

会计信息市场估值与 高管激励相互关系研究

► 许静静 著

The Correlation between Valuation and
Incentive Role of Accounting Information



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

教育部人文社科青年基金项目（13YJC630193）

会计信息市场估值与 高管激励相互关系研究

► 许静静 著

The Correlation between Valuation and
Incentive Role of Accounting Information



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

会计信息市场估值与高管激励相互关系研究/许静静著. —北京:北京大学出版社, 2015.5

ISBN 978 - 7 - 301 - 25745 - 6

I. ①会… II. ①许… III. ①上市公司—会计报表—会计分析—研究
②上市公司—企业管理—激励—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 084942 号



书名 会计信息市场估值与高管激励相互关系研究

著作责任者 许静静 著

责任编辑 杨丽明 王业龙

标准书号 ISBN 978 - 7 - 301 - 25745 - 6

出版发行 北京大学出版社

地址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 sdyy_2005@126.com

新浪微博 @北京大学出版社

电话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021 - 62071998

印刷者 三河市博文印刷有限公司

经销者 新华书店

965 毫米 × 1300 毫米 16 开本 13 印张 157 千字

2015 年 5 月第 1 版 2015 年 5 月第 1 次印刷

定 价 49.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010 - 62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010 - 62756370

目 录

导论	001
第 1 章 资本市场会计信息作用的产生与发展	011
1 会计目标	011
2 会计信息观	014
3 会计契约观	021
4 相关概念界定	025
第 2 章 资本市场会计信息作用的研究进展	036
1 会计信息估值作用的研究	036
2 会计信息激励作用的研究	045
3 会计信息估值作用与激励作用的相互关系	055
4 本章小结	061
第 3 章 会计信息噪音对估值作用与激励作用影响的实证研究	070
1 理论推导与假设提出	070
2 实证检验	075
3 敏感性测试	081
4 本章小结	087
第 4 章 基于解析模型的会计信息市场估值与高管激励作用相互关系研究	090
1 模型推导:假设高管拥有私人信息且风险厌恶	090
2 假设提出	101

3 对假设的解释	102
4 本章小结	104
第5章 会计信息市场估值与高管激励作用相互关系的实证研究	
——基于A股盈余信息的检验	106
1 模型	106
2 样本	109
3 实证检验结果	113
4 敏感性测试	117
5 本章小结	140
第6章 会计信息市场估值与高管激励作用相互关系的实证研究	
——基于A股现金流信息的检验	144
1 引言	144
2 理论分析与假设提出	146
3 实证检验	148
4 敏感性测试	156
5 本章小结	157
第7章 与“基于准则的会计信息作用的研究”的比较	160
1 关于我国2007新会计准则的研究	161
2 基于准则的会计信息作用的研究与本研究的区别	167
3 本章小结	169
附录	172

导 论

会计信息在资本市场中有着各种各样的作用,不同的人对会计信息有着不同的解读与需求。总体来说,学术界比较普遍认可,同时也有大量研究关注的有两个作用:一是会计信息的估值作用,二是会计信息的契约激励作用。估值作用就是资本市场利用企业对外公布的会计信息对企业价值进行评估,以辅助投资者决策;契约激励作用就是上市公司将高管薪酬与企业会计产出挂钩,从而利用会计信息对高管进行激励,促使其努力工作。对此,学术界已有大量研究且有着较为丰富的研究结果,之后又有学者开始关注会计信息这两大作用之间的相互关系,即会计信息估值作用与契约激励作用之间是不是互相独立的,抑或是存在某种相互关系。Paul(1992)指出了会计信息估值作用与激励作用之间的独立性,此后有更多的文章开始以 Paul 的结果为原假设研究这两个作用之间是否存在相互关系。其中,Bushman et al.(2006)与 Banker et al.(2009)的两篇实证文献利用美国资本市场数据证明了会计盈余估值作用与激励作用之间存在显著的正相关关系,但是这两篇文献未能从理论上阐述这种正相关关系存在的原因,而是通过放宽 Paul(1992)解析模型的某些前提假设或是修改模型设定提出新的能够解释正相关关系的解析模型。Bushman et al.(2006)假设高管拥有私人信息,从而市场无法正确预期高管行为,且高管风险中立,得出会计信息两作用之间存在正相关关系。Banker et al.(2009)构建了一个两行动、两信号的委托代理模型,得出会计信息两作用之间的正相关关系。除了专门针对会

