

第8卷 第3期
(总第21期)
Vol. 8 No. 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会
(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2010 · 9

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学 刘志远/南开大学

陈小悦/清华大学 吕长江/复旦大学

陈信元/上海财经大学 曲晓辉/厦门大学

刘 峰/中山大学 王立彦/北京大学

刘 星/重庆大学

编辑部

吴联生/北京大学 肖 星/清华大学

朱启兵/北京大学出版社 岳 衡/北京大学

编辑部 IT 事务

张继东

编务助理

施 丹

地 址

北京大学光华管理学院一号楼 529 室

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室

(邮编:100871 电话:010-62750037 传真:010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 8 卷. 第 3 期/王立彦主编. —北京: 北京大学出版社, 2010. 9
ISBN 978-7-301-18216-1

I. ①中… II. ①王… III. ①会计-中国-丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 236553 号

书 名: 中国会计评论(第 8 卷第 3 期)

著作责任者: 王立彦 主编

责任编辑: 朱启兵 施 丹

标准书号: ISBN 978-7-301-18216-1/F • 2666

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电 子 信 箱: em@pup.cn

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 8.25 印张 158 千字

2010 年 9 月第 1 版 2010 年 9 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: \$30.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 **电子信箱:** fd@pup.pku.edu.cn

中国会计评论

第 8 卷 第 3 期

(总第 21 期)

2010 年 9 月

目 录

文 章

品牌的市场估值效应与启示 贾 宁 张海燕 陈 晓(257)

法律渊源、投资者保护与财务报告质量

——来自全球主要股票市场的证据 蒋义宏 陈辉发 郑 琦(275)

竞争战略与竞争信息自愿性披露 樊 铮 张继东(313)

盈利率变化与审计意见购买的方式 蔡 春 谢赞春 叶建明(323)

企业 R&D 投资与内部资金

——来自中国上市公司的研究 唐清泉 徐 欣(341)

合规性、公司治理与社会责任信息披露 沈洪涛 杨 熠 吴奕彬(363)

学术信息

第九届中国实证会计国际研讨会征文通知 (377)

品牌的市场估值效应与启示

贾 宁 张海燕 陈 晓*

摘 要 本文以2004—2007年《中国500最具价值品牌》排行榜上的上市公司为样本,研究了品牌的股票估值效应。结果表明,品牌在上市公司的股票市场表现中发挥着重要作用,它不仅具有价值相关性,并且能够提升企业长期的资本溢价能力。研究还发现,当品牌所有权归属母公司时,其价值相关性下降。品牌在企业股票估值活动中扮演着重要角色,这一基本结论对绩效考核改革及我国会计准则的改进和完善具有相当的参考价值。

关键词 品牌, 排行榜, 价值相关性, 估值效应

一、引 言

随着全球进入知识经济时代,无形资产在企业资源中所占的比重以及在企业价值创造中所发挥的作用日益凸现,而其中最受各界广泛关注的非品牌莫属。早在20世纪80年代,西方学术界和实业界就已经意识到品牌对于企业长期生存和发展所具有的重要意义,“现金为王”(Cash is King)的传统理念逐渐被更加符合现代企业特点和市场竞争环境的“品牌为王”(Brand is King)理念所取代。可口可乐公司的创始人艾萨·坎德勒曾经说过,就算其公司的有形资产一夜之间化为灰烬,只要还拥有“可口可乐”这一品牌,半年后市场上就会出现一个与现在规模完全一样的全新可口可乐公司。作为世界最具价值品牌之一,“可口可乐”品牌这一无形资产的价值,已远远超过了其公司所有固定资产的价值总和。¹近年来,随着中国加入WTO以及市场竞争的全球化,我国企业的品牌意识也正在大幅度提升。各大品牌价值排行榜在我国的纷纷出现,以及联想、TCL等大企业通过并购欧美品牌进入国际市场的案例,都说明树立品牌形象,提高品牌价值已经成为我国企业长期发展的重要战略。品牌已经成为企业新的核心竞争力。

* 清华大学经济管理学院会计系。通信作者:贾宁,清华大学经济管理学院会计系;E-mail: jian@sem.tsinghua.edu.cn。作者感谢审稿人对本文提出的修改意见。

¹ 据世界品牌实验室估算,2007年可口可乐公司的品牌价值约500亿美金,位居《世界品牌500强》排行榜榜首。

品牌对于企业来说究竟有何价值?目前关于品牌价值的探讨大多从市场营销和企业财务绩效角度出发,普遍认为品牌能够为企业赢得良好的顾客忠诚度以及更大的市场份额,从而提升企业的产品溢价能力。然而,品牌还有另外一个重要维度,即品牌对企业股票估值的影响。根据 Ohlson (1995) 估值模型,股票价格由账面价值和盈余这两项财务指标以及“其他信息”(other information)决定,而后者通常指那些与企业价值相关的影响长期赢利能力的非财务信息,如品牌等无形资产。由于品牌目前在评估方法上还存在很大争议,因此现阶段尚未得到会计准则的充分认可,对于企业自创的品牌,其相关的投入和内在价值在账面价值中基本得不到体现。Aaker (1996) 则指出,品牌效果并非“立竿见影”,因此品牌对企业绩效的贡献有很大一部分无法在当期盈余中得到体现。然而,如果投资者认可品牌为企业创造的未来业绩成长潜力和空间,那么品牌价值就会被纳入“其他信息”中,从而提高企业在股票市场的估值。同时,这也意味着在同等盈利水平下,品牌价值高的企业能够获得更高的市盈率,更具投资价值。

