

关于信息披露经济后果的研究与启示

徐全华

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】 笔者从宏观层面与微观层面总结了信息披露产生的经济后果,并分析了信息披露对会计信息系统产生的影响,另外还得出了几点启示,以期有关方面提供参考。

【关键词】 信息披露 经济后果 盈余管理 投资决策

一、信息披露的宏观(市场层面)经济后果

1. 信息披露与资本成本。Richard Lambert 等(2007)建立的理论模型(与 CAPM 相关)证明了会计信息的质量能直接或间接地影响资本成本。有直接的影响是因为披露更高质量的信息能影响投资者对某公司现金流量与其他公司现金流量的协方差(越大说明该公司的系统性风险越大)的评估;间接影响的产生是因为披露更高质量的信息会影响公司的真实决策,决策的执行会改变公司预期现金流量与其他公司现金流量的协方差。间接影响是多方面的,但提高信息质量会明显地降低资本成本。许多关于代理问题的研究指出,信息越透明、治理效果越好的公司可通过改善经理决策或通过减少经理为自己牟利的投资来提高自身价值,这对资本成本也会有间接的影响。Seth Armitage 和 Claire Marston(2008)通过访谈的方式了解信息披露产生的影响。他们发现大部分财务经理的观点是:如果公司在实际运作中保持良好的沟通状态,则会降低权益资本成本;披露高质量的信息有利于信用评级,能降低债务资本成本。经理对更多的强制披露的态度大多是消极的,因为这会直接增加信息披露成本。信息披露的好处主要是提高企业声誉,使企业具有更好的形象,这能增加股东信心而不是直接带来更低的资本成本。

2. 信息披露的外部性——财务重述的影响。Foster(1981)最早提出:一家公司的盈余公告会为投资者提供行业内其他公司的信息。Han、Wild 和 Ramesh(1989)研究表明,管理者的自愿盈余预测信息披露会影响到行业内其他公司的股价。关于会计重述问题的研究指出,不仅重述的公司会面临权益市场的惩罚(导致更高的资本成本),其竞争者也会受到影响。Durnev 和 Mangen(2007)认为财务重述释放了公司竞争者关于过去投资效率的信息,他们提供证据表明公司过去错误的报告行为影响了竞争者过去的投资决策,从而导致基于错误信息的次优投资决策。特别是当财务重述方面的信息公布时,投资者会意识到公司过去的非效率投资,从而会下调他们对于公司未来现金流量的估计。Durnev 和 Mangen(2008)研究了财务报告重述传达的信息。他们假设重述包含重述公司竞争者相关投资项目的信息,这些信息会让这些竞争者改变他

们对相关投资项目价值的估计,进而影响他们随后的投资决策。同时,他们预测了财务重述方面的信息公布后竞争者投资决策的变化。与预测一致,他们发现:重述公司公布财务重述方面的信息时,其竞争者有异常的回报。Edward P. Swanson 和 Senyo Tse(2009)研究了公司如何在新闻稿中公布其会计重述事件。有些公司用大标题的方式(高度突出),有些用其他的主题而在稿件中描述重述内容(中度突出),还有的只在新闻稿的结尾处讨论重述(低度突出)。他们用三天的异常回报均值衡量这三种披露方式导致的市场反应,结果是不同的(分别是-8.3%、-4.0%、-1.5%),这说明披露方式的显著性与异常回报率是负相关的。另外,他们还发现随着披露方式突出性的减弱,集体诉讼的可能性也会显著减弱。

3. 信息披露与投资者情绪。Nittai Bergman 和 Sugata Roychowdhury(2008)使用消费者信心指数研究了投资者情绪与公司信息披露之间的关系。他们发现:在投资者情绪低迷期间,管理者会增加预测以“提升”对未来长期盈利的估计;反之,在投资者情绪高涨期间,管理者会减少长期盈利预测活动。并且,当投资者与分析师的情绪与未来盈利预测的偏差相关时,在控制了分析师的悲观情绪后,还是可以发现公司的信息披露会随着投资者情绪的变化而变化。这表明,除了分析师,管理者还愿意与投资者进行沟通,公司的长期信息披露政策反映管理者希望维持能让投资者对公司有最佳盈余估计的信息披露状态。

