

三友会计论丛第6辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

上市公司盈余质量 分析与评价研究

—— 基于中国资本市场环境的研究构架与经验证据

on The Analysis And Evaluation of
Listed Companies' Earnings
Quality: A Study Framework And Empirical
Evidence Based on China's Capital Market

■ 程小可 / 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



上市公司盈余质量 分析与评价研究

——基于中国资本市场环境的研究构架与经验证据

程小可 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大 连

© 程小可 2006

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司盈余质量分析与评价研究——基于中国资本市场环境的研究构架与经验证据 / 程小可著. — 大连 : 东北财经大学出版社, 2006. 4

(三友会计论丛·第6辑)

ISBN 7-81084-688-4

I. 上… II. 程… III. 上市公司-企业利润-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 069942 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连海事大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm 字数: 316 千字 印张: 11 1/8

印数: 1—2 000 册

2006 年 4 月第 1 版

2006 年 4 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 彬

责任校对: 尹秀英

封面设计: 冀贵收

版式设计: 孙 萍

定价: 26 元

作者简介

程小可，男，1975年9月生，江西新建县人。2004年6月获中国人民大学管理学博士学位，指导老师为王化成教授；2004年7月起在清华大学经济管理学院从事博士后研究工作，合作导师为陈晓教授；2005年11月~2006年2月在香港理工大学会计与金融学院进行合作研究。

研究领域有资本市场与会计信息、公司财务管理等。近年来在《管理世界》、《会计研究》、《经济理论与经济管理》、《审计研究》、《中国软科学》、《中国会计评论》、《经济科学》等刊物上发表实证会计领域论文十几篇，出版专著1部、译著2部，并主编教材2部。曾荣获：国务院发展研究中心2003年度中国发展研究基金会奖学金，2003年度宝钢优秀学生奖；中国会计学会优秀论文二等奖（2003）和一等奖（2004）。其博士论文荣获2005年杨纪琬优秀学位论文奖及2005年中国人民大学优秀博士论文奖。主持中国博士后科学基金项目1项，并作为研究骨干参与多项国家自然科学基金以及国家社会科学基金项目的工作。



出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究薄弱和滞后，已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国中青年财务成本研究会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展做出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自1997年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希



望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

谷 祺 欧阳清 冯淑萍 李志文

委员 (以姓氏笔划为序):

马君梅	王立彦	王光远	王化成
方红星	刘永泽	刘志远	刘明辉
刘 峰	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈毓圭
陈国辉	陈建明	陈信元	陈 敏
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		



序

程小可的博士论文《上市公司盈余质量分析与评价研究——基于中国资本市场环境的研究构架与经验证据》即将正式出版。在该书出版之际，喜闻该博士论文荣获“2005 年杨纪琬优秀学位论文”奖，以及“2005 年中国人民大学优秀博士论文”奖，并被中国人民大学推荐角逐全国优秀博士论文奖。作为他的导师，我既为他感到高兴，更对他未来的学术道路寄予厚望。

在资本市场环境下，年度以及中期报告中的盈余数字是上市公司向投资者传递的最重要信息之一。在现代财务理论中，各种评估模型经常依据会计盈余指标来预测和分析公司的价值。盈余信息与证券价值之间的这种重要联系经常被上市公司加以利用，这便产生了盈余管理的市场动机。盈余管理是现代会计研究中的重要议题之一，它是指公司管理者或控股股东有目的地干预对外财务报告，以获取某些私人利益的“披露管理”。除市场动机之外，管理薪酬契约、债务契约以及政治成本等也是上市公司进行盈余管理的重要动机。盈余管理的经济后果是直接影响了上市公司的盈余质量，使得投资者简单基于表面盈余数字对公司定价将是误导性的。需要说明的是，盈余管理仅仅是影响上市盈余质量的一方面原因，落后的会计制度、会计人员的素质、会计差错也都是盈余质量的影响因素。这正是程小可博士论文的出发点，他从更广的视野研究了上市公司盈余质量的评价与分析问题。在论文中，他将盈余质量定义为盈余信息的投资者决策相关性，即当期或历史盈余预测公司未来现金流的能力。由此看出，盈余质量是比盈余管理更加广义的一个概念，即使公司不存在盈余管理行为，假如会计制度落后于经济实践，盈余质



量也将是低下的。根据上述定义,他构建了基于中国资本市场环境的研究构架,并针对每项研究范畴和子目标进行了深入的实证分析。

通读全书,程小可的博士论文主要有如下特点:

第一,该书基于信息经济学以及盈余的时间序列假定解释了上市公司盈余质量分析和评价的必要性,并基于此将研究内容划分为四项范畴:基于现金流的盈余质量研究,盈余结构性研究,盈余持续性研究,盈余及时性研究。该书最后部分在上述研究基础上,以及结合主成分等多元数据处理方法,提出了一套综合分析上市公司盈余质量的理论体系,并得到了有应用价值的整体盈余质量指数计算方法。

第二,该书研究路线和研究设计科学、先进,以国际前沿的实证研究方法为主,并结合了归纳与演绎等规范研究方法。程小可具有非常扎实的数理功底,在论文中他很好地处理了实证研究中的计量经济学问题,如对多元共线性、异方差、变量遗失等潜在问题进行了防范和处理,借鉴了计量经济学中对这类统计问题处理的各种模型以及估计方法。

第三,该书在构建每一个检验模型时充分结合了中国资本市场环境的特点,使得经验结果对实践有一定的解释能力。例如,为了研究盈余持续性与盈余反应系数之间的关系,作者利用时间序列模型中求积一阶移动过程和无限阶自回归过程的转化关系,合理设计了能检验时间序列过程对盈余一回报关系影响的截面模型,解决了新兴资本市场中序列数据的缺失对研究带来的限制问题。

第四,该书得到的一系列实证结论将对中国资本市场会计信息披露政策的制定有重要参考价值,提出的上市公司盈余质量分析和评价体系为投资者分析上市公司的业绩提供了有力的分析工具,构建的相关理论模型以及统计实现方法对学术界研究盈余质量问题有宝贵的借鉴意义。

是以为序。

王化成

2005年9月于中国人民大学



前言

上市公司的盈余成为中国资本市场的关注焦点，投资者在做出理性投资决策时通常要考虑上市公司对外公布的财务报告中披露的会计盈余及其派生出来的指标，如每股收益、净资产收益率等。资本市场近几年不断出现的股市大案都与利润操纵或盈余管理有关，这使得人们对盈余数据的真实性与可靠性产生了怀疑。因此，研究上市公司的盈余质量也就十分必要且紧迫。在该背景下，本书通过多范畴、多视角、多类方法、多种变量的实证与规范研究，对中国上市公司的盈余质量进行了全面深入的剖析，并在实证研究的基础上提炼出了一套分析与评价中国上市公司盈余质量的理论体系。本书将盈余质量研究概括为四项范畴：（1）基于现金流的盈余质量辨识；（2）盈余的结构性；（3）盈余的持续性；（4）盈余的及时性。基于该内容划分，本书的研究可以归纳为五个层次，即一个主题、两大视角、三类方法、四项范畴、五种变量。一个主题是指本书的研究主题是中国上市公司的盈余质量分析与评价问题；两大视角是指本书主要从盈余预测未来现金流的预测能力和价值相关性两大视角来看待盈余质量问题；三类方法是指实证（狭义）、归纳、演绎方法；四项范畴是基于现金流的盈余质量分析与评价（包括盈余的可实现程度与盈余预测未来现金流的能力）、盈余的结构性、盈余的持续性、盈余的及时性；五种变量是指本研究将涉及的五种重要研究变量，即公司股价、现金流、盈余、应计项目、剩余收益（包括经济增加值（EVA））。

下面分别介绍各章的研究内容以及相关结论。

第1章阐述了本书的选题由来以及研究构架，并基于信息经济学理论对上市公司盈余质量分析的必要性做了深入的解释，最后给出



了本书的内容安排以及主要研究结论。在该章的经济学分析部分，笔者基于乔治·阿克诺夫的二手车市场例子以及 IMA (1, 1) 时间序列过程证明了：当市场存在功能锁定，即投资者不能辨别公司盈余质量而仅仅关注盈余表面数字时，股票交易市场将不会存在。因此，当资本市场存在着大量这样的逆向选择时，为了保证市场交易的效率，市场参与者或者股票的买卖双方需要支付一定的成本使得交易活动能够实现。这种成本支付将源自在一定程度上消除信息非对称性的信号传递与信息甄别行为，盈余质量分析和评价将使该行为实现。

