

资本市场中的 会计研究

CAPITAL MARKET-BASED
ACCOUNTING RESEARCH

占卫华 著

资本市场中的 会计研究

占卫华 著



中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：潘洁

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场中的会计研究 (Ziben Shichang zhong de Kuaiji Yanjiu) / 占卫华著. —北京：中国金融出版社，2007.5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4380 - 4

I. 资… II. 占… III. 资本市场—会计—研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 055211 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 32

字数 520 千

版次 2007 年 6 月第 1 版

印次 2007 年 6 月第 1 次印刷

定价 52.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4380 - 4/F. 3940

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

自序

2006 年的中国股市成为全球表现最为抢眼的股票市场，A 股上证指数从年初的 1 180.96 点上涨到年末的 2 675.47 点，上涨了 1 494.51 点，涨幅近 130%。在这一气贯长虹的大牛市行情中，大盘蓝筹股的表现可圈可点，其波澜壮阔的走势完全符合价值投资者的预期。

中国股市为什么能取得如此出色的表现？原因是多方面的。从宏观经济面来看，中国经济的强劲增长给股市上涨提供了强有力的支撑；从制度层面来看，股权分置改革的成功基本上消除了投资者对国有股减持的恐惧；从资金面来看，全球市场都面临的流动性过剩使得境内外各路资本蜂拥而入 A 股市场；从汇率来看，人民币的不断升值使得房地产、金融类上市公司的资产价值也水涨船高；从周边股市的表现来看，中国香港、印度、越南、俄罗斯、美国等国家或地区的股票市场在 2006 年都创出历史新高，中国 A 股也不应例外；从投资主体来看，以基金为代表的机构投资者规模日益庞大，并逐渐成为市场做多的主力；从基本面来看，得益于宏观经济的持续高速增长，中国上市公司盈利能力明显改善。尽管有如此众多的内外部原因，但基本上可以归结为一点，在中国股票市场越来越具有投资价值的时候，价值投资理念主导了市场！

权益证券最重要的估值基础是公司的业绩，这在全球任何一个成熟证券市场都是适用的估值规则。因此，衡量一个证券市场是否为安全、健康并能创造财富的投资场所，只要关注其股票价格是否合理、有效地反映出上市公司的会计业绩及其增长性即可，也就是只要关注上市公司会计披露的价值相关性的。唯有能提供较高会计数字价值相关性的资本市场，才能给投资者稳定的预期和有效的价值评判标准，从而使市场有效地发挥出价格发现和资源配置功

能。因此，价值相关性成为评价发达资本市场有效性的重要分析工具，会计数字的价值相关性也就成为西方国家资本市场研究的重要课题，也是最能见证资本市场研究成果的一个领域。通过价值相关性研究，可以将会计数字与股票价格或收益数字联系起来，也就可以将会计研究和资本市场研究进行融合，为会计研究开拓更为广阔的空间。美国在资本市场和会计两个领域的研究之所以执世界牛耳，一个重要原因就是将这两个研究领域交叉融合。

国内对会计数字价值相关性的研究还没有深入展开，更别将会计研究置身于资本市场研究之中。这或许要归因于中国 A 股市场发展历史有限，广泛盛行的会计造假使得投资者对上市公司公开披露的会计数字不信任，价值投资的理念还未完全建立起来，信用评级机构、会计师事务所、职业经理人市场等确保会计数字发挥重要作用的市场基础设施建设还不完善，等等。但是，不能因为这些问题的存在就忽视上述基础研究的重要性，A 股市场如果要尽快与国际接轨，缩小与成熟市场的差距，那么就需要相当研究力量的投入，尤其对市场有效性、定价模型、估值基础、投资心态、金融工程、产品创新、交易机制、会计披露、市场监管、中介培育等基础性问题的研究，而丰富的研究成果有助于当局摆脱制度困局，为改革提供突破口，为市场夯实基础，为投资者提供更多交易机会，并减少市场的系统性偏差。