本文以 2004—2007 年世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》排行榜上的上市公司为样本,通过三个层面来探讨品牌的股票市场估值效应。首先,品牌价值及其所有权是否对股票估值产生影响;其次,品牌价值是否有助于提升企业长期的资本溢价能力;最后,我国投资者是否关注和认可品牌价值排行榜。结果表明,品牌不但具有价值相关性,并且与企业未来三年的市盈率、市销率、市净率以及托宾 Q 值之间均存在显著正相关关系。同时,我们还发现当品牌所有权归属母公司时,其价值相关性有所下降。另外,实证结果也表明我国投资者关注品牌价值排行榜的变化。相对于未上榜的企业,新近上榜的企业在上榜当年能够获得更高的市场收益率,然而投资者对下榜企业却没有显著的负面反应。这些结果不仅为如何更准确地评估股票价值和衡量企业绩效提供了经验证据,还为是否应将品牌资产纳入会计报表的讨论提供了参考依据。

本文的其他部分结构如下:第二部分评述国内外相关的文献;第三部分为研究设计;第四部分对数据来源和样本选择进行了说明;第五部分为实证结果和分析;第六部分为稳健性检验;最后一部分为本文的主要结论及研究意义。

二、文献回顾

自 Aaker (1991) 以来,学术界和实业界对品牌研究的关注度日益增高。西方关于品牌价值的文献可以根据研究视角以及样本来源大致分为三类。第一类文献从消费者行为和营销学角度出发,探讨品牌权益的构成要素和衡量方法(包括品牌认知、品牌忠诚、感知质量以及品牌形象等),以及对企业产品市场绩效的影响。此类研究通常采用调查问卷和采访等方式获取第一手数据,并且往往针对某个特定行业进行。Kim 和 Kim (2004) 以及 Baldauf 等(2003) 都属

于此类研究。Kim 和 Kim (2004) 发现品牌认知、品牌忠诚、感知质量以及品牌形象这四个维度可解释快餐、连锁餐馆和宾馆这三类企业 70% 的销售额差异。Baldauf 等 (2003) 通过邮寄调查问卷方式获得 794 个瓷砖代理商数据, 实证发现品牌认知、感知质量以及品牌忠诚分别能够解释 34%、31% 和 17% 的瓷砖代理商之间的绩效差别。这类研究由于样本来自某一特定行业, 因此结论相对较难普及。另外, 这些研究通常属于截面分析, 样本小并且只包含一年数据, 因此无法检验研究结论在时间上是否稳健。

第二类文献通常从财务角度出发, 研究品牌对企业财务绩效的影响。Cobb-Walgren 等 (1995) 认为, 相对于从营销学角度出发的品牌研究, 基于财务视角的品牌价值研究结论更为客观。Corstjens 和 Lal (2000) 研究发现高质量品牌能够提升零售商的盈利水平。Yeung 和 Ramasamy (2008) 采用《商业周刊》全球 100 强品牌为数据, 研究发现品牌价值与包括 ROI、ROA 及毛净率在内的会计指标呈显著正相关。

第三类文献则从资本市场角度出发, 研究品牌与股价之间的关联度, 亦即品牌的价值相关性。“价值相关”这个概念由 Amir, Harris 和 Venuti 在 1993 年对美国会计制度的研究中第一次提出, 此后成为会计研究中的一个重要领域, 意在探究会计信息在投资者决策中的重要性。然而, 目前有关品牌这一无形资产的价值相关性学术文献, 即使在国外也很有限。现有的主要文献包括: Aaker 和 Jacobson (1994) 采用 EquiTrend 的产品质量指数作为品牌价值的代理变量, 发现在控制投资回报率 (ROI) 之后, 品牌价值仍然具有额外的信息含量。Barth 等 (1998) 采用 Interbrand 公司于 1991—1996 年间发布的品牌价值排行榜为样本, 发现品牌价值与股价和股票收益率之间均存在显著的正相关关系。与第一类文献不同的是, 这类研究通常采用第三方提供的多行业品牌价值数据。

在国内, 尽管有文献探讨了无形资产的价值相关性问题, 如薛云奎和王志台 (2001)、邵红霞和方军雄 (2006) 等, 然而这些研究的考察对象均为财务报表中所披露的无形资产, 并未涉及不在报表中体现的无形资产部分, 如企业自创品牌等。本文力图在现有文献的基础上, 采用世界品牌实验室提供的数据, 系统分析品牌在我国是否也为资本市场所认同而具有估值效应。

三、研究方法

(一) 品牌的价值相关性

本文首先从品牌价值及其所有权与股票价格相关性的角度来探讨品牌的股票估值效应。如果品牌被投资者关注并在企业估值中具有重要性, 那么任何有关品牌价值的新信息均有可能因扩大了投资者的信息集 (information set,

