

# 其他综合收益的投资者定价效应 ——基于公司信息环境和投资者认知能力的视角

李少轩<sup>1</sup>, 肖虹<sup>1</sup>, 张瑞丽<sup>2</sup>

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 广东外语外贸大学 会计学院, 广东 广州 510006)

**摘要:** 利用 2009—2015 年间中国上市公司的其他综合收益数据, 实证检验了其他综合收益的投资者定价效应。研究发现, 其他综合收益具有投资者定价效应, 且定价效应对信息环境和投资者认知能力具有很强的依赖性; 此外, 其他综合收益的投资决策有用性主要来自于两个具体组成项目, 即可供出售金融资产和现金流量有效套期。

**关键词:** 其他综合收益; 投资者定价; 公司信息环境; 投资者认知能力

中图分类号: F231.5 文献标识码: A 文章编号: 1005-0892 (2018) 08-0122-11

DOI:10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.2018.08.012

## 一、引言

其他综合收益的信息解读与定价, 是会计准则制定中颇具争论性的话题, 也是后金融危机时代备受关注的的前沿问题。在国际会计准则趋同背景下, 近年来中国会计准则变迁的重要内容之一就是未实现利得和损失作为其他综合收益在利润表中进行归集和分类列报。许多文献对此展开了有益的探索(谢获宝等, 2010; 胡燕和卢宇琴, 2011; 李尚荣, 2012; 徐经长和曾雪云, 2013; 王鑫, 2013; 张云和赵燕, 2015; 王岩, 2016)<sup>[1-7]</sup>然而, 总体而言, 其他综合收益能否以及如何提供决策有用性问题, 现有文献并未取得一致结论。

本文认为, 由于其他综合收益的信息具有较强的波动性、暂时性等特征, 有关其他综合收益的会计准则能否促进市场资源配置, 不仅依赖于准则规范设计, 还受特定信息环境以及市场参与者认知能力的影响, 因而探讨其他综合收益决策有用性时, 不能忽略市场参与者所处信息环境的特点及市场参与者决策认知能力的情况。据此, 本文拟利用 2009—2015 年间中国上市公司其他综合收益的数据, 从公司信息环境及投资者认知能力的视角, 实证检验其他综合收益的投资者定价效应。

由于分析师是公司信息的重要传播者和解释者, 是资本市场中投资者的主要信息来源 (Roul-

收稿日期: 2018-03-21 修返日期: 2018-06-29

基金项目: 中国会计学会全国会计科研课题“综合收益报告概念框架构建及其会计信息质量经验研究”(2015KJB008); 福建省社会科学规划应用研究后期资助项目“防范金融风险的研究”(FJ2017YHQZ049); 广东省教育厅青年创新人才类项目“公允价值的预测价值研究——基于分析师和管理层盈余预测的视角”(2016WQNCX027)

作者简介: 李少轩, 厦门大学博士研究生, 主要从事国际会计研究, 通讯作者联系方式 zepplinsx@163.com; 肖虹, 厦门大学教授, 博士, 主要从事国际会计和金融会计研究; 张瑞丽, 广东外语外贸大学讲师, 博士, 主要从事国际会计和财务研究。

stone, 2010)<sup>[8]</sup>分析师既可以对市场内的公开信息进行解读,又能够对市场外的私人信息进行挖掘(Ramnath等, 2008)<sup>[9]</sup>。分析师跟踪在一定程度上改善了公司的外部信息环境(Lang和Lundholm, 1996; Beyer等, 2010)<sup>[10-11]</sup>弥补了会计报表信息的不足并缓解了信息不对称(Barth等, 2001; 徐欣和唐清泉, 2010)<sup>[12-13]</sup>。因此本文以“分析师跟踪”作为公司信息环境的特征,并把公司信息环境分为高质量信息环境组与低质量信息环境组。另外,由于机构投资者被称为“精明”的投资者,比普通投资者有更强的信息解读和价值评估能力(李刚和张海燕, 2009)<sup>[14]</sup>机构投资者可以促使资产价格与市场信息迅速融合,提高信息效率(王咏梅和王亚平, 2011; 孔东民等, 2015)<sup>[15-16]</sup>。因此本文又以“机构投资者持股”作为投资者认知能力的表征变量,并依据投资者认知能力对研究样本进行分组。

本文的贡献主要有:(1)为相关争议提供了新的解释视角。(2)丰富了关于其他综合收益决策有用性的研究。(3)本文结论对中国完善有关其他综合收益组成项目披露的政策具有参考意义。

## 二、理论分析与研究假设

关于会计盈余信息决策有用性,主要有信息观和计量观。计量观认为,要准确预测公司价值就必须综合分析公司价值变动的所有来源。因此计量观要求采用公允价值计量公司净资产,并基于净盈余关系<sup>①</sup>,定义公司价值等于公司净资产与预期未来非常盈余的现值之和(Feltham和Ohlson, 1995)<sup>[17]</sup>。公允价值计量可以提高会计信息质量(黄霖华等, 2017)<sup>[18]</sup>。其他综合收益能及时确认计量公允价值利得和损失,因为它包含了许多有关资产和负债跨周期变化的情况。与利润等其他经济指标相比,其他综合收益更能将影响公司价值的未来信息反映在公司净资产中,因而它比净利润更接近计量观下的盈余概念。据此,可以从理论上预期,其他综合收益能为投资者对公司估值提供有用的决策信息。

