

学校编码: 10384 分类号_密级_

学号: 15520141151905

UDC___

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

盈利波动、盈余管理与企业价值——基于我国上市公司数据的实证研究与评估应用

Profit Volatility, Earnings Management and Firm Value: An Empirical Study Based on Listed Companies in China and Appraisal Application

魏 氏

指导教师姓名: 纪益成

专 业 名 称: 资产评估

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: ___

评阅人: ___

2017 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

我国资本市场经过二十余年发展,市场的价值发现功能已逐步显露,但仍不时发生市场价格非理性波动,通过对企业信息分析更加科学地预测企业的价值创造能力并对企业价值进行判断和评价,是投资者、债权人、企业管理层,以及价值分析和评估相关人士们共同面临的一个现实而紧迫的研究课题。盈利波动包含盈利质量、经营风险等重要信息,现有研究对于盈利波动对企业价值有何种作用以及盈利波动何等部分对企业价值存在作用尚无定论;企业中普遍存在的盈余管理将对盈利波动产生影响,现有研究极少在研究中考虑盈余管理对盈利波动的影响以及考察盈余管理平滑盈利维护企业价值的有效性。由于盈余管理的存在,企业披露的财务信息与真实生产经营活动并不一致,因此考虑盈余管理的影响对盈利波动与企业价值关系以及盈余管理平滑盈利维护企业价值的有效性进行研究并基于实证结果将盈利波动与盈余管理因素引入企业价值评估是本文的主要研究内容。

本文从是否以真实生产经营为基础的视角对盈利波动进行分析,并引入盈余管理模型,认为非操纵应计利润波动与经营活动现金净流量波动可以有效反映真实生产经营活动盈利波动信息。本文利用 2002 年至 2014 年间 A 股上市公司共 3063 例样本对盈利波动与企业价值关系、盈余管理平滑利润维护企业价值有效性进行实证研究,发现企业价值仅与具有真实生产经营活动基础的真实盈利波动有关,现金流波动对企业价值的负向作用具有普遍性,非操纵应计利润波动总体上对企业价值具有负向作用,但在低成长性和低财务风险企业中该作用不显著;盈余管理有效性方面,应计盈余管理无效,生产操纵因成本实际存在且较高而欠缺有效性,销售操纵因成本隐性而相对有效。本文基于实证结果,通过基于 Boosting 集成学习的 MLP 神经网络建模将盈利波动与真实盈余管理引入企业价值评估市场法的应用,为市场法的改进提供具有实际应用意义的借鉴。

关键词: 盈利波动; 企业价值; 企业价值评估

ABSTRACT

The market value discovery function has been gradually revealed after more than 20 years development of China's capital market, but the market price irrational fluctuations still exist. Predicting the value creation ability and judging enterprise value scientifically through the analysis of enterprise information is a real and urgent research topic faced by investors, creditors and business managers. Profit volatility include important information such as profitability, operational risk and so on, but the traditional financial analysis as an important tool for the analysis of enterprise value is lack of profit volatility. The financial information disclosed by the enterprise is not consistent with the actual production and operation activities because of the exist of earnings management. It is the main research content of this paper to study the relationship between profit volatility and enterprise value considering the impact of earnings management and introduce profit volatility and earnings management factor into enterprise value evaluation.

This paper analysed the profit volatility from the perspective of real production and operation and introduced the earnings management model, thought the fluctuation of net cash flow from non-operating accruals and net cash flows from operating activities reflecting the volatility of real production and operation activities. In this paper, a total of 3,063 samples of China listed companies from 2002 to 2014 are used to analyze the relationship between earnings volatility and firm value, the effectiveness of earnings management smoothing profit to maintain enterprise value. Found that enterprise value only with the profit volatility based on real production and business activities. The negative effect of cash flow fluctuation on firm value is universal. Non-accrual accrual volatility generally has a negative effect on firm value, but the effect is not significant in low-growth or low-risk firms. For earnings management effectiveness, accrual of earnings management is invalid, production manipulation due to the high cost is lack of effectiveness, sales manipulation is relatively effective. Based on empirical results, introduced profit volatility and real earnings management into the enterprise value evaluation by the application of MLP neural network based on Boosting integrated learning, providing a practical reference for the improvement of market approach.

