

股權分置改革能否改善中國上市公司的 盈餘資訊內涵？*

紀信義**

國立中興大學會計學系

翁慈青

逢甲大學會計學系

楊昌田

國立彰化師範大學會計學系

呂碧玉

桃園市龍潭區公所主計室

摘要

中國證券監督管理委員會(CSRC)於 2005 年 9 月 4 號發布了「上市公司股權分置改革管理辦法」，將非流通股股票（國有股和不可流通法人股）透過法定的程序，給予流通的權利。本研究以盈餘反應係數來衡量盈餘資訊內涵，探討中國股權分置改革(nontradable share reform)對於公司盈餘資訊內涵是否有顯著的影響？本文進一步探討，上市公司的控制股東結構與各省份所處組織環境，在股權分置改革後，是否也會對公司的盈餘資訊內涵有不同程度的影響？實證結果指出在股權分置改革後，上市公司盈餘資訊內涵普遍提升。此外，不同的控制股東結構亦有不同的影響。研究結果發現，在股權分置制度改革後對於盈餘資訊內涵改善的效果，一般法人公司優於國有企業，而中央政府控制的國有公司優於地方政府控制的國有公司。最後，本研究亦證實在股改後，中國各地方法律環境的差異，也會影響盈餘資訊品質。

關鍵詞：股權分置改革、控制股東、組織環境、盈餘資訊內涵

* 作者感謝會計評論總編輯林修葺教授與兩位匿名評審委員提供之寶貴意見，並感謝科技部之研究計畫經費補助（計畫編號：97-2410-H-025-003-）。

** 通訊作者電子信箱：hychi@dragon.nchu.edu.tw。地址：台中市南區國光路 250 號社管大樓六樓 641。

收稿日：2011 年 9 月

接受日：2014 年 11 月

三審後接受

主審領域主編：林修葺教授

Does Nontradable Share Reform Improve the Informativeness of Earnings in China?*

Hsin-Yi Chi**

Department of Accounting
National ChungHsingUniversity

Tzu-Ching Weng

Department of Accounting
Feng Chia University

Chang-Tian Yang

Department of Accounting
National Changhua University of Education

Pi-Yu Lu

Office of Accounting
Longtan County

Abstract

The paper investigates the impact of nontradable share reform (NSR) on informativeness of earnings in China. We use the earnings response coefficient as a proxy for the informativeness of earnings. In addition, we examine whether a firm's controlling shareholder ownership structure and institutional features have differential influence on earnings informativeness in pre-and post-NSR periods. The empirical results show that informativeness of earnings increases in post-NSR periods overall, and that informativeness of earnings in private firms is better than that in state-owned enterprises. We also find that relative to local government controlled companies, central government controlled companies have higher informativeness of earnings. Moreover, we find that institutional features have differential influence on earnings informativeness in post-NSR periods.

Keywords: *Nontradable share reform, Controlling shareholders, Institutional features, Informativeness of earnings.*

* The authors appreciate the insightful comments by the chief editor and two anonymous reviewers. Professor Chi gratefully acknowledges the financial support of the Ministry of Science and Technology. (Project No. NSC 97-2410-H-025-003-).

** Corresponding author, email: hychi@dragon.nchu.edu.tw. Address: No.250, Guoguang Rd., South Dist., Taichung City 402, Taiwan (R.O.C.).

Submitted September 2011

Accepted November 2014

After 3 rounds of review

Field Editor: Professor Hsiou-Wei Lin

壹、前言

中國在過去採行社會主義之計畫經濟的政策，自1990年代證券市場發展初期，由於特殊政治體制及國有產權保護等問題，造成了許多有別於西方國家體制下之獨有制度，¹其中以股權分置的政策對中國資本市場影響甚深。在1990年以前大部份的公司是國營企業（國有股東）或由國家控股公司持有（法人股東），為維護特殊政治體系及保護國家資產完整性的前提下，中國政府並未將上市公司的股票完全流通，亦即公司一大部分股票是不能夠上市流通的，僅一小部分的股票能在市場上自由流通。因此，在國內證券市場的股票分為流通股(tradable shares)和非流通股(non-tradable shares)兩類，²此即為「股權分置」(split shareholding structure)措施。

此種股權分置(equity separation)的制度形成了一種特殊的「一股獨大」的現象，而剩下流通股的少數股份較難以維持一個具有高度流動性的資本市場，進而產生了股票評價與流動性的問題(王文杰 2011)。³在股權分置的制度下，上市公司股票的市場價格是由少數流通股股份決定，流通股股份約僅佔全部股份的1/3，故市場的均衡價格無法反應真正應有的價格，由於缺乏了有效的定價功能，使得中國的股票市場極度缺乏流動性、價格波動大，容易產生出市場操弄(market manipulation)導致股價的波動與股票錯誤訂價(mispricing)的情形(Beltratti and Bortolotti 2007; Ane, Loredana and Chiraz 2008)。再者，非流通股股東無法透過市場賣出持有的股票，必需通過協定或拍賣的方式進行轉讓，不但手續繁瑣，還需經中國政府較複雜的審查程序，而且由於沒有明確的流通時限，因此非流通股價格是以反映淨資產並透過協議和拍賣方式達成，而缺少對盈餘數字與未來經營績效的反映(Chen, Chen and Su 2001)。由於中國股權分置制度造成資本市場的低效率運作，因此有媒體報導指出中國上市公司大部份股權無法流通對資本市場已嚴重造成負面的影響(李增泉、孫錚與王志傳 2004)：

「……由於中國的上市公司絕大部分是由國有企業改造而成，在股權分置情況下，國有股和國有法人股占著絕對控股地位，因此上市公司許多經理人是通過政府行政任命，這些公司管理者許多是技術官僚而非企業人士，他們缺少在複雜的經濟市場中生存和競爭的素質和能力。其次，在股權分置中，上市公司內兩類股東的價值利益取向不

¹ 例如，中國政府為了能夠吸引外資而又不違反外匯管制下，將上市公司股票區分A股與B股，形成一家公司可能發行兩種股份的情況。A股為專供中國居民以人民幣進行投資的股票，B股為提供境外人士以外幣（港幣或美元）進行投資的股票。

² 流通股，一般指向社會公眾公開發行的那部分股票（A股、B股、H股、N股等），流通股可以自由在證券市場掛牌流通；非流通股則包括一般或國有法人股和國家股，這些股份只能通過協定方式進行轉讓，不能自由流通（相關中國證券市場的背景架構將於2.1節介紹）。

³ 過去部份研究也指出上市公司未流通股可能是造成初次發行股票異常高折價幅度現象之一(Chen, Firth and Kim 2004; Chan, Wang and Wei 2004)。

一致，流通股東希望能夠在股價中獲得資本利得，而非流通股的大股東並不會以股價漲跌作為經營的考量……」

中國證券監督管理委員會(China Securities Regulatory Commission, CSRC)主席尚福林亦指出(人民網 2005)：

「股權分置問題的存在，不利於形成合理的股票定價機制；影響證券市場預期的穩定；大股東不關心上市公司的股價變動；流通股股東無法有效約束上市公司，使公司治理缺乏共同的利益基礎；不利於國有資產的順暢流轉、保值增值及國有資產管理體制改革的深化；制約資本市場國際化進程和產品創新等……」

有部份學者指出中國政府針對國有企業私有化無法成功的原因，是由於資本市場「股權分置」的特殊安排，導致公司治理結構不佳所致(Wang, Xu and Zhu 2004; Chen, Firth and Rui 2006)。本文認為利益收斂理論(convergence of interest theory)與利益掠奪理論(entrenchment theory)或許可以用來解釋中國特殊股權結構形態，所導致的潛在代理問題(potential agency problems)。

首先，Jensen and Meckling (1976)主張當股權越集中在管理者手中，管理者支出偏好行為所造成的企業財富損失，將大部分由管理者承擔；因此管理者的行為將趨於合理化，以追求公司價值極大化，故此一理論之主張為公司股權愈集中，愈能提升經營績效。但當公司所有權與控制權偏離(divergence of ownership and control)時，主理人(principals)想要增加公司的價值，然而代理人(agents)卻僅想要極大化自身的利益，故代理人的行為決策並非有利於主理人，進而對公司是有害的。具有社會主義特色的中國，大部份國家資產的所有權是屬所有人民，政府被人民授權管理國家資產，故為第一順位的代理人(first-order agent)。此外政府亦指派管理階層(例如董事或經理人)代為經營國有企業，故為第二順位的代理人(second-order agent)。在這特殊的股權結構下，公司所有權人(亦即全體人民)並無法發揮有效的影響力或監督國有企業，而公司的董事或經理人(亦即第二順位的代理人)亦無須承擔任何經營上重大的風險或利益。當這些國有企業進行部份私有化上市後，所有權與控制權偏離的現象，不僅存在於政府(i.e.代理人民)與經營階層之間，亦存在於流通股與非流通股之間。因為流通股的股東對於公司財務報表非常關注，這會影響公司的股票價值，但非流通股的股東因無法在市場上出售其股票，故提升公司股票價值非他們的經營目標，因此非流通股股東對於提升會計盈餘品質沒有太大誘因，反而以極大化其私有利益為主，而這些行為往往會侵害到流通股股東的利益，例如賤售公司的資產、侵佔資金等。因此，利益收斂理論(convergence of interest theory)隱含中國上市公司績效不彰的原因，是由於在股權分置的制度下，產生較嚴重利益偏離(divergence of interest)的問題。

另一方面，利益掠奪理論(entrenchment theory)，或許也可以用來解釋中國上市公司的代理問題。在過去非流通股的股東往往擁有公司大部份的股權，而這些上市公司的管理階層是透過指派而非選任的方式，代表政府履行資產所有權的職能，但是這些被選派的公司管理人本身並不是真正的所有權人，不能像是家族或個人股東以自身利益關心公司盈餘品質。此外，Shleifer and Vishny (1997)指出大股東基於私人利益會內部化監督成本，積極參與公司的治理，會提高公司價值創造有利的條件。然而，非流通股股東雖然是公司大股東，但其經營權係委由選派出來的代理人所擔任，他們對於強化監督機制動機相對較弱。因此在經營階層受到資本市場與公司治理監督力相對小情況下，導致許多選派出來的代理人出現掏空公司資產(tunneling)的自利行為，並侵害小股東的利益。根據研究調查發現，這些國有股公司的代理人的掠奪行為，包括以低價出售公司的重要資產給與自己，或者侵佔挪用公司巨額資金（李增泉等 2004；劉峰與賀建剛 2004）。⁴

誠如前述，中國政府為了解決股權分置造成證券市場缺陷的問題，中國證監會(CSRC)於2005年9月4日發佈了「上市公司股權分置改革管理辦法」(The Measure for the Administration of Full Circulation Reform of Listed Companies, FCR)，將非流通股股票（國有股與法人股）予以全部流通，中國政府期望能透過此項改革解決上述所指市場的缺陷。故本研究想探討中國股權分置改革是否會影響公司的盈餘資訊內涵？

此外，在股改後國有企業的股份，其流通性仍然受到政府的掌控，亦即國有企業尚未完全私有化(privatization) 而持續控制在政府（中央或地方政府）或所委任的官僚體系手中。而過去國有企業與地方政府官僚相互勾結的情況嚴重，根據2012年「中國企業家犯罪媒體案例分析報告」（北京師範大學中國企業家犯罪預防研究中心 2012）指出企業管理階層犯罪常會伴隨著政府官員相互勾串的現象。該份報告中指出，中國在經濟轉型過程中，政府部門與市場經濟的邊界不夠清楚，政府部門或地方政府直接掌握和控制著土地、礦產資源、稅收優惠、行業特許、公共基礎設施建設等一系列重要經濟資源與制度資源，導致企業經營活動對政府權力的依賴。這正是企業家與政府官員常發生互相勾結的重要原因。而國營企業在這些勾串的情況更為嚴重，因為國營企業管理階層許多是由政府官員指派或轉任，管理階層與政府官員的關係非常密切，因此

⁴ 過去也有一些單例佐證，國有企業管理階層的掠奪行為。例如國有企業內蒙古乾坤金銀精煉股份有限公司董事長兼總經理宋文代，利用職務之便，在2002年下半年到2003年1月間，在與莫力達瓦達斡爾族自治區政府簽訂投資協議中，將莫力達瓦達斡爾族自治區國土資源局為乾坤公司投資發放的面積為2.9萬多畝土地的19個國有土地使用證的使用權人變更為自己公司名下，並將土地向外出租耕種收取租金1,700多萬元佔為己有。此外，在2005年底到2006年宋文代以投資辦廠為名，挪用赤峰某高科技產業開發區管委會借給乾坤公司的800萬元公款，以自己親戚名義註冊成立公司和經營活動，同時將乾坤公司價值1,200多萬元的黃金等財物非法佔為己有。（和訊新聞網 2013）

