

全国国有企业财务管理创新成果与优秀论文集（2015~2016）

主编：黄群慧 黄速建
执行主编：孙明华 卢俊

国有企业财务管理 转型与创新

下
册



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国国有企业财务管理创新成果与优秀论文集（2015~2016）

主编：黄群慧 黄速建
执行主编：孙明华 卢俊

国有企业财务管理 转型与创新

下
册



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

国有企业财务管理转型与创新 / 黄群慧, 黄速建主编. —北京: 经济管理出版社, 2016.6

ISBN 978-7-5096-4414-0

I. ①国… II. ①黄… ②黄… III. ①国有企业—财务管理—研究—中国 IV. ①F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 102130 号

组稿编辑: 陈 力

责任编辑: 陈力 周晓东

责任印刷: 黄章平

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市海波印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 880mm×1230mm / 16

印 张: 44

字 数: 640 千字

版 次: 2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4414-0

定 价: 998.00 (上、下册)

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

《国有企业财务管理转型与创新》

编委会名单

编委会主任：

黄速建 中国企业管理研究会会长

编委会副主任：

黄群慧 中国社会科学院工业经济研究所所长

胡 钰 国务院国资委新闻中心副主任

靳东升 中国国际税收研究会副秘书长、国家税务总局税收科学研究所原副所长、
巡视员

施建军 对外经济贸易大学校长

李维安 天津财经大学校长

董晓朝 北京国家会计学院副院长

编委会委员：

卢 俊 国务院国资委新闻中心主任助理

杜莹芬 中国社会科学院管理科学研究中心副主任

杨世伟 经济管理出版社总编辑

张金昌 中国社会科学院工业经济研究所财务与会计研究室主任

邢 丽 财政部财政科学研究所公共收入研究中心副主任

缪 荣 中国企业联合会研究部副主任

祁怀锦 中央财经大学教授、中国会计学会会计新领域专业委员会副主任

余恕莲 对外经济贸易大学教授

孙明华 《国企管理》杂志总编辑

编委会成员：

秦海霞 蓝玉才 李亮子 王海霞 李海光 王棕宝 秦 龙 张莎莎 于绍洋

李玉红 李常升 苏健涛 冯常胜 张 巍 姜育红 洪 芳 范 林 张玉玲

姜春天 梁 杰 王文全 张岩松 黄默祎 姚 锐 谢宜彤 沈顺文 侯 莹

王 洪 王炎青

目 录

第三篇 优秀论文

会计信息对股票市场影响研究·····	祁怀锦 丁和 (3)
“下推会计”在企业并购中的应用探讨·····	李素娟 (16)
企业集团税务筹划策略研究·····	王有松 (22)
大型能源投资集团财务公司数据化管控体系的构建与运行·····	刘颖 王申 赵敏 杨艳 (30)
煤炭业上市公司履行社会责任对财务绩效的影响·····	张崇生 封静雪 杨静 (44)
大型能源集团工程服务平台公司财务共享服务中心的构建与实施 ·····	咎荣师 綦惟恒 柴有国 王鑫 (50)
基于 EVA 价值树的新兴业务全过程价值管理体系研究 ·····	王兴燕 张慧宇 张锦丽 袁剑 王海建 (58)
基于 DEA 模型的运营投资型文化产业投资效率检验·····	张荣刚 (70)
加强财务队伍素质能力建设的探索与实践·····	闫树军 (80)
医药集团企业对现金池工具的应用探析·····	吴轶伦 仇甜 (88)
价值管理在企业行为研究中的应用·····	李涛 陈李荃 (92)
失误成本管理在石油钻探公司的应用研究·····	唐静洁 龚国杨 刘力 张万川 (112)
我国寿险业资金运作效率评价及其因素分析·····	沈能 吴思慧 (116)
国有大中型企业总会计师角色定位思考·····	肖国连 (126)
集成电路封测行业时间驱动作业成本法应用研究·····	陈妍芳 王鹏南 周黎 (133)
基于成本单耗对标及考核创新的经营精细化管理·····	褚作红 程惠民 黄琳琳 (170)
上市公司资本结构与公司绩效相关性研究·····	赵丽星 薄海燕 (177)
以信息化创新成果助推企业财务转型升级·····	宋健 韩勇 康乐君 郭艳萍 张铜钢 (188)
企业科研经费管理探讨·····	陈鸿 郭红梅 陈方兵 (206)
基于集中报销和“银企直联”的货币资金集中管理·····	王清 刘光耀 陈璇 杨艳彬 陈禹 (211)
以现金池管控体系为核心的集团化资金管理·····	杨娉 李蓓蓓 冯涛 (219)
医院支出预算指标体系的建立和分析·····	马莉 王庆红 (230)
公司实施全面预算管理的专题研究·····	乔艳君 张明川 盛岩岩 (234)
新常态下票据业务风险分化及对策研究·····	蒙毅 蒙永福 (247)

