

企业战略差异与会计信息的价值相关性^{*}

叶康涛 张姗姗 张艺馨

(中国人民大学商学院 100872)

【摘要】本文探讨了企业战略差异度对会计信息价值相关性的影响。研究发现,当企业战略越偏离行业常规战略时,所有者权益的价值相关性就越高,而净利润的价值相关性则越低。在控制了企业破产风险、盈余持续性、收入成长性、企业成熟度和股票流动性等公司层面特征的影响之后,本文结论仍然保持不变。这表明,在股票定价过程中,投资者同时关注会计信息和战略信息。而且,投资者对会计信息的理解依赖于战略信息。因此,增加战略信息的披露有助于投资者更好地理解财务报表。本文的研究对于改进公司信息披露制度,以及更好地认识会计信息的价值相关性都具有一定的启发意义。

【关键词】价值相关性 战略差异 所有者权益 净利润

一、引言

战略是指企业为了开发核心竞争力、获取竞争优势所采取的一系列约定和行动 (Hitt et al., 2009)。已有研究表明,战略是影响企业会计信息特征的重要因素:一方面,成功的企业战略能够带来优秀的财务业绩 (Buzzell and Gale, 1987),从而引致较少的盈余管理行为 (Kinney and McDaniel, 1989; Keating and Zimmerman, 1999; Doyle et al., 2007) 和较高的会计信息质量;另一方面,企业战略本身亦能够直接影响会计信息特征。例如, Kothari et al. (2002) 指出,研发投入会增加盈余的波动性,因为研发活动的结果具有高风险和不可预测性。Dichev et al. (2013) 的研究也印证了这一观点——他们通过对 169 位上市公司 CFO 进行调研发现,企业的商业模式或战略是会计盈余特征的首要影响因素。既然企业战略显著影响会计信息特征,一个重要但有待解决的命题便是:企业战略是否以及如何影响会计信息的价值相关性?

自 FASB 在 1978 年发布第 1 号概念公告以来,财务会计几乎一直以决策有用为目标而发展演变。为了向投资者提供与决策更相关的信息,准则制定机构不断强调会计信息的定价作用。价值相关性已经成为衡量会计信息质量的重要指标之一。然而,令人惊奇的是,极少有研究实证考察企业战略如何影响会计信息在股票定价中的作用。现有研究大多侧重于论述战略信息自身是否与企业价值具有相

关性,且结论也不尽一致。例如, Amir and Lev (1996)、Graham et al. (2002)、Riley et al. (2003)、Callen (2010) 分别使用通讯行业、航空业和制药业的样本,证明了在技术导向型行业,战略信息相对于会计信息对企业价值具有增量解释能力。相反, Aghabekyan and Lianna (2010) 以成熟互联网行业企业为样本,却发现战略信息已经被包含在了财务报表中,并没有对股价产生增量解释能力。Behn and Riley (1999) 则以航空业企业为样本,发现战略信息可以用于预测未来会计信息。但是,据我们所知,尚没有研究考察战略如何影响会计信息的价值相关性。

本文通过考察企业的战略差异度如何影响所有者权益和净利润的价值相关性,试图在一定程度上弥补这一研究不足。每个行业在发展过程中都会逐渐形成一套常规战略模式 (Meyer and Rowan, 1977; DiMaggio and Powell, 1983), 战略差异度表示企业战略偏离行业常规战略的程度。管理学文献表明,企业战略差异度显著影响企业会计业绩特征。一方面,与行业常规相符的战略有助于企业避免与现有制度法规的冲突,从而更容易获得存续发展所需的资源,降低经营过程中的不确定性 (Meyer and Rowan, 1977; DiMaggio and Powell, 1983; Tang et al., 2011); 然而另一方面,采用常规战略的企业往往面临着更为激烈的竞争 (Geletkanycz and Hambrick, 1997; Deephouse, 1999),

^{*} 本文得到了国家自然科学基金项目 (71072145、71132004 和 71372162) 的资助。作者感谢六校青年会计论坛参会人员的宝贵意见。本文通讯作者为张姗姗。

从而降低利润率。所以,我们并不能确定战略差异度对财务业绩的影响方向。不过,已有研究表明,战略差异度越大,企业越可能取得极端优秀或极端失败的成果,即战略差异度将提高企业财务业绩的波动性(Finkelstein and Hambrick, 1990; Hiller and Hambrick, 2005; Tang et al., 2011)。既然战略差异度将影响会计业绩的波动幅度,则战略差异度是否以及如何影响会计信息的价值相关性便成为一个值得考察的命题。这不仅有助于我们了解战略在企业估值中的作用,也有利于我们洞察会计信息价值相关性的影响因素。

本文以2001-2012年沪深A股非金融企业的17,745个观测值为样本,检验了战略差异对会计信息价值相关性的影响。研究发现:当企业战略偏离行业常规程度越大时,其所有者权益的价值相关性越强,而净利润的价值相关性越弱。在控制了企业财务困境风险、盈余持续性、收入成长性、企业成熟度和股票流动性等对会计信息价值相关性的影响之后,本文的结论仍然保持不变。

