会计的投资者保护功能及评价*

北京工商大学“会计与投资者保护”项目组

【摘要】会计通过法律机制、社会规范与市场机制保护投资者利益，并有三个基本路径：事前逆向选择规避、事中决策与控制、事后背德惩戒。以此为出发点，建立了五个要素、三层目标、三种机制及三个路径的会计投资者保护的理论框架。在此基础上，设立了五个方面的指标，建立了中国上市公司投资者保护指数（AIPI），并对2010－2012年中国上市公司会计投资者保护状况进行了评价。经过检验，AIPI具有良好的效度，能够显著地解释公司下一年度的会计收益、股票回报、违规和权益资本成本。AIPI作为中国上市公司投资者保护的代理指标，能够比较有效地反映其会计投资者保护的现状并具有一定的预测价值。

【关键词】投资者保护　投资者保护指数　会计投资者保护

投资者保护是当前我国资本市场监管的重中之重（肖钢，2014），投资者保护既是法律保护，同时也是社会规范保护与市场机制保护，会计在其中能够且需要发挥基础性作用。会计的投资者保护功能，既通过法律、社会规范和市场这三种机制实现，又有其特定的目标和路径。

会计在提高公司契约有效性、降低代理成本、提升投资效率等方面发挥基础性信息和基础性制度功能。会计的投资者保护功能及机制很早就引起了西方学者的关注（如Watts，1977），尤其随着资本市场的发展，盈余管理、会计丑闻等问题成为侵害投资者利益的重要杀手，这使会计的目标开始变迁，由早期的“强调决策有用性的用户需求观”，逐渐演化为“强调透明度的投资者保护观”（Levitt，1998；崔学刚，2007）。这种观点认为资本市场中，会计在投资者保护过程中发挥着重要功能（La Porta et al.，1998、2000；Bushman and Smith，2001；葛家澍和陈守德，2001；魏明海等，2007；陆正飞等，2007）。然而，学界对于投资者保护目标层次、要素体系、作用机制及作用效果缺乏系统性的研究，也未对投资者保护的会计需求予以足够重视（姚文韵和崔学刚，2011），虽然一些学者试图寻找会计发挥投资者保护功能的经验证据，但尚未获得一致结论（曾颖和陆正飞，2006；李远鹏和牛建军，2007）。本文试图探索会计①发挥投资者保护功能的目标、机制及路径，在此基础上建立会计投资者保护指标体系，并利用中国资本市场的数据进行评价与检验。从新的视角进行会计投资者保护的机制分析、指标评价及评价检验，是一项探索性的工作，对于深化认识会计功能、完善会计准则及推进资本市场监管等方面具有重要意义。

一、会计投资者保护功能的实现机制

在两权分离，特别是在股东分散的资本市场条件下，会计具有重要的投资者保护功能。这种保护功能及其实现有其内在逻辑结构，包括目标层次、构成要素、作用机制与实现路径。

（一）投资者保护本质及其认识

对于投资者保护的本质，大致有三种认识：法律规范论、社会规范论与市场机制论。

第一种观点认为投资者保护的本质是一种法律保护。在不同法律体系下，投资者具有不同的权利界定，相应具有不同程度的投资者保护水平。投资者保护的水平取决于法律制度的完整性，而法源是决定投资者保护水平的重要因素。La Porta et al.（1997、1998、1999、2000、2001）开创的“法与金融”研究，强调法律对投资者利益的保护，认为法源对投资者保护水平具有决定作用，法律执行效率是重要影响因素。该观点也得到Claessen et al.（2000）和Burkar et al.（2002）的支持。第二种观点认为投资者保护本质是由社会规范来决定，而非主要由法律决定。社会规范是一个社会中的非正式规则、价值观与文化。市场监管中的社会环境与社会规范决定了投资者保护水平。这种观点认为，包括控制权私有收益的社会容忍度（Nenova，2000）、政府管制（Glaeser et al.，2001；陈冬华，2008）和社会文化（Pistor et al.，2000；Licht et al.，2001）等这些社会规范可能比正式的法律规范更有效，更

* 本文是国家社科基金项目（11CGL025、11CGL025），北京市教委社科计划重点项目（SZ201210011007）和创新团队项目（IDHT20140503），教育部人文社科青年基金项目（10YJC790374），北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目（GZ20130801）的阶段性研究成果。项目负责人：谢志华，项目组成员：崔学刚、杜海霞、杜勇、柯剑、刘红晔、刘恋、刘婷、马建威、毛新述、穆林娟、牛红军、粟立钟、孙玥璠、王峰娟、王纪平、王简、王欣冬、杨有红、张宏亮、张继德、支春红。通讯作者（执笔）：张宏亮。

① 狭义的会计往往指财务会计，广义的会计还包括（但不限于）保障会计运行或以会计基础的外部审计、内部控制、管理控制（会计）及财务运行。本文用其广义的概念。

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

能解释不同国家或地区间投资者保护的差异。第三种观点认为资本市场中投资者保护功能本质上是通过市场机制实现的。在一定的法律规范与理性预期下，股票市场（Stigler，1964）、债务市场（Qian et al.，2007）、控制权转移市场（Nevova，2003；Dyck and Zingales，2004）、经理人市场（Jensen，2001；Kato et al.，2006）乃至产品市场会形成对管理层的正向或负向激励，从而降低代理成本，提升公司价值。

