

同业公司信息溢出与盈余市场反应

张海涛¹

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

引言

根据 Fama 提出的有效市场假说, “股价能够反映所有信息, 不合理的价格在市场中会被很快消除。”而且经典的有效市场理论研究认为, 信息是推动股票价格变化的重要因素, 所以根据以上可以推出, 如果市场不产生新的信息, 股票价格就不会变化。

从 Foster(1981)始, 先前的研究表明, 收益公告提供了有关同一行业中同行公司的信息(Ramnath 2002; Thomas and Zhang 2008), 并且未宣布同行的股价反映了这种行业内的信息转移(Thomas and Zhang 2008)。公司信息的发布, 例如盈余公告, 可以对许多非公告公司的股票回报产生很大的溢出效应(Foster 1981; Clinch and Sinclair 1987; Pandit et al. 2011)。同时, 社会网络理论认为公司信息会通过网络关系相互传递。目前仍不清楚公司之间所建立的经济联系是通过何种途径产生, 近些年大量的学者通过公司间不同的羁绊关系, 例如同行业(Hou 2007)、行业间(Ahern 2013)、地理(Parsons et al. 2020)、集团内部(Cohen and Lou 2012)、共同分析(Ali and Hirshleifer 2020)、新闻传播(Huang et al. 2021)等证明了这些关联会影响收益公告期间两家公司之间的信息溢出。

本文从同业公司之间的相互影响出发, 公司的同业公司是否会通过信息溢出效应, 使得盈余公告对其他公司的市场反应? 如果存在显著影响, 不同环境下的信息传递效率会存在差异吗? 这对于探索同业间的信息传递效应及其市场反应具有重要意义, 有助于投资者更准确地对资产进行估值, 对提高资本市场资产定价效率具有重要影响。

信息资源作为一种重要的公共社会资源, 在投资者进行决策时起到关键作用。而信息资源中最为重要和普遍的便是公司发布的会计盈余信息。投资者在进行合理的投资决策时, 首先会通过公司年报公布日发布的会计盈余公告获得有关公司的信息。因为盈余公告的溢出效应, 投资者还可以从中获得有关公司所在行业乃至整个市场的信息。因此, 盈余公告作为投资者最简单可以获取的信息资源, 投资者在进行投资时, 可以通过同业公司的信息提前应对投资公司的变化。

同时, 这对资本市场参与者同样具有很高的指导意义。本文的研究表明, 作为市场最重要的披露手段, 盈余公告提供公司自身信息的同时, 可以向市场传递行业发展前景的信息。这就要求市场加强上市公司信息披露监管, 同时优化市场中所鱼龙混杂的信息。

文献回顾

信息溢出效应通常来说指的是, 当某个主体进行某项活动时, 除了产生进行该活动所预期的结果外, 也会对该主体以外的其他事物产生影响, 即信息存在外部效应。

Ross(1989)分析了波动性与信息流之间的关系。后续的研究者, Harvey and Huang(1991), Ederington and Lee(1993)分析了共同信息对不同市场预期影响。Fleming 等(1998)则检验了跨市场套利行为所导致的信息溢出效应, 他们发现, 美国股票、债券和货币市场之间存在显著的风险关联和溢出效应, 而且这个关联和效应在 1987 年美国股票市场崩溃以后变得更为明显。在一个完美的市场环境中, 市场之间的信息溢出是完美的, 所以市场之间的波动率变化应该是完全正相关的。然而, 当考虑到交易成本、制度约束和其他种类的实际约

束时，市场间的套利受到限制，市场间的波动率变化可能不会正相关。显然，实际制约因素的影响程度越低，市场间的信息溢出效应程度就越大，跨市场套利的收益就越高。

Hameed et al (2010) 提出，股票市场中信息溢出效应是广泛存在的，投资者可以通过股票之间的关联，发现股票定价的偏差。一些研究则侧重于公司事件所产生的溢出效应。Benveniste et al. (2002)， Benveniste 等 (2003) 发现公司的 IPO 决策对拟上市公司的存在显著的溢出效应，并将其归因于公司之间共同的定价因素。Harford(2005) 认为，在兼并收购浪潮中，行业冲击有一定的影响，但不是全部的影响，宏观经济和行业整体的资本流动性也会发挥重要的作用。

当我们集中到同行业间的信息溢出效应，在同行业中具体指同业信息的外部性问题，即一个公司披露的信息是否会影响同行业其他公司的信息披露与财务决策等，或者一定程度上被同业其他公司的投资者所感知。目前学术界关于同业信息溢出效应的研究主要聚焦于分析盈余公告或管理层盈余预测等定量财务信息的外部性，发现这些财务信息具有溢出效应。

目前已有的研究主要聚焦在盈余公告或盈余质量视角，探究了公司信息披露的溢出效应。Bratten 等 (2016) 发现同业中其他公司会学习模仿行业中龙头公司，模仿它的信息披露行为，从而影响到资本市场投资者行为。Badertscher 等

