

财务分析与有效市场假说间的矛盾剖析

北京师范大学 吕兆德 北京银信国风科技有限公司 刘冬

【摘要】 依据有效市场假说,在市场有效时,投资者不可能通过财务分析来取得超额收益。本文认为,这个结论与实际情况不符,原因在于:市场对信息的解读和吸收不是瞬时的,不同的投资者对证券价格不可能形成相同的预期,财务预警在实践中具有重要的作用,财务分析有助于预测证券投资的系统性风险,我国当前证券市场的效率偏低。基于以上原因,财务分析在证券投资决策中具有重要的作用。

【关键词】 财务分析 有效市场假说 矛盾

统计学家 Kendall 在分析证券交易的历史数据时发现,证券价格的变化完全是随机的、无规律可循的。后来 Harry Roberts、Eugene Fama 等经济学家作了进一步研究,提出了现代金融学、会计学等学科的基础理论——有效市场假说(EMH)。

一、EMH 概述

现在对 EMH 的阐述一般采用 Eugene Fama 的定义,即依据证券价格对信息的反映程度,将证券市场分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场三类。

1.如果市场达到弱式有效,则说明证券价格已经反映了证券市场所有的历史信息。这些信息主要是指证券交易价格

道德的行为。所以,其本质还是利己主义。在市场经济条件下,功利主义价值观具有正负两重效应:一方面,不能不首先重功利、讲效益;另一方面,一些人在对功利的过度追求中不择手段、重利轻义。在西方功利主义的冲击下,有的人认为大公无私、自我牺牲的精神不可能存在,以往在道德上太天真了,现在该觉醒了,于是就走向了极端利己主义的危险之中。作为企业的管理人员,如果有这样的道德观,必然会不惜采取任何手段,指使会计人员粉饰乃至提供虚假会计信息。因此,企业自私自利的行为和急功近利的思想,是造成企业会计信息失真的根源。

四、会计伦理框架建设

1.会计道德的法制环境建设。当前,法制环境建设是会计道德环境建设的主要内容之一。法制建设和道德建设是相辅相成、缺一不可的。在任何一个社会,当其道德风尚很好时,对法律的规范约束作用的需求就小,而当其道德风尚不是很好时,对法律的规范约束作用的需求就会很大。当前,由于人们的思想意识受到一定程度的冲击,道德意识在不断减弱,出现了一些违法乱纪和不讲职业道德的行为,因此,必须加强会计人员职业道德教育,增强会计人员职业道德意识。但是,杜绝和根治败德行为仅靠道德的约束是不够的,还要靠法律的约束,要“法治”与“德治”并重。要加强会计道德的法制环境建设,笔者认为可以从以下两个方面入手:一是加

和交易量等。在此种情况下,投资者不可能通过分析证券交易历史数据来谋取超额利润。

2.如果市场达到半强式有效,则说明证券价格已经反映了所有公开发布的信息。这些信息不仅包括证券交易的历史信息,还包括国家宏观经济环境和公司的财务状况、经营成果、现金流量等信息。在半强式有效市场上,分析公司的财务、生产、经营战略等基本面信息是无效的,这种基本面分析不可能为投资者带来超额利润。

3.如果市场达到强式有效,则说明证券价格已经反映了所有的信息。这些信息不仅包括证券交易的历史信息和公开发布的信息,还包括内部人掌握的内部信息。在强式有效市场

强会计法规的可操作性;二是完善会计监督体系,探索新的监督机制。

2.会计道德主体建设。会计道德的法制环境建设并不是会计伦理框架建设的全部内容,它只是会计人员职业道德建设的一个重要辅助。再好的法规制度,如果没有人自觉遵守,那么其对人们行为的实际规范作用将十分有限。会计道德建设的根本在于,在会计人员的内心最终确立职业道德意识,形成较高的职业道德素质。会计人员的职业道德素质不是自发形成的,而是基于后天的环境、教育等多方面因素综合形成的。提高会计人员的职业道德素质必须加强对会计道德主体的教育并提高其修养。

对会计道德主体的教育应该采用在校教育、岗前教育、后续教育、社会教育相结合的方式,以诚信为主要教育内容。除此以外,会计人员还应该加强自身的修养,按照会计人员职业道德的基本原则,在职业道德品质方面坚持自我完善和自我改造,借以形成高尚的职业道德品质和达到较高的思想境界。

主要参考文献

- ① 乔法容,朱金瑞.经济伦理学.北京:人民出版社,2004
- ② 周中之.伦理学.北京:人民出版社,2004
- ③ 马艳萍,曾凡丽.对会计信息失真现象的分析与探讨.河南科技,2005;1

上,任何投资者(包括内部人)都无法获取超过市场收益水平的收益率,任何针对企业和证券的分析都是无效的。显然,这只是一种理想的假设,在现实中难以实现。

二、EMH与投资者财务分析之间的矛盾

财务分析是证券市场上非常重要的分析手段,它可以由不同的财务主体来操作。这里与EMH产生矛盾的是以投资者(主要是证券投资者)为主体的财务分析。

依据EMH,市场只要达到半强式有效,投资者期望获取超额利润的技术分析和基本面分析就都是徒劳的,而财务分析作为基本面分析的主要组成部分显然也是无用的。但实际情况并非如此,证券投资者对财务分析的需求越来越大,一些投资机构已经将财务分析作为进行证券选择的重要工具之一。在资本市场最发达的美国,财务分析的需求和供给已经完全市场化,形成了财务分析师(CFA)这个职业。他们根据财务分析和其他证券分析手段为广大投资者提供投资建议,并且这些建议发挥了十分重要的导向作用。这样就形成:一方面,在实际中财务分析的需求和供给与日俱增,财务分析作为投资分析工具的重要性不断增加;另一方面,在理论上EMH认为财务分析是无用的。

