



价值相关性抑或风险效应： 会计信息有用性研究综述

王永海 胡 芬

摘 要：传统价值相关性的研究从会计信息的市场反应入手，关注盈余反应系数和会计信息的经济后果。近年来，会计信息有用性的研究已经从仅仅关注价值相关性逐步向风险效应拓展，学者们基于信息不对称、流动性风险、资产专用性等不同的理论视角解释了会计信息有用性的内涵。

关键词：价值相关性；风险效应；会计信息有用性

一、导 言

财务报告是会计信息的载体，FASB 早在《财务会计概念框架第 1 号》(SFAC No. 1)中就指出财务报告的目标是提供决策相关的信息，以有助于现在和潜在的投资者、债权人和其他使用者做出理性的决策，评价企业未来现金流的数量、时间和不确定性，从而确立了以决策有用为主导的财务目标观。SFAC No. 4 和 SFAC No. 6 进一步丰富了会计信息的内涵，指出有用的会计信息有助于使用者做出如何有效分配稀缺资源的决策。2010 年 9 月 FASB/IASB 发布的联合概念框架 SFAC No. 8 中明确指出了财务报告的目标是为使用者提供有关于报告主体的财务信息，以帮助他们做出是否向报告主体提供资源的决策。一方面财务报告揭示了过去现金流的数量和变动趋势，这些历史信息有助于投资者预测未来绩效；另一方面基于权责发生制的财务信息更真实地反映了企业经济资源和要求权的变化，有助于投资者评价未来的收益和风险。从财务报告概念框架的发展历程可以看出，风险效应和价值相关同样都是财务信息决策有用的内涵。

在会计信息有用性研究中有效市场理论长期占据着统治地位，其基本假设是市场是一个没有成本的、高效率的理想市场，股票价格等于其价值，一旦出现新信息，股票价格会迅速做出调整。资本成本完全取决于其风险水平。CAPM 模型在有效市场假说的基础上，构建了一个衡量股票风险水平并计算股票预期回报的模型，它关注公司特有的会计信息和公司层面信息对股价的影响。投资组合理论则采用均值方差模型分析了投资者如何在不确定性的环境中选择收益和风险，以在可接受的风险水平下最大化收益。可见，无论是投资组合理论、有效市场假说还是资本资产定价模型，都将投资者的行为选择建立在收益与风险两个参数的基础之上。

早期的会计研究大多是规范性的，基于有效市场理论研究会计信息的市场反应，通过盈余公告前后股价的变化探讨会计盈余是否具有信息含量，证实了会计信息有用性。20 世纪末到 21 世纪初，学界对会计信息研究更加深入，从盈余反应系数、信息不对称的角度探讨会计信息的价值相关性，并且试图解释资本市场中普遍存在的问题，如不同会计准则

如何影响信息披露的价值相关性、公司治理与会计信息披露的关系、会计信息的经济后果等。但综合来看,这些文献仍然停留在从信息披露与股票收益之间相关关系的角度探讨会计信息有用性,对会计信息的风险效应方面很少涉及。近年来,学界才开始关注会计信息的风险效应研究,一些学者基于信息不对称理论、流动性溢价理论、资产专用性理论等理论研究了会计信息有用性,探讨了流动性风险、资产风险、资本成本与会计信息的关系。基于信息不对称理论,有学者从信息披露的数量、质量以及信息环境研究了会计信息与资本成本之间的关系。流动性溢价理论则认为投资者偏好流动性,股票流动性也是风险定价因子,流动性风险会提高资本成本。基于资产专用性理论,一些研究认为会计信息影响企业对上下游企业未来风险和收益的评估,从而影响投资决策。还有学者直接讨论了会计信息与资产报酬之间的关系,并改进了资本资产定价模型。总之,信息披露可以降低投资者在估计企业未来收益和风险时面临的不确定性,从而改善投资决策。

