XBRL财务报告与盈余公告后股价漂移现象

——基于上交所上市公司的实证研究

许金叶(副教授)，王梦琳

(上海大学管理学院，上海 200436)

【摘要】本文从盈余信息市场反应的角度,研究了XBRL财务报告这一会计信息标准化措施对资本市场信息反应效率产生的影响。研究发现,我国资本市场存在盈余公告后股价漂移现象,但与大多数研究结果不同,在2007~2011年期间的盈余公告后股价漂移现象存在熊市特征:在此期间,与大多数研究结果一致,未预期盈余为负的股票价格向下漂移;而与大多数研究结果不同,未预期盈余为正的股票价格也向下漂移。同时研究还证明,XBRL财务报告的强制披露显著降低了盈余公告后的股价漂移程度,提高了资本市场的有效性。

【关键词】XBRL；会计信息标准化；盈余公告后漂移现象

一、引言

近年来,随着信息技术特别是大数据和云计算的快速发展,资本市场的资源配置效率越来越依赖会计信息化水平,而合理推动会计信息化建设的前提是实现会计信息标准化。信息标准化有利于信息供应链各环节上会计信息集成、共享和交互的顺利实现,方便快捷地为投资者提供可靠有用的会计信息,提高投资者的决策效率和决策精确度,从而提高资本市场的信息传播效率和资源配置效率。

为了进一步满足资本市场中投资者的信息需求,2003年底证监会确定将XBRL作为上市公司信息披露的技术标准。上海证券交易所在2009年全面推出XBRL平台系统,2010年国家标准化管理委员会发布了新的企业会计准则通用分类标准,并逐步推进该标准的贯彻执行。那么,这些与XBRL相关的会计标准化措施是否增强了盈余信息在资本市场的反应效率?

本文以在上交所上市的非金融类公司2007~2011年年报为样本,研究XBRL是否弱化了盈余公告后股价的漂移现象。

本研究的重点及意义在于:第一,我们研究了XBRL财务报告披露标准的实施对盈余公告后股价漂移现象的影响,发现会计信息标准化增强资本市场对盈余信息的反应效率。这一发现拓展了人们对于会计信息标准化、会计信息化的认识,丰富了我国关于盈余公告后股价漂移现象(PEAD)以及会计信息同资本市场关系问题方面的文献。第二,我们研究发现,XBRL的应用提高了资本市场的有效性,这可以为我国强制采用XBRL来优化资本市场提供实证依据,为推进会计标准化和信息化建设、提高资本市场资源配置效率提供借鉴和参考。

二、文献回顾与研究假设

1. 盈余公告后股价漂移现象。众多研究表明,市场中存在一种违背有效市场理论的异象——盈余公告后股价漂移现象(PEAD)。PEAD是由Ball & Brown于1968年研究资本市场对会计盈余信息的反应时提出,他们发现如果未预期盈余为正,盈余公告后将出现正的累计超额收益,股票价格将持续向上漂移;如果未预期盈余为负,盈余公告后将出现负的累计超额收益,股票价格将持续向下漂移。也就是说,市场对盈余信息的反应将会在盈余公告发布之后持续一段时间,这与有效市场理论相悖。之后Beaver(1973)、Foster(1977)等相继以不同的方式证明了该现象的存在。

我国学者赵宇龙(1998)选取上海股市123家公司作为样本进行研究,发现未预期盈余与股票超额收益率之间呈现显著相关关系,并且无论投资组合的未预期盈余为正还是为负,都具有负的累计超额收益率。吴世农和吴超鹏(2003)的研究结果与国外相关研究结果一致,他们以342家沪市上市公司为研究对象,发现我国股市存在PEAD现象,盈余公告发布后股价漂移方向与未预期盈余的符号相同。

周宏(2004)以2002年度沪市A股上市公司为样本,证明上市公司存在PEAD现象,但是无论投资组合的未预期盈余为正还是为负,年报公布之后,组合的超额收益都表现出持续的上升现象。

