

# 市场化进程影响公司的增长与清算价值吗?

靳庆鲁 薛爽 郭春生\*

**摘要** 本文考察了不同地区市场化进程对公司增长与清算价值的影响:给定净资产,市场化进程如何影响权益价值与净利润的关系(体现为增长价值);给定净利润,市场化进程如何影响权益价值与净资产的关系(体现为清算价值)。研究表明,市场化进程影响了公司的增长与清算价值:对盈利能力高的公司,市场化进程增加公司的增长价值,对盈利能力差的公司,市场化进程增加公司的清算价值。这说明,市场化进程的提高体现了适者生存的经济规律。

**关键词** 市场化进程, 增长价值, 清算价值

## 一、引言

政府和监管部门大力提倡“价值投资”理念,这就需要合理可行的“价值模型”。“基础分析”是证券分析最重要、最常用的方法,而价值模型则是基础分析的理论核心。根据基础分析理论,证券分析的关键是评估证券的“内在价值”,那么,如何评估证券的内在价值?另外,除了企业内在的自身因素,评估时是否需要考虑制度环境等外在因素的影响呢?

早期的实证研究在探讨权益价值与基本会计变量之间的关系时,仅仅依赖某一财务报表甚至附表,比如资产负债表、利润表、现金流量表或利润分配表。Ohlson (1995)在假定未预期盈余服从线性信息动态(LID)分布特征以及干净盈余假说(CSR)的基础上提出了剩余收益模型(RIM),第一次把利润表与资产负债表结合起来分析公司权益价值。Burgstahler and Dichev (1997)第一次把实物期权引入到权益价值的研究中,并用会计数据验证了期权价值与权益价值的非线性关系。Zhang (2000)则从理论上把增长期权(call option 或 growth option)和清算期权(put option)融入一个完整的分析框架,并提出了一个相对完备的权益价值模型。

\* 靳庆鲁、薛爽,上海财经大学会计学院、上海财经大学会计与财务研究院;郭春生,上海财经大学会计学院。通信作者及地址:靳庆鲁,上海财经大学会计学院,200433;电话:(021)65908982;E-mail: acjql@mail.shufe.edu.cn。本文为教育部重点研究基地重大项目“宏观经济周期、投资者预期与资产定价”(批准号08JJD630005)以及国家自然科学基金资助项目“经济周期与亏损公司定价:理论与实证研究”(批准号70602030)的阶段性成果,同时,作者感谢香港科技大学陈富生副教授、张国昌教授,上海财经大学陈信元教授、李增泉教授与侯青川博士富有建设性的意见,当然文责自负。

正如 Kothari (2001) 所说,在探讨权益价值与基本会计变量的关系时,目前的会计研究经常忽略公司所处的制度环境。尽管 Burgstahler and Dichev (1997) 以及 Zhang (2000) 引入了实物期权(增长与清算期权),但他们的研究都没有考虑公司自身所处的制度环境对实物期权所产生的影响,这使得应用该模型进行跨国或跨地区(一个国家内部存在制度环境差异较大的不同地区)研究时会受到一定的限制。

在一个不确定的世界里,制度发挥着重要作用并影响交易成本的大小甚至交易方式的选择。制度环境对企业交易方式、投融资行为乃至国家经济发展都具有重要影响(DeFond and Hung, 2004)。在健全的市场经济条件下,地方政府应该为企业创造一个合理的外部制度环境。然而,由于我国各地区的经济发展与市场化进程并不均衡,地方政府与当地企业存在或强或弱的联系,“政府办企业,企业办政府”的现象仍然存在。地方政府一方面改善制度,以争取不断流动中的资源;另一方面也会干预市场,实施地方保护主义,限制资源的流动。这些带有干预性质的政府行为会影响公司的生存与发展环境,进而会对公司的清算与增长价值造成影响。在区域发展水平和市场化程度差异较大的环境中,研究公司权益价值这个微观问题时,考虑政府干预在内的市场化进程这一制度环境因素变得越来越重要。

正是基于上述考虑,我们的研究主要关注如下两个问题:第一,验证会计基本变量与权益价值之间的非线性关系。首先,给定净资产,尤其是对于高盈利能力的公司,权益价值与净利润的关系如何,这体现的是增长期权的价值(以下简称增长价值);其次,给定净利润,尤其是对于低盈利能力的公司,权益价值与净资产的关系如何,这体现的是清算期权的价值(以下简称清算价值)。第二,市场化进程如何影响公司的增长与清算价值。换言之,市场化进程如何影响权益价值与会计基本变量(净利润与净资产)之间的关系?<sup>1</sup>第一个问题是第二个问题的基础,第二个问题则是本文研究的重点。

本文的研究发现,市场化进程影响了公司的增长与清算价值:具体而言,市场化进程增加了高盈利能力公司的增长价值和低盈利能力公司的清算价值。增长价值或清算价值体现了公司自身特征所决定的盈利能力和生存概率,而市场化程度则是公司外部给定的生存环境。因此,本文的发现所引申的含义

<sup>1</sup> 为更好地理解本文研究的问题,我们特此加以说明。众所周知,在每一时点,公司经营都存在三种状态:清算、继续与扩张。这三种状态所蕴涵的价值可归结为两种:清算价值与增长价值(后者体现了继续与扩张两种状态)。市场化进程增加清算价值(或增长价值)在理论上并不一定增加公司价值。比如,低盈利能力的公司在市场化进程较低的地区,由于政府干预、法律执行等因素会降低清算的可能性,从而降低清算价值,但同时也可能增加了由于持续经营所蕴涵的增长价值。同样的原因,高盈利能力的公司在市场化进程较低的地区,在减少公司增长价值的同时,可能会增加公司的清算价值(如政府主导下进行的兼并重组等)。本文只研究市场化进程对公司清算价值或增长价值的影响,没有考察二者之间此消彼长的关系,因此也没有对市场化进程和公司总价值(=清算价值+增长价值)的关系进行研究和讨论。夏立军和方轶强(2005)对这一问题(市场化进程对公司价值的影响)进行了考察。

是，市场能够在一定程度上预期到包括政府干预在内的外部环境因素可能改变企业的自然生存状态，这种预期最终体现在公司权益价值与会计基本变量的关系之中。

本研究对现有文献是一个重要的补充。一方面，关于市场化进程的研究，目前仍停留在宏观层面，限于考察市场化进程对一些宏观层面指标的影响，而对于市场化进程如何影响公司层面的微观活动还鲜有提及。另一方面，关于公司权益价值的研究，则主要停留在微观层面，很少考量制度环境的影响。没有对市场化进程如何影响公司微观层面的考察，就无法深入理解市场化进程如何影响宏观经济活动的内在传导机制。考察市场化进程与公司增长、清算价值的关系，将有助于我们更好地理解市场化进程与宏观经济增长之间的关系。把宏观和微观联系起来，融入到一个完整的分析框架，正是本文的兴趣与贡献所在。从实务的角度看，本研究的结果对于地方政府和投资者也有着重要的参考价值。政府在制定政策时应考虑到政策环境的改变对不同类型公司价值的影响，权衡利弊得失。投资者及证券分析师等市场参与者在对公司进行估值时，也应综合考虑企业宏观生存环境对公司增长价值或清算价值的影响。

