

管理层持股能减轻自愿性

披露中的代理冲突吗?*

——以我国 A 股上市公司业绩预告数据为例

高敬忠¹, 周晓苏²

(1. 天津财经大学 商学院, 天津 300222; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071)

摘要:国内外文献从多个角度检验了管理层持股作为解决代理问题的重要手段之一的激励作用。文章以我国 A 股上市公司业绩预告为例, 通过检验预告披露方式自愿性选择的影响来研究管理层持股对解决自愿性信息披露中代理问题的激励作用。结果发现, 随着管理层持股比例和持股价值的提高, 其自愿性选择的披露方式的精确性和及时性也随之提高, 并更趋于稳健。结合股权分置改革的检验结果表明, 改革后这一作用得到了进一步增强。总体上, 文章的研究结果表明管理层持股在一定程度上能够减轻自愿性披露中的代理问题。

关键词:管理层持股; 股权持有激励; 代理问题; 自愿性披露

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)11-0123-11

一、引言

资本市场中的信息与激励问题在一定程度上阻碍了资源的有效分配。一方面, 自利的管理层在自愿披露私有信息中可能会根据自身利益需要进行选择性披露, 从而产生与股东决策信息需求之间的代理冲突; 另一方面, 为推动管理层与投资者之间信息披露可靠性而构建的披露行为和制度安排在减轻这一冲突中发挥了重要的作用(Healy 和 Palepu, 2001)。自 20 世纪 90 年代以来, 作为解决股东和管理层之间代理问题的方式之一, 股权补偿的使用出现了戏剧性的增长。中国证监会也曾颁布股权激励相关制度以加强股东利益、公司利益和经营者个人利益的统一, 从而减少代理冲突。现有学者从多个视角分析了股权激励对解决信息披露中代理问题的作用, 但得出的结论却不尽一致, 我们认为可能与研究中替代变量的选取及视角有关。首先, 现有研究大部分采用股权激励计划中管理层持有的股权作为股权激励的替代变量, 而股权

收稿日期: 2013-01-05

基金项目: 国家自然科学基金项目(71272189); 教育部人文社会科学研究青年项目(10JYC630006)

作者简介: 高敬忠(1975—), 男, 江苏泰州人, 天津财经大学商学院讲师, 博士;

周晓苏(1954—), 女, 四川资中人, 南开大学商学院教授, 博士生导师。

激励计划中管理层持有的股权往往是有限售期的,对管理层的激励作用可能会有时效性;其次,研究视角上,现有研究选取的变量对于投资者往往没有直接可观察性或者带有主观性。股权激励的作用最终要通过资本市场来实现,如果选择的替代变量不能为市场所观察或比较主观,对投资者度量激励作用的意义就会相对减弱。

我们的研究贡献有以下三点:第一,选择的替代变量具有市场可观察性且管理层具有自愿选择空间,从而更有利于度量管理层持有股权的激励作用。管理层选择的业绩预告披露方式能被所有投资者观察,易于被投资者在决策中利用,进而影响其投资行为和公司的股票价值。而且,在我国资本市场中管理层采用何种方式预告业绩是自愿选择的。如果股权持有激励对业绩提升能够发挥作用,那么在业绩预告方式选择中可能有所体现。第二,我们采用管理层持股比例和持股价值度量股权激励作用,从激励效果上比股权持有计划更具有连续性。进一步而言,股权激励计划往往是制度性安排或者强制性持有股权,而我们采用的股权持有状况更多地表现为自愿性持有股权,^①这两者的激励作用可能存在差异,^②我们的研究提供了自愿性股权持有激励作用的经验证据。第三,我们的研究拓展了股权激励研究的视角,研究结果可为改进现有股权激励方式提供参考。

