

资本市场中会计信息的 证券定价功能研究述评

李晓东(博士)

(郑州航空工业管理学院 郑州 450015)

【摘要】 会计信息具有两个方面的经济功能,一是公司治理功能,二是公司估值功能。近年来,会计信息在公司估值中的作用越来越受到学术界的广泛关注,但是,为数众多的现有学术研究者并未就会计信息的估值作用达成一致。本文拟对现有研究文献进行归纳整理,甄别学术争论的症结所在,在此基础上指出未来研究应重点关注的研究领域。

【关键词】 会计信息 证券定价 信息流逻辑

会计信息披露是资本市场的重要信息来源,关系到整个资本市场的健康有序运行,但在我国资本市场中,会计信息的信息服务功能仍有较大欠缺,投资者对上市公司披露的会计信息不够信任或不够重视,“内幕消息”、“XX概念”和“XX板块”等成为了投资行为选择的主要依据,这在一定程度上加剧了股价的波动风险。此外,近年来资本市场中会计信息质量的经济后果及其与股价波动的关系,在国内外的研究中都颇有争议。上述现象表明,我们对会计信息在资本市场中的应用及其经济后果的认识还不够清楚,因此,如何从本质上洞悉会计信息与证券定价之间的关系,增强投资者基于会计信息对企业真实价值逻辑推理的准确性,及抑制非理性投资行为,是资本市场监管者和理论研究者共同面临的重大问题。

一、会计信息功能与证券定价的相关研究综述

“会计信息能够影响证券价格的形成”来源于经济学理论中价格反映信息的思想。在一个市场经济体系中,资产价格的形成实际上是各式各样信息组合的集中反映过程(Hayek, 1945; Rothschild 和 Stiglitz, 1976; Cheung, 1984)。有关证券定价的学术研究均以此为理论根基(Markowitz, 1952; Sharpe, 1964; Fama, 1970; Bernstein, 2008)。近年来,除信息的量和质外,信息被解读的时间长短问题也受到了研究者关注。Hong 和 Stein(1999, 2007)的研究表明,投资者对信息的反应时间也是影响市场分歧的重要原因,其进而影响市场交易量和价格。国内学者对信息与证券定价的研究基本上沿袭了国外的学术思想,主要研究内容有:信息与投资者信念修正(张圣平, 2002)、信息与资本市场效率(翟林瑜, 2004)、公司特质信息与股价波动特征(游家兴、张俊生和江伟, 2006; 冯用富等, 2009; 袁知柱和鞠晓峰, 2009)、投资者解读信息时间长短的周末效应(谭松涛、王亚平和刘佳, 2010)、会计信息的价值相关性(陈信元、陈冬华和朱红军, 2002)、基于会计信息的证券投资策略(姜国华, 2005)、会计信息与股价波动特征(金智, 2010)。

自 Ball 和 Brown(1968)首次发现会计信息与证券价格相关性的证据后,会计信息在资本市场中的作用问题受到了广

泛重视,在为投资者提供投资行为决策的增量信息方面,会计信息被寄予厚望。但 Ball 在时隔 40 年后的研究却发现,会计盈余的首要经济作用并不是为资本市场提供及时信息,而是出于签订债务和薪酬契约、验证已有信息的需要(Ball 和 Shivakumar, 2008),这一结论与 Watts 和 Zimmerman(1986)、Gigler 和 Hemmer(1998)、Holthausen 和 Watts(2001)的观点一致。

而针对会计信息质量经济后果的研究,虽然有大量证据表明,资本市场中的高质量会计信息在降低资本成本、消除代理成本以及保护投资者利益等方面具有积极作用(levitt, 1998; Botosan 和 Plumlee, 2002; Easley 和 Hara, 2004; Yu, 2005; Yee, 2006; Hughes 等, 2007; Lambert 等, 2007, 2008),但是, Gao(2010)对信息披露质量与资本成本的研究发现,只有在特定的条件下信息披露质量才会降低资本成本,其他情况下则会增加资本成本。在国内学者的研究中,汪炜和蒋高峰(2004)、叶康涛和陆正飞(2004)、沈艺峰等(2005)、曾颖和陆正飞(2006)的研究结论均证明信息披露质量能够降低资本成本。但吴文锋、吴冲锋和芮萌(2007)的研究却得到了截然相反的结论:提高信息披露质量并没有降低资本成本,他们进而推断,我国投资者并没有把信息披露质量作为判断公司价值决定其交易决策的一个因素,提高信息披露质量降低资本成本的前提条件在我国无法成立。赵静梅、何欣和吴风云(2010)也认为,我国证券市场的信息披露制度还存在较大问题,投资者对信息披露缺乏足够的信任。