(2013) 发现私有公司在投资决策时对上市公司披露的信息具有较强的依赖性，并且这个现象随着信息质量的提高更加明显。表明了同业公司信息披露具有明显的溢出效应使私有公司获得行业发展信息，降低其面对的行业不确定性。而关于信息质量的溢出效应，Shroff 等 (2017) 发现公司融资成本随着行业信息环境变好而贬低，这一效应在刚上市且缺乏特质信息的公司更加显著，Foucault 和 Fresard (2014) 也得到类似的结论。Beatty 等 (2013) 发现公司盈余公告重述对同业其他公司的投资行为具有解释力，公司向上的盈余操作会导致同业其他公司过度投资。基于风险因素披露视角，Brown 等 (2018) 发现行业的企业在受到相应监管问询之后，同业其他公司相应地会调整信息披露行为以降低他们的监管风险。基于共同审计师视角，Aobdia(2015) 发现由于公司专有信息会由于溢出效应传递至竞争对手，同业公司不愿聘请相同审计师，间接表明信息披露存在外部性。

部分研究则聚焦于资本市场股价反应视角，通过考察公司的信息披露能否被同行业其他公司的投资者所感知，以此检验是否存在同业信息溢出效应。Thomas 和 Zhang (2008) 发现公司发布盈余公告后，同业公司股价会被高估，表明投资者对行业信息存在过度反应，证明了盈余公告存在溢出效应。而 Kovacs (2016) 则发现盈余公告能够有效解释同业其他公司的盈余漂移现象，原因在于投资者对本企业盈余公告中的行业信息反应不足，于李胜和王艳艳 (2010) 得到了类似的结论。类似地，Brochet 等 (2018) 发现在盈余公告公布后，同业其他公司股价会产生联动变化。基于盈余公告的文本分析，Koo 等 (2017) 发现盈余公告中存在公司所处行业的发展信息，该信息会引起同行业其他公司产生积极的市场反应，而公司竞争优势等信息的存在则会引起同行业其他公司产生负面的市场反应，这表明投资者会关注盈余信息，同时可以接受到盈余信息的溢出效应。结合管理层盈余预测的分析，早期研究发现它与同业公司股价回报显著正相关(Baginski,1987;Han 等,1989)。Kim 等(2008) 发现同行业企业间的外部性随竞争的下降而加强，一定程度上表明行业内部存在两种类型的信息溢出效应：传染效应和竞争效应。Hilary 和 Shen (2013) 发现分析师能有效利用同业企业的管理层盈余预测来提升盈余预测准确性，投资者也认可分析师所做的更新预测。

研究方法

(一) 方法选择

由于缺乏关于盈利公告前股票价格超额收益的市场异常现象的实证研究，本研究将结合系统的文献回顾和理论分析与案例研究，通过分析同行公司的信息溢出如何影响立讯精密年

报的市场反应，研究同行公司是否可以作为盈余公告前股票价格波动的可能解释。

（二）案例选择

本文选取电子元器件行业作为研究对象。电子信息产业作为我国工业的核心基础产业，而我国一直在大力发展电子信息产业，而电子元器件产业作为电子信息产业的基础部分不可或缺。连接器作为立讯精密的主要产品，应用在电脑、汽车、通讯、电子消费等领域，作为这些终端产品的供应商，立讯精密与终端市场的公司关系则显得十分的重要。电子元器件行业依托于上游的供应商，为了满足供应商的产品需求，必须为其提供更优质的服务。因此，电子元器件行业竞争激烈，长盈精密一类的国内电子元器件企业同样具有提供相同商品的能力。立讯精密所生产的结构精密件，技术门槛相对于 5G 射频等核心技术领域，产品附加值不足，且由于入局者众多，竞争激烈。面对国内同行业竞争队友，各个公司产品化差异不大，很难形成差异化竞争优势，因此控制成本则在该行业中显得尤为重要。

在原材料方面，由于生产材料主要为铜，双方的信息相当透明，目前中国市场上的塑胶生产和金属加工商已经完全可以满足公司对原材料零部件的需求。因此电子信息产业的原材料对于其他行业来说比较透明且相对稳定。

因此电子元器件行业中的公司由于激烈的竞争，更加依赖其同业公司的信息来对自己的经营决策以及投资进行合理地调整。在激烈的竞争环境下，公司股价的波动除了受到自身经营状况、投资与融资状况的影响外，还较多的受到其他公司信息溢出效应的影响。

本文选取立讯精密作为案例研究的对象，根据巨潮中所获取到的立讯精密的年报，我们可以从中得知立讯精密主要产品为连接线，该连接线产品在目前市场上主要应用在传统的 pc 电脑领域、新能源汽车领域、消费性电子产品领域（例如 airpods 耳机等）以及 5g 等通讯领域。有上述产品图可知，立讯精密公司的主营业务主要可以分为两个板块，其中一个板块为生产用于组装上游电子产品的连接器等零部件产品，这也是立讯发展的主要支柱产业，另一个板块是为上游供应商生产例如 airpods 等电子产品。2011 年，立讯精密通过收购其他公司，顺利地进入苹果产业链中，为 macbook 提供大部分的线材供应。并通过其高效稳定的生产、及时的供货已经超高的良品率，立讯精密成功地得到了苹果的信任，并在随后从最初的线材供应扩展到苹果其他的产业中，成为苹果供应链不可或缺的一环。同时立讯精密为苹果公司代工的产品越来越多，立讯精密对苹果公司的依赖性也越来越强。而苹果与立讯精密的关系也处在蜜月期，给予了立讯精密极大的认可。

