



会计数据价值相关性差异研究——
中泰的比较证据

**STUDY ON THE DIFFERENCE OF ACCOUNTING
DATA VALUE CORRELATION: COMPARATIVE
EVIDENCE FROM CHINA AND THAILAND**

张永玲
YONGLING ZHANG

本博士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理哲学博士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇一八年八月



会计数据价值相关性差异研究——
中泰的比较证据

**STUDY ON THE DIFFERENCE OF ACCOUNTING
DATA VALUE CORRELATION: COMPARATIVE
EVIDENCE FROM CHINA AND THAILAND**

张永玲

YONGLING ZHANG

本博士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理哲学博士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分

二〇一七年一月

版权归正大管理学院所有

本博士学位论文题目：会计数据价值相关性差异研究——中泰的比较证据，作者：张永玲，已通过博士学位论文考核委员会审核。本博士学位论文为正大管理学院工商管理哲学博士学位工商管理专业(中文体系) 课程学习的一部分。

博士学位论文考核委员会签名：

考核委员会主席.....
(Dr. Jie Chen)

主导师/考核委员.....
(Dr. Guihua Lu)

考核委员.....
(Dr. Tienan Wang)

考核委员.....
(Dr. Songbai Liu)

考核委员.....
(Asst. Prof. Dr. Ao Chen)

中国研究生院院长签名：

.....
(Assoc. Prof. Dr. Somrote Komolavanij)

批准日期：二〇一八年 月 日

摘要

论文题目： 会计数据价值相关性差异研究——中泰的比较证据
作者： 张永玲
主导师： 鲁桂华教授
学位名称： 工商管理哲学博士学位
专业名称： 工商管理专业(中文体系)
学年： 二〇一八年

在金融全球化高度发展的现今世界，我国周边及整个亚太地区的国际资本流动逐渐加强，股票市场作为资本市场最重要的一部分，其资本流动性也逐渐增强，随着国际资本市场投资环境的改善、资本管制逐渐宽松，同时伴随“一带一路”发展理念的提出，许多投资者开始着眼寻求扩展海外业务，泰国作为世界上华人最大集中地之一和通往东南亚 6 亿消费者的门户，已经成为中国消费者投资的主要国家之一，越来越多的中国投资者选择去泰国买卖股票，如何实现资本增值，是广大投资者需要考虑的，然而股市受众多因素影响，股价会有较大的波动性，上市公司披露的会计信息是否对股票价格有较强的解释能力，中国股市的经验数据是否可以运用到泰国股市当中，泰国和中国的上市公司其会计信息的意义是否相同，面对这些问题，本文利用 Ohlson 剩余收益模型的估值理论，建立起能够描述并解释相关现象的模型，分析中泰上市公司会计信息与股票价格相关性不同的差异成因。

本文利用中泰两国上市公司 2007 年到 2016 年十年的数据，使用 Ohlson 剩余收益估值模型对两国上市公司每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 与股票价格的相关性是否存在差异做了检验，泰国上市公司每股收益 EPS 和每股账面价值 BVPS 与股票价格均为显著正相关，中国上市公司的每股收益 EPS 与股票价格 P 为显著正相关关系，而每股账面价值 BVPS 和股票价格 P 呈负相关关系。且公司上市时间越长，会计数据对于股票价格的解释力度越高；分年度对中泰两国上市公司分别进行会计数据与股票价格相关性分析，泰国上市公司的会计数据整体解释力度高于中国上市公司。

两国上市公司股票换手率对股票价格对每股收益 EPS 系数的反映趋势是不同的,中国上市公司换手率越高,每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 与每股股票价格 P 的相关性越低,换手率越低,股票价格 P 与每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 的相关性反而越高。泰国上市公司换手率对于股票价格对每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 的反应程度与中国相反。造成这种现象的原因可能是我国股市投资者结构不合理,多以中小散户投资为主,其受国家政策以及一些市场交易内幕消息的影响十分明显,从众心理严重,缺少对股票市场的客观认识,对个股不去做基本面的分析,市场投机氛围浓厚,短线交易频繁,导致过高换手率的同时造成股价的波动,那么上市公司的每股收益对于股票价格的解释程度便逐渐减弱。而泰国证券市场的机构投资者偏多,多为长线交易,导致上市公司的股票交易相对并不活跃,机构投资者更注重的是公司基本面的分析,所以当股票流动性上升时,公司会计数据对于股票价格 P 的反应程度越高。

公司治理结构中,第一大股东持股比例的不同是影响两国上市公司股票价格对于会计数据的反应程度存在差异的原因之一。中国上市公司股票价格对每股收益 EPS 的反应是呈倒 U 型影响,拐点是在第一大股东持股比例在 50%左右。造成这种情况的原因可能是由于在股权分散的情况下,经营者会一味追求自身利益最大化,会利用其对财务报告的制定和披露的权利对会计数据进行一定的更改,这样便降低了财务报告的信息含量。那么在股权高度集中的情况时,控股股东可以完全掌握公司的经营管理活动,股东可能通过影响经理人的行为来对侵占小股东的利益,致使会计数据的信息含量降低。当第一大股东持股比例在 50%左右的情况下,股权相对制衡,第一大股东和其余股东共同决定公司的各种活动并且共同监督经理人的经营管理行为,致使会计数据对于股票价格的解释力度最高。而泰国上市公司第一大股东持股比例对股票价格对于每股收益 EPS 的反应系数呈线性关系,从另一个角度说明有可能泰国法律政策对于股东权益保护的很好,不需要股东去进行利益操作便可以获取合理利润。

最后本文利用拟合优度 R^2 法,验证了两国上市公司股票换手率和第一大股东持股比例对于会计数据对股票价格解释力的影响趋势,与本文的研究结果相一致。根据本文的研究结果,为我国股票市场的发展以及相应制度建设提供了参考,并且为投资者的投资选择提供一些参考。

关键词: Ohlson 估值模型 EPS BVPS 股票流动性 公司治理结构

ABSTRACT

Title: Study on the Difference of Accounting Data Value
Correlation: Comparative Evidence from China and
Thailand

Author: Yongling Zhang

Advisor: Dr. Guihua Lu

Degree: Doctor of Philosophy (Business Administration)

Major: Business Administration (Chinese Program)

Academic Year: 2018

Nowadays, with the development of financial globalization, the investment environment of international capital market has been improving, along with the implementation of “the Belt and Road Initiative”, many investors are looking to expand overseas. Thailand, one of the world’s largest Chinese destinations and a gateway to 600 million of Southeast Asian consumers, has become one of the leading consumers of Chinese investment.

Based on the data of Listed Companies in China and Thailand from 2007 to 2016, this paper uses Ohlson residual income valuation model to test whether there is any difference in the correlation between EPS and BVPS of book value per share and stock price of the listed companies of the two countries. The earnings per share EPS and the book value BVPS of Thailand listed companies are positively correlated with the stock price. The earnings per share EPS of Listed Companies in China has a significant positive correlation with stock price P , while the BVPS is negatively correlated with stock price P . And the longer the company is listed, the higher the accounting data will explain the stock price. Through analyzing the correlation between accounting data and stock prices of Listed Companies in China and Thailand by year, we can conclude that the overall explanatory power of accounting data of Listed Companies in Thailand is higher than that of Listed Companies in China.

The stock turnover rate of Listed Companies in the two countries has different trends in stock price and earnings per share EPS coefficient. The

higher the turnover rate of Chinese listed companies, the lower the correlation between EPS, book value BVPS and stock price P per share, while the lower the turnover rate, the higher the correlation. The turnover rate of listed companies in Thailand showed the opposite reaction of stock price to EPS and BVPS as compared with China. The reason for this phenomenon may be that the structure of investors in China's stock market is unreasonable, mostly small and medium-sized retail investors. It is obviously influenced by the state policy and some insider information of market transactions, and has a serious herd mentality, lacks objective knowledge of the stock market but does not make fundamental analysis of individual stocks. Both the heavy market speculation atmosphere and the frequent short-term transactions led to excessive turnover and resulting in fluctuations in stock prices. That's why the explanation of earnings per share to the stock price of listed companies gradually diminished. Yet, there are too many institutional investors in the Thai stock market, and mostly long-term trading, which leads to relatively inactive stock trading of listed companies. Institutional investors pay more attention to the analysis of corporate fundamentals. Therefore, when the stock liquidity increases, the accounting data of the company will respond more to the stock price P.

In the corporate governance structure, the difference of the proportion of the largest shareholder is one of the reasons that affect the response of stock prices to accounting data. The stock price of Listed Companies in China has an inverted U-shaped effect on EPS. The turning point is when the proportion of the largest shareholder is about 50%. The reason for this may be that in the case of decentralized ownership, operators will blindly pursue their own interests maximization, and will use their right to formulate and disclose financial reports to make certain changes in accounting data, thus reducing the information content of financial reports. Then in the case of highly concentrated shareholdings, the controlling shareholders can fully grasp the company's management activities, shareholders may affect the behavior of managers to encroach on the interests of minority shareholders, which resulting in the reduction of accounting data information content. When the proportion of the largest shareholder is about 50%, the equity is relatively balanced. The largest shareholder and other shareholders jointly determine the company's various

activities and jointly supervise the management of managers, which will lead to the accounting data for the stock price is the most explanatory. Nevertheless, there is a linear relationship between the ratio of the largest shareholder of Listed Companies in Thailand and the response coefficient of stock price to EPS per share. It shows from another angle that it is possible that the Thai legal policy can protect the rights and interests of shareholders very well, without the need for shareholders to operate on the interests of reasonable profits.

Finally, this paper examines that the impact of stock turnover and the largest shareholding ratio on the explanatory power of accounting data on stock prices of Listed Companies in the two countries through the goodness-of-fit R² method, which is consistent with the results of this study. The results not only provide a reference for the development of China's stock market and the corresponding system construction, but also give some opinions for investors' investment choice.

Keywords: Ohlson Model EPS BVPS Stock liquidity Corporate governance structure

目 录

摘 要.....	I
ABSTRACT.....	III
目 录.....	VI
表格目录.....	IX
图片目录.....	XI
第一章 引言.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.1.1 中国证券市场发展现状	2
1.1.2 泰国证券市场发展现状	4
1.2 研究目的与意义.....	9
1.2.1 研究目的	9
1.2.2 研究意义	9
1.3 研究内容及结构安排.....	11
1.3.1 研究内容	11
1.3.2 结构安排	13
1.4 研究的创新之处.....	14
第二章 基本理论与文献综述.....	15
2.1 基本理论.....	15
2.1.1 有效市场假说理论	15
2.1.2 资本资产定价理论	17
2.1.3 股票估值理论	19
2.1.4 Ohlson 剩余收益模型.....	23

目 录 (续)

2.2 文献综述.....	33
2.2.1 国内相关研究	33
2.2.2 国外相关研究	37
2.2.3 小结	41
第三章 中泰两国上市公司会计信息与股票价格相关性差异实证分析.....	44
3.1 问题提出.....	44
3.2 指标选取以及回归模型设计.....	48
3.2.1 变量的选取及定义	48
3.2.2 变量的描述性统计	51
3.2.3 变量的相关性分析	53
3.3 实证结果分析.....	54
3.3.2 股票流动性对中泰两国上市公司会计信息与股票价格的影响	60
3.3.3 第一大股东持股比例对中泰两国上市公司会计信息与股价的影响 ..	63
3.4 小结.....	68
第四章 中泰两国会计信息与股票价格相关性差异成因的拟合优度法检验.....	70
4.1 拟合优度的含义.....	70
4.2 变量的说明及回归模型设计.....	71
4.2.1 变量的定义及模型设计	71
4.2.2 变量 R ² 的描述性统计.....	71
4.3 实证结果分析.....	73
4.4 小结.....	76
第五章 结论与展望.....	77
5.1 研究结论.....	77

目 录 (续)

5.2 研究不足与展望.....	79
参考文献.....	80
致 谢.....	86
声 明.....	87
个人简历.....	88

表格目录

表 3.1	中国上市公司变量指标描述性统计结果.....	51
表 3.2	泰国上市公司变量指标描述性统计结果.....	52
表 3.3	单变量相关性分析.....	53
表 3.4	中泰两国上市公司会计信息与股票价格相关性分析.....	54
表 3.5	中泰两国上市公司分年度每股收益、每股账面价值对股票价格解释力度	55
表 3.6	中国上市公司每股收益和每股账面价值相关性分析.....	56
表 3.7	中国上市公司上市时间对股票价格的增量解释.....	57
表 3.8	泰国上市公司每股收益和每股账面价值相关性分析.....	57
表 3.9	泰国上市公司上市时间对股票价格的增量解释.....	58
表 3.10	中泰两国上市公司分行业每股收益、每股账面价值与股票价格的相关性 系数分析.....	59
表 3.11	中泰两国上市公司股票流动性与股票价格的相关性分析.....	60
表 3.12	中国上市公司股票流动性影响股票价格对于会计数据的反应程度.....	61
表 3.13	泰国上市公司股票流动性影响股票价格对于会计数据的反应程度.....	61
表 3.14	中泰两国上市公司第一大股东持股比例与股票价格的相关性分析.....	63
表 3.15	中国公司第一大股东持股比例影响股票价格对于会计数据的反应程度	64
表 3.16	泰国公司第一大股东持股比例影响股票价格对于会计数据的反应程度 (模型 13)	65
表 3.17	泰国公司第一大股东持股比例影响股票价格对于会计数据的反应程度 (模型 14)	66
表 4.1	中泰两国上市公司 R^2 描述性统计结果.....	72
表 4.2	中国上市公司股票换手率及第一大股东持股比例对于 R^2 影响的分析结 果.....	73

表格目录 (续)

表 4.3	泰国上市公司股票换手率及第一大股东持股比例对于 R^2 影响的分析结果 (模型 18)	73
表 4.4	泰国上市公司股票换手率及第一大股东持股比例对于 R^2 影响的分析结果 (模型 19)	74

图片目录

图 1.1	泰国资本市场监管框架结构.....	5
图 1.2	中泰两国股票市场市盈率变化图.....	7
图 1.3	中泰两国证券化率变化图.....	8
图 1.4	泰国境外投资者日平均交易额.....	10
图 1.5	论文整体框架.....	13
图 2.1	Ohlson 剩余收益估值模型的价值理论基础.....	32
图 3.1	年度中泰两国会计数据对于股票价格的解释力.....	56
图 3.2	中泰两国公司换手率影响股票价格对于每股收益 EPS 的反应程度.....	62
图 3.3	中泰两国公司换手率影响股票价格对于每股账面价值 BVPS 的反应程度	62
图 3.4	中泰两国上市公司第一大股东持股比例影响股票价格对于每股收益 EPS 的反应程度.....	66
图 3.5	中泰两国上市公司第一大股东持股比例影响股票价格对于每股账面价值 BVPS 的反应程度.....	67
图 4.1	中泰两国上市公司换手率对于会计数据信息含量的影响趋势.....	75
图 4.2	中泰两国上市公司第一大股东持股比例对于会计数据信息含量的影响趋 势.....	75

第一章 引言

1.1 研究背景

股票市场的出现推动了经济社会的发展，解放和发展了社会生产力，是人类经济社会现代化进程的重要里程碑，其是经济社会信息和资本的重要集散中心，有独立的资源配置机制及调节控制机制。现代金融学理论认为，股票市场具有优化资源配置，资金的融通以及价值发现等功能，可以为企业发展聚集资本，也可以让投资者分享企业发展的成果。

2013年9月，国家主席习近平在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学的演讲中提出“一带一路”共同发展理念，主动地发展与沿线国家的经济合作伙伴关系，融合共同打造政治互信、经济、文化包容的利益共同体、命运共同体和责任共同体。

“丝绸之路经济带”是一项创新的合作模式，是一项造福东亚各国人民的大事业，它使欧亚各国经济联系更加紧密、相互合作更加深入，为欧亚经济联盟、中国和东盟等既有的合作机制中注入新的内涵与活力。

2016年8月，习近平主席在推进“一带一路”建设工作座谈会发表了重要讲话中，他指出：要切实推进金融创新，深化金融领域合作，建立国际化的融资模式，打造多层次金融平台，建立服务“一带一路”建设的长期、稳定、风险可控的金融保障体系。证券交易市场是国家的重要金融机关，其责任涉及一个国家的民生、贸易、政府、经济等。股票市场又是证券交易的重要场所，股票市场对于推动国家经济增长以及世界经济一体化有着巨大的影响。

从宏观角度来看，股票市场是国民经济系统的重要组成部分，其为虚拟经济的主体组成部分之一，投资者通过股票市场可获得巨额社会财富，对于宏观经济周期、经济政策、经济波动等都具有一定的影响；同时，股票市场在推进经济政策制定，调控经济发展，完善制度以及维护资本市场的稳定中也起着重要的作用。

现今世界，金融全球化高度发展，加强了我国周边及整个亚太地区的国际资本流动，股票市场作为资本市场最重要的一部分，其资本流动性也逐渐增强，随着国际资本市场投资环境的改善、资本管制逐渐宽松，同时伴随“一带一路”发展理念的提出，许多投资者开始着眼寻求扩展海外业务，泰国作为世界上华人最大集中地之一和通往东南亚6亿消费者的门户，已经成为中国消费者投资的主要国家之一，泰国股票交易所主席 Kesara Manthusree 表示，2016年以来泰国股市受到外资的关注，SET 指数一路走高，累计已上涨近 18%，涨幅排亚洲股市之首。

在泰国上市的企业基本面都很强劲，目前泰国股市市盈率为 15-16 倍，相比东盟国家中印尼和菲律宾股市 19 倍的市盈率要低（财新网 2016 年 8 月 8 日）。

1.1.1 中国证券市场发展现状

1990 年底到 1991 年，我国沪、深交易所相继挂牌营业，中国股市从此开始了初创阶段，由此第一次具备了资源配置功能，同时，中国也开始经历股份制改革的初期，各项基本制度在探索中发展，资本市场初现规模，但大多仍是处于自我演进的发展阶段，股票的发行和交易缺乏规范及有效的监督机制，大众对于资本市场的认识也存在一定的分歧。最初是在讨论股票应该姓“资”还是姓“社”，1992 年邓小平同志在南方视察时指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年对了，放开；错了，纠正，关了就是了。……总之，社会主义要赢得与资本主义相比较的优势，就必须大胆吸收和借鉴人类社会创造的一切文明成果。”至今，很多证券界人士对于当时邓小平同志的讲话仍然记忆犹新。这一精辟而深刻的“不争论”观点，成为我国股票及证券市场诞生初期的理论基础。

1992 年 10 月，中国证券监督管理委员会成立，并将证券市场在全国范围内推广。此后，中国建立了社会主义市场经济体制，股份制也成为国有企业改革的主要方向，并开始资本市场上发行股票。随后，在 1996 年 5 月，中国股市迎来了大牛市行情。但是由于尚未形成完善的供求机制和市场监控机制，股市在高速发展的同时，也出现了很多问题，股价暴涨暴跌，投资者也没有建立正确的投资理念，大部分抱有投机心理。因此，在 1992 年至 1997 年之间，股市的监管机制逐步形成，出台了限制股票日涨跌幅的政策。1998 年 4 月，国务院确定证监会为国务院直属单位，成为全国证券市场的主要监管部门。然而从 1999 年到 2001 年期间，股票市场持续走红，其严重脱离了基本面的支撑，市盈率高的离谱，大量的违规行为也不断被曝光，当时的股市成为“国企解困”的重要途径。之后随着中国宏观经济矛盾的转移，股市的制度建设也随之步入法制化、规范化阶段，股市不仅是筹资的工具，而且其重要的特点是可以带来财富效应，刺激消费增长，有利于改善企业公司治理结构，股票市场的地位被提高到改革与发展全局的高度考虑，但由于当时盲目借用美国股市的经验，对我国市场的特殊性认识不足，美国为资本主义市场，其股票市场发展已经较为成熟，中国的股票市场刚刚起步，且股票市场促进经济结构优化调整、实现资源优化配置的功能仍然不能够正常发挥，社会各界对中国股票市场的现状有颇多不满。当时的中国证监会想进一步加

强完善监管体制，然而在股权分置问题没有彻底解决的前提下，国家既是裁判员又是运动员，改革并没有收到预期的结果。这一阶段股票价值又被严重低估，甚至一度低于其面值，股市不仅没有达到资源优化配置功能要求，甚至连最基本的筹资功能也无法实现。从 2005 年 5 月起，中国股市通过两年的时间完成了股权分置改革，之后的中国股市进入了蓬勃发展的时期，资本市场的融资和资源配置功能得以实现，一大批公司成功上市，后续还进行了一系列的改革，包括提高上市公司质量、大力发展机构投资者、改革发行制度等一系列改革，总体方向是将我们的资本市场从飞市场化逐渐过渡为市场化。到 2007 年，中国 IPO 融资 4595.79 亿，位列全球第一，日均交易量 1903 亿元，成为全球最为活跃的市场之一。

然而经过十几年的探索，中国的资本市场得到了不断的发展，对于国民经济的支撑作用也在不断加强。但中国股市出现了两大特征：一个是剧烈波动，一是政府干预。股市大幅震荡已经不是新鲜事儿了，早在从股市诞生的时候，炒股就是赌博的言论不绝于耳。吴敬琏教授曾经说过，中国的股市是没有规矩的赌场，未来或酿更多悲剧。股市的跌宕起伏对于散户投资者来说是非常危险的，很容易就会被洗劫一空，同时总有走运的人也会一夜暴富，然而赚钱者也不会轻易离场，最终可能也会被迫出局。虽然中国现在已成为全球仅次于美国的第二大股票市场，但股市的震荡依然是我们的典型特征，基准股指在数小时内振幅可以达到 10%，这种特点对于企业、散户以及国家的宏观经济都会带来许多不利影响。

中国的股票市场目前来看，还是具有较大程度的非有效性，股市泡沫严重，股票价值背离其真实价值，市场投资者的非理性在一定程度上增加了股市的泡沫。专业的基金公司往往也会超短线交易，许多基金公司按月或季度衡量公司业绩，增加了他们在股市上涨时追涨的压力，完全忽视基本面而盲目的进行短线套利操作，造成股市的大幅震荡，从而更加无法专注基本面，有不合规的企业通过被券商包装上市，甚至官商勾结蒙混过关，利用炒作各种概念拉高股价，套利圈钱。政府为此大张旗鼓屡屡救市，然而却无法长期保护市场。在 2015 年 7 月，政府实施了 25 年中最为强力的救市措施，在沪指暴跌 19% 后，证监会叫停新股发行，暂停了股票市场 40% 的份额，调动国有基金购买股权，由央行提供支持，稳定市场信心，消除市场疑虑，此次措施已经不仅仅是救市，而是稳定整体经济预期。

近年来，中国资本市场各项制度在不断完善，运行机制也发生了变化，但我们仍然要清醒的认识到，我们目前的资本市场仍然处于新兴和转轨阶段，整体还属于初级发展阶段，我们要与国际上的其他成熟市场及新兴市场做比较，找出我国资本市场现在所存在的问题与面临的挑战，并以此为中国证券市场未来发展提供建议和策略。

1.1.2 泰国证券市场发展现状

20 世纪 60 年代初期，泰国实施了第一个五年社会发展和国民经济计划，来促进经济增长，保持经济环境稳定，促进人民生活水平提高。随后在 1967 年到 1971 年之间确立了第二次全国经济和社会发展规划纲要，首次提出要建立一个有序的证券市场，用来调用更多的资金来促进国家经济发展。在第二次泰国经济和社会发展纲要中，正式批准建设证券市场，并强调证券市场最主要的作用是调动全民资金支持泰国工业化发展，促进全国经济的进步。现代化的泰国资本市场最初开始于私人创立的曼谷证券交易所，随后由于私人创办的证券交易所各项规章制度无法完善，最终由泰国政府组织发起并于 10 年后成立了泰国证券交易所。

最初在 1962 年 7 月，由私人在曼谷组建了一个最初的证券交易所，在 1963 年时正式命名为曼谷证券交易所有限公司（BANGKOK STOCK EXCHANGE Co., Ltd: BSE）。由于证券交易所有限公司刚刚运营，投资者缺乏对证券交易市场的了解，创办者也缺乏足够的经验，并且当时的政府也没有给予相应的支持，各项运营制度不够完善，导致最初曼谷证券市场的交易并不活跃，而且本来就不高的营业额逐年下跌，个股均表现不佳，最后在 1970 年初期，由私人组建运营的曼谷证券交易所便停止运营。

尽管最初的曼谷证券交易所经营宣告失败，但这一事件在当时的泰国已经引起了相当大的关注。在 1969 年，泰国政府引进了哥伦比亚大学的西德尼 M.罗宾斯教授（Professor Sidney M. Robbins）共同研究泰国资本市场的发展方向。西德尼 M.罗宾斯教授之前是美国证券交易所的首席经济专家。同时，泰国的央行也成立了一个工作小组来专门负责促进泰国资本市场的发展以及股票市场的建设。一年后，罗宾斯教授做了一场题为《泰国资本市场》的报告，详细阐述了泰国资本市场未来发展的总体规划。随后在 1972 年，泰国政府在这个报告的基础上进一步扩展政府对金融和证券公司的监管和控制，在 1974 年 5 月，政府成立泰国证券交易所（The Securities Exchange of Thailand: SET），直到 1975 年 5 月，泰国证券交易所正式开始交易。从最初的 11 家上市公司，1994 年增加到 389 家，截止到 2015 年，在泰国上市的公司有 655 家。

泰国证券交易法在 1992 年设置泰国证券交易委员为统一的监管机构，作为对泰国资本市场的监管者，负责监管泰国资本市场的发展，包括初级市场及二级市场，其监管机构框架如图 1.1 所示。初级市场：主要是对首次公开募股的（IPO）公司进行审查，其必须向证券交易委员会提交申请，且证券交易委员会必须仔细审查该公司的财务运营状况，然后才能允许该公司公开发行证券。二级市场：根

据首次公开发售，证券可以在二级市场进行买卖，发行人已经申请并由泰国股票交易所批准买卖。

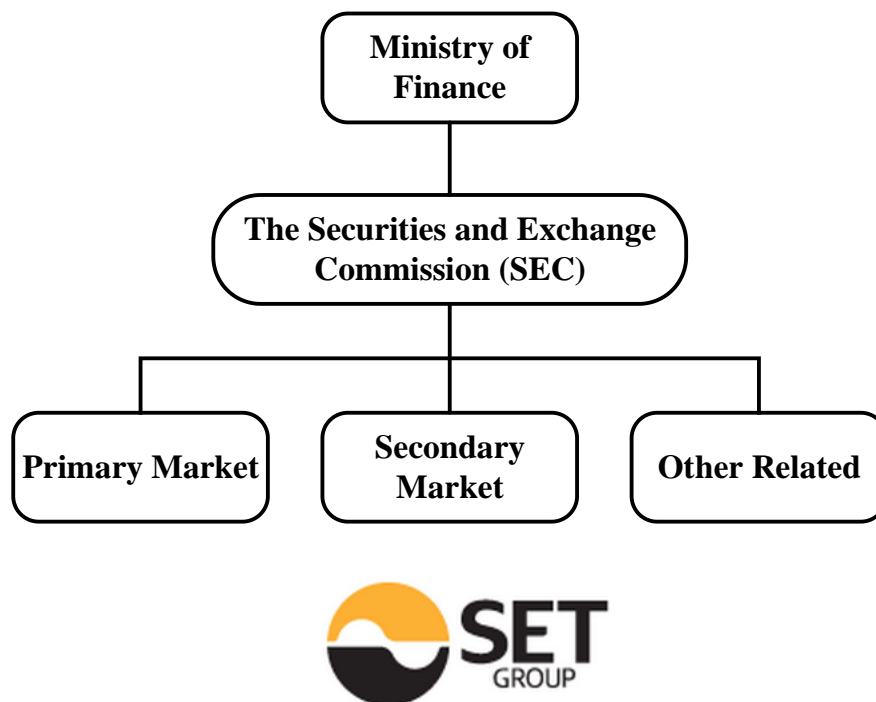


图 1.1 泰国资本市场监管框架结构

来源: https://www.set.or.th/en/about/overview/history_p1.html

在 1994 年，泰国开办了信用等级评价机构，为证券投资者提供更加完备的服务，泰国金融市场的开放，促进了证券交易发展，搞活了泰国经济。

泰国股市曾经历过几次快速扩张，例如在 1988 - 1989 年期间，SET 市场指数从 400 点增加了一倍多，达到 900 点。在 1990 年到 1992 年中期增长趋势逐步放缓，直到 1993 年上升到 1700 点以上。在这六年里，市值从 1380 亿泰铢到 3325 万亿泰铢，上涨了约 25 倍。在 1997 - 1998 年亚洲金融危机期间，泰国股市遭受重创。泰国证券交易所指数从 850 点暴跌至 370 点，市值缩水至前一年的三分之一。2007 - 2008 年的全球金融危机也影响了泰国股市，SET 指数从 2007 年 10 月的 900 点到 2008 年 11 月跌至约 400 点，跌幅超过 50%。随后，SET 指数在 2012 年底强劲反弹至 1400 点左右，至 2017 年末，SET 指数稳步上升，达到 1700 点左右。

