

---

# 证券分析师评级、投资者情绪与公允价值确认的价值相关性\*

——来自中国上市公司可供出售金融资产的经验证据

黄霖华 曲晓辉

(厦门大学管理学院/会计发展研究中心 361005)

**【摘要】** 本文探讨了我国企业会计准则国际趋同背景下，长期股权投资-可供出售金融资产的公允价值确认之价值相关性。基于 2007~2011 年 A 股上市公司的 174 个样本数据，运用 Feltham and Ohlson 模型的修正模型，本文研究发现，长期股权投资重分类为可供出售金融资产的公允价值确认具有显著的价值相关性，且对股票价格的解释力度强于影响净资产变动的其他项目。同时，证券分析师关于买入和增持的评级，对绩优公司的长期股权投资-可供出售金融资产之公允价值确认的价值相关性具有显著的正向影响作用，但是投资者情绪的影响作用则不显著。

**【关键词】** 公允价值 价值相关性 投资者情绪 证券分析师评级

## 一、引言

国内外研究者 (Barth et al., 2008; Landsman et al., 2012; 金智, 2010), 从准则整体层面提供了许多国际财务报告准则 (以下简称, IFRS) 与更高的财务信息质量相关联的实证证据。然而, 与 IFRS 整体层面的丰富文献相比, 从具体准则层面特别是具体项目探讨 IFRS 对财务信息质量影响的相关研究则明显不足。但是, 不通过对具体准则甚至具体项目的研究就很难全面地理解 IFRS 对财务信息质量影响的路径与作用机理。因此, 本文基于《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》, 探讨由于被投资公司 IPO 所致, A 股上市公司的长期股权投资重分类为可供出售金融资产之公允价值确认的价值相关性。

Lee (2001) 呼吁加强行为财务与资本市场会计相结合的研究。投资者情绪对财务信息价值相关性影响的研究, 便是行为财务与资本市场会计交叉研究的重要方向。Mian and Sankaraguruswamy (2012), 以及曲晓辉和黄霖华 (2013) 进一步建议, 探讨投资者情绪对价值相关性的长期影响。当然, 我们无法脱离有效市场假说, 而单独地讨论投资者情绪和价值相关性。有效市场假说是价值相关性理论的重要基石。价值相关性理论认为, 市场是有效的, 在理性市场参与者的作用下, 股票价格能有效地反应会计信息 (Holthausen and Watts,

---

\*本文是国家社会科学基金重点项目(13AJY005)和教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(12JJD790030)的阶段性成果。

2001; Landsman et al., 2012)。证券分析师的行为能提高股票价格的信息含量 (Frankel et al., 2006; 朱红军等, 2007)。因此, 在探讨可供出售金融资产的公允价值确认之价值相关性时, 我们综合考虑了投资者情绪和证券分析师评级因素对价值相关性的影响作用。

本文选取了 2007~2011 年间, 发生将长期股权投资重分类为可供出售金融资产事项的 A 股上市公司共计 174 个样本。我们基于 Feltham and Ohlson 模型(1995), 检验这些 A 股上市公司的长期股权投资重分类为可供出售金融资产之公允价值确认的价值相关性。实证结果表明, 在公允价值计量模式下, 可供出售金融资产之公允价值确认具有显著的价值相关性。而且, 可供出售金融资产之公允价值确认所致净资产变动信息, 与其他项目形成的净资产变动信息相比, 具有更为显著的价值相关性。同时, 与投资者情绪不显著的检验结果不同, 证券分析师关于买入和增持评级对绩优公司(以每股收益为标准)的这种价值相关性具有显著的正向影响作用。本文的研究结论, 在可供出售金融资产的公允价值计量方面, 为我国企业会计准则国际趋同背景之公允价值会计全面引入的经济后果评估以及相关会计准则的完善提供了有益的政策参考。同时, 本文在探讨投资者情绪对公允价值之价值相关性的长期影响分析, 以及证券分析师在搜寻公允价值信息以提高市场有效性的作用方面也具有一定的理论价值。

本文结构如下, 第二部分是文献回顾, 第三部分是理论分析与研究假设, 第四部分是研究设计, 第五部分是实证结果分析, 最后是文章的结论。

## 二、文献回顾

证券投资公允价值确认的价值相关性仍然是有争议的实证问题, 对此国内外学者并未形成一致的观点: 部分学者认为, 证券投资公允价值确认具有价值相关的信息增量; 而另一部分学者的研究结果却并未完全支持证券投资公允价值确认更具价值相关性的结论。

以 Barth 等为代表的学者, 支持证券投资公允价值确认更具有价值相关性的结论。Barth (1994) 认为, 证券投资的公允价值与银行股的股票价格具有显著的价值相关性。Nelson (1996) 应用 200 家最大的美国银行 1992 年的相关数据, 实证检验 SFAS107《金融工具公允价值的披露》的金融工具公允价值的价值相关性, 发现证券投资的公允价值具有增量的解释力, 且只有已确认的公允价值才对股票价格具有增量的解释力。Beatty et al. (1996) 运用事件研究方法, 检验 SFAS115《特定债务与权益工具投资会计》实施的系列事件对美国银行股票价格的影响, 研究结果也表明, 证券投资未实现收益(或损失)公允价值的确认对银行股的股票价格具有价值相关性。Ahmed et al. (2006) 研究发现, 美国银行业上市公司根据

