

国外盈余持续性研究进展:述评与启示^{〔*〕}

○ 贺 宏

(首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070)

〔摘 要〕盈余持续性是财务与会计研究领域的一个永恒议题。盈余持续性是盈余质量的代理变量,持续性更高的盈余在公司价值估价中具有更高的决策有用性。作为发展最快的世界第二大经济体,中国资本市场对于全球范围的投资者和其他市场参与者显得尤为重要。因此,研究中国上市公司盈余持续性对于盈余预测、吸引投资起着至关重要的作用。试对近 30 年来国外的重点文献进行梳理,在此基础上分析我国的研究现状,并结合我国的特殊制度背景,探讨未来研究方向,以期对我国开展盈余持续性的研究有所裨益。

〔关键词〕盈余持续性;制度背景;影响因素;经济后果

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2017.09.023

盈余持续性是财务与会计研究领域的一个永恒议题。一方面,持续性更高的盈余在公司价值估价中具有更高的决策有用性。另一方面,高质量盈余是可持续的且重复发生的,因此盈余持续性亦被视为盈余质量的一个主要指标。

一、盈余持续性与盈余分解

盈余持续性是指盈余创新对预期未来盈余的影响。常用的检验方法是用公司当期的盈余或者盈余分解部分,预测下一期盈余,通过考察回归系数的方法判

作者简介:贺宏,首都经济贸易大学会计学院教授,主要研究方向:会计准则与财务报告、会计理论与税收筹划。

〔*〕本文系教育部规划基金项目“会计准则变迁、盈余持续性与市场定价研究”(项目批准号:13YJA790031)的阶段成果,受到首都经济贸易大学 2016 年度海外研修计划项目资助。

断盈余持续性指标,回归系数越高,盈余持续性越高。在研究会计盈余持续性的问题上,通常有四种分解方法,第一种是将其分解为永久性和暂时性会计盈余,第二种将其分解为应计和现金盈余,第三种是按盈余结构分解盈余,第四种是考查财务报表附注信息对未来会计盈余的增量解释能力。

Ramakrishnan and Thomas 将会计盈余按其持续性分为三类:永久性会计盈余、暂时性会计盈余,以及会计变更带来的价格无关的会计盈余。永久性会计盈余是持续发生的,企业在正常经营过程中获得的收益,持续到未来期间的可能性较高,其他两种盈余的持续性相对较低。^[1] Sloan 则将会计盈余整体分解为应计盈余和现金盈余,并考查这种分解是否有助于提升会计盈余持续性, Sloan 发现,企业现金盈余的持续性强于应计盈余持续性,但是市场没有能够有效识别两者持续性的差异,高估了应计盈余的价值。^[2] 进一步的研究包括将应计以及现金流量进行分解,检验不同组成部分的持续性。会计盈余本身是企业多种业务和会计计量的结果,利润表中,收入、费用、利得和支出等不同盈余组成部分的持续性存在较大差异,所以另一种考查方法是将盈余分解,检验各盈余组成项目是否对未来收益具有更高的预测能力。Lipe 与 Fairfield et al. 检验了解析盈余的持续性特征,研究显示,分解后的盈余在预测未来收益时,具有更高的信息含量,盈余分解提升了对未来收益的预测能力。

二、盈余持续性影响因素

Dechow 认为,报告盈余受到企业经营基本面以及会计报告系统的影响。其中从会计报告系统的角度,大多遵从 Sloan 的分类,从应计项目和现金流量两个角度考查。相对而言,从经营基本面这一角度的研究结论较少,这可能与数据收集的难度和研究设计有关,大量的研究从会计报告系统的角度考查这一问题。

(一)经营基本面影响

Lev 认为盈余持续性受产品类型、行业竞争力、资本密集度和公司规模的影响,这四个变量都与经营不确定性相关联,且都独立于企业所采取的会计政策。Fairfield and Yohn 则考查了不同的产品策略对企业盈余持续性的影响。他们将资产收益率的变动分解为毛利率变动和资产周转率变动,研究发现,资产周转率有助于解释未来盈利变动,资产周转率变动比毛利率变动具有更高的持续性。Nissim and Penman, Penman and Zhang 和 Soliman 也证实,资产周转率变动与未来盈余变化更加相关。以上研究的基本结论是,公司如果采取以成本导向的产品策略(较低的毛利与较高的周转率)比采取差异化产品策略(较高的毛利与较低的周转率)可以带来更高的可持续盈余。

