

从公司章程和会计层面 构建投资者保护评价体系

杨伟伟 王 鹤

(云南经济管理职业学院 昆明 650304 兰州大学管理学院 兰州 730000)

【摘要】目前,关于投资者保护的研究主要是围绕法律法规或会计层面展开,而少有学者从企业的具体情况入手来研究公司章程对投资者保护的影响。为了客观、准确地研究投资者保护质量,本文从公司章程和会计相结合的层面入手构建综合评价指标体系。

【关键词】投资者保护 公司章程 会计信息质量 内部控制

一、引言

目前,关于投资者保护的研究主要有两条线,第一条线是沿着外部法律或监管规范进行研究。最有影响力的是LLSV组合关于法与金融的研究,他们指出,法律对投资者保护程度直接影响到一个国家金融体系的模式选择,从而决定公司的治理水平。好的法律保护机制保证了市场的透明度和公正性,在某种程度上使投资者愿意以优质资源投资于企业。如果条件适合,企业会发行更多的股票与债券。我国学者也比较侧重法律对投资者保护的研究,并且受国外研究成果的影响很深,吕长江等(2007)对LLSV的模型进行了扩展和实证检验,指出加强法律保护与强化公司信息披露是制约少数所有权控制结构中最终控制人的利益侵占行为的有效方法。张璐璐(2007)从我国反关联方交易的历史演进角度,研究得出我国法律对投资者保护程度呈不断加强趋势。但是,这些研究都是从宏观的法律角度而没有考虑到公司的具体情况。公司章程作为一家公司的宪法却没有引起学者的重视(邓峰,2009)。笔者认为,公司章程是对宏观法律的有益补充,它是公司根据自身情况量身定制的一套规章制度,因而研究公司章程规定及其实施情况,可以揭示公司层面的投资者保护水平。

第二条线是研究会计对投资者的保护作用。从这方面进行研究,可以说打开了一条新的思路。最早提出这一观点的是Ball等(1965),他们指出,公司证券的市场价格会对财务报表的信息含量作出反应,从而证明了会计信息的有用性。Francis等(2003)指出,会计制度对证券市场发展具有影响,制度合理完善的财务会计体系能够在一定程度上替代法律,对投资者的合法权益进行有效的事前保护,促进证券市场的健康发展。我国学者张宏亮(2011)等构建了会计的投资者保护指标评价体系,并根据2010年、2011年上市公司的数据对我国会计投资者保护会计指数进行了分析。

笔者认为,只沿着一条线进行研究所得出的研究结果必

然不够完整,如果能将各种投资者保护理论结合起来进行研究,则得出的方法必然更全面,更有说服力。张曦、周方召(2010)从法律和公司治理交互作用角度研究投资者保护以及对公司绩效的影响,但未解释公司治理效率受公司章程一定影响与投资者保护的关系。为此本文在前人研究的基础上,试图从公司章程和会计相结合的层面来研究投资者保护,并构建全面的指标评价体系。

二、公司章程层面投资者保护指标的设计

公司章程是公司根据自身情况而制定的规章制度,在《公司法》允许的范围内,企业可以增加或删除某些条款来减少大股东侵占小股东利益、企业经营者违背投资者意愿行为的发生。不同企业的公司章程存在差异,对投资者保护的程度上也存在差异,从而影响到企业的代理成本和绩效水平。另外,公司章程是企业内部最具权威的法律文件,如果公司章程中的有关条款能够清楚界定委托代理关系中各方权益和义务的范围,那么将会降低代理成本、增加投资者保护程度。Gompers等(2003)通过对上市公司的公司章程条款进行研究,最终选择了对投资者保护影响显著的24项条款作为评价指标。郑志刚等(2011)在Gompers等研究基础上,结合我国企业的实际情况,提出了董事责任险、增资程序条款、累积投票条款以及提名董事权持股要求条款作为投资者保护评价指标,并进行了实证研究。在郑志刚等研究基础上,笔者认为应该选择对企业代理成本有显著影响的董事责任险、增资程序条款作为公司章程层面的投资者保护评价指标。

