

【企业管理】

# 子公司信息披露研究

——基于母子公司“双向治理”研究视角

徐向艺<sup>1,2</sup>, 方政<sup>1</sup>

(1. 山东大学管理学院, 山东 济南 250100;  
2. 山东大学公司治理研究中心, 山东 济南 250100)

**【摘要】** 在借鉴西方相关研究的同时,中国学者忽略了自身资本市场的特点,即实际控制人的存在可能导致上市公司信息披露缺乏自主性。虽然部分母子公司治理研究关注到了母公司对子公司的干预和控制,但是忽略了子公司的自主性以及母子公司间的互动性,导致现有研究陷入“母公司单向治理”的窠臼。旨在完善现有母子公司治理研究,本文分析了“母公司单向治理”视角的不足,并以沪深两市上市公司作为研究样本,验证了基于“双向治理”研究视角的子公司信息披露理论框架的合理性,证实了母公司对子公司信息披露控制的差异性,以及母公司与子公司在信息披露方面互动的存在性。研究结论说明,相较于第一类代理问题,第二类代理问题在中国资本市场上市公司中更为严重。鉴此,本文提出了法律法规、母公司和子公司三个层面的、旨在弱化第二类代理问题对子公司信息披露影响的相关政策建议。

**【关键词】** 子公司信息披露; 母公司控制; 子公司自主性; 双向治理

**【中图分类号】**F271.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1006-480X(2015)09-0114-15

## 一、问题提出

作为消除信息不对称的有效桥梁,信息披露机制既可以满足外部投资者的信息需求,还能够营造良好的外部环境、降低上市公司融资成本。但是,中国学者在借鉴西方相关研究的同时,忽略了自身资本市场的特点,其中最为突出的是实际控制人的存在而导致上市公司信息披露缺乏自主性。考虑到中国资本市场的特殊股权性质尤其是实际控制人的存在,信息披露研究如果继续沿袭西方学者的研究思路,而忽视实际控制人的作用,将不利于探索和发现中国自身可行的公司治理路径。因此,中国上市公司的信息披露是否区别于西方,即存在母子公司框架的特殊影响?这一问题的提出,体现了本文研究的必要性。

**【收稿日期】** 2015-07-17

**【基金项目】** 国家自然科学基金面上项目“上市公司高管激励契约配置与协同——基于多层次情境因素的研究”(批准号 71272120);国家自然科学基金青年项目“高管激励契约整合与中小上市公司成长:基于技术创新动态能力的中介效应”(批准号 71302089)。

**【作者简介】** 徐向艺(1956—),男,山东鄄城人,山东大学管理学院教授,博士生导师,山东大学公司治理研究中心主任;方政(1984—),男,山东烟台人,山东大学管理学院博士研究生。通讯作者:方政,电子邮箱:fzlh521@163.com。

为什么子公司需要接受母公司的干预或者控制?国外学者通过资源依赖理论和交易费用理论论证了母公司核心地位的合理性,而委托—代理理论则为母公司控制子公司提供了理论依据:母公司需要强化和完善控制,以避免代理问题导致的效率损失。尽管理论视角的日趋丰富引导学者们关注母公司的信息披露控制<sup>[1-4]</sup>,但是当前研究过于关注其结果,而忽视了过程的研究,尤其是母子公司间可能存在的互动关系,从而假定母公司的控制属于单向契约,子公司只能被动接受,导致了“母公司单向治理”视角的广泛应用。但是,近年来上市公司与外部投资者的控制权争夺从资本市场实践的角度对“母公司单向治理”视角研究提出了质疑,如国美电器黄光裕与贝恩资本、绿城集团宋卫平与融创投资等,其背后都是源于创始人或者创业团队与外部投资者的分歧,如果继续遵循母公司单向治理的研究思路,这些案例不可能出现在实际资本市场运作中。理论方面,尽管部分学者证实了母公司与子公司互动性的存在<sup>[5]</sup>,但是涵盖了子公司自主性和母子公司间互动性的研究视角依旧没有引起学界的关注。基于此,本文认为子公司信息披露可能是母子公司之间讨价还价的结果。基于以上不足,本文一方面引入涵盖了子公司自主性和母子公司互动性的“双向治理”视角,另一方面继续深入探讨子公司的信息披露问题,期望检验母子公司治理行为是否存在互动性,以强化现有研究视角的逻辑体系,为今后的研究提供有益的理论探索。

基于以上分析,本文选取信息披露机制作为研究对象,考察了子公司信息披露是否显著受到母公司控制的影响,即旨在保证母子公司整体收益,母公司可能控制或者干预子公司尤其是上市子公司的信息披露,但是,母公司对子公司信息披露的控制伴随着资本控制链的延伸存在差异性。另外,为了避免研究陷入“母公司单向治理”的窠臼,本文将母子公司之间的互动性纳入理论框架,基于母子公司“双向治理”研究视角<sup>[6]</sup>,试图探究母公司对子公司信息披露控制的过程,即在这一过程中,子公司是一个被动的接受者还是积极的制衡者?子公司信息披露是否存在母公司与子公司的博弈?本文选取在中国沪、深两市上市,同时隶属于其他法人的上市公司作为研究对象,以期对上述问题进行解答。

## 二、子公司信息披露研究的演进:母子公司“双向治理”研究视角

传统委托—代理理论关于委托人与代理人单向、固定契约的假定存在不足<sup>[7-9]</sup>,是否应该修正传统委托—代理理论以解释类似母子公司这种多层级代理问题<sup>[10]</sup>?本文以信息披露机制作为研究对象,提出以母公司与子公司互动为核心的“双向治理”研究视角;承认资源依赖理论与交易费用理论关于母公司核心地位论证的合理性,认可母公司对子公司信息披露施加干预和控制的必要性。然而,批判性接受委托—代理理论的基础性地位,即承认子公司可能存在第一类代理问题(母公司干预子公司信息披露的必要性),同时还对传统委托—代理理论提出挑战,即在母子公司运营过程中,母公司对子公司的控制往往不是单向的,而是其控制行为有时可能受到子公司的制衡或者约束<sup>[11,12]</sup>。也就是说,子公司并不完全是一个被动的接受者,同时也是一个积极的参与者。既然委托—代理理论并没有考虑到子公司的能动性,“双向治理”研究视角就需要引入相应的理论,以弥补传统委托—代理理论的不足,如“参照点契约理论”。如果将参照点契约理论纳入母子公司治理研究框架下的子公司信息披露,即承认母子公司双方存在互动性以及讨价还价的空间,则母公司对子公司信息披露的单向治理也就转变为以母子公司互动为核心的信息披露“双向治理”研究视角,即母公司与子公司存在关于子公司信息披露的讨价还价过程,具体体现在自愿性信息披露的时间和内容选择。因此,参照点契约理论是母子公司“双向治理”研究视角的重要理论基础。

