

分行业公允价值相关性实证研究

——基于 A 股市场面板数据

张凤元^{1a}, 符建华^{1b}, 易晓微²

(1. 哈尔滨商业大学 a. 会计学院, b. 经济学院, 黑龙江 哈尔滨 150028; 2. 吉林大学 商学院, 吉林 长春 130012)

[摘要] 基于公允价值计量对分行业上市公司会计信息含量的影响, 以我国 2007 年至 2010 年沪深两市 283 家上市公司 16 个季度的财务数据为研究对象, 采用描述性统计和回归分析等方法探讨公允价值计量的价值相关性问题。实证结果表明: 2006 年新会计准则中公允价值计量的引入进一步提高了我国上市公司会计信息的价值相关性; 在资产负债表中体现的每股可供出售金融资产公允价值变动净额、在利润表中体现的每股公允价值变动损益与股票内在价值之间具有相关性。

[关键词] 公允价值计量; 价值相关性; 可供出售金融资产; 公允价值变动损益; 公司规模; 上市公司风险

[中图分类号] F233 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2013)01-0086-09

我国 2006 年 2 月 15 日颁布的新会计准则引入公允价值对金融工具、长期股权投资、生物资产和投资性房地产等项目的资产和负债加以计量和确认, 这是我国会计准则与国际会计准则逐步趋同的一项重要标志。由于上市公司在具体会计准则的应用过程中自主性各异, 因此笔者认为公允价值计量的应用对各行业的影响也会有所不同。以金融工具为主的金融银行业可供出售的金融资产交易部分包括非衍生金融工具和衍生金融工具, 这类资产在财务报表中以公允价值进行计量确认能够比较合理、准确地反映上市银行的金融资产和投资情况, 投资者可以通过财务报表更直接地了解上市银行这些金融工具的财务信息质量。在房地产行业存在影响每年投资收益率波动幅度增大的因素, 公允价值计量在投资房地产的后续计量模式中的应用也势必影响到投资房地产行业在股市中的表现。在以收购、兼并为主要扩张方式的钢铁、电力行业, 公允价值计量在非货币性资产交换、长期股权投资、债务重组等具体准则的应用中也会对行业股价产生一定程度的影响。投资者能否准确把握公允价值计量在各行业报表中所传达的信息, 以公允价值计量的信息能否通过股票价格得到准确反映, 相关行业因素能否对公允价值计量的信息产生影响, 这些问题本文将利用 2007 年至 2010 年我国沪深两市 A 股市场的面板数据通过实证分析加以探讨。

一、相关文献回顾

在起步时期, 我国学者对公允价值计量的研究主要是以理论性研究居多, 谢诗芬提出了发展公允价值计量的十大理论基础, 在公允价值计量的理论阐述上作了详细说明, 进而提出了我国应用公允价值计量的必要性和紧迫感, 但对于如何运用及如何展开等细节问题并没有进一步阐述^[1]。路晓燕对公允价值计量应用的前景更是持乐观态度, 她认为公允价值计量是经济发展的必然选择, 坚信其将会

[收稿日期] 2012-06-20

[基金项目] 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(2009JJD790015)

[作者简介] 张凤元(1974—), 男, 河南商丘人, 哈尔滨商业大学会计学院讲师, 博士, 主要研究方向为会计理论与实务; 符建华(1979—), 男, 吉林松原人, 哈尔滨商业大学经济学院讲师, 主要研究方向为数量经济学; 易晓微(1988—), 男, 湖北荆门人, 吉林大学商学院博士生, 主要研究方向为数量经济学。

成为 21 世纪资产和负债的计量基础^[2]。赵岩从平衡会计信息的可靠性和相关性角度分析了公允价值计量方式的可行性,并对目前我国应用公允价值计量方式提出了建议^[3]。林丽端认为,采用公允价值计量有很多优点,诸如体现了与国际准则趋同,更能体现会计信息的相关性,尤其在衍生金融工具的计量中使得报表使用者对企业真实财务状况有更多的理解等。但公允价值计量的实际操作难度较大,也可能增加财务报表项目的波动性,这对注册会计师的审计提出了严峻的挑战^[4]。