立讯精密这么多年可以快速发展，主要原因在于立讯精密所拥有的下游的代工业务，有上游的电子元器件所带动，然后再通过下游的代工业务反过来带动上游的其他元器件业务，从而实现了上下游业务的同步发展。目前，立讯精密参与了多款苹果产品的代工，其中 Airpods 的代工是公司的主要收入来源。据立讯精密 2018 年年报显示，客户 1 提供的销售额占立讯精密全年总销售额的 44.85%，尽管立讯精密没有明确说是苹果，但市场早已知晓。

而立讯精密除了耕耘在代工业务以后，同时也在积极布局苹果体系之外的业务，例如通信业务和汽车电子业务。在通信方面，立讯精密不仅涉及了基站天线、滤波器、数据中心高速互连、光模块等领域，同时随着 5G 建设的深入，公司相关业务的发展也具有极大的潜力。而在汽车业务方面，立讯精密专注于新能源汽车的电子零部件生产。该业务在新能源汽车替代升级的情况下，也具有及其广阔的发展空间。

作为一家优秀的公司，在年报取得不错成绩的情况下，立讯精密应该在公布盈余公告的当天取得一个不错的市场反应，但在 4 月 16 日立讯公布其盈余公告的情况下却没有取得理想的市场反应。

（三）数据收集以及指标计算

标准化未预期盈余在金融学中，被认为是引起盈余公告效应的重要因素。在公司发布盈

余公告时，投资者会根据盈余公告发布的当期财务业绩买入或卖出公司股票，未预期盈余更高的企业的股票价格上涨的概率就越大。我们将标准化未预期盈余定义为 Sue。根据以往的研究，我们通过随机游走模型来计算标准化的未预期盈余。将 Sue 取绝对值后，绝对值越大表示未预期盈余越高。具体按照一下方法进行计算：

本文将公司半年每股收益定义为 Eps，用于衡量公司目前的盈余。在我国，公司所披露的半年期每股收益一般都未经调整，因此，我们尝试使用中报中的每股收益以后年报中的每股收益来调整计算出我们所需要的半年期每股收益。最后，我们使用随机游走模型，将公司 i 第 t 半年度的标准化未预期盈余 Sue 定为：

$$Sue_{i,t} = \frac{Eps_{i,t} - Eps_{i,t-2}}{\sigma_{i,t}}$$

其中 $Eps_{i,t}$ 表示着公司 i 在第 t 个半年度中的每股收益，而 $\sigma_{i,t}$ 则表示公司 i 在 t 期以及之前 4 期所计算出的未预期盈余标准差， $Eps_{i,t-2}$ 则表示为 i 公司在 t 期前两期的每股收益。制约于中国股市较短的历史，因此我们在计算未预期盈余的标准差时，只取五期。

为反应立讯精密公布年报当天，年报中的信息含量，我们查阅了相关资料和文献后，目前国内外的论文普遍通过时间研究的方法来检测年报中的信息含量。因此我们采用事件研究的方法来计算公司年报公布当天年报中蕴含的消息即公告日的市场反应 Car。在研究中想要采用事件研究法，则需要选取合理的事件窗口。采用事件窗口在研究股票价格时选取一段时间，有助于在研究对象的股票价格时涵盖前后所有的有影响的时间段。主流的做法时将事件日的发生日期当作整个事件窗口的中心，同时向前并向后延展一定的时间作为事件窗口。因为事件窗口的选取较为主观，主要取决于研究人员的主观思想，因此需要充分考虑所需要研究的问题以及所发生事件的持续影响力。在本文研究问题的基础下，公司发布盈余公告信息可能存在提前泄露的可能性，同样的也可能存在盈余公告发布后市场对信息不敏感，从而反应不足，需要更长的反应时间来做出市场反应，改变股票价格，这种情况下我们就应该设置更长的事件窗口期。因此，事件窗口期的确定是一件重要的事情，如果设定的事件窗口过于窄，那么在后续的数据计算中就会由于计算的过于简单或者忽略一些其他事件的影响，因而对实际所需的研究结果造成影响。但是设置一个远超实际所需的事件窗口，那么盈余变化的信息可能会参杂入更多的无关信息，导致计算出的结果中含有更多的噪音信息，影响到实际所需的结果。然而本文认为，由于需要观察同业公司年报披露时间对目标公司市场反应的影响，而同行业公司中年报披露时间普遍间隔较短，因此我们将事件窗口设计为 2 天，因为 2 天的时间窗口一定程度上可以区分开不同公司由于披露时间不同而造成的影响不同。因为不同公司溢出信息含量不同，因此设置一个较短的窗口有助于我们的研究。在后文的计算中我们选取公告公司发布盈余公告前后各一天[-1, 1]定义为时间窗口期计算超额收益回报来衡量市场反应。

