

ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG CAIWU

中国证券市场财务与会计透视

孙 铮 李增泉 主编

YU KUAIJI TOUSHI

上海财经大学出版社

中国证券市场财务与会计透视

孙 铮 李增泉 主编

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场财务与会计透视/孙铮,李增泉主编. —上海:上海财经大学出版社,2000.9

ISBN 7-81049-472-4/F·395

I. 中… II. ①孙… ②李… III. 股份有限公司-财务会计-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 41146 号

E677/32

Zhongguo Zhengquan Shichang Caiwu Yu Kuaiji Toushi

中国证券市场财务与会计透视

孙 铮 李增泉 主编

责任编辑 王联合 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮件: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竟成印刷厂印刷装订

2000 年 11 月第 1 版 2000 年 11 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 8.25 印张 206 千字

印数: 0 001—2 000 定价: 22.50 元

前 言

20 世纪的最后十年是中国经济由计划走向市场的决定性的十年,也是中国股市崛起和大发展的十年。对于我们从事财务与会计研究的学者来说,这既是机遇也是挑战。

基于“天下兴亡,匹夫有责”,我们不揣冒昧,斗胆将我们最近几年的研究心得编纂成书,以诚心求教于各位学界同仁。本书是在我们所承接的一个课题的基础上扩展而成的。1999 年 4 月,我们得到“上海发展汽车工业教育基金会”的赞助,承接了“中国证券市场若干问题的实证研究”这一课题。课题完成后,我们感到,无论是研究方法,还是研究结论,都有必要推荐给广大读者;因而在此基础上,我们补充了其他我们认为比较有影响的几篇文章,形成了一个“形散而神聚”的整体,于是就有了读者现在所见到的这本《中国证券市场财务与会计透视》一书。该书基本上以我国的资本市场为研究视角,内容涵盖了近年来我国资本市场上曾一度争论不休的审计意见、盈余操纵、资产重组、激励机制等方方面面的财务会计问题。本书各文的主要内容如下:

改革开放以来,我国各项改革事业积极推进,企业逐渐由传统体制下政府的附属物,转变为独立的经济实体,并且享有相对独立的财权。在这种情况下,企业的财务目标、财务管理的内容和方法等都面临着根本性的变革,同时,也对我国财务理论研究的现状提出了严峻的挑战。《证券市场环境下的财务理论研究》一文在借鉴一些证券市场发展程度相对成熟的国家和地区的财务理论研究成

果的基础上,研究与证券市场环境密切相关的一些共性的财务问题,深入探讨与我国证券市场发展相适应的现代财务理论及方法体系。

财政部于1998年公布了《企业会计准则——现金流量表》,要求上市公司自1999年起,编制现金流量表,以取代原来的财务状况变动表。与利润表和财务状况变动表相同,现金流量表也提供了公司的流量信息,只不过它是以现金流量为基础。既然如此,现金流量表是否在原来会计披露的基础上提供了信息增量呢?《财务指标分类的实证研究》一文的研究结论给出了肯定的回答。另外,本文对财务指标分组的结果也为投资者在财务分析的指标选择上提供了一定的参考体系。

审计意见,作为独立于投资者和上市公司的第三者——注册会计师对上市公司年度报告的鉴定,无论是对注册会计师行业的发展,亦或是对投资者的行为都具有重要的影响。综观我国1993年至1998年证券市场中上市公司的审计报告,一个最为显著的问题便是“受限制审计意见”的增多,比重从1993年的2.20%发展到1998年的17.86%。这一现象突出表现了我国目前证券市场审计风险的严峻现状。《说明段与变更审计意见的实证分析》对独立审计准则出台后上市公司年报摘要资料的统计分析表明,注册会计师存在利用说明段修饰审计意见、操纵审计报告的倾向,审计意见与审计风险具有相关性,操纵审计意见的倾向随审计风险的趋小而明显变大。《实证分析:审计意见的信息含量》以1993~1997年度报表被出具非标准无保留意见的上市公司为研究对象,通过分析审计报告披露后的市场反应,发现审计意见确实会对投资者的行为产生重要影响,但投资者并未严格区分非标准无保留意见的具体类型。这一方面说明我国的投资者还不很成熟,另一方面也说明注册会计师行业有待提高审计质量以降低审计风险。但目前我国对于审计风险问题的研究大多是本着“非不为,实不

