

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

唐跃军 吕斐适 程新生*

摘要 基于不同的治理战略,控股股东和其他大股东对信息披露的不同方面和不同内容具有不同的选择偏好。具体而言,控股股东往往倾向于让信息披露看起来较为可靠和及时,以便迷惑市场和广大中小投资者;同时有意降低信息披露的相关性,使投资者缺乏相关的信息作出适当而有效的反应。相反,其他大股东可能阻碍控股股东操控信息披露,对信息披露的可靠性和及时性产生“负面作用”,同时倾向于要求在年报中披露更多更加相关的信息。

关键词 大股东制衡,选择偏好,治理战略

一、引言

在集中性的股权结构之下,大股东与小股东的利益冲突在所难免(Demsetz and Lehn, 1985; McConnell and Servaes, 1990; Mikkelsen and Partch, 1989; Morck *et al.*, 1988; Shleifer and Vishny, 1997; Pagano and Roel, 1998; La Porta *et al.*, 1998a, 1998b, 1999; Claessens *et al.*, 1999a, 1999b),实际上,在股权高度集中的上市公司中,公司治理问题的主要方面是控股股东与中小股东之间的问题,即第二类代理问题(La Porta *et al.*, 1999)。面对这样的现实,合理有效的大股东制衡与监督被广大中小投资者和众多学者(Bennedsen and Wolfenzon, 2000; Boehmer, 2000; Bloch and Hege, 2000; Cronqvist and Nilsson, 2001; Gomes and Novaes, 2001; Maury *et al.*, 2002; Volpin, 2002; Klaus and Yurtoglu, 2003; Edwards and Weichenrieder, 2004; Maury and Pajuste, 2005)寄予厚望。如何引入股权制衡,特别是大股东制衡机制,形成合理制衡、和谐共赢的股权结构和股权文化;如何构建以公司长期业绩和价值为导向的良性治理环境,实现控股股东与其他投资者之间的良

* 唐跃军,复旦大学管理学院;吕斐适,南开大学公司治理研究中心;程新生,南开大学商学院。通讯作者及地址:唐跃军,上海市国顺路670号复旦大学管理学院,200433;电话:(021)55664991;E-mail: yjtang@fudan.edu.cn。本文受到复旦大学青年科学基金项目、复旦大学文科科研推进计划金苗项目(07JM005)、复旦大学管理学院青年科学研究基金项目、国家自然科学基金重点项目(70532001)的资助;感谢两位匿名审稿人所提供的富有建设性的宝贵意见;感谢肖峰、郭瑞、胡彦如、吴征等提供的重要帮助。本文文责自负。

性互动,在当前的世界和包括中国在内的东亚市场显得尤为重要。

注意到,信息披露在欧美成熟市场环境和公司治理模式下,主要受到第一类代理问题(股东和管理层之间的冲突)的影响,而在中国转轨过程中特殊的市场环境和公司治理模式下,股权高度集中,控股股东“一股独大”,掌控甚至操纵包括信息披露在内的公司治理与公司管理的主要方面(唐跃军,2006;唐跃军和谢仍明,2006;唐跃军等,2006),也就是说,在中国市场,第二类代理问题(控股股东与中小股东的冲突)以及与此相联的大股东制衡机制对信息披露可能存在相当强烈甚至主导性的影响。有鉴于此,本文试图基于来自中国股市的经验证据和中国公司治理指数(CCGI^{NK})的信息披露指数(CCGI_{DI}^{NK})部分,具体探讨大股东¹持股比例以及以此为基础的大股东制衡机制对上市公司治理战略²以及信息披露的影响。论文的第一部分介绍信息披露及其评价;第二部分为理论分析和研究假设;第三部分为研究数据、研究变量与模型设计;第四部分为实证研究结果;第五部分为研究结论与建议。

二、信息披露及其评价

(一) 信息披露实践与相关研究

提高信息披露透明度,已经成为国际资本市场竞争的项目之一。研究表明,债权人和承销商评价债务风险的因素之一是公司隐瞒不利信息的可能性,公司面临的市场不确定性越大,信息披露质量和债务筹资成本的反向关系越明显(唐跃军和程新生,2005),这为理解公司信息披露的动力及信息披露机制评价提供了帮助。毫无疑问,信息供给是有成本的,如果不对信息披露者给予补偿或加以管制,生产和披露信息的动力就会大大降低。³信息生产和披露者出于利己主义,更倾向于披露对其有利的信息,⁴甚至可能隐瞒或歪曲不利于企业的信息,这需要非市场因素的调节。信息披露评价作为一种“温和”的外部机制,是可行的选择之一(唐跃军和程新生,2005)。

目前,关于信息披露评价的探索正在进行当中。由于市场环境不同,尚

¹ 关于大股东,研究者有多种界定,本文将上市公司的第一至第五大股东统称为大股东。

² “治理战略”(governance strategy)对应于我们通常所认知的“管理战略”。管理战略是公司高级管理层的重大管理行为选择,而治理战略则是以大股东(特别是控股股东)、董事长等为代表的公司治理行为主体所作的重大治理行为选择,将影响公司治理结构与公司治理机制的根本方面或发展方向。

³ 纳什均衡(Nash Equilibrium)指出,协议被遵守的前提是遵守协议的收益大于破坏协议的收益;并且随着条件变化,博弈各方原有的利益均衡会发生变化。只有当信息生产和披露的效益大于信息生产及披露的成本时,信息生产与披露者才有足够的动力,否则就需要通过外部机制和强制方式予以调节、规范或干预。

⁴ 正如信号传递模型(Spence, 1974)和信息甄别模型(Rothschild and Stiglitz, 1976)所认为的,在信息不对称情况下,质量较好的公司有较高标准的公司治理信息,而管理当局为降低利益相关者的疑虑,更乐于主动发出信号,以传递其并未产生支出偏好或偷懒行为而降低公司价值的信息,进而解除代理责任或获得市场资源。

未对信息披露评价指标体系形成一致的标准。⁵ 标准普尔公司 (Standards and Poor's Company) 率先于 1998 年建立公司治理服务系统, 对财务透明与信息披露机制评价建立指标体系。2001 年 2 月提出《标准普尔透明度与披露研究报告》, 2002 年 7 月提出“标准普尔公司治理指数: 标准、方法与概念”, 并于 2002 年 10 月公布评价公司信息透明度指标分为三个层面、98 项指标: 一是所有权透明度与投资者关系透明度 (28 项指标); 二是财务透明度、信息披露程度 (35 项指标); 三是董事会、管理层结构及程序的披露程度 (35 项指标)。⁶ 此外, 普华永道国际会计师事务所于 2001 年 1 月发布《不透明指数》(The Opacity Index) 调查报告, 以 35 个国家或地区为调查对象, 从腐败、法律、财经政策、会计准则与实务 (含公司治理与信息披露)、政府监管五个方面对不透明指数进行评分和排序。⁷ 里昂证券公司 (Lyonnais Securities) 公司治理评价原则中对信息透明度的评价包括及时发布年报、迅速披露经营成果、信息明确且有内涵等。

