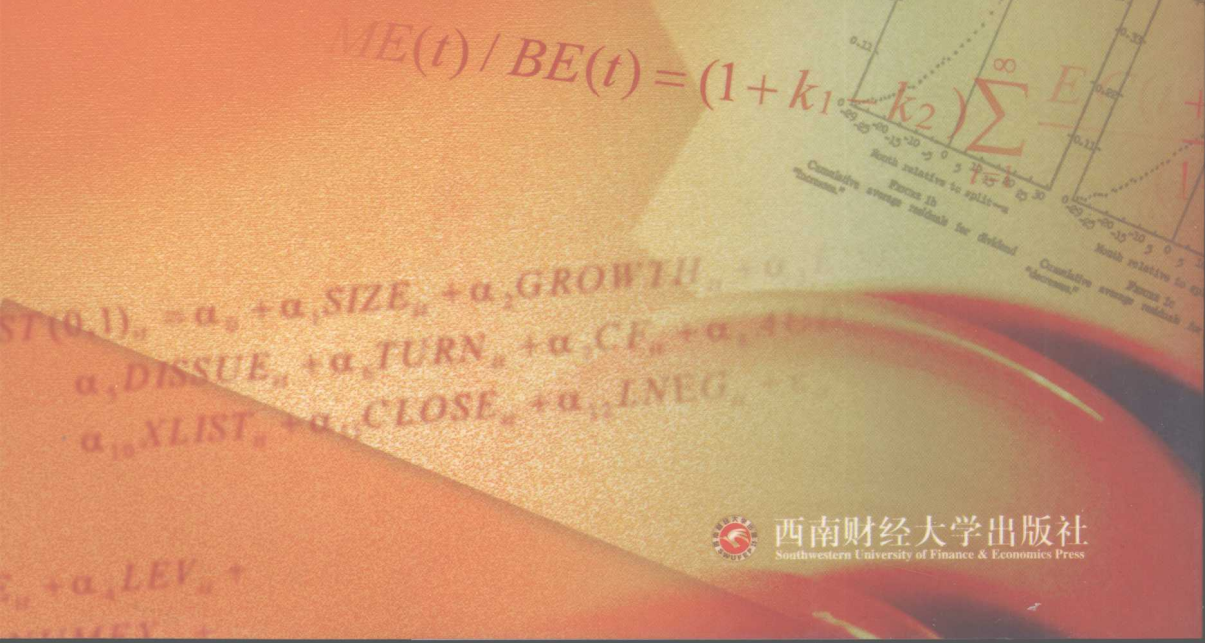


会计 实证模型与方法研究

A SURVEY OF ACCOUNTING EMPIRICAL MODELS AND METHODOLOGIES

蔡春 谭洪涛 等著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

$$-k_2) \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t C(t+i)}{(1+r)^i}$$

BE(t)

会计 实证模型与方法研究

A SURVEY OF ACCOUNTING EMPIRICAL MODELS AND METHODOLOGIES

蔡春 谭洪涛 等著

$$ME(t) / BE(t) = (1 + k_1 - k_2) \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t C(t+i)}{(1+r)^i}$$

$$POST(0,1)_n = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_n + \alpha_2 GROWTH_n + \alpha_3 DISSEE_n + \alpha_4 TURN_n + \alpha_5 CF_n + \alpha_6 XLIST_n + \alpha_7 CLOSE_n + \alpha_8 LNEG_n + \alpha_9$$



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

NUMEX_n +

图书在版编目(CIP)数据

会计实证模型与方法研究/蔡春,谭洪涛等著. —成都:西南财经大学出版社,2008.12

ISBN 978 - 7 - 81138 - 120 - 7

I. 会… II. ①蔡…②谭… III. 会计学—研究生—教材 IV. F230

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 198311 号

会计实证模型与方法研究

蔡春 谭洪涛 等著

责任编辑:李玉斗 张娴竹

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028 - 87353785 87352368
印 刷:	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸:	170mm × 240mm
印 张:	20
字 数:	385 千字
版 次:	2008 年 12 月第 1 版
印 次:	2008 年 12 月第 1 次印刷
印 数:	1—2000 册
书 号:	ISBN 978 - 7 - 81138 - 120 - 7
定 价:	48.00 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。
3. 本书封底无本社数码防伪标志,不得销售。