集团财务共享服务模式运用及发展研究·····	侯翠平 丰蓉芳 王丽红 (254)
初创期国有企业财务管理创新探索·····	王鑫彦 赵耘 陈洁 王淙雯 (260)
如何建立经济责任审计评价指标体系·····	彭良 王英臣 贺元发 赵慧颖 (266)
企业管理会计工具集成应用分析·····	张力 (272)
首钢长钢熔剂厂成本控制与实践·····	和河鱼 张振新 陈建利 冯云林 明月霞 (276)
企业建设期有效降低筹资费用探讨·····	杨帆 赵剑波 佟青 刘军 (285)
推进“三大计划融合” 实现全要素协同增效 ·····	高立群 陈同利 (289)
做好井下小修业务和机械制造业务成本控制探讨·····	王强 杨雪梅 马月红 (293)
浅谈公交企业“规制成本”下的财务管理目标·····	吴艳 张帅 (298)
信息化与制造业成本管理·····	辛春阳 (301)
中小企业内部控制问题与对策·····	李爱红 (305)
高科技企业财务管理价值·····	杨玉兰 (308)
大宗商品贸易企业的资金管理与融资创新·····	何绪良 赵锋 王传海 (312)
浅谈商誉会计·····	王滨昌 (315)

第三篇 优秀论文

会计信息对股票市场影响研究

申报单位：中央财经大学

第一作者：祁怀锦 作者：丁和

〔摘要〕本文旨在通过建立数量分析模型，定量考察我国证券市场的有效性水平，并在此基础上进一步探寻“会计信息”这一特殊信息类型对证券市场的影响情况。研究结果显示：①我国股票市场中，历史信息仍在发挥影响力——市场尚未达到弱势有效水平。信息在披露后的8个交易日内能对股票价格波动造成显著影响，到202天后影响消失。②企业会计信息对股票市场波动的解释能力达20%。③市场中的投资者在做出投资决策时更注重企业的盈利能力和成长能力，而非公司的具体运营效率。

〔关键词〕股票价格 长期记忆性 市场有效性 会计信息

一、引言

中国第一只股票上市至今，中国股票市场已经经历了几十年发展历程。宋颂兴、金伟根（1995），陈小悦、陈晓和顾斌（1997），胡朝霞（1998）和陈立新（2002）等的研究表明，我国股票市场经过逐步发展，目前已经能够达到弱势有效水平^①。市场中的投资者能够根据市场中的有效信息对股票做出专业化分析，从而做出合理的投资决策。然而2007年出现的股价异常上涨，以及随之而来的股票崩盘，使人们对我国股票市场的成熟度产生了一定质疑。

目前，对我国证券市场有效性研究主要基于定性分析角度界定我国股票市场有效性水平。而对信息在市场中的有效作用时间一直未形成定量测算。另外，在单一会计信息影响方面，主要采用单一案例或小样本研究模式。

本文引入金融物理学中多重分形技术 R/S 分析模型，结合多元回归以及主成分分析等统计领域传统方法，在大样本基础上对股票市场的整体有效性进行探讨，发现定量分析信息在股票市场中的有效作用时间。同时探讨了会计信息在我国股票市场中的有效作用程度以及能够对股市造成显著影响的重要财务指标，从而为股票市场中的筹资者提高公司股票价值提供参考。

① 弱势有效市场是指市场中的历史信息已经不能发挥作用，投资者无法通过对历史信息的分析获得超额收益。

二、文献回顾

此前对公司信息与股票价格之间关系的研究通常是以有效市场^①假设为前提。恰当地说,这些理论的研究重点是股票理论价格,即以每股股票对应的净资产数量或者以每股股票在未来无限长的时间内的现金流入量现值为研究基础。在有效市场前提假设下,股票的实际价格应该是趋向于股票理论价格的。有效市场理论认为,在有效市场中,股票价格能够完全、充分反映市场中存在的信息,并且市场中未披露的内幕信息也能被市场中投资者有效预测。因此,任何投资者都不能企图击败市场获得超额收益。

