年报补充更正公告的市场反应研究

张力云　夏　芸

(暨南大学管理学院　广州　510632)

【摘要】本文通过手工搜集数据,以中国A股市场2007~2011年发布过年报补充更正公告的公司作为样本,采用事件研究法和回归模型相结合,分析公告披露前后的市场反应。实证结果表明,市场对上市公司披露补充更正公告这一事件有负面反应。具体来说,市场对更正公告的反应程度最高,对涉及调减利润的公告和涉及核心指标更正的公告有显著为负的市场反应。

【关键词】补充更正公告　市场反应　累计超额回报率

根据法律规定,我国上市公司必须以定期报告的方式公开财务状况和经营成果。但上市公司披露了年报后,各种补充更正公告屡见不鲜,这不仅降低了会计信息的可靠性,还可能导致投资者做出错误的投资决策。年报补充更正公告的产生,原本是上市公司自愿或应证券交易所要求,对年报中的遗漏或错误进行的补充和更正。但我国的实际情况是,对年报进行补充更正的公司只有一部分是由于工作不够谨慎导致原本可以避免的错误发生,而相当一部分上市公司是利用年报补充更正对原本关键、敏感的信息加以掩饰。尽管近年来投资者越来越关注年报补充更正现象,但对其的研究并不多。国外学者将这一现象称为"财务重述",并认为年报补充更正通常与盈余管理有关。

以往对年报补充更正的市场反应研究架构方法单一,研究角度较为片面,一般仅采用回归模型或事件研究法进行研究,无法完整系统地体现出上市公司长期和短期两个时间段市场对年报补充公告披露后的反应。本文的创新之处在于将回归模型和事件研究法相结合,从补充更正类型、利润更正方向、补充更正原因以及补充更正披露时间四个维度,系统性地对年报补充更正导致的市场反应进行分析。

一、研究假设

1. 补充更正类型。年报补充更正会导致一定的经济后果,并通过市场反映出来。由于年报补充更正改变了投资者的信息基础,导致他们买进或抛售股票,这是对信息修正的反应。而年报补充更正有补充公告、更正公告、补充及更正公告三种类型,这三类公告包含的信息各有不同。不难猜想对于补充公告而言,更正公告给投资者的冲击性更大。补充及更正公告既涉及对年度报告信息的补充,又涉及信息的更正,市场反应应该介于补充公告和更正公告之间。因此提出假设1:市场对更正公告的反应程度高于补充公告和补充及更正公告。

2. 利润更正方向。Anderson K.L等(2002)认为,会计差错更正公告会增加投资者的不确定性,而这种不确定性会影响公司的股价。他们以1997~1999三年美国上市公司的会计差错更正公告为样本,发现在(-7,7)这一事件窗口期,披露会计差错更正公告的公司股票累计超额回报率都为负,而且会计差错更正公告的内容涉及利润更正和财务欺诈的,市场负面反应更为显著。尽管Anderson K.L等的假设证明了市场对利润更正有负面反应,却没有对利润更正方向的市场反应加以验证。考虑到投资者会根据补充更正内容在市场上做出不同反应,但高估利润的问题更为严重,投资者对高估利润的反应会高于其他情形,故提出如下假设:

假设2a:年报补充更正涉及调减利润的与未涉及调整利润的相比,市场反应显著为负。

假设2b:年报补充更正涉及调增利润的与未涉及调整利润的相比,市场反应显著为正。

3. 补充更正披露时间。我国上市公司必须在每年的4月30日前披露年度报告。作为年度报告的补充更正公告,年报补充更正公告通常会在年度报告披露后第二年的1月份开始披露。因此,笔者提出一个新的看法,就是计算时滞天数最为准确的方法,应是补充更正披露当日的日期减去1月1日得出。在我国股票市场越发有效的情况下,信息的及时性显得更为重要,及时地将需要补充或更正的公告披露有助于投资者做出正确的决策。但我国的实际情况却是,大部分公司都倾向于推迟披露,这说明这些公司补充更正公告中包含的负面信息可能较多,推迟披露的目的在于希望在推迟期间公司会有好的消息从而削弱负面信息给市场带来的消极反应。故提出假设3:年报补充更正公告越晚发布,市场反应程度越大。

4. 披露年报补充更正的原因。年报补充更正的内容五花八门,错误程度也不尽相同。既有漏登高管薪酬,股东人数有误,也有财务报表数据错误,甚至有利润表计算错误将亏损误报为盈利。不同原因导致的市场反应是有所不同的。技术原因

