

我国实证会计研究问题分析

广州 王新颖

目前,我国的实证会计研究有以下两大理论基础——有效市场假说(EMH)和资本资产定价模型(CAPM),它们也是现代投资理论的两大基石。然而,无论是EMH还是CAPM,其本身都存在着局限性。EMH和CAPM的局限性是什么?我国实证会计研究又出现了哪些问题?本文拟对此进行以下分析。



一、实证会计研究理论基础存在的问题

1. EMH存在的问题。

(1)EMH的定义存在疑问。Fama等指出,EMH定义中的“充分反映”和“可获得信息”概念含糊和缺乏可操作性。后来,Fama重新以均衡模式对“市场效率”下了定义,从而在预期价格和现行价格之间建立起联系,使得经验式检验变成了均衡价格模式和市场效率的联合检验。但是,均衡价格模式成立则市场有效率,而均衡价格模式成立的前提又是市场有效率,这形成了循环推理。

(2)检验的结果和市场效率定义不一致,EMH缺乏有力的证据支持。经验式检验始终表明市场是弱式有效,半强式效率的研究并不完全认同市场是有效率的。虽然EMH是现代投资理论中最重要的组成部分,但到目前为止,人们都拿不出有力的证据来证明其正确性。因此可以看出,对于EMH,无论在理论上还是在检验方法上都应该加以修正。

(3)EMH的“理性投资者”假设与现实不符。EMH的一个重要假设是“理性投资者”,即投资者有能力根据所获得的信息给证券定价,高收益与高风险相适应。但1990年特沃斯基发现,现实情况与“理性投资者”假设相悖。投资者确定了主观概率后,他们可能对自己的预测很有信心。而且,投资者不一定会在获得信息后立即做出反应,而是在信息被最近的趋势证实时才做出反应。

2. CAPM存在的问题。

(1)假设严格,限制较多。不可否认,CAPM在现代投资理论中占有重要的地位,是实证研究者常用的模型。它有很严格的六项假设——投资者是风险厌恶者,投资者对具有联合正态分布的资产收益有完全相同的预期,存在无风险资产,资产数量是固定的,资本市场是无摩擦的,不存在任何的市场不完善性。而且CAPM是单期模型,把人力资本排除在外,这显然与现代资本市场不相符。

(2)检验较难。CAPM断言,理性投资者定价的唯一风险是系统性风险,通过统计的方法可以对 β 值进行估计,并从资产收益率和市场证券组合收益率的历史数据中求得 β 值。但是,多年来对CAPM的大量实证检验并不能充分支持CAPM,因为很难确定真正的市场证券组合,所以无法对CAPM进行适当的检验。

的总额。但问题在于,若采用这种做法,会把每年产生的全部超额收益都抵减掉。这种方法隐含着这样的假设——企业每年的超额利润都是由外购溢价产生的。这种假设忽略了这样的事实:即使外购溢价准确代表了外购商誉,它也仅仅是企业商誉的一个组成部分,不能把外购溢价和企业全部超额收益相比。

那么,如何确定摊销期限呢?笔者认为,对于企业并购与经营绩效信息,管理当局掌握得最充分,如果有一个制约机制,则由他们来确定摊销期限最为合理。将外购溢价列示为一项权益减项后再系统摊销,恰恰提供了这样一种制约机制。会计准则制定机构可以先为摊销期限设定一个底线(如五年),再由管理当局自己选择企业的外购溢价摊销期限。管理当局由于两方面(资产负债表和损益表)的牵扯,会力图寻找平衡点,确定相对合理的摊销期限。如果确定的摊销期限过长,资产负债表中的权益减项长期挂账,投资者会质疑为什么这么长时间外购溢价还不能得到弥补转回;如果确定的摊销期限过短,损益表中的利润受影响较大、下降较多,这同样对管理

当局不利。

三、外购溢价的会计处理

外购溢价的会计实务处理主要涉及并购当年外购溢价确认和摊销期内摊销,具体如下:

1.在并购当年,将发生的外购溢价作为所有者权益的减项。为了明晰这项权益减项的性质,应该将其单独列示。假设并购企业发生的外购溢价是以银行存款的形式支付的,会计分录为:借:未转回外购溢价(或未弥补外购溢价);贷:银行存款。

2.以会计准则规定的摊销期限为底线,管理当局自行确定摊销期限,每年的摊销额计入费用。会计分录为:借:管理费用——外购溢价转回;贷:未转回外购溢价。

本文的不足之处需要在此说明:一是主张不披露商誉信息的做法可能会使会计信息在解释低资产、高成长性公司的股价时缺乏力度。二是本文涉及的仅是外购溢价大于零的情况,没有讨论并购企业的购买价格低于被并购企业的可辨认净资产公允价值之和时的会计处理方法。□

(3)扩展的套利定价理论(APT)虽然比CAPM进步了很多,但仍存在检验问题。罗斯提出的APT虽然对CAPM进行了扩展(如扩展到多期),假设条件也宽松了很多,但是在检验方面仍存在问题,主要表现在需要依靠经验来确定多个要素,而APT并未明确这些要素。尽管乃夫·陈、理查德·罗尔和斯蒂芬·罗斯在《经济力量和股票市场》一文中列举了APT的四个要素,所罗门兄弟公司的研究人员在APT中也假定了七个宏观要素,但是这些在目前都还只是尝试,并没有充分地证明要素的可靠性。

