



西南大学
SOUTHWEST UNIVERSITY

工商管理学科建设系列丛书(第一辑)
Business Administration Discipline Construction

Earnings Persistence, Information Users' Perception
and the Efficiency of Resource Allocation

盈余持续性、使用者感知与 资源配置效率

杨晋渝/著

中国财经出版传媒集团



中国财政经济出版社

西南大学工商管理学科建设系列丛书（第一辑）

中央高校基本科研业务费专项一般项目（SWU1609152）、

西南大学学科建设专项经费资助

盈余持续性、使用者 感知与资源配置效率

杨晋渝 ◎ 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

盈余持续性、使用者感知与资源配置效率/杨晋渝著. —北京: 中国财政经济出版社, 2018. 3

(西南大学工商管理学科建设系列丛书·第一辑)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8019 - 6

I. ①盈… II. ①杨… III. ①企业管理 - 会计管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 004406 号

责任编辑: 杨 骁

责任校对: 刘 靖

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88191537

天猫网店: 中国财政经济出版社旗舰店

网址: <https://zgczjcbz.tmall.com>

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 6.375 印张

2018 年 6 月第 1 版 2018 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8019 - 6

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88191661 QQ: 2242791300



前言

会计信息质量理论相关领域是公司金融理论在股票市场研究的前沿领域。在现实的市场体系下,市场参与主体(公司、政府、投资者及其他利益相关者)之间存在大量的信息不完备现象和不对称状态,这使得信息对于股票市场而言具有显著的经济意义。会计信息可以减轻由于信息不对称带来的信息问题和代理问题,是市场经济国家资源配置的重要依据。股票市场最核心的功能是资本配置功能。作为主要的直接融资市场,股票市场连接着资金盈余部门和资金不足部门,促进资本在国民经济各部门的流动,从而提高整个国民经济的产出水平。会计信息质量作为降低股票市场非完备性和非对称性的主要措施,其质量的提高是否有利于提高股票市场的资本配置效率在目前的会计信息质量理论体系中尚没有完整的论述。中国股票市场作为市场透明度不高、信息机制不够健全的新兴股票市场,研究其盈余持续性与资本配置效率的关系,具有很强的理论价值和现实意义。盈余持续性是股东、债权人及其他利益相关者主要关注的会计信息。盈余质量对资本市场的有效运转和资本的有效配置至关重要。在我国资本市场中,股票的发行与上市和配股的规定,都以会计盈余作为重要的判断指标。盈余持续性的信息影响投资者对未来盈余的预期,能够提高正确预测未来盈余的可能性,即具有高预测价值。盈余持续性作为盈余质量的重要属

性之一，反映了企业的当期盈余在未来将持续或增长的可能性。盈余持续性越强，公司盈余信息的预测价值就越大，因而也就是与决策相关的。投资者分析历史盈余信息的目的在于推断未来盈余。能够达到这个目的需要一个前提，就是企业的盈余必须具有持续性，也就是历史数据的某些特征将在未来得以延续，否则分析利润表上的历史信息将不能对投资决策有任何贡献。盈余持续性越高，盈余的平稳性则越强，可预测性亦越强。同时，盈余持续性越高，盈余信息提供的信息含量会增加，盈余的价值相关性便越强。

资本配置效率不仅是经济学研究的核心命题，而且资本能在何种程度上配置于正确的公司或投资项目，已经成为了当前公司财务研究的一个核心问题。较高的资本配置效率不仅是公司在市场竞争中持续发展的关键，也是公司成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础。近几年来，我国学者陆续开始重视资本配置效率的研究。然而，由于我国目前处于新兴加转轨的特殊经济制度时期，很少有学者对盈余持续性和资本配置效率的相关性进行研究。如何分析和评价盈余质量以及盈余质量的资本市场经济后果是理论界和实务界研究的热门问题。因此，本书认为，高质量的会计信息有助于提高公司的资本配置效率。

首先，本书在前人研究的基础上，探讨盈余持续性影响上市公司资本配置效率的理论机制，分析了盈余持续性对公司间资本配置效率及公司内资本配置效率产生影响的传导机制。并提出观点：在市场相对有效以及投资者对会计信息质量有一定鉴别能力的情形下，会计信息质量与资本配置效率之间呈现正相关关系，即会计信息质量的改善有助于提高资本配置效率。最后，本书对会计信息质量与资本配置效率关系进行了实证研究，实证结果表



