

文章编号:1003-207(2012)04-0027-10

会计准则改革、股票流动性与权益资本成本

——来自中国 A 股上市公司的经验证据

高 芳¹, 傅仁辉²

(1. 中国海洋大学管理学院, 山东 青岛 266100; 2. 伊拉斯姆斯大学鹿特丹管理学院, 鹿特丹 3062PA)

摘 要:新会计准则体系的颁布实施作为我国近期的一项重大会计改革,它给资本市场带来了怎样的经济后果,这是准则制定者和使用者普遍关注的问题。本文以中国 A 股上市公司为样本,首次对会计准则改革的资本市场效果进行了全面的实证检验。经验证据显示会计准则改革显著增强了股票流动性、降低了上市公司的权益资本成本,进而提高了企业价值。本文的结论丰富了现有文献,对我国会计准则的理论建设和实务发展具有一定的应用价值。

关键词:会计准则改革;股票流动性;权益资本成本

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A

1 引言

我国财政部于 2006 年 2 月 15 日发布了《企业会计准则》,并于 2007 年 1 月 1 日起在上市公司范围内施行。这是我国近期的一项重大会计改革,其主旨之一在于提高企业的会计信息质量,实现中国会计准则与国际财务报告准则的实质趋同。高质量的会计信息为资本市场带来了怎样的经济后果,它对股票流动性和企业的资本成本产生了怎样的影响,它能否对引导资源有效配置起到良好的促进作用?这是准则制定者和使用者普遍关注的问题,也有待经验证据予以解答。

Daske 等^[1]和 Li^[2]的研究显示,国际财务报告准则的实施可以在一定程度上增强股票流动性,降低资本成本,提高企业价值。国际会计准则理事会主席 Tweedie^[3]也指出国际财务报告准则的实施可以降低资本成本、为多元化提供新的机会并提高投资回报。目前与我国会计准则改革的相关研究,主要集中在会计准则改革对盈余质量、价值相关性或

者市场反应的作用上^[4-6],尚未有研究全面地检验会计准则改革对资本市场,如:股票流动性、资本成本等方面的作用。本文以 2001~2010 年的中国 A 股公司为研究样本,以同时发行 A 股和 H 股的中国内地公司(AH 股公司)为控制样本,实证检验了会计准则改革对资本市场带来的影响。研究结果显示会计准则改革显著提高了 A 股公司的股票流动性,降低了权益资本成本,进而提高了企业价值。本文的研究贡献在于:(1)利用目前可以获得的中国 A 股公司最新数据,首次检验了会计准则改革对股票流动性、企业权益资本成本和企业价值的作用,给出了较为全面的经验证据;(2)在研究设计上利用 AH 股公司在中国和香港股票市场分别采用中国会计准则和国际(香港)财务报告准则编制财务报表的特点,将 AH 股公司作为控制样本,较好地控制了与中国会计准则改革无关的事件对研究带来的影响,使结论更为可靠。本文的研究结论有助于增加知识、丰富文献,对我国会计准则的理论建设和实务发展也具有一定的应用价值。

2 理论分析与研究假设

本文的理论分析是按两条主线展开的(分析框架见图 1),一条主线是会计准则改革提高了公司的信息披露水平,高的信息披露水平既可以增强股票的流动性,进而降低权益资本成本,也可以直接降低权益资本成本;另一条主线是会计准则改革提高了

收稿日期:2011-05-27;修订日期:2012-06-30

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70972113);教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(12JJD790030);山东省社会科学规划研究项目(11DKJJ10);中国海洋大学基本科研业务费资助项目(201013068)

作者简介:高芳(1980-),女(汉族),山东青岛人,中国海洋大学管理学院会计系讲师,博士,研究方向:资本市场会计与财务。

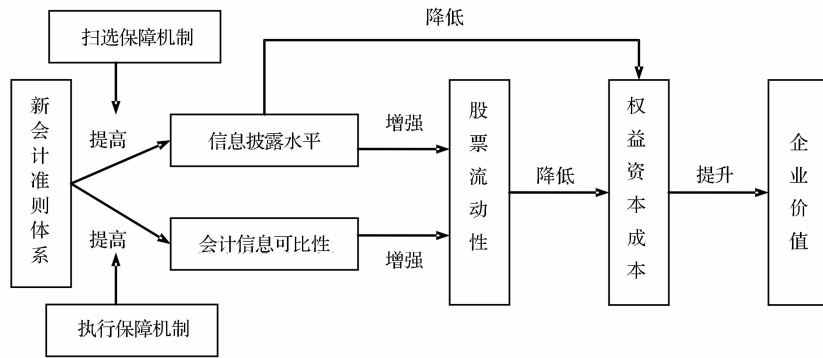


图1 理论分析框架

会计信息的可比性,从而增强了股票流动性,降低了权益资本成本。由于企业价值是预期自由现金流量以其加权平均资本成本为贴现率折现的现值,在现金流不变的前提下,权益资本成本的降低最终带来了企业价值的提高。

