

会计盈余、现金流量与企业成长性研究

——来自高成长性上市公司的证据

李益娟 宋永春

(盐城工学院 江苏盐城 224051)

【摘要】 本文以高成长性上市公司为研究对象,考察了2004~2008年期间会计盈余和现金流量对企业成长性的解释力。研究表明,会计盈余和现金流量对企业成长性具有解释力,且会计盈余与现金流量之间具有增量解释力;现金流量的信息含量明显高于会计盈余;会计盈余与现金流量的组合对企业成长性的解释力最强。

【关键词】 应计利润 会计盈余 经营活动现金流量 成长性

成⻑性是资本运作和股票投资的重要依据,它代表着企业有价值的未来投资机会。从价值的角度来看,成⻑性表现为企业获取超额回报的能力,可以理解为企业的持续经营价值。《新财富》等权威期刊每年都会评选出成⻑性居于前百强的企业。笔者无法理解的是:为什么部分高成⻑性企业的排名迅速下降,甚至消失于百强榜,而另一部分高成⻑性企业则可以继续高速成⻑?

企业的成⻑性与企业的会计盈余以及现金流量密切相关。长期以来,比较会计盈余和现金流量的价值解释能力和价值贡献能力的差异都是理论界研究的热点问题。Dechow(1994)认为会计盈余比现金流量能更好地反映企业业绩;Sloan(1996)研究发现,应计利润较现金收益在衡量企业业绩时权重更低。国内相关文献(陆静、孟卫东、廖刚,2002;赵春光,2004;万宇洵、陈波和胡巍,2007)均认为现金流量的价值相关性弱于会计盈余的价值相关性。然而,几乎没有学者对以下问题展开研究:企业在追求成⻑目标时,会计盈余和现金流量的价值贡献存在何种差异?

企业的生命周期理论认为,在不同的成⻑阶段,会计盈余和现金流量对企业的价值贡献是不一样的。处于成熟期的企业,稳定和持续的会计盈余是企业存在的一个必要条件;而处于成⻑期的企业,特别是高成⻑性企业,现金流量较会计盈余更能促进企业的持续成⻑。那么,是否只要保证企业现金流量充裕,高成⻑性企业就能维持其高速成⻑呢?事实上,很多资金充裕的企业在快速成⻑的过程中“昙花一现”,因为其不能理解会计盈余和现金流量对企业成⻑的本质影响。

本文以高成⻑性上市公司为研究对象,试图建立理论回归模型进行实证分析,通过对模型的拟合优度和回归系数的显著性水平进行检验,分析会计盈余、现金流量与企业成⻑性之间的关系,并从时间序列角度探索会计盈余和现金流量对企业成⻑性的影响。

一、样本选择和指标选取

1. 样本的选择。本文选取的研究样本为2006年度我国成⻑百强上市公司。考虑到B股和H股对A股信息披露存在

影响,笔者剔除了发行B股或H股的公司,同时剔除数据有缺损和上市时间短于五年的公司,最后的样本数为49家上市公司。为便于考察企业的成⻑性,本研究拉长了样本的研究区间,数据的选取贯穿于2004~2008年。本文的样本财务数据由CSMAR数据库和证券之星网站提供。

表1 49家样本公司股票名称

股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称
000153	丰原药业	002025	航天电器	600309	烟台万华
000410	沈阳机床	002028	思源电气	600317	营口港
000525	红太阳	600005	武钢股份	600331	宏达股份
000600	建投能源	600019	宝钢股份	600348	国阳新能
000610	西安旅游	600059	古越龙山	600352	浙江龙盛
000611	时代科技	600236	桂冠电力	600428	中远航运
000617	石油济柴	600276	恒瑞医药	600456	宝钛股份
000630	铜都铜业	600292	九龙电力	600475	华光股份
000792	盐湖钾肥	600787	中储股份	600496	长江精工
000826	合加资源	600829	三精制药	600549	厦门钨业
000829	天音控股	600966	博汇纸业	600577	精达股份
000878	云南铜业	600971	恒源煤电	600595	中孚实业
000926	福星科技	600980	北矿磁材	600660	福耀玻璃
000929	兰州黄河	600982	宁波热电	600686	金龙汽车
000937	金牛能源	600997	开滦股份	600725	云维股份
000970	中科三环	002024	苏宁电器	600755	厦门国贸
600786	东方锅炉				

