

会计与投资者保护

—— 理论、证据与案例

KUAIJI YU TOUZIZHE BAOHU

崔学刚/著



 中国财政经济出版社

会计与投资者保护

——理论、证据与案例

崔学刚 著



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

会计与投资者保护：理论、证据与案例/崔学刚著. —北京：中国财政经济出版社，2011.6

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2877 - 8

I. ①会… II. ①崔… III. ①上市公司 - 会计 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 084953 号

责任编辑：蔡丽兰

责任校对：黄亚青

中国财政经济出版社出版

URL: [http // ckfz cfeph cn](http://ckfz.cfeph.cn)

E - mail: [ckfz @ cfeph cn](mailto: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

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 18 75 印张 465 000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月涿州第 1 次印刷

定价·46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2877 - 8 / F · 2440

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

本书是国家社会科学基金项目“会计信息质量与投资者保护效果研究”(08CJY008)的阶段性成果,同时得到北京市自然科学基金项目(9112005)、北京市社科规划重点项目(8AbjJG215)、北京市教委高层次人才资助计划(PHR20100512)及面上项目(SM201010011001)的支持。

前言



投资者保护对一国资本市场与经济发展的重要性已经得到公认。但是哪些因素决定投资者保护水平，或者说如何建立有效的投资者保护体系？学术界则有着不同的观点。La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer and Vishny (LLSV, 1997, 1998, 2000) 指出，一个好的法律环境可以有效地保护潜在的融资供给者，使他们愿意为证券市场提供资金，因此，有助于股票市场规模的扩大。而在投资者法律保护较差的国家里，中小股东面临遭受大股东剥削的风险，他们只愿意以较低的价格购买公司发行的股票，从而使公司失去向社会公众发行股票的吸引力，所以，投资者法律保护较差的国家，其股票市场规模也较小。因此，提高投资者保护的实质就是提高投资者的法律保护，其中法源是决定一国的投资者保护水平的重要标志。但是，一个国家的投资者法律保护本身是一个历史实践的发展过程，不同的投资者法律保护阶段，其投资者保护法律与融资行为存在显著的差异；不管其是属于英美法系还是大陆法系，任何一个国家对投资者的法律保护都是从弱到强，逐步健全的历史实践结果，那么，在缺乏投资者法律保护的初始阶段里，其股票市场为何又能够得以发展（沈艺峰等，2004）。越来越多的研究发现，仅从立法和执法来保护投资者利益，尤其是中小投资者利益免受管理层和控股股东的利益侵犯是远远不够的，社会规范机制与市场机制可以有效弥补法律对投资者保护的不足。因此，对投资者保护的内涵

与本质亟需进一步拓展，投资者保护机制急需进一步丰富与完善，尤其要充分发挥社会规范体系与投资者保护的市场机制。

在实践中，各国已经把投资者法律保护作为促进资本市场发展的基本原则与基本价值取向，并纷纷移植英美等发达资本市场国家的法律规范，不断提高法律执行效率。然而即便在美国（一直被认为投资者保护水平最高的国家），损害投资者利益的事件也是频频发生，尤其是2008年以来的次贷危机，使美国资本市场遭受沉重打击，投资者信心大减，华尔街的声誉甚至降到比1929年还低的程度，政府的大规模救援计划也被批评为动用纳税人资金为金融家的贪婪买单。政府被迫采取诸如强化金融投资者保护，提升信息披露质量，强化金融中介机构的法律责任，加强薪酬组合监管，加大违法违规处罚力度等投资者保护制度的变革。这再次向人们警示，即便是在美国，其投资者保护体系也非固若金汤。我国资本市场起步较晚，但发展很快，近年来，我国也建立起投资者利益保护的监管目标，加大了投资者法律保护的力度，取得了明显成效。但是，我国资本市场侵害投资者利益的事件也是时有发生，最近的绿大地、张裕股份等公司财务造假事件进一步向我们警示，我国投资者保护任重而道远。因此，实践也再次证明，仅仅依靠投资者法律保护是难以满足投资者保护的现实需要的。更何况，随着社会经济的发展，投资者保护的现实要求也越来越高，社会规范体系与市场机制在投资者保护中的作用将进一步显现。

