

产权保护与民营企业信息透明度

——基于国有转制型与创业型民营企业的比较*

唐松^{1,2}, 温德尔¹, 施晶晶³

(1, 上海财经大学会计学院, 上海杨浦 200433; 2, 上海财经大学会计与财务研究院, 上海杨浦 200433; 3, 兴业银行杭州分行, 浙江杭州 310003)

摘要: 本文根据产权理论考察产权保护对民营企业信息透明度的影响。本文选取了 2003-2012 年间上市时实际控制人为个人或家族的民营企业作为样本, 按照产权的最初始形成方式的差异, 将其划分为国有转制型与白手起家的创业型民营企业两类。本文认为, 国有转制型民营企业由于在获得产权的过程中往往存在着诸多灰色的政商利益纠葛, 致使其在后续的产权执行过程中往往面临着更多的政府掠夺的威胁。于是, 这类企业更有动机使企业变得不透明以保护自身产权不受侵害。相应地, 实证检验发现, 与创业型民营企业相比, 国有转制型民营企业的会计盈余信息含量显著较低、股价同步性显著较高。这说明国有转制型民营企业更不透明。进一步的研究还发现, 国有转制型民营企业上市时的 IPO 抑价更高, 说明投资者在 IPO 时就理性预期到了这类企业的产权保护缺陷和由此导致的信息不透明问题。总之, 本文的研究表明, 产权保护确实会影响民营企业的信息透明度。在产权保护薄弱的情况下, 降低信息透明度是民营企业实施自我产权保护的一种重要方式。

关键词: 产权保护; 信息透明度; 创业型民营企业; 国有转制型民营企业

中图分类号: F239.0 **文献标识码:** A

一、引言

信息透明度是资本市场有效运作的基石, 很大程度上影响着资源配置的效率, 进而可能会对经济增长产生影响。因此, 信息透明度历来受到学术界和实务界的高度重视。随着 1992 年第一家民营企业在深交所崭露头角以来, 民营企业已经成为资本市场上的生力军, 表现出强劲的活力和竞争力。但民营企业普遍存在的信息披露不透明的问题一直困扰着资本市场的投资者和监管者, 也在很大程度上制约着民营经济的发展。究其原因, 这固然与中国资本市场法律体系不完善、监管制度不成熟有关, 而民营企业自身的产权保护缺陷也是造成其信息不透明的重要因素。

纵观中国民营企业的成长历程可以发现, 在这个不断发展壮大的队伍中实际上存在着两类产权形成方式进而产权保护状况迥然不同的群体: 一类是改革开放以来涌现的由企业家个人或家族出资、白手起家创立并逐步发展起来的“创业型”民营企业¹; 另一类则主要是伴随着中国公有制改革的进程由国有、集体或者全民所有制企业衍生而来的“国有转制型”民营企业²。从表面上看, 这类国有转制型民营企业历经产权转移后产权界定已然是清晰的, 即产权归属于民营企业个人或家庭。但是, 在中国转型经济的制度背景下, 这些企业在转制过程中, 往往涉及许多说不清道不明的政商利益纠葛 (杜兴强等, 2010), 有些甚至逾越法律与道德的边界, 通过“暗箱操作”达成了企业的转制 (郎咸平, 2011)。在这样的背景下, 国有转制型民营企业在产权转移后的实际执行过程中, 相比创业型民营企业来说, 它们更可能受到政府机会主义寻租和违背原有承诺行为的威胁, 即国有转制型民营企业的

企业家的产权往往得不到有效的保护和良好的执行。

正如 Demsetz (1964) 所指出的那样, 产权的保护和执行对经济资源的价值有重要影响, 并进而影响产权所有者的行为。国有转制型民营企业在自身的产权难以受到有效保护的背景下, 其产权的所有者必然会做出理性的反应以防止政府的事后剥夺。这其中的一个可能的重要途径就是, 国有转制型民营企业更有动机使企业变得不太透明, 以增加政府干预的成本, 防止政府对其的掠夺, 从而更好地保护自身的产权。例如, 它们会通过操纵会计盈余、降低会计盈余信息含量等方式降低信息披露的质量 (Watts and Zimmerman, 1986; Bushman and Piotroski 2006); 或是披露较差的投资效益和低成长等特质信息, 选择次优的信息透明度 (Durnev et al., 2009; Durnev and Guriev, 2011; Bushman et al., 2004)。

基于以上分析, 本文以 2003-2012 年间初始上市时实际控制人为个人或家族的民营企业作为样本, 按照它们的最初始产权形成方式的不同, 将其划分为国有转制型民营上市公司和创业型民营上市公司两大类, 并通过考察两类企业的会计盈余信息含量以及股价同步性等方面的差异, 来检验产权保护对产权所有者行为 (本文中体现为信息透明度) 的影响。实证检验发现, 与创业型民营企业相比, 国有转制型民营企业的会计盈余信息含量显著较低, 其披露的公司特质信息较少、股价同步性较高。说明国有转制型民营企业的信息较不透明。此外, 进一步的研究发现, 国有转制型民营企业在上市时的 IPO 抑价更高, 表明投资者在 IPO 时就理性预期到了这类企业的产权保护缺陷和由此导致的信息不透明的问题。总之, 这些研究结果表明, 产权保护会影响民营企业的信息透明度。在产权保护薄弱的情况下, 降低信息透明度是民营企业实施自我产权保护的一种重要方式。

本文的研究有以下几个方面的贡献:

首先, 本文从公司层面实证考察产权保护对公司信息透明度的重要影响, 表明了国有转制型民营企业的信息不透明是对外部薄弱的产权保护的一种理性反应, 这对产权保护影响公司透明度的跨国研究文献做出了有益的补充。例如, Bushman et al.(2004)以及 Bushman and Piotroski (2006)的研究发现, 在产权保护薄弱、政府掠夺风险较高的国家, 公司的财务透明度和会计稳健性较低。此外, Durnev et al.(2009)以及 Durnev and Guriev (2011)的研究也表明, 在产权保护较弱的国家, 为防止政府的剥夺, 公司的信息透明度水平较低。然而, 正如 Bushman and Smith (2001)以及 Sloan (2001)指出的那样, 跨国研究存在着遗漏变量、共线性问题等固有的缺陷³, 因此, 本文针对一个国家的研究可以在一定程度上弥补上述跨国研究的不足。

其次, 与以往通常只将民营企业视作一个整体来与国有企业进行对比的研究不同, 本课题根据初始产权的形成方式不同, 进一步将民营企业划分为“创业型”和“国有转制型”两大类, 并且表明两类企业在信息透明度上的显著差异。本文的这一分类方式具有一定的新颖性, 使我们深入到民营企业的内部, 区分出不同类型的民营企业, 为以后的民营企业研究提供一个新的切入点和重要的参考维度。

最后, 本文也拓展了现有关于民营企业信息透明度影响因素的研究。目前国内的研究表明, 家族控股、最终控制人持股比例以及控股股东掏空等会影响民营企业的信息透明度 (黄俊和张天舒, 2011; 马忠和吴翔宇, 2007; 王俊秋和张奇峰, 2008)。本文这些文献基础上进一步表明控股股东自身的产权保护有效程度也是影响民营企业信息透明度的重要因素。

