

*Financial Accounting
Information and Corporate Governance*

财务会计信息 与公司治理

杜兴强 赵景文等◎著



教育部新世纪优秀人才计划 (NCET-04-0596) 资助

国家社会科学基金项目 (07CJY010) 阶段性成果

财务会计信息 与公司治理

*Financial Accounting
Information and Corporate Governance*

杜兴强 赵景文等◎著



FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 杜兴强 赵景文等 2008

图书在版编目 (CIP) 数据

财务会计信息与公司治理 / 杜兴强, 赵景文等著. —大连: 东北财经大学出版社, 2008.12

ISBN 978-7-81122-604-1

I.财… II.杜… III.①公司—会计报表—会计分析 ②公司—企业管理
IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 211604 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 460 千字 印张: 23 插页: 1
2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 吴茜 王莹 责任校对: 那欣 尹秀英 何群
封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-81122-604-1

定价: 40.00 元

前言

Coase (1990) 在《会计与企业理论》^①一文中, 鼓励在经济研究中使用会计数据, 借以改进会计理论与实务, 并认为对会计问题的理解, 将有助于理解企业, 从而会计理论应该成为企业理论的一个有机组成部分, 作出应有的贡献。换言之, Coase (1990) 竭力提倡经济学和会计学的交叉研究, 却并非是经济学、财务学等对会计学的“殖民”和“侵蚀”。然而, 遗憾的是, 当代的会计研究更多的是从财务学和经济学中进行移植和嫁接, 却忽视了会计学对经济学和财务学应有的贡献。

Bushman and Smith (2001)^②回顾并提出了进一步研究在公司治理进程中公开财务会计信息报告的作用。他们首先讨论、研究了财务会计在公司管理当局激励计划中的应用, 探讨了今后的研究方向, 并认为公司治理的研究应该扩展到更全面地探索在更多企业的控制机制中财务会计信息的用途问题上。Bushman and Smith (2001) 还对财务会计信息在公司治理和更普遍的使用中对经济运行的影响进行了更直接的、跨国家的调查和研究。

但是, Sloan (2001)^③在对 Bushman and Smith (2001) 的文章(本书第一章将进行介绍)进行的评论中指出, 他们(Bushman 和 Smith)忽视了会计学者对治理研究所作贡献的评价, 并指出, 治理研究实质上是真正跨学科的, 重点涉及经济、金融、法律和管理领域。会计也有可能治理研究中发挥重要作用, 会计提供了大部分治理机制有效运行所必需的信息。Sloan (2001) 调查了 Shleifer and Vishny (1997)^④和 Bushman and Smith (2001) 两篇文献的参考文献, 发现了一些特点, 见表 1。

Sloan (2001) 分析出: Shleifer and Vishny 的文章中所提到的绝大多数文献是发表在经济 (31%) 和财务 (29%) 期刊上的。而且, 我们也可以看到, 在 Bushman and Smith (2001) 的研究中, 其参考文献属于经济和财务期刊的比例也很突出, 分别占 26% 和 15%。这样就给大家一种错觉, 好像治理研究的大多数学术贡献都是在经济和财务领域取得的, 法律期刊中的参考文献在参考文献比例中排第三, 占 10%, 而会计排第四, 占 3%, 管理排在最后, 占 2%。

① Coase. 1990. Accounting and The Theory of The Firm. Journal of Accounting and Economics, 12:3-13.

② Bushman, R., and A. J. Smith. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. Journal of Accounting and Economics, 32:237-333.

③ Sloan. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance: A Discussion. Journal of Accounting and Economics, 32:335-347.

④ Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1997. A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance, 52:737-783.

表 1 治理调查报告中参考文献按期刊领域分类

A 组: Shleifer and Vishny (1997) 的文章中的参考文献							
领域	ECON	FIN	LAW	ACC	MNGT	UNC	合计
频率	73	68	23	8	5	60	237
比例 (%)	31	29	10	3	2	25	100
B 组: Bushman and Smith (2001) 的文章中的参考文献							
领域	ECON	FIN	LAW	ACC	MNGT	UNC	合计
频率	59	34	6	79	4	43	225
比例 (%)	26	15	3	35	2	19	100

注: ECON——经济期刊, FIN——财务期刊, LAW——法律期刊, ACC——会计期刊, MNGT——其他综合管理期刊, UNC——未分类的(书籍、专著和未发表的原稿)。

表 2 的 A 组列示了 Shleifer and Vishny 所提到的、发表在会计期刊上的文章, B 组列示了 Shleifer and Vishny 所引用的、能够确定为包括对会计相关现象进行实质性分析的论文。虽然带有主观性, 但 Shleifer 和 Vishny 相信任何做过同样工作的人都会同意调查结果中的基本精神。发表在会计期刊上的 8 篇论文中, 只有 1 篇在两组中都出现过。这篇论文是 Palepu (1986) 所写的《预测收购目标》。Palepu 表明, 与其他事项相比, 财务会计数据在预测收购目标方面是有用的。因此, Palepu 的研究重点在于会计数据促进企业并购的作用。其余 7 篇论文涉及经理人员薪酬和股票价格波动的关系、高管死亡、金色降落伞(高级职员去职补偿费)、高管人员股票所有权和董事会构成等问题。其他 7 篇论文都没有包含财务会计在公司治理中所起作用的实质性分析。

