective)的构架,采用事件研究法(Event Study)对资本市场的会计盈余的信息含量进行了研究。在我国,随着资本市场的建立与发展,一些学者主要是针对年报盈余数据进行了这方面的研究(吴世农、黄志功,1997;赵宇龙,1998;赵宇龙,2000;陈晓、陈小悦、刘钊,1999等)。但由于年报披露时,往往包含着大量具有信息含量内容,如公司的股利政策、公司管理层的变更、审计报告内容等等。如何控制其它因素对会计盈余信息含量的影响就成为研究中的一个难点。

业绩预告制度的初步建立,为学者们进行会计盈余的信息含量问题研究提供了一个新的契机。首先,业绩预告的盈余数据相对年报盈余数据更为及时,从理论上来说也应当更具价值相关性;其次,业绩预告的披露形式以临时公告为主,当删除披露业绩预告前后发生了其他重大事件的样本后,就可以较为准确地研究业绩预告所披露的盈余信息的信息含量。

## 二、文献综述

### (一) 会计盈余的信息含量

Ball and Brown (1968)采用符号检验,发现了未预期的盈利的变化的符号与股票非正常报酬率符号之间的存在着显著得相关关系,从而得出了会计盈利是具有信息含量的结论。

自从Ball and Brown (1968)后,大量学者对会计盈余的信息含量问题作了进一步的研究。此后,许多学者采用均值检验、方差检验等角度检验了会计盈余的信息含量问题。也有一些学者从股票交易量的角度研究了会计盈余的信息含量问题,如Beaver (1968)、Bamber et al. (1997)等。

在国内,针对我国资本市场的会计盈余的信息含量的研究主要是从两个角度进行:其一、市场是否对会计盈余存在反应。吴世农、黄志功(1997),赵宇龙(1998),赵宇龙(2000),陈晓、陈小悦、刘钊(1999)的研究主要从这个角度进行,他们的研究都表明,会计盈余的披露有显著的价格或交易量的变化。其二、市场如何对会计盈余进行反应。如赵宇龙、王志台(1999)的研究发现,我国证券市场存在着“功能锁定”现象,表现为市场不能识别不同性质的盈余的经济含义。陈晓等(2001)发现超常交易量与盈余信息之间的相关关系并不显著。刘力等(2002)则发现,小规模的公司交易量反应不仅大而且持续时间长。

### (二) 盈利预测的市场反应

然而,一些研究也发现,由于年报盈余信息并不是一种及时的信息,使得股价中包含着更多关于企业价值的信息(Pricing lead earnings) (Beaver et al., 1980; Kothari and Sloan, 1992)。Price lead earnings 现象的存在使得研究年报盈余对股价的影响存在一定的局限性。

因此,一些学者转向研究更为及时的盈余信息,如管理层盈利预测信息。对管理层盈利预测的信息含量问题的研究主要从两个方面展开:其一、管理层盈利预测是否具有信息含量,许多研究都表明管理层盈利预测是具有信息含量(Patell, 1976; Jaggi, 1978; Penman, 1980; Waymire, 1984; Ajinkya and Gift, 1984; Pownall and Waymire, 1989; Pownall, Wasley and Waymire, 1993; Skinner, 1994; Clement, Frankel and Miller, 2003)。其二、对不同类型、不同属性的预测信息,市场反应是否有所不同。

Baginski, Conrad and Hassell (1993)验证了股价反应程度与管理层预测误差大小存在着正相关关系,起研究表明精确度越高的预测信息,信息含量越高。Penman (1984)的研究则发现,管理层往往会在推后披露坏消息的时间,以减少坏消息的市场反映。Skinner (1994)的研究指出,市场对坏信息比对好信息的反应程度更为强烈,因此管理层往往会以定性的方式披露坏消息以减少坏消息的市场反应。Clarkson等(1992)的研究则发现,与好消息相比,坏消息的市场反应程度更为强烈。Clement, Frankel and Miller (2003)研究了确认型的管理层盈余预测<sup>4</sup>(Confirming Management Earnings Forecasts)。他们的研究表明,确

