

# 盈余质量差异对会计盈余 信息价值相关性的影响

王菊仙

(顺德学院 广东佛山 528300)

**【摘要】** 本文运用收益模型考察了盈余质量差异对会计盈余信息价值相关性的影响。结果发现:盈余质量好的公司 ERC 值比盈余质量差的公司 ERC 值大;盈余水平对股票收益的解释能力要强于盈余变化对股票收益的解释能力;盈余质量好的公司盈余水平解释能力要高于盈余质量差的公司的盈余水平解释能力。

**【关键词】** 盈余质量 会计盈余信息 非正常应计利润 价值相关性

随着我国证券市场的蓬勃发展,会计信息已经成为企业外部投资者判断企业财务状况的重要信息。大量的国内外文献已经证明,会计盈余作为反映企业一定时期内经营成果的指标之一,具有较高的信息含量。本文将以前人研究的成果为基础,以非正常应计利润(DA)作为盈余质量的替代指标,分析盈余质量对证券市场中会计盈余信息价值相关性的影响。

## 一、研究假设

**1. 文献回顾。** 在国外相关文献中,Ball 和 Brown(1968)对纽约证券交易所的 261 家上市公司从 1946~1965 年会计盈余信息披露前 12 个月到披露后 6 个月的股价进行经验研究,发现会计盈余变动的符号与股票非正常报酬率的符号之间存在显著的统计相关性。这是自有资本市场以来,第一个发现会计盈余具有信息含量的系统性研究。Beaver、Clarke 和 Wright(1979)等也通过研究证明了会计盈余信息的披露的确向市场传递了有用的信息。Easton 和 Harris(1991)在分析了基于账面价值的计价模型和基于市场价值的计价模型之后,分别比较研究了盈余水平和盈余变化对这些样本股票报酬的解释能力,运用回归分析法分析了股票报酬与盈余变化之间的相关关系,发现股票报酬与盈余变化存在更强的相关关系。随后,研究人员又转向于研究市场对会计盈余信息不同反应,即盈余反应系数(ERC)的研究。Kommendi 和 Lipe(1987)提供的证据表明,非期望的当期盈利变动的持续性越强,ERC 值越高。Lev(1993)根据财务分析人员评估盈余质量的 12 条基本原则,给每个样本公司的原则分别赋值 1 分或 0 分,以其分数总和来衡量盈余质量,并将样本公司分为五组,最后运用回归分析法给每个样本组估计一个平均 ERC 值,发现盈余质量越高的样本组,其 ERC 值也越高。

在国内相关文献中,最早运用严谨的科学方法对会计盈余信息价值相关性进行实证研究的是赵宇龙(1998)。他对沪市 123 家上市公司 1994~1996 年共 369 个会计盈余披露日前后各 8 周的股票非正常报酬率的符号与当年未预期会计盈余变动的符号之间的相关性进行实证检验,发现会计盈余

信息的披露伴随着股票非正常报酬率同方向、同性质的变动,这说明会计盈余信息及其披露对投资者的投资决策和交易行为产生了实质性的影响。陈晓、陈小悦和刘钊(1999)以沪深两市 261 家上市公司 1994~1997 年年报的 764 个公告数据,在交易量分析的基础上,运用回归分析法检验了盈余信息的有用性。柳木华(2003)仿用 Lev(1993)的研究方法,利用沪深股市 1995~1999 年公布的上市公司财务报告相关数据对盈余质量计量与市场反应的关系进行了实证研究。研究结果表明,市场反应与基于财务报告的盈余质量计量正相关,即盈余质量高的样本组的 ERC 值比盈余质量低的样本组的 ERC 值大。

**2. 研究假设。** 本文主要研究盈余质量对会计盈余信息价值相关性的影响,价值相关性研究经常采用的是 Easton 和 Harris(1991)提出的收益模型。市场反应是投资者的群体行为,是市场上所有投资者反应的集合,具体表现为股价波动。由于盈余质量的不同,同样盈余水平或相同的未预期盈余的股票的价格波动不尽一致,市场表现为对某种股票或某类股票的 ERC 值的不同。盈余质量高的公司的 ERC 值应该比盈余质量低的公司的 ERC 值大,投资者要更依赖于会计盈余。由此,我们提出如下研究假设:盈余质量与会计盈余信息价值相关性正相关,盈余质量好的公司价值相关性比盈余质量差的公司价值相关性强。