(二)应计项目影响

应计项目是被广泛研究的影响盈余持续性的因素。然而,应计项目的计算随时间变化而有所不同,在正式引入现金流量表以前,应计项目被确定为非现金营运资本加折旧, Sloan, Jones 和 Healy 都是使用这种方法计算应计项目。应用

现金流量表以后, Hribar and Collins 使用盈余与现金流量之差计算应计项目, Richardson et al. 则使用扣除现金以外的净营运资产变动作为一种更全面的应计项目的计量。

一些学者研究了应计项目持续性较低的原因, 主要是由于其对基本面产生影响或者是会计系统允许的自由判断。Fairfield et al. 认为, 较低的应计持续性主要是由于公司基本面带来的影响, 尤其是增长带来的影响, 如投资的增加带来的边际收益和商品价格的下降, 进而影响毛利率。Richardson et al. 把总应计分解为成长部分、效率部分以及两者的交叉项, 他们发现, 这些公司的销售额增加而效率降低, 高应计公司盈余较低持续性的原因并不全都是高增长公司面临的产品边际收益的递减。根据 Richardson et al. 研究, 应计项目反映三种估计差错, 第一, 由于未来事件的不确定性需要管理层对应计项目做出估计, 由于估计误差的存在导致应计项目的可靠性较低, 比如, 产生未预期的保修费用的要求权。第二, 为达到盈余预期, 管理层会使用应计项目进行盈余管理, 包括向上或向下的盈余管理, 从而降低了盈余持续性。第三, 应计项目反映了新的投资, 而投资收益下降, 导致应计项目持续性较低。

进一步的研究检验包括具体是哪种应计项目带来较低的持续性。Richardson et al. 将财务报表项目按照短期和长期、资产与金融项目类别进行划分。他们发现, 短期应计项目比长期应计项目持续性差, 经营类比金融类应计项目的持续性更低, 他们认为这一结果与可靠性和计量误差有关。Thomas and Zhang 发现, 存货项目是导致应计项目持续性较低的一个主要原因。他们认为, 存货项目导致盈余的持续性较低, 这与注销存货有关的计量误差有关。对于减值损失、重组费用等利润表上的特殊项目, 一般的研究结论是, 特殊项目会降低盈余的持续性, 这与特殊项目的暂时性特征有关, 这也解释了应计项目的较低持续性。

(三) 现金流量影响

Dechow et al. 最早将关注点从盈余的应计部分转移到对现金流量的研究上。他们把盈余的现金部分分解成持有现金的变动, 债务融资相关的现金流量以及权益融资相关的现金流量。发现, 分配给权益持有者的现金流量具有较高的持续性, 其他两个现金组成部分同应计项目的持续性保持同等水平, 他们认为这是管理层利用留存现金过度投资造成的, 这为代理问题提供了支持。他们的结论证实, 同应计项目一样, 投资者对于持有现金的变动同样存在错误定价。^[3]

继 Dechow et al. 以后, Chen and Shane 提出了正常的和非正常的现金流量变动的概念。正常现金变动是指朝向企业最佳现金余额的变动, 非正常现金变动则是指偏离企业最佳现金余额的变化。Chen and Shane 认为, 盈余持续性取决于现金变动的性质, 现金变动可能源于公司经营环境基本面的变化, 比如营运资本需求的变化、增长机会和对固定资产的投资, 这些变化都被视作正常的现金变动。同时, 企业亦会产生由代理成本引发的现金变动, 如经理人员偏离股东利益而引发的现金非正常变动, 比如管理层浪费资金在负的净现值项目上, 获取高

额工资或管理层挥霍等。现金非正常变动会引起现金短缺进而不能满足到期偿还债务的需求,限制企业投资净现值为正的项目,进而削弱产品竞争力。他们发现,同盈余的其他组成项目如应计项目和向债权人以及股东的分配相比,非正常现金增加具有较低的盈余持续性,而非正常现金的减少具有较高的持续性。^[4]