在中国国内, 裴武威 (2001) 对公司治理评价体系研究中涉及了信息披露及相关的评价指标。南开大学公司治理研究中心课题组 (2003, 2004, 2006), 田昆儒和唐跃军 (2003) 则将信息披露作为上市公司治理评价的六个主要维度之一, 设计专门指标体系考察评价上市公司信息披露状况并得出信息披露指数 (CCGI_{IND}^{NK})。⁸ 在此基础上, 唐跃军和程新生 (2005) 进一步研究发现, 上市公司信息披露机制虽然对于企业业绩和价值有一定的提升作用, 但是信息披露机制本身相当薄弱, 还不足以对上市公司业绩和价值产生全面而且显著的影响。随着信息披露机制的建立健全, 李维安和唐跃军 (2006) 倾向于认为⁹, 信息披露可靠性较强的上市公司盈利能力、股本扩张能力成长能力较强, 财务安全性较高; 信息披露及时性较强的上市公司盈利能力、股本扩张能力、运营效率和成长能力较强, 财务弹性和财务安全性较高, 拥有较高的市场价值。

⁵ 美国证券交易委员会 (US Securities and Exchange Commission; SEC, 1996) 尽管未直接对信息披露机制评价指标体系进行设计, 但它所提出的信息质量评价标准对于评价指标体系设计具有重要的参考价值。

⁶ Durnev and Kim (2002) 指出, 标准普尔评价指标只是了解公司较有效的指标, 财务信息透明度并不能完全代表公司透明度; 以年度报告来评价信息透明度, 无法对年报中没有包括的信息进行评价。叶银华等 (2002) 也指出, 标准普尔只以年报资料为评价对象, 在年报中未出现的资料以及季报资料无法加以评价, 显然缺乏可信度。

⁷ 在该报告中, 中国的“不透明指数”为 87, 被列为透明度最低的国家; 在“会计准则与实务”的分项调查中, 中国排在倒数第二。

⁸ 作为其中的一部分, 唐跃军等 (2005) 以信息透明度为核心选择信息披露真实性、及时性、完整性三项评价指标, 依据实证调研的数据分析评价上市公司信息披露的真实性、及时性和完整性。

⁹ 虽然规范有效的信息披露可能有助于提升上市公司的盈利能力、股本扩张能力、运营效率和成长能力, 增强财务弹性和财务安全性, 但是信息披露相关性和上市公司的业绩和价值之间不存在显著的相关性。

(二) 信息披露评价

在南开大学公司治理研究中心课题组(2003, 2004, 2006), 田昆儒和唐跃军(2003), 唐跃军等(2005), 唐跃军和程新生(2005), 李维安和唐跃军(2006)所作的研究的基础上, 根据信息披露在公司治理中的地位与作用, 并且考虑到评价指标的科学性、可行性、完整性, 我们设置了包括信息披露可靠性、相关性、及时性三大部分的信息披露评价指标体系(参见表1)。

表1 上市公司信息披露评价指标体系

目标层指标	准则层指标	子因素层	指标说明
	1. 信息披露可靠性 (CCGI _{ID11} ^{NK})	(1) 年报是否被出具非标准无保留意见或者被公开谴责(U ₁₁) (2) 近三年会计政策或会计估计变更(U ₁₂) (3) 近三年更换会计师事务所(U ₁₃) (4) 会计差错更正(U ₁₄) (5) 公开批评(U ₁₅)	可靠性指一项计量或叙述与其所要表达的现象或状况的一致性。可靠性是信息的生命, 要求公司所公开的信息能够正确反映客观事实或经济活动的发展趋势, 而且能够按照一定标准予以检验
信息披露评价指标 (CCGI _{ID1} ^{NK})	2. 信息披露相关性 (CCGI _{ID12} ^{NK})	(1) 公司战略披露(U ₂₁) (2) 公司治理披露(U ₂₂) (3) 竞争环境披露(U ₂₃) (4) 产品和服务市场特征披露(U ₂₄) (5) 盈利预测的信息披露(U ₂₅) (6) 公司风险披露(U ₂₆) (7) 公司社会责任披露(U ₂₇) (8) 员工培训计划和费用披露(U ₂₈) (9) 对外投资项目披露(U ₂₉) (10) 业务分布披露(U ₂₁₀) (11) 控股公司及参股公司经营情况披露(U ₂₁₁) (12) “五分开”披露(U ₂₁₂) (13) 资产负债表日后事项披露(U ₂₁₃)	信息披露相关性则要求上市公司必须提供公司完整且相关的信息, 不得忽略、隐瞒重要信息, 使信息使用者了解公司治理结构、财务状况、经营成果、现金流量、经营风险及风险程度等。公开所有法定项目的信息, 使投资者足以了解公司全貌、事项的实质和结果, 披露的相关性包括形式上的相关和内容上的相关
	3. 信息披露及时性 (CCGI _{ID13} ^{NK})	(1) 年报披露时间(U ₃₁)	信息的及时性是指信息失去影响决策的功能之前提供给决策者

资料来源: 作者综合调整自南开大学公司治理研究中心课题组(2003, 2004, 2006), 田昆儒和唐跃军(2003), 唐跃军等(2005), 唐跃军和程新生(2005)所作的研究。

综合专家组的建议, 我们确定了上市公司信息披露评价的三个主因素(信息披露可靠性(CCGI_{ID11}^{NK})、信息披露相关性(CCGI_{ID12}^{NK})、信息披露及时性(CCGI_{ID13}^{NK})以及相应子因素(参见表1), 再根据专家对三个主因素指标与对应的子项评判打分, 通过评判矩阵与一致性检验, 得到各指标的权重(以W

表示权重)。¹⁰ 我们所构建的信息披露指数模型如下：

$$\begin{aligned} CCGI_{IDI1}^{NK} &= W_{11} \times U_{11} + W_{12} \times U_{12} + W_{13} \times U_{13} + W_{12} \times U_{12} + W_{13} \times U_{13}, \\ CCGI_{IDI2}^{NK} &= W_{21} \times U_{21} + W_{22} \times U_{22} + W_{23} \times U_{23} + W_{24} \times U_{24} \\ &\quad + W_{25} \times U_{25} + W_{26} \times U_{26} + W_{27} \times U_{27} + W_{28} \times U_{28} + W_{29} \times U_{29} \\ &\quad + W_{210} \times U_{210} + W_{211} \times U_{211} + W_{212} \times U_{212} + W_{213} \times U_{213}, \\ CCGI_{IDI3}^{NK} &= W_{31} \times U_{31}, \\ CCGI_{IDI}^{NK} &= W_1 \times CCGI_{IDI1}^{NK} + W_2 \times CCGI_{IDI2}^{NK} + W_3 \times CCGI_{IDI3}^{NK}. \end{aligned}$$

(三) 信息披露指数

基于上述评价指标体系和指数模型，我们得到 2003 年上市公司信息披露指数(CCGI_{IDI}^{NK})以及信息披露可靠性(CCGI_{IDI1}^{NK})、信息披露相关性(CCGI_{IDI2}^{NK})和信息披露及时性(CCGI_{IDI3}^{NK}) (参见表 2)，其平均值依次为 62.2057、60.5048、59.6526、68.1593，中位数依次为 66.1300、71.0000、62.0000、70.0000。可见，2003 年上市公司信息披露尚处于较低水平，上市公司有必要进一步重视信息披露。此外，信息披露可靠性(CCGI_{IDI1}^{NK})标准差达到 21.071，在各上市公司之间差异较大。