笔者注意到了国内在这一课题领域与国外先进水平的差距，历时近 4 年著成《资本市场中的会计研究》一书。本书将国外资本市场中的会计研究成果进行了系统梳理，并搭建了一个分析框架，在这个框架内，以会计数字的价值相关性为主线，系统地阐述了资本市场运行的两大基础理论，对不能用传统理论解释的金融异常问题引入行为金融理论进行解释，用三种模型对会计数字的价值相关性进行了完整表述，对资本市场究竟欢迎什么样的会计业绩数字进行了创新性的研究，对会计数字如何进入传统和新型证券估值模型的问题进行了深入探讨，对会计数字的披露问题及资本市场监管问题进行了有意义的研究。

笔者在工作之余始终坚持研究，一直保持着对资本市场基础研究的浓厚兴趣。《资本市场中的会计研究》一书力求做到选题新颖、体系完整、内容翔实，既有关于欧美发达资本市场通行理论成果的详细介绍，也有作者对这些理论的独立思考和评判，更重要的是作者将国外的理论成果应用到中国 A 股市

自序

场的分析中来，为中国资本市场的创新研究提供了可供借鉴的思路和技巧，为国内有志于资本市场基础研究的金融人士提供了丰富的研究点，是资本市场研究和会计研究中非常有用的一本参考资料。

笔者

2007 年 4 月于北京

前言

在一个有效的市场中股票价格为什么会发生频繁波动？公开披露的会计数字对公司股票价格短、长期影响到底有多大？资本市场欢迎什么样的会计数字？信息披露和市场监管在改进市场有效性方面作用如何？对这些基础性问题的回答，即便是拥有悠久历史、发达先进的欧美国家的资本市场，也还没有最终的定论，金融学家们一刻也没有停止过对这些问题研究的步伐，由此产生的丰硕研究成果有效地推动了资本市场创新的步伐。美国的资本市场为什么在全球有如此影响力？一个重要原因就在于关于美国资本市场的金融研究力量在全球首屈一指，强大的金融研究力量能解决资本市场发展中出现的方向选择以及满足各种理论、模型的需要。

中国真正意义上的股票市场是从 20 世纪 90 年代初建立的，截至 2006 年 12 月，不到 20 年的历史，境内上市公司（A、B 股）数达 1 434 家，投资者开户数近 7 900 万户，流通市值 25 003.64 亿元，市价总值 89 403.90 亿元，流通市值和市价总值分别占 2005 年 GDP 的 12% 和 39%。这是一个不错的成就，但它并不能掩盖中国资本市场研究能力薄弱的问题，国内对股价指数、交易行为、投资策略的关注程度远远大于基础研究，由此造成对上述基础性问题展开研究的力量还不够独立、强大，研究尚不系统、深入，研究成果的质量和数量与国外有相当的差距。一个显著的例证就是海外知名投行的一篇研究报告就可以造成中国 A 股价格大幅波动，而国内机构的研究报告别说对国际资本市场就是对国内资本市场也难以产生显著的估值效应。笔者注意到了以上差距，于是就有了写作《资本市场中的会计研究》的动机。

本书主要研究公司会计数字的价值相关性以及如何发挥信息价值等问题,揭示会计数字信息对资本市场运行的基础性作用,以及资本市场对会计演进的深刻影响。价值相关性是资本市场研究的一个重要话题,欧美发达国家关于资本市场和会计信息之间关系研究的历史虽然比较长,研究成果也很丰富,但笔者认为这些研究存在系统性不够、逻辑条线不清晰、标准不统一等问题,这些问题的存在阻碍了人们对股票价格运行本质的理解,因此在指导具体实践时还没有发挥出最大价值。笔者对这一课题进行了系统的梳理,分析了会计信息作用于资本市场的理论基础,从不同角度来衡量会计信息对股票价格作用的价值大小;对当前活跃在资本市场中的几个关键会计信息进行了解剖;给出了会计数字参与估值过程的具体模型,并探讨了与之相关的信息披露和监管问题。本书拟尽力展现会计数字和证券价格之间的相关性,帮助读者正确理解证券价格运行的内在逻辑和关键驱动因子,并从一个更有价值的角度对资本市场监管和会计信息披露等政策的有效性进行检验和评判。