<sup>2</sup> 在深交所和上交所以后各年关于做好年报(季报)工作的通知中,也作了类似规定。

<sup>3</sup> 转引《上海证券报》2002年4月9日。

<sup>4</sup> 确认型的管理层盈余预测即管理层的盈余预测与近期市场分析师的预测相差不在1%以内,或以定性披露的形式肯定近期分析师的预测。

认型盈余预测虽然是一种中性信息,但由于降低了公司未来盈余的不确定性,因而会产生显著的正的市场反应。

在我国,关于盈利预测的系统性研究较为缺乏。主要的研究有:徐宗宇(2000)分析了沪市1993-1996的盈利预测行为,其研究发现上市公司盈利预测表现出“稳健”预测的特点。张雁翔(2003)从自愿披露盈利预测的动机、盈利预测的市场反应及盈利预测与盈余管理的关系等角度分析了我国上市公司(主要是IPO公司)管理层盈利预测行为。韩爽(2001)研究了1998和1999年预告公告的信息含量,其研究表明样本公司在发布预告公告时披露效应显著,股价在[-1,1]窗口中平均下降5.98%。Liu、Wang和Zhang(2002)也研究预告公告,其结果表明市场对预告公告存在显著反应,也存在过度反应。蒋义宏等(2003)研究了业绩预警公告的信息含量,其研究表明业绩预警公告能显著改善投资者与上市公司经理人与大股东间的信息不对称,因而是具有信息含量的。

### 三、数据收集、研究假设与研究设计

#### (一) 数据收集

为避免不同制度差异的影响,本文仅研究我国证券市场A股市场。由于2001年以前的业绩预告仅包括预告公告,不便比较不同性质的业绩预告的信息含量,因此本文研究时间段为2001年至2003年,研究对象界定在关于2001—2003年年度盈余业绩预告的临时公告。

三年中A股公司披露了关于年度盈余业绩预告的临时公告的公司分别为366家、195家、245家<sup>5</sup>。三年分别删除样本213家、73家、143家,剩余研究样本分别为153家、122家和102家,共计377家。删除原因如下:(1)事件窗内公司对外披露了其他重大事件,如股权变动、资产重组、重要投资或资金运用、被诉讼处罚、高管变更、收购兼并等,或对外披露了年度报告或补充报告的;(2)披露了更正业绩预告的公司;(3)事件窗内股价资料不全或连续停牌的公司;(4)事件窗内累计超额报酬大与或小于50%的,作为极端值删除;(5)未符合规定及时披露业绩预告的。

#### (二) 研究假设与研究设计

##### 1、个股累计超额回报(Cumulative Abnormal Return)的计算

本文采用事件研究法,我们选择临时公告对外公布后第一个交易日为事件日,[-20,20]代表事件窗,以事件窗前80个交易日,即[-100,-21]为估计窗。我们采用CAPM模型计算

个股超额回报(Abnormal Return),即先利用个股日回报率与市场组合回报率采用CAPM模型以最小二乘法估算出365个公司的 $\alpha_i$ 和 $\beta_i$ ,然后再分别计算个股在事件窗的超额回报,

即

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (t = -20, \dots, 20)$$

其中 $R_{it}$ 为事件窗内某一交易日股票 $i$ 的实际回报率, $R_{mt}$ 为事件窗内某一交易日市场组合回报率。

根据以下公式计算事件窗内任意两天之间各股的累计超额回报:

$$CAR_{i,t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

事件窗内 $n$ 只股票平均累计超额回报为:

$$\overline{CAR}_{i,t_1,t_2} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

#### 2、未预期盈余的确认

业绩预告的内容主要包括5类:预计利润提高、预计利润下降、预计亏损、预计扭亏、预计盈利。本文采用幼稚模型(又称为随机游走模型)确定未预期盈余<sup>6</sup>,并进行数据分组:

组1(好消息):未预期盈余为正,这包括预计利润提高、预计扭亏和预计盈利的(上年为亏损);

组2(中性消息):未预期盈余为0或不确定的,这包括预计亏损(上年为亏损)、预计盈利(上年盈利)<sup>7</sup>;

组3(坏消息):未预期盈余为负,这包括预计利润下降、预计亏损(上年盈利)。三组数据各年分布见表1。

表1 三组数据分布表

	2001年	2002年	2003年	总样本
组1	47	26	60	133
组2	23	15	21	59
组3	83	81	21	185
合计	153	122	102	377

