

上市公司内部控制 鉴证报告披露研究

饶 静 著



华南理工大学出版社
SOUTH CHINA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

AN EMPIRICAL STUDY ON AUDITOR'S S
AN EMPIRICAL STUDY ON AUDITOR'S S
AN EMPIRICAL STUDY ON AUDITOR'S S
AN EMPIRICAL STUDY ON AUDITOR'S S
AN EMPIRICAL STUDY ON AUDITOR'S S
AN EMPIRICAL STUDY ON AUDITOR'S S

013028168

F276.6
650

AN EMPIRICAL STUDY ON AUDITOR'S REPORT
ON INTERNAL CONTROL OF LISTED COMPANIES

上市公司内部控制
鉴证报告披露研究

饶 静 著



北航

C1637456



华南理工大学出版社
SOUTH CHINA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

· 广州 ·

F276.6
650

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司内部控制鉴证报告披露研究/饶静著. —广州: 华南理工大学出版社, 2013. 2
ISBN 978-7-5623-3875-8

I. ①上… II. ①饶… III. ①上市公司—企业内部管理—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 031166 号

上市公司内部控制鉴证报告披露研究

饶静 著

出版人: 韩中伟

出版发行: 华南理工大学出版社

(广州五山华南理工大学 17 号楼, 邮编 510640)

<http://www.scutpress.com.cn> E-mail: scutel3@scut.edu.cn

营销部电话: 020-87113487 87111048 (传真)

责任编辑: 兰新文

印刷者: 广州嘉正印刷包装有限公司

开 本: 787mm×960mm 1/16 印张: 7.25 字数: 160 千

版 次: 2013 年 2 月第 1 版 2013 年 2 月第 1 次印刷

印 数: 1~1 000 册

定 价: 23.00 元

版权所有 盗版必究 印装差错 负责调换

前言

近年来,中国资本市场上由于内部控制缺陷导致管理层或大股东舞弊事件时有发生,投资者因此遭受了巨大损失。有鉴于此,中国证券监管部门自2005年起出台了一系列关于上市公司内部控制建设和披露的规范。管理当局自愿披露的内部控制鉴证报告是广大投资者据以了解企业内部控制建设与执行情况的重要渠道。内控鉴证报告披露行为将实质性地影响投资者的决策,进而产生一定的经济后果。因此,本书以内部控制鉴证报告披露为研究对象,研究内控鉴证报告披露的影响因素及经济后果。这一方面可以在理论上丰富现有内部控制信息披露研究成果;另一方面可以在实践上为内控信息披露监管、企业管理当局改进内控鉴证报告披露以及投资者合理利用内控鉴证报告信息提供有益借鉴。

本书首先对有关内部控制信息披露的相关研究以及中美两国内部控制信息披露监管的发展历程进行了回顾和总结。基于强制性要求披露内部控制缺陷的政策背景,现有西方文献主要以上市公司披露的内部控制缺陷为切入点,研究内部控制缺陷形成及其披露的影响因素,内部控制披露的信息含量及与会计信息质量关系等诸多问题,但较为缺乏有关内部控制鉴证报告披露的经验证据。中国内部控制披露实证研究尚处于初期阶段,研究的内容和研究设计均有一定程度的拓展提高空间。有别于美国,中国目前尚未强制性要求上市公司披露内部控制鉴证报告,但资本市场上每年仍有一两百家上市公司进行了自愿披露,那么这种信息披露的影响因素和经济后果如何是本书关注的问题。基于此,本书以2007年和2008年沪深主板上市公司为样本,从以下几个方面展开研究。

本书首先探讨了内部控制鉴证报告披露的影响因素。本书基于信号传递理论,考察了公司自愿披露内部控制鉴证报告的动因。研究表明,内控质量越好的公司越有动力通过对外披露鉴证报告向市场传递其优质的信号,具体体现为:内控资源充裕、成长快的公司,内部控制质量越高,越愿意披露鉴证报告;上市年限长、财务状况差、组织变革程度高及存在违规的公司,内部控制质量较差,更不愿意披露鉴证报告。另外,有再融资计划的公司自愿