第1章是引言,回顾了会计和会计研究的历史,在此基础上给出了资本市场中会计研究的具体含义,并对其范畴归属进行了界定,对该研究兴起的原因进行了分析。当然,该研究的历史沿革、现状及主要内容也是引言中重点提及的,并且从三个方面将本书对中国资本市场的意义进行了总结。

第2章是资本市场中会计研究得以推行的理论基础,详细介绍了深刻影响着资本市场运行的两大基础理论——有效市场假设和资本资产定价模型,既包括理论的来龙去脉,也包括理论的模型架构,还包括实证检验情况,是读者理解资本市场交易本质的基础。

第3章继续对资产价格行为进行研究,重点放在了市场有效性的重新判定和揭示资本市场运行规律的行为金融理论上,使读者对资产价格波动的原因有更深刻的理解。笔者详细列举了多达十几种的金融异常现象,并用噪音交易理论和行为金融理论进行解释,重点放在行为金融理论的分析上,全面剖析了其产生背景、理论基础、分析范式和主要内容,探讨了其对中国证券市场发展的重大意义。

第4章开始进入本书的核心,主要探讨会计数字的价值相关性问题。笔者将会计数字的价值相关性定义为会计数字对股票价格的解释和预测作用,并从信息含量、估值相关性和价值相关性三个方面深入探讨了会计数字和股票价格之间相互关系的形式,在此过程中引出许多资本市场研究的重大课题,如收入响应系数、收入预测、价值相关性的 R^2 测度、会计准则制定、会计选择、收入管理等,这些问题或是会计数字价值相关性问题的进一步阐述,或是会计数字价值相关性在资本市场实践中的重要应用。

第5章探讨会计收入的质量问题。主要回答何种会计收入具有最大的价值相关性、财务报告中披露的会计收入是不是公司的最优业绩计量等问题。笔者探讨了影响收入数字的会计确认和计量问题,对公司业绩计量的历史进行了回顾和总结,在介绍完传统收入测度指标EPS和ROE的基础上,重点探讨了当前流行的EVA这个业绩计量指标,并对导致EVA产生的会计谨慎性问题进行了专门研究。

第6章是价值相关性的一个应用,探讨的是基于会计信息的证券估值技术,将会计信息纳入到估值模型中去。传统的证券估值方法包括股利贴现模型、现金流贴现模型、相对估值法、期权估值法,而将会计信息纳入到模型中的新型估值技术正在对估值理论作出重要贡献,因此本章对以Ohlson模型、Feltham和Ohlson模型为代表的会计估值模型重点进行了研究。在探讨中国股票市场估值问题的过程中对股票市场的泡沫问题进行了详细分析。

第7章探讨会计信息披露及与之相关的资本市场监管问题。前面几章研究了会计信息对资本市场价格形成的作用机制,这一章主要是研究会计信息与资本市场之间的传导问题,回答上市公司信息披露的动因、披露内容和途径等重大问题,而重点放在自愿性信息披露问题上,在此基础上分析了中介机构、公司治理、投资者关系管理等与信息披露的关系。资本市场监管与信息披露紧密相关,本章分析了资本市场监管产生的原因、模式和内容,重点研究了信息披露监管的难点及改进信息披露监管的措施问题。

