

金字塔控股结构与公司透明度

李丹蒙

摘要：运用深圳证券交易所公布的上市公司信息披露考评结果作为衡量公司透明度的指标,在对金字塔控股模式下控制权和现金流权的分离对公司透明度的影响进行实证研究发现,总体来说,控制权和现金流权的分离程度越大,公司的透明度越低;相对于国有控股公司,控制权和现金流权的分离对于民营上市公司的信息披露影响更为明显。在控制了内生性问题后,上述结果仍然成立。在经济后果方面,投资者对于国有控股上市公司的信息披露行为给予了较高的认可,而对于民营上市公司,可能是出于代理成本的考虑,投资者虽然对于透明度较高的公司给予了较高的定价,但这种效应并不显著。

关键词：公司信息透明度 金字塔控股 控制权 现金流权

一、引言

高质量的信息披露是证券市场健康发展的基石,Grossman和Stiglitz(1980)在一篇经典文献中讨论了信息对于资本市场中资源配置的作用。Healy和Palepu(2001)认为财务报告和信息披露是公司管理层与外部投资者之间就公司绩效和治理状况进行沟通的重要手段。通过有效的信息披露,可以降低上市公司的控股股东和管理层与外部投资者之间信息不对称的程度,提高上市公司和整个证券市场运行的透明度,增加公司股票流动性并且减少融资成本。从投资者的角度看,有效的信息披露可以为投资者做出投资决策提供帮助,因而对于改善公司治理、保护投资者具有重要意义。Welker(1995)指出披露政策获得了财务分析师较高评价的公司,其股票流动性较好。Gelb和Zarowin(2000)发现,公司的披露策略会影响信息渗入股价的速度,较高披露级别的公司具有较高的股价。汪炜、蒋高峰(2004)利用公司自愿性信息披露作为公司信息透明度的替代指标,验证了上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的权益资本成本。陈继云(2007)发现,提高公司透明度可以使公司的股票报酬更高,也可以在一定程度上改善会计信息的价值相关性。张程睿、王华(2007)利用深交所的信息披露考评替代公司信息透明度的研究表明,尽管公司信息透明度对于大量中小投资者的股票选择没有显著影响,但其的确也帮助了投资者对所选择的股票进行定价。随着我国证券市场不断走向成熟,我国上市公司的信息披露制度也日益完善,信息披露水平有了显著提

高。然而,由于我国证券市场总体发育不够成熟,导致信息披露规则和披露标准领先于信息披露实务,我国上市公司信息披露的实际质量总体上看并不高。上海证券交易所研究中心(2003)认为,造成我国上市公司信息披露和透明度不理想的原因主要包括:缺乏对信息披露主体的有效的法律约束机制,行政干预和资本市场缺乏足够的竞争以及企业内部缺乏有效的信息披露实施机制。因此,改善上市公司的内部治理结构和外部治理环境将有助于完善信息披露、提高公司透明度,研究公司治理与信息披露以及透明度的关系具有重要的理论和现实意义。

所有权结构作为公司治理中的核心机制,对上市公司的信息披露行为具有重要的影响。Makinon和Dalimunthe(1993)发现,所有权分散程度、少数股权及企业规模等是影响自愿性披露的主要因素。Ho和Wong(2001)以家族上市公司为样本进行研究表明,所有权集中会降低信息披露质量。陈继云(2007)的研究表明,股权性质会影响公司选择透明度的行为。Claessens、Djankov和Lang(2000)指出,在东亚国家和地区,最终控制人通过金字塔、交叉持股等所有权结构行使控制权。在金字塔控股模式下,控股股东的控制权往往超过其相应的现金流权,使得上市公司的信息披露行为和透明度呈现出不同的特征。Fan和Wong(2002)研究发现,当所有权集中,并且控制权和所有权的分离程度较大时,控股股东为了追求自身的利益会对公司的对外披露进行严格控制,因而加剧了控股股东与中小股东之间的信息不对称,降低了会计信息透明度。Fan、Wong和Zhang(2005)提出,在中国的市场环境下,金