二、 制度背景、理论分析和研究假说

(一) 制度背景

改革开放以来，中国民营经济获得了蓬勃发展。民营企业已逐步发展成为国民经济中的一个重要组成部分，被誉为“中国最具有活力的增长极”。根据 2012 年度《中国民营经济发展形势分析报告》，截至 2012 年底，民营经济对 GDP 的贡献已达到 60% 以上。在资本市场上，目前民营上市公司已超过 1000 家，达上市公司总量的半数以上。纵观中国民营企业的成长历程可以发现，从其最初的产权形成方式来看，实际上存在着两类不同的群体：一类是由企业家个人或家族出资、白手起家创立并逐步发展壮大的民营企业，本文称之为“创业型”民营企业；另一类则是伴随着中国公有制改革的进程，由原先国有、集体或者全民所有制企业改制衍生而来的民营企业，本文称之为“国有转制型”民营企业。

由于我国尚处于制度环境不健全、法律体系不完善的转型时期，相应的监管也存在一定的漏洞或不足，使得在公有制改革和市场化转型的进程中，存在大量的寻租空间，转制过程中存在不少的问题。比较典型的例子是发生在上世纪 90 年代末和本世纪初的一桩桩管理层收购(MBO)事件。由于缺乏相应的监管机构和法律保障体系，收购过程中往往官商相护，甚至逾越法律的界限进行违规、违法的利益输送和交易，其后果是造成了国有资产的大量流失，不少企业家一夜暴富，同时也让那些本应代表国家或政府利益的官员尝尽甜头。中国式的 MBO 留给了中国企业民营化改革一道颇为深刻的印记。正如郎咸平(2011)在《中国式 MBO》一书中所指出那样，“在 MBO 几乎还没有相关的法律制度加以约束的前提下，MBO 实际上成为许多管理层侵吞国有及公众财富的合法通道，利益与权力的勾结使其实施更加便利。”

对于国有转制型民营企业来说，由于在转制过程中通常交织着与政府官员的私下利益纠葛，它们在转制后仍然很难摆脱政府对其的干预和掠夺。政府对这些企业的掠夺不仅仅在于各种名目繁多的乱收费，更在于政府的机会主义行为和不遵守承诺(赵世勇，2010)。姚洋和支兆华(2000)通过构造一个两阶段不完全博弈信号传递模型的分析表明，如果国有企业改制仅仅局限于所有权易手，不去触动地方政府事后寻租的权力基础，就不能形成对私有产权的有效保护，转制后的企业仍然面临被政府寻租甚至剥夺产权的威胁。事实上，现实中存在着大量这样的案例。例如，科龙电器最初是一家地方政府控制的国有企业，后来在陷入财务困境后，顾维军依靠政府的关系而介入国有企业的重组，从而取得了企业控制权，完成了企业的转制。但最终由于政府的不信任和其与政府关系的恶化，在地方政府的步步紧逼下，顾维军卖出了科龙的全部产权，最后还被判刑入狱⁴。另外，江苏牧羊集团原是扬州市下属的一个国有企业，后经股份制改革而成为的民营企业，实现了私有化。许荣华等五人以较低的价格成为了该企业的大股东，控制了该企业的 85% 的所有权。但后来由于股权之间的矛盾，在当地公安、检察院介入的情况下，许荣华被迫转让了其所持的股份⁵。此外，国内著名的健力宝公司也曾有过类似的经历。可见，国有转制型民营企业的产权保护往往较为薄弱，面临着政府事后干预甚至剥夺的风险。

而对于创业型民营企业来说，从诞生之时起，其产权的界定就很清楚，即属于企业家个人或其家族所有。同时，由于不涉及国有转制的过程，其与政府之间也较少涉及到私下的产权利益纠葛。因此，与国有转制型民营企业相比，这类企业的产权界定更为清晰，产权的执行更为容易、产权保护相对更强。可见，由于初始的产权形成方式不同，国有转制型和创业型两类民营企业面临的产权保护是不一样的。

(二) 理论分析和研究假说

产权理论认为，产权的清晰界定与良好保护对产权所有者的行为产生重要的影响。所谓产权，是指对资源排他性占有和使用的权利，它有助于一个人在与他人交易的过程中形成能理性把握的稳定预期。产权经济学表明，一旦产权受到限制或得不到有效保护，产权所有者的行为就会受到影响而发生改变(Demsetz, 1964, 1967; Cheung, 1974)。可见，

产权保护至关重要。所谓产权保护，就是指一旦产权被清晰界定，产权所有者就可以按照自己的意愿行使对资源的使用权、收益权和转让权。

如上所述，与白手起家的创业型民营企业相比，从表面上看，国有转制型民营企业的产权界定已然是清晰的，即产权归属于民营企业个人或其家庭。但是，在中国转型经济的制度背景下，这些企业在转制过程中，往往涉及许多说不清道不明的政商利益纠葛（杜兴强等，2010），有些甚至逾越法律与道德的边界，通过“暗箱操作”达成了企业的转制（郎咸平，2011）。在这样的情况下，这类国有转制型民营企业在产权转移后的执行过程中，很可能得不到有效的产权保护，它们的产权面临被政府侵害和掠夺的风险。于是，在自身产权难以受到有效保护的背景下，这类民营企业的最终控制人必然会做出理性的反应以防止政府的事后剥夺。这其中的一个可能的重要途径就是降低其信息披露的质量，使得企业变得不太透明，以增加政府干预的成本，防止政府对其的掠夺，从而更好地保护自身的产权。例如，Bushman et al.(2004)的研究表明，在国有企业 and 国有银行比重较高、以及政府掠夺风险较高的国家，公司的财务透明度会较低。Durnev et al.(2009)以及 Durnev and Guriev (2011)的研究也发现，在产权保护较弱的国家，为防止政府的剥夺，公司倾向于选择次优的信息透明度。

从公司整个的信息环境来看，大致上可将公司的信息划分为财务会计信息和其他非财务的特质信息两大类。这两类信息的披露数量和质量决定了公司的透明度，披露数量越充分、质量越高，则公司透明度越高，反之则透明度越低。因此，本文财务会计信息和其他特质信息的披露这两个方面入手，从理论上分析产权保护对于信息透明度的影响，并据此提出相应的假说。

1. 产权保护与会计盈余信息含量

财务会计信息是企业信息的一个最重要组成部分，是企业外部利益相关者了解企业、判断企业状况的重要依据。Zeff (1978) 指出，会计信息会对政府等相关信息使用者的决策造成重要的影响。Watts and Zimmerman (1986) 提出的政治成本假说进一步指出，若企业公布较高的会计盈余，则有更大的可能招致政府较多的干预，使企业的政治成本增加。可见，政府会将公司披露的会计信息纳入到其决策过程中，并作为其对企业实施干预的重要依据。

