

高息委托借款与企业盈利能力研究

——以盈余持续性和价值相关性为视角

余 琰,李怡宗

(1. 北京工商大学 商学院,北京 100037;2. 北京大学 光华管理学院,北京 100871)

[摘 要]从高息委托贷款活动不可持续性、项目风险性等特点出发,讨论了这类活动对企业会计信息质量的影响。研究发现,高息委托贷款存续期间的企业有着较低的盈余持续性。进一步分析表明,较低盈余持续性主要来源于营业利润持续性较低。同时盈余价值相关性分析显示,高息委托贷款组的企业,营业利润的价值相关性较低,营业外利润并没有更高的价值相关性,以上证据说明,对于投资者而言,高息委托贷款的收益并未带来实质上对企业股价看法的改变。

[关键词]高息委托贷款;会计信息质量;盈余持续性;价值相关性;企业盈利能力;企业会计信息质量;资本市场

[中图分类号]F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2016)04-0080-09

一、研究问题

在现代经济生活中,会计信息广泛用于股票定价、债务契约和管理层报酬契约等,会计信息质量的降低,必然会导致相应的经济后果。盈余是企业向外界传递关于企业在会计期间内经营成果的信号,而盈余的持续性是会计信息质量的重要组成部分,其不但关系到企业会计信息质量的高低,也关系到投资者对企业未来业绩的预期。如果企业的盈余持续性较差,投资者也很难依据盈余对股票进行准确的定价,也表现为盈余价值相关性较低^[1]。因此企业的会计盈余持续性对资本市场来说具有重要意义。

近几年来,上市公司委托贷款数额和家数都逐年上升,其重要性也逐渐受到学界的关注。高息委托贷款的回报率较高,能充实上市公司短期的盈利能力,短视的管理者可能为了提升当期盈余水平而从事高息委托贷款。同时高息委托贷款具有发放项目不可持续、项目本身具有极大的风险等特点,这些特点可能带来未来盈余的波动和不确定性,进而降低企业的盈余持续性以及价值相关性^[2]。在上市公司高息委托贷款业务越来越多的背景下,高息委托贷款业务对企业盈余持续性以及价值相关性的影响便成为一个重要问题。

本文以2007年到2012年A股上市公司为研究主体,研究高息委托贷款与企业盈余持续性和企业盈余的价值相关性的关系。研究发现,在盈余持续性方面,高息委托贷款存续期间的企业有着较低的盈余持续性。进一步分析表明,较低盈余持续性是营业利润持续性较低造成的。同时盈余价值相关性分析显示,从事高息委托贷款的企业,营业利润的价值相关性较低,营业外利润^①并没有更高的价值相关性。

[收稿日期]2016-03-08

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(71172025);国家自然科学基金青年项目(71502007);北京工商大学国有资产管理协同创新中心资助项目(GZ20130801,GZ20131002)

[作者简介]余琰(1986—),男,福建福州人,北京工商大学商学院讲师,从事公司财务与资本市场研究;李怡宗(1963—),男,台湾台南人,北京大学光华管理学院教授,从事行为金融学、证券市场与财务会计研究。

^①本文研究的是会计上常用的概念“线下项目”,也即营业外利润,以示和证监会所界定的“非经常性损益”相区别,其计量方式为:营业外利润=利润总额-营业利润。

二、文献回顾

委托贷款是我国特有的现象,现有文献大多从企业融资的角度考察了我国非正式金融系统的作用。Allen 等的文章表明,中国增长最快的私营部门融资渠道常来源于非正式金融系统中的委托贷款^[3]。Guariglia 等讨论了中国企业内部借贷行为对于非国有企业增长的重要作用^[4]。Ayyagari 等认为基于声誉和关系型的非正式金融系统为发展中国家的经济增长提供了显著的贡献^[5]。黄益平等认为,以委托贷款为代表的影子银行作为一种“自下而上”的利率市场化的形式,会提高资本配置效率^[6]。企业的会计盈余,是企业向外界传递关于企业在会计期间内经营成果的信息。现有对于盈余持续性的研究大体可分为两条思路。一种思路认为,盈余持续性是由于会计操纵带来的。这种思路认为,企业的利润由应计利润和非应计利润所构成,其中应计利润部分经常是企业操控盈余的直接对象,受到企业盈余管理的影响很大,是管理层机会主义的表现^[7],这种操控的应计也造成了盈余持续性较差。另一类思路从经济因素上讨论了盈余持续性的问题,持这个思路的学者认为,企业的盈余持续性与某些经济因素关系密切。这类因素具有暂时性,而暂时性的因素往往具有较低的持续性^[8]。

