

第二类代理成本、证券监管与业绩快报自愿披露

王 荭, 刘昱沛

(中国海洋大学 管理学院, 山东 青岛 266100)

[摘要] 以2004—2016年度我国A股上市公司为样本,研究第二类代理成本与业绩快报自愿披露之间的关系,在此基础上进一步考察证券监管机构的违规处罚对二者关系的影响。研究发现:第二类代理成本越高,上市公司自愿披露业绩快报的可能性越低;证券监管对业绩快报自愿披露具有显著的正向作用,也能在一定程度上削弱第二类代理成本与业绩快报自愿披露的负相关关系。研究结果从控股股东与中小股东的代理冲突角度解释了上市公司的自愿披露行为,并为检验证券监管的治理效果提供了经验证据。

[关键词] 代理成本;违规处罚;自愿披露;业绩快报;证券监管;公司治理

[中图分类号] F831.5 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)05-0074-10

一、引言

为提高信息披露的及时性和公平性,我国于2004年起正式引入业绩快报制度。所谓业绩快报,是指上市公司在会计期间结束后、定期报告公告前初步披露未经注册会计师审计的主要会计数据和经营指标^[1],旨在减轻信息不对称程度,保护中小投资者的知情权。目前我国对业绩快报实行强制披露与自愿披露并行的发布办法,除中小板和创业板公司外,其余上市公司均属于自愿披露的范畴。业绩快报由此与盈利预测、业绩预告共同构成上市公司业绩预测类信息自愿披露的三大途径。相较于盈利预测和业绩预告的有关文献,国内研究对业绩快报自愿披露的分析较为少见,业绩快报自愿披露的动机与影响因素成为值得深入研究的问题。

国外关于自愿披露动机的研究较为丰富,Healy和Palepu认为企业自愿披露信息的动机包括资本市场交易、控制权争夺、股票补偿、诉讼成本、专有成本以及管理者能力显示等^[2]。Beyer等也指出,资本市场交易、股票补偿及控制权争夺是管理层自愿性信息披露的主要动机^[3]。罗炜和朱春艳认为,由于我国上市公司以国有控股公司为主体、缺乏争夺控制权的动机,股权激励不普遍、管理层持有股票的比例较小,法律对投资者的保护程度弱、管理者面临的诉讼风险低等原因,上述披露动机在我国并不适用,他们提出影响企业自愿性信息披露的根本因素——代理成本^[4]。因此,本文基于代理成本这一影响因素,研究上市公司自愿披露业绩快报的动机。

相关研究证实了代理成本对不同类型自愿披露行为的影响,罗炜和朱春艳发现管理者与股东之间的代理成本越高,自愿披露经营活动相关现金支出的可能性越小,披露涉及项目越少,披露金额占总支出的比例越小^[4]。万鹏和曲晓辉指出,股权代理成本越高,公司自愿披露营收计划的可能性越低,说明管理层更为关注自身私利而不以股东利益最大化为目标^[5]。万鹏和陈翔宇的研究显示,股东与管理层之间的代理成本越高,公司自愿披露业绩快报的可能性越低^[6]。袁振超等发现两类代理成本越高,业绩预告的预测

[收稿日期] 2018-10-17

[基金项目] 国家社会科学基金项目(17BTJ001)

[作者简介] 王荭(1965—),女,山东烟台人,中国海洋大学管理学院教授,主要研究方向为财务与会计,邮箱:wyangho@sina.com;刘昱沛(1994—),女,山西大同人,中国海洋大学管理学院硕士生,主要研究方向为财务与会计。

精确度越低,支持了管理层和大股东的攫取假说^[7]。Robinson等发现CEO获取的非正常薪酬越高,公司自愿披露高管薪酬信息的程度越低,说明代理成本的存在激励管理者通过减少披露来掩盖过高的薪酬^[8]。Nagar等研究证实公司的自愿披露程度与股权激励占CEO薪酬的比例和CEO持有的股份价值正相关^[9],间接说明高管持股能够发挥利益协同作用,代理成本越低的公司越有可能进行自愿披露。

以上文献大多从股东与管理层之间的第一类代理成本出发探讨其对公司自愿披露选择的影响,对控股股东与中小股东之间的第二类代理成本关注不足。我国资本市场的制度安排决定了控股股东普遍拥有上市公司的绝对或相对控制权,第二类代理成本已成为上市公司治理问题的主要方面。同时,从制度背景来看,业绩快报具有典型的投资者利益保护功能,预期与控股股东侵占中小股东利益的第二类代理问题具有更加直接的关联,因此本文重点关注上市公司的第二类代理成本对业绩快报自愿披露的影响。

在证券市场上,针对信息披露低效和信息不对称性问题,监管部门发挥着重要的外部监督作用。Hefflin等发现美国证券交易委员会实施公平披露规则后,企业与盈余相关的前瞻性信息的自愿披露数量显著增加^[10]。张娆等以管理层盈利预测偏差作为研究对象,发现在监管机构监督力度强的公司中,管理层操纵盈利预测并获取私利的可能性更弱^[11]。与以上结论不同,黎文靖考察了沪深证券交易所的诚信档案制度对上市公司会计信息质量的改善程度,结果表明该制度对提高信息质量的作用并不十分显著^[12]。宋云玲等以强制性业绩预告制度为依据,研究证券监管处罚能否显著降低上市公司发生业绩预告违规的概率,结果显示监管处罚的效果并不理想^[13]。由此可见,证券监管对信息披露的影响并未得到一致结论,尤其针对自愿性信息披露,相关监管部门的关注和监督尚未达到应有的程度,证券监管对自愿披露的作用仍有待检验。

