
投资者是否理性反映了经常性损益和非经常性损益所蕴含的关于未来收益的信息含量？

靳庆鲁¹, 狄正林²

(1. 上海财经大学会计与财务研究院, 上海市国定路 777 号 200433; 2. 太平洋证券股份有限公司投资银行总部)

摘要: 本文以 1999-2004 年度我国上市公司为研究样本, 考察了股票价格是否恰当反应了收益不同组成部分(经常性损益和非经常性损益)所蕴含的关于未来收益的信息含量。研究发现经常性损益的持续性比非经常性损益的持续性更高, 但投资者不能充分理解这种持续性差异, 具体而言, 投资者低估经常性损益的持续性, 但对非经常性损益持续性的定价较为准确。基于这种股票价格对于经常性损益和非经常性损益的错误定价, 我们构造了一个零成本的套利投资组合, 由此所获得的超额套利报酬进一步印证了上述发现。总之, 本文的研究结果表明, 中国资本市场中的有效性尚待进一步提高, 中国证监会关于非经常性损益单独列报的制度规定的确有助于改善投资者的决策环境。

关键词: 经常性损益; 非经常性损益; 股票报酬; Mishkin 检验

中图分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

会计收益披露的质量问题一直是国内外学者和实务界讨论和关注的焦点, 在我国上市公司披露的净利润数据中, 非经常性损益所占比重较高, 并且, 投资者通常认为非经常性损益是公司管理层进行收益管理的对象之一。为解决这一问题, 提高上市公司信息披露透明度, 规范证券市场的发展, 中国证监会制定了一系列的规章和制度。1999 年, 证监会要求所有的上市公司在年报中披露扣除非经常性损益之后的净利润, 并且对非经常性损益的内容进行了详细的规定。2001 年, 证监会发布了《公开发行证券的上市公司信息披露规范问答第 1 号—非经常性损益》, 并且在该文件中对非经常性项目进行了详细的规定。2004 年, 证监会又对《公开发行证券的上市公司信息披露规范问答第 1 号—非经常性损益》进行了修订, 对非经常性项目进行了更加详细的规定。证监会制定的上述规章制度主要是为了提高会计收益质量。通过将非经常性损益和扣除非经常性损益的会计收益单独披露, 上市公司的报告业绩将可能更具可信性、相关性, 投资者可以对公司的利润进行更清晰的分析, 从而做出更好的决策。另外, 通过限制非经常性项目对证券市场的不良影响, 公司管理层进行盈余管理的动机和行为也将会有所缓解, 有限的资源将能得到更好的配置。

Ball and Brown (1968), Beaver (1968) 从信息观的角度出发, 分别采取事件研究法与关联研究对会计收益与股票价格之间的关系进行了实证研究。从 20 世纪 90 年代开始, 我国的学者也发现在中国资本市场的制度背景下, 会计收益具有信息含量。本文从收益质

量的角度出发，检验构成会计收益的不同组成部分（经常性损益和非经常性损益）是否具有不同的预测未来收益的能力？投资者能否充分理解经常性损益和非经常性损益所蕴含的关于未来收益的信息含量？对这些问题展开研究，不但可以提供我国市场有效性程度方面的证据，也有助于更好地理解中国证监会关于非经常性损益单独列报的制度规定是否起到了改善投资者决策环境的效果。

本文结构如下：第二部分是相关文献的回顾；第三部分提出了本文的研究假说；在第四部分，我们对样本、变量进行了说明，并提供了简单的描述性分析；第五部分是研究设计；第六部分是实证结果分析；第七部分是敏感性检验；最后我们给出了本文的结论，并提出了未来的研究方向。

2 文献回顾

2.1 国外文献回顾

Ball and Brown (1968) 以 1946~1965 年的美国上市公司为研究样本，考察了在纽约证券交易所 (NYSE) 上市的 261 家公司会计盈余信息披露前 12 个月到披露后 6 个月的股价行为，他们发现盈余变动与股票非正常报酬率之间存在显著的统计相关性。Gonedes (1975) 的研究表明，股票市场报酬率与非正常盈余之间存在着相关关系。Bowen (1981) 通过研究电力公司的盈余对股价的作用，发现市场对经营性和非经营性项目赋予不同的权重。Barth et al. (1990) 通过将美国银行业的会计盈余分解成两个组成部分（营业利润和出售证券收益），发现只有营业利润对股价有所影响，而出售证券所得收益对股价的影响不显著。这表明投资者的确能够区分营业利润和出售证券收益的收益持续性，并在股票定价中赋予不同权重。同时，他们还发现扣除“证券投资利得与损失”项目之后会计盈余与股票报酬之间的关联度更高。Strong and Walker (1993) 考察了英国工业行业上市公司的股票年收益和会计盈余之间的关系。他们的研究表明，把会计盈余区分为经常性项目和非经常性项目，可以提高股票年收益和会计盈余之间的相关度。他们还发现会计盈余的不同组成部分具有不同的持续性，对股票价格的影响也有所不同。Sloan (1996) 研究了当前会计盈余中的组成部分（现金流量和应计利润）在预测未来收益时的持续性问题以及市场如何对现金流量和应计利润进行定价。研究表明，应计利润在预测未来收益的持续性方面比现金流量低。但是，投资者只是对会计盈余信息整体做出反映，并不能够正确区分会计盈余中的应计利润和现金流量的不同特性。Collins and Hribar (2000) 基于季度公告的数据，同样也发现，市场高估了会计盈余中应计利润的持续性，从而对应计利润定价过高。Collins, Maydew and Weiss (1997) 根据修正的 Ohlson 估价模型，对 1953~1993 年美国上市公司会计盈余的组成部分与股票价格的关联度进行了考察，研究发现，非经常性损益在会计盈余中所占比例的提高会降低会计利润与股票价格的相关性，同时提高净资产与股票价格的相关性。这意味着非经常性损益在会计盈余中的构成比例不同，会影响投资者对基本会计变量（会计盈余与净资产）的使用。Thomas (2000) 考察了美国上市公司会计收益取得的地理差异（从国内取得的收益与从国外取得的收益）也会影响投资者的认知。整体上来讲，投资者低估从国外取得收益的持续性，基于这一发现所构造的一个零成本的套利组合能够获得显著为正的超额报酬。同时进一步的研究还表明，大部分超额报酬的取得主要集中在下一季度盈余公告日前后。Xie (2001) 发现操纵性应计利润的持续性低于正常应计利润和现金流量的持续性，但市场却主要高估操纵性应计利润的持续性，进而高估应计利润的持续性。Chen (2004) 考察了盈余持续性程度的不同如何影响未来的超额报酬，结果表明，当盈余持续性程度高时，超额报酬率与盈余变动正相关；当盈余持续性程度低时，