本书理论性和实践性都比较强,涉及资本市场研究的大部分领域,内容全面,专业性较强,既可以为理论研究者提供研究思路 and 工具,也可以给实务者

资本市场中的会计研究

提供操作指南；既可供高校的研究生和本科生作教材使用，也可以供银行、证券公司、基金公司、资产管理公司、证券交易所、证监会等金融机构中的市场人士参阅。

笔者
2007 年 4 月于北京

目 录

1 引言	1
1.1 会计的历史和会计研究的历史	3
1.2 资本市场中的会计研究：定义、范畴和起因	6
1.3 资本市场中的会计研究：历史沿革和现状	12
1.4 资本市场中的会计研究：内容	17
1.5 该研究对中国证券市场发展的意义	21
1.6 本书的体系结构	27
2 资本市场中的会计研究：理论基础	31
2.1 现代金融理论发展的一个简要回顾	33
2.2 有效市场假设的产生背景及其内涵	39
2.3 证券市场效率型态划分	42
2.4 有效市场假设的检验及实证证据	51
2.5 资本资产定价模型的提出及表述	70
2.6 对资本资产定价模型的实证检验	77
2.7 对资本资产定价模型的改进	80
3 市场异常和行为金融——对资本市场运行两大基础理论的质疑	87
3.1 华尔街拒绝接受有效市场假设	89
3.2 市场异常问题	90
3.3 真的是市场无效吗	129

资本市场中的会计研究

3.4	噪音交易理论	131
3.5	行为金融理论	135
3.6	行为金融理论对中国资本市场研究的意义	171
4	会计数字的价值相关性研究	177
4.1	价值相关性研究历史的一个简单评述	179
4.2	会计数字的信息含量	182
4.3	会计数字的估值相关性	190
4.4	会计数字的价值相关性	211
4.5	三种研究方法的比较和综合	226
4.6	收入之外的会计数字的价值相关性问题	229
4.7	价值相关性与会计准则制定	232
4.8	价值相关性和会计选择	238
4.9	价值相关性和收入管理	251
5	公司会计业绩计量	269
5.1	为什么要寻找最优的会计业绩计量指标	271
5.2	收入的确认和计量	278
5.3	公司业绩计量的历史变迁	287
5.4	几种重要的公司业绩计量指标	293
5.5	各种会计业绩计量指标的价值相关性比较	313
5.6	会计谨慎性	317
6	基于会计信息的证券估值方法研究	327
6.1	为什么要进行证券估值	329
6.2	证券估值与会计信息	331
6.3	传统的估值方法	336
6.4	相对估值法	352
6.5	期权估值法	361
6.6	基于会计信息的证券估值模型	367

目 录

6.7 多因素估值模型	377
6.8 各种估值模型的优劣比较	383
6.9 中国股票市场的估值问题	386
7 信息披露和资本市场监管	405
7.1 关于信息披露的几个基础性问题	408
7.2 中介机构在信息披露中的作用	430
7.3 信息披露与公司治理	432
7.4 投资者关系管理与信息披露	436
7.5 资本市场监管	437
7.6 信息披露监管	452
参考文献	466
后 记	495

1 引言

资本市场是实体经济运行的一部分，而会计研究则是一个学术领域，将两者统一到一个题目中来，似乎不伦不类。不过，顾名思义，这本书将会计研究置身于资本市场的范畴中，研究的是资本市场与会计研究的关联性，探讨的是资本市场发展对会计研究的促进作用，以及会计研究成果对资本市场发展的促进作用。

将会计研究与资本市场进行关联，绝大多数时候采取的可能是基于数学模型的实证方法。一方面是企业每天的经营和管理运行中会产生大量的财务和非财务数据，另一方面是资本市场每天的运行也会产生大量的包括价格、成交量在内的交易数据，这两组数据之间会否有着直接或间接的经济或逻辑关系，这就是研究上述关联性时进行实证研究的重点所在。本书并非要进行大量的实证研究，因为这方面的研究非常之多，本书的初衷在于，将两者的相互关系用一定的逻辑和方式系统完整地表述出来，为进一步深入研究两者之间的关系提供可行的思路及具体的建议。就像任何理论知识必须要回归到实务操作中发挥具体作用才能体现其价值一样，如何将会计研究的成果很好地用来指导资本市场的实践，如何利用资本市场来检验会计研究的理论成果，笔者进行了深入研究，这也可视为本书的目的之一。

