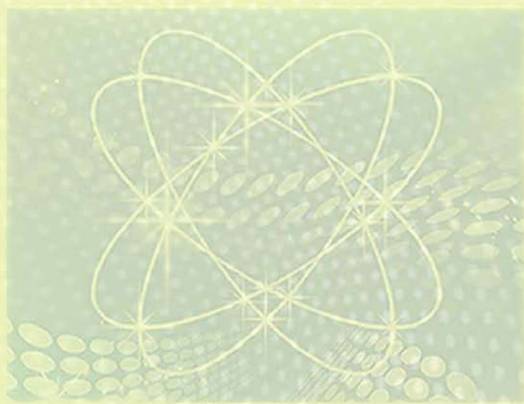


上市公司信息披露透明度研究



摘 要

根据现代企业理论，上市公司是由股东、债权人、管理者、员工、供应商、顾客、政府以及社会公众等利益相关者组成的一系列契约的联结，各利益相关者都需要上市公司提供自己需要的信息来进行决策。同时，上市公司是证券市场的重要组成部分，信息披露是沟通证券价格与企业价值之间的桥梁，其质量的高低直接影响证券市场资源配置的效率。因此，上市公司需要及时、全面、准确地披露相关信息，使信息需求者能够随时了解上市公司的具体情况并作出相应的决策，保证证券市场的高效运行。

我国的证券市场自成立以来，上市公司的信息披露一直存在比较严重的问题，信息披露舞弊事件层出不穷，琼民源、红光实业、郑百文等舞弊丑闻一波未平，接二连三地又发生了银广厦、麦科特、科龙电器等恶性造假案件。在西方发达国家，上市公司的信息披露也并非完美无缺，进入 21 世纪后，美国相继爆发了安然（Enron）、世通（Worldcom）等重大信息披露舞弊事件，意大利也发生了帕玛拉特（Parmalat）事件。这些事件严重损害了投资者的信心，动摇了证券市场运行的基石。面对接连不断的信息披露舞弊丑闻，各国政府积极地采取各种措施以提高信息披露透明度，虽然采取的措施不尽相同，但是加强对信息披露的监管是共同点。

自 La Porta 等（1999）的研究以来，越来越多的研究发现上市公司的股权结构在绝大多数情况下是集中而非分散，绝大多

数上市公司都有实际控制人，我国的上市公司就是典型代表。实际控制人由于其拥有的控制权而对上市公司的行为具有重要影响，包括信息披露策略的选择，因此本研究提出提高上市公司的信息披露透明度必须从实际控制人出发，并从控制与制衡两个角度建立信息披露透明度研究模式。不同性质的实际控制人在代理问题的产生和解决方式上存在明显的差别，并对上市公司的行为产生不同的影响，因此研究实际控制人控制与制衡对信息披露透明度的影响时应该同实际控制人的类型相结合。本研究正是以此为基础，选取受中央政府或中央政府直属企业控制的上市公司（以下简称中央上市公司）、受地方政府或地方政府直属企业控制的上市公司（以下简称地方上市公司）和受民营公司控制的上市公司（以下简称民营上市公司）为样本，研究了实际控制人控制和制衡在不同类型的上市公司中对信息披露透明度的影响。

本研究主要围绕以下问题展开：

1. 信息披露透明度的理论分析和评价。本研究从上市公司的信息披露谈起，论述了信息披露的理论基础，然后从信息披露供应链的角度提出了信息披露透明度的定义，并利用因子分析的方法建立了信息披露透明度评价模型，该模型的评价结果同深圳证券交易所的信息披露考核结果显著相关。

2. 实际控制人控制对信息披露透明度的影响。本研究首先检验了不同类型的实际控制人控制下的上市公司信息披露透明度的区别。然后，从实际控制人的控制权、现金流权、控制权与现金流权分离和控制层次等角度研究其对信息披露透明度的影响。结果发现，民营上市公司的信息披露透明度显著低于中央上市公司和地方上市公司；随着实际控制人控制权、现金流权的增加，中央上市公司和地方上市公司的信息披露透明度显著增加，而民营上市公司的信息披露透明度没有显著提升；随着实际控制人控制权与现金流权分离程度的增加，民营上市公司信息披露透明度

显著降低，而中央上市公司和地方上市公司的信息披露透明度没有显著变化；随着实际控制人控制层次的增加，地方上市公司和民营上市公司信息披露透明度显著降低，而中央上市公司的信息披露透明度没有显著变化。

