

股价计算区间选择与会计数据价值相关性

丁戌¹，黄欢¹，陈信元²

(1. 上海财经大学会计学院，上海，200434，2. 上海财经大学会计与财务研究院，上海，200434)

摘要：本文认为会计数据价值相关性的能力大小取决于会计数据和股价各自反映客观事实的能力，即其各自的“有效性”。进一步地，针对我国某些文献选取 $t+1$ 年 4 月 30 日为股价截止日计算会计数据价值相关性的现象，本文经过理论分析和实证研究发现，会计数据和股价越有效，会计数据价值相关性越大；且在更有效的会计数据和股价下，相对选取 $t+1$ 年 4 月 30 日为股价截止日而言，选取与会计数据同期的 t 年 12 月 31 日为股价截止日计算更为合理，且能得到更大的价值相关性。

关键词：股价计算区间，会计数据，价值相关性

中图分类号：F23 文献标识码：A

本文为教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“新会计准则执行效果与经济后果研究（批准号 11JJD790008）”的阶段性成果。本文的一切错误和疏漏，概由本文作者承担。

一、引言

会计数据的价值相关性一直是会计学界经久不衰的研究热点之一。依据 Francis 和 Schipper (1999) 的总结,对价值相关性的理解大致可以分为四种。(1) 会计数据在反映股票内在价值方面领先于股价。Ou 和 Penman (1989a; 1989b)、Harris 和 Ohlson (1990) 均支持这种观点,在这些文献里,依据会计数据构建投资策略取得的收益被用来衡量会计数据价值相关性。(2) 会计数据的价值相关性表现为会计数据反映和预测估值模型所包含变量的能力,例如 Venkatachalam (1996)。(3) 将会计数据价值相关性看成会计数据改变市场综合信息的能力,强调会计数据向股票市场的信息传递,例如 Amir 等 (1993)。(4) 将会计数据价值相关性看成会计数据“捕获”或“总结”那些能改变股价的信息的能力,例如 Alford 等 (1993)。其中,第三、四种理解均把会计数据价值相关性看作是会计信息和股票价格或回报的统计关系。第三种理解主要研究短时间窗口内会计信息和股票价格或回报的统计关系;第四种理解主要研究长时间窗口内会计信息和股票价格或回报的统计关系。

需要特别说明的是,第三种理解实际上是“会计信息含量研究”,检验的是某种信息公布后投资者是否对其有反应,其与第四种理解有本质的区别,而这种区别外在体现为研究者使用的股价计算区间的长短差异上。具体而言,人们想知道会计信息是否“有用”,因而产生了短窗口内的价值相关性事件研究,短窗口研究强调的是“信息传递观”,意在检验会计报表的披露在短期内对市场产生的影响,这构成了第三种理解的核心;而在基于第四种理解的长窗口价值相关性研究中,研究者并未着眼于短窗口内的会计数据信息传递,而是将目光集中在会计数据和股价在反映经济信息时的相关关系上 (Francis 和 Schipper, 1999)。

可以看到,许多我国会计数据价值相关性的研究遵循第四种理解的思路,即在长窗口中(通常是一年)探求会计信息和股票价格或回报的统计关系(例如黄志忠和白云霞, 2004; 李晓强, 2004; 赵春光, 2004; 邓传洲, 2005; 吴战篪等, 2009; 陆正飞和张会丽, 2009。更多的相关文献参见附录)。由于我国相关制度规定上市公司的会计报表最迟于 4 月 30 日披露,这些研究在长窗口内选取了 t 年 5 月 1 日至 $t+1$ 年 4 月 30 日的股价,与 t 年年报的会计数据配比,计算会计数据价值相关性。这种做法的内在逻辑却与上述第三种理解一致,认为会计数据是早于股价出现的信息来源,会计数据的价值相关性需要在报表披露后,经过股市一段时间的消化吸收才能充分反映出来。

由此可见,这些研究在按照第四种理解进行长窗口价值相关性计算的时候,虽然考虑到了第三种理解涉及到的“会计信息市场反应”观,却牺牲了在第四种理解里非常重要的 t 年 1 月到 4 月的股价信息。那么,采用 t 年 5 月 1 日至 $t+1$ 年 4 月 30 日的股价(以下称作跨年股价)与 t 年年报的会计数据配比计算出的价值相关性,是不是确实比采用 t 年 1 至 12 月股价(以下称作当年股价)配比计算出的更为相关?这是一个在前人研究中被默认得到肯定答案,却未被经验研究证实的问题。本文以此为切入点,以会计盈余的价值相关性作为研究对象,通过理论分析和经验检验寻求对该问题的解答。需要说明的是,本文下面讨论的价值相关性,均是在上述第四种理解的框架中进行的。

本文认为,基于第四种理解的价值相关性研究,内在逻辑便在于将会计数据和股价看成同一客观事实的两种替代变量,在这种观点下,会计数据传递信息的作用并非最为重要。因此,在第四种理解的框架下的长窗口价值相关性研究,为了第三种理解的“信息传递观”而牺牲 t 年 1 到 4 月的股价信息似乎显得舍本逐末,前人文献默认的“跨年股价比当年股价更具价值相关性”这一观点便受到了挑战。本文认为,在第四种理解的框架下,会计数据和股价是同一客观事实的两种替代变量,会计数据和股价各自的有效性(分别用会计报表的审计意见和公司股票的信息环境来代表),即这两个变量各自反映客观事实的能力共同决定了会计数据价值相关性的大小。按照此分析思路,本文认为当年股价比跨年股价更具价值相关性(假说 1),且会计数据和股价各自的有效性影响了这种差异的大小(假说 2)。实证分析

表明，在本文界定的高有效性组别中，按照当年股价计算的价值相关性回归方程 R^2 高达 0.431，这显著高于按跨年股价计算得到的 0.257；而在低有效性组别中，按照当年股价计算和跨年股价计算的价值相关性回归方程 R^2 分别只有 0.120 和 0.096，且差别的显著性减小。这些经验证据有力地支持了本文的假说。

本文的研究结论有重要的经济意义和实践价值。在美国，学术与实务界非常关注会计数据价值相关性的高低，且就如何提高价值相关性提出了诸多建议，例如通过修改会计准则、提高披露频率等方法使会计报表更充分、及时地反应客观事实（相关文献的评述可参见 Francis 和 Schipper, 1999）。在我国，会计数据价值相关性的高低同样十分重要，且时常被用作衡量会计准则有效性或会计质量（例如王跃堂等，2001；黄志忠和白云霞，2004；罗婷等，2008；朱凯等，2009；谭洪涛和蔡春，2009）。如果较低的价值相关性是不合适的计算方法所致，那么本文的发现可以帮助政策制定者和会计信息使用者对现有会计准则和会计信息质量做出更加准确的评价，减少计算方法带来的社会成本。事实上，自从 Ball 和 Brown（1968）的开创性论文发现了会计数据和股价“有”关系，确证了会计数据“有用”以来，很多学者都抱怨会计数据和股价的关系太弱了，会计数据没有想象中的那么“有用”，会计数据“不够有用”取代“会计无用论”成了困扰很多会计研究者的新话题。本文的研究可能从模型设定的角度为解释会计数据“不够有用”这一现象提供了一种新的思路，本文期待在未来更好的研究方法和模型设定下，会计数据能够在被 Ball 和 Brown（1968）证明为“有用”之后，进一步地被证明为“很有用”。