能”的观点包罗万象地讨论与审计风险有关的各种问题,而相关实务上的探讨并不多。因而完善我国审计风险管理理论,制定一套观念先进而又便于操作的审计风险管理体系,让注册会计师在审计实务中切实遵循,则是我国现在和未来审计理论界和实务界研究的重要任务之一。《从中国证券市场看审计风险管理问题》结合我国证券市场的现状,在强调注册会计师应抱有“主动规避风险态度”的同时,给出了一种动态综合的审计风险管理模式。

上市公司披露的会计信息,反映着公司的盈利能力和财务状况,是投资者评价公司经营状况和发展潜力、决定资金投向的主要依据。从这个意义上,可以说会计信息是证券市场进行资源(资本)有效配置的基础。衡量证券市场有效性的重要依据之一是上市公司披露的会计信息的真实性与可靠性。上市公司披露的会计信息是否真实、有无操纵盈余的问题,不仅直接关系到证券市场能否发挥资源优化配置的功能,而且 also 从一个侧面反映出政府监管政策的合理性。《盈余操纵:来自上市公司亏损及扭亏现象的经验证据》通过对亏损与扭亏现象中的盈余操纵问题进行比较分析,发现亏损公司和扭亏公司均存在盈余操纵的倾向,但两者盈余操纵的立足点不同:亏损公司是做大亏损,而扭亏公司则是做大盈利;本文的研究结果同时表明上市公司操纵盈余的动机与监管政策有直接关系,尤其是特别处理和摘牌的处罚政策。《资源配置与盈余操纵的实证研究》通过对上市公司净资产收益率的研究也得出了与上文一致的结论:上市公司存在操纵盈余的倾向,尤其表现在配股现象、微利现象和重亏现象方面;上市公司操纵盈余的问题与政府的监管政策不无关系,可以说某些不合理的监管政策客观上促发了一些上市公司操纵盈余的问题,由此也损害了证券市场资源优化配置的功能。

资本运营能力是衡量上市公司发展潜力的重要依据。上市公司不断加强资本运营的力度,主要表现在公司资产重组数量的增

加和规模的扩大,有研究从股票价格的角度验证了公司的资产重组并没有真正增加公司的价值(陈信元,张田余)^①。《资产重组对公司价值的影响》一文通过对公司经营能力、管理效率和获利能力三个方面的会计指标进行时间序列和横截面上的比较检验,也同样得出了“公司的资产重组并没有真正增加公司价值”的结论。

企业所有权与经营权的分离形成了股东与经理人员之间的委托—代理关系,由于信息的不对称,股东无法获得有关经理人员努力程度的足够信息,经理人员的道德风险由此产生。如何设计一套有效的激励制度以防范经理人员的道德风险,是现代企业首先要解决的问题。《激励机制与企业绩效》一文从代理理论和信息不对称问题谈及经理人员道德风险的表现形式,并依据信息经济学的激励模型,指出激励合同所应具备的特征。该文对我国上市公司经理人员的持股比例、年度报酬和企业绩效之间关系的实证检验表明,我国上市公司的激励机制是无效率或低效率的;文中同时给出了一种科学的上市公司经理人员报酬体系。

值得一提的是,列入本书的九篇文章大多采用了实证的研究方法。客观地讲,长期以来,我们的财务与会计研究^②始终徘徊在规范研究的层面上,对一个事情和观点始终辩来辩去,很多事情也就没有定论,或许等到事情已经或似乎已经清楚了,再来研究和制定对策则为时已晚。因此,我们有必要回应许多人的批评(他们往往认为会计研究是滞后的和无用的),以还会计研究的“清白之身”。那么,会计研究的“清白之身”是什么呢?在我们看来,实证会计研究和规范会计研究是相互补充、互为前提的,因此不能偏废任何一方。

① 请参见“资产重组的市场反应”,《经济研究》1999年第9期。

② 这里的财务与会计研究,是一个泛化的概念,包括审计研究和一些所谓的“灰色区域”。由于本书强调推崇实证研究,因此财务实证研究和会计实证研究,统称为实证会计研究。

实证会计研究既然不可偏废,就有必要从认识论的角度加以审视。实证会计研究是通过观察和实践而不是通过逻辑推理来获得经验知识,其目的是要从现行会计实务的事实和现象中发现和揭示出某些规律性的东西,并对形成这种规律的原因进行经验检验,从而对会计实务中的事实和现象作出合理的解释和预测。从这个意义上来说,实证会计研究是架设在会计学与其他相邻学科之间的桥梁和渠道,是会计研究者向本领域和其他领域扩展的工具和手段。“实证经验研究方法并不受传统会计理论的种种规范限制,只要存在适当的理论和假说,它都会依持这种理论和假说的力量,展开探索的羽翼,翱翔在经验的原野上”^①。

