

杭州电子科技大学专著资助

# 市盈率、盈余质量 和公司价值

——基于中国 A 股上市公司的经验数据分析

李 敬 著

经济科学出版社

责任编辑：闫建平

责任校对：杨晓莹

技术编辑：董永亭

## 市盈率、盈余质量和公司价值

——基于中国 A 股上市公司的经验数据分析

李 敬 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

850 × 1168 32 开 9.75 印张 240000 字

2008 年 9 月第 1 版 2008 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7427 - 5/F · 6678 定价：21.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

市盈率、盈余质量和公司价值 / 李敬著. —北京: 经济科学出版社, 2008. 9

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7427 - 5

I. 市… II. 李… III. ①股票 - 证券投资 - 研究②上市公司 - 价值 - 研究 IV. F830. 91 F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 116247 号

# 前 言

中国资本市场经过近 20 年的发展，正逐渐成为全球多级金融中心的一级。尤其是全流通时代的来临，公司的价值越来越通过市场上股票的价格体现出来。在资本市场的发展过程中，会计信息无疑起着举足轻重的作用，它是资本市场健康发展的保障。会计信息对资本市场的作用中最重要的一个方面就是它的定价功能。

市盈率作为一种广泛应用进行价值评估的方法，以其简洁和方便为公众所熟知。市盈率的分子反映了市场的价格，即市场的信息，而分母则是基本的会计信息每股盈余，因此可以看作沟通市场和会计信息的一个桥梁。

市盈率不仅可以用来进行公司价值的评估，还可以衡量整个市场的风险，对中国资本市场市盈率的考察，在 2001 年引发了关于市场是否存在泡沫的大辩论。因此对这一指标的考察，对我们更好地利用会计信息，发挥会计信息的作用尤为重要。

公司定价模型不仅仅告诉我们如何考虑未来所产生的价值，而且告诉我们如何去计量这些价值的生成。估价模型其实是预测模型，是根据股利来度量未来的价值。究竟采用现金流来度量，还是使用权责发生制会计来度量？这些问题使会计和估价非常相似，估价其实是针对价值的会计。

我国于 2007 年 1 月 1 日在上市公司实施的新会计准则充分

引入公允价值计量模式，要求估计资产或负债的公允价值。公允价值的引入，不可避免地提高了会计人员对估价技术掌握能力的要求。因此探讨公司估价的相关方法就显得非常重要。美国财务会计准则委员会（FASB）强调在估计公允价值时尽可能采用来自市场的输入信息，这实际上就是依据有效资本市场的理论，市场价格隐含了上市公司的信息。

自从鲍尔和布朗（Ball 和 Brown, 1968）开创了资本市场和会计信息研究的先河，法玛（Fama, 1970）提出了有效市场假说，划分了有效市场的三个层次。围绕有效市场假说，大量实证会计研究文献开始涌现。例如，在会计研究中占重要地位的信息含量研究（Information Content）和价值相关性研究（Value-relevance），都是建立在有效资本市场理论的基础上。从列夫（Lev, 1989）的盈余对股价的影响 2% ~ 5% 的研究结果看，公布的会计盈余数字对公布日前后的窄窗内的股票超额报酬的解释力越来越小，从而会计盈余的信息含量呈递减趋势。20 世纪 90 年代兴起的、以资本市场不那么有效为前提的计量观发现，会计数据在股票计价和企业定价中有明确和重要的作用。奥尔森（Ohlson, 1990, 1995）、费尔萨姆和奥尔森（Feltham 和 Ohlson, 1995）的市值/账面净值计价模型确立了会计信息在资本市场中的重要作用。

与鲍尔和布朗同期的费尔特姆和德姆斯基在《会计评论》上发表了《模型在信息评价中的使用》则代表分析式会计的开端，随着分析式会计不断发展，逐渐同实证会计一起成为当代会计研究中的两个主流。

