

# 控制权转移、股权分置改革与自愿性信息披露

程新生, 王斐斐, 罗艳梅, 孙婧

(南开大学商学院/公司治理研究中心, 天津 300071)

**摘要:** 本文以中国沪深两市 2004-2006 年发生的第一大股东股权转让事件为研究对象, 以股权分置改革(股改)为背景, 研究这些公司的自愿性信息披露状况。控制权转移公司和未转移公司自愿性信息披露不存在显著差异, 控制权转移对自愿性信息披露的影响不稳定; 股权分置改革促进了自愿性信息披露, 契约理论对自愿性信息披露有较好的解释, 制度设计是提高公司透明度的重要影响因素; 中国上市公司自愿性信息披露水平总体上不高, 需要加强投资者保护。

**关键词:** 控制权转移; 信息披露; 自愿性信息披露; 股权分置

**中图分类号:** F                   **文献标识码:** A

## 1 背景

自愿性披露信息是指除强制性披露的信息之外, 基于投资者关系、降低资本成本、提高对投资者的吸引力、提升股票价格、回避诉讼风险等动机主动披露的信息。公司信息披露主要受到市场和监管机构两大方面的影响, 前一种力量促使公司管理当局自愿性地披露信息; 后一种力量强制要求公司披露必要的信息, 并通过改进公司治理, 促进自愿性信息披露。Niamh (1999) 指出, 在遇到控制权争夺时, 目标公司有动机进行盈利预测等自愿性披露, 从而提高被兼并的成本。经理人市场的存在迫使经营者为企业价值的最大化而不断努力工作, 主动对外披露信息以展示其工作的努力程度。以前的研究大多针对控制权转移前的自愿性信息披露进行探讨, 较少涉及转移后新的大股东对自愿性信息披露的影响。

作为转轨经济过程中的制度安排, 我国上市公司的股权结构存在着特殊的主体, 流通股和非流通股分割存在许多问题。2005 年 4 月, 国务院发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》, 同年 5 月 30 日中国证监会、国务院国资委又联合发布《关于做好股权分置改革试点工作的意见》, 要求国有控股上市公司积极进行股权分置试点改革。截止 2006 年 12 月 31 日, 沪深 1434 家上市公司中已完成股权分置改革并复牌的公司有 1174 家, 占 81.86%。但从已经完成股权分置改革的股权结构来看, 各家公司基本上继续保持大股东的控股地位。控制权转移的上市公司是否会提高自愿性信息披露成为本研究的意义所在。

## 2 理论分析和研究假设

关于自愿性信息披露动机的理论假说有如下三种: 契约动机、市场动机和信号理论。这些假说大都以西方证券市场为基础得到归纳和总结, 在我国市场上是否适用, 有待进一步用经验证据来考察。

### 2.1 信息披露的契约动力

委托代理理论认为, 管理者与股东、债权人之间, 大股东与中小股东之间存在代理问题。由于“道德风险”或“逆向选择”的存在, 内部人(管理者或大股东)可能最大化自身利益而不

是全体股东的利益。信息披露的动力源自公司缔结的契约，为了满足契约的要求需要披露相关信息（Willian, 2000）。为了达成契约或执行契约，公司有动机提高自愿性信息披露水平；或者新的控制人可能对更换管理层并进行资产、债务重组，与管理层及外部债权人重新签订各种契约，自愿性信息披露水平可能高于未发生控制权转移的公司。

## 2.2 信息披露的市场动力

虽然契约是自愿性信息披露的一个重要动力，但不能完全依赖它来满足众多股东对信息的需要，多个群体参与契约订立容易使契约不可行而且成本。因此，促进公司信息披露市场动力也在发挥作用。信息披露将增强投资者对公司的信心，降低信息不对称，有利于增加股票流动性和需求量，从而促进股价上涨，在同等条件下，其资本成本下降。公司经理的市场价值也随之提高。发生控制权转移的公司，新的经理人容易受到外界更多的关注，新的经理人面临展示经营能力、提高自身声誉和市场价值的机会，愿意通过自愿性信息披露展示其工作能力、提高公司价值。谢志华、崔学刚（2005）研究了市场推动与政府监管对信息披露水平的影响，认为市场动力和政府监管都很重要。