最后，本研究在理论和经验上对学界流行的研究方法进行了重新审视，有一定的学术贡献。本文在附录中列出了我国截至 2010 年以“价值相关性”为主题或关键词的实证会计研究文献¹。我们发现，在 48 篇文献中，有 31 篇涉及了股票回报的计算，这其中又有 25 篇采用了跨年股价来计算价值相关性。若这些文献按照本文建议的更为有效计算方法将当年股价纳入回归模型计算价值相关性，研究结论可能更具经济意义，且更为可靠。

本文余下部分的安排如下：第二部分为文献回顾与理论分析，第三部分提出研究假说，第四部分为数据描述与实证检验，第五部分提供了一些补充检验，第六部分为全文总结。

二、文献回顾与理论分析

本文认为，基于前文所述的第四种理解，会计数据和股价是同一客观事实的两种替代变量。首先，会计数据的生成来源于，至少部分来源于会计从业人员在制度、契约等因素的作用下，通过记账这一行为对标的物——会计主体客观事实²的描述和反映（参见 Watts 和 Zimmerman, 1986）。若会计数据所含的来自客观世界的信息更具相关性（Relevance）、更具忠实表述（Faithful Representation），我们便认为这样的会计数据有更高的“质量”³，也就是说会计数据更为“有效”。与此类似，股价的生成来源于，至少部分来源于股票交易者在信息、交易成本等因素的作用下，通过买卖这一行为对标的物——股票发行主体客观事实的描述和反应。若股价所含的来自客观世界的信息更为充分，我们便认为这样的股价更为“有效”（Fama, 1970）。由于在会计数据价值相关性的研究框架下，会计主体和股票发行主体是重叠的，为了方便，本文将其称作经济主体。由此，该经济主体对应的会计数据和股价必然是同一客观事实的两种反映，亦即会计数据和股价是同一客观事实的两种替代变量：这正是本文的基本判断⁴。在此判断的基础上，结合会计数据和股价各自的有效性，便可以更好地理解会计数据价值相关性的有关问题。

本文认为，会计数据和股价的有效性在一定程度上都是存在的，且是这两种数据集反映客观事实的驱动因素。在通常的会计数据价值相关性的研究中（例如 Easton 和 Harris, 1991），研究者把股价的有效性看作是存在且给定的，这是这些研究用会计数据价值相关性来评判会计数据是否具有高质量（是否有效）的基本前提。事实上，若会计数据和股价是同一客观事

物的两种替代变量，那么是否将会计数据的有效性或股价的有效性看作存在且给定的，完全取决于研究的需要：若要研究股市是否有效，是否存在与有效市场相悖的各种异象，研究人员就会将会计数据看作有效了——这正是我们在相关研究中看到的，例如 Sloan（1996）。

那么，会计数据价值相关性是什么，其生成的原因又是什么，上述“有效性”在价值相关性生成过程中扮演了什么样的角色？本文以我国会计数据价值相关性计算中股价日期的选择作为切入点对这三个问题展开分析。如前所述，我国相关制度规定上市公司的会计报表最迟于4月30日披露，而许多会计数据价值相关性的研究将股票市场数据的截止日选定在4月30日。这无异于认为市场对会计数据的反应需要一段时间的吸收和消化，其隐含的逻辑是会计数据是因，股价是会计数据作用于股票市场的果。事实上，无论是从现有文献或理论分析来看，这种看法都显得片面，且无法就上述三个问题给出令人信服的答案。

从现有文献来看，除了将会计数据看成是股价解释变量的会计数据价值相关性的文献，例如 Easton 和 Harris（1991），还有将股价看成是会计数据解释变量的所谓“反向价值相关性”的文献，例如 Beaver 等（1987）。Beaver 等（1997）对上述两种文献都进行了回顾和总结，且认为“盈余和股价可以表现得像是内生决定的那样，因为它们同时被难以详细界定的信息所影响”，并为这种“内生决定”提供了经验证据。这与本文对会计数据和股价同为客观事实的两种替代变量的判断基本一致。

从理论分析来看，会计数据向股市传递了信息。但应当看到，这种信息传递的本质在于会计数据里包含了来自客观世界的信息，是会计数据所包含的这些客观信息，而不是会计数据本身改变了股市参与者的交易行为，进而改变了股价。进一步地，这种会计数据向股价的信息传递也不是单向的。会计数据向股价的信息传递说明会计数据含有股票市场参与者所不知道的来自客观世界的信息，与此相对，若股价含有会计报表的编制者所不知道的来自客观世界的信息，股价同样会向管理人员传递信息，改变会计报表编制者的行为，进而改变会计数据。已有的研究也证实了这种现象的存在，例如 Markovitch 等（2005）、Luo（2005）以及 Chen 等（2007）。

因此，对会计数据与股价谁因谁果的讨论显得片面，在因果关系不清的情况下，很难清晰界定会计数据价值相关性是什么，以及会计数据与股价各自的有效性在会计数据价值相关性生成过程中扮演的角色。如果按照本文的理解，即会计数据和股价为同一客观事实的两种替代变量，容易得到会计数据和股价在一定程度上是由同一客观事实内生决定的，而内生决定的这两种数据集间必然有某种程度上的关系，这便形成了会计数据价值相关性。所以归根结底，客观事实是因，会计数据和股价都是果，会计数据和股价的有效性在一定程度上的存在，便是这种由因至果的驱动因素⁵。进一步地，会计数据价值相关性，应当是会计数据和股价在反映同一客观事实时的重合程度，这种重合程度的大小，取决于会计数据和股价各自反映客观事实的能力，即其各自的有效性。

三、研究假说

我国特殊的制度背景为本文的观点提供了实证检验的机会。如前所述，我国有很大部分研究会计数据价值相关性的文献都将股票市场数据的截止日选定在了4月30日，由此形成了t年1月1日到12月31日的会计区间和t年5月1日到t+1年4月30日的股价区间，并将此两区间内的会计数据和股价进行配比，以计算会计数据的价值相关性。这种做法似乎日渐成为一种被默认的标准研究方法。这些文献这样做的理由是我国相关制度规定上市公司的会计报表最迟于4月30日披露，而在“常识”里，市场对会计数据的反应需要一段时间的吸收和消化，由此以4月30日作为市场对会计数据反应的截止日，就显得合乎这种“常识”。

然而，本文并未发现有文献研究过股价日期选择导致的会计报表价值相关性的差异，上述“常识”并未得到经验证据的支持。事实上，早期研究如Ball和Brown（1968）就已经发现，长窗口内的股价和会计数字的相关关系来自于信息传递乃至公告后漂移的部分远远小于

会计信息公布前会计数字和股价共同反映客观经济事实的部分。其他文献如Beaver (1968) 和Bernard和Thomas (1990) 都发现了盈余公告的这种相对较低的信息含量。近期的文献如Ball和Shivakumar (2008) 更是发现, 四个季度的会计季报在其披露时向股票市场传递的信息加起来只占到年度股市总信息的 5%-9%, 这充分说明了在长窗口股票回报中会计报表的“信息传递”效应所占比重非常小。由此, 新老研究的发现连同Francis和Schipper (1999) 的总结都说明, 在长窗口内, 第三种价值相关性解释强调的会计数据向股市传递信息的效力弱于第四种解释, 会计数据和股价的关系更多地表现为同步前进的关联关系⁶, 而非会计数据披露对股价的信息传递。如果学者选择了长窗口来做价值相关性研究, 他们研究的就应当不是会计数据的信息传递问题, 而是会计数字和股价共同反映客观经济事实的问题, 他们就有理由选择当年而非跨年的股价时间窗口来与其研究问题相契合。

