编者按　会计在公司治理和投资者保护方面具有重要的基础性作用,分析其作用机制、作用形式及作用结果,对于优化会计监管、强化公司外部治理和保障出资者权益具有重要的现实意义。基于此,在北京市教委人才专项资金、科研创新专项基金及国家社科基金、教育部社科规划等项目的资助下,北京工商大学依托会计优势学科,组建了以谢志华、杨有红为首的会计投资者保护团队,以该校商学院为基地成立了全国高校首个投资者保护研究中心。中心成立以来,已承担国家自然科学基金、国家社科基金等国家级项目4项,省部级项目10余项。2011年1月和11月,投资者保护项目组两次公开发布会计投资者保护指数:中国上市公司会计投资者保护指数(AIPI2010和AIPI2011),引起了上市公司、投资机构及政府相关部门的关注。该指数的出台对于推进投资者保护监管、优化外部投资者的投资决策和促进上市公司投资者保护的开展具有重要的实践价值。有鉴于此,本刊特开设"会计与投资者保护"专题(01—03),以飨读者。

会计投资者保护:评价体系及其指数检验*

北京工商大学商学院/投资者保护研究中心　　牛红军　　张宏亮

【摘　要】资本市场条件下,会计在投资者保护中具有非常重要的基础性作用。会计在投资者保护中具有"三层价值和五种机制",而在此基础上建立的中国上市公司会计投资者保护指数(AIPI)能够有效地测度公司的投资者保护状况,并具有重要的应用价值。

【关键词】投资者保护;　评价;　指数

一、会计投资者保护:三层价值与五种机制

2011年出现的类似"绿大地"等IPO公司的财务舞弊,紫鑫药业、银河科技等上市公司利润操纵,以及在美国上市的中国概念股的财务作假等事件再一次提示我们,会计在资本市场中扮演着非常重要的角色,是投资者保护的最底层要素。分析会计在投资者保护中的作用机制与作用效果,建立评价体系与评价指数,对于推进市场化的外部监督约束体系具有重要的作用。笔者认为,促进投资者保护的会计系统,既包括会计信息本身,也包括对会计信息起保证与鉴证作用的外部审计体系、对会计信息与企业经营活动起控制作用的内部控制体系及对企业成长与增值起支持作用的管理控制与财务运行体系,离开会计及其衍生体系,单纯从法律角度研究投资者保护问题,是难以从机制上建立完善投资者保护体系的。

*本文得到北京市高等学校人才强教深化计划"高层次人才资助计划"项目(PHR20100512)及北京市教委"科技创新平台——会计与投资者保护研究基地"的资助,同时是教育部人文社科青年项目(10YJC790374)和北京市教委社科计划面上项目(SM201010011001)的部分研究成果。

科技服务机构在内的创新联盟,聚集科技金融服务资源,发挥协同效应;不断推进科技金融行业协会的建设,加强高层次的信息交流,畅通沟通渠道。

(四)创新科技金融工具,提升产品质量和服务效率

金融工具创新包括产品的创新和服务的创新,目的就是要在保证安全性、收益性的前提下,提高产品质量和服务效率。而科技金融工具,则必须结合科技创新与科技企业的特点,从不同的科技创新阶段(种子期,初创期,成长期,成熟期)、不同的科技要素(知识产权为主的等无形资产、创新团队、自主创新产品)、不同的融资工具(担保、保险、债券、风投、产业基金)、不同的融资模式(上市、信贷、质押、抵押、贸易、转让),形成横向、纵向联合,形成多元化的创新,提升产品质量和服务效率。●

【参考文献】

[1] 徐玉莲,王玉冬,林艳.区域科技创新与科技金融耦合协调度评价研究[J].科学学与科学技术管理,2011(12).
[2] 游达明,朱桂菊.区域性科技金融服务平台构建及运行模式研究[J].中国科技论坛,2011(1).
[3] 肖泽磊,韩顺,易志.我国科技金融创新体系的构建及实证研究——以武汉市为例[J].科技进步与对策,2011(18).
[4] 廖国华. 中关村科技金融创新体系助推战略性新兴产业发展[J].中国科技产业,2011(1).
[5] 李兴伟. 中关村国家示范区科技金融创新分析与趋势预测[J].科技进步与对策,2011(9).
[6] 房汉廷.关于科技金融理论、实践与政策的思考[J].中国科技论坛,2010(11).