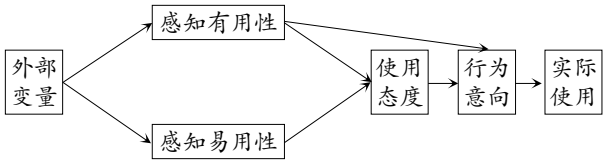
大量研究证明PEAD现象存在之后,学者们开始进一步挖掘该现象产生的原因。Bhushan(1994)的研究表明漂移大小与交易成本成正比,他认为交易成本阻碍资本市

场对盈余信息作出充分、快速的反应。另外,投资者对信息的解读能力存在差异是PEAD现象存在的一个重要原因。Bernard & Thomas(1989)、Bhushan(1994)和Freeman & Tse(1989)指出,存在部分投资者不能很好地充分利用过去公布的盈余信息对未来盈余进行预测。

2. XBRL信息披露标准与PEAD。XBRL是一种基于XML语言,通过对信息的标准化过程来节约交易成本的新型信息技术。日本学者松浦四郎在其《工业标准化原理》中指出,标准化的本质就是有意识地努力达到简化,以减少目前的复杂性并预防以后不必要的复杂性。1974年,英国标准化专家T.R.桑德斯在其撰写的著作《标准化原理与方法》中也认可上述观点。

会计信息标准化的目的就是简化会计信息的集成、共享和交互,使会计信息得到充分利用,达到最优的社会效益。以XBRL为基础和核心的会计信息标准化使信息供应链各环节上会计信息的集成、共享和交互更为容易,无论是机构投资者还是中小投资者,都可以便捷地获取信息、理解信息并使用信息。学者Asthana(2003)的研究证明了20世纪90年代信息技术的发展降低了信息搜索成本和资本市场交易费用,降低了PEAD水平。XBRL这一会计信息标准化措施对会计信息系统的整体优化,可以降低投资者获取信息的成本,增加获取信息的机会,直接影响信息在资本市场的传播效率,强化市场反应的灵敏度,弱化PEAD水平。

XBRL的推行有助于提高投资者的信息解读能力。1989年,美国学者Davis在对理性行为理论(TRA)模型改进的基础上,提出专门用于研究信息技术采纳的技术接受模型(TAM),如下图所示。



技术接受模型

TAM理论认为用户个体对一个系统或者服务的采纳和接受行为意向取决于其态度倾向,而影响用户态度倾向的是该用户在使用该系统或服务时的感知有用性和感知易用性。其中,感知有用性是指:用户认为使用某一特定系统将提高其工作绩效的程度;感知易用性是指:用户认为使用某一特定系统的难易程度。感知有用性对用户的态度和行为意图有影响作用,感知易用性对感知有用性和态度有影响作用。S.L.Jarvenpaa(2000)认为用户界面舒适性对协同电子媒介的利用有重要影响。孙建军(2013)提出了网络信息资源利用效率整合关系模型,并证实TAM模型中的感知有用性、感知易用性是影响用户利用网络信息资源时的行为意图和实际使用行为的重要解释变量。

由此,我们可知提高会计信息系统的感知易用性和感知有用性,可以帮助投资者更好地接受、理解并利用会计信息。聂萍和周戴(2011)采用专家咨询法对多个XBRL网络财务示范平台进行评分的结果表明,具有网站适航性(感知易用性)和信息披露有效性(感知有用性)可以更好地为投资者服务。

结合相关学者的研究,XBRL标准的实施能够增加投资者获取财务信息的机会并降低解读财务信息的难度,增强市场对会计信息的反应效率。

通过上述分析,我们提出如下研究假设:在其他条件不变时,XBRL标准的实施弱化了盈余公告后股价的漂移程度。

三、样本选取与研究设计

(一)样本选取

本研究采用在上海证券交易所上市的所有A股上市公司,选取在2007~2011年之间有年度报告的上市企业作为初始样本。按照现有文献的做法,剔除了如下样本:①ST/PT类样本公司;②金融类样本公司;③事件窗口期内股价不全或者连续停牌的样本公司;④事件窗口期内发布其他重大事件公告的样本公司;⑤估计期内连续5天停牌或者交易量为零的样本公司。

