

商业银行信用风险的市场约束具有功能锁定效应吗*？

——基于中国转轨市场的经验证据

文 肖虹 厦门大学管理学院

吴佳 普华永道中天会计师事务所深圳分所



肖虹

厦门大学管理学院会计系博士生导师,教授,会计学博士,应用经济学博士后,中国会计学会会计基本理论专业委员会委员,厦门大学会计发展研究中心研究员。曾先后主持国家自然科学基金项目、国家软科学基金项目、教育部人文社会科学面上项目、教育部人文社会科学重点基地重大项目、福建省社会科学研究规划项目等课题。在国家级学术刊物以及重要国际学术会议上发表学术论文多篇。主要研究领域:金融企业会计与风险管理,国际会计,公司财务。

摘要 本文基于中国转轨市场环境,以2007年至2015年为研究期间,以沪深两地上市商业银行为研究对象,考察中国商业银行信用风险的市场约束是否具有“功能锁定效应”。本文研究结论显示,投资者能够识别商业银行财务报告的信用风险信息并在定价中反映出来,商业银行信用风险信息并不存在投资者定价的“功能锁定效应”,强化市场约束机制将明显有利于有效管控商业银行信用风险。同时,2009年之后会计准则规定可供出售金融资产公允价值变动相关信息不再进入权益表而转为在利润表中归类列报,有助于投资者更好地对风险信息予以识别。

关键词 商业银行 信用风险识别 市场约束 功能锁定效应

一、引言

随着经济增长放缓、实体经济低迷以及金融市场化改革推进,以信贷风险、债券投资风险为代表

的商业银行信用风险急剧累积。如何基于中国转轨市场化环境,有效管控商业银行信用风险,成为当前中国商业银行风险监管实践所迫切需要解决的问题。与此同时,突出银行监管再造中的市场约束功能,

* 本文为肖虹教授所主持的教育部社科基地重大项目课题组(课题号15JJD630012)阶段性成果。

对风险信息披露提出更全面监管要求, 以此促使银行稳健高效经营, 已成为后危机时代全球金融监管改革的大趋势。其中, 在反思本轮金融危机教训基础上, 巴塞尔委员会 2013 年发布《巴塞尔协议 III》, 强调依靠市场参与者力量加强商业银行风险监管, 要求改进国际会计准则以完善信息披露规范制度。为实现与《巴塞尔协议 III》的趋同, 中国银监会也陆续相应出台、完善了一系列相应规范, 并表态将稳步推动新监管标准的实施工作, 进一步强化市场约束。

所谓有效的市场约束, 指通过市场力量让商业银行的资金成本和资金可用性发生变化, 从而引发商业银行做出相应的反馈和调整 (Hamalainen, P.K., 2006)。例如, Morgan 和 Stiroh (2000) 认为, 如果市场约束有效, 则利益相关者能够识别出商业银行信息披露中的风险, 并做出成本反应 (如股票、债券买卖, 存取存款等), 通过增加融资成本或是限制银行融资方式, 迫使商业银行管理层调整风险水平。这种约束的有效性得到一些现存文献的支持 (如 DeYoung 等人, 1998; Bliss and Flannery, 2000; Hovakimian 和 Kane, 2000; Gunther, Levonian 和 Moore, 2001; Brewer, Genay, Hunter, Kaufman, 1999; Cannata 和 Qualiariello, 2005; Flannery 和 Thakor, 2006; Robert M. Bushman 和 Christopher D. Williams, 2012)。然而, 随着各种市场异象的不断发现、证实, 如市场规模异象 (Banz, 1981)、市值/账面价值比异象 (Basu, 1983)、反转策略异象 (DeBondt 等, 1987)、惯性策略异象 (Jegadeesh 等, 1993)、盈余漂移异象 (Bernard, 1989)、应计盈余异象 (Sloan 等, 1996)、稳健会计政策异象 (Penman 等, 2002) 等, 对市场约束中风险信息识别 (Bliss 和 Flannery, 2000) 特点形成了挑战。其中, 基于行为金融学视角的“功能锁定假说” (Functional Fixation Hypothesis) 理论认为, 投资者具有易于“锁定”

特定信息的功能性障碍心理特点, 有可能对风险水平不同的商业银行给出相同的定价, 由此将显著降低其市场约束机制有效性。总体而言, 目前相关研究尚未取得一致看法, 研究结论主要针对发达国家市场, 来自中国转轨市场环境的研究证据还十分欠缺。

所谓“功能锁定现象”是指投资者在决策过程中往往锁定于某种特定的指标或表面信息, 不能看穿公司的财务报表, 不能充分理解和利用有关信息来评估证券价值从而做出正确的决策, 对公司市场价值做出了不充分和有偏差的估计。考察中国商业银行信用风险的市场约束是否具有“功能锁定效应”, 客观评价商业银行风险监管的市场约束有效性, 稳步推进商业银行市场化改革并充分发挥市场在金融资源配置中的决定性, 无疑具有重要的现实意义。为此, 本文以沪深两市商业银行为研究对象, 选取 2007 年至 2015 年的 9 年数据为样本, 通过检验商业银行信用风险与股票市场的投资者定价之间的关系, 验证信用风险市场约束中投资者的信息识别特点以及是否存在“功能锁定效应”现象。

