

涉农上市公司现金流量信息的市场反映检验

德力格尔, 张永正

(内蒙古工业大学 管理学院, 内蒙古 呼和浩特 010051)

摘要: 由于农业行业的特殊性, 涉农上市公司的盈余信息质量一直以来受到投资者、监管者以及准则制定者的关注。现金流量信息是以收付实现制为基础的特殊盈余信息, 投资者能否从涉农上市公司现金流量信息中, 获取所需的决策信息值得研究。通过检验我国涉农上市公司的现金流量信息的市场反映后发现, 投资者对不同内容的现金流量信息反映有所不同, 而且农业上市公司现金流量信息的决策价值并不高, 信息含量也有待提高。

关键词: 涉农上市公司; 现金流量信息; 市场反映

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001 - 5124 (2008) 01 - 0093 - 05

一、引言

“自20世纪80年代末以来, 现金流量信息已成为西方财务报告中的一项重要内容, 企业外部的投资者、债权人和其他使用者对现金流量表的需求和应用都有明显增加。这一新发展趋势增进了财务报告对使用者决策需求的相关性, 同时对拓展财务会计理论和方法体系也有着积极的作用。”^[1] 现金流量是企业经营过程中是否健康的一种指示器, 也可以理解为现金收付制下的盈余信息。农业生产受自然条件约束大、产品生产周期性、季节性强; 生产资料与消费资料的转换, 造成成本计价的多样性; 劳动对象与劳动手段的转换, 又造成投入费用资本化的特殊性。^[2] 而这些结果必将影响农业企业资产确认计量问题、农业活动利得与损失确认问题及农业特殊项目列示问题, 最终可能还会影响盈余报告的信息质量。因此, 现金流量信息在盈余信息不确定的情况下, 是否能够提供更多的决策有用性信息仍值得研究。

二、文献回顾

盈余报告中列报的会计利润通常是会计政策的结果, 其计量规则强调以权责是否发生。相比之下, 股票市场强调现行和预期的未来净收入, 从而在反映新信息上, 股价超前会计利润。因此, 以收付实现制为基础的盈余信息变得较重要。尤其是1986年美国FASB将财务状况变动表更改为现金流量表以来, 许多学者开始关注利润与现金流量的信息含量, 并检验权责发生制是否使利润比现金流量更有信息含量。虽然Ball and Brown、Beaver and Dukes、Petell and Kaplan、Beaver、Griffin and Landsman对此问题进行了研究,^[3] 但Wilson将流动资金与现金流量分开研究拉开了新的现金流量研究序幕。^[4] Bernard and Stober在Wilson研究基础上, 通过增加样本量的方式, 对现金流包含的额外信息流进行检验。^[5] 但采用的模型仍然是Wilson模型, 能够检验现金流量具有额外信息含量, 但并不能提供直接的检验证据。Bowen在Bernard研究基础上对Wilson模型进行了修订, 仍然无法解决现金流量包含额外信息的根源。^[6]⁽¹⁷⁶⁻¹⁷⁷⁾ Rayburn有创意地研究了流动性应计利润比非流动性应计利润更具决策有用性。^[7] 现金流量具有利润信息以外的额外信息, 未预期的现金流量对于超额股票收益是一个重要的解释变量, 而现金流信息如何被股价所吸收由Sloan的创造性研究成果完成。Sloan认为随着利润构成中

收稿日期: 2007 - 05 - 28

基金项目: 内蒙古教育厅高校专项科研项目 (NJ6070)。

第一作者简介: 德力格尔 (1972 -), 男, 内蒙古鄂尔多斯市人, 内蒙古工业大学管理学院注册会计师, 博士。

现金流成份的增加和应计成份的减少,未来年度的利润将上升,未来利润的持续能力将增强。^{[6](239-243)}

Guay、Kothari and Watts、Subramanyam 研究认为随意性应计利润与股票超额回报率相关,充分披露确实提高了会计信息决策有用性。^{[6](99-101)}这些研究结论为欧美国家制定信息披露规范产生了重大影响,直接导致现金流量表的信息成为重要的信息来源,成为准则制定者的关注对象。

