

2008

KUAIJIXUE LUN WEN XUAN

2008年会计学论文选

中国会计学会

编



中国财政经济出版社

索 引 (CIP) 目 录 封 面 附 录

2008 年会计学论文选 中国会计学会 编 北京：中国财政经济出版社，2010.7

2010.7 出版

2008 年会计学论文选

中国会计学会 编

中国会计学会 编

副 主 编：张 岩

主 编：张 岩

编 委：王 岩

编 委：王 岩

（京）出字第 1111 号

（京）出字第 1111 号

（京）出字第 1111 号

（京）出字第 1111 号

（京）出字第 1111 号

（京）出字第 1111 号

中国财政经济出版社

（京）出字第 1111 号

图书在版编目 (CIP) 数据

2008 年会计学论文选/中国会计学会编. —北京: 中国财政经济出版社, 2010. 7

ISBN 978-7-5095-2176-2

I. 2… II. 中… III. 会计学-文集 IV. F230-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 065188 号

责任编辑: 张若丹

责任校对: 李 丽

封面设计: 邹海东

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 19.5 印张 1 插页 464 000 字

2010 年 7 月第 1 版 2010 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 48.00 元

ISBN 978-7-5095-2176-2/F·1724

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

前 言

为鼓励和推进会计学术研究创新,促进我国会计理论繁荣与发展,中国会计学会秘书处每年组织一次会计学优秀论文评选活动。2008年度会计学优秀论文评选活动共收到各省(市)会计学会、中国会计学会各分会、单位会员及有关会计专业刊物等84家单位择优推荐的、在2008年1~12月份93种公开出版期刊上发表的论文283篇。按照公平、公正、宁缺毋滥的原则,经过初评、量化评审、学术不端系统检测、评审专家会议表决等程序,最终评出获奖论文24篇,其中,一等奖论文2篇,二等奖论文7篇,三等奖论文15篇。现将获奖论文汇编成册,以飨读者。

由于编者水平有限,书中难免有纰漏,欢迎读者批评指正。

编 者

2009年12月

目 录

股权分置对中国资本市场实证研究的影响及模型修正	杨 丹 魏焜新 叶建明 (1)
政府财务会计与预算会计的适度分离与协调：一种适 合我国的改革路径	张 琦 程晓佳 (30)
新准则下利润结构质量分析体系的重构	钱爱民 张新民 (47)
会计师事务所的行业专门化是一种有效的竞争战略吗？	
——来自中国审计市场的经验证据	韩洪灵 陈汉文 (65)
自愿中报审计的需求动机、会计信息质量与经济后果	
——来自中国上市公司 2002 ~ 2006 年的经验证据	刘 斌 王杏芬 何 莉 李嘉明 (87)
签字会计师任期与审计质量：来自中国大陆证券市场 的经验证据	刘启亮 余宇莹 陈汉文 (109)
会计制度变迁与盈余稳健性：一项理论分析	毛新述 戴德明 (150)
中国 IPO 市场审计质量的成本效益自选择分析	
——来自沪深股市的经验证据	蔡 春 赵 莎 (168)
财务分析师预测的价格可信吗？	

——来自中国证券市场的经验证据

..... 储一昀 仓勇涛 (195)

增值税会计：税法导向还是财税分离？..... 盖 地 (230)

盈余管理、会计信息与银行债务契约

..... 陆正飞 祝继高 孙便霞 (248)

政府干预、政治关联与地方国有企业并购

..... 潘红波 夏新平 余明桂 (269)

董事会行为与公司业绩关系研究

——一个理论框架及我国上市公司的实证检验

..... 王 斌 童 盼 (295)

2006 年沪市公司内部控制信息披露研究

..... 杨有红 汪 薇 (324)

年报及时性的信号效应

——基于 2004 ~ 2006 年 A 股上市公司年报的实证检验

..... 王雄元 陈文娜 顾 俊 (340)

国企分红、在职消费与公司业绩..... 罗 宏 黄文华 (362)

经济增长、经济政策与公司业绩关系的实证研究

..... 靳庆鲁 李荣林 万华林 (390)

定向增发“盛宴”背后的利益输送：现象、理论根源

与制度成因

——基于驰宏锌锗的案例研究

..... 朱红军 何贤杰 陈信元 (416)

企业生命周期、应计特征与会计稳健性

..... 陈旭东 黄登仕 (449)

债务约束与自由现金流的过度投资问题研究..... 王建新 (498)

信息披露与国有股权私有化中的盈余管理

..... 白云霞 吴联生 (512)

投资者保护变迁与会计改革的共生互动性

..... 蔡 宁 魏明海 路晓燕 (533)