2.1 基于信息披露水平的分析

Glosten 和 Milgrom^[7]认为投资者之间的信息不对称产生了逆向选择问题。由于信息不对称,缺乏信息的投资者不愿与拥有信息的投资者交易,因为拥有信息的投资者会根据自身的优势信息,只在股票价格过低或过高的时点才进行股票的买卖。这使得缺乏信息的投资者会给出更低(更高)的价格对股票进行购买(出售),以此来弥补与拥有信息投资者进行交易所带来的损失。因此,信息不对称和逆向选择减少了缺乏信息投资者的股票交易量,从而导致了流动性的降低。Diamond 和 Verrecchia^[8]认为由于信息不对称所带来的逆向选择,会给投资者形成额外的交易成本,投资者预期在未来时点出售股票时,将面临着由信息不对称带来的折价,这最终将使企业募集资金的成本增加。

Verrecchia^[9]认为公司披露可以减少上述信息不对称产生的逆向选择。这主要体现在两方面:一是公开市场提供更多的信息使得投资者拥有私人信息的成本更高,从而降低了通过信息优势获得交易回报的可能性;二是更多的披露减少了公司价值的不确定性,因而也减少了拥有信息投资者的潜在优势。这两方面都减少了缺乏信息投资者对价格保护的需,使潜在投资者更愿意投资,也提高了公司股票在市场中的流动性。Amihud 和 Mendelson^[10]认为股票的流动性又会影响到投资者的交易成本,由于交易成本需要在市场均衡中被补偿,如果前期交易成本高,则投资者所要求的股票回报率也会提高。

信息披露水平与权益资本成本之间也有着直接

的联系。Coles 和 Loewenstein^[11]假定投资者在建立最优投资组合时,需要根据可获得的信息来估计股票报酬分布的重要参数(比如 β 系数),提高信息披露水平可以降低这一估计风险,从而降低投资者要求的投资回报率,使企业的融资成本相应降低。Lambert 等^[12]研究显示,公司披露对于估计未来现金流量具有信息性。当公司披露的质量增加,该公司现金流量与其他公司现金流量的估计协方差被降低了,这一结果使得公司的资本成本更接近无风险利率,从而降低了风险规避型投资者的风险溢价。

综上,通过提高公司信息披露水平可以降低企业的权益资本成本。这一理论观点也已得到国内外经验研究的证实。

我国会计准则改革提高上市公司的信息披露水平同时体现在质和量两个方面。一方面,我国新会计准则旨在与国际财务报告准则实现实质趋同,特别在披露方面,比旧会计准则更具有可理解性,这使得上市公司的信息披露质量有了明显提高。另一方面,新会计准则比旧会计准则要求更多的披露项目,在每一项确认计量准则都规定了应向财务报告使用者披露的会计信息,同时建立了财务报告列报、现金流量表、中期财务报告、合并财务报表、每股收益、分部报告、关联方披露和金融工具列报等报告类准则。刘玉廷等^[13]指出,会计准则实施以来,上市公司都按照会计准则统一规定的财务报告格式和要求向报告使用者公开披露了财务报告,上市公司基本上能够较好地按照企业会计准则的规定在财务报表附注中披露相关信息。由此推论,会计准则改革能够提高我国上市公司的信息披露水平,从而增强股票流动性、降低企业的权益资本成本。

2.2 基于会计信息可比性的分析

Dye^[14]研究认为加强会计信息的可比性可以带来正的信息外部性。因为一个企业的价值与其它企

业的价值具有一定相关性,企业之间所披露的信息可比性高,可以降低信息的不对称性和估计风险,从而增强股票流动性,降低权益资本成本。Ewert 和 Wagenhofer^[15] 研究显示更为严格的会计准则可以降低盈余管理的水平并且提高财务报告的质量。如果投资者和监管者检测盈余管理的能力提高,则可以在一定程度上改变公司的报告动机,从而吸引潜在的投资者,增强股票流动性。Armstrong 等^[16] 研究认为统一的会计准则可以提高不同公司之间信息的可比性,减少投资者估计不同企业价值的成本,降低权益资本成本。

如前所述,我国会计准则改革旨在与国际财务报告准则实现实质趋同,这必然会使得财务报告信息的可比性大大加强。一方面,它减少了一些不必要的会计处理备选方法,比如:所得税会计处理只采用资产负债表负债法;建造合同收入确认只采用完工百分比法;取消存货发出计价的后进先出法,等等。另一方面,与会计准则改革之前相比,新会计准则体系下的财务报告信息与实施国际财务报告准则的其他国家财务报告信息之间的可比性得到进一步加强,它为全球投资者提供了更加透明可比的会计信息。特别是我国已经建立了合格境外机构投资者(QFII)制度,投资者可以以较小的成本理解国内公司与海外公司的财务报告信息差异,从而使得A股公司更容易吸引到潜在的境外投资者,增强了股票流动性,降低了融资成本。因此,新会计准则改革加强了企业财务报告信息的可比性,减少了投资者之间的信息不对称,提高了股票流动性,降低了投资者的估计风险,从而降低了企业的权益资本成本。

2.3 会计准则的执行保障机制

Ball 等^[17] 认为,高质量的会计准则并不必然带来高质量的财务报告,因为会计准则的实施涉及到很多的职业判断和私人信息的使用,准则不可避免地给企业提供了实质性的可操控项目,而如何使用可操控项目取决于企业的动机。会计准则的执行保障机制,如:国家的法律制度、监管体系和鉴证机制等,可以直接影响到企业的动机。因此会计准则改革的效果很大程度上受到了执行保障机制的影响,更为严格的执行保障机制可以使得会计准则实施前后的资本市场效果表现得更为明显。Li^[2] 研究发现较强的法律保障体系可以促进国际财务报告准则降低权益资本成本。