三、对矛盾的剖析

1.EMH成立的前提。即市场对信息的反应是迅速的,市场瞬时就可以将公开信息中的所有内容完全提炼出来,嵌入到证券价格中去。但是该嵌入过程如何进行,EMH并没有给出答案。财务信息是一种原始信息,它包括会计报表、报表附注、审计报告等,这些资料均以专业术语撰写,其复杂性导致财务信息使用者难以理解其内容,它必须经过财务分析人员的解释和提炼,以便于在社会公众投资者中迅速传播。若没有财务分析,信息的传播速度将大大降低,这也会令市场效率大打折扣。

2.EMH推论本身的矛盾。按照EMH的观点,所有信息在产生或公布之初就瞬时成为公共信息,所有投资者依据这些信息形成一致的预期,进而对市场价格形成相同的认识。但若真如此就不会出现市场上的交易行为,即便存在,投资者也只能获得市场平均收益率,据此推断出最佳的投资策略是购买即持有式的被动性投资。这显然与市场情况不符。市场交易的广泛存在主要基于两个原因:一是不同投资者获取信息的速度和程度不同;二是不同投资者对相同信息的解读水平不同。这两种情况都会使一部分投资者享有信息优势,导致社会公众投资者对证券价格产生不同的预期。

财务分析专家可通过对信息的专业解释,减少不同投资者之间由于财务知识掌握程度不同而产生的信息落差,增加市场的有效程度。在美国的证券市场上,财务分析师的工作就是采用财务分析和其他一些分析技术对信息进行提炼和翻译,将信息真实、有效地传递给广大投资者。

3.EMH的异象问题。所谓异象是指经过调整后的证券收益率与某些变量在时间周期上存在一些稳定的、被市场广泛知晓的关系,人们在一定程度上可以利用这些关系预测收益率的变化,进行套利活动。当前被证实的异象主要有:①基于公司特征的异象,包括公司规模效应(小公司比大公司拥有

更高的收益率)、市盈率效应(市盈率低的证券比市盈率高的证券拥有更高的收益率)等;②基于时间周期的异象,包括一月份效应、星期一现象等;③基于投资者行为的异象,包括市场的过度反应、反应不足、羊群效应等。

这些异象的存在使得许多分析手段大有用武之地。其中,财务分析的作用主要体现在:①小公司的证券价格根据信息做出调整的速度较慢,投资者更容易获取信息优势,如果财务分析有效,其就能从小公司的信息中更加迅速地提炼信息、获取超额利润;②对基于投资者行为的异象,通过财务分析也可获取超额利润。

4.财务分析的主要内容——财务预警。财务预警是通过考察一些财务比率的变化趋势来分析企业未来发生财务危机的可能性。EMH的结论与实际有较大差异,证券价格并不如其所述的那样能够充分且准确地反映人们对证券的预期,相反,由于人们的有限理性导致预期同未来的真实情况存在较大偏差。对于投资者而言,企业经营失败和出现财务危机是其所面临的重大风险,所以当投资者对企业未来财务危机的预期出现偏差时,就会遭受巨大损失。财务预警能够大大纠正这种偏差,使投资者有充分的时间调整自己的投资行为,规避风险。

5.有效市场上的财务分析对于投资者而言也是有用的。按照经典的资产定价理论,投资者如果希望构建的投资组合有效,就必须对投资组合本身和投资组合内单个证券的系统性风险进行评估。当前,一般使用根据证券历史数据计算得出的 β 系数来衡量证券投资的系统性风险,而得到的结论通常存在许多问题:① β 系数的准确性受到计算方法、选择的历史数据区间、参照的市场指数等诸多因素的影响;②依据实证研究, β 值高的股票,其 β 值容易被高估,而 β 值低的股票,其 β 值容易被低估;③依据历史数据得出的 β 系数与未来的股票价格并不一定相关,我们需要的是用预测的 β 系数来反映未来股票的系统性风险,但这很难做到。在对投资的系统性风险进行度量时,尽管财务分析不能给出一个明确的指标,但是它可以通过一些财务比率对 β 系数进行修正,以降低资产定价出错的概率。

6.对市场有效性的检验。对于我国证券市场是否达到弱式有效还存在一定的争议,更不要说半强式有效了。而依据EMH,只有市场达到了半强式有效,以财务分析为主体的基本面分析才是无效的。同时,市场效率的演进是一个漫长的过程,尽管目前我国还没有对市场效率演进时间和速度的实证研究,但是根据美国证券市场经过上百年的发展才达到半强式有效的情况看,我国证券市场向半强式有效的演进必然也需要经历漫长的时间。因此,至少在目前阶段和未来一个可以预见的较长时期内,财务分析在证券投资分析中仍将有很大的应用空间。

主要参考文献

- ①荆新,刘兴云.财务分析学.北京:经济科学出版社,2000
- ②刘志新,贾福清.证券市场有效性理论与实证.北京:航空工业出版社,2001
- ③罗伯特·A.哈根著.赵冬青译.新金融学——有效市场的反例.北京:清华大学出版社,2002