若这种推断正确, 即会计数据和股价是同一客观事实的两种替代变量, 会计数据价值相关性, 实际上是会计数据和股价反映同一客观事实时的重合程度, 那么将跨年股价、当年股价分别与当年会计数据配比计算价值相关性, 其相同点便在于两种方法都度量了 t 年 5 到 12 月的股票价格与 t 年全年会计数据在反映客观事实时的重合程度。而两种价值相关性算法的差异, 便来源于 t 年 1 到 4 月的股票价格和 $t+1$ 年 1 到 4 月的股票价格与 t 年全年会计数据在反映客观事实时的重合程度差异。如前所述, 会计数据和股价的有效性总在一定程度上存在, 且在长窗口内第三种解释的效力小于第四种解释, 那么 t 年 1 到 4 月的股价 (包含在当年股价中) 与 t 年全年会计数据在反映客观事实时的重合程度, 应当大于 $t+1$ 年 1 到 4 月的股价 (包含在跨年股价中) 与 t 年全年会计数据的重合程度, 由此可得:

假说 1: t 年 1 月 1 日到 12 月 31 日的股票价格 (当年股价) 比 t 年 5 月 1 日到 $t+1$ 年 4 月 30 日的股票价格 (跨年股价) 更具价值相关性。

在本文的框架下, 会计数据和股价自身的有效性增加都会提高会计数据的价值相关性。这是因为, 会计数据和股价的有效性代表了其各自反映客观事实的能力, 一旦会计数据价值相关性关系中的一方——会计数据或股价——反映客观事实的能力更高, 在其他条件不变的情况下, 其与同样反映了客观事实的另一方的关系应当更强, 这便表现为会计数据价值相关性的提高。

进一步地, 会计数据和股票价格的有效性直接决定了假说 1 中按照当年股价和跨年股价计算出的价值相关性的差异。具体而言, 给定会计数据的有效性, 在股价更加有效的情况下, t 年 1 到 4 月的股价更为充分地反映了 t 年 1 到 4 月这段时期内经济主体的客观事实, 因而与 t 年的会计数据重合度更强; 与此同时, $t+1$ 年 1 到 4 月的股价则更加充分反映了经济主体 $t+1$ 年 1 到 4 月的客观事实。虽然 $t+1$ 年 1 到 4 月的股价也包含由于 t 年的会计报表公布而向市场传递的信息, 但由于股价有效性的增强, t 年的会计报表所包含的客观事实信息会更多地在 t 年的股价中较为及时地反映, 这导致会计报表公布当日的市场反应更小。由此, t 年 1 到 4 月股价反映 t 年经济主体客观事实的能力增强, $t+1$ 年 1 到 4 月股价对 t 年会计报表公布的增量反应更小, 这使得前述第三种解释的效力更加地小于第四种解释, 最终导致了假说 1 的现象更加突出。

另一方面, 给定股价的有效性, 在会计数据更为有效的情况下, t 年的会计数据更能及时、准确地反映客观事实, 因而其与 t 年 1 到 4 月股价在反映同期客观事实时的重合程度更大, 这使得其与当期股价的关系更多地受前述第四种解释主导; 同时, t 年会计报表在披露时向 $t+1$ 年 1 到 4 月股价传递的会计信息更多, 这使得其与跨期股价的关系更多地受前述第三种解释的主导。如前所述, 在长窗口中, 第四种解释的效应大于第三种解释, 因而会计数据有效性的上升使得当年股价与跨年股价的价值相关性差异 (即假说 1 的现象) 更多地体现出来。最后, 其他条件不变, 如果会计数据和股价各自都更为有效, 前述按照跨年股价和当年股价计算出的价值相关性的差距应达到最大。由此可得:

假说 2a: 会计数据有效性更强时, 假说 1 的现象 (当年股价比跨年股价更具价值相关性) 更加突出。

假说 2b: 股价有效性更强时, 假说 1 的现象更加突出。

假说 2c: 会计数据和股价有效性都更强时, 假说 1 的现象最为突出。

四、数据与检验

本文采用了 2007 年到 2009 年的数据, 对上述假设进行验证, 数据来源于 Wind 和 CSMAR 数据库。之所以选择这三年, 是因为我国财政部在 2006 年颁布了于 2007 年施行的《企业会计准则》, 采用 2007 年到 2009 年的数据可以消除会计准则不同带来的对会计报表价值相关性的潜在影响⁷。为了利于研究分析, 本文选取了只在我国 A 股市场上市的非金融业、非 ST 的公司。因为在 B, H 股上市以及海外上市的公司应遵循相应的国际会计准则和证券监管机构要求进行相关披露, 剔除这些公司有利于消除制度不同带来的价值相关性差异。金融业的会计报表比较特殊, ST 公司的会计报表被普遍认为有很多噪音, 因此本文剔除这些不利于对会计报表价值相关性进行研究的公司。在剔除缺失值后, 本文的公司样本数在 2007-2009 年分别为 1191, 1262, 1365 家。本文对各变量首尾 1% 的极值进行了 Winsorize 处理。相关变量定义如表 1 所示。

表 1. 变量定义

符号	变量描述
EPS_{it}/P_{it}	公司 i 在财务年度 t 年的基本每股收益, 除以 t 年第一个交易日的每股价格。
R_{it}	“当年回报率”, 即在财务年度 t 年间购入并持有公司 i 股票的回报率, 后复权。
$R_{it-April30}$	“跨年回报率”, 即在财务年度 t 年 5 月 1 日至财务年度 t+1 年 4 月 30 日期间购入并持有公司 i 股票的回报率, 后复权。
$EPS_{it-March31}/P_{it-April1}$	公司 i 在财务年度 t 年的每股收益, 减去 t 年第一季度的每股收益, 加上 t+1 年第一季度的每股收益, 除以 t 年 4 月第一个交易日的每股价格。

数据来源: WIND 数据库

混合样本的描述性统计如表 2。

表 2. 变量描述性统计

	用于方程 (1)、(2) 的样本			用于方程 (3)、(4) 的样本		
	EPS_{it}/P_{it}	R_{it}	$R_{it-April30}$	EPS_{it}/P_{it}	$EPS_{it-March31}/P_{it-April1}$	$R_{it-April30}$
观测数	3818	3818	3818	1661	1661	1661
标准差	0.057849	1.452074	0.615147	0.055029	0.038457	0.535407
平均值	0.031254	0.891034	0.148865	0.030261	0.022404	0.1613053
最小值	-0.64714	-0.86944	-0.66837	-0.64714	-0.45459	-0.668365
p25	0.010335	-0.49729	-0.22056	0.009652	0.008016	-0.213394
p50	0.023367	0.91117	0.022479	0.022852	0.020012	0.04314
p75	0.046139	1.670956	0.384497	0.045625	0.034312	0.43771
最大值	1.520833	21.52632	15.42105	1.006944	0.39963	8.535743

数据来源: WIND 数据库

本文采用针对当年股价和跨年股价两种股票回报, 构建价值相关性回归方程, 用分年和混合样本对相关假说进行检验。我们参考 Dhaliwal 等 (1999) 的方法, 构建如下回归模型:

$$EPS_{it}/P_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$EPS_{it}/P_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{it-April30} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

方程 (1)、(2) 是反向价值相关性模型, 这样的模型构建便于本文采用 Vuong Test 比较 (1)、(2) 回归方程的 R^2 , 即当年股价与跨年股价对当年会计数字的解释能力。本本期

待发现，当年股价较前人文献中常用的跨年股价对当年会计数字的解释能力更强，表现在统计上，便是方程（1）的 R^2 显著大于方程（2）的 R^2 ，Vuong Test提供了这种比较方法。由此，若假说1成立，即当年股价比跨年股价更具价值相关性，回归方程（1）、（2）的Vuong Z-Statistic应当显著为正。分年和混合样本的回归结果如表3。

