

法律环境、审计独立性与投资者保护^{*}

王艳艳 于李胜

内容提要:独立审计的根本功能是为投资者提供保护,但其投资者保护功能的实现需要相应的法律环境作为保障。本文通过模型分析,将法制因素与会计师的独立性变量引入到投资者保护中,考察法律环境、审计独立性与投资者保护之间的关系。我们的研究结果表明:法律对投资者的保护是第一位的;独立审计对投资者的保护是第二位的,当法治环境较弱时,其可以充当法律的替代机制为投资者提供保护。

关键词:法律环境 审计独立性 投资者保护

作者简介:王艳艳,厦门大学会计系博士生,361005;

于李胜,上海财经大学会计学院博士生,200439。

中图分类号:F239 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2006)05-0032-07

本文主要从法律环境、审计独立性以及内部人的掏空行为三者的动态关系研究投资者保护问题。我们试图回答下列问题:在特定的法律环境下,独立审计是如何实现投资者保护功能的?完善法律环境,加大对内部人和会计师的法律惩戒是否能够减少内部人对中小投资者的利益侵占行为?是否能够通过提高审计独立性?这些问题的回答不仅从一个动态的、全面的视角为独立审计在资本市场中的资源配置功能提供了理论依据,更重要的是,在我国法律环境和审计市场剧烈变革的今天,为监管者监管政策的制定提供了思路。

一、文献回顾及假说发展

(一)法律与投资者保护

法律对投资者的保护作用是与财务学的基本观点,以 La Porta 等人为代表的学者的研究综合表明:不同法系的国家对投资者的法律保护程度存在差异;法律保护程度不同不仅会影响企业的所有权结构和代理问题,而且会影响一国资本市场的发展。La Porta(1997;1998;2000)的研究认为,法律环境不仅会影响投资者受保护程度,而且会影响一个国家资本市场的发展。良好的法律环境可以有效地保护现有及潜在的投资者,使他们愿意提供资金,因此有助于资本市场的发展;而在投资者法律保护较差的环境中,外部中小投资者面临内部人剥削的风险,他们只能通过价格机制——以较低的价格购买公司发行的股票或“用脚投票”——实现自我保护,从而使公司所发行的股票失去吸引力。因此,在投资者法律保护环境较差的国家,其资本市场一般较不发达。

同时,La Porta 等人(2000)的研究指出,在许多国家,由于控股股东剥削中小投资者的现象比较普遍,企业需要一套公司治理机制来保护外部投资者免受内部人的剥削,并从投资者保护的角度将公司治理定义为“一套保护外部投资者免受内部管理者或控股股东(后文统称为内部人)因侵占公司利益而使其利益受损的机制”。但是他们强调,这套公司治理机制有效运行的关键在于法律保护制度(包括立法和执行)。Reese 和 Weisbach(2002)的研究发现,通过到海外上市的方式,投资者法律保护较差

^{*} 作者感谢第五届经济学年会点评老师和上海财经大学周伟博士的宝贵意见,但文责自负。

国家的企业愿意接受投资者保护较好国家的法律约束,到海外资本市场进行融资。^①实际上,这些企业到海外上市可以提高投资者法律保护水平,在获得海外资本的同时也可以减少内部人的“掏空”行为,使内部人从事更多净现值为正的投资项目,增加公司预期现金,从而提高公司的价值。

在我国,沈艺峰、许年行(2004)根据 La Porta 等人的研究思路,将横向的国别研究转换为纵向的一个国家不同时期的研究,检验了我国不同历史阶段的中小投资者法律保护问题。研究结果发现,在我国中小投资者法律保护的不同阶段,IPOs 的初始收益率存在显著差别,说明在不同阶段中小投资者的市场保护意识不同,并且法律保护与投资者的市场保护意识存在负相关关系。在中小投资者法律保护较好的阶段,其对市场保护的依赖性较低,所要求的 IPOs 的初始收益率较高;反之,在法律保护相对较弱的阶段,中小投资者往往首先寻求市场保护,所要求的 IPOs 的初始收益率较低。

