

基于财务报表基本面信息的上市公司 盈余质量评价

余怒涛^{1,2}, 李红琨², 戴建红²

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005 2. 云南财经大学 会计学院, 云南 昆明 650221)

[摘要] 会计报告的盈余信息(每股收益)是判断股票是否具有投资价值的重要指标,即便是具有相同盈余数字的上市公司,其股价(或股票收益率)也存在或大或小的差异,投资者在进行分析时除了关注盈余信息之外,还应关注财务报表中的基本面信息。通过分析基本面信息对盈余反应系数的影响,可以考察基本面信息在评价上市公司盈余质量中所起的作用。实证研究结果表明,基本面信息可以在一定程度上反映盈余质量,而依据基本面信息构建的盈余质量综合评价指标(EQ)可以作为评价上市公司盈余质量的参考标准。

[关键词] 盈余质量; 基本面信息; 盈余反应系数

[中图分类号] F23

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2012)09-0115-10

Earnings Quality and Fundamental Information Analysis Based on Financial Statement

YU Nu-tao^{1,2}, LI Hong-kun², DAI Jian-hong²

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005 ;

2. School of Accounting, Yunnan University of Finance & Economics, Kunming 650221, China)

Abstract : The income information (EPS) from financial statement is one of the most important indicators to assess the stock's investment value. There may be some difference among different corporate in their stock price even if they have exactly same EPS numbers. So, we should think about the non-income information, namely fundamental information, besides the income information. In this paper, the authors analyze the relationship between fundamental information and ERC (or earnings quality). The findings indicate that there has some relationship between ERC and fundamental information. All of these fundamental information can be used as an indicators of earnings quality.

Key Words : earnings quality; fundamental information; ERC

一、引言

盈余质量是评价企业财务健康状况的重要方面,但投资者、债权人及其他财务报告使用者却经常忽略它。迄今为止,理论界对盈余质量的涵义及其评价标准等也尚未取得共识。Easton 和 Zmijewski

(1991)使用低阶时间序列模型 ARIMA,通过自回归求积移动平均,对盈余的持续性进行了度量,并据此衡量了盈余质量。Kormend 和 Lipe(1994)则使用高阶的 ARIMA 模型,对盈余质量进行了度量。Klein 和 Todd(1992)通过测试本年应计与盈余宣布期间现金

[收稿日期] 2012-08-07

[基金项目] 国家自然科学基金项目(项目编号:71062007);中国博士后科学基金项目(项目编号:20100470878);云南省教育厅科学研究基金重点课题(项目编号:2010Z051)

[作者简介] 余怒涛(1975-),男,新疆昭苏人,厦门大学管理学院博士后,云南财经大学会计学院教授,管理学博士,研究方向是公司财务、公司治理及并购重组等;李红琨(1968-),男,云南昆明人,云南财经大学会计学院副教授,管理学博士,研究方向是财务成本管理;戴建红(1969-),男,藏族,云南香格里拉人,云南财经大学会计学院副教授,研究方向是计算机审计。

流量的联系来评估盈余质量。Sloan(1996)认为,应计项目是盈余质量的指示器,是净收益与经营现金流量的差异。Penman 和 Zhang(1999)研究发现,稳健原则对盈余质量产生了负面影响。Dechow 和 Dichev(2002)以应计与现金流之间的联系来定义盈余质量。Hodge(2003)认为,盈余质量是指利润表上报告的盈余信息能在多大程度上反映企业真实的盈余。Penman(2003)认为,盈余质量与过去的盈余和当期报告盈余有关。Ball(2005)认为,盈余质量是财务报表对投资者、债权人、管理者及与公司有关的第三方的有用性。

按照 Schipper 和 Vincent(2003)的归纳,盈余质量包括四个方面的内容:(1)盈余质量与盈余的持续性、预测能力和可变性等反映盈余时间序列特性的指标有关,具体说,高质量的盈余是可持续的,对未来盈余具有较强的预测能力,在一定环境下盈余是相对稳定的;(2)盈余质量与收入、应计项目及现金流量之间的相互关系有关;(3)盈余质量是在美国财务会计准则委员会(FASB)概念性架构下定义的定性概念,该概念性架构用相关性、可靠性和可比较性(一致性)等指标衡量财务报告质量,从某种程度上说,高质量的财务报告意味着财务报告的数字具有相关性、可靠性和可比较性;(4)盈余质量与决策者或报表编制人员及审计师有关,决策者出于各种目的进行的盈余操纵均会降低盈余质量。综上所述,本文认为,盈余质量是指报告盈余反映公司真实盈余的能力,或者说是报告盈余预测未来盈余的能力。另外,盈余质量还指报告盈余的稳定性、持续性和不变性。

由于基本面信息是投资者所能获取的上市公司最直接的财务信息,大多数投资者在进行投资决策时,都是从基本面分析开始的。会计报告的盈余信息(每股收益)是判断股票是否具有投资价值的重要指标,即便是具有相同盈余数字的上市公司,其股价(或股票收益率)也存在或大或小的差异,投资者在进行分析时,除了关注盈余信息外,还应关注财务报表中的基本面信息。因此,基本面信息的作用是不容忽视的。那么,应该如何利用财务报表的基本面信息,特别是非盈余信息去判定上市公司的盈余质量呢?本文从这一角度出发,用上市公司财务报表中的非盈余信息探讨盈余质量问题,并试图设计基于基本面信息的盈余质量评价指标。实证检验结果显示,基本面信息的确与盈余反应系数存在一定的相关性,从这个角度去考察上市公司的盈余质量问题会得到更好的结果,即基本面信息对股票收益率的影响与对盈余反应系数的影响是存在差异的。

