

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17520121151083

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕士学位论文

盈余中现金流成分的持续性及其对股票回  
报的影响

——基于中国 A 股市场的经验研究

The Persistence and Influence on Stock Return of the Cash

Component of Earnings

——Evidence from China

胡怪怪

指导教师: 于李胜 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席:

评阅人:

2015 年 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):

胡悦悦

2015年5月22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）：

  
2015年5月22日



## 摘要

三大报表（资产负债表、利润表与现金流量表）作为财务报告的核心内容，其在一个公认的规范框架范围内（企业会计准则）提供了企业的相关信息，但是一方面由于管理层行使合理的自由裁量权可能导致会计信息的失真或选择性忽略，另一方面由于投资者深层次解读报表的能力存在一定的不足，财务报表的决策有用性不能被深度地挖掘出来。因此，深层次解读和掌握重要会计项目的内涵对投资决策尤为重要，面对同样的信息，理解更深更全面的投资者往往能获得更大的回报。

净利润作为会计指标中使用者高度重视的项目之一，是企业在一个会计年度内的运营成绩的量化指标，直接反映了企业在这期间的经营成果。然而，人们最为关心的并不是当个会计年度的收益或者状况，他们希望通过以往的历史数据来预期将来的情况，包括将来的盈余情况、现金流情况以及股票回报等等。总而言之，净利润作为最受关注的指标之一，对投资者的决策具有重大影响是不言而喻的。因此从净利润的所代表的权益运动情况出发，将净利润层层分解，研究不同组成成分的特征与未来盈余和股票回报之间的关系具有理论价值和现实意义。

从 20 世纪 80 年代以来，有效市场假说受到了质疑和挑战，学者研究发现了很多的异象，例如规模异象，市盈率异象，反转策略异象，惯性策略异象，应计异象，盈余公告后漂移异象等等。其中应计异象的影响颇大，自从 Sloan(1996)发现应计项目的低持续性之后，围绕该主题的研究持续不衰，国内的研究多集中于应计项目的分解以及盈余质量的研究，对现金流进行分解的研究比较少见。本文在石晓乐(2009)的基础上参照 Dechow(2008)的方法进一步延伸，不仅将自由现金流进行分解，而且更进一步研究了分解后的成分与未来股票累计回报的联系，发现中国的 A 股市场与国外证券市场存在一定的差异，具有一定的创新性。

本文将盈余中的自由现金流（FCF）分解为三部分：1，公司当期留存（或减少）的现金；2，用现金偿还债务（或进行债务融资）；3，用现金分派股利或者回购股票（或进行股权融资）。研究发现：自由现金流项目的盈余持续性高于应计项目；当自由现金流为负值时，偿债现金项目的盈余持续性高于股利分红项

目；当自由现金流为正值时，股利分红项目的盈余持续性高于偿债现金项目；根据不同的分解项目构造股票多空对冲组合，能够获得显著的回报。进一步研究发现 A 股市场的投资回报与企业向外分派现金流正相关，而与企业留存的现金负相关。

**关键词：**自由现金流；盈余持续性；股票回报

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

As the basis of financial report, the balance sheet, income statement and cash flow statement provide investors relevant information under the General Accepted Accounting Principle (GAAP). However, the usefulness of financial report might not be explored sufficiently either because management discretion can distort the financial information, or because investors cannot fully understand or incorporate financial report. Thus, it is important to understand the meaning of reported financial items so that investors can obtain better returns from information acquisition.

Net income is one of the financial items that users emphasize most. It directly reflects operational performance within the current fiscal period. Nevertheless, what people really care is to predict the future (profits, cash flow, stock returns, etc) through analyzing the historical information. As a result, it has both academic and practical contributions to investigate correlation between components of current earnings and future earnings or stock returns.

Since 1980s, the efficient market hypothesis (EMH) has received various challenges. Scholars in accounting and finance have found different anomalies. Among them, accrual anomaly generated the largest influence. Following Sloan (1996), the research is continuous and the majority focuses on decomposition of accruals and earnings quality, but ignore the decomposition of cash flow. Based on Shi (2009) and extending Dechow (2008)'s methods, this paper further decomposes free cash flow (FCF) and studies the relation between different constituents of FCF and future accumulated stock returns. It also creatively presents several difference between Chinese A- shares and foreign stock market.

Particularly, I decompose FCF into three parts: 1) current retained (or decreased) cash; 2) cash payment for debt (or debt financing through cash); and 3) cash dividends or stock repurchase (or equity financing through cash). I find that persistence of FCF is higher than accruals; when FCF is negative, persistence of cash payment for debt is

higher than cash dividends; when FCF is positive, persistence of cash payment for debt is lower than cash dividends; the portfolios based on decomposition of FCF can make significant positive returns. Further analysis shows that investment return on A-share market is positively related to outflow of cash, but negatively related to cash retaining in firms.

