

第8卷 第4期  
(总第22期)  
Vol. 8 No. 4

# 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  
北京工商大学  
北京理工大学  
重庆大学  
对外经济贸易大学  
复旦大学  
哈尔滨工业大学  
华中科技大学  
吉林大学  
暨南大学  
南京大学  
南开大学  
清华大学  
上海财经大学  
西南交通大学  
厦门大学  
中国人民大学

中国人民大学  
中山大学  
中央财经大学  
《中国会计评论》编委会



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

2010 · 12

# 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

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 4 期/王立彦主编. —北京: 北京大学出版社, 2010. 12  
ISBN 978-7-301-18507-0

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(2011)第 014130 号

**书 名:** 中国会计评论(第 8 卷第 4 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 978-7-301-18507-0/F · 2712

**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](mailto: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 7.5 印张 144 千字

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 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](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

## **编委会启事**

### **作者信息更正**

发表在《中国会计评论》2010 年第 2 期的“怀念陈小悦教授”一文,作者陈武朝博士的工作单位是“清华大学”,特此更正。编辑部向陈武朝博士表示歉意。

### **《中国会计评论》将开设网站**

《中国会计评论》已经拥有了专门办公室(北京大学光华管理学院一号楼 529 室),目前正在进行改进建设。

为了增进与学界同人的联系,编辑部从今年年中开始筹划、制作《中国会计评论》网站。目前正在经过北京大学校园网内的公测,征求老师和博士生、硕士生的反馈意见,并将很快完成和正式上线!

欢迎和接受学术界同人继续提出合理化建议。

### **《中国会计评论》投稿不再要求邮寄打印稿**

2011 年起,作者对《中国会计评论》投稿,不必邮寄打印稿,请提交 Word 或 PDF 格式的文章电子版(如果是 PDF 格式,请分别提交两个文件,一个是单独一页的署名页,另一个是不含有作者信息文章主体部分,以便匿名审稿)。

投稿请传送至下列电子信箱:

北京 北京大学光华管理学院 王立彦: [lywang@gsm.pku.edu.cn](mailto:lywang@gsm.pku.edu.cn)

或

北京 清华大学经济管理学院 陈晓: [chenx@em.tsinghua.edu.cn](mailto:chenx@em.tsinghua.edu.cn)

# 中国会计评论

第 8 卷 第 4 期

(总第 22 期)

2010 年 12 月

## 目 录

|             |       |
|-------------|-------|
| 编委会启事 ..... | (381) |
|-------------|-------|

### 文 章

公允价值具有价值相关性吗?

基于金融资产的研究 ..... 王玉涛 薛 健 李 路(383)

财务重述、盈余质量与市场认知的系统性偏差 ..... 王 霞 薛 爽(399)

控制权转移前业绩、收购方性质与控制权转移绩效 ..... 涂国前(415)

地区要素市场发育、国有控股与成本和费用粘性

..... 龚启辉 刘慧龙 申慧慧(431)

全面预算管理制度在企业集团应用的路径依赖与认知差异

——来自某国企集团的证据 ..... 余海宗 王磊彬(447)

大股东减持影响因素的理论和实证分析 ..... 袁 渊(463)

# CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 8 No. 4

December, 2010

## CONTENTS

Board Announcement ..... (381)

### Articles

Does Fair Value Measurement Model Have Value Relevance?

Empirical Evidence from Financial Assets Investigation

..... Yutao Wang, Jian Xue, Lu Li(383)

Financial Information Restatements, Earnings Quality

and the Systematic Bias of Market Perceiving

..... Xia Wang, Shuang Xue(399)

Prior-performance, the Character of the Acquirer, and the

Results of Controlling Rights Transfer ..... Guoqian Tu(415)

The Development of Regional Factor Market, State Holding

and Cost Stickiness ..... Qihui Gong, Huilong Liu, Huihui Shen(431)

Path Dependent and Cognitive Difference During the Process

of Comprehensive Budget Management Institution

Applied in the Conglomerates: Evidence from One

State Owned Conglomerate ..... Haizong Yu, Leibin Wang(447)

The Determinants of Reduction of the Large Shareholders:

Theory and Evidence ..... Yuan Yuan(463)

## 公允价值具有价值相关性吗？ 基于金融资产的研究

王玉涛 薛 健 李 路\*

**摘 要** 本文以构成我国证券市场主体的 A 股上市公司为研究样本,考察了公允价值相对于历史成本以及公允价值自身变动产生的未实现收益的价值相关性问题。实证结果发现:相对于历史成本,公允价值具有增量的价值相关性;金融资产公允价值变动产生的未实现收益具有价值相关性;两种金融资产中,只有可供出售金融资产产生的未实现收益具有价值相关性,交易性金融资产不具有价值相关性。此研究结果不仅为国际会计准则在中国证券市场的应用和实施效果提供了经验证据,同时也能够帮助监管层和实务界正确认识公允价值在股票市场上信息传递方面所起的作用。

