

# 上市公司盈余管理影响股价信息含量的传导路径

——基于应计与真实盈余管理的分析

胡华夏(教授), 洪 荭(副教授), 刘梦蝶

**【摘要】** 本文建立了不同方向的应计和真实盈余管理影响股价信息含量的传导路径模型,以2009~2014年沪深A股2334家上市公司为样本,研究了盈余管理对股价信息含量的影响。结果显示:公司通过应计盈余管理向市场传递内部信息,最终会增加股价信息含量,相较于负向应计盈余管理,正向应计盈余管理对股价信息含量的影响更为显著;真实盈余管理扭曲了公司实际经营状况,对公司未来业绩存在负面影响,最终会使股价信息含量降低,并且负向真实盈余管理对股价信息含量的影响更为显著。进一步研究发现,市场信息交易程度会作用于盈余管理影响股价信息含量的传导路径。

**【关键词】** 应计盈余管理; 真实盈余管理; 股价信息含量; 传导路径

**【中图分类号】** F832

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2017)06-0003-7

## 一、引言

中国的资本市场目前处于“新兴加转轨”阶段,市场中充斥着反映资产内在价值的公开信息和影响资产价格涨跌的各种噪声,存在着显著的“板块联动”现象、“指标股效应”和“同涨同跌”现象。从2014年A股市场出现转折性巨变,到2015年多次上演千股跌停、千股涨停的悲喜剧,都表明我国股价更多地受到宏观环境和市场层面因素的影响,难以充分反映公司特质信息,股价信息含量较低。

从信息传递的角度来讲,投资者作为信息交易主体,公司披露的会计信息是投资者分析公司内在价值的基础,直接影响其投资决策,并通过市场交易将公司层面信息逐步反映到股价中,进而影响股价信息含量。然而,上市公司基于盈余管理动机,会通过盈余管理行为调整或扭曲会计信息,从而影响投资者对上市公司股票价值与公司未来收益预期的判断。那么,不同盈余管理方式是否会增加或者减少股价信息含量?不同方向的盈余管理是如何将公司内部信息间接地传递给股票市场的?市场交易程度对这一信息传递过程有何影响?这些都是有待深入探究的问题。

鉴于此,本文从微观层面入手,剖析盈余管理与股价信息含量的内在关联,研究不同方式和不同方向的盈余管理影响股价信息含量的传导机理。本文的创新点在于:①不同于以往研究多探索信息透明度、会计信息质量以及其他市场因素对股价信息含量的影响,本文以盈余管理动机为切入点,深入剖析不同盈余管理方式下所产生的会计信息对股价信息含量的影响差异;②本文揭示了不同方向的盈余管理所引起的市场反应差异;③本文考虑了市场交易程度,进一步认识盈余管理对股价信息含量的影响。因此本文研究对于建立盈余管理的监管和约束机制,营造公平、竞争的市场环境,充分发挥市场对资源配置的引导作用都具有深刻的理论价值和实践指导意义。

## 二、理论分析与研究假设

### 1. 盈余管理与股价信息含量。

(1) 盈余管理。盈余管理的方式分为应计盈余管理和真实盈余管理。其中,应计盈余管理是指利用会计政策影响应计项目计量的方式,真实盈余管理则是指操纵真实经营活动进而影响财务报告的方式。应计盈余管理是基于变更会计政策或会计估计实

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目(项目编号:71673212); 国家自然科学基金项目(项目编号:71450005)

现,并不会对企业现金流量产生影响,且仅影响当期盈余。真实盈余管理则通过真实经济活动来实现盈余管理,虽然经营者能够通过真实盈余管理在短期内实现盈余目标,但这是以牺牲公司长远利益为前提,会降低公司内在价值、损害外部投资者利益。盈余管理动机分为机会主义动机和非机会主义动机。机会主义动机观认为,管理层为获取自身利益或满足业绩目标及公司经营需求,会操纵盈余以误导信息使用者。而基于非机会主义观,盈余管理动机主要反映在有效契约观和信息观两个方面,其共同的初衷在于以不损害公司内在价值为前提,向外部传递内部信息。

