

辽宁上市公司股权结构 与财务透明度关系的实证研究

朱雅琴

(辽宁大学商学院 沈阳 110136)

【摘要】 本文利用 2007~2008 年辽宁深市 A 股上市公司的样本数据,对股权结构与财务透明度的关系进行了实证研究。研究表明:股权集中度会影响上市公司的财务透明度,股权集中度越高的公司,其财务透明度越高;同时其他大股东对第一大股东的制衡作用,也使财务透明度有一定提高,但在统计上并不显著。

【关键词】 股权集中度 股权制衡度 财务透明度

2007 年是资本市场全面转向全流通市场环境的关键一年,为此,根据证监会的统一部署,从 2007 年开始,上市公司的监管思路为:在全流通市场中,上市公司监管以提高上市公司质量为中心,以完善上市公司治理水平为龙头,以提高上市公司透明度为主线。2006 年颁布的《企业会计准则》,其主要目的之一是提高财务信息透明度。理论和实证研究都表明,股权结构等公司治理因素对财务透明度有重要影响。因此,为了使企业会计准则有效发挥作用,应该重点关注隐藏在会计准

则背后的影响因素——公司治理结构,尤其是股权结构。股权结构是公司治理的关键因素,它决定了公司的控制权掌握在谁手中。截至 2008 年底,辽宁深市共有 21 家 A 股上市公司。由于辽宁是老工业基地,大部分上市公司由原国有企业改制上市,因此,在这 21 家上市公司中,国有控股企业占绝大多数,上市时间集中在 1996~1998 年。据 2008 年深交所信息披露考评结果显示,只有中兴商业被评为优秀,ST 丹化被评为不合格,13 家上市公司被评为良好,6 家上市公司被评为合格。

租人应承租人的要求,用自有资金直接购买指定的设备,并出租给承租人使用,固定期限、固定利率、固定成本、固定每期租金。由于传统的融资租赁具有简单方便、易于操作的特点,因而成为融资租赁的一种主要形式,在融资租赁业的发展初期是最重要的甚至是唯一的租赁形式。但随着融资租赁发展的不断深入,直接购买租赁在融资租赁中所占的比重越来越小。因此,为了适应激烈的竞争环境,在发挥原有融资租赁形式优势的基础上,应积极探索其他融资租赁方式,如转租赁、售后回租、收益百分比租赁和杠杆租赁等,这有利于开拓租赁市场,扩大租赁业务的服务对象和范围,以满足不同的需求。②要对融资租赁业务进行创新。一是融资方式创新。就是要实现资金来源的多样化,与银行等金融机构进行融资合作。如杠杆租赁。二是设备来源渠道创新。设备可以由生产设备的厂商供应,也可以由设备的租赁商供应,甚至可以由设备的当前使用人供应等。如转租赁。三是租金支付方式创新。租金不再是固定的等额支付,而是根据承租人的经营状况而定,更多的是与承租人的收益结合起来。如收益百分比租赁。四是租赁期限创新。期限不再固定,而是根据承租人的收益状况,确定大概的租赁期限,直至折现后所有的成本都回收完毕。

4. 加强融资租赁风险的管理。融资租赁业务存在着一定的信用风险、市场风险、金融风险、贸易风险和技术风险,这些风险最终会转嫁给出租人。因此,为减轻融资租赁公司的压力,保障融资租赁公司的利益,提高融资租赁公司的积极性,

必须建立和完善风险防范机制。具体而言,一是建立风险控制体系,实施风险预测、风险阶段性预警、风险预防、风险监控、风险锁定和风险化解等一系列措施。二是实施信用层次管理,建立用户信用等级档案,对不同信用级别的用户实施不同的管理措施和风险控制方法。三是借鉴发达国家的经验,建立租赁信用保险制度。由政府设立专项基金,当租赁公司开展的租赁业务符合某些条件时,租赁公司可要求与政府相关部门签订信用保险合同。当承租企业无法继续偿还租金时,租赁公司可以从政府设立的专项基金中获得剩余租金的一定比例作为赔偿金。政府在开展租赁信用保险业务时,应该有选择性地确定提供信用保险的对象,对租赁市场上管理制度完善、业务操作规范、经济效益较好、租赁资产质量较高的租赁公司或者对租赁公司开展的符合国家产业政策的租赁业务优先给予信用保险支持。