當國營企業家犯罪時，往往背後潛藏著政府官員職務上的支持。⁵因此本研究將進一步探討在股權分置改革下，公司控制股東的結構（國有企業與一般法人公司），是否也顯著影響公司盈餘資訊內涵？另一方面，中國法律環境制度與歐美國家相比並非完善，且中國各省份的組織環境的不一致性(Fan, Wang and Zhu 2011)，地方政府往往能夠影響地方的法律環境(Li, Meng and Zhang 2006)。因此本研究也進一步探討在股權分置改革下，中國各省或區域的法律組織環境體系，是否仍顯著影響公司盈餘資訊內涵？

本研究實證結果顯示，在股權分置改革後，上市公司盈餘資訊內涵普遍提升。同時，本文進一步發現，一般法人公司優於國有企業，中央政府控制的公司優於地方政府控制的公司，而上市公司總部所處省份法律環境越完善，其公司盈餘資訊品質較好。因此股權分置改革對於不同形態控制股東的公司及公司所處法律環境差異，對於盈餘資訊內涵有不一致的影響。

本研究具有以下貢獻。本文結果可提供中國政府可評估其改革的有效性，即該制度的變革讓中國政府重視盈餘資訊與股價聯結的重要性，亦即股票的全面流通確能有效改善盈餘資訊品質，使國內外投資人對於中國破斧改革的決心，更具信心。其次，本研究也進一步探討在股權分置改革下，中國各省或區域的法律組織環境體系，是否仍顯著影響公司盈餘資訊內涵。另外，因為國有企業的股份在股權改革後，在市場上的流通仍然受到政府的掌控，亦即國有企業尚未完全私有化(privatization)，故本文亦探討公司控制股東的結構（國有企業與一般法人公司），在股權分置改革下會計盈餘資訊內涵亦有不同程度的影響。因此本研究的發現，亦可提供中國政府在進行股權分置改革後，也能逐漸重視公司經營的法律環境的完善與國有企業私有化等議題。

本研究後續章節安排如下：第貳節中國資本市場與股權分置改革介紹和相關文獻回顧；第參節為文獻回顧與假說推論；第肆節為研究方法說明；第伍節為實證結果之分析與敏感性測試；最後為結論與建議。

貳、中國證券市場和股權分置改革介紹

一、中國證券市場介紹

自 1984 年進行國有企業私有化改革後，在中國的股份有限公司數量上有了明顯的增長。1990 及 1991 年正式成立上海(SHSE)和深圳(SZSE)證券交易

⁵ 成都工業投資集團有限公司經營階層的犯罪案件，即是國營公司與政府部門相互勾結的案例。成都工業投資公司董事長戴曉明利用自己多年積累的政界關係以及在成都金融領域的影響力，成都政府為改變能源供應結構，針對石化產業招商並在 2008 年初完成，但卻因環境問題受到外界質疑。然成都工業投資集團有限公司為這個項目提供了鉅額啟動資金和融資擔保，戴曉明涉及違法動用公司資金與融資擔保，此一事件除戴曉明董事長、中國石油公司部份中層幹部牽涉外，四川省原省委副書記李春城亦受到調查。

所後，並制定了一連串規範企業、股市的法規，促使發行股票及股份有限公司制度有了進一步法律根據。由於中國證券市場採取的是計畫額度管理，亦即將上市公司的股票分為國有股、法人股、公眾股及境外股等，其中國有股及法人股是不能流通的（詳圖 1）。而可流通的股票為公眾股及境外股，其中公眾股即是俗稱的 A 股，在中國境內上市以人民幣計價交易流通的股票。而境外股又可區分為 B 股、H 股及 N 股。B 股是指在中國境內上市，以美元或港幣計價交易流通的股票；H 股是指在中國境外香港上市，以港幣計價交易流通的股票；而 N 股是指在中國境外紐約上市以美元計價交易流通的股票。根據中國證監會統計，中國所有上市公司（上海交易所、深圳交易所）未流通的股票佔所有上市公司股票約達 65%，其中國有股就高達 50%，而法人持股約佔 15%，此外流通股的股票佔所有上市公司股票約達 35%，其中以公眾股（A 股）較多約佔 28%，其餘為外資持股（B, H, N 股）約為佔 7%。⁶

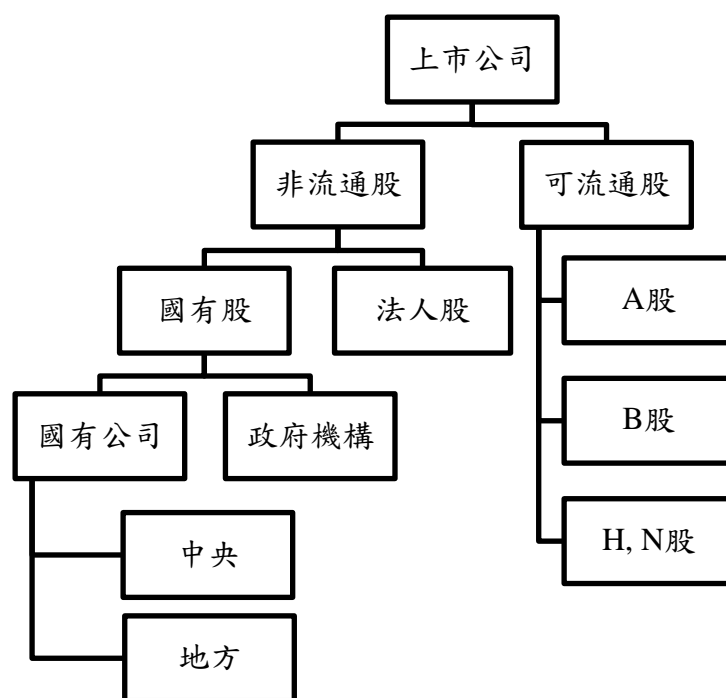


圖1 中國上市公司股權結構圖

從圖1中可知，非流通的股票包括國有股東與一般法人股東。其中國有股東又分為國有企業(state-owned enterprises, SOE)及政府機構(government agencies, GA)兩種，而政府機構(GA)是一非營利組織，係指公司控制股東身份可能是中央政府委員會、地方政治局或資產管理局(SAMB)，該類型的國有股東不能享受股利的分派。另一方面，國有企業(SOE)，亦可以區分為中央政府(central government SOE, CGSOE)或地方政府(local government SOE, LGSOE)控制。至於一般法人股亦為非流通股中的一種，他們由國內企業或其它非個人

⁶ 此外還有其它型態的股票例如職工股等，但佔全部股份比例很小。

組織，例如合資企業、城鎮企業(township and village enterprises, TVEs)、私人所控制的企業(privately-owned enterprises, POEs)、非銀行的財務公司或外國公司所持有。一般法人股股票移轉無須經過政府的核准，但與國有股一樣仍無法於市場上流通買賣。

二、股權分置改革的介紹

由於中國資本市場中同時存在流通與非流通股，造成了公司治理與資本市場制度性的缺陷，因此為了解決長久以來股權分置的問題，中國證監會(CSRC)於 2005 年 4 月 29 日發佈了「關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知」，⁷接著於 2005 年 5 月 9 日和 2005 年 6 月 20 日確定了兩批股權分置改革試點公司(共 46 家)。接著，中國證監會、國資委、財政部、中國人民銀行和商務部於 2005 年 8 月 23 日聯合發佈「股權分置改革指導意見(指導意見)」，隨後，中國證監會也於 2005 年 9 月 4 日發佈了「上市公司股權分置改革管理辦法(管理辦法)」。

根據「管理辦法」規定，非流通股股東應向流通股股東支付對價來換取流通權，並在股權分置改革方案中確定對價方式。⁸另外為了保證股票價格的穩定性，流通股股東按照法定程序同意股權分置改革方案後，非流通股將可以在市場上流通買賣。⁹上述這些對價方式與非流通股可流通的時程，仍須由原流通股股東持有股份一定以上成數(2/3)出席並同意後，才能正式實施。另外，若屬國有股的非流通股，雖然該公司已經透過股權分置改革方式將國有股轉換為流通股，但要將國有股移轉給其它部門，仍然需要政府的核准，因此由國家直接控制和透過政府機構控制的公司的股份雖然轉換為流通股，但不能自由買賣，亦即國有企業(SOE)股份仍未完全私有化(total privatize)而持續控制在政府(中央或地方政府)或所委任的官僚體系中。

⁷事實上，中國國資委於 2001 年 6 月 13 日曾宣佈了一個嘗試性計畫，根據這一計畫，當上市公司進行再融資時，國家擁有的非流通股可以按照融資比例的 10%以相同的融資價格在次級市場進行交易，從而變為流通股。這一舉措引起流通股的普遍恐慌，一年之後，市值縮水 30%，政府也因此於 2002 年 6 月取消了這一計畫。

⁸一般來說對價的方案包括下列幾種方式，1.送股方案：亦即非流通股股東，以其持有的部份股份作為對價，支付給流通股股東，2.派現方案：公司全體非流通股股東，以一定量的現金作為對價，支付給流通股股東，3.增股方案：一般以公積金作為增股的資本，公司非流通股股東以向流通股股東支付其可獲得的轉增股份，4.非流通股單向縮股方案：全體非流通股股東以其持有的非流通股股份按照一定的比例單向縮股，對價支付完畢後，公司總股本將減少，5.固定價格：控股股東承諾在未來某一時間段內以某一固定價格收購流通股股東持有的股份，6.認沽權證方案：公司非流通股股東向流通股股東免費發送一定數量的認沽權證，7.以上一些方案的結合。丁美方、王鵬與朱權森(2006)統計發現，非流通股股東採取對價的方式以送股方案為最多，佔所有對價方案87.1%。後續有研究係針對公司治理結構與對價方案間的關係(靳慶魯與原紅旗 2008)。

⁹按照證監會的規定，股權分置改革後原非流通股股份的出售，應當遵守下列規定：1.自改革方案實施之日起，在 12 個月內不得上市交易或者轉讓；2.持有上市公司股份總數 5%以上的原非流通股股東，在前項規定期滿後，透過證券交易所掛牌交易出售原非流通股股份，出售數量佔該公司股份總數的比例在 12 個月內不得超過 5%，在 24 個月內不得超過 10%。取得流通權後的非流通股，由於受到以上流通期限和流通比例的限制，被稱之為限售股。

據中國證監會指出截至目前，完成股權分置改革公司市值佔全體上市公司的比例已達99%。股權分置改革是一項完善市場制度和運行機制的改革，替中國資本市場其它各項改革和制度創新奠定了重要的基礎。

參、文獻回顧與假說推論

一、相關研究回顧

截至目前為止，針對中國股權分置改革的研究概分為參個主題，一為公司實施股權分置改革(NSR)市場的反應，另一為實施股權分置改革(NSR)的公司特質與補償流通股的對價關係，最後為實施股權分置改革(NSR)後對公司績效的影響。

就市場反應而言，Feng and Xu (2007)研究指出，一般而言股東會宣告通過股權分置改革計畫的公司，有正向的異常報酬，亦即投資人視股權分置改革計畫對公司是一項好消息(positive news)。此外他們進一步指出股權分置改革計畫中，對於流通股補償較高(低)的公司，有較高(低)的異常報酬。Cai, Li and Xia (2007)採用買賣持有報酬(buy and hold return, BHR)的衡量方法，其投資人BHR約為54.29%~78.22%。Beltratti and Bortolotti (2007)研究顯示，通過股權分置改革計畫的公司約可得到8%的異常報酬。從上述的結果可知，市場投資人普遍預期股權分置改革後，對於上市公司的影響是正面的。

在股權分置改革一節指出，非流通股股東應向流通股股東支付對價來換取流通權，並在股權分置改革方案中確定對價方式。Tsai (2008)研究結果顯示股權分置改革措施對於股價的影響，因投資人預期將會獲得補償，使股價將會上漲。但實際發放補償後，由於預期發放補償的因素不在且補償的股數已在市場上流通後，將導致股價下跌。此外進一步指出股權分置改革措施所給予之補償確實能補償流通股股東在股權分置改革中所承受的損失。Li, Wang, Cheung and Jiang (2011)研究發現若國有股東持股比率越高或公司個股風險越大，則流通股股東能獲得非流通股股東較大的補償。此外，當公司流通股股權比例越大、股權分置改革前公司績效(ROA)越佳、公司規模越大及成長機會(MB)越高的公司，則流通股股東能獲得非流通股股東較低的補償。Firth, Lin and Zou (2010)實證結果指出國家控股的公司為了達到政策的目地，會給予流通股股東較高的補償，以順利完成股改程序與時程。

最後，也有研究針對股權分置改革(NSR)是否能夠提升公司經營績效，Jiang, Laurenceson and Tang (2008)研究發現在股權分置改革後，國家持股比例較多的公司有較高的經營績效。譚利與陳琪華(2009)研究說明股權分置改革後股權制衡度的提高有利於改善公司治理，並提高公司績效，且上市公司規模

越大，越有利於公司績效的提高。Jiang, Li and Hu (2010)指出股權分置改革對公司績效和市場績效具有正面影響，亦即股權分置改革達成了對於中國資本市場的制度環境、改善公司治理、提高公司績效的改革目標。惲碧琰(2010)研究發現，股權分置改革為對中國上市公司的經營業績產生提升效應，股權分置改革對於上市公司的治理結構有正向的影響。Hou, Kuo and Lee (2012)研究發現在股權分置改革後，可以增加公司股票價格資訊性，特別是國有企業增加相對較多，結果指出股改確實可以改善資訊環境，並有益於小股東的財富。

