

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2014.06.004

家族持股、董事会独立性与自愿性信息披露*

赵颖^{1ab}, 刘鑫然^{1c}, 李 姝²

(1.天津外国语大学 a.国际商学院, b.天津国际发展研究院, c.研究生院, 天津 300204; 2.南开大学 商学院, 天津 300371)

摘 要:由于家族成员在家族企业中的特殊角色和地位,家族企业的信息透明度问题引起了学者们的关注。为了检验家族企业中家族成员持股、董事会的独立性对自愿性信息披露的影响,采用家族上市公司作为研究样本进行实证检验。研究发现家族持股比例与自愿性信息披露水平之间存在着显著的“倒U型”曲线关系,过高的家族成员持股不利于改善家族企业的自愿性信息披露状况;更加独立的董事长对于增强公司的信息透明度具有积极的作用,而董事会中独立董事的比例并没有表现出对家族上市公司自愿性信息披露的显著贡献。

关键词:家族持股;董事会独立性;自愿性信息披露

中图分类号:F276.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2014)06-0022-12

引言

近些年,随着家族企业整体规模不断扩大、盈利能力不断增强,其对我国经济发展的贡献日益凸显,对家族企业的研究也得到了关注。然而,在全社会对上市公司增强信息透明度、加强自愿性信息披露的呼声之下,有关家族企业自愿性信息披露的研究还未得到广泛的关注。家族企业独特的所有权结构对自愿性信息披露实践具有重要影响。首先,家族股东要比其他股东具有更长的投资偏好(Anderson & Reeb, 2003^[1]; Villalonga &

Amit, 2006^[2]),这意味着通过及时信息披露而获得交易利润这种利益驱动对于家族股东来说不起作用;另外,家族股东更能够忍受侵占成本或者经理人对短期绩效而不是长期绩效关注的成本等类似的潜在成本。其次,家族成员会积极地参与到公司的管理中去,这样家族成员与经理人之间的信息不对称很低。由于家族股东能够很好地对经理进行监督,那么直接监管和公众信息披露的互补关系导致非家族股东对监管经理人的信息披

* [收稿日期]2014-08-17

[基金项目]国家自然科学基金资助项目(71172067)“基于战略性信息披露的公司治理溢价研究”;教育部人文社会科学研究规划基金项目(12YJA630062)“上市公司社会责任信息披露与权益资本成本的互动关系研究”;天津市2011年度哲学社会科学规划项目(TJGL11-088)“低碳经济背景下天津企业环境信息披露研究”;天津市教委(20142131)“天津‘百强’企业社会责任价值创造机理与实证研究”

[作者简介]赵颖,天津外国语大学国际商学院,天津国际发展研究院副教授、副研究员,国际会计系助理主任,博士,硕士生导师,主要从事公司治理与自愿性信息披露研究。

刘鑫然,天津外国语大学研究生院硕士研究生,主要从事公司治理与公司理财研究。

李 姝,南开大学商学院教授,博士,博士生导师,主要从事证券市场与信息披露、公司治理中的财务会计问题研究。

露的需求也很低(Bushman et al., 2004)^[3]。以上这些推断意味着家族股东会较少地公开自愿性信息披露。另外,独立的董事会是影响其履职能力的重要因素,董事会越独立,其对经理人监管越到位,那么公司就应该具有更强的信息透明度,所以自愿性信息披露的水平也就应该越高。正是在这样的背景下,本文以我国家族上市公司为研究样本,对家族持股、董事会的独立性对自愿性信息披露的影响进行研究。

本研究接下来的内容为:第二部分,主要是进行理论分析和提出研究假设;第三部分是研究设计,对样本和数据来源进行说明,同时设定理论模型;第四部分则是对理论模型的检验和分析;最后一部分是研究结论和启示。

一、理论分析与研究假设

有关企业自愿性信息披露及其影响因素研究早在20世纪70年代就引起了会计研究人士的兴趣。其理论基础主要有代理理论(Jensen & Meckling, 1976)^[4]、信号理论(Hughes, 1986)^[5]和竞争理论(Darrough & Stoughton, 1990)^[6]。

关于自愿性信息披露影响因素的实证研究具有很长的历史,可以追溯到Cerf(1961)^[7]的研究成果。该研究之后产生了后续两个主流研究领域:一个是关于公司特征对自愿性信息披露的影响研究,例如规模、上市状态、负债程度、盈利能力、成长性、负面信息披露等(Buzby, 1975^[8]; Choi, 1973^[9]; Cooke, 1991^[10]; Firth, 1979^[11]; Frost & Pownall, 1994^[12]; Meek & Gray, 1989^[13]; Meek et al., 1995^[14]; Turpin 和 DeZoort, 1998^[15]; Wallace 和 Naser, 1995^[16]; 姜凡, 2012^[17]; 范晓雯, 2006^[18]; 张胜荣和吴声怡, 2013^[19])。另一个是公司治理变量对自愿性信息披露水平的影响研究,例如股权结构、董事会结构、董事会独立性等。例如, Forker(1992)^[20]发现自愿性信息披露与CEO和董事长两职兼任之间存在着负相关关系。Chen 和 Jaggi(2000)^[21]指出董事会独立性与财务信息披露是正相关关系,而这种关系在家族控制的公司中被削弱。Ho & Wong(2001)^[22]研究发现自愿性信息披露的程度与审计委员会存在着正相关关系,而与家族持股存在着负相关关系。