我们将累计超额收益定义为 Car。具体按照一下方法进行计算。

采用市场调整法计算反应公司对反应公司盈余公告后的累计超额收益。计算公式为：

$$Car = \sum_{t=-1}^1 AR_{j,t}(R_{j,t} - R_{p,t})$$

这里， $AR_{j,t}(R_{j,t} - R_{p,t})$ 为股票 j 在盈余公告后的第 t 天的超额收益， $R_{j,t}$ 为股票 j 在盈余公告后第 t 天的收益率， $R_{p,t}$ 为考虑现金红利再投资的综合日市场回报率。本文将公告公司发布盈余公告前后各一天[-1, 1]定义为时间窗口期计算超额收益回报来衡量市场反应。

案例分析

一、立讯精密年报公布日市场反应分析

本文从电子零部件制造板块中选取了 15 家电子元器件制造上市公司,将这几家公司作为本文案例研究中立讯精密的同业公司。

上述方法计算得到 15 家电子元器件制造上市公司在其年报公告发布日的 Sue 以及市场的反应 Car。

股票名称	股票代码	Sue	该公司年报公布日的 Car
晶方科技	603005	0.163757	0.088692687
TCL 科技	100	-0.58084	0.044521041
亿通科技	300211	0.281723	0.103386432
中航光电	2179	1.475184	-0.022750806
共进股份	603118	0.384868	0.103768781
京东方 A	725	-0.83259	0.02629165
创维数字	810	0.382834	0.147343636
神州数码	34	-1.15317	0.002101499
环旭电子	601231	-2.08941	-.0410526
四创电子	600990	0.865791	0.13959448
武汉凡谷	2194	1.62512	0.142257541
立讯精密	2475	1.280814	0.045842145
歌尔股份	2241	-1.2391	0.10877575
精伦电子	600355	1.203139	0.032611586
海航科技	600751	-1.59664	0.136008561

较高的未预期盈余 Sue 代表着公司盈余公告中蕴含着好消息,投资者更可能会在盈余公告发布后买入公司的股票,因此市场会给予公司一个正向的市场反应,体现在上累计超额收益,我们应该会得到一个较大的 Car。如表 4.3.1 所示,其中 Sue 较大的公司如 2194 武汉凡谷、600990 四创电子等,均在其年报公布日当天,存在一个较大的盈余公告累积超额收益。

立讯精密 2018 年当年的未预期盈余 Sue 为 1.28,在所选取的 15 家公司中排名第三。上文中计算得出立讯精密公布年报当天的 Car 为 0.046,在所选取的 15 家公司中排第 9。可以看出立讯精密在公布年报后,对于市场来说具有较大的未预期盈余,但在 2019 年 4 月 16 日时,相对于同行业内的其他公司,市场却只给出了 0.046 的市场反应。是什么原因导致市场似乎已经预知了立讯精密的“好消息”?

为探究立讯精密年报公布日当年市场反应不足的原因,本文计算立讯精密同业公司在年报披露当日立讯精密的市场反应。

年报日公布时间	同业公司年报公布日立讯精密 car	同业公司名称
2019/2/18	0.076457	晶方科技
2019/3/20	0.046178	TCL 科技
2019/3/20	0.046178	亿通科技
2019/3/21	0.011465	中航光电
2019/3/25	0.000341	共进股份
2019/3/26	0.038887	京东方 A

2019/3/26	0.038887	创维数字
2019/3/27	0.014529	神州数码
2019/3/29	0.028763	长盈精密
2019/3/30	0.031887	四创电子
2019/4/3	-0.05921	武汉凡谷
2019/4/20	0.003487	歌尔股份
2019/4/25	0.007263	精伦电子
2019/4/27	-0.018339	海航科技

由表可知，在同业公司公布 2018 年年报时，立讯精密提前反应了部分股价。晶方科技、TCL 科技等同业公司发布盈余公告时，除了透露有关自身的信息外，盈余公告同时蕴含了有关行业好坏的信息。投资者通过同业公司的年报信息，一定程度上的提前了解相关的信息，使得立讯精密提前反应，公布日的年报信息含量降低。

而当同业公司发布盈余公告的时间节点位于立讯精密发布的时间节点之后，例如歌儿股份、精伦电子、海航科技公司，这三家公司盈余公告的发布对立讯精密则无明显影响。

以立讯精密与环旭电子两家公司对比，我们将立讯精密的会计盈余披露日设置为日期 0，然后在取立讯精密的会计盈余披露日前 35 天，后 13 天，观察其累计异常报酬率的变化情况。

如表所示，总体趋势来看，未预期盈余较大的立讯精密可以获得更高的累计异常报酬率。这个现象说明了市场能够区分对待有差别的会计盈余信息，会计盈余信息可以一定程度地向投资者传递有助于决策的信息。环旭电子在 3 月 29 日披露会计盈余报告即图中-16 日，可以从图中看出，市场对于立讯精密和环旭电子的反应并没有明显关联。从中可以看出，市场并没有很早的察觉到公司的盈余，难以准确预期市场盈余，而一般是在获取到相关行业信息后才开始对公司的业绩进行反应。

在 3 月 29 日之后，由于环旭电子披露了其相关年报，有关投资者可以一定程度上获取除环旭电子本身信息外的同业公司相关的信息，即同行业内股票之间的共性信息，对同业公司立讯精密的股票定价产生影响。有图 1.1 可以看出，在 3 月 29 日之后，立讯精密与环旭电子的超额异常收益率 car 波动的方向相对一致。



