

信息透明度、公司治理 与中小股东参与^{*}

黎文靖 孔东民

(暨南大学管理学院 510632 华中科技大学经济学院 430074)

【摘要】本文利用深交所社会公众股东网络投票的数据,研究了公司信息透明度、中小股东参与公司决策与治理以及其他治理机制之间的关系。经验证据表明当公司信息透明度越差,中小投资者参加投票的积极性越高。上市公司的股权结构会影响中小股东的投票参与率,并且上述关系在信息透明度更差的公司中更显著。进一步分析发现,中小股东参与公司治理能够提高公司未来绩效,并且这种绩效改善在信息透明度更差的公司中更为明显。本文说明中小股东参与公司治理能有效地缓解代理问题,而公司信息透明度会影响其效果的发挥。

【关键词】信息透明度 中小股东 公司治理 网络投票

一、引言

我国上市公司具有比较集中的股权结构,同时国有持股带来的所有者缺位问题,使得控股股东与中小股东之间的代理问题成为我国资本市场所面临的主要问题(李增泉等,2004),改善企业公司治理、保护中小投资者利益成为资本市场健康运行与发展的重点所在。无论西方文献还是我国学术界,都对大股东与中小股东之间的代理问题进行了大量的研究,发现董事会、所有权结构、并购威胁和法律保护等机制有助于缓解上述第二类代理问题(Denis and McConnell,2003)。除此之外,公司的财务会计信息与信息透明度通过降低不同股东之间的信息不对称,从而有助于改善大股东与中小股东之间的代理问题,并且公司信息透明度会影响其他公司治理机制的作用发挥(Armstrong et al.,2010)。Bushman and Smith(2001)、Lambert(2001)、Fields et al.(2001)和Armstrong et al.(2010)就公司财务会计信息、信息透明度与公司治理机制相互关系的研究进行了综述与讨论,发现公司信息透明度确实能够影响董事会中外部董事作用、积极股东(active investors)的治理效应、经理人的评价、所有权结构和债务的约束作用等等。基于我国资本市场的研究,也发现信息透明度对公司治理的影响(游家兴和李斌,2007;王俊秋和张奇峰,2009;

王克敏等,2009)。

我们为了解决代理问题构建了很多公司治理机制,但市场实践表明董事会、积极投资者、审计师等治理机制常常失效,政府、市场和学术界均在思考应创造机会让小股东参与公司治理,让小股东有参与公司决策保护自身利益的机会。中国证券市场于2004年建立的中小股东重大事项网络投票制度,使得中小股东有机会参与公司治理,同时也提供了相应的研究机会。Chen et al.,(2010),黎文靖等(2012),孔东民等(2012)考察了我国中小股东参与公司治理的影响因素及其经济后果。但现有文献缺乏考察信息透明度与中小股东参与公司治理之间关系的研究,没有就信息透明度是否会成为影响中小股东参与公司治理的途径与机制进行分析。以下一些问题仍无法回答,如公司的信息透明度是否会影响中小股东参与公司治理的热情?中小股东参与公司治理,在不同水平的信息透明度下,对公司的价值有何影响?

与黎文靖等(2012)和孔东民等(2012)类似,本文利用深圳证券交易所关于小股东重大事项网络投票的统计数据,研究公司透明度与中小股东参与公司决策和治理的关系,并进一步分析它们与其他公司治理机制的相互影响。我们通过不同盈余质量模型构建信息透明度指标,发现公司信息透明度越差,中小投资者参加投票的积极性越高。上市

^{*} 本文受到国家自然科学基金项目(70802024、71173078、71032006)、教育部人文社科研究规划基金项目(10YJA790127)和暨南大学2012年科研培育与创新基金项目(12JNQM004)的资助,谨致谢意。衷心感谢审稿人细致的评论和建议,当然,文责自负。

公司的股权结构会影响中小股东的投票参与率,并且上述关系在信息透明度更差的公司中更显著。经济后果方面的证据说明,中小股东参与公司治理能够提高公司未来绩效,并且这种绩效改善在信息透明度更差的公司中更为明显。

本文研究对于相关监管部门的政策制定能够提供有益的启示。我们发现公司信息透明度和披露信息的质量,不仅影响现有一些治理机制,对中小股东参与公司治理也有影响。因此,对于监管部门来说,制定高质量会计准则,加强上市公司信息披露监管,改善公司乃至整个市场的信息环境有着深远意义,有助于改善投资者保护,实现资本市场的健康发展。

二、文献回顾与研究假设

2004年12月7日,中国证监会发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,强制性要求当股东大会的表决涉及增发、重大资产重组等对社会公众股股东利益有重大影响的相关事项时,上市公司向股东提供网络形式的投票平台,并且投票比例须占社会公众股所持表决权达半数以上。证监会后续还发布了一系列的法规,配合2005年拉开序幕的股权分置改革,使得网络投票制度成为中小股东参与公司治理,反映自身利益诉求的一个途径。网络投票机制的制度背景在相关文献中已进行了较为详细的探讨(黎文靖等,2012;孔东民等,2012),在此本文不再进行详细的讨论。