基于这一观点的理论模型主要有以下几种:①威廉—戈登模型。该模型认为:股票价格由股利等收益带来现金净流量的现值决定。②米勒模型。该模型的主要观点是:公司的实际资产价值决定公司股票价格,并且股票价格受公司投资新项目的收益性影响。③费尔森—奥尔森模型。这种模型将企业财务报表作为评价企业价值的基础,并进一步引出公司股票的理论价值。

本文将国内现有会计信息在股票市场中的影响研究分为会计信息质量的影响、会计信息披露的影响以及会计信息在新股中的影响三类。

(一) 会计信息质量的影响

徐宗宇(1998)选取样本,检验了财务信息预测的可靠性。实验发现,利润预测普遍估计偏低、准确度较差。

赵宇龙(1998)研究表明:在上海证券交易所上市的股票中,未被预期的盈余正负与股票市场中超额报酬率的正负之间存在明显相关性,这表明会计盈余信息在市场中存在影响力。同时,在对1994~1996年三年的数据考察发现:会计信息对股票市场的影响越来越明显,说明股票市场处于不断发展当中。

陈骁、陈小悦和刘钊(1999)分析了盈余信息对我国股票市场的影响,认为盈余信息对我国A股市场具有很强影响。

吴世农、李常青和陈碧华(2001)选取截面数据对会计利润和现金流量进行分析发现,股市对每股盈利信息具有显著超前反应,而对现金流量信息的反应则较为滞后,但两组实验结果都表明:股价与会计信息存在明显相关性。

陈信元、陈冬华和朱红军(2002)对上海证券交易所市场中1995~1997年的会计信息进行研究发现,会计信息诸如净资产、剩余收益等指标对股票价格具有较强的解释能力。

魏兴耘(2002)通过对1996~2000年A股股价与盈利间的实证发现,股票价格与盈利水平之间具有一定关联关系,但盈利状况的改变不会带来股票价格的必然变动。

孙菊生、周建波(2003)从信息观、计量观以及计价模型观三个方面衡量会计信息与股价之间的关系,认为我国的研究应该加强计价模型方面的实证检验。

(二) 会计信息披露的影响

陈晓、陈淑燕(2001)发现在股票市场定价中,股票价格对整体年报信息的反应是显著的,其

① 有效市场理论最早由尤金法玛提出,该理论将市场分为弱势有效市场、半强势有效市场以及强势有效市场。当市场中的价格能够充分反映所有的历史信息时,该市场即达到了弱势有效水平;当价格水平能够充分反映所有已经披露的信息时,该市场即达到半强势有效水平;当市场的价格水平能够充分反映所有披露的以及未披露的内幕信息时,该市场即达到了强势有效水平。

中也包括盈余信息。但是盈余信息对交易量有影响的假设没有得到实证数据支持,两者之间的相关关系并不显著。

陈劬(2001)着重对ST公告的市场反应进行了研究,结果发现,市场对公司发布的ST公告具有明显的负向相关性。这表明市场对盈余公告有明显反应,说明盈余信息在我国股票市场中的影响力。

陈晓、陈淑燕(2002)按照上市公司的不同规模研究了股票交易量与年报公布之间的关系,发现不同规模的公司对年度财务报告的反应存在较大的差异。规模越小的公司对年报的反应越明显,并且年报能在较长的时间内一直发挥影响力。

刘力、俞竞(2002)对年度财务报告公布这一事件对股票市场交易量的影响进行了研究,研究发现,该事件能够引起市场中的超常交易量,这表明年报确实具有影响市场的信息含量。

骆艳、曾勇(2003)曾经选择1997~1999年三年中实现盈利的赢家样本和未能实现盈利的输家样本,考察其盈利公布后36个月以内的超额收益。研究发现:在短期内,输家表现略强于赢家,但在中长期中,赢家表现要明显强于输家。研究表明,在长时间内,盈利状况信息不会引起市场中的过度反应。但检验期为1年或者3年时发现:在盈利信息公布后1个月,股市中的输家累计超额收益大于赢家。

