

第5卷 第1期

(总第8期)

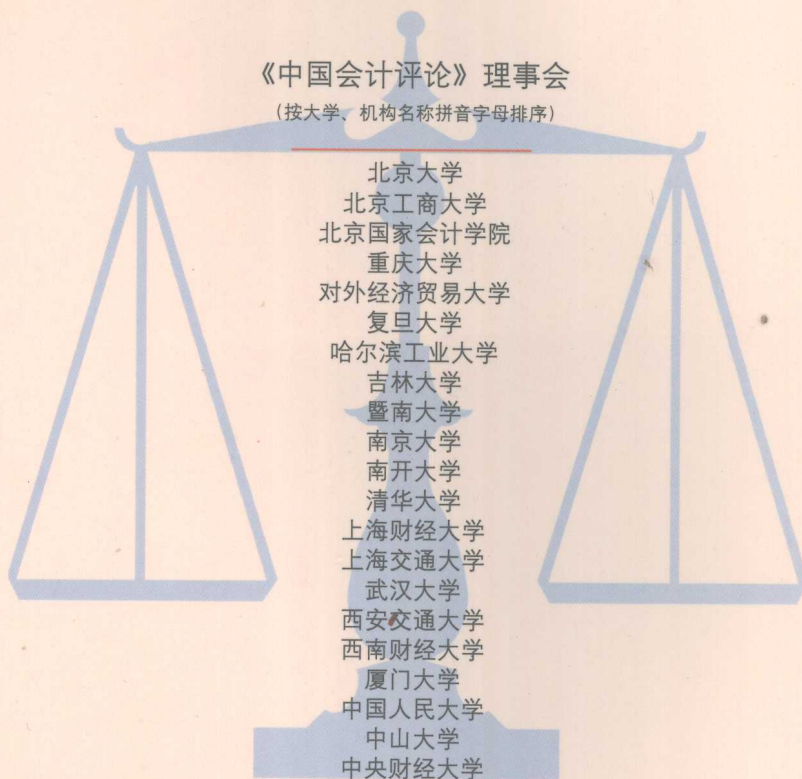
Vol.5 No.1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



《中国会计评论》编委会

北京大学出版社

2007 · 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈小悦/国家会计学院	吕长江/复旦大学
陈信元/上海财经大学	曲晓辉/厦门大学
耿建新/中国人民大学	王立彦/北京大学
刘 峰/中山大学	王平心/西安交通大学
刘 星/重庆大学	

编辑部

吴联生/北京大学	肖 星/清华大学
朱启兵/北京大学出版社	(编务助理: 林小驰 宋小华)

地 址

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室
(邮编: 100871 电话: 010-62767312 传真: 010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 5 卷. 第 1 期/王立彦主编. —北京:北京大学出版社, 2007. 3
ISBN 978-7-301-12129-0

I. 中… II. 王… III. 会计-中国-丛刊 IV. F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 065349 号

书 名: 中国会计评论(第 5 卷第 1 期)

著作责任者: 王立彦 主编

责任编辑: 朱启兵

标准书号: ISBN 978-7-301-12129-0/F · 1610

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电 子 信 箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 11 印张 212 千字

2007 年 3 月第 1 版 2007 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: \$ 30.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 **电子信箱:** fd@pup.pku.edu.cn

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理事长

清华大学/国家会计学院 陈小悦

理事

北京大学	陆正飞
北京工商大学	杨有红
北京国家会计学院	陈小悦
重庆大学	刘 星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
吉林大学	韩丽荣
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	刘志远
清华大学	陈 晓
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	张天西
武汉大学	王永海
西安交通大学	张俊瑞
西南财经大学	蔡 春
厦门大学	陈汉文
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

特邀理事

中国会计学会	刘玉廷
中国证券监督管理委员会	张为国
中国注册会计师协会	陈毓圭

编委会说明

在经过了三年多时间的“一年双刊”模式运行以后,《中国会计评论》“理事会—编委会联席会议”于2006年12月年度学术会议期间举行,会议决定,《中国会计评论》从2007年起向国际著名的学术期刊看齐,正式改为季刊。按照理事会和编委会最初的设想,《中国会计评论》原本计划是从2006年起成为季刊的,但是由于各方面准备条件的仓促,将实现计划的脚步适当放慢,推迟到了2007年。

