

西方实证会计理论与我国的实证会计研究

李明

去年国内出现了不少介绍实证会计理论的文章,也有人运用国外的数学模型验证我国股票市场的有效性。这对弥补规范研究的不足,进一步推动我国会计研究的发展,无疑有着重要意义。本文试图从整体上分析西方实证会计理论的基石——有效市场假说和资本资产计价模型在实证会计理论中的地位和作用及其相互间的关系,进而指出我国实证会计研究中应注意的问题,以期为促进适合我国国情的实证会计研究的发展抛砖引玉。

一、有效市场假说与资本资产计价模型是实证会计理论的基石

实证会计理论作为一个学术流派奠立于 1986 年,以瓦兹和齐默尔曼的合著《实证会计理论》一书的出版为标志。实证会计研究的宗旨是解释现行的会计和审计实务并对未来的会计和审计实务作出预测,其研究重心是会计选择行为。围绕这个重心,实证会计理论涵盖如下领域:(1)有效市场假说(EMH)和资本资产计价模型(CAPM)。该领域主要研究 EMH 和 CAPM 的确立对实证会计研究的意义。(2)会计收益与股票价格。该领域研究在有效市场假说下会计收益与股票价格的关系。(3)竞争性假说的辨识。该领域研究与有效市场假说相竞争的机械性假说。(4)会计数据、破产与风险。该领域研究有关会计收益与破产及风险间的关系,它是在前述(1)(2)(3)部分研究结果的基础上进一步深入的。(5)收益预测。该领域研究有关会计收益的时间序列特性的证据,对该领域的研究,必然应用了有效市场假说和资本资产计价模型。(6)信息披露管制理论。该领域研究对公司信息披露进行管制的理由所在。研究表明,实际上不存在对公司信息披露进行管制的明显理由。管制是基于相对成本与效益的经验性问题,有效市场假说依然是该部分必要的研究前提。(7)订约程序。该领域研究会

计在企业及其经理人员的订约中的作用。研究中也必须运用有效市场假说和资本资产计价模型。(8)报酬方案、债务契约与会计程序。该领域研究会计程序对报酬方案、债务契约的影响,在给定市场有效的前提下,结合运用资本资产计价模型所进行的研究结果表明,会计程序上的变更可能会对股票价格产生影响。(9)会计与政治程序。该领域研究政治活动对管理人员选择会计程序的影响。(10)会计选择的实证性检验。该领域研究对各种有关会计选择行为的验证。(11)股票价格的检验理论。该领域研究强制性会计程序变动对股票价格的影响。研究过程中运用的主要分析工具依然是资本资产计价模型。(12)契约理论在审计中的作用。该领域研究契约理论对会计和审计实务的解释。

分析实证会计理论的研究领域,我们可以看出实证会计理论的研究逻辑是:首先验证证券市场的有效性,在市场有效的前提下,分析各种与会计程序选择有关的因素,寻求影响会计程序选择的相关变量,然后分析促成这些变量发生变动的因素,进而达到解释和预测会计和审计实务的目的。如果市场是无效的,则会计收益与代表公司价值的股票价格的相关性就无法考证,从而也就无法考证影响会计收益的各种会计程序选择发生的真正原因。换言之,没有有效市场假说,实证会计研究就成为无本之木,而没有资本资产计价模型,就无法对有效市场假说进行验证。因此,是有效市场假说和资本资产计价模型奠定了实证会计理论。实证会计理论的基石就是有效市场假说和资本资产计价模型。从我国的实证会计研究的现状看,普遍地强调对有效市场假说的介绍和对它的三种效应的验证,而忽视了资本资产计价模型在实证会计研究中的作用。其实,自实证会计理论形成之时,有效市场假说和资本资产计价模型就相辅相成地成为实证会计理论的基石。在研究中割裂二者之间的内在联系,只注重对有效市场假说的研究和验证,实质上是走入了误区。资本资产计价模型确认期望收益与风险之间的关系,而对有效市场假说的检验,就是寻求背离已被模型确认的上述关系的状况是否存在;如果存在这种状况,则市场无效;反

