

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^{*}

陆正飞 张会丽

(北京大学光华管理学院 100871)

【摘要】我国自 2007 年 1 月 1 日起实施的新会计准则，扩大了合并报表净利润与母公司报表净利润之间的差异。本文研究新旧准则下该差异相对于合并报表净利润的增量信息含量的变化。实证结果显示，上述差异在旧准则下并没有为母公司投资者的股票定价决策带来额外的信息；而在新准则下，该差异的决策相关性显著提高，并能提供合并报表净利润之外的增量信息含量。这就意味着，合并报表净利润中已包括但母公司报表净利润中未包括的子公司已实现而未分配盈余，能够在合并报表净利润基础上提供增量信息含量。

【关键词】子公司盈余 会计准则变革 增量信息含量

一、引言

投资者^①对上市公司股票定价决策的实质，就是利用过去的利润信息对公司未来的盈利能力和风险做出预测（Finger 1994, Komendi and Lippe 1987, Ramesh and Thiagarajan 1993, Rutherford 2000）。然而，当上市公司普遍以母公司形式存在，并控制着越来越多的子公司时，母公司、子公司及集团合并报表的利润信息分别在母公司股票定价中扮演着什么样的角色，是学术界尚未打开的“黑箱”。已有文献在研究净利润的定价功能时均按惯例采用合并报表净利润^②，其中蕴含的假定是母公司股东做决策时会集团内不同法律实体的利润信息不加区分地同等看待。而现实中，由于母、子公司间的利润转移将受到税收等因素的成本制约（Hevas et al., 2000），上述假定显然并不符合经济事实。图 1 显示，截至 2007 年末，我国约 96.52% 的上市公司合并报表中归属于母公司股东的净利润与母公司报表净利润之间存在差异。因此，打开投资者如何利用子公司利润信息进行股票定价的“黑箱”，对于我们了解投资者的定价决策行为和研究集团内不同法律实体会计信息对于母公司股票定价的决策相关性具有重要意义。

解决上述问题的关键就在于认清投资者是否会对母、子公司盈余信息进行甄别定价。如果我们能够发现子公司盈余在合并报表净利润的基础上具有增量信息含量，就说明投资者在决策时仅利用合并报表净利润信息是不够的。这就意味着，投资者需要在利用合并报表净利润信息的基础上，进一步关注合并报表净利

^{*} 本文由国家自然科学基金重点项目“产权保护导向的会计研究”（项目批准号：70532002）和国家自然科学基金青年科学基金项目“会计准则变更、企业行为选择与证券市场反应”（项目批准号：70802003）资助。

① 本文中的投资者，若无特别说明，专指作为母公司的上市公司的股票投资者。

② 确切地说，是指合并报表中反映的“归属于母公司股东的净利润”。下同。

润与母公司报表净利润之间的差异,亦即关注包括在合并报表净利润但未包括在母公司报表净利润中的子公司盈余。由于合并财务报表编制过程中的调整、归并以及加总等技术会导致母、子公司个体信息的遗失,因此,要对上述问题进行深入考察,就离不开单独的母、子公司利润信息(Pendlebury 1980 Francis 1986)。然而,美国等发达市场经济国家实施的“单一披露制”,导致单独的母公司报表数据无法获取(Harris et al, 1997; Abad et al, 2000; Hevas et al, 2000)^③。而在实行“双重披露制”的国家(如2006年前的中国),由于母公司报表中也采取权益法核算对子公司的长期股权投资,母公司利润表和合并利润表的分工不合理,导致母、子公司以及合并报表信息的重叠(如Hevas et al, 2000; 戴德明等, 2006)。这些披露制度特征,使得研究者很难获得用于考察合并报表净利润中包含的子公司盈余的增量信息含量的数据。

我国财政部于2006年2月颁布的企业会计准则(简称“新准则”)^④对合并报表和母公司报表分工的调整,为我们考察投资者如何利用母、子公司的盈余信息进行母公司股票定价决策提供了良好的契机。新准则要求投资企业对子公司的长期股权投资的日常核算采用成本法,但在编制合并报表时需要按权益法进行调整。这就使得合并报表净利润反映整个集团实现的利润,而母公司报表净利润则仅反映母公司自身实现的利润。因此,子公司已实现而未分配利润中归属于母公司的部分,就构成了合并报表净利润与母公司报表净利润差异的一个重要内容。为了叙述方便,下文将合并报表净利润与母公司报表净利润差异简称为“合并—母公司净利润差异”。

本文通过对比新旧准则下合并—母公司净利润差异的经济内涵,以及该差异所提供的在合并报表净利润之外的增量信息含量的变化,考察投资者对合并报表中所包含的子公司盈余的定价行为。我们的研究发现,在旧准则下,由于合并—母公司净利润差异主要反映集团内部抵消事项对合并净利润的影响净额,并没有为投资者的股票定价决策带来额外的信息含量;而在新准则下,该差异能为母公司投资者的股票定价决策提供除合并报表净利润之外的增量信息。