除了上述两条思路以外,真实活动的盈余管理也能对企业盈余的持续性带来影响,这种真实的盈余管理行为在我国有着更大的现实意义。中国特殊的 ST 制度以及再融资制度,都将企业上市利益和自身盈余水平联系在一起,企业会通过各种非经常性损益和营业外收入来拉高整体的盈余水平,以保证自己当年不亏损^[9],这种行为也带来盈余持续性下降。但是,基于真实活动的盈余管理却会对公司绩效产生深远影响,损害公司未来的经营业绩^[10-11]。余琰、李怡宗的研究结果也发现,从事高息委托贷款降低了企业的创新活动,同时意味着未来更低的营业利润率和营业外利润率^[12]。

价值相关性主要研究的是证券的市场价值与各种财务数据之间的关系,以此来考察财务数据对证券估值的有用性^[13]。逯东等将其总结为“会计信息质量—主体决策有效—资源配置有效”的会计信息对资源配置宏观影响的金融市场微观实现机制^[14]。Feltham 和 Ohlson 认为当期账面净资产、当期盈余与当期股利构成了影响股票价格的主要因素,并在此基础上建立了 Ohlson 模型^[15]。在此后的研究中,学者将某些难以被报表会计信息所反映的非财务信息也纳入 Ohlson 模型的分析框架。

从文献的梳理中我们可以发现,高息委托贷款不但涉及企业对于自己所拥有的资源的配置,也关系到经济后果传导到资本市场后市场的反应,传导的媒介就是企业的会计信息。但是委托贷款是我国特有的现象,人们对委托贷款实施后对企业的盈利能力影响研究不多。在这样的背景下,利用上市公司公开数据,以盈余持续性和价值相关性为视角考察高息委托贷款,使本研究在具有理论价值的同时更突显现实意义。

三、研究假设

随着我国的房地产业迅速崛起,迅速上涨的房价背后是企业对资金的渴求。正式的银行贷款不能完全满足的背景下,这些项目方将目光转向非正式金融系统,从而催生了诸如委托贷款等各类影子银行和信托融资业务。由于行业的高利润,项目方为了获得资金也愿意付出相对较高的资金成本,有些项目付出的资金成本甚至能高达 20% 以上的年利率。委托贷款的利率远高于企业主营业务利润率,短时间内就可以为企业带来收入,是一种投机而来的“快钱”。对于管理者而言,发放高息委托贷款是一种短期内提高业绩的好方法。而这类委托贷款的收益,在会计处理上大多是计入投资收益,并最终归结到营业外收入当中。

(一) 高息委托贷款与盈余持续性

虽然高息委托贷款拥有极高的收益,能充实上市公司短期的盈利能力,但是上市公司将自身闲余资金用于发放高息委托贷款也具有极高的风险,这类风险包括了以下几个方面。

1. 项目不具备持续性。高息委托贷款项目虽然也可以理解为企业的投资行为,但是高息委托贷

款大多是依据特定的需求而出现的,这种融资需求具有偶然性和不可持续性。即便考虑到一定时期内需要融资的项目较多,但其搜寻成本和了解项目过程中产生的交易费用也决定了高息委托贷款项目不可能像企业主营业务一样能有稳定的利润来源。项目本身的收益即使比较高,但是这种偶然性只能让企业获得短期内的收益,这种收益并不能转化成企业持续的盈利能力。我们统计了国内的 A 股上市公司在 2007 年至 2011 年间连续从事高息委托贷款的分布情况,在考察期内累计有 61 家公司发放过高息委托贷款,其中连续两年或两年以上发放高息委托贷款的公司只有 27.87%,连续三年或以上发放高息委托贷款的公司只有 13.11%。这组数据也印证了上述判断。

2. 项目本身也具有极大的风险。高息委托贷款的高利率具有极高的诱惑,虽然在货币政策宽松期内“几乎”可以看作无风险,但是一旦货币政策发生转变,高息委托贷款的借款方的违约风险就会急剧上升^①。高息委托贷款的高利率是一种借贷行为市场化的利率,其来源于高息委托贷款本身具有的非正式金融的特性,并不受现有银行系统的监管。虽然委托贷款协议规定是由委托银行签收利息和回款,但是在借款人出现违约的情况下,银行并不承担借款人的违约责任,所有风险只能由委托贷款的借出方承担。同时高息委托贷款对宏观方面的冲击具有很高的敏感性,政府政策、央行利率变化等都会对贷款人的偿债能力形成巨大的挑战。高敏感性带来的是利率变动时此类委托贷款的高违约可能性,上市公司的高息委托贷款可能会面临极高比例的展期和违约。由于不是金融机构,上市公司并不会对委托贷款计提拨备和坏账准备,并且对于收到委托贷款的利息处理都是按照期间当期确认的。如果未来出现借款人违约,需要在违约出现的时候重新计提损失,这就导致风险上升和利润下降,进而也降低了盈余的持续性。