二、文献回顾与假设提出

关于股权激励对管理层信息披露选择影响的现有研究主要集中在以下两个方面:一是股权激励对提高公司的信息披露水平具有正向激励作用。如 Nagar 等(2003)发现,随着与股价相联系的 CEO 补偿比例和 CEO 持股价值的提高,公司信息披露水平(以管理层盈余预告频率和分析师对公司信息披露的评级度量)也相应提高。Christopher 等(2010)、Essid(2012)认为,高管股票期权激励降低了盈余管理,并代表了另外一种对会计违规行为的控制机制。Sengupta 和 Zhang(2011)发现,外部董事权益支付占总支付的平均比率与发布盈余预告的可能性、发布盈余预告的频率和应计质量正相关,另外,给管理层提供持有股权激励还能强化公司内部控制(Balsam 等,2012)。二是股权激励可能会导致自利的管理层进行机会性选择披露。例如,Aboody 和 Kasznik(2000)的研究结果表明,在盈余宣告前接受期权的 CEO 比宣告后接受期权的 CEO 更可能发布坏消息预告,更不可能发布好消息预告。这一发现与他们对管理层在期权奖励期间会机会性地安排自愿披露时间的猜测是一致的。管理层还可能在公开的股票交易中进行操控性披露,如当管理层打算购买股票时会增加坏消息预告来降低股价。市场一般难以察觉这种机会主义披露行为,特别是当诉讼风险较小时,这一现象更为严重(Rogers 和 Stocken,2005; Cheng 和 Lo,2006)。Benmelech 等(2010)构建的信息不对称动态预期模型表明,股票补偿不仅诱使管理层做出高成本的行为,还容易使他们隐藏关于未

来增长选择的坏消息,并选择次优投资政策以维持其主张。张海平和吕长江(2011)发现,在股权激励方案推出前后,基于自身利益的考虑,实施股权激励计划的公司管理层会利用资产减值政策操纵会计盈余影响股权激励的行权条件。苏冬蔚和林大庞(2010)通过检验股权分置前后 CEO 股权和期权占总薪酬比率与盈余管理的关系后发现,正式的股权激励具有负面的公司治理效应。

以上研究表明,在股权激励下,当与股东的利益不一致时,出于多种自利动机(如完成激励契约、雇用契约或者避免诉讼、获取私利等)管理层可能会在自愿性披露选择中做出与股东利益一致或不一致的决策,从而可能使股权激励的经济后果多样化。尽管如此,大部分学者仍认为股权激励是一种相对有效的措施。我们认为,管理层在持有股权后能够在一定程度上解决信息披露中存在的代理问题。股权持有能够激励管理层增加自愿性披露有以下原因:首先,持有股票的管理层有动机披露私有信息以满足内部交易规则的限制要求,并提高股票的流动性。内部交易的限制使管理层希望通过自愿性披露来纠正任何对公司价值的低估(这一低估与他们拥有的信息相关)。其次,考虑现有股东利益的管理层有动机提供自愿性披露以降低新雇员股票补偿的契约成本。如果股票价格是公司价值的精确估计,股票补偿可能是管理层和持有者报酬的一种更有效的形式;否则,管理层将会要求额外的补偿以弥补他们所承担的任何价值低估或误估造成的损失。因此,广泛使用股票补偿的公司更可能提供额外的披露以降低低估或误估的风险。

当公司价值被低估或误估时,管理层有动机发布更为精确、及时的信息来纠正;在业绩波动较大时,为了不使较强的市场反应减少自身利益,管理层也有动机发布精确、及时的预告,而这一动机可能会随着其持股比例的增加而增强,因为其持股比例越高,利益相关性越大。另外,为了使所持股票的市场价值不至于发生大的波动,管理层有动机向市场提供较为稳健的信息,从而能够增强市场的信心,以保持股票或期权的市场价值。

因此,我们假设:在股权持有激励影响下,管理层在自愿性披露选择中可能选择更有利于提高投资者决策有用性的预告方式(高精确性、及时、稳健的方式),从而降低管理层与投资者之间在信息披露中的代理冲突。

三、研究设计

(一)变量定义与度量

1. 管理层持股(OWNER)

针对以往研究中替代变量的不足,我们以管理层公开持有的股权作为股权激励的替代变量。具体而言,本文从管理层持股比例和管理层持股价值两个方面表征管理层股权持有。其中,管理层持股比例分别用高管整体持股数量占公司发行在外普通股总数的比例(HM_OWNER)和总经理持股数量占

公司发行在外普通股总数的比例(M_OWNER)表示;管理层持股价值则以高管整体的持股价值(HM_WEALTH)和总经理持股价值(M_WEALTH)的对数表示,持股价值以报告期初持股数量和期初收盘价的乘积计算。