由於過去上市公司股權分置對於導致公司盈餘資訊品質較差，故本研究欲探討股改後對於公司盈餘資訊內涵是否有顯著的影響？同時，也想探討，影響著中國上市公司的控制股東結構與外部組織環境，在股權分置改革後，是否也會對公司的盈餘品質有不同程度的影響？

二、假說推論

根據資訊經濟的觀點，財務報表的資訊在效率資本市場扮演非常重要的角色。許多國際重要的會計準則制定機構，例如國際會計準則委員會(International Accounting Standards Committee, IASC)及美國會計準則委員會(Financial Accounting Standards Board, FASB)均以投資人為導向的財務報表資訊有用性，為修訂會計準則的方向(FASB 1978; IASC 1994)。¹⁰同樣地，中國政府針對會計資訊的改革以符合財務報表資訊的有用性，是近年來相關政府部門非常重要的目標(O'Connor, Chow and Wu 2004)。

自從Ball and Brown (1968)起，許多研究都指出會計盈餘具有資訊內涵。近來的研究也廣泛的使用盈餘反應係數(earnings response coefficient, ERC)，來衡量盈餘是否具有盈餘資訊內涵或作為盈餘品質替代變數(Warfield, Wild and Wild 1995; Francis, Schipper and Vincent 2005; Fan and Wong 2002; Wang 2006; Firth, Fung and Rui 2007)，較大的盈餘資訊內涵隱含著有較高的盈餘品質。然而甚少研究針對中國資本市場進行相關的研究，主要原因係中國上市公司盈餘較不具資訊內涵。造成的原因有幾個，首先中國會計系統與法規基本上不具市場導向，早期在中國大部份的公司尚未私有化前所有權係屬於國家，因此他們的會計政策並不是提供投資人有用的資訊，而是去加強國家計畫經濟和控制，雖然中國政府於1992年制定並通過了財務會計準則提供上市公司（上海及深圳交易所）依循，但仍然沒有完全實施以公司股東為導向的制度。其次，Wang, Wong and Xia (2008)指出中國資本市場仍缺乏了完善的法律組織環境，公司內部治理制度仍未完全建立，許多國有企業(SOE)公司的管理階層基於自利動機，會採取較不透明的會計盈餘資訊報導方式(less informative

¹⁰ 近年來，IASC 及 FASB 積極修訂許多會計準則，其中非常重要的工作係採取「公平市價」觀點來修訂，以期增加投資人在使用財務報表資訊的有用性。

accounting)，以隱藏剝削股東利益的活動(expropriation activities)。另外，相對於歐美國家而言，會計師的獨立性仍然不足，因此公司的財務報表雖然仍需要會計師的查核簽證，但市場投資人仍然普遍對於公司的財務報表資訊的可靠性缺乏信心(Wang et al. 2008)。最後，由於過去基於中央控制與計畫經濟的政策下，中國的會計制度與法規並不是以市場導向為主，因此大部份國有企業在上市前，其會計報告編制並不是以提供具有品質報表為主。這些公司雖然後來上市，但因在股權分置的制度下，非流通股的股東（政府或法人）往往是公司的大股東，他們通常能夠直接取得公司內部資訊，甚少依賴公開的訊息，因此這些公司較沒有誘因去改善財務報表的品質，導致盈餘資訊內涵相對較低(Chen et al. 2001)。此外，這些公司的管理階層是透過指派而非選任的方式，代表政府履行資產所有權的職能，而這些被選派的公司管理人本身並不是真正的所有權人，並不能像是家族或個人股東以自身利益關心公司會計盈餘資訊的品質。因此在股權分置制度下，將導致公司沒有誘因提供較高品質的會計盈餘的資訊。

有鑑於此，中國政府在2005年進行股權分置的改革，將未流通的股票予以全部流通，同時自2007年起，中國會計準則委員(CASC)陸續公佈新的財務會計準則，希望能趨同(convergence)國際會計準則，將中國資本市場的會計資訊透明度改善。¹¹綜上所述，本研究想要瞭解中國股權分置的改革後，是否能夠改善上市公司會計資訊內涵。故本研究第一個要探討的問題為：

假說1：中國上市公司完成股權分置改革後，將能夠提升盈餘資訊內涵。

如同前述，在股權分置改革前非流通股的國有股東非經核准不能轉讓，而非流通股的法人股東雖可協議轉讓股份，但其轉讓價格通常以公司淨值為計算基礎，而非市場交易價格。故非流通股股東（包括國有股東與法人股東）並無法享有一般企業因經營績效及未來獲利能力所帶來的利益，這將導致流通股股東並不關注股票市值的增長，當然他們也沒有誘因提供較高品質的報表資訊，反而是以極大化其私有利益為主，而這些行為往往會侵害到流通股股東的利益，例如賤售公司的資產、進行對關係人有利的交易或侵佔公司資金等。然而在實施股權分置改革後，一般法人股東(LPC)其股權取得流通的資格，由於其股票出售並不再受到限制，LPC公司控制股東的利益將可以從股票市場價值的增長中直接獲利，因此他們將有較大的誘因改善公司盈餘資訊的品質。反觀國有企業(SOE)的股份雖已取得股票流通的權利，但確不能自由出售買賣，亦即SOE公司股份仍持續控制在政府（中央或地方政府）或所委任的官僚體系手中，¹²因此SOE控制股東的實質利益仍無法完全透過市場價值的提升而獲利。

¹¹ 陳彩稚、李書行與蔡璧徽(2006)指出中國證券市場中，採用國際會計準則的B股公司會計盈餘資訊的股票報酬的攸關性，高於採用國際會計準則的A股公司的會計盈餘資訊。

¹² 中國證監會、國資委、財政部、中央銀行及商務部等聯合發佈「關於上市公司股權分置改革的指導意見」中(2005/8/24)強調：「股權分置改革是為非流通股可上市交易作出的制度安排，並不以通過資本市場減持國有股份為目的，當前國家也沒有通過境內資本市場減持上市公司國有股份等

此外，受委任管理SOE公司的管理階層，其經營績效仍然以公司報表的淨資產為主要考核的標準。因此，SOE公司控制股東較沒有誘因提供高品質的盈餘資訊給予外部人。

另一方面，以往的研究指出機構投資人可以改善公司股權結構，增加內部對大股東的監督，在提升公司治理與會計資訊品質上具有顯著的影響(Shleifer and Vishny 1997; Chung and Zhang 2011; Maffett 2012)¹³。故中國政府為了改善上市公司治理機制並改善報表資訊品質，自2003年7月起，開放境外機構投資者(Qualified Foreign Institutional Investors, 簡稱QFII)進入中國資本市場外，此外，在2004年2月國務院進一步發佈了「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，明確要求主管機關大力開放機構投資者，能夠投資中國上市公司。另外在2006年頒布「中國上市公司公司治理標準」中也指出，希望機構投資人在董事會成員的選擇、管理者的薪資制定與監督、以及其他重要公司決策的制定，扮演更積極主動的角色。¹⁴而過去的研究指出機構投資人會根據公司資訊品質進行投資的決策(Badrinath, Gay and Kale 1989; Hugon and Muslu 2010)。Beyer, Cohen, Lys and Walther (2010)的研究發現，公司若能改善資訊揭露的品質，將會增加機構投資人的持股率。Bushee and Miller (2012)顯示公司若能改善投資人關係資訊，則對於吸引機構投資人的投資有正向的影響。另外，公司所發佈的盈餘資訊，對機構投資人投資決策也具有重要的影響(Ke and Petroni 2004; Ke and Ramalingegowda 2005)，故公司若能提供較具資訊內涵的盈餘資訊將有利益吸引機構投資人的投資。

雖然實施股權分置改革後，雖然非流通股股東的股權取得市場上出售流通的權利，但在SOE企業股份的出售仍受到政府的管制。因此，SOE公司在引進機構投資人的動機與條件上將受到限制。此時，SOE公司在改善資訊品質以吸引機構投資人的投資動機上相對較低，而要透過引進機構投資人，達到改善股權結構、監督管理階層與提高報表資訊品質的效果相對打了折扣(Kwan

集資金的考慮。非流通股可上市交易後，國有控股上市公司控股股東對關係國計民生及國家經濟命脈的重要行業和關鍵領域，以及國民經濟基礎性和支柱性行業中的國有控股上市公司，國家要保證國有資本的控制力、影響力和帶動力，必要時國有股股東可通過證券市場增持股份……」。

¹³ Shleifer and Vishny (1997)提出了有效監督說(efficient monitoring hypothesis)，亦即擁有大量股票的機構投資人能夠有效監督管理階層。Chung and Zhang (2011)指出機構投資人對於選任董事(board of directors)或監察人(supervisory)影響力較大，對於公司經營階層團隊的人選或營運政策具有一定影響力，Maffett (2012)也證實機構投資人較一般股東能夠分析公司內部資訊及經營階層的營運策略，因此將可以適度降低公司的代理成本。

¹⁴ 股權分置改革完成後，中國政府進一步增強對外開放力度，擴大了外資併購管道。根據最新頒佈的「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」的規定，外國機構投資者可以對已經完成股權分置改革的上市公司和股權分置改革後新上市的公司進行投資，取得該公司A股股份。這一新的政策目標即為上市公司引進中長期策略投資者，維護證券市場秩序，引進境外先進管理經驗、技術和資金，並改善上市公司治理結構。根據中國證監會統計，截至2008年底，各類機構投資者(包括證券投資基金、社保基金、QFII、保險公司、企業年金、證券公司及一般機構等)持有的已上市A股流通市值占比重為55.85%，這是統計相關資料以來首次超過半數，表現市場漸趨成熟。然而，就持有流通股比重而言，截至2008年底機構投資人持有約30%左右流通股數。

2005)。反觀，LPC公司在股權分置改革後，其股權的出售並沒有受較大限制，因此LPC公司有較大的條件與動機提供具資訊內涵的盈餘給機構投資人，以吸引他們的投資。綜上所述，本研究認為中國股權分置改革，對於提升LPC公司盈餘資訊內涵相較於SOE企業有較大的邊際效果。故本研究第二個要探討的問題為：

假說2：中國上市公司在完成股權分置改革後，一般法人公司(LPC)盈餘資訊內涵，正向增加的邊際效果大於國有企業(SOE)。

承前述，屬於國有企業(SOE)的公司其控制股東可能是中央政府—central government(例如財政部)或地方政府—local government(例如各省國產局)。Aharony, Lee and Wong (2000)指出中央政府所控制的公司(CGSOE)大部份是屬於受保護的產業(例如，石油化學、能源及原物料產業)，而地方政府控制的公司(LGSOE)則大部份是未受保護的產業。而中央政府所控制的公司往往是大型的企業，他們受到政府較嚴格的監督。根據美國 Fortune 雜誌 2012 年全球五百強公司(world's top 500 companies)，中國上市公司(包括香港在內)上榜家數連續第九年增加，共計有 73 家公司入榜，其中有 54 家係國家控制的公司，(商都網 2012)且入榜公司中，前三大營收的公司均由中央政府直接控制，分別是中國石油化工(3,752.14 億美元，2011 年)、中國石油天然氣(3,523.38 億美元，2011 年)及國家電網(2,591.42 億美元，2011 年)。(中國財富網 2012)這些大型公司對於外部資金需求較大，故有較高的誘因提供較具資訊內涵的財務報表給外界，此外 CGSOE 公司的經營，亦受到政府相對較嚴格的監督，故其管理階層所發佈的會計盈餘品質相對較好。

反觀，由於中國各省份的組織環境的不一致性(Fan et al. 2011)，地方政府往往能夠控制地方的經濟、資本市場和法律環境(Jin and Qian 1998; Brandt and Li 2003; Wang et al. 2008)，導致監督的力量相對較為薄弱。因此 LGSOE 公司可以利用掌握地方的權利或特權的方式，對公司的資源進行不當的侵佔或剝削(Che and Qian 1998)。LGSOE 公司的管理階層為隱藏其剝削小股東的行為，因此較不會出具透明度較高的財務報表。根據上述，本研究想瞭解在股權分置改革後，由中央政府所控制的公司與由地方政府控制的公司對於會計盈餘資訊內涵是否有不同的邊際效果。故本研究第三個要探討的問題為：

假說 3：中國上市公司完成股權分置改革後，中央政府控制的公司(CGSOE)其盈餘資訊內涵，正向增加的邊際效果大於地方政府控制的公司(LGSOE)。

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998)指出國家法律環境會影響到資本市場的發展，他們的研究結果指出法律環境保護較佳的國家，其公司資訊透明透較高，因此將有較多的外部融資和較廣的資本市場。由於中國目前正處於在過渡性經濟體(transition economy)的國家，McMillan (1997)指出這類