二、 同业公司影响分析

（一）晶方科技

晶方科技是一家主营业务为半导体以及封装量产服务商。晶方科技于 2019 年 2 月 18 日发布了 2018 年年报：可以从年报中得知，18 年晶方科技总实现营业收入 5.66 亿，相对于 17 年下降了 9.95%。在晶方科技公布年报日当天，立讯精密的 Car 为 0.076，说明晶方科技年报中除了自身的信息外，还反映了有关立讯精密的信息。

根据晶方科技年报以及相关市场研报得知，目前电子元器件市场在经过前几天的高速发展下，目前已有的产业结构以及产业规模也开始发生改变，随着传统的 pc 端市场以及手机市场逐渐饱和，这些市场的产业规模已经开始固定，消费电子逐渐进入存量发展的阶段，意味着传统的市场开始更加激烈。根据工信部数据显示：在 2018 年，我国智能手机一共出货 3.9 亿部，相对于 2017 年下降 15.5%。但是随着新技术的发展，新颖的智能驾驶技术、新能源汽车的诞生以及辅助驾驶技术扩大了对电子元器件的需求，为我们的电子元器件产品产生了新的市场

由于目前新能源汽车的风靡和国家的大力支持，新能源汽车的市场在不断扩大，而从原先传统的燃油汽车向新能源汽车转型的过程中，汽车中电子机械化程度不断提高，所需要的电子元器件也随着提高，而其中在所需要的电子元器件中有两类元器件的需求越来越高一种是以智能驾驶为长期驱动力的安全系统，而另一种就是智能座舱位中必不可缺的车载电子以及车载通信，由于这些基础需求的存在，进一步扩大了电子元器件在汽车领域的市场。

同时立讯精密经过多年的布局，将自身的产品线拓展至了汽车、通讯等领域，并且逐渐在新兴行业中得到业内的充分肯定与认可。根据立讯精密 2018 年年报显示，立讯精密汽车互联产品及精密组件营业收入比上年同期增减 52.81%。

分析可得，虽然晶方科技 18 年总体业绩表现不佳，但是由于年报中披露信息中包含有关汽车领域存在新市场的信息，在披露后可以溢出至已经投资立讯精密的投资者中。理性的投资者在觉察到该信息后，会提高对立讯精密的预期，导致在晶方科技披露年报后立讯精密存在一个正向为 0.076457 的 Car。

（二）环旭电子

环旭电子是一家为上游企业提供电子产品设计制造服务、无线网络通讯元器件的电子元器件制造公司。环旭电子和立讯精密这两家公司在业务上有着类似的情况，同样作为电子元器件行业上市公司，两家公司都在各自的领域内成为了龙头公司，同时两家同时作为苹果的供应链公司，同时为苹果的 airpods 提供电子产品以及组装服务。两家虽同属于苹果供应链企业，但区别在于环旭电子是凭借微小化系统模组和提供综合服务进入苹果供应链；而立讯精密则凭借其可靠的连接器业务进入苹果供应链。

苹果的 AirPods 在 16 年到 18 年，几乎是对 TWS 行业垄断的局面，这源于其采用的 Snoop 监听模式，即让智能手机与一只耳机相连接配对，该耳机通过分享密钥，同步信号给另一只耳机，传输过程精确性极高且功耗较低，而苹果对这项技术实行了专利封锁，安卓厂商只能采取转发模式，延迟较高，功耗也不对称，性能上无法跟 AirPods 竞争。

根据环旭电子 18 年年报显示，2018 年实现营业收入 335.5 亿元，较 2017 年 297.1 亿元成长 12.94%。尤其值得我们关注的是，环旭电子在 2018 年消费电子类产品为其提供的营业收入相比较于 2017 年增加了 44.51%，呈现爆发式增长态势。原因是因为消费性电子产品作为苹果 airpods 无线耳机供应链的一部分，产品销售收入大幅度增长。

因此，环旭电子和立讯精密同时作为苹果供应链的一部分，投资者可以从环旭电子年报中了解到立讯精密业绩上升的信息，从而对自身的投资决策方面做出改进和调整。投资者自己投资的改变反映到市场中，造成了在环旭电子公布年报日，立讯精密存在一个为正的超额收益。

（三）歌尔股份

同样作为苹果 airpods 生产供应链一环的歌尔股份年报披露信息晚于立讯精密。根据歌尔股份 2018 年年报可知，该公司的主营产品主要可以分为两类，一类是电声器件，另一类是电子配件。我们通过查询 18 年年报得知，歌尔股份所生产的电声器件主要用于耳机以及麦克风，在 18 年，歌尔股份受益于 airpods 的大量生产，歌尔股份新布局的智能无线耳机业务表现良好。目前苹果供应链中的声学业务份额，歌尔股份长期面对瑞声科技和立讯精密的竞争，作为竞争对手，在歌尔股份 18 年年报披露中同样可以得到苹果 airpods 销售极佳的消息，但由于歌尔股份所反应的行业信息已经被其他先披露盈余公告的公司反应在市场中，因此在 4 月 20 日当天，立讯精密的 Δ 仅仅为 0.003487。