SFAS133《衍生工具和套期活动会计》确认的衍生金融工具公允价值具有显著的价值相关性。吴战箴等（2009）基于中国上市公司实施新会计准则的数据，实证检验表明，证券投资采用公允价值方式计量提高了会计信息的相关性。刘永泽和孙翥（2011）检验了公允价值变动损益对股价和收益价值相关性的影响。他们的研究结果也发现，中国会计准则国际趋同背景下的公允价值信息（包含证券投资公允价值的确认）在一定程度上提升了财务报告信息的价值相关性。

但另一部分学者的研究发现与 Barth 等人的研究结论并不完全一致。Beatty et al.（1996）运用事件研究方法所进行的研究，检验 SFAS115《特定债务与权益工具投资会计》实施的系列事件对美国保险公司股票价格的影响，与其在同一篇文章中对美国银行股票价格的影响的证据不同，发现证券投资未实现收益（或损失）公允价值的确认对保险股的股票价格几乎不存在价值相关性。Khurana et al.（2003）以 1995 年至 1998 年美国银行数据为样本，检验 SFAS107《金融工具公允价值的披露》和 SFAS115《特定债务与权益工具投资会计》的公允价值之价值相关性，发现金融工具的历史成本信息与股票价值的关联程度与这些金融工具公允价值信息与股票价值的关联程度并无太大区别，对于规模较小的和信息环境不很透明的银行来说，历史成本的信息含量反而大于公允价值的信息含量。朱凯等（2009）以价值相关性模型为基础，比较分析了会计准则改革前后会计盈余的价值相关性，发现在实施新会计准则后，公允价值会计的盈余信息的价值相关性并没有显著地提高。

尽管，如 Landsman（2007）所言，大部分实证研究发现，公允价值信息的披露和确认具有显著的价值相关性。但是，综合上述文献分析，我们认为，在会计准则国际趋同和我国全面引入国际财务报告准则公允价值计量规范的背景下，证券投资公允价值确认的价值相关性问题仍然存在争议，尚存很多具有理论和现实意义的重要实证研究问题有待从不同方面加以检验。

### 三、理论分析与研究假设

基于有效市场假说、价值相关性理论和投资者情绪理论，本部分主要对长期股权投资-可供出售金融资产的公允价值确认之价值相关性，以及证券分析师评级和投资者情绪对长期股权投资-可供出售金融资产的公允价值确认之价值相关性的影响，进行相关的理论分析和假设推演。

#### （一）公允价值相关性理论分析

SFAS5《或有事项会计》指出，如果财务数据对于财务报告使用者的决策，能够导致差

异，则财务数据具有价值相关性。我国著名会计学家葛家澍（2010）也认为，从准则角度来看，相关性主要指财务信息与财务报表使用者相关。如果有些报表或某些项目已经通过财务报表使用者反复实践证明是无用的，则是缺乏相关性的。

但是，学术界对于价值相关性的界定与财务报告目标的价值相关性并不一致。Beaver（1989）认为，会计信息的最高目标是决策有用性。估值有用性是决策有用性的重要组成部分，即会计信息有利于证券投资者的估值决策。Barth et al.（1998）进一步认为，价值相关性是对于 FASB 相关性定义的实证操作问题，因为价值相关性在于财务数据与股票价格具有预测的显著关系。当且仅当，财务数据反映与投资者评估公司价值相关的信息，并且这些财务信息的计量可以可靠地反映到股价中时，财务数据才具有价值相关性。Holthausen and Watts（2001）的观点与 Beaver（1989）和 Barth et al.（1998）的看法相一致：即，价值相关性指股票价格变化与特定会计数据间的经验联系。

与传统的历史成本计量模式相比，公允价值会计为财务报表使用者的决策提供与当期价格更为接近的财务信息（葛家澍，2010）。FASB 认为，公允价值是金融工具最相关的计量属性，而对衍生金融工具则是唯一相关的计量属性，并将这一立场在 1998 年发布的针对衍生金融工具和套期业务的 SFAS133《衍生工具和套期活动会计》中作了充分说明。因此，理论上，对于金融工具和金融衍生工具的计量而言，公允价值会计能提供更具价值相关性的财务信息。具体而言，公允价值会计能提高证券化资产财务信息的价值相关性，即证券化资产的公允价值信息与其股票价格间的相关关系应该更为密切。

## （二）可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性

《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》规定，被投资公司 IPO 后，持股公司可根据其持有意愿将按历史成本计量的长期股权投资，重分类为以公允价值计量的可供出售金融资产，但其价格变动计入资本公积。同时，持股公司可以在限售期满后将其持有的可供出售金融资产在二级市场上抛售，以获取这些长期股权投资的资产证券化收益。持股公司将可供出售金融资产出售后，因长期股权投资重分类为可供出售金融资产而根据公允价值确认的资本公积可以在出售当期转为投资收益。因此，从投资决策的视角分析，可供出售金融资产公允价值的确认同时在公司的账面价值和净收益两个维度上对价值相关性产生影响。但是，由于存在限售期限，可供出售金融资产公允价值的确认对公司账面价值和净收益的影响往往不发生在同一个会计期间。因此，本文主要分析长期股权投资重分类为可供出售金融资产的公允价值确认之价值相关性。对于与可供出售金融资产相关的投资收益（损失）的确认，我们将在后续研究中做进一步的探讨。

