

强制分层披露提高了 公允价值信息的决策有用性吗？ ——基于中国 A 股上市公司的经验证据

王 雷¹, 李冰心²

(1. 兰州大学 管理学院, 甘肃 兰州 730000; 2. 中南建设集团股份有限公司南京分公司 财务部, 江苏 南京 210000)

[摘 要]我国 2014 年 7 月 1 日开始实施的《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》(以下简称 CAS 39), 要求上市公司强制分层披露公允价值信息。在此背景下, 选取 2012—2015 年沪深 A 股上市公司作为研究样本, 考察强制分层披露是否提高了公允价值信息的决策有用性。研究发现:(1)在我国资本市场中, 投资者对 CAS 39 的实施予以正向反应, 表明强制分层披露从整体上增强了投资者对公允价值的信心。(2)CAS 39 的实施提高了公允价值资产的价值相关性, 但并未提升公允价值负债与股价的相关性。究其原因, 可能是由于公允价值负债项目所占比重较小, 导致股价对它的变化反应不敏感。(3)具体而言, 对于公允价值资产, 投资者选择相信第一和第二层次, 对第三层次反应并不敏感, 此外第一层次公允价值资产的价值相关性并没有显著高于第二层次。对于公允价值负债, 三个层次均不具有价值相关性, 从经济意义上看, 投资者并没有利用公允价值负债信息做出相应决策。

[关键词]会计准则; 公允价值; 分层披露; 市场反应; 相关性; 可靠性; 会计信息质量

[中图分类号]F234.4 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2018)04-0086-10

一、引言

决策有用性作为会计信息质量特征的重要方面, 一直被国际主流准则制定机构所重视, 从近年来财务报告中逐步增加基于计量观的决策有用性可见一斑, 这使得财务会计使用公允价值计量的权重越来越高。根据相关理论和会计实践, 对公允价值计量属性的倚重, 固然会增加会计信息的相关性, 却也降低了会计信息的可靠性。因而, 公允价值计量属性的可靠性一直备受批评和质疑, 21 世纪初美国安然、世通等一系列财务丑闻的爆发, 更是极大地动摇了投资者对公允价值的信心。为了应对这一局面, 美国财务会计准则委员会(FASB)和国际会计准则理事会(IASB)先后分别发布了第 157 号公告《公允价值计量》(以下简称 SFAS 157)和《国际财务报告准则 13 号——公允价值计量》(以下简称 IFRS 13), 引入公允价值分层计量, 旨在为投资者决策提供更加有用的信息。

为了保持与国际会计准则的趋同, 我国 2006 年颁布的会计准则体系中, 扩大了对公允价值计量属性的使用范围, 并允许上市公司自愿选择是否对公允价值计量的资产和负债进行分层计量和披露。2010 年, 中国银监会发布的《商业银行金融工具公允价值估值监管指引》要求在中国境内设立的商业银行应当按照三个层次对公允价值进行计量和披露。2014 年 1 月, 我国财政部发布了《企业会计准

[收稿日期]2017-11-15

[基金项目]兰州大学中央高校基本科研业务费专项资金项目(17LZUJBWZY004); 兰州大学“一带一路”专项项目资助(2018ldbryb016); 国家自然科学基金面上项目(71372138)

[作者简介]王雷(1981—), 男, 安徽宿州人, 兰州大学管理学院讲师, 博士, 从事资本市场会计研究, E-mail: wanglei6943@163.com; 李冰心(1993—), 女, 河北邢台人, 中南建设集团股份有限公司南京分公司财务经理, 从事资本市场会计研究。

则第 39 号——公允价值计量》(以下简称 CAS 39),明确规定所有执行《企业会计准则》的企业应按照三个层次对公允价值进行划分,标志着公允价值分层计量和披露准则的强制执行。然而,与发达国家相对成熟的资本市场相比,我国资本市场环境尚不够成熟,公允价值强制分层披露能否提升公允价值信息的决策有用性成为急需研究的重要话题。

根据已有理论和会计实践,公允价值计量属性在增加会计信息相关性的同时,也会降低会计信息的可靠性^[1],尤其是处于非活跃市场中的资产和负债,其公允价值的计量掺杂了大量的估计等主观判断,为管理层进行盈余操纵提供了机会。这也导致对公允价值计量属性可靠性的质疑和批评^[2]。一直以来,我国在引入公允价值方面持较为谨慎的态度,此次 CAS 39 的实施目的也是希望通过提供更加透明的公允价值信息,以改进公允价值的可靠性,从而提高公允价值信息的决策有用性,优化资本市场的资源配置功能。CAS 39 的主要特征是对公允价值信息的三个层次进行了明确的划分,并特别加强了对第三层次公允价值信息的披露要求。第一二层次的公允价值信息由于存在可观察输入值,透明度相对较高,因此具有较高的价值相关性^[3-5]。对公允价值分层次的质疑主要集中在第三层次上,这是因为第三层次缺乏活跃的交易市场,容易受到管理层的操纵,减弱了其价值相关性。