理由是立讯精密作为苹果供应链的一部分，在苹果 airpods 销售极佳的情况下，是存在利好消息的，假设投资者原先不知道这个消息的情况下，在得知这个信息后，会加大对立讯精密的投资，市场会对立讯精密做出一个正向的反应。但是早在 3 月 29 日环旭电子公布盈余公告的时候，已经存在一些理性的投资者察觉到这一信息，同时反映在估计上，因此在 3 月 29 日，立讯精密有一个 0.028763 的 Δ 。

而当时间来到了 4 月 16 日立讯精密自身发布盈余公告时，又确定了这一消息，在当日得到了 0.045842145 的 Δ 。而到了 4 月 20 日，虽然歌尔股份公布了盈余公告，但是投资者早就已经通过同业公司的溢出效应，掌握了关于立讯精密的利好消息，因此并没有一个显著为正的超额回报率。

（四）投资者的评价

在资本市场中，证券分析师意见是不可缺少的一个组成部分，分析师要求具备监督以及解读的职能，在资本市场中帮助信息流通，在收集信息的基础上，对信息进行分析以及传播。一方面，分析师在投资者信息有限的情况下为其提供额外难以直接获取或较为隐蔽的信息，从而一定程度上改善市场上所存在的公司与投资者间的信息不对称和投资者与投资者之间的信息不对称。同时，分析师作为证券市场的一部分，个人的意见和建议对于上市公司的定价有着极大的影响。

Muslu (2014) 发现，分析师在提供分析公司的专有信息的同时，还会为投资者提供分析公司所在行业之间股票的共性信息即行业信息。Hilary 和 Shen (2013) 发现分析师能有效利用同业企业的管理层盈余预测来提升盈余预测准确性，投资者也认可分析师所做的更新预测。

基于以上分析，本文认为由于公司盈余公告所存在的外部性，当同业公司公布盈余信息后，信息溢出至分析公司，会影响分析师对分析公司的判断。一方面，由于分析师收到更多的信息，因此会提高分析师对股票的预期。

因此，我们在收集了立讯精密 2019 年年报公布前分析师评级，观察当同业公司公布年报时，分析师是否会根据同业公司的溢出信息来对分析公司，是否会提高分析师对分析公司的预期。

我们在获取分析师评级数据后，将某分析师某年某次对某支股票预测的 EPS 减去当年实际 EPS 除以预测前一个交易日该股票收盘价格，计算出的值作为分析师对分析股票的乐观程度，乐观程度越大，意味着分析师对股票价格的期望越高。

我们根据首个同业公司晶方科技的年报公布日 2 月 18 日和研究公司立讯精密的年报公布日 4 月 16 日作为节点。分析发现，在同业公司公布年报前，即 1 月 1 日至 2 月 18 日，分析师所预测的 Eps 普遍低于当年实际的 Eps，而当由同业公司公布年报后，分析师所越策的 Eps 则普遍大于当年实际的 Eps，且随着公布年报数据越多，分析师越对分析公司股票价格的期望就越高。

由此可以看出，随着同业公司年报的披露，由于公司盈余公告所存在的外部性，当同业公司公布盈余信息后，信息溢出至分析公司，会影响分析师对分析公司的判断，由于分析师

了解到更多有关分析公司的信息，因此会提高分析师对股票的预期。

那么，市场中的投资者能否识别到同业公司年报中所溢出的信息呢？本文通过股票换手率来观察市场中投资者的行为。

们根据首个同业公司晶方科技的年报公布日2月18日和研究公司立讯精密的年报公布日4月16日作为节点。我们计算得出立讯精密2019年1月1日至2019年2月18日的平均换手率为0.007859，而立讯精密在2019年2月18日至3月16日即首家同业公司公布盈余公告后至研究公司公布盈余报告的期间，平均换手率为0.014352，远远超同业公司公布公告前的换手率。

由此可以看出，随着同业公司年报的披露，由于同业公司中所存在的溢出效应，当同业公司公布盈余信息后，越来越多的信息溢出至分析公司，而投资者接受到信息后，会调整自己的投资判断，因而导致立讯精密的换手率上升。

结论

本文基于立讯精密18年年报披露这一事件，深入分析了同业公司的溢出效应如何影响立讯精密的市场反应。研究发现，同业公司存在的溢出效应会引起同业公司股价的超额回报，支持了盈余公告信息存在正外部性，主要反映了行业前景信息。

本文的研究对于资本市场参与者如何利用同业公司的盈余信息进行投资决策具有一定的指导意义。此外，本文研究表明，盈余公告是企业向资本市场披露信息的重要方式，在提供公司自身信息的基础上，可向市场传递关于行业发展前景的信息。这对于加强上市公司信息披露监管和优化市场信息环境具有重要的借鉴意义。

