

# 公司治理演进与会计信息披露监管 ——博弈分析与历史证据\*

杜兴强

(厦门大学 会计系,福建 厦门 361005)

**摘要:**文章以公司治理为背景、以会计发展史为证据,以博弈论为分析工具,着力阐述公司治理演进过程中,会计信息披露监管的制度性结构的形成过程。文章首先解释“保密、保密、再保密”惯例的形成原因,并论证市场机制虽可确保企业公开披露会计信息,然而却无法保证会计信息披露的质量。文章还针对股权分散的公司治理特征的现实,解释为什么投资者不愿对企业的管理当局进行监督,最终促使会计信息披露监管机制的出现。

**关键词:**公司治理;会计信息;监管;博弈分析;历史证据

**中图分类号:**F230 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)09-0074-11

## 一、问题的提出

历史现象背后都有其必然的规律。在现代公司治理背景下,由于广泛的委托代理关系和信息不对称的存在,会计信息已经成为企业产出的替代变量(杜兴强,2002);相应地,企业管理当局(代理方)借助会计信息披露机制来反映受托责任的完成和履行情况,并向资本市场的投资者传递决策有用的会计信息。由此看来,会计信息披露机制已然成为公司治理的核心环节,并与公司治理呈现出一定的交互性和共生性。充分、透明的会计信息披露将有助于提升投资者决策的效率,促使资本的趋利性流动和社会资源的优化配置。然而,充分、透明的会计信息披露机制并非自动生成,而是经过一个漫长的历史发展过程而形成的,在这个历史变迁过程中,公司治理因素发挥着至关重要的功效。本文将采用 Watts 和 Zimmerman(1983)所采纳的“史证研究”方法,借助于博弈论的分析方法,层层递进地详细剖析“伴随着公司治理演进,会计信息披露监管的制度性结构是如何形成的。”

收稿日期:2004-05-24

基金项目:国家自然科学基金(70302012),教育部社科博士点基金(03JB790009)

作者简介:杜兴强(1974—),山西芮城人,厦门大学会计系博士生导师。

本文的研究,属于“史证研究”方法的尝试,即截取一段期间的历史横截面(cross-section)进行研究,既希望在一定程度上对会计信息披露监管提供新的解释,又希望研究结论能够为我国的会计监管所借鉴。

## 二、资金充盈时形成的“保密、保密、再保密”思潮

### (一)公司治理特征及博弈结构

1880年前后,由于工业革命的推动,美国国内积累了大量的原始财富,然而却缺乏合适的投资机会。所以当股份有限公司这种创新的企业组织形式开始在美国的证券市场出现时,导致了短暂的、资金供大于求的一个特定的历史横截面。这个历史阶段,一方面在“自由主义”社会思潮的影响下,人们坚信亚当·斯密的“看不见的手”逻辑,因此公司治理的外部环境可以用“放任自流”来概括;另一方面因资金过剩而导致的“过度博傻”,“强管理者、弱所有者”的公司治理格局已然形成,企业的管理当局拥有着企业的实质控制权。此时的管理当局往往以会计(财务)信息是企业的商业秘密为由,坚持“保密、保密、再保密”的逻辑,既缺乏披露会计信息的动力、也不必披露会计信息。

与该阶段的公司治理特征相对应,同时不失一般性,我们假定资本市场上的资金总量为8,企业间是同质的,且总需求为7;同时假设如果披露会计信息,则披露成本为0.1。则两个企业间的博弈框架如下(该结论可一般化):

表1 资金充盈时两企业间的博弈框架表

|     |    | 企业2      |          |
|-----|----|----------|----------|
|     |    | 保密       | 披露       |
| 企业1 | 保密 | 3.5, 3.5 | 3.5, 3.4 |
|     | 披露 | 3.4, 3.5 | 3.4, 3.4 |

根据严格剔除劣战略的方式,可知(保密,保密)是纳什均衡。这可以部分解释“为什么在一段时期内‘保密、保密、再保密’成为惯例”这个问题。

### (二)历史证据

1880年前,美国工业主要还停留于个体经营、合伙或家族式企业状态,这一时期没有形成财务公开的惯例。这种状况在美国大规模工业企业开始形成之前的相当长的一段时期持续着,企业也不愿意披露会计信息,究其原因在于这些美国企业一般不通过发行股票来筹集资本,而是从银行获得借款,这使得企业没有必要与公众保持密切的接触。