二、文献回顾

在盈余质量的研究中,学者们采用的方法和模型各不相同。Beaver 等(1980)认为,盈余包括经常性(permanent)与暂时性(transitory)两部分,将盈余分为与股价相关(经常性盈余)与无关(暂时性盈余)两部分,可以检验盈余变动与股票收益率之间的关系,即盈余变动与股价变动具有显著关系。Easton 和 Harris(1991)发现,盈余指标对股票收益率的解释能力依强弱排序为当期盈余水平、当期盈余变动和上期盈余水平,但上期盈余水平的显著程度与解释能力较前两者要差许多。Basu(1997)探讨了稳健原则对盈余与报酬的影响,发现在稳健性原则下,公开坏消息比好消息能更及时地反应在盈余上,且盈余与报酬的关系比现金流量与报酬的关系反应更强烈;好消息虽然表现出较弱的及时性,但具有较强的持续性,而坏消息虽然表现出较强的及时性,但很难持续;在盈余增加的情况下,盈余反应系数会变大,而在盈余减少时,盈余反应系数会变小。Mikhail 等(2002)从 FASB 的概念框架出发,用当前盈余预测未来现金流量能力的高低来定义盈余质量,用未来经营现金流量分别对前期总盈余和盈余的组成部分进行回归,以调整的模型判定系数作为盈余质量的表征变量。

Dechow 和 Dichev(2002)认为,应计项目质量和盈余质量与应计项目数量的估计误差反向相关,模型建立的前提是,假定盈余质量受到应计项目计算方法和估计误差的影响。他们计算应计项目质量的方法与营运资本应计项目和实现经营现金流之间的匹配程度有关,如果两者之间的匹配程度很低,就意味着应计项目的质量差。由此,现金流与应计项目直接联系起来。Dechow 和 Dichev 还发现,利润和应计项目的波动性以及报告负利润的频数是很好的衡量应计项目质量和盈余质量的标准,应计项目质量与盈余持续性之间存在显著的正相关关系。Ball(2005)将损失确认的及时性作为盈余质量的衡量标准,通过调查英国上市公司和非上市公司的盈余质量,发现私有公司对盈余质量(实际上是财务报表质量,但这两个术语被认为是一样的)的要求要比上市公司低,而这一现象是由于市场对私有公司盈余质量(财务报告质量)的要求相对较低造成的。Chan 等(2006)认为,市场会因过分关注报表的盈余数字而忽视盈余质量信息,而应计项目是衡量盈余质量的主要因素。实证分析结果表明,盈余质量与股票未来收益之间存在负相关关系,应计项目能够反映出管理者是否存在盈余操纵。

Hodge(2003)通过调查研究发现,投资者感知到

的盈余质量一直在降低,同时,其感知到的审计独立性和已审计财务信息的可靠性等也在降低,而两者之间(盈余质量与审计独立性)的相关性则在提高。另外,投资者在进行决策时感知到的盈余质量越低,其就越依赖公司的已审计财务报表及其基本面信息。投资者感知到的盈余质量越低,其就会越彻底地分析、检查已审计公司的财务报表,而更彻底的已审计财务报表分析又会使投资者感知到公司的盈余质量更低。

Lev 和 Thiagarajan(1993)假设投资者是通过分析基本面信息(存货、应收账款、毛利率、管销费用、审计意见等)来评价公司的盈余持续性和成长性,并通过实证分析验证了这一假设,发现财务报告基本面信息指标具有价值相关性,这些基本面信息与反应持续性的两个指标(盈余反应系数和未来盈余增长)之间具有显著的相关性,即盈余质量越高,盈余的成长性也越高,同时对应着较大的盈余反应系数,即报告盈余具有良好的持续性。他们进一步检验了使用这些基本面信息作为盈余质量评价指标的可行性,发现使用基本指标构建的综合评价指标基本上可以反映公司的盈余质量水平。Abarbanell(1997)检验了基本面信息与股票价格之间的关系,发现投资者和分析师在评价公司的未来业绩时会参考这些基本面信息,但并非完全依靠,而是对这些指标做一些经济调整。Al-Debie(1999)等利用英国的数据进行了实证分析,对于各指标与盈余反应系数之间的关系,他们得出的结论与 Lev 和 Thiagarajan(1993)的结论不同,即这些指标与盈余质量之间不存在显著的相关性。

近年来,有关盈余质量问题的研究逐渐成为国内学界的热点。程小可等(2004)从会计盈余质量的市场反应角度进行了研究,发现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,年报披露的及时性与盈余消息类型(好消息和坏消息)密切相关,盈余披露及时性显著影响了盈余反应系数。王庆文(2005)发现,当年的会计盈余高低与次年会计盈余之间存在相关性,投资者会高估会计盈余高但经营现金流低的股票,而低估会计盈余低但经营现金流高的股票。余怒涛等(2008)发现,上市公司年报被出具“非标”审计意见的公司具有较低的盈余质量,年报披露越晚的公司盈余质量越低。郑国坚(2009)发现,关联交易与会计盈余质量之间是一种线性关系,关联交易程度越高,盈余管理程度就越高,价值相关性也越低,这说明,从会计盈余质量的角度看,关联交易主要表现为“掏空效应”,从而损害了会计盈余质量。王兵(2008)从

资本成本和资源配置的角度进行了研究,发现盈余质量显著影响了公司资本成本,公司盈余质量越高,资本成本越低,这在一定程度上说明市场能区分质量好坏的公司,能有效引导资源优化配置。周春梅(2009)认为,盈余质量的改善一方面能够直接提高上市公司的资本配置效率,另一方面能够通过降低代理成本,间接促进上市公司资本配置效率的提高。王化成等(2006)从公司治理的角度考察了盈余反应系数,研究了控股股东与盈余质量的关系,发现控股股东持股比例与企业的盈余质量显著负相关,且控股股东为国有股时,盈余质量更低,而其他股东的制衡能力越强,盈余质量越高。胡奕明和唐松莲(2008)认为,董事会中具有财务或会计背景的独立董事以及董事会中独立董事占比较高的公司,盈余信息质量较好。张国清(2008)从盈余质量和内部控制的角度进行了研究,认为高质量的内部控制并不伴随高质量的盈余,内部控制质量的改善也未使盈余质量得到提升,公司的一些内在特征和治理因素确实影响了内部控制和盈余质量。洪剑峭和方军雄(2009)研究发现,设立审计委员会的上市公司具有较高的盈余质量,这种盈余质量上的差异存在于上市公司成立审计委员会的上一年。曾昭灶和李善民(2009)认为,高质量的会计信息可以起到保护投资者的作用,但在控制权转移等资产重组过程中,公司的内部人可能会对会计信息进行操纵,从而降低会计信息的质量。徐浩萍和陈超(2009)以发行制度改革后2002~2005年的IPO公司为样本,用可操纵应计利润来衡量盈余质量,发现规模较小、成长性较高且处于非保护性行业的公司盈余质量较差。对于这些公司,无论是一级市场还是二级市场,都能基于盈余质量因素,显著调低对公司新股的估价,使发行价格和市场价格不受盈余管理的误导,而新股发行后长期绩效的下滑并不能归咎于对发行前较差盈余质量的错误定价。