通过引入参照点契约理论,母子公司治理的理论体系更加完善,既能够借助交易费用理论与资

源依赖理论解释母子公司的成因,也能够借助委托—代理理论和参照点契约理论更加完整地解读母子公司之间的“双向治理”。由于“双向治理”研究视角突破了传统委托—代理理论对母子公司治理研究的束缚,承认了子公司的能动性以及母子公司之间的互动性,那么,“双向治理”就不仅包括母公司对子公司信息披露施加控制的模式与手段,还将涵盖子公司的响应与制衡行为。在“双向治理”研究视角下,子公司信息披露相关的治理行为将包括被动响应行为和主动制衡行为。其中,被动响应行为符合现有的母公司单向治理视角,其主要涉及母子公司契约框架内所规定的子公司相关责任和义务,如收集与汇报经营信息、接受来自母公司派驻的董事或者高管、共享资源、提供建议等<sup>[10]</sup>。而主动制衡行为则源于母子公司双向治理视角,主要指子公司为了保护自身利益,尤其是其他股东利益,采取的制衡母公司控制行为的相关措施和手段,如优化股权结构、更加健全的董事会制度、引进外部审计师、构建社会资本网络等,以更好地制衡母公司对子公司信息披露的干预和控制。需要指出的是,子公司主动制衡行为既有制衡母公司主观意志的初衷,也可能导致子公司“内部人控制”问题的出现,但是并不能因噎废食,仅仅因为可能存在的“内部人控制”问题就否认子公司主动制衡行为的积极作用。

在“双向治理”研究视角下,母公司控制行为和子公司制衡行为构成了一个基于子公司信息披露的讨价还价双向路径,在这条双向路径上既有母公司基于整体效率的安排,也可能存在基于自身利益的过度控制行为;既有子公司服从母公司安排的被动响应行为,也可能存在保护自身利益的主动制衡行为。由于母公司控制行为与子公司制衡行为对于子公司信息披露的交互作用,母公司的过度控制行为将受到约束,虽然可能压缩了母公司的利润水平,但是能够提升母公司控制行为的合理性,更能够保证子公司运营的合理性和有效性。在母公司与子公司讨价还价的过程中,子公司信息披露可能产生的结果:强制信息披露的合理化操作和自愿信息披露内容与时间的选择。①强制信息披露方面,由于强制信息披露的法规日趋完善,上市公司信息披露自主性的空间较小,但是诸如盈余管理、税收筹划等财务手段还是为上市公司强制信息披露提供了一定余地,使其可以通过上述手段美化财务报表,在短期内获得良好的市场评价。为了实现自身利益优化,母公司和子公司都存在利用财务手段获取良好市场评价的动机,并且愿意通过讨价还价进行相关信息披露手段和方式的权衡取舍,达成有利于双方利益、符合法律法规规定的强制信息披露合理化操作。②自愿信息披露方面,其自愿性的性质决定了上市公司掌握了较大的自主性空间,这也构成了母公司与子公司讨价还价的主要部分,即双方不仅可以自主选择披露信息的内容,还可以预先安排自愿信息披露的披露时间,为获取合理的市场股价创造充分条件。在这一过程中,母公司可能基于自身以及母子公司整体利益选择自愿披露的部分信息不利于子公司的实际利益,或者子公司选择自愿披露的部分信息不利于母公司以及母子公司整体利益,这就需要母公司与子公司进行商讨,既存在母公司的干预和控制,也包括了子公司的响应与制衡,以达成双方都可以接受的自愿信息披露的内容和披露时间。因此,本文认为子公司信息披露中的自愿性信息披露是母公司与子公司讨价还价的主体。为了验证母子公司“双向治理”视角的合理性,本文实证分析将分为两步:首先验证母公司控制的存在性及其特点,随后分析母公司与子公司“双向治理”的存在性及其作用机理。

### 三、理论分析与假设提出

随着学术研究的深入,在优点得到充分肯定的同时,母子公司潜在的不足开始引起学者们的关注。委托—代理理论认为随着代理链条的增多,委托人监管力度的减弱容易导致代理人的机会主义行为,侵害委托人的利益。具体体现为随着集团公司金字塔层级的延伸,由内部人控制而引发的代



理问题愈发严重<sup>[13]</sup>,处于末端的子公司效率损失显著大于处于顶端的子公司<sup>[14]</sup>,所以应该强化母公司的控制。虽然母公司控制有利于提升整体控制效率,但是委托—代理理论隐含的一个假设应该受到重视,即子公司天然具有机会主义倾向,其理论来源是目前西方公司治理研究领域一个广为接受的观点:在股权高度分散的背景下,经理人具有侵占股东利益的机会主义倾向。

然而,这一观点是否依旧适用于中国资本市场是值得怀疑的。中国资本市场除了在法治、市场化水平等“硬实力”方面与发达资本市场相比存在短板外,其差异更体现在“软文化”层面,即“关系型”文化显著区别于英美发达资本市场的“市场型”文化。在“关系型”文化影响下,中国经理人在两个方面显著区别于西方经理人:①经理人选聘的“关系导向”,即股东选聘经理人的时候受到“关系导向”的影响,股东倾向于聘用“熟人”担任经理人,既能够降低事前的搜寻成本,又能够降低事后的代理成本,如国有上市公司董事、经理的派驻制度等;②经理人的自我激励与约束,即作为某个社会资本网络的节点,为了维系良好的关系结构,经理人存在自我激励与约束的动机,自发抑制机会主义倾向,以获取更多社会资本的支持,如国有上市公司的董事、经理,相较于薪酬激励,未来的声誉激励和晋升激励对他们更有诱惑力。所以,在中国资本市场情境下,经理人的机会主义倾向不仅受到母公司控制的影响,还受到“关系型”文化的约束。延伸到母子公司治理研究框架,随着资本控制链的延伸以及母公司控制强度的弱化,子公司在获取一定程度的自主性后,并不一定诱发机会主义倾向,而是受到“关系型”文化的约束,为了获取更高的声誉和更多的晋升路径,自发抑制机会主义动机,降低“内部人控制”的可能性。综上分析,在中国资本市场中,子公司获取自主性后可能出现两类治理结果:一是子公司高管更加了解本公司所处的市场、行业环境,能够利用自主性进行自主决策,寻求提升公司绩效的路径;二是母公司并不希望子公司获取更多的自主性而强化控制,可能导致子公司偏离最优的经营路径,不利于子公司绩效的提升。但是,由于母公司对子公司的控制方式伴随着控制链的延伸发生了变化,即由直接控制转变为间接控制,其控制强度不可避免地被弱化了,此时子公司能够获得一定程度的自主性,而子公司的经理人可能受到“关系型”文化的约束,自发抑制机会主义倾向,有助于子公司根据所处市场、行业环境进行高效率的决策和经营,最终提升治理效果和经营绩效。