在此背景下,本文以 2012—2015 年我国沪深两市 A 股上市公司作为研究样本,检验 CAS 39 的强制执行所引起的市场反应、对公允价值资产与负债决策有用性的影响以及各层次公允价值信息的价值相关性。本文期望从如下几个方面做出贡献:(1)以往研究集中于考察公允价值信息是否具有价值相关性,或各层次公允价值信息的价值相关性问题,并没有考察强制分层计量和披露是否能够显著提高公允价值信息的价值相关性。本文借助于我国会计准则变迁的准自然实验,从整体上考察了公允价值强制分层披露准则对公允价值资产和负债决策有用性产生的影响,从而丰富和发展了有关发展中国家会计准则国际趋同和公允价值会计准则实施效果的相关研究。(2)以往研究考察各层次公允价值信息的价值相关性,由于较少有公司自愿披露公允价值层次信息,因此研究的样本量往往较少。CAS 39 的实施,使所有上市公司实现了公允价值的分层计量和披露,样本量大大增加,从而使研究结论更为可靠。(3)本文首次使用双重差分模型对我国 CAS 39 的实施效果进行检验,能够在缓解内生性的基础上,得到更加可靠的结论。(4)本文研究的结论为我国会计准则制定机构和监管部门提供了经验证据,同时也为投资者的投资决策提供了经验借鉴。

文章其余部分安排如下:第二部分对现有文献进行回顾和综述;第三部分在理论分析的基础上提出了本文待检验的假设;第四部分是研究设计,交代了变量、模型和样本;第五部分是实证分析和稳健性检验;最后是本文的结论、启示和展望。

二、文献回顾

早期国内外文献对公允价值的研究主要是探讨引入公允价值计量是否能够提高会计信息的价值相关性这一问题。随着公允价值相关理论和实践的不断推进,FASB 和 IASB 相继提出公允价值层次理论,并认为披露公允价值层次信息能够增加公允价值的透明度,帮助投资者判断各层次公允价值资产和负债的可靠程度。此后,国内外文献开始研究公允价值层次信息的价值相关性问题,这些文献大多采用 Ohlson 模型对公允价值层次信息的价值相关性进行检验,得出的结论大致相同。比如,Kolev、Song 等及 Riedl 和 Serafeim 利用美国金融机构或银行业样本展开的实证研究发现,第一二和第三层次的公允价值资产和负债均具有价值相关性,第一和第二层次公允价值信息的相关性高于第三层次^[3-5]。同时,公司治理越好,第三层次公允价值信息的价值相关性就越高^[4],第三层次计量的金融资产所占比重越高的企业,财务分析师的预测越不准确,说明第三层次的公允价值信息可靠性较低^[5]。

从上述研究结果来看,FASB 发布 SFAS 157 以后,第一二层次的公允价值信息由于存在可观察输入值,透明度较高,因此具有较强的价值相关性。对于公允价值分层计量的质疑和批评主要集中在第三层

次。一个主要原因就是第三层次的公允价值计量存在大量的主观估计,容易受到管理层的操纵,管理层在对第三层次的公允价值进行估值时,很可能选择某些估值方法和估值模型来实现特定的意图,从而加大企业与投资者之间的信息不对称,减弱公允价值的相关性。虽然第三层次的公允价值信息对投资者决策是否有用还存在争议,但 SFAS 157 和 IFRS 13 的实施确实从整体上提高了公允价值信息的质量。

与发达国家相比,我国资本市场起步较晚,会计准则制定机构和监管部门对公允价值应用的态度也一直比较谨慎,因此国内早期关于公允价值的研究主要是以介绍和评价为主,多是一些理论探讨和案例分析。2006年,我国财政部颁布《新会计准则》,公允价值计量属性继续在我国得到应用。学者们也开始检验公允价值信息的价值相关性。邓传洲以我国1997—2004年B股上市公司为样本,罗婷等、刘永泽和孙嵩以我国A股上市公司中披露的公允价值信息的价值相关性进行了实证检验^[6-8]。朱凯、李琴和潘金凤还考察了不同信息环境下公允价值与股价的相关性^[9]。

在CAS 39实施之前,已有部分上市公司自愿披露公允价值分层信息,部分学者借此从价值相关性的视角对各层次公允价值计量的经济后果进行研究。郝振平和赵小鹿从理论上分析了公允价值计量层次,认为财务报告的决策有用性是公允价值计量属性的理论依据和服务目标,因此,应该坚持和发展公允价值计量属性。他们还指出,不同层次的公允价值的价值相关性不同^[10]。白默和刘志远的实证研究结果发现,以第一层次确定的公允价值的盈余所占比重与盈余对股价的解释力度正相关^[11]。毛志宏等以2008—2012年间A股上市公司为样本的实证研究发现,公允价值分层披露增加了公司特质性信息,提升了股价反映真实价值的水平^[12]。毛志宏等进一步检验了公允价值分层信息是否影响信息不对称,结果发现,按第一二层次披露的公允价值净资产可靠性较高,降低公司与投资者之间信息不对称的程度更加明显,而第三层次的公允价值净资产增加了信息不对称^[13]。邓永勤和康丽丽使用我国金融业上市公司的数据,考察了公允价值分层信息的价值相关性,结果表明公允价值分层信息具有价值相关性,可以在一定程度上缓解公允价值计量属性可靠性不足的问题^[14]。