综上所述,从国内的研究来看,学者们从盈余质量、股价反应、公司治理、内部控制、投资者保护、资本成本和资源配置等方面进行了探讨,但很少有人基于会计报表的基本面信息去探讨盈余质量问题。对于投资者来说,上市公司的基本面是投资者决策中最先考察的信息,基本面信息对于大多数投资者来说也是最容易获得的。本文将会计报表非盈余信息(基本面信息)为要素,以沪深两市A股上市公司为样本,研究基本面信息与上市公司盈余质量的关系。

本文的主要贡献在于,揭示出基本面信息是通过直接作用于盈余反应系数来影响盈余质量,即本

文研究的是基本面信息与盈余—报酬之间的关系，而不仅仅是研究基本面信息与报酬之间的关系。另外，如何利用基本面信息构建上市公司盈余质量的评价指标体系，也是本文探讨的问题。本研究通过对财务报表非盈余信息进行简单处理，构建了由基本面信息组成的盈余质量评价指标，并进一步对指标的评价效果进行了实证检验。

三、基本面信息指标的设定

本研究选取的上市公司盈余质量评价指标均来自于上市公司披露的财务报表。根据以往的研究，并结合我国的实际情况，我们选取了八个指标作为衡量盈余质量的基本指标。

(一) 存货

如果存货增加的幅度超过销售收入增加的幅度，对企业而言，这往往是坏消息，意味着企业生产的产品很难销售出去，因此，存货的增加就意味着预期盈余的减少。同时，存货过度增加还意味着产品滞销，而陈旧过时的产品最终可能会从账面上注销。如果存货减少，则意味着销售情况比预期的要好，当期分摊的间接费用成本也会降低，预示着当期和未来会有较好的收益。本研究中所说的存货主要是指存货中的“产成品”部分，实证检验也将围绕“产成品”进行。考虑到很多公司的会计报表附注中没有存货项目的细分数据，导致该项目中存在数据缺失，因此，对于这类公司，本文选取资产负债表中的“存货净额”作为替代指标。

对于每一个样本，我们按如下方式计算存货指标，即以存货变化的百分比与销售收入变化百分比的差额作为存货指标：

$$INVI = \Delta INV_t - \Delta Sale_t$$

存货变化的百分比由下式计算得到：

$$\Delta INV_t = \frac{INV_t - E(INV_t)}{E(INV_t)}$$

式中， $E(\cdot)$ 表示项目的期望值。根据LT等人的做法，这里用如下均值法作为期望值的替代计算方法，即使用企业前两年存货的算术平均值进行替代：

$$E(INV_t) = \frac{INV_{t-1} + INV_{t-2}}{2}$$

销售收入的变化可以通过下式计算得到：

$$\Delta Sale_t = \frac{Sale_t - E(Sale_t)}{E(Sale_t)}$$

Sale为企业当年的销售收入，我们使用利润表中的主营业务收入项：

$$E(Sale_t) = \frac{Sale_{t-1} + Sale_{t-2}}{2}$$

这样，如果存货指标大于0，就说明销售收入的增加小于产品生产的增加，这往往被看作是坏消息，

因此，该指标与股票收益率之间的关系应该是负相关的。

(二) 应收账款

应收账款指标的计算方法与存货指标类似，即用当年应收账款变化的百分比减去销售收入变化的百分比：

$$ARI_t = \Delta AR_t - \Delta Sale_t$$

与存货项目一样，如果应收账款相对于销售收入的增加不成比例（远大于销售收入的增加），也会被看作是负面信号，这可能预示着公司的产品销售困难（企业会通过放宽信用期限来促进销售），进而可能因坏账准备的增加而导致未来收益的减少。另外，应收账款不成比例的增加还有可能预示着管理层进行了盈余操纵，由此引发的应收账款增加会降低企业当前盈余的持续性，并会减少企业将来的盈余。如果该指标大于0，则意味着企业应收账款的增加超过销售收入的增加，一般也会被看作是坏消息，这会导致企业盈余持续性水平的降低。

(三) 主营业务利润

主营业务利润指标的定义是：销售收入变化百分比与毛利润变化百分比的差。

$$GMI_t = \Delta Sale_t - \Delta GM_t$$

如果该指标大于0，则说明企业的生产成本过高，竞争力不强，会对企业的未来盈余产生负面影响。

(四) 营业费用和管理费用

营业费用和管理费用（下称管销费用）属于期间费用，一般情况下，大部分管理成本是固定的。因此，如果企业管理费用和营业费用增加的幅度与销售收入增加的幅度不成比例，就说明企业在管理成本控制等方面出现了问题，会被认为是负面信号。该指标通过计算营业费用和管理费用增长百分比与销售收入净额增长百分比之差得到：

$$SAI_t = \Delta S\&A_t - \Delta Sale_t$$

如果该指标大于0，则表明公司控制费用不当，这通常被认为是一种负面信号。

(五) 坏账准备

坏账准备账户在很大程度上存在着可调节性，因此，如果企业的坏账准备相对于应收账款出现了非正常的变化，则值得怀疑。很多企业通过改变坏账计提的比例达到调节利润的目的，假如企业当年提高了坏账计提比例，将有可能减少本年度的利润，而企业计提坏账准备不足，则会使企业将来的坏账准备增加，从而导致未来收益减少。一般情况下，坏账准备计提比例调整对利润的影响程度远远高于对资产的影响程度。坏账准备指标通过计算应收账款总额变化百分比与坏账准备变化百分比的差得到：

$$PDRI_t = \Delta AR_t - \Delta PDR_t$$

如果该指标大于0,则意味着公司坏账准备计提增长比例与应收账款增长比例不相称,可能存在坏账准备计提不足,企业的未来收益可能会减少,因此,该指标大于0被认为是负面信号。