**关键词** 新会计准则, 公允价值, 价值相关性

### 一、引 言

美国次贷危机的爆发引发了全球性的金融危机,进而证券市场萎缩、投资者信心丧失。为应对金融危机,欧美各国相继制定了一系列举措,并提议暂停使用公允价值会计。而国际会计准则理事会对金融工具重分类规定的修改则进一步加剧了世界各方对公允价值计量属性更普遍的关注和担忧。虽然我国对国际会计准则和公允价值的应用才刚刚开始,其对上市公司及证券市场却带来了巨大影响。一方面,用公允价值计量的金融资产变动损益占总利润比重很高:上证联合研究计划最新课题报告指出,2007 年上半年公允价值变动损益平均为上市公司带来近 3 000 万元巨额利润,平均占上市公司税前利润的 59.44%;而具有公允价值净收益的上市公司则平均得到 5 600 万元利润,平均占税前利润的 79.78%。<sup>1</sup>另一方面,我国证券市场的巨大波动又使公允价值给

\* 王玉涛,中央财经大学会计学院;薛健,清华大学经济管理学院会计系;李路,上海财经大学会计学院。  
通信作者:王玉涛,E-mail:wangyt.05@sem.tsinghua.edu.cn。本文得到国家自然科学基金资助项目(70872056)和中央财经大学“211工程”三期重点学科建设项目资助。作者感谢匿名审稿人的意见和第七届“上海财经大学·清华大学”会计学博士生论坛上各位老师和同学提出的宝贵意见和建议,但文责自负。

<sup>1</sup> 详见《中国证券报》网站([http://www.cs.com.cn/jrbznew/html/2008-04/05/content\\_14969810.htm](http://www.cs.com.cn/jrbznew/html/2008-04/05/content_14969810.htm))。

上市公司利润带来了剧烈波动。在对 1047 家 A 股公司 2008 年年报的统计中发现有 307 家披露了公允价值变动损益,共计损失 258.14 亿元<sup>2</sup>,平均每家损失近 1 亿元。面对我国证券市场的巨大波动以及公允价值对公司利润的显著影响,人们开始担心,公允价值的引入是否提供了增量的价值相关性,进而改善了投资者的信息环境呢?本文试图对这一问题进行研究。

为了全面探讨公允价值在我国证券市场中的应用效果,本研究试图从三个层次逐一递进展开分析。首先,公允价值是由新会计准则从 2007 年 1 月 1 日开始引入实施的,实施前后分别有历史成本和公允价值计量模式下的财务报表结果,因此我们首先考察公允价值相对于历史成本是否具有增量价值相关性;其次,进一步考察公允价值变动产生的未实现收益是否具有价值相关性;最后,由于未实现收益分别由交易性金融资产和可供出售金融资产的公允价值变动产生,且会计处理不同,前者计入利润表,后者计入股东权益,因此在第二步的基础上,进一步检验两种影响的价值相关性差异。本文利用价格模型(price model)和回报模型(return model)分别对上述问题进行检验,结果发现:相对于历史成本,公允价值具有增量的价值相关性;公允价值变动产生的未实现收益具有价值相关性;产生于可供出售金融资产的未实现收益具有价值相关性,而产生于交易性金融资产的未实现收益不具有价值相关性。

本文有三个方面的贡献:第一,丰富了现有文献的研究成果(Barth, 1994; Eccher 等, 1996; Nelson, 1996; Barth 等, 1996),以往研究关注的是美国银行业的证券投资情况,证券投资属于其主营业务,本文则提供了作为企业非主营业务的金融资产价值相关性的证据;第二,为我国监管层提供了公允价值实施效果的经验证据,有助于监管层制定相应的监管政策和措施;第三,提供了发展中国家应用公允价值会计的经验证据,为国际会计准则制定和修改公允价值方面的规则提供借鉴和参考。下文分以下几部分进行讨论:文献综述,模型设定,实证分析,研究结论。

## 二、文献综述

一般定义认为,公允价值是指在一项公平交易中,熟悉情况、自愿的双方交换一项资产或清偿一项债务所使用的金额。正是由于公允价值是交易双方自愿交易的结果,因此金额大小很容易受到交易双方利益博弈的影响。不仅如此,在使用公允价值计量资产价值时,很容易受到管理层的操纵,如可能高估资产价值、操纵利润或净资产等。因此,对公允价值的主要批评是其相对于历史成本具有较低的可靠性,影响了投资者判断。故直到 1991 年美国 FASB 发布的 SFAS107 才要求对金融工具的公允价值进行披露。基于美国的制度环境,

<sup>2</sup> 详见《中国证券报》网站([http://www.cs.com.cn/ssgs/03/200904/t20090416\\_1821581.htm](http://www.cs.com.cn/ssgs/03/200904/t20090416_1821581.htm))。