随着1880年后美国大规模工业企业的出现,发行股票逐渐成为企业筹集资金的主要方式之一。此时,已经有一些企业如“美国钢铁股份有限公司”自愿披露了会计信息,也出现了管制的雏形,如1900年左右,美国大约半数以上的州的公司法要求企业为股东提供某种类型的报告(Hawkins, 1963)。必须指出的是,虽然在会计信息披露管制方面踏出了关键的一步,但是并未详细涉

及到披露的具体内容。此外,会计师也希望有一个强有力的组织出面组织一个有效的理论体系,反对企业日益盛行的“保密”行为,然而他们向联邦政府请求和呼吁了多次,但都失败了(Carey,1969)。

1900年以后,随着企业在社会经济生活中的地位和作用的提升以及股东人数的激增,人们第一次感到企业财务保密是反社会的,一般投资者和公众都要求财务公开的保护制度(Chatfield,1977;文硕译,1989),一些组织如美国投资银行协会、纽约证券交易所和美国会计师协会也开始支持并呼吁会计信息披露。虽然大工业企业并未完全放弃“保密”的惯例,但在公众压力下已逐渐有所动摇,如独立审计人员提供审计证明书作为一项惯例而形成(Hawkins,1963)。美国钢铁股份有限公司和其他个别开明的企业成为充分公开政策的自发支持者(Claire,1945)。但需要注意,此时财务公开或会计信息披露并未得到根本的改进,因为企业管理当局并未受到任何的限制,大多数州的公司法中关于会计报告的法案若干年来几乎未做修改,且联邦法对此继续保持沉默,换言之,管理当局可以对投资者的呼声漠然处之。

### 三、资金稀缺时会计信息披露博弈

#### (一)公司治理特征及博弈结构

当资本市场上的资金总量小于企业筹集资金的需求时,资金就呈现出稀缺性。作为理性的经济人——股东必然对投入的财务资本的保值增值保持关注。然而由于社会分工、知识结构和成本效益的制约,股东不可能直接选择监督企业的管理当局。为此,在信息不对称的情况下,股东转而关注企业通过定期报告披露的会计信息就成为逻辑上的合理延伸和现实的理性选择。此时,股东对会计信息公开披露产生了需求。这是该阶段公司治理的基本特征。然而企业的管理当局是否会按照股东的要求,公开披露会计信息呢?我们将通过如下博弈进行解释。

#### 1. 一次性博弈对会计信息披露的影响

不妨假设资本市场上资金总量为6,但总需求量为7,筹集资金时若披露会计信息,成本为0.1。那么两个企业间的博弈框架如下:

表2 资金稀缺时两企业间的博弈框架表

|     |    | 企业2     |         |
|-----|----|---------|---------|
|     |    | 保密      | 披露      |
| 企业1 | 保密 | 3.0,3.0 | 2.5,3.4 |
|     | 披露 | 3.4,2.5 | 2.9,2.9 |

从上述博弈基本框架可以看出,在一次性博弈的前提下,(披露,披露)即(2.9,2.9)成为了纳什均衡。也就是说,由于企业1和企业2各自从理性出发进行选择,得出了违背集体理性的结果。因为如果企业1和企业2都坚持进

行保密,则(3.0,3.0)的结果相对于(2.9,2.9)的结果,从横截面上看,对于任何企业而言,选择“保密”策略总是优于选择“披露”策略的。显然,在一次性博弈下,企业1和企业2的非合作行为却使投资者受益。

那么,能否据此肯定“看不见的手”在起作用,所以就不必进行会计信息披露方面的监管?答案是否定的。因为企业是否在市场机制和筹集资金压力下披露会计信息,取决于市场中筹集资金的企业数目的多少和筹集资金的频率。