本文的主要贡献在于,一定程度上打开了投资者如何利用母、子公司盈余信息进行母公司股票定价决策的“黑箱”。与已有文献相比,本文通过对我国新旧准则转换过程中报表信息的动态比较,比较清晰地考察了投资者对子公司盈余信息的定价行为。Hermann et al (2001)和Hevas et al (2000)分别就日本和希腊的市场进行过类似的考察,研究投资者对上述合并—母公司净利润差异的定价行为^⑤。虽然他们计算出了与我国新准则下相同的合并—母公司净利润差异,但是,由于他们的研究是在静态环境下进行的,无法区分合并抵消事项与子公司盈余信息各自对股票定价产生的影响。故其结论并不能十分可靠地说明子公司盈余信息的定价作用。而本文的研究考察了我国新旧准则下合并—母公司净利润差异增量信息含量的动态变化,从而能够有效地分离出子公司盈余信息的定价作用。另外,我们的研究还发现,合并报表与母公司报表的合理分工,从而导致了子公司盈余信息的释放,为投资者的股票定价决策带来了额外信息,证明过去不尽完善的合并技术所导致的信息遗失确实会对投资者股票定价决策带来不利的经济后果,进而支持了新准则对子公司长期股权投资核算方法调整的合理性,以及对于投资者保护的积极意义。

二、研究背景与假设

新准则实施之前,我国上市公司编制合并财务报表一直遵循财政部1995年颁布的《合并会计报表暂行规定》(财会字[1995]11号)。在旧准则下,母公司报表采用权益法核算对子公司的长期股权投资;合并报表则在对集团内部交易影响利润的事项进行抵消处理之后,将子公司当期净利润中归属于母公司股东的部分计入合并净利润。因此,假定不存在母子公司之间的抵消事项,或内部交易事项对合并净利润的

③ 此处借鉴戴德明等(2006)的说法,“单一披露制”要求以合并报表取代母公司报表,母公司只对外提供合并报表而不提供自身的财务报表。“双重披露制”要求母公司同时提供合并报表和母公司报表。

④ 出于表述方便,本文将2007年1月1日起实施的会计准则体系简称为“新准则”,之前的准则简称为“旧准则”。

⑤ 日本和希腊均实施“双重披露制”,在母公司报表中采用成本法核算对子公司长期股权投资。

影响为 0 时，母公司报表净利润将等于合并报表净利润，亦即合并一母公司净利润差异等于 0。因此，在旧准则下，合并一母公司净利润差异的大小主要反映了集团内部交易事项对合并净利润的影响。

在新准则下，母公司改按成本法核算对子公司的长期股权投资，母公司只有在子公司发放红利时才确认投资收益，从而母公司报表净利润不再包括归属于母公司股东的、子公司当期已实现而未分配的利润。在编制合并报表时，则将母公司对子公司长期股权投资调整为权益法基础。因此，在新准则下，合并一母公司净利润差异除了包含集团内部抵消事项对合并净利润的影响之外，还包含了归属于母公司股东的子公司当期已实现而未分配的利润^⑥。

例如，四川长虹（600839）在其 2006 年和 2007 年的财务报告中详细披露了母公司报表净利润与合并报表净利润之间的差异及成因^⑦，汇总整理后的信息见表 1。Panel A 显示，该公司 2006 年度合并一母公司净利润差异约为 0.06 亿元（=3.06-3.00），其中，0.02 亿元归因于“母公司以无形资产投资的摊销影响数”，其余 0.04 亿元归因于“收取设计费和固定资产销售等的未实现利润影响数”。上述两项差异均为母子公司内部交易事项所致，内部抵消净额对母公司净利润造成负向影响，导致合并净利润高于母公司报表净利润共计约 0.06 亿元。Panel B 显示，该公司 2007 年度合并一母公司净利润差异为 1.13 亿元（=3.37-2.24），较 2006 年提高了约 20 倍，共计增加 1.07 亿元。该公司报表附注披露的差异成因表明，其中 1.12 亿元为归属于母公司股东的当期子公司净利润（子公司实现收益减去少数股东损益，=2.17-1.05），影响该合并一母公司净利润差异的因素包括子公司净利润中归属于母公司股东的 1.12 亿元和内部交易抵消事项净额 0.01 亿元。2007 年新准则实施后，母公司报表净利润不再包含 1.12 亿元的子公司净利润，是该年合并一母公司净利润差异较 2006 年大幅度上升的主要原因。在四川长虹 2007 年合并一母公司利润差异中，子公司净利润约占 99.12%。

通过以上分析可以发现，旧准则下合并一母公司净利润差异主要反映的是集团内部抵消事项对合并净利润的影响净额。戴德明等（2006）检验了旧准则下合并报表与母公司报表的有用性，发现在预测集团经营成果和现金流量方面，两者并不存在显著差异。这就意味着旧准则下的合并一母公司净利润差异并不能为母公司股票定价决策提供合并报表净