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

会计及其衍生体系通过其功能，可以缓解由于两权分离下委托人与受托人之间的信息不对称而带来的利益冲突，提高企业运营效率，保证投资者的知情权、决策权与收益权，并最终保障投资者的投资价值（谢志华等，2011）。从学界来看，无论是认为会计是法律保护的一种替代和补偿机制（La Porta 等，1998），还是认可其为不同于法律保护的投资者保护独立变量（Francis 等，2003），会计所具有的投资者保护功能已经被广泛接受。

会计在保护投资者投资价值的目标下，形成了三层价值目标与五种作用机制，构成了会计投资者保护的理论框架。三层价值目标分别为企业价值、股东价值与中小股东价值；五种机制是指会计在发挥其投资者价值保护的过程中，会计信息、内部控制、外部审计、管理控制与财务运行在不同层面产生价值保护机制、发挥价值保护作用。

第一，公司通过对外投资、筹资与资本运营等财务活动，在风险与收益均衡的基础上为企业创造价值，而财务活动的背后是公司受托人（管理者）的行为，为了保证管理者的财务行为更有效，需要会计信息，以优化投资者对管理者的监督与激励，减少“柠檬市场”效应；同时，要提升公司核心竞争力，需要企业在销售、市场、财务、生产管理方面均围绕实现价值战略开展活动，通过提升公司的内部流程管理控制能力与外部流程管理管理，提升公司价值；通过有效的管理控制（如成本控制、预算控制、绩效评价）体系，可以在更大范围内保证公司财务运行和管理控制的有效性，降低风险。良好的财务运行与管理控制结果可以实现投资者的第一层价值：公司价值。

第二，公司价值并不等同于股东价值，由于管理者的机会主义与背德行为的存在，管理者基于自身利益最大化的行为可能会损害股东利益，侵占股东价值，同时由于信息不对称的存在，外部投资者对公司价值判断失误，也会损失投资价值。高质量的会计信息及有效的内部控制体系可以减少管理层的逆向选择行为，提升契约效率和投资者的估价有效性。因此，高质量而有效的公司信息与内部控制可以保障投资者的第二层价值：股东价值。

第三，在中国特殊的制度背景下，大股东利益与中小股东利益并不完全一致，有时甚至是此消彼长的。由于大股东剥削的存在，股东价值会在大股东与中小股东之间实现不平等的分配，透明而高质量的会计信息可以有效提升公司股东治理的效率、降低大股东剥削的机会，广义的内部控制也包含对大股东控制的内容。因此，会计信息与内部控制有利于保障投资者第三层价值：中小股东价值。

以上三层价值与五种机制相互融合、相互交错，形成一个系统的投资者保护体系。

二、会计投资者保护：评价体系与评价指数

在中国特殊的制度与市场背景下，可以从五个方面设计基于会计的投资者保护评价体系，并对特定公司的投资者保护状况进行评价，构建中国上市公司会计投资保护指数（AIP）。

（一）公司的会计信息质量

高质量的会计信息通过三种机制发挥投资者保护作用：治理机制、定价机制和风险降低机制。笔者设计了三个方面的指标对会计信息质量进行评价，一是会计信息的可靠性，真实、可靠而稳健的会计信息可以提高公司契约的有效性，并能充分发挥其治理作用；二是会计信息的相关性，公司会计信息的价值相关性越高，则会计信息的定价越能充分发挥；三是信息披露质量，信息披露质量越高，则信息不对称风险越小，外部投资者投资决策的有效性越高。

（二）公司内部控制质量

内部控制通过三种路径实现对外部投资者的保护：保护会计信息的真实性；通过对公司投资、筹资、营运等的控制；作为公司治理与风险管理的要素之一，直接起到治理作用。笔者主要从三个层面对公司的内部控制质量进行评价，即内部控制运行、内部控制信息披露和内部控制外部监督。

（三）外部审计质量

外部审计通过两种机制实现对外部投资者的保护：审计本身作为一种重要的外部治理机制发挥作用；通过保护会计信息质量与内部控制质量起到投资者保护作用。笔者从三个方面评价外部审计质量的投资者保护程度，一是审计师的审计独立性；二是审计质量；三是外部审计师对投资者的保障程度。

（四）管理控制质量

管理控制可以通过管理控制工具的使用，提升公司决策的正确性、组织运行的效率性及公司的竞争力。笔者从内部管理流程和外部竞争力两个层面评价公司的管理控制质量。

（五）财务运行

财务运行是公司收益与价值实现的基础，同时也是股东价值创造与分享的基础，良好的财务运行与财务活动可以提升公司价值并降低财务风险。笔者从四个方面评价公司财务行为和财务活动对投资者的保障程度：投资质量、筹资质量、资金营运质量和股利分配质量。