## 2.3 信息披露的信号理论

经济学的信号理论也可以解释自愿性信息披露，公司通过披露信息显示其某些特征，以获得外部资源或“寻租”。公司和投资者之间的信息不对称产生逆向选择，逆向选择的结果是优质的公司可能被“驱逐”。一些优质公司不愿自己公司的价值被低估，通过披露信息来显示自己的实力，与绩效差的公司区分开来，从而影响投资者的决策。投资者知道这种动机，通常认为业绩好的公司会充分披露信息，而业绩差的公司倾向于保持沉默，如果公司发出错误的信号将受到市场的惩罚。Langetieg（1978）和 Lipson et al.（1998）认为控制权转移后，公司经营绩效得到改善，公司有动力通过信息的披露向外界投资者传递这种好消息。

代理理论认为当绩效评价和内部激励约束机制或市场低股价的压力等组织、市场机制不能充分解决股东与管理者之间的代理问题时，控制权转移是股东惩罚公司管理者的最后手段。效率理论认为控制权转移行为存在潜在的社会效益，通过经营协同、财务协同等方面获得公司业绩的提高。掏空理论认为，并购人之所以想取得目标公司的控制权是认为目标公司有更多的利用价值，可以为了自身利益从目标公司转移财产和利益，从而导致目标公司业绩下滑。

股权分置改革前，中国上市公司股权结构具有“一股独大”且“同股不同权”的特征。大股东一般是非流通股，不能获得转让收益，股票分红机会也需要一定的条件。国有股、法人股产权不完整，不能在资本市场自由流通，这种产权的不完整一方面使控股股东失去了从股价的上升中获得收益的机会，降低了控股股东提升公司价值的动机，另一方面也为控股股东侵占中小流通股的利益提供了一种激励和保护。在国有股、法人股不能流通的情况下，控股股东的财富数量与股价的变动无关，其自身的机会主义自利行为带来的股价下跌并不影响控股股东的股权价值。因此，在股权分置改革前，掏空理论能够更好地解释控制权转移的动机，控制权转移的主要目的是为了获得上市公司稀缺的壳资源，利用上市公司进行融资、利益输送等为自身谋取利益。因此，控制权转移后上市公司的价值不会提高，新的控股股东也不会有动力加强自愿性信息的披露。

股权分置改革允许非流通股与流通股协商，达成股改协议，逐步实现股票的全流通。因此，股权分置改革后，控股股东的利益与中小股东趋于一致，都通过市场的股票价格反映其价值，控股股东将通过股价的下跌承担自利行为的后果，其侵占的动机将会下降。控制权转移的动机也会发生改变，逐渐成为提高公司经营效率的手段，提高上市公司的业绩，根据信号理论，好的公司更愿意更多地披露信息。吴晓求（2006）认为，股权分置改革实现后，

股票全流通使大股东的收益途径增加，具有提高股票价格、实现利益最大化的动机。股权分置改革过程中，为了达成股改协议，公司的自愿性信息披露可能增加。基于以上分析提出：

假设 1：控制权转移之后，转移公司自愿性信息披露水平比未转移公司自愿性信息披露水平高。

假设 2：股权分置改革将促进公司自愿性信息披露。

假设 3：股权分置改革过程中，控制权转移公司自愿性信息披露水平高于未转移公司。

### 3 样本选取及变量描述

#### 3.1 样本选取

样本是根据北京色诺芬中国证券市场数据库（CCER）筛选出的 2004—2006 年第一大股东发生变更的上市公司。在判断是否发生第一大股东变更时，考虑了控制权集团的影响<sup>[1]</sup>。在此基础上，按照以下标准剔除了样本：（1）金融类公司，（2）数据缺失及异常公司，（3）存在控制权集团但第一大股东控制权未转移的公司。最后得到 2004 年、2005 年和 2006 年发生控制权转移的公司分别为 72 家、41 家和 69 家。寻找合适的相当数量的配对公司作为比较的对象，配对公司须满足以下条件：同年度处于同一行业、资产规模相当或最为接近、没有发生控制权转移事件的公司。