型的國家政府的力量往往能夠支配資本市場的發展，儘管中國政府不斷進行經濟改革以降低扭曲市場資源的使用程度，但市場失靈(market failures)仍然顯著的影響的公司的行為。¹⁵此外，這些過渡性經濟的國家仍然缺乏較好的法律環境(McMillan and Woodruff 1999; Johnson, McMillan and Woodruff 2002)。除了國家整體環境外，中國各省份間市場組織環境，亦存在著顯著的差異(Fan et al. 2011)，這些差異包括了資本市場發展及法律環境，且深深影響了中國資本市場(Wang et al. 2008)。另外，Aharony et al. (2000)指出未受保護的產業（地方政府控制），若位於較低的市場監督與較差的法律環境下，公司較會進行投機性的盈餘操縱。因此，本研究將探討在股權分置改革後，中國各省份組織環境對於公司盈餘資訊內涵是否不同程度的邊際效果。故本研究第四個要探討的問題為：

假說4：中國上市公司完成股權分置改革後，公司所屬省份之組織環境較好（差）其盈餘資訊內涵，正向增加的邊際效果較大（小）。

肆、研究方法

一、資料來源與選樣過程

本研究樣本選取自中國在深圳及上海交易所發行 A 股的上市公司。上市公司股權分置改革及研究所需的財務資料和公司最終控制股東的資料係取自國泰安(CSMAR)有限公司所提供「中國上市公司股東研究數據庫」，該數據庫收集了上市公司實際控制股東名稱（例如，財政部、省資產管理局）、控制股東持有上市公司股份性質（例如，國有股）及控制股東持有上市公司控制權(voting right)和所有權(cash right)比例等，因此該數據庫提供的資料可以讓本研究辨別中國上市公司最終控制股東的性質（國有企業或一般法人公司，或中央政府控制的公司或地方政府控制的公司）。

關於中國各省份組織環境資料，係來自中國國家經濟研究組織(National Economic Research Institute: China Reform Foundation)支持的經費，由 Fan et al. (2011)主持編制中國 30 個省份或地區的市場化相對進程指標資料(index of marketization of China's provinces)及其次指標資料構建而成。他們根據大量的統計和調查資料，採用主因素分析法，編制出中國各地區 1999 年至 2009 年市場化相對進程指標。此一指標涉及五個次指標，分別是政府與市場的關係、非國有經濟的發展、產品市場的發展程度、要素市場的發展程度以及市場仲

¹⁵ 中國逐漸從計畫經濟往市場經濟發展(Wang et al. 2008)，由於中國政府壟斷了大部份國家的資源(Qian 1995)，因此像 SOE 公司通常可以受到主管部門的特殊對待，例如國營銀行會支持其資金來源(Brandt and Li 2003)，或降低資本市場籌集資本的門檻(Chen and Yuan 2004)。然而國營銀行融資給 SOE 公司並非基於公司財務報表內的獲利能力或財務結構狀況，有時候是因為政策、稅務或聘僱失業勞工等問題(Brandt and Li 2003)。

介發展和法律制度環境。其中，第五個次指標與本文所要研究的組織環境有關，代表了各地區的法律環境指標(legal environment index)。過去也有一些研究援引該法律環境分數的來衡量中國各省份的組織環境水準(Wang et al. 2008; Fan, Wong and Zhang 2013; Li et al. 2006)。因此，我們將 Fan et al. (2011) 提供的各年及各地區法律環境得分，作為本文中個別樣本公司所處地區各年的組織環境指標。

由於國泰安(CSMAR)有限公司所提供的「中國上市公司股東研究數據庫」，僅自 2003 年收集控制股東變數，故其研究年度為 2003 年至 2009 年之間。如表 1 Panel A 所示，本文初步自 CSMAR 取得 2003 至 2009 年 1,895 家 A 股上市公司之資料，共計 13,223 個樣本。¹⁶本研究首先排除在研究期間下市公司樣本共計 3,773 個；其次再扣除尚未完成股權分置改革的樣本計 1,138 個；接著扣除公司控制股東資料缺漏的樣本計 495 個；其次再扣除控制變數資料缺漏之樣本 205 個；此外，因為金融和保險等產業大部份均屬於國家所控制，同時財務報導或經營環境受到相關法令限制，與一般上市公司不同，故排除在樣本的選取範圍之內，計 93 個樣本，最後合計研究樣本為 7,519 個。

本研究之產業分布狀況如表 1 Panel B 所示，研究之產業分配以上市/深圳交易所行業分類指數作為標準，由 Panel B 可知研究樣本中，機電產業（約 16%）、化學塑膠產業業（約 10%）、金屬製品產業（約 9%）、批發和零售貿易（約 7%）、房仲產業（約 6.5%）及信息技術業（約 6%），以上六大產業佔總樣本 50% 以上。Panel C 則為樣本分佈，從 2003 至 2009 年樣本分佈平均。然而避免產業分佈比種及樣本年度分配導致研究結果偏誤，本研究於後續實證分析時對產業/年度效果加以控制。

表 1 樣本篩選過程與樣本產業/年度分配

Panel A：樣本篩選過程			
2003 至 2009 年上市 A 股公司樣本			13,223
減：下市公司的樣本			(3,773)
尚未完成股改的樣本			(1,138)
控制股東資料缺漏之樣本			(495)
其它控制變數缺漏之樣本			(205)
排除金融、保險業			(93)
			<u>7,519</u>
Panel B：樣本產業分配			
產業別	產業代號	樣本數	佔全體樣本百分比
衣、林、牧、漁業	A	165	2.19%
採礦業	B	141	1.88%
食品業	C0	337	4.48%

¹⁶ 自 CSMAR 資料庫下載的財務資料，亦包括已下市公司的財務報表資料。

表 1 樣本篩選過程與樣本產業/年度分配 (續)

Panel B：樣本產業分配								
產業別	產業代號	樣本數	佔全體樣本百分比					
紡織業	C1	330	4.39%					
木材家具業	C2	15	0.20%					
印刷造紙業	C3	121	1.61%					
化學塑膠業	C4	776	10.32%					
電子業	C5	258	3.43%					
金屬製品業	C6	668	8.88%					
機電業	C7	1,173	15.60%					
製藥業	C8	528	7.02%					
其他製造業	C9	46	0.61%					
水電燃氣業	D	355	4.72%					
土木工程	E	149	1.98%					
交通運輸業及倉儲業	F	336	4.39%					
信息技術業	G	429	5.71%					
批發和零售貿易	H	499	6.67%					
房仲業	J	484	6.44%					
社會服務業	K	233	3.1%					
傳播與文化產業	L	48	0.64%					
其他綜合產業	M	434	5.77%					
合計		<u>7,519</u>	<u>100%</u>					

Panel C：樣本年度分佈								
年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合計
樣本數	1,007	1,032	1,050	1,055	1,095	1,127	1,153	7,519

二、實證模型

許多研究以 ERC 來衡量盈餘是否具有盈餘資訊內涵(Fan and Wong 2002) 或作為盈餘品質替代變數(Warfield et al. 1995; Francis et al. 2005; Wang 2006; Firth et al. 2007), 較大的盈餘資訊內涵隱含著有較高的盈餘品質。故本研究將援引 Fan and Wong (2002)的方法架構, 使用 ERC 實證模型檢測中國上市公司股權分置改革對會計盈餘資訊內涵之影響,¹⁷我們將使用(1a)~(1d)模式檢測假說 1 到假說 4:

¹⁷ 然而, Beaver, McNally and Stinson (1997)認為盈餘與股價可能都受到其它資訊所影響, 若直接進行迴歸估計 ERC, 因為資料為非定態資料, 可能會產生虛假相關的問題(Spurious Problem), 造成估計錯誤的情況發生。Brown and Han (2000)則指出若將盈餘經過差分變動(difference)後即可成為穩定數列, 此時將可增加對股價的預測能力。因此, 本文為緩和採用 ERC 來衡量盈餘資訊內涵, 可能導致的虛假相關問題, 在感敏度分析一節中, 則採用採兩期差異檢定方式確保資料為穩定, 來降低此一疑慮。

$$\begin{aligned}
CAR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 EARN_{i,t} + \beta_2 EARN_{i,t} * FCR_{i,t} + \beta_3 EARN_{i,t} * LOSS_{i,t} \\
& + \beta_4 EARN_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_5 EARN_{i,t} * MB_{i,t} + \beta_6 EARN_{i,t} * LEV_{i,t} \\
& + \beta_7 EARN_{i,t} * IFRS_{i,t} + \sum \beta_j YEAR_j + \beta \sum IND_k + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (1a)$$

$$\begin{aligned}
CAR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 EARN_{i,t} + \beta_2 EARN_{i,t} * LPCOWN_{i,t} + \beta_3 EARN_{i,t} * SOEOWN_{i,t} \\
& + \beta_4 EARN_{i,t} * FCR_{i,t} * LPCOWN_{i,t} + \beta_5 EARN_{i,t} * FCR_{i,t} * SOEOWN_{i,t} \\
& + \beta_6 EARN_{i,t} * LOSS_{i,t} + \beta_7 EARN_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_8 EARN_{i,t} * MB_{i,t} \\
& + \beta_9 EARN_{i,t} * LEV_{i,t} + \beta_{10} EARN_{i,t} * IFRS_{i,t} + \sum \beta_j YEAR_j + \beta \sum IND_k + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (1b)$$

$$\begin{aligned}
CAR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 EARN_{i,t} + \beta_2 EARN_{i,t} * CGSOEOWN_{i,t} + \beta_3 EARN_{i,t} * LGSOEOWN_{i,t} \\
& + \beta_4 EARN_{i,t} * FCR_{i,t} * CGSOEOWN_{i,t} + \beta_5 EARN_{i,t} * FCR_{i,t} * LGSOEOWN_{i,t} \\
& + \beta_6 EARN_{i,t} * LOSS_{i,t} + \beta_7 EARN_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_8 EARN_{i,t} * MB_{i,t} \\
& + \beta_9 EARN_{i,t} * LEV_{i,t} + \beta_{10} EARN_{i,t} * IFRS_{i,t} + \sum \beta_j YEAR_j + \beta \sum IND_k + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (1c)$$

$$\begin{aligned}
CAR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 EARN_{i,t} + \beta_2 EARN_{i,t} * INDEX_{i,t} + \beta_3 EARN_{i,t} * FCR_{i,t} * INDEX_{i,t} \\
& + \beta_4 EARN_{i,t} * LOSS_{i,t} + \beta_5 EARN_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_6 EARN_{i,t} * MB_{i,t} \\
& + \beta_7 EARN_{i,t} * LEV_{i,t} + \beta_8 EARN_{i,t} * IFRS_{i,t} + \sum \beta_j YEAR_j + \beta \sum IND_k + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (1d)$$

(一) 應變數：累積異常報酬(CAR)

本研究累積異常報酬率(cumulative abnormal returns, CAR)之計算援引 Fan and Wong (2002)的方法，異常報酬率(abnormal returns, AR)係以市場指數調整報酬(net-of-market returns)衡量，即該年度公司實際月報酬率減市場大盤的月報酬率加以計算。本研究 CAR 的計算是先取得 i 公司第 t 年度每月異常報酬(AR)，並以累積 12 個月的方式計算。CAR 計算期間為上一年度($t-1$)盈餘宣告月份至當年度(t)盈餘宣告月份止。¹⁸

(二) 檢測變數

EARN：係指 i 公司第 t 年的淨利，除期初 ($t-1$ 年底) 權益市值；*FCR*：係中國股權結構改革的虛擬變數，以公司股權分置改革日期為基準，股權分置改革日期以後期間則設為 1，當公司樣本期間屬於股權分置改革日期以前則設為 0；*INDEX*：本研究將援引 Fan et al. (2011)所建立的法律環境指標(legal environment index)，作為中國上市公司總部所處各省份法律環境指標的替代變數，當這項指標數值越大法律環境越好。

本文為了要反映股權分置改革對公司不同控制股東結構(公司治理結構)之影響。因此，我們以控制股東持股率作為變數，檢測股權分置改革對公司治理結構之影響，其相關控制股東變數定義如下：

¹⁸ 中國政府規定年度財務報表的公告日為次年 4 月 30 日前。

- LPCOWN* : 當公司控制股東屬於一般法人，則為該控制股東持股率，否則為 0。
- SOEOWN* : 當公司控制股東屬於國家，則為該控制股東持股率，否則為 0。
- CGSOEOWN* : 當公司係由中央政府直接控制，則為該控制股東持股率，否則為 0。
- LGSOEOWN* : 當公司係由地方政府直接控制，則為該控制股東持股率，否則為 0。

過去的研究均指出，若公司盈餘宣告具有資訊內涵，則模型(1a)~(1d)中 $\beta 1$ (盈餘反應係數, *ERC*) 預期為正。就假說 1 檢測而言，我們關心模式(1a)中 *FCR* 與 *EARN* 交乘項 ($\beta 2$ 係數) 與累積異常報酬應為正向關係，亦即股權分置改革可以改善中國上市公司的盈餘資訊內涵；就假說 2 檢測而言，本研究預期模式(1b)中 $\beta 4(EARN*FCR*LPCOWN)$ 與 $\beta 5(EARN*FCR*SOEOWN)$ 的係數應為正，且 $\beta 4$ 係數顯著大於 $\beta 5$ ，亦即權分置改革對於一般法人公司對於改善盈餘品質的效果大於國有企業；就假說 3 檢測而言，本研究預期模式(1c)中 $\beta 4(EARN*FCR*CGSOEOWN)$ 與 $\beta 5(EARN*FCR*LGSOEOWN)$ 的係數應為正，且 $\beta 4$ 係數顯著大於 $\beta 5$ ，亦即權分置改革對於由中央控制的國有企業(*CGSOEOWN*)改善盈餘品質的效果，大於由地方政府控制的國有企業(*LGSOEOWN*)；最後，就假說 4 檢測而言，我們預期模式(1d)中 $\beta 3$ 應為正，即公司總部所處法律環境相對較好時，權分置改革對於盈餘資訊內涵提升的效果相對較大。

