

# 上市公司自愿性信息披露程度与 公司特征的实证研究

肖华芳 袁建国(教授)

(华中科技大学管理学院 武汉 430074)

**【摘要】**本文以上海证券交易所上市公司年报为样本,对样本公司的自愿性信息披露程度进行度量,通过多元回归检验了公司特征对自愿性信息披露程度的影响。结果表明:上市公司自愿性信息披露程度与公司规模、盈利能力、大股东持股比例正相关,而与公司成长性负相关;医药、生物制药及计算机等高科技行业的公司自愿性信息披露程度相对较高;异地上市能促进公司提高自愿性信息披露水平。

**【关键词】**上市公司 自愿性信息披露 公司特征

## 一、相关文献综述

自愿性信息披露是上市公司信息披露的重要组成部分,其能更好地反映公司动机,满足投资者的多样化需求,使公司和投资者之间的关系更融洽,减少资本市场的信息不对称,因而备受投资者和会计学术界的关注。公司的自愿性信息披露程度受许多因素的影响,不同公司的自愿性信息披露程度不同。目前的研究主要集中在两个方面:一是公司特征与自愿性信息披露之间的关系;二是公司治理对自愿性信息披露程度的影响。本文主要对公司特征与自愿性信息披露之间的关系进行研究。

Marston和Shrives(1995)统计了数篇相关文章的研究结果,发现关于公司规模、上市发行股票与自愿性信息披露程度呈显著正相关关系的结论是相同的,而关于财务杠杆、盈利性、审计机构的权威性与自愿性信息披露的关系则出现了相互矛盾的结论。原因可能是不同国家之间经济和政治环境的差别及自愿性信息披露度量体系的结构、信息条目的选取、样本数量、公司特征代理变量的类型与数量等存在差异。Wallace等(1994)也指出,样本数量、统计方法、研究框架、披露指数评价体系构建、公司特征代理变量的类型与数量等的不同均会导致不同的研究结果。这些研究多集中于一些西方发达国家以及亚洲的香港和新加坡等地,其市场环境和制度背景与我国大陆差异较大,研究结论对我国大陆上市公司的适用性有待检验。

迄今为止,国内学术界对上市公司特征与自愿性信息披露的研究还较少。乔旭东(2003)以2001年我国100家上市公司为样本,检验了公司规模、盈利能力和发行股票种类对自愿性信息披露程度的影响,发现盈利状况好、异地上市的公司更倾向于进行自愿性信息披露,他还指出我国上市公司的自愿性信息披露程度与公司规模无关,这与国内外大多数研究结果相悖。他对此的解释是,由于上市公司发行新股没有任何风险,规模不同的上市公司不会基于不同融资动机而形成自愿

性信息披露的差异性。

李豫湘等(2004)研究了117家我国上市公司2002年的年报,指出公司规模与自愿性信息披露程度显著正相关,而资产负债率、主营业务收入增长率、净资产收益率、审计机构的权威性与自愿性信息披露程度之间没有显著关系。

钟田丽等(2005)对2002年120家上市公司自愿性信息披露的研究也表明,净资产收益率和发行股票种类与自愿性信息披露程度显著正相关。

这些研究的不足之处:①将公司特征作为控制变量,没有在同一模型中考察不同的公司特征对自愿性信息披露程度的影响;②通过系统抽样确定的样本量过小,难以反映总体特征;③构建自愿性信息披露评价体系时分别选取了不同的信息条目,这些均影响了结果的可靠性和一致性。本文基于我国大陆的市场环境和制度环境,通过构建多元回归模型,研究公司特征变量对公司自愿性信息披露程度的影响。自愿性信息披露程度根据公司年报在背景信息、业务信息、财务信息和非财务信息四个方面的披露情况的得分累加而得。

## 二、研究假设

本文将公司特征代理变量分为结构变量、业绩变量和市场变量三类。结构变量描述了公司的基本结构,其相对稳定,一般不随时间变化而改变,本文选取的结构变量包括公司规模、负债比率和股权分散度。业绩变量描述了特定时期公司的经营情况,其会随时间的变化而变化。业绩变量传递的信息对利益相关者相当有用,本文选取的业绩变量包括盈利能力、公司流动性和成长性。市场变量是定性的分类变量,既具有相对稳定性也可能随时间的变化而变化,既可能受公司控制也可能不受公司控制,其代表公司和市场上其他公司之间的关系。本文选取的市场变量包括行业类型、异地上市和审计机构的权威性。

