



教育部人文社会科学重点研究基地成果

Publication MOE Supported of Key Research Institutes of Humanities and Social Sciences in Universities

公司治理、财务信息质量 与投资者保护

——基于最终控制人视角的分析

Corporate Governance, Financial Information Quality
and the Protection of Investors

郝项超 梁琪◎著

 中国金融出版社



教育部人文社会科学重点研究基地成果

Publication MOE Supported of Key Research Institutes of Humanities
and Social Sciences in Universities

公司治理、财务信息质量 与投资者保护

——基于最终控制人视角的分析

Corporate Governance, Financial Information Quality
and the Protection of Investors

郝项超 梁 琪 著



中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理、财务信息质量与投资者保护 (Gongsi Zhili、Caiwu Xinxì Zhiliang yu Touzizhe Baohu): 基于最终控制人视角的分析/郝项超, 梁琪著. —北京: 中国金融出版社, 2011. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6093 - 1

I. ①公… II. ①郝…②梁… III. ①上市公司—财务管理—研究—中国 ②证券法—研究—中国 IV. ①F279.246②D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 181225 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 15

字数 196 千

版次 2011 年 9 月第 1 版

印次 2011 年 9 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6093 - 1/F. 5653

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

本研究获教育部
人文社会科学重点研究基地重大项目资助
(批准号：08JJD630008)

前 言

财务信息质量是保障投资者科学决策乃至维护资本市场机制的重要基础信息。然而，国内企业的财务信息质量不容乐观，并在一定程度上影响了资本市场的发展。学术界针对这一问题开展了深入研究，主要从大股东的视角探讨了公司治理对企业财务信息质量的影响。从表面上看，企业财务信息披露的决策受到大股东的影响，但实际上这种影响可能只是隐藏在大股东背后的最终控制人行为的体现。因此，大股东视角的分析存在诸多局限。除了内部治理问题之外，诸如投资者保护、政府干预等外部治理环境也是影响财务信息质量的重要因素。如果外部环境不能对内部治理问题产生的后果给予适当的惩罚，就会降低违规成本，鼓励报告低质量财务信息的行为。

基于上述观察和考虑，本研究从最终控制人视角分析了国内上市公司内部公司治理问题及其对财务信息质量的影响，进而考查了投资者法律保护以及政府干预对财务信息质量的影响。本研究的主要内容包括五个方面，具体如下：

第一，研究依据 La Porta 等（1999）的方法对最终控制人进行了分类，并以现金流权度量所有权、以表决权度量控制权、以现金流权与表决权的偏离度量两权分离程度，在此基础上分析了最终控制人所有权、控制权、两权分离以及控制人类型与企业财务信息质量的关系。研究发现最终控制人现金流权与财务信息质量存在 U 型的非线性关系，即在现金流权较低时，现金流权的增加不会提高财

务信息的质量，但当现金流权超过某一水平时，现金流权的增加会提高财务信息的质量。表决权对财务信息质量的负面影响只在公司进行负向的盈余管理时成立。现金流权与表决权的分离程度与财务信息质量是负相关的。研究还发现私人控股上市公司的财务信息质量要低于国有控股上市公司。

第二，本研究分析了最终控制人股权质押行为对企业财务信息质量的影响。股权质押行为是最终控制人加强控制的一种特殊机制，这种行为会导致其实际现金流权进一步下降和放大表决权的杠杆作用，从而加重原有的委托代理问题。研究发现，最终控制人股权质押比例与财务信息质量呈倒 U 型关系，即适当的股权质押不会影响财务信息的质量，但是过高的股权质押行为则会导致财务信息质量下降。

第三，本研究进一步分析了最终控制人对财务信息质量的影响是否真的干扰了投资者的决策。研究重点考查了财务危机预测这种基于财务信息的决策行为，发现财务信息与财务危机发生概率的关系会受到某些最终控制人特征的影响。当表决权水平较低时，即最终控制人对公司的经营影响较小时，盈利能力、增长能力两类财务指标与财务危机发生的概率是负相关的，但当表决权较高时，即最终控制人对上市公司的经营影响足够大时，盈利能力、增长能力两类财务指标与财务危机发生的概率转变为正相关。此外，现金流权和私人控股类型也会影响财务指标与财务危机的关系。