二、研究假说

金字塔控股结构的主要特征是控制权与所有权的分离,最终控制人通过较小的现金流支出就可以控制很大比例的投票权。最终控制人有很强的激励谋取控制权私人收益。Bebchuk、Kraakman 和 Tiantis (2000)认为,在金字塔结构中,控股股东有动机通过利益攫取(Tunneling)的方式剥夺下层公司的资源。在新兴市场中,金字塔控股结构经常建立在企业集团这种组织结构的基础上,控股股东或管理层通过金字塔式的持股结构在集团成员之间配置资源,形成内部资本市场。Friedman、Johnson 和 Mitton (2003)的模型证明,金字塔控股结构中,存在控股股东在成员之间转移资源而进行利益攫取的可能性,同时也存在利益输送的可能性,但是对企业的利益输送也意味着存在更为有效的利益攫取的可能性。当控股股东通过金字塔的控股结构控制了上市公司后,必然会影响公司的信息披露行为。为了掩盖由于控制权和现金流权分离所带来的利益攫取行为,减少诉讼成本和专有信息方面优势的流失,公司的最终控制人有激励保持较低的信息披露水平和透明度。在金字塔控股结构下,信息在多层级、多部门之间进行传递,也不利于保持信息的流通顺畅和较高的透明度。转型时期我国上市公司治理的一个重要特征是政府尤其是地方政府对于企业经营活动和融资行为的干预,由此带来了寻租活动的盛行。出于声誉和政治关系方面的保密,很多上市公司也希望在某些方面“不透明”。同时,我国资本市场中的信息披露政策和法规的制定和执行目前尚不完善,在很大程度上降低了控股股东操纵信息披露的风险。苏启林、朱文(2003),马忠等(2007)的实证研究都发现,控股股东现金流权和控制权的分离导致了企业价值受损,表明在我国目前的制度环境下,最终控制人利用金字塔股权结构进行利益攫取的行为更加普遍。因此,我们得到:

假说 1: 在金字塔控股模式下,控制权和现金流权的分离程度与公司透明度之间存在显著为负的关系。

Fan、Wong 和 Zhang(2005)对中国的金字塔结构所有权结构的成因进行了深入的研究,发现由地方政府控制的企业与民营企业,其金字塔控股模式形成的原因是不同的。对于国有控股的上市公司来说,贯彻分权和放权的激励是形成金字塔控股结构的主要原因。政府(主要是地方政府)为了实现对于国有企业管理的政企分开,往往依靠成立一些国有资产代理机构或公司来间接控制上市公司。比如,各地区的国有资产监督管理部门通常是通过控制国有独资投资公司或集团公司来实现对于上市公司的

字塔所有权结构是一种普遍现象。马忠等(2007)以中国家族控股上市公司为样本,实证检验表明,终极控制人的控制权和现金流权分离度越大,终极控制权比例越高,上市公司的自愿性信息披露程度越低。

转型时期我国上市公司治理的一个重要特征是紧密的政企关系,政府通过人事任命等制度安排不断干预企业的日常经营活动以及融资活动,研究所所有权结构与信息披露行为、公司透明度的关系必须要考虑上市公司中国有控股的产权性质。Fan、Wong 和 Zhang (2005)对中国上市公司金字塔所有权结构的成因进行了深入研究,发现由地方政府控制的企业与私营企业家控制的企业,其金字塔所有权结构的形成原因是不同的。我国目前关于信息披露的已有文献主要关注自愿性信息披露,通过自建的信息披露评价指标作为公司透明度的替代变量进行了相关的研究,比如汪炜、蒋高峰(2004)和马忠等(2007)。Healy 和 Palepu(2001)认为,自建的信息披露度量指标涉及较多的主观判断,发现的结果相对缺乏稳健性和可拓展性。同时,自建的度量指标往往主要体现了信息披露数量方面的衡量,难以对信息披露的“质量”进行有效度量。张程睿、王华(2007)提出,在成熟资本市场中,法律制度可以较好地保证信息披露的质量,因而在一定程度上可以用以数量表示的自愿性信息披露水平作为公司信息透明度的衡量指标。在我国,由于法律和监管制度的制定和执行尚存在诸多不完善之处,即使是强制披露的内容,部分公司也存在不真实、不及时、不完整的现象。深圳证券交易所的年度信息披露考评主要针对上市公司强制披露的履行情况,同时也兼顾自愿披露的真实性和合法性考核。因此,本文采用了深交所的信息披露考评作为公司透明度的替代变量,试图分析在金字塔控股结构下,控制权和现金流权的分离如何影响公司的信息披露行为和透明度,进而实证检验在国有控股公司与非国有控股公司(主体是民营上市公司)之间,控制权和现金流权的分离对于公司透明度的影响是否存在差别。针对不同的公司透明度和信息披露水平,投资者是否给予了不同的认同和定价。

