

不同代理冲突下的治理方式选择：会计稳健性或高管股权激励

周军 翟艳

(山东大学管理学院, 山东 济南 250100)

摘要：会计稳健性和高管股权激励是上市公司降低代理成本的重要途径，其治理效应备受关注。本文选择 2008~2010 年中国 A 股非金融类上市公司作为研究样本，按照代理冲突程度高低将研究样本划分为两类，在此基础上实证研究会计稳健性与高管股权激励的治理效应。研究表明：在低代理冲突样本组中，会计稳健性能显著降低代理成本，而高管股权激励的治理效果不显著；在高代理冲突样本组中，高管股权激励能显著降低代理成本，而会计稳健性的治理效果不显著。研究显示，在选择合适的治理方式时，必须考虑代理冲突的严重程度。

关键词：会计稳健性，高管股权激励，代理冲突

Abstract: Accounting conservatism and executive equity incentive are important ways of listed companies to reduce the agency costs, and their governance effect received considerable attention. We take China A shares of non-financial listed companies from 2008 to 2010 as study samples and divide them into two categories according to the agency conflict degree. Based on this, we make an empirical test of the governance effect of accounting conservatism and executive incentive. The results show as follows: in the sample group of low agency conflict, accounting conservatism can reduce the agency costs significantly, but the performance of executive equity incentive is not notable; in the sample group of high agency conflict, executive equity incentive can reduce the agency costs significantly, but the performance of accounting conservatism is not notable. The significance of this paper is when we choose the right way of the governance, we must consider the agency conflict degree.

Keywords: Accounting conservatism; Executive equity incentive; Agency conflict

作者简介：周军，山东大学管理学院工商管理博士后流动站博士后，研究方向：财务会计与公司治理研究。翟艳，女，山东大学硕士生，研究方向：会计信息与资本市场。

中图分类号：F830.9

文献标识码：A

引言

在所有权与经营权分离的现代公司制度下，股东与经营层利益的背离，使得经理人员从自身利益出发，其行为往往背离以股东和企业价值最大化的目标，对股东利益造成损害，由此产生一系列代理成本。

会计稳健性是会计盈余的重要质量特征之一，也是财务报告的重要原则。一些学者的研究表明，会计稳健性可以降低与管理者投资决策相关的代理成本(Watts, 2003; Ball 和 Shivakumar, 2005; Ahmed 和 Duellman, 2007)^{[10][4][2]}。上述关于会计稳健性治理效应的研究主要是基于西方国家的制度背景，在我国，会计稳健性对缓解代理冲突作用如何，值得深入探讨。

股权激励是降低经理人代理成本的另一种重要的治理途径。关于高管股权激励治理效应的研究很多，但并未得出一致结论。一些学者对高管股权激励的治理效果持肯定态度，认为股权激励可以使公司管理层和股东的利益趋于一致，从而降低高管与股东之间的代理成本。但也有部分学者质疑股权激励的有效性，认为股权激励可能沦为高管实施自利行为的手段，引发公司高管的短视行为，为自身谋利，而损害公司长远利益。我国已出台了《上市公司股权激励管理办法》，为上市公司实施股权激励提供了一定的制度保证，但股权激励制度仍在探索中前行。对国内股权激励效应进行研究具有很强的现实意义。

研究我国上市公司会计稳健性与高管股权激励的治理效应问题，还应充分考虑上市公司

的代理冲突程度。当上市公司代理冲突程度较低时,股东运用股权激励机制来解决经理人代理问题的动力可能不足,因为股东需要考量股权激励成本与经理人代理成本孰重孰轻,股东可以通过提高公司会计信息的稳健性,减少与经理人的信息不对称,从而达到降低经理人代理成本的目的。如果上市公司代理冲突较为严重,一方面,公司的代理成本会达到一个较高的水平;另一方面,公司会计信息容易受经理人的操纵。在这种情况下,为了使公司经理人的目标与股东目标保持一致,股权激励可能是一种有效手段,通过股权激励将经理人的报酬与公司财富最大化联系起来,激发经理人的主人翁意识与工作热情,从而降低代理成本。因此,本文研究在不同程度的代理冲突下,会计稳健性与股权激励孰能产生更好的治理效应,从而为上市公司的健康发展和政策制定提供依据。