近年来,随着我国资本市场的进一步完善和有效监管体系的形成,对公允价值计量进行实证研究的学者也逐渐增多。邓传洲在对我国 B 股上市公司以公允价值计量的价值相关性进行研究后发现,尽管公允价值计量存在一些误差,但以公允价值计量的会计信息显著提高了会计盈余的价值相关性。由于投资者明显认识到了这一计量误差,因此以公允价值计量的会计信息对投资公允价值调整及持有利得(或损失)具有较弱的增量解释能力。也就是说,我国投资者对盈余的关注度显然高于对账面净值关注度^[5]。于李胜对我国 A 股上市公司 2006 年及 2006 年以前的年报数据进行对比研究后发现,按 2006 年新会计准则规定披露的股东权益差异具有增量的价值相关性,与 2006 年以前的在传统计量属性下计量的会计信息相比,2006 年采用公允价值计量的会计信息在资本市场上的定价能力显著提高^[6]。陈学彬等人研究了公允价值变动对公司盈利的影响,认为上市公司盈利的波动受公允价值变动带来的净损益的影响,公允价值变动损益信息对上市公司股票价格也会产生影响^[7]。刘奕均、胡奕明选取了 2007 年第一季度至 2009 年第三季度的上市公司作为研究样本,利用面板数据进行检验分析后发现,公允价值计量收益与机构投资者的持股和交易对市场波动的影响是不同的,前者减小了市场波动,但后者却显著加剧了市场波动,由此说明机构投资者对以公允价值计量的资产表现出回避态度。这恰好与我国基金普遍存在羊群效应和短视行为的现实解释相吻合^[8]。王樾以 2007 年至 2009 年沪深两市的上市公司为对象进行研究后发现,在新会计准则实施后,上市公司年度财务报表披露的公允价值变动额对股票价格具有增量解释力^[9]。

从以上文献来看,为了尽量减少截面样本差异的影响,多数研究选取银行金融业作为样本来进行,由于本文收集的金融保险业样本比较少(只有 3 家上市公司),因此本文将在上述研究结果的基础上,对样本按行业进行拆分,划分为制造业、信息技术业、房地产金融保险业和综合类(包括社会服务业、传播与文化产业和综合类)四大类,四大类别分别简称为制造、信息、金融和综合,各行业所占样本比重如表 1 所示。

由表 1 可知,制造业、信息业、金融业和综合类在所有行业中共占 79% 的比重。样本中有 9 家上市公司中途转变了类别。

综上所述,基于已有学者的研究成果,本文拟采用上市公司 2007 年至 2010 年的财务数据,建立价格模型分行业对上市公司的公允价值相关性进行实证检验,

分析考察自 2006 年新会计准则实施以来采用公允价值计量对会计信息质量的影响,并验证公允价值计量的披露信息是否具有价值相关性。

表 1 各行业所占样本的比重

行业名称	行业代码	样本数据	所占比重	去除中间转行 9 家后的样本数据	所占比重	重新划分行业所占比重
农、林、牧、渔业	A	8	3%	7	3%	
采掘业	B	2	1%	2	1%	
制造业	C	159	56%	158	58%	58%
水、电、煤气生产供应业	D	12	4%	11	4%	
建筑业	E	8	3%	6	2%	
交通运输、仓储业	F	9	3%	9	3%	
信息技术业	G	23	8%	22	8%	8%
批发和零售贸易	H	24	8%	24	9%	
金融、保险业	I	3	1%	3	1%	
房地产业	J	11	4%	11	4%	5%
社会服务业	K	9	3%	7	3%	
传播与文化产业	L	1	0%	1	0%	
综合类	M	14	5%	13	5%	8%
合计		283	100%	274	100%	79%

二、研究设计

(一) 研究假设

我国 2006 年颁布的新会计准则规定,对于交易性金融资产,其持有期间的公允价值变动所产生的未实现收益要计入当期损益,因此交易性金融资产的公允价值变动将直接在会计盈余信息中得到反映。公允价值变动损益的确认能够更加准确地反映企业的经济效益,市场对加入利润表的公允价值变动的反应是显著的。对于可供出售的金融资产,会计准则规定其持有期间公允价值变动所产生的未实现收益不能计入当期损益,而是在资产负债表中将可供出售金融资产公允价值变动产生的利得(或损失)计入资本公积——其他资本公积,从而直接影响净资产的账面价值。当然,公允价值反映决策有用性的会计目标与证券市场的有效性有关。因此在现有的以历史成本为主的财务报表信息体系的基础上,交易性金融资产以及可供出售金融资产的公允价值计量不仅具有价值相关性,而且能够改进上市公司会计信息的质量和会计信息决策的有用性^[10]。