虽然近年来对发达国家研究的文献逐步认同其他综合收益具有增量价值相关性(O'Hanlon, 2000; Jones和Smith, 2011)<sup>[19-20]</sup>但基于非发达国家的经验证据仍不一致。从实务的角度来看,期末运用现行市价、可变现净值重新计量时人为估计成分会大大增加,使财务报表信息的可靠性大幅下降(曹伟, 2015)<sup>[21]</sup>。因此国内一些学者认为中国上市公司的其他综合收益不具有增量价值相关性(李尚荣, 2012; 王岩, 2016)<sup>[3, 7]</sup>而有些学者则提供了其他综合收益具有增量价值相关性的证据(徐经长和曾雪云, 2013; 张云和赵燕, 2015)<sup>[4, 6]</sup>。

本文认为可以从其他综合收益的内在特点、发展中国家资本市场条件等方面进行分析。一方面,在公允价值广泛运用和业务日益复杂的环境下,虽然会计准则制定机构为提高会计盈余信息可比性而要求把其他综合收益纳入收益表,然而受市场条件等诸多因素变化的影响,如汇率、利率和价格等不确定因素,使其他综合收益也存在较大的波动,容易造成投资者解读困难并对投资者带来定价判断风险。特别是金融市场多次震荡后,投资者重新认识到公司收益可实现性与可持续性的重要性,因而投资者会对把其他综合收益作为业绩产生质疑。这会弱化其他综合收益的信息含量。另一方面,随着资本市场信息环境的完善,分析师的作用进一步得到发挥。分析师跟踪在一定程度上可改善公司的外部信息环境。分析师既可以对市场内的公开信息进行解读,又能够对市场外的私人信息进行挖掘,进而弥补会计报表信息的不足,并提供更多的增量信息以缓解公司的信息不对称(徐欣和唐清泉, 2010)<sup>[13]</sup>。具体而言,具有专业知识的分析师能更加有效地解读财务报告、向资本市场传递信息,从而增加财务报告信息的准确度(庞晓波和呼建光, 2011; He和Lin, 2015)<sup>[22-23]</sup>。分析师跟踪提高了信息转换效率,改善了公司的信息环境。综上分析,本文提出假设H1和H2:

<sup>①</sup>即公司期末权益账面价值等于公司期初权益账面价值加上综合收益(其中,综合收益包括传统净利润与其他综合收益两部分)。

H1：限定其他条件，其他综合收益具有投资者定价效应。

H2：限定其他条件，其他综合收益的投资者定价效应主要体现在高质量信息环境中。

任何市场参与者的决策行为都是在特定信息环境下信息解读与判断的结果。机构投资者被视为精明的交易者，具备盈余信息的解读能力。这得到学术界的广泛共识（于佩琨等，2009）。<sup>[24]</sup>机构投资者能提高股票市场的信息效率（王咏梅和王亚平，2011）。<sup>[25]</sup>因为与个人投资者相比，机构投资者在专业技能和获取信息的能力方面具有明显的优势（许年行等，2013）。<sup>[25]</sup>这种优越的信息处理能力可促进资产价格与市场信息更加迅速融合，提高信息效率（孔东民等，2015）。<sup>[16]</sup>在专业化的研究队伍和丰富的信息渠道的支持下，机构投资者比普通投资者有更强的信息解读和价值评估能力，并在我国证券市场承担着一定的信号角色（李刚和张海燕，2009）。<sup>[14]</sup>为了解投资者的专业认知能力对投资者解读与判断其他综合收益信息的影响，本文提出假设 H3：

H3：限定其他条件，投资者的专业认知能力越强，其他综合收益的投资者定价效应越明显。

实际上，关于其他综合收益决策有用性的会计盈余理论，存在脏盈余会计理论和清洁盈余会计理论两种相反的观点。脏盈余会计理论认为，在损益表中排除“脏盈余项目”可以降低收益波动性、提高预测能力并最大限度地减少来自盈利信息的噪音。而所谓的“脏盈余项目”正是当前会计准则规范下的其他综合收益组成项目，如可供出售证券的未实现利得和损失、外币折算差异和金融工具未实现损益。在这种理论下，反对在损益表中单独披露其他综合收益的观点认为，由于大多数其他综合收益具有暂时性或受市场价格变动的噪音驱动，其他综合收益并没有真正反映公司资产负债的变化。与脏盈余会计理论相反，清洁盈余会计理论则认为，应把公司资产负债的所有变动（包括公允价值变动）都反映在损益表中，企业不得将任何利得或损失在收益表之外进行披露。

对于其他综合收益的组成项目，现行会计准则虽然以列举法予以罗列，但并未给出学术界一致认同的定义。对于其他综合收益决策有用性的经验证据，现有文献的观点也不一致。例如，O'Hanlon (2010) 以新西兰企业为研究样本，发现具有股票价格相关性的是金融资产重估调整，而不是外币折算调整。<sup>[19]</sup>Kanagaretnam 等 (2009) 以加拿大公司为研究样本，发现可供出售证券、现金流量套期保值的未实现损益与公司股价显著相关。<sup>[26]</sup>而 Pronobis 和 Zulch (2011) 的研究显示，其他综合收益组成项目，均没有体现增量价值相关性。<sup>[27]</sup>

