

第 1 章 导 言

1.1 研究缘起

改革开放以来,我国会计制度与会计实践不断按市场经济原则进行规范,会计研究也逐渐多样化。随着股份制改革和我国股票市场的迅猛发展,会计学者们开始利用公开市场上的大量资料进行会计信息质量及会计规范方面的经验分析(Empirical Analysis),资本市场研究从无到有,成为我国当代会计研究的一支新军。

资本市场会计研究在西方已有 30 多年的发展,主流范式(Paradigms)几经更替,其理论前提和框架愈趋实用合理,当前最新的理论模型是费森—奥尔森估值模型(Feltham-Ohlson Valuation Model),而经验分析的焦点也集中在“会计信息怎样作用于

投资者决策”上(详细讨论见第二章“文献综述”)。我国股市是新兴市场,体系及参与主体的成熟度尚不能与西方证券市场相比,中介力量弱,信息传递效率低,会计信息对投资者决策有帮助吗?证券投资者是怎样理解财务数据的?国内近期研究认为市场对会计盈余信息有反应(参见“文献综述”),但市场是怎样反应的?对公开会计信息的反应方向及程度如何?市场能判断会计数据的质量吗?不同会计信息(如资产负债表数据和利润表数据)的投资决策有用程度是否有差别?哪类会计指标能向投资者提供最大的帮助?概言之,我国证券市场上的公开会计信息具有怎样的投资决策有用性?

为回答上述问题,本文拟运用费森—奥尔森模型分析净资产倍率(Market to Book Ratio, P/B)、市盈率(Price to Earnings Ratio, P/E),推导出净资产倍率、市盈率与未来净资产收益率(Return on Equity, ROE)及盈利增长率的关系,用我国 A 股市场上上市公司 1994—1998 年股价数据和 1993—1997 年年报数据进行检验,观察不同净资产倍率、市盈率组合下公司未来盈利的特点;比较帐面净资产(Book Value, BV)、会计盈余(Earnings, E)数据对股价的解释力度的强弱,并考察会计盈余质量不同对二者解释力度的影响;设计基于净资产倍率、市盈率的 1994 年至 1997 年的两组投资组合,检验其赚取超额收益的能力,并综合前面的经验数据试图对之进行解释。

1.2 本文目的

本文研究的目的首先是继续前人的研究,进一步了解我

国会计准则下会计数据的信息质量^①及我国股市对会计信息反应的特点,增加我国资本市场研究的学术积累,并与前人成果相比较,以反映我国股市的成熟度。我国证券市场发展很快,近几年有较大变化,1997年股市倡导‘价值回归’,兴起调查研究和理性投资之风尚。1997年上市公司年报备受关注,《上海证券报》从1998年1月份直至4月底辟有“我看年报”专栏,这是以往从未有过的,《证券时报》、《中国证券报》上的有关内容也比1996、1997年多,深度更远非过去可比。中国证监会对97年报披露的规范和监督严于过去,年报数据的质量有提高。调查报告‘投资者怎么看年报’^②(桑迪,《证券时报》,1998.2.13,第三版)认为31.1%的投资者承认年报对二级市场操作的作用很大,63%的投资者认为有时有用,只有5.9%的投资者认为无用,同时只有1.9%的投资者不看年报,这与张国(Liu Kin Cheung & Zhang Wei Guo, 1996)的调查结果(部分见表2.2)相比有相当变化;因此有必要进行新的研究。我国证券市场仍是不成熟市场,样本数据难以取得且质量不高,会计数据与股价的关系不明显,资本市场研究的学术积累还不够,经验研究的难度大,需要好的理论框架和模型,否则结果不明显也无法解释,而西方经验和教训已表明了会计数据与股价关系研究的重要性和费森—奥尔森模型的力量,本文试图检验该模型在我国的运用。

其次,加深对‘基本分析’和‘费森—奥尔森模型’的理解,

^① 帐面净资产和会计盈余是资产负债表及利润表的汇总项目数据(Bottom-line Data),可以说是最重要的两个会计数据,要了解财务报表的信息质量不能不从这两个项目开始。

