

# 基于公司治理视角的财务重述研究综述

魏志华, 王毅辉

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 近年来上市公司财务重述现象日趋频繁, 引起了学术界的广泛关注。本文首次从公司治理视角对财务重述相关研究进行了全面回顾, 着重从财务重述动机、财务重述影响因素和财务重述是否导致管理层变更等方面进行了述评, 梳理和归纳了国外最新研究进展, 最后总结和论述了这些研究成果对于我国上市公司财务重述监管的借鉴和启示。

**关键词:** 公司治理; 财务重述; 研究综述

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 100124950(2007)1120032206

## 一、引言

自有效市场假说提出以来, 高效的会计信息质量一直被视为保证证券市场有效性的关键。财务报告作为上市公司对外披露信息的主要载体, 是投资者获得公司信息的重要途径。财务报告重新表述<sup>1</sup> (简称财务重述) 是对存在错误或是误导性信息的历史财务报告进行事后补救的公告行为。财务重述表明先前财务报告的低质量和不可信, 因此会造成严重的经济后果。Palmrose 等(2004)和 Hirschey 等(2005)的研究表明, 发生财务重述的公司市场价值大幅下滑, 给投资者造成了巨大的损失。<sup>[1,2]</sup> Wu (2002)和 GAO(2002)则发现, 财务重述已严重威胁到投资者对证券市场的信心。因此, 财务重述说明会计信息质量低下, 而且也不利于投资者决策和资本市场资源配置功能的发挥。<sup>[3,4]</sup>

令人忧虑的是, 近年来财务重述现象日趋频繁, 大有越演越烈之势。以美国为例, 进行财务重述的上市公司的数量和比例逐年攀升。GAO(2006)发现, 美国财务重述公司从1997年的83家增加到了2005年(截至9月份)的439家, 财务重述公司占全部上市公司的比例由同期的0.9%飙升到了6.8%。<sup>[5]</sup> 综观中国证券市场, 情况亦不容乐观。国内学者雷敏等(2006)发现, 我国上市公司补充说明的事项一半以上与利润相关, 这反映了上市公司财务信息披露的不规范和随意性, 以及部分上市公司采用财务补充更正公告的方式来粉饰财务信息的恶意行为。陈凌云(2006)统计表明, 每年大约20%的上市公司发布名目繁多的各类补充公告与更正公告。她认为财务重述的深层次原因之一就是公司治理机制存在缺陷。由于财务重述背后上市公司治理失效的问题日益凸显, 国外学者从公司治理的角度对财务重述进行了大量研究, 并取得了丰硕的成果。有鉴于此, 本文基于公司治理视角梳理和归纳有关财务重述的最新研究成果, 以期完善我国上市公司治理、提高信息披露质量和加强政府机构监管提供有益的借鉴。

收稿日期: 2007208210

基金项目: 国家自然科学基金资助项目5上市公司/管理层讨论与分析0信息披露理论与实证研究6(编号: 70572092), 2006年度教育部新世纪优秀人才支持计划项目

作者简介: 魏志华(1983-), 男, 厦门大学管理学院博士研究生;

王毅辉(1981-), 男, 厦门大学管理学院博士研究生。

## 二、财务重述动机: 基于薪酬契约视角

大量实证研究表明, 财务重述将造成严重的经济后果和恶劣的影响<sup>6</sup>。然而, 为什么仍有大量上市公司进行财务重述呢? 美国会计原则委员会(APB), 即美国财务会计准则委员会(FASB)的前身, 将需要进行财务重述处理的/ 差错0归纳为以下几种情况: 计算错误、会计原则应用错误、忽视或错用财务报告公布日已经存在的事实等。但平心而论, 这些外在直接原因很难解释近年来财务重述的国际普遍性和越演越烈的趋势, 也难以就其潜藏的经济学内涵得出令人满意和信服的结论。为此, 从公司治理尤其是从管理层薪酬契约的视角深入剖析财务重述动机逐渐成为研究的焦点。