高息委托贷款项目不可持续、项目本身具有极大的风险等特点的存在决定了由高息委托贷款带来的盈余不具有持续性,也就是会影响企业的盈余质量,因此本文提出如下假设 1。

假设 1:当年存在高息委托贷款的公司,其盈余持续性较差。

(二) 高息委托贷款与价值相关性

会计盈余的持续性关系到会计盈余信息的质量,而会计盈余信息质量关系到会计盈余信息的决策有用性,低持续的会计盈余会对会计盈余信息的决策有用性产生负面影响^[16]。如果一家公司盈余中不可持续的部分比例过大,那么该公司总体盈余质量就较低,相同大小盈余的公司,盈余质量高的公司会有更高的股价。Ramakrishnan 和 Thomas 的研究发现,盈余可分为永久性盈余、暂时性盈余和价格无关性盈余,其中价格无关性盈余是指那些无关未来经营业绩和现金流的盈余^[1]。如果企业拥有过多的价格无关性盈余,必然会降低盈余的定价作用和价值相关性。虽然上市公司的高息委托贷款拥有高的收益,能充实上市公司短期的盈利能力,但是从盈余属性的角度出发,高息委托贷款带来的盈余大部分应为暂时性盈余和价格无关性盈余,因此拥有高息委托贷款公司当期盈余的价值相关性就越小。据此本文提出假设 2。

假设 2:当年存在高息委托贷款的企业其盈余的价值相关性较低。

四、研究设计、数据来源与描述性统计

(一) 研究设计

本文采取横截面回归方法,并参照 Gow 等的方法,按公司和年度做了聚类^[17]。为了检验本文所提出的假设 1,本文参考 Sloan 的文章建立了如下研究基本模型^[16]:

$$ROA_{it+1} | (EntrustedLoans_{it} = 1 \text{ or } 0) = \delta_0 + \delta_1 ROA_{it} + \delta_i ControlVariable_{it} + \varepsilon_{it}$$

^①例如波导股份在 2014 年 2 月 13 日的公告显示,该公司提供给淮安弘康房地产公司的 5000 万元委托贷款,再度展期半年至 2014 年 8 月 6 日。而这已经是第三次展期。早在 2012 年,波导股份通过中信银行向淮安弘康房地产公司提供了上述委托贷款,年利率为 15%,期限为一年。不过,淮安弘康房地产公司在这笔贷款到期前向波导股份提出展期并获得同意,到期时间延至 2014 年 2 月 6 日。

其中, ROA_{it} 是企业的盈余水平, 用税前利润除以总资产表示。对于高息委托贷款 $EntrustedLoans_{it}$ (EL), 我们将其定义为公司当年是否存在利率高于同期基准利率 20% 的委托贷款, 是则取 1, 否则为 0。这样定义主要出于两个原因考虑: (1) 央行在 1998 年曾做出相应规定, 商业银行、城市信用社对小企业的贷款利率最高上浮幅度由 10% 扩大为 20%; (2) 企业在财务报表中所披露的委托贷款利率大多在当期基准利率的 $\pm 10\%$ 的范围内, 高于当期基准利率 20% 是极少出现的情况^①。高息委托贷款的目的在于投机, 具体表现就是发放委托贷款的高利率。因此我们采取这样的定义能将高息委托贷款业务与非投机目的的委托贷款区分开来。本文按照从事高息委托贷款与否分组回归后, 再通过比较不同组别 ROA_{it} 的系数 δ_1 的大小。系数越大, 说明盈余持续性越高, 系数越低, 说明盈余持续性越低。控制变量方面, 根据已有文献^[18], 本文在实证模型中控制了公司规模 ($Size$), 用企业上年年末总资产的自然对数表示; 公司成长水平 ($Growth$), 用企业营业收入增长率表示; 资产负债率 (Lev), 用企业年末的负债占总资产比例表示; 当年是否亏损 ($Loss$), 如果当年净利润为负, 取 1, 否则取 0。同时, 本文还控制了企业的年度和行业固定效应。为了能比较两组样本的回归系数是否有差异, 本文采取 SUE 方法。此外, 本文还将税前盈余按照营业利润 ($ROA1$) 和营业外利润^② ($ROA2$) 进行区分, 考察不同部分的盈余持续性。