通过上述对国内外相关文献进行梳理和分析可以发现,现有研究对公允价值计量的价值相关性进行了有益尝试,为本文提供了坚实的理论基础和方法论基础,但仔细分析上述文献,我们可以发现,上述研究仍存在需进一步拓展之处:第一,国外实施公允价值分层披露政策比我国要早,因此,关于公允价值分层信息价值相关性的研究也较早,但基于发达国家制度背景下得到的研究结论很难在制度相对较弱的发展中国家照搬照抄,因此,还需要深入结合发展中国家的特殊制度背景,考察公允价值分层信息的价值相关性;第二,虽然我国也有部分学者使用上市公司自愿披露的公允价值分层数据,考察不同层次公允价值的价值相关性,但相关的研究并未有效地控制内生性问题,从而未能提供更加可靠的研究结论;第三,我国2014年开始实施CAS 39,还未有相关文献直接检验该会计准则的实施是否取得了预期的效果。因此本文将对我国CAS 39的实施效果进行检验,首先从整体上考察公允价值分层披露政策的有效性;其次借助我国会计准则变迁的准自然实验,探讨强制分层披露对公允价值资产和负债决策有用性的影响;最后对不同层次公允价值信息价值相关性的差异进行检验。

三、理论分析

目前国际主流准则制定机构(如FASB、IASB等)均将决策有用性作为会计信息的主要质量特征。关于会计信息质量与会计信息决策有用性的关系,国内外实证会计理论认为,在有效市场的假说下,会计信息的质量越高,对市场投资者的决策就越有用。同样对于公允价值信息,其质量越高,也就越具有决策有用性。因此,为了检验CAS 39的实施是否显著提高了公允价值信息的质量,增加公允价值信息的决策有用性,我们分别从信息观和计量观的角度,对公允价值信息的决策有用性进行了研究。首先从信息观的角度,运用事件研究法,就CAS 39的实施是否具有信息含量,是否能够显著增加投资者对公允价值的信任程度进行检验。其次从计量观的角度,就CAS 39的实施对公允价值资产和

负债价值相关性的影响进行检验。最后对 CAS 39 实施后,三个不同层次的公允价值资产与负债是否均具有价值相关性及其相关性是否存在显著差异进行检验。

(一) 公允价值强制分层的市场反应

2014 年开始实施的 CAS 39 规定:公允价值在计量时应根据输入值划分为三个层次。第一层次是企业资产负债表日能获得相同资产或负债在活跃市场上报价的,以该报价为依据确定的公允价值;第二层次是企业资产负债表日能获得类似资产或负债在活跃市场上报价的,以该报价为依据做必要调整确定的公允价值;第三层次是企业无法获取相同或类似资产市场交易价格的,以其他参数为依据确定的公允价值,该参数应当能够反映市场参与者对相关资产或负债的定价。并且,企业应当首先采用第一层次输入值,其次使用第二层次,最后使用第三层次。可见 CAS 39 除了对三个层次进行详细划分外,还提供了公允价值计量使用的估值技术、估值流程及输入值的描述性信息等内容。这些信息,向投资者详细展示了企业取得各层次公允价值计量结果的步骤和方法。

CAS 39 的实施将公允价值计量的资产和负债按照其可靠性划分为三个层次,分别进行披露,相较于披露公允价值资产和负债总量而言,这会增加公允价值信息的透明度,能够有效地抑制管理层利用公允价值计量属性进行盈余操纵的行为,使会计盈余能够更好地反映企业真实的经营成果和财务状况。不仅能够提高公允价值信息的质量,还将使整个财务报告的质量得到改善。根据信息经济学的观点,在有效的资本市场中,会计信息的改变能够引起市场一定程度的反应。由于分层披露准则体现了会计的客观性原则,有助于提高公允价值信息和财务报告的质量。因此我们预期,公司披露公允价值层次信息后,市场投资者将会意识到这一从无到有的改变,考虑到此举有助于提升财务报告质量,他们还会对其做出正面的评价。基于上述分析,本文首先提出如下假设。

H1:公允价值强制分层披露具有正向的市场反应。

(二) 强制分层披露与公允价值计量的价值相关性

Ohlson 的价格模型明确了会计盈余和净资产与公司市场价值之间的关系,在价格模型中,公司股价是会计盈余和净资产的函数,代表了投资者的决策行为^[15]。在历史成本计量属性下,会计主要是面向过去,反映的也是企业的历史信息。在有效市场假说和投资者理性的前提下,历史成本信息和市场价值之间具有相关关系,即具有信息含量。然而,金融市场的快速发展催生了对计量观的需求,各国会计准则制定者呼吁更多地使用公允价值计量属性,以更好地计量和报告投资者需要的企业价值信息。公允价值是以市场为基础进行价值计量,从而向投资者提供更为及时的企业价值变动信息,从而提升了会计信息的价值相关性。但是,关于公允价值信息决策有用性的实证检验却并未得到一致的结论,一个很重要的原因就是公允价值信息决策有用性受到市场发展水平的制约。He 等指出,在市场发展水平较低的情况下,很难获取资产或者负债充分的、可靠的交易价格信息,公允价值主要取决于管理层的估计和判断,这往往会受到管理层的机会主义操纵,从而降低公允价值会计信息质量,制约了其决策有用性。他们还使用中国的数据提供了经验证据^[2]。