薪酬契约作为解决代理问题的关键, 一直受到实务界和学术界的广泛关注。然而, 近年来的研究表明, 基于股票的经理人报酬其实是一把/ 双刃剑0。一方面, 经理人报酬越来越多地使用股票期权和其他股票报酬, 这有助于使经理人与股东的利益趋于一致。<sup>[6]</sup>另一方面, 基于股票的报酬却可能激励经理人采取不恰当甚至违法(如盈余操纵)手段来提高盈利和股价以实现自身利益最大化。<sup>[7]</sup>一个备受瞩目的话题就是, 股票期权报酬很可能促使经理人采取激进的会计政策并导致财务重述。因此, 近期研究主要通过考察财务重述期间管理层交易行为和报酬变化来探讨上市公司财务重述是不是由经理人的自利行为所造成的。

从内幕交易的视角研究财务重述, 实证结果倾向于支持内部人通过财务重述来按溢价出售股票的动机。Beneish(1999)在对64家因违反公认会计准则而被美国证券交易委员会(SEC)强制执行诉讼判决的公司进行了研究以后发现, 在公布高估盈利的财务报告期间, 这些公司的经理人比对照组公司的经理人更有可能销售股票和行使股票期权。<sup>[8]</sup>Li等(2006)也证实了财务重述公告期间存在的内幕交易行为, 他们发现内部人利用信息优势在重述前抛出股票以减少股价即将下跌造成的损失。<sup>[9]</sup>此外, Kedia等(2007)简要报告了1997~2002年标准普尔1500指数140家成分股公司CEO执行期权的情况, 同样显示重述公司CEO比非重述公司CEO在错误报告期间行使了更多的股票期权。<sup>[10]</sup>最近, Agrawal和Cooper(2007)以美国518家宣布调低盈余的财务重述公司为研究对象, 研究了高级经理、高级财务官、全体公司官员、董事会成员和大宗交易者这五类内部人在公开股票市场上的交易, 结果发现虽然全样本分析仅微弱支持重述公司高管在错误报告期间比非重述公司高管出售了更多的股票, 但是对财务重述程度较为严重的子样本分析则表明, 内部人在会计问题被揭露之前的确有更强的动机出售股票。<sup>[11]</sup>

部分实证研究则直接找到了一些高管采取激进的会计政策(进而导致重述)以提高股价并从中谋利的证据。Beneish(1999)发现, 管理层自利行为是采取激进会计政策的明显动机。Burns和Kedia(2006)实证发现, CEO行使股票期权与财务报告出错的可能性显著正相关, 而CEO薪酬的其他部分, 如受限股票、长期激励支付、工资和奖金对股价的敏感度则与财务报告出错的可能性不显著相关。<sup>[12]</sup>这表明, 持有股票期权的CEO有动机通过错误报告来影响股价, 以增加个人财富。Burns和Kedia(2007)随后进一步检验了1997~2002年224家发生财务重述的大公司高管行使股票期权的情况。在一些财务重述情况严重的子样本中, 他们发现重述公司高管比对照组公司高管多行权20%~60%, 而且财务重述对盈余的影响幅度越大, 高管行使期权的数量就越多。<sup>[13]</sup>

综上所述, 尽管样本数据和研究方法各有差异, 但不同学者从薪酬契约视角研究财务重述取得了较为一致的结论: 管理层的确有动机通过选择会计政策和进行内幕交易来使自己的利益最大化。那么, 如何有效防止管理层的自利性财务重述呢? 健全和完善上市公司治理机制恐怕是解决财务问题的关键。

## 三、财务重述影响因素: 基于治理结构视角

早期学者主要从规模、成长性和盈利能力等公司特征来研究财务重述的影响因素,<sup>[14,15]</sup>但实证结果并不一致。Ahmed和Goodwin(2007)认为, 这主要是因为缺乏充分的理论依据支持公司特征与财务

重述的相关关系。以公司规模为例,小公司因会计制度相对不完善而更有可能进行财务重述;而大公司比小公司更经常利用重述作为信号工具向外界传递公司信息。因此,理论上很难确定公司规模对财务重述的影响。<sup>[16]</sup>

