

控股股东对公司信息披露透明度的影响

——来自深市民营上市公司的经验数据

王正军(教授)¹ 李秀丽¹ 刘正²

(1. 兰州理工大学经济管理学院 兰州 730050 2. 西安工程大学管理学院 西安 710048)

【摘要】 本文采用实证研究的方法,对深市民营上市公司终极控制人的现金流权、超额控制对信息披露透明度的影响进行了验证,结果表明:民营上市公司终极控制人的现金流权比例较大,信息透明度就越高;民营上市公司终极控制人的超额控制程度越高,信息透明度就越低。基于这一验证结果,本文拟找到提高民营上市公司信息披露透明度的捷径,从而改善整个证券市场信息披露环境。

【关键词】 现金流权 超额控制 信息披露透明度

一、引言

资本市场本质上是一个信息市场,上市公司规范地披露信息是利益相关者的决策基础,是证券市场发挥资源配置功能的保障。然而信息不对称使得投资者面临更多的逆向选择和道德风险。作为新兴的资本市场,我国股市在快速发展的同时也暴露出上市公司信息披露失真以及违规等问题。因此,提高上市公司信息披露的透明度是弥补投资者信息弱势地位、防止内幕交易的必然要求。

从公司治理角度对信息披露透明度进行研究的结果表明,公司治理因素对信息披露透明度确实产生了非常重要的影响(张程睿、王华,2006;高雷、宋顺林,2007)。然而,已有的研究成果较多地关注管理层和股东之间的代理问题对信息披露的影响,而对所有权与信息披露之间关系的研究则大多是从直接控股股东(即第一大股东)的角度进行的(谢志华、崔学刚,2005;王俊秋、张奇峰,2007),却很少区分控制权和所有权,因此导致研究结果差异较大。

对我国股市的研究表明,我国上市公司股权的分散度并不高,大多数上市公司都有一个控制性股东(赖建清等,2005)。这些控制性股东往往通过金字塔结构控制上市公司,比例高达92.1%,而这往往会使其控制权超过所有权(冯旭南、李心愉,2009)。与国有上市公司相比,民营上市公司终极控制权与现金流权的分离程度更加严重,其主动提高信息披露透明度的动机更小,信息披露透明度更低(王俊秋,2009)。按照终极控制权传导机制,终极控制人才是实际掌握上市公司财务政策的主体。目前对于我国股权相对集中的上市公司而言,其实际控制人决定着信息披露策略的选择,对信息披露透明度产生重要影响,因此从终极控制人视角来研究其对信息披露透明度的影响就更为合理和严谨。

本文拟结合我国证券市场特定的制度背景,通过直接追踪上市公司的终极控股股东,深入细致地分析公司信息披露透明度的形成机理和决定机制,从而为减少信息不对称、保护投资

者利益、提高上市公司信息披露透明度提供有效路径。

二、理论分析和研究假设

一般认为,对终极控制人起激励作用的是其拥有的现金流所有权。现金流所有权对控股股东而言意味着其对上市公司的共享收益的比重,当终极控制人拥有较高的现金流所有权时,其从监督经理人员行为中所获得的收益会大于其付出的监督成本,从而有动机监督管理层,同时其较大的持股份额又赋予了其控制经理人员的能力,因此当终极控制人的现金流所有权较大时,终极控制人能够有效地抑制经理人员的道德风险,减少经理人员与股东之间的直接代理冲突。而当终极控制人拥有较多现金流所有权时,任何不利于增加公司价值的行为都会给他们造成较大的损失,因此其有足够的动力监督经理人员的行为。此时,终极控股股东与中小股东的利益是一致的。而当控制性股东的所有权比例较低时,控制性股东为了能够持续地从上市公司获取控制权私利,就有动机始终掌握信息优势,选择性地披露对自身有利的信息。由此可见,控制性股东持有的现金流权比例越低,其侵占中小股东利益的动机就越强,为了掩饰或支持其侵占行为,控制性股东就越有动机去操控披露的信息质量。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1: 民营上市公司终极控制人的现金流权比例越大,信息披露透明度越高。