第四，本研究考查了董事的政府官员背景等政治关联关系对企业财务信息质量的影响。研究认为，在不同最终控制人控制的企业中，董事的政府官员背景对财务信息质量的影响机制和结果是不同的，因此研究依据最终控制人类型，分别对国有控股上市公司和私人控股上市公司展开分析。对于国有控股上市公司，在政府作为最终控制人的背景下，具有政府官员背景的独立董事很难保持其独立性，因此其监督的职能会受到影响，并导致财务信息质量的下降。对于私人控股上市公司，作为企业与政府建立政治关联关系的一种

方式，董事的政府官员背景会对企业的收益产生实质性影响，或者有助于降低企业违规时的成本，从而导致报告的财务信息质量下降。实证研究的结果为上述观点提供了有力的支持证据。

第五，研究还考查了投资者法律保护、政府干预对财务信息质量的影响。研究发现，国内各地区投资者法律保护水平的提高没有改善该地区上市公司的财务信息质量。这一结果的可能原因有两个：一是法律制度完善的同时执行效率未能得到同步提升，维权成本过高，使得投资者在利益受到侵害时无法有效借助司法机制进行维权；二是政府干预的普遍存在降低了司法机制对上市公司的约束力。以上两个原因导致名义上法律保护水平不断改善，但财务信息质量却未随之提高。

在以上分析结论的基础上，研究提出了构建基于公司治理的投资者保护机制框架、作用路径以及保护机制建设等关键问题。研究结论丰富了有关公司治理对微观经济个体运行影响的理解，明确了政府和监管部门、市场中介和各类投资者在推动上市公司完善公司治理过程中的角色，从而最终实现对投资者利益的保护。

与以往研究相比，本研究的创新与改进体现在五个方面：第一，分析改进投资者保护机制的思路不同。已有研究认为较差的公司治理会导致大股东通过关联交易、资金占用等方式掏空上市公司，从而损害投资者利益。本研究则强调较差的公司治理会导致较低的财务信息质量，并由此误导资本市场中大量基于财务信息进行决策的投资者，从而损害其利益。第二，研究视角不同。与以往研究多采用的大股东视角不同，本研究从最终控制人的视角出发来分析内外部公司治理对财务信息质量的影响。第三，研究手工整理了2000—2006年上市公司最终控制人的有关数据，完善了最终控制人所有权和控制权数据，并以此实证检验了最终控制人对财务信息质量的影响以及对投资者决策的影响。第四，研究首次考查了最终控制人股权质押行为对财务信息质量的影响。股权质押行为是最终控制人的一种特殊行为，在表面上具有合法的性质，但是却可能会成

为最终控制人加强控制和谋取控制权私利的一种新的方式，并影响财务信息质量。第五，本研究在分析董事会与财务信息质量关系时考查了董事政府官员背景这一政治关联关系的影响。董事的政府官员背景是中国上市公司董事会的一个重要特征，这一特征已经在公司治理相关的研究中得到充分的关注，但这种背景对财务信息质量的影响尚未得到研究的验证。

本研究得到了教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(08JJD630008)的资助，是项目的最终成果。中国金融出版社为本书的出版提供了支持，我们表示衷心的感谢。

在研究过程中，许多专家、学者和老师给予了大量无私的帮助，这里一并表示感谢，不再一一列出。由于能力有限，书中难免存在许多不足、疏漏，甚至错误之处，恳请各位专家、学者批评指正。

作者

2011年7月22日于南开园

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究的背景与意义	1
第二节 重要概念与范畴	11
第三节 总体框架及主要内容	14
第四节 研究的改进与创新	17
第二章 文献回顾	19
第一节 财务信息质量	19
第二节 外部公司治理与财务信息质量	21
第三节 内部公司治理与财务信息质量	27
本章小结	40
第三章 制度环境、最终控制人以及董事会特征分析	42
第一节 制度环境	42
第二节 中国上市公司的最终控制人特征	49
第三节 中国上市公司董事会特征	66
本章小结	70
第四章 最终控制人所有权、控制权与财务信息质量	72
第一节 理论分析与研究假设	72

第二节 财务信息质量的度量	82
第三节 最终控制人与盈余信息质量的实证分析	86
本章小结	95
第五章 最终控制人股权质押与财务信息质量	97
第一节 最终控制人股权质押影响分析	97
第二节 研究方法与数据	104
第三节 实证分析	110
本章小结	119
第六章 董事会与财务信息质量	121
第一节 国有控股上市公司独立董事政府背景与财务信息质量	121
第二节 私人控股上市公司董事政治关联关系与财务信息质量	137
本章小结	147
第七章 最终控制人特征与投资者决策	149
第一节 财务危机预测文献回顾	149
第二节 实证模型与样本构建	154
第三节 实证分析与讨论	165
本章小结	173
第八章 法律保护、政府干预与财务信息质量	175
第一节 理论分析与假设	175
第二节 研究方法	180
第三节 实证结果与分析	184
本章小结	191