力图表明它们的经济效用，建立基于“内在价值”(Intrinsic Value)的价值评判标准，为实务界演绎出实用的内在价值计算模型打基础。证券市场并非有效市场假设那样理性，因为市场只是‘超级拍卖者’，即使它比大多数投资者都聪明(经济禀赋强的市场参与者总是绝少数)^①，也会犯错误^②，而‘内在价值’可定义为由一些因素如资产、利润、股利、公司发展、管理者特点等决定的价值，‘内在’二字即强调它与市价的区别。……事实上内在价值也随不同因素的变化而变动，但大多数情况下内在价值的变动没有市价变动那么快和剧烈，从而投资者就有利用这二者的时间差而谋利的机会”(Graham、Dodd、Cottle, Security Analysis, 1962, p28)。我国经济的泡沫化程度可与东南亚一比，股市尤烈；‘东南亚金融危机’发生后；‘股市泡沫’对国民生计的危险性已毋庸多言，政府和证监会大力提倡“长期投资”理念、扶持共同基金的发展，但‘股市泡沫’与投资者“逐利性”和投资心态高度相关，长期投资理念必须要能证明它的价值，这需要有胜过市场的价值评判能力，需要合理可行的“估值模型”，投资基金及其他机构投资者们尤其需要理论和事实的支持。本文的研究有为此做些基础工作的设想，以理论投资组合与这几年股市的诡谲风波作一比较。

①可以说市场上商品价值的计量是相对于价值评判标准而言的，每个市场参与者因其智力、性格、知识、经济禀赋(资源拥有量和市场地位)等各有不相同的价值评判标准，市场则作为“超级拍卖者”对此加权平均，结果以市场价格表现出来，综合的评价标准是其隐含的解释变量，完全竞争市场上商品价值等于价格。

②“羊群心态”(Herd Emotion)或‘羊群效应’(to follow the herd)不能不说是市场尚无法改正的错误(信息的同时有效及投资者的一致理性能否存在)，其后果从东南亚金融危机可见一斑。

最后,本文设想能借助费森—奥尔森模型和资本市场经验研究成果,将会计数据的信息作用和定价能力推演至证券市场之外。资本市场是国民经济体系中最公开、最接近完全竞争状态的市场,资产的定价应最合理,对其他市场上的资产定价有指导作用,而满足资本市场定价现实的由会计数据为参变量构建的估值模型,可以最方便地为非公开市场的资产确定参考价格且不失其可比性,从而帮助各种各样的投资决策,这对当前的国有企业改制、大宗资产转移有现实意义。当然,这需要能控制行业及其他经济因素的资本市场经验研究,其深度和广度已非本文研究所能涵盖的。

1.3 本文结构

本文内容安排如下 第二章“文献综述”,介绍对理解本文有帮助的背景资料 and 与本文研究有直接关系的重要文献;第三章“研究模型”,从费森—奥尔森基本模型推导至本文需应用的理论公式 第四章“研究假设”,明确本文研究应检验的目标 第五章“研究方法”,简介本文运用的分组、构建零价格投资组合的规则 第六章“样本选择”,说明所用数据来源、选样原则、样本量,并进行描述性统计 第七章“研究结果”,展示数据处理结果,并进行比较、分析与解释 第八章“结论”,概括研究结论,并分析本研究的局限及可进行的后续研究;最后附“参考文献”。

第 2 章 文献综述

2.1 国外资本市场研究与费森—奥尔森模型

2.1.1 信息观与计量观

从 Ball 和 Brown 1968 年“会计收益的经验评价”及 Beaver 1968 年“年收益宣告的信息内涵”开始，会计与资本市场关系的经验研究风起云涌，成为会计研究的主流，Beaver (1996) 将其分为基于“信息观”(Informational perspective) 的研究和基于“计量观”(Measurement perspective) 的研究两大类。

基于“信息观”的研究着重探讨会计信号对一定时间跨度内的股票投资收益的影响，隐含的研究前提是有效市场假设

(本文特指“半强式”, semistrong form)^①, 研究热点是收益与会计盈余及其构成的关系 (Returns/Earnings and Its Components Relation), 因为“会计盈余有多少信息内涵(及对市场的作用)直接反映了会计活动的功效”(Beaver, 1968, p68), 是最重要的会计信号, 既可以评价强制性会计准则的实施效果, 又可以预测上市公司的未来盈利能力和经营风险如破产可能性等, 但正如美国“财务会计准则委员会”在《论财务会计概念》第一辑中所说: “编制财务报告的首要重点是通过收益及其组成内容的计量, 提供关于企业业绩的信息。投资者、信贷者和其他人士, 他们出于对估量企业净现金流量的关心, 对这种信息特别感到利害攸关。他们对企业未来的现金流量, 对企业获致现金流量顺差的关心, 主要转化为关心收益方面的信息……”

