

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些
闪耀着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选
我们将
那些最具潜质的珠贝
奉献给广大读者
并期待着您的回应

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series



崔志娟 著

柜台市场 会计研究

Accounting Research on OTC Market

中国财政经济出版社



会计学博士论丛

柜台市场会计研究

崔志娟
著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

柜台市场会计研究/崔志娟著. —北京: 中国财政经济出版社,
2010. 3

(会计学博士论丛)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1933 - 2

I. 柜… II. 崔… III. 资本市场 - 会计 - 研究
IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 236462 号

责任编辑: 樊清玉等

责任校对: 黄亚青

封面设计: 郁佳

版式设计: 兰波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 10.125 印张 270 000 字

2010 年 3 月第 1 版 2010 年 3 月北京第 1 次印刷

定价: 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1933 - 2/F · 1615

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744



总

序

学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的



理论著作收录进来，旨在宏扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在 1995 年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、不见森林，难以窥见会计学的动态发展，这样，出版“会计学博士论丛”不失为良策，可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。



三、能够活跃未来我国的会计理论研究，丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验，他们除具备专业知识外，在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富，他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后，将其充分消化、吸收，有的还能将其发展、创新，提出新的理论观点，在学术界引起争鸣。综观会计发展史，不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版，必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究向纵深发展的著作！

2001年8月9日

序

言

一

资本市场的产生及不断完善,是人类文明发展史上的重要里程碑。在社会经济生活中,资本市场是企业筹集社会化大生产所需要资金的平台,同时也是将生产经营风险分散化的平台,是优化社会经济资源配置的有效工具,也是保证产权交易公平性的重要场所。资本市场重要作用的发挥,与资本市场的有效性是相关的,不断提升市场效率,也就成为政府监管部门的重要任务和学者们的重要研究课题。在会计研究方面,我国专家学者的研究大多集中于证券市场领域,而作为资本市场体系的重要领域——柜台市场会计的研究一直未成为会计研究的主流,这种状况可能与我国柜台市场处于起步阶段有关。从这个角度看,崔志娟博士的学术专著《柜台市场会计研究》,不仅选题对于我国柜台市场会计信息制度的建设乃至柜台市场的健康发展有着重要的应用价值与理论价值,而且由于其研究成果是我国为数不多的系



统研究这一课题的专著，在国内处于领先水平，对于这一领域后续问题的研究，将会产生深远的影响。

柜台市场（Over-the-Counter Market，简称 OTC 市场）相对于证券交易所而言，也称场外交易市场。它是非上市公众公司产权转让和股权流通的场所，是为满足成长性中小企业发展需要和退市企业股票流通需要而建立的资本初级市场。作为产权转让的场所，柜台市场建设需要相应的制度安排。在柜台市场的制度安排中，会计信息披露制度的建设是柜台市场制度安排的一个重要方面。科学、严谨、规范的会计信息披露，是避免产权交易中一方利用信息不对称产生的信息优势损害信息劣势一方经济利益的基础，是市场对股权进行合理定价的基础，是提升柜台市场效率、维护公平交易的基础。

怎样建设柜台市场会计信息披露制度？本书围绕柜台市场会计研究的对象、柜台市场会计研究的基础、柜台市场会计信息制度的构建三个层次的问题进行了研究。首先，本书介绍了柜台市场的微观结构和建立柜台市场的必要性，同时分析了柜台市场的有效性。为明确柜台市场的会计研究对象，本书从柜台市场目标定位角度探讨柜台市场的上柜标准，包括初次上柜的挂牌标准和持续交易的挂牌标准（或退场标准）。在综合比较分析海外柜台市场上柜标准的基础上，提出了我国柜台市场上柜标准的构想。通过上柜标准的确定，实现柜台市场的目标定位，形成柜台市场会计的研究对象——柜台市场的挂牌公司。其次，价格是市场资源配置的重要工具，会计作为一个信息系统，主要是解决市场的信息不对称问题，所以，柜台市场会计研究的基础是柜台市场的运行机制和估值模型。柜台市场通常采用做市商制度作为市场的运行机制，本书介绍了做市商制度并分析了做市商制度下的信息不对称的类型及成因，首次提出“经济信息不对称”和“行为信息不对称”的概念，并阐明会计研究解决的是“经济信息不对称”问题。信息作为一种资源主要通过影响市场估值发挥作