二者负相关。进一步的研究表明，投资者对持续性程度高的盈余反应不足，对持续性低的盈余反应过度。

2.2 国内文献回顾

魏刚、蒋义宏 (1998) 研究结果表明：利用非经常性收益粉饰会计报表是上市公司盈余管理的主要手段。赵宇龙 (1999) 发现了中国证券市场存在“功能锁定”现象，即股票价格只对收益整体做出反应，而不能区分会计盈余中经常性会计盈余和非经常性会计盈余的不同信息含量。蒋义宏和牟海霞 (2001) 采用非经常性损益作为衡量上市公司质量的标准，研究了哪些特征的公司倾向于采用非经常性损益进行盈余管理。研究发现，ROE 略高 6% 配股资格线的上市公司非经常性损益占净利润的比例显著高于其他上市公司；IPO 上市公司发行年度非经常性损益占净利润的比例显著高于发行次年；EPS 略大于零的上市公司非经常性损益占净利润的比例显著高于其他上市公司。李常青，张兆伟 (2003) 通过考察上海证券交易所上市的所有上市公司，发现 DEPS (扣除非经常性盈余后的每股收益) 不仅含有与价格有关的信息含量，而且含有 EPS (每股收益) 指标之外的信息含量。这说明扣除非经常性损益后的每股收益能够为投资者提供增量信息。梁杰、赵淼 (2004) 考察了上市公司非经常性损益与配股资格线之间的关系，研究发现证监会对配股资格线的调整，使上市公司失去了利用非经常性损益调节利润以达到配股要求的原动力。Chen, Wang (2004) 基于 Ohlson (1989) 模型，对营业利润与线下项目利润的价值相关性进行了考察。他们发现：营业利润与线下项目利润均具有价值相关性，且后者的回归系数显著大于前者，这与二者的持续性矛盾。

综上所述，国内的研究既考察了收益不同组成部分的持续性问题，也探讨了收益不同组成部分与股票价格之间的关联性，但对于投资者定价的理性程度以及相应的经济后果缺乏研究。本文基于高斯迭代和广义最小二乘法对两个联立方程（预测方程与定价方程）进行两阶段估计（Mishkin 检验）的方法，对这一问题进行考察，并进一步研究了由此所带来的经济后果（资深投资者可以利用幼稚投资者的这一定价错误赚取超额报酬）。另外，本文的研究也有助于评判中国证监会关于非经常性损益单独列报的制度规定是否取得了既定效果。

3 研究假说

尽管收益持续性并不是对收益质量的完整定义，但它的确是衡量收益质量的一个重要方面。例如，Jonas and Blanchet (2000) 在对收益质量定义的框架体系中加入了收益持续性。此外，在 Ohlson (1995) 价值计量模型中，收益持续性本身就是一个与股票内在价值相关的变量之一 (Barth and Hutton 2004)。因此，任何影响收益持续性的指标，都会影响到公司的内在价值，所以将会计收益区分为经常性损益和非经常性损益，研究其持续性差异将有助于投资者对公司价值进行相对合理的评估。

在基础研究中，经常性损益和非经常性损益在预测未来收益中的作用是一个重要内容。Rmakrishnan et al (1991) 认为会计盈余的不同组成部分具有不同的持续性，他们将会计盈余按持续性分为三类：一是永久性会计盈余 (permanent earnings)，这类性质的会计盈余预期会持续到公司未来的会计年度，如公司主营业务利润；二是暂时性会计盈余 (transitory earnings)，此类会计盈余的持续性仅存在于当前的会计年度，如公司处置固定资产的损益等。三是价格无关的会计盈余 (price irrelevant earnings)，此类盈余是由于公司的会计变更引起的，它既不会影响公司当前会计年度的经济业绩，也不会影响以后年度的经济业绩。