导致的年报补充更正往往是输入、排版错误,对公司业绩影响较小,市场反应也比较平淡。而会计原因导致的年报补充更正则要严重许多。补充更正的会计信息主要涉及与收入确认、成本费用有关的问题。故提出如下假设:

假设4a:技术问题引起的年报补充更正市场反应不显著。

假设4b:涉及核心会计信息的年报补充更正,市场反应显著为负。

二、研究设计

(一)样本选择与数据来源

实证部分的样本来自2008~2011年沪深两市所有A股上市公司以临时公告形式披露的对年度报告进行补充更正的公告,并剔除了如下补充更正公告:①剔除金融类上市公司的补充更正公告。因为此类公司与其他行业相比存在较大差异,且补充更正内容多是涉及高管薪酬,剔除不会对研究结果造成影响。②剔除ST、*ST类上市公司的补充更正公告,此类公司的股价易被操纵且涨跌受到限制,公司进入破产重整的可能性也大,会对样本代表性造成影响。③剔除在停牌期间披露或事件窗口期无交易数据的补充更正公告。

实证部分年报补充更正披露的时间和内容,来自巨潮资讯网;个股的财务数据和财务指标来自CSMAR 上市公司财务数据库;个股的收盘和市场指数则通过通达信软件获得,软件采用的是SAS 9.1。

(二)研究模型

1. 事件研究模型。本文以补充更正公告最早披露的日期作为事件日,定义为第0日。如果公告在节假日披露,则以节假日结束后的首个交易日为事件日。此外,本文主要研究披露年报补充更正后的短期市场反应,因此选择(-1,1)、(-3,3)、(-5,5)为事件窗口。确定估计窗口期,并选择公告披露前105天至前6天共100个交易日作为估计窗口,并将其定义为(-105,-6)。

计算预期回报率:本文选择事件研究法中最为常用的市场模型,公式为:$R_{it}=\alpha_i+\beta_i R_{mt}+\varepsilon_{it}$。

其中,R_{it}是第i家公司t日的日回报率,$R_{it}=P_{i,t}/P_{i,t-1}-1$,$P_{it}$为股票i在第t日的收盘价。$R_{mt}$是第t日的市场指数回报率,$R_{mt}=r_{m,t}/r_{m,t-1}-1$,$r_{mt}$为指数m在第t日的收盘指数,沪市样本选择上证指数(000001),深市样本选择深证综指(399106)。ε_{it}是方程的误差项。

通过估计事件窗口期的数据,就可以计算出每只股票对应的α和β,从而得到股票i在第t日的预期回报率:$E(R_{it})=\alpha_i+\beta_i R_{mt}$。

计算累计超额回报率:股票i在第t日的超额回报率等于实际回报率减去预期回报率,公式为$AR_{it}=R_{it}-E(R_{it})$。股票i的累计超额回报率则是在事件窗口期(t_1,t_2)的超额回报率之和,公式为$CAR_i=\sum_{t_2}^{t_1} AR_{it}$。

2. 回归分析模型。回归分析是通过拟合现象代表的数据,从而得出以方程形式表因果关系的一种方法。本文通过建立模型1用于检验假设2。

$$CAR=\alpha+\beta_1\times Dir_pos+\beta_2\times Dir_neg+\beta_3\times Ln_Size+\beta_4\times Leverage+\beta_5\times Cur_ratio+\beta_6\times Rev_growth+\beta_7\times Beta+\beta_8\times Rec_ratio+\beta_9\times Sto_ratio++\varepsilon \quad (1)$$

其中,CAR是股票在(-5,5)窗口期的累积超额回报率。其他变量定义见表1。

表1　　回归分析模型各变量定义

	变量名称	变量代码	变量说明
因变量	累计超额回报率	CAR	对累计超额回报率取绝对值
自变量	利润更正方向	Dir_pos	1=净利润增加,0=净利润不变或减少
		Dir_neg	1=净利润减少,0=净利润不变或增加
		Dir_unc	1=净利润不变,0=净利润增加或减少
	补充更正类型	Type	1=年报补充更正为更正公告
			0=年报补充更正为补充公告或补充更正公告
	会计信息及时性	Time	年报补充更正发布时间减去1月1日的天数
	更正原因	R_tech	1=补充更正内容涉及技术问题,0=未涉及技术问题
		R_core	1补充更正内容涉及收入或成本,0=未涉及收入或成本
控制变量	公司规模	Ln_size	公司上年末总资产自然对数
	资产负债率	Leverage	公司上年末负债/上年末总资产
	流动比率	Cur_ratio	公司上年末的流动比率
	主营业务收入增长率	Rev_growth	公司上年的主营业务收入增长率
	市场风险	Beta	公司上年的综合市场风险
	应收账款/总资产	Rec_ratio	公司上年应收账款净额占总资产的比重
	存货/总资产	Sto_ratio	公司上年存货净额占总资产的比重
	年度	Year	共设置5个虚拟变量:$Year_1$、$Year_2$、$Year_3$、$Year_4$、$Year_5$,其中,样本是2007年数据时$Year_1$取1,其他虚拟变量取0,以此类推。$Year_1$是基准组。