审计判断中代表性启发法下的偏误研究

——来自中国的实验证据

..... 张继勋 杨明增 (553)

从公司治理的视角看中国上市公司审计师变更的影响

因素 林志军 刘 明 (569)

附件：中国会计学会 2008 年度会计学优秀论文获奖名单

..... (610)

股权分置对中国资本市场实证研究的影响及模型修正^①

杨 丹 魏 温 新 叶建明

【摘 要】 流通股和非流通股并存的特殊股权制度影响到中国上市公司股价和股数科学合理的确定,进而影响到几乎所有的中国股票市场实证研究结果。股权分置改革全部完成之后,涉及股改前数据的所有实证研究和数据库建设也都不能忽视改革前后的股数和股价的不可比问题。现有的基于股权分置的指标修正方法五花八门,也缺少合理的经济逻辑和数据支持。本文证明忽视股权分置现实,或者不适当的修正都将导致偏颇的结论,进而提出了一个通用的修正方法,即每股非流通股的价格相当于每股流通股的一个百分比。然后用实际数据对这个百分比的表达式进行了估计,从而对股权分置条件下价格模型与回报率模型进行了修正。结果显示,经过修正后的模型估计优于未修正的模型。在此基础上,我们研究了现在的全流通改革是否公平地补偿了流通股

^① 本研究受到国家自然科学基金项目(编号70672112)和教育部“新世纪优秀人才支持计划”(批准号NCET-06-0816)的资助,并得到财政部全国会计学术带头人后备人才培养项目和西南财经大学“211工程”、“151工程”支持。感谢中国人民大学商学院财务研讨会和厦门大学财务与会计研究院研讨会师生对本文提出的修改意见,感谢匿名审稿人提出的中肯的修改意见。

股东。结果显示,对于非流通股比率较小的公司,补偿是公平的,但对于非流通股比率较高的公司,还是存在着大的非流通股股东剥削流通股股东的现象。

【关键词】 股权分置 指标计算 模型修正 实证研究 股改对价比率

一、引言

股权分置问题是在中国证券市场特殊的制度安排,它导致上市公司同时具有上市流通股和非流通股两类股票,两类股东流通过权利不一样,其他权利则相同。这一特殊现象扭曲了证券市场价格的形成机制,造成了流通股与非流通股价值的不一致,也无疑给中国的资本市场实证研究带来了巨大的冲击。这些研究中广为采用的模型都会因流通股与非流通股价值的不一致而发生变异。如果对这些模型不进行修正,那么基于中国数据的实证研究可能有严重的偏差。本文将对此做系统阐述,并对价格模型与回报率模型进行修正。

股权分置对中国资本市场实证研究的影响主要体现在对一些重要指标的影响上。其中,流通股与非流通股价值的不一致直接影响到公司价值(MVE)、每股盈余(EPS)两个指标的计算。在实证研究中,这两个指标是计算市账比(M/B)和市盈率的基础指标,这正是资本市场实证研究所用到的理论模型,包括三因素模型、价格模型、盈余反应模型与回报率预测模型常用到的变量。因此,所有采用这些指标与模型的研究都会受到股权分置的影响,可见股权分置对中国资本市场实证研究的影响十分广泛。

本文详细讨论了市场价值的三种不同计算方法对价格模型的影响,以及每股盈余的计算对盈余反应模型的影响。市场价值的这三种计算方法分别是:(1)最常用的办法是把流通股和非流

流通股等价对待；(2) 用净资产来定价非流通股；(3) 以盈余的若干倍（如 15 倍）来定价非流通股。这三种计算方法导致价格模型中的净资产（BE）系数与净收益（NI）系数均出现偏差，每股盈余的计算也使盈余反应模型的估计出现了偏差。

在认识到股权分置给中国资本市场实证研究带来问题的基础上，本文提出了一个通用的修正方法，即每股非流通股的价格相当于每股流通股的一个百分比。然后，利用 CSMAR 数据库中上市公司的数据，对这个百分比的表达式进行了估计，从而对股权分置条件下价格模型与回报率模型进行了修正。结果显示，经过修正后的模型估计比未修正的模型估计更准确。

本文的第一个贡献在于系统指出了股权分置对中国资本市场实证研究的影响。这些研究经常采用西方通用的模型。在本文中，我们说明这些模型需要修正才能使用中国现在的市场数据。简单的修订是可以理解的选择，但是我们将说明认真科学的考虑是必要的。