在此, 所谓商业银行信用风险, 指商业银行的债务人或交易对手未能或不愿履行其义务或承诺而造成损失的风险。由于可能引起信用风险的经营活

动渗透到商业银行日常经营的方方面面, 成为商业银行所面临的复杂和主要的风险种类, 从中国上市商业银行年报分析中可见, 其中又以发放贷款及垫资带来的信贷风险和证券投资中的债券投资风险最为引人注目。由于商业银行的证券投资主要为债券投资, 分散在“交易性金融资产”、“可供出售金融资产”及“持有至到期投资”三个科目 (其中可供出售金融资产中的债券最多)。该三个科目对商业银行财务报表的影响各不相同: 被分类到交易性金融资产中的债券以公允价值计量, 每期的变动在科目“公允价值变动损益”呈现, 反映在利润表上; 被分类到可供出售金融资产的债券以公允价值计量, 但是根据 2009 年前中国会计准则规范, 其未实现损益并不直接计入“公允价值变动损益”, 而是计



入“资本公积——其他资本公积”列报在权益表中，2009年后该变动金额作为“其他综合收益”的一部分列示在利润表中；被分类到持有至到期投资下的债券则以摊余成本计量，只有在发生减值之后，才计入利润表中的“资产减值损失”科目。由于债券投资风险信息被分散到了报表的不同角落，投资者不能单纯从利润表中对债券投资风险的整体信息做出准确判断，必须结合权益表中可供出售金融资产未实现损益的金额一起才能就商业银行的债券投资风险作出充分的识别。投资者有可能因为对不同报表的关注度不相同以及倾向于更关注利润表、忽视所有者权益变动表而在风险信息识别上存在“功能锁定”现象。

据此，本文首先将商业银行财务报告披露的信用风险分为信贷风险与债券投资风险，考察投资者定价是否因锁定于收益数据而无法识别这两类信用风险信息；其次，将商业银行财务报告披露的债券

投资风险进一步分为持有至到期投资风险、可供出售金融资产投资风险、交易性金融资产投资风险，考察投资者能否进一步识别这三类债券投资风险信息；第三，分别以2007年-2008年期间的研究子样本与2009年-2015年期间的研究子样本，对会计准则规范演进（即从“计入权益表”转为“计入损益表”）下投资者对可供出售金融资产公允价值未实现损益的风险定价识别状况进行检验，据以考察是否存在“表间功能锁定现象”¹。对于2009年-2015年期间的研究子样本“计入利润表的可供出售金融资产公允价值未实现损益”项目，进一步分拆为本期发生额、期初累计额两部分，考察将相关风险归类进入利润表中列报后，投资者在定价投资决策中是否同时将当期公允价值变动额与当期计入资产减值损失金额相对比、同时对期初累计额与本期发生额进行对比，即归类于利润表中列报是否有助于投资者更全面地进行风险识别。

本文研究结果发现，投资者能够识别商业银行的信用风险，不存在特定信息的“功能锁定现象”或“表间功能锁定现象”。同时，2009年发布的《企业会计准则解释3号》对投资者识别风险信息有起到增量的解释作用。与现存文献相比，本文研究贡献在于：现存文献大多以公司整体风险为对象且主要从盈余角度检验特定盈余会计信息是否被投资者所识别，本文则聚焦商业银行信用风险并基于“功能锁定效应”角度，考察中国转轨市场环境下商业银行信用风险的市场约束有效性，因而丰富了相关文献研究，深化了对会计信息定价效用的认知，为提高商业银行信用风险监管提供了可供参考的政策建议。

1. 所谓表间功能锁定现象，指投资者在进行上市公司股票定价分析时，对不同报表的关注度并不相同，并且倾向于更关注利润表而忽略所有者权益变动表。早在1997年，Brown就已经证明，所有者权益变动表对报表使用者的重要性非常低，因为投资者更关注的是企业的业绩，而所有者权益变动表中的数据与经营表现并不直接相关。后续的研究也证明，报表使用者普遍对财务报表含有“功能锁定”的习惯（Hang, 1990），即在评估企业绩效时，通常以利润表中的数据为基础，而忽略所有者权益表中的信息。本文认为，如果我国上市银行的投资者定价中存在这种“表间功能锁定现象”，则投资者对所有权益表中的可供出售金融资产变动的识别力会比较低。

二、文献回顾与假说发展

关于商业银行市场约束有效性, 现存文献研究所涉及的市场类型主要有存款市场、次级债市场、股票市场等 (Baer and Brewer, 1986; Hannah and Hanweck, 1988; Asli Demircug Kunt 和 Harry Huizinga, 2004; Marc J.K and Nancy Flannery and Nikolova, 2004)。例如, Baer and Brewer(1986)、Hannah and Hanweck(1988)、Park(1995) 等研究发现, 定期大额存单的利率会跟着银行风险的增加而大量上涨, 说明存款人会根据银行风险的增加调节自身所要求的收益率水平。毫无疑问, 风险信息识别是市场约束有效的关键。