2005年至2007年，中国证券市场进行了股权分置改革。截至2007年底，除了少数亏损公司外，A股上市公司基本完成了股改，实现了全流通。从2006年下半年新股发行恢复开始，发起人持有的原始股在限售期满后可以在二级市场上自由流通。被投资公司IPO后，持股公司可以根据新会计准则的规定，按其持有意愿将长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产。这将导致持股公司所有者权益的增加，即公允价值计量的每股净资产的增加。曲晓辉和黄霖华（2013）研究发现，PE公司IPO核准公告，对持有PE公司股权的A股上市公司具有信息含量，而且披露的公允价值信息（发行价格）与累积异常回报显著正相关。而PE公司IPO核准公告向市场传递的信息是，持股公司在可以预见的未来可以将长期股权投资重分类为以公允价值计量的可供出售金融资产，并在限售期满后将其可供出售金融资产出售而实现资产证券化的投资收益。同时，已有的实证研究（Nelson, 1996）也表明，与公允价值信息的披露相比，公允价值信息的确认具有更加显著的价值相关性。因此我们认为，理论上，被投资公司上市后，长期股权投资重分类为可供出售金融资产的公允价值确认具有价值相关性。

尽管，证券投资公允价值信息的价值相关性在学术界依然存在一定的争议，但国内诸多实证研究结果（吴战箴等，2009；刘永泽和孙翥，2011，曲晓辉和黄霖华，2013）表明，对证券投资而言，确认的公允价值信息具有显著的价值相关性。综合上述分析，我们得出本文的第一个假设：

H1：长期股权投资重分类为可供出售金融资产的公允价值确认具有价值相关性。

### （三）证券分析师评级对公允价值确认之价值相关性的影响作用

基于有效市场假说（Fama, 1970），证券分析师的作用在于通过其优于一般投资者的信息收集途径和专业分析能力，向证券市场参与者提供合理反映证券内在价值的有效信息，从而提高股票价格反应价值信息的速度，提升市场的有效性。因此可以认为，证券分析师是市场有效信息的供给者（Frankel et al., 2006），或者价值信息的提供者（Jegadeesh et al., 2004）。

大部分实证研究都支持证券分析师在传递市场有效信息中起着积极作用的观点。Frankel et al.（2006）证实，证券分析师的报告具有信息含量。Brav and Lehavy（2003）的研究也表明，分析师预测的目标价格和股票推荐都具有信息含量。Landsman et al.（2012）的研究进一步发现，在强制执行国际财务报告准则的国家中，分析师跟随有利于提高上市公司盈余公告的信息含量。国内学者关于证券分析师传递市场有效信息的研究发现与国外学者的研究结论也相一致。陈伟忠等（2007）研究发现，证券分析师的增持至买入评级调整的股票基本上在推荐后三个月内跑赢了大盘，也跑赢了同规模和同行业的股票。这表明在我国证

券市场上，证券分析师的评级也具有信息含量。朱红军等（2007）的研究结果也支持证券分析师具有提高股票价格的信息含量、提高资本市场运行效率作用的结论。

基于上述分析，我们认为，在我国证券市场，证券分析师能起到提高资本市场运行效率的作用，提高股票价格对于市场有效信息的反应速度。因此，我们提出本文的第二个假设：

H2：证券分析师评级对可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性具有影响作用。

#### （四）投资者情绪对公允价值之价值相关性的影响分析

Gallimore and Gray（2002）认为，投资者情绪在投资决策中起着非常重要的作用。近年国内外学者的研究（Baker and Wrugle, 2006; Stambaugh et al. 2012; 蒋玉梅和王明照, 2009）也证实，投资者情绪对股票错误定价存在着重要的影响作用，具体而言，投资者情绪高涨时股票的异常收益率更高，投资者情绪低落时股票的异常收益率更低。

鉴于投资者情绪对股票错误定价存在着重要的影响作用，Lee（2001）呼吁增强行为财务与资本市场会计结合的研究。Mian and Sankaraguruswamy（2012）研究发现，投资者情绪对盈余公告的信息含量存在显著的正向影响——投资者情绪高时好消息的价值相关性更高、投资者情绪低时坏消息的价值相关性更高，反之亦反。曲晓辉和黄霖华的研究（2013）进一步发现，投资者情绪对持股公司之 PE 公司 IPO 核准公告窗口期的累积回报率存在显著正向影响，而且显著影响 IPO 公允价值（发行价格）的价值相关性。