如果说投资者的法律保护属于显性制度的范畴，那么投资者保护的社会规范机制和市场机制，核心问题则是隐性制度问题与信息问题。会计在投资者保护中就具有基础性制度与基础性信息的功能，具有不可替代的作用。

事实上，会计与投资者保护具有很深的渊源，可以说投资者保护问题因会计欺诈与证券欺诈问题而浮出水面，并最终成为国际关注的焦点。资本市场上重大损害投资者利益的事件往往会严重打击

投资者信心，从而导致资本市场萎缩，甚至引发金融危机乃至经济萧条。而每次这样的事件发生后，会计总会被推到风口浪尖，成为被指责的重要对象。美国 1929 ~ 1930 年的大萧条，会计上资产随意评估入账与选择性披露被指责为导致危机的根源，随后，会计牢固地确立了历史成本计量模式，对公允价值计量模式讳莫如深，而 1997 ~ 1999 年爆发的东南亚金融危机，会计则又被指责为由于历史成本计量模式，导致对金融衍生工具的计量失去相关性，金融风险得不到及时披露，并最终引发金融危机。2008 年发端于美国次贷危机的全球金融海啸，再一次把会计推上了被告席，声称会计公允价值计量是导致此次金融危机的根源。尽管 SEC 的调查结果还会计以清白，但是国际会计准则委员会还是被迫修改了有关公允价值的准则。在这个过程中，尽管会计很容易，而且经常被作为投资者利益损失的“替罪羊”，但是我们欣喜地看到，随着会计参与经济运行程度的加深以及会计研究的成熟，会计界已经能够理性地判断自身的对错，并作出理性反应，上述指责也证明了会计在投资者保护中具有重要的功能。当前，会计已更加自信而主动地发挥起投资者保护的功能，而不仅仅作为事后被指责的对象。从另一方面来看，会计丑闻与会计欺诈多次引发资本市场危机，并最终导致投资者保护制度的重大变革。三百年前英国南海公司事件，导致金融监管的重大创新，并催生了注册会计师审计；美国 1929 年开始的大萧条中会计上的随意性资产评估和选择性披露催生了 1933 年《证券法》与 1934 年《证券交易法》的出台；1991 年，英国资本市场一系列公司倒闭事件引发市场对公司会计报告和审计人员诚信的普遍质疑，市场信心受到重创，这促使英国成立了世界上第一个公司治理委员会，即 Cadbury 委员会，并开始了公司治理标准的研究与制定；针对安然、世通等财务欺诈事件，美国国会于 2002 年出台了《萨班斯——奥克斯利法案》，该法案对美国 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》作了不少修订，在会计职业监管、公司治

理、证券市场监管等方面作出了许多新的规定。

那么会计在投资者保护中到底具有哪些功能？作用机制如何？这些问题尚未达成共识，需要大量的理论与证据提供。基于此，本人多年来一直致力于会计与投资者保护研究，本书就是根据作者多年的研究成果整理而成的，主要围绕会计在投资者保护中的功能与作用机制，运用多种研究方法展开的理论构建、实证检验与个案分析，以期对会计的投资者保护功能进行破题，并抛砖引玉。

本书是国家社会科学基金项目“会计信息质量与投资者保护效果研究”（08CJY008）的阶段性成果，同时得到北京市自然科学基金项目（9112005）、北京市社科规划重点项目（8AbjJG215）、北京市教委高层次人才资助计划（PHR20100512）的支持。