持续性会计盈余是企业综合素质和发展能力的体现，对企业未来盈余有较强的预测价值，而暂时性会计盈余和价格无关会计盈余没有持续性，对企业未来盈余无预测价值。

魏刚，蒋义宏（1998）以 1993—1997 年在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的所有公司披露的年报数据为样本，研究了上市公司的 ROE 的三种分布：各年度全部样本的 ROE 分布，各年度全部样本中 $7\% \leq \text{ROE} < 14\%$ 的分布，各年度全部样本中 $10\% \leq \text{ROE} < 11\%$ 的分布。研究结果表明：我国上市公司为了达到配股资格会进行盈余管理，其中利用非经常性损益粉饰会计报表的方法进行盈余管理是一个重要手段。Ervin, Thmos and Vernon（2000）基于 1978—1997 年的美国上市公司为样本，考察了一次或者多次发生的非经常性损益项目与会计收益和股票价格之间的关系，研究结果表明：无论非经常性损益对会计收益是积极还是消极的影响，它们对于上市公司的股票价格的影响都是消极的。这是因为投资者往往认为非经常性损益较多的公司一方面有可能面临着财务困难，另一方面可能进行了盈余管理。徐晓伟，李林杰，安月平（2003）也发现利用非经常性项目进行盈余管理的现象在上市公司中非常普遍。更为严重的是，一些上市公司会利用非经常性项目将亏损调整为盈余。李常青，张兆伟（2003）通过对 1999 年和 2000 年上海证券交易所的 A 股 350 家上市公司的年报数据进行分析，也得出相似的结论。

综上所述，由于非经常性损益本身的特点以及在收益管理上的便利条件，我们提出如下研究假说：

假说 1：在预测未来收益时，经常性损益的持续性强于非经常性损益。

即使收益的不同组成部分具有不同的收益持续性，投资者是否能够正确区分会计收益中经常性损益部分和非经常性损益部分所蕴含的信息含量，还是一个有待进一步探讨的问题。对这一问题的回答，依赖于市场是否充分有效。越来越多的文献从市场会计盈余和其他会计信息的理解方面质疑市场的有效性。Sloan（1996）的研究发现：投资者在对下一年度的会计收益做出预期时候，并没有准确利用会计收益中应计利润在预测未来收益中所包含的信息含量。Abarbanell and Bushee（1997,1998）检验了 Lev and Thiagarajan（1993）提出的 9 个基本面指标，他们发现这些指标（或其中的一些指标）与未来会计盈余具有显著的相关性，但是分析师却没有充分解读这些基本指标的信息含量（也就是说，分析师没有充分理解这些指标在对未来盈余预测方面的作用）；另外，他们还基于这些基本指标构造了一个投资策略，并且这一投资策略在次年赚取了显著为正的超额报酬。

以上文献都是基于发展较为成熟的美国资本市场的研究。可以预计，在发展尚未成熟的中国资本市场，投资者对会计盈余及其不同组成部分的错误定价现象将会更加严重。赵宇龙，王志台（1999）发现在中国的股票市场上存在功能锁定现象（functional fixation），他们还发现在中国证券市场上股票价格只对收益整体做出反应，而不能区分会计收益中经常性损益和非经常性损益部分的经济含义。王志台（2000）采用公司的主营业务作为永久性盈余的表征变量，以主营业务利润比重（主营业务/利润总额）作为会计盈余持续性衡量的标准，对我国上市公司的会计盈余进行了研究。研究结果表明，投资者并没有区别对待不同质量的会计盈余。Chen, Chen and Su（2001）发现会计盈余的持续性并不影响会计盈余和股票价格之间的相关性，这也就是说，在中国市场上，投资者并不能区分当期盈余中的经常性盈余部分和非经常性盈余部分。另外，邓秋云（2005）以 1993—2002 年 5817 个公司年观测值为研究样本，考察了非经常性损益与股票价格之间的相关性，结果表明：在 1993 到 1999 年，我国上市公司非经常性损益的降低并没有提高会计信息与股票价格的

相关性，投资者只关心短期利润，而不区分持续利润和暂时利润；而在 2000 到 2002 年，投资者逐步趋于理性和稳健，开始利用净资产所表示的上市公司内在价值来修正自己关于上市公司未来的预期。

基于上述分析，我们提出如下研究假说：

假说 2：股票价格不能够充分区分当期收益中经常性损益和非经常性损益在预测未来收益持续性上的差异。

如果股票价格确实没有充分区分当期盈余中经常性损益和非经常性损益对未来会计盈余的不同预测能力，那么随着新信息的发布，这一错误定价将被纠正过来。因此，基于投资者的定价错误，应该可以构造出一个零成本的套利组合，并能根据这一投资组合获取显著为正的超额报酬。

假说 3：买入被低估的股票，卖空被高估的股票的零投资策略在长期内将产生正的超额报酬。

4 样本说明、变量定义与描述性分析

样本

本文研究的数据来自 1999 年到 2004 年间中国股票市场上的所有 A 股上市公司（不包括金融类上市公司）。从 1999 年开始，我国上市公司披露的年报数据中包含净利润和扣除非经常性损益后的净利润（我们称之为经常性损益），所以本文研究的起始年度是 1999 年，另外，由于定价方程中的股价检验需要至少一年的未来收益数据，所以本文所使用的最后年度是 2004 年。本文所使用的财务数据来自 WIND 数据库，股票价格数据来自于 CSMAR 数据库。首先，从 WIND 数据库提取 7447 个包含经常性损益和总收益数据的样本年观测值，为了具有可比性，我们对上述收益数据以平均总资产进行标准化。剔除 538 个缺失股票价格的年观测值以及 560 个缺失滞后一年交易数据的年观测值后得到 6349 个样本年观测值。为了排除极端值得影响，我们分年度删除对应变量位于样本两端 1% 的观测值，最后的样本包括 6131 个年观测值。具体的样本选取过程见表 1。

样本筛选过程	样本量
所有公司年观测值	7,447
剔除缺失股价数据后的年观测值	6,909
剔除缺失滞后一年交易数据后的年观测值	6,349
剔除极值后的年观测值	6,131