总之,这些研究都仅强调了法律在投资者保护中的作用,强调法律对投资者的保护是第一位的,是其他保护机制实现的前提。虽然 La Porta 等人的研究中也指出了审计在投资者保护中的作用,但其更强调法律保护制度的前提条件。

(二)独立审计与投资者保护

从契约观的角度看,由于契约的不完备使投资者与公司之间存在信息不对称,为了防止管理当局的道德风险及降低市场中的逆向选择,需要一种机制来缓解信息不对称问题,独立审计便充当了此角色(Jesen & Meckling,1976;Watts & Zimmerman,1983)。独立审计是公司的外部担保机制和监督机制,其在证券市场中的作用是为了缓解企业的代理冲突,降低中小投资者与企业之间的信息不对称,其代表的是投资者的利益,对投资者负责。La Porta 等人(1997;1998;1999;2000a)的研究表明投资者保护程度较高国家的代理问题是通过包括会计、审计在内的公司治理来解决的,会计、审计在其中的角色是为委托人、代理人提供可靠的合约基础,审计的角色是减少企业和外部投资者之间的信息不对称(Ball 等,2000)。此外,Fan 和 Wong(2005)研究了“五大”是否可以缓解大小股东之间的利益冲突和代理问题,从而增强传统的公司治理机制。综上所述,审计在公司治理和投资者保护中发挥着监督和保证职能。当然,保持独立性是独立审计对投资者的保护作用实现的前提条件。

(三)法律环境、独立审计和投资者保护的关系

法律环境、独立审计和企业内部人“掏空”行为的关系是一个动态的过程。从法律环境对会计、审计的影响看,Francis、Khurana 和 Pereira(2001)的研究表明投资者保护法律比较健全的国家,其会计准则通常在及时性和透明性方面比较高;Huang(2000)的研究证据显示,较强的投资者保护可以提高应计会计的效力。Hoi 和 Wong(2002)研究了不同国家的法律环境是否可以影响企业对会计师的选择(“五大”或是非“五大”)和审计收费。此外,Newman、Patterson 和 Smith(2005)将会计师的法律责任引入到投资者保护的研究中,他们的研究显示,加大对审计人员的处罚力度并不能降低审计需求;同时,其研究结果还表明,在对会计师惩罚和内部人惩罚力度较大的环境中,会计师的努力程度较高。

从审计与法律、内部人的关系看,Francis (2002)认为,审计在投资者保护、公司治理和资本市场发展中的本质功能作为投资者保护法的执行机制存在的,并强调指出法律是第一层面的保护,而审计是执行机制。当缺乏法律保护机制时,高质量的审计可能成为一种替代机制为投资者提供保护。但 Francis 的研究还表明,单纯的依靠高质量的审计并不能补偿法律保护的缺失,必须同时从法律层面上进行改革,通过以审计为执行机制来实现对投资者的保护。

Klapper 和 Love(2002)的证据显示,法制环境差的国家微观层面的公司治理条款对企业业绩和市场价值的提升通常大于法制环境好的国家的企业。而外部审计作为企业微观层面中的法律环境替代机制,可以提升企业的声誉,从而达到对投资者的保护目的。因此,在法律对投资者保护程度较低的环境中,外部审计可以作为法律的替代机制来为投资者提供保护。

^① 例如,通过 ADR 方式,外国公司必须接受美国 GAAP 和证券法的规范。

王艳艳(2005)从理论分析的角度指出了审计在投资者保护中的角色,在微观层面上是作为监督、鉴证机制、信号显示机制和保险机制而存在,在宏观层面上是作为投资者法律保护的补偿机制或替代机制存在的。

然而,会计师也有与内部人合谋共同侵占外部投资者的动机。因为会计师对新客户初始成本(start-up)较高,会计师通常会以低于初始成本的收费(low balling)招揽新客户,并希望通过将来的收费弥补此损失。因此,会计师可能为获取留任而配合管理当局,与管理当局合谋,从而丧失其独立性(DeAngelo, 1981; Reynolds 等, 2001)。同时,管理当局和会计师也会为了共享信息租金进行合谋(Lafont Tirole, 1986)。