表3. 假说1的检验

因变量:	2007年		2008年		2009年		三年混合	
EPS _{it} /P _{it}	方程(1)	方程(2)	方程(1)	方程(2)	方程(1)	方程(2)	方程(1)	方程(2)
R _{it}	0.0131*** (13.290)		0.0305*** (10.710)		0.0172*** (12.060)		0.0145*** (21.350)	
R _{it-April30}	0.0227*** (8.097)		0.0129*** (6.526)		0.0104*** (3.604)		0.0161*** (10.400)	
控制年							控制	控制
Constant	0.0185*** (8.454)	0.0418*** (31.850)	0.0286*** (16.880)	0.0130*** (21.380)	0.0162*** (7.040)	0.0351*** (18.980)	0.0162*** (9.966)	0.0421*** (37.890)
Observations	1191	1191	1261	1261	1365	1365	3818	3818
R-squared	0.129	0.052	0.084	0.032	0.096	0.009	0.21	0.14
Vuong Z-Statistic	3.2888***		3.1054***		4.9423***		6.5251***	
p-value	0.001		0.0019		0		0	

括号内是t值，所有连续变量都经过了1%水平的winsorize处理，*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源：WIND数据库

由表3可见，在2007-2009年的分年和混合回归样本中，回归方程（1）的 R^2 都显著大于回归方程（2）的 R^2 ，这表现为Vuong Z-Statistic都显著为正⁸。这证实了假说1，即当年股价比跨年股价更具价值相关性。

为了验证假说2a，本文用审计师性质及审计意见代表会计数据的有效性。根据前人的研究，高质量的审计师出具的标准无保留意见可以印证会计数据反映客观事实的能力更强，亦即意味着其与会计数据的有效性正相关（Francis等，1999）。由此，本文依据审计师事务所性质和审计意见类型，将混合样本分为三组。若公司审计意见为标准无保留意见，且意见为国际四大或2007-2009年均国内十大事务所出具，本文认为其会计报表为强有效性，将此观测归为第1组；若审计意见为标准无保留意见，且为国际四大和国内十大之外的事务所出具，本文认为其会计报表为普通有效性，将此观测归为第2组；若审计意见为非标准意见，本文认为其会计报表为弱有效性，将此观测归为第3组。

通过按照方程（1）、（2）的分组回归和组间比较，就可以对假说2a进行检验。若假说2a成立，即在会计报表有效性更高时，当年股价比跨年股价更具价值相关性的现象更加突出，那么回归方程（1）、（2）的Vuong Z-Statistic的显著性在国际四大或国内十大审计师出具了标准无保留意见的第1组内应当最高，第2组次之，在第3组达到最低值。相关回归结果见表4。

表4. 假说2a的检验——按照审计师和审计意见分组

因变量:	高会计质量		普通会计质量		低会计质量	
EPS _{it} /P _{it}	方程(1)	方程(2)	方程(1)	方程(2)	方程(1)	方程(2)
R _{it}	0.0179*** (17.19)		0.0135*** (15.57)		0.00867 (1.09)	
R _{it-April30}	0.0193*** (7.943)		0.0155*** (7.926)		0.000309 (0.0345)	

控制年	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.0146*** (5.919)	0.0456*** (26.09)	0.0170*** (8.339)	0.0414*** (30.31)	0.0291 (1.253)	0.0466*** (2.759)
Observations	1544	1544	2100	2100	174	174
R-squared	0.268	0.162	0.221	0.156	0.033	0.026
Vuong Z-Statistic	5.2702***		4.5986***		0.8374	
p-value	0		0		0.4024	

括号内是 t 值,所有连续变量都经过了 1%水平的 winsorize 处理,*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源: WIND 数据库

本文将上述回归结果绘制成图 1。容易看到,公司会计有效性越高时,会计数字与股价数字的价值相关性越高,这表现在“好”的意见由高质量的事务所发出的、会计有效性最高的第 1 组回归的 R^2 最高,第 2 组次之,第 3 组最低,这之前的推论一致,即当会计数据更加有效时,会计数据价值相关性更高。进一步地,回归方程(1)、(2)的Vuong Z-Statistic 在第 1 组中达到最大,且最为显著,在第 2 组次之,在第 3 组降至最低且不显著,这就验证了假说 2a。

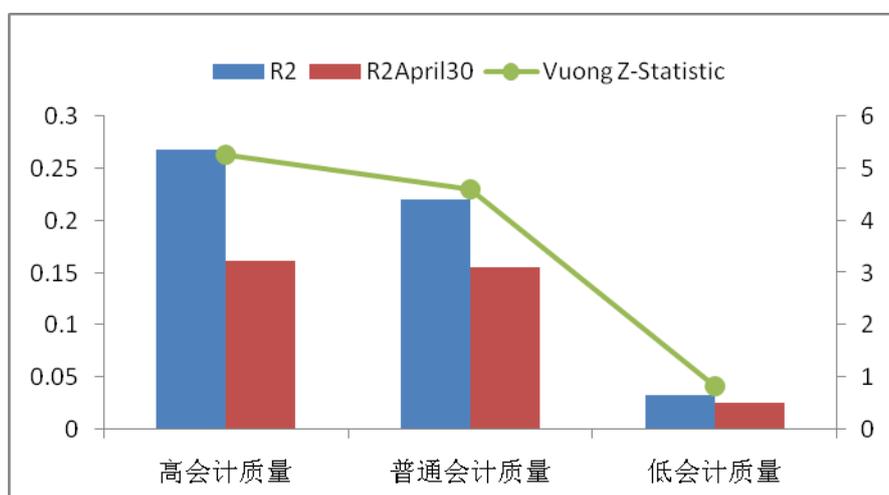


图 1. 假说 2a 的检验——按照审计师事务所性质和审计意见类型分组

进一步地,本文分别用评级机构家数和分析师跟踪数代表股价的有效性,以验证假说 2b。本文认为,一家公司的分析师跟踪数越多,其所处信息环境越好,而良好的信息环境可以提高股价反映客观事实的能力,亦即增强股价的有效性(参见 Brennan 等, 1993; Brennan 和 Subrahmanyam, 1995; Gleason 和 Lee, 2003), 评级机构家数的效应应当与之相似。评级机构家数数据来自 Wind 数据库, 分析师跟踪数数据来自 CSMAR 数据库。

在混合数据中,本文按照三年平均评级机构家数和分析师跟踪数,分别将样本平均分为五组,评级机构家数和分析师跟踪数最多的为第一组,最少的为第五组。通过按照方程(1)、(2)的分组回归和组间比较,就可以对假说 2b 进行检验。若假说 2b 成立,即当股价更有效时,当年股价比跨年股价更具价值相关性的现象更加突出,那么回归方程(1)、(2)的Vuong Z-Statistic 的显著性在评级机构家数和分析师跟踪数最高的第 1 组内应当最高,并逐渐在第 5 组内下降到最低值。按照评级机构家数和分析师跟踪数分组的回归结果分别由表 5、表 6 列出。

表 5. 假说 2b 的检验——按照评级机构家数从多到少分组

因变量:	第 1 组		第 2 组		第 3 组		第 4 组		第 5 组	
EPS _{it} /P _{it}	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)
R _{it}	0.0222***		0.0193***		0.0168***		0.00746***		0.00713***	