会计信息中包含了大量公司特质信息,其与股价波动特征的关系也同样存在理论纷争。股价波动同步性(同涨同跌现象)反映了公司特质信息融入投资者投资行为决策中的程度,若仅有少量的公司特质信息进入投资者决策过程则投资者的投资行为选择会更依赖于市场因素,这样会导致股价具有较高的同步性波动特征。同步性较高的现象通常被认为破坏了公司信号的传递机制,弱化了证券市场通过价格来配置资源的效率(Wurgler, 2000; Morck 等, 2003, 2004)。在股价波动同

步性的测度上,国外学者一般采用市场收益率回归模型的 R^2 进行度量(Roll,1988;Morck, Yeung 和 Yu,2000;Jin 和 Myers,2006)。Morck, Yeung 和 Yu(2000)研究了世界 40 个主要经济体的股票市场价格波动情况,他们发现我国的股价波动具有极高的同步性,仅次于波兰。Jin 和 Myers(2006)指出,各国公司透明度的不同是导致各国股价波动同步性不同的原因。国内学者也使用 R^2 指标对我国股价波动同步性进行了研究,他们发现:随着 2002 年上市公司信息披露准则的颁布,我国股市波动同步性的指标有大幅下降,股价反映出了更多的公司特质信息(游家兴、张俊生和江伟,2006);相比较异质噪音,公司特质信息对股价波动的同步性具有决定性影响(袁柱柱和鞠晓峰,2009)。与前述结论不太一致的是,金智(2010)研究了会计信息质量与股价同步性之间的关系,发现会计信息质量与股价同步性之间具有正相关关系(虽然 2007 年新准则的实施降低了这种正相关关系)。

国内外对会计信息质量及其经济后果研究结论不一致的原因之一,可能在于会计信息质量测度方法的影响。国外普遍采用的会计信息质量测度方法主要有:修正的琼斯模型,即操控性应计(Dechow, Sloan 和 Sweeney,1995);应计质量(营运资本与现金流的回归残差,Dechow 和 Dichev,2002;McNichols,2002;Aboody 等,2005;Francis 等,2004,2005;Core 等,2008);修正的应计质量(Wysocki,2008);FOG 指数(年报可读性指数,li,2008);信息质量的汇总平均(Biddle, Hilary 和 Verdi,2009)等。目前,我国学者还未提出具有学术影响力的会计信息质量测度方法,国内的相关研究或是直接使用国外的测度方法或是稍加修正后使用,这可能会导致研究结论受到不同市场特征的干扰。

另一个值得关注的问题是,相比于其他投资者,机构投资者能够借助会计信息进行更有效的价值分析,这会在客观上促进信息在市场中的流动(Bartov 等,2000;Ayers 和 Freeman,2003;Ali 等,2004;Ke 和 Petroni,2004;张海燕、薛健和罗婷,2009),但机构投资者凭借其信息优势,究竟能否稳定股市、抑制股价的非理性波动,在国内外的研究中均存在较大分歧。近年来,国内学者的研究普遍认为我国的机构投资者不能有效稳定股市,他们的投资行为有时加剧了股市波动、有时减少波动,没有一致结论(何佳等,2007;李胜利,2007;谢赤、张太原和禹湘,2008)。虽然在会计中引入公允价值计量是为了给投资者提供更为相关的决策信息,但刘奕均和胡奕明(2010)的研究发现,我国机构投资者对公允价值计量采取了回避态度,其持股和交易反而显著加剧了股价波动。