从内部人的角度看, Morck、Shleifer 和 Vishny (1988)认为,管理者行为会随其持有公司股权比例不同而存在两种相反的倾向:一种是“壕沟”效应(entrenchment effect),即管理者以自身利益最大化原则侵占公司资源倾向,此举与股东的利益相冲突;另一种是利益一致效应(alignment effect),即随着管理者持股比例的增加到达一定比例,管理者与外部股东的利益会趋于一致。当内部人管理主要体现为“壕沟”效应时,内部人就会采取各种行动,甚至要挟会计师与其合谋,侵占投资者的利益。当内部人管理主要体现为利益一致效应时,内部人就会有动力雇佣高质量的外部审计,以使外部投资者确信其利益受到保护(王艳艳, 2005)。此外, Newman、Patterson 和 Smith (2003)研究发现,增大对内部人的惩罚可以抑制内部人的利益侵占行为。

因此,理清法律环境、审计质量以及内部人的利益侵占行为的动态关系对于我们全面系统理解三者之间的关系有着深刻的理论意义,同时有助于我们更好地理解我国投资保护的现状。

近几年,我国证券审计市场中审计服务的供给与需求方均发生了很大的变化。首先在审计服务的供给方面,为了提高审计质量,在会计师事务所体制建设方面,取消了以前的挂靠体制;在执业标准方面,截至 2006 年 2 月,先后出台了 6 批审计准则;在市场准入制度方面,截至 2005 年底,我们要开放审计市场,允许外资事务所进入中国;随着我国审计市场的逐步开放及“四大”的进入和审计市场体制改革的深化,我国审计市场已经有能力提供高质量的审计供给。^①

其次,在审计服务的需求方面,随着我国经济的高速、平稳发展,诱导高质量审计需求的市场制度因素发生了很大变化。例如,新股发行制度的改革、QFII 制度的实施与机构投资者的发展、市场分割的打破等。因此,我国部分企业已有动机雇佣高质量的外部独立审计,使投资者相信其利益得到了合理的保证(孙铮、曹宇, 2004; 王艳艳, 2005)。然而,我国企业特殊的股权结构造就了企业与控股股东和地方政府之间的紧密关系,控股股东和地方政府为了维持母公司的存续或当地的经济的发展,天生具备从企业转移资源的掏空动机(李增泉、余谦、王晓坤, 2005)。

然而,在法律环境方面,随着证券市场的规范与发展,虽然中小投资者法律保护已经逐步建立和完善起来,但是相关的惩戒规范,尤其是民事诉讼法规仍未得到有效执行。惩戒法规的缺失严重影响了其对投资者的保护作用,也严重影响了审计的保护作用。我国薄弱的法律诉讼环境,为事务所与企业合谋提供了充分的条件:首先,会计师与内部人合谋的诉讼成本较低;其次,我国审计市场目前处于买方市场阶段,企业存在“购买审计意见”而更换事务所的动机,^②且变更事务所的交易成本和监管成本也相对较小。证券市场上的“老三案”、“新三案”以及最近的银广夏等事件,无不与会计师事务所的独立性有关。

基于以上分析,本文发展如下假说:

^① 基于 2005 年德勤并购北京天健及其他外资所纷纷在中国增设分所为始,拉开了“四大”在国内急速扩张的序幕,随着“四大”进入中国所带来的国际审计执业经验及专业服务,弥补了我国历史上高质量审计供给不足的缺陷。由于审计市场需求在很大程度上决定了审计产品的供给,这些并购和扩张背后的深层原因是国内资本市场对高质量审计需求的增加。