理论分析与研究假设

会计信息在监督代理人方面发挥着重要的作用,高质量会计信息的披露可以影响管理层的投资决策、筹资决策等。财务报表的稳健性原则要求及时地确认损失,不允许进行盈余平滑和损失规避,更不允许采用激进的会计政策来增加盈余。多数学者认为,稳健的财务报告是高质量的,或者说高质量的财务报告应当是稳健的。根据契约效率假说,会计稳健性通过两个途径使企业的各缔约主体受益:一是限制经理的机会主义报告行为,二是限制经理的机会主义支付行为。Ahmed等(2002)^[1]通过实证检验发现,会计稳健性在股东与债权人订立有效债务契约中发挥作用,并且在债务融资中具有降低债务成本的作用。Biddle和Hilary(2006)^[5]用会计稳健性指标对会计信息质量与投资效率的关系进行了检验,研究结果显示高质量会计信息可以减少投资者与管理者的信息不对称,从而增进投资效率,而且这种关系在以股权融资为主的国家更为显著。Khan和Watts(2009)^[7]指出会计稳健性有助于企业信息对外的及时传递,减少企业与利益相关方的信息不对称,从而降低代理成本。LaFond和Watts(2008)^[8]通过理论分析得出,会计稳健性可以降低管理者和外部投资者之间的信息不对称,从而降低公司的代理成本。

但是,作为上市公司降低代理成本的重要途径,会计稳健性并不总能达到令人满意的治理效果,主要体现在两方面:(1)财务报告是会计制度与公司管理下的产物,会计信息的稳健性必然受到管理层的影响,当管理层与股东之间的代理冲突达到一定程度时,会计稳健性必然面临挑战;(2)会计稳健性通过减少公司内部与外部的信息不对称来缓解代理冲突,但产生代理冲突的另一个根源——激励不足并没有得到解决,随着代理冲突的提高,管理层更倾向于谋求自己的利益,使会计稳健性的治理失效。

股权激励能够促进管理层与股东利益趋同。利益趋同假说认为,拥有剩余索取权的管理层会与股东的目标函数渐趋一致。由于管理层(代理人)与股东(委托人)的目标函数不同,且二者存在信息不对称,管理层存在道德风险和逆向选择,代理成本不可避免。因此,可以通过让管理层成为股东的方式来拉近二者的目标,管理者持股可以使其利益与股东利益更加紧密地联系在一起。但是,基于我国企业产权、资本市场及公司治理等方面的原因,企业施行股权激励的成本较高。

当公司代理冲突程度较低,公司通过增加会计信息的稳健性,减少股东与经理人之间的信息不对称,约束经理人的机会主义行为,从而降低经理人代理成本。由于公司实施股权激励的成本较高,在公司代理成本不是很高的情形下,公司可能更倾向于使用股权激励以外的其他治理方式来减少代理成本,这样使得公司的股权激励机制不尽完善,难以发挥其治理功效。据此,提出假设1:

假设1:在代理冲突程度较低的情形下,会计稳健性能显著降低代理成本,而高管激励的治理效果不显著。

当公司代理冲突程度较高,会计信息更容易受到管理层的影响,会计稳健性难以发挥其治理作用。同时,如果经理人代理成本较高,企业所有者有意愿通过建立和完善股权激励机

制，来促进管理层与股东利益趋同，从而降低代理冲突程度。据此，提出假设 2：

假设 2：在代理冲突程度较高的情形下，高管股权激励能显著降低代理成本，而会计稳健性的治理效果不显著。

研究设计

一、样本选择

本文选择 2008~2010 年沪深所有 A 股上市公司作为研究样本，并按以下原则进行筛选：(1)剔除金融类上市公司；(2)删除指标数据缺失的样本观测值；(3)剔除净资产小于或等于零的上市公司；(4)对所有变量进行 Winsorize 异常值处理，最终得到 4156 个样本观测值。财务数据和公司治理数据来源于国泰安数据库和锐思数据库，另有部分数据来自于上市公司年报，经手工整理获得。

二、变量与模型

Givoly 和 Hayn(2000)^[6]的研究表明，稳健的财务报告经过较长期间会产生持续为负的应计数字，并且非经营性应计比总应计更能代表会计稳健性程度。因此，本文用非经营性应计项目除以期初总资产的值(NACC)来衡量稳健性水平，该指标负的程度越大，代表稳健性水平越高。计算方式为：

