

公司治理、代理成本与会计信息价值相关性

海洋 杨鲁 帅永强

(中国人民大学 北京 100872)

【摘要】 本文利用我国深市 A 股上市公司 2003~2008 年的数据研究了公司治理、代理成本对会计信息价值相关性的影响。研究发现:增加股东数量、提高股权制衡度会增加对会计信息价值相关性的需求;国有企业对会计信息价值相关性的需求高于非国有企业;“四委”设立健全的公司对会计信息价值相关性的需求高于“四委”设立不健全的公司;增大股权集中度,董事和监事更勤勉会减少对会计信息价值相关性的需求。

【关键词】 公司治理 代理成本 会计信息

过去二十年来,大量的会计研究文献考察了股权价格或其变化与特定的会计数据之间的经验联系。已有的价值相关性研究大多是出于会计准则制定动机而进行的,这类研究大致可归为三类:第一类是相对关系研究,比较了股票价值与各线下指标之间的联系;第二类是增量联系研究,考察在控制其他特定变量的前提下,有关会计数据是否能否为解释公司价值或长窗口回报提供帮助;第三类是边际信息含量研究,考察一项特定的会计数据是否能够增加投资者所获得的信息集。本文尝试着从对会计信息价值相关性的需求的角度出发,研究公司治理对会计信息价值相关性的影响。

一、研究假设

根据代理理论,如果代理人和委托人都是效用最大化者,我们有理由相信,代理人并不总是根据委托人利益最大化的目标行事。如果资本市场是完全理性的,则外部投资者将能够预见到企业内部的代理成本,并降低对企业价值的评估,使得代理成本所导致的企业价值损失最终全部由企业的内部人承担。那么这就需要企业所提供的会计信息具有高度的价值相关性。但是提供和企业价值相关的信息需要一定的成本,因此企业的委托人会在代理成本和增强会计信息价值相关性的成本之间进行权衡;代理成本越高的企业越是倾向于选择价值相关性高的会计信息。因此本文认为对会计信息价值相关性的需求会随着企业代理成本的增加而增加,如果企业的公司治理水平较低使得代理成本增大,那么就会要求增加企业会计信息的价值相关性。本文假定对会计信息价值相关性的需求增加就意味着企业要提供价值相关性更高的会计信息,否则企业就会在融资等方面产生困难,甚至导致股东采取用脚投票的方式来解决该问题。本文提出一个总的研究假设(H0):治理水平高的企业对会计信息价值相关性的需求低于治理水平低的企业。本文将围绕这个假设结合,结合我国的制度背景,分析公司治理水平将如何影响对会计信息价值相关性的需求,另外本文对代理成本的研究局限于股权代理成本,而不考虑债权等其他代理成本。

根据前人研究成果,本文提出以下假设:H1:股权集中度与对会计信息价值相关性的需求负相关。H2:股东数量与对会计信息价值相关性的需求正相关。H3:股权制衡度与对会计信息价值相关性的需求正相关。H4:国有控股企业相对对会计信息价值相关性的需求高于非国有控股企业。H5:高管持股比例与对会计信息价值相关性的需求负相关。H6:董事会规模与对会计信息价值相关性的需求成 U 形关系。H7:独立董事在董事会中所占比重与对会计信息价值相关性的需求负相关。H8:董事长与总经理两职合一时对会计信息价值相关性的需求高于两职分离时的情况。H9:董事会与监事会开会的次数与对会计信息价值相关性的需求负相关。H10:四委设立健全企业对会计信息价值相关性的需求低于四委设立不健全的企业。

二、研究变量

本文的关键变量是会计信息的价值相关性与公司治理。其中会计信息的价值相关性是被解释变量,公司治理是解释变量。为了检验所提出的假设,本文将公司规模、财务杠杆(资产负债率)、成长性和行业作为控制变量。

1. 被解释变量。本文选择由如下模型计算得到的 $Adj-R^2$ 来代表 i 公司在第 t 年的会计信息的价值相关性。如果计算所得的 $Adj-R^2$ 小于 0,说明公司所提供的会计信息对公司的市场价值没有任何解释能力,本文用 0 来代替。

该模型是由 Ohlson(1995)提出的净收益模型变形而来,考察的是资产负债表和损益表的联合价值相关性。

$$p_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

其中: p_{it} 为 t+1 年四月末的收盘价; EPS_{it} 为第 t 年每股收益; BV_{it} 为第 t 年每股净资产。

2. 解释变量。与上文假设一致,本文共选择如下四类解释变量:①股权结构解释变量,具体包括股权集中度(第一大股东持股比例)、股东总数、股权制衡度(Z 指数,即第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比)、实际控制人类型(是否国有)、高管持股比例;②董事会特征解释变量,具体包