本文主要的研究贡献可能在于:第一,从第二类代理成本出发,研究其对上市公司业绩快报自愿披露的影响,为从控股股东与中小股东的利益冲突和投资者保护角度研究自愿性信息披露的动机提供经验证据;第二,结合公司外部治理机制的影响,进一步探讨证券监管在自愿披露中的直接治理作用及调节效应,同时从自愿性信息披露的角度检验证券监管的处罚效果。

二、理论分析与研究假设

(一)第二类代理成本与业绩快报自愿披露

继Jensen和Meckling发现管理者与股东之间的第一类代理成本之后^[14],La Porta等提出了控股股东与中小股东之间的第二类代理成本^[15]。我国多数上市公司股权相对集中,控股股东可能凭借其掌握的控制权追求与其他股东利益相矛盾的个体私利,而且控股股东往往能够在实际上操控公司的董事会及管理层,并通过与管理层合谋实现对中小股东的利益侵占^[16],这使得公司治理的主要矛盾从股东与管理者之间的代理问题转移到控股股东与中小股东之间的利益冲突,第二类代理问题成为主要的公司治理问题。在我国上市公司“一股独大”的背景下,控股股东能够掌控甚至操纵包括信息披露在内的公司管理的主要方面,第二类代理成本对信息披露可能存在主导性的影响^[17]。

具体而言,当第二类代理成本较低时,控股股东能够平衡中小投资者及其他利益相关者的权益与要求,在一定程度上监督管理层并缓解第一类代理问题,从而提升上市公司的自愿披露水平。但在信息严重不对称、其他投资者和利益相关者治理能力较低、市场监管机制能力有限的情况下^[17],第二类代理成本较高,控股股东较少进行自愿披露,具体原因包括以下两方面:首先,控股股东以自身私利为导向,更容易利用其控制权优势实施掏空行为^[18],为了持续和安全地利用“隧道效应”对中小股东实施利益侵占,他们倾向于通过隐瞒信息来掩盖其攫取行为对上市公司利益的损害,因而较少进行自愿披露。其次,控股股东在谋取私利的同时也会迫于监管压力或基于市场声誉的考虑进行信息披露,但更倾向于利用信号显示作用使信息披露呈现得较为可靠和及时,对所披露信息的相关性则不予考虑。而自愿披露主要与信息披

露的相关性有关,披露的信息属于相对进一步的要求且披露成本较高,不是法规和监管重点关注的方面^[19],因此控股股东进行自愿披露的可能性较低。基于以上分析,本文提出假设1。

假设1:上市公司的第二类代理成本越高,业绩快报自愿披露的可能性越低。

(二) 第二类代理成本、证券监管与业绩快报自愿披露

相关研究表明大股东制衡、独立董事及监事会的监督等传统内部治理机制有助于缓解第二类代理问题,然而上述治理机制本身在很大程度上内生于大股东的能力和需要,受其影响较大,难以充分发挥有效性^[20]。上市公司的信息披露行为除受到内部治理机制的约束外,还受到市场环境、法律监管等外部治理机制的监督。基于我国资本市场的发展现状,外部投资者影响力有限,法律保护机制尚待完善,证券监管对信息披露发挥着主要的外部监督作用。自愿性信息披露属于注重激励和引导的披露形式,行政监管在事后处罚方面仍具有关键意义。

当代理成本较高时,证券监管机构通过违规处罚对上市公司产生监督效力,可以从上市公司在行政处罚后的行为变化予以考察,具体分为以下两个方面:首先,监管部门的处罚效果直接表现在信息披露质量的改善上。证券监管的主要职能就是为证券交易提供公平的信息环境,违规上市公司的信息质量提升是其监管的重要目标^[21]。为恢复投资者信心和维护市场形象,同时避免证券监管机构更加严厉的处罚,控股股东及管理层倾向于主动提升上市公司的信息披露质量,自愿披露更多相关信息。其次,处罚效果的发挥还表现为违法违规土壤的消失,即公司治理机制的改进^[13]。Farber研究发现,违规信息披露后,违规公司采取了改进公司治理的措施,使其治理特征恢复或超过违规前的水平,且治理改善得到了投资者的重视^[22]。为削减违规处罚公告对企业的负面影响,控股股东及管理层迫于外界压力一般会作出更大努力去完善内部治理机制、降低代理成本进而提高自愿披露的可能性。基于以上分析,本文提出假设2和假设3。

假设2:证券监管能够显著提高上市公司业绩快报自愿披露的可能性。

假设3:证券监管能够显著削弱上市公司第二类代理成本与业绩快报自愿披露之间的负相关关系。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本研究选取沪深两市A股上市公司2004—2016年的数据为样本,并根据研究需要进行如下处理:(1)剔除中小板和创业板等强制披露业绩快报的公司;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除存在数据缺失的公司。为避免极端值的影响,对所有连续变量进行了上下1%分位的缩尾处理,最终获取了17564个有效观测值作为研究样本。其中,业绩快报数据来自RESSET金融研究数据库,其他有关数据均来自CSMAR数据库,样本年度分布如表1所示。

(二) 变量定义

1. 业绩快报自愿披露

业绩快报自愿披露 $Disc$ 为虚拟变量,代表上市公司在下一年是否自愿披露年度业绩快报,如果自愿披露则该年度取值为1,否则为0。本文使用提前一期的业绩快报自愿披露来考察当期的代理成本及违规监管对其影响,具体理由如下:首先,在代理成本影响自愿披露的同时,高质量的自愿披露亦可显著地降低代理成本,因此将业绩快报自愿披露提前一期来解决代理成本与自愿披露程度之间可能存在的内生性问题;其次,证券监管的治理效力在下一期才有所体现,当年被证券监管部门公告违规后,企业更倾向于在下一年度发