### 2. 无限次重复博弈中纳什均衡(披露,披露)的不稳定性

如果博弈不止进行一次,那么(2.9,2.9)将不再是纳什均衡,(保密,保密)即(3.0,3.0)将成为新的均衡(子博弈精练均衡)。这个结果暂时改变了或扭转了上面谈到的“个人理性导致集体行动的非理性”结论,企业1和企业2实现了合谋,尽管这个结果对于投资者是不利的。下面进行解释。

当企业需要在资本市场多次筹集资金时,博弈将进行(无限或足够)多次,那么某种形式的默契合谋就可能成为均衡结果而出现。首先考虑冷酷战略(grim strategies):某个企业首先选择保密,继续选择保密,直到另一个企业选择披露,然后永远选择披露(换言之,选择合作,直到一方选择不合作,永远选择不合作)。给定企业2坚持“冷酷战略”,如果企业1选择合作(即保密),其每期的得益为3;如果企业1选择披露,则其当期得益为3.4,以后每期得益为2.9。因此,企业1没有积极性偏离合作均衡当且仅当(假设贴现率为 $\gamma$ ):

$$3.0 + \frac{3.0}{(1+\gamma)} + \frac{3.0}{(1+\gamma)^2} + \dots \geq 3.4 + \frac{2.9}{(1+\gamma)} + \frac{2.9}{(1+\gamma)^2} + \dots \Leftrightarrow \gamma \leq \frac{1}{4}$$

换言之,只要贴现率不大于0.25,那么企业1和企业2间的默契合作(合谋)就成为“子博弈精练均衡”。为此,虽然一次性博弈中企业1和企业2可能因个人理性导致的合作行为,使投资者因企业行为的“外部性”而受益,但若博弈重复足够多次,企业间就可能通过合谋,默契地坚持“保密”策略,损害投资者的利益。那么,应付企业之间的合谋行为是否一定需要监管制度?

### 3. 合谋问题的解决方案

如果企业需要多次筹集资金时,博弈将进行多次,那么企业间完全可能通过默契的合谋,即坚持(保密,保密)策略,在改进自身效用的同时损害投资者的利益。合谋的解决途径有两个:“放任自流”,即随着资本市场上需要筹集资金的企业数目和筹集资金频率的增加,让“市场机制”迫使企业披露会计信息;另一个是对会计信息披露进行监管,强制性要求企业披露会计信息。

是否成立专门的机构耗费大量人力物力去研究、推行会计信息披露监管的有关制度性安排,并依靠事后进行的严格监督来判断企业是否遵循相关监管要求,往往也要受成本效益对比的制约。所以,对会计信息披露进行监管并不是自发形成的,也不是一开始就存在的,而是适应环境需要的反应。随着面向资本市场筹集资金的企业数目扩张、筹集资金频率提高且这些企业的经济

行为对国民经济和社会安定有着重大影响时,对会计信息披露进行监管也许从“成本效益”角度来讲才有存在的必要。这一点也可以从美国和世界各国的管制演化中得到支持。值得指出的是,在企业数目增加、筹集资金频率增加的情况下,资本市场自身仍可以在绝大多数情况下“内化”(internalization)企业坚持“保密”策略给投资者带来的外部性。这里需要明确:(1)企业数目的增加和筹集资金频率提高意味着若干个企业进行无限次的重复博弈;(2)筹集资金的企业数目增加和频率增加更凸显资本的稀缺性。

假定三个企业需要筹集资金,其他条件仍沿袭上个博弈中的数据,即资本市场上资金总量为6,每个企业筹集资金的需求量为3.5,如果披露会计信息,则披露成本为0.1。博弈基本框架如下:

表3 三个企业博弈框架表

| 企业A \ 企业B、C | (保密,保密)             | (保密,披露)             | (披露,保密)             | (披露,披露)           |
|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 保密          | [2, (2, 2)]         | [1.25, (1.25, 3.4)] | [1.25, (3.4, 1.25)] | [0, (2.9, 2.9)]   |
| 披露          | [3.4, (1.25, 1.25)] | [2.9, (0, 2.9)]     | [2.9, (2.9, 0)]     | [1.9, (1.9, 1.9)] |