表 2 样本上市公司信息披露指数描述性统计

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
CCGI _{IDI1} ^{NK}	1149	77.00	7.00	84.00	60.5048	71.0000	21.07100
CCGI _{IDI2} ^{NK}	1149	80.39	20.46	100.85	59.6526	62.0000	12.60737
CCGI _{IDI3} ^{NK}	1149	25.00	60.00	85.00	68.1593	70.0000	5.57510
CCGI _{IDI} ^{NK}	1149	57.09	27.72	84.81	62.2057	66.1300	11.58488

资料来源：南开大学公司治理数据库。

三、理论分析与研究假设

在市场经济刚刚起步，市场机制缺失或者疲弱的新兴转轨经济国家，特别是在股权高度集中的情况下，大股东制衡机制可能才是公司治理的核心所在(唐跃军，2006；唐跃军和谢仍明，2006；唐跃军等，2006)¹¹，这是因为包括董事会在内的公司高管往往听命于公司的大股东(控股股东)，大股东行为左右了公司的主要方面，这其中包括对信息披露的影响。具体而言，为了

¹⁰ 即本文采用专家评分、层次分析法确定上市公司信息披露评价的主因素与子因素及其权重(参见南开大学公司治理研究中心课题组，2003，2004，2006)。

¹¹ 在市场机制较为有效的、成熟的市场经济中，特别是在股权较为分散的英美公司治理模式中，董事会会在某种程度上是公司治理的核心(李维安，2001)。

平衡公司其他利益相关者的权益与要求,处于控制地位的控股股东(第一大股东)可能在一定范围内表现出其“天使”的一面¹²,提升上市公司信息披露水平,包括提高信息披露的可靠性、相关性和及时性;但是在转轨经济的背景下,我们还应该充分注意到,第一大股东还有“魔鬼”的一面。¹³基于其私人收益为导向的战略意图,控股股东往往针对不同治理机制选择不同的治理战略。他们提升信息披露,可能只是出于利用信息披露的信号显示作用¹⁴,在信息严重不对称、市场监管机制能力有限¹⁵、其他投资者和利益相关者治理能力¹⁶较低的情况下,控股股东往往倾向于让信息披露看起来较为可靠、相关、及时,以便赢得良好的市场声誉¹⁷,迷惑市场和广大中小投资者,达到操控公司治理与管理,攫取私人利益的目的。¹⁸因此,我们假设:

假设1 同等条件下,控股股东(第一大股东¹⁹)持股比例越高,信息披露指数、信息披露可靠性、相关性、及时性越高。

与第一大股东不同的是,由于目标函数和控制权的差异,其他大股东(第二至第五大股东)可能主要扮演监督和制衡的角色。正如 Shleifer and Vishny (1986) 通过理论建模所证明的那样,公司其他大股东(以第二大股东为代表)对第一大股东的制衡是保护外部投资者利益的一种重要机制。实际上,在 Shleifer and Vishny (1986) 之后, Zwiebel (1995) 较早对公司同

¹² 以 Jensen and Meckling (1976), Shleifer and Vishny (1986, 1997) 等人代表的学者认为大股东有足够的动力和信息去监督管理层,从而可以很好地解决委托代理问题。

¹³ Zingales (1995) 等人认为,如果大股东可以对公司进行强有力的控制,解决委托代理问题,那么他们同样可以利用这种优势“掏空”上市公司。在一个保护小股东的法律软弱无力的资本市场上,控股股东将会滥用其拥有的控制权优势损害外部股东的利益进而获取私利(La Porta *et al.*, 1998a, 1998b, 1999)。

¹⁴ Spence (1974) 和 Rothschild and Stiglitz (1976) 认为,在信息不对称情况下,质量较好的公司有较高标准的公司业绩和治理信息,而管理当局为降低利益相关者的疑虑,更乐于主动发出信号,以传递其并未产生支出偏好或偷懒行为而降低公司价值的信息,进而解除代理责任或获得市场资源。

¹⁵ 正是因为市场监管机制能力有限,因而难以发现并查处上市公司在信息披露方面所存在的所有问题。

¹⁶ 治理能力指投资者参与公司治理的相关能力,其中包括对公司相关信息的掌握、辨别与判断能力,这是投资者有效参与公司治理的必要条件。

¹⁷ Toms (2002) 指出从直觉和理论上讲,对强势的利益相关者(比如投资者)公布真实有质量的信息,更有可能提高公司的声誉。通过研究来自英国上市公司的信息披露样本,Toms (2002) 发现真实富有质量的信息披露可以产生声誉收益,它和公司规模、所属行业、系统风险、多样化的投资来源等变量一样,可以有利于提升公司声誉。Hasseldine *et al.* (2005) 在 Toms (2002) 的基础上,进一步指出,信息披露的质量远比信息披露的数量在提升公司声誉方面的作用大。高质量的信息披露和研发投入、多样化投资者在提升公司声誉方面作用一样重要。正是由于意识到这一点,在中国特殊的治理环境下,出于谋取私人收益的目的,控股股东(第一大股东)往往倾向于卷入信息操纵,给公司的其他利益相关者造成“好孩子”的印象,并从中得到最大份额的“好处”。

¹⁸ 需要进一步说明的是,中国上市公司控股股东通过信息披露的信号机制获得收益的渠道并不同于海外市场。在存在股权分置的背景下,控股股东多为非流通股股东,因而像成熟市场那样通过提升信息披露提高公司股价对身为中小股东的流通股股东更为有利。中国上市公司控股股东操纵信息披露,让其看起来较为可靠、相关、及时,目的更有可能是安抚中小股东,以便赢得“良好的市场声誉”,较为方便且隐秘地通过配股增发、关联交易、资金占用、委托担保等的“隧道效应”攫取私利,侵害中小投资者的权益。

¹⁹ 虽然存在 La Porta *et al.* (1998a, 1998b, 1999) 等所指出的控制权和现金流量权分离的问题,但是第一大股东和控股股东的持股比例不仅高度相关,而且在多数情况下趋于一致,因此第一大股东持股比例可以代表控股股东持股比例。

时存在多个大股东时的情形进行了分析, Pagano and Roel (1998), Bennedsen and Wolfenzon (2000), Cronqvist and Nilsson (2001), Gomes and Novaes (2001) 更是进一步研究了多个大股东的存在对于抑制资产掏空等侵害行为的作用, 认为多个大股东的存在可以起到互相监督、制衡的作用。因此, 其他大股东可能阻碍拥有绝对信息优势的控股股东操纵信息, 利用信息披露的信号显示作用, 从而可能对目前我国上市公司信息披露水平存在“负向作用”。不过, 其他大股东持股比例和大股东制衡度越高, 公司的信息披露看起来表现越差, 可能恰恰从侧面体现了其他大股东的监督制衡作用。基于此, 我们假设:

假设 2 同等条件下, 其他大股东持股比例和对第一大股东的制衡度 (或联合制衡度)²⁰ 越高, 信息披露指数、信息披露可靠性、相关性、及时性越低。

此外需要注意的是, 在中国上市公司中, 部分第二大股东存在和第一大股东勾结的可能, 因为有时第二大股东和第一大股东在行政上或资本上可能存在密切关联, 同时前两大股东结盟所获得的收益可能更为显著 (唐跃军和谢仍明, 2006; 唐跃军, 2006; 唐跃军等, 2006)。有鉴于此, 我们提出假设:

假设 3 同等条件下, 第三至第五大股东对前两大股东的制衡度 (或联合制衡度) 越高, 信息披露指数、信息披露可靠性、相关性、及时性越低。

四、研究数据、研究变量与模型设计

(一) 研究样本选择与数据来源

本文选用 2003 年在深交所和上交所上市的可以找到数据的所有上市公司作为研究样本, 样本总计 1149 个。本文的研究数据来源于: (1) 南开大学公司治理数据库; (2) CCERTM 中国资本市场数据库; (3) 财华金融数据库 (FC-CSIDR)。我们对数据进行了抽样核对, 以保证数据的可靠性。

表 3 是关于前五大股东持股比例和大股东制衡度的描述性统计。平均而言, 2003 年我国上市公司前五大股东持股比例依次为 42.85%、9.21%、3.64%、1.95% 和 1.21%。可见第一大股东处于绝对优势地位, 第二至第五

²⁰ 唐跃军和谢仍明(2006)提出的大股东制衡度被定义为前五大股东持股比例之间的比值。比值越高, 大股东制衡度越高, 监督制衡的能力越强。而联合制衡度是指第二至第五大股东也有可能结成联盟, 对控股股东(第一大股东)实施监督和制衡, 在控股股东“一股独大”的情况下, 持股比例相当有限的第二至第五大股东如果结成联盟进行联合制衡, 将有望获得高于个体行为所能得到的制衡收益(唐跃军和谢仍明, 2006; 唐跃军, 2006; 唐跃军等, 2006)。

大股东的持股比例均不超过 10%，对第一大股东的监督制衡能力有限。同时，第二大股东对第一大股东、第二和第三大股东对第一大股东、第二至第五大股东对第一大股东、第三大股东对第一和第二大股东、第三至第五大股东对第一和第二大股东的制衡度平均依次为 0.3014、0.4352、0.5565、0.0875、0.1688，可见前五大股东中排名在后的股东对排名在前的大股东的制衡能力不强。

表 3 前五大股东持股比例和大股东制衡度

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Median	Mode	Std. Deviation
SH1	1 149	78.86	6.14	85.00	42.8506	41.6327	29.0000	17.19519
SH2	1 149	42.74	0.05	42.79	9.2088	6.4000	15.0000	8.65707
SH3	1 149	24.71	0.04	24.75	3.6352	2.0963	2.5000	4.04238
SH4	1 149	17.53	0.04	17.57	1.9493	1.0756	0.1564	2.34286
SH5	1 148	12.51	0.04	12.55	1.2070	0.6733	0.4545	1.47421
SH2/1	1 149	1.00	0.00	1.00	0.3014	0.1770	1.0000	0.30594
SH23/1	1 149	2.00	0.00	2.00	0.4352	0.2698	0.0047	0.45065
SH2t5/1	1 149	3.88	0.00	3.89	0.5565	0.3375	0.0034	0.59851
SH3/12	1 149	0.50	0.00	0.50	0.0875	0.0428	0.0022	0.10412
SH345/12	1 149	1.48	0.00	1.48	0.1688	0.0840	0.0086	0.20550

资料来源：作者整理设计（有关变量代码的含义参见表 4）。

（二）研究模型设计

本文选择 2003 年上市公司样本，以上市公司信息披露指数（ $CCGI_{ID1}^{NK}$ ）以及信息披露可靠性（ $CCGI_{ID11}^{NK}$ ）、信息披露相关性（ $CCGI_{ID12}^{NK}$ ）和信息披露及时性（ $CCGI_{ID13}^{NK}$ ）作为被解释变量，构建回归模型验证我们提出的三个研究假设，试图具体探讨大股东持股比例以及以此为基础的大股东制衡机制²¹对上市公司信息披露的影响，考察大股东针对信息披露所选择的治理战略。²²具体模型如下所示：

$$\text{Model I: DEP} = B_0 + B_1 \text{SH1} + B_2 \text{SH2} + B_3 \text{SH3} + B_4 \text{SH4} + B_5 \text{SH5} \\ + B_6 \sum \text{Indus}_i + B_7 \text{Year} + B_8 \text{DTA} + B_9 \text{EPS} + B_{10} \text{OPE}$$

²¹ 本文没有具体区分上市公司大股东的性质类型，是本文研究的不足之一。不过，宋敏等（2004）指出，对于股权的刻画，应该将重点放在股东的大小上，因为各个股东对上市公司不同的影响，归根到底，首先在于他们持股比例不同和由此产生的投票权差异。按照不同的股份性质分类，把本不相关的个体归为一类，把股份性质作为股东行为依据的股权结构化分方法，未免有舍本逐末之嫌。同时，我们在预分析中曾尝试引入哑变量 Type_j ($j=1,2,3,4,5$)，分别表示国家控股、国有法人控股、集体控股、民营控股、外资控股、其他控股类型等六种不同控股股东类型上市公司信息披露的影响，但是其间的作用甚微，而且哑变量 Type_j 和其他解释变量之间存在较为严重的多重共线性问题，故此，我们没有在模型中列入哑变量 Type_j ，留待后续的研究进一步考察。

²² 为了减少内生性问题（problem of endogeneity）并测试模型的稳健性，我们对解释变量作滞后一期的处理（2002 年），回归结果支持文后所得到的主要结论。

$$+ B_{11} \text{LNTA} + \epsilon,$$

$$\text{Model II: DEP} = B_0 + B_1 \text{SH2}/1 + B_2 \text{SH23}/1 + B_3 \text{SH2t5}/1 + B_4 \text{SH3}/12 \\ + B_5 \text{SH345}/12 + B_6 \sum \text{Indus}_i + B_7 \text{Year} + B_8 \text{DTA} + B_9 \text{EPS} \\ + B_{10} \text{OPE} + B_{11} \text{LNTA} + \epsilon.$$

(三) 研究变量及其说明

1. 实验变量

实验变量的第一部分主要考察单个大股东持股比例与信息披露指数、信息披露可靠性、相关性、及时性之间的关系，主要意在验证假设 1 和假设 2，揭示前五大股东对信息披露的态度和选择偏好。实验变量的第二部分称为大股东制衡度，重点考察第二至第五大股东对第一大股东的制衡度（或联合制衡度）²³和第三至第五大股东对前两大股东的制衡度（或联合制衡度）对于信息披露的作用，主要针对假设 2 和假设 3，旨在探索大股东制衡机制如何影响大股东对信息披露机制的态度和选择偏好。

2. 控制变量

对控制变量的选择基于现有的相关研究并考虑了中国股市的实际情况。第一，行业差异有时是需要给予关注的，因此我们以 Indus_i 表示行业归属（按证监会的行业分类标准，分为 13 个行业，包括 12 个哑变量）。第二，设置变量 Year 衡量上市公司的上市时间，我国很多上市公司随着上市年限的增长，经营状况反而变得越来越糟糕（Chen *et al.*, 2001），以至于上市时间越久，公司信息披露指数、信息披露可靠性、相关性、及时性越低。第三，我们以上市公司财务杠杆 DTA ，即资产负债率，考察公司的资本结构对信息披露的影响。第四，我们以每股收益（ EPS ）²⁴和主营业务利润率（ OPE ）²⁵考察公司业绩对信息披露指数、信息披露可靠性、相关性、及时性的影响。最后，我们以上市公司总资产的自然对数（ LNTA ）控制公司的规模差异，规模较大的上市公司可能更加有意愿、有能力提升信息披露指数水平，使其信息披露看起来更为可靠、相关、及时。