我们认为，投资者保护需要法律规范、社会规范以及市场机制共同构建，协同发挥作用。首先，完善的法律和高效的执行可以明晰产权，提升股东和经理对剩余索取权与剩余控制权边界认识的清晰度和一致性，提升受托人利益侵占和损害的机会成本，提高投资者因利益损害而获得赔偿的可能性。其次，社会规范通过证券市场监管和利益集团的博弈来发挥投资者保护作用。如陈冬华（2009）发现，受证监会和证券市场交易所处罚的公司，会导致公司以及公司所在省份后续融资的减少，而这一结果没有任何法律或法规规定，其源于社会的隐性规则。最后，在既定法律框架和社会规范下，市场机制会发挥作用，企业高管在市场机制激励和约束下，自动保护企业价值与股东价值，形成投资者保护的内在动力。

这三种机制的投资者保护功能发挥，都需要公司层面透明而高质量的信息体系、有效的内部控制体系、管理决策体系以及财务运行体系。会计为其提供基础性信息与基础性制度，是投资者保护的重要基础。

（二）会计投资者保护及其理论体系

会计体系在法律法规、社会规范和市场机制的协同作用下，通过事前逆向选择规避、事中决策与控制、事后背德惩戒，在不同层面上保护公司价值、股东价值与中小股东价值，并最终保障投资者的投资价值（谢志华等，2011）。

1. 会计投资者保护的五个构成要素

会计的投资者保护体系，既包括会计信息本身，也包括会计的相关体系，即外部审计、内部控制、管理控制和财务运行。会计信息是投资者投资决策依赖的基本信息，也是不同利益相关者博弈的必备要素。内部审计在一定程度上保证了会计信息的可靠性，强化了其基础性信息与基础性制度的功能。内部控制体系既是高质量会计信息生成过程的控制要素，又是企业经营活动中应对风险冲击的重要屏障，管理控制与财务运行体系对企业成长与增值起支持作用，是企业价值增值的重要保障。这五个方面相辅相成，在不同层面发挥投资者保护作用，财务活动与管理控制（决策）是企业价值的直接提升要素，也会间接提升投资者的投资价值。会计信息一方面提升投资者对公司定价的有效性，另一方面也提升了投资者对经理层监督与评价的效率，是投资者的直接保护要素。内部控制在保证会计信息质量的同时，也会提升管理控制与财务决策的有效性。这五个方面在不同层面与角度保证投资者最终投资价值的实现。

2. 会计投资者保护价值目标的三个层次

投资者的投资价值不是抽象的、普适的，而是在特定语境、特定时间与空间下的具体价值。从中国资本市场来看，我们所要保护的投资价值是有层次、有侧重的。相应会计投资者保护的价值目标也是一个具体的、分层的体系。从保护的价值享有主体来看，表现为企业价值、股东价值与中小股东价值，这三个价值具有不同的内涵，体现其背后价值享有主体的矛盾与统一。企业价值是基础，是投资者保护的第一层价值。但是在两权分离的环境下，会出现第一级代理关系，即股东与经理两个利益层的委托代理关系（Jensen and Meckling，1976），并出现堑壕效应（Morck et al.，1988），经理层为了自身利益的最大化可能损害股东价值，因而在第一级代理关系存在的情况下，会出现企业价值保护与股东价值保护不一致现象，进而引出投资者保护的第二层价值——股东价值。在资本市场与股东分散化条件下，主要的代理问题转化为大股东与中小股东间的利益冲突，大股东通过“掏空”侵害中小股东利益（La Porta et al.，2002；Dyck and Zingales，2004；Cheung，2006），因而保护股东价值的主要问题是中小股东价值保护问题，从而出现第二级代理关系，大股东与中小股东，所以股权分散的资本市场条件下投资者保护的焦点是中小股东价值，即投资者保护的第三层价值。

（三）会计的投资者保护功能的实现机制及路径

会计通过法律机制、市场机制与社会规范保护股东价值，有三个基本路径：事前逆向选择规避、事中决策与控制、事后背德惩戒。

从事前来看，会计的投资者保护功能体现为逆向选择规避与市场资源配置。在两权分离条件下，外部投资者与企业之间形成一个柠檬市场，从上市公司来看，存在股东与管理层、大股东与小股东、大机构与中小投资者之间的信息不对称，包括信息源不对称、信息的时间不对称和信息的数量不对称（蓝文永，2009），这种信息不对称引发的“逆向选择”将会导致市场失败（Akerlof，1970）。从投资者角度来看，会计能够降低信息不对称，提高投资者对公司价值与风险估计的精度，降低其投资失误的概率。这是会计降低事前代理成本，而起到投资者保护功能的最基本表现。从市场层面来看，在外部审计与内部控制作用下所产生的高质量的会计信息能缓解市场的信息不对称，将公司内部信息转化为外部信息以控制可能的逆向选择（Scott，2003），防止出现“劣币驱逐良币”的现象，促进资源的合理配置及投资者与企业间的良性互动。会计在其中既是一个法律工具，同时更多体现的是市场机制的作用。