(2) 股价信息含量。Beaver 于 1980 年最早提到了股价信息含量,并将其定义为股价中包含的除历史盈余信息之外的关于未来盈余的增量信息。Kyle (1985) 将股价信息含量界定为投资者交易前后股价波动所对应的变化量,并指出在信息驱动下,市场参与者的交易变化能够反映股价预期的变动。Collins (1994) 则认为股价信息含量代表股价所反映的公司未来盈余的信息量大小;Durnev (2003) 也给出了同样的界定。本文借鉴 Durnev 和 Collins 的定义,将股价信息含量界定为股价中反映公司内在价值的程度和包含的未来盈余信息的多少。

## 2. 盈余管理影响股价信息含量的传导路径。

(1) 应计盈余管理影响股价信息含量的传导路径。应计盈余管理本质上没有改变公司总盈余,只是利用会计政策或会计估计的弹性调整各期的盈余分布。总体来看,管理者通过该方式平滑各期盈余,并不会对公司的实际经营和公司价值产生影响。应计盈余管理能够提高股价信息含量的关键在于,市场参与者结合私有信息能够识别该类盈余管理,接收其传递的“信息”,进而将“信息”反映到股价中,提高股价信息含量。

不少研究也指出,一定范围内的应计盈余管理能够向市场传递有价值的信息,且有益于投资者做出正确的决策 (Hunt 和 Moyer, 2000; Tucker 和 Zarowin, 2006)。而投资者也能够识别应计盈余管理 (Landsman, 2012), 将该信息通过市场交易传递给股价。因此从长远来看,经应计盈余管理调整后的盈余信息传递给市场交易者后,最终将与市场交易者经过自身搜集处理的私有信息一起融入股价信息含量中,具体传递路径如图 1 所示。基于此,本文提出假设 1。

H1: 应计盈余管理与股价信息含量呈正相关关系。

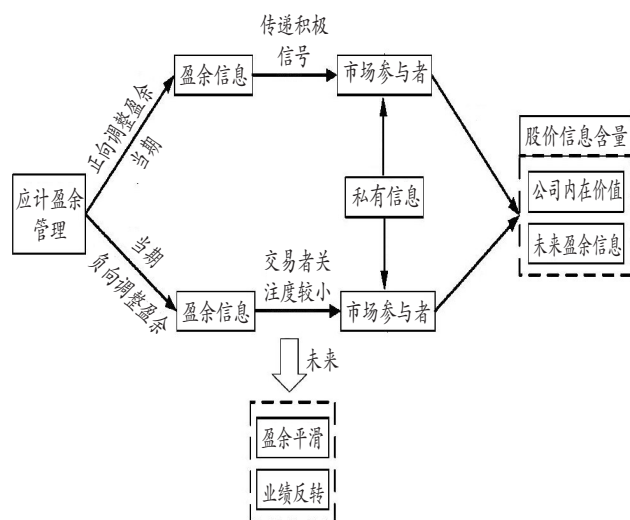


图 1 应计盈余管理影响股价信息含量的传导路径

基于非机会主义的正向应计盈余管理从本质上来讲并未改变公司的实际经营活动,反而向市场传递了积极信号,从而增强了市场对公司的信心,增加了股价中反映未来公司业绩的信息,对股价信息含量具有正向影响。负向应计盈余管理的动机很大程度上源于公司层面需求,且其操纵空间有限,所产生的会计信息受市场交易者关注度较小,对市场交易的影响较弱。因此,从信号传递角度来讲,正向应计盈余管理对股价信息含量影响程度更大。基于此,本文认为正向应计盈余管理传递的是积极信息,增强了市场对公司未来发展的信心,因此正向应计盈余管理对股价信息含量影响更显著,故提出假设 2。

H2: 相较于负向应计盈余管理,正向应计盈余管理对股价信息含量的正向影响更为显著。

(2) 真实盈余管理影响股价信息含量的传导路径。真实盈余管理是对实际经营活动的操纵,在信息不对称的环境下该方式很难被识别。真实盈余管理导致企业的真实经营业绩与报表提供的会计信息脱节,扰乱了资本市场的正常秩序,使得公司管理层和外部市场参与者存在高度信息不对称。尽管市场交易者能够通过私有信息降低信息不对称的影响,但投资者对公司未来盈余预测的不确定性依然增加,使得公司层面的信息很难被传递到股价中。真实盈余管理能够短期内影响股价进而达到盈余管理目的,但同时也可能降低公司价值和未来经营业绩 (Gunny, 2010; 王福胜, 2014)。从长期来看,真实盈余管理会损害公司的价值,并对公司未来经营业绩产生负面影响,具体传导路径如图 2 所示。基于此,本文认为,真实盈余管理会使得股价信息含量降低,故提出假设 3。

