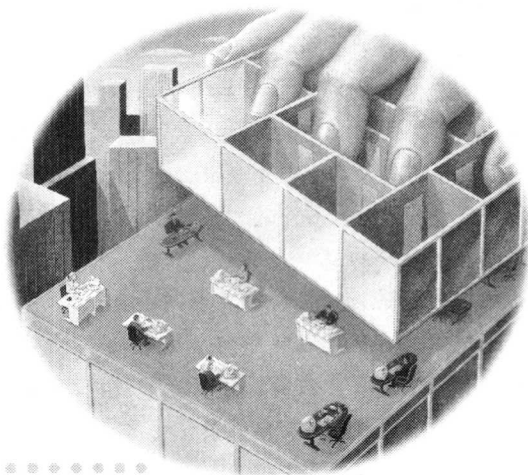


公司透明度及其背后



余玉苗 史伟

在资本市场日趋发达和交易范围不断扩大的情况下，公司透明度日益受到人们的关注。如经济发展和合作组织(OECD)在公布全球治理原则时特别将信息披露的透明度置于重要位置，而世界贸易组织(WTO)也将透明度原则作为其规则的重要组成部分。各个国家在促进和规范资本市场发展上均强调透明度对降低信息和交易成本、提高资源配置决策效率的关键作用，构建了一系列强制性披露制度，并鼓励企业自愿披露决策相关信息。在安然、世通等众多公司财务舞弊案件爆发后，美国国会通过的萨班斯-奥克斯利法案(SOX)更严格地要求改善公司财务报告的效率和透明度。事实上，从各国发展资本市场的轨迹与经验来看，提高公司透明度是保障资本市场健康、有效和持续发展的基础。

这一切都使得研究公司透明度背后的因素变得十分重要。但一般学者的研究局限于一国层面，鲜有跨国层面的考察。而对全球范围内公司透明度的状况、构成要素、决定因素进行分析研究，在经济全球化程度、特别是资本市场一体化程度日益加深的今天则更有现实意义。美国北卡罗莱纳大学的罗伯特·布什曼(Robert M. Bushman)、芝加哥大学的约瑟夫·皮尔托斯基(Joseph D. Piotroski)和阿比·史密斯(Abbie J. Smith)三位教授2004年发表在

美国著名的《会计研究》杂志上的《什么因素决定公司透明度》一文，就向我们展示了公司透明度的全球图景。

在文中，他们首先指出：公司透明度是一种产品，该产品产生于联合生产、收集、验证和散发信息的多维系统。在他们看来，公司透明度事实上就是公司信息的透明度，即公司的真实信息为利益相关者了解和掌握的程度。这种了解和掌握的程度决定了资本市场发展的有效性。接着，他们将公司透明度划分为财务透明度和治理透明度两个方面。财务透明度是指财务信息披露的强度(充分性)和及时性，以及财务分析师和媒体对财务信息披露的有效分析和传播。治理透明度则是指公司治理信息披露的充分性，即外部投资者利用财务信息披露促使经理层和董事履行受托责任的程度。这种界定实际上是从公司财务信息和治理信息两个角度进行的。按照信号传递理论，这些信息将影响经济主体的决策。

三位教授进一步将透明度明确为外部经济主体对公司特定信息的可获得性，同时提出了公司透明度的整体框架，认为透明度由以下三部分组成：(1)公司报告制度，包括信息充分性的程度、计量原则、及时性、财务披露的审计质量以及治理披露的强度(如董事和高管的资格、报酬、持股情况、其他主要股东的身份及持股状况)；(2)私人信

息获得的程度，包括对财务分析师追踪的度量、公司权益投资安排和内部交易活动的盛行情况；(3)信息的传播，包括媒体渗入经济的程度。

由此，我们便不难理解他们所言的公司透明度是一种系统产出的观点。公司作为一种降低交易成本的组织形式，其各项业务活动都会形成各式各样的信息，而这些信息对于公司发展的作用和影响也至为关键。因此，出于各种动机(如首次公开发行股票、增资扩股、规避监管等)的考虑，有些公司会对某些信息的披露闪烁其词，甚至刻意进行回避，而对于利好消息大肆渲染，以期混淆视听，误导、欺骗投资者等利益相关者。其舞弊路线图大概如下：在财务报告上，通过变更会计政策、滥用公允价值计量属性、不及时公开信息、购买审计意见以及大股东掏空公司资产等方式进行首轮舞弊；在私人信息获取上，通过盲目满足分析师对于公司盈利等方面的预期和疯狂进行内部交易等进行第二重的舞弊；而在信息传播上，媒体渗入的乏力可能成为舞弊的第三重门。国内外重大财务舞弊案大多从以上三个路线出发进行操作。如安然公司利用特殊目的实体隐藏亏损和负债，世界通讯公司混淆费用化和资本化支出等。