盈余价值相关性方面, Feltham 和 Olshon 提出的剩余收益模型很好地刻画了公司财务数据与股票价格之间的关系^[15]。陆宇建、蒋玥进一步将企业账面盈余分为营业利润和线下项目研究了盈余持续性与市场定价行为^[2], 因此本文参考以上文献的做法进行假设 2 的检验, 具体模型如下。

$$P_{it} | (EntrustedLoans_{it} = 1 \text{ or } 0) = \delta_0 + \delta_1 Income_{it} + \delta_i ControlVariable_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中, P_{it} 是企业在 $t+1$ 年 4 月 30 日的股票收盘价, $Income_{it}$ 是企业的每股税前利润, 用企业当年税前利润除以在外发行的股票总数表示, $EntrustedLoans_{it}$, 跟前文一致, 其定义为企业当年是否发放高息委托贷款, 是则取 1, 否则为 0。控制变量方面, 我们参考了陆宇建、蒋玥的做法^[2], 控制了企业当年年末的每股净资产 (BV) 和公司的规模 ($Size$), 此外还控制了企业的年度和行业固定效应。本文还将每股盈余按照营业利润 ($Income1$) 和营业外利润 ($Income2$) 进行区分, 考察不同部分的盈余价值相关性。

(二) 样本选择

本文选择 2007 年到 2012 年 A 股上市公司为样本。按照以往文献的做法, 本文去除了 ST 和 PT 的公司、金融机构的上市公司、财务数据不完整的公司。委托贷款的数据部分, 来自手工收集的上市公司对外公告, 本文从公告中收集了公司委托贷款的对象及其与公司的关系等信息。公司的所有财务指标来源于 CSMAR 数据库, 同时本文对所有的连续变量进行了 1% 和 99% 的缩尾 (Winsorized) 处理, 以保证所得结果不受极值的影响。

(三) 描述性统计

表 1 记录了样本描述性统计的结果。表 1 显示, 约有 1.8% 的公司在研究时间段内参与了高息委托贷款业务。平均来说, 上市公司的 $t+1$ 年 ROA 为 4.6%, 当年的 ROA 为 5.1%, 其中当年营业利润率 $ROA1$ 平均为 4.4%, 营业外利润率 $ROA2$ 约为 0.6%, 营业利润率约为 ROA 的 86.3%。每股利润方面, 税前利润平均为 0.477 元, 其中营业利润平均为 0.429 元, 营业外利润平均为 0.047 元, 对于样本总体来说, 营业外利润占营业利润的 10% 左右。

^①本文样本中每笔委托贷款的放款平均利率为 11.19%, 其中定义为高息委托贷款的放款平均利率为 14.84%, 但是非高息委托贷款的放款平均利率为 5.52%。同时本文还计算了 2007 年到 2012 年所有上市公司的有息负债利率, 计算公式为: 有息负债利率 = 利息支出 / [(短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券) 的年初年末均值], 这个数值为 5.8%, 而这段时间的平均一年期贷款基准利率为 6.54%。可以看到, 非高息委托贷款的利率和企业有息负债利率相近, 而高息委托贷款的利率远高于企业的有息负债利率, 同时也高于一年期贷款基准利率。

^②营业外利润也常被称为线下项目。

表1 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
<i>EntrustedLoans_{it}</i>	7059	0.018	0.134	0	0	0	0	1
<i>ROA_{t+1}</i>	7059	0.046	0.066	-0.210	0.016	0.042	0.075	0.251
<i>ROA_t</i>	7059	0.051	0.067	-0.210	0.019	0.046	0.081	0.256
<i>ROA1_t</i>	7059	0.044	0.067	-0.219	0.014	0.041	0.075	0.240
<i>ROA2_t</i>	7059	0.006	0.012	-0.018	0.000	0.003	0.008	0.078
<i>Size_t</i>	7059	21.800	1.218	19.313	20.928	21.648	22.507	25.574
<i>Lev_t</i>	7059	0.489	0.197	0.061	0.345	0.498	0.636	0.966
<i>Growth_t</i>	7059	0.220	0.441	-0.613	0.016	0.159	0.334	2.844
<i>Loss_t</i>	7059	0.087	0.283	0	0	0	0	1
<i>P_t</i>	7059	13.345	8.821	3.550	7.440	10.760	16.290	52.500
<i>Income_t</i>	7059	0.477	0.622	-0.969	0.123	0.339	0.681	3.208
<i>Income1_t</i>	7059	0.429	0.615	-0.994	0.085	0.300	0.634	3.160
<i>Income2_t</i>	7059	0.047	0.094	-0.117	0.002	0.019	0.055	0.581
<i>Bv_t</i>	7059	4.045	2.392	0.149	2.427	3.523	5.088	13.549