非经营性应计=总应计-经营性应计

其中，总应计=净利润+折旧—经营现金流

经营性应计=应收票据变动+应收账款变动+存货变动+待摊费用变动-应付票据变动-应付账款变动-应交税金变动

在财务与会计研究中，有多种方法计量经理人代理成本。Ang et al.(2000)^[3]采用营业费用率与资产使用效率法来计量经理人代理成本。Singh 和 Davidson(2003)^[9]采用管理费用率、营业费用率与总资产周转率来计量经理人代理成本。王化成等(2008)^[11]采用管理费用率来度量经理人代理成本。

在多种衡量方法中，管理费用率应用较为广泛。同时，管理费用是所有经营性收支项目中定义最含糊、外延最广的项目，往往成为经营者在职消费的“避风港”(曾庆生，2004)^[13]。因此，我们也采用管理费用与营业收入之比来衡量代理成本。

同时，本文采用中国证监会 2001 年发布的《上市公司行业分类指引》进行行业划分，4156 个观测值分属 12 个行业门类，由于制造业上市公司较多，被进一步细分为 10 个子行业，最终所有样本分属于 21 个行业。上市公司在所属行业按资产规模大小分为三组，当上市公司管理费用率在该组样本均值及以上时，划分为高代理成本组，否则划分为低代理成本组。本文模型如下：

$$AC = C + b_1NACC + b_2Share_exe + b_3Share_1 + b_4Ratio_ind + b_5S2_10 + b_6PLU \\ + b_7FCF + b_8Lnsiz + b_9Lev + b_{10}State + \sum f Ind + \sum f Year + e$$

其中，AC 代表经理人代理成本，变量定义见表 1。

表 1：变量定义一览表

变量名	变量定义
AC	代理成本=管理费用/销售收入净额
NACC	非经营性应计项目/期初总资产
Share_exe	高管持股比例，即高管持股数量/总股数
Share_1	控股股东持股比例
Ratio_ind	独立董事占董事总人数的比例
S2_10	股权制衡度，即S指数

PLU	若董事长和总经理两职合一，取值为1，否则为0
FCF	自由现金流量/资产总额
Lnsiz	资产总额的自然对数
Lev	资产负债率
State	当终极控制人为国有时取1，否则为0
Ind	行业虚拟变量
Year	年度虚拟变量

三、描述性统计

在表 2 中，按代理成本不同进行了分组，并给出主要变量的描述性统计。三个样本组中 NACC 的值分别为-0.050、-0.059 和-0.039。该指标负的程度越大，代表会计稳健性水平越高，可以看出低代理成本样本组会计稳健性显著高于高代理成本样本组，这可能是代理冲突缓和的企业更趋向于采取会计稳健性的治理途径。高代理成本样本的高管持股比例要高于低代理成本样本，这可能是代理冲突较为严重的企业趋向于采取股权激励的治理方式。对低代理成本样本组与高代理成本样本组进行比较发现，低代理成本样本组的控股股东持股比例和负债水平均高于高代理成本样本组，在一定程度上反映了控股股东和债务融资的治理效应。高代理成本样本比低代理成本样本有更高的董事长和总经理两职合一的比例，同时拥有更高的自由现金流比例，已有研究表明，这些因素是引发公司代理冲突的重要原因。企业的规模大小在一定程度上反映一个企业的发展水平，统计结果显示，低代理成本样本比高代理成本样本具有更大的规模。

表 2： 经理人代理成本描述性统计结果

变量	整体样本		低代理成本样本		高代理成本样本	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
AC	0.096	0.067	0.048	0.044	0.156	0.106
NACC	-0.050	-0.022	-0.059	-0.023	-0.039	-0.021
Share_exe	0.022	0	0.021	0	0.024	0
Share_1	0.371	0.359	0.383	0.378	0.357	0.337
Ratio_ind	0.364	0.333	0.365	0.333	0.363	0.333
S2_10	0.187	0.165	0.184	0.164	0.191	0.166
PLU	0.154	0	0.142	0	0.169	0
FCF	0.022	0.057	0.021	0.057	0.024	0.058
Lnsiz	21.785	21.623	21.900	21.719	21.641	21.514
Lev	0.490	0.495	0.514	0.528	0.461	0.461
State	0.602	1	0.604	1	0.600	1
样本数	4156		2297		1859	