在表1中,本文选择公司规模作为控制变量是因为Bamber(1986)的实证研究表明,针对上市公司披露年报这一事件,上市公司的规模与市场反应负相关。这是因为上市公司的规模越大,受到的关注程度也就越高,投资者在年报补充更正披露前获得相关信息的可能性就越高,就不会带来很大的市场反应。相反,由于规模小的公司受到的关注度较低,所以在年报补充更正披露前投资者获得小规模公司信息的可能性较小,市场反应也就较大。另外,资产负债率用于控制公司长期偿债能力,流动比率用于控制短期偿债能力,应收账款(存货)占总资产的比重用于控制公司经营业务的复杂程度。

模型2中,Abs(CAR)是股票在(-5,5)窗口期的累积超额回报率的绝对值,在回归模型中将其取绝对值是因为此模型主要是用于研究其他变量导致市场反应的大小,并不考虑市场反应的方向。其他变量定义见表1。

$$Abs(CAR)=\alpha+\beta_1\times Type+\beta_2\times Time+\beta_3\times R_tech+\beta_4\times R_core+\beta_5\times Ln_Size+\beta_6\times Leverage+\beta_7\times Cur_ratio+\beta_8\times$$

$$Rev_growth+\beta_9\times Beta+\beta_{10}\times Rec_ratio+\beta_{11}\times Sto_ratio+\sum_{t=1}^{4}\beta_{11+i}\times Year+\varepsilon \quad (2)$$

三、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2是对样本数据的描述性统计。从表中可以发现,市场对年报补充更正的平均反应是负面的。披露的年报补充更正中,有12.63%涉及调增利润,29.50%涉及调减利润。补充更正类型有57.00%是披露更正公告,中值是更正公告。在披露时间方面,上市公司平均选择4月30日披露年报补充更正公告,这一天也是证监会要求的年度报告披露截止日。更正公告中,有13.00%涉及技术问题。46.50%涉及核心指标。

表2　　描述性统计

变 量	样本数	均 值	标准差	中 值	最小值	最大值
CAR	200	−0.025 4	0.151 2	−0.017 6	−1.156 4	0.573 8
Dir_pos	198	0.126 3	0.333 0	0	0	1
Dir_neg	200	0.295 0	0.457 2	0	0	1
Dir_unc	200	0.570 0	0.496 3	1	0	1
Abs(CAR)	200	0.097 5	0.118 2	0.066 1	0.000 1	1.156 4
Type	200	0.595 0	0.492 1	1	0	1
Time	200	119.045 0	49.090 9	112.5	21	333
R_tech	200	0.130 0	0.337 1	0	0	1
R_core	200	0.495 0	0.501 2	0	0	1

(二)公告披露前后的市场反应——基于事件研究法分析

从表3可以得知,年报补充更正披露前,市场对样本公司并无显著反应。披露当日,更正公告通过了显著性为5%的t检验,补充公告通过了显著性为10%的t检验。披露后的首个交易日,补充及更正公告在通过了显著性为5%的t检验,更正公告更是在披露后的四个交易日都通过了显著性1%至10%的t检验。累计超额回报率方面,在(−1,1)、(−3,3)、(−5,5)三个事件窗口期,补充公告、更正公告和补充及更正公告的累计超额回报率均为负值,这说明短期内,市场对披露年报补充更正公告这一事件有着负面的反应。其中,更正公告在(−1,1)、(−3,3)、(−5,5) 这三个事件窗口期都通过了显著性至少为5%的t检验; 补充及更正公告分别在这三个窗口期通过了显著性至少10%的t检验;补充公告则只在(−5,5)窗口期通过了10%的t检验。

由表4可知, 调减利润的年报补充更正在 (−1,1)、(−3,3)、(−5,5)三个窗口期的累计超额回报率均为负值,且都通过了显著性水平为1%的t检验;未调整利润的年报补充更正在这三个窗口期的市场反应均为负值,但不显著,这是因为尽管这些补充更正公告未涉及利润调整, 但由于补充更正内容可能包括了一些负面消息,导致它们的市场反应也为负值。调增利润的年报补充更正在三个事件窗口期的累计超额回报率均为正值,但不显著。究其原因,既有可能是投资者尚未得知这一消息, 也有可能是投资者在获得这一消息后短期内暂时持观望态度。