根据国际货币基金组织《世界经济展望数据库》(World Economic Outlook Database):2017 年 10 月版，2017 年泰国名义国内生产总值(GDP)为 4378.07 亿美元，世界排名第 26 位；相较 10 年前的 2008 年世界排名 33 位上升了 7 位，并且

国民生产总值比 2008 年翻了一番。泰国的主要股票市场是泰国证券交易所(SET)，根据世界外汇交易联合会(World Federation of Exchange, WFE)的数据，截至 2017 年 12 月底，泰国国内股市市值约为 5488 亿美元，在 64 个交易所中排名第 22 位。这些数据说明了泰国经济和泰国股市在东南亚地区和全球经济的重要性。

泰国证券市场的发展状况良好，一直处于稳步提升的状态，从泰国上市公司企业社会责任质量报告中可以看出，泰国证券市场的迅速发展，除了证券交易委员会的强制推行机制以外，很重要的一部分是有很多志愿部门将企业社会责任报告进行传播并且不断举办培训活动引导实践和推广市场。泰国证券交易所董事兼总经理格萨拉日表示，CORPORATE NIGHT 研究院已得出全球 55 所证券交易所的稳定性排名，其中泰国证券交易所在 2017 年排名第 10，也是亚洲唯一入选的交易所。这一巨大的进步，不仅促进了泰国证券市场的发展，更是泰国资本市场成功的提现。此外，泰国证券交易市场还鼓励上市公司进行可持续发展，参与全球指数的可持续发展评估，并积极的给这些上市公司颁发最佳可持续性上市公司的奖励，使这些优秀的企业成为其他企业和组织的榜样，同时也可以对投资者以及社会环境产生积极影响，并且能给投资者带来长期利益。

中国股市一直以来被称作为政策市，不仅仅是指货币政策，证券和银行业也都设计，包括官方及政府的一些媒体言论，从他们所传递的信息就可以看出来。中国政府发出一项声明后，往往跟随着各种各样的解读，随即而来的投资者一窥玄机之时，便导致了股市的暴涨与暴跌。我们的股指是基于国有企业的主导，那么这样股市便仍然是中国政府的政策工具，政府的一些发展规划，领导的一些言论，官方的媒体等，大多是股评机构以及股票投资者关注的焦点，而上市公司个股的基本面却少有关注。因此，我国上市公司股价存在误估现象，主要表现为高估。对于 A 股与 H 股，相同的公司 A 股的股票价格明显高于 H 股。由于中国股市存在各种各样的问题，很多学者将中国股市与世界成熟资本市场例如美国的股票市场做一些比较，然而世界成熟股市众多，泰国股市作为亚太地区新兴市场，比中国股市的发展早 15 年，在 2009 年 11 月，在深交所主办的“第六届亚太地区新市场论坛”期间，中国深圳证券交易所与泰国证券交易所签订了合作谅解备忘录，深交所陈鸿桥副总经理，泰国证券交易所副总裁、创业板总裁王文智分别代表各自交易所在合作谅解备忘录上签字。

陈鸿桥指出，深交所一直十分重视与泰国证券交易所的交流与合作，两家交易所都致力于为中小企业服务，都建立了适合本国国情的创业板市场，双方交流有针对性，互补性强。随着中国与东盟自由贸易区的全面启动，中国与泰国及其他东南亚国家的金融合作将更加广泛、更具实效。

王文智表示，泰国证券交易所与深圳证券交易所一直保持着友好接触，双方均为亚洲及大洋洲交易所联合会成员，交流密切。泰国是东南亚最活跃的经济体之一，中小企业又是泰国经济中最活跃的部分。泰国创业板不仅为泰国中小企业提供了融资渠道，也激发了泰国企业家的创业精神。两交易所签订合作谅解备忘录必将促进相互交流、共同进步。

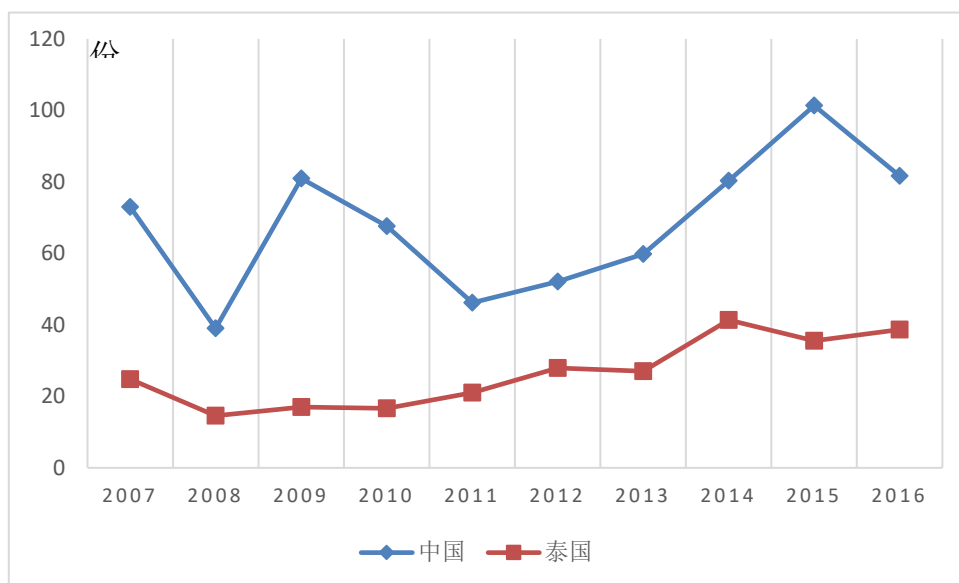


图 1.2 中泰两国股票市场市盈率变化图

来源：Osiris 全球上市公司数据库

市盈率是指股票每股价格与每股收益的比值，市盈率是最常用来评估股价水平是否合理的指标之一。市盈率越高说明股票定价越高，市盈率越低，则说明股票定价越低。如果市盈率合理，说明股票价格达到公允水平。图 1.2 为中泰两国上市公司 2007 年-2016 年上市公司的平均市盈率，中国的上市公司市盈率明显高于泰国的上市公司，另一方面说明中国股市的价格处于明显高估水平，反映出股市存在投机性泡沫。

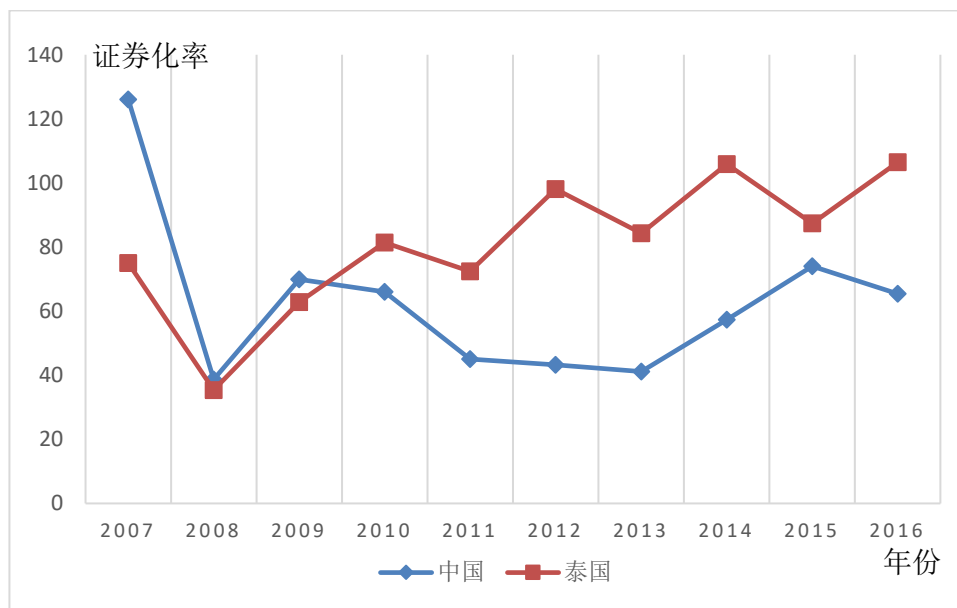


图 1.3 中泰两国证券化率变化图

来源：世界银行官方网站 <https://data.worldbank.org.cn/>

证券化率是指一国各类证券总值与该国内生产总值(GDP)的比率。证券化率是衡量一国证券市场发展程度的重要指标。图 1.2 显示了中泰两国证券化率的变化情况，2007 年的时候我国的证券化率超过 100%，2008 年全球金融危机前后证券化率迅速跌至低点，而目前处于 60%-80% 的水平。泰国证券化率同样在 2008 年全球金融危机期间降至最低点，随后稳步提升，目前证券化率在 100% 左右，可见泰国的虚拟经济地位在逐步提升，证券市场越来越发达。

随着国际金融一体化步伐的逐年加快，全球已然成为一个地球村，越来越多的中国投资者选择去泰国买卖股票，那么如何通过购买股票使得自己的消费资金转变为生产资金，实现资本增值，是广大投资者需要考虑的，然而股市受众多因素影响，股价会有较大的波动性，投资者如何去做基本面的分析研究，上市公司披露的会计信息是否对股票价格有较强的解释能力，中国股市的经验数据是否可以运用到泰国股市当中，泰国和中国的上市公司其会计信息的意义是否相同，若存在差异，是由于哪些原因引起的？是股市的流动性不同造成的？还是公司治理差异造成的？面对这些问题，本文将利用股票的估值理论，建立起能够描述并解释相关现象的模型，分析中泰上市公司会计信息对股票估值的差异成因，并对结论加以分析验证，期待可以为广大投资者提供建设性的意见。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 研究目的

研究目标：本文旨在探寻中泰两国上市公司会计信息对于股票定价的差异成因，找出影响因素在两国市场中影响股票定价的程度，各有侧重地改进定价方法，这对完善我们的市场，对中国的股票的合理定价有一定的帮助，同时也为广大大有意投资泰国股票市场的人士提供参考意见。

具体研究问题：利用 Ohlson 剩余收益估值模型对中泰两国会计数据对于股票价格的含义是否存在差异，并从股票流动性的不同以及公司治理结构差异等方面对中泰股票估值的影响进行分析。

1.2.2 研究意义

1.2.2.1 理论意义

股票市场是宏观经济的晴雨表，一个国家的经济状况与股票市场之间存在着相当密切的关系。二者之间相互促进相互影响。一方面，证券市场会受到宏观经济因素的影响，另一方面，国家的宏观经济政策、利率政策、金融环境等都将影响股票市场的涨跌。从会计角度来看，会计报表会记录企业的价值及其变动的轨迹，当企业进行投资、筹资或资产重组等经营活动时，会带来企业价值的变动，通过会计报表中的利润表可以观察到企业的盈利能力。当企业上市后，其股票交易价格变化则是对企业价值（股东权益价值）的动态反映，是投资者经过大量会计信息和非会计信息综合考评之后优化决策的结果。那么投资者在买卖股票的过程中会利用多少上市公司的会计信息，上市公司在资本市场的交易价值与会计报表的账面价值有怎样的相关性，这是世界各国金融及会计领域都关心的问题，国际上也出现了大量的价值相关性研究。

之前的学者通过对西方成熟资本市场进行的大量实证研究表明，会计信息可以为证券市场的资源合理配置提供基础信息，会计信息对于上市公司股票价格的影响是显而易见的。然而要扩大直接融资，完善现代市场体系，更大程度的发挥市场在资源配置中的基础性作用，必须厘清股票定价机制及投资者决策的特征，虽然会计信息质量的好与坏会影响到金融市场的运行安全，但由于各国的会计准则不同，利率政策不同等因素，也会影响到资本市场的稳定与发展。因此，从多方面、多角度探讨会计信息与股票定价相关性研究有着重要意义。

1.2.2.2 实践意义

自从 1990 年 12 月及 1991 年 6 月上海证券交易所及深圳证券交易所相继成立并发行 A 股之后，到现今为止，中国证券市场已经发展了 26 年，上海证券交易所从最初的 8 只股票、22 只债券，发展为拥有 1159 家上市公司、1203 只股票、29.8 万亿股票市值的股票市场，近年来股票市场持续壮大，股票衍生品市场初步建立，债券市场渐进发展，基金市场稳步推进。上交所已初步形成了覆盖股票、衍生品、债券、基金等品种的产品体系，成为跨期现市场的综合性交易所。与此同时，资本市场的投资者参与度不断提高，证券市场成为广大人民群众以及机构投资的重要途径，是广大投资者财富管理的重要平台，随着国家经济不断发展，证券市场与广大人民群众之间的关系日益密切，网络时代的到来以及经济全球化、金融的自由化、投资者机构化使得影响证券投资者行为和股票价格的影响因素变得更加复杂，对其开展研究工作是非常有必要的。

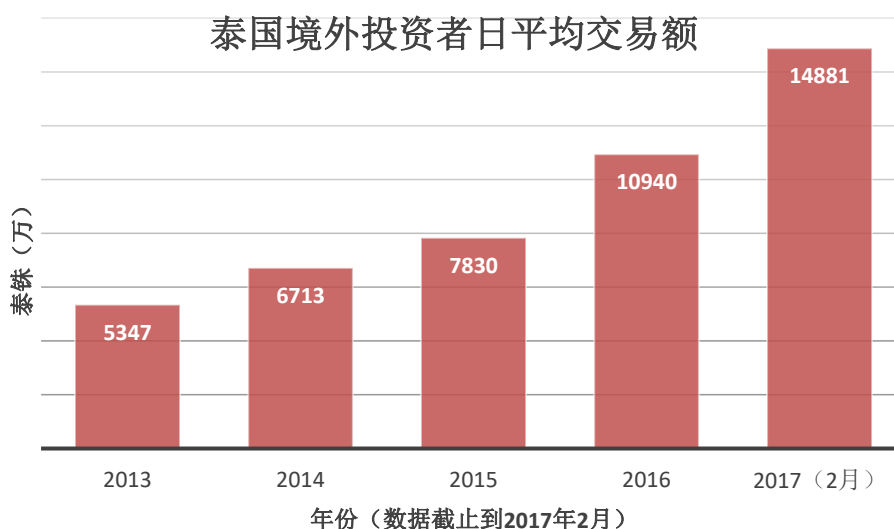


图 1.4 泰国境外投资者日平均交易额

来源：泰国证券交易所

泰国的股票市场较我国起步较早，在 1962 年 7 月，泰国第一家证券交易所成立，但直到 1974 年，曼谷证券市场一直不够活跃，交易活动缺乏经常性，公众支持度低，在 1975 年 3 月宣告停业。与此同时，泰国政府意识到应该鼓励私人资本的形成以促进泰国的经济发展，泰国证券交易所应该是一个有组织的证券市场，交易机构必须健全，手续必须完善。在曼谷证券交易所宣告停业后的一个多月，泰国证券交易所正式成立。这个交易所的营业目的是要提供一个买卖证券的中心，鼓励动员泰国国内储蓄、促进国内产业部门的多样化。随着制度以及法

律法规的不断完善，泰国证券交易所日渐壮大，从最开始成立时的 11 家上市公司，到 1994 年达到 389 家，现今更是达到了 655 家，从 20 世纪 80 年代，泰国的经济持续增长，为亚洲“四小虎”之一，经济的迅速发展，得益于金融市场的对外开放，搞活了经济，促进了证券交易市场的蓬勃发展。外商投资在泰国股票交易所扮演了重要角色。2002 年，中国与东盟签署了《中国——东盟全面经济合作框架协议》，正式启动了中国与东盟自由贸易区的进行。目前，随着东盟经济一体化，密切的贸易联系深化了中泰金融合作。中国现今是泰国最大的贸易伙伴和第一大出口市场以及第二大进口来源国，两国的金融合作稳步前进。股票市场作为资本市场最重要的一部分，其资本流动性也逐渐增强，随着国际资本市场投资环境的改善、资本管制逐渐宽松，同时伴随“一带一路”发展理念的提出，许多投资者开始着眼寻求扩展海外业务，泰国作为世界上华人最大集中地之一和通往东南亚 6 亿消费者的门户，已经成为中国消费者投资的主要国家之一，越来越多的中国投资者选择去泰国买卖股票，那么如何通过购买股票使得自己的消费资金转变为生产资金，实现资本增值，是广大投资者需要考虑的，投资者如何去做基本的分析研究，上市公司披露的会计信息是否对股票价格有较强的解释能力，中国股市的经验数据是否可以运用到泰国股市当中，泰国和中国的上市公司其会计信息的意义是否相同，若存在差异，那么这些差异是由于哪些原因引起的？通过本文对中泰上市公司会计信息与股票定价差异成因分析，可以为广大投资者提供建设性的意见，也能为中泰两国公司之间投融资合作决策提供参考。

1.3 研究内容及结构安排

1.3.1 研究内容

本文将结合会计学、财务学、管理学等多学科的相关知识，同时采用规范性研究与实证研究相结合的方法，基于 Ohlson 剩余收益估值模型，对 Osiris 全球上市公司数据分析库的中泰两国上市公司 2007 年—2016 年公布的公司会计数据与股票信息进行分析，用 EViews 软件对数据进行处理，研究两国上市公司披露的会计信息对股票价格影响的差异。

本文的第一章为引言，主要介绍论文的研究背景、意义、主要研究内容、结构安排及研究的创新之处。

第二章主要对本文写作用到的一些理论进行了回顾，包括有效市场假说理论、资本资产定价理论、股票估值理论等，其中重点介绍了 Ohlson 剩余收益估值模型的基本形式、该模型的研究现状以及存在的问题，并解释了 Ohlson 剩余收益

估值模型的经济学含义。同时本章对会计信息与股票价格相关性的研究从国内和国外两方面进行了文献回顾的评述。

第三章本文在 Ohlson 剩余收益估值模型的基础上构建了一个中泰两国上市公司股票估值是否存在差异的比较模型，通过引入一个虚拟变量，检验中泰两国上市公司的每股收益（EPS）以及每股账面价值（BVPS）对股票价格（P）的影响是否存在差异，并分年度对中泰两国上市公司会计数据与股票价格进行相关性分析。利用 GICS 全球行业分类标准对中泰两国 11 个行业的上市公司会计数据与股票价格相关性的差异研究。并在中泰两国上市公司每股收益和每股账面价值对于股票价格的影响差异的比较模型基础上，检验上市公司股票的流动性以及公司治理结构比例的不同是否是造成中泰两国上市公司会计数据与股票价格相关性存在差异的影响因素，利用上市公司年度股票换手率作为股票流动性的代理变量，用第一大股东持股比例作为公司治理结构的代理变量，研究中泰两国上市公司换手率的不同和第一大股东持股比例不同分别是如何影响股票价格对于每股收益和每股账面价值的反应程度的。

第四章将利用拟合优度 R^2 法对中泰两国每一家公司十年的公司数据分别对进行会计数据与股票价格相关性的回归分析，取其拟合优度作为被解释变量，构建回归模型，检验股票的流动性以及公司第一大股东持股比例对股票价格对于会计数据反应程度的影响趋势。

第五章将总结以上章节研究的结论，对本研究的局限性进行归纳阐述，并提出相应的政策建议，指出本研究的不足以及对进一步研究的展望。

1.3.2 结构安排

论文整体框架如下图所示：

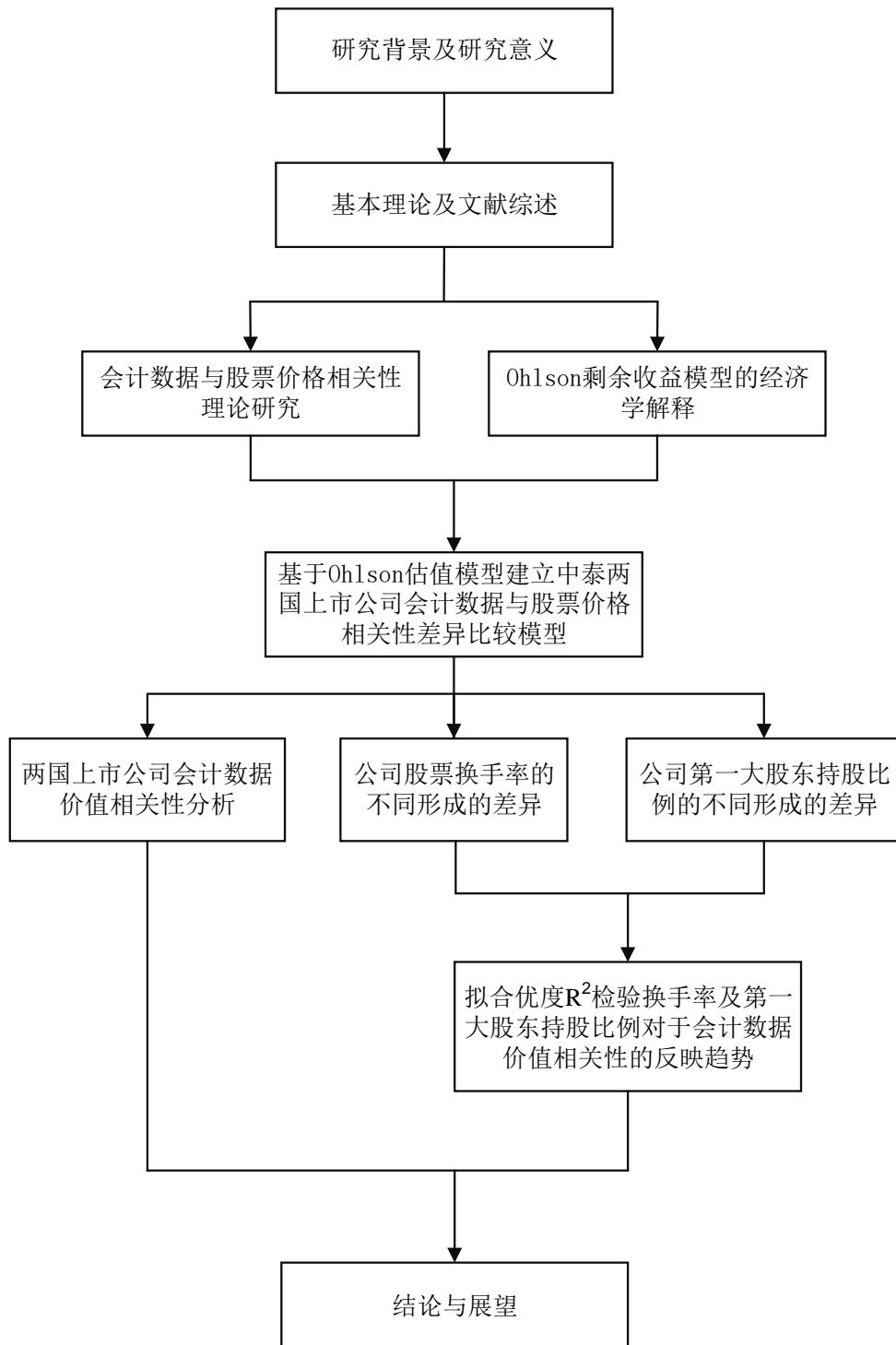


图 1.5 论文整体框架

1.4 研究的创新之处

首先从研究的视角来看，以往对于股票市场的比较研究集中在与美国等发达国家股票市场的比较，很少有对泰国股市和中国股市股票估值方面的比较，本文将中泰两国股票市场会计信息对股票估值的差异成因做详细分析，这对于越来越多去泰国投资的人士可以提供一定的参考作用。

从研究内容来看，本文利用 Olhson 估值模型来研究中泰两国会计数据与股票价格的相关性的差异，利用股票换手率以及上市公司第一大股东的持股比例来分析其如何影响股票价格对于会计数据的反应程度，并使用上市公司会计数据对于股票价格解释力度的拟合优度 R^2 来检验换手率以及第一大股东的持股比例是如何影响股票价格对于会计数据的反应程度的。

第二章 基本理论与文献综述

2.1 基本理论

2.1.1 有效市场假说理论

2.1.1.1 有效市场的含义

在 1965 年，美国芝加哥大学的金融学教授尤金·法玛（Eugene Fama）发表了一篇博士论文，题为《股票市场价格行为》，到 1970 年，其将该论文的理论进行了深化，提出了有效市场假说理论（Efficient Markets Hypothesis, EMH）。对有效市场的论述，最早要追溯到 1988 年经济学家吉布森（Gibson）出版的《伦敦、巴黎和纽约的股票市场》一书，随后法国数学家路易斯·巴切利尔（Louis Bachelier）在其著作《投机理论》中最早阐述了并检验了随机游走模型，后来在 1953 年，英国统计学家莫里斯·肯德尔（Maunce Kendall）使有效市场的假设研究向前推进一步，提出了股价是遵循一种随机游走的模式。1959 年，亨利·罗伯茨（Harry Roberts）最先提出了强势和弱勢的假设，但这些研究只是建立在观察的基础上，并没有合理的经济学解释。直到 1970 年，尤金·法玛教授在总结所有关于有效市场假说的基础上，定义了有效市场的概念，并梳理了会计数据与资本市场的关系，建立一套完整的理论框架。随着之后的不断深入研究，该理论成为现代金融学的重要基础理论之一。

该理论的前提假设是参与市场的投资者要具有足够的理性，且能够及时迅速的对市场信息做出合理的反映，该假设备受质疑。同时该理论认为，在法律健全、透明度高，竞争充分、各项功能良好的股票市场，一切有价值的信息已经及时准确并且充分的反映在股票价格走势中，包括企业当前以及未来的价值，除非存在市场操纵现象，否则投资者不可能通过分析上市公司以往的数据来获取高于市场平均水平的超额利润。通俗的说，市场在接收到可以影响股票价格的消息，且在市场的投资者都是理性人，那么投资者的决策便会随之而改变，市场的供给与需求也会随之而改变，只得到股票价格完全反映出这些信息，想买的人正好等于想卖的人，实现供需平衡，市场此时便达到一个新的均衡，此时的市场便是有效市场。

当有效市场假说提出后，支持和反对的声音都有很多，一直以该假说来成为证券市场备受争议的投资理论之一，是证券市场实证研究的热门课题，虽然如此，在现代金融市场的基本理论框架中，该假说仍然占有重要地位。

2.1.1.2 有效市场假说的三种类型

关于有效市场的假说，市场价格所反映出来的内容，不仅仅是所有可得信息，还包括很多未知因素。为了能够更好的区分不同效率的市场，把与价格相关的信息分成三类，第一，是股票之前的交易信息，例如股票价格，成交量等等；第二，是一些公开信息，如公司的年报、媒体新闻等；第三，即为一些不被公开的内幕信息。对应这三种信息，资本市场可以达到三种有效性。

- (1) 弱势有效市场
- (2) 半强势有效市场
- (3) 强势有效市场

所谓弱势有效市场，即股票过去的成交价和成交量包含的信息，如果这些信息全部为股票价格所反映，这样的市场我们可以称为弱势有效市场。也就是说如果投资者具有相同的信息，没有交易成本，并且同等理性，那么所有的投资者都能够从过去的成交价和成交量中预测股票价格，并且迅速无偏。

半强势有效市场，即全部公开的信息，比如财务会计报表、宏观经济政策、产业经济形势等，这些信息一旦公开，也会导致投资者的投资决策以及投资行为发生变化，从而导致股票市场的供给需求的改变，进一步会使股票价格发生变化，股票价格可以充分反应出这些信息，这样反应了这些信息的股票市场我们称之为半强势有效市场，投资者将无法利用公开的信息预测股票价格，也不能赚取超额回报。其中所有公开信息包含过去的成交价格以及成交量等信息，其为全部公开信息的一个子集，因此，我们可以知道如果市场达到了半强势有效市场，那么其一定达到了若是有效。

强势有效市场，即全部的消息都被股票市场所反应，那么市场达到强势有效。全部的信息包括内幕消息和公开消息，在强势有效的市场上，利用任何消息都无法赚取超额回报，那么市场是如何反映非公开的内幕消息呢？假如说如果有人有利好消的内幕消息并且大量买入该支股票，并且导致该股票上涨，这个现象本身便成为一个信息，其他投资者并不知道内幕消息，但可以知道一定有利好消息，投资者会根据这一信息来改变投资决策以及投资行为，进而改变市场的供给需求并最终反映到股票价格中。显然，全部消息包含有公开的成交量及成交价信息，