对于投资者的风险信息识别, 当前会计信息市场定价领域中的“功能锁定假说”与“有效市场假说”相竞争, 备受关注。“功能锁定”(Functional Fixation) 概念, 最早产生于 20 世纪 40 年代心理学研究领域, 主要描述主体在认识和利用客体中所存在的某种功能性障碍 (Duncker, 1945)。将功能锁定概念从心理学领域拓展到资本市场领域的研究, 始于 Ijiri 等 (1966) 和 Jensen (1966)。此后, 会计信息市场定价领域中逐步形成“功能锁定假说”。该假说认为, 投资者在进行投资决策时, 容易忽略或者无法辨别不同会计信息的差异, 倾向于仅仅“锁定”于一些特定信息, 这种功能性障碍将导致其决策中的误定价。对于“功能锁定假说”的检验, 早期多以实验室试验为基础, 如 Jensen(1966)、Ashton(1976)、Keller(1979) 试验均证明存在“功能锁定”现象, 由于这类研究结论对试验中投资者特点、会计程序与会计数据的操纵等因素非常敏感, 因而研究证据也并不总是完全支持该假说 (Gonedes and Dopuch, 1974; Tinic 1990)。将“功能锁定”假说与股票回报关系进行直接研究, 始于 Harris & Ohlson, (1990)。在观察投资者对石油天然气公司盈利能力的关注点是否只锁定于账面价值时, 该研究发现投资者并没有完全利用价



值相关的会计信息。首先提出“拓展的功能锁定假说”的 Hand (1990) 则认为, 市场不能完全被认定为是有效的或者是功能锁定的。对一只股票而言, 如果其边际投资者主要是具有不专业及信息劣势特点的幼稚投资者, 其定价中可能存在“功能锁定效应”; 若持有者为具有财务指标分析专业性的机构投资者或成熟的投资者, 则其定价中不存在“功能锁定效应”。对此“拓展的功能锁定假说”, Ball 和 Kothari (1991) 进行了批判, 而 Hand (1991) 则运用了各种不同方法更稳健地予以证明。显然, “拓展的功能锁定”现象是否存在, 有待针对不同市场环境予以进一步检验。

在国内相关文献研究中, 赵宇龙 (1998) 较早提出“功能锁定”定义。此后, 赵宇龙、王志台 (1999)、陆静等 (2002)、方青军 (2005)、彭韶兵等 (2007)、周春梅 (2010)、林俊波、薛强军 (2003)、曾庆梅 (2008)、刘斌等 (2010)、修宗峰 (2010)、王国俊等 (2010)、孙嵩等 (2011)、刘慧娟 (2012)、赵岩等 (2012) 等, 从多个角度对“功能锁定”现象进行了研究, 主要集中于投资者对会计报表盈余信息的识别, 包括对可持续性盈余、非可持续性盈余信息的识别、表间盈余信息的识别 (即“表间功能锁定”现象, 如偏向于对利润表的解读, 忽视了资产负债表的分析), 多数研究结论支持投资者定价存在会计信息的“功能锁定”现象。但另一些研究的证据则没有完全支持功能锁定假说, 发现存在有效性的年度差异现象 (方青军, 2005), 显示

受到股权分置改革（徐潮进，2012）、信息透明度（林俊波、薛强军，2003）等因素的影响。在商业银行方面，发现存款人对商业银行的市场约束力很微弱（张正平、何广文，2005；杨谊等，2009；黄蕙，2010；巴曙松等，2010；翟光宇和邓戈威，2011），隐形存款保险制度虽然会对市场约束造成影响，但该影响仅在国有银行有效（谭卫东，2008）。

基于上述现存文献研究结论以及务实中近几年商业银行不良贷款不断增高、一些债券品种信用风险暴露对投资者关注度的影响，本文预测商业银行财务报告中的信用风险信息披露有可能引起投资者的理性关注，进而使其信用风险信息识别不存在“功能锁定效应”，即投资者估价能够对利润表中的风险信息做出充分反映。据此，本文提出假设：

假设 1：投资者在对收益信息定价的同时，能够同时识别商业银行的信贷风险信息、债券投资风险信息，商业银行所披露的信贷风险、债券投资风险与投资者定价显著负相关。

债券投资作为商业银行重要的证券投资品种，在财务报告上主要分散在“交易性金融资产”、“可供出售金融资产”及“持有至到期投资”会计科目中。其中，“交易性金融资产”中的债券以公允价值计量，其变动在“公允价值变动损益”科目呈现并反映在利润表上；“持有至到期投资”下的债券以摊余成本计量，在发生了减值之后计入利润表中的“资产减值损失”科目；“可供出售金融资产”中的债券以公允价值计量，按照会计准则规定，其公允价值变动损益在 2009 年前计入“资本公积——其他资本公积”并列报在所有者权益表中，2009 年后则作为“其他综合收益”的一部分列入利润表（2007 年《企业会计准则》规定，可供出售金融资产的公允价值变动损益只需在所有者权益中呈报，不需要在利润表中汇总。2009 年《企业会计准则解释第 3 号》规定，可供出售金融资产的公允价值变动作为其他综合收益的一部分整合至利润表中）。