2. 指标的选取。传统的研究都将营业收入或者营业利润的增长率作为考核企业成⻑性的评价指标。事实上,营业收入或营业利润的增长率指标都没有反映企业成⻑性的实质,没有将价值创造引入企业成⻑性的评价范畴,且指标的选取过于片面,影响了实证结果的准确性。本文选用托宾Q值这一价值指标,用以衡量企业的成⻑性。我国存在大量国家股和法人股等非流通股,有关这部分的价值计量一般采用账面价值(徐晓东、陈小悦,2003)。而流通股的价值计量参照了股票的

市场价格。用公式表示如下：

托宾 Q 值=公司市场价格/公司重置成本=(年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债合计+短期负债合计)/年末总资产

其中：年末流通市值=A 股流通市值+B 股流通市值+每股净资产×H 股等外资股份数；非流通股份占净资产的金额=调整后每股净资产×非流通股份数。

现行会计准则要求利润表必须充分反映企业经营业绩的主要来源和构成，以利于信息使用者判断净利润的质量并估计相应的风险。因此，本文以剔除当期现金流量影响的营业利润作为应计制下的会计盈余指标。

应计利润=营业利润-经营活动现金净流量

经营活动现金流量是企业日常的、稳定的、可靠的现金来源，是企业健康、稳定发展的必要保证，是企业有效抵御各种财务风险的基础，与企业会计盈余关系最为密切。因此，本文选择经营活动现金流量作为现金流量指标。

二、假设的提出和研究模型的构建

1. 假设的提出。

假设 1：会计盈余和现金流量对企业成长性都具有解释力，且相互之间具有增量解释力。

假设 2：会计盈余和现金流量的组合对企业成长的预测能力显著高于会计盈余或者现金流量单个的预测能力。

假设 3：控制会计盈余的现金流量的成长解释力强于控制现金流量的会计盈余的成长解释力。

2. 研究模型的构建。从现有关于企业价值和会计信息含量关系的研究文献来看，所采用的研究模型主要是 Dechow 和 Dichev (2002)设计的检验盈余质量的模型以及 Easton 和 Harris (1991)解释盈余信息价值相关性的模型。考虑到本文研究的特殊性，笔者综合运用以上两个研究模型，建立以下成长回归方程：

$$Q_{ij} = \frac{a + b_1 X_{ij} + b_2 Y_{ij} + b_3 Z_{ij}}{Z_{ij}} + \varepsilon$$

$j \in (2004, 2005, 2006, 2007, 2008)$

其中： X_{ij} 为 i 公司 j 年度的应计利润； Y_{ij} 为 i 公司 j 年度的经营活动现金净流量； Z_{ij} 为 i 公司 j 年度的总资产；a 为常数项； ε 为随机扰动项。

三、实证研究结果

1. 显著性检验。从表 2 可以看出，Adj-R² 的值在 2004 ~ 2008 年中分别为：0.987、0.999、0.993、0.948 和 0.973。回归结果中 Adj-R² 的值比较大，这说明模型和实际观测值之间拟合得非常好。模型的回归结果不但表明模型的拟合优度好，模型的总体线性关系还在显著性水平为 0 的绝对条件下通过了 F 检验。另外，模型的回归系数中除了应计利润 2004 年在 0.165 的水平上显著外，两个系数在其余年份里都在 0.01 的水平上显著不为零，应计利润