### 1. 结构变量。

(1)公司规模。代理理论认为,大公司股权结构复杂,外部

资本使用比例高,因此其代理成本比小公司更高,自愿性信息披露的动机比小公司更强烈。从政治成本角度看,大公司的行为易受公众的关注和政府的干涉,所以大公司对政治成本更敏感,这也在一定程度上促使其进行自愿性信息披露。另外,大公司拥有较强的市场支配力,披露一定的信息并不必然导致竞争劣势,因此相对于小公司而言,大公司自愿性信息披露的程度更高。所以有假设H1:公司规模越大,自愿性信息披露程度越高。

(2)负债比率。由代理理论可知,负债比率高的公司由于风险更高,常常需要承担更多的监督成本,而信息披露能够帮助债权人评估公司的风险和债务成本,从而降低监督成本,因此可以认为财务杠杆系数高的公司的自愿性信息披露程度将更高。

Hossain等(1995)的研究也证实,财务杠杆系数和披露水平显著正相关,于是有假设H2:负债比率越高的公司越倾向于提高自愿性信息披露程度。

(3)股权分散度。本文以大股东(持股比例超过5%)的持股比例作为股权分散度的代理变量。根据代理理论,随着所有权与控制权的分离,股权越分散,股东和管理层之间的冲突就越大,潜在的代理问题可以通过大股东对管理层的监督和控制等途径来解决。

Jensen和Meckling(1976)也指出大股东的利益与公司经营业绩紧密挂钩,因此大股东具备限制管理层牺牲股东利益、增加在职消费等行为的经济动机及能力。为了降低代理成本,管理层将在年报中披露更多的信息。于是有假设H3:大股东持股比例与自愿性信息披露程度正相关。

## 2. 业绩变量。

(1)盈利能力。根据信号理论,绩优公司为了避免被投资者或潜在的投资者误判为“柠檬品”而招致不应有的损失(例如更高的筹资成本),往往通过自愿披露更多信息的方式来展示自身与绩差公司的区别。Singhvi和Desai(1971)也认为,为了增强投资者的信心,盈利能力高的公司倾向于披露更多的信息。管理者的自利行为是绩优公司进行自愿性信息披露的另一个动机。通过披露公司的利润和先进的管理方法,可以提高管理者的声誉,表明他们有理由获得额外的报酬和留任资格。Haniffa和Cooke(2002)发现公司的利润率和自愿性信息披露程度显著正相关,因此我们假设H4:盈利能力越强的公司,自愿性信息披露程度越高。

(2)公司流动性。流动性是指公司偿还短期债务的能力,其很难用一个变量来衡量,我们选择流动比率作为流动性的代理变量。Cooke(1989)认为财务状况良好的公司流动比率较大,比财务状况恶劣的公司更愿意进行自愿性信息披露,以显示其资金的安全性,增强债权人的信心,吸引更多的资金,降低融资成本。由此我们假设H5:流动性越好的公司,自愿性信息披露程度越高。

(3)公司成长性。一般而言,成长性较好的公司拥有先进的技术、长远的公司发展战略和充足的人力资产储备,这些专有知识不能通过传统的会计信息披露途径有效地传递给投资

者,信息不对称程度高于其他公司,为了降低融资成本,这些公司将通过自愿性信息披露来减少信息不对称。所以我们假设H6:公司成长性与自愿性信息披露程度正相关。

## 3. 市场变量。

(1)行业类型。不同行业具有不同的特点,政治成本和私人成本存在差别,因而披露水平不同。同行业“领头羊”的披露行为将在本行业产生羊群效应,引导本行业公司的披露决策。Cooke(1992)通过实证分析发现日本制造业公司比非制造业公司的自愿性信息披露程度高。医药和生物制品业、计算机及相关设备制造业和计算机应用服务业等高科技行业的信息不对称程度比其他行业高,因而其自愿性信息披露的动机更强,于是有假设H7:医药和生物制品业、计算机及相关设备制造业和计算机应用服务业的公司,自愿性信息披露程度比其他行业的公司高。

(2)异地上市。一般而言,由于地域和语言的限制,外国投资者将面临更多的信息不对称,为了在资本市场上获取竞争优势,在异地上市的公司将自愿披露更多的信息以减少信息不对称。与仅发行A股的公司相比,在异地上市的公司除了要遵循我国的会计准则外,还必须遵循国际会计准则或者上市地国家或地区的会计准则,所有向国外投资者发布的信息(强制性的和自愿的)都必须同时向本国投资者公布。另外,在异地上市的公司年报必须经国际审计机构审计。这些都将促进在异地上市的公司提高自愿性信息披露程度。西方学者的研究也表明,在异地上市的公司具有较高的自愿性信息披露程度,因此我们假设H8:其他条件相同时,在异地上市的公司自愿性信息披露程度更高。