辩证地、科学地认识实证会计研究,要着重把握以下几点:

一是实证会计研究是规范会计研究的必要补充。人们一般认为,规范会计研究遵循一般性原则到具体规范的思维范式,具有演绎推理的逻辑特征,因而由这种研究方法得出的规范性结论是否是真理要取决于作为前提的一般性原理和假设是否正确。然而一般性原理和假设的真伪性不能由逻辑演绎的推理方法予以证实,亦即不能用一个待证明的命题去证明另一个待证明的命题,否则就会陷入循环论证的怪圈。从这一点来考察实证会计研究,我们可以说实证会计研究和规范会计研究是人们认识世界的两个不可割裂的阶段——规范会计研究确保了会计理论构建的逻辑相关性和严密性,而实证会计研究则为会计理论的真理性和精确性提供了检验和证实的依据。

二是实证会计研究要为现行会计理论和实务的评价提供依据。我国正处在改革的探索时期,新事物和新现象层出不穷。以具体会计准则的制订为例,我们已经颁布了那么多的准则^②,这些

① 周忠惠:《会计研究方法论》,西南财经大学出版社1994年版,第92页。

② 截止到2000年3月,我国已经颁布了9个具体会计准则。

准则的实施效果怎么样,各类人士对它们的反应如何,证券市场的反应如何,这些问题的解答恐怕都要仰仗于实证会计研究了。因此,我们认为,实证会计研究对于现行会计理论和实务的评价是一个很有发展前途的研究领域。

三是提倡实证会计研究并非提倡泛数学化、泛统计化。实证会计研究要运用一些数学和统计上的知识,但应当认识到数学和统计仅仅是研究的工具,应当关注数学系统和统计系统所产生的数据的会计解释,否则就会使研究成为工具的“奴隶”。在此,也有必要强调一点,会计研究应当特别重视研究工具的更新,注意运用一些最新的数学模型和统计模型,只有这样才能使我们的研究不致落伍。

事实上,西方各国,尤其是美国,在这方面已做了数十年的研究,积累了丰富的成果。现在基本形成这样的局面:在国际一流的财务与会计的学术杂志上,几乎是清一色的实证研究的文章。在这一方面,我们国内的会计学学术刊物就要逊色得多。在我们决定出版本书前,已经深深地感到这一方面研究的不足,也就有必要尽我们会计研究者在实证会计研究领域的一点微薄之力。

本书由孙铮、李增泉提出写作思路并组织编写。撰稿人有:陈凤、姜秀华、李增泉、陆建桥、孙铮、王跃堂、张田余、赵娜、赵阳。

值得一提的是,本书中的部分文章是在公开刊物发表后,根据读者的反馈进行补充和修正后的成果,可以说已经比较完善了;但由于实证会计研究在中国尚是新事物,从研究方法到结论解释都可能存在这样或那样的不足、甚至错误,我们愿就这些问题,诚心求教于各位学界同仁。

编 者

2000年3月于上海财经大学

目 录

- 1 证券市场环境下的财务理论研究/1
 - 1.1 我国传统财务理论研究的缺陷/2
 - 1.2 成熟证券市场环境中的财务理论研究：
西方当代财务理论研究的特点与启发/5
 - 1.3 推进我国财务理论研究的几点想法/14
- 2 财务指标分类的实证研究/18
 - 2.1 研究背景/19
 - 2.2 研究设计/21
 - 2.3 指标分组的结果/24
 - 2.4 进一步的证据/28
 - 2.5 结论与局限/30
- 3 说明段与变更审计意见的实证分析/32
 - 3.1 引言/33
 - 3.2 统计分析/34
- 4 实证分析：审计意见的信息含量/44
 - 4.1 研究背景/45
 - 4.2 研究方法与研究假设/47
 - 4.3 结果及分析/52

