

Research on Accrual Anomaly in
China's Capital Market

中国资本市场 应计异象研究

杨开元 © 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

重庆工商大学学术专著出版基金资助

Research on Accrual Anomaly in
China's Capital Market

中国资本市场 应计异象研究

杨开元 © 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场应计异象研究/杨开元著. —北京:
经济科学出版社, 2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0250 - 4

I. ①中… II. ①杨… III. ①资本市场 - 研究 - 中国
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 027472 号

责任编辑: 谭志军 李 军

责任印制: 王世伟

中国资本市场应计异象研究

杨开元 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 10.25 印张 120000 字

2019 年 4 月第 1 版 2019 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0250 - 4 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前言 / PREFACE

资本市场会计实证研究是建立在有效市场假说、资本资产定价模型以及行为金融理论基础之上的，经过多年的发展，已成为会计实证研究中一个非常重要的领域。鲍尔和布朗（Ball & Brown, 1968）首次用实证研究的方法对盈余变动与股票异常回报展开系统的研究，为资本市场与会计信息的研究奠定了基础。之后，众多的研究指出，资本市场中的投资者是根据各种信息对股票等证券进行定价的，其中，会计信息是最基本也是最重要的信息来源，尤其是盈余信息的编报又是以应计制会计制度为基础的，因此应计信息会对投资者的定价行为产生非常重要的影响。如果投资者不能准确判断会计信息的特征，则会导致其对股票错误定价，进而导致资本市场无效。鉴于有效资本市场假说（efficient market hypothesis）的重要地位，学术研究中将违背有效资本市场假说的现象称为资本市场的“异象”，如果资本市场的无效是由于市场对应计信息的错误定价造成的，则称为资本市场的“应计异象”。

斯隆（Sloan, 1996）首次发现了“应计异象”的存在，即资本市场对会计信息中的应计信息错误定价，这引起了学术界及实务界的广泛争论。从应计异象发现至今的 22 年间，应计异象一直存在于资本市场，学术界对应计异象的研究也从未停止。首先，当前学术界对

应计异象的研究主要围绕应计异象的成因展开，这些研究均基于一个假设前提，即研究中所采用的定价模型是正确的，进而根据假定正确的定价模型求得的所谓的异常回报是真实的。因此，对应计异象的研究需要排除定价模型中是否存在一个与应计有关的风险因子。其次，一方面由于套利机制的作用，通过应计进行套利的空间会随着时间的推移逐渐减少；另一方面根据学习效应假说，资本市场中的投资者会不断根据新产生的信息对投资决策做出修正，市场对应计的错误定价也会逐渐降低。由于以上两个方面的原因，应计异象会最终消失。因此，对应计异象的研究还需面对应计异象是否能持续存在的问题，即“应计异象”的市场表现如何。

根据以上分析，一个对“应计异象”比较深入的研究，应围绕如下三个问题逐步展开：一是应计异象究竟是否存在；二是如果应计异象被证实存在，那么是什么原因导致了应计异象的产生；三是应计异象持续存在的市场表现如何，原因又是什么。本书按照以上逻辑展开研究，共分为7章，各章节的结构安排如下：

第1章为绪论。主要交代了全书的研究背景、思路、方法和创新点等。

第2章为理论基础。介绍了应计异象研究的理论基础，包括有效市场假说、资产定价模型和行为金融理论。

第3章为文献述评。主要对应计异象的国内研究按照存在性、存在原因以及持续存在原因三个方面进行了综述。

第4章为基于应计风险角度的应计异象存在性解释。本章对应计异象的存在性进行检验，即检验应计异象到底是由于研究中模型误设而造成的一种研究假象，还是由于投资者错误定价而形成的一种市场套利机会。

第5章为基于应计特征角度的应计异象产生客观原因分析。主观

上而言,应计异象的存在是由投资者错误的个人定价行为造成的,但从客观上或者本质上分析,则是由会计应计信息的特征引起的,即投资者对应计等盈余信息特征未能正确把握,进而对盈余及其组成部分的持续性做出了错误判断,由此导致错误的定价行为。