H3: 真实盈余管理与股价信息含量呈负相关关系。

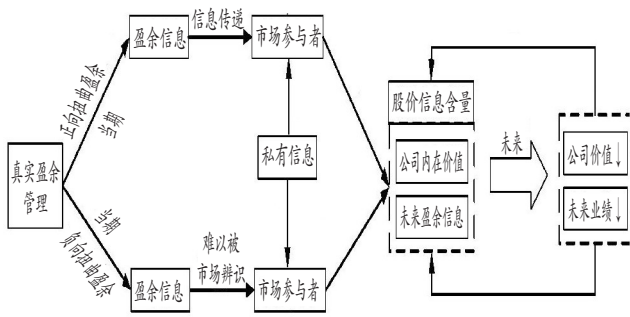


图 2 真实盈余管理影响股价信息含量的传导路径

如图2所示,正向真实盈余管理和负向真实盈余管理向市场传递扭曲的盈余信息。而基于不同动机的正向真实盈余管理所产生的经济后果具有较大的差异性,对此市场会做出不同反应,并对公司未来经营业绩产生不确定性的影响,因此正向真实盈余管理与股价信息含量的关联性存在被弱化的可能性。而负向真实盈余管理能够间接提高控股股东及机构投资者所投股份的未来价值(杨海燕,2012),因此即使负向真实盈余管理能够被市场所识别,投资者也会继续持有,并不会通过交易传递私有信息,因而市场中的噪音并不会在短时间内被消化,进而被反映到股价中,使得股价信息含量降低。基于此,提出假设4:

H4: 相较于正向真实盈余管理,负向真实盈余管理对股价信息含量的负向影响更为显著。

### 三、研究设计

1. 样本选取与数据来源。本文的数据主要来源于CSMAR财务年报数据库。为了避免现行会计准则对研究的影响,本文以2009~2014年我国沪深A股为研究对象,并基于金融行业的特殊性,对该行业的公司予以剔除。另外,剔除了个别数据缺失导致无法计算解释变量和被解释变量指标的公司。最终得到了2334家上市公司6年的数据,共10438个有效样本观察值。为了防止极端值对样本信息含量的影响,对本文中所有连续型变量进行了1%的Winsorize处理。

#### 2. 变量测度。

(1) 应计盈余管理。本文主要运用最为经典的修正Jones模型计算应计盈余管理变量。首先,将所有样本公司的具体指标代入式(1),计算出公司总的应计利润( $TAC_{i,t}$ )。其中, $i$ 代表单个公司, $t$ 代表当期(2009~2014年),而 $NP_{i,t}$ 、 $FC_{i,t}$ 、 $CFO_{i,t}$ 、 $II_{i,t}$ 、 $CFV_{i,t}$ 则分别代表 $i$ 公司在 $t$ 年的净利润、财务费用、经营活动产生的净现金流量、投资收益以及公允价值变

动损益。

$$TAC_{i,t} = NP_{i,t} + FC_{i,t} - II_{i,t} - CFV_{i,t} + CFO_{i,t} \quad (1)$$

其次,通过式(2)、式(3)和式(4)得到可操控的应计利润的绝对值 $DAC_{i,t}$ ,即本文中的应计盈余管理的度量指标。其中, $t-1$ 代表上一年, $TA_{i,t-1}$ 代表 $i$ 公司 $t-1$ 年的期末总资产, $\Delta REV_{i,t}$ 、 $\Delta REC_{i,t}$ 分别代表 $i$ 公司 $t$ 年主营业务收入期末与期初的差额以及应收账款期末与期初的差额, $PPE_{i,t}$ 则代表 $i$ 公司 $t$ 年的期末固定资产账面价值。

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \times \frac{\Delta REV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \times \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\frac{NDA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \times \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \times \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$DAC_{i,t} = \left| \frac{DA_{i,t}}{TA_{i,t}} \right| = \left| \frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \frac{NDA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right| \quad (4)$$