Chau & Gray(2002)^[23]发现自愿性信息披露水平与外部持股之间存在着积极的关系。Eng & Mak(2003)^[24]也发现自愿性信息披露的程度与外部董事和管理层持股之间是负相关的关系。Gul & Leung(2004)^[25]发现CEO的两职兼任和董事会的独立性与较低水平的自愿性信息披露之间存在着关联。国内学者殷枫(2006)^[26]也发现董事长与总经理两职分任会对自愿性信息披露产生积极的影响。Wang等(2008)^[27]的研究表明,股权结构与自愿性信息披露水平之间存在着积极的关系。另外,还有很多其他学者的研究也发现股权结构与自愿性信息披露之间存在着线性关系(Turpin & DeZoort, 1998; Craswell & Taylor, 1992^[28]; Chau & Gray, 2002; Eng & Mak, 2003; Gul & Leung, 2004; Ho & Wong, 2001; Wang et al., 2008)。

(一) 家族持股对自愿性信息披露的影响

家族持股会阻碍信息披露的质量,因为董事会中有家族成员控制的上市公司年报会更加不透明(Ho 和 Wong, 2001)。这意味着控股家族成员一方面是董事会成员,另一方面拥有大量的公司股份,会直接获得公司的财务和非财务信息,不需要公开披露信息。在家族成员高度集中持股的情况下,家族持股对自愿性信息披露的影响更加复杂,对其解释可能有两种:一种是利益收敛假说,另一种是管理层壕沟假说(Morck et al., 1988)^[29]。当所有者持股足够多,在所有者与外部投资者之间就出现了利益收敛,因为由于所有者更加在意非公司价值最大化行为产生的后果,所以他们更加不可能采取机会主义行为(Jensen & Meckling, 1976)。这样,我们可以这样推理,所有者经理与外部投资者之间的冲突的程度会随着所有者经理持股的增加而下降。因此,自愿性信息披露的需要也就减少了。然而,一些学者(Kumar & Tsetsekos, 1993^[30]; Wright et al., 1996^[31])认为,当内部人持有大量公司股份的时候,会发生利益掠夺,他们会采取使自己利益最大化的政策。这样当内部人持股很高,在内部人与外部投资者之间引起信息不对称问题的时候,管理层利益掠夺就可能出现(Morck et al., 1988)。

因此,所有者经理可能会制定利于所有者自己财富增加的决策,并且通过控股股东掠夺中小投资者,结果就出现了管理层利益掠夺而不是利益收敛。因此,外部股东就会增加对所有者的监管来减少代理问题(Jensen & Meckling, 1976)。当外部股东监管成本上升的时候,如果所有者经理自愿披露信息的话外部股东监管就会减少。这样,当所有者经理持股很高的时候,为了能够使外部股东有效监管,保证他们的经济利益最优化,信息披露水平可能就会更高些。利益收敛效应和管理者利益掠夺效应证明自愿性信息披露程度与家族持股之间不是简单的线性关系。我们认为,由于存在着利益收敛效应,自愿性信息披露水平将会随着家族持股比例的增加而降低;而由于存在着利益掠夺效应,自愿性信息披露水平将随着家族持股比例的增加而增加。根据以上分析,我们提出如下假设:

假设1:在其他条件不变的情况下,自愿性信息披露水平与家族持股比例之间存在着显著的关系。

(二)董事长的独立性与自愿性信息披露

在不考虑家族持股的前提下,独立的董事长能够降低代理成本。董事长独立意味着其不同时兼任总裁一职。如果董事长同时兼任总裁的话,那么他会在没有约束的情况下来管理公司。Jensen(1993)^[32]指出,由于CEO与董事长两职合一的情况下一个人被赋予了极大的权利,因此被普遍认为会影响董事会的独立性。而Forker(1992)也指出CEO和董事长两职合一会对信息披露质量产生不良影响,他发现CEO与董事长两职合一与股权激励信息披露之间存在着显著的负相关关系。两职合一使得董事长占有统治地位,这样外部董事在强化信息披露质量方面的影响就会被削弱。相反,相对独立的董事长会强化董事会对独立的CEO的监管作用,不会对外部人隐藏不尽如人意的信息(Collier & Gregory, 1999)^[33]。

假设2:在其他条件不变的情况下,自愿性信息披露程度与董事长的独立性存在着显著的正相关关系。

(三)非执行董事的独立性与自愿性信息披露

现有研究一致认为拥有较高比例外部独立董事的董事会是监管管理者行为的重要手段,这样会带来较好的公司治理实效(Rosenstein & Wyatt, 1990)^[34]。非执行董事更好的独立性代表着非执行董事能够对管理层行为的监管比内部董事更加客观。Pincus等(1989)^[35]指出,董事会中外部董事的出现会增加监管的质量,因为外部董事既不是公司内部的管理者也不是员工,所以他们与公司之间没有关联,他们是股东利益的独立代表。这样,董事会中较高比例的非执行独立董事会高效监管董事会,进而带来更多的公司信息的自愿性披露。Forker(1992)认为董事会中的非执行独立董事会加强财务信息披露的质量,公司会减少对外部投资者隐瞒不尽如人意的信息。