第6章为微观使用者感知、宏观市场状态与应计异象。从行为金融学的角度对应计异象的市场表现进行检验。本章首先通过对不同感知投资者所关注的股票的应计盈余持续性及应计异象程度进行检验,然后对不同市场状态下,股票的应计盈余持续性及市场上的应计异象程度进行分析,最后对不同市场状态、不同感知投资者的定价行为进行了检验。

第7章为研究结论。本章得出最终的研究结论,并提出本书的研究启示。

本书使用我国A股市场1998~2013年的上市公司数据,对我国资本市场的“应计异象”进行了较为深入的研究,研究以实证研究方法为主,按照应计异象的存在性、产生的客观原因、市场持续表现的逻辑展开,主要得出如下结论:

(1) 虽然模拟应计因子能较好地解释市场对应计的错误定价,但研究的结果表明,这主要是由于其与应计特征的高度相关引起的,即应计异象并不是在定价模型中遗漏了与应计相关的风险因子而形成的一种伪命题,而是由投资者对应计信息错误定价而产生的一种资本市场“异象”。

(2) 进一步将应计划分为先收付应计与后收付应计后的研究发现,对于具有更大估计误差以及持续性更不稳定的后收付应计而言,在异常回报上能产生16.2%的套利空间,远大于基于应计的9.2%的套利空间,说明应计异象产生的客观原因是应计信息持续性的不稳定以及估计误差的难以衡量。

(3) 信息使用者的应计信息感知对“应计异象”的市场表现产生显著影响,“应计异象”主要发生在拥有低感知的使用者中,基于不同市场状态下的检验结果进一步支持了这一结论。

杨开元

2019 年 1 月

目录 /CONTENTS

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究思路与方法	4
1.3 本文特色与创新	9
第 2 章 理论基础	12
2.1 会计应计制	13
2.2 有效市场假说	14
2.3 资本资产定价模型	19
2.4 行为金融理论	22
第 3 章 文献述评	35
3.1 应计异象是否存在	38
3.2 应计异象产生的原因	42
3.3 应计异象持续存在的原因	47
3.4 研究进展与方向	49

第4章 基于应计风险角度的应计异象存在性解释	54
4.1 研究设计	58
4.2 实证分析	65
4.3 结论	85
第5章 基于应计特征角度的应计异象产生客观原因分析	87
5.1 研究假设	89
5.2 研究设计	92
5.3 实证分析	97
5.4 研究结论	120
第6章 微观使用者感知、宏观市场状态与应计异象	122
6.1 研究假设	124
6.2 研究设计	125
6.3 使用者感知与应计异象	129
6.4 市场状态与应计异象	133
6.5 使用者感知、市场状态与应计异象	136
6.6 研究结论	142
第7章 研究结论	144
7.1 主要研究结论	144
7.2 研究启示	145
参考文献	147

第 1 章 结 论

1.1 研究背景

财务会计是立足主体（主要是企业）、面向市场（主要是资本市场），向市场提供（通过表内确认和表外披露）一个企业整体的、以财务信息为主的经济信息系统（葛家澍等，2013）。在资本市场中，财务会计信息是投资者对股票等证券进行定价的最基本，也是最重要的信息来源，有关会计信息与资本市场的研究也已发展成为会计、金融研究的一个重要领域。这方面的研究主要以有效市场假说和资本资产定价模型为理论基石，讨论会计信息在资本市场上的作用。通过将公司财务会计信息与资本市场有机地结合起来进行研究，不仅可以丰富资本市场理论本身，也对资本市场的实践提供了理论借鉴与参考。关于这方面的研究，鲍尔和布朗于 1968 年首次提供了经验证据。他们使用美国股市 1957 ~ 1965 年的数据，以财务报表披露日前 12 个月及之后 6 个月为观测期，发现股价变化的方向与未预期盈余变动的方向显著正相关，未预期盈余为正的公司股票价格会上升，未预期盈余为负的公司股票价格会下降；他们还观察到在财务报表披露日前有信息提前反映和财务报表披露日后盈余反映不足的漂移现象。比弗等（Beaver et al. , 1979）进一步扩展了上述研究，他们使用美国股市 1965 ~ 1974 年 276 家公司的数