本文的第二个贡献是在流通股与非流通股价值不一致的前提下，修正了价格模型与回报率模型。修正后的模型更加有意义，证明非流通股的比率在实证研究模型中往往有显著的影响。

第三个贡献是导出了一个非流通股的定价模型，这有利于在股权分置改革中确定配送的比率。用这一模型，我们能够确定现在的全流通改革是否公平地补偿了流通股股东。我们的研究结果显示，对于非流通股比率较小的公司，补偿是公平的。但对于非流通股比率较高的公司并非如此。

在股票全流通之后，本文的研究结果仍然很重要，因为对任何利用历史数据进行的研究都不能回避本文的问题和提出的模型修正方法。

本文其余部分安排如下：第二部分主要列举现有实证研究处

理股权分置的方法并指出存在的问题；第三部分讨论 Ohlson (1995) 模型和回报率模型的理论修正；第四部分用中国数据提供模型修正的经验证据；第五部分是结论。

二、文献回顾

股权分置条件下非流通股的市场价值难以得到真实准确的反映，也缺少具有说服力的合理的定价方法。相应的基于股权分置的实证研究指标计算的方法也是五花八门，这不仅会导致中国股票市场实证研究结果有失准确，也会导致同类的实证研究缺少可比性。

一般而言，股票市场实证研究所使用的理论模型主要包括价格模型、收益率模型、三因素模型以及基于盈余预测的收益预测模型和托宾 Q 等投资模型。这些模型的应用都离不开公司价值和每股收益的计算，也就不能回避非流通股比率和定价问题。

以下是我国实证研究学者对关键指标的计算方法及计算时对股权分置不同处理方式的综述。因相关文献较多，本文主要选取近年来《经济研究》和《会计研究》的有关实证研究文章进行综述。

（一）公司价值计算

非流通股价值的定价会直接影响公司价值的计算。公司价值的计算则会影响到价格模型的适用性以及基于托宾 Q、市账比 (M/B)、公司规模等指标的模型的适用性。

最直接的是在会计和公司财务研究里常用的市值模型或价格模型。当价格模型以每股价格为基础时，每股净资产或每股盈余就受到如何看待非流通股的影响。当价格是以公司总市值为基础时，如何计算非流通股每股价格就直接影响了总市值。不同的方法将会给出完全不同的结果。

非流通股价值的定价会直接影响以公司价值为基础的指标如托宾 Q 、市账比 (M/B)、公司规模及相应的模型。托宾 Q 值是一种被广泛应用到测度企业市场价值的方法, 等于企业股权市场价值与债权账面价值之和除以资本存量。上市公司流通股的市场价值容易计算, 而非流通股市场价值的计算难以把握, 如孙永祥 (2001) 在计算托宾 Q 值时没有考虑非流通股的价值, 由于非流通股占有很大的比重, 非流通股多的公司的市值被高估, 导致托宾 Q 被高估。由于最优投资额取决于托宾 Q , 用这样的托宾 Q 计算出来的最优投资模型将得到非流通股比例较高的公司应有较高的投资这样的结论。金晓斌等 (2002) 根据 Berger 和 Ofek (1995) 的研究以及童盼、陆正飞 (2005), 徐晓东、陈小悦 (2003), 苏启林、朱文 (2003), 汪辉 (2003), 谷祺、邓德强、路倩 (2006) 等都在文中用到了托宾 Q 作为变量, 并在计算公司非流通股市值时都用每股净资产作为近似替代。具体计算公式为:

$$Q = (\text{流通股股数} \times \text{每股股价} + \text{非流通股股数} \times \text{每股净资产} + \text{负债账面价值}) / \text{总资产}$$

因为净资产定价通常会低于公司价值, 这种替代可能低估了托宾 Q 的真实值, 如果用来评价公司治理结构, 会得出非流通股比较大的公司治理比较差的结论。

Fama 和 French (1992) 发现账面市值比 (B/M) 较高的公司, 其股价容易被低估。非流通股市场价值的难以估计使得市账比 (M/B) 的运用变得不是十分可靠。曾颖、陆正飞 (2006), 苏东蔚、麦元勋 (2004), 吴世农、许年行 (2004), 吴东辉、薛祖云 (2005) 均用到市账比作为控制变量, 并在计算市账比时忽视了非流通股股权结构的影响或者将非流通股的市值认同为流通股的市值。这必然会导致流通股比重大的公司的市账比被高估

或低估,从而使市账比的应用不再可靠。公司规模也是实证研究中经常用到的变量。吴世农、许年行(2004)用 t 年6月底流通市值来度量 t 年度公司规模的大小;薛祖云、吴东辉(2004),汪炜、蒋高峰(2004),吴东辉、薛祖云(2005)对于公司规模的计量都忽略了非流通股的影响,会低估非流通股比重较大的公司的规模。由于公司规模直接取决于非流通股的定价,构建的三因素模型也可能会因非流通股估值的不合理而产生偏误。