以及财务会计报表、宏观经济政策、产业经济形势等信息，所以若市场达到了强势有效，那么其必定是半强势有效和弱势有效的。

2.1.2 资本资产定价理论

2.1.2.1 资本资产定价理论的产生

在 1952 年，哈利·马克威茨（Harry Markowitz）提出了均值方差理论，该理论是现代投资分析理论诞生的标志，其将资产选择问题转变成为一个给定目标函数和约束条件的线性规划问题。然后，现代投资分析理论成为 20 世纪 50 年代的金融经济学主流研究方向。在哈利·马克威茨的理论研究基础之上，威廉·夏普（William Sharp）在 1964 年提出资本资产定价理论，其立足于资产组合选择和有效市场假说理论，以最优的方式按比例持有不确定性资产，并结合资产价格进行适当调整，其直观含义为，不可分散的风险越高，逾期的投资回报率越高。或者说个别资产的风险溢价正比于该资产的系统分线水平或不可分散的风险水平。最优资产组合的预期收益等于标准方差的一个递增线性函数，每种证券的期望收益是其报酬率风险的一个递增函数，称之为证券市场线。传统的定价理论通常是以约翰·威廉姆斯（John·B·Williams,1938）位代表的股利贴现模型，其认为公司的价格是未来股利现金流的现值，对公司未来盈利以及贴现率的估计是分析师的主要任务。综上可知，资本资产定价理论的发展过程是以哈利·马克威茨（Harry Markowitz）在 1952 年所提出来的均方差理论为划分点，氛围传统定价理论和现代投资理论，资本资产定价理论的产生即是基于风险资产的期望收益均衡基础上的预测模型。是现代金融市场价格理论的支持，广泛应用于投资决策和公司理财领域。

2.1.2.2 资本资产定价模型的含义

资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model 简称 CAPM）是由美国三位经济学家威廉·夏普（William Sharp）、约翰·林特尔（John Lintner）和简·莫辛（Jan Mossin）等人于 1964 年以哈利·马克威茨（Harry Markowitz）的均方差理论为基础，在资产组合理论和资本市场理论的基础上共同提出的，是对资产风险以及其预期回报率之间的关系进行预测的模型。

资本资产定价模型一般使用 Sharp-Lintner 模型，其假定投资者能够以无风险收益率借贷，表达式为：

$$E[R_i] = R_f + \beta_m (E[R_m] - R_f)$$

$$\beta_m = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

R_i 代表资产 i 的收益率， R_m 代表资产 i 的市场组合收益率， R_f 代表资产 i 的无风险资产收益率。

2.1.2.3 资本资产定价模型的前提假设

资本资产定价模型（CAPM）有若干的基本前提假设，这些假设需要使得本来有这不同的初始财富和风险承受程度的人尽量趋同化，这些前提假设有以下内容：

（1）有大量投资者，每个投资者的交易行为对于股票价格不会产生任何影响，其财富值对于所有投资者的财富值总和是微不足道的。这个假设与微观经济学中完全竞争市场的假设是相同的。

（2）所有的投资人都会在同一证券持有期计划投资资产组合，忽略在持有期结束时发生任何事件的影响。这种行为也叫短视行为，短视行为通常并不是最优行为。

（3）投资者所购买的交易资产通常是股票、债券、借入或贷出无风险的资产安排等公开的金融产品。此假定前提排除了例如教育需要的人力资本、私有企业、政府基金资产等非交易性资产。此外，还假设投资者可以在固定的无风险利率的基础上借贷任何额度的资产。

（4）不存在佣金、服务费用以及税赋等证券交易的费用。在实际投资中，投资者会处于不同级别的纳税情况，会直接影响到投资人如何选择投资资产。在实际的交易中，也会根据交易额度和投资人的信誉度不同而产生不同的交易费用。资本资产定价模型假定不存在这些费用，是为了简化分析过程中的各项影响因素。

（5）所有投资者均为理性人，也就是说所有的投资者都会追求最优化的资产组合方法，使得资产组合的方差最小化。

（6）所有投资者对证券的评价、了解程度以及经济走势的看法均一致。那么投资者对于证券收益率的概率分布预期均为一致，也就是说给定一系列证券的价格以及无风险收益率，所有投资者均会按照相同的投资顺序进行投资，其对证

券收益率的期望与协方差矩阵相等，从而可以产生一个有效率边界独一无二的最有风险资产组合。

2.1.2.4 资本资产定价模型的发展

资本资产定价模型（CAPM）在最初是一个单静态模型，并没有考虑到风险资产收益率的动态情况，Roll（1977）提出，在实际情况中，真实的市场组合是无法观察的，而且资本资产定价模型的各种前提假设是在现实情况下不完全成立的，其需要不断修正，才能更好的适应现实经济条件。目前对于资本资产定价模型（CAPM）的修正思路主要有以下三种，首先，通过放宽一些不现实的假设条件，从而扩展该模型；第二，通过改变时间状态将单期模型扩展为多期模型开展研究；第三，针对模型中被忽略的因素，加入新的因子进行检验。目前已经形成了零 β 的CAPM模型、非齐次预期的CAPM模型、存在税赋影响的CAPM模型、跨时期的CAPM模型以及多因素的CAPM模型等修正模型。

在资本资产定价模型（CAPM）的研究发展过程来看，Merton（1969, 1971）研究了连续时间下的动态资产定价模型；Lucas（1979）提出了在离散时间下的动态资产定价模型；Breedon（1979）研究了继续消费的资产定价模型，其是在基于真实的市场组合是不可观察的但消费数据可以收集到的情况下，得出的结论。近年来的关于资本资产定价的研究都是基于这些研究的基础上进行的。

2.1.3 股票估值理论

西方一些发达国家股市兴起较早，股票的估值理论以及估值方法都发展得较为完善，股票市场活跃、交易机制透明、市场体制规范等都为股票估值理论提供了良好的发展环境。股票估值理论建立在资产定价理论和均衡市场理论的基础之上，目前理论界对于股票估值的方法整体分为两大类：绝对估值法与相对估值法。

根据股票估值所采用的方法，大体分为五种方法：第一，以企业的盈利能力为依据，利用适当的折现率对未来预期现金流进行折现，得出现值的方法，这种方法称为贴现估值法；第二是资产价值评估理论，这种方法以资产负债历史成本为依据，利用通货膨胀、过时贬值等因素选择适当的方法调整得出净资产现值；第三种为相对估值法，利用与公司股票价格相对应的某些共同变量如每股收益、每股净资产、销售收入的比率为依据，与市场估值较为合理的且相似的公司进行

比较,可以得出目标公司价值的相对估值水平。第四种为信息观和计量模型观估值理论,这两种方法都是建立在有效市场的基础上,信息观更多的是反映上市公司信息对于内在价值的影响,计量观则更注重上市公司的信息如何形成在股票价格上。第五种是实物期权估值理论,公司的价值是由实物资产和实物期权价值组成,将股东权益看做实物期权,将股东权益看做实物期权,评估其期权价值便可对公司股票价值进行评估。

2.1.3.1 贴现估值方法

贴现估值法,主要包括股利贴现法(DDM)、贴现现金流法(DCF)和调整现值模型。1938年,John·B·Williams在《投资价值理论》(The Theory of Investment Value)一书中首先提出了股利贴现模型(DDM),也叫现金股利折现模型。该理论指出,对于中长期投资者来说,持有某公司股票实际上为了可以获得该公司的剩余受益。投资者未来所获取的收益就是企业未来可以获得的现金流入。将这些现金流入按照一定的折现率折现之后,即可得到股票的合理价格。其基本公式为:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

其中V为股票的内在价值, D_t 为第t年度每股股票的股利期望值,k为股票的期望收益率或股票贴现率。此公式表明,股票的内在价值是每年期望股利的现值之和。股利贴现法(DDM)有零增长、固定增长以及非固定增长三种模型,零增长模型是假设每股现金股利为固定值,每股股票价值等于每股现金价值与折现率的比值;固定增长模型是假设每年的现金股利增长率为g,每股股票的价值等于每股现金股利与折现率和增长率g之差的比值。非固定增长模型是将每股现金股利增长率分为多个阶段,每股股票价值等于正常增长阶段现金股利之和加上超常增长阶段的股利现值之和。

然而该模型在实际运用中是存在一定缺陷的,首先,模型是由股票内在价值决定其是否能够提供未来的股利,那么未来股利发放越高,股票的内在价值就越高,而从实际情况来讲,公司选择发放过多股利,会失去或缺少投资机会,成长性较好的公司往往倾向于再投资而非发放股利;其次,要预测公司未来的股利发放,也是非常困难的。

Miller and Modigliani(1961)提出了MM定理。他们从实证的角度出发进行研究,发现在一定的假设条件下,公司资产的获利能力是影响公司股价的决定性因素,而股票价格与公司的股利分配政策并无直接相关关系。在MM定理的理论基础上,自由现金流作为一个衡量企业预期收益更为客观的经济指标被学者们提出,

并由此提出了自由现金流贴现模型。该模型相比股利贴现模型更具有现实意义，首先，可以通过公司的财务报表历史数据推出未来现金流量，具有较强的可操作性；其次，用自由现金流指标代替股利指标分析，克服了政策影响预期发放股利的种种弊端。

调整现值法最初是由梅耶斯（Myers, 1974）提出来的，在调整现值模型的框架下，将公司资本全部看做权益资本来处理，运用无杠杆的权益资本成本来折现现金流，得到公司的内在价值，再加上公司因使用债务成本所创造的价值现值，得到调整现值。其特点是对公司所投资的项目的收益进行分段测算，并对现金流量进行分类，对于不同类别的现金流量利用不同的贴现率进行折现，而不是使用统一的贴现率，具有较大的可容性和可操作性，有利于管理层监督管理公司创造价值的过程。

2.1.3.2 净资产价值评估理论

净资产价值评估理论（NAV），是用公司价值减去债权价值后得到净资产的价值，即为股权价值，在利用股权价值除以普通股数量得出每股股票价值。公司的资产负债表所记录的资产和负债账面价值是基于历史成本所记录的，并没有考虑贬值以及通胀等因素，也并没有纳入表外资产负债项目，所以并不等于其市场价值，这也是利用公司资产负债表对公司价值、债权价值以及股权价值评估时存在的重大缺陷，对于资产型公司，可以根据其市场价值调整其账面价值，并将相对重要的表外资产负债项目纳入评估范围内，再通过对目标企业各项资产价值总和的估计得出公司的价值，公司的债权价值则可以通过对各项负债价值的总和进行估计。

2.1.3.3 相对估值法

现金股利贴现模型和自由现金流量贴现模型等，都需要分析人员通过主观思想来预测公司未来正常运营的增长率和折现率，但对增长率和折现率进行预测都是基于不同的财务理论和实证结果，他们的理论基础并不统一。由此我们可以知道，对于贴现模型来说，其内部存在着不一致性，无法准确的指导公司股票估值等实践活动。为了避免人为主观的对增长率和折现率进行预测，在实践操作中我们还经常采用相对估值方法。相对估值法是利用公司的总市值或公司股票价格与相对应的某个共同变量（例如每股收益、每股净资产、销售收入、重置成本等指标）等的比率，从而可以估计出公司的估值水平，再由此估计出该公司的股票价

值。相对估值方法包含市盈率估值法（P/E）、市净率估值法（P/B）、市场价值/重置成本法（Tobin Q）、市销率法（P/S）等。

Kim & Ritter (1999)利用市盈率法、市净率法以及市销率法等相对估值方法对上市公司估值的准确性进行评价，结果发现，利用历史数据的相对估值法所得出的结果比较准确，但是若使用业绩预测数据取代历史数据会获得更加准确的估值结果。

Lie (2002)运用市盈率法、市销率法和市净率法分别评估了目标公司股票的内价值，发现市净率法得出的结果与真实股价相差最少，同时他也指出，各种相对估值方法的估值准确性会根据公司规模大小、无形资产所占比重的不同而有很大的差别。

2.1.3.4 实物期权估值理论

梅耶斯（Myers）认为公司的资产可分为两类，一类是实物资产，它的价值与公司的投资决策无关，另一类资产的价值则与投资决策有关，只要公司的管理者具有一定的管理灵活性，就可以随时根据最新信息对所投资项目进行判断和决策，即在有利的条件下进行相应投资决策，也尽可能地将公司业务发展面临的经营风险和不确定性转化为价值创造的机会，为公司带来新的成长机会，持有这种资产可视为公司拥有一项看涨期权，称之为实物期权。公司价值由实物资产价值和实物期权价值两部分组成，对公司拥有的实物期权进行估值，首先就需要了解公司的运行模式和业务构成，识别出各项实物期权。

使用实物期权对股票进行估值，不仅可以克服现金流量折现模型中未充分考虑企业增长机会价值的缺点，还可以对一些不适用折现现金流量法的公司（例如未来经营不确定性较大、折现率无法确定或小于增长率的公司、现金流量存在负值或难以进行准确预测）进行合理估值。

2.1.3.5 信息观和计量观估值理论

Ball & Brown 和 Beaver (1968)提出了信息观研究方法。其包含两种方式，第一，通过公司基本面与股票价格或股票累计异常收益来计算它们之间的相关性；其次，在第一种方式的基础上，进一步研究市场是如何把基本面信息转换到股票累计异常收益上的，经过分析得出主要影响因素，利用统计回归分析建立模型。在此理论中，会计盈余数据只是一种“信号”，这种信号必须通过某种更具资产价值属性的变量（例如股利）才能与股票价格相关联，那么这些信息又如何对股票价格产生影响，却并没有给出准确说法。

计量观与信息观的区别在于，尽管会计盈余本身并不直接等于企业的经济收益，但会计盈余与股票价格之间具有了直接的联系。在 1995 年，James Ohlson 发表了《Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation》，他将会计信息中的每股收益、每股权益和股票价值联系起来，提出了剩余收益定价模型。剩余收益模型是在股利贴现模型的基础上，加以利用公司会计信息推导出来的，它确定了会计信息在价值评估中的作用，虽然之前的学者也在利用会计数据，但更多的是利用会计数据如何推测企业的未来现金流，而会计数据本身并没有被用来直接估值。以往的估值模型基本都使用的是企业的“流量价值”，而剩余收益估值模型同时使用“流量价值”和“存量价值”，也就是既有损益表信息，又有资产负债表信息，由于使用了企业的存量信息，所以在预测期内，剩余收益模型的预测结果将更具备可靠性。之后，Gerald Feltham、Stephen Penman 等学者在他们的研究中进一步完善了剩余收益定价模型的理论基础，该估值模型也是目前理论界运用最多的估值模型之一。

2.1.4 Ohlson 剩余收益模型

为了更好地解释 Ohlson 剩余收益模型的价值理论基础，本章对 Ohlson 剩余收益模型的基本形式以及国内外学者的研究情况进行阐述，归纳出 Ohlson 剩余收益估值模型存在的一些问题，最后从西方三大主流价值理论思想入手，给出 Ohlson 剩余收益估值模型的价值理论基础。

Ohlson (1995) 提出剩余收益估值模型，在理论上迅速成为全球财务学领域最为流行的研究主题之一。在实践中，Ohlson 估值模型也迅速被美国的咨询公司、投资银行以及评估公司所采纳，并逐渐受到世界范围的广泛关注。

2.1.4.1 Ohlson 剩余收益模型的基本形式

早在 1890 年，阿尔弗雷德·马歇尔提出了经济利润的思想，他指出经济利润是扣除企业所有者所要求的投资回报之后的剩余利润，这个概念与我们现在所提到的剩余收益是一个概念。Preinreich (1938) 最早将剩余收益的概念引入到权益估值中，但其在研究中使用的词汇是超额利润 (Excess profit)。

虽然在早以前的研究中就已经涉及到剩余收益的概念，然而多数的学者认为，剩余收益模型是由 Edward 和 Bell 在 1961 年正式提出，他们当时是为了说明会计数据在股票价值中的作用，并非用于企业权益估值。该模型在最初提出时并未受到学术界的关注。之后 Ball & Brown (1968)、Beaver (1968)、Garman & Ohlson (1980) 和 Peasnell (1982) 等学者均研究过剩余收益模型。其中 Peasnell (1982)

的研究是在 Edward & Bell (1961) 研究的基础上进行了继承和发展, 在其研究中已经注意到会计数据对于公司的价值有着非常重要的影响。但这一系列的研究都没有解决剩余收益模型中存在的无法估计的误差项问题, 最终使得该模型无法在实践中运用。

Ohlson 在 Edward & Bell 和 Peasnell 等人的研究基础之上, 从 1982 年—1995 年持续不断地对剩余收益模型进行了系统性研究, 他提出了可以直接利用会计数据的剩余收益估值模型, 并发表了影响深远的论文《Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation》(《权益估值中的收益、账面价值和股利》)。这标志这剩余收益模型从古典走向了现代, 也是剩余收益模型从理论走向实践的开始。

古典剩余收益模型指的是 Edwards & Bell、Peasnell 和 Ohlson 在 1995 年之前提出的模型, 学术界称之为 EBO 模型, 它的具体表达形式如下:

$$V_t = BV_0 + \sum \frac{RI_t}{(1+r)^t} \quad (3.1)$$

其中, V_t 表示第 t 时刻企业的权益价值; BV_0 表示权益的出其账面价值, 也是净资产的账面价值; RI_t 表示第 t 时刻企业的剩余收益; r 表示权益资本成本率。

现代剩余收益估值模型主要有 Ohlson (1995) 模型、Feltham-Ohlson (1995) 估值模型和 Feltham-Ohlson (1996) 估值模型。但使用的最多的是 Ohlson (1995) 估值模型, 其假设剩余收益以及其他信息变量遵循一阶自回归过程, 解决了 EBO 模型中剩余收益难以预测的问题。其表达式为:

$$x_{t+1}^a = \omega_1 x_t^a + \omega_2 v_t + \varepsilon_{t+1} \quad (3.2)$$

企业 (或股票) 价值可以表示为:

$$V_t = bv_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (3.3)$$

其中, ω_1 和 ω_2 为剩余收益变量和其他信息变量的系数, 其介于 [0,1] 之间。

$$a_1 = \frac{\omega_1}{1+r-\omega_1} \geq 0$$

$$a_2 = \frac{1+r}{(1+r-\omega_1)(1+r-\omega_2)} > 0$$

如果把非会计信息变量 v 作为固定常熟, 那么公式 3.2 就变为:

$$x_{t+1}^a = \omega_0 + \omega_1 x_t^a + \varepsilon_{t+1} \quad (3.4)$$

企业的价值形式则变为:

$$V_t = bv_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_0 \quad (3.5)$$

$$\text{其中, } a_0 = \frac{(1+r) \omega_0}{(1+r-\omega_1)(1+r-\omega_0)}$$

$$a_1 = \frac{\omega_1}{1+r-\omega_1}$$

Feltham-Ohlson (1995) 剩余收益估值模型是考虑到剩余收益不仅与其他非会计信息变量 v 有关, 同样与公司净资产有关。因此该模型将净资产分解成为金融资产与营运资产两部分, 但由于在实践中难以区分这两种资产, 因此在一般的表达式中不作区分。公式表达如下:

$$x_{t+1}^a = \omega_1 x_t^a + \omega_2 b v_t + \omega_3 v_t + \varepsilon_{t+1} \quad (3.6)$$

企业 (或股票) 价值表达为:

$$V_t = b v_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 b v_t + \alpha_3 v_t \quad (3.7)$$

其中:

$$a_1 = \frac{\omega_1}{1+r-\omega_1}$$

$$a_2 = \frac{(1+r)\omega_2}{r(1+r-\omega_1)}$$

$$a_3 = \frac{1+r}{(1+r-\omega_1)(1+r-\omega_3)}$$

2.1.4.2 Ohlson 剩余收益模型的研究现状

国外对于 Ohlson 剩余收益估值模型的研究, 主要集中在对该模型的适用性方面, 与其他模型比较的优缺点; 外部环境因素对于该模型应用的影响; 对剩余收益模型中折现率的研究以及对剩余收益模型中非会计信息变量的研究。

Ohlson 在 1995 年提出剩余收益估值模型后, 引起了学术界的广泛关注。美国学者 Bernard (1995) 利用了四年的预测数据对 Ohlson (1995) 剩余收益估值模型与当时主流的股利折现估值模型进行比较, 结果表明 Ohlson 剩余收益估值模型对股票价格的解释力达到了 68%-80%, 远高于股利折现估值模型。Penman & Sougiannis (1998) 利用美国上市公司数据对股利折现模型、现金流折现模型和剩余收益估值模型进行了比较研究, 结果同样表明剩余收益模型对于股票的估值相比较股利折现模型和现金流折现模型更具有优势。Francis, Olsson 和 Oswald (2000) 利用美国三大交易所 2907 家公司 1989-1993 年五年的数据, 对股利折现模型、自由现金流折现模型以及剩余收益估值模型分别进行了实证研究比较, 结果表明剩余收益估值模型在准确性、稳定性以及解释能力均较另外两种估值模型优越, 其原因可能是剩余估值模型中包含公司账面价值以及其本身的准确性和

预测性要更加优越。Nicolas Heinrichs, Dieter Hess (2013) 的研究认为, 目前的企业其会计数据并非理想状态, 因此, 他们在股利折现模型、现金流折现模型以及剩余收益估值模型中加入了非干净盈余这个条件, 并选取 1988-2006 年的有效样本进行了检验, 三种修正后的模型误差均比原模型误差较小, 且在稳定性方面, 修正后的模型不收特殊行业和特殊时间段的影响。

Gosta Jamin (2005) 利用德国证券市场 1990-2002 年之间的数据, 将剩余收益模型和简单比率分析模型 (如 PE、PB、股息收益率) 进行了比较, 结果显示剩余收益估值模型并不比简单的比率分析模型更优越。Ran Barniv, Mark Myring (2006) 分别使用剩余收益估值模型和基于历史收益的估值模型来分析世界范围内 17 个发达国家的证券价格的差异情况, 这两种估值模型关于每股收益和证券价格均具有价值相关性, 在法律保护更强、会计准则更开放、会计制度更加透明的国家, 剩余收益模型比基于历史收益的估值模型更具有价值相关性。

由于 Ohlson 剩余收益估值模型是建立在风险中性的假设之上, 折现率取无风险收益率与现实情况存在较大差异, 所以许多学者也对市场环境因素对于剩余收益估值模型的影响进行了研究。

Ritter & Warr (2002) 的研究认为, 在通胀因素的影响下, 利用剩余收益估值模型对股票进行估值, 会对其低估, 因此他们将通胀因素加入到了剩余收益模型中, 利用 Lee、Myers 和 Swaminathan (1999) 的方法计算了道琼斯 30 中工业股票进行了估值, 并做了回归分析, 结果表明股票收益与通胀水平呈显著负相关, 股票价值被低估的主要原因是由于负债水平和通货膨胀率两个因素。Gregory、Saleh 和 Tucker (2005) 对 Ohlson (1995) 进行了修正, 将通胀因素考虑进去, 利用英国 1976-2000 年间的对数据对剩余收益估值模型进行了实证研究, 结果发现加入通胀因素后, 对剩余收益进行一阶自回归来获取真实的剩余收益也是充分有效的。在模型的预测能力上, 利用通胀因素修正后的剩余收益模型比修正前的模型在预测能力上更加准确, 尤其是在通胀时期, 企业的价值是被高估的, 而未修正的模型计算出的结果企业的价值是被低估的。

2.1.4.3 Ohlson 剩余收益模型的经济解释

每个模型在其产生过程中均有其价值理论, 没有价值理论基础的估值模型无法长久存在, 是经不起推敲以及时间的考验的。估值模型的价值理论基础同样涉及到模型的合理性。一个估值模型是否合理, 不光是其是否具有严密的数学逻辑, 同时还要有着合理的思想基础。本节首先阐述西方价值理论的三大流派, 然后阐述效用价值论是传统的估值方法的理论基础, 并说明 Ohlson 剩余收益估值模型

的理论价值基础为何与传统估值方法不同，最后给出 Ohlson 剩余收益估值模型的理论基础。

2.1.4.4 西方价值理论的三大流派

不同阶段的思想家对价值有着不同的理解，从而又会分化出不同的价值理论，而价值理论的发展，又是建立在对价值概念理解的基础上的。基于此，本文将按照时间的先后顺序，来介绍西方价值理论的主要观点。

古希腊的思想家色诺芬在其经济著作中，谈到了物品具有使用价值和交换价值，但并没有讨论物品的价值是由何而来，劳动分工的规模是取决于市场的大小；柏拉图在其著作中也表明了对劳动分工的看法，并提出了“值”的概念，他指出：“一个人在制作一件作品时，法律会给他和给者同样的警告，不要提高价格，而只应该索取其值，因为一个手工艺者一定知道他自己的作品所值几何。”伟大的思想家经济学家马克思曾经评价柏拉图这一观点为“天才的描述”。那么这个描述中的“值”，是否是指价值，在笔者看来这可以作为早期对“价值”概念的初级，因为这个概念与我们现代社会所说的价值概念是有相通之处的。亚里士多德是第一个分析价值形式的人。他说：“5 张床=1 间屋，无异于说 5 张床=若干货币”并认为：没有等同性就不能相互交换；没有可通约性，就不能等同。这表明在当时，亚里士多德已经看到了商品之间必须具有等同性才可以交换，然而并没有说明这种等同性到底是一个怎样的存在，即便这样，他在当时就发现了商品在价值表现中的等同关系，也彰显了当年天才的智慧。古代思想家对于价值的概念，更多的是在著作中表达出一些朴素的思想，并没有系统的去论述。

到中世纪时期，在对价值问题的理解上，古罗马的奥古斯丁提出了公平价格的概念。他说：“有这样一种人去购买抄本，然而卖主却不知道抄本价值，他可以自然地给予卖主公平的价格。”奥古斯丁并没有给出“公平价格”的具体含义，但这个“公平价格”与我们现在所使用的“公允价值”有着相同的意思。托马斯·阿奎那则继承了奥古斯丁的公平价格学说，并且对公平价格给出了说明，他认为商品与商品或商品与货币之间的均等，是以生产中耗费的劳动量多少为转移的，这种以生产商品所消耗的劳动相等的价格，即为公平价格。

17 世纪末期，重商主义解体，古典政治经济学在资本主义迅猛发展的阶段应运而生。来自英国的威廉·佩蒂首次提出了劳动时间决定商品价值的原理，他指出，货币的价值量也是由劳动量所决定的，一定数量的货币和商品之所以可以交换，是因为他们的劳动量是相等的。马克思说：“威廉·佩蒂是在政治经济学领域中所作的最初的勇敢尝试，在英国的后继者均接受这一思想并作了进一步的研究。

西方的思想家对于价值理论的研究最为丰富的时期是进入 19 世纪以后，其中让·巴蒂斯特·萨伊的价值理论最具有影响力，他认为自然、劳动和资本三个生产要素的价值是基于他们所能创造的产品和价值，产品的价值是源于产品的效用，价值是测量物品效用的尺度，价格又是测量物品价值的尺度，而产品的价格是由市场的供求关系所决定。19 世纪 70 年代初期奥地利的门格尔、英国的杰文斯和法国的瓦尔拉斯也提出产品价值起源于产品效用的观点，他们的思想在后来的边际效用学派继承和发展，并由此确立了效用价值理论的地位。而让·巴蒂斯特·萨伊的自然、劳动和资本三个要素共同参与价值创造的观点，也发展成为现在生产费用价值理论的一个派别。

19 世纪末 20 世纪初出现了新古典政治经济学派，他们对商品价值理论提出了新的观点，新古典政治学派的代表人物阿尔弗雷德·马歇尔提出，商品的价值与市场均衡的价格是一致的，当消费者对商品愿意支付的价格与生产者提供的价格是一致的时候，这个价格为均衡价格。也可以解释为当其他条件不变的时候，商品的价值由市场的供求情况所决定。这个理论便是对后世产生巨大影响的均衡价值论。

进入 20 世纪以后，西方经济学发展了各种流派，但在价值理论方面形成了三大主流理论：生产费用价值论、效用价值论以及均衡价值论。

以约翰·梅纳特·凯恩斯为代表的凯恩斯学派和以保罗·安索尼·萨缪尔逊为代表的后凯恩斯学派对生产费用价值理论进行了传承和发展，他们都推崇萨伊的三要素理论，只是萨伊认为土地和资本能创造价值，是因为他们在生产中发挥了作用。而凯恩斯认为这只不过是人的心里变化所造成的。

福利经济学派的创始人阿瑟·塞西尔·庇古和代表人物约翰·理查德·希克斯和后凯恩斯学派的代表人物萨缪尔逊均集成并发展了均衡价值理论，庇古提出利用边际效用分析方法提出了边际私人纯产值和边际社会纯产值的概念，认为只有当边际私人纯产值和边际社会纯产值达到均衡的时候，所形成的产值才等同于价值。希克斯也利用边际效用分析法进行分析，认为不同价格的商品供给量与需求量达到均衡时的价格就是商品的价值。