本文余下的内容安排如下：第二部分对国内外相关文献进行简要回顾；第三部分提出研究假说；第四部分是研究设计；第五部分为实证结果及其分析；第六部分总结全文。

## 二、文献回顾

### （一）基于实物期权价值模型的相关文献

企业是掌握一定技术和资源的混合体。资产是企业所控制的资源，而净利润则代表企业如何利用技术配置资源。当经营比较成功，企业继续经营或扩大再生产时，权益价值与净利润更相关；反之，当经营比较失败，企业可能缩小规模，将资本转移到回报较高的其他领域，乃至清算时，权益价值与净资产更相关（Hayn, 1995；Berger *et al.*, 1996）。

Burgstachler and Dichev (1997) 认为存在两种基于实物期权的价值形式。一种是清算价值，代表企业目前所控制资源的价值，它独立于企业所特有的商业技术，即企业对现有资源进行处置（清算）或者改变用途（分拆、合并等）所带来的价值，可用净资产的账面价值替代。另一种是增长价值，代表企业按目前的商业技术来组织现有资源或扩大再生产所产生利润的现值。企业可以选择改变现有资源的用途，也可以选择按现有的方式继续使用或扩大再生产，这种决策取决于清算价值与增长价值的相对大小。Burgstachler and Dichev (1997) 模型表明权益价值是净资产和净利润的凸增函数，给定净

资产, 权益价值对净利润的回归系数(体现增长价值)随公司盈利能力的提高而增大; 给定净利润, 权益价值对净资产的回归系数(体现清算价值)随公司盈利能力的提高而减小。

Zhang (2000) 延续 Ohlson (1995), Feltham and Ohlson (1995, 1996a, 1996b) 的研究, 把增长期权和清算期权融入到一个完整的分析框架, 首次提出了一个相对完备的权益价值模型。公司根据自身的经营状况做出后续的投资决策, 若企业的经营效率高, 盈利状况较好, 则扩大生产规模; 反之则缩小规模。Zhang (2000) 的研究表明, 企业的投资决策并不是与会计信息无关的线性随机过程, 它取决于企业目前的经营效率。企业根据公司提供的信息做出选择, 公司权益价值等于稳定状态所蕴涵的价值加上投资选择权所具有的价值。权益价值是净资产和净利润的凸增函数, 具体关系取决于企业的经营效率以及增长潜力。对于经营效率低的公司, 权益价值主要由净资产决定。对于稳定状态的公司, 权益价值主要由净利润决定。对于增长性的公司, 净资产和净利润共同决定权益价值。总之, 对于不同类型的公司, 评估权益价值应采取不同模型。

Hao, Jin and Zhang (2009) 基于 Zhang (2000) 的理论模型, 考察了增长潜力如何影响权益价值与两个基本会计变量(净资产与净利润)之间的关系, 他们的研究发现, 给定净资产, 对于盈利能力较高的公司, 增长潜力越大, 权益价值与净利润之间的联系越密切; 对于盈利能力中等及偏低的公司, 增长潜力对于权益价值与净利润之间的关系影响不大。给定净利润, 对于盈利能力较低的公司, 增长潜力越大, 权益价值与净资产之间的联系越密切, 而对于盈利能力中等及较高的公司, 增长潜力对于权益价值与净资产之间的关系影响不大。

## (二) 市场化进程及其与公司价值之间关系的文献

国外没有对市场化程度进行专门计量的指标, 但“经济自由度”在相当程度上可以用来进行市场化程度的测度, 因为衡量经济自由度所依据的指标与樊纲等(2007)设计的“中国各地区市场化指数”所采用的变量紧密相关。就总体指标看, 市场化程度越高, 相应的经济自由化程度越高; 反之, 市场化程度越低, 经济自由化程度也越低。因此我们在随后的国外相关文献的介绍中, 使用经济自由度来代替市场化进程。

Feldmann (2006a, 2006b, 2007, 2008) 的研究表明, 经济自由会减少失业率。具体而言, 政府规模越小(国有企业比例越低、公共投资占总投资的比重越低), 法律体系越完善, 产权保护越有效, 对失业率的降低作用越明显。另外, 贸易的自由化程度越高, 对金融市场(私营企业信贷、银行所有权、外资银行准入、利率确定)、劳动力市场以及公司的管制越少, 也越有助于降低失业率。Gwartney *et al.* (2006) 的研究发现, 经济自由增加了私人

投资对经济增长的正面影响。他们的研究还表明，经济自由度每增加一个单位，一个国家的长期经济增长率会增加1.5%。

基于1991—2006年42个国家公司层面的微观数据，Chen and Jin (2009)考察了不同国家的经济自由度对公司投资行为、增长与清算价值的影响。他们的研究发现，经济自由增加行业当前的盈利能力对公司未来投资的影响，根植于经济自由度与投资效率的关系，他们进一步的研究表明，经济自由度的提高有助于公司更充分地体现增长与清算期权的价值，这一结论在控制了不同国家的法律起源、投资者保护、人均GDP、GDP增长率、会计准则等差异后仍然成立。本研究与Chen and Jin (2009)的差异主要在于考察对象的不同，Chen and Jin (2009)的研究对象是跨国样本，而本文的研究则主要立足于一个国家内部不同地区的样本。在同一国家，立法、中央政府的职能等诸方面存在相同之处，不同之处在于不同地区对于法律的执行、地方政府与市场的关系以及地方保护程度等方面存在差异。鉴于考察对象的不同，政策含义上也有所差异。

夏立军和方轶强 (2005) 基于中国上市公司数据考察了各地区市场化进程对公司价值的影响，主要关注的是市场化进程如何影响托宾Q的截距，但对于市场化进程如何影响公司价值与基本会计变量的斜率（增长、清算期权的价值）则没有考虑。本文与夏立军和方轶强 (2005) 的另一不同之处在于公司清算价值或增长价值的增加并不必然意味着公司整体权益价值的增加，因为经济、制度因素的影响可能表现为清算价值与增长价值的此消彼长。

方军雄 (2006) 考察了我国各地区市场化进程与资本配置效率之间的关系。他的研究发现，随着市场化进程的深入，资本配置效率有所改善。具体而言，市场化程度较高时，资本更快地实现由低效率领域向高效率领域的转移。本文与方军雄 (2006) 的差异主要在于本研究考察了市场化进程对企业价值产生影响的微观基础，而方军雄 (2006) 没有将市场化进程对投资行为的影响深入到公司层面的微观领域，他主要考察的是市场化进程与行业资本配置效率之间的关系。基于Zhang (2000)、Biddle *et al.* (2001) 的研究，公司当前的盈利能力能够指导公司未来的投资行为，如果公司的投资决策环境发生改变，公司未来的增长、清算期权的价值也会随之发生改变。因此，如果市场化进程有助于保障投资方向的正确性，那么这种因为市场化进程所推动的正确投资方向将会影响公司的增长与清算价值，亦即市场化进程的改善→优化资本配置效率→经营成功（盈利能力较高）时，更体现增长期权的价值；市场化进程的改善→优化资本配置效率→经营失败（盈利能力较低）时，更体现清算期权的价值。