本文的贡献主要在于以下两个方面:首先,本文从新的角度为战略信息对企业估值的影响提供了经验证据。以往的文献大多检验战略信息对股票价格的直接影响,而较少关注战略信息如何影响会计信息的价值相关性。而本文研究表明,在面对不同的企业战略时,投资者对资产负债表和利润表赋予的估值权重是不同的。也就是说,投资者看待和理解会计信息的方式依赖于战略信息。因此,上市公司应披露更全面的战略信息,以帮助投资者理解财务报表。AICPA (1994)、CICA (1995)、ICAEW (2000)和FASB (2001)等准则制定机构也曾建议,为了提升财务报告信息质量,使投资者的决策更具效率,企业应披露价值创造过程中未被会计系统确认的其他信息。本文的结论有力地支持了这些观点。其次,本文从战略角度考察了会计信息的价值相关性。本文分析表明,净资产和净利润在企业股票定价过程中的相对重要程度随着战略差异度的变化而变化。这表明我们在考察会计信息估值有用性的时候,不应忽视企业战略信息的影响。同时,这也表明资产负债观和收入费用观在企业估值中各有长处,视企业战略地位而定。

二、文献综述

自Ball and Brown (1968)将会计信息和资本市场相联系,会计信息的价值相关性就一直是许多实证研究的主题。FASB发布的财务报告概念框架以决策有用观为目标,也是以此为基础的。其后,Ohlson (1995)、Barth et al. (1998)等又进一步探讨了会计信息的定价作用。价值相关性已经成为衡量会计信息质量的重要指标。

近年来,价值相关性的研究已不局限于会计信息。非会计信息的价值相关性研究亦逐渐兴起。Amir and Lev (1996)以通信行业企业为样本,发现非财务信息(市场

占有率和成长性指标)等与股价高度相关。Graham et al. (2002)、Riley et al. (2003)和Callen et al. (2010)分别以互联网行业、航空业和制造业为样本,同样发现非财务信息对于股票收益具有增量解释力。但Aghabekyan and Lianna (2010)以成熟互联网行业企业为样本,发现战略信息已经被包含在了财务报表中,并没有对股价产生增量解释作用。这项研究结论与Jorion (2001)的研究相一致。Jorion同样使用互联网行业企业为样本,指出会计信息和战略信息的价值相关性是随着行业生命周期的变化而变化的。随着行业趋于成熟,战略信息的解释能力逐渐下降,会计信息的解释能力逐渐增强。

另外一些研究则考察了投资者对公司具体战略行为的市场反应。Das et al. (1998)研究发现,当企业发布战略联盟公告时,市场有正向反应。而Cuellar et al. (2011)的研究发现,在战略联盟信息发布后,市场并没有显著正向反应,但股价波动性增强了,而且市场对未来成长不确定性较强、风险较大的企业有负向反应。Cuellar et al. (2006)以欧洲信息通信行业为样本,发现企业公告长期战略决策时,市场有正向反应;新产品发布或升级时,市场有负向反应。还有一些研究表明,研发投入与企业权益市值正相关,尽管这种相关性不如已确认资产的价值相关性可靠(Wyatt, 2008)。例如,Woolridge (1988)的研究发现,当企业公布新的研发投资项目时,市场会有正向的反应。Doukas and Switzer (1992)发现,即使企业的利润有所下降,在公布新的研发项目时,市场仍然有正向的反应。邵红霞和方军雄(2006)研究发现,技术类无形资产在高新技术行业具有价值相关性。王燕妮和张书菊(2011)研究发现,费用化的研发费用与股价和股票收益正相关,而资本化的研发费用与股价负相关,与股票收益正相关。胡元木等(2012)发现,汽车行业的研发费用与企业价值呈显著的正相关关系。也就是说,国内外学者们都逐渐意识到,战略信息也具有价值相关性。

总之,以往的研究多侧重于考察战略信息是否直接影响企业股票价格,至于战略信息如何影响会计信息在股票定价中的作用,现有研究还很缺乏。Wyatt (2008)曾指出:非会计信息并非单独对企业价值产生影响,它们还会通过影响会计信息进而影响企业价值。本文通过探讨战略信息对会计信息价值相关性的影响,在一定程度上弥补了这部分研究的不足。

三、研究假设

已有研究表明,所有者权益和净利润在权益资产定价中起着不同的作用。Barth et al. (1998)指出,在权益定价中,资产负债表提供的是清算价值信息,即在企业无力还款时,债权人将资产变现能够获得的补偿;而利润表提供的则是有关企业未来发展能力的信息,主要用于所有者权益估值。当企业的财务状况恶化、违约风险加大时,资

产负债表提供的清算价值信息会变得更重要,相对来说,利润表提供的估值信息则不再重要。由此可见,会计信息的价值相关性是与企业的风险相关联的。

而企业的风险在很大程度上受到战略差异度的影响。DiMaggio and Powell (1983) 指出,每个行业在发展过程中都会形成一套常规战略模式,这是因为(1) 政府等监管部门的行业规制会强制企业采取某种一致的战略,例如化工行业受法规限制,就必须投资于污染处理设备;(2) 行业内的企业可能面临着某些相似的不确定性,模仿其他企业有助于降低这些不确定性;(3) 行业内专家知识的传播可能会使企业听取一致的战略建议。与此相对应,企业选择追随还是偏离行业常规战略能够从三个方面影响企业的风险。