在复杂的所有权控制结构下,终极控制人的控制权和所有权会发生分离,终极控制人仅需拥有很小的所有权就可以获得较大的控制权,他们会采用出售资产、转移定价等内部交易方式将位于金字塔底层上市公司的资源转移至控制链条上层的由家族紧密控制的公司中,通过这种隧道行为取得控制权私利,对上市公司的中小股东造成利益侵害。所以,两权分离会加大控股股东和中小股东之间的代理冲突,为了掩饰其通过利益输送获取私人收益的行为,减少其优势信息的流失、降低外部中小股东和监管机构的监督水平,终极控股股东必

然会利用其掌握的控制权操控公司的信息披露制度，即降低公司对外的信息披露透明度。

基于以上分析，本文提出如下假设：

H2：民营上市公司终极控制人的超额控制程度越高，信息披露透明度越低。

三、研究设计

1. 变量设计。

表1 变量一览表

	变量表示	变量定义
被解释变量	Trans	Trans1信息披露透明度评级：不及格=1，及格=2，良好=3，优秀=4 Trans2信息披露透明度评级：良好和优秀时=1，否则=0
	Cashflow	现金流权
解释变量	Control	控制权
	Excess1	终极控制权与现金流权之差
	Excess2	当终极控制权大于所有权时Excess2=1；否则Excess2=0
控制变量	Lev	资产负债率(公司财务杠杆)
	Size	年末资产总额的自然对数(公司规模)
	Grow	主营业务增长率(公司的成长性)
	Presumn	董(副)事长与总经理的兼职情况
	DN	董事会规模
	INDN	独立董事比例

(1)被解释变量。关于衡量公司信息披露透明度的指标，有的学者专门建立了信息披露指标体系，采用信息披露数量来衡量；还有的学者以某一方面的信息，如盈余管理、财务报告舞弊、盈余预测来衡量。数据的公开性可使研究结果得到重复验证，笔者认为与前两种方法相比，利用有关权威组织公开评价的数据来衡量信息披露透明度不仅更加全面，而且会使研究更加客观公正。本文选择在深交所上市的信息披露考核评级作为衡量信息披露质量的方法。

(2)解释变量。本文所要研究的变量主要是终极控股股东的控制权和现金流权，以及两者的偏离程度。按照控制权的定义(La Port, 1999)，终极控制人的控制权比例等于终极控制人控制链上最弱的投票权相加之和。终极控制人的现金流权为各条控制链各层股东持股比例乘积的加总。本文采用终极控股股东的控制权和现金流权的差值来衡量超额控制，即两者的偏离程度。

(3)控制变量。本文注意控制以下变量对信息披露透明度的影响。①公司财务杠杆：资产负债率高的公司财务风险相对较大，往往会选择较低的信息披露透明度。②公司规模：规模大的公司其公司治理往往比较健全，与外部投资者的信息不对称程度较低，预期两者呈正相关关系。③公司的成长性：盈利能力强的公司更倾向于及时披露相关信息，预期两者也呈正相关关系。④董(副)事长和总经理的兼任情况：当董(副)事长兼任公司总经理时，代理问题凸显，预期以上二者兼任会对信息披露透明度产生负面影响。⑤董事会规模和独立董事比例：董事会成员较广泛和独立董事占有重要比例在一定程度上

上可缓解代理问题，起到一定的制约作用，从而对提高信息披露透明度发挥积极的作用。

2. 样本和数据来源。本文选择2010年度为样本期间，按照以下标准进行筛选：①选取最终控制人为民营性质的深市上市公司。国泰安数据库将上市公司实际控制人的性质分为代表国家的机构或企事业单位、民营、员工持股会或工会、集体企业、外商投资企业、公众持股以及其他共七类。②剔除金融类公司。金融类上市公司的业务及风险具有特殊性，证监会对属于该行业的信息披露有专门规定，该类公司不适用于本文研究。③剔除2010年被ST和PT的公司样本。因为ST和PT公司的财务状况异常，而本文主要考察的是正常经营状态下公司的信息披露情况。④剔除终极控制人控制权比例在10%以下的公司。