## 二、研究设计

**1. 盈余质量的计量。** 盈余质量能够反映盈余的确认是否同时伴随相应的现金流入。储一昀和王安武(2000)提出,只有伴随现金流入的盈利才具有较高质量,具体表现为以权责发生制为基础计算的有关盈利指标数值与以收付实现制为基础计算的有关盈利指标数值的差异程度,一般而言,这一差异越小,盈利质量就越高。

Jones(1991)验证了应计项目回归残差可以用来反映盈余管理的程度,盈余管理程度又被认为与盈余质量呈反向相关。Jones 模型以盈余质量为出发点,经过盈余管理环节,最

终又回到盈余质量,该模型后来被大量用于盈余管理的识别和评价,其从会计报表视角关注盈余质量的研究思路也被后人以不同的方式传承下来。Sloan (1996)认为会计盈余是由两部分构成的,即提供可靠且相关的现金流量信息部分和应计项目部分,所以应计项目水平可以作为盈余质量的表征变量。此外,他还发现会计盈余的应计和现金流量部分都没有很好地和未来股票价格相关,并怀疑这可能是由于公司盈余管理导致了盈余质量不高所致。Haw (1998)对中国证券市场进行的经验研究也表明,上市公司主要是通过操纵“线下项目”,即对投资收益和营业外收支等非经常性利润项目进行盈余管理,以达到证监会的配股条件。

王周伟和邬展霞(2006)认为可以用回归方程的残差来衡量盈余质量。在回归模型中,应计质量事实上是作为应计制下的盈余与真实的“会计基础”盈余之间的误差项来加以反映的。所以,应计质量是与真实性相关的,可以成为盈余可靠性的计量指标。

根据前文所述盈余质量的定义与分析,和Haw (1998)的研究可知,通过考察盈余管理的程度可以直观地衡量会计盈余的质量,本文将DA作为评价盈余质量的指标来研究盈余质量差异对会计盈余信息价值相关性的影响。

夏立军(2003)对我国上市公司的利润表和现金流量表进行了解析,并对多个盈余管理计量模型及其调整模型在我国证券市场上的使用效果进行了比较。结果发现,在我国证券市场上,使用横截面样本数据并分行业估计的Jones模型经过一定调整后能够较好地揭示盈余管理的程度。因此,本文将使用调整后的Jones模型来衡量盈余管理的程度,模型如下:

$$DA_i = TA_i/A_i - NDA_i \quad (1)$$

其中:DA<sub>i</sub>为经过上期期末总资产调整后的公司i的当期非正常应计利润,代表公司盈余管理的程度;TA<sub>i</sub>为公司i的包含线下项目的总应计利润,即TA=NI(净利润)-CFO(经营活动现金流量净额);A<sub>i</sub>为公司i上期期末总资产。

NDA<sub>i</sub>为经过上期期末总资产调整后的公司i的正常应计利润,根据方程(2)计算得出:

$$NDA_i = \alpha_1(1/A_i) + \alpha_2(\Delta REV_i/A_i) + \alpha_3(PPE_i/A_i) \quad (2)$$

其中: $\Delta REV_i$ 为公司i当期主营业务收入和上期主营业务收入的差额;PPE<sub>i</sub>为公司i当期期末厂房、设备等固定资产原值。

从理论上讲,在计算正常应计利润时,使用行业数据估计出的行业特征参数要比使用样本数据估计出的总体特征参数的效果好。因为行业内公司之间具有更多的同质性,所以假定“同一行业不同公司具有类似的主导变量与应计利润之间的关系”比假定“所有不同行业的样本公司具有类似的主导变量与应计利润之间的关系”更为合理。