Key Words: Profit Volatility; Firm Value; Business Valuation

目录

第一章 引言	1
第一节 研究背景、动机与意义	1
第二节 论文结构与思路	6
第三节 研究创新与不足	6
第二章 文献综述	8
第一节 盈利波动与企业价值关系研究	8
第二节 盈余管理与企业价值关系研究	10
第三节 近期企业价值评估市场法改进研究	11
第三章 盈利波动、盈余管理与企业价值关系的理论研究	13
第一节 盈利波动与企业价值关系理论分析与假设	13
第二节 盈余管理平滑盈利从而维护企业价值有效性理论分析与假设	17
第三节 盈利波动、盈余管理与企业价值关系理论研究总结	19
第四章 盈利波动与企业价值关系实证研究-引入盈余管理因素	21
第一节 数据来源	21
第二节 变量设计与模型设定	22
第三节 描述性统计	32
第四节 实证结果与分析	35
第五节 稳健性分析	42
第六节 进一步研究	47
第五章 基于市场途径方法的评估应用	61
第一节 模型分析与构建	61
第二节 样本建模与分析	66
第六章 研究结论与实践建议	78
第一节 研究结论	78
第二节 实践建议	79
参考文献	81
附录	85

Contents

Chapter1 Introduction	1
1 Research background,motivation and meaning	1
2 The structure and thinking of the paper	6
3 Innovation and deficiency	6
Chapter2 Literature review	8
1 Research on the relationship between profit volatility and firm value.....	8
2 Research on the relationship between earnings management and firm value	10
3 Research on the improvement of market approach	11
Chapter3 Theoretical study on the relationship between profit volatility, earnings management and firm value	13
1 Theoretical analysis and hypothesis of the relationship between profit volatility and firm value.....	13
2 Theoretical analysis and hypothesis of the earnings management effectiveness	17
3 A Summary of theoretical research on the relationship between profit volatility, earnings management and firm value.....	19
Chapter4 Empirical study on the relationship between profit volatility and firm value - with earnings management	21
1 Data sources	21
2 Variable design and model setting.....	22
3 Descriptive statistics	32
4 Empirical results and analysis.....	35
5 Robustness analysis.....	42
6 Further research	47
Chapter5 Application of evaluation based on the market approach	61
1 Model analysis and construction	61
2 Sample modeling and analysis.....	66
Chapter6 Research conclusions and practical suggestions	78
1 Research conclusions.....	78
2 Practical suggestions.....	79
References	81
Appendix	85

第一章 引言

第一节 研究背景、动机与意义

一、研究背景

我国股票投资市场中蕴含一定非理性情绪,特定时间段内该情绪得到极大程度爆发从而引起资本市场剧烈波动,2014年7月至2015年7月我国A股市场的暴涨暴跌是其近期现实印证,该现象的客观存在反映出我国A股投资市场整体来看虽然是以理性价值投资为基底,但非理性价值判断在特定时间段内会导致股票市场价格相对企业价值产生明显偏离。非理性价值判断的存在一方面是因为投资者非理性投资情绪的固有性,另一方面则是因为现有科学的企业价值分析与判断手段仍需进一步加强与完善,当投资者拥有的企业价值分析手段对于企业某部分信息与企业价值之间的关系未能充分揭示时,便可能会导致在价值判断过程中存在一定的理性盲区,从而非理性价值判断便成为补充手段。以上基于资本市场事实的分析以投资者的角度切入,事实上不局限于投资者,企业信息与企业价值之间的关系揭示地越充分,投资者、债权人以及企业管理层以企业现有信息为基础对价值现状与价值走向的判断更加准确,从而建立在其基础上的投资决策与生产经营决策愈加有效,价值分析和评估相关人士亦可提高服务质量与可信度。通过企业信息分析更加科学地预测企业的价值创造能力并对企业价值进行判断,是投资者、债权人、企业管理层,以及价值分析和评估相关人士们共同面临的一个现实而紧迫的研究课题。