在会计信息中，会计盈余信息无疑是最为重要的。因而在产权保护薄弱的情况下，人为地扭曲会计盈余信息、降低会计盈余信息含量，从而增加政府的干预成本，将成为民营企业保护自身产权不受政府掠夺的有效途径。例如，Watts and Zimmerman (1986) 指出，企业面临的_{政治成本}越大，管理层就越有动机操纵会计盈余，降低会计盈余信息含量。Che Qian(1998)假设中央政府具有掠夺倾向，私有企业产权必然是不安全的，他们为了避免受掠夺从而倾向于隐瞒收入。类似地，Bushman and Piotroski (2006) 也指出如果政府机构是自利的，那么就可能会去掠夺企业的产权，因而企业有动机尽快确认好消息，推迟确认坏消息，以避免政府的干预。此外，Fan and Wong (2002) 的研究发现，在东亚国家中，家族控股的企业为了隐藏内部的私有信息，会使公司变得不透明，最终导致会计盈余的可信度下降，其信息含量降低。

综上，我们可以推知，相对于创业型民营企业，国有转制型民营企业由于在初始产权形成过程中存在的问题而面临着事后更多的来自政府机会主义行为的威胁，因而它们更有动机降低会计盈余信息含量，使企业变得更不透明。据此，我们提出假说 1：

H1：在其他条件相同的情况下，国有转制型民营企业与创业型民营企业相比，其会计盈余信息含量显著较低。

2. 产权保护与股价同步性

正如 Hutton et al., (2009) 的研究所表明的那样, 若一个企业连最基本的会计盈余信息披露都存在隐藏行为, 那么其披露的各方面信息中必定极少包含公司的特质信息, 即特质信息将被刻意的隐藏。相对于创业型民营企业来说, 为了避免政府对其产权的事后剥夺, 国有转制型民营企业除了更倾向于披露低质量的会计盈余信息外, 还会更少地披露其他方面的信息, 尤其是企业私有的特质信息。由此可见, 从披露特质信息的角度来看, 国有转制型民营企业比创业型民营企业更不透明。

Jin and Myers (2006) 曾指出, 公司不透明度的增加, 会增加投资者获取和理解公司特有信息的成本。当投资者加工相关特质信息的成本超过了利用这些信息获得的超额收益时, 他们的决策将更多地反应市场的平均风险, 而不是公司的特有风险, 从而导致公司股价呈现出与大盘“同涨同跌”的现象, 即股价的同步性的上升 (Mork et al., 2000)。具体而言, 股价同步性是指单个公司股票价格的变动与市场平均变动之间的关联性 (Roll, 1988)。股票同步性越高, 表明公司股价中包含的市场平均变动信息越多, 而公司自身的特质信息相应地越少。如前所述, 国有转制型民营企业的最终所有者为了保护自身产权不受侵害, 倾向于较少地披露公司的特质信息, 从而将导致股价同步性较高。据此, 本文提出假说 2:

H2: 在其他条件相同的情况下, 国有转制型民营企业与创业型民营企业相比, 其股价同步性显著较高。

三、 研究设计

(一) 样本选择与数据来源

从 2003 年开始, 上市公司被强制要求在招股说明书披露实际控制人信息。本文选取了 2003 年-2012 年间上市的实际控制人类型为家族或个人的民营上市公司作为初选样本。剔除民营化方式为“发起上市时为国家控股”, 上市后由于股权转让等实际控制人变更为家族或个人的 10 家公司; 剔除了未明确披露公司前身及实际控制人性质, 导致难以判断的 9 家公司 (其中包含一家金融行业的上市公司); 剔除无法获取相关数据或者数据缺失的公司, 最终得到 947 个有效样本。

基于以上样本, 本文追溯了每家公司的历史沿革, 即根据招股说明书中发行人历史沿革及其实际控制人基本情况的描述, 将其划分为两类⁶: 一类是公司前身或实际控制人前身为国有控股、集体⁷或是全民所有发起的, 他们在初创时主要由国家或地方政府出资, 后经过管理层收购, 或者股权转让等方式私有化, 这些国有转制型公司在转制过程中往往涉及政企利益纠葛; 另一类是公司则从一开始便是自然人白手起家, 其中由自然人通过自己或其控制的公司实际出资成立, 或历史原因, 自然人实际出资但挂靠集体, 后经产权界定已明确资产私人所有的。本文认为这些公司相对于国有转制公司来说, 是更加严格意义上的个人或家族企业, 本文称之为创业型民营企业。

在这 947 家公司中, 国有转制公司有 216 家, 占比 22.81%, 创业型公司有 731 家, 占比 77.19%。本文收集了这 947 家样本公司 2004-2013 年的相关数据, 剔除相关变量缺失值以及公司上市当年的观测值后, 最终得到观测值 3,178 个, 其中国有转制型公司观测值 875 个, 创业型公司观测值 2,303 个。样本分布的情况如表 1 所示:

表 1 样本分布

样本公司的年度分布	样本观测值的年度分布
-----------	------------

上市年度	数量	比例	年度	数量	比例
2003	20	2.11%	2004	20	0.63%
2004	43	4.54%	2005	62	1.95%
2005	6	0.63%	2006	68	2.14%
2006	30	3.17%	2007	97	3.05%
2007	70	7.39%	2008	163	5.13%
2008	56	5.91%	2009	222	6.99%
2009	72	7.60%	2010	291	9.16%
2010	272	28.72%	2011	557	17.53%
2011	254	26.82%	2012	812	25.55%
2012	124	13.09%	2013	886	27.88%
其中：			其中：		
国有转制型	216	22.81%	国有转制型	875	27.53%
创业型	731	77.19%	创业型	2,303	72.47%
总计	947	100.00%	总计	3,178	100.00%

本文用以区分创业型和国有转制民营上市公司的数据是根据上市公司招股说明书中发行人历史沿革以及发行人实际控制人基本资料逐一手工收集、整理得到的；公司股票年度平均换手率数据来自 Wind 数据库，其他的公司财务数据以及个股交易数据均来自于 CSMAR 数据库。

（二）回归模型与变量定义

1. 产权保护与会计盈余信息含量的实证检验模型

参考 Fan and Wong (2002) 研究公司股权结构与会计盈余信息质量的关系的实证研究，本文采用如下模型对产权保护与会计盈余信息含量之间的关系进行检验：

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 NI_{it} + \beta_2 PRP_{it} + \beta_3 NI_{it} * PRP_{it} + \beta_4 NI_{it} * SIZE_{it-1} + \beta_5 NI_{it} * MTB_{it-1} + \beta_6 NI_{it} * LEV_{it-1} + \beta_7 NI_{it} * LOSS_{it} + \sum \gamma IND + \sum \lambda YEAR + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

其中，

CAR_{it} 是公司 i 在第 t 年的股票累计超额收益率，即该公司股票收益率超过市场平均收益率的部分。本文采取传统的 Buy-and-hold Return 计算方式，以年度为观察窗口，用公式 (3.2) 来计算 CAR_{it} ：

$$CAR_{it} = [\prod (1 + R_{ik}) - 1] - [\prod (1 + R_{mk}) - 1] \quad (3.2)$$

其中 k 取值从 1 到 12。

R_{ik} 表示股票 i 在 t 年内的第 k 月的报酬率，取自 CSMAR 中的“考虑现金红利再投资的月个股回报率”； R_{mk} 表示同一月份的市场回报率，取自 CSMAR 中的“考虑现金红利再投资的综合月市场回报率(流通市值加权平均法)”。 CAR_{it} 表示公司 i 在第 t 年的股票 Buy-and-hold 累计超额收益率。考虑到我国上市公司公布年报的截止日期为次年的 4 月 30 日，因而本文采用 t 年 5 月初至 $t+1$ 年 4 月末这 12 个月的回报率来计算 t 年的 CAR_{it} 。