(2) 真实盈余管理。真实盈余管理主要借鉴Roychowdhury(2006)的估计模型,以及李增福(2011)、刘颖(2011)等学者的计算公式,计算衡量真实盈余管理的变量。首先,根据回归模型(5)计算出模型中的变量,然后回归计算出残差,并将其作为衡量异常经营活动现金流的变量(RCFO)。其中, $CFO_{i,t}$ 、 $S_{i,t}$ 、 $\Delta S_{i,t}$ 分别代表 $i$ 公司 $t$ 年的经营活动现金流、销售收入、销售收入当期与上期的差额, $TA_{i,t-1}$ 代表 $i$ 公司 $t-1$ 年的期末总资产。

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 \times \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \times \left( \frac{S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \times \left( \frac{\Delta S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (5)$$

其次,式(6)和式(7)中 $CGOS_{i,t}$ 、 $\Delta INV_{i,t}$ 分别代表 $i$ 公司 $t$ 年的销售成本、存货期末与期初的差额, $\Delta S_{i,t-1}$ 代表 $i$ 公司 $t-1$ 年销售收入与 $t-2$ 年销售收入差额。

$$\frac{CGOS_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 \times \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \times \left( \frac{S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \gamma_0 \times \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \gamma_1 \times \left( \frac{\Delta S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \gamma_2 \times \left( \frac{\Delta S_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (7)$$

根据式(6)与式(7)得到回归模型(8),进而计算出该模型的残差项,该残差项代表异常产品成本(RPROD)。其中,PROD<sub>i,t</sub>代表i公司t年的产品成本。

$$\frac{\text{PROD}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} = \delta_0 \times \left( \frac{1}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \delta_1 \times \left( \frac{S_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \delta_2 \times \left( \frac{\Delta S_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \delta_3 \times \left( \frac{\Delta S_{i,t-1}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (8)$$

同理,根据回归模型(9)计算残差项,该残差项代表异常操控性费用(REXP)。其中,DISEXP<sub>i,t</sub>代表i公司t期的可操控性费用。

$$\frac{\text{DISEXP}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t-1}} = \theta_0 + \theta_1 \times \left( \frac{1}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \theta_2 \times \left( \frac{\Delta S_{i,t-1}}{\text{TA}_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (9)$$

最后,构建式(10)作为真实盈余管理的衡量指标(EM)。

$$\text{EM} = \text{RPROD} - \text{RCFO} - \text{REXP} \quad (10)$$

(3) 股价信息含量。本文借鉴Morck等(2000)、冯勇福等(2009)以及陆瑶(2011)的研究,用股价的非系统性风险作为衡量股价信息含量的指标。运用Fama-French的三因素模型,以股票的月度收益率来估计,如式(11)所示:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{1i}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{2i}\text{SMB}_t + \beta_{3i}\text{HML}_t + \varepsilon_t \quad (11)$$

其中: $R_{it}$ 代表公司i在t月的股票月收益率,即考虑现金红利再投资的月个股回报率; $R_{ft}$ 代表t月的无风险收益率; $R_{mt}$ 代表t月股票市场的月收益率,即考虑现金红利再投资的综合月市场回报率; $\varepsilon_{it}$ 代表公司i在t月的随机误差项; $\text{SMB}_t$ 代表t月的市值因子的组合收益; $\text{HML}_t$ 代表t月的账面市值比因子的组合收益率; $\alpha_i$ 、 $\beta_{1i}$ 、 $\beta_{2i}$ 、 $\beta_{3i}$ 为公司i的特定参数。为控制系统性风险,本文以t年4月末的账面市值比(BM)和t-1年期末公司规模(Size)作为分组条件。首先,按公司规模平均分为S组和B组,其中S组为规模小组,B为规模大组。然后按账面市值比从小到大进行排序,并按3:4:3的比例分为G组、N组和V组。最后得到六个组,分别为SG组、SN组、SV组、BG组、BN组、BV组。将t年4月末该时点下每组中单个公司的市值与组内所有公司的总市值的比值作为权重,对t年5月至t+1年4月期间内公司的月度收益率进行加权平均,进而得到每组的月度收益率,并以此计算每个月的SMB和HML值,如式(12)、式(13)所示:

$$\text{SMB} = \frac{1}{3}(\text{SV} + \text{SN} + \text{SG}) - \frac{1}{3}(\text{BV} + \text{BN} + \text{BG}) \quad (12)$$

$$\text{HML} = \frac{1}{2}(\text{SV} + \text{BV}) - \frac{1}{2}(\text{SG} + \text{BG}) \quad (13)$$