通过对以上三大主流西方价值理论的回顾，我们可以发现每种价值思想都有着突出的代表人物，并形成了相应的流派，但从价值思想对现实情况的解释能力来看，并没有哪一种思想可以解释所有的商品价值，所以每种流派的价值理论只在其相应的领域空间内发挥着作用。

2.1.4.5 Ohlson 剩余收益模型的价值理论基础：成本-效用价值论解释

西方三大经典的评估方法：成本法、收益法和市场法，是在三大价值理论流派的基础上逐渐发展起来的，一般来说，成本法相对应的价值理论基础是生产费用价值理论，收益法所对应的价值理论基础是效用价值理论；而市场法所对应的价值基础理论是均衡价值理论。

Ohlson 剩余收益模型是由传统收益法估值模型中股利贴现模型的基础上推导出来的，所以可能会带来一种误解，认为 Ohlson 估值模型与传统收益法的估值模型在价值理论基础上是相同的。所以我们在本节将首先阐述传统收益法估值模型的价值理论基础，然后将比较 Ohlson 剩余收益估值模型与传统收益法估值模型的价值理论基础有何不同之处，最后将确定 Ohlson 剩余收益估值模型的价值理论基础。

（一）传统收益法估值模型与效用价值理论

学术界通常认为收益法估值理论来源于西方价值理论中的效用价值理论，然而关于两者之间的关系却很少有专门对此描述的文献。后通过查找传统收益估值法起源方面的文献论述，可以看出两者之间的紧密联系。

1906 年美国经济学家埃尔文·费雪被认为是首个提出收益法的学者，他的专著《资本与收入的性质》一书中，描述关于收入与资本的关系以及资本的价值确定问题，其中描述收入与资本关系时，从人堆收入的感受来切入，把收入分成三种类型，有享受收入、实际收入以及货币收入。享受收入是指人们在购买物品或消费后所带来的心理或精神上的感受；实际收入是指一些日常的吃、住、行、用等一些给人们带来内在享受的一系列外在客观事件的组成。关于货币收入，他认为货币收入有时候会大于人们生活中的实际收入，即大于实际消费所带来的享受，有时候也会小于实际收入，主要是由货币收入与实际收入支出的数额所决定的。当货币收入大于实际收入的时候，人们一般会进行储蓄或者投资，那么其会带来一系列的未收入，所以说资本的价值实际上就是未来收入的折现值，也就是说未收入的资本化。他认为人们的享受收入是最根本的东西，没有享受收入便没有实际入和货币收入存在的可能性。

（二）Ohlson 剩余收益估值模型在价值理论基础上的变化

Ohlson 在二十世纪 90 年代时最初提出来剩余收益估值模型，该模型就迅速成为财务方向研究领域的热点问题。目前国内外对于剩余收益估值模型的研究主要从规范研究以及实证研究两个方向开展，很少有对其所建立的价值理论基础进行探讨，这其中可能的原因是学者们普遍认为剩余收益估值模型与传统收益法估值模型理应具有相同的价值理论基础，从而忽视其价值理论基础，或者可能认为模型是否具有价值理论基础并不重要。现有的三种经典估值方法之所以仍被沿用

称之为经典，与其具有完备、成熟的价值理论基础是分不开的。随着剩余收益估值模型在理论界的影响越来越大，探讨其是否具有价值理论基础是非常重要的，这也是 Ohlson（2000）对自己提出的模型产生疑问的一个重要原因。模型的价值理论问题不清晰，那么其存在的合理性便会让人产生质疑。因此探讨剩余收益估值模型的价值理论基础是非常有必要的。

剩余收益模型与传统的收益法估值模型的价值理论是否相同呢，从两个模型的表达式来看，均包含未来收益的折现，所以我们很容易的认为两个模型在价值理论上是一致的。但剩余收益估值模型同时包含企业净资产的账面价值，也就是说把企业的价值看作为企业净资产账面价值以及企业剩余收益的折现之和，这与传统收益估值方法是不一样的，传统收益估值方法是将企业的价值仅仅看作其未来收益的折现。换一种说法，剩余收益估值模型不仅关注企业的未来，同样关注企业的现在。从这一点来看，剩余收益估值模型与传统收益法估值模型在思路是不一样的，其价值理论基础与传统收益法估值模型的价值理论基础是有区别的。出现这种变化，实际上与西方价值理论思想呈现多个流派有很大关系，不同的经济学家在价值理论上长期的研究，最终发展形成了三种气息的价值理论思想，即：生产费用价值理论，效用价值理论及均衡价值理论。由于每种价值理论在现实生活中都有很强的解释力，而且在现实经济发展的实践中逐步验证了这些理论的合理性，因此，三种理论思想的稳固根基为剩余收益估值模型的价值理论基础提供了明确方向。

（三） Ohlson 剩余收益估值模型价值理论基础的确定

从费雪的思想可以看出传统收益估值方法的价值理论基础有着较为严格的历史传承，但剩余收益估值模型的价值理论基础却没有一个清晰的脉络。为了更好地确定剩余收益估值模型的价值理论基础，我们先来分析西方经典的三大价值理论思想。

第一是生产费用价值理论，其合理性不言而喻。北京大学元经济学院院长晏智杰教授对该价值理论做过深入分析，其著作《经济学价值理论新解——重新认识价值的概念、价值源泉及价值现实条件》一书中有非常详细的阐述，他从分析价值的概念着手，认为价值是反映了人与物之间的关系，并不是人与人之间的关系，他认为人与人之间所产生的关系只是商品在交换时候的中介关系，并不是起点或终点。“因为交换的动力和目的还是在于满足人的经济需要，即实现人与物的关系”所以晏智杰教授认为，商品的价值是由人和物双方共同决定的，商品的社会财富就是人类和自然界结合而成的。因此，商品的价值是人类与自然界各种生产要素相结合所共同创造的。在商品经济如此发达的今天，生活中还充斥着大量的

没有实物形态的商品，也就是无形商品，他们中很多的商品价值用单一的生产费用价值理论来解释存在的困难，比如五星商品中的土地使用权等。另外，如古董、字画等，用生产费用价值理论来解释始终无法让人满意。

第二是效用价值理论，在对商品价值进行评估时，每个不同的个体在心理上会存在差异，同样的物品或许会给出相差很大的估值水平，比如无形资产、古董及字画等。这种情况，使用效用价值理论，其会将个体的心理因素差异对商品的价值具有影响的因素考虑进去，解释这些现象是非常合理的。这也是效用价值理论凸显其思想光辉之处。但无论是效用价值理论还是后来的边际效用价值理论，完全否定劳动与商品价值之间的相互关系显然是不合理的。效用价值理论认为，在商品价值的决定上只能由人的主观心理作用来决定，这与生产费用价值理论的观点是相抵触的。在我们的生活中，其实很多物品在对其进行价值评估时，效用是基本排除在外的。比如空气、阳光和水等，因为这些东西可以无限量提供用来满足人们的欲望，所以导致这些物品的效用随之消失。由此可见效用价值理论适合解释成本与价值对应相对较弱的商品以及无形资产等，并不能解释所有商品的价值现象。

第三是均衡价值理论。均衡价值理论从供给和需求的关系出发，来分析商品的价值，利用供求双方的心理、边际增量对商品价格所形成的影响，将市场因素对商品价值的影响提升到与生产费用理论和均衡价值理论同样重要的高度，成为了西方三大主流商品价值理论之一。在对商品的估值过程中，如果在市场上可以找到相比较的对象，例如一些交易活跃的商品，那么利用市场均衡价值理论对商品估值，是方便可行的首选方法，然而均衡价值理论收到边际效用价值理论的影响，需要供需双方达到均衡时的成交价格，其实只是满足了供需双方的要求。因此均衡价值理论实际上是将主观因素与客观因素相结合之后去解释商品的价值，这种做法一方面又主观因素分析的局限，另一方面也影响到客观因素的分析。所以其在对商品价值进行评估时，也是只能对一部分商品的价值进行相对准确的估值，只能在某个经济领域发挥作用。

经过对现有价值理论的分析，我们可以看出每种价值理论都不能解释所有的商品价值现象，西方成熟的三种价值理论基础都只在相对应的经济领域中发挥着作用，而不是适合解释所有的商品价值。

我们再来看 Ohlson 剩余收益估值模型，从最初马歇尔提出的经济利润思想，到 1938 年 Preinreich 将资本的价值看作是账面价值与超额理论的现值之和，1961 年 Edward 和 Bell 正式提出剩余收益估值模型，最后到 Ohlson 提出现代剩余收益估值模型，从这个发展脉络来看，剩余收益估值模型的思想同西方的多种价值

思想流派是存在关系的，并且各流派的存在都有其合理性。这也可以看成是剩余收益估值模型所产生的理论背景之一。这也可以解释了剩余收益估值模型为什么会包含企业账面净资产的价值。

$$V_t = BV_0 + \sum \frac{RI_t}{(1+r)^t}$$

该模型右边第一项为企业账面净资产价值，也是企业投入

资本的价值。此部分与生产费用价值理论是相对应的，也就是说商品的价值需将成本投入的费用考虑进去，Ohlson 估值模型将企业看成一项特殊的商品，因此对企业价值进行估计，所投入的资本的价值理应考虑进去。右边第二项是剩余收益折现后的价值，是传统收益估值模型的一个变形，在传统收益估值法中，收益的形式有股利、现金流、企业净利润等等，而在 Ohlson 估值模型中，收益的形式用剩余收益所代替，其所基于的思想实际上是效用价值理论。从该模型来看，其包含了两种价值理论，成本费用价值理论是基于企业的过去及现在，包含的效用价值理论则是基于企业的未来。所以，一个企业的价值，是过去与未来两部分价值所共同提现的。故我们将融合这两种价值理论的思想成为成本—效用价值理论。图 3.1 总结了本章对 Ohlson 剩余收益估值模型价值理论基础确定的过程。

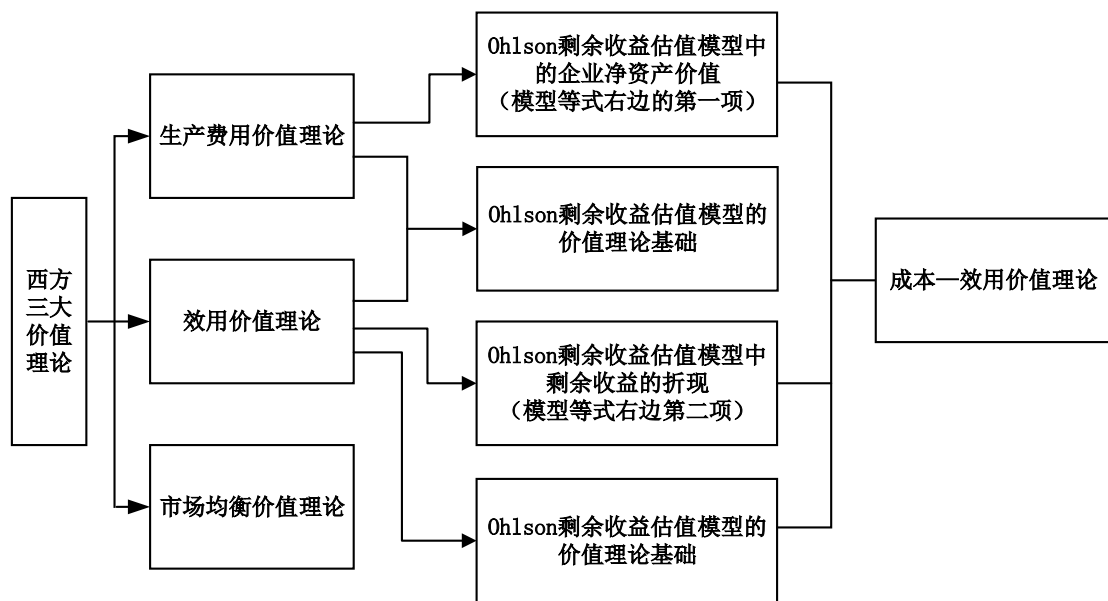


图 2.1 Ohlson 剩余收益估值模型的价值理论基础

如果 Ohlson 剩余估值收益模型等式右端两项存在各自的权重系数，那么该模型可以表示为： $V_t = \alpha BV_0 + \beta \sum \frac{RI_t}{(1+r)^t}$ ，其中， $0 \leq \alpha \leq 1$ ， $0 \leq \beta \leq 1$ ， $\alpha + \beta = 1$ 。

这样来看，相当于在 $\alpha=0$ 的时候，企业价值的估值相当于传统收益估值方法的模型，其基于效用价值理论；当 $\beta=0$ 时，企业价值的估值相当于传统成本法估值模型，其基于的是生产费用价值理论。也就是说，剩余收益估值模型中，企业的价值是企业投入的资本的价值与企业未来收益的折现价值之和， α 和 β 的取值需要进一步进行研究，那么在对企业进行估值的时候，成分费用搞还是未来某种收益折现的价值更高，这就需要实证结果的支撑。若 α 值偏大的，则对应的是组织资本或无形资产等相对较小的企业，若 β 值大，则对应的是组织资本或无形资产相对较大的企业。

2.2 文献综述

2.2.1 国内相关研究

估值理论以及估值技术的应用在西方发达国家已经有了较为全面的发展，由于我国证券市场发展较晚，还不够成熟，关于估值理论还没有具体全面系统的论述，国内的学者目前基本都是沿用国外学者的估值方法，对我国上市公司数据进行价值评估与分析。同时由于我国证券市场起步较晚，且受我国制度、政策等影响，股票价格走势不同于成熟资本市场，我国学者利用中国上市公司的数据对各种估值方法进行检验，进一步提出适应我国股票市场的估值模型。

国内学者俞乔（1994）通过分析发现中国股票收益的周期存在异常现象、股价的变动与价格震荡对股价未来的变化有着显著影响，研究表明当时的中国股市并非有效市场。陆宇峰（1999）运用 Collins 等（1997）的不包含线性信息动态假设条件的剩余收益估值模型的方法，利用我国 A 股上市公司 1994-1998 年的股票价格数据推导出市净率、市盈率和企业未来盈利能力及增长率之间的关系，并用修正后的 Ohlson 模型进行了检验，结果发现在样本期间净资产对股票价格的解释能力并没有逐年增加，而每股净资产和每股收益对股票价格的联合解释力度逐年增强。会计盈余对股票价格的解释能力逐年增强，表明该模型在我国的资本市场具有一定的解释力。

陈信元、陈冬华、朱红军（2002）运用 Ohlson 模型对我国沪市 1995-1997 年上市公司的会计信息与股票价格的相关性做了研究，主要考察净资产、剩余收益以及收益三个变量对股票价格的解释能力，同时还考察了上市公司的规模和流通股比例对于股票价格的影响，研究结果表明净资产、剩余收益、收益、公司规模和流通股比例对于股票价格均有相关性，股票价格与净资产、收益以及剩余收益呈正相关关系，将剩余收益、公司规模、流通股比例等变量加入到净资产、收益

模型中时，市场对净资产的定价乘数有所提高；变量相互之间具有增量解释能力。公司规模越大、流通股比例越高，市场定价越低。同时，作者将会计信息与股票价格的关系分年度进行检验，发现 1996 年会计信息对股价的解释能力最强，1997 年的解释能力最弱，作者猜测此结果可能与中国证券市场的阶段性特征有关。

魏兴耘（2002）对国内 1996~2000 年 A 股上市公司股票价格与盈利之间关系做了实证研究，虽然公司股价与盈利之间具有一定的相关性，但股票价格与当期财政年度之后的公司盈利状况相关性降低，这表明市场更看重短期的盈余变动。对于公司的盈余进行预测对股价的变动基本不会产生影响，虽然作为“永久性盈余”数字的主营业务利润在上市公司的盈余结构中所占比重不大，但同样与价格具有一定的相关性。在中国新兴的资本市场中，上市公司股票价格与其内在价值的相关性可以在一定程度上印证市场的有效性，同时也是一些特定因素作用的必然结果。

赵春光（2002）利用 1995 年-2001 年我国 A 股上市公司的数据，对上市公司会计信息和价值相关性进行了研究，他的研究表明我国会计信息具有价值相关性，其表现主要集中在会计盈余中，然而我国上市公司的会计盈余管理以及庄家的市场操纵和相互配合导致会计信息价值相关性有较大幅度的下降。

李寿喜（2004）的研究表明，企业规模、利润持续性、企业盈亏、流通股比例、会计标准的变化、股票发行制度的改革和股市政策的调整等都会对会计信息与股票价格的相关性产生影响，而非经常性损益对会计信息和股票价格之间的相关性基本不会产生影响。同时作者还发现，市场在对股票定价时，投资者对科技题材等无形资产比率较高的企业更加偏爱，无形资产比率与股票价格显著正相关关系。

吴爱兰（2004）在其研究中比较了古典剩余收益估值模型（EBO）与折现现金流模型的区别，并评价了两种模型的适用范围及各自的优缺点，结果表明剩余收益模型比折现现金流量模型更为有效。

叶长勤（2001）利用 1999 年上交所商业行业的 45 家上市公司的有效样本对 Feltham-Ohlson（1995）模型进行了检验，每股账面价值、及经营性资产账面值对权益市值均有显著影响。

曹国华、赖苹（2006）利用沪深两市 A 股上市公司 1996-2003 年期间的会计数据，对每股净资产和每股收益与股票价格之间的关系进行了实证分析研究，得出了每股净资产、每股收益与股票价格呈显著正相关关系，但每股收益比每股净资产对于股票价格具有更强的解释能力。在加入后两年预期的每股收益后，所有变量仍与股票价格有正相关关系，但只有每股收益对股价的解释力逐年加强，每

股净资产、每股收益以及未来两年的预期收益联合对股票价格的解释能力逐年下降，表明在当时我国股票市场，未来每股盈利对预测股票价格没有太大的帮助。整体来说，随着会计制度的不断完善，上市公司的会计信息越来越能够真实地反映出公司的经营业绩，利用会计信息可以更准确的预测股价。李向荣（2005）利用 2003 年上市公司年报数据以及 2004 年股票收盘价格数据对上市公司会计信息和股票价格的相关性在不同行业的差异进行了实证研究，发现 2003 年上市公司会计数据与股价的相关性远高于 2002 年以前的大样本实证研究结论，不同行业之间上市公司每股盈利和净资产对股价的综合解释力以及各自的增量解释力均存在较大差异，这些差异表现在不同行业的公司无形资产的密集度、交易信息的依赖程度、盈利能力、公司规模以及股本结构等方面的差异所解释。

赵永(2006)利用股利贴现模型和现金流贴现模型对上海机场股票进行估值，分析后发现除了市场收益率、 β 值这两个主要的影响因素以外，我国股票市场上流通股和非流通股并存的现状也是一个重要的影响因素。

卿小权、程小可（2011）利用剩余收益估值模型，计算出 1995-2006 年中国 A 股上市公司的内在价值，并与公司的市值以及账面价值进行比较，结果发现在中国的资本市场中，上市公司的股票价格被市场错误的定价常年存在。

张景奇、孟卫东和陆静（2006）的研究，利用中国 A 股上市公司的数据，检验股利贴现模型、自由现金流贴现模型以及 Ohlson 剩余收益模型对会计数据对于股票价格的解释力做了比较研究，利用 1997 年-2002 年我国 A 股的 2561 个公司的年观测值，分别用股利贴现模型、自由现金流量贴现模型以及 Ohlson 剩余收益模型对会计数据于股票价格的解释力进行回归分析，发现利用股利贴现模型以及自由现金流量贴现模型的分析结果显示会计信息对于股票价格完全没有解释力，而 Ohlson 剩余收益模型的分析结果会计数据对于股票价格的解释力明显高于另外两个模型。表明 Ohlson 剩余收益模型对于计算我国股票内在价值是显然合适的。

马维胜（2007）在博士论文的研究中，对线性信息动态假设的几种形式进行检验，随机选取排名前十的股东持股比例、排名前十的股东比例与排名前五的股东比例之差作为非会计信息的替代变量，结果只有排名前十的股东持股比例之和是非会计信息变量的有效替代。

方胜新（2008）利用不同的估值方法对武钢股份、贵州茅台、宝钢股份和五粮液四家上市公司的相关数据进行适用性分析，总结出不同类型的公司所适用的估值方法也是不相同的。

王天东、陈丕琼等（2011）利用 2003-2008 年间沪市与深市 A 股金融类 90 家上市公司的数据，在线性信息动态假设模型中引入了成长性、净资产两个因素，然后又按照分规模、以及上市公司盈亏状况等几种情况下进行了检验，他们用总资产的增长率代表公司的成长性，结果显示公司成长性是影响剩余收益估值模型的因素，净资产具有价值相关性。盈利公司在剩余收益估值模型上更具有适用性。剩余收益模型在沪市样本的应用上比深市样本更有效性，表明公司规模对模型的适用性具有一定的影响。然而他们的设计不足的地方是关于规模变量的定义，不同的上市地点并不能代表公司规模的大小。

Shih-Cheng Lee, Chien-Ting Lin 等（2011）分析了台湾地区的公司治理情况，他们选用两组指标作为非会计信息变量，一组是所有者权益，分别用董事和监事持股，最大股东持股、关键控制水平、控制家族的直接持股以及个人持股；另一组是现金流量权（家族直接或间接持有公司的股份占全部股份的百分比）和控制权的背离，通过投票权、控制家族的持股、现金流量权、关键控制水平的超出额等六个方面来反映，最后对其进行了回归检验，结果表明公司治理对公司市场价值的解释能力只需要使用两组中的任意一组就足够充分。他们的研究目的是找到衡量公司治理的有效指标，然而他们的研究结论从侧面说明公司治理作为非会计信息变量的替代指标也是有效的。

吴骥（2012）结合股票市场以及上市公司的具体情况，详细探究了各估值参数确定的条件与方法。最后作者以南宁八菱科技股份有限公司为例，分别运用 DCF 模型和市盈率法对该公司股票进行估值，并指出在运用这两个模型进行估值过程中需要注意的问题。

李海峰（2012）的研究中，利用剩余收益估值模型，对中国 1994-2010 年间 A 股上市公司 14613 个有效样本进行了公司质量以及价值的实证研究，结果指出，中国上市公司的盈利水平在 1994-2010 年间整体有下降的趋势，而且上市公司的盈利能力有着比较强的均值回归特性。

2012 年，鲁桂华教授以 1998-2009 年 A 股市场的非金融类上市公司为样本进行的研究发现，坐庄行为对股票回报率和股票价格有增量解释能力，并且坐庄行为会导致股票回报率和股票价格对会计盈余过度反应，而坐庄行为与未来现金流不存在显著的相关性，也就是说明坐庄行为不具有价格发现功能，同时为 A 股市盈率偏高的企业提供了一种可能的解释。

武锐（2012）利用 2006-2009 年我国上市公司财务数据，检验国际金融危机爆发期间财务信息与股票价格的相关性，研究结果表明，2007 年、2008 年爆发的全球性金融危机导致我国股票市场剧烈波动，但上市公司的财务信息与股票价

格在整体样本考察期间均呈现出比较显著的相关性。说明我国证券市场的财务信息已经具有相当程度的价值相关性，并且可以经受金融危机这样极端情况的考验。从一个侧面反映出我国上市公司信息披露制度日益完善，投资者投资理性逐渐增强。同时，我国股票市场价格发现功能在财务信息价值相关性方面也得到了体现。

关于对股票市场流动性与股票价格关系的研究，我国学者陈小悦、姚怡涛(1995)利用 CAPM 模型对上海证券市场的上市公司进行研究，发现股票平均预期收益率与成交规模呈负相关关系。陈信元、张田余和陈冬华(2001)的研究认为规模和账面市值的比值表现出对了对股票收益率显著的解释能力。宋献中，王展翔(2004)以流动性水平的非预期变化与同期股票收益率的内在联系作为出发点，采用时间序列回归方法对我国证券市场股票流动性水平与预期收益率的相关性进行了实证检验，实证结果表明流动性各个维度的非预期变化与同期股票收益率正相关，股票流动性水平与股票预期收益率呈现负相关。

对于公司治理与股票价格关系的研究来看，董事会治理、公司的管理层治理均会产生显著的治理溢价。李维安和牛建波(2006)对中国股票市场进行了公司治理的溢价研究，发现公司治理具有较高的溢价效应，公司治理水平越高，投资者更愿意为此支付溢价。从公司治理的各个维度来看，董事会治理、经理层治理均会产生显著溢价。

李汉军和张俊喜(2006)利用董事会的独立性和有效性、股权结构、管理层和信息披露四个维度考察了公司治理对于股票绩效的影响。王福胜和刘仕煜(2009)在综合考虑股权集中度，资本结构等治理要素与公司盈利能力之间的关系，进而构建了公司治理效率评价体系。

股权集中程度作为公司治理结构的重要因素，其对股票价格的影响是不能忽略的。国内学者陈德萍和陈永圣(2011)利用 2007 年 1 月 1 日之前在深圳交易所中小板上市的公司数据进行分析，结果表明股权集中程度与公司绩效成 U 型关系，股权制衡度与公司绩效为显著正相关。而沈维成(2011)对于创业板块的上市公司进行了股权集中度与公司绩效的相关性研究，研究表明公司股权集中程度与公司绩效同样呈 U 型关系，但其股权制衡度与公司绩效的关系并不显著，原因有可能是创业板市场在企业初创时期有着比较快捷的投融资过程，且影响创业板公司绩效的原因更多的是取决于市场的时机以及果断的决策。

2.2.2 国外相关研究

R.Ball&P.Brown 早在 1968 年就对上市公司披露的年度报告中的盈利信息和股票价格之间的关系做了实证研究，获得超额收益的公司其股票投资者可获超额

报酬,这一研究表明当时上市公司的盈利情况已经反映到股价上来。Beaver(1968)的研究发现公司在披露年度报告的当周,公司股价的交易量和波动水平都明显高于其他时间,这就从另外一个层面发现了上市公司的会计信息与股票价格之间存在一定关系,这就是最初证实会计信息与股票价格存在关系的信息观的核心内容。直到 20 世纪 90 年代,西方学者开始关注会计信息究竟是如何影响着股票价格的。Kothari&Zimmerman(1995)对美国股票市场 1952 年—1989 年的数据分别利用价格模型和收益模型进行回归分析,发现价格模型有着更好的经济学解释力,其斜率系数比收益模型产生的偏误更小,盈余反应系数与预期收益率的相关性也更好;然而其回归结果存在异方差性,也就是说收益模型的计量经济学分析结果更好。Ohlson 在 1995 年提出剩余收益估值模型后,引起了学术界的广泛关注,模型将公司会计信息里的每股收益、每股权益和股票价格联系起来,明确了会计数据对于公司股票的定价作用。美国学者 Bernard(1995)利用了四年的预测数据对 Ohlson(1995)剩余收益估值模型与当时主流的股利折现估值模型进行比较,结果表明 Ohlson 剩余收益估值模型对股票价格的解释力达到了 68%-80%,远高于股利折现估值模型。

1997 年, Collins、Maydew&Weiss 的研究中,利用 Ohlson(1995)提出的剩余收益估值模型,对美国股市 1953-1993 年共 41 年的截面数据分析了美国上市公司利润、净资产在不同时期的价值相关性,使用 r^2 作为衡量价值相关性的标准,结果发现每股收益对股价的增量解释能力逐年下降,每股净资产对股价的增量解释能力逐年增加,而两者对股价的联合增量解释能力逐年增强。Penman & Sougiannis(1998)利用美国上市公司数据对股利折现模型、现金流折现模型和剩余收益估值模型进行了比较研究,结果同样表明剩余收益模型对于股票的估值优于股利折现模型和现金流折现模型。

Frankel&Lee(1996)通过对 20 个国家从 1987-1994 年 8 年的数据进行研究,利用剩余收益估值模型分析公司账面价值、预期收益以及股票价格之间的关系,其中包括对泰国的研究(每年 1-40 个观察对象,总共 162 公司年)得出结论发现:所有 20 个国家的公司账面价值和公司盈利对于股价都有解释力,并且发现通过利用剩余收益模型对股票估值后进行交易可以从中获得超额回报。Francis、Olsson&Oswald(2000)利用美国三大交易所 2907 家公司 1989-1993 年五年的数据,将股利贴现模型、现金流贴现模型以及剩余收益模型进行了对比研究,发现剩余收益模型对于股票的波动性具有更强的解释能力,且其估值准确性也优于股利贴现模型和现金流贴现模型。