表 4 列出了本文所用的所有变量及其含义。

²³ 大股东制衡度主要是指第二至第五大股东中的部分或全部持股比例之和相对于第一大股东持股比例的比值，不过其中也有相对于前两大股东的情形。在中国上市公司中，部分第二大股东存在和第一大股东勾结的可能，因为有时第二大股东和第一大股东在行政上或资本上可能存在密切关联，同时前两大股东结盟所获得的收益可能更为显著（唐跃军等，2006）。

²⁴ 每股收益被视为上市公司最重要的盈余指标之一，特别受到中国市场和投资者的关注与追捧，但是比较容易受到盈余管理的影响。

²⁵ Tang(2005)和唐跃军(2005)指出在中国市场，虽然主营业务利润率不如每股收益等其他业绩指标那样受人关注，但是它受盈余管理的影响较小，采用主营业务利润率衡量公司业绩更为合理、可行。同时，唐跃军(2006)还发现，大股东对以每股收益和主营业务利润率为代表的两类不同的盈余指标存在选择偏好。

表4 研究变量一览表

变量类型	变量名称	变量代码	变量含义及说明
实验 变量	大股东持股比例	SH1	第一大股东持股比例
		SH2	第二大股东持股比例
		SH3	第三大股东持股比例
		SH4	第四大股东持股比例
		SH5	第五大股东持股比例
解释 变量	大股东制衡度	SH2/1	第二大股东持股比例 / 第一大股东持股比例
		SH23/1	第二和第三大股东持股比例 / 第一大股东持股比例
		SH2t5/1	第二至第五大股东持股比例 / 第一大股东持股比例
		SH3/12	第三大股东持股比例 / 第一和第二大股东信息
		SH345/12	第三至第五大股东持股比例 / 第一和第二大股东信息
控制 变量	所属行业	Indus _{<i>i</i>}	哑变量,1表示隶属该行业的上市公司,0表示其他
	上市时间	Year	上市公司上市时间,以年为单位
	资本结构	DTA	财务杠杆,即资产负债率(负债/总资产)
	公司业绩	EPS	上市公司每股收益(=净利润/期末总股本,指本期净利润与本期发行在外的普通股总数的比值)
		OPE	上市公司主营业务利润率(=主营业务利润/主营业务收入净额×100)
	公司规模	LNTA	总资产的自然对数
被解释变 量(DEP)	信息披露可靠性	CCGI _{10i1} ^{NK}	上市公司信息披露可靠性
	信息披露相关性	CCGI _{10i2} ^{NK}	上市公司信息披露相关性
	信息披露及时性	CCGI _{10i3} ^{NK}	上市公司信息披露及时性
	信息披露指数	CCGI _{10i} ^{NK}	上市公司信息披露指数

资料来源:作者整理设计(其中 $i=1,2,\dots,12$)。

五、实证研究结果

在实证分析的过程中,我们严格控制了变量之间多重共线性的不良影响。²⁶主要实证分析结果参见表5和表6。在10%的显著性水平上,以信息披露指数为被解释变量的模型支持所有假设。据此可以认为,在同等条件下,第一大股东持股比例越高,信息披露指数越高;第二至第五大股东的持股比例、第二至第五大股东对第一大股东的制衡度(或联合制衡度)和第三至第五大股东对前两大股东的制衡度(或联合制衡度)越高,信息披露指数越低。以信息披露可靠性为被解释变量的模型同样支持所有假设。据此可以认为,在同等条件下,第一大股东持股比例越高,信息披露可靠性越高;第二至第五大股东的持股比例、第二至第五大股东对第一大股东的制衡度(或联合制

²⁶ 考虑到代表大股东持股比例、大股东制衡度的解释变量之间存在较为严重的多重共线性问题,我们分别建立了两个回归模型,同时在实际的回归分析中让实验变量逐一进入模型。这样,模型中各解释变量之间的多重共线性问题可望基本得到控制,VIF值均在1.3以下,计量结果的可信度较高。

衡度)和第三至第五大股东对前两大股东的制衡度(或联合制衡度)越高,信息披露可靠性越低。以信息披露相关性为被解释变量的模型²⁷否定假设1和假设2。²⁸据此可以认为,在同等条件下,第一大股东持股比例越高,信息披露相关性越低;第二、五大股东的持股比例越高,信息披露相关性越高。以信息披露及时性为被解释变量的模型基本上支持全部假设。²⁹据此可以认为,在同等条件下,第一大股东持股比例越高,信息披露及时性越高;第三、四大股东的持股比例越高,第三大股东对前两大股东、第三至第五大股东对前两大股东的制衡度(或联合制衡度)越高,信息披露及时性越低。

对控制变量的回归显示,上市公司上市时间越长,信息披露指数,信息披露可靠性、相关性、及时性越低。³⁰上市公司财务杠杆越高,信息披露指数,信息披露可靠性越低;³¹而财务杠杆对信息披露相关性和及时性不存在显著影响。³²上市公司每股收益越高,信息披露指数,信息披露可靠性、及时性越高;而每股收益对信息披露相关性不存在显著影响。³³上市公司主营业务利润率对信息披露指数,信息披露可靠性、相关性、及时性均不存在显著影响。³⁴上市公司规模越大,信息披露指数、信息披露相关性越高;而公司规模对信息披露可靠性和及时性不存在显著影响。³⁵此外,行业因素对信息披露指数,信息披露可靠性、相关性、及时性也存在一定的影响。

²⁷ 第二至第五大股东对第一大股东的制衡度(或联合制衡度)和第三至第五大股东对前两大股东的制衡度(或联合制衡度)对信息披露相关性的作用不显著,未能支持假设2和假设3。

²⁸ 这和我们的假设预期几乎完全背道而驰,和从其他模型得到的回归结果形成了鲜明而且有趣的对照。

²⁹ 第二、五大股东持股比例的回归结果不支持假设2;第二大股东对第一大股东、第二和第三大股东对第一大股东、第二至第五大股东对第一大股东的制衡度的回归结果不支持假设2。

³⁰ 这可能是因为:(1)我国很多上市公司随着上市年限的增长,经营状况反而变得越来越糟糕;(2)随着上市时间的增加,其他大股东的持股比例和大股东制衡度可能逐步提高,这无疑不利于第一大股东实施其治理战略,难以做到通过披露看起来较为可靠和及时的公司信息迷惑市场和广大中小投资者。

³¹ 一方面,财务杠杆越高,财务风险往往越大,来自债权人的压力使得上市公司控股股东无力或者无暇使公司披露的信息看起来较为可靠,因而信息披露指数较低;另一方面,处于较为强势地位的债权人的作用和公司的其他大股东类似,他们要求获得真正可靠的公司信息,可能阻碍第一大股东操控信息披露。