第2章探讨了盈余质量的第一项范畴——基于现金流的盈余质量辨识。该章对如下问题进行了深入的分析：(1) 就预测未来现金流而言，披露历史现金流数据相对已有的盈余等会计信息而言是否向中国资本市场传递了增量信息含量。(2) 披露历史现金流能否有助于改进盈余预测未来现金流的能力。该章设计出了检验现金流增量信息含量的模型抉择方法，以及检验现金流与盈余质量关系的系数约束检验模型。模型抉择的实证结果表明：基于增加现金流量变量之后的现金预测模型具有更强的预测能力，从而印证了《企业会计准则——现金流量表》引言中的断言，现金流信息的披露有助于投资者预测企业的未来现金流量。系数约束检验结果表明：改进后的预测模型的较强预测能力源自将盈余指标分解为现金流与具体应计项目这一过程，这说明将盈余分解为现金流与它的应计部分后提高了盈余质量水平。本章还对上述结论进行了多项拓展性检验，实证结果显示本章相关结论在控制相关属性之后仍有显著意义。

第3章和第4章探讨了盈余质量的第二项范畴——盈余的结构性，第3章研究了盈余的内部结构性，第4章研究了盈余的外部结构性。具体说来，第3章基于中国资本市场环境研究了盈余结构或具体盈余项目的价值含义，以及它们对预测未来财务业绩的增量作用。本章得到如下基本结论：(1) 从投资决策观来看，披露分步式盈余信息是有用的，在已有总括性收益指标的前提下，披露各结构性盈余项目更有助于投资者分析和判断公司价值。(2) 盈余分解项目在预测公司未来盈利能力和未来现金流方面，均比总括盈余具有更加显著的预测能力，并且盈余结构在现金流预测方面也具有显著的经济意义。本章的拓展性检验结果



不仅支持了前面的基本结论,而且也得出许多具有引申意义的结论。第4章通过实证分析对比了经济增加值、会计盈余、现金流量和剩余收益之间的价值相关性。实证检验结果显示:在相对信息含量方面,EVA没有表现出明显的优于传统收益指标(净利润)的特性;在增量信息含量方面,尽管EVA的独特构成部分(资金成本和会计调整项)显示了一定的增量价值相关性,但是与传统收益的构成部分(现金流量和应计项)相比较,这种增量效应不是十分显著。此外,相关的拓展性检验也进一步支持了上述结论。

第5章和第6章探讨了盈余质量的第三项范畴——盈余的持续性。第5章分析了年度盈余的时间序列特征、持续性与盈余反应系数之间的关系。本章的研究结论为:(1)中国上市公司年度盈余的持续性比随机游走过程更弱。(2)行业间的盈余持续性水平具有不一致性。(3)在直接计量盈余持续性法下,盈余时间序列参数对盈余反应系数有一定解释意义,并且低阶次的自相关系数比高阶次的自相关系数具有更强的解释力。第6章基于中国资本市场环境,研究了公司亏损与非线性对会计盈余与股票回报关系的边际与联合效应,以分析和检验盈余的持续性分布特点与盈余价值含义的关系。该章的检验表明盈余一回报关系中的亏损与非线性的边际效应均显著;此外,联合效应检验表明亏损样本的存在降低了盈余反应系数,非线性因素也与盈余反应系数负相关,即未预期盈余绝对水平越高,盈余反应系数越低。最后,多项拓展检验及敏感测试进一步证实和加强了本章的相关推断和理论解释。

第7章和第8章探讨了盈余质量的第四项范畴——盈余的及时性。其中,第7章研究了盈余披露及时性议题,第8章则研究了盈余确认及时性议题。第7章随机抽选了100个沪市公司的数据,对上市公司的年度盈余披露及时性与市场反应进行了分析。其研究表明:上市公司年报披露时间呈逐年缩短的趋势,且规模越大的上市公司年报披露时间越晚;年报披露及时性与盈余消息类型负相关,好消息倾向于更早披露,坏消息倾向于更晚披露;盈余披露的及时性显著影响了盈余反应系数,盈余披露越及时,市场反应越大。第8章结合中国资本市场环境,研究了会计稳健性对盈余确认及时性的影响。本章的主要结论为:(1)



经验证据支持了中国上市公司盈余指标具有稳健性,即盈余确认经济事件或消息存在显著的非对称及时性,盈余反映利坏消息比确认利好消息更及时。(2)行业回归结果显示不同行业间盈余确认经济消息的非对称及时性特征具有很大的差别。(3)盈余变化的持续性也存在显著的非对称性,当本期盈余变化值为负数或本期亏损时,本期盈余变化值在下期更可能会发生逆转。(4)其他财务指标也表现出了非对称及时性特点。