夏立军(2003)认为分行业估计正常应计利润的效果较好。因此,为了保证足够的样本量,同时能够体现分行业估计特征,本文在回归模型中引入行业虚拟变量作为控制变量, $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ 是行业特征参数,这些行业特征参数的估计值可根据方程(3)运用经过不同行业分组的数据进行回归取得:

$$GA_i/A_i = a_1(1/A_i) + a_2(\Delta REV_i/A_i) + a_3(PPE_i/A_i) + \varepsilon_i \quad (3)$$

其中: $a_1$ 、 $a_2$ 、 $a_3$ 为 $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ 的OLS估计值;GA<sub>i</sub>为公司i的线下项目前总应计利润,即GA=EBX(经营利润)-CFO(经营活动现金流量净额); $\varepsilon_i$ 为剩余项,代表各公司线下项目前总应计利润中的非正常应计利润,其他变量含义同前。

国外主流的盈余质量评估都是基于时间序列的。即对于面板数据,盈余质量的评估值为公司应计利润分离估计残差的标准差,其移动计算的时间窗一般为10年。这个标准差越大(或越小),盈余质量评估值越大(或越小),则盈余质量越差(或越好)。由于我国股市寿命还较短,只适合采取横截面样本数据估计盈余质量指标(王周伟、邬展霞,2006)。对于横截面样本数据,本文盈余质量指标评估值采用DA<sub>i</sub>的绝对值取中位数的方式计算,如果某一公司DA<sub>i</sub>绝对值在中位数之下,则认为该公司的盈余质量好;如果某一公司DA<sub>i</sub>绝对值在中位数之上,则认为该公司的盈余质量差。

2. 具体模型的设计。资本市场环境下实证会计研究的主要范畴之一是研究财务指标与公司价值之间的相关性。Holthausen和Watts(2001)把盈余信息价值相关性研究分为相对关联研究、增量关联研究和边际信息含量研究(基于事件研究)。有些学者也把相对关联研究与增量关联研究称之为相对信息含量研究与增量信息含量研究。

Easton和Harris(1991)提出的收益模型是目前比较受研究者青睐的盈余信息价值相关性研究模型。收益模型可以说明公司股东在一段时间内的原始报酬率与该时间段内公司的收益水平以及收益变动均相关。一般来说,使用价格模型和收益模型都可能得到合适的结果,但相较而言,收益模型能更好地克服规模和异方差的影响,因此本文以收益模型为基本分析模型:

$$RET_t = \alpha + \beta_1(E_t/P_{t-1}) + \beta_2(\Delta E_t/P_{t-1}) \quad (4)$$

为了衡量盈余质量指标的变动,本文设立虚拟变量D,当盈余质量好时取1,反之取0。模型变化为:

$$RET_t = \alpha + \beta_1(E_t/P_{t-1}) + \beta_2(\Delta E_t/P_{t-1}) + \beta_3(D \times E_t/P_{t-1}) + \beta_4(D \times \Delta E_t/P_{t-1}) \quad (5)$$

以上模型中各变量定义如表1所示。

表1 各变量定义

名称	符号	定义
投资持有收益	RET <sub>t</sub>	公司上一个会计年度结束后第五个月到本会计年度结束后第四个月这一期间的投资持有收益,计算公式为: $\prod_{j=-8}^4(1+R_j)-1$ ,R <sub>j</sub> 表示在上述期间内第j月的收益率
会计盈余水平	E <sub>t</sub>	计算公式为:E <sub>t</sub> =NI <sub>t</sub> /S <sub>t</sub> 。其中:NI <sub>t</sub> 表示第t年的净利润;S <sub>t</sub> 表示第t年年末的股本总额
会计盈余变化	ΔE <sub>t</sub>	计算公式为:ΔE <sub>t</sub> =(NI <sub>t</sub> -NI <sub>t-1</sub> )/S <sub>t-1</sub> 。S <sub>t-1</sub> 表示第t-1年年末的股本总额
收盘价	P <sub>t-1</sub>	第t年四月份最后一个交易日的收盘价
虚拟变量	D	当盈余质量好,即当某一公司DA <sub>i</sub> 绝对值在中位数之下时取1,反之取0