之,市场有效。由此可以看出,CA PM 的正确与否,决定着对EMH 验证的成败。

二、有效市场假说与资本资产计价模型出现时的理论研究背景

有效市场假说(EMH)由尤金·法玛(Eugene Fama)提出于1970年,后成为理财学中的著名假说。根据法玛的定义,有效市场是满足如下条件的证券市场:(1)投资者都利用可获得的信息力图获得更高报酬;(2)证券价格对新的市场信息的反应迅速而准确,证券价格能完全反应全部信息;(3)市场竞争使证券价格从旧的均衡过度到新的均衡,而与新信息相应的价格变动是相互独立的或称随机的。因此,有效市场假说又称随机漫步理论。根据有效市场假说,在有效市场中不存在非正常收益。评估市场有效性的分析方法分为两大类:(1)将实际收益率与在假设市场是有效的条件下应有的收益率进行比较;(2)进行模拟交易战略的测试,观察这些战略能否提供超额收益。在有效市场假设下,运用资本资产计价模型(CA PM)和随机游走模型(The Random Walk Model)(我国的研究者多用随机游走模型)得出应有收益率,再用此收益率测试观察到的收益率的波动是否符合有效市场假说。然而,这些测试均为“双重测试”,既对市场有效性测试,又对模型本身测试。这种对观察到的已实现收益率和统计测试的方法称为“间接测试法”。与此相对应,依据一组市场数据采用某种交易战略来观察能否产生超额收益的方法称为“直接测试法”。

资本资产计价模型(CA PM)最初是由夏普(Sharp)、特雷纳(Trenor)和林特纳(Linter)在60年代中期提出的,是对风险如何定价和度量的均衡理论。其根本作用在于确认期望收益和风险之间的关系,揭示市场是否存在非正常收益。通常记为:

$$E(R_j) = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta$$

式中: $E(R_j)$ —第 j 项风险资产的预期收益率

R_F —无风险资产收益率

$E(R_M)$ —市场组合资产的预期收益率

$\beta = \text{COV}(R_j, R_M) / \text{VAR}(R_M)$ = 第 j 项资产不可分散风险的量度

该模型建立在如下假定的基础上:

(1) 市场是由理性而厌恶风险的、力图使其预期消费效用最大化的投资者组成。这些投资者用标准差来度量资产组合的风险和收益。该假设提供了风险度量的尺度(如 β 值)。

(2) 所有投资者在进行其投资决策时,都有一个普通的时间期间(如一个月、一年等)。该假设使得对预期收益的计量结果具有意义。

(3) 所有投资者可以免费获取信息,具有完全一致的市场期望。在不同的系统性风险中,投资者之所以选择不同的投资组合,是因为他们对风险的偏好不同。

(4) 市场是完善的,即不存在能左右市场的投资者;不存在交易成本和差别税收;所有资产可无限分割。

(5) 存在着一种无风险资产,所有投资者均能以无风险利率 R_F 进行借贷。

随机游走模型的假设前提就是有效市场假说,该模型的作用用于揭示市场收益分布是否呈随机状,本质上和资本资产计价模型没有区别。其在实证会计研究中的意义远不如资本计价模型,所以本文不予细述。