但是，现有文献（Mian and Sankaraguruswamy, 2012; 曲晓辉和黄霖华, 2013）关于投资者情绪对价值相关性影响的研究多集中于短期市场的反应。而且，曲晓辉和黄霖华（2013）也认为，投资者情绪在长时间窗口对公允价值相关性的影响可能会发生改变。Mian and Sankaraguruswamy（2012）进一步指出，为了全面地理解投资者情绪对财务信息之价值相关性的影响，需要进一步研究投资者情绪对较长时间会计信息价值相关性的影响。这表明，市场的有效性程度在长期与短期可能存在差异，投资者情绪对会计信息价值相关性之长期影响的结论有待更多实证证据的支持。

基于有效市场假说理论，以及投资者情绪与价值相关性的关系缺乏长期实证证据的事实，我们认为投资者情绪对可供出售金融资产公允价值确认之价值相关性的长期影响作用可能并不存在。综合上述分析，我们得出本文的第三个假设：

H3：投资者情绪可能并不影响可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性。

## 四、研究设计

### （一）研究模型

会计信息价值相关性研究常用的价格模型和收益模型都是从 Feltham and Ohlson(1995)模型演化而来的。在借鉴 Feltham and Ohlson(1995)模型的基础上, 根据本文的研究目的, 我们对价格模型作了适当的调整。另外, Kothari and Zimmerman(1995)认为, 在价值相关性的研究中同时使用价格模型和收益模型可以取得更好的计量效果。因此, 在稳健性检验中, 我们使用收益模型, 对实证结果的可靠性做进一步分析。

我们将公司的每股净资产拆分为三部份, 即长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产而形成的净资产变动额、每股收益和其他每股净资产, 以此来检验可供出售金融资产之公允价值确认与持股公司的股票价格是否增量相关。具体模型如下:

$$P_{it} = a_0 + a_1 \times FBV_{it} + a_2 \times OBV_{it} + a_3 \times EPS_{it} + u \quad (1)$$

$$P_{it} = b_0 + b_1 \times FBV_{it} + b_2 \times OBV_{it} + b_3 \times EPS_{it} + b_4 \times AL_{it} + b_5 \times IS_{it} + u \quad (2)$$

$$P_{it} = c_0 + c_1 \times FBV_{it} + c_2 \times OBV_{it} + c_3 \times EPS_{it} + c_4 \times AL_{it} + c_5 \times IS_{it} + c_6 \times FBV_{it} \times AL_{it} + u \quad (3)$$

$$P_{it} = d_0 + d_1 \times FBV_{it} + d_2 \times OBV_{it} + d_3 \times EPS_{it} + d_4 \times AL_{it} + d_5 \times IS_{it} + d_6 \times FBV_{it} \times IS_{it} + u \quad (4)$$

其中,  $P_{it}$  为公司  $i$  的第  $t$  期末股票价格;  $FBV_{it}$  为公司  $i$  第  $t$  期, 因被投资 PE 公司 IPO, 长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产而确认的净资产公允价值变动额;  $OBV_{it}$  为除  $FBV$  和  $EPS$  外, 公司  $i$  第  $t$  期, 由于其他因素形成的每股净资产;  $EPS_{it}$  为公司  $i$  第  $t$  期每股净收益;  $AL_{it}$  为公司  $i$  第  $t$  期的证券分析师评级指标。被投资公司 IPO 首日至期末, 买入和增持评级的次数多于中性和卖出评级则赋值为 1, 否则赋值为 0;  $IS_{it}$  为公司  $i$  第  $t$  期的投资者情绪指标。借鉴曲晓辉和黄霖华 (2013) 投资者情绪的度量方法计算月度投资者情绪, 被投资 PE 公司 IPO 首日至期末, 所在月份若投资者情绪为正的月份多于投资者情绪为负的月份则赋值为 1, 否则赋值为 0;  $u$  为残差。

表 1 样本公司分布情况

| 年 度   | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 合计  |
|-------|------|------|------|------|------|-----|
| 深市主板  | 11   | 1    | 7    | 14   | 7    | 40  |
| 深市中小板 | 0    | 0    | 3    | 3    | 2    | 8   |
| 沪市主板  | 54   | 1    | 12   | 43   | 16   | 126 |
| 合 计   | 65   | 2    | 22   | 60   | 25   | 174 |

## (二) 样本选择

我国 A 股上市公司于 2007 年度正式开始实施《企业会计准则》(2006)。因此本文以在沪深两地, 在 2007~2011 年持有 IPO 公司原始股的 A 股上市公司为研究样本。在剔除了期末未将长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产的公司、ST 与\*ST 公司、金融类公司、数据残缺和明显异常的公司后, 我们从 CSMAR 数据库、万德数据库和巨潮资讯网, 手工收集整理得到了五年 174 个样本。样本公司分布情况见表 1。

### (三) 描述性统计

#### 1. 变量描述性统计

表 2 变量描述性统计结果显示, 样本公司每股股价 (P) 的平均值为 14.81 元, 最小值为 1.84 元, 最大值为 72.80 元。其他因素形成的每股净资产 (OBV) 的平均值为 3.06, 最小值为 0.06, 最大值为 11.15。每股收益的平均值为 0.38, 最小值为-0.62, 最大值为 2.54。