在债券投资风险信息被分散到报表不同角落情况下，投资者无法单纯利用利润表对债券投资风险整体信息做准确判断。因此，如果存在“表间功能锁定”现象（即投资者倾向关注利润表而忽视所有者权益变动表），投资者就有可能无法充分识别可供出售金融资产的未实现损益信息，对所有权益表中的可供出售金额资产变动的识别力会较低。反之，如果不存在“表间功能锁定”现象，则能识别债券投资具体风险信息。据此，在将债券投资风险进行拆分为“持有至到期投资减值风险”、“可供出售金融资产减值风险”、“交易性金融资产公允价值变动风险”后，本文提出以下假设：

假设 2：投资者在利用损益表对收益信息定价的同时，能够利用权益表识别债券投资组成项目的风险信息。

2009 年《企业会计准则解释第 3 号》规定发布后，由于在债券投资风险信息整合至利润表，投资者在估值决策过程中不需对利润表外的业绩信息付出过多数据整合成本，就可获得当年可供出售金融资产公允价值变动数据。为验证可供出售金融资产的公允价值变动风险列报的这种会计准则规范变化，能否帮助投资者更好地识别风险的完整信息，将每股可供出售金融资产的未实现损益金额继续做拆分，拆分为期初未实现损益和本期发生额后，本文提供假设：

假设 3：2009 年之后利润表列报的可供出售金额资产公允价值变动信息具有价格的增量解释力，即可供出售金融资产公允价值的当期变动以及期初累计金额越大，投资者定价越高。



三、研究设计

(一) 模型设定与变量设定

1、信用风险的投资者识别定价。现存文献对于“功能锁定”现象的研究，主要基于会计信息决策有用性目标，通过检验特定会计信息与股价的相关关系，考察其投资者的信号传递。如果不同会计信息能够造成不同的股价波动，则可以推断投资者识别了这个信息。具体而言，主要有信息观下的事件研究法、计价观下的修正 Ohlson 模型法。由于事件研究法需要进行不同投资组合的比较，对样本量要求较高，而中国的上市银行数量目前有限，故本文未选择事件研究法进行检验。此外，也有一些现存文献采用考察某两个指标之间的相关来检验是否存在“功能锁定”（如，赵宇龙，1999；林俊波等，2003）。

根据假设 1，本文依照修正的 Ohlson 模型，将每股收益拆分为不含信用风险信息的每股收益 EPS^* ，每股信贷风险 $Risk.C_{it-1}$ 和每股债券投资风险 $Risk.S_{it-1}$ ，观察投资者是否能够识别不同类别的信用风险，建立模型（1），验证仅仅锁定于特定收益信息的“功能锁定”的现象是否存在。

在控制变量设计上，主要控制了商业银行规模、经营稳健性与效益的差异对投资者定价的影响。其中，经营稳健性以成本收入比指标表征，因为稳定的成本收入比显示出银行经营的稳健性，经营稳健则风险适当放大也是合理的。此外，通过 Hausman 检验权衡处理面板数据中的固定效应与随机效应使用选择。Fixed Effect 代表年度固定效应，用于控制不同年份中宏观经济、市场和监管法规方面的变化。

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS^*_{it-1} + \beta_2 Risk.C_{it-1} + \beta_3 Risk.S_{it-1} + \beta_4 Bveps_{it-1} + \beta_5 Lnsize_{it-1} + \beta_6 Cr.rate_{it-1} + Fixed Effect + \delta_{it-1} \quad \text{模型(1)}$$

2、权益表和损益间债券投资风险组成项目的投资者识别定价。为检验“表间功能锁定”现象是

否存在，本文根据假设 2 进行下面两部分检验。

首先，由于债券投资风险包含多方面组成内容，因此本文将继续拆分为债券投资中的“持有至到期投资风险”、“可供出售金融资产投资风险”和“交易性金融资产投资的公允价值变动风险”三部分，建立模型（2-1）。

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS^*_{it-1} + \beta_2 Risk.C_{it-1} + \beta_3 Risk_{sb_{it-1}} + \beta_4 Risk_{sm_{it-1}} + \beta_5 Risk_{st_{it-1}} + \beta_6 Bveps_{it-1} + \beta_7 Lnsize_{it-1} + \beta_8 Cr.rate_{it-1} + Fixed Effect + \delta_{it-1} \quad \text{模型(2-1)}$$

其次，对于 2007 年 -2008 年期间的研究子样本，根据会计准则规范即“可供出售金融资产公允价值未实现损益应当计入权益表”，引入可供出售金融资产公允价值未实现损益变量 OI^R_{t-1} ，建立模型（2-2）进行检验。