(3)审计机构的权威性。为了维护品牌和声誉,规模较大的审计机构倾向于保持较强的独立性,这类审计机构一般会积极鼓励客户在年报中披露更多的信息,从而缓解管理层和股东之间的利益冲突,降低代理成本。另外,聘请权威审计机构意味着公司愿意接受其对信息披露的严格要求,管理者通过对审计机构的选择可以向外界传递有关公司价值的信息。Craswell和Taylor(1992)以及Inchausti(1997)的研究结果表明,雇用规模较大的会计师事务所和公司自愿性信息披露程度正相关。因此假设H9:自愿性信息披露程度与聘请国际四大会计师事务所正相关。

## 三、数据来源与研究设计

1. 公司自愿性信息披露程度的计量。本文采用自愿性信息披露指数(VDI)来度量上市公司的自愿性信息披露程度。我们参照Botosan(1997)的VDI设计原则,根据我国企业会计准则和证监会制定的《公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则第2号:年度报告的内容与格式》进行修改,确定了包括背景信息(公司目标、公司战略、公司新年度的行动安排、竞争环境和行业地位)、业务信息(收入变化、成本变化、毛利率变化、管理费用变化、营业费用变化、财务费用变化、存货变化、应收账款变化、研发费用、以前年度计划的实现、新年度经营计划、盈利预测、订单/未付)、财务信息(流动比率、速动比率、应收账款周转率和存货周转率)和非财务信息(员工培训、

ISO及其他质量认证、其他奖励、社会公益、商标品牌、前五名供应商/客户名、企业文化和环境保护)四类共30个自愿性信息披露条目。然后对照上述条目对每个样本公司年报中的自愿性信息披露程度打分,如果披露该条目,则得1分,否则得0分,30个条目的总得分即为样本公司的VDI。

上述公司自愿性信息披露条目虽然没有包括上市公司自愿性信息披露的所有信息,但确实已包含了满足利益相关者需求和管理者需要的大部分重大信息。这种方法在以前的研究中已被广泛应用。另外,基于每一个自愿性信息披露条目对投资者的投资决策都同样重要的假设,本文未对不同条目赋予不同权重进行加权评分,以避免主观因素的影响,况且两种方法得到的披露指数可以互相替代。因此,本文的自愿性信息披露指数可以反映样本公司的自愿性信息披露水平。

2. 变量的定义与计量。关于变量的定义及计量见表1。

表1 变量含义及其计量规则一览表

变量类型	变量符号	含义描述及计量
因变量	VDI	公司自愿性信息披露指数,代表公司自愿性信息披露程度
	FSIZE	公司规模,等于年末公司总市值(考虑非流通部分)的自然对数
	DEBT	资产负债率,等于年末公司总负债额除以总资产额
	BLOCK	股权分散度,用大股东持股比例表示,等于年末所有持股比例超过5%的股东持股数量之和除以公司总股数
	ROE	公司净资产收益率,等于年末公司净利润除以总股数
自变量	LIQUIDITY	公司流动比率,等于年末流动资产除以流动负债
	GROWTH	公司成长性,用股东权益账面价值与市场价格之比表示
	IND	公司所处行业,若属于医药和生物制品业、计算机及相关设备制造业和计算机应用服务业,取值为1;否则为0
	HSH	发行H股,若公司发行H股,取值为1;否则为0
	BIG4	审计机构的权威性,若聘请的会计师事务所为国际四大会计师事务所之一(包括合资),取值为1;否则为0

### 3. 样本与数据。

本文样本取自2002年在上海证券交易所上市的公司。由于证监会对金融、保险类公司的信息披露要求不一样,对房地产公司的风险揭示有专门规定,加之ST、PT公司的财务状况异常,难以考察其正常情况下的自愿性信息披露行为,因此我们从截至2002年底在上海证券交易所发行A股的710家上市公司中,剔除9家金融保险类公司,33家房地产公司,107家ST、PT公司和2家数据、年报缺失的公司,得到样本公司共559个,这些样本公司所属行业参见表2。有关财务和公司治理数据来源于CCER数据库,年报资料来源于上海证券交易所网站。公司的VDI根据上述评价方法对年报信息的独立评分得到。

