



重庆大学经济与工商管理学院
School of
Economics and Business Administration
Chongqing University

重庆大学经济管理文库

上市公司会计信息价值相关性及盈余可持续性 ——基于Ohlson模型的实证研究

VALUE RELEVANCE AND EARNING PERSISTENCE OF ACCOUNTING INFORMATION OF LISTED COMPANIES OF CHINA
——THE EMPIRICAL STUDY BASED ON OHLSON MODEL

张景奇 ● 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

013047371

F279.246
369

上市公司会计信息价值相关性及 盈余可持续性——基于Ohlson模型的实证研究

VALUE RELEVANCE AND EARNING PERSISTENCE OF ACCOUNTING INFORMATION OF LISTED COMPANIES OF CHINA
—THE EMPIRICAL STUDY BASED ON OHLSON MODEL—

★ 藏书 ★
图书馆

张景奇 ● 著

F279.246

369



北航

C1652988



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司会计信息价值相关性及盈余可持续性: 基于 Ohlson 模型的实证研究/张景奇著. —北京: 经济管理出版社, 2013.4
ISBN 978-7-5096-2424-1

I. ①上… II. ①张… III. ①上市公司—会计检查—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 076046 号

组稿编辑: 杨雅琳
责任编辑: 邱永辉
责任印制: 杨国强
责任校对: 超凡

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 14.5

字 数: 211 千字

版 次: 2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2424-1

定 价: 38.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

《重庆大学经济管理文库》编委会

顾 问：陈传明 徐二明 高 闯

主 编：刘 星

编 委：王 钦 冉光和 龙 勇 孟卫东 杨 俊
杜莹芬 余 菁 但 斌 罗仲伟

《重庆大学经济管理文库》出版说明

《重庆大学经济管理文库》是重庆大学经济与工商管理学院和经济管理出版社组织出版的系列学术丛书。组织出版《重庆大学经济管理文库》，是重庆大学经济与工商管理学院进一步加强课题成果管理和学术成果出版的规范化、制度化建设的重要举措。

近年来，重庆大学经济与工商管理学院的广大教师和科研人员在社会主义市场经济、具有中国特色的管理理论等方面积极开展科学研究和实践探索工作，完成了大量的研究课题，推出了一批重要的研究成果，主要覆盖管理学和经济学门类的工商管理、管理科学与工程、应用经济学等学科。为了系统地总结和展示这些研究成果，从现在起，我们经过一定的评审程序，逐年从中选出一批通过各类别课题研究工作而完成的具有较高学术水平和一定代表性的著作，编入《重庆大学经济管理文库》出版。我们希望这将能够从一个侧面展示重庆大学经济与工商管理学院的科研状况和学术成就，同时，也为优秀学术成果的面世创造更好的条件。

重庆大学经济与工商管理学院

2012年11月

前 言

会计信息价值相关性是指会计数字对股票内在价值（一般用股票价格来代替）的预测能力和解释能力。从信息经济学的角度来看，会计信息在资本市场中起着极为关键的作用。因此，在会计理论框架和会计准则制定中，财务报告能否向投资者提供有用的信息，直接影响着会计确认、计量和报告原则，决定着会计的生存和发展。诸如美国财务会计准则委员会（FASB）、国际会计准则委员会（IASC）等世界主要会计准则制定机构都以投资者的信息有用观为导向，并特别强调会计的主要目标是满足资本市场的需要（FASB, 1978; IASC, 1994）。不难理解，我国会计改革的重要目标之一是提高在我国证券市场中会计信息的有用性。

作为新兴的股票市场，我国会计信息是否为投资者决策提供了有用的信息？我国会计信息与股票价格的价值相关性如何？我国股票价格是否反映了企业的内在价值？我国会计信息的盈余质量——盈余可持续性的多少如何？是什么因素影响了我国上市公司的盈余可持续性？我国资本市场是否有效等。这一系列问题，引起了国内外学者的广泛关注，但现有的境内外关于我国会计信息价值相关性的研究多以股票价格作为评判标准，这与我国资本市场初期低效率特征不相适应，本书运用 Ohlson 模型，通过计价观的研究方法，以股票价格以及新的股

票内在价值作为评价标准,对我国会计信息的价值相关性以及盈余的可持续性进行了较为全面的研究。

本书从层次上分为理论分析、实证检验和政策建议三个部分,具体如下:

本书的第一部分包括第1~4章。第1章对会计信息价值相关性的国内外研究现状进行了分析。第2章对我国资本市场发展历程及我国会计制度改革的进程进行了概括。第3章分析了会计目标与会计信息价值相关性的关系。从会计目标的历史演变角度,分析了财务会计目标如何演变成为今天的以满足投资者需求为主要目标,同时还分析了其他非估值因素对财务目标的影响,接着分析和介绍了与会计信息相关的几种常见估值模型。第4章分析和介绍了 Ohlson 模型的演变及推导过程,介绍了 Ohlson 模型的线性和非线性形式,为第5~11章运用 Ohlson 模型进行会计信息价值相关性和盈余可持续性研究奠定了基础。

本书的第二部分包括第5~11章,是整本书的核心,其中第5~9章主要运用 Ohlson 模型研究我国会计信息的价值相关性,第10~11章则运用 Ohlson 模型研究我国上市公司的盈余可持续性及其影响因素。具体而言,第5章首先研究了我国上市公司每股收益、每股净值会计信息价值相关性的变迁,然后对影响我国上市公司每股收益、每股净值会计信息价值相关性的因素进行了较为全面的分析。第6章通过构建考虑到亏损企业的主营业务利润占总利润的指标,运用设置虚拟变量的研究方法,结果发现,我国上市公司主营业务利润的可持续性及其预测能力无论是对未来1年还是对未来6年均高于非主营业务利润,但我国资本市场在早期不仅不能识别这两种不同性质的利润,反而偏好于非主营业务利润,但自2002年起,我国资本市场对这种错误的定价模式进行了纠正,2002~2004年我国上市公司主营业务利润的价值相关性高于非主营业务利润,这不仅标志着我国投资者的投资理念正走向

成熟,而且也说明我国资本市场正向有效性较高的成熟资本市场靠拢。第7章借鉴国外最新的研究成果,结合我国的现实状况,运用Richardson对应计项目的推导结果,通过对应计项目的重新分类,对我国的上市公司进行了实证研究。实证研究的结果表明:现金盈余的可持续性大于应计项目的可持续性;在应计项目不同组成的可持續性中,流动资产年变动额引起的应计项目大于长期资产变动额引起的应计项目,短期负债变动额引起的应计项目大于长期负债变动额引起的应计项目。总之,盈余的可靠性与其可持续性呈正相关关系,应计项目的可靠性越差,其可持续性越低。第8章通过新的股票内在价值的计算方法,对Ohlson模型的价值相关性与股利贴现模型、自由现金流量模型的价值相关性进行了比较。在分析股利贴现模型、自由现金流量贴现模型、Ohlson模型演变与推导过程的基础上,通过将2004年12月31日的股票价格和收到的股利折现的方法计算出了股票在不同时刻的内在价值,通过对我国1997~2002年2561个样本企业/年观测值的不同模型预测值与其对应的股票价格及价值混合回归分析发现,三个模型对我国股票价格几乎没有解释力,这与成熟资本市场有较大差异,但Ohlson模型对股票内在价值具有较强的解释力,且明显高于其他两个模型,这与成熟资本市场类似,这一方面说明了Ohlson模型对计算我国股票内在价值的有用性,另一方面也证明了我国资本市场的效率有待提高。第9章运用Ohlson非线性模型对国内、国际会计准则的价值相关性进行比较研究后发现:无论是以A股股票价格还是以H股股票价格为股票内在价值为评价标准,无论是考虑T期后的预测值还是不考虑T期后的预测值,基于国际会计准则预测值与A股股票价格的回归系数显著大于基于国内会计准则的预测值的回归系数,同时,依靠国际会计准则进行股票内在价值预测的误差率小于依靠国内会计准则进行股票内在价值预测的误差率,从而证明了国际会计准则的有

用性较国内会计准则大。第 10 章假定企业按利润大小的固定比率支付给股东股利,在借鉴 Kormendi 和 Lipe 盈余可持续模型的基础上,运用 Ohlson 模型对 Kormendi 和 Lipe 的盈余可持续模型进行了优化,并构建出了更符合现实条件的盈余可持续性指标模型。接着,对本章的盈余可持续性指标、Kormendi、Lipe 的盈余可持续性指标的有用性进行了比较性的实证检验。第 11 章在运用 Ohlson 模型计算了不同企业不同年份终端隐含价值的基础上,对影响终端隐含价值的因素进行了分析,发现企业预测期盈利能力、行业市场占有率、负债/资产比率、固定成本结构对终端隐含价值有显著的正影响,证明了代理理论适合我国国情,企业负债有利于企业盈利的长期可持续性;而企业规模、投资规模对终端隐含价值有显著的负影响,说明我国上市公司资金的使用效率有待提高。