#### 3.2 变量描述

##### 3.2.1 被解释变量（因变量）—自愿性信息披露（DISC）

Newson 和 Deegan（2002）对机构投资者进行的问卷调查结果显示，自愿信息披露主要围绕公司核心能力，通过人力资本、公司战略、盈利预测、环境保护等信息披露来达到“突出竞争优势，展示公司未来”的披露目的。本文在以前研究成果的基础上，逐项与《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》<sup>[2]</sup>文件核对，剔除了强制性的项目，以年度报告为对象，分别对公司背景信息、运营情况评价和展望、无形资产及其它事项等 29 个指标进行了考察。对每个公司逐项打分、加总，作为自愿信息披露水平的衡量依据。

##### 3.2.2 自变量

本文在判断是否发生控制权转移时以第一大股东变更为标准，该自变量为虚拟变量。解释变量（实验变量）是控制权是否转移、第一大股东持股比例、股东性质（是否为国有控股股东）。由于存在影响信息披露的因素较多，本文引入控制变量：独立董事数量、董事会稳定性（董事长或总经理是否发生变动）、是否在其他股市同时上市（除 A 股之外，还有 B 股或 H 股）、行业分类（制造业与非制造业）、资产规模（总资产对数）、财务杠杆水平（资产负债率）、主营业务利润率（ROS）、成长性（净利润增长率）。

类别	变量名称	预期符号	定义
实验变量	Control	+	是否发生控制权转移交易，是 1，否 0
	D1	?	是否为国有控股，是 1，否 0
	First	?	第一大股东持股比例

<sup>1</sup>控制权集团是指存在关联关系或者是一致行动人的股东的集合体。当公司的控制权集团持有股份比例大于第一大股东的持股比例且没有变化时，即使第一大股东变更，公司的控制权依然可以视为没有变更。

<sup>2</sup> 截止 2006 之前的信息披露以《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号〈年度报告的内容与格式〉》（2002 年修订）为基准。

控制变量	NOID	+	独立董事数量
	SOD	?	董事会稳定性（董事长或总经理是否发生变动）
	OM	+	是否在其他股市同时上市
	Field	?	是否属于制造业，是 1，否 0
	Lnasset	+	公司规模—资产对数值
	Debt	+	公司负债程度—总负债/总资产
	ROS	+	主营业务利润率
	Growth	+	成长性（净利润增长率）

表 1 自变量设计

## 4 实证分析与结果

### 4.1 描述性统计与配对 t 检验结果

表 2、表 3 是对控制权转移公司和未转移公司在 2004 年—2006 年自愿性信息披露的描述性统计，发现：样本公司总体上自愿性信息披露水平普遍较低，评分表总分 29 分，控制权发生转移的公司自愿性信息披露指标的得分分布在 5.1~6.2 分之间，未发生控制权转移的公司自愿性信息披露指标得分分布在 5.1~6.0 之间，总体差异并不大。发生控制权转移的 182 家公司中，国有控股公司为 64%，民营控股占 36%，有 57% 的公司属于制造业企业。在未发生控制权转移的 148 家公司（配对样本）中，国有控股公司为 65.5%，民营企业占 34.5%，有 56.7% 的公司属于制造业企业。

年度	2004 年信息披露（72 个样本）				2005 年信息披露（41 个样本）				2006 年信息披露（69 个样本）			
	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差
2004	2	11.2	5.133	1.795	2	8.05	5.322	1.414	2	11.1	5.546	1.738
2005	2	11.4	5.817	2.081	2	9.7	5.730	1.984	1	11.8	5.649	2.062
2006	1.2	12.2	5.294	1.858	2.9	10.4	6.195	2.014	1.2	9.7	5.212	1.985