我们的研究发现,总体来说,控制权和现金流权的分离程度越大,公司的透明度越低;相对于国有控股公司,控制权和现金流权的分离对于民营上市公司的信息披露影响更为明显。在控制了内生性问题后,上述结果仍然成立。在经济后果方面,投资者对于国有控股上市公司的信息披露行为给予了较高的认可,而对于民营上市公司,可能是出于代理成本的考虑,投资者虽然对于透明度较高的公司给予了较高的定价,但这种效应并不显著。

控制,形成了层级式的控股模式。外部投资者对国有控股公司的这种持股模式给予了认同,体现为公司上市时所获得的较低的折价。国有控股公司的金字塔控股模式削弱了政府对于企业生产经营的直接干预,有利于企业自主决策,为了再融资的便利和降低资本成本,公司有动机增加信息披露的水平,因而一定程度上可以弱化控制权和现金流权的分离对于公司透明度的负面作用。与国有控股公司相对照的是,中国私营企业构造金字塔股权结构的主要目的是为了缓解融资约束,形成内部资本市场。在法律保护不健全的制度背景下,这种内部资本市场往往是以牺牲中小投资者的利益为代价而形成的。因此,我们认为:

假说 2:与国有控股公司相比,非国有控股上市公司中控制权和现金流权的分离对于公司透明度的负面影响更为显著。

最后,我们考虑公司透明度的经济后果,Bushman 和 Smith (2003) 提出了公司增加透明度可以影响投资者行为以及资本成本的两个渠道:一方面,公司透明度增加,减少了与外部投资者之间的信息不对称,降低投资者对于公司投资项目的估计风险,同时也可以加强对公司管理层的监督,降低因为管理层的道德风险而导致的投资者利益被侵占的风险。另一方面,公司透明度增加,降低了投资者与知情交易者进行交易时所面临的风险,增强了市场流动性,减少了外部融资成本。Gelb 和 Zarowin (2000) 发现,公司的披露策略会影响信息渗入股价的速度,较高披露级别的公司具有较高的股价。张程睿、王华 (2007) 利用深交所的信息披露考评替代公司信息透明度的研究表明,尽管公司信息透明度对于大量中小投资者的股票选择没有显著影响,但其的确也帮助了投资者对所选择的股票进行定价。由此,我们得到:

假说 3: 上市公司的透明度与其市场价值之间有着显著为正的关系。

三、研究设计

(一) 样本与数据来源

由于从 2004 年年报开始,上市公司在年报中披露最终控制人和上市公司之间的控制关系图,出于数据准确性和完整性的考虑,我们选择了 2004 - 2005 年在深圳证券交易所上市的公司为基本样本。我们剔除了金融类的上市公司、财务数据或其他数据存在缺失的样本以及当年新上市的公司。最后得到 872 个观测值,具体的样本分布如表 1 所示。

在本文的样本数据中,控制权和现金流权的数据来自国泰安数据服务中心的 CSMAR 数据库,并通过手工搜集进行了补充和检验。上市公司的透明度

以深交所的上市公司信息披露考评来衡量,通过深交所的网站得到。样本公司的基本信息、财务资料和公司治理数据都来自 CSMAR 数据库。文中所用到的各地区市场化进程指数来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏主编的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》。

表 1 样本分布

行业	透明度评价				合计
	优秀	良好	及格	不及格	
农、林、牧、渔业	3	5	9	2	19
采掘业	3	7	1	0	11
食品、饮料	1	26	11	1	39
纺织、服装、皮毛	3	22	15	2	42
造纸、印刷	0	8	3	0	11
石油、化学、塑胶、塑料	7	73	18	5	103
电子	3	17	8	0	28
金属、非金属	12	41	22	2	77
机械、设备、仪表	13	79	38	14	144
医药、生物制品	4	41	17	0	62
电力、煤气及水的生产和供应业	6	27	3	2	38
建筑业	0	5	7	0	12
交通运输、仓储业	3	18	7	0	28
信息技术业	5	28	19	6	58
批发和零售贸易	3	33	20	1	57
房地产业	6	31	9	0	46
社会服务业	5	20	7	2	34
综合类	0	40	20	3	63
合计	77	521	234	40	872

(二) 变量和模型

本文所用主要变量的定义列示于表 2。本文的因变量为公司透明度和企业价值(以托宾 Q 值来衡量),主要自变量是控制权与现金流权分离程度,同时采用了企业规模、负债率、销售收入增长率、审计师等相关控制变量。下面进行详细的定义与说明。方程(1)和方程(2)为本文所使用的主要回归模型。