这个博弈的一次性纳什均衡是[披露, (披露, 披露)]即[1.9, (1.9, 1.9)]。如果多次进行博弈,则子博弈精练均衡结果为[保密, (保密, 保密)]即[2, (2, 2)]。但是,应该注意,此时三者合谋的困难加大了。因为企业A、B、C合谋——不披露会计信息的充分必要条件为(假设企业A选择冷酷战略):

$$2.9 + \frac{1.9}{(1+\gamma)} + \frac{1.9}{(1+\gamma)^2} + \dots \geq 2 + \frac{2}{(1+\gamma)} + \frac{2}{(1+\gamma)^2} + \dots \Leftrightarrow \gamma \leq \frac{1}{9}$$

即如果是三个企业进行无限次博弈,那么合谋的充分必要条件是  $\gamma \leq 1/9$ 。 $\gamma$  越小(注意  $\gamma$  可以代表参与者的耐心),说明博弈者越不可能进行合谋。应该注意到,原则上只有企业A和企业B、企业B和企业C、企业A和企业C分别两两进行合谋时,三者的共同合谋才可能实现。然而我们发现,随着企业数目的增加,合谋的难度进一步增大。

以上一直假设企业是同质的。若企业间并不同质,假设两两合谋成功的概率为  $P(0 < P < 1)$ ,考虑到两两合谋的独立分布特性,那么最终三个企业要进行完全的合谋概率为  $P^3$ 。具体到本例,则概率为  $1/729$ 。具体到  $n$  个企业筹集资金时的合谋问题,若同质,那么最终合谋成功的充分必要条件为  $\gamma \leq 1/n^2$ ;若不同质,那么除了符合  $\gamma \leq 1/n^2$  之外,还需要综合考虑合谋的充分必要条件  $n(n-1)/2$ ,则最终合谋的概率为  $(1/n^2)^{n(n-1)/2}$ 。可见,合谋可能性大大降低并趋于0。该结论意味着企业在筹集资金时都会选择披露会计信息,这为会计信息披露作为一种制度的起源提供了一个有益实验。

正是由于这个原因,美国历史上曾经存在着相当长的一段时期,在这段时期内,会计信息披露已经成为一种惯例,然而会计信息披露的正式监管性制度并未形成,这一时期持续了大致20多年。

## (二)历史证据

自从 1893 年开始,银行家和外部人士越来越多地参与到美国公司的经营业务中。到了第一次世界大战前夕,投资银行机构的代理人在公司董事会中存在代表,有时还占据控制地位。到 1913 年,“金融托拉斯”已经在 112 家公司中拥有 341 个董事资格,控制了大约 220 亿美元的资本化资源(Previts 和 Merino,1979)。慢慢地,投资者越来越相信要使公司财务公开化,以减轻投机压力。随着烟草、威士忌、冷饮等托拉斯的倒闭,不论是官方还是民间,当然也包括工商界一些开明人士,都要求公司财务公开化,使投资者能够据以作出明智的决策。可以说,社会思潮已经转向反对公司的“保密”惯例了(Previts 和 Merino,1979)。当时,以克鲁兹(Clews)为首的“财务公开化”的拥护者包括克拉克(Clark)、弗雷德里克(Frederick)都认为,“投资者是托拉斯的最直接的牺牲品”、“财务公开化是保护投资者最有效的办法”。

第一次世界大战后,哈丁(Harding)总统恢复奉行“自由放任”政策,否定了政府参与的观念(Previts 和 Merino,1979)。柯立芝(Coolidge)总统的话很好地表达了当时的情况:“既然政府对工商业保持一种‘自由放任’繁荣态度,那么就不需要什么法人的会计责任和任何外部控制和干预了。”第一次世界大战的胜利改变了美国公众对工商业的态度,而过度信任工商业的创造力和机智。正常状态的恢复,助长了经济上自由主义思潮的抬头,原本形成的、有限的政府和职业界参与的观念遭到了否定。在 20 世纪 20 年代,由于当时社会舆论认为工商业已经改革完毕,不需要任何外部管制了,因此会计师的作用由原来对第三者利益的保护逐渐转化为对工商业利益的保护。这在一定程度上阻碍了会计职业界的发展和进一步壮大。过去为监督工商业而建立的、保护公众利益而鼓励审计工作的管制机构的影响力骤降。其间,1911 年,美国公证会计师协会会长爱德华·萨芬(Suffern)提醒其会员,作为独立会计师,他们有责任监督包括政府在内的所有当事人公平地分配公司利润。但斯图亚特·查斯(Stuart Chase)认为,会计师的立场不足以保护公众利益。在第一次世界大战前,美国联邦储备委员会曾对制定会计审计准则的最初尝试起了积极的作用。可自从 1918 年“编制资产负债表的认可方法”颁布到此后十余年、一直到经济危机爆发,该委员会几乎都未制定过任何财务报告准则。