二、基于价值相关性的会计信息市场反应

(一) 盈余反应系数的研究

价值相关性的研究大多基于有效市场假说,依据盈余公告前后股价的变化探究会计信息含量。Ball & Brown(1968)开创了会计领域资本市场实证研究的先河,他们通过实证研究证明了盈利公告中具有信息含量,确立了会计在现代资本市场中的地位,决策有用性也开始成为会计学科赖以生存之本。价值相关性的研究多采用了事件研究的方法,试图探讨盈余公告是否包含新信息并解释不同会计信息下市场反应的差别。其理论基础在于新信息会导致投资者修正对于未来收益的预期,进而会导致股价的变化。

以 Kothari 为代表的学者对会计信息的市场反应进行了广泛的研究,重点关注了盈余公告前后价格漂移现象(PEAD)。Ball & Kothari(1991)检验了盈余公告前后股票回报的变化。但这些研究多采用短期窗口研究市场对股票的定价,其背后的逻辑在于事件窗口越短,盈余信息公布时受其他信息的干扰程度越小,市场的股价变动与盈余信息的相关程度越大,但已有研究中回归模型的 R^2 很小,模型解释力度弱。为了解决这一问题,Kothari & Sloan(1992)将前几期的股票回报纳入价格-盈余回归模型中,将一定时期内依据前期价格折现后的盈余做解释变量,将该期间的股票回报作为因变量,发现得到的盈余反应系数比仅仅利用当前的盈余水平和股票回报得到的盈余反应系数显著增大,并且发现利用长期窗口研究在估计盈余反应系数上并不比加入了前期回报的研究有效。Zhang et al(2013)在总结前人关于信息披露市场反应的研究的基础上,将信息披露影响总结为信息内涵和交易成本两个维度,前者是指信息风险的存在减少了价格的信息含量,提高了盈余公告在价格发现过程中的重要性,从而提高了盈余的反应程度;后者是指信息风险导致了更高的交易成本,从而限制了市场的反应程度,减缓了价格调整过程。他们的研究表明不考虑交易成本时,信息内涵对公告后市场反应没有影响,信息风险通过影响交易成本来限制价格的调整过程从而导致了公告后的价格漂移现象,进而导致了公告后信息风险与盈余反应系数之间的正相关关系。

(二) 会计信息的经济后果研究

在会计信息披露的经济后果方面,王玉涛(2008)发现公司会计信息质量不同,市场反应差异较大,在越来越强调企业社会责任的市场环境中,企业披露较多的社会责任信息可能会对企业股价产生正影响。郑军(2012)发现上市公司价值信息披露会引起股价的短期波动,引起资本市场的正向反应,上市公司价值信息披露水平与企业价值存在正相关关系,说明提升企业信息披露的价值信息含量有助于提高企业价值,改善公司业绩。Cheng(2013)研究了财务报告质量和投资效率之间的关系。他发现在塞班斯法案颁布之后,会计信息披露导致股东和其他利益相关者对企业的监督,降低了逆向选择和道德风险的代理成本,从而提高了投资效率。Biddle, Hilary & Verdi (2009)则具体探讨了信息披露对投资不足和投资过度两种情况的影响,发现财务报告质量较高的企业投资不足和投资过度的情形都会减少,并且财务报告质量较高企业更少脱离预计的投资水平,对宏观经济更不敏感。Balakrishnan, Core & Verdi (2014)以融资能力作为外生变量,研究了财务报告质量与企业投资决策之间的关系,发现较高的财务

报告质量可以缓和与投资不足相关的信息不对称问题,提高投资效率。

Lawrence(2013)将企业信息披露的透明程度与个人投资者的回报相联系,发现信息不透明的公司对不知情投资者而言更具有风险,使投资者对这些公司的需求下降,个人更多投资于财务披露清晰明确的公司,但是这种关系在频繁交易并且受过财务教育的投资者中没有那么显著,个人投资者的回报随着企业信息披露精确程度的增加而上升。总体而言,企业会计信息披露的改善会提高个人投资者的预期报酬。王治和张传明(2013)从投资者异质信念的角度研究了价值相关性,研究发现影响价值相关性的主要因素的投资者的信念差异,而非信息环境本身。他们认为通过改善信息环境,丰富投资者获取信息的渠道,可以提高资本市场会计信息的价值相关性。