3. 实际控制人制衡对信息披露透明度的影响。本研究从股东、独立董事和注册会计师等三个方面研究了制衡实际控制人的力量对信息披露透明度的影响。

关于股东制衡对信息披露透明度的影响，本研究将股东按类别分为大股东、机构投资者和中小股东，分别检验不同类型股东的制衡力量对信息披露透明度的影响。结果发现，在民营上市公司中，单一大股东对信息披露透明度具有显著的负面影响，而在中央上市公司和地方上市公司中，这种影响并不显著；关于大股东的联合对信息披露透明度的影响，无论是中央上市公司、地方上市公司，还是民营上市公司，该影响均不显著；在地方上市公司和民营上市公司中，以基金为代表的机构投资者对信息披露透明度具有显著的正面影响，而在中央上市公司中，该影响并不显著；对于参与股东大会的中小股东来说，其持股占整个中小股东持股的比例在各类型的上市公司中对信息披露透明度均无显著影响，但其人数在中央上市公司和民营上市公司中对信息披露透明度具有显著的正面影响，而在地方上市公司中该影响并不显著。

关于独立董事对信息披露透明度的影响，本研究从独立董事占董事会的比例、任职时间、薪酬水平、持股数量、亲自参加会议次数、任职企业数量、会计专家数量和任职行为等角度出发，检验独立董事对信息披露透明度的影响。结果发现，在中央上市公司和地方上市公司，信息披露透明度同独立董事的持股数量、任职企业数量呈显著正相关，同独立董事发表非标准意见或发生非正常辞职呈显著负相关，同独立董事的比例、任职时间、薪酬水平、亲自参加会议次数和会计专家数量无显著相关关系；在民

营上市公司，信息披露透明度同独立董事发表非标准意见或发生非正常辞职呈显著负相关，同独立董事的比例、任职时间、薪酬水平、持股数量、任职企业数量、亲自参加会议次数和会计专家数量无显著相关关系。另外，本研究发现会计专家独立董事同其他独立董事相比发现信息披露存在问题的能力并没有显著区别，而具有会计实践经验的独立董事相对于其他独立董事发现信息披露存在问题的能力更强。

关于注册会计师审计对信息披露透明度的影响，本研究从规模、地域、行业专长等角度检验了会计师事务所对信息披露透明度的影响。结果发现，对于中央上市公司来说，各种类型的会计师事务所之间审计质量并没有显著差异。而对于地方上市公司和民营上市公司来说，与其属于同一省份的不具有复核资格的会计师事务所相对于其他会计师事务所审计收费显著偏低，而且出具标准无保留意见审计报告的比例显著偏高，因此审计质量偏低，并对信息披露透明度产生负面影响。相对于中央上市公司，地方上市公司和民营上市公司更愿意聘请审计质量较低的会计师事务所。

本研究的创新之处在于：利用因子分析的方法构建了信息披露透明度评价模型，并通过此模型对上市公司的信息披露透明度进行评价；将研究视角从传统的经理人员转移到实际控制人，并从控制与制衡两个角度建立了信息披露透明度研究模式；发现相对于信息披露透明度较高时，信息披露透明度较低时独立董事提出非标准意见或辞职的概率显著偏高，而且会计专家发现信息披露中存在问题的能力同其他独立董事相比并没有显著区别，但是具有会计实践经验的独立董事发现信息披露中存在问题的能力相对于其他独立董事更强。