三、盈余持续性的经济后果

对盈余持续性经济后果的研究包括盈余持续性在证券市场以及非证券市场的反应。在证券市场的反应又分为对有效市场假设和功能锁定假设两种。在非证券市场的反应,主要集中于盈余持续性对权益资本成本和管理层薪酬的影响。

(一) 盈余持续性在证券市场的反应

Fama 的有效市场假设表明,市场能够区分不同质量的盈余,投资者可用相关信息,准确及时地确定证券价格。盈余持续性是盈余质量的体现,会影响股票定价。盈余持续性越高,盈余反应系数就越大,非经常性损益属于暂时性会计盈余,因此市场通常给予更低的定价。计入利润表的未实现利得和损失对未来收益具有预测价值,但是其盈余反应系数显著低于利润表中的已实现的利润项目。

与有效市场假设不同的是,“功能锁定”假设认为,外部信息使用者仅仅关注公司盈利的绝对数字,而忽视不同盈余构成的持续性差异,从而给予持续性不同的盈余相同的市场定价,即存在市场的错误定价。Sloan 发现,市场并未识别出盈余中应计项目和现金盈余不同的持续性,市场高估了应计盈余的价值,买入低应计公司、卖出高应计公司的投资组合,可以获得超过 12% 的超额投资回报,这种现象被称为应计异象。后续研究对该对冲策略超额回报的解释包括:(1)投资者误读异常应计项目;(2)投资者误读应计的误差或可靠性;(3)投资者误读应计所反映的成长性;(4)预期回报的计量错误或其他研究设计问题。

一些学者则考查了信息披露对盈余持续性的市场反应的影响。Beaver and McNichols 发现,充分的信息披露可以帮助投资者估计这一项目的持续性及估价,当投资者获取更多信息时,应计异象较少发生。Levi 亦证实,应计异象仅存在于那些延迟发布应计信息的公司当中。Hanlon 则从会计税收差异的视角考查盈余持续性及其市场定价。Hanlon 发现,当公司的会计利润显著大于应税所得时,盈余整体、应计项目以及现金流量的持续性都低于会计税收差异较小的公司,在市场定价方面,投资者将会计利润与应税所得的较大差异视为盈余质量的“红旗”,进而减少对整体盈余持续性的预期,对应计项目和现金流量都按照其较低的持续性给予定价。而对于会计税收差异较小的公司,投资者则高估应计项目的持续性,这同 Sloan 等的研究结论是一致的。Hanlon 的结论表明,充分披露会计税收差异的信息有助于投资者评价盈余及其应计和现金流量组成部分的持续性。这也从另一方面证实了充分的信息披露会减少应计异象的产生。^[5]

(二) 盈余持续性与非证券市场

Barber et al. 发现,盈余持续性越高,管理层薪酬对盈余的变动更加敏感,持

续性更高的盈余对薪酬委员会设计薪酬更有用。Ashley and Yang 证实,在盈余持续性较低的公司中,管理层薪酬在现金流量中所占的比重更高,而盈余持续性较高的公司在确定管理层薪酬时,则会赋予会计收益更多的权重。Francis et al.发现,盈余持续性较高的公司,系统性风险较低,信息不对称程度较低,公司的权益资本成本越低。

四、盈余持续性与其他微观和宏观经济现象

早期对盈余持续性的研究大多集中在微观的会计系统层面,近年来则扩展到企业管理的角度诸如管理者能力和董事会职能,以及行业和经济周期等宏观经济现象对盈余持续性的影响。多角度开展对盈余持续性的深入研究,拓宽的研究视野丰富了对盈余持续性问题的认识。

Demerjian et al.发现,管理能力较强的经理会选择更好的项目,对风险有更好的理解,可以更加高效地管理公司业务,管理者能力较强的公司盈余持续性更高。他们还发现,管理能力较强的经理人员对应计项目持续性产生的影响要高于对现金流量持续性的影响,这是因为经理人员对应计项目的估计更加准确,导致应计项目的持续性增加。^[6] Hsu and Hu 则比较了董事会行使咨询和监督功能对盈余持续性的影响。他们发现,当董事会成员更多的行使咨询功能时,公司的盈余持续性更高,盈余与未来现金流量的关联也越高。董事会的咨询功能提高了现金流量以及应计组成项目的持续性。而当董事会行使更多的监督功能时,盈余持续性并没有提高。盈余持续性的提升更多受到董事会的咨询功能影响,而较少受到董事会的监督功能影响。^[7]