披露鉴证报告的动机更强。本书也考察了公司治理因素对内部控制鉴证报告披露的影响。研究发现,公司治理因素的确对内部控制鉴证报告披露存在显著影响。具体表现为中央控股、机构投资者持股、董事会勤勉、监事会专业胜任能力、设置内审机构等因素对于自愿披露鉴证报告行为具有正面影响。

本书还考察了内部控制鉴证报告披露的经济后果。首先,本书考察了内控鉴证报告披露与公司盈余质量的相关性。运用会计模型和市场模型,本书得出了一致的结论,即相对于没有自愿披露内部控制鉴证报告的公司,自愿披露内部控制鉴证报告的公司盈余质量更高。接下来,本书实证检验了内部控制鉴证报告的市场反应。研究发现,当上市公司披露内部控制鉴证报告时,市场做出显著反应;市场对披露鉴证报告同时披露的其他内控信息并没有做出显著不同的反应。

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究主题与意义	1
第二节 研究思路、主要内容与研究框架	3
第二章 国内外研究现状	8
第一节 自愿性信息披露文献回顾	8
第二节 内部控制信息披露文献回顾	13
本章小结	18
第三章 制度背景与现状分析	20
第一节 内部控制信息披露规范的历史沿革	20
第二节 中国内部控制鉴证报告披露现状分析	27
本章小结	35
第四章 内控鉴证报告披露的影响因素	36
第一节 上市公司自愿披露内控鉴证报告的动因	37
第二节 公司治理对内部控制鉴证报告的影响	48
本章小结	60
第五章 内部控制鉴证报告与盈余质量	61
第一节 理论分析与研究假设	62
第二节 研究设计	65
第三节 实证检验	70
本章小结	79

第六章 内部控制鉴证报告的市场反应	80
第一节 理论分析与研究假设	81
第二节 研究设计	82
第三节 实证检验	86
本章小结	90
第七章 结论	91
第一节 主要结论与启示	91
第二节 研究局限性与未来展望	92
附表	94
参考文献	99
后记	109

第一章 引言

第一节 研究主题与意义

一、研究主题

美国安然、世通等上市公司系列财务丑闻事件沉重打击了投资者信心。为恢复投资者信心、保护投资者利益，美国于2002年颁布了《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act, 简称SOX)，全称《公众公司会计改革和投资者保护法》。该法案404条款要求公众公司管理当局必须对企业内部控制的有效性进行披露，并且聘请注册会计师出具内部控制鉴证意见^①。

SOX法案颁布后，国外学术界围绕内部控制信息披露的影响因素和经济后果展开了一系列研究，具体包括内部控制信息披露的影响因素研究、公司治理对内部控制信息披露行为的影响、内部控制信息披露的市场反应、内部控制信息披露与会计信息质量的关联等诸多方面。学术界希望借助这些研究，获取有关内部控制信息披露监管是否具有经济效益以及内部控制信息披露是否能发挥保护投资者功能的经验证据。从现有结果看，正反两方面的证据均存在。

值得指出的是，基于强制性要求披露内部控制缺陷的政策背景，国外现有实证研究主要是以上市公司披露的内部控制缺陷为切入点，探讨内部控制缺陷的影响因素，以及市场反应、与财务报告质量关系等经济后果问题。但是，对于披露内部控制鉴证报告的影响因素和经济后果，国外较为缺乏相关的经验证据，这主要是由于监管部门强制性要求上市公司披露内部控制鉴证报告，使得国外关于自愿披露内部控制鉴证报告方面的研究缺乏样本，政策意义也不强。

近年来，中国资本市场上市公司管理层和大股东舞弊事件时有发生。有鉴于此，中国证券监管部门自2001年起在出台的相关监管规则中对内部控制信息披露做出了一定要求，尤其是从2005年起密集出台了一系列关于上市公司内部控制建设和披露的规范。例如，上交所和深交所在2006年先后发布了《上市公司内部控制指引》，并在此后每年的《关于做好上市公司年度报告工作的通知》中明确要求披露内部控制信息。财政

^① 内部控制鉴证，是指会计师事务所接受委托，对企业与财务报告相关的内部控制的有效性进行鉴证，并发表鉴证意见。

部等五部门也于2008年6月28日联合发布了被喻为中国版SOX的《企业内部控制基本规范》(以下简称C-SOX)。C-SOX把当前国际上一些先进理念方法与中国企业实际情况相结合,为上市公司加强内部控制建设提供了基础性、权威性的指引。

