
家族控制、法律环境与上市公司 信息披露质量*

——来自深圳证券交易所的证据

■ 魏志华 李常青

【内容提要】 家族控制、法律环境作为重要的内、外部公司治理机制,都会对公司行为产生影响。本文以中国 2004 ~ 2007 年深圳证券交易所 A 股上市公司为研究对象,采用有序 Logistic 回归和二元 Logistic 回归分析方法,研究家族控制、法律环境及其相互作用对上市公司信息披露质量的影响。研究表明,中国家族上市公司与非家族上市公司相比信息披露质量较低,法律环境较好地区的上市公司信息披露质量较高,进一步地,法律环境的改善有助于推动家族上市公司提高信息披露质量。

【关键词】 家族控制 法律环境 信息披露质量

中图分类号:F276.6

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2009)08-0095-08

一、引言

家族企业世界范围内广泛存在,并在经济领域中占据了不可或缺的重要地位。La Porta et al. (1999)对世界上 27 个富裕国家中各自最大的 20 家上市公司进行研究,除了美国、英国和日本的上市公司股权较为分散外,其余国家大都存在最终控制股东,家族控制是最主要的企业组织形态。La Porta 等人的研究得到了一系列后续研究的支持,譬如, Claessens et al. (2000)发现,东亚国家中家族上市公司约占 40%;Faccio 和 Lang (2002)调查显示,西欧国家中 44.29% 的上市公司由家族所控制;即便在股权分散的美国,Anderson 和 Reeb (2003)也发现

* 本文系教育部人文社会科学重点研究基地基金项目(07JJD630009)“上市公司财务信息披露质量研究”、国家自然科学基金项目(G0205-70572092)“上市公司‘管理层讨论与分析’信息披露理论与实证研究”以及教育部人文社科青年项目(08JC630073)“公司透明度评价体系与治理机制研究”的阶段性研究成果。

收稿日期:2009-06-30

作者简介:魏志华 厦门大学管理学院博士研究生,厦门市,361005;

李常青 厦门大学管理学院教授,博士生导师,MBA 中心主任。

S&P500 指数中约有 34% 是家族公司。随着学界对家族企业的日益重视,家族上市公司信息披露研究已成为国外学者关注的热点问题(Chau 和 Gray,2002; Chen et al.,2008; Anderson et al.,2009)。近年来,随着股票发行制度改革以及国有上市公司民营化的推进,中国家族上市公司逐渐增多。家族控制是否影响上市公司信息披露质量?如果有影响将产生何种影响?国内针对这些问题的研究几属空白。

与此同时,La Porta et al. (1998)将法律引入公司治理研究,揭示了不同法源对投资者保护及公司治理的影响差异。秉承 La Porta 等人的跨国研究,一些学者进一步探讨了国家间法律环境差异对信息披露的影响(Bushman et al.,2004; Bushman 和 Piotroski,2006)。本文认为,法律环境对信息披露质量的影响可能不仅存在于不同法源的国家之间,考虑到历史、自然环境、区域发展和社会文化条件等原因,一国之内同一法源下各地区法律环境不同也将对信息披露产生影响。然而,很少有国内学者考察法律环境对上市公司信息披露的治理效应。

本文的贡献和创新之处在于,将家族控制与法律环境这两种内、外部公司治理机制纳入统一的分析框架来探讨其对公司信息披露质量的影响,并考察了法律环境作为外部治理因素对于改善内部治理的积极作用。本文的研究有助于加深对不同公司治理机制和治理效率的理解,也进一步丰富了家族企业、信息披露的相关研究。