本书以有效市场假说（EMH）、公司价值理论、信息含量学派的观点为理论基础，围绕市盈率以及与市盈率相关的每股盈余和市场价值进行了一系列理论阐述和实证检验。以市盈率为起点，将会计信息与权益价值的理论模型相联系，从分析公司价值

模型和会计信息在这些模型中的作用开始，引申到盈余质量和投资回报相关内容上。主要采用的方法包括：信号模型、案例分析、经验数据分析。试图对市盈率、盈余质量以及公司价值内涵和相互关系进行深入地诠释，并通过中国 A 股上市公司实际数据进行验证。

本书主要包括七部分：

导论讨论本书的选题由来以及研究意义，并对相关概念进行了解释。第一章对相关的理论进行了阐述，包括有效市场假说，法玛的判定半强势和强势市场的划分，以及财务理论的发展，行为财务学的兴起，信号模型。因为会计盈余的核算涉及计量问题，因此对有关会计计量的理论以及公允价值也进行了总结。会计的计量观认为会计应当用来计量价值，在理论上，这种观点认为，资产应该以公允价值列示，利润应该在净资产的基础上公允和真实的计量经济成果。在这种方式下，一个组织的历史表现为一定期间的存量（被准确计量的价值的存量）和相关的流量（如准确计量的价值变化或利润等流量指标）。一旦市场结构与完美市场的极致状态不符，准确定义价值的概念也就不存在。而会计的信息观，即认为会计是用来提供信息的，认为会计是使用估价语言和代数式来达到传递信息的目的。本书对会计的信息观、计量观、契约观进行了一个回顾。探讨了不同角度下，对会计盈余质量的影响。公司价值理论的回顾，可以使我们对公司价值的本质有更深入的认识。随后对常见估价方法从时间、空间、行为三个维度进行了概括，并把行为财务的定价方法也纳入进来，对各种估价方法进行了一个总结。

第二章是对国内外相关研究的一个综述。第三章讨论市盈率指标，计算方式和影响市盈率的主要因素，以及盈余质量的分析、盈余质量如何衡量和如何评价。第四章使用信息经济学对盈余质量和公司价值进行了一个阐述。总结会计盈余和股价波动的

研究方法。第五章首先对相对估价法，尤其 PE 方法的使用，应注意的问题展开叙述，然后对上市公司的盈余质量进行了案例分析和统计分析。第六章对市盈率和盈余质量以及股票回报方面做了实证检验，包括市盈率和盈余质量的相关性检验，市盈率对股东回报的影响，盈余质量和股东回报的相关性，盈余价值相关性的检验。采用方法包括聚类分析、相关性分析和多元回归。最后是对本书的一个回顾与总结。

关键词：市盈率 盈余质量 公司价值

# Preface

Chinese capital market with the history of nearly 20 years, is becoming one pole of the global multipole banking centre gradually. Especially with the arrival of the times of shares circulating completely, the value of the company is gradually embodied by the price of the stock on the market. In the course of development of the capital market, accounting information undoubtedly plays a role in holding the balance, it is the guarantee of sound development of capital market. The most important respect is accounting information pricing function to the capital market.

The p/e ratio is a kind of extensive application to carry on worth method of the valuation, is known succinctly and conveniently very well by the public with it. The molecule of the p/e ratio has reflected the prices of the market, namely the information of the market, but the denominator is a basic earnings per share of accounting information, so can be considered as a bridge of links between the market and accounting information.

The p/e ratio can not merely be used to carry on the assessment of company's value, also weigh the risk of the whole market. The investigation of the p/e ratio of Chinese capital market, have caused the debate whether the market have bubble in 2001. Therefore, it is important to study this index, to make better use of accounting infor-

mation, in order to develop function of accounting information.

The corporate pricing model not only shows how to consider the value produced in the future, and how to measure the formulation of the value. The appraisal model actually is predicting models, which measure the future value by divided. However, using the cash flow on earth, or the accrual basis accounting to measure, is the problems which make accountant and appraise similar. In fact, the process of valuation is the accountant of value.