4. 制度环境对信息披露的影响。Glaeser、Johnson 和 Shleifer(2001)关于波兰和捷克的经验数据表明:严格的管制带来了股票市场的快速发展,而捷克采取了不干预政策,在经历了最初的繁荣期后,公司退市和利益侵占现象频繁出现。La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(2006)分析了45个国家的证券管制与金融发展的过程,并建立了数据库进行评价,证据支持“管制越严格的国家,其金融市场发展程度(权益市场规模、IPO 行为)越高”的观点。David Burgstahler、Luzi Hail 和 Christian Leuz(2006)检验了资本市场压力、制度因素如何对公司报告盈余信息的动机产生影响。为了反映报告动机的不同,他们对欧盟范围内上市公司和非上

市公司进行对比,因为二者执行的会计准则是一样的。以盈余管理作为衡量会计信息质量的一个维度,因为盈余管理是对报告动机的一种独特反映。他们证明私人公司显示出更强的盈余管理动机,强势的法律系统也会减少私人公司和上市公司的盈余管理行为。还有证据表明,私人公司与上市公司对制度性因素的反应是不同的,并且法律制度的作用与资本市场力量通常呈现出相互加强的趋势。Hail 和 Leuz(2006)检验了40个国家权益资本成本的差异,并考察了这些差异与国家的法律制度、证券监管之间的关系。结论表明:披露要求越多、监管越严格的国家有着更低的资本成本;全球化程度越高,资本成本对资本市场的影响也越小。这符合经济理论,意味着资本市场整合限制了资本成本的上限,这得益于严格的披露管制。Philip G. Berger 和 Rebecca N. Hann(2007)根据美国分部报告规则的变化(从 SFAS 14 到 SFAS 131)检验了两种隐藏分部利润的动机:专有成本和代理成本。如果披露分部利润,将产生信息披露的专有成本;如果披露了高的异常利润,就会吸引更多的竞争者,从而降低超额利润。Jonathan L. Rogers 和 Andrew Van Buskirk(2009)检验了1995年美国实施私人证券诉讼改革法案后,股东诉讼与公司信息披露行为之间的关系。没有证据表明公司因诉讼而增加信息披露,恰恰相反,在诉讼后,公司会减少信息披露,这是因为进行信息披露后应负的责任让公司减少披露的内容。Elisabeth Dedman 和 Clive Lennox(2009)研究了预期竞争与自愿披露之间的关系。他们检验了存在市场动机的情况下,私人公司有隐藏有关销售收入和成本信息的选择权,而上市公司却必须要公开这方面的信息。在调查了公司竞争环境后,他们计算了反映竞争强度的指标,发现如果管理者预期当期或未来的竞争程度高,就更可能隐藏有关收入与成本的信息。并且,他们验证了“信息披露使成功公司付出更大代价”的观点,从而盈利能力越强的公司更可能隐藏信息。

二、信息披露的微观(企业层面)经济后果

1. 信息披露与盈余管理。Gerald J. Lobo 和 Jian Zhou(2001)检验了盈余管理与信息披露质量的关系。公司的信息披露与盈余管理都受到经理自由裁量权的影响,当运用管理权时,管理者很可能会考虑二者的相互影响。他们建立联立方程,用 AIMR 指数作为信息披露质量的度量指标,用修正的 Jones 模型计算操纵性应计额以度量盈余管理程度,他们验证了这样的假设:信息披露质量与盈余管理的可能性是负相关的。信息披露得越少,盈余管理的可能性越大,反之亦然。该研究提供了管理者如何提供最低水平的信息披露而对报告盈余实施操纵的证据,这也可以说明披露的信息越多,出现盈余管理的可能越小,符合美国证券交易委员会鼓励公司披露信息的初衷。Ray Ball 和 Lakshmanan Shivakumar(2008)的研究显示,IPO 公司的报告更稳健,这是因为对上市而言,财务报表的使用者会有更高的信息质量要求,同时其也受到审计师、董事会、信用评级机构、媒体和诉讼人更严格的监管和详细审查。所以,管理者对 IPO 价格的影响存在机会主义行为。John R. Grahama、Campbell R. Harvey 和 Shiva Rajgopal(2005)通

通过对 400 多位执行官进行访谈,发现管理者更多地采取实际对企业有长期负面影响的经济行动,而不是在 GAAP 范围内通过会计选择进行盈余管理。令人惊讶的是,78%的访谈者承认会牺牲长期价值去进行利润平滑,也会为了维持利润和财务披露的预测能力而采取行动。