- 4.4 结论与建议/58
- 4.5 本研究的局限/59
- 5 从中国证券市场看审计风险管理问题/61
 - 5.1 我国证券市场审计风险现状/62
 - 5.2 审计风险理论与审计方法综述/70
 - 5.3 创建我国审计风险管理体系/84
 - 5.4 建议与展望/114
- 6 资源配置与盈余操纵的实证研究/118
 - 6.1 研究设计/120
 - 6.2 总体检验/120
 - 6.3 进一步检验与分析/122
 - 6.4 结论与启示/128
- 7 盈余操纵:来自上市公司亏损及扭亏现象的经验证据/131
 - 7.1 问题的提出/132
 - 7.2 统计检验/135
 - 7.3 现象分析/139
 - 7.4 结论与启示/142
- 8 资产重组对公司价值的影响/145
 - 8.1 引言/146
 - 8.2 理论分析及文献综述/148
 - 8.3 数据来源及样本设计/155
 - 8.4 研究方法/157
 - 8.5 结果及分析/159
 - 8.6 结论、建议和局限/176

9 激励机制与企业绩效

——兼评来自上市公司的经验证据/179

9.1 引论/180

9.2 激励机制/184

9.3 实证检验/204

9.4 经理人员报酬体系的设计/216

1

证券市场环境下的财务理论研究

孙 铮 陆建桥

自 1992 年我国明确提出经济体制改革的目标为建立社会主义市场经济体制,大力发展证券市场以来,各项改革事业蓬勃进行,成果显著;与此相关的理论研究有不少已经取得了阶段性的成果。然而时隔数年,财务理论研究成果寥若晨星,不能不引起人们的深思。是证券市场不需要财务理论研究了呢,还是传统的财务理论难以适应证券市场的需要?是没有人从事财务理论研究了,还是现行财务理论研究的方法存在着某些缺陷?本文试就这些相关问题作一简单探讨,以期抛砖引玉,唤起大家对证券市场环境下财务理论研究的重视。

1.1 我国传统财务理论研究的缺陷

我们知道,传统的财务理论脱胎于传统的计划经济环境,而在传统的计划经济条件下,企业并非是一个独立的主体,它所需的资金全部由国家调拨,它所从事的固定资产等投资业务均须依循国家计划或经政府部门审批,它所实现的利润均须交给国家或者按照国家规定来进行分配,企业鲜有财务管理上的自主权,从而使得传统的财务理论研究视野大受其限。主要表现在:

首先,从财务理论研究的对象来看,传统财务研究的对象仅局限于“企业再生产过程中的资金运动”,而企业之外的资金运动则被财政功能或者计划功能涵盖了,当然也就很难纳入财务研究的范畴。但是在证券市场条件下,企业成为独立的经营者,有着独立的财权,其资金的流入、投放、营运乃至分配等均与证券市场(不仅仅是财政)发生着十分密切的关系,而且这种关系处理、协调的好坏,直接决定着企业财务管理效果的好坏。这样,财务仅仅研究企业内部资金运动是明显不够了,财务理论研究的视野应该拓展到证券市场环境下整个社会经济运行过程中的资金运动(尤其是证券市场的资金运动)及其运行规律。

例如,(1)从1984年起,经股份制改造,一些企业公开发行股票,截至1997年2月底,我国境内有上市公司561家,境外有上市公司27家^①,当年国家计委、国务院证券委确定股票发行规模为300亿元^②。(2)在我国,曾经有3家上市公司(宝安、中纺机、南玻)率先在国内外发行了可转换证券^③;1997年5月,“华能国际”首次在纽约发行上市转券成功^④;1997年我国政府规定国有企业可以发行可转换证券的额度为40亿元^⑤。这无疑又为企业融资开辟了新的渠道。(3)20世纪80年代以来,一些大型国有企业纷纷发行长期企业债券,近几年来,上海每年发行百余种企业短期融资券^⑥。(4)最近国内金融界和企业界正在酝酿开展有关应收帐款的让售(Factoring)和抵借(Assigning)等业务。所有这些迹象表明,企业财务管理已不再像计划经济时期那样单纯,而是几乎涉及证券市场的方方面面,至少与证券市场密切相关,从而也使得财务问题日趋复杂。