Ohlson 模型中的其他信息)而影响其对品牌价值的评估及投资决策,进而导致市场对企业价值的估值发生变化。

除品牌价值本身可能具有估值效应外,品牌所有权的归属也可能影响企业在股市中的估值。我国上市公司绝大部分都是通过股份制改造而来的。通常,在国有企业改制上市之前,其品牌就已经初具规模,也就是说,母公司已经承担了大量的品牌培育成本。因此,改制过程中品牌的所有权问题就涉及母公司和上市公司之间的利益分配关系。苏静等(2007)的研究表明,商标所有权会显著影响国有企业改制上市的成本以及上市后的关联交易。至此,品牌的归属问题至关重要,很可能也会影响投资者对上市公司的估值。综上所述,我们通过模型(1)对品牌价值及所有权的股票估值效应进行检验:

$$MV_{it} = \sum_{Y=2004}^{2007} \alpha_{0Y} YR_{Yit} + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 BRANDS_{it} + \alpha_4 BR_OWN_{it} + \epsilon_{it}, \quad (1)$$

其中, MV 为年末的股票价格; BV 为年末的每股净资产; NI 为该年度的每股收益; $BRANDS$ 为每股品牌价值, 计算为品牌价值除以年末总股份数; BR_OWN 为品牌所有权哑变量, 如果上市公司拥有品牌所有权, 则取值为 1, 否则取值为 0。 i 和 t 分别代表样本公司和年度。由于样本跨越 2004—2007 四年时间, 其间市场环境等宏观因素的波动较大, 为控制股价结构上的差异, 我们引入年度虚拟变量 YR_Y 。当样本来自第 Y 年时, YR_Y 等于 1, 否则等于 0。此外, 我们也分析了去掉 YR_Y 后, 将每年的子样本分别回归的情形。

如果品牌具有价值相关性, 我们预期模型(1)中 $BRANDS$ 的估计系数 α_3 显著为正。另外, 上市公司独立拥有品牌能有效避免日后母公司以品牌为工具开展关联交易操纵会计利润的行为, 透明度的提高有助于企业的市场估值。因此, 我们预计当上市公司拥有品牌所有权时, 企业股票价值会增高, 亦即 BR_OWN 的估计系数 α_4 显著为正。作为影响股价的主要因素, 我们也预计 BV 和 NI 两个变量的估计系数 α_1 和 α_2 显著为正。

(二) 品牌价值与企业长期资本市场表现

知名品牌的创建往往需要企业长期持续的高额投入, 不仅如此, 待到品牌成熟, 后期庞大的维护支出也让许多中小企业望而生畏。那么, 辛辛苦苦建立和维护的品牌到底能给企业在资本市场表现中带来多大的优势呢? 这种优势又能持续多久呢? 品牌的价值相关性检验在某种程度上考察了品牌优势的存在性。在此, 我们将进一步研究品牌优势的持续性, 并通过模型(2)来检验品牌对企业未来三年资本溢价能力的影响。

$$V_{it+j} = \sum_{Y=2004}^{2007} \beta_{0Y} YR_{Yit} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 BRANDS_{it} + \epsilon_{it}, \quad (2)$$

其中,被解释变量 V_{it+j} 为企业在未来 $t+j$ ($j=1,2,3$) 年末的资本市场表现,我们分别用市盈率 (price to earnings ratio, PE)、托宾 Q 值 (Tobin's Q, TQ)、市销率 (market to sales ratio, MS) 以及市净率 (Market to Book ratio, MB) 来衡量。PE 计算为年末每股市价除以年度的每股盈余。关于 TQ 的计算,由于我国上市公司只有部分股票在股市流通,市价只与这部分流通的股票相关,而账面价值却是针对整个公司的全体股东而言,因此在这里我们有必要调整公司价值的计算方法。为使市价与公司账面价值匹配,我们将所有者权益乘以流通股比例来加以调整。亦即, $TQ = [(市价 + 负债总额) / (所有者权益总额 \times 流通股占公司全部股份的比例 + 负债总额)]$, 其中市价计算为年度末每股市价乘以流通股股份数。² MS 计算为 t 年末市价除以年度内销售收入。MB 的计算方法类似,为 t 年末市价除以账面价值。

控制变量中,SIZE 为年末资产总额的自然对数;LEV 为公司的负债水平,用资产负债率来衡量,计算为年末的负债总额除以年末资产总额;ROE 为净资产收益率,计算为净利润除以所有者权益;SG 表示公司的投资机会,用公司销售收入的增长率来衡量,亦即, $SG = [(当年销售收入 - 上一年销售收入) / 上一年销售收入]$;AGE 为公司的上市年限,计算为从上市日到 2007 年 12 月 31 日之间的年份数。解释变量 BRANDS 为每股品牌价值,计算为品牌价值除以年末总股份数。我们预期品牌价值越高的公司在未来三年内的资本市场表现越好,即 BRANDS 的回归系数 β_6 显著为正。

(三) 上下榜的市场反应

本文前两部分的检验能够为我国投资者是否关注品牌提供初步的证据。在此,我们通过检验上下榜的市场反应来探讨投资者是否关注和认可品牌价值排行榜。只有当投资者关注品牌价值时,他们才会关注和寻找一切和品牌相关的信息。如果投资者关注品牌榜,并且认可品牌对企业未来业绩的贡献,那么,当企业首次上榜的时候,投资者是否会给予某种形式和程度的嘉奖?反之,当企业从排行榜中退出,是否会对其在资本市场的表现产生负面影响?