表1 业绩快报自愿披露样本的年度分布

年份	未披露样本	自愿披露样本	样本总数	自愿披露比例
2004	1235	41	1276	3.21%
2005	1218	54	1272	4.25%
2006	1238	43	1281	3.36%
2007	1159	129	1288	10.02%
2008	1196	95	1291	7.36%
2009	1180	115	1295	8.88%
2010	1132	186	1318	14.11%
2011	1145	200	1345	14.87%
2012	1115	249	1364	18.26%
2013	1162	204	1366	14.93%
2014	1174	243	1417	17.15%
2015	1241	241	1482	16.26%
2016	1359	210	1569	13.38%
合计	15554	2010	17564	11.44%

布业绩快报(年报正式公布之前)。

2. 第二类代理成本

对于第二类代理成本的衡量,本文采用控股股东占款 *Orecta*、控股股东利益不一致程度 *Sepe* 两个变量。借鉴姜国华等的观点^[23],以其他应收款与总资产的比值衡量控股股东占款,控股股东对上市公司的资金占用越严重,其盘剥中小股东的动机越强。参考朱春艳等的观点^[24],用两权分离程度/(控股股东持股比例+两权分离程度)衡量控股股东与上市公司的利益不一致程度,存在控制权与现金流权分离(两权分离)时,控股股东有更大动机掏空上市公司,两权分离程度越高,利益不一致程度越高,控股股东掏空上市公司的动机越强;同时控股股东的掏空行为还受持股比例的制约,当其控股权上升时,激励动机抑或侵占动机占主导作用取决于控股股东持股比例与两权分离程度的关系。

3. 证券监管

证券监管机构行使其监管职能的主要手段是法律赋予的行政处罚权力,处罚方式包括批评、警告、谴责、罚款等,监管效力可从以下两个角度进行考察:一是能否有效识别上市公司的违规行为,二是处罚以后上市公司的行为变化是否符合监管机构的期望^[21]。本文以证券监管机构发布违规公告作为其对上市公司违规行为的识别,并以此衡量证券监管效力,若证券监管机构公告某上市公司违规,则变量 *Violate* 在该年度取值为1,否则为0。是否违规以监管机构“发布公告日期”为标准,当公司一年内多次违规时,只保留第一次违规记录。

陆瑶等将上市公司违规分为信息披露违规、公司经营违规以及公司领导人行为违规几类^[25]。何杰和王果将上市公司违规归纳为股东违规自利、信息披露违规、违规使用资金、公司治理及内控不规范四种类型^[26]。借鉴以上观点,本文认为上市公司的违法违规行主要包括:(1)信息披露违反《公司法》《证券法》等相关证券法律法规,如误导性陈述、重大遗漏、推迟披露等;(2)大股东、实际控制人及内部控制在人违反《公司法》《上市公司治理准则》等公司内部治理规则,利用上市公司平台为自己输送利益,如内幕交易、违规买卖股票、违规担保等;(3)公司经营中的其他违规行为,包括会计处理不当、偷税漏税、违反环境法律法规等。

本文使用的违规数据来自CSMAR违规处理数据库,未区分处罚的类型和实施处罚的机构,其中的处罚主体不仅包括证监会、证券交易所等证券监管部门,还包括环保、税务等其他监管部门。为考察证券监管的直接影响,本文对原始数据进行筛选,将发布违规公告的主体限定为证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所以及财政部。

表2 变量定义

4. 控制变量

控制变量方面,除一般的公司财务和公司特征变量外,本文基于罗炜和朱春艳^[4]、万鹏和陈翔宇^[6]等的研究,在模型(1)和模型(2)中控制了机构投资者持股比例 *Inst*、行业竞争指数 *HHI*、再融资 *Finance*、交叉上市 *Cross* 等变量,具体定义如表2所示。

变量名称	变量符号	变量定义
业绩快报自愿披露	<i>Disc</i>	公司在下一年是否自愿披露年度业绩快报,如果披露则该年度取值为1,否则为0
控股股东占款	<i>Orecta</i>	其他应收款/总资产
控股股东利益不一致程度	<i>Sepe</i>	两权分离程度/(控股股东持股比例+两权分离程度)
是否违规	<i>Violate</i>	若证券监管机构公告某上市公司违规,则该年度取值为1,否则为0
机构投资者持股比例	<i>Inst</i>	机构投资者持股比例
公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	总负债与总资产的比值
成长性	<i>TobinQ</i>	市值与总资产的比值
是否亏损	<i>Loss</i>	公司当年是否亏损,如果亏损则取值为1,否则为0
行业竞争指数	<i>HHI</i>	$HHI = \sum S_i^2$, 其中 S_i 为第 i 家公司销售额在某一行业中所占的份额
审计师类型	<i>Big4</i>	公司当年由“四大”会计师事务所审计取值为1,否则为0
再融资	<i>Finance</i>	业绩快报披露当年和下一年是否有增发或配股行为,如果有增发或配股两类融资行为中任何一项则取值为1,否则为0
交叉上市	<i>Cross</i>	公司同时H股上市取值为1,否则为0
实际控制人性质	<i>State</i>	公司实际控制人为国有单位取值为1,否则为0
年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	根据证监会行业分类标准生成的行业虚拟变量