基于上述分析,本文认为 2006 年我国新会计准则实施后,上市公司的资产和损益的信息含量更加丰富,能够为会计信息的使用者提供更多的有用财务信息,以便于做出正确的决策判断,也就是说,公允价值计量所产生的会计信息具有价值相关性。因此,为了研究分行业上市公司的公允价值计量所产生的价值相关性,本文提出以下基本假设。

假设 1:可供出售金融资产的公允价值变动净额具有价值相关性。

假设 2:公允价值变动损益具有价值相关性。

(二) 变量设计与说明

基于对基本假设进行检验的需要,本文选取的各变量指标如表 2 所示。

表 2 变量定义表

变量类型	变量代码	变量含义	变量取值说明
被解释变量	P	股价	年报披露当年每个季度最后一个交易日的收盘价
	EPS	每股收益	利润/总股本
	BV	每股净资产	净资产/总股本
解释变量	FE	每股公允价值变动损益	公允价值变动损益/总股本
	AFPS	每股可供出售金融资产公允价值变动净额	可供出售金融资产公允价值变动净额/总股本
	EP	扣除公允价值变动损益影响的每股净利润	每股收益 - 每股公允价值变动损益
	BVP	扣除每股可供出售金融资产公允价值变动净额的每股净资产	每股净资产 - 每股可供出售金融资产公允价值变动净额
控制变量	CSR	流通股比例	流通股数目/总股本
	SZ	公司规模	营业收入的自然对数
	Beta	上市公司风险	各年度的贝塔系数(取最近 24 个月)

(三) 样本选取和数据收集

本文选取了上海证券交易所和深圳证券交易所 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日 4 年 16 个季度的 1489 家上市公司数据作为研究样本。在对上市公司的数据进行实证研究的过程中,由于不同的研究样本选择会影响实证研究分析的结果,因此本文对不符合要求的样本进行了剔除,这些样本包括:(1)16 个季度中收盘价不全的 740 家上市公司数据;(2)16 个季度中 FE 和 AFPS 数据不全的 451 家上市公司数据;(3)缺少 2010 年度营业收入数据的上市公司;(4)出现相关异常值的 5 家上市公司数据。经过筛选,本文最终得到的有效研究样本为 283 家上市公司 4 年间(总计 16 个季度)的完整数据。本论文使用的数据主要来源于 CSMAR(深圳市国泰安信息技术有限公司)数据库、CCER(北京

色诺芬信息服务公司)数据库和 Wind(上海万得信息技术有限公司)数据库。

(四) 模型设定

本文选取的截面数据样本数量(N)为 283,时间序列长度(T)为 16,截面数据的个数远远大于时间序列的长度,具有“宽而短”的特征。在面板数据变截距模型中,Hausman 检验结果均拒绝了原假设,认为固定效应变截距模型较为合理,但由于本研究包含的上市公司样本较多,截面个体之间存在的显著异方差性将影响系数估计值的一致性,因此我们采取不含固定效应的变截距模型,应用截面加权的方法(截面数据的广义最小二乘估计 GLS^①)进行处理,以消除异方差的影响。模型的基本形式是: $y_{it} = \alpha + \beta_1 x_{1,it} + \beta_2 x_{2,it} + \dots + \beta_k x_{k,it} + \varepsilon_{it}$ 。

1. 理论分析

近年来,国内外会计界学者研究价值相关性采用的通用方法是 Ohlson 在 1995 年提出的剩余收益模型(residual income valuation model)^[11],该模型将权责发生制下会计数据直接纳入估值模型来考虑估值变量之间的关系,从而开辟了以市场为基础的会计研究的新途径。剩余收益模型主要研究公司股票的内在价值、现行净资产账面价值和未来预期超常利润之间的相关性。剩余收益模型的计算公式是 $P_t = BV_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(X_{t+i} - r \times BV_{t+i-1})}{(1+r)^i}$,其中 P 为市场价值或价格, BV 为账面价值, r 为贴现率, $E_t(X_{t+i} - r \times BV_{t+i-1})$ 为预期超常利润(预测利润 - 资本费用)。

后来,Maydew 为了进一步提高贴现因子对回归方程的解释力,对剩余收益模型进行了进一步简化,得到了修正的 Ohlson 模型(价格模型),价格模型的计算公式是 $P_t = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 E_t + \mu_t$,其中 P 为市场价值或价格, BV 为账面价值, E 为公司股票的每股收益。与剩余收益模型相比,价格模型采用线性回归形式,能够有机结合和充分运用公司财务报表中资产负债表和利润表的财务信息,而且简洁实用,具有无可比拟的优点,所以模型一经推出就在各国会计和金融研究领域得到了广泛应用。