2. 信息披露与投资决策。Daniela Bens 和 Stevenj Monahan(2004)发现了自愿披露(AIMR 指数)质量与多元化的超额价值正相关,还指出了分部信息的分解程度与超额价值也是正相关的,这说明在约束管理层投资决策方面,信息披露起到了监控作用。但信息披露与公司投资支出的价值之间不存在明确的关系。Robert M. Bushman、Joseph D. Piotroski 和 Abbie J. Smith(2006)研究了公司投资决策与会计及时确认经济损失之间的关系。他们预计,当管理者面临投资机会减少的局面时,及时确认损失能抑制过度投资。他们对比检验了及时确认损失程度不同的国家,看损失确认程度更高的国家在投资机会减少时,管理者是否会更多地减少投资支出。他们研究发现:随着及时确认损失程度的提高,对投资机会减少有总体和增量的投资反应,确认越及时的国家,反应越敏感。这也反映出稳健性对公司治理的作用。Scott B. Jackson 和 Mark Cecchini(2009)的研究指出几个相互关联的原因,这些原因可以解释为什么公司的折旧政策很可能影响管理者的投资决策。他们发现采用加速折旧法的公司比采用平均折旧法的公司有显著的、更大的资本投资。并且过去的 20 年,公司有从加速折旧法向平均折旧法改变的趋势。有这样改变的公司,其改变后比改变前有更小规模的资本投资。这样的结果意味着:为对外提供财务报告而选择的会计政策会影响管理者的资本投资决策。

3. 公司自愿披露与强制性披露。对于自愿披露,标准的结论是:当管理者的私人信息与公司流动性价值相关时,强制性披露将替代自愿披露。但 Mark Bagnoli 和 Susang Watts(2007)却认为管理者的私人信息是对强制性披露的补充,自愿披露的内容与可能性有赖于强制报告包含的是“好消息”还是“坏消息”。不同程度的信息不对称会产生新的、可检验的关于自愿披露可能性和市场对自愿披露反应的暗示。强制性披露的改变可能会产生意想不到的结果,因为强制性披露会对管理者自愿进行补偿性披露的意愿产生影响。Phillip C. Stocken 和 Robert E. Verrecchia(2004)通过模型推理的方式分析了管理者的财务报告系统选择权与信息披露管理的效率意义。当管理者有一些私人信息没有被财务报告系统捕捉到、操纵财务报告会产生成本时,管理者可能不会选择最严格的报告系统。报告系统选择随着私人信息被财务报告捕捉到的精确程度和操纵报告的成本而改变,因此财务报告系统选择权会影响投资者的资源分配效率。Eteinhorn 和 Amirziv 引入了一个可重复的跨期披露环境,考察公司过去战略性披露行为影响其未来自愿披露的性质。分析表明,自愿披露私人信息会形成一种隐性承诺,暗示公司在未来也会进行类似的披露,因此公司不太愿意一开始就自愿披露信息,特别是有以下特征的公司:长期不自愿披露、过去的经营业绩让人印象深刻、

经营环境相对稳定、经营与信息环境可预测以及管理者任职时间长、高度风险回避。Percy 和 Majella (2000) 解释了澳大利亚公司的自愿披露与 R&D 资本化之间的关系。他们发现研究活动的强度、R&D 资金的使用情况和非完全控股子公司所占比例是解释酌量性资本化 R&D 支出的重要因素。特别是前 2 个是解释 R&D 支出资本化和相关活动的显著性因素。Nisan Langberg 和 K. Sivaramakrishnan (2007) 分析了分析师仔细检查公司信息披露质量对管理者自愿披露决策的影响。结果显示, 分析师对“好消息”的审查更严格。根据分析师依赖财务报告解释自愿披露的程度, 他们表示精确度越高的财务报告可能会导致更精确但频率更低的自愿披露。并且, 一种向稳健性倾斜的财务报告会导致更不精确但频率更高的自愿披露。

三、信息披露对会计信息系统的影响

1. 资产信息的特征。Katrin Burkhardt 和 Roland Strausz (2009) 建立了一个模型证明了透明的会计信息会恶化债务的资产替代效应。这种负面影响会大于透明度带来的正面影响。他们通过比较纯历史成本会计和成本与市价孰低会计来证明这个观点。在一个信息不对称的环境下, 这两种会计导致了不同的透明度, 对负债程度低的公司, 采用透明度高的成本与市价孰低会计会有更高的效率, 而对负债水平高的公司采用不透明的纯历史成本会计更有利。Alfred Wagenhofer 等 (2009) 研究了一个财务上受到限制的公司为一项风险项目以抵押资产的方式进行债务融资时, 其最优的会计政策是怎样的。会计系统会提供抵押资产的价值信息, 在没有会计管制时, 有条件的稳健 (而不是中立) 是最优的会计系统, 即当资产的价值低于某一设定值时, 应确认一笔减值损失, 但不报告未实现的利得。他们描述了最优的减值规则和最优的会计信息准确度, 并提供了可比较的静态结果即导致可检验的对决定减值规则因素的预测。

