



自利性业绩归因 行为分析及 经济后果研究

孙蔓莉 著

 中国人民大学出版社

014041137



F279.246
439

自利性业绩归因 行为分析及 经济后果研究

孙蔓莉 著



北航

C1729455

F279.246
439

中国人民大学出版社
• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

自利性业绩归因行为分析及经济后果研究/孙蔓莉著. —北京: 中国人民大学出版社, 2014. 4

(财会文库)

ISBN 978-7-300-19052-5

I. ①自… II. ①孙… III. ①上市公司—会计分析—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 048194 号

财会文库

北京市社会科学理论著作出版基金资助

自利性业绩归因行为分析及经济后果研究

孙蔓莉 著

Zilixing Yeji Guiyin Xingwei Fenxi ji Jingji Houguo Yanjiu

出版发行	中国人民大学出版社				
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080		
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511770 (质管部)		
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)		
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)		
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)				
经 销	新华书店				
印 刷	北京东君印刷有限公司				
规 格	155 mm×230 mm 16 开本	版 次	2014 年 4 月第 1 版		
印 张	18.75 插页 2	印 次	2014 年 4 月第 1 次印刷		
印 字	数 310 000	定 价	52.00 元		

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



前 言

自资本市场建立以来，上市公司的对外公开信息披露质量日益受到市场参与者和研究者的重视。各国政府为此颁布了众多的法律法规，然而，信息披露被人为操纵、歪曲甚至造假的案例仍层出不穷，投资者依然面临被误导甚至欺诈的风险。

在针对信息披露质量的研究中，绝大多数的科研成果围绕财务信息展开，以财务报表数据作为研究的基础。然而，随着近年来人们对非财务信息的认识加深，非财务信息在经济决策的重要意义日益凸显。本书以一种非财务信息——业绩归因作为研究对象，考察上市公司在信息公开过程中是否存在对业绩归因的自利性操纵，也就是说，公司管理层是否会根据公司业绩表现，有目的地操纵和歪曲业绩归因方向，以实现自身利益最大化。

在对外报告中，围绕业绩信息的披露有两种形式。一是以利润表为主体的业绩数据，表现为财务信息形式；二是在“管理层讨论与分析”中的业绩归因，表现为非财务信息形式。

业绩归因是对业绩数据及其变动的原因解释。公司的业绩归因有两种：内部归因和外部归因。内部归



因是指将公司的业绩表现归因于管理层的主观努力,如开拓市场、调整战略、控制成本等,上述因素的共性在于均处于公司管理层的控制范围之内,公司管理层将对这些因素负责;外部归因是指将业绩表现归因于公司的外部环境变化,如自然灾害、政府宏观调控、国际国内市场竞争等,这些因素的共性在于均处于公司管理层的控制范围之外,不论企业业绩如何,都与管理层的工作绩效无直接关系。一般来说,公司的业绩表现是内因和外因共同作用的结果。公司应在对外报告中客观公正地分析内因和外因对业绩的影响。业绩归因是对业绩数据的解释和补充,对投资者更好地理解公司业绩成因、预测公司未来业绩发展有重要意义。

根据心理学和组织行为学的研究成果,无论个人还是组织,在业绩归因过程中都或多或少地存在“自利”动机。信息不对称是将自利性动机转化为自利性行动的必要条件。当存在严重信息不对称的情形时,理性的信息发布人将自觉或不自觉地选择自利性归因。

显然,上市公司的信息披露环境具备滋生自利性归因操纵的肥沃土壤。上市公司存在内外信息不对称已成为不争的事实。因此,我们可以合理推测,业绩归因也难以对自利性操纵“免疫”,极可能存在“自利性业绩归因”现象。

自利性业绩归因的表现是:在公司业绩好时,刻意地突出内因,弱化外因,将公司业绩尽可能归因于经理人努力工作,以求得股东的信任和奖赏;在公司业绩欠佳时,则刻意突出外因,弱化内因,在外部环境中寻找借口,以逃避管理责任,保住自己在公司中的职位。

