

企业无形资产资本化与分析师 盈余预测：理论分析与实证检验^{*}

苏 治 魏 紫

(中央财经大学统计学院/会计学院 100081 中国人民大学国际货币研究所 100872)

【摘要】与现有的基于“价值相关性”的无形资产研究不同,本文从资本市场最专业的财务报表使用者——证券分析师的视角出发,研究了财务报表对无形资产反映的充分程度,即无形资产资本化对分析师盈余预测的影响,并进行实证检验。检验的结果表明,企业无形资产资本化程度与分析师盈余预测跟随、盈余预测误差、盈余预测分散性皆呈“负相关”关系。企业无形资产资本化程度越高,分析师盈余预测跟随次数越少,分析师盈余预测误差越小,分析师之间的盈余预测分歧越小,并且对于无形资产价值占公司总价值比例较高的公司,这种负相关关系更为显著。

【关键词】无形资产 分析师 盈余预测跟随 盈余预测误差 盈余预测分散度

一、引言

有形资产是工业经济时代企业价值创造的主要源泉,然而随着知识经济时代的来临,产品和劳务中“物质”的比重不断下降,“知识信息”的比重不断上升,企业价值链的重心已逐渐由有形资产“漂移”至无形资产。正如 Goldfinger (1997) 所说,当今社会的经济价值和财富不再是物质要素生产的结果,而是基于无形资产的创造。尽管无形资产的重要作用日益凸显,财务报告的发展却并未能跟上时代的步伐。Lev (1989) 认为,近年来造成财务报告质量下降的“罪魁祸首”就是当前的财务体系不能如实反映企业日渐增多的无形资产。

财务报表能反映出多少无形资产“是否会影响”以及“如何影响”报表使用者对财务报告的信息解读以及对企业未来盈利的预测?这是无形资产信息披露研究的核心问题。我国于2007年1月1日在上市公司范围内开始实施与国际会计准则趋同的新准则。和旧准则相比,新准则规定企业的开发支出可以予以资本化,并最终确认为无形资产,管理层可以根据一定的标准对开发阶段予以判断,从而放宽了无形资产资本化的口径,扩大了管理层向外界发出信号的空间,其目的在于提高报表中无形资产信息的相关性以及对报表使用者的有用性。在新准则下,相对于企业潜

在的无形资产,有多少无形资产可以在报表中确认、“是否”以及“如何”影响报表使用者的信息解读以及对未来盈利的预测是一个迫切需要回答的问题。本文从分析师盈余预测的视角出发,研究了企业无形资产资本化对分析师盈余预测跟随、盈余预测误差、盈余预测分散性的影响,并以2007至2009年A股上市公司为样本进行实证检验,首次为我国新准则下无形资产资本化对报表使用者信息解读以及对未来盈利预测的影响提供了经验证据。

二、文献综述

现有的国内外文献大多从无形资产价值相关性的角度验证各类无形资产与股价或股票收益率的关联,进而得出在准则的约束下无形资产在财务报表中的不充分确认会影响投资者决策的结论。企业财务报表确认的无形资产 (Ritter and Wells, 2006)、未确认的无形资产 (Kohlbeck and Warfield, 2002)、企业的研发支出 (Lev and Zarowin, 1999)、企业的广告成本 (Demers and Lev, 2001)、人力成本 (Darby, Liu and Zucker, 2004) 均与公司的股价及股票回报率正相关,说明不管是财务报表中确认的无形资产还是未在报表中确认的无形资产都具有价值相关性。尽管如此,普通报表使用者对无形资产信息的反应仍不能直接获取,无形资产价值相关性研究只能借助与股价和股票收益

^{*} 本文得到国家自然科学基金 (71202125、71101157)、教育部人文社会科学基金 (12YJC630226、10YJC790220)、中央财经大学科研创新团队支持计划、中央财经大学“211工程”重点学科建设项目、北京市教育委员会共建项目、中央财经大学-维多利亚大学国际合作研究项目、2012年北京市社科联青年社科人才资助项目、教育部博士点基金课题 (20110016120001) 资助。

率的关联去捕捉投资者对企业未来盈利的预期。因此该项研究只能间接地、笼统地去检验无形资产信息对资本市场的最终影响,而不能直接、多角度地捕捉无形资产信息是“如何”影响报表使用者的关注选择、报表使用者对企业未来盈利预测的准确性以及报表使用者之间的预测分歧。此外,现存绝大部分实证研究仅限于把报表中确认的无形资产作为研究对象,并没有把无形资产资本化程度作为直接的研究目标,因而也并未对“财务报表中能反映出多少无形资产将如何影响报表使用者的信息解读”这一无形资产研究的核心问题做出直接的回答(邵红霞,2007)。

