

上市公司利润操纵的经济学分析

江苏财经职业技术学院 张卫平

【摘要】 本文根据契约理论和信息经济学理论阐述了利润操纵的原因。同时,笔者提出完善产权制度、改进公司治理结构、运用声誉机制和法律机制、加强道德建设等可以防范利润操纵。

【关键词】 利润操纵 产权制度 契约理论 信息不对称

利润操纵作为一种社会现象有其理论上的依据,在经济环境中有着深刻的经济原因。本文将从产权经济学、企业契约理论和信息经济学角度对利润操纵进行分析,并从制度经济学角度提出防范利润操纵的制度构建。

一、利润操纵的产权经济学解释

美国学者德姆塞茨认为,产权是指使自己或他人受益或受损的权利。产权就是在社会经济中各行为主体围绕财产而建立的责权利关系,它表明一个人(或组织)可以做什么、不可以做什么,以及应该如何对自己的行为负责。产权是权利束,包括使用权、收益权和转让权等。将产权的各个基本内容界定给不同的行为主体就产生了私有产权、共有产权和国有产权。在共有产权下,共同体内的每一成员都有平均分享共同体财产的权利,如果某一成员使用共有权利的监督和谈判成本不为零,那么其在最大化追求个人价值时的成本就有可能部分地让共同体内的其他成员来承担;同样,一个共有权利的所有者也无法排斥共同体内的其他成员来分享其努力的成果。由于所有成员要达成一个最优行动的谈判成本非常高,因而共有产权会导致很大的外部性。

德姆塞茨和美国另一位学者阿尔钦还认为,企业实质上是一种团队生产方式的组织。在团队生产中,参与合作的成员的边际产出无法直接地、单独地、低成本地被观测到。由于团队向社会提供的是联合产品而不是每个成员的边际产品,且团队生产中对每个成员生产的努力程度的监察和报酬的计量存在一定的困难,加之成员之间对行为的监察会产生成本,因而使得团队成员中有道德问题者出现偷懒的情况,一部分成员的成本中可能有一部分会强加给另一部分人,由此会降低团队生产的效率,从而产生道德风险。为了防止团队成员偷懒,团队成员之间会达成一个协议,由某人或某一个团体专门作为监督者来检查其他成员的投入绩效。为了形成监督者有效施行监督的激励,团队成员会同意监督者从净收入中获取高于规定报酬的剩余部分,并赋予其对团队成员的净收入和其他投入支付报酬予以安排的权利。因此,企业的权利结构是由拥有私有产权的单个所有者所组成的团队和一个专门作为监督团队成员行为的团体所构成。这个团体拥有获取剩余财产的权利,即剩余索取权。

对上市公司而言,企业的产权是一种共有产权,股东是

企业的所有者,他们享有企业的产权。股东大会是由全体股东组成的股份公司的最高权力机构,对公司的重大经营事务享有最终决策权。但股东并不直接参与企业的经营,他们通过股东大会选出董事会成员组成董事会,由其对外代表公司参与交易和开展经营活动和对内进行日常管理。董事会是公司的最高决策机构,董事会成员的身份一般为公司的股东,这样能促使董事将个人利益与公司整体利益联系起来,努力为公司工作,同时以其在公司中所拥有的股份作为其承担任务的保证。鉴于公司经营事务繁杂,董事会必须聘任经理具体执行公司的各项日常事务,虽然公司经理的身份并不要求是股东或者董事,但从实践来看,公司经理不但是公司的股东,而且他们绝大多数是公司的董事。股份公司往往还设有监事会对管理人员的经营管理活动进行监督。通过这种所有权与经营权相分离的方式,共有产权的外部性就可转化为激励机制下相当内在化的运作模式。

经济理论的一个重要假设即经济人是自私的。经济人在交易过程中追求自身效用的最大化,因此作为公司管理者的董事和经理在可能的情况下总会采取机会主义的行为谋求自身利益的最大化;而享有剩余收益权的股东则希望获得尽可能多的剩余收益。此时,利润操纵就可能成为他们实现共同目的的重要手段。

二、利润操纵的契约理论解释

1. 交易费用理论视角。科斯认为,市场和企业是资源配置的两种可互相替代的手段。它们之间的不同在于:在市场上,资源的配置由非人格化的价格来调节;在企业内,相同的工作则通过权威关系来完成。两者之间的选择依赖于市场定价的成本与企业内部官僚组织的成本的平衡关系。企业之所以会出现,是因为权威关系能大量减少需分散定价的交易数目,即可节省交易成本。