由式(14)回归出的残差来构造股票非系统风险,定义如下:

$$\text{Ln}\sigma_{i,T}^2 = \text{Ln} \left[ \left( \sum_{t=1}^N \varepsilon_{it}^2 \right) / (N-1) \right] \quad (14)$$

其中: $\text{Ln}\sigma_{i,T}^2$ 代表公司i在T年的非系统风险;N为T年的月数。由于本文模型中的变量均采用年度数据,本文也将采用年度非系统风险来度量股价信息含量。

(4) 控制变量。为考虑其他因素对企业研发投入的影响,本文选取了公司规模、盈利能力、资产负债率、账面市值比、机构投资者持股比例、股票换手率和股权集中度作为控制变量。主要研究变量及控制变量的定义如表1所示:

表1 研究变量及控制变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	股价信息含量	INFO	$\text{Ln}\sigma_{i,T}^2$ 代表年度非系统性风险
解释变量	应计盈余管理	$\text{DAC}_t$	可操控应计利润的绝对值
	真实盈余管理	$\text{EM}_t$	真实盈余管理的综合指标
控制变量	公司规模	$\text{Size}_t$	期末总资产的自然对数
	盈利能力	$\text{ROA}_t$	净利润/年末总资产
	资产负债率	$\text{LEV}_t$	期末总负债/期末总资产
	账面市值比	$\text{BM}_t$	公司账面价值/市场价值
	机构投资者持股比例	$\text{Inst}_t$	机构投资者持股数量/年末流通股数
	股票换手率	$\text{Turn}_t$	流通股平均日换手率
	股权集中度	$\text{Central}_t$	第一大股东持股数量/公司总股数
	行业哑变量	Industry	根据证监会行业分类设置16个行业哑变量
	年度哑变量	Year	2009~2014年,设置5个年度哑变量

3. 模型建立。为了验证H1和H3,研究不同盈余管理方式对股价信息含量的影响,构建模型(15)和模型(16):

$$\text{INFO}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DAC}_t + \alpha_2 \text{Size}_t + \alpha_3 \text{ROA}_t + \alpha_4 \text{LEV}_t + \alpha_5 \text{BM}_t + \alpha_6 \text{Inst}_t + \alpha_7 \text{Turn}_t + \alpha_8 \text{Central}_t + \alpha_9 \sum \text{Industry} + \alpha_{10} \sum \text{Year} + \varepsilon_t \quad (15)$$

$$INFO_t = \alpha_0 + \alpha_1 EM_t + \alpha_2 Size_t + \alpha_3 ROA_t + \alpha_4 LEV_t + \alpha_5 BM_t + \alpha_6 Inst_t + \alpha_7 Turn_t + \alpha_8 Central_t + \alpha_9 \sum Industry + \alpha_{10} \sum Year + \varepsilon_t \quad (16)$$

其中,  $DAC_t$ 、 $EM_t$  为解释变量, 其他为控制变量。若  $DAC_t$  的回归系数为正, 说明应计盈余管理程度越大, 股价信息含量越高, 即上市公司应计盈余管理能够提高股价信息含量, 支持 H1。若  $EM_t$  的回归系数为负, 则说明真实盈余管理对股价信息含量具有负向影响, 即说明真实盈余管理程度越大, 股价信息含量越低, 即上市公司真实盈余管理会降低股价信息含量, 支持 H3。

#### 四、检验结果与分析

**1. 描述性统计。**从表 2 可以看出, 2009~2014 年样本公司应计盈余管理(DAC)均值为 0.1066, 最大值和最小值分别为 0.6982、0.0009, 真实盈余管理(EM)的均值为 0.0009, 最大值和最小值分别为 0.7744、-0.8594, 表明不同公司的应计盈余管理程度和真实盈余管理程度均存在较大差异。从均值上看, 两者相差不大, 但真实盈余管理(EM)的标准差为 0.2251, 而应计盈余管理(DAC)的标准差为 0.1018, 说明样本公司间应计盈余管理程度的差异较大。