从上市公司披露的内容来看，其他综合收益组成项目包含可供出售金融资产公允价值变动损益、权益法下可转损益的其他综合收益、现金流量套期损益、外币报表折算差额和重新计量设定收益计划变动额等。由此可见，其他综合收益组成项目分别来自资本市场上汇率、利率等市价波动和公允价值变动，其来源具有很大的差异。同时，根据 Ohlson (1999) 对其他综合收益“暂时性”的三个属性的分析，<sup>[28]</sup>其他综合收益的组成项目具备不同的属性。本文预期其他综合收益中不同的项目具有不同的定价效应。其中，与公司经营活动密切相关、更能体现管理者能力或意图的项目，有可能在投资者定价过程中更被重视并在高质量的信息环境下体现出来。据此，本文提出假设 H4：

H4：限定其他条件，其他综合收益中不同的组成项目具有不同的投资者定价效应，且主要在高质量信息环境下体现出来。

### 三、研究设计与样本选择

#### （一）研究设计

为获得稳健结果，研究者们通常会同时使用价格模型和收益模型来检验会计盈余信息的价值相关性。这主要是因为价格模型出现有偏估计的可能性较小，而收益模型受规模和异方差的影响较小，两

者一起使用能够提供令人信服的结果。参考现有文献，构建以下模型以检验本文所提出的假设。

$$P_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} + a_2 OCI_{it} + a_3 BV_{it} + a_4 BM_{it} + a_5 LEV_{it} + a_6 SIZE_{it} + a_7 BIG4_{it} + a_8 STATE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RET_{it} = a_0 + a_1 NI_{it} + a_2 OCI_{it} + a_3 BV_{it} + a_4 BM_{it} + a_5 LEV_{it} + a_6 SIZE_{it} + a_7 BIG4_{it} + a_8 STATE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} + a_2 SEC_{it} + a_3 OE_{it} + a_4 CFH_{it} + a_5 FCT_{it} + a_6 OTH_{it} + a_7 BV_{it} + a_8 BM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} BIG4_{it} + a_{12} STATE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$RET_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} + a_2 SEC_{it} + a_3 OE_{it} + a_4 CFH_{it} + a_5 FCT_{it} + a_6 OTH_{it} + a_7 BV_{it} + a_8 BM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} BIG4_{it} + a_{12} STATE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中， $i$ 代表企业个体， $t$ 为时间（年），模型（1）和（3）中 $P$ 为年末股票价格，为年报披露日后第一个交易日的收盘价； $EPS$ 为每股净利润； $OCI$ 为每股其他综合收益。模型（2）和（4）中的 $RET$ 为个股年收益率，利用当年5月份至下一年4月份12个月的股票月回报率加1再连乘后再减1获得。模型（3）和模型（4）中的 $SEC$ 、 $OE$ 、 $CFH$ 、 $FCT$ 和 $OTH$ 分别为每股其他综合收益组成项目，包括：每股公允价值变动损益、按照权益法核算的每股在被投资单位享有的其他综合收益份额、每股现金流量有效套期、每股外币报表折算差额和每股其他项目的其他综合收益。此外，本文还控制了有关公司治理和公司特征方面的变量（托宾 $Q$ 值 $BM$ 、资产负债率 $LEV$ 、是否国有控股 $STATE$ 、审计师是否来自四大 $BIG4$ 、账面市值比 $BV$ 和公司规模 $SIZE$ ）。

在模型（1）至（4）的基础上，按照是否有分析师跟踪对样本进行分组，有分析师跟踪的公司归为高质量信息环境组（以下简称高质量组），否则为低质量信息环境组（以下简称低质量组）。

## （二）样本选择

以2009—2015年间全部A股上市公司为初始样本，并按以下标准对样本进行筛选：（1）删除ST和\*ST类型的公司；（2）删除金融行业的公司；（3）删除数据缺失的公司。对所有连续变量分别在1%和99%分位数进行缩尾处理，最终得到9669个样本观测值。其他综合收益组成项目数据从公司年报中手工收集，其余数据均来自CSMAR数据库。

## 四、描述性统计和相关性分析

### （一）描述性统计

对各变量进行描述性统计（表略），发现样本中平均每家公司的每股其他综合收益为0.006元，标准差为0.096元，为其均值的16倍，说明上市公司每股其他综合收益的波动比较大，其他综合收益的各个组成项目的波动性也比较大。样本中约有78%的公司存在分析师跟踪，平均每家公司有3.7个分析师跟踪，分析师跟踪的最高频数是41。样本中平均每家公司的机构投资者持股比例为28.74%，中位数为零，最大值为86.46%。