用,本书给出了当前柜台市场估值的传统信息模型及其扩展。通过柜台市场运行机制和估值模型的分析,可以明确柜台市场会计研究的前提条件。最后,怎样构建有效的柜台市场会计信息制度?本书创新性地将柜台市场融入到资本市场体系中,将其作为资本市场的一部分进行研究。柜台市场上柜公司财务信息的确认、计量和记录同上市公司一样,都需要遵从一般公认会计准则(GAAP),唯一不同的是财务信息的披露。柜台市场有效的会计信息制度主要是指有效的信息披露制度,本书通过比较分析海外柜台市场信息披露制度的演变、架构、内容、模式和经济后果,给我国柜台市场信息披露制度的建设提供了有价值的借鉴。同时,本书以我国柜台市场的雏形——代办股份转让系统为基础,分析我国柜台市场信息披露的现实基础。本书中柜台市场信息披露制度的设计是以上市公司的信息披露制度为基础,通过对机构投资者进行问卷调查明确柜台市场投资者的信息需求状况,结合促进柜台市场挂牌公司发展的信息分析,构建了柜台市场的简化信息披露制度。

综上所述,我认为崔志娟博士的专著《柜台市场会计研究》具有下列显著特征:

第一,独特的研究视野。本书从宏观层面,将柜台市场置于资本市场体系中进行柜台市场会计研究,避免了独立柜台市场会计研究的短视行为,有利于完善资本市场会计理论和柜台市场会计信息制度。

第二,独具匠心的研究方法。本书将柜台市场作为资本市场的一个子系统,运用系统分析法构建柜台市场会计研究的框架。以历史比较法综合比较分析海外柜台市场的会计信息制度,为我国柜台市场会计信息制度的构建提供了有价值的经验借鉴。为了解我国柜台市场的现实背景,本书运用实地调研法说明我国柜台市场的环境基础。本书以系统研究为主,通过问卷调查,了解柜台市场投资者进行投资决策的信息需求状况,并对我国代办股份



转让系统的信息披露状况和问卷调查结果进行实证研究,增强了柜台市场会计研究的应用价值。

第三,卓有成效的研究结论。本书建立了柜台市场上柜的财务标准,构建了柜台市场的信息披露制度。其研究成果具有创新性和较强的应用价值。

会计学的发展需要一代代会计人不断地创新。希望崔志娟博士继续努力,不断取得新的学术成果。更希望新一代的会计学者担当起时代的重任,开拓创新,不断获取新的成果。

于玉林

2009年11月5日于天津财经大学

序

言

二

柜台市场——创业板市场——主板市场是完善我国资本市场体系的蓝图，市场离不开相应的组织制度的安排，如市场交易制度、信息披露制度等。柜台市场是资本市场的初级市场，如何从制度安排角度设计柜台市场的运行和监管机制是市场发展与完善的重要保证。

山东经济学院会计学院崔志娟博士的《柜台市场会计研究》是我国目前出现的第一部以柜台市场为主体，从会计制度安排角度，系统研究柜台市场相关会计制度安排问题的学术专著。该书是在我指导其博士论文的基础上，由作者根据答辩委员会的意见修改、补充而成。在论文的写作过程中，作者查阅了大量的国内外的相关资料，特别是国外有关柜台市场的相关研究，作者以我国的市场环境为基础，对前人的成果进行了创造性的艰苦研究，提出了迄今为止鲜见的系统性柜台市场会计研究的观点。在该同志的博士论文答辩过程中，