表 2 变量定义

变量	定义	描述
DIF	控制权与现金流权的分离度	最终控制人对上市公司的控制权与现金流权的差值
SCORE	公司透明度	深交所的年度信息披露考评,考核结果为“优秀”、“良好”的为 1,否则为 0
SIZE	公司规模	上市公司年末资产总额的自然对数
LEV	公司负债率	年末长期借款/年末总资产
ROA	盈利能力	当年净利润/年末总资产
SUBFIRM	子公司数目	上市公司控股参股的子公司数目
HOLD	高管层持股	上市公司的高管层是否持有公司股票
BIGFOUR	审计师	对上市公司进行审计的事务所是否为“国际四大”,是为 1,否则为 0
AGE	上市年限	上市公司已上市年限
GROWTH	成长率	上市公司主营业务的增长率
TOBINQ	托宾 Q 值	$(流通股股数 \times 年末股价 + 非流通股股数 \times 每股净资产 + 负债的账面价值) / 资产的账面价值$
INDEX	市场化程度	樊纲、王小鲁和朱恒鹏 (2006):《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》

$$\text{SCORE} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DIF} + \alpha_2 \text{SIZE} + \alpha_3 \text{LEV} + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{SUBFIRM} + \alpha_6 \text{HOLD} + \alpha_7 \text{BIGFOUR} + \text{fixedeffects} + \dots \quad (1)$$

$$\text{TOBINQ} = \beta_0 + \beta_1 \text{SCORE} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{SUBFIRM} + \beta_6 \text{AGE} + \beta_7 \text{GROWTH} + \text{fixedeffects} + u \quad (2)$$

1. 公司透明度的衡量

深圳证券交易所自 2001 年开始对深交所上市公司的信息披露进行年度评级,评级依据为《深圳证券交易所股票上市规则》,以一个年度为一个考核期间,分别对公司信息披露的及时性、准确性、完整性和合法性进行等级考评,考评主要针对公司对强制披露规定的履行情况,也兼顾自愿披露的真实性和合法性考核。考评结果分为优秀、良好、及格和不及格四个等级。从表 1 中我们可以看到,在样本公司观测值中,考评结果为“优秀”和“不及格”的公司相对较少。因此,在本文的研究中,我们采用深交所的信息考评结果来代替公司透明度,并将公司透明度区分为 0/1 变量。当上市公司年度信息考评结果为“优秀”或“良好”时,公司透明度变量 SCORE 的值为 1,否则为 0。

2. 金字塔结构下控制权和现金流权的计算

本文中我们对金字塔结构下控制权和现金流权的计算采用了 Claessens、Djankov 和 Lang (2000) 相同的方法;对控制权和现金流权的分离程度,我们以控制权和现金流权之差来衡量。在图 1 和图 2 中,我们给出了计算示例。

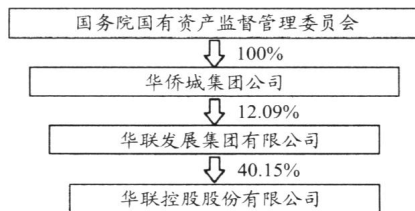


图 1

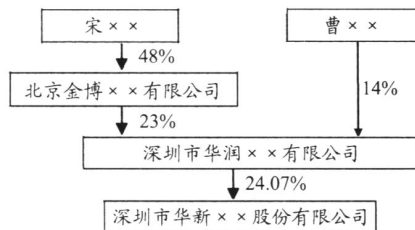


图 2

在图 1 中,最终控制人国资委的控制权 = $\min(100\%, 12.09\%, 40.15\%) = 12.09\%$,最终控制人拥有的现金流权 = $100\% \times 12.09\% \times 40.15\% = 4.85\%$ 。控制权与现金流权的分离程度 $\text{DIF} = 12.09\% - 4.85\% = 7.24\%$ 。

在图 2 中,最终控制人宋 × × 拥有的控制权 =

$\min(48\%, 23\%, 24.07\%) = 23\%$,最终控制人拥有的现金流权 = $48\% \times 23\% \times 24.07\% = 2.66\%$ 。控制权与现金流权的分离程度 $\text{DIF} = 23\% - 2.66\% = 20.34\%$ 。

3. 企业价值的计算

本文采用托宾 Q 值来衡量上市公司的企业价值,托宾 Q 值是文献中较为普遍采用的企业价值衡量指标。通常,托宾 Q 值以资产的市场价值除以资产的重置价值计算得到。考虑到中国上市公司股权分置的特殊情况,计算托宾 Q 值时股权的市场价值需要考虑非流通股的因素,用年末每股净资产来衡量非流通股的价值。具体的计算公式为: $\text{TOBINQ} = (\text{流通股股数} \times \text{年末股价} + \text{非流通股股数} \times \text{每股净资产} + \text{负债的账面价值}) / \text{公司资产的账面价值}$ 。