经济理论显示,受行业基本面(消费者消费取向,生产技术,监管环境)影响较大的公司的业绩相对更持久。相对应的,偏离行业标准的公司业绩会较快变差,因为模仿会降低行业领先者的竞争优势。经济理论表明,行业业绩比单个公司业绩持续性更高。Hui et al.考察了行业的盈余持续性,他们发现,同单个公司相比,行业盈余的持续性较高。他们进一步将行业和公司的盈余分解为现金流量和应计组成部分,研究发现,在这些盈余组成部分中,行业的现金流量持续性最高,公司的应计项目持续性最低。尽管行业盈余持续性比公司的要高,但是市场未能区分这两种盈余持续性的差异,换句话说,市场低估了行业盈余的持续性,而高估了公司盈余的持续性,市场未能正确将两者的差异反映在股价当中。Hui et al.认为,较早研究发现的现金流量较高的持续性,以及应计项目较低的持续性主要是由行业和公司层面所带来的。这些结果证实,市场显著低估了行业范围的现金流量的持续性,而显著高估了公司层面的应计项目的持续性。^[8]

除行业因素外,宏观经济周期的变化亦影响公司的盈余持续性。Johnson 发现,盈余持续性同通货膨胀率、GDP 增长等宏观经济变量相关联。Tomy 建立的分析框架表明经济周期主要通过影响公司基本面及管理层盈余动机来影响公司盈余持续性。当经济周期进入扩张阶段,公司的销售和生产都会增加,导致

存货、应收和负债应计项目增加,公司未来盈利比较稳定,公司盈余也表现的更为持续;与之对应的,当经济周期进入衰退期,行业整体业绩会出现下滑,公司未来盈利的不确定性增强,应计项目向相反方向变化。当经济周期在不同阶段变化时,管理层操控盈余的动机会发生变化,进而影响盈余的持续性。

五、启 示

自赵宇龙等最早报告中国证券市场存在明显的“功能锁定”现象^[9]以来,我国开展盈余持续性的研究已有十多年的历史。国内学者的研究已经多角度探查了盈余持续性问题,但还有待于进一步深入,近年来,我国引入国际财务报告准则后,企业会计准则发生较大变化,中国的资本市场、经济发展、行业竞争以及上市公司的报告动机等都与国外存在差异,借鉴国外的成果,国内学者应当针对这些影响我国上市公司盈余持续性的具体因素和经济后果,加强以下方面的研究:

1.考虑我国特有的会计制度以及相应内控制度对上市公司盈余持续性带来的影响。为提升会计信息质量,2007年中国引入国际财务报告准则并实现了与之趋同。2008年,一套相应的新的内部控制评价体系被引入,要求上海和深圳的上市公司每年进行内控测评并出具报告。国际财务报告准则是以原则为基础的高质量准则,而此前,中国的会计准则是以规则为基础的,前者增加了更大的判断空间,此外,修订后的企业会计准则的一个重大变化是公允价值计量方式的广泛使用。38项准则中有25项要求或允许使用公允价值作为资产和负债项目最初或后续计量方式。根据现有研究结论,应计项目较低的持续性可能源于其计量误差或可靠性较低。那么中国引入国际财务报告准则后,应计项目乃至盈余整体的持续性是否降低,进而与最初引入国际财务报告准则的初衷相悖?国际财务报告准则大量使用公允价值,那么公允价值的运用是否引起盈余的更大波动性,进而降低其持续性?相应的内控评价制度体系是否有助于提升盈余持续性?回答这些问题有助于评价我国会计制度变迁的效果,更客观的评价会计准则对盈余持续性带来的影响。