因为研究样本要根据未预期盈余分为好消息组和坏消息组,因此又剔除按随机游走模型估计的未预期盈余为零的样本公司,最后获得有效样本公司372个。

本文的财务数据和股价数据取自Wind数据库。数据基本处理采用Microsoft Excel ,事件研究法利用SAS软件进行,统计分析运用SPSS软件。

(二)研究设计

1. 未预期盈余(SUE)的衡量。本研究选用随机游走模型来估计未预期盈余,已有的研究证明该简单模型对未预期盈余的解释能力并不比其他复杂模型差。用$EPS_{i(t-1)}$表示上期公布的每股收益,根据随机游走模型,本期预计每股收益即为上期公布的实际收益,即:$E(EPS_{it})=EPS_{i(t-1)}$。

于是可得未预期盈余收益(UE):

$$UE=EPS_{it}-E(EPS_{it})=EPS_{it}-EPS_{i(t-1)} \quad (1)$$

进而借鉴吴世农和吴超鹏(2005)的方法,对未预期盈余进行标准化,以消除以前年度位于其盈余波动对本期位于其盈余的影响。

本文选择本年度及其之前四个年度的未预期盈余来计算未预期盈余的标准差,于是得到标准化未预期盈余(SUE)的计算公式:

$$SUE_{it}=\frac{EPS_{it}-EPS_{i(t-1)}}{\sigma_{it}} \quad (2)$$

2. 累计超额收益(CAR)的衡量。本研究选用市场调

整法计算窗口期内的累计超额收益率。R_{it}表示某股票第t日的日收益率，R_{mt}表示市场日收益率，则某股票第t日的超额收益率（AR）可表示为：

$$AR_{it}=R_{it}-R_{mt} \quad (3)$$

从而可得T个交易日的累计超额收益率（CAR）：

$$CAR_{i(t_1-t_2)}=\sum_{t=t_1}^{t_2}AR_{it} \quad (4)$$

3. 模型设定和变量定义。为了检验假设，参考Conrad（2002）、齐伟山和欧阳令南（2006）以及蒋玉梅和王明照（2010）的方法，采用模型（5）进行检验：

$$CAR_{it}=a_0+a_1SUE_{it}+a_3(SUE_{it}+XBRL)+\sum_{j=1}^{n}b_jX_{it}+\varepsilon_{it} \quad (5)$$

该模型中各变量定义如下：

（1）CAR：累计超额收益率。本研究以XBRL报告公告发布日为事件发生日，估计期窗口定为事件发生日前120个交易日，即（-120，0）。

据此，我们计算了盈余公告发布之后的第四天至第六十天窗口期即（4，60）的累计超额收益率，以此衡量盈余公告后股价漂移程度。

（2）SUE：标准化未预期盈余。

（3）XBRL：虚拟变量。上交所从2009年半年报披露开始推出全新的XBRL信息平台系统，XBRL标准实施之后取值为1，实施之前取值为0。

（4）X为其他控制变量，如企业规模、财务风险、公司账面市值比。已有研究表明这些变量对市场反应有影响作用，它们的具体衡量方法为：①SIZE：企业规模，采用年末总资产的自然对数衡量。②LEV：财务风险，采用资产负债率衡量。③BM：账面市值比，采用年末股东权益账面价值与总市值的比值来衡量。

四、实证分析结果

本研究按照各年度的未预期盈余（UE）的符号对样本进行分组，未预期盈余符号为正的为“好消息”组，未预期盈余符号为负的为“坏消息”组，分别对这两个子样本进行统计和检验。

（一）描述性统计和相关系数分析

表1是以上回归模型中各主要变量的描述性统计结果。从表1中可以看出，无论是坏消息组还是好消息组，累计超额收益率的均值与中位数都比较接近，说明样本的分布比较均衡。由于采用的是上交所上市公司2007年至2011年年报数据，2009年及其之后的上市公司年报采用了XBRL标准，所以XBRL的均值接近但是稍大于0.5，中位数为1。

