

# 会计信息披露的实证研究

## ——机构投资者参股效应分析视角

李艳 张巧良

有效的会计信息披露可以降低资本市场的信息不对称和投资者的决策风险。SEC(1996)在界定成熟的资本市场时指出首先具备高水平的会计信息。资本市场充斥着信息,是高度信息化决策的市场,投资者构成了重要的会计信息需求者,以会计信息披露过程为决策的主要依据,这样投资者与会计信息披露有着强相关性。证实在会计信息披露方面,机构投资者在公司治理中是否具有“溢出效应”保护中小投资者,可替代投资者法律保护是本文研究意图所在。

### 一、文献综述与假说演进

以保护中小投资者为目的,在机构投资者参股和会计信息披露水平关系方面的研究:国际学者Ball, Brown(1965)通过系列研究提出公司证券的市场价格会对公司信息披露含量作出反应,也证明了及时和透明的会计信息在投资决策的有用性和对投资者法律保护制度不足的替代性。Jensen和Meckling(1976)研究发现“内部人”在上市公司中较高的现金流收益权减低了他们对小股东的剥夺程度。Demsetz等(1985)指出持有公司高股权比例的股东会有强烈的监督动机,股权结构的集中度是会计信息披露的内生变量。Shleifer, Wolfenzon(2002), Leuz(2002)研究得出投资者保护会带来有效的公司治理和财务披露决策。Klapper, Leora F, Love, Inessa(2004)发现大部分法律体系较弱的国家公司的治理变量的平均值都较低。Boubakrietal(2005)提出机构投资者形成了重要的公司治理机制。LLSV(2000), La Porta等(2007)认为机构投资者是对投资者法律保护较弱的一种替代机制。Ball等(2000)认为公司治理结构好的公司,会计信息的及时性也强。Pistor和许成钢(2002)指出引入机构投资者可主动改进公司的投资者保护的法律效果。Eisenberg(1998), Yeo(2002), Ball(2000)和Bushman(2007)发现会计信息水平同股东的持股比例正相关。根据以上文献的讨论和中国资本市场发展现状,投资者保护与会计信息披露的关系如下:中小投资者保护——机构投资者参与公司治理程度——呈报质量信息披露水平——及时性和透明度。由此建立本文假说。在其他条件相同的情况下,机构投资者持股比例与会计信息透明度正相关。

### 二、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文样本数据来源于WIND数据库相关财务指标,其它部分数据均经手工计算获得。本文以深、沪A股机构持股的上市公司为研究对象。选取2001—2004年数据,剔除在2001—2004年被ST、PT,更名和数据缺失的公司,剔除属于金融类和房地产类的公司。最终选定的样本公司为417家。

#### (二)模型设计与变量说明

##### 1. 会计信息透明度

本研究参考Ball等(2000)采用盈余—市场回报模型计算信息披露透明度,以市场回报代表经济盈余,公司价值以公司的股价作估计,并以公司盈余及股价间的反回归估计公司当期盈余信息,反映当期价值的改变量以衡量盈余信息的透明度。

$$EARN_t = \alpha_0 + \alpha_1 ENG_t + \alpha_2 RET_t + \alpha_3 NEG_t \times RET_t + \varepsilon \quad (1)$$

其中,  $EARN_t$  为公司  $t$  年的盈余;  $NEG_t$  为虚拟变量,若  $RET_t$  为负,则其值取1,否则取0;  $RET_t$  为公司  $t$  年股票的年报酬率;  $\alpha_0$  为常数项,  $\varepsilon$  为回归方程残差项。

衡量信息透明度的指标本文综合稳健性和及时性来计算:首先,  $\alpha_2$  表示公司的好消息反映到公司盈余的相对速度,衡量会计盈余的稳健性;其次,采用模型回归拟合优度  $R^2$  来衡量企业会计盈余的及时性。为了剔除汇总误差,本文分别采用样本  $\alpha_2$  和  $R^2$  平均百分位数,再求其平均值衡量该公司的盈余及时性和稳健性,并以  $EARN_t$  综合反映会计信息的透明度;该指标分数值愈高时,代表上市公司信息及时性和稳健性越强,即透明度越高。

##### 2. 机构投资者参股与控制变量的衡量

本文以机构投资者股权集中度作为机构投资者参与公司治理的代理变量。股权集中度 ( $H_{10}$ ) 是指前十大股东持股比例平方和。 $H_{10}$  越接近1,说明前10位股东的持股比例越大,股权集中度越高;反之,则越接近0。本文借鉴Bushman建立回归模型设置两个控制变量:上市公司规模(SIZE),以公司期末资产的自然对数表示。上市公司盈利水平(ROE),以期末净利润除以股东权益衡量。

##### 3. 实证模型建立

本文把机构持股比例 $\%H_{10}$ 作为公司治理结构中的因变量,并对因变量做Logistic转换,建立机构持股与盈余信息及时性的实证回归模型。

$$\%H_{10} = \beta_0 + \beta_1 \text{EARNT} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{ROE} + \epsilon \quad (2)$$

其中 $\beta_0$ 为常数项, $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ 为回归系数, $\epsilon$ 为回归方程残差项。