实证结果及分析

一、会计稳健性及高管激励的治理效果分析

表 3 是整体样本会计稳健性、高管持股比例与代理成本关系的多元回归结果。可以看到，Share_exe 的回归系数在 5%的水平上显著为负，经理人代理成本会随着高管持股比例的提高而下降，这说明对高管的股权激励能产生较好的治理效果，有利于抑制高管的自利行为，减少代理成本；NACC 的回归系数为正，与预期相符，但不显著，由于 NACC 是会计稳健性的负向指标，这说明会计稳健性与代理成本成负向关系，但回归系数未通过显著性检验。考察其他控制变量的情况，可看到，提高控股股东持股比例和负债水平有利于降低经理人代理

成本。

表 3：整体样本多元回归结果

变量	整体样本			
	回归系数	P 值	T 值	VIF 值
NACC	0.040	0.311	1.014	1.152
Share_exe	-0.148	0.033	-2.137	1.264
Share_1	-0.093	0.015	-2.430	1.230
Ratio_ind	-0.033	0.749	-0.321	1.017
S2_10	0.060	0.210	1.254	1.282
PLU	-0.010	0.528	-0.632	1.084
FCF	-0.017	0.526	-0.634	1.042
Lnsiz	-0.024	0.000	-4.733	1.330
Lev	-0.061	0.011	-2.555	1.157
State	-0.011	0.372	-0.893	1.270
年度与行业	控制	控制	控制	控制
Adj.R ²	0.015			
F值(Pr>F)	6.201(0.000)			
Durbin-Watson	0.100			
样本数量	4156			

二、考虑公司代理冲突程度影响的进一步分析

表 4 是低代理成本样本组的多元回归结果，显示出：在低代理成本样本中，NACC 的系数为正，且在 10%水平上显著，这与该参数回归系数在整体样本中的检验结果不同。由于 NACC 数值越小表示会计稳健性越强，表明在低代理成本样本中，会计稳健性与代理成本显著负相关，证实会计稳健性能显著降低代理成本。Share_exe 的系数值为正，高管持股比例与代理成本正相关，但回归结果不显著，表明在低代理成本样本下，股权激励的治理效果不明显。因此，本文所提假设 1 得到验证。其他控制变量如控股股东及债务融资的治理效应明显，提高控股股东持股比例和债务水平可以显著降低代理成本。此外，公司规模可以增加显著降低代理成本。

表 4：低代理成本样本多元回归结果

变量	低代理成本样本			
	回归系数	P 值	T 值	VIF 值
NACC	0.007	0.057	1.904	1.166
Share_exe	0.005	0.465	0.731	1.268
Share_1	-0.013	0.001	-3.243	1.223
Ratio_ind	0.014	0.192	1.305	1.030
S2_10	0.006	0.270	1.102	1.310
PLU	0.001	0.792	0.263	1.089
FCF	0.002	0.505	0.667	1.043
Lnsiz	-0.007	0.000	-12.926	1.344
Lev	-0.017	0.000	-6.199	1.168
State	0.002	0.098	1.657	1.254
年度与行业	控制	控制	控制	控制

Adj.R ²	0.139
F值(Pr>F)	31.871(0.000)
Durbin-Watson	1.981
样本数量	2297

表 5 列示对高代理成本样本组检验结果。可以看出，Share_exe 回归系数为负，在 5% 的水平上显著，表明高管持股比例与代理成本存在显著的负相关关系，说明高管持股比例的提高会降低经理人代理成本。NACC 回归系数值为正，但没有通过显著性检验，表明在高代理成本样本中会计稳健性的治理效应不明显。这一检验结果与低代理成本样本检验结果明显不同，在高代理成本样本中股权激励比会计稳健性有更好的治理效果，从而支持了假设 2。此外，在高代理成本样本中，控股股东及债务融资的治理效应不明显，也与低代理成本样本检验结果明显不同；而公司规模增加仍可以显著降低代理成本。

