

公司财务信息 与投资决策

——中国证券市场的实证研究

杜滨/著



贵州人民出版社

公司财务信息与投资决策

——中国证券市场的实证研究

杜 滨 著

贵州人民出版社

责任编辑:罗嗣泽

封面设计:张 彪

图书在版编目(CIP)数据

公司财务信息与投资决策:中国证券市场的实证研究/杜滨著. —贵阳:贵州人民出版社,2002. 10
ISBN ISBN 7-221-06060-6

I. 公... II. 杜... III. 证券交易—资本市场—
监督管理—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 078262 号

公司财务信息与投资决策

——中国证券市场的实证研究

杜 滨 著

出版发行:贵州人民出版社

(贵阳市中华北路 289 号 邮编:550001)

印刷:贵州兴隆印务有限责任公司

开本:850×1168mm 1/32

字数:300 千字 印张:12.125

2002 年 10 月第 1 版 2002 年 10 月第 1 次印刷

书号:ISBN 7-221-06060-6/F·355

定价:25.00 元

摘 要

本书分上、下两篇,上篇中我所做的主要工作是:用实证方法研究了中国证券市场中为避免 ST、PT 命运或为获得配股资格的盈余管理现象。我们提供了为什麼一些上市公司要进行利润操纵的动机分析,并对其是否及怎样管理盈余进行了系统的统计检验。

我们认为上市公司盈余管理的重要动机是低成本地外部股权融资。但为什麼这些上市公司有如此强烈的融资倾向?我们考虑了三个可能的解释:其一是由于改革开放前利税上缴等历史原因造成企业自有资本金严重不足;其二是由于证券市场的一些制度安排(如发行体制的弊病);其三是管理层为了控制权收益最大化的机会主义行为。

在判断是否存在盈余管理行为时,我们利用合并净资产收益率横截面分布函数的光滑性以检验是否在各阈值点(净资产收益率 0%、6%、9%、10%)处存在盈余管理行为,得到的结果与其他方法的研究结果相符。通过有盈余管理和无盈余管理时各年的净资产收益率分布得出在各阈值处操纵利润的普遍性(操纵公司的比例):为避免 ST、PT 的操纵比例为 27%(1995 年),46%(1996 年),47%(1997 年),22%(1998 年),23%(1999 年);为达到配股标准(10%)的操纵比例为 25%(1994 年),24%(1995 年),48%(1996 年),66%(1997 年),67%(1998 年),53%(1999 年)。

在对上市公司用何种方法和手段管理盈余的研究中,我们使用二元选择的 logit 模型,并模型化达到配股标准的可能性,发现关联资产重组和债务重组是最为显著和有效的盈余管理方法。同

时,我们也模型化了大股东与上市公司实施关联资产重组交易的可能性及其影响因素,得到的结论是通过关联交易方式进行的与控股股东的资产重组的目的是为了管理盈余以达到各阈值。

在下篇中,我探讨了公司财务报告舞弊的原因,并就目前为确保会计师事务所审计鉴证服务质量的因素逐一进行了分析,我们认为无论是会计师事务所合伙制的组织形式,还是同业互查等机制,都仅只是建立在合伙人想要确保审计服务质量的假设前提条件下,合理保证审计鉴证服务的措施。但是如没有其他对审计鉴证服务质量的监督途径,作为“有限理性”的合伙人将会为自身利益放弃独立性原则,为公司的舞弊行为大开方便之门。因此,我们认为建立其他对会计师事务所的审计质量进行监督的途径是防范公司财务报告舞弊的重要措施之一。对此,我们思考的问题是能否从上市公司公开披露的信息中发现舞弊行为的特征,为建立某种类似证券分析师作用的专家识别系统做一些前期工作。在此思路下,我们利用 1995~2000 年被证监会处罚的有财务报告舞弊的公司为舞弊样本,用统计方法发现财务报告舞弊的特征。从舞弊三角形理论(即动机、机会、压力导致舞弊)的观点出发,以一系列与治理结构有关的变量作为“机会”的替代变量;以十几个财务指标作为“压力”的替代变量(为消除或减小财务指标之间的相关性,我们使用了因子分析技术);用公司是否满足一些监督政策的虚拟变量作为“动机”的替代变量,用 logistic 回归模型化了公司发生舞弊的可能性,并且用中国证券市场的数据验证了舞弊三角形理论,即动机、机会、压力对舞弊可能性有显著影响。在最后还是进行了模型的稳健性分析。