部分学者关注到了企业集团或母子公司内部控制强度差异性的问题<sup>[15-17]</sup>,指出位于集团股权控制链底部的子公司比靠近股权控制链顶部的子公司拥有更好的市场表现,原因就在于母公司风险水平与股权控制链的延伸呈现负相关关系导致控制强度降低,此时子公司在一定程度上能够实现适度自主性,也就具备了实现自我激励的条件,即子公司能够自主决策。由于信息披露承担着上市公司内部与外部沟通的桥梁作用,其有效性关系到是否能够得到市场的正确评价,所以,子公司高管存在借助信息披露强化自身自主性的动机,即通过法律法规框架下的信息披露向外部市场释放影响市场评价的相关信息,既能够提升信息披露质量,还可以依靠外部监督的力量约束母公司的控制水平、提升自身的自主性水平,如自愿性信息披露。需要指出的是,这里所论及的子公司“自主性”并不是绝对意义上的完全自主,子公司的完全自主或者母公司的完全控制都是不存在的,而是基于母子公司整体利益以及制衡母公司或者实际控制人过度控制的“适度”自主性。如果子公司具有适度“自主性”,那么,信息披露过程中就能够基于母公司控制和子公司自身需要进行权衡与选择,进而有效提升信息披露质量。母公司为了保证管控效率,会对子公司进行必要的监管,以减少因为代理成本造成的效率损失。但是,母公司的控制方式受到资本控制链延伸的影响,由直接控制转变为间接控制,可能导致母公司控制效率的下降,一定程度上增加了子公司的自主性,为子公司基于自身利益进行披露提供空间。因此,本文一方面认为由于母公司基于控制权私利的控制强度会随着资

本控制链的延伸而存在差异,而子公司能够获得一定程度的自主性空间,基于自身利益进行相关信息披露,有利于子公司信息披露质量的提升,提出子公司“双向治理”假设 1a;另一方面考虑前文分析的传统委托—代理理论,其认为子公司具有侵占母公司利益的机会主义倾向,需要母公司施加控制以降低效率损失,本文辅以母公司“单向治理”假设 1b,以验证金字塔结构下子公司自主性的影响。

假设 1a(子公司“双向治理”):随着资本控制链的延伸,处于末端(远离母公司)的子公司信息披露质量相较于处于顶端(靠近母公司)的子公司信息披露质量更高;

假设 1b(母公司“单向治理”):随着资本控制链的延伸,处于末端(远离母公司)的子公司信息披露质量相较于处于顶端(靠近母公司)的子公司信息披露质量更低。

进一步分析,随着资本控制链的延伸,子公司信息披露质量的提升是否源于子公司自主性的提升?是否是母公司控制与子公司自主性博弈的结果?为了回答这一问题,需要深入探究母公司与子公司博弈过程的存在性,以及二者的影响机理,这就需要关注到母子公司的另一个不足:母公司与子公司的利益协调问题导致的有限责任和独立法人人格的冲突问题。由于各参与主体以出资额为限承担有限责任,母子公司能够在产权明晰的基础上分散参与主体的风险。但是,母公司在实践过程中容易忽视“权责对等”原则,即承担有限责任,只能享有有限权利。所以,在母子公司框架下,母公司虽然通过资本或者股权联结与子公司建立稳定的组织形式,承担相应风险,但产生了追逐控制权私利的动机,这在一定程度上弱化了子公司的独立法人人格,主要体现在现金流权与控制权分离程度的治理效应方面<sup>[18-20]</sup>。由于市场环境的复杂性与不确定性,集团公司各参与主体的利益诉求容易产生分歧,不仅体现在子公司或者关联公司之间,也体现在母公司与子公司之间,这就使得母公司面临集权还是分权的权衡取舍问题,母公司的过度集权容易侵害子公司的利益、扼杀子公司的创新动力;但是,母公司的过度分权又可能弱化控制效率、滋生代理问题。为了解决上述问题,本文提出母子公司“双向治理”研究视角,正视母公司集分权问题的两个方面:既存在资本控制链上代理人的机会主义行为,还可能存在母公司的道德风险问题。其中,后者往往被现有研究所忽视。基于此,本文认为应该将母公司和子公司的治理实践看成是双方讨价还价的过程,即不仅存在母公司“自上而下”的控制行为,也存在子公司“自下而上”的响应和制衡行为。

基于传统公司治理的观点,随着资本控制链的延伸,子公司能够获得一定程度的自主性空间,进而可能产生潜在的“内部人控制”问题,导致第一类代理问题的出现,从而得出与假设 1a 不同的结论。这一潜在的结论分歧,显示了引入母子公司“双向治理”研究视角的必要性,即承认母公司与子公司的博弈过程决定了最终的治理效果,在这一过程中,母公司的控制可能约束子公司的“内部人控制”问题,而子公司的制衡可能限制母公司的过度控制行为。因此,母公司与子公司的博弈行为如何影响子公司信息披露,是本文需要解决的另一个问题。进一步分析,考虑到信息披露机制在市场评价方面的重要作用,母公司存在强化控制的必要性,以期借助信息披露尤其是自愿性信息披露获得合理的市场定价或者预期的控制权收益。然而,根据母子公司“双向治理”研究视角,子公司其他股东或者利益相关者并不是母公司治理行为的被动接受者,即有可能基于私利产生“内部人控制”问题,导致代理成本的提高,也有可能积极采取措施制衡和约束母公司的不合理治理行为。所以,当母公司倾向于加强对子公司的控制时,一方面母公司的控制可以约束子公司管理层的“内部人控制”问题,另一方面子公司也会采取相应措施,如公司治理机制、外部监督等,对母公司的控制行为进行限制和约束。

综合以上分析,本文认为母公司的控制强度和子公司的制衡行为,显著调节子公司处于金字塔结构资本控制链的位置和母公司对子公司信息披露控制强度的关系,但是,由于二者作用的对立

性,其调节效应可能存在对立性差异。因此,本文提出:

假设2:母公司的控制强度和子公司的制衡行为在子公司处于金字塔结构资本控制链的位置与信息披露质量的关系中发挥调节作用,且调节方向相反。

上市公司所有权安排不仅涉及权力配置问题,而且本身也是一个包含了激励机制的效率问题。但是,中国上市公司治理很难回避的一个问题就是在转轨经济背景下,将政治从治理实务中严格分离是很困难的。考虑到中国大多数上市公司前身都是国有企业的客观事实,区别分析国有控股与民营控股上市公司信息披露自主性就显得十分必要。