序 言

欣闻蔡春教授和谭洪涛博士主持的专著《会计实证模型与方法研究》即将出版面市，邀请我为本书作序，我很有些恐慌。一是因为蔡春教授长期专注于审计研究领域，业绩非常出色，我时常就审计问题请教于他；二是因为会计实证研究虽然近年来在中国的发展非常快，但实际上面对的争议和挑战都很严峻。但我也是很乐意接受这项邀请的，因为本书的出版是对会计实证研究的大力推进，同时我也得以借此表达自己对中国资本市场以及相关学术研究的一些看法。

本序言中的讨论问题包括：本书的评点；专业研究与学术研究；会计学术研究的价值；当前制约中国会计学术研究发展的短板；应当提倡学术研究多元化之风。为了以下的讨论不至于发散，有必要先对我所说的“会计研究”加以界定。

我认为会计研究可以区分为“专业研究”和“学术研究”两大类。“专业研究”和“学术研究”既有共性也有差异。

两者的共同性在于：第一，是“研究”，而不是议论。研究是讲究程式，讲究逻辑，讲究文体的；议论则比较随便，有感而发，想到哪儿就说到哪儿，写作表现为潇洒意识流。第二，主要是针对会计的研究，即环绕会计信息的种种问题，而不是或多或少离开会计的其他经济、管理、政治现象。

两者的差异在于：第一，专业研究的主题具有紧密联系现实的时效性，以讨论和解决当前热点话题为重要；学术研究则不一定十分看重时效性话题（当然也不排斥），更加注重的是认识贡献和知识积累。第二，专业研究以解决问题、提出对策、建议和方案为目标，追求的是研究结果；学术研究则注重研究逻辑和方法的严谨性，偏重研究过程，以发表在学术期刊为追求。

以下的讨论主要侧重于会计学术研究。

（一）本书的内容、特点、意义

本书内容针对会计实证模型与方法。作者认为，“实证研究的质量，或者说

实证论文的质量，除了选题外，其实取决于模型的设计和方法的选择”。作者将“会计实证模型与方法研究”当作一个研究课题，争取到四川省社科规划的支持并作为重点项目，显示出学术界对于研究方法论已经开始给予相当的重视。

本书就内容而言，是一本适合于会计研究学者的教科书。但由于我国会计学界目前还没有对现有会计实证文献从模型和方法上进行必要的梳理总结，所以本书的形成本身，已经具有很浓厚的研究成分。

本书的结构和内容，我这里不必赘叙，读者可以从书的目录获得整体图像。以“背景、经典研究、扩展研究”这样的规范模式和格局展开每一章节，让读者能够对各个会计研究主题领域获得清晰的了解。

我认为，透过《会计实证模型与方法研究》这本书，能够帮助会计研究者、特别是刚进入研究生阶段学习的新生，在较短时间内比较系统地了解 and 熟悉会计领域实证研究的研究主题分布、应用的经典模型和方法，再加上个人对经典研究文献的深度阅读悉心揣摩，将自己的研究能力和研究质量向上提高。同时，这对于提升我国实证研究的整体水平，进一步推动实证研究的发展，都具有积极作用。应该说，这也是本书作者构思和写作本书的初衷和良好愿望。

（二）当前中国会计学术研究的短板

1. 短板之一：制度性制约

中国证券市场的特殊现象，也是基本特点，在于其“二元股权结构”特征。

首先需要明确“二元股权结构”的多维含义：一是从市场特性看，中国大多数上市公司普遍存在的特殊现象，公司全部股份被分别设置为“流通股”和“非流通股”。前者被允许在证券交易所公开交易，后者则不可以在证券交易所公开交易。“流通股”与“非流通股”之间严重分裂和对立。二是从权益控制结构看，大多数公司的股权高度集中，表现为“一股独大”或“多股共大”。进一步理解上述两个维度定义的“二元股权结构”现象，还有以下两点延伸：其一，控股股东的股份多为“非流通股”；其二，控股股东的股份多为国有性质，表现为受各级政府所实际掌控。

切莫轻视“二元股权结构”现象的危害性和严重性。可以说，二元股权结构不但从根本上决定着中国股票市场的基本特征，导致中国股票市场区别于世界上主要发达国家和地区的股票市场，而且对中国的会计、公司财务、金融、公司治理、企业管理等领域的学术研究，也产生着巨大的负面消极影响。

就流通股和非流通股的分置来说，注意到开始于2005年的“股权分置改革”，在2006年底已经接近尾声。学术界从2007年起有关这方面的实证研究与理论研究也多起来。但是，由于“股权分置改革”在“对价方案”、“对价确定”