<sup>6</sup> 即以上年度盈余作为期望盈余,预测盈余与期望盈余的差额即为未预期盈余。

<sup>7</sup> 由于利润未发生重大变化的盈利公司并不需要进行业绩预告,因而组2主要为预计亏损(上年为亏损)的公司。

<sup>5</sup> 2002年、2003年的披露公司相对2001年有所减少,主要是因为有一些公司选择在第三季度的季报中进行了年度盈余的预告。

### 3、研究假设

根据 Parcell (1976)、Jaggi (1978)、Pennan (1980)、Waymire (1984)、Ajinkya and Gift (1984)、Pownall and Waymire (1989)、Pownall, Wasley and Waymire (1993)、Skinner (1994) 的研究则表明, 管理层盈利预测信息是具有信息含量的。因此我们提出以下假设:

假设 1: 业绩预告的信息是具有信息含量的。

假设 1-1: 好消息 (组 1) 在事件窗内会获得显著为正的累计超额回报。

假设 1-2: 坏消息 (组 3) 在事件窗内会获得显著为负的累计超额回报。

根据 Clement、Frankel and Miller (2003) 研究, 确认型盈利预测<sup>8</sup>会产生显著的正的市  
场反应。因此我们提出以下假设:

假设 1-3: 中性的预告信息 (组 2) 在事件窗内会获得显著为正的累计超额回报。

根据 Skinner (1994) 和 Clarkson 等 (1992) 的研究, 市场往往会对坏消息反应更为剧烈, 因此我们提出以下假设:

假设 2: 市场对坏消息的预告信息反应比对好消息的反应更为剧烈。

根据 Baginski、Conrad and Hassell (1993) 的研究表明精确度越高的预测信息, 信息含量越高; Skinner (1994) 的研究表明, 定量信息与定性信息市场反应存在显著差异。因此我们提出以下假设:

假设 3: 不同属性的预告信息市场反应存在显著差异。

假设 3-1: 定量的预告信息与定性的预告信息市场反应存在显著差异。

假设 3-2: 精确度不同的预告信息市场反应存在显著差异。

#### 4、研究设计

对假设 1 与假设 2 的检验, 本文均采用均值检验 (T 检验)。通过建立以下模型对假设 3 的检验。

$$CAR_{i,-20,20} = \alpha + \beta_1 cha_i + \beta_2 qua_i + \beta_3 pri_i + \beta_4 loss_i + \beta_5 size_i + \beta_6 liq_i + \beta_7 year01_i + \beta_8 year02_i + \epsilon_i$$

其中:

*cha* 为未预期盈余的替代变量, 取 1 为乐观预告, 取 0 为其他。

*qua* 为虚拟变量, 取 1 为定量预告, 取 0 为定性预告。

*pri* 为虚拟变量, 业绩预告披露时间在会计年度结束后时取 1, 否则为 0。该变量作为

业绩预告精确度的替代变量, 在会计年度结束前预告公司盈余往往面临一些不确定性, 预告的精确度相对而言可能较差; 而在会计年度结束前预告公司盈余其实仅是公司年度盈余在未经审计的情况下提前披露, 因而精确度应当较高。

Chen、Chen、Su (2001) 的研究表明, 上市公司上年度是否亏损、公司的规模和流通股比例是具有价值相关性的。因此, 我们引入这三个指标, 即 *loss*、*size* 和 *liq* 为控制变量。

其中:

*loss* 为虚拟变量, 上年度盈利为 1, 上年度亏损为 0。

*size* 为上年末公司总资产的自然对数。

*liq* 为上年末公司流通股的比例。

*year01* 和 *year02* 为控制各年可能出现的异方差的虚拟变量, 分年度回归中这两变量不存在。 *year01*=1 表示 2001 年数据, *year02*=1 表示为 2002 年数据。

#### 四、统计检验与结果分析

##### (一) 假设 1 的检验

表 2 和图 1 列出了事件窗内三组公司的平均累计超额报酬 ( $\overline{CAR}$ ) 的分布情况, 表 3 列出了事件窗内三组公司的平均累计超额报酬 ( $\overline{CAR}$ ) 的均值检验 (T 检验)。