三、不同理论视角下会计信息的风险效应

(一) 信息不对称与资本成本

信息不对称理论认为,投资者之间存在信息不对称,不知情的投资者要求一定的超额回报补偿风险。有用的会计信息可以减少投资者之间的信息不对称,降低资本成本。Easley(2002,2004)深入考察了信息不对称对资本成本的影响,以知情交易概率 PIN 衡量信息风险(即信息不对称程度),发现私人信息风险是一个风险定价因子,是不可分散的风险。也有学者将盈余透明度作为信息披露的替代变量,考察信息披露与资本市场的关系。Francis et al(FLOS,2005)以应计利润质量衡量信息风险,认为信息风险是风险定价因子,并且应计利润的质量在影响资本成本方面起着重要的作用。Core,Guay &Verdi(2008)同时使用了时间序列模型和横截面模型研究会计信息对投资者风险定价的影响,发现信息风险是风险定价因子,应计利润的质量虽然不是风险定价因子,但是通过影响其他风险因素影响企业资本成本,正如 Lambert(2007)所言,会计信息通过影响投资者对企业未来现金流与市场现金流的协方差的预测影响企业资本成本。Lang & Maffett(2011)发现盈余透明度可以通过减少企业固有价值的不确定性来影响流动性变化和股票与市场的协同作用,盈余透明度越高,企业价值越大。Barth(2013)也发现企业盈余透明度越高,资本成本越低。

然而,也有研究得出了相反的结论,如:信息披露同时包含企业特有信息和市场信息,投资者只关注于有利于他们评价风险的信息,而当交易人数足够多的时候,与企业特有信息相关的风险可以被分散,这些特有风险没有被定价。Mohanram(2009)重复了 Easley 的研究,采用与 Easley 相同期间的数据发现 PIN 与未来股票回报正相关,但是当采用其他期间的数据时这种相关关系并不稳健。Lambert(2011)认为信息不对称对资本成本的影响只存在于完全竞争市场中(即投资者有其次预期),当控制了信息精确性,信息不对称对资本成本没有影响。Lambert & Verrecchia(2015)取得了类似的研究成果,他们认为信息风险并非单独的风险定价因子。并且当市场流动性较差的时候,信息不对称会进一步加剧非流动性,从而提高资本成本。Tang(2011)针对中国 AB 股股价差异展开分析,发现信息披露差异影响投资者获取信息的精确性从而影响资本成本,在控制了信息的精确性之后信息不对称对资本成本没有影响,这与 Lambert(2011)的研究结果一致。他还发现投资者保护等制度因素影响资本成本。投资者保护差的地区套利活动获取利益少,信息转换活动少,资本成本高。

Francis(2008)认为,在研究盈余质量对资本成本影响方面,产生上述争议的原因在于盈余质量计量模型的差异。多数研究将盈余质量视作外生变量,在这种设定下,得出了信息披露可以缓和信息不对称从而提高信息环境的结论。如果盈余质量与信息不对称相关,则可以将盈余质量作为信息不对称程度的代理变量,盈余质量越差、信息不对称程度更高的企业选择披露更多的信息,盈余质量与信息披露之间形成了一种替代关系。这种逻辑忽略了盈余质量的影响,盈余质量差导致投资者的信任程度较低进而导致了企业信息披露数量的增加。他研究发现信息披露与盈余质量之间是互补的关系,盈余质量好的企业信息披露程度更高,并降低了资本成本,而当控制了盈余质量,信息披露对资本成本的影响降低甚至消失。

Armstrong(2011)将信息竞争定义为投资者交易对价格的影响,他们认为当股东人数较多时投资者信息竞争对价格的影响程度较低。Akins,Ng & Verdi(2012)研究了信息竞争对资本成本的影响,他

们将信息竞争定义为投资者之间获取和交易信息的竞争程度,在均衡情况下,信息不对称代表了不知情交易者的信息风险。当存在信息不对称时,信息竞争可以降低资本成本并减少了市场无效率和知情投资者获取的租金。但是他们的研究仍然是从信息环境的角度研究了信息对资本成本的影响,正如 Francis(2008)所言,将信息质量视作外生变量,与实际情况有所不符。