表 2 中的 B 组所含的论文都包含了财务会计在公司治理中所发挥作用的实质性分析。不过, 这些论文没有发表在会计期刊上。例如, Smith and Warner (1979)^①详细分析了会计信息在债券契约中所起的作用、各种契约的目的和公认会计原则的重要性。在 Shleifer and Vishny 引用的文章中, 还有许多其他论文在其经验测试中广泛使用了会计数据, 而表 2 的 B 组列示的仅仅是那些含有实质性分析会计相关现象的文章。

综合 Coase (1990)、Bushman and Smith (2001) 和 Sloan (2001) 的观点和建议, 很明显, 他们都倡导并希冀重视会计对企业理论的贡献, 或财务会计信息在公司治理中的作用。这是本书进行研究的最初目的。但是, 限于资本市场发展的特定制度背景和经验研究数据方面的制约, 以及研究者本人技术能力的局限性, 本书无法对财务会计信息和公司治理的全部领域进行逐一的分析。因此, 本书充其量只是对“财务会计信息和公司治理”问题进行的初步分析。

^① Smith, C., and Warner, J., 1979. On Financial Contracting, An Analysis of Bond Covenants. Journal of Financial Economics, 7: 117-161.

表 2 Shleifer and Vishny 所引用的、与会计相关的文章列表

A 组：发表在会计期刊上的文章		
Benston (1985)	《自私的管理假说》	JAE
Coughlan and Schmidt (1985)	《高管薪酬、管理层更换与公司业绩》	JAE
Johnson 等 (1985)	《股票价格对高管突然死亡的反应分析》	JAE
Lambert and Larcker (1985)	《黄金降落伞，高管决策与股东财富》	JAE
Lewellen 等 (1985)	《收购公司合并决策与高管股票所有权》	JAE
Murphy (1985)	《公司业绩与经理报酬》	JAE
Palepu (1986)	《预测收购目标》	JAE
Shivdasani (1993)	《董事会构成，所有权结构与恶意收购》	JAE
B 组：实质性分析会计在公司治理中所发挥作用的研究		
Asquith and Wizman (1990)	《杠杆收购中的事件风险，契约和债券持有人收益》	JFE
Palepu (1986)	《预测收购目标》	JAE
Smith and Warner (1979)	《论财务契约：债券契约分析》	JFE
Teoh 等 (1998)	《盈余管理和再发股票后的低业绩》	JFE

注：JAE——会计与经济学杂志，JFE——金融与经济学杂志。

本书注意到了会计信息的契约有用性和决策有用性，在必要理论分析的基础上，对会计信息在公司治理中的作用进行了初步探讨。

本书受教育部首届新世纪优秀人才计划（NCET-04-0596）资助，同时也是国家社科基金（07CJY010）的成果之一。本书是集体的劳动的结果，全书的参加者包括杜兴强、赵景文、王丽华、周泽将、雷宇、漆传金、温日光、魏海丽等，葛家澍教授对本书第二章提出了诸多修改意见。杜兴强和赵景文进行了全书的协调。感谢博士生陈政对本书清样所做的认真细致的校对。本书具体的分工如下：

第一（除第一小点）、二、四章	杜兴强
第三、十一、十二章	赵景文
第五章	杜兴强、周泽将
第六章	温日光
附录	杜兴强、雷宇
第七章及第一章第一小点	魏海丽
第八章	杜兴强、王丽华
第九章	周泽将、杜兴强
第十章	漆传金、杜兴强

由于作者们的知识结构和个人水平的制约，本书只是对该领域进行了初步探讨，所以可能存在着一定的疏漏，甚至是错误，恳请读者不吝指出，以便能够及时进行修改。

作 者
2008 年 8 月

目 录

第一章	导 论	1
第二章	会计信息、公司治理与会计准则：理论分析、博弈解释 与历史证据	23
第三章	会计准则（制度）变迁与会计信息质量：1994—2007	51
第四章	会计信息的相关性：基于会计准则视角的思考	79
第五章	财务会计信息与公司治理：信息透明度、代理成本与经济绩效	89
第六章	会计信息的可靠性与利益相关者的利益均衡：基于中国资本 市场的经验证据	123
第七章	会计业绩与管理当局更换：基于会计信息契约有用性的经验 证据	172
第八章	高层管理当局薪酬与公司业绩的相关性研究（I）	232
第九章	高层管理当局薪酬与公司业绩的相关性研究（II）：进一步的 经验证据	266
第十章	管理层持股与公司业绩的相关性：模型解释力、内生性与 行业竞争度	288
第十一章	会计信息质量与投资者利益保护研究	312
第十二章	会计信息与股票估值	335

第一章 导 论

一、会计信息的决策有用观和契约有用观

会计（财务会计）信息作为会计（财务会计）信息系统的最终输出“物”，它的作用体现为决策有用观和契约有用观两方面。其中，决策有用观认为，会计信息主要为投资者提供决策有用的信息。决策有用观强调会计信息的价值相关性或定价作用。而契约有用观则认为，会计信息主要在公司利益相关者签订和执行契约时发挥作用，契约有用观强调会计信息的契约有用性或治理作用。