NI_{it} 是会计盈余指标，表示公司第 t 年的净利润，并以第 t 年初的所有者权益市场价值进行标准化。与 CAR 的计算区间相对应，这里将 t 年的 4 月末定义为 t 年初。

PRP_i 是衡量产权保护强弱的虚拟变量，如果是国有改制型民营企业则赋值为 1；如果是白手起家的创业型民营企业，则赋值为 0。

在模型 3.1 中，会计盈余指标 NI_{it} 的系数 β_1 表示创业型民营企业（即 $PRP_i=0$ ）的股价反映其会计盈余信息的程度，即会计盈余的信息含量。根据会计信息的决策有用观，本文预期 β_1 显著为正。而交互项 $NI_{it} * PRP_i$ （即当 $PRP_i=1$ ）的系数 β_2 则表示国有改制型民营企业相对于创业型民营企业的会计盈余信息含量的差异。根据本文的研究假说 1，我们预期 β_2 显著为负，即国企改制型民营企业的会计盈余信息含量较低。

此外，我们控制了公司规模（ $SIZE$ ）、公司资产负债率（ LEV ）、市值-账面比（ MTB ）以及是否亏损（ $LOSS$ ）等其他影响会计盈余信息含量的因素。其中， $SIZE$ 用公司年初的总资产的自然对数来计量。一般而言，公司规模越大，会计盈余信息含量越低； LEV 用公司年初的总负债与总资产的比值来计量，公司资产负债率越高，说明公司的财务风险越高，债务违约风险越大，从而导致其会计盈余反应系数较低； MTB 等于公司第 t 年初所有者权益市场价值与净资产账面价值的比值，用来表示企业的成长性。此比例越高，表明公司的成长性好，未来有可持续的收益，会计盈余信息含量高。所以，本文预期其对会计盈余信息含量有正的影响。 $LOSS$ 用来衡量公司是否亏损，若当年净利润为负则 $LOSS$ 取 1，反之则取 0。当公司亏损时，表明公司未来盈余的持续性较差，因此使得盈余反应系数下降。此外，我们在模型中加入了行业和年度虚拟变量 IND 、 $YEAR$ ，以控制不同年份和行业的影响。

2. 产权保护与股价同步性的实证模型

本文参考 Morck 等（2000）、李增泉（2005）、朱红军等（2007）以及唐松等（2011）的做法，采用以下回归模型的拟合系数 R^2 来衡量股票价格的同步性：

$$R_{it} = \alpha + \beta * R_{mt} + \varepsilon \quad (3.3)$$

其中， R_{it} 和 R_{mt} 分别为每年 5 月的第一个交易日至次年 4 月最后一个交易日内第 t 个交易日的公司股票日收益率和日市场收益率（深市和沪市的市场收益率分别用两个市场的指数表示）。模型（3.3）回归得到的 R^2 的经济意义可以理解为公司股票收益率的变动中被市场波动所解释的部分。所以， R^2 越大，说明公司股票价格的变动更多地与市场的整体波动相关，股价中所包含的公司特质信息较少，即该公司股票的同步性越高。

注意到 R^2 的取值在 (0,1) 之间，不适合于作为因变量。因此，与上述文献一致，本文运用公式（3.4）对 R^2 进行了对数化处理，使之呈正态分布，符合最小二乘法回归的要求。经过转换后得到的 RSQ 指标即为股价同步性指标。

$$RSQ = \text{Log}(R^2 / (R^2 - 1)) \quad (3.4)$$

参照唐松等（2011）研究政治关系与股票价格同步性的模型，本文选取如下模型对产

权保护与股票价格同步性之间的关系进行回归检验：

$$RSQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 PRP_{it} + \beta_2 LSHR_{it} + \beta_3 OTHSHR_{it} + \beta_4 TVR_{it} + \beta_5 DROE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \sum \gamma IND + \sum \lambda YEAR + \varepsilon_{it} \quad (3.5)$$

其中： RSQ_{it} 为公司的股价同步性指标，计算方法如上。 PRP_{it} 是衡量民营企业产权保护强弱的虚拟变量，定义与模型（3.1）相同。根据本文的研究假说 H2，我们预期该变量的回归系数 β_1 显著为正，即相对于创业型民营企业而言，国有转制型民营企业的股价同步性较高。

$LSHR_{it}$ 、 $OTHSHR_{it}$ 、 TVR_{it} 、 $DROE_{it}$ 、 $SIZE_{it}$ 是控制变量。其中， $LSHR_{it}$ 表示公司第一大股东的持股比例，衡量公司的股权集中程度。 $OTHSHR_{it}$ 表示公司第二大至第五大股东的持股比例之和。 TVR_{it} 表示公司股票年平均换手率，反映了股票交易的活跃程度。公司的股票交易越活跃，则表明公司向市场传递的特质信息较多，因此股价的同步性较低。 $DROE_{it}$ 表示公司本年度净资产收益率增长率与所有公司平均净资产收益率增长率的比值。根据李增泉（2005），我们用 $DROE_{it}$ 来近似控制公司基本面的同质性影响。 $DROE_{it}$ 越大，说明公司 ROE 的变动与市场的平均变动的差异越大，即公司的异质性越高。 $SIZE_{it}$ 表示公司规模，以总资产的自然对数计量。公司规模对股价同步性的影响可能有两个方面：一方面，公司规模越大，公司容易受到公众更多的关注，会有更多的投资者分析公司的情况，从而导致股价同步性低；另一方面，公司规模越大，受到宏观经济政策的影响也越大，而证券市场作为国家宏观调控中非常重要的一部分，势必受到影响，从而使公司股价同步性较高。因此，本文不对 $SIZE_{it}$ 的系数符号进行预期。最后，为了控制行业因素和年份差异的影响，本文还加入了行业虚拟变量（ IND ）和年份虚拟变量（ $YEAR$ ）。

四、 实证检验结果与分析

（一）描述性统计

表 2 给出了数据的描述性统计情况。从表 2 可知，在 3178 个有效样本中，27.53% 的样本观测值来自于国有转制型民营企业，65.28% 的观测值来自于创业型民营企业。这说明我国民营企业的创立过程还是以白手起家为主。此外，公司股票超额收益率 CAR 的平均值为 -0.006%，标准差为 0.418，说明不同公司之间的股票超额收益率存在着较大的差异，即公司盈余信息对于股票信息含量的影响有显著差异。股价同步性指标 RSQ 的平均值为 -0.493，标准差为 0.577，说明公司股价同步性方面存在比较大的差异。表示公司第一大股东持股比例的 $LSHR$ 的最大值为 68.9%，最小值为 9.0%，标准差为 0.137；表示公司第二大至第五大股东持股比例的 $OTHSHR$ 的最大值为 48%，最小值为 2.2%，标准差为 0.170，两个指标的标准差都相对较大，可见上市公司的股权集中程度存在很大的差异，有的公司股权集中于一个股东或者少数大股东，而有的公司股权相对分散。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
CAR	3178	-0.006	-0.072	0.418	-1.068	1.624
PRP	3178	0.275	0.000	0.447	0.000	1.000
NI	3178	0.026	0.026	0.024	-0.078	0.102
$Size$	3178	7.394	7.293	0.802	5.822	9.774