价格模型以股票价格为被解释变量来研究股票价格与账面净资产价值、有关盈利指标(如每股收益)之间的相关性。收益模型是在价格模型的基础上进行一阶差分后所得到的模型,它主要是以股票收益率为因变量来研究股票收益率与有关盈利(每股收益)及其变动之间的相关性。收益模型的变量公式是 $RET_t = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_t}{P_{t-1}} + \beta_2 \frac{E_t - E_{t-1}}{P_{t-1}} + \varepsilon_t$,其中 RET 为股票收益率, E 为每股收益, P_{t-1} 为公司在 $t-1$ 年末的收盘价。

从上述模型可以看出:第一,由于受公司规模等因素的影响,价格模型的实证结果可能会产生一些偏差,但收益模型是价格模型的基础上进行一阶差分后所得到的模型,其优势是在一定程度上降低公司规模等因素对模型的影响。第二,股票价格是公司盈利信息的综合反映,价格模型能够很好地避免收益模型中因期初投资者对公司预期的不同而产生的收益系数变化对模型实证结果产生偏差的影响。第三,价格模型能够综合反映公司股票市场的内在价值与股东权益、会计盈利水平之间的相关性,而收益模型的评估范围相对较小,只能评估会计收益信息的价值相关性,

2. 模型构建

本文在模型设计上主要参照 Barth、Ohlson 以及邓传洲的研究中所介绍的方法^[5,11-12]。与价格模型相比,收益模型的拟合度及解释力都有所欠缺,因此本文的分行业检验只选取了价格模型来进行实证分析,根据实证结果来研究公允价值计量中所体现信息的价值相关性。

为了避免各个解释变量之间可能存在的多重共线性问题,也为了得到能够反映解释变量对被解释变量影响程度的更加准确的研究结果,本文对 Ohlson 模型中的净资产账面价值进行了细分,大致

^①由于时间期限较短,随机方差的同期相关性不能检验。

分为以公允价值计量的可供出售金融资产公允价值变动净额和不以公允价值计量的扣除可供出售金融资产公允价值变动净额的每股净资产两大类。同时,考虑到公司规模差异等因素可能会对模型产生一定影响,本文对模型中的各个变量均以每股数来表示,由此得出检验基本假设1的价格模型:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_2 AFPS_{it} + \alpha_3 BVP_{it} + \mu_{it} \quad (i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T) \quad (1)$$

只要模型(1)中 $AFPS_{it}$ 的系数 α_2 显著不为0,假设1就成立。

同理,本文将净利润的账面价值拆分为在利润表中以公允价值计量的公允价值变动损益和扣除公允价值变动损益影响的每股净利润两大类,由此得出检验基本假设2的价格模型:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 FE_{it} + \alpha_3 EP_{it} + \mu_{it} \quad (i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T) \quad (2)$$

本文分行业检验的目的是为了研究不同行业的公允价值计量所表现出的价值相关性差异,分行业稳健性检验是分别将模型(1)和模型(2)加入三个控制变量——上市公司风险、公司规模和流通股比例来检验实证结果的稳定性。

三、实证检验

(一) 描述性统计

各行业变量的描述性统计分析结果如表3所示。从表3中我们可以看出,四类行业中样本股价的平均值从高到低依次是信息技术业(13.31301)、房地产和金融保险业(12.88464)、制造业(12.73087)和综合类(11.50847)。除了信息技术业,股价高的产业其盈利水平在所有行业中也位居前列,房地产和金融保险业的每股收益均值为0.278387,制造业的每股收益均值为0.194821,综合类的每股收益均值为0.137072。由此可见,盈利性水平高低是投资者在选择投资领域时首先考虑的重要因素。另外,各行业股东权益的账面价值(扣除每股可供出售金融资产公允价值变动净额后的价值)的