表 1 四川长虹（600839）2006 2007 年
合并一母公司净利润差异形成原因对比

Panel A 2006 年合并一母公司净利润差异形成原因	
母公司净利润	3.00
加：母公司以无形资产投资的摊销影响数	0.02
加：收取设计费和固定资产销售等的未实现利润影响数额	0.04
合并净利润	3.06
Panel B 2007 年合并一母公司净利润差异形成原因	
母公司净利润	2.24
加：子公司实现收益	2.17
减：少数股东损益	1.05
加：母公司对子公司销售未实现利润	-0.14
加：母公司销售给子公司固定资产、无形资产中包含的销售利润、折旧和摊销对本期的影响	0.15
合并净利润	3.37

资料来源：巨潮资讯网，四川长虹（600839）2006 年和 2007 年财务报告。

⑥ 需要说明的是，该部分“归属于母公司股东的子公司当期已实现而未分配的利润”会因子公司的盈利或亏损而影响合并一母公司净利润差异的符号和数值大小。为了表述方便，本文未对亏损情形加以单独分析。就一般情形而言，在新准则下，合并一母公司净利润差异会因当期子公司盈利而符号为正、数值变大，因子公司亏损而符号为负、数值变小。上述两种情况均会导致该差异的绝对值变大，故我们下文在探讨新准则“扩大”了合并净利润与母公司净利润之间的差异时，是基于绝对值意义上的大小的考虑（见表 2）。但在考察该差异的增量信息含量时，我们充分考虑了子公司盈利和亏损所可能导致的不同影响，不对差异变动（或差异水平）的符号做任何限定。当然，如果内部抵消事项与子公司盈亏状况对合并净利润的影响方向相反，也可能出现新准则下合并一母公司净利润差异的绝对值比旧准则下反而更小的情况，对于这种特殊情形，我们专门对所有可以同时获得 2006 年和 2007 年合并一母公司净利润差异数据的非金融业上市公司进行了核查，发现差异绝对值变小的公司数目只占 10.29%，而且，在表 2 中将 2007 年和 2006 年的该差异绝对值均值进行对比也充分表明该特殊情形并不会对合并一母公司净利润差异扩大的总体趋势造成显著影响。另外，新准则下合并范围的扩大，如要求对特殊行业子公司加以合并，也会对上述差异的变化产生影响，但是上述情形仍然可归结为子公司盈余的影响范畴，与本文的研究并不冲突，故不再单独另行讨论。

⑦ 之所以选择四川长虹（600839）是因为我们随机抽取了 50 家上市公司阅读其会计报表附注，只有该公司在其 2006 年和 2007 年的年度报告中详细披露了合并一母公司净利润差异的形成原因。

利润之外的增量信息。基于此, 我们提出本文的研究假设 1。

假设 1: 在旧准则下, 合并一母公司净利润差异不能提供合并报表净利润之外的增量信息含量。

在新准则下, 母公司利润表与合并利润表之间的分工更为明确。然而, 仅使用其中任意一张报表提供的利润信息进行母公司股票定价决策都将产生一定偏差。如果仅仅使用母公司报表净利润信息, 子公司当期实现但未分配的净利润将被完全排除在母公司股票定价决策之外; 而若仅使用合并报表净利润信息, 则意味着将集团内部不同法律实体的盈余不加区分地加以使用。Graham et al (1997) 发现子公司的盈余宣告会导致母公司的股价反应, 从而能为投资者对母公司股票的定价提供额外的信息含量。Hevas et al (2000) 认为基于税收成本等方面因素的考虑, 理性的投资者应该对子公司盈余和母公司盈余区别定价。基于以上分析, 提出本文的研究假设 2。

假设 2: 在新准则下, 合并一母公司净利润差异能够提供合并报表净利润之外的增量信息含量。

三、研究设计

自 Ball and Brown (1968) 首次发现会计盈余在股票定价中具有信息含量的证据以来, 有关会计盈余信息决策有用性的研究不断涌现。会计盈余信息通过改变投资者的信念和行为而影响股票定价。20 世纪 80 年代以来学术界兴起的盈余反应系数 (Earnings Response Coefficients) 研究就是基于这一思想, 考察会计盈余信息的决策有用性 (Kothari 2001)。Holthausen and Watts (2001) 将有关会计盈余信息有用性的研究分为三类: 相对信息含量、增量信息含量及边际信息含量研究。本文拟考察合并一母公司净利润差异在合并报表净利润基础上提供的增量信息含量。

本文的研究假定投资者在股票定价决策过程中首先使用合并报表净利润信息, 然后再关注合并一母公司净利润差异。上述假定的合理性在于: 一方面, 从实务角度看, 我国上市公司在其定期报告中同时披露合并报表和母公司报表, 合并报表在前, 母公司报表在后, 而且上市公司披露的诸如每股收益 (EPS)、净资产收益率 (ROE) 及资产报酬率 (ROA) 等财务指标的计算均以合并报表信息为基础; 另一方面, 从学术角度看, 我国主要学术研究数据库, 诸如 CSMAR、CCER 等均提供合并报表数据, 并不提供母公司报表数据, 因而在会计及财务学术研究中主要使用合并报表信息已成惯例。