上述研究也意味着公允价值计量属性存在一定的局限性,那就是当市场不能提供较为准确的定价时,公允价值计量属性有可能被管理者用来进行盈余管理。正如前文所述,CAS 39 要求上市公司强制披露公允价值资产和负债的分层信息和估值方法,而现有的文献一致认为三个层次的公允价值分类向市场提供了更加丰富的信息,也即分层披露有助于提高公允价值资产和负债的信息质量。这种强制分层披露的要求还揭开了公允价值计量的资产和负债具体构成,从而使投资者能够更加清晰地认识上市公司公允价值的组成部分和估值方法。因此我们预期,CAS 39 实施之后,投资者在进行投资决策时,会更加倚重公允价值各层次的信息,结果就是公允价值资产和公允价值负债与股价的相关性得到提高。于是,本文提出如下假设。

H2:强制分层披露能够提升公允价值资产的价值相关性。

H3:强制分层披露能够提升公允价值负债的价值相关性。

(三) 不同层次公允价值信息的价值相关性

公允价值会计的使用一度被认为加剧了 2008 年全球金融危机,支持者们也认为之前的公允价值会计并未充分反映不同属性资产和负债的内在价值,这催生了对公允价值分层披露的要求。为了实现与国际会计准则的实质性趋同,我国也适时推出了 CAS 39,该准则最明显的特征是引入公允价值层次理论,即要求企业将公允价值分为三个层次进行计量和披露。学者们的研究普遍认为,公允价值信息实现分层披露后,公允价值计量的资产和负债的价值相关性从整体上得到提高^[16]。然而,根据公允价值层次理论和 CAS 39 中的规定,不同层次的资产和负债公允价值的可获得性不同,使得不同层次的公允价值信息的可靠性并不相同,因此其价值相关性也会存在差异。

根据 CAS 39 对三个层次的描述,第一层次公允价值信息的输入值完全未经调整,因此计量结果最为可靠,相应的信息透明程度最高,投资者可以完全知悉该层次公允价值的真实情况,此时,管理层与投资者之间的信息不对称程度最低。第二层次的公允价值信息不存在直接可观察的输入值,需要寻找相关资产或负债作为参照物,相应资产和负债入账价值的确定需要管理层做出一定程度的主观判断,因此,相应资产和负债的可靠性相较于第一层次有所减弱,管理层与投资者之间的信息不对称有所增加。相较于第一二层次的公允价值,第三层次的公允价值信息不存在任何可观察输入值,虽然准则中关于第三层次公允价值披露的规定最为详细,但由于相应资产和负债的计量完全依赖于管理层的主观估计,因此可靠性最弱,投资者对该部分资产和负债的知悉程度也最低,也更加不会依据此部分信息做出投资决策。如前所述,公允价值信息作为会计信息的一种,其可靠性越强,信息质量就越高,投资者也更可能依据该部分信息做出投资决策,由此带来的价值相关性也就越强。基于上述分析,本文提出以下假设。

H4:三个层次的公允价值资产均具有正的价值相关性,并且其价值相关性随计量层次的升高而逐渐降低。

H5:三个层次的公允价值负债均具有负的价值相关性,其价值相关性也随计量层次的升高而逐渐降低。

四、研究设计

(一) 模型设计与变量定义

本文借助于 2014 年我国要求上市公司强制披露公允价值分层信息这一外生冲击,使用双重差分模型来检验假设 1—假设 3。2014 年以前,一部分上市公司披露了公允价值层次信息,而大部分只披露了公允价值整体信息,并没有实现分层披露。CAS 39 的执行,使得所有上市公司在 2014 年均实现了公允价值的分层披露。该准则的实施为本文使用双重差分模型检验分层披露对公允价值决策有用性的影响提供了条件。首先,该准则的实施具有外生性。其次,那些在 2014 年以前未对公允价值进行分层披露的公司,将会受到该准则较大的影响,而当时已经进行分层披露的公司,CAS 39 的实施对其影响则较小。这为本文的研究提供了较为合适的实验组和控制组。

首先,为了检验公允价值分层披露所引起的市场反应,我们构建如下 DID 模型:

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TREATED_i + \alpha_2 POST_t + \alpha_3 TREATED_i \times POST_t + \alpha_4 UE_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 OPINION_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,CAR 是市场反应的代理变量,使用年报公告日及其前后一天时间窗口内的异常报酬表示,即使用经市场模型调整的 $CAR[-1, +1]$ 作为被解释变量;TREATED 表示实验组的虚拟变量,强制分层披露公允价值信息的公司设为实验组,在所有样本中,该变量取值为 1,在 2013 年及之前已经自愿披露公允价值分层信息的样本公司,该变量在所有样本中取值为 0;POST 为政策实施的虚拟变量,当样本处于 2014 年和 2015 年时取值为 1,处于 2012 年和 2013 年时取值为 0;我们重点关注这两个变

量交乘项前的系数,即 α_3 的符号。关于控制变量, UE 表示未预期盈余^①; $SIZE$ 表示公司规模; $OPINION$ 表示年度报告的审计意见,标准无保留意见取值为 1,其他取值为 0。

其次,为了检验 CAS 39 的实施对公允价值资产价值相关性的影响,本文在 Ohlson 价格模型的基础上构建如下 DID 模型^[15]:

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FVA_{i,t} + \beta_2 TREATED_i + \beta_3 FVA_{i,t} \times TREATED_i + \beta_4 POST_i + \beta_5 FVA_{i,t} \times POST_i + \beta_6 TREATED_i \times POST_i + \beta_7 FVA_{i,t} \times TREATED_i \times POST_i + \beta_8 NFVA_{i,t} + \beta_9 TL_{i,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