**Key Words:** FCF; earnings persistence; stock returns

厦门大学博硕士论文摘要库



# 目录

<b>第一章绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景和研究意义 .....	1
1.1.1 研究问题提出 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	2
1.2 研究思路及论文框架 .....	3
1.3 研究方法 .....	4
1.4 本文的创新之处和不足 .....	5
1.4.1 本文的创新之处 .....	5
1.4.2 本文的不足之处 .....	5
<b>第二章文献综述</b> .....	<b>6</b>
2.1 关于会计盈余的文献综述 .....	6
2.1.1 盈余质量的概念 .....	6
2.1.2 盈余的持续性 .....	9
2.1.3 盈余的分解 .....	10
2.2 与盈余相关的股票回报的文献综述 .....	12
2.2.1 应计异象 .....	12
2.2.2 自由现金流的影响 .....	13
2.2.3 股利的影响 .....	14
2.3 文献述评 .....	15
<b>第三章理论基础和假说发展</b> .....	<b>17</b>
<b>第四章研究设计</b> .....	<b>20</b>
4.1 样本选择和数据来源 .....	20
4.2 变量定义及模型构造 .....	20
4.2.1 主要变量定义 .....	20

4.2.2 模型构造 .....	22
<b>第五章实证分析 .....</b>	<b>24</b>
5.1 描述性统计 .....	24
5.2 回归结果分析 .....	26
5.2.1 盈余持续性回归结果分析 .....	26
5.2.2 市场定价有效性分析 .....	34
5.2.3 再投资与现金分派的影响 .....	39
5.2.4 自由现金流各组成部分与未来再投资和分派现金 .....	42
<b>第六章稳健性检验 .....</b>	<b>45</b>
<b>第七章结论与启示 .....</b>	<b>46</b>
7.1 研究结论 .....	46
7.2 研究启示 .....	46
7.3 可进一步研究的内容 .....	47
<b>参考文献 .....</b>	<b>48</b>
<b>致谢.....</b>	<b>55</b>

# Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Implications.....</b>	<b>1</b>
1.1.1 Introduction of Research Questions.....	1
1.1.2 Implications for Research.....	2
<b>1.2 Research Ideas and Papers Framework.....</b>	<b>3</b>
<b>1.3 Research Methodology.....</b>	<b>4</b>
<b>1.4 Innovations and Weaknesses of This Paper.....</b>	<b>5</b>
1.4.1 Innovations of This Paper.....	5
1.4.2 Weaknesses of This Paper.....	5
<b>Chapter 2 Literature Review.....</b>	<b>6</b>
<b>2.1 Reviews about Accounting Earnings.....</b>	<b>6</b>
2.1.1 The Concept of Earnings Quality.....	6
2.1.2 The Continuity of Accounting Earnings.....	9
2.1.3 The Components of Accounting Earnings.....	10
<b>2.2 Literature Review of the Stock Returns about Earnings.....</b>	<b>12</b>
2.2.1 Accrual Anomaly.....	12
2.2.2 The Influence of Free Cash Flow.....	13
2.2.3 The Influence of Dividends.....	14
<b>2.3 Opinions about Literature.....</b>	<b>15</b>
<b>Chapter 3 Theory Foundation and Research Hypotheses.....</b>	<b>17</b>
<b>Chapter 4 Research Design.....</b>	<b>20</b>
<b>4.1 Sample Selection and Data Sources.....</b>	<b>20</b>
<b>4.2 Variable Definitions and Model Construction.....</b>	<b>20</b>
4.2.1 The Definition of Main Variables.....	20
4.2.2 The Construction of Model.....	22
<b>Chapter 5 Empirical Analysis.....</b>	<b>24</b>

<b>5.1 Descriptive Statistics.....</b>	<b>24</b>
<b>5.2 Analysis of Regression Results.....</b>	<b>26</b>
5.2.1 Earnings Persistence Regression Results Analysis.....	26
5.2.2 Effectiveness of Market Pricing.....	34
5.2.3 Influence of Reinvestment and Distribution.....	39
5.2.4 Components of Free Cash Flow and Future Reinvestment and Distribution.....	42
<b>Chapter 6 Robustness Test.....</b>	<b>45</b>
<b>Chapter 7 Conclusion and Implications.....</b>	<b>46</b>
6.1 Research Conclusion.....	46
6.2 Implications.....	46
6.3 Possible Future Research Directions.....	47
<b>References.....</b>	<b>48</b>
<b>Acknowledgements.....</b>	<b>55</b>