由于国有控股上市公司产权属性的特殊性,其治理效率及绩效水平受到了部分学者的质疑,究其原因主要有三个:①国有产权本身存在模糊性,导致了代理成本的增加。国有产权实际上属于全体人民所有,而政府仅仅是国有产权所有者的代表,导致了委托链条的延伸,一定程度上导致了效率的损失<sup>[21]</sup>。同时,由于代理关系的多层次性以及复杂性,国有企业的代理成本不可避免地高于其他所有制形式的企业,原因在于代理层次不仅包括不同级别政府间的逐层委托,还涉及股东会、董事会与经理层的传统委托链条。②国家信用保障的存在,一定程度上弱化了国有控股公司的市场化水平,例如能够获得更多的长期贷款<sup>[22]</sup>甚至更优惠的利率<sup>[23]</sup>;③国有产权的特殊性,需要兼顾利益相关者的利益,即除了经济效益外,还要兼顾社会效益,可能导致经济效率的损失。综合以上原因分析,本文认为由于国有属性能够为国有控股公司提供隐形担保,使得国有控股公司的市场化水平较低,进而导致国有控股实际控制人以及所属子公司缺乏互动性。因此,本文提出:

假设3:实际控制人为民营股份的母子公司中,母公司控制强度和子公司制衡行为的调节作用显著强于实际控制人为国有股份的母子公司。

## 四、研究设计

### 1. 变量定义

表1是变量定义汇总。说明如下:

(1)被解释变量:信息披露质量(SPI)。本文选用股价信息含量这一指标作为信息披露质量的替代变量。信息披露质量通常包含了合规性、及时性、重要性、易读性等特征,但是目前学者们的度量方式更多的是侧重某一方面,而没有一个系统性的评价指标。本文认为股价信息含量能够解决这一问题,因为股价信息含量侧重于公司层面信息的权重,体现了市场对于上市公司信息披露的接受程度和评价水平,真正是从“需求方”的角度而不是从“供给方”的角度评价信息披露质量。股价信息含量是上市公司股价中关于未来盈余的预测有多少被资本化在了股票价格中<sup>[24,25]</sup>。由于具有消除宏观因素影响以及最大限度强化公司层面信息权重的特点,股价信息含量作为信息披露有效性的替代变量在近年来得到了越来越多学者的认同<sup>[25-28]</sup>。本文认为随着母公司控制强度的增强,子公司的信息披露会因为外部干预而偏离最优披露水平,进而降低了子公司股价的信息含量。股价信息含量的主要计量方法是借助股价波动非同步性指标,其优点在于将市场、行业收益率与公司收益率进行权重比较,进而确定股票价格中所包含的上市公司信息。计算方法如下:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varphi_i R_{n,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中, $R_{i,t}$ 表示*i*公司在*t*期的股票收益率, $R_{m,t}$ 、 $R_{n,t}$ 分别表示*t*期市场和行业收益率。

信息披露质量的替代变量取自回归方程样本可决系数 $R^2$ 。具体来说,系数 $R^2$ 越大,说明上市公司的股票收益率受到市场收益率和行业收益率的影响越大,那么,股票收益率中涵盖的公司层面信息越少,说明该公司信息披露质量越低。



为了研究以及结论解释的便利,进行转换如下: $SPI=1-R^2$ 。

(2)解释变量:子公司层级(Layer)。为了衡量子公司在母公司控制链中所处的位置,子公司层级作为子公司位置的替代变量已经得到了大部分学者的认可和采纳<sup>[29,30]</sup>。本文借鉴 Fan et al.的研究<sup>[30]</sup>,采用从实际控制人到子公司所在层级的最长链条数度量子公司层级。

(3)调节变量:本文采用两类代理成本作为母公司控制强度和子公司自主性的替代变量。原因在于中国资本市场下,上市公司的代理问题主要体现在两个方面,即子公司管理层对母公司利益的侵占和母公司实际控制人对子公司利益的分享或者侵占,这就对应于传统委托—代理理论中的第一类代理成本和第二类代理成本。第一类代理成本(Type1AgencyCost)采用管理费用率度量,用于表示子公司自主性,即第一类代理成本越大,子公司高管的自主性越强,进而保证了子公司的自主性;而第二类代理成本(Type2AgencyCost)采用其他应收款度量,用于表示母公司控制强度,即第二类代理成本越大,母公司对子公司的干预程度越高,进而导致母公司控制强度的提高。另外,为了检验结论的稳健性,还分别采用总资产周转率和支付其他与经营活动有关的现金流量作为两类代理成本的替代变量进行稳健性检验。

表 1 变量定义汇总

	变量名称	变量符号	测度方法
被解释变量	股价信息含量	<i>SPI</i>	股价波动非同步性指标
解释变量	子公司层级	<i>Layer</i>	实际控制人到子公司所在层级的最长链条数
调节变量	第一类代理成本	<i>Type1AgencyCost</i>	管理费用率
	第一类代理成本	<i>Type1AgencyCost2</i>	总资产周转率
	第二类代理成本	<i>Type2AgencyCost</i>	其他应收款
	第二类代理成本	<i>Type2AgencyCost2</i>	支付其他与经营活动有关的现金流量
控制变量	两职合一性	<i>Duality</i>	如果董事长与总经理两职分离,取 2;反之则取 1
	董事会规模	<i>B-Size</i>	董事会董事人数
	独立董事比例	<i>B-Ind</i>	董事会独立董事占比
	委员会数量	<i>Committee</i>	公司设置的专业委员会数量
	董事会次数	<i>B-Activity</i>	董事会每年召开会议次数
	股东大会出席比例	<i>Sh-Activism</i>	股东大会出席股东所持股份比例
	公司规模	<i>Size</i>	总资产对数
	成长性	<i>Growth</i>	主营业务增长率

资料来源:作者整理。

(4)控制变量:考虑到子公司的公司治理结构可能影响母子公司的博弈过程,为了避免由此可能产生的内生性问题,参照现有关于金字塔结构的相关研究<sup>[31]</sup>,本文研究思路选取多个可能影响子公司自主性和母公司干预水平的子公司治理结构变量作为控制变量,即两职合一性(*Duality*)、董事会规模(*B-Size*)、独立董事比例(*B-Ind*)、委员会数量(*Committee*)、董事会次数(*B-Activity*)、股东大会出席比例(*Sh-Activism*)等。原因在于这些涉及子公司治理结构的变量都能够在理论上提升子公司的独立性,例如两职合一性(*Duality*)能够提升子公司管理层的权力,董事会相关变量则能够提升母公司干预子公司日常经营和决策的成本,而股东大会出席比例(*Sh-Activism*)不仅能够体现子公司股东参与子公司日常经营和决策的积极性,而且可以作为制衡母公司或者实际控制人的有效途径。另外,公司规模(*Size*)、成长性(*Growth*)以及年份哑变量、行业哑变量也进行了控制,以方便实证