目前,国内有关现金流量信息的检验文献较少,具有代表性的有刘昊选取我国沪市1997-1999年度的财务报告为样本,将非预期会计盈余和非预期经营活动现金流量分别采用单独、同时与累计非正常报酬率建立回归模型,并分别采用混合样本和年度样本对假设进行检验后,发现会计盈余和经营活动现金流量都能提供决策信息,并且两者的信息含量之间存在差别,互为补充可提高对投资者决策行为的解释力。^[8]赵春光对现金流量价值相关性、会计盈余与现金流量信息含量进行了研究,认为现金流量信息的价值相关性正在逐年提高。^[9]

但尚无文献对涉农上市公司现金流量信息的市场反映进行检验。

三、研究方法

(一) 样本及数据

本文从www.hexun.com网站及上海、深圳证券交易所网站下载了51家涉农上市公司的上市年至2005年的现金流量表。我国上市公司现金流量表从1998年开始提供,样本从1999年开始的,共选取了51家涉农上市公司270个样本。

为了检验现金流量信息的市场反映,尽量地减少其他信息的干扰,共剔除了38个样本。而其中,IPO(首次公开发行股票)对股价影响很大,剔除了20个样本;ST(特别处理)也有很大影响,剔除了12个样本;为检验结果的准确性,剔除了日超额回报超过正负100%的6个样本。由于无法获取交易价格,在以上剔除样本的基础上再剔除了14个样本,最终获取了218个有效样本。

(二) 变量

本文选择了一阶矩检验方式,通过回归涉农上市公司在公告日附近股票的超额回报与未预期会计盈余相关关系来考察现金流量信息的市场反映。因此以股票超额回报、未预期盈余分别作为被解释变量和解释变量。

1. 被解释变量

计算股票超额回报的方法有多种,例如均值调整、市场调整、风险调整等。在理论上风险调整方法更为严谨一些。但根据陈小悦、孙爱军的CAPM在中国股市的有效性研究,截面检验结果表明 β 对中国股市的平均收益不具有解释能力,从而否定了其在中国股市的有效性假设。^[10]而黄志忠的相关研究表明,市场调整的计算方法更适合中国股市。^[11]因此,本文对超额回报的计算采用了市场调整模型,具体如下:

为了检验市场对现金流量信息的反映,股票日超额回报计算如下:

$$AR_{id} = R_{id} - MR_d$$

$$R_{id} = \frac{(R_{id} - P_{i(d-1)})}{P_{i(d-1)}}$$

$$MR_d = \frac{I_d - I_{d-1}}{I_{d-1}}$$

其中: AR_{id} 为*i*公司*d*日的股票超额回报; R_{id} 为*i*公司*d*日股票实际回报; MR_d 为*d*日市场的回报; P_{id} 为根据分红、送股、配股、转增、增发等不同情况,调整至基准日的*d*日收市价; P_{id-1} 为*i*公司在*d-1*日经复权处理后的股票收盘价; I_d 为*d*日市场收盘指数; I_{d-1} 为*d-1*日市场收盘指数。*d*日指报表公布日后相对日期。

股票的累计超额回报计算如下:

$$CAR_{id} = \sum_{d=1}^d \left[\frac{P_{id} - P_{i(d-1)}}{P_{i(d-1)}} - \frac{I_d - I_{d-1}}{I_{d-1}} \right]$$

d 为超常收益累计天数, 本文选取了 0 (公布当日)、2 (公布后 2 天)、5 (公布后一周)、10 (公布后两周)、15 (公布后 3 周)、20 (公布后 4 周) 等累计天数。