³² 这可能意味着,债权人和控股股东关注和制衡的焦点主要是信息披露的可靠性,双方基于不同的治理战略,对信息披露的不同方面和不同内容具有不同的选择偏好。

³³ 控股股东对比较容易受到盈余管理影响,却特别受到中国市场和投资者的关注与追捧的每股收益具有强烈的选择偏好(唐跃军,2006),往往有意粉饰每股收益。而为了让投资者对年报所列示的每股收益深信不疑,控股股东可能会尽力使信息披露看起来更为可靠和及时,同时却可能有意降低信息披露的相关性,使投资者缺乏相关的信息做出适当而有效的反应。

³⁴ 这可能同样是因为大股东对不同类型的盈余指标存在选择偏好所致(唐跃军,2006)。主营业务利润率不如每股收益那样受人关注,且受盈余管理的影响较小,因而被控股股东加以利用和操控的可能性较小,其对信息披露的影响自然也就不显著。

³⁵ 一般而言,(1)大公司往往受到更多的外界(包括市场监管者)关注,也更加注重自身的声誉;(2)大公司的其他大股东的制衡能力相对较强,公司的内部治理机制也相对较为完善有效;(3)规模大的公司的业绩水平较高且更为稳定,较少因为机会主义卷入盈余管理。因此,大公司更有可能真实的提升信息披露水平,其信息操纵行为亦可能有所收敛。

表 5 回归模型分析结果

Variable	Model F-1			Model F-2			Model F-3			Model F-4			Model F-5					
	CCG _{FE} ^{NS}	CCG _{FEI} ^{NS}	CCG _{FEIE} ^{NS}	CCG _{FEI} ^{NS}	CCG _{FEIE} ^{NS}	CCG _{FEI} ^{NS}	CCG _{FEIE} ^{NS}	CCG _{FEI} ^{NS}	CCG _{FEIE} ^{NS}	CCG _{FEI} ^{NS}	CCG _{FEIE} ^{NS}	CCG _{FEI} ^{NS}	CCG _{FEIE} ^{NS}	CCG _{FEI} ^{NS}	CCG _{FEIE} ^{NS}			
SH1 +	0.121*** (3.996)	0.138*** (4.485)	-0.053* (-1.688)	0.084*** (2.889)	-0.077*** (-2.698)	-0.096*** (-3.326)	0.049* (1.666)	-0.023 (-0.840)	-0.068** (-2.338)	-0.068** (-2.307)	-0.001 (-0.046)	-0.046* (-1.658)	-0.055* (-1.861)	-0.061** (-2.043)	0.035 (1.161)	-0.073*** (-2.606)		
SH2 -																		
SH3 -																		
SH4 -																		
SH5 -																		
Industry ?																		
Year -	-0.080*** (-2.615)	-0.056* (-1.808)	-0.111*** (-3.788)	-0.102*** (-3.357)	-0.082*** (-2.651)	-0.125*** (-4.277)	-0.046 (-1.472)	-0.083*** (-2.605)	-0.103*** (-3.382)	-0.049 (-1.562)	-0.126*** (-4.335)	-0.103*** (-3.382)	-0.046 (-1.438)	-0.103*** (-3.384)	-0.085*** (-2.736)	-0.042 (-1.319)	-0.124*** (-4.227)	
DTA -	-0.058* (-1.913)	-0.047 (-1.540)	-0.013 (-0.444)	-0.062** (-2.047)	-0.052* (-1.685)	-0.047 (-1.508)	-0.047 (-1.508)	-0.051* (-1.668)	-0.046 (-1.463)	-0.015 (-0.525)	-0.060** (-1.966)	-0.046 (-1.604)	-0.049 (-1.549)	-0.012 (-0.399)	-0.059 (-1.938)	-0.047 (-1.527)	-0.052* (-1.656)	-0.016 (-0.539)
EFS +	0.214*** (6.731)	0.182*** (5.660)	0.352*** (11.530)	0.221*** (6.933)	0.190*** (5.884)	0.357*** (11.685)	0.017 (0.529)	0.193*** (5.950)	0.223*** (6.999)	0.017 (0.504)	0.358*** (11.731)	0.194*** (5.986)	0.015 (0.462)	0.360*** (11.816)	0.195*** (7.029)	0.014 (0.425)	0.359*** (11.738)	
OPE +	-0.031 (-0.990)	-0.033 (-1.039)	-0.010 (-0.333)	-0.036 (-1.157)	-0.039 (-1.215)	-0.015 (-0.498)	0.003 (0.080)	-0.036 (-1.138)	-0.039 (-1.146)	-0.015 (-0.445)	-0.039 (-1.153)	-0.039 (-1.222)	0.003 (0.078)	-0.012 (-0.385)	-0.034 (-1.068)	-0.003 (-0.077)	-0.014 (-0.453)	
LNTA +	0.054* (1.689)	0.012 (0.382)	-0.025 (-0.813)	0.071** (2.216)	0.030 (0.934)	-0.011 (-0.360)	0.164*** (4.951)	0.066** (2.051)	0.027 (0.835)	0.159*** (4.757)	-0.017 (-0.547)	0.067** (2.077)	0.027 (0.831)	0.166*** (4.956)	-0.023 (-0.747)	0.069** (2.142)	0.027 (0.838)	-0.014 (-0.468)
R ²	0.115	0.089	0.041	0.108	0.082	0.041	0.179	0.107	0.077	0.039	0.180	0.105	0.076	0.040	0.183	0.106	0.179	
Adjusted R ²	0.101	0.074	0.026	0.171	0.094	0.067	0.166	0.093	0.062	0.023	0.167	0.091	0.061	0.025	0.170	0.091	0.166	
F-statistic	8.160***	6.129***	2.697***	14.169***	7.622***	5.387***	2.692***	13.652***	7.509***	5.243***	2.532***	13.790***	7.385***	5.174***	2.610***	14.064***	7.407***	13.637***
N	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149

资料来源:作者整理设计(表中所有列 of Standardized Coefficients, *, **, *** 分别表示在 0.10, 0.05 和 0.01 的水平上显著(2-tailed))。