和经营活动现金净流量的回归系数都通过了显著性检验。

2. 回归分析。为了反映成长回归模型对企业成长性的解释力的强弱，本研究将回归模型的拟合优度检验值（调整的 R²）与单一因子对价值回归的拟合优度检验值（调整的 R²）进行了比较（表 2），结果显示组合成长回归模型的拟合优度最好、成长解释力最强，其次是经营活动现金净流量，应计利润的解释力最弱。

表 2 单个自变量和二元变量的回归拟合优度(Adj-R²)比较

年份	2004	2005	2006	2007	2008
经营活动现金净流量	0.959	0.982	0.957	0.903	0.788
应计利润	0.738	0.889	0.254	0	0.720
组合	0.987	0.999	0.993	0.948	0.973

从表 3 可知，应计利润和经营活动现金净流量的回归系数都为正。除 2006 年外，其余年份里两个指标的系数呈规律性的此消彼长，与多数国内外的研究结果（应计利润的反应系数在每个事件期均大于经营活动现金净流量的反应系数）不一致。该结果表明应计利润与经营活动现金净流量之间相互影响的变动信息对企业价值的提升和企业成长的推动产生了重要的影响。

表 3 托宾 Q 值和营业利润、经营活动现金净流量的回归分析结果

年度	Adj-R ²	F	Sig.	回归系数		系数标准差	T 检验值	Sig.
				常数项	回归系数			
2004	0.987	1 151.70	0.000	常数项	933 291 417	240 458 733	3.88	0.000
				应计利润	1.601	1.134	1.41	0.165
				经营活动现金净流量	1.851 6	0.548 6	3.38	0.002
				资产总计	0.631 45	0.097 68	6.46	0.000
2005	0.999	16 632.96	0.000	常数项	572 309 679	96 449 988	5.93	0.000
				应计利润	1.239 0	0.425 9	2.91	0.006
				经营活动现金净流量	0.576 6	0.198 9	2.90	0.006
				资产总计	0.908 10	0.031 63	28.71	0.000
2006	0.993	2 239.20	0.000	常数项	1 596 792 046	328 564 775	4.86	0.000
				应计利润	4.706	1.009	4.66	0.000
				经营活动现金净流量	3.736 8	0.934 3	4.00	0.000
				资产总计	0.635 0	0.121 4	5.23	0.000
2007	0.948	288.32	0.000	常数项	6 169 426 148	1 443 361 914	4.27	0.000
				应计利润	8.805	3.011	2.92	0.005
				经营活动现金净流量	9.433	2.073	4.55	0.000
				资产总计	0.364 3	0.225 4	1.62	0.113
2008	0.973	565.40	0.000	常数项	1 929 698 630	747 661 327	2.58	0.013
				应计利润	6.223	1.506	4.13	0.000
				经营活动现金净流量	3.256 5	0.716 0	4.55	0.000
				资产总计	0.905 17	0.051 17	17.69	0.000

进一步比较应计利润与经营活动现金净流量的回归系数标准差可以发现,应计利润的回归系数标准差在每个事件期均大于经营活动现金净流量的回归系数标准差。这表明应计利润的信息稳定性相比经营活动现金净流量而言较差,在同一基础条件下,应计利润对成长性解释的真实性要低于经营活动现金净流量,企业成长性与经营活动现金净流量密切相关。笔者认为,可能的解释是:以应计制为基础计算的会计盈余和经济收益之间存在差异,或者造假和操纵使得会计盈余的信息含量降低。

3. 相关分析。仅凭上文的回归结果无法断定应计利润和经营活动现金净流量哪个对企业的价值贡献更大,哪个更能促进企业成长。另外,应计利润和经营活动现金净流量之间存在共线性的问题,因而无法正确判断应计利润和经营活动现金净流量对企业成长的真实贡献能力,无法说明两者对企业成长性解释力的大小。因此,笔者采用了偏相关系数进行进一步检验,如表4所示:

表4 Pearson 相关系数

年度	控制变量		应计利润
2004	经营活动现金净流量	Pearson Correlation	-0.928
		Significance (2-tailed)	0.000
		N	49
2005	经营活动现金净流量	Pearson Correlation	-0.952
		Significance (2-tailed)	0.000
		N	49
2006	经营活动现金净流量	Pearson Correlation	-0.667
		Significance (2-tailed)	0.000
		N	49
2007	经营活动现金净流量	Pearson Correlation	-0.286
		Significance (2-tailed)	0.049
		N	49
2008	经营活动现金净流量	Pearson Correlation	-0.939
		Significance (2-tailed)	0.000
		N	49

由表5和表6可以看出,除表5中2005年和2008年应计利润与托宾Q值不相关外,其他事件年份里经营活动现金净流量与托宾Q值的偏相关系数都在0.001的显著性水平上大于应计利润与托宾Q值的偏相关系数,经营活动现金净流量对企业价值和成长性的解释力强于应计利润。

四、结论和建议

1. 结论。本文以2006年高成长上市公司2004~2008年的数据作为研究依据,着重考察了会计盈余和现金流量对解释企业成长性方面的差异,得出如下结论:

(1)在解释成长性方面,会计盈余和现金流量都具有解释力,且相互之间具有增量解释力。

(2)在中国的弱式有效市场中,高成长性企业的现金流量信息除了在会计盈余解释企业成长性时提供增量信息外,对企业成长性的解释力明显强于会计盈余。也就是说,在高成长

表5 偏相关系数表(控制经营活动现金净流量)

年度	控制变量		应计利润
2004	经营活动现金净流量	托宾Q值	Correlation 0.622
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 45
2005	经营活动现金净流量	托宾Q值	Correlation -0.008
			Significance (2-tailed) 0.956
			df 45
2006	经营活动现金净流量	托宾Q值	Correlation 0.867
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 45
2007	经营活动现金净流量	托宾Q值	Correlation 0.682
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 43
2008	经营活动现金净流量	托宾Q值	Correlation -0.101
			Significance (2-tailed) 0.498
			df 45

表6 偏相关系数表(控制应计利润)

年度	控制变量		经营活动现金净流量
2004	应计利润	托宾Q值	Correlation 0.951
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 45
2005	应计利润	托宾Q值	Correlation 0.916
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 45
2006	应计利润	托宾Q值	Correlation 0.993
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 45
2007	应计利润	托宾Q值	Correlation 0.974
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 43
2008	应计利润	托宾Q值	Correlation 0.501
			Significance (2-tailed) 0.000
			df 45

性企业中,现金流量比会计盈余具有更高的价值含量。

(3)会计盈余和现金流量的组合对企业成长性的解释能力最强。

2. 建议。

(1)作为高成长性企业,在成长的过程中需要控制会计盈余和现金流量的协调增长,使两者之间的互补效应得到充分发挥。应尽量避免只关注一方面的发展而忽略另一方面的发展,否则企业的成长质量一旦受到影响,企业的快速成长可能就只是“昙花一现”。

(2)应计制下的会计盈余为投资者提供了有用信息,在企业成长和有效配置资源方面发挥着重要作用,我国的政府监管部门应当加强会计监管,最大程度保证上市公司披露的信

从“迪拜危机”谈我国国有控股公司债务治理

罗韵轩(教授)

(上海国际集团博士后工作站 上海 200002)

【摘要】 本文通过解读“迪拜危机”来反思我国国有控股公司的债务治理现状,以金融生态环境下的债务重组为视角,注重债务的“异质性”、债权人权益保护、国有控股公司债务解困、不完全债务契约的“内生性”机制设计等,试图从地区层面、公司层面研究金融生态环境和终极控制人性质在不同来源性质、期限结构债务对债务重组的交互影响,以寻求我国债务治理的优化路径。