本文将从股价变化的角度,分别研究资本市场对新上榜和下榜品牌的反应。对于新上榜的公司,我们通过模型(3)将其与所有不在榜单上的上市公司进行比较。对于新下榜的公司,我们通过模型(4)将其与那些仍在榜单上的上市公司进行比较。

² 这里的托宾 Q 值计算只考虑了流通股部分,有失偏颇。对非流通股份的不同估价方法,分别对应着不同的托宾 Q 值,国内外研究在这方面也很难达成一致。我们也分析了其他三种计算托宾 Q 值的方法,以及相应的研究结果。具体来说,我们分别假设非流通股价格为流通股价格的 20%、30% 和 100%,从而计算出三种托宾 Q 值,然后逐个分析各托宾 Q 值对应的研究结果。我们发现,研究结果不受托宾 Q 值计算方法的影响。

$$RET_{it} = \sum_{Y=2004}^{2007} \delta_{0Y} YR_{Yit} + \delta_1 NI_{it} + \delta_2 \Delta NI_{it} + \delta_3 ENTRY_{it} + \varepsilon_{4it}, \quad (3)$$

其中,RET 为考虑红利再投资并控制市场收益率的年度股票超额收益率;NI 为盈余,计算为每股收益除以年初的股票价格; ΔNI 为盈余的变化,等于第 t 年 NI 减去第 $t-1$ 年的 NI;ENTRY 为新上榜哑变量,如果公司在第 t 年入选品牌排行榜,取值为 1,否则为 0。 YR_Y 定义与模型(1)相同。另外,我们也分析了年度子样本的回归结果。

$$RET_{it} = \sum_{Y=2004}^{2007} \gamma_{0Y} YR_{Yit} + \gamma_1 NI_{it} + \gamma_2 \Delta NI_{it} + \gamma_3 EXIT_{it} + \varepsilon_{5it}, \quad (4)$$

其中,EXIT 为下榜哑变量,如果公司第 $t-1$ 年在榜单上,但是第 t 年下榜,则取值为 1,否则为 0。其他变量的定义与模型(3)相同。这里我们同样也分析了年度子样本的回归结果。

如果品牌具有股票估值效应,那么品牌价值的大起大落则更能够引起投资者的强烈反应。Aaker 和 Joachimsthaler (1999)利用 EquiTrend 提供的品牌价值数据,实证研究发现品牌价值变化与股票收益率之间显著相关。入围品牌价值排行榜传递给投资者的是企业未来业绩增长的正面信号,因此我们预计同期的股价会随之上涨,即 ENTRY 的估计系数 δ_3 显著为正。反之,企业退出排行榜传递给投资者的是企业在产品市场上正逐渐失去竞争力的负面信号,因此我们预计同期的股价会随之下跌,即 EXIT 的估计系数 γ_3 显著为负。同时,我们也预计 NI 和 ΔNI 的估计系数均显著为正。

四、样本选取及描述性统计

由于目前品牌在价值评估上还没有形成统一的标准和方法,本研究选用了世界品牌实验室(World Brand Lab)所评估的品牌价值作为品牌内价值的代理变量。作为最早开始对中国品牌进行全面研究和评估的全球顶尖品牌研究机构,世界品牌实验室自 2004 年起与世界经济论坛(World Economic Forum)每年共同编制并发布《中国 500 最具价值品牌》排行榜(具体介绍参见附录 1)。世界品牌实验室采用的品牌评估方法为经济适用法(economic use method),综合了消费者研究、竞争分析以及对企业未来经济收益的预测。此评估方法首先对企业品牌产品或品牌服务的销售收入、利润等数据进行综合分析,然后运用“经济附加值法”(EVA)确定企业的盈利水平。同时,世界品牌实验室采用其独创的具有领先性的“品牌附加工具箱”(BVA tools)计算出品牌对业务收益的贡献程度,最后通过对市场及行业竞争环境的风险分析,确定折现率,评估品牌的现值(评估模型具体介绍参见附录 2)。本文之所以选用基于经济适用法而非成本法所估算出的品牌价值,主要考虑到前者在价值评估的出发点及标准上与资本市场更为一致。品牌的投资成本通常不能完全反映其市场

价值,也不能合理预测品牌为企业带来的未来收益,而后者恰恰是投资者更为关心,并且被反映在股价中的部分。经济适用法也是目前国际各大著名品牌评估机构普遍采用的评估方法。