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景和研究意义

#### 1.1.1 研究问题提出

资本市场由于其自身兼有投资与投机的双重属性,从一开始就是各种利益力量角逐的场所,从而也就不可避免地频发多种问题,例如政府过度干预,管理层财务报表舞弊,投机者操纵股价等等,这些因素又和市场参与者的情绪相互作用,各种理性和非理性的因素相互影响作用,共同决定了市场上各种资产的价格不断地变化运动。关于会计信息的作用曾经出现过争论,现在学术界比较统一的认识是会计信息兼有受托责任和决策有用的属性。一方面作为公司管理层向股东提交的业绩答卷,在向利益相关者揭示公司真实情况中起到了不可或缺的作用;另一方面作为影响投资者投资决策的重要因素,会计信息的受关注程度日益提高。自我国证券市场建立 20 多年来,由于投资者的过度自信、过度交易和政策依赖(李心丹, 2002)<sup>[1]</sup>引发的非理性行为一直是资本市场一个比较突出的问题,而且这一问题并不仅仅存在于个人投资者群体,(王美今, 2004)<sup>[2]</sup>机构投资者也时常会做出非理性的举动,增加市场的噪音交易行为,削弱市场的有效性。鉴于中国证券市场主要参与者的均不是严格意义上的聪明的投资者,彭韶兵(2007)<sup>[3]</sup>从股票回报的角度研究发现,中国 A 股市场投资者存在着只见森林不见树木的现象,对各种信息尤其是会计信息缺乏深刻的理解,只看见利润的数字却忽略了利润包含的不同的子项目的意义,符合幼稚投资者假说(Bernard ,1990)<sup>[4]</sup>。面对会计信息是否有用的质疑, Ball and Brown(1968)<sup>[5]</sup>率先证明了会计信息的确对资产定价有重要影响,之后关于会计信息作用机制的研究就犹如雨后春笋喷涌而出。因此若从投资者的角度来思考如何提高自己的投资决策的质量从而更好地保护自己的利益,有效地解读和利用会计信息是一个不错的切入点。然而,由于投资者自身的短视行为以及利润锁定现象,公司管理层能合理的运用自由裁量权进行盈余管理对投资者进行误导,来实现公司的或者私人的利益(王克敏, 2007)<sup>[6]</sup>。幼稚投资者的局限性必然会导致市场的低效性,而投资者自我成熟推动市场的有效性

是我国市场经济建设的重要环节。由于现金流在股票市场的估值中的重要地位(曹健, 2010)<sup>[7]</sup>, 投资者需要摆脱利润锁定的局限, 将作为结果净利润和作为过程的企业资金运动结合起来, 构造出企业完整的流程图以对企业进行预期。

Sloan(1996)<sup>[8]</sup>发现, 企业利润中随着应计项目的权重增大, 现金流项目的权重降低, 企业的 ROA 会迅速递减; 而且股价的表现反映了投资者存在利润锁定现象, 即投资者未能正确区分利润中应计项目与现金流项目持续盈利能力的差异; 在该情况下, 根据不同项目的十分位数构建多空组合能获得显著的超额回报。本文试图对中国的 A 股市场进行研究, 进一步将现金流分解成三部分, 即留存现金, 股东分红与偿还债务的现金, 分别研究了每一部分的盈余持续性以及它们对股票回报的影响。

### 1.1.2 研究意义

虽然我国证券市场从初步建立到现在已经有了 20 多年发展历程, 但是证券市场投资活动参与者的成熟程度并不是很高, 而且投资的主力军仍然是散户居多。随着信息渠道繁荣引发的信息爆炸, 垃圾信息充斥着每个角落, 从而最为基础的会计信息显得越发真实可靠。但是即使得到了真实可靠的数据信息, 由于市场参与者的解读能力参差不齐, 尤其是我国市场上机构与个人都存在只见森林不见树木的现象, 从而只理解数量不理解质量幼稚投资者的投资决策必然导致市场的有效性不足。石晓乐、孙爱军(2002)<sup>[9]</sup>发现财务报告中的盈余数字具有很大的信息含量, 在中国股市逐渐规范的情况下, 盈余信息将会影响股票价格。陈志斌(2006)<sup>[10]</sup>认为现金流是企业的血液, 在企业的各个骨骼框架之间不断流动, 直接表现为营业投资和融资的各项活动, 企业的存在的根本意义就在于源源不断地创造出正的自由现金流。张功富(2007)<sup>[11]</sup>发现企业存在明显的代理问题, 经理人总是倾向于将自由现金流用于过度投资, 构建自己的企业帝国或者是企业家声誉, 而不是将其回馈股东以实现股东权益最大化。由上所述, 盈余的现金流组成部分是值得考虑的一个方面, 掌握现金流各个组成部分的含义和影响, 有利于掌握企业各种活动的情况及其对未来的影响, 引导资本市场的理性运动。