计信息两作用之间相互关系进行研究的文献之外,还有很多文献在字里行间也表达了对会计信息两大作用之间相互关系的看法。如 Gjesdal(1981)指出对信息系统的评价基于激励作用时与基于估值作用时不一定要一致,从而表明信息基于激励作用时的最优权重不一定要与基于估值作用时的权重保持一致,暗含会计信息估值作用与激励作用之间的独立性。Lambert(1993)提到对一个企业进行估值并不等同于评价一个管理者对企业的贡献,也暗含着会计信息估值作用与激励作用之间的独立性。而 Bushman, Smith(2001)在综述文章中谈及会计信息激励作用与估值作用之间的相互关系时预期它们之间存在着正相关的关系。

可以发现,已有文献对会计信息估值作用与激励作用之间相互关系的看法主要分两种:一种是认为会计信息两个作用之间是相互独立的,另一种认为会计信息两作用之间存在正相关关系。支持相互独立的文献主要有 Gjesdal(1981)、Paul(1992)、Lambert(1993)等;支持正相关的文献主要有 Bushman, Smith(2001), Bushman et al.(2006), Banker et al.(2009)等,所以现下文献对于会计信息两个作用之间是否存在某种关系没有一个统一的结果,且不管是对于“不相关”还是“正相关”关系,文献的解释大都是基于解析模型或者是作者的直观感觉,并没有很统一的理论上的解释,就该问题的研究,现状及存在的一些问题如下:

(1) 模型假设前提较强。现有文献通常利用解析模型对会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系进行解释,这些模型都有着较强的前提假设,但部分前提假设与现实并不相符。如 Paul(1992)、Lambert(2001)得出不相关结果背后的假设是市场与高管拥有相同的信息集,从而使得市场能够正确预期高管行为,所以在估值中,市场不需要利用盈余来预期与高管努力相关的产出项。这个假设是很强的,因为现实世界中高管多多少少拥有私人信息,使得市场无法准确预期其行为,正如 Lambert(2001)

讨论的,当高管拥有私人信息时,由于无法正确预期高管行为,市场需要依赖盈余来同时预期高管努力带来的产出项及随机产出项,从而拉近了盈余在估值与激励中的作用。再比如,Bushman et al. (2006)假设高管拥有私人信息且风险中立,得出会计信息估值作用与激励作用之间正相关的结论。首先,现实中大多数人都是风险规避的,因此高管风险中立这一假设与现实并不太相符;其次,如果假设公司能够被定价,那么在高管风险中立假设下并不存在激励问题,从而使得对会计信息激励作用的研究失去了基础。所以说,模型建立在较强的假设前提下,无疑会使得模型的解析结果受到质疑,因此一个基于现实情况的前提假设下的解析模型就显得迫切需要了。本书将在现有文献的基础上,假设高管拥有私人信息且风险厌恶,从而构造解析模型探讨会计信息两个作用之间是否存在相互关系。

(2) 中国市场下会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系。尽管已有一些文献对会计信息估值作用与激励作用进行了研究,但至今这些研究都是基于美国市场的,或者说至少这些实证研究中的数据都是基于美国资本市场的。中国市场有其自身特点,中国市场下会计信息的估值作用与激励作用之间到底是什么样的关系呢?至今没有文献对这一问题进行研究,究其原因有可能是问题本身的复杂性,另一方面也有可能是受研究数据的限制。

解决以下两个问题是很有必要的:首先,建立一个基于较现实的假设前提的解析模型可以得出更一般性的结果,从而模型结果更有现实意义,也更令人信服。其次,弄清楚中国市场中会计信息两个作用之间的关系。会计信息估值作用与激励作用是会计信息在资本市场中扮演的两大主要角色,很多会计话题的研究都跟会计信息的这两个主要角色相关,弄清楚会计信息这两大作用之间的关系可以完善有关会计信息作用的相关研究,使得研究

视角更为全面,结论更为准确;另一方面也可以对某些相关研究提供全新的思路。最后,弄清楚会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系对现实环境中关注估值的市场投资者及关注高管激励契约设计的股东也有参考意义。

基于以上的研究背景,本书研究的主要问题有:

(1) 会计信息噪音对估值作用与激励作用的影响。在利用解析模型探讨会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系之前,本书先进行一个辅助检验,以期提供会计信息两大作用之间是否存在某种关系的间接证据或者说探讨会计信息两大作用之间是否有存在某种关系的可能性,因此本书首先研究了会计信息噪音对其估值作用与激励作用的影响。Paul(1992)的研究结果虽然表明会计信息的估值作用与激励之间是独立的,但同时也可以看到,其给出的会计信息的估值作用大小与激励作用大小都与会计信息自身噪音成负向关系。因此,从某种意义上来说,会计信息的估值作用与激励作用之间也具有存在某种联系的可能性。在具体检验中,本书将会计信息具体化为会计盈余,利用异常应计绝对值与异常应计标准差表征会计盈余噪音大小,研究会计盈余噪音对盈余估值作用与激励作用的影响,希望为会计盈余两大作用之间是否存在某种关系提供间接证据或者说检验会计盈余两大作用之间是否有存在某种关系的可能性。

(2) 假设高管拥有私人信息且风险厌恶下的解析模型结果。这亦是本书的核心内容,即利用解析模型探讨会计信息两大作用之间是否存在某种关系,相对于前一问题,这一问题的研究可以看作会计信息两大作用之间相互关系的直接证据。Bushman et al.(2006)假设高管拥有私人信息且高管风险中立,得出会计盈余估值作用与激励作用正相关的结论。可以看到,现实中的高管或多或少都拥有私人信息,市场很难准确预期高管行为,因此Bushman et al.(2006)的这一前提假设较为接近现实。同时也可

以看到关于高管对风险的态度更一般的假设应该为风险厌恶,且在公司可以被定价的前提下假设高管风险中立则并不存在激励问题,从而使得研究失去了基础。因此本书将基于高管拥有私人信息且风险厌恶假设构建解析模型探讨会计信息估值作用与激励作用之间是否存在某种关系。本书期望在这样一个更为接近现实的模型基础上得出会计信息估值作用与激励作用之间相互关系的直接证据。

(3) 中国市场下会计信息估值作用与激励作用之间的关系。在以上两部分分析的基础上,本书将利用中国资本市场数据研究中国市场下会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系。在具体检验中,与会计信息噪音的检验保持一致,将会计信息具体化为会计盈余。本书首先利用中国股票市场数据与上市公司年报数据分别研究中国资本市场下会计盈余的估值作用与激励作用,在此基础上再讨论中国市场下会计盈余的这两种作用之间是否存在某种关系。这部分的实证研究主要参考以往文献的实证模型设计,此外再进行各种稳健性测试,以期发现中国资本市场下会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系,完善中国资本市场环境下相关会计研究。其次将会计信息具体化为现金流,探讨现金流这一会计信息的估值作用与激励作用之间的关系,以及与盈余信息两大作用之间相互关系的区别。

(4) 本书的研究与“基于准则的会计信息作用研究”的区别。“会计信息观”偏向讨论会计信息的估值作用,相对来说更重视会计信息的相关性;“会计契约观”偏向讨论会计信息在企业各契约中的作用,相对来说更重视会计信息的可靠性。会计信息两个作用对信息属性的不同侧重,使得准则如果强调信息的相关性,则会增强会计信息的估值作用,但同时会减弱会计信息的契约作用,因此会计信息的估值作用与契约作用之间似乎是成负向关系。

本书使用的研究方法主要有规范研究、实证研究及分析式研究(解析推导)。具体来说,在提出关于会计信息噪音对其估值作用、激励作用影响的假设时运用了规范研究,之后用实证研究方法利用中国资本市场数据验证相关假设;用分析式研究(解析模型)提出了会计信息估值作用与激励作用之间相互关系的假设,之后在具体研究中国市场中会计盈余估值作用与激励作用之间的相互关系时运用了实证研究。另外,还大量使用了图表说明的方法以期更直观地显示结果。本书的主要研究发现如下:

(1) 会计信息噪音对其估值作用、激励作用有着同向的负面影响。本书在具体检验时将会计信息具体化为会计盈余,利用异常应计大小及标准差衡量盈余噪音大小,发现信息噪音越大,其估值作用、激励作用就越小,这一结果在各个异常应计计量模型下都保持稳健,说明盈余估值作用、激励作用受到盈余噪音同方向的负面影响,以及盈余估值作用、激励作用之间具有存在某种关系的可能性,验证了 Bushman et al. (2006) 的讨论。