这样,我们认为当非执行董事在董事会中的比例较高时,他们就能够对管理层的信息披露决策产生重要影响,进而产生向外部投资者自愿披露更多的信息。Chen & Jaggi(2000)为该观点提供了实证证据,他们发现董事会中非执行董事的比例与全面的财务信息披露之间存在着正相关关系。然而,Ho & Wong(2001)在两者之间却没有发现任何关系。为了检验非执行董事比例与自愿性信息披露水平之间的关系,我们提出如下研究假设:

假设3:在其他条件不变的情况下,自愿性信息披露水平与独立非执行董事的比例之间存在着显著的正相关关系。

二、研究设计

(一)样本来源与选择

1. 自愿性信息披露指数

关于自愿性信息披露水平的测量方法,我们借鉴了牛建波等(2013)^[36]、张学勇和廖理(2010)^[37]、马忠和吴翔宇(2007)^[38]的研究方法,设计一套指标体系,通过阅读年报最后得出自愿性信息披露的衡量方式,即自愿性信息披露指数(VIndex)。Lang & Lundholm(1993)^[39]发现,年报是公司报告的唯一最主要的方式,年报中披露的信息水平与其他媒介披露的信息水平呈正相关

的关系。在此,我们的假设前提是年报的自愿性信息披露水平也是最高、最权威的。所以,本研究根据年报中是否披露相应信息内容而予以赋值。我们采用的赋值方法是 0-1 法,即如果年报中披露相关信息,赋值为 1,否则赋值为 0。而本研究中自变量和控制变量数据均来自 CCER 数据库。

2. 样本和数据

我们以 2010 年的家族上市公司为研究对象,共 404 家,其中剔除信息披露不详的 45 家公司,最终进入研究样本的数据共有 359 家。然而,到目前为止,学术界对家族上市公司的界定并未达成一致,本研究中的样本公司的选择标准是必须同时满足以下两个条件:一是上市公司的实际控制人是自然人,二是家族成员持股。而根据数据的可获得性,本研究中有关家族成员持股考虑到了前十大股东中的家族成员持股数量和比例和第一大股东为家族成员的持股比例。

(二) 模型设计与变量的界定

本研究首先检验家族成员持股比例与自愿性信息披露水平之间的线性关系,采用模型(1)来对研究假设进行检验:

$$VIndex = \beta_0 + \beta_1 Fown + \beta_2 Dual + \beta_3 Indir + \beta_4 Indir * Dual + \beta_5 Fown * Dual + \beta_6 Indir * Fown$$

$$+ \beta_7 Roe + \beta_8 Lsize + \beta_9 LQ + \beta_{10} Lev + \sum_{i=1}^6 \beta_{i+10} Indu_i + \varepsilon \quad (1)$$

为了进一步分析家族成员持股比例可能与自愿性信息披露水平之间存在的非线性关系,采用模型(2)进行检验:

$$VIndex = \lambda_0 + \lambda_1 Fown^2 + \lambda_2 Roe + \lambda_3 Lsize + \lambda_4 LQ + \lambda_5 Lev + \sum_{i=1}^6 \beta_{i+5} Indu_i + \varepsilon \quad (2)$$

其中,*Fown* 代表家族成员持股比例,*Dual* 代表董事长独立性状态,*Indir* 代表非执行董事的独立性状态。在控制变量的选取中,我们借鉴以往研究成果,选择公司盈利能力(Hossain et al., 1995)^[40]、公司规模、流动性(Wallace & Naser, 1995)、负债水平(Jensen & Meckling, 1976)、成长性以及行业特征(Watts & Zimmerman, 1986)^[41] 六个变量。*Roe* 代表盈利能力;*Lsize* 代表公司规模;*LQ* 代表流动性;*Lev* 代表负债水平;*Indu_i* 代表行业特征,分类标准是按照全球行业分类标准(GICS),采用哑变量赋值方法。有关自变量和控制变量界定请见表 1。

表 1 自变量和控制变量界定

变量分类	变量符号	变量含义	替代变量
自变量	<i>Fown10</i>	家族持股	前十大股东中家族成员持股比例之和
	<i>Fown1</i>	家族持股	第一大股东中家族成员持股比例
	<i>Dual</i>	董事长独立状态	如果董事长与总经理两职兼任,赋值为 1;否则赋值为 0
	<i>Indir</i>	非执行董事独立状态	独立董事占董事会成员比例
	<i>Roe</i>	盈利能力	净资产收益率
控制变量	<i>Lsize</i>	规模	总资产的自然对数
	<i>LQ</i>	流动性	流动比率
	<i>Lev</i>	负债水平	债务资本比率
	<i>Indu_i</i>	行业特征	哑变量

资料来源:作者整理。

三、实证结果及分析

(一) 描述性统计分析

表 2 对模型中相关的变量进行了统计分析。由分析结果可知,自愿性信息披露指数总体水平

为 43.24,尚未达到及格水平,最佳水平为 73.47,最差的得分仅为 6.12,这表明我国家族上市公司自愿性信息披露总体水平较差,还有很大的提升空间。从持股状况来看,前十大股东中家族成员

