



当代学术文丛



Z

中国上市公司信息
披露质量与股权资本成本研究

HONGGUOSHANGSHIGONGSIXINXIPILUZHILIANGYUGUQUANZIBENCHENGBENYANJIU

周冬华 著



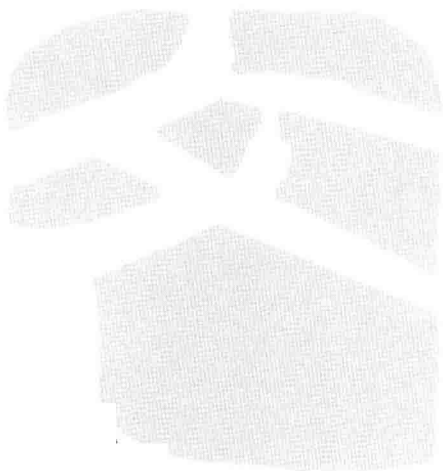
江西人民出版社

Jiangxi People's Publishing House
| 金 | 山 | 百 | 里 | 出 | 版 | 社 |

中国上市公司信息 披露质量与股权资本成本研究

ZHONGGUOSHANGSHIGONGSIXINXIPILUZHILIANGYUGUQUANZIBENCHENGBENYANJIU

周冬华 / 著



江西人民出版社

Jiangxi People's Publishing House

JIANGXI RENMIN CHUBANSHE

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司信息披露质量与股权资本成本研究/
周冬华著. —南昌:江西人民出版社,2014.9

ISBN 978-7-210-06671-2

I. ①中… II. ①周… III. ①上市公司-会计分析-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第182879号

中国上市公司信息披露质量与股权资本成本研究
周冬华 著

责任编辑:徐明德 徐 旻

出版:江西人民出版社

发行:各地新华书店

地址:江西省南昌市三经路47号附1号

编辑部电话:0791-86898965

发行部电话:0791-86898801

邮编:330006

网址:www.jxpph.com

E-mail:gjzx999@126.com

2014年9月第1版 2014年9月第1次印刷

开本:880毫米×1230毫米 1/32

印张:6.875

字数:200千

ISBN 978-7-210-06671-2

赣版权登字—01—2014—464

版权所有 侵权必究

定价:30.00元

承印厂:江西茂源艺术印刷有限公司

赣人版图书凡属印刷、装订错误,请随时向承印厂调换

前言

信息披露质量的研究是规范研究和实证研究的热点和难点之一。上市公司信息披露在上市公司和投资者之间起着中介作用,对于资本市场的有效运行起着至关重要的作用,资本市场能否有效地运转,关键在于信息披露质量的高低(Healy and Palepu,2001)。信息披露质量如何定义?怎样度量?这些根本性的问题值得进行更深入的研究(Botosan,2004)。

中国资本市场经过近20年的发展,相关法律法规、监管制度等不断完善,上市公司的信息披露质量不断提高,但相关的制度背景与国外的资本市场都存在着差异。因此,本书将结合中国资本市场的实际情况,对中国上市公司披露的年度财务报告信息质量进行研究。

首先,本书对信息披露质量的概念进行辨析。依据国际会计准则(IAS)、美国公认会计准则(GAAP)、中国企业会计准则(CAS)中有关信息披露质量的条款和规定,选择上市公司年度

财务报告作为研究对象,采用会计信息质量作为信息披露质量的替代变量,分析并构建了衡量信息披露质量的指标体系,包括相关性、可靠性、稳健性、及时性四个维度,并对其进行了百分化处理。我们认为该指标与深圳证券交易所的评级相比,主要有以下优点:(1)信息披露质量具有更好的区分度。本书样本信息披露质量的最小值为44.90,最大值为95.99,标准差为5.59,数值分布具有较多的差异性。(2)具有更强的目标性。本书选择的研究对象为上市公司披露的年度财务报告,不考虑其他的信息披露质量,如季度财务报告等,使得本书的研究具有更强的目标性。

其次,本书采用OLS模型和固定效应模型对信息披露质量的影响因素进行了回归分析。

再次,本书对信息披露质量与股权资本成本之间的关系进行研究分析,并研究了信息披露质量影响股权资本成本的路径。

最后,由于我国资本市场近几年发生了股权分置改革、颁布实施新的会计准则等重大事情,本书对中国资本市场的制度变迁也进行了结构突变检验。

本书选取2005—2008年作为研究期间,选取上市公司的年度财务报告信息质量作为研究对象,研究信息披露质量与股权资本成本之间的关系。本书的研究结论和创新主要有以下几点:

(1)总体而言,我国上市公司的信息披露质量总体表现良好。百分化后的平均值为79.82,中位数为80.42,处于良好以上状态。从时间序列数据来看,我国上市公司的信息披露质量有越来越高的趋势。但2007年的信息披露质量却低于2006年和2008年,我们认为其原因主要是2007年开始采用新会计准

则,业务不熟练所致。

(2)公司基本面、公司治理的有效性与信息披露质量显著正相关,基本面较好、公司治理有效的上市公司会勤勉尽责地披露其信息,信息披露质量较高;股权集中度与信息披露质量显著负相关;审计意见与信息披露质量显著正相关。

(3)信息披露质量与股权资本成本显著负相关,信息披露质量的提高会导致股权资本成本的下降。但这种负相关关系并非缘于股票流动性的提高和风险的降低,而是信息披露质量直接影响于股权资本成本。在考虑了信息披露质量对股权资本成本的边际影响后,得出信息披露质量与股权资本成本呈 U 形形状,在信息披露质量 75.42 分附近出现拐点。

(4)缘于我国特殊的制度背景,本书对制度变迁进行了结构突变检验。结果发现我国资本市场从股权分置改革向新会计准则过渡时发生了结构突变,且对回归模型造成了一定的影响。在股权分置改革阶段,信息披露质量与股权资本成本显著正相关;而在新会计准则阶段,信息披露质量与股权资本成本显著负相关。

本书对上市公司信息披露质量的研究结论,从一个新的角度丰富了我国上市公司信息披露质量的经验证据,也希望本书的研究有利于开展中国资本市场信息披露质量的研究工作。

目 录

前 言	1
第1章 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	4
1.2 研究结构	6
1.3 主要创新点	8
第2章 文献回顾与述评	10
2.1 信息披露质量概念	10
2.1.1 会计信息质量	11
2.1.2 信息披露质量	19
2.2 信息披露质量的影响因素	23

2.3 信息披露质量与股权资本成本	25
2.4 本章总结	28
第3章 制度背景与理论分析	29
3.1 制度背景	29
3.1.1 资本市场的发展历程	30
3.1.2 法律监管制度	42
3.2 理论分析	49
3.2.1 有效市场假设理论	50
3.2.2 信息不对称理论	53
3.3 本章总结	58
第4章 信息披露质量衡量指标体系的建立	60
4.1 信息披露质量的现状	60
4.2 现有信息披露质量衡量方法的回顾与评述	68
4.2.1 分析师评级量表	68
4.2.2 信息披露指数	71
4.2.3 信息披露综合指数	73
4.2.4 信息透明度	76
4.2.5 信息披露的集中度	80
4.2.6 其他	81
4.3 衡量信息披露质量的指标体系	82
4.4 样本选取及结果分析	98
4.4.1 样本选取	98
4.4.2 样本描述性统计	100

4.4.3 证券交易所差异分析	101
4.4.4 行业特征差异分析	102
4.4.5 公司特征差异分析	104
4.4.6 信息披露质量指标相关性分析	107
4.5 本章总结	108
第5章 信息披露质量的影响因素分析	110
5.1 研究假设	110
5.2 研究设计	118
5.3 实证检验与结论	121
5.3.1 样本描述性统计	121
5.3.2 多重共线性检验	123
5.3.3 实证结果	125
5.4 本章总结	132
第6章 信息披露质量与股权资本成本研究	134
6.1 研究假设	134
6.2 研究设计	138
6.3 实证检验与结论	149
6.3.1 样本描述性统计	149
6.3.2 实证结果	152
6.4 稳健性检验	167
6.4.1 信息披露质量	167
6.4.2 股权资本成本	171
6.5 本章总结	175

第7章 研究结论、局限与未来研究方向	177
7.1 本书的主要结论	177
7.2 本书的局限与未来研究方向	179
参考文献	180
附录	195

第1章 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

资本市场是资源配置和优化的重要场所,同时也是上市公司信息披露的集中场所,需要通过一整套信息提供、信息传递、信息评价、信息监管的信息披露制度来保证资本市场的“公开、公平、公正”原则(王咏梅,2001)。更进一步地说,证券市场能否有效运转,是以信息披露制度的成熟程度为基础的。因此上市公司披露的信息作为连接投资者和公司管理层的纽带,在资本市场上发挥着重要作用。通过信息披露,可以减少信息不对称的现象,降低产生逆向选择和道德风险的可能性,提高资本市场效率。因此,上市公司的信息披露质量对资本市场而言扮演着关键的角色(Healy and Palepu,2001)。

同时,随着我国资本市场的发展,上市公司信息披露的研究逐渐从不被关注转为热点。毛洪涛、吉利(2005)采用档案研究的方法,发现20世纪90年代最初几年并没有上市公司信息披露理论研究论文,而近年来论文数量有较大幅度增长。同时指出,上市公司信息披露在我国从没人研究、少人研究,到成为当前研究的热点,是与我国资本市场和信息披露制度逐步完善、不断发展的历史相对应的。

