

# 基于会计信息的证券投资 策略研究：分析及展望<sup>\*</sup>

姜国华

(北京大学光华管理学院会计系 100871)

**【摘要】** 本文首先分析了有效资本市场理论的悖论及行为金融学对其的挑战，其中着重探讨了套利成本和套利局限性对证券价格形成的影响。然后阐述了基于会计信息进行证券投资策略研究的问题。本文认为，这方面的会计学研究能够对提高我国证券市场的效率起到至关重要的作用。

**【关键词】** 证券市场效率 行为金融学 会计信息 投资策略

基于财务报表信息的证券投资策略问题研究具有重要的理论和现实意义。它直接关系到有效资本市场假说和行为金融学之间的论争，影响着我们对市场机制、价格形成机制等问题的认识；同时，它影响着会计信息的重要服务对象——证券投资者，是否有效利用会计信息，尤其是影响机构投资者在证券组合选择时如何根据会计信息制定投资策略。这个问题的深入研究对提高我国证券市场的效率，保护投资者的利益都有重要的意义。

## 一、有效资本市场假说、行为金融学及市场价格发现机制<sup>①</sup>

### (一) 有效资本市场

有效资本市场假说 (Efficient Market Hypothesis, EMH) 在一定意义上认为证券市场是一个没有证券交易成本、证券持有成本和信息成本的高效率的、最理想的市场。在 EMH 的市场上，证券价格等于它的价值。一旦一条和证券价值相关的信息被披露出来，市场也会迅速做出调整，使价格重新等于价值。没有人或任何交易策略可以前瞻性地利用公开的信息赚取系统的超额投资回报。

EMH 的市场还具有其他几个特点。首先，在这个市场上，证券的定价在任何时间点上相对于投资者拥有的信息来说都是“对”的，错误定价不存在。这是因为所有投资者都拥有同样的信息，并具有同样的信息分析能力。第二，即使信息成本存在，导致错误定价出现的可能，但错误定价还是不能存在。因为一旦错误定价出现，聪明的投资者就会立即进行套利行为，从而马上纠正错误定价。因为套利行为不存在成本，套利者可以迅速地通过反向交易赚取错误定价带来的超额回报。第三，在这个市场上，存在股票发行的一级市场，但不存在二级市场交易 (Grossman and Stiglitz, 1980)。

毫无疑问，有效资本市场理论是过去几十年中金融学对人类社会最重大的几个贡献之一。它不仅开辟了金融理论研究的新天地，而且对经济资源的配置起到了重要的指导作用（如指数基金的出现）。对于会计研究来说，有效资本市场理论是大量实证研究文章的理论基础。在会计研究中占重要地位的信息含量研究和价值相关性研究，都是建立在有效资本市场

\* 本文为国家自然科学基金重点资助项目《产权保护导向的会计研究》(70532002)的部分研究成果

① 本部分借用了 Lee (2001, 2003) 的思想，其中极端精辟地讨论了证券市场、价格发现、均衡与效率的关系，但可能由于传播媒介的局限，该文章还没有引起我国会计学术界足够的注意。

理论的基础上。

为了后面叙述上的方便，这里引入有效资本市场假说的数学表示。有效资本市场意味着股票的价格，在任何时点投资者所拥有的信息的基础上，应该是该股票预期带来的未来各期现金流的折现值。

$$P_t = V_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i} | \delta)}{(1+r)^i} \quad (1)$$

$V_t$  是股票在时间  $t$  的内在价值， $E_t(D_{t+i} | \delta)$  是基于时间  $t$  信息的对未来第  $t+i$  期的股利的预期， $r$  是折现率。公式表明在任何时间  $t$  一个股票的价格等于其内在价值，市场是有效的。

## (二) 有效资本市场理论的内在矛盾

Grossman and Stiglitz (1980) 非常精辟地指出了有效资本市场理论中存在的悖论。如果股票的价格在任何时刻都等于股票的内在价值，也就是说，股票价格在任何时候都完全、无偏地反映了投资者所拥有的信息，那么，投资者完全可以不去从事收集、分析信息的工作，而是直接从股票价格中推导出所有关于股票内在价值的信息。因为收集、分析信息都是要付出成本的，这样，在有效资本市场上，没有信息的投资者就不会去收集和分析信息；但是，如果所有的投资者都不去收集、分析信息，股票价格就不能有效地反映股票的价值。因此，和有效资本市场理论的结论相反，在有效资本市场上，均衡状态是不可能存在的。