### 三、研究假说

本文所要研究的问题是市场化进程是否影响公司的增长价值和清算价值。因此,我们先就市场化进程和公司的增长与清算价值分别进行简单的讨论,最后再讨论二者之间的关系。

首先来看市场化进程。市场化进程不仅与宏观经济的发展有关,而且对企业微观主体的经营活动也有影响。随着市场化进程的提高,交易更多地依赖价格的信号作用来完成,要素市场与产品市场的流动性提高,最终使得资本更加便利、有效地转移,从而导致资本配置效率的改善(方军雄,2006)。

根据樊纲等(2007)对市场化指数的阐述,市场化进程指标包括政府与市场的关系(包括“市场分配资源的比重”、“减轻农村居民的税费负担”、“减少政府对企业的干预”、“减轻企业的税外负担”、“缩小政府规模”),非国有经济的发展(包括“非国有经济在工业企业产品销售收入中的比重”、“非国有经济在全社会固定资产投资中所占比重”、“非国有经济就业人数占城镇总就业人数的比例”),产品市场的发育(包括“价格由市场的决定程度”、“减少商品市场上的地区贸易壁垒”),要素市场的发育(包括“金融业的市场化”、“引进外资的程度”、“劳动力的流动性”、“技术成果市场化”),市场中介组织发育和法律制度环境(包括“市场中介组织的发育”、“对生产者合法权益的保护”、“知识产权的保护”、“消费者权益保护”)五大因素。

再看公司的增长价值和清算价值。Burgstachler and Dichev(1997)认为公司权益价值取决于两种实物期权的价值:清算期权和增长期权。他们给出了一般意义上的实物期权价值模型,即给定净资产,权益价值等于净资产的账面价值加一个基于公司盈利能力的增长期权的价值,换言之,在给定清算价值(净资产)的情况下,当公司盈利能力较高时,公司的增长价值较大,此时,净利润是权益价值的主要决定因素;同理,给定净利润,权益价值等于净利润的折现值(净利润与盈余资本化系数的乘积)加一个基于公司盈利能力倒数的清算期权的价值,换言之,在给定增长价值(净利润)的情况下,对盈利能力较低的公司,清算价值在公司价值中所占比重较大,此时,净资产成为权益价值的主要决定因素。因此,权益价值是净资产和净利润的凸增函数,给定净资产,权益价值对净利润的回归系数随公司盈利能力的增加而增大;给定净利润,权益价值对净资产的回归系数随公司盈利能力的增加而减小。

最后,我们看市场化进程为什么会影响公司增长价值和清算价值。从市场化指数的设计来看,市场化程度较低意味着市场发育程度较差,国有经济占有更大比重,政府更多地干预企业的经济活动,即大政府、小市场。凯恩斯将政府干预比作有形之手。以往的研究表明:政府干预在不同的条件、环

境与时间上体现出截然不同的作用——掠夺之手（grabbing hand, Shleifer and Vishny, 1998）与援助之手（helping hand, Frye and Shleifer, 1997）。掠夺之手会影响公司的增长价值，即公司不能按照自然规律自主发展；援助之手会影响公司的清算价值，即公司不能按照自然规律自主生存。市场化程度低的地区要素市场发育程度也较低。孙铮等（2005）的研究表明，企业所在地的金融市场发育程度会影响到公司的资本结构。也就是说，对金融业竞争的干预以及信贷资金分配的干预会影响公司的融资，进而会影响公司的投资以及进一步发展的能力。具体来讲，如果应该得到贷款的公司不能获得贷款，则会影响公司的增长价值；同时，对金融及信贷市场的干预也会使得理应清算的公司因为政策倾斜而得以存续，降低清算的可能性，影响公司的清算价值。法律对私有产权的保护是衡量市场化程度的另一重要指标。LaPorta 等人一系列的研究发现，一个国家的法律体系对公司的微观行为具有非常重要的影响。具体而言，他们的研究表明，一个国家的法律体系会影响公司的外部融资行为（LaPorta *et al.*, 1997, 1998）和价值（LaPorta *et al.*, 2000）。在法律和产权保护不高的地区，公司的财富或者产权更容易受到侵犯而得不到合理保障。当法律和产权保护不高地区的上市公司经营非常成功时，政府往往会伸出掠夺之手，让其承担更多的社会角色以及转移支付，从而使得公司不能按照自然的发展规律去体现自身的增长价值；而当公司经营非常糟糕的时候，政府出于就业、融资以及其他考虑，往往会伸出援助之手，对危机中的公司给予财政补贴、税收返还等一些政策性优惠，甚至干预银行给这些企业进行贷款，从而使得公司不能按照自然的生存规律去体现自身的清算价值。

综上所述，市场化进程会影响公司生存与发展的环境。市场化程度较高的地区，企业价值更多地源自其自身的生存能力和增长潜力。盈利能力较高时，公司价值主要由其盈利能力来决定。对于经营不利、业绩较差甚至持续经营出现问题的公司，其价值更多地取决于资产的清算价值。而在市场化较低的地区，盈利能力较高时，政府更倾向于伸出掠夺之手。公司难以为继时，出于政绩以及就业率等的考虑，政府更倾向于施以援助之手（潘红波等，2008；李增泉等，2005）。因此，在市场化程度较低的地区，政府的干预和市场功能的缺失会导致企业违背其自然的生存规律。在公司权益价值和基本会计变量之间的关系中，这一偏离具体表现为权益价值与纯粹由企业自身因素决定的增长价值和清算价值之间关系的异化。由此，我们提出以下两个相互关联的研究假说：

**假说 1** 给定净资产，对于盈利能力较高的公司，市场化进程增加权益价值与净利润之间的关系（即增长价值）；对于盈利能力中等以及较差的公司，市场化进程对公司的权益价值与净利润之间的关系影响较小。

**假说 2** 给定净利润,对于盈利能力较差的公司,市场化进程增加权益价值与净资产之间的关系(即清算价值);而对于盈利能力较高的公司,市场化进程对公司的权益价值与净资产之间的关系影响较小。

## 四、研究设计

### (一) 变量定义

参照 Burgstahler and Dichev (1997) 的研究,我们采用权益价值、净资产、净利润与市场化进程作为关键的考察变量。权益价值、净资产与净利润来自 CSMAR 数据库。市场化进程的指标则采用樊纲等(2007)设计的“中国各地区市场化指数”。

各变量具体定义如下:  $MV_{i,t}$  为权益的市场价值,即  $i$  公司  $t$  年末的股票收盘价;  $E_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  年末的每股净利润;  $BV_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  年末的每股净资产;  $EF_{i,t}$  为  $i$  公司注册所在地  $t$  年的市场化进程指数;  $EF\_RANK_{i,t}$  为  $i$  公司注册所在地  $t$  年的市场化进程排名;  $E2B_M$  ( $E2B_H$ ) 为虚拟变量,每年把样本按照  $E_{i,t}/BV_{i,t}$  从高到低等分为三组,若  $E_{i,t}/BV_{i,t}$  处在中等(最高)水平,则  $E2B_M=1$  ( $E2B_H=1$ ), 否则,  $E2B_M=0$  ( $E2B_H=0$ );  $B2E_H$  为虚拟变量,每年把样本按照  $BV_{i,t}/E_{i,t}$  从高到低等分成两组,若  $BV_{i,t}/E_{i,t}$  处在高水平组,则  $B2E_H=1$ , 否则,  $B2E_H=0$ ;  $GDPTH_t$  为公司所在省份  $t$  年的 GDP 增长率。