五、实证结果

(一) 高息委托贷款与公司盈余持续性

本文将 $t+1$ 年的税前利润 ROA 作为被解释变量,将 t 年的税前利润作为解释变量,将企业按照当年是否从事高息委托贷款分组,考察盈余的持续情况。

回归的结果如表2所示,模型(1)是全样本的结果, ROA 前的系数为0.63,显著为正。模型(2)表示从事高息委托贷款组别的结果,系数显著为正,为0.392。模型(3)表示未从事高息委托贷款组别的结果,系数显著为正,为0.633。两模型的系数比较结果显示两者显著不同,说明从事高息委托贷款组别的盈余持续性显著低于未从事高息委托贷款的组别的公司。本文假设1得到支持。

(二) 不同类型盈余的持续性对比

盈余的结构对盈余质量有着重要的影响^[19],因此本文将税前盈余按照营业内和营业外收入分开,考察不同类型盈余相应的持续性。表3中模型(1)和模型(2)显示了营业利润持续性的结果,模型(3)和模型(4)显示了营业外利润持续性的结果。营业利润持续性的结果显示,从事高息委托贷款组别的营业利润持续性系数为0.393,未从事的公司组别为0.683。检验系数差异的 Chi 值为8.05,说明从事高息委

托贷款的企业,有着更低的营业利润持续性。营业外利润的结果显示,从事高息委托贷款的企业系数为0.088,但是系数不显著,而未从事的公司组别的系数显著,为0.373。检验两者系数差异的 Chi 值为6.00,显示两者显著不同。这表明,对于发放高息委托贷款的公司而言,其营业利润和营业外利润都有着较低的持续性。相对而言,营业利润的持续性更显著较低。表1描述性统计中显示,盈余的来源主要是营业利润,因此盈余持续性将会受到营业利润持续性的重大影响。因此,发放高息委托贷

表2 高息委托贷款与公司盈余持续性

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	系数对比
	全样本	高息委托 贷款组	无高息 委托贷款组	模型(2) = 模型(3)
<i>ROA_t</i>	0.630*** (15.38)	0.392*** (2.90)	0.633*** (15.58)	-0.241** (5.79)
<i>Size_t</i>	0.002*** (2.65)	0.003 (0.81)	0.002*** (2.62)	
<i>Lev_t</i>	-0.033*** (-4.89)	-0.063*** (-3.43)	-0.033*** (-4.61)	
<i>Growth_t</i>	0.001 (0.90)	0.010 (1.22)	0.001 (0.54)	
<i>Loss_t</i>	0.036*** (8.10)	-0.004 (-0.12)	0.037*** (8.51)	
<i>Constant</i>	-0.024 (-1.61)	-0.013 (-0.19)	-0.024 (-1.59)	
年度效应	控制	控制	控制	
行业效益	控制	控制	控制	
<i>Observations</i>	7059	129	6930	
<i>Adj. R²</i>	0.407	0.540	0.408	

说明:***, **, * 分别表示在1%、5%、10%水平上显著,回归系数括号内数值表示对应系数的 t 统计量,系数对比检验的括号内数值表示对应系数的 Chi 统计量,下同。

款公司有较低的营业利润持续性时,其盈余持续性很可能也会较低。表3的实证结果符合这样的预期。

(三) 盈余的两个组成部分与下期盈余间的关系

程小可也采用将营业收入分为主营业务收入、主营业务成本、其他业务利润和费用的方式,考察了盈余结构对利润预测的作用^[19]。这里我们采取类似的思路,将税前利润分为营业利润和营业外利润,考察盈余的两个组成部分与下期盈余间的关系。表4的结果显示,对于全样本来说,主营业务税前利润的系数为0.655,营业外利润的系数为0.467,而从事高息委托贷款组的系数分别为0.391和0.652。系数差异检验显示,两组之间营业税前利润的系数存在显著差异,但是营业外利润的系数之间的差异并不显著。换言之,高息委托贷款的公司的当期营业利润与下一期盈余的关系较低,而营业外利润则无此现象。因此,发放高息委托贷款公司的盈余持续性较低的主要原因,可能与营业利润对下期盈余的预测能力较低有关。

值得注意的是,在表4中,虽然模型(2)结果显示,ROA1的系数是0.391,ROA2的系数是0.652,但是系数对比检验结果显示Chi值为0.92(对应p值为0.338),即在统计上两者并没差别。同时,模型(1)中ROA1和ROA3的系数对比检验Chi值为4.84(对应p值为0.028),模型(3)中ROA1和ROA3的系数对比检验Chi值为5.24(对应p值为0.021)。上述检验结果表明,对于总样本和非高息委托贷款企业而言,他们的营业利润的持续性是显著高于营业外利润的持续性,而对于高息委托贷款企业而言,营业利润的持续性和营业外利润的持续性并没有显著差异,但是都比非高息委托贷款企业的营业利润持续性要小。