明在中国资本市场无论从投资、融资还是定价角度盈余持续性与资本配置效率之间呈现正相关关系，这与本书的理论分析结果相一致。

杨晋渝

2017 年 11 月

目 录

第 1 章 绪论	(1)
1.1 研究背景及意义	(1)
1.2 概念的界定	(4)
1.3 研究思路、内容与方法	(10)
1.4 研究创新与改进方向	(13)
第 2 章 文献评述	(15)
2.1 盈余持续性的研究	(15)
2.2 使用者感知的研究	(31)
2.3 资源配置效率的研究	(34)
第 3 章 制度背景和理论分析	(51)
3.1 制度背景	(51)
3.2 理论分析	(60)
第 4 章 盈余持续性、管理者感知与投资效率	(76)
4.1 引言与制度背景	(76)
4.2 理论分析与研究假设	(79)
4.3 实证研究设计	(91)
4.4 检验结果与分析	(99)

第 5 章	盈余持续性、债权人感知与债务融资效率	(108)
5.1	理论分析与研究假设	(108)
5.2	实证研究设计	(112)
5.3	检验结果与分析	(114)
第 6 章	盈余持续性、监管者感知与股权融资效率	(121)
6.1	引言与制度背景	(121)
6.2	理论分析与研究假设	(123)
6.3	实证研究设计	(129)
6.4	检验结果与分析	(132)
第 7 章	盈余持续性、投资者感知与定价效率	(141)
7.1	引言与制度背景	(141)
7.2	理论分析与研究假设	(152)
7.3	实证研究设计	(160)
7.4	检验结果与分析	(164)
第 8 章	结论与展望	(172)
8.1	研究结论与启示	(172)
8.2	政策性建议	(174)
8.3	研究局限与展望	(175)
参考文献		(176)
后 记		(195)



第1章

绪论

1.1 研究背景及意义

盈余信息，包括盈余水平及其组成成分的详细信息，属于会计信息的重要组成部分，是预测和分析公司经营业绩以及财务状况变动的核心指标。盈余质量是企业财务报告的盈余忠实地反映企业的经济收益程度，盈余质量是公司质量的重要部分。

在企业中，会计信息特别是盈余信息发挥着重要的作用。从信息观的角度分析，会计盈余信息作为会计信息使用者的信息来源，对于不同的利益相关方，如公司管理层、债权人、政府部门和投资者等，都具有十分重要的作用。这些信息使用者希望通过会计盈余信息，了解企业真实的经营状况。会计信息要能为信

息使用者提供有助于做出合理的投资、信贷和类似决策方面的有用信息。企业的盈余信息向外界传递企业某一时期内的财务状况、经营成果和现金流量的信息，从而使投资者和管理层能够根据这些信息进行决策。因而需要会计信息能够有效地帮助使用者对过去、现在和未来事件的结果做出预测，证实或是改进先前的预期，从而具备在决策中导致差别的能力。

预测价值是以历史成本为基础的财务报告中侧重于决策有用性的会计信息质量特征，FASB 概念公告第 2 号《会计信息的质量特征》中将预测价值作为价值相关性的组成部分，并将其界定为“能够帮助使用者提高正确预测过去对未来事件影响结果可能性的信息质量特征”。正如 FASB 概念公告第 1 号《企业财务报告目标》中所指出的：“虽然投资和信贷决策反映了投资者和债权人对未来业绩的预期，但这一预期一般建立在评价企业过去业绩的基础上，至少部分如此。”盈余持续性的信息影响公司管理层、债权人、政府部门和投资者等信息使用者对未来盈余的预期，能够提高正确预测未来盈余的可能性，即具有高预测价值。对盈余进行持续性度量是企业各种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。盈余持续性作为盈余质量的重要属性之一，反映了企业的当期盈余在未来将持续或增长的可能性（Choi, 1994）。盈余持续性越强，公司盈余信息的预测价值就越大，因而也就是与决策相关的。公司管理层、债权人、政府部门和投资者等信息使用者分析历史盈余信息的目的在于推断未来盈余。能够达到这个目的需要一个前提，就是企业的盈余必须具有持续性，也就是历史数据的某些特征将在未来得以延续，否则分析利润表上的历史信息将不能对投资决策有任何贡献。盈余持续性越高，盈余的平稳性则越强，可预测性亦越强。同时，盈余持续性越高，盈余信息提供的信息含量会增加，盈余