另外,我们还通过检验资本市场对世界品牌实验室在 2004—2007 年间发布的《中国 500 最具价值品牌》排行榜中的上下榜公司的反应来考察我国投资者对品牌的重视程度。选择此排行榜的主要依据是基于其企业当中的影响力,该排行榜曾多次在上市企业年报中被提及,投资者的关注程度相对较高。³《中国 500 最具价值品牌》排行榜中包括上榜公司的品牌价值、排名、行业、发源地、影响力等。这 500 家公司中,有相当一部分没有上市,没有对应的股价信息,因此本文只选取榜单上所有的 A 股上市公司作为样本。2004—2007 年,一共有 212 家上市公司进入榜单,对应 688 个观察值。除品牌价值、排名及行业分类数据来自世界品牌实验室外,其他数据均来自清华金融数据库和 Wind 中国金融数据库。

表 1 列示了样本公司相关数据的描述性统计。Panel A 描述了公司和品牌样本数的年度分布情况。从中可见,每年的样本数相差不大。另外,每家公司只有一个品牌入选排行榜,不存在一家公司多个品牌入选的情况。Panel B 统计了品牌价值的年度分布情况。品牌价值的均值(中位数)从 2004 年的 68.829 (31.180) 亿元增至 2007 年的 98.857 (38.220) 亿元;总体上看,品牌价值逐年上涨,且势头强劲。Panel C 描述了 212 家样本公司的行业分类。样本覆盖了采掘业、房地产业等 11 个行业,其中制造业所占比例最大,达到 69.34%;其次为信息技术业,占 8.02%。Panel D 列示了样本公司相关变量的描述性统计。该部分显示,样本公司的规模普遍比较大,总资产均值达到 203 亿元,且上市年限较长(平均上市年限将近 8 年),故在资本市场上也较为成熟。样本公司的盈利能力也较为乐观,销售增长率均值接近 49%,平均股票超额收益率约为 11%。此外,样本中 62.1% 的上市公司拥有品牌所有权,其余 37.9% 的上市公司的品牌所有权则属于母公司。

表 1 样本的描述性统计

Panel A: 样本公司和品牌的年度分布			
年度	公司样本数	品牌样本数	比例(%)
2004	171	171	24.855
2005	185	185	26.890
2006	175	175	25.436
2007	157	157	22.820
总计	688	688	100

³ 参见浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司(600059) 2005 年度年报;武汉马应龙药业集团股份有限公司(600993) 2005 年度年报。

(续表)

Panel B: 品牌价值的年度分布(单位:亿元)						
年度	样本数	均值	标准差	一分位数	中位数	三分位数
2004	171	68.829	104.516	16.675	31.180	64.900
2005	185	71.534	103.858	18.300	35.040	68.120
2006	175	77.560	112.313	18.925	34.130	74.125
2007	157	98.857	142.281	19.340	38.220	102.170
总计	688	78.630	116.254	18.483	34.230	74.863

Panel C: 样本公司的行业分布		
行业	样本数	比例(%)
采掘业	2	0.943
房地产业	3	1.415
建筑业	2	0.943
交通运输、仓储业	9	4.245
金融、保险业	8	3.774
农、林、牧、渔业	3	1.415
批发和零售贸易	10	4.717
社会服务业	6	2.830
信息技术业	17	8.019
制造业	147	69.340
综合类	5	2.358
总计	212	100

Panel D: 样本公司相关变量的描述性统计						
变量	样本数	均值	标准差	一分位数	中位数	三分位数
上市年限(单位:年)	449	7.884	3.209	5.500	8.083	9.583
市值(单位:亿元)	672	61.833	186.308	6.189	13.512	36.873
总资产(单位:亿元)	568	203.180	965.244	19.533	34.742	75.515
股东权益(单位:亿元)	668	119.751	571.735	8.514	14.282	31.149
营业收入(单位:亿元)	566	146.303	806.252	11.805	29.572	74.264
净利润(单位:亿元)	668	19.377	114.881	0.248	0.971	3.394
销售费用(单位:亿元)	657	8.190	25.346	0.633	1.636	5.247
股票超额收益率(%)	656	10.574	92.093	-24.292	4.458	62.205
资产负债率(%)	568	50.358	19.713	37.456	50.790	61.906
净资产收益率(%)	566	6.933	75.422	2.261	6.665	11.873
销售增长率(%)	564	48.589	367.432	3.473	16.238	32.394
市盈率	541	65.155	187.244	19.504	31.077	55.066
托宾 Q 值	438	1.836	1.490	1.086	1.330	1.922
市销率	445	2.013	13.262	0.250	0.558	1.283
市净率	445	1.625	2.096	0.534	0.999	2.143
品牌所有权	655	0.621	0.485	0	1	1

注:其中股票超额收益率(%)为考虑红利再投资并控制市场收益率的年度股票超额收益率;资产负债率(%)为公司的负债总额除以公司的总资产;净资产收益率(%)为净利润除以所有者权益;销售增长率(%)为[(当年销售收入总额-上一年销售收入总额)/上一年销售收入总额];市盈率为年末每股市价除以年度的每股盈余;托宾 Q 值为[(市价+负债总额)/(所有者权益总额×流通股占公司全部股份的比例+负债总额)],其中市价计算为年度末每股市价乘以流通股股份数;市销率为年末市价除以年度销售总额;市净率为年末市价除以账面价值;品牌所有权为哑变量,如果品牌所有权属于上市公司,取值为 1,否则取值为 0;