考虑到现有研究中管理层持股与管理层行为之间可能存在内生性问题,本文根据高敬忠等(2011)选取相关变量,采用 2SLS 方法对内生性问题进行控制。首先构建模型(1)并进行第一阶段回归,利用回归结果对管理层持股变量进行重新估计,然后利用重新估计的结果作为第二阶段多元回归分析的替代变量。第一阶段回归模型(1)为:

$$\text{OWNER} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 (\text{M/B}) + \beta_3 \text{EPS} + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{BETA} + \beta_6 \text{TURN} + \beta_7 \text{RETURN} + \beta_8 \text{RETVOL} + \epsilon \quad (1)$$

其中,OWNER 在不同情况下分别表示为 HM_OWNER、HM_HEALTH、M_OWNER 和 M_HEALTH;SIZE 表示公司规模,以市值对数度量;M/B 表示公司成长性,以市账比度量;EPS 表示公司盈利能力,以每股收益度量;LEV 表示财务风险,以资产负债率度量;BETA 表示公司市场风险,以公司 BETA 系数度量;TURN 表示流动性,以股票换手率度量;RETURN 表示股票回报率;RETVOL 表示股票回报波动性。

2. 自愿性披露方式选择(DIS_STYLE)

在自愿性披露中,管理层对披露行为具有一定的选择空间。本文以管理层业绩预告披露方式选择作为自愿性披露选择的替代变量,原因是考虑到我国上市公司管理层业绩预告的制度背景。本文中的业绩预告是指上市公司管理层在宣告当期业绩前对其业绩提前进行预告披露的行为。作为我国上市公司信息披露的重要内容之一,业绩预告多年来一直受到监管机构的重视。证监会、上交所以及深交所都曾对业绩预告做出相应的规定,要求在一定情形下(如大幅变动)要进行预告,但是对预告的方式,如定量或定性、时间等并未有强制规定,从而使管理层在预告时有自愿性选择的空间。现有的实践表明,不同的精确性和及时性的信息可能会影响投资者的决策进而影响其交易行为和股票市场价值。由于代理问题的存在和对履行契约的考虑,管理层可能会通过有利于自身的披露方式选择来影响投资者,我们把这种方式选择作为管理层自愿性披露选择的替代。具体而言,根据高敬忠等(2011)的研究设计,我们采用管理层业绩预告的精确性、及时性和稳健性来表征管理层自愿性披露选择。其中,精确性表现为预告形式的具体性(MF_PRECISE,预告形式为点值取 3,范围值取 2,上、下限值取 1,定性取 0)和预告误差的大小($|MF_BIAS|$,以 $[\text{业绩预告点值}(\text{范围值中值}) - \text{业绩实际宣告值}]/\text{期初市场价值} \times 100$ 取绝对值来计算)两个方面;及时性采用预告期间(MF_HORIZON,业绩预告日与当期业绩实际宣告日之间的天数)的长短来表征;稳健性则采用预告偏向(BIAS_SIGN,以管理层业绩预告偏差正负表示,预告偏差为

正则乐观，取 1，偏差为负则为悲观，取 0）和预告偏差（MF_BIAS，以〔业绩预告点值（范围值中值）－业绩实际宣告值〕/期初市场价值×100 来计算）两个指标来表示。

3. 控制变量

我们对公司的盈余波动性（VOLATILITY，以包括当期的前五期盈余的标准差度量）、盈余变化（ΔEARNINGS，本期盈余高于上期盈余取 1，低于上期则取 0）、市场前景（M/B，以期初市场价值/期初账面价值度量）、公司规模（LNSIZE，以期初总市值对数度量）、管理层盈余管理行为（ACCRUALS，以 Kasznik（1999）模型计算的操控性应计表示）以及行业特征（INDUSTRIAL，根据国家统计局的分类，高科技行业取 1，其他行业取 0）进行控制，以上变量可能会影响管理层的业绩预告方式自愿性选择。

（二）样本和描述性统计

1. 样本和数据选取

本文主要选取了 2004 年第 1 季度至 2007 年第 4 季度我国 A 股上市公司的管理层业绩预告为研究对象。研究数据主要依据 Wind 数据库、CCER 数据库和 CSMAR 数据库经过手工整理计算获得。