(一) 文献回顾

财务会计信息的契约功能是财务会计的两大目标之一,西方文献中很早就关注到会计信息质量、信息透明度对契约、公司治理的影响,研究成果非常丰富(Armstrong et al., 2010; Bushman and Smith, 2001; Fields et al., 2001; Lambert, 2001)。Armstrong et al. (2010) 综述了2001年后有关信息透明度与公司治理机制的研究文献,基于管理层与股东的第一类代理问题以及大股东和中小股东的第二类代理问题的视角,从公司董事会结构、评价与考核管理层、股权结构的关系、债务契约中的作用等几个方面讨论了财务会计信息与上述契约和公司治理机制之间的关系,总体而言发现财务会计信息能够降低管理层、股东、债权人之间的信息不对称,从而影响各种公司治理机制的作用发挥。

从第二类代理问题视角讨论公司透明度与治理机制的研究主要集中在股权结构方面。Bushman et al. (2004) 在分析盈余及时性与股权集中度的反向关系时,指出当股权结构影响盈余质量与信息透明度时,更高的股权集中度带来较差的信息透明度,体现了第二类代理问题。如Fan and Wong (2002) 以东亚四国的公司为研究对象,发现股权集中度与公司的盈余信息含量负相关。类似的,Francis et al. (2005) 以美国的双重结构(dual class)公司及配对公司

为样本,发现双重结构公司的盈余价值相关性更弱。但也存在相反的理论证据,Fan and Wong (2005) 也指出,在投资者保护较弱的新兴市场,股权集中度更高的公司倾向于聘请质量更高的国际4大事务所对公司进行审计。

国内关于信息透明度与公司治理机制的研究并不多,更多地是考察各种公司治理机制对公司盈余质量、信息环境的影响。有关第一类代理问题的研究,主要是信息透明度对CEO更换与高管薪酬业绩敏感性的影响。游家兴和李斌(2007)的结果表明公司信息透明度越高,总经理因业绩下降而被更换的可能性越大,表现为公司治理效率的提升。王俊秋和张奇峰(2009)则发现信息透明度越高的公司,经理薪酬业绩敏感性越高,经理薪酬与盈利业绩和亏损业绩之间的非对称性越小,并且上述结果更多地体现在国有企业当中。对于第二类代理问题,王克敏等(2009)发现公司信息透明度越差,大股东资金占用问题越严重,表明提高公司信息透明度将有助于改善大股东与中小股东之间的信息不对称,缓解代理冲突。

与本文相关的另外一组文献是有关中小股东参与公司治理的讨论,支持与反对的观点都有。支持者认为向中小股东授予控制公司决策的权力,能够缓解内部人带来的代理问题,提高公司价值(Bebchuk, 2005)。而Bainbridge (2006)认为中小股东参与公司决策会降低公司价值,这是因为中小股东缺乏决策所需的信息和知识,或者有动机做导致公司价值下降的决策。Listokin (2010)则指出哪怕授予中小股东决策权力,也无法保证中小股东有动机去实施这些权力或者在法律执行较弱的环境中无法有效地执行这些权力。但目前仅有的一些经验证据均表明,向中小股东授予参与公司决策的权力,给予他们参与公司治理的机会,能够在一定程度上缓解代理问题,提升公司价值。Chen et al. (2010)利用中国证监会2004年要求再融资方案需要通过小股东的同意这一制度规定考察小股东参与公司决策是否会降低那些导致公司价值损害的决策,结果表明共同基金持股较高的公司中,这一制度确实能够降低管理层提出价值损害的再融资方案,但在其他机构和个人持股较高的公司中没发现这样的结果。也存在微弱的结果表明中小股东会否决那些价值损害的再融资方案。中国证监会2004年出台的中小股东网络投票制度,为研究中小股东参与公司决策与治理提供了一个很好的契机与数据。与Chen et al. (2010)研究不同的是,黎文靖等(2012)和孔东民等(2012)利用了深交所2005~2010年的中小股东网络投票数据,提供了我国中小股东参与公司治理的直接证据。黎文靖等(2012)发现当公司大股东有强烈的掏空可能性时,中小股东会积极地参与投票,投票率更高,并且更高的投票率确实带来股东财富的增加。而孔东民等

(2012) 从另一个视角提供了中小股东参与公司治理与其他公司治理机制之间的关系,经验证据显示中小股东的投票率与部分公司治理机制成反向关系,说明中小股东参与公司决策与其他公司治理机制存在替代效应。

从上述文献回顾可以看出,无论是国外文献还是基于我国资本市场的研究,有关财务会计信息、信息透明度与中小股东参与这一公司治理机制的研究尚不多见。其主要原因是受限于数据的可获得性,针对中小股东参与公司治理的研究较少。为了弥补相关文献在这一领域的缺陷,进一步考察会计信息与公司治理的交互作用,我们试图在以前的研究基础上(黎文靖等,2012;孔东民等,2012),利用深交所的中小股东投票机制,考察我国资本市场中公司信息透明度与中小股东参与公司决策之间的关系。

(二) 研究假设

相对于西方成熟发达的资本市场,我国证券市场仍属于法律执行较差、投资者保护较弱的资本市场,如何保护中小投资者的利益,建立和维护投资者的信心是关系到整个市场发展的核心问题。中国资本市场由于较为集中的股权结构和股权分置改革前大股东受限制的转让权,大股东控制成为公司治理主要特征,第二类代理问题起了决定性作用。李增泉等(2004)发现第一大股东持股比例与大股东资金占用之间存在非线性关系,同样支持了大股东的代理问题。为了缓解第二类代理问题,证监会参照西方的制度,建立了一系列的公司治理机制,如独立董事、监事会、信息披露机制等等,但效果都不算明显。证监会2004年引入中小股东投票制度,通过给予中小股东参与公司决策的机会,从而约束大股东做出损害公司价值的决策,缓解代理问题。已有研究也证明了这一制度的有效性(黎文靖等,2012;孔东民等,2012)。

