

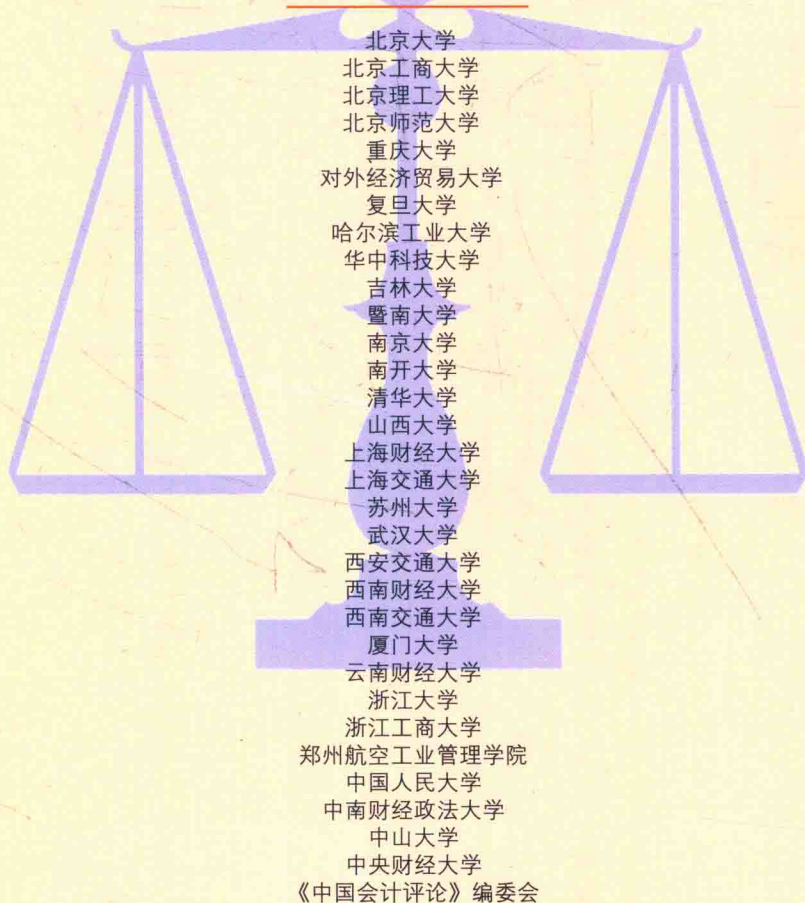
第13卷 第4期
(总第42期)
Vol. 13 No. 4

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2015 · 12

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

主 编

王立彦 陈 晓 吕长江 刘 星 刘志远

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

特邀编委

靳庆鲁/上海财经大学	吴 溪/中央财经大学
夏立军/上海交通大学	祝继高/对外经济贸易大学

编辑部

罗 炜/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

主编助理

许骞/中国农业大学

编辑部 IT 事务

曾建光/西南财经大学

地 址

北京大学光华管理学院

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室

(邮编:100871 电话:010-62750037)

图书在版编目(CIP)数据

中国会计评论. 第 13 卷, 第 4 期/王立彦等主编. —北京: 北京大学出版社, 2015. 12
ISBN 978-7-301-26765-3

I. ①中… II. ①王… III. ①会计—中国—丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 009732 号

书 名 中国会计评论(第 13 卷第 4 期)

ZHONGGUO KUAIJI PINGLUN

著作责任者 王立彦等 主编

责任编辑 李 娟

标准书号 ISBN 978-7-301-26765-3

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印刷者 北京大学印刷厂

经 销 者 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 8.75 印张 144 千字

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

定 价 38.00 元

International Price: \$38.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
北京师范大学	崔学刚
重庆大学	刘 星
东北财经大学	方红星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	张兆国
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	肖 星
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	陈汉文
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中南财经政法大学	王雄元
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 13 No. 4

December, 2015

CONTENTS

Articles

Accounting Information and Macro Analysts' Economic Forecasts

..... Junxiong Fang Dawei Zhou Hong Luo Yongliang Zeng (389)

Dividend Flexibility, Earning Manipulation of Parent Company and
Debt Financing Motivation

..... Bin Liu Lei Wang Yin Yang (413)

The Monitoring Role of Media: Evidence from Corporate Acquisitions
of Listed Companies

..... Jun Huang Ting Li Juan Li (431)

Accounting Information Comparability and the Choice between Accrual
Earnings Management and Real Earnings Management

..... Zhizhu Yuan Li Wu (453)

Modified Audit Opinions, Information Processing Costs and Security Analysts'
Behaviors: Empirical Evidences from China's Public Listed Companies