表 2 控制权转移公司分别在 2004 - 2006 年的自愿性信息披露水平

年度	2004 年信息披露（52 家）				2005 年信息披露（42 家）				2006 年信息披露（54 家）			
	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差
2004	2.2	10.2	5.570	1.753	0	12.9	5.348	2.356	1	11.25	5.182	1.836
2005	1	11.8	5.988	2.317	2	11.5	5.771	1.854	2	10.7	5.588	2.158
2006	1.4	11.8	5.373	2.096	2	12.1	5.219	2.107	2.3	10.4	5.637	2.101

表 3 控制权未转移公司（配对样本）自愿性信息披露水平

	2004 年样本			2005 年样本			2006 年样本		
	2004—2005	2005—2006	2004—2006	2004—2005	2005—2006	2004—2006	2004—2005	2005—2006	2004—2006
Z 值	-2.217	-1.70	-0.666	-0.728	-1.053	-1.716	-0.268	-1.108	-1.033
P 值	0.027**	0.089*	0.505	0.466	0.292	0.086*	0.788	0.268	0.302

表 4 控制权转移公司 2004 - 2006 年分年度自愿性信息披露水平差异比较

从表 2、表 3 可以看出，在股权分置改革进行的 2005 年，不论控制权是否转移，所有

样本公司自愿性信息披露水平都有所提高,但控制权发生转移的公司和未发生转移的两类公司自愿性信息披露水平在 2005 年并不存在显著差异。股权分置改革前,在我国国有股法人股一股独大、不能流通的特殊制度背景下,上市公司缺乏提高自愿性信息披露的市场动力,因此样本公司自愿性信息披露总体水平不高,控制权转移还不能使上市公司有足够的动力披露更多的相关信息。股权分置改革提高了自愿性信息披露的水平,支持假设 2。表 4 显示,2004 年发生控制权转移的公司,在 2005 年自愿性信息披露水平显著高于 2004 年的自愿性信息披露水平,而在 2006 年的自愿性信息披露水平有显著下降。2005 年发生控制权转移的公司,在 2006 年度的自愿性信息披露水平显著高于 2004 年的自愿性信息披露水平,其他年度不存在显著差异。2006 年控制权转移公司,在三个年度自愿性信息均不存在显著差异。从表 5 可以看出,控制权未转移的公司自愿性信息披露水平分年度比较不存在显著差异。部分验证假设 1,控制权转移后上市公司自愿性信息披露水平有所提高,但是并不稳定。

	2004 年样本			2005 年样本			2006 年样本		
	2004— 2005	2005— 2006	2004— 2006	2004— 2005	2005— 2006	2004— 2006	2004— 2005	2005— 2006	2004— 2006
Z 值	-0.897	-1.353	-0.726	-1.186	-1.347	-0.327	-1.014	-0.117	-0.922
P 值	0.370	0.176	0.468	0.236	0.178	0.744	0.311	0.907	0.357

表 5 控制权未转移公司 2004 - 2006 年分年度自愿性信息披露水平差异比较

表 6 对控制权转移公司与未转移公司的自愿性信息披露水平进行了配对样本 t 检验,比较控制权转移当年、转移后一年和转移后两年信息披露水平的差异,统计结果显示,只有 2005 年发生控制权转移的公司在 2006 年 4 月 30 日前年报的自愿性信息披露水平显著高于未发生控制权转移的公司,其他样本的自愿性信息披露水平不存在显著差异。部分验证了假设 3,在股权分置改革之前,控制权转移的目的更多是为了获得上市公司稀缺的壳资源,掏空动机严重,缺乏动力披露相关的信息,股权分置改革削弱了这一动机,同时在股权分置改革当年,大股东为了能与流通股股东顺利达成协议,增加了信息披露的水平。2006 年发生控制权转移的公司在控制权转移后的 2007 年 4 月 30 日前年报披露中,自愿性信息披露水平与未发生控制权转移的公司并没有显著差异。因此,假设 3 并没有得到完全的支持。

股权分置改革一定程度上促进了透明度提高,初步验证了假设 2,假设 1 和假设 3 的结论不稳定。

	2004 年样本		2005 年样本		2006 年样本	
	均值差	t 检验	均值差	t 检验	均值差	t 检验
2004 年	-0.4369	-1.3500				
2005 年	-0.1711	-0.4310	-0.0409	-0.0970		
2006 年	-0.0787	-0.2200	0.9761	2.1560**	-0.4254	-1.1500