(财务会计准则委员会1992, p28), 后者才是规范(Normative)研究所认为的会计盈余信号的主要作用, 也是经验(Empirical)研究应致力的核心问题, Beaver(1989)又将会计盈余的作用机理细分为相衔接的三过程: (1) 当期盈余可以预测未来的盈余; (2) 未来盈余显示了未来的股利支付能力; (3) 预期未来股利的折现值决定股价。

毋庸置疑, 收益—盈余研究在会计准则评价方面取得了丰硕的成果, 但在投资者决策有用性方面乏善可陈。Lev (1989)回顾了前 20 年的研究, 认为会计盈余(及其构成, 包括

① Watts 和 Zimmerman (1986, p35)说:“(有效市场假设)意味着如果会计盈余宣告伴随着股价的变动, 盈余就包含着有用的信息。”从而研究者可以观察股价反应来分析自愿披露、会计方法选择、政策变更及盈利管理(如应收帐款余额变动、资本支出、研究开发费用等)是否有用。

收入、费用等相关科目)与股票收益的相关性^①非常弱,而且在时间段上不稳定,无法帮助投资者进行决策,已有的会计研究成果也无法帮助社会公众了解投资者怎样利用会计(盈余)信息进行决策。最可能的原因是:

(1)会计原则和政策限定了会计盈余的信息含量,如历史成本原则、收入实现原则等,如资本支出和费用支出的划分政策(利息资本化、广告和研究开发费用化等)、不同资产的折旧/摊销政策(有形资产不同于无形资产、递延借项)、不同资产/负债的折现政策(递延税款、债务重整与长期负债)等,使会计盈余丧失了部分的及时性、可比性,投资者在决策时会转而求助于其他公开信息,使收益—盈余关系的效果趋弱。

(2)会计方法选择和盈利管理降低了会计盈余的信息质量,投资者总会按自己的知识和原则对其进行调整,而会计研究者通常使用未调整数据,只是冀望大样本^②和统计技巧能消除非系统性因素,但已有研究模式未能充分控制这一系统

①股票投资收益变量通常用调整后的股价变动(residual returns,也可称为 market-adjusted returns)来代表,即股价的变动率减去市场(指数)变动率。会计盈余变量用‘剩余盈余’(Unexpected Earnings)来代表,即宣告的当期盈余减去市场预期的盈余(如时间序列预测值或财务分析师的预测);会计盈余构成部分的取值变量通常用当期对前期的变动率来代表。

②另外,会计方法选择和盈利管理的效果一般只是短期的,选择较长期时间段(如5或10年)进行研究可明显提高未调整数据的解释力度[Easton、Harris和Ohlson(1992)认为 R^2 可从一年窗口的5%提高到5年窗口的33%和10年窗口的63%,参看本页注①,但这仅能说明当期盈余的信息质量有问题,很难解释其他,因为可以认为“长期收益—长期盈余”关系研究的结果等同于股价—盈余相关性,不易从‘信息观’角度解释。

性偏差。

(3)市场失效(*market inefficiency*),有效市场假设引致了“信息观”研究的尴尬:如果当期股价已经反映了所有公开的会计信息,会计盈余与当期投资收益的相关性研究能给人们什么启迪^①?投资者从观察自身行为的结果(股价变动)中学到了什么?

如果有效市场假设不成立、投资者非理性(*investor irrationality*)严重^②,就会存在大量的‘混乱交易’(*noise trading*),会计盈余与投资收益的相关性低就不奇怪了,但这样则过去的研究范式(*paradigm*)就失去了存在的理论和现实基础。事实上,80年代有不少经验研究已突破简单的收益—盈余关系分析,如将未预期盈余分为持久(*persistence*)和暂时(*transitory*)两部分,增加其他非盈余解释变量如公司规模、行业因素、风险系数 β 、市盈率、各种财务比率、增长率甚至宏观经济变量如物价指数、国内生产总值增长率等,但大部分仍属基于“信息观”的相关性研究范式,解释力度 R^2 并未增加多少(Lev, 1989),而且模型的复杂及假设的增多使对研究结果的正确解释越来越困难,研究间的可比性差(Bernard, 1989),同时似乎

①大量研究结果显示,盈余的解释力度相当低, R^2 只有2%~5%(研究对象为2至5天的投资收益,即研究窗口 Windows 较窄)和4%~7%(研究窗口从一季度至两年)(Lev, 1989),难道盈余信息在全部公开信息中的分量就是如此吗?

