

# 基于 Myers and Majluf 模型的盈余管理与股权再融资分析

倪敏<sup>1</sup>, 李华<sup>2</sup>

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005;

2. 南京审计学院 国际审计学院, 南京 211815)

**摘要:** 本文运用 Myers and Majluf (1984) 的基本模型, 以及结合我国特殊制度背景的修正模型, 分析了股权再融资过程中盈余管理的作用, 及其隐性动机对融资后股东价值的影响。分析表明盈余管理能够增加上市公司股权再融资机会, 管理层为 SEO 进行的盈余管理既可能出于机会主义动机, 也可能源于信息观动机, 不同动机对 SEO 后股东价值的影响也不尽相同: 机会主义动机在损害外部投资者或小股东利益的同时, 增加了管理层及其所代表股东的利益, 而信息观动机则有助于增加股东价值。

**关键词:** 盈余管理; 股权再融资; Myers and Majluf 模型

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** B

## 一、引言

国内外研究文献表明上市公司在股权再融资 (SEO) 中存在一定的盈余管理行为。在英、美等发达国家的资本市场上, 公司股权分散, 股权融资成本比较高, 企业融资一般会按照内源融资、债务融资、股权融资的顺序进行, 管理层通过在 SEO 前进行盈余管理以提高发行价格、降低股权融资成本, 进而增加 SEO 的机会。而在我国特殊的制度背景下, 公司股权集中, 管理层没有分红派息的压力, 股权融资成本低, 同时我国特殊的制度背景使 SEO 成为控股股东圈钱的重要途径<sup>[1]</sup>, 因此我国上市公司具有明显的股权融资偏好, 一些不满足 SEO 资格的上市公司便可能通过盈余管理来达到资格规定。尽管上市公司融资成本、融资动机以及融资偏好因制度背景不同而存在很大差异, 但都存在 SEO 动机下的盈余管理, 其直接目的是为了高发行价格或是获取 SEO 资格, 而盈余管理的作用则都是为公司增加了 SEO 的机会。

管理层为 SEO 而进行的盈余管理其背后又有哪一些隐性动机? Holthausen (1990)<sup>[2]</sup> 提出盈余管理具有三类动机: 机会主义动机 (Opportunistic Behavior), 有效订约动机 (Efficient Contracting) 和信息观动机 (Information Perspectives)。在机会主义动机下, 管理层利用盈余管理来误导投资者或是其他利益相关者, 通过改变财富在利益相关者之间的分配从而最大化其自身利益; 有效订约动机则是为了降低契约成本, 最大化企业价值; 信息观动机是指管理层通过盈余管理更好地向外部利益相关者传达公司的信息, 解决信息不对称问题。按照冰山理论进行解释, 为 SEO 进行的盈余管理属于水面以上的显性动机, 而 Holthausen 的三类动机则属于水面以下的隐性动机, 对显性动机的证明还难以让我们评判其背后管理层的隐性动机。在盈余管理的研究中, 大多数是对机会主义动机进行分析和检验 (Holthausen, 1990; Healy and Wahlen, 1999; Fields, 2001; et al.), 因此人们对于盈余管理更多是负面评价。而 SEO 过程中的

收稿日期: 2012-04-01

作者简介: 倪敏 (1979-), 女, 南京人, 南京审计学院国际审计学院教师, 厦门大学管理学院博士研究生, 研究方向: 会计、审计; 李华 (1974-), 女, 南京人, 南京审计学院国际审计学院副教授, 研究方向: 会计、审计。

基金项目: 江苏高校优势学科建设工程资助项目 (PAPD), 项目编号: 苏政办发 [2011] 6 号。

盈余管理也往往被看成是一种机会主义行为。

本文运用 Myers and Majluf (1984)<sup>[3]</sup> 的基本模型以及结合我国特殊制度背景的修正模型对 SEO 过程中盈余管理产生的作用及其隐性动机进行理论分析与证明。分析表明盈余管理能够增加股权再融资机会, 管理层为 SEO 进行的盈余管理既可能出于机会主义动机, 也可能源于信息观动机, 同时, 不同的隐性动机对 SEO 后的股东价值也会产生不同的影响。本文的分析为 SEO 过程中盈余管理的作用、隐性动机及其经济后果提供了理论依据, 对当前上市公司监管政策的制定具有一定的现实意义与理论价值。

## 二、文献回顾

对于 SEO 过程中的盈余管理, 国内外学者围绕盈余管理是否存在以及盈余管理是否导致了 SEO 后的业绩下降进行了广泛的研究。Teoh et al. (1998)、Rangan (1998) 认为管理层在 SEO 前会通过盈余管理来误导投资者以提高发行价格, 盈余管理造成的应计利润反转是公司会计业绩下降的重要原因, 而当投资者一旦知道真相, 股价也随之下跌。与 Teoh et al、Rangan 将盈余管理看作是管理层机会主义行为的观点不同, Shivakumar (2000) 基于信息不对称理论解释 SEO 动机下的盈余管理是管理层对市场预期的一种理性反应, 而不是用来误导投资者。国内的大量研究也表明我国上市公司在 SEO 过程中存在盈余管理, 与 Teoh et al、Rangan 的观点一致, 国内学者也大多将盈余管理看作是机会主义行为, Chen and Yuan (2004)、张祥建和徐晋 (2005)、陆正飞和魏涛 (2006) 等学者的研究表明配股前盈余管理程度越高的公司, 配股后业绩表现也越差。然而王良成等 (2010) 的研究却发现应计操纵对配股后经营利润的下滑没有显著影响, 实证结论的不一致可能和他们没有区分盈余管理的动机有关。