### （二）相关性分析

对各变量进行相关性分析（表略），发现其他综合收益 $OCI$ 与股票价格 $P$ 的Spearman和Pearson相关系数分别为0.029和0.025，且分别在5%和10%的水平上显著。其他综合收益 $OCI$ 与个股年收益 $RET$ 的Spearman和Pearson相关系数非常接近，分别为0.069和0.061，都在1%的水平上显著。初步证明其他综合收益与投资者定价正相关。其他综合收益组成项目中 $SEC$ 与股票价格 $P$ 和股票收益率的Spearman和Pearson相关系数都在1%的水平上显著为正；其余的组成项目中， $CFH$ 和 $FCT$ 与股票收益的相关系数都显著为正； $OE$ 、 $CFH$ 、 $FCT$ 和 $OTH$ 与股票价格的系数均不显著。初步表明，其他综合收益中不同的组成项目具有不同的投资者定价效应。

## 五、实证研究结果及分析

### (一) 其他综合收益的投资者定价效应

表1报告了其他综合收益与股票价格和股票收益的多元回归结果。结果显示,其他综合收益 *OCI* 与股票价格的系数为 1.539, 在 1%的水平上显著为正;其他综合收益 *OCI* 与股票收益的系数为 0.304, 也在 1%的水平上显著为正。其他综合收益在价格模型和收益模型中的系数符号和显著性水平基本保持一致,证明其他综合收益与股票价格存在正相关关系。表明其他综合收益具有投资者定价效应,假设 H1 得到证实。

### (二) 其他综合收益的投资者定价效应: 公司信息环境的视角

为了检验公司信息环境对其他综合收益的投资者定价效应,本文以分析师跟踪作为信息环境的表征变量,先按照是否有分析师跟踪把样本分为高质量信息环境组(简称“高质量组”)和低质量信息环境组(简称“低质量组”),然后采用自体抽样法(Bootstrap)对高质量组和低质量组中其他综合收益 *OCI* 的回归系数进行比较。表2汇报了其

其他综合收益 *OCI* 与股票价格 *P* 和股票收益 *RET* 的回归结果。表2的价格模型的回归结果显示:其他综合收益 *OCI* 与股票价格 *P* 的回归系数在高质量组中为 1.403 且在 1%的水平上显著,在低质量组中其他综合收益 *OCI* 的回归系数为 1.083 (小于高质量组中其他综合收益的回归系数 1.403) 但不显著。表2收益模型的回归结果显示:其他综合收益 *OCI* 与股票收益 *RET* 的回归系数在高质量组中为 0.324 且在 1%的水平上显著,而低质量组中回归系数为 0.068 (小于高质量组中其他综合收益的回归系数 0.324) 但不显著。但是仅仅通过简单比较不同组间系数和显著性水平来进行判断,缺乏统计检验的支持。为此本文采用“自体抽样法(Bootstrap)”来检验组间的系数差异是否显著。检验的原假设  $H_0$  是:高质量组中其他综合收益 *OCI* 的系数和低质量组中其他综合收益 *OCI* 的系数之间不存在显著差异。检验的统计量是运用自体抽样法计算出来的实证 *P* 值,它表示实际观测到的组间系数差异出现的概率。本文采用 1000 次自体抽样。表2最后两行的实证结果显示,无论是在价格模型中还是在收益模型中,*OCI* 在高质量组和低质量组中的回归系数的真实差异都大于 0。本文采用 1000 次的自体抽样后计算出的实证 *P* 值都为 0.000, 都在 1%的水平上拒绝了高质量组中其他综合收益 *OCI* 的回归系数与低质量组中其他综合收益 *OCI* 的回归系数之间不存在显著差异的原假设。即价格模型和报酬模型的检验结果都表明,高质量组中其他综合收益的回归系数在 1%的水平上显著且大于低质量组中其他综合收益的回归系数。表2实证检验结果总体上是比较可靠的。综上,其他综合收益具有投资者定价效应,且主要是在高质量信息环境体现出来,假设 H2 得到证实。

表1 其他综合收益的投资者定价效应

	模型 (1): 价格模型	模型 (2): 收益模型
<i>EPS</i>	4.632*** (6.23)	0.075* (1.66)
<i>OCI</i>	1.539*** (2.76)	0.304*** (4.46)
<i>BV</i>	1.383*** (11.50)	-0.016** (-2.32)
<i>BM</i>	-4.752*** (-6.27)	-0.430*** (-9.24)
<i>LEV</i>	17.785*** (17.68)	0.807*** (5.08)
<i>SIZE</i>	-0.471 (-0.24)	-0.010 (-0.05)
<i>BIG4</i>	-2.621*** (-11.43)	-0.121*** (-3.68)
<i>STATE</i>	-3.226*** (-5.05)	-0.084*** (-3.61)
常数项	14.766 (0.35)	0.606 (0.15)
样本量	9669	9669
组内 $R^2$	0.269	0.141
F 值	3318.32	104.79

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1% 的水平上显著; Hausman 检验证明固定效应和随机效应存在显著差异, *P* 值为 0.000; 组间异方差检验结果显示 *P* 值为 0.000, 拒绝了不存在组间异方差的原假设; 检测还显示存在截面相关; xtserial 检验显示 *P* 值为 0.000, 证明存在序列自相关问题; 因此, 本文通过 xtsc 回归处理了组间异方差、截面相关和序列自相关的问题; VIF 均值为 1.740, 回归方程不存在多重共线性问题。