据，按年度未预期会计盈余比率大小分成 25 个组合来度量股价变化的大小，结果发现盈余变动幅度和股票收益变化幅度在各组间产生不同程度的关联，尤其是最高组和最低组有反映钝化的情形，经检验发现股票收益与未预期会计盈余有着显著的序列相关性。这些研究表明，股价能反映公司的盈余信息，投资者能够根据公司未预期盈余对股票价格进行调整，公司披露的会计盈余信息在股票定价中起了重要的作用，而且对变量加以分组，能获得更精确的实证结论。

自鲍尔和布朗（1968）及比弗等（1979）的研究之后，关于会计信息含量的研究大量涌现，并逐步发展成为资本市场会计研究的一个重要分支。这些研究虽然运用的方法不同，但研究的结果均表明资本市场能够（或在一定程度上能够）对会计信息做出正确反应，会计信息对于股票定价具有信息含量。然而，20 世纪 80 年代以来，学者们发现了一些股票收益的可预测现象，一般将其称作市场异象，这些研究结果对会计信息的价值含量及资本市场的效率提出了挑战。斯隆（1996）首次从持续性的角度以会计盈余信息为基础进行了投资策略研究。通过将会计盈余划分为会计应计和现金流两个部分发现，会计应计对未来盈余的预测能力低于现金流对未来盈余的预测能力，即会计应计的持续性较现金流低，但市场并不能区分二者持续性的差异，存在高估会计应计的持续性而低估了现金流持续性的现象。也就是说，对于会计盈余中会计应计高（现金流相对较低）的企业，市场会高估其未来的盈余乃至企业的价值，而对于会计盈余中会计应计低（现金流相对较高）的企业，市场会低估其未来的盈余以及企业的价值。因此，买空最低会计应计组的股票并卖空最高会计应计企业组的股票在未来可以获得超额回报，这一现象（会计应计与未来股票收益负相关，且利用会计应计信息构造股票投资组合可以获取超额回报）被后续研究者称为应计异象（accrual anomaly）。斯隆（1996）的此番研究具有重要的影响，之后的大量研究均延续他的思路，

从探究会计应计低持续性原因的视角,对应计异象的成因做出分析,如谢(Xie, 2001)和理查森等(Richardson et al., 2005),等等。

在过去的20多年间,中国资本市场从无到有、从小到大、从区域到全国,得到了迅速的发展,在很多方面走过了一些成熟市场几十年甚至是上百年的道路。中国证券市场的迅速发展不仅为众多的企业提供了宝贵的权益融资机会,也为有关会计应计信息与资本市场的实证研究,尤其是资本市场应计异象的实证研究,提供了一片肥沃的土壤。但我国资本市场应计异象的研究主要集中在对应计异象产生原因的解释上,李远鹏和牛建军(2007)以我国A股1998~2002年的上市公司为研究对象,用混合样本回归检验的方法,提出了我国特殊的退市制度是中国资本市场应计异象产生的主要原因,但其在对全样本(亏损样本和非亏损样本)回报的套利检验中仍发现存在至少3.2%的超额回报的套利空间;宋云玲和李志文(2009)以我国A股1998~2005年的上市公司为研究对象,用法玛和麦克贝思(Fama & MacBeth, 1973)年度回归的方法,发现股价同步性会影响我国资本市场应计异象产生的程度,同时也证实在我国资本市场存在应计异象的观点;樊行健等(2009)以我国A股1999~2005年的上市公司为研究对象,指出成长性是导致我国A股应计异象的主要原因;刘斌和杨开元(2011)以我国A股2006~2009年的上市公司为研究对象,用理查森等(2005)的方法,提出了估计误差及持续性的不确定性是导致我国资本市场应计异象产生的原因。