Graham and King(2000)研究探讨了印度尼西亚, 韩国, 马来西亚, 菲律宾, 台湾和泰国六个亚洲国家的股票价格与会计盈余和账面价值之间的关系。该研究也是基于 Ohlson (1995) 的剩余收益模型来分析账面价值、剩余收益与公司价值之间的关系。其中, 韩国的会计惯例受当地税法严重影响, 所以会计数据对于股价的影响的相关性较低, 其余五国每股收益相对于股票价格的解释能力低于每股净资产对于股价的解释能力, 其中菲律宾每股净资产的解释力相对较高, 而台湾相对较低。虽然作者的研究结果表明六个亚洲国家的每股收益和每股净资产对于股票价格是具有解释能力的, 且由于各国的会计惯例的不同而具有一定的差异性, 但是并没有进一步研究造成这种差异的其他原因。

Lee & Park (2000) 根据三种不同形式的线性信息动态假设, 并利用韩国 1981-1996 年间的的数据, 对剩余收益模型在韩国的适用情况进行了检验。结果表明在三种不同形式的线性信息动态假设条件中, 大多数公司净资产的回归系数是负数, 剩余收益的回归系数变化不大。他们同时检验了 Ohlson (1995) 模型、Feltham-Ohlson (1995) 估值模型和 Feltham-Ohlson (1996) 估值模型, 发现 Ohlson (1995) 模型的回归系数比另外两个模型更高, 他们认为是另外两种模型中的变量具有多重共线性所导致的。Gosta Jamin (2005) 利用德国证券市场 1990-2002 年之间的数据, 将剩余收益模型和简单比率分析模型 (如 PE、PB、股息收益率) 进行了比较, 结果显示剩余收益估值模型并不比简单的比率分析模型更优越。Ran Barniv, Mark Myring (2006) 分别使用剩余收益估值模型和基于历史收益的估值模型来分析世界范围内 17 个发达国家的证券价格的差异情况, 这两种估值模型关于每股收益和证券价格均具有价值相关性, 在法律保护更强、会计准则更开放、会计制度更加透明的国家, 剩余收益模型比基于历史收益的估值模型更具有价值相关性。

Nicolas Heinrichs, Dieter Hess (2013) 的研究认为, 目前的企业其会计数据并非理想状态, 因此, 他们在股利折现模型、现金流折现模型以及剩余收益估值模型中加入了非干净盈余这个条件, 并选取 1988-2006 年的有效样本进行了检验, 三种修正后的模型误差均比原模型误差较小, 且在稳定性方面, 修正后的模型不收特殊行业和特殊时间段的影响。Kenth Skogsvik & Beate E. Juettner Nauroth (2013) 通过公式推导对会计稳健性环境对剩余收益模型和非正常收益增长模型 (Abnormal Earnings Growth) 的影响进行了分析, 两个模型在一定的条件下均适用于会计稳健性环境, 就剩余收益模型来说, 剩余收益持续性可以通过计算无偏会计下的持续性和权益折现率的加权平均得到; 无偏会计下的持续性所占的权重

值是第一预测期无偏剩余收益、估值时稳健性会计的有偏状况以及第一预测期稳健性会计偏离变化状况的函数。

Jumpon Kluaymai-Ngarm (2015) 利用 1975 年到 2014 年间的行业数据对泰国股票市场股票价格是否与其基本价值相符合进行了研究。其研究结果与 Benjamas Jirasakuldech, Riza Emekter 和 Ramesh P. Rao (2007) 对于 1997 年的亚洲金融危机期间的研究结果相一致，在金融危机期间，股票价格与其内在价值不符。由于数据不够齐全，作者对 2007 年之后的股票市场分行业观察股票是否合理估值。结果表明金融行业和科技行业股票估值偏高，而其他行业价值符合基本面。

国外关于股票流动性的研究，最早是从凯恩斯 (1937) 指出流动性的概念并不存在绝对的标准，其是一个相对的标准，不同时期其产生的变化也不同，其依赖于社会制度以及社会生活习惯。Kenneth (1996) 在其著作《宏观经济学研究》一书中认为流动性是资产的一种属性，既不清晰也不易衡量。但流动性对于证券市场来说是至关重要的，是考察市场运营效率以及市场成熟度的一个重要指标。

早期主要是从流动性形成机制和度量方法等方面对报价驱动型市场的流动性进行相关研究，从流动性的宽度、深度、即时性和弹性四个维度来定义流动性的特征。后来许多关于流动性的指标就是根据这四个维度来构建的。其中包括交易量、换手率等。

Bagehot (1971) 认为流动性是由市场的价格政策变动而导致的交易成本的比例。Barbade (1982) 认为在规定时间内交易者很少并且成交率很低是一个低流动性市场所具备的特征。

Amihud & Mendelson (1986) 指出流动性是金融工具的基本特征之一，他们首次提出了流动性溢价理论，认为流动性较低的资产预期收益率越高，而流动性更高的资产其预期收益率是较低的，资产的流动性是影响资产定价的重要影响因素。

Pastor 和 Stambaugh (2003) 以及 Acharya 和 Pedersen (2005) 等学者将一些风险因素与股票流动性联系起来，建立了基于股票流动性因素的资本资产定价模型；Brennan (1998) 和 Amihud (2002) 的研究利用不同的流动性指标对于股票流动性和股票收益之间存在的关系进行了研究，他们的研究表明股票流动性与收益间存在着显著的负相关关系。

在公司治理价值相关性研究方面，最早是 Jesen 和 Meckling 在 1976 年对企业股权集中度和公司经营状况之间的关系进行了研究，Mehran (1995) 在其研究中认为，大多数的情况下，股权集中程度与公司绩效都存在显著的正相关关系。

Claessens(1997)研究了捷克斯洛伐克在私有化过程中公司治理与股票价格之间的关系,其主要考量了股权结构因素,所用指标分别为赫芬德尔指数(herfindahl)和前十大股东持股比例之和(Top10),研究结果表明这两个指标均与股票价格呈现出显著的正相关关系。该研究是相对较早的比较有代表性的公司治理某一方面指标,即股权结构的价值相关性研究。Claessen, Djankov 和 Lang(2000)曾对东亚地区的上市公司进行了实证研究,他们的研究发现这些公司的大股东通过各种方式掌握了超过其所持股权的控制权,其超越的差距越大,大股东掠夺中小股东的机会就越大。研究显示,两者的差距与公司股价呈负相关,当差距扩大约 10%时,公司的股价约降低 5%。由此可以看出,公司治理对公司股票价格有着很大的影响。

也有学者认为股权集中程度与企业价值之间的关系并非线性关系, Mork (1998)选取世界 500 强中的 371 家上市公司作为样本数据,其结果表明第一大股东持股比例在 5%和 25%处企业价值并非线性关系。

Pursey, Hengens 和 J.Osterhout (2008)的研究指出,在亚洲不同经济体的国家中,相关法律对股东权益保护很好的国家,股东可以依靠外部管理机制保护其投资能够得到合理收益,而相关法律对股东权益缺乏保护的一些国家,股权制度越集中,其对公司绩效越有促进作用。

2.2.3 小结

关于 Ohlson 剩余收益模型的研究,在国外利用其进行实证研究的学者非常多,但其研究结果不尽相同,主要的原因是 Ohlson 模型本身存在多种形式,而每位学者的研究方向、研究方法以及考虑的重点均不同的前提下,对于 Ohlson 剩余收益模型中的非会计信息变量 v 的定义均是不同的。而国内对于 Ohlson 剩余收益模型的研究,大部分集中在实证研究方面,估值理论以及估值技术的应用在西方发达国家已经有了较为全面的发展,我国证券市场发展较晚,还不够成熟,关于估值理论还没有具体全面系统的论述,国内的学者目前基本都是沿用国外学者的估值方法,对我国上市公司数据进行价值评估与分析。且受我国制度、政策等影响,股票价格走势不同于成熟资本市场,我国学者利用中国上市公司的股票数据对各种估值方法进行检验,验证多个估值模型在中国市场的适应性,进一步提出适应我国股票市场的估值模型。其中 Ohlson 剩余收益估值模型相比其他模型被多位学者认为对于中国股票市场是最为有效的。这也是本文选取 Ohlson 剩余收益估值模型来检验两国会计数据的价值相关性差异的原因。

国外学者对于换手率影响股票价格的研究早在 1971 年由 Bagehot 等学者进行了研究；Amihud&Mendelson（1986）首次提出了流动性溢价理论，认为流动性较低的资产预期收益率越高，而流动性更高的资产其预期收益率是较低的，资产的流动性是影响资产定价的重要影响因素。

Pastor 和 Stambaugh（2003）以及 Acharya 和 Pedersen（2005）等学者将一些风险因素与股票流动性联系起来，建立了基于股票流动性因素的资本资产定价模型；Brennan（1998）和 Amihud（2002）的研究利用不同的流动性指标对于股票流动性和股票收益之间存在的关系进行了研究，他们的研究表明股票流动性与收益间存在着显著的负相关关系。我国学者陈小悦、姚怡涛最早开始着手于股票流动性与股票价格之间的研究，他们在 1995 年利用 CAPM 模型对上海证券市场的上市公司进行研究，发现股票平均预期收益率与成交规模呈负相关关系。鲁桂华教授（2012）研究中国股市的庄家操纵现象，利用用户均持股数判断庄股的存在，对 A 股与 B 股折价现象进行差异比较，利用股票换手率衡量投机气氛，中国股市投资者以散户居多，投机气氛浓郁。本文将在之前学者研究的基础上，使用上市公司股票换手率作为影响中泰两国股票市场会计数据对于股票价格相关性差异的影响因素之一。

在公司治理与股票价格相关性研究方面，最早是 Jesen 和 Meckling 在 1976 年对企业股权集中度和公司经营状况之间的关系进行了研究，Mehran（1995）在其研究中认为，大多数的情况下，股权集中程度与公司绩效都存在显著的正相关关系。Claessens(1997)研究了捷克斯洛伐克在私有化过程中公司治理与股票价格之间的关系，其主要考量了股权结构因素，所用指标分别为赫芬德尔指数(herfindahl)和前十大股东持股比例之和(Top10)，研究结果表明这两个指标均与股票价格呈现出显著的正相关关系。该研究是相对较早的比较有代表性的公司治理某一方面指标，即股权结构的价值相关性研究。Claessen, Djankov 和 Lang(2000)曾对东亚地区的上市公司进行了实证研究，他们的研究发现这些公司的大股东通过各种方式掌握了超过其所持股权的控制权，其超越的差距越大，大股东掠夺中小股东的机会就越大。研究显示，两者的差距与公司股价呈负相关，当差距扩大大约 10%时，公司的股价约降低 5%。由此可以看出，公司治理对公司股票价格有着很大的影响。也有学者认为股权集中程度与企业价值之间的关系并非线性关系，Mork（1998）选取世界 500 强中的 371 家上市公司作为样本数据，其结果表明第一大股东持股比例在 5%和 25%处企业价值并非线性关系。

从我国学者对公司治理与股票价格关系的研究来看，董事会治理、公司的管理层治理均会产生显著的治理溢价。李维安和牛建波（2006）对中国股票市场进行了公司治理的溢价研究，发现公司治理具有较高的溢价效应，公司治理水平越高，投资者更愿意为此支付溢价。从公司治理的各个维度来看，董事会治理、经理层治理均会产生显著溢价。国内学者陈德萍和陈永圣（2011）利用2007年1月1日之前在深圳交易所中小板上市的公司数据进行分析，结果表明股权集中程度与公司绩效成U型关系，股权制衡度与公司绩效为显著正相关。而沈维成（2011）对于创业板块的上市公司进行了股权集中度与公司绩效的相关性研究，研究表明公司股权集中程度与公司绩效同样呈U型关系，但其股权制衡度与公司绩效的关系并不显著，原因有可能是创业板市场在企业初创时期有着比较快捷的投融资过程，且影响创业板公司绩效的原因更多的是取决于市场的时机以及果断的决策。

很多学者基于不同的目的构建了一些公司治理的评价体系，虽然在构建思路、程序、方法、维度各方面都有一定的区别，但基本上都是围绕着董事会、监事会、股权结构、管理层激励、信息披露以及外部市场竞争、政治和法律体系等核心治理框架来选取的衡量指标。其中股权集中程度作为公司治理结构的重要影响因素，其对股票价格的影响是不能忽略的，这也是本文选取第一大股东持股比例作为影响中泰两国股票市场会计数据对于股票价格相关性差异的影响因素之一的原因。

第三章 中泰两国上市公司会计信息与股票价格相关性差异 实证分析

3.1 问题提出

泰国在 1962 年 7 月，由私人组建了最初的曼谷证券交易所，虽然当时在运营过程中存在很多问题，最终导致交易所的倒闭，但泰国政府逐渐意识到运营资本市场的重要性，在 1974 年由政府发起建立了泰国证券交易所，并于一年后泰国证券交易所正式开始交易。

根据国际货币基金组织《世界经济展望数据库》(World Economic Outlook Database):2017 年 10 月版，2017 年泰国名义国内生产总值(GDP)为 4378.07 亿美元，世界排名第 26 位；相较 10 年前的 2008 年世界排名 33 位上升了 7 位，并且国民生产总值比 2008 年翻了一番。泰国的主要股票市场是泰国证券交易所(SET)，根据世界外汇交易联合会(World Federation of Exchange, WFE)的数据，截至 2017 年 12 月底，泰国国内股市市值约为 5488 亿美元，在 64 个交易所中排名第 22 位。这些数据说明了泰国经济和泰国股市在东南亚地区和全球经济的重要性。

中国股市一直以来被称作为政策市，官方及政府的一些媒体发出一项声明后，往往跟随着各种各样的解读，随即而来的投资者一窥玄机之时，便导致了股市的暴涨与暴跌。我们的股指是基于国有企业的主导，那么这样股市便仍然是中国政府的政策工具，政府的一些发展规划，领导的一些言论，官方的媒体等，大多是股评机构以及股票投资者关注的焦点，而上市公司个股的基本面却少有关注，中国上市公司的股票价格往往体现为高估。

Graham and King(2000)研究探讨了印度尼西亚，韩国，马来西亚，菲律宾，台湾和泰国六个亚洲国家的股票价格与会计盈余和账面价值之间的关系。该研究同样基于 Ohlson (1995) 的剩余收益模型来分析账面价值、剩余收益与公司价值之间的关系。其中，韩国的会计惯例受当地税法严重影响，所以会计数据对于股价的影响的相关性较低，其余五国的每股收益和每股净资产对于股票价格均具有一定的解释能力，但解释力度并不相同。鲁桂华 (2012) 教授的研究表明，中国股市的投机性很强，投资者以散户为主，投机气氛浓郁，股票价格更多的受到投资者情绪以及投资行为所影响。泰国学者 Quan N. Tran (2017) 在其研究中对个体投资者进行深度访谈，对于有金融知识的投资者，更多自行制定投资决策，不了解股票市场的投资者，会听从理财投资顾问的一些意见进行投资。并且泰国股

票市场的价格可以反映出股票的真实价值，其会计报表的相关性较高。在泰国股票的市场，机构投资者和境外投资者所占比例超出 65%，机构投资比例远远高于中国，由于两国投资者结构的不同，本文提出假说 1：中泰两国会计数据与股票价格的相关性存在显著差异，且泰国上市公司的会计数据的价值相关性高于中国上市公司。

股票市场是为投资者提供股票交易的机会，股票的流动性是股票市场的生命力所在，所以，对股票市场流动性的研究一直是微观结构理论的研究重点。股票流动性的本质是指在价位不变或波动较小的情况下，能够卖出的证券数量或金额，换一个角度来说，证券的流动性也是这在价位不变或波动较小的情况下投资者能够买入的证券数量或金额，数量或金额较大的时候说明该证券流动性较好，反之则流动性较差。

凯恩斯（1937）指出，流动性的概念并不存在绝对的标准，其是一个相对的标准，不同时期其产生的变化也不同，其依赖于社会制度以及社会生活习惯。Kenneth（1996）认为流动性是资产的一种属性，既不清晰也不易衡量。但流动性对于证券市场来说是至关重要的，是考察市场运营效率以及市场成熟度的一个重要指标。Bagehot（1971）认为流动性是由市场的价格政策变动而导致的交易成本的比例。Barbade（1982）认为在规定时间内交易者很少并且成交率很低是一个低流动性市场所具备的特征。

Amihud & Mendelson（1986）指出流动性是金融工具的基本特征之一，他们首次提出了流动性溢价理论，认为流动性较低的资产预期收益率越高，而流动性更高的资产其预期收益率是较低的，资产的流动性是影响资产定价的重要影响因素。

证券市场的流动性研究，尤其是市场流动性以及定价的研究对于金融理论和投资实务意义重大。我国股市现阶段正处于快速发展变革时期，流动性指标对于股票定价研究有着更为直接的现实意义。我国学者陈小悦、姚怡涛(1995)的研究指出我国上市公司股票平均预期收益率与成交规模呈负相关。陈信元、张田余和陈冬华（2001）的研究认为规模和账面市值的比值表现出对了对股票收益率显著的解释能力。宋献中，王展翔（2004）以流动性水平的非预期变化与同期股票收益率的内在联系作为出发点，采用时间序列回归方法对我国证券市场股票流动性水平与预期收益率的相关性进行了实证检验，实证结果表明流动性各个维度的非预期变化与同期股票收益率正相关。因此本文提出假说 2：两国证券市场的股票流动性差异对于两国会计数据的价值相关性差异有显著性影响。在中国，股票的流动性越强其使股票价格对于会计数据的反应程度越弱；在泰国，股票的流动性越强，股票价格对于会计数据的反应程度越强。

在会计学中，公司治理被视为公司基本面的一部分，自然会与股票价格联系起来，关于公司基本面与股票价格的关系的研究形成了信息观、计价观和契约观等重要经典理论。信息观主要体现为公司治理情况的披露是否会对股票价格产生影响，其信息含量如何；计价观主要是体现公司治理的价值相关性，其是如何影响公司股票价格的。

在公司治理价值相关性研究方面，Claessens(1997)研究了捷克斯洛伐克在私有化过程中公司治理与股票价格之间的关系，其主要考量了股权结构因素，所用指标分别为赫芬德尔指数(herfindahl)和前十大股东持股比例之和(Top10)，研究结果表明这两个指标均与股票价格呈现出显著的正相关关系。该研究是相对较早的比较有代表性的公司治理某一方面指标，即股权结构的价值相关性研究。Claessen, Djankov 和 Lang(2000)曾对东亚地区的上市公司进行了实证研究，他们的研究发现这些公司的大股东通过各种方式掌握了超过其所持股权的控制权，其超越的差距越大，大股东掠夺中小股东的机会就越大。研究显示，两者的差距与公司股价呈负相关，当差距扩大约 10%时，公司的股价约降低 5%。由此可以看出，公司治理对公司股票价格有着很大的影响。

从公司治理的各个维度来看，董事会治理、公司的管理层治理均会产生显著的治理溢价。李维安和牛建波（2006）对中国股票市场进行了公司治理的溢价研究，发现公司治理具有较高的溢价效应，公司治理水平越高，投资者更愿意为此支付溢价。从公司治理的各个维度来看，董事会治理、经理层治理均会产生显著溢价。

李汉军和张俊喜（2006）利用董事会的独立性和有效性、股权结构、管理层和信息披露四个维度考察了公司治理对于股票绩效的影响。王福胜和刘仕煜（2009）在综合考虑股权集中度，资本结构等治理要素与公司盈利能力之间的关系，进而构建了公司治理效率评价体系。

近年来很多学者基于不同的目的构建了一些公司治理的评价体系，很多评价体系在构建思路、程序、方法、维度各方面都有一定的区别，然而他们也存在一定的共通性，针对于公司的治理结构来看，基本上都是围绕着董事会、监事会、股权结构、管理层激励、信息披露以及外部市场竞争、政治和法律体系等核心治理框架来选取的衡量指标。由此可见，公司结构是公司治理的一个重要的指标。

作为公司治理结构的一个重要的因素是公司的股权结构，其决定了公司代理冲突性质，股权结构的不同直接导致公司治理结构上的差异。按照股权集中程度将股权结构划分为三种不同的类型：股权高度集中、股权相对制衡以及股权高度分散。我们通过第一大股东持股比例来判断股权是否高度集中，一般认为第一大

股东的占股比例超过 50%，可认为股权高度集中，此时第一大股东为公司控股股东，可以完全控制公司的各项活动。若第一大股东持有的股份低于 20%，那么股权相对分散，此时股东无法绝对控制公司活动，这种结构可以有效防止大股东与代理人串通侵害其他股东利益。当第一大股东持股比例介于 20%-50%之间的时候，会出现股权相对制衡的状况。

Berle&Means 在 19 世纪 30 年代出版了一本著作《现代公司和私有产权》，作者在书中讨论了公司所有权和控制权分离的现象，他们发现美国的上市公司股权是分散的。后来的学者们在此研究基础上对上市公司进行公司治理方面的研究，发现在公司经营管理过程中，若股权高度分散，那么经营者将不会以企业价值作为其职业目标，而一味追求自身利益最大化，在工作中可能会出现损害股东利益的行为，另一方面，经营者可能会利用其对财务报告的制定和披露的权利对会计数据进行一定的更改，这样降低了财务报告的信息含量。

直到 20 世纪 80 年代初，一些学者开始怀疑上市公司的股权分散现象是否是普遍存在的。Shleifer&Vishny（1986）对美国的部分上市公司进行了研究，发现一些公司的股权结构存在比较集中的现象，并非之前一直认为的呈分散结构。Holderness&Sheehany（1998）研究股权高度集中的情况下，控股股东对公司的影响。他们的研究发现控股股东可以完全掌握公司的经营管理活动，股东可能通过影响经理人的行为来对公司进行“掏空”等侵占小股东的利益。

我国学者张正国（2010）的研究中显示，的股权集中度与盈余质量之间存在着倒 U 形曲线关系，无论是第一大股东持股还是前五大股东持股，都对公司盈余质量具有显著的影响。前五大股东的股权越均衡，公司盈余质量就越高。泰国学者 Yupana Wiwattanakantang（2011）对于泰国股票市场股权集中程度与会计盈余关系进行了研究，并没有发现第一大股东持股比例增高时出现侵占小股东利益的现象，有大股东控股的公司比没有控股股东的公司具有更高的盈利能力，控股股东有很强的自我约束能力，不为自己谋取私人利益，在大多数的公司中，投票权和现金流权并没有分离，因此控股股东更多的是作为监督者为所有利益相关者的共同利益去提升公司价值。因此，本文提出假说 3：两国上市公司第一大股东持股比例对于两国会计数据的价值相关性差异有显著性影响。中国上市公司第一大股东持股比例与会计数据的价值相关性呈倒 U 型关系；泰国上市公司第一大股东持股比例与会计数据的价值相关性呈正相关关系。

本章在检验中泰两国上市公司会计数据对于股票价格的解释力是否存在不同的基础上，利用上市公司股票换手率作为股票流动性的代理变量，验证股票的流动性不同是否是造成中泰两国上市公司会计数据与股票价格差异影响的原因

之一，并且将检验其对会计数据对于股票价格的影响程度。同时本文利用公司第一大股东持股比例作为公司治理结构的代理变量，研究上市公司第一大股东持股比例的不同对于两国股票定价差异是否存在显著性影响，并且分析其对会计数据对于股票价格的影响程度如何。

此外，本文选择了公司总资产和流通股数作为控制变量，公司总资产，一般来说，公司资产规模越大，其筹集资金的能力越强，应对财务风险的能力越强，会计信息的准确性也就越高。流通股数，一般来说流通股本越小，对于公司来说会有利于其并购重组，扩张规模，从而推动股票价格上涨；另外在中国股票市场，存在特有的庄股现象，股本规模约小越有利于庄家操纵股票价格。

3.2 指标选取以及回归模型设计

3.2.1 变量的选取及定义

通过 Osiris 全球上市公司数据库、路透数据库以及万德数据库获取中泰两国 2007 年-2016 年十年的股票数据，除去金融类上市公司、市净率为负的公司以及数据不齐全的公司，共有 1068 家上市公司十年 10680 个公司数据。其中泰国公司 2470 个公司数据，中国公司 8210 个公司数据。

3.2.1.1 两国上市公司会计数据对于股票定价的差异性检验变量的定义及模型设计

用 P 表示股票价格，作为被解释变量， Dum 为虚拟变量，如果是中国公司令其为 1，若是泰国公司则令其为 0。解释变量 EPS (Earnings Per Share) 为每股会计盈利， $BVPS$ (Book Value Per Share) 为每股净资产或每股股东权益，控制变量 $SIZE$ 表示上市公司规模，用公司总资产取对数表示，第 i 个公司在第 t 年度的年末总资产为 A_{it} ， $SIZE_{it} = LnA_{it}$ ， $TIME_{it}$ 表示第 i 个上市公司在第 t 年年末的上市时间，用上市日期到第 t 年年末的上市天数的自然对数表示： $TIME_{it} = LnDAYS_{it}$ ， TS_{it} 表示第 i 个上市公司在第 t 年年末的流通股数量(Tradable Shares)， $LnTS_{it}$ 是其自然对数。

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Dum_{it} + \alpha_2 \times EPS_{it} + \alpha_3 \times Dum_{it} \times EPS_{it} + \alpha_4 \times BVPS_{it} + \alpha_5 \times Dum_{it} \times BVPS_{it} + b_1 \times SIZE_{it} + b_2 \times TIME_{it} + b_3 \ln TS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型 (1) 用来检验中泰两国上市公司会计数据对于股票价格含义的差异性，若 α_1 显著，则表明两国市场股票定价存在显著差异，若 α_3 显著，则说明两国市

场股票价格对于每股收益的反应系数存在显著差异，若 α_5 显著，则说明两国市场的股票价格对于每股收益的反应系数存在显著差异。

3.2.1.2 分行业分年度检验会计数据与股票价格相关性的变量定义

根据 Olhson 价值相关性模型，定义 P_{it}^C 为第 i 个中国上市公司在第 t 年末的股票价格， P_{jt}^T 为第 j 个泰国上市公司在第 t 年末的股票价格， EPS_{it}^C 为第 i 个中国公司在第 t 年末的每股收益， EPS_{jt}^T 表示第 j 个泰国公司在第 t 年末的每股收益； $BVPS_{it}^C$ 为第 i 个中国公司在第 t 年末的每股账面价值， $BVPS_{jt}^T$ 表示第 j 个泰国公司在第 t 年末的每股账面价值。

$$P_{it}^C = \alpha_0 + \alpha_1^C EPS_{it}^C + \alpha_2^C BVPS_{it}^C + \varepsilon_{it}^C \quad (2)$$

$$P_{jt}^T = \alpha_0 + \alpha_1^T EPS_{jt}^T + \alpha_2^T BVPS_{jt}^T + \varepsilon_{jt}^T \quad (3)$$

$$P_{it}^C = \alpha_0 + \alpha_1^C EPS_{it}^C + \alpha_2^C BVPS_{it}^C + \alpha_3^C TIME_{it}^C + \varepsilon_{it}^C \quad (4)$$

$$P_{jt}^T = \alpha_0 + \alpha_1^T EPS_{jt}^T + \alpha_2^T BVPS_{jt}^T + \alpha_3^T TIME_{jt}^T + \varepsilon_{jt}^T \quad (5)$$

行业划分使用 GICS 全球行业分类标准将行业分为 11 类，剔除金融行业后，剩余 10 类行业分别为：1 能源行业、2 原材料行业、3 工业行业、4 非必须消费品行业、5 日常消费品行业、6 医疗保健行业、7 信息科技行业、8 电信业务行业、9 公用事业行业、10 地产行业。

模型 (2) 和模型 (3) 分别用来比较分年度和分行业会计数据对于股票价格的相关性及解释力度。 R_0^C 为模型 (2) 的拟合优度； R_1^C 为模型 (4) 的拟合优度， $R^C = R_1^C - R_0^C$ 为中国公司上市时间长短对股票价格的增量解释力， R_0^T 为模型 (3) 的拟合优度， R_1^T 模型 (5) 的拟合优度， $R^T = R_1^T - R_0^T$ 为泰国公司上市时间长短对股票价格的增量解释力。

3.2.1.3 股票流动性的变量定义及回归模型设计

本文利用上市公司年度换手率为流动性指标的代理变量， $TURN_{it}$ 表示第 i 个上市公司在第 t 年度的换手率， $TURN_{it} = VOL_{it} / TS_{it}$ 用第 t 年度的总成交量与流通股数的比值求得。 $TURN_{it}^C$ 第 i 个中国公司在第 t 年度的股票换手率， $TURN_{jt}^T$ 表示第 j 个泰国公司第 t 年度的股票换手率。