同时我们注意到, 被投资公司 IPO 后, 长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产而确认的净资产增加额 (FBV) 的均值为 0.67 元, 占样本公司当年净资产比重近 20%, 接近样本公司当年平均每股收益的 2 倍。根据《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》的相关说明, 财务报表的某项目的省略或错报会影响使用者据此做出的经济决策, 则该项目就具有重要性。基于会计的重要性原则, 我们认为, 长期股权投资重分类为可供出售金融资产的事项对投资者具有重要的决策参考意义。曲晓辉和黄霖华 (2013) 也证实, 长期股权投资之 IPO 公允价值的披露对持股股票价格具有显著的信息含量。而可供出售金融资产公允价值的确认在实质层面上影响持股公司的财务数据。因此, 我们预计该事项也可能对样本公司的股票价格产生影响作用。

表 2 变量描述性统计

| 变量  | 均值    | 标准差   | 最小值   | 中位数   | 最大值   |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| P   | 14.81 | 10.53 | 1.84  | 12.15 | 72.80 |
| FBV | 0.67  | 2.06  | -0.35 | 0.17  | 23.68 |
| OBV | 3.06  | 1.81  | 0.06  | 2.52  | 11.15 |
| EPS | 0.38  | 0.43  | -0.62 | 0.28  | 2.54  |

注: 单位为元/股; 样本量 174 个; IS 和 AL 为, 哑变量。

#### 2. 变量相关系数检验

表 3 是各变量的 Pearson 相关系数。由表 3 可知, 股票价格和 FBV、OBV、EPS、AL 与 IS 显著正相关。这说明被投资公司上市后, 持股公司将长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产而形成的净资产变动额可能显著地影响持股公司的股票价格; 同



时，投资者情绪和证券分析师评级也可能对持股公司的股票价格产生显著的影响。总之，解释变量与被解释变量的相关关系与本文全部假设的预期大体保持一致。这表明，长期股权投资重分类为可供出售金融资产之公允价值确认对持股公司的股票价格具有显著的信息含量。在本文的后续部分，我们将对这一结果做进一步的实证检验与分析。

**表 3** 变量相关系数

| 变量  | P                   | FBV               | OBV                 | EPS                 | AL    | IS |
|-----|---------------------|-------------------|---------------------|---------------------|-------|----|
| P   | 1                   |                   |                     |                     |       |    |
| FBV | 0.36 <sup>***</sup> | 1                 |                     |                     |       |    |
| OBV | 0.39 <sup>***</sup> | -0.09             | 1                   |                     |       |    |
| EPS | 0.55 <sup>***</sup> | -0.01             | 0.57 <sup>***</sup> | 1                   |       |    |
| AL  | 0.33 <sup>***</sup> | -0.06             | 0.18 <sup>**</sup>  | 0.38 <sup>***</sup> | 1     |    |
| IS  | 0.23 <sup>***</sup> | 0.13 <sup>*</sup> | -0.07               | -0.13 <sup>*</sup>  | -0.09 | 1  |

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%和 10%的水平上显著。

另外，我们发现，解释变量 EPS 与 OBV 的相关系数大于 0.5，EPS 与 AL 的相关系数也接近 0.5。这可能与解释变量间的多重共线性有关。但是，多重共线性检验结果（限于篇幅，本文未详细列示检验结果）显示，EPS、OBV 和 AL 的 VIF 值都小于 10。这表明模型不存在显著的多重共线性问题。

## 五、实证结果分析

### （一）可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性

表 4 为模型 1~6 的 OLS 多元线性回归结果。模型 1~6 检验结果显示：股票价格与 FBV、OBV 和 EPS 显著正相关（1%的水平下显著）。这表明，长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产而确认的公允价值变动额（FBV），显著地影响了持股公司的股票价格，而且每单位 FBV 的变动额会导致股票价格两倍左右的同向变动。同时我们发现，在经济意义上，尽管 FBV 对股价的解释力不如 EPS，但是显著强于 OBV，而且 FBV 对 P 的系数大约两倍于 OBV 对 P 的系数。由此我们可以得出结论，被投资公司 IPO 后，持股公司之长期股权投资重分类为可供出售金融资产而确认的公允价值显著地影响了持股公司的股票价格，而且其对股票价格的解释力度强于持股公司由其他项目形成的每股净资产。

本部分的研究发现，为国际财务报告准则增进了财务数据的价值相关性的研究结论（Barth et al, 2008；Landsman et al., 2012）在具体准则层面提供了进一步的实证证据。同时我们的研究结果也与国内学者（吴战箴等，2009；刘永泽和孙嵩，2011）基于会计准则与国