主要参考文献

1. 李国安.国际融资租赁法律问题研究.国际经济法论丛.北京:法律出版社,1998
2. 姜荣春.融资租赁业的国际趋势与中国实践.银行家,2009;2
3. 姜荣春.大力发展融资租赁产业,拓宽中小企业融资渠道.战略研究,2009;4
4. 任蕊蕊,孙永波.我国融资租赁业发展现状分析.工程机械文摘,2009;1

目前,在我国已有的对股权结构与财务透明度关系展开的研究中,把研究对象限定在某一特定省份的上市公司来分析某省上市公司股权结构与财务透明度关系的研究并不多见。本文结合辽宁 A 股上市公司的实际情况,研究其不同股权结构下的财务透明度是否具有显著性差异问题,这对于完善辽宁 A 股上市公司治理结构和提高财务透明度具有重要的现实意义。

一、理论分析与假设提出

股权结构与财务透明度是否具有相关性的问题,一直是学术界关注的焦点,但是相关研究尚未取得一致结论。

目前,世界上大多数国家的股权是集中而非分散的。一类观点认为股权集中度与财务透明度之间是负相关关系。Fan 和 Wong(2002)的研究结果显示,大股东能够控制公司财务信息的产生及对外披露政策,其常利用对会计行为的控制来影响中小投资者的决策,从而引起财务信息质量的下降。Eng 和 Mak(2003)通过实证研究得出经理人员持股比例与自愿披露程度负相关的结论。龙建成和周娜(2009)以信息技术行业为例,实证检验了股权结构与自愿性信息披露的关系,结果发现股权集中度与自愿性信息披露之间呈负相关关系,但相关系数比较小。

另一类相反的观点认为,股权集中度与财务透明度呈正相关关系。崔学刚(2004)研究发现,前十大股东持股比例越高,公司自愿性信息披露水平越高。蔡传里和周润书(2009)通过实证研究发现,第一大股东持股比例与信息透明度存在正相关关系。张惠君(2010)通过实证研究得出,我国制造业第一大股东持股比例高的上市公司拥有较高的财务透明度。

本文认为,随着持股比例的提高,大股东的自身利益与公司利益紧密结合在一起,使得大股东有强烈的动机对管理层进行监督,抑制管理层披露虚假的财务信息,从而解决股东与管理层之间的委托代理问题。因此提出假设 1:股权集中度与财务透明度呈正相关关系。

Shleifer 和 Vishny(1986)通过研究发现,公司其他大股东对第一大股东的制衡有效地保护了外部投资者的利益。现实中,持股比例较大的其他大股东能对第一大股东产生约束,抑制第一大股东侵害小股东的行为,而多个大股东的存在可以起到互相监督、制衡的作用。因此,具有影响力的其他大股东对第一大股东的制衡力度越大,第一大股东的利益侵占成本以及披露虚假财务信息的成本也就越大。于是,笔者提出假设 2:股权制衡度与财务透明度呈正相关关系。

二、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文选取了辽宁 2007~2008 年两年间所有在深圳证券交易所进行交易的 A 股上市公司作为研究样本,共 42 家上市公司。财务透明度数据来自深圳证券交易所网站,公司治理结构数据和财务数据均来自 CCER 数据库。文中相关数据的处理及检验均采用 Excel 2003 及 SPSS15.0 统计软件进行。

2. 变量选择及模型设计。

(1)财务透明度的计量。财务透明度是本文的被解释变量。

自 2001 年以来,深交所每年都对上市公司的信息披露质量情况进行评定,结果分为优秀、良好、合格和不合格四个等级。本文以深交所公布的上市公司“信息披露考核结果”作为财务透明度的衡量指标,记作“TRANSP”,对“优秀”和“良好”取值为 1,对“合格”和“不合格”取值为 0。