陈向东、王梅和李聪(2003)的研究发现:在信息的有效作用期内股市交易量会出现明显升高现象,这就表明股票市场中以投机炒作为目的的投资者规模较大。

阮奕、张议江和马超群(2003)研究了市场对年度财务报告公布的反应,反应程度符合经济学预期。但对收益公告的反应相对不明显,并且收益公告的影响时间持续较短。这说明股票市场中投机者居多,而长期投资者较少。

(三)会计信息在新股中的影响

何旭强、袁国良(2000)对市场中新发行股票定价的合理性进行了定量分析,发现股票市场新股发行定价与其内在价值之间存在一定程度的偏离,用过去的市盈率来衡量新股发行定价合理性做法存在缺陷。

杨丹、王莉(2001)在选取新股发行样本对发行价格进行分析时发现,发行市盈率以及发行前一年的每股收益是新股发行定价的重要影响因素,这表明在新股定价过程中存在信息不对称现象。

耿建新、周芳和王虹(2002)的研究发现:公司盈利信息以及股本大小是影响公司新股发行价格以及股票价格波动的主要因素,但在新股发行后,股票价格的上涨则与股本信息表现出更高的相关性。

总体来看,绝大部分实证研究结果都认为:中国股市中股票定价与公司会计信息之间存在着相关性。市场中的其他因素,例如公司规模、政策信息等在一定时期会表现出比会计信息更强的影响力。定量分析整体信息以及单一会计信息对股票市场的影响情况,以及是否有可能找出具体的回归关系是本文的一个重要研究内容。

三、整体信息对股票市场的影响

由于各个市场的有效性不同,市场对信息的反应速度和幅度也存在差异。市场能否对整体信息做出及时有效反应,表现在数量上就是股票的收益率是否出现了及时有效波动,这是衡量信息向市场传导渠道、市场消化信息的重要指标。因此,对整体信息向证券市场传导有效性分析,有助于确

定市场对整体信息的反应状况,初步确定市场对各种信息的反应表现。

(一) 理论模型

1. R/S 分析法^①

Hurst 指数是分型技术在金融量化分析中的经典应用,而 Hurst 值的计算也正是建立在重标极差 (R/S) 分析基础之上。

R/S 分析的基本理论方法是:将一个时间序列 $[X]$ 划分为 M 个长度为 N 的子序列,对于每一个子序列 [例如第 m 个子序列 ($m=1, 2, \dots, M$)], 假设:

$$X_{(t,m)} = \sum_{(u=1)}^t (x_{u,m} - U_m) \quad t=1, 2, \dots, n \quad (1)$$

其中, U_m 为该子序列中 $x_{u,m}$ 的平均值。计算所得的 $X_{(t,m)}$ 即为该子序列中第 t 个元素的累计离差,令极差:

$$R_m = \max(X_{t,m}) - \min(X_{t,m}) \quad (2)$$

以 S_m 表示第 m 个子序列的样本标准差,则可以定义重标极差 R_m/S_m ,把所有 M 个这样的重标极差计算平均值:

$$\left(\frac{R}{S}\right)_n = \frac{1}{M} \sum_{m=1}^M R_m / S_m \quad (3)$$

由于时间序列长度通常存在多个不同因子,因此每个子序列的长度是可以变化的,不同的划分子序列方法对应着不同的重标极差值。Hurst 值 H 与重标极差关系即为:

$$\log\left(\frac{R}{S}\right)_n = \log(K) + H \times \log(n) \quad (4)$$

其中, K 为常数。

计算所得的 Hurst 值存在三种情况:如果 $H=0.5$,则表明该时间序列是随机游走的,不存在长期中的记忆性,即以后的走势不受之前走势的影响;如果 $0 < H < 0.5$,则表明该时间序列未来的走势非随机游走,会呈现出反向的持久性;如果 $0.5 < H < 1$,则表明该时间序列非随机游走,表现出正向的长期记忆性。

因此,可以通过对 Hurst 值的计算,确定股票市场对各项信息反应的有效性,确定信息对股票市场的影响是否能在短时间内全部释放。

2. GARCH 模型^②

广义自回归条件异方差模型 (GARCH 模型) 由 Bollerslve (1986) 提出。该模型需要考虑两个方面设定,即条件均值和条件方差。通常, GARCH (q, p) 的表达式为:

$$y_t = x_t \gamma + u_t \quad (5)$$

$$\sigma_t^2 = w + \sum_{i=1}^p a_i u_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j \sigma_{t-j}^2 \quad (6)$$

