论信息透明度与经营绩效间关系

赵玉洁　宋良荣(教授)

(上海理工大学管理学院　上海　200093)

【摘要】本文对信息透明度与经营绩效之间的关系进行了研究。实证结果表明,在其他相关变量设定的情况下,信息透明度与经营绩效之间存在显著的相关关系。

【关键词】信息透明度　经营绩效　董事会结构

从1997 年亚洲金融风暴到2001年美国安然事件、世通事件、南方保健公司事件等的发生,以及我国上市公司接连发生的财务危机,如科龙电器、金信信托、华源制药等,这些不分国籍、区域的上市公司问题严重影响了全球的经济情况，也使得上市公司治理议题重新得到理论界和实务界的重视。而对于上市公司治理问题的探讨，除了目前已广泛被讨论的董事会和监事会的规模及组成、股权结构、薪酬制度和其他市场治理机制，信息透明度也成为国内外实务界和学术界关注的焦点。根据信息传递原理,在信息不对称的情况下,有着较好经营绩效的公司，为避免被误认为经营绩效不好而会选择披露其更多的信息，这样信息透明度在理论上能够很好地作为衡量公司经营绩效的风向标,公司披露的信息含量越多,公司的经营绩效越好。然而,在我国的资本市场，信息透明度是否真正能有效地衡量公司绩效，信息透明度较高的企业是否拥有较好的经营绩效呢?这是本文要探讨的。证券市场中的信息披露主要包括上市公司财务信息披露、所有权结构与投资者关系的信息披露和董事会治理结构的信息披露三大板块，本文试通过构建上述三个方面的信息披露指标体系来探讨信息透明度与经营绩效之间的关系。

一、文献回顾与研究设计

唐跃军、程新生(2005)认为,信息披露和财务信息透明度不仅影响投资者的价值判断和决策，同时也会影响到债权人等利益相关者。实证研究发现,信息披露机制虽然对于企业业绩和企业价值有一定的提升作用,但这种作用并不是特别显著。孙萍(2005)指出,信息披露是公司治理的决定性因素之一,只有真实、透明的信息披露，才能保证信息使用者做出正确的决策及保障利益相关者的利益。公司治理机制应当确保企业策略的执行、绩效任务的完成。方军雄、洪剑峭(2005)利用深圳证券交易所2001～2003年上市公司信息披露考核结果，初步探讨了信息透明度对会计盈余价值相关性和基金投资行为的影响。研究发现,信息透明度的提高能够显著改善会计盈余的价值相关性。但是,上述研究都只是定性化分析。本文试图将信息透明度量化,首先将信息透明度评价分为三方面,对每一部分都设置若干衡量指标,若财务报表中披露了该项指标,则得1分。然后对样本公司进行多元线性回归分析,以探讨公司经营绩效与信息透明度之间的关系。

OECD1999年制定的公司治理原则指出，公司治理框架应确保公司信息能及时且正确地得以披露。国际信用评级公司标准普尔及里昂证券在衡量公司治理优劣时也将信息透明度视为重要评分标准之一。本文在参考了标准普尔、里昂证券对上市公司的信息透明度的评价指标的基础上,设计了适合我国上市公司信息披露的评价体系。

1. 所有权结构与投资者关系透明度。按照上述分析,经营绩效佳的公司应该会提供及时且详实的信息，而披露的信息首先应该包括所有权结构与投资者关系的信息，以监督控股股东并确保外部股东与债权人的权益。本文采用以下衡量指标对样本公司所有权结构与投资者关系透明度进行定量分析(见表1)。

表 1　　所有权结构与投资者关系透明度分析

序号	分　析　事　项	是或否
1	年报是否披露股东或控股股东的信息(包括间接控股和对投票权的控制)	
2	年报是否披露股东权益变动情况及变动原因	
3	年报是否披露前十大(或五大)社会法人股股东持股情况	
4	年报是否披露前十大(或五大)流通股股东持股情况	
5	年报是否披露间接持股情况	
6	年报是否披露股东大会的情况	
7	年报是否披露股东会议备忘录	
8	年报是否披露公司章程的信息	
9	年报是否披露公司章程中有关界定表决生效的规定	
10	年报是否披露股东之间的从属关系	
11	年报是否披露公司与关联企业、管理人员及董事个人之间的关联交易	
12	年报是否披露主要关联企业的组织结构、股权结构和管理人员	
13	年报是否披露董事及高级管理人员的薪酬	
14	年报是否披露董事会、监事会的情况	

2. 财务信息透明度。按照信号传递原理,当公司财务绩效好时,为避免被误认为经营绩效差的公司，公司会提高其财务透明度及信

息披露程度。Healy和Palepu(1993)则指出,当公司认为其价值被低估时,会通过自愿披露信息的方式,以提高财务报表的可信度。本文对财务信息透明度的分析主要采用的指标见表2。