外部投资者与企业管理层中,外部投资者的自身利益与企业价值绑定程度较管理层而言更高,这是由于委托代理问题的存在,管理层会在企业价值与个人利益之间进行权衡取舍从而导致非一致性的可能,从这个角度来看,外部投资者为维护自身利益企业价值分析与判断对其重要性更加凸显。同时外部投资者在企业信息的获取上相较于作为内部人的管理层而言具有天然劣势,投资者调研是投资者了解上市公司最直接有效的方式,根据WIND统计数据,2014年至2016年我国调研机构数量不断增长,与此同时被调研公司占全部上市公司的比例却从49.46%下降至47.18%,且在接受调研的企业中调研活动集中于少数企业,由于大多数企业未开展有效的投资者调研与沟通活动,外部投资者切实接触企业的机会较少,除企业发布的新闻、公告外,定期发布的财务报表是企业向外界传递的

最重要的信息之一。根据中国证券投资者保护基金调查报告显示，2016 年上市公司基础信息披露设置为 10 项，但平均披露仅为 5.4 项，在企业新闻、公告披露质量不高的情况下，财务信息的重要性愈加凸显，同时财务分析亦是投资者根据企业的历史信息对企业的未来发展作出预期并对企业价值进行判断的重要手段。

传统的以杜邦财务分析体系为核心的财务分析体系，对企业财务状况的综合评价注重基于时间节点的静态分析，没有采用动态的视角去考察企业的盈利活动。传统的财务分析重点关注盈利能力、运营能力、财务风险三个方面，企业的设立与运营以获取盈利为目的，盈利的绝对规模固然是投资者回报的主要体现，但将企业视为一个持续经营的动态系统时，盈利质量不仅反映了特定的盈利规模为投资者带来的真实回报，也揭示了盈利获得背后的生产经营信息以及当期的盈利获得对未来持续经营的影响，因此盈利规模与盈利质量的综合考量才能更加全面的挖掘作为企业财务状况分析核心的盈利活动信息。现有对盈利质量的研究一般集中于盈利的应计质量、持续性、可预测性与可实现性，而对于盈利波动性的研究极少。盈利波动性反映企业盈利在一定时期内的波动，是盈利质量动态性信息的体现，也是企业经营风险的体现。由于企业系统内风险的传递性，盈利波动性将影响对企业未来财务风险的预期，无论盈利质量还是风险因素都是企业价值的重要影响因素，因此蕴含企业多方面信息的盈利波动性在企业价值研究过程不应被忽视，同时应成为企业价值分析与判断实践中的重要考量因素。

就管理者会计原则选择问题以管理者以效用最大化作为会计原则选择标准、管理者的效用与收入及公司规模等相关、管理者实现效用需要以股东对企业业绩满意为前提条件等为合理假设，若股东将盈利稳定性纳入企业业绩满意程度的考量范围，管理者在其能力范围内会对企业的报告利润进行平滑（Gordon, 1964）。在实践中企业股东亦的确对盈利波动具有敏感反应，同时有大量研究表明企业管理层普遍进行不同程度的盈余管理，被较高程度操纵的盈余信息明显增加了外部投资者与企业管理层之间的信息不对称程度，管理层的盈余管理行为将产生多余的信息，若投资者的识别能力较低，这些信息可能会由于信息不对称的存在而产生实际的作用。企业管理层通过盈余管理对财务报表的修饰扭曲了企业真实信息向外界的传递，传统的财务分析未对企业披露的财务报表中非真实信息进行辨别，