若要理解这种关联性研究的真正意义，必须从了解会计研究的历史开始。

1.1 会计的历史和会计研究的历史

会计的历史源远流长，但对会计理论和实务的研究历史却相对滞后。在欧洲，早在12到13世纪，意大利的商品货币经济就已经比较发达，借贷复式簿记技术已出现在热那亚、威尼斯等贸易城市。1211年，意大利佛罗伦萨银行开始应用借贷复式记账法记账，当时人们称这种记账法为“威尼斯簿记法”。直到1494年，意大利传教士Luca Pacioli（1445~1514年）在其出版的《算术、几何、比与比例概要》（*Summae Arithmetica, Geometria, Proportioniet Proportionalita*）第3卷第9部第11篇《计算与记录要论》中，系统地介绍了当时流行的“威尼斯簿记法”，他结合数学原理从理论上加以概括，并总结性地宣称簿记的目的“在于向商人及时地提供资产和负债的信息”。因为系统地阐述

了复式簿记基本原理, Pacioli 著作的出现被视为会计研究史上的第一个里程碑, 它使科学的复式记账法得以广泛传播, 极大地推动了当时会计的发展。因此, 现在的会计学者通常将 1494 年作为近代会计研究的开始。

从 15 世纪到欧洲爆发产业革命这一期间, 随着 Pacioli 著作的传入, 德国、荷兰、英国和法国等国家涌现了不少介绍和分析意大利复式簿记的会计著作, 开始了对会计方法、技术等的介绍和研究, 但基本上都没有脱离 Pacioli “簿记论”的窠臼, 只是在记账技术上有所改进。18 世纪 60 年代开始的产业革命(历经蒸气、电力时代), 引起了资本主义生产组织和经营形式的重大变革, 适应资本主义大企业生产的经营形式——“股份有限公司”开始出现。它要求公司经理定期向股东提供会计报表, 说明企业的财务状况和经营成果。从此, 会计的理论和实务研究就在簿记的基础上, 向资产、负债与资本的计量, 收益的确定, 报表的编制、审查、分析和解释等新的内容发展。20 世纪初, Lawrence Robert Dicksee (1903) 的《高等会计学》(*Advanced Accounting*)、George Lisle (1903) 的《会计学全书》(*Encyclopaedia of Accounting*) 和 Francis William Pixley (1908) 的《会计学》(*Accounting*) 三大会计著作的出版, 奠定了会计理论研究的初步基础, 标志着会计理论研究已从局限于记账、算账的簿记开始向包括记账、算账、报账和查账等会计方法和技术的转变。Sprague (1907) 的《账户原理》(*Philosophy of Accounts*) 是构建会计理论的又一尝试, 被视作现代会计理论研究的萌芽。

早期会计思想的启蒙者及会计理论的开拓者, 已在 19 世纪簿记学原理的基础上, 渐渐创立了属于会计学基础方面的一些理论。这种理论的立足点在于确定了一系列的会计概念, 并在这些概念之间尝试建立起逻辑关系, 从而跳出了以往簿记方法论的圈子。同时, 他们开始站在管理的角度来研究会计方面的问题, 并论证了会计在经济管理工作中的地位与作用。20 世纪 20 年代到 70 年代是会计理论研究的黄金时代, 一些跨世纪的会计学者又进一步扩大了会计基础理论的研究范围, 并着重围绕资产负债表的理论与实务问题展开研究, 从而确立了会计学原理的基本框架, 形成了现代规范会计理论。其中, 突出的研究成果包括: Paton (1922) 的《会计理论》(*Accounting Theory*), Hatfield (1927) 的《会计学: 原理与问题》(*Accounting: Its Principles and Problems*),