其中, x_t 为外生变量向量, γ 为系数向量, u_t 表示随机误差项。式 (5) 中给出的均值方程为带

① R/S 分析法在本文的主要应用目的为定量分析上证综指收益率时间序列是否存在长期记忆性,以及长期记忆性是否显著。如果序列存在长期记忆性,就证明历史信息仍然能够影响市场中的股票价格,也就是说证券市场尚未达到弱势有效水平。

② GARCH 模型在本文的应用主要是为了定量描述历史股票价格与现时价格之间的函数关系,展示历史价格对现时价格的影响情况。

有误差项的外生变量函数。由于 σ_t^2 是一个以前面信息为基础的一期预测方差,所以该项成为条件方差。式(6)即为条件方差方程,该方程由三个部分组成:第一项是常数项 w ;第二项是用均值方程的残差平方滞后程度来度量从前期得到的波动性的信息: $\sum_{i=1}^p a_i u_{t-i}^2$,该项为ARCH项;第三项是上一期预测方差: $\sum_{j=1}^q \beta_j \sigma_{t-j}^2$,该项为GARCH项。

GARCH模型最大特点是能够以较低的阶数和项数表示高阶记忆性,因此,在对记忆性较长的时间序列,通常选择GARCH模型取代表达较为复杂的ARCH模型。

(二) 数据选取

作为本次实验的基础数据,本文选择2004年1月1日到2013年12月31日上证综合指数反应大盘股市对信息的反映情况。

采集该时间跨度内,每个交易日上证综合指数在收盘时的点数作为当天的上证综指数数据。定义股票市场在第 t 日的收盘点数为 P_t ,定义股票市场在第 t 日的收益率为:

$$r_t = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \quad (7)$$

通过提取目标时间跨度内的上证综指,获得2455个基础数据,并计算获得2454个日收益率数据。由于在实验后期分形处理时需要对该组时间序列划分成多组相同长度的子序列,为便于多次等间距分组,在不会明显影响数据可靠性情况下,剔除最后30个数据,将实验中使用的收益率数据降低为2424个。

(三) 模型验证

由于后期的模型建立中要求使用的时间序列为平稳的时间序列,因此,首先需要对基础数据的平稳性进行检验。本文采用的单位根检验方法为ADF检验。实验结果显示,股指收益率的T统计量为-49.00374,小于在1%置信水平下的临界值,因此可以认为股指收益率的时间序列属于平稳的时间序列,不需要进行进一步的差分处理。

对于收益率是否存在自相关性研究,也就是对收益率是否存在长期记忆性的研究。该过程中需要检验其自相关程度能否随时间 T 的增长较快地下降为0,并根据收敛情况判断是否具有长期记忆性。为清晰地观察股指收益率自相关水平的趋势,需要准确绘出股指收益率由低阶到高阶的变化情况。目标时间序列在200阶中的自相关图像如图1所示。

由图1可以看出,股指收益率的自相关系数数值在200阶内没有出现明显的衰弱,始终维持在一个相对均衡的状态。因此,可以初步断定股指收益率是存在长期记忆性的,即一个时点的股指收益率对未来较长一段时间内的股指收益率走势存在显著影响,这说明信息没有在短时间内被市场消化,市场对信息的反应表现为一个相对缓慢的过程。但是对于信息有效作用时间的具体判定需通过R/S分析确定。

R/S分析属于多重分形技术,通过对Hurst

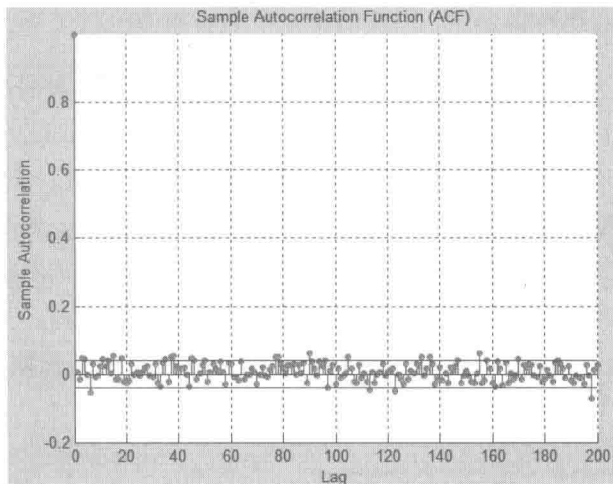


图1 200阶自回归系数

值的计算，确定时间序列是否存在自相关性，并定量地分析自相关性的显著程度。本文中时间序列数值为 2424 个，在此种情况下，对时间序列的不同划分方法共有 10 种，每种划分方法计算出的 R/S 值以及 $V(R/S)$ 值如表 1 所示^①：