作为业绩信息披露的重要一环,业绩归因必然会影响到投资者的决策和股票市场的反应。当业绩被主要归于内因时,鉴于内因表现出稳定和管理层可控制的特点,投资者会倾向于预测公司将保持目前的业绩趋势不变。反之,当业绩主要被归于外因时,鉴于外因表现为易变和管理层不可控的特点,投资者可能预测当这种不稳定的外因消失后,公司业绩将向相反的方向转变。

当上市公司存在业绩归因的自利性操纵行为时,呈现给投资者的将是被“管理”过的内部归因倾向或外部归因倾向,这种信息操纵行为与信息披露的可靠性相悖,必将严重损害资本市场效率和投资者利益。

本书分为15章,第1章至第3章阐述了研究基础,包括自利性业绩归因的相关理论和以前的研究成果综述。第4章和第5章构建了整体研究框架和取值方法。第6章至第10章分别从外部环境巨变、盈余管理、股权集中度、股权激励和控股股东变动的视角,研究了代理矛盾

对自利性业绩归因的促进作用。第 11 章考察了公司治理能否限制上市公司业绩归因的自利性程度。第 12 章和第 13 章重点从股价变化的角度测试了投资者对自利性业绩归因的反应。第 14 章和第 15 章汇总了全书的研究结论以及未来研究展望。

在本书的编写过程中，与我合作的项目研究者李晓慧、蒋艳霞和孙健对部分章节内容做出了贡献；我的研究生王竹君、张乐、翟东、邵辰、胡潇潇、邹婷、蒋璐各自参与了项目的一个子课题，研究内容经改编后纳入本书。在此，对他们的支持表示最为诚挚的谢意。

孙蔓莉



目 录

第 1 章	研究背景和研究意义	1
1.1	自利性业绩归因的性质	1
1.2	自利性业绩归因的危害	6
1.3	自利性业绩归因研究的 必要性	8
第 2 章	归因理论	11
2.1	归因的理论发展历程	11
2.2	自利性业绩归因理论	15
2.3	代理矛盾与自利性业绩 归因的关系	18
第 3 章	文献回顾	21
3.1	自利性业绩归因行为 是否存在	21
3.2	影响自利性业绩归因 行为的因素	25
3.3	自利性业绩归因的经济后果	29
3.4	文献综述小结	31



第 4 章	实证研究框架	33
	4.1 自利性业绩归因行为研究	33
	4.2 自利性业绩归因的市场反应研究	40
	4.3 实证研究框架和章节安排	41
第 5 章	自利性业绩归因的取值模型	43
	5.1 Salancik and Meindl 模型	44
	5.2 年报中发现的反向归因模式	46
	5.3 创新取值模型	47
第 6 章	外部环境巨幅波动情境下的自利性业绩归因 案例研究	51
	6.1 引 言	51
	6.2 东方锅炉案例分析	54
	6.3 莲花味精案例分析	66
第 7 章	自利性业绩归因与盈余管理的同步性研究	73
	7.1 问题的提出	73
	7.2 业绩归因倾向与盈余管理关系的理论解释	75
	7.3 业绩归因倾向与盈余管理关系的实证研究	84
	7.4 研究结论	97
第 8 章	代理矛盾类型对自利性业绩归因的影响研究	100
	8.1 引 言	100
	8.2 文献回顾	106
	8.3 美、中、日股权结构的差异研究	107
	8.4 代理矛盾类型的影响研究	112
第 9 章	股权激励对自利性业绩归因的促进作用研究	127
	9.1 引 言	127
	9.2 我国上市公司股权激励的实施现状	129
	9.3 理论推导和文献综述	134
	9.4 股权激励对自利性业绩归因的影响研究	144