表 2 其他综合收益的投资者定价效应：公司信息环境的视角

	价格模型		收益模型	
	(1) 高质量组	(2) 低质量组	(3) 高质量组	(4) 低质量组
<i>EPS</i>	5.367*** (7.34)	0.137 (0.31)	0.113*(1.86)	-0.006 (-0.12)
<i>OCI</i>	1.403*** (5.24)	1.083 (0.87)	0.324*** (10.15)	0.068 (0.35)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	23.025 (0.50)	-30.592 (-1.14)	1.399 (0.32)	-0.365 (-0.11)
样本量	7479	2190	7479	2190
组内 R <sup>2</sup>	0.296	0.177	0.141	0.181
F 值	1502.03	73.63	143.58	175.32
<i>OCI</i> 系数差异		0.320		0.256
实证 P 值		0.000		0.000

注：括号内为 t 值；\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%和 1%的水平上显著。

### (三) 其他综合收益的投资者定价效应：投资者认知能力的视角

按照机构投资者持股比例的均值对总样本重新进行分组。具体做法如下：首先，以每家公司为一组，计算出每家上市公司的机构持股比例的组内均值；然后对组内均值按高低进行排序（这样可以保证每个公司的所有样本分在同一个组内），抽取前 1/3 的样本公司作为“投资者认知能力高”组（简称认知高组），后 1/3 的公司作为“投资者认知能力低”组（简称认知低组），再同时使用价格模型和收益模型进行回归；最后采用自体抽样法比较组间 *OCI* 系数的大小。

表 3 汇报了不同分组的多元回归结果，无论是价格模型还是收益模型，采用自体抽样法得出的实证 P 值都为 0.000，都拒绝了认知高组与认知低组中 *OCI* 系数不存在显著差异的原假设，表明其他综合收益 *OCI* 在认知高组的回归系数显著大于认知低组的回归系数，即投资者的专业认知能力越强，其他综合收益的投资者定价效应越明显，假设 H3 得到证实。

表 3 其他综合收益的投资者定价效应：投资者认知能力影响视角

	价格模型		收益模型	
	(1) 高质量组	(2) 低质量组	(3) 高质量组	(4) 低质量组
<i>EPS</i>	5.367*** (7.34)	0.137 (0.31)	0.113*(1.86)	-0.006 (-0.12)
<i>OCI</i>	1.403*** (5.24)	1.083 (0.87)	0.324*** (10.15)	0.068 (0.35)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	23.025 (0.50)	-30.592 (-1.14)	1.399 (0.32)	-0.365 (-0.11)
样本量	7479	2190	7479	2190
组内 R <sup>2</sup>	0.296	0.177	0.141	0.181
F 值	1502.03	73.63	143.58	175.32
<i>OCI</i> 系数差异		0.320		0.256
实证 P 值		0.000		0.000

注：括号内为 t 值；\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%和 1%的水平上显著。

## (四) 其他综合收益组成项目的投资者定价效应

表4汇报了其他综合收益组成项目与股票价格和股票收益的多元回归结果。结果显示,价格模型中 *SEC* (可供出售金融资产公允价值变动的损益)、*OE* (按照权益法核算的在被投资企业享有的可重新分类归入损益的其他综合收益) 和 *CFH* (现金流量有效套期) 的回归系数都显著为正, *FCT* (外币报表折算差额) 虽不显著但为正; 收益模型中其他综合收益的每个组成项目回归系数都为正, 其中 *SEC* 和 *CFH* 的回归系数都在1%的水平上显著。这表明其他综合收益中不同的项目具有不同的投资者定价效应。

表5汇报了在不同信息环境下, 其他综合收益组成项目的投资者定价效应。回归结果显示, 无论是在价格模型中还是在收益模型中, *SEC*、*OE* 和 *CFH* 的回归系数在高质量组中均显著为正, 而在低质量组中的回归系数均不显著。采用1000次的自体抽样所得到的实证P值证明, *SEC*、*OE* 和 *CFH* 的高质量组中的回归系数都在1%的水平上显著大于它们在低质量组中的回归系数。综上, 假设H4 到得证实, 即其他综合收益中不同的项目具有不同的投资者定价效应, 且主要在高质量信息环境下体现出来。

表4 其他综合收益组成项目的投资者定价效应

	模型 (3): 价格模型	模型 (4): 收益模型
<i>EPS</i>	4.638*** (6.29)	0.073 (1.61)
<i>SEC</i>	2.321** (2.44)	0.394*** (3.58)
<i>OE</i>	8.183*** (3.54)	0.270 (0.23)
<i>CFH</i>	1.6116** (2.20)	0.522*** (6.96)
<i>FCT</i>	2.432 (0.12)	1.374 (1.08)
<i>OTH</i>	-46.099 (-0.65)	1.291 (0.25)
<i>BV</i>	1.379*** (11.81)	-0.016** (-2.29)
<i>BM</i>	-4.743*** (-6.19)	-0.430*** (-9.14)
<i>LEV</i>	17.808*** (18.39)	0.808*** (5.10)
<i>SIZE</i>	-0.471 (-0.24)	-0.009 (-0.05)
<i>BIG4</i>	-2.598*** (-10.22)	-0.117*** (-3.80)
<i>STATE</i>	-3.217*** (-5.12)	-0.083*** (-3.58)
常数项	14.773 (0.35)	0.580 (0.15)
样本量	9669	9669
组内 R <sup>2</sup>	0.270	0.142
F 值	42.44	93.74