本文在考察合并一母公司净利润差异的增量信息含量时, 同时采用盈余变动 (Earnings change) 和盈余水平 (Earnings level) 两种盈余反应系数的回归形式, 在控制合并报表净利润影响后, 引入表示新旧准则影响年度的哑变量 New, 实施新准则年度取值为 1, 否则为 0, 以考察新旧准则下合并一母公司净利润差异增量信息含量的变化^③。在选择时间窗口时, 由于涉及不同组间系数的对比, 使用短窗口分析往往会导致无效的结论 (Toeh and Wong 1993), 故本文选择常用的 1 年期时间窗口。

采用盈余变动回归形式的模型设计为:

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta CE_{it} + \alpha_2 \Delta Diff_{it} + \alpha_3 New * \Delta CE_{it} + \alpha_4 New * \Delta Diff_{it} + \alpha_5 New_{it} + \sum \alpha_m Control_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中, CAR_{it} 为公司第 t 年 5 月至第 $t+1$ 年 4 月经市场调整的累积超额回报, 出于稳健性考虑, 我们同时用沪深两市简单算术平均指数和沪深两市流通 A 股市值加权平均指数两种方法计算市场调整的累积超额回报, 分别表示为 $CAR1$ 和 $CAR2$; ΔCE_{it} 为公司第 t 年每股合并报表净利润 (即每股盈余 EPS) 的变动额, 经第 $t-1$ 年期末股票收盘价标准化; $\Delta Diff_{it}$ 为公司第 t 年的每股合并一母公司净利润差异变动额, 经第 $t-1$ 年期末股票收盘价标准化; New 为实施新准则年度哑变量, 实施新准则的年度取值为 1, 否则取 0; $Control$ 为一系列控制变量, 参考 Komendi and LiPe (1987)、Collins and Kothari (1989)、Easton and Zmijewski (1989) 以及 Francis and Ke (2006) 等的研究, 我们在回归中控制了公司规模 (Size, 公司第 $t-1$ 年末的资产规模取自然对数)、盈余持续性 (Loss, 将表示公司当年是否亏损的哑变量作为盈余

③ 本文的研究设计参考了 Jennings (1990) 对增量信息含量问题的探讨。

持续性的代理变量)、公司市净率 (P/B 公司第 $t-1$ 年末的市净率水平) 及负债水平 (Leverage, 公司第 $t-1$ 年末的资产负债率), 回归中当然也对行业因素进行了控制。

Easton and Harris (1991) 首次提出将盈余水平加入到盈余反应系数的回归方程中, 经过 Kothari and Sloan (1992) 以及 Ohlson and Shroff (1992) 的进一步改进后, 盈余水平的回归形式在 20 世纪 90 年代以后的研究中被广泛使用 (Kothari 2001), 该方法利用盈余水平替代盈余变动, 利用时间窗口内的累积回报率替代累积超额回报。本文盈余水平回归形式的模型设计为:

$$CR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CE_{it} + \alpha_2 Diff_{it} + \alpha_3 New * CE_{it} + \alpha_4 New * Diff_{it} + \alpha_5 New + \sum \alpha_m Control + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中, CR_{it} 为公司第 t 年 5 月至第 $t+1$ 年 4 月的累积回报率; CE_{it} 为公司第 t 年的每股合并报表净利润 (即每股盈余 EPS), 经第 $t-1$ 年期末股票收盘价标准化; $Diff_{it}$ 为公司第 t 年的每股合并一母公司净利润差异, 定义为合并报表净利润 (新准则下 “归属于母公司股东净利润”) 与母公司报表净利润之差除以总股数, 并经第 $t-1$ 年期末股票收盘价标准化; 其他控制变量定义同模型 (1)。

我们对于假设 1 和假设 2 的检验, 就是要考察模型 (1) 和 (2) 中的 α_2 和 α_4 是否显著异于 0 以及 $\alpha_2 + \alpha_4$ 是否显著异于 0。

四、样本选取与描述性统计

本文研究所用到的合并报表净利润数据和母公司报表净利润数据来自 wind 资讯数据库, 其他所需数据如上市公司财务数据、股票交易数据以及证券市场指数交易数据均来自 CCER Sinofin 数据库。

首先, 为了较为清晰地观察合并一母公司净利润差异的变化趋势, 在筛选回归模型所需样本之前, 我们将从 wind 资讯数据库可得的非金融业上市公司的原始数据样本按年度进行了初步的描述性统计分析。这样能够避免原始信息受剔除特定观测、变量缺失值以及极端值处理的影响, 从而最大程度地反映该差异的真实变化趋势。图 1 给出了合并一母公司净利润差异的符号从 1996 年实施《合并会计报表暂行规定》以来至 2007 年的 12 年间在横截面上的频率分布变化趋势。表 2 给出了 1996 年—2007 年该差异的绝对值大小的年度变化趋势。