未从整体上对财务状况质量加以把握和评价,进而通过财务分析为企业的价值判断提供信息与依据。一般而言企业管理层的盈余管理手段主要有应计盈余管理与真实盈余管理,其中应计盈余管理主要通过选择适当的会计政策对存货、费用、减值损失、摊销等应计项目进行跨期调配来平滑盈利,其将产生非真实的信息;真实盈余管理则通过销售控制、生产控制与费用控制等手段,在一定程度上对企业正常生产经营活动进行调整从而平滑盈利,其将扭曲企业的正常生产经营但产生的相应信息确为企业的真实信息。因此有必要将盈余管理因素引入盈利波动性与企业价值关系的研究,将各种信息重新梳理,进而基于更加真实完整的财务信息考察盈利波动性、盈余管理与企业价值之间的关系,反映投资者现阶段对企业财务信息的认识与使用效率,这对完善投资者的企业价值分析与判断手段具有现实意义,并对企业管理层进行经营调整、风险分析与市值管理等提供参考。

企业价值分析与判断建立在价值影响因素与企业价值之间关系揭示的基础上,当前投资者主要使用收益法与市场法进行企业估值,虽然市场法评估结果与企业公允价值联系最为紧密,在资本市场发达国家市场法运用最为广泛,但在我国市场法使用较少(岳公侠,2011)^[1],这主要是因为市场法的使用有两方面的难点:1、可比企业选取的科学性与合理性;2、调整因素选取的科学性与完善性。传统的市场法以价值乘数为核心,以相似企业的价值乘数为基础调整得出评估标的的价值乘数。基于最终评估结果准确性的考量,进行参照的可比公司一般选择3—5个,而参照样本较少势必引起可用信息总量减少,对于参照样本信息质量的要求相应提高即可比公司应与评估标的尽可能相似,一方面企业特征变量众多且部分变量存在量化难度,另一方面企业之间的差异性本身就是大部分企业的发展目标,因此可比企业选取存在难度。评估标的与可比企业之间的调整因素理论上应越全面越好,但部分调整因素存在量化难度而无法引入评估应用,同时大部分调整因素的运用以相应因素与价值比率存在正比关系的假设为基础,这一假设虽然简化了评估计算的过程但精确性有待考量。现有评估实践进行因素调整时鲜有将盈利质量与盈余管理作为考量对象,盈利波动作为盈利质量指标与盈余管理一起包含企业盈利、增长与风险等方面的深层信息,虽然理论上已有学者提出盈利波动性应作为企业估值的参考指标(胡诗君,2011)^[2],但尚无具体的评估应用研究成果;同时市场法以财务信息为基础,盈余管理信息是财务信息构成部分,

作为企业管理层出于多种目的制造的增量信息应在评估过程中得到明确体现。将盈利波动性与盈余管理因素引入市场法评估可以完善我国资本市场中评估市场法的应用，为市场法的推广应用起到一定的推动作用，亦有利于我国资本市场与国际资本市场接轨。

二、研究动机

本文通过实证研究在引入盈余管理因素的基础上探讨盈利波动性与企业价值的关系，并基于理论与实证研究结果通过基于 Boosting 的 MLP 神经网络构建包含盈利波动与盈余管理因素的企业价值市场法评估模型，本文进行上述研究的主要动机如下：

1、盈利与盈利质量是国内外学者研究的一个热点，但由于盈利质量研究早期更多集中于管理学相关内容范畴，现有盈利与盈利质量的研究主要集中于盈利质量评价、企业治理、投资决策与审计等方面，不过仍有部分研究对盈利质量与企业价值的关系进行研究，表明盈利质量与企业价值关系研究已得到部分学者的重视，继续深入该方面研究具有一定的研究基础与研究价值。

2、盈利波动与盈余管理同属于盈利质量研究的范畴，目前盈利质量相关研究中大多数对于盈利质量各要素的考察相对独立，但已有学者在研究中考察盈利质量各要素之间的影响，如考察应计质量与盈余持续性、盈余可预测性之间的关系，表明盈利质量各要素客观上并不是完全独立的，在盈利波动研究中引入盈余管理因素具有一定研究空间。

