

# 关于中国会计信息的实证研究：十年梳理

王立彦<sup>1</sup>，牛建军<sup>2</sup>，岳衡<sup>1</sup>

(1.北京大学光华管理学院 100871; 2.上海财经大学会计与财务研究院 200433)

**摘要：**本文目的是对经验会计研究的历史发展进行总结，描绘出研究的现状，对已有理论成果进行提炼。同时，通过对现有成果进行评论式的回顾，关注研究问题、研究方法上的不足。最后，在总结现有成果的基础上，提出作者对未来研究方向的展望。本文对经验会计研究的梳理与回顾，与一般基于文献检索的思路不同：首先提出一个会计理论分析框架，以此为基础和起点，对十年来中国经验会计研究的文献进行回顾和总结。

**关键词：**信息含量；价值相关性；盈余管理；市场异象；投资策略

**中图分类号：** F2     **文献标识码：** A

## 1 引言

会计职业存在和发展的基础，是能高效率地向决策者提供有价值的信息（Kinney, 2001）。这里所说的‘高效率’是指，其一，会计职业要能以比较低的信息成本，为使用者提供更大价值的信息；其二，能提供其他职业所不能提供的信息。这里所说的‘有价值的信息’是指，在决策者接收到会计信息后，有可能改变其想法、信念、从而影响其行动。如果会计信息具有一定的信息含量，但是还不足以改变投资者的信念和行动的话，会计信息就不具有真正的价值。

自然，会计信息就成为了会计实务工作和理论研究的核心话题。会计实务中通过标准化的会计准则，来约束会计信息的生产过程，同时，会计信息的生产过程也会受到管理人员、会计人员动机以及技术的限制，会计信息的最终使用者主要包括政府、股东及管理人员、投资者等。

从二十世纪九十年代中期以来，中国的会计研究生态发生了巨大变化：外部环境方面，金融和资本市场蓬勃发展，对会计信息的需求急剧扩大；会计专业领域方面，制定会计规范的科学化程度不断提高；会计信息质量方面，在会计职业自身评价之外，注册会计师审计和市场的信息反应机制建立起来；会计学术研究方面，迅速从围绕政策、颂扬规范的诠释性主观演绎，转为基于数据库和计量模型的经验型研究（以及基于梳理逻辑的分析式研究）。

本文对我国十年来经验会计研究的梳理与回顾，与一般基于文献检索的思路不同：首先提出一个会计理论分析框架，以此为基础和起点，对十年来中国经验会计研究的文献进行回顾和总结。本文的第一个目的是对经验会计研究的历史发展进行总结，描绘出研究的现状，对已有理论成果进行提炼。第二个目的是对现有成果进行评论式的回顾，关注研究问题、研究方法上的不足。最后，在总结现有成果的基础上，提出作者对未来研究方向的展望。

本文围绕会计信息将已有的研究文献进行组织，如图 1。

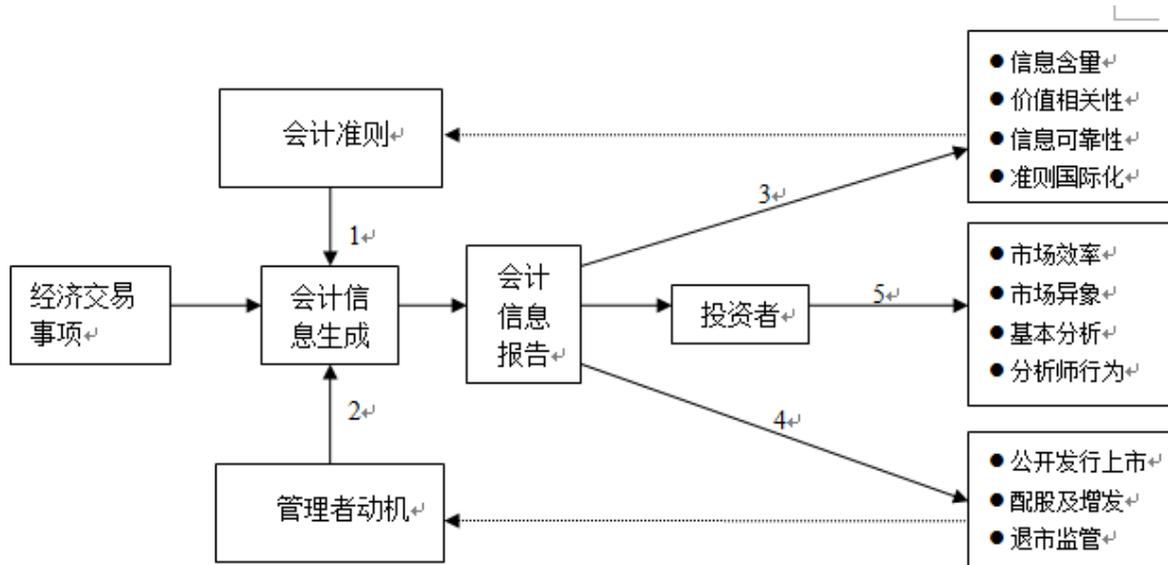


图 1 经验会计研究综述框架

按照图 1 所示，在微观经济活动单位，会计信息的价值通过两类行动来实现。其一，用图 1 中线条 1 表示，指会计准则的选择过程。为了保证会计信息的质量，必须针对不同时期的不同企业、和众多的决策者，选择一套标准的会计准则。其二，是会计准则的执行过程，用图 1 中的线条 2 表示，主要包括会计制度在执行中会受到拥有私有信息的企业管理人员的操纵，主要体现在企业公开上市（IPO）、配股与增发（SEO）等投资融资活动中管理者的动机会影响会计信息的质量。

微观经济活动单位生成并对外报告的会计信息，被外部社会运用和评价，体现在图 1 中的三个方面：其一，线条 3 是指，会计准则制订机构和监管机构会关注会计信息，他们的决策是要制订和修正会计准则，以提高会计信息质量。理论研究主要包括信息含量研究、价值相关性研究、以及与会计准则国际化相关的研究。其二，线条 4 表示，企业管理人员天然就拥有会计信息的优势，这会体现在企业的 IPO 决策、SEO 决策、以及企业亏损时如何应对退市监管政策等决策中。其三，线条 5 主要关注资本市场上外部投资者对会计信息的使用，投资者主要依据会计信息进行投资决策。自然，基于会计信息的市场异象研究、以及基本分析和分析师行为研究是主要的研究内容。

一般来说，会计准则的评价和选择是会计研究中的核心问题，也是保证会计信息质量的第一道屏障，而管理者的动机，也会对会计信息质量产生重要影响。一旦会计信息生产出来，会计信息必须与其它来源的信息进行竞争，在竞争中体现会计信息的价值。这时，会计信息在投资决策中的有用性就成为研究关注的焦点。本文试图勾勒出近十年来研究的线索，从以上五个方面对国内已有研究成果加以总结与归纳梳理。但是有可能没有能够包括全部的重要论文。

## 2 会计准则与信息含量、价值相关性研究

会计准则的选择是会计职业发展的核心内容。会计信息是会计准则的产物，自然，会计信息市场反应的研究就隐含了评价会计准则的目的。理论界评价会计准则的研究绝大多数是信息含量和价值相关性的研究。由于受中国特殊的转型经济的影响，围绕中国会计准则国际化的研究较多，本文将之单独列出。信息含量研究，是基于短窗口的事件研究，主要研究未预期盈余与超额回报之间的关系。价值相关性的研究，是长窗口的关联研究，主要研究会计盈余信息、账面价值信息以及其它相关会计信息与股票价格之间的研究。信息含量研究具有较强的因果关系，而价值相关性只是研究股票价格与会计信息之间的相关关系，无法得出因果关系。在会计准则国际化研究中，本文按是否支持中国会计准则进行国际化来对已有文献进行分类，但是并没有回顾有关 AB 股或 AH 股净利润

差异的文献,对这部分文献感兴趣的读者可以参考蔡祥、李志文、张为国(2002),吴溪、程璐(2003)、高芳、曲晓辉(2006)等。

## 2.1 信息含量研究

赵宇龙(1998)研究了中国资本市场 1994 到 1996 年会计信息的信息含量,研究发现,市场提前 7 周就对会计信息做出了一定的反应,并且在盈余公告之后,存在一定的漂移现象(Post-Earnings Announcement Drift, PEAD)。随着时间的推移,会计信息的信息含量在上升。陈晓、陈小悦、刘钊(1999)则同时研究了会计盈余信息公告时的超额回报和交易量。研究发现,在盈余公告时,存在显著的交易量以及超额回报。