2. 解释变量

计算未预期现金流量表相关信息时采用了幼稚模型。假定 UE_{iy} 为 i 公司在 y 年的未预期现金流量信息, E_{iy} 为 i 公司 y 年实际现金流量信息, EE_{iy} 为 i 公司 y 年预期现金流量信息, 则: $UE_{iy} = E_{iy} - EE_{iy}$ 。在幼稚模型中, 用上一年实际现金流量 $E_{i(y-1)}$ 来替代当年的预期现金流量信息, 因此 $UE_{iy} = E_{iy} - E_{i(y-1)}$ 。为了消除公司规模不同而造成的干扰, 用 $t-1$ 年底的股价作为平减因子, 即最终的 $UE_{iy} = UE_{iy} / P_{y-1}$ 。

(三) 研究假设及模型

现金流量信息一般通过现金流量表来提供。现金流量表将企业经营过程中产生的全部现金流量分为现金流入和现金流出两类, 并且按照经营活动、投资活动和筹资活动再分类列示。一般认为, 根据这三大类别划分现金流动, 较之简单罗列各项现金流动能够提供更有助于使用者决策的信息。由于现行的会计系统是基于权责发生制而设计的, 包括不少应计、递延账户以及一些收入与费用账户在期末无余额, 通常情况下会计盈余与现金流量之间存在如下关系: 会计盈余=现金流量+会计应计收益; 如果把现金流量展开, 会计盈余与现金流量之间关系可描述如下: 会计盈余=经营活动现金净流量 ± 经营活动应计收益+投资活动净流量+筹资活动净流量 ± 非经营活动应计收益。

如果按财务会计理论的假设, 投资者从现金流量表中获取更多的信息, 应当对经营活动净流量、经营活动应计收益、投资活动现金净流量、筹资活动净流量、非经营活动应计收益、现金流量净额作出反应。由于涉农上市公司资产的特殊性、收益决定模式的差异, 投资者应当从现金流量表获取更多信息。通过考察不同现金流量的未预期变动对市场的影响, 可以检验现金流量信息的信息含量。本文从现金流量表的功能及以往学者的研究结论出发, 做出如下假设:

假设1: 涉农上市公司投资者更加关注经营活动现金流量, 此变量与超额回报正相关。

假设2: 投资者对涉农上市公司投资活动和筹资活动的流量感兴趣, 两个变量应当显著。

假设3: 会计应计收益与公司超额回报负相关。

假设4: 从报表公布日开始, 信息的相关度应越来越高。

便于检验假设建立如下模型:

$$CAR_{i(t+1)}^w = \alpha_0 + \alpha_1 RUCFO_{it} + \alpha_2 RUAO_{it} + \alpha_3 RUNCF_{it} + \alpha_4 RUTA_{it} + \alpha_5 RUCFI_{it} + \alpha_6 RUCFF_{it} + \zeta$$

其中: t 为某年 (盈余报告公布年), i 为某涉农上市公司, w 表示年报公布日至四周 (0、2、5、10、15、20 天) 的期间。 CAR 表示累计超额回报, $RUCFO$ 为未预期经营活动净现金流量, $RUAO$ 为未预期经营活动应计收益, $RUNCF$ 为未预期净现金流量, $RUTA$ 表示未预期应计收益总额, $RUCFI$ 表示未预期投资活动现金净流量, $RUCFF$ 表示未预期筹资活动现金净流量。 $\alpha_0 \sim \alpha_6$ 为参数, ζ 为残差。

四、数据分析

(一) 被解释变量的相关性分析

根据超额回报计算公式, 各期累计超额回报应当有一定的相关性。从表1可以看出, 会计报告公布日的超额回报与累计两天和累计一周的超额回报相关性最大, 基本上正相关的, 也就是说公布日的超额回报基本决定了一周的超额回报情况。但到了第二周超额回报有了新的调整, 与公布日的超额回报相关程度下降, 应当说两周后市场取得了进一步的消息, 对原有的估计作出了调整。第三周、第四周的累计超额回报与报告公布日的回报相关性进一步下降, 到第四周的时候降至 0.55。但第二周累计超额回报与第三周、第四周的累计超额回报有一定的相关性。