(三)模型构建

本文为检验第二类代理成本对业绩快报自愿披露的影响,构建模型(1);为检验证券监管对业绩快报自愿披露的直接治理作用及其对第二类代理成本与业绩快报自愿披露关系的调节效应,构建模型(2)。具体列示如下:

$$\ln \frac{P(Disc)}{1 - P(Disc)} = \beta_0 + \beta_1 Orecta(Sepe) + \sum_i^n \gamma_i Control + \varepsilon \quad (1)$$

$$\ln \frac{P(Disc)}{1 - P(Disc)} = \beta_0 + \beta_1 Orecta(Sepe) + \beta_2 Violate + \beta_3 Violate \times Orecta(Sepe) + \sum_i^n \gamma_i Control + \varepsilon \quad (2)$$

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

表3为变量的描述性统计结果,是否自愿披露业绩快报 *Disc* 的均值为 11.4%,标准差为 31.8%,说明业绩快报自愿披露的比例整体较低且样本间差异较大。控股股东占款 *Orecta* 的均值为 3.5%,最小值为 0,最大值为 47%;控股股东利益不一致程度 *Sepe* 的均值为 11.7%,标准差为 14.9%,中位数为不存在两权分离的上市公司样本,说明控股股东的资金占用水平以及利益不一致程度在不同的上市公司之间存在较大差异。是否违规 *Violate* 的均值为 8.5%,表示样本中约有 8.5%的上市公司被证券监管机构公告违规,其余变量的统计结果如表 3 所示。

表3 变量描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
<i>Disc</i>	17564	0.114	0.318	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Orecta</i>	17564	0.035	0.068	0.000	0.004	0.012	0.032	0.470
<i>Sepe</i>	17564	0.117	0.149	0.000	0.000	0.000	0.248	0.474
<i>Violate</i>	17564	0.085	0.279	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Inst</i>	17564	7.390	10.606	0.140	1.590	3.920	8.270	60.510
<i>Size</i>	17564	21.944	1.401	18.629	20.983	21.838	22.784	25.912
<i>Lev</i>	17564	0.539	0.257	0.078	0.375	0.530	0.671	1.867
<i>TobinQ</i>	17564	2.446	2.183	0.879	1.275	1.739	2.676	15.492
<i>Loss</i>	17564	0.134	0.341	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>HHI</i>	17564	0.028	0.081	0.001	0.001	0.002	0.009	0.369
<i>Big4</i>	17564	0.075	0.263	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>State</i>	17564	0.598	0.490	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>Finance</i>	17564	0.023	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Cross</i>	17564	0.042	0.201	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

(二)相关性分析

表4为变量间的 Pearson 相关系数,公司是否自愿披露业绩快报 *Disc* 与表示第二类代理成本的变量控股股东占款 *Orecta*、控股股东利益不一致程度 *Sepe* 均在 1% 的显著性水平上负相关,与是否违规 *Violate* 在 5% 的显著性水平上正相关,这与假设 1 及假设 2 的预期一致。控制变量中,除是否亏损 *Loss*、行业竞争指数 *HHI* 以及审计师类型 *Big4* 不显著外,业绩快报自愿披露 *Disc* 与公司规模 *Size*、成长性 *TobinQ*、实际控制人性质 *State* 以及再融资 *Finance* 均在 1% 的显著性水平上正相关,与资产负债率 *Lev*、交叉上市 *Cross* 在 1% 的显著性水平上负相关,与机构投资者持股比例 *Inst* 在 10% 的显著性水平上负相关。各自变量之间的相关系数均在 0.5 以下,不存在严重的多重共线性问题。

(三)多元回归分析

表5为变量的 Logistic 模型回归结果,其中模型(1)的回归结果显示,*Orecta* 的系数为 -3.197,在 1% 的显著性水平上显著,*Sepe* 的系数为 -0.674,在 5% 的显著性水平上显著。这说明控股股东占款越多、与上市公司的利益不一致程度越高,第二类代理成本越高,公司自愿披露业绩快报的可能性越低,支持控股股东对中小股东的攫取假说,支持了假设 1。我国上市公司股权高度集中,“一股独大”带来突出的“内部股东控制”问题,控股股东既能凭借其股权优势控制公司的董事会和管理层,也能通过关联交易等方式占用和掠夺上市公司的资金。在信息披露方面,第二类代理成本越高,控股股东的利益侵占效应越强,越倾向于通过隐瞒信息来掩盖其操纵和掠夺行为对中小股东的利益损害。

由模型(2)的回归结果可知,加入是否违规变量 *Violate* 及交乘项后,第二类代理成本变量 *Orecta*、*Sepe*

表4 变量相关性分析

变量	<i>Disc</i>	<i>Orecta</i>	<i>Sepe</i>	<i>Violate</i>	<i>Inst</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>TobinQ</i>	<i>state</i>	<i>Finance</i>	<i>Cross</i>
<i>Disc</i>	1.000										
<i>Orecta</i>	-0.064***	1.000									
<i>Sepe</i>	-0.044***	0.057***	1.000								
<i>Violate</i>	0.019**	0.111***	0.041***	1.000							
<i>Inst</i>	-0.014*	-0.048***	0.159***	-0.031***	1.000						
<i>Size</i>	0.078***	-0.286***	-0.094***	-0.062***	0.076***	1.000					
<i>Lev</i>	-0.020***	0.303***	0.036***	0.097***	-0.034***	0.038***	1.000				
<i>TobinQ</i>	0.028***	0.113***	0.047***	0.090***	-0.008	-0.445***	0.056***	1.000			
<i>State</i>	0.028***	-0.097***	-0.336***	-0.091***	0.071***	0.196***	-0.010	-0.206***	1.000		
<i>Finance</i>	0.262***	-0.031***	-0.015**	0.024***	0.004	0.053***	0.005	0.018**	0.003	1.000	
<i>Cross</i>	-0.047***	-0.046***	-0.053***	-0.040***	0.006	0.318***	0.012	-0.069***	0.077***	-0.027***	1.000