根据以上的研究文献,我们可以发现:一方面,对应计异象研究的本质是对资本市场效率的研究。按照法玛和弗伦奇(Fama & French)为代表的学者的普遍观点,对资本市场效率的检验,不可避免地存在联合检验的问题,用一个错误的定价模型对投资者定价正确与否进行检验,应计异象可能只是学术界用一个错误的定价模型得到的一个“伪命题”;另一方面,资本市场的投资者是逐利的,从斯隆(1996)第一

次发现应计异象至今已有 20 多年时间，逐利的投资者有充分的时间和理由利用应计异象进行套利活动，直至应计异象消失。因此，对应计异象的研究还必须对应计异象为什么会持续存在进行回答。根据以上两个方面的分析，本书从检验应计异象是否是学术界用一个错误的定价模型得到的一个错误的结论、分析应计异象产生的客观原因、考察其在中国资本市场的表现以及持续存在的原因等方面，对应计异象进行系统研究。首先，本研究对应计异象的存在性进行检验，即检验应计异象到底是由于研究中模型误设而造成的一种研究假象，还是由于投资者错误定价而形成的一种市场套利机会。其次，本研究对应计异象产生的根本原因进行分析，如果应计异象被证明是存在的，那么从主观上而言，是由投资者的错误的个人定价行为造成的；但从客观上或者本质上来讲，应计异象则是由会计应计信息的特征引起的。如果投资者对应计等盈余信息特征未能正确把握，那么投资者对盈余及其组成部分的持续性便会做出错误判断，进而影响下一步的定价行为。最后，在前面两个方面研究的基础上，本书从行为金融理论出发，对应计异象的市场表现进行检验。具体内容分为三个方面：一是对不同感知投资者关注的股票的盈余持续性及应计异象程度进行检验；二是对不同市场状态下，股票的盈余持续性及市场上的应计异象程度进行分析；三是对不同市场状态、不同感知投资者的定价行为进行检验。

1.2 研究思路与方法

1.2.1 研究思路

之前学术界对“应计异象”的研究主要围绕以下三个方面展

开：一是应计异象究竟是否存在；二是如果应计异象被证实存在，那么是什么原因导致了应计异象的产生；三是资本市场中存在应计异象意味着市场中存在套利空间，聪明的投资者可以通过应计信息构建投资组合进行交易并获得超额回报，既然如此，经过一段时间的套利行为，应计异象应被市场套利消除掉，但研究却发现应计异象是持续存在的，那么应计异象持续存在的原因值得深入探讨。针对第一个问题，现有研究可分为两个方面：一是应计异象是在个别资本市场存在，还是存在于所有资本市场中；二是应计异象究竟是学术研究中对未来价格的错误预测引起的一种假象，还是真的存在于现实世界。对于第二个问题的研究，重点在于对应计特征的正确认识以及对市场如何分辨、利用应计的这些特征进行定价的行为进行分析。对于第三个问题，主要从两个方面进行解释：一是套利风险和套利成本（包括交易成本及信息成本等）；二是投资者的有限注意力。

根据以上的逻辑分析，本书的研究将按照如下的思路展开：首先，对应计异象的存在性进行检验，即检验应计异象到底是由于研究中模型误设而造成的一种研究假象，还是由于投资者错误定价而形成的一种市场套利机会；其次，在回答了第一个问题后，接下来对应计异象产生的客观原因进行分析，如果应计异象真的存在，主观上而言，则是由投资者的错误的个人定价行为造成的，但是从客观上分析则是由会计应计信息的特征引起的，也就是说投资者对应计等盈余信息特征未能正确把握，进而对盈余及其组成部分的持续性做出了错误判断，导致错误的定价行为；最后，在前两个方面的研究基础上，本书从行为金融学的角度对应计异象的影响因素进行检验。在这一部分中先对不同感知投资者关注的股票的盈余持续性及应计异象程度进行检验，然后在不同市场状态下，对股票的盈余持续性及市场上的应计