《中国会计评论》创刊出版以来,已经出版七期,得到了国内外学术界的广泛支持和认可,产生了积极的影响力。清华大学、北京大学、中山大学、中央财经大学等已经将《中国会计评论》列为“中文核心学术期刊”。还有多所院校将其列为管理学领域的硕士、博士研究生实证会计课程必读文献以及博士生考试参考书目。

推动学术发展是所有会计学者和会计实务工作者的共同事业,《中国会计评论》这个学术平台是靠大家齐心协力建立的,她的发展更要仰仗大家的热心呵护和鼎力支持。2007年成为季刊以后,审稿和编辑工作量会大大增加,将需要学术界同人更多的热心支持。理事会和编委会有信心与学界同人一道,建设好《中国会计评论》这个学术平台。

本刊编委会

2007年3月

《中国会计评论》征订

《中国会计评论》是一本与国际学术研究相接轨、积极关注中国会计与财务问题的大型会计理论学术期刊,由北京大学、清华大学、北京国家会计学院发起,多所综合大学联合主办,北京大学出版社出版,主要面向大学会计教育界和学术界发行。

本刊力求为中国会计理论界提供一个学术交流聚焦点,为会计界学者提供一个高水平的研究成果发表平台。本刊的研究风格是:用国际规范的方法,研究中国的本土经济现象,为中国会计理论学科的发展走向世界铺路搭桥。我们希望并相信,在会计理论界的共同努力下,《中国会计评论》能够发表一系列开创性的、具有影响力的研究成果,培育出一大批具备敏锐眼光的杰出会计学者。

《中国会计评论》为大16开,每期160~180页。本刊印刷装帧考究,内容深刻,极富学术参考价值和保存价值,是有志于学习现代会计前沿理论和方法并以之研究中国本土问题的学者和学生的必读刊物,同时也是最好的学术发表平台之一。

我们诚挚地邀请海内外学者共襄盛举,踊跃投稿和订阅,为中国会计和财务理论的繁荣奉献力量。

订阅地址:北京大学'871-150 信箱 邮编:100871

联系电话:010-62752015 传真:010-62753573 联系人:邢丽华

电子邮箱: bdsd@pku.edu.cn 网址: http://cbs.pku.edu.cn

户名:北京大学出版社

开户行:工商银行北京海淀西区支行

账号:0200004509066138007

税号:110108H52628530

《中国会计评论》征订单

(可复制)

每期定价:人民币 30 元		邮购价:人民币 40 元 (含邮资)	
订户名称			联系人
详细地址			邮 编
电子信箱	传真		电 话
订阅年度	☐ 2007 年	☐ 2008 年	份 数 每 期 份
合计金额	人民币 (大写)	¥ 元	汇款日期
注:订刊款汇出后请立即将此订单邮寄、传真或 E-mail 到北京大学出版社北大书店,作为发行凭证,以便订户及时收到本刊。			

说明:1. 请到邮局汇款订阅。可随时订阅,一年起订。

2. 汇款时请务必将汇款人单位(地址)、姓名写清楚,以免影响邮寄。

3. 请勿电汇购书款,请勿在信中央寄钱物。

CHINA ACCOUNTING REVIEW (CAR)

China Accounting Review (CAR) is a new accounting journal in Chinese, sponsored by Peking University, Tsinghua University, Beijing National Accounting Institute and ten more universities, and published by the Peking University Press.

The aim of the journal is to provide a publication forum for serious theoretical and empirical research on accounting and finance in China's transitional economy. Papers published in *CAR* fall into five categories: reviews, regular papers, comments and replies, symposium, and book reviews.

Each issue contains about 160 to 180 pages and is printed elegantly with quality paper. English table of contents and an abstract for each paper are provided. The journal brings the reader with the latest developments of accounting and finance research in China. Therefore, it is a must collection for academic libraries and scholars who have an interest in the Chinese accountancy.

CHINA ACCOUNTING REVIEW (CAR)

Order Form

☐ Institutions & Individuals

US \$ 30.00/Volume

Please enclose a check payable to *China Accounting Review* with this order form.