二、文献回顾与研究假设

(一) 家族控制与信息披露质量

家族股东与上市公司之间存在着天然的联系,而这种联系在很大程度上决定着家族上市公司的行为和治理效率。基于代理理论的分析框架,本文认为,家族控制可能会降低上市公司的信息披露质量。第一,家族控制的“利益协同效应”削弱了上市公司对外信息披露的动力。由于家族股东具有更长的投资期限而且投资风险不可分散(Anderson 和 Reeb,2003),所以他们将更注重公司的长期绩效、更愿意参与公司管理,而相对集中的控制权也保证了其能够对公司决策施加足够的影响力(Jensen 和 Meckling,1976; Shleifer 和 Vishny,1986)。因此,家族股东要么自己担任公司领导,要么更积极地监督经理人,无论哪种方式都有助于降低信息不对称,从而降低了其对外信息披露的动力。第二,家族控制的“壕沟效应”也会降低上市公司的信息披露质量。Lang et al. (2004)认为,控股股东往往通过披露有限的或者歪曲的信息来试图隐藏自己的“壕沟”行为。Leuz et al. (2003)也发现,控股股东有动机利用限制公司透明度来方便其榨取控制权私利。因此,如果家族股东存在掠夺(Expropriation)或掏空(Tunneling)上市公司的行为,那么将很可能导致家族上市公司信息披露质量的降低。可见,理论上无论是“利益协同效应”抑或“壕沟效应”何者占据主导地位,家族控制对于上市公司信息披露质量都具有负向的影响。

实证研究表明,家族控制确实会导致更低的信息披露质量。Chau 和 Gray(2002)对香港和新加坡的 133 家上市公司进行研究发现,家族上市公司具有较低的信息披露水平。Chen et al. (2008)也证实,家族股东持股比例与家族上市公司的自愿性信息披露水平显著负相关。最近,Anderson et al. (2009)对美国上市公司的研究则表明,家族上市公司的不透明程度显著高于非家族上市公司,家族控股股东可能以少数股东利益为代价,利用信息不透明来榨取控制权私利。针对中国上市公司的情况,上海证券交易所研究中心(2005)的研究报告显示,民营上市公司中广泛存在家族控制现象,其信息披露违规情况比非民营上市公司严重,重复违规的比例也较高。根据上述分析,提出本文的研究假设一:

H1: 相同条件下,家族上市公司相比非家族上市公司具有较低的信息披露质量。

(二) 法律环境与信息披露质量

近年来大量跨国实证研究表明,公司所处的法律保护程度是影响公司治理的重要因素,法律环境决定了公司

控制权的安排进而影响到上市公司的信息披露质量。一般来说,良好的法律环境将有助于上市公司提高信息披露质量。

La Porta et al. (1998)开创了法与金融研究的新视角,他们基于49个国家的数据研究表明,一国的法律体系在很大程度上决定了该国的治理结构和会计信息质量,普通法系国家对投资者利益的保护显著优于大陆法系国家,健全的投资者保护法律有助于提高会计信息质量。此后,承袭La Porta等人的跨国比较研究范式,许多学者进一步探讨了国家间法律环境差异对公司信息披露的影响。Leuz et al. (2003)对31个国家的上市公司进行研究证实,公司盈余管理程度与投资者法律保护程度显著负相关。Bushman et al. (2004)以46个国家的跨国数据为样本,研究了公司透明度国家间差异的决定因素,发现治理透明度主要与法律制度有关,普通法系起源且执法效率高的国家具有较高的治理透明度。进一步地,Bushman和Piotroski(2006)实证显示,具有高质量的司法系统、证券法得到严格执行以及私有产权保护较为完善的国家,其上市公司具有更加稳健的财务报告。最近,Defond et al. (2007)基于全球26个国家超过50000家上市公司的数据,考察制度环境与盈余信息的价值相关性,实证发现,在投资者保护较强的国家,盈余公告具有更多的信息含量。

上述跨国研究旨在考察不同法源下各国法律环境的差异对上市公司信息披露及会计信息质量带来的影响,其隐含的假设是可以忽略一国之内不同地域间存在的差异。但是在中国,各个地区之间不仅在经济发达程度、市场竞争程度、政府干预程度以及地方保护主义等特征上存在较大差异,而且各地区的法律建设进程也不统一,法治水平很不平衡(樊纲等,2007),地区间差异很难被忽略。如果说世界各国不同的法律环境对公司信息披露质量的影响存在差异,那么一个合理的逻辑延伸就是,一国之内各个地区的法律环境不同也将对上市公司的信息披露产生不同的影响。通常来说,良好的地区法律环境有助于保护投资者利益,并对该地区上市公司的信息披露质量提出更高的要求。进一步地,良好的地区法律环境也意味着更健全的地区法律规范、更严格的法律执行以及更高的信息披露违规成本,从而对引导和敦促上市公司提高信息披露质量发挥积极的治理效应。据此,提出本文的研究假设二和假设三:

H2: 相同条件下,上市公司所在地区的法律环境越好,其信息披露质量越高。

H3: 相同条件下,法律环境的改善将有助于推动家族上市公司提高信息披露质量。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取中国2004~2007年在深圳证券交易所上市的所有A股上市公司作为研究样本。为力求数据的准确性和可靠性,我们执行了以下筛选程序:(1)剔除金融行业上市公司,因为这些公司存在行业特殊性;(2)剔除每股净资产为负的公司,因为这类公司处于非正常经营状态;(3)剔除终极控制人性质不详的公司;(4)为了控制极端值对回归结果的影响,本文对连续变量1%以下和99%以上的分位数进行了缩尾处理(Winsorize)。最后,获得了662家上市公司四年共2127个研究样本。本文的财务数据和公司治理数据来源于Wind资讯金融终端系统和CSMAR数据库。

(二) 变量定义

1. 因变量

本文的因变量是公司信息披露质量,采用深圳证券交易所公布的上市公司信息披露考评结果来衡量。深交所将上市公司信息披露由高到低划分为四个等级:优秀、良好、及格和不及格,本文相应地设置了一个排序因变量

Rank,按信息披露等级分别赋值为4、3、2、1,Rank值越大,表示该公司的信息披露质量越好。同时,本文还设置了信息披露质量高低的虚拟变量 DumRank,当上市公司的信息披露评级为优秀或良好时取1,及格或不及格时取0。

2. 解释变量

(1)家族控制。本文采用虚拟变量 Family 来代表家族控制,当公司为家族上市公司时 Family 取1,否则取0。借鉴苏启林和朱文(2003)、谷祺等(2006),本文对家族上市公司的界定标准为:上市公司的最终控制人能归结到有血缘关系或姻缘关系的自然人或家族,并且最终控制人直接或间接是该上市公司的第一大股东。根据 CSMAR 数据库提供的最终控制人信息以及公司年报,作者手工筛选和整理了各年度深市家族上市公司名单。

(2)法律环境。樊纲等(2007)针对中国各地区经济发展的差异,编制了中国各地区“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数,与夏立军和方轶强(2005)相同,本文采用该指数得分来代表各地区法治水平。考虑到数据的可获得性以及同一地区短期内法治水平变化不大,本文采用2004年的相关数据来衡量2004~2007年各地区的法治水平,这与夏立军和方轶强(2005)、高雷和宋顺林(2007)的处理类似。另一方面,张维迎(2002)认为,法律制度的运行离不开信誉基础,在重视信誉的社会里法律才能发挥应有的作用。王鹏(2008)采用全国各地区加权

表1 变量定义一览表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
因变量	信息披露质量	Rank	信息披露质量评级,取值为4、3、2、1;4表示优秀,3表示良好,2表示及格,1表示不及格
		DumRank	信息披露质量高低的虚拟变量,当优秀或良好时取为1,及格或不及格时取0
解释变量	家族控制	Family	当上市公司为家族上市公司时取为1,否则取0
	法律环境	Law	地区法治水平,数值越大表示地区法治建设越完善
		Credit	地区信用水平,数值越大表示法律条款越能得到有效执行
	公司规模	Size	总资产(元)的自然对数
	盈利能力	Roa	总资产收益率
	负债水平	Lev	总负债与总资产之比
	董事会规模	Board	董事会人数
	两职合一	Dual	当董事长与总经理同为一人时取1,否则取0
	审计意见	Opinion	当审计意见为标准无保留意见时取1,否则取0
	时间效应	Year	4个研究年度取3个年份虚拟变量
行业效应	Ind	12个证监会一级行业,共设置11个行业虚拟变量	

信用水平数据(取自然对数)来刻画各地区的法律执行力度,其中,信用水平数据是“中国企业家调查系统”对全国15000家企业调查得到的。借鉴王鹏(2008),本文也引入地区信用水平作为衡量地区法律执行的代理变量,数据来自王鹏(2008)。