财务重述通常被认为是低质量的会计制度和会计实践的函数,其背后上市公司治理失效的问题日益凸显(GAO, 2002)。自美国5萨班斯)奥克雷法案6(Sarbanes2Oxley Act, 2002)颁布以来,公司治理问题已成为全球学者关注的焦点。因此,当前研究财务重述影响因素的文献更多是把注意力转向公司治理结构。我们归纳了公司治理结构与财务重述关系的主要实证研究结果(参见表1)。

表1 公司治理结构与财务报告失败可能性的实证研究文献总结

	Beasley(1996)	Dechow等(1996)	Abbott等(2004)	Agrawal等(2005)	Farber(2005)
财务报告失败的性质	AAER	AAER	财务重述	财务重述	AAER
样本规模	75	86	88	159	87
样本年度	1979~1990年	1982~1992年	1991~1999年	2000~2001年	1982~2000年
董事会规模	-	-	(+)**	不显著	-
董事会独立性	(-)**	(-)**	不显著	不显著	(-)**
是否设立审计委员会	不显著	(-)**	-	-	(-)**
审计委员会独立性	(-)**	(-)**	(-)**	不显著	不显著
审计委员会会议次数	不显著	-	(-)**	-	(-)**
审计委员会拥有财务专家	-	-	(-)**	(-)**	(-)**
CEO和董事长两职合一	不显著	(+)**	不显著	不显著	(+)**
CEO或董事长来自公司创始家族	-	(+)**	不显著	(+)**	-
外部大股东	不显著	(-)**	不显著	不显著	(-)**
审计公司是/4大0或8大0	-	不显著	-	不显著	(-)**

注:\*和\*\*分别表示显著性水平为10%和5%的双尾检验。(+)表示与财务重述可能性正相关;(-)表示与财务重述可能性负相关。财务报告失败包括财务重述或者因财务舞弊(也将导致财务重述)而被SEC作为案例列入5会计与审计实施文6(Accounting and Auditing Enforcement Releases, AAER)。

资料来源:根据相关文献整理。

表1显示,公司治理结构的确对财务重述造成影响,但研究结论并不一致。比如,Dechow等(1996)、Beasley(1996)和Farber(2005)发现,董事会独立性与财务重述的可能性显著负相关,这与Fama和Jensen(1983)、Jensen(1993)等认为提高董事会独立性有助于提高董事会效率的观点相一致,但Abbott等(2004)以及Agrawal等(2005)的研究却没有找到相关证据。Dechow等(1996)和Farber(2005)发现,/CEO和董事长两职合一0显著提高了财务重述的可能性,印证了Jensen(1993)关于/CEO和董事长两职合一0会降低董事会效率的观点;而Beasley(1996)、Abbott等(2004)以及Agrawal等(2005)却不支持Fama和Jensen的观点。Dechow等(1996)和Farber(2005)研究发现,外部大股东可显著降低财务重述的可能性,从而支持了Jensen(1993)以及Shleifer和Vishny(1997)提出的独立外部大股东可以有效监督和约束管理层的观点;而Beasley(1996)、Abbott等(2004)以及Agrawal等(2005)却认为外部大股东并未对改善公司治理发挥显著作用。

从以上文献回顾可见,虽然许多学者致力于探究公司治理结构与财务重述的关系,但实证结论迥异。我们认为,这主要是因为财务重述的可能性取决于许多因素,在不能完全控制其他影响因素的情况下,研究结论可能缺乏稳定性和可靠性。应该指出,公司治理是为了解决现代企业所有权和控制权分离问题的一系列制度安排(Shleifer和Vishny,1997),财务报告作为这些制度安排下的信息披露载体,显然与公司治理息息相关。因此,完善上市公司治理结构和内部控制机制这无疑能为提高信息披露质量以及避免财务重述打下坚实的基础。

#### 四、财务重述与管理层变更

如前所述,既然管理层可能利用财务重述来达到其自利的目的,那么,如何才能有效地监督和约束管理层行为,并规范上市公司信息披露制度呢?除了完善上市公司治理结构和内部控制机制,有效的外部市场对不良管理层的识别和变更也为解决这一问题提供了可能。