答辩委员会成员对其学术观点予以高度的评价和肯定。

一

科学剖析柜台市场是进行柜台市场会计研究的前提，一直以来，柜台市场没有形成统一概念，对我国来说是一个舶来词。随着天津筹建全国性柜台市场的获批，确立柜台市场的内涵和外延便是当务之急。崔志娟博士从资本市场的分类实质——市场的组织方式角度，提出了广义柜台市场和狭义柜台市场概念。她认为，广义柜台市场泛指以做市商制度为主要交易机制进行非上市公司股票转让的证券交易市场。狭义柜台市场仅指以做市商制度为交易机制对非上市（柜）公众公司股票进行即时报价的电子交易系统。如美国 NASDAQ 为广义的柜台市场，OTCBB 为狭义的柜台市场。柜台市场广义角度和狭义角度的定义涵盖了整个柜台市场的体系。

柜台市场是一种什么样的市场结构？要研究柜台市场会计必须将这一问题搞清楚。该书通过对柜台市场的组织方式、交易主体、市场架构等内容的分析，以及 OTCBB 市场的现实描述，呈现给读者一个翔实的柜台市场。一个市场的运行机制是否合理主要取决于其运行效率的高低，柜台市场的有效性如何？针对这一问题，作者给出了柜台市场的有效性分析。

一个国家已经有了相对成熟的资本交易市场（交易所），是否还需要建立柜台市场？崔志娟博士的这本专著分别从宏观和微观角度阐明了柜台市场建立的必要性。从宏观角度看，多层次资本市场的建立、资本配置效率的提高需要建立基础市场；从微观角度看，风险投资的退出、中小企业的融资需要这样一个市场平台。

二

市场的建立，首先需要规范其上柜资格和条件。从我国目前的情况看，交易所市场、中小板市场、创业板市场均有相应的入



市资格和条件,不同市场的入场资格和条件是一个市场区别于另一市场的重要标志。柜台市场建立的初衷是什么?其市场目标该如何定位?如何根据市场的目标定位及市场环境确立柜台市场的上柜标准?这些问题的解决有助于明确柜台市场的上柜主体特征,有利于形成柜台市场会计的研究对象,这是柜台市场会计研究的基础。

崔志娟博士的这本专著对上述问题作了回答。首先,作者明确了柜台市场的功能定位——为成长型和科技类中小企业提供股权融资,并因此得出上柜公司应当具有“小而美”的特性。“小而美”的特性主要体现在公司规模和获利能力等财务指标上,一旦上柜公司不能继续保持“小而美”的特性就需要退场。其次,作者分析了海外柜台市场上柜的标准(包括退场标准),并对海外柜台市场上柜标准进行比较研究,结合我国的市场环境,分层次给出了柜台市场挂牌的财务指标和非财务指标体系。高层次柜台市场的指标体系包括:(1)公司规模;(2)获利能力;(3)股权分散度;(4)设立年限。低层次柜台市场主要从企业规模和设立年限方面作出限制。同时给出了我国柜台市场摘牌的财务指标和非财务指标体系。高层次柜台市场的指标体系包括:(1)公司规模;(2)偿债能力;(3)获利能力;(4)公司诚信度。低层次柜台市场主要规范了持续信息披露、市场流动性以及公司诚信度等指标。在给定财务指标和非财务指标体系的基础上,作者还提出了构建我国柜台市场上柜标准的建议。崔志娟博士提出的上柜标准的指标体系及相关建议,对于我国柜台市场的建立具有重要的参考价值。

三

柜台市场的有效运行离不开证券的合理定价,价格是对其价值的市场反映。市场信息的不对称是影响证券合理定价的关键因素,柜台市场怎样定价?在现实的市场环境下柜台市场证券如何



估值？崔志娟博士在厘清柜台市场运行机制——做市商制度的基础上，以信息经济学为理论基础，分析了柜台市场信息不对称环境下的证券市场估值模式，从交易主体拥有公共信息、私人信息的角度分析了几种不同的信息估值模型，并发现：私人信息能扩大做市商的买卖价差，不利于 OTC 市场的运行；有效的信息披露能够降低私人信息对 OTC 市场证券合理估值的影响。