2. 主要变量分年度描述性统计

表 1 列示了各因变量和自变量的分年度描述性统计结果。从各变量历年的均值对比可以看出：首先，管理层业绩预告的精确性呈提高趋势（业绩预告形式具体性的均值逐年增加，预告误差总体上呈减小趋势）；其次，管理层业绩预告及时性后两年要高于前两年，总体上呈提高趋势；再次，预告偏差和预告偏向的均值也呈逐年下降趋势；最后，高管持股比例、持股价值的均值以及总经理持股比例、持股价值的均值总体上呈增长趋势。总体上，随着高管持股比例、持股价值以及总经理持股比例、持股价值的增加，管理层业绩预告的精确性、及时性趋于提高，稳健性程度也更高。

表 1 因变量和自变量均值分年度描述性统计

变量	2004 年		2005 年		2006 年		2007 年	
	Mean	N	Mean	N	Mean	N	Mean	N
MF_PRECISE	0.83	1 765	1.15	1 774	1.24	1 767	1.43	2 600
MF_BIAS	0.60	313	1.21	541	0.79	650	0.26	1 138
MF_HORIZON	63.85	1 765	70.04	1 774	75.05	1 767	71.17	2 598
MF_BIAS	0.43	313	0.19	541	0.10	650	－0.04	1 138
BIAS_SIGN	0.61	313	0.60	541	0.52	650	0.40	1 138
HM_OWNER	0.0114	1 765	0.0100	1 774	0.0115	1 767	0.0300	2 600
HM_WEALTH	12.39	1 128	12.00	1 163	12.68	1 130	14.51	1 630
M_OWNER	0.0017	1 765	0.0020	1 774	0.0015	1 767	0.0069	2 589
M_WEALTH	11.86	438	11.67	404	12.05	334	14.71	541

四、管理层持股对其自愿性披露方式选择影响的实证检验

(一)单变量均值对比检验

为了检验管理层持有股权高时与低时自愿性披露方式选择的均值差异，我们分别以高管整体持股比例、持股价值的均值以及总经理持股比例、持股价值的均值为界限，将总体样本分为两组，即股权持有高比例、高价值组 HIGH 和股权持有低比例、低价值组 LOW，并对两组的自愿性披露方式变量的均值和秩均值的差异进行了 t 检验和 Mann-Whitney 检验，结果见表 2。

表 2 按股权持有激励自变量分组的因变量独立检验

	HM_OWNER						HM_WEALTH					
	HIGH	LOW	t 检验 (p 值)	HIGH	LOW	Mann- Whitney 检验(p 值)	HIGH	LOW	t 检验 (p 值)	HIGH	LOW	Mann- Whitney 检验(p 值)
MF_PRECISE	1.53	1.16	0.000	4 784.99	3 869.30	0.000	1.53	1.13	0.000	2 998.64	2 391.80	0.000
MF_BIAS	0.14	0.69	0.004	1 158.75	1 343.45	0.000	0.16	0.81	0.000	783.38	913.11	0.000
MF_HORIZON	76.81	69.48	0.000	4 257.03	3 921.65	0.000	73.00	71.18	0.293	2 565.61	2 514.75	0.304
MF_BIAS	-0.02	0.11	0.073	1 282.13	1 326.81	0.330	-0.02	0.19	0.190	853.57	887.07	0.219
BIAS_SIGN	0.50	0.49	0.706	1 334.71	1 319.72	0.706	0.49	0.49	0.805	873.74	879.58	0.804

	M_OWNER						M_WEALTH					
	HIGH	LOW	t 检验 (p 值)	HIGH	LOW	Mann- Whitney 检验(p 值)	HIGH	LOW	t 检验 (p 值)	HIGH	LOW	Mann- Whitney 检验(p 值)
MF_PRECISE	1.64	1.18	0.000	4 980.75	3 915.36	0.000	1.67	1.11	0.000	1088.70	796.77	0.000
MF_BIAS	0.16	0.64	0.097	1 136.16	1 330.78	0.005	0.17	0.69	0.059	243.40	295.04	0.000
MF_HORIZON	78.35	69.85	0.006	4 323.75	3 938.76	0.005	78.02	69.21	0.003	927.47	840.45	0.003
MF_BIAS	0.03	0.11	0.832	1 339.74	1 320.59	0.783	-0.03	0.14	0.531	278.83	279.08	0.987
BIAS_SIGN	0.52	0.49	0.602	1 351.47	1 320.00	0.602	0.49	0.49	0.930	278.23	279.35	0.930