现有关于如何衡量报表使用者对报表信息的解读的研究,通常用分析师盈余预测作为代理变量。其原因在于分析师是资本市场信息解读、信息传递的重要媒介,一方面,他们从公司财务报告中获取信息,进行分析并形成预测;另一方面,他们把预测传达给投资者,对投资者决策形成重要影响。国外研究表明,上市公司发布的财务报告是分析师盈余预测最重要的信息来源(Schipper,1991),分析师能比投资者更好地解读公司发布的财务报告(Ram Nath et al.,2008),并且财务报告的质量对分析师盈余预测跟随、盈余预测误差及分析师之间的盈余预测分歧具有显著影响。但整体而言,关注无形资产信息披露对分析师盈余预测影响的文献较少。尽管Barron et al.(2002)、Gu and Wang(2005)在美国无形资产准则框架下研究了分析师盈余预测和无形资产的关联,但限于研究报表中确认的无形资产,并未把无形资产资本化程度作为研究目标,因而没有回答无形资产在财务报表中的反映程度对分析师的影响。国内同时涉及到此类文献的只有邵红霞和方军雄(2007),文章采用问卷调查的方式考察了分析师对无形资产资本化的看法,但并没有做出实证分析。

三、理论分析与研究假设

无形资产是企业的重要资源,其表内确认和表外披露向外界传达不同的信息含量。表内确认意味着更强的确定性以及更强的盈余预测能力。无形资产在财务报表中的确认程度,即无形资产的资本化程度,对财务报告质量具有重要影响,如较高的无形资产资本化水平意味着更多确定的无形资产以及更多可预测的盈余(Chalmers, Clinch, Godfrey and Wei,2012);而较低的无形资产资本化水平则会导致盈余反映系数降低,会计盈余的可预测性下降,对股票回报的解释能力减弱,加剧企业内外信息不对称程度(Matolsy and Wyatt,2006)。相对于企业潜在的无形资产,资本化的无形资产越多意味着更多确定的无形资产以及更多可预测的未来盈余;反之则可确定的无形资产越少,企业内外的信息不对称程度越大,分析师对无形资产密度大的公司进行预测面临更大的不确定性并且需要花费更多的

努力(Gu and Wang,2005)。因此,我们推测企业无形资产资本化会影响分析师盈余预测跟随、盈余预测误差以及分析师之间的盈余预测分歧。

(一) 无形资产资本化对分析师盈余预测跟随的影响

根据理性经济人假说,出于自身利益最大化的考虑,分析师是否会一家公司进行盈余预测,取决于分析师对该公司进行预测的可得收益,即挖掘被市场低估公司的价值从而形成投资建议,并把这种建议传递给投资者进而获取报酬。来自于被市场低估的公司未来盈余的可预测性较差、公司内部和外部存在严重的信息不对称等因素给予了分析师生存和获利的空间,增强分析师对该家公司进行跟随的动机。

无形资产很难在财务报表中得以充分体现的事实恰好给予分析师挖掘被市场低估公司的机会。无形资产资本化程度越低意味着信息不对称程度越大,盈余的可预测性越差,分析师就越有动机去跟随并进一步挖掘公司的价值,因此,本文提出如下假设:

假设1:企业无形资产资本化程度与分析师盈余预测跟随负相关。

(二) 无形资产资本化对分析师盈余预测误差的影响

分析师盈余预测误差是指分析师预测的每股收益与公司实际每股收益的差值,预测值与实际值之间的偏差越小,分析师盈余预测越准确。上市公司发布的公开信息,尤其是上市公司年度财务报告是分析师盈余预测最重要的信息来源(Schipper,1991)。高质量的财务报告有助于降低分析师搜集整理信息的难度,节省分析师的时间和精力,不仅可以显著改善分析师获取的公开信息的准确程度,也可以提高分析师获取的私人信息的准确程度,从而从整体上降低了分析师盈余预测的误差。此外,财务报表中的单项财务信息也会对分析师盈余预测的准确性产生影响。

企业在财务报表中未确认的“潜在无形资产”越多,即企业无形资产资本化程度越低,分析师需要动用大量的私人资源、花费大量的时间才能充分了解企业的经营情况,分析师预测的难度大大增加,从而导致较高的预测误差。因此,本文提出:

假设2:企业无形资产资本化程度与分析师盈余预测误差负相关。

(三) 无形资产资本化对分析师之间盈余预测分歧的影响

分析师盈余预测分散程度是指多个分析师对同一公司预测的每股收益之间的离散程度,反映了分析师之间的意见分歧及分析师群体对该公司未来盈余的不确定性。分析师盈余预测分散程度越高,分析师之间的盈余预测分歧越大,分析师群体对公司未来盈余的不确定越大。分析师进

行盈余预测的信息来源可分为公开信息和私人信息,财务信息质量决定了分析师对私人信息的依赖程度。当盈余可预测性较低、公司内外信息不对称较大时,分析师必须依靠私人信息进行盈余预测。由于分析师获取私人信息的渠道不同,私人信息的质量参差不齐导致了分析师盈余预测的分散性增大 (Barron et al., 1999)。