表 6 控制权转移公司与未转移公司自愿性信息披露比较

注: \*表示在 10%的水平下显著, \*\*表示在 5%的水平下显著, \*\*\*表示在 1%的水平下显著。(下同)

## 4.2 多元回归分析

下面将分阶段应用多元线性回归模型研究控制权转移对上市公司自愿性信息披露的影响。基本模型如下:

$$DISC = \beta_0 + \beta_1 Control + \beta_2 D_1 + \beta_3 First + \beta_4 NOID + \beta_5 SOD + \beta_6 OM + \beta_7 Field + \beta_8 Lnasset + \beta_9 Debt + \beta_{10} ROS + \beta_{11} Growth + \xi$$

### 4.2.1 控制权转移当年的实证分析

本文分别用 2004~2006 三年控制权转移公司与配对公司样本做多元回归分析, 结果见表 7。分析结果显示, 模型中各变量方差膨胀因子 (VIF) 小于 10, 因此不存在多重共线性。回归结果表明, 2004 年 (记作股权分置改革之前, 此时自愿性信息截止到 2005 年 4 月结束 2004 年年报披露)、2005 年 (记作股权分置改革当年, 此时自愿性信息截止到 2006 年 4 月结束 2005 年年报披露) 及 2006 年 (记作股权分置改革后, 此时自愿性信息截止到 2007 年 4 月 2006 年年报披露结束), 控制权转移变量对信息披露水平没有显著影响。在股权分置改革前, 上市公司控制权转移掏空动机明显, 王俊秋 (2005)、李增泉等 (2005) 认为我国上市公司大股东掌握公司的信息披露政策, 利益侵占问题严重, 控制权转移的目的是为了谋求更多的私人利益, 因此控制权转移后, 公司仍缺乏信息披露的动机。股权分置改革虽然削弱了控制权转移的掏空动机, 但股改过程中控制权发生转移和没有发生转移的公司都同时提高了信息披露的水平, 因此, 控制权转移变量并不显著。

变量	2004 年		2005 年		2006 年	
	系数	VIF	系数	VIF	系数	VIF
Constant	-5.853 (-1.645)		-4.064 (-0.808)		-10.784 (-2.489)**	
Control	-1.24E-02 (-0.038)	1.202	-3.13E-02 (-0.072)	1.218	-0.282 (-0.746)	1.188
D1	-0.553 (-0.449)	1.672	1.453 (1.271)	1.887	-0.678 (-0.665)	1.630
First	-1.378 (-1.186)	1.456	3.745 (2.247)**	1.384	0.634 (0.474)	1.193
NOID	0.167 (0.880)	1.188	0.390 (1.206)	1.404	0.248 (1.241)	1.122
SOD	-0.457 (-1.472)	1.113	-0.276 (-0.587)	1.405	-0.485 (-1.292)	1.121
OM	-0.380 (-0.706)	1.098	-1.393 (-1.461)	1.556	-0.328 (-0.554)	1.194
Field	1.060 (3.255) ***	1.236	0.553 (1.202)	1.280	0.580 (1.478)	1.264
Lnasset	0.485 (2.835) ***	1.387	0.377 (1.579)	1.574	0.805 (3.911)***	1.320
Debt	0.568 (1.471)	1.522	-9.72E-02 (-0.394)	1.718	-0.804 (-1.579)	1.119
ROS	1.195 (1.344)	1.224	-0.557 (-0.414)	1.505	-1.501 (-1.244)	1.141
Growth	5.596E-02 (1.970)*	1.484	1.084E-02 (0.680)*	1.263	1.195E-02 (0.470)	1.122
Adj R <sup>2</sup>	0.168		0.106		0.122	
F 值	2.775***		1.697*		2.215**	
观测值	124		83		123	