Subscription to

☐ Vol. 1

☐ Vol. 4

☐ Vol. 2

☐ Vol. 5

☐ Vol. 3

Only checks are accepted

Currency Options

☐ RMB

☐ Hong Kong dollar

☐ Euro

☐ US dollar

Name _____

Address _____

City/state/Zip/Country _____

Phone () _____ Fax () _____

E-mail _____

Please mail your order and check to *China Accounting Review*, Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China.

中国会计评论

第 5 卷 第 1 期

(总第 8 期)

2007 年 3 月

目 录

文 章

公司信息透明度的市场效应

——来自中国 A 股市场的经验证据 张程睿 王 华(1)

掏空、财富效应与投资者保护

——基于上市公司关联担保的经验证据 高 雷 宋顺林(21)

控股股东所有权结构与关联方担保 王 琨 陈 晓(43)

盈余质量对会计信息报酬契约有用性的影响及股权特征的交互作用分析

..... 毕晓方 周晓苏(55)

事务所地域与其对盈余管理的抑制能力 李奇凤 宋瑛纹(83)

客户相对规模、非诉讼成本与审计意见决策 ... 鲁桂华 余为政 张 晶(95)

专 稿

产权保护导向的会计研究:新近研究回顾 陆正飞 叶康涛(113)

投资者保护研究综述:财务会计信息的作用 ... 魏明海 陈胜蓝 黎文靖(131)

会议综述

以创新为核心的中国会计实证研究

——中国第五届实证会计国际研讨会综述 罗 炜(151)

学术信息

上海财经大学“会计准则国际研讨会”征文启事 (163)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 5 No. 1

March, 2007

CONTENTS

Articles

- The Market Effect of Firm Information Transparency:
Empirical Evidence from Chinese A Share Market
..... Chengrui Zhang and Hua Wang(1)
- Tunneling, Wealth Effect, and Investor Protection: Empirical
Evidence from the Related Party Security of Chinese Listed Firms
..... Lei Gao and Shunlin Song(21)
- Controlling Shareholders' Ownership and Loan Guarantees to the
Related Parties Kun Wang and Xiao Chen(43)
- The Influences of Earnings Quality on the Usefulness of Accounting
Information in Pay Contracts and Ownership Characteristics'
Interacting Effect Xiaofang Bi and Xiaosu Zhou(55)
- The Locality of CPA's Firms and Its Ability in Deterring Opportunistic
Earnings Management Qifeng Li and Yanwen Song(83)
- Client Relative Size, Non-lawsuit Cost and Auditing Opinion Decision
..... Guihua Lu, Weizheng Yu and Jing Zhang(95)

Invited Papers

- The Property Protection Oriented Accounting Research: Recent
Literature Review Zhengfei Lu and Kangtao Ye(113)
- A Review of the Empirical Research on Investor Protection: The Role
of Financial Accounting Information
..... Minghai Wei, Shenglan Chen and Wenjing Li(131)

Conference Summary

- China Empirical Accounting Research with Focus on Innovation:
The 5th International Symposium on Empirical
Accounting Research Wei Luo(151)

Information on Academia

- Call for Paper: The International Conference on Accounting
Standards in Shanghai University of Finance & Economics (163)

公司信息透明度的市场效应 ——来自中国A股市场的经验证据

张程睿 王 华*

摘 要 目前在中国市场,信息披露质量是较数量更为有效的衡量公司信息透明度的方面。基于信息披露质量,我们分别以深交所上市公司考评中不及格和优秀等级的公司、沪深违规信息披露公司及其配对公司作为两组研究样本,同时全面考察公司的信息透明度对投资者交易行为的影响以及相应的市场效应。两组样本检验结果一致表明,低透明度和严重的信息不对称是某些知情者诈取广大不知情的中小投资者利益的温床,并扭曲了资本市场的原有功能;从2001年至2004年,尽管公司信息透明度对大量中小投资者的股票选择没有显著影响,但其的确也帮助了投资者对所选择的股票进行定价。健全法律制度、培育理性投资者与信息中介、提高公司信息透明度,是促进市场有效的根本。