信息资源是股票市场上投资者进行决策的一种非常重要的社会资源，特别对于各个公司中所发布的盈余公告中所包含的信息，对于投资者来说，尤其重要。投资者通过阅读年报等手段在公司发布的盈余公告中获取自己想要的信息，帮助进行合理的投资决策。但是，由于目前公司自身所发布的会计信息逐渐无法满足投资者的信息需求。因此，投资对于现行的会计制度是不满意的，但是公司发布的盈余公告其实具有一定的行业溢出效应，本公司的信息可以溢出到其他公司，从而进一步提高整个证券市场中的信息利用率，同时反应出该公司、该公司所处行业以及整个市场的经济状况，从而为理性的投资者提供有助于投资决策的手段和依据。

参考文献

- [1]AJINKYA B B, GIFT M J, 1984. Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations[J]. Journal of Accounting Research,
- [2]ALLEN F, GALE D, 2000. Financial Contagion[J]. Journal of Political Economy,
- [3]AOBDIA D, 2015. Proprietary Information Spillovers and Supplier Choice:Evidence from Auditors[J]. Review of Accounting Studies, 20(4): 1504–1539.
- [4]BADERTSCHER B, SHROFF N, WHITE H D, 2013. Externalities of Public Firm Presence:Evidence from Private Firms' Investment Decisions[J]. Journal of Financial Economics, 109(3): 682–706.
- [5]BAGINSKI S P, 1987. Intraindustry Information Transfers Associated with Management Forecasts of Earnings[J]. Journal of Accounting Research, 25(2): 196.
- [6]BALAKRISHNAN K, BARTOV E, FAUREL L, 2010. Post Loss/Profit Announcement Drift[J].Journal of Accounting and Economics, 50(1): 20–41.

- [7]BALL R, BROWN P, 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers[J].Journal of Accounting Research, 6(2): 159.
- [8]BALLI F, HAJHOJ H R, BASHER S A, 等, 2015. An Analysis of Returns and Volatility Spillovers and Their Determinants in Emerging Asian and Middle Eastern Countries[J].International Review of Economics & Finance, 39: 311–325.
- [9]BEATTY A, LIAO S, YU J J, 2013. The Spillover Effect of Fraudulent Financial Reporting on Peer Firms' Investments[J]. Journal of Accounting and Economics, 55(2):183–205.
- [10]BEAVER W H, 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements[J]. Journal of Accounting Research, 6: 67–92.
- [11]BENVENISTE L M, BUSABA W Y, WILHELM W J, 2002. Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets[J]. Journal of Financial Intermediation, 11(1): 61–86.
- [12]BENVENISTE L M, LJUNGQVIST A, WILHELM JR. W J, 等, 2003. Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services[J]. The Journal of Finance, 58(2): 577–608.
- [13]BERNARD V L, THOMAS J K, 1989. Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?[J]. Journal of Accounting Research, 27: 1.
- [14]BHATTACHARYYA S, LEACH J C, 1999. Risk Spillovers and Required Returns in Capital Budgeting[J]. The Review of Financial Studies, 12(3): 461–479.
- [15]BHUSHAN R, 1994. An Informational Efficiency Perspective on the Post-Earnings Announcement Drift[J]. Journal of Accounting and Economics, 18(1): 45–65.
- [16]BRADLEY D, YUAN X, 2013. Information Spillovers around Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Corporate Finance, 21: 106–118.
- [17]CHRISTOFFERSEN S E K, SARKISSIAN S, 2009. City Size and Fund Performance[J].Journal of Financial Economics, 92(2): 252–275.
- [18]CLINCH G J, SINCLAIR N A, 1987. Intra-Industry Information Releases[J]. Journal of Accounting and Economics, 9(1): 89–106.
- [19]DANIEL K D, HIRSHLEIFER D, SUBRAHMANYAM A, 2001. Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing[J]. The Journal of Finance, 56(3): 921–965.
- [20]EDERINGTON L H, LEE J H, 1993. How Markets Process Information: News Releases and Volatility[J]. The Journal of Finance, 48(4): 1161–1191.
- [21]ERWIN G R, MILLER J M, 1998. The Liquidity Effects Associated with Addition of a Stock to the S&P 500 Index: Evidence from Bid/Ask Spreads[J]. Financial Review,33(1): 131–146.
- [22]FAULKENDER M, YANG J, 2010. Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups[J]. Journal of Financial Economics, 96(2): 257–270.
- [23]FIRTH M, 1976. The Impact of Earnings Announcements on the Share Price Behaviour of Similar Type Firms[J]. The Economic Journal, 86(342): 296.
- [24]FLEMING J, 1998. The Quality of Market Volatility Forecasts Implied by S&P 100 Index Option Prices[J]. Journal of Empirical Finance, 5(4): 317–345.
- [25]FOSTER G, 1981. Intra-Industry Information Transfers Associated with Earnings Releases[J]. Journal of Accounting and Economics, 3(3): 201–232.
- [26]FOUCAULT T, FRESARD L, 2014. Learning from Peers' Stock Prices and Corporate Investment[J]. Journal of Financial Economics, 111(3): 554–577.
- [27]FREEMAN R N, TSE S, 1989. The Multiperiod Information Content of Accounting Earnings: Confirmations and Contradictions of Previous Earnings Reports[J]. Journal of Accounting Research, 27: 49–79.