The new accounting criterion that our country implements in the listed company on January 1, 2007 fully imports fair value measurement mode, demand to estimate the fair value of the assets or the debt. The introduction of fair value, unavoidable demand accounting personnel to grasp the technology of appraising. Therefore it seems very important to probe into the relevant methods that the company appraises. FASB emphasize that adopts the information from market as much as possible in the fair value of the estimation, according to the Efficient Market Hypothesis in fact, the market price implies the information of the listed company.

Since Ball & Brown (1968) opens the beginning study of the capital market and accounting information, Fama (1970) has proposed the hypothesis of effective market, which has divided the effective market into three levels. Centring on the hypothesis of effective market, a lot of empirical study begins to emerge. For example, information content studying and Value-relevance study in the accountant studies, all rely on the basis of valid theory of capital market. From Lev's (1989) study conclusion of earnings impacting on stock price 2% ~ 5%, the accounting earnings figure announced, to announcing the explanation strength of the stock excess return in the nar-

row window around day is smaller and smaller, thus the trend shows the decline on the information content of the accounting earnings. Rising in the 1990s, measurement view found on the of the prerequisite that the market as a means of this was not so effective, the accounting data on the valuation in the stock and enterprises have clear and important function. Feltham and Ohlson's (1990, 1995) Marketvalue /bookvalue model established accounting information's important function on capital market.

In the same period of Ball and Brown, Feltham and Demski publishing "the use of model in information Evaluation." in "the accounting view". it shows analysing accountants beginning, as the analysing accountant is developing constantly, analyzing accounting have gradually with empirical accounting becoming two mainstreams.

This text is with the hypothesis of effective market (EMH), company's value theory, the view of the school of content of information as a theoretical foundation. Round the p/e ratio, and earnings per share and market value correlated with p/e ratio have carried on a series of theories to explain and empirical test. With p/e ratio as the starting point, interrelate accounting information with the theory model of corporate value, begin from analyse company's value model and role in these models of accounting information, amplify on the quality of the surplus and relevant contents of investment repayment. The method to adopt mainly includes: Signal model, case analysis, experience data analysis. Attempt to annotate deeply p/e ratio, quality of the surplus and company's value intension and interreaction, and prove through the real data of listed company of the Chinese A-share.

This paper includes six parts:

The introduction expatiates the background and the meaningful-

ness of the thesis and then defines the relevant terms. Part First introduces theories concerning, including the hypothesis of effective market, Fama's standards of judging half a surging and surging market, and the development of financial theory, and the rising of behavior finance, and the Signal model. Because of the checking and calculating and involving measuring of accounting earnings, have summarized the theory which relevant accountants measured and fair value. The accountant's measurement view thinks the accountant should be used for measuring value, in theory, this kind of view thinks, assets should be arranged with fair value, the fair and true economic achievement of measurement on the basis of net assets that profit should. Under this way, stock when a history of organization is shown as and sure (the stock of the value measured accurately) and relevant flow (flow indexes, such as value changing or profit that is measured accurately, etc.). Once the market structure does not correspond to limit state of the perfect market, the concept of accurate definition value does not exist either. And the accountant's information view, namely think the accountant is used for offering information, think the accountant uses and appraises languages and algebraic expression to achieve the goal of transmitting information. Information view, measuring the view, agreement view to review one to the accountant of this text. Have probed into different angles, an impact on quality of the accounting earnings. The retrospect of company's value theory, our understanding that the essence of company's value is deeper that it is all right to make. This text has been linked degree and summarized to appraising the method commonly from three time, space, behavior afterwards, and include the pricing method with financial behavior in coming in, carry on a summary to various kinds of

appraisal methods.