..... Lihui Tian Xiaodong Zhou Yi Zhou (487)

The Influence of Corporate Governance on the Solvency of Life Insurance
Companies under "C-Ross": Based on the Empirical Test of Life
Insurance Companies' Cross Section Data in 2014

..... Han Chen Xiao Wang (507)

中国会计评论

第 13 卷 第 4 期

(总第 42 期)

2015 年 12 月

目 录

文 章

会计信息与宏观分析师经济预测

..... 方军雄 周大伟 罗 宏 曾永良 (389)

分红弹性、母公司利润操纵与债务融资动机

..... 刘 斌 王 雷 杨 茵 (413)

新闻媒体的监督功能:基于上市公司并购事件的分析

..... 黄 俊 李 挺 李 娟 (431)

会计信息可比性与企业应计及真实盈余管理行为选择

..... 袁知柱 吴 粒 (453)

非标准审计意见、信息分析成本和证券分析师行为

——来自我国上市公司的经验证据

..... 田利辉 周晓东 周 易 (487)

“偿二代”背景下公司治理对寿险公司偿付能力的影响

——基于我国 2014 年中外资寿险公司截面数据的实证检验

..... 陈 晗 王 霄 (507)

会计信息与宏观分析师经济预测

方军雄 周大伟 罗 宏 曾永良*

摘 要 诸如 GDP 等宏观经济指标,是政府经济决策、企业投融资决策以及个人投资决策的重要参考变量,进而会对社会、企业和个人经济利益产生重大影响。因此,能否准确预测以及如何预测宏观经济变量成为重要的课题。本文遵循刚刚兴起的“从微观数据到宏观预测”理论框架研究上市公司汇总会计盈余信息对 GDP 预测的影响。具体地,我们首先考察上市公司披露的汇总季度盈余信息是否具有对未来季度 GDP 增长率的预测能力,进而考察宏观分析师在做出经济预测时是否考虑了会计盈余信息以及利用会计盈余信息的有效程度,最后考察分析师的不同特征对经济预测行为的影响。研究发现,上市公司披露的汇总季度会计盈余信息具有显著的宏观预测价值,宏观分析师在做出经济预测时也明显考虑了该会计盈余的信息,不过,不同经验背景的分析师在利用会计盈余信息方面存在显著差异。

关键词 会计盈余 宏观经济预测 预测偏误 信息含量

一、引 言

诸如 GDP 等宏观经济指标,是政府制定货币政策和财政政策的重要参考变量,而这些政府经济决策随之会对企业的投融资决策和个人的投资决策产生重大影响。大量研究发现,GDP 增长率与证券市场未来走势显著相关(Fama, 1990; Balvers et al., 1990; Marathe and Shawky, 1994),基于工业生产率、消费

* 方军雄,复旦大学管理学院;周大伟,东方证券股份有限公司;罗宏、曾永良,西南财经大学会计学院。
通信作者:罗宏;地址:四川省成都市温江区柳台大道 555 号西南财经大学会计学院,邮编:611130,
E-mail:luohong@swufe.edu.cn。本文是国家自然科学基金“制度环境、公司治理与高管治理机制有效性”(71372119)、“会计准则国际趋同与中国资本市场:制度、治理与市场微观结构的视角”(71302185)和教育部人文社科规划项目“基于攀比动机的高管薪酬自利行为研究:影响机理、表现形式与经济后果”(14XJA630002)、全国会计科研课题重点项目“会计信息的宏观预测价值及其影响因素分析”(2015KJA026)以及四川省哲学社会科学基础研究基地项目“汇总会计盈余质量对政府资源配置效率的影响研究”(SC15E08)的阶段性成果。感谢复旦会计论坛、西南财经大学现代会计学术沙龙与会学者的评论。当然,文责自负。

和劳动收入等宏观经济因素构造的投资组合能够获得超额股票回报(Lamont et al., 2001), 国内的研究也发现诸如 GDP、CPI 指数等宏观经济变量与资本市场之间存在稳定的相关关系(刘勇, 2004; 晏艳阳等, 2004; 朱英姿等, 2012)。其他研究则直接考察了宏观经济指标与微观企业绩效的关系, 例如, Klein and Marquardt(2006)发现, 公司发生经营亏损的状况与宏观经济周期显著相关, Carling et al. (2004)则从资产负债表角度全面提供了微观企业会计指标与宏观经济变化之间的相关关系, 靳庆鲁等(2008)基于中国上市公司数据的研究发现, 宏观经济增长、扩张性财政政策及货币政策对上市公司的业绩存在明显的影响。由此可见, 宏观经济数据对企业和个人决策意义重大, 预先准确获知宏观经济数据, 不仅有助于合理决策和有效投资, 也可以规避经济风险和减少企业损失。¹然而, 由于数据搜集和汇总整理的复杂, 宏观经济数据的公布通常具有一定的时滞性, 滞后的统计发布难以为信息需求者提供决策支持, 因此对宏观经济变量的准确预测显得越发重要(夏纪军和康健, 2009)。自然地, 能否准确预测以及如何预测宏观经济变量成为重要的研究课题(Edge et al., 2008; Ang and Bekaert, 2007; Wieland and Wolters, 2012; Henderson et al., 2012)。