	(18.160)		(15.030)		(10.480)		(4.976)		(4.214)	
R _{it-April30}	0.0153***		0.0185***		0.0105***		0.0101***		0.0106***	
	(5.187)		(5.790)		(2.682)		(2.875)		(3.057)	
控制年	控制									
Constant	0.0170***	0.0542***	0.0207***	0.0532***	0.00816**	0.0379***	0.0179***	0.0313***	0.0142***	0.0297***
	(5.932)	(24.700)	(6.779)	(22.930)	(2.126)	(13.760)	(5.347)	(13.520)	(3.167)	(10.350)
Observations	763	763	764	764	764	764	764	764	763	763
R-squared	0.46	0.252	0.363	0.209	0.217	0.113	0.106	0.087	0.089	0.08
Vuong	6.3581***		5.2974***		4.0983***		1.4975		0.8697	
Z-Statistic										
p-value	0		0		0		0.1343		0.3845	

括号内是 t 值，所有连续变量都经过了 1%水平的 winsorize 处理，*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源：WIND 数据库

表 6. 假说 2b 的检验——按照分析师跟踪数从多到少分组

因变量:	第 1 组		第 2 组		第 3 组		第 4 组		第 5 组	
EPS _{it} /P _{it}	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)
R _{it}	0.0180***		0.0211***		0.0182***		0.00988***		0.00687***	
	(15.640)		(16.090)		(13.480)		(5.619)		(3.822)	
R _{it-April30}	0.0135***		0.0219***		0.0219***		0.00261		0.00723*	
	(4.932)		(6.715)		(6.467)		(0.737)		(1.779)	
控制年	控制	控制	控制	控制						
Constant	0.0213***	0.0505***	0.0175***	0.0519***	0.0137***	0.0478***	0.00768**	0.0247***	0.0167***	0.0313***
	(7.778)	(23.650)	(5.756)	(22.040)	(4.165)	(20.540)	(2.033)	(10.330)	(3.434)	(9.533)
Observations	763	763	764	764	764	764	764	764	763	763
R-squared	0.39	0.218	0.387	0.224	0.3	0.178	0.107	0.071	0.079	0.066
Vuong	5.5796***		4.6896***		4.1838***		2.1933**		1.3774	
Z-Statistic										
p-value	0		0		0		0.0283		0.1684	

括号内是 t 值，所有连续变量都经过了 1%水平的 winsorize 处理，*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源：WIND 数据库，CSMAR 数据库

本文将上述回归结果绘制成图 2 和图 3。容易看到，无论是按照评级机构家数或是分析师跟踪数（代替股价有效性）对样本分组，回归方程（1）、（2）的R²均在股价有效性最强的第 1 组中达到最大，且随着股价有效性的减弱在第 5 组降至最低，这与之前的推论一致，即信息环境越好，股价数字越为有效，会计数字与股价数字的价值相关性越高。进一步地，回归方程（1）、（2）的Vuong Z-Statistic均在股价有效性最高的第 1 组中达到最大，且最为显著，随着股价有效性的减弱，Vuong Z-Statistic逐步下降，在第 5 组降至最低且不显著，这就验证了假说 2b。

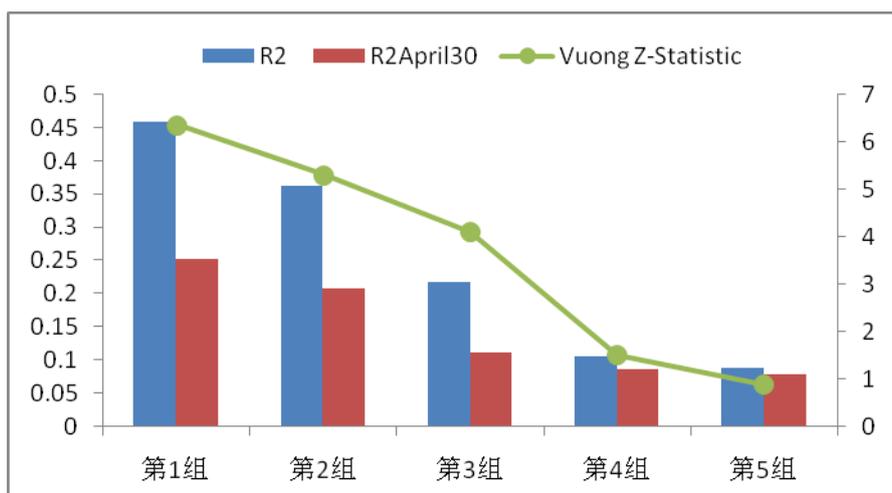


图 2. 假说 2b 的检验——按照评级机构家数从多到少分组

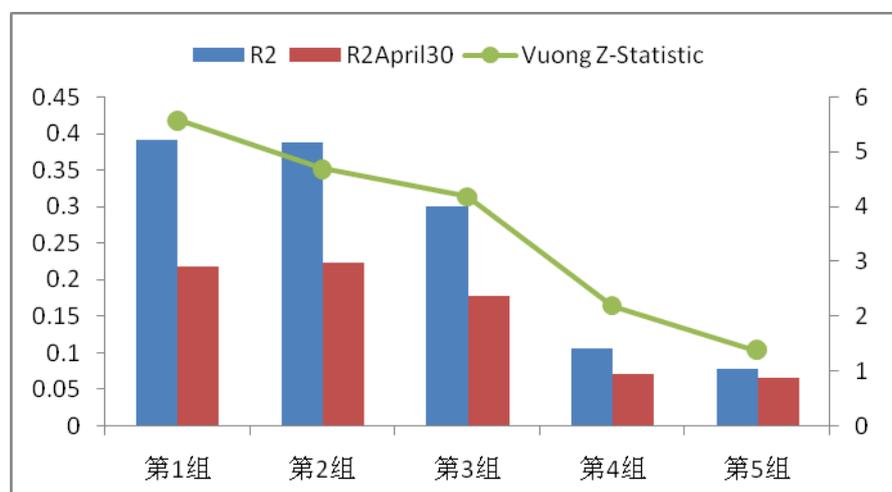


图 3. 假说 2b 的检验——按照分析师跟踪数从多到少分组

最后，本文采用综合打分的方法来验证假说 2c，即会计数据和股价有效性都更强时，当年股价比去年股价更具价值相关性。若公司三年平均评级机构家数和分析师跟踪人数都大于中位数，取 1 分，否则取 0 分；若公司当年会计报表为国际四大或国内十大事务所审计，且被出具了标准无保留意见，取 1 分，否则取 0 分。由此得到 2、1、0 三种分数，按照此分数从高到低对样本分组即可综合评定样本的股价数字与会计数字的有效性。若假说 2c 成立，可以看到在综合有效性最强的第 1 组中方程（1）、（2）的 Vuong Z-Statistic 最高，且随着综合有效性的减弱逐渐降低，Vuong Z-Statistic 在第 3 组达到最低值。相关检验结果见表 7。

表 7. 假说 2c 的检验——按照会计数字和股价数字的综合有效性评分分组

因变量:	第 1 组		第 2 组		第 3 组	
EPS_{it}/P_{it}	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)
R_{it}	0.0213*** (17.460)		0.0150*** (14.55)		0.00893*** (7.352)	
$R_{it-April30}$		0.0226*** (7.366)		0.0125*** (5.468)		0.0123*** (4.318)
控制年	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.0185*** (6.083)	0.0546*** (23.32)	0.0165*** (6.993)	0.0419*** (25.19)	0.0153*** (5.094)	0.0333*** (17.16)

Observations	773	773	1777	1777	1268	1268
R-squared	0.431	0.257	0.205	0.125	0.120	0.096
Vuong Z-Statistic	5.5549***		4.9935***		2.056**	
p-value	0		0		0.0398	

括号内是 t 值, 所有连续变量都经过了 1% 水平的 winsorize 处理, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源: WIND 数据库, CSMAR 数据库