在此基础上通过逐一查阅深圳证券交易所网站披露的对上市公司信息披露年度评级，共得到491个公司年度样本观察值。运用SPSS17.0软件进行统计分析。

3. 研究模型。本文为了综合检验终极控制人的控制权、现金流权，以及控制权和现金流权分离对信息披露透明度的影响，特建立如下模型：

$$Tran = \beta_0 + \beta_1 Cashflow + \beta_2 Control + \beta_3 Excess_1 + \beta_4 Lev + \beta_5 Size + \beta_6 Grow + \beta_7 Presumn + \beta_8 INDN + \beta_9 DN + \varepsilon$$

其中： β_0 是回归方程的常数项； β_i (其中*i*=1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10)是各解释变量和控制变量的待估系数； ε 为随机误差项。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计分析。本文运用上述模型对491个样本观察值进行了检验，并对结果进行了描述性统计，具体见表2：

表2 描述统计量

	极小值	极大值	均值	标准差	方差
控制权	0.051 400	0.894 100	0.420 3	16.986 1	288.529
现金流权	0.005 649	0.781 820	0.352 5	17.613 6	310.238
两权分离1	0	0.534 240	0.067 8	8.490 4	72.087
两权分离2	0	1	0.580 4	0.494 0	0.244
资产负债率	0.010 8	1.097 4	33.750 2	20.263 5	410.611
资产对数	17.554 5	24.505 3	21.194 8	0.810 7	0.657
主营增长率	-0.844 9	5.491 2	0.330 5	47.231 1	2 230.778
董事会规模	5	15	8.596 7	1.507 9	2.274
董事长与总经理兼任情况	0	1	0.38	0.486	0.236
信息披露透明度1	1	4	2.93	0.564	0.318
信息披露透明度2	0	1	0.828 2	0.377 6	0.143

由表2可知，信息披露透明度1的平均值为2.93，说明我国民营上市公司的信息披露评分等级平均为及格偏上但还达不到良好；信息透明度2的平均值为0.8282，说明信息披露评分等级为良好和优秀的企业均占82%，还有18%的企业评分等级仅为及格，个别的甚至不及格。终极控制权的均值为

0.420 2,而现金流权的均值为0.352 5,说明终极控制权大于现金流权,存在两权分离情况。两权分离1的均值为0.068,两权分离2的均值为0.58,说明有58%的企业的终极控制权大于现金流权,在我国深市民营上市公司中大多数企业存在两权分离情况。公司成长性的最小值为-0.844 9,最大值为5.491 2,说明我国深市民营上市公司的主营业务收入增长率差别很大,均值为0.330 5,说明总体上主营业务收入增长率较低。资产负债率差异很大,最小的0.001,最大的达到了1.097 4,平均值为0.337 5。从总体上看,我国民营上市公司的资产负债率较为适当,但有些企业存在高负债问题,财务风险较高,上市公司往往会出现资不抵债的情况。我国民营上市公司的董事会平均人数符合《公司法》的规定,但有个别企业存在董事会规模偏小的情况,其人数仅为5人。

2. Logistic 回归分析。Logistic 回归分析结果见表3:

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
Constant (wald)	-2.600 (0.037)	6.688 (0.251)	-4.807 (0.126)	-6.894 (0.265)	7.978 (0.358)
Cashflow (wald)	1.713 (2.451)	2.106** (4.205)			
Excess1 (wald)	-3.718** (3.581)		-3.082* (2.633)		
Excess2 (wald)				-0.420 (1.405)	
MAN1 (wald)	0.898* (2.903)	0.681 (1.817)	0.901* (2.967)	0.785 (2.373)	0.710 (1.996)
MAN2 (wald)	0.723* (3.035)	0.596 (2.168)	0.670 (2.674)	0.617 (2.302)	0.570 (2.008)
DN (wald)	-4.870 (0.182)	-6.407 (0.318)	-7.062 (0.387)	-7.813 (0.475)	-7.995 (0.501)
INDN (wald)	4.769 (2.293)	4.675 (2.204)	5.263* (2.824)	4.951* (2.576)	5.080* (2.629)
SIZE (wald)	0.184 (0.734)	0.061 (0.089)	0.211 (0.970)	0.156 (0.569)	0.098 (0.236)
GRO (wald)	0.256 (0.331)	0.435 (0.975)	0.385 (0.757)	0.428 (0.948)	0.516 (1.387)
LEV (wald)	-2.601*** (6.915)	-2.577*** (7.009)	-2.763*** (7.941)	-2.636*** (7.308)	-2.724*** (7.929)
Chi-Square	6.862	5.854	9.605	4.348	3.670
Nagelkerke-R ²	0.163	0.142	0.148	0.142	0.133