随之, 我们关心的是微观企业披露的会计盈余是否具有宏观预测价值, 即会计盈余能否预测未来 GDP 的增长。如果微观企业披露的会计盈余具有宏观预测价值, 那么宏观分析师在做出经济预测的时候是否利用了该会计盈余信息, 这就是目前刚刚兴起的“从微观数据到宏观预测”的理论框架(Kothari et al., 2006; Konchitchki and Patatoukas, 2014a, 2014b)。按照该理论框架, 微观企业会计信息与宏观经济变量之间存在天然的联系²(Brown and Ball, 1967; Higson et al., 2002; Shivakumar, 2007)。考察微观企业会计盈余信息对宏观经济预测的价值, 不仅有助于提升宏观经济预测的效力(因为微观企业披露的数据具有非常便利的获得性), 而且大大拓展了会计信息有用性研究的领域(Konchitchki and Patatoukas, 2014a, 2014b)。自 Ball and Brown(1968)的经典论文发表以来, 会计研究领域的文献主要从微观企业的视角研究会计信息的有用性, 重点考察不同公司治理对会计信息有用性的影响, 而较少关注会计信息对

¹ 据媒体披露, 甚至机构为此通过不正当的方式从国家统计局相关人员处提前获取 GDP 等宏观经济数据, 最终导致相关人员被批捕。具体参见, “谁偷了宏观经济数据”, 《财经》, 2011 年 6 月 28 日。

² 美国华和饶品贵(2011)认为, 企业产出包括企业业绩、资本结构、企业财富成长等指标, 而经济产出则包括 GDP、社会投融资、进出口、社会消费、物价水平等, 两者具有密切的相关性。

诸如 GDP 等宏观经济指标预测的意义(Konchitchki and Patatoukas, 2014a)。进入 21 世纪后,国外的研究开始从宏观预测价值的角度进一步研究会计信息的有用性(Kothari et al., 2006; Konchitchki and Patatoukas, 2014a, 2014b)。例如, Kothari et al. (2006)、Ball et al. (2009)、Cready and Gurun(2010)在整体层面考察了汇总会计盈余与资本市场回报的相关关系; Shivakumar(2007)和 Kothari et al. (2006)分别对微观企业管理层预测的盈余和非预期盈余在汇总层面的宏观经济信息含量进行了研究; Kothari et al. (2013)则考察了上市公司汇总会计盈余对通货膨胀率(CPI 和 PPI)的预测能力; Konchitchki and Patatoukas(2014a)研究了美国上市公司汇总会计盈余与未来 GDP 增长的关系; Konchitchki and Patatoukas(2014b)按照杜邦分析法进一步将上市公司的会计盈余划分为毛利率和销售周转率两个部分,分别考察它们对未来 GDP 增长率的预测能力。

基于此,本文选取 2003—2014 年中国沪深 A 股市场的上市公司为样本,并循着 Kothari et al. (2013)和 Konchitchki and Patatoukas(2014a, 2014b)的“从微观数据到宏观预测”的研究思路考察中国上市公司汇总会计盈余与宏观分析师的经济预测行为之间的关系。具体地,我们首先考察上市公司披露的汇总季度盈余信息是否具有对未来季度 GDP 增长率的预测能力,进而考察宏观分析师在做出经济预测时是否考虑了会计盈余信息以及利用会计盈余信息的有效程度,最后考察分析师的不同特征对经济预测行为的影响。研究发现,中国上市公司汇总季度会计盈余与未来 GDP 增长率显著正相关,在控制了股票回报率和货币超额发行等因素之后,上述关系依然存在,这表明中国上市公司披露的会计盈余具有明显的宏观决策价值。随后的研究发现,中国宏观分析师季度 GDP 增长率预测值与前期汇总季度会计盈余显著正相关,这意味着宏观分析师在做出经济预测时考虑了会计盈余因素,但是宏观分析师 GDP 的预测偏差与前期汇总季度会计盈余显著正相关,这表明宏观分析师在做出经济预测时未能有效利用会计盈余信息。进一步研究发现,内资和外资分析师在做出经济预测时对会计信息的利用不存在显著差异,而分析师的经验却会对此产生重大影响,经验丰富的分析师能更有效地利用会计盈余数据。