样本期间：1999-2004

表 1 样本筛选过程

4.2 变量定义

本研究主要的变量为会计收益、经常性损益和非经常性损益，其中会计收益为净利润，非经常性损益等于会计收益数据扣减经常性损益（非经常性损益=净利润-经常性损益）。参照 Solon (1996), Dechow (2004), Haw et al. (2004)的做法，我们用公司规模（平均总资产）标准化上述三个变量。

$$\text{平均总资产} = \frac{\text{年初总资产} + \text{年末总资产}}{2}$$

$$\text{会计收益} = \frac{\text{净利润}}{\text{平均总资产}}$$

$$\text{经常性损益} = \frac{\text{扣除非经常性损益后的净利润}}{\text{平均总资产}}$$

$$\text{非经常性损益} = \frac{\text{净利润} - \text{扣除非经常性损益后的净利润}}{\text{平均总资产}}$$

股票收益是从财务年度结束后第四个月最后一个交易日开始为期一年的收益率，因为按照中国证监会的规定，在四月底之前，所有的公司都必须公布其年度报告。股票收益的计算公式为：股票收益_{t+1} = (股票价格_{t+1} - 股票价格_t) / 股票价格_t，其中，股票价格_{t+1}是下一年度五月份第一个交易日的收盘价，股票价格_t是当年四月份最后一个交易日的收盘价。超额报酬是用股票正常报酬或者预期报酬进行调整，在此，我们使用公司规模和账面/市值比调整的方法来计算超额报酬。为了计算超额报酬，我们首先根据公司规模从低到高将样本公司分为三个组合，接着对每一组合按账面/市值比从低到高分三个组合，最后得到 9 个组合。超额报酬是通过将该股票报酬扣减相应组合的加权平均收益率得到。

4.3 描述性分析

表 2 提供了经常性损益各组（按经常性损益从低到高分 10 组）相应变量的描述性统计量。表 2 的上半部分提供了所有年度样本的收益及其不同组成部分在每组的均值和中值，经常性损益的均值（中值）从最低的-10.20%（-7.79%）到最高的 11.54%（10.28%），会计收益与经常性损益在最低和最高组别最为接近，在中间组别具有一定差距。这种特殊的对应关系与管理层利用非经常性损益进行收益管理的发现较为一致，它表明：在会计收益非常差的时候，利用非经常性损益进行操纵比较困难，公司管理层不得不放弃利用非经常性损益进行收益管理的动机；在会计收益非常好的时候，公司不需要利用非经常性损益进行收益管理；而在公司业绩较为一般的时候，公司管理层为了避免亏损、收益下滑、超过分析师预测等原因，可能更趋向于使用非经常性损益进行收益管理。

表 2 下半部分提供了两个潜在的风险因素及超额报酬的描述性统计量。从表中数据我

们无法看出第一个风险因素（规模）的任何趋势，但是，对于第二个风险因素（账面价值与市场价值的比值），我们可以看到，它与经常性损益呈现较为明确的倒“U型”关系。另外，我们看到超额报酬与经常性损益也呈现较为明确的统计关系，超额报酬的均值（中值）在经常性损益较低组别较小，而在经常性损益较高组别较大。

		最低	2	3	4	5	6	7	8	9	最高
Panel A: 收益及收益的不同组成部分											
经常性损益	均值	-10.20	-0.61	0.73	1.64	2.62	3.54	4.43	5.53	7.12	11.54
	(%) 中值	-7.79	-0.33	0.72	1.62	2.62	3.53	4.43	5.51	7.05	10.28
非经常性损益	均值	0.01	0.93	0.57	0.49	0.41	0.35	0.46	0.34	0.30	0.06
	(%) 中值	0.00	0.66	0.15	0.16	0.15	0.13	0.11	0.11	0.08	0.00
收益(%)	均值	-10.18	0.33	1.30	2.12	3.03	3.89	4.89	5.87	7.43	11.60
	中值	-8.31	0.39	0.95	1.89	2.85	3.72	4.62	5.73	7.36	10.46
Panel B: 风险因素及超额报酬											
规模（亿元）	均值	13.40	20.96	20.11	26.55	20.91	19.13	28.97	26.45	21.42	35.09
	中值	9.26	12.42	12.92	13.07	14.00	12.92	12.22	10.62	10.55	12.65
账面/市值比	均值	0.27	0.38	0.40	0.40	0.37	0.35	0.33	0.31	0.32	0.28
	中值	0.20	0.33	0.36	0.37	0.35	0.32	0.30	0.28	0.29	0.26
超额报酬 (%)	均值	-2.71	-3.61	-3.94	-1.09	-0.34	-1.66	-1.42	0.52	1.44	2.05
	中值	-3.49	-6.84	-6.17	-4.44	-5.45	-3.82	-3.96	-3.60	-2.81	-1.99
变量定义如下： 收益、经常性损益、非经常性损益的定义如前；公司规模：期初总资产和期末总资产的平均值；账面/市值比：											

总资产的账面价值/公司的市值；超额报收率：经公司规模和账面/市值比调整的超额报酬。

表 2 描述性统计 按经常性损益排列的样本组合

5 研究设计

5.1 假说 1 的实证检验

为了检验假说 1，我们设计如下回归方程：

$$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Recurring_t + \gamma_2 Nonrecurring_t + v_{t+1} \quad (1)$$

其中： $Earnings$ 为会计收益； $Recurring$ 为经常性损益； $Nonrecurring$ 为非经常性损益。

根据假说 1，我们期望 $\gamma_1 > \gamma_2$ ，即经常性损益的回归系数大于非经常性损益的回归系数。这意味着，在预测未来年度收益方面，经常性损益的持续性应高于非经常性损益的持续性。本文使用 F 检验统计量来检验原假说 $\gamma_1 = \gamma_2$ 是否成立。