与SOX一样,C-SOX等一系列内部控制规范的颁布实施的最终目的也在于保护投资者利益。然而,任何制度的实施效果依赖于一系列的内外条件。尽管目前这些内部控制规范已要求上市公司披露内部控制建立健全情况,但是这些披露出来的信息的经济后果如何,究竟能在多大程度上优化投资者决策和保护投资者利益还有待进一步的实证检验。有别于美国,中国目前尚未强制性要求上市公司披露内部控制鉴证报告(新上市公司除外),但资本市场上每年仍有大约两百家上市公司进行了自愿披露,那么这种自愿披露出来的信息经济后果如何,能否起到保护投资者的作用也是有待关注的问题。而在研究内部控制鉴证报告披露的后果之前,究竟何种因素会影响到企业内控鉴证报告披露决策是一个重要的前置性问题。现有国内关于内部控制鉴证报告的研究多数限于简单的描述性统计,并且现有研究在研究内容与研究设计上还有一些改进空间。

基于此,本书将从以下几个方面展开研究:①哪些因素会影响内部控制鉴证报告披露;②内部控制鉴证报告与会计信息质量存在何种关联;③公司自愿披露内部控制鉴证报告的市场反应如何^①。

二、研究意义

本书的研究意义主要体现在以下几个方面:

首先,本书的研究丰富了内部控制信息披露研究成果。以往国内内部控制研究更多的是理论性阐述,已有相关文章实证仍有一些可以拓展、改进之处。本书将全面系统地研究内部控制鉴证报告,为国内这一领域的研究提供一些新的经验证据。

其次,本书通过理论分析和实证检验,剖析内部控制鉴证报告的影响因素及经济后果,将有助于实务界在内部控制、投资者保护方面积累新的知识,为推动内部控制改革、加强投资者保护提供经验证据。

再者,本书结合中国特有的法律、政治等制度环境系统论证自愿披露内部控制鉴证报告的影响因素、市场反应以及与盈余质量的关系,对国外主要关注内部控制缺陷披露的研究是一个有益补充,有利于丰富国际范围的研究成果。

最后,本书的研究对于相关监管机构制定内部控制政策具有一定的参考价值。例如,目前中国社会各界对是否采用强制性内部控制鉴证制度存在一定的意见分歧,本书

① 目前国外学者还研究了内控缺陷披露对公司权益融资成本的影响。本书未从权益融资成本角度分析鉴证报告披露在投资者保护中的作用,国内也鲜见此类话题的研究,这主要是由于中国近3年才开始较多披露内控鉴证报告,而估计权益融资成本需用到之后几年的数据。未来可对此进行探讨。

得出的经验证据在一定程度上可为未来内部控制鉴证制度的设计提供一定的政策参考。

第二节 研究思路、主要内容与研究框架

一、研究思路

国内外颁布与实施一系列内部控制规范的主要目的在于保护投资者利益以及社会公众利益 (SEC, 2003; 《企业内部控制基本规范》)。本书从分析内部控制信息披露规范的有关制度背景入手, 对中国上市公司内部控制鉴证报告披露现状进行分析, 发现在中国尚未强制性要求上市公司披露内部控制鉴证报告的背景下, 资本市场上每年仍有一两百家公司自愿披露了内控鉴证报告。这些公司为什么自愿披露内控鉴证报告? 这些自愿披露的内控信息能否起到保护投资者的作用? 本书实证研究的第一部分将围绕第一个问题即何种因素会影响内控鉴证报告披露决策展开。Core (2001) 基于经济学理论分析和相关文献回顾, 提出一个较为系统全面的实证研究分析框架, 即影响公司自愿披露行为的主要因素有两个: 一是公司内在驱动, 二是公司治理。本部分将根据 Core (2001) 提出的分析性框架, 从自愿披露内控鉴证报告的动因和公司治理对内控鉴证报告的影响两个方面探讨中国上市公司披露内控鉴证报告的影响因素。