Holmstrom(1982)建立的/代理人市场声誉模型表明,经理人的市场声誉可以作为显性激励契约的替代物。<sup>[17]</sup>这一模型强调经理人市场对经理人行为的约束作用,即在竞争性经理人市场上,经理人的市场价值(从而收入)决定于以往的经营绩效。可见,职业经理人的人力资本价值主要取决于其经营管理决策能力,外化为其所任职的公司的绩效。由于人力资本具有专用性,经理人必须建立良好的声誉以向外部经理人市场发出信号。如果经理人冒险企图通过财务重述来达到自利的目的(尤其是在经营业绩很差的情况下),有效的外部市场马上就会发现并对经理人进行惩罚,从而导致经理人更迭并使其声誉严重受损。因此,当发生财务重述时,上市公司将很有可能变更高管,以改进公司业绩和恢复失去的声誉资本;也有可能改组董事会,以加强对经理人的监督;或者聘用新董事,以获得有价值的声誉资本或政治资本。

早期的实证研究并没有证明财务重述会提高管理层变更率,也就是说,声誉机制并未有效发挥作用。比如,Beneish(1999)实证发现,与对照组相比,违规公司并没有出现较高的CEO更迭率。Agarwal等(1999)对1981~1992年间103家涉嫌欺诈或被指控欺诈的公司进行了研究,也没发现这类公司有异常高的高管或董事更迭率的证据。<sup>[18]</sup>最近的研究则支持财务重述会导致高管变更的结论。Srinivasan(2005)对409家盈余重述公司的研究表明,外部董事尤其是审计委员会成员,会因公司发生财务重述而被撤销。<sup>[19]</sup>Desai等(2006)也研究发现,60%的重述公司在两年内至少有一个高管被撤换;而且重述公司被撤换高管的前途比对照组公司被更换的高管更加黯淡。<sup>[20]</sup>Srinivasan(2005)和Desai等(2006)认为,高管变更是经理人对财务报告失败所承担的声誉代价,或者说是公司董事会和外部经理人市场对违反公认会计准则的高管实施的惩罚。

可以说,财务重述至少要部分归因于公司治理失效。近来,有研究者考察上市公司财务重述后的表现,比如研究公司治理结构改善是否有助于重述公司恢复声誉、重获投资者信任和降低财务重述的可能性。Farber(2005)实证表明,如果重述公司采取措施改善公司治理,那么三年后便与对照组具有相似的治理特征,如在董事会中具有相近的外部独立董事人数和比例,甚至比对照组公司更经常召开审计委员会会议。Farber还考察了重述公司改善治理结构是否会影响资本市场参与者这个问题,结果发现分析师关注与机构投资者持股并没有增加,这表明投资者对重述公司的信任还存在疑虑。

由此看来,当内部治理机制失效时,上市公司是否会采取措施更换管理层似乎尚无定论。我们认为,管理层变更的目的并不仅仅在于惩罚劣质经理人,而在于完善公司治理结构,形成有效的内部监督和激励机制,减少经理人的机会主义和自利行为。管理层变更能否真正改善公司治理结构进而帮助财务报告失败的公司走出困境,关键在于新的公司治理结构是否具有驱动公司价值增长的能力。

#### 五、结论与启示

本文基于公司治理视角对国外财务重述的最新研究成果进行了梳理和归纳,主要从财务重述动机、财务重述影响因素和财务重述是否导致高管变更等三个方面进行了文献回顾和述评。目前,基于公司治理视角的财务重述研究已取得了许多成果,但仍可在以下方面继续深化。第一,拓展研究领域。现有研究主要关注公司内部治理结构对财务重述的影响,未来研究应进一步探索公司控制权市场、经理人市场和产品市场等外部公司治理结构与财务重述的关系。另外,进行财务重述的跨国比较研究,考察不同国家和制度背景下的财务重述现象,寻找财务重述共性与特性并发现其中的规律,也将成为具有挑战性的课题。第二,完善研究方法。有关财务重述的许多研究结论不一致,未来必须在寻找更为稳健、有效