二、资本市场参与者基于会计信息的逻辑推断:会计信息与证券定价之间被忽略的一个环节

综观前述研究文献,虽然会计信息与投资者行为之间的关系受到许多研究者的关注,但现有研究大多是基于会计信息既定的条件下,检验两者之间通过证券价格表现出的相关性,而很少从投资者怎样利用会计信息进行逻辑推断以及会计信息本身具有何种逻辑推断功能的角度进行系统研究。因此,基于不同时期、不同市场特征的数据展开研究,结论出现

不一致也就并非偶然。如果无法从本质上揭示会计信息流逻辑与投资者行为逻辑之间的内在关联,那么,现有研究的理论纷争就无法对资本市场实践提供有益指导,使相关学术研究停留于“空中楼阁”。

信息流逻辑概念来源于情景语义学和逻辑学的交叉学科,是指从前一种场景所提供的信息根据关联的概念推导出后一种场景的信息,其目的是提供一个基于信息网络进行推理的规范逻辑基础,Barwise, Gabbay 和 Hartonas(1995)对其进行过详细阐述。若信息流的逻辑关系清晰、严密,那么我们就可利用当前信息快速做出正确推断,如在电池、开关和灯泡等零部件构成的简单电路系统中,可从“灯泡亮”场景信息根据电路系统的关联性推出“开关已打开”、“电池已充电”等场景信息。在资本市场中,虽然生成会计信息的概念框架和方法体系具有极强的逻辑关系,但投资者在一般情况下,不会仅仅通过企业的高额盈利数据,便推断其拥有才能卓越、任职勤勉的管理层团队,这是因为从会计反映的“抽象世界”到企业“真实世界”之间的信息通道,还存在诸多逻辑判断环节。近年来的国内外研究,已从早期单纯统计意义上的会计信息价值相关性研究,深入到会计信息与投资者行为、投资者行为与股价波动特征方面,并且发现一些与以往研究不太一致的结论,但目前为止,这些不一致还缺乏令人信服的解释。

因此,欲全面、深入地揭示会计信息与证券定价之间的内在关联,尚须从资本市场的会计信息使用者(市场参与者)如何基于会计信息作出逻辑推断、各逻辑推断环节是否存在断裂或非唯一性的视角进行深入研究,这对厘清现有理论纷争、揭示会计信息与投资者行为的本质关联、丰富资本市场中会计问题研究的内涵方面具有明显的理论价值。

三、从资本市场参与者逻辑推断视角开展研究应解决的几个基本问题

围绕如何有效完善会计信息这一资本市场中的信息沟通机制、增强投资者基于会计信息流逻辑的理性投资行为,从而降低股市剧烈波动风险的目标,相关学术研究一方面要进行多学科研究方法的整合,包括逻辑学、语义学、行为学、经济学、金融学 and 会计学等,另一方面在研究内容上要具有针对性和系统性。

1. 会计信息流逻辑与投资者行为的基本理论。会计信息的质量高低决定投资者行为选择的合理性,但会计信息流的内在逻辑是否严密清晰则是影响会计信息质量的本源。虽然当前的会计规则已建立了较为严密的概念和方法体系,但会计规则逻辑和会计信息流逻辑是完全不同的两个概念,前者无法有效揭示投资者基于会计信息的投资行为选择。因此,必须严格对会计规则逻辑和会计信息流逻辑进行区分,建立会计信息流逻辑的理论分析框架,深入分析会计信息流逻辑的推断环节,从而勾勒出会计信息流逻辑、投资者行为和证券定价之间的相互作用机理。

2. 会计信息流逻辑的国际比较及其测评体系。会计准则在全球范围内持续趋同已取得重大进展,但这仅仅意味着会计准则逻辑的全球趋同。现有研究发现会计信息在不同国家

企业内部控制中的风险防范与价值创造

刘国峰

(河北农业大学商学院 河北保定 071000)

【摘要】企业内部控制是集风险防范和价值创造于一身的管理手段。从起源探究,内部控制包括作为审计方法的内部控制和作为管理方法的内部控制,并且不同类别的内部控制其功能的侧重点有所不同,前者侧重企业风险防范,后者侧重企业价值创造。一个成功企业的管理者需要对企业所面临的风险进行识别和评估,并在捕捉发展机会与控制风险之间进行权衡,但是权衡的出发点绝不应该是企业风险最小化。