表3 各行业变量描述性统计

变量 \ 行业		制造	信息	综合	金融
P	平均值	12.73087	13.31301	11.50847	12.88464
	标准差	9.573104	8.813216	7.260532	8.411335
EPS	平均值	0.194821	0.14336	0.137072	0.278387
	标准差	0.32166	0.227114	0.165752	0.368413
FE	平均值	-0.00055	-0.00204	0.000242	0.00587
	标准差	0.030813	0.022355	0.013423	0.037982
EP	平均值	0.195371	0.145395	0.13683	0.272518
	标准差	0.320272	0.228498	0.165001	0.366896
BV	平均值	3.204295	2.712614	2.422808	4.045928
	标准差	1.595195	1.457159	1.074244	2.063285
AFPS	平均值	0.007412	0.000714	0.015492	0.078757
	标准差	0.33065	0.046265	0.11733	0.686792
BVP	平均值	3.196883	2.7119	2.407316	3.967172
	标准差	1.58541	1.455967	1.069661	2.109548

差异也很明显,房地产和金融保险业、制造业以及信息技术业这三个行业平均值也比较高,分别为3.967172、3.196883和2.7119,这可能与三个行业的固定资产等非流动性资产所占总资产比例较高相关。值得注意的是,由于房地产和金融保险业具有一定的特殊性(金融资产和衍生金融资产占了相当大的比例),因此该行业以公允价值计量的资产额是所有行业中最高的,每股可供出售金融资产公允价值的变动净额也是四个行业中最高的,为0.078757。

在公司的每股净资产BV比较中,由于制造业的非流动性资产所占比重较高,因此该行业的均值3.204295明显高于信息和综合两个行业。房地产和保险金融业的均值4.045928是四个行业中最高的,原因可能是房地产和保险金融行业纳入了以公允价值计量的净资产,且其净资产所占比重比其他行业以公允价值计量的净资产要高得多。在扣除公允价值变动引起的相关利得和损失后,房地产保险金融业的盈利水平依旧是四个行业中最高的,这两个行业的平均值分别为0.272518和0.195371。变量FE的均值在四个行业中也存在差别,房地产和保险金融业的均值是所有行业中最

的,其盈利水平为 0.00587,明显高于其他行业。

总之,在以公允价值计量的净资产 AFPS 和净收益 FE 中,房地产和保险金融业不论在绝对值上还是在相对值上都是其他行业所不能比拟的,即使受到金融危机的冲击,房地产和保险金融业在股价、净资产和净收益等方面还是处于优势地位。究其原因,本文认为我国金融银行业的主要业务大都集中在存款和贷款等基本业务上,而且存贷款业务的收益是可观和稳定的,从而导致我国金融银行业缺乏金融创新的内在动力。其他行业在公允价值变动损益方面虽有所差异,但差异并不显著。

(二) 实证结果分析

表 4 反映了各行业样本公司以公允价值计量的净资产 AFPS 与公司市场内在价值之间的相关关系。除了房地产和金融保险行业外,其他三个行业的判定系数 R^2 均表明解释变量对被解释变量股价 P 的变动有较高的解释力。另外,从这三个行业的 F 统计值及 P 值可以看出,模型(1)不但具有统计学意义,而且该模型的线性关系也比较显著。

从表 4 中的回归系数及 P 值检验可知,制造业、信息和综合这三个行业的每股收益都是在 1% 的显著性水平下通过了检验,且系数显著异于 0;房地产和金融保险业的每股收益在 10% 的显著性水平下通过了检验,且系数显著异于 0,

表 4 模型(1)回归结果

自变量		制造	信息	综合	金融
EPS	系数	6.018409***	6.552817***	6.826502***	3.350927*
	t 值	12.13	3.04	3.16	1.72
	P 值	0.000	0.003	0.002	0.087
AFPS	系数	2.702225***	13.76389*	4.008734*	-1.47559
	t 值	7.49	1.91	1.76	-1.58
	P 值	0.000	0.057	0.079	0.115
BVP	系数	2.200252***	-0.1099845	1.143099**	-1.38927**
	t 值	12.87	-0.2	2.3	-2.21
	P 值	0.000	0.844	0.022	0.028
	R^2	0.3041	0.1664	0.292	0.005
	F-统计量	155.43	5.37	7.37	1.93
	P 值	0.0000	0.0013	0.0001	0.1258

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平下显著。

这说明各行业的每股收益都在不同的显著性水平上与股价呈现正相关关系。但各行业上市公司的 BVP 与股价之间的相关性则呈现出很大差异,制造业和综合类的 BVP 与股价显著正相关,房地产和金融保险业的 BVP 与股价显著负相关,信息技术业的 BVP 与股价之间的关系表现得并不明显。从各行业的 AFPS 与股价之间的关系来看,除了房地产和金融保险行业外,制造业、信息技术业和综合类这三个行业的 AFPS 都对股价具有显著的正面影响。总之,从分行业的检验结果看,投资者对 2006 年新会计准则中规定的采用公允价值计量模式还是非常认可的,计量方法的转化并没有影响财务报表中资产、负债所具有的价值相关性。