从事中来看，在于会计体系的决策与控制价值。企业的决策有管理控制决策（如全面预算管理、价值链管理、业绩评价与考核、成本管理等）与财务决策（如投资决策、筹资决策与运营决策）。管理会计与财务运行本身是决策的工具，会计信息是决策的基础，内部控制是强化这些决策、提高过程质量的手段。企业的本质是一种市场配

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

置要素资源的替代，是短期契约的长期化，是平等要素提供主体的层级化与权威化（Coase，1937），这个契约表现为不完备契约（Cheung，1983）和隐性契约（陈冬华等，2008）。基于管理层经验、偏好与个人价值的管理控制决策与财务决策更多体现了隐性契约与不完备契约的特点。这种不完备契约的执行可以填补正式契约的不足，但也会形成对契约双方原定契约目标的偏离与扭曲。决策效率的高低一方面依赖于制度设计与目标导向，但更多依赖于社会规范、价值观、文化制约下各方默认的一致隐性预期，这种预期的无偏性、稳定性、强度与弹性，更多取决于所处环境中的文化、伦理、价值观等非正式契约或者社会规范，取决于藏而不露、心领神会的“无形之手”。在企业管理决策实践中，这种基于隐性契约与社会规范的决策与运行机制表现出强大的生命力，如联想集团以“事为先，人为重”原则展开集团的经营，变“齿轮文化”为“发动机文化”（柳传志，2007），宝钢集团的“异层级”思想与行为（王凤彬，2009），强调的不是决策的统一性与制度化，而是以非正式制度为核心的决策的效率性问题。

内部控制也是一个重要的投资者保护的过程要素，其目标被设定为合理保证企业合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果（企业内部控制基本规范，2008）。内部控制的本质表现为企业组织体系中各相关的平等利益主体之间的相互制衡和各科层权力主体依上而下的监督（谢志华，2009）。从监督来看，会存在监督权力外溢现象（陈冬华等，2008），组织内部会通过声誉机制、组织压力、自律机制和非正式沟通实现对正式监督制度的替代；从制衡来看，其运行更多基于平等主体的利益冲突、基于“三个和尚没水吃”的行为效应和基于非正式组织的社会规范效应。

从事后来看，会计体系存在或创造一种市场化的管理层或大股东背德的声誉机制与惩戒机制（Dyck and Zingales，2004；向凯和陈胜蓝，2007；崔学刚，2011），表现在资本市场、经理人市场与产品市场。透明而高质量的会计信息、有效的内部控制、高效的管理控制决策与财务决策能够降低外部投资者的信息风险与投资风险，并降低公司的股权与债务融资成本；失败的投资与运营、低下的经营业绩更可能引起高管的更换；高质量的审计师会提升公司股票的价值相关性，选择四大事务所能显著提高公司价值（Fan and Wong，2005）等等。这些机制又会进一步反馈到事前与事中机制上来，强化了会计的投资者保护功能。

根据以上分析，我们建立了会计投资者保护的一般理论框架（见图1）。

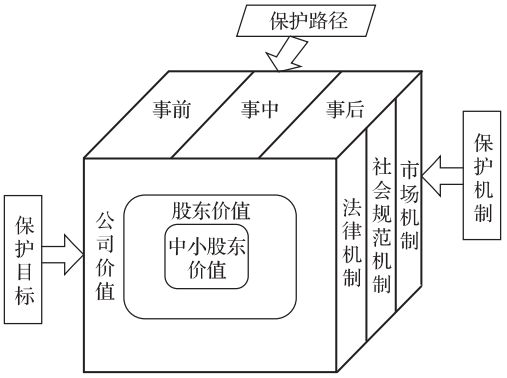


图1　会计投资者保护的理论框架

二、会计投资者保护的评价指标与方法

会计具有投资者保护功能，此功能发挥具有复杂的机制与路径。从会计体系构成要素出发，分析要素中体现保护机制、遵循保护路径并可以实现保护目标的子要素与具体指标，可以实现对公司投资者保护程度的评价。基于此，我们从这些要素的运行质量出发，建立评价指标体系，并对上市公司展开评价②。

（一）会计信息质量与投资者保护指标

可靠、相关和透明的会计信息才有助于缓解公司各利益相关者之间的信息不对称程度，提升投资者的决策效率以及投资者的监督评价效率。因此，我们从公司会计信息的可靠性、相关性和信息披露质量三个方面来评价一个公司会计信息发挥投资者保护作用的程度。

1. 可靠性。可靠性主要通过盈余管理和盈余稳健性来衡量，具体指标为：（1）盈余管理程度，我们采用分行业的Jones模型进行测度；（2）盈余稳健性，我们使用公司层面的Basu模型（Khan and Watts，2009）测度每家公司的会计稳健性。同时，我们考虑了年报审计意见及年报重述，修正对公司稳健性的判断。

2. 相关性。按照FASB和IASB的观点，财务报告的主要目标是向会计信息使用者提供与决策相关的信息，从投资者保护观点出发，财务报告能够为投资者提供决策相关的信息，可以促进外部投资者投资决策的有效性，以维护其投资利益。我们采用年报盈余的信息含量（INFO）和年报盈余的价值相关性（REVE）综合测度公司会计信息的相关性。