3. 控制变量

已有文献表明,公司规模、负债水平、盈利能力、董事会规模、是否两职合一、审计意见等因素可能会对上市公司信息披露质量产生影响(高雷和宋顺林,2007;王俊秋和张奇峰,2007)。本文在多元回归中加入上述变量作为控制变量。此外,还加入虚拟变量 Year 和 Ind,以控制时间效应与行业效应的影响。变量的具体定义见表1。

(三)研究模型

由于本文因变量为有序变量 Rank 和二元变量 DumRank,因此构建了以下模型:

$$\text{Rank/DumRank} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family} + \beta_2 \text{LawEnvironment} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Roa} + \beta_6 \text{Board} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Opinion} + \sum_{k=1}^3 \gamma_k \text{Year}_k + \sum_{m=1}^{11} \eta_m \text{Ind}_m + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Rank/DumRank} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family} + \beta_2 \text{Family} \times \text{LawEnvironment} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Roa} + \beta_6 \text{Board} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Opinion} + \sum_{k=1}^3 \gamma_k \text{Year}_k + \sum_{m=1}^{11} \eta_m \text{Ind}_m + \varepsilon \quad (2)$$

当因变量为 Rank 时,采用有序 Logistic 回归(Ordered Logistic Regression);当因变量为 DumRank 时,采用二元

Logistic 回归。其中, LawEnvironment 代表法律环境的两个代理变量 Law 和 Credit, ε 是随机误差项, 其他变量定义同表 1。模型 1 用来考察假设 H1 和 H2, 而在模型 2 中引入 Family 与 Law(或 Credit)的交叉乘项以考察假设 H3, 即检验当上市公司受家族控制时, 外部法律环境的完善(地区法治水平的提高和执法效率的加强)是否有助于推动家族上市公司提高信息披露质量。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计与分析

表 2 统计了家族上市公司 2004~2007 年的分布情况。可以看到, 随着 2004 年深交所中小企业板的推出, 深市家族上市公司比例呈快速上升趋势, 从 2004 年的 20.71% 大幅增加到 2007 年的 37.60%, 该数字已逐渐接近于股权集中的西欧国家 44.29% 以及东亚国家约 40% 的家族公司比例(Faccio 和 Lang, 2002; Claessens et al., 2000), 略高于股权分散的美国 S&P500 指数约 34% 的家族公司比例(Anderson 和 Reeb, 2003)。毋庸置疑, 随着家族企业在中国经济领域中不断成长和崛起, 他们在资本市场中也将逐渐扮演重要角色^①。

表 2 全样本家族上市公司 2004~2007 年分布情况

年份	2004	2005	2006	2007	合计
上市公司数量	449	488	541	649	2127
家族公司数量	93	121	167	244	625
家族公司比例	20.71%	24.80%	30.87%	37.60%	29.38%

为一览样本公司 2004~2007 年信息披露考评情况, 本文统计了各年度信息披露考评结果列于表 3。可以看到, 信息披露优秀和不及格的上市公司都在少数, 分别占 10% 和 4% 左右; 信息披露良好的公司最多, 占全部上市公司的一半以上, 披露及格的公司约占三成。从时间趋势来看, 近四年来信息披露优秀和不及格的公司比例较为稳定, 但信息披露良好的公司比例呈下滑趋势, 而披露及格的公司比例则有所增加。

表 3 全样本 2004~2007 年信息披露考评结果

合计	优秀		良好		及格		不及格		数量
	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	
2004	29	6.46%	278	61.92%	127	28.29%	15	3.34%	449
2005	54	11.07%	287	58.81%	126	25.82%	21	4.30%	488
2006	56	10.35%	298	55.08%	166	30.68%	21	3.88%	541
2007	63	9.71%	344	53.00%	217	33.44%	25	3.85%	649
合计	202	9.50%	1207	56.75%	636	29.90%	82	3.86%	2127

表 4 报告了主要变量的描述性统计以及中国各地区法律环境指数的分布情况。从 Panel A 可以看到, 全样本四年的信息披露考评均值约为 2.72, 这说明上市公司信息披露平均而言已超过及格水平, 但是尚未达到良好。从地区法律环境差异来看, 法治水平指数(Law)最大值为 11.06, 最小值仅为 1.53; 而信用水平指数(Credit)同样差异明显, 最大值(5.39)与最小值(0.99)相差 5 倍之多, 在 Panel B 中, 这种地区间法律环境的差异反映得尤为明显, 充分印证了中国各地区的法治建设发展水平很不平衡、参差不齐。