首先,接近行业常规的战略往往更符合监管法规的要求,这有助于企业适应制度环境,降低法律诉讼风险。同时,这也有助于企业得到政府的支持,获取存续所需的必要资源(Meyer and Rowan, 1977),从而增强企业发展的稳定性,降低风险。

其次,接近行业常规的战略模式往往已经被证实能够有效应对行业风险。企业直接模仿常规战略能够节省另外寻找有效战略的试验费用(Geletkanycz and Hambrick, 1997),从而降低决策风险。这在高科技行业体现得尤为明显(DiMaggio and Powell, 1983)。

最后,较高的战略差异度意味着企业与行业专家的经验 and 意见偏离得较远。企业可能因次优的战略举措而造成效率损失(Geletkanycz and Hambrick, 1997)。这些未经检验的战略通常具有较大的不确定性(Denrell, 2005),从而提升企业的风险。

总之,企业越是采取偏离行业常规的战略,其风险就越大。实证研究也对这种观点给予了支持。例如, Finkelstein and Hambrick (1990)、Hiller and Hambrick (2005)、Tang et al. (2011) 等研究都发现:战略偏离行业平均值越大的企业,其业绩波动性也越大。尽管战略差异度上升会使成功的收益变大,但失败的损失也同样变大了。相反,如果企业的战略较符合行业常规,与竞争对手较为相似,

通常其风险就会更小,业绩也会更中庸一些。

战略通过影响企业经营风险,将从两个角度影响会计信息的价值相关性。

第一,战略极端化带来的风险会使企业净利润的波动性增强,利润持续性减弱。此时,当期的净利润不能很好地预测未来的净利润,也就不能提供有效的反映企业盈利能力和发展能力的信息,从而利润表的会计价值相关性就会减弱。此时,投资者更依赖资产负债表信息来进行估值。

第二,战略极端化带来的风险还会提高企业的融资成本。一方面,战略极端化会带来经营风险,因此投资者会要求更高的必要报酬率来弥补这种不确定性,从而提升企业的融资成本。另一方面,战略极端化还会带来信息风险。企业采取的战略越偏离行业常态,与同行业竞争对手的战略差异越大,投资者就越难以理解该企业的战略——这会造成较为严重的信息不对称。对于极端的战略,投资者无法分辨其优劣,为此投资者会要求更高的回报率作为信息不确定性的补偿。可见,企业战略极端化所导致的经营风险和会计信息风险都会提升企业的融资成本。而 Easton and Zmijewski (1989)、Francis et al. (2004) 等研究均表明,股价对盈余的反应系数与融资成本负相关。因此,随着企业融资成本的上升,会计利润的会计价值相关性也会随之下降,而所有者权益的会计价值相关性则会相对上升(Ohlson, 1995)。

基于以上分析,本文提出如下假设。

H: 企业战略越偏离行业常规,所有者权益的会计价值相关性越强,而净利润的会计价值相关性越弱。

四、研究设计

在会计价值相关性的研究中,有水平模型和变化模型两种研究方法可供选择。Barth et al. (2001) 指出,当研究目的在于探讨企业价值的影响因素时,我们应该采用水平模型;而当研究目的在于探讨会计信息是否及时反映了企业权益市值的变化时,我们应该采用变化模型。本文的目的在于研究企业战略差异对会计信息估值权重的影响,因而水平模型更合适。有关变量定义如表1所示。

表 1

变量定义

| 因变量 | |
|-----|---|
| MVE | 权益市场价值,即当年末股票收盘价乘以发行总股数。 |
| 自变量 | |
| BVE | 当年末的权益账面价值。 |
| NI | 当年的会计净利润。 |
| DS | 战略差异度,计算方法参考自 Tang et al. (2011)。DS 指标越大,表示该企业的战略越极端,与同行业竞争对手的战略差异越大。 |

| 控制变量 | |
|------------|--|
| ZSCORE | 虚拟变量,代表企业的财务健康程度,是企业财务困境风险的反向度量。按照 Altman (1968) Z 得分对样本进行分组,处于上四分位数以上的企业取 1,否则取 0。Zscore 取 1 的企业更不容易破产。 |
| NONPERSIST | 表示企业的盈余在多大程度上不可持续。在 2003 年之后, NONPERSIST = 非经常性损益/税前利润; 在 2003 年以前, NONPERSIST = (税前利润 - 营业利润) / 税前利润 (Chen et al., 2001a)。NONPERSIST 越大,企业的盈余持续性越差。 |
| GROW | 企业成长性,即当年销售收入除以去年销售收入再减 1。 |
| AGE | 企业成熟度,即企业上市时间。以年为单位,以上市天数/360 计算 (Chen et al., 2001b)。 |
| TRADE | 股票流动性,即当年的股票月平均交易额除以年末在外流通股数 (Callen et al., 2010)。 |
| IND | 行业。制造业细分至证监会行业编码字母后一位数字,其他行业不再细分。去除金融行业,共形成 21 个行业虚拟变量。 |
| YEAR | 年份,样本区间为 2001 - 2012 年,共形成 12 个虚拟变量。 |