有效资本市场理论认为，如果股票价格因为某种原因偏离了其内在价值，套利者在追求超额投资回报的动机驱使下会马上采取行动，通过交易使股票价格回归到其内在价值上来。在有效资本市场理论看来，这个过程是在瞬间完成的，所以持续的错误定价（或套利机会）是不存在的。

但是，如 Lee (2001) 中做的一个比喻，因为套利行为的存在就认为市场是完全有效的，就象因为地球引力的存在就相信海面是平的一样。遗憾的是，海面并不是平的，有海浪、海潮。更为合适的表述应该是股票的价格在任何时候都在努力寻找着内在价值，但是在任何时候，各种各样的信息都在冲击着价格，使其偏离内在价值。有效资本市场是一个过程，而不是一个目的。所以，我们的研究应该把重点放在什么时候、什么情况下、为什么价格会回归（或不回归）内在价值，而不是直接假设价格等于价值。

## (三) 套利成本与市场非效率

如前面论述的一个理想的资本市场是一个没有证券交易成本、证券持有成本和信息成本的高效率市场。但是，在现实的资本市场上，这些成本都是存在的。在这种情况下，即使市场上出现了错误定价，即在市场的某个空间内，非效率出现了，套利者也不见得可以通过套利行为纠正掉这个非效率的情况，原因是套利行为带来的超额投资回报不一定能够弥补套利成本。一个非效率现象可能在证券市场上存在相当长的一段时间（可能根本不为投资者所知），而不是象有效资本市场理论预期的那样迅速消失。证券的价格也就不一定等于其内在价值。

举例来说，惯性投资策略要求购买过去 3 到 12 个月中股价表现好的股票，卖空同期股价表现差的股票。这个策略被反复证明能够产生超额投资回报 (Jegadeesh and Titman 1993)。但是，Lesmond 等 (2004) 表明惯性策略使用的股票往往是那些套利成本比较高的股票。正是因为套利成本高，套利者不能够从这些股票上套利取得超额回报，所以这些股票的错误定价才长期存在下来。虽然 Lesmond 等 (2004) 不一定能够完全解释惯性投资策略的超额回报，但是从中我们可以看出套利成本可以达到很高的程度（至少达到股价的 10% 以上）。因此而造成的市场非效率也是很严重的。

## (四) 套利行为的局限与行为金融学

即使不考虑套利成本，套利行为仍然不一定能够纠正市场上所有的非效率情况。有效资本市场理论假设套利行为不用资本、没有风险。但是，现实中的套利行为往往是需要资本投入，同时又承担风险的。

Shleifer and Vishny (1997) 论述了套利行为的局限。其模型的核心就是套利行为需要资本投入并承担风险。套利者承担的风险的核心来源是被错误定价的证券的价格可能在一定时期内变得更错误。套利者首先发现了一个或一组证券的价格偏离了内在价值，并（正确地）相信该证券的价格最终会回归到其价值上。因此他采用相反的套利操作，希望在证券价格回归价值时取得超额回报。但是，在价格回归价值之前，这个证券的价格可能偏离价值更远，而使套利者在短期内承担交易损失。由于交易规则限制、卖空限制、或套利者代表的投资者的压力，套利者在这种情况下很可能就不得不平仓，而使

短期内的损失变成真正的损失, 丧失了本来可以得到的套利回报。套利的局限使得套利行为不一定纠正掉市场上所有的错误定价和非效率情况, 证券市场并不象有效资本市场理论认为的那样在任何时候都是有效的, 价格也不是在任何时候都等于价值的。

那么, 为什么一个价格偏离了价值的股票, 其价格会进一步偏离价值呢? 在行为金融学看来, 市场上除了聪明的投资者, 还有噪音投资者。聪明的投资者是指那些能够正确理解信息并进行交易的投资者<sup>②</sup>, 而噪音投资者是指那些以为自己拥有并正确理解了信息的投资者。当然, 一个投资者可以在面对这条信息时是聪明的投资者, 而在面对另一条信息时是噪音投资者 (Shiller 1984)。