<i>MTB</i>	3178	3.754	3.094	2.393	1.061	13.728
<i>Lev</i>	3178	0.341	0.320	0.191	0.031	0.821
<i>LOSS</i>	3178	0.052	0.000	0.222	0.000	1.000
<i>RSQ</i>	3178	-0.493	-0.467	0.577	-2.182	0.796
<i>Lshr</i>	3178	0.350	0.337	0.137	0.090	0.689
<i>OthShr</i>	3178	0.229	0.220	0.107	0.022	0.480
<i>TVR</i>	3178	3.254	2.716	2.138	0.463	10.482
<i>DROE</i>	3178	1.455	1.291	3.438	-14.523	21.496

为了减轻极端值的影响，本文对连续变量都进行了上下 1%的 *winsorize*。相关的描述性统计以及后文中的相关性统计分析均使用 *winsorize* 之后的数据进行处理分析。

(二) 假说 1 的检验结果

表 3 国有转制型与创业型民营企业的会计盈余信息含量差异的回归结果

变量	(1)		(2)		(3)	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
<i>NI</i>	4.6090***	13.874	17.0824***	8.322	3.1151	1.160
<i>NI*PRP</i>	-1.3381***	-3.051	-1.3530***	-3.118	-1.3100**	-2.079
<i>NI*Size</i>			-1.3011***	-4.764	0.6180*	1.697
<i>NI*MTB</i>			-0.0397	-0.352	0.8858***	5.435
<i>NI*Lev</i>			0.7129	0.563	-6.1458***	-3.615
<i>NI*Loss</i>			-9.2554***	-9.867	-5.8303***	-4.458
<i>PRP</i>					-0.0118	-0.496
<i>Size</i>					-0.1232***	-7.891
<i>MTB</i>					-0.0391***	-7.203
<i>Lev</i>					0.3637***	5.609
<i>Loss</i>					0.1492***	2.673
<i>Constant</i>	-0.1624	-1.599	-0.2654***	-2.645	0.6049***	4.190
<i>Year Dummy</i>		yes		yes		yes
<i>Industry dummy</i>		yes		yes		yes

N	3,178	3,178	3,178
R ²	0.136	0.166	0.193

注：***, **, *分别表示在 1%, 5%或 10%水平上统计显著。

表 3 报告了模型 3.1 的回归结果。表 3 中第 (1) - (3) 栏的回归结果分别对应于不加任何控制变量、控制其他因素对盈余反应系数 (*ERC*) 的影响以及同时控制其他因素及其对 *ERC* 的影响三种情况⁸。从表 3 中可以看到：会计盈余指标 *NI* 的系数显著为正，并在第 (1) 栏和第 (2) 栏的回归检验中达到了在 1%水平下的显著性 (*t* 值分别为 12.673 和 8.305)。说明当 *PRP* 为 0 的时候，即对于创业型民营企业而言，其股票超额收益率与会计盈余信息显著正相关，说明会计盈余信息具有信息含量。更重要的是，交乘项 *NI*PRP* 的系数显著为负（三组回归中分别达到了 1%、1%、5%的显著性水平）。这表示相对于创业型民营企业而言，国有转制型民营企业的股票超额收益率与会计盈余信息之间的关系较弱，即会计盈余信息含量较低。以上实证检验结果表明，国有转制型民营企业的会计盈余信息含量显著低于创业型民营企业，支持了本文的研究假说 H1。

从影响会计盈余信息含量的其他因素来看，在第 (2) 和第 (3) 栏的回归中，交乘项 *NI*LOSS* 都显著为负，说明亏损上市公司的会计盈余信息含量显著较低，与预期相符。另外，在第 (3) 栏的回归中，交乘项 *NI*Lev* 显著为负，说明公司资产负债率越高时，面临的财务风险越高，债务违约风险越大，导致公司的会计盈余反应系数较小。同时，在第 (3) 栏中，*NI*MTB* 显著为正，这表明成长性较好的公司，未来持续盈利的能力更强，会计盈余信息含量更高。此外，对于交乘项 *NI*SIZE* 而言，在第 (2) 栏中不加入影响盈余反应系数的各主效应时显著为负，而在第 (3) 栏中加入各主效应后则变为正。可见，由于公司的规模代表了太多公司特征的方面，在计量上存在很大的噪音，因而在不同的模型设定下，其回归系数符号呈现出不稳定性。

(三) 假说 2 的检验结果

1. 单变量检验结果

表 4 国有转制型与创业型民营企业的股价同步性差异：单变量检验

	国有转制型民营企业	创业型民营企业	差异	<i>t</i> 值/ <i>Z</i> 值
	(<i>PRP</i> =1)	(<i>PRP</i> =0)		
均值	-0.4199	-0.5209	-0.1010	-4.42***
中位数	-0.4037	-0.4869	-0.0832	-4.25***

注：均值差异采用 *t* 检验，中位数差异采用 Wilcoxon 检验。***, **, *分别表示在 1%, 5%或 10%水平上统计显著。

从表 4 可以看出：国有转制型民营企业样本的股价同步性平均值为-0.4199，中位数为-0.4037。然而，创业型民营企业股价同步性的均值为-0.5209，中位数为-0.4869。从两类企业的差异来看，无论从 *T* 检验还是 Wilcoxon 检验的都显示，国有转制型民营企业的股价同步性在 1%的水平上显著高于创业型民营企业。可见，国有转制型民营企业股价同步性更高，这与本文假说 2 一致。

2、多元线性回归结果

在单变量检验的基础上，在控制公司特征等因素后，进一步根据模型（3.5）采用多元线性回归模型考察创业型民营企业上市后的股价同步性是否显著低于“国有转制”的民营企业。表 5 显示出了回归结果。

表 5 两组样本的股价同步性检验结果

变量	回归系数	t值
<i>PRP</i>	0.0918***	4.435
<i>Lshr</i>	-0.1432*	-1.915
<i>Othshr</i>	0.0279	0.294
<i>TVR</i>	-0.0012	-0.235
<i>DROE</i>	-0.0039	-1.514
<i>Size</i>	0.0034	0.262
<i>Constant</i>	-0.3872**	-2.420
<i>Year Dummy</i>		yes
<i>Industry dummy</i>		yes
N		3,178
R ²		0.288

注释：***, **, *分别表示在 1%, 5%或 10%水平上统计显著。

表 5 的结果显示，在控制了大股东持股比例，二级市场换手率，以及公司财务特征之后，虚拟变量 *PRP* 与公司股价同步性仍然正相关，并在 1%的水平下显著。这说明，国有转制型民营企业的股价同步性显著高于创业型的民营企业，表明国有转制型民营企业披露的特质信息较少，从而使股票价格波动较少地反映公司的特质信息，股价随市场的波动而波动，即股价同步性较高。这一结果验证了本文的假说 2。

