

# 企业盈余管理的价值均衡观浅探

河北经贸大学 武莉莉 孙刚

**【摘要】** 本文运用契约经济学的分析方法探讨了在委托代理理论框架下影响企业盈余质量的契约关系,并提出了研究盈余管理问题的价值均衡观,为提高企业盈余质量提供了一个新的研究视角。

**【关键词】** 价值均衡 盈余管理 契约经济学 公司治理

## 一、盈余管理、交易费用与资本市场订约

现代契约理论中的逆向选择模型在资本市场上的应用,主要表现在如何降低投资者对盈余信息的获取成本及提高盈余信息在企业或金融资产价值评估与预测中的作用问题上。无论是资本资产定价模型(CAPM)还是费尔萨姆——奥尔森模型(Feltham-Ohlson Model of Earnings)都需要准确的盈余信息。然而投资者所能获得的只是管理当局披露的盈余信息,而公司的真正盈利能力或盈余质量却是管理当局的私人信息。这种盈余信息不对称可能导致如阿克劳夫(1970)所描述的柠檬车现象(The Lemons Model),即在证券发行市场上,低盈余质量证券将高盈余质量证券驱逐出资本市场的逆向选择问题。

如果资本市场上长期充满盈余质量低的证券,势必会动摇投资者的信心,甚至导致资本市场的崩溃。但实际上这种情形并未发生,一方面,盈余质量高的证券会试图通过某种形式的信号传递其高质量的信息,减少市场中的信息不对称;另一方面,人们考虑了这种逆向选择的情况,所以在进行市场设计时进行了一些处理逆向选择的机制设计。信息中介机构的出现就是为了缓解市场中的信息不对称问题而设计的契约制度安排。资本市场中有两类信息中介机构:一类是金融中介机构,如投资银行、创业投资公司、存款机构和保险公司,它们收集个人投资者的资金,然后分析各种投资机会,做出投资决策。另一类是信息中介机构,如会计师事务所、财务分析公司及资信评级机构,它们向个人和机构投资者提供有关项目投资机会质量的信息。这些信息中介机构向投资者提供高质量的公司盈余信息,从而减少市场中的信息不对称,进而降低交易成本与费用。

实证检验的结论表明,管理当局在资本市场上存在下列盈余管理动机:①股票首次公开发行。Huges(1986)等人的实证研究表明,预测的会计盈余指标作为公司价值的一个信号会引起市场的有效反应。Aharony(2000)等人研究发现我国国有企业也存在盈余管理现象,在首次公开发行股票之前的财务包装过程中,资产收益率的中位数在IPO(首次公开发行股票)当年达到顶峰,随后下降。资产收益率中位数的下降在不受保护行业的统计上显示显著,而在受保护行业的统计上显示不显著。这些研究表明一个即将上市的企业,其经营者很

可能对募股说明书中的报告盈余进行操纵,以使公司股票有一个理想的价位。②避免违反债务契约。Defond(1994)等人对实际上已经违反契约的样本公司进行检验后发现,样本公司在违反契约的前一年提高了盈余,他们将此解释为接近违反债务契约条件的公司进行盈余管理的证据。从一个足够长的时间来看,会计方法的选择和盈余管理不会直接影响企业经济盈余,只会改变企业经济盈余在不同会计期间的概率分布。盈余管理对报告盈余的影响一般是短期的,而不是长期的,因而盈余管理对报告盈余质量的影响也是短期的,并且从长期来看,这种影响是逐渐减弱的。

## 二、盈余管理、激励报酬与经理市场订约

在契约经济学中,道德风险是研究事后非对称信息博弈的模型,通常是指委托代理理论框架中隐藏行动的道德风险模型。在契约经济学中,委托人是指博弈中不拥有私人信息的一方,代理人是指拥有私人信息的一方,是信息知情方。经理市场中存在的道德风险问题主要源于管理当局努力水平的不可观测性。关于经理市场中道德风险问题的研究多集中在外部投资者(包括股东和债权人)与管理当局的委托代理关系上。其中,代理成本(或激励成本)包括:委托人的监督成本、代理人的保证成本和剩余损失。为了解决代理问题,需要在委托人即外部投资者和代理人即管理当局之间建立一套契约安排,以使代理人向使委托人的价值或效用最大化的目标努力。这种机制一般都通过某种契约的形式固定下来,常见的契约有公司章程、聘用合同等。契约又可分为显性契约和隐性契约,最优的契约安排应该是使激励成本与信息成本之和最小的契约。又由于代理人工作努力水平的不可观测性,决定了其不可能作为契约签订和执行的基础,而能够作为契约签订和执行基础的必须是能被委托方和代理方所共同观测到的信息。所以,会计盈余信息(也包括股价等业绩评价手段)自然就成为契约签订和执行的共同信息。之所以将会计盈余作为管理层激励报酬契约的重要考虑因素,瓦茨和齐默尔曼教授认为有三个因素:企业市场价值的不可观测性、业绩的分解和税收因素。尽管存在诸多限制经理人员进行盈余管理的制度安排,但只要存在固化于激励契约中的信息成本与激励成本,就不可能完全根除经理人员的盈余管理行为。