异象程度进行分析，最终对不同市场状态、不同感知投资者的定价行为进行了检验。

1.2.2 研究方法

研究方法是实现研究目的的基本手段，其适用性直接关系甚至决定了研究目的的实现程度。规范研究和实证研究是当前财务学和会计学研究的两种基本方法。规范研究是指利用归纳演绎方法对理论进行分析的方法，它所强调的是事物应该如何运行，而不关心如何运行的问题，也就是试图判定事物“应当是什么，应当不是什么”。20 世纪 70 年代以前规范会计研究方法占主导地位。在这一阶段，为探求会计科学真谛，西方会计学家运用规范研究方法形成了一系列描述性理论和指导性观点。70 年代以后实证研究方法出现并逐渐占据主导地位。会计领域的实证研究强调“可证实性”，它试图判定“是什么，不是什么”。实证研究更加注重利用数学工具，提倡研究的定量化、精确化。实证方法的应用，拓宽了会计研究的领域，并将会计研究的领域扩展到资本市场研究（如会计信息与资本市场的关系；会计政策选择）和行为研究等领域，从而丰富了会计理论的内容。目前，实证研究几乎已经渗透到财务会计、管理会计和审计等会计研究领域的所有方面。

本书以实证研究方法为主、规范研究方法适当补充，利用我国资本市场 1998 ~ 2012 年的上市公司数据，采用实证方法检验了资本市场中的“应计异象”现象，里面涉及的研究样本数据如表 1 - 1 所示。本书的这一研究主题，决定了实证研究方法的主角地位。

表 1-1 观测值数 (1998 ~ 2012 年, 不包括金融、创业板、B 股) 单位: 个

样本类别		全部样本数量		数据完整样本数量			有效样本数量		
		总计	数据不全	总计	负净资产	大幅调整数据	总计	亏损	亏损率 (%)
时间	月	248693	24815	223778	3379	22721	198273	22770	11.5
	年	25038	6214	18824	310	1892	16632	1879	
1998	月	9981	1398	8483	0	—	8483	1024	12.1
	年	1130	421	709	0	—	709	86	
1999	月	11029	2511	8518	36	1270	7224	696	9.6
	年	1200	490	710	3	106	602	58	
2000	月	12437	2652	9785	115	3943	5758	611	10.6
	年	1265	449	816	10	329	480	51	
2001	月	13578	1083	12495	108	2071	10316	1389	13.5
	年	1363	317	1046	12	173	861	116	
2002	月	14153	913	13240	113	1202	11943	1720	14.4
	年	1376	265	1111	12	101	1000	144	
2003	月	14923	983	13940	173	1115	12664	1617	12.3
	年	1460	292	1168	16	52	1101	135	

续表

样本类别		全部样本数量		数据完整样本数量			有效样本数量		
		总计	数据不全	总计	负净资产	大幅调整数据	总计	亏损	亏损率(%)
2004	月	16023	1392	14631	233	1086	13336	1895	12.8
	年	1573	347	1226	20	93	1060	136	
2005	月	16112	474	15638	292	818	14579	2547	18.9
	年	1620	298	1322	26	70	1231	233	
2006	月	16169	1483	14686	355	5578	8934	1087	12.5
	年	1714	461	1253	34	481	758	95	
2007	月	17218	1990	15228	291	1511	13453	994	7.9
	年	1925	619	1306	27	134	1148	91	
2008	月	18689	2340	16349	230	1361	14829	2296	15.5
	年	2043	672	1371	20	115	1242	193	
2009	月	19409	1278	18131	373	809	16997	1946	11.7
	年	2097	578	1519	33	69	1423	167	
2010	月	21440	2754	18686	425	936	17398	1099	3.2
	年	2094	521	1573	40	80	1461	47	