本书的第三部分为第 12 章,在第 2 章对我国资本市场固有特征分析和第 5~11 章的基础上,提出了提高我国会计信息的价值相关性、盈余可持续性以及我国资本市场的效率若干政策建议,这些政策建议包括完善配套法律、会计准则进一步国际化、取消券商自营以及进一步发展偏股型投资基金等机构投资者的一系列措施。

|目 录|

① 绪 论 / 001

1.1 研究目的 / 002

1.1.1 选题的理论价值 / 002

1.1.2 选题的现实意义 / 003

1.2 国内外研究现状 / 004

1.2.1 盈余的信息含量及价值相关性研究 / 004

1.2.2 综合会计信息的价值相关性研究 / 007

1.2.3 A、B 股价值相关性比较研究 / 010

1.2.4 国内外研究现状分析 / 014

1.3 研究内容和研究方法 / 016

1.3.1 研究内容 / 016

1.3.2 研究方法 / 020

1.4 本书的结构 / 020

1.5 本书的主要贡献和创新 / 023

1.6 本章小结 / 026

② 中国资本市场及会计制度改革的发展历程 / 027

2.1 经济体制改革与中国资本市场的发展历程 / 027

2.2 中国股市的特征 / 030

- 2.2.1 股权分置 / 030
- 2.2.2 相当数量的上市公司质量不高 / 031
- 2.2.3 庄家大肆操纵股价 / 032
- 2.2.4 股票价格波动较大, 市盈率、市价净值比偏高 / 033

2.3 中国会计改革的发展历程 / 037

- 2.3.1 中国会计制度的改革 / 037
- 2.3.2 中国基本和具体会计准则的改革 / 041

2.4 本章小结 / 042

③ 会计目标、估价模型与价值相关性 / 043

3.1 会计目标的历史演变 / 043

- 3.1.1 西方会计目标的历史演变 / 043
- 3.1.2 中国会计目标的历史演变 / 047

3.2 会计信息价值相关性的理论基础 / 048

3.3 非估值因素对会计目标的影响 / 049

3.4 计价模型及其与会计信息的联系 / 050

- 3.4.1 股利贴现模型 / 051
- 3.4.2 自由现金流量贴现模型 / 052
- 3.4.3 MM 会计永久盈余贴现模型 / 052
- 3.4.4 资产负债表模型 / 053
- 3.4.5 Ohlson 模型 / 053

3.5 本章小结 / 054

④ Ohlson 模型的演变及其发展 / 055

4.1 Ohlson 模型的推导过程 / 055

- 4.1.1 Ohlson 模型的非线性形式 / 055
- 4.1.2 Ohlson 模型的线性形式 / 057
- 4.1.3 关于股利对下期每股收益和当期股票内在价值影响的重要推论 / 058