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS^*_{it-1} + \beta_2 Risk.C_{it-1} + \beta_3 Risk_{sb_{it-1}} + \beta_4 Risk_{sm_{it-1}} + \beta_5 Risk_{st_{it-1}} + \beta_6 OI^R_{t-1} + \beta_7 Bveps_{it-1} + \beta_8 Lnsize_{it-1} + Fixed Effect + \delta_{it-1} \quad \text{模型(2-2)}$$

3、2009 年《企业会计准则解释第 3 号》规定发布后，损益表中可供出售金融资产公允价值未实现损益的投资者识别定价。对于 2009 年 -2015 年研究期间子样本，根据 2009 年《企业会计准则解释第 3 号》规范“可供出售金融资产公允价值未实现损益应当计入损益表”，本文将计入利润表的可供出售金融资产公允价值未实现损益进一步分拆为本期发生额变量 OI^{lc}_{t-1} 、期初累计额变量 OI^{lb}_{t-1} 两部分，建立模型（3）进行检验。

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS^*_{it-1} + \beta_2 Risk.C_{it-1} + \beta_3 Risk_{sb_{it-1}} + \beta_4 Risk_{sm_{it-1}} + \beta_5 Risk_{st_{it-1}} + \beta_6 OI^{lb}_{t-1} + \beta_7 OI^{lc}_{t-1} + \beta_8 Bveps_{it-1} + \beta_9 Lnsize_{it-1} + \beta_8 Cr.rate_{it-1} + Fixed Effect + \delta_{it-1} \quad \text{模型(3)}$$

表 1 变量描述表

变量类型	变量名称	变量符号	变量解释	
被解释变量	股价	P_{it}	年报发布后第一个四月末的股价取对数	
解释变量	扣除信用风险的每股收益	EPS_{it-1}^*	报告年度扣除信用风险的每股收益	
	信贷风险	$Risk_C_{it-1}$	报告年度每股贷款风险	
	债券投资风险	$Risk_S_{it-1}$	报告年度每股债券投资风险	
	债券投资风险 组成分解	持有至到期投资的减值风险	$Risk_{shit-1}$	报告年度每股持有至到期投资的减值
		可供出售金融资产的减值风险	$Risk_{smt-1}$	报告年度每股可供出售金融资产的减值
		交易性金融资产的公允价值变动风险	$Risk_{stt-1}$	报告年度每股交易性金融资产的公允价值变动
	可供出售金融资产公允价值未实现损益 (权益表, 属 2007-2008 年子样本)	OI_{t-1}^R	权益表中报告年度每股可供出售金融资产的公允价值变动	
	可供出售金融资产公允价值未实现损益 --- 期初累积额 (利润表, 属 2009-2015 年子样本)	OI_{t-1}^{lb}	利润表中报告年度的每股可供出售金融资产公允价值未实现损益期初额	
可供出售金融资产公允价值变动 --- 本期发生额 (利润表)	OI_{t-1}^{lc}	利润表中报告年度的每股可供出售金融资产公允价值变动本期发生额		
控制变量	规模	$Lnsiz_{it-1}$	报告年度商业银行规模对数	
	经营稳健性	Cr_rate_{it-1}	报告年度商业银行的成本收入比	
	账面价值	$Bveps_{it-1}$	哑变量。其中, 大于报告年度每股账面价值平均值者, 取 1, 否则取 0。	

(二) 样本选择、研究期间、数据收集

本文以 2007 年 -2015 年研究期间的中国沪深市 16 家上市商业银行为研究对象, 总共有 138 个观察值。由于本文的数据部分主要来自于年报附注, 故主要为手工收集, 其余数据来自 Wind 资讯终端、CSMAR 国泰安数据库。

表 2 变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
P_{it}	138	10.4878	7.1134	2.4200	40.7700
EPS_{it-1}^*	138	1.5521	1.0249	0.2993	4.6387
$Risk_C_{it-1}$	138	0.4157	0.4480	0.0325	2.2802
$Risk_S_{it-1}$	138	0.0033	0.0229	-0.0678	0.1157
$Risk_{shit-1}$	138	0.0010	0.0041	-0.0103	0.0215
$Risk_{smt-1}$	138	0.0051	0.0143	-0.0087	0.0912
$Risk_{stt-1}$	138	0.0020	0.0207	-0.0719	0.1161
OI_{t-1}^R	138	0.0307	0.1128	-0.1824	0.6747
OI_{t-1}^{lb}	138	0.0172	0.1727	-0.5149	0.5714
OI_{t-1}^{lc}	138	0.0135	0.1828	-0.5370	0.6392
Cr_rate_{it-1}	138	0.3307	0.0535	-0.2159	0.4626
$Lnsiz_{it-1}$	138	28.4776	1.3231	25.0475	30.7316
$Bveps_{it-1}$	138	0.4638	0.5005	0	1