目 录

| | |
|-----------|-------|
| 摘 要 | (1) |
|-----------|-------|

| |
|-----|
| 上 篇 |
|-----|

| | |
|-----------------------------|--------|
| 第 1 章 导 论 | (3) |
| § 1.1 选题的意义 | (3) |
| § 1.2 本书的主要内容与框架 | (9) |
| § 1.3 主要概念的说明 | (13) |
| 第 2 章 盈余管理实证研究文献回顾 | (16) |
| § 2.1 盈余管理动机的测试 | (17) |
| § 2.2 盈余管理现象的实证研究方法回顾 | (26) |
| § 2.3 国内已有的研究及研究难点 | (31) |
| 第 3 章 中国证券市场的特殊性 | (35) |
| § 3.1 证券市场的功能 | (35) |
| § 3.2 中国证券市场的发展 | (37) |
| § 3.3 中国证券市场存在的问题 | (40) |
| 第 4 章 盈余管理行为形成的原因和条件 | (60) |
| § 4.1 上市公司盈余管理行为的动机 | (60) |
| § 4.2 盈余管理行为存在的环境条件 | (64) |

| | |
|--------------------------------------|-------|
| 第 5 章 为超过阈值的盈余管理现象的实证研究 | |
| | (73) |
| § 5.1 引言 | (73) |
| § 5.2 文献回顾 | (75) |
| § 5.3 研究模型 | (78) |
| § 5.4 统计分析及结果 | (84) |
| § 5.5 结论 | (94) |
| 第 6 章 避免摘牌的盈余管理行为的实证研究 | (96) |
| § 6.1 管理盈余的常见方法 | (96) |
| § 6.2 上市公司盈余管理方法的描述性研究 | (116) |
| § 6.3 样本中财务指标的横向和纵向比较 | (121) |
| § 6.4 上市公司盈余管理方法的显著性研究 | (130) |
| § 6.5 亏损上市公司扭亏后不再亏损的影响因素 | (140) |
| 第 7 章 为达到配股资格盈余管理的实证研究 | (143) |
| § 7.1 财务指标的分析 | (143) |
| § 7.2 关联交易对上市公司获得配股资格的影响 | (154) |
| § 7.3 关联资产重组交易的决定因素 | (160) |
| 第 8 章 盈余管理与限制因素 | (164) |
| § 8.1 对盈余管理现象可能产生限制作用的因素 | (164) |
| § 8.2 监管与标准的制定 | (165) |
| § 8.3 提高中介机构的执业质量 | (175) |
| § 8.4 完善公司法人治理结构 | (177) |
| § 8.5 充分发挥证券分析机构的作用 | (180) |

下 篇

| | |
|---------------------------------|-------|
| 第 9 章 信息披露 | (185) |
| § 9.1 证券市场与信息披露 | (186) |
| § 9.2 美国的信息披露制度 | (195) |
| § 9.3 我国信息披露制度及面临的问题 | (207) |
| 第 10 章 会计监管 | (219) |
| § 10.1 会计监管的目标 | (221) |
| § 10.2 会计监管的对象和内容 | (232) |
| 第 11 章 公司财务报告舞弊及表现形式 | (247) |
| § 11.1 财务会计报告信息失真 | (247) |
| § 11.2 欺诈性财务会计报告案例 | (254) |
| § 11.3 欺诈性财务会计报告的特征 | (271) |
| 第 12 章 上市公司舞弊原因的深层次分析 | (292) |
| § 12.1 财务报告的舞弊动机分析 | (292) |
| § 12.2 财务报告舞弊得以实现的“机会”分析 | (300) |
| § 12.3 世界范围内注册会计师独立性面临的挑战 | (307) |
| § 12.4 美国的公司改革议案 | (321) |
| 第 13 章 舞弊三角形理论的检验 | (324) |
| § 13.1 引言 | (324) |
| § 13.2 研究文献回顾 | (325) |
| § 13.3 研究方法 & 研究模型 | (328) |