分析过程中的聚类效应检验。

### 2. 模型设计

为了检验“双向治理”视角下的子公司信息披露质量问题以及潜在的母子公司博弈,构建模型方程如下:

$$\text{模型 I: } SPI = \alpha_0 + \alpha_1 Layer + \alpha_2 \sum Control + \varepsilon$$

$$\text{模型 II: } SPI = \alpha_0 + \alpha_1 Layer + \alpha_2 Type1AgencyCost + \alpha_3 Layer \times Type1AgencyCost + \alpha_4 \sum Control + \varepsilon$$

$$\text{模型 III: } SPI = \alpha_0 + \alpha_1 Layer + \alpha_2 Type2AgencyCost + \alpha_3 Layer \times Type2AgencyCost + \alpha_4 \sum Control + \varepsilon$$

其中,模型 I 用于检验假设 1a 和 1b,Control 不仅包括表 1 所列表的控制变量,还包括了年份哑变量和行业哑变量;模型 II 和模型 III 则用于检验假设 2,即分别进行母公司控制强度和子公司自主性对子公司信息披露质量的调节效应检验。

### 3. 样本选择

为了验证相关假设,本文选取沪、深两市 2008—2012 年度 A 股公司作为研究对象,主要变量数据均源自国泰安 CSMAR 数据库,其中子公司层级变量没有直接披露,本文通过下载资本结构图,手动收集子公司所处层级的数据。另外,为了强化研究结果的稳健性,本文对数据进行了预处理,并剔除相关样本数据,剔除标准如下:金融类公司;2008—2012 年被 ST 和 PT 的公司;极端值公司等。最终,本文样本包括了 2042 家上市公司数据。

## 五、实证研究及结果分析

### 1. 描述性统计

表 2 整理了主要变量的描述性统计结果,样本公司股价信息含量均值与方差分别为 0.2094 与 0.2684,说明中国资本市场整体股价信息含量相对较低,股价信息受到市场和行业风险的影响较大,一定程度上证明了中国资本市场弱式有效的假说。子公司层级均值与方差分别为 3.4452 和 1.0616,这表明样本公司大多布局于资本控制链的第三层与第四层;同时,最小值为 2,最大值为 15,也表明中国上市公司资本控制链的复杂性。通过观察其他控制变量的方差,基本可以排除异常值对于实证结果的干扰。另外,独立董事自主性均值是 0.3669,而最小值为 0.0909(出现在 2008 年),即尽管相关公司治理准则及其法规要求独立董事占上市公司董事会的人数比例至少为 1/3,但是在治理实践中严重缺乏主动性,这也就导致了独立董事有效性的分歧。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>SPI</i>	7318	0.2094	0.2684	0.0001	1.0000
<i>Layer</i>	9146	3.4452	1.0616	2.0000	15.0000
<i>Type1AgencyCost</i>	9054	0.1592	1.5294	0.0021	87.4532
<i>Type2AgencyCost</i>	9254	18.6676	1.4941	9.6740	26.2047
<i>B-size</i>	9163	9.1180	1.9573	4.0000	20.0000
<i>B-ind</i>	9163	0.3669	0.0542	0.0909	0.8000
<i>Committee</i>	9128	3.9234	0.5692	0.0000	11.0000
<i>B-activity</i>	9144	2.8998	1.5075	1.0000	14.0000
<i>Sh-activism (%)</i>	9144	50.4408	1.8365	1.8133	100.0000
<i>Size</i>	9258	21.7963	1.5275	10.8421	30.4956

资料来源:作者根据 Stata 统计结果整理。



## 2. 母子公司金字塔结构与子公司信息披露质量分析

考虑到研究对象为金字塔结构下的子公司信息披露质量,本文采用固定效应模型进行实证检验。原因主要来自两个方面:①固定效应与随机效应的一个重要区别在于误差项是否存在与相关自变量不相关的情况,其中固定效应允许误差项与自变量任意相关。如前文分析,子公司信息披露质量的影响因素主要来自母子公司内部,即母公司及其实际控制人的干预或者子公司“自主性”的影响,同时受到外部影响相对较小,而模型也对可能影响上述关系的公司治理结构与公司特征变量加以控制,所以,固定效应模型更为适合检验本文假设。②本文借助 Hausman 检验对固定效应与随机效应模型进行了取舍,检验结果也证实了固定效应的有效性。

表 3 列示了对假设 1 和假设 2 的分析结果,采用固定效应模型进行检验,并对聚类效应进行控制。模型 I 中,子公司层级与其股价信息含量显著正相关,且显著性水平都在 1%,说明随着资本控制链的向下延伸,子公司股价信息含量逐渐提高。原因主要来自母子公司两个方面:母公司方面,随着控制链的延伸,母公司控制方式由直接控制变为间接控制,不可避免地导致管控效率下降,其对上市子公司信息披露的控制强度也就相应得到弱化;而子公司方面,随着母公司管控效率的降低,子公司则能够相对独立、客观地进行信息披露。因此,假设 1a 得到验证,假设 1b 没有得到验证。其他变量的结果也具有一定的理论意义:①独立董事比例与股价信息含量并不存在显著相关关系,说明独立董事制度在公司治理实践中并没有发挥有效的治理效应,这一结果为独立董事“橡皮图章”的论断提供了来自中国上市公司的证据;②公司规模变量与股价信息含量显著正相关,表明规模较大的公司能够受到外部投资者或者社会的监督,即外部治理环境能够提升子公司的股价信息含量。

模型 II 和模型 III 分别检验了母公司控制强度和子公司自主性的调节效应。结果显示调节变量交叉项  $Type1AgencyCost \times Layer$ 、 $Type2AgencyCost \times Layer$  分别与子公司股价信息含量显著相关,并且系数符号相反,证实了二者对立性的部分调节效应的存在,假设 2 得到了证实。进一步分析,子公司自主性调节变量  $Type1AgencyCost \times Layer$  与股价信息含量呈现显著负相关关系,并且显著性水平为 1%,负向调节子公司层级与股价信息含量的关系,即随着子公司自主性增强,接近控制链末端子公司的股价信息含量反而下降,原因在于子公司自主性增强的同时可能带来由第一类代理问题引发的负面效应。但是,如果将子公司自主性调节变量  $Type1AgencyCost \times Layer$  与子公司层级变量  $Layer$  的系数  $-0.0011$  与  $0.0436$  综合分析,二者加总后的综合调节效应还是显示子公司自主性的积极调节效应。母公司控制强度调节变量  $Type2AgencyCost \times Layer$  与股价信息含量变量  $SPI$  呈现显著正相关关系,显著性水平为 5%,即正向调节子公司层级与股价信息含量的关系,随着母公司控制强度的增强,控制链末端子公司的股价信息含量能够得到提升,相对于子公司自主性调节变量的原因,这一结果可能源于母公司的控制能够弱化第一类代理问题的影响。同理,如果将母公司控制强度调节变量  $Type2AgencyCost \times Layer$  与子公司层级变量  $Layer$  的系数  $0.0134$  与  $-0.2023$  综合分析,母公司控制强度的综合调节效应还是呈现消极效果。因此,母公司控制强度和子公司自主性的对立调节效应得到证实,即子公司的信息披露存在一个母公司与子公司博弈的过程。