(二) 流动性风险与资本成本

流动性风险理论认为,投资者看重流动性,在其他条件相同的情况下,流动性越大,资本成本也就越低。信息披露可以增加股票流动性以降低资本成本。Easley(2002)等发现,在资产定价模型中流动性风险不仅影响利润,而且可以作为一种投资信号预测企业未来的绩效。Mancini et al(2013)采用外汇市场的研究数据也得到流动性是风险定价因子的研究结论。Balakrishnan et al(2014)关注信息披露与信息环境的关系,发现企业自愿信息披露可以降低信息不对称程度,提高企业流动性从而降低资本成本,提高企业价值。

传统的信息不对称计量模型主要是 EKOP 模型,EKOP 模型需要估计每日每只股票由买方发起和由卖方发起的订单数据来计算 PIN 指数,但是这个指标计算存在一个问题。即多数数据库中交易指令的分类无法观测,很多研究采用了 Lee & Ready(1991)的算法,但是这个算法本身的精确性存在疑虑,PIN 指数的计量误差影响到 PIN 的定价效应。Yan & Zhang(2014)证实了这种算法会带来 PIN 指数与股票回报之间关系的计量误差。传统 PIN 模型认为投资者存在两种交易动机,信息和外部流动性需要,所有不是由知情交易者发起的交易都被认为是出于流动性需要,这种分类不能准确匹配买卖订单流之间的关系。

针对这个问题,Acharya(2005)建立了一个经流动性调整的 CAPM 模型,发现流动性风险确实被定价了,他将流动性风险分解为三种,分别是股票回报与市场回报的协方差、股票回报与市场流动性的协方差、股票流动性与市场回报的协方差,比较发现:相比市场风险和流动性水平,流动性风险对股价的影响更大,并且流动性风险的影响大部分是由流动性对市场回报的敏感性决定的,即投资者是否接受低回报率的证券取决于当前的市场流动性,当市场萧条时,投资者更加重视流动性。Duarte & Young(2009)认为,传统的 PIN 模型不能准确的匹配买卖订单流之间的关系,通过修正 PIN 指数,将 PIN 分解成两个因子,一个是与信息不对称相关,另一个是与非流动性相关。研究发现,与信息不对称相关的 PIN 因子并没有被定价,而非流动性相关的部分被定价了,他们认为只有与信息不对称相关的流动性能够解释 PIN 与股票预期回报之间的关系,由此对 PIN 能否代表信息不对称程度产生了怀疑。Lai, Ng & Zhang(2014)采用了其他四种衡量 PIN 指数的方法,研究结果与 Duarte & Young(2009)一致,信息不对称对股价没有影响。NG(2011)将流动性风险定义为当市场流动性发生未预期变化时股票价格的敏感程度,因此流动性风险衡量了当市场流动性变化时投资者的预期损失或收益。他们发现,信息质量对流动性风险的影响显著,信息质量的提高减少了企业受系统流动性风险的影响程度,从而降低了资本成本。Sadka(2011)直接对比了 2008 年金融危机前后的数据发现:在流动性较差的情况下,企业绩效越差,信息质量与流动性交互作用越显著,对流动性差的股票,投资者更青睐于信息质量高的股票。Lee et al(2013)采用韩国上市公司的交易数据,准确获得交易发起人以及交易指令到达和被执行的时间等信息,从而可以直接计算 PIN 指数,规避 L&R 算法的问题。他们采用控制了流动性影响之后修正的 PIN 指数,发现其仍然与权益资本成本正相关,支持了 PIN 被定价的结论。他们还发现,交易分类的错误和忽略流动性因素是导致以前对 PIN 定价研究错误的主要原因。Luong, Nguyen & Yin(2015)则认为产生矛盾结果的原因是以前研究未考虑机构投资者的影响,他们认为 PIN 指数只有在机构投资者持股比例比较低的情况下才会影响资产定价。当持股比例高的时候,机构投资者通过积极和监督行动可以影响企业决策,缓和信息不对称,此时 PIN 指数不是风险定价因子。