	9.5 股权激励制度下自利性业绩归因对股价的影响	159
	9.6 研究结论	166
第 10 章	控股股东变更对自利性业绩归因的促进作用研究	168
	10.1 引 言	168
	10.2 文献回顾	173
	10.3 研究设计与检验	180
	10.4 关于研究结论的讨论	195
第 11 章	公司内部治理对自利性业绩归因的限制作用研究	197
	11.1 引 言	197
	11.2 大样本下自利性业绩归因是否存在	201
	11.3 公司内部治理对自利性业绩归因倾向的限制研究	209
第 12 章	自利性业绩归因对公司股价的影响研究	222
	12.1 引 言	222
	12.2 绩差公司是否存在自利性业绩归因行为	225
	12.3 股价反应研究	234
	12.4 关于研究结论的讨论	243
第 13 章	汇率单边升值情境下的市场反应研究	245
	13.1 问题的提出	245
	13.2 文献回顾	247
	13.3 研究假设的提出	250
	13.4 研究设计	252
	13.5 实证结论	255
	13.6 研究总结及启示	257
第 14 章	实证研究汇总	259
	14.1 研究目标回顾	259
	14.2 研究结论汇总	260



	14.3 关于研究结论的讨论.....	269
第 15 章	实证研究的创新、局限和展望.....	272
	15.1 研究创新.....	272
	15.2 研究局限.....	275
	15.3 研究展望.....	276
	参考文献.....	277



第1章 研究背景和研究意义

本章介绍本书的研究背景和选题意义。我们首先从自利性业绩归因的性质入手，强调这种信息操纵行为在经济领域存在的普遍性，并从理论上推测这种信息操纵行为的危害，进而指出自利性业绩归因研究的必要性和紧迫性。

1.1 自利性业绩归因的性质

根据以往的理论研究和实证研究，我们有理由认为，在公司信息披露过程中，公司管理层可能通过提供带有自利性偏向的、经过筛选和加工的业绩变动归因信息，以牺牲投资者利益为代价，追求自身利益的最大化。

1.1.1 自利性业绩归因的含义及表现

1. 业绩归因的含义

在对外报告中，上市公司业绩信息的披露有两种形式。一是以利润表为主体的业绩数据，表现为财务信息形式；二是在“管理层讨论与分析”中的业绩归



因,表现为非财务信息形式。

业绩归因是对业绩数据及其变动的原因解释。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(以下简称《年报准则》)中明确要求,上市公司需在年报中概述公司报告期内总体经营情况,列示公司营业收入、营业利润、净利润的同比变动情况,说明引起变动的主要影响因素。其中,引起业绩变动的主要影响因素即为业绩归因。

公司的业绩归因有两种:内部归因和外部归因。内部归因是指将公司的业绩表现归因于管理层的主观努力,如开拓市场、调整战略、控制成本等,上述因素的共性在于均处于公司管理层的控制范围之内,公司管理层将对这些因素负责;外部归因是指将业绩表现归因于公司的外部环境变化,如自然灾害、政府宏观调控、国际国内市场竞争等,这些因素的共性在于均处于公司管理层的控制范围之外,不论企业业绩如何,都与管理层的工作绩效无直接关系。一般来说,公司的业绩表现是内因和外因共同作用的结果。公司应在对外报告中客观公正地分析内因和外因对业绩的影响。业绩归因是对业绩数据的解释和补充,对投资者更好地理解公司业绩成因、预测公司未来业绩发展有重要意义。

2. 业绩归因的“自利性”操纵

根据心理学和组织行为学的研究成果,无论个人还是组织,在业绩归因过程中都或多或少地存在“自利性”动机。信息不对称是将自利性动机转化为自利性行动的必要条件。当存在严重信息不对称的情形时,理性的信息发布人将自觉或不自觉地选择自利性归因。

显然,上市公司的信息披露环境具备滋生自利性归因操纵的肥沃土壤。上市公司存在内外信息不对称已成为不争的事实。因此,我们可以合理推测,业绩归因也难以对自利性操纵“免疫”,极可能存在“自利性业绩归因”现象。

具体来说,自利性业绩归因是指公司管理层根据业绩表现,有目的地操纵和歪曲业绩归因方向,以实现自身利益最大化为目的的信息披露行为。自利性业绩归因的表现是:在公司业绩好时,刻意突出内因,弱化外因,将公司业绩尽可能归因于经理人努力工作,以求得股东的信任和奖赏;在公司业绩欠佳时,则刻意突出外因,弱化内因,在外部环境中寻找借口,以逃避管理责任,保住自己在公司中的职位。举例来说,假设四川发生洪灾,当地的某企业将全部亏损归咎于洪灾这一外因(实