无形资产资本化程度越高意味着更多确定的无形资产以及更多可预测的盈余 (Matolcsy and Wyatt, 2006),财务报告的质量较高,分析师对私人信息的依赖程度越小,分析师之间的预测分歧越小;反之,分析师盈余预测的分歧则增大。由此,我们提出:

假设3: 企业无形资产资本化程度与分析师盈余预测分散程度负相关。

四、研究设计与样本选择

(一) 研究变量及定义

1. 因变量

本文采用分析师盈余预测研究中最重要三个维度——预测跟随、预测误差以及预测的分散程度作为因变量 (Gu and Wu, 2003)。

早期文献衡量分析师盈余预测跟随的方法主要有两种,一种是对某家公司进行盈余预测分析师的人数,另一种是所有分析师对某家公司进行盈余预测的次数。本文选取分析师盈余预测的次数来度量跟随行为,因为即使是同一分析师对一家公司预测多次,也说明了分析师对该家公司的预测供给增多,关注度增强。因此,本文的因变量 $FOLLOW_{it}$ 衡量的是分析师对公司 i 第 t 年的每股盈余进行预测的次数。

关于分析师盈余预测误差,由于本文致力于研究分析师群体对无形资产信息的解读,因此我们用分析师群体的平均预测误差除以公司的每股总资产并将其取对数进行标准化处理的方法来衡量分析师盈余预测误差。这种处理方法更有利于分析师盈余预测误差与无形资产的数据匹配 (Matolcsy and Wyatt, 2006; Chalmers et al., 2012),其具体计算公式如下:

$$\ln_FE_TA_{it} = \ln \left(\frac{FMEAN_{it} - AEPS_{it}}{TA_SHARE_{it}} \right)$$

其中, $FMEAN_{it}$ 为全部分析师对公司 i 第 t 年每股收益预测的均值, $AEPS_{it}$ 为公司 i 第 t 年的实际的每股收益, TA_SHARE_{it} 表示对其取自然对数。

关于分析师盈余预测分歧,本文采用盈余预测的标准差除以公司每股净资产的绝对值来测算 (Matolcsy and Wyatt, 2006),因为影响股价的因素过多,而每股资产既能消除规模影响又相对稳定。分散度的计算公式如下:

$$\ln_DISP_TA_{it} = \ln \left(\frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_1^n (FEPS_{it} - FMEAN_{it})^2}}{TA_SHARE_{it}} \right)$$

其中, $FEPS_{it}$ 代表单个分析师对公司 i 第 t 年的每股盈余预测, $FMEAN_{it}$ 为全部的证券分析师对公司 i 第 t 年的每股收益预测的均值, $FMEAN_{it}$ 为公司 i 第 t 年的每股资产, \ln 表示对其取自然对数。盈余预测分散度越小,说明分析师之间的分歧越小,意见越一致。

2. 解释变量

无形资产资本化程度是衡量企业无形资产在财务报告中确认比例的一个重要指标,理论上可以用企业在财务报告中确认的无形资产价值占企业无形资产总价值的比例来衡量。其中,无形资产在财务报告中确认的价值等于资产负债表中的无形资产的科目余额;企业无形资产的总价值等于在财务报告中确认的无形资产价值与未在财务报告中确认的潜在无形资产价值之和。潜在无形资产是指符合广义无形资产定义但却不能在财务报表确认的无形资产 (比如,品牌价值、人力资源、团队精神、客户订单、营销哲学等)。如何确定潜在无形资产的价值是计算无形资产资本化程度的关键。

FASB 在 2001 年的一份专门报告“新经济对企业和财务报告的挑战”中指出了会计账面价值、潜在无形资产以及市场化价值的关系 (见表 1)。由于 FASB 把表 1 中的 [2] 至 [6] 定义为潜在无形资产,因此潜在无形资产的价值 = 公司的股票价值 - 公司会计的账面价值 (葛家澍, 2002)。

尽管用公司市场价值和账面价值的差额来衡量公司潜在无形资产的价值并不十分精准,但从总体上说,公司潜在无形资产被视为企业市价超出企业账面价值的部分,在计量上可用公司在证券市场中的总价值与会计账面价值之间的差额来衡量 (Booth, 1998)。本文借鉴之前文献的方法对潜在无形资产进行计量,因此无形资产资本化的计量公式如下:

$$\begin{aligned} INTANG_MVAD_{it} &= \frac{INTANGIBLE_{it}}{MVAD_{it}} \\ &= \frac{INTANGIBLE_{it}}{(MKV_{it} - BKV_{it}) + INTANGIBLE_{it}} \end{aligned}$$

其中, $INTANGIBLE_{it}$ 为公司 i 第 t 年的资产负债表中无形资产的科目余额, MKV_{it} 为公司 i 第 t 年的市场价值, BKV_{it} 为公司 i 第 t 年的账面价值, $(MKV_{it} - BKV_{it})$ 为公司 i 第 t 年的“潜在无形资产”, $(MKV_{it} - BKV_{it})$ 与 $INTANG_MVAD_{it}$ 的和为公司 i 第 t 年的无形资产的总价值。