3、关于盈利波动与企业价值关系的研究已形成一系列研究成果，只有极少数学者在研究中考察盈余管理的影响，但仅是将盈余管理因素引入相关研究的初步尝试，量化盈余管理因素影响的方式较为简单，不过已说明该问题得到了相关学者的重视，盈余管理的影响是盈利波动与企业价值关系研究中客观上需要考虑的因素。随着盈余管理模型的发展与完善，以现有研究为基础在该方向进行深入研究，对现有研究遗留的或已经发现但处理方式存在拓展空间的问题进行探讨，是对盈利波动与企业价值关系研究领域的合理拓展。

4、将盈余管理模型引入盈利波动的估计，对于盈余管理模型对盈余管理规模估计的有效性具有较高的要求，近年来学界形成较多基于修正 Jones 盈余管理

模型的实证研究成果，侧面印证了盈余管理模型的有效性，为本文研究的展开提供了客观支持。应计盈余管理模型主要被用于估计企业的应计盈余管理规模，在应计盈余管理模型对应计盈余管理规模估计的有效性得到较多学者认同的基础上，近期有学者提出利用应计盈余管理模型估计应计盈余管理规模的功能，通过合理的量纲转换将其作为剔除企业管理层应计盈余管理影响的工具，并在相关研究中取得一定成果，这为将盈余管理模型引入盈利波动的估计提供了研究借鉴与研究空间。

5、现有研究对于现金流波动与企业价值的关系已基本形成一致结论，但对于净利润波动与企业价值的关系存在多种看法，该等现状存在的部分原因是由于净利润波动中包含企业管理层的盈余操纵因素，而现有研究很少或未能较好地考察或量化该因素的影响。企业价值研究特别是与资产评估相关联的企业价值研究，研究的目的之一即是对企业价值影响因素与企业价值之间的关系进行深层次的揭示，对其价值关系进行梳理并探寻具有高估值效力的价值影响因素，本文研究是对该思想的实践。

6、传统企业价值市场法评估中考察的价值影响因素较少，部分参数需要依靠评估师基于从业经验的职业判断，虽然通常情况下评估师对于参数的取值相对合理，但由于客观上部分参数的选取由评估师主观确定，市场投资者因信息不对称与评估知识缺乏可能会对该等参数取值产生质疑，而本文构建的评估模型数据取值均为公司公告的经审计数据和市场公开数据，并且评估拟合过程完全通过计量软件进行，评估师主观判断的空间较小，投资者不易产生质疑，同时本文将盈利波动、真实盈余管理加入评估模型，可以实现对企业盈利、增长与风险的更深层次的考察。

三、研究意义

本文试图将盈余管理引入盈利波动性与企业价值关系的研究中，科学地提取盈利波动性信息，对现有的盈利质量及企业价值研究进行完善与拓展，然后以实证研究结果为基础，选择合适的方法将盈利波动与盈余管理因素引入企业价值评估市场法之中，力图为市场法的改进提供可行、有效的借鉴。本文研究意义主要体现在学术和现实意义两方面。在学术意义方面，本文创新地结合盈余管理模型

对盈利波动性进行估计，并且考察了不同组别之间盈利波动性的作用差异，为盈利质量、企业价值领域的研究增添了新的内容；从盈利波动性、盈余管理的角度为企业价值评估市场法的研究进行补充，为传统市场法评估中调整系数难以量化的调整因素的评估应用研究提供参考借鉴。在现实意义方面，对企业价值影响因素进行更深层次的揭示，同时侧面反映了我国资本市场对企业财务信息的判断能力；基于现实结果为企业管理层平滑利润与进行盈余管理提供决策参考，为外部投资者的投资分析与决策提供参考；建立包含盈利波动性、盈余管理因素的市场法评估模型，为我国资本市场的价值评估实践提供具有实际应用意义的借鉴。