(一) 主回归模型

为了检验企业战略差异度对会计信息价值相关性的影响,本文采用如下回归模型:

$$MVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 NI_{it} + \beta_3 DS_{it} + \beta_4 BVE^* DS_{it} + \beta_5 NI^* DS_{it} + \sum IND + \sum YEAR + u_{it} \quad (1)$$

其中, i 表示企业, t 表示年份。 MVE_{it} 表示企业 i 在 t 年末的权益市值。 BVE_{it} 表示企业净资产, NI_{it} 表示企业净利润。我们将权益市值、净资产和净利润都除以了 10^9 。 DS_{it} 表示企业的战略差异度, $BVE^* DS_{it}$ 是企业净资产与战略差异度的交互项, $NI^* DS_{it}$ 是企业净利润与战略差异度的交互项。 IND 和 $YEAR$ 分别表示行业和年份,是我们的控制变量。

我们的战略差异度指标 DS 参考了 Geletkanycz and Hambrick (1997)、Tang et al. (2011) 等人的研究,反映了企业战略偏离行业常规的程度。该指标的计算过程如下。

首先,我们计算了企业在六个关键领域的资源分配情况,因为资源分配体现着企业的战略模式 (Lyon et al., 2000)。这六个战略维度分别是广告和宣传投入 (销售费用/营业收入)、研发投入 (无形资产净值/营业收入)、资本密集度 (固定资产/员工人数)、固定资产更新程度 (固定资产净值/固定资产原值)、管理费用投入 (管理费用/营业收入) 和企业财务杠杆 ((短期借款 + 长期借款 + 应付债券) / 权益账面价值)。其中,广告和宣传投入、研发投入、资本密集度和固定资产更新程度代表着企业在营销、创新和生产能力扩张方面的行为。管理费用占比代表着企业的费用结构,财务杠杆则代表着企业的资本运营方式 (Geletkanycz and Hambrick, 1997)。每个变量都从一个侧面反映着企业的战略。整体来看,这六个变量就反映了企业的总体战略。由于我国上市公司较少单独披露广告费用和研发费用,为此我们分别采用销售费用 and 无形资产净值

来近似代替广告费用和研发费用。在稳健性分析中,我们剔除了销售费用 and 无形资产净值这两个指标来计算战略差异度,结果基本不变。

其次,我们将各企业这六个战略维度指标分别减去同行业当年该指标的平均值,再除以该指标的标准差予以标准化,并取绝对值。这样,我们就得到了各企业在每一个战略维度上偏离行业平均水平的程度。

最后,我们对每个公司标准化后的六个战略指标取平均值,得到战略差异度指标 DS_{it} 。该指标越大,说明企业与同年度同行的战略差异越大。

本文的战略差异度指标能够从整体上反映企业在多个维度上的战略。并且,该指标反映的是企业已付诸实施的战略,而不仅仅是管理层的理念和计划 (Geletkanycz and Hambrick, 1997),这也是该指标的优势所在。

为了验证本文提出的假设,我们引入了净资产、净利润与战略信息的交互项。两个交互项的系数是我们研究的关键。如果采取极端战略企业的净资产价值相关性更强,净利润价值相关性更弱,则模型中的 β_4 应显著为正, β_5 应显著为负。

(二) 控制影响会计信息价值相关性的其他公司特征

已有的研究发现,其他公司特征——包括财务状况、盈余持续性、收入成长性、企业成熟度和股票流动性——亦会对会计信息的价值相关性产生影响。

随着企业财务状况的恶化,企业价值会更趋向于清算价值,此时净资产在企业估值的过程中会显得更为重要 (Barth et al., 1998; Collins et al., 1997)。盈余持续性也是影响会计信息价值相关性的重要因素。Kormendi and Lipe (1987)、Easton and Zmijewski (1989) 的研究结论表明,盈余持续性越强的企业,其净利润具有的信息含量就越大。以往文献还发现,成长性不同的企业,其会计信息的价值相关性也有所不同。例如, Collins and Kothari (1989) 的

研究曾指出,成长机会大的企业拥有更高的盈余反应系数,即利润表的价值相关性更强。

企业成熟度同样影响会计信息价值相关性。Cuellar et al. (2011) 指出,上市时间较短的企业,其未来发展的不确定性则较强。此时,投资者仅仅依靠强制披露的信息并不能很好地做出决策,因此及时披露的非会计信息价值相关性较强,会计信息的价值相关性则相对较弱。

另外,只有在活跃有效的市场中,当股票交易很频繁时,股票价格才能较全面地反映企业信息(包括会计信息)。Chen et al. (2001a) 的研究也表明,股票的流动性越高,股价中反映的会计信息就越多。由此可见,股票流动性也能够影响会计信息的价值相关性。