括董事会人数及其平方、董事会的独立性(独立董事在董事会中所占比重)、董事长与总经理的兼任情况;③董事与监事的勤勉程度,年内董事会开会次数、年内监事会开会次数;④四委设立是否健全。

3. 控制变量。

(1)公司规模。Jensen 和 Meckling(1976)认为,公司规模越大,层阶越多,对管理层进行监督的难度就越大,因为所需要签订的监督契约的数量将随着企业规模的增大而增多,从而导致监督成本的提高。因此我们认为企业的规模越大,代理成本越高,对会计信息价值相关性的需求也越高。

(2)财务杠杆(资产负债率)。在企业的经营活动中引入负债能够增加债权人对管理者的监督,由于债权人考虑的是企业按期还本付息的能力,而不会关心企业的投资者最后能够获得多少利润,所以债权人会要求企业提供价值相关性较高的会计信息。本文认为资产负债率与对会计信息价值相关性的需求正相关。

(3)成长性。Jensen(1993)认为在成长性低的企业中,由于再投资机会很少,管理者更容易进行非价值最大化活动,他们或者转移公司盈利和资产以作私人之用(如提高自身报酬),或者将其投资到非营利性项目上,从而使得内部人与外部股东之间的代理冲突更为严重。因此我们认为成长性与对会计信息价值相关性的需求负相关。

(4)行业。本文采用中国证监会1999年版《上市公司行业分类指引》对上市公司进行分类,将上市公司分为能源、原材料、工业、可选消费、主要消费、医疗保健、金融、信息科技、电信、公用事业10个行业类别,考虑到金融类上市公司资产结构和经营方式等方面的特殊性,将其剔除。

具体变量定义见表1。

三、样本选取与描述性统计

1. 样本选取。本文选择2003-2008年深市A股上市公司的数据(数据库中无上交所公司收盘价的月度数据),所有数据均来自CSMAR金融研究服务数据库。本文得到原始数据3605个,剔除缺失值、奇异值和金融类行业后共得到有效数据2068个。剔除数据方法见表2。

2. 描述性统计。表3列示了有关变量的描述性统计,其中Information的均值为0.3172,总体上来看,我国上市公司会计信息的价值相关性不算高,这一方面可能是由于我国的资本市场尚不健全,另一方面是由于提供与市场价值高度相关的会计信息是需要一定的成本的。大股东持股比例为36.99%,相对美国来讲,我国的股权集中度已经相当高了。下面我们会检验高股权集中度是否会对管理层形成更有效的监督从而降低了代理成本、减少了对会计信息价值相关性的需求。我国管理层持股的平均水平为0.03%,这个水平低,很可能不会对我们的分析结果产生影响。董事会的规模大部分集中在8-12人,这已经超出了相关文献中所界定的最优规模为7-8人的水平,可见我国上市公司的董事会规模普遍较大,这种追求规模的行为是否反映了我国上市公司的董事会并未能真正有效发挥自己的作用呢?本文将在下面进行检验。

表1 变量的定义

	变量	缩写	定义	预期符号
被解释变量	会计信息价值相关性	Information	由模型(2)进行回归所得Adj-R ² 来代表	
	股权集中度	First	第一大股东持股比例	-
	股东数量	Lnshareholder	股东总数取自然对数	+
	股权制衡度	LnZ	Z指数乘以100,再取自然对数	+
	实际控制人类型	State	当实际控制人为国有时,State为1,否则为0	+
	高管持股比例	Mngsha	高管持股数除以总股数	-
	董事会人数	Board	董事会成员人数	-
	董事会人数的平方	Board_squar	董事会成员人数的平方	+
	董事会的独立性	Independent	独立董事在董事会中所占比重	-
	董事长与总经理兼任情况	Separate	当董事长与总经理为同一人时,Separate为1,否则为0	+
	董事勤勉程度	Boardmeet	年内董事会开会次数	-
	监事勤勉程度	Supmeet	年内监事会开会次数	-
	四委设立情况	Four	企业设有全部四委时,Four为1,否则为0	-
	控制变量	公司规模	Size	公司年末总资产的自然对数
财务杠杆		Lev	资产负债率	+
成长性		Growth	公司资产增长率	-
行业		Ind_n	虚拟变量,定义如前文所述	