当然,随着我国资本市场的发展,相关的监管法律、法规的完善,监管机构的监管力度的加强和监管经验的丰富,上市公司的信息披露质量有了一定的提高,但仍然存在较大的问题。如2009年6月,深交所完成了深市主板上市公司2008年度信息披露考评工作,在486家公司中,考评结果为优秀的有46家,良好258家,及格165家,不及格的为17家,优秀率只有9.47%。^①这说明我国上市公司的信息披露质量仍有待进一步提高。

随着我国资本市场多年的发展,相关的交易制度逐步规范和完善,从最初的“投机市”“消息市”等逐步走向理性的“投资市”,机构投资者和个人投资者队伍日益扩大和日趋理性,投资者的总体素质逐步提高,具体体现在投资者的学历逐步在提高,如表1.1所示。

表 1.1 上海证券交易所投资者的学历百分比

年份	中专及以下	中专	大专	大学本科	硕士及以上
2003	39.18	26.74	21.55	8.51	4.02

^① 数据来源:深圳证券交易所网站, <http://www.szse.cn/>

续表

年份	中专及以下	中专	大专	大学本科	硕士及以上
2004	38.19	26.96	21.99	8.85	4.01
2005	37.88	26.94	22.15	9.00	4.03
2006	37.09	26.81	22.51	9.48	4.10

数据来源:上海证券交易所网站, <http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/yjch/fact.shtml>

同时,由于我国证券市场经历了几次大“牛市”“熊市”的反复,投资者从中也得到了更多的教训。他们逐渐走出“跟风”投资的年代,转而依靠各种有价值的信息,而非“噪音”进行投资决策,因此对上市公司的信息披露质量提出了更高的要求,期望上市公司披露更多的信息以便有利于他们更好地做出投资决策。因此,我们认为投资者(尤其是机构投资者)会持续关注上市公司披露信息的质量,对上市公司披露信息的质量会进行鉴别,从而利用这些信息进行投资决策。这样,信息披露质量对资本市场的影响力将会更加显著。

但信息披露质量是一个具有定性化特征的概念(Qualitative Characteristics Concept),将其定量化进行实证研究往往比较困难,所以实证研究中一般选择设计代理变量来替代信息披露质量。如 Botosan(1997)认为信息披露数量与信息披露的质量高度相关,因此采用信息披露的数量作为代理变量来衡量信息披露质量。随后,对信息披露质量的研究基本上都围绕着信息披露数量来进行。但 Core(2001)对该方法提出了质疑,认为用信息披露的数量来衡量信息披露的质量这种理论假设有着比较明显的争议和缺陷,因为信息披露的数量只是信息披露质量的一

个方面,更甚的是,有些上市公司为了掩饰其“坏消息”,他们会故意披露很多其他的信息,以便“坏消息”能够藏匿其中(Bloomfield,2002)。因此,我们需要发展一个更有效的计量方法来衡量信息披露的质量。Healy和Palepu回顾总结了上市公司信息披露方面的文献后,指出信息披露的质量研究仍然是“悬而未决”的问题,需要后来的研究者更好地研究(Healy and Palepu,2001)。

综上所述,随着我国资本市场的不断发展完善,我们认为信息披露质量将在我国资本市场上发挥重要的作用,因此对其进行研究有一定的现实意义。本书将首先对信息披露的质量的衡量方法进行研究,设计和构建衡量上市公司年度财务报告信息披露质量的框架体系;随后研究我国资本市场信息披露质量与股权资本成本之间的关系。我们期望本书的研究能够对我国资本市场信息披露质量与股权资本成本未来的研究方向提供一定的借鉴作用。

1.1.2 研究意义

信息披露质量(Information Disclosure Quality)属于术语类中最宽泛的概念,是一个不能够直接衡量的抽象概念(Buzby,1974)。虽然规范研究和实证研究都曾尝试着从不同的角度来研究信息披露质量,但仍然没有很好地解决以下几个问题:(1)信息披露质量的度量方法是什么?(2)信息披露质量高低的评价标准是什么?(3)信息披露质量的经济后果性是什么?这些问题构成了信息披露质量的核心。本书将结合中国资本市场制度背景,对上述问题进行深入的研究分析。

首先,我们发现文献中很少有专门针对信息披露质量的理

论研究,信息披露质量理论研究成果更多的分散在政府或者行业协会颁布的框架、准则中。如美国财务会计准则委员会颁布的《公认会计准则》,国际会计准则委员会颁布实施的《国际会计准则》,我国财政部颁布实施的《企业会计准则》。然而上述信息披露质量理论研究,基本上都处在定性化描述层面,没有更深入的对其进行研究。这就使得实证研究中很多关于信息披露质量的研究,其背后的理论依据不足(Botosan, 2004)。因此,我们认为研究上市公司信息披露质量有其理论意义。