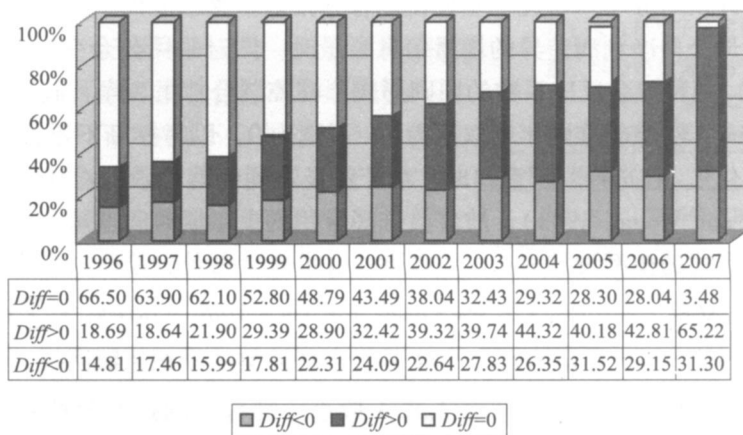


图 1 合并一母公司净利润差异符号的年度频率分布

由图 1 可以看出, 在开始披露合并报表信息的最初几年, 合并报表净利润与母公司报表净利润相等即 $Diff=0$ 的观测数占相当大的比例, 但呈现出逐年下降的趋势。受新准则实施的影响, 该类观测数占全部观测值比在 2007 年出现大幅度下降, 即由 2006 年的 28.04% 下降至 2007 年的 3.48%。这主要是由于新准则下的合并一母公司净利润差异包含了归属于母公司股东的子公司当期已实现而未分配的净利润。

由表 2 可以看出, 自 1996 年至 2007 年的样本观测数目处于平稳的变化状态, 在实施新准则以前, 合并一母公司净利润差异绝对值的均值和中位数也相应处于较为平稳的变化状态。该差异绝对值的均值从

1996年的 1.26 稳步升至 2005 年的 15.01, 2006 年略有下降, 为 12.16, 但在实施新准则的 2007 年却发生了明显的跳跃, 均值由 2006 年的 12.16 升至 2007 年的 94.70, 升幅达 678.78%, 而中位数由 2006 年的 0.56 突升至 15.42, 升幅高达 2653.57%。可见, 与四川长虹 (600839) 的个案相一致, 大样本的数据分析也表明, 从整体上看, 新准则给合并一母公司净利润差异所带来的影响是巨大的, 进一步凸显了本文研究该差异为投资者定价带来的经济后果的必要性和重要意义。

表 2 合并一母公司利润差异的绝对值的年度分布描述性统计 (单位: 百万元)

年份	观测数	均值	中位数	最小值	最大值	标准偏差
1996	419	1.26	0	0	56.81	5.60
1997	590	1.74	0	0	321.00	14.43
1998	694	1.65	0	0	342.61	13.87
1999	803	1.66	0	0	182.88	8.27
2000	910	3.01	0.01	0	567.05	23.54
2001	1021	2.21	0.09	0	150.98	8.51
2002	1091	3.04	0.20	0	195.24	11.84
2003	1218	4.78	0.34	0	374.75	24.35
2004	1347	11.76	0.36	0	9621.00	264.92
2005	1431	15.01	0.51	0	11918.00	318.72
2006	1523	12.16	0.56	0	4530.00	144.40
2007	1521	94.70	15.42	0	17115.68	545.37

然后, 我们在此基础上进一步筛选了本文研究所需的观测样本。考虑到新准则自 2007 年 1 月 1 日起正式实施, 我们将 2007 年作为新准则实施年度。为了保持数据样本在新旧准则年度分布的均衡性, 我们只选取 2006 年作为实施旧准则的观测年度。在进一步剔除了 IPO 当年观测、股东权益为负的观测以及相关变量缺失值后, 本文对模型 (1) 的回归中共包含 2594 个观测值, 其中 2006 年为 1241 个, 2007 年为 1353 个; 对模型 (2) 的回归中共包含 2621 个观测值, 其中 2006 年为 1277 个, 2007 年为 1344 个。另外, 为了排除极端值对研究结果的影响, 我们对所有连续变量作了 1% ~ 99% 的 winsorize 处理。相关变量的描述性统计见表 3。

表 3 的 Panel A 给出了所有变量的描述性统计, Panel B 给出了本文所要考察的主要变量的新旧准则年度对比^⑨, $\Delta Diff$ 在旧准则下 ($New=0$) 均值为 0, 而在 2007 年执行新准则年度 ($New=1$) 均值为 0.007, 并且这种变化在 1% 水平下显著。在 2006 年, $\Delta Diff$ 与 CAR_1 的 Pearson 相关系数为 0.004 并不显著区别于 0, 但在 2007 年大幅升高为 0.105, 且在 1% 水平下显著异于 0, 表明在新准则下合并一母公司净利润差异的变动与股票超额回报之间具有更强的相关关系。虽然上述分析并没有控制合并净利润信息的影响, 但也能在一定程度上揭示该差异在新准则下的信息含量变化, 与本文的研究假设初步相吻合。