表2 样本数据异常值剔除过程

剔除原因	剔除数	剔除后
原始样本		3 605
每股收益、每股净资产和每年四月末收盘价的公司年度历史数据小于8,无法根据模型(2)求出Adj-R ²	1 233	2 372
董事会年内开会次数缺失值	4	2 368
监事会年内开会缺失值	11	2 357
股东数量缺失值	1	2 356
董事长与总经理的兼任情况缺失值	36	2 320
董事会人数缺失值	36	2 284
最终控制人性质缺失值	60	2 224
金融行业公司	26	2 198
管理费用小于0	22	2 176
营业收入小于0	1	2 175
资产负债率大于1	70	2 105
管理营业费用率:(管理费用+营业费用)/营业收入大于1	36	2 069
剩余		2 069

四、模型设定与实证检验

1. 模型设定。根据以上分析,本文将使用如下模型来检验公司治理对会计信息价值相关性的影响:

$$Information = \alpha_0 + \alpha_1 First + \alpha_2 Lnshareholder + \alpha_3 LnZ + \alpha_4 State + \alpha_5 Mngsha + \alpha_6 Board + \alpha_7 Board_squar + \alpha_8 Independent + \alpha_9 Separate + \alpha_{10} Boardmeet + \alpha_{11} Supmeet + \alpha_{12} Four + \alpha_{13} Size + \alpha_{14} Lev + \alpha_{15} Growth + \alpha_{16} Ind_n \quad (2)$$

表3 有关变量的描述性统计

变量	观测值个数	均值	方差	最小值	最大值
Information	2 069	0.317 2	0.260 4	0	0.941
First	2 069	36.985 6%	15.501 4	6.47	82.446
Lnshareholder	2 069	10.540 6	0.810 7	8.039	19.809
LnZ	2 069	6.583 3	1.576	4.605	11.844
State	2 069	0.440 8	0.496 6	0	1
Mngsha	2 069	0.000 3	0.001 7	0	0.043
Board	2 069	9.415 7	2.066 7	1	18
Board_squar	2 069	92.923 6	43.237 4	1	324
Independent	2 069	0.348 5	0.055 6	0	0.667
Separate	2 069	0.124 2	0.329 9	0	1
Boardmeet	2 069	8.491 5	3.595 6	2	35
Supmeet	2 069	4.026 6	1.887 2	1	25
Four	2 069	0.457 2	0.498 3	0	1
Size	2 069	21.353 8	1.002 6	17.917	25.329
Lev	2 069	0.514 2	0.181 8	0.008	0.994
Growth	2 069	0.064 2	0.216 2	-3.339	0.955

2. 单因素分析。表 4 中所列的是因变量与自变量之间的 Pearson 相关系数。从表 4 中我们可以看到第一大股东持股比例、股东数、股权制衡度、实际控制人类型、董事与监事的勤勉程度、均与会计信息的价值相关性显著相关,符号与预期设想完全一致。

四委设立是否健全显著正相关,符号与预期相反。这可能

表4 因变量与自变量间的Pearson 相关系数

	Information	First	Lnshareholder	LnZ	State	Mngsha	Board	Board-squar	Independent	Separate	Boardmeet	Supmeet	Four
Information	1.000												
First	-0.041 9 0.057 0	1.000 0											
Lnshareholder	0.145 8 0.000 0	-0.012 0 0.584 4	1.000 0										
LnZ	0.043 4 0.048 6	0.706 0 0.000 0	0.194 7 0.000 0	1.000 0									
State	0.117 4 0.000 0	0.084 4 0.000 1	0.140 5 0.000 0	0.106 9 0.000 0	1.000 0								
Mngsha	-0.020 8 0.345 0	-0.047 7 0.030 0	0.015 6 0.478 1	0.001 2 0.957 8	0.031 8 0.147 8	1.000 0							
Board	-0.001 8 0.934 5	0.012 8 0.561 4	0.090 9 0.000 0	-0.065 7 0.002 8	0.077 7 0.000 4	0.053 3 0.015 4	1.000 0						
Board-squar	-0.002 3 0.917 2	0.025 2 0.251 9	0.093 8 0.000 0	-0.051 4 0.019 5	0.064 4 0.003 4	0.054 2 0.013 7	0.985 4 0.000 0	1.000 0					
Independent	-0.032 9 0.134 3	-0.029 1 0.185 4	-0.019 4 0.378 9	-0.011 7 0.593 6	-0.008 5 0.700 1	-0.016 9 0.443 3	-0.284 8 0.000 0	-0.250 5 0.000 0	1.000 0				
Separate	0.033 2 0.130 6	-0.051 4 0.019 3	0.010 2 0.643 1	-0.023 3 0.288 9	-0.021 5 0.328 4	-0.033 3 0.129 5	-0.082 1 0.000 2	-0.067 5 0.002 1	0.036 3 0.098 8	1.000 0			
Boardmeet	-0.074 8 0.000 7	-0.064 6 0.003 3	0.028 8 0.191 1	-0.013 9 0.526 0	-0.084 3 0.000 1	0.012 9 0.556 2	-0.058 7 0.007 5	-0.056 3 0.010 4	0.080 9 0.000 2	0.012 5 0.569 7	1.000 0		
Supmeet	-0.073 2 0.000 9	0.003 4 0.878 0	0.055 8 0.011 2	0.006 3 0.774 8	-0.032 1 0.144 2	0.020 2 0.357 5	-0.042 5 0.053 2	-0.040 5 0.065 2	0.078 2 0.000 4	0.015 7 0.576 4	0.327 7 0.000 0	1.000 0	
four	0.068 7 0.001 8	-0.070 9 0.001 3	0.061 2 0.005 3	-0.015 7 0.476 5	0.130 9 0.000 0	-0.008 6 0.694 8	0.094 8 0.000 0	0.092 7 0.000 0	0.111 5 0.000 0	0.013 2 0.548 0	0.102 3 0.000 0	0.124 9 0.000 0	1.000 0