综上所述,财务状况、盈余持续性、收入成长性、企业成熟度和股票流动性都是影响会计信息价值相关性的重要因素。为了证明本文的结论并不是由于遗漏这些变量造成的,我们进一步控制了这些变量与会计信息的交互项,重新检验假设。检验模型如下所示:

$$MVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 NI_{it} + \beta_3 DS_{it} + \beta_4 BVE * DS_{it} + \beta_5 NI * DS_{it} + \beta_6 ZSCORE_{it} + \beta_7 BVE * ZSCORE_{it} + \beta_8 NI * ZSCORE_{it} + \beta_9 NONPERSIST_{it} + \beta_{10} BVE * NONPERSIST_{it} + \beta_{11} NI * NONPERSIST_{it} + \beta_{12} GROW_{it} + \beta_{13} BVE * GROW_{it} + \beta_{14} NI * GROW_{it} + \beta_{15} AGE_{it} + \beta_{16} BVE * AGE_{it} + \beta_{17} NI * AGE_{it} + \beta_{18} TRADE_{it} + \beta_{19} BVE * TRADE_{it} + \beta_{20} NI * TRADE_{it} + \sum IND + \sum YEAR + u_{it} \quad (2)$$

其中, $ZSCORE_{it}$ 是虚拟变量,代表企业的财务状况,是破产风险的反向度量。按照Altman(1968)Z得分对样本进行分组,若企业处于上四分位数以上,则 $ZSCORE_{it}$ 取1,否则取0。 $ZSCORE_{it}$ 取1的企业更不容易破产。根据前述分析,财务状况较差的企业,其净资产的价值相关性较强;财务状况健康的企业,其净利润的价值相关性较强。因此,我们预测 $\beta_7 < 0$, $\beta_8 > 0$ 。 $NONPERSIST_{it}$ 用来衡量企业的盈余在多大程度上不可持续。参照Chen et al. (2001a),在上市公司公开披露非经常性损益的年份(即2003年之后), $NONPERSIST_{it}$ = 非经常性损益/税前利润;在2003年以前, $NONPERSIST_{it}$ = (税前利润 - 营业利润)/税前利润。 $NONPERSIST_{it}$ 越大,企业的盈余持续性越差。根据前述分析,盈余持续性较强的企业,其净利润的价值相关性较强。因此我们预测 $\beta_{11} < 0$ 。 $GROW_{it}$ 代表企

业的成长能力,以营业收入增长率计算。根据前述分析,成长性较强的企业,其净利润的价值相关性较强,净资产的价值相关性较弱。因此,我们预测 $\beta_{13} < 0$, $\beta_{14} > 0$ 。 AGE_{it} 代表企业的成熟度。参照Chen et al. (2001b),我们以企业上市天数除以360计算该变量。根据前述分析,成熟企业的净利润价值相关性较强,净资产的价值相关性则无法预测。因此,我们仅预测 $\beta_{17} > 0$ 。 $TRADE_{it}$ 是指企业股票的流动性。参照Callen et al. (2010),我们以当年月平均股票交易金额除以年末对外流通股数计算股票流动性。根据前述分析,股票流动性越强的企业,其会计信息的价值相关性越强。因此,我们预测 $\beta_{19} > 0$, $\beta_{20} > 0$ 。其他变量已在主回归模型中进行了定义。

五、样本和数据

(一) 样本筛选

本文以2001-2012年2,665家沪深上市公司的共22,419个观测值为初始总样本。我们选取2001年为样本区间的起始年份,是因为2000年末财政部颁布了统一的企业会计制度。我们剔除B股企业、金融行业企业和缺失值,最终得到2,418家企业共17,745个有效样本点。本文的财务数据取自CSMAR经济金融研究数据库,用于计算战略差异度的固定资产原值数据取自RESSET金融研究数据库。

(二) 描述性统计

表2的第一部分报告了模型中变量的描述性统计结果。从表中可以看出,资本市场上企业平均市值为52亿元,且标准差较大。企业账面净资产的平均值为21亿元,净利润约为2亿元。战略差异度指标的平均值为0.59,标准差为0.33,显示行业内各企业的战略差异度较大。关于控制变量,我们注意到盈余持续性的中位数为0.049,这说明超过半数的企业都依靠非经常性损益带来了正的利润。企业销售收入增长率平均为23.5%,平均上市年限为8年。

表2的第二部分报告了变量之间的相关系数。表中的左下角为Pearson相关系数,右上角为Spearman相关系数。从表中可以看出,账面净资产和净利润都与权益市值正相关,且相关系数达到0.7-0.8左右。在不控制其他变量的情况下,战略差异度与权益市值负相关,但其相关性很弱。我们还可以看出,采用极端战略的企业通常具有较少的净资产,较低的利润,较大的破产风险,较弱的盈余持续性,较低的增长率,较长的上市时间,以及较低的股票交易量。

表2

样本描述性统计

| Panel A: 描述性统计 | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 变量 | 观测数 | 平均值 | 标准差 | 最小值 | 中位数 | 最大值 |
| MVE | 17745 | 5.210 | 8.808 | 0.412 | 2.515 | 61.499 |
| BVE | 17745 | 2.047 | 3.930 | -0.207 | 0.925 | 28.460 |
| NI | 17745 | 0.191 | 0.537 | -0.542 | 0.056 | 3.907 |