行为金融学认为噪音投资者经常非理性地进行交易。他们的交易行为受到人自身心理上的偏见的影响。比如说噪音投资者容易过于自信, 对强度大的信息过度反映或者对强度小的信息反映不足。在这些投资者中容易出现“羊群效应”和“信息瀑布效应”等等。正是因为这些偏见的影响, 噪音投资者能够推动证券的价格偏离其价值, 因而造成错误定价。更为严重的问题是, 当噪音投资者的力量足够大的时候, 错误定价可能持续上足够的时间, 因而套利者 (聪明的投资者) 不能够通过套利行为来纠正股票的价格。

总之, 在套利有限性理论和行为金融学理论的框架下, 价格不一定等于内在价值。

#### (五) 套利有限性理论和行为金融学理论的框架下证券价格决定机制

Shiller (1984) 提出了一个套利有限性理论和行为金融学理论框架下的证券价格决定模型。

$$P_t = \sum_{k=0}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+k}) + \phi E_t(Y_{t+k})}{(1 + \rho + \phi)^{k+1}} \quad (2)$$

公式中  $\phi$  是套利成本,  $E_t(Y_{t+k})$  是噪音投资者在未来期间对该证券的需求。这两个因素的相对权重由套利成本决定。套利成本越低, 噪音投资者的作用越小, 价格更接近内在价值; 如果套利成本为零, 有效资本市场理论就完全成立。但是, 当套利成本很高时, 市场被噪音投资者占据主导地位, 市场的有效性就很低。噪音投资者对证券的需求也有类似的影响。

和有效资本市场理论预期的相反, 当套利成本和噪音投资者的需求不为零的时候, 错误定价实际上是一个均衡状态, 完全有效的资本市场则不可能存活。这个模型十分简洁地总结了套利成本和套利局限性对证券定价的影响, 为我们进行提高资本市场有效性研究指明了方向: 我们的研究应该帮助市场降低套利成本, 减少噪音投资者的存在, 限制噪音投资者对证券交易的影响。

### 二、基于我国上市公司会计信息的证券投资策略研究

#### (一) 证券市场效率与经济发展

有效资本市场之所以吸引人, 是因为一个高效率的资本市场对经济的发展至关重要。一个效率比较高的资本市场的贡献主要在于以下两个方面: 第一, 这样的市场上套利成本比较低; 第二, 套利行为的局限比较小。只有这样, 一旦市场上出现了错误定价, 聪明的投资者才可能很快通过 (低成本的) 套利行为纠正错误定价, 使市场的非效率情况消失。在这样的市场上, 企业才可能以较低的成本筹集到资金。随着更多的商业想法能够通过较低的成本从资本市场上筹集到资金, 整个经济才能健康地发展。

资本市场效率与经济发展的关系可以从以哈佛大学 Andrei Shleifer 教授为代表的“法和金融学”领域的研究中看出来。根据跨国家、跨证券市场的数据, “法和金融学”的研究表明, 没有监管或监管不力的证券市场, 也即效率比较低的证券市场的发展往往受到制约。具体表现在证券市场的规模小、投资者参与程度低、企业的融资成本高、企业的价值低。这样的情况造成了一个恶性循环。越是需要资本的国家, 资本市场越不发达, 效率越低, 从而制约了经济的发展, 使这样的国家更需要资本, 经济发展更困难。

我国的证券市场发展时间比较短, 在制度建设上还不够健全, 信息交流上不够通畅, 投资者群体的复杂程度不够高。从各个层面来讲, 作为一个新兴的证券市场, 我们的市场效率还是比较低的。低效率的后果是对筹资、融资双方的积极性