20 世纪 20 年代,无论是政界、金融界还是管理当局,对会计信息的需求发生了根本性的转变。对工商企业采取“家长般”怀柔政策的政府根本无须会计师来监督工商业。政府假定工商业是诚实的,认为会计师应该同他们密切合作,并认为会计师的主要职责是保证企业投资获得“合理报酬”。

在这个时期,会计职业界在政府的极端漠视中生存,当时会计职业界的流行信念就是“每个企业在提供财务报告时都应应用自己的会计原则,并且竭力为其辩解”、“企业管理当局具有支配、指示会计人员的‘天然’权力”。可以说,

在此思潮下,会计职业界缺乏权威和权力处理公司的各种弊端、制止管理当局的恣意行为,甚至政府也无力扭转投机浪潮下的企业财务报告的扭曲行为。在政府的权威管制机构没有能力或更多的是不愿意控制整个经济的投机行为下,再加上对保护投资者利益的冷漠,以及对个人权利的过度放任,就不难理解为什么会计职业界在控制企业财务报告和会计信息披露中的无能为力了。当时,会计学家梅(May)曾拒绝和里普利(Ripley)讨论企业财务报告和会计信息披露的质量问题。梅明确提出,“既然财务报表是企业管理当局的表述书,会计人员就没有权利规定‘何谓正确的处理方法’”,并且鼓吹谁也无权迫使企业管理当局采取其不愿使用的会计原则。

可见,资金稀缺性情况下,若筹集资金是连续的,那么企业之间关于是否进行会计信息公开披露的博弈将促使企业选择公开披露会计信息。但问题在于,既然自发的“市场机制”调节着会计信息的披露,那么会计信息披露监管的内因是什么?

#### 四、会计信息披露监管出现的动因和内在逻辑

##### (一) 博弈结构

虽然随着在资本市场上筹集资金的企业数目增加和企业间异质性的客观存在,博弈的结果促使了企业选择自愿披露会计信息。但当全部企业都披露其企业的会计信息时,由于信息不对称的存在,管理当局仍然可能利用其拥有的会计政策的天然选择权和控制权,有选择地只向资本市场传递对企业有利的会计信息,甚至传递虚假的会计信息来蒙蔽投资者。投资者由于信息不对称,在缺乏专业的知识结构和未对管理当局进行监督的情况下,不可能对会计信息的真假进行完全的辨别,此时监管的出现就具备基本的条件。此外,筹集资金的企业众多,而且在社会经济生活中的影响力增加,监管可能符合“成本效益”原则。但投资者是否愿意对管理当局进行监督?下面进行论证。

若两个投资者同时决定是否监督管理当局有否提供真实、公允的会计信息(类似公共物品),并假设其中一个投资者进行监督,那么每人得到1单位的利益(扣除成本前的得益);如果两个投资者都拒绝监督,则双方得益为0。同时,由于信息不对称,每个投资者监督管理当局所耗费的成本是私人信息,不妨假设为 $\theta_i$ ( $i=1,2$ )。不失一般性并考虑对称性,可假定 $\theta \in [c, d]$ ( $c < 1 < d$ ),并假设 $\theta_1, \theta_2$ 具有相同的分布函数 $P(\theta)$ (主要借鉴张维迎,1996)。

表4 两投资者是否监督管理当局的博弈框架表

|              |                          |                 |
|--------------|--------------------------|-----------------|
| 投资者1<br>投资者2 | 监督                       | 不监督             |
| 监督           | $1-\theta_1, 1-\theta_2$ | $1-\theta_1, 1$ |
| 不监督          | $1, 1-\theta_2$          | $0, 0$          |