其中, P 表示上市公司年报披露日的股票收盘价^②; FVA 表示公司在 t 年末以公允价值计量的每股资产; $TREATED$ 、 $POST$ 及交乘项与模型(1)中的含义相同; β_7 度量了强制分层披露之后,公允价值计量资产的价值相关性是否发生变化;控制变量包括: TL 表示每股总负债; EPS 表示每股收益。

为了检验 CAS 39 的实施对公允价值负债价值相关性的影响,本文构建如下 DID 模型:

$$P_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 FVL_{i,t} + \lambda_2 TREATED_i + \lambda_3 FVL_{i,t} \times TREATED_i + \lambda_4 POST_i + \lambda_5 FVL_{i,t} \times POST_i + \lambda_6 TREATED_i \times POST_i + \lambda_7 FVL_{i,t} \times TREATED_i \times POST_i + \lambda_8 NFVL_{i,t} + \lambda_9 TA_{i,t} + \lambda_{10} EPS_{i,t} + v_{i,t} \quad (3)$$

其中, FVL 表示以公允价值计量的每股负债; TA 表示年末每股总资产,其余变量与模型(2)中的含义相同。同样地,我们主要关注 λ_7 的符号及显著性水平。

最后,为了检验 CAS 39 实施后各层次公允价值资产与负债的价值相关性,我们借鉴 Song 等检验公允价值层次信息的价值相关性差异时所用模型^[4],构建如下模型:

$$P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FVA1_{i,t} + \gamma_2 FVA2_{i,t} + \gamma_3 FVA3_{i,t} + \gamma_4 NFVA_{i,t} + \gamma_5 FVL1_{i,t} + \gamma_6 FVL23_{i,t} + \gamma_7 NFVL_{i,t} + \gamma_8 EPS_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (4)$$

其中, $FVA1$ 、 $FVA2$ 和 $FVA3$ 分别表示以第一二和三层次计量的每股公允价值资产; $NFVA$ 表示除公允价值计量之外的每股资产; $FVL1$ 表示以第一层次计量的每股公允价值负债;本文对样本进行描述性统计时发现,以第二三层次计量的公允价值负债比例非常小,考虑到二者的计量均需要一定的主观估计,因此将第二三层次的每股公允价值负债合并计算,记为 $FVL23$; $NFVL$ 表示除公允价值计量之外的每股负债。

模型中变量定义归纳见表 1。

(二) 样本选择与数据来源

本文选取 2012—2015 年所有披露公允价值信息的 A 股上市公司作为研究样本,披露的公允价值信息是指:在年度财务报告附注中明确披露了“以公允价值计量的资产和负债”项目。并按如下步骤进行筛选:①删除盈余公告年份股票被 ST 和 PT 的公司;②删除在年报公布日及其前后一天有重大事件发生(包括股份冻结、股份质押、诉讼仲裁及对外担保等),或是在此期间发生其他重大相关事件(如公布了季度报告或股利公告)的公司;③删除计算 CAR 、 UE 及收盘价 P 等关键变量时数据有缺失的公司。最终模型(1)得到 287 个有效样本,其中实验组 247 个,控制组 40 个。模型(2)和模型(3)得到 1120 个有效样本,其中实验组 924 个,控制组 196 个。模型(4)得到 1208 个有效样本。公允价值计量的资产和负债及其分层信息通过手工整理上市公司年报获得,其他相关数据均来自 CSMAR 数据库。为了消除异常值的影响,本文对连续变量进行了上下各 1% 的 Winsorize 处理。

五、实证分析与稳健性检验

(一) 实证结果分析

1. 公允价值强制分层披露的市场反应

表 2 列示了模型(1)的回归结果,即公允价值分层披露引起的市场反应。由前面模型分析可知,

^①本文采用齐伟山和欧阳令南的做法,用前三季度的盈余数据作为确定投资者预期盈余的基础^[17]。

^②例如,某公司于 2016 年 3 月 20 日公布 2015 年年报,则 P 就等于该上市公司 2016 年 3 月 20 日的收盘价。

表1 变量定义表

| 变量符号 | 变量名称 | 变量含义 |
|---------|---------------|--------------------------------------|
| CAR | 累计异常报酬 | 个股在年报公告日及其前后一天的累计超额收益率 |
| TREATED | 虚拟变量 | 实验组取值为1,其他取值为0 |
| POST | 虚拟变量 | 实验期取值为1,其他取值为0 |
| UE | 未预期盈余 | 年度基本每股收益-4/3 前三季度基本每股收益 |
| SIZE | 公司规模 | 公司总资产的自然对数 |
| OPINION | 审计意见 | 标准无保留意见取1,其他为0 |
| P | 股价 | 年报公告日的股票收盘价 |
| FVA | 每股公允价值资产 | 以公允价值计量的资产/总流通股股本 |
| NFVA | 非以公允价值计量的每股资产 | (总资产-公允价值计量的资产)/总流通股股本 |
| FVL | 每股公允价值负债 | 以公允价值计量的负债/总流通股股本 |
| NFVL | 非以公允价值计量的每股负债 | (总负债-公允价值负债)/总流通股股本 |
| TA | 总资产 | 上市公司年末每股总资产 |
| TL | 总负债 | 上市公司年末每股总负债 |
| EPS | 每股净利润 | 上市公司年度基本每股收益 |
| FVA(i) | 第i层每股公允价值资产 | 上市公司年末以第i层次计量的公允价值资产/总流通股股本, i=1,2,3 |
| FVL(i) | 第i层每股公允价值负债 | 上市公司年末以第i层次计量的公允价值负债/总流通股股本, i=1,2,3 |