本书的成果融合了诸多师长、同事以及我的学生的智慧与劳动，他们是中国人民大学的荆新教授、北京大学的王立彦教授、北京工商大学的谢志华教授、张宏亮博士、穆林娟博士，以及王静、盛菁菁、霍雨佳、韩舒畅、许红、万俊茹、张昊、徐金亮、张敏、谭亚利、曹仲、李欣忆、胡宇等同学，在此表示衷心感谢。此外，还要感谢北京工商大学商学院院长杨有红教授以及其他领导与同事多年的关怀、支持和帮助。我的女儿、夫人与岳母的支持使得本书如期完稿，以此书献给她们。

会计与投资者保护这一领域博大精深，有待研究的问题很多、很复杂，也很有意思，本书仅是作者在这方面的初步学习成果与浅薄探索。由于作者的视野限制和水平制约，疏漏与错误在所难免，敬请读者不吝赐教，以便及时改正。

崔学刚

2011年4月8日

目 录



第一章 导 论	(1)
第二章 会计治理功能及其投资者保护的涵义	(33)
第三章 业绩信号、公司治理与投资者保护	(58)
第一节 “金字塔”结构、两权分离与公司价值	(58)
第二节 终极控制权性质、市场化程度与公司层级	(79)
第三节 投资者关系、公司价值与投资者保护	(97)
第四节 大股东变更、公司治理与公司绩效	(110)
第五节 上市公司控制权转移预测研究	(133)
第四章 会计信息、透明度与投资者保护	(162)
第一节 两权分离下的盈余管理	(162)
第二节 公司治理机制对公司透明度的影响	(185)
第三节 会计信息质量与 CEO 更替	(213)
第四节 信息披露水平：市场推动与政府监管	(237)
第五节 经营透明度对公司监控机制的影响	(257)

第五章 管理会计与投资者保护	(296)
第一节 预算功能彰显及其组织绩效研究	(296)
第二节 信任与激励：价值链成本治理机制的实验研究	(323)
第六章 财务运行质量与投资者保护	(353)
第一节 企业增长、财务风险与价值创造	(353)
第二节 我国中小企业融资需求与资本结构选择研究	(380)
第三节 公司业绩与股利政策变更	(401)
第四节 盈余管理与税费负担	(412)
第七章 风险导向审计与投资者保护	(433)
第八章 境外上市、信息披露与投资者保护	(449)
第一节 “中国概念股”、诉讼暴露与股东价值	(449)
第二节 A 股和 H 股盈余报告实质性趋同研究	(466)
第九章 会计投资者保护功能评价	(485)
第十章 会计与投资者保护案例	(498)
第一节 “会计魔术”挑战会计规范的有效性	(498)
第二节 应收账款票据化与投资者保护	(511)
第三节 投资迷局：价值创造还是财富转移	(540)
第四节 股权激励方案风险与对策	(550)
第五节 管理层控制下的代理成本与利益侵占	(559)
第六节 “一股独大”下的机构投资者治理效应	(579)

第一章 导 论

摘 要：本章作为本书导论，主要论述了投资者保护的内涵与本质，会计在投资者保护中的功能，中国资本市场投资者保护实践的现实状况与未来机制创新，并简要介绍了本书逻辑结构和各章的具体内容。本章指出投资者保护体系是一个融合法律规范、社会规范与市场机制的综合体系，在不断完善法律机制的同时，需要不断开发与建设投资者保护的社会规范机制与市场机制，会计在投资者保护机制中作为基础性信息与基础性制度具有不可替代的功能。

关键词：投资者保护机制、法律规范、社会规范、市场机制、会计功能

资本市场在一国经济发展中扮演着越来越重要的作用，而投资者保护程度是影响与促进资本市场发展最为重要的因素。由于早前的证券欺诈与财务丑闻的出现，投资者保护引起了各国政府的高度重视，并迅速成为一个世界性话题。世界各国为提高本国投资者保护程度，进行了不懈努力，纷纷出台以法律监管为主要手段的投资者保护措施，取得了一定成效。但是从世界范围来看，投资者保护状况仍不容乐观。2008 年开始，国际金融危机席卷全球。从雷曼“迷你债券”风波到“掠夺性贷款”（Predatory Lending），此次金融危机充分暴露出金融产品的不当销售，特别是金融欺诈和滥用对公众投资者利益造成的侵害，也反映出监管当局在保护投资者利益方面存在的缺陷。美国证券交易委员会（SEC）因为未能及时发现