的研究方法方面做出努力。我们认为,借鉴其他领域的最新研究成果不失为一种有效手段。例如,随着行为金融研究的不断发展,在投资者和经营者非完全理性的条件下,如何完善董事会监督机制、构建有效的经理层激励机制进而提高公司治理效率和财务报告质量,行为公司治理研究无疑为财务重述研究开辟了一条独特的路径。

值得注意的是,近年来我国上市公司财务重述<sup>①</sup>也日趋频繁,但尚未引起足够的重视,国内对财务重述的研究还十分薄弱。在我国,财务重述是否会或已经成为上市公司管理层谋取私利的手段?对比非财务重述公司,重述公司是否存在公司治理失效的问题?上市公司财务重述是否最终会导致高管变更,进而推动公司内部治理机制的完善?这些关键问题并未得到深入研究。国外基于公司治理视角的财务重述研究能为加强我国的相关研究提供依据,并为财务重述监管和制度建设提供借鉴。我们认为,一方面,我国应大力完善规范资本市场的法律法规(包括财务重述责任追究与惩罚)、健全科学的市场运行机制、加强对上市公司信息披露的监管等,努力营造有效的外部市场监督环境;另一方面,则应积极推动上市公司完善公司治理结构,建立有效的内部监督与激励机制,从根源上消除高管财务重述的自利动机。只有内外兼修<sup>②</sup>,才能真正促进我国上市公司信息披露质量的提高,减少管理层的业绩操纵以及内幕交易行为,推动我国资本市场的健康稳定发展。

## 注释:

- <sup>1</sup> 目前对于财务报告重新表述(financial restatement)尚无统一的定义。美国会计总署(United States General Accounting Office, GAO)在2002年10月的一份调查报告中指出,财务报告重新表述是指公司自愿或在审计师、监管当局的敦促下修正先前报告的财务信息。Skinner(1997)认为,财务报告发布后若发现错误或误导性信息,而且发布者知道或者应该知道人们仍然相信全部或部分报告内容,那么公司管理层就有责任纠正先前的财务报告。Palmrose和Scholz(2004)则认为,财务重述是对财务报告的确认,因为先前向公众报告和向SEC提交的财务报告不符合公认会计准则。
- <sup>2</sup> 财务重述通常造成4%~12%的市场价值损失,具体因样本而异(如GAO, 2002; Anderson和Yohn, 2002; Palmrose等, 2004; Hirschey等, 2005)。然而,财务重述造成的经济后果和影响绝不仅限于公司市场价值损失。财务重述还将导致大投资者减持股票和减少交易(Hribar等, 2004; Demirkan, 2006);也可能导致代价高昂的诉讼和赔偿(Jones和Weingram, 1997; Palmrose和Scholz, 2004);甚至会对同行业上市公司带来负面/传染效应(Gonen, 2003; Efendi等, 2005)。此外,有学者发现,财务重述还可能导致市场信息不对称性的加剧(Anderson和Yohn, 2002)、公司盈余质量(进而会计信息质量)下降(Anderson和Yohn, 2002; Wu, 2002)以及公司资本成本显著增加(Dechow等, 1996; Hribar和Jenkins, 2004)等。
- ③ 美国上市公司的财务报告是通过SEC建立的电子化数据系统(EDAGR)进行报送和公开披露的。当发生财务重述时,上市公司应及时提交重述后的财务报告以代替先前存放在EDAGR的年度或季度报告。与美国不同,我国上市公司的财务报告重新表述主要是通过发布临时公告的形式进行的,包括补充公告、更正公告和补充更正公告等三种形式。