是因为在我国虽然很多上市公司四委设立健全,但这些组织并没有有效地起到监督治理作用,反而增加了企业的开支,甚至创造了更多在职消费的机会,增加了企业的代理成本,从而使得对会计信息价值相关性的需求也相应增加。

高管持股比例、董事会人数、董事会人数的平方、独立董事在董事会中所占比例、董事长与总经理的兼任情况不显著。由上文的描述性统计可知,平均高管持股比例非常低,仅为 0.03%,所以在统计分析中很难产生显著的影响。其余代表董事会特征的变量均不显著,这意味着现阶段我国上市公司的董事会并没有发挥其应有治理作用。

3. OLS 回归分析。本文使用模型(2)应用最小二乘法进行了回归分析。结果如表 5 所示。本文报告的回归分析结果为经过 White 修正消除异方差之后的检验结果。本文随后又对该模型进行了多重共线性检验和总体模型设定检验。该模型的方差膨胀因子平均值为 5.75,小于临界值 10,因此不存在多重共线性。Ramsey 检验的 p 值为 0.73,无法拒绝模型设定没有遗漏变量的原假设。该模型的 F 统计量为 10.68,p 值为 0,说明所选变量是联合显著的。

对有关假说的检验结果:

(1)股权集中度:由表 5 可知,股权集中度与会计信息的价值相关性显著负相关,股权集中度越高,会计信息的价值相关性越低。这说明股权集中度越高,公司的代理成本越低,对会计信息价值相关性的需求也越小,假设 1 得到支持。

(2)股东数量:股东数量与会计信息的价值相关性显著正相关,股东数量越多,会计信息的价值相关性越高。股权越分

表5 会计信息价值相关性的回归结果

Information	Expect	Coef	t	p	Std.err
First	-	-0.002 19	-3.98	0.000	0.000 55
Lnshareholder	+	0.026 4	2.93	0.006	0.009 67
LnZ	+	0.016 7	3.17	0.002	0.005 27
State	+	0.041 74	3.55	0.000	0.011 74
Mngsha	-	-2.872 04	-1.53	0.126	1.877 65
Board	-	-0.006 6	-0.41	0.679	0.015 95
Board_squar	+	0.000 08	0.11	0.915	0.000 73
Independent	-	-0.169 7	-1.56	0.119	0.108 73
Separate	+	0.026	1.42	0.157	0.018 36
Boardmeet	-	-0.004 61	-2.84	0.004	0.001 62
Supmeet	-	-0.008 71	-2.60	0.009	0.003 35
Four	-	0.035 39	3.04	0.002	0.011 65
Size	+	0.013 39	1.64	0.101	0.008 15
Lev	+	0.027 22	0.82	0.415	0.033 38
Growth	-	-0.039 42	-1.45	0.146	0.027 11
Ind_1		0.157 68	6.04	0.000	0.026 09
Ind_3		0.108 65	4.61	0.000	0.023 59
Ind_4		0.083 16	4.18	0.000	0.019 88
Ind_5		0.058 19	2.17	0.030	0.026 86
_cons		-0.221 44	-1.32	0.188	0.168 04