表 1 R/S 计算值

N	$\text{Log}(N)$	R/S	$\text{Log}(R/S)$	$V(R/S)$
4	0.6021	1.4256	0.1540	0.7128
6	0.7782	1.9711	0.2947	0.8046
8	0.9031	2.4216	0.3841	0.8561
12	1.0792	3.1960	0.5046	0.9225
24	1.3802	4.8529	0.6860	0.9906
101	2.0043	11.6172	1.0651	1.1559
202	2.3054	17.7992	1.2504	1.2524
303	2.4814	20.5069	1.3119	1.1782
404	2.6064	28.0802	1.4484	1.3969
606	2.7825	40.3460	1.6058	1.6391

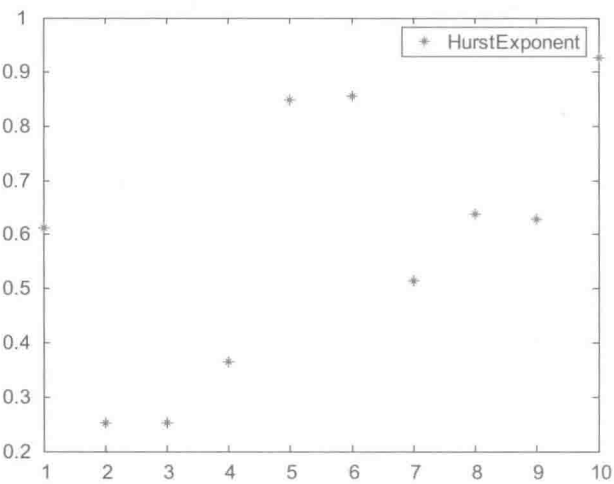


图 2 Hurst 计算结果

由表 1 可以发现，随着 $\text{Log}(R/S)$ 的增长， $V(R/S)$ 呈现出明显增长趋势，但是在 $N=202$ 处该增长趋势出现了停顿，因此，该点即为此组时间序列的长期记忆消失点。即在 $N>202$ 时，股指收益率不再表现出记忆性。这就意味着，股指收益率的长期记忆时长约为 202 个交易日，即信息在进入市场后需要经过 202 个交易日才能出清。可见，我国股票市场对信息的消化反应时间较为缓慢，市场并未达到强势有效水平。

本文对 2424 个股指收益率整体数据在 Matlab7.0 平台下计算的 Hurst 值结果见图 2。最终得到收益率 Hurst 值为 0.6322，常数项

为 -0.4590。由于 Hurst 值大于 0.5，因此该组时间序列是存在长期记忆性的。但是由于 Hurst 值与 1 之间的距离较大，因此股指收益率的长期记忆性并不强。当 N 值较小时，Hurst 值十分接近于 1，直到 N 值等于 8，Hurst 值依然明显大于 0.8；当 N 值在 12 到 202 之间时，Hurst 值明显降低，表明虽然股指收益率会受到之前收益率的影响，但是影响已经不大，说明在信息披露以后，该信息的作用力随着时间延长而逐渐降低。在信息披露后的 8 个交易日内，信息就已经基本被市场消化，该项信息在此之后，对市场的影响力度大大减弱。

由于股指收益率存在长期记忆性，并且长期记忆性阶数较高，考虑用 GARCH 模型进行刻画，得到 GARCH(1, 1) 模型如下^②：

①② 数据运行平台为 Matlab7.0。

$$\text{均值方程: } y_t = 0.00016137 + \varepsilon_t \quad (8)$$

$$\text{标准差方程: } \sigma_t = 2.3572e - 0.006 + 0.94341\varepsilon_{t-1} + 0.047981\sigma_{t-1} \quad (9)$$