结果显示，高管持股比例高、价值高样本组的业绩预告形式具体性显著高于持股比例低、价值低的样本组，而预告误差则显著小于持股比例低、价值低的样本组；总经理持股比例高、价值高样本组的业绩预告形式具体性、及时性上也均显著高于持股比例低、价值低的样本组，而预告误差也显著小于持股比例低、价值低的样本组。以上检验结果表明，管理层在持有股权激励条件下选择了更有利于投资者决策的信息，在一定程度上减轻了代理问题。

(二)多元回归检验

1. 模型构建

本文利用模型(2)进一步检验管理层持股对其自愿性披露选择的影响，检验结果见表 3 和表 4。

$$DIS_STYLE_i = \beta + \beta_j OWNER_j + \sum \beta_k CONTROLS_k + \epsilon \tag{2}$$
$$i=1,2,3;j=1,2,3,4;k=1,2,\cdots,7$$

其中，DIS_STYLE_i 分别用管理层业绩预告的精确性、及时性和稳健性表示，而管理层持股变量 OWNER_j 分别以高管整体持股比例、高管整体持股价值以及总经理持股比例、总经理持股价值表示。控制变量(CONTROLS_k)在具体检验模型中包括 VOLATILITY、M/B、ACCRUALS、LNSIZE、INDUSTRIAL、ΔEARNINGS 和 MF_HORIZON。

2. 回归结果分析

(1)高管整体持股对管理层自愿性披露选择的影响。表3结果显示,一是高管整体持股比例与管理层业绩预告形式具体性、及时性正相关,而与业绩预告误差、业绩预告偏差负相关,并且均在1%水平上显著。这表明,随着高管整体持股比例的提高,管理层业绩预告的精确性也提高,且及时性增强,更为稳健。这说明在股权激励下,管理层的选择可能在一定程度上提高业绩预告信息对投资者的决策有用性,更可能选择与股东利益一致的信息披露行为。二是高管整体持股价值与管理层业绩预告形式具体性和及时性均在1%水平上显著正相关,而与业绩预告误差显著负相关。这表明,随着高管持股价值的提高,管理层业绩预告的精确性、及时性也提高,这一结果与我们的预期一致。管理层发布精确的业绩预告有利于市场对公司股票进行准确的定价,高管在持股价值增长时可能会更关注信息披露方式的决策有用性。同时,业绩预告及时性增强可以在一定程度上减少股东与管理层之间掌握盈余信息的时差,缓解他们之间信息不对称的程度。三是高管整体持股价值与管理层业绩预告偏差在1%水平上显著负相关,但与业绩预告偏向却在10%水平上显著正相关。这表明,随着高管持股价值的提高,管理层可能会选择发布乐观偏向的业绩预告,但是在偏差上却更为稳健。我们认为,管理层通过发布乐观偏向的业绩预告可以使持有的股票价值不至于因负向的业绩预告而下跌,同时,相对稳健的偏差又不至于使股票市价出现很大的波动。

表 3 高管持股对管理层自愿性披露方式选择的影响

因变量	持股比例与自愿性披露选择						持股价值与自愿性披露选择					
	精确性		及时性		稳健性		精确性		及时性		稳健性	
	MF_ PRECISE	MF_ BIAS	MF_ HORIZON	MF_ BIAS	BIAS_ SIGN		MF_ PRECISE	MF_ BIAS	MF_ HORIZON	MF_ BIAS	BIAS_ SIGN	
CONSTANT	-1.058***	4.315***	97.213***	0.889	6.802***		0.165	1.229	138.299***	0.067	6.856***	
HM_OWNER	19.763***	-40.627***	237.347***	-24.147***	0.571							
HM_WEALTH							0.295***	-0.423***	5.039***	-0.281***	0.031*	
VOLATILITY	0.049*	0.247**	0.187	0.162*	-0.043		0.052**	0.322***	0.982	0.206**	-0.052	
M/B	-0.001	-0.001	-0.005	-0.001	-0.001		-0.002**	0.002	0.021	0.002	-0.001	
ACCRUALS	-0.311	-11.523***	-43.624***	-1.079	0.229		-0.473**	-17.429***	-58.891***	-6.460***	-0.159	
LNSIZE	0.115***	-0.172**	-1.224**	-0.031	-0.305***		-0.109***	0.206*	-5.993***	0.161	-0.325***	
INDUSTRIAL	-0.563***	1.012***	-3.499	0.937***	0.098		-0.330***	0.277	-2.374	0.532**	0.074	
ΔEARNINGS	-0.050	-0.057	-7.917***	-0.301**	-0.619***		-0.026	0.157	-7.154***	-0.076	-0.570***	
MF_HORIZON	-0.005***	0.006***	-	0.004**	0.001		-0.005***	0.003**	-	0.002	0.001	
N	6 905	2 291	6 905	2 291	2 291		4 543	1 557	4 543	1 557	1 557	
F 值	37.021***	48.160***	16.546***	4.678***			45.548***	87.807***	15.623***	12.060***		
R ²	0.042	0.146	0.017	0.016			0.075	0.314	0.023	0.059		
调整 R ²	0.041	0.143	0.016	0.012			0.073	0.310	0.022	0.054		
卡方检验					132.891***						83.309***	
Cox & Snell R ²					0.056						0.052	
Nagelkerke R ²					0.075						0.069	
Overall - lPercentage Correct					61.4						60.7	