孙爱军、陈小悦(2002)则在传统的回报/盈余模型中考虑了非线性的因素,即亏损与配股对信息含量研究的影响。研究认为,盈利公司与亏损公司的信息含量不同,净资产收益率超过 10%(具备了配股资格)的公司与未超过 10%(不具备配股资格)的公司信息含量不同。这篇文章是国内首次研究信息含量中的非线性关系。柳木华(2003)则研究了会计信息质量的信息含量问题,认为盈余质量越高的组其盈余反应系数越大。Lee and Cao(2002)系统地研究了信息含量中的不对称性问题。

还有许多文献研究了财务报告中其他信息的信息含量问题,比如,审计意见、预警公告、股利等。李增泉(1999)则研究了审计意见的信息含量。Liu, Wang and Zhang(2002),薛爽(2002),洪剑峭、皮建屏(2002),蒋义宏、童驯和杨霞(2003),童驯(2003),宋璐、陈金贤(2004),戴德明、毛新述、姚波瑜(2005),杨德明、林斌(2006)等研究了业绩预告的信息含量问题。王震、刘力和陈超(2002)研究了 ST 公告的信息含量。潘越、戴奕一(2005)研究了配股公告的信息含量。魏刚(1999)研究了股利公告的信息含量。吕长江、韩慧博(2003)研究了未预期盈余与未预期股利的信息含量。陆正飞和黄明辉(2002)研究了固定资产变化的信息含量。汪宜霞、夏新平(2004)研究了招股说明书的信息含量。洪剑峭、徐志翰、娄贺统(2004)研究了资产减值准备的信息含量。

## 2.2 会计信息价值相关性研究

陆宇峰(2000)研究了中国资本市场 1993 年到 1997 年会计信息的价值相关性,研究认为,每股净资产、每股收益二者联合对股价的解释逐年增强。陈信元、陈冬华、和朱红军(2002)考察了上海证券市场 1995、1996 和 1997 年度会计信息的价值相关性。研究发现收益、净资产、剩余收益、流通股比例和规模都具有价值相关性,并且这些不同的会计信息相互之间具有增量价值相关性。柳木华(2004)研究了净利润、营业利润和经营现金流量的价值相关性。研究结果表明:三种盈利的价值相关性从大到小依次为净利润、营业利润和经营现金流量,并且两两之间的差异显著。Haw, Qi and Wu(2001)研究了 1995 到 1998 年中国会计数据的价值相关性,研究认为,现金流、操控性应计和非操控性应计都是价值相关的。刘峰、吴凤、钟瑞庆(2004),Sami and Zhou(2004)研究结果表明,从 1995 年到 2002 年中国 A 股市场会计数据的价值相关性经历了一个先上升后下降的过程。

显然,除会计盈余信息以外,现金流量信息和经济增加值等信息具有理论上的重要价值。自然,研究这些信息的价值相关性也具有重要的理论意义和实践价值。大部分研究结果都支持盈余的价值相关性要强于现金流。Haw, Qi and Wu(2001),该文对中国证券市场 1995-1998 年的数据进行了研究,同样发现会计盈余对股票收益的解释力要强于现金流量。赵春光(2004)以 1998 年的现金流量表会计准则为例,检验了新增加披露的现金流量的价值相关性。研究发现,我国会计准则国际化重要成果之一的现金流量表会计准则,其执行后产生的现金流量信息具有增量的价值相关性;但是现金流量的价值相关性低于会计盈余的价值相关性。袁淳(2005)在进行会计盈余与现金流量价值相关性的比较研究后,发现除 2000 年以外,现金流量数据都具备一定的价值相关性,但与会

计盈余的价值相关性相比，现金流量的价值相关性明显偏弱。王化成、程小可和佟岩（2004）研究了经济增加值、盈余、现金流量之间的价值相关性。研究结果显示，在相对信息含量方面，EVA没有明显优于传统收益指标(净利润)；在增量信息含量方面，尽管EVA的独特构成，比如资金成本和会计调整项等显示了一定的增量价值相关性，但是与传统收益的构成部分(现金流量和应计项)相比较，这种增量效应不是十分显著。张国清、夏立军、方轶强（2006）研究认为，操控性应计在经营活动现金流之外具有增量信息；非操控性应计不具有信息含量。

也有一部分针对个别会计准则的价值相关性研究，主要包括公允价值会计准则、无形资产、减值准备等的研究。邓传洲（2005）则研究了公允价值的价值相关性，研究发现，公允价值披露显著地增加了会计盈余的价值相关性。但是持有利得或捡拾的调整（公允价值的一部分）却缺乏很强的价值相关，作者认为是由于缺乏可靠性所致。薛云奎，王志台（2001）对1995—1999年沪市上市公司无形资产的价值相关性进行了研究，发现无形资产对股票定价的影响显著，而有形资产对股票定价影响不显著，并且无形资产的回归系数大于有形资产的回归系数。夏冬林、刘杏娜（2002）采用价格模型对无形资产的价值相关性的研究发现，使用权、商誉、技术资产具有价值相关性，没有发现商标和其他无形资产具有价值相关性。王化成、卢闯、李春玲（2004）研究认为无形资产信息具有价值相关性。沈洪涛、杨熠（2002）1999年到2004年在上海和深圳交易所上市交易的石化塑胶业A股公司为研究样本，研究认为，公司社会责任信息具有价值相关性。

王跃堂、孙铮、陈世敏（2001）研究了资产减值准备的价值相关性。研究发现，和其它公司相比，在1998年计提资产减值准备的公司，其权益账面价值的价值相关性有所提高，但是会计盈余的价值相关性变化并没有特别显著的提高。作者对此的解释是：市场无效或者计提减值准备的范围太小，显然，应当扩大减值准备的计提范围。作者对以上结论提出可能的解释：改革后的会计准则质量得到了提高，但是由于中国上市公司面临的环境，这种高质量的会计准则没有导致高质量的会计信息。黄志忠、白云霞（2004）指出了王跃堂、孙铮、陈世敏（2001）一文中数据方面存在的自选偏差问题，并加以改进。黄志忠、白云霞（2004）的研究加入了一个亏损变量，试图用亏损变量来控制管理层计提减值准备的动机（如果公司盈利，计提减值准备的公司其目的提高会计信息质量，否则就是盈余操纵），研究发现，对于盈利公司，计提的减值准备与股票回报负相关（不显著）；但是对于亏损公司，计提的减值准备与股票回报显著正相关。黄志忠、白云霞（2004）一文在衡量会计信息质量时，借用了Sloan(1996)的方法，将1999年所有公司分为三组：未计提组，每股收益下降且计提组，每股收益增加且计提组，发现其持久性依次上升。作者以此推断这三组会计信息质量也依次上升。

此外，还有一些论文注意到了价值相关性研究中的非对称性。比如，亏损公司与盈利公司价值相关性上的不对称，会计稳健性导致的非对称等。Chen, Chen and Su（1999）在价值相关性研究中考虑了亏损、规模、持续性、公众持股比率等的影响，发现按照这些变量分组后，不同组之间的价值相关性存在明显的差异。薛爽（2002）研究认为，价值相关性研究中，亏损公司盈余的反应系数要低于盈利公司盈余的反应系数。Lee and Cao（2002）研究了价值相关性中的不对称性问题。Lee and Chen（2003）研究了价值相关性中的非对称性现象。王化成、程小可、李玲玲（2004）研究了价值相关性中亏损与非线性的影响。孟焰、袁淳（2005）采用价格模型对1998年至2003年度的5705个研究样本中亏损公司会计盈余价值相关性的特性进行了实证分析，发现亏损公司会计盈余价值相关性要明显弱于盈利公司，同时也发现净资产变量的价值相关性同样偏弱。洪剑峭、方军雄（2005）研究认为，盈余的价值相关性随着关联销售比重增加而呈现为一种倒U型的关系。

### 2.3 会计准则国际化的证据

以上价值相关性的研究都是针对A股市场上会计数据与股票价格（回报）进行的研究。中国会计准则改革的最大特点就是与国际会计准则的协调，自然，也有很多研究定位于评价会计准则国际协调。截止目前，得到的结论还是相互冲突的。有一部分研究的结论认为中国现行的会计准则下会

计信息的价值相关性较强，不必盲目进行国际化，比如 **Eccher and Healy (2000)**、**洪剑峭、皮建屏 (2001)**、**潘琰、陈凌云、林丽花 (2003)**、**李晓强 (2004)**。**刘峰、吴风、钟瑞庆 (2004)**、**Hu (2004)**、**Lin and Chen (2005)** 等；还有部分研究认为国际化能提高会计信息的价值相关性，比如 **Bao and Chow (1999)**、**王立彦、冯子敏、刘军霞 (2002)**、**陈工孟 (2003)**，**Sami and Zhou (2004)**。

**Haw, Qi, and Wu (1999)** 以我国既发行 A 股又同时发行 B 股或 H 股的上市公司为样本，来比较我国会计准则与国际会计准则下财务报告披露的价值相关性。他们发现我国会计准则下的盈余为外国投资者提供了有用信息，同时也证实了我国会计准则下的盈余具有很强的解释力，但是按照国际会计准则进行的盈余调整并不具有价值相关性。