大多数研究者(Barth, 1994; Eccher 等, 1996)都以银行业为样本进行公允价值研究。Barth(1994)对银行业金融资产的研究结果发现公允价值相对于历史成本具有增量的价值相关性,但并未发现未实现收益具有相关性;Ahmed 和 Takeda(1995)在 Barth(1994)的基础上加入了后者可能存在的相关缺失变量,如其他资产增值、利率变化等,重新检验未实现盈余和已实现盈余的价值相关问题,发现这两种盈余都具有价值相关性。其后, Eccher 等(1996)、Nelson(1996)、Barth 等(1996)进一步研究了 SFAS107 要求银行业披露的证券投资、金融资产、贷款(net loans)、存单(deposits)和表外工具的公允价值问题。虽然他们一致发现了证券投资公允价值披露的价值相关性,但在其他几项上的结论却不一致;另外,他们的研究结果也一致性地支持公允价值比账面值更具有价值相关性的结论。

除对金融工具的公允价值进行研究外,许多学者也试图考察其他资产中采用公允价值的价值相关性问题。相对于金融工具而言,其他资产(如无形资产或有形资产)采用公允价值更容易受到相关利益方的操纵,从而可靠性更值得担忧。因此,只有少数几个国家会计准则允许采用公允价值来计量无形或有形资产(如英国和澳大利亚)。研究者在对这些国家公允价值的考察不仅关注了资产的相关性,而且关注了可靠性、及时性等会计信息质量特征(Easton 等, 1993; Barth 等, 1998; Barth 和 Clinch, 1998; Aboody 等, 1999; Kallapur 和 Kwan, 2004)。Barth 和 Clinch(1998)对澳大利亚的金融资产、PPE 和无形资产进行了较全面的考察,不仅检验这多项资产的相关性问题,而且考察了可靠性和及时性问题,发现投资者并不能完全区别不同可靠性带来的相关性差异。Kallapur 和 Kwan(2004)考察了其他契约方或激励(如管理层面临薪酬激励)对商标资产重估的可靠性影响,这与 Barth 和 Clinch(1998)不同,后者关注的是董事会或评估师对可靠性的影响。他们得到了很有意思的结论:即使管理层有动机去高估商标价值,仍然具有价值相关性,这说明市场没有受到可靠性缺失的误导。Aboody 等(1999)的研究进一步从资产重估与股票回报之间的内在逻辑出发,不仅考察了价值相关性问题,而且进一步研究了重估带来的未来经营业绩变化。他们的研究也支持了重估的可靠性并不影响相关性的结论,市场并没有受到相关利益方高估行为的误导。

我国会计准则一直沿用历史成本为主的计量模式,因此对公允价值的讨论极少。2007 年 1 月 1 日开始实施的新会计准则为研究公允价值问题提供了机会,因为新准则允许股权投资等金融工具使用公允价值对期末余额进行计量。针对会计准则的这一变化,姜国华和张然(2007)从股票价格反应的角度对稳健性和公允价值的关系进行了规范性分析,他们认为在会计准则中适当引入公允价值计量方法是有益于资本市场发展的。经验证据上,邓传洲(2005)以 B 股公司为研究样本,考察了公允价值的股价反应,发现了国际会计准则第 39 号要求进行的公允价值披露具有增量的价值相关性,但同时发现公允价值调整及持有

利得(损失)对股价的影响存在差异,并认为可能的原因是我国投资者对盈余的关注程度要高于对账面净值的关注程度。但作者的研究样本为1997—2004年,而在2001年之前我国投资者并不能自由地投资B股,因此有关结论并不能推广到投资者对整个市场的关注。

我国具有不同于西方成熟资本市场的特征,如投资者保护不足、投机行为严重、股市波动较大等特征,因此公允价值在A股公司的应用是否具有价值相关性,仍是一个需要经验检验的问题。虽然邓传洲(2005)对我国B股公司公允价值相关性进行了研究,但是投资B股公司在2001年之前受到限制,投资者关注程度较低,因此相关研究结论无法应用于A股市场,从而无法全面了解我国投资者是如何认识公允价值的。而本文能够从A股市场出发提供不同于以前研究的经验证据。

### 三、模型设定

伴随着新会计准则的实施,金融资产采取公允价值计量模式首次在上市公司中应用。因此本次会计准则变更及其带来的影响为本研究提供了很好的研究平台。我们既可以关注公允价值相对于历史成本是否具有增量价值相关性,又可以关注公允价值变动带来的未实现收益的价值相关性,从而提供较全面的经验证据。

#### (一) 公允价值与历史成本

由于新会计准则从2007年1月1日开始实施,在该时点同时拥有金融资产价值以历史成本和公允价值计量的两种信息;前者体现在2006年年报中,仍按旧会计准则编制,后者体现在与2006年年报一起披露的“股东权益差异调节表”中,按公允价值进行调整。因此,本文以2007年1月1日为研究时点来考察公允价值相对于历史成本是否具有增量的价值相关性。