(六)其他应收款

在现实中,一些上市公司为了种种目的,常把其他应收款作为企业调整成本费用和利润的手段,把一些本该计入当期费用的支出或计入其他项目的内容放在其他应收款中。分析其他应收款的增减变动趋势,有助于发现企业是否存在这些现象。如果企业的其他应收款余额过大,甚至超过应收账款,则应分析其是否存在利润操纵行为。其他应收款指标由当年其他应收账款变化的百分比减去应收账款变化的百分比得到:

$$OARI_t = \Delta OAR_t - \Delta AR_t$$

如果该指标大于0,则意味着其他应收账款的增加超过了应收账款的增加,这会为企业未来的盈余带来负面影响。

(七)审计意见

注册会计师出具审计报告的目的,是将他们利用专业知识分析得到的结果传递给财务报告使用者,使用者可以根据审计师的专业意见进行投资决策。根据有关规定,“注册会计师可以出具无保留意见、保留意见、否定意见和拒绝表示意见四种意见类型的审计报告。在表示保留意见、否定意见或拒绝表示意见时,应明确说明理由,并在可能的情况下,指出其对会计报表的影响程度”(下文将无保留意见简称为“标准”意见,其余的统称为“非标”意见)。可见,只要被审计单位编制的财务报表满足公允性、合法性的要求,就应对其出具无保留意见的审计报告,这与被审计单位的财务状况、经营业绩无关。但是,大量的研究表明,被审计单位的财务状况和经营业绩对审计意见类型有显著的影响。显然,“非标”审计意见向投资者传递了一种负面信息(Lev and Thiagarajan,1993),在审计师发表非标准审计意见的情况下,财务报告的真实性和公允性会受到质疑,市场会对其做出不利反应。

变量界定如下:OPI=1表示“非标”意见,OPI=0表示“标准”意见。若该指标为1,则意味着企业的财务报告存在或多或少的问题,在投资者看来,这往往是一种负面信息。

(八)报表披露及时性

及时性是衡量会计信息质量的一般原则,也是会计理论研究的重要范畴。Gilvoly和Palmon(1982)认为,年报披露的及时性是影响其有用性的重要因

素。一般而言,公司实际盈余与分析师预测值之间的差异与公司披露年度盈余的早晚具有显著的相关性,当实际盈余低于预测值时,公司会尽可能地推迟披露,而当实际盈余高于预测值时,公司会尽早披露(Kross,1981)。由此可以推断,越晚推出会计报表,会成为一种负面信息。

本文使用报告时滞(Reporting Lag,RLAG)与年初至报表报出截止日日历天数的比值作为年报及时性的替代变量。其中,报告时滞是指从财务报告涉及的会计年度结束日至报告实际披露日之间的实际日历天数,它与及时性的关系是,报告时滞越短,报告披露越及时,即RLAG的值越大,报表报出的滞后时间越长。

根据以上指标的定义模式,及时性指标可以定义为:

$$IDT_t = \frac{RLAG_t - E(RLAG_t)}{120}$$

式中 $E(RLAG_t)$ 表示第 t 年所有上市公司报表披露的平均滞后时间,即及时性指标反映的是公司报表披露时间是否晚于平均披露时间。根据 Gilvoly 和 Palmon (1982)、Kross(1981)、巫升柱(2006)、伍利娜(2004)、余怒涛等(2008)的研究,当公司的盈余数字好于预期时,公司会选择较早地披露报表。因此,若该指标大于0,则意味着公司的会计盈余不够理想,可能会对公司的股票收益率带来负面影响。

四、研究的问题和假说

本文认为,盈余质量基本指标直接作用于盈余反应系数,进而影响上市公司盈余质量的评价。本文所要研究的问题是:盈余质量基本指标是如何影响盈余—报酬关系的?这也是本文有别于以往研究的创新之处。本文的基本模型如式(1)所示:

$$\begin{cases} R_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta EPS_{i,t} + \alpha_2 LVA_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \\ \alpha_5 OCF_{i,t} + \tau_{i,t} \\ \alpha_1 = \beta_0 + \beta_j X_j \end{cases} \quad (1)$$

式中 $R_{i,t+1}$ 为下一年度股票年平均收益率,按股票月报酬率的几何平均值计算,^①对于第 i 家公司而言 $R_{i,t+1} = \sqrt[12]{\prod_{t=1}^{12} (1+R_{i,t})} - 1$ ($R_{i,t}$ 表示该股票的月收益率); $\Delta EPS_{i,t}$ 为盈余指标,由每股收益(EPS)的年变化量平减年初开盘价得到,对于每家公司而言, $\Delta EPS_{i,t} = \frac{EPS_{i,t} - EPS_{i,t-1}}{P_{i,t}}$ ($EPS_{i,t}$ 、 $EPS_{i,t-1}$ 分别为该上市公司第 t 年的每股收益, $P_{i,t}$ 为公司第 t 年股票年初开盘价); X_j ($j=1,2,\dots,8$) 为前文所定义的盈余质量基本指标,根据以往的研究(Collins and Kothari,1989; Lev and Thiagarajan,1993;王化成、佟岩,2006),我

们选取资产负债率(LVA)、净资产收益率(ROE)、公司规模(SIZE,总资产取自然对数)和每股经营现金流(OCFP)作为控制变量。

模型中 α_1 为衡量盈余持续性的指标——盈余反应系数(ERC)。盈余持续性也是衡量盈余质量的基本指标之一(Schipper and Vincent 2003)。一般认为,盈余反应系数越大,公司的盈余持续性越好,并具有越高的盈余质量。