的价值相关性便越强。

盈余持续性作为会计盈余质量的属性，其实质体现的是管理层的经营质量，能够影响债权人、政府部门和投资者等信息使用者的决策。上市公司的外部主体最为关心的是上市公司所在实体产业的经营业绩，盈余是否具有稳定性和持续性，是一家公司获得稳定和长足发展的核心，也是债权人、政府部门和投资者等信息使用者对其价值做出评估的基础。资本市场上外在的债权人、政府部门和投资者等信息使用者无法观察到企业的经济收益，所以只有通过盈余信息来观察和推断企业的经济收益，这样盈余质量就起着关键的作用，盈余质量是债权人、政府部门和投资者等信息使用者对公司财务报告建立信任的基础。盈余质量的好坏影响到债权人、政府部门和投资者等信息使用者与公司间的信息不对称。由此，上市公司对外披露的财务报表的盈余质量就成为被广泛关注的问题。

考虑一个仅包括企业、投资者和政府三方的简化信息披露模型，企业是信息提供者，属代理人角色；投资者是信息使用者，属委托人角色；政府则是混合角色，既使用会计信息，有着委托人的行为特点，又承担着会计信息披露契约的制定与监督，起着独立第三方的作用。盈余持续性为公司管理层、债权人、政府部门和投资者等信息使用者提供了有用信息，在资源的有效配置中发挥着重要作用。会计信息是企业内部的价格机制，在会计信息质量较高的情况下，能够使管理者进行资源的优化使用，投资者也能够将资金投入到投资回报率较高的企业，从而实现整个社会资源的优化配置。对资本配置效率的研究是一个非常有价值的课题，也是经济学和财务学研究的核心问题。资源配置效率问题一直是经济学和财务学关注的核心问题，也是中外学者研究的热点问题。资源配置效率的提高，不仅能促进国家总体经济实力的增

强和经济发展方式的转变，还能够影响企业的经营决策方式，增强竞争力。与西方发达国家相比，中国上市公司资本配置效率问题的研究具有其特殊性。从 20 世纪 90 年代初到现在，中国证券市场的发展已经初具规模。但与之形成鲜明对比的是，上市公司的资金使用效率十分低下。可见，如何提高证券市场的资本配置效率是摆在我们面前的一项重大课题。

高质量的盈余信息，使利益相关者能够获得公司充分、真实的决策信息，能够优化整个社会的资源配置效率。高质量的盈余信息能够真实地反映企业的财务状况和经营成果，更有利各方做出正确的决策，将有限的资源配置给效率更高的企业，从而有利于提高资源的配置效率。公司盈余质量的高低会对资源配置产生影响，虚假的盈余信息使盈余质量下降，误导了投资者，使得资金被配置到了低质量的企业当中，降低了资金的使用效率。盈余质量与资本成本的研究得出了几乎一致的结论：高质量的盈余信息降低了资本成本；高质量的盈余信息降低了企业与投资者之间的信息不对称，从而增加了股票市场的流动性，降低了代理成本；高质量的盈余降低了信息风险，减少了信息溢价，导致权益资本成本降低。本书尝试在中国的现实制度背景下对盈余质量和资本配置效率两者的关系进行探讨，以检验盈余质量的改善能否提高以及如何提高证券市场的资本配置效率。从资源配置效率的角度进一步研究公司盈余质量的经济后果，为盈余质量的提高提供理论依据和政策支持。