注: *、**、***分别表示双尾显著性水平为10%、5%和1%。下同。

仍在原来的显著性水平上显著,是否违规 *Violate* 在10%的显著性水平上显著。证券监管机构的违规处罚对业绩快报自愿披露具有较为显著的正向作用,说明为了削减证券监管机构发布违规公告的不利影响,公司更倾向于将提升会计信息披露质量作为恢复投资者信心的重要举措,而自愿性信息披露作为上市公司的自律监督机制也是信息披露质量的一种反映^[27],因此受到处罚的公司自愿披露未来盈余信息的可能性会提高,即证券监管对自愿披露具有直接治理效应,假设2得到支持。由此可见,自愿性信息披露越来越受到监管部门的关注和重视,同时监管机构的违规处罚对上市公司的自愿披露行为具有显著的治理效力,能够直接提高业绩快报自愿披露的可能性,在一定程度上实现了改善信息披露质量的监管目标。但是 *Violate* 与 *Orecta*、*Sepe* 的交乘项并不显著,即证券监管对第二类代理成本与业绩快报自愿披露之间的负相关关系不存在显著的削弱作用,下文拟通过分组回归进一步检验证券监管的调节效应。

控制变量中,加入是否违规变量 *Violate* 及其交互项后,各变量系数及显著性没有明显变化,公司规模 *Size*、成长性 *TobinQ*、是否亏损 *Loss*、再融资 *Finance* 以及交叉上市 *Cross* 均在1%的统计水平上对业绩快报自愿披露具有显著影响。规模大的公司治理机制相对完善,同时受投资者、分析师及监管部门的关注程度更高,更倾向于自愿披露业绩快报。成长性高的企业基于信息披露的信号显示作用,为向公众传递经营状况良好的信号从而更愿意进行自愿披露。而亏损公司的管理层可能基于自愿披露的解释动机,倾向于主动披露与经营有关的信息解释业绩较差的原因以避免被更换。Francis等发现处于外部融资需求较大行业的公司具有较高的自愿披露水平,且其高自愿披露政策降低了债务和股权资本成本^[28]。因此,计划进行再融资的公司倾向于增

表5 业绩快报自愿披露 Logistic 模型回归结果

变量	模型(1)		模型(2)	
<i>Orecta</i>	-3.197*** (-3.26)		-3.347*** (-3.29)	
<i>Sepe</i>		-0.674** (-2.44)		-0.618** (-2.19)
<i>Violate</i>			0.170* (1.83)	0.223* (1.96)
<i>Orecta</i> × <i>Violate</i>			0.276 (1.13)	
<i>Sepe</i> × <i>Violate</i>				-0.591 (-0.87)
<i>Inst</i>	-0.009** (-2.31)	-0.007* (-1.78)	-0.009** (-2.29)	-0.007* (-1.77)
<i>Size</i>	0.271*** (7.09)	0.297*** (8.39)	0.269*** (7.04)	0.297*** (8.36)
<i>Lev</i>	-0.395** (-2.17)	-0.542*** (-3.15)	-0.406** (-2.22)	-0.554*** (-3.21)
<i>TobinQ</i>	0.112*** (7.51)	0.113*** (7.83)	0.111*** (7.32)	0.112*** (7.71)
<i>Loss</i>	0.317*** (3.65)	0.287*** (3.33)	0.305*** (3.51)	0.276*** (3.20)
<i>HHI</i>	0.242 (0.40)	0.168 (0.27)	0.253 (0.41)	0.179 (0.29)
<i>Big4</i>	0.089 (0.47)	0.092 (0.49)	0.095 (0.50)	0.097 (0.51)
<i>State</i>	0.172** (2.07)	0.121 (1.39)	0.179** (2.17)	0.128 (1.48)
<i>Finance</i>	2.692*** (23.25)	2.701*** (23.32)	2.685*** (23.21)	2.696*** (23.27)
<i>Cross</i>	-1.633*** (-4.48)	-1.675*** (-4.56)	-1.627*** (-4.47)	-1.668*** (-4.54)
<i>Constant</i>	-8.178*** (-9.63)	-8.679*** (-11.02)	-8.161*** (-9.58)	-8.681*** (-11.01)
<i>Year</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Industry</i>	Control	Control	Control	Control
<i>N</i>	17564	17564	17564	17564
LR chi2	690.95***	677.76***	703.20***	687.50***
Pseudo R2	8.23%	8.07%	8.26%	8.10%

注: 括号内为 z 值,下同。

加自愿披露以减少投资者的信息不对称,从而降低资本成本。交叉上市显著降低了业绩快报自愿披露的概率,可能的解释是境外上市法律监管较为严格,业绩预测类信息的发布面临更大的诉讼风险^[5]。

(四) 进一步分析

为进一步检验证券监管的调节效应,本文依据监管力度强弱对全体样本进行分组回归,结果见表6。宋云玲对业绩预告违规的研究发现,被处罚公司的业绩水平显著低于违规而未被处罚的公司,监管机构对被处罚样本带有一定程度的“选择性偏见”^[29]。由此,本文参照郑建明等的方法,以样本公司盈利水平的高低作为受监管力度强弱的标准,分别将低于、高于年度行业盈利水平中位数的样本划分为受监管力度强组和受监管力度弱组,其中盈利水平使用“营业利润+财务费用”衡量^[30]。