要研究各基本指标对盈余反应系数的影响,需要对方程组(1)进行估计,我们使用交叉项的方法,将 $\alpha_i = \beta_0 + \beta_j X_j$ 代入式(1),得到如下的表达式:

$$R_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_0 \Delta EPS_{i,t} + \beta_j X_j * \Delta EPS_{i,t} + \alpha_2 LVA_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 OCFP_{i,t} + \tau_{i,t} \quad (2)$$

对式(2)进行估计,即可得到系数 β_0, β_j ,从而可以进一步确定各指标是如何影响盈余反应系数的。本文设想,基本指标对盈余反应系数的影响与其对股票收益率的影响方向是一致的,即基本指标的值得越大,盈余反应系数越小。这需要验证如下假说:

假说1:盈余质量基本指标通过影响盈余反应系数来影响盈余质量,且与盈余反应系数呈负相关关系。

若该假说成立,则应该有 $\beta_j < 0$ 。

已有研究表明,分析师会根据公司盈余质量的好坏来决定其本益比的高低,即对于相同的盈余成长,盈余质量较好的公司会具有更好的股价反应。Imhoff(1989)、Choi 和 Salamon(1989)指出,若盈余之非预期成长相同,则盈余质量较好的公司,其盈余持续能力较强,股价应有较好的表现,也即会有较高的盈余反应系数。前面已分析了各种盈余质量指标对股票报酬的影响,这里定义一个新的综合指标——EQ,代表每家公司的综合盈余质量:EQ=盈余质量基本指标为正值指标个数(0,1,2,...,7,8)。^②

例如,某公司的盈余指标中有3个是正值,其EQ即等于3。由于EQ越大,代表指标为正的个数就越多,盈余质量也越差,故EQ=0的公司盈余质量最好,而EQ=8的公司盈余质量最差。由此,本文提出如下假说:

假说2:利用基本指标可以综合评定上市公司的盈余质量,盈余质量综合评定指标EQ越大,上市公司的盈余质量就越差,即EQ与盈余反应系数负相关。

根据本文的假说,可以建立如下模型:

$$\begin{cases} R_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta EPS_{i,t} + \alpha_2 LVA_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 OCFP_{i,t} + \tau_{i,t} \\ \alpha_1 = \gamma_0 + \gamma_1 EQ_{i,t} \end{cases} \quad (3)$$

如果上述假说成立,则应该有 $\gamma_1 < 0$ 。

进一步地,本文将所有上市公司按照综合盈余质量指标EQ的大小分为四个档次,并相应地设定了四个虚拟变量D1、D2、D3、D4,分别定义为:

$$\begin{aligned} D1 &= \begin{cases} 1 & EQ=0,1 \\ 0 & EQ=2,3,4,5,6,7,8 \end{cases} \\ D2 &= \begin{cases} 1 & EQ=2,3 \\ 0 & EQ=0,1,4,5,6,7,8 \end{cases} \\ D3 &= \begin{cases} 1 & EQ=4,5 \\ 0 & EQ=0,1,2,3,6,7,8 \end{cases} \\ D4 &= \begin{cases} 1 & EQ=6,7,8 \\ 0 & EQ=0,1,2,3,4,5 \end{cases} \end{aligned} \quad (4)$$

由此,本文提出如下假说:

假说3:对于不同盈余质量水平的上市公司而言,盈余质量差的公司市场表现更差,且盈余反应系数也比盈余质量好的公司低。

我们用以下模型分析不同盈余质量水平的上市公司的市场表现:

$$R_{i,t+1} = \theta_0 + \theta_1 D1_{i,t} * \Delta EPS_{i,t} + \theta_2 D2_{i,t} * \Delta EPS_{i,t} + \theta_3 D3_{i,t} * \Delta EPS_{i,t} + \theta_4 D4_{i,t} * \Delta EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

D1、D2、D3、D4为四个代表整体盈余质量的虚拟变量, $\theta_1, \theta_2, \theta_3, \theta_4$ 为四种不同盈余质量档次公司的盈余反应系数。根据之前的假说,盈余质量好的上市公司的盈余持续能力更强,股价表现也更好。

如果上述假说成立,则应有如下关系存在: $\theta_1 > \theta_2 > \theta_3 > \theta_4$ 。

五、样本选择与描述

本文的数据来自于深圳国泰安信息技术有限公司的CSMAR数据库以及巨潮资讯网。我们以沪深两市2003~2010年所有上市公司的有关资料作为样本,并对样本做了如下处理:(1)剔除了金融行业上市公司;(2)剔除了ST、PT公司;(3)剔除了各变量均值±4个标准差之外的样本。表1是各主要变量的描述性统计结果,表2是变量之间的Person相关系数。

表1 基本指标的描述性统计结果

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev
R	-0.8677	1.8000	-0.0847	0.3776
ΔEPS	-0.3959	0.3924	-0.0033	0.0478
INVI	-1.9799	2.5592	0.0025	0.4793
ARI	-2.7090	3.0618	-0.0386	0.4042
GMI	-4.8595	4.7383	-0.0177	0.4923
SAI	-2.5579	2.6945	0.0472	0.3656
PDR1	-2.8435	2.5031	-0.2819	0.6301
OARI	-1.9604	1.9663	0.0024	0.5697
OPI	0.0000	1.0000	0.1200	0.3260
IDT	-0.6471	1.1374	0.0018	0.1974