(2)解释变量。①股权集中度。用前 10 大股东持股比例之和来表示股权集中度,记作 CR_10 指数。CR_10 指数越接近于 1,表明股权集中度越高。②股权制衡度。用第一大股东与第二大股东持股份额的比值来度量,记作 Z 指数。Z 指数越小,第二大股东对第一大股东的制衡作用越大。

(3)控制变量。除了上述解释变量,本文还设置了三个控制变量:①公司规模。用公司期末总资产的自然对数来表示,记作 SIZE。一般认为,公司规模越大,公司越会引起公众的普遍关注,与外部投资者之间的信息不对称程度越低。②独立董事比例。用独立董事人数除以董事会规模来表示,记作 INDEP。独立董事的存在,会有效制约管理层的机会主义行为,可能会因此提高公司的信息披露质量。③盈利能力。用普通股每股收益来表示,记作 EPS。根据信号传递理论,盈利能力越强的上市公司,越容易把信息及时地传递给广大的投资者,从而提高公司的知名度和投资者的关注度,有利于公司的长远发展。

(4)构建模型。基于理论分析和研究假设,构建如下 Logistic 回归模型:

$$\ln\{p(\text{TRANSP})/[1-p(\text{TRANSP})]\}=\beta_0+\beta_1\text{CR}_{10}+\beta_2\text{Z}+\beta_3\text{SIZE}+\beta_4\text{INDEP}+\beta_5\text{EPS}+\varepsilon$$

其中, $p(\text{TRANSP})$ 表示上市公司信息披露考评优秀或良好的概率, $1-p(\text{TRANSP})$ 表示上市公司信息披露考评合格或不合格的概率。 β_0 是常数项, $\beta_1-\beta_5$ 是回归系数, ε 为随机干扰项。

三、实证分析及其结果

1. 描述性统计分析及其均值差异性检验。在进行 Logistic 回归前,我们首先对研究变量进行描述性统计分析及其均值差异 t 检验,见表 1:

表 1 研究变量的描述性统计分析及其均值差异 t 检验结果

研究变量	TRANSP	N	平均值	标准差	均值 t 检验
CR_10 指数	1	28	0.545 5	0.195 1	1.858 * (0.071)
	0	14	0.453 4	0.123 8	
Z 指数	1	28	30.090 6	36.196 8	-0.778 (0.441)
	0	14	40.099 7	45.108 9	
SIZE	1	28	22.255 0	1.280 8	1.956 * (0.057)
	0	14	21.488 2	1.002 3	
INDEP	1	28	0.564 0	0.111 5	1.280 (0.208)
	0	14	0.518 0	0.108 1	
EPS	1	28	0.263 6	0.488 8	1.812 * (0.085)
	0	14	-0.092 4	0.648 6	

注:括号内的数值表示相应概率 P;括号上方的数值表示均值差异显著性检验的 t 值;*表示双尾检验在 10%的水平上显著。

我们从表 1 可以看出:

(1)透明度高(TRANSP=1)的上市公司的 CR_10 指数的均值为 0.545 5,显著高于透明度低(TRANSP=0)的上市公司的均值 0.453 4,表明前 10 大股东持股比例之和越大,财务透明度越高,且在统计上存在显著差异,初步验证了假设 1。

(2)透明度高(TRANSP=1)的上市公司 Z 指数的均值为 30.090 6,小于透明度低(TRANSP=0)的上市公司的均值 40.099 7。根据 Z 指数的定义,表明随着第二大股东对第一大股东制衡作用的增强,财务透明度也随着提高,但是在统计上并不显著,说明第二大股东对第一大股东的制衡作用尚未充分发挥。

(3)控制变量中,透明度高的上市公司,其公司规模和盈利能力都显著地大于透明度低的上市公司。而独立董事比例在透明度高和透明度低的上市公司中,均值分别为 0.564 和 0.518,两者差别不大,由此可以表明独立董事的制衡作用是相对有限的。