价值相关性意味着会计数字传递了一些有助于投资者对公司价值进行判断的信息,而能反映公司经营状况的集中指标是股东权益和会计盈余。根据以前的研究(Easton 和 Harris, 1991; Barth, 1994; Ohlson, 1995; Collins 等, 1999),本文采取经验检验中普遍使用的估值模型:

$$P_i = w_0 + w_1 BVE_i + w_2 NI_i + w_3 \Phi_i + \epsilon_i \quad (1)$$

$BVE_i$  为第  $i$  个公司的股东权益账面值,  $NI_i$  为第  $i$  个公司的盈利,  $\Phi_i$  为其他与价值相关的信息或公司特征,如单个资产的公允价值或企业商誉等,  $\epsilon_i$  为残差项。在原有会计准则下形成的  $BVE_i$  和  $NI_i$  是基于历史成本或谨慎性原则确认和披露的结果。我们定义  $FAFV_i = FAHC_i + DIF_i$  和  $BVE_i = BV_i + FAHC_i$ , 其中  $FAFV_i$  是金融资产的公允价值,  $FAHC_i$  是金融资产的历史成本,  $DIF_i$  是公允价值与历史成本之差。  $BV_i$  为扣除金融资产历史成本外的其他净资产账

面值。本研究着重探讨公允价值的增量价值相关性，因此模型中  $\Phi_i$  即为  $DIF_i$ 。在模型(1)的基础上，构建如下检验模型：

$$P_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_i + \alpha_2 NI_i + \alpha_3 FAHC_i + \alpha_4 DIF_i + \epsilon_i \quad (2)$$

$$P_i = \alpha'_0 + \alpha'_1 BV_i + \alpha'_2 NI_i + \alpha'_3 FAHC_i + \alpha'_4 FAFV_i + \epsilon'_i \quad (3)$$

公允价值是指在计量日，市场交易者在有序交易中，销售资产收到的或转移负债支付的价格，因此按公允价值来计量的金融资产能够可靠地说明对股东财富的影响，于是可以合理预期，公允价值相对于历史成本具有增量的价值相关性。一些以前的研究结果(如 Barth, 1994; Barth 等, 1996; Eccher 等, 1996; Nelson, 1996)也支持了本文的预期，即模型(2)和(3)中， $\alpha_4$  和  $\alpha'_4$  显著异于零。

## (二) 公允价值变动产生的未实现收益

如果公允价值能够给投资者带来额外信息，那么除了以公允价值计量的资产价值有增量价值相关性外，公允价值变动产生的未实现收益也应该具有价值相关性。在 2007 年年报中，上市公司需要披露金融资产带来的公允价值变动收益，因此我们以 2007 年年度报告为研究时点考察未实现收益的价值相关性。此外，按照新会计准则规定，金融资产分为交易性金融资产和可供出售金融资产，这两种资产的公允价值变动对利润的影响不同，前者影响利润表，后者不进入损益表，而直接影响股东权益(即全面收益概念)。进入损益表的交易性金融资产的公允价值变动是否具有更强的价值相关性呢？考察两者之间的价值相关性差异也是本研究的一个重要问题。

在新会计准则下，公司净资产等于除金融资产以外的净资产与金融资产(按公允价值计量)之和，如下

$$BVE'_i = BV_i + FAFV_i \quad (4.1)$$

根据等式(4.1)，股东权益的变化主要来源于会计盈余、持有金融资产产生的未实现收益、卖出金融资产产生的已实现收益和其他因素(定义为  $other_i$ )，存在一般的等式为

$$\Delta BVE'_i = NI_i + URSGL_i + RSGL_i + other_i \quad (4.2)$$

$NI_i$  为扣除公允价值变动损益和已实现收益的会计盈余， $URSGL_i$  为公允价值变动形成的未实现收益， $RSGL_i$  为买卖金融资产形成的已实现收益。对模型(1)进行一阶差分，并将等式(4.2)代入，得到如下模型：

$$RET = \Delta P_i = \beta_0 + \beta_1 NI_i + \beta_2 \Delta NI_i + \beta_3 URSGL_i + \beta_4 RSGL_i + \epsilon_i \quad (5)$$

$RET$  表示回报率。模型(5)说明，股票回报不仅与当期的盈利及盈利的变化相关，而且与公允价值变动产生的未实现收益和买卖金融资产的已实现收益有关。我们用此模型检验公允价值变动带来的未实现收益的价值相关性，预期  $\beta_3$  显著异于零。

未实现收益由两部分构成，一部分是交易性金融资产产生的(TFAGL)，一

部分是可供出售金融资产产生的 (AFSGL), 因此将 URSGL 分成 TFAGL 和 AFSGL 之后, 模型 (5) 变为:

$$RET = \beta_0' + \beta_1' NI_i + \beta_2' \Delta NI_i + \beta_3' TFAGL_i + \beta_4' AFSGL_i + \beta_5' RSGL_i + \epsilon_i' \quad (6)$$