表 6 回归模型分析结果

Variable	Model I-1			Model I-2			Model I-3			Model I-4			Model I-5		
	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}	CCG _{HS} ^{NK}
SHZ/1	-0.099***	-0.115***	0.038	-0.104***	-0.115***	-0.035	-0.090***	-0.091***	-0.006	-0.053*	-0.087***	-0.083***	0.017	-0.052*	
	(-3.442)	(-3.960)	(1.279)	(-3.617)	(-3.931)	(0.692)	(-3.090)	(-3.048)	(-0.184)	(-1.897)	(-2.933)	(-3.110)	(0.544)	(-1.843)	
SHZ2															
/1															
SHZ25															
/1															
SH2															
SH345															
/12															
Industry	?	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year	-	-0.068***	-0.077**	-0.049	-0.124***	-0.100***	-0.079**	-0.049	-0.124***	-0.102***	-0.081***	-0.125***	-0.102***	-0.048	
		(-3.247)	(-2.509)	(-1.554)	(-4.248)	(-3.293)	(-2.555)	(-1.549)	(-4.270)	(-3.358)	(-2.627)	(-4.301)	(-3.313)	(-2.566)	
DTA	-	-0.058*	-0.047	-0.048	-0.015	-0.057*	-0.047	-0.047	-0.014	-0.056*	-0.045	-0.048	-0.014	-0.057*	
		(-1.921)	(-1.544)	(-1.537)	(-0.520)	(-1.888)	(-1.520)	(-1.507)	(-0.493)	(-1.848)	(-1.475)	(-1.523)	(-0.469)	(-1.921)	
EFS	+	0.221**	0.191**	0.017	0.357***	0.222**	0.191**	0.017	0.357***	0.222**	0.192**	0.017	0.357***	0.223**	
		(6.962)	(5.917)	(0.514)	(11.694)	(6.980)	(5.933)	(0.506)	(11.702)	(7.003)	(5.959)	(0.501)	(11.714)	(6.978)	
OPE	+	-0.033	-0.035	0.002	-0.014	-0.032	-0.034	0.003	-0.013	-0.031	-0.034	0.003	-0.012	-0.034	
		(-1.042)	(-1.091)	(0.062)	(-0.449)	(-1.007)	(-1.066)	(0.094)	(-0.420)	(-0.996)	(-1.052)	(0.082)	(-0.408)	(-1.074)	
LNFA	+	0.063**	0.022	0.165***	-0.014	0.062*	0.021	0.163***	-0.016	0.065**	0.026	0.158***	-0.017	0.065*	
		(1.978)	(0.684)	(4.954)	(-0.456)	(1.925)	(0.655)	(4.874)	(-0.508)	(1.925)	(0.651)	(4.892)	(-0.520)	(2.014)	
R ²		0.112	0.085	0.040	0.179	0.113	0.085	0.039	0.180	0.110	0.080	0.039	0.181	0.109	
Adjusted R ²		0.098	0.071	0.025	0.166	0.099	0.071	0.024	0.167	0.096	0.066	0.024	0.168	0.095	
F-statistic		7.904***	5.864***	2.626***	13.713***	7.981***	5.850***	2.560***	13.770***	7.951***	5.830***	2.571***	13.784***	7.762***	
N		1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	1149	

资料来源：作者整理设计(表中所有列为 Standardized Coefficients, *, **, *** 分别表示在 0.10, 0.05 和 0.01 的水平上显著(2-tailed))。

六、研究结论与建议

在市场经济刚刚起步,市场机制缺失或者疲弱的新兴转轨经济国家,特别是在股权高度集中的情况下,大股东制衡机制是公司治理的核心所在,大股东行为左右了公司的主要方面,这其中包括对信息披露的重要影响。本文基于来自中国股市的经验证据和中国公司治理指数(CCGI^{NK})的信息披露指数(CCGI^{NK}_{IDI})部分所作的研究表明:

基于不同的治理战略,控股股东和其他大股东对信息披露的不同方面和不同内容具有不同的选择偏好。具体而言,(1)控股股东(第一大股东)往往倾向于让信息披露看起来较为可靠和及时³⁶,以便利用信息披露的信号显示作用赢得良好的市场声誉,迷惑市场和广大中小投资者,攫取私人利益。同时,控股股东在信息披露的相关性方面则是完全不同的偏好,可能有意降低信息披露的相关性³⁷,使中小投资者缺乏相关的信息作出适当而有效的反应。(2)与作为控股股东的控股股东相反,其他大股东出于自身利益和治理战略的考虑,可能发挥制衡与监督作用,阻碍控股股东操控信息披露,其他大股东持股比例和对第一大股东(或前两大股东)的制衡度(或联合制衡度)越高,越有可能对信息披露的可靠性和及时性产生“负面作用”³⁸,同时,可能要求在年报中披露更多更加相关的信息,以便作出有效的投资决策。³⁹(3)持股较少的其他大股东可能认为,①附和或容忍控股股东带来的好处(比如关联交易等)大于监督制衡控股股东带来的收益⁴⁰;②或者较高的成本使得制衡控股股东行为带来的损失更大;③或者可以从股票差价中获得足够的补偿和收益,那么他们可能选择忍受或附和控股

³⁶ 之所以如此,原因可能是:(1)信息披露的可靠性和及时性是比较基本的要求,控股股东操作起来相对较为容易;(2)信息披露的可靠性和及时性相对容易衡量和考核,是目前相关政策法规进行规范和市场监管部门进行监管的重点;(3)中国国证券市场处于弱式有效阶段(weak form efficiency),提升信息披露的可靠性和及时性就可能获得较好的市场反应,有利于再融资(增发配股等)等事项的顺利实施。

³⁷ 其中原因可能是:(1)信息披露的相关性往往是相对进一步的、非强制性的要求,相关披露成本较高且不是监管和法规重点关注的方面;(2)控股股东为了可以较为方便地攫取私利而希望隐藏相关消息,增加信息的不对称性;(3)提高信息披露的相关性,降低信息的不对称性,可能导致中小投资者出现“用脚投票”的可能,不利于控股股东实施“隧道行为”。

³⁸ 这一“负面作用”恰好反映了其他大股东对于控股股东的制衡,通过破坏控股股东让信息披露看起来较为可靠和及时的企图,可能会导致外部监管力量的介入。唐跃军等(2006)的研究发现,转轨经济国家公司的内部治理机制亟待完善,通过内部治理机制进行制衡往往难以奏效且制衡成本较高,因此,制衡能力相对较弱的其他大股东很有可能更多地求助于相对强势、具备一定权威的外部治理机制,配合监管部门约束控股股东的行为,抑制其对中小股东权益的侵害与剥夺。

³⁹ 这是第一大股东持股比例越高,信息披露相关性越低;第二、五大股东的持股比例越高,信息披露相关性越高的原因所在。

⁴⁰ 有时,第二至第五大股东和控股股东之间还可能存在更为密切的关联,比如行政上的或资本上的,因此它们实际上同属一个利益集团或关联网络。如此,它们之间的勾结则是必然的(唐跃军,2006;唐跃军、谢仍明,2006;唐跃军等,2006)。

股东⁴¹。

基于上述研究结论，本文建议：（1）鼓励其他大股东监督制衡控股股东，充分发挥大股东制衡机制的作用，防止控股股东利用信息披露的信号显示作用，迷惑市场和广大中小投资者；（2）强化外部市场监管，注重投资者教育，大力推进信息披露评价，促使控股股东切实提高信息披露的可靠性、相关性和及时性，特别要提升信息披露的相关性，促使上市公司更多地披露与公司治理结构、财务状况、经营成果、现金流量、经营风险及风险程度等方面紧密相关的信息。

参 考 文 献

- [1] Bennedsen, M., and D. Wolfenzon, "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1), 113—139.
- [2] Bloch, F., and U. Hege, "Multiple Shareholders and Control Contests", Working Paper, Tilburg University, 2000.
- [3] Boehmer, E., "Business Groups, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of German Takeovers", *Journal of Financial Intermediation*, 2000, 9(2), 117—148.
- [4] Chen, C., S. Chen, and X. Su, "Profitability Regulation, Earnings Management and Modified Audit Opinions: Evidence from China", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 2001, 20(2), 9—30.
- [5] Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang, "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia", Working Paper, World Bank, 1999b.
- [6] Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang, "The Rationale for Groups: Evidence from East Asia", Working Paper, World Bank, 1999a.
- [7] Demsetz, H., and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 1985, 93(6), 1155—1177.
- [8] Durnev, A., and E. Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", Working Paper, University of Michigan Business School, 2002.
- [9] Edwards, J., and A. Weichenrieder, "Ownership Concentration and Share Valuation", *German Economic Review*, 2004, 5(2), 143—171.
- [10] 裴武威, "公司治理评价体系研究", 《证券市场导报》, 2001年第9期, 第4—15页。
- [11] Gomes, A., and W. Novaes, "Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism", PIER Working Paper 01—029, University of Pennsylvania, 2001.