有效市场假说萌芽于本世纪50年代初。当时的美国,由于股份公司在社会经济生活中所起的作用日益强大,证券投资尤其是股票投资成为人们重要的投资工具之一,市场对投资分析工具和会计信息披露的内容和质量提出了更高的要求,这迫使理财学家和会计学家创建新的理论来满足现实需求。当时美国的电子计算机软硬件的水平,已经足以满足经济分析专家的应用需求。而美国证券价格研究中心(CRSP)所建立的大型计算机数据库也促进了对分析过程中形成的假设进行试验性验证。主客观条件的具备,促成了对股票价格性态以及信息披露与股票价格关系的研究。当时的乔尔·迪安、莫迪利亚尼及米勒等人通过应用经济分析来解决理财问题,有力地促进了理财理论的发展。经过十几年的努力,创建了定量描述股票价格和风险关系的理论模型CA PM。为了限定模型的应用环境,随后又创建了EMH。与此相关联是,这段时期也是美国会计理论发展的黄金时期。1957年,面对来自各界对会计理论研究现状(注重具体方法的研究)的批评,美国会计师协会会长阿尔文·R·詹宁斯(Alvin R. Jennings)提出应重视会计概念,并将重心从应用研究转向基础研究,从而推动了会计理论研究的深化。研究重心的转移,使得建立和承认一套统一的会计理论体系尤为重要,而非以往对具体方法的强调。作为提倡重视基础理论研究的代表人物,1955年和1957年,R. J. 钱伯斯(R. J. Chambers)和理查德·马德斯切(Richard Mattessich)分别在《会计研究》杂志上著文,试图建立一种比以前具有更大内聚力和适用性的会计假设和原则为基础的会计理论整体结构。事实上,在确立会计原则之前,钱伯斯和马德斯切分别在三个方面对当时的理论提出了批评:(1)它们没有逻辑的一致性;(2)它们缺乏普及性;(3)它们的结论是不可检验的。而后他们于1964—1967年间又分别在不同的学术刊物上发表了更进一步的研究成果,他们认为,假设实质上是一种价值判断,就连它的有效性也建立在一个推理严密的验证基础上。为此应敞开对会计理论检验的大门。他们认为应存在在接受或否认会计理论的标准,理论应能接受其提出者以外的人的严格检验。或者,至

少应将可检验的假设与价值判断和定义区别开来。检验意味着保证理论与其所有可能的后果保持相符。假设不应被作为基础的全部会计原则和规则中的任何一个驳倒，每条原则都应与所有的假设和规则保持一致。而且，还可以通过判断使用某一规则的长期收效是否大于使用它所付出的代价，是否不亚于使用另一准则的好处，相互对照着对规则加以检验。上述观点可谓开实证会计理论思想之先河。这些观点已经涉及后来的实证会计理论的研究重心——会计选择行为，而当时的规范会计理论不能为会计选择行为的研究提供理论前提。恰逢其时，理财理论中的有效市场假说和资本资产计价模型的创立，为实证会计理论思想的进一步发展提供了理论先导。这样实证会计研究者就自然地在研究中引入了EMH和CAPM。可以说，如果没有会计选择行为，实证会计研究就失去其存在的意义。证券市场是世界各国配置社会资源的重要枢纽，会计信息披露对证券市场信息需求的满足程度成为衡量会计信息披露有效性的重要因素。而研究会计选择行为对证券市场价格（主要是股票价格）的影响正是揭示会计信息披露有效性的最有效的途径。60年代早期，会计研究中普遍地隐含这样的假说，即会计报告是获取公司信息的唯一来源。由于经营者具有选择会计程序的灵活性，在上述假说下，经营者能够随心所欲地报告公司经营业绩从而欺诈市场。通过夸大报告收益，经营者就可以抬高公司股票的价值，这样股票市场不仅无法对高效率和低效率的公司加以区分，而且无法对这些不同的股票进行合理定价。如此，会计收益就不是计量公司价值变化并使股票价格成为资源配置的正确信号，这无疑说明会计收益对股票市场的资源配置没有意义。进一步可以推论当时的会计规范体系毫无价值可言。因为对于股票市场而言，会计收益是一个会计循环的最有意义的结果。有效市场假说认为“唯一来源”假设不成立，如果会计收益和股票价格之间存在着实证性联系（研究结果也表明存在这种联系），那么即使不是按照经济学定义的收益进行计量的会计收益仍将是十分有用的。这说明会计收益的披露对证券市场的资源配置是有意义的。它驳斥了当时甚嚣尘上的会计收益无用论，维护了当时会计规范体系在证券市场中的地位，从而也显示了实证会计研究的意义，促进了实证会计研究的发展。

三、有效市场假说与资本资产 计价模型所面临的挑战

众所周知，实证会计理论将有效市场分为三种形态，即，弱势有效市场、次强势有效市场和强势有效市场。对市场有效性的检验，就是验证上述三种形态之一是否存在。然而，假说与模型都有其赖以成立的前提条件，EMH隐含的前提是市场为