五、实证结果及分析

(一) 品牌的价值相关性

表 2 列示了品牌价值相关性的回归结果。首先,与 Barth 等(1998) 等研究的结果一致,BV 和 NI 的回归系数均显著为正, t 检验值分别为 2.94 和 5.67,说明账面价值和盈余是影响股价的两个重要因素,此结果也为 Ohlson (1995) 模型提供了实证支持。其次,无论是全样本固定效应分析,还是分年度回归,品牌变量 BRANDS 的回归系数均在 1%的水平上显著为正,分别为 0.059 和 0.085,这说明在控制了账面价值和利润这些会计指标的影响之外,品牌仍然能够为投资者提供额外的价值相关信息。同时,此结果也说明我国投资者认可世界品牌实验室基于经济适用法所得出的品牌价值。然而,从表 2 中我们也可以看到,无论是四年的总样本回归还是每年的子样本单独回归,BRANDS 的回归系数都小于 BV 和 NI 的回归系数。这说明我国投资者虽然认可品牌价值,却仍然更加重视账面价值和利润反映出来的信息。

表 2 品牌价值相关性的回归结果

变量	预测 符号	全样本固定		分年度回归				Z_1	Z_2
		效应分析		回归系数		t 值			
		回归系数	t 值	均值	标准差	均值	标准差		
常数项		—	—	6.326***	6.843	3.06	0.65	2.16	10.47
BV	+	0.225***	2.94	0.210**	0.049	1.97	0.90	1.39	4.92
NI	+	1.261***	5.67	1.059***	0.854	3.11	1.50	2.20	4.63
BRANDS	+	0.059***	4.20	0.085***	0.080	3.39	1.45	2.40	5.21
BR_OWN	+	1.377*	1.54	0.634	0.780	0.83	0.68	0.59	2.74
样本数		653		160	31.064				
调整 R^2		0.585		0.273	0.189				

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、和 10% 的水平上显著。BV 为年末的每股净资产;NI 为该年度的每股收益;BRANDS 为每股品牌价值,计算为品牌价值除以年末总股份数。BR_OWN 为品牌所有权哑变量,如果品牌属于上市公司,则取值为 1,否则为 0。被解释变量为年末的股票价格 MV。 Z_1 等于 $(1/\sqrt{T}) \sum_{j=1}^T (t_j / \sqrt{k_j/(k_j-2)})$, 其中 t 为 t 检验值, T 为样本年数, k 为第 j 年的回归自由度(参见 Healy, Kang 和 Palepu, 1987)。 Z_2 等于 $\text{mean } t / (\text{stddev } t / \sqrt{5})$ (参见 White, 1984)。

表 2 结果也显示,品牌的另外一个维度,所有权哑变量 BR_OWN 的估计系数为 1.377,在 10%水平上显著为正。也就是说,上市公司拥有品牌所有权总体上有助于提升该公司在股票市场的估值,与我们的预期一致。然而,与 BR_OWN 的回归系数相比,BRANDS 的回归系数更为显著,说明品牌的价值本身比所有权归属对股票估值的影响更大。尽管市场关注品牌归属权问题,但更加重视品牌价值本身所传递的相关信息。

(二) 品牌价值与企业长期资本市场表现

表3列示了品牌价值与企业未来一年资本市场表现的回归结果。我们也检验了企业在未来三年内的表现,结果将在稳健性检验部分予以报告。在这里,我们分别采用了市盈率(PE)、托宾Q值(TQ)、市销率(MS)以及市净率(MB)作为衡量企业长期资本市场表现的指标。结果表明,品牌价值变量BRANDS的回归系数均显著为正,也就是说在控制了企业规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、销售增长率(SG)等因素之后,品牌价值对企业未来一年的资本溢价仍然有预测作用。换言之,品牌价值越高的企业其未来一年的资本市场表现越好,说明品牌的估值优势具有一定的持久性。此结果与我们的预期一致。

表3 品牌价值与企业未来一年资本市场表现的回归结果

变量	预测符号	被解释变量 V=PE	被解释变量 V=TQ	被解释变量 V=MS	被解释变量 V=MB
常数项		4.327*** (3.31)	3.400*** (4.24)	12.714* (1.82)	2.754** (2.55)
SIZE	—	-0.318*** (-3.15)	-0.063 (-1.03)	-0.850* (-1.87)	-0.134** (-1.97)
LEV	?	1.155* (1.81)	-1.777*** (-5.10)	1.143 (0.37)	0.573 (1.07)
ROE	?	-0.879 (-1.03)	0.414** (2.49)	-2.552 (-1.70)	0.694 (1.52)
SG	—	-0.024 (-0.58)	-0.016 (-0.57)	-0.080 (-0.32)	-0.030 (-0.83)
AGE	?	-0.034 (-1.02)	0.004 (0.19)	-0.031 (-0.16)	0.033 (1.22)
BRANDS	+	0.116*** (4.05)	0.033** (2.12)	0.016** (2.07)	0.041* (1.68)
样本数		389	469	478	469
调整 R ²		0.074	0.068	0.005	0.011