| | |
|--------------------------------|--------------|
| § 13.4 实证结果 | (337) |
| § 13.5 模型的稳健性检验 | (341) |
| 第 14 章 对会计监管的一些想法 | (355) |
| § 14.1 对上市公司的监管 | (355) |
| § 14.2 对会计信息质量的监督 | (356) |
| § 14.3 真正保护投资者的利益 | (358) |
| 第 15 章 研究的局限性 | (360) |
| § 15.1 研究方法上的局限性 | (360) |
| § 15.2 样本数据收集的局限性 | (362) |
| § 15.3 制度安排导致的研究局限性 | (362) |
| 第 16 章 结论与展望 | (364) |
| § 16.1 实证研究的结论 | (364) |
| § 16.2 今后的研究 | (367) |
| 参考文献 | (368) |
| 后 记 | (379) |

上 篇

第 1 章 导 论

在本书中,我们研究的对象是中国证券市场,研究的内容是上市公司为避免摘牌和为获得配股资格的利润操纵或称盈余管理行为,以及财务报告的舞弊行为。证券市场和股份公司是现代市场经济的基石。在我国,证券市场不仅是上市公司筹资、接受市场评价和约束的场所,而且也是实现产权重组、产业结构调整的有效途径。因此,证券市场的发展与完善也是现代企业制度得以确立的一个重要市场基础。作为证券市场的重要组成部分的上市公司的发展前景将直接制约着我国经济建设的进程,而真实、有效的会计信息无论是对证券市场的有效运转还是对上市公司的健康发展都具有重要意义。

§ 1.1 选题的意义

在这一节中,我们将从理论上阐述会计信息对证券市场的作用。

一、股票市场中的价值与价格

价值规律是商品经济所固有的经济规律,当价值与价格相一致时,供求均衡,社会资源得到了合理的配置;而两者偏离较大时,会使部分社会资源因配置不合理而造成浪费。在证券市场中,尽管发行市场类似于商品市场,短期内存在有较为明确的供求关系,但广大投资者所经常面对的交易市场却不存在明确的供求双方;随着股票价格的波动,买方与卖方的角色可以随时互换,从而使供求

双方的力量对比即使在短时间内也无法稳定。投资者在作出购买和售出股票的决策时,在不完全市场中通常要考虑两方面的因素:其一是对购买或售出股票企业价值的判断,其二是观察其他投资者的投资行为。股票二级市场上的股票价格是由企业自身价值这一必然因素和投资者个体之间关联引起的协同运动所决定。在完全确定性的理想条件下,投资者对企业的投资价值的认识也是确定的,股票的价格是由投资者对要购买或售出的企业的价值判断唯一确定,因此,其价格应与其价值相符。但在现实的市场条件下,由于企业价值本身随时间变化的不确定性以及信息的不对称性,每个投资者个体都不具有完全的信息,而且,投资者掌握的信息还有多寡之分,较少信息投资者可以尝试通过较多信息的投资者愿意为证券支付的价格中推测较多信息投资者所拥有的信息,构成所谓“从价格中学习”的形式,较多信息投资者则借助于其拥有的信息赚取非正常报酬。如果市场的有效程度较高,信息能及时、公开的传递,则投资者在决策时对购买股票企业价值的判断的权重大于投资者个体之间关联协同作用的权重,这种状态下价格的瞬时值在价值附近波动,且波动的幅度并不是很大;而如果市场的有效程度不高,信息披露不规范、不及时,内幕消息的存在使得投资者不能获得充分的信息以判断企业的价值,此时,在投资者的决策过程中,个体之间的关联协同作用的权重相当大,市场往往会受到群体情绪的冲击而产生追涨杀跌的惯性力。投资者的决策会改变市场行为,而市场行为的改变又会进一步证实人们的认识,形成一种正反馈的机制。在此情况下,股票的上涨往往会拉动需求的增长,同时使投资者因看涨惜售而相应减少供给,这又会使价格进一步上涨;而股票的下跌往往会带动供给的增加,并使投资者因规避风险而需求下降,使价格进一步下跌。这种正反馈机制加剧了价格与价值的偏离,增加了股票市场的泡沫成分和整体风险。