际财务报告准则全面趋同背景之中国数据得出的研究结论相一致：即，证券投资公允价值信息的确认具有价值相关性。

**表 4** 多元回归结果

| 变量                       | 符号 | 模型 1     | 模型 2     | 模型 3     | 模型 4     | 模型 5    | 模型 6     |
|--------------------------|----|----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| <b>Intercept</b>         | ?  | 6.27***  | 1.87     | 1.92     | 1.36     | 2.06    | 1.31     |
|                          |    | (5.20)   | (1.42)   | (1.44)   | (0.95)   | (1.56)  | (0.91)   |
| <b>FBV</b>               | +  | 1.93***  | 1.82***  | 1.85***  | 2.78***  | 1.86*** | 2.75***  |
|                          |    | (6.66)   | (6.80)   | (6.67)   | (2.64)   | (6.79)  | (2.60)   |
| <b>OBV</b>               | +  | 0.95**   | 0.98***  | 0.94**   | 1.07***  | 1.05*** | 1.05***  |
|                          |    | (2.35)   | (2.67)   | (2.49)   | (2.82)   | (2.76)  | (2.75)   |
| <b>EPS</b>               | +  | 11.33*** | 10.34*** | 10.44*** | 10.01*** | 8.65*** | 10.23*** |
|                          |    | (6.67)   | (6.24)   | (6.21)   | (5.90)   | (4.68)  | (5.79)   |
| <b>AL</b>                | +  | —        | 3.91***  | 4.15***  | 3.89***  | 4.15*** | 3.93***  |
|                          |    |          | (3.32)   | (3.15)   | (3.30)   | (3.20)  | (3.32)   |
| <b>IS</b>                | +  | —        | 5.69***  | 5.71***  | 6.13***  | 5.64*** | 6.28***  |
|                          |    |          | (5.15)   | (5.15)   | (5.10)   | (5.14)  | (5.03)   |
| <b>FBV*AL</b>            | +  | —        | —        | -0.43    | —        | -1.29   | —        |
|                          |    |          |          | (-0.41)  |          | (-1.16) |          |
| <b>FBV*IS</b>            | +  | —        | —        | —        | -1.02    | —       | -0.99    |
|                          |    |          |          |          | (-0.94)  |         | (-0.91)  |
| <b>FBV*AL*DE</b>         | +  | —        | —        | —        | —        | 4.52**  | —        |
|                          |    |          |          |          |          | (2.21)  |          |
| <b>FBV*IS*DE</b>         | +  | —        | —        | —        | —        | —       | -1.12    |
|                          |    |          |          |          |          |         | (-0.45)  |
| <b>Adj.R<sup>2</sup></b> |    | 0.45     | 0.54     | 0.54     | 0.54     | 0.55    | 0.54     |

注：被解释变量为公司年末股票价格（P）；样本数量为 174 个；括号中是 t 值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%和 10%的水平上显著。

综合上述分析，结合表 2 描述性统计的发现和表 3 变量相关系数检验的结果，我们可以得出本文的第一个结论：长期股权投资重分类为可供出售金融资产而确认的公允价值信息具

有显著的价值相关性。可供出售金融资产确认的公允价值变动额，显著地影响了持股公司的股票价格。实证检验结果支持假设 H1。

## （二）证券分析师评级对价值相关性的影响作用

基于模型 2~6 的检验结果，我们发现，股票价格与证券分析师评级（AL）显著正相关（1%的水平下显著）。这表明，证券分析师评级对持股公司的股票价格具有显著的正向影响作用，证券分析师评级为买入和增持时股票的价格更高，反之亦反。本文证券分析师对持股公司的股票价格影响的研究发现与现有文献（Frankel et al.,2006；朱红军等，2007）的研究结论相一致：即，证券分析师能提高股票价格的信息含量。

另外我们发现，在模型 3 的回归结果中，证券分析师评级（AL）与净资产变动额公允价值（FBV）的交乘项对股价（P）的影响并不显著。可能的解释是，证券分析师评级对公允价值相关性的影响作用还可能受到公司盈利状况的制约。朱红军等（2007）研究证实，证券分析师对股票价格信息含量的影响作用与盈余变动显著相关。同时，Ahmed and Takeda（1995）发现，净收益会影响证券投资收益公允价值的价值相关性，更低的净收益会显著降低证券投资收益公允价值的价值相关性。因此，我们在模型 3 和模型 4 中引入新变量 DE（若样本公司所在年度的每股收益大于市场平均每股收益，则为绩优公司，赋值为 1；否则为 0），构建模型 5 和模型 6，进一步探讨净收益对可供出售金融资产公允价值之价值相关性的影响。

$$P_{it} = e_0 + e_1 \times FBV_{it} + e_2 \times OBV_{it} + e_3 \times EPS_{it} + e_4 \times AL_{it} + e_5 \times IS_{it} + e_6 \times FBV_{it} \times AL_{it} + e_7 \times FBV_{it} \times AL_{it} \times DE_{it} + u \quad (5)$$

$$P_{it} = f_0 + f_1 \times FBV_{it} + f_2 \times OBV_{it} + f_3 \times EPS_{it} + f_4 \times AL_{it} + f_5 \times IS_{it} + f_6 \times FBV_{it} \times IS_{it} + f_7 \times FBV_{it} \times IS_{it} \times DE_{it} + u \quad (6)$$

模型 5 的检验结果显示：证券分析师评级（AL）显著影响绩优公司（DE 为 1）可供出售金融资产公允价值确认（FBV）的价值相关性（5%的水平下显著）。而且，与模型 3 相比，模型 5 的解释力度也有一定的改进（提高 1%）。这表明，证券分析师的评级为买入和增持时，绩优公司之可供出售金融资产公允价值的确认对股票价格具有更为显著的正向影响作用。