关键词 公司信息透明度,市场效应,信息不对称

一、问题的提出:文献回顾及其评论

公司信息透明度是指在特定的制度因素和市场环境下,公司执行的相关信息披露策略在市场上的表现,体现为市场参与者所观测到的公司的信息披露水平(包括数量和质量)。公司信息透明度是动态的,它随着时间、环境和公司政策的变化而变化,不同公司的披露政策差异会导致公司间的信息透明度差异。信息对市场的核心作用在于改善市场信息环境,降低交易成本,经济理论和当代会计思想的一个主要的结合点是公司更高水平的披露可以降低资本市场的信息不对称程度,从而降低资本成本的信息不对称成分(Leuz 和 Verrecchia, 2000; Verrecchia, 2001)。Bushman 和 Smith(2003)概括了公司增加信息透明度可以影响投资者行为以及资本成本的两个渠道:(1) 公司信息透明度增加,减少了公司内部人和外部人之间的信息不对称,这一方面可以减少投资者对投资项

* 张程睿,华南师范大学经济与管理学院;王华,暨南大学管理学院。通讯作者:张程睿;通讯地址:华南师范大学经济与管理学院;邮编:510006;E-mail: chengruiz@126.com。

目价值的估计风险¹,另一方面也可以增加对公司管理者的监督约束机制,降低投资者担心的因管理者道德风险而导致的对投资者利益的剥夺风险,从而使得投资者降低额外的风险要求补偿,公司资本成本相应降低;(2) 公司信息透明度增加,减少了知情交易者与不知情交易者之间的信息不对称,降低了逆向选择的风险,使投资者减少了与知情交易者之间进行交易的“不公平”风险,投资者因此而更多地参与购买或交易公司股票,增强了市场流动性,从而减少了公司外部融资成本²。

所有投资者的决策和交易行为都体现于一系列的市场指标,相关的实证研究以此为切入点,寻求公司信息透明度差异带来的不同的市场表现。对于第一个渠道,Healy等(1999)发现,对于增加披露的公司,其股价在同期有显著的上升,而这种股价上升与当期的盈余表现无关。Gelb和Zarowin(2000)发现,较高披露级别的公司与较低披露级别的公司相比,前者具有较高的股价,且该股价与当期和未来盈余相关,该发现意味着公司的披露策略影响着信息渗入股价的速度。对于第二个渠道,相关理论(如Glosten和Milgrom,1985;Admati和Pfleiderer,1988等)和实证研究(如Leuz和Verrecchia,2000;Easley,Hvidkjaer和O'Hara,2002等)提供了诸如买卖价差、交易量、报价深度、股票收益波动率、知情交易概率等与流动性有关的、用以解释横截面股票收益率的信息不对称的代理变量,并分别建立了上述变量与公司资本成本之间的关系,考察了公司的披露政策和披露水平对这些变量的影响,理论上,公司的信息透明度越高,代表公司信息不对称程度的买卖价差越小,交易量越大,报价深度越大,知情者交易概率越低,股价波动率相对较小。Welker(1995)和Sengupta(1998)表明获得较高分析师评分级别的披露政策的公司具有较低的买卖价差,信息不对称程度较低,股票流动性较好;Healy等(1999)发现获得分析师披露得分持续增加的公司展现了一系列指标的改善,包括买卖价差;Leuz和Verrecchia(2000)以采用国际会计准则和美国会计准则(较德国会计准则而言要求进行更多的披露)的德国公司作为研究样本,与使用德国会计准则的公司相比,发现前者具有较低的买卖价差、较大的交易量,但股价波动率却没有比后者有明显下降;Cheng,Courtenay和Krishnamurthi(2005)对新加坡上市公司的自愿披露水平的研究发现,自愿披露水平与买卖价差和股价波动率负相关,但与Leuz和Verrecchia(2000)研究不一致的是,自愿披露水平与交易量负相关,其认为这是因为在新加坡市场增加的披露导致了知情者交易活动减少从而引起平均交易量的下降;Brown等(2001)以知情交易概率(PIN, probability of informed

¹ 见 Klein 和 Bawa(1976)、Barry 和 Brown(1985)、Coles 和 Loewenstein(1988)、Handa 和 Linn(1993)、Clarkson 等(1996)以及 Easley 和 O'Hara(2004)等的理论研究。