Part Second is a summarize of domestic and international research. Part third discuss the p/e ratio, its calculating and the main influencing factor. Earning quality and it is how to weigh, how to appraise and study. Part fourth use information economics to explain the quality of the earnings and company's value, summarize the research approach of accounting earnings and stock price fluctuate. Part fifth introduces relative valuation method, especially the use of PE method, the question that should be noticed, then carries on the case analysis and statistical analysis to the earnings quality of the listed company. Part sixth do an empirical research to examine to p/e ratio, quality of the earnings and stock return. Adopt the method including cluster's analysis, dependence analysis and multiple regression. Finally review and summarize to one of the whole page thesis.

**Key Words:** PE Earnings Quality Corporate Valuation

# 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 导论.....                       | 1  |
| 一、选题的动因和研究意义.....             | 1  |
| 二、相关概念 .....                  | 13 |
| 三、本书结构安排、研究方法和主要工作 .....      | 23 |
| <br>                          |    |
| 第一章 理论背景 .....                | 26 |
| 第一节 有效市场假说, 财务理论发展和信号模型 ..... | 26 |
| 一、有效市场学说发展及国内验证 .....         | 26 |
| 二、财务理论发展的三个阶段 .....           | 33 |
| 三、信号模型 .....                  | 39 |
| 第二节 会计计量、会计理论发展和应计制会计 .....   | 41 |
| 一、会计计量和公允价值 .....             | 41 |
| 二、会计理论的发展和盈余质量 .....          | 45 |
| 三、应计制会计系统 .....               | 49 |
| 第三节 公司价值理论及评估方法 .....         | 51 |
| 一、公司价值理论 .....                | 51 |
| 二、公司价值评估的基本方法 .....           | 60 |
| <br>                          |    |
| 第二章 文献回顾 .....                | 75 |
| 第一节 市盈率相关研究 .....             | 75 |
| 一、国外相关研究 .....                | 75 |

|                              |     |
|------------------------------|-----|
| 二、国内相关研究 .....               | 79  |
| 第二节 盈余质量相关研究 .....           | 80  |
| 一、国外相关研究 .....               | 80  |
| 二、国内相关研究 .....               | 89  |
| 第三节 公司估价和盈余价值相关性的研究 .....    | 97  |
| 一、国外相关研究 .....               | 97  |
| 二、国内相关研究.....                | 111 |
| 第四节 市场异象和市场有效性验证的研究.....     | 114 |
| 一、国外相关研究.....                | 114 |
| 二、国内相关研究.....                | 116 |
| <br>                         |     |
| 第三章 市盈率和盈余质量：计算与评价.....      | 119 |
| 第一节 市盈率影响因素和计算.....          | 119 |
| 一、市盈率的计算.....                | 119 |
| 二、影响市盈率的主要因素.....            | 125 |
| 三、市盈率与托宾 Q .....             | 128 |
| 四、市盈率与盈余反应系数（ERC） .....      | 131 |
| 五、市盈率 PE 的其他应用 .....         | 133 |
| 第二节 盈余质量评估、影响因素和研究方法.....    | 137 |
| 一、盈余质量评价方法.....              | 137 |
| 二、盈余质量的影响因素.....             | 147 |
| 三、盈余质量研究的方法.....             | 151 |
| <br>                         |     |
| 第四章 盈余质量和公司价值：信号模型及实证方法..... | 165 |
| 第一节 会计估价和盈余质量的信息经济学解释.....   | 165 |
| 一、公司价值评估的信息经济学解释.....        | 165 |
| 二、从信号理论的角度来解释盈余质量.....       | 175 |
| 第二节 盈余质量对公司价值的影响.....        | 184 |

|  |     |
|--|-----|
| 一、投资者对盈余质量的识别.....                                   | 184 |
| 二、对公司价值影响的大小，会计盈余和其他变量对比.....                        | 189 |
| 三、盈余的稀释性对公司价值的影响.....                                | 192 |
| 四、会计信息和估价模型.....                                     | 193 |
| 第三节 会计盈余、股价波动和公司价值的研究方法 ...                          | 196 |
| 一、会计盈余与股价波动研究的三种方法.....                              | 196 |
| 二、ERC 分析 .....                                       | 197 |
| 三、现金流和盈余对股价影响对比.....                                 | 200 |
| 四、O - F 模型 .....                                     | 201 |
| 五、可操纵应计项目的分解.....                                    | 202 |
| 六、基于不同投资策略的方法.....                                   | 203 |
| 七、时间序列模型.....  | 203 |
| 八、价格模型 (Price Model) 和收益模型 (Return Model) 两种方法 ..... | 204 |