将表 7 的结果绘成图 4 后, 可以直观地看出, 随着会计数字和股价数字综合有效性的下降, 回归方程 (1)、(2) 的 R^2 也从第 1 组的 0.43、0.26 逐渐下降到了第 3 组的 0.12、0.096, 这与前述分析一致, 即会计数据和股价有效性都更强时, 会计数字与股价数字的价值相关性最高。同样可以看到回归方程 (1)、(2) 的 Vuong Z-Statistic 遵循了稳步下降的规律, 从第 1 组回归的 5.5549 逐渐下降到了第 3 组回归的 2.056, 这符合假说 2c 的预期, 即会计数据和股价有效性都更强时, 当年股价比跨年股价更具价值相关性。

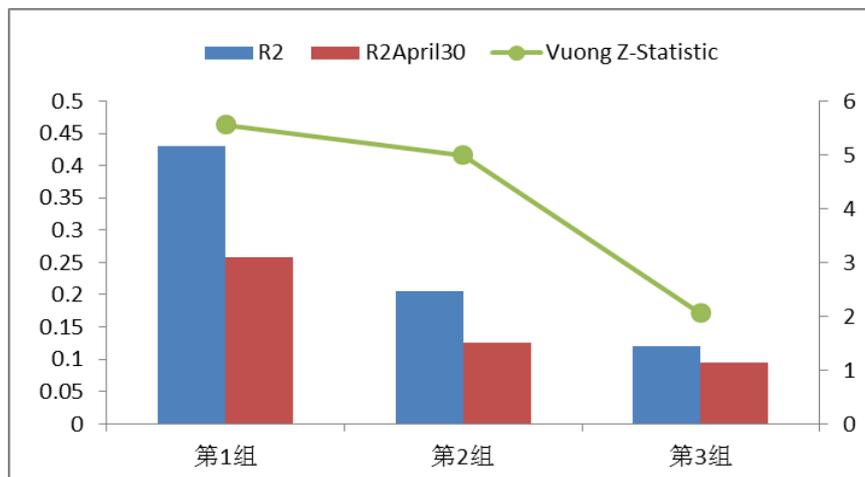


图 4. 假说 2c 的检验——按照会计数字和股价数字的综合有效性评分分组

五、补充检验

本文的发现可能受到业绩预告(预警)的影响。即在不考虑业绩预告的情况下, 前人研究中常用的跨年股价确实比当年股价更具价值相关性, 但是因为业绩预告在年前披露, 那么市场有足够的时间在年前消化相关信息。因此, 可能是当年的业绩预告导致当年股价已经包含了同期的会计信息, 因而较跨年股价而言具有更高的价值相关性。

为控制这种可能性, 本文将研究样本分为三组: 年前(1月1日以前)披露业绩预告组、年后(1月1日及以后)披露业绩预告组和未披露业绩预告组, 分别考察其当年股价和跨年股价的价值相关性。若假设 1 描述的现象, 即当年股价比跨年股价更具价值相关性是由业绩预告引起, 若不考虑业绩预告, 跨年股价还是更具价值相关性, 则应该有: 年前披露业绩预告组的当年股价比跨年股价更具价值相关性; 年后披露业绩预告组的跨年股价比当年股价更具价值相关性; 未披露业绩预告组的跨年股价比当年股价更具价值相关性。用方程 (1)、(2) 回归的检验结果如表 8。

表 8. 补充检验——控制业绩预告披露

因变量:	年前披露业绩预告		年后披露业绩预告		未披露业绩预告	
EPS _{it} /P _{it}	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)
R _{it}	0.0181***		0.0187***		0.00769***	
	(14.560)		(11.890)		(9.741)	

$R_{it-April30}$		0.0225*** (6.430)		0.0176*** (5.653)		0.00761*** (4.883)
控制年	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.0159*** (5.360)	0.0472*** (21.680)	0.00431 (0.984)	0.0427*** (14.700)	0.0248*** (15.230)	0.0373*** (36.150)
Observations	1027	1027	1251	1251	1540	1540
R-squared	0.248	0.127	0.19	0.121	0.255	0.221
Vuong Z-Statistic		4.1789		4.1689		3.0351
p-value		0		0		0.0024

括号内是 t 值，所有连续变量都经过了 1% 水平的 winsorize 处理，*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源：WIND 数据库

可以看到，在每一种分组中，当年股价都比跨年股价更具价值相关性，表现在三组回归的 Vuong Z-Statistic 都显著为正，这说明业绩预告对本文的研究结果并无显著影响。

进一步地，本文注意到，若假说 1 的推导成立，那么前人研究常用的 t 年 5 月 1 日到 t+1 年 4 月 30 日的价格不应当与 t 年 1 月 1 日到 12 月 31 日的会计数据更相关，而是与其同期的会计数据更相关。由于 t 年 5 月 1 日到 t+1 年 4 月 30 日的会计数据无法观察，本文利用 t 年一季和 t+1 年一季的季报，构造 t 年 4 月 1 日到 t+1 年 3 月 31 日的会计数据，来与 t 年 5 月 1 日到 t+1 年 4 月 30 日的跨期股票价格配比，并称其为跨期会计数据。本文期待发现，前人研究常用的 t 到 t+1 年跨期的股票价格实际上是与跨期的会计数据更相关，而非与 t 年完整年度的当年会计数据更相关。相关回归方程设计如下：

$$R_{it-April30} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/P_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$R_{it-April30} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it-March31}/P_{it-April1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

若回归方程 (3) 的 R^2 显著小于方程 (4)，说明跨期股价与经季报调整的跨期会计数据的相关性高于与当年会计数据的相关性。分年和混合样本检验结果如下：

表 9. 补充检验——引入跨期会计数据

因变量：	2007 年		2008 年		2009 年		三年混合	
$R_{it-April30}$	方程 (3)	方程 (4)	方程 (3)	方程 (4)	方程 (3)	方程 (4)	方程 (3)	方程 (4)
EPS_{it}/P_{it}	1.715*** (3.686)		1.193* (1.908)		1.112*** (-3.031)		1.567*** (6.298)	
$EPS_{it-March31}/P_{it-April1}$		4.487*** (6.847)		1.977*** (3.983)		2.258*** (4.77)		3.333*** (10.50)
控制年							控制	控制
Constant	-0.030 (-1.031)	-0.078*** (-2.837)	-0.150*** (-11.20)	-0.159*** (-12.33)	0.470*** (21.63)	0.445*** (20.73)	-0.038* (-1.916)	-0.062*** (-3.321)
Observations	477	477	568	568	616	616	1661	1661
R-squared	0.028	0.090	0.006	0.027	0.015	0.036	0.380	0.405
Vuong Z-Statistic		-1.7468		-2.9435		-1.8055		-4.3348
p-value		0.0807		0.0032		0.071		0

括号内是 t 值，所有连续变量都经过了 1% 水平的 winsorize 处理，*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源：WIND 数据库

由此可见，在分年和混合样本中， t 到 $t+1$ 年的跨期会计数据都比 t 年完整年度的会计数据更与跨年股价相关，表现在分年和混合样本检验的 Vuong Z-Statistic 都显著为负。这从侧面验证了假设 1 推导的合理性。

最后，本文延长了样本选择区间，将 2001 年-2006 年的数据纳入到研究模型中来，相关回归结果见表 10 所示⁹，可见在 2001 年-2006 年样本和 2001 年-2009 年样本中，当年股价都比跨年股价更具价值相关性，这与本文的预期一致，样本区间的不同选择没有对本文的研究结果造成影响。