<sup>②</sup> 也就是说, 如果市场上所有的投资者都是聪明的投资者, (在不存在套利成本的情况下,) 市场就是有效资本市场了。

的挫伤, 导致证券市场的规模难以扩大, 企业的融资成本升高, 投资者的回报降低, 最终可能使我们的证券市场丧失融资的功能, 并进而阻碍我国经济的发展。

但是, 这种情况为我们会计学者提供了难得的研究机会。我们是证券市场上对会计信息了解最透彻的, 我们的研究应该可以帮助投资者发现市场上的错误定价和非效率, 进而纠正偏离企业内价值的现象, 使市场向高效率发展和靠拢。应该说, 正是因为我国证券市场的效率比较低, 我们才有机会为提高市场的效率和经济的发展做出巨大的贡献。

## (二) 降低套利成本的会计学研究

从第二节的分析中可以看出, 限制市场效率的重要因素之一是套利成本的存在。在构成套利成本的三个部分中, 证券交易成本和证券持有成本一般来说不是会计学研究的强项, 但是会计学研究可以帮助市场大幅度地降低信息成本。

在任何一个交易日, 大量的信息涌向证券市场, 包括经济、政治、军事、外交等宏观信息, 行业信息, 及企业信息。这些信息当中有些和证券的价值相关, 并引起证券内在价值的变化; 也有一些信息表面上看起来是有用的信息, 但是实质上和价值不相关, 是噪音。投资者面对着这样庞大的信息集合, 其收集、整理、分析信息的成本是十分巨大的。即使是机构投资者, 也会发现信息成本使得他们不得不放弃一些套利的机会。这里正是会计学研究降低套利成本的领域。公司信息是投资者收到的信息中最重要的部分, 任何其他信息最终要显现在公司会计信息中。同时, 会计信息又是所有信息中比较难以作为投资者了解的信息。会计研究可以通过组建投资组合, 发现套利机会(错误定价)的方式为投资者提供套利的基础, 通过投资者的套利行为, 纠正错误定价和市场非效率, 从而提高整体市场的效率。

Sban (1996) 是会计研究中比较经典的以会计信息为基础的投资策略研究。该文发现投资者不能完全理解会计利润中应计部分和现金部分对预测未来收益的能力的不同, 因而高估了应计利润比较大的企业的价值, 低估了现金利润比较大的企业的价值。这样, 一个买入现金利润高的企业的股票, 卖空应计利润高的企业的股票的对冲策略在未来一年可以取得超过 10% 的超额投资回报。自从这篇文章发表以后, Sban 投资策略逐渐被机构投资者多采用, 成为他们选择股票的标准之一。果然, 根据最近几年的数据再来检验这个策略, 其超额投资回报几乎已经消失了。这就说明, Sban (1996) 的基于会计信息的投资策略研究帮助投资者发现了市场对一类股票的错误定价, 并通过投资者之后的套利行为最终纠正了这个非效率的现象。证券市场的效率因此而有了提高。

相比较于美国市场而言, 我国证券市场上的信息成本更高。这既有制度设计上的问题, 也有投资者成熟程度的问题。因此, 会计学研究可以有更多的机会发现错误定价, 降低套利成本; 而且会计学研究提高市场有效性的空间也更大。北京大学叶康涛在研究中使用我国数据重复了 Sloan (1996) 的投资策略。他发现 1999 年以后, Sban (1996) 的投资策略在我国市场上也能产生超过 10% 的超额投资回报。这说明, 我国的投资者还不能充分理解应计利润和现金利润对企业价值影响的差别, 错误定价还存在。这个研究结果将来如果能被机构投资者广泛采用, 相信 Sban (1996) 投资策略的超额回报也会很快在我国市场上消失。姜国华、岳衡 (2005) 发现, 投资者对大股东占用上市公司资金的问题反应不足, 没有充分认识到占款对上市公司价值的负面影响。一个卖空占款最多公司的股票, 买入占款最少公司的股票的对冲策略可以取得 9% 以上的超额投资回报。表明相对于大股东的资金占用行为, 我国的证券市场有其非效率的地方。如果今后投资者能够利用这个研究成果, 通过套利行为纠正这个非效率现象, 我国的证券市场效率将因之而有所提高。

总之, 发挥信息掌握的优势, 通过投资策略研究, 发掘基于会计信息的技术和策略, 降低证券市场上的信息成本, 减少错误定价的机会, 将是会计学研究对我国证券市场健康发展的重大贡献。