②Hand(1990)发现了投资者对‘纸上收益’完全由数据处理方法调整而得,且有相关揭示)的反应现象,Givoly和Hyan(1992)更证实机构投资者对此反应较低而“简单”投资者对此反应强烈,说明了“简单”投资者的严重非理性。转引自Bernard(1993)。

越来越偏离了资本市场研究的主题：会计信息是怎样帮助投资者进行决策的？Beaver 的三过程存在吗？怎样提供与此相关的经验证据(empirical evidences)？

收益—盈余（及其构成）的相关性研究证明了二者相关系数显著大于零(Beaver et al, 1997),肯定了会计信息对资本市场的有用，但过低的相关系数似乎不能回答上述问题；Beaver 的过程(1)可以单独进行经验研究，但只能与财务分析师预测机制进行比较并解释，不与股价或收益联系起来总是无法有力地回答上面的第一个问题；若不考虑折现（即不考虑预期的未来数据）而简单将二者联系起来，则一是步履艰难的收益—盈余研究，一是股价—盈余研究，后者存在统计问题并无法从“信息观”角度解释^①；若考虑折现而联系起来，则研究范式迥变，成为基于“计量观”的研究，即被解释变量——股价——可由一些会计预期数据和／或历史数据决定，构成估值模型(valuation model)。对会计估值模型的分析可追溯至 Preinreich 1932 年的文章及佩顿(Paton)和利特尔顿(Littleton) 1940 年的经典名著《公司会计准则导论》^②，60 年代中期盛极一时，尤以莫迪利阿尼和米勒(Modigliani & Miller, 1961, 1966)的几篇文章称最，但因研究的规范意味过浓而为会计研究界所诟病，不敌 70 年代开始风靡学术界的基于有效市场假设的会计研究，

①前者是变动值之间的关系，构成一阶差分表述(first-difference formulations)，后者是变量时点值之间的研究(levels study)，而有用的新信息及其效果都是增量即变动值，另外会计盈余时点值与股价的关系必然是通过一个或几个中间变量来构成的，中间变量与两者都相关却无法在公式中表达出来，统计缺陷比前者严重。

②前者用权益报酬率作解释变量给出股价公式，后者用会计盈余估算公司股权的价值。转引自 Brief (1992)和 Ohlson(1990)。

逐渐式微,到 80 年代中后期因‘信息观’研究的山重水复而又受到注意,并出现了一些新模型和有关的经验分析,不过由于缺乏统一的理论框架,不同研究的理论基础和假设不一致,概念、结论各异,经验证据的说服力和对现实的解释能力不强,研究模式也不稳定(Ohlson, 1990)。同时‘计量观’研究的最大困难在于:计量误差的本质是什么?“信息观”研究可将研究误差归因于存在其他信息因素、数据集选择误差、变量取值偏差(errors - in - variables bias, EIV)^①,虽然这样还不能完全解释 R^2 的过低,而且对后两项偏差的研究(Kim, 1997)表明它们对研究结果影响不大;‘计量观’研究则无法找到像‘存在其他信息因素’这样强有力的理由,只能归咎于存在交易成本、理论模型不完善或‘市场失效’。因此 80 年代末,一方面“‘计量观’研究者急切盼望有力的理论模型,一方面‘市场是否有效’成了‘信息观’和‘计量观’共同追究的问题,引发了一直持续到现在的与财务界的大论争。

2.1.2 有效市场假设

1970 年 Fama 重新表述了有效市场假设,但 Grossman 和 Stiglitz(1976)证明了,即使满足 Fama 的前提:信息无成本并同时对所有市场参与者有效、参与者按理性预期决策、交易无成

①数据集选择偏差指研究者运用的基础数据库本身有偏差,如 COMPUSTAT(Company Published Statistics, 公司公开统计数据,由芝加哥大学建立,是被研究人员广泛引用的资本市场数据库)原先无小公司数据,也不包括“摘牌”公司的数据;EIV 指某些变量本身是事后(ex post)不可观察的,研究者只能取模拟值,如现金流量、 β 等。