目 录

第一章 绪 论

- 一、研究背景
- 二、研究意义
- 三、研究思路与论文框架
- 四、研究方法
- 五、论文创新点

第二章 相关文献综述

- 一、信息披露透明度
- 二、实际控制人控制与信息披露
- 三、实际控制人制衡与信息披露
- 四、文献评述

第三章 信息披露透明度及其评价

- 一、信息披露的理论基础
- 二、信息披露透明度的含义
- 三、信息披露透明度评价
- 四、本章小结

第四章 实际控制人控制与信息披露透明度:理论分析

- 一、选择实际控制人视角的原因
- 二、实际控制人类别与信息披露透明度
- 三、实际控制人控制模式与信息披露透明度

四、本章小结

一、样本选择

二、研究设计

三、实证检验

四、本章小结

第六章 实际控制人制衡与信息披露透明度：理论分析

一、股东制衡与信息披露透明度

二、独立董事制衡与信息披露透明度

三、注册会计师制衡与信息披露透明度

四、本章小结

第七章 实际控制人制衡与信息披露透明度：实证检验

一、样本选择

二、研究设计

三、实证检验

四、本章小结

第八章 研究结论及政策建议

一、研究结论

二、政策建议

三、研究不足及展望

参考文献

英文文献

中文译著

致 谢

CONTENT

Chinese AbstractI

English AbstractIV

Chapter 1 Introduction

Section One Research Background

Section Two Research Significance

Section Three Research Framework

Section Four Research Method

Secton Five Research Innovation

Chapter 2 Relative Literature Review

Section One Information Disclosure Transparency

Section Two Ultimate Controlling Owner's Controll and
Information Disclosure

Section Three Ultimate Controlling Owner's Balance and
Information Disclosure

Secton Four Literature Review

Chapter 3 Information Disclosure Transparency and Appraisal

Section One Theory basis of Information Disclosure

Section Two Meaning of Information Disclosure Transpar-

ency

Section Three Information Disclosure Transparency Appraisal

Section Four Chapter Summary

Chapter 4 Ultimate Controlling Owner's Control and Information Disclosure Transparency: Theory Analysis

Section One The Reason of Choosing Ultimate Controlling Owner

Section Two Type of Ultimate Controlling Owner and Information Disclosure Transparency

Section Three Control Model of Ultimate Controlling Owner and Information Disclosure Transparency

Section Four Chapter Summary

Chapter 5 Ultimate Controlling Owner's Control and Information Disclosure Transparency: Empirical Test

Section One Sample Selection

Section Two Research Design

Section Three Empirical Test

Section Four Chapter Summary

Chapter 6 Ultimate Controlling Owner's Balance and Information Disclosure Transparency: Theory Analysis

Section One Shareholder Balance and Information Disclosure Transparency

Section Two Independent Boarder Balance and Information Disclosure Transparency

Section Three CPA Balance and Information Disclosure Transparency

Section Four Chapter Summary

Chapter 7 Ultimate Controlling Owner's Balance and Information Disclosure Transparency: Empirical Test

Section One Sample Selection

Section Two Research Design

Section Three Empirical Test

Section Four Chapter Summary

Chapter 8 Research Conclusions and Suggestions

Section One Research Conclusions

Section Two Suggestions

Section Three Research Limitations and Prospect of Future Research

References

Acknowledgements

第一章 绪 论

上市公司披露的信息是利益相关者决策的基础，是证券市场发挥资源配置功能的保障。纵观全球，世界各国证券市场的信息披露舞弊事件层出不穷，如何提高信息披露透明度成为各国政府十分关切的问题。本书就是在此背景下对上市公司的信息披露进行研究，试图找到提高信息披露透明度的对策。本章对该书的研究背景、研究意义、研究方法、全书整体的逻辑框架、具体的结构安排以及该书的创新点等方面进行概括性的介绍。

一、研究背景

（一）现实背景

近半个世纪以来，证券市场作为经济的晴雨表随着世界经济的发展得到了长足的发展，在世界经济体系中的地位日益提高。证券市场中交易的对象主要是企业发行的股票、债券及其衍生产品，而这些证券本身并无价值，其价值主要体现在所代表的企业的未来价值上，而企业的未来价值是通过各种信息来反映的。借助信息这个载体，证券价格实现了对企业未来价值的揭示，并由此引导社会资源的流动，促进社会资源向更有投资价值的企业聚集，从而实现资源配置的最大化，促进社会财富的增加。因此，信息披露在证券市场中具有非常重要的地位，它是沟通证券价格与企业价值之间的桥梁，是证券价格能否正确反映企业价值的关