金融巨骗伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）所操纵的 650 亿美元“庞氏骗局”而遭受了很大的非议。SEC 在 2009 年对斯坦福及其麾下的斯坦福金融集团（Stanford Financial Group）和其他两家公司提出指控，称其在一项与存款凭证有关的欺诈案中诈骗了 80 亿美元的投资者资金。2010 年 9 月，SEC 内部监督部门的总监察长大卫·科茨（David Kotz）批评 SEC 在罗伯特·艾伦·斯坦福（Robert Allen Stanford）80 亿美元欺诈案的问题上过于关注已经提出的案件数量，缺乏对投资者采取切实保护措施，并指出 SEC “必须对诉讼风险可能对投资者造成的损害进行评估……，尽管 SEC 已经作出了一些改变，但我们希望该委员会更加明确自身程序，把有多少投资者受到损害的问题作为最先考虑的事情。”因此，一直被认为世界上投资者保护程度最高的美国，其投资者保护状况尚且如此，其他国家或地区的投资者保护状况就更令人堪忧。各国监管当局普遍意识到，只关注金融机构的利益诉求而忽视对投资者利益的切实保护，会破坏金融业赖以发展的基础，影响金融体系的稳定性。于是加强对投资者的保护力度，成为后金融危机时期各国和各地区金融监管当局反思和改革的重要内容。但是，对于导致投资者保护水平差异的原因，以及如何提高投资者保护水平，则存在严重分歧。越来越多的研究发现，除了法律及其执行效率以外，社会文化特征以及各种市场机制都会影响投资者保护的水平和效率。本书将对这些观点和证据进行梳理和分析，深化对投资者保护机制内涵与本质的认识，探索会计在投资者保护中的功能与作用机制。

一、投资者保护机制的内涵与本质

（一）关于投资者保护机制内涵与本质的基本观点

目前关于投资者保护机制的内涵与本质的认识，大致有三类观点，它们分别是法律规范论、社会规范论和市场机制论。

1. 法律规范论

该流派认为投资者保护的实质就是法律保护，由于不同法律体系对投资者享有的权利具有不同的界定，并提供不同程度的权利保护，而法源决定了一国法律体系的整体框架。例如美国等通过法律条款中的受托责任和累积投票权制，保护中小投资者的利益，使其免受大股东的侵害。La Porta、R. Lopez - de - Silanes、F. Shleifer、A. Vishny（LLSV，1997，1998，1999，2000，2001）开拓了“法与金融”的研究，极力强调法律对投资者利益保护的至关重要性，强调根法源对投资者保护水平的决定作用以及投资者保护机制的法律属性。

LLSV（1998，1999）研究了各国投资者保护水平差异的法律基础。通过对49个国家的投资者保护情况作了一个比较分析，认为与普通法系国家相比，大陆法系的政府和司法腐败程度都比较高，政府效率和契约执行的水平都比较低；普通法系国家的投资者保护水平最高，德国和斯堪的纳维亚国家次之，法国、意大利最差。认为法律规则的改变可以明显提高投资者保护水平，提升投资者信心，增强公司外部融资能力。与法律制度并行的是法律的执行，Acemoglu、Johnson 和 Robinson（2000）通过对一些曾经是殖民地的国家进行研究后发现，法律法规对于市场环境的改善确实有作用，但是他们也同时指出，由于曾经是殖民地的关系，这些国家