2.更多的考虑中国资本市场特征以及地区经济发展差异对盈余持续性的影响。与西方国家不同的是,中国资本市场的一个主要特征是国有企业占主导地位。2012年底,国有控股公司占我国A股上市公司数量的38.5%,占A股上市公司总市值的51.4%。这种独特的所有权结构影响着管理层的报告动机。国有企业通常会得到更多的政府支持,例如优惠的银行贷款、税务减免以及直接补助,进而减少了对外来资本的依靠,因此在财务报告过程中,降低了透明的财务报告的动机。此外,关联方交易以及在经营中政治和社会关系的使用也减少了国有企业向外部投资者提供高质量会计信息的动机。因此,在研究盈余持续性时,对国有和非国有企业进行区分,可以作为对管理层报告动机的一个考查,据以检验管理层报告动机对盈余持续性产生何种影响。此外,中国的地区经济发展存在较大差异,而地区差异影响着盈余质量以及审计师的选择。研究表明,在

经济相对不发达的地区,中央和地方的国有企业更倾向于雇佣当地的审计师,而在经济发达的地区,这种趋势明显减少。那么引入国际财务报告准则后,在经济发达与不发达地区,上市公司盈余持续性是否仍然存在差异?修订后的企业会计准则对不同地区上市公司盈余持续性的影响是否存在差异?

3.考虑中国经济发展的特点尤其是行业间的竞争差异对上市公司盈余持续性的影响。中国经济的最大主体是工业行业,中国目前所处的是工业化发展阶段。在各产业中,工业企业发展最快。在与世界接轨的过程当中,工业企业的市场化和国际化进程最快。同非工业企业相比,工业企业的竞争更加激烈,增长机会更多,对外来资本的竞争更激烈。修订的企业会计准则的一个目的是提升财务报告质量以吸引外部投资者,从理论上说,这种效果对工业企业的影响会更大。那么实施企业会计准则后,工业企业的盈余持续性是否显著提高?修订后的准则对不同行业上市公司盈余持续性的影响是否存在显著差异?

4.考虑中国证券市场退市公司的特殊动机对盈余持续性的影响,并加强盈余持续性在债务市场作用机理的研究。中国证监会要求连续三年亏损的公司退市。为避免退市,亏损公司有更大的动机操控盈余,导致盈余持续性较低,假设持续亏损公司的盈余管理动机是不变的,修订后的规则导向的企业会计准则是否会提升这类公司的盈余持续性?此外,盈余持续性对债务市场的影响是需要研究的一个课题。一些研究考查了会计信息在债务契约中的作用,但是对于盈余持续性特征对债务市场的作用鲜有考查,而不论是中国还是全球化债务市场的发展都表明亟需对这一课题开展研究。

注释:

[1]Ramakrishnan,R,J.Thomas,"Valuation of Permanent,Transitory,and Price—Irrelevant Components of Reported Earnings",*Journal of Accounting,Auditing&Finance*,1998,13.

[2]Sloan,R,"Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?",*The Accounting Review*,1996,71,pp.289—315.

[3]Dechow,P,Richardson,S,Sloan,R,"The persistence and pricing of the cash component of earnings",*Journal of Accounting Research*,2008,46(3),pp.537—566.

[4]Chen,J.,Shane,P.,"Changes in cash;persistence and pricing implications",*Journal of Accounting Research*,2014,52,pp.599—634.

[5]Hanlon,M."The persistence and pricing of earnings,accruals and cash flows when firms have large book—tax differences",*The Accounting Review*,2005,80,pp.137—166.

[6]Demerjian,P.R.,Lev,B.,Lewis,M.F.,McVay,S.E."Managerial Ability and Earnings Quality",*The Accounting Review*,2013,88(2),pp.463—498.

[7]Hsu,Pei Hui,Hu,Xuesong,"Advisory Board and Earnings Persistence",*Journal of Accounting Auditing & Finance*,2015.

[8]Hui,KW,Nelson,KK,Yeung,PE,"On the persistence and pricing of industry—wide and firm—specific earnings,cash flows,and accruals",*Journal of Accounting & Economics*,2016,61(1),pp.185—202.

[9]赵宇龙、王志台:《我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究》,《经济研究》1999年第9期。

〔责任编辑:刘 鑫〕