二、真实、可靠的会计信息反映了公司的价值

从理论上说,如果能公开、及时地提供企业价值的信息,减少投资者之间的信息的不对称。则投资者决策时对其他投资者的关联协同作用的权重就会降低,从而降低正反馈机制的作用,减少股票价格对价值的偏离。然而,什么样的信息能够传递企业的价值呢?就企业的价值计量而言,国外存在着三种有代表性的模型,威廉一戈登模型(股利贴现模型)、米勒一莫迪利安尼模型(MM定理)、费尔森一奥尔森模型(干净盈余理论):

1. 威廉一戈登模型 (陈汉文,2001,P31)

在企业持续经营这一假设条件下,股票的内在价值取决于此后无限多次股利收益流量的现值,即

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

其中: P_0 表示现行股票的内在价值;

D_t 表示第 t 期的股利;

k 表示与特定公司风险相对应的资本成本。

2. 米勒一莫迪利安尼模型 (陈汉文,2001,P32)

MM在完全市场、理性行为、无税收差异、无风险等假设下得出企业价值模型

$$V_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{TE_i - TI_i}{(1+k)^{t+1}}$$

其中, V_t 表示第 t 期期末企业的价值(全部股票内在价值的总计);

TE_t 表示第 t 期企业盈利总额;

TI_t 表示第 t 期企业投资总额

k 表示与企业风险相对应的资本成本。

3. 费尔森—奥尔森模型 (陈汉文, 2001, P33)

费尔森和奥尔森提出了“干净盈余假设”, 构建了一个以资产负债表和损益表为基础评价企业价值的模型。该理论认为, 在以下 4 项条件得以满足的理想化状态之下

- 企业未来现金流量的折现率是给定不变的
- 使用者知悉企业可能出现的所有状态
- 每种状态的结果是可以观察的
- 每种状态出现的概率是客观的和可知的

则企业价值模型可表示为

$$PA_t = bv_t + g_t$$

上式中, bv_t 是 t 时点企业资产账面净值, g_t 是未来非正常盈利在 t 时点的折现值。该式成立的条件是本期的净资产的增减变化只能源于盈利和现金股利; 故称“干净盈余”。在上式中, g_t 为零是一种特殊情形, 费尔森和奥尔森称之为无偏见会计, 它表明任何非正常盈余不具有持续性, 未来非正常盈利的折现值为零。在此情况下, 企业的所有价值均体现于资产负债表中, 损益表无信息含量。但在会计实务中, 历史成本会计仍颇为流行, bv_t 可能偏离其市场价值; 在此情况下, 损益表具有信息含量。对此, 费尔森和奥尔森将盈利持续性概念引入理论中:

$$ox_t^a = \omega ox_{t-1}^a + \epsilon_t$$

上式中, ox_t^a 代表第 t 期的非正常盈利, ϵ_t 代表第 t 期出现的状态对盈利的影响, 在理想情况下, ϵ_t 应该是一白噪声, 其数学期望为零, 即不具有持续性。 ω 为持续性参数, 当 $\omega=0$ 时, 则为无偏见会计; ω 大于 0 表示某一期出现的状态在以后期间仍具有可持续性; ω 小于 1, 表明特定时期的非正常盈利将随着时间的推移而消失。这三种计量模型虽然表面看似不一样, 但实质上存在内在联