本，资本市场价格也不能完全反映公开信息，即不存在半强式有效市场，否则市场上只能存在单一证券（pure security）以满足参与者的流动性需求，理性参与者何必要卖出一种股票又买进另一种股票呢？这样的市场（thin market）脆弱得根本无法生存，因此有效市场假设离现实太远了。会计研究也早已观察到‘市场失效’现象[存在‘市场异例’（market anomalies）]，包括 Ball 和 Brown 的那篇文章（1968），只是当初主观上解释为存在未知的风险因素及数据和研究方法有缺陷，但这样的解释越来越不能让人信服，如“盈利宣告日后超额收益”（post-earnings - drifts）（Brown, 1997）、“价值线之谜”（Value Line Enigma）（Foster, 1986, p433）^①等，投资者可以利用公开信息谋取确定的超额利润（扣除交易成本后显著高于市场回报），而且反复如此，这样的市场是有效市场吗？甚至会学家们单纯根据历史会计数据设计出的投资组合也有稳定超额收益（例 Ou 和 Penman, 1989a; Holthausen 和 Larker, 1992）。于是，越来越多的会计研究摒弃了有效市场假设，讨论能赚超额收益的‘交易战略’（Trading Strategies）、股价对会计信息反映的过度或不足（underreaction）现象（Bernard, 1993）、财务分析师对会计信息的理解不足现象（例 Abarbanell 和 Bernard, 1992），

① PED现象指股价变动在盈利宣告日后会继续以前的趋势达 1 至 3 个月，最早由 Ball 和 Brown（1968）发现，后又经反复检验，是 Market Inefficiency 的最有力的证据 Fama 和 French（1996）也认为其现象无法用现代财务理论解释。Value Line 是美国一家资本市场资讯公司，根据公开信息（会计盈利信息和过去股价表现）给股票分等级，投资者若依此买卖股票可获超额收益，该现象是证明会计信息决策有用性的事实之一。

随后财务学界也无法沉默^①，不得不重新检验会计证据并作出解释。财务理论认为超常收益来自于高风险，Fama 和 French(1992, 1995, 1996) 逐步构建了一个包括风险系数 β 、公司规模因素、权益帐面值与市值之比(Book to Market Ratio, B/P)因素^②的三因素模型,解释了大部分‘超额收益’现象,但无法解释分析一年内根据会计数据趋势建立“交易战略”而赚得的超常收益；Brenard、Thomas 和 Wahlen(1997) 试图将各种“交易战略”所得超额收益分为‘市场失效’结果和‘风险补偿’两块^③，认为至少“盈利宣告日后超额收益”现象很难用“风险补偿”来解释，当然他们所用的方法也受到批评（Easton, 1997），因为实际上这两块很难划分和度量，研究方法本身不是很有说服力,不过 Easton 换种方法也得出了同样的结论。

这场论争还未结束,因为有效市场假设(常指‘半强式’)很难用现实经济来检验(Fama 自己是这么说的),对风险的评价及投资者期望的风险补偿也很难客观度量，但已经动摇了“市场有效”信仰的根基。如果假设‘市场失效’，即股价不能

①理论是对实际的高度抽象，应能解释大部分现象，但总存在一些不能解释的情况，因为理论有前提假设。所以很多时候理论家不屑于争辩无规则的细枝末节，但当现象强有力到威胁理论的基础或范畴时，理论家们再也坐不住了。

②有证据表明投资于小公司股票的收益高于投资大公司的股票，投资于 B/P 大（即 P/B 小）的股票收益高于投资 B/P 小的股票，但这两者都可以被解释为是由未能度量的潜在风险引起的，因为小公司的破产和并购风险高于大公司，而 B/P 大意味着目前业绩和成长性不佳，有很可能的经营风险。当然有反对者认为此说过于主观,如 Haugen [1995,转引自 Fama & French (1996)]认为 B/P 因素导致的超常收益之高已不是未来经营风险能解释的，应包括投资者的非理性（过度反应,不喜欢这类股票）。

③ 交易战略的成功概率可认为是战略所包含风险的结果。

完全反映公开信息(market mispricing),存在时滞(time lag)及股价与公开信息映射的‘内在价值’之差,则过去‘信息观’和“‘计量观’研究的误差(结论不理想)就可以解释,已发现的‘市场异例’就应该是正常现象,这类研究就有了理论基石,同时这一思想更可以拓宽会计研究者的思路,研究方法设计及提供和解释经验证据的角度更广了。一方面建立会计估值模型的目的是估量‘理论价值’或‘内在价值’,而经验研究可以检验该价值是否优于股票市价、能否赚取超额收益,如是,则已提供了 Beaver 三过程存在的简单经验证据;另一方面鉴于缺乏较完善的会计估值模型,可直接分析具体的某项或某几项会计信息如盈利、研究开发费用、应收帐款余额变动、财务比率等,设计投资组合,如组合能赚取超额收益,则证明该信息确实能帮助投资者进行决策,只不过市场上的大部分投资者未能充分理解信息(所以设计的组合能赚取超额收益),从而实际投资者可从中得到启发。后一思路从 80 年代末至今应用得非常广泛,已有‘市场异例’的研究几乎都是这一思路(如 Ou 和 Penman, 1989a, 1989b; Jegadeesh 和 Titman, 1993),新的有 Sloan(1996)发现了基于“应计制”盈利(accruals)与现金流量之差的‘市场异例’;但这些研究在解释‘为什么’/“信息怎样作用于投资者决策”上还有所欠缺,需要用较完善的会计估值模型来作比较标准(benchmark)或作解释。