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Dum_{it} + \alpha_2 \times EPS_{it} + \alpha_3 \times Dum_{it} \times EPS_{it} + \alpha_4 \times BVPS_{it} + \alpha_5 \times Dum_{it} \times BVPS_{it} + \alpha_5 \times TURN_{it} + \alpha_6 \times Dum_{it} \times TURN_{it} + b_1 \times SIZE_{it} + b_2 \times TIME_{it} + b_3 \times \ln TS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$P_{it}^C = \alpha_0^C + \alpha_1^C \times EPS_{it}^C + \alpha_2^C \times BVPS_{it}^C + \beta_1^C \times SIZE_{it}^C + \beta_2^C \times TIME_{it}^C + \beta_3^C \times \ln TS_{it}^C + \varepsilon_{it}^C \quad (7)$$

$$P_{jt}^T = \alpha_0^T + \alpha_1^T \times EPS_{jt}^T + \alpha_2^T \times BVPS_{jt}^T + \beta_1^T \times SIZE_{jt}^T + \beta_2^T \times TIME_{jt}^T + \beta_3^T \times \ln TS_{jt}^T + \varepsilon_{jt}^T \quad (8)$$

模型（6）用来检验中泰两国上市公司股票流动性对于股票价格的影响是否存在差异。模型（7）为中国上市公司会计数据与股票价格的相关性回归模型，模型（8）为泰国公司会计数据与股票价格相关性回归模型。

假设变量 u 受到变量 x 的影响，其关系为： $u = a + bx$ ，存在另一个变量 y ，影响到 u 对 x 的反应系数 b ，或者说 b 是 y 的函数，即 $b = g(y)$ ，那么上式可以表达为： $u = a + g(y) \times x$ ，如果 $g(y)$ 的线性表达式为： $g(y) = d_0 + d_1 \times y$ ，变量 u 可以表达为： $u = a + (d_0 + d_1 \times y)x$ 。

同样的，如果模型（7）和模型（8）中的股票价格 P 对于每股收益 EPS 和每股账面价值 $BVPS$ 的反应系数与换手率 $TURN$ 存在线性关系，那么模型（7）和模型（8）可以表述为：

$$P_{it}^C = a_0^C + a_1^C \times (d_0^C + d_1^C \times TURN_{it}^C) \times EPS_{it}^C + a_2^C \times (g_0^C + g_1^C \times TURN_{it}^C) \times BVPS_{it}^C + b_1^C \times SIZE_{it}^C + b_2^C \times TIME_{it}^C + b_3^C \times \ln TS_{it}^C + \varepsilon_{it}^C \quad (9)$$

$$P_{jt}^T = a_0^T + a_1^T \times (d_0^T + d_1^T \times TURN_{jt}^T) \times EPS_{jt}^T + a_2^T \times (g_0^T + g_1^T \times TURN_{jt}^T) \times BVPS_{jt}^T + b_1^T \times SIZE_{jt}^T + b_2^T \times TIME_{jt}^T + b_3^T \times \ln TS_{jt}^T + \varepsilon_{jt}^T \quad (10)$$

模型（9）和模型（10）用来检验中泰两国上市公司股票流动性是如何影响股票价格对于每股收益 EPS 和每股账面价值 $BVPS$ 的反应程度的。

3.2.1.4 第一大股东持股比例的变量定义及模型设计

本文利用上市公司第一大股东持股比例作为公司治理股权结构的代理变量， $TOPONE_{it}^C$ 表示第 i 个上市公司在第 t 年度的第一大股东持股比例， $TOPONE_{it}^C$ 表示第 i 个中国公司在第 t 年度的第一大股东持股比例， $TOPONE_{jt}^T$ 表示第 j 个泰国公司第 t 年度的第一大股东持股比例。

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Dum_{it} + \alpha_2 \times EPS_{it} + \alpha_3 \times Dum_{it} \times EPS_{it} + \alpha_4 \times BVPS_{it} + \alpha_5 \times Dum_{it} \times BVPS_{it} + \alpha_6 \times TOPONE_{it}^C + \alpha_7 \times Dum_{it} \times TOPONE_{it}^C + b_1 \times SIZE_{it} + b_2 \times TIME_{it} + b_3 \times \ln TS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

模型（11）用来检验中泰两国上市公司第一大股东持股比例对于股票价格的影响是否存在差异。同样的，如果模型（7）和模型（8）中的股票价格 P 对于每

股收益 EPS 和每股账面价值 BVPS 的反应系数与公司第一大股东持股比例 TOPONE 存在某种曲线关系，假设变量 u 受到变量 x 的影响，其关系为：

$$u = a + bx$$

存在另一个变量 y，影响到 u 对 x 的反应系数 b，或者说 b 是 y 的函数，即 $b = g(y)$ ，那么上式可以表达为： $u = a + g(y) \times x$

如果 g (y) 的表达式为： $g(y) = d_0 + d_1 \times y + d_2 \times y^2$

变量 u 可以表达为： $u = a + (d_0 + d_1 \times y + d_2 \times y^2) \times x$

那么模型 (7) 和模型 (8) 也可以表述为：

$$P_{it}^C = a_0^C + a_1^C \times [d_0^C + d_1^C \times TOPONE_{it}^C + d_2^C \times (TOPONE_{it}^C)^2] \times EPS_{it}^C + a_2^C \times [g_0^C + g_1^C \times TOPONE_{it}^C + d_2^C \times (TOPONE_{it}^C)^2] \times BVPS_{it}^C + b_1^C \times SIZE_{it}^C + b_2^C \times TIME_{it}^C + b_3^C \times \ln TS_{it}^C + \varepsilon_{it}^C \quad (12)$$

$$P_{jt}^T = a_0^T + a_1^T \times [d_0^T + d_1^T \times TOPONE_{jt}^T + d_2^T \times (TOPONE_{jt}^T)^2] \times EPS_{jt}^T + a_2^T \times [g_0^T + g_1^T \times TOPONE_{jt}^T + d_2^T \times (TOPONE_{jt}^T)^2] \times BVPS_{jt}^T + b_1^T \times SIZE_{jt}^T + b_2^T \times TIME_{jt}^T + b_3^T \times \ln TS_{jt}^T + \varepsilon_{jt}^T \quad (13)$$

模型 (12) 用来检验中国上市公司的第一大股东持股比例是如何影响股票价格对于会计数据的反应程度的；模型 (13) 用来检验泰国上市公司第一大股东持股比例是如何影响股票价格对于会计数据的反应程度的。

3.2.2 变量的描述性统计

表 3.1 中国上市公司变量指标描述性统计结果

	P	EPS	BVPS	TIME	SIZE	LNTS	TURN	TOPONE
Mean	1.532393	0.062159	0.819206	8.455353	13.28254	13.01989	5.937660	0.356156
Median	1.178464	0.028499	0.538797	8.540128	13.18200	12.95883	4.907482	0.336000
Maximum	48.08052	3.110781	23.37938	9.309733	18.59920	16.90832	31.11155	0.899900
Minimum	0.058061	-1.268434	0.001695	5.905362	9.627200	9.911517	0.021696	0.002900
Std. Dev.	1.589484	0.160249	1.144341	0.423467	1.261879	0.942205	4.035728	0.155390
Skewness	9.823474	6.251537	7.512447	-1.615562	0.473309	0.506215	1.142192	0.480948
Kurtosis	192.3307	76.69834	96.55004	7.585481	3.449629	4.082437	4.367925	2.723898
Jarque-Bera	12394397	1911484	3071004	10764.27	375.6937	751.4494	2425.245	342.5886
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	12580.94	510.3237	6725.677	69418.44	109049.6	106893.3	48748.19	2924.037
Sum Sq. Dev.	20739.71	210.8063	10749.82	1472.071	13071.52	7287.545	133700.8	198.2148
Observations	8210	8210	8210	8210	8210	8210	8210	8210

表3.2 泰国上市公司变量指标描述性统计结果

	P	EPS	BVPS	TIME	SIZE	LNTS	TURN	TOPONE
Mean	1.050166	0.118484	1.032370	8.603629	11.82859	12.72874	1.088947	0.329282
Median	0.220618	0.015090	0.161512	8.789279	11.51905	12.87888	0.308071	0.300000
Maximum	97.68160	15.46858	77.67303	9.630169	18.03900	17.32311	33.10065	0.957600
Minimum	0.003915	-1.270440	0.001116	6.150603	8.596100	7.779615	0.000117	0.044200
Std. Dev.	3.730743	0.694281	4.002391	0.615064	1.552911	1.730345	2.191793	0.181225
Skewness	13.58534	14.24004	11.38164	-1.030451	0.991403	-0.308252	5.584893	0.752903
Kurtosis	267.7301	242.9689	163.4774	3.771512	3.811673	3.042432	54.49267	3.134987
Jarque-Bera	7288584	6009940	2703741	498.3791	472.4220	39.30163	285723.3	235.2337
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	2593.911	292.6554	2549.955	21250.96	29216.61	31440.00	2689.699	813.3261
Sum Sq. Dev.	34364.64	1190.122	39551.25	934.0309	5954.072	7392.418	11860.97	81.08782
Observations	2470	2470	2470	2470	2470	2470	2470	2470

通过表3.1对中国上市公司十年的数据进行描述性统计分析和表3.2对泰国上市公司十年的数据进行描述性统计分析，可以观察到中国上市公司的平均股票价格高于泰国公司，中国公司股票价格的中位数略低于均值，而泰国公司中位数远远低于均值，反映了中国上市公司股票整体价格高于泰国上市公司。而中国公司的每股收益EPS的均值为0.062（美元），远低于泰国公司0.12（美元），从数据上反映出中国的投资者对于公司的收益情况并不是特别关注，也反映了中国上市公司的股票价格相比泰国上市公司的股票价格高估的可能性。中国上市公司的资产规模总体高于泰国上市公司，流通股数量泰国上市公司整体低于中国上市公司。换手率方面，中国上市公司的平均换手率为5.94，中位数为4.91，泰国上市公司的平均换手率仅为1.09，中位数为0.31，中国上市公司换手率是泰国上市公司的5倍之多，且中位数远高于泰国上市公司，说明中国上市公司的股票交易活跃程度要远远高于泰国上市公司。第一大股东持股比例中泰两国相差无几，中国上市公司第一大股东持股比例的均值为0.36，中位数为0.34，泰国上市公司第一大股东持股比例为0.33，中位数为0.30，从对中泰两国上市公司第一大股东的持股比例的描述性统计中可以看出，中泰两国上市公司的第一大股东的持股比例相差并不明显。

3.2.3 变量的相关性分析

表 3.3 单变量相关性分析

Correlation Probability	DUM	P	EPS	BVPS	TURN	TIME	SIZE	LNTS	TOPONE	DUM*EPS	DUM*BVP S	DUM*TURN	DUM*TOP ONE
DUM	1.000000 -----												
P	0.157553 0.0000	1.000000 -----											
EPS	-0.086846 0.0000	0.363353 0.0000	1.000000 -----										
BVPS	-0.101499 0.0000	0.352846 0.0000	0.920949 0.0000	1.000000 -----									
TURN	0.484455 0.0000	0.065938 0.0000	-0.090970 0.0000	-0.102807 0.0000	1.000000 -----								
TIME	-0.130591 0.0000	0.050976 0.0000	0.091944 0.0000	0.136892 0.0000	-0.207168 0.0000	1.000000 -----							
SIZE	0.417395 0.0000	0.114584 0.0000	0.072843 0.0000	0.068041 0.0000	0.134941 0.0000	0.098871 0.0000	1.000000 -----						
LNTS	0.927099 0.0000	0.079998 0.0000	-0.084920 0.0000	-0.120725 0.0000	0.369231 0.0000	-0.095440 0.0000	0.475556 0.0000	1.000000 -----					
TOPONE	0.737522 0.0000	0.165292 0.0000	-0.039576 0.0000	-0.051493 0.0000	0.260523 0.0000	-0.099038 0.0000	0.272275 0.0000	0.708765 0.0000	1.000000 -----				
DUM*EPS	0.233602 0.0000	0.450546 0.0000	0.213757 0.0000	0.100507 0.0000	-0.033588 0.0005	-0.016748 0.0835	0.097208 0.0000	0.241644 0.0000	0.270725 0.0000	1.000000 -----			
DUM*BVP S	0.554606 0.0000	0.385526 0.0000	0.094161 0.0000	0.093307 0.0000	0.108077 0.0000	0.012834 0.0848	0.253249 0.0000	0.551096 0.0000	0.515960 0.0000	0.704488 0.0000	1.000000 -----		
DUM*TURN	0.577614 0.0000	0.098069 0.0000	-0.085536 0.0000	-0.092412 0.0000	0.964236 0.0000	-0.206069 0.0000	0.182585 0.0000	0.449025 0.0000	0.331960 0.0000	-0.007956 0.0410	0.163978 0.0000	1.000000 -----	
DUM*TOPON E	0.740644 0.0000	0.165175 0.0000	-0.040076 0.0000	-0.052190 0.0000	0.262707 0.0000	-0.099329 0.0000	0.273445 0.0000	0.711540 0.0000	0.999980 0.0000	0.270957 0.0000	0.517152 0.0000	0.334238 0.0000	1.000000 -----

表 3.3 对所有模型所涉及到的变量进行相关性分析，我们可以看出以下几个特点：首先，虚拟变量 Dum 与价格 P、每股收益 EPS、每股账面价值 BVPS 显著相关， 价格 P 与每股收益 EPS、每股账面价值 BVPS、上市时间 TIME、公司总资产规模的对数、流通股的对数以及流动比率都表现出显著的相关性；DUM*EPS 、DUM*BVPS 、DUM*TURN 、DUM*TOPONE 与价格 P、每股收益 EPS、每股账面价值 BVPS 均显著相关。

3.3 实证结果分析

3.3.1 中泰两国上市公司会计数据与股票价格的相关性的差异分析

表 3.4 中泰两国上市公司会计信息与股票价格相关性分析

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.493576	0.410935	8.501523	0.0000
DUM	3.208168	0.127125	25.23627	0.0000
EPS	0.552605	0.163517	2.156384	0.0011
DUM*EPS	10.00125	0.372159	26.87357	0.0000
BVPS	0.306684	0.028604	10.72174	0.0000
DUM*BVPS	0.636655	0.084537	7.531109	0.0000
TIME	0.143472	0.042325	3.389793	0.0007
SIZE	0.124070	0.015463	8.023514	0.0000
LNTS	-0.430192	0.016955	-25.37256	0.0000
R-squared	0.349105	Mean dependent var		1.767245
Adjusted R-squared	0.348617	S.D. dependent var		2.496524
S.E. of regression	2.014902	Akaike info criterion		4.239860
Sum squared resid	43322.43	Schwarz criterion		4.245992
Log likelihood	-22631.85	Hannan-Quinn criter.		4.241929
F-statistic	715.4200	Durbin-Watson stat		0.493156
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 3.5 中泰两国上市公司分年度每股收益、每股账面价值对股票价格解释力度

年度	中国 (R ²)	泰国 (R ²)
2007	0.316657	0.743830
2008	0.231420	0.413375
2009	0.197396	0.290233
2010	0.159680	0.258901
2011	0.232581	0.287703
2012	0.385767	0.392888
2013	0.275070	0.427666
2014	0.244156	0.366962
2015	0.138191	0.235790
2016	0.172376	0.284970
Mean	0.371232	0.235329
Median	0.328598	0.232000

表3.4的实证检验结果是对模型（1）的全样本回归，可以发现虚拟变量DUM与股票价格P在1%的水平上显著相关，表明中泰两国上市公司股票定价存在显著差异；虚变量乘以每股收益与股票价格P在1%的水平上显著相关，表明中泰两国上市公司股票价格对于每股盈利的反应系数存在显著差异；虚变量乘以每股账面价值与股票价格P在1%的水平上显著相关，表明中泰两国上市公司股票价格对于每股账面价值的反应系数存在显著差异。泰国上市公司每股收益EPS和每股账面价值BVPS与股票价格均为显著正相关，中国上市公司的每股收益EPS与股票价格为显著正相关关系，而每股账面价值和股票价格呈负相关关系。表3.5是对中泰两国上市公司分别分年度进行了会计数据与股票价格相关性分析所得出的拟合优度水平，图3.1为两国上市公司会计数据价值相关性分年度进行回归分析后的拟合优度图，可以看出在2008年全球金融危机背景下，会计数据对于股票价格的解释力度有明显的下降趋势，分析结果证明了本文假说1成立，中泰两国会计数据与股票价格的相关性存在显著差异，且泰国上市公司的会计数据对于股票价格的解释力度整体优于中国上市公司。

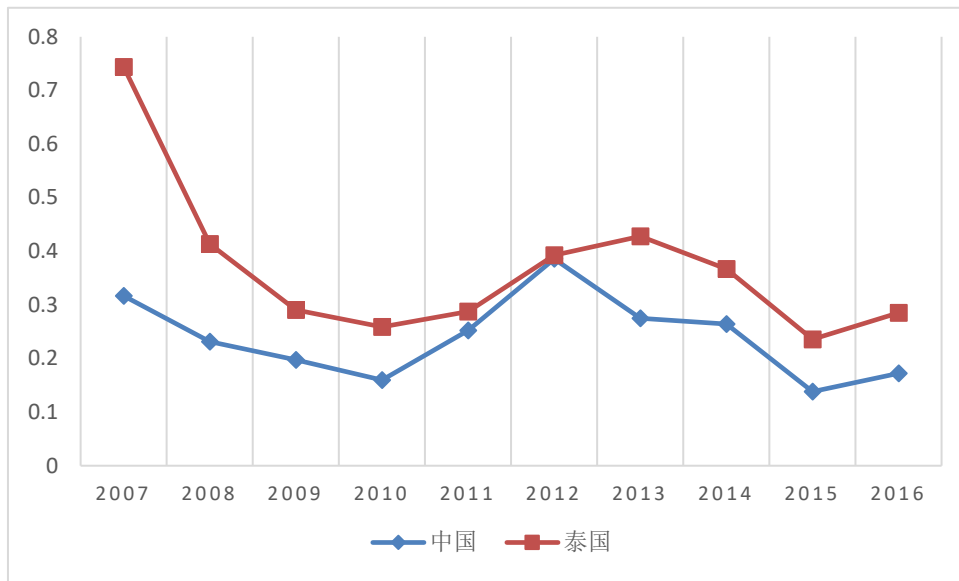


图3.1 年度中泰两国会计信息对于股票价格的解释力

表 3.6 中国上市公司每股收益和每股账面价值相关性分析

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.046072	0.030180	34.66090	0.0000
EPS	10.36869	0.245509	36.04595	0.0000
BVPS	0.797681	0.057712	13.82178	0.0000
R-squared	0.291961	Mean dependent var		1.532393
Adjusted R-squared	0.191764	S.D. dependent var		1.589484
S.E. of regression	1.428977	Akaike info criterion		3.552161
Sum squared resid	16758.50	Schwarz criterion		3.554723
Log likelihood	-14578.62	Hannan-Quinn criter.		3.553037
F-statistic	974.8418	Durbin-Watson stat		0.536658
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 3.7 中国上市公司上市时间对股票价格的增量解释

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.260563	0.328708	6.877122	0.0025
EPS	10.26938	0.246774	36.63224	0.0000
BVPS	0.834456	0.058513	14.26113	0.0000
TIME	0.271617	0.037580	7.227724	0.0002
R-squared	0.317072	Mean dependent var		1.532393
Adjusted R-squared	0.216779	S.D. dependent var		1.589484
S.E. of regression	1.424537	Akaike info criterion		3.546058
Sum squared resid	16652.49	Schwarz criterion		3.549475
Log likelihood	-14552.57	Hannan-Quinn criter.		3.547226
F-statistic	671.3655	Durbin-Watson stat		0.542037
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 3.8 泰国上市公司每股收益和每股账面价值相关性分析

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.617456	0.071086	8.686086	0.0000
EPS	0.531548	0.268615	1.234288	0.0072
BVPS	0.457195	0.046596	9.811940	0.0000
R-squared	0.327983	Mean dependent var		1.050166
Adjusted R-squared	0.227325	S.D. dependent var		3.730743
S.E. of regression	3.363209	Akaike info criterion		5.264882
Sum squared resid	27904.67	Schwarz criterion		5.271941
Log likelihood	-6499.130	Hannan-Quinn criter.		5.267447
F-statistic	285.5566	Durbin-Watson stat		0.152443
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 3.9 泰国上市公司上市时间对股票价格的增量解释

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.890149	0.959794	-2.053109	0.0001
EPS	0.414974	0.268613	0.800312	0.0036
BVPS	0.424273	0.046921	9.042340	0.0000
TIME	0.526264	0.111751	4.709254	0.0000
R-squared	0.365220	Mean dependent var		1.050166
Adjusted R-squared	0.264241	S.D. dependent var		3.730743
S.E. of regression	3.348867	Akaike info criterion		5.256739
Sum squared resid	27655.96	Schwarz criterion		5.266151
Log likelihood	-6488.073	Hannan-Quinn criter.		5.260158
F-statistic	199.3976	Durbin-Watson stat		0.151754
Prob(F-statistic)	0.000000			

表3.6~表3.9是对模型(2)~(4)的回归分析结果,泰国上市公司上市时间对于股票价格的增量解释力为3.72%,中国上市公司上市时间对于股票价格的增量解释力为1.09%。泰国上市公司上市时间长短对于股票价格的解释力高于中国公司。

表 3.10 中泰两国上市公司分行业每股收益、每股账面价值与股票价格的相关性系数分析

中国公司					泰国公司			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
α_1	1.334317	0.549169	2.429700	0.0159	0.717382	0.646282	1.110014	0.2701
β_1	0.279262	0.120353	2.320369	0.0212	0.750262	0.106645	7.035136	0.0000
α_2	2.070473	0.203229	10.18789	0.0000	0.107331	0.300382	0.357313	0.7210
β_2	-0.050404	0.023385	-2.155401	0.0313	0.196860	0.058193	3.382902	0.0008
α_3	1.695657	0.286226	5.924185	0.0000	1.880755	0.265874	7.073871	0.0000
β_3	0.169221	0.042387	3.992311	0.0001	0.057966	0.026734	2.168242	0.0307
α_4	1.609765	0.267656	6.014315	0.0000	4.174649	0.512595	8.144141	0.0000
β_4	0.164731	0.042823	3.846779	0.0001	0.243839	0.059319	4.110659	0.0000
α_5	15.08627	0.482270	31.28177	0.0000	0.813146	0.584076	1.392192	0.1649
β_5	-0.921482	0.079182	-11.63746	0.0000	1.036591	0.070513	14.70068	0.0000
α_6	7.063276	0.863408	8.180697	0.0000	-1.661549	0.988734	-1.680481	0.0951
β_6	-0.511294	0.120472	-4.244110	0.0000	3.985867	0.163002	24.45286	0.0000
α_7	1.797883	0.376420	4.776273	0.0000	0.565035	0.181481	3.113463	0.0021
β_7	0.056301	0.039975	1.408382	0.1595	0.632143	0.018761	33.69508	0.0000
α_8	3.250119	1.713893	1.896338	0.0997	7.757766	1.450297	5.349087	0.0000
β_8	0.166622	0.174877	0.952796	0.3724	-1.358092	0.303861	-4.469452	0.0000
α_9	0.886291	0.272560	3.251732	0.0012	0.290664	0.402935	0.721369	0.4736
β_9	0.076014	0.036493	2.082991	0.0378	0.041503	0.051616	0.804074	0.4247
α_{10}	-0.360026	0.460090	-0.782513	0.4341	3.645385	0.767126	4.752003	0.0000
β_{10}	0.251533	0.060823	4.135475	0.0000	0.750455	0.149504	5.019636	0.0000

根据GICS全球行业分类标准，分别对中国上市公司和泰国上市公司的10个行业进行会计数据的价值相关性回归分析，其中能源行业中国公司每股收益和每股账面价值与股票价格显著正相关，泰国公司的每股收益与股票价格的相关性并不显著；原材料行业、日常消费品行业和医疗保健行业，中国公司的每股收益与股票价格显著正相关，每股账面价值与股票价格显著负相关；泰国公司的每股收益与股票价格相关性不显著，每股账面价值与股票价格显著正相关；工业行业和非必须消费品行业的中泰两国上市公司每股收益和每股账面价值与股票价格均为显著正相关；信息科技行业中，泰国上市公司的会计数据与股票价格有着显著的相关性，中国公司每股收益与股票价格显著正相关，每股账面价值与股票价格

的相关性并不显著；电信业务行业中泰国上市公司每股收益与股票价格有着显著的正相关性，每股账面价值与股票价格显著负相关，而中国公司的会计数据与股票价格相关性并不显著；中国公司在公用事业行业中会计数据与股票价格有着显著的相关性，而泰国公司会计数据与股票价格的相关性并不显著；地产行业的中国公司每股账面价值与股票价格显著正相关，每股收益与股票价格相关性并不显著；泰国公司的会计数据与股票价格显著相关。

3.3.2 股票流动性对中泰两国上市公司会计信息与股票价格的影响

表 3.11 中泰两国上市公司股票流动性与股票价格的相关性分析

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.823185	0.422904	6.675707	0.0000
DUM	2.582886	0.149157	17.31653	0.0000
EPS	0.532501	0.163282	2.036357	0.0417
DUM*EPS	10.12026	0.371696	27.22725	0.0000
BVPS	0.308771	0.028590	10.79984	0.0000
DUM*BVPS	0.695766	0.084647	8.219633	0.0000
TURN	0.066769	0.018627	3.584490	0.0003
DUM*TURN	-0.109223	0.019653	-5.557673	0.0000
SIZE	0.119853	0.015436	7.764358	0.0000
TIME	0.179255	0.042585	4.209343	0.0000
LNTS	-0.392256	0.017574	-22.32023	0.0000
R-squared	0.352948	Mean dependent var		1.767245
Adjusted R-squared	0.352341	S.D. dependent var		2.496524
S.E. of regression	2.009134	Akaike info criterion		4.234314
Sum squared resid	43066.70	Schwarz criterion		4.241808
Log likelihood	-22600.24	Hannan-Quinn criter.		4.236843
F-statistic	581.9617	Durbin-Watson stat		0.473438
Prob(F-statistic)	0.000000			

表3.11是对模型（6）的回归分析结果，从表中可以看到，DUM系数 α_1 和DUM*TURN系数 α_6 均是显著的，说明中泰两国上市公司股票换手率的不同是造成两国上市公司股票价格对于会计数据反映程度不同的原因之一。

表 3.12 中国上市公司股票流动性影响股票价格对于会计数据的反应程度

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.218463	1.104979	2.912692	0.0036
EPS	12.58152	0.312466	5.029409	0.0000
TURN*EPS	-1.805673	0.393817	-4.585059	0.0000
BVPS	0.224873	0.053284	4.220272	0.0000
TURN*BVPS	-0.246432	0.056317	-4.375814	0.0000
TIME	0.086653	0.109416	0.791954	0.1285
SIZE	-0.808707	0.058730	-13.76980	0.0000
LNTS	-0.876011	0.056743	-15.43831	0.0000
R-squared	0.317964	Mean dependent var		1.050166
Adjusted R-squared	0.316025	S.D. dependent var		3.730743
S.E. of regression	3.085428	Akaike info criterion		5.094492
Sum squared resid	23437.91	Schwarz criterion		5.113316
Log likelihood	-14477.50	Hannan-Quinn criter.		5.101330
F-statistic	1016.926	Durbin-Watson stat		0.208787
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 3.13 泰国上市公司股票流动性影响股票价格对于会计数据的反应程度

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.359340	0.421800	2.844745	0.0000
EPS	1.392772	0.351314	5.964465	0.0000
TURN*EPS	0.862317	0.064291	13.41276	0.0000
BVPS	0.374688	0.071936	5.208600	0.0000
TURN*BVPS	0.119889	0.009814	12.21667	0.0000
TIME	0.081527	0.039007	2.090063	0.0366
SIZE	0.612712	0.012587	1.009929	0.0326
LNTS	-0.947046	0.015958	-21.74732	0.0000
R-squared	0.464638	Mean dependent var		1.982980
Adjusted R-squared	0.464181	S.D. dependent var		1.928856
S.E. of regression	1.411916	Akaike info criterion		3.528746
Sum squared resid	16350.74	Schwarz criterion		3.535580
Log likelihood	-6283.697	Hannan-Quinn criter.		3.531082
F-statistic	163.9687	Durbin-Watson stat		1.011171
Prob(F-statistic)	0.000000			