SEO 过程中的盈余管理既有可能出于机会主义动机, 也可能是为了一个好项目通过盈余管理传递积极的信号, 增加 SEO 的机会。而企业未来业绩也会因动机的不同而产生很大差异, 在机会主义动机下, 盈余管理掩盖了真实盈利, 并会对未来业绩产生不利影响, 而在信息观动机下, 则是为了帮助更好的预测未来业绩 (Badertscher et al., 2012)。信息观动机在 SEO 的研究文献中还少有提及, 但在其他很多盈余管理的研究中得到了验证。Graham et al. (2005) 对公司高管进行了调查访

问, 当被问及为何要进行盈余管理以达到盈利目标的问题时, 有 86.3% 的管理层回答是为了树立公司在市场中的信誉, 82.2% 的管理层是为了维持和提高股价, 77.4% 的管理层是出于维护自身的声誉, 而 74.1% 的管理层回答是为了帮助公司向投资者传递未来发展前景的信息。可见为达到盈利目标而进行的盈余管理既有可能是出于机会主义动机, 也可能是为了向外界传递一种乐观信号或是最大化企业价值。Louis and Robinson (2005) 研究了股票分割过程中的盈余管理, 他们认为管理层在股票分割中进行盈余管理是为了加强信息的传递。Gunny (2010) 研究发现公司进行真实交易的盈余管理后, 未来业绩表现更好, 因此作者认为管理层为了达到盈利目标而进行的真实交易并不是机会主义行为, 而是为了向投资者传递信息。Jiraporn et al. (2008) 基于代理理论对机会主义盈余管理和信号动机盈余管理进行了区分, 其中机会主义动机的盈余管理会增加代理成本, 而信号动机的盈余管理则是为了降低代理成本。他们的研究表明从平均水平来看盈余管理并不是机会主义。Badertscher et al. (2012) 以发生财务重述的上市公司为研究样本, 对财务错报的机会主义动机、信号动机以及有效契约动机进行了分析, 他们的研究结果也为信号动机提供了一定的经验证据。

## 三、Myers and Majluf (1984) 框架下盈余管理与股权再融资分析

### (一) Myers and Majluf (1984) 的基本模型

Myers and Majluf (1984)<sup>[3]</sup> 的模型分析了信息不对称对 SEO 的影响, 对投资者而言股权融资这一信息本身传递了公司的负面信号<sup>[4-5]</sup>, 但如果为了一个好项目, 股权融资又包含了一定的好消息。Myers and Majluf (1984) 分析指出在信息不对称的条件下, 外部投资者难以区分混淆信息中哪些是好消息, 哪些是坏消息, 为了避免损失投资者便会压低股票价格, 进而导致了类似“柠檬市场”的情况, 上市公司只会在有“坏消息”时才会选择股权再融资, 而拥有好项目的公司则退出了 SEO 市场。

设公司拥有一个正净现值的投资项目, 需要投资资金  $I$ , 为简化分析, 我们假设公司的内部闲置资金  $S$  为 0, 所有投资资金需要通过外部融资取得, 设融资金额为  $E$ , 因此,  $E = I - S = I$ 。公司面临的抉择是进行股权融资, 还是放弃投资项目。

Myers and Majluf (1984) 模型的主要前提假设:

1. 模型针对传统的股权分散的治理结构以及增发融资方式,假设管理层代表老股东利益,管理层的目标是老股东利益的最大化,管理层、老股东与外部投资者(新股东)之间存在信息不对称。

2. 不对称信息是公司现有资产的价值  $a$  和投资项目预期净现值  $b$ 。模型涉及前后三期  $t = -1, 0, +1$ 。假设在  $t = -1$  时,市场和管理层拥有同样的信息,而在  $t = 0$  时,管理层和老股东知道  $a$  和  $b$  的真实价值,但外部投资者要到  $t = +1$  才能知道。同时假设对于可获得的公开信息,市场是有效的。

3. 现有资产在  $t = -1$  时的价值是其预期价值  $\bar{A} = E(\bar{A})$ 。 $\bar{A}$  表示现有资产在  $t = 0$  时可能状态的分布。在  $t = 0$  时,管理层知道资产的真实价值  $a$ ,但市场外部投资者只知道  $\bar{A}$ 。投资项目在  $t = -1$  时的预期净现值(NPV)为  $\bar{B} = E(\bar{B})$ 。 $\bar{B}$  为投资项目的 NPV 在  $t = 0$  时可能情况的分布。在  $t = 0$  时,管理层知道 NPV 的真实价值  $b$ ,而市场外部投资者只能知道  $\bar{B}$ 。

4. 模型不考虑  $a$  和  $b$  小于 0 的情况,因为当  $a$  小于 0 时,公司没有能力进行 SEO,而当  $b$  小于 0 时,公司也不选择会发行证券并投资,因为这样对公司不利。