**Eccher and Healy (2000)** 以同时发行 AB 股的中国上市公司为样本比较了中国会计准则和国际会计准则的有用性，并发现在 B 股市场，IAS 下与 CAS 下的盈余和应计项目具有相似的价值相关性，而在 A 股市场，CAS 会计盈余的价值相关性更高。**洪剑峭、皮建屏 (2001)** 的研究认为 1994-1999 年间，基于国际会计准则的会计盈余与股票回报相关性并不比基于中国会计准则的高，按国际会计准则调整的财务报告并没有为投资者带来增量信息。**潘琰、陈凌云、林丽花 (2003)** 比较了 2001 年 AB 股公司基于不同准则的会计盈余在不同市场下的价值相关性，指出按中国会计准则提供的会计盈余数据比按国际会计准则提供的盈余数据更有信息含量。**李晓强 (2004)** 主要采用调整的回率模型和调整的市值模型检验 2000-2002 年 AB 股公司中国会计准则与国际会计准则下会计信息价值相关性，发现国际会计准则下的会计信息相对于中国会计准则下的会计信息并没有显著更高的价值相关性，而中国会计准则下的会计信息的作用却略强于国际会计准则下的会计信息。**刘峰、吴风、钟瑞庆 (2004)** 用价值相关性来衡量会计信息质量，通过对 1995 年到 2002 年的会计信息进行分年度的价值相关性分析发现，会计准则的国际化协调并没有带来会计信息质量的提高，进而否定了我国会计准则进行的国际化协调。**Hu (2004)** 使用沪市 1994 年到 1999 年 AB 股的数据，重复了 **Bao and Chow (1999)** 的研究过程，研究发现，与国际会计准则相比，中国会计准则下的盈余和账面价值与股票价格的相关性更强；并且这种价值相关程度随时间而下降。**Lin and Chen (2005)** 对 1995-2000 年沪深 AB 股公司的研究也发现：中国会计准则下的盈余和权益的账面净资产在 A、B 股定价方面更具有相关性；中国会计准则下的盈余与 A 股市场的股票回报更为相关，其盈余变动会反映在 B 股市场上。

以上研究不支持会计准则的国际化。但是，也有一部分研究结论是支持中国会计准则国际化的。**Bao and Chow (1999)** 对中国 AB 股公司 1992 年到 1996 年境内外会计信息的价值相关性进行了检验。作者使用了 **Davidson-MacKinnon J-test** 来比较不同准则下会计信息的价值相关性程度。结果表明，国际会计准则下报告的盈余和账面价值比中国会计准则下报告的盈余和账面价值具有更高的价值相关性；并且这种价值相关性随时间而增强。**王立彦、冯子敏、刘军霞 (2002)** 认为同时发行 A 股和 H 股上市公司双重披露具有增量价值相关性。**陈工孟 (2000)** 研究了中国 AB 股公司 1992 年到 1996 年境内外报告净利润和权益账面价值的价值相关性。研究发现，B 股市场能同时消化境内外报告的会计信息，而 A 股投资者忽视了国际会计准则的信息；进一步的分析发现，A 股市场未来一年的回报与国际会计准则的会计信息正相关，B 股市场未来一年的回报与中国会计准则的会计信息无关。这说明，国际会计准则的信息对于 A 股定价有用，但是存在时间上的滞后。该文支持我国正在进行的会计准则国际化协调。**Sami and Zhou (2004)** 分别研究了 A 股市场和 B 股市场上的会计信息的价值相关性，研究认为在按国际会计准则报告的会计信息（在 B 股市场上披露）的价值相关性要强于按中国会计准则报告的会计信息（同时在 A 股和 B 股市场上披露）。

## 2.4 小结

在以上研究文献中，对研究窗口的选择可谓是形式多样，短的有选择两三天的，长的有一年，以及两年或以上的。从研究设计的角度来看，窗口的选择也受统计检验和回报或盈余预期计算的影

响。较长的窗口虽然能较好地反映盈余预期的变化对价格的影响，但是由于会计信息在股票价格变化中其中发挥的作用随时间窗口的延长而下降，这同样会降低统计检验的效力。从我国的研究文献来看，理论文献上并没有对此取得一致意见。

这两类研究都存在一些方法论上的缺点。目前的研究取得了一些成果，但是还缺乏对不同模型优缺点的比较和分析，也缺乏对相对冲突的研究结论的深入挖掘。以上研究由于样本不同，研究方法上也存在一些细微的区别，再加上比较普遍的小样本问题，所以从理论上的价值相关性直接过渡到政策建议需要更加的小心和谨慎。尤其与会计准则国际化相关的价值相关性研究，不同文献的研究结果差异较大。如果用于指导会计准则的改革，需要尤加小心。

### 3 管理人员动机与会计信息质量

管理人员的动机是影响会计信息质量的主要因素。从一定程度上来讲，如果管理人员不存在任何自自动机，能完全中立地提供会计信息时，会计研究就只变成了一个简单的技术问题。正是管理人员拥有的私有信息、以及在此基础上不同动机才为会计理论研究提供了丰富的研究问题。

为了避免与以往文献冲突，本文对这部分的综述并不追求文献的全面，对于以往文献中已经综述的文献不再重复，读者要想了解更多的相关文献，可以参考蔡祥、李志文、张为国（2002）等。本文研究管理人员动机对会计信息质量的影响，以及会计准则如何约束管理人员的动机，提高会计信息质量。本文并没有涉及盈余管理领域所有的研究，比如，对盈余管理方法论的研究等，可以参考夏立军（2003）。如果要了解更多有关盈余管理的研究，也可以参考向凯（2006）。

#### 3.1 企业公开上市（IPO）

Aharony, Lee and Wong（2000）研究了中国发行 B 股和 H 股公司在 IPO 过程中的财务包装行为，研究发现，在 IPO 当年公司业绩上升到最高点，IPO 之后公司业绩下滑，并且，IPO 之后业绩下滑主要表现在非保护性行业的上市公司中，保护性行为不存在 IPO 之后业绩下滑。林舒、魏明海（2000）研究了 A 股在 IPO 过程中的盈余管理问题。Aharony, Wang and Yuan（2005）研究发现，中国 IPO 公司而上市前利用关联交易进行盈余管理。

Fan, Wong and Zhang（2007）则将中国上市公司 IPO 后业绩下滑归之于政治联系。研究认为，不同政策联系的公司具有不同的动机。

#### 3.2 企业配股与增发（SEO）

1996 年 1 月 24 日，中国证监会对申请配股的条件进行修改为“最近三年内净资产收益率每年都在 10%以上”，自然，上市公司有动机通过盈余管理来达到以上要求。蒋义宏（1998），Haw, Qi, Wu and Zhang（1998），孙铮、王跃堂（1999），陈小悦、肖星、过晓艳（2001）等研究了企业为迎合配股政策（1996 年的配股政策），会对净资产收益率（ROE）进行操纵，从而发现了 ROE 分布上的“10%”现象，即处于 10%附近区域的公司数量比邻近区域的多很多。Chen and Lee（2004）研究了上市公司为满足配股政策而进行的盈余管理，发现在 1996 到 1998 年，上市存在明显的“10%”现象，并且配股之前的盈余管理对配股之后的业绩的负面的影响。

“10%”现象被广泛研究并引起注意之后，1999 年 3 月，证监会修改了配股的条件，新的配股条件是“三年平均净资产收益率不低于 10%，每年净资产收益率不得低于 6%”。之后，阎达五、耿建新、刘纪鹏（2001）利用 1999 年年报信息研究了新的配股政策（1999 年 3 月的配股政策）所引起的盈余管理问题，研究发现净资产收益率在 6%到 7%之间的上市公司数目大增，而在 10%到 11%之间的上市公司则明显减少。

2001 年 3 月 15 日，中国证监会要求上市公司最近 3 个年度的加权平均净资产收益率平均不低于 6%。俞乔、杜滨、李若山（2004），杨旭东、莫小鹏（2006），Yu, Du, Sun（2006）等研究了

ROE 的分布,2001 年新的配股政策之后,上市公司净资产收益率存在明显的“6%”现象,但是“10%”已消失。

陈晓、李静(2001)企业为了配股,也会借助于地方政府的财政税收优惠和财政补贴来达到配股政策的要求。Min and Wong(2003),高雷、宋顺林、薛云奎(2006)认为,关联交易是上市公司进行盈余管理的重要手段,有盈余管理动机的公司比控制样本有明显多的关联交易。Chen and Yuan(2004)认为配股公司利用线下项目进行盈余管理。Haw, Qi, Wu and Wu(2005)认为上市公司通过线下项目和操控性应计来达到配股政策要求的最低盈利水平。张祥建(2007)研究认为大股东与盈余管理之间是倒 U 型的关系,随着大股东持股比例上升,盈余管理行为从上升变为下降。