基于分组后的样本重新回归,第二类代理成本 *Orecta*、*Sepe* 与业绩快报自愿披露 *Disc* 仍存在负相关关系,控股股东占款 *Orecta* 在受监管力度弱组的系数绝对值显著大于受监管力度强组,且这一差异在 5% 的水平上显著异于 0,控股股东利益不一致程度 *Sepe* 在受监管力度弱组显著而在受监管力度强组不显著,且组间差异在 10% 的显著性水平上显著。分组回归的结果说明,第二类代理成本与业绩快报自愿披露在受监管力度弱组具有更为显著的负相关关系,证券监管能够在一定程度上削弱二者之间的负向关联,支持了假设 3。

以上结果说明,在受监管力度较强时,上市公司治理结构的合规程度更高,同时能够显著提升治理机制的有效性,从而在一定程度上抑制控股股东的操纵和掠夺行为对自愿性信息披露的负面影响。在当前的监管环境下,多数公司的治理合规程度不断提升,但仍有部分企业建立的公司治理体系缺乏内生性,遵守治理规则仅为满足监管要求或上市需要,治理合规对治理有效性的促进作用尚不明显。因此,如何通过合规的“形似”达到有效的“神至”,实现治理合规和治理有效性的“最优匹配”,仍是公司治理监管面临的重点和难点问题^[31]。

(五) 稳健性检验

1. 变更第二类代理成本的度量方法。本文将控股股东占款 *Orecta*、控股股东利益不一致程度 *Sepe* 经过年度行业中位数调整后的连续变量放入模型重新回归(见表7),除是否违规 *Violate* 在与 *Orecta* 回归时不再显著外,其余变量的回归结果与表5相比无明显变化,经年度行业中位数调整后的第二类代理成本变量与是否违规交互项的回归结果同样无明显差异。

2. 变更控制变量。鉴于公司的自愿披露行为可能受到内部治理机制的影响,本文在稳健性检验中控制了董事会规模 *Board*、独立董事比例 *Indd* 以及两职合一 *Dual* 等公司治理变量。回归结果如表8所示,控

表6 分组检验回归结果

变量	第二类代理成本为 <i>Orecta</i>		第二类代理成本为 <i>Sepe</i>	
	受监管力度弱组	受监管力度强组	受监管力度弱组	受监管力度强组
<i>Orecta</i>	-6.462*** (-3.98)	-2.848*** (-4.43)		
<i>Sepe</i>			-0.958*** (-3.56)	-0.363 (-1.36)
<i>Inst</i>	-0.006** (-2.01)	-0.012*** (-2.58)	-0.004 (-1.22)	-0.011** (-2.27)
<i>Size</i>	0.338*** (9.66)	0.306*** (7.72)	0.350*** (10.15)	0.352*** (9.21)
<i>Lev</i>	-1.028*** (-4.67)	-0.115 (-0.86)	-1.173*** (-5.41)	-0.276** (-2.14)
<i>TobinQ</i>	0.105*** (4.29)	0.102*** (6.92)	0.105*** (4.27)	0.108*** (7.41)
<i>Loss</i>	0.318 (0.97)	0.189** (2.23)	0.308 (0.94)	0.159* (1.88)
<i>HHI</i>	0.271 (0.65)	-0.277 (-0.61)	0.207 (0.49)	-0.37 (-0.81)
<i>Big4</i>	0.086 (0.75)	-0.252 (-0.94)	0.105 (0.91)	-0.236 (-0.88)
<i>State</i>	0.280*** (3.68)	0.027 (0.35)	0.201** (2.52)	0.012 (0.15)
<i>Finance</i>	2.757*** (18.43)	2.642*** (16.26)	2.770*** (18.50)	2.651*** (16.32)
<i>Cross</i>	-1.551*** (-7.49)	-3.290*** (-3.25)	-1.588*** (-7.65)	-3.327*** (-3.29)
<i>Constant</i>	-9.473*** (-12.18)	-8.835*** (-10.23)	-9.657*** (-12.57)	-9.802*** (-11.74)
<i>Year</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Industry</i>	Control	Control	Control	Control
<i>N</i>	8722	8842	8722	8842
LR chi2	414.86***	334.94***	410.09***	322.17***
Pseudo R2	9.52%	7.54%	9.43%	7.19%
Chow test	P=0.0360		P=0.0995	

股东占款 *Orecta* 和控股股东利益不一致程度 *Sepe* 表示的第二类代理成本仍与业绩快报自愿披露 *Disc* 显著负相关,是否违规变量 *Violate* 及其与第二类代理成本交乘项的回归结果亦无明显变化。

表7 变更代理成本的稳健性检验结果

变量	模型(1)		模型(2)	
<i>Orecta</i>	-1.924** (-2.42)		-2.292** (-2.52)	
<i>Sepe</i>		-0.636** (-2.31)		-0.549** (-1.97)
<i>Violate</i>			0.145 (1.49)	0.228** (2.21)
<i>Orecta*Violate</i>			1.222 (1.08)	
<i>Sepe*Violate</i>				-0.895 (-1.27)
<i>Inst</i>	-0.009** (-2.30)	-0.007* (-1.80)	-0.009** (-2.29)	-0.007* (-1.80)
<i>Size</i>	0.287*** (7.71)	0.298*** (8.40)	0.286*** (7.67)	0.298*** (8.37)
<i>Lev</i>	-0.461** (-2.54)	-0.541*** (-3.15)	-0.471*** (-2.59)	-0.555*** (-3.21)
<i>TobinQ</i>	0.115*** (7.92)	0.113*** (7.82)	0.114*** (7.77)	0.112*** (7.71)
<i>Loss</i>	0.309*** (3.55)	0.285*** (3.30)	0.297*** (3.42)	0.275*** (3.18)
<i>HHI</i>	0.231 (0.38)	0.222 (0.36)	0.244 (0.40)	0.231 (0.38)
<i>Big4</i>	0.080 (0.42)	0.091 (0.48)	0.084 (0.44)	0.095 (0.50)
<i>State</i>	0.176** (2.12)	0.129 (1.50)	0.183** (2.21)	0.137 (1.60)
<i>Finance</i>	2.701*** (23.38)	2.700*** (23.32)	2.695*** (23.36)	2.696*** (23.25)
<i>Cross</i>	-1.642*** (-4.50)	-1.673*** (-4.56)	-1.637*** (-4.49)	-1.665*** (-4.54)
<i>Constant</i>	-8.563*** (-10.42)	-8.731*** (-11.06)	-8.555*** (-10.39)	-8.736*** (-11.06)
Year	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control
N	17564	17564	17564	17564
LR chi2	687.05***	676.55***	696.57***	685.26***
Pseudo R2	8.07%	8.06%	8.11%	8.10%