文献回顾指出会计信息或公司透明度对于公司治理具有重要意义,对于第二类代理问题同样如此(Armstrong et al., 2010; Bushman and Smith, 2001)。如Fan and Wong (2002)指出在投资者保护较差的新兴市场环境中,大股东为了掩盖其与上市公司之间的利益输送行为,会倾向降低公司的信息透明度,从而影响公司盈余的可信度。而Francis et al. (2005)的研究则表明,哪怕是在投资者保护较好的美国市场中,存在第二类代理问题的公司有着较低的盈余质量和信息透明度。基于中国资本市场的研究同样也支持这一结论,如王克敏等(2009)发现公司信息透明度与大股东资金占用问题之间存在负相关关系,说明信息透明度影响着对于第二类代理问题的治理。总体而言,上述研究表明在第二类代理问题较为严重的市场中,较低的公司透明度一定程度上反映了大股东可能掏空上市公司,中小股东利益受损的可能性较大。黎文靖等(2012)、孔东民

等(2012)发现中小股东并不仅仅只是搭便车,他们预期到大股东会损害他们利益时,会通过网络投票积极参与公司治理来保护自身利益,从而提高企业价值。当公司信息透明度较低时,其他的外部治理机制(如法律、政府监管等)对于约束大股东的代理问题可能无效,预期到这点,为了保护自己的利益,在行动成本不高的前提下,中小股东会倾向参与公司决策,约束大股东所做出的损害公司价值的决定。而证监会2004年推行的网络投票制度,使得中小股东参与公司治理的成本较低,这意味着在公司透明度较低的情况下,中小股东会行使投票权参与公司治理,表现为中小股东的投票参与率上升。综上所述,我们提出以下假设:

假设1: 公司的信息透明度越低,中小股东的投票参与率越高。

为了进一步验证上述逻辑,我们考察了中小股东投票参与率与企业未来绩效的关系。已有研究发现,大股东的代理问题会影响企业的未来业绩。如Claessens et al. (2002)的经验证据表明控股股东的控制权与公司业绩负相关,并且控制权和现金流权之间差异越大,公司绩效下降越厉害。王鹏和周黎安(2006)利用中国资本市场数据同样发现控股股东的两权分离度降低了公司绩效。而孙永祥和黄祖辉(1999)认为随着公司第一大股东持股比例与公司业绩的关系呈现先升后降的关系,同样说明第二类代理问题降低公司绩效。因此,如果中小股东行使投票权参与公司治理,确实能够约束大股东的掏空行为,我们应该能观察到中小股东的投票参与率与公司未来绩效存在正相关关系。已有研究发现中小股东参与公司治理能够提高公司的市场价值。黎文靖等(2012)、孔东民等(2012)考察了中小股东投票参与率对投票日前后数天的市场异常回报的影响,发现中小股东投票参与率越高,市场异常回报也越高,表明中小股东参与公司治理的确是保护了流通股股东的财富。为了较为全面地研究中小股东参与公司决策的经济后果,本文将考察中小股东投票参与率与公司为了业绩的影响,包括会计业绩和市场业绩两个方面。延续以上逻辑,我们预期中小股东投票参与率与公司未来绩效正相关。

上文分析表明信息透明度较差时大股东代理问题越严重,此时公司的绩效也比较差。如果中小股东参与公司治理,约束大股东掏空行为确实能够提升企业绩效,那么一个合理的推测是,由大股东代理问题导致企业业绩下降越严重的企业,中小股东参与公司治理对企业未来业绩改善的效果应该更为明显。因此,会计信息透明度较差的公司中,中小股东参与投票比率对公司未来绩效的影响应当更强。基于此,本文提出假设2。

假设2a: 公司的中小股东投票参与率越高,未来绩效

越好;

假设 2b: 信息透明度较差的公司中, 中小股东投票参与率与公司未来绩效的正相关关系更强。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择 2005 年 10 月至 2009 年 12 月于深圳证券交易所上市的、并且发生过中小股东网络投票的公司作为研究样本。经过合并同一家公司针对某一事件的投票率, 剔除一些数据缺失的观测, 最终得到的研究样本包括 621 家公司, 其中主板 448 家以及中小板 173 家, 1407 次股东大会以及 9906 个董事会议案。网络投票的数据来源于深圳证券交易所, 公司的财务数据源于国泰安数据库, 而公司治理有关方面数据源于 CCER 色诺芬 (SinoFin) 数据库。为了消除极端值的影响, 我们针对连续变量的 1% 和 99% 进行 WINSORIZE 的处理, 以下的描述性统计及实证结果均基于处理后的数据结果。