为了保障新会计准则体系的顺利颁布和有效实施,我国从多个层面加强和完善了会计准则的执行

保障机制。比如:全国人大于2005年10月27日分别修订了《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》,修订后的《公司法》明确指出“公司应当向聘用的会计师事务所提供真实、完整的会计凭证、会计账簿、财务会计报告及其他会计资料,不得拒绝、隐匿、谎报”,修订后的《证券法》明确指出“上市公司董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整”。这两部法律均于2006年1月1日起施行,为新会计准则体系的颁布实施奠定了良好的法律基础。此外,与企业会计准则同时生效实施的审计准则体系,提高了注册会计师的执业质量,有助于提高财务信息质量,降低投资者的决策风险,实现更有效的资源配置。证监会也建立和完善了证监会系统内部的综合动态监管体系,修订了上市公司财务信息披露规范,全面加强了对上市公司执行企业会计准则的监管。总之,与会计准则改革之前相比,我国的执行保障机制在不断加强和完善,这促进了我国新会计准则体系的有效实施,为会计准则改革对资本市场产生正面效用起到了促进作用。

基于上述分析,本文提出以下研究假设:

假设1:会计准则改革提高了上市公司的股票流动性。

假设2a:会计准则改革降低了上市公司的权益资本成本。

假设2b:会计准则改革提高了上市公司的企业价值。

3 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

本文选取了2001~2010年中国深沪两市的A股公司作为研究样本。考虑到我国新会计准则体系在2007年对所有上市公司强制实施,为确保被解释变量(权益资本成本、股票流动性和企业价值)的变化,是由会计准则改革引起而非一种年度效应(即同一年内影响所有公司的其他事件引起的被解释变量变化),本文选用了同时在香港交易所上市的中国A股公司(AH股公司)作为控制样本。这样做的好处在于:AH股公司与A股公司同为中国内地公司,处于相同的经济环境,受到同样的宏观因素影响。对于一家同时在A股上市和H股上市的公司来说,二者的主要差异在于采用会计准则的不同,深沪交易所要求年报按中国会计准则披露,香港交易所要求按国际财务报告准则或香港财务报告准则披

露。由于中国会计准则体系做出了重大改进并在2007年统一强制实施,而国际财务报告准则和香港财务报告准则在本文的研究区间2001年至2010年并无重大变化。一旦两者的资本市场指标出现显著差异,我们可以较有把握的推断是由会计准则改革带来的,由此较好地解决了以往研究无法辨明一些年度事件与会计准则改革所产生的混合效果这一问题,使研究结论更为可靠。

本研究中A股公司在中国资本市场的全部数据来自国泰安公司的CSMAR数据库,AH股公司在香港资本市场的全部数据来自Thomson Financial公司的DataStream数据库。

3.2 模型构建与变量定义

假设1探讨了会计准则改革与股票流动性的关系。针对假设1,本文构建了模型(1)和模型(2)进行检验,具体如下:

$$LQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * Reform_t + \alpha_2 * Size_{i,t-1} + \alpha_3 * Turnover_{i,t-1} + \alpha_4 * Variability_{i,t-1} + a_j * FirmD_i + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$LQ_{i,t} = a_0 + a_1 * Reform_t * Ashare_i + a_2 * Ashare_i + a_3 * Size_{i,t-1} + a_4 * Turnover_{i,t-1} + a_5 * Variability_{i,t-1} + a_j * FirmD_i + a_k * YearD_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)和(2)的被解释变量为LQ(股票流动性),分别用Price Impact(价格影响力)和Zero Returns(零报酬率)来衡量。其中Price Impact取当年日价格影响力的中值,而日价格影响力采用Amihud^[18]的方法,用日价格变化的绝对值除以日交易额来计算。该指标值越高,说明其股票价格变化受到交易额的影响程度越大,即该股票的流动性越差;但Amihud指标易受流通资本总额的影响^[19],本文又采用了Zero Returns指标,即以当年日报酬率为零的天数占有效交易天数的比例来计算。该指标值越高,说明该股票的交易活跃性越差,即该股票的流动性越差。

模型(1)适用于仅包括事件样本(即A股公司样本)的回归。解释变量Reform为会计准则改革虚拟变量,会计准则改革之后(2007—2010年)取值为1,其他年份取值为0,系数 α_1 反映了会计准则改革后A股公司股票流动性的变化程度。由于两个流动性指标实质反映的是股票的非流动程度,其值越高说明流动性程度越差,因此假设1预测 α_1 的符号为负,即会计准则改革降低了股票的非流动性程度。根据以往文献,模型中加入Size(规模)、Turn-

over(股票周转率)和Variability(报酬率波动性)作为控制变量,各变量定义详见表1。本文还在模型(1)和(2)中加入了FirmD(公司虚拟变量)以控制公司固定效应(Firm Fixed Effect),即不同公司之间存在着一些由行业特点或者其他因素引起的个体差异。加入公司虚拟变量就是对流动性变量用该样本在研究区间的平均值进行调整,从而较好地控制不同公司之间在股票流动性上的个体差异,以使系数 α_1 能更为准确地反映会计准则改革对股票流动性的作用。

