

公允价值对企业价值影响的机理 分析与实证研究

刘 斌,冯建迪

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400030)

摘 要:2007 年我国引入了公允价值计量模式,本文首先从理论分析了公允价值对企业价值的影响机理,其次以 2007—2008 年的沪深 A 股企业为样本,对公允价值变动产生的损益和权益变化是否影响以及如何影响企业价值进行了实证检验,其理论分析结果表明:公允价值会计作为寻求价值计量的一种重大变革,给企业价值带来了很大影响,加剧了企业价值的波动;同时实证检验发现,剔除公允价值变动后,每股收益和每股净资产对企业价值的影响将会减弱;公允价值变动损益对企业价值的影响显著大于计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”。因而本文提出引进全面收益的概念,并建议编制全面收益表(含有公允价值)和单独的利润表(不含公允价值)。

关键词:公允价值变动损益;资本公积;托宾 Q

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2010)04-0091-05

1 问题提出

公允价值会计(fair value accounting)是指以公允价值作为资产和负债的主要计量基础的会计模式^[1]。公允价值作为一种全新的计量方式,起源于 20 世纪 80 年代,并自 20 世纪 90 年代起,在美国引起了广泛讨论。美国证券交易委员会的前任主席 Breeden 在 1990 年首次提出所有上市公司都应采用公允价值计量,并且认为公允价值更能提供相关的财务信息。此后,美国财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)先后颁布了 SAFS105、SAFS107、SAFS115 等一系列会计准则,旨在推动公允价值会计的应用。

公允价值会计的使用是我国会计准则与国际会计准则趋同的重要标志之一。我国新会计准则体系的实施,其承载的重要使命是提供更为可靠和有用的高质量会计信息。明显地,公允价值的适度 and 谨慎引入^[2],将在一定程度上改变财务会计信息的传统计量基础。这一计量基础的改变是否影响企业价值?怎样影响企业价值?产生的损益和权益变化对企业价值的影响哪个更为明显?本文研究的目的是为了了解答这些问题。

2 文献回顾

公允价值的提出开始于 1961 年,美国注册会计师协会所属会计研究部主任 Moonitz 在其撰写的《会计研究公告第 1 号》(Accounting Research Bulletin No. 1, ARB No. 1)中就提出“公允价值”这一概念^[3]。1967 年美国会计原则委员会(U. S. Accounting Principles Board, APB)颁布并实施《会计原则委员会意见第 10 号》(APB opinion 10)并要求对“企业合并”中获得的资产用现值进行初始计量和摊销^[1]。

随后对公允价值的理论研究有很多学说。其中具有代表性的是 Watts 和 Zimmerman^[4]提出的契约成本假说(contracting costs)。该假说认为契约是基于确认信息而不是基于披露信息的,因此将按公允价值的会计信息披露变更为按公允价值的会计信息确认和计量会影响债务契约和其他契约,从而改变未来的契约执行结果,即公允价值会计的采用将导致资产和负债的计价基础发生变化,其采用期的利润也将发生大的变化,因而最终会影响企业的债务契约和其他契约。虽然这只是一个理论性研究,但是为后来公允价值的实证研究奠定了理论基础。

后来陆续出现了公允价值的实证研究,但仅限

收稿日期:2010-03-09

基金项目:国家自然科学基金项目“公允价值、行为异化与经济后果”(70972055)阶段性研究成果

作者简介:刘斌(1962—),男,重庆璧山人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士生导师,研究方向:财务会计与证券投资;冯建迪(1984—),男,山东潍坊人,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生,研究方向:财务会计。

于金融资产。Bernard、Merton 和 Palepu^[5]通过检验公允价值会计对丹麦银行收益与资本的波动性影响,发现公允价值的调整从整体上确实会引起丹麦银行收益与资本波动性的增加。Cornett、Rezaee 和 Tehranian^[6]在随后的研究中发现增加(或减少)公允价值会计运用可能性的公告事件将带来负(或正)的股票超常回报;股票的超常回报与金融机构的原始资本金比率负相关,与证券投资组合和总资产的账面价值比率以及市价和账面价值之差正相关。