(二) 研究模型与变量定义

本文的主要目的是研究公司信息透明度与中小股东投票参与率的关系及其经济后果, 即第一, 我们需要考察公司信息透明度是否会影响中小股东投票参与率, 是否具有促进或者抑制的效应; 第二, 中小股东投票参与率与公司信息透明度是否联合对公司未来绩效有所影响, 包括会计业绩与市场业绩。因此, 结合我们以前的研究 (黎文靖等, 2012), 本文采用以下模型进行分析:

$$\begin{aligned} \text{PARTRATE} = & \beta_0 + \beta_1 \text{EQ} + \beta_2 \text{STATE} + \beta_3 \text{TOPI} + \beta_4 \text{TOP2_10} \\ & + \beta_5 \text{BMEET} + \beta_6 \text{DUALITY} + \beta_7 \text{ID_RATIO} \\ & + \beta_8 \text{Outshare} + \beta_9 \text{Turnover} + \beta_{10} \text{BM} \\ & + \beta_{11} \text{SIZE} + \beta_{12} \text{ROA} + \beta_{13} \text{Leverage} \\ & + \text{Year} + \text{Industry} \end{aligned} \quad (1)$$

其中, PARTRATE 为中小股东网络投票参与率, 为投资者参与网络投票的股数与上市公司总股本的比值。鉴于上市公司在网络投票时涉及多种议题, 而投资者参与各种议题投票的股数不尽相同, 我们将投资者在此次网络投票中的参与率, 取值为此次网络投票中各种议题投票参与率的平均值。

本文采用 Dechow and Dichev (2002) 的 DD 模型计算的盈余质量来衡量公司的信息透明度。

为了反映第二类代理问题下控股股东的影响, 我们选择以下变量作为上市公司股权结构效应的衡量, 包括: STATE 为企业性质的虚拟变量, 当企业的最终控制人为国有背景则取 1, 否则为 0; TOP1 为上市公司该年度第一大股东持股比例; TOP2_10 为上市公司该年度第二至第十大股东持股比例之和。

为了考察公司治理机制与中小股东投票参与率的关系,

本文考察了以下公司治理的变量: BMEET 为上市公司本年度所召开的董事会会议次数; DUALITY 为虚拟变量, 当董事长和总经理两职合一时为 1, 否则为 0; ID_RATIO 为独立董事比例, 等于公司独立董事人数除以董事会规模。

为了消除公司特征对我们结果的影响, 本文还控制了一些公司市场指标和财务指标。Outshare 为流通股比例, 等于上市公司流通股股数占该公司总股本的比例; Turnover 为换手率, 定义为 A 股每日交易总股数与流通股总股数的比值; BM 为账面市值比, 等于上市公司市净率的倒数; SIZE 为公司规模, 等于公司总资产的自然对数; Leverage 是资产负债率, 等于上市公司总负债与总资产的比值。

为了考察中小股东投票参与率与信息透明度对公司未来绩效的影响, 本文构建了模型 (2) 进行分析。

$$\begin{aligned} \text{PERF} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PARTRATE} + \beta_2 \text{EQ} + \beta_3 \text{PARTRATE} * \text{EQ} \\ & + \beta_4 \text{STATE} + \beta_5 \text{TOPI} + \beta_6 \text{TOP2_10} + \beta_7 \text{BMEET} \\ & + \beta_8 \text{DUALITY} + \beta_9 \text{ID_RATIO} + \beta_{10} \text{Outshare} + \beta_{11} \text{BM} \\ & + \beta_{12} \text{SIZE} + \beta_{13} \text{ROA} + \beta_{14} \text{Leverage} \\ & + \text{Year} + \text{Industry} \end{aligned} \quad (2)$$

其中 PERF 为公司未来业绩, 有会计业绩和市场业绩两种衡量方法。其中会计业绩为公司下一期的总资产收益率 ROA, 而考虑到市场可以很快对中小股东参与公司决策与治理做出反应, 在此采用当年末的托宾 Q 值 (TOBQ) 衡量公司的市场绩效。模型 (2) 中的其他变量参见模型 (1) 中的定义。

四、实证检验及分析

(一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计见表 1。本文样本中 PARTART 的均值为 7.4%, 而中位数为 5.5%, 说明仅有 7.4% 的中小股东进行网络投票, 这个比例并不算太高。但最大值达到 30.4% (经过 winsorize 处理后), 说明在特定事件下中小股东具有参与投票的积极性。STATE 的均值为 0.43, 表明其中只有 43% 的企业是国企, 略微低于整体上市公司的比重。第一大股东持股比例 TOP1 的均值为 0.344, 表明第一大股东大致控制了公司 34.4% 的投票权。

表 1 描述性统计

| Variables | MEAN | MEDIAN | SD | MIN | MAX |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| PARTART | 0.074 | 0.055 | 0.073 | 0.000 | 0.304 |
| EQ | 0.059 | 0.041 | 0.059 | 0.000 | 0.309 |
| EM | 0.052 | 0.038 | 0.050 | 0.000 | 0.295 |
| PW | 0.058 | 0.041 | 0.056 | 0.001 | 0.303 |
| TOBQ | 1.788 | 1.365 | 1.425 | 0.774 | 10.244 |
| STATE | 0.430 | 0 | 0.495 | 0 | 1 |
| TOP1 | 0.344 | 0.320 | 0.145 | 0.092 | 0.696 |
| TOP2_10 | 0.022 | 0.012 | 0.024 | 0.000 | 0.095 |
| BMEET | 9.727 | 9 | 3.708 | 4 | 23 |
| DUALITY | 0.016 | 0 | 0.126 | 0 | 1 |