在分析内控鉴证报告披露的影响因素后, 进一步研究了内控鉴证报告披露的经济后果, 具体包括内控鉴证报告披露与盈余质量的关系, 以及内控鉴证报告披露的市场反应, 这构成了本书实证研究的第二部分。在内部控制信息披露研究领域, 国外已有研究主要以上市公司披露的内部控制缺陷为切入点, 验证内部控制缺陷可能产生的经济后果, 主要分为三类: ①内部控制缺陷披露与盈余质量 (Doyle 等, 2007; Ashbaugh - Skaife 等, 2008); ②内部控制缺陷披露与市场反应 (Beneish 等, 2008; Hammersley 等, 2008); ③内部控制缺陷披露与权益资本成本 (Ogneva 等, 2007; Ashbaugh - Skaife 等, 2009)。近年来, 中国内部控制相关规范的实施增加了内部控制的披露, 部分公司开始自愿披露内部控制鉴证报告, 这为内控信息披露实证研究提供了一个很好的契机。基于数据的可得性, 本书将从内控鉴证报告披露对盈余质量的影响、内控鉴证报告披露的市场反应两个角度探讨内控鉴证报告披露在投资者保护方面的作用。

二、研究内容与结构

本书共分为 7 章, 除去引言与结论部分, 主体内容共 5 章。在引言部分主要介绍本书的研究意义、研究内容以及研究框架。在结论部分则是对全文进行总结陈述, 对实证研究发现进行归纳, 并指明研究局限及未来研究展望。这里重点介绍一下文章的中间主

体部分的研究内容。

在具体开展实证研究之前,本书首先对既有研究文献以及研究相关的制度背景进行回顾。为了廓清具体实证研究内容及创新点,本书对国内外已有自愿信息披露和内部控制信息披露的研究成果进行了回顾分析,这些文献将构成后文实证研究的重要理论基础。对制度背景的分析主要涉及美国和中国关于内部控制信息披露监管的演变历程,尤其是重点归纳分析了目前中国内部控制信息披露的相关监管规则。基于此,本书还对内部控制鉴证披露的现状作了一个基本的分析。

本书从第四章开始进行具体实证问题的检验。第四章主要研究上市公司内部控制鉴证报告披露的影响因素。首先,本章第一部分基于信号传递理论,分析公司管理当局自愿披露内控鉴证报告的动因。美国已有研究多从强制性信息披露角度来研究内部控制信息披露的影响因素,如 Doyle 等(2007a),但对内部控制自愿性披露动因的研究较为缺乏。这主要是因为美国颁布的 SOX 404 条款强制性要求公众公司管理当局对内部控制有效性进行披露,并且聘请注册会计师对其内部控制报告出具鉴证意见。这一制度规定使得美国关于自愿披露内部控制方面的研究缺乏研究样本,政策意义也不强。

中国监管部门尚未强制性要求上市公司披露内部控制鉴证报告(新上市公司除外),但 2007—2008 年沪深两市主板仍有 390 家 A 股上市公司自愿性披露了内部控制鉴证报告。^① 这为本书研究内部控制自愿披露的动因提供了契机。本书基于中国制度背景,探寻自愿披露内部控制鉴证报告的动因,可以从研究内容及方法上丰富现有的内部控制研究,同时也拓展了自愿性信息披露的研究范畴。

另外,对于是否采用强制性内部控制鉴证制度,国内外一直存在意见分歧。有的学者研究表明,SOX 404 条款强制要求提供内部控制报告和鉴证意见给企业增加了额外的经营成本,这种成本最终将由投资者承担,SOX 404 条款最终会损害投资者的利益(Engel 等,2007;Zhang,2007)。有的学者则认为 SOX 404 法案对企业成本的影响实际上并不显著。本书基于信号传递理论,认为内部控制质量越高的公司,越可能基于信号传递的目的披露由注册会计师提供的内控鉴证报告,并得到实证结果支持。本书得出的经验证据在一定程度上可为未来内部控制鉴证制度的设计提供一定的政策参考。

第四章第二部分主要对公司治理如何影响内部控制鉴证报告展开研究。公司治理对内部控制鉴证报告披露的影响存在两条作用路径:一是公司治理会影响到公司一般性的对外信息披露动机与质量;二是公司治理会影响到内部控制质量,进而影响到内部控制