## 第五章 市盈率、盈余质量和公司价值：案例和

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 统计分析.....                             | 206 |
| 第一节 相对评估法的应用.....                     | 206 |
| 一、乘数的使用.....                          | 206 |
| 二、PE 方法的使用和修正 .....                   | 211 |
| 第二节 案例分析.....                         | 220 |
| 一、清华同方盈余质量分析.....                     | 220 |
| 二、几家典型公司的每股收益、每股经营活动现金流量和市盈率变化分析..... | 222 |
| 三、每股盈余和股价关系图.....                     | 224 |
| 第三节 统计分析.....                         | 225 |
| 一、市盈率分布情况及盈余指标的描述分析.....              | 225 |

|                                    |     |
|------------------------------------|-----|
| 二、每股收益跨期的描述性分析.....                | 228 |
| 三、市盈率翻转与盈余质量优化.....                | 230 |
| 四、每股收益的时间序列分析.....                 | 234 |
| 五、盈余惊奇和回报惊奇关系.....                 | 237 |
| <br>                               |     |
| 第六章 市盈率和盈余质量，股东回报相互关系及其<br>检验..... | 239 |
| 第一节 市盈率和盈余质量相关性检验.....             | 239 |
| 一、指标选取和假设提出.....                   | 241 |
| 二、研究方法.....                        | 242 |
| 三、数据来源和描述性统计.....                  | 243 |
| 第二节 市盈率对股东回报的影响.....               | 249 |
| 一、理论模型和研究方法.....                   | 250 |
| 二、数据分析及假设检验.....                   | 252 |
| 三、结论.....                          | 259 |
| 第三节 盈余质量和股东回报的相关性.....             | 260 |
| 一、对照样本检验.....                      | 260 |
| 二、回归模型分析.....                      | 262 |
| 第四节 盈余价值相关性检验.....                 | 268 |
| 一、理论背景.....                        | 268 |
| 二、模型建立.....                        | 269 |
| <br>                               |     |
| 结论和建议.....                         | 274 |
| <br>                               |     |
| 参考文献.....                          | 276 |
| 后记.....                            | 291 |

# 导 论

## 一、选题的动因和研究意义

证监会在 2005 年发布的《关于提高上市公司质量意见》<sup>①</sup>中提到“上市公司是我国经济运行中最具发展优势的群体，是资本市场投资价值的源泉。提高上市公司质量，是强化上市公司竞争优势，实现可持续发展的内在要求；是夯实资本市场基础，促进资本市场健康稳定发展的根本；是增强资本市场吸引力和活力，充分发挥资本市场优化资源配置功能的关键。提高上市公司质量，就是要立足于全体股东利益的最大化，不断提高公司治理和经营管理水平，不断提高诚信度和透明度，不断提高公司赢利能力和持续发展能力”。

从这里可以明显看出，国家希望通过提高企业的赢利能力来促进股市健康发展的希望。关于什么是健康的股市，历来都有许多争论。2001 年中国证券市场就曾有过市盈率大讨论，几大经济学家纷纷发表观点。这里有吴敬琏：“中国股市目前的平均市盈率已高达 60~80 倍，没有哪个国家的经济能长期支持这么高的市盈率。”萧灼基：“按市场规律，货币利率高，股价就低，反之亦然。

---

<sup>①</sup> <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20051102/00032085534.shtml>.