(二) 交叉分组检验

为深入考察家族控制和法律环境对于上市公司信息披露质量的影响, 进一步对全样本进行了交叉分组检验(见表 5)。综观表 5, 统计检验初步支持了本文的三个研究假设: (1) 家族上市公司的信息披露质量显著低于非家

^① 根据中国工商行政管理年鉴(2007)的统计, 截至 2006 年, 登记注册的全国私营企业(其中 90% 以上是家族企业)达到 498.1 万户, 占全国企业总数的 57.4%, 注册资金总额约为 7.6 万亿, 私营企业总产值约占我国 GDP 比重的 15.11%。

表4 变量描述性统计与各地区法律环境指数统计

Panel A. 主要变量的描述性统计								
	样本数	均值	中值	最小值	最大值	标准差	25%分位	75%分位
Rank	2127	2.719	3.000	1.000	4.000	0.685	2.000	3.000
DumRank	2127	0.662	1.000	0.000	1.000	0.473	0.000	1.000
Family	2127	0.294	0.000	0.000	1.000	0.456	0.000	1.000
Law	2127	5.688	5.130	1.530	11.060	2.369	3.750	8.390
Credit	2127	3.604	3.470	0.990	5.390	1.116	2.610	4.760
Size	2127	21.188	21.099	18.919	24.085	1.013	20.476	21.849
Lev	2126	0.507	0.515	0.074	1.356	0.207	0.371	0.634
Roa	2127	0.033	0.031	-0.231	0.243	0.072	0.009	0.067
Board	2102	9.323	9.000	1.000	18.000	2.056	9.000	11.000
Dual	2102	0.156	0.000	0.000	1.000	0.363	0.000	0.000
Opinion	2127	0.916	1.000	0.000	1.000	0.277	1.000	1.000

Panel B. 中国31个省市地区2004年法律环境指数统计								
地区	法治水平指数	信用水平指数	地区	法治水平指数	信用水平指数	地区	信用水平指数	信用水平指数
安徽	3.15	2.53	湖北	3.81	2.61	陕西	2.88	2.74
北京	8.10	5.13	湖南	3.75	2.29	上海	11.06	5.39
福建	5.30	3.19	吉林	3.89	2.69	四川	4.11	3.30
甘肃	2.11	2.10	江苏	6.61	4.78	天津	7.49	3.91
广东	8.86	4.76	江西	3.38	2.00	西藏	2.63	0.99
广西	3.17	2.56	辽宁	5.46	3.47	新疆	4.48	2.75
贵州	2.16	2.00	内蒙古	3.96	2.45	云南	2.75	2.93
海南	3.57	1.41	宁夏	2.83	1.53	浙江	8.39	4.35
河北	3.90	3.40	青海	1.53	1.57	重庆	3.95	2.65
河南	3.38	2.67	山东	5.13	4.57			
黑龙江	4.56	2.77	山西	3.61	2.49			

族上市公司;(2)法律环境较好地区的上市公司其信息披露质量明显高于法治水平较低地区的上市公司;(3)随着法律环境由低到高的改善,家族上市公司的信息披露质量大幅增加,且其增加幅度明显高于非家族上市公司。但是,交叉分组检验未能控制其他因素的影响,故还需进行多元回归分析才能得到更稳健的证据。

(三) 回归模型估计结果

表6报告了对全样本进行有序 Logistic 回归和二元 Logistic 回归的结果。综观表6,可以看到本文提出的三个研究假设均得到了有力支持。

第一,回归方程1、2、5、6显示,上市公司信息披露质量在1%水平上与家族控制(Family)显著负相关,在10%水平上与法律环境(Law和Credit)显著正相关,支持了假设H1和假设H2。这说明,中国家族上市公司信息披露质量明显较低,尤其是近年来许多家族企业