（一）决策有用观^①

会计信息的决策有用观以投资决策理论为基础。投资决策理论起源于马科维茨在 1952 年发表的论文《资产选择》。文中论述了如何在一定收益率下，使风险最小。该理论假定：投资者是理性的，即他选择的投资行为必须是产生最大期望效用的行为。投资者会规避风险，也就是说，对于给定的期望收益，理性的投资者希望获得最低的风险。同时，该理论认为，给定现实世界的不确定性，任何理性的投资者在进行投资决策时，都需要依据现有的信息对投资项目（如证券）的未来收益和风险进行预测。这里所指的信息就是能够对投资者预期产生影响的证据。会计信息尽管只是对公司过去的经营活动和财务状况的描述，但投资者却可以依据这些信息对公司未来的利润或现金流量进行预测，进而对公司未来的收益率作出判断。投资决策理论还认为，信息的预测能力取决于该信息的可靠性和相关性。FASB 在 1980 年 5 月颁布的第二号财务会计概念公告《会计信息的质量特征》（SFAC No.2 Qualitative Characteristics of Accounting Information）中认为^②，“会计信息要对决策有用，就要具备两种主要的质量，即相关性和可靠性……”，“相关的会计信息能够帮助使用者了解过去、现在事项的情况，并预测将来事项的结局，或者去证实或纠正以往的预期情况，从而影响其决策。所谓信息有助于影响决策，就是信息能提高决策者进行预测的能力，或为早先预期的情况提供反馈……”，“一个数值的可靠性，以真实地反映它意在反映的情况为基础，同时又向用户保证，它具有这种反映情况的质量……”。

决策有用观具体又可细分为信息观（information perspective）、计价模型观

^① 转引自[美]财务会计准则委员会：《论财务会计概念》，娄尔行译，42～44 页，北京，中国财政经济出版社，1992。

^② 同上。

(valuation model perspective) 和计量观 (measurement perspective) 三种 (孙菊生、周建波, 2003)。1968 年, Ball and Brown、Beaver 等人从不同角度验证了证券市场中股票价格会对公司财务报告所提供的会计信息产生反应, 他们所倡导的这一方法一般被称为信息观, 即通过现行财务报告所提供的会计信息帮助投资者估计股票的期望收益和风险, 从而有助于他们做出正确的投资决策。信息观以资本市场是有效的作为前提, 主要研究会计信息 (以盈利信息为主) 对股票价格的作用。其会计意义是, 如果股票价格对所披露的会计信息 (指未观察到的盈利信息或预期的净资产) 有反应, 则说明该会计信息是有用的。因此, 信息观成为验证会计信息的作用和对现行会计信息进行甄别和取舍的重要依据。

在信息观产生之后的数十年中, 该理论一直占据主导地位。直到 20 世纪 80 年代末 90 年代初, 人们发现股票价格不仅反映了公司财务报告提供的会计信息, 还反映了噪音交易者的噪音 (Black, 1986), 出现了许多诸如股票市场过度反应、市场对非盈余信息的反应等异常现象, 从而认为股票市场可能并没有人们所假设的那样有效 (Ball, 1995)。对有效市场假说的怀疑, 促使人们重视股票的内在价值问题, 从而把研究兴趣转移到股票的计价模型上来, 于是计价模型观应运而生。与信息观下研究会计信息与股票价格之间的关系有所不同的是, 计价模型观直接研究会计数据在股票定价中的作用。它设计了一个模型来说明会计信息应该怎样转换到股票价格中, 从而揭开了股票价格的形成过程这一黑匣子。计价模型观的建立应归功于 Ohlson (1995) 和 Feltham and Ohlson (1995) 的模型。该模型是从一对简单的会计关系——净剩余关系 (clean surplus relation, CSR) 出发, 来推导财务报表的重要属性。净剩余关系界定了权益的期末账面价值一定等于期初的账面价值加上会计盈余 (accounting earnings)^①减股利。Feltham and Ohlson 计价模型为股票 (或公司) 估价提供了可行方法, 他们认为股票的内在价值应等于股东权益账面净值 (简称 BV, 即每股净资产) 与未来预期净资产收益率 (简称 ROE) 扣除股东权益资金成本后的超额收益率乘以股东权益账面净值得出的超额收益的折现值之和, 即如果公司的超额盈利能力 (即净资产收益率大于股东权益资金成本的程度) 越强、能获取超额盈利的时间越长或者能获取超额盈利的净资产越多, 则公司股票的价值就越高, 反之, 则越低。同时, 股东权益资金成本越高, 则公司股票价值就越低, 反之, 则越高。上述计价模型打开了股票估价这个黑匣子, 从数量上确定了会计信息与股票价格之间的函数关系, 明确了会计数据在股票估价中的作用, 其意义十分深远。

信息观和计价模型观对会计信息作用的验证, 长期以来都是基于历史成本计量属性的会计信息。但由于基于历史成本计量属性的会计信息本身具有局限性, 在这两种理论下对会计信息与股票价格之间的关系进行验证时并不会得出满意的结论。

^① 严格地说, earnings (盈利)、income (收益)、surplus (盈余) 是三个既有联系, 又有区别的概念。盈利体现报告期间的业绩, 收益=盈利+前期调整, 盈余=盈利+前期调整+非常利得+非常损失 (Paton and Littleton, 1940)。然而, 目前的文献经常混用。在本章中也只能约定俗成, 不加区别。