第9章研究和探讨了上市公司盈余质量的整体分析和评价问题,并运用中国资本市场的数据对本章设计出来的综合评价模型进行了经验分析。笔者在盈余质量4项范畴的基础上选择了如下7项指标作为盈余质量整体分析的基本指标:度量盈余可实现程度的应计项绝对误差;度量盈余增长中现金增长贡献的经营现金流增长;度量盈余内在结构的主营利润增长;度量盈余外在结构的经济增加值回报率;度量盈余持续性水平的基于ARIMA(2,1,0)时间序列过程的分行业一阶自相关系数;度量盈余披露及时性的基于行业比较的披露滞后交易天数;度量会计稳健性带来的盈余确认非对称及时性程度。本研究基于年度长时窗下的超额回报—未预期盈余模型对中国上市公司盈余的整体质量进行了分析与经验检验。本章实证结果显示:无论是采取等权赋分还是主成分分析法,上市公司盈余的整体质量均有显著的价值含义,市场能够对具有不同盈余整体质量的公司区别定价。控制了相关属性之后仍支持本章的基本结论。

第10章回顾并归纳了第1章至第9章的研究结论,并提出了相关的政策、投资与研究建议,而且指出了本书的研究局限性。

总之,本书的研究有如下意义:(1)有助于政府与监管部门制定盈余披露政策与规则;(2)为资本市场中的投资者辨别上市公司的“经济盈余”构建出了有价值的分析框架;(3)为学术界研究盈余质量分析与评价问题提供了可借鉴的理论基础。

程小可

2005年10月于清华园



目录

1 导 论	1
1.1 选题由来以及本书的研究构架	1
1.2 盈余质量与资本市场：信息经济学的解释	6
1.3 本书内容安排	18
2 盈余预测未来现金流的能力分析	25
2.1 本章背景与文献	26
2.2 现金预测理论模型与本章研究设计	29
2.3 现金预测统计检验模型	34
2.4 本章样本与变量	38
2.5 本章基本经验证据	43
2.6 扩展性检验	47
2.7 本章小结	55
3 盈余结构的价值含义与预测能力	57
3.1 本章背景与文献	58
3.2 盈余结构价值相关性模型与研究设计	68
3.3 本章样本与变量	81
3.4 本章基本经验证据	86
3.5 关于盈余结构价值含义的拓展性分析	95



3.6 本章小结	133
4 经济增加值 (EVA) 的价值相关性	135
4.1 本章研究背景	135
4.2 EVA 计算原理及其与其他财务指标的关系	136
4.3 相关文献回顾	138
4.4 本章模型与假设	141
4.5 本章样本与变量	145
4.6 本章经验证据	150
4.7 基于超额报酬率的价值关联模型——扩展性检验	157
4.8 本章小结	161
5 年度盈余时间序列特征、持续性与盈余反应系数	162
5.1 本章研究背景	163
5.2 年度盈余的时间序列特征与盈余持续性的计量	165
5.3 年度盈余的时间序列过程与盈余反应系数的估计	172
5.4 本章样本与经验证据	181
5.5 本章小结	193
6 亏损与非线性对盈余——回报关系的影响效应	196
6.1 本章研究背景与研究设计	196
6.2 本章样本、变量与描述性分析	211
6.3 本章基本经验证据	216
6.4 拓展性检验结果	221
6.5 本章小结	237
附录 6—A EViews 软件下清洁样本与嫌疑样本选择的 逻辑函数	239



7 年度盈余披露及时性的市场反应	241
7.1 本章研究背景	241
7.2 文献与研究设计	243
7.3 本章样本与数据	247
7.4 本章经验证据	248
7.5 拓展性检验	253
7.6 本章小结	257

8 会计稳健性与盈余确认及时性	259
8.1 本章研究背景	260
8.2 本章模型与研究设计	261
8.3 本章样本与经验证据	268
8.4 本章小结	282

9 上市公司盈余质量整体分析及价值含义	284
9.1 盈余质量特征计量指标的选取	285
9.2 本章研究设计、样本与变量	293
9.3 本章经验证据	299
9.4 本章小结	303

10 结束篇	305
10.1 盈余质量与资本市场	305
10.2 盈余预测未来现金流的能力	307
10.3 盈余结构的价值含义与预测能力	308
10.4 盈余的时间序列特征、持续性以及对盈余一回报 关系的影响	311
10.5 盈余披露与盈余确认的及时性	315
10.6 盈余质量整体分析及其价值含义	318



10.7 本书研究的局限性.....	319
主要参考文献	321
后记	335