^② 当会计师出具“不清洁”的审计意见时,通常会受到管理当局的要挟,面临着被更换的威胁。

假说 1:在投资者法律保护薄弱的环境下,独立审计是法律的替代机制,即法律的惩戒力度越小,对高质量审计的需求就越大。^①

假说 2:加大法律的惩戒力度,能降低内部人对投资者的利益侵占行为。

“阳光是最好的防腐剂”,因此,舆论媒体的监督对投资者保护的作用也不容忽视。包括蓝田股份等在内的一些舞弊案件都是通过媒体和学者的调研发现和披露的,且舆论、媒体监督一定程度上也可以对审计独立性的缺失提供威慑作用。通过新闻媒体的监督,会计舞弊及审计合谋被发现的机会将会加大,事务所考虑到自己的声誉,将会提供审计独立性,加强对企业的约束与监督。因此,加强舆论监督,将会加大合谋被发现的机会,进而降低内部人对中小投资者的利益侵占行为。基于此,我们提出如下假说:

假说 3:加强舆论监督,能降低对投资者的利益侵占行为。

二、研究设计及模型分析

SW(2002)建立了一个关于内部人为投资项目寻求权益融资的模型,并且假定内部人必须决定他愿意出售的项目现金流的比例;在一个对外部投资者只提供有限的法律保护的环境下,内部人可以侵占一定比例的投资项目的现金流。SW 用内部管理者侵占行为被发现的概率衡量法律保护程度,并且假定这种概率是外生的。NPS(2004)使用了 SW 的基本理论框架,但是在模型中加入了会计师变量,并且假定只要会计师发现内部人侵占企业的资产,会计师就会披露,不存在会计师与内部人合谋的情况,即假定独立性水平是同质的,审计质量仅受会计师努力程度的影响。本文在 SW 和 NPS 的基础上结合我国的实际情况进行了扩展,假定会计师的审计独立性异质,并且引入了合谋变量以及对会计师和内部人的处罚机制。

我们建模的主要思路:假定在投资项目所产生的现金流 π 、内部人出售给投资者比例 λ 不变的情况下,内部人选择侵占资产的比例 δ 以最大化自己的期望收益,会计师选择的独立性水平 x 以最大化期望收益。当二者达到纳什均衡时,考察要挟因子 m 、法律对会计师的惩戒因子 a 、法律对内部人的惩戒因子 b 对独立性水平 x 、内部人侵占资产率 δ 以及合谋的概率 q 的影响。在本文中,投资者保护效果用内部人侵占资产率 δ 以及合谋的概率 q 来表示。

(一)Shleifer 和 Wolfenzon(2002)模型

在 SW 模型中,假定内部人拥有一个投资机会,并且投资报酬率为 g ,投资额为 I ,因此该投资项目上总的现金流为 $\Pi = (1 + g)I$;内部人的初始禀赋为 W ,可以用来投资从而获得剩余索取权,并且内部人可以出售一定比例 λ 的剩余索取权来获得 I_m 的外部投资资本实现杠杆收益。因此,内部人在公司中的总投资额为 $I_m + W$,内部人有动机侵占公司的资源,假定内部人侵占的资源比例为 δ 。在 SW 模型中,用内部人侵占行为被发现的概率来衡量投资者受保护的程度,并且允许这种概率随国家的不同而不同。同时,假定同一国家的所有企业侵占行为被发现的概率是相同的,并且与企业资本结构无关。

(二)Newman、Patterson 和 Simth(2005)模型

Newman、Patterson 和 Simth 对 SW 模型的扩展。他们将 SW 模型在两方面进行了修改。首先,根据内部人是否有动机侵占公司资源将其分为两大类,即非侵占型(non-diverting)和侵占型(diverting)并且记为 $\tau \in \{ND, D\}$ 。其中假定前者在本质上是诚实的,没有侵占公司资源的动机,而后者则恰好相反,只要给定机会就会侵占公司资源,并且假定两种类型的比例为 $1 - \theta$ 和 θ 。

其次,在模型中加入了自利的会计师变量,因此使得识别内部人侵占行为的概率成为内生变量。

^① 审计质量是会计师专业能力和独立性的联合函数。在会计师的执业能力一定、保持同质的情况下,独立性越高,审计质量越高。而我国注册会计师均基本通过资格考试,事务所的体制差异不大。因此,在我国会计师之间专业胜任能力差异可能不会很大,更可能是审计独立性决定审计质量的高低。