4. 回归模型与控制变量

在方程 1 中,我们使用 Probit 模型来估计控制权与现金流权的分离对公司透明度的影响,我们选择了公司规模、负债率和资产收益率作为控制变量,此外,我们选择了上市公司控股参股的子公司数量来衡量公司业务的复杂程度和内部资本市场的活跃程度,我们预期,该项变量与公司透明度之间的关系显著为负。同时,我们采用公司高管人员是否持股这个虚拟变量来控制公司信息披露行为的内部激励,Healy 和 Palepu (2001) 指出,公司管理层的激励和动机是影响公司信息披露行为的重要因素。审计师是公司治理中的一个重要机制,Fan 和 Wong (2005) 的研究发现,控制权和所有权分离程度大、代理问题严重的公司会聘请高质量的审计师来向市场传递有利信号,降低融资成本。因此,我们在回归方程中加入了是否由国际四大会计师事务所审计这个虚拟变量。在回归方程中,我们使用了年度虚拟变量和行业虚拟变量来控制方程中的固定效应。因为本文中的样本观测主要来自深交所,其中注册经营地点在广东省的公司占据了一定的比例,为此,我们采用了 cluster 方法调整方程估计中的标准差,以控制异方差和自相关问题。在方程 (2) 中,我们采用 OLS 方法估计公司透明度对企业价值的影响,使用的控制变量主要包括公司规模、负债率、盈利能力和控股参股的子公司数量,同时参考 Fan 和 Wong (2005) 的回归模型,加入了公司上市年数和主营业务增长率两个控制变量。在回归方程中,我们使用了年度虚拟变量和行业虚拟变量来控制方程中的固定效应,采用了 cluster 方法调整方程估计中的标准差,以控制异方差和自相关问题。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

在表 3 中,我们给出了主要变量的描述性统计,

我们发现,尽管普遍采用金字塔控股结构,样本公司控制权和现金流权的分离在分布上并不是很均衡,进一步检验发现,在国有控股样本中,公司控制权和现金流权的分离程度较低,约为70%左右,而民营上市公司中,大多数控制权和现金流权都有所分离。这也为上文中提出的研究假说提供了初步证据,国有控股公司与民营上市公司在金字塔控股结构方面

存在差异,可能会影响两权分离程度与公司透明度之间的关系。在样本观测值中,大约2/3观测值的信息披露考评结果为“优秀”或“良好”,说明我国上市公司的信息披露行为近年来有所改善。超过60%的上市公司高管层持有公司股票,而上市公司平均控股参股的子公司数量为7~10家,最多的达175家之多。

表3 描述性统计

	观测值	均值	标准差	最小值	第一四分位数	中位数	第三四分位数	最大值
DIF	872	7.17	9.94	0	0	0	13.65	63.15
SCORE	872	0.69	0.46	0	0	1	1	1
SIZE	872	21.18	0.95	18.32	20.55	21.14	21.80	24.23
LEV	872	0.06	0.09	0	0	0.02	0.09	0.50
ROA	872	-0.01	0.22	-3.18	0.00	0.02	0.04	0.42
SUBFIRM	872	10.17	11.77	1	4	7	13	175
HOLD	872	0.62	0.49	0	0	1	1	1
BIGFOUR	872	0.05	0.22	0	0	0	0	1
AGE	872	7.75	2.66	1	6	8	9	15
GROWTH	872	0.26	0.83	-0.10	-0.00	0.15	0.36	13.08
TOBINQ	872	1.20	0.31	0.80	1.04	1.12	1.25	4.03
INDEX	872	7.39	1.85	1.55	5.99	7.23	9.36	10.41

(二) 回归分析

下面,我们进一步讨论回归检验的结果,在表4中,我们发现,控制权与现金流权的分离对公司透明度有负面作用,但是并不明显。在国有控股样本回归中,两权分离的估计系数为正,但是并不显著,说明国有控股公司构造金字塔结构的主要动机在于放权的激励,借助两权分离进行利益攫取的动机相对较弱。对于非国有控股公司来说,两权分离与公司透明度之间的关系明显为负,显著性水平为5%。当两权分离变量从均值7%增加1%时,公司透明度有0.6%的概率变差。我们通过F检验测试了国有控股与非国有控股样本在回归系数上的差异,发现相对国有控股公司,两权分离程度对于非国有控股公司的公司透明度负面作用更加明显,印证了假说2。此外,我们注意到,公司控股参股的子公司数量和公司透明度的关系显著为负,说明内部资本市场的发展某种程度上是以牺牲公司透明度为代价而形成的。与预期相反的是,由四大会计师事务所审计的公司,透明度反而较低。我们认为这里主要是由于因果倒置的作用,公司透明度高,信息披露完善的公司通常认为不需要聘请声誉较好的四大会计师事务所来向市场投资者传递有利的信号。