(四) 企业盈余的价值相关性

前文的推论也提到,如果一家公司盈余中不可持续的部分比例过大,那么该公司总体盈余质量就较低,盈余在市场定价中的作用也较低。表5记录了关于假设2的实证结果。表5中的结果显示,对于全样本来说,Income和P的系数为正并且显著,数值为7.233。从事高息委托贷款的组别中,Income

表3 不同类型盈余的持续性对比

变量	ROA1 _{t+1}		ROA2 _{t+1}	
	模型(1) 高息委托 贷款组	模型(2) 无高息委托 贷款组	模型(3) 高息委托 贷款组	模型(4) 无高息委托 贷款组
ROA1 _t	0.393*** (2.92)	0.683*** (20.66)		
ROA2 _t			0.088 (0.41)	0.373*** (7.94)
Size _t	0.004 (1.06)	0.002 (1.59)	-0.001 (-0.98)	-0.001*** (-2.94)
Lev _t	-0.060*** (-3.05)	-0.030*** (-5.31)	-0.005 (-0.33)	0.005** (2.14)
Growth _t	0.010 (1.23)	0.000 (0.09)	0.001 (0.43)	-0.000 (-0.88)
Loss _t	0.003 (0.16)	0.026*** (5.35)	-0.003 (-0.30)	0.008*** (5.26)
Constant	-0.043 (-0.60)	-0.026 (-1.09)	0.035* (1.84)	0.022*** (3.68)
年度效应	控制	控制	控制	控制
行业效益	控制	控制	控制	控制
Observations	129	6930	129	6930
Adj. R ²	0.525	0.486	0.287	0.181
两组样本的 ROA1 (ROA2) 系数差异		-0.290***		-0.265**
Chi 值		(8.05)		(6.00)

表4 盈余的两个组成部分与下期盈余间的关系

变量	模型(1) 全样本	模型(2) 高息委托 贷款组	模型(3) 无高息委托 贷款组	系数对比
	ROA1 _{t+1}	ROA1 _{t+1}	ROA1 _{t+1}	模型(2)=模型(3)
ROA1 _t	0.655*** (22.00)	0.391*** (2.88)	0.659*** (22.44)	-0.285** (6.56)
ROA2 _t	0.467*** (3.98)	0.652** (2.13)	0.460*** (4.01)	0.172 (0.36)
Size _t	0.001 (0.69)	0.003 (0.97)	0.001 (0.60)	
Lev _t	-0.021*** (-4.97)	-0.062*** (-2.82)	-0.020*** (-4.66)	
Growth _t	-0.000 (-0.15)	0.010 (1.16)	-0.001 (-0.39)	
Loss _t	0.034*** (5.94)	-0.005 (-0.15)	0.035*** (5.97)	
Constant	0.008 (0.50)	-0.031 (-0.48)	0.009 (0.58)	
年度效应	控制	控制	控制	
行业效益	控制	控制	控制	
Observations	7059	129	6930	
Adj. R ²	0.413	0.536	0.414	

和 P 的系数为 3.812,未从事高息委托贷款的组别 $Income$ 和 P 的回归系数为 7.233。系数差异检验显示,两者之间存在显著差异,说明对于从事高息委托贷款的公司而言,其盈余的价值相关性较差。假设 2 初步得以验证。

(五) 区分营业利润和营业外利润后企业盈余的价值相关性

在表 6 中,本文将税前盈余按照营业利润和营业外利润区分开,分别考察不同类税前盈余的价值相关性。结果表明,全样本中营业利润 $Income1$ 和 P 之间的系数是 7.411,从事高息委托贷款的组别营业利润 $Income1$ 和 P 之间的系数是 3.837,而未从事高息委托贷款的组别相应系数为 7.410,系数差异检验显示,表 6 中模型(2)和模型(3) $Income1$ 和 P 的系数存在显著差异。说明两组之间营业利润的

价值相关性前者显著低于后者。但是,这样的显著差异并没在营业外税前利润的系数上发现。以上结果表明,从事高息委托贷款公司较低的盈余价值相关性更多地表现在营业利润的价值相关性较低。因此,高息委托贷款降低了企业盈余的持续性,进而表现为营业利润的价值相关性较低。

综上所述,高息委托贷款的存在,有着使企业的运营偏离主业的可能,将更多的资金用于未来对外委托贷款,牺牲将来的持续经营能力。高息委托贷款业务对于盈余持续性的影响,不但会作用在营业外利润持续性上,也会作用在营业利润持续性上。本文发现一方面高息委托贷款企业的营业外利润的盈余持续性与无高息委托贷款没有显著差别,另一方面高息委托贷款企业的其营业利润持续性却显著低于无高息委托贷款企业。这说明,高息委托贷款的出现,可能损害了企业原有的营业利润的持续性,进而表现为营业利润的价值相关性较低。