3. 控制变量

本文引入早期文献涉及的七种影响分析师盈余预测的因素作为模型的控制变量: 无形资产价值占市值比例 (Barron et al., 2002)、经营现金流量与负债比例 (Demers, 2002)、公司规模和负债杠杆水平 (Lang and Lundholm, 1996)、盈余波动性 (Kross et al., 1990)、是否亏损 (Lang and Lundholm, 1996)、股票收益率的波动水平 (Alford and

表 1

公司市场资本化价值构成

	公司会计的账面价值	[1]
+ / -	会计账面价值与市场评估价值的差异（如外购商誉等）	[2]
+ / -	符合资产和负债的定义但未在财务报表中确认的项目（如自行研究与开发的专利权）按照市场评估的基础价值。	[3]
+ / -	不符合资产和负债定义的无形资产价值增进或者价值减损（如团队精神）	[4]
+ / -	按市场评估主体的未来计划、机遇和企业风险（如客户订单）	[5]
+ / -	其他因素，包括广告、市场心理学等（如营销哲学）	[6]
=	市场资本化价值	[7]

注：此表引自葛家澍. 2002. 21 世纪财务报告展望（下）——迎接竞争、技术和全球化三股力量汇合的挑战. 财务与会计，2：13

Berger, 1999)、公司上市的年限和年份及行业（O'Brien and Bhushan, 1999）。此外，由于分析师盈余预测的次数对盈余预测的误差和分散性有影响（Das et al., 1998），本文

在检验无形资产资本化对分析师盈余误差和分散性时将分析师对该公司的预测次数作为控制变量进行研究。相关变量说明见表 2。

表 2

变量说明

变量	名称	说明
$FOLLOW_{it}$	分析师盈余预测跟随	对同一公司做出盈利预测的次数
$ln_FE_TA_{it}$	分析师盈余预测偏差	分析师预测误差的均值标准化的自然对数
$ln_DISP_TA_{it}$	分析师盈余预测分散度	预测值的标准差/每股总资产的自然对数
$INTANG_MVAD_{it}$	无形资产资本化程度	无形资产账面余额/无形资产总价值
$MVAD_MKV_{it}$	无形资产价值占市值比例	无形资产价值/公司市场价值的比例
OP_DEBT_{it}	经营现金流量与负债比例	公司经营性现金流量/负债总额
LG_MV_{it}	公司规模	上市公司股价的自然对数
LEV_{it}	负债杠杆水平	负债/权益
EV_{it}	盈余波动性	最近 36 个月实际每股收益的标准差
$LOSS_{it}$	是否亏损	亏损为 1；否则为 0。
VAR_RET_{it}	收益率波动性	最近 36 个月股票收益率的标准差
AGE	上市年限	上市公司年限
$YEAR$	预测年份	年份控制变量
$INDUSTRY$	行业	行业控制变量

（二）模型设定

根据以上分析，本文针对无形资产资本化与分析师盈余预测的三个理论假设建立如下模型：

模型 1：

$$FOLLOW_{it} = \alpha_1 + \beta_1 INTANG_MVAD_{it-1} + \beta_2 MVAD_MKV_{it-1} + \beta_3 OP_DEBT_{it-1} + \beta_4 LG_MV_{it-1} + \beta_5 AGE_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 VAR_RET_{it-1} + \beta_8 EV_{it-1} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY$$

模型 2：

$$ln_FE_TA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 INTANG_MVAD_{it-1} + \beta_2 MVAD_MKV_{it-1} + \beta_3 OP_DEBT_{it-1} + \beta_4 LG_MV_{it-1} + \beta_5 AGE_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 VAR_RET_{it-1} + \beta_8 EV_{it-1} + \beta_9 FOLLOW_{it} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY$$

模型 3：

$$ln_DISP_TA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 INTANG_MVAD_{it-1} + \beta_2 MVAD_MKV_{it-1} + \beta_3 OP_DEBT_{it-1} + \beta_4 LG_MV_{it-1} + \beta_5 AGE_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1}$$

$$+ \beta_7 VAR_RET_{it-1} + \beta_8 EV_{it-1} \\ + \beta_9 FOLLOW_{it} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY$$

由于我国证监会对公司发布年报时间的规定,上市公司必须在4月30号之前公布上一年的年报,因此模型中的因变量都是以上一年年报发布之后($t-1$ 年5月)到下一年年报公布之前(t 年4月)为计算区间。

(三) 样本选择及数据来源

我国于2007年1月1日实施与国际会计准则趋同的无形资产新准则,为了检验新准则下分析师对报表中无形资产确认计量的解读,本文选取2007-2009年作为样本区间。剔除ST公司以及分析师预测数据和财务数据不可得的公司,最终得到1575个有效样本,为了消除异常值影响,本文对0-1%和99%-100%的极端值样本进行WIN-SORIZATION处理。

