

财务会计信息与公司治理

——一项以管理报酬契约为中心的研究综述

徐晓阳 范永武

摘 要: 财务会计信息与股价共同作用在现代公司治理机制中发挥着重要作用。其中围绕管理报酬契约对这一角色的研究在文献积累中占据了重要的份量。本文从主要的研究路径、财务会计信息在管理报酬契约中的运用及其趋向、会计指标及股价指标在控制机制中的相对权重、影响会计信息治理效能的横向制度因素等方面对这些研究进行了综述,最后给出了关于财务会计信息在公司治理中的角色的总体图示框架。这些研究的重要意义在于提供了财务会计信息在多大程度上减轻代理问题的相关证据,并为我们反思高质量及低质量的财务会计系统的属性、特征提供了依据。

关键词: 财务会计信息;公司治理;管理报酬契约

作者简介: 徐晓阳,厦门大学会计系博士生(厦门 361005);范永武,中国证券监督管理委员会研究人员,博士(北京 100032)。

根据经典的代理理论观,现代公司制下由于两权分离,所有者与经营者之间存在固有的冲突,因此需建立一套控制机制以限制经理按股东利益行事。这些控制机制包括内部机制(如管理激励计划、董事监控、内部劳动力市场等)和外部机制(如外部股东或债权人监控、公司控制权市场、产品市场竞争、外部经理市场等)。财务会计信息作为公司会计及对外报告系统的产物,在上述治理机制中扮演着重要角色,它不仅为公司控制机制提供了直接的输入信息,而且通过包含于股价中的信息为控制机制提供了间接的输入信息。近年来,西方学者围绕会计在公司治理中的角色展开一系列的研究,这些研究的一个基本目标在于:提供财务会计系统所供给的信息在多大程度上减轻了因两权分离引致的代理问题的相关证据,促进稀缺的人力资源及财务资源有效地流向更具前景的投资机会。有关公司治理的这方面研究对于全面理解财务会计信息在一国经济中对资源配置及利用的影响具有重要意义,此外,关于会计信息在治理效果上的差异也为我们反思高质量及低质量的财务会计系统的属性、特征提供了相应的依据。

从文献的积累看,国外关于会计在公司治理方面作用的研究绝大部分选取了管理报酬契约(managerial compensation contract)为切入点。这一研究重心的定位源自于薪酬合同在美国公开交易公司中的广泛使用、现行SEC揭示要求下美国高层管理人员薪酬数据的可获得性以及委托—代理模型的成功运用为检验以会计数据为代表的业绩计量指标与最优报酬合同之间的关系所提供的可能性。此外,这一研究重心的选择也从侧面突出了财务会计

信息不仅可以促进财务资源的配置,而且可以促进人力资源的配置——不同的报酬激励合约不仅将维系既存的委托—代理关系、节约代理成本,而且潜在地决定了经理人员人力资本的不同投向。本文将从以下方面对这些研究进行综述。

一、主要的研究路径

关于会计信息在管理报酬合约中的研究,大致围绕三种不同的途径。第一种(最流行),借助于观察或统计估计得到的报酬—业绩的相关强度从横向检验委托—代理理论的预测前提(这一理论预测,为达成信息不对称条件下管理者与股东间的满意签约,需以可观察的、符合股东利益的业绩指标作为管理报酬的基础);第二种,没有直接讨论观察到的合约是否最优,而是把合约看成是外生的情况下,检验由合约结构引起的盈余管理行为;第三种,检验采用以会计数据为基础的激励计划对企业业绩的影响,其重在关注会计信息的治理效果。

第一种研究路径主要依赖于Holmstrom(1979)提出的“信息含量原则”。这一原则直观地认为,在给定其他可获得的业绩数据的前提下,任何关于经理行动的、具有增量信息的、无成本的业绩数据都应当包括在合约中。然而,对于我们将在实际的合约中观察到什么样的业绩指标却没有给出直接的指导。为经验地估计报酬与业绩之间的相关性,人们采取了两种不同的研究角度:一种为直接就企业报酬合约中明确采用的“显性”业绩指标进行统计和解释;另一种则是在并不知道报酬合约实际采用的业绩指标