(三) 控制變數

根據先前的研究我們選取了一些影響公司盈餘反應係數(*ERC*)的控制變數。Hayn (1995)指出若公司報導負盈餘，則其 *ERC* 相對較小。她認為股東擁有公司最終清算的權利，故公司的負盈餘僅是暫時性的效果(*transitory in nature*)。故我們納入了虧損的虛擬變數(*LOSS*)，當公司報導盈餘為負時令為 1，否則為 0，本研究預期 $EARN*LOSS$ 的係數為負。此外，規模較大的公司有較豐富的資訊環境與較多的分析師跟隨，同時受到較多投資人的關注，故有較高的 *ERC* (Atiase 1985)。因此本研究亦包括公司規模(*SIZE*)的控制變數，我們以公司期初總權益市值取自然對數衡量，本研究預期 $EARN*SIZE$ 的係數為正。另外，本研究亦納入成長機會變數(*MB*)，我們以市價對帳面值比(*market to book ratio*)衡量公司的成長機會。Ghosh, Gu and Jain (2005)認為公司的成長機會可以增加永久性盈餘(*permanent earnings*)，故成長機會較大的公司，其 *ERC* 相對較大，本研究預期 $EARN*MB$ 的係數為正。過去的研究顯示，較高負債比的公司較可能操縱盈餘來避免違反債務契約(Dichev and Skinner

2002)，另外較高槓桿的公司其系統性風險相對較高，將導致預期的淨現金流量相對較低，故 *ERC* 相對較小(Martikainen 1997)。我們以長期負債除以總資產衡量公司負債比率，本研究預期 *EARN*LEV* 的係數為負。另外，本研究包括了實施國際會計準則的虛擬變數(*IFRS*)，中國政府在 2007 年 1 月 1 日起要求上市公司報表編制採用國際會計準則，為了控制國際準則的實施對盈餘品質的影響，故我們令樣本屬於 2007 年(含)以後的設為 1，否則為 0。本研究認為在導入國際會計準則後，能改善上市公司盈餘資訊品質，故 *EARN*IFRS* 的係數應預期為正。最後，本研究也包括了年度(*YEAR*)與產業(*IND*)的固定效果，其中產業的分類是按照 TEJ 產業代碼來區分。

伍、實證結果

本節根據研究設計說明相關實證結果與分析。第一部分為敘述性統計與相關性分析，說明各變數的基本特性並了解彼此間關係。第二部分為變數相關係數分析，說明變數間彼此有無共線性問題。第三部分為迴歸模型實證結果分析。第四部分為進一步分析。

一、敘述性統計

表 2 為各變數之敘述性統計量。從表中可以得知公司累積異常報酬(*CAR*)和盈餘市值比(*EARN*)平均數分別為-2.5% 和 2.3%，此一數值比 Fan and Wong (2002)針對東亞七國的上市公司的統計值低 (*CAR*=-1.12%與 *EARN*=7.27%)。從上述數據可初步了解中國上市公司其盈餘資訊內涵相對較低，而造成的因素之一可能是來自於公司股權結構與法律環境(Chen et al. 2006)。本研究資料分析(未列表)，上市公司最終控制股東是屬於一般法人約有 33.8%，而身份屬於國家政府約為 63.6%，從研究資料可知公司控制在自然人僅佔 2.6%，且中國政府控制上市公司數超過一半以上，相對於歐美國家而言，政府可干預資本市場的力量相對大的，而此一特殊的股票市場現象，也可以提供我們進行本研究的假說檢測。此外，我們進一步細分國有企業(*SOE*)為中央控制(*CGSOE*)與地方控制(*LGSOE*)，其平均數分別為 11.4%與 52.2%。從統計值可知，中央政府所控制的公司(*CGSOE*)大部份是屬於受保護的產業(例如，石油化學、能源及原物料產業)，其上市公司家數相對較少；而掌控制各省縣等地方政府控制的公司(*LGSOE*)則大部份是未受保護的產業，其上市公司家數相對較多。

從 Panel A 中顯示公司總部所處各省法律環境指標(*INDEX*)平均值為 6.5 分，而中位數僅為 5.7 分，指出較多的上市公司其總部所處省份法律環境相對較差。

表 2 變數敘述統計量與控制股東所有權比率年度分配

Panel A：敘述統計量								
變數	平均數	標準差	第一分位數	中位數	第三分位數			
<i>CAR</i>	-0.025	0.458	-0.392	-0.093	0.128			
<i>EARN</i>	0.023	0.103	0.008	0.026	0.057			
<i>FCR</i>	0.445	0.497	0.000	0.000	1.800			
<i>LPCOWN</i>	0.063	0.012	0.000	0.000	0.080			
<i>SOEOWN</i>	0.217	0.229	0.000	0.183	0.398			
<i>CGSOEOWN</i>	0.040	0.132	0.000	0.000	0.000			
<i>LGSOEOWN</i>	0.177	0.222	0.000	0.000	0.344			
<i>INDEX</i>	6.544	2.493	4.620	5.720	9.560			
<i>LOSS</i>	0.141	0.348	0.000	0.000	0.000			
<i>SIZE</i>	14.647	1.080	13.869	14.495	15.287			
<i>MB</i>	2.675	3.591	0.929	1.687	3.239			
<i>LEV</i>	0.115	0.28	0.010	0.258	0.660			
<i>IFRS</i>	0.440	0.496	0.000	0.000	1.000			

Panel B：控制股東所有權%年度分配								
年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均
一般法人(<i>LPC</i>)%	15.21	17.17	18.05	18.22	19.02	20.31	21.73	18.53
國有企業(<i>SOE</i>)%	39.82	37.94	36.15	34.21	32.51	30.17	28.04	34.12

註：

1. 變數說明：

CAR：*i* 公司第 *t* 年度累積異常報酬(abnormal returns)，並以市場指數調整。股價；*EARN*：係指 *i* 公司第 *t* 年的淨利，除期初 (*t*-1 年底) 權益市值；*FCR*：當公司樣本屬於股權分置改革日期以後則設為 1，否則設為 0；*LPCOWN*：若公司控制股東屬於一般法人，則為該控制股東持股率，否則為 0；*SOEOWN*：若公司控制股東屬於國家，則為該控制股東持股率，否則為 0；*CGSOEOWN*：若公司由中央政府直接控制，則為該控制股東持股率，否則為 0。*LGSOEOWN*：若公司由地方政府直接控制，則為該控制股東持股率，否則為 0；*INDEX*：中國各省份法律環境指標替代變數，本研究將援引 Fan et al. (2011) 所建立的法律環境指標(legal environment index)；*LOSS*：當公司報導盈餘為負時令為 1，否則為 0；*SIZE*：公司期初總權益市值取自然對數；*MB*：市價對帳面值比；*LEV*：長期負債除以總資產衡量公司負債比率；*IFRS*：樣本屬於 2007 年(含)以後的設為 1，否則為 0。

2. ***：表示 $p < 0.01$ ，**：表示 $p < 0.05$ ，*：表示 $p < 0.1$ 。

平均公司報導的負盈餘僅 14.1%，相對於美國上市公司在 1990s 約有 35% 上市公司報導負盈餘(Klein and Marquardt 2006)，原因可能來自於法律規定中國上市公司連續三年虧損要暫停股票交易，故管理當局有強烈誘因避免連續負盈餘報導，防止公司遭受主管當局下市。公司規模(*SIZE*)平均數(中位數)為 14.647(14.495)，顯示樣本公司取對數前的平均資產(中位數)為 539 仟萬人民幣(198 仟萬人民幣)。此外，中國上市公司股價淨值比(*MB*)平均為 2.7 倍，而負債比率(*LEV*)平均為 11.5%，最後大約有 44% 的樣本分佈在實施國際會計準則(*IFRS*)後。

表 2 Panel B 則為控制股東所有權比率年度分配情況，LPC 公司控制股東平均持股率為 18.53%，至於國有企業(SOE)公司控制股東平均持股比例為 34.12%。若我們各年度分配的趨勢來看，一般法人公司控制股東持股率從 2003 年 15.21% 增加至 2009 年 21.73%，而國有企業控制股東所有權從高達 39.82%，降至 28.04%。從 Panel B 結果顯示出，中國推行股權分置改革對於國有企業所有權逐步減低持股確實產生了一些效果。

二、相關係數分析

變數間若存有共線性，將會導致迴歸結果產生偏誤。故本研究以 Pearson 和 Spearman 相關係數分析來檢視各變數間是否存在共線性問題。表 3 為累積異常報酬(CAR)與各變數之相關係數表，從表中可知 EARN 與 CAR 呈正向相關且達到顯著結果($p < 0.001$)，表示盈餘反應係數(ERC)模型適合檢測中國上市公司盈餘資訊內涵。EARN 與股權分置改革(FCR)、一般法人公司持股(LPCOWN)呈顯著正相關，而與國有企業持股(SOEOWN)呈顯著負相關，可初步了解股改之後(post FCR)上市公司盈餘顯著提升，同時也指出一般法人公司(LPCOWN)經營的績效呈現正向，而國有企業(SOEOWN)經營成果呈現負向。此外，法律環境(INDEX)較好，則盈餘相對較佳。FCR 對於受地方政府控制之國有企業持股(LGSOEOWN)呈負向且顯著的相關($p < 0.001$)，而對於受中央政府控制之國有企業持股(CGSOEOWN)並無相關($p = 0.260$)，此一結果可初步了解，地方政府控制的 SOE 公司在股權分置改革後，逐步出售國有股份讓其股份私有化的現象；然而，受中央控制的國有企業(CGSOE)由於是屬於重要產業涉及國防或重大基礎工業，故仍然由中央政府掌控。另外，CAR 與 IFRS 呈正向且顯著關係($p < 0.001$)，亦即實施國際會計準則後，投資人的反應相對正面。最後，控制變數間的係數相關性均未大於 0.4，初步推論變數間共線性的問題不大，然本研究後續迴歸分析將提供變異數膨脹係數(variance inflation factor, VIF)進一步檢測是否有共線性之情況。

三、迴歸結果分析

本研究將以四個模型，分別探討中國股權分置改革(FCR)對於上市公司會計盈餘資訊內涵的影響，同時檢測一般法人公司持股率(LPCOWN)盈餘資訊內涵相較於國有企業持股率(SOEOWN)是否有較大的邊際效果、中央(地方)政府控制之公司在股改之後，對於盈餘資訊品質的影響是否有差異，最後，也探討公司其所屬省份之法律環境指標(INDEX)與公司盈餘資訊內涵之關係。

表 4 Model 1 為檢測股權分置改革後，對中國整體上市公司盈餘資訊內涵的影響。EARN 係數(β_1)顯著為正($p < 0.001$)，該結果符合過去 ERC 的文獻結論，代表著中國上市公司盈餘具有資訊內涵，而此結果也支持本研究使用 ERC 模型的穩健性。接著，Model 1 進一步指出股權分置改革(FCR)與 EARN

表 3 各主要變數之相關係數表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1)CAR		0.449	0.227	0.029	-0.009	0.019	-0.016	-0.078	-0.158	0.106	0.443	0.029	0.238
(2)EARN	0.303	(0.000)	0.090	0.024	-0.079	0.026	-0.056	0.067	-0.603	0.415	-0.009	0.148	0.053
(3)FCR	0.187	0.106	(0.000)	0.040	0.026	0.015	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.399)	(0.000)	(0.000)
(4)LPCOWN	(0.000)	(0.000)	0.055	0.002	(0.014)	(0.026)	(0.009)	(0.245)	(0.061)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(5)SOEOWN	0.020	0.055	0.021	0.663	0.215	0.000	(0.000)	0.027	0.049	-0.188	0.020	-0.097	0.049
(6)CGSOEOWN	(0.013)	(0.000)	(0.011)	(0.000)	(0.000)	0.298	0.814	(0.011)	(0.000)	(0.000)	(0.067)	(0.000)	(0.000)
(7)LGSOEOWN	-0.014	-0.069	-0.041	-0.488	0.298	(0.000)	(0.000)	-0.023	-0.074	0.246	-0.037	0.105	-0.031
(8)INDEX	(0.092)	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.034)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.047)
(9)LOSS	0.011	0.041	0.010	-0.157	0.340	(0.000)	-0.289	0.119	-0.008	0.106	0.049	-0.017	0.028
(10)SIZE	(0.282)	(0.010)	(0.260)	(0.000)	(0.000)	-0.243	(0.000)	(0.000)	(0.468)	(0.000)	(0.000)	(0.106)	(0.008)
(11)MB	-0.021	-0.047	-0.047	-0.410	0.829	(0.000)	(0.000)	-0.106	-0.066	0.182	-0.053	0.118	-0.033
(12)LEV	(0.049)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.002)
(13)IFRS	0.116	0.061	0.281	0.039	-0.042	0.149	-0.097	0.114	-0.041	0.116	0.037	-0.084	0.001
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.018)	(0.000)	(0.011)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.007)	(0.000)	(0.939)
	-0.151	-0.669	-0.029	0.079	-0.077	-0.058	-0.069	-0.040		-0.204	0.024	-0.048	-0.012
	(0.000)	(0.000)	(0.025)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.025)	(0.000)	(0.259)
	0.083	0.324	0.204	-0.130	0.268	0.157	0.183	0.114	-0.205		0.063	0.424	0.169
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.000)	(0.000)
	0.323	-0.026	0.267	-0.047	0.098	0.020	-0.067	0.017	0.078	-0.112		-0.059	0.508
	(0.000)	(0.018)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.062)	(0.000)	(0.121)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.000)
	-0.025	-0.074	0.071	-0.047	0.098	0.010	0.095	-0.058	-0.018	0.373	-0.041		0.027
	(0.019)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.359)	(0.000)	(0.000)	(0.096)	(0.000)	(0.000)		(0.000)
	0.199	0.085	0.901	0.031	-0.046	0.015	-0.053	0.016	-0.012	0.173	0.334	0.054	
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.349)	(0.001)	(0.217)	(0.000)	(0.139)	(0.259)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