根据样本数据得到的无形资产资本化程度 $INTANG_MVAD$ 的均值为0.107,说明2007年至2009年,我国A股上市公司无形资产在资产负债表中的确认比例约为10%,无形资产在财务报表中确认的程度不高。分析师对我国上市公司的年度平均预测数为7次,明显低于欧美数据,表明我国分析师行业仍处于新兴阶段;分析师盈余预测的误差和分散度的均值分别为0.011和0.012,从总体上说,盈余预测误差和分歧程度并不大。

表3 企业无形资产资本化与分析师盈余预测跟随、盈余预测误差和盈余预测分散性

	企业无形资产资本化与分析师盈余 预测跟随 $FOLLOW$			企业无形资产资本化与分析师盈余 预测误差 $ln_FE_TA_{it}$			企业无形资产资本化与分析师盈余 预测分散性 $ln_DISP_TA_{it}$		
	全样本	$> MVAD/MV$ 的中值	$\leq MVAD/MV$ 的中值	全样本	$> MVAD/MV$ 的中值	$\leq MVAD/MV$ 的中值	全样本	$> MVAD/MV$ 的中值	$\leq MVAD/MV$ 的中值
	(N = 1575)	(N = 787)	(N = 788)	(N = 1571)	(N = 778)	(N = 779)	(N = 1557)	(N = 778)	(N = 779)
INTERCEPT	-131.156 ***	-148.131 ***	-117.083 ***	-6.31 ***	-9.32 ***	-2.9 ***	-6.16 ***	-7.71 ***	-5.14 ***
INTANG_MVAD	-0.718	-0.624 *	-0.121	-0.27 ***	-6.02 ***	-0.34 **	-0.17 ***	-0.26 ***	-3.2 *
MVAD_MKV	-0.075	3.266	-0.76	0.55 ***	1.14	-0.11	0.48 ***	2.42 ***	-0.25
OP_DEBT	0.406 ***	0.243	0.476 **	0.01	-0.04	0.04	0.04 ***	0.01	0.06 ***
LG_MV	6.487 ***	7.147 ***	5.82 ***	-0.05	0.17 ***	-0.08	0.03	0.03	-0.003
AGE	-0.091	-0.002	-0.133 *	0.01 *	-0.01	0.03 ***	-0.01	-0.01	-0.01
LOSS	-2.101 **	-4.498 **	-1.975 *	0.57 ***	0.76 **	0.52 ***	0.33 ***	0.66	0.19
LEV	0.207	0.014	0.492	-0.08 ***	-0.05	-0.13 ***	-0.09 ***	-0.11 ***	-0.08 ***
VAR_RET	-50.568 ***	-73.432 ***	-4.564	6.53 ***	5.88 ***	5.9	6.13 ***	4.16 ***	8.83 ***
EV	-1.284 ***	-1.283 ***	-1.553 ***	0.21 ***	0.19 ***	0.23 ***	0.16 ***	0.14 ***	0.15 **
Adjusted R ²	0.406	0.416	0.39	0.15	0.15	0.13	0.18	0.23	0.11

注: (1) 方程通过共线性检验,所有变量 VIF 膨胀因子均低于阈值,方程不存在共线性问题,结果均通过 White (1980) 异方差调整;

(2) *, **, *** 分别代表 0.1、0.05、0.01 的显著水平;

(3) 年度控制变量和行业控制变量的结果由于篇幅原因不在本文列示。

五、实证结果与分析

(一) 相关性检验

本文对变量之间的相关性进行 Pearson 和 Spearman 相关检验,结果表明, $MVAD/MV$ (无形资产价值占市值比) 与 $INTANG_MVAD$ (无形资产资本化程度) 相关系数差异较大, Pearson 系数为 0.281, 而 Spearman 相关系数为 0.528, 这种非线性相关系数显著更大的特性为本文将样本按 $MVAD_MV$ 分类提供了理论依据。此外,之前的研究表明无形资产价值占公司价值比例高的公司与无形资产价值占公司价值比例低的公司无形资产的价值相关性存在差异(方军雄和邵红霞, 2006), 因此本文按照 $MVAD_MV$ 的中值将样本分为两组对无形资产密度高以及密度低的公司无形资产资本化对分析师盈余预测的影响进行检验。

(二) 回归结果分析

1. 无形资产资本化程度对分析师盈余预测跟随的影响

由模型 1 的回归结果(表 3) 可见,无论是全样本、无形资产价值较大 ($MVAD_MV >$ 中值) 的分样本还是无形资产价值较小 ($MVAD_MV \leq$ 中值) 的分样本,无形资产资本化程度 $INTANG_MVAD$ 的系数符号都为负,但是显著程度有所差别, $INTANG_MVAD$ 在全样本中和无形资产价值占公司市场价值比例较小的分样本 ($MVAD_MV \leq$ 中值)