表 2 事件窗内三组公司  $\overline{CAR}$

交易日	组 1	组 2	组 3
-20	0.0035	-0.0052	-0.0028
-19	0.0030	-0.0108	-0.0054
-18	0.0028	-0.0190	-0.0084
-17	0.0044	-0.0171	-0.0126
-16	0.0088	-0.0192	-0.0133
-15	0.0107	-0.0229	-0.0165
-14	0.0104	-0.0297	-0.0205
-13	0.0100	-0.0400	-0.0224
-12	0.0098	-0.0506	-0.0272
-11	0.0073	-0.0540	-0.0314
-10	0.0011	-0.0654	-0.0338
-9	0.0033	-0.0593	-0.0374
-8	0.0061	-0.0650	-0.0410
-7	0.0077	-0.0796	-0.0424
-6	0.0069	-0.0793	-0.0476

<sup>8</sup> 根据 Clement、Frankel and Miller (2003) 的定义, 确认型业绩预告基本等同于本文所定义的中性信息, 但在计算未预期盈余上有所差异。

表 3 三组公司  $\overline{CAR}$  的均值检验

组 1			
	均值	标准差	样本 T
$\overline{CAR}_{-20,-1}$	0.0111	0.0923	1.387
$\overline{CAR}_{-1,1}$	0.0292	0.0983	3.426***
$\overline{CAR}_{1,20}$	0.0067	0.0875	0.883
$\overline{CAR}_{-20,20}$	0.0470	0.1152	4.703***
组 2			
	均值	标准差	样本 T
$\overline{CAR}_{-20,-1}$	-0.1073	0.1021	-8.07***
$\overline{CAR}_{-1,1}$	0.0041	0.0385	0.818
$\overline{CAR}_{1,20}$	0.0361	0.0689	4.02***
$\overline{CAR}_{-20,20}$	-0.0753	0.1384	-4.179***
组 3			
	均值	标准差	样本 T
$\overline{CAR}_{-20,-1}$	-0.0639	0.1188	-7.315***
$\overline{CAR}_{-1,1}$	-0.0260	0.0831	-4.36***
$\overline{CAR}_{1,20}$	0.0308	0.0789	5.039***
$\overline{CAR}_{-20,20}$	-0.0591	0.1303	-6.169***

注: t 检验为单尾检验

综合表 2、表 3 和图 1, 可以得出以下结论:

(1) 关于年度盈余的业绩预告是具有信息含量的, 表现为组 1 公司在事件窗[-20, 20]内获得了显著为正的累积超额报酬 (T 统计检验值为 4.703, 通过了 0.01 的显著性水平); 组 3 公司获得了显著为负的累积超额报酬 (T 统计检验值为 -6.169, 通过了 0.01 的显著性水平), 这与假设 1-1 和假设 1-2 一致。然而, 组 2 公司在事件窗[-20, 20]获得了显著为负的累积超额报酬 (T 统计检验值为 -4.179, 通过了 0.01 的显著性水平), 这与假设 1-3 恰恰相反。这主要是由于本文采用幼稚模型确定未预期盈余, 因此, 我们将上年度已经亏损的公司或被

-5	0.0093	-0.0836	-0.0521
-4	0.0083	-0.0901	-0.0553
-3	0.0080	-0.0976	-0.0566
-2	0.0102	-0.1027	-0.0606
-1	0.0111	-0.1073	-0.0639
0	0.0217	-0.1092	-0.0769
1	0.0403	-0.1114	-0.0899
2	0.0462	-0.1065	-0.0944
3	0.0506	-0.1010	-0.0920
4	0.0454	-0.1024	-0.0860
5	0.0427	-0.0956	-0.0847
6	0.0432	-0.0927	-0.0830
7	0.0427	-0.0905	-0.0789
8	0.0447	-0.0882	-0.0794
9	0.0421	-0.0878	-0.0777
10	0.0409	-0.0842	-0.0749
11	0.0415	-0.0811	-0.0749
12	0.0421	-0.0801	-0.0726
13	0.0424	-0.0790	-0.0710
14	0.0418	-0.0810	-0.0681
15	0.0431	-0.0794	-0.0652
16	0.0451	-0.0794	-0.0629
17	0.0458	-0.0779	-0.0608
18	0.0463	-0.0794	-0.0594
19	0.0463	-0.0776	-0.0610
20	0.0470	-0.0753	-0.0591