註：左下角為 Pearson 相關係數，右上角為 Spearman 相關係數，變數說明詳表 2。

交乘項呈顯著正向關係($p < 0.10$)，亦即股權分置改革確實有助於提升中國整體上市公司盈餘資訊內涵。由於股權分置改革後中國的會計系統與法規從政府策略導向轉為市場導向，而資本市場體制的改革，將有助於投資人對於上市公司會計盈餘的品質的關注，故實證結果支持假說一。

表 4 Model 2 的結果可檢測股權分置改革後，對於一般法人公司持股(LPCOWN)與國有企業持股(SOEOWN)盈餘資訊內涵的邊際效果(margin effect)。實證結果顯示，公司在實施股權分置改革前一般法人公司(LPC)宣告之會計盈餘具有資訊內涵，其 $EARN * LPCOWN$ 係數 0.426 為正向關係但不顯著，而控制股東為國有企業的盈餘反應係數($EARN * SOEOWN$)為 -0.339 為負向顯著($p < 0.10$)。亦即在股權分置改革前，國有企業因為股票無法流通，其股票的價值無法透過市場價格來評估，因此管理階層比較不會關心資本市場對於該公司盈餘資訊的反應。另一個理由是市場投資人在評估 SOE 公司價值時，可能透過其它資訊而非財務報表，¹⁹因此投資人較不會要求 SOE 公司提供較高品質的會計資訊。接著，在 Model 2 中，結果可以發現在股權分置改革後，不論是一般法人公司與國有公司的股票取得全面流通的資格後，會計盈餘資訊品質均獲得改善，在股改後 LPC 公司和 SOE 公司($EARN * FCR * SOEOWN$)的盈餘資訊內涵係數，分別為 1.049 與 0.763 且均達到顯著水準($p < 0.001$)。此外，LPC 公司的係數亦顯著大於 SOE 公司($EARN * FCR * LPCOWN > EARN * FCR * SOEOWN$, $F=5.58$, $p < 0.001$)。從以上結果可知，股權分置改革將提高公司股票流通性與價值性，進而影響管理當局重視會計盈餘的品質。²⁰此外，SOE 公司的股票出售仍需由各中央或地方政府同意，而 LPC 公司在限售期失效後，即可以自由出售股票，因此從研究結果可以得知股權分置改革的措施相對於 SOE 公司而言，LPC 公司提升盈餘資訊內涵的影響更大。綜上所述，實證結果支持本研究假說二。²¹

¹⁹ Krueger (1974)主張競租企業可以透過政治連結關係達到如特許權，享受所取得的經濟租，因為政府擁有權力決定市場規則，企業可藉此關係來營造人為的稀少性，為自己圖謀利益，此即為所謂的競租(rent-seeking)現象。此一競租的現象在法律制度相對薄弱的中國更為嚴重，例如在中國，銀行貸款的額度大多保留給國有企業，再不然就是受制於官方的繁文縟節(red tape)，使得企業在資金取得方面受到阻礙(McMillan and Woodruff 1999; Guriev 2004)。在這種環境之下，企業培養的政治人脈在此時便能夠展現出它的價值，可協助所屬企業克服上述於市場上所遇到的困難。故當對政治有影響力的人擔任公司董事的消息發布時，往往會對市場投資人帶來額外的資訊。

²⁰ 透過股權分置改革將可以讓國有企業股票取得流通的管道，提高公司股票流通性與價值性，進而影響會計盈餘品質的理由有三，首先中國政府於 2008 年頒佈「抓大放小」政策，亦即非屬於能源、交通或國防等相關管制產業的公司，將鼓勵這些非管制產業的公司逐步出售國有企業股票至市場或轉讓部份股票給予機構投資人，以改善公司治理結構。其次，儘管部份國有企業並未即刻進行股票出售的計畫，然國有企業股東對於其持股的股票價值具有未來成長性，因此有較高的誘因重視會計盈餘的品質。最後，公司股東財富極大化是管理階層的責任，過去中國政府在考核官派經理人的經營績效時，大部份是根據公司業務收入與淨資產的價值來評估其獎酬。然而在股改之後，政府將可以根據市場價值來評估管理階層的經營績效，故國有企業官派委任的經理人將有較大誘因提供較具資訊內涵的財務報表。

²¹ 另外本文為瞭解股權分置改革後，若公司控制股東結構(公司治理結構)亦有改變，對於盈餘品質可能之影響。因此，我們統計後發現有 32 家公司，計 218 個樣本，在 2005 年實施股改政策後

表 4 Model 3 本研究進一步將 SOE 公司分成, 受中央政府控制之國有企業與受地方政府控制之國有企業, 同時檢測對盈餘資訊內涵的影響。實證結果指出, LGSOE 公司盈餘反應係數為-0.189, 且達到顯著水準($p < 0.05$), 即 LGSOE 公司在股權分置改革前較不注重盈餘資訊品質, 另外, CGSOE 公司其盈餘反應係數為 0.098, 然未達到顯著水準。初步可知 CGSOE 公司受到政府相對較嚴格的監督與保護, 故其盈餘品質相對於 LGSOE 較好。該結果也可能是因為 LGSOE 公司受地政府影響程度相對較大, 然各省縣政府的官派管理階層, 有可能為了自利動機從事掠奪公司利益而侵害股東的交易, 故較可能提供較差的盈餘資訊給為外界投資人, 來掩飾他們的意圖與行為。然而在股權分置改革後, 中國政府將可以根據市場價值來評估經理人的經營績效, 因此不論是委派在 CGSOE 公司或 LGSOE 公司的管理階層將相對重視報表品質對公司價值之影響。CGSOE 公司在股改後之盈餘資訊內涵係數為 2.622, 且達到正向顯著($p < 0.01$), 同時, LGSOE 公司在股改後之盈餘資訊內涵係數為 1.889, 亦達到正向顯著($p < 0.01$)。兩者間係數檢定亦達到顯著差異 ($EARN*FCR*CGSOEOWN > EARN*FCR*LGSOEOWN$, $F=8.12$, $p < 0.01$), 故 CGSOE 公司相對於 LGSOE 公司, 在股權分置改革後對盈餘資訊內涵的提升邊際效果較大。綜上所述, 本研究結果支持假說三。

表 4 Model 4 為檢測中國上市公司總部所屬省份, 其法律環境(*INDEX*)對於盈餘品質的影響, 同時進一步了解, 股權分置改革後是否有額外邊際的效果。實證結果指出, 法律環境指標(*INDEX*)與 *EARN* 交乘項之係數為 0.028, 且達到顯著($p < 0.10$), 表示整體而言, 公司所屬省份之法律組織環境(*INDEX*)的好壞對於盈餘資訊內涵有影響。該結果也證實了先前的研究, 指出法律環境會影響到資本市場的發展, 他們的研究結果指出法律環境保護較佳的國家, 其公司資訊透明度相對較高, 也受到投資人的較高評價和較多分析師的跟隨(La Porta et al. 1998)。另一方面, 公司在實施股權分置改革後, 其盈餘反應係數($EARN*FCR*INDEX$)為 0.113, 呈正向顯著($p < 0.001$), 表示股權分置改革後, 上市公司總部設立在所屬法律組織環境較好省份, 將更能改善資訊環境, 促使公司公布較佳的盈餘品質。該結果也符合了 Aharony et al. (2000)的主張, 他們認為公司若位於較低的市場監督與較差的法律環境下, 較會進行投機性的交易。故實證結果符合本研究假說四。本研究的實證結果, 可建議中國政府應積極改善法律環境, 如此一來管理階層較能受到有效監督, 促使公司提供較佳的盈餘資訊。

就控制變數而言, 從表中實證結果指出 *LOSS* 與 *CAR* 呈負向關係, 證實先前研究結果認為對投資人來說, 負盈餘(*LOSS*)僅是暫時性的效果(transitory in

從 SOE 公司改為 LPC 公司。於是建構了一個變數 *SOELPC*, 若屬於 2005 年實施股改後改變控制股東型態 (亦即從 SOE 公司改為 LPC 公司) 令為 1, 否則為 0。其結果顯示 (未列表), $EARN*SOELPC*FCR$ 達到顯著結果($p < 0.1$), 亦即在實施股改後, 若從 SOE 公司改變為 LPC 公司, 會額外正向增加公司盈餘的資訊內涵。

nature)，故其盈餘反應係數(ERC)相對較小。此外，本研究發現公司規模(SIZE)較大，擁有較豐富的資訊且受到較多投資人的關注，故有較高的ERC。最後，中國政府在2007年1月1日起要求上市公司報表編制採用國際會計準則(IFRS)，而過去的文獻大多支持IFRS可以提高財務資訊的透明度。本研究的實證結果指出在導入IFRS之後，可以提升公司的盈餘資訊內涵，此一結果的發現與Landsman, Maydew and Thornock (2012)研究相同。本研究以變異數膨脹係數(variance inflation factor, VIF)值做檢測，檢視變數間是否存有共線性問題，而各變數VIF值之結果介於1.9至8.2之間，因此變數間共線性問題並不大。

四、進一步分析

(一) 排除海外上市的公司

由於部份中國上市公司到香港(H股)、美國紐約(NYSE股)或至新加坡(SGX股)上市，過去的研究指出至海外發行股票可以獲得較多機構投資人、分析師注意和監督(Chung, Firth and Kim 2002)，並能夠降低資訊不對稱之問題(Wu and Kwok 2002)，且在海外上市的國家其法律訴訟的相對成本較高，因此這些公司的所發佈的報表品質相對較好(Doidge, Karolyi and Stulz 2004; Fernandes and Ferreira 2008)。為避免研究結果的偏誤，故本文將中國上市公司至海外上市的樣本排除，其中至香港上市發行H股有170個樣本，至美國紐約上市發行N股有34個樣本，至新加坡上市發行S股的有7個樣本，合計共扣除211樣本，最後我們納入7,330個樣本重新執行假說一至假說四的檢測。

表5為排除在海外上市公司的樣本實證結果，在Model 1中FCR與EARN交乘項呈顯著正向($p < 0.01$)。此一結果與表4相同。在Model 2的實證結果，仍然持續發現在股權分置改革後，不論是LPC與SOE的股票取得全面流通的資格後，會計盈餘資訊品質均獲得改善。在股改後LPC公司和SOE公司($EARN * FCR * LPCOWN$ 與 $EARN * FCR * SOEOWN$)的盈餘資訊內涵係數，分別為1.094與0.418且均達到顯著水準($p < 0.001$)。此外，LPC公司的係數亦顯著大於SOE公司($F = 5.32, p < 0.001$)。故假說二的實證結果仍然獲得穩固的支持。

表5 Model 3中，在排除海外上市的樣本後，本研究發現中國上市公司在股權分置改革後，不論是CGSOE公司或LGSOE公司的盈餘反應係數分別為1.404與0.597，且達到正向顯著($p < 0.05$)，兩係數檢定亦達到顯著差異($F = 8.51, p < 0.01$)。研究結果亦與表4相同。最後，在Model 4中我們亦持續發現公司在實施股權分置改革後，其盈餘反應係數($EARN * FCR * INDEX$)為0.108，呈正向顯著($p < 0.001$)，表示股權分置改革後，上市公司設立在法律制度較完善的省份，將更能改善資訊環境。此一結果也亦與表4實證結果相符合。