表 5：高代理成本样本多元回归结果

变量	高代理成本样本			
	回归系数	P 值	T 值	VIF 值
NACC	0.053	0.611	0.508	1.152
Share_exe	-0.327	0.031	-2.160	1.269
Share_1	-0.139	0.101	-1.641	1.243
Ratio_ind	-0.116	0.620	-0.496	1.019
S2_10	0.115	0.264	1.118	1.019
PLU	-0.035	0.288	-1.063	1.091
FCF	-0.048	0.432	-0.786	1.047
Lnsiz	-0.040	0.000	-3.597	1.161
Lev	-0.072	0.145	-1.457	1.161
State	-0.037	0.190	-1.312	1.306
年度与行业	控制	控制	控制	控制
Adj.R ²	0.016			
F值(Pr>F)	3.581(0.000)			
Durbin-Watson	2.013			
样本数量	1859			

三、稳健性检验

为保证结论的可靠性，我们进行了稳健性检验，具体检验过程如下：(1)考察各模型中变量的 VIF 值，发现所有自变量 VIF 值都小于 2，表明不存在严重的共线性问题；(2)考虑到国内一些研究采用营业费用率作为经理人的代理成本变量，因此采用该指标重新进行实证检验，本文假设依然通过验证；(3)D-W 统计检验表明，低代理成本组和高代理成本组的 D-W 值均接近 2，残差项不存在明显自相关现象，只有整体组残差存在一阶正相关，但这并不影响本文结论。上述稳健性检验结果表明，本文的实证研究结果是稳健的。

结论

本文基于代理成本的视角，采用 2008~2010 年沪深 A 股上市公司数据，运用经理人代理成本模型与多元回归的研究方法，实证研究了不同代理冲突程度下会计稳健性、高管激励的治理效应，发现：(1)在低代理冲突样本组中，会计稳健性能显著降低代理成本，而高管激励的治理效果不显著；(2)在高代理冲突样本组中，高管激励能显著降低代理成本，而会

计稳健性的治理效果不显著。上述结果表明,通过提高公司会计稳健性可以减少公司内部与外部的信息不对称,从而缓解代理冲突;通过加强高管激励能够促进管理层与股东利益趋同,从而降低代理成本。值得注意的是,会计稳健性与高管激励这两种治理手段的有效性受到代理冲突程度的影响。

文章仅从静态的角度研究了会计稳健性、高管激励和代理成本的关系,但会计稳健性、高管激励和代理成本的关系在现实中是一个动态的过程:代理成本的存在,会引发对高管的股权激励,并能够在一定程度上提高会计稳健性;而股权激励的实施以及会计稳健性的提高又会降低代理成本。因此,如何采用动态方法检验不同代理成本的公司对股权激励和会计稳健性方面的差异,将是未来研究的重要方向。

参考文献:

- [1] Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., Stanford-Harris, M.. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs [J]. The Accounting Review, 2002 (4): 867-891.
- [2] Ahmed, A. S. and S. Duellman. Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions [R]. Working Paper, Texas A&M University, 2007.
- [3] Ang, J. S., R. A. Cole, J. W. Lin. Agency Costs and ownership Structure [J]. The Journal of Finance, 2000, 55: 81-106.
- [4] Ball, R. and L. Shivakumar. Earnings Quality in U.K. Privates Firms [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39(1): 83-128.
- [5] Biddle, G. C. and G. Hilary. Accounting Quality and Firm-level Capital Investment [J]. The Accounting Review, 2006, 81: 963-982.
- [6] Givoly, D. and C. Hayn. The Changing Time-series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2000, 29: 287-320.
- [7] Khan, M. and R. Watts. Estimation and Empirical Properties of a Firm-year Measure of Accounting Conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48: 132-150.
- [8] LaFond, R. and R. L. Watts.. The Information Role of Conservatism[J]. The Accounting Review, 2008, 83(2): 447-478.
- [9] Singh, M. and W. N. Davidson. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms [J]. Journal of Banking and Finance, 2003, 5: 793-816.
- [10] Watt, R. L.. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and implications [J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3): 207-221.
- [11]王化成. 中国上市公司盈余质量研究[M].北京: 中国人民大学出版社, 2008: 255-295.
- [12]曾庆生. 政府控制、社会性负担与代理成本——一项基于中国上市公司的实证研究[C].中国第三届实证会计国际研讨会论文集, 天津, 2004 年 12 月.