^① 本书的研究样本按其所处的时间范围,应根据证监会和沪深交易所发布的《关于做好上市公司 2007 年年度报告工作的通知》以及《关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》披露有关信息。但这些发文均未对内控鉴证报告披露作强制性规定,详见附表 1。

鉴证报告披露行为。良好的公司治理对公司自愿信息披露行为以及信息披露质量具有促进作用。西方既有文献也证实公司治理因素对内部控制信息披露存在重要影响 (Hoitash 等, 2009)。

从国内现有文献看, 关于公司治理对内部控制鉴证报告披露影响的实证文献仍较少, 其中一个主要原因在于在相关监管规则出台以前, 对内部控制鉴证报告披露情况难以找到有效的实证性刻画和计量的方法。近年来中国陆续出台一系列相关监管规则, 鼓励上市公司自愿披露经外部审计师审核的内部控制鉴证报告, 据统计, 2007 年和 2008 年在沪深主板上市公司中, 分别有 175 家和 215 家公司自愿聘请注册会计师对公司内部控制情况进行审核并出具鉴证报告。本书希望在第四章第二节中检验公司治理因素是否影响内控鉴证报告披露行为差异。

第五章是考察内部控制鉴证报告披露与公司盈余质量的相关性。内部控制的目标之一是保证财务报告及其相关信息真实完整。内部控制有效性在极大程度上影响了财务报告的可靠性 (PCAOB, 2004)。就国外相关文献检索的结果看, 国外已有实证研究大都以公司披露的内部控制缺陷为切入点, 检验内部控制信息与盈余质量的关系。例如, Doyle 等 (2007b) 研究发现, 内部控制的实质性缺陷与较低的应计质量存在显著的正相关关系, 且内部控制缺陷与盈余质量之间的这种相关性是在有公司层面缺陷的样本中更显著。Ashbaugh - Skaife 等 (2008) 研究了内部控制缺陷及其整改对应计质量的影响, 证明披露内部控制缺陷的公司较没有报告内部控制问题的公司具有更低的盈余质量。Gong 等 (2007) 则考察了交叉上市企业与美国本土企业在实施内部控制的效果差异, 发现美国本土企业内部控制缺陷与较低的盈余质量相关, 而由于受到本土文化或市场化进程的影响, 在美国上市的非本土企业, 内部控制缺陷与低盈余质量的关系并不如美国本土企业显著。这说明, 投资者保护和市场化进程差异对实施内部控制制度有着重要的影响作用。

国内有关内部控制及其信息披露的研究正处于从介绍西方做法向立足于本国上市公司自身动机及监管需要转化的阶段, 缺乏通过实证方法对内部控制及其信息披露与财务报告内在质量之间的关系进行深层次研究。在中国特有的制度背景下, 披露了内部控制鉴证报告的上市公司, 是否向投资者发送了公司财务报告可靠性的信号? 在产权约束不同的上市公司中, 公司所承担的政策性负担的多寡以及公司治理机制等存在差异, 那么内部控制鉴证报告披露与盈余质量之间的关系是否存在差异? 本书基于中国内部控制及其信息披露的特定政策背景, 采用实证研究的方法检验自愿披露内控鉴证报告的公司与未自愿披露鉴证报告的公司盈余质量的差异, 探究上市公司内控鉴证报告披露、产权约束与盈余质量的关系, 发掘内部控制信息向广大投资者传递财务报告可靠性和决策有用性方面的作用。不同于国外已有文献关注强制披露的内部控制缺陷信息与盈余质量的关

系,本书系统研究自愿披露内部控制鉴证报告向投资者传递公司盈余质量的作用,并考虑不同产权约束下的二者关系,丰富了现有的内部控制研究。

第六章是实证检验自愿披露内部控制鉴证报告的市场反应。国外学者主要研究了SOX法案下的内部控制缺陷信息披露的市场反应,如Beneish等(2008)发现市场对SOX 302条款下的内部控制缺陷披露有负的累积非正常回报,但SOX 404条款下的内部控制缺陷披露对股价和资本成本没有显著影响。在中国资本市场上,2007—2008年有390家主板上市公司自愿披露了内控鉴证报告。面对上市公司披露的内控鉴证报告,投资者会据此辨识公司内部控制质量的好坏,作出积极的市场反应吗?披露鉴证报告且内控信息披露水平也较高的公司是否能得到投资者的青睐,市场表现更好?这是目前学术界亟待深入研究和探讨的问题。本书第一部分的实证研究已经从管理层的角度解释了公司为什么会自愿披露鉴证报告,本部分的实证研究试图从公司的另外一个重要利益相关者即投资者视角,考察上市公司自愿披露鉴证报告是否真正发挥了信号作用,引起相应的市场反应。