中并不显著,但是在无形资产价值占公司市场价值比例较大 ($MVAD_MV > \text{中值}$) 的分样本中却非常显著。这说明总体来说,企业无形资产资本化程度与分析师盈余跟随呈负相关关系,对于无形资产是公司价值主要创造因素的公司,无形资产在财务报表中确认的程度越高,分析师对其进行盈余预测的次数越少。

结论似乎和通常无形资产信息披露程度越高,越会吸引分析师的关注“相矛盾”。原因在于虽然投资者和分析师有密切的联系,分析师和投资者的利益并不完全一致。分析师自身利益的最大化才是他们提供预测服务的最终目标。公司无形资产资本化程度较高,投资者无需费力就可以了解公司无形资产的真实情况,并可以据此预测企业未来盈利的状况,分析师挖掘被市场低估公司从而获取“超额利润”的可能性就越小,分析师跟随的动机越小。

2. 无形资产资本化程度对分析师盈余预测误差的影响

由模型2的回归结果(表3)可见,无论是全样本分析还是按照 $MVAD_MV$ 中值划分的分样本,无形资产资本化程度 ($INTANG_MVAD$) 与分析师盈余预测的误差 ln ($ABSFE_TA$) 都显著负相关,并且对于无形资产价值占公司市值比较大的样本来说,这种负相关关系更为显著。这和我们的假设是一致的,即企业无形资产资本化程度越高,企业内外信息不对称程度越小,盈余可预测性较强,财务报告的质量越好,财务报告越能反映企业的经济实质,分析师无需动用大量的私人资源,花费大量的时间和精力去企业进行调研并和公司管理层进行沟通就能从企业的财务报表中挖掘到有利于预测的信息,因此分析师盈余预测的难度大大降低,盈余预测误差下降,盈余预测的准确程度得以提高。

这一结论与 Lang and Lundholm (1996) “公司财务信息披露质量越高分析师盈余预测误差越小”的研究结果是相互支持的,与 Demers (2002) 的研究结论“分析师对拥有大量未确认的无形资产公司的盈余预测有着较大的误差”也是间接一致的,因为公司未确认的无形资产越多,在财务报表中得到确认的无形资产就越少,该公司的无形资产资本化程度就越小。

3. 企业无形资产资本化对分析师盈余预测分散性影响的回归结果

由模型3的回归结果(表3)可见,无论是全样本,还是按照 $MVAD_MV$ 中值划分的分样本,无形资产资本化程度 ($INTANG_MVAD$) 与分析师盈余预测的分散程度 ln ($DISP_TA$) 都呈负相关关系,并且对于无形资产价值占市值比例较高的企业来说,这种负相关的关系更为显著。这和假设3的预期相符,即无形资产在财务报表中反映的越充分,公司内外信息不对称程度越小,分析师对导致意见

分歧的私人信息的使用越少,分析师群体对于未来盈余的不确定性越小,分析师之间盈余预测的分歧越小。

(三) 稳健性检验

本文采用对无形资产价值占公司市值比 ($MVAD/MV$) 高低进行分组的方法对公司自身拥有无形资产数量占公司价值比例情况进行控制,并使用公司无形资产账面价值与总资产比例 ($INTANG/TA$) 代替 $MVAD/MV$ 进行分组回归来避免引入市场化价值的影响。此外,本文采用计数模型 (Count Model) 去代替最小二乘法 (OLS) 对模型1进行估计。该模型对于因变量是整数的情况,比普通最小二乘法估计的效果更优。其稳健性检验的结果与本文的结论基本一致。

六、研究结论与启示

本文从分析师盈余预测的视角出发,分析了企业无形资产资本化对分析师盈余预测跟随、盈余预测误差、盈余预测分散性的影响并进行实证检验。研究的结果表明,企业无形资产资本化程度与分析师盈余预测跟随、盈余预测误差、盈余预测分散性皆呈“负相关”关系。无形资产资本化程度越高,分析师对其进行盈余预测的次数越少,分析师盈余预测误差越小,分析师之间盈余预测分歧越小,并且这种负相关关系对于无形资产价值占公司市值比较高的公司更为显著。

结合我国无形资产新准则背景以及本文的研究结论,我们可得出如下启示:(1) 对公司管理层来说,在当前无形资产新准则给予管理者一定的会计政策选择权的背景下,是否选择在报表上确认无形资产,什么时候在报表上确认无形资产会对分析师及其他报表使用者对企业未来的盈利预测产生重要影响。我国于2009年开始在证券市场中设立创业板,其主要目的在于加强市场对于拥有创新观念以及高科技公司的关注与投入,增强拥有大量无形资产的公司的资源配置,加强无形资产在报表中的确认与披露对于创业板公司向分析师以及投资者发出信号并降低融资成本具有重大意义。(2) 对分析师来说,随着无形资产对企业重要性的增加,无形资产信息对企业未来盈利具有重要影响,分析师应对财务报表中的无形资产信息予以重点关注,并加强对无形资产信息的分析和调整,这对分析师更准确的预测企业未来盈余有着重要的意义。(3) 对准则制定机构来说,我国于2007年1月1日开始执行与国际会计准则趋同的无形资产新准则。在新的无形资产资本化条件下,无形资产在财务报表中的确认与披露对报表使用者的信息解读以及对企业未来盈利预测存在较大影响,准则制定机构应在全面考虑报表使用者反应的基础上,进一步细化和完善无形资产资本化条件,提高无形资产信息对报表使用者的有用性。