² 见 Demstet(1968)、Copeland 和 Galai(1983)、Glosten 和 Milgrom(1985)、Diamond 和 Verrecchia(1991),以及 Kim 和 Verrecchia(2001)等的研究。

trade)来反映信息不对称的程度,表明知情交易概率与披露质量(以 AIMR 得分表示)之间存在显著的负相关关系;Brown 等(2004)的横截面和时间序列的检验表明信息不对称程度与电话会议活动次数(表示自愿披露水平)负相关。总体看来,上述实证研究验证了在一个半强式的市场,以公司披露质量、披露数量、自愿披露水平等方面所反映的公司信息透明度与资本市场信息不对称程度之间的负相关关系。

在中国,较少的研究涉及公司信息透明度及其市场反应的研究。陈向民、林江辉(2004)检验了公司信息披露频率对股价波动的滤波效应的影响,表明我国证券市场上信息披露频率的逐年提高并没有对预期的滤波效应带来实质的改善,说明信息披露频率不能代表信息披露质量,且小公司利用信息披露操纵股价的现象具有普遍性。汪炜、蒋高峰(2004)利用 2002 年前在上海证券交易所上市的 516 家公司数据验证了上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的权益资本成本,但是其运用临时公告与季报数量作为衡量公司信息透明度的指标,似为不妥,而对资本成本的衡量也并非是基于投资者的预期。上述两项研究均是以信息披露的数量代表公司的信息披露水平,但结论却截然相反,因为在滤波效应的检验中,如果大量的信息披露频率并没有体现出与股票收益率、股票收益波动率等相关的话,后者怎么能得出上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的权益资本成本的结论呢?可见,公司信息透明度指标的选择,将会对实证研究结果产生较大影响。

国内外学者在做有关公司信息披露问题研究时,对于信息披露水平的衡量,通常有三种方法,一是直接使用有关组织的评价结果(如标准普尔(S&P)的透明度和披露评价体系(简称 T&D 评级)、财务分析和研究中心(CIFAR)的信息披露评价体系以及美国投资管理和研究协会(AIMR)的披露指数等)作为透明度的替代,如 Welker(1995)、Lang 和 Lundholm (1996)等的研究。二是研究者自建披露指数进行衡量,如 Botosan(1997)、Guo、Lev 和 Zhou(2004)等的研究,国内如南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组(2004)在其公司治理评价体系中建立的信息披露评价子系统,从完整性、真实性、及时性等三个方面对公司信息披露进行评价;崔学刚、朱文明(2003)和崔学刚(2004)利用自建的自愿披露评价指标作为公司信息透明度的替代变量进行了相关的研究;此外,王建峰(2004)、张翼、林小驰(2004)等也在各自研究中建立了相应的公司自愿披露评级体系。三是研究者选择某些能反映公司披露水平的特殊披露(如盈余预测)作为公司信息透明度的替代指标,如 Miller 和 Piotroski(2000)。但是,构建指数的衡量方法存在的问题是:(1)几乎所有的研究都用信息披露的量来代替信息披露的质,而这对于我国现实的不完善的资本市场信息披露环境来说是很不合适的;(2)很多指数都是基于企业的部分信息的披露情况建立的(比如说自愿性披露),无法代表企业披露的全部情况来衡量公司信息透明度;(3)指数构建的主观性使得衡量指标成为有噪音的测度,削弱了研究结果的解释能