表5 家族控制、法律环境与上市公司信息披露质量的交叉分组检验

Panel A. 信息透明度排序变量分组比较(Rank)								
	地区法治水平指数(Law)				地区信用水平指数(Credit)			
	低	中	高	方差F值	低	中	高	方差F值
家族公司	2.482 (N=164)	2.593 (N=209)	2.687 (N=252)	6.239***	2.439 (N=173)	2.697 (N=234)	2.628 (N=218)	7.147***
非家族公司	2.694 (N=559)	2.769 (N=498)	2.858 (N=445)	7.429***	2.652 (N=537)	2.818 (N=479)	2.846 (N=486)	12.746***
总计	2.646 (N=723)	2.717 (N=707)	2.796 (N=697)	8.610***	2.600 (N=710)	2.778 (N=713)	2.778 (N=704)	16.268***
家族-非家族 T值	-3.368***	-3.123***	-3.421***		-3.425***	-2.253***	-4.187***	

Panel B. 信息透明度二元变量分组比较(DumRank)								
	地区法治水平指数(Law)				地区信用水平指数(Credit)			
	低	中	高	方差F值	低	中	高	方差F值
家族公司	0.500 (N=164)	0.593 (N=209)	0.631 (N=252)	3.586**	0.468 (N=173)	0.654 (N=234)	0.601 (N=218)	7.388***
非家族公司	0.642 (N=559)	0.715 (N=498)	0.739 (N=445)	4.348**	0.624 (N=537)	0.733 (N=479)	0.737 (N=486)	10.130***
总计	0.610 (N=723)	0.679 (N=707)	0.700 (N=697)	7.135***	0.586 (N=710)	0.707 (N=713)	0.695 (N=704)	14.241***
家族-非家族 T值	-3.303***	-3.177***	-3.015***		-3.643***	-2.178**	-3.643***	

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著(双尾);括号内为样本数量。



表 6 有序 Logistic 回归和二元 Logistic 回归估计结果

变量	预期符号	有序 Logistic 回归				二元 Logistic 回归			
		回归 1	回归 2	回归 3	回归 4	回归 5	回归 6	回归 7	回归 8
Family	-	-0.339 *** (-3.21)	-0.342 *** (-3.25)	-0.740 *** (-3.08)	-1.054 *** (-3.47)	-0.383 *** (-3.28)	-0.388 *** (-3.33)	-0.749 *** (-2.85)	-1.147 *** (-3.45)
Law	+	0.038 * (1.91)				0.044 * (1.95)			
Credit	+		0.117 *** (2.82)				0.140 *** (2.96)		
Family × Law	+			0.070 ** (1.96)				0.065 * (1.68)	
Family × Credit	+				0.198 *** (2.59)				0.214 ** (2.54)
Size	+	0.292 *** (5.60)	0.287 *** (5.48)	0.298 *** (5.74)	0.298 *** (5.73)	0.177 *** (2.98)	0.169 *** (2.83)	0.185 *** (3.13)	0.183 *** (3.09)
Lev	-	-0.879 *** (-3.49)	-0.856 *** (-3.40)	-0.892 *** (-3.55)	-0.892 *** (-3.55)	-0.862 *** (-2.99)	-0.832 *** (-2.88)	-0.882 *** (-3.05)	-0.879 *** (-3.05)
Roa	+	8.389 *** (10.84)	8.308 *** (10.72)	8.472 *** (10.95)	8.458 *** (10.94)	7.191 *** (8.10)	7.088 *** (7.98)	7.270 *** (8.19)	7.255 *** (8.18)
Board	+	0.057 ** (2.49)	0.056 ** (2.42)	0.058 ** (2.51)	0.056 ** (2.45)	0.080 *** (2.95)	0.078 *** (2.89)	0.081 *** (2.98)	0.079 *** (2.94)
Dual	-	-0.110 (-0.89)	-0.106 (-0.86)	-0.132 (-1.06)	-0.142 (-1.14)	-0.189 (-1.38)	-0.187 (-1.38)	-0.202 (-1.47)	-0.220 (-1.60)
Opinion	+	0.992 *** (5.47)	1.009 *** (5.56)	0.987 *** (5.45)	0.998 *** (5.50)	1.018 *** (5.05)	1.039 *** (5.13)	1.008 *** (5.01)	1.018 *** (5.05)
Year/Ind		已控制							
LR χ^2		421.35	425.65	421.56	424.39	300.93	305.93	299.97	303.62
Prob.		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Pseudo R2		0.099	0.100	0.099	0.099	0.114	0.115	0.113	0.115