的法律体系基本上沿袭了宗主国的传统，因而在这些国家法律的有效实施程度要远比法源来得重要。Becker (1968) 认为当法律设计到最优，由法庭来执法是最优制度，这意味着金融市场不需要监管机构。但这得依赖于一个前提，即法庭的执法效率能充分保障私人契约的顺利履行。

另外，LLSV 还研究了法律保护对公司融资水平、发放红利、公司价值的影响。LLSV (1997) 指出，与大陆法系国家相比，普通法系国家的外部股权融资程度较高，反董事权利水平较高的国家外部股权融资水平也比较高，较高的法治和反董事权利分数以及一股一票制与较高的外部股权市值高度相关。他们的结论证明法律环境的质量对不同国家的公司进行外部融资的能力影响很大。LLSV (2000) 通过考察 33 个国家的公司派发红利的情况以检验对中小股东提供法律保护的重要性。LLSV 在这里主要区分了普通法系国家和大陆法系国家，他们发现对中小股东提供更好法律保护的普通法系国家的平均红利派发水平远高于大陆法系国家。于是 LLSV 的证据支持了这个假设，即“投资者法律保护水平对于红利政策与对于其他公司决策同样重要”。

LLSV (2000) 还集中研究了控股股东和公司估值之间的关系。根据来自 LLSV 的同一组的 27 个富国，LLSV 建立了一个 371 个公司的样本。研究发现，与大陆法系国家相比，普通法系国家里有一个控股股东的公司托宾 Q 值较高。然后把经过行业调整的托宾 Q 值作为因变量试验了一些国家随机效果模型。LLSV 指出，来自普通法系地区的公司对托宾 Q 值在统计上有显著的积极影响，主要是由于对小股东的法律保护使得公司的股价上升。Classen 等 (2000) 对东亚 9 国的研究也证实了这一点，他们的研究发现，除了日本外（对投资者保护较好），其他国家的公司普遍是由家族控制和经营，最大的 10 大家族控制了 18% ~ 58% 不等的股票市场市

值。Burkar 等（2002）则通过理论论证发现，随着投资者法律保护程度的提高，控制权的私人收益会越来越小，所有权也会趋于公众化，同时公司价值也得到提升。

LLSV 及相关的研究证明了对小股东和债权人较强的法律保护与外部资本市场规模、控股股东的缺失、更多的红利分配、公司价值的增加和私人控制权收益的减少等变量之间存在显著的关系。他们认为是法律渊源的不同造成了对投资者保护的差异，导致金融市场发展的差别，要提高投资者保护水平必须改革现有法律法规。但是，并不是所有的学者都认同 LLSV 的研究，同时还有许多学者从其他方面分析了对投资者的保护。

2. 社会规范论

该流派认为，公司行为更多是由社会规范而不是法律规则来塑造和决定的，因此投资者保护程度是由社会规范来决定，而非主要由法律决定。因此，治理环境与市场监管中的社会规范的性质将决定投资者保护水平。社会规范是指人类在社会活动中经过多次博弈建立起来的相对稳定的预期和行为准则（青木昌彦，2001）。Tatiana Nenova（2000）衡量了各国在控制权的私人收益方面的差别，她认为就投票权价值而言，其系统性差别的 70% 以上可以通过法律为非控股股东所提供保护的质量、在控股权转让中非控股股东的权利和法律执行水平来进行解释，但是维持社会秩序的力量在有些法域的作用比其他地区大，例如大陆法系国家的控股股东在榨取控制权私有收益方面似乎远不如其他地区控股股东那样收敛，这并不是因为他们遇到较少的障碍，而是因为这些国家往往存在“认为控股股东更有资格榨取控制权私有收益”的社会规范，即不同的社会规范对控制权私有收益榨取程度的容忍度不同，而这些具有不同容忍度的社会规范在一定程度上决定了投资者保护的 actual 水平。