在表5中,我们剔除了控制权和现金流权分离度为0的样本,在全部样本中,两权分离程度与公司透明度在10%的水平上显著为负。国有控股公司的样本数大幅度减少,两权分离的回归系数仍然为正,但是并不显著;非国有控股样本两权分离回归系数在1%的水平上显著为负,并且与国有控股样本

两权分离程度的回归系数存在显著差异。

表4 控制权与现金流权的分离与公司透明度

	预测符号	全部样本	国有控股样本	非国有控股样本
DIF	-	-0.0035 (-0.65)	0.0066 (0.82)	-0.0155 (-2.39)**
SIZE	+	0.2387 (3.73)***	0.2197 (2.35)**	0.2085 (1.70)*
LEV	+	0.9187 (1.23)	0.7556 (0.93)	1.6698 (1.10)
ROA	+	5.1446 (6.22)***	5.2670 (5.58)***	4.9447 (4.13)***
SUBFIRM	-	-0.0173 (-3.01)***	-0.0146 (-1.74)*	-0.0219 (-3.12)***
HOLD	+	0.1887 (2.67)***	0.1195 (0.91)	0.3398 (1.44)
BIGFOUR	-	-0.3446 (-1.66)*	-0.3052 (-1.22)	-0.7771 (-2.51)**
Constant	?	-4.2732 (-3.12)***	-3.8678 (-1.96)**	-3.5209 (-1.42)
Pseudo R ²		0.1699	0.1468	0.2543
Observations		872	598	265

注:为了控制极端值的影响,我们对所有变量进行了1%水平上的winsorize处理。因变量为公司透明度SCORE,括号内的数字为cluster方法调整后得到的Z值,*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著异于0。非国有控股回归中样本量的减少是由于部分行业观测值较少,在迭代估计过程中被剔除。

Healy和Palepu(2001)指出,研究信息披露行为时,一个必须考虑的因素就是内生性问题。为了控制研究中的内生性,参照Fan和Wong(2005),我们采用了两阶段的回归方法,以上市公司所处地区的市场化进程指数、公司主营业务的增长率和公司上

市年限作为工具变量。表 6 提供了两阶段回归的结果,可以看出,模型的内生性检验显示,在回归中确实存在着内生性问题,对于国有控股和非国有控股公司来说,分别在 5%和 1%水平上显著。两阶段的回归结果显示,两权分离的程度对国有控股公司的公司透明度也有显著为负的影响,在 5%的水平上显著,但是非国有控股样本中这种负面作用仍然更加明显,回归系数在 1%的水平上显著为负。回归系数的差异在 F 检验下显著。

最后,表 7 给出了公司信息透明度的经济后果回归方程,我们发现在全部样本的回归模型中,公司透明度与企业价值的关系为正,但是并不显著。对于国有控股公司来说,公司透明度与企业价值的关系显著为正,在 5%的水平上显著。对于非国有控股公司样本,公司透明度对于企业价值的关系为正,但是并不显著,我们认为:一方面,公司透明度的提高降低了投资者与公司管理层之间的信息不对称,因此投资者会给予高透明度上市公司较高的定价;另一方面,透明度的提高使得投资者意识到了民营上市公司内部复杂的股权结构和控股股东进行利益攫取的动机,因而对这种潜在的代理成本在定价上给予了折扣。两个方面的相互作用使得公司透明度与企业价值之间的关系虽然为正,但是并不显著。另外,我们采用了表 4 中从 Probit 模型中回归得到的公司透明度评价的估计值来代替公司透明度进行回归,得到的回归结果基本不变。

表 5 控制权与现金流权的分离与公司透明度(剔除分离程度为 0 的样本)