注:括号中的数字为t检验值。***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。SIZE为年末资产总额的自然对数;LEV为公司的资产负债率,等于公司的负债总额除以公司的总资产;ROE是净资产收益率,等于净利润除以所有者权益;SG为公司销售增长率(%),计算为[(当年销售收入总额-上一年销售收入总额)/上一年销售收入总额];AGE为公司的上市年限;BRANDS为每股品牌价值,计算为品牌价值除以年末总股份数。被解释变量分别为市盈率(PE)、托宾Q值(TQ)、市销率(MS)和市净率(MB)。由于2004—2007年间我国上市企业的市盈率普遍较高,为了检验不同被解释变量回归结果之间的可比性,我们把市盈率除以了100。

(三) 上下榜的市场反应

表4列示了利用模型(3)进行分析的结果,旨在揭示新上榜品牌的资本市场反应。从表中可见,汇总分析中新上榜哑变量ENTRY的回归系数为0.094,在10%水平上显著为正,也就是说在控制了盈余(NI)及盈余变化(ΔNI)对收益率的影响之后,新近上榜的公司仍然能够比其他未上榜的公司获得更高的收

益率。这一结果说明我国投资者关注品牌价值排行榜,并看好新近上榜的公司,从而进一步支持了资本市场认为品牌能够为企业带来未来利益的假设。

表4 市场对新上榜品牌的反应

变量	预测 符号	全样本固定		分年度回归				Z ₁	Z ₂
		效应分析		回归系数		t 值			
		回归系数	t 值	均值	标准差	均值	标准差		
常数项		—	—	0.590	1.639	10.63	58.857	12.27	0.40
NI	+	0.700***	8.31	0.587***	0.519	6.30	7.358	7.27	1.91
ΔNI	+	0.001	1.48	0.003	0.010	1.34	2.924	1.54	1.02
ENTRY	+	0.094*	1.80	0.300	0.631	1.56	1.569	1.80	2.22
样本数		4 037		1 009.250	109.475				
调整 R ²		0.705		0.057	0.062				

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、和 10% 的水平上显著。NI 为盈余,计算为每股收益除以年初的股票价格;ΔNI 为盈余的变化,等于第 t 年 NI 减去第 $t-1$ 年的 NI;ENTRY 为新上榜哑变量,如果是新上榜公司,取值为 1,否则为 0。被解释变量 RET 为考虑红利再投资并控制市场收益率的年度股票超额收益率。 Z_1 等于 $(1/\sqrt{T}) \sum_{j=1}^T (t_j / \sqrt{k_j/(k_j-2)})$,其中 t 为 t 检验值, T 为样本年数, k 为第 j 年的回归自由度(参见 Healy, Kang 和 Palepu,1987)。 Z_2 等于 $\text{mean } t/(\text{stddev } t/\sqrt{5})$ (参见 White, 1984)。

表 5 列示了针对模型(4)的分析结果,意在考察投资者对公司下榜的反应。结果显示,下榜哑变量 EXIT 的估计系数虽然为负(-0.008),但是在统计上并不显著(t 检验值为-0.06)。说明公司退出榜单并没有导致其在资本市场上的收益率显著下降。由表 4 和表 5 所得出的投资者对公司上榜和下榜的不对称反应与 Aaker 和 Joachimsthaler (1999) 的研究结果基本一致。Aaker 和 Joachimsthaler (1999) 发现品牌价值增长最大的公司平均能够获得 30% 的收益率,而品牌价值下降最大的公司却只导致 10% 的负回报率。

表5 市场对下榜品牌的反应

变量	预测 符号	全样本固定		分年度回归				Z ₁	Z ₂
		效应分析		回归系数		t 值			
		回归系数	t 值	均值	标准差	均值	标准差		
常数项		—	—	0.830	1.235	5.96	14.463	6.88	0.92
ΔNI	+	1.739***	3.91	1.469	1.542	3.56	4.170	4.11	1.91
ΔNI	+	0.002	0.54	0.002	0.001	0.84	1.276	0.98	1.48
EXIT	—	—0.008	—0.06	—0.011	0.120	—0.31	1.127	—0.36	—0.62
样本数		491		181,500	9,192				
调整 R ²		0.569		0.134	0.082				

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、和 10% 的水平上显著。NI 为盈余,计算为每股收益除以年初的股票价格;ΔNI 为盈余的变化,等于第 t 年 NI 减去第 $t-1$ 年的 NI;EXIT 为下榜哑变量,如果是下榜公司,取值为 1,否则为 0。被解释变量 RET 为考虑红利再投资并控制市场收益率的年度股票超额收益率。 Z_1 等于 $(1/\sqrt{T}) \sum_{j=1}^T (t_j / \sqrt{k_j/(k_j-2)})$,其中 t 为 t 检验值, T 为样本年数, k 为第 j 年的回归自由度(参见 Healy, Kang 和 Palepu,1987)。 Z_2 等于 $\text{mean } t/(\text{stddev } t/\sqrt{5})$ (参见 White, 1984)。

六、稳健性检验

(一) 品牌价值与股价之间的内生性检验

由于世界品牌实验室提供的品牌价值数据是根据其自创的评估模型得出的,因此如果在评估过程中涉及了企业的股价信息,那么表2的结果就会受到内生性问题影响。亦即,品牌价值与股价之间可能存在机械的相关性。在研究过程中,我们通过四种方法和途径基本排除了这种可能。