注: 括号内为 t 值; \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 5% 和 1% 的水平上显著。

表5 其他综合收益组成项目的投资者定价效应: 公司信息环境的视角

	价格模型		收益模型	
	高质量组	低质量组	高质量组	低质量组
<i>EPS</i>	5.392*** (7.54)	0.119 (0.26)	0.113* (1.83)	-0.019 (-0.44)
<i>SEC</i>	2.233*** (5.26)	1.2490 (0.74)	0.377*** (5.36)	0.212 (0.78)
<i>OE</i>	1.586*** (2.92)	-0.751 (-0.84)	3.723*** (5.98)	1.344 (1.19)
<i>CFH</i>	2.591** (1.96)	0.615 (0.06)	1.339** (2.10)	0.274 (1.12)
<i>FCT</i>	4.373 (0.25)	8.724 (1.06)	1.089 (1.50)	-4.439 (-0.80)
<i>OTH</i>	0.888 (1.18)	0.113 (1.43)	2.111 (0.50)	-2.931 (-0.19)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	23.097 (0.51)	-31.034 (-1.15)	1.358 (0.31)	-0.405 (-0.12)
样本量	7479	2190	7479	2190
组内 R <sup>2</sup>	0.297	0.177	0.141	0.184
F 值	417.50	28.61	83.82	108.65

续表 5

	价格模型		收益模型	
	高质量组	低质量组	高质量组	低质量组
SEC 实证 P 值	0.000		0.000	
OE 实证 P 值	0.000		0.000	
CFH 实证 P 值	0.000		0.000	

注：括号内为 t 值；\*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著。

## 六、内生性控制和敏感性测试

### (一) 内生性控制

1. 为控制潜在的内生性问题，本文首先采用倾向得分匹配方法 (PSM)，将全部样本划分为处理组 (*TREAT*，其他综合收益为非零的公司) 和控制组 (其他综合收益为零的公司) 进行倾向得分匹配。

为了保证匹配的合理性，本文在 PSM 过程中使用模型 (1) 和模型 (2) 中的所有控制变量作为协变量 (见模型 (5))，进行一对一的无放回匹配。在模型 (5) 中，*TREAT* 为因变量，当样本公司属于处理组时赋值为 1，属于控制组时赋值为 0。首先根据模型 (5) 获得每个公司的年度倾向得分 (P-Score)，得分代表公司发生非零 *OCI* 的概率；然后，按照倾向得分最接近的原则进行一对一的无放回匹配，使每一个非零 *OCI* 样本都匹配倾向得分最为接近的无 *OCI* 样本；最后，为检验匹配是否有效，本文对匹配结果进行平衡性测试，匹配后的结果显示大多数协变量的标准化偏差小于 10%，大多数协变量的 t 检验显示的结果不拒绝处理组与控制组无系统差异的原假设 (见表 6)。同时，对比匹配前的结果，大多数协变量的标准化偏差均大幅缩小，说明 PSM 通过了平衡性检验，匹配是正确、有效的。如果所有处理组个体和对照组个体在预测方面存在很大的差异，会导致处理组和对照组的匹配质量较差，无法获得有效的匹配 (仇云杰和魏炜，2016)<sup>[29]</sup>所以本文进行了重叠假定检验，从倾向得分 (P-Score) 共同取值范围来看，大多数观测均在共同取值范围内满足重叠假定，表明在进行倾向得分匹配后仅损失了少量样本，匹配是有效的。

表 6 倾向得分匹配的平衡性检验

	均值		处理组与控制组 组间差异 (%)	均值 t 检验	
	处理组	控制组		t 值	P 值
<i>EPS</i>	0.215	0.216	-0.4	-0.44	0.663
<i>BV</i>	4.295	3.944	13.6	4.53	0.011
<i>BM</i>	1.070	0.970	7.4	0.92	0.352
<i>LEV</i>	0.491	0.476	7.5	2.45	0.014
<i>SIZE</i>	22.175	21.852	9.7	1.47	0.141
<i>BIG4</i>	0.040	0.040	-0.3	-1.09	0.274
<i>STATE</i>	0.571	0.569	0.4	0.26	0.793

$$TREAT_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} + a_2 BV_{it} + a_3 BM_{it} + a_4 LEV_{it} + a_5 SIZE_{it} + a_6 BIG4_{it} + a_7 STATE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

通过 PSM 对内生性进行控制后，本文用价格模型和收益模型重新对其他综合收益的投资者定价效应进行检验，回归结果如表 7 所示。表 7 表明，全样本中 *OCI* 的回归系数在 1%的水平上显著为



正,在高质量信息环境(高质量组)的子样本中,OCI的回归系数在1%的水平上显著为正,低质量信息环境(低质量组)的子样本中,OCI的回归系数不显著。这表明其他综合收益具有投资者定价效应,且主要在高质量组中体现出来,假设H1和H2仍然成立。