从目前所能检索到的文献来看,国内较少系统研究内部控制信息含量的文献,国外也鲜见直接研究自愿披露内控鉴证报告的市场反应的文献。本书基于信号传递理论实证检验了中国上市公司自愿披露内控鉴证报告的市场反应,从研究内容上丰富了现有的内部控制研究,有助于评估内部控制实施的效率,同时有助于理解和掌握内部控制信息披露市场反应的主要影响因素。另外,中国不同于美国强制性要求披露内控鉴证报告的制度环境使得本研究具有国际比较的意义,丰富了现有的内控文献。

三、研究方法

本书以实证研究为主要方法,采取规范研究和实证研究相结合、逻辑推理与历史证据相映照的研究方法,在理论推导与实证检验的基础上得出尽可能可靠的结论。实证研究是近代西方经济学及财务(会计)学界主流的研究方法。国外关于内部控制的研究也以实证方法为主。国内以往内部控制研究主要是以规范研究方法为主。本研究的开展对丰富内部控制研究方法有一定的积极作用。实证研究通常又可分为档案研究、实验研究和案例(实地)研究,本书最主要的是采用了档案研究,从资本市场中上市公司公开披露的信息中提取数据,构造相关变量进行统计、计量分析,对理论假设进行实证检验。规范研究仍然具有重要价值。本书也充分运用了规范研究方法。