变量名称	观测值	最小值	最大值	均值	标准差
INFO	10762	-6.8885	-2.2050	-4.7997	0.8134
$DAC_t$	10762	0.0009	0.6982	0.1066	0.1018
$EM_t$	10762	-0.8594	0.7744	0.0009	0.2251
$Size_t$	10762	19.1673	25.9611	21.9740	1.2730
$ROA_t$	10762	-0.2792	0.2225	0.0384	0.0513
$LEV_t$	10762	0.0456	0.9585	0.4679	0.2125
$BM_t$	10762	0.0109	12.1002	1.0084	1.0145
$Inst_t$	10762	0.0000	0.7784	0.1747	0.1810
$Turn_t$	10762	0.0090	15.5909	2.4344	1.7805
$Central_t$	10762	0.0000	0.8941	0.3709	0.1558

**2. 实证检验与分析。**为验证 H1 和 H3, 本文分别对被解释变量股价信息含量(INFO)与解释变量应计盈余管理(DAC)及真实盈余管理(EM)进行了回归检验, 检验结果如表 3 所示。为验证 H2 和 H4, 本文将区分盈余管理方向, 并进行分组回归, 检验结果如表 4 所示(括号内为 t 值)。

在对 H1 的检验中, 模型 1 的回归结果显示, 应计盈余管理(DAC)与股价信息含量(INFO)在 1% 的显著性水平上正相关, 表明应计盈余管理与股价信息含量存在显著的正相关关系, 证实了 H1。一方面

表 3 回归结果分析

被解释变量	模型 1		模型 2	
	回归系数	t 值	回归系数	t 值
DAC	0.371	4.670***		
EM			-0.135	-3.389***
Size	0.081	7.962***	0.079	7.721***
ROA	0.324	1.765*	0.378	2.037**
LEV	0.596	10.923***	0.628	11.509***
BM	-0.206	-17.377***	-0.207	-17.451***
Inst	0.348	7.381***	0.346	7.305***
Turn	0.167	32.743***	0.167	32.680***
Central	0.115	1.926*	0.127	2.109**
Constant	-7.176	-32.295***	-7.124	-31.934***
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	
N	10438		10438	
Adj. R <sup>2</sup>	0.2336		0.2314	

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著, 下同。

表 4 按盈余管理方向分组的回归结果

被解释变量	按盈余管理方向分组			
	(1)	(2)	(3)	(4)
INFO	DAC>0	DAC<0	EM>0	EM<0
DAC	0.399*** (3.632)	0.034 (0.225)		
EM			0.038 (0.473)	-0.201*** (-2.658)
Size	0.080*** (6.679)	0.099*** (5.404)	0.081*** (6.300)	0.097*** (6.407)
ROA	0.684** (2.276)	-0.517* (-1.746)	-0.483** (-1.979)	0.887*** (2.942)
LEV	0.625*** (9.438)	0.498*** (5.520)	0.557*** (8.353)	0.585*** (6.758)
BM	-0.220*** (-14.487)	-0.183*** (-9.713)	-0.183*** (-13.164)	-0.270*** (-12.196)
Inst	0.323*** (5.981)	0.342*** (3.827)	0.413*** (6.683)	0.255*** (3.770)
Turn	0.162*** (27.413)	0.180*** (17.965)	0.169*** (25.038)	0.165*** (21.184)
Central	0.047*** (0.672)	0.345*** (3.309)	0.210*** (2.797)	0.050*** (0.571)
Constant	-7.127*** (-27.285)	-7.606*** (-19.218)	-7.109*** (-25.269)	-7.532*** (-22.955)
Year	控制			
Industry	控制			
N	7631	2807	5764	4674
Adj. R <sup>2</sup>	0.2398	0.2338	0.2350	0.2512

说明上市公司基于非机会主义动机通过应计盈余管理使其各期盈余呈现稳步上升的趋势,能够向市场传递公司层面的信息,使得股价能反映更多的关于未来盈余的信息,提高了股价信息含量;另一方面说明上市公司基于机会主义的应计盈余管理能够被市场所识别,而该类应计盈余管理不会降低股价信息含量。而在对H3的检验中,真实盈余管理(EM)与股价信息含量(INFO)在1%的显著性水平上负相关,证实了H3。这表明真实盈余管理扭曲了公司实际经营状况且难以被市场所识别,使得投资者对股价未来预期产生偏差。同时也说明真实盈余管理对公司价值及未来业绩的负面影响,最终会使得股价信息含量降低。