除了对 PIN 指数的计量,有研究开始关注系统性层面的流动性风险,企业的流动性风险随时在变化,而市场层面的流动性风险是始终存在的。Korajczyk & Sadka(2008)发现在控制了企业层面的流动性因素之后,流动性风险仍然是一个风险定价因子。Acharya et al(2013)认为流动性因素对股价的影响是有条件的,当处于经济萧条时期,流动性对股价的冲击更大。

（三）资产专用性与资本成本

现有研究表明，信息在促进交易如专用性投资方面起着重要作用，信息披露可以通过提高信息数量和质量，减少契约主体的机会主义行为，降低道德风险，提高投资效率。专用性投资已经成为企业建立信任体系、降低交易成本、实现价值创造的必备条件之一，并且这种关系越持久，企业在未来可能获取的溢价就越多。信息披露和盈余管理是影响企业专用性投资动机的重要机制（Chen, 2009; Dou, Hope & Thomas, 2013; Zhang, 2013）。

Raman(2008)从行业和企业两个层面研究了盈余管理对供应商和客户专用性投资的影响，发现在行业层面，供应商和客户的专用性投资与操纵性应计利润的大小、盈余波动性、大额盈余增加的频率正相关，总体而言，盈余管理对供应商/客户预测企业前景产生了积极影响，证实了盈余管理是一种非机会主义行为，有助于供应商和客户更好的预测企业未来经营状况。Chen(2009)发现，随着企业专用性投资的增加，他们对高质量会计信息的需求随之增加，企业也会自愿提供更稳健的会计信息。Zhang(2013)则将风险区分为会计风险和经济风险，从强制性会计准则的角度研究了会计准则质量对企业和整个经济的影响，研究发现，会计准则质量提高可以通过降低不确定性影响企业要求的投资回报率，从而提高整体经济的投资水平。并且由于企业有不同的风险预期，同类风险的企业之间存在挤出效应，即那些对会计准则和经济环境敏感的企业往往更能降低资本成本，提高公司价值，而其他企业会被市场淘汰，进而导致整体经济的福利水平提高。Dou, Hope & Thomas(2013)采用一种新的专用性投资的计量方法检验了盈余管理行为对资产专用性投资的影响。专用型投资一方面在契约双方可以提高价值，但是另一方面由于敲竹杠问题会导致投资方承受额外的风险，为了维持与供应商/客户的关系，企业有动机向市场传递关于其现金流或盈余稳定的信息，从而降低估计风险，减少无效率投资。此外，在法治环境较差的国家中，对关系专用性投资较高的企业而言，更可能通过平滑盈余以向供应商和客户传递更加有用的私人信息。林钟高等(2014)从客户与供应商的角度研究了关系型交易与会计信息质量的关系，他们发现陷入关系网络的企业越倾向于利用盈余管理降低收益的波动性；并且这种盈余管理会增加投资者的成本，降低盈余反应系数，并且这种关系型投资对会计信息质量的影响在国有企业中更加明显。

（四）信息风险与资本成本

CAPM 模型探求了风险资产和收益之间的关系，提供了衡量风险的方法，不可分散的风险应该由相应的超额收益予以补偿，从而提供了一个检验风险定价因子的方法。但是 CAPM 模型是一个单因素模型，认为只有市场风险是不可分散的，而公司特有风险可以通过多元化的投资组合分散，因此没有被定价。但是，Fama & French(1993)研究表明，公司特有风险如企业规模、账面-市价比也是风险定价因子。Ecker et al(2006)认为盈余质量低代表存在信息风险，他们模仿资本资产定价模型，用应计利润代表盈余质量，构建了反映股价对盈余质量敏感程度的变量 e-loading，研究发现盈余质量低的企业 e-loading 更高，并且与其他反映盈余质量的系数也高度相关，反映盈余质量被定价了，信息风险影响资产报酬。正如上述，有研究认为盈余质量衡量的信息风险并不是风险定价因子(Core, Guay & Verdi, 2008)。Ogneva(2012)认为导致这种现象的原因是这些研究忽视了现金流冲击的作用，在对盈余质量的衡量上这些研究普遍用残差衡量应计质量，而这个变量与未来现金流冲击负相关，即更低的应计质量往往与未来不好的现金流冲击相关，从而导致未来高的预期回报与更低的应计质量之间的相关关系被负向现金流冲击抵消，进而导致应计质量和预计回报之间无关。