首先,品牌价值的估算过程中并未用到股价数据。我们从世界品牌实验室处了解到,其品牌价值评估模型中并不包括品牌所属企业的股票价格信息。评估模型中主要参考了企业的财务数据及产品和消费市场数据,包括市场环境、企业战略、竞争者分析以及消费市场调查和研究(如品牌忠诚度、美誉度及品牌偏好和消费心理等指标)(评估模型的具体描述参见附录2)。

其次,排行榜中也包括非上市公司。从世界品牌实验室发布的榜单可见,入选企业中不仅包括上市公司,也包括大量非上市公司(例如2007年入选的500强品牌中就有295家所属企业为非上市公司,占59%)。由于世界品牌实验室将上市公司和非上市公司放在一起进行整体排名,鉴于非上市公司并无相应的股价信息可供参考,因此我们可以推断,为保持评估方法的一致性及排名的公正性,世界品牌实验室会对两类公司采用同样的方法进行评估,也就是说,在评估过程中不会参考品牌所属企业的股票市场信息。

另外,因变量(股价)的期间选择也有助于控制内生性。在价值相关性回归检验中,我们将榜单发布后年末的股票价格作为因变量。这样一来,即使世界品牌实验室在品牌价值估算过程中参考了股价数据,其所用的股价信息也是榜单发布前的股价,并不是本研究使用的榜单发布后的年末股票价格。由此,两者之间不太可能有完全的机械相关性。

最后,为了进一步控制内生性问题,我们通过以下的两阶段回归模型(2SLS)对此问题进行检验。

$$\text{BRANDS}_i = \sum_{Y=2004}^{2007} \beta_{0Y} \text{YR}_{Yit} + \beta_1 \text{SG}_i + \beta_2 \text{LEV}_i + \beta_3 \text{ADV}_i + \beta_4 \text{AGE}_i + \beta_5 \text{MV}_i + \epsilon_{6i}, \quad (5)$$

$$\text{MV}_i = \sum_{Y=2004}^{2007} \alpha_{0Y} \text{YR}_{Yit} + \alpha_1 \text{BV}_i + \alpha_2 \text{NI}_i + \alpha_3 \text{BRANDS_PRD}_i + \epsilon_{7i}. \quad (6)$$

我们用SG, LEV, ADV和AGE作为外生变量。其中ADV为公司的广告费用,以销售费用除以总股份数来代替;BRANDS_PRD为根据第一阶段模型计算出的品牌价值的估计值;其他变量的定义与之前的模型相同。两阶段分析的结果列示于表6。从中可见,BRANDS_PRD的回归系数为0.076,在1%

水平上显著为正,这说明品牌对企业在股票市场估值的贡献不受内生性问题的影响。

表 6 品牌价值相关性的两阶段检验结果

第一阶段回归			
变量	预测符号	回归系数	t 值
SG	+	-0.491	-0.62
LEV	-	-11.277	-1.41
ADV	+	3.885***	3.10
AGE	+	1.187**	2.36
MV	+	3.008***	4.16
样本数		499	
调整 R^2		0.412	
第二阶段回归			
变量	预测符号	回归系数	t 值
BV	+	0.321***	4.76
NI	+	0.358**	2.35
BRANDS_PRD	+	0.076***	2.94
样本数		499	
调整 R^2		0.292	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、和 10% 的水平上显著。SG 为公司销售增长率(%),计算为[(当年销售收入总额-上一年销售收入总额)/上一年销售收入总额];LEV 为公司的资产负债率,等于公司的负债总额除以公司的总资产;ADV 为公司的广告费用,以销售费用除以总股份数来代替;BRANDS_PRD 为根据第一阶段模型计算出的品牌价值的估计值;AGE 为公司的上市年限;BV 为年末的每股净资产;NI 为该年度的每股收益;BRANDS 为每股品牌价值,计算为品牌价值除以年末总股份数;被解释变量为年末的股票价格 MV。

(二) 品牌价值与企业未来三年的资本市场表现

表 3 仅列示了品牌价值对企业未来一年资本市场表现的影响。为了进一步检验品牌资本溢价效应的持久性,我们分析了企业在未来两年和三年的资本市场表现,汇总的分析结果见表 7。为节省篇幅,我们在此只报告品牌价值 BRANDS 的回归系数、相应的 t 检验值、回归分析的样本数以及调整 R^2 。被解释变量为第 $t+1$ 、 $t+2$ 、 $t+3$ 年的市盈率(PE)、托宾 Q 值(TQ)、市销率(MS)和市净率(MB),分别标示为 PE_{t+1} 、 PE_{t+2} 、 PE_{t+3} 、 TQ_{t+1} 等。所有解释和控制变量与模型(2)中的完全相同。从表 7 中我们可以看到,除了 PE_{t+3} 回归中品牌变量 BRANDS 的估计系数不显著之外,其他回归当中的品牌变量估计系数均显著为正。这一结果表明,品牌的资本市场溢价效应至少能够持续三年,说明品牌优势不但具有一定的持久性,并且能够得到投资者的长期认可。