第九章 结论与政策建议	193
第一节 主要研究结论	193
第二节 基于公司治理的投资者保护政策建议	196
参考文献	200

第一章

引言

第一节 研究的背景与意义

企业财务信息是资本市场上投资者进行决策所需的重要基础信息。一般认为财务信息是企业经济活动的综合反映，投资者可以根据历史财务信息来判断企业的经营和财务状况，并据此评价其投资的风险与收益以及是否需要调整投资决策。与其他信息相比，财务信息至少具备两个方面的优势：一是时效性较强，能够及时反映企业过去的经营和财务成果；二是可获性较强，尤其是在信息技术的支持下，财务信息数据的收集和存储更加完善，因此更加便于提取和使用。

然而，财务信息本身也存在一个非常重大的缺陷。由于部分财务信息的生成需要借助于主观判断，因此容易被内部人操纵。一旦财务信息被操纵，那么其所反映的信息便失去了真实性、完整性以及可比性。投资者根据失真的财务信息进行投资决策，就可能会遭受损失，甚至上当受骗、血本无归。

事实上，尽管财务信息在投资者决策过程中的应用历史非常悠久，但是对其失真的质疑却一直没有停止过。只不过到了最近十几年，由于国内外不断涌现的企业财务丑闻以及对投资者利益造成的巨大损害，才使得其再次成为学界和业界共同关注的焦点问题。

一、国际财务丑闻

表 1.1 给出了最近几年国际上主要的财务丑闻事件。在这些众多的会计丑闻事件中，最为著名、影响最大的就是 2001 年前后发生在美国的安然、世通以及施乐三巨头的会计丑闻。安然公司曾是全球第一大能源交易商，总市值在 2000 年时高达 700 亿美元，高居财富 500 全球排名的第十七位，还曾被英国《金融时报》评为“年度能源公司奖”等。但是事实上安然公司在 1998 年到 2000 年多次通过高价关联交易虚增公司收入，并导致其财务报表严重失真。“安然的成功不过是一个精心设计的会计游戏”（沃金斯，2001）。在丑闻被揭露后，安然公司的股价也在半年不到的时间里最低跌至 0.61 美元，最后被迫宣布破产，结果导致投资者数百亿美元的损失。安然事件后不久美国又爆出了世通公司会计丑闻。世通公司是美国第二大长途电话与数据服务公司，在 2001 年至 2002 年一季度期间，世通公司将接入其他运营商费用在内的营运成本作为长期投资入账，从而隐藏开支，夸大现金流，最终使得该公司业绩从巨亏转为盈利。不过糟糕的事情仍然没有结束，此后不久施乐公司也爆出会计丑闻，再次沉重地打击了投资人的信心。施乐公司采用不当的会计处理，在 2002 年之前的五年间虚增收入合计高达 64 亿美元，即使在重新调账之后仍然有 19 亿美元需转入未来账目。而在随后公布的一季度报告中，施乐公司出现了 4 600 万美元的净亏损，泡沫也就此破灭。类似的事情在其他发达国家或地区，比如欧洲、加拿大、日本等也都在不断发生。

表 1.1 近期国际上主要的财务丑闻事件

公司名称	国家	丑闻 揭露时间	丑闻涉及 会计期间	内容概述	行业
McKesson	美国	1999	1999	合并之前捏造收入	商业
安然	美国	2001	1999—2000	虚增收入	能源
冠群 CA	美国	2001	2000	不详	信息
朗讯	美国	2001	2000	虚增收入 6.8 亿美元	通讯