第二节 论文结构与思路

本文主要研究盈利波动与企业价值的关系，在研究过程中创新地引入盈余管理因素，对盈利波动与企业价值的关系进行全面且深入的考察。本文第一章就盈利波动对企业价值分析与研究的重要性、在研究中引入盈余管理的必要性、盈利波动未在企业价值评估市场法中得到应用等研究背景以及本文的研究意义进行论述。第二章对学者们关于盈利波动与企业价值关系、盈余管理与企业价值关系、企业价值评估市场法改进的研究进行回顾，明确现有研究的不足。第三章在盈利波动研究中引入盈余管理因素，将盈利分为应计盈余管理操纵信息、非操纵应计利润与经营活动现金净流量，提出非操纵应计利润波动与现金流波动具有生产经营活动基础，为真实盈利波动；接下来对盈利波动与企业价值关系、盈余管理平滑盈利维护企业价值是否完全有效进行论述并提出假设。第四章利用我国上市公司数据通过实证研究对研究假设进行检验，并展开进一步研究。第五章基于实证研究结果，利用基于 Boosting 的 MLP 神经网络进行评估建模，将真实盈利波动与真实盈余管理作为价值因素引入企业价值评估市场法的应用。第六章对研究进行总结，并基于实证与评估应用研究结果为资本市场参与者的实践活动提出建议。

第三节 研究创新与不足

一、研究创新

本文研究的创新主要体现在以下方面：

1、创新地引入盈余管理模型从是否以真实生产经营活动为基础的角度对企业盈利及其波动进行分析并构造变量进行企业价值研究领域的实证研究，并考察了管理层使用各种盈余管理手段平滑利润维护企业价值的有效性与不同成长性、财务风险企业中盈利波动与企业价值关系的差异，根据实证结果就相关问题给出全新维度的解释。

2、将盈利波动与真实盈余管理因素引入企业价值评估市场法研究，加深了评估市场法对企业考量的维度与内涵，为企业价值评估方法改进的研究方向提供新的参考；使用基于 Boosting 集成学习的 MLP 神经网络而非标准 BP 神经网络进行评估建模，降低评估中可比企业选择与调整系数计算的难度。

二、研究不足

1、本文仅就相关价值因素与企业价值的关系进行理论上的定性分析，未就相关价值因素与企业价值建立科学的理论模型，通过严谨的证明、推导定量分析其作用机制。

2、本文未提出将真实盈余管理活动形成的盈利信息从非操纵应计利润与现金流中剔除的模型，从而未能将研究进一步深入，对真实生产经营活动形成的盈利波动对企业价值的影响是否存在一般决策（企业生产经营的固有规律）形成与额外决策（管理层的真实操纵）形成的差别进行探究。

3、基于数据可获得性的考虑，本文实证研究以上市公司为研究对象，研究得出的相关结论未使用非上市公司数据进行检验，结论的普适性可能受到一定程度影响。

第二章 文献综述

第一节 盈利波动与企业价值关系研究

国外学者较早展开盈利波动与企业价值关系的相关研究,但在研究过程中一般把以净利润衡量的盈利波动与以经营活动现金净流量衡量的现金流波动性视为独立的两类波动,对于盈利组成不进行区分。Brennan&Hughes (1991)^[3]发现投资分析师避免选择推荐具有高盈利波动性公司的股票,高盈利波动增加了其对未来业绩产生错误预期的可能性,同时从盈利波动背后反映的生产经营的惯性来看,也增大该公司产生负盈余的可能性,高盈利波动的以上后果导致借贷成本增加,因此机构投资者不愿持有该公司的股票,从而公司价值受到负面影响。Froot&Scharfstein and Stein (1993)^[4]研究认为现金流波动性增大可能会相应提高企业外部融资需求,由于外部融资成本一般高于内部融资成本,现金流波动性增大将约束企业的投资规模,机构投资者对于该类公司的投资兴趣相应降低。Ronnie Rarnes (2001)^[5]利用托宾 Q 值作为企业价值的代理变量研究发现,在控制了企业规模、财务杠杆、投资支出及现金流波动性等因素的影响之后,以净利润衡量的盈余波动性仍然与托宾 Q 值显著负相关,认为除现金流外,盈余中其他部分的波动也与企业价值显著负相关。Rountree (2008)^[6]利用美国上市公司 1987-2002 年的数据实证发现,美国股票市场中现金流波动性增大会损害企业价值,但以净利润衡量的盈利波动性与企业价值无显著相关关系。其通过理论分析认为:企业现金流波动性越高,未来生产经营活动的不确定性越强,从而导致投资者要求更高的投资回报率。早期的研究普遍认为盈利波动性与企业价值负相关,Rountree (2008)^[6]将盈利分为经营净现金流与总应计利润,在之前研究盈利与现金相对独立的基础上实现突破,但得出盈利波动与企业价值无关这一与早期研究结果不一致的结论。