本文可能的贡献主要体现在以下几个方面:(1)宏观经济与微观企业行为研究领域,现有文献大多从宏观层面考察其对于微观企业的影响,如 Chant(1980)从货币供给视角, Klein and Marquardt(2006)以 GDP 增长率衡量经济周期的视角考察其对会计业绩的影响,靳庆鲁等(2008)从经济增长及经济政

策(财政政策和货币政策)考察对微观企业的影响。而针对微观企业对宏观经济(经济产出)影响的研究鲜有涉及(姜国华和饶品贵,2011),这一方向正处于勃兴之期(Kothari et al., 2013; Konchitchki and Patatoukas, 2014a, 2014b),我们的研究为此提供了基于最大转型经济体——中国的证据。(2)宏观经济变量的预测研究,大多主要考察资本市场、就业等宏观数据以及地区灯光等因素对宏观预测的作用,而忽视了微观企业会计信息在宏观预测中的可能作用(Kothari et al., 2006; Konchitchki and Patatoukas, 2014a, 2014b)。本文为日益增加的此类文献提供了基于转型经济体的经验证据,而且进一步发现不同背景的分析师在利用会计信息时存在差异的现象。(3)本文对中国资本市场的改革和实践具有重要的参考价值。我们研究发现,中国上市公司的会计信息具有显著的宏观经济预测价值,这表明中国资本市场总体上具有“晴雨表”的功能。

二、文献回顾

(一)宏观经济变量的影响

经典的资产定价理论(Asset Pricing Theory)为宏观经济变量与股票收益之间的关系提供了理论依据,已有文献就宏观经济变量对股票市场的影响展开了大量研究。Fama(1990)基于美国的发达资本市场研究股票收益率与宏观经济之间的关系发现,股票收益率包含了未来经济活动的预期信息,并与未来的经济增长率存在较强的正相关关系;Balvers et al. (1990)和 Marathe and Shawky(1994)研究指出,经济总产值对股票市场存在显著的预测能力;Lamont et al. (2001)发现,基于工业生产率、消费和劳动收入等宏观经济变量构造的投资组合能够获得超额股票回报。国内学者也针对宏观经济对股票市场的影响这一重要议题进行了研究,冉茂盛和张卫国(2002)关于中国股票市场发展与经济增长的因果关系研究发现,我国股票市场的发展与经济增长之间存在长期的均衡关系,且存在由经济增长到股票市场发展(市场规模)的单向因果关系;赵振全和张宇(2003)运用多元回归和 VAR 模型研究指出,宏观经济和同期的股票市场之间影响关系较弱,但宏观经济对股票市场的影响明显强于股票市场对宏观经济的影响;李冻菊(2006)指出,在股票市场发展的十多年间,中国经济的持续增长一定程度上促进了股票市场规模的扩大,但股票市场发展对于中国经济增长的促进作用却非常有限;孙霄翀等(2007)指出宏观经济周期波动影响企

业产出进而影响股票价值,股票指数和经济预期又进一步影响未来宏观经济走势。

其他研究则直接考察了宏观经济指标与微观企业绩效的关系。例如,Klein and Marquardt(2006)发现,公司发生经营亏损的状况与宏观经济周期显著相关;Carling et al.(2004)则从资产负债表角度全面提供了微观企业会计指标与宏观经济变化之间的相关关系;靳庆鲁等(2008)基于中国上市公司的数据研究发现,宏观经济增长、扩张性财政政策及货币政策对上市公司的业绩存在明显的影响。由此可见,宏观经济数据对企业和个人决策意义重大,预先准确获知宏观经济数据,不仅有助于合理决策和有效投资,而且可以规避经济风险和减少企业损失。