表1 超额回报相关性分析

	CAR^0	CAR^2	CAR^5	CAR^{10}	CAR^{15}	CAR^{20}
CAR^0	1.000000	0.981937	0.927754	0.446755	0.526063	0.559758
CAR^2		1.000000	0.961376	0.496516	0.579726	0.604189
CAR^5			1.000000	0.688384	0.753338	0.772843
CAR^{10}				1.000000	0.993055	0.988646
CAR^{15}					1.000000	0.996695
CAR^{20}						1.000000

(二) 解释变量的相关性分析

如果考察不同的现金流量的相关性,我们可以发现一些有趣的现象(详见表2)。

表2 现金流量数据相关性分析

	$RUCFO$	$RUAO$	$RUNCF$	$RUTA$	$RUCFI$	$RUCFF$
$RUCFO$	1.000000	0.869477	0.248774	-0.132108	0.124074	-0.407900
$RUAO$		1.000000	0.165973	-0.240485	0.191163	-0.447150
$RUNCF$			1.000000	-0.881524	0.202376	0.572834
$RUTA$				1.000000	-0.224138	-0.524278
$RUCFI$					1.000000	-0.504051
$RUCFF$						1.000000

经营活动现金流量的变动与经营活动应计会计收益变动正相关,相关程度为0.86。经营活动现金净流量变动与现金净流量关联度非常低,仅为0.24,表明涉农上市公司的现金净流量与投资活动和筹资活动的现金流量变动有关,整个现金流量中经营活动现金流量贡献程度非常低。经营活动现金流量变动与应计会计收益变动和筹资活动流量变动负相关,涉农上市公司通过筹资来维持经营的证据明显,而且暗示着人为地调整利润的迹象。从投资活动流量变动来看,经营活动并未给企业扩大规模带来资金支持,而主要靠筹资活动来支撑规模,其相关系数为-0.5。企业净现金流量变动与筹资活动流量变动正相关,再一次说明涉农上市公司现金流量主要依靠筹资活动来完成。应计会计收益变动和经营活动应计会计收益变动负相关,企业通过两类应计方式调整利润的证据明显。

五、检验结果

对 CAR^0 、 CAR^2 、 CAR^5 、 CAR^{10} 、 CAR^{15} 、 CAR^{20} 等超额回报进行逐步回归,并充分考虑多重共线、自相关、异方差等问题后,其检验结果表明,现金流量表作为一种特殊的盈余信息其提供的信息含量比较低,见表3。从各期间的回归模型结果来看,模型的拟合度非常低, R^2 一直没有超过4%的水平,方程的F检验在10%的水平上统计不显著。赵春光的实证分析认为我国上市公司披露的现金流量具有价值相关性,其价值相关性主要来自于当期的现金流量。^[9]从涉农上市公司的检验结果看并不支持此观点。

表3 模型的拟合度及显著性水平

被解释变量	CAR^0	CAR^2	CAR^5	CAR^{10}	CAR^{15}	CAR^{20}
拟合度(R^2)	0.01	0.02	0.01	0.03	0.04	0.02
$P(F$ 值)	0.30	0.15	0.38	0.06	0.16	0.22

从不同累计回报期间的回归结果中选择系数变化较显著的解释变量,构成了表4。

从表4可以看出涉农上市公司投资者并没有关注经营活动现金流量,无法支持假设1。涉农上市公司投资者对投资活动和筹资活动的流量信息并没有密切关注,同时在各期间的回归结果中也没有显著性,因此假设2不成立。从涉农上市公司会计应计收益的方向来看与超额回报正好相反,但只有在报表公布后的三周和四周系数的T检验在5%的水平上显著,从而有限地支持了假设3。对涉农