综上所述，证券分析师评级对持股公司股票价格具有价值相关的信息含量，证券分析师买入和增持评级，与持股公司更高的股票价格显著相关。同时，证券分析师评级显著影响绩优公司可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性。证券分析师评级为买入和增持时，可供出售金融资产公允价值确认对绩优持股公司股票价格的影响作用更强。实证结果总体上与假设 H2 保持一致。

### （三）投资者情绪对价值相关性的影响分析

模型 2~6 的检验结果显示：股票价格与投资者情绪（IS）显著正相关（1%的水平下显著）。这表明，投资者情绪对持股公司的股票价格存在显著的影响作用，投资者情绪高时股票价格更高，反之亦反。本文关于投资者情绪对股票价格影响的研究发现与现有文献（Baker and Wrugle, 2006; Stambaugh et al., 2012; 蒋玉梅和王明照, 2009）之投资者情绪是股票错误定价的重要影响因素的主要研究结论保持一致。

另外我们发现，在模型 3 和模型 6 的检验结果中，投资者情绪（IS）与公允价值确认（FBV）的交乘项对股价（P）的影响不显著。而且，模型 6 的回归结果也显示，FBV 与 AL 和 DE 的交乘项也不显著。这进一步表明，投资者情绪对公允价值之价值相关性的长期影响关系（样本平均时间长度为 6.44 个月）可能并不存在。我们的研究结论为投资者情绪对公允价值之价值相关性的影响提供了长期的实证证据支持，部分解答了现有文献（Mian and Sankaraguruswamy, 2012; 曲晓辉和黄霖华, 2013）提出的投资者情绪对价值相关性长期影响的实证问题。

基于上述分析，我们可以得出结论：投资者情绪具有价值相关性，投资者情绪高时股票价格更高，投资者情绪低时股票价格也更低。但是，投资者情绪并不影响可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性。我们的实证结果支持假设 H3。

### （四）稳健性检验

为了检验上述实证结果的可靠性，我们进行了下述补充检验：（1）收益模型。我们利用收益模型进行价值相关性检验，结果表明本文的主要结论保持不变。（2）控制规模因素。

Kothari and Zimmerman(1995)认为价值相关性的研究结果会受公司规模因素的影响。我们在回归模型中控制了公司规模因素（公司期末市值），结果表明本文的主要结论并未发生改变。

（3）运用 ROA（资产收益率）区分绩优公司。Ahmed and Takeda（1995）发现，ROA 也会影响证券投资公允价值的价值相关性。我们利用 ROA 区分绩优公司与非绩优公司，对模型 5 和模型 6 重新进行回归检验，检验结果显示本文的主要结论保持一致。（4）控制机构投资者持股比例。曲晓辉和黄霖华（2013）认为，机构投资者行为也可能影响公允价值的价值相关性。我们在实证模型中对机构投资者的持股比例进行了控制，结果显示本文的结论保持不变，而且机构投资者持股比例对公允价值相关性的影响并不显著。（5）控制其他因素。我们还对年度和行业进行了控制，结果表明本文的主要结论依然成立。限于篇幅，本文未详细报告上述稳健性检验的回归结果。

## 六、结论

本文基于我国企业会计准则国际趋同背景,探讨会计准则(2006)全面引入公允价值计量规范,是否提高了A股上市公司长期股权投资重分类为可供出售金融资产而确认之公允价值的价值相关性,以及证券分析师评级和投资者情绪对公允价值确认之价值相关性的影响。以《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》为基础,我们选取2007~2011年间,发生长期股权投资重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产事项的174个A股上市公司为样本,运用Feltham and Ohlson模型(1995)的修订模型进行了实证检验,得出如下研究结论:

其一,长期股权投资重分类为可供出售金融资产而确认的公允价值具有显著的价值相关性。在被投资公司IPO后,A股上市公司将其持有的长期股权投资,重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产。这一重分类形成的以公允价值计量的净资产变动额与持股上市公司的股价显著正相关。而且,与其他净资产变动项目相比,该事项形成的净资产变动之公允价值信息具有更为显著的价值相关性。

其二,证券分析师评级具有价值相关性,而且显著影响绩优公司可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性。证券分析师评级为买入和增持时,持股公司的股票价格更高,绩优持股公司的股票价格受可供出售金融资产公允价值确认的影响作用也更强。

最后,投资者情绪具有价值相关性,投资者情绪高时股票价格更高,投资者情绪低时股票价格也更低。但是,投资者情绪对可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性并不存在显著的影响作用。

总之,本文研究发现,长期股权投资重分类为可供出售金融资产而确认的公允价值与股票价格具有显著的价值相关性。同时,与投资者情绪不显著的影响作用不同,证券分析师关于买入和增持的评级,对绩优公司之可供出售金融资产公允价值确认的价值相关性具有显著的正向影响作用。我们的研究结论在可供出售金融资产的公允价值计量方面,丰富了会计准则与财务报告的相关文献,为我国全面引入国际会计准则公允价值计量规范的经济后果评估提供了有益的实证证据。同时,本文回应了推进行为财务与资本市场会计研究相结合的呼声(Lee, 2001),以及进一步探讨投资者情绪对价值相关性长期影响的建议(Mian and Sankaraguruswamy, 2012; 曲晓辉和黄霖华, 2013)。因此,我们的研究在探讨投资者情绪对公允价值之价值相关性的长期影响,以及证券分析师在搜寻公允价值信息以提高市场有效性的作用方面具有一定的理论价值。