从控制变量来看，第一大股东的持股比例 *Lshr* 的系数显著为负，说明第一大股东持股比例越高，股价同步性越低。这表明第一大股东持股比例越高，利益协同效应越强，代理问题较小，因而公司的股价同步性较低。此外，其他控制变量的系数均在统计上不显著，表明对股价同步性没有显著的影响。

总之，以上实证检验结果表明，相对于创业型民营企业来说，国有转制型民营企业的会计盈余信息含量较低、股价同步性较高。即总体而言，国有转制型民营企业的信息透明度较差。

五、 进一步分析和稳健性检验

（一）进一步分析：产权保护与 IPO 抑价

在一个有效的市场上，理性的投资者会根据对公司未来的预期相应地调整公司股价。因此，在其他条件相同的情况下，如果公司的信息不太透明，投资者就不能很好地判断公司的未来状况，从而认为公司未来收益的风险较高，并降低对公司的估价。既然上面的实

证检验已经发现，国有转制型民营企业的信息透明度相对较低，那么投资者是否对此有理性预期呢？由于企业的初始产权形成方式在招股说明书里就有详细的披露，因此，如果投资者是理性的，即市场是有效的话，那么在 IPO 时，投资者应该能充分意识到国有转制型企业的信息透明度较低的状况，并作出相应的反应。事实情况是否如此呢？下面我们将进一步对此作分析。

国外关于企业 IPO 的研究文献认为，由于市场中发行方相对于其他投资者具有信息优势，为了补偿不知情投资者所承受的信息风险，吸引处于信息劣势的投资者参与认购，发行方需要将新股发行价格降低到一个足以弥补上述不利局面可能造成的损失的水平。根据这一理论，信息越不透明的 IPO 公司，其发行价格越低，才能保证发行成功。即信息不透明的公司，其 IPO 折价将越高。据此，如果投资者理性预期到国有转制型民营企业由于面临产权保护薄弱的威胁而信息较不透明的话，那么这类公司的 IPO 抑价将越高。

另一方面，Perotti (1995)的研究表明，降低发行价格（提高 IPO 发行抑价），会向投资者传递出政府减少干预企业经营的信号。国有转制型民营企业由于其历史原因，往往在产权界定过程中与政府存在着千丝万缕的私下利益纠葛，使得这一类企业相比于创业型民营企业来说产权执行成本更高，面临着事后更大的政府干预和掠夺的风险，因此通过降低发行价格可以向市场传递出事后政府较少干预的信息以吸引投资者。这也将导致较高的 IPO 抑价。

综上所述，在 IPO 时，如果投资者理性预期到了国有转型民营企业可能面临较高的事后政府干预甚至是剥夺的风险，从而信息透明度较低的话，那么这些公司的 IPO 抑价将较高。下面我们将对此进行检验。

在大部分文献中，将 IPO 抑价定义为公司上市首日收盘价超过股票发行价的百分比。本文也采用这一方式，将 IPO 抑价定义为：

$$UP_i = \frac{(P_{i,1} - P_{i,0})}{P_{i,0}} * 100\% (3.6)$$

其中， UP_i 为公司 i 的 IPO 抑价， $P_{i,1}$ 为公司 j 上市首日收盘价， $P_{i,0}$ 为公司 j 的发行价格。此外，为了排除上市等待期内市场变化对于 IPO 抑价的影响，本文同时采用了市场调整的 IPO 抑价：

$$Adj_UP_i = \left[\frac{(P_{i,1} - P_{i,0})}{P_{i,0}} - \frac{(M_{i,1} - M_{i,0})}{M_{i,0}} \right] (3.7)$$

其中， Adj_UP_i 为公司 i 经市场收益调整后的 IPO 抑价； $M_{i,1}$ 为公司 i 上市首日收盘时的市场指数的收盘值， $M_{i,0}$ 为公司 i 发行时的市场指数的收盘值。其中本文采用上证综指来计算市场指数的调整。

参照于富生（2012）的研究，本文选取以下模型对产权保护与 IPO 抑价之间的关系进行检验：

$$UP_i / Adj_UP_i = \beta_0 + \beta_1 PRP_i + \beta_2 Broker_rank_i + \beta_3 date_i + \beta_4 Size + \beta_5 Lev_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 Growth_i + \beta_8 Age_i + \beta_9 TS_i + \beta_{10} Turnover_i + \beta_{11} Link_i + \sum \beta_i IND_i + \varepsilon_i (3.8)$$

与前文一致， PRP_i 是衡量民营企业产权保护的虚拟变量，如果是国有转制型民营企业则赋值为 1，如果是创业型民营企业则赋值为 0。根据上面的分析，如果市场理性预期到国有转制型民营企业的产权保护薄弱，则系数 β_1 将显著为正，即国有转制型民营企业相比

于创业型民营企业的 IPO 抑价更高。

$Broker_rank_i$ 、 $date_i$ 、 $Size_i$ 、 Lev_i 、 RoA_i 、 $Growth_i$ 、 Age_i 、 TS_i 、 $Turnover_i$ 、 $Link_i$ 为控制变量。其中， $Broker_rank_i$ 表示承销商排名。参照 Megginson and Weiss (1991)，本文以承销商的承销份额作为衡量承销商声誉的指标，排名前 10 位的承销商取值为 1，否则取值为 0，目前文献中对于承销商声誉对 IPO 抑价影响的结论并不一致，因此本文对其符号不做预测。 $date_i$ 表示上市时间间隔，等于发行日至首发上市日之间的间隔加 1 后取自然对数。根据 Su and Fleisher (1999)，如果上市时间间隔越长，表明投资者风险越高，因此需要更高的抑价以补偿投资者风险，因此预测其符号为正。 $Size_i$ 表示公司规模，取值为上市前一年总资产的自然对数。规模对于 IPO 抑价的影响包括两个方面：一方面，规模大的公司更容易受到社会关注，因此有更多投资者跟踪，因此信息不对称的程度更小，使得 IPO 抑价更小；另一方面，规模大的公司可能受到政府干预更大，更容易受到政府掠夺之手的影响，因此需要更高的 IPO 抑价补偿投资者可能受到的风险。因此我们对公司规模的符号不做预期。 Lev_i 表示公司财务风险，表示为上市前一年年末总负债除以总资产。根据 Rock(1986)文献，本文预测 Lev 的系数为正。 ROA_i 为盈利能力，取值为上市前一年净利润除以总资产； $Growth_i$ 为公司成长性，取值为 IPO 前一年销售收入的增长率。Rock(1986)认为公司盈利能力越强，成长性越好，信息不对称更低，因此 IPO 抑价更低。但也有部分文献并未发现这一结果（如 Chen et al. 2004），因此本文对盈利能力和成长性的符号不做预测。 Age_i 表示上市公司年龄，取值为公司成立到上市的时间加 1 后取自然对数。成立时间越早的公司，其受到投资人关注的时间更久，因此信息不对称更小，因此本文预测其符号为正。 TS_i 为流通股比例，等于公司上市后流通股总数除以公司发行总股数。流通股数比例越高，表明公司留存的比例更低，投资者面临更小的机会成本，因此，本文预测 TS_i 符号为负。 $Turnover_i$ 为发行首日换手率，换手率越高意味着投资者交易的活跃程度越高，市场对于公司收益率的预期更高，因此本文预期 $Turnover_i$ 的符号为正。 $Link_i$ 为募集额度，等于上市公司本次发行总额的自然对数，发行规模越大，更容易受到市场关注，因此信息不对称程度更小，因此本文预测其符号为负。此外本文加入了行业虚拟变量 IND_i 以控制行业因素。