其次,我国资本市场经过将近 20 年的发展,出台和完善了相关的法律法规,资本市场各项制度逐步地完善,尤其是信息披露法律法规的出台和完善,以及上市公司自身治理结构的改善,这些都对我国上市公司信息披露质量的提高起到了促进作用,同时虚假披露信息的情况得到有效遏制。但上市公司的信息披露质量仍不容乐观,主要体现在信息披露的不及时,如上海证券交易所公布的 2008 年被谴责的 5 家上市公司,其中有 4 家上市公司是因为信息披露不及时造成的。因此,我们认为研究上市公司信息披露质量有其现实意义。

最后,具体到我国上市公司信息披露质量的现状研究。对信息披露质量的度量主要采用深圳证券交易所披露的评级指数,但采用深圳证券交易所的评级指数来衡量信息披露质量存在着一定的缺陷和遗憾。主要有:

(1)深圳证券交易所的评级只包含深圳证券交易所主板和中小板的上市公司,而没有包括上海证券交易所上市的上市公司。这对于占据中国资本市场半壁江山的上海证券交易所而言,不得不说是一种遗憾,对开展中国资本市场信息披露质量研究工作而言也是一种遗憾。

(2)深圳证券交易所的评级过程近似于黑箱,考核办法缺乏对评估人员组成、评估程序的详细说明,评估人员是否能够认真对待评级等问题都会影响到评级的准确性和可信性。

(3)深圳证券交易所的评级只有四个等级,且对优秀、良好、合格、不合格这四个等级之间的具体评判标准并不明确,更甚的是,良好等级每年所占比重将近50%,等级的区分度也不大。

(4)根据吴文锋等(2007)的研究结果,投资者对信息披露考核评级事件并没有做出反应,市场上的投资者并不关注信息披露考核评级指数,这从侧面说明了用深圳证券交易所的信息披露考核评级指数衡量信息披露质量,并不具有决策有用性。

因此,对于中国资本市场的信息披露质量的研究,我们需要更好的衡量方法。本书将首先从理论上探讨信息披露质量的衡量框架,然后设计构建衡量信息披露质量的指标体系。我们相信,本书计算的信息披露质量比深圳证券交易所的评级指数更具有区分度,而且衡量方法同样适用于上海证券交易所上市的上市公司,能够更全面地衡量中国上市公司的信息披露质量。

1.2 研究结构

本书的研究对象是中国上市公司的信息披露质量。研究构建衡量信息披露质量的指标体系,研究中国上市公司信息披露质量与股权资本成本之间的关系,探讨信息披露质量对股权资本成本的影响路径问题。由于考虑到中国资本市场的特殊制度背景,本书还对股权分置改革向新会计准则阶段的结构突变进行了检验。本书的研究内容共分7章:

第1章为绪论。主要介绍本书的研究背景和意义,并提纲挈领地描述了全书的主要内容和结构安排,最后指出了本书的主要创新点。

第2章为文献回顾与述评。这一章首先对信息披露质量的概念进行辨析,这也是本书研究的理论起点,指出了信息披露质量的含义和内容;其次对信息披露质量的经济后果性方面的文献进行了回顾与述评。

第3章为制度背景与理论分析。这一章回顾了中国资本市场的发展历程以及相关法律监督制度的出台和修订,并描述性地分析说明了我国信息披露的现状。随后梳理和分析了与信息披露质量相关的理论,为后面的研究假设提供了理论基础。

第4章为本书的核心章节。主要对信息披露质量的衡量方法进行回顾述评,提出了中国资本市场(尤其是上海证券交易所的上市公司)缺失行之有效的信息披露质量评价体系。因此本书从会计信息质量的概念出发,提出并构建衡量信息披露质量的指标体系,并将其进行百分化处理,便于比较加总分析。

第5章对信息披露质量的影响因素进行了分析。采用OLS模型和固定效应模型进行回归检验,从公司的基本面、公司治理层面、股权结构层面、审计层面以及宏观层面等五方面构建了信息披露质量的影响因子。

第6章对信息披露质量和股权资本成本之间的关系进行了实证研究。采用第4章构建的信息披露质量衡量体系衡量信息披露质量,采用剩余收益模型计算股权资本成本。研究分析了信息披露质量与股权资本成本之间的关系,分析说明了信息披露质量影响股权资本成本的路径,以及制度变迁发生的结构突变等问题。最后对本书的研究结论进行了稳健性检验,分别对