### 四、实证结果分析与讨论

1. 自愿性信息披露评价条目的描述性统计。我们按照设计的评分表,根据样本公司的年报资料对其自愿性信息披露程度按条目进行独立评分,并对结果进行描述性统计,见表3。统计结果表明样本公司背景信息披露的均值为1.96,业务信息披露的均值为2.14,财务信息和非财务信息披露的均值分别为0.14和0.68。这是因为大多数公司只是披露了竞争环境、新年度的行动安排和公司战略,而对行业地位

和公司目标较少涉及。对收入、成本、毛利变化信息披露较多,对研发费用和盈利预测信息披露较少。总体披露状况不尽如人意。

表2 样本公司行业类型

行业类型	公司数量	比例(%)
制造业	346	61.9
批发和零售贸易业	51	9.1
综合类行业	32	5.7
交通运输、仓储业	32	5.7
电力、煤气及水的生产和供应业	26	4.6
信息技术产业	24	4.3
社会服务业	16	2.9
农、林、牧、渔业	14	2.5
建筑业	7	1.2
采掘业	6	1.1
传播与文化产业	5	1
总计	559	100

表3 自愿性信息披露评价条目的描述性统计

	最小值	最大值	均值	标准差
背景信息	0	5	1.96	1.189
业务信息	0	10	2.14	1.935
财务信息	0	4	0.14	0.676
非财务信息	0	5	0.68	0.891

2. 变量的描述性统计。变量的描述性统计见表4,因变量VDI的均值为4.95,变化区间为0~21,标准差为2.906,说明样本公司自愿性信息披露程度不仅很低,而且存在较大差异。这个结果与我国大陆资本市场整体信息披露程度不高、公司在自愿性信息披露方面具有较高灵活性的背景相吻合。

表4 变量的描述性统计

变量	最小值	最大值	均值	标准差
VDI	0	21	4.95	2.909
FSIZE	8.345	11.566	9.197	0.392
DEBT	0.025	0.852	0.421	0.161
BLOCK	0	0.963	0.563	0.149
ROE	-1.009	0.274	0.055	0.090
LIQUIDITY	0.295	31.861	1.794	1.794
GROWTH	0.6	5.58	1.738	0.611
IND	0	1	0.09	0.280
HSH	0	1	0.03	0.172
BIG4	0	1	0.06	0.229

由表4可知,样本公司的最低负债率仅为2.5%,平均为42.1%,而同期国内所有企业的平均负债率为62.4%,股份制企业的平均负债率为52.1%(高明华、杨静,2002),均远远高于上市公司。大股东的持股比例均值为56.3%,这表明我国上市公司的股权相对集中。

ROE的最小值为-1,最大值为0.27,均值仅为0.055,与香港1995年158家上市公司ROE的平均值8.74相比,我国上市公司的经营业绩欠佳。样本公司流动比率的均值为1.8,低于2,标准差为1.8,这表明我国上市公司不仅整体偿债能力较低,而且公司之间差别较大。平均有9%的样本公司属于医药和计算机等高科技行业,3%的样本公司同时发行了H股,仅有6%的样本公司聘请了国际四大会计师事务所对年报进行审计。

3. 多元回归模型与假设检验。本文的多元回归模型如下:

$$VDI_t = \alpha_0 + \beta_1 FSIZE_i + \beta_2 DEBT_i + \beta_3 BLOCK_i + \beta_4 ROE_i + \beta_5 LIQUIDITY_i + \beta_6 GROWTH_i + \beta_7 IND_i + \beta_8 HSH_i + \beta_9 BIG4_i + \varepsilon_i$$

上式中,  $i=1,2,\dots,559$

运用SPSS统计软件,建立普通最小二乘法估计模型,得到的回归结果见表5。运用最小二乘法估计模型要求自变量之间没有多重共线性,本文各解释变量之间最大的相关系数为-0.511,在GROWTH和FSIZE之间,只要相关系数不超过0.8,就不用担心自变量之间的多重共线性问题。另外,表5中最大的VIF值是1.93,大大低于10,这些都表明自变量之间的多重共线性问题不严重,回归结果是可信的。