续表

公司名称	国家	丑闻 揭露时间	丑闻涉及 会计期间	内容概述	行业
EDS	美国	2001	2000	信息披露不详尽	信息
维旺迪	法国	2002	2001	虚报收入	媒体
IPG	美国	2002	2001	延迟季报	媒体
Merck	美国	2002	1999—2001	过去三年虚报收入 124 亿美元	医药
凯马特	美国	2002	2001	破产	商业
AIG	美国	2002	2001	不详	金融
AOL	美国	2002	2001	使用不正当会计手段	媒体
世通	美国	2002	2001—2002	隐瞒支出、夸大过去五个季度的现金流	电信
施乐	美国	2002	1997—2000	虚报收入 64 亿美元	电子
ABB	瑞典	2002	1999—2000	账目数字欺诈	工程
Alstom	法国	2003	2002	瞒报亏损	工程
SK	韩国	2003	2002	瞒报子公司亏损	电信
Ahold	荷兰	2003	2001—2002	虚增利润	商业
帕玛拉特	意大利	2003	2000—2003	伪造现金、有价证券以及审计报告	食品
北电 NORTEL	加拿大	2004	2000—2003	虚报收入	通讯
房利美	美国	2005	2001—2004	操纵收入	金融
日兴证券	日本	2006	2006	谎报交易金额，虚增利润	金融
三星集团	韩国	2007	2006	欺诈	电子
Google	美国	2007	2005	逃税	信息
Dell	美国	2007	1996—2006	财务处理不当	信息
三洋电机	日本	2007	2001—2006	实际亏损 1 990 亿日元，只报 500 亿日元	电子

资料来源：作者根据 Google 搜集的信息整理。

二、国内财务丑闻

在国内，企业的财务信息质量同样非常令人担忧，甚至更严重。表 1.2 给出了历年财政部组织的会计信息质量抽查/检查的情况。从历年检查的结果来看，尽管会计信息质量在不断改善，但问题仍然很大。援引财政部公告的话说，“随着近年来市场经济秩序的逐步规范和各方面监管力度的加大，会计信息质量和会计师事务所执业质量总体上有所提高，但仍有部分企业存在一定程度的会计违法违规问题，会计师事务所的执业质量有待进一步提高。”这就是说，不仅企业本身存在问题，执行外部监督功能的会计师事务所

也参与到会计造假等违法违规行为中。财政部检查的对象非常广泛，主要是那些非上市公司。对于上市公司，虽然受到会计法、证券以及期货等法律法规以及机构投资者、公众投资者等外部力量的监督，但其财务信息的质量也不容乐观。表 1.3 给出了 1994 年到 2008 年 9 月发生的证监会对违规公司的处理情况。可以清楚地看到，尽管中国资本市场在不断完善，但是市场违规的情况反而呈现增长的恶化态势，其中最为主要的是未及时披露重大事项和虚假陈述或重大误导，合计超过全部违规结果的 55.72%。表 1.4 给出了中国资本市场上曾经引起投资者、监管当局以及媒体特别关注的部分重大财务造假案件，以琼民源、银广夏、蓝田股份、亿安科技、红光科技等最为典型，影响也最大。琼民源掀开了上市公司财务造假的盖头，在资本市场上引起了轩然大波。从此上市公司财务造假开始为社会关注和熟悉，一个个财务造假公司被相继揭露和公开。之后一些公司开始从简单的造假程序转向复杂的造假程序，比如德隆系通过极其复杂的股权结构构造内部交易，使得造假过程的识别非常困难。

表 1.2 历年财政部会计信息质量抽查/检查公告情况

检查时间	公告名称	检查对象	检查结果
1999 年 7 月	财政部会计信息抽查公告（第一号）	110 户酿酒企业	会计信息失真问题普遍，会计基础薄弱，不少企业违纪问题十分严重
1999 年 11 月	财政部会计信息抽查公告（第二号）	110 户酿酒企业	公布了对抽查中发现的违法违纪违规责任人员的处理情况
1999 年 12 月	财政部会计信息抽查公告（第三号）	100 户经社会审计机构审计的国有企业 1998 年度会计报表	大多数企业主要会计要素的核算存在偏差。其中，81 户企业存在资产不实问题，共虚列资产 37.61 亿元；83 户企业存在所有者权益不实问题，共虚列所有者权益 26.12 亿元；89 户企业存在损益不实问题，共虚列利润 27.47 亿元。对已出具的 99 份审计报告中为无保留意见的 61 份报告的抽查发现，一些社会审计机构违规执业，企业会计信息方面的问题未被充分揭示