5. 老股东价值最大化取决于是否 SEO 进行项目投资以及公司在  $t = 0$  时的  $a$  和  $b$ ,  $V^{\text{老股东}} = V(a, b, E)$ ,但是老股东的市场价值一般并不等于  $V^{\text{老股东}}$ ,因为外部投资者只知道现有资产价值和投资项目预期净现值在  $t = 0$  时可能状态的分布( $\bar{A}$  和  $\bar{B}$ )以及公司是否进行 SEO,因此,原股份市场价值只能取决于市场投资者所知道的这些信息。设  $P'$  为发行证券情况下原股份在  $t = 0$  期的市场价值。 $P$  为不发行证券情况下原股份在  $t = 0$  期的市场价值。

假设当公司发行权益并进行投资时,股东的价值为  $V$ ;如果不发行权益,股东价值为  $V_0$ 。则老股东和新股东在发行权益和不发行权益下的价值分别为:

$$V^{\text{老股东}} = \frac{P'}{P' + E}(a + b + E) \quad (1)$$

$$V_0^{\text{老股东}} = a$$

$$V^{\text{新股东}} = \frac{E}{P' + E}(a + b + E) \quad (2)$$

$$V_0^{\text{新股东}} = E$$

当  $V_0^{\text{老股东}} < V^{\text{老股东}}$  时,股权再融资对老股东有利,股权再融资的决策条件为:

$$a \leq \frac{P'}{P' + E}(a + b + E) \quad (3)$$

$$\text{或: } \frac{E}{P' + E}a \leq \frac{P'}{P' + E}(E + b) \quad (4)$$

$$\text{即: } b \geq \frac{E}{P'}a - E \quad (5)$$

式(4)表明当老股东现有财富因发行权益所牺牲的所有权份额小于因此而增加的价值时,管理层会选择发行权益并投资。

同理,当  $V_0^{\text{新股东}} < V^{\text{新股东}}$  时,股权再融资对新股东有利:

$$E \leq \frac{E}{P' + E}(a + b + E) \quad (6)$$

$$\text{即: } b \geq P' - a \quad (7)$$

用坐标图进行表示(见图 1),设横坐标为现有资产的价值  $a$ ,纵坐标为投资项目预期净现值  $b$ ,根据公式(5)我们将  $L1$  称为股权再融资决策线(管征 2006),第一象限  $L1$  的左边为股权再融资区域(图 1 中斜线阴影区域  $M'$ ),而  $L1$  的右边区域  $M$  则为非股权再融资区域。对于新股东,根据公式(7)我们将  $L2$  称为新股东的利益约束线。位于第一象限  $L2$  的右边区域,股权再融资对新股东有利,而区域  $H$  中,SEO 仅对老股东有利,对新股东不利。

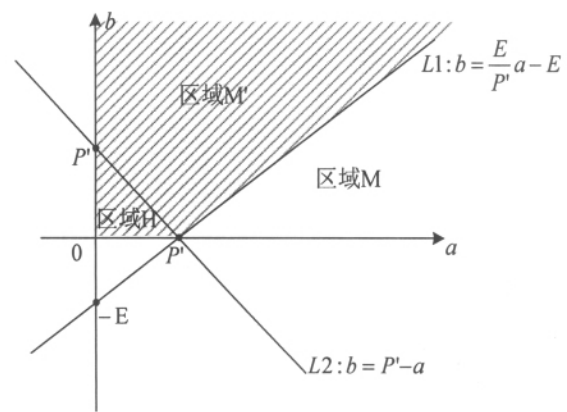


图 1 股权再融资决策(增发)

由于存在信息不对称,外部投资者在  $t = -1, 0$  时并不知道真实的  $a$  和  $b$ ,只能根据  $\bar{A}$  和  $\bar{B}$  以及公司是否发行权益的信息对公司的价值进行估计。当公司宣布发行权益,则原股份的市场价值  $P' = \bar{A}(M') + \bar{B}(M')$ 。而如果公司不进行 SEO,则原股份的市场价值  $P = \bar{A}(M)$ 。从图 1 中可见  $\bar{A}(M) > P'$ ,因此有  $P > P'$ ,也即意味着 SEO 会降低市场价值,造成公司股价的下跌。这也是 Myers and Majluf(1984) 的模型的一个重要结论,发行权益传递了关于公司的坏消息,引起市场的负面反应。

实际上股权再融资区域  $M'$  中包含了混淆的信号,即发行权益本身传递的坏消息以及正净现值投资项目所包含的好消息。由于信息不对称,外部投资者并不知道公司价值的真实信息,如果  $a$  和  $b$  落入区域  $H$  中,其利益将会受损,为了避免损失,外部投资者会压低股票价格导致  $P'$  降低,  $L1$  沿  $b$  轴的  $-E$  点向左旋转,  $L2$  向左下平移,股权再融资区域  $M'$

缩小,信息不对称导致的市场逆向选择最终可能使拥有  $b > 0$  的公司退出 SEO 市场,剩下那些  $b = 0$  的公司,但并不是所有的  $b = 0$  的公司都会进行 SEO,只有当  $a < P'$ ,也即公司资产价值被市场高估时这些公司才会选择发行权益。

(二) 加入盈余管理的分析

1. 盈余管理与股权再融资。Myers and Majluf (1984) 的模型假设市场对于公开信息是有效的,我们放松这一假设,加入盈余管理进行分析,设管理层在  $t = -1$  期披露会计信息可能包含盈余管理成分,而市场并非有效,投资者存在一定的幼稚行为难以识别管理层的盈余管理,因此,盈余管理便会影响外部投资者对公司未来价值的判断。