的情形下, 设定一系列变量, 并通过回归, 估计其解释强度。这些研究总体上得出了与预测相一致的结论即报酬与业绩相关, 但在相关的强度上却存在争议。

第二种则源自“实证会计理论”(Watts和Zimmerman, 1986)的有关文献, 这些文献的一个主要目标是以承认会计数据在正式合约安排中具有价值的基础上, 检验会计政策选择理论。这些文献的一个子集在将报酬合约视为外生的情况下, 检验合约形式对经理人员盈余管理行为的影响。其代表为Healy (1985)所作的年度奖金计划研究, 它探讨了年度奖金计划中观察到的非线性现象, 特别是在奖金支付有上下限的情况下, 管理人员如何操控盈利以使自己报酬的现值最大化。其焦点在于分离出存在的盈余管理, 但没有涉及薪酬合约设计的效率问题。这些文献被作为薪酬计划所引起的功能紊乱反应的证据在经济学文献中被引用 (prendergast, Abowd, Kaplan, 1999), 但人们又提出质疑: 为什么存在这些合约及盈余管理行为? 研究所使用的数据大多源自世界上最大的、最古老的企业, 难道所观察到的这些企业的合约均非最优? 所观察到的盈余管理的确是一种功能紊乱行为吗? 对这一问题的经济学解释似乎应当考虑经验观察的一个均衡前提——如果观察到的世界反映了满意的经济行为, 那么在合约设计者理性地预期到盈余管理的可能性并将其反映在合约设计中这一均衡条件下, 盈余管理将内生地出现。此外, 根据阿尔钦安 (1950) 的经济达尔文主义, 企业之间的竞争意味着由生存着的组织系统运用的经营程序和订约技术是有效的, 亦即盈余管理很可能也是企业有效订约的组成部分。

近期的一些文献从另一个角度说明存在着对盈余管理的均衡合约需求。由于委托人在管理交易中不可能承诺做到: 不解雇经理人、不重新谈判合同、不棘轮般滚动提高业绩标准, 因此盈余管理被作为一种信息抑制机制, 通过这种信息抑制, 可以缓解委托人上述行为所带来的不利影响, 从而降低代理成本。(Arya等1998, Demski和Frimor 1999, Indjejikian和Nanda 1999) 当然, 盈余管理在减少代理成本的同时, 信息抑制却可能在其他方面产生了效率损失如外部资源的误配等, 这说明同样的会计行为在不同公司治理机制中的效果是存在差异的, 一种会计信息可能对内部订约是有效的, 但在外部决策上却是无效的, 尤其在资本市场欠有效的情形下。

第三种着眼于特定的薪酬计划的采用, 并检验了其对企业资源配置决策和经营业绩的影响。Larker (1983) 发现采用以绩效为基础的报酬计划的企业 (相对未采用的企业) 在资本支出上显著的增长趋势, 并且当宣布采用这一计划时, 其证券价格呈现有利的反应。Wallace、Hogan和Lewis (1999) 着眼于研究剩余收益, 业绩衡量方法所带来的效

应。Wallace (1999) 发现相对控制样本而言, 采用剩余收益业绩计划的企业, 其新投资减少, 资产处置、股份回购及资产周转速度 (销售对资产的比率) 增加。这些变化与剩余收益指标在激励计划中的使用能降低代理成本这一假定相一致, 但它们也与一些次优决策联系在一起 (如减少净现值为正的项目以避免发生资本费用)。Hogan和Lewis (1999) 同样证明采用剩余收益计划的企业在经营、业绩上有显著的提高, 但同时发现相应的未采用剩余收益计划的样本企业在相同的期间内在经营业绩和股价表现上也实现了相似的变化。由此提出一个问题——所观察到的决策变化是否应归因于报酬计划所产生的激励效果? 激励计划和公司决策的变化也许只是共同反映了企业环境的根本改变。基于此, 有人认为, 这类研究并未能指出所选择的报酬合约的内在优越性, 而只是证明了合约与环境之间的满意配比。