持股比例之和平均值为 68.13%, 最大值达到了 100%, 最小值为 24.28%, 总体来说, 我国家族上市公司家族成员持股比例相对较高; 根据第一大股东中国家族成员持股比例来分析, 我们可知, 第一大股东家族成员持股比例平均值为 33.16%, 最大值可达到 89.32%, 最小值为 4.49%, 标准差为 14.52, 可见我国家族上市公司中第一大股东的持股比例也是相当高, 而且各公司之间存在着较大的差异。从董事长的独立性上来看, 董事长与总经理两职兼任变量的均值为 0.88, 可知样本公司

中大多数公司的董事长独立性还是较差的, 董事长兼任总经理的现象较为明显。从非执行董事独立状态分析来看, 独立董事占到董事会成员比例最大值为 1, 最小值为 0.33, 平均值为 0.65, 方差为 0.29, 这表明在非执行董事独立性方面样本公司之间存在着一定的差异, 部分公司董事会全部由非执行董事组成, 表明非执行董事独立性很好, 也有部分公司的董事会成员中非执行董事比例较低, 仅占到三分之一。有关控制变量的描述性统计分析结果请详见表 2, 这里不再赘述。

表 2 变量描述性统计分析

	最小值	最大值	平均值	标准差
<i>VIndex</i>	6.12	73.47	43.24	8.86
<i>Fown10</i>	24.28%	100.00%	68.13%	14.14
<i>Fown1</i>	4.49%	89.32%	33.16%	14.52
<i>Dual</i>	0.00	1.00	0.88	0.33
<i>Indir</i>	0.33	1.00	0.65	0.29
<i>Roe</i>	-39.00	55.00	9.72	9.01
<i>LSize</i>	1.63	4.00	2.15	0.62
<i>LQ</i>	123.20	7283.00	764.80	1064.61
<i>Lev</i>	1.27	462.00	49.34	59.20

资料来源:作者整理。

(二) 相关性分析

表 3 为各变量的相关性分析。由表 3 可知, 自愿性信息披露指数与前十大股东中家族成员持股比例之和和第一大股东中家族成员持股比例在 99% 的水平上显著负相关; 与董事长与总经理交

叉任职正相关, 但是并不显著; 与非执行董事比例负相关, 但也并不显著。而通过自变量之间的相关系数分析来看, 自变量之间并不存在严重的共线性关系。

表 3 变量的相关性分析

	<i>VIndex</i>	<i>Fown10</i>	<i>Fown1</i>	<i>Dual</i>	<i>Indir</i>	<i>Roe</i>	<i>LSize</i>	<i>LQ</i>	<i>Lev</i>
<i>VIndex</i>	1							*	
<i>Fown10</i>	-0.275** (0.000)	1							
<i>Fown1</i>	-0.181** (0.001)	0.706** (0.000)	1						
<i>Dual</i>	0.079 (0.174)	0.038 (0.513)	0.007 (0.898)	1					

续表

	<i>VIndex</i>	<i>Fown10</i>	<i>Fown1</i>	<i>Dual</i>	<i>Indir</i>	<i>Roe</i>	<i>LSize</i>	<i>LQ</i>	<i>Lev</i>
<i>Indir</i>	-0.082 (0.149)	0.090 (0.117)	0.084 (0.141)	0.069 (0.236)	1				
<i>Roe</i>	-0.061 (0.247)	0.488** (0.000)	0.335** (0.000)	-0.076 (0.194)	0.038 (0.506)	1			
<i>LSize</i>	-0.010 (0.854)	0.376** (0.000)	0.244** (0.000)	-0.019 (0.750)	0.009 (0.879)	0.898** (0.000)	1		
<i>LQ</i>	-0.167** (0.001)	0.050 (0.342)	-0.059 (0.267)	0.033 (0.577)	-0.044 (0.437)	-0.145** (0.006)	-0.231** (0.000)	1	
<i>Lev</i>	0.050 (0.345)	0.022 (0.676)	0.107* (0.042)	-0.038 (0.520)	-0.030 (0.605)	0.256** (0.000)	0.242** (0.000)	-0.323** (0.000)	1

**表示通过了 1% 的显著性水平检验; *表示通过了 5% 的显著性水平检验。

资料来源:根据 spss17.0 回归结果作者整理。

(三) 回归分析

表 4 将模型的回归结果进行了总结。模型 (1) 采用前十大股东中家族成员持股比例之和代替家族持股比例,根据回归结果,我们可知前十大股东中家族成员持股比例之和 (*Fown10*) 与自愿性信息披露的关系为显著的负相关关系,验证了研究假设 (1),表明我国家族上市公司中家族成员持股比例越高,自愿性信息披露水平越低。原因可能是作为董事会成员和管理者的家族成员股东会亲自经营管理企业,不需要通过信息披露的方式来获取公司内部信息,因此自愿性信息披露的压力较小。关于董事会独立性的替代变量,其中董事长与总经理二职合一表现出对自愿性信息披露的负向影响作用,但是并没有通过显著性检验,研究假设 (2) 不成立。而与研究假设 (3) 相反的是董事会中外部董事比例在 1% 的显著性水平上与自愿性信息披露水平负相关,原因可能是由于我国家族企业大多数股权高度集中在家族成员手中,此时的外部独立董事代表中小股东利益的作用并不明显,甚至更多的时候这些外部独立董事失去真正的独立性而选择与家族股东“合谋”,这样,自愿性信息披露的水平自然不会高。在我们所设计的交乘项中,只有 *Indir * Fown10* 表现出对自愿性信息披露水平具有显著的正向影响作用,这表明独立董事比例越高,会减少前十大股东