### (二) 样本选择

本文的研究样本为上海和深圳证券交易所所有 A 股上市公司,考虑到市场化进程的数据限制,本文样本期间为 2001—2005 年。如表 1 所示,样本最初的观测值为 5774 个,分布于 31 个省、自治区及直辖市;参照 Burgstahler and Dichev (1997) 的做法,我们排除了净资产为负的样本;另外,出于研究设计、样本分组的需要,本文删除了研究期间内样本总数小于 100 的地区;参照 Hao, Jin and Zhang (2009) 的研究,我们排除了净资产小于 100 万元的样本观测点,剩余样本数为 4925,作为我们检验假说 1 的样本。最后,根据 Burgstahler and Dichev (1997) 的做法,我们在检验假说 2 的时候,进一步排除了亏损公司样本,剩余样本数为 4333 个,分布在 21 个省份。其中样本数据最多的是上海市(639),最少的是山西省(101)。样本选择过程及样本分布参见表 1。



表 1 样本选择过程与地区分布

表 A. 样本选择过程(样本期间:2001—2005 年)

	样本观测数	省份个数
排除考察变量缺失值后的观测值(公司-年度样本数)	5 774	31
排除净资产小于 0 后的观测值	5 695	31
排除样本总数小于 100 的省份后的观测值	4 978	21
排除净资产小于 100 万元后的观测值(假说 1 的检验样本)	4 925	21
排除亏损公司后的观测值(假说 2 的检验样本)	4 333	21

表 B. 样本分布

省份	个数	省份	个数	省份	个数
安徽	165	湖北	259	陕西	107
北京	367	湖南	163	上海	639
福建	171	吉林	143	四川	265
广东	635	江苏	330	天津	118
河北	132	辽宁	209	新疆	113
河南	131	山东	299	浙江	325
黑龙江	122	山西	101	重庆	131

### (三) 研究模型

首先根据 Burgstahler and Dichev (1997) 模型计算出公司的增长价值与清算价值,接着将其对市场化进程以及其他控制变量进行回归以检验研究假说。

为检验假说 1 (给定净资产,对于盈利能力较高的公司,市场化进程增加权益价值与净利润之间的关系;对于盈利能力中等以及较差的公司,市场化进程对公司的权益价值与净利润之间的关系影响较小),研究设计如下:

第一步:根据 Burgstahler and Dichev (1997) 的做法,我们按照净资产利润率的高低,通过设置  $E2B_M$  与  $E2B_H$  两个虚拟变量将每年的样本等分为三组。

第二步:分年度、按地区运行如下回归方程:

$$MV/BV = \alpha_1 + \alpha_2 E2B_M + \alpha_3 E2B_H + \alpha_4 E/BV + \alpha_5 E2B_M E/BV + \alpha_6 E2B_H E/BV + \epsilon, \quad (1)$$

其中:  $MV$  是年末股票收盘价;  $BV$  是每股净资产;  $E$  是每股净利润。  $E2B_M$  ( $E2B_H$ ) 是虚拟变量,如果净资产利润率处于中间(最高)一组,则  $E2B_M = 1$  ( $E2B_H = 1$ ), 否则  $E2B_M = 0$  ( $E2B_H = 0$ )。给定净资产,  $\alpha_L = \alpha_4$  是净资产利润率最低一组的权益价值对净利润的回归系数(斜率);  $\alpha_M = \alpha_4 + \alpha_5$  是净资产

利润率中间一组的权益价值对净利润的回归系数;  $\alpha_H = \alpha_4 + \alpha_6$  是净资产利润率最高一组的权益价值对净利润的回归系数。 $\alpha_L$ ,  $\alpha_M$ ,  $\alpha_H$  的大小体现了公司不同盈利能力条件下的增长价值,  $\alpha_L$ ,  $\alpha_M$ ,  $\alpha_H$  越大, 净利润对公司价值的影响程度越大。

由于给定净资产, 权益价值是净利润的凸增函数。所以, 对于盈利能力较差的公司, 权益价值更多地由清算价值决定; 对于盈利能力较高的公司, 权益价值更多地由增长价值决定; 而对于盈利能力处于中等水平的公司, 权益价值则由清算价值和增长价值共同决定。也就是说, 给定净资产, 权益价值与净利润的关系取决于净利润相对净资产的大小, 对于方程 (1), 当净利润相对净资产足够小时, 净资产成为权益价值的主要决定因素, 斜率系数  $\alpha_L$  趋近于零; 反之, 当净利润相对净资产足够大时, 净利润成为权益价值的主要决定因素, 斜率系数趋近盈余资本化系数, 即随着公司盈利能力的提高,  $\alpha_L < \alpha_M < \alpha_H$ 。

由于是分年度、按地区进行回归, 所以我们分别可获取 105 (5 个年度  $\times$  21 个地区) 组  $\alpha_L$ ,  $\alpha_M$ ,  $\alpha_H$ 。

第三步, 考察市场化程度对增长价值的影响。以  $\alpha_L$ ,  $\alpha_M$ ,  $\alpha_H$  为因变量, 以市场化进程和其他一些控制变量为自变量构成面板数据进行回归分析。针对面板数据的特征, 我们设置年度哑变量以控制不同年度的固定效应 (fixed effect), 同时考虑各地区的集聚效应 (clustering analysis) 以纠正残差项可能存在的相关性。

如果假说 1 成立, 则  $\alpha_H$  对市场化进程的回归系数显著为正。

为检验假说 2 (给定净利润, 对于盈利能力较差的公司, 市场化进程增加权益价值与净资产之间的关系; 而对于盈利能力较高的公司, 市场化进程对公司的权益价值与净资产之间的关系影响较小), 研究设计如下:

第一步: 仿照 Burgstahler and Dichev (1997) 的研究思路, 我们首先剔除了亏损公司, 由于剔除进一步减少了样本数量, 所以我们根据净资产利润率倒数的高低将每年的样本通过设置一个虚拟变量  $B2E_H$ , 等分为两组。之所以按照净资产利润率倒数 (而不是净资产利润率本身) 的高低进行排序, 是因为这种研究设计有助于更直观地解释实证结果。

第二步: 分年度、按地区运行如下回归方程:

$$MV/E = \beta_1 + \beta_2 B2E_H + \beta_3 BV/E + \beta_4 B2E_H BV/E + \epsilon, \quad (2)$$

其中:  $B2E_H$  是一个虚拟变量, 如果净资产利润率倒数处于较高一组, 则  $B2E_H = 1$ , 否则  $B2E_H = 0$ 。给定净利润,  $\beta_L = \beta_3$  是高盈利能力一组的权益价值对净资产的回归系数;  $\beta_H = \beta_3 + \beta_4$  是低盈利能力一组的权益价值对净资产的回归系数。 $\beta_L$ ,  $\beta_H$  的高低体现了公司不同盈利能力条件下的清算价值,  $\beta_L$ ,  $\beta_H$  越大, 净资产对权益价值的贡献越大。