表 5 反映了各行业样本公司以公允价值计量的净收益 FE 与公司市场内在价值之间的关系。除了房地产和金融保险行业外,其他三个行业的判定系数 R^2 均表明解释变量对被解释变量股价 P 的变动有较高解释力。另外,从这三个行业的 F 统计值及 P 值可以看出,模型

表 5 模型(2)回归结果

自变量		制造	信息	综合	金融
BV	系数	2.28304***	-0.0352493	1.230897***	-1.3901**
	t 值	14.14	-0.06	2.59	-2.21
	P 值	0.000	0.948	0.01	0.028
FE	系数	47.67139***	69.23127***	80.82849***	-3.0494
	t 值	12.77	4.61	4.45	-0.22
	P 值	0.000	0.000	0.000	0.826
EP	系数	5.326327***	6.628965***	5.941766***	3.412918*
	t 值	10.97	3.16	2.8	1.75
	P 值	0.000	0.002	0.005	0.081
	R^2	0.3113	0.1578	0.2851	0.0045
	F-统计量	205.28	10.14	12.75	2
	P 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.1151

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平下显著。

(2)不但具有统计学意义,而且该模型的线性关系也比较显著。

从每股净资产 BV 来看,制造业和综合类这两个行业与股价之间仍呈现显著正相关关系。每股收益 EPS 在扣除公允价值变动损益影响的每股净利润后,各样本行业的 EP 与股价之间仍具有显著的价值相关性。但从各行业的每股公允价值变动损益 FE 来看,制造业、信息技术和综合类这三个行业与股价之间具有显著正相关关系,而金融和保险业的 FE 对股价的影响并不显著且影响系数为负,这是因为金融保险业以公允价值计量的金融资产所占比例在各行业中是最高的。导致这一结果的原因可能是以公允价值计量的资产所带来的损益在金融保险业公司净收益中所占比例偏小,而投资者更关心自己的存款、贷款和保险等业务。总之,投资者对不同行业因资产公允价值变动计入公允价值变动损益的认可度是显著不同的。

四、稳健性检验

(一) 描述性统计

除了以公允价值计量的资产及其价值变动产生的损益对股价 P 和股票收益率 RET 有影响外,上市公司风险 Beta、公司规模 SZ、流通股比例 CSR 这些变量也会对股价 P 和股票收益率 RET 产生一定影响。因此,本文在模型(1)和模型(2)中加入 Beta、SZ、CSR 等控制变量,以检验分行业价格模型中以公允价值计量的净资产 AFPS 及其价值变动所产生的净收益 FE 的价值相关性是否具有稳定性。

由表 6 可见,房地产和金融保险业的 Beta、SZ 和 CSR 都是最高的,这说明房地产和金融保险业不论在风险承担、股票债券的发行还是在金融创新方面都遥遥领先于其他行业。

(二) 检验结果分析

对模型(1)进行稳健性检验分析得到如表 7 所示统计结果。由表 7 可知,制造业、信息技术业、房地产金融保险业和综合类的判定系数 R^2 分别为 0.403、0.4259、0.1265 和 0.08,且与表 4 结果相比,除综合类外,其他三个行业在加入控制变量后的拟合度均有所提高,四行业的 P 值都为 0.0000,这表明该模型不但具有统计学意义,而且线性关系比较显著。

此外,从回归系数及 P 值检验可知,与表 4 结果相比,除制造业外,其他三个行业的 EPS、AFPS 和 BVP 系数在加入控制变量的显著性水平

表 6 各行业稳健性检验描述性统计

行业		制造业(158)	信息(22)	综合(22)	金融(14)
P	平均值	12.73087	13.31301	11.50847	12.88464
	标准差	9.573104	8.813216	7.260532	8.411335
EPS	平均值	0.194821	0.14336	0.137072	0.278387
	标准差	0.32166	0.227114	0.165752	0.368413
FE	平均值	-0.00055	-0.00204	0.000242	0.00587
	标准差	0.030813	0.022355	0.013423	0.037982
EP	平均值	0.195371	0.145395	0.13683	0.272518
	标准差	0.320272	0.228498	0.165001	0.366896
BV	平均值	3.204295	2.712614	2.422808	4.045928
	标准差	1.595195	1.457159	1.074244	2.063285
AFPS	平均值	0.007412	0.000714	0.015492	0.078757
	标准差	0.33065	0.046265	0.11733	0.686792
BVP	平均值	3.196883	2.7119	2.407316	3.967172
	标准差	1.58541	1.455967	1.069661	2.109548
Beta	平均值	0.99803	0.995628	1.012836	1.088336
	标准差	0.171351	0.128036	0.155317	0.10793
SZ	平均值	20.56928	20.3176	20.19925	20.95176
	标准差	1.369513	1.22597	1.210497	1.986792
CSR	平均值	0.733712	0.806428	0.781151	0.794027
	标准差	0.224455	0.208687	0.182026	0.22119