键，其质量的高低直接影响到证券市场资源配置的效率。然而，世界各国接连不断出现的信息披露丑闻已成为全球经济发展过程中一个顽固的毒瘤，严重威胁着证券市场的发展。

美国的证券市场发展时间较长，制度比较完善，但是上市公司信息披露舞弊事件仍时常发生。20 世纪 70 年代先后发生了巨人零售、权益基金、马蒂尔公司等信息披露舞弊事件，20 世纪 90 年代以来，美国信息披露舞弊事件平均每年以 15% 的速度增长，上市公司信息披露舞弊丑闻曝光的范围和规模超过了大萧条以来的任何时期，从 1995 年到 2001 年，共有 772 家上市公司公开承认信息披露存在重大错误^①。2001 年 12 月，全球能源巨头安然（Enron）公司因会计信息舞弊曝光不得不申请破产保护，并以 498 亿美元资产刷新了美国历史上破产公司规模纪录，而 7 个月之后世通（WorldCom）公司因信息舞弊丑闻也不得不申请破产保护，再创破产公司规模纪录。另外，曾经名声显赫的朗讯（Lucent）、泰科（Tyco）、施乐（Xerox）也因涉嫌虚假财务报告而成为信息舞弊家族中的一员。2002 年，美国审计总署（GAO）应国会的要求对 1997 年至 2002 年上半年上市公司因会计舞弊导致报表重编进行了专题研究，结果发现：1997 年至 2002 年上半年，在纽约证券交易所（NYSE）、纳斯达克（NASDAQ）和美国证券交易所（AMEX）挂牌交易的 8494 家上市公司中，因会计舞弊和其他不规范会计问题而重编财务报表的上市公司达到了 845 家，约占全部上市公司的 10%^②。在欧洲，曾被称为是欧洲 IT 龙头企业的比利时 Lernout&Hauspie 公司因虚假信息披露在 2000 年被从纳斯达克主板市场摘牌，意大利乳品

① 秦江萍. 会计舞弊的市场反应与识别：理论分析与经验证据 [M]. 北京：经济科学出版社，2005：3.

② 秦江萍. 会计舞弊的市场反应与识别：理论分析与经验证据 [M]. 北京：经济科学出版社，2005：4.

巨头帕玛拉特 (Parmalat) 公司的财务舞弊丑闻在 2003 年曝光, 后因无力偿还债务不得不申请破产保护。

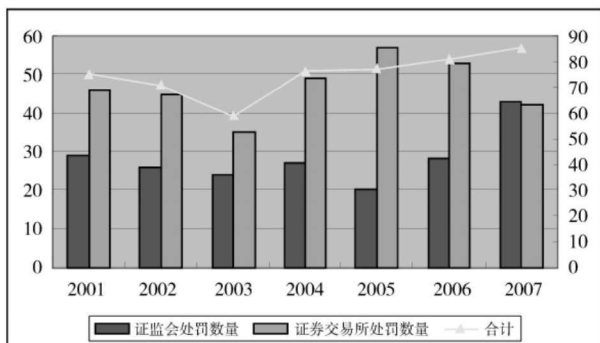


图 1-1 被处罚上市公司的数量分布图

数据来源：根据中国证券监督管理委员会网站、上海证券交易所网站和深圳证券交易所网站的信息整理

我国十余年高速发展的证券市场上，已经上演了一幕又一幕的上市公司信息披露舞弊的悲喜剧。先是 20 世纪 90 年代初期的深圳原野、长城机电和海南新华三家上市公司信息披露舞弊事件。随后，1997 年到 1998 年又发生了琼民源、红光实业和东方锅炉新三大信息披露舞弊事件。2000 年的郑百文、黎明股份、猴王股份的余震未消，2001 年又爆出麦科特、大庆联谊等舞弊案件，银广夏更是将信息披露舞弊推向了高潮，随后 2002 年的锦州港、2003 年的啤酒花、2004 年的新疆德隆、2005 年的科龙电器又接连曝出信息披露舞弊丑闻。从证券市场产生至今，我国已经有多家上市公司因信息披露舞弊遭到证监会、证券交易所的处罚^①，从图 1-1 可以看出，受处罚的上市公司的数量虽然在

^① 证监会和证券交易所对于信息披露违规的处罚方式并不完全相同，证监会的处罚措施主要是公开批评、警告和罚款，上海证券交易所采用的措施包括内部通报批评、公开谴责和罚款，而深圳证券交易所采用内部通报批评和公开谴责的方式。

2003 年出现了下降趋势，但是在 2001—2007 年间总体上呈逐年增长趋势，而这还只是虚假信息披露的冰山一角，还有更多上市公司的信息披露问题尚未浮出水面^①。