Lev (1989) 在其著名的回顾性文章中, 通过对 1980—1989 年间 “The Accounting Review (AR)”、“Journal of Accounting Research (JAR)” 和 “Journal of Accounting and Economics (JAE)” 等三种最为重要的会计学杂志上发表的 19 篇有关会计盈余 (accounting earnings) 的信息含量研究的结论进行了总结性分析, 发现在会计盈余信息公告前后几天内, 股票收益中仅有 2%~5% 的非正常收益是由会计盈余所引起的, Lev 认为其原因在于会计盈余的低质量。Lev 的结论引发了人们对会计盈余低质量原因的探讨。Collins、Kothari, Shanken and Sloan (1994) 的研究认为, 会计盈余低质量的原因在于信息观下以历史成本为基础计算的会计盈余的及时性较差。特别是随着金融工具的发展, 历史成本计量模式缺乏相关性这一缺陷越发凸显。与此同时, 市场逐步趋于完善和信息技术的发展, 使得对资产、负债以公允价值计量成为可能。在这种大背景下, 计量观应运而生。计量观是指提倡在财务报告中运用以公允价值计量的会计信息。由于计量观的出现符合人们对会计信息相关性的需求, 因此, 在会计实践中也得到了众多的支持。FASB 已经颁布了一系列与公允价值有关的准则, 包括与金融工具有关的准则以及与长期资产和长期负债有关的准则。

(二) 契约有用观

会计信息的决策有用观是从评估公司价值的角度来分析会计信息的作用, 契约有用观则是从评估代理人业绩的角度来分析会计信息的作用。该观点的代表人物是 Rochester 大学的 Watts 和 Zimmerman 两位教授, 他们在 1986 年合著的《实证会计理论》一书也成了契约观的代表作。

契约观以现代企业理论为基础。它把企业看成是拥有不同要素的所有者为了获得各自的要素报酬, 通过明示或暗含的契约 (法律、合同、承诺、文化、习俗等) 相互联结在一起的一个利益混合体。因此, 企业是没有明确的目标的, 企业中契约各方之间的利益冲突是不可避免的。按照生存原则, 亦即经济达尔文主义 (Economic Darwinism) (Alchian, 1950), 就减少利益冲突的成本并最大限度地提高企业价值而言, 一套能随着时间推移而“生存”下来的契约是有效的 (Fama and Jensen, 1983)。无论是有关“财产权”的文献还是有关订约的文献都表明, 会计在制定契约的条款以及在监督这些条款的实施中发挥了重要的作用。会计数据经常用于各种契约 (债务契约、管理人员报酬计划、公司章程及细则等)。这些契约常常包括为各方行为采取基于会计数据的各种限制 (Watts and Zimmerman, 1986)。会计的作用就是为契约各方提供有关代理人业绩的相关信息, 以保证各类契约的顺利执行。由于认为会计的主要作用在于衡量管理当局的业绩, 并且契约标的通常需要具备硬性 (hardness) 的特征, 相对于公允价值, 历史成本具有更强的可验证性, 即可靠性。因此, 契约观更崇尚历史成本的计量模式 (姜金香, 2005)。

显然, 决策观假定管理当局在公司中是诚实经营的, 主张会计的作用是为外部投资者提供有关公司价值的前瞻性信息, 而契约观则从理性经济人的角度出发, 放弃管理当局诚实经营的假设, 认为会计的作用是为契约各方提供有关管理当局行为

的历史信息——一种公共知识 (common knowledge)。因此, 可以认为, 契约观是从企业这一层面来解释会计信息的作用的, 而决策观是从市场这一层面来解释会计信息的作用的, 它们二者是互为补充的。在决策观看来, 如果会计信息与股价变动或股价水平没有关联, 那么, 会计信息就是没有用的^①。实际上, 即使会计信息与股价没有关联, 但它仍然可能是有用的, 这是因为它在构成企业的各种契约中扮演着十分重要的角色, 会计是企业订约过程的一个重要部分。如果仅仅局限于决策观, 就不能解释为什么管理当局热衷于那些不影响企业现金流量、从而也不影响股票价格的非实质性会计政策的变更, 为什么管理当局愿意耗费大量的资源用于某项会计准则制定过程中的“游说”(lobbying)活动。

(三) 会计信息的价值相关性研究的简单回顾

会计信息的决策有用性 (decision usefulness) 是规范研究的说法, 当前西方实证研究更流行的术语是 value relevance, 也就是会计信息的价值相关性^②。

Barth、Beaver and Landsman (2001) 指出, 虽然有关价值相关性的研究可以追溯到 Miller and Modigliani (1966), 但根据我们掌握的文献, 首次提出“价值相关性”这个概念的是 Amir et al (1993)。Amir et al 用价值相关性来描述会计盈余与股票价格之间的关联性, 即如果能够在一定程度上利用会计数据来预测股票价格, 则称该会计数据是价值相关的。Barth, Beaver and Landsman (2001) 将“价值相关性”定义为: “如果一项会计金额与权益价值之间具有预期的关系, 则它是价值相关的。”Beaver (1998) 和 Barth (2000) 都对价值相关性概念做了类似定义。

Holthausen and Watts (2001) 从研究内容的角度将价值相关性研究分为三类, 即相对相关性研究 (relative association study)、增量相关性研究 (incremental association study) 和边际信息含量研究 (marginal information content study)^③。