四、研究框架图

本书的研究框架如图1-1所示。

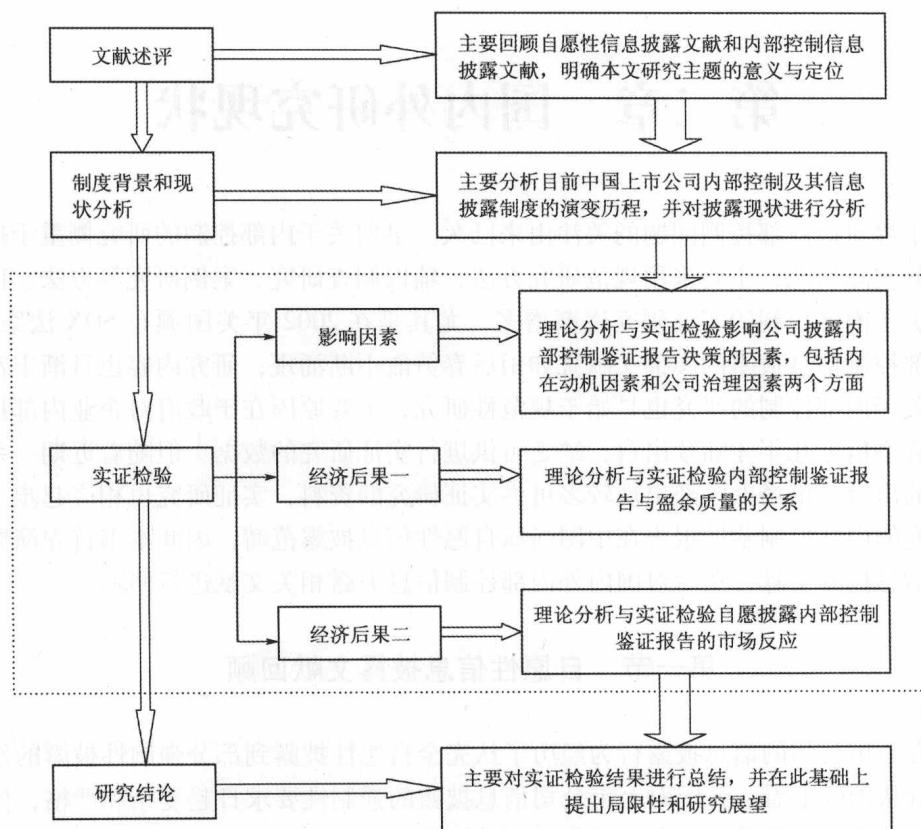


图 1-1 本书基本研究框架

第二章 国内外研究现状

学术界对该内部控制问题的关注由来已久。早期关于内部控制的研究侧重于探讨内部控制的实际功能,主要采用规范研究方法,辅以调查研究、案例研究等方法。但近年来国外关于内部控制的实证研究逐渐增多,尤其是在2002年美国颁布SOX法案以后,关于内部控制信息披露的实证文献犹如雨后春笋般不断涌现,研究内容也日渐丰富。中国学者关于内部控制的研究也是始于规范性研究,主要原因在于政府对企业内部控制的监管举措近几年才陆续出台,缺乏可供进行实证研究的数据。但随着近期一系列监管规则的出台,市场上已经出现较多可供实证研究的资料,实证研究也相应起步。本书所要研究的内部控制鉴证报告在中国尚属自愿性信息披露范畴,因此本书首先简要回顾自愿性信息披露文献,然后对国内外内部控制信息披露相关文献进行回顾。

第一节 自愿性信息披露文献回顾

西方上市公司的信息披露行为经历了从完全自愿性披露到部分强制性披露的发展历程。尽管从国际上看,各国对上市公司信息披露的强制性要求日趋复杂和严格,但由于公司信息的多样性及高度复杂性,仍有大量的信息属于自愿性披露范畴。在缺少强制性规定的情况下,却仍有部分上市公司选择自愿性披露内部信息。学术界主要从自愿性信息披露的动机、公司治理对自愿性信息披露的影响以及自愿性信息披露的经济后果等方面展开研究。

一、自愿性信息披露的动机研究

在Healy和Palepu(2001)的经典综述中,他们对自愿性信息披露动机研究文献进行了整理,将之归纳为六大假设:资本市场交易假说、控制权竞争假说、股票报酬假说、诉讼成本假说、管理者能力信号传递假说和专有性成本假说。^①

(一) 资本市场交易假说

对外融资是公司选择上市的最直接和最重要的目的之一,因此获取融资资格和降低融资成本是上市公司首要考虑的问题。管理者通常被认为比外部投资者更有信息优势,外部投资者会因为承担信息风险而要求相应的风险溢价,因而有对外融资需求的管理者

^① 鉴于该综述文献的全面性和权威性,此处重点参考了该文的观点。

有动力通过自愿披露来降低信息不对称程度以达到最终降低融资成本的目的 (Myers 和 Majluf, 1984; Verrecchia, 2001)。对外融资需求越高则选择自愿披露的动机越强。许多研究提供了支持该假说的经验证据。Lang 和 Lundholm (1996) 分析了那些准备发行证券的公司, 并发现信息披露在发行的前 6 个月就开始显著增加。而且, 有增高的披露率的公司亦有着较高的公众债务率 (Healy 和 Palepu, 2001)。

(二) 控制权竞争假说

董事会和投资者通常认为经营者应对现有股票绩效负责。Warner (1988) 和 Weisbach (1988) 表明, CEO 的更替与低劣的股票业绩有关。较差的股票价格绩效还与敌意收购相关, 并进而导致更高的 CEO 更换率 (Morck 等, 1990)。DeAngelo (1988) 发现, 持不同意见的股东在代理权争夺过程中经常以较差的盈利业绩作为更换经营者的理由。控制权竞争假说认为, 在给定由股价下跌或业绩下降可能会带来失业风险的情况下, 管理者会通过信息披露去降低公司被低估的概率, 并对较差的业绩回报做出解释说明。

(三) 股票报酬假说

许多管理者会得到诸如股票期权、优惠购股权等基于股票的激励性报酬。这些报酬计划从多方面激励管理者选择自愿性信息披露。首先, 有交易其所持股票意向的经营者有动力通过披露私有信息去迎合内部交易规定的限制, 并借此提高公司股票的流动性, 同时还可以纠正被察觉的股票价值低估。其次, 为现有股东利益服务的经营者有动力提供自愿披露以降低新员工的股票报酬所带来的契约成本。Noe (1999) 发现, 自愿性披露管理层预测的概率与内部人股票交易正相关。Aboody 和 Kasznik (2000) 发现, 公司会在股票期权奖励期之前延迟好消息的发布, 加快坏消息的发布, 这符合管理者会为增加基于股票的报酬而调整披露决策的假设。Nagar 等 (2003) 发现, 公司信息披露与 CEO 基于股价的薪酬比例和 CEO 持有的股权显著正相关。