表 3 相关变量描述性统计

Panel A 所有变量描述性统计						
变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
CAR_1	2594	-0.096	-0.161	0.445	-1.046	1.377
CAR_2	2594	-0.121	-0.189	0.441	-1.036	1.338
ΔCE	2594	0.006	0.004	0.055	-0.341	0.318
$\Delta Diff$	2594	0.001	0.000	0.009	-0.045	0.045
CR	2621	1.393	1.135	1.152	-0.216	6.398
CE	2621	0.014	0.018	0.064	-0.549	0.164
Diff	2621	0.005	0.000	0.024	-0.149	0.112
Size	2621	21.308	21.210	1.011	19.236	24.728

⑨ 限于篇幅, Panel B 只报告并分析模型 (1) (CAR_1 作因变量) 回归中的主要考察变量在新旧准则年度的对比变化, 其他回归形式得出了类似的对比结果。

续表

Panel A 所有变量描述性统计						
变量	观测数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Loss	2621	0.104	0.000	0.305	0.000	1.000
P/B	2621	2.816	2.000	2.543	0.698	19.563
Leverage	2621	0.505	0.518	0.183	0.078	0.923
Panel B 主要变量的新旧准则年度对比						
变量	新旧准则年度	均值	中位数	标准差	均值检验 (T检验)	与同期 CAR _{it} 的 Pearson相关系数
CAR _{it}	New=0	-0.159	-0.213	0.473	(-6.84)***	1.000
	New=1	-0.039	-0.127	0.410		1.000
ΔCE	New=0	0.007	0.005	0.076	(1.23)	(0.127)***
	New=1	0.004	0.004	0.022		(0.119)***
ΔDiff	New=0	0.000	0.000	0.007	(-5.39)***	(0.004)
	New=1	0.007	0.005	0.076		(0.105)***

注：1. 相关变量定义见本文第三部分，下同。
2. *, **, ***分别表示 10%、5%、1%水平下显著（双尾），下同。

五、实证结果与分析

表 4给出了模型（1）的回归结果，在两种不同 CAR的计算方式下，ΔDiff的回归系数均不显著异于 0，意味着合并一母公司净利润差异在 New=0时，即在旧准则下并没有为投资者在合并净利润基础上提供增量信息含量，假设 1得到验证。而 New*ΔDiff的回归系数 α₄在两种 CAR计算方式的回归中分别为 5.059和 5.293，分别在 5%和 1%水平下显著异于 0，表明在新准则下，合并一母公司净利润差异的增量信息含量显著提高。而且，T检验显示，α₂+α₄在 5%水平下显著异于 0，可见，受子公司盈余信息的影响，合并一母公司净利润差异在新准则下能为投资者在合并净利润基础上提供显著的增量信息含量。另外，New*ΔCE的系数在 5%水平下显著为正，说明新准则的实施增加了合并净利润的信息含量。控制变量的回归结果的符号同已有文献保持一致。但 Loss的符号却显著为正，这可能与我国的退市监管制度有关，亏损公司为了避免被 ST很可能竭力提高业绩，从而投资者越有可能获得更高的超额回报。

表 4 新旧准则下合并一母公司净利润差异增量信息含量变化检验（1）

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta CE_{it} + \alpha_2 \Delta Diff_{it} + \alpha_3 New * \Delta CE_{it} + \alpha_4 New * \Delta Diff_{it} + \alpha_5 New_{it} + \sum \alpha_m Control_{it} + \epsilon_{it}$$

Variable	CAR1		CAR2	
	系数	t值	系数	t值
Intercept	0.207	(1.03)	0.195	(0.97)
ΔCE	0.906	(5.25)***	0.877	(5.12)***
New*ΔCE	1.259	(2.13)**	1.214	(2.05)**
ΔDiff	-1.755	(-1.07)	-1.853	(-1.14)
New*ΔDiff	5.059	(2.48)**	5.293	(2.61)***
New	0.127	(7.15)***	0.059	(3.32)***
Size	-0.029	(-3.08)***	-0.028	(-2.97)***
Loss	0.120	(3.23)***	0.115	(3.10)***
P/B	-0.009	(-2.10)**	-0.007	(-1.72)*
Leverage	0.380	(7.10)***	0.363	(6.69)***
行业	已控制		已控制	
Obs	2594		2594	
R-sq	7.87%		6.26%	
F	10.83***		8.55***	

注：标准误差经异方差调整；下表同。

表 5 报告了模型 (2) 的回归结果, 无论是否加入其他控制变量 (Model2-1 和 Model2-2), 我们要考察的 α_2 均不显著异于 0 符合假设 1。 α_4 在 1% 水平下显著异于 0 且 F 检验在 5% 显著性水平下拒绝了 $\alpha_2 + \alpha_4 = 0$ 的假定, 盈余水平形式的盈余反应系数回归同样支持了本文的假设 2。