Robinson 和 Burton^[7]2004 年在公允价值会计准则采用时间的相机抉择行为研究中发现:以前年度(前三年)报告了较高利润的公司,本次采用公允价值基础后三天的股票超常回报率显著低于其他公司,但是对企业价值的影响并未提及。

由于我国在 2006 年新会计准则颁布之前并未大范围地对公允价值进行应用,1998 年公允价值在少数准则中被采用之后也很快就被取消,因此缺乏进行实证研究所必要的市场数据,关于公允价值以及公允价值对企业价值的影响,我国的研究还比较少,后面的研究及文献与本文的研究对象有一定的相关性。

王建成^[8]在《公允价值会计与利益相关者行为》一文中指出:“公允价值估计对投资者的投资决策是相关的”,“使用权益和债务的市场价值更有利于债权人利益的保护”,“公允价值会计模式下,经理人管理和操纵这些信息的可能性更低”。他们虽然规范性地指出了公允价值与投资者、债权人、经理人的决策有关,但是没有进一步说明公允价值与企业价值的关系。

王海^[9]运用规范分析方法,在《公允价值会计的演进逻辑与经济后果研究》中从理论上分析了公允价值的演进逻辑与经济后果,且在公允价值运用的经济后果与讨论部分指出:“公允价值的可靠性成为其推广运用过程中不可忽略的一个重要问题”,“我们在推行公允价值的过程中,有保持一种妥协和折衷的处理态度”,可见在本质上仍未上升到公允价值会计对企业价值的影响。

邓传洲^[10]以 110 家 B 股公司 1997—2004 年的相关数据作为样本,发现公允价值披露显著地增加了会计盈余的价值相关性,按公允价值计量的投资持有有利得或损失具有较弱的增量解释能力,而投资的公允价值调整没有显示出价值相关性。

对于公允价值与企业价值的关系,张烨、胡倩^[11]选择在香港上市的中国金融类公司来考察公允价值的影响,研究发现无论按公允价值计量的金融资产期末价值还是公允价值变动产生的未实现收

益,都对企业价值具有显著的增量解释能力。但是作者在研究样本中只选择了在香港上市的中国金融类公司,由于 H 股和 A 股的差异,因此这无法解释和说明 A 股市场中公允价值应用对企业价值的影响。

通过上述文献分析,我们发现:国内外有关公允价值会计的理论研究并未清晰地回答公允价值会计是否会改变企业的投资行为及由此衍生的投资机会集(investment opportunity sets,IOS),即是否会影响企业价值这一基本的理论问题。随着我国新会计准则的执行,研究相关资产和负债的公允价值确认和披露是否影响企业价值、怎样影响企业价值就显得非常必要。而本文就将以我国 A 股上市公司为样本,以资产负债中公允价值变动所引起的损益、权益变化为主线来研究公允价值对企业价值的影响,为会计准则制定机构和监管部门进一步修订和完善会计准则提供了理论基础,同时也为企业根据公允价值变动所带来的影响,制定有利于自身发展的决策提供参考依据。

3 理论推导和假设提出

按涉及公允价值运用的相关准则规定,公允价值变动会引起损益和权益的变化。其中,损益的确认可以在利润表中直接得到;权益的变化本文只考虑“可供出售金融资产公允价值变动”引起的资本公积变化,表 1 提供了我国资产负债的分类和会计处理的对比分析结果。

表 1 资产负债分类和会计处理

资产负债分类	会计处理
交易性金融资产	通过损益处理公允价值变动 (计入利润表的公允价值变动损益)
指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	
投资性房地产(后续计量)	
债务重组	
非货币性资产交换	通过权益处理公允价值变动 (计入资产负债表的资本公积)
可供出售金融资产	