模型(2)适用于同时包括事件样本(即A股公司样本)和控制样本(即AH股公司样本)的回归。解释变量Ashare为A股公司虚拟变量,A股公司取值为1,AH股公司取值为0,Ashare与Reform的交乘项系数 a_1 反映了与AH股公司相比,A股公司在会计准则改革后股票流动性的变化程度。同样根据假设1预测 a_1 的符号为负,即与AH股公司相比,会计准则改革仍然降低了A股公司股票的非流动性程度。由于股票流动性可能受到宏观因素的影响,从而在各年度之间存在差异,本文在模型(2)中除了加入控制变量和公司虚拟变量外,还加入YearD(年度虚拟变量)以进一步控制年度固定效应(Year Fixed Effect),即不同年度发生的事件对股票流动性所带来的影响,比如中国股票市场在各年度的涨跌变化对本文模型被解释变量有可能产生的影响。加入年度虚拟变量就是对流动性变量用当年全部样本的平均值进行调整,从而较好地控制宏观经济环境所带的影响,以使系数 a_1 能更为准确地反映会计准则改革对股票流动性的作用。由于Reform变量本身就是一系列年度固定效应的组合,所以在模型(2)中不再加入Reform变量。

假设2a探讨了会计准则改革与企业权益资本成本的关系。针对假设2a,本文构建了模型(3)和模型(4)进行检验,具体如下:

$$COEC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * Reform_t + \beta_2 * Size_{i,t} + \beta_3 * Variability_{i,t} + \beta_4 * Leverage_{i,t} + \beta_5 * Rate_t + \beta_6 * Bias_{i,t} + \beta_j * FirmD_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$COEC_{i,t} = b_0 + b_1 * Reform_t * Ashare_i + b_2 * Ashare_i + b_3 * Size_{i,t} + b_4 * Variability_{i,t} + b_5 * Leverage_{i,t} + b_6 * Rate_t + b_7 * Bias_{i,t} + b_j * FirmD_i + b_k * YearD_t + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(3)和(4)的被解释变量为COEC(权益资本成本)。为加强研究的可靠性,本文采用四种模型计算的权益资本成本的平均值(R_AVG)来衡量。

这四种模型分别依据 Gebhardt 等^[20], Claus 和 Thomas^[21], Gode 和 Mohanram^[22] 和 Easton^[23] 的计算方法(限于篇幅,详细步骤略)。

模型(3)中的系数 β_1 反映了会计准则改革后 A 股公司权益资本成本的变化程度,模型(4)中的系数 b_1 反映了与 AH 股公司相比,A 股公司在会计准则改革后权益资本成本的变化程度。根据假设 2a, 本文预测 β_1 和 b_1 的符号为负,即会计准则改革降低了上市公司的权益资本成本。根据以往文献,本文在模型中加入 *Size*、*Variability*、*Leverage*(财务杠杆)、*Rate*(无风险利率)和 *Bias*(预测偏差)作为控制变量。与前相同,在模型(3)中加入 *FirmD*(公司虚拟变量),在模型(4)中加入 *FirmD*(公司虚拟变量)和 *YearD*(年度虚拟变量)。

假设 2b 探讨了会计准则改革与企业价值的关系。针对假设 2b, 本文构建了模型(5)和模型(6)进行检验,具体如下:

$$FV_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 * Reform_t + \gamma_2 * Size_{i,t} + \gamma_3 * Leverage_{i,t} + \gamma_4 * Growth_{i,t} + \gamma_5 * IndustryQ_{i,t} + \gamma_j * FirmD_i + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$FV_{i,t} = c_0 + c_1 * Reform_t * Ashare_i + c_2 * Ashare_i + c_3 * Size_{i,t} + c_4 * Leverage_{i,t} + c_5 * Growth_{i,t} + c_6 * IndustryQ_{i,t} + c_j * FirmD_i + c_k * YearD_i + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型(5)和(6)的被解释变量为 FV(企业价

值),采用 *Tobin's Q*(托宾 Q 值)来衡量。托宾 Q 值用总资产减股东权益的账面价值加股东权益的市场价值,然后除以总资产来计算^[1]。

模型(5)中的系数 γ_1 反映了会计准则改革后 A 股公司企业价值的变化程度。模型(6)中的 c_1 反映了与 AH 股公司相比,A 股公司在会计准则改革后企业价值的变化程度。根据假设 2b 预测 γ_1 和 c_1 的符号为正,即会计准则改革提高了企业价值。根据以往文献,模型(5)和(6)加入 *Size*、*Leverage*、*Asset Growth*(资产增长率)和 *IndustryQ*(行业托宾 Q 值)作为控制变量。与前相同,在模型(5)中加入 *FirmD*(公司虚拟变量),在模型(6)中加入 *FirmD*(公司虚拟变量)和 *YearD*(年度虚拟变量)。