表 4 提供了假设 1 和假设 2 的稳健性检验结果,分别采用总资产周转率和支付其他与经营活动有关的现金流量替代管理费用率和其他应收款进行检验,结果基本一致(总资产周转率与管理费用率的符号相反,因为总资产周转率越高,第一类代理成本越低),表明实证结果具有相当的稳健性。

## 3. 实际控制人股权性质的差异化分析

表 5 整理了假设 3 的实证检验结果,本部分采用固定效应模型进行检验,并对聚类效应进行了控制。民营样本组中的子公司自主性调节变量与子公司股价信息含量显著相关,且显著性水平为

表 3 金字塔结构与子公司信息披露质量分析结果

	SPI		
	模型 I	模型 II	模型 III
<i>Layer</i>	0.0433*** (4.54)	0.0436*** (4.74)	-0.2023* (-1.92)
<i>Type1AgencyCost</i>		0.0008*** (11.50)	
<i>Type2AgencyCost</i>			-0.0132 (-0.63)
<i>Type1AgencyCost×Layer</i>		-0.0011*** (-9.34)	
<i>Type2AgencyCost×Layer</i>			0.0134** (2.33)
<i>Duality</i>	-0.0404** (-2.00)	-0.0406** (-2.09)	-0.0381* (-1.89)
<i>B-size</i>	0.0016 (0.32)	0.0014 (0.08)	0.0012 (0.24)
<i>B-ind</i>	-0.0072 (-0.05)	-0.0314 (-0.24)	-0.0009 (0.00)
<i>Committee</i>	-0.0157 (-1.13)	-0.0124 (-0.78)	-0.0176 (-1.25)
<i>B-activity</i>	0.0001 (0.32)	0.0001 (0.13)	0.0001 (0.21)
<i>Sh-activism</i>	0.0001 (1.09)	0.0001 (1.09)	0.0001 (1.14)
<i>Growth</i>	-0.0003 (-1.39)	-0.0005 (-1.40)	-0.0007** (-2.23)
<i>Size</i>	0.1096*** (9.46)	0.1117*** (9.45)	0.0842*** (6.52)
<i>Constant</i>	-2.2592*** (-8.04)	-2.2833*** (-8.04)	-1.4284 (-2.97)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
N	6494	6396	6489
F	11.11***	19.83***	12.74***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0382	0.0387	0.0441

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%, 括号内数字为 t 值。考虑到调整 R<sup>2</sup> 数值偏低, 以及结合匿名审稿人意见, 望在后续研究中加入更多变量或者选取合理的工具变量, 以增强结论的稳健性。

资料来源: 作者根据 Stata 统计结果整理。

1%, 而国有样本组并没有调节变量存在显著的相关关系, 说明民营样本组的调节效应更为显著, 证实了假设 3。另外, 虽然各个变量显著性水平与假设 1、假设 2 的检验结果存在差异, 但是符号基本一致, 进一步证实了相关结果的稳健性。

表 4 金字塔结构与子公司信息披露质量分析结果(稳健性检验)

	SPI		
	模型 I	模型 II	模型 III
<i>Layer</i>	0.0432*** (4.54)	0.0341*** (2.84)	-0.0495 (-0.72)
<i>Type1AgencyCost2</i>		-0.0442*** (-11.02)	
<i>Type2AgencyCost2</i>			-0.0143 (-1.15)
<i>Type1AgencyCost2×Layer</i>		0.0141 (1.34)	
<i>Type2AgencyCost2×Layer</i>			0.0054 (1.53)
N	6494	6486	6407
F	11.1100***	9.17***	10.4400***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0382	0.0380	0.0389

注:篇幅所限,其他变量并没有在此列出。

资料来源:作者根据 Stata 统计结果整理。

## 六、研究结论与政策建议

### 1. 结论

为了验证母子公司“双向治理”视角下的上市公司信息披露理论框架的合理性,本文选取沪、深两市 2008—2012 年度 2042 家 A 股上市公司作为研究样本进行实证研究,证实了“双向治理”视角下,母子公司存在一个基于子公司信息披露的博弈过程。研究结论如下:①子公司处于母子公司资本控制链的位置显著影响其信息披露质量。具体说来,随着资本控制链的延伸,子公司的信息披露质量逐渐提高,一方面因为母公司在资本控制链末端的现金流权相对较低,其风险程度较控制链前端相对较低,另一方面其控制方式也由直接控制变为间接控制,所以其对于上市子公司信息披露的控制动机也就相应得到了弱化,而且随着自主性的增强,子公司能够相对独立、客观地进行信息披露。②母公司控制强度、子公司自主性在子公司处于金字塔结构资本控制链的位置与信息披露质量关系中发挥部分调节作用,并且二者存在对立性调节效应。这一结果证明了子公司信息披露存在着一个母公司与子公司博弈的过程,即母公司实际控制人与子公司管理层的“双向治理”过程,二者讨价还价能力的此消彼长显著影响了子公司信息披露质量水平。具体来说,母公司的控制可能约束子公司的“内部人控制”问题,而子公司的制衡可能限制母公司的过度控制行为。这一结论,在一定程度上说明,相较于第一类代理问题,第二类代理问题在中国资本市场上市公司中更为严重。③母公司控制强度、子公司自主性的调节效应在实际控制人为民营股份母子公司中显著强于实际控制人为国有股份的母子公司。结论证明,在中国的制度环境下,具有国有背景的上市公司市场化水平较低,其对于风险水平的敏感性较低;而民营背景的公司则相反,具有较高的市场化水平以及对于风险水平更为敏感。