续表

| Variables | MEAN | MEDIAN | SD | MIN | MAX |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|
| ID_RATIO | 0.368 | 0.333 | 0.058 | 0.250 | 0.556 |
| Outshare | 0.533 | 0.507 | 0.208 | 0.179 | 1 |
| Turnover | 7.694 | 6.702 | 4.513 | 1.303 | 22.933 |
| BM | 0.385 | 0.298 | 0.307 | -0.042 | 1.544 |
| SIZE | 21.011 | 20.895 | 1.163 | 18.963 | 24.042 |
| ROA | 0.039 | 0.035 | 0.076 | -0.323 | 0.308 |
| Leverage | 0.529 | 0.512 | 0.266 | 0.100 | 1.736 |

表2是主要变量的相关性分析。我们可以看出盈余质量 DD 确实与中小股东投票参与率显著正相关,初步表明公司信息透明度越差,中小股东投票参与率越高,假设1得到部分支持。而中小股东投票参与率与托宾 Q 值显著正相关,似乎也在一定程度上部分支持了假设2。表中各变量之间的相关系数绝大部分小于0.4,表明多重共线性问题不算太严重。本文在稳健性检验部分会就这一问题做进一步的讨论。

表2 主要变量相关性分析

| Variable | PARTRATE | EQ | TOBQ | STATE | TOP1 | TOP2_10 | BM | SIZE | ROA | Leverage |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|----------|
| PARTRATE | 1 | | | | | | | | | |
| ED | 0.072 *** | 1 | | | | | | | | |
| TOBQ | 0.101 *** | 0.239 *** | 1 | | | | | | | |
| STATE | 0.229 *** | -0.126 *** | -0.137 *** | 1 | | | | | | |
| TOP1 | -0.177 *** | 0.028 | -0.150 *** | 0.141 *** | 1 | | | | | |
| TOP2_10 | -0.192 *** | 0.046 * | 0.021 | -0.277 *** | -0.267 *** | 1 | | | | |
| BM | 0.079 *** | -0.158 *** | -0.289 *** | 0.131 *** | -0.011 | -0.106 *** | 1 | | | |
| SIZE | 0.169 *** | 0.022 | 0.216 *** | 0.227 *** | -0.058 ** | -0.126 *** | -0.226 *** | 1 | | |
| ROA | 0.015 | 0.001 | 0.053 ** | -0.090 *** | 0.060 ** | 0.092 *** | -0.055 ** | 0.258 *** | 1 | |
| Leverage | 0.141 *** | 0.168 *** | 0.073 *** | 0.087 *** | -0.105 *** | -0.122 *** | 0.059 ** | 0.029 | -0.410 *** | 1 |

(二) 信息透明度与中小股东投票参与率

为了考察信息透明度与中小股东投票参与率之间的关系,本文根据模型(1)进行回归,结果见表3。第一列结果中,公司盈余质量 EQ 的系数均在1%的水平上显著为正,说明公司信息透明度越差,中小股东投票参与率越高,假设1得到验证。而 STATE 的系数显著为正,表明国企中中小股东投票参与率更高。该结果说明与民企相比国企中中小股东利益的保护更差,这可以从国企的“所有者缺位”导致的双重代理问题得到解释^②。TOP1 和 TOP2_10 的系数均显著为负,说明第一大股东和其他大股东的持股比例越高,中小股东参与公司决策和治理的积极性也越差。可能有以下两种解释:第一,由于第一大股东和其他大股东持股比例高了,中小股东的持股比例就减少,从而使得投票率天然存在一个降低的关系;第二,第一大股东和其他股东持股比例越低,他们的个人利益与公司整体利益分歧越大,从而增加他们掏空的可能性,为了保护自身利益,中小股东的投票参与率提高。而 BMEET 的系数显著为负,

表明公司董事会会议次数越高,中小股东投票参与率越低,两种公司治理机制存在替代效应。总体而言,似乎可以观察到中小股东投票参与率与一些公司治理的变量之间存在反向关系,这与孔东民等(2012)的结果类似。

表3第二列结果进一步分析信息透明度与其他公司治理机制对中小股东投票参与率的联合影响。其中最主要的结果是 EQ* STATE 的系数显著为正,而 EQ* TOP1、EQ* TOP2_10 的系数显著为负。表明在信息环境更差的公司中,中小股东对可能影响他们利益的因素会做出更大的反应。其中 EQ* TOP1、EQ* TOP2_10 的结果表明, TOP1 和 TOP2_10 更大程度上反映了公司内部人掏空上市公司的动机,因此在不同的信息环境下,中小股东对这一动机做出不同的反应^③。

(三) 中小股东投票参与率、信息透明度与企业绩效

本文利用模型(2)考察中小股东投票参与率与信息透明度对企业绩效的联合影响,结果见表4。在前两列结果中,可以发现无论对于下一期的 ROA 还是当期的托宾 Q

② 国企的最终索取权的所有者并不清晰 (Dollar, 1990), 法律上规定国家才是国企的所有者,而那些代表国家行使控制权的政府官员无法从法律上获得剩余索取权,从而在国企中无法产生利益联合效应 (alignment effect)。同时国企除了追求经济利益外,还承担了很多政治目标和任务,例如 Bai et al. (2006) 发现中国政府会从国企中转移财富来完成社会和政治目标,例如失业率、地区发展和社会稳定等,这些都会进一步损害企业中小股东的利益。