我国学者张五常论述企业与市场的关系时认为,企业与市场是契约安排的两种不同形式,市场的交易对象是产品,企业的交易对象是生产要素。通过生产要素契约,私人要素生产者将要素使用权转让给代理人以获得收入,但他必须在一定范围内接受代理人的行政指令,而不再通过市场价格决定自己的行为,这样就产生了企业。这意味着,企业能消除机会主义的论点不是决定性的,因为企业可能把机会主义从

商品市场带到要素市场上来。

格罗斯曼、哈特和莫尔结合威廉姆森的资产专用性概念,发展出一个所有权结构的模型。他们认为,当由于明晰所有特殊权利的成本过高而使合约不能完备时,所有权即具有重要意义。他们在剩余索取权与剩余控制权之间作了区分,同时又将所有权与剩余权利的购买等同起来,认为当两个参与者进入一种交易关系,如果在合约中列示用来创造收入的所有财产的特殊权利费用过高时,最合适的做法也许是其中一方购买所有的剩余权利。剩余权利对购买方来说是一种收益,而对出售方来说却是一种损失,这样就不可避免地造成激励机制的扭曲。因此,一种有效率的剩余权利的配置必须是购买者在激励上所获得的收益能够充分弥补售出者在激励上所造成的损失。

契约理论认为,企业是一系列契约的联结。各具独立利益的个体,通过各种相关的契约为企业的生产过程提供某种投入资本(土地、劳动、管理技能等),并期望能得到回报。但在有限理性假定下,契约是不完备的,各签约方之间不可避免地存在着矛盾冲突。会计所处理的正是各签约方投入的可计量的资源的变动情况(包括产出)。众多契约联结的目的是节约交易费用并产生尽可能多的资源流出,所以会计盈余的信息最为投资者所关注,企业的许多契约(如管理报酬契约、债务契约等)都是以会计利润数据作为签约基础,并作为契约履行情况的依据。由于契约的不完备以及管理技能等要素的难以计量,使得在契约关系中能够影响和改变会计信息的签约方——企业管理层会进行一系列的操作,他们通过改变会计盈余数据影响各签约方之间的利益分配,使有利的利益向自己或本企业流动(刘杰,1999)。

2.代理理论视角。简森和麦克林的“管理者论”认为,代理成本是企业所有权结构的决定因素。在管理者拥有企业部分所有权的情况下,如果其对工作做出了努力,其可能承担全部成本而仅获取一小部分利润;而当其消费额外收益时,其能得到全部好处但只承担一小部分成本。这导致管理者工作积极性不高却热衷于追求额外消费,于是企业的价值也小于其作为企业完全所有者时的价值。这两者之间的差异即被称为代理成本。让管理者成为完全的剩余权益的拥有者,可以消除或至少可以减少代理成本。

在股份公司中,委托人是股东,代理人是受股东大会委托管理企业的管理层。标准的委托代理理论建立在两个基本假设上:①委托人对有随机的产出没有直接的贡献(即在一个参数化模型中对产出的分布函数不起作用);②代理人的行为不易直接被委托人察觉(虽然有些间接的信号可以利用)。在这两项假设下,委托代理理论给出了两个基本观点:一是在任何满足代理者参与约束及激励相容约束而使委托人预期效用最大化的激励合约中,代理人都必须承受部分风险;二是如果代理人是一个风险中性者,那么可以通过使代理人承受完全风险(使他成为惟一的剩余权益者)来达到最优结果。一旦我们放宽前两个假设条件,则后两个观点将露出破绽。首先,一旦委托人也对产出做出自己的贡献,代理人的风险中立性就不再能保证带来最优结果,因为在这种情况下代理人的完全剩余索取权将不可避免地导致委托人积极

性的扭曲。其次,如果付出一定的监督成本使代理人的行为能被察觉,则某些人积极性的挫伤(由于不能分享剩余权益)即可通过其他人的监督来弥补。从而一项剩余分享的合约可能劣于一方单独索取剩余的合约。因此,最根本的问题是谁将是委托人或代理人。

在委托代理关系中,企业的所有者是委托人,管理者是代理人。然而,无论是委托人还是代理人,他们中都存在着风险。代理人的风险是其努力工作并取得成绩与得到的报酬不相称或不成比例,于是,代理人便产生追求额外消费的行为;委托人的风险是其支付了高额的薪水但不能保证受托人努力工作,或受托人的工作能力有限,造成委托人的剩余索取权得不到保障。为了降低代理成本,所有者不得不设立奖金计划,即让代理人也享有剩余索取权。由于剩余索取权集中在对股利的安排上,于是利润数据便成了股东和经理都十分关注的事情。基于利益的协调或冲突,所有者以及他们的代表(董事和经理)都有操纵利润的动机。