### 三、实证检验结果分析

#### (一)描述性统计

上市公司会计信息及时性与盈余稳健性(EARNT)指标历年均值分别为0.0122, 0.0432, 0.0465, 0.0489, 本文对EARNT数值进行双尾检验显著性概率。仅2001年的均值没有显著大于零,2002年,2003年,2004年的均值均显著大于零。初步证明本文的假说,说明会计信息的及时性和稳健性是机构投资者参股的重要考量因素和增加投资的内因之一,也说明机构投资者持股水平增加可以促进公司进行信息披露。上市公司规模(SIZE),以公司期末资产的自然对数表示,2001年,2002年,2003年,2004年的数值分别为21.729, 22.047, 22.883和22.929。上市公司盈利水平(ROE),以期末净利润除以股东权益衡量,在计算均值时有正负抵消的情况,2001年,2002年,2003年,2004年的数值分别为0.06712, 0.06889, 0.07422, 0.07351。

#### (二)相关性与共线性

多元回归分析中,如果变量之间的相关性,在相关系数达到0.5以上时,可能对回归结果产生多重共线性的影响。本文对变量间进行Pearson相关性检验,各自变量间的Pearson相关系数在显著水平上具有显著性,具体数据为EARNT与SIZE,ROE的相关系数分别为0.248和0.310,SIZE与ROE的相关系数为0.320。最大值0.320(小于0.5)在0.05水平上具有显著性,表明各自变量之间相关性检验不会导致严重的多重共线性问题。机构投资者持股情况 $\%H_{10}$ 与其它变量都有显著的相关性, $\%H_{10}$ 与EARNT,SIZE和ROE的相关系数分别为0.245, 0.182和0.115,说明我们所选的解释变量能较好解释自变量。

#### (三)整体回归结果

回归结果见表1所示,对2001年至2004年4年样本进行检验,将变量检验数据纳入模型(1)和(2)进行回归分析,模型拟合较理想R Square值均较高,分别为0.534, 0.681, 0.694, 0.746。2001年至2004年F值分别为6.3426, 8.021, 6.988, 6.709, 2001年的F值在0.1、0.05与0.01水平均不显著性,说明2001年解释变量和各因变量之间相关关系不显著,在0.05显著性水平下,2002年至2004年的sig值分别为0.003, 0.000, 0.002, 说明解释变量和因变量之量相关性显著。混合样本的R Square值为0.768, F值为6.183, sig值为0.000, 说明混合样本模型解释变量和各因

变量间显著相关。模型中SIZE变量回归系数的sig值,在2001年为0.633, 样本没有通过显著性检验,说明在2001年时机构持股比例数与盈余信息透明度没有显著的相关性,2002年至2004年sig值分别为0.015, 0.002和0.012, 样本通过显著性检验,说明盈余信息透明度与机构持股显著性正相关。混合样本SIZE变量回归系数的sig值0.019, 说明混合样本信息透明度与机构持股显著性正相关。SIZE变量回归系数的值在2002年至2004年分别为-1.347, 1.316和-1.401, 系数的方向还不明确。模型中EARNT变量回归系数2002年至2004年分别为2.223, 2.451, 2.612, 混合样本2.402, 回归系数的sig值均是显著的。模型中ROE变量回归系数2002年至2004年分别为0.1812, 0.1707, 0.1715, 混合样本0.0539, 回归系数的sig值均是显著的。验证了本文的假说,会计信息的及时性和稳健性是机构投资者投资的重要参考指标,机构投资者参股成为重要的上市公司治理结构,对上市公司发布的信息具有约束和监督,这样便提高了信息的有用程度,具有“溢出效应”,保护了中小投资者决策基础的透明性。

### 四、研究结论

本文研究结果表明会计信息的透明度与机构持股的比例正相关,说明公司治理成效越佳,会计信息及时性和稳健性就

表1 多元回归系数及显著性检验表

年度	EARNT	SIZE	ROE	F	R <sup>2</sup>
2001	2.341(0.735)	1.316(0.633)	0.1375(0.024)	6.3426(0.092)	0.534
2002	2.223(0.023)	-1.347(0.015)	0.1812(0.013)	8.021(0.003)	0.681
2003	2.451(0.001)	1.316(0.002)	0.1707(0.022)	6.988(0.000)	0.694
2004	2.612(0.003)	-1.401(0.012)	0.1715(0.015)	6.709(0.002)	0.746
混合	2.402(0.037)	1.009(0.019)	0.0539(0.023)	6.183(0.000)	0.768

越强,即机构投资者参股作为公司治理在利益方面与中小投资者在会计信息披露的及时性和稳健性的要求具有一致性。机构投资者参股介入公司治理,具有专业性较强、谈判能力较强和相对多的时间等优势,其行为具有“溢出效应”,增强了本期会计信息中包含有关公司当期活动与经营状况透明程度,达到保护中小投资者。我国具有不完备法律理基础的特征,会计的发展与中小投资者保护是具有互动共生性的,会计信息对投资者利益保护的作用机制,应主要依靠监管会计信息来影响和保护投资者。我国资本市场支持和鼓励上市公司披露信息,本文研究分析得出机构投资者参股增强了信息披露水平的约束力,机构投资者持股具有“溢出效应”,成为现阶段有效的法律替代制度之一,在投资者保护制度建设上具有现实意义。

[基金项目:兰州理工大学校科研发展基金资助,项目编号X11200611;兰州理工大学重点扶持教学团队基金资助。]

(作者单位:兰州理工大学国际经济管理学院)