由于给定净利润，权益价值是净资产的凸增函数，所以，当净资产相对净利润足够大时（盈利能力较差时），净资产成为权益价值的主要决定因素。因此，对于方程（2），我们有： $\beta_L < \beta_H$ 。

同样由于分年度、按地区进行回归，所以我们分别可获取 105 组  $\beta_L$ ， $\beta_H$ 。

第三步，以  $\beta_L$ ， $\beta_H$  为因变量，以市场化进程和其他一些控制变量为自变量构成面板数据进行回归分析。同样，我们考虑了年度固定效应以及残差项的相关性。

如果假说 2 成立，则  $\beta_H$  对市场化进程的回归系数显著为正。

最后，为控制各地区经济发展水平的影响，我们在检验两个假说的第三步都控制了公司所在地当年 GDP 的增长率。

## 五、实证结果分析

### （一）描述性统计

为减少极值的影响，本文对除虚拟变量以外的所有连续变量上下各 1% 的观测值进行了极值处理（winsorize）。主要变量的描述性统计列示在表 2 中。

表 2 描述性统计

变量	样本数	均值	中值	标准差	第一分位	第三分位
MV/BV	4 925	3.248	2.443	2.916	1.66	3.792
E/BV	4 925	0.038	0.054	0.131	0.017	0.093
MV/E	4 333	87.715	42.793	117.066	24.854	88.538
BV/E	4 333	31.849	15.635	38.221	10	33.75
EF	105	6.318	6.11	1.777	4.93	7.63
GDPTH	105	0.116	0.116	0.019	0.102	0.128

表 2 显示，除市盈率（MV/E）与净资产利润率倒数（BV/E）两个变量外，其他变量的均值与中值差异不大，分布特征符合正态。标准差与第一、第三分位的描述性统计量显示，各变量在样本期间表现出一定的变化，其中市净率（MV/BV）的四分位间距（第三分位—第一分位）为 2.132，净资产利润率（E/BV）的四分位间距为 7.6%，市盈率（MV/E）的四分位间距为 63.684，净资产利润率倒数（BV/E）的四分位间距为 23.75，市场化进程（EF）的四分位间距为 2.7，各地区 GDP 增长率（GDPTH）的四分位间距为 2.6%。

## (二) 假说1的实证结果分析

表3和表4提供了假说1的回归结果。我们先对方程(1)按地区分年度进行回归,得到105组回归系数及修正 $R^2$ ,然后对回归系数和修正 $R^2$ 取均值,进而根据回归系数的均值及标准误差,计算各回归系数的Fama-MacBeth  $t$ 统计量。表3提供了这一步回归结果的描述性统计量。

表3 给定净资产,权益价值与净利润的回归结果

$$MV/BV = \alpha_1 + \alpha_2 E2B_M + \alpha_3 E2B_H + \alpha_4 E/BV + \alpha_5 E2B_M E/BV + \alpha_6 E2B_H E/BV + \epsilon$$

变量	$\alpha_1$	$\alpha_1 + \alpha_2$	$\alpha_1 + \alpha_3$	$\alpha_L = \alpha_4$	$\alpha_M = \alpha_4 + \alpha_5$	$\alpha_H = \alpha_4 + \alpha_6$	修正 $R^2$ (%)
系数	2.630***	2.614***	1.301***	-1.641**	3.288	19.887***	21.07
Fama-MacBeth $t$ 统计量	(23.73)	(10.11)	(5.22)	(-2.50)	(0.88)	(8.16)	

注:括号内为Fama-MacBeth  $t$ 统计量,它等于回归系数的均值/回归系数标准误;\*\*\*,\*\*,\*分别表示在置信度水平1%,5%与10%下显著。

如表3所示,随着公司盈利能力的提高( $E/BV$ 逐渐增大),斜率逐渐增大。给定净资产( $BV$ ),权益价值( $MV$ )对净利润( $E$ )的回归系数从最低的一1.641增大到19.887。在盈利能力最高的一组中,斜率( $\alpha_H = \alpha_4 + \alpha_6$ )显著大于零(系数为19.887,Fama-MacBeth  $t$ 统计量为8.16);在盈利能力最低的一组中,斜率( $\alpha_L = \alpha_4$ )显著小于零(系数为-1.641,Fama-MacBeth  $t$ 统计量为-2.50)。

在表4中,以方程(1)的斜率( $\alpha_L, \alpha_M, \alpha_H$ )为因变量,分别以市场化进程、市场化进程排名为自变量,为排除GDP增长率对增长价值的影响,我们加入各地区GDP的年增长率为控制变量。

表4中模型1—6的回归结果显示,对于盈利能力最高的样本,增长价值(给定净资产,权益价值对净利润的回归系数)对市场化进程的回归系数为1.641, $t$ 为2.27,这说明,在小于5%的置信水平上,市场化进程增加公司的增长价值。加入各地区GDP增长率后,对方程没有显著的影响。另外,结果还显示,对于盈利能力中等及偏低的公司,市场化进程对权益价值与净利润的关系没有显著的影响。从经济意义上看,对于盈利能力最高的样本,当市场化进程变化一个四分位数间距( $2.70 = 7.63 - 4.93$ )时,公司的增长价值将变化4.60( $= 2.70 \times 1.703$ ),这相对于截距( $= 22.602$ ,市场化指数为0时的增长价值),影响幅度为20.35%( $= 4.60/22.602 \times 100\%$ )。

表 4 公司的增长价值对市场化进程的回归结果

变量	模型 1 $\alpha_L$	模型 2 $\alpha_M$	模型 3 $\alpha_H$	模型 4 $\alpha_L$	模型 5 $\alpha_M$	模型 6 $\alpha_H$	模型 7 $\alpha_L$	模型 8 $\alpha_M$	模型 9 $\alpha_H$	模型 10 $\alpha_L$	模型 11 $\alpha_M$	模型 12 $\alpha_H$
截距	1.382 (0.50)	-6.957 (-0.40)	21.426** (2.19)	4.684 (1.10)	-9.180 (-0.39)	22.602* (1.88)	0.232 (0.12)	-7.596 (-0.50)	26.090*** (2.99)	4.421 (1.11)	-10.084 (-0.45)	25.971** (2.13)
市场化进程	-0.367 (-0.77)	-0.269 (-0.19)	1.641** (2.27)	-0.192 (-0.43)	-0.387 (-0.27)	1.703* (1.85)						
市场化进程排名							-0.080 (-0.63)	-0.079 (-0.20)	0.404* (1.80)	-0.032 (-0.28)	-0.107 (-0.28)	0.403 (1.39)
GDP 增长率				-43.844 (-1.18)	29.506 (0.13)	-15.611 (-0.13)				-48.298 (-1.23)	28.678 (0.13)	1.373 (0.01)
年度固定效应							控制					
地区集聚效应							控制					
观测值	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
修正 $R^2$ (%)	1.27	-0.59	18.28	0.91	-1.6	17.46	1.01	-0.58	18.12	0.81	-1.6	17.28