持股比例对自愿性信息披露的消极影响。

我们按照董事长的独立性对前十大股东中家族成员持股比例之和代替的家族持股比例模型进行了分别检验,检验结果如表 4 中模型 (2) 和模型 (3) 所示。通过对模型 (2) 检验,我们发现在董事长兼任总经理的时候,前十大股东中家族成员持股比例之和代替的家族持股比例对自愿性信息披露的消极影响并没有通过显著性检验。独立董事比例以及我们设计的三个交乘项也未通过统计上的显著性检验,这表明,在董事长兼任总经理的情况下,家族公司的自愿性信息披露政策可能不受以上这些变量的显著影响。然而,根据模型 (3) 的检验结果,当董事长与总经理两职分离的情况下,家族成员持股比例也表现出对自愿性信息披露水平的负向影响作用,但未通过显著性检验,而独立董事比例却显著地表现出对自愿性信息披露的消极影响作用。同样,在交乘项中, *Indir * Fown10* 对自愿性信息披露水平具有正向的影响作用,并且通过了 1% 的显著性水平检验,表明在董事长与总经理两职分离的情况下,外部独立董事能更好地抵消家族成员持股对自愿性信息披露的部分消极影响。

模型 (4) 采用第一大股东中家族成员持股比例代替家族持股比例,模型 (5) 和模型 (6) 按照董事长的独立性进行了分类检验。根据模型 (4) 的

回归结果,第一大股东中家族成员持股比例对自愿性信息披露水平也表现为显著的消极影响,表明随着第一大股东持股比例的增加,家族上市公司自愿性信息披露水平会下降。而有关董事长独立性对自愿性信息披露的影响中,董事长兼任总经理变量显著地与自愿性信息披露指数呈负相关关系,表明更加独立的董事长会对自愿性信息披露产生积极的影响,研究假设(2)得到支持。与上述对模型(1)中检验结果类似,独立董事比例依然对自愿性信息披露指数存在着显著的负向影响,表明更加独立董事会,不会产生更多的自愿性信息披露。研究假设(3)不成立。另外,三个交乘项也都未表现出对自愿性信息披露指数具有任何显著的影响。根据模型(5)的回归结果,在董事长不独立样本检验中,第一大股东中家族成员持股比例对自愿性信息披露指数显著地表现为负相关关系,表明当董事长兼任总经理的情况下,第一大股东中家族成员持股比例越高对自愿性信息披露的影响越不利。同样,在模型(5)的回归结果中,董事会的独立性即独立董事的比例也对自

愿性信息披露指数存在着显著的消极影响。然而,独立董事比例与第一大股东中家族成员持股比例的交乘项却表现出与自愿性信息披露指数之间存在着积极的正相关关系,并通过了5%的显著性检验,这说明独立董事比例越高,越有助于缓解第一大股东中家族成员持股比例对自愿性信息披露的消极影响。根据模型(6)的回归结果,第一大股东中家族成员持股比例与自愿性信息披露指数之间存在着一定的正向关系,但没有通过显著性检验,表明在董事长兼任总经理的样本中,家族成员持股对自愿性信息披露没有显著的影响。与模型(5)类似,独立董事比例衡量的董事会的独立性依然对自愿性信息披露具有显著的负向影响,而交乘项中也只有独立董事比例与第一大股东中家族成员持股比例的交乘项与自愿性信息披露指数存在显著的正相关关系。

关于控制变量回归结果,在六个模型中,公司规模和流动性显示出对自愿性信息披露水平存在着显著的影响,请详见表4。

表 4 对模型(1)的回归结果

变量	预期	模型: <i>Fown10</i>			模型: <i>Fown1</i>		
		模型(1): 全样本	模型(2): 董事长不独立	模型(3): 董事长独立	模型(4): 全样本	模型(5): 董事长不独立	模型(6): 董事长独立
(<i>Constant</i>)	+/-	29.454*** (3.315)	47.078 (1.065)	27.069*** (4.807)	15.222*** (2.612)	50.604** (1.900)	13.823*** (2.843)
<i>Fown10</i>	+/-	-0.652*** (-3.055)	-0.765 (-0.876)	-2.005 (-1.053)			
<i>Fown1</i>	+/-				-0.372** (-1.683)	-1.527** (-1.725)	2.251 (0.663)
<i>Dual</i>	-	-0.147 (-0.395)			-0.292* (-1.526)		
<i>Indir</i>	+	-0.023 0*** (-2.706)	-0.624 (-0.750)	-0.242** (-2.534)	-0.175** (-2.014)	-0.732** (-1.685)	-0.151* (-1.627)
<i>Indir * Dual</i>	+/-	-0.240 (-0.590)	-0.156 (-0.752)	-0.063 (-0.622)	0.248 (1.177)	-0.122 (-0.663)	0.001 (0.011)