根据模型 (3.8)，本文对产权保护与 IPO 抑价之间的关系进行了回归检验，表 6 列示了回归结果。由表 6 可以看到，无论是在未经调整的 IPO 抑价或是经市场收益率调整的 IPO 抑价的回归中， PRP 的系数均为正，并在 5%的水平上显著。这表明国有转制型民营企业的 IPO 抑价显著高于创业型民营企业。上述的结果表明，投资者确实理性预期到了国有转制型民营企业可能面临较弱的产权保护而信息透明度较低的状况，因而这些企业降低了 IPO 发行价格、使得 IPO 抑价程度提高。

此外，从控制变量的结果可以看到： $Date$ 的系数显著为正，表明上市时间间隔越长，投资者面临的风险越高，IPO 抑价越高； TS 的系数显著为负，表明公司留存股票比例越低，投资者面临的机会成本更小，因而 IPO 抑价越高； $Turnover$ 的系数显著为正，表明换手率越高，交易活跃程度越高，推高了上市首日的成交价，因此使得 IPO 抑价越大； Lnk 的系数显著为负，表明发行量越大，市场关注度高，投资者与公司之间的信息不对称程度更低，因此 IPO 抑价更低。上述结果与先前文献的结论基本一致。

表 6 产权保护与 IPO 抑价的回归结果

变量	未经调整的IPO抑价		经市场收益率调整后的IPO抑价	
	系数	t值	系数	t值
PRP	0.0960**	2.132	0.0978**	2.173

<i>Broker_rank</i>	0.0217	0.595	0.0241	0.661
<i>Date</i>	0.4605***	6.517	0.4326***	6.122
<i>Size</i>	0.0749*	1.768	0.0728*	1.719
<i>Lev</i>	0.1082	0.551	0.1261	0.641
<i>ROA</i>	0.3784	0.853	0.3620	0.817
<i>Growth</i>	0.0021	0.032	0.0101	0.153
<i>Age</i>	-0.0091*	-1.895	-0.0092*	-1.910
<i>TS</i>	-1.7706***	-3.644	-1.7398***	-3.581
<i>Turnover</i>	0.8794***	8.748	0.8615***	8.571
<i>Lnk</i>	-0.4550***	-10.456	-0.4525***	-10.400
Constant	3.6422***	7.372	3.6980***	7.485
<i>Industry dummy</i>		yes		yes
N		932		932
R ²		0.402		0.397

注：***, **, *分别表示在 1%, 5%或 10%水平上统计显著。

（二）稳健性检验

为了保证实证检验的可靠性，本文尝试了以下稳健性检验：

第一，股票超额收益率的替代衡量。本文在稳健性检验时，分别使用“考虑现金红利再投资的市场月回报率（等权平均法）”、“考虑现金红利再投资的月回报率（总市值加权平均法）”计算股票超额收益率（CAR），并对模型 3.1 进行重新回归，同样得到了符合假说预期的结果。

第二，采用不同的极端值处理方式。本文分别采用了不经过极端值处理，以及 Winsorize 5%极端值的处理方式，本文的主要结论没有显著变化。

第三，在 IPO 抑价的检验中采用了不同的市场指数，作为调整后的 IPO 抑价指标，并未对本文主要结论产生影响。

限于篇幅，以上稳健性检验结果不再一一列示。

六、 研究结论、启示及局限

本文理论分析和实证考察产权保护对民营企业信息透明度的影响。选取 2003-2012 年间上市的实际控制人为个人或家族的民营企业为样本，并追溯其初始产权的形成方式，本文将民营企业划分为国有转制型与白手起家的创业型民营企业两类。在此基础上，本文检验了两类企业在会计盈余信息含量和股价同步性上的差异。实证检验结果显示，与创业型

民营企业相比，国有转制型民营企业的会计盈余信息含量显著较低，股价同步性显著较高。说明在产权保护较为薄弱的情况下，国有转制型民营企业为了防止政府对其产权掠夺的威胁，倾向于公布较少的或者不可靠会计盈余信息，同时也不愿意披露公司其他私有的特质信息，从而使得公司不太透明。此外，进一步的研究还发现，国有转制型民营企业在上市时的 IPO 抑价显著更高。说明在 IPO 时，投资者已经理性预期到了国有转制型企业面临的产权保护缺陷以及由此导致的信息不透明问题，并给与了这些公司较高的折价。

本文的研究结论意味着民营企业的信息透明度确实受到产权保护差异的影响。要想提高民营企业的信息透明度，使民营企业在资本市场更好地运作，那么转变政府职能，规范政府行为，完善产权保护机制，保障私有产权的顺利执行是及其重要的。

最后，本文的研究也存在一定的局限性。首先，本文将民营企业进行分类的过程中，有个别公司招股说明书中披露的公司前身及实际控制人前身的资料不够详细，存在一定的主观判断。因此，未来可以在更详尽的信息披露基础上对该问题做进一步研究。其次，虽然会计盈余信息含量是会计信息质量的重要方面，单会计信息质量还包含其他很多方面。未来的研究可以从会计信息质量的其他方面进行拓展研究。

参考文献

- [1] 杜兴强、陈韞慧、杜颖洁，2010：《寻租、政治关联与“真实”业绩——基于民营上市公司的经验证据》，《金融研究》第 10 期，第 135-157 页。
- [2] 樊纲、王晓鲁、朱恒鹏，2007：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》，经济科学出版社。
- [3] 黄俊、张天舒，2012：《家族企业的会计信息质量——来自中国资本市场的经验证据》，《中国会计与财务研究》第 1 期。
- [4] 郎咸平，2011：《中国式 MBO（案例点评）》，东方出版社。
- [5] 李增泉，2005：《所有权结构与股票价格的同步性——来自中国股票市场的证据》，《中国会计与财务研究》第 3 期，第 57-100 页。
- [6] 马忠、吴翔宇，2007：《金字塔结构对自愿性信息披露程度的影响：来自家族控股上市公司的经验验证》，《会计研究》第 1 期，第 44-93 页。
- [7] 唐松、胡威、孙铮，2011：《政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据》，《金融研究》第 7 期（总第 373 期），第 182-195 页。
- [8] 王俊秋、张奇峰，2008：《家族企业的“掏空”行为与会计盈余质量》，《上海立信会计学院学报》第 1 期，第 58-64 页。
- [9] 姚洋、支兆华，2000：《政府角色定位与企业改制的成败》，《经济研究》第 1 期，第 3-10 页。
- [10] 于富生，王成方. 国有股权与 IPO 抑价——政府定价管制视角. 金融研究, 2012 (9): 155-167.
- [11] 赵世勇，2010，《“扶持之手”，还是“掠夺之手”？——中国民营企业地区发展不平衡的一个解释》，《山东经济》第 3 期，第 26-38 页。
- [12] 朱红军、何贤杰、陶林，2007：《中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗？——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据》，《金融研究》第 2 期，第 110-121 页。