5.2 假说 2 的实证检验

根据 Sloan (1996)，Thomas (2000)，Xie (2001) 等人的研究设计，我们基于 Mishkin (1983) 的研究框架来检验假说 2 是否成立。Mishkin (1983) 检验为检验宏观经济学中的理性期望假设提供了一个理论框架，亦即：

$$E(R_t - r_t / \phi_{t-1}) = 0 \quad (2)$$

其中：

ϕ_{t-1} ：市场在 t-1 期结束时可以知道的全部信息； $E(... / \phi_{t-1})$ ：以 ϕ_{t-1} 为已知条件得期望；

R_t ：持有某只股票在 t+1 期获得的报酬； r_t ：股票在 t 期的期望报酬。

一个满足方程 (2) 中市场有效性条件的非线性联立方程可以描述如下：

$$X_t = \gamma_0 + \gamma_1 X_{t-1} + v_t \quad (3)$$

$$(R_t - r_t / \phi_{t-1}) = \beta_0 + \beta_1 (X_t - \gamma_0 - \gamma_1^* X_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中：

v_t ：误差项； ε_t ：误差项； X ：与股票价格相关的变量（本文中的价格相关变量 X ，包括经常性损益与非经常性损益）； γ_1 ：反映变量的持续性系数； $(R_t - r_t / \phi_{t-1})$ ：超额报酬； γ_1^* ：市场对价格相关变量的定价系数。

我们把方程 (3) 称为预测方程，用它可以预测各个变量的持续性系数 γ_s ；把方程 (4) 称为定价方程，或价格评估方程，用它可以估计市场对各个价格相关变量的定价系数 γ_s^* 。

有效市场假设意味着 $\gamma_1 = \gamma_1^*$ ，即整体上，股票价格能够正确反映价格相关变量本身的持续性。

我们基于高斯迭代和广义最小二乘法对上述方程进行两阶段估计，在第一阶段，我们对上述方程的 γ_s 和 γ_s^* 不施加任何约束，并由此而获得 SSR^u （无约束非线性回归的残差平方和）；接下来，在第二阶段，我们对上述联立方程的 γ_s 和 γ_s^* 施合理性定价约束，即 $\gamma_q = \gamma_q^*$ ($q=1,2$)，并由此获得 SSR^C （有约束条件的非线性回归的残差平方和）。根据 Mishkin (1983)，我们使用如下服从渐进 $\chi^2(q)$ 分布的可能性比率来检验投资者的理性定价假设：

$$2N \ln(SSR^C / SSR^u), \quad (5)$$

其中：

q ：理性定价假定所施加的约束因子的个数； N ：样本观测值的个数； \ln ：自然对数；

SSR^u ：第一阶段没有限制条件下回归方程残差和； SSR^C ：第二阶段限制条件下回归方程残差和。

显著的 χ^2 统计量表明方程间的系数不相等，市场有效的原假说将被拒绝。

本文采用 Mishkin 检验方法来检验，在预测未来年度收益时，市场能否对经常性损益和非经常性损益的持续性进行理性定价。我们估计如下联立回归方程：

$$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Recurring_t + \gamma_2 Nonrecurring_t + v_{t+1} \quad (6)$$

$$AR_{t+1} = \beta(Earnings_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* Recurring_t - \gamma_2^* Nonrecurring_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (7)$$

其中：

AR ：经公司规模和账面/市值比调整的超额报酬。

假说 2 意味着 $\gamma_1 = \gamma_1^*$ 和 $\gamma_2 = \gamma_2^*$ 不会同时成立。

5.3 假说 3 的实证检验

为了检验假说 3，我们根据价格相关变量（经常性损益和非经常性损益）对样本年观测值进行排序，然后构造套利组合，买进被低估的股票，卖出被高估的股票，如果假说 2 成立，构造的套利组合应该会在未来年度产生显著为正的超额报酬。

6 实证结果

6.1 假说 1 的实证结果

表 3 提供了回归方程 (1) 的实证检验结果，经常性损益的回归系数 γ_1 为 0.562，而非经常性损益的回归系数 γ_2 为 0.137，都与未来收益显著正相关。F 统计量为 187.5，拒绝了 γ_1 与 γ_2 相等的原假说。我们由此得出结论，经常性损益的持续性显著高于非经常性损益的持续性。因此，表 3 的结果支持假说 1，即在预测未来收益时，经常性损益的持续性明显高于非经常性损益。

$$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Recurring_t + \gamma_2 Nonrecurring_t + v_{t+1}$$

$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Recurring_t + \gamma_2 Nonrecurring_t + v_{t+1}$			
参数	估计值	标准差	t-统计量
γ_0	0.802	0.094	8.52***
γ_1	0.562	0.015	38.58***
γ_2	0.137	0.029	4.78***
检验 $\gamma_1 = \gamma_2$		F 统计量	187.54***
*, **, ***表示显著性水平为 0.10, 0.05, 0.01 的双侧检验; 所有的变量定义与前面相同。			