由于信息不对称,在  $t = 0$  时  $a$  和  $b$  的真实信息只有管理层和老股东知道。假设存在两种概率相等的自然状态:好消息与坏消息。在好消息状态下,现有资产的价值为  $\alpha$ ,投资项目预期净现值为  $\beta$ ,而在坏消息状态时则分别为  $\alpha - h$ ,  $\beta - g$ ,其中  $g, h \neq 0$ 。因此,市场对公司的预期价值是两种自然状态的平均价值。

假设公司发行权益并进行投资,则公司的市场价值  $P'$  为(见表 1):

$$P' = 0.5 \times (\alpha + \beta) + 0.5 \times (\alpha - h + \beta - g)$$

表 1 现有资产和投资项目的市场预期价值

|          | 好消息      | 坏消息          |
|----------|----------|--------------|
| 现有资产 $a$ | $\alpha$ | $\alpha - h$ |
| 投资项目 $b$ | $\beta$  | $\beta - g$  |

假设管理层对会计信息进行了正向的盈余管理,改变了投资者对公司价值的判断,现有资产在不同自然状态下的估计价值分别增加了  $\Delta em$  ( $\Delta em > 0$ )。

进行盈余管理之后,公司的市场预期价值  $P''$  为(见表 2):

$$P'' = 0.5 \times (\alpha + \Delta em + \beta) + 0.5 \times (\alpha + \Delta em - h + \beta - g) = P' + \Delta em$$

表 2 盈余管理后的市场预期价值

|          | 好消息                  | 坏消息                      |
|----------|----------------------|--------------------------|
| 现有资产 $a$ | $\alpha + \Delta em$ | $\alpha + \Delta em - h$ |
| 投资项目 $b$ | $\beta$              | $\beta - g$              |

可见,盈余管理使市场对公司的预期价值也相应增加了  $\Delta em$ <sup>①</sup>。由于市场并非有效,投资者难以看穿管理层的盈余管理行为,因此他们会将  $\alpha + \Delta em$  和  $\alpha + \Delta em - h$  看作是资产价值的真实分布。

如图 2 所示,盈余管理使原股份市场价值上升为  $P''$  ( $P' + \Delta em$ ),使  $L1$  旋转至  $L1'$ ,股权再融资区域增大,盈余管理增加了公司 SEO 的机会。一方面,盈余管理使更多拥有坏项目的公司有机会进行 SEO,在基本模型中投资者的逆向选择剩下  $b = 0$  并同时满足  $a < P'$  的公司会选择 SEO,盈余管理使  $P'$  上升为  $P''$ ,使更多的公司价值可能被市场高估。在这种情况下,管理层明知没有好项目却通过盈余管理误导外部投资者,使其利益受损,因此是一种机会主义动机。另一方面,如果管理层对公司未来业绩和投资项目有信心,利用盈余管理提高股票市场价格,从而降低股权融资成本,抵消 SEO 本身“坏消息”引起的市场逆向选择所造成的负面影响,使一些拥有好项目的公司也有机会通过 SEO 进行融资。尽管逆向选择会使  $P''$  降低,但不足以使所有  $b > 0$  的公司退出 SEO 市场。当管理层进行盈余管理是为了一个好的投资项目,有助于增加股东未来价值以及公司业绩时,便是基于信息观动机,通过盈余管理向外部投资者传达关于公司发展的积极信号。以上分析表明盈余管理可以增加公司 SEO 的机会,其背后的隐性动机既可能是机会主义动机,也可能源于信息观动机。

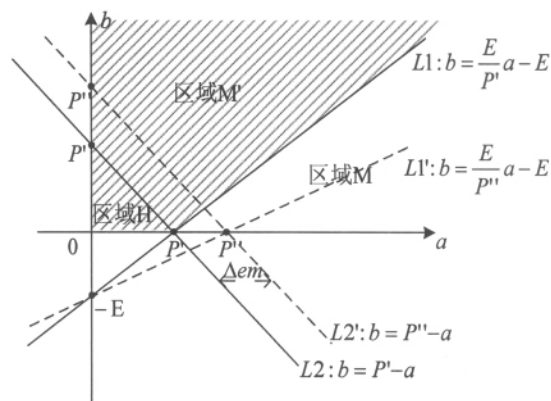


图 2 盈余管理与股权再融资决策(增发)

2. 盈余管理隐性动机对股东价值的影响。在机会主义动机下,管理层通过盈余管理掩盖真实盈利以误导外部投资者,从而增加其自身利益。而信息观动机则是为了传递公司真实信息,当管理层认为公司价值被低估或是高估了,便有动机通过盈余管理来向市场传递信号。因此,在机会主义动机下,盈余管理会损害公司和外部投资者的利益,而在信息观动机下则不会。我们基于 Myers and Majluf (1984) 的框架进一步分析不同隐性动机对股东价值的影响。