2. Logistic 回归分析。根据以上分析,笔者利用前面构建的 Logistic 回归模型,对本文的研究假设进行检验,见表 2:

表 2 2007~2008 年全样本 Logistic 回归分析结果

变量符号	回归系数	标准误差	Wald 值	P 值
CONSTANT	-13.244	9.285	2.034	0.154
CR_10 指数	2.505	2.655	0.890	0.346
Z 指数	-0.002	0.009	0.040	0.842
SIZE	0.452	0.410	1.216	0.270
INDEP	5.327	3.767	2.000	0.157
EPS	1.193	0.913	1.706	0.192
-2 Log likelihood			44.091	
Cox & Snell R Square			0.200	
Nagelkerke R Square			0.278	

从 Logistic 回归模型可以看出,模型的 -2 Log likelihood 值为 44.091,这说明模型具有较好的拟合优度。此外还可以得出以下几点结论:

(1)CR_10 指数的回归系数为正,表明随着前十大股东持股比例之和的增加,财务透明度也随着增大,但其 P 值为 0.346,大于 0.1,意味着统计结果不显著,假设 1 没有得到验证。

(2)Z 指数回归系数为负,其 P 值也大于 0.1,表明尽管统计结果同样不显著,假设 2 也没有得到验证,但其他大股东对第一大股东的制衡还是使财务透明度有一定的提高。

(3)控制变量 SIZE、INDEP 及 EPS 与财务透明度的高低呈正向变动关系。也就是说,随着公司规模的扩大、独立董事比例的提高以及盈利能力的增强,财务透明度也有所提高。这表明规模大的公司,信息披露质量相对较高;我国的独立董事制度在一定程度上发挥了有效作用;盈利能力强的上市公司倾向于披露更多的财务信息。

3. Logistic 回归的回判结果分析。为了评估模型的预测能

力,本文对样本数据预测结果进行了检验。结果见表 3:

表 3 Logistic 回归的回判结果分析

观测	预测			分组预测正确率(%)
	TRANSP			
	0	1		
TRANSP	0	7	7	50%
	1	5	23	82.1%
总体预测正确率(%)				71.4%

从表 3 可以看出,模型正确预测了 28 家透明度高的上市公司中的 23 家,正确率达到了 82.1%;同时正确预测了透明度低的上市公司 14 家中的 7 家,正确率达到了 50%;模型总的预测正确率为 71.4%,说明模型的预测效果较好。

四、结论

本文从辽宁深市上市公司的实际出发,从股权集中度和股权制衡度的角度研究了股权结构与财务透明度的关系。在均值差异性检验中,发现在透明度高和透明度低的两组上市公司中,股权集中度存在显著差异。在透明度高的上市公司中,股权集中度指标均值较大,表明股权集中度与财务透明度存在着正向关系,股权制衡没有显著影响财务透明度。另外,独立董事制度在辽宁深市上市公司中发挥了一定的积极作用,而公司规模和盈利能力与财务透明度存在着显著的正向关系。

在 Logistic 回归分析中,虽然统计上不显著,但股权集中度与财务透明度仍然表现出正向关系,表明在我国的制度背景下,降低股权集中度的做法并不利于提高信息披露质量。目前过分强调股权制衡的说法可能有失偏颇,制衡各方的互相干涉也不利于决策的稳定性和公司的长期发展。

【注】本文系辽宁省教育厅资助项目“公司治理结构与财务透明度的关联性研究——以辽宁上市公司为例”(编号:2009B135)的阶段性成果。

主要参考文献

1. Fan, Joseph P.H., T.J., Wong. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 2002; 3
2. Shleifer, A., R. W. Vishny. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economics*, 1986; 3
3. 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验数据. *会计研究*, 2004; 8
4. 蔡传里, 周润书. 股权结构与上市公司信息透明度. *科技进步与对策*, 2009; 16
5. Eng, L., Mak, Y.T.. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003; 4
6. 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
7. 龙建成, 周娜. 中国上市公司股权结构与自愿性信息披露关系的实证研究. *西安电子科技大学学报*, 2009; 2