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下表同。

(2)总经理持股对管理层自愿性披露选择的影响。总经理一般为管理层的最高职位,其行为或利益有可能对管理层整体的决策产生重要影响。因此,我们可以通过进一步检验总经理持股比例和持股价值对自愿性信息披露选择的影响来考察高管持股对信息披露选择的作用。

表 4 结果显示,总经理持股比例、持股价值分别与管理层业绩预告形式具体性、及时性显著正相关,而与业绩预告误差和业绩预告偏差显著负相关。这表明总经理持股比例和持股价值的增加可能提高管理层业绩预告的精确性、及时性,也更为稳健。以上结果支持了我们的假设,并表明持有股权比例的提高和价值的增加使总经理与股东的利益趋于一致,从而倾向于为投资者提供更为精确的决策有用的业绩预告信息,并及时地向潜在投资者或现有股东传递公司的盈余信息,提高了盈余信息的有用性。

表 4 总经理持股对管理层自愿性披露方式选择的影响

因变量	持股比例与自愿性披露选择						持股价值与自愿性披露选择					
	精确性		及时性		稳健性		精确性		及时性		稳健性	
	MF_ PRECISE	MF_ BIAS	MF_ HORIZON	MF_ BIAS	BIAS_ SIGN		MF_ PRECISE	MF_ BIAS	MF_ HORIZON	MF_ BIAS	BIAS_ SIGN	
CONSTANT	-1.788***	6.277***	89.387***	2.086	6.777***		-1.610***	-1.055	140.196***	-2.309	7.296***	
M_OWNER	100.637***	-151.372***	105.891**	-88.741***	2.264							
M_WEALTH							0.241***	-0.426***	5.902***	-0.473***	0.001	
VOLATILITY	0.050	0.285***	0.170	0.185**	-0.043		0.043	0.523	5.941**	0.284	-0.911*	
M/B	0.001	-0.001	0.016	-0.001	0.001		-0.009***	0.005	-0.121	0.009	0.006	
ACCRUALS	-0.241	-11.652***	-42.325***	-1.158*	0.228		-0.554**	-16.667***	-37.822***	-15.998***	-1.999*	
LNSIZE	0.150***	-0.267***	-0.852	-0.089	-0.304***		0.013	0.278***	-6.364***	0.348***	-0.336***	
INDUSTRIAL	-0.434***	0.219	-1.359	0.464**	0.107		-0.324***	1.078***	-3.863	1.367***	0.382	
ΔEARNINGS	-0.025	-0.059	-7.577***	-0.301**	-0.618***		-0.093*	0.519**	-10.403	0.492**	-0.346*	
MF_HORIZON	-0.005***	0.006***	-	0.004**	0.001		-0.005***	0.007***	0.006**	0.002		
N	6 896	2 286	6 896	2 286	2 286		1 537	483	1 537	483	483	
F 值	24.753***	44.182***	15.925***	4.289***			27.954***	66.646***	8.437***	48.411***		
R ²	0.028	0.135	0.016	0.015			0.128	0.532	0.037	0.452		
调整 R ²	0.027	0.132	0.015	0.011			0.124	0.524	0.033	0.442		
卡方检验					131.102***						35.681***	
Cox & Snell R ²					0.056						0.071	
Nagelkerke R ²					0.074						0.095	
Overall - lPercentage Correct					61.4						60.9	