表7 其他综合收益的投资者定价效应:公司信息环境影响(PSM)

	价格模型			收益模型		
	全样本	高质量组	低质量组	全样本	高质量组	低质量组
EPS	7.092***(11.50)	4.703***(5.55)	8.357***(10.76)	0.259***(5.68)	0.219***(3.73)	0.291***(4.20)
OCI	2.323***(2.84)	3.263***(3.21)	0.385(0.29)	0.260**(2.31)	0.495***(3.21)	0.092(0.62)
BV	1.039***(5.42)	0.592*(1.87)	1.171***(4.99)	-0.037**(-2.47)	-0.028(-1.42)	-0.048**(-2.21)
LEV	8.566***(3.62)	-0.631(-0.19)	16.755***(5.44)	0.053(0.29)	0.527**(2.01)	-0.415*(-1.74)
SIZE	-2.217***(-3.87)	0.562(0.67)	-3.920***(-4.98)	-0.233***(-5.21)	-0.348***(-6.05)	-0.093(-1.33)
BIG4	-2.444*(-1.68)	-1.696(-1.16)	-2.694*(-1.93)	-0.131(-0.99)	-0.161(-1.10)	0.194*(1.69)
STATE	-4.346***(-5.81)	-2.853***(-3.27)	-5.981***(-4.92)	-0.161***(-2.60)	-0.168**(-2.36)	-0.151(-1.52)
常数项	53.876***(4.53)	-2.181(-0.13)	89.346***(5.17)	5.479***(5.80)	7.889***(6.31)	2.630*(1.81)
样本量	4848	2424	2424	4848	2424	2424
组内R <sup>2</sup>	0.170	0.091	0.242	0.039	0.065	0.026
F值	42.26	14.43	37.32	11.74	12.00	4.48

注:括号内为t值;\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

2. 除使用倾向得分匹配法(PSM)外,本文还在模型中添加因变量滞后一期的方法进行内生性控制。从表8回归结果来看,其他综合收益与股票价格和股票收益均显著正相关,本文的主检验结果一致。

### (二) 敏感性测试

为了保证本文结论的稳健性,本文进行了以下稳健性测试(限于篇幅,稳健性测试结果未在此进行报告,留待备案):

1. 为了进一步检验本文的假设H1和H2,我们在模型(1)和模式(2)的基础上分别加入了其他综合收益与分析师跟踪数(ANALNUM)的交乘项(OCI×ANALNUM)。其他综合收益与股票价格的相关系数为1.702,在10%的水平上显著为正;交乘项与股票价格的相关系数虽然不显著但为正;其他综合收益与股票回报率的相关系数为0.231,在1%的水平上显著为正;交乘项与股票回报率的相关系数为0.026,在1%的水平上显著为正,表明其他综合收益具有投资

表8 其他综合收益的投资者定价效应:加入因变量滞后一期

	价格模型	收益模型
EPS	4.073*** (8.88)	0.095*** (2.94)
OCI	1.790** (2.46)	0.160** (2.53)
BV	1.588*** (11.71)	-0.019* (-1.91)
BM	-5.137*** (-22.73)	-0.459*** (-21.60)
LEV	17.336*** (9.27)	0.496*** (3.76)
SIZE	0.327 (0.58)	0.272*** (6.99)
BIG4	-3.217*** (-2.68)	-0.129 (-1.29)
STATE	-3.845*** (-8.09)	-0.087**(-2.10)
L.P	-0.001 (-0.00)	
L.RET		-0.146*** (-10.97)
常数项	-2.663 (-0.22)	-5.474*** (-6.48)
样本量	7069	7069
组内R <sup>2</sup>	0.279	0.161
P值	0.000	0.000

注:括号内为t值;\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

者定价效应，且主要在高质量信息环境下体现，假设 H1 和 H2 仍然成立。

2. 本文按照分析师跟踪数量的均值对总样本重新进行了分组，首先求出每个公司分析师跟踪数量的组内均值；然后对每个公司的组内均值按高低排序（这样可以保证每个公司的所有样本分在同一个组内），抽取前 1/3 的样本公司为高质量信息环境组，后 1/3 的公司为低质量信息环境组；再运用价格模型和收益模型进行回归；最后比较组间 *OCI* 系数的大小。不同分组的多元回归结果显示，无论是价格模型还是收益模型，采用自体抽样法得出的实证 *P* 值都为 0.000，都拒绝了高质量组与低质量组中 *OCI* 系数不存在显著差异的原假设，即高质量组的 *OCI* 系数显著大于低质量组中的 *OCI* 系数。表明其他综合收益具有投资者定价效应，且主要在高质量信息环境下体现，假设 H1 和 H2 仍然成立。

3. 采用不同的缩尾方式，对样本按照上下 5% 进行 WINSORIZE 后，重新对本文假设进行了实证检验。这些测试的结果与本文的研究结论基本保持一致。

## 七、结论

本文利用 2009—2015 年间中国上市公司的其他综合收益及其组成项目数据，从公司信息环境及投资者认知能力的视角，检验了其他综合收益信息对股票价格的影响。结果表明，其他综合收益具有投资者定价效应，且其他综合收益决策有用性对信息环境和投资者认知能力有很强依赖性；此外，其他综合收益的投资决策有用性主要来自于两个具体组成项目，即可供出售金融资产和现金流量有效套期。本文结论对中国完善相关政策，促进信息披露具有参考意义。