1. 董事责任险条款。董事责任险是针对公司董事及高层管理人员而购买的一种保险,自2001年底美国爆发了一系列公司会计丑闻以来,在美国有关董事责任的诉讼越来越多,各国证券监管部门也都加强了对上市公司的监管。各国的司法机构也赋予中小股东越来越多的权利向失职的公司管理层寻求民事赔偿。在这种情况下,为降低上市公司董事及高层管理

人员的风险,便产生了董事责任险。国外统计数据表明,96%的美国公司和90%的欧洲公司都购买了责任保险合同,在香港地区购买责任险达60%~70%。我国2002年1月引入董事责任保险,但到目前为止购买董事责任保险的公司不超过2%。随着我国对外开放的不断深化,我国公司必须引进董事责任险,将董事责任险条款加进公司章程。董事责任险具有对公司董事及高层管理人员监督的功能,保险公司在承保之前通常会做详细的调查,包括董事及高层管理人员的从业经历、职业道德等,并将调查报告提交给购买责任险的公司一份,如果有行为不当或职业道德不高的董事,公司会马上将其解聘,从而保护投资者的利益。另外,董事责任险条款规定,如果董事及高层管理人员有实施欺诈损害投资者的行为,董事责任险将不予赔偿,而是由董事及高层管理人员用自己的财产赔偿,一定程度上减少了不当行为的发生。

2. 增资程序条款。上市公司通过增发股票、债券等形式从资本市场上筹集资金时,需要进行什么样的表决程序、增发股票或债券的条件是什么等,这些都会影响投资者的权益。章卫东(2004)通过研究发现,很多上市公司筹集资金的时候往往考虑的是自身利益,而忽略了投资者的权益,造成了资金用途不清,资金使用效率不高,另外由于没有事先选好投资项目,企业通常会将从筹集来的资金暂时存放,减少闲置资产,导致资金贬值。所以,为保护中小投资者的利益,公司章程中应该明确规定增发股票或债券的条件以及具体的审核程序,同时应该提高增发门槛,防止公司盲目“圈钱”。很多学者通过研究发现,增资程序条款具有一定的严肃性,可以避免企业盲目融资的行为,从而提高资金使用效率。

三、会计层面投资者保护指标的设计

美国注册舞弊审查师协会(ACFE)发布的2012年财务舞弊报告显示,全世界的财务舞弊案例中有一半以上的舞弊事件是与虚假做账和腐败有关,这些财务舞弊的企业为了保持良好的形象或者为了提高自身的股价,向社会、投资者提供了不真实的会计信息,造成社会资源分配不合理,同时严重损害了投资者的利益。如果虚假做账在审计过程中没有被发现,便会对投资者的利益造成威胁。财务运行作为企业创造价值的基本活动,直接关系着投资者的利益,财务运行效率高的企业会获得较高的收益,分配给投资者的利润就会多,否则分配给投资者的利润就比较少。笔者认为,影响投资者保护水平的会计指标主要有会计信息质量、内部控制、外部审计、财务运行,具体如下:

1. 会计信息质量。会计信息质量对投资者保护程度有着显著的良好影响,二者是正相关关系,主要体现在以下三个方面:

第一,可靠的会计信息表明企业的经营业绩是真实的,而业绩好说明经营者的能力比较强,企业会给予他们一定的物质奖励和精神奖励,从而提高其积极性,为投资者创造更多的利益;为了取得较好的会计业绩,向外界和投资者提供可靠的

会计信息,管理人员会仔细、全面地研究投资方案,尽可能选择回报率高的投资项目。可见,可靠的会计信息可以有效监督和约束企业高层管理人员的行为,防止他们侵占股东的财产,同时也可以防止大股东侵占小股东的利益。

第二,会计信息的相关性可以帮助投资者做出正确的投资决策,会计信息的相关性越强,就越能为投资者提供有用的信息,从而保证投资者做出正确的判断。相反,相关性弱的会计信息可能会误导投资者,使其将资产投资于不良项目,给投资者带来损失。