基于托宾 Q 理论的相对成熟性,本文采用托宾 Q 衡量企业价值。其中, $Q = (\text{年末负债价值} + \text{流通股市值} + \text{非流通股数量} \times \text{每股净资产}) / \text{年末总资产}$ 。

以下为托宾 Q 的公式推导:

$$Q = (LA + CEC + NCE \times BV) / QA$$
$$= CEC / QA + (LA + NCE \times BV) / QA. \tag{1}$$

其中,LA 为年末负债价值,CEC 为流通股市值,NCE 为非流通股数量,BV 为每股净资产,QA 为年末总资产。

令 $Q_1 = CEC/QA$, $Q_2 = (LA + NCE \times BV)/QA$ 。

1) $Q_1 = CEC/QA = CE \times SP/QA = CE \times (a_0 + a_1 \times EPS)/QA = a_0 \times CE/QA + a_1 \times CE \times EPS/QA$ 。(2)

其中, CE 为流通股数量; SP 是股票价格, 为年末最后交易日的收盘价。从式(2)中可以看出每股收益(EPS)与 Q_1 正相关, 同时由于其不会直接影响 Q_2 , 因此每股收益(EPS)与 Q 正相关。

再令 $Q_1 = a_1 \times CE \times EPS/QA$,

可以推出:

$Q_1 = a_1 \times CE \times PP/QE \times QA = a_1 \times CE \times (PP - FVIE)/QE \times QA + a_1 \times CE \times FVIE/QE \times QA$ 。(3)

其中, PP 表示净利润, QE 表示总股本, $FVIE$ 为公允价值变动损益。通过式(2)、式(3)可以发现: 在流通股数量(CE)、总股本(QE)、年末总资产(QA)不变的情况下, Q_1 的变动是由净利润(PP)和公允价值变动损益($FVIE$)引起的, 由于公允价值变动损益($FVIE$)包含于净利润(PP)中, 因此它会直接影响 Q_1 ; 同时 Q_2 与公允价值变动损益($FVIE$)没有直接关系, 因此我们可以断定公允价值变动损益($FVIE$)能引起企业价值(Q)的变化, 并与其正相关。

2) $Q_2 = (LA + NCE \times BV)/QA = (LA + NCE \times BV)/(LA + QE \times BV)$ 。(4)

已知:

$BV = PA/QE = (PA - FVCR)/QE + FVCR/QE$ 。(5)

其中, PA 表示净资产, $FVCR$ 为计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”。由于非流通股数量(NCE)总股本(QE), 因此从式(4)可以得出每股净资产(BV)与 Q_2 负相关, 同时, $Q_1 = CEC/QA = CEC/(LA + QE \times BV)$, 也可以得到每股净资产(BV)与 Q_1 负相关, 每股净资产(BV)与 Q 负相关。

同样地, 由 $Q_1 = CEC/QA = CEC/(LA + QE \times BV)$ 和式(4)、式(5), 我们可以发现在年末负债价值(LA)、非流通股数量(NCE)、总股本(QE)、流通股市值(CEC)不变的情况下, Q 的变动是由净资产(PA)和计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”($FVCR$)引起的, 而后者($FVCR$)包含于净资产(PA)中, 从而我们认为后者($FVCR$)能够影响企业价值(Q), 且与其负相关。

回顾国内外的文献, 从理论上讲, 公允价值会计会带来利润更大的波动性。在此会计体系下, 企业报表反映的价值被市场短期波动左右, 不能反映企业基本面的变动, 错误地估算了企业长期资产、负债的价值; 同时, 以公允价值为基础的净利润具有不稳定性。因此, 将公允价值计量的资产或负债纳入财务报表而予以确认, 会导致企业报表的大幅变动, 从而影响企业价值。结合式(2)~式(5)得出的结论, 本文提出假设一:

H_1 : 公允价值变动加剧企业价值的波动。

在 Q 的公式推导中, 我们通过式(2)、式(3)可以看出公允价值变动引起的损益变化——公允价值变动损益($FVIE$)是通过影响 Q_1 而影响 Q 的, 受其他变量变化影响的因素较小; 而从式(5)和 $Q = (LA + CEC + NCE \times BV)/(LA + QE \times BV)$ 可以发现, 公允价值变动引起的权益变化——计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”($FVCR$)随着非流通股数量(NCE)逐渐变小, 对 Q 的影响将会越来越弱, 且其在影响 Q 的过程中, 仅仅是通过其账面价值的变化而变化, 其账面价值一般也会小于市场价值。由此本文提出假设二:

H_2 : 相对于公允价值变动引起的权益变化, 损益变化对企业价值的影响更具显著性。

4 研究设计

4.1 模型与变量设计

为检验公允价值变动对企业价值的影响机理, 本文设计了两个“剔除变量”, 分别称为“调整每股收益(EPS_{FVIE})”和“调整每股净资产(BV_{FVCR})”, 其计算方式如下:

$EPS_{FVIE} = (\text{净利润} - \text{公允价值变动损益}) / \text{总股本}$;

$BV_{FVCR} = (\text{所有者权益} - \text{计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”}) / \text{总股本}$ 。

为验证本文的假设, 本文设计了以下两个模型, 各变量的说明见表2。

$Q_{Ni}^1 = \alpha_0 + \alpha_1 \times EPS_{Ni} + \alpha_2 \times BV_{Ni} + \alpha_3 \times Q_{Ni} + \alpha_4 \times LEV_{Ni} + \varepsilon^1$ 模型(1)

$Q_{Ni}^2 = \beta_0 + \beta_1 \times EPS_{FVIE\ Ni} + \beta_2 \times BV_{FVCR\ Ni} + \beta_3 \times Q_{Ni} + \beta_4 \times LEV_{Ni} + \varepsilon^2$ 模型(2)

($N = 1, 2$ 表示 2007 年和 2008 年; i 表示第 i 只股票)

根据文献[12]中的研究结果: 每股收益与股票价格呈线性正相关关系, 由此本文定义 $SP = a_0 + a_1 \times EPS$, SP 为股票价格, EPS 为每股收益, a_0, a_1 为常数。

表 2 变量一览表

变量类型	变量名	度量含义
被解释变量	Q_{Ni}	第 i 只股票第 N 年的企业价值
解释变量	EPS_{Ni}	第 i 只股票第 N 年的每股收益
	BV_{Ni}	第 i 只股票第 N 年的每股净资产
	$EPS_{FVIE_{Ni}}$	第 i 只股票第 N 年的“调整每股收益”
	$BV_{FVCR_{Ni}}$	第 i 只股票第 N 年的“调整每股净资产”
控制变量	QI_{Ni}	第 i 只股票第 N 年的营业收入增长率
	LEV_{Ni}	第 i 只股票第 N 年的资产负债率

4.2 研究样本

为了避免制度差异的影响,本文仅研究我国 A

股股票市场。研究期间为新准则正式实施后的 2007—2008 年,研究样本包括了 2007—2008 年年度报告中含有“公允价值变动损益”或计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”的上市公司。在剔除异常值、缺失数据后样本容量为 1037 家,其中 2007 年 488 家,2008 年 549 家。上市公司 2007—2008 年计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”经查询年报手工获取,本文其他的数据来自 CCER 和 CSMAR 证券研究数据库。样本集合的描述性统计见表 3。