(二) 宏观经济预测及预测偏误研究

现有关于宏观经济预测的研究,主要考察和检验不同预测方式的效力,预测方式主要包括模型预测、先行指标(如宏观经济景气指数、企业家信心指数等)预测和宏观分析师预测三种。模型预测的效力首先引起了研究者的关注,Litterman(1979)首次利用国债利率、M1、GNP 缩减指数、真实 GNP、真实固定资产投资和失业率预测等六个宏观经济变量将 VAR 模型用于经济预测,结果表明 VAR 模型在 GDP 和就业上表现出优于传统结构性模型³的预测绩效,自此 VAR 代表的模型预测逐步成为宏观经济预测的基本工具。Klein and Moore(1983)则从先行指标的选择开创了先行指标预测方法,他们选取诸如就业、生产与消费、投资、存货价格和货币等关键因素构建领先、同步和滞后指标体系,并利用美国 1948—1975 年的时间序列数据进行了检验,结果发现,上述领先指标可以提前 6 个月判断经济的转折点。高铁梅等(2006)则通过构建多维数据结构框架,建立物价、房地产、出口、汽车行业等不同领域和宏观经济总量的先行指数系统,监测和预测宏观经济运行中的各种不同类型的经济波动。

上述模型预测和先行指标预测,都是基于数学模型的判断结果,预测效果受到选取变量数量的限制,且每一变量对自身的滞后变量和其他变量的滞后变量进行回归,这可能造成过多的估算参数,使得预测误差较大或无法预测(陈东陵,1996)。而与此相反,宏观分析师(经济学家)的预测由于加入了其判断成

³ 如果一个经济体发展长期较为稳定,经济结构变化较小,建立结构模型进行经济预测具有一定的合理性。但对于包括中国在内的新兴市场国家来说,经济结构变化剧烈而迅速,传统的结构性模型预测难以适用。在这种不完全信息条件下,根据一些关键指标总结预测宏观经济的动态变化规律引发对 VAR 预测的需求。

分,可能改善预测的精度,因此,市场上出现了宏观分析师经济预测的新信息,例如,美联储“绿皮书”预测、北京大学中国经济研究中心的朗润预测、中国“经济蓝皮书”等。随之,研究者开始检验宏观分析师经济预测相比模型预测的效力。Edge et al. (2008)比较了美联储“绿皮书”预测、随机游走模型、VAR 模型和动态随机一般均衡 DSGE 模型的预测效果,发现宏观分析师的主观判断在预测通货膨胀方面有更好的效果;Ang and Bekaert (2007)指出经济学家调查 (Survey of Professional Forecasters, 简称 SPF) 的一致预测在通货膨胀预测方面比其他方式的预测表现更优;Wieland and Wolters (2012) 也指出美联储的“绿皮书”和 SPF 调查中专业的真实 GDP 增长预测在经济衰退期比常用预测模型具有更好的预测效果。

随后,研究者开始研究导致宏观分析师预测偏差的原因。目前关于宏观分析师经济预测偏误的研究主要集中于预测偏误的形成机制。目前已经形成两种理论:其一是信息更新约束下的理性预期假说,该理论认为,信息分布是不完美的 (Sims, 2003),信息的收集与处理是有成本的 (Mankiw et al., 2003),这导致了预测偏差的存在或不完美信息。Sims (2003) 基于不完美信息假说推测,预测者是从带有噪音的不完美信息中过滤信息,并不断更新其信息集,这导致了预测的系统性偏误。Mankiw et al. (2003) 则指出由于预测者在获取和处理新信息时需要成本,预测者最优的信息更新策略是进行定期更新而不是连续地收集和處理新信息,使得每一期都只有一定比例的预测者更新信息。夏纪军和康健 (2009) 基于我国宏观分析师对 GDP 增长率和 CPI 的预测进行实证研究,分析经济预测偏误的基本特征及偏误的原因,支持了信息更新约束假说。其二是理性偏误假说,即宏观分析师可能由于追求个人声誉而偏离一致预测导致准确性降低。Laster et al. (1999) 研究发现,与实体公司关联的宏观分析师的经济预测与一致预测偏差较小,而独立预测机构的预测数据偏离一致预测的幅度更大;Lamont (2002) 指出声誉越高的分析师越倾向于发布偏离一致预测的数据,导致预测准确性的下降,Batchelor (2007)、夏纪军和康健 (2009) 得到了类似的发现。

最新的研究开始考察微观企业会计盈余对宏观分析师预测的影响。Konchitchki and Patatoukas (2014a) 研究了美国上市公司汇总会计盈余与未来 GDP 的关系,结果发现,汇总会计盈余能够有效地预测未来三期内的 GDP 增长率,而汇总会计盈余信息对 GDP 的预测能力并没有为宏观经济学家所完全理解,随后 Konchitchki and Patatoukas (2014b) 按照杜邦分析法进一步将上市公