2. 盈余的质量特征。Ashiq Alia、Tai-Yuan Chen 和 Suresh Radhakrishnan (2007) 研究了家族企业信息披露的特点。家族企业两权分离的代理问题的严重程度要小于控股股东与小股东之间的代理问题的严重程度, 这会影响到家族企业的信息披露实践。以 S&P500 家公司为样本, 他们发现家族企业的信息披露质量更好, 更可能对“坏消息”发出预警, 但对公司治理方面的信息披露得更少。与家族企业信息披露质量更好的预期一致, 他们发现了支持的证据: 有更多的分析师跟踪, 分析师预测的信息含量更大, 买卖价差越小。Hyeesoo H. Chung 和 Jinyoung P. Wynn (2008) 发现管理层责任保险额越高 (管理者预期的法律责任会越少), 盈余稳健性越弱, 诉讼风险会影响稳健性会计的实施。Richard Frankel 和 Sugata Roychowdhury (2008) 以特殊项目为视角分析了稳健性信息的预测作用。稳健性更强的公司会立即确认预期的未来现金流量损失, 导致大多数消极特殊项目与同期回报高度相关。如果加快损失的确认, 会引起管理者提前结束产生损失的项目, 那么稳健性更强的公司对消极特殊项目的报告会出现更快的反转; 相反, 如果是预期稳健性比较弱的公司, 则喜欢弹性更

大的确认损失的方法, 因而会表现出更慢的反转。他们发现, 弱稳健性公司的消极特殊项目与当期回报关系不太紧密而与未来净收益有关。进一步的分析表明, 特殊项目的持续性差异无法反映所有利润组成项目的持续性差异, 也不局限于仅仅符合或背离公司重要的利润目标。与“更稳健的公司会更及时地采取行动防止损失”的观点一致, 特殊项目能反映这些及时的行动, 对于确认消极特殊项目的公司而言, 稳健性越强, 收入下降的反转速度越快。Khan、Mozaffar、Watts 和 Ross L. (2009) 设计了一个度量会计稳健性的指标“C_Score”, 并检验了这个度量指标的实证特征。这个指标可反映“公司-年度”的稳健性, 能捕获稳健性的变异和预测未来 3 年不对称及时性的能力。他们用它来验证关于稳健性的新的假设: 专有的不确定程度越大、投资周期越长、信息不对称程度越大的公司, 会计稳健性越强。事项研究 (诉讼可能性的提高) 的结果表明, 稳健性的增强是对信息不对称和异质性的不确定性增强的一种反应。

3. 财务报告质量与信息披露。Regina Wittenberg - Moerman (2008) 发现在次级贷款市场中, 上市公司、有信用评级公司、盈利公司、声誉好的财团提供的贷款比发生财务危机的公司、机构投资者提供的贷款有更低的买卖差价, 后者的信息成本也更高。而减小买卖差价的原因与公司及时确认损失有关, 即表明稳健的财务报告会降低信息不对称程度, 提高债券在次级贷款市场的交易效率。Feng Li (2008) 用 FOG 指数 (反映文字内容晦涩程度的指标) 和文件长度检验了报告易读性与公司业绩、盈余持续性之间的关系。他发现: 盈余较少的公司的年度报告更难读懂 (FOG 指数高, 报告长), 年报更容易阅读的公司有更持久的正的盈余。研究结论表明, 高质量的财务报告能产生高的资本投资效率, 但没有阐述财务报告质量是减少了过度投资还是不足投资的问题。他发现更高质量的财务报告 (用 DD 模型计算的应计额的质量、修正后的 DD 模型计算的应计额、FOG 指数) 与更低的过度或不足投资相关。具体来看, 财务报告质量与有过度投资倾向的公司的投资负相关 (即降低投资可能性), 与有投资不足倾向的公司的投资正相关 (即提高投资可能性)。所以, 财务报告质量与投资的关系是有条件限制的。财务报告质量越高的公司, 投资偏离预期水平的可能性越低。当总投资额高时, 财务报告质量与投资负相关; 当总投资额低时, 二者正相关。他还指出, 财务报告质量高的公司更少受宏观经济影响。