第三,通过将会计信息向外界披露,可以使投资者了解企业的运营情况,保证投资者的知情权。但是,也可能出现经营者为了自身利益而隐瞒一些重要会计信息。所以,信息披露质量的高低也会影响投资者的利益。综上所述,会计质量这一评价指标可以通过三个子指标来体现,即会计信息的可靠性、会计信息的相关性、会计信息的披露质量。

2. 内部控制。很多学者通过研究发现,基于资本市场的内部控制体系只能反映内部控制对股票、债券等的投资者的利益保护水平,却不能反映内部控制对企业投资者的利益保护程度。所以,要通过内部控制来探究投资者保护程度,必须重新构建一套内部控制评价指标体系。

本文选择内部控制外部监督、内部控制运行、内部控制信息披露作为内部控制方面的投资者保护评价指标。首先,为了保证企业向外部提供的会计信息真实可靠,必须有完善的内外部监督机制,企业如果对经营者的行为缺乏严格的控制和监督办法,那么经营者就会为了自身利益而侵占投资者的利益。其次,内部控制运行效果是企业内部控制成败的关键,内部控制运行主要受人文环境、治理结构、业务控制方面等因素的影响。再次,内部控制信息应该定期向投资者进行披露,让投资者了解企业内部控制情况,以便提供准确的反馈意见,防止内部控制流于形式。

3. 外部审计。企业定期或不定期地聘请专家对财务信息进行全面、深入的审核和评价,一方面可以约束和监督管理者行为,使他们不敢轻易进行财务作假,另一方面审计专家都具有较高的会计水平和丰富的经验,所以通过审计及时发现财务资料存在的问题并提出解决意见,从而保证会计信息的真实、可靠,保护投资者的利益。

4. 财务运行。财务运行是指企业投资、筹资、资金运营以及股利分配等一系列财务活动的总称。一个好的投资项目可以为企业带来较高的预期收益或回报率,但是投资项目需要大量的资金支持,仅靠企业自有资金是不够的,所以企业要向金融机构、资本市场等筹集资金。企业只有科学、合理地使用筹集来的资金,才能达到“钱生钱”的目的,这就是所谓的资金运营。股利分配政策是否合理决定着投资者收益是否公平、公正、客观,一个好的股利分配政策可以有效保护股东尤其是小股东的利益,防止管理者侵犯股东权益、大股东侵犯小股东权益。可见,财务运行的各组成部分是相互联系、不可分割的,如

果有一个环节出现问题,就不能为企业创造价值,也就不能很好地保护投资者的利益。

四、公司章程和会计层面相结合的投资者保护指标体系

1. 构建多层次的指标体系。一级指标包括以下三个方面:①公司章程。只从法律法规的角度来研究我国资本市场上投资者保护程度可能会偏离企业实际情况,因为不同的企业具有不同的特点,股东与经营者之间、大股东与小股东之间等都存在利益差异,普适的法律法规显然不能约束每一个企业,只有通过研究符合企业自身情况的公司章程,才能得出真正意义上的投资者保护程度。②会计信息质量。单从法与金融的角度来看投资者保护程度显然是不够全面的,会计信息质量的高低、会计披露的透明度等情况都会影响投资者的知情权益,在经营权和所有权分离的现代企业,经营者为了自身利益很可能会通过做假账来向投资者隐瞒一些重要会计信息,损害投资者的利益。所以,很有必要研究会计信息质量、披露情况等对投资者的保护程度。③会计衍生体系。会计衍生体系会在一定程度上影响会计信息质量,所以有必要对会计衍生体系进行研究,以保证会计层面投资者保护评价结果的客观性和准确性。

二级指标有:①董事责任险条款和增资程序条款,这两个二级指标都属于公司章程这个一级指标下面的子指标,是反映投资者保护程度的重要指标。②会计信息可靠性的透明度、会计信息的相关性、会计信息的披露,这三个二级指标都属于会计信息质量这个一级指标下面的子指标。③内部控制质量、外部审计质量、财务运行质量,这三个二级指标都属于会计衍生体系这个一级指标下面的子指标。