司的会计盈余划分为毛利率和销售周转率两个部分,分别考察它们对未来 GDP 增长率的预测能力,并进一步考察宏观分析师的预测行为。

三、理论分析与研究问题提出

投资决策过程中,投资者依赖最多的是会计信息(Ball and Brown,1968;陈晓等,1999),微观层面的会计信息能够综合反映企业的经营绩效,并预测企业的未来,进而帮助投资者进行投资决策、债权人进行信贷决策。因此,作为企业产出信息的会计盈余从基本面反映微观企业的真实经济活动,天生地将微观企业和宏观经济预测联系起来(Anilowski et al.,2007)。

狭义层面看,经济增长包括 GDP、全社会投融资等;广义上,也包括消费者物价指数、生产者物价指数、汇率水平、全社会资本成本等指标。企业是构成宏观经济的微观主体,企业产出实现宏观经济增长,宏观经济决策又影响企业产出。宏观经济增长作为企业产出的汇总(姜国华和饶品贵,2011),就 GDP 而言⁴,收入法按照生产要素在生产活动中的应得收入份额和向政府支出份额将 GDP 划分为营业盈余、劳动者报酬、税收及固定资产折旧部分。可见,会计盈余是构成 GDP 的重要组成部分,并与 GDP 的其他组成部分密切相关(Fischer and Merton,1985)。

Guenther and Young(2000)基于多国会计盈余数据,在考察不同法律体制、会计信息系统以及投资者保护的差异后指出,会计盈余与真实经济价值具有显著正向影响,且在英国、美国相对于在德国、法国具有更强的相关性。Klein and Marquardt(2006)基于经济周期视角的研究表明,在控制会计稳健性与样本选择偏差后,公司业绩亏损与宏观经济周期存在显著的相关性。Marcuss(2004)认为会计盈余增长指标作为公司收益指标的替代变量,成为衡量经济增长的重要先行指标。Konchitchki and Patatoukas(2014a)则基于美国资本市场的季度公司数据进行进一步研究,指出会计盈余的宏观经济先行指标对未来 GDP 增长存在信息含量,在控制当期 GDP 增长因素影响后,未预期信息对未来 GDP 增长具有预测效应;尽管专业的宏观预测数据包含了财政、期权价差以及股票市场回报等信息,但会计盈余包含的增量预测信息影响宏观经济,并促进投资者修正关于未来现金流和贴现率的预期,进而影响股票价格。随后,Kon-

⁴ 由于 GDP 涵盖了国民经济活动的各个行业、部门,该指标被认为是制定宏观经济政策和进行宏观调控的首选指标。

chitchki and Patatoukas(2014b)按照杜邦分析法进一步将上市公司的会计盈余划分为毛利率和销售周转率两个部分,分别考察它们对未来 GDP 增长率的预测能力,结果发现,毛利率与未来 GDP 增长率显著正相关,而销售周转率却不显著。

随着我国资本市场的发展和政府对会计制度改革的推动,会计信息的有用性也更加富有生命力。会计信息不仅需要满足国家宏观经济管理的要求,而且要满足契约各方对于企业财务状况及经营成果的需要。同时,伴随着我国上市公司会计信息质量保障机制的日益完善,如企业会计准则的不断完善、审计质量的提升以及法律环境的优化等,会计信息对于真实经济活动的反映效果得到加强。现有研究初步证实了中国上市公司汇总会计盈余与 GDP 之间存在相关关系。孙霄翀等(2007)采用上证综指所有上市公司年均 ROA、ROE 作为企业整体业绩,研究汇总会计业绩水平与宏观经济之间的关系,通过 Spearman 和 Kendall 检验两种秩相关分析得出,整体 ROA 和 ROE 水平与 GDP 增长率走势基本吻合。李远鹏(2009)基于 1996—2006 年中国上市公司数据对上市公司经营绩效和宏观经济周期“背离”问题展开分析,也发现在剔除公司 IPO 后的利润操纵带来的业绩滑坡影响后,上市公司的投资效率指标、增长性以及宏观经济周期表现出正相关关系。

基于上述分析,我们关心的是基于上市公司披露的信息计算的汇总季度会计盈余数据能否有效地预测未来宏观经济变量,具体地指未来 GDP 的增长,即会计盈余信息是否具有宏观预测价值。如果上市公司层面的会计盈余具有宏观预测价值,那么作为宏观经济预测数据的提供者——宏观分析师在做出经济预测时是否会考虑会计盈余信息,如果考虑的话,他们是否有效地利用了会计盈余信息。