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

表 2 列示了 A 股公司和 AH 股公司在会计准则改革前后各主要变量的描述性统计结果。由表 2 可以看出,A 股公司 2007 年后 *Price Impact* 的均值和中值为 2.348 和 0.511,低于 2007 年前 *Price Impact* 的均值和中值(8.502 和 2.320),A 股公司 2007 年后 *Zero Returns* 的均值为 0.099,高于 2007 年前 *Zero Returns* 的均值 0.075,中值为 0.037 略低于 2007 年前 *Zero Returns* 的中值 0.041,这基本说明会计准则改革后 A 股公司的流动性有所增强。

表 1 变量定义

被解释变量	定义
LQ 股票流动性	<i>Price Impact</i> 价格影响力 当年日价格影响力的中值,其中日价格影响力=日价格变化的绝对值÷日交易额(以百万元为单位)
COEC 权益资本成本	<i>Zero Returns</i> 零报酬率 当年日报酬率为零的天数占有效交易天数的比例
FV 企业价值	<i>R_AVG</i> 权益资本成本平均值 根据 Gebhardt 等 ^[20] , Claus 和 Thomas ^[21] , Gode 和 Mohanram ^[22] , Easton (2004)四种模型计算的权益资本成本的平均值
解释变量	<i>Tobin's Q</i> 托宾 Q 值 (总资产-股东权益的账面价值+股东权益的市场价值)÷总资产
<i>Reform</i> 会计准则改革虚拟变量	会计准则改革之后(2007~2010年)取值为 1,其他年份取值为 0
<i>AShare</i> A 股公司虚拟变量	A 股公司取值为 1,AH 股公司取值为 0
控制变量	
<i>Size</i> 规模	总资产的对数(以百万元为单位)
<i>Turnover</i> 股票周转率	当年 5 月至次年 4 月的交易量÷发行在外股票的市值
<i>Variability</i> 报酬率波动性	当年 5 月至次年 4 月的月股票报酬率的标准差
<i>Leverage</i> 财务杠杆	总负债÷总资产
<i>Rate</i> 无风险利率	当年银行同业拆息率的中值(数据取自 DataStream)
<i>Bias</i> 预测偏差	(分析师上年预测当年每股收益均值-当年每股收益实际值)÷上年 4 月末的股票价格
<i>Growth</i> 资产增长率	当年总资产的变化百分比
<i>IndustryQ</i> 行业托宾 Q 值	当年某行业托宾 Q 值的平均值
<i>FirmD</i> 公司虚拟变量	共设(公司数-1)个虚拟变量
<i>YearD</i> 年度虚拟变量	共设(年度数-1)个虚拟变量

A 股公司 2007 年后 R_AVG 的均值和中值为 0.072 和 0.068 低于 2007 年前 R_AVG 的均值和中值 (0.100 和 0.095), 这说明会计准则改革后 A 股公司的权益资本成本有所降低。此外, 根据四种模型分别计算的权益资本成本值也呈现相同的特点, 并且四种权益资本成本值均显著正相关, 说明几种权益资本成本的计算方法具有可靠性 (限于篇幅, 结果未列出)。A 股公司 2007 年后 $Tobin's Q$ 的均值和中值为 2.667 和 2.135, 高于 2007 年前 $Tobin's Q$ 的均值和中值 (2.283 和 1.875), 这说明会计准则改革后 A 股公司的企业价值有所提高。

AH 股公司 2007 年前后 $Price Impact$ 和 $Zero Returns$ 降低, 说明 AH 股公司股票流动性也在提高。但 AH 股公司 2007 年前后 R_AVG 的变化不明显。 $Tobin's Q$ 则在 2007 年后有所提高。总体来说, AH 股公司的变化趋势与 A 股公司基本一致, 说明当采用 AH 股公司为控制样本时, 只有 A 股公司被解释变量的变化程度较 AH 股更为明显, 才能验证本文的研究假设, 从而也使得本文的研究结论更为保守和稳健。

4.2 相关性分析

表 3 列示了全部样本各主要变量的相关性分析结果。由表 3 可以看出, 除了 $Reform$ 与 $Zero Returns$ 的 $Spearman$ 系数显著为正, $Reform$ 与 $Price Impact$ 、 $Zero Returns$ 的其余相关性系数均显著为负, 与 R_AVG 的相关性系数均显著为负, 与 $Tobin's Q$ 的相关性系数均显著为正。这与会计准则改革

后, 股票流动性增强、权益资本成本降低、企业价值提高的研究假设基本一致。 $Price Impact$ 、 $Zero Returns$ 与 R_AVG 显著正相关, R_AVG 与 $Tobin's Q$ 显著负相关, 均符合理论分析的预期关系。 $AShare$ 与 $Price Impact$ 、 $Zero Returns$ 的相关关系并无一致结果, 与 R_AVG 的相关系数均不显著, 说明 A 股公司和 AH 股公司在流动性和权益资本成本上无显著差别, $AShare$ 与 $Tobin's Q$ 的相关性系数显著为正, 说明 A 股公司相对 AH 股公司的企业价值较高, 这有可能是 A 股公司的企业价值在中国资本市场中被高估的表现。