二、会计信息在管理报酬合约中的运用及其趋向

有关管理报酬合约的研究表明: 财务会计指标、特别是盈利能力指标在管理人员报酬合同中被广泛使用, 最常用的有每股盈余、净收益和经营利润等。Ittner (1997) 年调查了317家美国企业1993—1994年度奖金计划中所采用的相关指标, 发现有312家披露其至少使用了一种财务指标。

此外, 研究表明, 过去30年来, 会计数据在管理报酬合约中的使用呈现这样的趋向: (1) 会计盈利数据在决定高层管理人员现金报酬中的作用已变得相对不那么重要, 这些报酬计划已转向运用可选择的其他业绩计量手段; (2) 现金报酬部分在高层管理人员总体报酬中的份额也在下降, 近年来管理人员财富对股东财富变化的总体依存度已为薪酬构成中的股票及股票期权所支配。一种源自标准的委托—代理模型下的风险及激励权衡理论对这一变化作出部分的解释: 如果会计数据指标中的“噪音”相对其他业绩计量指标的“噪音”更大的话, 那么就应该对报酬合同中的会计数据进行替代。不过, 这方面的证据也是混合的: 一些研究发现了转移 (从会计信息向其他指标) 的证据, 另一些研究却没有发现。这可能表明样本所使用的经验数据并没有捕捉到噪音的真正构成, 或者强调风险—激励权衡的经典委托—代理模型并不能完全描述合约环境。除这些混合的结果外, 有关文献还揭示了会计信息在何种情形下具有相对多或少的订约价值: 例如, 有证据表明当企业成长机会增加时倾向以其他备选的业绩计量指标替代会计盈余; 盈余在薪酬合约中占的激励权重随着股价所包含的盈余的强度 (即盈余反应系数ERC的大小) 而增加; 在决定年度奖金时, 董事会将区别“线上项目”、“线下项目”等盈余的构成 (Gaver 1998) 等。

三、几点值得注意的结论或启示

管理报酬契约研究从多角度、全方位反思了财务会计信息在这一公司治理机制中的角色定位、影响其治理效果的诸多因素、改进的途径等。以下，我们归纳了几点值得注意的结论或启示：

1. 企业规模因素对报酬—业绩相关系数的影响。

有些研究发现报酬水平的横向差异相比盈利，与以销售额为代表的企业规模更相关；大型企业中存在较低的报酬—业绩敏感系数。这被看成是经理机会主义行为的表现，并用来解释80年代以来，西方扩张“经理帝国”冲动下许多无效的兼并行为。但是，Baker (1998) 等却指出：如果考虑经理努力的边际产出相对企业规模的弹性的话，则大企业中的报酬—业绩敏感系数不一定意味着低的管理激励，因为经理人员努力的边际产出将随着企业规模而提高（通常控制的资源越多，同等努力的产出将更大）。因此，从理论上，实际的管理激励程度应等于报酬—业绩敏感系数乘以经理人员单位努力的边际产出。

2. 会计指标与股价指标在激励合约中的作用及相对权重。

在给定股东的目标是股票价值最大化的前提下，为实现完全的利益相连管理激励似乎应当仅仅建立在股价的基础上。然而，证据表明管理报酬的支付实际上取决于主要由会计指标和股价指标构成的、复杂的业绩衡量指标的组合。这是因为在存在噪音的情况下，在传递管理努力的程度方面，多个信号的功能优于单个信号。在此，会计盈余数据实际上起到了“屏蔽”（shield）管理报酬，使其免受市场范围内的整体波动施予个别股价的影响。至于会计指标（如ROE）和股价指标（如股票收益率）在激励合约中的相对权重则取决于它们各自噪音的相对大小。（盈余指标的噪音通常以“盈余时间序列方差”、“盈余的可持续性”等表示，股价的噪音则以“收益率的时间序列方差”、“市场系统方差”等表示。）例如，对于成长型企业而言，尽管对各种类型的激励计划都有更多的需求，但重大的投资机会往往意味着盈利指标在反映经理人员当期重大行动的远期效果方面是无力的，因此将更偏重于股票期权等市场性激励指标。