(四) 诉讼成本假说

股东诉讼的威胁对管理者的披露决策存在两方面影响。首先, 针对管理者不充分或不及时的信息披露采取的法律行动会鼓励企业增加自愿性披露。其次, 诉讼会潜在的降低管理者披露信息的动力, 尤其是披露前瞻性信息的动力。关于诉讼对自愿披露行为影响的实证证据比较矛盾。比如, Skinner (1994, 1997) 发现有负面盈利消息的企业提前披露负面盈利业绩的概率比有好消息企业高出两倍, 并且有负面盈利消息的企业更可能遭遇诉讼。他发现了提前披露盈利的企业拥有相对于未提前披露企业更低的诉讼成本的微弱证据。Baginski 等 (2002) 检验了法律诉讼风险与信息披露水平的相关关系, 发现外部法律诉讼成本越高, 企业越有动机对外披露。但是 Francis (1994) 却发现了相反的证据, 实证研究表明在发生诉讼的样本企业中有 62% 的企业被起诉的原因是盈利预期或预亏信息披露。相反, 在出现了类似的价格下降但未发生诉讼的样本企业中, 有

87%的企业曾经预告过盈利将下降。由此看来,发布预期信息并不必然能阻止诉讼的发生。

(五) 管理者能力信号传递假说

Trueman (1986) 认为,有能力的经营者为了显示他们的才能,存在自愿披露盈利预期的激励。企业市场价值取决于投资者对经营者预知未来经济环境变化并作出反应的能力的认同。投资者越早推断经营者已经获取了未来信息,他们对经营者预测未来的能力的评判就越高,进而企业的市场价值也越高。

(六) 专有性成本假说 (Proprietary Cost Hypothesis)

该假说强调企业的披露行为可能会影响到企业在产品市场中的竞争地位。由于公开披露信息可能会被竞争者利用,导致企业竞争地位受到损害,因此企业为了维护其竞争地位会隐瞒一些专有性的私有信息。认为,与之前的5种自愿信息披露假说不同,专有性成本假说是假设在经理人和股东之间并不存在利益上的冲突 (Verrcchia, 2001; Dye, 2001)。该假说的重点在于检验阻碍信息完全披露的经济动机。Hayes 和 Lundholm (1996) 认为在专有性成本假说下,只有当企业拥有类似的业务分部时才会提供分解性的数据,当企业拥有跨度较大的业务分部时,为了向竞争者隐瞒各分部业绩信息,它们会选择汇总披露。

二、公司治理对自愿性信息披露的影响

西方学者不仅就自愿性信息披露的动机因素进行了研究,还广泛而深入地研究了公司治理结构对自愿性信息披露行为的影响,主要从股权结构和董事会构成等方面展开研究。

(一) 股权结构与自愿性信息披露

关于股权结构对自愿性信息披露的影响主要涉及股权性质和股权集中度两个方面。在股权性质影响方面,现有文献分别研究了政府持股、机构投资者持股和家族持股的影响。在政府持股方面,Eng 和 Mak (2003) 以新加坡上市公司为样本,实证检验表明政府持股比例与自愿性信息披露程度正向关联,他们认为原因在于,一方面非政府出资设立的公司和政府出资设立的公司的经营目标存在重大差异,比如政府控股公司需要承担一些非商业性职能,包括执行政府战略、承担社会责任等,因此比较缺乏追逐利益和经营效率的动力;另一方面由于此类公司有政府资金的支持,有更为便捷和顺畅的融资渠道,再者公司管理层受到来自于公司控制权市场的替换压力也要明显小于其他类型公司。这些目标冲突的存在迫使政府控股公司更加有必要和其他股东进行更为充分的沟通。但国内部分学者却发现了相反的证据,例如钟伟强、张天西 (2006) 实证研究发现国有股比例与自愿披露水平显著负向关联。

在机构投资者持股方面,存在两种相反的观点:一种认为由于机构投资者的积极治