二、我国实证会计研究中存在的问题

1.用国内数据套用国外的模型或方法,没有考虑我国的实际情况。与西方国家资本市场不同,我国资本市场上国有股和法人股占较大比重,而且国有股和法人股目前未在二级市场流通,并没有实现同股同权。也就是说,我国的资本市场是一个不完全竞争市场。因此,对我国资本市场有效性的研究,隐含的前提就是所验证的市场是不含国有股和法人股的缩小了的资本市场。因此,对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映和影响,需要特别研究。

如上所述,EMH和CAPM虽然是以美国为首的西方国家的会计研究成果,但由于其本身的局限性,美国市场出现了有效市场的悖例,因此其有效性便大打折扣。我国资本市场的政策性效应十分明显,非会计信息对资本市场的影响较大,因此,在做实证会计研究时应充分考虑实际的情况。此外,目前我国的会计监督机制尚不完善,由于受各种非会计规范因素的影响,我国上市公司披露的会计信息有相当程度的失真,大大影响了统计样本的可信度。这也是我国实证会计研究应注意的问题。

2.不加判断地选取指数样本。我们有时发现,实证会计研究的结果与我们预期、直观的判断有较大的出入,或者说与基本面分析有所不同,其原因除了市场本身不是我们所想像之外,可能就是选用的样本指数不对。

关于样本指数的选取,国内有的实证会计研究文章并没有对其予以关注,对于不同问题的研究,样本指数也没有加以判断选择。在实证会计研究中使用最多的样本指数是沪市和深市的综合指数、成分指数以及深证100指数。

沪市、深市综合指数是以全部股票为样本、以发行量为权重的加权算术平均数。随着上市公司的增加,其样本也相应增加。由于综合平均的作用,样本的增加与其市场敏感性负相关,即样本越多,其反映价格变化的敏感性就越差。综合指数由于以全部股票为样本,各种问题股、庄股和亏损股都被纳入其计算范围,因此会把一些非理性波动带入综合指数波动中去。很显然,当研究有关EMH等问题的时候,选择综合指数是不明智的。

沪市、深市成分指数是以流通股本加权计算的样本股指数。它在一定程度上克服了综合指数的缺陷,但仍然存在许多问题。在成熟的证券市场中,样本股主要由蓝筹股组成,不但能反映市场的概貌,而且对投资者信心的鼓舞作用相当明显。在实证会计研究中,成分指数剔除了一些非理性因素,应为首选。但它也有局限性,因为其以样本股为基础,如果样本股本身出现问题,比如披露的信息不真实、庄家控股操盘等,那么

我们就有理由怀疑成分指数是否能真实反映市场状况。因此,在实证会计研究中,应关注与样本股有关的消息,如有问题则应予以剔除。

深证100指数直接使用精确的自由流通股本比例来计算指数。与综合指数和成分指数不同,深证100指数属于“产品指数”,主要功能是开发指数化投资产品,为机构投资者提供跟踪投资的对象和组合投资的依据。深证100指数主要是提供有效的投资绩效评价基准,适用于微观的投资实证研究,而对研究类似EMH或CAPM等问题就显得不太合适。

3.在实证会计研究文章中,多数检验通不过。我们知道,按照统计学的检验标准,现有的实证会计研究的结论很多都是通不过检验的,尤其是有关行为会计学的实证研究结论。于是,就产生了人为降低检验通过的标准的现象,这无疑是不可取的。

4.我国资本市场股票收益呈现有条件的异方差自回归,对其不可能做短期预测。乔弗雷布斯等对德国、日本、中国、中国香港、新加坡、中国台湾和韩国所做的研究表明,股票收益呈现出非线性相关性,但是这种非线性相关性不是混沌的,而是与有条件的异方差自回归模型(ARCH)相符合。因此对股票收益进行短期预测是不可能的。但是国内有些实证会计研究文章仍做股票收益短期预测。

三、对实证会计研究的几点建议

无论怎样,实证研究在会计研究中越来越显露出其重要性和先进性。国内越来越多的学者投入到实证会计研究中。与规范研究相比较,实证研究有其自身的优势,即“以数据说话”,让人们感觉到它的客观性与科学性。但是,在我们想方设法建立模型、检验结论的同时,也应看到实证会计研究自身的局限性。如何弥补实证会计研究的局限性,使其结论更客观、更符合事实,应是当前思考的问题。

1.对模型应结合国情加以修正。美国的东西拿到我国来不一定就适用,因为每个国家、每个市场都有其自身的特点。因此,在建立模型的时候应该充分考虑我国资本市场的特点。

2.不能过分追求技术分析,应多进行基本面分析,从而客观地评价实证研究结论。目前,我国的一些实证会计研究文章过分追求技术分析,建立的模型、推导和检验过程都很完美,但是对结论的解释却“苍白无力”。还有一些实证会计研究文章在选择样本时不注意基本面消息,一些有问题的样本也被纳入其中,所以结论就会出现偏差。因此,建议实证会计研究多注意基本面分析,不能过分专注于数据,对于数据要根据基本面分析加以选择,剔除有问题的样本。在分析结论时,应将规范研究与实证研究有机结合,从而更加客观、真实地评价实证会计研究结论。

3.朝案例研究、实地调查方向发展,使实证会计研究形式多元化。实证研究形式不仅包含运用统计、数学等知识建立模型,还包括案例研究、实地调研等。后者是很好的研究方法和手段,但目前我国的实证会计研究中还很少采用这类研究方法和手段,也缺乏一个比较系统的研究范式。就会计研究而言,有一些会计行为研究就非常适合采用案例研究或实地调研。因此,建议未来实证会计研究朝这方面发展,使实证会计研究形式多元化。□