原红旗(2003)研究发现,与市场业绩相比较,配股后公司的业绩出现了长期恶化的趋势。原红旗(2004)研究发现,配股前盈余指标高的公司其后的业绩将较差。张祥建(2005)对配股前后的盈余管理进行了研究,得到了上市公司配股前后盈余管理的时间序列分布,并发现配股前盈余管理与配股后业绩负相关。魏涛、陆正飞(2006)则认为,配股前的盈余管理只能部分解释配股后的业绩下滑,不能用配股后业绩下滑来证明配股前的盈余管理。

### 3.3 退市监管政策诱导的盈余管理

陆建桥(1999)观察到亏损上市公司为了避免公司连续三年亏损而受到证券监管部门退市政策的干预,在亏损及其前后年份发普通存在调减或调增收益的盈余管理行为。孙铮、王跃堂(1999)研究表明,上市公司的收益率分布存在着微利和重亏现象,即在亏损边缘和严重亏损区间公司的分布比较集中。

蒋义宏、王丽琨(2003)研究认为,非经常性损益是亏损公司“洗大澡”以及扭亏的主要手段。Min and Wong(2003)认为关联交易是“盈亏临界”公司( $0% < ROE < 1.5%$ )进行盈余管理的手段之一。陈晓、戴翠玉(2004)研究了亏损公司盈余管理的具体手段,研究认为,关联交易活动和重组活动是亏损上市公司扭亏的主要手段,而陆建桥(1999)一文中的“超额应计”。但是,对于未扭亏的公司,则和陆建桥(1999)的发现一样,是在利用“超额应计”进行“洗大澡”。

李增泉(2001),沈振宇、王金圣、薛爽(2004),戴德明、毛新述、邓璠(2005),赵春光(2006),薛爽、田立新、任帅(2006)研究认为,资产减值准备是亏损公司进行“大洗澡”以及扭亏的重要手段。

以上文献研究了公司为避免亏损而进行盈余管理的手段和方法,俞乔、杜滨、李若山(2004)研究了 ROE 的分布,发现 ROE 在 0 处存在明显的不连续。王亚平、吴联生、白云霞(2005)则研究了公司为避免亏损进行盈余管理的程度和频率。王亚平、吴联生、白云霞(2005)认为,2001 年至 2003 年平均有 64.4% 的亏损公司在阈值 0 点上进行盈余管理并达到避免报告亏损的目的,平均盈余管理幅度为提高 ROA 数据 0.065。吴联生、薄仙慧、王亚平(2007)比较了上市公司与非上市公司出于避免亏损而进行的盈余管理行为,研究认为上市公司盈余管理频率大约为非上市公司的 3 倍,平均盈余管理幅度大约为非上市公司的 13 倍。

以为研究都是建立在管理者如何利用自身的信息优势通过盈余管理活动来博弈中国的退市政策,姜国华、王汉生(2005)则从另外一个全新的角度质疑中国资本市场的退市制度。姜国华、王汉生(2005)认为,两年亏损与公司的盈利能力并无必然的关系,进而同公司失败也不存在必然关系,自然,现在的退市制度对公司行为会产生许多消极的作用。

### 3.4 小结

以上并没有对全部盈余管理文献进行回顾,只是按照管理人员动机与会计信息质量这个线索回顾了部分重要的文献,可能还会遗漏部分重要的文献。基于这个线索,本文按公开发行上市(IPO)、配股与增发(SEO)、退市监管政策等三个线索来组织文献,当然,企业也会基于其它动机进行盈余

管理。本文只是回顾了理论界研究得比较多的三个动机。这三个动机与中国市场独特的制度背景紧密相关，能提供成熟资本市场所不能提供的研究机会。自然，有关这些动机的盈余管理研究如何影响会计信息质量，就成了中国资本市场研究的重要组成部分。

从盈余管理研究方法的角度来总结，主要包括三种方法：一是计算操控性的应计，作为盈余管理的代理变量；二是从财务报告中有关关联交易、线下项目等质量较差的会计信息来衡量盈余管理；第三种方法是中利用盈余分布的不连续性来估计盈余管理。这三种方法各有优劣，适用于不同的研究问题。操控性应计的方法应用很广，但是也受到不小的质疑（夏立军，2003）。第二种方法也存在一些不可克服的缺点，在中国独特的文化环境中，关联交易、线下项目等也许是企业生存和发展的必然选择，不可能全部是出于盈余管理的目的，如何从这些项目中将正常的经营部分与操控性部分区分开来，目前还有很好地解决。第三种方法，是从总体上来估计盈余管理的方法，和前两种形成了互补，但是，这种方法的前提比较严格。

#### 4 会计信息与投资者行为

投资者身处企业外部，会计信息是投资者进行投资决策时的重要信息来源。自然，市场效率是关系到投资决策效率的基础因素。早期的金融学和会计学研究大多支持市场有效性假说，然而自从20世纪80年代以来，学术界却发现了越来越多的有效资本市场假说无法解释的“市场异象”，从而对市场效率假说提出了质疑。会计盈余信息宣告后的漂移行为、应计异象是会计学文献中最重要的两个市场异常。投资者利用会计信息进行基本分析、然后构建投资组合的研究归入基本分析部分中进行综述，这实际上也是一种异象，可称之为价值异象。

##### 4.1 盈余宣告后漂移

基于会计信息的市场效率研究目前还不是很丰富，已有的研究也大多集中于盈余公告后的漂移现象（Post Earning Announcement Drift, 即 PEAD）。吴世农、黄志功（1997）以沪市股票为样本，发现1995年年报公布后的1个月内每股收益高的股票的累计超常收益继续上升，每股收益低的股票CAR继续下降，这就是所谓的盈余公告后的漂移现象（又名盈余惯性现象，PEAD）。赵宇龙（1998）发现，在盈余公告之后，存在一定的漂移现象（Post-Earnings Announcement Drift, PEAD）。吴世农、吴超鹏（2003）以沪市A股为样本，以标准化未预期盈余为排序指标，发现2000年~2001年中报和年报公布后半年内盈余惯性现象。基于未预期盈余的惯性投资策略在未来半年内的超额回报为4.11%，研究发现了PEAD现象的存在。张华、张俊喜（2004）研究发现，1998到2000年沪市上市公司中，盈利增长的公司存在盈利公告后的漂移现象。

此外，也有一些研究发现中国证券市场并不存在PEAD现象。阮奕、张汉江和马超群（2003）采用标准化未预期盈余对深市A股样本进行排序，对2000年中报和年报进行检验，结果并没有发现PEAD。张庆翠（2004）发现盈余公告后60天内深沪两市样本股票的超常收益与意外盈余及标准化意外盈余都成负相关，即存在盈余反转现象。

以上研究中，研究设计存在较大的区别。未预期盈余的计算各不相同，有的使用季度数据调整计算期望盈余，有的研究则使用上一年的年度盈余作为期望盈余；有的未预期盈余就是盈余增长率，有的则定义为标准化的未预期盈余（未预期盈余除以盈余标准差）；此外，窗口的选择也是极不一致，有的研究使用了3天左右的窗口，有些研究使用了60天、90天、120天不等的窗口，还有的研究则使用了12个月的窗口、甚至24个月、36个月的窗口。正是这些研究设计上的极度不一致，使得不同的研究结果缺乏可比性。

吴世农、吴超鹏（2005）在研究设计上考虑得比较全面，系统地研究了盈余公告后的漂移现象。研究发现，在三因素模型进行风险调整之前，基于四种盈余信息指标的盈余惯性现象都显著地存在。但经过三因素模型风险调整后，基于“意外盈余率”和“标准化意外盈余率”二个指标的盈余惯性现象消失了；基于“意外盈余”和“标准化意外盈余”二个指标的盈余惯性现象仍然存在。

以上研究立足于发现中国证券市场上是否存在盈余公告后 (PEAD) 的漂移现象, 此外, 还有一些研究着眼于研究 PEAD 现象的成因。于李胜 (2005), 齐伟山、欧阳令南 (2006) 从投资者行为差异的角度来研究 PEAD; 而于李胜、王艳艳 (2006), 杨德明、林斌、辛清泉 (2007) 则从会计信息质量的角度研究 PEAD 的成因。