力,同时自建的指数因巨大的工作量还使得小样本研究影响研究结果的解释能力,且研究难以复制和验证。而个别代理指标更难以反映公司信息透明度的综合测度。此外,在我国目前仅有的两篇以公司信息透明度为题目的研究文献中,崔学刚(2004)以及汪炜、蒋高峰(2004)利用公司自愿性披露作为公司信息透明度的替代指标,这种变量选择除存在上述问题外,也不符合我国资本市场的实际环境。在美国等资本市场发展较完善的环境中,强悍的法律制度可以较好地保证公司信息披露的质量,一方面使得公司之间的强制披露水平的平均质量差异不大,另一方面又可以保证自愿性披露的质量,故在强制披露之外增加自愿性披露数量可以增强公司的透明度,因而在一定程度上可以用以数量表示的自愿性披露水平作为公司信息透明度的衡量指标。而在我国,不完善的法律制度还不能实质上威慑公司内部人的自利行为,即使是强制披露的内容,部分公司也严重存在披露不真实、不及时、不完整的现象,若以IPO公司的自愿披露为例,上市公司的预测信息往往过于乐观(汪宜霞、夏新平,2004),真实性有待验证,且盈利预测自愿披露的意愿也在急速下降(秦玉熙,2004),我国股市公司的自愿披露整体水平很低(范德玲等,2004)。因此,尽管鼓励上市公司的自愿性披露,也不能否认部分公司自愿披露的内容的真实性,但是如果仅用自愿性披露水平来衡量我国上市公司的信息透明度,似乎非常欠妥。考虑公司进行自愿披露的动机以及较低的法律诉讼成本,王建峰(2004)实证发现,拥有不利消息的企业更热衷于自愿性信息披露,而要进行融资的公司自愿性披露水平更低(对此的解释是公司考虑的是如何进行利润操纵以达到再融资标准)。这样看来,在中国目前的实际环境中,公司强制披露的质量对公司信息透明度的贡献可能更大。

因此,本文试图结合我国资本市场信息环境的实际情况,以信息披露的质量体现公司信息透明度,考察不同信息透明度的公司的股票市场效应,而这在我国目前的相关研究中尚属少见。

二、研究设计及样本构成

(一) 公司信息透明度的衡量

我们以公司信息披露的质量为基准,以衡量中国上市公司的信息透明度。为使研究更具说服力和客观性,我们对公司信息透明度的衡量使用了两个方案:(1)以深圳证券交易所的年度考评为依据;(2)以证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、财政部等公开批评的违规披露的公司作为信息透明度差的样本,并进行配对比研究。

1. 深圳证券交易所的年度考评

深圳证券交易所自2001年开始对深交所上市的公司信息披露进行年度

评级,评级依据为《深圳证券交易所股票上市规则》,以上市公司该年度每一次信息披露行为为依据,以一个年度为一个考核期间,分别对公司信息披露的及时性、准确性、完整性和合法性进行等级考评,考核主要针对公司对强制披露规定的履行情况,也兼顾自愿披露的真实性和合法性考核。考核结果分为优秀、良好、及格、不及格四个等级,上市公司每年的考核评级情况都会于次年年初在深圳证券交易所网上公布³。鉴于不能获得深交所对上市公司信息披露的考评分数,只能得到考评等级,而考评等级之间上市公司数量差异较大(优和差的公司数量较少,但中和良的公司数量较大,参见表 1),为增强研究的有效性,我们采用了考评等级为优和差的两类公司作为研究样本,我们认为前者的信息透明度较后者高,并检验该两类公司的股票市场反应差异。

表 1 深交所上市公司样本选择

单位:个

	深圳上市公司各年考核评级分布					样本分布		
	优	良	及格	不及格	小计	优	不及格	小计
2001	30	201	252	35	518	30	31	61
2002	40	236	198	33	507	40	28	68
2003	41	268	173	26	508	41	22	63
2004	30	303	147	22	502	29	21	50
2001—2004 年	141	1008	770	116	2035	140	102	242

2. 对违规披露公司的配对研究

我们以证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、财政部等公开批评的违规披露的公司作为信息透明度差的样本,并寻求与之相对应的信息透明度较高的公司进行配对对比研究。公布的违规披露的类型包括未按时公布定期报告、未及时披露公司重大事项、信息披露虚假或严重误导性陈述、业绩预测结果不准确或不及时以及未依法履行其他披露职责等。配对研究的目的是在控制除研究关键因子(本文为公司信息透明度)之外的影响研究事件(各市场效应指标)的其他因素后,主要关注关键因子对研究事件的影响。大多数研究表明,公司的市场环境不同、行业不同、上市时间及规模差异较大的话,会对公司股票的市场反应产生较大影响,因此我们在配对时控制了这些影响。配对过程如下:

(1) 确认 2000—2004 年违规披露样本公司的上市地、行业、上市时间和规模(违规前一年资产总额)。

(2) 在 2000—2004 年沪、深两市 A 股中分别剔除以下影响公司信息透明度的公司:

① 所有 2000—2004 年因违规披露被证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、财政部等公开批评的公司;

② ST/PT 公司;