4.2 Ohlson 模型的重要意义 / 059

4.2.1 Ohlson 非线性模型的重要意义 / 059

4.2.2 Ohlson 线性模型的重要意义 / 061

4.3 本章小结 / 061

⑤ 每股收益、每股净值与价值相关性 / 063

5.1 文献回顾 / 063

5.2 研究方法 / 064

5.3 样本选取 / 065

5.4 我国上市公司每股收益、每股净值价值相关性的
变迁 / 066

5.5 影响我国上市公司每股收益、每股净值价值
相关性因素的理论与实证分析 / 070

5.5.1 主营业务利润和非主营业务利润 / 070

5.5.2 企业赢利的正负 / 073

5.5.3 企业规模 / 074

5.5.4 盈余的质量 / 075

5.5.5 无形资产密集程度 / 076

5.5.6 企业未来盈余的增长潜力 / 078

5.6 本章小结 / 079

⑥ 主营业务利润、非主营业务利润与价值 相关性 / 081

6.1 文献回顾 / 081

6.2 研究假设 / 083

6.3 样本选取与研究方法 / 084

6.3.1 样本选取 / 084

6.3.2 研究方法 / 085

6.4 回归结果与分析 / 087

6.4.1 主营业务利润与非主营业务利润的可持续
性的研究结果与分析 / 087

6.4.2 主营业务利润占税前利润总额比率大小对
会计信息价值相关性影响的回归结果与
分析 / 088

6.5 本章小结 / 093

7 经营现金流量、应计项目与价值相关性 / 093

7.1 文献回顾 / 095

7.2 研究假设 / 097

7.3 样本与数据来源 / 100

7.4 应计项目的定义、分类以及可靠性分析 / 100

7.4.1 应计项目的定义 / 100

7.4.2 应计项目的分类及可靠性分析 / 102

7.5 实证结果 / 106

7.5.1 假设 1 的检验 / 106

7.5.2 假设 2 的检验 / 108

7.5.3 假设 3 的检验 / 112

7.6 本章小结 / 118

8 Ohlson 模型、股利贴现模型、自由现金流量模型与价值相关性 / 121

8.1 文献回顾 / 121

8.2 三种股权估价模型的内在联系及其演化、
推导过程 / 124

8.2.1 股利贴现模型 / 124

8.2.2 自由现金流量贴现模型 / 125

8.2.3 Ohlson (Edwards-Bell-Ohlson) 模型 / 127

8.3 数据与模型设定 / 128

8.3.1 数据 / 128

8.3.2 模型设定 / 129

8.4 实证结果及分析 / 131

8.4.1 描述性统计量计算结果 / 131

8.4.2 股票价格与三种预测模型的回归结果及
分析 / 132

8.4.3 股票内在价值与三种预测模型的回归结果
及比较分析 / 134

8.5 本章小结 / 137

⑨ 国内会计准则、国际会计准则与价值 相关性 / 139

9.1 文献回顾 / 139

9.2 研究设计 / 141

9.3 数据来源 / 145

9.4 研究结果与分析 / 145

9.4.1 以 A 股股票价格为评价标准的不同会计准
则预测值与股票价格相关性的比较 / 145

9.4.2 以 H 股股票价格为评价标准的不同会计准
则预测值与股票价格相关性的比较 / 147

9.4.3 不同会计信息预测值准确度的比较 / 149

9.5 本章小结 / 151

⑩ Ohlson 模型、固定股利支付比率与盈余 可持续性 / 153

10.1 文献回顾 / 153

10.2 基于 Ohlson 模型的盈余可持续性指标的
构建 / 155

10.2.1 股票投资回报与盈余之间的关系 / 155

10.2.2 基于 Ohlson 模型的企业估值与盈余
可持续性 / 156

10.3 算例分析与实证检验 / 160

10.3.1 样本来源与样本选取 / 160



10.3.2 意外盈余反应系数、PER 值、OPER 值的
计算 / 162

10.3.3 PER 值、OPER 值有用性的实证检验 / 163

10.4 本章小结 / 165

⑪ Ohlson 模型、盈余可持续性与影响因素 / 167

11.1 企业盈余与股票内在价值的关系及盈余可持续性
指标的构建 / 167

11.2 影响企业盈利可持续性因素的理论分析 / 170

11.2.1 企业预测期的盈利能力 / 170

11.2.2 行业壁垒 / 171

11.2.3 企业规模 / 171

11.2.4 资本结构 / 172

11.2.5 固定资产投资规模 / 172

11.2.6 资金密集程度（固定成本结构） / 172

11.3 研究方法 / 173

11.3.1 数据来源 / 173

11.3.2 股票内在价值的计算 / 174

11.3.3 Ohlson 模型终端隐含价值的计算 / 175

11.3.4 模型设定 / 177

11.4 实证结果及分析 / 177

11.5 本章小结 / 180

⑫ 研究结论和政策建议 / 181

12.1 研究结论 / 181

12.2 实证研究结论的启示 / 184

12.2.1 我国会计信息的价值相关性有待进一步
提高 / 184

12.2.2 我国资本市场的有效性有待进一步
提高 / 185

12.3 提高我国会计信息价值相关性和资本市场有效性的政策建议 / 187

12.3.1 完善配套法律，严防会计信息造假 / 187

12.3.2 完善我国会计准则，我国会计准则应进一步国际化 / 189

12.3.3 对券商的经营范围进行规范和限制 / 190

12.3.4 正确处理可靠性与相关性的关系 / 190

12.3.5 进一步发展壮大理性的偏股票型投资基金等机构投资者 / 191

12.3.6 加强对中小投资者进行投资知识的教育，培养理性中小投资者 / 196

12.4 后续研究设想 / 197

12.5 本章小结 / 198

参考文献 / 199

后 记 / 213

1 绪 论

会计信息价值相关性是指会计数字对股票内在价值（一般用股票价格来代替）的预测能力和解释能力。从信息经济学的角度来看，会计信息在资本市场中起着极为关键的作用。不难理解，我国会计改革的重要目标之一是提高我国证券市场中会计信息的有用性。此外，从投资者的角度出发，是否可利用会计信息对企业内在价值进行评估，股票价格是否反映了企业的内在价值，资本市场是否有效等，也是人们所关心的问题。但现有的国内外关于我国会计信息价值相关性的研究多以股票价格作为评判标准，这与我国资本市场初期低效率特征不相适应，本书运用 Ohlson 模型，通过计价观的研究方法，以新的股票内在价值计算方法作为评价标准，对我国会计信息的价值相关性和盈余可持续性进行了较为全面的研究。