续表

| Panel A: 描述性统计 | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 变量 | 观测数 | 平均值 | 标准差 | 最小值 | 中位数 | 最大值 |
| DS | 17745 | 0.585 | 0.334 | 0.163 | 0.500 | 2.083 |
| ZSCORE | 17745 | 0.250 | 0.433 | 0 | 0 | 1 |
| NONPERSIST | 17734 | 0.347 | 1.239 | -1.228 | 0.049 | 9.345 |
| GROW | 16535 | 0.235 | 0.613 | -0.708 | 0.142 | 4.464 |
| AGE | 17745 | 7.855 | 5.030 | 0.133 | 7.597 | 19.103 |
| TRADE | 17745 | 5.307 | 6.347 | 0.217 | 3.013 | 35.970 |

| Panel B: Pearson 和 Spearman 相关系数 | | | | | | | | | |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | MVE | BVE | NI | DS | ZSCORE | NONPERSIST | GROW | AGE | TRADE |
| MVE | | 0.758 *** | 0.699 *** | -0.041 *** | 0.212 *** | -0.048 *** | 0.177 *** | 0.133 *** | 0.268 *** |
| BVE | 0.829 *** | | 0.716 *** | -0.143 *** | 0.154 *** | -0.059 *** | 0.127 *** | 0.106 *** | -0.015 ** |
| NI | 0.833 *** | 0.839 *** | | -0.142 *** | 0.339 *** | -0.047 *** | 0.319 *** | 0.020 *** | 0.140 *** |
| DS | -0.011 | -0.024 *** | -0.039 *** | | -0.048 *** | 0.018 ** | -0.078 *** | 0.085 *** | -0.062 *** |
| ZSCORE | 0.126 *** | 0.041 *** | 0.156 *** | -0.094 *** | | -0.084 *** | 0.157 *** | -0.101 *** | 0.187 *** |
| NONPERSIST | -0.070 *** | -0.058 *** | -0.065 *** | 0.114 *** | -0.107 *** | | -0.088 *** | 0.155 *** | 0.043 *** |
| GROW | 0.069 *** | 0.026 *** | 0.098 *** | -0.029 *** | 0.075 *** | -0.043 *** | | -0.115 *** | 0.114 *** |
| AGE | 0.059 *** | 0.089 *** | 0.053 *** | 0.133 *** | -0.153 *** | 0.144 *** | -0.003 | | -0.121 *** |
| TRADE | 0.076 *** | -0.090 *** | -0.015 * | -0.068 *** | 0.244 *** | -0.076 *** | 0.057 *** | -0.285 *** | |

注: (1) 所有变量都已进行了1%和99%分位数上的缩尾处理;

(2) *, **, *** 分别代表在10%、5%和1%水平上显著。

六、实证结果

表3报告了两个模型的回归结果。我们发现,BVE和NI都与企业价值显著正相关,与以往研究一致。另外,我们还发现战略差异度高的公司,其市场价值也更高,但这一结果在控制公司其他特征之后不再显著。最重要的是,BVE*DS的系数显著为正,NI*DS的系数显著为负,这与预测完全一致。这说明战略较为极端的企业,其所有者权益的价值相关性更强,而净利润的价值相关性更弱。战略极端的企业具有更高的经营风险,具有较差的盈余持续性和较高的融资成本,因此净利润的价值相关性较弱,而

所有者权益的价值相关性相对较强。这一结论表明,在股票定价中,投资者同时关注会计信息和战略信息。而且,投资者对会计信息的理解受到企业战略信息的影响。

在控制变量方面,我们的结论基本与预期相符。财务健康度较高的企业,所有者权益的价值相关性较弱,净利润的价值相关性较强。成长性越强的企业,其所有者权益的价值相关性越弱,净利润的价值相关性越强。上市时间越长的企业,其所有者权益的价值相关性越弱,净利润的价值相关性越强。更重要的是,在控制了这些变量之后,本文的主要结论依然成立。

表3 战略差异度与会计信息的价值相关性

| 因变量: MVE | 预测系数 | Model 1 | | Model 2 | |
|----------|------|---------|-----------|---------|-----------|
| | | 系数 | t-stat | 系数 | t-stat |
| CONSTANT | | 0.619 | 1.16 | 1.330 | 3.85 *** |
| BVE | | 0.963 | 28.49 *** | 1.362 | 33.72 *** |
| NI | | 7.708 | 32.63 *** | 3.703 | 12.51 *** |

续表

| 因变量: <i>MVE</i> | 预测系数 | Model 1 | | Model 2 | |
|------------------------|------|---------|-----------|---------|------------|
| | | 系数 | t - stat | 系数 | t - stat |
| <i>DS</i> | | 0.251 | 2.38 ** | 0.038 | 0.38 |
| <i>BVE* DS</i> | + | 0.123 | 2.36 ** | 0.305 | 6.24 *** |
| <i>NI* DS</i> | - | -1.197 | -3.38 *** | -1.246 | -3.77 *** |
| <i>ZSCORE</i> | | | | 0.621 | 7.29 *** |
| <i>BVE* ZSCORE</i> | - | | | -0.515 | -13.91 *** |
| <i>NI* ZSCORE</i> | + | | | 3.998 | 16.69 *** |
| <i>NONPERSIST</i> | | | | -0.035 | -1.43 |
| <i>BVE* NONPERSIST</i> | ? | | | -0.039 | -3.84 *** |
| <i>NI* NONPERSIST</i> | - | | | -0.152 | -1.23 |
| <i>GROW</i> | | | | 0.035 | 0.65 |
| <i>BVE* GROW</i> | - | | | -0.078 | -3.29 *** |
| <i>NI* GROW</i> | + | | | 0.570 | 3.88 *** |
| <i>AGE</i> | | | | 0.059 | 7.26 *** |
| <i>BVE* AGE</i> | ? | | | -0.045 | -16.75 *** |
| <i>NI* AGE</i> | + | | | 0.089 | 4.48 *** |
| <i>TRADE</i> | | | | -0.058 | -7.25 *** |
| <i>BVE* TRADE</i> | + | | | 0.107 | 26.81 *** |
| <i>NI* TRADE</i> | + | | | 0.036 | 1.81 * |
| <i>IND</i> | | 控制 | | 控制 | |
| <i>YEAR</i> | | 控制 | | 控制 | |
| Num of Obs | | 17745 | | 16527 | |
| Adj. R Square | | 0.7902 | | 0.8285 | |