3. 样本选择和数据描述。本文选取了 2007 年沪深两市 1 661 家上市公司作为初选样本, 所有数据均来自色诺芬 (CCER) 数据库, 选取样本遵循如下原则: ①2006 年和 2007 年财务数据、2006 年 5 月到 2007 年 4 月市场收益数据完整的上市公司; ②剔除金融保险业上市公司; ③剔除审计意见为“否定意见”和“无法表示意见”的公司; ④模型所需财务数据和市场数据都有的上市公司。经过①、②、③步筛选出 1 207 家样本公司的数据用于计算盈余质量。根据中国证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》对样本公司进行分类, 初步样本公司在各行业的分布如表 2 所示:

表 2 初步样本在各行业的分布

行业代码和类型	样本数	行业代码和类型	样本数
A	25	C9	16
B	19	D	52
C0	57	E	22
C1	54	F	53
C3	23	G	73
C4	136	H	87
C5	38	J	52
C6	111	K	37
C7	189	L	10
C8	76	M	77

注: 因 C2 行业仅有 2 家公司, 本文将其合并到 C9 行业中。

计算盈余质量后再经步骤④最终获得 1 186 个样本, 样本各变量统计数据如表 3 所示:

表 3 变量描述性统计

	N	Minimum	Maximum	Mean	medium	Std.
RET	1 186	-1.612 30	0.955 50	-0.458 124 5	-0.498 55	0.255 97
E	1 186	-0.492 39	0.226 26	0.010 429	0.017 102	0.057 37
ΔE	1 186	-0.454 34	1.103 25	-0.000 066	0.001 243	0.070 94
DA	1 186	0	0.651 82	0.076 491	0.057 22	0.085 61
DA <sup>-</sup>	609	-0.805 73	-0.000 12	-0.086 688 0	-0.060 83	0.091 29
DA <sup>+</sup>	577	0.000 03	0.651 82	0.078 505 7	0.059 053	0.079 03

本文研究所使用的基本数据处理使用了 Excel 软件, 变量回归分析使用了 SPSS 统计软件。

从表 3 中的数据我们可以看出, 盈余水平的平均值为 0.010 429, 但收益变化平均值却为 -0.000 066。非正常应计利润绝对值的最小值为 0, 最大值为 0.651 82, 正向盈余管理公司组的 DA 标准差为 0.079 03, 比负向盈余管理公司组的 DA 标准差(0.091 29)小。

### 三、实证检验结果及解释

根据方程(3)计算行业特征参数  $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ , 计算结果如表 4 所示。

将表 3 中的数据代入方程(1)、(2)计算出非正常应计利润, 分情况计算盈余质量: 对全样本的非正常应计利润取绝对值, 然后以中位数为标准划分出盈余质量好与盈余质量差的

表 4 不同行业的特征参数

行业代码和类型	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	行业代码和类型	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$
A	-3.3E+07	-0.052	-0.082	C9	1.8E+07	-0.197	-0.373
B	-1.0E+07	0.076	0.075	D	-8 544 894	0.048	-0.086
C0	-2.6E+07	0.016	-0.024	E	1.0E+07	-0.099	0.098
C1	-1 797 995	-0.035	0.016	F	-1 290 406	-0.004	-0.047
C3	-1.5E+07	0.424	-0.261	G	1.1E+07	-0.014	-0.042
C4	7 944 312	0.123	-0.044	H	4.1E+07	0.031	0.038
C5	-2.1E+07	0.013	-0.100	J	-7.8E+07	-0.090	-0.194
C6	-3.9E+07	0.102	-0.089	K	-1.5E+07	-0.045	0.009
C7	-2 425 974	-0.060	-0.059	L	-624 235	-0.227	-0.261
C8	1.1E+07	0.071	-0.003	M	6 915 178	-0.107	-0.115

公司, 分别赋予 D 值 1 或 0。分组后对样本进行基本收益模型分析和加入盈余质量虚拟变量后的收益模型分析, 结果如表 5 所示。 $\beta_1$  和  $\beta_2$  表示的是盈余质量差的公司的盈余水平和盈余变化变量的回归系数;  $\beta_1+\beta_3$  和  $\beta_2+\beta_4$  表示的是盈余质量好的公司盈余水平和盈余变化变量的回归系数;  $\beta_3+\beta_4$  表示的是盈余质量好的公司与盈余质量差的公司整体上盈余反应系数的差别。