交乘项 $TREATED \times POST$ 的系数是我们的主要观察对象。表2中,该交乘项的系数为0.0418,且在1%水平上显著,表明在强制分层披露公允价值信息之后,实验组样本公司披露的公允价值层次信息被市场捕捉到,并且对其给予了正向的反应,因此支持假设H1。该结论表明,公允价值分层披露具有信息含量,CAS 39全面实施后,市场投资者能够意识到这一改变,并对其做出了正面评价,这意味着CAS 39的实施增强了投资者对公允价值的信心。

2. CAS 39 实施对公允价值信息价值相关性的影响

表3列示了CAS 39实施对公允价值资产的价值相关性的影响。从表3可以看出,我们重点关注 $FVA \times TREATED \times POST$ 的系数为0.6632,且在1%统计水平上显著。表明实验组样本公司实现了公允价值强制分层披露后,其公允价值资产的价值相关性得到了显著提升,因此支持了假设H2。CAS 39的实施实现了其初始目的,分层披露确实提高了公允价值资产的决策有用性。

表4报告了CAS 39的实施对公允价值负债价值相关性的影响。从中不难发现, $FVL \times TREATED \times POST$ 的系数为-0.4943, P值为0.586,符号为负且在统计上不显著。表明实验组样本公司实现强制公允价值分层披露后,公允价值负债的价值相关性并没有发生变化,因此不能接受假设H3。可见我们在统计上并未证实:与未披露公允价值层次信息的公司相比,分层披露了的公司中公允价值负债具有更高的价值相关性。由此看来,投资者似乎并没有利用公允价值负债的信息来做出决策。对于其原因,可能是由于目前公允价值负债占总负债的比重较小所致。由前面的描述性统计分析可知,样本公司2014年和

表2 公允价值强制分层披露引起市场反应的回归结果

| 变量 | 被解释变量:CAR[-1, +1] | |
|--------------------|-------------------|---------|
| | 系数 | t 值 |
| 截距 | -0.0203 | -0.53 |
| TREATED | -0.0169 | -1.93* |
| POST | -0.0289 | -2.52 |
| TREATED × POST | 0.0418 | 3.40*** |
| UE | 0.2973 | 2.56** |
| SIZE | 0.0013 | 0.86 |
| OPINION | 0.0010 | 0.07 |
| N | 287 | |
| Adj-R ² | 0.0239 | |

注:*、**、***分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著。

表3 公允价值资产价值相关性的变化回归结果

| 变量 | 被解释变量:P | |
|----------------------|---------|-----------|
| | 系数 | t 值 |
| 截距 | 5.1871 | 8.08*** |
| FVA | 0.4858 | 8.89*** |
| TREATED | 1.4886 | 2.23*** |
| FVA × TREATED | -0.8584 | -7.20*** |
| POST | 4.3092 | 4.97*** |
| FVA × POST | -0.0915 | -2.06** |
| TREATED × POST | 2.3478 | 2.49** |
| FVA × TREATED × POST | 0.6632 | 4.72*** |
| NFVA | 0.2729 | 12.65*** |
| TL | -0.3163 | -13.26*** |
| EPS | 6.6549 | 21.82*** |
| N | 1120 | |
| Adj-R ² | 0.3211 | |

注:*、**、***分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著。

2015年公允价值资产占总资产的比重约为6.39%,而公允价值负债占总负债的比重却仅为0.51%。由于所占比重很小,无论是股价与公允价值负债之间的相关关系,还是分层披露对这种相关关系产生的影响都极其微弱,因此无法达到统计意义上的显著性水平。

3. CAS 39 实施后各层次公允价值信息的价值相关性

表5报告了各层次公允价值资产和公允价值负债价值相关性的回归结果。从中可以看出,FVA1和FVA2的系数分别为0.5516和0.4925,均在1%统计水平上显著,说明第一二层次的公允价值资产均具有正的价值相关性;FVA3的系数为0.1649,虽然符号为正,但在统计上并不显著,说明第三层次的公允价值资产不具有显著的价值相关性,因此部分支持假设H4。以上结论表明,目前投资者比较信任第一二层次计量的公允价值资产,并对其给予正面评价;但对第三层次的公允价值资产却仍持怀疑态度,并没有利用其做出相应决策,第三层次的公允价值资产可靠性仍然不足。进一步地,我们检验的结果发现FVA1和FVA2系数之间不存在显著差异($p = 0.6159$),表明第一和第二层次公允价值计量的资产的价值相关性相同。

另外,观察不同层次公允价值负债的价值相关性,发现第一层次公允价值负债FVL1和第二三层次公允价值负债FVL23的系数均为负,但在统计上都不显著,说明三个层次的公允价值负债均不具有价值相关性,因此拒绝了假设H5。