相对相关性研究主要是比较不同的财务报表底线数据 (bottom-line measure) 与股票市场价值 (或价值的变化) 之间的关联性, 从而判断哪个更具有价值相关性。这些研究通常是检验采用哪一个底线数据得到的回归方程的 R^2 较高, R^2 较高者被认为更具有价值相关性。增量相关性研究主要是在给定其他变量的情况下, 探讨所研究的会计数据是否有助于解释价值或回报 (长时窗), 如果所估计的回归系数显著地异于零, 则该会计数据便被认为是价值相关的。边际信息含量研究主要是研究某一特定的会计数据是否能向投资者所能获得的信息集中添加新的信息。这种方法使用事件研究法 (短时窗) 来判断会计数据的公布能否引起股价的变化, 如果能引起

① 应当看到, 在决策观下, 用股价水平或其变动额来决定会计信息是否具有有用性是存在缺陷的。第一, 会计信息的有用性包括相关性和可靠性两个方面, 会计信息不能反映在股价中, 既可能是由于信息不相关, 也可能是由于信息不可靠, 研究人员很难区别这两种情况; 第二, 会计信息只是证券市场众多信息源中的一个, 会计信息的有用性成分可能已经通过其他信息源反映在股价中, 从而难以捕捉到。(参见林钟高、章铁生:《会计信息作为决策机制的研究》, 14页, 大连, 东北财经大学出版社, 2001)

② 决策有用性是对会计信息作用的定性概括, 而会计信息的价值相关性, 只是有用性中的一个部分, 但它可定量描述。所谓定量描述, 就是两个概念之间相关性的研究。

③ Lambert (1996) 也使用了相似的分类。

股价的变化则认为其具有价值相关性。

二、会计信息、监督与激励和公司治理

（一）股份有限公司的一般描述

股份有限公司是企业组织形式的一种创新，在该组织背景中能够更深刻地理解会计信息与公司治理的诸多问题。因此，我们先对股份有限公司进行描述。

股份有限公司不同于其他企业组织形式的一个重要特点就在于企业家职能的分解，张维迎（1987）科学地认识到了这一点^①。作为企业家的主体，其必须具备三个基本特征：第一，承担经营风险，这体现为一种责任；第二，从事经营，对“不确定性”（uncertainty）作出反应，决定“做什么以及如何做”或者说“发现相关价格”（Knight, 1921; Coase, 1937），其实这体现为一种权力（power）；第三，获取合同规定的收益和按照分配的剩余索取权获取剩余收益，这是权利（rights）。企业家是人格化了的、承担风险、拥有经营权力和获取收益权利的、具有有限理性的经济人。据此，在股份有限公司中，只从事生产经营而不承担经营风险的职业经理和只承担经营风险而不具备经营权力的资源（要素）投入者都不是完整意义上的企业家，合理的解释是：要素投入者和管理当局/经营者构成了联体企业家。更为普遍的情况是，经营者和要素投入者都同时承担了经营风险^②，都从事经营，只是承担风险和参与经营的程度不同。

在股份有限公司中，要素投入者之所以愿意将其拥有排他性财产所有权的资源让渡给管理当局去经营，理由只有一个，那就是管理当局取得了他们的信任；同时，企业管理当局之所以愿意尽心尽力经营企业，对不属于自己的财产尽经营的责任，原因一定是管理当局如此做可以体现帕累托效率。概括起来，那就是股份有限公司作为一种企业组织形式的存在意味着要素投入者愿意承担风险^③并信任企业管理当局，而管理当局也能够取得其信任^④。但是，信任并非凭空建立的，应该注意到管理当局人力资本的不可抵押性及与生俱来的不可剥夺性，那么要素投入者凭什么信任管理当局？管理当局又如何使要素投入者保持对自己的信任呢？一种方式就是通过股东大会选举董事会，由董事会遴选企业的管理当局/职业经理，并对管理当局进

① （企业的）所有权是一种典型的状态依存（state-contingent），传统意义上认为，“股东是企业的所有者”是一个部分真理，正经受着诸多的责难。所有权是什么？简洁地表述，所有权是剩余索取权（residual claim）和剩余控制权（residual rights of control）。在高度发达的资本市场上，股权高度分散，那么当企业处于正常状态，管理当局经营企业能够实现股东意义上的满意利润时，股东并不希冀监督管理当局，也并不追求法律意义上的终极剩余索取权，此时，管理当局，或严格地说是职业经理才是企业的所有者；当企业经营未能够实现股东的满意利润时，股东是企业的所有者；当企业资不抵债时，债权人拥有企业的剩余索取权，从而是企业的所有者。

② 譬如如果为了激励管理当局而允许其拥有一定的股票期权，那么管理当局则承担了经营风险；同样，要素投入者作出是否投资或继续投资也体现为一种经营决策。

③ 其实，作为理性的经济人，要素投入者也许进行了权衡：把资源交付给管理当局去进行经营，要承担风险，如果自己直接经营企业，也要承担风险。考虑到知识结构、反应力（kirzner）、判断力（casson），如果能够对企业管理当局进行激励的话，毫无疑问，将企业交付其进行经营是更合理的，至少承担的经营风险较小。