③ 如果是第一种解释,那么我们无法观察到不同信息透明度对于第一大股东持股比例、第二到第十大股东持股比例之和对中小股东投票参与率之间关系的增量影响。

值, PARTRATE 的系数均显著为正, 表明中小股东的投票参与率对公司的会计业绩与市场业绩均有正向的影响, 确实能够提高企业效率, 保护自身的利益, 假设 2a 得到支持。一个有趣的结果是 EQ 的系数也同样为正, 表明公司盈余质量与信息透明度越差, 公司的未来绩效越好。可能的解释是, 公司的信息环境较差使得公司通过盈余管理来提升公司的绩效。

表 3 信息透明度、公司治理与中小股东投票率

| Variables | PARTRATE | PARTRATE |
|--------------|------------------------|------------------------|
| EQ | 0.134 *** (3.85) | 0.178 (0.75) |
| EQ* STATE | | 0.157 ** (1.99) |
| EQ* TOP1 | | -0.448 * (-1.83) |
| EQ* TOP2_10 | | -2.648 ** (-2.00) |
| EQ* BMEET | | -0.008 (-0.67) |
| EQ* DUALITY | | 0.445 ** (2.19) |
| EQ* ID_RATIO | | 0.482 (0.84) |
| STATE | 0.012 ** (2.53) | 0.0039 (0.64) |
| TOP1 | -0.070 *** (-4.23) | -0.047 ** (-2.25) |
| TOP2_10 | -0.293 *** (-3.16) | -0.151 (-1.35) |
| BMEET | -0.001 ** (-2.28) | -0.001 (-1.12) |
| DUALITY | -0.003 (-0.12) | -0.034 ** (-2.14) |
| ID_RATIO | 0.049 (1.39) | 0.021 (0.46) |
| Outshare | 0.036 *** (2.75) | 0.035 *** (2.72) |
| Turnover | -0.003 *** (-6.29) | -0.003 *** (-6.38) |
| BM | -0.043 *** (-5.16) | -0.043 *** (-5.12) |

续表

| Variables | PARTRATE | PARTRATE |
|---------------------|----------------------|----------------------|
| SIZE | 0.010 *** (3.89) | 0.010 *** (3.82) |
| ROA | 0.050 * (1.75) | 0.058 ** (2.11) |
| Leverage | 0.008 (0.87) | 0.009 (0.94) |
| Year | Controlled | Controlled |
| Industry | Controlled | Controlled |
| Constant | -0.053 (-0.90) | -0.049 (-0.82) |
| Obs. | 1483 | 1483 |
| Adj. R ² | 0.380 | 0.388 |

***, **, * 分别代表在 1%, 5%, 和 10% 的水平上显著。

后两列结果显示, PARTRATE* EQ 的系数在会计业绩中显著为正, 而在市场业绩的回归中并不显著。该结果说明在信息环境较差的公司中, 中小股东积极参与公司决策与治理, 能够更大程度上提高企业未来绩效, 保护自身利益, 假设 2b 得到验证。当然, 这个结果并非完美, 需要我们谨慎对待。总体而言, 表 4 的结果还是支持了我们前面的理论分析, 信息透明度确实会影响中小股东参与公司决策与公司治理。

(四) 稳健性检验^④

我们进行了以下稳健性检验。

首先, 我们采用 McNichols (2002) 的盈余管理模型、Ball and Shivakumar (2005) 的及时性模型计算的盈余质量来衡量信息透明度, 重复模型 (1)、(2) 的分析, 结果与表 3 和表 4 类似。

其次, 黎文靖等 (2012) 讨论了股权分置改革对中小股东投票参与率的影响。为了避免股权分置改革对我们结果的影响, 本文将与股权分置改革有关的中小股东投票事件设置控制变量纳入模型 (1)、(2) 的分析, 结果保持稳定。