主要参考文献

- 方军雄. 2007. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测. 金融研究, 6: 136 ~ 148
- 方军雄, 邵红霞. 2007. 我国上市公司无形资产的价值相关性——来自调查问卷的启示. 复旦大学工作论文
- 葛家澍. 2002. 21 世纪财务报告展望——迎接竞争、技术和全球化三股力量汇合的挑战. 财务与会计, 3: 11 ~ 13
- 胡奕明, 林文雄, 王玮璐. 2003. 证券分析师的信息来源、关注域与分析工具. 金融研究, 12: 52 ~ 63
- 彭艳萍, 张炳发. 2004. 上市公司无形资产信息披露研究. 工业技术经济, 4: 118 ~ 120
- 邵红霞. 2007. 我国上市公司无形资产价值相关性研究. 复旦大学博士论文
- 邵红霞, 方军雄. 2006. 我国上市公司无形资产价值相关性研究——基于无形资产明细分类信息的再检验. 会计研究, 12: 25 ~ 32
- 薛云奎, 王志台. 2001. 无形资产信息披露及其价值相关性研究. 会计研究, 11: 9 ~ 13
- Alford, A. W., and P. G. Berger. 1999. A Simultaneous Equations Analysis of Forecast Accuracy, Analyst Following, and Trading Volume. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 14 (3): 219 ~ 240
- Barron, O., C. Kile, and T. O'Keefe. 1999. MD&A Quality as Measured by the SEC and Analysts' Earnings Forecasts. Contemporary Accounting Research, 16 (1): 75 ~ 109
- Barron, O., D. Byard, C. Kile, and D. Riedl. 2002. Changes in Analysts' Information around Earnings Announcements. Journal of Accounting Research, 40 (2): 289 ~ 312
- Barth, M. E., G. Clinch, and T. Shibano. 2003. Market Effects of Recognition and Disclosure. Journal of Accounting and Research, 41 (4): 581 ~ 609
- Barth, M. E., and R. Kasznik. 2001. Analyst Coverage and Intangible Assets. Journal of Accounting Research, 39 (1): 1 ~ 34
- Chalmers, K., G. Clinch, J. Godfrey, and Z. Wei. 2012. Intangible Assets, IFRS and Analysts' Earnings Forecasts. Accounting and Finance, 52 (3): 691 ~ 721
- Darby, M. R., Q. Liu, and L. G. Zucker. 2004. Stakes and Stars: The Effect of Intellectual Human Capital on the Level and Variability of High-tech Firms' Market Values. Economic Inquiry, 42 (3): 351 ~ 369
- Das, S., C. Levine, and K. Sivaramakrishnan. 1998. Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts. The Accounting Review, 73 (2): 277 ~ 294

- Demers, E. 2002. Discussion of High-Technology Intangibles and Analysts' Forecasts. Journal of Accounting Research, 40 (2): 313 ~ 319
- Demers, E., and B. Lev. 2001. A Rude Awakening: Internet Shakeout in 2000. Review of Accounting Studies, 6 (2/3): 331 ~ 359
- Goldfinger, C. 1997. Understanding and Measuring the Intangible Economy: Current Status and Suggestions for Future Research. CIRET Seminar, Helsinki
- Gu, F., and W. M. Wang. 2005. Intangible Assets, Information Complexity and Analysts' Earnings Forecasts. Journal of Business Finance & Accounting, 32 (9-10): 1673 ~ 1702
- Gu, Z., and J. S. Wu. 2003. Earnings Skewness and Analyst Forecast Bias. Journal of Accounting and Economics, 35 (1): 5 ~ 29
- Kross, W., B. Ro, and D. Schroeder. 1990. Earnings Expectations: The Analysts' Information Advantage. The Accounting Review, 65 (2): 461 ~ 476
- Matolcsy, Z., and A. Wyatt. 2006. Capitalized Intangibles and Financial Analysts. Accounting and Finance, 46 (3): 457 ~ 479
- Kohlbeck, M. J., and T. Warfield. 2002. The Role of Unrecorded Intangible Assets in Residual Income Valuation: The Case of Banks. Working Paper, University of Wisconsin-Madison
- Lev, B., and T. Sougeannis. 1996. The Capitalization, Amortization and Value Relevance of R&D. Journal of Accounting and Economics, 71 (4): 467 ~ 492
- Lev, B., and P. Zarowin. 1999. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. Journal of Accounting Research, 37 (2): 353 ~ 385
- Lang, M., and R. J. Lundholm. 1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. The Accounting Review, 71 (4): 467 ~ 492
- Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. 2008. The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestions for Further Research. International Journal of Forecasting, 24 (1): 34 ~ 75
- Ritter, A., and P. Wells. 2006. Identifiable Intangible Asset Disclosures, Stock Prices and Future Earnings. Accounting and Finance, 46 (5): 843 ~ 863
- Rock, S., S. Sedo, and M. Willenborg. 2001. Analyst Following and Count-data Econometrics. Journal of Accounting and Economics, 30 (3): 351 ~ 373
- Schipper, K. 1991. Analysts' Forecasts. Accounting Horizons, 5 (4): 121 ~ 137