(四) 实验结果总结

通过本部分数据定量分析, 得出如下结论:

(1) 我国股票市场尚未到达弱势有效水平。对我国证券市场股指收益率研究发现, 股指收益率存在长期记忆性, Hurst 值达到 0.6322, 在短期中 Hurst 值更高。这说明在股票市场中, 投资者仍然可以根据股票之前的走势一定程度上确定股票未来一段时间走势。股票持有的收益率仍然受历史信息的影响, 历史信息在进入市场后, 市场不能马上做出及时、幅度恰当的反应。

(2) 信息进入证券市场后的反应持续时间较长。在 8 个交易日内该信息都能对股票价格造成明显的影响。之后该项信息逐渐失去影响力, 在 202 个交易日后, 该项信息完全失效。

这种现象反映出: 一是, 市场对信息反应滞后, 也就是说, 在一个市场中一种经济信号的发出, 无法及时传导到另一个相关联的市场中, 说明我国资本市场整体发展不足; 二是, 当市场出现经济信号或者信息披露时, 散户的反应速度往往慢于机构投资者, 这反映出我国股票市场中散户投资者数量较大, 而这一群体无论专业水平还是对股市的关注度上, 都明显弱于机构投资者。

由此可见, 目前我国股票市场尚处于发展初期阶段, 对市场中的信息反应时效性不足。

四、会计信息对股票市场的影响

理论上, 在证券市场中, 每只股票价格的涨落主要依赖发售该股票公司的盈利能力以及未来的发展潜力。因此, 发行股票公司的财务状况在理论上应该与公司股价的涨跌有着紧密联系。证券市场中的投资者按照经济人假设, 也会在对公司的整体经营、盈利能力做出全面分析后, 将资金投入风险相对较小、收益相对较高的股票中。然而, 由于信息传导机制不完善、投资者财务分析能力欠缺等方面的原因, 导致市场中的价格发现机制往往偏离公司实际经营状况, 甚至完全背离公司的盈利能力。

下面, 本文将具体分析会计信息对证券市场收益率的影响。

(一) 模型理论

本部分将以企业年度财务报告中的主要会计数据为基础形成企业年度会计指标, 通过拟合会计指标与企业股票年度持有收益率之间的函数关系, 衡量会计信息对企业股票价格波动的解释能力。本部分选取的函数基本形式为多元线性函数。

(二) 数据选取

为使研究结果更具有代表性, 本文采取大样本研究方式。选取 2011~2013 年在上海证券交易所上市的全部公司组成研究样本, 并剔除了相关指标缺失量较大的企业^①。财务报表相关会计指标如表 2 所示:

① 样本公司所有财务数据、股票价格波动数据均来自锐思数据库。

表 2 自变量选取

变量	指标简称	指标意义
X1	每股收益	净利润 / 期末股本总数
X2	每股净资产	净资产 / 期末普通股股数
X3	每股营业收入	营业收入 / 期末股本总数
X4	每股营业利润	营业利润 / 期末股本总数
X5	每股经营活动现金流量	经营活动产生的现金流量净额 / 期末股本总数
X6	每股净现金流量	现金及现金等价物净增加额 / 期末总股本
X7	净资产收益率	净利润 / 平均股东权益
X8	资产报酬率	息税前利润 / 平均总资产
X9	销售净利率	净利润 / 营业收入
X10	净利润 / 营业总收入	净利润 / 营业总收入
X11	销售费用率	销售费用 / 营业总收入
X12	净利润	报表中的净利润值
X13	流动比率	流动资产 / 流动负债
X14	速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债
X15	产权比率	负债总额 / 股东权益
X16	利息保障倍数	息税前利润 / 利息费用
X17	现金流动负债比	经营现金流量净额 / 流动负债
X18	每股收益增长率	本期每股收益 / 去年同期每股收益 - 1
X19	营业利润增长率	本期营业利润 / 去年同期营业利润 - 1
X20	利润总额增长率	本期利润总额 / 去年同期利润总额 - 1
X21	净利润增长率	本期净利润 / 去年同期净利润 - 1
X22	净资产增长率	本期净资产 / 去年同期净资产 - 1
X23	每股净资产增长率	本期每股净资产 / 去年同期净资产 - 1
X24	股东权益增长率	本期股东权益 / 去年同期股东权益
X25	资产总计增长率	本期资产总额 / 去年同期资产总额 - 1
X26	可持续增长率	(本期净利润 / 期初股东权益) × 本期利润留存率
X27	存货周转率	主营业务成本 / 平均存货
X28	应收账款周转率	主营业务收入 / 平均应收账款
X29	股利支付率	累计派现金额 / 归属于母公司的净利润
X30	资产负债率	负债合计 / 资产合计
X31	所得税 / 利润总额	所得税、利润总额