## 主要参考文献

- 金智. 2010. 新会计准则、会计信息质量与股价同步性. 会计研究, (7): 19~26
- 曲晓辉, 黄霖华. 2013. 投资者情绪、资产证券化与公允价值信息含量: 来自 A 股市场 PE 公司 IPO 核准公告的经验证据. 会计研究, (9): 14~21
- 朱红军, 何贤杰, 陶林. 2007. 中国的证券分析师能够提高资本市场效率吗: 基于股价同步性和股价信息含量的经验证据. 金融研究, 2: 110~121
- 吴战箴, 罗绍德, 王伟. 2009. 证券投资收益的价值相关性与盈余管理研究. 会计研究, (6): 42~49
- 刘永泽, 孙翥. 2011. 我国上市公司公允价值信息的价值相关性. 会计研究, (2): 16~22
- 朱凯, 赵旭颖, 孙红. 2009. 会计准则改革、信息准确度与价值相关性: 基于中国会计准则改革的经验证据. 管理世界, (4): 47~54
- 葛家澍. 2010. 厦门大学财务会计理论与概念框架讲稿
- 陈伟忠, 吴佳, 王宇熹, 肖峻. 2007. 对证券分析师荐股评级调整价值的经验研究. 同济大学学报(自然科学版), (5): 714~718
- 蒋玉梅, 王明照. 2009. 投资者情绪与股票横截面收益的实证研究. 经济管理, (10): 134~140
- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 689~731
- Barth, M. E., W. R. Landsman, and M. H. Lang. 2008. International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3) 467~498
- Landsman, W. R., E. L. Maydew, and J. R. Thornock. 2012. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1):34~54
- Lee, M. C. 2001. Market efficiency and accounting research: A discussion of capital market research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31(1): 233~253
- Mian G. M., and S. Sankaraguruswamy. 2012. Investor Sentiment and Stock Market Response to Earnings News. *The Accounting Review*, 87(4):1357~1384
- Frankel R., S. P. Kothari, and J. Weber. 2006. Determinants of the informativeness of analyst research, *Journal of Accounting and Economics*, 41(1):29~54
- Barth, M. E. 1994. Fair Value Accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review*, 69(1): 1~25
- Nelson, K. 1996. Fair value accounting for commercial banks: An Empirical Analysis of SFAS107. *The Accounting Review*, 71(2): 161~182
- Beatty, A., S. Chamberlain, and J. Magliolo. 1996. An empirical analysis of the economic implications of fair value accounting for investment securities. *Journal of Accounting and Economics*, 22(6):43~77
- Ahmed S A, Kilic E, and Lobo J G. 2006. Does recognition versus disclosure matter? evidence from value-relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instruments. *The Accounting Review*, 81(3):567~588
- Khurana, I. K., and M. S. Kim. 2003. Relative value relevance of historical cost vs. fair value: evidence from bank holding companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(1): 19~42
- Landsman, W. R. 2007. Is fair value accounting information relevant and reliable: evidence from capital market research? *Accounting and Business Research*, Special Issue: 19~30
- Beaver, W, H. *Financial reporting: An accounting revolution*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1989.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman. 1998. Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1):1~34
- Holthausen, R. W., and R. L. Watts. 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1):3~75

- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2): 383~417
- Jegadeesh, N., J. Kim., S. D. Krische, and C. M. C. Lee. 2004. Analyzing the analyst: when do recommendations add value. *The Journal of Finance*, 59(3):1083~1124
- Brav, A., and R. Lehavy. 2003. An empirical analysis of analysts' target prices: short-term informativeness and long-term dynamics. *The Journal of Finance*, 58(5):1933~1968
- Gallimore, P., and A. Gray. 2002. The role of investor sentiment in property investment decisions. *Journal of Property Research*, 19(2):111~120
- Baker, M., and J. Wurgler. 2006. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4): 1645~1680
- Stambaugh R. F., J. F. Yu, and Y. Yuan. 2012. The short of it: investor sentiment and anomalies. *Journal of Financial Economics*, 104(2): 288~302
- Kothari, S. P., and J. L. Zimmerman. 1995. Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2):155~192
- Ahmed, A. S., and C. Takeda. 1995. Stock market valuation of gains and losses on commercial banks' investment securities an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2):207~225

**Analysts Recommendation, Investor Sentiment, and Value Relevance of the Fair Value  
Recognition: Evidence from Financial Assets Available for Sale of Listed Firms in China**

**Abstract:** This paper explores the value relevance of the fair value recognition for financial assets available for sale (FAS, in short) based on the background of accounting standards convergence around the world. Using Feltham and Ohlson model and 174 samples from A share firms in China, we find that the FAS is informative to stock price, while analysts recommendation is positively relevant to the value relevance of the fair value recognition for FAS, investor sentiment is irrelevant to the value relevance of that.

**Keywords:** Fair Value; Value Relevance; Investor Sentiment; Analysts Recommendation