净利润与自由现金流是财务报告中的重要指标, 分别由权责发生制和收付实

现制编制而成，两者之间又存在一定的钩稽关系。净利润是职业经理人的年度答卷，代表的是经理人在会计年度内运用自己的经理人才安排企业的各项活动，所创造出的在名义上或者说账面上属于企业资产的净增加，而在实际上的控制权可能不在企业手中，典型的例子就是应收账款。自由现金流反映的是该期间企业实际上所能自由运用的现金，其依据是控制权归属于本企业，而不论所有权是否属于企业，典型的例子就是应付债券。企业的实际运营离不开现金的运动，而企业的真实业绩评价又需要权责发生制下的净利润，因此将两者结合起来对公司的未来进行预期相对于单纯的利润锁定，准确程度会更高。

关于净利润各个组成部分的研究，大部分文献是对净利润中的应计项目进行分解，或者是分为可操纵项目和不可操纵项目，或者是按现金流量表的项目进行分解，而对现金流的在不同主体之间的流动研究甚少。会计盈余也是近些年来研究领域的热点，很多学者对盈余质量、盈余管理动机和手段以及盈余质量的经济后果进行了研究。从现金流的运动路径这个角度来分析盈余持续性的研究较少，基于现金流的运动路径研究股票未来回报的文也很少，因此，基于我国实际情况，研究企业现金流的在不同主体之间的运动来研究盈余持续性以及对未来股票回报的影响具有一定的意义，丰富了我国关于现金流运动与盈余和股票回报关系的文献。

## 1.2 研究思路及论文框架

本文将净利润的不同的组成部分作为切入点，研究净利润中不同的现金流组成部分的盈余持续性及其对股票未来回报的影响。本文对净利润进行三个层次的分解，首先将净利润分解为应计项目与自由现金流项目；然后将自由现金流项目分解为留存现金与对外分派（或融资）现金；再将对外分派（或融资）现金分解成债权类和股权类的现金。从不同的自由现金流的主体对象出发，实证分析检验了不同主体对象的现金流项目的盈余持续性以及对股票未来回报的影响。实证结果为利益相关者更准确地预期企业的发展提供了参考，使得投资者对企业的预期更准确，有利于引导投资者和资本市场的理性回归。

本文由七个章节组成，理所当然第一章是绪论，该章的主要内容是本文的研究背景、研究意义、文章框架、研究方法以及本文的创新和不足。后续内容顺承

第一章的内容展开阐述。

第二章是文献综述，本章是关于国内外相关的文献的梳理总结，其中第一小节梳理回顾了国内外会计盈余方面的文献；第二小节梳理回顾了国内外关于会计盈余对股票回报影响的文献，对研究现状和成果进行了介绍；第三小节在对盈余持续性和股票回报的文献综述后，针对盈余持续性和股票回报的文献作了述评，表明了自己的观点。

第三章首先将盈余部分进行分解，厘清盈余中现金流的在不同主体中流动。然后在以往文献的基础上，结合我国股票市场的特殊情况，推理讨论了盈余各个组成部分与未来盈余和股票回报的关系，提出本文的假设。

第四章首先对数据来源、样本选择的情况进行了介绍，然后对盈余持续性和股票回报的计算过程进行了详细的阐述，并提出了实证研究所涉及的模型。

第五章首先对数据进行了描述性统计分析，然后以各分解成分为因变量，以滞后一期的盈余为自变量进行了回归，对回归结果进行了分析和解释。通过不同的成分为基础进行十分位分组，构建多空组合计算累计收益。

第六章是稳健性检验，分别运用不同的计量方法和加入控制变量的方法进行检验，发现主要结论保持不变。

第七章是论文的最后一部分，对本文的研究做了总结，认为净利润中不同成分的信息含量具有异质性；根据研究结果提出了理论和实务上的建议，反思了本文的不足以及将来可能拓展研究的方向。

## 1.3 研究方法

### (1) 规范研究方法

本文理论研究采用文献综述法、理论分析法、逻辑推理、定性分析法等方法，这些方法主要是利用已有的相关研究、文献或理论，对这些研究、文献和理论进行总结或阐述，进而逻辑推理出本文的研究假设。

### (2) 实证研究方法

本文用实证方法分析盈余持续性以及股票回报之间的关系，实证过程主要是利用 stata12.0 统计软件来进行统计分析。首先对净利润各个成分、股票累计回报进行了描述性统计，然后利用回归的方法对盈余持续性进行了研究，回归时检验



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