表 5 总样本回归结果比较

变量	系数	模型 4	模型 5
截距	$\alpha$	-0.479 *** (-68.695)	-0.485 *** (-67.309)
E	$\beta_1$	2.001 *** (13.090)	1.768 *** (10.108)
ΔE	$\beta_2$	-0.242 ** (-1.955)	-0.194 * (-1.389)
$D \times E_t / P_{t-1}$	$\beta_3$		0.959 *** (2.803)
$D \times \Delta E_t / P_{t-1}$	$\beta_4$		-0.101 (-0.345)
	$\beta_1+\beta_3$		2.727 *** (7.098)
	$\beta_2+\beta_4$		-0.295 (-0.908)
F 值		119.077	62.469
Adj-R <sup>2</sup>		0.166	0.172
N		1 186	1 186

注: 括号内为 t 值, \*\*、\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。 $\beta_1+\beta_3$ 、 $\beta_2+\beta_4$  的检验为局部 F 检验, 经过换算可用 t 检验表示。

从检验结果可以看出, 模型的拟合效果比较好。对照 Ball 和 Brown(1968)、陈晓(1999)等的国际国内比较研究结果, 就本文的样本来看, 我国上市公司会计盈余信息价值相关性比较高。

从模型 4 我们可以看出, 模型中的  $\beta_1$ 、 $\beta_2$  都显著, 这说明

在我国上市公司中,会计盈余水平和盈余变化具有很显著的价值相关性。盈余水平变量的系数为正,说明盈余水平跟投资收益率呈正相关关系;盈余变化变量的系数为负,说明盈余变化跟投资收益率呈负相关关系。

从模型 5 我们可以看出,β<sub>3</sub>+β<sub>4</sub> 为 0.858,在 5%的水平下显著为正,说明盈余质量好的公司 ERC 值比盈余质量差的公司 ERC 值大,投资者更依赖于盈余质量好的公司的会计盈余信息,这说明本文假设得到了支持。β<sub>2</sub> 和 β<sub>2</sub>+β<sub>4</sub> 并不显著,而 β<sub>1</sub> 和 β<sub>1</sub>+β<sub>3</sub> 在 1%的水平下显著为正,且 β<sub>1</sub>+β<sub>3</sub> 为 2.727,大于 β<sub>1</sub>(1.768),这说明盈余水平对股票收益的解释能力要强于盈余变化对股票收益的解释能力,且盈余质量好的公司盈余水平的解释能力要高于盈余质量差的公司盈余水平的解释能力。

如果公司对会计报表进行正向的盈余管理,说明公司对当前盈余水平在市场上的信心不足,或带有其他调高会计盈余的目的;如果公司进行负向的盈余管理,说明公司由于各方面原因要将会计盈余调低,所以本文将样本分为正向盈余管理公司组和负向盈余管理公司组,以更深入地探讨盈余质量和会计盈余信息之间的关系。

本文按照非正常应计利润的正负将样本公司分为正向盈余管理公司组和负向盈余管理公司组。样本中有 576 家盈余质量好的公司,610 家盈余质量差的公司。进行正向盈余管理的公司有 577 家,其中有 290 家盈余质量好的公司;进行负向盈余管理的公司有 609 家,其中有 308 家盈余质量好的公司,具体回归结果如表 6 所示:

表 6 分组后的回归结果比较

变量	系数	正向盈余管理公司组		负向盈余管理公司组	
		模型4	模型5	模型4	模型5
截距	α	-0.542 *** (-53.211)	-0.542 *** (-52.870)	-0.437 *** (-43.026)	-0.445 *** (-42.776)
E	β <sub>1</sub>	2.881 *** (10.264)	2.922 *** (8.146)	2.035 *** (9.465)	3.077 *** (7.262)
ΔE	β <sub>2</sub>	-0.142 (-0.963)	-0.117 (-0.726)	-0.309 * (-1.555)	-0.397 (-1.164)
D×E <sub>t</sub> /P <sub>t-1</sub>	β <sub>3</sub>		0.040 (-0.082)		-1.311 *** (-2.658)
D×ΔE <sub>t</sub> /P <sub>t-1</sub>	β <sub>4</sub>		-0.162 (-0.407)		0.161 (0.388)
	β <sub>1</sub> +β <sub>3</sub>		2.962 *** (4.870)		1.766 *** (2.716)
	β <sub>2</sub> +β <sub>4</sub>		-0.279 (-0.650)		-0.236 (-0.439)
F值		54.615	27.279	83.784	45.056
Adj-R <sup>2</sup>		0.157	0.154	0.214	0.225
N		577	577	609	609