Market Environment , Property Nature and Corporations' Vertical Integration

Lu Chuang et al.

This paper empirically examines how the market environment affects corporations' vertical integration ,and the joint effect of property nature. We found that the market environment has significantly affected corporations' vertical integration. Specifically ,the degree of corporations' vertical integration increases with the deterioration of market environment ,the weakness of the legal protection of property rights and the growth of government intervention. We also found that the private enterprises have more motivation to increase the degree of vertical integration to avoid the transaction costs as a result of the market defect.

The Choice of Private Equity Placement: Based on Investor Heterogeneous Beliefs

Deng Lu & Liao Mingqing

This paper theoretical analyses and empirically examines how investor heterogeneous beliefs affect the choice of private equity placement in the full circulation era by employing the sample of A – share listed firms with private placements from 2006 to 2011. The results show that greater the heterogeneity in outsider beliefs lead firms more likely to choose offering to institutional investors. The greater the dispersion in outsider beliefs ,the less the financing amount to be raised by private equity. When the block shareholders engage in private equity placement ,investor heterogeneous beliefs increase and such placement is accompanied by asset payment. This research tends to expand the financing ,especially the SEO financing literature from the perspective of behavior finance theory.

Corporate Governance , Internal Control and Inefficient Investment: Theoretical Analysis and Empirical Evidences

Fang Hongxing & Jin Yu'na

This paper explores the effects of corporate governance and internal control on inhibiting inefficient investment based on data of main Chinese A – share non – financial listed companies. Inefficient investment is classified in accordance with internal mechanism for the formation of it. The result indicates that corporate governance and internal control can reduce inefficient investment. Corporate governance can inhibit intentional inefficient investment. Internal control can inhibit operational inefficient investment. This paper also analyses the difference between corporate government and internal control finding the division effects on inhibiting inefficient investment.

Capitalization of Intangible Assets and Analysts' Forecasts: Theory and Empirical Test

Su Zhi & Wei Zi

Different with the value relevance research on intangible assets ,this paper investigated the association between intangible assets capitalization and earnings forecasts made by financial analysts who are the wise and professional users of financial reports. Empirical results showed that firms that capitalize a higher proportion of their underlying intangible assets have lower analyst following ,lower dispersion of analysts' earnings forecasts and less forecasts error relative to firms that capitalize a lower proportion of their underlying intangible assets ,and these negative correlations are more significant for firms which have higher proportion of intangible assets to firms' market value.

Analysis on Impetus of Emotional Value to Family Firms Trans – generation

Xu Yongbin & Hui Nannan

Emotional value is a new concept which is proposed under family utility theory ,affection injection theory and behavior agent theory ,it affects the decisions of family – firms. Family – firm's goals consist of emphasizing emotional value and catering for financial revenue. The essence claim of the emotional value is continuing control of the family through trans – generation ,emotional value has an impact on intentions ,preparations and success of trans – generation ,because of the decrease trend of emotional value among generations ,the preservation and creation of emotional value is a necessity to businesses sustaining.

The Selection of IPO Valuation Model in China Stock Market

Ding Du

This article ,based on the special institutional background in China capital market ,consider the focus of the study on stock market bubbles as the entire process of IPO ,that is ,the whole process of pricing ,offering and listing. IPO bubble is a key part of stock market bubble. How to choose the method of IPO valuation is the key problem. This article values sample IPO companies by resident income method and FCFE method ,compares and analyses these two methods from both theory and valuation result. The conclusion is that RIM is the proper method for IPO valuation and IPO bubble measurement.

The Effect of Independent Auditing under Concentrated Ownership: Analysis Based on Credit Rating of Bonds Market

Zhu Song et al.

Does the governance role of independent auditing work in Chinese bonds market in the situation of concentrated ownership structure? Basing on 1550 listed and unlisted firms issuing bonds ,this paper empirically finds that controlling shareholders tend to choose high quality auditor under lower controlling level while this incentive is declining when the control right is higher ,while the credit rating reflects the tunneling incentive under the inverse – U shape relationship between auditor choice and ownership structure. Our work shows independent auditing under concentrated ownership in China still plays the role of corporate governance in reducing information asymmetry ,helping firm improve the credit rating.