再次, 为了控制多重共线性的影响, 我们对每个回归均计算了方差膨胀因子 (VIF 值), 发现 VIF 值均小于 10, 多重共线性影响不大。

五、结论与讨论

为了弥补有关信息透明度与公司治理研究文献的不足, 本文利用深圳证券交易所关于小股东重大事项网络投票的统计数据, 研究公司透明度与中小股东参与公司决策和治

④ 考虑到篇幅的影响, 在此不再报告相关结果, 有兴趣的读者可以向作者索取。

表 4

信息透明度、中小股东投票率与公司绩效

| Variables | ROA of next term | TOBQ | ROA of next term | TOBQ |
|---------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| PARTRATE | 0.089 *** (2.80) | 1.993 *** (2.65) | 0.027 (0.75) | 1.168 (1.31) |
| EQ | 0.130 *** (3.70) | 3.816 *** (3.45) | 0.050 (1.10) | 2.709 ** (2.50) |
| PARTRATE* EQ | | | 0.933 ** (2.53) | 12.840 (1.22) |
| STATE | -0.016 *** (-3.29) | -0.053 (-0.49) | -0.017 *** (-3.43) | -0.061 (-0.57) |
| TOP1 | 0.038 *** (2.86) | -1.423 *** (-5.71) | 0.039 *** (2.98) | -1.404 *** (-5.67) |
| TOP2_10 | 0.322 *** (3.53) | -3.753 ** (-2.02) | 0.325 *** (3.58) | -3.700 ** (-2.00) |
| BMEET | -0.0001 (-0.23) | -0.022 *** (-2.71) | -0.0001 (-0.23) | -0.022 *** (-2.69) |
| DUALITY | -0.012 (-1.32) | -0.411 * (-1.85) | -0.014 (-1.50) | -0.435 * (-1.79) |
| ID_RATIO | 0.026 (0.83) | 0.325 (0.53) | 0.027 (0.86) | 0.338 (0.55) |
| Outshare | -0.038 *** (-4.23) | -1.267 *** (-9.29) | -0.038 *** (-4.19) | -1.259 *** (-9.21) |
| BM | 0.010 *** (3.89) | 0.091 (1.44) | 0.010 *** (3.92) | 0.090 (1.43) |
| SIZE | 0.229 *** (3.96) | 2.492 *** (2.82) | 0.230 *** (4.01) | 2.520 *** (2.85) |
| ROA | -0.021 (-1.25) | -0.565 * (-1.76) | -0.020 (-1.25) | -0.555 * (-1.75) |
| Leverage | -0.016 *** (-3.29) | -0.053 (-0.49) | 0.027 (0.75) | 1.168 (1.31) |
| Year | Controlled | Controlled | Controlled | Controlled |
| Industry | Controlled | Controlled | Controlled | Controlled |
| Constant | -0.171 *** (-3.21) | 0.269 (0.20) | -0.170 *** (-3.20) | 0.299 (0.22) |
| Obs. | 1451 | 1477 | 1451 | 1477 |
| Adj. R ² | 0.220 | 0.418 | 0.223 | 0.420 |

***, **, * 分别代表在 1%, 5%, 和 10% 的水平上显著。

理的关系,并进一步分析它们与其他公司治理机制的相互影响。实证结果表明,公司信息透明度越差,中小投资者参加投票的积极性越高。上市公司的股权结构会影响中小股东的投票参与率,并且上述关系在信息透明度更差的公司中更显著,说明了上市公司股权结构反映了大股东掏空的动机与治理机制。针对经济后果的研究,本文发现中小股东参与公司治理能够提高公司未来业绩,包括会计业绩与市场业绩,并且这种绩效改善在信息透明度更差的公司

中更为明显。

我们的研究可能有着以下的政策含义:第一,我们从另外一个角度提供了中小股东参与公司决策和治理能够保护自身利益的证据,支持了证监会推行的网络投票机制,监管机构也应考虑在一个更大的范围为中小股东参与公司治理提供机会;第二,我们的结果表明,公司信息透明度很大程度上反映了大股东与中小股东之间的代理问题,监管机构应该重视市场的信息披露制度和监管机制的建立,

进一步增强公司的信息透明度,改善信息环境,有助于缓解第二类代理问题;第三,各种公司治理机制存在相互影响效应,如何结合市场环境、制度背景合理地安排各种公司治理机制对市场整体效率有重要意义,值得监管机构重视。

主要参考文献

- 孔东民,刘莎莎,黎文靖,邢精平. 2012. 冷漠是理性的吗? 中小股东参与、公司治理与投资者保护. 经济学季刊, 12 (1): 1~28
- 黎文靖,孔东民,刘莎莎,邢精平. 2012. 中小股东仅能“搭便车”么?. 金融研究, 3: 152~165
- 李增泉,孙铮,王志伟. 2004. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据. 会计研究, 12: 3~13
- 孙永祥,黄祖辉. 1999. 上市公司的股权结构与绩效. 经济研究, 12: 23~30.
- 王俊秋,张奇峰. 2009. 信息透明度与经理薪酬契约有效性. 南开管理评论, 5: 94~100.
- 王克敏,姬美光,李薇. 2009. 公司信息透明度与大股东资金占用研究. 南开管理评论, 4: 83~91.
- 王鹏,周黎安. 2006. 控股股东的控制权,所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据. 金融研究, 2: 88~98.
- 游家兴,李斌. 2007. 信息透明度与公司治理效率——来自中国上市公司总经理变更的经验数据. 南开管理评论, 4: 73~79
- Armstrong, C. S., W. R. Guay, and J. R. Weber. 2010. The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50: 179~234
- Bainbridge, S. M. 2006. Director Primacy and Shareholder Disempowerment. *Harvard Law Review*, 119: 1735~1758
- Ball, R., and L. Shivakumar. 2005. Earnings Quality in U. K. Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39: 83~128
- Banker, R. D., R. Huang, and R. Natarajan. 2009. Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting Research*, 47: 647~678
- Bebchuk, L. A. 2005. The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, 118: 1~65
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel, and A. Smith. 2004. Financial Accounting Information, Organizational Complexity, and Corporate Governance Systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37: 167~201
- Bushman, R., and A. J. Smith. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32: 237~333
- Chen, Z., B. Ke, and Z. Yang. 2010. Does Granting Minority Shareholders Direct Control Over Corporate Decisions Help Reduce Value Decreasing Corporate Decisions in Firms With Concentrated Share Ownership? A Natural Experiment from China. Working Paper, Nanyang Technological University
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. Fan, and L. Lang. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57: 2741~2771
- Dechow, P., and I. Dichev. 2002. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77 (Supplement): 35~59
- Duchin, R., J. G. Matsusaka, and O. Ozbas. 2008. When Are Outside Directors Effective?. *Journal of Financial Economics*, 96: 195~214
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang. 2003. CEO Turnover and Properties of Accounting Information. *Journal of Accounting and Economics*, 36: 197~226
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33: 401~425
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2005. Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia. *Journal of Accounting Research*, 43: 35~72
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent. 2005. Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights Are Separated From Voting Rights. *Journal of Accounting and Economics*, 39: 329~360
- Fields, T., T. Lys, and L. Vincent. 2001. Empirical Research on Accounting Choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31: 255~307
- Lambert, R. A. 2001. Contracting Theory and Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32: 3~87
- Lehn, K., S. Patro, and M. Zhao. 2008. Determinants of the Size and Composition of U. S. Corporate Boards. Working Paper, University of Pittsburgh
- Listokin, Y. 2010. If You Give Shareholders Power, Do They Use It? An Empirical Analysis. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 166 (1): 38~53
- McNichols, M. 2002. Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77 (Supplement): 61~69