表 3 线性回归结果

6.2 假说 2 的实证结果

表 4 提供了回归方程 (6) 和 (7) 的实证检验结果。在预测方程里, 经常性损益的持续性系数 γ_1 值为 0.562, 非经常性损益的持续性系数 γ_2 值为 0.137, 这与表 3 中提供的线性回归结果一样。市场有效性意味着收益不同组成部分的信息含量应该在定价方程中得到正确反应, 然而, 定价方程的实证结果却不支持市场有效性的假说。市场对经常性损益在预测未来一年收益中的定价系数为 0.232, 这比持续性系数 0.562 要小得多, 意味着市场低估了经常性损益的持续性。为了检验这种低估是否在统计上显著, 我们提供了检验 $\gamma_1 = \gamma_1^*$ 的可能性比率检验统计量, 其值为 23.61, 这在小于 1% 的显著性水平上拒绝了市场理性定价的原假说, 意味着市场明显低估了经常性损益的持续性。表 4 还提供了市场对非经常性损益在预测未来一年收益中的定价系数, 市场对非经常性损益的定价系数 γ_2^* 值为 0.244, 这比持续性系数 0.137 要大。另外, 假定市场理性定价的联合检验得到的可能性比率检验统计量为 0.65, 不能拒绝 $\gamma_2 = \gamma_2^*$ 的原假说。我们同时还发现, 市场对经常性损益的定价系数 γ_1^* 与非经常性损益的定价系数 γ_2^* 差别较小 (统计上不显著), 这意味着市场只是对公布的收益整体做出反映, 而不能恰当区分收益所包含的经常性损益和非经常性损益的信息含量。

总之, Mishkin 检验说明, 市场不能够正确区分收益不同组成部分的持续性差异, 投资者系统地低估了经常性损益的持续性, 但对非经常性损益的持续性定价相对准确。这一发现说明中国证监会关于非经常性损益单独列报的制度规定的确有助于投资者正确使用相应的会计信息, 减少了投资者对于非经常性损益的定价错误, 这可能是由于非经常性损益单

独列报促使投资者更加关注非经常性损益项目所蕴含的某种风险要素（低持续性、偶然性以及潜在的收益管理动机等等）。但另一方面也表明投资者尚不能正确认知经常性损益项目所蕴含的关于未来收益的信息含量，对于经常性损益组成的更为详细的列报也许有助于投资者减少对这部分收益组成的错误定价。

$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Recurring_t + \gamma_2 Nonrecurring_t + v_{t+1}$ $AR_{t+1} = \beta(Earnings_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* Recurring_t - \gamma_2^* Nonrecurring_t) + \varepsilon_{t+1}$		
参数	估计值	近似标准误
γ_1	0.562	0.015
γ_1^*	0.232	0.070
γ_2	0.137	0.029
γ_2^*	0.244	0.131
市场有效性检验: $\gamma_1 = \gamma_1^*$	可能性比率统计量:	23.61***
市场有效性检验: $\gamma_2 = \gamma_2^*$	可能性比率统计量:	0.65
收益、经常性损益、非经常性损益的定义如前；超额报酬：经公司规模和账面/市值比调整		

表 4 市场对经常性损益和非经常性损益在预测未来收益持续性的定价
——基于高斯迭代和广义最小二乘法的非线性联立方程（Mishkin 检验）

6.3 假说 3 的实证结果

Mishkin 检验的结果表明，市场对经常性损益的定价系数明显低于其持续性系数，市场系统地低估了经常性损益的持续性，相应地，那些拥有较高经常性损益的公司股价会比其内在价值要低（市场低估了其股票价值）。在此基础上，我们应该能够构造一个零成本的套利组合，即买进经常性损益相对较多公司的股票，卖出经常性损益相对较低公司的股票，持有一定时间，应该能够取得显著为正的超额报酬。如果发现如我们所预期，那么 Mishkin 检验的结果就可以得到进一步的证实。

根据投资者对于收益组成的错误定价，一个简单而有效获取超额报酬的方法是按照经常性损益的多少对公司进行分类，然后构造相应的套利组合。具体而言，在每一年度，我

们按照经常性损益的多少，将样本分为 5 组，然后我们买入第 5 组的所有股票，同时卖出第 1 组的所有股票，据此计算该投资组合在未来年份的超额报酬。

表 5 提供了 5 个样本年度，套利组合经过规模和账面与市值比调整的超额报酬。T 统计量是基于这 5 年的超额报酬的均值和标准差所计算的。表 5 中数据显示，经常性损益最低一组 5 年内的平均超额报酬为-3.3%，而经常性损益最高一组 5 年内的超额报酬平均为 2.4%，因此，平均的年套利报酬为 5.7%，对应的 T 统计量的值为 2.62。表 5 的结果进一步支持了投资者不能正确区分收益中不同组成部分的信息含量的发现。

图 1 提供了分年度套利组合超额报酬。在这里，我们仍使用规模和账面/市值比调整的超额报酬。5 年的平均超额报酬与前面表 5 所提供的 5.7%的超额报酬相同。在 1999—2004 年，除了 2001 年外，套利组合在其他 4 年均获得显著为正的超额报酬，这意味着，我们所构造的套利组合能获取稳定的超额报酬。

组合	规模和账面/市值比调整的超额报酬率 (%)	T-统计量
最低	-3.31	-11.47***
2	-3.23	-11.86***
3	-3.52	-12.49***
4	-1.54	-5.34***
最高	2.39	7.07***
套利	5.70	2.62***

*,**,***分别表示显著性水平为 0.10, 0.05 和 0.01 的双侧检验；组合的形成是基于每年对样本按照经常性损益进行排列形成的套利组合是指买入最高组合的股票并且卖出最低组合的股票。