【关键词】 国有控股公司 债务治理 债务重组

在美国次贷危机引发的世界性金融海啸背景下,债务市场日益混乱,正陷入银行信贷违约和公司债违约高峰期。据穆迪等三大信评机构统计,公司债中的垃圾债违约率由2007年8月1.4%的历史低点飙升至12%。2009年6月1日,美国通用汽车正式宣布申请破产保护并获得美国政府提供的301亿美元援助而进行债务重组。2009年11月下旬,迪拜深陷800亿美元的债务“迷雾”,堪称其最大国有控股集团的“迪拜世界”出现大规模债务违约,占债务总额的75%。

在此背景下,我国部分上市公司债务治理已存在财务状况恶化、银企逾期借款及债务违约率上升等现状。虽然我国很多上市公司因债务危机而面临着破产,但至今尚无一家破产,其往往选择债务重组。据统计,2003~2007年我国债务重组公司数量占上市公司总数的比例在14%~15%左右,但2007年骤增至283家,即债务重组所占比例由15%骤增至2007年的

23.64%。而从我国上市公司的产权性质进行分析,国有和非国有控股上市公司分别占78.7%和21.3%,其中,国有控股上市公司主要为被地方政府或企业所控制的企业,央企相对较少;在非国有控股公司中,主要是集体所有制企业和民营企业,外资企业相对较少。

笔者不禁要问:在世界金融生态环境恶化、银企债务违约和债务重组剧增,而国内研究“重股轻债”、忽略“异质性”的背景下,国有控股上市公司还能独善其身吗?笔者试图解读“迪拜危机”,以分析我国国有控股上市公司的债务治理。

一、解读“迪拜世界”债务危机及债务重组

从公司性质看,迪拜世界是迪拜最大的一家国有控股企业,其管理着港口运营商迪拜世界港口公司和陷入困境的迪拜投资等多家企业。迪拜投资以开发异常奢侈的地产项目而闻名,也正是这些回报周期长的大工程拖垮了迪拜世界的现

息真实、可靠、及时、相关,提升会计信息的决策有用性。

(3)加强对现金流量的管理和盈余信息的披露,使得经营活动产生的现金流量尽可能与营业利润的口径一致,提高现金创造能力,提升会计信息的决策有用性。

(4)监管部门应加强对企业成长性信息披露的监管,防止有些上市公司为了不正当的特定目的操纵会计信息,蓄意歪曲公司的经营成果和现金流量,人为制造公司快速成长的假象,损害投资者的利益。

(5)建议增设预测性报表来预测会计盈余和现金流量的时间序列分布以及企业成长的轨迹,帮助投资者了解企业未来的发展趋势,弥补财务报告的不足,提高财务报告的有用性,对严重不切实际的估计和预测给予惩罚。

(6)建立基于XBRL的、动态化的适时事项会计报告模式,模式中现金流量由第三方机构——银行提供原始凭证和相关数据,会计盈余由证券交易委员会负责监督和管理,一旦发现会计盈余与现金流量的差异变大,就对该异常进行跟踪核查,确保上市公司披露的信息相关、可靠、真实、有效。投资者运用

高质量的会计盈余和现金流量信息进行决策,可以做出正确、合理的判断。

【注】 本文系国家统计局科研项目“企业现行财务报告体系的改进研究”(编号:2008LY057)的阶段性研究成果,并受盐城工学院人才培养基金资助。

主要参考文献

1. 陈利,宋华.上市公司会计信息披露的有效性探析.会计研究,2008;2
2. 张传明,陈俊.报表收益和现金流量的决策有用性研究.经济问题探索,2007;7
3. 万宇洵,陈波,胡巍.会计盈余、现金流量的价值相关性实证研究——基于沪深股市的实证证据.财经理论与实践,2007;3
4. 姜付秀,张衡.企业价值、盈利性和成长:中国上市公司控制类型的比较研究.财贸研究,2006;1
5. 彭韶兵,黄益建,赵根.信息可靠性、企业成长性与会计盈余持续性.会计研究,2008;3