四

保证市场有效运行的制度安排之一是有效的信息披露制度。有效的信息披露制度可以规范市场的披露行为，从目前看，大多数国家和国际组织都制定了上市公司规范的信息披露制度。柜台市场作为中小企业的融资平台，是执行上市公司的信息披露制度，抑或单独一套会计信息披露制度？针对上述问题，作者依据委托代理理论和信息经济学，分析了柜台市场的信息不对称形式，首次提出了“经济信息不对称”和“行为信息不对称”的概念，并阐释了柜台市场会计研究解决的信息不对称问题的类型——经济信息不对称。

“它山之石，可以攻玉”，柜台市场有没有现成的制度可以借鉴？针对这一问题，作者搜寻大量资料，主要论证了世界上典型的柜台市场——美国柜台市场的信息披露制度的演化、信息披露制度的内容及信息披露制度演进过程产生的经济后果，并列举了海外典型柜台市场的信息披露制度。

但“南方为橘，北方为枳”，为建立适宜于我国市场环境的柜台市场信息披露制度，崔志娟博士对目前我国代办股份转让系统的信息披露制度和执行状况进行了对比分析，让读者了解目前我国柜台市场的市场环境；此外，为保证信息决策的有用性，作者花费了大量精力，对证券公司和基金公司等机构投资者进行问卷调查，并对回收的问卷进行分析处理，从投资者的角度了解柜台市场的信息需求状况，以需求为导向建立柜台市场的信息披露

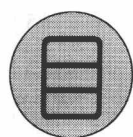


制度。在借鉴国际信息披露制度和对我 国资本市场环境、投资者信息需求分析的基础上，作者从柜台市场信用机制的建立、信息披露的模式和内容方面，构建出适宜于我国柜台市场的信息披露制度。

总之，崔志娟博士的学术专著《柜台市场会计研究》体现了作者较高的学术造诣，对于全国性柜台市场的构建具有重要的理论和应用价值。对于本书的出版，我感到由衷地高兴。作为博士生导师，我最感欣慰的是看到弟子们丰硕的学术成果。希望崔志娟博士继续努力，再创学术辉煌。

田昆儒

2009 年 11 月 15 日于天津财经大学



内容摘要	(1)
Abstract	(5)
第 1 章 导论	(11)
1.1 选题背景和研究价值	(11)
1.2 相关研究的现状与评述	(16)
1.3 研究框架和技术路线	(40)
1.4 研究方法与创新之处	(43)
第 2 章 柜台市场：初级资本市场 ...	(45)
2.1 柜台市场的微观透视	(45)
2.2 柜台市场的有效性	(63)
2.3 开辟柜台市场的客观性	(69)
第 3 章 柜台市场上柜的财务标准 ...	(77)
3.1 海外柜台市场挂牌的财务 标准	(77)
3.2 海外柜台市场摘牌的财务 标准	(90)
3.3 我国柜台市场上柜标准的 构想	(101)



第4章 柜台市场的运行机制与估值	(115)
4.1 柜台市场运行机制：做市商制度	(115)
4.2 信息不对称与柜台市场估值模式	(126)
第5章 柜台市场信息披露的国际借鉴	(142)
5.1 柜台市场信息披露的典范——美国柜台市场	(142)
5.2 柜台市场信息披露的后起之秀——台湾地区柜台市场	(163)
5.3 日本柜台市场信息披露的简单透视	(174)
第6章 柜台市场信息披露的现实基础	(179)
6.1 代办股份转让系统的设立	(179)
6.2 我国柜台市场信息披露制度研究的基础：代办股份转让系统	(184)
第7章 柜台市场的信息披露制度设计	(200)
7.1 柜台市场信息披露的调查研究：机构投资者视角	(200)
7.2 柜台市场信息披露的基础：信用机制	(248)
7.3 柜台市场信息披露的模式	(255)
7.4 柜台市场信息披露的内容	(265)
第8章 结论与展望	(282)
8.1 研究结论	(283)
8.2 未来研究展望	(287)
参考文献	(289)
后 记	(302)