六、稳健性检验

(一) 配对样本

由于样本中高息委托贷款公司过少,可能出现结果被未从事高息委托贷款公司主导的现象。出于稳健性的考虑,本文采取配对样本检验的方式重复了表 2 和表 5 的回归分析。本文采用企业规模、盈利能力、股权制衡度(前十大股东股权比例的赫芬达尔指数)、自由现金流占总资产的比例等变量,

表 5 企业盈余的价值相关性

变量	模型(1) 全样本	模型(2) 高息委托 贷款组	模型(3) 无高息委托 贷款组
	P_t	P_t	P_t
$Income_t$	7.233 *** (9.55)	3.812 *** (3.58)	7.233 *** (9.48)
Bv_t	0.962 *** (6.04)	0.909 ** (2.48)	0.969 *** (6.01)
$Size_t$	-1.830 *** (-4.77)	-0.928 *** (-4.64)	-1.842 *** (-4.71)
Constant	44.032 *** (5.41)	22.640 *** (6.71)	44.306 *** (5.34)
年度效应	控制	控制	控制
行业效益	控制	控制	控制
Observations	7059	129	6930
Adj. R^2	0.532	0.600	0.532
模型(2) $Income =$			-3.421 ***
模型(3) $Income$			(10.00)
Chi 值			

表 6 区分营业利润和营业外利润后企业盈余的价值相关性

变量	模型(1) 全样本	模型(2) 高息委托 贷款组	模型(3) 无高息委托 贷款组	系数对比 模型(2) = 模型(3)
	P_t	P_t	P_t	
$Income1_t$	7.411 *** (10.20)	3.837 *** (3.58)	7.410 *** (10.12)	-3.573 *** (10.00)
$Income2_t$	7.101 *** (5.05)	7.231 *** (3.49)	7.239 *** (5.02)	-0.008 (0.02)
Bv_t	0.935 *** (5.90)	0.874 ** (2.30)	0.941 *** (5.87)	
$Size_t$	-1.851 *** (-4.94)	-0.919 *** (-4.73)	-1.863 *** (-4.88)	
Constant	44.573 *** (5.62)	22.036 *** (6.87)	44.853 *** (5.54)	
年度效应	控制	控制	控制	
行业效益	控制	控制	控制	
Observations	7059	129	6930	
Adj. R^2	0.537	0.603	0.538	

说明:***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著,回归系数括号内数值表示对应系数的 t 统计量,系数对比检验的括号内数值表示对应系数的 Chi 统计量。

用综合的方法进行配对^①。我们计算在样本期内从未发生高息委托贷款业务的公司的上述变量与发生高息委托贷款业务的公司同类变量的平方差,并由低到高排序,选取所有变量的总排序最低(即加总上述所有变量平方差的顺位最小,与发生高息委托贷款业务的公司最接近)的公司作为配对样本^②。未报告的结果表明结论没有发生改变。

(二) 内生性的处理

盈余质量差的企业,会表现为盈余持续性差,也可能同时更多地介入高息委托贷款,因此应该控制内生性问题,本文采取的是 Heckman 模型进行处理。前文提到,高息委托贷款是一种投机,其发放所依据的往往是对短期利率的判断。当货币政策扩张时,短期内市场会充斥大量的流动性资金,企业更易取得资金,取得成本也较低,企业也更愿意发放高息委托贷款,而货币政策变化是一个相对外生的变量,我们采取类似的思路选取货币扩张时期作为工具变量。在第一阶段回归中,选取工具变量方面,我们采用饶品贵、姜国华的定义方法^[20],从上海银行间一周的拆借利率(shibor)方面考虑,将2008年到2009年定义为货币宽松的年度(MP),并以此作为第一阶段的工具变量。控制变量方面,我们还选择企业的ROA,资产负债率、规模、所有权性质、Tobinq和上市年限。从第一阶段回归,我们求出逆米尔斯系数后,代入原表2、表5的回归^③,未报告的结果表明主要结果没有发生改变^④。

七、主要结论

近年来上市公司委托贷款数额和家数都逐年上升,企业的高息委托贷款拥有极高的收益,但其具有发放项目不持续、项目本身也有极大的风险等特点,这些特点可能带来了企业依靠高息委托贷款的盈余不可持续的问题。会计信息是记录企业行为的数据,管理者行为会显著影响企业的会计信息质量,并影响企业向外界传递关于企业在会计期间内经营成果的信号,进而也影响到企业盈余在股票价格中的价值相关性。