(2) 假设高管风险厌恶及拥有私人信息的解析结果表明,会计信息估值作用与激励作用之间通过高管努力的边际业绩衡量指标与边际真实产出的协方差建立起正向关系。

(3) 利用中国资本市场数据的实证检验结果证实了解析模型的发现。具体检验中,本书将会计信息具体化为会计盈余,发现中国资本市场下会计盈余的估值作用及激励作用之间存在正向关系。这一关系在各种稳健性测试下都成立,且在考虑了高管持股、股票期权等权益性薪酬的影响下结论依然成立。将会计信息具体化为现金流的实证检验发现,现金流的估值作用与激励作用之间也呈现出正向关系,但较之盈余信息,现金流两大作用之间的正向关系更弱。

研究会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系有一定的理论与实践意义。在理论方面,首先,学术界有大量关于会计

信息估值作用或激励作用的单独研究,确立会计信息这两大作用之间的相互关系对会计信息估值作用、激励作用的研究是个重要补充。其次,确立会计信息两大作用之间的相互关系可以进一步完善对这两大作用的单独研究,使得研究更全面,为研究提供新的视角。

在实践方面,确立会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系,可以为关注高管激励契约设计的股东与关注估值的市场投资者提供额外信息。比如,从理论上来说,如果会计信息估值作用与激励作用之间是相互独立的,那么股东在对高管设计基于会计信息的激励契约时则不必关注会计信息在资本市场上的估值作用;反之,如果会计信息估值作用与激励作用之间存在某种相互关系,比如正向关系,则股东在考虑基于会计信息对高管的激励力度时可以参考会计信息在资本市场上的估值角色。其次,如果会计信息两个作用之间存在某种关系,关注估值的市场投资者与关注激励契约设计的股东可以利用这种关系检验各自在估值与激励契约中对会计信息的利用是否合理。比如,如果会计信息两大作用之间成正向关系,则当股东认可市场投资者是相对专业的一方且发现公司会计信息在资本市场上的估值作用在提高,而公司薪酬契约中基于会计信息的激励力度却一直在下降时,股东应该对企业薪酬激励契约进行再三斟酌以使其回归更有效的水平。

全书章节安排如下:

导论介绍了本书的写作背景、主要内容、所用的研究方法与框架。

第1章介绍了资本市场会计信息作用的产生与发展历程。首先介绍会计目标的有关内容,然后介绍资本市场中会计信息估值作用、契约作用的产生背景,最后明确一些主要概念,如高管薪酬、会计信息激励作用、会计信息估值作用等。

第2章介绍了有关会计信息作用的研究文献。首先对有关会计信息估值作用的文献进行总结,其次对会计信息激励作用的文献进行总结,最后对有关会计信息估值作用与激励作用之间相互关系的文献进行总结分析。

第3章检验了信息噪音对会计信息估值作用与激励作用的影响。结果表明会计信息估值作用与激励作用之间相互独立,但从其给出的会计信息的估值作用与激励作用的表达式可以看出两个作用都受会计信息噪音的影响(Paul,1992)。本章利用中国资本市场数据实证检验会计信息噪音是否对其估值作用、激励作用有着同向的影响,一方面是对文献的解析结果的验证,另一方面是提供会计信息两大作用之间存在相互关系的可能性或者间接证据。

第4章介绍了会计信息估值作用与激励作用之间相互关系的解析过程。笔者在高管拥有私人信息且风险厌恶两大假设基础上,建立解析模型探讨会计信息估值作用与激励作用之间的相互关系,以提供直接证据。

第5章利用中国资本市场数据实证检验会计盈余市场估值与高管激励作用之间的相互关系。笔者利用中国市场下的数据实证检验解析模型提出的假设是否成立,为模型结果提供支持,同时本章的检验也为这一问题的研究提供了中国市场下的证据。

第6章利用中国资本市场数据,实证检验另一会计信息——现金流的估值作用与激励作用之间的相互关系,同时对现金流两大作用之间的相互关系与盈余两大作用之间的相互关系进行比较。

第7章探讨了本书的研究主题与“基于准则的会计信息作用”的研究之间的区别与联系。首先介绍07新准则下会计信息作用的相关研究,然后讨论基于准则的会计信息作用的研究与本书的研究之间的区别。