4.3 单变量检验

本文先以会计准则改革前后的 2006 年和 2007 年为对比年度, 对 A 股公司和 AH 股公司的各被解释变量进行均值检验和中值检验; 接着以 A 股公司和 AH 股公司为两组对比样本, 对两者的被解释变量变化程度再进行均值检验和中值检验, 结果见表 4。由表 4 可以看出, A 股公司只有 $Zero Returns$ 的均值减少不显著, 其余流动性变量和权益资本成本变量均显著减少, $Tobin's Q$ 显著增加。这基本说明在会计准则改革后, A 股公司的流动性增强、权益资本成本降低、企业价值提高。AH 股公司则只有 $Zero Returns$ 显著减少, 其余流动性变量、权益资本成本变量和 $Tobin's Q$ 变化均不显著。说明在 2006 年至 2007 年间并无事件显著影响 AH 股公司在香港的资本市场指标。对两组样本公司各被解释变量的变化程度再进行均值和中值检验发现: 流动性变

表 2 主要变量的描述性统计结果

	A 股公司 07 年前		A 股公司 07 年后		AH 股公司 07 年前		AH 股公司 07 年后	
	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
$Price Impact$	8.502	2.320	2.348	0.511	7.047	2.254	3.149	1.049
$Zero Returns$	0.075	0.041	0.099	0.037	0.108	0.127	0.077	0.069
R_AVG	0.100	0.095	0.072	0.068	0.087	0.087	0.090	0.081
$Tobin's Q$	2.283	1.875	2.667	2.135	0.759	0.620	1.203	0.877

注: 以上变量对小于 1% 分位数和大于 99% 分位数的数据进行了 Winsorize 处理

表 3 主要变量的相关性分析结果

	$Price Impact$	$Zero Returns$	R_AVG	$Tobin's Q$	$Reform$	$AShare$
$Price Impact$		0.157	0.123	-0.184	-0.549	-0.021
$Zero Returns$	0.172		0.087	0.130	-0.017	-0.007#
R_AVG	0.101	0.179		-0.469	-0.294	-0.062#
$Tobin's Q$	-0.278	-0.177	-0.349		0.115	0.181
$Reform$	-0.136	0.088	-0.326	0.108		0.016
$AShare$	0.006#	-0.021	-0.039#	0.114	0.016	

注: 右上部分是 Pearson 系数, 左下部分是 Spearman 系数, # 表示相关系数不显著, 其余均在 0.05 的水平显著

表4 均值检验和中值检验结果

样本	年份	Price Impact		Zero Returns		R_AVG		Tobin's Q	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
A 股公司	2007	2.950	0.878	0.114	0.071	0.073	0.073	2.909	2.373
	2006	9.179	2.995	0.116	0.114	0.096	0.092	1.428	1.223
	DiffA	-6.230***	-2.117***	-0.002	-0.043***	-0.023***	-0.019***	1.481***	1.150***
	样本数	1445		1447		69		1362	
AH 股公司	2007	4.554	1.129	0.117	0.113	0.079	0.079	1.265	0.855
	2006	3.139	1.347	0.182	0.200	0.087	0.087	1.078	0.847
	DiffAH	1.414	-0.218	-0.065***	-0.087***	-0.008	-0.008	0.188	0.007
	样本数	39		48		2		31	
DiffA - DiffAH		-7.644***	-1.899***	0.062***	0.044**	-0.014	-0.011	1.293***	1.142***

注:* 为在 0.1 的水平显著,** 为在 0.05 的水平显著,*** 为在 0.01 的水平显著

量中 *Price Impact* 差异显著为负,*Zero Returns* 差异显著为正(这可能是由于 AH 股公司的 *Zero Returns* 显著减少造成的);权益资本成本 *R_AVG* 差异不显著(这可能是由于对比检验的样本量较小造成的);*Tobin's Q* 差异显著为正。以上结果在一定程度上说明,与 AH 股公司相比,A 股公司在会计准则改革后的流动性提高程度、权益资本成本降低程度和企业价值提高程度更为明显。本文还分别对四种模型计算出的权益资本成本值进行了相同的均值检验和中值检验,结果基本保持一致(限于篇幅,结果未列出)。

4.4 多元回归结果与分析

表5列示了全部样本各模型的多元回归分析结果。由表5可以看出,模型(1)和(2)中的控制变量 *Size* 与 *Zero Returns* 显著负相关,*Turnover* 与 *Price Impact* 显著负相关,*Variability* 与 *Price Impact*、*Zero Returns* 均显著负相关,说明规模大、股票周转率高、股票报酬波动性强的企业,流动性相对较强。具体来看,以 *Price Impact* 为被解释变量的模型(1)中,*Reform* 的系数 α_1 为 -2.748,且在 0.01 的水平显著;以 *Zero Returns* 为被解释变量的模型(1)中,*Reform* 的系数 α_1 为 -0.033,且在 0.01 的水平显著。以上结果说明会计准则改革后 A 股公司的股票流动性显著增强,其中价格影响力降低了 2.748,即每一百万元的成交量对价格的影响力下降了 0.2748%,零报酬率降低了 0.033,即零报酬率天数占当年有效交易天数的比例下降了 3.3%。以 *Price Impact* 为被解释变量的模型(2)中,*Reform* 与 *AShare* 交乘项的系数 a_1 为 -3.586,且在 0.01 的水平显著,说明与 AH 股公司相比,A 股公司在会计准则改革后 *Price Impact* 仍显著降低;以 *Zero Returns* 为被解释变量的模型