注： $\alpha_L = \alpha_1, \alpha_M = \alpha_1 + \alpha_5, \alpha_H = \alpha_1 + \alpha_5 + \alpha_6$ ；括号内为  $t$  统计量；\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在置信度水平 1%, 5% 与 10% 下显著。

为了更好地理解市场化进程与增长价值的关系,我们还以市场化进程排名作为自变量进行了回归分析。表4中模型7—12的结果显示,对于盈利能力最高的样本,市场化进程排名对增长价值的回归系数为0.404,  $t$ 为1.80,这说明,市场化进程每提高一个名次,公司的增长价值将增加0.404。市场化程度最高和最低的地区,高盈利能力公司的增长价值相差为8.08( $=0.404 \times 20$ )。另外,对于盈利能力中等偏低的公司,市场化进程排名对权益价值与净利润的关系没有显著的影响。值得说明的一点是,对于盈利能力最高的样本,加入GDP增长率后,增长价值对市场化进程排名的回归系数为0.403,  $t$ 为1.39(在小于10%的置信水平上单侧检验显著)。

最后,从变量的解释能力上,我们可以清楚地看到,对于盈利能力最高的样本,无论是否包括GDP增长率,无论使用连续的市场化进程还是排名,修正 $R^2$ 都在18%左右。而对于盈利能力中等偏低的公司,解释力非常小,修正 $R^2$ 在有的情况下甚至为负。这进一步验证了假说1,即市场化进程对公司增长价值的影响主要体现在盈利能力较高的样本中。

综合上述结果分析,研究发现支持假说1,亦即,给定净资产,对于盈利能力较高的公司,市场化进程增加了公司价值与净利润之间的正相关程度,即增加了公司的增长价值;而对于盈利能力中等与较差的公司,市场化进程对权益价值与净利润之间的关系影响较小。

### (三) 假说2的实证结果分析

类似的,我们首先对方程(2)按地区分年度进行回归,得到105组回归系数及修正 $R^2$ ,然后对回归系数,修正 $R^2$ 取均值,进而根据回归系数的均值及标准误差,计算各回归系数的Fama-MacBeth  $t$ 统计量。表5提供了这一步回归结果的描述性统计量。

表5 给定净利润,权益价值与净资产的回归结果(只包括净利润为正的观测值)

$$MV/E = \beta_1 + \beta_2 B2E_H + \beta_3 BV/E + \beta_4 B2E_H BV/E + \epsilon$$

变量	$\beta_1$	$\beta_1 + \beta_2$	$\beta_L = \beta_3$	$\beta_H = \beta_3 + \beta_4$	修正 $R^2$ (%)
系数	19.381***	0.543	1.552***	2.610***	77.78
Fama-MacBeth $t$ 统计量	(7.15)	(0.22)	(6.59)	(24.84)	

如表5所示,随着 $BV/E$ 的增加(公司盈利能力的降低),斜率逐渐增大。给定净利润( $E$ ),权益价值( $MV$ )对净资产( $BV$ )的回归系数从1.552上升到2.610。在 $BV/E$ 较高(盈利能力较低)的样本中,斜率( $\beta_H = \beta_3 + \beta_4$ )显著大于零(系数为2.610, Fama-MacBeth  $t$ 统计量为24.84)。亦即,随着公司盈利能力的降低,权益价值越体现出公司的清算价值。

在表6中,以方程(2)的斜率( $\beta_L, \beta_H$ )为因变量,分别以市场化进程、市场化进程排名为自变量,同样,为排除各地区GDP增长率对清算价值的影响,我们加入GDP年增长率为控制变量。表6中模型1—4的结果显示,对

于盈利能力较低的公司，清算价值（给定净利润，权益价值对净资产的回归系数）对市场化进程的回归系数为 0.067， $t$  为 2.16，这说明，在小于 5% 的置信水平上，市场化进程增加公司的清算价值。加入各地区 GDP 增长率后，回归系数为 0.096， $t$  为 2.65。另外，表 6 还显示，对于盈利能力较高的公司，市场化进程对权益价值与净资产之间的关系没有显著影响。从经济意义上看，对于盈利能力较低的公司，市场化进程提高 2.70（市场化指数的四分位数间距），清算价值（公司权益价值与净资产之间的关系）增加 0.26（ $=2.70 \times 0.096$ ），这相对于截距（ $=4.02$ ，市场化指数为 0 时的清算价值），影响幅度为 6.47%（ $=0.26/4.02 \times 100\%$ ）。

表 6 公司的清算价值对市场化进程的回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	$\beta_L$	$\beta_H$	$\beta_L$	$\beta_H$	$\beta_L$	$\beta_H$	$\beta_L$	$\beta_H$
截距	3.089** (2.04)	3.479*** (11.61)	3.106 (1.64)	4.020*** (11.43)	2.943** (2.52)	3.659*** (15.60)	2.857* (1.69)	4.221*** (11.82)
市场化进程	-0.081 (-0.42)	0.067** (2.16)	-0.080 (-0.40)	0.096*** (2.65)				
市场化进程排名					-0.028 (-0.50)	0.018* (1.90)	-0.029 (-0.49)	0.024** (2.20)
GDP 增长率			-0.226 (-0.02)	-7.183* (-1.73)			0.989 (0.07)	-6.481 (-1.56)
年度固定效应					包括			
地区集聚效应					包括			
观测值	105	105	105	105	105	105	105	105
修正 $R^2$ (%)	2.08	75.09	1.08	75.51	2.30	75.07	1.31	75.39

注： $\beta_L = \beta_3, \beta_H = \beta_3 + \beta_4$ ；括号内为  $t$  统计量；\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在置信度水平 1%, 5% 与 10% 下显著。

表 6 中模型 5—8 的结果显示，对于盈利能力较低的公司，清算价值对市场化进程排名的回归系数为 0.018， $t$  为 1.90，这说明，市场化进程每提高一个名次，清算价值（权益价值对净资产的回归系数）增加 0.018。加入各地区 GDP 增长率后，回归系数为 0.024， $t$  为 2.20，也就是说，相对于市场化程度最低的地区，市场化程度最高地区的清算价值将增加 0.48（ $=0.024 \times 20$ ）。另外，对于盈利能力较高的公司，市场化进程排名对权益价值与净资产之间的关系仍没有显著影响。

最后，从变量的解释能力上，我们可以看到，对于盈利能力较低的公司，无论是否包括 GDP 增长率，无论使用连续的市场化进程还是排名，修正  $R^2$  都在 75%—76% 之间。而对于盈利能力较高的公司，解释力大致在 2% 左右。这也进一步为假说 2 提供了支持。因为只有对那些盈利能力较低的公司，市场化进程才会对公司的清算价值产生重要的影响。

综合上述结果分析，本文的发现支持假说 2 的成立，亦即对于盈利能力较低的公司，市场化进程增加公司的清算价值；而对于盈利能力较高的公司，

市场化进程对权益价值与净资产之间的关系影响较小。

#### (四) 敏感性检验

##### 1. 改变剔除极值的方法

为了进一步剔除极值对结论的影响,我们对所有连续变量上下两边各5%的观测值进行极值处理(winsorize);或者采用删除上下两边各1%观测值的极值处理方法(delete),重新检验上述假说,结论的性质没有改变。