【关键词】企业内部控制 风险防范 价值创造 成本效益原则

2008年5月22日,我国财政部会同证监会、审计署、银监会、保监会等五部委联合发布了《企业内部控制基本规范》(财会[2008]7号),2010年4月15日,五部委又联合发布了《企业内部控制配套指引》(财会[2010]11号),至此,我国企业内部控制规范体系已经基本建成,并将成为全面提升我国企业经营管理水平和风险防范能力的重要举措。然而,调查发现,我国上市公司在实施企业内部控制规范体系过程中,有些企业虽然根据企业内部控制规范标准并结合自身的经营特点和管理要求设计了内部控制制度,但是企业内部控制制度的执行效果却不尽如人意。赵立新、胡为民(2011)在对我国沪、深两市1267家上市公司执行企业内部控制情况进行调查后发现:有92%的上市公司对企业内部控制建设的重要性有认识;有80%的上市公司重视企业内部控制建设;但是,却有59%的上市公司的内部控制没有实现预期的执行效果。本文从企业内部控制的起源和功能差异入手,对影响企业内部控制执行的根源

进行分析,提出作为“理性人”的企业管理者,在设计和执行企业内部控制时,将面临对企业内部控制执行成本和预期效益的权衡问题,并且成本效益权衡的核心是对企业风险防范和价值创造的权衡,进一步解析企业如何才能走出“内控缺失”或“内控过度”的困境,最终实现“内控适度”,为企业科学、有效地执行企业内部控制规范体系提供参考和借鉴。

一、企业内部控制的的功能差异与目标融合

纵观国内外有关文献,从企业内部控制的起源和功能来看,可以将其分为两类:一类是作为管理方法的内部控制,另一类则是作为审计方法的内部控制。

1911年,泰罗的《科学管理的原理》问世,使管理控制成为系统化的知识并替代了传统的经验法则,进而使企业生产效率得到大幅度提高。20世纪中期,许多学者开始从控制论和系统论的角度来研究和扩展管理控制理论,尤其是目标管理理论的提出使管理控制理论得以创新和发展。20世纪90年代以

资本市场中具有不同的经济后果,表明国家之间的会计信息流逻辑存在差异。另外,如何对会计信息流逻辑进行有效测评也是一个重要的问题。从国际范围来看,会计信息流逻辑在不同国家之间是否存在差异,这些差异受哪些因素的影响,进一步建立具有本土适应性的会计信息流逻辑测评体系。

3. 影响市场参与者有效运用会计信息流逻辑进行推断的因素。会计信息是资本市场所有公开信息中存续时间最长、花费最多、生成和披露制度最为健全的一类信息,虽然投资者获得的会计信息消耗了巨额披露成本,但其在我国资本市场中却还远未得到应有重视,那么是什么因素阻碍了投资者主动地从会计信息中搜寻企业的价值信息?是因为投资者对会计规则逻辑的不信任还是因为我们缺乏一个严密清晰的会计信息流逻辑体系。

4. 会计信息流逻辑、投资者行为与股价波动关系的经验证据。证券价格由所有投资者的投资行为选择共同决定,会计信息作为资本市场中一种重要公开信息,可以为投资者推断

企业的真实价值提供逻辑线索,进而影响到投资者的行为选择。那么,会计信息流逻辑在不同类型投资者中的运用是否存在特征差异,投资者如何运用会计信息进行逻辑推断,并利用资本市场的经验数据验证这些因素对证券价格的影响。

主要参考文献

1. Biddle, Hilary, Verd. How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? Journal of Accounting and Economics, 2009; 483
2. 陈信元, 陈冬华, 朱红军. 净资产、剩余收益与市场定价: 会计信息价值相关性研究. 金融研究, 2002; 4
3. 姜国华. 基于会计信息的证券投资策略研究: 分析与展望. 会计研究, 2005; 11
4. 金智. 新会计准则、会计信息质量与股价同步性. 会计研究, 2010; 7
5. 谢赤, 张太原, 禹湘. 证券投资基金投资行为对中国股市波动性影响研究. 中国社会科学, 2008; 3