四、实证结果分析

(一) 描述性统计与相关性检验

基于 2007-2015 年共 138 个样本的变量描述性统计结果以及相关性和相关性检验, 如表 3、表 4 所示。

由表 2 可见, 每股信贷风险、每股债券投资风险存在较大的差异, 其中信贷风险要远大于债券投资风险。从平均值上看, 与持有至到期投资风险、交易性金融资产投资风险相比较, 可供出售金融资产投资风险在债券投资总风险中占据了较大的比重, 其平均风险也比较大, 因而本文预期其对股价的影响应该会比其他两个部分更大。

表3 主要变量 Pearson 相关性检验结果

	P_{it}	EPS_{it-1}^*	$Risk.C_{it-1}$	$Risk.S_{it-1}$	$Risk_{shit-1}$	$Risk_{smit-1}$	$Risk_{stt-1}$	OI_{t-1}^R	OI_{t-1}^{IC}	OI_{t-1}^{IB}
P_{it}	1									
EPS_{it-1}^*	0.6078	1								
$Risk.C_{it-1}$	0.3961	0.8129	1							
$Risk.S_{it-1}$	-0.0184	-0.0811	-0.0712	1						
$Risk_{shit-1}$	0.0507	-0.087	-0.0702	0.3574	1					
$Risk_{smit-1}$	-0.0034	0.0156	0.1337	0.4432	0.4216	1				
$Risk_{stt-1}$	-0.0124	0.0286	0.0998	-0.6755	0.1049	0.2868	1			
OI_{t-1}^R	0.1417	0.2664	0.4191	-0.0558	-0.0688	0.1461	0.0516	1		
OI_{t-1}^{IC}	0.0774	0.2575	0.409	-0.1848	-0.0118	0.2325	0.2659	0.2343	1	
OI_{t-1}^{IB}	0.0143	-0.079	-0.1279	0.1402	-0.0313	-0.1295	-0.2194	0.3954	-0.8003	1

由表 3 可见，变量之间的相关系数均没有超过 0.9，根据 Hossain 等的研究表明，能够运用回归方程中进行检验。

(二) 多元回归模型结果

由 Hausman 检验结果表明，本文模型均采用固定效应模型而非随机模型。

1、信用风险的投资者定价识别回归结果。表 4 所示的模型 (1) 检验结果显示，扣除信用风险的每股收益 EPS_{it-1}^* 与股价显著正相关，说明投资者能够识别盈余信息并将判断反馈到股价中；信贷风险、债券投资风险均与股价显著负相关，说明投资者能够识别财务报表中的信贷风险信息 and 债券投资风险信息并据以定价，即估值定价时不会仅仅锁定于每股收益指标，该结果支持假设 1。

表 4 信用风险的投资者定价识别回归结果

P_{it}	模型 1
C	202.958***
EPS_{it-1}^*	4.982*** (3.9)
$Risk.C_{it-1}$	-2.124* (-1.6)
$Risk.S_{it-1}$	-28.809** (-1.92)
$Bveps_{it-1}$	-1.267 (-1.31)
$Lnsiz_{it-1}$	-7.090*** (-6.05)
$Cr.rate_{it-1}$	9.900 (0.77)
R^2	0.4401

注：① *** 代表在 1% 显著性水平显著，** 代表在 5% 显著性水平显著，* 代表在 10% 显著性水平显著。
②表中数据均经过了 1% 的缩尾处理。

2、债券投资风险组成项目的投资者定价识别

回归结果。表 5 所示的模型 (2-1) 结果显示，在将债券投资风险进行拆分为“持有至到期投资减值风险”、“可供出售金融资产减值风险”、“交易性金融资产公允价值变动风险”后，检验发现可供出售金融资产的公允价值变动风险 ($Risk_{smit-1}$) 与股价显著负相关，显示投资者对可供出售金融资产风险的识别度最高。持有至到期投资风险 ($Risk_{shit-1}$)、交易性金融资产投资风险 ($Risk_{stt-1}$) 与股价均不具有显著相关性，说明投资者未对这两个风险给予足够的重视，考虑该两项金额所占比例比较小，本文认为，这有可能是投资者忽略的原因。总体而言，该结果支持假设 2。

表 5 债券投资风险组成项目的投资者定价识别回归检验结果

P_{it}	模型 2-1 (全样本)	模型 2-2 (2007-2009 年子样本)
C	216.985*** (6.2)	-281.535** (-3.11)
EPS_{it-1}^*	4.897*** (3.86)	-23.842*** (-14.56)
$Risk.C_{it-1}$	-1.698* (1.9)	-7.179*** (-7.83)
$Risk_{shit-1}$	88.653 (0.98)	138.036 (1.4)
$Risk_{smit-1}$	-78.464*** (2.87)	-214.590*** (-6.16)
$Risk_{stt-1}$	-5.332 (0.32)	-1.779 (-0.26)
OI_{t-1}^R		-8.736** (-3.2)
$Bveps_{it-1}$	-1.814* (1.87)	6.200** (3.35)
$Lnsiz_{it-1}$	-7.497*** (-6.25)	13.870** (4.06)
$Cr.rate_{it-1}$	3.755 (0.29)	-163.191*** (-7.66)
R^2	0.4328	0.3163