所有变量的定义如前。

表 5 基于非理性定价的投资组合分析

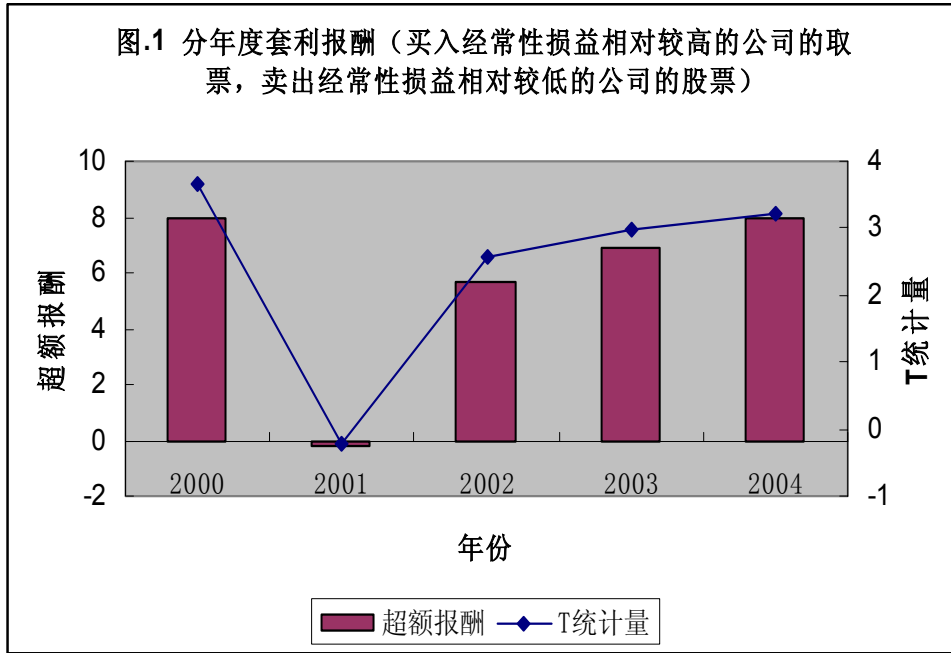


图 1 分年度套利报酬

7 敏感性检验

在前面的研究设计中，我们使用年初总资产与年末总资产的平均值对收益、经常性损益和非经常性损益进行了标准化。根据 Xie (2001) 的研究，标准化所使用的变量不同可能会影响结果的稳定性。为此，我们使用如下两个替代变量来衡量公司规模以测试结果的敏感性：（1）年初总资产；（2）年末总资产。改变标准化变量后重做上述回归和套利组合，结论不变。

8 结论和未来的研究方向

本文研究了市场能否充分理解经常性损益和非经常损益所蕴含的关于未来收益的信息含量。结果表明，在预测未来收益时，经常性损益的持续性显著高于非经常性损益，此外，Mishkin 检验和套利组合检验表明投资者系统地低估了经常性损益的持续性，但对非经常性损益的持续性定价基本准确。股票价格对于公开信息的反应与强势（或半强势）市场有效性不相一致，并不一定意味着一定存在套利的可能。因为，信息的获得成本和交易费用并非可以忽略不计，此外，利用历史价格构造的投资组合，由于交易策略实施所形成的价格压力，可能会使投资者不能够完全按照历史价格买卖股票。

本文通过提供市场对经常性损益错误定价的证明，为处在争论中的中国市场有效性的问题做出了贡献。另外，由于目前该领域的研究主要集中在国外比较发达的资本市场，本文通过对中国这样一个新兴市场的研究，也增强了这一现象以及研究结论的普遍性。

基于本文的发现，我们正在尝试在如下几个方面进行更深层次的探讨：（1）机构投资者的持股比例是否影响股票价格被错误定价的程度；（2）跟踪上市公司的财务分析师数量越多，股票价格被错误定价的程度是否越低。由于机构投资者和财务分析师都是一些专业人员，他们具有较强的信息解读、处理能力以及更为广泛的信息获取渠道，因此能够降低信息不对称的程度，进而减少错误定价的可能。另外，加以区分正与负的非经常性损益以及考察投资者如何对它们进行定价也是一个值得探讨的研究方向。

参考文献

- [1] 邓秋云, 2005, 非经常性损益与股票价格的相关性分析, 《财经理论与实践》, 第三期, 第 58 - 60 页。
- [2] 靳庆鲁, 2005, 投资者如何定价现金股利和留存收益所蕴含的信息, 工作论文。
- [3] 蒋义宏、牟海霞, 2001, 从非经常性损益看盈利质量, 《上市公司》第二期, 第 12 - 15 页。
- [4] 李常青、张兆伟, 2003, 扣除非经常性损益后会计盈余指标的有用性, 《厦门大学学报》, 第 2 期, 第 114 - 121 页。
- [5] 梁杰、赵淼, 2004, 上市公司披露非经常性损益研究, 《财会月刊》, 第 22 - 23 页。
- [6] 徐晓伟、李林杰、安月平, 2003, 从非经常性损益看上市公司的盈余管理——对上市公司信息披露中的非经常性损益的实证分析, 《华中科技大学学报 社会科学版》, 第 68 - 71 页。
- [7] 王雪、周伟, 2004, 长短期盈余管理的动因及其计量, 《财经科学》, 第 122 - 124 页。
- [8] 魏刚、蒋义宏, 1998, 净资产收益率与配股条件, 《证券市场会计问题实证研究》, 上海财经大学出版社, 第 223 - 235 页。
- [9] 赵宇龙、王志台, 1999, 我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究, 《经济研究》, 第九期, 56 - 63。
- [10] Chen, Wang, 2004, Evidence from China on the Value Relevance of Operating Income Vs. Below-the-line Items, The International Journal of Accounting, pp.339-364.
- [11] Barth, Beaver, and Wolfson, 1990, Components of Bank Earnings and the Structure of Bank Share Prices”, Financial Analysts Journal, pp. 53-60.
- [12] Ballas, 1999, valuation implication of exceptional and extraordinary items, British Accounting Review, pp.281-295
- [13] Beaver, 1968, The Information Content of Annual Earnings Announcements, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Journal of Accounting Research, pp.67-92.
- [14] Barth and Hutton, 2004, Analysts forecast revisions and the pricing of accruals, Review of Accounting Studies, pp.59-96.
- [15] Ball, Brown, 1968, An Empirical evaluation of accounting income numbers, Journal of Accounting Research, Vol.6, No.2, pp.157-178.
- [16] Barth, Beaver and Landsman, 2001, The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, Journal of Accounting and Economics, pp.77-104.
- [17] Beaver W. H, 1968, The Information of Content of Annual Earnings Announcements, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Journal of Accounting Research, pp. 67~92
- [18] Bernard, and Thomas, 1990, Evidence that stock price do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, Journal of Accounting and Economics, pp.305-340.
- [19] Bernard, and Stober, 1983, The nature and amount of information reflected in cash flows and accruals, The Accounting Review, pp.624-652.