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著(双尾)；限于篇幅未报告截距项。

竞相上市,但是其信息披露质量并没有跟上上市的步伐。同时,法律环境较好地区的上市公司信息披露质量较高,这与高雷和宋顺林(2007)的研究一致。换言之,中国作为“新兴加转型”的发展中国家,虽然法律体系尚不健全、法律执行亟待完善,但在不断改革、发展的进程中,法律环境已逐渐成为规范上市公司信息披露、促进资本市场健康发展的强大动力。

第二,回归方程 3、4、7、8 显示,法律环境与家族控制的交叉乘项(Family × Law 和 Family × Credit)在 10% 水平上显著为正,证实法律环境的完善有助于推动家族上市公司提高信息披露质量,支持了假设 H3。这说明,当家族上市公司信息披露质量较低时,外部法律环境发挥了积极的治理效应。随着地区法治建设的不断完善和法律执行的逐渐加强,外部法律环境将对家族上市公司产生显著的正面影响,并推动其提高信息披露质量。本文认为,这一实证结果在一定程度上表明,内、外部公司治理机制并不是割裂的,而是相互联系的,外部法律环境的完善有助于增强内部公司治理机制的效率。同时,本文从一国之内各地区法律环境存在差异出发,证实较高的信息披露质量是外部法律环境保护的“结果”,从更微观的角度印证了 La Porta 等人关于“良好的法律环境和法律执行有助于保护投资者利益”的论断。

此外,回归结果还显示,上市公司信息披露质量与公司规模、盈利能力、董事会规模、标准审计意见显著正相关,而与负债水平显著负相关。这与我们的理论预期相一致。

(四) 进一步讨论

理论上,家族控制的“利益协同效应”抑或“壕沟效应”都将导致家族上市公司信息披露质量的降低。为了考察何种效应在家族上市公司中占据主导地位,本文进一步分析了家族控制对于公司绩效(Roa)以及市场价值(Tobin Q)的影响。其中, $Roa = \text{总资产收益率} = \text{净利润} / \text{总资产}$, $Tobin\ Q = \text{市场价值} / \text{重置成本} = (\text{每股价格} \times \text{流通股份数} + \text{每股净资产} \times \text{非流通股份数} + \text{负债账面价值}) / \text{总资产}$ ^①。如果家族控制的“利益协同效应”占主导地位,那么家族上市公司的业绩和市场价值要高于非家族上市公司;反之,则是“壕沟效应”占主导地位。实证结果报告于表7。

表7 家族控制对公司绩效、市场价值的影响

	家族上市公司		非家族上市公司		T 检验	Z 检验
	均值	中位数	均值	中位数		
Roa	0.041	0.043	0.030	0.027	3.173 ***	2.788 ***
Tobin Q	2.137	1.587	1.690	1.241	6.423 ***	3.764 ***

注:***表示差异检验在1%水平上显著(双尾)。

表7显示,深市家族上市公司的业绩和市场价值都显著高于非家族上市公司,这可能表明,中国家族控制的“利益协同效应”在家族上市公司中发挥了主要作用,并对公司绩效和市场价值产生了正面影响。但由于“利益协同效应”

减少了信息不对称,削弱了家族控股股东对外信息披露的动力,这使得家族上市公司的信息披露水平有所降低。

(五) 稳健性检验

为了确保研究结论的可靠性,本文进行了如下稳健性检验^②:(1)提高家族公司界定标准。现有研究对家族控制的临界持股比例尚无统一标准,为稳健起见,本文将家族控股股东持股比例在10%以上的公司界定为家族上市公司,实证结论不变。(2)改变法律环境测度指标。借鉴王鹏(2008),本文将地区法治水平与信用水平相乘作为地区法律环境的代理变量,未改变实证结果。(3)采用非平衡面板数据进行回归。上述回归分析中虽然引入了年份和行业虚拟变量,但无法控制不可观测效应对公司信息披露质量的影响。为此,本文把上市公司信息披露等级作为实变量,采用非平衡面板数据的广义最小二乘法(GLS)进行回归,或采用面板二元 Logistic 模型进行回归,实证结果基本一致。