令  $P_j$  为  $j$  进行监督的概率, 当投资者  $j$  按照  $(1-P_j)$  的概率不进行监督时, 而投资者  $i$  进行监督, 则投资者  $i$  的得益为  $1 \times (1-P_j)$ , 且要满足  $(1-P_j) > \theta_i$  方可。该博弈肯定存在一个  $\theta_i$  (均衡分割点)。当  $\theta_i \in [c, \theta_i^*]$  时, 投资者  $i$  才会进行监督; 否则当  $\theta_i \in [0, d]$  时, 投资者  $i$  不会进行监督。类似的结论也适合于投资者  $j$ 。注意到由于  $P_j = P(\theta_j^*)$ , 所以  $\theta_j^*$  满足  $\theta_j^* = 1 - P(\theta_j^*)$ ; 换言之, 根据对称性和不动点定理,  $\theta_1^*$ 、 $\theta_2^*$  都满足:

$$\theta_1^* = \theta_2^* = \theta^* = 1 - P(\theta^*)$$

若  $P(\theta)$  为定义在  $[0, 2]$  上的均匀分布 (令  $c=0, d=2$ ), 则有:

$$\theta^* = 1 - \theta^* / 2, \text{ 即 } \theta^* = 2/3$$

以上我们假设投资者之间信息是不对称的。不完全信息情况下, 投资者对管理当局监督区域如图 1; 而若投资者 1、2 之间信息是完全的, 则投资者对管理当局进行监督的区域如图 2 (均衡点  $\theta$  为 1):

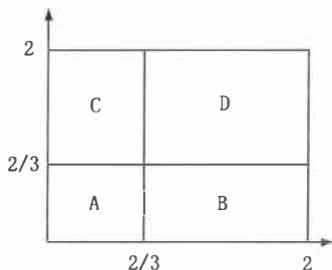


图 1 不完全信息下投资者监督区域

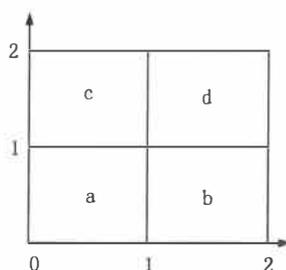


图 2 完全信息下投资者监督区域

注: 上图横轴代表投资者 1 的选择, 纵轴代表投资者 2 的选择。

上述图 1 的 A 和图 2 的 a 代表投资者 1 和 2 都进行监督的区域, 图 1 的 B 和图 2 的 b 代表投资者 1 愿意进行监督而投资者 2 不愿意进行监督的区域; 图 1 的 C 和图 2 的 c 代表投资者 2 进行监督而投资者 1 不进行监督的区域; 图 1 的 D 和图 2 的 d 代表两者都不愿意进行监督的区域。

为了论述方便, 我们可再假设如果投资者进行了监督, 那么就可以促使管理当局提供真实和公允的会计信息, 否则管理当局将利用信息不对称, 提供可能对己有利, 而对投资者不利的会计信息。那么, 在该假设下, 图 1 的 D 和图 2 的 d 就分别代表信息不对称区域。信息不对称区域 (图 1、图 2 中分别为  $S_D$ 、 $S_d$ ) 相对于投资者掌握的信息区域 (图 1 中为  $S_1 = S_A + S_B + S_C$ , 图 2 中为  $S_2 = S_a + S_b + S_c$ ) 越大 (以  $S_D/S_1$  或  $S_d/S_2$  表示), 投资者越得不到赖以进行决策的充分信息, 越可能得出错误的决策。

从图 1 和图 2 中, 可以看到, 在不对称信息下 (图 1) 比完全信息下 (图 2) 的监督区域要小, 未监督区域要大。按照上面的博弈, 存在着下述关系:

$$S_D/S_d = (2 - 2/3) \times (2 - 2/3) / [(2 - 1) \times (2 - 1)] = 16/9$$

$$S_D - S_d = 16/9 - 1 = 7/9$$

$$S_D/S_1 = 4/5, S_d/S_2 = 1/3, (S_D/S_1)/(S_d/S_2) = 2.4$$

综上所述,不完全信息与完全信息的情况相比较,由于监督区域的缩小和未监督区域的扩大,导致了投资者与管理当局之间信息不对称程度的加剧,所以管理当局更可能利用信息不对称<sup>①</sup>来愚弄投资者。