- [20] Bowen, 1981, Valuation of Earnings Components in the Electric Utility Industry, *The Accounting Review*, pp.1~22.
- [21] Chen, 2004, Earnings Persistence and Stock Price Under-and Overreaction, Working paper, University of Wisconsin-Madison.
- [22] Chen, Chen, and Su, 2001, Is Accounting Information Value- Relevant in the Emerging Chinese Stock Market? *Journal of International Accounting, Auditing &Taxation.*, pp11-22.
- [23] Collins, and Hribar, 2000, Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two? *Journal of Accounting and Economics*, pp. 101-123.
- [24] Collins, 1997,Maydew and Weiss. Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, pp.39-67.
- [25] Eli Bartov, 2003, Discussion of “investor sophistication and the mispricing of accruals, *Review of Accounting Studies*, 277-281.
- [26] Ervin, Thomas, and Vernon, 2000, The value relevance of multiple occurrences of nonrecurring items, *Quantitative Finance and Accounting*, pp.391-411.
- [27] Fama, and French, 1996, Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies, *Journal of Finance* 51, NO. 1, 55-84.
- [28] Gonedes, 1975, Risk, information, and the effects of special accounting items on capital market equilibrium, *Journal of Accounting Research*, Vol.13, No.2, pp.220-256.
- [29] Gu, Chen, 2004, Analysts’ Treatment of Nonrecurring Items in Street Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, pp.129 ~ 170.
- [30] Hanlon,2005, The persistence and pricing of earnings,accruals,and cash flows when firms have large book-tax differences,*The Accounting Reviews*, Vol.80, No.1, pp.137-166.
- [31] Jonas, and Blanchet, 2000, Assessing the quality of financial reporting, *Accounting Horizons*, pp.353-363.
- [32] Lipe, 1986, The Information Contained in the Components of Earnings, *Journal of Accounting Research*, pp.37~69.
- [33] Ohson.J.A, 1995, Earnings, book value, and dividends in quality valuation, *Contemporary Accounting Research*, pp.661-667.
- [34] Sloan,1996, Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, Vol.71, No.3, 289-315.
- [35] Strong, Walker, 1993, The Explanatory Powers of Earnings for Stock Returns, *The Accounting Review*, pp. 365-399.
- [36] Jeon, Kang, Lee, 2003, The Relationship between Persistence of Abnormal Earnings and Usefulness of Accounting Information in Hotel Companies, *Tourism Management*, pp. 735 ~ 740.
- [37] Thomas, 2000, “A test of the market’ s mispricing of domestic and foreign earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 243-367.
- [38] Warner, 1985, Using daily stock returns, *Journal of Financial Economics*, pp3-31.

[39] Xie, 2001, The Mispricing of abnormal accruals, The Accounting Reviews, Vol.76, No.3, 357-373.

Do Stock Prices Rationally Reflect the One-year-ahead Earnings Implications of Recurring and Non-recurring Earnings Components?

JIN Qing-lu¹, DI Zheng-lin²

(1. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, 200433 China; 2. Investment Banking, The Pacific Securities CO., LTD)

Abstract: Based on the sample of Chinese listed companies from 1999 to 2004, this paper investigates whether stock prices reflect information about future earnings contained in the recurring and non-recurring earnings components of current earnings. We find that the persistence of current earnings performance is decreasing in the magnitude of the non-recurring earnings component and increasing in the magnitude of the recurring earnings component. However, stock prices are found to act as if investors “fixate” on earnings, failing to reflect fully information contained in the recurring and non-recurring earnings components of current earnings. More specific, the market underestimates the persistence, or one-year-ahead earnings implications, of the recurring earnings, but no mispricing on the non-recurring earnings. The economic significance of deviation from market efficiency is further assessed by examining the returns of a trading strategy based on the magnitude of the recurring earnings component. To sum up, our empirical results indicate that the regulations on the non-recurring earnings of CSRC do improve the investors’ decision-making settings, and the regulators should do their endeavor to further enhance the market efficiency in China.

Keywords: Recurring Earnings; Non-recurring Earnings; Stock Returns; Mishkin Test

作者简介:

靳庆鲁, 上海财经大学会计学院, 助理教授。联系电话: (021) 65904724, 传真: (021) 65106924。
E-MAIL: acjql@mail.shufe.edu.cn。

狄正林, 太平洋证券股份有限公司投资银行总部。联系电话: (021) 61376547。E-MAIL: dicatedi@163.com