表2　　财务信息透明度分析

序号	分　析　事　项	是或否
1	年报是否披露近三年的主要会计数据和财务指标	
2	年报是否披露公司采用的会计准则	
3	年报是否披露本报告期的主要财务数据	
4	年报是否披露公司营运信息	
5	年报是否披露与公司治理有关的信息	
6	年报是否披露公司的法律文件(公司章程、制度等)	
7	年报是否披露公司的重大举动及市场敏感信息	
8	年报是否披露公司网址及是否通过网站发布信息	
9	年报是否披露会计政策、会计估计的信息	
10	年报是否披露募集资金使用情况的信息	
11	年报是否披露关联交易的信息	
12	年报是否披露财务担保的信息	
13	年报是否披露重大诉讼、仲裁事项	
14	年报是否披露委托理财信息	
15	年报是否披露分部信息	
16	年报是否披露盈利预测信息	
17	年报是否披露重大投资项目信息	
18	年报是否披露公司核心产品的市场占有率信息	
19	年报是否披露产品的研发费用	
20	年报披露的外部审计意见是否为标准审计意见	

3. 董事会治理结构信息透明度。上市公司披露的信息还应该包括董事会治理结构信息。标准普尔公司治理评分与公司治理评估认为，一个高效的董事会团队通常拥有大量的外部独立董事,能维护包括大小股东在内的一切股东的利益;相反,如果公司董事会被一个控股股东或几个大股东所操纵,它将难以对所有股东负责。当公司经理人在董事会中占据重要地位时,这个问题会变得尤为突出。本文主要采用以下指标对董事会治理结构信息透明度进行分析(见表3)。

二、实证研究

本文以2005年上海证券交易所公布的上市公司年报为样本,数据来源于上海证券交易所网站和各公司网站,在选择样本时主要遵循以下原则：①采用2006年4月30日前公布的数据，因为4月30日为我国规定的上市公司年报披露的最迟日期。②公司年报披露信息中公司治理指标不全的公司不在本研究之列。③ST公司不在本文研究之列。因ST公司虚假披露可能性较大,为避免虚假信息对回归方程产生干扰,故剔除。④金融行业公司不在本文研究之列。根据以上原则,共收集到387家上市公司的年报作为样本数据。

1. 自变量定义。①所有权结构与投资者关系透明度(HT)。以表1中所有权结构与投资者关系透明度的相关衡量指标为基础,如披露该项指标信息则给1分,否则为0分。计算出总和即为所有权结构与投资者关系透明度的数值。②财务信息透明度(FT)。以表2中财务信息透明度的相关衡量指标为基础,如披露该项指标信息则给1分,否则为0分。计算出总和即为财务信息透明度的数值。③董事会结构信息透明度(MT)。以表3中董事会结构信息透明度的相关衡量指标为基础,如披露该项指标信息则给1分,否则为0分。计算出总和即为董事会结构信息透明度的数值。④董事会规模(BN)。样本公司年度报告中年终董事、独立董事、董事长、监事等董事会、监事会成员人数合计。⑤董事长兼任总经理(总裁)(CEO)。当董事长兼任总经理(总裁)时为1分,否则为0分。⑥管理人员持股比例(MH)。MH=(董事年底持股数+监事年底持股数+高级管理人员年底持股数)/年底流通在外股数。⑦机构法人持股比例(IH)。IH=(政府年底持股数+金融机构年底持股数+公司法人年底持股数+外国机构年底持股数+信托基金年底持股数+其他法人年底持股数)/年底流通在外股数。

表3　　董事会结构信息透明度分析

序号	分　析　事　项	是或否
1	年报是否披露董事会的规模和构成	
2	年报是否披露董事会成员的专业技能	
3	年报是否披露董事的选举方式	
4	年报是否披露董事的持股信息	
5	年报是否披露管理人员持股情况	
6	年报是否披露董事的任期	
7	年报是否披露近三年来召集临时股东大会的情况	
8	年报是否披露报告年度监事会成员列席董事会会议的情况	
9	年报是否披露独立董事会的出席率	
10	年报是否披露董事会、监事会的薪酬确定与支付方式	
11	年报是否披露独立董事制度相关情况	
12	年报是否披露董事会会议记录情况	
13	年报是否披露董事会会议召开次数	
14	年报是否披露董事的权利和义务	

2. 因变量定义。总资产报酬率(ROA)是分析公司获利能力常用的指标之一，其目的在于衡量管理当局运用资产的能力，以显示公司的资源利用效率。本研究所采用的定义为：ROA=税前利润/平均总资产。本研究所采用的计算指标为税前利润,原因是公司之间可能存在所得税差异,这样定义可以排除由此可能造成的不可比。

3. 控制变量定义。一些研究发现,公司的经营绩效的影响因素取决于系统效应,即国家之间的差异和行业效应(产品市场竞争)。国家之间的差异和行业效应除了对股权结构产生间接影响外,还会直接影响公司绩效的计量,从而必须对这些因素加以控制。因此,笔者将公司规模作为控制变量,取报告年度年末资产总额的Log值为控制变量的值。

4. 实证模型。在对样本数据进行收集整理后,本研究拟对样本进行线性回归分析,实证模型为：

$$ROA_t = \alpha_1 BN + \alpha_2 CEO + \alpha_3 MH + \alpha_4 IH + \alpha_5 HT + \alpha_6 FT + \alpha_7 MT + \alpha_8 SIZE + \varepsilon$$