在对以上五个要素进行分析的基础上，构建了包括 5 个维度、17 个评价指标、119 多个具体项目的完整的会计投资者保护评价指标。由于要进行综合评价，笔者采用层次分析法（AHP）建立了该评价指标体系的权重，形成了系统的评价体系。运用此评价体系，对我国上市公司进行了逐一评价，形成了中国上市公司会计投资者保护指数（AIP）。

三、会计投资者保护：指数效度与指数检验

一套好的评价体系应具有良好的信度与效度，为了检验中国上市公司会计投资者保护指数（AIP）的效度，利用

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

中国上市公司的财务数据和市场数据对 AIPI2010 进行了检验。

从理论上说,投资者保护指数得分越高的公司,其信息风险越低、代理成本越低,而由于内部控制良好、财务运行有效,所以能够为公司带来较高的绩效。采用总资产净收益率 (ROA) 来表示公司的绩效,ROA 反映公司运用总资产获取净利润的能力,净利润反映的是可以由股东享有的部分,ROA 越高,则说明公司的盈余能力越强,股东价值越有实现的可能性。当然,公司利润的获得具有一定的时滞性,因此分别使用当年的 ROA 和滞后一年的 ROA,分析投资者保护指数与公司绩效的关系。

股东收益体现在两个方面,一是股东享有的企业收益,二是股东获得的资本利得。投资者保护程度越高,企业价值越大,股东财富越高。首先采用托宾 Q (TQ) 来代表企业价值,托宾 Q 能够较好地反映公司的无形资产,体现公司的未来价值和公司的成长性,另外托宾 Q 的计算数据来源于市场指标,对公司而言,不易被管理层管理和操纵。但是,由于中国市场的非理性、股市波动、公司资产重组等问题的存在,可能会降低托宾 Q 对公司绩效的解释力。为了弥补这种不足,同时采用另外一个指标,即股东实际获得的投资回报 (RETURN,表示公司股票的年度市场回报) 来反映对股东利益的保护情况,当然由于信息传递、吸收的时滞性,这种回报可能体现在当期,也可能体现在以后各期。因此,与公司绩效类似,同时采用了当年指标和滞后一年的指标。

在检验中,选择了五个控制变量:

1.资产规模 (ASSETS)。采用公司当年末的资产规模,以控制不同资产规模对公司业绩和价值的影响,对于资产规模采用年末总资产的自然对数。

2.杠杆水平 (LEV)。采用公司年末的资产负债率以控制公司杠杆水平不同对公司业绩与价值的影响。

3.公司上市时间长短 (LENGH)。由于上市时间长短、上市时段和上市时所处的制度背景不同,上市时间对公司绩效与股东价值会带来影响。

4.终极控制人 (CONT)。对于终极控制人性质,把终极控制人分为两个类别,一类是国有控股;另一类是非国有控股。

5.行业 (IND)。笔者按证监会标准,把公司分为 20 个行业 (其中制造业按 2 级代码),以控制行业因素对公司绩效的影响。

相关变量的名称及表示符号见表 1。

表 1 投资者保护指数与公司绩效检验的变量表

变量名称	变量符号	变量说明
投资者保护指数	AIPI	投资者保护数据库
公司会计收益	ROA	净利益 / 年末总资产
股东价值	TQ	(股本市值+债务净值) / 年末总资产
股东收益	RETURN	考虑现金红利再投资的股票回报
资产规模	ASSETS	年末总资产的自然对数
杠杆水平	LEV	年末资产负债率
上市时间长短	LENGH	截至 2009 年末的上市年数
终极控制人	CONT	哑变量,最终控制人为国有设为 1
行业	IND	证监会行业分类,共分了 20 个行业

采用下面的模型检验投资者保护指数与公司绩效的关系。

$$Y_i=\beta_0+\beta_1 CIPI_i+\beta_2 ASSETS_i+\beta_3 LEV_i+\beta_4 LENGH_i+\beta_5 CONT_i+\sum_{j=6}^{24}\beta_j IND_i+\varepsilon$$

其中 Y_i 分别代表 ROA_{2009}、ROA_{2010}、TQ_{2009}、TQ_{2010}、$RETURN_{2009}$ 和 $RETUNRN_{2010}$。

回归结果见表 2、表 3 和表 4。

从表 2 来看,投资者保护指数与当年 ROA 有很强的正相关关系,但与下一年度的 ROA 没有显著相关关系。这说

表 2 投资者保护指数与会计收益的回归结果

	以 ROA_t 为因变量		以 ROA_{t+1} 为因变量	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值
AIPI	0.0032***	5.47	0.0011	0.47
ASSETS	- 0.0012	- 1.28	- 0.0040	- 1.04
LEV	0.0004**	2.25	0.0006	0.92
LENGH	- 0.0213***	- 3.94	0.0070	0.3
CONT	0.0119***	5.79	- 0.0135	- 1.63
IND	控制		控制	
F 值	11.52***		2.28***	
adj_R^2	16.34%		3.84%	
N	1 347		804	