国内盈利波动与企业价值关系的相关研究较少,相关研究成果一般形成于 2010 年之后,普遍受到 Rountree (2008)^[6]研究的影响。陈学彬 (2010)^[7]通过设定样本时点前五个季度为盈利波动的估计期实证发现,公允价值变动损益将显著影响公司的盈利波动,并且投资者会对正常每股收益波动与公允价值变动损益带来的公司盈利额外波动要求风险溢价,从而相关波动降低公司价值。尽管陈 (2010) 的研究存在选择的数据估计期数较短、样本量较小且估计期为前置估计

等问题, 仍可以表明除现金流波动外, 盈利中的其他组成部分的波动亦有可能影响企业价值。刘西友(2010)^[8]通过设定样本时点前五个年度为各类波动的估计期实证发现, 以净利润衡量的盈利波动性与以经营净现金流量衡量的现金流波动性之间不一致的部分对盈余反应系数具有增量解释力, 可以为市场参与者提供有效信息。但刘学彬(2010)^[8]的研究与直接研究应计波动对企业价值的影响仍具有较大差异, 例如当盈余波动与现金流波动一致时, 难以判断对应的应计波动信息是否会对盈余反应系数产生影响, 且该研究未表明盈利波动与现金流波动之间不一致具体通过何种部分产生影响。陈海强(2012)^[9]以 Rountree(2008)^[6]的研究为基础, 使用 1999-2008 年沪深上市公司年样本数据共计 2724 个样本对现金流波动、盈利稳定性与企业价值之间的关系进行实证分析, 创新地通过设定样本时点后六个半年度为各类波动的估计期研究发现现金流波动性与企业价值显著负相关, 并进一步认为只有现金流系统性波动会对企业价值产生影响, 且主要是通过反映企业未来经营的不确定性从而提高投资者的预期资本报酬率, 相应降低企业价值。陈海强(2012)^[9]研究认为盈利波动性与应计利润波动性由于应计盈余管理的存在无法提供与企业价值相关的信息, 该结论与投资者相较现金流量表普遍更加关注利润表的事实不一致; 同时陈海强(2012)^[9]又认为投资者可以识别出企业管理层的应计盈余管理行为, 且通过将应计利润与现金流的相关系数作为应计盈余管理规模的代理变量实证发现应计盈余管理规模与企业价值负相关, 陈一方面认为应计盈余管理的存在掩盖了盈利波动与应计利润波动中的有效信息, 另一方面又认为投资者可以识别企业的应计盈余管理, 观点之间存在一定的矛盾。谭洪涛(2013)^[10]对历史成本净利润、净利润和综合收益总额等三类盈利波动与资本市场投资风险的关系进行研究, 使用 2007-2012 年共 1084 个样本实证发现, 净利润是衡量资本市场投资风险最核心的指标, 且净利润波动与股价显著负相关, 但净利润反映的信息由多种成分组成, 谭洪涛(2013)^[10]并未对其进行深入研究。胡诗君(2015)^[2]通过设定样本时点前 12 个季度为各类波动的估计期利用 2004-2013 年 A 股上市公司共 2865 个样本实证发现, 现金流波动性与企业价值负相关, 但将现金流波动与净利润衡量的盈利波动同时引入模型后发现, 盈利波动与企业价值呈现正相关关系, 其认为这可能是由于市场上存在一定投机情绪的原因, 盈利波动大的企业可能会出现较大的盈利翻转即业绩暴涨, 而

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库