- [28]GANDE A, PARSLEY D C, 2005. News Spillovers in the Sovereign Debt Market[J].Journal of Financial Economics, 75(3): 691–734.
- [29]HAMEED A, KANG W, VISWANATHAN S, 2010. Stock Market Declines and Liquidity[J].The Journal of Finance, 65(1): 257–293.
- [30]HAN C M, 1989. Country Image: Halo or Summary Construct?[J]. Journal of Marketing Research, 26(2): 222–229.
- [31]HAN J C Y, WILD J J, 1990. Unexpected Earnings and Intraindustry Information Transfers: Further Evidence[J]. Journal of Accounting Research, 28(1): 211.
- [32]HILARY G, SHEN R, 2013. The Role of Analysts in Intra-Industry Information Transfer[J]. The Accounting Review, 88(4): 1265–1287.
- [33]HUANG D, SWANSON E A, LIN C P, 等, 1991. Optical Coherence Tomography[J]. Science(New York, N.Y.), 254(5035): 1178–1181.
- [34]KORMENDI R, LIPE R, 1987. Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns[J]. The Journal of Business, 60(3): 323–345.
- [35]KOVACS T, 2016. Intra-Industry Information Transfers and the Post-Earnings Announcement Drift[J]. Contemporary Accounting Research, 33(4): 1549–1575.
- [36]KOVACS G, KOT S, 2016. New Logistics and Production Trends as the Effect of Global Economy Changes[J/OL]. Polish Journal of Management Studies, Vol. 14, No. 2[2021 –09–29].
- [37]LEWELLEN J, SHANKEN J, 2002. Learning, Asset-Pricing Tests, and Market Efficiency[J]. The Journal of Finance, 57(3): 1113–1145.
DOI:10.1111/1540-6261.00456.
- [38]MASSA M, REHMAN Z, VERMAELEN T, 2007. Mimicking Repurchases[J]. Journal of Financial Economics, 84(3): 624–666.
- [39]MORSE D, 1981. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination[J]. Journal of Accounting Research, 19(2): 374 –383.
- [40]MUSLU V, REBELLO M, XU Y, 2014. Sell-Side Analyst Research and Stock Comovement[J]. Journal of Accounting Research, 52(4): 911–954.
- [41]PATELL J M, WOLFSON M A, 1981. The Ex Ante and Ex Post Price Effects of Quarterly Earnings Announcements Reflected in Option and Stock Prices[J]. Journal of Accounting Research, 19(2): 434–458.
- [42]PATTON A J, VERARDO M, 2012. Does Beta Move with News? Firm-Specific Information Flows and Learning about Profitability[J]. Review of Financial Studies, 25(9): 2789 –2839.
- [43]RAMNATH S, 2002. Investor and Analyst Reactions to Earnings Announcements of Related Firms: An Empirical Analysis[J]. Journal of Accounting Research, 40(5): 1351 –1376.
- [44]ROSS M, 1989. Relation of Implicit Theories to the Construction of Personal Histories.[J]. Psychological Review, 96(2): 341–357.
- [45]SAVOR P, WILSON M, 2016. Earnings Announcements and Systematic Risk: Earnings Announcements and Systematic Risk[J]. The Journal of Finance, 71(1): 83–138.
- [46]SHAHRUR H, VENKATESWARAN A, 2009. Industry Prospects and Acquirer Returns in Diversifying Takeovers[J]. Journal of Financial Research, 32(1): 23–51.
- [47]SHROFF N, VERDI R S, YOST B P, 2017. When Does the Peer Information Environment Matter?[J]. Journal of Accounting and Economics, 64(2): 183–214.
- [48]SONG M H, WALKLING R A, 2000. Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets:A Test of the ‘acquisition Probability Hypothesis’[J]. Journal of Financial Economics, 55(2): 143–171.

- [49] Pandit, S., C. E. Wasley, and T. Zach. 2011. "The Effect of Research and Development (R&D) Inputs and Outputs on the Relation between the Uncertainty of Future Operating Performance and R&D Expenditures." *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 26 (1): 121–44.
- [50] Parsons, C. A., R. Sabbatucci, and S. Titman. 2020. "Geographic Lead-Lag Effects." *The Review of Financial Studies* 33 (10): 4721–70,
- [51] Hou, K. 2007. "Industry Information Diffusion and the Lead-lag Effect in Stock Returns." *The Review of Financial Studies* 20 (4): 1113–38,
- [52] Ahern, K. R. 2013. "Network Centrality and the Cross Section of Stock Returns." SSRN Scholarly Paper ID 2197370. Rochester, NY: Social Science Research Network,.
- [53] Parsons, C. A., R. Sabbatucci, and S. Titman. 2020. "Geographic Lead-Lag Effects." *The Review of Financial Studies* 33 (10): 4721–70,.
- [54] Cohen, L., and D. Lou. 2012. "Complicated firms." *Journal of Financial Economics*, Special Issue on Investor Sentiment, 104 (2): 383–400.
- [55] Ali, U., and D. Hirshleifer. 2020. "Shared analyst coverage: Unifying momentum spillover effects." *Journal of Financial Economics* 136 (3): 649–75.
- [56] Huang, S., C. M. C. Lee, Y. Song, and H. Xiang. 2021. "A frog in every pan: Information discreteness and the lead-lag returns puzzle." *Journal of Financial Economics*, November,.