表 3 样本的描述性统计

变量	Q	EPS	EPS_{FVIE}	BV	BV_{FVCR}	QI	LEV
N	1037	1037	1037	1037	1037	1037	1037
Min	0.4489	-1.5100	-1.4887	-0.2976	-0.2976	-0.9999	0.0000
Max	11.7887	4.0200	4.0322	24.0796	21.4184	1497.1559	1.1356
$Mean$	1.6508	0.3523	0.3369	3.4873	3.6324	4.4012	0.4924
Std. Deviation	1.0277	0.5024	0.4879	2.1852	2.0717	72.5590	0.1937

5 实证结果与分析

本文使用 SPSS13.0 进行多元线性回归,其结果见表 4。

表 4 基于模型(1)和模型(2)的多元线性回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	Tolerance		VIF	
			模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
EPS	0.331 (0.000*)		0.672		1.489	
EPS_{FVIE}		0.255 (0.000*)		0.789		1.268
BV	-0.267 (0.000*)		0.664		1.505	
BV_{FVCR}		-0.194 (0.000*)		0.801		1.249
QI	-0.021 (0.525)	-0.030 (0.376)	0.997	0.997	1.003	1.003
LEV	-0.331 (0.000*)	-0.303 (0.000*)	0.980	0.982	1.021	1.018
F	41.791	35.979				
N	1037	1037				

注:1)括号外为标准系数,括号内为显著性水平;2)“*”表示 5%的显著性水平。

通过上述回归结果可以看出:

1)基本每股收益(EPS)和“调整每股收益”(EPS_{FVIE})与企业价值(Q)呈正相关关系;每股净资产(BV)和“调整每股净资产”(BV_{FVCR})与企业价值(Q)负相关。这说明剔除公允价值变动前后的每股收益和每股净资产均影响企业价值,其系数符号与预期符号相同。

2)含有公允价值变动的每股收益(EPS)和每股净资产(BV)的系数的绝对值,均明显大于不含有公

允价值变动的“调整每股收益”(EPS_{FVIE})和“调整每股净资产”(BV_{FVCR})的系数绝对值。同时 Chi-square 检验($\alpha_1 = \beta_1$)的卡方值为 15.39, P 值为 0.0001, Chi-square 检验($\alpha_2 = \beta_2$)的卡方值为 10.82, P 值为 0.001,表示每股收益(EPS)的系数 α_1 同“调整每股收益”(EPS_{FVIE})的系数 β_1 以及每股净资产(BV)的系数 α_2 同“调整每股净资产”(BV_{FVCR})的系数 β_2 均有明显差异。这说明公允价值变动影响托宾 Q ,并加剧了企业价值的波动。这与前面的理论分析相吻合,由此可验证假设 1 成立。

3)“调整每股收益”(EPS_{FVIE})系数 β_1 的绝对值大于“调整每股净资产”(BV_{FVCR})系数 β_2 的绝对值,且 Wald 检验($\alpha_2 = \beta_2$)的 F 值为 49.589, P 值为 0.000,说明了两个系数间有显著性差异,从而验证了假设 2 中利润表里的公允价值变动损益比计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”对企业价值的影响更为明显的假设。

6 结论及建议

上述理论分析和实证检验结果表明:公允价值会计作为寻求价值计量的一种重大变革,给企业价值带来了很大影响,加剧了企业价值的波动;同时,公允价值变动损益对企业价值的影响显著大于计入资本公积的“可供出售金融资产的公允价值变动净额”,这也支持了丁一琳^[13]提出的应在会计处理和财务报告中引进全面收益的概念以编制全面收益表,并将交易性金融资产公允价值变动利得(或损失)和可供出售金融资产公允价值变动利得(或损失)都计入全面收益表(利润表)的建议。基于转型

经济国家的固有特征(如行业垄断价格、关联交易价格与市场竞争价格同在,资源配置的政府干预、资本市场的政府管制与现代企业的自主经营并存,产权法律保护薄弱、国有股“一股独大”和中小投资者的广泛参与同在等),再次建议引进全面收益的概念以编制全面收益表(含有公允价值变动)和单独的利润表(不含公允价值变动),从而为投资者和市场监管者提供可以明显区分的公允价值变动信息;同时,在使用公允价值过程中,我们应该更加适度 and 谨慎,对其影响后果做好充分的估计。