## 参考文献:

- [1] Palmrose, Z V, Richardson, V J, and Scholz, S. Determinants of market reactions to restatement announcements[J]. Journal of Accounting and Economics, 2004, 37: 59- 89.
- [2] Hirschey, M, Palmrose, Z V, and Scholz, S. Long-term market underreaction to accounting restatements[R]. Working Paper, University of Kansas, 2005.
- [3] Wu, M. Earnings restatements: A capital market perspective[R]. Working Paper, New York University, 2002.
- [4] US General Accounting Office. Financial statement restatements: Trends, market impacts, regulatory responses, and remaining challenges[R]. GAO 03-138, Washington D. C., 2002.
- [5] US General Accounting Office. Financial restatements: Update of public company trends, market impacts, and regulatory enforcement activities[R]. GAO 06-2678, Washington D. C., 2006.
- [6] Jensen, M, and Meckling, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305- 360.
- [7] Philippon, T, et al. CEO incentives and earnings management[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(3): 511- 529.
- [8] Beneish, M. Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP[J]. The Accounting Review, 1999, 74: 425- 457.

- [9] Li, Olive Zhen, and Yuan, Zhang. Financial restatement announcements and insider trading[R]. Working Paper, University of Notre Dame, 2006.
- [10] Kedia, Simi, and Thomas, Philippon. The economics of fraudulent accounting[J]. Review of Financial Studies, forthcoming, 2007.
- [11] Agrawal, A, and Cooper, R T. Insider trading before accounting scandals[R]. Working Paper, University of Alabama, 2007.
- [12] Burns, Natasha, and Simi, Kedia. The impact of performance-based compensation on misreporting[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79: 35- 67.
- [13] Burns, Natasha, and Simi Kedia. Executive option exercises and financial misreporting[J]. Journal of Banking and Finance, forthcoming, 2007.
- [14] Kinney, W R, Jr, and McDaniel, L S. Characteristics of firms correcting previously reported quarterly earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11: 71- 93.
- [15] Dechow, M L, and Jiambalvo, J. Incidence and circumstances of accounting errors[J]. The Accounting Review, 1991, 66: 643- 655.
- [16] Ahmed, Kamran, and John Goodwin. An empirical investigation of earnings restatements by Australian firms[J]. Accounting and Finance, 2007, 47: 1- 22.
- [17] Holmstrom, B. Moral hazard in teams[J]. Bell Journal of Economics, 1982, 13(2): 324- 340.
- [18] Agarwal, A, Jaffe, J F, and Karpoff, J M. Management turnover and governance changes following the revelation of fraud[J]. Journal of Law and Economics, 1999, 17: 309- 342.
- [19] Srinivasan, S. Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members[J]. Journal of Accounting Research 2005, 43(2): 291- 334.
- [20] Desai, H, Hogan C, and Wilkins, M. The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnover[J]. The Accounting Review, 2006, 81: 83- 112.

(责任编辑: 谷 化)

---

(上接第 24 页)

- [8] Schneider, B. The people make the place[J]. Personnel Psychology, 1987, 40(3): 437- 453.
- [9] Dyer, J H, and H Singh. The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage[J]. Academy of Management Review, 1998, 23(4): 660- 679.
- [10] Ragatz, G L, R B Handfield, and T V Scannel. Success factors for integrating suppliers into new product development[J]. The Journal of Product Innovation Management, 1997, 14(3): 190- 202.
- [11] Ballou, Ronald H, Stephen M Gilbert, and Ashok Mukherjee. New managerial challenges from supply chain opportunities[J]. Industrial Marketing Management, 2000, 29(1): 7- 18.
- [12] Martin Christopher. Logistics and supply chain management: Strategies for reducing cost and improving service[M]. Second Ed. London: Financial Times, 1998.
- [13] Grant, H. Prospering in dynamically competitive environments: Organizational capability as knowledge integration[J]. Organization Science: 1996, 7(4): 375- 387.
- [14] Von Hippel, E. The source of innovation[M]. New York: Oxford University Press, 1988.
- [15] Gary Hamel. Leading the revolution: How to thrive in turbulent times by making innovation a way of life[M]. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 2000.
- [16] Donald Mitchell, and Carol Coles. The ultimate competitive advantage: Secrets of continually developing a more profitable business model[M]. San Francisco, California: Berrett-Koehler Publishers, 2003.
- [17] Jap, S D. Pie sharing in complex collaboration contexts[J]. Journal of Marketing Research, 2001, 38(4): 86- 99.

(责任编辑: 谷 化)