注:AIPI 来源于“中国上市公司会计投资者保护评价报告 (AIPI2010)”(谢志华等,2011),下同。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表3　投资者保护指数与托宾Q的回归结果

	以 TQ_t 为因变量		以 TQ_{t+1} 为因变量	
	回归系数	T值	回归系数	T值
AIPI	0.0122	1.17	0.0115	0.79
ASSETS	0.0419**	2.45	- 0.0286	- 1.26
LEG	0.0005	0.18	- 0.0016	- 0.4
LENGH	- 0.1975**	- 2.08	- 0.1719	- 1.24
CONT	- 0.6755	- 18.72	- 0.0390	- 0.79
IND	控制		控制	
F值	29.00***		19.71***	
adj_R^2	34.22%		36.81%	
N	1 347		804	

表4　投资者保护指数与个股年度回报的回归结果

	以 $RETURN_t$ 为因变量		以 $RETURN_{t+1}$ 为因变量	
	回归系数	T值	回归系数	T值
AIPI	- 0.0261	- 0.82	0.0140***	3.59
ASSETS	- 0.0094	- 1.06	- 0.0127**	- 2.08
LEG	0.0024	1.63	- 0.0008	- 0.78
LENGH	- 0.1580***	- 3.20	- 0.0447	- 1.21
CONT	- 0.0478**	- 2.55	- 0.0864***	- 6.54
IND	控制		控制	
F值	2.86***		6.41***	
adj_R^2	3.34%		13.46%	
N	1 347		804	

明，所建立的投资者保护指数很好地反映了公司的会计收益能力，投资者保护指数能够较好地反映公司管理层对公司价值的保护水平。

为了进一步分析投资者保护指数与公司价值的关系，采用托宾Q为因变量进行回归，结果如表3。

从表3来看，投资者保证指数不能很好地解释当年公司价值与下一年度的公司价值，也就是说，公司投资者保护指数高的公司，其公司的价值不一定高。分析其原因，主要可能是我国股票市场的有效性不足、投资者保护程度高，或者说会计信息质量高、内部控制完善、财务运行良好的公司其市场相对价值不一定就较高，即公司业绩与公司状况与投资者保护程度可能是脱节的。

当然，由于采用的是截面数据，只能反映相对各公司间的相关价值差异。为了更进一步分析投资者保护指数的股东价值保护情况，采用个股市场收益作为被解释变量，分析投资者保护指数与股东市场收益的关系，结果见表4。

从表4可以看出，投资者保护指数(AIP)对本年股票回报没有显著的解释能力，但对于下年回报的解释力却很强，回归系数为0.014，且在1%的水平上显著。这是因为，公司2009年的信息在2010年投资者才能得到，市场对公司投资者保护程度的深入认识和理解需要一个过程，因此投资回报有一定的滞后性。

股票回报与公司的会计业绩不同，会计业绩是内含在公司的内部控制质量、财务运行质量及代理成本之中的，会计业绩会与投资者保护程度同时呈现。然而，市场回报不同，外部投资者有一个接受、吸收和消化信息的过程，只有投资者在上市公司的信息披露完成后，才能比较深刻地理解公司的投资者保护状况，公司才会产生超额回报。换句话说，利用2009年的指数在2010年进行投资，具有较强的套利空间。

总之，建立一套从会计角度评价投资者利益保护程度的指标体系具有重要意义，以“三层价值、五种机制”为框架建立的评价体系及指数，能够显著地解释公司当年会计业绩及下一年度股票的回报。中国上市公司投资者保护指数(AIP)能够很好地作为公司价值和股东价值保护的代理变量。当然，由于市场的非有效性，这种作用在目前仍然受到一定的限制。●

【参考文献】

[1] 谢志华，等.会计投资者保护评价及其指数研究[M].经济科学出版社，2011.

[2] 谢志华，等.中国上市公司会计投资者保护评价报告(AIPI2010)[M].经济科学出版社，2011.

[3] La Porta, R., F. Lopez- de- Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Law and Finance[J].Journal of Political Economy, 1998(6)：1113- 1155.

[4] Francis J., D. Philbrick and L. Vincent, The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns[J].Contemporary Accounting Research，2003(20)：121- 164.

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net