系。股利贴现模型是最为直观的计量模型,但在股利的背后存在有更高层次的决定因素——盈利信息,因为股利最终是从企业的盈利能力来决定。从MM模型及费尔森—奥尔森模型来看,会计信息的重要性是很显然的。因此,真实、可靠的会计信息能向股票市场传递有关企业内在的价值。

三、被“修饰”的会计信息对证券市场的危害

真实、可靠的会计信息不仅能够传递企业内在的价值信号,而且能降低信息的不对称程度,有利于抑制股市泡沫,降低证券市场风险。

但是任何事物都具有两面性,会计信息亦不例外。如果会计信息由于各种动机被人为操纵,而大多数投资者又不具备专业知识而不能识破,此时,会计信息非但不能传递企业内在价值的有用信息,甚至加剧了信息的不对称程度,成为操纵市场的有用工具。

我国证券市场中上市公司的利润操纵行为已成为较普遍的现象,上市公司利用各种手段对其盈利水平进行人为包装,是公司财务报表披露过程中一个不容回避的问题,甚至有些操纵行为严重扰乱了证券市场的正常秩序和平稳发展。一类是“琼民源”、“红光实业”、“东方锅炉”、“大庆联谊”、“蓝田股份”、“闽福发”、“嘉宝实业”、“西藏圣地”、“活力二八”等违规违法的操纵事件;二类如不少上市公司上市时业绩包装过度,导致一年绩优、二年绩平、三年亏损现象;三如上市公司为了避免摘牌和获得配股资格操纵盈余。这些行为和现象不仅影响资源配置的效率,而且会成为操纵市场的题材,加大证券市场的整体风险,甚至导致投资者对上市公司用“脚”投票,对证券监管部门以及相关审计评估机构等颇多抱怨和谴责,对证券市场投资价值存在较大的疑问。虽然有证券监管机构的一再查处惩罚,有证券法规与财务会计法规、政策的约束,有审计评估等中介机构的把关,但许多上市公司仍不同程度的存在利

润操纵行为,这些利润操纵行为已构成我国证券市场健康发展的一大隐患。

我国上市公司利润操纵现象普遍存在的原因不是单一的,涉及到方方面面。甚至许多操纵方法也是符合现行法律法规的。比如上市公司的关联方交易,与其大股东的资产重组已成为利润操纵的重要工具和手段。虽然我国已先后颁布并实施了《企业兼并会计处理的暂行方法》、《关联方关系及其交易的披露》、《非货币性交易》等有关会计准则。但由于公司资产重组涉及面广,领域多,尚有许多资产重组实务缺乏应有的会计规范。同时,在资产重组过程中资产评估不规范,具体评估中所运用的评估方法与选用评估参数上存在很大的随意性,致使盈余管理行为没有得到有效的遏制。据不完全统计(温元凯,2000,P1)1998年中国上市公司重组活动高达624起,为1997年的2.3倍,涉及上市公司389家,为上市公司总数的45.93%。而且我国上市公司资产重组的案例中,下半年要远多于上半年(陈汉文,2001,P5),这些公司借助于关联交易,由非上市的大股东以优质资产置换上市公司的劣质资产;或将盈利能力较高的下属企业廉价出售给上市公司;由上市公司将一些不良资产高价出售给大股东等不等价方法确认暴利或转移利润。在市场上掀起“资产重组概念”的炒作热潮,然而,这种非经常性的盈利并不能保证上市公司的持续发展,反而成了恶性炒作的题材,严重损害了中小投资者的利益。对于我国上市公司的利润操纵行为如不建立起相应的会计规范及其他配套措施,则将会导致社会资源的误配置,加大市场泡沫和风险,不利于我国证券市场的发展。因此,我们认为有必要对上市公司的利润操纵行为加以研究,以期我国的证券监管和标准制定者提供一些决策参考,从而促进我国证券市场健康有序的发展。