那么投资者为什么不先互通有无,通过事先消除彼此之间的信息不对称来局部或部分克服投资者和管理当局之间的信息不对称呢?问题在于投资者之间互通有无也是需要成本的,或者更科学地说是需要交易费用的。本文再次统一假设投资者两两互通有无时需要单位成本  $t$ ,那么投资者是否愿意先互通有无取决于交易费用  $f(n) = n \times (n-1) \times t/2$  和增量会计信息的收益  $g(n) = n \times (2n^2 - 1)/(n+1)^2 \times w$  (其中,  $w$  代表单位会计信息的边际收益) 的比较。

那么,认定初始状态下  $f(n) < g(n)$ ,虽然  $f(n)$ 、 $g(n)$  都是  $n$  的增函数,但前者增幅超过后者(斜率比较),所以两者曲线  $f(n)$  和  $g(n)$  必定相交(自变量为  $n$ )。不妨假定两者相交于  $x$ ,若投资者人数小于  $x$ ,则投资者事前的互通有无是可行的,体现为发生交易费用  $f(n)$  以消除彼此之间的信息不对称来抵消管理当局和投资者之间的部分信息不对称;但投资者人数大于  $x$ ,则事前的互通有无由于成本效益的制约而不可行。

这样,随着企业面向资本市场筹集资金的日益广泛,股权高度分散,投资者人数也呈现激增状态时,依靠投资者联合、按照一致同意的原则或控制多数的原则对管理当局进行监督来降低不对称信息的比例是不可行的。此外,随着投资者人数的增加,且由于成本效益的制约,投资者希望“搭便车”(别人监督而自己获益)的心理也往往会导致投资者之间的“理智的冷漠”现象,结果是无人会主动去选择监督企业的管理当局。还需注意到,随着投资者人数的激增,管理当局掌握的不对称信息和向投资者传递的信息之间的比例已经逐渐加大,最终趋于无穷。换言之,投资者掌握的信息实际上是企业应披露的会计信息的一个极小比例,最终趋于零<sup>②</sup>。为了确保会计信息的质量,迫切需要具有权威性的第三方出现对会计信息的披露进行监管。

## (二)历史证据

1929年,美国股市大崩溃,举世震惊。此后,肇始于华尔街的股市暴跌迅速波及到全球,多数投资者深受其害,纷纷明确要求对公司的会计信息披露进行规范。无情的现实比“自由主义”的愿望似乎更加残酷,在巨大的打击和经济大萧条的既定事实面前,联邦政府终于意识到,完全的自由放任最终将导致毁灭,政府应该对国家经济进行干预。罗斯福上任后,聘任凯恩斯作为总统顾问,“凯恩斯主义”关于国家干预经济的论点开始得以贯彻实施。1932年美国参议院下属的“金融和通货委员会”举行听证会的结论是:充分的会计信息披

露可以有效防范财务报表出现差错和弊端。该结论被罗斯福所采纳,立即开始推行证券立法,强化资本市场监管。而且,在罗斯福的支持下,美国的会计信息管制逐渐超越了以前的模式(如1911年的“蓝天法”),其特点为:(1)强调会计信息披露的充分性;(2)由投资者根据企业充分披露的会计信息进行独立决策,并认为如此可以使投资者的利益得到保护,因为政府不再担保公司的信誉,也不能代替投资者进行任何决策;(3)政府对会计信息披露进行监管,其职能和责任在于确保企业在政府的管制下能够向投资者传递充分的会计信息。

此后不久,1933证券法和1934年证券法相继出台。1933年的证券法的核心是充分披露,要求筹集资金的企业或公司真实、详细地披露企业的有关信息。1934年的证券法在要求通过定期报告进行充分披露之外,还指出披露的内容应该是真实的。自此开始,SEC和其授权的会计准则制定机构一直通过颁布正式的规则来规范会计信息披露。