表 7 控制权转移当年样本回归

股权性质变量对 2004—2006 年对信息披露也不存在显著影响。在 2005 年, 第一大股东持股比例与自愿性信息披露正相关, 这一年正值股权分置改革年, 作为非流通的第一大股东持有股份越多越倾向于为了自身的利益和流通股东进行沟通以达成一致的股改方案。2004 年和 2006 年中, 总资产对数对自愿性信息披露存在显著正影响, 表明规模大的公司为提高市场价值, 愿意披露更多的信息, 这与以往研究结论一致。

## 4.2.2 控制权转移后的实证分析

### 4.2.2.1 控制权转移后一年

2004 年样本在控制权转移后一年（2005 年），除了行业、资产规模、负债率对自愿性信息的披露存在显著影响外，控制权转移变量对自愿性信息披露不存在统计意义的影响。2005 年样本回归模型中，控制权转移公司的自愿性信息披露水平比未转移公司更好；支持本文假设 3，在股权分置改革过程中，控制权转移公司自愿性信息披露水平高于未转移公司。2005 年 D1 变量对自愿性信息的披露存在显著正影响，即股权分置改革中，国有控股上市公司愿意披露更多的信息。见表 8。

变量	控制权转移后一年				控制权转移后两年	
	2004 年样本		2005 年样本		2004 年样本	
	系数	VIF	系数	VIF	系数	VIF
Constant	-7.529 (-1.792)*		-1.789 (-0.323)		-8.965 (-2.311)**	
Control	0.196 (0.513)	1.147	1.059 (2.323) **	1.121	0.116 (0.321)	1.221
D1	0.885 (0.609)	1.607	2.194 (1.705) *	2.025	1.821 (1.255)	2.106
First	1.279 (0.901)	1.415	-0.250 (-0.152)	1.274	1.168 (0.939)	1.258
NOID	1.627E-02 (0.057)	1.204	0.334 (1.252)	1.270	-0.111 (-0.594)	1.190
SOD	-5.51E-02 (-0.145)	1.126	-0.625 (-1.260)	1.245	-0.221 (-0.602)	1.206
OM	0.361 (0.560)	1.086	-1.261 (-1.190)	1.626	-0.518 (-0.822)	1.123
Field	0.898 (2.285)**	1.238	0.717 (1.498)	1.173	0.992 (2.648)***	1.331
Lnasset	0.591 (2.993)***	1.486	0.293 (1.122)	1.581	0.674 (3.723)***	1.516
Debt	-0.693 (-2.617)***	1.433	-0.293 (-1.134)	1.744	-0.620 (-1.614)	1.535
ROS	1.021 (0.919)	1.201	-0.665 (0.430)	1.374	0.352 (0.325)	1.046
Growth	-2.44E-03 (-0.052)	1.115	-4.00E-02 (-0.820)	1.1195	-3.65E-03 (-0.096)	1.244
Adj R <sup>2</sup>	0.186		0.134		0.162	
F 值	3.013***		1.909**		2.521***	
观测值	124		83		124	

表 8 控制权转移后本回归系数表

#### 4.2.2.2 控制权转移后两年

控制权发生转移的两年以后（2007 年 4 月 30 日前年报信息披露状况），股改基本完成，控制权转移事项对自愿性信息披露虽然有正向的积极影响，但已经不显著。因为 2004 年发生的控制权转移是在股权分置背景下进行的，股权分置改革虽然使流通股和非流通股利益趋于一致，但自愿性信息披露水平还没有显著提高。行业、总资产规模对自愿性信息披露有显著影响，制造业企业信息披露透明度更高。见表 8。

## 5 结论

本文通过构建理论模型对控制权转移与自愿性信息披露的关系进行了分析，并用经验数据进行了检验。研究结论如下：

（一）上市公司自愿性信息披露水平普遍不高，控制权转移公司与控制权未转移公司自

愿性信息披露水平没有显著差异，控制权转移对自愿性信息披露未产生显著影响，即假设 1 没有得到很好地验证。

(二) 股权分置改革过程，出于契约动机，上市公司自愿增加对背景信息、公司运营与展望信息的披露，以达成股改协议，假设 2 得到验证。契约理论能够更好地解释股权分置背景下信息披露的原因，一定程度上反映了制度设计是增强透明度的关键之一。