完全竞争市场，无交易成本及所有信息都会很快被市场参与者领悟并立刻反映到市场价格之中。运用CAPM的几个前提条件如前文所述。由于存在严格的理论前提限定，而现实经济千变万化，纷繁复杂，结果，假说和模型在解释和预测现实经济问题时，有时就给人以捉襟见肘之感。时至今日，EMH和CAPM已面临如下悖例：（1）一月效应。1976年，有人研究表明，一月份的股票收益率是一年中最高的，至少是其它月份的股票收益率的两倍。不仅如此，通常情况下，夏季和秋季的股票收益率要比春季和冬季的股票收益率要低得多。根据EMH，一年中的各个月份的股票收益率应大体一致。显然，一月效应悖离了EMH。（2）交易周的日效应。研究者发现，在美国股市上，星期一的平均收益率常为负数，而星期三和星期五的收益率则为正数。该现象在英国、日本、加拿大和澳大利亚的股市也存在。此外，人们还注意到节日效应，即节前的几天收益率特别高，而节后的收益率一般较低，仅仅当节后恰逢周末时会变高。该效应的存在意味着投资者依靠定时购买可以赚取超额利润。如此，交易周的日效应表明次强势EMH或CAPM中两者之一是错误的，或者两者都是错误的。如果CAPM是对市场风险和收益关系的正确计量，那么，EMH就一定是错误的。因为，交易周的日效应表明市场价格不能够正确地调整以反映所有可获得的信息。如果EMH是正确的，则CAPM必定错误。因为，一定存在另外的风险因素没有被CAPM发现，或者说运用CAPM无法界定该情形下的市场风险与收益之间的关系。也有可能是EMH和CAPM都错，因而用EMH和CAPM无法解释交易周的日效应的存在。（3）星期五—13号效应。在美国，这种可怕的效应发现于1987年，它意味着每年中的13号并且是星期五的这一天，对投资者而言是个灾难日。事实上，每年中的13号且为星期五的这些天的年平均收益率为-36%，这一年中的其它星期五的年平均收益率为正的+43%以上。尽管每年中的13号且为星期五的天数不超过3天，但该效应确是EMH或CAPM的有力反证。（4）市场的过度反应。80年代中期的美国，财务研究者发现，在对EMH验证期间，证券价格波动幅度很大，一些投资者朝赚金山，暮为乞丐。这说明市场可以操纵和欺骗。这种现象明显与有效市场假说不符。在此后的观察中，类似的现象亦屡见不鲜。（5）投机泡沫。证券市场的过度投机使得某一证券价格极度偏离其价值的案例，在各国证券市场屡有发生。这种现实的存在，不能不说是EMH和CAPM的一大讽刺。由于上述悖例的存在，导致了人们对EMH和CAPM的日趋强烈的批评。1987年10月15日到19日，美国股票市场的股票价格剧烈下降。对此，耶鲁大学经济学家、诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾曾言：“不存在任何明显的能够使股票的价值（或价格在这4天的日子里）出现30%的差别的因素。”有效市场专家在此批评前陷入了久久的沉默。

四、对我国实证会计研究的思考

近年来,我国的实证会计理论研究在会计理论界似成燎原之势,目前已有较多的文章在介绍实证会计理论的研究方法,而且也有少部分研究人员尝试性地进行了我国股票市场有效性的检验。甚至已有结论表明我国的股票市场的有效性已呈次强式。考察我国实证会计理论研究的现状,我们会有如下发现:(1)较多的人士注重实证会计方法论的探讨,其中也比较了规范与实证研究方法的区别。(2)过分强调EMH的介绍或对EMH的检验,普遍忽视对CAPM的考察和研究。(3)在验证我国市场有效性的过程中,普遍地缺乏对EMH和CAPM的运用前提的考证和分析。上述第一点是理论研究必须注重而且应该提倡的。而后两点如果不加以关注和引导,就必然将我国的实证会计理论研究导入歧途。