注: *, **, *** 分别代表在 10%, 5%, 1% 水平上显著。

七、稳健性检验

(一) 固定效应回归

为了避免本文结论源于遗漏的公司个体变量的影响,我们采用固定效应回归方法验证本文的结论是否稳健。未报告的结果表明,在控制了公司个体差异之后,回归结果不变。所有者权益与战略差异度的交互项系数仍显著为正,净利润与战略差异度的交互项系数仍显著为负。控制变量的结果也基本与主回归中一致。

(二) 变换战略信息指标

在构建六维度战略差异度指标时,本文曾采用销售费用作为广告宣传投入的替代变量,使用无形资产净值作为研发投入的替代变量。然而,这种替代未必合理。为此,本文仿照 Tang et al. (2011),剔除了这两个维度,以其余四个战略维度(资本密集度、固定资产更新程度、经营费

用率和财务杠杆)为基础构建四维度战略差异度指标,重新验证假设。四维度战略差异度指标与六维度战略差异度指标是高度相关的,Pearson 相关系数为 0.8699,这保证了稳健型检验的合理性。未报告的结果表明,在采用新的战略差异度指标之后,回归结果基本不变。

(三) 变换权益市值指标

仿照 Banker et al. (2009)、Jones and Smith (2011)、Yu (2013) 等研究,考虑到企业年度财务报告从资产负债表日到正式发布所需的时间,我们将企业权益市值指标变更为次年四月末的权益市值,重新检验假设。未报告的结果显示,本文主要回归结果不变。

(四) 变换盈余持续性指标

一些学者将盈余持续性定义为盈余的序列相关性。本文仿照 Francis et al. (2004)、Ancil and Chamberlain (2005)

等研究,以年度盈余一阶自回归 (AR1) 的系数作为盈余持续性的替代变量,重新检验假设。AR1 的估计方程如下所示:

$$ROA_{jt} = \alpha_{0j} + \alpha_{1j} ROA_{jt-1} + v_{jt}$$

对于每个企业-年度观测值,我们以该企业过去五年的 ROA 为基础做一阶自回归,系数 α_{1j} 即表示企业在该年的盈余持续性。 α_{1j} 越大,表示盈余持续性越强。接下来,我们设虚拟变量 *PERSIST*: 当 α_{1j} 大于上四分位数时, *PERSIST* 取 1, 否则取 0。 *PERSIST* 即为我们最终的盈余持续性指标。未报告的结果显示,以一阶自回归系数为盈余持续性指标时,主要回归结果基本不变。

(五) 控制企业规模

Chen et al. (2001a) 认为,大企业会比小企业向外传递更多的非会计信息,因此大企业的会计信息价值相关性较弱。可见,企业规模也是影响会计信息质量的因素。出于稳健性的考虑,我们进一步控制了企业规模与会计信息的交互项之后重新验证假设。未报告的结果显示,在控制企业规模之后,主要回归结果不变。

八、结论与讨论

本文探讨了企业战略对会计信息价值相关性的影响。研究显示,企业的战略差异度越大,所有者权益的价值相关性越强,而净利润的价值相关性越弱。在控制了企业破产风险、盈余持续性、收入成长性、企业成熟度和股票流动性等公司层面特征的影响之后,此结论仍然保持不变。这表明,在股票定价过程中,投资者同时关注会计信息和战略信息。在面对不同的战略信息时,投资者对资产负债表和利润表赋予的估值权重是不同的。也就是说,投资者看待和理解会计信息的方式依赖于战略信息。

本文的结论对于财务报告目标的设定,进而对于概念框架的构建和准则的修订具有重要意义。首先,投资者对战略信息的关注表明,会计信息和非会计信息对于企业估值都发挥了重要作用。从满足投资者信息需求的角度来看,我们应该进一步强化对各类非会计信息的披露要求。其次,战略信息有助于投资者更好解读财务报表。因此,如果财务报告以决策有用为目标导向,那么我们应该鼓励上市公司披露更全面的战略信息。AICPA (1994)、CICA (1995)、ICAEW (2000) 和 FASB (2001) 等权威准则制定机构也曾出具过关于披露未确认价值创造因素的报告建议。本文的结论有力地支持了这些建议。