在机会主义动机下,  $\Delta em$  只是用来误导投资者,公司现有资产在  $t = 0$  真实的价值仍为  $a$ 。因此,根据

公式(1)、(2) 老股东和新股东在发行权益下的价值分别为:

$$V_{\text{机会主义}}^{\text{老股东}} = \frac{P''}{P'' + E}(a + b + E)$$

$$= \frac{P' + \Delta em}{P' + \Delta em + E}(a + b + E) \quad (8)$$

$$V_{\text{机会主义}}^{\text{新股东}} = \frac{E}{P'' + E}(a + b + E)$$

$$= \frac{E}{P' + \Delta em + E}(a + b + E) \quad (9)$$

在信息观动机下, 盈余管理是为了传递公司发展的信息  $\Delta em$  并不是为了误导投资者, 因此, 公司资产在  $t = 0$  期真实的价值将为  $a + \Delta em$ 。根据公式(1)、(2) 老股东和新股东在发行权益下的价值分别为:

$$V_{\text{信号动机}}^{\text{老股东}} = \frac{P' + \Delta em}{P' + \Delta em + E}(a + \Delta em + b + E) \quad (10)$$

$$V_{\text{信号动机}}^{\text{新股东}} = \frac{E}{P' + \Delta em + E}(a + \Delta em + b + E) \quad (11)$$

我们进一步将老股东、新股东在机会主义动机、信息观动机以及没有进行盈余管理下的价值进行比较。

对于老股东 通过比较(1)、(8)、(10) 式有:

$$V_{\text{信号动机}}^{\text{老股东}} - V_{\text{机会主义}}^{\text{老股东}} = \frac{P' + \Delta em}{P' + \Delta em + E}(\alpha + \Delta em + \beta + E) - \frac{P' + \Delta em}{P' + \Delta em + E}(\alpha + \beta + E) > 0$$

$$V_{\text{机会主义}}^{\text{老股东}} - V_{\text{无盈余管理}}^{\text{老股东}} = \frac{P' + \Delta em}{P' + \Delta em + E}(\alpha + \beta + E) - \frac{P'}{P' + E}(\alpha + \beta + E) > 0$$

因此, 有:  $V_{\text{信号动机}}^{\text{老股东}} > V_{\text{机会主义动机}}^{\text{老股东}} > V_{\text{无盈余管理}}^{\text{老股东}}$

同理, 我们可以证明对于新股东, 有:

$$V_{\text{无盈余管理}}^{\text{新股东}} > V_{\text{信号动机}}^{\text{新股东}} > V_{\text{机会主义动机}}^{\text{新股东}}$$

证明如下:

通过比较(2)、(9)、(11) 式有:

$$V_{\text{信号动机}}^{\text{新股东}} - V_{\text{机会主义}}^{\text{新股东}} = \frac{E}{P' + \Delta em + E}(\alpha + \Delta em + \beta + E) - \frac{E}{P' + \Delta em + E}(\alpha + \beta + E) > 0$$

$$V_{\text{信号动机}}^{\text{新股东}} - V_{\text{无盈余管理}}^{\text{新股东}} = \frac{E}{P' + \Delta em + E}(\alpha + \Delta em + \beta + E) - \frac{E}{P' + E}(\alpha + \beta + E) = \frac{(P' - \alpha - \beta) \Delta em}{(P' + E)(P' + \Delta em + E)} \quad (12)$$

$$\therefore g \cdot h \neq 0$$

$$\therefore P' - \alpha - \beta < 0$$

$$\therefore V_{\text{信号动机}}^{\text{新股东}} - V_{\text{无盈余管理}}^{\text{新股东}} < 0$$

我们对(12) 式进行变换得到:

$$\left( \frac{E}{P' + E} - \frac{E}{P' + \Delta em + E} \right) (\alpha + \beta + E) > \frac{E}{P' + \Delta em + E} \Delta em \quad (13)$$

由此, 我们得到一个很有意思的结论, 在公司市场价值增加、而募集资金规模( $E$ ) 不增加的情况下, 新股东难以从市场价值的增值中获得额外好处, 因为新股东持股比例降低所牺牲的所有权份额大于因市场价值提高所增加的价值(见公式(13))。

因此, 对于新股东来说, 当管理层不进行盈余管理时其价值最大, 而在机会主义动机下, 其价值最低, 表明管理层通过侵占新股东的财富来最大化自身利益。而在信息观动机下, 则不会损害新股东利益, 新股东价值的减少源于其持股比例降低而损失的价值, 如果公司同时增加募集资金的规模, 则可以证明新股东的价值并不会降低。

#### 四、我国上市公司盈余管理与股权再融资分析

##### (一) 基于 Myers 和 Majluf (1984) 框架的修正模型

我国上市公司大多由国有企业改制而来, 呈现出股权集中、控股股东控制的治理结构, 公司代理问题转为控股股东与其他小股东之间的利益冲突。控股股东可以通过委派管理人员对公司实施控制, 而小股东的力量却难以对其形成有效的制衡, 由于信息不对称, 这一利益冲突便会引发管理层和控股股东更为严重的机会主义行为。La Porta (2000)<sup>[6]</sup> 指出在法律制度不健全、外部监管对投资者保护力度有限的国家, 更容易发生控股股东的侵占行为, 或称“掏空行为”。李志文、宋衍蘅 (2003)<sup>[1]</sup> 的研究表明我国上市公司配股的真正原因除了成长以外, 还可能是圈钱, 包括时机性圈钱以及无条件圈钱(如掏空)。SEO 所增加的资金来源不仅为圈钱提供更多的机会, 同时也进一步发展为圈钱的手段和工具。基于我国特殊的制度背景, 本文对 Myers 和 Majluf (1984) 模型的前提假设进行了下述修正: (1) 由于我国上市公司主要选择配股融资<sup>[7]</sup>, 因此我们的模型针对配股方式; (2) 假设管理层代表控股股东的利益, 管理层的目标是控股股东利益的价值最大化; (3) 管理层、控股股东与小股东之间存在信息不对称; (4) 与 Myers 和 Majluf 模型里的不对称信息不同, 由于配股不增加新股东, 所以我们假设当前的小股东也知道公司现有的资产价值, 而小股东与控股股东