##### 2. 改变模型设计

在考察市场化进程对公司增长价值、清算价值的影响时,本文先根据Burgstahler and Dichev(1997)的模型得到公司的增长价值、清算价值,然后考察市场化进程对增长价值或清算价值的影响。本文也尝试了另外两种研究设计,第一种是把市场化进程作为哑变量加入Burgstahler and Dichev(1997)的模型,直接考察市场化进程对增长价值与清算价值的影响,研究设计如下:

$$\begin{aligned} MV/BV = & \alpha_{ul} + \alpha_{lm}E2B_M + \alpha_{lh}E2B_H + \alpha_{hl}EF_H + \alpha_{hm}EF_HE2B_M \\ & + \alpha_{hh}EF_HE2B_H + \beta_{ul}E/BV + \beta_{lm}E2B_ME/BV \\ & + \beta_{lh}E2B_H E/BV + \beta_{hl}EF_H E/BV + \beta_{hm}EF_HE2B_ME/BV \\ & + \beta_{hh}EF_HE2B_H E/BV + \epsilon, \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} MV/E = & \alpha_{ul} + \alpha_{lh}B2E_H + \alpha_{hl}EF_H + \alpha_{hh}EF_HB2E_H + \beta_{ul}BV/E \\ & + \beta_{lh}B2E_H BV/E + \beta_{hl}EF_H BV/E + \beta_{hh}EF_HB2E_H BV/E + \epsilon. \end{aligned} \quad (4)$$

这种研究设计的缺点是需要回归中加入大量的交叉变量,理解和解释起来比较复杂,另外,也不利于加入其他控制变量(如GDP增长率等)。鉴于此,我们没有报告这部分检验结果,但留存被索。

第二种研究设计是将样本按年度等分成市场化进程较低和较高的两个样本组,然后检验两组样本之间净利润、净资产与公司权益价值之间的关系是否存在显著差异。其优点是模型简洁,易于理解,但同样不利于加入其他控制变量。根据假说1和假说2,我们预期:给定净资产,当公司盈利能力较高时,净利润与权益价值的关系(公司的增长价值)在两组样本之间存在显著差异。给定净利润,当盈利能力较低时,净资产与权益价值的关系(公司的清算价值)在两组样本之间存在显著差异。对不同样本组之间回归系数差异的检验我们采用看似不相关(seemingly unrelated estimation)方法进行检验。

表7提供了假说1的回归结果,我们主要关注组间系数差异的显著性。表7底部的结果表明:当盈利能力较低或处于中等水平时,市场化进程对公司的增长价值没有显著影响( $\chi^2$ 分别为2.00和2.50,统计上不具有显著性);但对于盈利能力较高的公司,市场化进程对公司增长价值的影响显著( $\chi^2$ 为13.56,在小于1%的水平上显著)。从经济意义上看,对于盈利能力最高的一组样本公司,在市场化进程较高的地区,其增长价值为19.072(=



21.118-2.046)，而在市场化进程较低的地区，其增长价值为 10.695(=11.409-0.714)，二者差异为 8.377(=19.072-10.695)，由此可见，市场化进程的高低对公司增长价值的影响幅度为 78.33%(=8.377/10.695×100%)。这些发现支持我们的研究假说 1。

表 7 市场化进程与公司的增长价值

变量	市场化进程低样本组		市场化进程高样本组	
	系数	<i>t</i> 统计量	系数	<i>t</i> 统计量
截距	2.322***	(39.76)	2.910***	(18.35)
$E2B_M(\beta_1)$	-0.345	(-1.19)	-0.123	(-0.59)
$E2B_H(\beta_2)$	-0.344	(-1.34)	-1.571***	(-6.89)
$E/BV(\beta_3)$	-0.714	(-1.00)	-2.046***	(-3.13)
$E2B_M * E/BV(\beta_4)$	11.240*	(1.91)	2.368	(0.60)
$E2B_H * E/BV(\beta_5)$	11.409***	(6.32)	21.118***	(11.80)
组间系数差异检验( $\chi^2$ 统计量):				
$\beta_3$			$\chi^2=2.00$	
$\beta_3+\beta_4$			$\chi^2=2.50$	
$\beta_3+\beta_5$			$\chi^2=13.56***$	
观测值	1436		3489	
修正 $R^2$ (%)	34.87		35.85	

注：括号内为 *t* 统计量；\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在置信度水平 1%, 5% 与 10% 下显著。组间系数差异检验采用看似不相关方法。

对假说 2 的检验结果列示在表 8 中。从中我们看到：当公司盈利能力较高时，市场化进程对公司的清算价值没有显著影响 ( $\chi^2=0.08$ ，统计上不显著)；当公司盈利能力较低时，市场化进程对清算价值的影响显著 ( $\chi^2=9.92$ ，在小于 1% 水平上显著)。从经济意义上看，对于盈利能力较低的公司，在市场化进程较高的地区，其清算价值为 2.569(=1.362+1.207)，而在市场化进程较低的地区，其清算价值为 1.994(=0.831+1.163)，二者差异为 0.575(=2.569-1.994)，由此可见，市场化进程的高低对公司清算价值的影响幅度为 28.84%(=0.575/1.994×100%)。这些发现支持我们的研究假说 2。

表 8 市场化进程与公司的清算价值

变量	市场化进程低样本组		市场化进程高样本组	
	系数	<i>t</i> 统计量	系数	<i>t</i> 统计量
截距	23.152***	(3.46)	21.295***	(8.16)
$B2E_H(\gamma_1)$	-11.759	(-1.40)	-5.291	(-1.02)
$BV/E(\gamma_2)$	1.163*	(1.72)	1.362***	(4.23)
$B2E_H * BV/E(\gamma_3)$	0.831	(1.18)	1.207***	(5.88)
组间系数差异检验( $\chi^2$ 统计量):				
$\gamma_2$			$\chi^2=0.08$	
$\gamma_2+\gamma_3$			$\chi^2=9.92***$	
观测值	1246		3087	
修正 $R^2$ (%)	71.16		64.43	

注：括号内为 *t* 统计量；\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在置信度水平 1%, 5% 与 10% 下显著。组间系数差异检验采用看似不相关方法。

## 六、结论及意义

### (一) 研究结论

本文根据 Burgstahler and Dichev (1997) 的研究, 考察了公司权益价值与净利润以及净资产之间的关系, 并把市场化进程这一制度因素加入到公司权益价值的模型中, 从一个新的视角考察不同地区的市场化进程对权益价值与会计基本变量之间关系的影响。

我们的研究发现: 市场化进程对权益价值与会计基本变量的关系有显著影响。首先, 市场化进程会影响权益价值与净利润之间的关系, 对于盈利能力不同的公司, 这种影响显著不同。给定净资产, 在盈利能力较高的公司中, 市场化进程增加公司的增长价值。其次, 市场化进程也影响权益价值与净资产之间的关系。给定净利润, 对于盈利能力较低的公司, 市场化进程增加公司的清算价值。