表 2 变量之间的 Person 相关系数

	R	△EPS	INVI	ARI	GMI	SAI	PDRI	OARI	OPI	IDT
R	1									
△EPS	0.170** 0.000	1								
INVI	-0.003 0.788	0.014 0.225	1							
ARI	0.034** 0.003	-0.006 0.587	0.268** 0.000	1						
GMI	-0.033** 0.005	-0.006 0.621	-0.032** 0.004	-0.061** 0.000	1					
SAI	0.031** 0.007	-0.034** 0.003	0.333** 0.000	0.308** 0.000	-0.001 0.912	1				
PDRI	-0.321** 0.000	-0.003 0.805	-0.140** 0.000	0.161** 0.000	0.011 0.340	-0.326** 0.000	1			
OARI	0.014 0.244	-0.009 0.424	0.119** 0.000	-0.337** 0.000	0.019 0.090	0.166** 0.000	-0.366** 0.000	1		
OPI	0.003 0.804	-0.135** 0.000	-0.131** 0.000	0.008 0.501	-0.039** 0.001	0.020 0.076	-0.068** 0.000	0.020 0.081	1	
IDT	-0.057** 0.000	-0.136** 0.000	-0.088** 0.000	-0.006 0.621	-0.027* 0.019	-0.005 0.640	-0.022 0.063	-0.003 0.772	0.256** 0.000	1

注 表中项目上面一行为相关系数值,下面一行为显著性水平(双尾),*、* 分别表示在 0.01、0.05 的显著性水平下显著。

从表中的数据来看,股票的年平均收益率(R)与会计盈余指标(△EPS)呈显著的正相关关系,这意味着好的盈余数据会带来好的投资收益;股票收益率与存货指标(INVI)存在负相关关系,但不显著,从符号上来看,企业的存货增长比例若大于销售收入的增长比例,则会对股票收益率产生负面影响;R与应收账款指标(ARI)存在显著的正相关关系,说明应收账款增加比例大于销售收入增加比例会对股票收益带来正面影响;主营业务利润指标、坏账准备

指标和年报披露及时性指标均与股票收益率显著负相关,营销费用指标、其他应收款指标和审计意见类型指标均与股票收益率正相关,但不显著。

六、实证结果

(一)基本指标对盈余反应系数的影响

表 3 是对模型(1)使用面板数据回归得到的各基本指标与盈余反应系数的关系,控制变量为资产负债率(LVA)、净资产收益率(ROE)、公司规模(SIZE)和每股经营现金流(OCFP)。

表 3 各指标与盈余反应系数的关系

变量	X=INVI	X=ARI	X=GMI	X=SAI	X=PDRI	X=OARI	X=OPI	X=IDT
X ₁ *△EPS	0.7436*** (4.00)(-)							
X ₂ *△EPS		0.5429** (2.42)(-)						
X ₃ *△EPS			-0.1048 (-0.65)(-)					
X ₄ *△EPS				-0.1487 (-0.69)(-)				
X ₅ *△EPS					-0.4862*** (-3.36)(-)			
X ₆ *△EPS						-0.0369 (-0.28)(-)		
X ₇ *△EPS							-0.6940*** (-3.53)(-)	
X ₈ *△EPS								-2.7905*** (-6.25)(-)
△EPS	1.6034*** (15.71)	1.4666*** (15.09)	1.4452*** (15.06)	1.4523*** (15.22)	1.2228*** (11.78)	1.4408*** (14.80)	1.6715*** (15.55)	1.70419*** (16.79)
LVA	0.0427** (2.16)	0.0446** (2.22)	0.0469** (2.37)	0.0452** (2.29)	0.0413** (2.02)	0.0468** (2.30)	0.0442** (2.26)	0.0413** (2.12)
EBITPS	0.0302** (1.99)	0.0319** (2.06)	0.0333** (2.19)	0.0294* (1.94)	0.0320** (2.06)	0.0298* (1.91)	0.0287** (1.92)	0.0276* (1.85)

(续表 3)

OCFPS	0.0560*** (7.06)	0.0578*** (7.12)	0.0580*** (7.29)	0.0569*** (7.17)	0.0556*** (6.77)	0.0572*** (6.99)	0.0557*** (7.09)	0.0547*** (6.98)
SIZE	-0.0105** (-2.37)	-0.0122*** (-2.72)	-0.0104** (-2.36)	-0.0107** (-2.46)	-0.0099** (-2.18)	-0.0122*** (-2.71)	-0.0102** (-2.34)	-0.0099** (-2.28)
ROE	-0.0653** (-2.35)	-0.0584*** (-2.11)	-0.0632** (-2.30)	-0.0509* (-1.86)	-0.0463* (-1.66)	-0.0574** (-2.07)	-0.0521* (-1.91)	-0.0462* (-1.70)
Adj.R ²	0.4816	0.4796	0.4802	0.4803	0.4744	0.4800	0.4811	0.4830

注:变量 $X_j(j=1, 2, \dots, 8)$ 为各盈余质量指标,其系数可以反映各指标对盈余-报酬关系(盈余反应系数)的影响程度,括号中的数字和符号分别表示估计系数的 P-value 和预期符号;***、**、* 分别表示回归系数在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著。

从表中的估计结果来看,存货指标和应收账款指标与盈余反应系数显著正相关(T 值分别为 4.00 和 2.42),这一结果与本文的预期完全不同,说明当存货或应收账款的增加大于销售收入的增加时,公司的盈余持续性可能更好,盈余质量也可能更高,即虽然存货增加的幅度超过销售收入增加的幅度可能意味着企业生产的产品很难实现销售,造成存货增加,预期盈余减少,但由于企业存在各种持有过多存货的动机,如消除产品销售的波动效应、达到缺货成本(stock-out cost)最小化、预防将来原材料价格上涨等,因此,存货增加在某种程度上也能传递正面信号,而不完全是负面信号。存货最终的影响如何,可能与企业所处的环境及企业的自身特点有关,从本文的实证结果来看,存货增加的幅度大于销售收入增加的幅度对盈余质量的影响是积极的。

应收账款指标对盈余反应系数的影响是正向的,这也与本文的预期不同。其原因可能是,当前的市场属于买方市场,赊销十分普遍,但就投资者而言,他们更关心企业生产的产品是否完成了销售,至于销售收入是否形成现金流,则不是他们考虑的主要问题。