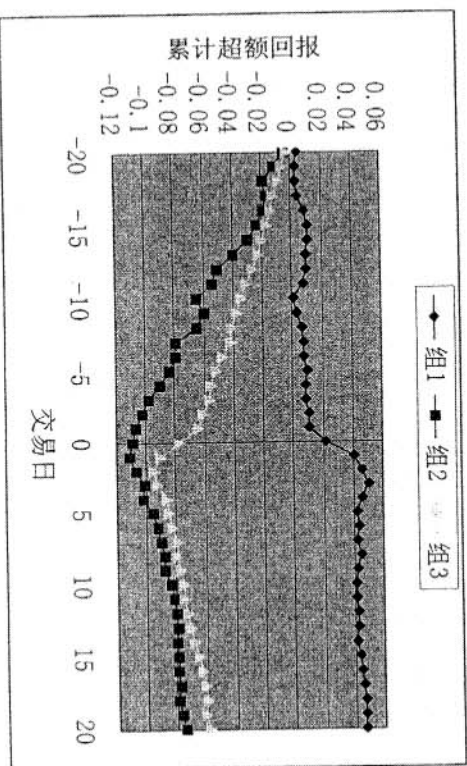


图 1 事件窗内三组公司  $\overline{CAR}$  分布图

ST 的公司当年又公布预亏定义为中性消息。而我国证券市场, 由于“壳”资源的宝贵, 面临退市压力, 已经亏损的公司往往会采用盈余管理、资产重组、并购、股权置换等方式避免连续亏损。市场往往也预期这些已经亏损的公司不会持续的亏损下去。所以, 这些已经亏损或被 ST 的公司公布预亏往往会被市场视为坏消息。这表明, 在我国特殊的制度背景下, 以幼稚模型来预测企业盈余可能存在一定的缺陷。

(2) 组 2 和组 3 公司业绩预告信息存在披露前的信息提前泄露和披露后的市场反应过度: 在[-20, -1]窗口, 组 2 和组 3 分别获得了-0.1073 和-0.0639 的累计超额报酬; 在[1, 20]窗口组 2 和组 3 分别获得了 0.0361 和 0.0308 的累计超额报酬(均通过了 0.01 的显著性水平), 这与 Liu、Wang 和 Zhang (2002) 的研究结论一致, 这表明组 2 和组 3 公司业绩预告信息存在提前泄露, 这可能与这些公司较多地受到市场关注有关, 处于规避风险的考虑业绩较差或有大幅度下降的公司往往更多地受到市场和投资者的关注。此外, 业绩较差或有大幅度下降的公司往往也有较多的违规操作或采取资产重组等方式以避免连续亏损, 这也使得这些公司更有可能受到新闻媒体的关注。

### (二) 假设 2 的检验

对每个样本公司的  $CAR_{i,-20,20}$  取绝对值, 得到  $ACAR_{i,-20,20}$ ,  $ACAR_{i,-20,20}$  的大小可作为市场反应程度的替代指标。对假设 2 的检验结果见表 4。

表 4 好消息与坏消息市场反应程度的差异检验

性质	$ACAR_{i,-20,20}$ 的均值	$ACAR_{i,-20,20}$ 的方差	样本	T
组 1	0.099	5.46E-03	133	-1.83**
组 2 和组 3	0.115	8.06E-03	244	
组 1	0.099	5.46E-03	133	
组 3	0.112	7.98E-03	185	-1.42*

注: t 检验为单尾检验。组 1 位好消息, 考虑到市场把已经亏损或被 ST 的公司公布预亏往往会被市场视为坏消息, 我们分别将组 2 和组 3、组 3 作为坏消息进行检验。

表 4 检验结果显示, 无论是将组 2 和组 3, 还是仅将组 3 时为坏消息, 市场对坏消息的反应均比好消息的反应剧烈。这与假设 2 一致。

### (三) 假设 3 的检验

对模型的回归结果见表 5。

表 5

模型回归结果

$$CAR_{i,-20,20} = \alpha + \beta_1 cha_i + \beta_2 qua_i + \beta_3 pri_i + \beta_4 loss_i + \beta_5 size_i + \beta_6 liq_i + \beta_7 year01_i + \beta_8 year02_i + \epsilon_i$$