模型 (6) 用于检验交易性金融资产和可供出售金融资产带来的未实现收益是否具有相同的价值相关性。我们预期  $TFAGL_i$  和  $AFSGL_i$  都具有价值相关性, 即  $\beta_3'$ 、 $\beta_4'$  显著异于零, 而且  $TFAGL_i$  的价值相关性可能高于  $AFSGL_i$  的价值相关性。

#### 四、实证检验

##### (一) 数据搜集与变量定义

本研究主要关注公允价值的价值相关性问题, 拟从两个方面进行考察: 公允价值相对于历史成本是否具有增量的价值相关性; 公允价值变动带来的未实现收益的价值相关性。根据上述两个方面和数据的可得性, 需要搜集不同的样本进行实证分析。新会计准则于 2007 年 1 月 1 日开始实施, 因此 2006 年年报仍按旧会计准则编制, 相应的股权投资 (如短期投资、长期股权投资) 都是按历史成本计量的<sup>3</sup>, 而在“新旧会计准则股东权益差异调节表”中披露了金融资产的公允价值增值对股东权益的影响。因此, 为了对比两种计量模式的价值相关性, 以该调节表中披露了金融资产的公司为初始样本 (共 309 家), 通过手工搜集这些公司金融资产的历史成本和公允价值数据, 如果两种数据不同时可得, 则删除, 得到 305 家公司。在此基础上, 加入年报公告日的股价、净资产、净利润等指标, 剔除这些变量的缺失值后最终得到 302 个观察值。

对于公允价值变动所产生的未实现收益, 本研究以 2007 年年报为基础。由于要控制公司卖出金融资产产生的已实现收益, 该收益反映在“投资收益”科目中, 因此首先从所有上市公司中选出具有交易性金融资产、可供出售金融资产余额、公允价值变动损益和投资收益任何一项不为零的公司作为初始样本, 共计 831 家。由于两种金融资产的公允价值变动分别计入“公允价值变动损益”和“资本公积”两个科目, 因此逐个手工搜集这 831 家公司的相关数据。交易性金融资产公允价值变动收益反映在“公允价值变动损益”附注中, 可供出售金融资产反映在“资本公积”或“股东权益变动表”中, 我们逐个在年报中的相关项目下搜集金融资产的公允价值变动金额; 而对于已实现收

<sup>3</sup> 虽然要根据市场价值来提减值准备, 但是出于谨慎原则, 其增值并不确认在报表中, 因此并不是严格意义上的公允价值计量。

益,有些上市公司会在重要事项中披露证券买卖产生的收益,这些数据较容易确定,对于没有披露的公司,我们根据交易性金融资产、可供出售金融资产的变化,在投资收益中判断确定。<sup>4</sup>在搜集这些数据的基础上,对初始样本进行了如下剔除:(1)删除B股和已实现收益无法判断的样本;(2)删除金融保险业公司;(3)删除2007年以后新上市和退市的公司样本;(4)删除2007年净资产小于0的样本,得到669个样本。为了有效检验交易性金融资产和可供出售金融资产公允价值的相对价值相关性,保留了两类变动同时不为0的样本,最终得到样本观察值126个(见表1)。

表1 样本筛选过程

| 筛选过程                             | 数据说明            |
|----------------------------------|-----------------|
| Panel A:公允价值与历史成本                |                 |
| 时间点                              | 2006年12月31日     |
| 来源                               | 新旧会计准则股东权益差异调节表 |
| 初始样本数                            | 309             |
| 剔除两种数据不同时可得样本                    | 305             |
| 加入其他变量后剔除缺失值                     | 302             |
| Panel B:未实现收益                    |                 |
| 时间点                              | 2007年12月31日     |
| 来源                               | 2007年年报         |
| 初始样本数                            | 831             |
| 剔除B股和已实现收益无法判断的样本                | 744             |
| 剔除金融保险业的公司                       | 717             |
| 剔除2007年以后新上市和退市的公司样本             | 682             |
| 剔除2007年净资产小于0的样本                 | 669             |
| 保留交易性金融资产和可供出售金融资产公允价值变动同时不为0的样本 | 126             |

表2列示了本研究所使用变量的具体定义。Price为2006年底的收盘价,用于检验公允价值与历史成本的价值相关性;NA\_1为扣除金融资产历史成本后2006年每股净资产,NI\_1为2006年每股收益;FAHC和FAFV为金融资产的历史成本和公允价值,这些反映在2006年年报中披露的“新旧会计准则股东权益差异调节表”及其附注中,而DIF为FAFV与FAHC之差。对于公允价值与历史成本的价值相关性研究,本文主要采取价格模型(price model)<sup>5</sup>,因