杨丹、林茂(2006)注意到了非流通股处理方法导致结果差异的可能。他们在研究新股长期收益时,发现IPO的长期超常收益率对使用何种参照指标的收益率来调整以及使用何种加权平均方法很敏感,指出对非流通股的不同处理方式是导致IPO长期表现研究结论存在差异的主要原因。

(二) 每股盈余计算

非流通股对资本市场实证研究的另外一个非常重要的影响表现在每股盈余上。股权分置下每股盈余计量的变化也会影响到常用的市盈率指标及盈余反应模型等。通常每股盈余是用净利润除以股份总数计算得到的,曾颖、陆正飞(2006),吴世农、吴超鹏(2005)度量“意外盈余信息”时,都用到了每股盈余这一基础指标;陆正飞、叶康涛(2004),赵宇龙、王志台(1999),张俊瑞、赵进文、张健(2003),刘淑莲、胡燕鸿(2003),苏冬蔚、麦元勋(2004),冯根福、韩冰、闫冰(2002),吴淑琨、柏杰、席西民(1998),朱武祥、郭志江(1999),冯根福、吴林江(2001),孟焰、袁淳(2005),邓传洲(2005),唐跃军、薛江志(2005),谢军(2006)等都在研究用到的模型中加入每股盈余作为控制变量。股权分置下非流通股的存在对每股盈余的作用都会影响到这些研究的结果。

薛祖云、吴东辉(2004)用盈余反应模型对信息过载论和有效论进行检验;柳木华(2005)采用了普通的盈利/报酬模型,即盈余反应模型检验业绩快报是否具有信息含量;王跃堂、孙铮、陈世敏(2001)应用事件研究法对自愿执行三大减值政策的公司盈余是否具有信息含量进行测试时,也采用了盈余反应模型。

此外,用于进行财务危机预测的Altman(1968)Z计分模型中的某些变量也会受到非流通股定价的影响。向德伟(2002)、袁卫秋(2005)都用到了流传最广、影响最深的Altman(1968)Z计分模型,其中的 X_4 变量定义为权益市场价值与债务账面价值之比,在计量权益市场价值时非流通股的价值采用的是账面价值来进行替代。这样的替代可能会使非流通股比重大的公司在使用Z计分模型时不能达到很好的财务预警效果。

三、股权分置对实证研究模型影响的理论分析

本部分我们将分析股权分置条件下,不同的公司价值指标计算方法对价格模型的影响,并在此基础上给出价格模型的一般修正方法,从理论上得出股改公平补偿的合理比率。同时,将分析股权分置对盈余反应模型和基于市账比的模型的影响。

(一) 不同公司价值指标对价格模型的影响

由于流通股与非流通股价值的不一致,使非流通股部分的价格不能采用流通股的市价,那非流通股价格的计算就成为市场价值计算的关键环节。因此在不同的假设下,就产生了不同的非流通股计价方法。我们将考察公司市场价值的三种计算方法如何影响实证研究结果。

1. 方法一: 非流通股价值 = 流通股价值

MVE的计算通常表示为股价与公司股份总数的乘积。由于

股权分置的影响,公司的股份分成了流通股与非流通股两种,那么 MVE 的计算表达式也就发生了相应的变化,即:

$$MVE_0 = \text{Price} \times \text{Shares} = \text{Price} \times \#TS + \text{Price} \times \#NTS$$

其中, #TS、#NTS 分别为流通股股数、非流通股股数。

用这种方式来计算市盈率,就会受到非流通股的比率的影响。由于公认非流通股价值低于流通股,这种方法过高计算了一个公司的实际价值。一个公司的非流通股比率越高,这种方式对公司的实际价值的高估就越厉害。因此,我们提出以下假设:

假设一:用 MVE_0 作为因变量的模型夸大了定价模型系数估计。

就现有的文献来看,有许多研究把非流通股等同流通股来处理,计算公司每股市值代表的 MV 时,统一用流通股价格为流通和非流通股定价。这可能导致流通股比重大的公司的市账比被高估或低估,从而使市账比的应用不可靠。