3. 信息披露。信息披露包括非财务信息与财务信息披露。本指标主要从股东、董事会及董事、激励与约束、监事会、审计机制、利益相关者6个非财务信息披露维度和

② 限于篇幅，本文仅简要解释了会计投资保护五个方面的指标及其子指标，具体的指标细目、指标内涵、指标口径、指标选择依据、评价模型、数据取得方法、计分方法等阐述可参见谢志华等（2011），也可以向通讯作者索取。

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

报表项目明细、重大事项说明2个财务信息披露维度共49个具体条目对上市公司信息披露状况进行评价。

（二）内部控制质量与投资者保护指标

内部控制运行、内部控制信息披露和内部控制外部监督是内部控制的三个主要层面。其中，内部控制运行是关系内部控制质量高低的关键环节，内部控制信息披露和外部监督是其重要的补充。在以上三个层面下，我们构建了由人文环境、治理结构、业务控制、内控信息披露和外部监督5个指标组成的内部控制二级评价指标，针对每一个二级指标，根据其重要性、相关性、可行性等原则又分别设置了数目不等的三级子指标（24个）（表略）。

在每一个三级子指标下，根据其项目内容设立了不同的评价条目（共70个条目）。对于条目评价，我们采取的评价方法包括：（1）二分法，条目有得1分，没有得0分；（2）三分法、四分法或五分法，部分指标没有单纯采用形0、1二分法评价，而是根据其具体状况对介于最差（0）与最好（1）之间的公司赋以主观分数；（3）减分法，如被处罚，则扣除相应的分数。

（三）外部审计质量与投资者保护指标

我们将外部审计质量的评价指标分为三大类：一是审计独立性指标；二是审计质量指标；三是审计保障指标。

1．审计独立性指标。对于审计独立性我们以被审计客户重要性、会计师事务所审计收费的合理性和审计任期等子指标进行测度。

2．审计质量。（1）审计师的行业能力，是指审计师拥有的对特定行业的审计经验和审计专业技能；（2）事务所行业评价，我们以上一个年度的业务收入作为会计事务所在行业中地位的评价依据，并进行排名，排名越靠前，说明该事务所的行业能力越强；（3）事务所中注册会计师占总人数比重，此指标可以表示一家事务所的专业水平和专业胜任能力。

3．审计保障。审计保障表示会计师事务所在审计失败时能给投资者损失提供补偿的程度。审计保障程度的大小取决于两个因素：一是法律法规的完善程度和执法力度；二是会计师事务所的规模和资本金大小。根据这两个因素，我们设立两个方面的指标表示审计保障：（1）法律保障程度，取决于法律的完备程度和执行力度，在我国境内，法律保障程度主要体现在不同地区（省份）执法的力度；（2）会计师事务所的规模，以会计师事务所注册资本的大小来表示其审计保障程度。

（四）管理控制质量与投资者保护指标

1．流程管理。包括研发、生产、销售和信息系统等内容，具体包括：（1）研发强度；（2）生产成本控制效率；（3）销售费用的支出效率；（4）管理活动控制效率；（5）信息系统运用情况。

2．市场竞争力。主要看公司在同行业中的竞争地位和其核心产品的竞争力，我们用其相对市场份额与核心产品的盈利能力来测度。包括：（1）相对市场份额；（2）核心产品竞争力。

（五）财务运行质量与投资者保护指标

财务运行质量关系投资者所投资的公司价值的实现问题，财务运行质量可以从公司的投资质量、资金运营质量、筹资质量和股利分配质量方面进行测度。

1．投资质量。包括投资效率质量和投资结构质量：（1）投资效率，投资效率以公司的投资过度或投资不足程度（非效率投资程度）来测度；（2）投资结构，我们以公司多元化程度大小来测度其投资结构的优劣。

2．资金运营质量。对于此指标，我们采用了最常用与经典的指标，包括：（1）现金周期，现金周期=应收账款周转期+存货周转期－应付账款周转期，该指标是反向指标；（2）经营性流动资产比重，经营性流动资产比重=经营性流动资产/流动资产；（3）流动比率。

3．筹资质量

我们采用资本结构、资本成本与担保程度来衡量上市公司的筹资质量：（1）资本结构，资本结构=非流动负债（期末数）/所有者权益（期末合并数）；（2）股权资本成本，我们采用资本资产定价模型（CAPM）来计量股权资本成本，该指标为反向指标；（3）担保程度，担保程度=担保金额/所有者权益，我们以行业平均数作为基本的评价标准。

4．股利分配质量。我们以上市公司的股利支付率评价其股利分配质量。股利支付率表明投资者从上市公司获得既定回报大小，是一个重要的股东权益保护指示器，股利支付率=股利支付额/净利润。

根据以上分析，我们建立了会计投资者保护的评价指标体系（表1）。

表1　　会计投资者保护评价指标及权重

一级指标（%）	二级指标及权重（%）	三级指标及权重（%）
投资者保护质量（100）	会计信息质量（24.29）	可靠性（40.95）、相关性（28.18）、信息披露（30.87）
	内部控制质量（25.01）	人文环境（16.18）、治理结构（25.37）、业务控制（19.77）、信息披露（19.06）、外部监督（19.62）
	外部审计质量（16.75）	独立性（40.32）、审计质量（38.13）、保障性（21.55）
	管理控制质量（12.50）	流程管理（60.00）、市场竞争力（40.00）
	财务运行质量（21.46）	投资质量（29.31）、筹资质量（16.44）、资金运营质量（32.29）、股利分配（21.96）