为衡量以上指标反映的会计信息对证券市场股票定价的影响效果，本文选择各年度持有股票的年收益率作为回归模型中的因变量。

(三) 模型验证

以股票持有年收益率为因变量，上述 31 个财务指标为自变量，本文得到的线性多元回归分析结果如表 3~ 表 5 所示。^①

^① 本文中自变量数量较大，可能产生多重共线性问题，出现回归结果的偏差，因此本部分的实验借助于 SPSS17.0 版本，回归时自动剔除存在明显多重共线性的自变量，因此能保证实验结果的准确性。

表 3 多元回归 Anova 分析结果

Anova ^b						
模型		平方和	Df	均方	F	Sig.
1	回归	49.321	31	1.591	11.252	0.000 ^a
	残差	175.750	1243	0.141		
	总计	225.071	1274			

表 4 多元回归模型汇总

模型汇总				
模型	R	R ²	调整 R ²	标准 估计的误差
1	0.468 ^a	0.219	0.200	0.3760213

表 5 多元回归模型系数

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.
	B	标准误差	试用版		
(常量)	-0.033	0.092		-0.355	0.722
每股收益 (元 / 股)	0.100	0.113	0.095	0.887	0.375
每股净资产 (元 / 股)	-0.017	0.010	-0.090	-1.719	0.086
每股营业收入 (元 / 股)	-0.001	0.001	-0.046	-1.473	0.141
每股营业利润 (元 / 股)	0.042	0.059	0.059	0.713	0.476
每股经营活动现金流量 (元 / 股)	0.005	0.013	0.014	0.415	0.678
每股净现金流量 (元 / 股)	0.024	0.016	0.046	1.491	0.136
净资产收益率 (平均) (%)	0.007	0.005	0.133	1.518	0.129
资产报酬率 (%)	-0.008	0.006	-0.093	-1.406	0.160
销售净利率 (%)	0.068	0.004	22.154	15.246	0.000
净利润 / 营业总收入	-0.069	0.004	-22.292	-15.354	0.000
销售费用率 (%)	0.003	0.002	0.076	1.804	0.071
净利润	-1.238E-12	0.000	-0.019	-0.753	0.452
流动比率 (%)	0.016	0.025	0.031	0.632	0.528
速动比率 (%)	-0.026	0.034	-0.042	-0.772	0.441
产权比率 (%)	0.000	0.000	-0.095	-1.708	0.088
利息保障倍数	-4.987E-6	0.000	-0.010	-0.410	0.682
现金流负债比	0.044	0.051	0.030	0.849	0.396
每股收益增长率 (%)	0.000	0.000	0.221	3.138	0.002
营业利润增长率 (%)	-6.215E-6	0.000	-0.033	-1.273	0.203
利润总额增长率 (%)	-4.193E-5	0.000	-0.301	-7.015	0.000
净利润增长率 (%)	-7.864E-5	0.000	-0.062	-0.863	0.388
净资产增长率 (%)	-0.003	0.002	-0.192	-1.649	0.099
每股净资产相对年初增长率 (%)	-0.001	0.001	-0.053	-1.666	0.096
股东权益相对年初增长率 (%)	0.005	0.002	0.294	2.421	0.016
资产总计相对年初增长率 (%)	0.000	0.001	-0.019	-0.501	0.617
可持续增长率 (%)	-0.006	0.002	-0.144	-2.444	0.015
存货周转率 (次)	-1.641E-5	0.000	-0.022	-0.882	0.378
应收账款周转率 (次)	-3.450E-6	0.000	-0.022	-0.845	0.398
股利支付率 (%)	-6.308E-5	0.000	-0.010	-0.360	0.719
资产负债率 (%)	0.002	0.002	0.070	1.202	0.230
所得税 / 利润总额	0.000	0.001	-0.008	-0.285	0.776

a. 因变量: 收益率