## (三) 减少套利局限性的会计学研究

通过会计学研究提高市场效率的另一个方面是研究如何减少套利局限性, 即什么时候、什么情况下、为什么价格会偏离内在价值, 噪音投资者在市场上有何作用, 以及如何降低他们给套利带来的风险。

前面降低套利成本的研究是发现所有的投资者都没有发现的错误定价, 从而帮助所有的投资者利用我们的研究成果纠正错误定价, 提高市场效率。而减少套利局限性研究则是在聪明的投资者已经发现错误定价, 却因为噪音投资者风险而无法进行套利行为的情况下, 如何降低噪音投资者为聪明的投资者带来的风险, 从而使套利行为成为可能的情况。

减少套利局限性的核心是理解噪音投资者的行为和心理, 所以我们不可避免地要了解心理学、行为经济学和行为金融学的研究成果。在这个研究方向上, 会计学者的核心竞争优势还是在于对信息的把握。噪音投资者之所以造成风险, 是因为他们对信息理解和反映有系统的偏差, 而会计学研究一方面可能帮助噪音投资者减少对信息理解的系统性偏差, 另一方面可以帮助聪明的投资者预测噪音投资者的偏差, 从而事先采取防范措施。过去的研究已经发现噪音投资者容易过于自信, 对强度大的信息过度反映或者对强度小的信息反映不足, 容易出现“羊群效应”和“信息瀑布效应”等等。会计学研究则可以确认容易导致这些系统性偏差出现的环境和诱因。

Jiang等(2005)研究了信息不确定性对噪音投资者过于自信的影响。该文发现, 关于一个公司的信息的不确定性越大, 噪音投资者在它的股票上表现出来的过于自信的倾向越严重。在这种情况下, 聪明的投资者越难通过套利行为纠正这样的股票上出现的错误定价。以惯性投资策略为例(买入过去股价表现好的股票, 卖空过去股价表现差的股票), 在信息不确定性高的时候, 这个策略可以取得每年超过20%的超额投资回报, 但是在信息不确定性低的时候, 这个策略只能取得不到2%的超额投资回报。表明信息不确定性越高, 套利的局限性就越大, 因此错误定价越严重, 持续的时间也越长, 市场的效率也越低; 信息不确定性越低, 套利的局限性就越小, 因此错误定价越轻微, 市场的效率更高。

Jiang等(2005)的研究结果启示我们, 提高市场效率的一个方法是降低某些行业或某类公司的信息不确定性。例如, 高科技行业信息不确定性比较高, 因而股票错误定价也特别严重。原因之一是高科技企业的无形资产比有形资产更重要, 而传统的会计准则并不要求对无形资产详细披露, 投资者得到的关于这些企业价值的信息因而比较少, 增加了信息不确定性。所以, 会计准则或监管机构可以通过增加高科技企业信息披露的方法来降低其信息不确定性, 从而降低噪音投资者在高科技股票定价中的作用, 增加市场效率。

其他大量基于美国市场数据进行的研究也表明, 即便在成熟的资本市场上, 和会计信息相关的套利局限性也十分严重。可以预期在我国的新兴市场上, 噪音投资者更容易受到心理偏见的影响, 占据市场的主动, 从而导致更为严重的套利局限性, 阻碍聪明的投资者通过套利行为提高整个市场的效率。会计学研究应该也能够帮助聪明的投资者避免套利中由于噪音投资者带来的风险。证券市场的效率也会因此而提高。

#### (四) 几个具体的研究方向

1. 会计信息对未来投资回报预测研究。一些研究结果显示, 我国影响股票价格波动的最主要因素是宏观政策信息, 而不是具体公司的信息。如果公司信息在股票定价中的作用有限, 那么基于会计信息的投资策略研究将不容易取得成果。但是, 以前的研究比较倾向于短期内的价格波动(一年内)。在短期内, 宏观政策的变动可能决定大部分股票的价格波动, 而企业之间价值上的差异被掩盖了。但是, 在长期内, 会计信息中包含的价值信息必将在股票价格中体现出来。所以, 我们在使用会计信息预测投资回报时可以增加股票持有期的长度。另一方面, 我们使用的会计信息也不一定仅仅局限于三大报表中的信息。财务报告中披露的其他财务信息也许在现阶段更能够预测股票的投资回报(例如大股东占用上市公司资金的信息)。这些信息同样应该是我们研究的范围。