于李胜 (2005), 齐伟山、欧阳令南 (2006) 研究了投资者特征与 PEAD 的关系。于李胜 (2005) 认为对于好消息, 盈余公告后机构投资者持有股票的漂移小于散户持有的股票; 但对于坏消息, 机构投资者持有股票的漂移要大于非重仓持有股票的漂移。与此相反, 齐伟山、欧阳令南 (2006) 发现中国证券市场存在明显的盈余公告后漂移现象 (PEAD), 进一步研究发现, 机构投资者持股并不能够缓解价格漂移的程度。于李胜、王艳艳 (2006) 认为信息质量是 PEAD 产生的重要原因之一, 提高信息质量的, 可以缓解盈余公告后的漂移。杨德明、林斌、辛清泉 (2007) 研究了盈余质量与盈余公告后的漂移现象之间的关系。

## 4.2 应计异象

刘云中 (2003) 沿用 Sloan(1996) 的方法, 使用 1998 年到 2000 年的数据进行检验, 首先他发现会计应计的持续性低于现金流量, 但是他按照 Sloan (1996) 的投资策略买入应计最少、卖出应计最多的套利策略在未来一年的超额回报平均只有 3.1% 左右, 所以从这一研究结论上看, 中国资本市场似乎不存在显著的应计异象。林翔、陈汉文 (2005) 研究了中国上市公司的应计持续性与现金流持续性的差异, 他们发现会计应计的持续性显著的低于现金流量, 例如, 现金流量的持续性系数为 0.595, 而会计应计的持续性系数为 0.525, 他们进而讨论盈余管理行为和增长对会计应计持续能力的影响, 但并没有进一步研究市场是否能识别持续性的差异。

李远鹏、牛建军 (2007) 研究结论表明, 中国退市制度对亏损公司的行为及其价值产生了很大的影响, 从而应当在研究设计中予以控制。他们发现当完全按照 Sloan (1996) 的投资策略进行投资时, 1998 年到 2002 年 5 年平均的超额回报为 3.2%, 而且在统计上不显著; 当剔除亏损公司以后, 投资组合的超额回报上升到了 7.4% 至 9%, 提高了 130% 以上。该文的研究表明如果简单地运用国外已有研究方法及设计, 在中国市场上并不能得到的有效的研究结果, 中国的市场异象研究必须结合中国特有的制度背景, 即中国独特的监管环境进行研究, 因为这些市场监管政策会影响企业的会计信息和投资者的行为, 从而会影响到资本市场效率研究的有效性。李远鹏、牛建军 (2006b) 进一步将会计应计分为经营性应计和线下应计, 发现线下的应计持续性显著的低于经营应计, 但是市场却没有对其错误定价, 应计异象主要源于线上的应计部分, 这一结论表明不同的披露形式会影响到市场的效率, 从而支持了功能锁定假说。姜国华、李远鹏、牛建军 (2006) 针对 AB 股的研究表明, 中国 AB 市场上存在着显著的应计异象, 并且还存在着国内外盈余报告差异异象, 从而说明会计准则的差异也会影响到市场的效率。

从上文的文献回顾可以看出, 国内对于应计异象的研究, 还存在如下的不足: 首先, 相对于国际上的研究而言, 国内对于基于会计信息的市场效率的研究, 特别是应计异象领域的研究还不系统, 有待进一步深入的探讨。其次, 国内已有的研究对中国的制度背景考虑的不够充分, 从而忽略了一些重要的影响因素。我国的制度背景和其他国家有着很大的差别, 从而导致应计异象的成因、程度及其影响和其他国家也会有着较大的差异。第三, 我国目前对于市场异象的研究, 大多只是从投资者角度, 基于行为金融学进行解释, 然而在我国会计信息往往受到大股东的影响, 所以基于会计信息的市场效率研究就不能仅仅从投资者角度解释, 而应同时从公司治理层面寻求答案。要了解应计异象更多的文献, 可以参考李远鹏、牛建军、姜国华 (2007)。

## 4.3 基本分析与价值投资

基本分析与有效市场是冲突的, 基于基本分析的价值投资在未来可以赚取显著的超额回报, 这显然就否定了市场效率假说。坚持认为市场有效的学者则反驳基本分析在样本以外有效性。基本分

析与价值投资，一直是会计学与金融学研究中的活跃话题。针对我国证券市场的基本分析的研究，基本上都反驳了市场效率假说。关于基本分析与价值投资的理论分析可参考姜国华（2005）。

牛建军、岳衡、姜国华（2007）在剩余收益定价的框架内研究了中国资本市场财务比率的基本情况。陆璇、陈小悦、张岭松、刘慧霞（2001）研究认为，历史的会计信息有助于预测下一期的 EPS，但是，该文并没有进一步研究历史会计信息与下一期股票回报之间的关系。柳木华（2003）和周建波（2004）使用财务比率来衡量会计信息质量，研究认为，会计信息质量越高，则历史会计信息预测下一期盈余的能力越强。

以上文献都没有直接研究历史会计信息与未来回报的关系。王晋斌（2004）研究了 1995 到 2004 中国 A 股市场的价值投资策略，发现在未来一年内可以赚取显著的超额回报。许健、魏训平（2004）研究表明，按价格与销售收入比率排序，买入最低的组合、卖出最高的组合，在未来一年可以取得超过大盘平均的市场表现。王孝德、彭艳（2003）研究了买入账面价值与市场价值比、盈利与股票价格比、分红与股票价格比、以及现金流量与股票价格比较高的股票（价值股）；而卖出这些比率最低的股票（成长股），发现在未来一年可以赚取显著的超额回报。张昇平、郭磊（2006）研究了基于账面价值与市场价值比的价值投资策略，发现可以赚取显著的超额回报。王程（2005），卢大印、林成栋、杨朝军（2006）研究认为，基于账面价值与市场价值比率、销售与市场价值比率的价值投资策略可以赚取显著的超额回报。

岳衡、姜国华（2005）发现，投资者对大股东占用上市公司资金的问题反应不足，没有充分认识到占款对上市公司价值的负面影响。一个卖空占款最多公司的股票，买入占款最少公司的股票的对冲策略可以在未来一年中取得 9% 以上的超额投资回报（在 1999-2002 年间更高达 15.7%）。这个结果表明相对于大股东的资金占用行为，我国的证券市场有其非效率的地方。

虽说以上基于个别财务指标的投资策略可以赚取超额回报，但是，却有一些研究显示，基于众多财务指标的方式却无法赚取超额回报。何荣天、齐安甜（2003），陆正飞、宋小华（2006）研究了历史会计信息与未来股票回报的关系，得到相反的结论，认为基于历史会计信息在未来一年无法赚取超额回报。

#### 4.4 证券分析师的预测

证券分析师是证券市场中的专业分析人员，其优势在于其专业的信息收集途径和分析能力。证券分析师可以向投资者提供投资的专业建议，从而减弱证券市场的价格偏离，促进市场的有效性。证券分析师的研究主要包括预测能力的研究、以及预测的投资价值等。证券分析师预测能力的研究主要包括预测准确度（是否存在系统性的偏差）、分散度的研究；而预测的投资价值是指按照分析师的建议进行投资，在未来是否可以赚取超额回报。

姜国华（2004）研究表明从 1992 年到 2002 年，国际证券分析师对中国上市公司的预测活动有了很大的增强。分析师人数、被预测的公司数、和年度收益预测数目都大幅度提高。但是，分析师对中国公司的预测质量还较差，体现在和他们对香港、美国公司的预测相比，对中国公司的收益预测误差较大，而且分析师的预测之间一致性较低。吴东辉、薛祖云（2005a）发现中国的证券分析师也与国外类似，在预测上市公司盈余时存在明显的乐观情绪，且证券分析师的预测能力要强于随机游走模型。林小驰和岳衡（2007），方军雄和洪剑峭（2007），徐跃（2007）都认为，与随机模型相比，证券分析师的预测精确度较高。

胡奕明、林文雄（2005）在对证券分析师进行大规模问卷调查的基础上，就学历、经验、工作环境以及信息收集途径等因素对证券分析师的分析会产生的影响进行了研究。胡奕明、沈光明、岑江华（2005）研究认为分析师已具备了一定的分析能力。石桂峰、苏力勇、齐伟山（2007）研究了证券分析师预测精确度的决定因素。林小驰、欧阳靖、岳衡（2007）研究认为股权结构、公司治理、财务特征等与证券分析师的追随有显著的关系。

以上研究都是围绕着证券分析师的预测精确度以及证券分析师的预测过程、动机展开的。还有一些文献则关注证券分析师推荐的股票是对投资者的经济含义。陈永生（1999）对《证券市场周刊》每周推荐的一组股票进行了统计，得到了所推荐股票收益在统计学意义上与深沪大盘指数的收益没有区别的结论。林翔（2000）发现我国证券咨询机构推荐的股票在推荐公开前，产生了持续的正的累积超额收益，推荐公开后存在显著的负的超额收益。