1.2 概念的界定

在本节中，首先，我们将对本书中的重要概念——盈余持续



性、使用者感知和资源配置效率进行界定,明确相应的研究范围。

1.2.1 盈余持续性

(1) 盈余质量与盈余持续性

尽管盈余持续性并非是盈余质量的一个完全定义,但是它经常被看作盈余的质量特征之一。盈余质量的构造主要源自四个方面,其中包括盈余的时间序列特征,比如持续性、可预测性和波动性。在一般的财务信息质量特征框架中包含了这样一个链条“决策有用性——相关性——预测价值——盈余持续性”,这充分体现了盈余持续性作为财务信息质量特征的重要性。作为盈余质量指标的持续性,源于决策有用性。它的效用来自盈余持续性与股票回报和盈余关联性之间的正向关系,并且这种关系在概念上合理、在经验上已得到证实。

有许多学者从盈余持续性的角度来界定盈余质量,并且一般认为,盈余持续性越高,盈余质量也越高。例如, Richardson (2003) 从应计项目持续性的角度来界定和度量盈余质量,并认为持续性越好的盈余其质量越高;一些学者探讨了盈余持续性与盈余质量其他度量指标之间的关系,并且一般发现存在对应关系。例如, Cheng 等 (1996) 研究发现,随着盈余持续性的降低,盈余的增量信息含量减低,而经营活动现金流量相对于盈余的增量信息含量提高。Dichev 和 Tang (2008) 的研究表明,收入和费用之间的相关性呈现显著的下降趋势,导致盈余的波动性增大,盈余的持续性下降,盈余变化的自相关为负的程度更大。

(2) 盈余持续性的含义

对盈余持续性的研究开始于 Ball 和 Watts (1972),但国内外学者在不同的时代从不同的角度对盈余持续性进行界定。有些

学者从盈余时间序列特征的角度界定盈余持续性。按盈余整体来考虑其持续性,从实际盈余相对于其预期盈余的变动角度去考虑盈余持续性。例如,Kormendi 和 Lipe (1987)、Lev (1989) 都认为,盈余持续性是盈余创新(未预期的部分)对预期未来盈余的影响,或者说就是 1 货币单位的当期盈余创新所引发的预期未来盈余修正的现值。如 Sun (2005) 将盈余持续性表述为本期盈余未预期的变动能够对未来盈余预期按同方向进行修正的程度。

一些学者从自相关的角度来定义盈余持续性,如 Lipe (1990) 从盈余自相关的角度来界定持续性,以为无论某个盈余创新的大小和符号,持续性都是指当期的盈余创新成为盈余序列一个永久性部分的程度(随机游走过程具有高持续性,均值回归则基本不具有持续性)。Anctil 和 Chamberlain (2005) 认为,盈余持续性是指报告盈余的序列相关性。

还有一些学者从当期盈余对未来盈余预测能力的角度来界定盈余持续性,也即在线性回归模型中用当期盈余(或者盈余组成部分)预测未来盈余,回归系数越大,盈余持续性就越高。例如,根据 Sloan (1996) 和 Richardson 等 (2005) 的研究,盈余持续性是指盈余业绩持续到下一期的程度。张兰萍 (2006) 认为,盈余的持续性是指导致当前盈余变动的事件或交易能够影响未来盈余的时间长短及稳定程度。Finger (1994), Lorek 和 Willinger (1996), Skinner (2004) 对盈余持续性的定义。他们认为盈余的预测能力反映了当期盈余与公司未来业绩之间的依存关系和关联度,关联性越强,则盈余质量越高。

1.2.2 使用者感知

投资者基于会计信息质量对证券等资本资产区别定价的前提



是，投资者能够有效地鉴别会计信息质量的优劣。关于投资者是否能看穿应计会计数字里的暂时性歪曲问题，当前存在着争议。与投资者对会计信息质量进行定价的说法不同，许多学者发现投资者和其他信息使用者并不能有效地看穿某种形式的机会主义盈余管理行为。Foster (1979) 发现因财务报告误导而受到媒体批评的企业，在发布日其股价下降 8%。Dechow 等 (1996) 发现，被 SEC 指定为进行旨在调高收益的盈余管理的企业样本，在 SEC 质询公告发布后经历了大幅度股价下降。Beneish (1997) 发现违背 GAAP (基于作者的计量) 的企业存在明显异常回报的证据。这种价格变化恰恰说明了投资者原来并没有意识到公司的盈余管理问题。然而，这类针对过度差的会计信息质量资本市场后果的研究，不能用来建立会计信息质量和资本市场后果的一般关系。