系数	预期符号	2001 年	2002 年	2003 年	总样本
$\alpha$	?	0.132 (0.589)	9.751E-02 (0.346)	-1.676E-02 (-0.055)	0.12 (0.784)
$\beta_1$	+	8.28E-02*** (3.804)	4.162E-02 (1.5)	0.134*** (4.279)	8.810E-02*** (5.932)
$\beta_2$	+	6.99E-02*** (2.835)	5.378E-02** (2.171)	6.724E-02* (1.854)	6.431E-02*** (4.07)
$\beta_3$	+	-1.277E-02 (0.462)	4.236E-02* (1.84)	7.881E-02** (2.226)	3.644E-02** (2.323)
$\beta_4$	+	2.030E-02 (0.884)	2.208E-02 (0.736)	2.672E-02 (0.805)	2.148E-02 (1.374)
$\beta_5$	-	-9.169E-02 (-0.854)	-1.077E-02 (-0.818)	-7.895E-02 (-0.547)	-1.161E-02 (-1.614)
$\beta_6$	+	-8.226E-02 (-1.033)	7.812E-02 (0.782)	-4.716E-02 (-0.442)	-3.007E-02 (-0.564)
$\beta_7$	?	—	—	—	3.214E-02 (0.02)
$\beta_8$	?	—	—	—	2.372E-02 (1.277)
F		7.857***	3.76***	9.875***	19.533***
$Adj-R^2$	—	0.213	0.105	0.345	0.228
样本	—	153	122	102	377

注: 括号中数字为系数显著性检验的 T 统计检验值。

回归结果显示: (1) 无论总体样本还是分年度样本, 假设 3-1 均通过。表明在控制其它

影响因素下, 定量预告信息的  $\overline{CAR}$  显著地高于定性的预告信息, 这主要是因为定量信息较为明确地传递了企业盈余的信息, 因而市场反应也更为强烈。(2) 总体样本中通过了假设 3-2, 但在 2001 年度样本未通过假设 3-2。这表明会计年度后精确度较高(会计年度后披露)的预告信息信息含量较高。2001 年度样本未通过假设 3-2, 这可能与 2001 年度业绩预告制度发生了重大变更有关。由于上交所和深交所发布《关于做好上市公司 2001 年年度报告工作的通知》时间为 2001 年 12 月 19 日, 这使得当年的业绩预告较多的集中在 2002 年。(3) 2002 年度模型的  $Adj-R^2$  较低, 这可能是由于 2002 年中发生了“银广厦”等一系列会计丑闻, 导

致证券市场诚信缺失。投资者对上市公司披露的信息产生了较大质疑,表现为该年度模型未通过系数 $\beta_1$ 的显著性检验。

## 五、结论与研究的局限性

本文研究了A股公司于2001—2003年年度盈余业绩预告的临时公告。我们发现年度业绩预告是具有信息含量的;表现为好消息的业绩预告信息在事件窗[-20, 20]内可获得显著为正的累积超额报酬;而坏消息的业绩预告信息在事件窗[-20, 20]内可获得显著为负的累积超额报酬;但中性消息在事件窗[-20, 20]内也获得显著为负的累积超额报酬,这表明在我国特殊的制度背景下,以幼稚模型确认未预期盈余存在一定的缺陷。

在比较了市场对坏消息和好消息的反应程度后,我们发现市场对坏消息反应更为剧烈,这表明了我国证券市场广大投资者已具备了一定的风险规避意识。

在对假设3-1和假设3-2的检验中,总体样本均通过假设3-1和假设3-2。这表明市场对不同属性的预告信息的反应存在显著差异;定量的预告信息在窗口[-20, 20]的累计超额报酬显著地高于定性的预告信息;而精确度较高的预告信息在窗口[-20, 20]的累计超额报酬也显著地高于精确度较低的预告信息。

最后,需进一步指出的是本文的局限性。为了避免其他重大事件对业绩预告信息含量的影响,凡是在窗口[-20, 20]内发生了其他重大事件的样本均被我们删除,为此我们删除了大量样本,在判断何为重大事件的标准上,不可避免的带有一定的主观性,这些都可能对本文的研究结论有所影响。

## 参考文献

- 陈晓、陈小悦、刘钊, 1999, “A股盈余报告的有用性研究——来自上海、深圳股市的实证研究”, 《经济研究》第6期。
- 陈晓、陈淑燕, 2001 “股票交易量对年报信息的反应研究: 来自上海、深圳股市的经验证据”, 《金融研究》第7期。
- 蒋义宏、董驯、刘霞, 2003 “业绩预告公告的信息含量”, 《中国会计与财务研究》第5卷第4期。
- 刘力、俞竞, 2002, “财务年报的交易量反应与投资者‘跟风’现象: 沪市A股实证研究”, 《金融研究》第8期。
- 吴世农、黄志功, 1997, “上市公司盈利信息报告、股价变动与股市效率的实证研究”, 《会计研究》第4期。
- 薛爽, 2001 “盈亏公告的信息含量”, 《中国会计与财务研究》第3卷第3期。