④ 注意，此处所指“信任”，乃从“公共选择（public choice）”意义上而言，并不一定确指到每位股东。这体现为一种集体行动的逻辑。

行监督。这是典型的股份有限公司治理结构。但是,张维迎(1999, p. 7)指出,单纯的企业内部治理结构仍然不能够完全解决信任问题。我们认为,这主要是因为信任“脆弱性”的传递性,即“股东→股东大会→董事会→管理当局”的代理链中,每增加一个代理环节都可能意味着一种信任脆弱性的加剧。为此,仍然没有从终极上解决每个股东对企业管理当局的信任问题。资本市场的出现解决了这个问题。这样,每个股东就可以在“遵从公共选择结果,采用集体行动的逻辑对管理当局保持信任”和“依赖个人选择,根据个人判断确定管理当局是否值得信任”之间进行选择,如果对管理当局不信任,大可以“用脚投票”,利用市场“退出”来表达对管理当局的惩罚。此外,完善的资本市场在一定程度上(并未完全排除)降低了股份有限公司大股东侵害小股东利益的严重性。Shleifer and Vishny (1997)指出,“一个好的公司治理结构应该尽可能地保护中小投资者的利益”。不仅公司治理结构,而且资本市场都应该对中小投资者的利益予以关注和保护,一个资本市场成熟与否的重要标志就是看中小投资者和潜在投资者的利益是否能够得到保护。

问题在于,两种互补的方式的本质都是监督,分别体现的是集体行动逻辑(公共选择的结果)和个人抉择,但正如信任并非凭空产生的,不信任也不是武断的决定。信任需要依据,不信任也需要进行证实,信任、不信任体现为经营决策的一种,同样需要评价机制。那么,作为经营决策选择信任、不信任,要素投入者面临的是不确定的环境,决策的过程就是一个消除不确定性的过程。

由于要素投入者是追求货币收益满意化的有限理性经济人,所以反映一个企业特定时日财务状况、特定期间经营成果和现金净流量的会计信息就成为要素投入者所需信息的主要部分。会计信息在股份有限公司中的一个重要作用就在于保证要素投入者对管理当局的有效监督(如果愿意进行监督的话),而且会计信息的披露取决于对管理当局的激励和要素投入者搜寻信息的个人能力。

(二) 财务会计信息、监督与激励和公司治理

以科斯(Coase, 1937)的奠基性著作《企业的性质》为起点,经过威廉姆森(Williamson, 1980)、简森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976、1979)、罗斯(Ross, 1977)、张五常(Cheung, 1983)、格罗斯曼和哈特(Grossman and Hart, 1986)、赫姆斯特姆和泰若尔(Holmstrom and Tirole, 1989)、哈特和摩尔(Hart and Moore, 1990)、阿谨恩和博尔顿(Aghion and Bolton),以及杨小凯和黄有光(Yang and Ng, 1994)等的进一步发展而最终形成了“企业的契约理论”(the contractual theory of the firm)。Jensen and Meckling (1976)提出,“企业是一系列契约关系的结合”;Cheung (1983)认为,“企业是要素交易的契约(而市场则是产品交易的契约),从契约角度而言,企业和市场的区别在于相对而言企业这个契约完备程度较低,体现为一项不完备的契约(an incomplete contract)”;由于企业作为契约的不完备性,缔约各方不可能对所有情况(包括未来情况)事无巨细地进行规定,因此,必然衍生出剩余索取权和剩余控制权,即企业所有权具有重要性。所谓剩余索取权,是指企业总收

益扣除固定收益之后的要求权。剩余索取者与风险承担者含义趋同。而所谓剩余控制权,是指对契约中未尽事宜的投票权。

既然企业所有权是重要的,只要企业的管理当局不提供企业 100% 的财务资本,那么就必须关注企业内的剩余索取权和剩余控制权的分配及优化问题。实际上,从 Knight (1921) 开始,经济学家就意识到,效率最大化要求企业的剩余索取权和剩余控制权应该尽可能地匹配 (matching) (Milgrom and Roberts, 1994)。那么,为什么企业的剩余索取权和剩余控制权应该尽可能地匹配呢? 如何实现匹配? 会计信息在实现剩余索取权和剩余控制权匹配的过程中起到什么样的作用? 这是本部分研究的中心。当然,这需要结合企业治理结构来进行阐释。

当管理当局并不向企业投入 100% 的财务资本时,就存在着代理问题 (agency problem) 和代理成本。代理成本的存在意味着管理当局仅承担任何非金钱收益的一部分成本,那么管理当局就可能以牺牲股东的利益为代价追求更多个人效用。随着管理当局对企业财务资本投入的降低,其对企业产出的权利要求部分也降低了,这将促使管理当局以额外津贴 (perquisites) 的形式占用为数巨大的公司资源 (Jensen and Meckling, 1976)。极端的情况是拥有财务资本但不具备经营才能的人和只具备经营才能但不拥有任何财务资本的人组成联体企业家 (joint-entrepreneurs)。这种情况下,管理当局将逐渐失去勇于开拓、富于冒险,以及甘于奉献而进行创造性活动的激情,最终管理当局的效用函数将与“企业价值最大化”或“股东财富最大化”的企业目标冲突 (Jensen and Meckling, 1976),甚至完全背离。为此,应该对管理当局进行监督,而且对管理当局进行的监督只是在一定范围内才是可行的。这说明监督之外还需要激励,这可以从两个角度得到解释:(1) 由于管理当局的努力程度的难以观察性和测度性,单纯的监督并不一定能够保证管理当局与委托方的利益趋于一致。为此,需要对管理当局进行激励,如设置补偿方案,允许管理当局持有部分股权,来促使管理当局的行为尽可能与委托方的利益趋同。(2) 当股权十分分散时,由于“理智的冷漠”性和“搭便车”心理,可能没有股东愿意对管理当局进行监督,此时,激励就显得更为重要了。