主要参考文献

陈信元,陈冬华,朱红军. 2002. 净资产,剩余收益与市场定价: 会计信息的价值相关性. 金融研究, 4: 59 ~ 70

陆宇建,蒋玥. 2012. 制度变革、盈余持续性与市场

定价行为研究. 会计研究, 1: 58 ~ 67

Amir, E., and B. Lev. 1996. Value - relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1): 3 ~ 30

Barth, M., W. Beaver, and W. 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

Behn, B., and R. Riley. 1999. Using Nonfinancial Information to Predict Financial Performance: The Case of the US Airline Industry. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 14 (1): 29 ~ 56

Chen, C., S. Chen, and X. Su. 2001a. Is Accounting Information Value - relevant in the Emerging Chinese Stock Market?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10 (1): 1 ~ 22

Collins, D., E. Maydew, and I. Weiss. 1997. Changes in the Value - relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 39 ~ 67

Das, S., P. Sen, and S. Sengupta. 1998. Impacts of Strategic Alliances on Firm Valuation. *Academy of Management Journal*, 41 (1): 27 ~ 41

Deephouse, D. 1999. To be Different, or to be the Same? It's a Question (and Theory) of Strategic Balance. *Strategic Management Journal*, 20 (2): 147 ~ 166

Graham, C., M. Cannice, and T. Sayre. 2002. The Value - relevance of Financial and Non - financial Information for Internet Companies. *Thunderbird International Business Review*, 44 (1): 47 ~ 70

Jones, D., and K. Smith. 2011. Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items. *The Accounting Review*, 86 (6): 2047 ~ 2073

Ohlson, J. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 661 ~ 687

Riley, R., T. Pearson, and G. Trompeter. 2003. The Value Relevance of Non - financial Performance Variables and Accounting Information: The Case of the Airline Industry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (3): 231 ~ 254

Tang, J., M. Crossan, and W. Rowe. 2011. Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board. *Journal of Management Studies*, 48 (7): 1479 ~ 1503

Abstracts of Main Papers

Research on the Evolution and Docking of Chinese Primitive Measurement – Record Era and Xia Dynasty Accounting

Guo Daoyang

The goal of this paper is carried out as part of the framework of the “Research into the Origin of Chinese Civilization” project, which started from the study of the origin and evolution of prehistoric Chinese accounting rules, methods and culture, to textual research on the inheritable docking of prehistoric Chinese accounting and Xia Dynasty accounting which has stepped into the civilized society. Based on the archaeological achievements of Yangshao Culture, Longshan Culture, Qijia Culture and Erlitou Culture, this paper takes the stage – by – stage evolution of accounting measurement – record rules and methods as the main line, and eventually boils the evolution and heritage down to the docking with Xia Culture. Because of the scientific research path selection and strong support of archaeological evidences, this paper is argued that its research results can be used as the historical evidences of the “Research into the Origin of Chinese Civilization” in the area of accounting.

The Balance Sheet: From Accounting Elements to Business Strategies

Zhang Xinmin

Based on the Balance Sheet’s basic equation and internal relationships among elements, this paper develops a new framework of strategic structure oriented Balance Sheet, strategic relationship oriented Balance Sheet and strategic direction oriented Balance Sheet from accounting elements of the Balance Sheet. This paper provides a new perspective to the analysis of the Balance Sheet and enhances the usefulness of the Balance Sheet to business managers, shareholders and debt holders.

Accounting Competency Deconstruction and Professional Accountancy Training ——Analysis based on International Education Standard

Liu Yue et al.

Based on the logic of interaction between economy and accounting, this study analyzes the accountant professional challenges from the perspective of Internationalization trend in the global economy. This study introduces the framework of the International Federation of Accountant International Accounting Education Standard in professional accountant knowledge, skill, ethic and other competencies and proposes the strategy for Chinese accountants to enhance International competitiveness.

The Evolution of Expected Loss Model on Financial Instruments Impairment and the Development of Accounting Standards

——Comments on IASB Exposure Draft Financial Instruments: Expected Credit Losses

Wang Jingjing & Liu Guangzhong

Exposure Draft Financial Instruments: Expected Credit Losses was published by the International Accounting Standards Board (IASB) for comments on March 2013. This paper introduces the three stage impairment model and further comments on it. By going through the evolution of expected loss model, this paper takes a holistic look at standards setting history of financial instruments in particular and the whole accounting standards in general to deliver an in – depth analysis of some related theoretical issues. As this paper pays close attention to IASB’s standards reconstruction efforts since global financial crisis in 2008, the trend of international accounting standards reorientation and convergence is revealed in it. Since formidable challenges lay ahead with the introduction of expected loss model to China, some suggestions are included in this paper on how to modify financial reporting conceptual framework, resolve conflicts between accounting and financial governance, and tackle practical difficulties.

Strategic Deviance and the Value Relevance of Financial Information

Ye Kangtao et al.

This study examines the impacts of firms’ deviant strategy on the value relevance of financial information. We find that for firms with extreme strategies, stock prices are more likely to be associated with book value of equity and less likely with net income. Our findings are robust after controlling other firm characteristics that may affect the value relevance of financial information. Our study suggests that both financial information and strategy information play important roles in stock pricing, and investors use strategy information to interpret financial information. Our study has important implications for both firms’ information disclosure and the value relevance of financial information.