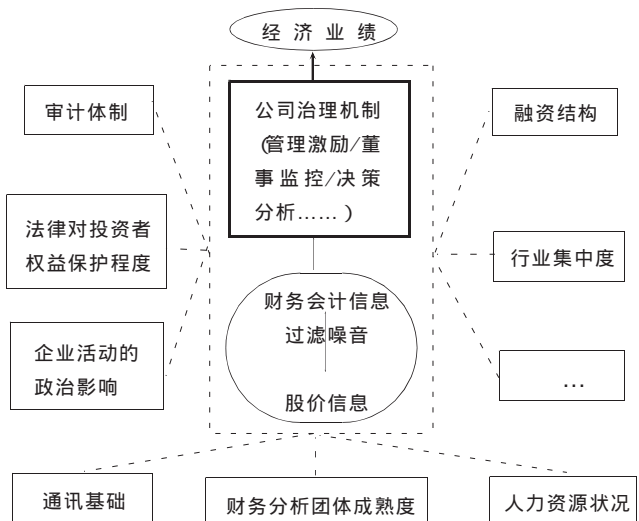
3. 影响财务会计信息治理效能的横向制度因素。

研究表明，不同国家之间，财务会计信息通过公司治理途径所起到的经济绩效有着显著差异。这与财务会计系统所依存的其他制度条件有着密切的关系。包括：（1）审计制度。严格的审计制度有助于提高会计数据的透明度和可靠性，从而提高投资及经营决策的正确性，缓解经理对股东利益的侵害，减少资本市场的逆向选择行为。（2）通讯基础。普遍、快捷、廉价的通讯方式可以促进财务会计信息被更多的人分析、利用，从而其效应成倍地发挥。

（3）财务分析团体的成熟度。财务分析团体的追随和跟踪将会促进会计信息的解释和传播，从而增强高质量会计信息所带来的经济益处。（4）企业融资结构。来自证券市场与中介机构的融资比重决定着公开财务信息被依赖的程度，在倚重紧密的银企关系的融资体系中，不仅客观上较少依赖于公开信息，而且低程度的对外披露还是防止潜在竞争者进入、维持这种关系的条件之一。（5）法律对投资者权利保障的程度。对投资者利益免受公司内部人侵害的法律保护及其他产权及合同权利的保障状况是财务会计信息能够发挥治理效能的一个重要依据和正当理由。（6）企业活动所承受的政治影响。包括市场准入的成本、企业直接为政府所有或控制的程度、通过政治程序掠夺企业财富的能力和倾向等。这些均与财务会计信息所能起到的促进资源配置效率的大小负相关。（7）人力资源状况。教育程度及知识存量的高低将直接影响人们对那些与会计信息、股价等指标相联结的、设计复杂的报酬激励合约及其他公司控制机制的理解与推行，从而间接地影响其治理效能。（8）其他制度特征，如行业集中度等，也将对竞争中的会计信息治理效能发生影响。

四、财务会计信息在公司治理中的角色

财务会计信息在公司治理中的角色被定位为——在有关控制机制中使用对外报告的财务会计数据，以提高治理的效率，从而提高企业的经济业绩。这种治理效能的发挥，在现代公司制下是通过与资本市场股价信息的共同作用来完成的。因为若市场足够有效的话，则股价可以识别出经理人没有带来实际价值增值的操控性盈余；与此相似，会计指标则可以滤去各种非经济因素施予股价的异常影响。而这种治理效能的有效发挥还依赖于国别之间不同的审计体制、法律环境、对企业活动的政治干预等诸多因素。我们用下图直观地表达了这一过程：



参考文献：

[1] Ali,A., and Hwang, L.,2000.Country-specific factor related to financial reporting and the value relevance of corporation executives. Journal of Accounting Research 38 (1) .

[2] Baker , G. , 1992.Incentive contracts and performance measurement. Journal of political Economy 100.

[3] Bush man,R and Indjejikian,R., 1993b.Accounting income, stock price and managerial compensation. Journal of Accounting and Economics 16.