五、结论与启示

“阳光是最好的防腐剂,灯光是最好的警察”,良好的信息披露是保证资本市场有效运行的重要基石。本文将家族控制与法律环境这两种内、外部公司治理机制纳入统一的分析框架,深入研究家族控制、法律环境及其相互作用对上市公司信息披露质量的影响。研究表明,中国家族上市公司与非家族上市公司相比具有较低的信息披露质量,法律环境较好地区的上市公司具有较高的信息披露质量,进一步地,法律环境的改善有助于推动家族上市公司提高信息披露质量。

本文的研究结论具有一定的政策意义:第一,家族控制对公司信息披露存在负面影响,因而应进一步引导和规范家族公司行为、完善家族公司治理结构,推动家族公司提高信息披露质量。同时,对于可能通过降低信息披

(下转第 109 页)

① 为消除极端值影响,我们同样对 Roa 和 Tobin Q 值 1% 以下和 99% 以上的分位数进行了缩尾处理。

② 限于篇幅,本文的稳健性检验均未报告详细的实证结果。

大其不执行会计准则的成本。对高质量地执行会计准则的非上市公司,除给予全行业、全社会的通报表扬外,还可以给予政策支持,从而提高非上市公司所获的无形收益。高质量地执行会计准则的非上市公司,虽然不能获得因不执行企业会计准则带来的短期超额利润,但可以享受因信誉上升而增加的直接收益与间接收益,大大提高其高质量地执行企业会计准则的积极性。

参考文献:

- [1] 财政部会计司. 我国上市公司 2007 年执行新会计准则情况的分析报告[M]. 北京:经济科学出版社,2008.
- [2] 盖地. 对制定企业统一会计核算制度之我见[J]. 财务与会计,2000(10):21-22.
- [3] 亨德里克森. 会计理论. 王澹如,等译[M]. 上海:立信会计图书用品社,1987.
- [4] 刘慧凤. 情境架构下的企业会计准则执行研究[M]. 北京:经济科学出版社,2007.
- [5] 刘永泽,孙光国. 中小企业会计准则的适用范围界定问题研究[J]. 会计研究,2007(11):9-16.
- [6] 曼昆. 经济学原理. 梁小民译[M]. 北京:北京大学出版社,1999.
- [7] 王志芳. 上市公司经营者激励约束机制研究[D]. 成都:四川大学博士论文,2003.
- [8] 吴作章. 我国会计政府监管研究[M]. 大连:东北财经大学出版社,2007.
- [9] 张金梅. 资本市场再监管论析[J]. 求索,2005(4):39-40.
- [10] Zeff. The rise of economic consequences[J]. The Journal of Accountancy,1978(12):56-63.

责任编辑:肖 彤

(上接第 102 页)

露质量以隐藏其“掏空”行为的家族上市公司应引起监管部门的高度关注。第二,上市公司良好的信息披露质量是外部法律环境发挥治理效应的“结果”,鉴于此,进一步建立、健全相关法律体系,尤其是法治水平相对滞后的地区,以及加强法律执行,从而充分发挥外部法律环境的治理效应具有重要的现实意义。

参考文献:

- [1] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告[M]. 北京:经济科学出版社,2007.
- [2] 谷祺,邓德强,路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2006(4).
- [3] 苏启林,朱文. 上市公司家族控制与企业价值[J]. 经济研究,2003(8).
- [4] 王俊秋,张奇峰. 公司治理机制与信息披露透明度的实证研究[J]. 山西财经大学学报,2007(2).
- [5] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究,2005(5).
- [6] 张维迎. 法律制度的信誉基础[J]. 经济研究,2002(1).
- [7] Anderson R, D Reeb. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500[J]. Journal of Finance,2003(58):1301-1328.
- [8] Anderson R, A Duru, D Reeb. Founders, heirs, and corporate opacity in the United States[J]. Journal of Financial Economics,2009(92):205-222.
- [9] La Porta R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, R Vishny. Law and finance[J]. Journal of Political Economy,1998(106):1115-1155.
- [10] La Porta R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer. Corporate ownership around the World[J]. Journal of Finance,1999(54):471-517.

责任编辑:姚望春