综上所述,我们检验的结果在一定程度上说明高管持股对减轻信息披露中的代理问题具有一定的积极作用。

五、股权分置改革前后管理层持股作用的变化

股权分置改革可能改变上市公司管理层利用内部控制权来谋取私人利益的状况,使持股管理层的利益与所有股东的利益更趋于一致。从信息披露角度,管理层应该能够为所有股东提供更高质量的信息。为了检验这一改革对实证结果的影响,我们将总体样本划分为 2004—2005 年和 2007 年两个样本组,考虑到改革当期的影响剔除了 2006 年样本。利用这两个样本分别重新检验模型(2),结果见表 5(限于篇幅,我们只列示了主要变量结果)。

由表 5 的检验结果可知,在股权分置改革前后,高管持股比例、持股价值对管理层业绩预告精确性选择的影响没有大的变化;但是,与股权分置改革前相比,股权分置改革后高管持股在一定程度上增强了管理层业绩预告的及时性,并使管理层发布业绩预告趋于稳健,从而在一定程度上抑制了乐观态度倾向。另外,在股权分置改革前后,总经理持股比例对管理层业绩预告披露精确性选择的影响并没有特别大的变化,股权分置改革前,总经理持股比例与管理层业绩预告及时性显著负相关,并与预告偏差正相关,但统计上不显著。股权

分置改革后，随着总经理持股比例的增加，管理层业绩预告更及时，并且发布业绩预告的态度偏差更小。在股权分置改革前，总经理持股价值与业绩预告及时性选择显著负相关，而改革后则显著正相关。因此，股权分置改革后，随着总经理持股价值的提高，管理层业绩预告及时性比改革前更强。

表 5 股权分置改革前后高管持股对管理层业绩预告披露选择的影响

	2004—2005 年(改革前)					2007 年(改革后)				
	MF_ PRECISE	MF_ BIAS	MF_ HORIZON	MF_ BIAS	BIAS_ SIGN	MF_ PRECISE	MF_ BIAS	MF_ HORIZON	MF_ BIAS	BIAS_ SIGN
高管整体持股										
HM_OWNER	8.363***	-18.869**	-435.017***	3.844	1.555	2.251	-6.098***	274.706***	-5.561***	-0.078
HM_HEALTH	0.187***	-0.194	-12.007***	-0.128	0.054	0.034	-0.099***	5.239***	-0.079***	0.015
总经理持股										
M_OWNER	53.191***	-97.565**	-181.738***	7.751	5.540	9.670	-17.619***	123.786***	-19.810***	1.888
M_HEALTH	0.199***	-0.181*	-5.173**	-0.136	0.036	0.088**	-0.021**	6.345***	-0.035	0.011

综上所述，在管理层持股的情形下，股权分置改革在一定程度上提升了业绩预告信息的投资者决策有用性，缓解了管理层与投资者之间的代理冲突。

我们还进行了以下稳健性检验：首先，鉴于采用 2SLS 时对管理层持股进行了变量替代，因此，我们利用高管持股数量 and 价值的原始数据作为替代变量重新对模型(2)进行了检验；其次，考虑到 ST、PT 公司受到制度约束的特殊性以及持股比例、持股价值为 0 的公司样本可能造成的影响，我们剔除这些公司样本后对模型(2)重新进行了检验；再次，由于强制审计对年度业绩预告与中期业绩预告的事后监督作用可能存在差异，我们将总体样本划分为年度样本和季度样本分别对模型(2)进行了检验；最后，部分研究认为管理层持股数量处于不同比例阶段时激励作用可能会发生变化，因此，我们依据高管持股比例、持股价值不同对样本分组后分别对模型(2)进行了检验。除个别系数及显著性水平有所变化外，以上检验结果与原检验结论基本一致(限于篇幅，未列出相应结果)。

六、结论和建议

本文以我国 A 股上市公司业绩预告数据为例，从自愿性披露选择的视角检验了股权持有激励对减轻信息披露中代理问题的作用。检验结果显示，随着高管整体持股比例、持股价值以及总经理持股比例、持股价值的提高，总体上管理层选择了更精确、及时的业绩预告披露方式，并且预告偏差也相对降低。这表明，管理层股权持有激励能够在一定程度上促使其提供更精确、及时和稳健的业绩预告，从而提高了业绩预告信息的决策有用性，也在一定程度上降低了管理层和股东之间的信息不对称程度，有利于减轻管理层和股东之间的代理问题。结合股权分置改革的进一步检验表明，改革后管理层自愿性选择更为精确、及时和稳健的披露方式。这说明改革后管理层持股对减轻信息披露中代理问题的作用得到了进一步增强。