有学者提出了预期报酬计量的改进方法。传统方法主要采用事后实际报酬率计量预期报酬，但是信息随着时间和公司的变化并没有消失，因此采用实际报酬率是不合适的。Hwang et al(2013)利用分析师预测估计事前报酬率 ICOE 指数，用于计量预期报酬，然后利用事后实际报酬率检验实证结果。为了控制分析师选择的偏见，还采用了两阶段回归，研究发现，在信息环境较差的公司，投资者对信息风险所要求的回报率更高，信息风险确实被定价了。

四、评述与建议

会计信息有用性是理解会计信息的基础，也是会计准则的制定和管理层制定信息披露政策的理论

基础,上述文献从不同的方面研究了会计信息的有用性。会计信息的市场反应方面的研究将会计业绩与股票回报之间的因果关系作为衡量会计信息是否有用的标准,证实了盈余报告具有信息含量。然而资本市场并非完全有效,投资者之间获取信息分析信息的能力不尽相同。信息不对称理论为研究会计信息有用性提供了一个新的视角,信息披露可以降低投资者预测企业未来盈余和现金流时的不确定性,从而降低资本成本。流动性溢价理论是研究信息披露和资本成本之间关系的另一条路径,投资者偏好流动性,对于流动性差的股票要求获取风险补偿。而在市场交易行为领域,信息披露直接影响到企业资产风险,由于企业之间的专用性投资关系同时存在溢价和风险,为了减少契约估计风险,会计信息披露成为促进交易双方专用性资产投资的重要机制。

追本溯源,投资决策是在不确定性的收益和风险中进行选择,即在实现预期报酬的情况下分散风险或者在可接受的风险水平下最大化收益。现有研究从价值相关性的角度出发已经发展了很多衡量会计信息质量的方法,如盈余反应系数、PIN 指数、EKOP 模型等,这些变量将会计信息与市场反应相联系考察会计信息的有用性,并得到了一致的研究成果。如上述所言,会计信息的经济后果不仅仅在于反映企业价值,还可以减少不确定性,降低投资者决策风险。Ecker et al(2006)等进行了初步的探索,他们构建了 e-loading 指数,用修正了的资本资产定价模型研究公司特有风险是否被定价。会计信息有用性的研究已经从仅仅关注价值相关性逐步向风险效应拓展,以后的理论研究也应该更关注会计信息的风险效应,从投资决策、资本成本、资产风险等角度研究会计信息的经济后果。

财务会计理论框架是构建会计理论体系和指导会计实践的基础。决策有用作为财务会计的目标,不仅指会计信息的价值相关性,还应代表其对投资决策的风险效应。在会计信息质量特征上,会计目标首先体现在可靠性和相关性上。在我国市场机制尚不完善,会计信息失真现象较为普遍的情况下,应该注重在可靠性的基础上提高相关性。为了实现会计信息的决策有用,财务报告也应采用更易于投资者理解的形式。在会计信息的确认和计量上,针对目前公允价值应用带来的可靠性和相关性方面的矛盾,财务会计概念框架应该将公允价值定义成统合的而非单一的计量属性,构建统合的计量属性体系(周中胜,窦家春,2011:56-62)。在财务报告列报方面,报表附注信息应服务于决策有用的会计目标,在成本效益的基础上依据重要性程度进行披露。