(二) 稳健性检验

由于金融企业和非金融企业在经营性质、适用的财务指标以及采用公允价值计量的资产和负债规模等方面存在较大差异,且在CAS 39实施之前,大多数金融企业已经对公允价值进行了分层计量和披露,CAS 39的施行对其影响很小。因此为了保证上述结果的稳健性,本文在稳健性检验中进一步剔除了金融类企业,重复相关的回归,结果未发生实质变化。同时,我们尝试在模型(1)中增加资产负债率等控制变量,相应的结果也未发生实质变化。这说明文中的结论较为稳健,具有一定的可靠性。

六、研究结论与启示

(一) 研究结论

随着计量观的发展,公允价值计量属性得到越来越多的应用,如何在最大程度上权衡其相关性和可靠性成为会计准则制定机构关注的重点。CAS 39的实施,就是希望通过要求所有上市公司对公允价值进行分层披露,来进一步改善公允价值信息的质量,提高公允价值信息的决策有用性,优化资本市场的资源配置功能。本文从CAS 39实施的目标出发,分析了公允价值强制分层披露政策的市场反应,强制分层披露有无提高公允价值信息的价值相关性以及三个不同层次的公允价值信息是否均具有价值相关性、其价值相关性有无显著差异等问题。

表4 强制分层披露对公允价值
负债价值相关性回归结果

| 变量 | 被解释变量:P | |
|----------------------|---------|-----------|
| | 系数 | t 值 |
| 截距 | 5.9812 | 9.50*** |
| FVL | -0.0874 | -0.37 |
| TREATED | 0.4610 | 0.71 |
| FVL × TREATED | 1.0482 | 1.25 |
| POST | 4.1838 | 5.01*** |
| FVL × POST | -0.1111 | -0.41 |
| TREATED × POST | 2.7292 | 2.99*** |
| FVL × TREATED × POST | -0.4943 | -0.54 |
| NFVA | -0.2808 | -11.90*** |
| TA | 0.2511 | 11.70*** |
| EPS | 6.2645 | 21.04*** |
| N | | 1120 |
| Adj-R ² | | 0.3052 |

注: *、**、***,分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著。

表5 各层次公允价值资产和
负债价值相关性的回归结果

| 变量 | 被解释变量:P | |
|--------------------|---------|-----------|
| | 系数 | t 值 |
| 截距 | 11.9173 | 32.39*** |
| FVA1 | 0.5516 | 6.87*** |
| FVA2 | 0.4925 | 5.48*** |
| FVA3 | 0.1649 | 0.63 |
| NFVA | 0.4297 | 10.80*** |
| FVL1 | -0.0616 | -0.17 |
| FVL23 | -0.4532 | -0.50 |
| NFVL | -0.5082 | -11.11*** |
| EPS | 6.6393 | 13.03*** |
| N | | 1208 |
| Adj-R ² | | 0.2620 |

注: *、**、***,分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著。

本文研究发现:(1)我国A股上市公司中,公允价值计量属性应用的范围越来越广,但应用程度仍然较低;进一步来讲,公允价值计量属性在资产中的应用较多,在负债中的应用还相对较少。(2)在我国资本市场中,公允价值分层披露具有信息含量,市场投资者能够捕捉到这一改变,并对其做出正面评价。CAS 39的实施增强了投资者对公允价值的信心。(3)CAS 39的实施显著提高了公允价值资产的价值相关性。但对于公允价值负债,从统计意义上讲,强制分层披露并不能使它与股价更相关。究其原因,可能是由于公允价值负债项目占总负债的比重较小,导致股价对它的变化反应不敏感,因此无法达到统计意义上的显著性水平。(4)具体而言,对于公允价值资产,投资者选择相信第一和第二层次,不信任第三层次,且对第一层次赋值更高,但是第一二层次公允价值资产价值相关性之间的差异并不显著;对于公允价值负债,三个层次均不具有价值相关性,投资者并没有利用公允价值负债信息做出相应决策。究其原因,可能由于目前公允价值负债占总负债比例过小所致。

(二) 研究启示

本文主要有如下启示:

(1)从本文的实证检验结果可以看出,对公允价值进行分层计量和披露显著增强了我国资本市场中投资者对公允价值的信心,并且显著提高了公允价值资产的价值相关性。说明CAS 39的实施提高了公允价值信息的质量,在一定程度上弥补了其可靠性的不足,该准则的修订和实施并不是盲目地与国际财务报告准则趋同,而是根据我国资本市场的发展状况做出的合理改进,有助于进一步推动公允价值在我国会计领域的应用。因此各界应当认识到CAS 39实施的必要性,充分肯定CAS 39实施所取得的成果,并进一步加强监管,保证公允价值分层披露政策在上市公司中的有效执行。

(2)以第一二层次计量的公允价值资产具有显著正向的价值相关性,说明当市场中存在公正无偏的交易价格时,公允价值能够为投资者提供对决策有用的信息,因此为了尽可能地保证公允价值的客观性,我国应当加快完善资本市场和产权交易市场,为公允价值的运用和推广奠定良好基础。

(3)以第三层次计量的公允价值资产,其价值相关性并不显著,高层次公允价值信息的决策有用性仍然欠缺。最主要的原因就是第三层次公允价值的计量引入了较多的主观估计和判断,降低了投资者对它的信任程度。因此,对于准则制定机构而言,应当进一步完善CAS 39中关于高层次公允价值信息计量和披露的相关内容,抓紧制定更加具体的准则应用指南,来指导上市公司对第三层次的公允价值进行计量和披露;对于我国上市公司而言,在继续应用公允价值计量模式的同时,应当严格按照公允价值会计准则的要求,对公允价值层次信息进行详细披露;对于监管部门,应当重视专业评估的作用,鼓励上市公司与权威会计评估机构合作,以增加投资者对公允价值的信任程度。