<sup>4</sup> 基于投资收益中披露金融资产产生收益的情况,这里的判断主要是确定属于交易性还是可供出售金融资产产生的。具体的过程说明如下:如果交易性金融资产年初存在余额,年末小于年初或年末余额为零,可以判断出是交易性产生的;如果相同的情况出现在可供出售金融资产,则属于可供出售产生的。当然,数据搜集过程中,也存在同时出现的情况,因此还需要结合重要事项中披露的证券投资产生的投资收益分析填列。值得说明的是,在判断过程中,往往会结合年初年末余额的对比和重要事项披露的内容,分析后填列,如果这样还无法确定属于哪种类型产生的,则列为缺失值。这样处理,可以保证数据的有效性。

<sup>5</sup> 在后面的分析中,又采取回报模型(return model)进行稳健性检验。

此相关变量除以了外发股份,这与以前研究一致(Barth, 1994; Kothari 和 Zimmerman, 1995)。在公允价值变动收益的相关变量中,RET 为 2007 年 5 月 1 日至 2008 年 4 月 30 日的持有期回报率;NI 和  $\Delta$ NI 分别为扣除公允价值变动损益和已实现收益的 2007 年净利润及净利润变动;NA 为扣除公允价值变动损益、已实现收益和可供出售金融资产公允价值变动后的 2007 年净资产;TFAGL、AFSGL 分别为交易性金融资产和可供出售金融资产公允价值变动产生的未实现收益,URSGL 为 TFAGL 与 AFSGL 之和,RGL 为买卖金融资产产生的已实现收益。根据模型设定部分,在检验公允价值变动的价值相关性问题时,本文主要采用回报模型(return model)<sup>6</sup>,与以前研究一致(Kothari 和 Zimmerman, 1995),相关变量均除以了 2007 年 12 月 31 日的总市值。

表 2 相关变量定义

| 变量名称           | 变量定义                                                                             |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 公允价值与历史成本的相关变量 |                                                                                  |
| Price          | 2006 年 12 月 31 日的收盘价                                                             |
| NA_1           | 2006 年每股净资产,扣除了金融资产历史成本                                                          |
| NI_1           | 2006 年每股收益                                                                       |
| FAHC           | 金融资产历史成本,并除以外发股份                                                                 |
| FAFV           | 金融资产公允价值,并除以外发股份                                                                 |
| DIF            | 金融资产公允价值与历史成本之差,并除以外发股份                                                          |
| 未实现收益的相关变量     |                                                                                  |
| RET            | 2007 年 5 月 1 日至 2008 年 4 月 30 日持有期回报率(buy and hold return)                       |
| NI             | 扣除公允价值变动损益和已实现收益后的 2007 年净利润,并除以 2007 年 12 月 31 日的总市值                            |
| $\Delta$ NI    | 扣除公允价值变动损益(TFAGL)和已实现收益(RGL)后的 2007 年净利润减去 2006 年净利润,并除以 2007 年 12 月 31 日的总市值    |
| NA             | 扣除公允价值变动损益(TFAGL)、已实现收益(RGL)和可供出售金融资产公允价值变动(AFSGL)后的净资产,并除以 2007 年 12 月 31 日的总市值 |
| TFAGL          | 交易性金融资产产生的公允价值变动,并除以 2007 年 12 月 31 日的总市值                                        |
| AFSGL          | 可供出售金融资产产生的公允价值变动,并除以 2007 年 12 月 31 日的总市值                                       |
| URSGL          | 未实现收益除以 2007 年 12 月 31 日的总市值                                                     |
| RGL            | 已实现收益除以 2007 年 12 月 31 日的总市值                                                     |

表 3 列示了样本的描述性统计结果,相关变量定义可见表 2。Panel A 描述的是公允价值与历史成本价值相关性的样本及变量。从 Price 和 NA\_1 的均值可以看出,市场平均的市净率在 3 倍左右,说明净资产对于价格的解释程度较高。从金融资产的历史成本和公允价值可以看出,平均的差异为 0.1251,说明按历史成本对金融资产进行计量,存在较明显的低估,因此可以预期,新会计准

<sup>6</sup> 在后面的分析中,又采取价格模型(price model)进行稳健性检验。

则引入公允价值计量模式,能够向投资者提供更多有用的信息;而从 DIF 的最大值可以看出,金融资产公允价值与历史成本之差在某些公司中非常大,不将这些信息反映在财务报表中,将大大影响财务报告的有用性。Panel B 描述的是检验未实现收益价值相关性的有关变量,RET 均值为负,说明在 2007 年 5 月 1 日至 2008 年 4 月 30 日之间的持有期回报率并不理想,与这段期间的市场总体表现有关。从 TFAGL、AFSGL、URSGL 和 RSGL 的统计结果可以看出,虽然平均上持有金融资产带来的公允价值变动为正,但也有一些公司存在亏损,而在 2007 年进行卖出金融资产的操作都获得了较好的已实现收益。值得说明的是,按新会计准则的规定,利润表中交易性金融资产的“公允价值变动损益”由两部分组成:一是每期公允价值变动带来的未实现损益;一是卖出交易性金融资产时以前所有期间未实现损益的转回。<sup>7</sup>报表中没有对以上两类项目进行分别披露,因此我们只能用利润表中的“公允价值变动损益”来代替交易性金融资产公允价值变动带来的未实现收益,由此导致的一些噪音会削弱有关交易性金融资产价值相关性的实证结果。