2. 确定指标的权重。层次分析法(AHP)是20世纪70年代美国学者萨蒂提出来的,主要用于确定指标权重。本文构建了多层次的评价指标,为了给每个指标赋予一个合理的权重,所以选择AHP来确定权重。

首先,利用专家工作,笔者向立信会计师事务所经验丰富的会计、审计人员,高校会计、审计、财务、内部控制方面的副教授、教授等进行了网上问卷调查,征求他们对各指标赋予权重的意见,共发出网上调查问卷30份,其中有效问卷27份;其次,利用计算机对专家、学者的AHP问卷进行一致性检验,得到每个指标的权重如下表所示:

投资者保护评价指标体系

一级指标	权重	二级指标	权重
公司章程 (AOA)	36.52%	董事责任险条款	58.63%
		增资程序条款	41.37%
会计信息质量 (A2Q)	27.46%	会计信息的可靠性	41.23%
		会计信息的相关性	27.62%
		会计信息的披露	31.15%
会计衍生体系 (ADS)	36.02%	内部控制质量	36.58%
		外部审计质量	27.28%
		财务运行质量	36.14%

3. 评价投资者保护质量。本文将投资者保护质量进行量化,便于企业进行横向和纵向比较,也便于投资者、政府部门等对企业的投资者保护情况有更详细的了解。例如,A企业发现自己的投资者保护质量不如B企业的高,可以通过计算公式寻找到降低投资者保护质量的因素,从而及时采取有效的措施提升投资者保护水平;通过比较企业投资者保护质量与平均水平数值的高低,投资者可以大致判断自己的利益是否受到损害,如果受到经营者的侵犯,可以第一时间维权,从而减少利益损失。

本文用AIPQ表示投资者保护质量、AOA表示公司章程、AIQ表示会计信息质量、ADS表示会计衍生体系。则投资者保护质量计算公式如下:

$$AIPQ=36.52\% \times AOA+27.46\% \times AIQ+36.02\% \times ADS$$

如果,AOA1表示董事责任险条款;AOA2表示增资程序条款;AIQ1表示会计信息的可靠性;AIQ2表示会计信息的相关性;AIQ3表示会计信息的披露;ADS1表示内部控制质量,ADS2表示外部审计质量;ADS3表示财务运行质量,那么AOA、AIQ、ADS的数值计算公式分别如下:

$$AOA=58.63\% \times AOA1+41.37\% \times AOA2$$

$$AIQ=41.23\% \times AIQ1+27.62\% \times AIQ2+31.15\% \times AIQ3$$

$$ADS=36.58\% \times ADS1+27.28\% \times ADS2+36.14\% \times ADS3$$

五、结束语

本文将公司章程和会计层面的指标结合起来评价投资者保护的效果,不仅可以使评价结果更加客观合理,而且增加了评价结果的准确性。

在评价指标体系的设计上,本文使用了分层次指标结构,根据公司章程、会计及其衍生体系对投资者保护的影响,将公司章程、会计信息质量、会计衍生体系作为一级评价指标。根据分析公司章程、会计信息质量、会计衍生体系中影响投资者保护的因素,将董事责任险条款、增资程序条款、会计信息的可靠性、会计信息的相关性、会计信息的披露、内部控制质量、外部审计质量、财务运行质量作为二级评价指标。为了使不同企业的投资者保护质量具有可比性,本文利用数学公式将投资者保护进行了量化。

当然,本文还存在一些问题需要进一步研究,比如怎样对各一级指标和各二级指标进行赋值,是采用专家打分法还是经验判断法等。

主要参考文献

1. 郑志刚,许荣,徐向江,赵锡军.公司章程条款的设立、法律对投资者权力保护和公司治理.管理世界,2011;7
2. 丁妍,李琦,左润民,李朗.投资者保护文献综述.中国证券期货,2012;6
3. 张宏亮.会计投资者保护指数:设计原理与评价体系.财务与会计,2011;11
4. 张璐璐.中国中小投资者保护指标构建.东北财经大学学报,2007;7