主营业务利润指标对盈余反应系数的影响是负向的,但并不显著,从符号来看,其与本文的预期一致,说明主营业务收入的增加幅度大于主营业务利润的增加幅度会被投资者看作是负面信息,因为这往往意味着公司的生产成本增加了。

管理费用、销售费用指标对盈余反应系数的影响也是负向的,说明企业营销费用的非正常增加(增加幅度大于销售收入增加的幅度)被投资者认为是负面信息,这增加了企业进行盈余管理的可能,因而会降低盈余质量。

坏账准备指标与盈余反应系数显著负相关(T 值为-3.36),说明公司坏账准备计提增长比例与应收账款增长比例的不对称会给投资者带来负面信息,即若存在坏账准备计提不足,则可能会使企业的未来收益减少,从而进一步影响会计盈余质量。

其他应收款指标与盈余反应系数均为负相关,

但相关性并不显著,说明其他应收款增加的幅度大于应收账款增加的幅度也会被投资者认为是负面信息,会给公司的盈余质量带来负面影响。

审计意见类型指标对盈余反应系数的影响是负的(T 值为-3.53),说明被出具“非标”类型审计意见的上市公司盈余持续性更差,盈余质量也更低。

及时性指标与盈余反应系数显著负相关(T 值为-6.25),说明财务报表披露及时与否会对盈余质量产生影响,报表披露越晚,盈余反应系数越小,这验证了 Basu(1997)的研究结论,即好消息虽然表现出较弱的及时性,但具有较强的持续性,而坏消息虽然表现出较强的及时性,但很难持续。

(二)盈余质量综合评价

以上实证结果表明,本文选定的几个基本指标在一定程度上影响了盈余反应系数,可以作为评价上市公司盈余质量的参考依据。本文前面已定义,盈余质量评价综合指标 $EQ = \text{盈余质量基本指标为正值}$ 的指标个数, EQ 值越大,盈余质量基本指标为正值 的指标个数越多,公司的盈余质量就越差。但实证检验结果显示,存货指标和应收账款指标对盈余反应系数的影响是显著为正的,如果依然沿用前面的 EQ 定义则不够准确。因此,这里设定:如果存货指标或应收账款指标为负,则 EQ 值增加 1。表 4 给出了 EQ 与盈余反应系数的关系,为了与 Lev 和 Thiagarajan (1993)的结果进行对照,本文同时给出了按他们的方法得到的 EQ 与盈余反应系数的关系。表中, Panel A 是经过上述调整后得到的 EQ 与盈余反应系数的关系, Panel B 是按 Lev 和 Thiagarajan(1993)的方法计算得到的结果。

从表 4 中可以看出,盈余质量综合评价指标与盈余反应系数显著负相关(T 值为-6.68),说明基本指标为负的个数越多,公司的盈余持续性越差,盈余反应系数也越低,这验证了本文的假说 2,即 EQ 可以作为评价上市公司盈余质量的参考依据。同时需要注意,与 Lev 和 Thiagarajan(1993)得到的 EQ 相比,通过调整后得到的 EQ 与盈余反应系数的关系更加显著(T 统计量相差 4.23),而模型的解释力度

也要优于前者（决定系数分别为 48.16% 和 47.65%）。

表 4 盈余质量综合指标与盈余质量的关系

变量	Panel A		Panel B	
	预期符号	估计系数	预期符号	估计系数
△EPS	+	3.1543*** (10.97)	+	1.9434*** (7.38)
EQ*△EPS	-	-0.4326*** (-6.68)	-	-0.1649** (-2.45)
LVA	+	0.0358* (1.72)	+	0.0364* (1.77)
EBITPS	+	0.0293* (1.85)	+	0.0309** (1.96)
OCFPS	+	0.0540*** (6.49)	+	0.0539*** (6.53)
SIZE	?	-0.0092*** (-1.98)	?	-0.0092** (-1.99)
ROE	-	-0.0230 (-0.80)	-	-0.0352 (-1.23)
Adj.R ²	0.4816		0.4765	

注：***、**、* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平下显著。

本文进一步分析了不同 EQ 水平的上市公司盈余反应系数的差异，表 5 是对模型(5)进行分析得到的结果。

表 5 不同盈余质量水平公司的盈余反应系数

	估计系数	T 统计量
D1	2.1039***	3.24
D2	2.0640***	13.56
D3	1.3053***	12.79
D4	0.4249***	2.89
Adj.R ²	0.4694	

注：***、**、* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的显著性水平下显著。

注释：

① 中国证监会规定，上市公司的年度财务报告须在会计年度结束(12月31日)之后4个月内(4月30日)报出。本研究假定投资人在4月方能获知年度财务报表信息，并据此进行投资决策，因此，股票的年度报酬率应该由5月1日计算到次年的4月30日。

② 对于审计意见指标 OP 而言，由于其只存在两种状态(1：非标审计意见类型，0：标准审计意见类型)，若该指标值为 1，则其对应的上市公司 EQ 为正值的个数增加 1 个。对于盈余及时性指标而言，根据该指标的计算方法(使用报告时滞与年初至报表报出截止日日历天数的比值作为年报及时性的替代变量)，其值始终为正值，故本文设定若报表披露的时间是在证监会规定日期的最后 10 天之后(即实际披露日在 4 月 20 日之后)，则相应上市公司 EQ 为正值的个数增加 1 个。

[参考文献]

[1] Abarbanell J S, Bushee B J. Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices [J]. Journal of Accounting Research, 1997, 35: 1-24.
 [2] Al-Debie M, Walker M. Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence [J]. British Accounting Review, 1999, 31: 261-280.
 [3] Ball R, Lakshmanan Shivakumar. Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39.