参考文献

- [1] 路晓燕. 公允价值会计的国际应用[J]. 会计研究, 2006(4): 81-85.
- [2] 刘浩, 孙铮. 公允价值的目标论与契约研究导向——兼以上市公司首次确认辞退补偿为例[J]. 会计研究, 2008(1): 4-11.
- [3] 葛家澍. 关于在财务会计中采用公允价值的探讨[J]. 会计研究, 2007(11): 3-8.
- [4] WATTS R, ZIMMERMAN. Positive accounting theory [M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1986.
- [5] BERNARD V L, MERTON R C, PALEPU K G. Mark-to-market accounting for banks and thrifts: lessons from the danish experience [J]. Journal of Accounting Research, 1995(33): 1-32.
- [6] CORNETT M M, REZAEI Z, TEHRANIAN H. An investigation of capital market reactions to pronouncements on fair value accounting [J]. Journal of Accounting and Economics, 1996(22): 119-154.
- [7] ROBINSON D, BURTON D. Discretion in financial reporting: the voluntary adoption of fair value accounting for employee stock option [J]. Accounting Horizon, 2004(18): 97-108.
- [8] 王建成, 胡振国. 公允价值会计与利益相关者行为[J]. 管理世界, 2006(4): 52-53.
- [9] 王海. 公允价值会计的演进逻辑与经济后果研究[J]. 会计研究, 2007(8): 6-12.
- [10] 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.
- [11] 张烨, 胡倩. 资产公允价值的含量及其计量——来自香港金融类上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报, 2007(12): 29-35.
- [12] FELTHAM, GERALD A, OHLSON J A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities [J]. Contemporary Accounting Research, 1995 (Spring): 216-230.
- [13] 丁一琳. 从金融资产公允价值变动报告谈利润表改进[J]. 财会月刊, 2008(12): 32-33.

Mechanism Analysis and Empirical Study on Impact of Fair Value of the Enterprise Value

Liu Bin, Feng Jiandi

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: China has introduced a fair value measurement model in 2007. In this paper, the impact of the fair value on the enterprise value is analyzed theoretically. Then, taking Shanghai and Shenzhen A-share companies in 2007-2008 as a sample, an empirically test is performed to find whether and how gains and losses and the equity resulting from changes in fair value affected the enterprise value. Theoretical analysis is shown as follows: the fair value accounting as a measurement seeking for a major change, brought great impact on enterprise value and distinctly increase fluctuations in the enterprise value. Empirical test also indicates that: excluding fair value changes, earnings per share and per share net asset of the impact on the enterprise value will weaken; the impact of fair value changes in profit and loss on the enterprise value is significantly higher than the net change of fair value of financial assets available for sale of the capital reserve. Therefore, the concept of comprehensive income, and recommended the preparation of a comprehensive income statement (with fair value) and a separate income statement (excluding fair value) are proposed in this paper.

Key words: fair value change in profit and loss; capital reserve; Tobin's Q

(上接第 76 页)

Calculation and Analysis on Science and Technology Progress Contribution Rate of Livestock Industry in China

Cao Jia, Xiao Haifeng

(College of Economics & Management, China Agricultural University, Beijing 100083, China)

Abstract: This paper calculates science and technology progress contribution rate of livestock industry in China from Eighth Five-Year period to Tenth Five-Year period by Cobb-Douglas production function, and forecasts the science and technology progress contribution rate in Eleventh Five-Year period. The result shows that the livestock science and technology progress contribution rate has ascended to 50.79% in Tenth Five-Year Plan period from 43.34% in Eighth Five-Year Plan period, and reaches 53% in Eleventh Five-Year period.

Key words: livestock industry; science and technology progress contribution rate; forecast