(三) 研究展望

受限于自愿分层披露公允价值信息的样本量不大,可能会限制本文运用双重差分方法的实证分析效果。同时,本文仅检验了我国会计准则强制要求对公允价值分层披露的市场反应与价值相关性,即只分析了该准则变化和公允价值信息分层披露对投资者的决策有用性,之后的研究还可以将考察对象拓展到更多的利益相关者,比如考察强制分层披露是否影响审计师的决策、债权人的决策等。另外,限于篇幅,本文并没有实证检验公允价值分层披露影响投资者决策的内在机理,这也成为以后需要进一步研究的话题。

参考文献:

- [1]张先治,季佩.公允价值计量与会计信息的可靠性及价值相关性——基于中国上市公司的实证检验[J].财经问题研究,2012(6):41-48.
- [2]He X, Wong T J, Young D. Challenges for implementation of fair value accounting in emerging markets: evidence from China[J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 29(2): 538-562.
- [3]Kolev K. Do investors perceive marking-to-model as marking-to-myth? early evidence from FAS 157 disclosure[D]. New York: New York

- University, Graduate School of Business, 2009.
- [4] Song C J, Wayne B T, Han Y. Value relevance of FAS No. 157 fair value hierarchy information and the impact of corporate governance mechanisms[J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(4): 1375 - 1410.
- [5] Riedl E J, Serafeim G. Information risk and fair values: an examination of equity betas[J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49(4): 1083 - 1122.
- [6] 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 - 61.
- [7] 罗婷, 薛健, 张海燕. 解析新会计准则对会计信息价值相关性的影响[J]. *中国会计评论*, 2008, 6(2): 129 - 140.
- [8] 刘永泽, 孙嵩. 我国上市公司公允价值信息的价值相关性——基于企业会计准则国际趋同背景的经验研究[J]. *会计研究*, 2011(2): 16 - 22.
- [9] 朱凯, 李琴, 潘金凤. 信息环境与公允价值的股价相关性——来自中国证券市场的经验证据[J]. *财经研究*, 2008(7): 133 - 143.
- [10] 郝振平, 赵小鹿. 公允价值会计涉及的三个层次基本理论问题[J]. *会计研究*, 2010(10): 12 - 19.
- [11] 白默, 刘志远. 公允价值计量层级与信息的决策相关性——基于中国上市公司的经验证据[J]. *经济与管理研究*, 2011(11): 101 - 106.
- [12] 毛志宏, 刘宝莹, 王婧. 公允价值分层计量与股价同步性——基于沪深A股市场的分析[J]. *税务与经济*, 2014(5): 27 - 33.
- [13] 毛志宏, 冉丹, 刘宝莹. 公允价值分层披露与信息不对称[J]. *东北大学学报(社会科学版)*, 2015(3): 261 - 266.
- [14] 邓永勤, 康丽丽. 中国金融业公允价值层次信息价值相关性的经验证据[J]. *会计研究*, 2015(4): 3 - 10.
- [15] Ohlson J. Earnings, book values and dividends in equity valuation[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2): 661 - 687.
- [16] Magnan M, Menini A, Parbonetti A. Fair value accounting: information or confusion for financial market[J]. *Review of Accounting Studies*, 2014, 20(1), 559 - 591.
- [17] 齐伟山, 欧阳令南. 机构投资者与盈余公告后的股价行为——基于中国证券市场的经验分析[J]. *管理科学*, 2006(1): 86 - 90.

[责任编辑:高 婷]

Does Mandatory Hierarchical Disclosure Improve the Decision Usefulness of Fair Value?

WANG Lei¹, LI Bingxin²

(1. School of Management, Lanzhou University, Lanzhou 730000, China;

2. Financial Management Department, Nanjing Branch of Zhongnan Construction Group Co., Ltd., Nanjing 210000, China)

Abstract: Along with the increasing demand of the fair value in our country, in January 2014, the Ministry of Finance issued the “Accounting Standards for Enterprises No. 39 -Fair Value Measurement” (CAS 39), which realized the substantive convergence of the international fair value measurement standards. In this context, we test the effect of the implementation of CAS 39 in the current market environment of China. The results indicate that: (1) Investors gave positive response to the implementation of the new guideline in China’s capital market, which shows hierarchical disclosure enhanced investors’ confidence in fair value; (2) The implementation of CAS 39 improved the value relevance of fair value assets, but didn’t improve the value relevance of fair value liabilities. The reason may be that the proportion of fair value liability items is too small to make the stock price be sensitive to its change; (3) Specifically, for fair value assets, investors choose to believe in the first and second levels, but not trust the third level. And the value relevance of the first level fair value assets is not significantly higher than the level of the second; for the fair value of liabilities, the three levels are not related to stock price, which means, in a statistical point of view, investors do not make use of the information of fair value liabilities to make decisions. This paper shows that, in general, the implementation of the new standard can improve the decision usefulness of fair value and solve the problem lack of reliability.

Key Words: accounting standards; fair value; hierarchical disclosure; market reaction; relevance; reliability; accounting information quality