2.1.3 费森—奥尔森估值模型

准确的估值模型似乎不存在或不能长期存在,因为市场具有学习能力,内在价值与股价之间差异的影响因素变化莫

测,无法在模型中考虑周全,内在价值本身也随着信息集和信息效力的变化而变化,从不同角度、采用不同方法可得出不同的股票内在价值,只能在市场上检验它们的优劣^①,而完善的会计估值模型则是指考虑了重要的理论因素、有合理的前提假设和逻辑并能解释各种理论问题而已。估值理论的基础是“现金流量折现法”(Discounted Cash Flow, DCF),从而会计估值雏形是“预期股利折现法”,但预期的股利发放受股利政策影响,很难预测,借助于莫迪利阿尼和米勒 (Modigliani & Miller, M&M, 1961) 的完善市场上“股利政策无关论”^②,80 年代及以前的会计估值模型都假设有恒定的“股利发放率”(Payout Ratio),从而将对预期股利的度量转为对预期会计盈余的度量,后者更易预测且具有不同公司间的可比性,易于研究,当然在运用于实证时还须加上对增长率及折现率的假定。但是,若假定的“股利发放率”不同则模型有不同结果,这与“股利政策无关论”相矛盾;对增长率和折现率的假定无统一的理论基础,常基于不同的实证结果或财务理论,使对不同研究的比较和评价趋于困难;这些模型是从价值的消费角度(股利)考虑的,未能从价值的创造角度考虑(股利是怎么来的),另外忽略了重要的资产负债表数据,显然不能算完善。因为

- ① 实务界有各种各样的内在价值计算模型,大多基于理论模型再加上主观因素/变量和保险系数,重在实用,并不强调逻辑上的可信。
- ② 完善市场上,当期股利是回报给投资者的现金,未分配盈余则是再投资,当期股利与股利若不分派而作为投资产生的未来盈利增量的现值相等,可互相替代 (dividend displacement),从而股利政策不影响公司的当前价值 (dividend policy irrelevancy)。不过 M&M 也认为高股利分派是公司对未来经营预期较好的一个短期信号。

这些,分析性会计理论(Analytical Accounting)家们不断反思,并借鉴其它学科的成果,以期建立全新的理论框架,而费森—奥尔森(Feltham—Ohlson)模型“是近年来资本市场研究的最重要的发展,提供了研究财务报告数据与公司价值关系的基础,同时提供了这一领域缺乏已久的模型结构。(他们研究)的价值可被评价为研究的一次革命,……代表了资本市场研究应遵循但(多年来)未遵循的基本方向,……某种意义上他们回到了‘第一步’并试图为未来研究建立更坚实的基础”(Bernard, 1995, p733)。

费森—奥尔森模型是两位会计学者探索多年的结果。Grossman 和 Ohlson (1980)批评了 70 年代的一些估值模型,认为它们或者假设过于严格,或者是从资本资产定价模型(Capital Assets Pricing Model, CAPM)推出的市场均衡下的股价,不便于会计数据与股价关系的研究。他们从 7 个基本假设出发,推出了由预期股利构成的线性估值模型,其中最重要的是“非套利经济”假设,由此推出资产价值应由未来的回报决定,其余 6 个假设主要用于规范信息集和计量风险以保证模型为线性方程。这一线性估值模型只适用于权益类资产,即资产没有到期日,收益是持续到永远的。他们进一步讨论了未来股利序列满足不同假设时的模型演化,并分析了模型系数的经济含义。Ohlson(1988)批评了 80 年代的一些估值模型,重点分析了它们中的代表——BLM 模型(Beaver, Lambert, and Morse, 1980),认为该模型将会计盈余作为一种信号而不是与公司价值有明确关系的经济变量,同时其解释变量“非扭曲的盈余”(ungarbled earnings)实质就是预期股利,反而多了一些假