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的置信度水平上显著。

本文假设1认为,民营上市公司终极控制人的现金流权比例越大,信息披露透明度越高。从表3模型1和模型2可以看出,现金流权与公司信息披露透明度呈正相关关系,与预期一致。终极控制人的现金流权越大,其“激励效应”也就越强,终极控股股东侵占其他中小股东利益的成本也就越大,终极控制人的利益与公司利益趋于一致,而较高的信息披露透明度作为其“激励效应”的信息传导机制,现金流权越大,公司信息披露透明度也就越高。

本文假设2认为,民营上市公司终极控制人的超额控制

程度越大,信息披露透明度越低。由表3模型1、模型3和模型4可知,终极控制人的超额控制程度与公司信息披露透明度的关系同预期一致,并在模型1和模型3中分别在5%和10%的置信度水平上通过了检验,从而验证了假设2。也就是说超额控制程度越大,终极控制人谋取控制权私利的成本就越小,从而越倾向于转移公司资源,侵占其他中小股东的利益,为此,终极控股股东会通过降低公司信息披露水平来掩饰其通过控制权谋取收益的行为,故超额控制程度越大,信息披露透明度越低。

五、结论和政策建议

本文选取我国深交所2010年的491家民营上市公司为样本,详细分析了民营上市公司的终极控制权和所有权的分离程度对信息披露透明度的影响。本文研究得出的主要结论是:首先,民营上市公司终极控制人的现金流权比例越大,信息披露透明度越高。现金流权对终极控制人具有激励效应,终极控制人拥有的现金流权越大,其谋取控制权私利的成本也就越大。此时,终极控制人更愿意通过现金分红等正规渠道获取收益,因此倾向于披露更多的信息。其次,民营上市公司终极控制人的超额控制程度越大,信息披露透明度越低。终极控制权和现金流权分离度越大,终极控股股东获取控制权私利的成本就越小,实施隧道行为的可能性就越大,从而加剧了其与外部投资者的代理矛盾,为了攫取控制权私利,他们会少披露或不披露公司的重要信息。

为此,本文提出以下建议:首先,深交所信息披露考核方法有必要向整个证券市场推广,以扩大信息披露考核的广度,提高整个资本市场信息披露透明度;其次,加强信息披露考核的动态性和连续性,继续完善上市公司的诚信档案,健全上市公司的信用制度,规范控股股东行为,从而强化中小股东利益保护机制,提升整个资本市场的信用水平。

主要参考文献

1. 张程睿,王华.公司信息透明度:经验研究与未来展望.会计研究,2006;12
2. 高雷,宋顺林.公司治理和公司透明度.金融研究,2007;11
3. 谢志华等.信息披露水平:市场推动与政府监管——基于中国上市公司的研究.审计研究,2005;4
4. 王俊秋,张奇峰.公司治理机制与信息披露透明度的实证研究.中国会计学会财务成本分会2006年年会暨第19次讨论会论文集(上),2006
5. 赖建清,吴世农.我国上市公司最终控制人的现状研究.公司财务研讨会论文集,2004
6. 冯旭南,李心愉.终极所有权和控制权的分离:来自中国上市公司的证据.经济科学,2009;2
7. 王俊秋.终极控股股东、超额控制与信息披露透明度.山西财经大学学报,2009;6