三、利润操纵的信息经济学解释

董事或者经理偷懒的一个重要原因是,他们相对于股东而言拥有关于企业具体经营活动的信息优势。这也就是信息经济学上所说的信息不对称分布。信息不对称在现实经济生活中普遍存在,例如,保险市场上的投保人对于自己所面临的风险拥有多于保险公司的信息;股份公司的职业经理人对于自己的努力水平和公司的内外部状况所掌握的信息多于股东。处于信息优势的一方为代理人,处于信息劣势的一方为委托人,两者之间形成委托代理关系。

就上市公司而言,企业的管理者比股东、债权人、潜在的投资者等外部信息使用者拥有更多的利润信息,股东作为所有者比债权人拥有更多的利润信息,企业内部管理层比普通员工拥有更多的利润信息,这说明在股票市场中各契约关系人之间存在着严重的信息不对称。这种不对称的情况是代理人(管理者)知道真正的利润信息,而委托人(投资者等外部信息使用者)却对利润不知情或不完全知情,这就为管理者留下了利润操纵的空间和可能。由于存在信息的搜寻成本、传递成本以及交流堵塞,因而会计信息的不对称是不可消除的,同样利润操纵也是不可避免的。

信息经济学将信息的非对称性从两个角度进行了划分:一是按非对称发生的时间,分为签约前和签约后的非对称性,对前者的研究形成了逆向选择模型,对后者的研究形成了道德风险模型;二是按非对称信息的内容,分为某些参与人的行动和某些参与人的知识的非对称性,对前者的研究形成了隐藏行动模型,对后者的研究形成了隐藏信息模型。而逆向选择模型和道德风险模型是最基本的两种类型。

由于事前的信息不对称导致合同签订阶段的机会主义行为,称为“逆向选择”。在我国,由于上市资格是一种稀缺的资源,一些经营业绩并不理想而又缺乏资金的公司,为了能满足上市条件从而能在资本市场上筹集所需的资金,就想方设法对利润进行操纵以吸引投资者的注意,而投资者对拟上市公司的真实财务状况并不了解,他们只是根据公开的信息(包含被操纵了的利润信息)做出判断。这些公司在上市以后面对证券市场的压力,仍可能继续进行利润操纵,以保住宝贵的“壳

资源”,甚至希望以后在证券市场上筹集到更多的资金。

由于事后的信息不对称导致的合同执行阶段的机会主义行为,称为“道德风险”。在股东选出董事、聘用经理(签约)以后,股东无法获知管理者的努力程度,只能观测到他们的部分经营成果,股东也无法分辨出哪些成果是管理者努力的结果,哪些是外在随机因素影响的结果。这就意味着股东必须通过一定的合同条款来激励和约束管理者,以促使代理人做出对委托人有利的决策。为了避免管理者的偷懒行为及道德问题导致经营业绩的下降,股东往往以会计利润数据作为依据,与管理者签订报酬契约,促使管理者为增加报酬而努力工作。但由于管理者直接掌管生产经营,掌握了全部信息,而委托人和其他的利益相关者对公司生产经营的真实情况并不了解,于是管理者便利用自己掌握信息的优势,掩盖一些不利于自己的信息;当向外界尤其是市场上传递的信息对自己有利时,管理者还会利用会计准则的灵活性,选择对自己有利的会计政策,或者利用会计准则的漏洞,对利润进行操纵,并将经过粉饰的信息向公众披露。

四、防范利润操纵的制度构建

制度是指一系列被制定出来的规则、守法程序和行为的道德伦理规范,它旨在约束追求主体福利和效用最大化的个人行为。这些约束规则不仅包括《宪法》、各种成文法和习惯法以及自愿性契约等正式的制度规则,还包括行为的伦理道德规范等非正式的制度规则。要防范利润操纵,就应加快建立社会主义市场经济体制,完善与国际惯例接轨的市场规则。

1.完善产权制度。在所有制度规则中最根本的约束规则就是产权,一种有效率的产权制度应使产权关系明晰化。这是因为产权的边界越明确,交易的区界就越清晰,交易主体的收益预期就越明确,交易者采取损人利己的机会主义行为的成本就要大于收益。目前,我国上市公司中“一股独大”问题非常严重,大股东利用其控制地位肆意侵犯中小股东利益,因此产权改革的核心应是依靠市场的力量,改变不合理的股权结构,实现产权的多元化目标,实现社会资源的优化配置。同时,加强法律制度建设,有力惩戒一切破坏现有产权关系的行为,切实保护所有者的权益。