表 4 股權分置改革與盈餘資訊內涵之迴歸分析結果

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
CONSTANT	-0.158	-15.80***	-0.129	-13.16***	-0.158	-15.82***	-0.158	-15.78***
EARN	1.431	12.23***	1.602	10.56***	1.452	11.85***	1.565	10.33***
EARN*FCR	0.833	1.82*						
EARN*LPCOWN			0.810	0.89				
EARN*SOEOWN			-1.021	-3.89***				
EARN*FCR*LPCOWN			1.049	3.15***				
EARN*FCR*SOEOWN			0.763	2.13**				
EARN*CGSOEOWN					0.092	1.50**		
EARN*LGSOEOWN					-0.189	-2.38***		
EARN*FCR*CGSOEOWN					2.622	3.73***		
EARN*FCR*LGSOEOWN					1.889	2.16***		
EARN*INDEX							0.028	1.85*
EARN*FCR*INDEX							0.113	6.38***
EARN*LOSS	-3.029	25.04***	-3.064	24.86***	-3.405	33.19***	-3.041	25.15***
EARN*SIZE	0.161	4.57***	0.182	4.86***	0.150	6.23***	0.156	4.43***
EARN*MB	0.011	1.58	0.013	1.74*	0.012	1.65*	0.011	1.88*
EARN*LEV	0.468	1.28	0.422	0.60	0.496	0.72	0.543	1.49
EARN*IFRS	0.420	2.88***	0.887	8.06***	0.867	5.79***	0.467	3.69***
EARN*FCR*LPCOWN > EARN*FCR*SOEOWN				F=5.58***				
EARN*FCR*CGSOEOWN > EARN*FCR*LGSOEOWN						F=8.12***		
IND & YEAR DUMMIES	略	略	略	略	略	略	略	略
樣本數	7,519		7,519		7,519		7,519	
F 值	340.79		246.22		239.65		298.51	
Adjusted R ²	0.216		0.204		0.217		0.217	

註：變數定義詳附表 2；本文使用 White (1980) 測試異質性，如違反同質性者，標準誤與 t 值業已加以調整；***：表示 $p < 0.01$ ，**：表示 $p < 0.05$ ，*：表示 $p < 0.1$ (雙尾檢定)。

(二) 控制其它制度因素

由於本文係根據上市公司的前後期盈餘資訊內涵之比較得出此結論，然而這可能是其它制度變革所造成自然發生結果，但與股權分置改革無關。然而使上市公司盈餘資訊內涵提升的許多制度面因素。例如，國務院於 2005 年轉發中國證監會「關於提高上市公司品質意見的通知」後，將可能使其資訊環境越來越好，上市公司盈餘資訊內涵普遍提升。故為控制盈餘資訊內涵提升係受股權分置改革，而非受其他制度改善之影響，我們採兩期差異檢定方式來排除其它制度面可能對實證結果的影響。

本研究將個別公司 *CAR* 與 *EARN* 在股權分置改革年度(t 年)前後兩年($t+1$ 年減 $t-1$ 年)進行相減，例如某公司在 2007 年完成股改，則將股改後 2008 年 *CAR* 與 *EARN* 的數值，減股改前 2006 年的數值。如此一來，我們將可以大致控制其它制度因素所造成盈餘品質的影響。表 6 結果為控制其它制度因素影響的實證結果，在 Model 1 中 *FCR* 與 *EARN* 交乘項呈顯著正向($p < 0.01$)。在 Model 2 的實證結果，在排除其它制度因素後，股權分置的改革確實可以提升 *LPC* 公司和 *SOE* 公司盈餘資訊內涵。故假說二的實證結果仍然獲得穩固的支持。在 Model 3 中不論是 $\Delta EARN * CGSOEOWN$ 或 $\Delta EARN * LGSOEOWN$ 的盈餘反應係數分別為 0.329 與 0.133，且達到正向顯著($p < 0.05$)，兩係數檢定亦達到顯著差異($F = 4.36, p < 0.01$)，假說三獲得支持。最後，在 Model 4 我們亦持續發現公司在實施股權分置改革後，其盈餘反應係數($\Delta EARN * INDEX$)為 0.086，呈正向顯著($p < 0.01$)，表示股權分置改革後，上市公司設立在法律制度較完善的省份，將更能改善資訊環境。持續之前發現，假說四亦獲得穩固的支持。

(三) 控制內生性：Difference in Difference 分析

最後，由於股權分置改革政策實施對於上市公司盈餘資訊內涵的效果，或許也會受到其他法規或環境變化的影響，因此本研究以 Difference-in-Difference 之方法，將樣本劃分為二：(1)已完全實施股權分置改革的公司，本文把該群樣本視為實驗組；(2)尚未實施股權分置改革的公司，則該群樣本為控制組。截至 2009 年止，尚未實施股改的上市公司僅 163 家，計 1,138 個樣本。因此本文找出與實驗組規模相近之控制組樣本進行配對，並扣除掉財務資料不足的樣本，控制組剩下 896 個樣本。最後，DID 分析總樣本數計 1,792 個樣本。

其中 *FCR* 為中國股權結構改革的虛擬變數，若屬於股權分置改革日期以後期間，則設為 1；若屬以前期間，則設為 0。*REV* 則為已完成股改的公司，則設為 1；若尚未完成股改的公司，則設為 0。如表 7 所示，從 Model 1 至 Model 4 可知，在控制經濟環境與時間因素下，已完成股改的公司，在該股權分置改革後，對於盈餘資訊的內涵確實在正向的影響。

表 6 股權分置改革與盈餘資訊內涵之迴歸分析結果：股改前後盈餘資訊內涵之差異

預期 符號	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
CONSTANT	-0.486	-19.23 ^{***}	-0.484	-19.14 ^{***}	-0.381	-12.20 ^{***}	-0.485	-19.16 ^{***}
Δ EARN	2.049	6.73 ^{***}	2.110	6.36 ^{***}	1.865	6.16 ^{***}	1.504	1.99 ^{**}
Δ EARN*LPCOWN			1.058	2.43 ^{**}				
Δ EARN*SOEOWN			2.000	3.88 ^{***}				
Δ EARN*CGSOEOWN					0.329	5.45 ^{***}		
Δ EARN*LGSOEOWN					0.133	2.36 ^{**}		
Δ EARN*INDEX							0.086	1.80 [*]
Δ EARN*LOSS	-1.063	-8.88 ^{***}	-1.254	7.22 ^{***}	-1.129	7.62 ^{***}	-1.117	6.20 ^{***}
Δ EARN*SIZE	3.117	6.12 ^{***}	3.147	6.13 ^{***}	2.741	5.40 ^{***}	3.116	6.12 ^{***}
Δ EARN*MB	0.120	1.79 [*]	0.117	1.73 [*]	0.068	1.03	0.125	1.85 [*]
Δ EARN*LEV	-2.449	-0.72	-2.449	-0.74	-1.794	-0.54	2.808	0.82
Δ EARN*IFRS	0.167	2.27 ^{**}	0.102	1.97 ^{**}	0.128	2.19 ^{**}	0.109	2.20 ^{**}
Δ EARN*LPCOWN > Δ EARN*SOEOWN				F=6.17 ^{***}				
Δ EARN*CGSOEOWN > Δ EARN*LGSOEOWN						F=4.36 ^{***}		
IND & YEAR DUMMIES	略	略	略	略	略	略	略	略
樣本數								1,099
F 值								26.71
Adjusted R ²								0.100

註：變數定義詳附表 2 本文使用 White (1980) 測試異質性，如違反同質性者，標準誤與 t 值業已加以調整；***：表示 p<0.01，**：表示 p<0.05，*：表示 p<0.1（雙尾檢定）。

表 7 股權分置改革與盈餘資訊內涵之迴歸分析結果: Difference-in-Difference 分析

	預期 符號	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
CONSTANT	?	-0.174	-7.60***	-0.176	-7.67***	-0.176	-7.67***	-0.175	-7.67***
EARN	+	6.854	5.79***	7.336	5.96***	6.966	5.92***	7.013	7.900***
EARN*FCR	+	0.881	2.12**	0.796	1.80*	0.840	2.08**	0.892	2.05**
EARN*REV	+	0.591	1.86*	0.490	1.33	0.566	1.50	0.601	1.93*
EARN*FCR*REV	+	1.095	3.70***	2.028	3.02***	1.084	2.90***	1.067	2.55***
EARN*LPCOWN	?			-0.171	-1.40				
EARN*SOEOWN	-			-0.190	-1.90*				
EARN*FCR*REV*LPCOWN	+			0.576	3.89***				
EARN*FCR*REV*SOEOWN	+			0.328	2.65***				
EARN*CGSOEOWN	?					-0.128	-0.87		
EARN*LGSOEOWN	-					-0.311	-1.81*		
EARN*FCR*REV*CGSOEOWN	+					0.639	2.57***		
EARN*FCR*REV*LGSOEOWN	+					0.455	2.03**		
EARN*INDEX	+							0.138	1.68*
EARN*FCR*REV*INDEX	+							0.207	3.55***
EARN*LOSS	-	-8.823	-14.93***	-8.981	-15.14***	-9.002	-15.19***	-8.934	-15.13***
EARN*SIZE	+	0.630	3.41***	0.675	3.62***	0.655	3.53***	0.615	3.36***
EARN*MB	+	0.050	1.88*	0.059	1.73*	0.058	1.70*	0.057	1.70*
EARN*LEV	-	-1.736	-1.90*	-1.504	-1.78*	-1.460	-1.75*	-1.530	-1.90*
EARN*IFRS	+	0.405	2.65***	0.421	3.02***	0.440	3.43***	0.465	3.60***

表 7 股權分置改革與盈餘資訊內涵之迴歸分析結果: Difference-in-Difference 分析 (續)

預期 符號	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
$EARN*FCR*REV*LPCOWN > EARN*FCR*REV*SOEOWN$				$F=6.13^{***}$				
$EARN*FCR*REV*CGSOEOWN > EARN*FCR*REV*LGSOEOWN$						$F=7.42^{***}$		
$IND \& YEAR DUMMIES$	略		略		略		略	
樣本數	1,792		1,792		1,792		1,792	
F 值	60.12		54.40		54.31		57.64	
Adjusted R^2	0.389		0.367		0.379		0.380	

註: REV: 當公司已完成股改, 則設為 1; 若尚未完成股改的公司, 則設為 0; 其餘變數定義詳附表 2 本文使用群集標準誤 (clustered standard errors) 的方法來調整標準誤與 t 值 (Anglist and Pischke 2008; Petersen 2009); ***: 表示 $p < 0.01$, **: 表示 $p < 0.05$, *: 表示 $p < 0.1$ (雙尾檢定)。

陸、研究結論

中國證券監督管理委員會於 2005 年 9 月 4 日發布了「上市公司股權分置改革管理辦法」，將非流通股股票予以全部流通，中國政府期望能透過此項改革解決對市場產生負面影響之缺陷。而中國股權分置改革是否能夠提升盈餘資訊內涵，為本文研究動機。

本研究實證結果發現，中國股權分置改革後，將可以提升上市公司的盈餘資訊內涵，表示中國政府在 2005 年進行股權分置的改革，將未流通的股票予以全部流通，可以改善資本市場的資訊透明度。然而，對於國有企業而言，中國股權分置改革制度無法有效改善國有企業的盈餘資訊品質，亦即國有企業所委託經營的管理者仍可能會隱藏對公司進行自利的行為，而發佈較差的盈餘資訊內涵，或因為國有股股票流通受到政府的限制，因此較沒有動機提供較高品質的盈餘資訊給外部投資人。而一般法人股東，在取得股份流通的權利後，將可以透過股份的轉讓來吸引機構投資人或外部董事，進而改善公司治理結構。因此，他們將有較高的動機提供較具資訊內涵的盈餘給外部投資人。此外一般法人股東其股票出售價格將可以透過市場交易移轉，不再是透過協定出售的方式，因此股票價格是由市場而非以每股淨資產來決定，故提供較高品質的盈餘資訊，將對於一般法人公司股東的財富極大化有正向的幫助。故本研究假說得以獲得支持。

再者，控制股東為中央政府的國有企業大部分屬於受保護的能源產業，故受到中央的監督較為嚴格，而地方政府所控制的國有企業，較容易濫用自身特權、侵佔當地資源，進行剝奪而罔顧股東權益，因此中央政府所控制的公司的盈餘資訊品質，亦優於地方政府控制的國有企業，本研究結果亦獲得支持。最後中國腹地廣大，各省份在法律制度環境存在顯著的差異性。在股權分置改革後，公司總部設立在所屬省份法律環境較好者，其盈餘資訊內涵相對較佳。因此，中國目前應積極改善法律環境較差的省份。如此一來，公司的管理階層較能受到較大的制約，進而有效提升盈餘資訊內涵。

綜合言之，中國政府透過股權分置改革，上市公司尚須加強公司治理，健全公司內部體質，設置完善的組織法律環境才可以治標且治本。近年來中國過渡性膨脹與擴張，可謂亞洲經濟體的主軸，伴隨著許多革新與進步，大家有目共睹，但推行的改革制度，仍未臻理想。所以中國政府仍須建立良好有效的改革措施。本研究結果建議中國政府當局在進行股權分置改革後，也仍應推動國有企業私有化及制定完善的法律環境，以健全中國的資本市場。