对概念进行界定后，三位教授逐步展开自己的分析思路。基于其他学

者研究的推动,他们着力研究在控制人均国民财富这一变量后,财务及治理透明度是否伴随国家的法律制度和政治经济环境而发生变化。

在法律制度方面,根据契约理论,信息在合约设计过程中起到关键作用。因为在规定合约双方的权利、义务以及相应的激励约束机制时,合约各方信息披露的情况会直接影响合约的执行以及各方的成本收益。而委托代理关系模型中一般也假定信息是完全的。在其他理论,如博弈论的分析框架中,也都将局中人的信息集作为一个重要变量进行研究。这一切使得一个确凿信息披露的法律体制呼之欲出。而对于在那些法制不健全、法制水平有待提升的国家和地区,某种替代性的保证机制同样会出现。也就是说,总会存在某些机制,不论是正式的还是非正式的,来完善信息的生成和传播。在具体表现形式上,法律制度包括法源、法律体制的效率和专利保护度。而先前的研究文献指出,普通法系国家的法律保护程度最高,大陆法系国家中法国最低,德国和斯堪的纳维亚国家的保护程度居中。原因是普通法系一方面注重保护个人权利,另一方面更易修补法律漏洞;适应持续变化的环境。而更自愿的信息披露导致公司透明度和法律体制对于专利的保护正相关。

在政治经济环境方面,现有文献存在两种看待政府参与金融市场的观点:(1)诺思(North, 1990)和奥尔森(Olson, 1993)的政治理论认为,当权者会制定政策来保护自己的权利和敛财。政府通过控制企业和银行,以向支持者提供就业机会、补助和其他利益的途径来拉选票、政治捐款,甚至索取贿赂等;(2)格申克龙(Gerschenkron, 1962)阐释了政府的慈善面,认为在一些情况下,经济实体的发展程度对扮演关键发展角色的私人银行来说并不充分,主张国家应直接持有银行股权。

三位教授认为,政府干预公司透明度主要有如下三种方式:(1)直接拥有企业的政府压制公司具体信息的披露,以掩饰政治家及其同党的侵吞行为。(2)利用对银行的控制以及一些管制政策为其亲友牟利,以期获得后者的贿赂、裙带关系、政治支持等。如利用对银行的国有控制,向亲友提供优惠融资;利用政府的管制权对新办企业施加进入成本,以避免与自己有利益关联企业的经济利益受到竞争威胁。为此,政治家会限制信息的外泄以阻碍对他们与其亲友之间商业交易的监督检查,也会阻止有价值的信息流向潜在的进入者以保护自己的经济利益;政府可能发布弱的会计和披露规定,不严格实施现有的披露要求,甚至利用对媒体的影响力阻碍公司信息的传播。(3)政府对于企业资产和利润的直接掠夺。瓦茨和齐默尔曼(Watts & Zimmerman, 1986)就认为,有关盈利能力方面的透明度可能引起政治家的详细调查、对暴利税的征收以及其他形式的剥夺。当政府表现出很强的剥夺公司财富的倾向时,盈利性高的企业自然会设法避免公司财务信息的披露,而盈利性相对低的企业则自愿披露更多的信息以使政府“走远点”。此时,政府可能会出台相应的措施来强制公司提高透明度,以便能够掌握企业可供剥夺的资产。

接着,他们通过一系列的实证研究(模型回归和检验),得出结论:财务透明度取决于政治经济环境,而治理透明度取决于法律制度。具体来说,通过跨国回归数据,他们发现:一方面,治理透明度在普通法法源和高司法效率的国家要高一些,而另一方面,财务透明度在企业国有股比例低、银行国有股权低、国家剥夺企业财富风险小的政治经济环境中要高一些。而在增加额外制度变量(如专利权的保护程度等)的情况下,拟合效果更好。

该文的研究中,三位教授主要使用的是国际财务分析与研究中心(Center for International Financial Analysis and Research, CIFAR)的数据,包括一些评级数据和报表数据。而对于影响公司透明度的各因素,他们分别选用不同的指标来测度,这些指标既包括一些约定俗成的指标,如人均国民财富使用国民生产总值(GNP)的平均数指标;也包括由其他权威学者确定的指标,如在公司治理指标选取方面多选择LaPorta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny等学者采用的指标。除了对于财务透明度和治理透明度等变量的表达,为增强其观点的说服力和研究的完整性,三位教授又增加了其他解释变量,如公司规模、外国直接投资、市场的开放程度等。采用这些数据使得研究更完整,更有针对性,但同时也成为其他学者诟病之所在,原因在于按照这些指标进行选取,样本有偏小的嫌疑,有些变量对于影响因素的代表性值得商榷。难怪Gregory S. Miller在《对“什么因素决定公司透明度”的讨论》一文中从数据和变量的选取、指标的分类、理论的选择、跨国横截面研究(方法)、统计方法等方面提出了自己的看法,认为时间序列数据存在间断性的不足,同时在分析方法上最好采用聚类分析,以使得分析结果更有解释力。值得一提的是,Miller在文末也指出了三位教授文章的可称道之处,如其对国际金融市场的关注以及跨国研究的尝试等。

三位教授的这篇文章研究表明:全球范围内的公司透明度与当地的法律制度和政治经济环境有关,而信息作为配置资源的重要手段,在现代经济中将越来越引起人们的重视,这对于全球资本市场的发展以及全球公司治理的完善无疑具有重要的参考价值。■

(作者单位:武汉大学会计系)

责任编辑 屈艳贞