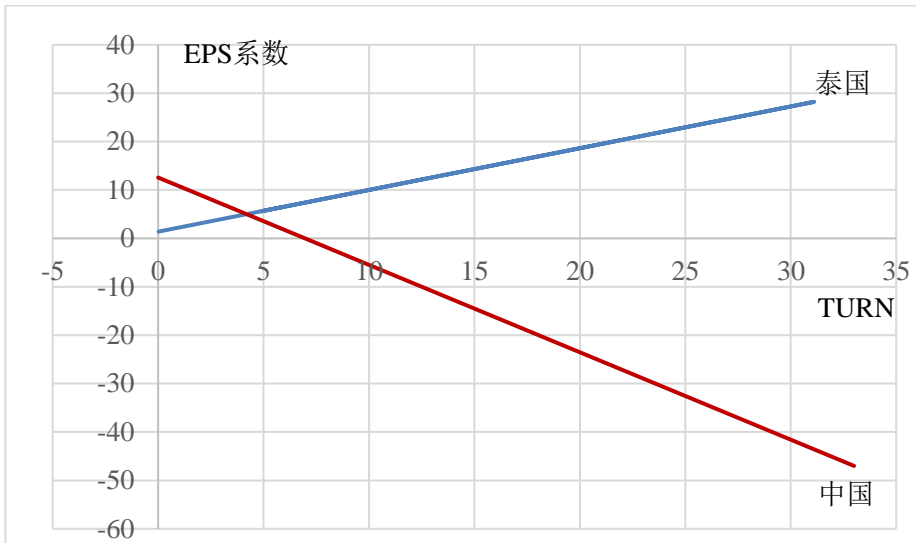


图 3.2 中泰两国公司换手率影响股票价格对于每股收益 EPS 的反应程度

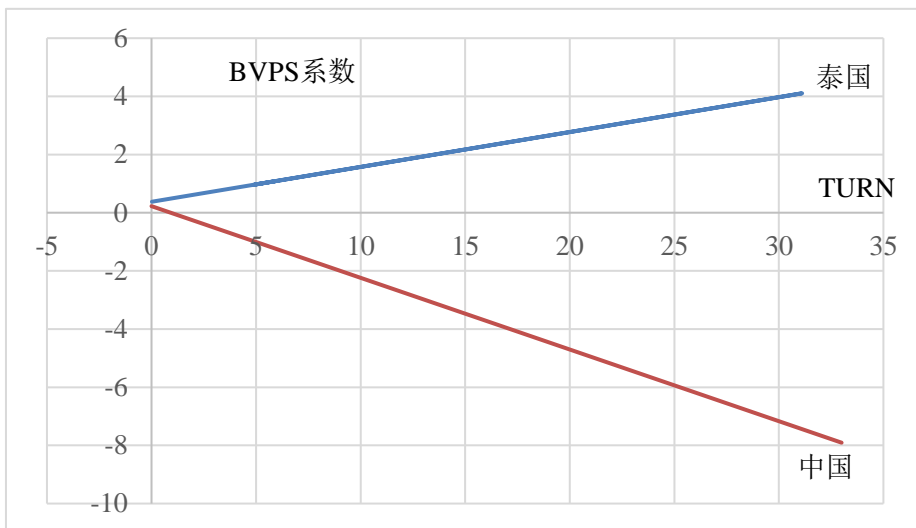


图 3.3 中泰两国公司换手率影响股票价格对于每股账面价值 BVPS 的反应程度

表3.12是对模型（9）的回归结果，表3.13是对模型（10）的回归结果。通过对回归结果的分析，上市公司股票换手率分别对中泰两国每股收益EPS系数的影响以及每股账面价值BVPS系数的影响如图3.2和图3.3所表示。从图中可以看出，中泰两国上市公司股票换手率对股票价格对每股收益EPS系数和每股账面价值BVPS的影响程度是相反的，中国上市公司换手率越高，每股收益EPS和每股账面价值BVPS与每股股票价格P的相关性越低，换手率越低，股票价格P与每股收益EPS和每股账面价值BVPS的相关性反而越高。泰国上市公司换手率对于股票价格对每股收益EPS的反应程度与中国相反，股票流动性越好，每股收益EPS和每

股账面价值BVPS对于价格P的反应程度越高，换手率越低，股票价格与每股收益EPS和每股账面价值BVPS的相关性越低。

以上研究结果，证实了假说2的成立，即中泰两国上市公司股票流动性是造成两国会计数据与股票价格相关性存在差异的原因之一，并且两国上市公司的股票具有不同的换手率，影响股票价格对于会计数据的反应程度也是不同的，造成这种现象的原因可能是我国股市投资者结构不合理，多以中小散户投资为主，其受国家政策以及一些市场交易内幕消息的影响十分明显，盲目跟风，从众心理严重，缺少对股票市场的客观认识，对个股不去做基本面的分析，市场投机氛围浓厚，短线交易频繁，导致过高换手率的同时造成股价的波动，那么上市公司的每股收益对于股票价格的解释程度便逐渐减弱。而泰国证券市场的机构投资者偏多，多为长线交易，导致上市公司的股票交易相对并不活跃，机构投资者更注重的是公司基本面的分析，所以当股票流动性上升时，信息不对称的程度越小，股票价格对于会计信息的反应程度越高。

3.3.3 第一大股东持股比例对中泰两国上市公司会计信息与股票价格的影响

表 3.14 中泰两国上市公司第一大股东持股比例与股票价格的相关性分析

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.876792	0.416672	6.904221	0.0000
DUM	3.718897	0.151673	24.51921	0.0000
EPS	0.484275	0.163733	2.957707	0.0031
DUM*EPS	9.857503	0.371346	26.54537	0.0000
BVPS	0.280063	0.028684	9.763824	0.0000
DUM*BVPS	0.637342	0.084740	7.521182	0.0000
TOP1	1.822264	0.225325	8.087284	0.0000
DUM*TOP1	-1.818474	0.225336	-8.070047	0.0000
SIZE	0.117336	0.015524	7.558565	0.0000
TIME	0.162242	0.042244	3.840619	0.0001
LNTS	-0.434352	0.016989	-25.56707	0.0000
R-squared	0.353487	Mean dependent var		1.767245
Adjusted R-squared	0.352881	S.D. dependent var		2.496524
S.E. of regression	2.008297	Akaike info criterion		4.233481
Sum squared resid	43030.82	Schwarz criterion		4.240975
Log likelihood	-22595.79	Hannan-Quinn criter.		4.236009
F-statistic	583.3368	Durbin-Watson stat		0.496374
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 3.14 是对模型 (11) 的回归结果, 结果表明, 虚变量 DUM 以及 DUM*TOPONE 的系数均显著, 表明上市公司第一大股东持股比例为中泰两过会计数据对于股票定价含义不同的影响因素之一。

表 3.15 中国公司第一大股东持股比例影响股票价格对于会计数据的反应程度

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.190529	1.038743	2.108827	0.0351
EPS	-19.42088	2.390729	-8.123411	0.0000
TOP1*EPS	90.23633	11.38003	7.929357	0.0000
TOP1^2*EPS	-82.38141	11.76509	-7.002191	0.0000
BVPS	-0.724705	0.329441	-2.199800	0.0279
TOP1*BVPS	4.684537	1.588702	2.948657	0.0032
TOP1^2*BVPS	-4.583365	1.651372	-2.775490	0.0056
TIME	0.055766	0.102931	0.541783	0.5880
SIZE	0.641020	0.056103	11.42576	0.0000
LNTS	-0.744753	0.054400	-13.69034	0.0000
R-squared	0.400533	Mean dependent var		1.050166
Adjusted R-squared	0.398340	S.D. dependent var		3.730743
S.E. of regression	2.893817	Akaike info criterion		4.967070
Sum squared resid	20600.48	Schwarz criterion		4.990600
Log likelihood	-6124.332	Hannan-Quinn criter.		4.975618
F-statistic	182.6271	Durbin-Watson stat		0.235832
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 3.16 泰国公司第一大股东持股比例影响股票价格对于会计数据的反应程度（模型 13）

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.087585	0.405252	19.95693	0.0000
EPS	4.019108	1.520737	2.642869	0.0082
TOP1*EPS	16.99445	7.883769	2.155625	0.0311
TOP1^2*EPS	-6.426597	9.244128	-0.695209	0.4869
BVPS	0.780001	0.205953	3.787280	0.0002
TOP1*BVPS	1.450135	1.026996	1.412016	0.1580
TOP1^2*BVPS	-2.245254	1.241359	-1.808705	0.0705
TIME	0.069184	0.039200	1.764901	0.0776
SIZE	-0.007947	0.012662	-0.627616	0.5303
LNTS	-0.378952	0.015591	-24.30633	0.0000
R-squared	0.459255	Mean dependent var		1.982980
Adjusted R-squared	0.458661	S.D. dependent var		1.928856
S.E. of regression	1.419170	Akaike info criterion		3.539239
Sum squared resid	16515.15	Schwarz criterion		3.547781
Log likelihood	-14518.57	Hannan-Quinn criter.		3.542159
F-statistic	773.8062	Durbin-Watson stat		1.036676
Prob(F-statistic)	0.000000			

泰国上市公司第一大股东持股比例对于EPS以及BVPS的影响，平方项并不显著，也就是说可能变量之间可能存在多重共线性，那么第一大股东持股比例对每股收益对股票价格的影响可能存在的是线性关系，所以假设泰国上市公司的第一大股东持股比例对EPS与BVPS对股票价格的影响呈线性关系，模型变为：

$$\begin{aligned}
 P_{jt}^T = & a_0^T + a_1^T \times (d_0^T + d_1^T \times TOPTHREE_{jt}^T) \times EPS_{jt}^T + \\
 & a_2^T \times (g_0^T + g_1^T \times TOPTHREE_{jt}^T) \times BVPS_{jt}^T + \\
 & b_1^T \times SIZE_{jt}^T + b_2^T \times TIME_{jt}^T + b_3^T \times lnTS_{jt}^T + \varepsilon_{jt}^T
 \end{aligned}
 \tag{14}$$

表 3.17 泰国公司第一大股东持股比例影响股票价格对于会计数据的反应程度（模型 14）

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.186667	0.404465	20.24071	0.0000
EPS	5.252051	0.636841	8.247032	0.0000
TOPONE*EPS	10.76936	1.345444	8.004315	0.0000
BVPS	1.095060	0.107034	10.23096	0.0000
TOPONE*BVPS	-0.349732	0.223383	-1.565612	0.0175
TIME	0.074314	0.039194	1.896066	0.0580
SIZE	-0.007361	0.012669	-0.580999	0.5613
LNTS	-0.386623	0.015452	-25.02035	0.0000
R-squared	0.458400	Mean dependent var		1.982980
Adjusted R-squared	0.457938	S.D. dependent var		1.928856
S.E. of regression	1.420117	Akaike info criterion		3.540330
Sum squared resid	16541.25	Schwarz criterion		3.547164
Log likelihood	-14525.06	Hannan-Quinn criter.		3.542666
F-statistic	991.7182	Durbin-Watson stat		1.033651
Prob(F-statistic)	0.000000			

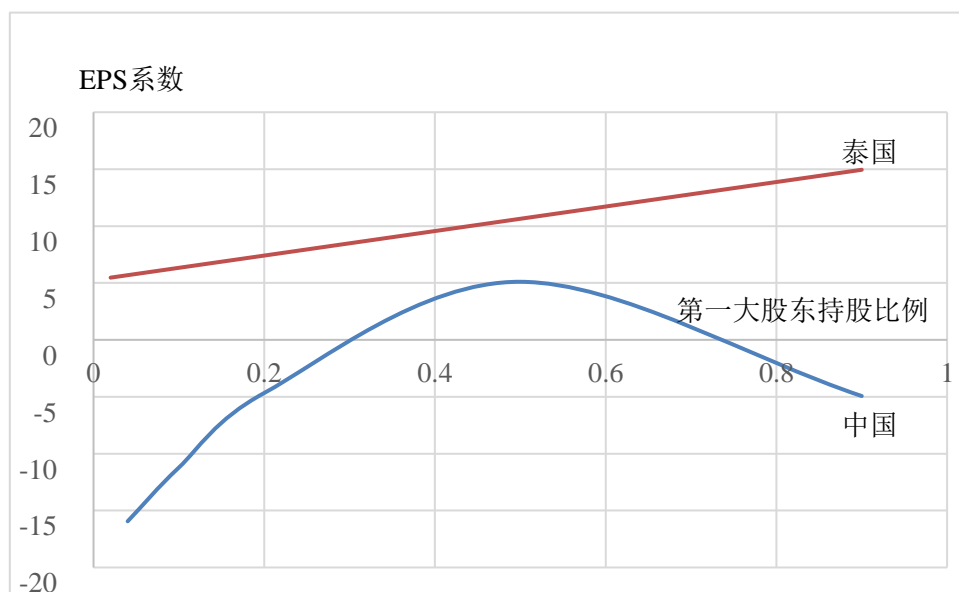


图 3.4 中泰两国上市公司第一大股东持股比例影响股票价格对于每股收益 EPS 的反应程度

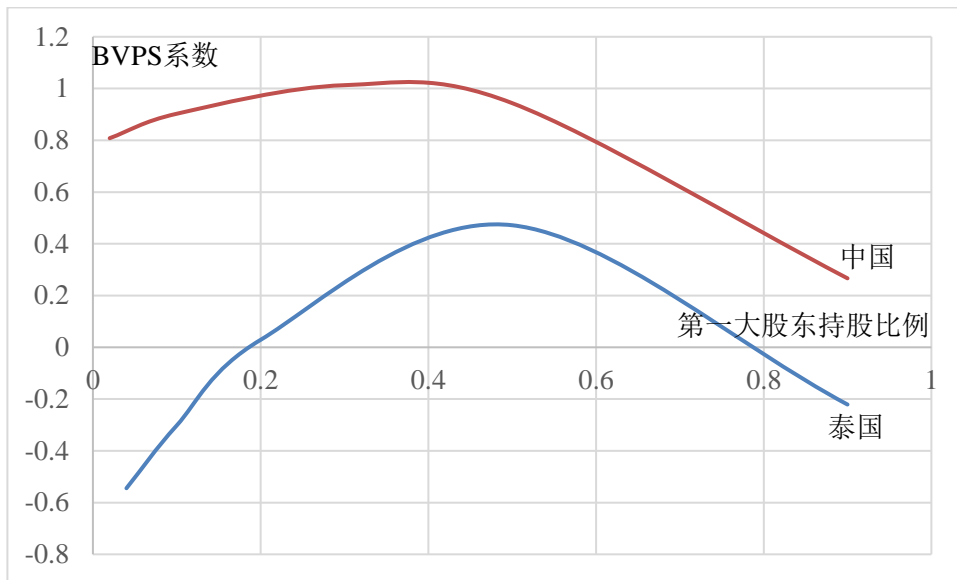


图 3.5 中泰两国上市公司第一大股东持股比例影响股票价格对于每股账面价值 BVPS 的反应程度

表 3.16 和表 3.17 是对模型 (12) 和模型 (13) 的回归结果。通过表 3.17 对模型 (13) 的回归分析结果来看, 泰国上市公司第一大股东持股比例的平方项并不显著, 表明模型很大程度上存在多重共线性, 此时泰国公司第一大股东持股比例对于股票价格 P 对于每股收益 EPS 的反应程度可能是线性关系。随后按照线性关系得出模型 (14), 并对其进行回归分析, 结果显示各项均显著相关。中泰两国上市公司第一大股东持股比例对于每股收益 EPS 系数的影响以及每股账面价值 $BVPS$ 系数的影响如图 3.4 和图 3.5 所表示。从图中可以看出, 中国上市公司的第一大股东持股比例的多少对于股票价格对每股收益 EPS 的反应是呈倒 U 型影响, 拐点是在第一大股东持股比例在 48% 时。造成这种情况的原因可能是由于在股权分散的情况下, 经营者可能不会以企业价值作为其职业目标, 一味追求自身利益最大化, 在工作中可能会出现损害股东利益的行为, 同时经营者可能会利用其对财务报告的制定和披露的权利对会计数据进行一定的更改, 这样便降低了财务报告的信息含量。那么在股权高度集中的情况时, 控股股东可以完全掌握公司的经营管理活动, 股东可能通过影响经理人的行为来对侵占小股东的利益, 致使会计数据的信息含量降低。当第一大股东持股比例在 50% 左右的情况下, 股权相对制衡, 第一大股东和其余股东共同决定公司的各种活动并且共同监督经理人的经营管理行为, 致使会计数据对于股票价格的解释力度最高。而泰国上市公司第一大股东持股比例对股票价格对于每股收益 EPS 的反应系数呈线性关系, 从另一个角度说明泰国上市公司随着第一大股东持股比例的增加, 控股股东并没有

侵占小股东利益的行为，进行自我约束，不牟取私人利益，而是作为监督者与其他利益相关者共同增加公司价值。次研究结论支持本文假说 3。

3.4 小结

本章利用 Ohlson 剩余收益估值模型对中泰两国上市公司每股收益及每股账面价值与股票价格的相关性是否存在差异做了检验，选取了中泰两国公司 10 年的数据，并将上市时间、公司总资产规模、流通股数量、以及公司的流动比率作为控制变量，结果表明中泰两国上市公司每股收益与每股账面价值对于股票价格有不同的含义，泰国上市公司每股收益 EPS 和每股账面价值 BVPS 与股票价格均为显著正相关，中国上市公司的每股收益 EPS 与股票价格为显著正相关关系，而每股账面价值和股票价格呈负相关关系。公司上市时间越长，会计数据对于股票价格的解释力度越高；分年度对中泰两国上市公司分别进行会计数据与股票价格相关性分析，泰国上市公司的会计数据整体解释力度高于中国上市公司。同时利用 GICS 全球行业分类标准将所有上市公司分为 10 个行业，分别为：能源行业、原材料行业、工业行业、非必须消费品行业、日常消费品行业、医疗保健行业、信息科技行业、电信业务行业、公用事业行业、地产行业。其中在工业行业和非必须消费品行业中，中泰两国上市公司每股收益和每股账面价值与股票价格均为显著正相关；其余行业中泰两国上市公司会计数据与股票价格的相关性均有不同的差异。

另外，本章利用中泰两国上市公司股票换手率的不同是如何影响两国上市公司股票价格对于会计数据的反应程度的。股票的换手率对股票价格对每股收益 EPS 系数以及每股账面价值 BVPS 的反映趋势均是相反的，中国上市公司换手率越高，每股收益 EPS 与每股账面价值 BVPS 对于股票价格 P 的相关性越低，换手率越低，股票价格 P 与每股收益 EPS 和每股账面价值 BVPS 的相关性反而越高。泰国上市公司换手率对于股票价格对每股收益 EPS 与每股账面价值 BVPS 的反应程度与中国相反。这说明中泰两国上市公司股票流动性是造成两国会计数据与股票价格相关性存在差异的原因之一，并且两国上市公司的股票具有不同的换手率，影响股票价格对于会计数据的反应程度也是不同的，造成这种现象的原因可能是我国股市投资者结构不合理，多以中小散户投资为主，其受国家政策以及一些市场交易内幕消息的影响十分明显，盲目跟风，从众心理严重，缺少对股票市场的客观认识，对个股不去做基本面的分析，市场投机氛围浓厚，短线交易频繁，导致过高换手率的同时造成股价的波动，那么上市公司的每股收益对于股票价格的解

释程度便逐渐减弱。而泰国证券市场的机构投资者偏多，多为长线交易，导致上市公司的股票交易相对并不活跃，机构投资者更注重的是公司基本面的分析，所以当股票流动性上升时，公司每股收益EPS对于股票价格P的反应程度越高。

同时本章分析了中国上市公司的第一大股东持股比例的不同是如何影响两国上市公司股票价格对于会计数据的反应程度的。对于股票价格来说对每股收益EPS的反应是呈倒U型影响，拐点是在第一大股东持股比例在50%左右。造成这种情况的原因可能是由于在股权分散的情况下，经营者可能不会以企业价值作为其职业目标，一味追求自身利益最大化，在工作中可能会出现损害股东利益的行为，同时经营者可能会利用其对财务报告的制定和披露的权利对会计数据进行一定的更改，这样便降低了财务报告的信息含量。那么在股权高度集中的情况时，控股股东可以完全掌握公司的经营管理活动，股东可能通过影响经理人的行为来对侵占小股东的利益，致使会计数据的信息含量降低。当第一大股东持股比例在50%左右的情况下，股权相对制衡，第一大股东和其余股东共同决定公司的各种活动并且共同监督经理人的经营管理行为，致使会计数据对于股票价格的解释力度最高。而泰国上市公司第一大股东持股比例对股票价格对于每股收益EPS的反应系数呈线性关系，从另一个角度说明有可能泰国法律政策对于股东权益保护的很好，不需要股东去进行利益操作便可以获取合理利润。

而两国上市公司第一大股东持股比例对于股票价格对BVPS的反应系数的影响趋势是接近的，随着第一大股东持股比例的增加，其影响BVPS对于股票价格的相关性逐渐升高，当第一大股东持股比例接近50%附近时，两国上市公司股票价格与每股账面价值BVPS的相关性呈逐渐减弱的趋势。

第四章 中泰两国会计信息与股票价格相关性差异成因的拟合优度法检验

4.1 拟合优度的含义

拟合优度指的是回归直线对观测值的拟合程度。度量拟合优度的统计量是可决系数（也称为确定系数） R^2 。 R^2 的取值范围是 $[0, 1]$ 。 R^2 的值越大，越接近1，说明回归曲线对观测值的拟合程度相对较好；相反的，如果 R^2 的值越小越接近0，那么回归曲线对观测值的拟合程度相对较差。就模型而言， R^2 可以说明解释变量对应的被解释变量的解释程度。

很多学者在研究财务报告的信息含量时，会利用拟合优度水平来判定信息含量。关于会计数据信息含量的研究最早可以追溯到 King (1966) 和 Blume (1968)，他们最开始对股价同步性的研究主要应用在资本资产定价模型中，发现个股收益率与市场、行业回报率之间存在着显著相关性，通过个股收益与市场收益回归所得到的 R^2 ，其值越大，表明市场系统因素对于个股收益的解释力越强，股价的变动与市场平均变动之间的关联性就越高，同时说明了股价包含了市场和行业层面的相关信息。

Gonedes (1975) 的研究显示若公司会计盈余财务报告公布后，股票价格收益概率的分布发生了相应的改变，那么表明会计盈余具有一定的信息含量。Roll (1988) 的研究表明，行业和市场收益率对于个股收益率的解释并不是很显著，主要是因为股价的波动除了行业市场层面的信息影响外，还会受到公司层面的特质信息影响。赵宇龙 (1998) 的研究认为，若公司会计数据的公布与股票价格或者其成交量之间存在显著的相关关系，那么从另一个角度来看，可以说明股票市场收到了上市公司会计数据所传递的信息并且做出的相应的反映，也就是说会计数据具有一定的信息含量。

Durnev (2003) 认为，拟合优度的水平越低，会有更多的特有信息在股票价格中体现出来。Jin 与 Mayers (2006) 的研究认为，透明度越低的上市公司，外部对于该上市公司特有的信息了解程度相应的会少，那么该公司的拟合优度水平也会越低。Ball 和 Shivakumar (2008) 利用 Ohlson 剩余收益估值模型检验会计盈余的增量解释力，表明会计盈余报告拥有增量信息含量，其对年度收益率的解释程度超过基准 R^2 ，（基准 R^2 的获得以全年信息均匀分布为前提），也就是说财务报告向证券市场传递了新的信息具有增量的信息含量。

综上所述，拟合优度可以用来判断模型中的信息含量，本文将使用 R^2 法来检验中泰两国资本市场股票换手率以及公司第一大股东持股比例对于会计数据对股票价格反应的影响程度。

4.2 变量的说明及回归模型设计

4.2.1 变量的定义及模型设计

定义 P_{it}^C 为第 i 个中国上市公司在第 t 年末的股票价格， P_{jt}^T 为第 j 个泰国上市公司在第 t 年末的股票价格， EPS_{it}^C 为第 i 个中国公司在第 t 年末的每股收益， EPS_{jt}^T 表示第 j 个泰国公司在第 t 年末的每股收益； $BVPS_{it}^C$ 为第 i 个中国公司在第 t 年末的每股账面价值， $BVPS_{jt}^T$ 表示第 j 个泰国公司在第 t 年末的每股账面价值。中泰两国共 1068 家上市公司，利用每个公司 2007 年-2016 年十年间的数据，通过模型（15）和模型（16）分别求出中泰两国每个上市公司十年来会计数据与股票价格相关性的拟合优度 R_i^2 和 R_j^2 ，设 R_i^2 为中国第 i 个上市公司十年数据的拟合优度，设 R_j^2 为泰国第 j 个上市公司十年数据的拟合优度。 $TURN_i$ 为中国第 i 个上市公司股票换手率； $TURN_j$ 为泰国第 j 个上市公司股票换手率； $TOPONE_i$ 为中国第 i 个上市公司的第一大股东持股比例， $TOPONE_j$ 为泰国第 j 个上市公司的第一大股东持股比例。

$$P_{it}^C = \alpha_0^C + \alpha_1^C EPS_{it}^C + \alpha_2^C BVPS_{it}^C + \varepsilon_{it}^C \quad (15)$$

$$P_{jt}^T = \alpha_0^T + \alpha_1^T EPS_{jt}^T + \alpha_2^T BVPS_{jt}^T + \varepsilon_{jt}^T \quad (16)$$

$$R_i^2 = \beta_0 + \beta_1 \times TURN_i + \beta_2 \times TOPONE_i + \beta_3 \times TOPONE_i^2 + \varepsilon_i \quad (17)$$

$$R_j^2 = \lambda_0 + \lambda_1 \times TURN_j + \lambda_2 \times TOPONE_j + \lambda_3 \times TOPONE_j^2 + \varepsilon_j \quad (18)$$

通过模型（14）求得中国上市公司会计数据对于股票价格的解释力度 R_i^2 ，通过模型（15）求得泰国上市公司会计数据对于股票价格的解释力度 R_j^2 ，并利用 R_i^2 和 R_j^2 分别作为被解释变量，建立模型（17）及模型（18），并对其进行回归分析，可检验两国上市公司换手率以及第一大股东持股比例对于会计数据对股票价格解释力度的影响程度。由于在第三章的研究中，第一大股东持股比例对于每股收益以及每股账面价值对于股票价格的影响趋势是非线性的，所以在模型（17）及模型（18）中引入第一大股东持股比例的二次项来检验其对 R^2 的影响程度。

4.2.2 变量 R^2 的描述性统计

通过对模型（15）和模型（16）进行回归分析，得出中国 821 个 R^2 数据和泰国 247 个 R^2 数据，表 4.1 为中泰两国上市公司 R^2 描述性统计结果。

表 4.1 中泰两国上市公司 R² 描述性统计结果

	R ² (中国)	R ² (泰国)
Mean	0.414110	0.640556
Median	0.398839	0.666569
Maximum	0.971685	0.985814
Minimum	0.000453	0.007281
Std. Dev.	0.256275	0.255258
Skewness	0.178960	-0.670558
Kurtosis	1.952341	2.569323
Jarque-Bera	41.92904	20.41943
Probability	0.000000	0.000037
Sum	339.9841	158.2173
Sum Sq. Dev.	53.85505	16.02848
Observations	821	247

从表 4.1 对两国拟合优度 R² 描述性统计来看，泰国上市公司的拟合优度的平均值和中位数分别为 0.640556 和 0.666569，明显高于中国上市公司拟合优度的均值 0.4141110 和中位数 0.398839，表明泰国上市公司会计数据对于股票价格的整体解释力度要高于中国上市公司。

4.3 实证结果分析

表 4.2 中国上市公司股票换手率及第一大股东持股比例对于 R² 影响的分析结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.381851	0.061746	6.184201	0.0000
TURN	-0.092332	0.014682	-0.498124	0.0785
TOPONE	0.697342	0.281781	0.345451	0.0298
TOPONE^2	-0.810236	0.456705	-0.309040	0.0074
R-squared	0.320443	Mean dependent var		1.414110
Adjusted R-squared	0.320227	S.D. dependent var		2.256275
S.E. of regression	1.256688	Akaike info criterion		3.122951
Sum squared resid	1367.118	Schwarz criterion		3.145901
Log likelihood	-4586.471	Hannan-Quinn criter.		4.131757
F-statistic	136.1207	Durbin-Watson stat		0.933470
Prob(F-statistic)	0.047899			

表 4.3 泰国上市公司股票换手率及第一大股东持股比例对于 R² 影响的分析结果（模型 18）

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.603791	0.209885	7.641298	0.0000
TURN	0.179255	0.035436	4.188807	0.0803
TOPONE	0.607859	0.271619	2.237910	0.0253
TOPONE^2	-0.244267	0.085207	-2.866748	0.6842
R-squared	0.153134	Mean dependent var		1.956395
Adjusted R-squared	0.151933	S.D. dependent var		0.458403
S.E. of regression	1.455660	Akaike info criterion		1.267477
Sum squared resid	512.0050	Schwarz criterion		1.276889
Log likelihood	-1561.334	Hannan-Quinn criter.		1.270896
F-statistic	10.93961	Durbin-Watson stat		3.27E-05
Prob(F-statistic)	0.000000			