进行任何一项研究,首先应该明确其目的为何,否则研究就会迷失方向。如前所述,实证会计研究的重心是会计选择行为,其目的在于解释和预测会计和审计实务。从更直接意义上说,其目的就是解释现行会计准则赖以存在的理由和作用,预测未来会计准则制定的走向。正是基于这样的目的,为了研究证券市场的会计选择行为,实证会计理论引入了有效市场假说。有效市场假说对会计研究的根本意义在于:(1)如果市场是无效的,则需强化市场博弈规则的建立和完善,现行会计准则有可能面临体系性变革或被完全废弃的危机。(2)如果市场是弱式有效的,则市场博弈规则需要完善,现行会计准则体系有修改的必要。(3)如果市场是次强式有效的,则市场博弈规则基本完善,现行会计准则体系基本符合市场需求,但仍然存在对内幕信息披露进行规范的必要。(4)如果市场是强式有效的,则市场博弈规则十分完善,现行会计准则已满足市场需求。当然,实证会计研究中,对有效市场假说的检验,决不是研究的终结,而恰恰是研究的开始。次强式有效市场的存在,对于理财学的意义在于:依靠所有公开的信息进行证券投资分析,无法赚取非正常回报。而对于会计研究的意义却不只如此,它只是给有关会计选择行为的研究提供了可以进一步研究的前提。值得注意的是,目前我国实证会计研究中存在围着EMH打圈而不再深入的现象。

正如本文的第二部分所述,在间接测试法下对EMH的验证,离不开对EMH应用前提的分析,更离不开对CAPM应用前提的分析和对CAPM本身的验证。首先,我国实行的是社会主义市场经济,其股票市场的一个显著特征是上市股份公司的股本中,国有股和法人股占较大比重,而国有股和法人股目前还不参与二级市场的流通,并没有做到同股同权。从这个意义

上讲,我国的股票市场是一个不完全竞争市场,因此对我国股票市场有效性的验证,其实又隐含了一个前提,即所验证的市场是一个大大缩小了的不含国有股和法人股的市场。关于国有股和法人股交易市场的有效性及其对会计选择行为的反应和影响,需要特别研究。因此,目前一些研究者以对社会流通股价格变动的研究得出深圳和上海证券市场有效性的相关结论不能作为以后对我国会计选择行为为进一步研究的前提。其次,考虑到CAPM和EMH所面临的挑战,研究中不能简单地照搬西方的研究结论。一是因为至目前为止,尽管实证会计已成为以美国为首的一些发达国家会计研究的主流学派,但是,实证会计学派的精英们尚不能解决CAPM本身的合理性和科学性以及样本聚集问题,对于EMH所面临的批评,精英们也没有给出让人满意的解释。而美国市场出现的有效市场的悖例,我国市场上也有类似的情形,更为严重的是,我国证券市场的政策性效应十分明显,非会计性信息对市场的影响较大。二是因为目前我国的会计监督机制尚不完善。由于各种非会计规范因素的影响,我国上市公司披露的会计数据有相当程度的失真,大大影响了统计样本的可信度。这是我国实证会计研究应注意的问题。再次,会计研究绝不是数理统计,而只能在必要时以数理统计为手段来达到会计研究的目的。现在看来,美国实证会计研究钻入了数学牛角尖,过多地运用数学模型来解释和预测现实的会计问题。这种现象的产生,在很大程度上由美国经济学研究评价标准的大气候所至。当今美国有名的经济刊物常以是否运用数学来描述、解释和预测经济现象作为刊用与否的重要标准。受功利主义的驱使,经济学研究中过多地运用数学模型,甚至滥用数学模型。由于确立模型时严格的条件限制在现实经济生活中难以符合,模型的运用结果自然难以让人心悦诚服。所以有人批评经济学研究在某种程度上是在玩数学游戏。会计的实证研究目的在于以规范研究结果为前提(如有效市场假说和资本资产计价模型),验证规范研究结果的正确性,进而解释和预测会计、审计实务。任何背离这个初衷的实证会计研究,必将是故弄玄虚。鉴于此,在今后的发展中,我国的实证会计研究不能照搬国外的研究方法,而应更多地根据我国的国情,摸索出适合我国国情的实证会计研究方法。最后,当前我国实证会计研究应该侧重于市场对会计信息需求的研究,我国现行的会计规范体系制定当初,过多地考虑了政府需求,忽视了其它需求。在实行社会主义市场经济的今天,就应该也必须重视政府需求之外的其它需求,而关于市场需求,过去少有涉及,这是我国实证会计研究应该负担的责任,也正是其作用能够充分发挥之处。

(作者单位: 财政部财政科学研究所 北京 100039)

(责任编辑: 余玉苗)