### 参考文献：

- [1]谢获宝,尹欣,刘波罗.综合收益及其构成的价值相关性研究[J].珞珈管理评论,2010,(1):11-14.
- [2]胡燕,卢宇琴.每股收益和每股综合收益信息含量分析——基于沪市2009年上市公司年报数据的检验[J].北京工商大学学报,2011,(1):11-14.
- [3]李尚荣.综合收益价值相关性研究——兼议我国会计准则持续趋同策略[D].北京:财政部财政科学研究所,2012.
- [4]徐经长,曾雪云.综合收益呈报方式与公允价值信息含量——基于可供出售金融资产的研究[J].会计研究,2013,(1):20-27.
- [5]王鑫.综合收益的价值相关性研究——基于新准则实施的经验证据[J].会计研究,2013,(10):20-29.
- [6]张云,赵燕.其他综合收益与非经常性损益价值相关性比较[J].广东财经大学学报,2015,(4):74-85.
- [7]王岩.其他综合收益会计信息相关性和可靠性的实证研究[D].长春:吉林大学,2016.
- [8]Roulstone D. T. Analyst Following and Market Liquidity[J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 20(3): 551-578.
- [9]Ramnath S., Rock S., Shane P.. The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestions for Further Research[J]. International Journal of Forecasting, 2008, 24(1): 34-75.
- [10]Lang M. H., Lundholm R. J.. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior[J]. The Accounting Review, 1996, 49(4): 895-931.
- [11]Beyer A., Cohen D. A., Lys T. Z., Walther B. R.. The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(2-3): 296-343.
- [12]Barth M. E., Kasznik R., McNichols M. F.. Analyst Coverage and Intangible Assets[J]. Journal of Accounting Research, 2001, 39(1): 1-34.
- [13]徐欣,唐清泉.财务分析师跟踪与企业 R&D 活动[J].金融研究,2010,(12):173-189.
- [14]李刚,张海燕.解析机构投资者的红利甄别能力[J].金融研究,2009,(1):165-177.
- [15]王咏梅,王亚平.机构投资者如何影响市场的信息效率[J].金融研究,2011,(10):112-126.
- [16]孔东民,孔高文,刘莎莎.机构投资者、流动性与信息效率[J].管理科学学报,2015,(3):1-14.

- [17]Feltham G. A., Ohlson J. A. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 2(11): 689-731.
- [18]黄霖华, 曲晓辉, 万鹏, 朱朝晖. 公允价值计量, 投资者情绪与会计信息决策有用性[J]. 当代财经, 2017, (10): 111-121.
- [19]O'Hanlon J.. Discussion Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2010, 27(9-10): 1233-1265.
- [20]Jones D. A., Smith K. J.. Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items[J]. The Accounting Review, 2011, 86(6): 2047-2013.
- [21]曹伟. 论会计学科的理论整合及会计学的边界[J]. 当代财经, 2015, (1): 111-121.
- [22]庞晓波, 呼建光. 分析师报告能预测与解读财务报告吗? [J]. 财贸经济, 2011, (3): 42-47.
- [23]He H., Lin Z.. Analyst Following, Information Environment and Value Relevance of Comprehensive Income: Evidence from China[J]. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 2015, 44(5): 688-720.
- [24]于佩琨, 李志文, 王玉涛. 机构投资者能跑赢个人投资者吗? [J]. 金融研究, 2009, (9): 147-157.
- [25]许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与估价崩盘风险[J]. 管理世界, 2013, (7): 31-43.
- [26]Kanagaretnam K., Mathieu R., Shehata M. Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2009, 28(4): 349-365.
- [27]Pronobis P., Zulch H.. The Predictive Power of Comprehensive Income and Its Individual Components under IFRS[J]. Problems and Perspectives in Management, 2011, 9(4): 72-88.
- [28]Ohlson J. A.. On Transitory Earnings[J]. Review of Accounting Studies, 1999, 4(3-4): 145-162.
- [29]仇云杰, 魏炜. 研发投入对企业绩效的影响——基于倾向得分匹配法的研究[J]. 当代财经, 2016, (3): 96-106.

## Investor Pricing Effect of other Comprehensive Income: From the Perspective of Corporate Information Environment and Investor's Cognitive Ability

LI Shao-xuan<sup>1</sup>, XIAO Hong<sup>1</sup>, ZHANG Rui-li<sup>2</sup>

(1. Xiamen University, Xiamen 361005;

2. Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510006, China)

**Abstract :** By making use of the other comprehensive income data of Chinese listed companies from 2009 to 2015, this paper conducts an empirical test on the investor pricing effect of other comprehensive income. The findings show that other comprehensive income has the investor pricing effect, and the pricing effect has strong dependence on the information environment and the investor's cognitive ability. In addition, the usefulness of investment decisions of other comprehensive income mainly comes from the two specific components, i.e., the available-for-sale financial assets and the effectively hedged cash flows.

**Key words :** other comprehensive income; investor pricing; company information environment; investor's cognitive ability

责任编辑：蒋尧明