都有所增加,这说明 AFPS 具有价值相关性。同时,三个控制变量对股价都呈现出显著的影响,这说明 Beta、SZ 和 CSR 都对股价具有显著的解释能力。但是,这三个控制变量对股价的影响系数均为负数,由此我们可以认为存在着这样一个现象,即市场在对公司股票进行定价时,将 Beta、SZ 和 CSR 都

视作不利因素,也就是 Beta、SZ 和 CSR 越大,股票定价就越低,反之,股票定价则越高。

对模型(2)进行稳健性检验计量分析得到如表 8 所示统计结果。由表 8 可知,与表 5 所示结果相比,除综合类外,其他三个行业的判定系数 R^2 均有所提高,这表明加入控制变量后模型的拟合度有所提高。各行业的 P 值都为 0.0000,表明该模型不但具有统计学意义,而且线性关系比较显著。从回归系数及 P 值检验可知,与表 5 结果相比,除制造业外,其他行业加入控制变量后的 EPS、AFPS 和 BVP 系数的显著性水平都有所增加,由此可以认为可供出售金融资产公允价值变动净额具有价值相关性。同时,我们还可以看出,三个控制变量对股价都呈现出显著影响,即 Beta、SZ 和 CSR 都对股价具有显著解释能力。

五、结论

根据本文的实证检验结果,我们可以得出如下结论:(1)对于分行业的每股可供出售金融资产公允价值变动净额和每股公允价值变动损益来说,制造业、信息技术和综合类与股价之间具有显著的正相关关系,而金融保险业的每股可供出售金融资产公允价值变动净额和每股公允价值变动损益对股价的影响系数为负值,且对股价的影响也不显著,这可能是因为在金融保险业中以公允价值计量的金融资产所占比重较高,而以公允价值计量的金融资产所带来的损益在该行业公司净收益中所占的比重很小,从而使得投资者更加倾向于关注收益水平可观且稳定的存款、贷款和投保等基本业务。(2)投资者对各个行业因资

表 7 模型(1)稳健性检验回归分析

自变量		制造	信息	综合	金融
EPS	系数	6.259341 ***	12.81711 ***	6.720644 **	5.109579 **
	t 值	12.23	5.29	2.51	2.43
	P 值	0.000	0.000	0.013	0.016
AFPS	系数	2.653389 ***	4.48003 **	12.33887 **	-0.66198
	t 值	7.69	2.22	2.31	-0.77
	P 值	0.000	0.027	0.022	0.44
BVP	系数	2.061391 ***	1.283977 ***	0.554908	-0.50547
	t 值	12.61	2.81	0.76	-0.84
	P 值	0.000	0.005	0.449	0.401
Beta	系数	-17.6558 ***	-14.098 ***	-26.0194 ***	-25.955 ***
	t 值	-14.7	-4.65	-4.26	-4.69
	P 值	0.000	0.000	0.000	0.000
SZ	系数	-0.71653 ***	-1.74997 ***	-1.14127 *	-1.23824 ***
	t 值	-3.91	-4.55	-1.93	-2.19
	P 值	0.000	0.000	0.056	0.03
CSR	系数	-1.7331 ***	-12.8004 ***	-12.0887 ***	-12.8808 ***
	t 值	-2.66	-7.57	-4.88	-5.48
	P 值	0.008	0.000	0.000	0.000
	R^2	0.403	0.4259	0.1265	0.08
	F-统计量	124.09	20.98	8.99	10.86
	P 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 置信水平下显著。