³ 上海证券交易所虽然于 2001 年制定了上市公司信息披露工作考核办法,但除 2001 年外,该考评结果并没有继续公开发布。

③ 被深交所各年评为“不及格”的公司；

④ 审计师出具保留意见的公司。

(3) 将余下的公司作为信息相对透明的公司,并与违规披露样本公司分别各年进行一一配对,配对原则为配对公司与样本公司上市地一致、证监会公布行业一致、上市时间差不超过一年、公司之间的规模(违规前一年资产总额)差额最小。有个别样本公司匹配不到上市时间差不超过一年的公司,则剔除该披露违规样本公司,由于这样的公司很少,我们认为对研究没有影响。

我们认为,如果以上两种方法衡量的公司信息透明度的市场反应一致,就可以认为我们选择的公司信息透明度的衡量方法是有效的,而且相对客观。

(二) 研究方法

我们的主要目的是想考察公司信息透明度的变化带来的与信息有关的市场效应变化,即公司信息透明度的变化对市场信息不对称程度的影响,而这种市场效应是持久的,这与公司披露新闻产生的临时的市场效应不同。当公司增加披露时公司价值的变化由对公司未来业绩期望的变化以及公司资本成本的变化组成。前者发生于披露策略转换前后,它的方向依赖于披露的新闻和信息的内容,而后者是持久的,反映了信息不对称的减少和流动性的增加,因此它的方向独立于新闻的内容。所以,在方法的选择上,有别于披露新闻常常采用的事件研究法,我们采用对两类信息透明度不同的公司的相应市场效应指标进行参数和非参数检验,考察二者的市场效应指标有无显著区别,这样可以将“新闻”和“信息不对称”效应区别开来,并将注意力主要集中于持久的信息不对称效应。

(三) 样本构成及数据来源

由于深交所自 2001 年开始对上市公司的信息披露进行考核,因此对于深交所上市公司研究样本的选择期间为 2001 年至 2004 年;为了同时考察两交易所考核公司信息披露前后的效果有无差异,我们对于违规披露配对研究的样本选择期间确定为 2000 年至 2004 年。我们以深交所考核中的优秀 141 家公司、不及格 116 家公司作为研究样本,剔除不能获得相关数据的公司后,深交所样本公司最后确定为优秀 140 家,不及格 102 家,样本情况见表 1。自 2000 年至 2004 年,各监管部门公布的违规披露公司共 231 家,由于不能获得一些公司的相关数据以及配对时部分公司难以匹配上市时间的问题,因此最后样本公司和配对公司分别确定为 189 家,其中沪市公司 97 家,深市公司 92 家,样本情况见表 2。另外,从表 2 可以看出,自 2001 年起,监管部门加大了监管力度,公布的违规披露公司数目明显增多。

表 2 违规披露公司样本选择及配对

单位:个

	公布的违规披露公司数	样本公司数	配对公司数
2000	17	12	12
2001	67	58	58
2002	50	40	40
2003	41	30	30
2004	56	49	49
2001—2004 年	231	189	189

本论文研究基础数据来自于国泰安 CSMAR 数据库、Wind 资讯数据库、分析家系统以及深交所网站,部分数据通过使用 SAS 软件计算获得。

三、市场效应指标的选择与衡量

为了了解中国上市公司的信息透明度是否影响投资者行为,以及如果产生影响,这种影响的程度怎样,我们选择了比较系统的能直接反映投资者行为、股票流动性以及风险的市场指标,以对信息披露带来的市场效应进行比较全面的考察,这有别于以往研究中仅对某些个别指标的考察,而且我们首次将反映投资者交易行为的直接指标——知情交易概率(PIN)及其系列参数引入了国内会计研究。我们选择的市場效应指标如下:

(一) 与风险有关的指标

1. 反映市场风险的 β 值

采用市场模型计算的期间 β 值可以衡量与市场风险有关的公司股票风险, β 值的大小反映了公司股票收益随市场收益变化的剧烈程度,公司信息透明度的增加理论上应该能够降低公司的风险状况。我们采用 Scholes 和 Williams (1977)提出的市场模型计算参数 β 值:

$$\beta_i = \frac{\sum_i (\text{ret}_{i,t} \times \text{mret}3_t) - \frac{1}{n} \times (\sum_i \text{ret}_{i,t}) \times (\sum_i \text{mret}3_t)}{\sum_i (\text{mret}_t \times \text{mret}3_t) - \frac{1}{n} \times (\sum_i \text{mret}_t) \times (\sum_i \text{mret}3_t)},$$