散,分散的股东搭便车的动机越强,企业代理成本越高,对会计信息价值相关性的需求也越大,假设 2 得到支持。

(3)股权制衡度:股权制衡度与会计信息的价值相关性显著正相关。这说明在我国随着股权制衡度的提高,其他股东对控股股东的干预增多,控股股东对高管的监督能力降低,导致企业的代理成本增加,因此对会计信息价值相关性的需求增加。假设 3 得到支持。

(4)产权性质:国有企业对会计信息价值相关性的需求显著高于非国有企业。在我国由于国有企业所有者缺乏,导致了企业经营的非效率,代理成本增大。对外部投资者来说,代理成本造成的损失显然高于提供相关性更高的会计信息带来的成本,因此需要相关性更强的会计信息以便自己做出决策。假设 4 得到支持。

(5)高管持股比例:高管持股比例的符号与预期一致,但是不显著。如前所述,这可能是由于样本公司中高管的持股比例较低(均值为 0.03%),显得对会计信息价值相关性的影响很小。假设 5 没有得到支持。

(6)董事会人数、董事会的独立性和董事长兼任总经理的情况符号与预期均相同。董事会人数平方的符号为正,董事会人数的符号为负,说明董事会人数和会计信息价值相关性的关系成 U 型。这与假设相一致。但是这些代表了董事会特征的变量都不显著,这表明董事会在现阶段中国上市公司治理中没有发挥应有的作用。这可能是由于股权的高度集中、公众股东的分散、董事会由内部人(控制股东/管理者)控制,比较难以形成独立的董事会来保证健全的经营与决策机制。大部

分上市公司聘任独立董事可能只是为了迎合中国证监会的要求,而不是出于自身需要的考虑,独立董事制度没有起到应有作用。假设 6、假设 7、假设 8 没有得到支持。

(7)董事与监事的勤勉程度:董事与监事的勤勉程度与会计信息的价值相关性显著负相关。董事会和监事会开会次数增多,表明董事与监事工作比较勤勉,会显著降低企业的代理成本,从而减小对会计信息价值相关性的需求。假设 9 得到支持。

(8)四委是否齐全:四委设立齐全的公司对会计信息价值相关性的需求显著高于四委设立不完整的公司。这与我们的预期是相反的。由描述性统计可知,样本公司中有 45.72 的公司设立了全部的四个委员会。很可能在这些公司中有相当的一部分虽然有比较完善的组织结构,但是这些机构并未能有效的发挥作用,而只是徒有其表,甚至可能反而成为增加在职消费的借口。因此这些公司不仅没能解决其自身的代理问题反而增加了代理成本,使得对会计信息价值相关性的需求也提高了。假设 10 没有得到支持。

(9)总体来看公司治理水平较高的企业代理成本较低,外部投资者在代理成本带来的损失和提供价值相关性更强的会计信息之间进行权衡时倾向于选择价值相关性较低的会计信息。总体假设得到支持。

五、结论

本文利用我国深市 A 股上市公司 2003~2008 年的数据,检验了股权集中度(第一大股东持股比例)、股东总数、股权制衡度(Z 指数,即第一大股东持股比例与第二大股东持股比例之比)、实际控制人类型(是否国有)、高管持股比例、董事会人数及其平方、董事会的独立性(独立董事在董事会中所占比重)、董事长与总经理的兼任情况、董事与监事的勤勉程度,年内董事会开会次数、年内监事会开会次数、四委设立是否健全等因素对会计信息价值相关性的影响。

研究发现,增加股东数量、提高股权制衡度会增加对会计信息价值相关性的需求;国有企业对会计信息价值相关性的需求高于非国有企业;四委设立健全的公司对会计信息价值相关性的需求高于四委设立不健全的公司;增大股权集中度,董事和监事工作更勤勉会减少对会计信息价值相关性的需求。研究同时发现,董事会的人数、董事会的独立性、董事长与总经理的兼任情况对会计信息价值相关性的影响不明显,这可能是由于在我国上市公司中董事会并没有很好地发挥其职能。

主要参考文献

1. 高雷,宋顺林.管理者报酬与企业绩效实证分析.金融研究,2007;3
2. 宋力,韩亮亮.大股东持股比例对代理成本影响的实证分析.南开管理评论,2005;1
3. 李明辉.股权结构、公司治理对股权代理成本的影响.金融研究,2009;2
4. 平新乔,范瑛,郝朝艳.中国国有企业代理成本的实证分析.经济研究,2003;11