注：指标权重采用AHP方法取得。具体指标内涵及权重取得过程见谢志华等（2011）。

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

我们使用上述指标体系对2009－2011年度的中国上市公司的会计投资者保护状况进行了评价。由于数据分别截至2010年、2011年和2012年的4月30日，因而在本文中我们分别称为2010、2011和2012年度的评价。

三、中国上市公司会计投资者保护指数：2010－2012

（一）总体状况

中国上市公司会计与投资者保护指数的数据来源于公开信息（公司网站、巨潮资讯网、中国证监会、沪深交易所网站等）以及国泰安数据库、北京色诺芬CCER数据库。2010年评价中剔除了数据信息不全公司及创业板公司，2011年和2012年分别评价了包括金融类公司和创业板公司在内的所有上市公司。所评价公司投资者保护状况见表2。

表2　　中国上市公司投资者保护总体状况（2010－2012年）

各级指数	2012年		2011年		2010年	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
投资者保护指数	54.51	5.52	54.70	5.44	57.15	4.84
－会计信息指数	55.11	13.08	55.10	10.84	55.53	7.05
－内部控制指数	54.90	9.01	55.20	12.37	58.12	11.54
－外部审计指数	55.32	8.63	58.83	7.11	60.73	8.06
－管理控制指数	51.63	10.86	54.27	4.54	－	－
－财务运行指数	54.38	10.20	50.72	8.73	55.51	5.81

注：项目组未对2010年的管理控制质量进行评价。

从总体上来看，中国上市公司2010－2012年度的投资者保护均值都处于及格线以下，并且呈缓慢下降态势，由2010年的57.15分下降到2012年的54.51分。从分指数来看，外部审计的质量较高，而管理控制与财务运行的质量较为低下，内部控制质量处于中间水平，但其公司间波动较大，并且呈下降态势。

（二）分行业投资者保护状况

我们以中国证监会行业分类作为标准，对上市公司分行业的投资者保护状况进行了评价（表略）。金融业的投资者保护水平最高，连续两年排名第一，交通运输仓储业会计投资者保护水平较高且比较稳定，连续3年在所有行业中排名进入前5名，电子业的投资者保护水平也较高，但波动较大；石化塑料、综合类及农林牧渔业的会计投资者保护水平都较低。从投资者保护的稳定性来看，金融业、电力、煤气及水的生产和供应业、石化塑料业的投资者保护水平比较稳定，连续3年名次波动都不大。

（三）分地区投资者保护状况评价

投资者保护在各地区之间可能存在差异，我们按照上市公司注册地的不同，分不同省份（直辖市、自治区）进行分析，观察不同地区上市公司投资者保护的特征，并比较其差异（表略）。从近3年看，浙江、北京与广东3个省（市）的投资者保护水平较高且非常稳定；宁夏、西藏和青海3个西部省份的投资者保护水平较低，连续3年排名都比较靠后。从投资者保护的稳定性来看，除北京和浙江外，宁夏、甘肃与河南的投资者保护水平波动较小，而贵州、福建和天津的投资者保护水平各年间变化较大。

（四）对地区和行业投资者保护的进一步分析

为了进一步分析和检验行业与地区间投资者保护的差异，我们对地区与行业分大类进行了检验与分析。地区上，根据我国对大地区区位（东、中、西部）的划分，我们把31个省市区归为三个大类，东部区域、中部区域和西部区域，并进行检验。检验结果见表3。

表3　　地区（东、中、西部）投资者保护差异及其检验

	地区投资者保护平均指数			地区投资者保护差异（括号内为t检验的p值）		
	东部	中部	西部	东－中	中－西	东－西
2010年	57.86	56.49	55.58	1.37*** (0.0000)	0.91** (0.0224)	2.28*** (0.0000)
2011年	55.33	54.07	52.68	1.26*** (0.0001)	1.39*** (0.0013)	2.65*** (0.0000)
2012年	55.17	53.44	52.51	1.73*** (0.0000)	0.92*** (0.0000)	2.66*** (0.0000)

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

分地区来看，东部地区公司的投资者保护水平最高，西部最低，具有显著差异。这主要与地区经济发展水平、市场发育程度、融资约束程度、法律环境、政府干预及政商关系有关。经济越发达、市场化程度越高，市场机制在投资者保护中的作用发挥越好，外部治理的力度越强；从融资约束来看，中西部地区存在较高的融资约束，上市公司上市动机和再融资动机更强，由于外部治理弱化，内生性增长乏力，会产生比较强的对投资者尤其是中小投资者损害的动机和行为（从早期的蓝田股份、红光实业、银广夏、伊利股份到近期的绿大地、万福生科等，很多严重损害投资者利益的上市公司分布在中西部地区）；从法律环境来看，东部地区的执法环境更好，股东利益受损的维权意识更强，有利于提高东部地区上市公司的投资者保护意识和保护水平；从政府干预和政商关系来看，西部地区政府对市场的干预程度更高，政商关系更密切，由于有政府的背书或隐性承诺，中西部地区上市公司具有更小的内在动力进行投资者保护建设。这一结果也与樊纲等（2011）的结果一致。