从分组样本来看,进行负向盈余管理的公司的 R<sup>2</sup> 比进行正向盈余管理的公司的 R<sup>2</sup> 要高出 5.4%~7.1%。但两组样

本 β<sub>3</sub>+β<sub>4</sub> 都不显著,说明从整体上来看无法解释本文假设是否成立。β<sub>2</sub> 和 β<sub>2</sub>+β<sub>4</sub> 都不显著,说明无论是对正向盈余管理的公司还是对负向盈余管理的公司来说,盈余质量的好与差对盈余变化的 ERC 值没有显著影响。两组样本的 β<sub>1</sub> 和 β<sub>1</sub>+β<sub>3</sub> 都显著为正,但正向盈余管理公司组中 β<sub>1</sub>+β<sub>3</sub>(2.962)略大于 β<sub>1</sub>(2.922),而负向盈余管理公司组中 β<sub>1</sub>+β<sub>3</sub>(1.766)小于 β<sub>1</sub>(3.077),说明在进行正向盈余管理的公司中,盈余质量好且较少进行盈余管理的公司的盈余水平价值相关性要比盈余质量差且经常进行盈余管理的公司盈余水平价值相关性高;在进行负向盈余管理的公司中,盈余质量差且经常进行盈余管理的公司的盈余水平价值相关性要比盈余质量好且较少进行盈余管理的公司盈余水平价值相关性高。

四、结论

本文以非正常应计利润作为盈余质量的替代指标,分析了盈余质量与会计盈余信息之间的关系。实证研究结果显示:在我国上市公司中,会计盈余水平和盈余变化具有显著的价值相关性。盈余水平跟投资收益率呈正相关关系,盈余变化跟投资收益率呈负相关关系。当把盈余质量作为交叉项代入收益模型时,我们可以发现,盈余质量好的公司比盈余质量差的公司盈余反应系数大,投资者更依赖于盈余质量好的公司的会计盈余信息;盈余水平对股票收益的解释能力要强于盈余变化对股票收益的解释能力,且盈余质量好的公司盈余水平的解释能力要高于盈余质量差的公司盈余水平的解释能力。当样本分为正向和负向盈余管理的公司时,结果却不显著,这可能和我国复杂的股票市场现状有关。好的会计盈余质量能够帮助投资者了解上市公司的财务状况,这时,投资者做投资决策时更依赖于会计盈余。但当市场有效性较低时,投资者就不能利用会计盈余信息进行决策,而是仍关注“消息”,这势必降低公司提供高质量盈余信息的积极性,如此恶性循环,证券市场仍将是投机市场,而不能称之为投资市场。

主要参考文献

1. 陈晓,陈小悦,刘钊.A 股盈余报告的有用性研究——来自上海、深圳股市的实证证据.经济研究,1999;6
2. 储一昀,王安武.上市公司盈余质量分析.会计研究,2000;9
3. 付小平.盈余管理实证研究方法综述.审计与经济研究,2003;5
4. 甘慧华,凌春华.中国股市会计信息的价值相关性研究综述.财贸研究,2002;3
5. 齐伟山,欧阳令南.会计信息披露质量与会计信息价值相关性分析.商业经济与管理,2005;6
6. 夏立军.盈余管理计量模型在中国股票市场中的应用研究.中国会计与财务研究,2003;2
7. 王庆文.会计盈余质量对未来会计盈余及股票收益的影响.金融研究,2005;10
8. 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.会计研究,2006;2
9. 吴联生.盈余管理与会计域秩序.会计研究,2005;5