## 五、小 结

通过上述一系列的博弈演进和客观的历史证据,本文力图揭示下面会计信息监管的制度性结构的形成过程,并形成如下一系列的逻辑或命题:

(1)尽管财务资本的稀缺性是贯穿始终的,但在特定的历史阶段,财务资本会暂时出现充盈的情况,此时根据相对稀缺性导致的、企业各个利益相关者针对会计信息产权博弈而言,占据优势的是管理当局。

(2)资金稀缺性时,资本市场机制可以部分“内化”筹集资金企业的某些行为,使会计信息披露成为一项惯例,即非正式的制度安排。

(3)非正式的制度安排虽然可以促使企业披露会计信息,却不能够保证企业管理当局说“真话”,无法抑制管理当局在会计信息披露中的机会主义行为,利益相关者的个人理性和集体理性相悖,无法确保利益相关者通过集体行动对管理当局进行监督和控制,确保会计信息披露的质量。

(4)为了克服个人理性导致的集体理性削弱,国家强制力将介入经济生活,对企业的会计信息披露进行干预和监管,力图以正式的规则给利益相关者提供一种理性预期借以矫正会计信息产权(getting the property rights of accounting information)<sup>③</sup>。

---

\* 本文参考的历史资料主要来源于 Previt 和 Merino(1978)及 Chatfield(1977)。

### 注释:

①请注意,这里的信息不对称存在着两种情况,第一体现为投资者之间的信息不对称,第二体现为投资者和管理当局之间的信息不对称;后者的信息不对称部分并非全部由前者的信息不对称所造成,请注意区分。

②当投资者人数扩大到  $n$  时,取  $d=n$ ,此时均衡点为  $n/(n+1)$ 。那么:

(1)  $S_0/S_1 = [n - n/(n+1)]^2 / \{n^2 - [n - n/(n+1)]^2\} = n^4 / (2n^3 + n^2)$ ;  $n \rightarrow \infty, S_0/S_1 \rightarrow +\infty$ 。

(2)  $S_0/S_2 = (n-1)^2 / [n^2 - (n-1)^2] = (n-1)^2 / (2n-1)$ ; 当  $n \rightarrow \infty, S_0/S_2 \rightarrow +\infty$ 。

③关于会计信息产权的有关论述,详细可参见杜兴强(2002)。

**参考文献:**

- [1] Carey. The rise of accounting profession[M]. New York, 1969.
- [2] Chatfield. A history of accounting thought[M]. Krieger Publishing Company, 1977.
- [3] Claire. Evolution of corporate reports[J]. Journal of Accountancy, 1945, (79).
- [4] Hawkins. The development of modern financial reporting practices among American manufacturing corporation[J]. Business History Review, 1963, (37).
- [5] Previts, Merino. A history of accounting in America—An historical interpretation of the cultural significance of accounting[M]. John Wiley and Son, Inc. 1979.
- [6] Watts, Zimmerman. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence[J]. Journal of Law and Economics(XXVI), 1983.
- [7] 杜兴强. 会计信息的产权问题研究[M]. 大连:东北财经大学出版社, 2002.
- [8] 钱德勒. 看得见的手[M]. 北京:商务印书馆, 1997.
- [9] 文硕(译). 会计思想史[M]. 北京:中国商业出版社, 1989.
- [10] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海:上海人民出版社, 1996.

## Corporate Governance Development and Regulation of Accounting Information Disclosure ——Game Analysis and Historical Evidences

DU Xing-qiang

(Department of Accountancy, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** Based on corporate governance, with accounting history as evidence and game theory as analyzing tool, the paper discusses the forming process of institution structure of regulating accounting information disclosure. First, the paper explains the reason why the convention “secret, secret and more secret” came into being; second, it demonstrates that although market mechanism can ensure public accounting information disclosure, it can not ensure its quality; finally, in accordance with the reality of disperse stock features of corporate governance, the paper explains why the unwillingness on the part of investors to supervise corporate management finally leads to the appearance of regulation mechanism of accounting information disclosure to ensure the quality of accounting information.

**Key words:** corporate governance; accounting information; regulation; game analysis; historical evidences