际上,内因——管理层选址不当、缺乏保险意识等也是业绩恶化的重要原因),而其北京的竞争对手将该年的盈利全部归功于公司市场开拓有力的内因(实际上,外因——竞争对手因洪灾停产让出市场才是业绩上升的主因),上述表现就是典型的自利性业绩归因。

可见,当上市公司存在业绩归因的自利性操纵行为时,呈现在投资者面前的将是被“管理”过的内部归因倾向或外部归因倾向,这种信息操纵行为违反了信息披露的可靠性质量要求,必将严重影响资本市场效率,损害投资者利益。

3. 业绩归因对于信息使用者的决策价值

毋庸置疑,非财务信息在决策中的作用日益重要。业绩归因是对公司本年度业绩数据的说明、分析和补充,能够校正业绩历史数据的趋势变动方向,对投资者预测公司未来的业绩发展趋势具有重要参考价值。

业绩内部归因容易使投资者产生现有业绩趋势将持续的印象。如果公司业绩变动被归结为企业内在、稳定的因素,则投资者很可能倾向于预测公司未来业绩将持续以前的发展势头,即所谓强者愈强,弱者愈弱。这样,投资者将乐于维持业绩增长的企业的管理团队,或更换历史业绩表现不理想的企业的管理团队。举例来说,当投资者考虑增持一家业绩突出的公司股票时,如果公司所报告的业绩归因为:公司战略设计具有国际视野和长远打算,新产品开发力度大,使企业在市场竞争中一直保持技术领先优势,那么投资者将认为企业的竞争优势在未来年度仍然会存在,相应地,企业未来的业绩将至少与上一年度持平。因此,将公司的盈余数据与业绩归因整合考虑,投资者很可能愿意为购进该公司股票支付合理的溢价。反之,如果企业亏损或业绩大幅下滑,而公司将业绩归结为管理团队在企业并购过程中盲目冒进,缺少经验,没有进行细致周密的调查和计划,则这种业绩归因将使投资者认为公司的管理团队不称职或不尽职,在以后的其他重大决策中也很可能造成失误,因此未来业绩可能更差。

业绩外部归因容易使投资者产生业绩可能随环境而改变的印象。如果公司业绩变动被归因为外在、偶然、非持续性的因素,则投资者可能预测,在外部环境因素改变或其影响消失后,公司未来的业绩将逐步恢复正常。利润暂时性飙升的企业的管理团队将不会获得奖励,业绩暂时性下滑的公司的管理团队将会获得谅解。举例来说,在非典型肺炎(以下简称非典)疫情爆发的那年,生产消毒品的一家企业业绩比往年成倍



增长。当投资者从公司的对外报告中了解到当年的业绩是源于非典疫情时,则自然会认为,由于非典疫情已被国家完全控制,该企业的业绩将在很短的时间内恢复到疫情爆发之前的水平。当公司的业绩表现欠佳,处于亏损状态或呈大幅下滑趋势时,如果在业绩归因中能使投资者相信其业绩下滑并不是管理团队的责任,而是诸如雪灾或地震造成的,则投资者在考虑减持公司股票时,会将亏损业绩和业绩归因结合起来,很可能会谅解管理方,并且合理预计未来年度不会像上年一样也遭受自然灾害损失,因此公司未来的业绩将逐步回升。

1.1.2 业绩归因操纵的驱动力

股东与管理层之间的代理问题是自利性业绩归因行为的根本驱动力。企业中存在两类代理问题:股东—管理层之间的代理问题;大股东—小股东之间的代理问题。在前一种代理矛盾中,管理层直接参与其中,自利性业绩归因有利于管理层谋取社会地位和经济利益。在后一种代理矛盾中,大股东完全控制管理层的任免,因此管理层不得不与大股东形成利益共同体,可能以合谋的方式危害中小股东的利益。在这种情况下,管理层依然是矛盾斗争的参与者,操纵业绩归因对他们而言依然是有利可图的。