表1还显示坏消息组和好消息组在盈余公告之后都具有负的非正常报酬率，而且好消息组的累计超额收益率的平均值低于坏消息组。

表2的相关系数也显示坏消息组的股价漂移与未预期盈余显著正相关，且XBRL标准的实施显著弱化股价漂移，这与假说1的预期保持一致。但是对于好消息组，未预期盈余与股价漂移呈现负相关，即虽然公告发布了利好消息，但是在公告发布一段时间后股价呈现向下漂移，而XBRL则抑制了这一趋势。

表1　主要变量的描述性统计分析

变　量	观察值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
坏消息组						
CAR（4，60）	747	-0.073	0.201	-1.089	-0.059	1.051
SUE	747	-0.999	0.701	-3.859	-0.910	-0.002
XBRL	747	0.58	0.494	0	1.00	1
SIZE	747	22.069	1.193	18.783	21.905	27.346
LEV	747	0.510	0.179	0.065	0.519	0.970
BM	747	0.453	0.272	0.006	0.394	1.651
好消息组						
CAR（4，60）	1 084	-0.085	0.203	-0.908	-0.074	0.866
SUE	1 084	1.166	0.910	0.007	1.019	6.204
XBRL	1 084	0.61	0.487	0	1.00	1
SIZE	1 084	22.032	1.166	18.814	21.872	27.753
LEV	1 084	0.498	0.179	0.032	0.499	0.916
BM	1 084	0.323	0.200	0.029	0.275	1.338

表2　主要变量的相关系数

变　量	CAR（4，60）	SUE	SUE×XBRL	SIZE	LEV	BM
坏消息组						
CAR（4，60）	1					
SUE	0.85**	1				
SUE×XBRL	-0.286***	0.390***	1			
SIZE	0.139***	0.33	-0.81**	1		
LEV	0.041	-0.022	-0.027	0.339***	1	
BM	-0.013	-0.094**	0.172**	0.367***	0.016	1
好消息组						
CAR（4，60）	1					
SUE	-0.38	1				
SUE×XBRL	0.253***	0.566***	1			
SIZE	0.126***	0.013	0.054	1		
LEV	0.043	-0.03	0.005	0.300***	1	
BM	0.038	-0.069	0.009	0.327***	-0.035	1

注：上表中，***、**分别表示在1%、5%的显著性水平上显著，下同。

（二）多元回归分析

从表3来看，模型检验的结果与描述性统计和相关系数中显示的结果保持一致。

对于坏消息组，SUE的系数在1%水平上显著为正，证明了盈余公告后股价漂移现象的存在性，说明对于未预期盈余为负的公司，其股票价格在盈余公告后一段时间

内持续向下漂移,这与国外成熟资本市场和我国早期的大多数研究结果相一致。**SUE×XBRL**与**CAR(4,60)**在**1%**水平上呈现显著负相关,支持了本文假说。

好消息组却出现了另一种结果,**SUE**的系数在**1%**水平上显著为负,其同**CAR(4,60)**呈现显著负相关,说明在盈余公告发布之后一段时间内,未预期盈余为正的公司的股票价格却出现下跌趋势,这与多数研究结论相悖。**SUE×XBRL**与**CAR(4,60)**在**1%**水平上呈现显著正相关,减缓了股票价格的反转下跌。

表3　　模型(5)的分组回归结果

变量	坏消息组 CAR(4,60)		好消息组 CAR(4,60)	
	估计系数	t统计量	估计系数	t统计量
常量	-0.389	-2.780***	-0.516	-4.470***
SUE	0.067	6.107***	-0.60	-7.672***
SUE×XBRL	-0.116	-9.687***	0.091	11.466***
SIZE	0.14	2.041**	0.020	3.637***
LEV	0.008	0.191	-0.003	-0.086
BM	0.032	0.267	-0.022	-0.716
Adj-R^2	0.133		0.120	
F统计量	23.829		30.638	