表 5 实际控制人股权性质的差异化分析结果

	SPI					
	国有样本组			民营样本组		
	模型 I	模型 II	模型 III	模型 I	模型 II	模型 III
<i>Layer</i>	0.0539*** (4.08)	0.0538*** (4.05)	-0.1612 (-0.97)	0.0232 (1.59)	0.0258* (1.85)	-0.1676 (-1.24)
<i>Type1AgencyCost</i>		0.0088 (0.85)			0.0007*** (6.18)	
<i>Type2AgencyCost</i>			-0.0103 (-0.33)			-0.0072 (-0.23)
<i>Type1AgencyCost×Layer</i>		-0.0042 (-1.10)			-0.0008*** (-4.67)	
<i>Type2AgencyCost×Layer</i>			0.0112 (1.29)			0.0114 (1.44)
<i>Duality</i>	-0.0412** (-1.39)	-0.0393 (-1.31)	-0.0412** (-1.39)	-0.0207 (-0.72)	-0.0277 (-0.96)	-0.0202 (-0.71)
<i>B-size</i>	0.0024 (0.29)	0.0028 (0.32)	0.0027 (0.24)	0.0018 (0.17)	-0.0032 (-0.26)	0.0009 (0.03)
<i>B-ind</i>	-0.0012 (-0.00)	-0.0026 (-0.02)	-0.0028 (-0.02)	0.0452 (0.21)	-0.0021 (-0.01)	0.0267 (0.13)
<i>Committee</i>	-0.0031 (-0.15)	0.0069 (0.30)	-0.0037 (-0.18)	-0.0412** (-2.25)	-0.0422** (-2.25)	-0.0417** (-2.34)
<i>B-activity</i>	0.0004 (1.15)	0.0003 (1.02)	0.0003 (1.06)	-0.0004 (-0.92)	-0.0004 (-1.11)	-0.0004 (-0.97)
<i>Sh-activism</i>	0.0001 (0.10)	0.0001 (0.09)	0.0001 (0.14)	0.0012* (1.75)	0.0011* (1.81)	0.0012* (1.75)
<i>Growth</i>	-0.0008** (-2.39)	-0.0007** (-2.48)	-0.0007*** (-3.10)	0.0001 (0.29)	0.0001 (0.29)	0.0001 (0.31)
<i>Size</i>	0.1512*** (8.46)	0.1508*** (8.37)	0.1252*** (6.22)	0.0827*** (4.78)	0.0829*** (4.81)	0.0612*** (3.35)
<i>Constant</i>	-3.2842*** (-7.76)	-3.3287*** (-7.79)	-2.4984*** (-3.37)	-1.5124*** (-3.60)	-1.4476*** (-3.48)	-0.9117 (-1.41)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3908	3846	3903	2584	2549	2584
F	9.59***	13.00***	9.47***	3.31***	61.57***	3.81***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0521	0.0525	0.0560	0.0248	0.0262	0.0299

资料来源:作者根据 Stata 统计结果整理。

## 2. 政策建议

(1) 建立以“明确权责、双向披露、保障独立”为核心的母子公司治理法律法规体系,切实结合中国情境约束母公司的过度干预与控制、保护母子公司股东的合法权益。①借鉴举证责任倒置原则,进一步明确母公司与子公司的责任划分,推出“母子公司倒置举证”原则,旨在保护子公司利益不受

到来自母公司实际控制权的侵犯,原因在于子公司相较于母公司的弱势地位,制衡母公司的主观意志存在局限性。具体来说,即如果子公司认定母公司凭借控制权对自身决策或者经营施加了过度的干预和控制,子公司可以要求母公司通过举证来证明其对子公司施加的干预或者控制是合法的、适度的,并且从长期看是符合母子公司发展的。②提倡适用于母子公司间的“双向信息披露”,要求子公司对母公司进行汇报、披露等信息的同时,母公司应该将有关子公司利益关系的信息向子公司予以披露,以利于子公司更好地了解母公司的控制意图,实现母公司与子公司间一定程度的对等沟通。但是,母子公司间的“双向信息披露”并不是完全对称的“双向披露”,原因在于母公司处于核心地位,其承担的责任和风险相较于子公司更大,要求母公司与子公司完全对称的“双向披露”本身就存在破坏“权责明确”原则的可能。③出台旨在激励董事承担忠诚义务的相关法规,给予董事以及独立董事更大的独立决策空间,如子公司董事责任险的强制购买、明确禁止董事罢免权、建立交易所独立董事资源库等。

(2)母公司积极转变控制理念,由追求对于子公司的控制转变为寻求与子公司的协同。随着母子公司治理研究的深化,母公司应该转变原有的“单向治理”思维,正确认识其在子公司所承担的有限责任与子公司的独立法人人格,在充分享有和运用“有限权利”、适度控制与监督子公司的前提下,尊重子公司其他股东的权利与收益,并积极引导子公司其他股东参与共同治理,提升子公司决策的合理性。为了实现母公司的适度控制,具体路径可分为两个方面:①母公司选聘信任的董事、高管,并派驻到子公司,依托社会资本网络,为选聘的董事和高管提供声誉和未来晋升方面的激励和约束,在保证母公司利益的同时,促使子公司董事、高管自发抑制机会主义动机,降低因为“内部控制”问题导致的损失;②母公司积极引导子公司构建合理、完备的公司治理机制,尽管可能制衡和约束母公司的控制行为,但是更大的作用体现在帮助母公司监督和约束子公司董事、高管,实现决策的科学性、合规性,不仅能够保证母公司的投资收益,还能够实现母公司与子公司的“双赢”,达到母子公司整体利益最大化的目标。

(3)子公司围绕优化股权结构、聘用高质量的外部审计师等治理机制为核心构筑“三道防线”维护子公司适度的自主性,进而构建中国情境下完备的子公司治理机制,实现在母子公司治理实践中,由作为母公司治理的客体、贯彻者向母子公司双向治理的参与主体、决策者的演进。①子公司董事、高管强化自律与责任意识。尽管可能受制于母公司或者实际控制人社会资本网络的束缚以及未来晋升激励的诱惑,难以保持独立性,但是子公司董事、高管在保持职业操守的同时,可以借助声誉激励进行自我激励与约束,为子公司保持适度自主性做出自己的贡献。其中,子公司董事应当正确理解董事忠诚、勤勉义务的含义,即对全体股东承担义务,而不是实际控制人或者大股东,高管也应该在日常经营中力求实现股东整体利益最大化,而不是片面遵循实际控制人或者大股东的意志。②子公司围绕优化股权结构、聘用高质量的外部审计师等治理机制,构筑适用于中国情境的公司治理机制。由于母公司或者实际控制人的存在,公司治理机制的有效性值得重新思考:如果董事会、监事会、经理层难以独立于母公司或者实际控制人,什么公司治理机制是可以信赖或者依靠的?股权结构和高质量的外部审计师也许可以为上述问题提供分别来自于内部与外部治理的答案。原因在于股权结构的合理分配能够稀释母公司或者实际控制人的控制权,增强子公司其他股东尤其是机构投资者的话语权。但是,为了保证控制权,有的子公司可能无法实现股权结构的合理配置,这时候就需要依赖高质量的外部审计师对母公司或者实际控制人控制行为的制衡与约束,即实现外部日趋完善的法律监管与内部公司治理机制的契合。③集体诉讼制度、代表诉讼制度与“揭开公司法人面纱”原则等法律诉讼与保护措施作为第三道防线,旨在保障子公司及其中小股东的利益。集体诉