会计准则可以通过影响会计信息内容和披露来减少会计信息的不确定性,降低投资者面临的风险,因此会计准则的制定也应该在追求真实公允地反映经济业务的基础上考虑到对不同利益相关者的经济后果。会计准则应对不确定性程度不同的经济业务加以区分,规定不同的会计处理方法。对高度不确定性的经济业务制定更为严格的确认标准,并主要采用表外披露。具体而言,在会计确认和计量上,会计准则对会计要素的表达应该更为严谨,减少不确定性词汇,例如在描述现金等价物时具体规定变现时间。会计估计方面,在涉及主观判断程度高的业务上会计准则应该制定更严格的要求。如在固定资产减值准备的计提方面,可以要求企业定期对固定资产进行重估,并披露估计的关键假设和方法,对关键固定资产要求企业提供中介机构的评估报告。在会计披露和报告方面,在符合成本效益的基础上,会计准则应该规定企业要充分披露其他可能影响使用者决策的信息。如针对金额较大的其他应收款和预收账款,公司应该披露坏账准备的金额、关键假设和方法。

参考文献:

- [1] 林钟高、郑军、彭琳(2014). 关系型交易、盈余管理与盈余反应——基于主要供应商和客户视角的经验证据. 审计与经济研究, 2.
- [2] 王治、刘明辉(2013). 价值相关性研究的困境与出路:基于投资者信念的思考. 会计研究, 12.
- [3] 王玉涛(2008). 审计独立性、会计信息质量与市场反应. 中国注册会计师, 11.
- [4] 王治、张传明(2013). 信息环境、异质信念与会计信息价值相关性研究. 财经问题研究, 27.
- [5] 郑军(2012). 上市公司价值信息披露的经济后果研究. 中国软科学, 11.
- [6] 郑振龙、杨伟(2009). 信息风险与资产定价研究述评. 经济学动态, 7.
- [7] 周中胜、陈汉文(2008). 会计信息透明度与资源配置效率. 会计研究, 12.

- [8] 周中胜、窦家春(2011). 公允价值运用与计量属性体系构建. *会计研究*,11.
- [9] Acharya, V, Amihud, Y & Bharath, S(2013). Liquidity risk of corporate bond returns: conditional approach. *Journal of Financial Economics*, 110(2).
- [10] Acharya, V & Pedersen, L(2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2).
- [11] Akins, B, Ng, J & Verdi, R(2012). Investor competition over information and the pricing of information asymmetry. *The Accounting Review*, 87(1).
- [12] Armstrong, C. et al(2011). When does information asymmetry affect the cost of capital? *Journal of Accounting Research*, 49(1).
- [13] Balakrishnan, K, Core, J & Verdi, R(2014). The Relation between reporting quality and financing and investment: Evidence from Changes in Financing Capacity. *Journal of Accounting Research*, 52(1).
- [14] Balakrishnan, K. et al(2014) Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *The Journal of Finance*, 69(5).
- [15] Ball, R & Brown, P(1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6.
- [16] Ball, R & Kothari, S(1991). Security returns around earnings announcements. *The Accounting Review*, 66.
- [17] Barth, M., Konchitchki, Y & Landsman, W(2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2).
- [18] Barth, M & So, E(2014). Non-Diversifiable volatility risk and risk premiums at earnings announcements. *The Accounting Review*, 89(5).
- [19] Biddle, G, Hilary, G & Verdi, R(2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2).
- [20] Cheng, M, Dhaliwal, D & Zhang, Y(2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1).
- [21] Core, J, Guay, W & Verdi, R(2008). Is accruals quality a priced risk factor? *Journal of Accounting and Economics*, 46(1).
- [22] Diamond, D & Verrecchia, R(1991). Disclosure, Liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4).
- [23] Dou, Y, Hope, O & Thomas, W(2013). Relationship-Specificity, contract enforceability, and income smoothing. *The Accounting Review*, 88(5).
- [24] Duarte, J & Young, L(2009). Why is PIN priced? *Journal of Financial Economics*, 91(1).
- [25] Easley, D, Hvidkjaer, S & O'Hara, M(2002). Is information risk a determinant of asset returns? *Journal of Finance*, 57(1).
- [26] Easley, D & O'Hara, M(2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(1).
- [27] Ecker et al(2006). A returns-based representation of earnings quality. *The Accounting Review*, 81, (4).
- [28] Fama, E & French, K(1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1).
- [29] Francis et al(2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1).
- [30] Francis, J, Nanda, D & Olsson, P(2008). Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46(1).
- [31] Korajczyk, R & Sadka, R(2008). Pricing the commonality across alternative measures of liquidity. *Journal of Financial Economics*, 87(1).
- [32] Kothari, S & Sloan, R(1992). Information in earnings about future earnings: implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15.
- [33] Lai, S, Ng, L, & Zhang, B(2014). Does PIN affect equity prices around the world? *Journal of Financial Economics*, 114(1).
- [34] Lambert, R, Leuz, C & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(1).
- [35] Lambert, R, Leuz, C & Verrecchia, R(2011). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1).