(三)稳健性检验

本文还从以下两个方面进行了稳健性测试,检验上述回归结果的可靠性。

1. 借鉴大多数研究方法,用游走模型直接估计的未预期盈余**UE**来对假设进行检验,发现结果并未改变。

2. 将窗口期延长为盈余公告后第四天至第九十天,计算累计超额收益率**CAR(4,90)**表示盈余公告后股价漂移程度,对假设进行检验之后发现结果并未改变,说明以上检验结果具有较好的稳健性。

五、研究结论与解释

本文就**XBRL**财务报告的实施对盈余公告后股价漂移现象的影响展开研讨,得出以下三点结论:

1. 年报公布后,坏消息投资组合的累计超额收益表现出显著下降,股价持续向下漂移,这与国内外大多数研究结论和理论推测保持一致。

2. 与国内外大多数研究结论不同的是,利好的盈余信息公布之后,好消息投资组合的超额收益表现出反转下降。对这一现象的可能解释是市场对好消息的预期存在反应过度,由此导致股价出现反转下跌。行为金融学认为,人并非完全理性,投资者在决策过程中可能会存在许多心理偏差。**Barberis**,**Shleifer** 和 **Vishny(1988)**基于两类典型的心理偏差——代表性偏差和保守性偏差,提出证券市场上投资者反应过度和反应不足的理论。自**2007**年至**2011**年,证券市场整体低迷,大盘下挫,处于熊市状态。对于利好消息,投资者受代表性偏差的影响,过分重视近期数据的变化,而忽视历史总体数据的变化。即一旦上市公司出现利好消息,投资者就可能如获至宝,蜂拥而至,对正面信息过于关注,高估其上升空间,从而对利好消息过度反应,导致其在事件窗口期内出现反转。

3. **XBRL**的实施降低了盈余公告后股价漂移程度。**XBRL**凭借其技术特征成为会计信息标准化的基础和核心,被用来作为财务数据标准化的方法和网上披露财务报告的通用标准。**XBRL**这一标准化措施对资本市场投资者来说有以下优点:①统一了网上的数据定义和格式,同时对其进行准确标记,提高了会计信息的可靠性,降低了投资预测的偏差程度,使投资者的决策判断更加精确。②从内容和列报形式两方面深化了会计信息的可比性,使得投资者对信息的解读能力得到提升,有助于纠正投资者的心理偏差,提高投资者的决策效率。③可以使财务信息供应链上的相关人员能够免费、自由地在不同的软件平台上准备、获取、交换和分析财务信息,增大了投资者对会计信息的获取机会,减少了投资者对信息进行搜集、分析的时间成本、人力成本和物力成本,提升了投资者对企业盈余信息的利用效率。

XBRL信息披露标准基于三方面的优势使盈余公告后股价漂移现象得到弱化。因此,我们要继续优化**XBRL**信息披露系统,加快会计信息标准化建设,从而提高我国资本市场的有效性及其资源配置效率。

主要参考文献

周宏.上海证券市场年报公布的市场效应研究[J].会计研究,**2004(7)**.

孙建军.基于**TAM**与**TTF**模型的网络信息资源利用效率研究[**M**].北京:科学出版社,**2013.**

曲吉林.**XBRL**及其对财务报告的影响[J].财会月刊,**2004(12)**.

Efendi, J., Smith, L. M., Wong, J.. Longitudinal analysis of voluntary adoption of XBRL on financial reporting [J]. International Journal of Economics and Accounting, 2011(2).

Gray, G. L., Miller, D. W.. XBRL: Solving real-world problems[J]. International Journal of Disclosure and Governance,2009(3).

Asthana, S. Impact of information technology on post-earnings announcement drift[J]. Journal of Information Systems,2003,17(1).

S.L.Jarvenpaa, D.S.Staples. The Use of Collaborative Electronic Media for Information Sharing: an Exploratory Study of Determinants[J]. Journal of Strategic Information Sytems,2000(9).

聂萍,周戴.基于**XBRL**环境网络财务报告网页呈现质量实证研究[J].会计研究,**2011(4)**.