上市公司现金流量信息含量进行检验时, 曾假设信息的相关度会有持续提高的过程, 但检验结果并不支持此假设, 因此假设 4 不成立。

表 4 解释变量的显著性水平

被解释变量	CAR^0	CAR^2	CAR^5	CAR^{10}	CAR^{15}	CAR^{20}
经营活动净流量变动	——	——	——	——	$1.05E-07^*$	$1.17E-07^{\Delta}$
现金净流量变动	——	$1.0E-10^{\Delta}$	——	$1.1E-09^{\Delta}$	$1.05E-07^*$	——
会计应计收益的变动	$-6.9E-11^{\Delta}$	$-2.0E-10^{\Delta}$	$-1.6E-10^{\Delta}$	$-1.0E-09^{\Delta}$	$-1.5E-09^*$	$-7.6E-09^*$
经营活动应计收益变动	$-1.0E-10^{\Delta}$	——	$1.7E-10^{\Delta}$	——	$-1.6E-09^*$	$-7.3E-09^*$

注: *为 5% 水平上通过显著性检验, **为 10% 水平上通过显著性检验, Δ 为未通过 10% 水平上的检验, —— 为未出现在回归结果中。

农业上市公司现金流量信息决策有用性水平低可能与两个因素有关。第一个因素是农业上市公司涉农交易或事项的确认、计量以及披露的细则缺失; 第二因素是在市场的效率上, 尤其是机构投资者的缺失, 无法辨别信息的准确含量或市场缺乏风险回避机制, 股指整体上升或下跌, 股指计量不准确, 所以导致对日超额汇报的计量有误。因此, 若想提高会计信息的信息含量, 必须在加快涉农项目规则制定的同时培育机构投资者, 使市场更有效地吸收更多的专业信息。

参考文献

- [1] 林志军, 葛家澍. 现代西方财务会计理论[M]. 厦门: 厦门大学出版社, 1989: 267 - 269.
- [2] 张心灵, 王平心. 生物资产计量模式选择的思考[J]. 会计研究, 2004(10): 33 - 36.
- [3] 黄志忠. 财务信息与证券市场: 经验的分析[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2003: 55 - 60.
- [4] WILSON G P. The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings[J]. The Accounting Review, 1987(63): 293 - 322.
- [5] BERNARD V, STOBER T. The nature and amount of information in cash flows and accrual[J]. The Accounting Review, 1987, 64: 624 - 652.
- [6] 威廉·R. 司可脱. 财务会计理论[M]. 陈少华, 译. 北京: 机械工业出版社, 2000.
- [7] RAYBURN J. The association of operating cash flow and accruals with security returns[J]. Journal of Accounting Research Supplement, 1986, 24: 112 - 133.
- [8] 刘昊. 会计盈余和经营活动现金流量的信息含量的实证研究[J]. 预测, 2001(6): 44 - 47.
- [9] 赵春光. 现金流量信息的价值相关性——兼论现金流量准则的实施效果[J]. 会计研究, 2004(2): 29 - 35.
- [10] 陈小悦, 孙爱军. CAPM 在中国股市的有效性检验[J]. 北京大学学报: 哲学社会科学版, 2000(4): 11 - 15.
- [11] 黄志忠, 陈龙. 中国上市公司盈利成长规律实证分析[J]. 经济研究, 2000(12): 11 - 19.

A Test of the Market Response to the Cash Flow Information of Public Companies in the Agricultural Sector

DELI Ge'er, ZHANG Yong-zheng

(School of Management, Inner Mongolia University of Technology, Hohhot 010051, China)

Abstract: Due to the particularity of the agriculture sector, the quality of accounting information from agricultural sector public companies has attracted attention of investors, supervisors and principals setters. The cash flow information is a kind of special accounting information based on the practice of collecting and paying. Whether investors can obtain the information for decision-making from the cash flow information released by public companies in the agricultural sector is an issue well worth studying. A test of the market response of the cash flow information from public companies in the agricultural sector shows that investors vary in their response to varying cash flow information, and that the quality of cash flow information from public companies in the agricultural sector needs to be improved.

Key Words: public companies in the agricultural sector; cash flow information; market response

(责任编辑 张聪群)