表5 方程及变量系数回归结果

假设	解释变量	预期方向	模 型		
			系 数	t 统计量	VIF
	(Constant)		-6.521	-1.646	
H1	FSIZE	+	0.927 **	2.252	1.930
H2	DEBT	+	1.039	1.169	1.506
H3	BLOCK	+	1.997 **	2.362	1.178
H4	ROE	+	3.345 **	2.551	1.039
H5	LIQUIDITY	+	0.1	1.328	1.344
H6	GROWTH	+	0.457 *	1.947	1.520
H7	IND	+	1.101 **	2.638	1.013
H8	HSH	+	3.388 ***	4.288	1.363
H9	BIG4	+	0.431	0.759	1.254

Adjusted R Square=10.8%

F Statistics (Prob. Value)=8.538 (<0.0001)

Durbin-Watson=1.839

注:\*\*\*表示在1%水平上显著;\*\*表示在5%水平上显著;\*表示在10%水平上显著。

模型的拟合度是显著的( $F=8.538, p<0.01$ ),说明至少有一部分变量具有很强的解释力,但调整的 $R^2$ 较小,原因可能在于漏掉了一些相关的解释变量或一些样本公司在年报中提供了虚假甚至错误的信息。

HSH在1%水平上显著,FSIZE、BLOCK、ROE和IND均在5%水平上显著,GROWTH在10%水平上显著,且系数符号与假设预期一致。因此假设H1、H3、H4、H6、H7和H8分别得到了证实,即:规模越大的公司,越倾向于提高自愿性信息披露水平;大股东持股比例越高的公司,自愿性信息披露水平越高;盈利能力越强,管理者越有动机提高自愿性信息披露程度,向外界显示其良好的经营业绩;医药和生物制品业、计算机及相关设备制造业等高科技行业的公司信息不对称程度较

高,其自愿性信息披露程度明显高于其他行业;异地上市能促使公司提高自愿性信息披露程度。

公司资产负债率、流动比率和审计机构的权威性对公司自愿性信息披露程度没有显著影响,这与Wallace等(1994)的研究结果一致。其原因可能是债权人可以分享债务人的私人信息,没有必要进行公开披露;我国上市公司业绩评价标准比较单一,主要指标是净利润,对公司偿债能力的关注还比较少。另外,目前国内上市公司的强制信息披露质量不高,四大会计师事务所主要致力于提高公司强制信息披露质量,还没有精力引导公司自愿披露更多的信息。

## 五、研究结论与相关建议

1. 研究结论。本文以上海证券交易所2002年559家上市公司的年报为研究对象,通过构建包括背景信息、业务信息、财务信息和非财务信息四大类共30个条目的自愿性信息披露度量体系,对样本公司的自愿性信息披露程度进行度量,通过多元回归检验了公司规模、负债比率、大股东持股比例等公司结构变量和净资产回报率、流动比率、股东权益账面价值与市场价值之比等公司业绩变量及行业类型、异地上市、审计机构的权威性对公司市场变量对自愿性信息披露程度的影响。结果表明上市公司自愿性信息披露程度与公司规模、大股东持股比例、净资产回报率显著正相关,而和股东权益账面价值与市场价值之比显著负相关;医药和生物制品业、计算机及相关设备制造业等高科技行业的公司自愿性信息披露程度相对较高;异地上市能促进公司提高自愿性信息披露水平;公司资产负债率、流动比率和审计机构的权威性对自愿性信息披露程度没有显著影响。

### 2. 相关建议。

(1)由于自愿性信息披露程度受公司规模、盈利性和成长性的影响,因此在制定信息披露准则时,应该因势利导,根据公司发展的不同时期施加不同的软约束,实现规则导向向原则导向的转变。同时还应加强知识产权保护法等相关法律法规的执行力度,创造良好的市场竞争环境,促使成长性好的公司提高自愿性信息披露水平,降低融资成本。

(2)大股东持股比例与上市公司自愿性信息披露程度显著正相关,发行H股或B股的公司更倾向于进行自愿性信息披露。因此我国应该致力于培育多元持股主体,优化股权结构,解决国有股产权主体缺位问题,鼓励非国有股股东的参与,逐步扩大境外上市公司的数量与规模,形成健全的公司外部权力制衡机制,提高我国上市公司的自愿性信息披露水平。

### 主要参考文献

1. 崔学刚.公司治理机制对公司透明度的影响.会计研究,2004;8
2. 李豫湘,付秀明,彭聪,李黎明.中国公司治理与自愿信息披露的实证分析.重庆大学学报(自然科学版),2004;12
3. 乔旭东.上市公司年度报告自愿披露行为的实证研究.当代经济科学,2003;3
4. 钟田丽,贾立恒,杜淑洁.独立董事比例与上市公司自愿披露程度的相关性.东北大学学报(自然科学版),2005;8