⁴¹ 这可能致使第三、四大股东持股比例对信息披露指数和信息披露可靠性的影响不显著；第二、五大股东持股比例，第二大股东对第一大股东、第二和第三大股东对第一大股东、第二至第五大股东对第一大股东的制衡度对信息披露及时性没有显著作用。此外，第二至第五大股东对第一大股东的制衡度（或联合制衡度）和第三至第五大股东对前两大股东的制衡度（或联合制衡度）对信息披露相关性的作用不显著，可能也是基于同样的原因。

- [12] Hasseldine, J., A. Salama, and J. Toms, "Quantity versus Quality: the Impact of Environmental Disclosures on the Reputations of UK Plcs", *British Accounting Review*, 2005, 37(2), 231—248.
- [13] Jensen, M., and W. Meckling, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 301—361.
- [14] Jensen, M., "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, 14 (3), 8—21.
- [15] Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling", *American Economic Review*, 2000, 90(2), 22—27.
- [16] Klaus, G., and Y. Burcin, "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", *European Economic Review*, 2003, 47(4), 731—758.
- [17] La Porta, R., F. Lopez-de-Silance, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998a, 106(6), 1113—1155.
- [18] La Porta, R., F. Lopez-de-Silance, A. Shleifer, and R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", NBER Working Paper, 1998b.
- [19] La porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 1999, 54, 471—517.
- [20] 李维安,《公司治理》。天津:南开大学出版社,2001年。
- [21] 李维安、唐跃军,“公司治理评价、治理指数与公司业绩”,《中国工业经济》,2006年第4期,第98—107页。
- [22] 里昂证券(亚洲,CLSA),《公司治理评分体系》(内部资料),2000年。
- [23] Maury, B., and A. Pajuste, "Multiple Large Shareholders and Firm Value", *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29(7), 1813—1834.
- [24] Maury, B., and A. Pajuste, "Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland", *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, 2002, 51(1), 15—45.
- [25] McConnell, J., and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2), 595—612.
- [26] Mikkelsen, W., and P. Megan, "Managers' Voting Rights and Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(2), 263—290.
- [27] Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, 20, 293—315.
- [28] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组,“中国上市公司治理评价与指数研究”,《南开管理评论》,2006年第1期,第4—10页。
- [29] 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组,“中国上市公司治理指数与治理绩效的实证分析”,《管理世界》,2004年第2期,第63—74页。
- [30] 南开大学公司治理研究中心课题组,“中国上市公司治理评价系统研究”,《南开管理评论》,2003年第3期,第4—12页。
- [31] Pagano, M., and A. Roel, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public", *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(1), 187—226.
- [32] Price Waterhouse & Coopers, *The Opacity Index*, www. Opacityindex. Com, 2001.
- [33] Rothschild, M., and J. Stiglitz, "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", *Quarterly Journal of Economics*, 1976, 90(4), 629—649.

- [34] 宋敏、张俊喜、李春涛,“股权结构的陷阱”,《南开管理评论》,2004年第1期,第10—24页。
- [35] Shleifer, A., and R. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3), 461—488.
- [36] Shleifer, A., and R. Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 1997, 52(2), 735—786.
- [37] Spence, A., *Market Signaling*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1974.
- [38] Standard & Poor's, *Standard & Poor's Corporate Governance Scores-Criteria, Methodology and Definitions*, available at <http://www.standardandpoors.com>, 1998.
- [39] Standard & Poor's Company, *Standard & Poor's Company Transparency & Disclosure Survey 2001*, S&P/IFC Emerging Asia, 2001.
- [40] Standard & Poor's Company, *Standard & Poor's Corporate Governance Scores; Criteria, Methodology and Definitions*, 2002.
- [41] Standard & Poor's Company, *Transparency and Disclosure Methodology*, 2002.
- [42] 唐跃军,“企业业绩组合、企业业绩差异与三季度季报披露和预约披露的及时性”,《中国会计与财务研究》,2005年第4期,第55—81页。
- [43] 唐跃军、程新生,“信息披露机制评价、信息披露指数与企业业绩”,《管理评论》,2005年第10期,第8—15页。
- [44] 唐跃军、程新生、吕斐适,“上市公司信息披露机制评价及信息披露指数研究”,《上海金融》,2005年第3期,第37—40页。
- [45] 唐跃军、谢仍明,“大股东制衡机制与现金股利的隧道效应”,《南开经济研究》,2006a年第1期,第60—78页。
- [46] 唐跃军、谢仍明,“股份流动性、股权制衡机制与现金股利的隧道效应”,《中国工业经济》,2006b年第2期,第120—128页。
- [47] 唐跃军、李维安、谢仍明,“大股东制衡、信息不对称与外部审计约束”,《审计研究》,2006年第5期,第33—39页。
- [48] 唐跃军,“转轨经济中大股东制衡机制的实证与实验研究”,南开大学博士学位论文,2006年4月。
- [49] Tang, Y., “Firm Performance's Combinations and Differences, and Timeliness of Actual and Scheduled Disclosures of the Third-Quarter Reports: ‘Good News’, ‘Bad News’, and Information Manipulation by Managers”, *China Accounting and Finance Review*, 2005, 7(4), 82—104.
- [50] 田昆儒、唐跃军,“公司治理评价中募集资金管理与信息披露评价指标体系设置研究”,《南开管理评论》,2003年第3期,第22—24页。
- [51] Toms, J., “Firm Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidence”, *British Accounting Review*, 2002, 34 (3), 257—282.
- [52] Volpin, P., “Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy”, *Journal of Financial Economics*, 2002, 64(1), 61—90.
- [53] 叶银华、李存修、柯承恩,《公司治理与评等系统》。台湾:商智文化出版社,2002年。
- [54] Zingales, L., “What Determines the Value of Corporate Votes?” *Quarterly Journal of Economics*, 1995, 110(4), 1047—1073.
- [55] Zwiebel, J., “Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control”, *Review of Economic Studies*, 1995, 62(2), 161—185.

Counterbalance of Large Shareholders, Governance Strategy and Information Disclosure: Evidence from Chinese Listed Companies in 2003

YUEJUN TANG

(Fudan University)

FEISHI LV XINSHENG CHENG

(Nankai University)

Abstract According to different governance strategies, large shareholders of Chinese listed companies have different preferences for information disclosure in terms of the contents of information. Specifically, controlling shareholders usually dress up their information disclosure to make it look timely and reliable, but in essence reduce the relevance of information so that small investors do not have enough relevant information to make effective decisions. In contrast, other large shareholders are inclined to impede controlling shareholders' manipulation of information. This seems to create "negative impacts" on the reliability and timeliness of information disclosure, but in essence enhances the relevancy of listed firms' annual financial reports.

JEL Classification G34, M41, G14