表 5 新旧准则下合并一母公司净利润差异增量信息含量变化检验 (2)

$$CR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CE_{it} + \alpha_2 Diff_{it} + \alpha_3 New*CE_{it} + \alpha_4 New*Diff_{it} + \alpha_5 New + \sum \alpha_m Control + \epsilon_{it}$$

Variable	Model2-1		Model2-2	
	系数	值	系数	值
Intercept	0.968	(2.00)*	0.891	(39.58)***
CE	1.209	(3.90)***	1.267	(6.01)***
New*CE	-2.036	(-1.29)	-1.684	(-1.16)
Diff	-0.592	(-0.76)	-0.088	(-0.12)
New*Diff	8.245	(2.61)***	9.084	(2.85)***
New	1.047	(24.25)***	0.944	(22.12)***
Size	-0.025	(-1.09)	—	
Loss	-0.127	(-1.53)	—	
P/B	-0.083	(-7.60)***	—	
Leverage	1.026	(8.32)***	—	
行业	已控制		—	
Obs	2621		2621	
R-sq	22.64%		17.52%	
F	43.32***		132.68***	

我们还对上述所有回归的多重共线性水平进行了检验, 结果显示总体 VIF (方差膨胀因子) 的均值均小于 2, 表明我们的回归结果不受多重共线性的影响, 具备较强的可靠性。综合表 4 和表 5 的回归结果, 无论采用何种形式的盈余反应系数回归方程形式, 实证结果均表明, 在旧准则下, 合并一母公司净利润差异并不能为合并报表净利润提供增量信息含量, 意味着投资者并不关心内部抵消净额所造成的差异。而在新准则下, 子公司盈余包含在了合并一母公司净利润差异中, 导致该差异的增量信息含量显著增大。也就是说, 新准则下子公司盈余信息能够在合并报表净利润基础上为投资者的股票定价决策提供增量信息含量。

六、结论

本文通过分析合并一母公司净利润差异在新旧准则下所代表经济含义及其增量信息含量的变化, 考察了投资者利用子公司盈余信息进行母公司股票定价的决策行为。该差异在旧准则下主要反映的是集团内部抵消事项对合并净利润的影响, 因而并不能为投资者对母公司股票的定价决策带来额外信息; 该差异在新准则下则既反映了集团内部抵消事项对合并净利润的影响, 也反映了子公司盈余信息对合并净利润的影响。我们的研究发现, 在新准则下, 合并一母公司净利润差异为投资者的股票定价决策提供了合并报表净利润之外的增量信息含量。这就意味着投资者在股票定价决策过程中能够理性地甄别合并报表净利润中所包含的子公司盈余信息。本文的研究也表明, 合并报表与母公司报表的合理分工, 以及由此导致的子公司盈余信息的释放, 为投资者的股票定价决策提供了额外信息, 从而说明新准则下母公司对子公司长期股权投资采用成本法在弥补合并技术导致的信息损失方面发挥了积极作用, 证明过去不尽完善的合并技术所导致的信息遗失确实会对投资者股票定价决策带来不利的经济后果, 进而支持了新准则对子公司长期股权投资核算方法调整的合理性, 以及对于投资者保护的积极意义。

主要参考文献

- 戴德明, 毛新述, 姚淑瑜. 2006 合并报表与母公司报表的有用性: 理论分析与经验检验. 会计研究, 10: 10~17
- Abad C, J Laffarga A, Garza-Borbolla M, Larrin J M, Piñero and N Garrod. 2000. An evaluation of the value relevance of consolidated versus unconsolidated accounting information: evidence from quoted Spanish firms. Journal of International Financial Management and Accounting 11: 156~177.
- Ball R J and P Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of Accounting Research 6: 159~178
- Collins D W. and S P Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. Journal of Accounting and Economics 11 (2~3): 143~181.
- Easton P D and M E Zmijewski. 1989. Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. Journal of Accounting and Economics 11 (2~3): 117~141.
- Easton P D and T S Harris. 1991. Earnings as an explanatory variable for returns. Journal of Accounting Research 29 (1): 19~36
- Finger C A. 1994. The ability of earnings to predict future earnings and cash flow. Journal of Accounting Research 32 (2): 210~223
- Francis J R and B Ke. 2006. Disclosure of fees paid to auditors and the market valuation of earnings surprises. Review of Accounting Studies 11 (4): 495~524
- Francis J R. 1986. Debt reporting by parent companies: parent-only versus consolidated statements. Journal of Business Finance & Accounting 13 (3): 393~403
- Graham R C, Jr and C E Lefanowicz. 1997. Parent and subsidiary earnings announcements and parent and subsidiary valuation. Accounting and Business Research 28 (1): 3~17
- Harris T S, M H Lang and H P Moeller. 1997. Unconsolidated versus consolidated accounting measures: empirical evidence from listed German companies. Paper Presented at the 20th Annual Congress of the European Accounting Association, Graz, Austria. 23~25 April
- Hermann D, T Inoue and W B Thomas. 2001. The relation between incremental subsidiary earnings and future stock returns in Japan. Journal of Business Finance & Accounting 28 (9) & (10): 1115~1139
- Hevas D L, G Karathanassis and N Irptis. 2000. An empirical examination of the value relevance of consolidated earnings figures under a cost of acquisition regime. Applied Financial Economics 10: 645~653
- Holthausen R W and R L Watts. 2001. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. Journal of Accounting and Economics 31 (1~3): 77~104
- Jennings R. 1990. A note on interpreting "Incremental Information Content". The Accounting Review 65 (4): 925~932
- Komendi R and R Lippe. 1987. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. Journal of Business 60 (3): 323~345
- Kothari S P. 2001. Capital markets research in accounting. Journal of Accounting and Economics 31: 105~231
- Kothari S P and R G Sloan. 1992. Information in prices about future earnings: implications for earnings response coefficients. Journal of Accounting and Economics 15 (2~3): 143~171.
- Ohlson J A and P K Shroff. 1992. Changes versus levels in earnings as explanatory variables for returns: some theoretical considerations. Journal of Accounting Research 30 (2): 210~226
- Pendlebury M W. 1980. The application of information theory to accounting for groups of companies. Journal of Business Finance & Accounting 7 (1): 105~117.
- Ramesh K and S R Thiagarajan. 1993. Estimating the permanent component of accounting earnings using the unobservable components model: implications for price-earnings research. Journal of Accounting, Auditing & Finance 8 (4): 399~425
- Rutherford B A. 2000. An introduction to modern financial reporting theory. London: Paul Chapman Publishing
- Teoh S H and T J Wong. 1993. Perceived auditor quality and earnings response coefficient. The Accounting Review 68 (2): 346~366