Abstracts of Main Papers

Study on the Effect of National Accounting Leaders (Candidates) Training Programme for Enterprise ——Analysis and Suggestions Based on the Questionnaire

Ouyang Zongshu et al.

Ministry of Finance started National Accounting Leaders (Candidates) Training Programme at December ,2005. It is an important research issue how the training programme effect is in the past seven years. We made a survey on the effect by the form of a questionnaire to the Enterprise Accounting Leaders Candidates. The results of the study show that the programme has reached its anticipated effect. The programme has trained and brought up a group of high quality and composite accounting talents who are proficient in business , good at management , familiar with international practice , and provided with international vision and strategic thinking. The programme also plays organization function and radiation effects of the leading accounting talents in strengthening accounting function , promoting the accounting policy , organizing the accounting continuing education , researching practice problems , and so on. Finally , we put forward some suggestions for improvement according to the survey.

The Effect of IFRS Adoption: Global Findings

Sun Zheng & Liu Hao

The paper surveys the literatures about the economic consequence of IFRS adoption , and discusses the change of capital market and behavior of firms. The Existing research found that the IFRS got some success in the process to build high quality and comparability of accounting information in the world. The value relevance , usefulness of contracts of accounting numbers , and the efficiency of capital market have been improved. The finding supports the IFRS regulators. However , weather the performance of IFRS adoption is stable and the extension of IFRS to different law and business situation need to be tested by time.

The Presentation Format of Comprehensive Income and the Value – Relevance of Fair Value ——Based on the Available for Sale Investments

Xu Jingchang & Zeng Xueyun

The paper studied if the fair value change of available for sale financial assets (AFS) under *Enterprise Accounting Standards Interpretations No. 3* of 2009—2010 provided the explanatory power for firms share prices. The result is that the coefficients of the AFS' holding gains and losses reported in "other comprehensive incomes" (OCIs) of the income statement are significant positive during 2009—2010. However , the value – relevant of the financial assets fair value is not significant or inconsistent during 2007—2008 , in which the holding gains and losses of AFS are reported directly in stockholders' equity. The conclusion draws the useful for investors' judgments to report OCIs clearly in the income statement.

Bank Supervision and Discrimination ——From the Perspective of Accounting Conservatism

Cheng Liubing & Liu Feng

We examine the association between bank loans and accounting conservatism in two different firms (state – owned and non – state – owned) respectively , in order to test whether the phenomenon of bank discrimination still exists after bank lending. Our initial sample consists of all firms with positive bank loan , which listed on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges for the years 2001 to 2010. Empirical results show that the bank continue to discriminate NSOEs in the process of controlling default risk after lending. Specifically , the bank demand less conservatism for SOEs than NSOEs when they provided credit loans. Further , we find this phenomenon mainly reflected in the years when the central bank tightens the monetary policies.

Does the Implementation of Integrated Reporting Increase the Value Relevance of Information ——Evidence from South Africa as the First Country for Integrated Reporting

Cai Haijing & Wang Xiangyao

This paper selects listed companies of South Africa which is the first country for mandatory implementation of integrated reporting as a sample , and tests the market reaction since 2010. We find out: given the factor of voluntary and nonstandard disclosure , the role of financial information in decision – making has declined; the integrated information is more important. It indicates that explanatory power of non – financial information for share price enhanced and compensates for the downward trend of financial information. Thus , it indirectly supports the promotion of integrated reporting for international community and makes share price to reflect value creation and sustainable development ability of companies more comprehensively.

Information Transparency , Corporate Governance and Minority Shareholders' Participation in Corporate Decision

Li Wenjing & Kong Dongmin

Based on the data of public shareholders online voting of Shenzhen Securities Exchange , we find that the more opaque corporate information environment , the higher frequency minority shareholders' participation in corporate governance. Ownership structure has an impact on minority shareholders' online voting , and the relation is strengthened by information transparency. Further analysis indicates that minority shareholders' participation in corporate decision improves future corporate performance , and the link is especially stronger for firms with low information transparency. Our study suggests minority shareholders' participation in corporate decision alleviates type II agency problem , and information transparency moderates the effect of minority shareholders' participation in corporate decision.