① 我国财政部自 1999 年 7 月以来发布了一系列的《中华人民共和国财政部会计信息质量抽查公告》，公布被抽查企业的会计信息情况。第一号公告中共抽查了 110 家酿酒企业，其中 102 家存在不同程度的会计信息失真问题。第三号公告中共抽查了被社会审计机构审计的 100 家企业，81 家虚列资产共 37.61 亿元，83 家虚列所有者权益共 26.12 亿元，89 家虚列利润共 27.47 亿元。第五号公告中共抽查了 159 家企业，其中资产不实的有 147 家，共虚增资产 18.48 亿元，虚减资产 24.75 亿元，资产失真度 0.95%；所有者权益不实的有 155 家，共虚增所有者权益 19.36 亿元，虚减所有者权益 18.17 亿元，所有者权益失真度 2.82%；利润总额不实的有 157 家，共虚增利润 14.72 亿元，虚减利润 19.43 亿元，利润总额失真度 33.4%。第七号公告中共抽查了 320 家企业和事业单位，发现被抽查企事业单位资产不实 73.75 亿元，利润不实 35.11 亿元。其中，资产不实比例在 1% 以上和利润不实比例在 10% 以上的分别占被抽查单位的 50% 和 57%。第八号公告中共抽查了保险、烟草等行业的 192 家企业，共查出这些企业资产不实 115 亿元，所有者权益不实 24.2 亿元，利润不实 24.2 亿元。其中，资产不实 5% 以上的企业有 36 家，占总数的 18.75%；利润不实 10% 以上的企业有 103 家，占总数的 53.6%；利润严重失真，虚盈实亏企业 19 家，原报表反映盈利 1.35 亿元，实际亏损 1.72 亿元，虚亏实盈企业 8 家，原报表反映亏损 1.62 亿元，实际盈利 4.13 亿元；有 22 家企业存在账外设账问题。第九号公告共查出 152 家企业资产不实 85.88 亿元，所有者权益不实 41.38 亿元，利润不实 28.72 亿元；资产不实比例 5% 以上的企业 23 家，占被检查企业的 15.13%；利润不实比例 10% 以上的企业 82 家，占被检查企业的 53.95%，利润严重不实，虚盈实亏企业有 5 家，其报表反映盈利 3551 万元，实际亏损 1.5 亿元，虚亏实盈企业有 6 家，其报表反映亏损 1.4 亿元，实际盈利 4 亿元；有 16 家企业违规设置账外账。第十一号公告共抽查 55 家上市公司，发现 10 家上市公司为粉饰业绩不同程度的存在会计信息质量问题。第十三号公告发现天津市天海集团有限公司将利用外国政府贷款购置的价值 7.2 亿元的船舶长期挂往来账，未纳入固定资产核算，其下属子公司天津市海运股份有限公司连续两年伪造银行存款 1.5 亿元，以隐瞒大股东占用上市公司资金的问题；黑龙江省电力有限公司 2005 年通过虚构售电量，虚增收入 5.1 亿元；浏阳花炮股份有限公司为了避免 2003 年、2004 年连续亏损，将以前年度发生的费用 1859 万元及欠缴税款 786 万元推迟计入 2005 年度；航天通信控股集团股份有限公司 2003 年至 2005 年划出资金通过其他单位进行周转，虚增利润 3110 万元；厦门国源房地产开发有限公司编制虚假会计报表并串通会计师事务所出具虚假审计报告，违规获取银行贷款 3300 万元；海南金邦实业有限公司 2005 年度实现销售收入 3.2 亿元，而会计报表反映收入为零，也未按规定预缴企业所得税。

虚假信息披露的泛滥不仅给政府机构的监管带来困难,更给国家、投资者、债权人等利益相关者带来实质性的利益损失。面对证券市场上接连不断的信息舞弊丑闻,各国的证券监管部门采取各种措施,试图提高信息披露透明度,重塑投资者的信心,保证证券市场的健康发展。2002年7月25日,美国国会通过了《2002年萨班斯——奥克斯莱法案》(Sarbanes-Oxley Act of 2002)^①,并在7月30日由美国总统布什签署后正式生效。该法案可以看做是对《证券法》和《证券交易法》在新的历史条件下的修订和完善,它不仅对原有内容作了很多修改与补充,而且对会计行业的监管、审计独立性、财务信息披露、公司责任、证券分析师的行为等诸多方面作了新的规定,例如成立负责会计行业的注册、调查、监管和惩戒等工作的公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board,简称PCAOB),要求首席执行官和首席财务官对公司财务报告是否公允的反映了公司财务状况和经营成果作出保证,对故意提供虚假财务报告、故意销毁、隐匿、伪造财务报告等行为处以重罚等。2004年8月28日,我国发布了新修订的《证券法》,该法增设了董事、监事会和高级管理人员在信息披露中的义务,同时增设了对发行人、上市公司和其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人实施虚假陈述行为的行政法律责任。由此可见,各国采取的措施虽然不尽相同,但是加强监管是重要组成部分。那么,加强监管应从何处入手?如何监管?这是本研究的出发点,也是本研究需要解决问题。