的价值基础等许多方面的主观性，其本身已经构成争议话题，所以已有的研究能否全面地说明和反映股权分置改革的实际情况，还远远不能得出清晰的认识、当然也就谈不上结论。

虽然以“股权分置改革”为标志的一系列措施正在改变着中国股票市场“二元股权结构”，但且不说从“实质上”真正消除“二元股权结构”还有待时日，即使以后不存在“形式上”的“二元股权结构”了，其对中国股票市场造成的影响仍将在相当长的时期内存在下去。更不用说，研究这段历史现象对于认识中国股票市场、公司行为、银行行为、股东行为、机构投资人行为、学术研究的基本特征及演变，在理论上是有深刻意义的。

2. 短板之二：模仿痕迹浓厚

近几年来，实证研究已经成为会计、公司财务领域学术界的主流研究范式，曾经流行过的思辨性议论，在学术研究中已经基本上被青年一代学者舍弃。

应该说，以档案式方法（数学模型+数据库）为标志的实证性会计、财务研究，得到学术界和职业界认同是有其条件的。脱离开一定的法律、经济、企业制度前提和条件，档案式方法所赖以服人的优点就会大打折扣（基于观测和实验结果的客观性、基于大量数据的大数定律和统计规律、基于随机分布的逼近无偏性等）。这里所说的制度前提和条件，在欧美发达国家已经具备或基本具备，所有上市公司基本上是处在同质市场环境中的。

可是在中国呢？我们不能不承认，我国目前对实证性会计和公司财务研究产生根本性影响的几大基本事实是：

（1）上市公司所处的制度环境，存在着巨大的性质和量级差异，包括国别差异、特别行政区差异、中央属和地方属差异、省区市际差异、法律环境差异、挂牌市场差异、同一市场内的交易者资格和交易货币差异、注册地是否开发区及开发区类别和级别差异、执行财务会计制度和税收制度差异等。换句话说，作为“统一资本市场”的主体要素，上市公司并不都是同质制度环境中的个体，从而也就不会构成同质母体。从这个母体中随机抽取任何一个样本，都不一定具有对母体的足够代表性。

（2）公司股本不仅具有“二元股权结构”，同时还被“染色”为国家股、国家法人股、企业法人股、社会流通股、外资股等。这种种差异，导致对同一公司股本的多纬度割裂：出身不同、取得成本不同、股本利益不同、股本代表人及代表人的利益不同、交易市场不同、交易规则不同、交易方式不同、利益取得方式不同、表决权份额与股权份额不对应等。换句话说，作为同一家公司的持股人，所有者们并不一定构成利益共同体。流通股股东的资本收益既来自公司会计利润

还来自股票交易差价，非流通股则无法获得来自股票交易差价的资本利得，但却拥有通过利用公司控制权谋私利、侵蚀或伤害他人利益，甚至违规违法操纵公司而获得的特别收益。由于公司特定行为带给所有股东的利益和后果并不一致甚至相反，股东整体当然谈不上同心同德，更不会有共同行为。

(3) 在权益资本结构方面，中国上市公司的一个普遍现象是大股东控制、一股独大、控制股东所持股份为非流通股。暂且不论这种现象的形成原因及其经济后果，对于持有非流通股的控制股东来说，其利益主要是来自公司在资本市场格局以外的行为，甚至是来自违背资本市场常理和逻辑的行为。从而，公司本质上不可能自愿遵循资本市场规则。

(4) 超出上市公司的范围去看，目前我国资本市场的管制格局下，更多的企业要想成为上市公司，很难通过采取市场行为、沿着正常的市场路线得以实现。也就是说，企业一旦进入“圈内”，就拥有了一个特定的“壳价值”，公司的一切行为都将围绕着“壳”的围护（而不是维护）和利用，“圈外人”要窥视和得到“壳价值”，就得想方设法采取各种不符合，甚至违背资本市场逻辑的非常规行为。

上述种种对实证会计研究结果和效果产生重大影响的事实，目前在会计和公司财务领域的学术界实证研究文献中还没有被普遍关注，或者没有得到足够重视，甚至被忽略。借鉴研究方法时，缺少或没有对方法本身所赖以生效的前提给以足够考虑。