表 3 描述性统计

| 变量                 | N   | 均值      | 中位数     | 标准偏差   | 最小值     | 最大值     |
|--------------------|-----|---------|---------|--------|---------|---------|
| Panel A: 公允价值与历史成本 |     |         |         |        |         |         |
| Price              | 302 | 7.4430  | 5.5850  | 6.1400 | 2.2400  | 35.0100 |
| NA_1               | 302 | 2.6463  | 2.5355  | 1.4561 | -1.8605 | 6.5932  |
| NI_1               | 302 | 0.1910  | 0.1511  | 0.3595 | -1.1212 | 1.1978  |
| FAHC               | 302 | 0.0743  | 0.0117  | 0.1939 | 0.0000  | 2.2868  |
| FAFV               | 302 | 0.1994  | 0.0204  | 1.0743 | 0.0000  | 16.0904 |
| DIF                | 302 | 0.1251  | 0.0046  | 1.0375 | -1.8114 | 15.7230 |
| Panel B: 未实现收益     |     |         |         |        |         |         |
| RET                | 126 | -0.0825 | -0.1832 | 0.3681 | -0.5040 | 1.6898  |
| NI                 | 126 | 0.0085  | 0.0103  | 0.0186 | -0.0610 | 0.0462  |
| ΔNI                | 126 | 0.0016  | 0.0009  | 0.0194 | -0.0521 | 0.0708  |
| NA                 | 126 | 0.1968  | 0.1741  | 0.0882 | 0.0326  | 0.3922  |
| TFAGL              | 126 | 0.0008  | 0.0001  | 0.0022 | -0.0031 | 0.0123  |
| AFSGL              | 126 | 0.0285  | 0.0052  | 0.0585 | -0.0199 | 0.3947  |
| URSGL              | 126 | 0.0293  | 0.0060  | 0.0586 | -0.0189 | 0.3947  |
| RSGL               | 126 | 0.0068  | 0.0029  | 0.0116 | -0.0058 | 0.0846  |

注:相关变量定义见表 2。

<sup>7</sup> 例如,公司 A 在 2006 年以前以 1 元钱购入交易性金融资产,在 2006 年底产生 3 元钱的未实现收益,当公司在 2007 年以 6 元卖出该金融资产时,会产生 5 元的已实现投资收益和-3 元的公允价值变动损益。

(二) 公允价值与历史成本

本部分首先利用模型(2)和(3)对公允价值与历史成本的价值相关性进行检验,表4描述了相关变量的相关系数,从中可以看出,Spearman 相关系数表现出更多的显著正相关性。但从 Pearson 相关系数可以看出,除 NI\_1 和 NA\_1 之间、FAFV 和 DIF 之间存在显著相关性外,其他变量的相关性并不强,这意味着解释变量之间的多重共线性并不严重。而 FAHC 与 DIF 的相关系数仅为 0.1,说明历史成本信息与公允价值信息之间相对独立,因此更容易对后面的实证结果进行推论,因为公允价值包含历史成本信息的可能性较低。我们关心的变量 FAFV 在 Spearman 情况下与 Price 的相关系数显著,这在一定程度上表明公允价值具有价值相关性。

表 4 相关系数矩阵

| 变量    | Price     | NA_1       | NI_1      | FAHC      | FAFV      | DIF       |
|-------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Price |           | 0.5673***  | 0.6319*** | 0.0982*   | 0.0731    | 0.0573    |
| NA_1  | 0.5505*** |            | 0.6629*** | 0.1047*   | 0.06778   | 0.0506    |
| NI_1  | 0.6922*** | 0.6666***  |           | 0.1199**  | 0.0166    | -0.0052   |
| FAHC  | 0.2093*** | 0.2520***  | 0.2545*** |           | 0.2765*** | 0.0995*   |
| FAFV  | 0.2570*** | 0.2921***  | 0.3109*** | 0.8578*** |           | 0.9837*** |
| DIF   | 0.2127*** | 0.23512*** | 0.2652*** | 0.4783*** | 0.7835*** |           |

注:(1) 相关变量定义见表 2;(2) 矩阵右上角为 Pearson 相关系数,左下角为 Spearman 相关系数;(3) \*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