- [36] Lambert, R & Verrecchia, R(2015). Information, Illiquidity, and Cost of Capital. *Contemporary Accounting Research*, 32(2).
- [37] Lawrence, A(2013). Individual investors and financial disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1).
- [38] Lang, M, & Maffett, M(2011). Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods. *Journal of Accounting and Economics*, 52(1).
- [39] Lee, C & Ready, M(1991). Inferring trade direction from intraday data. *Journal of Finance*, 46.
- [40] Luong, H, Nguyen, H, & Yin, X(2015). When Is a Firm's Information Asymmetry Priced? The Role of Institutional Investors. *International Review of Finance*, 15(1).
- [41] Mancini, L, Rinaldo, A & Wrampelmeyer, J(2013). Liquidity in the foreign exchange market; measurement, commonality, and risk premiums. *Journal of Finance*, 5.
- [42] Mohanram, P & Rajgopal, S(2009). Is PIN priced risk? *Journal of Accounting and Economics*, 47(1).
- [43] Ng, J(2011). The effect of information quality on liquidity risk. *Journal of Accounting and Economics*, 52(2).
- [44] Hwang, L., et al. (2013). Does information risk affect the implied cost of equity capital? An analysis of PIN and adjusted PIN. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3).
- [45] Ogneva, M(2012). Accrual quality, realized returns, and expected returns: The importance of controlling for cash flow shocks. *The Accounting Review*, 87(4).
- [46] Raman, K & Shahrur, H(2008). Relationship-specific investments and earnings management; evidence on corporate suppliers and customers. *The Accounting Review*, 83(4).
- [47] Sadka, R(2011). Liquidity risk and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 52(1).
- [48] Tang, V(2011). Isolating the effect of disclosure on information risk. *Journal of Accounting and Economics*, 52.
- [49] Yan, Y & Zhang, S(2014). Quality of PIN estimates and the PIN-return relationship. *Journal of Banking & Finance*, 43(1).
- [50] Zhang, G et al(2013). Accounting standards, cost of capital, resource allocation, and welfare in a large economy. *Accounting Review*, 88(4).
- [51] Zhang, Q, Cai, C & Keasey, K(2013). Market reaction to earnings news: A unified test of information risk and transaction costs. *Journal of Accounting and Economics*, 56.

Value Relevance or Risk Effect:

A Literature Review on the Usefulness of Accounting Information

Wang Yonghai (Wuhan University)

Hu Fen (Wuhan University)

Abstract: The essay reviews the related literatures about the usefulness of accounting information in the last ten years. The traditional researches focus on the value relevance of the accounting information through discussing the market reaction of the new information. They often focus on the earning response coefficient and economic consequences. However, the scholars begin to care about the risk effects of the accounting information in recent years. They explain the usefulness of accounting information based on information asymmetry, liquidity risk and asset risk. The essay points out the study trend about the risk effect and puts forward suggestions about the construction of accounting concept and the formulation of accounting standards.

Key words: value relevance; risk effect; usefulness of accounting information

■作者地址:王永海,武汉大学经济与管理学院;湖北 武汉 430072。Email:yhwang@whu.edu.cn。
胡芬,武汉大学经济与管理学院。

■基金项目:教育部哲学社会科学重大课题攻关项目(10JZD0019)

■责任编辑:刘金波