目前的大多数实证会计研究（包括本人所为），在很大程度上是模仿欧美学术研究的理论、选题、构思和研究方法作法。一般的过程是，直接借用海外文献中的选题和理论（包括来自经济学、管理学、财务学、行为科学等领域的博弈论、委托代理理论、有效市场假说、资本资产定价模型、权变理论、心理和行为模式等），采用海外文献中的思路和方法，对其理论模型略作方程形式或变量选用的修改以后，利用自己搜集的样本数据进行统计计算、检验、解释和分析，得出研究发现或结论。

然而，借用某种理论（theory）就意味着接受共同的前提或假定（assumptions），也就是说，借鉴和模仿方式进行学术研究的隐含前提或假定是，我国的实证会计研究环境与欧美的实证会计研究环境相同或相似。这成立吗？

我们有理由提出许多疑问：

西方文献意义上的“内部人控制”现象，在中国上市公司真的普遍存在吗？换句话说，中国多数上市公司的以董事长为代表的所有者与以总经理为代表的管理层之间，是两个对立的利益冲突主体吗？

对于流通股和非流通股并存（特别是非流通股占股本比例很大）的公司来说，存在所谓“市值”吗？

以流通股股票交易为基础模拟计算得到的“托宾 Q”值，用来衡量公司业绩有实际意义吗？

超额收益的计量模式有制度基础吗？

“盈余管理”在欧美公司和会计研究中的本意是管理当局对会计政策的有意选择，发生在中国公司的“利润操纵”，主要手段是会计政策选择吗？

研究中提出研究假说（hypothesis）的理论基础清楚吗？

计算出的各种风险系数 β 值体现的是市场风险吗？

选择一元或多元变量是基于什么样的理论分析？

选择线性方程或非线性方程的理论依据是什么？

.....

一句话，借用以有效市场假说为基础的西方档案式实证研究方法，代入我们自己残缺不全的、社会难以充分相信的财务数据，应用 SPSS 或 SAS 程序，让计算机运算出一大堆参数估计值和检验值（倘若计算结果不理想，就通过调整样本或数据年份继续计算，直到满意），这样的“实证”结果要想有令人信服的效果，显然比较困难。

3. 短板之三：研究方法论制约

我国的经济、金融、会计领域的学术研究中，缺少通过构建理论模型和严格数理逻辑推演，来解释现象并得出研究结论的分析式研究。而跳过具有学术支撑力度的分析式理论基础研究，模仿应用性实证研究方法就显得理论支持力度不足。

中国证券市场的课题中，可以和西方的文献相结合的最重要的“中国特色”，应该是政府在市场中所承担的双重角色。政府主导证券市场、政府掌控上市公司的突出例子比比皆是，譬如国资委于大型国有企业、财政部于大型银行和保险公司。政府既是规则的执行者，也是规则的制定者。

但是学术研究中借用欧美实证研究方法时，很少琢磨其是否适合中国的经济特征。因此，在短期内，由于实证研究这座楼房的地基不够坚实，研究过程和结果都还不太能令人信服，对会计实务和市场管制所产生的作用也就不会很明显。这种状况只能随着实证研究环境的改良和研究质量的提高而逐渐改变。

这么说来，是不是现阶段实证性会计、财务研究就没有多大价值呢？指出问题并不表明笔者对实证性会计、财务研究持负面态度，而是为了解决问题和推动发展。我们不应该消极等待，等到那一天中国资本市场具备了“有效性”以后才

开始对公司会计和财务问题进行实证性研究。

从方法论视角,实证研究方法毫无疑问具有科学性。只是在我国会计学术界,实证研究方法的科学性还需要通过扎实的工作逐步体现和提高,来日方长。从发展会计教育和会计学术研究的视角看,会计、财务研究学者必须大力提倡实证性会计、财务研究。

理性地看,当前开展实证性会计、财务研究,不必过于看重研究结果,研究方法和过程的严谨性更为重要。因为,过程实现了对研究者的训练。即使只是初步研究,也会为逐渐提高研究水平而提供积累。

(三) 中国的会计学术研究发展:要提倡多元化

我在这里想特别提到顾准。

1995年暑期,我很偶然地从《读书》杂志上读到吴敬链先生回忆顾准的一篇文章,读完后就被顾准所吸引。先得朋友赠送一册当时在书店很难买到的《顾准文集》,又陆续从旧书摊上淘到了其他几本顾准写的书和关于顾准的书。在读顾准的过程中,我读到了他对微观企业会计核算和宏观经济统计核算的精辟见解。

反复读顾准,从阅读中获得的专业收获,并不仅仅限于会计和统计专业,更多的是思想震撼。我认为,《顾准文集》中的“从理想主义到经验主义”所包含的一系列文章,从思想方法上给后人以更深刻的启示。