(二) 理论背景

人们对股权结构的研究由来已久,Berle和Means(1932)

^① 国内有的文献将该法案译为《2002年公众公司会计改革和投资者保护法案》。

对美国 1929 年年末最大的 200 家非金融公司进行了研究，结果发现其中 88 家公司的股权非常分散^①，只有 22 家公司完全为个人股东控制或个人股东拥有多数股权，对于股权分散的公司，他们提出经营者支配论，也就是说公司的控制权掌握在经营者手中^②。Larner (1966) 利用 Berle 和 Means 的方法对 1963 年美国最大的 200 家非金融公司的股权结构进行了研究，在与 1929 年的结果对比后发现股权结构进一步分散，经营者控制的公司数量由 1929 年的 88 家上升到 1963 年的 169 家^③。Herman (1974) 的研究发现经营者控制型企业的比例为 82.5%^④。Chandler (1987) 把美国企业股权越来越分散，控制权转移到经营者手中的现象称为美国企业的管理革命，并把这类企业称为经理式企业。这种所有权与经营权的分离不仅使投资者分散了风险，而且使经营者可以从事更专业化的管理，但是也带来了现代公司的代理问题 (Jensen 和 Mecking, 1976)：公司经营者与所有者的利益不一致，并且两者之间存在信息不对称 (information asymmetry)，经营者在进行决策时有可能通过损害所有者的利益

① 根据 Berle 和 Means 的统计，在 1929 年，美国最大的铁路公司宾夕法尼亚铁路公司、最大的公用事业公司美国电话电报公司和最大的工业公司美国钢铁公司最大股东的持股比例均不超过公开发行股票的 1%，前 20 位股东的持股总和占股份总数的比例分别为 2.7%、4.0%和 5.1%。

② Berle 和 Means 认为，由于股权分散，并没有股东可以依靠自己持有的股权取得控制地位，这时公司的控制权转移到了董事会。对于董事会的选举，股东由于没有具有影响的股份，因此或者选择放弃或者选择将投票权转让给代理（投票）委员会，这时控制权就转移到了挑选代理（投票）委员会的人手中。实际上代理（投票）委员会是由经营者指派的，因此实际的控制权转移到了经营者手中，这种控制被称为经营者控制。

③ Larner, R. Ownership and control in the 200 Largest Non-Financial Corporations, 1929 and 1963 [J]. American Economic Review, 1966, 56: 777-787.

④ 谢朝斌. 独立董事法律制度研究 [M]. 北京：法律出版社，2004：124-125.

而实现自己利益的最大化，这时就产生了代理成本^①。因此，在股权分散的情况下，减少代理成本应该从约束经营者的行为出发，使其决策时考虑股东利益的最大化而不是自己利益的最大化，Jensen 和 Meckling (1976)、Grossman 和 Hart (1982) 都是在股权结构分散的条件下研究如何监督、激励经理人员以实现股东利益的最大化。

20 世纪 70 年代末，Berle 和 Means 的观点开始受到了人们的质疑。La Porta 等 (1999) 认为 Berle 和 Means 的研究对象是规模巨大的企业，而这种类型的企业数量较少，代表性并不强，他们对全世界 27 个发达经济体上市公司的股权结构进行了研究，按照不同控制权标准将上市公司区分成股权分散和具有最终所有者两种类型，并将最终所有者分为五种类型：家族或个人 (family or an individual)、政府 (the state)、股权分散的金融机构 (widely held financial institution)、股权分散的公司 (widely held corporation) 和杂项 (miscellaneous)。研究发现，除了美国、英国以及日本的上市公司显示出较高度度的股权分散外，其余国家的上市公司大多存在终极控制股东，其中有 17 个国家是以家族为主要的控制形态，而投资者保护制度较不完善的 11 个国家显示出较高的家族控制比率。以东亚四个国家和地区而言，日本与韩国的上市公司显示出较高的股权分散比率，中国香港地区则大多由家族所控制，而新加坡则有半数以上是被政府所控制

① Jensen 和 Meckling 认为，代理成本主要包括三部分：第一是委托人的监督成本，即委托人激励和监控代理人，使后者为前者的利益而尽力的成本；第二是代理人的担保成本，即代理人用以保证不采取损害委托人行为的成本，以及如果采用了那种行为将给予赔偿的成本；第三是剩余损失，它是委托人因代理人代行决策而产生的一种价值损失，等于代理人决策和委托人在假定具有与代理人相同信息和才能情况下自行效用最大化决策之间的差异。