表 5 中的结果很好地验证了本文的假说 3，即 EQ 越小，上市公司的盈余质量越好，其对应的盈余反应系数也越高，说明依据会计报表基本面信息设计的盈余质量综合评价指标可以很好地揭示上市公司盈余质量的高低。

七、结论

投资者在进行投资决策时，总是希望能从企业公布的财务报告中获取尽可能多的有用信息，以帮助其更合理地评估公司价值，降低套利风险，获取尽可能多的报酬。本文通过选择财务报表中的基本面信息(存货、应收账款、主营利润、营业费用/管理费用、坏账准备、其他应收款、审计意见以及报表披露时间)，实证检验了这些指标与上市公司盈余质量的关系，并得出三个主要结论。

其一，本文提取的非盈余信息(基本面信息)具有一定的信息含量，这些基本面信息可以在一定程度上反映企业当年的盈余状况，各基本面信息指标在一定程度上影响了股票收益率和盈余反应系数。

其二，依据基本指标建立的衡量盈余质量的综合指标 EQ 可以反映会计盈余的持续性，从而可以作为评价上市公司盈余质量的参考依据。若以 EQ 为标准对盈余质量进行分级，则不同盈余质量水平的上市公司，其盈余反应系数存在显著差异。

其三，根据实证检验结果，对盈余质量综合评价指标进行适当调整后得到的 EQ 可以更好地解释盈余质量，使用 EQ 对上市公司的盈余质量水平进行分级的结果表明，根据财务报表基本面信息划分出的不同盈余质量水平的上市公司，其盈余反应系数存在差异。

- [4] Basu S. The Conservatism Principle and Asymmetric Timeliness of Earnings [J]. Journal of Accounting & Economics, 1997, 24: 3- 37.
- [5] Beaver W, Clarke R, Wright W F. The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors [J]. Journal of Accounting Research, 1979, 17(2): 316- 340.
- [6] Beaver W H, Lambert R A, Morse E. The Information Content of Security Prices [J]. Journal of Accounting and Economics, 1980, 2: 3- 28.
- [7] Chan K, Chan L, Jegadeesh N, Lakonishok J. Earnings Quality and Stock Returns [J]. Journal of Business, 2006, 79.
- [8] Collins D, Kothari S P. An Analysis of the Intertemporal and Cross- Sectional Determinants of the Earnings Response Coefficients [J]. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11: 143- 181.
- [9] Dechow P, Dichev I. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors [J]. The Accounting Review, 2002, 77: 35- 59.
- [10] Easton P D, Zmijewski M E. Cross- Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements [J]. Journal of Accounting and Economics, 1991, 7: 117- 141.
- [11] Elliott J A. Subject to Audit Opinions and Abnormal Security Returns: Outcomes and Ambiguities [J]. Journal of Accounting Research, 1982, 20: 617- 638.
- [12] Givoly D, Palmon D. Timeliness of Annual Earnings Announcements: Some Empirical Evidence [J]. The Accounting Review, 1982, 57: 486- 508.
- [13] Imhoff E. Accounting Quality: Economic Content [R]. Working Paper, University of Michigan, 1989.
- [14] Klein A, Todd R. Are Nonrecurring Earnings Components Transitory [R]. Working Paper, University of Texas at Austin, 1992.
- [15] Kormendi R, Lipe R. Mean Reversion in Annual Earnings and Its Implication for Security Valuation [J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 1994, 4: 27- 46.
- [16] Kross W. Earnings Announcement Time Lags [J]. Journal of Business Research, 1981, 9: 267- 280.
- [17] Lev B, Thiagarajan S R. Fundamental Information Analysis [J]. Journal of Accounting Research, 1993, 31: 190- 215.
- [18] Mikhail M B, Walther B R, Willis R H. Reactions to Dividend Changes Conditional on Earnings Quality [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2002, 69: 121- 151.
- [19] Ohlson J A. Earnings Book Values and Dividends in Equity Valuation [J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11: 661- 687.
- [20] Penman S, Zhang X J. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings and Stock Return [R]. Working Paper, University of California, Berkeley, 1999.
- [21] Sloan R G. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings [J]. The Accounting Review, 1996, 71: 289- 315.
- [22] 程小可, 王化成, 刘雪辉. 年度盈余披露的及时性与市场反应——来自沪市的证据 [J]. 审计研究, 2004(2): 48- 53.
- [23] 洪剑峭, 方军雄. 审计委员会制度与盈余质量的改善 [J]. 南开管理评论, 2009(4): 107- 112.
- [24] 胡奕明, 唐松莲. 独立董事与上市公司盈余信息 [J]. 管理世界, 2008(8): 149- 160.
- [25] 王 兵. 盈余质量与资本成本——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理科学, 2008(6): 67- 72.
- [26] 王化成, 佟 岩. 控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察 [J]. 会计研究, 2006(2): 66- 74.
- [27] 王庆文. 会计盈余质量对未来会计盈余及股票收益的影响——基于中国股票市场的实证研究 [J]. 金融研究, 2005(10): 141- 152.
- [28] 巫升柱, 王建玲, 乔旭东. 中国上市公司年度报告披露及时性实证研究 [J]. 会计研究, 2006(2): 19- 24.
- [29] 伍利娜, 黄慧馨, 吴学孔. 上市公司审计与年报披露预约日变更 [J]. 审计研究, 2004(5): 48- 52.
- [30] 徐浩萍, 陈 超. 会计盈余质量、新股定价与长期绩效——来自中国 IPO 市场发行制度改革后的证据 [J]. 管理世界, 2009(8): 25- 38.
- [31] 余怒涛, 沈中华, 黄登仕. 审计意见和年报披露会影响盈余质量吗 [J]. 审计研究, 2008(3): 55- 62.
- [32] 曾昭灶, 李善民. 控制权转移中的盈余质量实证研究 [J]. 管理评论, 2009(7): 105- 112.
- [33] 张国清. 内部控制与盈余质量——基于 2007 年 A 股公司的经验证据 [J]. 经济管理, 2008(12): 112- 119.
- [34] 郑国坚. 基于效率观和掏空观的关联交易与盈余质量关系研究 [J]. 会计研究, 2009(10): 68- 76.
- [35] 周春梅. 盈余质量对资本配置效率的影响及作用机理 [J]. 南开管理评论, 2009(5): 57- 60.

[责任编辑 高 巍]