由于成熟的法律环境不太可能短时间内迅速达成，替代的方法

就可能产生，这些替代机制大多存在于大陆法系国家（La Porta et al., 2000，陈冬华，2008）。譬如，La Porta 等（1999）认为，股权集中实际上是对投资者保护不足的一个反应，政府管制就成为一个重要的替代机制，连 Coase（1988）也承认，“在某些情形下，政府管制确实可以提高经济效率”。Glaeser 等（2001）考察了波兰和捷克的证券市场后，发现波兰的证券市场取得了更加长足的发展，他们认为这主要取决于波兰实施了更加全面和严格的管制；由于制度安排的不同，波兰的证券监管机构享有更高的管制收益并承担更低的管制成本，这构成了监管机构锐意加强管制的动力。Glaeser 和 Shleifer（2001）发现，在政策落实和产权保护方面，政府管制有时候比法律机制更有效。Pistor、许成钢（2003）认为，法律难以完备，无法准确无误地说明所有潜在的侵害行为，因此，通过重新分配剩余立法权和执法权而非试图制定完备的法律，可以提高执法的有效性。在法律高度不完备的情况下，将立法权分配给主动执法的管制机构，可能优于分配给被动执法的法院，特别是转型经济国家，市场发展早期往往不是基于严格的执法机制，而主要是行政机制。这意味着，法律机制还是政府管制之间存在竞争与替代关系，最终取决于两者的效率对比。在一个不断变迁、转型甚至断裂的社会中，管制作为法律的替代，至少可能是一个重要的次优备选方案。处于新兴加转型的中国，似乎正是上述理论的良好例证，经济现实中政府管制司空见惯，普遍存在。这既是计划经济的惯性所致，也和社会快速转型、法律无法及时跟进有关（陈冬华等，2005）。Pistor 和许成钢（2005）还认为，中国金融市场发展早期的成功，与配额制为核心的分散化行政管制替代了标准的法律治理功能有关。

既然 LLSV 认为法律对一国金融市场的发展具有重要的作用，那么一国是否可以通过直接从另一国移植法律保护措施来提高投资

者保护水平呢？法律移植为新法律的产生提供了低成本、快速和潜在的丰富资源，但是一个国家独特的环境条件，尤其是有关宪政结构和利益集团联盟形式存在的政治环境，使得成功的移植非常少见。移植法律的效力取决于该法律如何被人们所理解、解释，以及最终是如何被移植过的国内机构所运用，这主要取决于拥有立法和执法权的政府机构如何理解和解释该法律。由于法律是不完备的，应根据各移植国的国情、习俗不断地进行适应和演进。如果移植过来的法律制度适应本国国情，那么移植进来的法律体系就会发生效用，反之，移植进来的法律就不能很好地发挥作用。在转型国家和大陆法系国家中，证券市场的发展仍然面临巨大的障碍，因此全盘移植普通法律制度并不是必须的。

由于法律的不完备性，法律不可能准确无误并详细地规范所有可能对投资者利益造成侵害的潜在行为，也不可能完全反映社会经济环境可能发生的变化。仅仅依赖这种存在固有内在不完备性的法律来保护投资者的利益显然是不够的（Pistor and Xu, 2002），社会规范在投资者保护中的功能就凸显出来。

实际上，由于能力或腐败，很多国家法庭的运行并不能达到既有的法律目标。在这种情况下，Glaeser, Johnson 和 Shleifer (2001) 提出在金融市场中可以通过政府监管而非法庭的执行可以达到保护投资者的次优状态。在中国资本市场上，魏明海等 (2010) 指出证券监管与地区治理环境是决定投资者保护程度的重要因素。陈冬华 (2008) 则研究了投资者保护机制中的隐性契约（即投资者保护中的“潜规则”），初步证据表明，投资者保护效果与隐性契约的性质存在重大关系。

还有很多学者从其他方面考察了社会规范对投资者保护和金融市场的发展。Licht, Goldschmidt 和 Schwartz (2001) 认为，文化而非背后的法律传统能更好地解释国家之间投资者保护的差别。Pis-