从表4的回归结果可以看出,DAC(DAC>0)在1%的显著性水平上正相关,DAC(DAC<0)的回归系数不显著,表明正向应计盈余管理对股价信息含量仍存在显著正向影响,而负向应计盈余管理对股价信息含量并未产生显著影响,与H2预期相符。而EM(EM>0)的回归系数不显著,与总样本回归并不一致;EM(EM<0)的回归系数在1%的显著性水平上负相关,与总样本回归一致,与H4预期相符。这说明正向真实盈余管理对股价信息含量的影响并不显著,其原因可能在于正向真实盈余管理的动机过于多元化,上市公司处于不同的发展阶段、经营状况的差异或是基于管理层私利均会对其动机产生影响。可以看出,相较于负向真实盈余管理,基于机会主义的正向真实管理动机更为复杂。因此,基于不同盈余动机的正向真实盈余管理所产生的经济后果具有较大的差异,并对公司未来经营业绩的影响具有不确定性,故正向真实盈余管理与股价信息含量的关联性被弱化。

**3. 进一步分析。**盈余管理之所以能够影响股价信息含量,在于投资者通过交易将公司层面信息传递到股票价格中,激发了市场对于盈余管理的反应。而机构投资者作为市场的主要参与者,其参与程度越高,则基于信息交易的套利活动越活跃,从而抑制股价波动的同步性,有利于股价向其基本价值靠拢,进而提高股价信息含量。因此,为进一步验证信息交易程度对路径的影响,本文将持股比例作为市场信息交易程度的替代变量进行分析。持股比例越高代表市场信息交易程度越高,反之信息交易程度越低。检验结果如表5所示(括号内为t值)。

从表5中(5)和(6)的回归结果可以看出,应计盈余管理(DAC)与股价信息含量(INFO)均存在显

**表5 按信息交易程度分组回归结果**

被解释变量 INFO	(5)	(6)	(7)	(8)
	机构持股较高	机构持股较低	机构持股较高	机构持股较低
DAC	0.279** (2.496)	0.422*** (3.735)		
EM			-0.119** (-2.215)	-0.087 (-1.492)
SIZE	0.058*** (4.187)	0.105*** (7.210)	0.057*** (4.109)	0.102*** (6.931)
ROA	0.427 (1.615)	-0.141 (-0.556)	0.454* (1.719)	-0.045 (-0.172)
LEV	0.540*** (6.846)	0.562*** (7.764)	0.562*** (7.113)	0.599*** (8.276)
BM	-0.201*** (-12.090)	-0.204*** (-12.356)	-0.202*** (-12.116)	-0.206*** (-12.430)
Inst	0.005 (0.073)	1.867*** (5.557)	0.003 (0.046)	1.875*** (5.559)
Turn	0.166*** (21.682)	0.175*** (25.649)	0.167*** (21.686)	0.175*** (25.528)
Central	0.272*** (2.988)	0.144* (1.869)	0.276*** (3.035)	0.163** (2.097)
Constant	-6.604*** (-21.794)	-7.671*** (-23.967)	-6.578*** (-21.685)	-7.580*** (-23.632)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	5201	5237	5206	5237
Adj. R <sup>2</sup>	0.2287	0.2502	0.2275	0.2475

著正向关系,与总样本回归结果一致。这意味着在信息交易程度不高的环境下,应计盈余管理对股价信息含量仍具有显著的正向影响,进一步验证了应计盈余管理影响股价信息含量的传导路径。而根据(7)和(8)的回归结果可知,机构投资者持股比例较高组中真实盈余管理(EM)与股价信息含量(INFO)显著负相关,与总样本相一致。这说明由于真实盈余管理不易被市场所识别,当机构投资者持股比例高时,个股基于信息交易的程度大,真实盈余管理产生的会计信息能被及时反映到股价中,因而真实盈余管理仍会对股价信息含量产生显著的负向影响。而在机构投资者持股较低时,真实盈余管理(EM)与股价信息含量(INFO)的负相关关系不再显著。

**4. 稳健性检验。**为了确保上述结论的可靠性,本文借鉴Morck et al.(2000)、苏冬蔚(2013)等学者的度量方法,通过对式(17)进行回归,将个股收益率的方差分解为市场收益率方差和公司特质因子方差两部分:

$$r_{it,w} = \alpha_{it} + \beta_{it} \times r_{mt,w} + \varepsilon_{it,w} \quad (17)$$