的不对称信息则是投资项目的净现值以及控股股东通过配股可以获得的额外私人控制权收益<sup>[8]</sup>；  
(5) 假设如果实施配股，所有股东均按比例参与配股。

设  $k$  为实际控制权比例  $w$  为所有权比例，由于控股股东的实际控制权通常高于其所有权比例，因此有  $0 < w \leq k \leq 1$ 。同时我们设  $c$  为管理层和控股股东通过配股获得的额外私人控制权收益，对公司来说则是一项成本<sup>[9]</sup>，其他变量含义与基本模型一致。 $b$  和  $c$  是控股股东和管理层拥有的私人信息，小股东不知情。

控股股东在不实施配股和实施配股下的价值分别为： $V_0^{\text{控股股东}} = ak$

$$V^{\text{控股股东}} = (E + a + b - c)k + c - wE \quad (14)$$

对于控股股东和管理层来说，当  $V_0 < V$  时，配股对他们是有利的，因此 股权再融资的决策条件为：

$$ak \leq (E + a + b - c)k + c - wE$$

$$\text{即：} (w - k)E + (k - 1)c \leq kb \quad (15)$$

而对于小股东来说，不实施配股和实施配股下的价值分别为：

$$V_0^{\text{小股东}} = a(1 - k)$$

$$V^{\text{小股东}} = (E + a + b - c)(1 - k) - (1 - w)E \quad (16)$$

对于小股东而言，当  $V_0 < V$  时，配股对于小股东来说也是有利，因此小股东的利益保护区域为：

$$a(1 - k) \leq (E + a + b - c)(1 - k) - (1 - w)E$$

$$\text{即：} (k - w)E + (1 - k)c \leq (1 - k)b \quad (17)$$

用坐标图进行表示(见图3)，设横坐标为  $c$ ，纵坐标为  $b$ 。 $L1$  为控股股东的“股权再融资决策线”(公式(15))， $L1$  的右侧区域属于股权再融资区域。 $L2$  为“小股东的利益约束线”(公式(17))， $L2$  的左侧区域为小股东利益保护区域，配股对小股东有利。

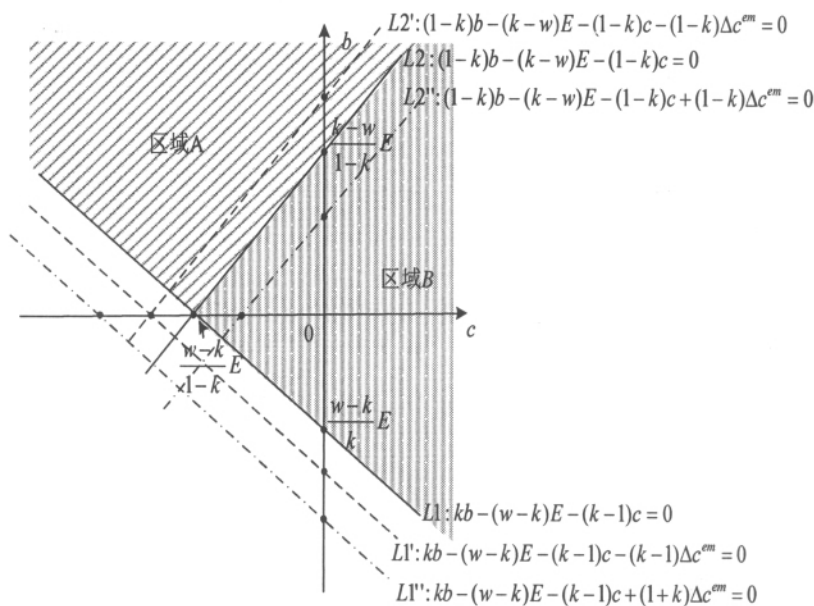


图3 股权再融资决策(配股)

从图3可见与Myers和Majluf(1984)的模型分析结果有所不同，在控股股东控制的治理结构下，由于控股股东拥有的绝对控制权以及与小股东存在着信息不对称，配股区域是非常大的，控股股东会按照自身利益的最大化来选择是否配股，即使配股将降低公司未来业绩或是损害小股东利益，例如为圈钱而进行的配股，因此小股东的利益保护区域也更小，这在一定程度上也解释了我国上市公司更偏爱股权再融资。

当配股使得控股股东和小股东同时满足  $V_0 < V$  时(图3中区域A)，配股对控股股东和小股东均有利，而在区域B中，配股仅对控股股东和管理层有利，对小股东不利。如图3所示，当控制权私人收益  $c$

相同时，区域B中的  $b$  值要小于区域A，而当投资项目的预期净现值  $b$  相同时，区域B中的  $c$  值则大于区域A，表明在区域B中控股股东是通过损害公司及小股东利益来增加自己的个人私利。由于区域B中的控制权私利更高，控股股东也更可能在此区域进行配股，例如以圈钱为目的的配股。由于信息不对称，小股东并不知道真正的  $b$ 、 $c$  是多少，当控股股东存在圈钱动机时，不知情的小股东便可能被蒙骗，其利益也将受到损害，同时公司业绩也将下降。