- [13] Bushman, R., Piotroski, J., 2006. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2): 107-148.
- [14] Bushman, R., Piotroski, J., and Smith, A. 2004. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42, pp.207–252.
- [15] Bushman, R., Smith, A., 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, pp.237–333.
- [16] Chen G, Firth M, Kim J B. IPO underpricing in China's new stock markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 2004, 14(3): 283-302
- [17] Che J, Qian Y. Insecure property rights and government ownership of firms. *Quarterly Journal of Economics*, 1998: 467-496.
- [18] Cheung S N S. Theory of Price Control, *A. J.L & Econ.*, 1974, 17: 53.
- [19] Demsetz.H.,1964, The Exchange and Enforcement of Property Rights, *Journal of Law and Economics* 3, pp.11-26.
- [20] Demsetz H. Toward a theory of property rights. *The American economic review*, 1967: 347-359.
- [21] Durnev, A., V. Errunza, and A. Molchanov, 2009, Property rights protection, corporate transparency, and growth, *Journal of International Business Studies* 40, pp.1533-1562.
- [22] Durnev, A., S. Guriev, 2011. Expropriation Risk and Firm Growth: A Corporate Transparency Channel, Working paper, McGill University.
- [23] Fan. P.H, Wong.T.J, 2002, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics* 33, PP401-425.
- [24] Hutton A.P., Marcus, A.J., Tehranian H., 2009, "Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk", *Journal of Financial Economics* 94, pp.67-86.
- [25] Jin, L., Myers, S., 2006, "R2 around the world: New theory and tests", *Journal of Financial Economics*, Vol.79, PP257-292.
- [26] Megginson W L, Weiss K A. Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 1991, 46(3): 879-903.
- [27] Morck, R., Yeung, B., Yu, W., 2000, "The information content of stock markets: Why Do emerging markets have synchronous stock Price movemenis", *Journal of Financial Economics* 59, pp.215-260.
- [28] Perotti E C. Credible privatization. *The American economic review*, 1995: 847-859.
- [29] Rock K. Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 1986, 15(1): 187-212.
- [30] Roll R. R. 1988, *Journal of Finance*, Vol.43: 541-566.
- [31] Sloan, R.G., 2001. Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1/3), pp.335-347.
- [32] Su D, Fleisher B M. An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1999, 7(2): 173-202.
- [33] Watts, R.L., Zimmerman, J.L., 1986, *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

[34]Zeff S A. The rise of “economic consequences”.Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1978.

Property rights protection and transparency of private firms: Evidence from the comparison between de novo private firms and privatized firms

Tang Song^{1,2}, Wen Deer¹, Shi Jingjing³

(1. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Yangpu District 200434, Shanghai, China; 2. Institution of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Yangpu District 200434, Shanghai, China; 3. Industrial Bank Hangzhou branch, Hangzhou 310003, Zhejiang, China)

Abstract: This article, based on the theory of property rights, studied the effect of property right protection on the information transparency of private enterprise. This article selects the private enterprises listed between 2003 and 2012 whose actual controller was an individual or a family as samples, and, according to the property's original form, divides the samples into state-owned private enterprises and self-made entrepreneurial private enterprises. We think that the state-owned private enterprises, because there are often a lot of interests exchange between government officials and merchants in the process of entanglement, the execution of the subsequent property right often faced with the threat of government plunder. So, such companies are more motivated to make enterprises become opaque to protect their own property rights against infringement. Accordingly, we find that, compared with entrepreneurial private enterprises, the information content of state-owned private enterprises' accounting surplus is significantly lower, and the stock price synchronicity significantly higher. This suggests that system transferred state-owned private enterprises are more opaque. Further research also find that listed state-owned private enterprises have a more significant IPO underpricing, showing that investors in the IPO as rational expectations to the defects of this kind of enterprise property rights protection and the resulting information transparency. All in all, this paper shows that property protection does affect the information transparency of private enterprise. In the case that property rights protection is weak, reducing the information transparency is an important way for private enterprise to protect its property right.

Key words: Property Rights Protection; information transparency; Entrepreneurial private enterprises; State-owned private enterprises

收稿日期: 2015-10-31;

基金项目: 国家自然科学基金项目 (批准号 71372042、71372041), 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目 (批准号: 13JJD790019), 上海财经大学“211工程”四期重点学科建设项目。

作者简介：唐松（1980-）：博士，上海财经大学讲席副教授，上海财经大学会计学院副教授，会计与财务研究院研究员。近年来，已在金融学国际著名期刊 *Journal of Corporate Finance* (SSCI) 发表论文一篇，在《管理世界》、《金融研究》、《中国会计与财务研究》、《审计研究》、《财经研究》等国内重要学术期刊发表论文多篇；温德尔（1988-）：上海财经大学会计学院博士生；施晶晶（1987-）：上海财经大学会计专业硕士，现供职于兴业银行杭州分行。联系作者：唐松，上海市武川路 111 号上海财经大学会计学院 309 室，200433，021-65904842，13817208298，tangsong@mail.shufe.edu.cn

*本文是国家自然科学基金项目（批准号 71372042、71372041）的阶段性研究成果，同时得到教育部人文社会科学重点研究基地重大项目（批准号：13JJD790019）以及上海财经大学“211 工程”四期重点学科建设项目的资助。

¹为叙述方便，以下简称创业型民营企业。

²为叙述简便，以下简称国有转制型民营企业。

³遗漏变量问题指我们观察的结果可能是由于其他有关的、但无法观察到的遗漏因素造成的；共线性问题主要是许多制度共同作用导致观察到的结果不可靠。

⁴参见《顾维军悲剧：清理贪腐高管得罪人乱局中被政府抛弃》，第一财经日报，2012 年 9 月 21 日。

⁵参加《江苏牧羊集团股权变动“非常道”内幕调查》，中国经济时报，2010 年 8 月 10 日。

⁶赵世勇（2010）指出中国民营企业的发展由两部分组成，一部分是 20 世纪 80 年代由个体户和家庭作坊式企业逐渐发展起来的民营企业和后来新成立的民营企业；另一部分则是由 90 年代以来大量的中小国有企业和集体企业(包括乡镇企业)改制而来。参考以上论述，本文将民营上市公司分为两类，他们民营产权的初始形成方式不同。

⁷Weitzman-Xu(1994)认为乡镇企业是一种产权模糊的合作性组织。虽然乡镇企业名义上归社区全体成员所有，但其控制权实际上掌握在乡镇基层政府手中。与私有产权相比，其产权安排是模糊的。

⁸在实证会计理论中，该回归模型中 NI 的系数也被称为盈余反应系数，即 ERC。