交易成本的存在决定了契约的不完备性,而契约的不完备性必然等价于剩余索取权 (有权获得超额利润或有责任承担损失) 的存在性,但这并不排斥剩余索取权可以分享的机制 (张维迎, 1999)。这个可以通过“ $R=R_1+R_2+\cdots+R_n$ ”的逻辑来解释。其中, R 代表企业总收益, $R_1, R_2, \cdots, R_n$ 代表作为契约的企业缔约各方的收益。不确定性 (uncertainty) 客观存在,所以 R 是个变量, R 是变量可以推知:(1) $R_1, R_2, \cdots, R_n$ 全部是变量;(2) $R_1, R_2, \cdots, R_n$ 中至少有一个是变量。推论 (1) 属于推论 (2) 的子集合,所以我们有结论,契约不完备性和不确定性的存在决定了剩余索取权的必然存在性。最终,当不确定性情况最终验证时,必须由拥有剩余索取权的一方来解决 (实际承担损失或占有超额利润),此即剩余控制权。反之亦然,即拥有剩余控制权的一方必然拥有剩余索取权。也就是说,剩余索取权和剩余控制权

应该相互匹配。否则，如果只拥有剩余索取权而无剩余控制权，那么就意味着只承担风险而无权获取剩余收益，剩余索取权将有名无实；若只有剩余控制权而无剩余索取权，那么就容易引发“廉价投票权”。

股东拥有的剩余索取权是股东自我获得监督动力的源泉，但股东对管理当局的监督效率是与股东（在正常状态下）拥有剩余控制权相关，而对管理当局的激励意味着管理当局分享了部分剩余索取权。之所以如此是因为，监督需要权威（authority），而监督的权威来自于剩余控制权（张维迎，1999，p. 103）。如果对管理当局进行激励，如允许管理当局拥有股票期权，那么就意味着剩余索取权的分享（sharing），即激励与剩余索取权对应。管理当局在拥有剩余索取权后，遵循剩余索取权和剩余控制权对应的逻辑，管理当局同时也应拥有剩余控制权。如此一来，就能够通过使剩余索取权和剩余控制权相匹配来实现使管理当局和股东效用趋于一致的目的。

另外一种解释是，由于股权过度分散，股东仅拥有法律意义上的终极控制权，其实已经失去了实质上的控制权，因此，对管理当局进行监督是十分困难的。相应的，管理当局因股东“理智的冷漠”和“搭便车”的心理已经拥有了实质上的剩余控制权，因此，应该赋予管理当局相应比例的剩余索取权。如果听任管理当局只拥有剩余控制权而不赋予管理当局相应可匹配的剩余索取权，那么管理当局手中掌握的剩余控制权将成为“廉价投票权”。

前一种解释更符合“进化观”，与客观事实比较相符，而后一种解释主要适用于股权高度分散的情况。倘若不考虑适用条件而坚持第二种解释，则要么导致以偏概全，要么导致“后此谬误”。此外，第二种观点只注意了直接监督的弱化而忽视了资本市场的间接监督。在公开上市公司中，剩余控制权实行“多数规则”，由于集体行动的逻辑和投票理性问题（Olson，1980；中译本参见陈郁，1996；Stevens，1993；中译本参见杨小雄，1999）的存在，很多拥有小份额剩余控制权的股东往往出于理性而放弃了其直接投票权。但是，资本市场机制的存在使得这些拥有小份额剩余控制权的股东可以在资本市场上行使属于自己的100%的剩余控制权——可以“用脚投票”的方式，以退出来表示对管理当局的不满，这其实也是一种剩余控制权间接起作用的体现。

但无论是按照剩余控制权的分享机制进行投票，直接对管理当局进行监督，还是在资本市场上完全行使自己100%的剩余控制权——投票权也罢，最终监督离不开信息，尤其是会计信息。原因在于，监督需要成本，对管理当局进行监督的有效性取决于两项因素，即信息和激励（张维迎，1999，p. 132）。监督也需要信息，尤其是关于一个企业的会计信息——原因是委托方往往是货币利益的追求者。由于信息不对称，信息的搜寻是高成本的，甚至不符合“成本效益原则”，所以需要激励，因为激励可以促使管理当局提供信息。

概括起来，上面的论述可以概括为下列前后联系紧密的逻辑表述：

- (1) 企业的契约性质;
 - (2) 契约的不完备性;
 - (3) 企业所有权(剩余索取权和剩余控制权)的重要性;
 - (4) 满足企业效率要求的剩余索取权和剩余控制权的匹配性;
 - (5) 在现代股份有限公司中,在股权高度分散的情况下,管理当局拥有天然的、实质的控制权,股东往往放弃直接监督,转而寻求间接监督;
 - (6) 为了使剩余控制权和剩余索取权相匹配,管理当局应该拥有剩余索取权;
 - (7) 剩余索取权是股东进行监督的动力源泉,然而监督的效率如何则取决于剩余控制权;
 - (8) 监督需要信息,特别是会计信息,监督的有效性取决于信息和激励的程度,激励可以促使管理当局披露会计信息;
 - (9) 会计信息位于剩余索取权和剩余控制权、监督和激励的中心环节;
 - (10) 会计信息是重要的,是企业治理结构的一种机制。
- 根据上述内容,会计信息位于剩余控制权和剩余索取权、监督和激励的中心环节,那么会计信息就可以被认为是保证剩余索取权和剩余控制权匹配、确保监督和激励相容的一种机制,是企业治理结构的一种重要机制(如图1—1所示)。