樊纲等（2011）认为，就产业部门而言，制造业、建筑业、商业等竞争性部门的市场化程度较高，而资源性和涉及资源的产业（如石油、天然气、矿业和房地产开发）、具有天然垄断属性的产业（如电力、电信、铁路等部门）、有公共产品属性的产业（如教育、文化和传播等），市场化程度较低。借鉴其思路，我们认为可以按资源依赖程度、政府干预程度、市场竞争程度把产业分为两大类：（1）高政府干预、高资源依赖和低市场竞争行业；（2）低政府干预、低资源依赖和高市场竞争行业。我们把证监会行业分类中的农林牧渔业、采掘业、石油化学塑胶塑料业、金属非金属业、电力煤气及水的生产和供应业、房地产业、传播与文化产业归于第（1）类，剩余产业划归第（2）类，并进行了检验（结果见表4）。

从表4可见，高政府干预行业、低市场竞争行业与高资源依赖行业的投资者保护水平显著低于其他行业，并在1%的水平上显著，这些行业的市场化程度低、外部约束与治理力量更弱、违约责任转移的可能性越大、具有治理软约束特征，因此其投资者保护水平较低。

表4　行业（大类）投资者保护差异及其检验

	行业（大类）投资者保护平均指数		行业（大类）投资者保护差异
	（1）类	（2）类	
2010年	56.47	57.54	-1.07*** (0.0003)
2011年	53.96	55.12	-1.16*** (0.0000)
2012年	54.02	54.74	-0.72*** (0.0000)

（五）分最终控制人的投资者保护状况评价

上市公司按照其最终控制人类型，可以分为国有控股、民营控股、外资控股、集体控股和其他控股（2012年上市公司中由于无控制人企业数量增多而集体控股企业减少，因而进行了重分类）。通过分终极控制人的投资者保护状况评价，可以分析终极控制人类型对中国上市公司投资者保护的影响。

总体来看，国有控股的投资者保护水平相对平稳且较低，连续三年都排名第四；民营控股公司2010年投资者保护水平比国有控股公司高，而2011与2012年排名垫底，处于较底水平。集体控股、无控制人企业及其他控制类型公司的投资者保护水平较高，但由于数量有限，其投资者保护水平仅具有参考意义。

（六）指数效度检验

信度与效度是评价指标体系优劣的主要标准。我们从会计投资者保护指数对以下四个方面的解释程度来检验指数的效度：（1）会计收益（ROA）；（2）市场收益；（3）违规概率；（4）权益资本成本。

1. 投资者保护指数对下年ROA的解释力。从表5来看，投资者保护指数（AIPI）对下一年度ROA具有较强的解释力（控制规模、杠杆、上市时间、第一大股东持股比例及最终控制人类型，下同），无论是分年度回归、混合回归还是控制年度和行业固定效应的回归，投资者保护指数（AIPI）与下一年度的ROA存在正相关关系，且在1%的水平上显著。

表5　会计投资者保护指数（AIPI）对公司ROA的解释力检验（被解释变量ROA_{t+1}）

	分年度回归						混合回归		年度和行业固定效应	
	2010年		2011年		2012年					
	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
会计投资者保护指数（AIPI）	0.0013***	4.28	0.0018***	7.06	0.0018***	9.45	0.0018***	13.95	0.0018***	13.25
控制变量	略	略	略	略	略	略	略	略	略	略
截距	-0.0715***	-2.67	-0.0175	-0.83	0.0235	1.6	0.0005	0.04	0.0023	0.21
拟合优度（调整后R^2）	0.072		0.0543		0.1177		0.0635		0.065	
模型整体显著性（F值）	18.05***		18.91***		51.96***		62.99***		48.66***	
公司数量（N）	1319		1874		2293		5486		5486	

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著，下同。

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

2. 投资者保护指数对下年股票回报的解释力。我们以个股下一年度的市场回报作为被解释变量，分析投资者保护指数对股东投资价值的解释力。对于个股市场收益，我们采用年度资产负债表日后（t+1年）5月月初到第t+2年4月末个股考虑现金分红再投资的市场回报。从结果来看，投资者保护指数（AIPI）对公司股票的下年回报具有较好的解释力度，无论是分年度回归、混合回归还是控制年度和行业固定效应的回归，其回归系数都为正，且都在1%的水平上显著（见表6）。

表6　会计投资者保护指数（AIPI）对股票收益的解释力检验（被解释变量为下一年度个股回报）

	分年度回归						混合回归		年度和行业固定效应	
	2010年		2011年		2012年					
	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
会计投资者保护指数（AIPI）	0.0104***	4.55	0.0018***	7.06	0.0018***	9.45	0.0018***	13.95	0.0018***	13.25
控制变量	略	略	略	略	略	略	略	略	略	略
截距	1.2715***	6.07	−0.0175	−0.83	0.0235	1.6	0.0005	0.04	0.0023	0.21
拟合优度（调整后R^2）	0.1034		0.0543		0.1177		0.0635		0.065	
模型整体显著性（F值）	26.35***		18.91***		51.96***		62.99***		48.66***	
公司数量（N）	1320		1874		2293		5486		5486	