赵宇龙, 1998, “会计盈余操纵的信息含量——来自上海股市的经验证据”, 《经济研究》第7期。

赵宇龙, 2000, 《会计盈余与股价行为》, 上海三联书店。

赵宇龙、王志台, 1999, “我国证券市场‘功能锁定’现象的实证研究”, 《经济研究》第9期。

张雁翎, 2003, “上市公司管理层盈利预测研究”, 博士学位论文。

Ajinkya, B. and M. Gift, 1984, “Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations”, *Journal of Accounting Research* 22: 425-44.

Beginski, S., Conrad, E., Hassell, J., 1993, “The Effects of Management Forecast Precision on Equity Pricing and on Assessment of Earnings Uncertainty”, *The Accounting Review* 68: 913-27.

Ball, R.J., and P. Brown, 1968, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, *Journal of Accounting Research* 6: 159-177.

Bamber, L.S., O.E. Barron, and Thomas, L.S., 1997, “Trading Volume and Different Aspects of Disagreement Coincident with Earning Announcements”, *The Accounting Review* 72: 575-97.

Beaver, W.H., 1968, “The Information Content of Annual Earnings Announcements”, *Journal of Accounting Research* 6: 67-92.

Beaver, W.H., Lambert, R., Morse, D., 1980, “The information content of security price”, *Journal of Accounting and Economics* 2: 3-28

Beaver, W.H., R.Clarke, and W.Wright, 1979, “The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Risk Measures”, *Journal of Accounting Research* 37: 316-40.

Clarkson, P.M., A.Donoh, G.Richardson, S.E.Setcik, 1992, “The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectus”, *Contemporary Accounting Research* 8: 601-26.

Corrado, C.J., 1989, “A Nonparametric Test for Abnormal Security-price Performance in Even Study Hypothesis Tests Using Daily Stock Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (September): 465-78.

Darrough, M.N., and N.M.Stoughton. 1990. “Financial disclosure policy in an entry game.” *Journal of Accounting and Economics* 12: 219-43.

Hayn,c., 1995, “The Information Content of Losses”, *Journal of Accounting and Economics*, 20: 125-53.

Jaggi, B., 1978, “A Note on the Information Content of Corporate Annual Earnings Forecast”, *The Accounting Review* 53: 961-967.

Kasznik, R., 1999, “On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, *Journal of Accounting Research* 37: 57-81.

Kothari, S.P., Sloan R., 1992, “Information in price about future earnings: implication for earnings response coefficients”, *Journal of Accounting and Economics* 15: 143-172.

Liu, L., Wang, Z., and Zhang, Z., 2002, “Subsequent Excess Returns after Loss Warning Announcement China's Stock Market”, Working paper.

Lys, T., S.Sohn., 1990, “The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security price changes”, *Journal of Accounting and Economics* 13: 341-364.

M.Clement, R. Frankel, J. Miller, 2003, “Confirming Management Earnings Forecasts, Earnings Uncertainty, and Stock Returns”, *Journal of Accounting Research* 41: 653-79.

Morse, D., 1981, “Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings

- Announcements: A Close Examination", *Journal of Accounting Research* (Autumn): 374-383.
- O'Brien, P.C. 1988, "Analysis: forecasts as earnings expectations", *Journal of Accounting and Economics* 10: 53-83.
- Patell, J.M., 1976, "Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests", *Journal of Accounting Research* 14: 246-76.
- Patell, J.M., M.A. Wolfson, 1981, "The Ex Ante and Ex Post Price Effects of Quarterly Earnings Announcements "Reflected in Option and Stock Prices.", *Journal of Accounting Research* (Autumn): 434-458.
- Penman, S., 1980, "An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research* 18: 132-60.
- Pownall, G., Waymire, G., 1989, "Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969-1973", *Journal of Accounting Research* 27: 227-245.
- Pownall, G., Wasley, C., Waymire, G., 1993, "The Stock Price Effects of Alternative Types of Management Earnings Forecasts", *The Accounting Review* 68: 896-912.
- Skinner, D., 1994, "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research* 32: 38-61.