表3　　补充更正类型差异的市场反应情况

窗 口	补充公告		更正公告		补充及更正公告	
	均 值	t检验值	均 值	t检验值	均 值	t检验值
−5	−0.005 1	−1.26	0.000 1	−0.11	0.007	1.56
−4	0.001 6	0.43	0.001 8	0.51	0.010 8	1.69
−3	−0.001 8	−0.51	0.001 8	0.52	0.000 3	0.05
−2	−0.003 2	−0.88	−0.006 3 *	−1.68	−0.006	−1.28
−1	0.002 2	0.71	−0.005 2 **	−1.90	−0.008 6	−1.66
0	−0.006 3 *	−1.74	−0.010 7 **	−2.46	0.000 9	0.13
1	−0.000 2	−0.03	−0.012 3 **	−2.28	−0.017 **	−2.57
2	−0.004 9	−1.21	−0.009 1 **	−2.46	−0.013 2 *	−2.03
3	−0.007 4	−1.67	−0.003 6 *	−1.14	0.000 3	0.05
4	0.003 1	0.84	−0.002 0 **	−0.57	−0.004 8	−0.92
5	−0.004 9 *	−1.68	0.003 1	0.88	−0.017 8 ***	−3.54
CAR(−1,1)	−0.000 9	−0.22	−0.016 3 **	−2.13	−0.007 2 ***	−1.93
CAR(−3,3)	−0.009 3	−1.59	−0.012 7 ***	−2.74	−0.029 7 **	−2.42
CAR(−5,5)	−0.024 5 *	−1.83	−0.048 1 **	−2.47	−0.027 3 *	−1.70

表4　　利润变动方向的累积超额回报率检验结果

利润变动方向	CAR(−1,1)		CAR(−3,3)		CAR(−5,5)	
	均 值	t检验值	均 值	t检验值	均 值	t检验值
调减利润	−0.042 6 ***	−3.77	−0.071 7 ***	−4.10	−0.072 7 ***	−3.08
未调整利润	−0.001 5	−0.26	−0.014 7 *	−1.70	−0.006 9	−0.70
调增利润	0.013 2	1.00	0.027 7	1.47	0.029 5	1.32

(三)回归结果

线性回归方程中的多重共线性检验结果见表5。表5的数据表明, 各变量的方差膨胀因子VIF基本均低于2或在2左右,故模型1和模型2均不存在多重共线性。

表5　　自变量和控制变量的VIF值

模型1					
	Dir_pos	Dir_neg	Ln_size	Levarage	Cur_ratio
VIF	1.098 9	1.125 4	1.159 3	1.262 4	1.168 0
	Rev_growth	Beta	Rec_ratio	Sto_ratio	Year2
VIF	1.086 3	1.108 2	1.109 2	1.125 8	1.841 2
	Year3	Year4	Year5		
VIF	1.750 1	1.715 7	2.107 1		
模型2					
	Type	Time	R_tech	R_core	Ln_size
VIF	2.219 9	1.071 5	1.394 6	2.330 3	1.169 0
	Levarage	Cur_ratio	Rev_growth	Beta	Rec_ratio
VIF	1.256 7	1.156 5	1.100 6	1.104 5	1.106 7
	Sto_ratio	Year2	Year3	Year4	Year5
VIF	1.144 3	1.889 8	1.820 3	1.740 5	2.174 8

表6列出了对模型1进行回归的结果。与基准组(利润未变化组)相比,利润调增组的虚拟变量不显著,但利润调减组的虚拟变量是显著的,这说明利润调减的补充更正公告与那些未涉及利润变化的补充更正公告相比,有显著为负的市场反应,而涉及利润调增的补充更正公告尽管会带来正的市场反应,但反应不显著。

此外,模型1也支持异方差假设(Pvalue=0.882 2)。因此,假设2a得到支持,但假设2b则被拒绝。

表7是对模型2的回归结果。补充更正披露时间以及涉及核心信息的补充更正公告在1%的水平下显著,补充更正公告类型在5%的水平下显著。R^2为29.06%,调整后的R^2为23.18%,说明此模型对累计超额回报率这一事件的解释能力一般,主要可能是因为市场反应是由众多因素导致的,模型中的因素不足以概括。但模型的F值为4.94,通过了显著性为1%的t检验,说明模型的线性关系显著。