其次,从财务理论研究的内容来看,由于受财务研究对象的局限,传统财务理论研究的内容主要集中于如何为国家管好资金上(这从传统财务教科书将固定资金的管理、流动资金的管理、专用基金的管理和成本费用的管理作为其主要组成部分可见一斑),至于如何按照公司的财务目标筹集资金、用好资金,如何制定合理的利润分配政策等,则并非是其主要研究的内容(反而往往是财政部门的事),企业财务成为国家财政的附属物。理论研究往往无视企业独立的人格特征和行为特征,传统财务理论的研究往往和国家财政搅和在一起,大大抑制了企业财务管理理论自身的发展。这

① 《中国证监会公告》1997年第2期。

② 《上海证券报》1997年5月16日。

③ 《上海证券报》1996年5月14日、27日。

④ 《上海证券报》1997年5月24日。

⑤ 《可转换公司债券管理暂行办法》1997年4月10日。

⑥ 《上海证券报》1996年8月12日。

可能也是我们难以清晰地理出我国多年来企业财务理论研究脉络的重要原因。然而在证券市场条件下,国家财政与企业财务明显不同,前者是政府行为,后者是市场主体行为,两者均按照各自的经济规律运行(尽管按照系统论的观点,它们两者还是有着相互联系的,但功能上是分离的)。这样,财务理论的研究首先就必须放在这样的环境中进行:这既是一个充满风险和不确定性的商品市场,也是一个充满风险和不确定性的证券市场(甚至比商品市场更加扑朔迷离)。这种证券市场所固有的风险和不确定性的存在,虽然增加了财务理论研究的难度,但也正是财务理论得以不断发展、创新的源泉所在。国外当代财务理论的研究在这几十年之所以能够保持旺盛的生命力,其主要原因盖出于此(具体阐述见下文)。同时,既然财务是市场主体行为,那么市场主体的特征、结构和行为趋向与财务之间的内在关系,也自然成为财务理论研究的重要课题。近年来,国外财务学者将代理理论、行为理论等导入财务研究,就说明了这一点(具体阐述见下文)。

再次,从财务理论研究的方法来看,传统的财务研究在方法的选择上偏重演绎法,忽视归纳法,偏重规范研究,忽视实证研究,这就使得这种研究在方法论上就有着先天的缺陷,其理论研究成果或者脱离实际,或者局限于对国家财政政策或财务制度的诠释与论证,鲜有系统的分析和客观的评价。尤其是在证券市场条件下,财务环境充满风险和不确定性,就更难奢望依靠现行的演绎推理和规范研究方法得出具有较强的解释能力和预测能力的财务理论成果来。

应该说,传统的财务理论研究成果和方法与传统的经济环境是基本适应的,并发挥了一定的积极作用,但在证券市场环境中,其作用已日显黯淡,一种与证券市场环境相适应的财务理论研究成果体系亟待构建。

1.2 成熟证券市场环境中的财务理论研究： 西方当代财务理论研究的特点与启发

一般认为,美国等西方发达国家的证券市场是迄今为止较为成熟的,其财务理论研究硕果累累,因此,考察它们的财务理论研究状况和特点,对于我国财务理论研究的定位和发展是颇有借鉴意义的。

在 20 世纪 50 年代之前,国外财务理论的研究也是支离破碎的,而且只重规范研究,进入 50 年代以后,西方财务学界开始将经济学的一些分析方法和技术(主要是数量方法)引进到财务问题的研究之中,并取得了惊人的成就,在短短的几十年时间里,形成了有效市场理论、企业资本结构理论、投资组合理论、资本资产定价理论、期权定价理论等,构成了当代财务理论的基本框架。随着财务环境的变化,这些理论始终在不断地发展和完善之中。当然,要了解西方当代财务理论的研究状况,首先必须从了解这五大理论入手。

1.2.1 有效市场理论(Efficient Market Theory)

有效市场理论是指证券市场的参与者如果根据可获得的信息进行交易却无法获得经济利润,就说明市场是有效的;换言之,在这样的市场里,所有可获得的信息均已反映在证券的现行价格之中。由于迄今为止,还没有任何市场被证明是完全有效率的,所以有效率市场理论又往往被称为一种假说(Efficient Market Hypothesis,简称 EMH)。

1953 年,肯德尔(Kendall,1953)在对股价波动的实证研究中发现,股票价格似乎呈现出随机游动(Random Walk)的特征,难有规律可循,从而认为这可能是由于股票市场的不确定性和投资