### (二) 研究意义

“橘生淮南则为橘, 生于淮北则为枳, 叶徒相似, 其实味不同。所以然者何? 水土异也。”生存环境的重要性可见一斑。企业的成长与自然界生物的成长有着相似之处。那么, 研究企业所处的经营环境如何对企业微观经营进而对公司价值产生影响不仅有着重要的学术价值, 更具有现实的经济意义。

本文的学术价值在于完善了现有公司价值理论的框架, 把权益价值的相关研究由单纯地依赖财务报表扩展到财务报表之外。在权益价值的研究中, 经常会简单地依赖 Ohlson (1995) 模型, 使用净利润与净资产作为重要的解释变量, 但对于这两个会计变量与权益价值的关系如何受制于外部环境则很少涉及。本文考察了市场化进程这一制度因素对公司增长价值和清算价值的影响, 为外部制度环境如何影响公司权益价值与会计变量之间的关系提供了经验证据, 并对相关的后续研究具有一定的借鉴意义。本文的发现有助于更好地理解公司权益价值与会计基本变量的关系, 对于应用价值模型来考察其他的一些会计问题也有所帮助, 比如在价值相关性、会计稳健性、公司治理等问题的研究时, 研究者应该首先分清是由于会计本身的因素还是制度因素所致。

本文的现实意义主要体现为两个方面。第一, 为制度环境的重要性提供了进一步的经验证据。市场化进程主要包括了政府干预、产品和要素市场发育程度以及法律制度环境等。以政府干预和法律制度环境为例, 中国经过三十多年的改革, 政府干预经济的范围在大的方向上逐渐缩小, 法律对私有产权的保护也在逐渐加强。但在特定的时间和地区, 政府干预经济的力度还时有加强, 有时这种干预甚至可能逾越法制的边界。比如, 2009年, 山西煤矿收为国有这一事件就体现了当地政府干预经济的强大力量, 同时也映射出当

地对私有产权保护比较落后的状态。政府干预是企业生存环境的重要影响因素，虽然政府干预经济可能有各种各样的理由，但政府在进行干预时应该将其行动对公司价值的影响也作为一个重要的因素加以考量。市场化进程的退与进可能变橘为枳，亦可能还枳为橘。第二，可以指导投资者进行投资决策、优化资本市场的资源配置。实务中，PB、PE 乘子法被广泛应用，通过市场化进程如何影响增长和清算价值的分析，有助于我们更好地理解和使用这种方法。同时，分析师和投资者在价值评估与预测时经常会采用不同的价值方法以及应用不同的会计变量。通过一个相对完整的分析框架，我们的研究有助于投资者和分析师重新思考价值评估和预测的相关问题。

## 参考文献

- [1] Berger, P., E. Ofek, and I. Swary, "Investor Valuation of the Abandonment Option", *Journal of Financial Economics*, 1996, 42(2), 1—31.
- [2] Biddle, G., P. Chen, and G. Zhang, "When Capital Follows Profitability: Non-linear Residual Income Dynamics", *Review of Accounting Studies*, 2001, 6(2—3), 229—265.
- [3] Burgstahler, D., and I. Dichev, "Earnings, Adaptation and Equity Value", *The Accounting Review*, 1997, 72(2), 187—215.
- [4] Chen, P., and Q. Jin, "Economic Freedom and the Relation between Equity Value, Earnings, and Equity Book Value", Working Paper, The Hong Kong University of Science and Technology, 2009.
- [5] DeFond, M., and M. Hung, "Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover", *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(2), 269—312.
- [6] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏,《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》。北京:经济科学出版社,2007 年。
- [7] 方军雄,“市场化进程与资本配置效率的改善”,《经济研究》,2006 年第 5 期,第 50—60 页。
- [8] Feldmann, H., "Credit Market Regulation and Labor Market Performance around the World", *Kyklos*, 2006a, 59(4), 497—525.
- [9] Feldmann, H., "Government Size and Unemployment: Evidence from Industrial Countries", *Public Choice*, 2006b, 127(3—4), 451—467.
- [10] Feldmann, H., "Economic Freedom and Unemployment around the World", *Southern Economic Journal*, 2007, 74(1), PP158—176.
- [11] Feldmann, H., "Business Regulation and Labor Market Performance around the World", *Journal of Regulatory Economics*, 2008, 33(2), 201—235.
- [12] Feltham, G., and J. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2), 689—731.
- [13] Feltham, G., and J. Ohlson, "Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement", *Journal of Accounting Research*, 1996a, 34(2), 209—234.
- [14] Feltham, G., and J. Ohlson, "Residual Earnings Valuation with Risk and Stochastic Interest Rate", *The Accounting Review*, 1996b, 74(2), 165—183.
- [15] Frye, T. and A. Shleifer, "The Invisible Hand and the Grabbing Hand", *American Economic Review*, 1997, 87(2), 354—358.
- [16] Gwartney, D., G. Randall, and A. Robert, "Institutions and the Impact of Investment on Growth", *Kyklos*, 2006, 59(2), 255—73.
- [17] Hao, S., Q. Jin, and G. Zhang, "Growth Options and the Relation between Equity Value, Earnings, and Equity Book Value", Working Paper, The Hong Kong University of Science and Technology, 2009.

- [18] Hayn, C., "The Information Content of Losses", *Journal of Accounting and Economics*, 1995, 20(2), 125—153.
- [19] Kothari, S., "Capital Market Research in Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1—3), 105—231.
- [20] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 1997, 52(3), 1131—1150.
- [21] LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113—1155.
- [22] LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 2000, 57(3), 1147—1170.
- [23] 李增泉、余谦、王晓坤, "掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据", 《经济研究》, 2005年第1期, 第95—104页。
- [24] Ohlson, J., "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2), 661—687.
- [25] 潘红波、夏新平、余明桂, "政府干预、政治关联与地方国有企业并购", 《经济研究》, 2008年第4期, 第41—52页。
- [26] Shleifer, A., and R. Vishny, *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*. Cambridge, Mass, Harvard University Press, 1998.
- [27] 孙铮、刘凤委、李增泉, "市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自中国上市公司的经验证据", 《经济研究》, 2005年第5期, 第53—63页。
- [28] 夏立军、方轶强, "政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据", 《经济研究》, 2005年第5期, 第40—51页。
- [29] Zhang, G., "Accounting Information, Capital Investment Decision, and Equity Valuation: Theory and Empirical Implication", *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(2), 271—295.

## Does Market Liberalization Influence Companies' Growth and Liquidation Values?

QINGLU JIN SHUANG XUE CHUNSHENG GUO

(Shanghai University of Finance and Economics)

**Abstract** We examine how market liberalization influences companies' growth and liquidation values. Specifically, we consider how market liberalization influences the relationship between equity values and earnings (value of growth option) for a given equity book value, and how it influences the relationship between equity values and equity book values (value of liquidation option) for a given earning. The empirical results indicate that market liberalization has a significantly impact on both growth values and liquidation values. For highly profitable firms, a more liberalized market leads to higher growth values. For less profitable firms, this leads to higher liquidation values.

**JEL Classification** M41, O17, P30