2. 现有会计制度对企业价值反映的充分度研究。一个会计制度往往适用于所有的上市公司, 不论他们在经营上的差别有多大。这样, 企业的会计信息充分反映了一部分企业的价值时, 并不一定也能充分反映另一部分企业的价值。另外会计制度允许企业对同一笔事项可以采用不同的处理方法, 企业间的会计信息就缺乏足够的可比性。这两种情况都可能使投资者不能够完全理解会计信息的价值内涵。通过基于这些会计信息的投资策略研究, 我们可以发现投资者容易误判企业价值的地方, 从而一方面帮助投资者更有效地实行投资决策, 另一方面可以促进会计制度的改进。

3. 盈利质量研究。一般认为我国上市公司操纵利润的现象严重, 盈利的质量不高, 所以会计信息对投资决策的作用不大, 投资者对会计信息的需求也不大。会计的一个最基本的特点是任何和企业价值有关的信息都必须进入会计报表。哪怕企业虚构了销售收入, 将来也必须通过坏帐的方式冲销掉。由于我国上市公司的盈利质量比较低, 分析这些企业信息的成本高了, 所以很多投资者认为不值得花这样高的成本使用会计信息来交易股票, 对会计信息的需求自然减少了。惟其如此, 会计学对盈余操纵, 对盈利与价值的关系的研究才能够更多地降低分析信息的成本, 对投资者起到更大的帮助作用。

### 三、结论

完全有效的资本市场不是一个均衡的状态 (Grossman and Stiglitz 1980), 套利行为有其局限性 (Shleifer and Vishny 1997)。套利行为不能做到有效资本市场理论预测的能够迅速纠正市场上所有的错误定价 (Lee 2004, 2003)。在如我国这样的新兴资本市场上, 套利行为的局限性更严重, 套利成本更高, 而提高市场效率的空间更大。因此, 我国的会计学研究面临着不可多得的机会来为证券市场的发展和经济进步做出巨大的贡献。作为我国各个管理学科中发展较早、成熟性较高的一个学科, 会计学研究有责任在这个研究领域付出更多的努力。

### 主要参考文献

- 蔡祥, 李志文, 张为国. 2003a 中国实证会计研究述评. 中国会计与财务研究, 2
- 蔡祥. 2003 中国证券市场中的审计问题: 实证研究综述. 审计研究, 3
- 蔡祥, 李志文, 张为国. 2003b 中国证券市场中的财务问题: 实证研究述评. 中国会计评论, 1
- 陈晓, 陈小悦, 刘钊. 1999 A 股盈余报告的有用性研究——来自上海、深圳股市的实证证据. 经济研究, 6
- 黄志忠, 白云霞. 2002 上市公司举债、股东财富与股市效应关系的实证研究. 经济研究, 7
- 姜国华, 岳衡. 2005 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究. 管理世界, 9
- 陆璇, 陈小悦, 张岭松, 刘慧霞. 2001 中国上市公司财务基本信息对未来收益的预测能力. 经济科学, 6
- 陆正飞, 黄明辉. 2002 固定资产投资的信息含量研究——来自中国 A 股市场的证据. 中国会计与财务研究, 2
- 孙铮, 李增泉. 2001 控制权转移与企业绩效——一项基于中国证券市场的实证研究. 上海财经大学工作论文
- 吴世农, 黄志功. 1997 上市公司盈利信息报告、股价变动与股市效率的实证研究. 会计研究, 4
- Fama Eugene 1965. The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business* 38 34 ~ 105
- Fama Eugene 1991. Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance* 46 1575 ~ 1617
- Grossman Sanford and Joseph Stiglitz 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review* 90 393 ~ 408
- Harshleifer David 2001. Investor Psychology and Asset Pricing. *Journal of Finance* 56 1533 ~ 1597
- Jegadeesh N. and S. Titman 1993 Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance* 48 65 ~ 91
- Jiang Guohua Charles M. C. Lee and Grace Zhang 2005 Information Uncertainty and Expected Returns. *Review of Accounting Studies* Vol 10 No 2/3 185 ~ 221
- Kothari S. P. 2001 Capital Market Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 105 ~ 231
- Lee Charles M. C. 2001 Market Efficiency and Accounting Research: a Discussion of 'Capital Market Research in Accounting' by S. P. Kothari. *Journal of Accounting and Economics* 31 233 ~ 253
- Lee Charles M. C. 2003 The Magic of Market. *中国会计评论*, 1
- Lesmond David and Michael Schill and Chunsheng Zhou 2004 The Illusory Nature of Momentum Profits. *Journal of Financial Economics* Volume 71
- Rubinstein Mark 2000 Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case. working paper. University of California at Berkeley
- Shiller Robert J. 1984 Stock Prices and Social Dynamics. *The Brookings Papers on Economic Activity* 2 457 ~ 510
- Shleifer Andrei and Robert W. Vishny. 1997 The Limits of Arbitrage. *Journal of Finance* 52 35 ~ 55
- Shaw Richard G. 1996 Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?. *The Accounting Review* 71 289 ~ 315