顾准在思想方法论方面的真知灼见,体现在提倡多元主义。就是说,哲学上的多元主义,要贯彻到一切科学研究和价值判断中去,不要试图让所有的人都限定带上同一种眼镜。要坚决反对任何思想领域、学术领域的一元主义和专制主义。

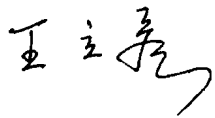
任何一门学科的研究方法,都有其哲学根源,会计学亦不例外。在西方发达国家,会计理论研究经历了几个不同发展阶段。各种会计理论在学术研究方法上都有所倚重:描述理论处于会计方法还不甚成熟时期,主要是归纳实务惯例,还谈不上特定的研究方法。规范会计理论则以演绎推理方法为主,不限于已有实务行为和方法的限制,而是有所超越。到了实证会计理论,则主要采用建立理论模型、针对特定假说、命题的数据分析和验证方法,对以往的会计实务行为、方法和会计理论研究成果进行数理分析验证,又对以后作出预测。

值得注意的是,会计学术界在对待会计学术研究方法的态度上显示出一种很普遍的现象,即各种理论对所倚重研究方法的互不相容性。近20年来,在欧美发达国家,应用实证研究方法的会计研究,在学术界占有绝对主流地位,应用其它研究方法写出的文章很难被各主要学术期刊所接受和发表。应用规范研究方法

写出的描述性或推理性文章，似乎已经不具备学术研究性质。这样的“主流观念”，近几年也开始传入中国会计界，并对越来越多的会计学者产生影响，以至于人们不得不重新思考这样的基本问题：怎样的会计研究才算是会计学术研究？在本文中难以展开讨论这个问题，不过至少应当阐明这样一点：以发展进程的眼光看，会计理论研究方法的历史演进是有其逻辑递进轨迹的，即会计科学自身的建立以及伴随着经济发展和资本市场发展而逐渐产生的理论积累。正是在对几百年来会计实务惯例加以描述总结的基础上，规范理论才得以产生；正是在规范理论建立起了包含一系列假设、目标、原则的会计方法体系以后，才提出了对会计信息的市场功效以及会计方法选择行为进行实证分析的需要。即使在今天，规范会计理论仍然在会计实务发展中发挥着重要的指导作用，规范体系的建立是为经济社会提供充分有效会计信息的专业标准和技术基础。

客观地讲，在会计理论研究方法方面。“西方文明”中存在着浓厚的“不文明现象”，即所谓“主流的霸道”及“对非主流的排斥”。在我国，几十年来会计理论研究就方法论而言是过于“规范”了（其实未达到严格定义上的规范论方法之水准），目前实证论方法开始被学者们广泛接受，这是大好现象。不过在整个学术界，切不可出现偏执一端。矫枉过正作为一种观念有其合理性，但成为普及现象则未必是好事。

最后应该说明的是，我所表达的看法，是自己的一家之言，并不代表本书作者，也不一定与本书作者的看法完全一致，而且难免偏颇，欢迎本书的作者和读者提出商榷。



2008 年秋于北京大学

前 言

我国实证研究起步较晚，开展完全意义上的实证会计研究更不足十年。但伴随着资本市场的迅速发展，实证研究已逐步形成与规范研究并驾齐驱之势。实证研究极大拓展了研究领域，开辟了一个新的研究视角，具有很强的实用性和价值扩张性。

实证研究的质量，或者说实证论文的质量，除了选题外，其实取决于模型的设计和选择，但从方法论的角度对这些经典文章进行归纳总结的研究在国际上不多，国内也鲜有人做。

本书的撰写源自于2001年，作者在给博士生和硕士生开设的会计研究方法课程，授课和与学生讨论过程中感受到不少学生对实证会计兴趣浓厚，但对实证研究的问题纷繁复杂，实证论文总给人晦涩难懂的感觉，特别是实证模型的应用和方法选择，如果研究者特别是入门者没有一个清晰的脉络和框架，很容易迷失在浩瀚如林，淹没在令人头痛的数学模型中，最终对实证研究失去了信心。如果说，在金融等学科，还尚有《金融计量经济学》或《金融市场计量经济学》已比较系统地对金融、证券市场领域的前沿问题研究所用到的财经实证模型和研究方法作了总结，那么比起其他财经领域，实证研究方法论的重要性有过之的会计学科，至今为止，这方面的研究却比较罕见。我们因而日渐感觉到有责任对现有会计实证文献从模型和方法上进行必要梳理总结的紧迫性和重要性。幸奉以本研究目的为核心的课题得到了2005年四川省社会科学规划重点项目的支持而使我们的愿望得以实现。