2.改进公司的治理结构。在所有权与控制权分离的情况下,容易出现“内部人控制”的问题。为了避免“内部人控制”对出资者利益的伤害,必须完善公司的治理结构,建立规范的公司治理机制。公司治理结构和治理机制是一套制度安排,其核心内容是建立科学的、强有力的决策机构和高效的指挥系统,以妥善处理在公司中有重大利害关系的团体——投资者(股东及债权人)、经理、职工之间的关系,并协调这个联盟中各个团体的经济利益关系。它实质上是公司的利益相关者就企业的剩余索取权和剩余控制权安排所达成的一项契约。完善公司治理结构就是通过合理配置剩余索取权与剩余控制权,在投资者、经理与职工之间形成自我约束、相互制衡的机制。这不仅要求制定最优报酬计划激励经理行为,还要求在制度安排上设计一些防线以保护其他利益相关者的利益。这些防线包括:①确保董事会的独立性,建立一个以独立董事为主的董事会来代表股东监督管理者;②保持外部审计的独立性,禁止外部审计向上市公司提供与审计无关的咨询服务;③证

券监督和管理部门对上市公司与审计机构的信息披露行为进行监管,一旦发现造假行为就给予严惩。

3.通过声誉机制和法律机制降低信息不对称。在现代股份公司中存在着信息的不对称,为了降低交易成本,会计信息由负责企业日常经营的管理者提供,这又加剧了信息的不对称。为了保证证券市场的健康发展,使稀缺的资源流向高质量的企业和高素质的企业家,一个重要的方面就是解决好因信息不对称导致的逆向选择和道德风险问题。声誉机制和法律机制是解决信息不对称的两个重要制度,这两者是不可分离的。声誉是拥有私人信息的交易一方不拥有私人信息的交易另一方的一种承诺。在资本市场上,声誉是企业家、经营者对投资者(股东、债权人)做出的不滥用资金的承诺。虽然声誉不具有法律上的强制性,但如果企业家不履行承诺,就会失去投资者的信任。因此,声誉是企业家不得不为自己说假话的行为、欺骗行为(当然也包括利润操纵行为)付出的代价。在契约的执行过程中,公司管理者总会将利润操纵带来的收益和相应的成本进行比较,如果外部存在完善的经理人市场,管理者从短期利益考虑进行的利润操纵行为一旦被利益相关者觉察,他们的声誉将会受到严重损害。由于关于所有权安排的契约是重复博弈的结果,所以管理者的每一次机会主义行为都将大大增加下一次签约的成本,其职业生涯可能就此终结。因此,建立声誉机制能在一定程度上抑制公司管理者操纵利润的行为。

声誉机制作用的发挥离不开法律的保护,能有效保护投资者的武器就是法律。保护投资者的一个办法就是让投资者对公司享有一定的控制权,投资者对公司的控制权是通过一系列法律加以确认的。大股东可以通过进入董事会直接管理企业,但大部分小股东却无法直接控制企业,因此必须有一些特殊的法律来保护他们的利益。其中,最重要的就是上市公司信息的强制披露制度,特别是对关联方交易的强制披露制度。在市场经济分工协作、企业集团化经营的条件下,关联方交易具有存在的正当性,只有通过完善的信息披露制度,要求企业揭示关联方交易的具体细节以及对公司的财务报表的影响,才能尽可能消除关联方交易的负面影响。当然披露的应该是真实的、未经操纵的信息,如果披露的是操纵过的信息就必须承担相应的法律责任。

4.加强道德建设,用非正式制度规则约束机会主义行为。正式的制度规则,特别是产权的明确界定能够有效地防范利润操纵行为的发生,但由于产权界定是需要花费成本的,在有些场合产权界定的成本甚至高于由此获得的收益,因此人们的交易行为不可能全部由产权来界定。此时,道德这一非正式制度的约束作用就显得非常重要,它能引导和激励各利益团体自觉选择与利己主义相反的利他主义行为,从而达到减少利润操纵的目的。

主要参考文献

- ①德姆塞茨.关于产权的理论.上海:上海三联书店,1991
- ②段文斌等.制度经济学——制度主义与经济分析.天津:南开大学出版社,2003
- ③张维迎.企业理论与中国企业改革.北京:北京大学出版社,1999