5. 描述性统计。对所收集的资料进行初步描述性统计分

析，以了解资料的基本特性、信息透明度及公司治理变量在样本总体中的分布情形，如表4所示。

表 4　　样本变量的描述性统计

变量项目	样本数	最小值	最大值	间距	平均数	中位数	方 差	标准差
ROA(%)	387	−21.31%	62.71%	84.02%	4.99%	4.17%	0.004 5	0.006 7
IH(%)	387	0.75%	90.15%	89.4%	58.14%	60.68%	0.017 2	0.131 0
BN	387	8	36	28	18.3	18	16.861 9	4.106 3
CEO	387	0	1	1	0.13	0	0.114 4	0.338 2
MH(%)	387	0	70.26%	70.26%	1.29%	0	0.005 8	0.076 3
SIZE	387	8.1	11.87	3.77	9.95	9.24	0.221 0	0.470 1
MT	387	8	13	5	11	11	0.886 1	0.941 3
HT	387	8	13	5	11.41	11	0.774 4	0.880 0
FT	387	9	19	10	14.89	15	3.117 8	1.765 7

6. 共线性分析。在进行回归分析之前，我们先对解释变量做相关性检验，目的在于了解变量之间是否存在相关关系，如果存在相关性则做出相关处理，以减少多重共线性对回归模型的干扰。解释变量的相关性检验结果如表5所示。

表 5　　自变量的相关分析

	IH	BN	CEO	MH	MT	HT	FT
IH	1	0.026	−0.092	−0.194**	−0.039	0.024	−0.022
BN		1	−0.039	0.008	−0.015	0.051	0.139**
CEO			1	0.010	−0.085	−0.101*	−0.090
MH				1	0.014	0.034	0.070
MT					1	0.704**	0.740**
HT						1	0.768**
FT							1

注：*表示双尾检验在0.05的水平上显著相关；**表示双尾检验在0.01的水平上显著相关(下同)。

从表5中可以看出，IH与MH之间存在显著的相关关系，说明在公司股份组成中除法人股份外就是个人股份，而个人股份中包含了管理当局的持股，所以统计指标IH与MH显著负相关有其现实意义。同时，信息透明度的三个衡量指标MT、HT、FT在α=0.01水平上显著正相关。以上表明这三方面是息息相关的，也就是说透明度是一个整体指标，通常一个公司在某方面的信息透明度高，则可推论其他两方面的信息透明度也有相同的结果。

为使回归模型所产生的结果不产生偏误，回归模型中要求残差项是无自我相关且随机分布的。本研究以DW值作为判定变量之间是否具有自我相关的标准，一般而言，当DW值接近2时，则判定无自我相关。从检验的结果可以看出，模型中的DW值为1.918，接近于2，因此判断自变量的残差是随机分布的，回归模型较为理想。

7. 回归模型分析。根据回归模型对387家样本公司进行回归分析，结果如表6所示。

表 6　　实证检验结果

	Beta	t	Sig.
(Constant)		−17.641	0.000
IH	−0.003	−0.107	0.915
BN	0.007	0.234	0.815
CEO	−0.009	−0.281	0.779
MH	−0.021	−0.669	0.504
MT	0.437	8.954**	0.000
HT	0.119	2.341**	0.020
FT	0.318	5.813**	0.000
R^2	0.644		
Adjusted R^2	0.637		

从表6可以看出，R^2和经过调整后的R^2都较大，证明模型总体拟合度较理想。而且MT、HT、FT指标都通过了α=0.01的显著性检验，且都与经营业绩有着正相关的关系，这说明信息透明度越高的公司其经营业绩越好。但其中IH、BN、CEO、MH等公司治理变量均未通过α=0.05的显著性检验，与公司的经营业绩并不存在显著的相关关系。

三、结论

基于以上理论和实证研究，我们得出的主要结论如下：在我国目前的资本市场，信息透明度与公司的经营业绩之间存在显著的相关性，而公司治理指标却与公司经营业绩之间不存在显著的相关关系。我们还注意到，所有权结构与投资者关系透明度、财务信息透明度、董事会结构信息透明度三者之间存在共线性关系，因此公司在提高其中一方面的信息透明度时，也会披露更多的其他方面的信息。

本研究采用了截面数据进行实证检验，通过对目前上市公司的经营业绩与信息透明度进行相关性研究，得出了一些与其他研究不吻合的结论。当然，随着后续研究的开展，尤其是我国资本市场的不断完善，本文的一些观点和结论也会随之而变化，因此我们将更加关注如何致力于公司经营业绩内在影响因素方面的研究。

主要参考文献

1. 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.金融管理，2005；10

2. 孙萍. 从公司治理的层面上谈加强会计信息透明度建设.特区经济，2005；4

3. Healy P.M.Palepu K.G.Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. Journal of Accounting and Economics, 2001，31

4. 张宗新，朱伟骅.信息披露增加能够提升公司价值吗？——基于声誉投资模型的公司价值分析及中国股市证据.中国国际金融年会，2005；5