本书旨在为我国广大理论工作者、会计实证研究入门者提供一本工具书，使他们能“站在巨人的肩膀上”，在较短时间内较系统地掌握财经领域特别是国内外会计领域实证研究的经典模型和方法，以提升我国实证研究的水平，进而推动实证研究在我国的发展。

本书主要以国内外一流实证研究论文为基础,以实证研究模型和方法为研究重点。从 the Accounting Review, Journal of Accounting Research, Journal of Accounting & Economics, Contemporary Accounting Research, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Behavioral Research in Accounting, Review of Accounting Studies, Journal of Managerial Accounting, Journal of Finance, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Journal of Financial Economics, Review of Financial Studies, Journal of Business, the Financial Review, 《经济研究》、《会计研究》、《中国会计与财务研究》、《中国会计评论》、《审计研究》、《金融研究》等国内外一流杂志精选约 500 篇实证论文,分成理论基础、财务会计、公司财务、审计、管理会计和行为会计六章。附录为事件研究法介绍。

本书力图揭示各类研究领域经典的、最新的研究成果中有代表性的实证研究模型与方法,并进行必要的总结和述评,并对我国实证会计研究的趋势作初步的思考。

本书由蔡春教授主持,负责全书大纲思路设计和书稿审定。谭洪涛协助蔡春教授进行全书研究框架设计、书稿修订与总纂。杨晓磊和刘更新协助对具体部分进行了统稿。各章具体分工为:第一章由蔡春、谭洪涛编写;第二章由谭洪涛、陈艳、刘更新、杨晓磊和苗劼编写;第三章由杨晓磊、庄婴、陈艳、张梦、苗劼、闫涛、张婷婷和许磊编写;第四章由刘更新、闫涛、张婷婷、张梦、何艳青、庄婴编写;第五章由蔡春、戴泽伟编写;第六章由蔡春、代文娟编写;附录由代文娟、谭洪涛编写。

本书的编写,得到了纽约城市大学 Baruch 商学院会计系教授、西南财经大学会计学院特聘院长叶建明博士的肯定和支持;北京大学光华管理学院博士生导师王立彦教授欣然作序;西南财经大学会计学院罗宏、陈旭东、唐雪松和步丹璐等多位年轻有为的副教授、讲师和博士参与了书稿研讨并提出了很多极有价值的意见和建议;博士生李江涛、徐荣华多次参加本书框架及内容的讨论并提出相关研究资料,在此一并致以衷心的感谢!



2008 年 7 月

目 录

第1章	会计实证模型与方法的理论基础研究	\ 1
1.1	有效市场假设	\ 2
1.2	资本资产定价理论	\ 16
1.3	行为金融理论	\ 26
	参考文献	\ 42
第2章	财务会计领域的实证模型与方法研究	\ 48
2.1	会计准则研究	\ 49
2.2	上市公司信息编报研究	\ 65
2.3	财务分析师预测研究	\ 81
2.4	会计信息披露研究	\ 85
2.5	会计信息决策有用性研究	\ 93
2.6	财务舞弊研究	\ 99
	参考文献	\ 108
第3章	公司财务领域的实证模型与方法研究	\ 118
3.1	IPO 与融资研究	\ 119
3.2	资本结构选择研究	\ 125
3.3	资本成本研究	\ 133
3.4	投资策略对公司绩效影响的研究	\ 139
3.5	公司治理研究	\ 150