代理问题也为自利性业绩归因行为提供了可能。根据代理理论,管理者与所有者之间、大小股东之间存在信息不对称,并可能诱发道德风险。代理人可能会利用信息优势蒙蔽委托人。在股东和管理层签订托管契约后,由管理层(代理人)选择行动。决定公司业绩的因素包括两个:自然状态(公司外部经营环境)和代理人行动(公司内部管理层工作成效)。绝大多数股东(委托人)无法知道公司业绩是管理层行动所致,还是自然状态造成的。正是由于管理者为股东利益工作的努力程度是不可观测的,因此他们有可能将绩优归结于行动(内因),将绩差归结于自然状态(外因)。

自利性业绩归因的直接目的是产生有利于上市公司管理层的后果。管理层是公司信息的发布主体。管理层一个很重要的任务是提供公司行为和业绩的背景与逻辑,使数据能够被“合理”解释。^①而公司又是理性的个体,会极力保护和扩大自己的利益范围。^②这使我们很容易得出

① Pfeffer (1981).

② Thompson (1967), Pfeffer and Salancik (1978).

一种推论：管理层可能试图通过业绩归因使管理层本身受益，或避免使管理层利益受损，而不会反向行之。按照经济学的理论，市场参与者都是理性和自利的经济体。因此，管理层进行自利性业绩归因的可能性是存在的。自利性业绩归因如果能够被市场各参与方所接受，则不论经营业绩数据是否令投资者满意，管理层都可以从不客观的业绩归因中获得职位和薪酬方面的双重好处：绩优时管理水平得到更大程度的肯定，管理者获得更大的信任；绩差时推脱管理责任，避免投资者的责难，管理层获得原谅，市场不会弃他们而去。心理学研究已证实，自利性业绩归因在上述方面确实可以起到相当大的作用。

在心理学理论中，业绩好时的内部归因是一种自我宣扬（self-Promotion）的方法。自我宣扬的目标是被认为能力超强。对于企业来讲，就是“粉饰”（window dressing）。^① 罗森菲尔德（Rosenfeld）等认为，如果自我宣扬未受到质疑，它就会更经常地发生。他们引用 Goldstein（1971）所做的一项组织调查来证实自我宣扬的效果。该调查比较了护士岗位竞争者的求职材料和他们以前的工作记录，发现超过一半的人夸大了工作年限和报酬。“调查表明，当人们有机会在公众面前通过展示自身能力，从而提升个人身份价值的时候，人们会更多地使用自我宣扬手段。”^②

在心理学理论中，业绩差时的外部环境归因是一种通过找借口来保护自我形象的手段。“研究结果表明，若对非法和不道德的指控做出一些解释，能有效地改变人们对他的看法。实际上，人们很容易原谅那些能够为自己的行为提供‘恰当’解释的人。”^③ 可以想见，这种结果正是绩差公司的管理层所希望的。

1.1.3 自利性业绩归因的普遍性

已有的研究表明，上市公司普遍存在自利性业绩归因行为。如前所述，在理论研究方面，已可以得出推论：上市公司可能存在自利性业绩归因行为。而在实证研究方面，国内国外也有诸多研究成果，这些研究无一例外地发现了上市公司自利性业绩归因现象的存在。在这里，我们只简述部分研究成果，详细的文献回顾请见第3章。

① Rosenfeld, P., Giacalone, R. A. & Riordan, C. A.: 《组织中的印象管理》，64页，北京，清华大学出版社，2002。

② 同上书，67页。

③ 同上书，32页。



至少有几十项实证研究发现,管理层总是存在自利性业绩归因倾向:将好的业绩归于自身,将不好的业绩归于环境,如 Clatworthy and Jones (2006)、Aerts (2005, 2001, 1994)、Baginski et al. (2000)、Bowman (1976, 1978, 1984)、Bettman and Weitz (1983)、Mark and Michael (2000)、Mcgill (2000)、Wagner and Gooding (1997)、Morgenson (2004)、孙蔓莉 (2004, 2005a, 2005b, 2008)、李峰 (2006)、李平等 (2004)、蒋亚朋 (2007) 等,研究者在对公司年报的研究中都不同程度地发现了自利性业绩归因现象的存在。绩优公司的年报更多地涉及公司战略、策划、研究开发工作方面的内容;绩差公司的年报中相关内容相对较少,关于外部条件变化的论述则相对增多。