续表

		模型: <i>Fown10</i>			模型: <i>Fown1</i>		
<i>Fown10</i> * <i>Dual</i>	+/-	0.353 (1.038)		1.578 (0.826)			
<i>Fown1</i> * <i>Dual</i>	+/-				0.267 (1.071)	-2.562 (-0.755)	
<i>Indir</i> * <i>Fown10</i>	+/-	0.507** (1.735)	0.612 (0.530)	0.371*** (2.521)			
<i>Indir</i> * <i>Fown1</i>					0.015 (0.063)	1.527** (1.692)	0.236* (1.458)
<i>Roe</i>	+	-0.088 (-0.588)	-0.179 (-0.501)	0.057 (0.434)	-0.228* (-1.534)	-0.276 (-0.870)	-0.017 (-0.130)
<i>Size</i>	+	0.179* (1.282)	0.229 (0.682)	0.060 (0.508)	0.208* (1.436)	0.118 (0.348)	0.044 (0.359)
<i>LQ</i>	+	-0.104** (-1.667)	-0.075 (-0.427)	-0.132* (-1.955)	-0.128** (-1.991)	-0.077 (-0.447)	-0.153** (-2.207)
<i>Lev</i>	+	0.044 (0.679)	0.261 (1.271)	-0.020 (-0.278)	0.094* (1.431)	0.269* (1.377)	0.021 (0.290)
<i>Indui</i>	+/-	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²		0.281	0.047	0.267	0.273	0.091	0.264
F 值		4.606	1.221	4.086	4.876	3.23	3.960
观测值		359	288	71	359	288	71

注:*表示 $P < 0.05$, **表示 $P < 0.01$, ***表示 $P < 0.01$ 。

资料来源:根据 spss17.0 回归结果作者整理。

为了进一步检验家族持股与自愿性信息披露水平之间可能存在的非线性关系,本研究对模型(2)进行了检验,检验结果请见表5。由表5检验结果发现,家族成员持股比例与自愿性信息披露水平之间并非简单的线性关系,而是存在着曲线关系,这种曲线关系类似一个“倒U字形”,并且通过了1%的显著性水平检验,这表明,当家族成员持股比例在一定程度内时,其对自愿性信息披露具有促进作用;但是当家族成员持股比例过高时,其对自愿性信息披露起到的就是消极的影响作用。

(四) 稳健性分析

为了更有效地说明家族成员持股对自愿性信息披露的影响,我们将 *Fown10* 和 *Fown1* 按照平

均值各自分为两组,并分别进行检验。检验结果请见表5所示,关于控制变量的检验结果被省略。由表5可知,无论是前十大股东中家族成员持股比例还是第一大股东的家族成员持股比例均表现出对自愿性信息披露指数具有显著的影响作用,但是有意思的是在家族持股成员比例相对较小的组(小于平均值),*Fown10* 和 *Fown1* 表现出对自愿性信息披露具有积极的促进作用,而在家族持股成员比例相对较大的组(大于等于平均值),*Fown10* 和 *Fown1* 表现出对自愿性信息披露具有消极的影响作用。这也进一步验证了上述研究结论,即家族成员持股比例与自愿性信息披露水平之间存在着显著的“倒U型”曲线关系。

表 5 对模型(2)的回归结果

变量	预期	模型:Fown10	模型:Fown1
(Constant)	+/-	45.504*** (12.945)	41.901*** (13.299)
Fown10 ²	+/-	-0.310*** (-4.360)	-0.174*** (-2.649)
Fown1 ²	+/-	0.160 (1.119)	-0.025 (-0.182)
Roe	+	0.028 (0.211)	0.083 (0.614)
LSize	+	-0.003 (-0.041)	-0.050 (-0.707)
LQ	+	-0.132** (-1.847)	-0.064 (-0.903)
Lev	+	-0.003 (-0.047)	0.002 (0.025)
Indu _i	+/-	已控制	已控制
Adj-R ²		0.167	0.174
F 值		8.846	9.437
观测值		359	359

注: * 表示 $P < 0.05$, ** 表示 $P < 0.01$, *** 表示 $P < 0.001$ 。

资料来源:根据 SPSS17.0 回归结果作者整理。

无论在哪个分组中,董事长的独立性对自愿性信息披露指数都是存在着显著的负向影响作用,表明董事长与总经理两职合一提升家族企业自愿性信息披露水平是不利的。关于董事会的独立性检验结果表明,董事会中独立董事的比例越高,自愿性信息披露水平越低,这表明家族企业

中独立董事没有起到降低信息不对称、增加透明度的作用。在每组交乘项的检验中,检验结果表明交乘项在不同程度上表现出促进自愿性信息披露的调节作用。通过表 6 的研究结果,我们认为,有关家族成员持股、董事会独立性与自愿性信息披露之间关系的检验结果具有较好的可靠性。