参考文献

1. R. Ball, P. Brown, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers[J], Journal of Accounting Research, 1968, 6:159—177.
2. R. D. Banker, R. Huang, R. Natarajan, Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows[J], Journal of Accounting Research, 2009, 47:647—678.
3. W. Beaver, The Information Content of Annual Earnings Announcements[J], Journal of Accounting Research Supplement, 1968, 6:67—92.
4. R. M. Bushman, E. Engel, A. Smith, An Analysis of the Relation between the Stewardship and Valuation Roles of Earnings[J], Journal of Accounting Research, 2006, 44:53—83.
5. R. M. Bushman, A. J. Smith, Financial Accounting Information and Corporate Governance[J], Journal of Accounting and Economics, 2001, 32:237—333.
6. G. Feltham, J. Ohlson, Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities[J], Contemporary Accounting Research, 1995, 11:689—731.
7. F. Gjesdal, Accounting for Stewardship[J], Journal of Accounting Research, 1981, 19:208—231.
8. M. Harris, A. Raviv, Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information[J], Journal of Economic Theory, 1979, 20:231—259.
9. R. Holthausen, R. Watts, The Relevance of Value-relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting [J], Journal of Accounting and Economics, 2001, 31:3—75.
10. R. Lambert, Contracting Theory and Accounting[J], Journal of Accounting and Economics, 2001, 32:3—87.
11. R. Lambert, The Use of Accounting and Security Price Measures of Performance in Managerial Compensation Contracts: A Discussion[J], Journal of Accounting and Economics, 1993, 16:101—123.
12. J. Ohlson, Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation[J], Contemporary Accounting Research, 1995, 11:661—687.

13. J. Paul, On the Efficiency of Stock-based Compensation[J] , Review of Financial Studies, 1992, 5:471—502.
14. T. Perry, M. Zenner, CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation? [J] , Wake Forest Law Review, 2000, 35:123—152.

第1章 资本市场会计信息作用的产生与发展

1 会计目标

会计目标是会计领域最基本的理论概念,具体的会计目标密切依存于会计信息使用者对会计信息的需求。根据 IASC“编报财务报表的框架”,通用的财务会计目标可以简单概括为:提供有助于一系列使用者经济决策的关于主体财务状况、经营业绩和财务状况变化(主要是现金流量)的信息。一系列使用者包括现在的和潜在的投资者、债权人、雇员、供应商、客户、政府部门及社会公众等,不同的使用者对信息的需求有所不同,其中最重要的使用者是专业使用者。会计目标以会计基本假设来推测谁是会计信息的使用者以及信息使用者需要什么样的信息。目前,关于会计目标主要有两种观点:受托责任观和决策有用观。

1.1 受托责任观

欧洲中世纪的庄园主与管家之间的关系可以看做是最早出现的委托代理责任关系,在这种关系中,受托责任观概念被使用,英文表达为 *custodianship*。之后,随着经济生活中委托代理关系的普遍,其英文表达衍生为 *stewardship*,表示资源的管理者对资源的所有者所承担的对资源有效管理、有效经营的义务与责任。之后学者们又提出 *accountable* 的表达,相对于 *stewardship*,*accountable* 的表达又包括了公司治理的意义,表示资源管理者对资

源所有者所承担的对其经营活动及结果的解释说明义务。随着公司治理的“利益相关者观”的发展,受托责任观的内涵也发展到了“社会责任”层面(葛家澍、杜兴强等,2005)。从代理理论角度出发,Bushman, Smith(2001)将这种受托责任称为“治理”(government)观,Holthausen, Watts(2001)将其称为“契约”(contract)观(李玉博,2010)。

受托责任观的内涵概括如下:(1) 委托代理的存在是受托责任观的基石。受托责任观要想得到明确的履行,通常要求有明确的委托代理关系(刘峰,1996)。(2) 受托方承担向委托方解释说明对委托资源的管理及经营过程、结果的责任。

1.2 决策有用观

资本市场的发展促进了会计信息决策有用观的产生。资本市场对资源进行配置,资源配置过程中,委托代理关系随着投资者的“用脚投票”被打破,然后重新建立。投资者买入卖出的决策影响资源配置的同时也改变了原有的委托代理关系。在资本市场中,拥有资金寻找投资机会的人们需要信息以对各种投资机会进行评估;另一方面,需要资金的上市公司为了在资本市场上成功融到资金,则需要提供能帮助投资者进行决策的信息,以辅助投资者决策,会计信息作为重要的信息源之一,其决策有用性应运而生。

美国财务会计准则委员会在其财务会计概念框架中确立了会计信息的决策有用观,且该观点已成为财务报告目标的主流观点。决策有用观下,财务报告应该提供有利于现存的、潜在的投资者进行投资决策的有用信息,虽然投资决策基于企业未来发展信息,而会计报告是以过去的交易事项为基础编制的,但专业的信息使用者还是能够从中得到评估企业未来发展的信息(葛家澍、杜兴强等,2005)。