表 4.2 是对模型（17）的回归分析结果，结果表明中国上市公司股票换手率对于会计数据的解释力度的影响是负相关的，随着换手率增加，会计数据对于股票价格的解释力度在降低，同时第一大股东持股比例 TOPONE 对于会计数据对股票价格的解释力的影响呈倒 U 型关系，验证了第三章的研究结果。表 4.3 是对

模型（18）的回归分析结果，泰国上市公司第一大股东持股比例 TOPONE 的二次项并不显著，那么模型可能存在多重共线性，TOPONE 对于会计数据对股票价格解释力的影响是呈线性关系的。

模型（18）转换为以下形式：

$$R_j^2 = \lambda_0 + \lambda_1 \times TURN_j + \lambda_2 \times TOPONE_j + \varepsilon_j \quad (19)$$

表 4.4 泰国上市公司股票换手率及第一大股东持股比例对于 R2 影响的分析结果（模型 19）

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.189580	0.047997	12.61890	0.0000
TURN	0.069834	0.042585	5.240349	0.0701
TOPONE	0.164941	0.033319	4.950374	0.0020
R-squared	0.209845	Mean dependent var		1.956395
Adjusted R-squared	0.209042	S.D. dependent var		0.458403
S.E. of regression	1.456326	Akaike info criterion		1.269994
Sum squared resid	513.7114	Schwarz criterion		1.277053
Log likelihood	-1565.443	Hannan-Quinn criter.		1.272559
F-statistic	12.26441	Durbin-Watson stat		5.35E-05
Prob(F-statistic)	0.000005			

表4.4是对模型（19）的回归分析结果。对于泰国上市公司来说，其股票换手率TURN以及第一大股东持股比例TOPONE对于会计数据信息含量R²呈线性影响关系。

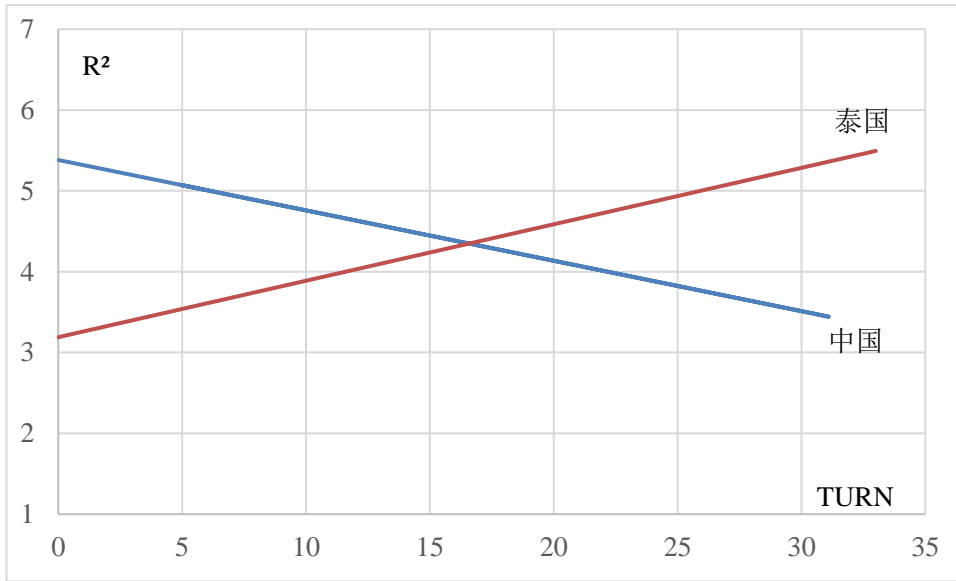


图 4.1 中泰两国上市公司换手率对于会计数据信息含量的影响趋势

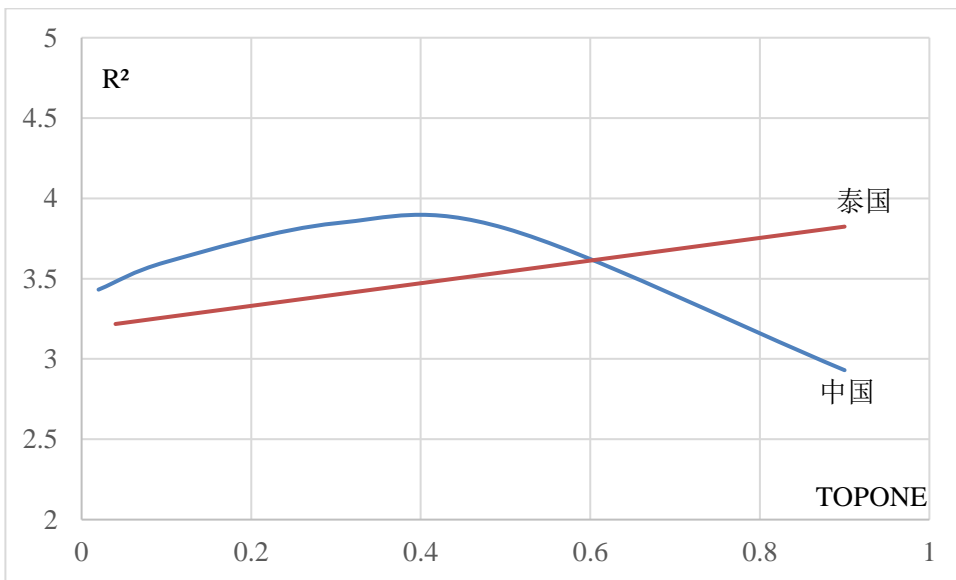


图 4.2 中泰两国上市公司第一大股东持股比例对于会计数据信息含量的影响趋势

图 4.1 为中泰两国上市公司股票换手率对于会计数据的信息含量趋势，中国上市公司会计数据的信息含量随着换手率的升高逐渐下降，泰国上市公司会计数据的信息含量随着换手率的升高逐渐升高；图 4.2 为中泰两国上市公司第一大股东持股比例对于会计数据信息含量的影响趋势，中国上市公司的第一大股东持股比例的多少对于会计数据的信息含量呈倒 U 型影响趋势，泰国上市公司会计数据信息含量随着第一大股东持股比例的增加而逐渐提高。

4.4 小结

本章利用拟合优度 R^2 ，对中泰两国上市公司股票换手率和第一大股东持股比例对与会计数据对股票价格解释力的影响做了研究，两国上市公司股票换手率以及一大股东持股比例对于拟合优度 R^2 的影响是不同的，其中中国上市公司会计数据的信息含量随着换手率的升高逐渐下降，泰国上市公司会计数据的信息含量随着换手率的升高逐渐升高；中国上市公司的第一大股东持股比例的多少对于会计数据的信息含量呈倒 U 型影响趋势，泰国上市公司会计数据信息含量随着第一大股东持股比例的增加而逐渐提高。而中国上市公司第一大股东持股比越高，会计数据对于股票价格的解释力度越高，亦对本文第 3 章的内容及研究结果做了进一步验证。

第五章 结论与展望

5.1 研究结论

本文利用中泰两国上市公司 2007 年到 2016 年十年的数据，使用 Ohlson 剩余收益估值模型对两国上市公司每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 与股票价格的相关性是否存在差异做了检验，并得出以下结论：

(1) 泰国上市公司每股收益 EPS 和每股账面价值 BVPS 与股票价格均为显著正相关，中国上市公司的每股收益 EPS 与股票价格 P 为显著正相关关系，而每股账面价值 BVPS 和股票价格 P 呈负相关关系。且公司上市时间越长，会计数据对于股票价格的解释力度越高；分年度对中泰两国上市公司分别进行会计数据与股票价格相关性分析，泰国上市公司的会计数据对于股票价格的解释力度整体高于中国上市公司。

(2) 两国上市公司股票换手率的不同是影响两国上市公司股票价格对于会计数据的反应存在差异的原因之一。股票的换手率对股票价格对每股收益 EPS 系数反映趋势均是相反的，中国上市公司换手率越高，每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 与每股股票价格 P 的相关性越低，换手率越低，股票价格 P 与每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 的相关性反而越高。泰国上市公司换手率对于股票价格对每股收益 EPS 与每股账面价值 BVPS 的反应程度与中国相反，股票换手率越高，每股收益 EPS 与每股账面价值 BVPS 对于价格 P 的反应程度越高，换手率越低股票价格与每股收益 EPS 及每股账面价值 BVPS 的相关性越低。造成这种现象的原因可能是我国股市投资者结构不合理，多以中小散户投资为主，其受国家政策以及一些市场交易内幕消息的影响十分明显，盲目跟风，从众心理严重，缺少对股票市场的客观认识，对个股不去做基本面的分析，市场投机氛围浓厚，短线交易频繁，导致过高换手率的同时造成股价的波动，那么上市公司的每股收益对于股票价格的解释程度便逐渐减弱。而泰国证券市场的机构投资者偏多，多为长线交易，导致上市公司的股票交易相对并不活跃，机构投资者更注重的是公司基本面的分析，所以当股票流动性上升时，公司会计信息对于股票价格 P 的反应程度越高。

(3) 上市公司的第一大股东持股比例的不同是影响两国上市公司股票价格对于会计数据的反应程度存在差异的原因之一。中国上市公司股票价格对每股收益 EPS 的反应是呈倒 U 型影响，拐点大约是在第一大股东持股比例在 50% 左右。造成这种情况的原因可能是由于在股权分散的情况下，经营者会一味追求自身利

益最大化，在工作中可能会出现损害股东利益的行为，同时经营者可能会利用其对财务报告的制定和披露的权利对会计数据进行一定的更改，这样便降低了财务报告的信息含量。那么在股权高度集中的情况时，控股股东可以完全掌握公司的经营管理活动，股东可能通过影响经理人的行为来对侵占小股东的利益，致使会计数据的信息含量降低。当第一大股东持股比例在 50%左右的情况下，股权相对制衡，第一大股东和其余股东共同决定公司的各种活动并且共同监督经理人的经营管理行为，致使会计数据对于股票价格的解释力度最高。而泰国上市公司第一大股东持股比例对股票价格对于每股收益 EPS 的反应系数呈线性关系，从另一个角度说明有可能泰国法律政策对于股东权益保护的很好，不需要股东去进行利益操作便可以获取合理利润。

(4) 通过对中泰两国上市公司十年的会计数据得出每家公司会计信息对股票价格解释力度的拟合优度 R^2 ，验证了两国上市公司股票换手率和第一大股东持股比例对与会计数据对股票价格解释力的影响趋势，与第三章所得出的结论相一致，其中中国上市公司会计数据的信息含量随着换手率的升高逐渐下降，泰国上市公司会计数据的信息含量随着换手率的升高逐渐升高；中国上市公司的第一大股东持股比例的多少对于会计数据的信息含量呈倒 U 型影响趋势，泰国上市公司会计数据信息含量随着第一大股东持股比例的增加而逐渐提高。

根据本文的研究结果，与泰国市场相比较，我国的股票市场还有很多需要改进的地方，国家要维护股票市场的平稳发展，我们对投资者和监管部门给出如下建议：对于市场管理部门而言，完善股票市场 IPO 制度及相关监管条例，考虑公司规模，多发行大市值股票，因为相对于小市值股票的公司来说，大市值不会很容易地被操控，换手率较为平稳，且价格波动性较低；同时应该积极扩大发展具有风险识别能力和承担能力的机构投资者，在风险可控的条件下，最大程度地发挥机构投资者引导市场投资理念的能力。在公司管理方面，完善董事会制度，明确监事会的监督机制，保证其职能发挥，实现公司治理的相互制衡，同时完善管理者的激励制度，充分发挥管理者在公司治理中的积极、主动和创新性，有效提高会计数据对于股票价格的解释能力。

对于投资者而言，一定要考虑股市的基本面，不能盲目的跟风投资，在换手率很高的情况下，虽然短线操作空间较大，但同时也可能预示着股票价格的大起大落。对于市值较大且换手率较低的公司，股票价格波动较小，适合机构投资者或长线投资者。而在泰国股票市场交易，投资者需关注基本面的分析，上市公司财务状况良好，那么投资该公司股票获利的概率越高。

5.2 研究不足与展望

对于中泰两国股票市场会计数据与股票价格的相关性差异研究，本文只选取了股票流动性以及第一大股东持股比例两个方面来进行研究。实际影响两国股票市场股价估值的因素诸多，例如两国使用的是不同的会计准则，泰国上市公司使用的会计准则是国际 IAS 会计准则，国际会计准则是由会计职业界的民间性国际组织国际会计准则委员会制定和发布的。国际会计准则委员会是一个独立的民间国际会计组织，并不立足于个别的国家也不考虑某一个国家的法律、经济和文化环境，更多的侧重于会计技术层面的问题。

IAS 的经费主要来源于世界各国的大的会计公司、私营金融机构和事业公司以及其他国际和职业组织的捐款，相对而言独立性更强，制定人员的技术和代表性也更广泛。但是也正是因为国际会计准则委员会是一个民间组织，国际会计准则在应用过程中也会受到一定的限制。而中国的会计准则是由财政部会计司负责制定的，是标准的政府准则制定模式。我国的《会计法》明确指出，财政部负责制定全国统一的会计制度，规定了我国会计准则政府制定的法律根源。这一规定是源于我国会计职业界不如欧美国家发达，职业团体的力量也比较薄弱，制定准则存在一定的困难。另外，我国的文化传统崇尚集体主义，会计准则由政府统一颁布和强制执行能够保证准则的执行效果。所以会计准则的不同，也有可能是造成两国会计信息对于股票价格影响存在差异的原因之一。

两国基准利率的不同也有可能是影响原因之一。资产组合理论认为：利率可以通过替代效应以及积累效应对投资者的安全边际收入产生影响，从而影响到投资者债券投资需求，继而影响股价。

Merton (1973), Long (1974) 从理论上解释了股票收益对利率的敏感性，市场利率的变化可能带来改变投资的机会，而投资机会的改变又与风险规避型投资者所要求的风险补偿有关，从而对股票收益产生影响。Rigobon 和 Sack (2004) 采用针对股市收益异方差性的方法估计得到三个月期利率增加 25 个基点将导致标普 500 指数下降 1.9 个百分点，纳斯达克指数下降 2.5 个百分点。以往的学者的研究表明大多数国家的股票价格和利率之间不存在显著的格兰杰因果关系，但存在协整关系。所以两国基准利率的不同也有可能是造成会计数据与股票价格相关性存在差异的原因之一。将来也可以从这些方面进一步的深入研究两国会计数据对于股票价格相关性不同的影响因素。

参考文献

- 财新网. (2016). 为何外国投资者对泰国股市兴趣十足. 2016.08.25, 网站:
<http://gbiz.caixin.com/2016-08-08/100975416.html>
- 曹国华、赖苹. (2006). 净资产、剩余收益与股票定价:会计信息有用性的研究. *特区经济*(2), 79-81.
- 陈海明、李东、潘刚. (2003). 股票定价理论及其对我国股票定价模型设计的启示. *南京航空航天大学学报:社会科学版*, 5(3), 35-38.
- 陈静、李汉东. (2008). 中国市场汇率变动与股票市场价格波动的相关性研究. *北京师范大学学报(自然科学版)*, 44(6), 645-648.
- 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.
- 程翼、魏春燕. (2005). 股票定价理论及其在中国股票市场的应用. *中国社会科学院研究生院学报*(3), 4-9.
- 董直庆. (2003). *对股票价格的经济学分析——兼论我国股市特性*. (Doctoral dissertation, 中国社会科学院研究生院).
- 顾乃康、陈辉. (2010). 股票流动性、股价信息含量与企业投资决策. *管理科学*, 23(1), 88-97.
- 李寿喜. (2005). *中国上市公司会计信息与股票定价相关性的实证研究*. (Doctoral dissertation, 复旦大学).
- 李向荣. (2005). *中国上市公司会计信息与股价相关性在不同行业的差异*. (Doctoral dissertation, 复旦大学).
- 李彦. (2014). 中国-东盟自由贸易区框架下中泰金融合作研究. *金融教育研究*(6), 49-54.
- 利亚涛. (2010). *上市公司股票估值与A股市场实证研究*. (Doctoral dissertation, 中国社会科学院研究生院).
- 鲁桂华. (2012). 坐庄行为、股票价格对会计盈余的过度反应与资本配置效率. *南开管理评论*, 15(6), 25-33.
- 陆宇峰. (2000). *净资产倍率和市盈率的投资决策有用性*. 上海三联书店.
- 宋红凤、张彪. (2005). 我国股价指数与利率间的协整关系. *统计与决策*(7), 57-59.

- 苏冬蔚、麦元勋. (2004). 流动性与资产定价:基于我国股市资产换手率与预期收益的实证研究. *经济研究*(2), 95-105.
- 汪巍. (1996). 泰国证券市场现状与前景. *东南亚研究*(5), 7-8.
- 王春峰、韩冬、蒋祥林、吴晓灵. (2003). 交易活跃程度与股票回报--基于上海股市的实证研究. *天津大学学报(社会科学版)*, 5(3), 194-201.
- 王福胜、刘仕煜. (2010). 基于 ohlson 会计评价模型的公司治理评价研究. *管理科学*, 23(5), 14-21.
- 王福胜、周文娟. (2007). 会计信息影响股票价格的简化模型的实证研究. *管理科学*, 20(2), 74-79.
- 王军波、邓述慧. (1999). 利率, 成交量对股价波动的影响——garch 修正模型的应用. *系统工程理论与实践*, 19(9), 49-57.
- 魏兴耘. (2002). 我国上市公司股票价格与盈利之间关系的实证研究. *管理世界*(5), 109-115.
- 武锐. (2012). 中国上市公司财务信息与股票价格相关性研究——对国际金融危机前后数据的检验. *山东社会科学*(8), 167-171.
- 谢晓霞. (2007). *会计信息与股价反应研究*. (Doctoral dissertation, 四川大学).
- 熊家财. (2015). 产权性质、股票流动性与股价崩盘风险. *当代经济科学*, 37(1), 67-77.
- 徐虹玉、熊畅. (2009). 公允价值计量对会计信息相关性之影响——基于 ohlson 模型的分析. *现代经济信息*(24), 190-190.
- 严武、金涛. (2010). 利率与股价之间的价格溢出效应与波动溢出效应. *金融经济学研究*, 25(1), 93-102.
- 杨征、宋宁. (2014). 我国股票市场流动性与股价的动态关系研究. *华东经济管理*(12), 76-79.
- 于海燕、黄一鸣. (2005). 会计信息对上海证券市场股票价格影响作用的实证分析. *商业研究*(4), 134-138.
- 俞乔. (1994). 市场有效、周期异常与股价波动——对上海、深圳股票市场的实证分析. *经济研究*(9), 43-50.
- 张景奇、孟卫东、陆静. (2006). 股利贴现模型、自由现金流量贴现模型及剩余收益模型对股票价格与价值不同解释力的比较分析——来自中国证券市场的实证数据. *经济评论*(6), 92-98.

- 张景奇、孟卫东、王杏芬.(2009). 国际会计准则、国内会计准则与股票价格——来自中国 a、h 股双重上市公司的经验数据. *经济与管理研究*(2), 120-128.
- 张绍斌、齐中英.(2003). 中国利率水平与股价指数关系的理论分析和实证研究. *数量经济技术经济研究*, 20(10), 95-98.
- 张义伟.(2006). *会计信息与市场定价: 基于 Ohlson 模型的实证研究*. (Doctoral dissertation, 南京财经大学).
- 周林洁.(2014). 公司治理、机构持股与股价同步性. *金融研究*(8), 146-161.
- Ajayi, R. A., Friedman, J. & Mehdian, S. M. (1998). On the relationship between stock returns and exchange rates: tests of granger causality. *Global Finance Journal*, 9(2), 241-251.
- Alam, M. M. & Uddin, M. G. S. (2009). Relationship between interest rate and stock price: empirical evidence from developed and developing countries. *International Journal of Business & Management*, 4(3).
- Amana, H. & Nguyenb, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of japanese firms?. *Ssrn Electronic Journal*, 22(4), 647-662.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Liquidity and stock returns.
- Andreou, P. C. (2012). Corporate Governance and Stock Price Crashes.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J. & Louca, C. (2013). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *Ssrn Electronic Journal*, 22(5), 916-956.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcement. *Journal of Accounting Research*, 6(6), 1149-1153. Frankel, R. & Lee, C. M. C. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting & Economics*, 25(3), 283-319.
- Brennan, M. J. & Subrahmanyam, A. (1998). Cross-sectional determinants of expected returns. *Pediatric Pulmonology*, 24(6), 391-396.
- Brennan, M. J., Chordia, T. & Subrahmanyam, A. (1998). Alternative factor specifications, security characteristics, and the cross-section of expected stock returns 1. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 345-373.
- Chan, K., Hameed, A. & Kang, W. (2013). Stock price synchronicity and liquidity ☆. *Journal of Financial Markets*, 16(3), 414-438.

- Chen, Y. C. (2006). The relationship between comprehensive corporate governance index and the price of stock.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. & Djankov, S. (2000). East asian corporations: growth, financing, and risks. *Emerging Markets Quarterly*.
- Collins, D. W., Maydew, E. L. & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting & Economics*, 24(1), 39-67.
- Dar, A. B., M., Aasif Shah, Bhanja, N. & Samantaraya, A. (2013). The relationship between stock price index and exchange rate in asian markets: a wavelet based correlation and quantile regression approach. *Ssrn Electronic Journal*, 3(2), 209-224(16).
- Delkhosh, M. (2016). Correlation between accounting information and stock price.
- Ding, Y., Hope, O. K., Jeanjean, T. & Stolowy, H. (2005). Differences between domestic accounting standards and ias: measurement, determinants and implications. *Journal of Accounting & Public Policy*, 26(1), 1-38.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from germany. *European Financial Management*, 10(2), 267–293.
- Eleswarapu, V. R. & Reinganum, M. R. (1993). The seasonal behavior of the liquidity premium in asset pricing. *Journal of Financial Economics*, 34(3), 373-386.
- Fama, E. F. & Macbeth, J. D. (1974). Long-term growth in a short-term market. *The Journal of Finance*, 29(3), 857-85.
- Fetter, F. A. (1906). *The Nature of Capital and Income. The nature of capital and income /*. Macmillan ;.
- Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D. R. (2012). Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity valuation models. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 45-70.
- Frankel, R. M. & Lee, C. M. C. (1996). Accounting diversity and international valuation. *Social Science Electronic Publishing*.
- Graham, R. C. & King, R. D. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. *International Journal of Accounting*, 35(4), 445-470.
- Gustavsson, V. (2006). Entrepreneurial decision-making: individuals, tasks and cognitions. *Internationella Handelshögskolan*, 25(4), 453-456.

- Issam S.A. Abdalla & Victor Murinde. (1997). Exchange rate and stock price interactions in emerging financial markets: evidence on india, korea, pakistan and the philippines. *Applied Financial Economics*, 7(1), 25-35.
- Ito, T. (2013). The impact of stock price and interest rate on the reit market in japan. *International Journal of Business*, 18.
- Kothari, S. P. & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting & Economics*, 20(2), 155-192.
- Koulakiotis, A., Kiohos, A. & Babalasm, V. (2015). Exploring the interaction between stock price index and exchange rates: an asymmetric threshold approach. *Applied Economics*, 47(13), 1273-1285.
- Malik, S. U. (2012). Relationship between corporate governance score and stock prices: evidence from kse- 30 index companies. *Social Science Electronic Publishing*.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-411.
- Nogata, D., Uchida, K. & Moriyasu, H. (2009). Corporate governance and stock price performance during the financial crisis: evidence from japan. *Social Science Electronic Publishing*.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation *. *Contemporary Accounting Research*, 11(11), 661-687.
- Ohlson, J. A. & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected eps and eps growth as determinantsof value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349-365.
- Orrego, F. (2010). Demography, stock prices and interest rates: the easterlin hypothesis revisited. *Working Papers*.
- Pech, R. J. (2005). An entrepreneurial decision process model describing opportunity recognition. *European Journal of Innovation Management*, 9(1), 61-78.
- Perks, K. J. & Hughes, M. (2008). Entrepreneurial decision-making in internationalization: propositions from mid-size firms. *International Business Review*, 17(3), 310-330.
- Rapach, D. E. (2001). Macro shocks and real stock prices. *Journal of Economics & Business*, 53(1), 5-26.
- Rapach, D. E. (2002). The long-run relationship between inflation and real stock prices. *Journal of Macroeconomics*, 24(3), 331-351.

- Samontaray, D. P. (2010). Impact of corporate governance on the stock prices of the nifty 50 broad index listed companies.
- Sasiwongpakdee, P. (2008). How do accounting variables explain stock price movements in Thailand?
- Sharpe, W. F. (1964). "capital assets prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk,". *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Su, Y. L. & Liu, C. T. (2012). A Study of the Relationship of Corporate Governance and Stock Price of the Marine Industry in Taiwan: Using the Ohlson Model. *International Conference on Innovations in Bio-Inspired Computing & Applications* (pp.177 - 180).
- Teker, S. & Yüksel, A. H. (2014). Stock price reaction for scoring on corporate governance ☆. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 985-992.
- The theory of investment value. (1938). Harvard University Press.
- Tsagkanos, A. & Siriopoulos, C. (2013). A long-run relationship between stock price index and exchange rate: a structural nonparametric cointegrating regression approach. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 25(1), 106-118.
- Tsai, I. C. (2012). The relationship between stock price index and exchange rate in asian markets: a quantile regression approach. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 22(3), 609-621.
- Wang, H. X. (2002). An analysis of the linkage of stock-price index, consumption, and interest rates. *Journal of Shanxi Finance & Economics University*.
- Wang, J. W. & Yu, W. W. (2015). The information content of stock prices, legal environments, and accounting standards: international evidence. *European Accounting Review*, 24(3), 1-23.
- Williams, S. T. (2014). The causal relationship between stock price and interest rates. Post Graduate Diploma in Actuarial Science University of Nairobi.
- Zhao, H. (2010). Dynamic relationship between exchange rate and stock price: evidence from china. *Research in International Business & Finance*, 24(2), 103-112.

致 谢

草长莺飞，寒来暑往。在正大管理学院三年求学生涯很快就结束了。经过数月的辛勤耕耘，论文的初稿今天得以完成，即将收笔之时，心情既有几分欣喜，也有几分不安。欣喜的是自己经过三年的学习终于有了一个阶段性研究成果，不安的是担心论文没有达到预期的要求，辜负导师的殷切期望。

鲁桂华老师是中央财经大学会计学院三级教授，博士生导师，中国注册会计师，是财务管理及会计研究领域的专家。鲁老师严谨求实的治学精神、诲人不倦的崇高师德、虚怀若谷的博大胸怀、淡泊名利的高尚情操，我将永远铭记于心，并以此来激励自己在人生的道路上不断地拼搏进取。

我的论文从选题、构思到开题、写作、修改直至定稿，鲁老师一直严格把关、悉心点拨，先后多次通过微信、邮件以及电话等讨论论文中的内容，并提出宝贵的修改意见，这篇论文中凝结着老师的汗水和心血。老师的言传身教，使我受益匪浅，他在学术上严格要求每一位学生，我不仅从鲁老师那里学到了财务相关知识及做学问要掌握的研究方法，更重要的是学会了如何做人 and 处事。

除了感谢导师之外，在这三年的攻读博士学位的过程中，得到了正大管理学院多为老师和同学的帮助，感谢每次答辩对我论文提出宝贵意见的各位教授，感谢我的博士班同学，戴俊、伍韬以及高鹏对我学习以及生活上的帮助与支持，因为有你们的陪伴，读博期间才没那么枯燥无聊，生活得以丰富多彩；特别感谢的是鲁老师在中央财经大学的博士生张永坤，在我论文写作过程中寻找可靠数据时提供了极大帮助。

最后感谢我的家人，对于他们的付出，我一直心怀感恩。他们在我求学期间给予了我最大的包容和支持，是我可以顺利完成学业的最为坚强的后盾！

论文的完成，预示着我的博士研究生生活即将告一段落。而同时这将是人生一个新的起点。我将厚积薄发，在扩充自己的知识储备和技能水平的道路上不断前进，锐意进取，成就美好未来！

姓名：张永玲

日期：2018年08月06日

声 明

作者郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用内容和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在论文中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

学位论文题目： 会计数据价值相关性差异研究——中泰的比较证据

作者签名：

日期： 2018 年 08 月 06 日

个人简历

姓名：张永玲

学历：
 毕业年份 2010 年 工学硕士 自动控制专业
 中北大学
 毕业年份 2006 年 工学学士 测控技术与仪器专业
 长春理工大学

职业：教师

工作地点：山西省太原市尖草坪区学院路 3 号中北大学

E-mail: 33063504@qq.com