朱宝宪、王怡凯（2001）认为证券分析师推荐的股票组合可以取得统计上显著高于大市的收益率；短线投资建议推荐的股票组合收益要高于投资基金的收益；中期投资建议推荐的股票收益几乎都低于大盘。可以认为一些专业投资咨询机构具有相当的把握市场短期热点的能力。唐俊、宋逢明（2002）认为证券分析师的投资建议只在极短的时间内具有投资价值。而吴东辉、薛祖云（2005b），王征、张峥、刘力（2006）的研究结论与朱宝宪、王怡凯（2001）和唐俊、宋逢明（2002）的非常不同。

吴东辉、薛祖云（2005b）研究发现，在分析师的盈利预测数据公布之后，仍可利用这些预测数据构建投资组合获取超过市场平均的回报：买入分析师预测会计盈利增长率最高的一组股票，同时卖出预测增长率最低的股票，这样的套头交易回报折为年回报率后，在不同的样本与操作方法下，介于 43.6%与 71.5%之间，并且风险无法完全解释以上结论。王征、张峥、刘力（2006）认为，证券分析师的荐股能带来显著的超额回报。分析师增持评级组合在未来一年可以获得 23.85%的超额收益率，并且经过 CAPM 模型、三因素模型和包括惯性(Momentum) 因素的四因素模型风险调整后仍然显著；证券分析师减持评级组合在未来一年的超额收益率为负值，但统计结果并不显著。

关于证券分析师一些全面综述可以参考以下文献：王宇熹、陈伟忠、肖峻（2005），胡弈明、孙聪颖（2005）等。

#### 4.5 小结

投资者如何利用会计信息的研究，一直是会计学研究中的重要话题。现在，随着行为金融学的兴起，这个领域的研究又出现了一些新的趋势，会计学者可以也应该在利用会计信息提高资本市场配置资源效率的研究中发挥自己独特的作用。证券的价格发现过程离不开对信息的深入研究，而会计信息始终是证券定价过程中非常重要的信息来源之一（姜国华，2005）。

投资者，包括聪明的投资者和噪声交易者，如何使用会计信息，对于证券价格的发现过程至关重要。自然，基于会计信息的基本分析、价值投资研究、以及与会计信息相关的市场异象研究，只是冰山一角。大量有关投资者行为的研究还有更深入的研究。首先，要发现中国证券市场上的投资者行为非理性所造成的一些市场异象，对这些异象的存在、表现、与其他异象的关系等要进行深入的研究。其次，在发现市场异象的基础上，要深入研究中国独特的制度背景、中国投资者的行为是如何造成这些异象的。

证券分析师作为市场的中介，在会计信息与投资者行为研究中发挥着重要的作用。一般认为，证券分析师比普通的投资者拥有更复杂的技能、更多的私有信息，能做出比较准确的预测。但是，证券分析师的独立性又往往会影响到分析师的预测质量。从研究结果来看，中国证券分析师的预测质量要优于随机游走模型，但是基于分析师荐股的投资策略套利并不稳定，现在文献是相互冲突的。如何更好地研究分析师预测在投资策略中的作用、并且对不同研究结果加以合理解释，有助于理解分析师在证券市场中的作用。

### 5 总结及未来研究机会

本文主要回顾了近十年（1998 年到 2007 年）中国会计实证研究的主要学术文献。会计信息是会计职业存在和发展的基础，本文按照会计信息的生产、管理者在信息生产中的动机（盈余管理）、会计信息在资本市场上的如何被投资者所使用（也包括分析师的使用）三个角度对有关中国资本市

场会计研究的文献进行了回顾与评论。

经验研究包括实验研究、实地研究、案例研究、档案式研究（李言，2003）。本文所回顾的只是其中的一部分——档案式研究，对于其他类型的研究并未涉及。这并不是说其它类型的研究不重要，事实上，其他类型的研究对于经验研究（本文中是指导档案式研究）的发展是非常重要的（李志文，2003），本文限于篇幅及时间精力等的限制，对这些研究没有进行回顾。

在短短的十年之内，我国会计信息的经验研究从无到有、从简单的模仿到结合中国制度背景的比较规范的经验研究、从不严谨的主观臆断到严谨的经验研究，取得了不小的进步。经验研究也在会计学界得到了快速的普及与发展，这表现在学术研究的数量与质量呈不断上升的发展态势（方军雄、洪剑峭、徐浩萍，2006）。但是，随着经验研究的发展，研究论文质量低下的问题也开始凸现（李志文，2005），即不考虑中国特有的制度背景，不进行个性化的理论分析，简单地照搬国外文献的模型，换用中国的数据进行简单的复制。如何对这些问题进行改进，是经验研究未来发展的方向之一。

经验研究缺乏相应的理论基础。大部分经验的研究基础直接借鉴成熟资本市场上的理论，而这些理论是否适合中国的证券市场，目前还是一个未知数。比如，信息含量研究、价值相关性研究、市场异象研究等都与市场效率紧密相关。市场效率是许多经验会计研究的分水岭，对中国证券市场效率的理解与假定关系着许多经验研究的理论贡献。市场效率依赖于套利的成功，如果与价值相关的会计信息没有及时反应在证券的价格中，则套利者就有足够的动机去纠正市场的错误（Lee，2003）。中国证券市场的有效程度与这些经验研究之间的关系非常重要，如果考虑到市场有效程度的区别，以上经验研究的设计和结论都可以做出一定的改进。

制度背景对研究的重要性无论如何强调都不过分（蔡祥、李志文、张为国，2002）。中国的制度背景，包括行政区差异、中央属和地方属差异、省区市际差异、法律差异、挂牌市场差异、级别差异、股权结构上的差异、大股东与小股东的差异等等（李言，2003），是经验研究选题、研究设计的关键决定因素。中国经济体制、证券市场、会计制度、投资者的行为等都处在一个转型的变动过程之中，这些时间序列上的变化往往决定了经验研究中数据的统计特征。在经验研究之前，先对所研究的数据进行数据层面的统计分析、先研究数据的质量，者可以考虑研究本身的质量。理论研究往往借助于现有的数据库，再加上个别的由研究者自己整理的数据库。而这些数据本身的质量也可以成为研究的话题。

#### 参考文献

- [1] Aharony, J., C-W. Lee, and T.J. Wong (2000). "Financial packagins of IPO firms in China." *Journal of Accounting Research* 38: 103-126.
- [2] Aharony, J., J. Wang, and H.Yuan (2005). *Related Party Transactions: A "Real" Means of Earnings Management and Tunneling During the IPO Process in China*, Tel Aviv University, Singapore Management University and Shanghai University of Finance and Economics.
- [3] Bao, B.-H., L.,Chow (1999). "The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation in Emerging Capital Markets: Evidence From Listed Companies in the People's Republic of China." *Journal of International Financial Management and Accounting* 10(285-104).
- [4] Chen, J. P. C., S.Chen, and X. Su (1999). *Is accounting information value relevant in the emerging Chinese stock market?*, City University of Hong Kong and Lingnan College.
- [5] Chen, K. V. W., H.Yuan (2004). "Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-Based Regulation of Rights Issues." *The Accounting Review* 79(3): 645-665.
- [6] Chen, S., Z.Sun,Y.Wang (2002). "Evidence from China on Whether Harmonized Accounting Standards

Harmonize Accounting Practices." *Accounting Horizons* 16(3): 163-197.

[7] Eccher, E., and P. M.Healy (2000). "The Role of International Accounting Standards in Transitional Economies: A Study of the People's Republic of China." Working paper.

[8] Fan, J. P. H., T.J. Wong, and T. Zhang (2007). "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms." *Journal of Financial Economics* 84: 330-357.

[9] Haw, I. M., D.Qi, and W.Wu (2001). "The nature of information in accruals and cash flows in an emerging capital market: The case of China." *The International Journal of Accounting* 36: 391-406.

[10] Haw, I. M., D.Qi, D.Wu, and W.Wu (2005). "Market Consequences of Earnings Management in Response to Security Regulations in China." *Contemporary Accounting Research* 22(1): 95-140.

[11] Haw, I.-M., D. Qi, and W. Wu. (1999). Value-Relevance of Financial Reporting Disclosures in an Emerging Capital Market: The Case of B-Shares and H-Shares in China, The Chinese University of Hong Kong.

[12] Hu, D. (2004). "The Usefulness of Financial Statements Under Chinese-GAAP vs. IAS: Evidence from the Shanghai Stock Exchange in PRC." *Kobe Economic and Business Review*(February).

[13] Kinney, W. R. (2001). "Accounting Scholarship: What Is Uniquely Ours?" *The Accounting Review* 76(2): 275-284.

[14] Lee, C. M. C. (2003). "The Magic of Markets." *中国会计评论* 1(1): 219-240.

[15] Lee, C.-W., and Y.Cao (2002). Asymmetry in Earnings>Returns Relations: The Case of China, Tulane University, Tsinghua University, University of Rochester.

[16] Lin, Z. J., and F.Chen (2005). "Value Relevance of International Accounting Standards Harmonization: Evidence from A- and B-Share Markets in China." *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 14: 79-103.