尽管我们的结论支持了股权持有激励的正面作用，但是要实现股权激励

的预期效应还需要关注其他条件,如竞争性的经理人市场、经理人追求激励的方式和董事会机制的完善程度等。因此,要实现股权激励方式的预期效果,还需创造良好的制度环境,建立完善的职业经理人市场,这样才能进一步增强股权激励的公平性和有效性。

* 本文还得到天津市财政局重点会计科研项目(kjkyxml32401)资助,感谢匿名审稿人的建设性意见,使得本文更加充实,当然文责自负。

注释:

- ①尽管我们选取的样本中大多表现为管理层自愿性持股,但也可能包含部分因为股权激励计划而持有的股权,只是股权激励计划而持有的数量相对较小。
- ②Bhagat 和 Tookes(2012)发现,强制性股权持有与未来业绩无关,这与股权持有要求反映最优股权、最优持有水平一致。相反,自愿性持有与未来业绩显著正相关,意味着自愿持有发挥了对董事的激励作用。

主要参考文献:

- [1]高敬忠,周晓苏,王英允.机构投资者持股对信息披露的治理作用研究——以管理层盈余预告为例[J].南开管理评论,2011,(5):129—140.
- [2]苏冬蔚,林大庞.股权激励、盈余管理与公司治理[J].经济研究,2010,(11):88—99.
- [3]张海平,吕长江.上市公司股权激励与会计政策选择:基于资产减值会计的分析[J].财经研究,2011,37(7):60—70.
- [4]Aboody D,Kasznik R. CEO stock option awards and the timing of voluntary corporate disclosures[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000,29(1):73—100.
- [5]Armstrong S,Jagolinzer A D,Larcker D F. Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(2):225—271.
- [6]Balsam S,Jiang W,Lu B. Equity incentives and internal control weaknesses[J]. Contemporary Accounting Research, 2012,Forthcoming.
- [7]Benmelech E,Kandel E,Veronesi P. Stock-based compensation and CEO (Dis) incentives[J]. Quarterly Journal of Economics, 2010, 125(4):1769—1820.
- [8]Bhagat S, Tookes H. Voluntary and mandatory skin in the game: Understanding outside directors' stock holdings[J]. The European Journal of Finance, 2012, 18(3—4): 191—207.
- [9]Cheng Q,Lo K. Insider trading and voluntary disclosures[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44(5):815—848.
- [10]Essid W. Executive stock options and earnings management: Is there an option level dependence? [J]. Corporate Governance, 2012,12(1):54—70.
- [11]Healy P, K Palepu. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31(1—3):405—440.
- [12]Kasznik R. On the association between voluntary disclosure and earnings management[J]. Journal of Accounting Research, 1999, 37(1):57—81.

- [13]Nagar V, Nanda D, Wysocki P. Discretionary disclosure and stock-based incentives[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 34(1—3):283—309.
- [14]Rogers J L, Stocken P C. Credibility on management forecasts[J]. The Accounting Review, 2005, 80(4):1233—1260.
- [15]Sengupta P, Zhang S. Equity-based compensation of outside directors and corporate information quality[R]. Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1858862>, 2011.

Can Managerial Stock Holdings Reduce Agency Conflicts in Voluntary Information Disclosure? Taking the Earnings Forecast Data of A-share Listed Companies for Example in China

GAO Jing-zhong¹, ZHOU Xiao-su²

(1.School of Business, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China; 2.School of Business, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The domestic and foreign literature tests the incentive role of managerial stock holdings as an important means of the solution to agency problems. Taking the earnings forecast of A-share listed companies in China for example, this paper analyzes the incentive role of managerial stock holdings in the solution to agency problems in voluntary information disclosure by testing the effect of the choice of voluntary forecast disclosure. It arrives at the following conclusions: firstly, with the increase in managerial stock holdings and stock holdings values, the precision and timeliness of disclosure mode of voluntary selection which tends to be robust rise. The test results show that this role is further strengthened after the split-share reform. The results indicate that overall managerial stock holdings can reduce agency problems in voluntary disclosure to some extent.

Key words: managerial stock holding; stock holding incentive; agency problem; voluntary disclosure

(责任编辑 金 澜)