[4] Core,J., Holthausen, T.,and Larcker,D., 1999. Corporate Governance, chief executive officer compensation.and firm performance. Journal of Financial Economics 51 (3) .

[5] Garen , John , 1994. Executive compensation and principal-agent theory. Journal of political Economy102-6.

[6] Healy, P.1985.The effect of bonus schemes on accounting decisions,Journal of Accounting and Economics 7.

[7] Ittner,C., Larcker,D.,and Rajan,M.,1997.The choice of performance measures in annual bonus contracts.The Accounting Review 72.

[8] Jenson, M.and Murphy,K.,1990.performance pay and top managerial incentives. Journal of political Economy98.

[9] Rajan,R.,and Zingales,L.,1998a.Financial dependence and growth.American Economic Review88 (3) .

[10] Sloan,R.,1993.Accounting earnings and top executive compensation,Journal of Accounting and Economics16.

[11] Wallace , J. , 1997.Adopting residual income -based compensation plans:Do you get what you pay for? Journal of Accountig and Economics 24.

[12] 瓦茨·齐默尔曼 (陈少华等译) . 实证会计理论 [M] . 大连：东北财经大学出版社，1999.

责任编辑：蒋尧明

(上接第46页)以及企业发展的不同阶段都各有不同。

从传统大型企业的发展可知，早期竞争优势的获得主要是通过政府许可获得行业准入证建立的，此后，企业先后通过品牌和营销、人才和内部管理等方面的努力提高了企业竞争力。而今后，企业竞争优势的建立将更多的依靠以业务重组支持的价值链战略(类似于哈默和钱皮1993年提出的企业再造BRP思想)，即通过与上下游伙伴的合作和企业独特性的建立，营造健康的企业生态圈。从这一点看，BRP与ERP的应用有走向结合的趋势。

在目前正参与全国性竞争的中型企业中，民营企业为数不少。这些企业不具有先天的优势，因此它们将会较早的考虑竞争战略，而独树一帜的竞争战略将是创新以及通过虚拟组织的方法实现规模的扩张，这些将引发中型企业对数字化的需求。数字化工具的应用还将表现在降低成本和管理客户关系上。

信息行业更是如此，业务的性质、学习的需要和伙伴关系的建立都需要大量使用数字化手段。另一个值得一提的领域是金融服务行业，由于竞争的日趋激烈，消费者要求金融机构提供个性化服务并同时降低服务费用，促使数字化手段不得不从以往的行业内部扩展到对客户尤其是企业服务上。

归根结底，尽管不同的行业、企业在不同阶段，由于客户环境、竞争策略不同，信息化的程度和企业中信息技术的比重会有差异，但是企业的竞争战略、业务创新设计必将与信息技术战略息息相关，要有效的提升企业的竞争力，建立符合自身要求的竞争策略，信息化将是必要的途

径。

六、结束语

可以预见，随着经济全球化的进一步深化和经济一体化进程的加快，市场机制将逐步在我国国民经济各个领域起主要的支配作用，企业的竞争将演变为全球性的竞争。中国的企业只有顺应世界经济发展的趋势，从各个角度提升企业的竞争力，才能赢得生存和进一步发展的机会。

参考文献：

[1] 江泽民. 在联合国千年首脑会议上的讲话，2000-1.

[2] 第七次中国互联网络发展状况统计报告，中国互联网络信息中心，2001，(1) .

[3] The Emerging Digital Economy, America Business Department, 1998，(4) .

[4] 周家高. 第四产业在国外的的发展 [J] . 信息论坛，1997，(5) .

[5] 美国的新经济及日本的赶超战略 [N] . 经济参考报，1999-08-30.

[6] 吴敬琏. 中国高技术企业需要什么？ [J] . 财经，2000，(6) .

[7] 尼葛洛庞帝. 数字化生存 [M] . 海南：海南出版社，1996.

[8] 陈胜昌. 知识经济专家谈 [M] . 北京：经济科学出版社，1998.

[9] 托夫勒. 未来的冲击 [M] . 北京：新华出版社，1996.

责任编辑：封明