[17] Sami.H., a. H. Z. (2004). "A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market." *The International Journal of Accounting* 39: 403-427.

[18] Yu, Q., B,Du, and Q, Sun (2006). "Earnings management at rights issues thresholds----Evidence from China." *Journal of Banking & Finance* 30(12): 3453-3468.

[19] 蔡祥、李志文、张为国 (2003). "中国经验会计研究述评." *中国会计与财务研究* 5(2): 155-183.

[20] 蔡祥、张海燕 (2004). "资产减值准备的计提、追溯与市场反应." *中国会计与财务研究*(3): 31-56.

[21] 陈工孟 (2003). 按照国际会计准则调整后的报表盈余对中国资本市场双重股票估价的有用性. 中国股票市场实证研究. 陈工孟、芮萌. 大连, 东北财经大学出版社. 4: 34-352.

[22] 陈小悦、肖星、过晓艳 (2000). "配股权与上市公司利润操纵." *经济研究*(1): 30-36.

[23] 陈晓、陈小悦、刘钊 (1999). "A股盈余报告的有效性研究——来自上海、深圳股市的实证证据." *经济研究*(6).

[24] 陈晓、戴翠玉 (2004). "A股亏损公司的盈余管理行为与手段研究." *中国会计评论* 2(2): 299-310.

[25] 陈晓、李静 (2001). "地方政府财政行为在提升上市公司业绩中的作用探析." *会计研究*(12): 20-28.

[26] 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.

[27] 戴德明、毛新述、邓璐 (2005). 上市公司亏损、减值准备的计提与盈余管理行为研究, 中国人民大学.

[28] 戴德明、毛新述、姚波瑜 (2005). "上市公司预测盈余信息披露的有用性研究——来自深圳、上海股市的实证证据." *中国会计评论* 3(2): 253-272.

[29] 邓传洲 (2005). "公允价值的价值相关性: B股公司的证据." *会计研究*(10): 55-62.

[30] 方军雄、洪剑峭、徐浩萍 (2006). "国际视野下的中国会计实证研究——中国第四届实证会计国际研讨会综述." *中国会计评论* 4(1): 155-166.

[31] 高雷、宋顺林、薛云奎 (2006). 关联交易、线下项目与盈余管理——来自中国上市公司的经验证据, 汕头大学、长江商学院.

- [32] 何荣天、齐安甜 (2003). 财务报表分析与股票超额回报关系的实证研究
- [33] 洪剑峭、方军雄 (2005). "关联交易和会计盈余的价值相关性." 中国会计评论 3(1): 87-98.
- [34] 洪剑峭、皮建屏 (2001). "国际会计准则与中国会计准则的有用性比较." 证券市场导报(11): 36-40.
- [35] 洪剑峭、皮建屏 (2002). "预警制度的实证研究---一项来自中国股市的证据." 证券市场导报(9): 4-14.
- [36] 洪剑峭、徐志翰、娄贺统 (2004). 上市公司资产减值准备的信息含量. 会计研究, 复旦大学. 7.
- [37] 胡奕明、沈光明、岑江华 (2005). "见解的独到性与预示性---关于我国证券分析师分析能力的实证研究." 中国会计评论 3(2): 287-308.
- [38] 黄志忠、白云霞 (2004). "会计方法变迁、会计信息质量与股市效应---有关沪市对会计方法国际协调化的反应的证据." 中国会计评论 2(2): 409-424.
- [39] 姜国华 (2004). "关于证券分析师对中国上市公司会计收益预测的实证研究." 经济科学(6): 72-79.
- [40] 姜国华 (2005). "基于会计信息的证券投资策略研究: 分析与展望." 会计研究(11).
- [41] 姜国华、李远鹏、牛建军 (2006). "我国会计准则和国际会计准则盈余汇报差异及经济后果研究." 会计研究(9).
- [42] 姜国华、王汉生 (2005). "上市公司连续两年亏损就应该被 ST 吗? ." 经济研究 3.
- [43] 蒋义宏 (1998). "一个不容忽视的问题---上市公司利润操纵的实证研究." 中国证券报.
- [44] 蒋义宏、童驯、杨霞 (2003). "业绩预警公告的信息含量." 中国会计与财务研究 5(4): 145-163.
- [45] 蒋义宏、王丽琨 (2003). "非经常性损益缘何经常发生---来自亏损上市公司年报的证据." 证券市场导报(6): 9-13.
- [46] 李晓强 (2004). "国际会计准则和中国会计准则下的价值相关性比较---来自会计盈余和净资产账面值的证据." 会计研究.
- [47] 李言 (2003). "走向实证研究: 环境、过程和结果---对“中国证券市场中的财务问题: 实证研究述评”的点评." 中国会计评论 1(1): 24-28.
- [48] 李远鹏、牛建军 (2007). "退市监管与应计异象." 管理世界(5): 125-132.
- [49] 李远鹏、牛建军、姜国华 (2007). 应计异象研究综述, 复旦大学、上海财经大学、北京大学.
- [50] 李增泉 (1999). "实证分析: 审计意见的信息含量." 会计研究(8): 16-22.
- [51] 李增泉 (2001). "我国上市公司资产减值政策的实证研究." 中国会计与财务研究(4): 70-113.
- [52] 李志文 (2003). "浅谈实地研究: 三论中国会计研究." 中国会计评论 1(1): 241-250.
- [53] 李志文 (2005). 四论会计研究---搭建学术制度框架, 中国第四届实证会计国际研讨会主题报告.
- [54] 林舒、魏明海 (2000). "中国 A 股发行公司首次公开募股过程中的盈利管理." 中国会计财务研究(2).
- [55] 林小驰、廖青 (2005). 我国上市公司治理结构与权益资本成本, 北京大学工作稿.
- [56] 林小驰、欧阳靖、岳衡 (2007). "谁吸引了海外证券分析师的关注." 金融研究(1): 84-98.
- [57] 刘峰、吴凤、钟瑞庆 (2004). "会计准则能提高会计信息质量吗? ---来自中国股市的初步证据." 会计研究(5): 8-19.
- [58] 柳木华 (2003). "盈余质量的市场反应." 中国会计评论 1(1): 193-213.
- [59] 柳木华 (2004). "盈利之间价值相关性比较研究." 中国会计与财务研究 6(3): 85-117.
- [60] 卢大印、林成栋、杨朝军 (2006). "中国股市价值策略实证分析." 重庆大学学报(自然科学版) 29(6): 131-134.
- [61] 陆建桥 (1999). "中国亏损上市公司盈余管理研究." 会计研究(9): 25-36.
- [62] 陆宇峰 (2000). 净资产倍率和市盈率的投资决策有用性---基于费森--奥尔森估值模型的实证研究. 上海, 上海三联书店.
- [63] 吕长江、韩慧博 (2003). "股利政策与盈余信息对 A、B 股市场影响的比较研究." 中国会计评论 1(1): 165-178.
- [64] 牛建军、岳衡、姜国华 (2006). 中国上市公司赢利状况分析: 1992-2004, 北京大学工作稿.
- [65] 潘琰、陈凌云、林丽花 (2003). "会计准则的信息含量: 中国会计准则与 IFRS 之比较." 会计研究(7): 23-27.