表 8 模型(2)稳健性检验回归分析

自变量		制造	信息	综合	金融
BV	系数	2.159298 ***	1.387647 ***	0.459322	-0.51107
	t 值	13.95	3.13	0.62	-0.85
	P 值	0.000	0.002	0.536	0.396
FE	系数	44.35071 ***	68.02611 ***	1.240375	6.691204
	t 值	12.39	4.19	0.1	0.54
	P 值	0.000	0.000	0.922	0.593
EP	系数	5.473905 ***	11.58493 ***	7.451232 ***	5.128223 **
	t 值	10.89	4.78	2.75	2.44
	P 值	0.000	0.000	0.007	0.016
Beta	系数	-17.0191 ***	-13.4902 ***	-25.8016 ***	-25.978 ***
	t 值	-14.49	-4.5	-4.16	-4.69
	P 值	0.000	0.000	0.000	0.000
SZ	系数	-0.56975 ***	-1.57677 ***	-1.19631 **	-1.23837 **
	t 值	-3.18	-4.11	-1.99	-2.19
	P 值	0.002	0.000	0.048	0.03
CSR	系数	-1.48633 **	-12.4925 ***	-11.7699 ***	-12.8967 ***
	t 值	-2.33	-7.5	-4.64	-5.45
	P 值	0.02	0.000	0.000	0.000
	R^2	0.4152	0.4331	0.1103	0.0829
	F-统计量	148.82	23.11	7.96	10.85
	P 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平下显著。

产公允价值变动计入损益的认可度存在较大差异,这是一个需要进一步深入分析和研究的问题。(3)稳健性检验结果进一步证明了分行业上市公司公允价值具有价值相关性,而且三个控制变量都对股价呈现出显著的影响,即 Beta、SZ 和 CSR 都对股价具有显著的解释能力。

总而言之,本文的研究结论表明,2006年新会计准则中公允价值计量的引入进一步提高了我国上市公司会计信息的价值相关性,由此可以说明,我国再次引入公允价值计量并不是一味地追求与国际准则并轨和趋同,而是符合我国客观发展规律的,是历史选择的结果。这在一定程度上消除了外界对我国重新引入公允价值计量能否在现实中加以运用以及运用效果如何的疑虑,也为我国会计准则的制定者和使用者提供了实务方面的检验数据,从而在一定程度上推动了公允价值计量在我国的广泛应用。

参考文献:

- [1] 谢诗芬. 会计计量中的现值研究[M]. 成都:西南财经大学出版社,2001.
- [2] 路晓燕. 公允价值会计的国际应用[J]. 会计研究,2006(4):81-85.
- [3] 赵岩. 论公允价值计量方式在我国的应用[J]. 南京审计学院学报,2007(3):61-65.
- [4] 林丽端. 新准则视角下的公允价值计量和披露审计[J]. 审计与经济研究,2008(2):52-55.
- [5] 邓传洲. 公允价值的价值相关性:B股公司的证据[J]. 会计研究,2005(10):55-62.
- [6] 于李胜. 盈余管理动机、信息质量与政府监管[J]. 会计研究,2007(9):42-49.
- [7] 陈学彬,许敏敏. 公允价值变动对中国上市公司影响的实证分析——从盈利和股价波动的视角进行[J]. 金融论坛,2010(1):50-55.
- [8] 刘奕均,胡奕明. 机构投资者、公允价值与市场波动——基于我国A股市场面板数据的实证研究[J]. 财经研究,2010(2):110-119.
- [9] 王槌. 上市公司公允价值应用的经济后果分析——基于新会计准则公允价值视角下的理论分析与实证检验[J]. 财经论丛,2011(1):84-90.
- [10] 朱松,贾平. 公允价值计量、信息披露质量与价值相关性[J]. 南京审计学院学报,2011(3):51-57.
- [11] Ohlson J. A earnings book and dividends in equity valuation[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11: 661-687.
- [12] Barth M E. Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks[J]. The Accounting Review, 1994, 69: 1-25.

[责任编辑:黄燕]

An Empirical Study on Industrial Sectors' Fair Value Measurement: Based on Panel Data of A-share Stock Market in China

ZHANG Feng-yuan, FU Jian-hua, YI Xiao-wei

Abstract: We analyzed the value relevance of fair value measurement, using 283 Shanghai and Shenzhen listed companies' quarterly data from 2007 to 2010 as samples, employing description analysis and regression analysis. The results show that the introduction of fair value in the new accounting standards in 2006 further improves the value relevance of accounting information of listed companies; there is a distinct correlation between net changes in fair value of available-for-sale financial assets in balance sheet and profit/loss from fair value changes in income statement.

Key Words: fair value measurement; value relevance; available-for-sale financial assets; profit and loss from fair value changes; firm size; risk of listed companies