表8 变更控制变量的稳健性检验结果

变量	模型(1)		模型(2)	
<i>Orecta</i>	-3.231*** (-3.22)		-3.393*** (-3.26)	
<i>Sepe</i>		-0.665** (-2.39)		-0.611** (-2.15)
<i>Violate</i>			0.181* (1.94)	0.234** (2.05)
<i>Orecta*Violate</i>			0.297 (1.22)	
<i>Sepe*Violate</i>				-0.576 (-0.84)
<i>Inst</i>	-0.009*** (-2.35)	-0.007* (-1.84)	-0.009** (-2.33)	-0.007* (-1.84)
<i>Size</i>	0.266*** (6.76)	0.293*** (8.00)	0.265*** (6.70)	0.292*** (7.95)
<i>Lev</i>	-0.408** (-2.20)	-0.557*** (-3.20)	-0.419*** (-2.26)	-0.570*** (-3.26)
<i>TobinQ</i>	0.109*** (7.13)	0.109*** (7.46)	0.107*** (6.95)	0.108*** (7.34)
<i>Loss</i>	0.318*** (3.63)	0.290*** (3.32)	0.306*** (3.49)	0.278*** (3.18)
<i>HHI</i>	0.183 (0.30)	0.108 (0.18)	0.193 (0.32)	0.119 (0.20)
<i>Big4</i>	0.084 (0.44)	0.087 (0.46)	0.090 (0.48)	0.091 (0.48)
<i>State</i>	0.179** (2.12)	0.129 (1.45)	0.187** (2.21)	0.136 (1.54)
<i>Finance</i>	2.690*** (23.14)	2.699*** (23.21)	2.684*** (23.10)	2.694*** (23.15)
<i>Cross</i>	-1.624*** (-4.45)	-1.665*** (-4.52)	-1.618*** (-4.43)	-1.658*** (-4.51)
<i>Board</i>	0.114 (0.49)	0.117 (0.52)	0.125 (0.54)	0.129 (0.56)
<i>Indd</i>	0.196 (0.26)	0.146 (0.19)	0.198 (0.26)	0.147 (0.19)
<i>Dual</i>	0.058 (0.61)	0.059 (0.62)	0.056 (0.59)	0.057 (0.59)
<i>Constant</i>	-8.399*** (-8.58)	-8.897*** (-9.64)	-8.399*** (-8.58)	-8.917*** (-9.67)
Year	Control	Control	Control	Control
Industry	Control	Control	Control	Control
N	17431	17431	17431	17431
LR chi2	683.33***	672.92***	694.79***	682.47***
Pseudo R2	8.20%	8.03%	8.24%	8.07%

五、结论性评述

本文基于2004—2016年A股上市公司的年度数据,以控股股东占款、控股股东利益不一致程度衡量第二类代理成本,对其与业绩快报自愿披露的关系进行了理论分析和实证检验,进而以是否违规为变量并依据监管力度进行分组来检验证券监管的直接治理作用及调节效应。研究发现:第二类代理成本越高,公司自愿披露业绩快报的可能性越低;证券监管对业绩快报自愿披露具有显著的正向作用,也能在一

一定程度上削弱第二类代理成本与业绩快报自愿披露之间的负相关关系。

本文的研究结果具有如下启示:第一,在我国这样一个新兴的资本市场上,控股股东与中小股东的代理问题还将长期存在。为更好地保护投资者利益,应充分发挥内外部治理机制的作用,有效行使独立董事和监事会的监督职能,积极推进中小股东、机构投资者及其他利益相关者参与公司治理,通过降低代理成本提高自愿披露程度。第二,证券监管能在一定程度上直接提高上市公司自愿披露的可能性,在目前自愿披露相关法律责任尚不明确的情况下,还应充分发挥行政监管对自愿披露的监督作用,将自愿性信息披露纳入日常监管范围,将事前防范、事中控制与事后惩处有机结合来遏制企业的违规披露行为。第三,在当前的监管环境下,事后的违规处罚对公司内部治理的改善作用有限,治理合规程度的提升并不意味着治理机制的实质性改善,由形式合规到实质有效的转变仍是公司治理监管的重点。监管部门应逐步引导企业自主提升治理水平,充分运用监管部门的“硬权力”和企业自身的“软权力”推进公司治理改革^[32]。

本文存在的不足主要体现在:首先,仅关注公司是否自愿披露业绩快报,对业绩快报披露的及时性、准确性等质量特征并未加以分析;其次,通过分组回归证实证券监管能在一定程度上削弱第二类代理成本与业绩快报自愿披露之间的负相关关系,其调节效应的作用效果有待进一步检验;最后,公司的自愿披露还受到管理者特征、法律环境等内外部因素的影响,模型仍有遗漏相关变量的可能。在后续研究中,应针对以上方面进一步探究自愿性信息披露的动因及影响因素,为自愿性信息披露的激励、指引及规范提供参考和建议。