(二) 加入盈余管理的分析

由于我国股权融资成本低，同时SEO能为控股股东带来更多的控制权私利，因此具有圈钱目的的控股股东也更有可能会通过盈余管理来达到配股的

资格要求<sup>[1]</sup> ,在这种情况下 ,盈余管理便是一种机会主义行为;另一方面 ,配股资格的“门槛”规定也可能限制那些拥有好项目但不满足配股资格的公司 ,此时盈余管理是为了向外界传递公司未来发展的乐观信号、帮助公司更好的发展。因此 ,在我国特殊的制度背景下 ,盈余管理同样增加了公司 SEO 的机会 ,并且既可能是机会主义动机也可能是信息观动机。

1. 机会主义动机。我们对公式(14)和公式(16)进行修正 ,控股股东的目标函数  $v$  在原先的基础上加上因盈余管理而增加的收益部分  $\Delta c^{em}$  ( $\Delta c^{em} > 0$ )。机会主义动机使控股股东通过牺牲小股东的利益来增加自己的财富 ,因此控股股东增加的这部分额外收益也即意味着公司和小股东的损失 ,控股股东配股后的目标函数为:

$$V_{\text{控股股东}} = (E + a + b - c - \Delta c^{em})k + c + \Delta c^{em} - wE \quad (18)$$

控股股东股权再融资的决策条件为:

$$ak \leq (E + a + b - c - \Delta c^{em})k + c + \Delta c^{em} - wE$$

$$\text{即: } (w - k)E + (k - 1)c + (k - 1)\Delta c^{em} \leq kb \quad (19)$$

小股东配股后的目标函数:

$$V_{\text{小股东}} = (E + a + b - c - \Delta c^{em})(1 - k) - (1 - w)E \quad (20)$$

小股东的利益保护条件:

$$a(1 - k) \leq (E + a + b - c - \Delta c^{em})(1 - k) - (1 - w)E$$

$$\text{即: } (k - w)E + (1 - k)c + (1 - k)\Delta c^{em} \leq (1 - k)b \quad (21)$$

如图 3 所示机会主义盈余管理使  $L1$  向左下方移动至  $L1'$ (公式(19)) ,而  $L2$  向左上方移至  $L2'$ (公式(21)) ,可见在机会主义动机下 ,盈余管理使得配股过程中小股东利益保护区域进一步变小 ,控股股东配股区域进一步变大 ,机会主义盈余管理使控股股东以损害公司发展和小股东利益为代价而攫取更多的私人收益。

2. 信息观动机。在信息观动机下 ,盈余管理是为了传递公司发展的信号 ,因此我们假设配股后公司价值同样也会增加  $\Delta c_{em}$ 。

控股股东配股后的目标函数为:

$$V_{\text{控股股东}} = (E + a + \Delta c^{em} + b - c)k + c + \Delta c^{em} - wE \quad (22)$$

控股股东股权再融资的决策条件为:

$$ak \leq (E + a + \Delta c^{em} + b - c)k + c + \Delta c^{em} - wE$$

$$\text{即: } (w - k)E + (k - 1)c - (1 + k)\Delta c^{em} \leq kb \quad (23)$$

小股东配股后的目标函数:

$$V_{\text{小股东}} = (E + a + \Delta c^{em} + b - c)(1 - k) - (1 - w)E \quad (24)$$

小股东的利益保护条件:

$$a(1 - k) \leq (E + a + \Delta c^{em} + b - c)(1 - k) - (1 - w)E$$

$$\text{即: } (k - w)E + (1 - k)c - (1 - k)\Delta c^{em} \leq (1 - k)b \quad (25)$$

由图 3 可见 ,在信息观动机下 ,盈余管理使  $L1$  向左下方继续移动至  $L1''$ (公式(23)) ,而  $L2$  则向右下方移至  $L2''$ (公式(25)) ,可见盈余管理使配股过程中小股东利益保护区域变大 ,同时控股股东配股区域也进一步扩大 ,与机会主义动机不同 ,盈余管理并未损害小股东的利益。

3. 比较分析。我们同样对控股股东和小股东在机会主义动机、信息观动机以及没有盈余管理下的价值差异进行比较。

由公式(14)、(18)、(22)容易证明 ,对于控股股东满足:  $V_{\text{控股股东信号动机}} > V_{\text{控股股东机会主义动机}} > V_{\text{控股股东无盈余管理}}$ 。

由公式(16)、(20)、(24)可以证明 ,对于小股东满足:  $V_{\text{小股东信号动机}} > V_{\text{小股东无盈余管理}} > V_{\text{小股东机会主义动机}}$ 。

对于管理层和控股股东 ,信息观动机下的价值最大 ,其次是机会主义动机 ,不进行盈余管理的价值最少。而对于小股东 ,当所有股东均参与配股的情况下 ,配股没有改变小股东的持股比例 ,小股东在信号动机下的价值最大 ,其次是没有盈余管理 ,而当管理层进行机会主义动机的盈余管理时 ,小股东价值最少。由于小股东并不能区分盈余管理的动机 ,因此为了避免损失 ,保护自己的最好方式就是“用脚投票”、放弃认股权 ,如本文图 1 所示 ,募集资金  $E$  的减少将使  $L2$  向右下方移动 ,同时  $L1$  向右上方移动 ,使得上市公司股权再融资的区域变小 ,同时小股东利益保护区域扩大。