许多学者就盈余质量在管理当局激励报酬契约中所起的作用进行了大量的实证研究:①激励报酬契约是影响企业管理当局报告盈余的重要因素。Holthausen(2001)等人指出会计盈余的自相关性在报酬契约中的重要性,并指出这种相关性是由永久性、暂时性及可转回盈余项目三者的相互作用所决定的。并且他们就这三个盈余项目的变化对会计盈余对激励契约的影响作用进行了分析。②会计盈余与企业最优激励报酬契约的关系。许多学者探讨了基于会计盈余的业绩评价、最优激励契约与委托人剩余收益三者之间的关系。他们的研究基于单一期间、单一任务的委托代理模型,并且考虑到了单一业绩评价方法及多重业绩评价方法的优点。在此基础上,其他学者对基于单一期间的委托代理模型进行了更加深入的分析,他们研究了在单一期间内业绩评价方法的准确性及多重业绩评价方法的相关性。但是基于单一期间、单一任务的委托代理模型在表述业绩评价方法的特征方面有其内在局限性。③会计盈余自相关性与多期间委托代理问题。企业经常是通过会计应计项目来操纵报告会计盈余的,而会计应计项目是随月度、季度和年度在多个会计期间内不断变化的。进一步讲,委托人与代理人之间的契约关系一般来说要长于一个会计期间(如一个月度、一个季度或一个年度),这自然就会涉及在多期间模型中各种业绩评价方法(如会计盈余)是如何影响企业最优激励报酬契约与委托人的净收益的问题。有观点认为,代理人的风险会因为会计盈余在多期间模型中存在自相关性而增加,并且代理人所承担的这种风险应该得到补偿。Christensen(2004)等人研究了建立在线性契约、指数型效用函数及正态分布的业绩评价方法假设基础上的双期间模型。他们分析了作为业绩评价方法的会计盈余指标在可再协商的动态代理模型中对委托人效用的影响,并指出消除暂时性应计项目也许对企业价值评估或预测有用,但对于激励报酬契约却是不必要的。

### 三、盈余管理、内部人交易与资源分配效率

尤其是在资本市场融资的初始阶段,内部人交易发生频繁。内部人交易是指因初始投资者与新进投资者之间对收益的分配有矛盾而出现的一种旨在提高公司收益的交易行为。而对内部人交易与盈余管理的研究是建立在资本市场的两个基本假设失效的前提下的。这两个假设是:①资本市场是信息有效的,即投资者可以识别管理者的会计操纵行为。②声誉激励机制与劳动力市场的约束可以有效防止管理层从经营前景不佳的公司中以盈余操纵的方式获利。

同时,投资者可以根据信号理论来评价公司质量与管理者的盈余操纵行为。传递信号是高素质的经理采用的行动,低素质的经理若采取相同的行动则是不理性的。高素质的经理传递该信号的成本比低素质的经理传递该信号的成本更低廉。这赋予信号可靠性,因为对于低素质的经理而言,仿效高素质的经理的行为是不理性的。

另外,究竟盈余管理行为是否会影响到企业的股票价格还是一个有待进一步研究的问题。实证研究为我们提供了相互矛盾的证据。在一些企业里,投资者确实无法有效识别盈余管理,而在一些金融机构,如银行与财产保险公司,由于监管

部门要求这些金融机构对一些关键财务应计项目进行强制披露,从而使得投资者能够识别其盈余管理行为。可见,加强对公司的强制披露有利于进一步提高资源的分配效率。

### 四、盈余管理、市场管制与政治成本

盈余管理文献主要阐述了两类监管的影响:一类是行业监管,如公用事业对收费的监管、银行业对资本充足率的监管等;另一类主要是反垄断监管。其相应地也演化出两种管制理论:公共利益理论与利益集团理论。公共利益理论认为,管制是因公众对纠正市场失灵的需求而产生的。在这一理论中,监管者,也就是会计准则的制定机构或准则的制定者,被假定为是大公无私的。它通过管制使社会福利最大化。因此,管制行为是管制成本与市场运作改善后所带来的社会效益的权衡。虽然公共利益理论代表着一种最佳的管制理论,但其在现实中的应用却有许多的局限性。利益集团理论认为,一种行业是在各种利益集团的存在下运行的。这些利益集团被看做是被管制的需求者,但它们所需的管制的性质及程度是不同的。政府当局或立法机关,也可以被看做是利益集团,有提供管制的权力,其利益就在于保住这种权力。因此,它们向那些能够最有效地帮助它们保住权力的利益集团提供管制。会计准则的制定机构就是其中的一员,作为准则得以提供的工具,它试图在使自身利益最大化的前提下平衡利益集团各方的需求。该理论认为,管制是一种商品,它既有需求又有供给。这种商品将分配给那些政治上最能有效说服立法机关为它们提供管制利益的那些集团。由于投资者及管理者对信息需求的不同与利益的不同所产生的复杂情况使得准则制定者不能有效地制定正确的会计准则。也就是说,准则制定者无法合理地确定各相关利益集团对信息需求的最佳均衡点,所以对市场行为的管制过程实际上是各相关利益方的博弈直至均衡的过程。

### 五、结语

运用现代契约理论研究盈余管理问题至少具有三个方面的意义:①它为理解管理当局、管制者以及其他个人或机构投资者等各相关利益方为什么把影响盈余质量的会计方法或程序看成是一个重要问题提供了基础。②契约理论有助于解释管理当局为什么会认为某项提供报告盈余的会计规范可能会对该企业的价值产生不利的经济后果。③它使我们认识到,无论是资本市场上的订约行为还是经理市场上的订约行为都是要花费成本的,这些订约成本不仅包括直接发生的谈判和起草契约的成本,而且包括其对企业生产、投融资决策及管理层激励报酬契约的影响等间接成本。契约经济学理论认为,现代企业组织是一组契约的集合,即企业与各相关利益者被正式或非正式的契约关系联系在一起。基于这种认识,我们不仅要关注企业与政府管制当局的博弈关系,还要关注企业与所有契约方的博弈关系,即要建立盈余管理的“价值均衡观”。

### 主要参考文献

- ①科斯,哈特,斯蒂格利茨.契约经济学.北京:经济科学出版社,1999
- ②夏恩·桑德.会计与控制理论.大连:东北财经大学出版社,2000