四、研究启示

从信息披露的发展历程来看, 财务危机和公司丑闻是引发监管制度改革的重要原因, 从而要求披露更多的信息、提高公司透明度和加大审查力度, 这些呼声最终都会对会计和信息披露产生重要的影响。而经济全球化、资本市场竞争让信息披露管制成为全球性的问题, 证券交易规则、会计准则的制定都日趋协调或趋同。这让我们注意到, 在分析信息披露产生的经济后果时, 不能孤立地看问题, 如自愿披露, 就是市场力量和各种规则及管制形成的一种结果, 值得深入研究的一个方面是如何理解市场力量对信息披露和报告选择的影响。

财权维度与财权构成研究

衣龙新(博士)

(深圳大学财会学院 深圳 518060)

【摘要】财权维度是财权构成研究的基础,为财权配置等问题研究提供了不同视角。本文指出财权具有四大基本维度,不同维度下的财权构成是不同的,与此对应的财权配置机制也有所不同。

【关键词】财权维度 财权构成 财务控制权 财务收益权

财权维度可以理解为在不同状态下、从不同视角观察财权所得到的相对独立的不同认知。我们探讨财权维度的直接目的是研究财权构成,不同维度下的财权构成具有本质区别。

一、财权维度

对于财权维度问题,许多财务学者已展开研究。公司财权并非单纯指几项权力,其含义和内容也不是由几项权力就能全部覆盖和表达的。公司财权实际上是由不同层次、不同权能所构成的一个以资金和资产的支配与使用为核心内容的权力结构体系(李连华,2002)。由于财权是一个系统的权力结构体系,因此基于不同维度、从不同视角观察财权,其基本分类、具体内容必然有所不同。需要特别指出的是,定义财权时,不同

维度、不同视角下的财权构成不宜交叉,否则容易造成财权定义思路不清、内容重叠与罗列杂乱等问题。

1. 第一维度:财权的基本权能。这一维度是从原始产权角度对财权进行认识。财权是产权的核心权能,产权所包含的所有、占有、使用和处置等基本内容,也同样适用于财权。拥有产权,就拥有了相应的财权,同时也就相应拥有了财务方面的占有权、使用权、收益权等财权基本权能。

“财权的权能”与“财权的具体内容”的区分是重要的。权能与权利的具体内容是不同的,后者是前者的具体化(石友蓉、黄寿昌,2006)。基于上述理解,我们可以认为:基于“产权”将财权的基本权能归结为财务方面的占有权、使用权、收益权

我们还应该考虑到以下问题:①应该如何考察信息披露的实施过程?影响实施的因素包括国家制度层面的,如法律/司法体系、政治干预程度、市场、税收等,还有国外(际)的政治和经济影响因素以及公司的异质性、投资者的异质性、制度的异质性等。这些复杂的因素交织在一起,相互影响。②它们是如何单独或综合地影响信息披露的?信息披露又是如何影响他们的?③信息披露如何影响真实的投资(数量、类型)?④实施的成本收益如何评价?⑤经济增长与信息透明度之间的关系如何?⑥投资者对各种信息管制规则有什么反应?⑦如何评价趋同的会计准则的实施效果?⑧会计准则与信息披露是如何相互影响的?⑨如何协调不同制度的关系?如何理解制度间的相互影响?投资者保护需要公开披露信息,不管是管制的还是自愿的,规则需要有互补性,这样强制措施才会有效果,不能单独地研究披露管制或会计准则实施的问题。互补性意味着国家的制度系统会显示出路径依赖。历史分析的作用是发现制度的相互影响。⑩制度差异的存在及其是如何解释不同国家(地区)财务报告质量横截面的差异的?⑪看上去无害的管制与代理问题交织在一起时会产生什么样的结果?这些都是值得深入探究的内容。

主要参考文献

1. Ashiq Alia, Tai - Yuan Chen, Suresh Radhakrishnan. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and*

Economics, 2007; 44

2. Biddle, Gary C., Hilary. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 2009; 48

3. Robert M. Bushman, Abbie J. Smith. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 2001; 32

4. Daniela Bens, Stevenj Monahan. Disclosure Quality and the Excess Value of Diversification. *Journal of Accounting Research*, 2004; 9

5. Elisabeth Dedman, Clive Lennox. Perceived competition, profitability and the withholding of information about sales and the cost of sales. *Journal of Accounting and Economics*, 2009; 48

6. Feng Li. Annual report readability, current earnings and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 2008; 45

7. Hail L., C. Leuz. International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? *Journal of Accounting Research*, 2006; 44

8. Hyeesoo H. Chung, Jinyoung P. Wynn. Managerial legal liability coverage and earnings conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 2008; 46