參考文獻

- 人民網，2005，第一解讀：股市進入後股權分置時代。網址：<http://finance.people.com.cn/BIG5/1045/3502286.html>。(People. Cn. 2005. First report: Post-shareholder structure reform. Available at: <http://finance.people.com.cn/BIG5/1045/3502286.html>.)
- 丁美方、王鵬與朱權森，2006，股權分置改革公司經營業績對其對價支付水平影響的實證分析，交通財會，第229期：53-55。(Ding, M. F., P. Wang, and C. S. Jhu. 2006. Analysis of consideration scheme in shareholder structure reform. *Finance and Accounting for Communications* 229: 53-55.)
- 王文杰，2011，股權分置下的中國上市公司治理——以控制股東為核心的檢視，政大法學評論，第122期（8月）：201-296。(Wang, W. C. 2011. Corporate governance of China listed companies under share splitting: An examination of controlling shareholders. *Chengchi Law Review* 122 (August): 201-296.)
- 北京師範大學中國企業家犯罪預防研究中心，2012，2012 中國企業家犯罪媒體案例分析報告。網址：<http://wenku.baidu.com/view/61f9d409b52acfc789ebc94d.html>。(Research Center on Chinese Enterprises' Crime Prevention of Beijing Normal University. 2012. 2012 report: The analysis of Chinese entrepreneurs fraud case. Available at: <http://wenku.baidu.com/view/61f9d409b52acfc789ebc94d.html>.)
- 中國財富網，2012，中國公司在2012世界500強最新排名。網址：http://www.fortunechina.com/fortune500/c/2012-07/09/content_106575.htm。(Fortune in China. 2012. Chinese business in world's top 500 companies: 2012 survey. Available at: http://www.fortunechina.com/fortune500/c/2012-07/09/content_106575.htm.)
- 李增泉、孫錚與王志傳，2004，掏空與所有權安排：來自中國上市大股東資金佔用的經驗證據，會計研究，第12期（12月）：3-13。(Lee, Z. C., J. Sun, and J. J. Wang. 2004. Tunneling and ownership structure of a firm: Evidence from controlling shareholder's embezzlement of listed company's funds in China. *Accounting Research* 12 (December): 3-13.)
- 和訊新聞網，2013，「黃金大盜」宋文代。網址：<http://m.hexun.com.tw/news/2013-03-01/151614924.html>。(Hexun News. 2013. "The bandit" Song Wen-Dai. Available at: <http://m.hexun.com.tw/news/2013-03-01/151614924.html>.)
- 陳彩稚、李書行與蔡璧徽，2006，會計準則、資訊不對稱對中國大陸證券市場盈餘宣告之市場反應的影響，會計評論，第43期（7月）：1-25。(Chen, T.

- J., S. H. Li, and B. H. Tsai. 2006. Effects of accounting principles and information asymmetry on the earnings response in the Chinese stock exchanges. *Journal of Accounting Review* 43 (July): 1-25.)
- 商都網，2012，2012財富世界500強：54家國企上榜。網址：http://news.shangdu.com/201/20121025/11_5720100.shtml。(Shangduwang. 2012. World's top 500 companies: 54-satae-owend enterprise on the list. Available at: http://news.shangdu.com/201/20121025/11_5720100.shtml.)
- 惲碧琰，2010，股權分置改革對上市公司治理的影響，統計與決策，第12期（6月）：186-188。(Yun, B. Y. 2011. China's equity division reform and its impact on corporate governance. *Statistics and Decision* 12 (June): 186-188.)
- 靳慶魯與原紅旗，2008，公司治理與股權分置改革對價的確定，經濟學（季刊），第8卷第1期（10月）：249-270。(Jin, Q., and H. Yuan. 2008. Corporate governance and compensation ratio. *China Economic Quarterly* 8 (1): 249-270.)
- 劉峰與賀建剛，2004，股權結構與大股東利益實現方式的選擇：中國資本市場利益輸送的初步研究，中國會計評論，第1期：141-158。(Liu, F., and J. He. 2004. Ownership structure and substantial shareholders' choice in interest realizing methods: Tentative study on tunneling in Chinese capital market. *China Accounting Review* 1: 141-158.)
- 譚利與陳琪華，2009，股權分置改革下對股權結構與公司績效的實證研究，中國管理信息化，第12期：37-40。(Tan, L., and Q. H. Chen. 2009. An empirical research on equity structure and corporate performance under the shareholder structure reform. *China Management Informationization* 12: 37-40.)
- Aharony, J., C. W. J. Lee, and T. J. Wong. 2000. Financial packaging of IPO firms in China. *Journal of Accounting Research* 38 (Spring): 103-126.
- Ane, T., U. Loredana, and L. Chiraz. 2008. Time-varying conditional dependence in Chinese stock markets. *Applied Financial Economics* 18: 895-916.
- Angrist, J., and S. Pischke. 2008. *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*. New Jersey, NJ: Princeton University Press.
- Atiase, R. K. 1985. Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 23 (1): 21-36.
- Badrinath, S. G., G. D. Gay, and J. R. Kale. 1989. Patterns of institutional

- investment, prudence, and the managerial “Safety-Net” hypothesis. *Journal of Risk and Insurance* 56: 605-629.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6: 159-178.
- Beaver, W. H., M. L. McNally, and C. H. Stinson. 1997. The information content of earnings and prices: A simultaneous equation approach. *Journal of Accounting and Economics* 23: 53-81.
- Beltratti, A., and B. Bortolotti. 2007. The nontradable share reform in the Chinese stock market. Working paper, Bocconi University.
- Beyer, A., D. A. Cohen, T. Z. Lys, and B. R. Walther. 2010. The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting Economics* 50 (2-3): 296-343.
- Brandt, L., and H. Li. 2003. Bank discrimination in transition economies: Ideology, information or incentives? *Journal of Comparative Economics* 31 (3): 387-413.
- Brown, L. D., and J. C. Y. Han. 2000. Do stock prices fully reflect the implications of current earnings for future earnings for AR1 firms? *Journal of Accounting Research* 38 (1): 149-164.
- Bushee, B. J., and G. S. Miller. 2012. Investor relations, firm visibility, and investor following. *The Accounting Review* 87: 867-897.
- Cai, J., Y. M. Li, and L. Xia. 2007. What will privatization bring: The non-tradable share issue reform in China. Working paper, Shenzhen Stock Exchange.
- Chan, K., J. Wang, and K. C. J. Wei. 2004. Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance* 10: 409-430.
- Che, J., and Y. Qian. 1998. Institutional environment, community government, and corporate governance: Understanding China’s township-village enterprises. *The Journal of Law, Economics and Organization* 14 (1): 1-23.
- Chen, G. M., M. Firth, and J. Kim. 2004. IPO underpricing in China’s new stock markets?. *Journal of Multinational Financial Management* 14 (3): 283-302.
- Chen, G., M. Firth, and O. Rui. 2006. Have China’s enterprise reforms led to improved efficiency and profitability? *Emerging Markets Review* 7: 82-109.
- Chen, J. P. C., S. Chen, and X. Su. 2001. Is accounting information value-relevant

- in the emerging Chinese stock market? *Journal of International Accounting Auditing & Taxation* 10: 1-22.
- Chen, K. C. W., and H. Yuan. 2004. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues. *The Accounting Review* 79: 645-665.
- Chung, K. H., and H. Zhang. 2011. Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46: 247-273.
- Chung, R., M. Firth, and J. B. Kim. 2002. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8: 29-48.
- Dichev, I. D., and D. J. Skinner. 2002. Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research* 40: 1091-1123.
- Doidge, C., G. A. Karolyi, and R. M. Stulz. 2004. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? *Journal of Finance* 71: 205-238.
- Fan, G., X. L. Wang, and H. P. Zhu. 2011. *NERI Index of Marketization of China's Provinces 2011 Report*. Beijing, BJ: The Economic Science Press (in Chinese).
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33: 401-425.
- Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. 2013. Institutions and organizational structure: The case of state-owned corporate pyramids. *The Journal of Law, Economics, and Organization* 29 (6): 1217-1252.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1978. *Statement of Financial Accounting Concepts No.1, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*. Norwalk, CT: FASB.
- Feng, L., and W. Xu. 2007. Has the reform of nontradable shares raised prices? *Emerging Markets Finance and Trade* 43: 33-62.
- Fernandes, N., and M. A. Ferreira. 2008. Does international cross-listing improve the information environment. *Journal of Financial Economics* 88: 216-244.
- Firth, M., C. Lin, and H. Zou. 2010. Friend or foe? The role of state and mutual fund ownership in the split share structure reform in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45: 685-706.
- Firth, M., P. M. Y. Fung, and O. M. Rui. 2007. Ownership, two-tier board structure,

- and the informativeness of earnings – Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (4): 463-496.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent. 2005. Earnings and dividends informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics* 39: 329-360.
- Ghosh, A., Z. Gu, and P. Jain. 2005. Sustained earnings and revenue growth, earnings quality, and earnings response coefficients. *Review of Accounting Studies* 10: 33-57.
- Guriev, S. 2004. Red tape and corruption. *Journal of Development Economics* 73 (2): 489-504.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20: 125-153.
- Hou, W., J. M. Kuo, and E. Lee. 2012. The impact of state ownership on share price informativeness: The case of the split share structure reform in China. *The British Accounting Review* 44: 248-261.
- Hugon, A., and V. Muslu. 2010. Market demand for conservative analysts. *Journal of Accounting and Economics* 50: 42-57.
- International Accounting Standards Committee (IASC). 1994. *International Accounting Standards*. Basingstoke, Hants: Burgess Science Press.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 1: 105-160.
- Jiang, B. B., J. Laurenceson, and K. K. Tang. 2008. Share reform and the performance of China's listed companies. *China Economic Review* 19: 489-501.
- Jiang, Y., W. Li, and G. Hu. 2010. An empirical study on share splitting governance structure and firm performance. *Humanities and Social Sciences Journal of Hainan University* 28: 62-68.
- Jin, H., and Y. Qian. 1998. Public ownership of firms: Evidence from rural china. *Quarterly Journal of Economics* 113: 773-808.
- Johnson, S., J. McMillan, and C. Woodruff. 2002. Property rights and finance. Working Paper, NBER Program.

- Ke, B., and K. Petroni. 2004. How informed are actively trading institutional investors? Evidence from their trading behavior before a break in a string of consecutive earnings increases. *Journal of Accounting Research* 42: 895-927.
- Ke, B., and S. Ramalingegowda. 2005. Do institutional investors exploit the post-earnings announcement drift? *Journal of Accounting and Economics* 39: 25-53.
- Klein, A., and C. Marquardt. 2006. Fundamentals of accounting losses. *The Accounting Review* 81 (1): 179-206.
- Krueger, A. O. 1974. The political economy of the rent-seeking society. *The American Economic Review* 64 (6): 291-303.
- Kwan, C. H. 2005. Reforms of non-tradable shares opening the way for the privatization of major state-owned enterprises. Available at: <http://www.rieti.go.jp/en/china/05120701.html>.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106: 1113-1155.
- Landsman, W. R., E. L. Maydew, and J. R. Thornock. 2012. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Economics* 53: 34-54.
- Li, H., L. Meng, and J. Zhang. 2006. Why do entrepreneurs enter politics? *Economic Inquiry* 44: 559-578.
- Li, K., T. Wang, Y. L. Cheung, and P. Jiang. 2011. Privatization and risk sharing: Evidence from the split share structure reform in China. *Review of Financial Studies* 24: 2499-2525.
- Maffett, M. 2012. Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors. *Journal of Accounting and Economics* 54: 201-220.
- Martikainen, M. 1997. Accounting losses and earnings response coefficients: The impact of leverage and growth opportunities. *Journal of Business Finance and Accounting* 24: 277-291.
- McMillan, J. 1997. Markets in transition. In *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, edited by D. M. Kreps, and K. F. Wallis: 210-239. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

- McMillan, J., and C. Woodruff. 1999. The central role of entrepreneurs in transition economics. *Journal of Economic Perspectives* 16: 153-170.
- O'Connor, N. G., C. W. Chow, and A. Wu. 2004. The adoption of "Western" management accounting/controls in China's state-owned enterprises during economic transition. *Accounting, Organizations and Society* 29: 349-375.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies* 22: 435-480.
- Qian, Y. 1995. Reforming corporate governance and finance in China. In *Corporate Governance in Transition Economies: Insider Control and the Role of Banks*, edited by Masahiko Aoki and Hyung-Ki Kim: 215-252. Washington, DC: World Bank.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52: 737-783.
- Tsai, B. H. 2008. Rights issues in China as evidence for the existence of two types of agency problems. *Issues and Studies* 44: 43-70.
- Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44: 619-656.
- Wang, Q., T. J. Wong, and L. Xia. 2008. State ownership, institutional environment and auditor choice: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics* 46 (1): 112-134.
- Wang, X., L. C. Xu, and T. Zhu. 2004. State-owned enterprises going public: The case of China. *Economics of Transition* 12: 467-487.
- Warfield, T., J. Wild, and K. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20: 61-91.
- White, H. 1980. A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and direct test for heteroscedasticity. *Econometrica* 48: 817-838.
- Wu, C., and C. Kwok. 2002. Why do U.S. firms issue global equity offerings? *Financial Management* 31: 47-67.