(2)中,*Reform* 与 *AShare* 交乘项的系数 a_1 为 0.095,且在 0.01 的水平显著,说明与 AH 股公司相比,A 股公司在会计准则改革后 *Zero Returns* 并没有显著降低,而是显著上升,笔者认为与单变量检验的原因相同,这可能是由于 AH 股公司的 *Zero Returns* 显著减少造成的。综上,以 *Price Impact* 为被解释变量的模型(1)、(2)和以 *Zero Returns* 为被解释变量的模型(1)的回归结果支持了假设 1。

模型(3)和(4)中的控制变量 *Rate* 与各权益资本成本变量均显著正相关,说明无风险报酬率越高,企业权益资本成本越高,符合预期关系。在以 *R_AVG* 为被解释变量的模型(3)中,*Reform* 的系数 β_1 为 -0.026,且在 0.01 的水平显著,说明会计准则改革后 A 股公司的权益资本成本显著降低了 2.6%;以 *R_AVG* 为被解释变量的模型(4)中 *Reform* 与 *AShare* 交乘项的系数 b_1 为 -0.024,且在 0.01 的水平显著,说明与 AH 股公司相比,A 股公司在会计准则改革后权益资本成本仍显著降低 2.4%。此外,分别根据四种模型计算出的权益资本成本的多元回归分析结果与 *R_AVG* 的结果保持一致(限于篇幅,结果未列出)。模型(3)和(4)的多元回归结果支持了假设 2a。

模型(5)和(6)中的控制变量 *Leverage*、*Growth* 和 *IndustryQ* 均与 *Tobin's Q* 显著正相关,该结果与 Daske 等^[1]的回归结果一致。在模型(5)中 *Reform* 的系数 γ_1 为 0.737,且在 0.01 的水平显著,说明会计准则改革后 A 股公司的企业价值显著升高;在模型(6)中 *Reform* 与 *AShare* 交乘项的系数 c_1 为 0.253,且在 0.05 的水平显著,说明与 AH 股公司相比,A 股公司在会计准则改革后企业价值仍显著提高。模型(5)和(6)的多元回归结果支持了假设 2b。

上述结果除了以 *Zero Returns* 为被解释变量的

模型(2)的多元回归结果未能支持假设 1,其余加入 控制样本和未加入控制样本的模型回归结果均保持

表 5 多元回归分析结果

	Price Impact		Zero Returns		R_AVG		Tobin's Q	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(5)	模型(6)	模型(5)	模型(6)
<i>Reform * AShare</i>		-3.586*** (-3.48)		0.095*** (8.55)		-0.024*** (-3.42)		0.253*** (2.08)
<i>AShare</i>		2.112 (0.67)		0.044** (2.03)		0.026 (0.34)		-0.197 (-0.62)
<i>Reform</i>	-2.748*** (-5.39)		-0.033*** (-13.28)		-0.026*** (-3.53)		0.737*** (19.05)	
<i>Size</i>	0.075 (0.21)	-0.598 (-1.63)	-0.007*** (-3.69)	-0.024*** (-8.92)	-0.015 (-1.16)	-0.010 (-0.73)	-0.302*** (-8.91)	0.098*** (2.66)
<i>Turnover</i>	-0.280*** (-2.70)	-0.023 (-0.21)	0.001 (1.39)	0.001 (1.21)				
<i>Variability</i>	-31.932*** (-8.47)	-15.631*** (-5.23)	-0.216*** (-5.60)	-0.077** (-2.03)	0.017 (0.10)	0.248 (1.04)		
<i>Leverage</i>					-0.019 (-0.47)	-0.006 (-0.16)	0.750*** (4.01)	1.135*** (6.15)
<i>Rate</i>					2.208*** (4.53)	2.481*** (4.92)		
<i>Bias</i>					0.465* (1.93)	0.317 (1.46)		
<i>Growth</i>							0.605*** (12.15)	0.588*** (12.28)
<i>IndustryQ</i>							0.696*** (23.34)	0.385*** (5.12)
公司固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	否	是	否	是	否	是	否	是
<i>Adj. R²</i>	59.80%	62.51%	17.81%	19.78%	73.59%	78.13%	60.65%	66.80%
<i>F-statistic</i>	12.62***	12.89***	2.34***	2.88***	2.25***	2.28***	9.73***	12.88***
样本数	13,705	13,972	13,705	13,972	754	758	12,597	12,843

注:以上多元回归均包括截距项;P值的计算基于公司聚类的稳健标准误差(firm-clustering robust standard errors);*为在0.1的水平显著,**为在0.05的水平显著,***为在0.01的水平显著

一致,均能验证相应的研究假设。这说明新会计准则体系实施后 A 股公司的股票流动性显著增强,权益资本成本显著降低,企业价值显著提高,会计准则改革给 A 股公司的资本市场效果带来了显著的正向变化。

4.5 稳健性检验

考虑到在研究期间仍然可能存在一些事件会对检验结果产生一定影响,比如:我国 2008 年实行的税制改革,对上市公司名义所得税税率的影响分成三类:从 33%降低到 25%;保持 15%不变;从 2008 年到 2012 年逐步从 15%调整到 25%,这可能会导致 AH 股公司与 A 股公司的税率分布不同而影响控制样本的效果。本文仅选取了 AH 股公司,对其在 A 股和 H 股市场的各被解释变量进行了均值、