English Abstracts of Main Papers

Study on Fair Value Accounting—— on the essential characteristics of financial accounting

Ge Jiashu

This paper discusses fair value accounting from two perspectives. It evaluates the application of fair value accounting firstly on the level of experiential data from samples of fifty financial institutions, and secondly on the level of financial accounting theories. Fair value measurement is useful for financial accounting, but fair value accounting which combines fair value measurement and verification is insignificant, as figures in financial statements will be distorted when estimated figures are verified in asset, liabilities, equities and returns. The information of historical cost measurement is better provided by financial statements. However, the information of fair value measurement is better provided or can only be provided by notes or other financial statements.

Financial stability and optimization of Fair Value Accounting: A Dynamic Provision Perspective

Xu Sheng

To examine the relationship between valuation and pro-cyclicality and to identify some solutions to the perverse interaction of the two, the article discusses the advantages of fair value and its limitations, stressing in particular some of the most relevant ones which have emerged during the current financial turmoil. In addition, it puts forward some ideas that might contribute to improving fair value: the use of dynamic provisions. It is argued that they can not only improve fair value accounting but also lessen financial pro-cyclicality.

Accounting Standards Reform and the Decision Usefulness of Subsidiary Earnings Information—— Empirical Evidence from Chinese Capital Market

Lu Zhengfei & Zhang Huili

The implementation of the new accounting standards from January 1st, 2007 in China has potentially enlarged the difference between consolidated and parent earnings. This paper studies the consequent change of the incremental information contents of this difference conditional on consolidated earnings. We find that the difference provides no additional information for parent investors' pricing decisions before the reform, but exhibits significantly improved decision relevance, and offers incremental information content conditional on consolidated earnings under the new standards. Our results suggest that conditional on consolidated earnings, the retained subsidiary earnings contained in the consolidated but not parent earnings could actually provide incremental information.

Market Effect of Accounting Information based on the Asset—liability Perspective: An Empirical Study Based on Accounting Standard for Business Enterprises No. 18 — Income taxes of China

Chen Lihua et al.

The proper definition, measurement and disclosure of earnings is the key issue in the modern accounting system. It is the trend of contemporary accounting earnings measurement practices that revenue—expense perspective be replaced by asset—liability perspective. This paper discusses the theoretical value of this trend, and argues that the earnings measured by asset—liability perspective is more useful than that measured by revenue—expense perspective. At the same time, by taking the unique opportunity generated by the implementation of CAS 18, the paper examined whether the asset—liability perspective concretely improved the quality of accounting information. Empirical analysis results reveal that the asset—liability perspective does improve the quality of accounting information.

Corporate Asset Exchange: The Changes of Financial Performance Characteristics and the Implementation Effect of Measurement Attribute Criterion

Xiao Hong et al.

Based on several revisions of Corporate Asset Exchange and applicable measurement attribute criterion in China's transitional economy, this paper proves that the changes of financial performance for corporate Asset Exchange (AE) in 2006—2007 Interim Financial Reporting (EFR) have substantial difference compared with the EFR in 2000—2005. The motivation to manipulate profit using related-party AE has been eased, its profitability and asset management after AE has been improved. The adoption of the revised accounting standard 2001 restricted the short-term profit manipulation and increased performance sustainability. The implementation of the new accounting standard in 2007 improved the value relevance of AE. The result reveals