利用模型(2)和(3)进行回归的结果列示于表 5。方程 1 和方程 2 单独对金融资产的历史成本和公允价值金额进行回归,方程 3 则将两者纳入统一的模型下,方程 4 是对方程 3 的补充,将 FAFV 换成 DIF,由于 FAFV 和 DIF 的相关性很高(见表 4),因此对方程 3 的解释同样适用于方程 4,而所有方程都控制了 2006 年底的会计收益和股东权益。表 5 显示出,历史成本在所有方程中都不显著,而公允价值则在 5%水平上显著。虽然在单独的回归中,历史成本与价格的回归系数(0.5093)大于公允价值(0.2737),但在方程 3 中,历史成本的影响不显著,且影响程度也小于公允价值的影响。这些结果说明,公允价值相对于历史成本具有增量的价值相关性,与理论预期一致,也与 Barth(1994)、邓传洲(2005)的结果一致。



表 5 公允价值与历史成本的价值相关性: Price Model

| 变量                 | 方程 1                  | 方程 2                  | 方程 3                  | 方程 4                  |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 截距                 | 2.9748***<br>(<.0001) | 2.9914***<br>(<.0001) | 2.9868***<br>(<.0001) | 2.9868***<br>(<.0001) |
| NA_1               | 1.1134***<br>(<.0001) | 1.0960***<br>(<.0001) | 1.0958***<br>(<.0001) | 1.0958***<br>(<.0001) |
| NI_1               | 7.7691***<br>(<.0001) | 7.8351***<br>(<.0001) | 7.8297***<br>(<.0001) | 7.8297***<br>(<.0001) |
| FAHC               | 0.5093<br>(0.62256)   |                       | 0.0978<br>(0.92601)   | 0.3667<br>(0.72445)   |
| FAFV               |                       | 0.2737**<br>(0.03295) | 0.2688**<br>(0.0358)  |                       |
| DIF                |                       |                       |                       | 0.2688**<br>(0.0358)  |
| Obs                | 302                   | 302                   | 302                   | 302                   |
| F Value            | 77.67***              | 78.31***              | 58.54***              | 58.54***              |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.4332                | 0.4352                | 0.4333                | 0.4333                |

注:(1) 相关变量定义见表 2;(2) 被解释变量是 2006 年 12 月 31 日的收盘价;(3) 对每个方程进行了异方差检验,对于存在异方差的方程,进行了 White 异方差调整;(4) 括号内为  $p$  值;(5) \*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

### (三) 未实现收益

既然公允价值相对于历史成本具有增量价值相关性,那么公允价值变动产生的未实现收益是否也具有价值相关性呢? 如果未实现收益分别对会计利润(TFAGL)和股东权益(AFSGL)产生影响,那么是否具有相同的价值相关性? 本部分采取模型(5)和(6)分别对上述两个问题进行检验,有关变量的相关系数矩阵列示于表 6,从中可以看出,除 RSGL 与会计盈余、URSGL 与 AFSGL 之间外,其他变量之间的相关性不高。RSGL 与会计盈余 NI 和  $\Delta$ NI 的负相关性说明,那些主营业务业绩较差的公司可能通过已实现收益来改善会计业绩。

表 6 相关系数矩阵

| 变量          | RET       | NI         | $\Delta$ NI | NA         | TFAGL     | AFSGL     | RSGL       | URSGL     | LogMV      |
|-------------|-----------|------------|-------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|
| RET         |           | 0.2092**   | 0.1389      | -0.2198**  | -0.0004   | 0.1660*   | 0.0544     | 0.1656*   | 0.2645***  |
| NI          | 0.3553*** |            | 0.5649***   | 0.1395     | -0.1170   | -0.1095   | -0.3441    | -0.1137   | 0.3575***  |
| $\Delta$ NI | 0.2883*** | 0.5728***  |             | -0.2462*** | -0.1533*  | 0.0184    | -0.4154*** | 0.0127    | 0.1858**   |
| NA          | -0.1835** | 0.1433     | -0.1922**   |            | 0.0996    | -0.1062   | 0.0959     | -0.1023   | -0.2323*** |
| TFAGL       | 0.1483*   | -0.0518    | -0.0389     | 0.0418     |           | 0.0401    | 0.1406     | 0.0775    | -0.0782    |
| AFSGL       | 0.0489    | -0.0570    | 0.0289      | -0.1026    | 0.1512*   |           | 0.1223     | 0.9993*** | 0.1156     |
| RSGL        | 0.0338    | -0.2381*** | -0.4487***  | 0.1774**   | 0.134     | 0.0303    |            | 0.1273    | 0.0973     |
| URSGL       | 0.0349    | -0.0904    | 0.0144      | -0.0871    | 0.2807*** | 0.9723*** | 0.0413     |           | 0.0753     |
| LogMV       | 0.4161*** | 0.3709***  | 0.0954      | -0.1473*   | -0.1033   | -0.0243   | 0.0388     | -0.0281   |            |

注:(1) 相关变量定义见表 2;(2) 右上角为 Pearson 相关系数,左下角为 Spearman 相关系数;(3) \*\*\*、\*\*、\* 分别在 1%、5%和 10%水平上显著。