注：① *** 代表在 1% 显著性水平显著，** 代表在 5% 显著性水平显著，* 代表在 10% 显著性水平显著。
②表中数据均经过了 1% 的缩尾处理。

表 5 所示的模型 (2-2) 结果显示, 在 2007-2008 年子样本中, 虽然可供出售金融资产的公允价值变动 ($OI_{i,t}^R$) 在权益表中列报, 但仍然与股价负相关, 说明了投资者能够识别在不同报表中的风险信息。证明“表间功能锁定”现象在我国上市商业银行的投资者中并不存在, 结论再次支持假设 2。

3、损益表中可供出售金融资产公允价值未实现损益的投资者风险识别定价。在表 6 所示的模型 (3) 结果显示, 信贷风险与股价在 1% 的水平上显著负相关; 可供出售金融资产投资减值风险 ($Risk_{sm_{it-1}}$)、可供出售金融资产期初未实现损益 ($OI_{i,t-1}^{lb}$)、可供出售金融资产当期公允价值变动 ($OI_{i,t-1}^{lc}$), 均与投资者定价显著相关。这说明将可供出售金融资产的公允价值变动在利润表中列报之后, 有助于投资者在定价投资决策中, 同时将当期公允价值变动额与当期计入资产减值损失金额相对比, 同时对期初累积额与本期发生额进行对比, 从而说明归类于利润表中列报有助于投资者的风险识别, 检验结果支持假设 3。

表 6 可供出售金融资产公允价值未实现损益的风险识别定价

P_{it}	模型 3 (2009-2015 年子样本)
C	158.621*** (4.36)
EPS_{it-1}^*	5.174*** (5.71)
$Risk_{C_{it-1}}$	-5.023*** (-4.21)
$Risk_{sh_{it-1}}$	-34.203 (-0.27)
$Risk_{sm_{it-1}}$	-72.275** (-2.33)
$Risk_{st_{it-1}}$	11.939 (0.74)
$OI_{i,t-1}^{lc}$	13.782*** (4.33)
$OI_{i,t-1}^{lb}$	7.482*** (2.94)
$Bveps_{it-1}$	-1.364* (-1.79)
$Lnsiz_{it-1}$	-5.551*** (-4.62)
$Cr.rate_{it-1}$	12.704 (1)
R^2	0.6019

注: ① *** 代表在 1% 显著性水平显著, ** 代表在 5% 显著性水平显著, * 代表在 10% 显著性水平显著。
②表中数据均经过了 1% 的缩尾处理。

(三) 稳健性检验

由于在本文的研究期间, 与其他年度相比较, 2014 至 2015 年信贷风险上升趋势陡然增加, 如图 1 所示, 因而本文对研究样本分为两个期间组, 即 2007-2013 年组、2014 至 2015 年组, 同时进行检验, 检验结果如表 7 所示同样支持假设 1。对于假设 2、3 的分组检验, 也得到同样的支持结论。

图 1 研究期间的信贷风险趋势

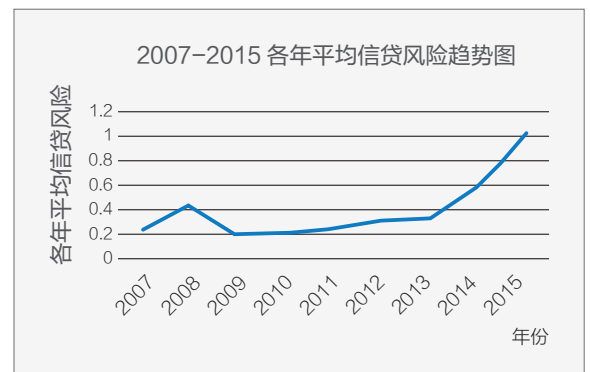


表 7 信用风险的投资者定价识别回归检验结果: 特定信息锁定

P_{it}	Group A (2007-2012)	Group A (2013-2015)
C	240.883*** (5.96)	183.3758* (2.28)
EPS_{it-1}^*	4.282** (2.69)	12.7553*** (6.06)
$Risk_{C_{it-1}}$	-3.800* (-1.88)	-13.9304*** (-5.13)
$Risk_{S_{it-1}}$	-5.219 (-0.31)	-41.0966** (-2.56)
$Bveps_{it-1}$	-0.661 (-0.42)	-0.006 (-0.01)
$Lnsiz_{it-1}$	-8.447 (-6.01)	-6.88** (-2.5)
$Cr.rate_{it-1}$	12.179 (0.85)	35.0705* (1.88)
R^2	0.3599	0.8323

注: ① *** 代表在 1% 显著性水平显著, ** 代表在 5% 显著性水平显著, * 代表在 10% 显著性水平显著。
②表中数据均经过了 1% 的缩尾处理。



五、研究结论

本文研究发现,中国上市商业银行的信贷风险、

债券投资风险均与投资者定价呈显著负相关的关系,信用风险越高,投资者定价越低,说明中国股票市场中的投资者能识别商业银行所披露的信用风险信息。在权益表中列示的可供出售金融资产未实现损益与投资者正相关,说明投资者能将该信息反映到股价中去,未实现损益金额越大,股价越高。可供出售金融资产当期的公允价值变动信息计入利润表后有助于投资者识别债券投资风险,对股价具有增量的解释力。