表 6 家族持股分组检验

变量	预期	模型:Fown10		模型:Fown1	
		大于等于 69%	小于 69%	大于等于 34%	小于 34%
(Constant)	+/-	39.242*** (5.355)	72.173*** (9.214)	56.410*** (8.406)	79.521*** (13.901)
Fown10	+/-	0.184** (1.759)	-0.462*** (-3.762)		
Frown1	+/-			0.437*** (2.554)	-0.197* (-1.613)

续表

		模型;Fown10		模型;Fown1	
<i>Dual</i>	-	-0.329*	-1.524***	-0.753**	-1.551***
		(-1.286)	(-4.212)	(-1.714)	(-5.979)
<i>Indir</i>	+	-0.040	-0.035	-1.258***	-1.211***
		(-0.351)	(-0.416)	(-6.317)	(-11.395)
<i>Indir * Dual</i>	+/-	0.302*	0.103	-0.141	-0.335**
		(1.502)	(0.457)	(-0.567)	(-2.003)
<i>Fown10 * Dual</i>	+/-	0.172	1.452***		
		(0.620)	(3.743)		
<i>Fown1 * Dual</i>	+/-			-0.764**	0.225
				(-1.949)	(1.093)
<i>Indir * Fown10</i>	+/-	-0.123	-0.260***		
		(-0.794)	(-2.546)		
<i>Indir * Fown1</i>	+/-			2.107***	2.128**
				(7.312)	(13.024)
<i>Adj-R²</i>		0.278	0.442	0.293	0.469
<i>F</i> 值		3.428	3.717	6.614	20.532
观测值		180	179	122	237

注: *表示 $P < 0.05$, **表示 $P < 0.01$, ***表示 $P < 0.01$ 。

资料来源:根据 SPSS 检验结果作者整理。

五、结论与展望

通过对家族企业中家族成员持股、董事会的独立与自愿性信息披露之间关系的检验,我们得到以下研究结论和启示:

一是过高的家族成员持股比例对提升自愿性信息披露水平不利。本研究发现,家族成员持股比例与自愿性信息披露水平之间存在着显著的“倒U型”的曲线关系,过高的家族成员持股比例表明家族成员可能有更多的机会担任公司内部的管理者,自身不存在信息不对称问题,所以增强信息披露的动力不足,如果外部利益相关者对公司“内部人”施加压力不够大的话,不可能改变或者减少这种信息不对称的现状。所以,我们认为也许更多的机构投资者持股对增强家族企业信息披露更有效。

二是董事长的独立性有助于促进自愿性信息披露。在我国家族企业中家族成员持股高度集中的现状下,如果董事长兼任总经理,那么家族企业

更像一个“黑箱”,外界对其了解得更少了。根据前文的研究结果,家族企业中董事长与总经理两职分任对于提升自愿性信息披露水平是有一定的积极作用的。那么,我们建议家族企业中董事长与总经理两职应该分任,而不是两职兼任,在两职分任的情况下,董事长与总经理之间形成权力上的制衡,公司内部决策相对会更加公平,这样信息的不对称性可能得到缓解。

三是在家族成员持股高度集中的情况下,独立性更好的董事会对增强自愿性信息披露水平没有积极的作用。当家族成员持股高度集中,家族企业中独立董事在代表中小股东利益、增强信息透明度方面是发挥不到实质性作用的,因为在这种情况下,独立董事很可能成为家族股东的“合谋”,丧失真正的独立性。解决问题的根本在于设置合理的家族股权结构。

根据本文研究结果,后续研究启示主要有:(1)进一步开展家族企业自愿性信息披露其他影

响因素的理论 and 实证分析。例如审计质量、内部人持股、海外持股等因素是否会对家族企业自愿性信息披露产生影响。(2) 扩大研究样本, 丰富研究方法。本研究由于时间和数据获取可行性的限制, 并未对现有研究主题开展横截面数据研究, 后续研究将会对此进行完善。另外, 相关问题研究也可以试着采用典型案例分析和事件分析等方法, 选择不同的研究方法, 也许会给我们的研究带来新的启示。

[参考文献]