续表

检查时间	公告名称	检查对象	检查结果
2000 年 5 月	财政部会计信息抽查公告（第四号）	中国建筑第三工程局第三建筑工程公司等公司及有关会计师事务所	中国建筑第三工程局第三建筑工程公司内部往来混乱，账账不符；中粮黑龙江粮油食品进出口公司编制虚假会计报表，造成会计信息严重失真；徐州卷烟厂、徐州红杉树营销公司、天津石化公司会计核算违规、会计信息失真；北京市审计事务所严重违反独立审计准则等
2000 年 12 月	财政部会计信息抽查公告（第五号）	外贸（粮油食品进出口、化工进出口）、电信、汽车、机械等行业的 159 户企业以及为这些企业出具报告的 117 家会计师事务所	资产不实的有 147 户，共虚增资产 18.48 亿元，虚减资产 24.75 亿元，资产失真度 0.95%；所有者权益不实的有 155 户，共虚增所有者权益 19.36 亿元，虚减所有者权益 18.17 亿元，所有者权益失真度 1.82%；利润总额不实的有 157 户，共虚增利润 14.72 亿元，虚减利润 19.43 亿元，利润总额失真度 33.4%
2001 年 8 月	财政部会计信息抽查公告（第六号）	2000 年会计信息质量检查中查出的严重违反《会计法》、《注册会计师法》、《独立审计准则》的 16 户企业的 42 名责任人员和 13 家会计师事务所及 21 位相关注册会计师	广州京安云豹汽车有限公司年报中存在损益不实 21 061 万元等严重问题；沈阳黎明服装股份有限公司采用大量虚拟购销业务、假签购销合同等手段谎报经营成果，该公司 1999 年全年实际亏损 3 448 万元被谎报为盈利 5 231 万元，向社会公布的会计信息严重失真；中化山东进出口集团公司、广西金嗓子有限责任公司以及厦门中瑞会计师事务所有限公司等有关人员受到不同的处罚
2001 年 12 月	财政部会计信息抽查公告（第七号）	医药、纺织、民航、冶金、石油石化等行业的 320 户企业和事业单位，以及为这些单位年度会计报表出具审计报告的 125 家会计师事务所	被抽查企事业单位资产不实 73.75 亿元、利润不实 35.11 亿元。其中，资产不实比例在 1% 以上和利润不实比例在 10% 以上的分别占全部被抽查单位的 50% 和 57%。与以前年度抽查情况相比，本次抽查中发现的被查单位资产和利润失真度有较为明显的下降，但是，假凭证、假账、假表、假审计和假评估等“五假”问题仍不容忽视。部分行业的会计信息质量不容乐观，会计打假工作任重道远

续表

检查时间	公告名称	检查对象	检查结果
2003 年 1 月	财政部会计信息检查公告（第八号） ^①	保险、烟草等行业 192 户企业以及相关 91 户会计师事务所	企业资产不实 115 亿元，所有者权益不实 24.2 亿元，利润不实 24.2 亿元。其中，资产不实 5% 以上的企业有 36 户，占总户数的 18.75%；利润不实 10% 以上的企业有 103 户，占总户数的 53.6%；利润严重失真，虚盈实亏企业 19 户，原报表反映盈利 1.35 亿元，实际亏损 1.72 亿元，虚亏实盈企业 8 户，原报表反映亏损 1.62 亿元，实际盈利 4.13 亿元；有 22 户企业存在账外设账问题
2004 年 1 月	财政部会计信息检查公告（第九号）	民营企业、被注册会计师出具否定意见或拒绝表示意见的审计报告的国有或国有控股企业，以及 1999—2001 年会计信息质量检查中被公告的部分企业	大部分民营企业存在会计基础工作薄弱、白条抵现金、财务管理混乱、内部管理制度不健全等问题，尤其是提前确认收入、粉饰报表的现象比较突出，被抽查的 12 户民营企业资产不实 11.48 亿元，所有者权益不实 10.34 亿元，利润不实 5.9 亿元
2004 年 3 月	财政部会计信息检查公告（第十号）	保险、烟草等行业 192 户企业 2001 年度会计信息质量	对财政部会计信息检查公告（第八号）检查的有关单位和个人进行处罚
2005 年 7 月	财政部会计信息检查公告（第十一号）	5 家具有证券期货相关业务许可证（以下简称证券业资格）的会计师事务所和 13 家中小会计师事务所以及相关的 55 户企业	深圳中喜会计师事务所内部管理混乱，质量控制薄弱，大量审计报告未履行必要的审计程序，造成了恶劣的社会影响；浙江光大会计师事务所明知杭州萧山之江房地产有限公司存在虚增收入 5 536 万元的问题而未在审计报告中予以指明，促成该企业骗取了 AAA 级企业信用等级。抽查发现 10 户上市公司为粉饰业绩不同程度地存在会计信息质量问题，为其提供审计服务的会计师事务所在审计中也存在审计程序不到位、收集审计证据不充分的问题，特别是对一些上市公司利用关联方交易虚增利润、避免连续亏损等问题，缺乏应有的职业谨慎态度，发表了不恰当的审计意见