上述研究结论显示,投资者能够识别商业银行财务报告的信用风险信息并在定价中反映出来,商业银行信用风险信息并不存在投资定价的“功能锁定效应”,强化市场约束机制将明显有利于有效管控商业银行信用风险。与此同时,2009年之后会计准则相关规定有助于投资者更好地同时对风险信息给予识别。FA

参考文献

- 1、Ashion,R.H.Cognitive Changes Induced by Accounting Changes :Experimental Evidence on the Funtional Fixation Hypothesis[J].Journal of Accounting Research,14(Supplement).PP1-17。
- 2、Basel Committeeon Banking Supervision International Convengence of Capital Measurement and Capital Standards:A Revised Framework—Comprehensive Version.Bank for International Settlements.2006。
- 3、Basu,S. Investement performance of common stocks in relation to their price earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis[J].Journal of Finance.1997(32):663-682。
- 4、Benink and Wihloborg.The New Basel Capital Accord:Making it Effective with Stronger Market Discipline[J].European Financial Management,2002。
- 5、Bliss,Robert R. and Mark J.Flannery.Market Discipline in the governance of U.S.Bank Holding Companies: Monitoring vs. Influencing.Federal Reserve Bank of Chicago,Working paper.No.WP-2000-03。
- 6、Brewer E, Genay H.,Hunter W., Kaufman G. Does the Japanese stock market price bank risk?Evidence from financial firm failures.Working paper,Federal Reserve Bank of Chicago,1999。
- 7、Bremer.M.Pettway.R.Information and the market's perceptions of Japanese bank risk:regulation,environment and disclosure[J].Pacific-Basin Finance Journal,2002:10,119-139。
- 8、Cannata,F. and M.Quagliariello. The Value of Market Information in Banking Supervision:Evidence from Italy[J].Journal of Financial Services Research,2005:27(2):139-62。
- 9、Demirguc-Kunt, Asli and Huizinga Harry .Market discip line and depos it insurance[J].Journal of Monetary Econmics,2004,Elsevier,vol,51(2).pp.375。
- 10、Donald P.Morgan and Kevin J.Stiroh,Bond Market Discipline of Banks:Is the Market Tough Enough[J].Reserve Bank of Chicago,2000。
- 11、Dunker,F.On problem solving[J].Psychological Monographs,1945,No.5。

- 12、Gunther,Levonian and Moore.Can the Stock Market tell Bank Supervision Anything They Don't Already Know?[J]. Federal Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Review,2001:2:2-9。
- 13、Harris,T.S. and J.A.Ohlon.Accounting Disclosures and the Market's Valuation of Oil and Gas Properties: Evaluation of Market Efficiency and Functional Fixation[J].The Accounting Review,October 1990,VOI.65,No.4,P764-780。
- 14、Hand,J.R.M.A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis[J].The Accounting Review,1900:65(October)。
- 15、Jensen,R.E.An Experimental Design for Study of Effects of Accounting Variations in Decision Making[J].Journal of Accounting Research,1966,NO.4(Autumn)。
- 16、Kainer,J. and J.A.Lopez. Using Securities Market Information for Bank Supervisory Monitoring.Federal Reserveank of SanFraneiseo,Working Ppaper,2004。
- 17、Mark J.K.Flannery and Sorin M.Sorescu.Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields[J] Journal of Finance, 1996. Vol.51,No.4,September:1347-1377。
- 18、Marc J.K. De Ceuster and Nancy Masschelein.Regulating Bank Through Market Discipline:A Survey of the Issues[J]. Journal of Economic Surveys, 2003 Vol.17,No.5,749-766。
- 19、Robert M.Bushman,Christopher D,Williams,Accounting Discretionn Loan Loss Provisioning,and Discipline of Bank's Risk-taking,[J]JAE,2012。
- 20、Robert R.Bliss & MarkJ.Flannery.Market discipline in the governance of U.S. Bank Holding Companies: monitoring vs.influencing.Working Paper.Series WP-00-3,Federal Reserve Bank of Chicago,2000。
- 21、Rochet,J.C,Prudential Policy, Monetary and Economic Studies(Special Edition),2006。
- 22、Sloan,R.G.Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earning?[J].The Accounting Review,1996,71:289-315。
- 23、Tinic,S.M.A Perspective on the Stock Market's Fixation Accounting Numbers[J].The Accounting Review 65(October)。
- 24、方青军,市场有效还是功能锁定——来自沪深股市的经验证据 [J],经济论坛,2005(14)。
- 25、刘慧娟,投资者对公允价值信息的“功能锁定”现象研究 [J],财会月刊,2012,(03)。
- 26、赵岩,补充公共信息的市场反应随机游走还是功能锁定 [J],金融监管研究,2012,(10)。
- 27、赵宇龙,王志台,我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究 [J],1999(9):56-63。