- [66] 潘越、戴奕一 (2005). "配股公告的“知情效应”和“认同效应”研究——来自股价和交易量双重测度的市场证据." 中国会计评论 3(2): 273-286.
- [67] 齐伟山、欧阳令南 (2006). "机构投资者与盈余公告后的股价行为——基于中国证券市场的经验分析." 管理科学 19(1): 85-91.
- [68] 曲晓辉、高芳 (2006). "我国会计准则国际协调效果量化研究述评." 会计研究(2): 14-18.
- [69] 阮奕、张汉江、马超群 (2003). "深市 A 股收入公告效应的实证研究." 系统工程(2).
- [70] 沈洪涛、杨熠 (2006). 公司社会责任信息披露的价值相关性研究——来自我国上市公司的经验证据, 暨南大学与厦门国家会计学院工作稿.
- [71] 沈艺峰、肖珉、黄娟娟 (2005). "中小投资者法律保护与公司权益资本成本." 经济研究(6): 115-124.
- [72] 沈振宇、王金圣、薛爽 (2004). "坏账准备与上市公司利润操纵——来自中国上市公司的证据." 中国会计与财务研究 6(2): 93-111.
- [73] 宋璐、陈金贤 (2004). "我国上市公司年报业绩预告对股价影响的实证研究." 商业研究(19): 127-131.
- [74] 宋玉、李卓 (2007). "机构投资者持股与会计盈余宣告的信息含量." 证券市场导报(29-35).
- [75] 孙爱军、陈小悦 (2002). "关于会计盈余的信息含量的研究——兼论中国股市的利润驱动特性." 北京大学学报 (哲学社会科学版) 39(1): 15-27.
- [76] 孙铮、刘浩 (2006). "中国会计改革新形势下的准则理论实证研究及基展望." 会计研究(9): 15-22.
- [77] 孙铮、王跃堂 (1999). "资源配置与盈余操纵之实证研究." 财经研究(4): 3-9.
- [78] 汪炜、蒋高峰 (2004). "信息披露、透明度与资本成本." 经济研究(7): 107-114.
- [79] 汪宜霞、夏新平 (2004). "招股说明书信息含量与新股长期市场表现的实证研究." 中国会计评论 2(1): 43-60.
- [80] 王程 (2005). "中国股市价值策略实证研究." 世界经济文汇(6): 32-38.
- [81] 王化成、程小可、李玲玲 (2004). "亏损与非线性对会计盈余与股票回报关系的影响——基于中国资本市场的分析与经验证据." 中国会计评论 2(1): 105-140.
- [82] 王化成、程小可、佟岩 (2004). "经济增加值的价值相关性——与盈余、现金流量、剩余收益指标的对比." 会计研究(5): 74-80.
- [83] 王化成、卢闯、李春玲 (2005). "企业无形资产与未来业绩相关性研究——基于中国资本市场的经验证据." 中国软科学 10: 120-124.
- [84] 王晋斌 (2004). "价值溢价:中国股票市场 1994-2002." 金融研究(3): 79-89.
- [85] 王立彦、冯子敏、刘军霞 (2002). "A 股 H 股上市公司双重财务报表价值相关性." 经济科学(6): 75-83.
- [86] 王立彦、刘军霞 (2004). A-H 股双重报告差异与会计治理. 北京, 北京大学出版社.
- [87] 王亚平、吴联生、白云霞 (2005). "中国上市公司盈余管理的频率与幅度." 经济研究(12): 102-112.
- [88] 王跃堂、孙铮、陈世敏 (2001). "会计改革与会计信息质量——来自中国证券市场的经验证据." 会计研究 7: 16-26.
- [89] 王震、刘力、陈超 (2002). "中国 A 股市场股票交易实行特别处理 (ST) 的公告的反应." 金融研究(9).
- [90] 王征、张崢、刘力 (2006). "分析师的建议是否有投资价值——来自中国市场的经验数据." 财经问题研究(7): 36-44.
- [91] 魏刚 (1999). "股利的信息含量——来自中国的经验证据." 中国会计与财务研究(2).
- [92] 魏涛、陆正飞 (2004). 相关性和可靠性的权衡与会计监管. 中国会计国际化专题 (2004). 中国会计学会. 北京, 中国财政经济出版社: 221-235.
- [93] 吴东辉、薛祖云 (2005a). "对中国 A 股市场上财务分析师盈利预测的实证分析." 中国会计与财务研究 7(1): 1-53.
- [94] 吴东辉、薛祖云 (2005b). "财务分析师盈利预测的投资价值:来自深沪 A 股市场的证据." 会计研究(8): 37-43.

- [95] 吴联生、薄仙慧、王亚平 (2007). "避免亏损的盈余管理程度:上市公司与非上市公司的比较." 会计研究(2): 44-51.
- [96] 吴世农、黄志忠 (1997). "上市公司盈利信息报告、股价变动与股市效率的实证研究." 会计研究(4).
- [97] 吴世农、李常青 (2001). "我国上市公司现金流量的市场反应和信息含量分析." 首都经济贸易大学学报 3(5): 5-12.
- [98] 吴世农、吴超鹏 (2003). "我国股票市场“价格惯性策略”和“盈余惯性策略”的实证研究." 经济科学(4): 41-50.
- [99] 吴世农、吴超鹏 (2005). "盈余信息度量、市场反应与投资者框架依赖偏差分析." 经济研究(2): 54-62.
- [100] 吴溪、程璐 (2003). "会计双重披露差异与中国会计标准的国际协调研究述评." 中国注册会计师(10): 20-23.
- [101] 夏冬林 (2004). "财务会计信息的可靠性及其特征." 会计研究(1): 20-27.
- [102] 夏冬林、刘杏娜 (2002). 无形资产: 业绩贡献和价值相关性——基于资本市场的经验证据, 清华大学工作稿.
- [103] 夏立军 (2003). "盈余管理计量模型在中国股票市场的应用研究." 中国会计与财务研究 5(2): 94-122.
- [104] 向凯 (2006). "盈余管理实证研究: 文献述评与未来研究方向." 财会通讯(10): 60-65.
- [105] 肖星、宋衍衡 (2003). 会计准则与会计信息质量: 基于“四项计提”的经验研究, 清华大学.
- [106] 徐浩萍、吕长江 (2006). 政府角色、所有权性质与权益资本成本, 复旦大学工作稿.
- [107] 许健、魏训平 (2004). "价值取向投资模型及其实证研究——对中国沪深两市 A 股的实证分析." 金融研究(5): 89-98.
- [108] 薛爽 (2002). "预亏公告的信息含量." 中国会计与财务研究 4(1): 100-116.
- [109] 薛爽、蔡祥、郭虹 (2007). 上市公司在操纵经营性现金流吗? ——基于季度报告的实证分析, 上海财经大学、中山大学、上海财经大学.
- [110] 薛爽、田立新、任帅 (2006). "八项计提与公司盈余管理的实证研究." 上海立信会计学院学报 20(2): 14-19.
- [111] 薛云奎、王志台 (2001). "无形资产信息披露及其价值相关性研究——来自上海股市的经验证据." 会计研究 11.
- [112] 阎达五、耿建新、刘纪鹏 (2001). "我国上市公司配股融资行为的实证研究." 会计研究(9): 21-27.
- [113] 杨德明、林斌 (2006). "业绩预告的市场反应研究." 经济管理(16): 26-31.
- [114] 杨旭东、莫小鹏 (2006). "新配股政策出台后上市公司盈余管理现象的实证研究." 会计研究(8): 44-51.
- [115] 于李胜、王艳艳 (2003). "信息不确定性与盈余公告后飘移现象(PEAD)——来自自己中国上市公司的经验证据." 管理世界(3): 40-49.
- [116] 俞乔、杜滨、李若山 (2004). 我国上市公司盈余管理程度研究, 复旦大学.
- [117] 原红旗 (2003). "上市公司配股的长期业绩." 中国会计与财务研究 5(3): 103-121.
- [118] 张国清、夏立军、方轶强 (2006). 会计盈余及其组成部分的信息含量——来自沪、深股市的经验证据, 厦门大学 and 上海财经大学.
- [119] 张华、张俊喜 (2004). "我国盈利公告效应的动态特征." 经济学(季刊) 3(2): 305-318.
- [120] 张庆翠 (2004). "我国股票市场定期报告的延迟反应异象研究." 经济科学(2).
- [121] 张昇平、郭磊 (2006). "基于上市公司财务信息的投资策略研究." 上海立信会计学院学报 20(1): 46-52.
- [122] 张祥建 (2005). "盈余管理、配股融资与上市公司业绩滑坡." 经济科学(1).
- [123] 张祥建 (2007). "大股东控制与盈余管理行为研究: 来自配股公司的证据." 南方经济.
- [124] 赵春光 (2004). "现金流量价值相关性的实证研究——兼评现金流量表准则的实施效果." 会计研究(2): 29-35.
- [125] 赵春光 (2006). "资产减值与盈余管理——论《资产减值》准则的政策涵义." 会计研究(3): 11-17.
- [126] 赵宇龙 (1998). "会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验证据." 经济研究(7): 41-49.
- [127] 周建波 (2004). "基本财务信息、盈利质量与未来盈利——来自中国 A 股上市公司的经验证据." 中国会计与财务研究 6(1): 41-65.

[128] 朱宝宪、王怡凯 (2001). "证券媒体选股建议效果的实证分析." 经济研究(4): 51-57.

[129] 朱红军、何贤杰、陶林 (2007). "中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗----基于股价同步性和股价信息含量的经验证据." 金融研究(2): 110-121.

## Empirical research on accounting information in China: A ten year perspective

WANG Li-yan<sup>1</sup>, NIU Jian-jun<sup>2</sup>, YUE Heng<sup>1</sup>

(1. Peking University, Beijing 100871, China; 2. Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** We review empirical research on Chinese listed firms' accounting information in recent ten years. Through critique review, we want to improve empirical research in accounting information. First, the paper gives a general framework for accounting information research. Second, we review all the topics based on the framework. Last, based the review and comments, we conclude that empirical research develop drastically and discuss opportunities for future research.

**Keywords:** Information content; Value relevance; Earnings management; Anomalies; Investment strategy

### 作者简介:

王立彦 北京大学光华管理学院。

牛建军 上海财经大学会计与财务研究院。

岳 衡 北京大学光华管理学院。