会计信息是企业诸多披露内容的一项综合性信息,涉及微观层面和宏观层面,不仅是企业过去和当期经营绩效的反映,也蕴含着对未来收益和投资机会的信息(Lewellen and Lewellen, 2014)。相比私有信息,企业基本面的信息由于获取成本较低而成为经济预测时重要的信息来源。上市公司定期发布季度报告、年度报告,与管理层预测和分析师预测信息一起面向市场构成公开信息,获取成本相对较低(方军雄, 2007)。因此,理性的宏观分析师在做出经济预测时很可能会利用上市公司发布的会计盈余信息。

但是微观层面的会计信息零碎而繁多,这可能增加了宏观分析师信息使用的成本。而且坊间的证据表明,由于有意或者无意的偏见,宏观分析师在做出

经济预测时有可能并不考虑会计盈余信息(Konchitchki and Patatoukas, 2014a)。例如,某个经济学家曾公开声称,“我们经济学家藐视会计,我自己从来没有修读过该课程。但是最后我们还是重新改造了会计,也许我们应该学一点儿会计,或者至少让我们的学生学一点会计。毕竟,会计所传递的信息我们都已经知晓”。

因此,宏观分析师在做出经济预测时是否考虑了会计盈余信息以及利用的有效程度是一个需要我们检验的实证问题。

四、数据来源与研究模型

(一) 数据来源

宏观分析师 GDP 预测数据来自北京大学国家发展研究院定期发布的朗润预测⁵,根据其公开资料,我们所能获取的 GDP 预测最早为 2005 年第三季度,因此,我们能够取得朗润预测的 GDP 季度预测数据跨度为 2005 年第三季度到 2014 年第三季度,共 37 期。随后,我们从《中国统计年鉴》取得 GDP 实际季度增长率。考虑到国家统计局于 2003 年开始公布季度 GDP 增长率,最新的季度 GDP 增长率数据为 2014 年第一季度,研究中我们样本的期间为 2003—2014 年,共 45 期。上市公司财务指标数据均来自深圳国泰安信息技术有限公司开发的 CSMAR 数据库。

(二) 研究模型

首先,我们借鉴 Konchitchki and Patatoukas(2014a)考察会计盈余是否具有对未来 GDP 增长率的预测能力,即会计盈余是否具有宏观决策价值,这构成了我们研究宏观分析师在进行经济预测时是否有效利用微观企业披露的会计盈余信息的基础,具体研究模型如下:

$$\text{GDP}_q + k = \alpha + \beta_1 \times \text{GDP}_q + \beta_2 \times \Delta \text{EARNING}_q + \beta_3 \times \text{Quarter Dummy} + \epsilon \quad (1)$$

⁵ 朗润预测是目前国内具有较大影响力的宏观经济预测,该数据由北京大学中国经济研究中心(现更名为北京大学国家发展研究院)于 2005 年 7 月开始发布。具体预测指标包括 GDP、CPI、工业增加值、固定资产投资、消费品零售额、出口进口利率、汇率等。朗润预测实行特约机构制度,参与机构除 CCER 以外还包括中国社会科学院以及十多家国内证券公司、国际金融机构等,在每个季度结束时记录并发布各特约机构对下一季度的预测数据,并在此基础上形成一个综合预测结果。朗润预测综合了不同专家的判断性预测,包含了比简单的 VAR 模型更多的信息,而一般的 VAR 模型则有简单可以复制的预测程序。

其中, GDP_q+k 为季度 GDP 增长率, 鉴于会计盈余指标不涉及年度物价变动的影响, 所以与 Konchitchki and Patatoukas (2014a) 的做法相同, 经济增长指标均为名义季度 GDP 增长率。鉴于国家统计局关于季度数据仅发布季度累计 GDP 数据。因此, GDP 季度增长率的计算公式为: $GDP_q+k = (\text{本年 } q+k \text{ 季度累计 GDP} - \text{本年 } q+k-1 \text{ 季度累计 GDP}) / (\text{上年 } q+k \text{ 季度累计 GDP} - \text{上年 } q+k-1 \text{ 季度累计 GDP}) - 1$, 其中, $k=1, 2, 3, 4$ 。

$\Delta EARNING_q$ 为季度会计盈余变化, 参照 Konchitchki and Patatoukas (2014a), 我们选取经常性损益作为主要的会计盈余指标, 并用销售收入进行平减。此外, 我们也用资产规模进行了平减, 结果基本一致。在计算汇总季度会计盈余变化时, 我们剔除会计盈余变化取值在前后 1% 的样本, 同时用公司股票市值作为权重汇总计算加权季度会计盈余变化, 这构成了文中使用的汇总会计盈余变化指标。当然, 我们也采用简单算术平均的方法汇总计算季度会计盈余变化, 实证结果不变。同时, 考虑到 GDP 的季度变化因素, 我们在回归模型中控制了季度哑变量。