讼制度一方面能够激励中小股东强化维权动机、便捷的进行维权,另一方面可以强化来自于内部的制衡力量,弱化侵害子公司利益的动机。而代表诉讼制度与“揭开公司法人面纱”原则对于母子公司框架下子公司实现自我保护具有重要的法律与实践意义,能够突破受到一定程度弱化的子公司“独立法人人格”,强化母公司或者实际控制人的法律义务,降低其过度控制行为的概率。

[参考文献]

- [1]Morck R., B. Yeung, and W. Yu. The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58(1-2):215-260.
- [2]Khanna T., and C. Thomas. Synchronicity and Firm Interlocks in an Emerging Market [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009,92(2):182-204.
- [3]李增泉,叶青,贺舟. 企业关联、信息透明度与股价特征[J]. *会计研究*, 2011,(1):44-56.
- [4]Aggarwal R., and S. Dow. Dividends and Strength of Japanese Business Group Affiliation [J]. *Journal of Economics and Business*, 2012,64(3):214-230.
- [5]冯根福,赵珏航. 管理者薪酬、在职消费与公司绩效——基于合作博弈的分析视角[J]. *中国工业经济*, 2012,(6):147-158.
- [6]方政,徐向艺. 母子公司治理研究脉络梳理与演进趋势探析[J]. *外国经济与管理*, 2013,(7):35-42.
- [7]O'Donnell S. Managing Foreign Subsidiaries: Agents of Headquarters, or an Interdependent Network[J]. *Strategic Management Journal*, 2000,21(5):525-548.
- [8]Tasoluk B., A. Yaprak, and R. Calantone. Conflict and Collaboration in Headquarters-subsiary Relationships: An Agency Perspective on Product Rollouts in an Emerging Market [J]. *International Journal of Conflict Management*, 2006,17(4):332-351.
- [9]Bouquet C., and J. Birkinshaw. Managing Power in the Multinational Corporation: How Low-Power Actors Gain Influence[J]. *Journal of Management*, 2008,34(3):477-508.
- [10]Luo Y. Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda[J]. *Journal of International Management*, 2005,11(1):1-18.
- [11]Paterson S., and D. Brock. The Development of Subsidiary-management Research: Review and Theoretical Analysis[J]. *International Business Review*, 2002,11(2):139-163.
- [12]Ambos B., and V. Mahnke. How Do MNC Headquarters Add Value [J]. *Management International Review*, 2010,50(1):403-412
- [13]钟海燕,冉茂盛,文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. *管理世界*, 2010,(7):98-108.
- [14]陆正飞,张会丽. 所有权安排、寻租空间与现金分布——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. *管理世界*, 2010,(5):150-171.
- [15]Morck R. A. History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers[M]. Chicago: University of Chicago Press, 2007.
- [16]方政,徐向艺. 金字塔结构与股价信息含量——基于审计师声誉的调节效应研究[J]. *华东经济管理*, 2013,(7):96-101.
- [17]方政,徐向艺. 金字塔结构、股权制衡与上市公司股价信息质量[J]. *经济管理*, 2013(3):45-53.
- [18]Claessens S., S. Djankov, and J. Fan, H. Lang. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. *Journal of Finance*, 2002,57(6):2741-2772.
- [19]Yeh Y. Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value[J]. *Corporate Governance*, 2005,13(2):313-325.
- [20]王蓓,郑建明. 金字塔控股集团与公司价值研究[J]. *中国工业经济*, 2010,(2):110-119.
- [21]郑海航. 内外主体平衡论——国有独资公司治理理论探讨[J]. *中国工业经济*, 2008,(7):5-15.
- [22]方军雄. 民营上市公司,真的面临银行贷款歧视吗[J]. *管理世界*, 2010,(11):123-131.



- [23]Faccio M. Politically Connected Firms[J]. The American Economic Review, 2006,(1):369-386.
- [24]Collins D., S., Kothari J., Shanken and R. Sloan. Lack of Timeliness and Noise as Explanations for the Low Contemporaneous Return-Earnings Association[J]. Journal of Accounting and Economics, 1994,18(3):289-324.
- [25]杨继伟. 股价信息含量与资本投资效率——基于投资现金流敏感度的视角[J]. 南开管理评论, 2011,(5):99-108.
- [26]Brockman P., and X. Yan. Block Ownership and Firm Specific Information [J]. Journal of Banking & Finance, 2009,33(2):308-316.
- [27]陈小林,孔东民. 机构投资者信息搜寻、公开信息透明度与私有信息套利[J]. 南开管理评论, 2012,(1):113-122.
- [28]屈文洲,谢雅璐,叶玉妹. 信息不对称、融资约束与投资—现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究 [J]. 经济研究, 2011,(6):105-117.
- [29]Masulis R., P., Pham and J. Zein. Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices[J]. Review of Financial Studies, 2011,24(11):3556-3600.
- [30]Fan J., T., Wong and T. Zhang. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. Journal of Law, Economics & Organization, 2013,29(6):1217-1252.
- [31]武常岐,钱婷. 集团控制与国有企业治理[J]. 经济研究, 2011,(6):93-104.

## Subsidiaries' Information Disclosure—A Perspective of Parent-subsidiary's “Two-way” Governance

XU Xiang-yi<sup>1,2</sup>, FANG Zheng<sup>1</sup>

(1. School of Management, Shandong University, Jinan 250100, China;

2. Corporate Governance Research Center, Shandong University, Jinan 250100, China)

**Abstract:** Based on the advanced idea and methodology of western countries' corporate governance research, Chinese scholars neglected the unique characteristics of Chinese capital market, which is that the existence of controlling shareholders leads to a different context for listed companies' information disclosure. If Chinese scholars would not take the unique characteristics of Chinese capital market into consideration, it would be harmful for finding the proper paths to solve the problems. Although previous research noted that parent company would like to impose control on the subsidiary, the autonomy of subsidiary and the interaction between parent and subsidiary were ignored, which led the previous research to parent company's "one-way" governance. This paper introduced parent-subsidiary's "two-way" governance perspective, so that to perfect current framework of parent-subsidiary governance, and analyzed the deficiency of parent company's "one-way" governance. Then, based on parent-subsidiary's "two-way" governance perspective, we find that the contingency of parent company's control and the existence of bargaining process between parent and subsidiary. Additionally, with regard to type I agency cost, type II agency cost is more serious in Chinese listed companies. This paper offers related suggestions, involving legislation, parent company's controlling behaviors and subsidiary's governance, to alleviate the influence of type II agency cost on subsidiary's information disclosure.

**Key Words:** subsidiaries' information disclosure; parent company's controlling; subsidiaries' autonomy; two-way governance

**JEL Classification:** D23 G34 D74

[责任编辑:鲁舟]