这说明，会计投资者保护指数不但具有较强的反映和验证作用，还具有较好的预测和指示作用，利用指数进行投资具有一定的套利空间。

3. 投资者保护指数对公司违规的解释力。我们进一步检验了投资者保护指数与公司违规（以中国证监会、沪深证券交易所、各地证监局的处罚公告为准进行统计，包括虚假记载（误导性陈述）、重大遗漏、占用公司资产、内幕交易等6种情形）概率的关系。检验结果见表7。

表7　会计投资者保护指数（AIPI）对公司违规的解释力检验（被解释变量违规概率）

	分年度回归						混合回归		年度固定效应	
	2010年		2011年		2012年					
	系数	Z值	系数	Z值	系数	Z值	系数	Z值	系数	Z值
会计投资者保护指数	−0.0500*	−1.83	−0.0308*	−1.86	−0.0677***	−5.5	−0.0661***	−7.7	−0.0536***	−5.99
控制变量	略	略	略	略	略	略	略	略	略	略
截距	10.2943***	3.6	3.8969***	2.71	2.8733***	2.88	5.1156***	6.54	4.1509***	5.17
拟合优度（R^2）	0.0891		0.0213		0.0347		0.0358		0.0470	
模型整体显著性（χ^2值）	50.56***		22.99***		63.31***		126.74***		166.52***	
样本数量（N）	1346		1918		2339		5604		5604	

从表7中可以看出，公司投资者保护指数与违规概率呈负相关关系，指数水平越高，违规概率越低。这说明，会计者保护指数能够有效地预测违规，这个结果与ROA、股票回报的检验结果相互印证。

4. 投资者保护指数对事前权益资本成本的解释力。公司的投资者保护指数越高，其公司层面的个别风险越低，投资者对公司的回报期望也越低，表现在公司的权益资本成本应该越低。我们对2010年和2011年两年的投资者保护指数与权益资本成本进行了检验。考虑到我国利率市场的管制化特征，我们检验了权益资本成本，权益资本成本采用基于事前的PEG模型测度。检验结果见表8。

表8　会计投资者保护指数（AIPI）对公司事前权益资本成本的解释力检验（混合回归）

	系数	T值
会计投资者保护指数	−0.0033***	−7.21
控制变量	略	略
截距	0.2035***	4.63

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

续表

	系数	T值
拟合优度（调整后 R^2）	0.0685	
模型整体显著性（F值）	5.29***	
样本数量（N）	1402	

从表8结果可以看出，投资者保护指数与权益融资成本之间呈显著的负相关关系，投资者保护指数与资本成本呈显著的负相关关系。

综上，从指数对公司会计收益、股东收益（股票回报）、违规和股权资本成本解释效果来看，投资者保护指数都是可靠的，具有较高的效度。指数能够在会计层面反映公司投资者保护的程度，它既可以作为投资的参考依据，也可以作为会计监管与资本市场监管的参考指标。

总之，会计通过多种机制发挥重要的投资者保护功能，从会计角度建立投资者保护的评价体系，具有可行性，也具有重要意义。同时，以会计投资者保护理论为框架建立的中国上市公司会计投资者保护评价指数，具有较强的效度，在解释与预测公司下年会计业绩、股票收益、违规及解释公司的权益资本成本上具有明显的优势。中国上市公司会计投资者保护指标及其指数可以作为上市公司投资者保护的评价的一个方面。当然，还需要进行持续不断地观察和评价，以提升其在中国资本市场中的作用。

主要参考文献

陈冬华，章铁生，李翔. 2008. 法律环境、政府管制与隐性契约. 经济研究，3：60～72

樊纲，王小鲁，朱恒鹏. 中国市场化指数——各省区市场化相对进程2011年度报告. 北京：经济科学出版社，2011.

葛家澍，陈守德. 2001. 财务报告质量评估的探讨. 会计研究，11：9～18

李远鹏，牛建军. 2007. 退市监管与应计异象. 管理世界，5：125～132

陆正飞，叶康涛. 2007. 产权保护导向的会计研究：新近研究回顾. 中国会计评论，1：113～130

魏明海，柳建华. 2007. 国企分红、治理因素与过度投资. 管理世界，4：88～95

夏立军，方轶强. 2005. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据. 经济研究，5：40～51

谢志华. 2009. 内部控制：本质与结构. 会计研究，12：70～75

谢志华，崔学刚，张宏亮等. 2011. 会计投资者保护评价及其指数研究. 北京：经济科学出版社

姚文韵，崔学刚. 2011. 会计治理功能研究：分析与展望. 会计研究，2：31～38

曾颖，陆正飞. 2006. 信息披露质量与股权融资成本. 经济研究，2：69～79

Bushman，R.，M. Smith，and J. Abbie. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. Journal of Accounting & economics，32（1－3）：237～333

Dyck，A.，and Z. Luigi. 2004. Private Benefits of Control：An International Comparison. Journal of Finance，59（2）：537～600

Ecker，F.，J. Francis，I. Kim，P. M. Olsson，and K. Schipper. 2006. A Returns－Based Representation of Earnings Quality. Accounting Review，81（4）：749～780

Fan，P. H.，and T. J. Wong. 2005. Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia. Journal of Accounting Research，43（1）：35～72

Holthausen，R. W.，and R. L. Watts. 2001. The Relevance of the Value－Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. Journal of Accounting and Economics，31（1－3）：3～75

Khan，M.，and R. L. Watts. 2009. Estimation and Empirical Properties of a Firm－Year Measure of Accounting Conservatism. Journal of Accounting and Economics，48（2－3）：132～150