表 10. 补充检验——延长样本区间

因变量:	2001 年-2006 年		2001 年-2009 年	
EPS _{it} /P _{it}	方程 (1)	方程 (2)	方程 (1)	方程 (2)
R _{it}	0.000349*** (20.35)		0.000202*** (26.68)	
R _{it-April30}		6.73e-05*** (6.517)		8.64e-05*** (10)
控制年	0.0166*** (9.465)	0.0105*** (5.866)	0.0135*** (8.494)	0.0108*** (6.613)
Constant	控制	控制	控制	控制
Observations	5719	5719	9537	9537
R-squared	0.094	0.035	0.137	0.083
Vuong Z-Statistic	8.0841		10.0548	
p-value	0		0	

括号内是 t 值，所有连续变量都经过了 1% 水平的 winsorize 处理，*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1
数据来源：WIND 数据库

六、结论

本文通过对会计数据价值相关性文献的回顾与分析，认为在 Francis 和 Schipper (1999) 总结的第四种解释下，在长窗口内，会计数据价值相关性是会计数据和股价在反映同一客观事实时的重合程度。而这种重合程度的大小，取决于会计数据和股价各自反映客观事实的能力，即其各自的有效性。结合上述分析，针对我国相关研究中将 $t+1$ 年 4 月 30 日作为股价截止日计算会计数据价值相关性的现象，本文以会计盈余的价值相关性作为研究对象，考察了会计数据、股价各自的有效性以及股价日期时间选择对会计数据价值相关性的影响。

本文的贡献

¹此处检索的学术期刊有：《经济研究》、《管理世界》、《财经研究》、《会计研究》、《审计研究》、《金融研究》、《中国会计评论》、《中国会计与财务研究》。

²客观事实应当包括会计主体的经济资源、对会计主体的索取权以及各种业务、事件在改变上述经济资源和索取权时的效应。参见 FASB, 2010, Statement of Financial Accounting Concepts No. 8, Conceptual Framework for Financial Reporting, 第一章, OB12。

³参见 FASB, 2010, Statement of Financial Accounting Concepts No. 8, Conceptual Framework for Financial Reporting, 第三章, QC5。

⁴需要说明的是，本文所说的“客观事实”包括未来现金流的贴现，也包括很多难以被明确分离出的影响因素。我们的看法与 Beaver 等 (1997) 是完全类似的。Beaver 等 (1997) 认为，会计盈余和股价二者间的关系是会计研究者着力研究的话题之一，前人研究这两者关系的模型可以被分为用会计盈余作为自变量的价值相关性模型和用股票价格作为自变量的反向价值相关性模型（研究股票价格的信息含量）。Beaver 等 (1997) 在此基础上提出一种新的思路：一方面，会计盈余和股价变化各自被不影响另一方的因素决定，这强调了会计信息和股价反映客观事实存在不重合部分；另一方面，会计盈余和股价变化还被一些难以清晰界定的信息因素同时决定，这强调了会计信息和股价反映客观事实的重合部分，而这一重合部分的“事实”可能是难以界定和观察的。

⁵由此还可以推断，在其他因素不变的情况下，如果一家公司的会计数字被保留在公司内部，永不对外披露，其在公开市场上交易的股价数字仍然会与公司内部的会计数字有关系，因为一个有效的股票市场会有足够的信息搜集者和加工者将一定程度的公司客观事实反映到其交易行为中，由此产生的股价数字必然与同样在一定程度上反映客观事实的，保留在公司内部的会计数字有某种程度的关联。

⁶即在会计报表生成，且并未公开披露的同时，股票价格以很大的相关性同期生成。这种同步前进可以归因于同期内客观事实的发展，而客观事实的发展又在具有一定有效性的会计报表编制过程和股票价格生成过程中同步体现出来。

⁷我们也用 2001-2006 年的数据做了稳健性检验，具体请见本文“补充检验”部分。

⁸不控制年份效应的三年混合样本检验结果与表 3 十分类似。

⁹不控制年度效应的检验结果亦与表 10 非常相似。

在于第一次从理论分析和实证检验的角度正式探讨了我国会计数据价值相关性计算中的股价日期选择问题，有着重要的经济意义和实践价值。作为对相关研究问题的补充和完善，本文还进一步分析了前述不同股价日期选择带来的价值相关性差异的影响因素。具体而言，将 t 年 12 月 31 日作为股价计算截止日的当年股价比将 $t+1$ 年 4 月 30 日作为股价计算截止日的跨年股价更具价值相关性（假说 1），且会计数据和股价各自的有效性影响了这种差异的大小（假说 2）。本文为上述假说提供了一定的经验证据。

附录：相关文献汇总表

作者	发表年份	题名	期刊	是否在长窗口中用股票回报衡量价值相关性	股价区间
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	是	t 年年报公布后的次月至 t+1 年年报公布月
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	否	
孙铮、李增泉	2001	收益指标价值相关性实证研究	中国会计与财务研究	是	t 年年报公布后 30 个交易日至 t+1 年年报公布后 30 个交易日
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	否	
王震、刘力	2003	困境公司价值相关性研究	管理世界	否	
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	是	t 年
胡志勇	2004	国有资本金绩效评价体系的价值相关性	会计研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
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	会计研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
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	是	t 年 4 月 30 日至 t+1 年 4 月 30 日
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	是	t 年 4 月 30 日至 t+1 年 4 月 30 日
刘峰、吴风、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	是	t 年
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	是	t 年 4 月 30 日至 t+1 年 4 月 30 日
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	是	t 年 4 月 30 日至 t+1 年 4 月 30 日
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	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
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	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
陈玉清、马丽	2005	我国上市公司社会责任会计信息	会计研究	否	

丽		市场反应实证分析			
孟焰、袁淳	2005	亏损上市公司会计盈余价值相关性实证研究	会计研究	否	
于渤、高印朝	2005	银行股票市场定价与会计信息的价值相关性研究	金融研究	否	
潘飞、文东华、段军山	2006	关联购销、价格管制及价值相关性研究——来自我国上市公司的经验证据	财经研究	是	t 年
赵春光	2006	双重财务报告模式下会计盈余的价值相关性——基于 AB 股公司的实证研究及其政策建议	财经研究	是	t 年 4 月 30 日至 t+1 年 4 月 30 日
邵红霞、方军雄	2006	我国上市公司无形资产价值相关性研究——基于无形资产明细分类信息的再检验	会计研究	否	
杨善林、杨模荣、姚禄仕	2006	股权分置改革与股票市场价值相关性研究	会计研究	否	
张国清、夏立军、方轶强	2006	会计盈余及其组成部分的价值相关性——来自沪、深股市的经验证据	中国会计与财务研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
于李胜	2007	盈余管理动机、信息质量与政府监管	会计研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
陆静	2007	分割资本市场下的会计信息价值研究	会计研究	否	
于鹏	2007	IPO 公司预测盈利的价值相关性	会计研究	否	
陈俊、陈汉文	2007	公司治理、会计准则执行与盈余价值相关性——来自中国证券市场的经验证据	审计研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
周海平、吕长江	2007	会计师事务所规模会改变投资者对审计质量的判断吗?	中国会计与财务研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
朱凯、李琴、潘金凤	2008	信息环境与公允价值的股价相关性——来自中国证券市场的经验证据	财经研究	否	
张然、张会丽	2008	新会计准则中合并报表理论变革的经济后果研究——基于少数股东权益、少数股东损益信息含量变化的研究	会计研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
张腾文、黄友	2008	经营利润率、股东收益与股票价格的价值相关性研究	会计研究	否	
唐国琼、	2008	亏损公司会计盈余价值相关性实证研究	金融研究	否	
余怒涛、沈中华、黄登仕	2008	审计意见和年报披露会影响盈余质量吗?	审计研究	是	t 年 5 月 1 日至 t+1 年 4 月 30 日
方军雄、洪剑	2008	异常审计收费与审计质量的损害	中国会计	是	t 年 4 月 30 日至 t+1