中值检验和多元回归分析,检验结果仍支持各假设(限于篇幅,结果未列出)。仅选取 AH 股公司进行稳健性检验的原因在于:对于同时在 A 股和 H 股上市的同一家公司来说,它受到税制改革或其他类似事件的影响是相同的,二者资本市场指标产生差异的主要原因是在于采用会计准则的不同,由此所得到的结果,进一步消除了会计准则改革以外的事件所带来的影响,加强了研究结论的可靠性。

此外,考虑到国际财务报告准则的修订多是自 2005 年起陆续生效的,而 2005 年 1 月 1 日起生效的新修订的香港财务报告准则也与国际财务报告准则几乎完全一致。本文还以 2005—2010 年为研究区间进行了全面的均值检验和中值检验以及多元回归分析,结论仍然保持一致(限于篇幅,结果未列

出)。

5 结语

会计准则改革的经济后果是近年来会计准则制定者和使用者普遍关注的问题。本文对会计准则改革的资本市场效果进行了全面深入的研究。在会计准则改革能够提高信息披露水平和会计信息可比性的理论分析基础上,本文提出会计准则改革能够增强股票的流动性、降低企业的权益资本成本进而提高企业价值的研究假设。以上假设得到了单变量、多元回归以及稳健性检验的支持,即,我国会计准则改革能够增强股票流动性、降低企业权益资本成本,进而提高企业价值。这一结论印证了我国通过会计准则改革提高会计信息决策有用性、提高经济资源配置效率的主旨,同时也为中国会计准则与国际财务报告准则的实质趋同提供了有力的佐证。

参考文献:

- [1] Daske H, Hail L, Leuz C, Verdi R. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences [J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(5):1085-1142.
- [2] Li Siqu. Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the european union reduce the cost of equity capital? [J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(2): 607-636.
- [3] Tweedie D. Prepared statement of sir david tweedie, chairman of the international accounting standards board before the economic and monetary affairs committee of the European Parliament [EB/OL]. (2006-01-31). www.iasplus.com/resource/0601tweedieeuspeech.pdf.
- [4] 毛新述,戴德明. 会计制度改革、盈余稳健性与盈余管理[J]. *会计研究*, 2009, (12): 38-46.
- [5] 朱凯,赵旭颖,孙红. 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[J]. *管理世界*, 2009, (4): 47-54.
- [6] 杜兴强,雷宇,朱国泓. 企业会计准则(2006)的市场反应:初步的经验证据 [J]. *会计研究*, 2009, (3): 18-24.
- [7] Glosten L R, Milgrom P R. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders [J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1): 71-100.
- [8] Diamond D W, Verrecchia R E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital[J]. *Journal of Finance*, 1991, 46(4): 1325-1359.

- [9] Verrecchia R E. Essays on disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32(1-3): 97-180.
- [10] Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 44(2): 479-486.
- [11] Coles J, Loewenstein U, Suay J. On equilibrium pricing under parameter uncertainty[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1995, 30(3): 347-364.
- [12] Lambert R, Leuz C, Verrecchia R. Accounting information, disclosure, and the cost of capital [J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 45(2): 385-420.
- [13] 刘玉廷,王鹏,薛杰. 企业会计准则实施的经济效果——基于上市公司2009年年度财务报告的分析 [J]. *会计研究*, 2010, (6):3-12.
- [14] Dye R. Mandatory versus voluntary disclosures: the cases of financial and real externalities[J]. *The Accounting Review*, 1990, 65(1):1-24.
- [15] Ewert R, Wagenhofer A. Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management[J]. *The Accounting Review*, 2005, 80(4): 1101-1124.
- [16] Armstrong C, Barth M, Jagolinzer A, Riedl E. Market reaction to the adoption of IFRS in Europe [J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(1): 31-61.
- [17] Ball R, Robin A, Wu J. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, 36(1-3): 235-270.
- [18] Amihud Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects[J]. *Journal of Financial Markets*, 2002, 5(1): 31-56.
- [19] 王明涛,庄雅明. 股票市场流动性风险计量模型研究 [J]. *中国管理科学*, 2011,(2): 1-9.
- [20] Gebhardt W R, Lee C, Swaminathan B. Toward an implied cost of capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2001, 39(1):135-176.
- [21] Claus J, Thomas J. Equity premia as low as three percent? evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets[J]. *Journal of Finance*, 2001, 56(5):1629-1666.
- [22] Gode D, Mohanram P. Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner model[J]. *Review of Accounting Studies*, 2003, 8(4):399-431.
- [23] Easton P D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(1):73-95.

**Accounting Standards Reform, Stock Liquidity and Cost of Equity Capital:
Evidence from Chinese A—Share Listed Companies**

GAO Fang¹, FU Ren-hui²

(1. Management School, Ocean University of China, Qingdao 266100, China;

2. Rotterdam School of Management, Erasmus University, Rotterdam 3062PA, Netherlands)

Abstract: The application of new accounting standards is one of the most important accounting reforms. What it brings to capital market is a main concern to accounting standard setters and users. For the first time, Chinese A—share listed companies are used to examine the capital market consequences of the accounting standards reform. Empirical evidence shows that the accounting standards reform significantly improves stock liquidity, reduces the cost of equity capital, and increases firm value.

Key words: accounting standards reform; liquidity; cost of equity capital