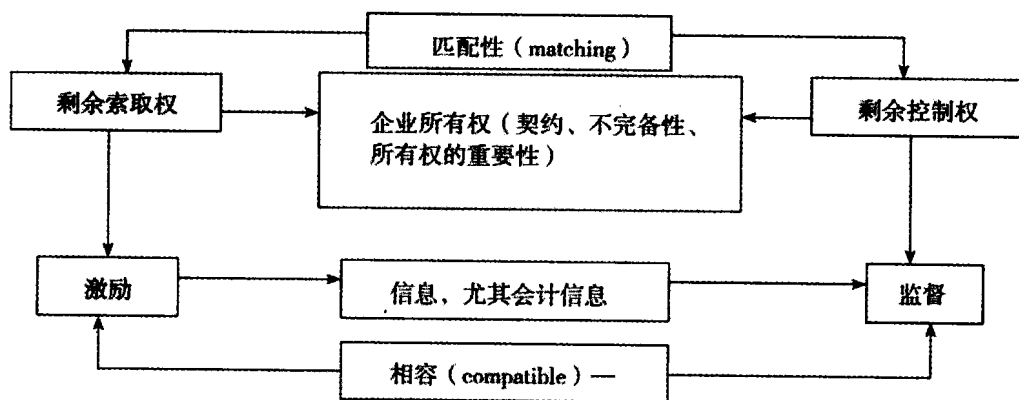


图 1—1 会计信息、监督和激励，以及剩余索取权和剩余控制权

(三) 会计信息在公司治理中可能的应用: Bushman and Smith (2001) 的介绍

1. 会计信息与管理层激励计划

Bushman and Smith (2001) 回顾和评述了现存的关于管理层激励计划和会计信息的研究, 论证了在经理人员薪酬协议中广泛使用了会计指标, 尤其是业绩指标。有证据表明, 业绩指标在公司高管的年度激励计划和长期业绩计划中被广泛和明确地使用。

(1) 管理合同中常用的会计数据。早期的实证研究关注高管薪酬增加会更多地导致公司利润增加还是收入增加, 目前的研究主要是利用委托代理理论模型研究激

励薪酬,包括:任何影响经理人行动的业绩指标都应该包括在合同中;在进行正式合同基础上的价值核算时,有关会计政策选择的实证检验理论;采用具体补偿计划对企业的资源分配和业绩的影响。

明确合同(explicit contracts)往往使用的是每股盈余、营业利润、净利润、营业收入等最常用的财务指标,且大部分都使用财务指标,较少使用非财务指标。而隐性合同(implicit contract)大多使用高管报酬与业绩指标间的线性关系来估计业绩指标支付的敏感性,容易造成变量遗漏的问题。

(2) 管理当局利用会计数据订立合同的趋势。在确定现金补偿时,股票收益与收入相比,已成为更重要的因素。近年来,现金补偿对高管激励制度的作用已大不如前。股东创造(或销毁)财富的整体补偿敏感性主要是通过经理人持有的股票和股票期权的价值改变来体现的,这种趋势在不断增加。期权和限制性股票授予有效地为未来业绩提供奖励,并对之前的业绩进行奖惩。

此外,Bushman and Smith (2001)还分析了会计信息和管理当局激励的理论框架,构建模型,通过信息化原则,作为奖惩依据,并过滤噪音,建立激励机制以平衡管理行为,并构建模型、进行文献综评,基于委托—代理的补偿研究推测:

第一,具有重大成长机会、不断扩张的投资机会趋势以及长期投资策略的公司,会计收入很可能具有较低的敏感性,而股票回报则具有比较高的敏感度。在这些背景下,可以推断,当前收入将会在很小程度上反映当前管理行为在将来时期的重要地位,因此,也显示出它相对于管理行为其他重要元素具有比较小的敏感度。

第二,随着收入中缺失的行动价值的重要性增加,收入的激励权重将会相对于作为代理的股票价格指标的权重下降。可以推测,相对收入指标,基于股票价格的指标更能完全反映出这些重要行为,并且随着投资机会的增加,它也将相应地变得更加重要。

第三,作为合适的测量噪声的方法,在制定合同的正式模型中使用的简单的努力加噪声(effort-plus-noise)信号公式,会自然而然地导致信号的不一致。因而,精度自然地作为各个量度的时间序列标准差来测量。

随后,Bushman and Smith (2001)进行了文献综评,分析了Lambert and Larcker (1987)、Sloan (1993)等文献的方法,探讨了会计信息和股价指标的相关激励权重。进而,Bushman and Smith (2001)评估了收益成分与现金补偿之间的关系,导入了相对业绩评价理论,介绍了管理当局的激励合约设计等。

2. 公司治理机制中会计信息的作用

(1) 各种治理机制间的相互作用。首先,观察产品市场竞争和在管理当局激励合同及确定管理层更替的可能性中使用会计信息之间的互动;其次,分析企业控制市场,看是否企业控制方面的市场操作改变了管理当局的压力,并且导致了其他治理机制的变化;最后,看董事会结构和管理层更换之间的关系。

(2) 财务会计信息和其他企业控制机制。主要是研究会计信息在争夺代理权过