峭		——来自中国审计市场的证据	评论		年4月30日
彭韶兵、黄益建	2008	会计可靠性原则的盈余相关性 及市场定价——来自沪、深股市的经验证据	中国会计评论	是	t年4月30日至t+1年4月30日
罗婷、薛健、张海燕	2008	解析新会计准则对会计信息价值相关性的影响	中国会计评论	否	
朱凯、赵旭颖、孙红	2009	会计准则改革、信息准确度与价值相关性——基于中国会计准则改革的经验证据	管理世界	是	t年5月1日至t+1年4月30日
陆正飞、张会丽	2009	会计准则变革与子公司盈余信息的决策有用性——来自中国资本市场的经验证据	会计研究	是	t年5月1日至t+1年4月30日
吴战旄、罗绍德、王伟	2009	证券投资收益的价值相关性与盈余管理研究	会计研究	是	t年4月30日至t+1年4月30日
郑国坚	2009	基于效率观和掏空观的关联交易与盈余质量关系研究	会计研究	是	t年
陈丽花、黄寿昌、杨雄胜	2009	资产负债观会计信息的市场效应检验——基于《企业会计准则第18号——所得税》施行一年的研究	会计研究	否	
王鹏、陈武朝	2009	合并财务报表的价值相关性研究	会计研究	否	
罗婷、朱青、李丹	2009	解析 R&D 投入和公司价值之间的关系	金融研究	是	t年
谭洪涛、蔡春	2009	新准则实施会计质量实证研究——来自 A 股上市公司的经验证据	中国会计评论	是	t年4月1日至t+1年3月31日
苏黎新、孙咏菁、姚军	2009	香港会计准则与 IFRS 全面趋同的影响：基于盈余的价值相关性和审计师反应的证据	中国会计与财务研究	是	t年5月1日至t+1年4月30日
贾平、陈关亭	2010	公允价值计量下审计质量的作用研究	审计研究	否	
王玉涛、薛健、李路	2010	公允价值具有价值相关性吗？基于金融资产的研究	中国会计评论	是	t年5月1日至t+1年4月30日
贾宁、张海燕、陈晓	2010	品牌的市场估值效应与启示	中国会计评论	是	t年

参考文献

- [1] 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》, 第10期, 第55-62页。
- [2] 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》, 第2期, 第409-423页。
- [3] 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》, 第7期, 第15-38页。
- [4] 陆正飞、张会丽, 2009, 会计准则变革与子公司盈余信息的决策有用性——来自中国资本市场的经验证据, 《会计研究》, 第5期, 第20-28页。
- [5] 罗婷、薛健、张海燕, 2008, 解析新会计准则对会计信息价值相关性的影响, 《中国会计评论》, 第2期, 第129-140页。
- [6] 谭洪涛、蔡春, 2009, 新准则实施会计质量实证研究——来自A股上市公司的经验证据, 《中国会计评论》, 第2期, 第127-156页。
- [7] 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》, 第7期, 第16-26页。
- [8] 吴战篔、罗绍德、王伟, 2009, 证券投资收益的价值相关性与盈余管理研究, 《会计研究》, 第6期, 第43-49页。
- [9] 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》, 第2期, 第29-35页。
- [10] 朱凯、赵旭颖、孙红, 2009, 会计准则改革, 信息准确度与价值相关性——基于中国会计准则改革的经验证据, 《管理世界》, 第4期, 第49-54页。
- [11] Amir E., Harris T. S., Venuti E. K., 1993, A comparison of value relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations, *Journal of Accounting Research Supplement*, 31: 230-264.
- [12] Alford A., Jones J., Leftwich R., Zmijewski M., 1993, The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research*, 31: 183-223.
- [13] Ball R., Brown P., 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6: 159-178.
- [14] Ball R., Shivakumar L., 2008, How much new information is there in earnings? *Journal of Accounting Research*, 46, 5: 975-1016.
- [15] Beaver W., McNally M., Stinson C., 1997, The information content of earnings and prices: a simultaneous equations approach. *Journal of Accounting and Economics*, 23: 53-81.
- [16] Beaver W., Lambert R., Ryan S., 1987, The information content of prices: a second look. *Journal of Accounting and Economics*, 9: 139-158.
- [17] Beaver, W. H., 1968, The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6: 67-92.
- [18] Bernard V. L., Thomas J. K., 1990, Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13: 305-340.
- [19] Brennan M., Subrahmanyam A., 1995, Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of Financial Economics*, 38: 361-381.
- [20] Brennan M., Jegadeesh N., Swaminathan B., 1993, Investment analysis and the adjustment of stock prices to common information. *Review of Financial Studies*, 6: 799-824.
- [21] Chen Q., Goldstein I., Jiang W., 2007, Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *Review of Financial Studies*, 20: 619-650.
- [22] Dhaliwal D., Subramanyam K.R. and Trezevant R., 1999. Is comprehensive income superior to

- net income as a measure of firm performance? *Journal of Accounting and Economics*, 26: 43–67.
- [23] Easton P., Harris T., 1991, Earnings as an explanatory variable for returns . *Journal of Accounting Research*, 29: 19-36.
- [24] Fama E., 1970, Efficient capital markets: a review of theory and empirical work . *Journal of Finance*, 25: 383-417.
- [25] Francis J., Schipper K., 1999, Have Financial statements lost their relevance . *Journal of Accounting Research*, 37: 319-352.
- [26] Francis J. R., Krishnan J., 1999, Accounting accruals and auditor reporting conservatism . *Contemporary Accounting Research*, 16:135-165.
- [27] Gleason C., Lee C., 2003, Analyst forecast revisions and market price discovery . *The Accounting Review*, 78:193-225.
- [28] Harris T., Ohlson J., 1990, Accounting disclosures and the market's valuation of oil and gas properties: evaluation of market efficiency and functional fixation . *The Accounting Review*, 65: 764-780.
- [29] Luo Y., 2005, Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisition . *Journal of Finance*, 60: 1951-1982.
- [30] Markovitch D., Steckel J., Yeung B., 2005, Using capital market as market intelligence: evidence from the pharmaceutical industry. *Management Science*, 51: 1467–1480.
- [31] Ou J., Penman S., 1989a, Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11: 295-329.
- [32] Ou J, Penman S., 1989b, Accounting measurement, price-earnings ratios, and the information content of security prices. *Journal of Accounting Research*, 27: 111-144.
- [33] Sloan R., 1996, Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings. *The Accounting Review*, 71: 289–316.
- [34] Venkatachalam M., 1996, Value relevance of banks derivatives disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 22: 327–355.
- [35] Watts R., Zimmerman J., 1986, *Positive Accounting Theory* . NJ: Prentice-Hall.

The Choice between Different Stock Return Calculating Intervals in Value Relevance Studies

Ding Wu¹, Huang Huan¹, Chen Xinyuan²

(1.School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics

2.Institute of Finance and Accounting, Shanghai University of Finance and Economics)

Abstract This paper considers the value relevance of accounting numbers to be determined by accounting numbers and stock prices' respective ability of reflecting economic fundamentals, which is also known as "efficiency". Further studies show that when accounting numbers and stock price are more efficient, value relevance of accounting numbers becomes larger, and with this improved efficiency, choosing the fiscal year t, rather than the conventional May 1 of year t to April 30 of year t+1 as the stock return calculating interval, can get larger and more reasonable value relevance.

Key words: Stock Return Calculating Interval; Accounting Number; Value Relevance