## 五、结论与启示

本文运用 Myers and Majluf(1984)的基本模型以及结合我国特殊制度背景的修正模型分析了盈余管理在 SEO 过程中的作用以及不同隐性动机对股东价值的影响。在股权分散的治理结构下 ,假设管理层、老股东与外部投资者之间存在信息不对称 ,盈余管理通过增加公司市场价值、降低股权融资成本 ,增加了上市公司 SEO 的机会。管理层为 SEO 进行的盈余管理既可能出于机会主义动机 ,也可能源于信息观动机。对于管理层和老股东 ,信息观动机下融资后股东价值最高 ,其次是机会主义动

机,最后是不进行盈余管理,即  $V_{\text{信号动机}} > V_{\text{机会主义动机}} > V_{\text{无盈余管理}}$ 。而对于新股东,当管理层没有进行盈余管理时其融资后价值最高,其次是信号动机,机会主义动机下新股东价值最低,即  $V_{\text{无盈余管理}} > V_{\text{信号动机}} > V_{\text{机会主义动机}}$ 。可见,盈余管理增加了管理层和老股东的利益,而机会主义盈余管理却损害了新股东的价值,信号动机下新股东价值的减少是因为其持股比例降低而增加的损失大于因市场价值提高所增加的价值。我国上市公司主要呈现出股权集中、控股股东控制的治理结构,代理问题转为控股股东与其他小股东之间的利益冲突,小股东的力量无法对控股股东形成有效的制衡,假设管理层代表控股股东的利益,管理层、控股股东和小股东之间存在信息不对称,在这一制度背景下,控股股东可以通过 SEO 攫取更多的私有收益,也更有可能为了配股圈钱而进行盈余管理获取配股资格,因此,上市公司的 SEO 区域明显大于股权分散情形下的融资区域,小股东的利益保护区域也更小,反映了我国上市公司特有的股权融资偏好。管理层的盈余管理同样进一步扩大了 SEO 区域,增加了公司 SEO 的机会。对于管理层和控股股东,信息观动机下股东价值最高,其次是机会主义动机,最后是不进行盈余管理,即  $V_{\text{信号动机}} > V_{\text{机会主义动机}} > V_{\text{无盈余管理}}$ 。对于小股东,在管理层的信号动机下,SEO 后价值最大,其次是没有进行盈余管理,机会主义动机下价值最低,即  $V_{\text{信号动机}} > V_{\text{无盈余管理}} > V_{\text{机会主义动机}}$ 。

本文的启示:由于盈余管理能够增加管理层及其所代表股东的利益,因此上市公司在 SEO 过程中便存在盈余管理的动机,当盈余管理出于管理层机会主义动机时,由于信息不对称,外部投资者或是小股东的利益将会受到损害;而在信息观动机下则有助于增加股东价值。从现有的盈余管理研究文献来看,大多数是对机会主义动机进行检验,因此对盈余管理的负面评价更占主流。然而,理论分析表明 SEO 过程中的盈余管理也可能出于好的动机,不同动机的盈余管理对股东价值也会产生不同的影响。因此,监管部门应加强对机会主义盈余管理的防范与监管,并适当的鼓励信息观动机的盈余管理。然而目前的监管政策对于不同动机的盈余管理缺少一定的灵活性,比如以会计利润作为单一的业绩考核标准,在限制机会主义盈余管理的同时,也限制了信息观动机。为此,监管部门在制定监管政策时应建立多元的评价标准和监管依据。对于配股资格的规定,可以增加一些评价企业长远发展的指标作为业绩考核标

准,如经济增加值、研发能力、市场占有率、客户满意度等,而不是单纯的使用会计利润,这样一方面可以降低机会主义盈余管理的空间,切实保护小股东的利益,另一方面也不至于完全限制信息观动机的盈余管理,有助于增加股东价值,帮助公司更好的发展。

注释:

- ① 如果对投资项目净现值进行盈余管理,使其价值虚增  $\Delta em$ ,或是使资产和投资项目共虚增  $\Delta em$ ,后文的结论不改变。

参考文献:

- [1] 李志文,宋衍衡.影响中国上市公司配股决策的因素分析[J].经济科学,2003(3):59-69.
- [2] Holthausen R W. Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives [J]. Journal of Accounting and Economics, 1990, 12: 207-218.
- [3] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 187-221.
- [4] Ross S A. The determination of financial structure: the incentive - signalling approach [J]. The Bell Journal of Economics, 1977, 8(1): 23-40.
- [5] Leland H E, Pyle D H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation [J]. The Journal of Finance, 1977, 32(2): 371-387.
- [6] La Porta R, Lopez - De - Silanes F, Shleifer A. Investor protection and corporate governance La Porta, Rafael [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 3-27.
- [7] 阎达五,耿建新,刘文鹏.我国上市公司配股融资行为的实证研究[J].会计研究,2001(9):21-27.
- [8] 管征,卞志村,范从来.增发还是配股——上市公司股权再融资方式选择研究[J].管理世界,2008(1):136-144.
- [9] 管征,范从来.信息不对称与上市公司股权再融资偏好[J].金融理论与实践,2006(4):3-6.

(责任编辑:李江)