当内部人出售股份给外部投资者时,他会雇用会计师来证明其缺乏侵占资源的动机,以吸引外部人的投资。会计师的责任是识别侵占资源行为并加以制止。

NPS 模型有个假设前提:会计师的独立性是外生变量。只要会计师发现内部人侵占企业的资产,会计师就会披露,不存在会计师与内部人合谋的情况,这与我国实际情况有所违背。

(三)对 NPS 模型的修改

我们在 NPS 模型的基础上,对会计师变量做了修改,并假定会计师的独立性是异质的,进而更细致地考察法律惩戒与审计独立性在投资者保护的作用。我们对 NPS 模型具体做了如下扩展:

首先,引入用会计师的独立性变量 x 及会计师与内部人合谋的概率 q ,这使得会计师发现内部人侵占行为后是否愿意披露成为内生变量。如果会计师独立性强,他不会与内部人合谋(collusion),共同侵占投资者的利益;相反,如果会计师独立性弱,抗压能力低,他很可能会与内部人合谋,共同侵占投资者的利益。因此,审计合谋的概率 q 与会计师的独立性 x 负相关。这里我们假定 $q(x) = e^{-x}$ 。

其次,引入内部人对会计师的要挟变量 y 。内部人为了强迫会计师与其合谋,会以一定的惩罚相要挟。这个要挟变量 y 实际上是内部人出售给投资者比例 λ 和内部人侵占资产率 δ 以及投资项目的收益 π 的函数,即 $y = f(\lambda, \pi, \delta)$ 。本文对此函数形式做了简化,即 $y = m\lambda\delta\pi$,其中 m 为要挟因子。当会计师不与内部人合谋时, y 作为内部人的收益和会计师的损失。

再次,本文引入了法律对会计师的惩罚因子 a ,对内部人的惩罚变量 b 。内部人因侵占资产受到的惩罚是内部人侵占资产率 δ 和投资项目的收益 π 的线性函数,即 $b\delta\pi$ 。

最后,我们假设内部人与会计师合谋被发现的概率为 p 。^① 会计师因合谋受到的处罚是内部人出售给投资者比例 λ 、内部人侵占资产率 δ 和法律对会计师的惩罚因子 a 以及投资项目的收益 π 的线性函数,即 $pa\delta\pi$;同理,内部人因合谋受到惩罚为 $pb\delta\pi$ 。

为此,我们的博弈过程如下:首先在给定内部人出售给外部投资者的比例 λ 及项目的收益 π 率的情况下,内部人做出侵占或者不侵占的选择;同时,审计师选择其独立性水平 x ,从而做出合谋或不合谋的选择。根据上述分析,内部人与会计师的支付矩阵如下:^②

		会计师	
		q	$1-q$
内部人 θ	θ	$\delta\pi + (1-\lambda)(1-\delta)\pi - pb\delta\pi$ $F - C(x) - pa\delta\pi$	$(1-\lambda)\pi - b\delta\pi + m\lambda\delta\pi$ $F - C(x) - m\lambda\delta\pi$
	$1-\theta$	$(1-\lambda)\pi$ $F - C(x)$	$(1-\lambda)\pi$ $F - C(x)$

其中: F —审计师获得的报酬; $C(x)$ —审计师的成本函数; $\delta\pi$ —内部人的侵占资产的预期收益; $(1-\lambda)(1-\delta)\pi$ —公司清算时内部人的清算股利; $pb\delta\pi$ —与会计师合谋被发现后,内部人受到的惩罚; $(1-\lambda)\pi$ —内部人不侵占资产时应分到的收益; $b\delta\pi$ —内部人侵占资产被会计师发现后受到的惩罚; $m\lambda\delta\pi$ —因会计师不愿与内部人合谋,内部人要挟会计师所得收益。

1. 内部人的期望支付:

内部人的期望收益函数如下:^③

$$\begin{aligned}
 EU_{NI} &= \theta \{ q [\delta\pi + (1-\lambda)(1-\delta)\pi - pb\delta\pi] + (1-q) [(1-\lambda)\pi - b\delta\pi + m\lambda\delta\pi] \} \\
 &\quad + (1-\theta) [q(1-\lambda)\pi + (1-q)(1-\lambda)\pi] \\
 &= \pi [1 - \lambda - b\theta\delta + \theta m\lambda\delta + \theta q\delta(\lambda + b - pb - m\lambda)]
 \end{aligned}$$

① 这里合谋发现的概率是由监管层、舆论监督、投资者的法律意识、公司内部人的道德观念等决定的。

② 图表每个方格中第一行代表内部人的支付函数,第二行代表会计师的支付函数。

③ 在上文我们定义 $q(x) = e^{-x}$ 。

$$= \pi[1 - \lambda - b\theta\delta + \theta m\lambda\delta + \theta e^{-x}\delta(\lambda + b - pb - m\lambda)]$$

2. 会计师的期望支付

假定会计师根据其自身的成本函数、内部人的要挟函数,选择其独立程度 x 。我们的模型中加入会计师的独立程度后,内部人与会计师合谋的概率变成了 x 的函数,即 $q(x) = e^{-x}$,其意为当会计师选择高的独立性程度时,二者合谋的概率低;反之亦然。由于会计师的审计成本与其独立性有密切关系,我们假定会计师的审计成本为 $C(x) = 0.5x^2$,此时 $c'(x) > 0, c''(x) > 0, c(0) = 0, c'(0) > 0$ 。所以当审计费用为 F 时,会计师的期望收益为:

$$\begin{aligned} EU_A &= q\{\theta[F - C(x) - pa\delta\pi] + (1 - \theta)[F - C(x)]\} + (1 - q)\{\theta[F - C(x) - m\lambda\delta\pi] \\ &\quad + (1 - \theta)[F - C(x)]\} \\ &= F - C(x) - \theta m\lambda\delta\pi + \theta q\delta\pi(m\lambda - pa) \\ &= F - C(x) - \theta m\lambda\delta\pi + \theta e^{-x}\delta\pi(m\lambda - pa) \end{aligned}$$

3. 均衡策略

我们假定内部人对外出售股权的比例 λ 和投资项目的收益 π 为给定条件,从而内部人选择侵占资源的比例 δ 最大化他的期望收益。同样,会计师选择独立程度 x 最大化他的期望收益。这里我们还假设对会计师的惩罚强度 a ,对内部人侵占资源的惩罚强度 b 可以足够大。下面的命题给出了一个内部均衡策略。

命题:假设存在一个内部解,则审计人员独立水平 x^* 和侵占资源型内部人的资源侵占率 δ^* 满足下列条件:^①

$$x^* = \ln \frac{\lambda(1 - m) + b(1 - P)}{b - \theta m\lambda}$$

$$\text{和 } \delta^* = \frac{k\{\ln[\lambda(1 - m) + b(1 - p)] - \ln(b - m\lambda)\}}{b - m\lambda} \cdot [\lambda(1 - m) + b(1 - p)] \frac{1}{\theta(pa\pi - m\lambda\pi)}$$

这个策略代表了通常的纳什均衡条件。双方都是针对对手的最优反应,因此,审计人员的策略受到内部人侵占资源动机的影响,同时,内部人侵占资源的动机也受到审计人员的策略的影响。

下面的推论描述了参数影响。这些参数是要挟因子 m 、法律对会计师的惩罚因子 a 、法律对内部人的惩罚因子 b ,以及合谋被发现的概率 P 。

推论:在公司出售给外部投资者的股权比例 λ 和项目投资收益 π 给定条件下,如果审计人员和内部人的交互作用存在一个内部解则:

A. $\frac{\partial x}{\partial b} < 0$,会计师的独立性与法律对内部人的惩罚成反比,即法律对内部人的惩罚力度较小时,会计师为保护自己会提高独立性。这也从另一个侧面反映对高质量审计需求的增大。一方面,内部人为了从外部融资,成功对外出售股份,有动机雇佣高质量的审计向市场传递信号;另一方面,外部投资者要求内部人雇佣高质量审计,以替代法律保护的不足。这一结果说明在公司治理微观层面,外部审计是作为法律的替代机制来对投资者提供保护的。法律对内部人的处罚越低,即法律对投资者保护程度越低,对高质量审计的需求就越大。这一结果验证了审计的法律替代机制假说。

B. 当时 $\theta < \frac{b}{\lambda + b - bp}$ 时, $\frac{\partial x}{\partial m} < 0$,会计师的独立性与内部人对其的要挟成反比,即内部人对会计师的要挟条件越丰厚,会计师的独立性越差。

C. $\frac{\partial \delta}{\partial b} < 0$,即法律对内部人的处罚越重,内部人侵占资产的比例越小。

D. $\frac{\partial \delta}{\partial a} < 0$,即法律对会计师的处罚越重,内部人侵占资产的比例越小。

E. $\frac{\partial \delta}{\partial p} < 0$,即合谋被发现的概率越高,内部人侵占资产的比例越小。

^① 由于篇幅有限,证明过程省略,如需要可向作者索取。

从以上推论可以看出,在法律保护薄弱的环境下,有对外融资需求的企业,对高质量审计的需求较高。抑制内部人的掏空行为,可以从3方面入手:加大对内部人与会计师的惩戒力度,加强舆论监督以及创造高质量审计供给环境。

三、结论与启示

本文分析了法律环境、审计独立性与投资者保护之间的动态关系。我们的研究结果表明:首先,加大法律对内部人和会计师的惩戒力度,不仅可以直接降低内部人的侵占行为,而且可以提高审计独立性,通过审计的监督作用间接降低侵占行为。其次,当法律惩戒力度较小时,对高质量审计的需求较大。最后,合谋被发现的概率增大时,内部人侵占投资者资产的比例下降;另一方面,审计合谋被发现的概率越大,会计师合谋的动机越小,审计独立性越高。

研究结果给我们的启示是:(1)法律对投资者的保护是第一位的,在我国投资者法律保护环境仍然比较薄弱,尤其是执法力度比较低的情况下,我国应加强法制建设,根据资本市场发展的需要,不断完善相关法律、法规,并且加大执法力度,创造良好的法律环境是解决好投资者保护问题的根本出路。(2)审计作为法律的替代机制,为投资者提供了第二重保护,这一点对我国有着重要的现实意义。由于我国关于投资者保护的法律法规不完善,而法律法规的建设又是一个长期的过程,在我国投资者保护的现实条件下,如何加强投资者保护是我们所面临的问题。审计作为法律的替代机制是解决此问题的一个有效方式。(3)审计独立性受到法律和内部人的共同作用。因此,我们首先要加强会计师职业道德教育,培养会计师的职业精神,提高独立水平。其次要改善会计师职业环境,减轻会计师受到的来自内部人的要挟。(4)舆论监督为投资者提供了第三重保护。由于合谋发现的概率是由监管层、舆论监督、投资者的法律意识以及公司内部人的道德观念等决定的,加大合谋曝光的机会,不但可以直接有效保护投资者,还可以降低审计合谋动机,提高审计质量,加强审计对投资者的第二重保护作用。因此,我们还需要加强舆论和社会力量的监督,同时建立注册会计师的民事赔偿责任,并且要加大执法力度,不但做到有法可依,而且要执法必严,这是实现审计保护机制的关键所在。

主要参考文献:

1. 李增泉、余谦、王晓坤:《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》,《经济研究》2005年第1期。
2. 沈艺峰、许年行、杨熠:《我国中小投资者法律保护历史实践的实证研究》,《经济研究》2004年第9期。
3. 孙铮、曹宇:《股权结构与审计需求》,《审计研究》2004年第3期。
4. 王艳艳:《审计在公司治理中的角色——投资者保护视角》,《财会月刊》2005年第13期。
5. Ball, R. S. Kothari, and A. Robin, The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 2000, pp. 1-51.
6. Choi, J. and T. J. Wong, Audit Markets and Legal Environments: An International Investigation. Working Paper (The Hong Kong University of Science and Technology, Hong Kong) Sept. 2002.
7. De Angelo, L., Auditor Independence, Low-balling, and Disclosure Regulation. *Journal of Accounting and Economics*, 3, (August) 1981, pp. 113-127.
8. Fan, J., and T. Wong, Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia. Working Paper (The Hong Kong University of Science and Technology, Hong Kong), 2001.

责任编辑:英欣

Abstracts of Some Papers in English

Forming and Evolvement of Real Estate Bubble: An Explanation of Hypothesis Financial Supportive Excess

ZHOU Jingkui

(Nankai Institute of Economics, Nankai University, 300071)

Based on part equilibrium of real estate, the paper researches financial supportive excess and evolvement of real estate bubble and puts forward hypothesis of financial supportive excess. We consider if real estate development enterprises and consumers of real estate all can take loan from bank and when there is herd behavior in the real estate market, price of real estate will be higher than fundamental price. Furthermore, the price will rise continuously with financial supportive excess increasing and we define the rising price as the bubble. At this time, if consumers of real estate begin to breach of faith, real estate bubble will overturn quickly and lead to financial crisis. The paper finally studies the critical value of financial supportive excess and degree of financial support in China.

Key Words: Hypothesis of Financial Supportive Excess, Real Estate Bubble, Part Equilibrium

Study on the Macro Financial Risks in Chinese Real Estate Industry

Project Team(Institute of Finance, CASS,100732)

This paper attempts to study the macro financial risks in Chinese real estate industry by analyzing the three nodes in the circulation of real estate capital as well as some macroeconomic factors and some institutional factors. Comparing with the experience of international development of real estate industry, the paper concludes that the macro financial risks in Chinese real estate industry mainly focus on the nodes of enterprises. However, the scale of risks is also under control. The paper also finds that the recovery of macro economy has driven the recovery of real estate industry in this time of economic circle. Moreover, it is found in this paper that the institutional factors have influenced the macro financial risks heavily. It is necessary to estimate the situation of the macro financial risks in Chinese real estate industry objectively, since there are some misunderstandings about it. In the end, the paper suggests some options for the prevention of financial risks in real estate industry from the aspect of institutional construction.

Key Words: Macro Financial Risks, Consumers, Enterprises, Financial Institutions, Macroeconomic Factors, Institutional Factors

The Course, Challenge and Development Strategy of Integrating Asian Bond Market

ZHAO Xijun, LIU Binghui & LI Yue

(School of Finance, Renmin University of China, 100872)

This article first presents the course for integrating Asian bond market, then, taking into account the current situation of bond markets in Asian areas, it analyzes the various barriers and challenges facing the cooperation within Asian bond markets. Based on that analysis the author attempts to come up with practical suggestions on the development strategy, mainly including: an overall strategy stressing step-by-step progress and steady development, the coordination between exchange rate systems and macro economic policies, the development of individual economies' bond markets, the perfection of investment structure, and the foundation of relevant systems and organizations.

Key Words: Integrated Bond Market, Asian Bond Fund, Financial Supervision

Legal Environment, Auditor Independence and Investor Protection

WANG Yanyan (Faculty of Accountancy, Xiamen University, 361005)

YU Lisheng (School of Accountancy, Shanghai University Finance & Economics, 200439)

Protection of outside investors is an essential function of auditing, which depends on the enforcement of law. This paper presents a model of relationship among law, auditors and corporate insiders given the self-interested auditors could be in collusion with corporate insiders. Our results suggest that the role of law in protection of outsiders is the most important and that independent auditing comes the second. When legal environment is relatively weak, auditing can act as a substitute in offering some protection for investors.

Key Words: Law, Auditor Independence, Investor Protection