2. 方法二:非流通股价值 = 账面价值

其中一种假设是认为非流通股的每股价值与每股的账面价值(净资产)是相等的,在这个假设下 MVE 的计算表达式就变成了:

$$MVE_1 = \text{Price} \times \#TS + \text{BPS} \times \#NTS \quad (1)$$

其中, BPS 是每股账面价值,即 $\text{BVE} / (\#TS + \#NTS)$ 。

接着,我们将 (1) 式代入价格模型,探讨将会给价格模型带来什么样的影响。价格模型如下:

$$MVE_1 = a + b \times \text{BVE} + c \times \text{NI}$$

将 (1) 式代入价格模型后,得到下式:

$$\text{Price} \times \#TS + \text{BPS} \times \#NTS = a + b \times \text{BVE} + c \times \text{NI}$$

经整理后得到以下结果:

$$\text{Price} \times \#TS = a + (b - \%NTS) \times \text{BVE} + c \times \text{NI}$$

其中, $\%NTS = \#NTS / (\#NTS + \#TS)$ 。

可见,用这种方式整理出的模型中,方程的左边仅仅是流通股的股值。这样,NI对MVE影响程度的系数c,实际上解释的仅仅是NI对流通股价值的影响。这样NI系数被低估了。我们就此提出以下假设:

假设二:当用净资产来为非流通股定价的时候,净收益的回归系数被低估。

就现有的文献来看,许多学者采纳非流通股用净资产定价的方法。在计算公司非流通股市值时都用每股净资产作为近似替代,这可能低估公司的价值,如果用来评价公司治理结构,会得出非流通股比重大的公司治理比较不好的结论。

3. 方法三:非流通股价值 = $15 \times$ 每股盈余

另外一种关于非流通股价值的假设是假定非流通股的市盈率为已知,并认为价格是市盈率的若干倍(15倍),这种假设下MVE的计算表达式就变成了:

$$MVE_2 = Price \times \#TS + EPS \times 15 \times \#NTS \quad (2)$$

将(2)式代入到价格模型中,得到下式:

$$Price \times \#TS + \%NTS \times NI \times 15 = a + b \times BVE + c \times NI$$

经整理后得到以下结果:

$$Price \times \#TS = a + b \times BVE + (c - \%NTS \times 15) \times NI$$

用这种方法整理得到的模型中,模型左边只是流通股的股值。所以,BVE的系数解释的并不是BVE对MVE的影响程度,实际上解释的仅是对流通股价值的影响,这种方法下BVE的系数被低估了。我们就此提出假设:

假设三:当用每股盈余的若干倍作为非流通股价值时,每股净资产的系数被低估。

这种计算方法源于市盈率控制的新股发行管制定价,市盈率

管制有一个较大的空间,而且新股发行之后就不再具有现实定价意义,因此在对二级市场的实证研究中较少使用。但是这种定价的思路具有一定代表性,因此本文也进行专门讨论。

(二) 价格模型的一般修正方法与股改公平补偿

流通股与非流通股价值的不一致是导致模型出现偏差的原因,那么非流通股价值的合理确定就成为模型修正的重点。本文提出了一种修正方法,就是令每股非流通股的价格为每股流通股的一个百分比,即令 $\text{Price of NTS} = f(z) \times (\text{Price of TS})$ 。其中 $f(z)$ 是基于某些变量 z ^① 的一个函数。则市场价值的真实值就变为:

$$\begin{aligned}\text{True MVE} &= (\text{Price of TS}) \times \#TS + (\text{Price of NTS}) \times \#NTS \\ &= \text{Price} \times [\#TS + \#NTS \times f(z)] \\ &= \text{Price} \times \#S \times \{1 - \text{ntr} \times [1 - f(z)]\} \\ &= \text{MVE}_0 \times \{1 - \text{ntr} \times [1 - f(z)]\} \quad (3)\end{aligned}$$

其中, $\text{MVE}_0 = \text{Price} \times \text{Shares}$, Price 为流通股价格, Shares 为总股数。

此时,将价格模型做一点变化,变为: $\text{True MVE} = a + b \times \text{BVE} + c \times \text{NI}$, 并将 (3) 式代入到模型中,会得到下式:

$$\text{MVE}_0 \times K = a + b \times \text{BVE} + c \times \text{NI} \quad (4)$$

其中, $K = 1 - \text{ntr} \times [1 - f(z)]$ 。如果我们令 $f(z) = d$, 那么 d 是可以通过 (4) 式估计出来的一个参数。

在以上这些模型基础上,我们就能计算全流通改革的合理送股数量。记住总体的流通股和非流通股市场价值分别为 $P \times \#TS$ 和 $f(z) \times P \times \#NTS$, 这样的价值比率应该在股改后保持不变。

① 关于变量 z 的讨论是一个有趣的话题,它应该包括非流通股比率和其他基本面信息,作者将对此另文论述。