(三) 股权分置改革过程中，控制权转移对公司自愿性信息披露不存在稳定的影响，控制权转移公司与未转移公司除个别年度有区别外，其他年度不存在统计上的显著区别。假设 3 部分地得到经验数据的支持。

(四) 多个模型中，资产规模因素对信息披露的影响较大，且为正向的、较为稳定的关系，说明资产规模越大的公司越注意自己的形象，能够更加主动地披露公司的相关信息。正如 Hossain et al. (1995) 的研究认为，公司规模是信息披露最重要的影响因素。

本文的局限：第一，股权分置改革刚刚基本完成，由于数据的限制，没能追踪考察股权分置改革后更长时间内控制权转移公司与未转移公司自愿性信息披露的差异，因此结论可能具有一定的局限性。第二，影响自愿性信息披露的因素很多，本文未能全面考察。

#### 参考文献

- [1] HOSSAIN, PERERA, RAHMAN. Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 1995,6,1:69~87.
- [2] LANGETIEG, TERENCE C. An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains From Merger. *Journal of Financial Economics*,1978,6,4:365~383.
- [3] LIPSON, MARC L., MAQUIEIRA, CARLOS P.; MEGGINSON, WILLIAM. Dividend initiations and earnings surprises. *The Journal of Financial Management*, 1998,27,3:36~49.
- [4] NEWSON, MARC; DEEGAN, CRAIG. Global expectations and their association with corporate social disclosure practices in Australia, Singapore and South Korea. *International Journal of Accounting*, 2002, Vol. 37 Issue 2, 183~214.
- [5] NIAMH BRENNAN. Voluntary Disclosure of Profit Forecasts by Target Companies in Takeover Bids. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1999, 38:223~234.
- [6] WILLIAN R. SCOTT 著；陈汉文 等译. 财务会计理论.北京：机械工业出版社，2000，11：264~266.
- [7] 王俊秋. 投资者保护与会计信息披露——一个互动的分析框架. 财会通讯(学术版), 2005, 10: 58~60.
- [8] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究, 2005, 1.
- [9] 吴晓求. 股权分置改革后的中国资本市场. 北京：中国人民大学出版社，2006：249~269.
- [10] 谢志华, 崔学刚. 信息披露水平：市场推动与政府监管——基于中国上市公司数据的研究. 审计研究, 2005, 4: 39~45.

### The impact from control transfer and Sub-owned shares reform on voluntary information disclosure

## —The Evidence from public companies in China

Cheng Xin-sheng, Wang Fei-fei, Luo Yan-mei, Sun Jing

( Business School of Nankai University/Research Center for Corporate Governance, PRC, 300071)

**Abstract:** The paper takes the companies in Shanghai and Shenzhen stock markets, which have equity agreements transfer cases in the controlling shareholders as examples, studies the voluntary information disclosure in these companies, in the background of sub-owned shares reform in China. The findings show that, to a certain extent, the special pricing rules and imperfect control market weakened management motivation to increase share price through the disclosure. After the transfer of control, the contractual motivation makes companies increase their voluntary disclosure in background information, operations and prospect information, in order to reach agreement. Generally speaking, the level of voluntary information disclosure in China public companies is not high. In several models, Asset size has the greatest positive impact on information disclosure.

**Key Words:** control transfer; information disclosure; voluntary information disclosure; sub-owned shares reform

收稿日期: 2008-09-15

基金项目: 国家自然科学基金项目 (70771048, 70532001)、教育部人文社科规划项目 (批准号 06JA630030) 和南开大学“985”项目的研究成果

作者简介: 程新生 (1963-), 男 (汉族), 山西太原人, 博士, 南开大学商学院会计系教授, 博士生导师。

王斐斐 (1984-), 女 (汉族), 天津市人, 南开大学商学院会计学系硕士研究生、博士研究生。

罗艳梅 (1980-), 女 (汉族), 天津市人, 南开大学商学院会计学系硕士研究生、博士研究生。

孙婧 (1983-), 女 (汉族), 天津市人, 南开大学商学院会计学系硕士研究生、博士研究生。