其中, $\text{ret}_{i,t}$ 表示股票 i 在 t 日的收益率;

mr_t 表示 t 日的市场收益;

$\text{mret}3_t$ 表示 3 个交易日市场的移动平均收益;

n 表示从一年的第二个交易日开始截止到倒数第二个交易日的有效观测值个数;

$$\text{ret}_{i,t} = \ln(1 + r_{i,t});$$

$$\text{mret}_t = \ln(1 + \text{mr}_t);$$

$$\text{mret}3_t = \text{mret}_{t-1} + \text{mret}_t + \text{mret}_{t+1}.$$

2. 股票收益波动率

反映收益率的振动幅度,即收益率的离散程度。股票收益的适度波动体现

了股票的活跃程度,但是过度的波动却反映股票的风险较高。公司信息透明度越低,与外部普通投资者间的信息不对称程度越高,公司股票就越容易被内部人或少数信息知情者(如获得私人信息的大机构)操纵并利用信息优势获取超常收益,造成股价的大幅波动,French 和 Roll(1986)的研究表明,收益率的波动性主要与普通投资者获得的信息流相关,即普通投资者获得的上市公司的信息的数量和质量越高,收益率的波动性就越低。股价的相对平稳反映了公司和投资者之间信息不对称程度较弱,股价的较低波动性意味着低程度的信息不对称,高波动性意味着高程度的信息不对称(Leuz 和 Verrecchia,2000)。然而,收益波动率也受其他一些与信息无关的因素的影响,如 Bushee 和 Noe(2000)表明了披露对股价波动率的影响是复杂的,它可能受被公司吸引的投资者类型的影响。我们分别使用未经市场调整的股票收益波动率以及经市场调整了的股票收益波动率进行检验,并预期高透明度公司的收益波动率会相对较小。

(二) 与交易数量有关的指标

1. 知情交易概率(PIN)及其系列参数

知情交易概率(PIN)及其系列参数是基于 Easley 等(1997)建立的 EKO 市场微观结构模型基础上的,其源自对知情交易者个人交易命令的概率的具体估计,从投资者获得私人信息的频率、知情者和不知情者交易的数量等方面直接体现了二级市场投资者的交易行为以及投资者之间信息不对称的程度。该方法已经被成功地应用于金融文献(例如 Easley 等,1996;Easley, O'Hara 和 Pa-perman,1998;Easley, O'Hara 和 Srinivas,1998;Brockman and Chung, 2002),但目前会计文献中比较有影响的只有 Brown, Finn 和 Hillegeist(2001)和 Brown, Hillegeist 和 Lo(2004)的两篇文章,其余少见。利用 PIN 作为信息不对称的代理变量,Brown 等(2004)的横截面和时间序列的检验表明信息不对称程度与电话会议活动次数(表示自愿披露水平)负相关;Brown 等(2001)对 1995 年 200 家公司的横截面研究表明,知情交易概率与披露质量(以 AIMR 得分表示)之间存在显著的负相关关系。此外,Easley, Hvidkjaer 和 O'Hara(2002)发现具有较高知情交易概率的公司有更高的超额收益率,即信息风险增加了期望收益率。

有关知情交易概率的模型和系列参数的计算如下:

我们使用 EKO 模型来估计相关的参数及知情交易概率 PIN,其核心思想是知情交易将体现在买方主动性交易(buyer initiated trades)和卖方主动性交易(seller initiated trades)的不平衡上。如图 1 所示,对于特定交易日,与某股票价值相关的信息事件发生的概率为 a ,不发生信息事件的概率为 $1-a$;信息事件是坏消息的概率为 δ ,是好消息的概率为 $1-\delta$ 。交易日内进入市场的订单遵循独立的 Poisson 过程,其中不知情交易者提交买单的速率为 ϵ_b 、提交卖单的速率为 ϵ_s ;当发生坏消息时,知情交易者以速率 μ 提交卖单,当发生好消息时,