	预测符号	全部样本	国有控股样本	非国有控股样本
DIF	-	- 0.0121 (- 1.69) *	0.0035 (0.22)	- 0.0253 (- 3.78) ***
SIZE	+	0.3770 (4.65) ***	0.4854 (3.01) ***	0.2852 (2.31) **
LEV	+	0.9052 (0.68)	1.0611 (0.59)	1.2276 (0.59)
ROA	+	4.4512 (4.57) ***	3.1934 (2.09) **	5.0284 (4.04) ***
SUBFIRM	-	- 0.0187 (- 3.26) ***	- 0.0062 (- 0.66)	- 0.0240 (- 3.51) ***
HOLD	+	0.2482 (1.65) *	- 0.0623 (- 0.27)	0.5369 (2.04) **
BIGFOUR	+	- 0.5217 (- 1.73) *	- 0.7728 (- 1.83) *	- 0.4026 (- 0.78)
Constant	?	- 7.1407 (- 4.18) ***	- 9.5889 (- 2.68) ***	- 5.1089 (- 2.02) **
Pseudo R ²		0.2181	0.1819	0.2829
Observations		407	164	227

注:为了控制极端值的影响,我们对所有变量进行了 1%水平上的 winsorize 处理。因变量为公司透明度 SCORE,括号内的数字为 cluster 方法调整后得到的 Z 值,*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著异于 0。非国有控股回归中样本量的减少是由于部分行业观测值较少,在迭代估计过程中被剔除。

表 6 控制权和现金流权的分离与公司透明度的两阶段回归

	预测符号	国有控股样本	非国有控股样本
DIF	-	- 0.0717 (- 2.17) **	- 0.1080 (- 20.54) ***
SIZE	+	0.1258 (1.31)	0.2262 (2.19) **
LEV	+	0.3661 (0.46)	0.4137 (0.42)
ROA	+	4.7785 (4.87) ***	0.2815 (0.19)
SUBFIRM	+	- 0.0119 (- 1.69) *	- 0.0056 (- 0.67)
HOLD	+	- 0.0019 (- 0.01)	- 0.1159 (- 0.72)
BIGFOUR	+	0.1022 (0.34)	- 0.7047 (- 1.85) *
Constant	?	- 1.7492 (- 0.87)	- 2.9689 (- 1.42)
Wald Chi2		134.52	470.08
Prob > Chi2		0.0000	0.0000
Observations		598	265
Wald Test of exogeneity Chi2		3.51	7.15
Prob > Chi2		0.0611	0.0075

注:为了控制极端值的影响,我们对所有变量进行了 1%水平上的 winsorize 处理。因变量为公司透明度 SCORE,括号内的数字为 cluster 方法调整后得到的 Z 值,*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著异于 0。非国有控股回归中样本量的减少是由于部分行业观测值较少,在迭代估计过程中被剔除。

表 7 公司透明度与企业价值

	预测符号	全部样本	国有控股样本	非国有控股样本
SCORE	+	0.0266 (1.24)	0.0372 (2.11) **	0.0113 (0.29)
SIZE	-	- 0.1625 (- 10.87) ***	- 0.1232 (- 8.59) ***	- 0.2680 (- 6.97) ***
LEV	?	0.1933 (1.31)	0.0894 (0.77)	0.2402 (1.04)
ROA	+	- 0.1320 (- 0.78)	0.1075 (0.42)	- 0.1776 (- 0.71)
SUBFIRM	?	0.0050 (3.44) ***	0.0044 (2.93) ***	0.0076 (1.71) *
AGE	+	0.0114 (2.61) **	0.0079 (1.33)	0.0172 (2.47) **
GROWTH	+	0.0557 (3.32) ***	0.0768 (2.28) **	0.0245 (1.14)
Constant	?	4.4220 (14.32) ***	3.5886 (11.78) ***	6.6145 (8.63) ***
Adjusted R ²		0.2895	0.2620	0.4217
Observations		872	598	274

注:为了控制极端值的影响,我们对所有变量进行了 1%水平上的 winsorize 处理。因变量为企业价值 TOBINQ,括号内的数字为 cluster 方法调整后得到的 T 值,*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著异于 0。

五、全文总结

运用深交所公布的上市公司信息披露考评结果

作为公司透明度的衡量指标,本文探讨了金字塔控股模式下控制权和现金流权的分离对公司透明度的影响。研究发现,总体来说,控制权和现金流权的分离程度越大,公司的透明度越低;相对于国有控股公司,控制权和现金流权的分离对于民营上市公司的信息披露影响更为明显。在控制了内生性问题后,上述结果仍然成立。在经济后果方面,投资者对于国有控股上市公司的信息披露行为给予了较高的认可,而对于民营上市公司,可能是出于代理成本的考虑,投资者虽然对于透明度较高的公司给予了较高的定价,但这种效应并不显著。本文的研究结果为设计和制定上市公司的信息披露规则和制度提供了一定的经验证据,上市公司的信息披露行为是公司治理机制的重要组成部分,受到公司治理结构和外部治理环境的影响。为了提高信息披露质量和公司透明度,目前迫切需要完善公司治理结构及法律、监管等外部治理环境。