1.2 自利性业绩归因的危害

从行为目的和经济后果两方面考虑,自利性业绩归因行为与业绩盈余管理行为如出一辙。两种操纵手段的差异只在于操纵对象和方式的不同。盈余管理的对象是财务业绩数据,而自利性业绩归因针对的是业绩原因解释。两种行为的最终目的都是影响股东对管理层的态度,维持、提升自身在企业中的地位和薪酬水平。信息使用者(包括股东、潜在投资者和债权人)在不对称的业绩信息基础上所做出的决策很可能导致其利益受损。进而,资本市场资源配置的效率将下降,市场公平也将不可避免地受到损害。

1.2.1 自利性业绩归因对管理层的负面影响

过度的自利性业绩归因会加大被年报读者察觉的风险。一旦被年报读者发现,自利性业绩归因反而将起到负面作用。Schwenk (1990) 做过一项实验,实验对象得到一个虚拟企业过去的业绩数据。实验为该虚拟企业编制了两份报告,一份带有明显的自利性业绩归因,另一份则客观地描述了财务成果。实验的结果是,那些读过自利性业绩归因年报的实验对象普遍对管理层信心不足,承诺提供给企业的资源较少。研究者的解释是年报读者感觉到企业管理者有操纵意图。

自利性业绩归因被察觉的可能性与公司在行业中的相对地位有直接关系。

在公司盈利条件下,可分为两种情况。一是如果公司业绩增长超过

行业平均水平，将企业的快速增长更多地归于管理有方并不会过多地引起利益相关者（尤其是企业外部的利益相关者）的注意。二是如果公司业绩增长达不到行业平均水平，管理层过分夸耀自己的管理策略就会与数据指标相抵触。对于那些有财会知识又肯花费一定精力研究行业和企业情况的人而言，过多地将业绩归于管理层而较少提及行业宏观环境因素，就有可能被察觉和引起不信任感。

当公司业绩差时，也有两种情况：一是行业状况普遍较差，企业的经营业绩在行业中处于中等以上；二是行业普遍情况尚可，但企业业绩在行业中处于下层。对于第一种情况，将业绩适当归于环境因素可以得到利益相关者的理解。而在第二种情况下，尤其是企业业绩在行业中排名靠后且不断恶化的情形下，自利性业绩归因是不足以说服全体利益相关者的，尤其是那些有能力影响企业未来资源流入的人，他们自身有相当的财力，有专业的分析人员担任决策助手，如果企业将业绩恶化的原因过多地归结于外部环境，必然被这些投资者理解为花言巧语和不负责任。

1.2.2 自利性业绩归因对公司未来业绩的负面影响

自利性归因行为只是片面地强调内部归因或外部归因，使企业不能客观地认识管理上的不足，有针对性地提出解决措施，不利于企业扭转不利局面，也不利于企业提前准备以应对外界环境变化。在以下两种情况下，自利性业绩归因对企业未来业绩的不利影响尤甚。

一种情况是，企业的优异业绩主要得益于良好的宏观行业环境。此时，如果进行自利性业绩归因，内部管理因素被夸大，外部环境因素被掩盖，则容易使管理层产生过度自信和好大喜功的心态，并体现在未来的管理决策上，如盲目扩大投资规模、不断并购等。一旦经营环境有所变化，就容易使企业陷入困境。

另一种情况是，企业的不良业绩主要源于内部管理问题。此时，如果进行自利性业绩归因，管理层以环境的不利变化作为借口和挡箭牌，而不承认决策失误和管理混乱，则管理层很难公开讨论如何解决现有问题，进而提出可行的解决方案。心理学者一直强调，那些经常强调“这不是我的错”的人，也难以自己的工作负起责任。^①按照这一思路，

^① Rosenfeld, P., Giacalone, R. A. & Riordan, C. A.: 《组织中的印象管理》，33 页。