# **Study on the Management Framework of Value Chain Accounting**

*Yu Fusheng & Zhang Min*

From the analysis about value chain theory and accounting management theory, this paper proposes an accounting management framework based on value chain analysis. This framework is organized from time angle, which includes accounting forecast, accounting decision, accounting budget, timely managing and control, analysis and valuing. This paper analyzes ingredients and operational mechanism of the management framework of value chain accounting, which are different from other papers.

## **Embedding and Exceeding of Internal Control Criteria**

*Chen Zhbin*

It needs high quality internal control criteria and guidance to greatly improve the operational efficiency of state-owned capital, to accelerate the healthy development of stock markets and regulate Chinese business systems which are on the way of globalization. After analyzing the current internal control criteria, the goals exceeding and content development of internal control are researched in order to answer the question whether internal criteria should be regarded just as business guidance or be embedded into related laws. At last the external control, corporate governance and the effective implication of internal control are studied and personal opinions are put forwarded herein.

## **A Theoretical Analysis of Government Accounting Objective and Relative Issues**

*Chen Xiaoyue & Chen Xuan*

China's government accounting reforms should be guided by a conceptual framework of government accounting which in logic starts from the point of government accounting objective. This paper proposed that the objective of government accounting is the achievement of high degree of economical transparency in reflecting the execution of government accountabilities. It also explored other relative theoretical issues, including the connection and distinction between government accounting objective and external reporting objective, conceptualized government accounting elements, government accounting equation, and also the relationship between government accounting and government performance evaluations.

## **Accounting-based Securities Trading Strategy Design: Analysis and Prospect**

*Jiang Guohua*

This paper analyzes the intrinsic dilemma in the Efficient Market Hypothesis, and the challenge posed by behavioral finance literature, with an emphasis on the role of costs of arbitrage and limits of arbitrage in the pricing of securities. This paper further proposes a research agenda based on accounting information, and argue that accounting research can play a vital role in improving the efficiency of China's securities markets.

## **An Analysis of the Behavior of Asset Price under the “Hard Segmentation” Condition**

*Qian Bing & Zhu Jinfu*

To a certain degree, the economics globalizing is its market globalizing, but one of the most characters is its capital market globalizing. For the transaction way of capital market is becoming convenient and shortcut, so many investors begin to invest in the international market. But every country has its own law, institutes and so on, those restrictions are ordinarily called “hard segmentation” which restrict the investments' heading and size. The segmentation behavior is one of the representations of imperfect market, which is response of reality. Studying the behavior of price under the conditions has great reality and theory meaning. In the context, the appreciation of RMB is studied carefully and giving strict analysis.

## **A Study on the Enforcement Environment of the Sarbanes Oxley Act and CEO's Accountability**

*Lu Xiaoyan & Wei Minghai*

Based on the fraud case against HealthSouth's former CEO, Richard Scrushy, this paper analyzes the accountability of the senior management in a corporation in virtue of information right and information advantage in an asymmetrical setting. The paper focuses on the force validity of the Sarbanes Oxley Act and other applicable laws on corporate accounting frauds so as to explore the importance of the environment of law enforcement.