当然,本文的研究还存在着一些不足之处,比如,尚无法获得深交所信息披露考评结果的具体构成指标,以便能够更加有效地设计研究模型。同时,将公司透明度简单地划分为高、低的二分变量也存在较多问题,连续变量无疑更加具有说服力,这些都将成为笔者未来努力的方向。

注释:

以往文献通常将信息披露分为强制性披露和自愿性披露,在我国目前的制度背景下,法律和监管制度的制定和执行并不完善,即使是强制披露的内容,也存在不真实、不及时和不完整的现象(张程睿、王华,2007)。因此,本文并不严格区分强制性披露和自愿性披露,文中采用的深交所信息披露考评指标主要针对公司对强制披露规定的履行情况,也兼顾自愿披露的真实性和合法性考核。

本文对控制权和现金流权的定义与 Claessens、Djankov 和 Long (2000) 相同。具体的计算方法参见研究设计部分。

我们采用了控制权和现金流权的比值来衡量两权的分离程度,基本结果保持不变。

由于篇幅所限,这里没有提供变量的相关系数表格,如有需要,可以向作者索取。

参考文献:

1. Bebchuk, L. A. ; Kraakman, R. and Triantis, G. , 2000. "Stock Pyramids, Cross - ownership , and Dual Class Equity: the Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash - flow Rights , " in Morck , ed. , Concentrated Corporate Ownership. Randall National Bureau of Economics Research Conference Volume , University of Chicago Press , pp. 295 - 315.
2. Bushman, R. M. and Smith, A. J. , 2003. " Transparency , Financial Accounting Information and Corporate Governance. " Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review , April , pp. 65 - 80.

3. Claessens, S. ; Jankov, S. D. and Long, L. , 2000. " The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations. " Journal of Financial Economics , Vol. 58 , pp. 81 - 112.

4. Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J. , 2002. " Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. " Journal of Accounting and Economics , Vol. 33 , pp. 401 - 425.

5. Fan Joseph P. H. ; Wong, T. J. and Zhang, Tianyu, 2005. " The Emergence of Corporate Pyramids in China. " Working Paper , The Chinese University of Hong Kong.

6. Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J. , 2005. " Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia. " Journal of Accounting Research , Vol. 43 , pp. 35 - 72.

7. Friedman, E. ; Johnson S. and Mitton, T. , 2003. " Propping and Tunneling. " Journal of Comparative Economics , Vol. 31 , pp. 732 - 750.

8. Geb, D. and Zarowin, P. , 2000. " Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. " Working Paper , New York University.

9. Grossman, S. J. and Stiglitz, J. E. , 1980. " On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. " American Economic Review , Vol. 70 , pp. 393 - 408.

10. Healy, P. M. and Palepu, K. G. , 2001. " Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. " Journal of Accounting and Economics , Vol. 31 , pp. 405 - 440.

11. Ho, Simon S. M. and Wong, K. S. , 2001. " A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure. " Journal of International Accounting, Auditing & Taxation , Vol. 10 , pp. 139 - 156.

12. Mckinnon, J. L. and Dalimunthe, L. , 1993. " Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies. " Accounting and Finance , May , pp. 33 - 50.

13. Welker, M. , 1995. " Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets. " Contemporary Accounting Research , Vol. 11 , pp. 801 - 827.

14. 陈继云:《公司透明度的影响因素与经济后果——基于中国上市公司的经验研究》,上海财经大学博士论文,2007。

15. 马忠等:《金字塔结构下终极所有权与控制权研究》,大连,东北财经大学出版社,2007。

16. 上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告》(2003年),上海,复旦大学出版社,2003。

17. 苏启林、朱文:《上市公司家族控制与企业价值》,载《经济研究》,2003(8),第36~45页。

18. 汪炜、蒋高峰:《信息披露、透明度与资本成本》,载《经济研究》,2004(7),第107~114页。

19. 张程睿、王华:《公司信息透明度的市场效应——来自中国A股市场的经验证据》,载《中国会计评论》,2007(1),第1~20页。

(作者单位:上海财经大学会计学院 上海 200439)

(责任编辑:孙永平)