在研究宏观分析师是否利用会计盈余信息进行 GDP 增长率预测时, 我们采用如下模型加以检验:

$$F_GDP_q+k = \alpha + \beta_1 \times GDP_q + \beta_2 \times \Delta EARNING_q + \beta_3 \times \text{Quarter Dummy} + \epsilon \quad (2)$$

其中, F_GDP_q+k 为宏观分析师做出的 GDP 季度增长率预测值, $k=1, 2, 3, 4$ 。

模型(3)则通过宏观分析师预测偏差与季度会计盈余变化之间的相关性来检验宏观分析师是否有效利用了会计盈余信息:

$$FE_GDP_q+k = \alpha + \beta_1 \times GDP_q + \beta_2 \times \Delta EARNING_q + \beta_3 \times \text{Quarter Dummy} + \epsilon \quad (3)$$

其中, FE_GDP_q+k 为宏观分析师 GDP 季度增长率预测值偏差, 具体等于 $GDP_q+k - F_GDP_q+k$, $k=1, 2, 3, 4$ 。

同时, 我们借鉴 Konchitchki and Patatoukas (2014a) 的做法, 用模型(4)进一步检验宏观分析师是否有效利用了会计盈余信息:

$$GDP_q+k = \alpha + \beta_1 \times F_GDP_q+k + \beta_2 \times GDP_q + \beta_3 \times \Delta EARNING_q + \beta_4 \times \text{Quarter Dummy} + \epsilon \quad (4)$$

五、实证结果分析

(一) 描述性统计及相关系数分析

表 1 列示了主要变量的描述性统计结果。

表 1 各主要变量的描述性统计⁶

变量	N	均值	标准差	25 分位数	中位数	75 分位数
ΔEARNING _q	45	-0.007	0.016	-0.017	-0.007	0.003
RETURN _q	45	0.028	0.175	-0.070	-0.001	0.111
M2 _q	45	0.029	0.070	-0.023	0.014	0.056
GDP _q	45	0.151	0.048	0.109	0.160	0.182
GDP _{k1}	45	0.150	0.049	0.106	0.160	0.182
GDP _{k2}	45	0.149	0.049	0.099	0.160	0.182
GDP _{k3}	44	0.150	0.050	0.098	0.164	0.183
GDP _{k4}	43	0.150	0.050	0.097	0.168	0.183
F_GDP _{q+1}	36	0.092	0.013	0.080	0.093	0.103
F_GDP _{q+2}	37	0.091	0.013	0.079	0.092	0.102
F_GDP _{q+3}	37	0.091	0.013	0.079	0.092	0.102
F_GDP _{q+4}	37	0.091	0.013	0.079	0.092	0.102
FE_GDP _{q+1}	36	0.003	0.010	-0.002	0.002	0.006
FE_GDP _{q+2}	37	0.003	0.010	-0.002	0.001	0.005
FE_GDP _{q+3}	37	0.003	0.010	-0.002	0.001	0.005
FE_GDP _{q+4}	37	0.003	0.010	-0.002	0.001	0.005

注:RETURN_q=根据上证 A 股指数计算的 q 期季度指数累计回报率(数据来源于 CSMAR);M2_q=M2(广义货币)的季度变化扣减同期 GDP 增长率衡量货币的超额发行水平 M2_q(数据来源于中国人民银行)。

表 1 显示,汇总季度会计盈余变化(ΔEARNING_q)的均值为-0.7%,标准差为 0.016;实际季度 GDP 增长率平均为 15.1%,表明过去 10 年间中国的 GDP 始终保持着较高的增长速度。与此同时,宏观分析师 GDP 季度增长率预测值的均值为 9.2%,宏观分析师经济预测偏差均值为 0.003,可以看出宏观经济预测数据与真实 GDP 季度数据差异较小,一定程度上表明了宏观分析师预

⁶ 朗润预测的时间跨度为 2005 年第三季度到 2014 年第三季度,共 37 期,而国家统计局公布的实际季度 GDP 增长率数据跨度为 2003 年第一季度到 2014 年第一季度,因此,使用中的 $q+1$ 期 GDP 预测数据为 36 个(2014 年第三季度预测数据因为没有对应的上一期实际 GDP 增长率数据而删除),而 $q+2$ 及之后各期 GDP 预测数据因为有对应的 q 期实际 GDP 增长率数据而都可用,这样导致 GDP 预测数据的样本存在差异,以及 $q+2$ 及之后各期 GDP 预测数据描述性统计结果完全一致。