3.6 股利政策研究 \ 165

参考文献 \ 177

第4章 审计领域的实证模型与方法研究 \ 187

4.1 审计质量研究 \ 187

4.2 审计师变更研究 \ 195

4.3 审计定价 \ 205

4.4 审计意见类型研究 \ 212

4.5 审计效用研究 \ 222

4.6 审计报告信息含量的研究 \ 226

参考文献 \ 233

第5章 管理会计实证研究 \ 242

5.1 现代管理会计研究综述 \ 242

5.2 战略管理会计研究 \ 245

5.3 业绩评价研究 \ 251

5.4 预算管理研究 \ 260

5.5 作业成本法研究 \ 266

5.6 转移定价研究 \ 273

5.7 经济增加值 (EVA) 研究 \ 277

参考文献 \ 280

第6章 行为会计研究范式 \ 283

6.1 背景 \ 283

6.2 行为会计的研究方法 \ 284

6.3 国外行为会计研究的主要领域 \ 289

6.4 国内研究现状 \ 294

参考文献 \ 297

附录：事件研究 (The Event Study) 法 \ 300

后记 \ 305

第 1 章

会计实证模型与方法的理论基础研究

有效市场假设和资本资产定价模型是现代金融市场运行的基石。它们不仅为现代金融市场的正常运转提供了强有力的理论指导，同时也成为资本市场实证会计研究的两大支柱。同时，越来越多的市场异象经验证据表明，有效市场假设必须得到行为金融理论的修正以适应对现实世界的解释。

本章研究框架如下：

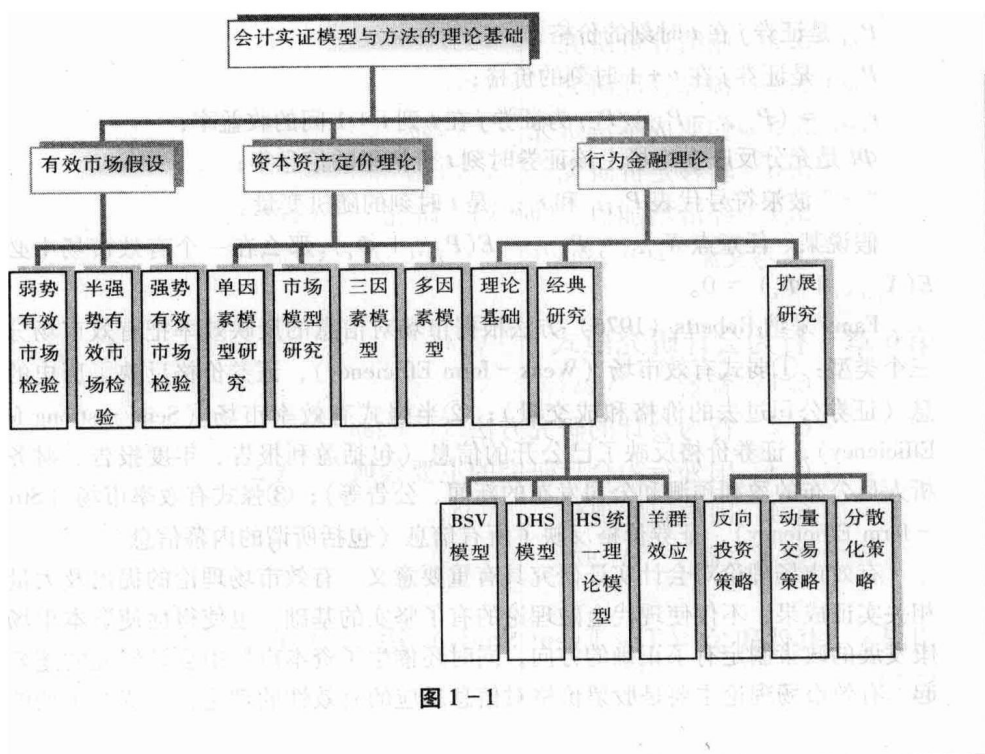


图 1-1

1.1 有效市场假设

1.1.1 背景

有效市场假说由 Fama (1965) 在 Journal of Business 发表题为 “The Behavior of Stock Market Price” 的经典论文中首次被正式系统表述出来的。他认为, “如果在一个证券市场中, 价格完全反映了所有可获得的信息, 那么就称这样的市场为有效市场”。有效资本市场中的交易是 “公平交易”, 公开信息包括会计信息不能被用来在市场上获利: 如果信息无偏迅速地在证券价格中得到反映, 则认为市场是有效的。一个有效的市场必须满足三个条件: ①投资者有挖掘可获得信息以获取超常回报的动机; ②证券价格对新信息反映迅速而准确, 证券价格能够完全反映全部可用信息; ③市场竞争使证券价格从旧均衡过渡到新的均衡, 而新信息产生的价格波动是相互独立和随机的, 不存在内在联系。有效证券市场比如股市是一个 “公平博弈”, 上涨或下跌的概率各为 50%。股价变动可以用物理学中的布朗运动模型描述:

$$E(\bar{P}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\bar{r}_{j,t+1} | \Phi_t)] P_{j,t}$$

其中:

E 是期望

$P_{j,t}$ 是证券 j 在 t 时刻的价格;

$\bar{P}_{j,t+1}$ 是证券 j 在 $t+1$ 时刻的价格;

$\bar{r}_{j,t+1} = (P_{j,t+1} - P_{j,t}) / P_{j,t}$ 为证券 j 在 t 到 $t+1$ 间的收益率;

Φ_t 是充分反映在市场上该证券时刻 t 价格里的信息集;

“~” 波浪符号代表 $P_{j,t+1}$ 和 $r_{j,t+1}$ 是 t 时刻的随机变量。

假说某一任意点 $X_{j,t+1} = P_{j,t+1} - E(P_{j,t+1} | \Phi_t)$, 那么在一个有效市场中必然 $E(X_{j,t+1} | \Phi_t) = 0$ 。

Fama 采纳 Roberts (1976) 方法根据市场对信息的反映效率把有效市场分为三个类型: ①弱式有效市场 (Weak-form Efficiency), 证券价格反映了历史的信息 (证券公司过去的价格和成交量); ②半强式有效率市场 (Semi-strong form Efficiency), 证券价格反映了已公开的信息 (包括盈利报告、年度报告、财务分析人员公布的盈利预测和公司发布的新闻、公告等); ③强式有效率市场 (Strong-form Efficiency), 证券价格反映了所有信息 (包括所谓的内幕信息)。

有效市场理论对会计实证研究具有重要意义。有效市场理论的提出及大量的相关实证成果, 不仅使现代金融理论的有了坚实的基础, 也使得促使资本市场健康发展的政策制定有了正确的方向, 同时还催生了资本市场中会计研究的蓬勃兴起。有效市场理论主要是股票价格对信息反应的有效性的理论, 从资本市场的信

息构成来看，与资产估值的相关信息中会计信息是最重要的构成部分。而资本市场中的会计研究主要通过研究会计信息对股价的影响，从而说明市场参与者如何建立有效的会计，并履行好信息披露义务。可以认为，有效市场假设既构成了资本市场中研究的基石，客观上也为这一领域的研究提供了很多思路和方法，同时对有效市场的检验和假设有效市场下的会计信息披露也成为资本市场中会计研究的重要内容。

从另外一个角度来说，资本市场中会计研究的一个重要目的就是研究规范上市公司的会计行为和信息披露行为，从而提升股票市场的有效性水平。因此有效市场假设也就成为该研究领域的一个最终归宿。股票市场的有效性不是一蹴而就的，是市场在长期发展、调整和规范的过程中逐步建立起来的。资本市场中的会计研究成果可以为监管者在市场有效性建设方面提供有价值的决策依据。

Beaver (1968) 认为，有效市场对财务报告披露的研究有着重要意义。首先，只要会计政策没有导致未来现金流量产生差异，且公司已对所采用的特定会计政策所形成的差别予以披露，如果投资者能获得足够的可以在不同的会计政策之间作出抉择的信息，公司所采取的会计政策便不会影响证券的市价；其次，有效市场理论与会计的“充分披露”原则紧密联系。有效市场认为只要公司披露其所选择的会计政策，以及从一种会计方法转变为另一种会计方法的任何附加信息，投资者就能通过必要的计算以看清楚其所导致的报告净收入的差异；再次，有效市场认为，除非会计政策影响了现金流量，否则会计政策并不重要；市场的有效性意味着公司不必过分考虑无知的投资者，即财务报表信息不必用能使任何人都能理解的过于简单的方式表达；最后，有效市场意味着会计人员正在与其他信息提供者相互竞争。

1.1.2 经典研究

资本市场的有效性检验一直是金融、会计领域的学者和业界持续关注的焦点之一。国内外顶尖杂志几乎每年都有有关有效性检验的论文发表，但由于研究方法、结论存在着严重分歧，目前即使是美国，也未形成一个权威的结论。比较普遍的观点是美国的资本市场达到了半强式有效，而谨慎保留对强式有效的判定。甚至经过了大量研究后，又回到了 Fama (1991) 的论述：现有的金融手段无法检验资产定价理论是错误的还是市场是无效的 (Hawawini & Keim, 1998)。

有效市场的检验可以说是财经实证研究中成果最多的领域之一。市场有效性的实证检验依据股票价格对信息的反映效率分为弱式、半强式和强式市场检验。

1) 弱式有效市场检验

对弱式有效市场的检验，主要检验两个假设：股票价格的序列变动是独立