La Porta，R.，F. Lopez－de－Silanes，A. Shldifer，and R. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. Journal of Finance，52（3）：1131～1150

La Porta，R.，F. Lopez－de－Silanes，A. Shleifer，and R. Vishny. 1998. Law and Finance. Journal of Political Economy，106（6）：1113～1155

La Porta，R.，F. Lopez－de－Silanes，and A. Shleifer. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. Journal ofFinancial Economics，58（1）：3～27

Levitt，A. 1998. The Importance of High Quality Accounting Standards，Accounting Horizons，12（1）：79～82

Nevova，T. 2003. The Value of Corporate Voting Rights and Control：A Cross－Country Analysis. Journal of Financial Economics，68（3）：325～351

Sloan，R. G. 2001. Financial Accounting and Corporate Government：A Discussion. Journal of Accounting & Economics，32（1－3）：335～347

Watts，R. 1977. Corporate Financial Statements，A Product of the Market and Political Processes. Australian Journal of Management，2（1）：53～76

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

Abstracts of Main Papers

On Off – balance – sheet Intangible Assets: Based on the Integration of Financial and Strategic Perspective
——Simultaneously Analyzing Intangible Resources, Intangible Assets and Intangible Capital

Xiang Xianhu & Liu Tian

Since present financial accounting system does not fully consider the value of off – balance – sheet intangible assets, there are many limitations in the theories and practices of financial management. Based on the shortcomings of the current financial system, this paper discriminates the concepts of intangible resources, intangible assets and intangible capital. And then, we discuss the management of intangible assets from financial and strategic perspective. To provide new ideas for the financial management, we propose a simple framework of intangible assets and financial strategy system.

Stock Market Reaction to Regulatory Investigation Announcements

Wu Xi & Zhang Junsheng

Prior event studies have examined investor wealth losses due to corporate misconduct in China's capital markets, using the regulator's formal sanction announcement as the relevant event. However, an important and earlier event (namely, the regulatory investigation announcement) has been overlooked. We find that the market reaction is a decrease of 2% around the sanction event (which is consistent with prior literature), while it reaches a decrease of about 6% around the investigation event, suggesting that focusing on the sanction event alone will substantially underestimate investors' wealth losses. In exploring the cross – sectional variations of investor reaction to the investigation announcement event, we find that a larger magnitude of prior – year earnings management is significantly associated with more negative abnormal returns, which suggests that investors may use prior financial reporting quality in making decisions when faced with insufficient information. The implication of our evidence for civil lawsuits against corporate misrepresentation in China is also discussed.

Effect of Accounting Information in the Study of Bond Pricing under Market Characteristics

Wang Bosen & Shi Dan

This paper examines the bond issuance entity, the trading market and the degree of financial market development and investigates the role of accounting information in bond pricing. The research results demonstrate that accounting information is useful in the primary and secondary market of corporate bond markets. In addition, (1) the accounting information of an entity that issues non – urban investment bonds is more useful than that of an entity that issues urban investment bonds, (2) the accounting information of the bond – issuing entity in the interbank market is more useful than in the exchange market. These results support the usefulness of accounting information in corporate bond pricing, expand the research on the usefulness of accounting information, and provide new evidence regarding the research difference between urban and non – urban investment bonds and between the interbank and the exchange markets.

Inter – corporate Top Managers' Ties and Accounting Information Quality
——A Perspective of Inter – corporate Networks Relationship

Zhang Rao

This paper explores the influence of inter – corporate top managers' ties on the accounting information quality from the perspective of inter – corporate networks, and finds that: the higher the accounting information quality of tied corporate, the better the accounting information quality of focal corporate; the higher the corporate governance quality (the higher of the ratio of independent directorates; the higher of institution share) of focal corporate is, the lower degree of the positive influences of accounting information quality of the focal corporate on the tied corporate. The paper not only provides the new perspective on the research of the accounting information quality, but also offers the practical implications for the government draws up and specifies the accounting information quality.

Investors Protection Function of Accounting and Investor Protection Evaluation of China

Project Group of Accounting – based Investor Protection of Beijing Technology and Business University

Accounting protects investors' interests through legal mechanisms, social norm and market mechanisms, which has three basic paths. We establish accounting – based investor protection theoretical framework, including five factors, three goals, three mechanisms and three paths. We set up China Listed Company Accounting – based Investor Protection Index (AIPI) and evaluate the condition of Accounting – based Investor Protection through 2010 – 2012. We find that AIPI has good reliability and validity. Thus, AIPI can be the proxy variable of investors protection and can accurately reflect the condition of Accounting – based Investor Protection.

The Effect of Antidumping and Countervailing Investigations on the Market Value of Firm

Li Wanli & Yan Ziqiao

Using a sample of listed Chinese firms between 2006 and 2012, we analyze the impact of international business strategy and government assistance on how stock market responds to antidumping and countervailing investigations. We find a significantly negative abnormal return surrounding the announcements of antidumping and countervailing investigations. Further, the establishment of a plant in a non – subject or "non – named" country and government assistance are positively related to the abnormal returns of antidumping and countervailing investigations. Our results suggest that government assistance is as important as strategic restructuring to offset the negative impact of trade remedy investigations.

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