- [1] Anderson R, Reeb D. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 [J]. *Journal of Finance*, 2003, 58 (3):1301-1328.
- [2] Villalonga B, Amit R. How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80 (2): 385-417.
- [3] Bushman R, Chen Q, Engel E, Smith A. Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 37 (2):167-201.
- [4] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976 (3): 305-360.
- [5] Hughes P J. Signaling by Direct Disclosure under Asymmetric Information [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1986(8):119-142.
- [6] Darrough M N, Stoughton N M. Financial Disclosure Policy in an Entry Game [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1990(12):219-243.
- [7] A R Cerf. *Corporate Reporting and Investment Decisions* [M]. Berkley: University of California Press, 1961.
- [8] Buzby S L. Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks and the Extent of Financial Disclosure [J]. *Journal of Accounting Research*, 1975, 13:16-37.
- [9] Choi F D S. Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market [J]. *Journal of Accounting Research*, 1973, 11:159-175.
- [10] Cooke T E. An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations [J]. *The International Journal of Accounting*, 1991, 26: 174-189.
- [11] Firth M. The Impact of Size, Stock Market Listing and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports [J]. *Accounting and Business Research*, 1979, 9:273-280.
- [12] Frost C A, Pownall G. Accounting Disclosure Practices in the United States and the United Kingdom [J]. *Journal of Accounting Research*, 1994, 32:75-98.
- [13] Meek G K, Gray S J. Globalization of Stock Markets and Foreign Listing Requirements: Voluntary Disclosure by Continental European Companies Listed on the London Stock Exchange [J]. *Journal of International Business Studies*, 1989, 20:315-338.
- [14] Meek G K, Robert C B, Gray S J. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations [J]. *Journal of International Business Studies*, 1995, 26:555-572.
- [15] Turpin R A, DeZoort F T. Characteristics of Firms that Include an Audit Committee Report in Their Annual Report [J]. *International Journal of Auditing*, 1998 (2):35-48.
- [16] Wallace R S O, Naser K. Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1995, 14:311-368.
- [17] 姜凡. 自愿性信息披露的度量及影响因素分析 [J]. *当代财经*, 2012(5):48-49.
- [18] 范晓雯. 上市公司自愿性信息披露影响因素研究 [J]. *证券市场导报*, 2006(4):72-77.
- [19] 张胜荣, 吴声怡. 农业企业社会责任负面信息披露问题探析 [J]. *重庆工商大学学报: 社会科学版*, 2013, 30(1):73-79.
- [20] Forker J J. Corporate Governance and Disclosure Quality [J]. *Accounting and Business Research*, 1992, 22:111-124
- [21] Chen C, Jaggi B. Association between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2000, 19:285-310.
- [22] Ho S M, Wong K S. A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure [J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2001, 10: 139-156.
- [23] Chau G, Gray S J. Ownership Structure and Corporate

- Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore [J]. *The International Journal of Accounting*, 2002, 37: 247-265.
- [24] Eng L L, Mak Y T. Corporate Governance and Voluntary Disclosure [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003, 22:325-345.
- [25] Gul F A, & Leung S. Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosures [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2004, 23:351-379.
- [26] 殷枫. 公司治理结构和自愿性信息披露关系的实证研究 [J]. *审计与经济研究*, 2006(2):88-92.
- [27] Wang K, Sewon O, Claiborne C. Determinants and Consequences of Voluntary Disclosure in an Emerging Market: Evidence from China [J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2008, 17: 14-30.
- [28] Craswell A T, Taylor S L. Discretionary Disclosure of Reserve by Oil and Gas Companies: An Economic Analysis [J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 1992, 19:295-308.
- [29] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 293-315
- [30] Kumar P C, Tsetsekos G P. Managerial Ownership and Stock Price Reaction to Bond Downgrades [J]. *Applied Financial Economics*, 1993, 3:357-364.
- [31] Wright P, Ferris S P, Sarin A, Awasthi V. Impact of Corporate Insider, Blockholder and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking [J]. *Academy of Management Journal*, 1996, 39:441-463.
- [32] Jensen M C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System [J]. *Journal of Finance*, 1993, 48:831-880.
- [33] Collier P, Gregory A. Audit Committee Activity and Agency Cost [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1999, 18:311-332
- [34] Rosenstein S, Wyatt J G. Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26:175-191.
- [35] Pincus K, Rusbarsky M, Wong J. Voluntary Information of Corporate Audit Committees among NASDAQ Firms [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1989, 8:239-265.
- [36] 牛建波,吴超,李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露 [J]. *管理评论*, 2013(3):48-59.
- [37] 张学勇,廖理. 股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理 [J]. *经济研究*, 2010(4):28-39.
- [38] 马忠,吴翔宇. 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 [J]. *会计研究*, 2007(1):44-50.
- [39] Lang M, Lundholm, R. Cross-Sectional Determinants of Analysts ratings of Corporate Disclosures [J]. *Journal of Accounting Research*, 1993, 31: 246-271.
- [40] Hossain M, H B. Perera A R. Rashman. Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies [J]. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1995, 6(21):69-87.
- [41] Watts, Zimmerman. *Positive Accounting Theory* [M]. Englewood Cliffs, N. J Prentice Hall, 1986.

(责任编辑:夏东,朱德东)

Family Shareholding, Board Independence and Voluntary Information Disclosure

ZHAO Ying^{1a}, LIU Xin-ran^{1b}, LI Shu²

(1a. *International Business School*; 1b. *Tianjin International Development Research Institute, Tianjin Foreign Studies University, Tianjin 300204, China*; 2. *Business School, Nankai University, Tianjin 300371, China*)

Abstract: Because of the special role and status of family members in the family enterprises, the information transparency of family enterprises attracted the attention of scholars. In order to test the influence of the shareholding of family members and board independence on voluntary information disclosure in the family enterprises, this paper makes empirical test by taking the listed family corporations as research samples. The study found that there is an obviously inverted "U" curve relation between the shareholding of family members and the level of voluntary information disclosure, that excessive shareholding of family members is not conducive to the improvement of voluntary information disclosure in family enterprises, however, the chairman who is more independent plays a positive role in enhancing corporate information transparency, but the proportion of independent directors in the board of directors does not show a significant and positive contribution to the level of voluntary information disclosure in the listed family companies.

Key words: family shareholding; board independence; voluntary information disclosure