参考文献:

- [1] 柳木华.业绩快报的信息含量:经验证据与政策含义[J].会计研究,2005(7):39-43.
- [2] Healy P M, Palepu K G. 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.
- [3] Beyer A, Cohen D A, Lys T Z, et al. The financial reporting environment: Review of the recent literature [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(2-3): 296-343.
- [4] 罗炜,朱春艳.代理成本与公司自愿性披露[J].经济研究,2010(10):143-155.
- [5] 万鹏,曲晓辉.董事长个人特征、代理成本与营收计划的自愿披露——来自沪深上市公司的经验证据[J].会计研究,2012(7):15-23.
- [6] 万鹏,陈翔宇.代理成本、独立董事独立性与业绩快报自愿披露[J].财贸研究,2016(4):137-146.
- [7] 袁振超,岳衡,谈文峰.代理成本、所有权性质与业绩预告精确度[J].南开管理评论,2014(3):49-61.
- [8] Robinson J R, Xue Y F, Yu Y. Determinants of disclosure noncompliance and the effect of the SEC review: Evidence from the 2006 mandated compensation disclosure regulations [J]. The Accounting Review, 2011, 86(4): 1415-1444.
- [9] Nagar V, Nanda D, Wysocki P. Discretionary disclosure and stock-based incentives [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 34(1): 283-309.
- [10] Heflin F, Subramanyam K R, Zhang Y. Regulation FD and the financial information environment: early evidence [J]. The Accounting Review, 2003, 78(1): 1-37.
- [11] 张尧,薛翰玉,赵健宏.管理层自利、外部监督与盈利预测偏差[J].会计研究,2017(1):32-38.
- [12] 黎文靖.会计信息披露政府监管的经济后果——来自中国证券市场的经验证据[J].会计研究,2007(8):13-21.
- [13] 宋云玲,李志文,纪新伟.从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果[J].金融研究,2011(6):136-149.
- [14] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [15] La porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517.
- [16] Burkart M, Panunzi F, Shleifer A. Family firms [J]. The Journal of Finance, 2003, 58(5): 2167-2201.

- [17] 唐跃军,吕斐适,程新生.大股东制衡、治理战略与信息披露——来自2003年中国上市公司的证据[J].经济学(季刊),2008(2):647-664.
- [18] Johnson S,La Porta R,Lopez-de-Silanes F,et al.Tunnelling[J].American Economic Review,2002,90(2):22-27.
- [19] 唐跃军,左晶晶.终极控制权、大股东制衡与信息披露质量[J].经济理论与经济管理,2012(6):83-95.
- [20] 郑国坚,林东杰,张飞达.大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J].管理世界,2013(5):157-168.
- [21] 沈红波,杨玉龙,潘飞.民营上市公司的政治关联、证券违规与盈余质量[J].金融研究,2014(1):194-206.
- [22] Farber D B. Restoring trust after fraud: does corporate governance matter[J].The Accounting Review,2005,80(2):539-561.
- [23] 姜国华,岳衡.大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J].管理世界,2005(9):119-126.
- [24] 朱春艳,伍利娜,田利辉.代理成本、弹性信息披露对审计收费的影响[J].会计研究,2017(7):89-95.
- [25] 陆瑶,朱玉杰,胡晓元.机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究[J].南开管理评论,2012(1):13-23.
- [26] 何杰,王果.上市公司违规行为的分布特点、变化趋势和影响波及[J].改革,2013(10):142-151.
- [27] Penno M C. Information quality and voluntary disclosure[J]. The Accounting Review,1997,72(2):275-284.
- [28] Francis J R.,Khurana I K,Pereira R.Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world[J].The Accounting Review,2005,80(4):1125-1162.
- [29] 宋云玲.CSRC处罚的“选择性偏见”——基于业绩预测的证据[J].清华大学学报(哲学社会科学版),2009(S1):52-60.
- [30] 郑建明,黄晓蓓,张新民.管理层业绩预告违规与分析师监管[J].会计研究,2015(3):50-56.
- [31] 李慧聪,李维安,郝臣.公司治理监管环境下合规对治理有效性的影响——基于中国保险业数据的实证研究[J].中国工业经济,2015(8):98-113.
- [32] 李维安.深化公司治理改革的风向标:治理有效性[J].南开管理评论,2013(5):1.

[责任编辑:黄 燕]

The Second Type of Agency Cost, Securities Supervision and Voluntary Disclosure of Earnings Pre-announcement

WANG Hong, LIU Yupei

(Management College, Ocean University of China, Qingdao 266100, China)

Abstract: Using a sample of all A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2004 to 2016, this paper studies the relationship between the second type of agency costs and voluntary disclosure of earnings pre-announcement. On this basis, it further examines the effect of violation penalties of securities regulatory agencies on the relationship between them. The findings show that the higher the second type of agency costs, the lower the probability of voluntarily disclosure of earnings pre-announcement. The securities supervision has a significant positive effect on voluntary disclosure of earnings pre-announcement, and can also weaken the negative correlation between the second type of agency costs and the voluntary disclosure of earnings pre-announcement to a certain extent. This paper explains the voluntary disclosure behavior of listed companies from the perspective of agency conflicts between controlling shareholders and minority shareholders, and provides empirical evidence for testing the governance effect of securities supervision.

Key Words: agency costs; violation penalty; voluntary disclosure; earnings pre-announcement; securities supervision; corporate governance