本文以2007年到2012年间上市A股为研究主体,研究了高息委托贷款企业的盈余持续性和企业盈余的价值相关性。研究发现,企业从事高息委托贷款降低了其盈余持续性,进一步分析发现,较低盈余持续性主要来源于较低的营业利润持续性。同时从事高息委托贷款的企业,营业利润的价值相关性较低,且营业外利润并没有更高的定价作用。

本文针对高息委托贷款公司,研究了从事高息委托贷款对会计信息质量以及会计信息的价值相关性的影响,为市场的会计信息使用者更好地理解从事高息委托贷款业务公司的会计信息质量和会计信息有用性提供了参考。同时,本文的结果对于监管层更好地理解上市公司高息委托贷款的经济后果及其监管行为也有所帮助。

参考文献:

- [1] Ramakrishnan R T S, Thomas J K. Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings[J]. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 1998, 13(3):301-36.
- [2] 陆宇建,蒋玥. 制度变革、盈余持续性与市场定价行为研究[J]. 会计研究,2012(1):58-67.
- [3] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1):57-116.
- [4] Guariglia A, Liu X, Song L. Internal finance and growth: Microeconomic evidence on Chinese firms[J]. Journal of Development Economics, 2011, 96(1):79-94.

①感谢匿名审稿人提出的宝贵意见。

②鉴于篇幅限制,结果未报告。

③此外,我们还考虑了将两样本的变量标准化之后再相互比较和将样本分为无委托贷款组、非高息委托贷款组(委托贷款年利率小于当期基准利率120%)和高息委托贷款组分别进行回归,回归结果显示,组间系数的大小与前文结果基本保持一致。

④鉴于篇幅限制,结果未报告。

- [5] Ayyagari M, Demirgüç-Kunt A, Maksimovic V. Formal versus informal finance: Evidence from China[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(8):3048-3097.
- [6] 黄益平,常建,杨灵修. 中国的影子银行会成为另一个次债[J]. *国际经济评论*,2012(2):42-51.
- [7] Xie H. The mispricing of abnormal accruals[J]. *The Accounting Review*, 2001, 76(3):357-373.
- [8] Komendi R, Lipe R. Earnings innovations, earning persistence, and stock returns[J]. *Journal of Business*, 1987, 60(7), 323-346.
- [9] 陈小悦,肖星,过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵[J]. *经济研究*,2000(1):30-36.
- [10] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3):335-370.
- [11] Cohen W M, Levinthal D A. Innovation and learning: The two faces of R&D[J]. *The Economic Journal*, 1989, (99):569-596.
- [12] 余琰,李怡宗. 高息委托贷款与企业创新[J]. *金融研究*,2016(4):99-114.
- [13] 方红星,段敏. 内部控制信息披露对盈余价值相关性的影响——来自 A 股上市公司 2007—2011 年度的经验数据[J]. *审计与经济研究*,2014(6):56-64.
- [14] 逯东,孙岩,杨丹. 会计信息与资源配置效率研究述评[J]. *会计研究*,2012(6):19-24.
- [15] Feltham G A, Ohlson J A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2):689-731.
- [16] Sloan R G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? [J]. *The Accounting Review*, 1996,71(3):289-315.
- [17] Gow I D, Ormazabal G, Taylor D J. Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research[J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(2):483-512.
- [18] 肖华,张国清. 内部控制质量、盈余持续性与公司价值[J]. *会计研究*,2013(5):73-80.
- [19] 程小可. 中国上市公司盈余结构的业绩预测能力[J]. *经济科学*,2005(4):109-116.
- [20] 饶品贵,姜国华. 货币政策波动、信贷与会计稳健性[J]. *金融研究*,2011(3):51-71.

[责任编辑:高 婷]

High-interest Loans and Profitability of the Firms: from the Perspective of Earnings Persistence and Earnings Value Relevance

YU Yan¹, LEE Yitsung²

(1. School of Business, Beijing Technology and Business University, Beijing 100037, China;

2. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: High interest loans have characteristics of unsustainability, sacrifice of firms' innovation activities, and high risks. These characteristics may lower the quality of firms' accounting information. In this article, we find that the firms which engage in high-interest entrusted loans have lower earnings persistence. Further analysis shows that the low earnings persistence is mainly caused by low main business earnings persistence. The earnings value relevance analysis shows that, for firms which engage in high-interest entrusted loans, earnings are less relevant to stock price and non-core business earnings has no higher value relevance. These results indicate that high-interest entrusted loans business does not substantially change investors' perceptions to the company stock.

Key Words: high-interest entrusted loans; accounting information quality; earnings persistence; value relevance; enterprise profit-making capacity; quality of enterprise accounting information; capital market