四、结论及建议

本文实证研究结果表明,市场对上市公司披露补充更正公告有负面反应。要改变年报补充更正频繁披露的现状,必须从以下三个层面进行变革:

1. 政府要加大监管力度。年报补充更正实质上是一种纠错机制,但是目前这种纠错机制却在一定程度上被上市公司滥用。因此,政府相关部门要加大监管力度,提高年度报告的透明度,减少上市公司无意犯错或故意钻政策空子的可能性。

2. 上市公司应完善公司治理结构。上市公司是年报补充更正问题发生的源头,而从根本上看,要提高会计信息质量,扭转目前上市公司频繁发布年报补充更正的情况,就应改善上市公司的治理质量,措施包括改善公司股权结构,完善独立董事制度和设立审计委员会。

3. 注册会计师应提高审计质量。尽管采用合理的审计程序后,注册会计师能在一定程度发现年报遗漏或错误,但还是有些注册会计师受到利益驱使,出具了与事实不符的审计意见。因此,应强化注册会计师行业自律和监管,加大注册会计师违规成本。

主要参考文献

1. 何威风. 财务重述:国外研究述评与展望. 审计研究,2010;2

2. 马晨,张俊瑞,李彬.财务重述影响因素研究——基于差错发生期和差错更正期的分析.山西财经大学学报,2012;5

3. 王霞,薛爽.财务重述、盈余质量与市场认知的系统性偏差.中国会计评论,2010;12

4. 周晓苏,周琦. 盈余重述的市场反应及其影响因素研究——基于我国2004~2010年数据的经验分析. 证券市场导报,2012;3

5. 李明伟,王俊芳.关于年报披露时滞影响因素的实证研究.财会月刊,2010;6

表6　模型1的回归结果

Source	自由度	Sum of Squares	Mean Square	F值	Pr>F
Model	13	0.494 6	0.038 1	1.70	0.044 1**
Error	181	4.051 6	0.022 4		
Total	194	4.546 2			

Standard Error=0.149 6;R^2=10.88%;R-Sq(adj)=4.48%

变　量	相关系数	标准差	T统计值	P值
Intercept	0.517 5	0.207 2	2.50	0.013 4
Dir_pos	0.023 14	0.033 6	0.69	0.491 9
Dir_neg	0.059 7	0.024 7	2.41	0.016 7
Ln_size	0.017 9	0.009 4	1.91	0.057 9
Leverage	0.009 8	0.070 8	0.14	0.890 1
Cur_ratio	0.000 9	0.007 5	0.13	0.895 3
Rev_growth	0.000 1	0.002 1	0.04	0.971 7
Beta	0.085 1	0.067 33	1.26	0.207 7
Rec_ratio	0.080 9	0.110 53	0.73	0.465 1
Sto_ratio	0.034 69	0.076 45	0.45	0.650 5
$Year_2$	0.057 05	0.037 08	1.54	0.125 6
$Year_3$	0.062 96	0.035 43	1.78	0.077 3
$Year_4$	0.065 73	0.039 44	1.67	0.097 3
$Year_5$	0.007 30	0.034 56	0.21	0.833 1

表7　模型2的回归结果

Source	自由度	Sum of Squares	Mean Square	F值	Pr>F
Model	15	0.803 7	0.053 6	4.94	<0.000 1***
Error	181	1.961 7	0.010 8		
Total	196	2.765 3			

Standard Error=0.104 1;R^2=29.06%;R-Sq(adj)=23.18%

变　量	相关系数	标准差	T统计值	P值
Intercept	0.504 24	0.146 7	3.44	0.000 7
Type	0.050 72	0.022 6	2.25	0.025 7
Time	0.000 5	0.000 2	3.09	0.002 3
R_tech	0.002 67	0.026 3	0.10	0.919 2
R_core	0.066 01	0.022 7	2.91	0.004 0
Ln_size	0.019 05	0.006 6	2.90	0.004 2
Leverage	0.014 41	0.049 0	0.29	0.769 3
Cur_ratio	0.001 63	0.005 2	0.32	0.752 5
Rev_growth	0.000 542 92	0.001 5	0.37	0.715 5
Beta	0.053 83	0.046 7	1.15	0.250 4
Rec_ratio	0.039 77	0.076 6	0.52	0.604 4
Sto_ratio	0.013 99	0.053 5	0.26	0.794 2
$Year_2$	0.011 67	0.026 1	0.45	0.655 4
$Year_3$	0.040 49	0.024 7	1.64	0.102 2
$Year_4$	0.035 30	0.027 6	1.28	0.2028
$Year_5$	0.007 23	0.024 4	0.30	0.7671