1.2.3 资源配置效率

West 和 Tinic (1976) 提出将资本市场分为内在效率与外在效率。所谓内在效率主要反映资本市场的组织功能与服务功能的效率，主要依据资本市场能否以最短的时间最低的费用为交易者完成一笔交易。所谓外在效率是在证券市场条件下，证券市场调节和分配资本的效率，主要以证券价格对有关信息的反应灵敏度来衡量。

以上无论是内在效率还是外在效率的完成都必须借助于信息效率，即有关信息能否充分、及时、无偏地反映在价格的动态过程中。与此密切联系的一个概念是资本市场的功能效率。资本市场的功能效率主要反映在资金配置功能效率上，即稀缺的资本是否流向了资源运用效用最好的公司。在资本市场条件下资本配置效率须借助两个相对独立的过程来完成，其中的外部过程是在价

格机制引导下供给者的资本资源以最低交易成本流向资本运用效率最好的上市公司；在内部过程中，需求者将募得资金转化为产业资本投向实际生产，最终形成有效产出。

资本有效配置是资本市场的核心功能，而证券价格充分、快速和无偏地反映信息是实现市场资本有效配置的手段。Hayek (1945) 指出资本的任何配置都是特定决策的结果，而任何决策的制定，必须基于给定的信息。他认为信息对资本配置效率具有决定性的作用。市场反应信息的效率直接决定了市场资源配置效率的高低。信息效率层次越高，则越能充分反映于证券相关的信息，证券的定价就越准确，资本配置效率越高。信息效率与资本配置效率很大程度上是一致的，但并不能因此将二者等同起来，如市场的信息效率达到半强式有效市场，股价也不一定完全反映公开的质量信息；但如果公开的信息质量存在缺陷的前提下，资本配置效率肯定会受到负面的影响。

资本配置是指将企业资本在不同来源之间进行组合；在不同用途之间进行分配。企业资本配置涉及财务活动的全过程。在筹资中，资本的配置主要解决筹资来源结构的合理安排问题；在投资中，资本的配置主要解决资本的合理分配问题。资本配置效率的提高意味着通过资本市场或公司组织结构完善而有效的运作机制，将有限的金融资本配置到高资本回报率公司或投资项目，同时从低成本回报率的公司或投资项目中适时撤出。Stein (2003) 指出，一个完整的资源配置过程包括融资和投资两个方面。融资是对资源的第一次配置，其目的在于第二次配置：通过两次配置，社会资金将从低效率的资金所有者手中流向高效的资金使用者手中，并由高效率的资金使用者将资金配置到高收益的项目中，从而获取比资金持有者自己经营更高的收益。

因此，本书所指资源配置效率同时包括融资效率和投资效率



两个方面。

(1) 融资效率

尽管融资是企业资金运作的第一步，但目前并没有统一的融资效率定义。从文献上来看，对于融资效率的定义可以分为以下三类：

第一类观点认为，融资效率就是融资能力和融资成本的高低。比如高西有（2006）认为：“融资效率主要是指企业融资能力的大小及融资成本的高低”；陈珊（1999）认为：“融资效率就是企业融资能力的大小”等。此类观点主要聚焦于资金的取得上。

第二类观点认为，融资效率同时包括以低成本融通资金的能力和将稀缺资本分配给最优化“生产性”使用者的能力。比如余运久（2001）认为“企业的融资效率是指企业能够以尽可能低的成本融通到所需的资金”，并且“所融通的资金得到了合理利用。”这类观点实际上包括了资金的取得和使用两个过程的效率。

第三类观点则从更抽象的角度来进行定义。高有才（2003）认为企业融资效率就是“企业融资对经济发展所产生的影响程度和作用力大小”；杨兴权（2004）认为“公司融资效率是指公司在为生产运营融资的财务活动中所实现的效能或功效”。

在上述类观点中，第二类观点实际上是最广义的融资效率，已经包含了投资所产生的效率；而第三类定义则太抽象，无法加以量化衡量。因此，本书采用第一类观点，即融资效率是指企业融资能力的大小和融资成本的高低。

(2) 投资效率

在相关文献中，很少对“投资效率”进行定义。已有的定义中，徐玉德和周玮（2009）认为：“投资效率就是投资收益与