其中： $r_{it,w}$ 为年度t股票i的月收益率， $r_{mt,w}$ 为市场指出的月收益率，上述回归方程中拟合优度 $R_{it}^2$ 代表市场冲击对股价收益率变动的的影响。根据式(18)计算指标SYN，将其作为股价信息含量INFO的替代变量。

$$SYN_{it} = \ln[(1 - R_{it}^2) / R_{it}^2] \quad (18)$$

稳健性检验的结果表示，对被解释变量股价信息含量(INFO)进行替换后，两个模型仍然具有较好的解释力，回归结果与H1、H3结论相符。总体来看，被解释变量度量方法的改变并未影响本文的结论，稳健性检验的回归结果与原结论大体一致。

## 五、研究结论

本文以2009~2014年沪深A股2334家公司作为样本，对应计盈余管理与真实盈余管理影响股价信息含量的传导路径进行了研究，并结合盈余管理的方向进行剖析。最终发现：总体上看，上市公司的应计盈余管理能够提高股价信息含量，而真实盈余管理则会使得股价信息含量降低；基于盈余管理的方向性，正向应计盈余管理对股价信息含量呈显著正向影响，而负向应计盈余管理对股价信息含量影响较弱；正向真实盈余管理对股价信息含量的影响不显著，而负向真实盈余管理对股价信息含量呈显著负向影响。进一步分析发现，在不同程度的信息交易下，应计盈余管理均对股价信息含量具有显著的正向影响；信息交易程度高时，真实盈余管理对股价信息含量具有显著负向影响；信息交易程度低时，股价更容易受到市场宏观层面经济因素以及行业因素的影响，会削弱真实盈余管理对股价信息含量的影响程度。

受时间、环境及笔者水平的诸多限制，本文的研究尚不完善。以下问题及研究内容可作为后续的研究方向：①在本研究中，仅对年度和行业变量加以控制，尚未探究宏观经济环境以及行业因素背景下，盈余管理对股价信息含量的影响会产生何种变化，还需要后续加以深入研究。②本文在进一步分析中，将机构投资者作为信息识别及信息交易的重要群体。事实上，在盈余管理影响股价信息含量的路径中，市场对盈余管理的识别并不局限于机构投资者，作为信息中介，证券分析师的独立性及盈余预测水平也会对该路径产生影响，因此可作为新的研究方向。

## 主要参考文献：

Schipper K.. Commentary on Earnings

Management[J]. Accounting Horizons, 1989(4).

Tucker J., P. Zarowin. Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?[J]. The Accounting Review, 2006(1).

Durnev A., R. Morck B. Yeung, P. Zarowin. Does Greater Firm-specific Return Variation Mean More of Less Informed Stock Pricing[J]. Journal of Accounting Research, 2003(41).

陈梦根, 毛小元. 股价信息含量与市场交易活跃程度[J]. 金融研究, 2007(3).

胡华夏, 洪荭, 廖俊洁. 经济周期、管理者过度自信与盈余管理[J]. 财会通讯, 2014(6).

张利, 胡华夏, 杨雪琳. 管理者过度自信与上市公司盈余管理[J]. 财会月刊, 2015(5).

孙俊奇. 市场情绪、高管过度自信与股价信息含量[J]. 会计与经济研究, 2015(4).

王新, 李彦霖, 毛洪涛. 企业国际化经营、股价信息含量与股权激励有效性[J]. 会计研究, 2014(11).

陆瑶, 沈小力. 股票价格的信息含量与盈余管理——基于中国股市的实证分析[J]. 金融研究, 2011(12).

胡华夏, 洪荭. 经济周期、控股股东利益输送行为与盈余管理[J]. 武汉理工大学学报(信息与管理工程版), 2015(6).

王福胜, 吉姗姗, 程富. 盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角[J]. 南开管理评论, 2014(2).

林永坚, 王志强, 李茂良. 高管变更与盈余管理——基于应计项目操控与真实活动操控的实证研究[J]. 南开管理评论, 2013(1).

杨海燕, 韦德洪, 孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究, 2012(9).

游家兴, 吴静. 沉默的螺旋：媒体情绪与资产误定价[J]. 经济研究, 2012(7).

王风华, 张晓明. 我国上市公司会计信息透明度对股价同步性影响的实证研究[J]. 中国软科学, 2009(1).

袁知柱, 鞠晓峰. 中国上市公司会计信息质量与股价信息含量关系实证检验[J]. 中国管理科学, 2008(1).

作者单位：武汉理工大学管理学院，武汉430070