

公司业绩与自愿性信息披露的实证研究^{*}

浙江大学经济学院 诸葛栋 南京师范大学商学院 封思贤

[摘要] 本文首先在文献回顾的基础上,指出西方学者在研究公司业绩与自愿性披露相互关系时,结果存在较大分歧。然后,本文通过建立一个线性回归模型,对公司盈余业绩与中国上市公司自愿性信息披露程度的关系进行了实证研究,得出结论:中国上市公司自愿性披露程度与公司盈余业绩成正相关关系。最后,提出了相关建议。

[关键词] 自愿性信息披露 公司业绩 实证分析

一、引言

信息在资本市场上发挥着重要作用。通过信息披露,可以减少公司委托代理关系中的信息不对称现象,降低产生逆向选择和道德风险的可能性,从而提高资本市场效率。因此,“信息披露对资本市场而言扮演着关键的角色”(Healy & Palepu, 2001)。

上市公司的信息披露按照是否经过管制,分为强制性信息披露(mandatory disclosure of information)和自愿性信息披露(voluntary disclosure of information)。强制性信息披露(以下简称:强制性披露)是指法律、法规等明确规定必须披露的信息。自愿性信息披露(以下简称:自愿性披露)是指“强制性披露以外的信息披露,代表了(公司管理层)对部分经营管理状况信息的自主选择(披露),其目的是提供被认为与信息使用者决策相关的公司财务及公司发展等信息”(Meek, Roberts & Gray, 1995)。强制性披露以外的所有信息披露并非都属于自愿性披露。自愿性披露的信息应具有价值相关性,“它们应对(投资者的)理解及公司的市场价值都要产生重要的影响”(Lev, 1992),“应能帮助投资者和债权人了解公司的战略及经营关键因素、竞争环境、制定决策的框架以及公司为确保(经营)可持续性而采取的步骤”(FASB, 2001)。同时,强制性披露与自愿性披露的区分并不是绝对的。强制性披露有时存在披露方式与披露时间的自愿性选择问题,自愿性披露同样也可能是由强制性披露所诱致或者是对强制性披露的必要补充或深化。无论是强制性披露还是自愿性披露,信息披露均应做到诚信、及时、准确和完整。

目前,我国上市公司自愿性披露散见于公司的季报、中报、年报、公司网站信息以及一些临时公告和补充公告中。从总体来看,目前,我国上市公司的自愿性披露存在数量不足、流于形式、可靠性较差等问题。在数量不足方面,以2002年的79家医药行业上市公司年报为例,只有4家公司进行了销售额的定性披露,2家公司进行了定性的利润预测。在披露内容上,“套话式”的自愿性披露屡见不鲜,实质性的内容显得很少。在可靠性方面,笔者对2001年和2002年上市公司年报的68个主营收入预测进行了统计,结果发现只有29个完成了预测指标。虽然QFII、QDII等制度目前已经在我国开始实施,境内企业在海外上市公司数量逐年增加,但是,从总体来看,我国资本市场的封闭性程度仍然相对较高。随着WTO进程的加快,我国金融业改革的重点也必将从银行转向资本市场。国际资本市场的压力将对国内上市公司的自愿性信息披露提出更多、更高的要求。同时,国内公司应自觉通过有效的自愿性披露降低“信息风险”,从而降低资本成本,更好地参与国际竞争,提高金融运行效率。

二、文献回顾

目前,国内学术界对上市公司自愿性披露的研究成果十分少见。何卫东(2003)对国外发达证券市场的公司自愿性披露行为动机进行了分析,但研究侧重于基本综述。张宗新等(2004)对上市公司自愿性披露的有效性进行了实证研究,认为中国上市公司自愿性披露近年来逐年提高,但对中国上市公司的治理效应目前并未显现。西方学者对上市公司自愿性披露问题的研究主要集中在以下几个方面:

一是对各国或各地区上市公司自愿性披露内容进行归类并作比较分析。如Chau & Gray(2002)检验了1997年香港和新加坡的公司,发现在自愿性披露信息中,财务信息所占比例最低,战略性信息却相对较高。Newson & Deegan(2002)对美国、加拿大、欧洲和日本的约150个机构投资者的问卷调查结果显示:自愿性披露主要围绕人力资本、公司战略、盈利预测、环境保护这五方面展开。

二是对自愿性披露的内在动机进行研究。Trueman(1986)认为,有才能的经理人员往往有动机进行自愿性披露以展示他们的成就。Healy & Palepu(1993)认为公司有融资动机时,经理人员会通过自愿性披露减少信息不对称,从而减少公司的外部融资成本。Skinner(1994)发现,经理人员对坏消息提前进行自愿性披露可以降低诉讼成本。Bernman(1999)发现,在遇到控制权争夺时,目标公司更有动机进行盈利预测等自愿性披露,从而提高被兼并成本。Aboody & Kasznik(2000)认为,在股票期权到期之前,持有买入期权的经理人员会延迟对好消息的披露而加速释放坏消息,到期时增加套利收益。

三是对自愿性披露的影响因素进行研究。在这一点上,研究结论比较复杂。Leftwich, Wattst & Zimmerman(1981)认为外部股东数量、在位资产(assets-in-place,即公司固定资产帐面价值与公司市场价值之比)、

^{*} 本文得到了国家社会科学基金项目(项目编号:04BJL027)和南京师范大学“金融现代化研究”项目(项目编号:1843202510)的资助。

公司价值和财务杠杆是四个主要影响因素。而 Burton (1981) 和 Schipper (1981) 则对 Leftwich 等人的研究进行了批评,认为 Leftwich 等人的实证研究结论令人困惑甚至有点异常。Hossain, Perera & Rahman (1995) 调查了新西兰 55 家上市公司的自愿性披露状况,发现公司规模是最重要的影响因素。Chen, Defond & Park (2002) 的实证研究发现,公司利润的稳定性、股价的波动程度等是影响自愿性披露的主要因素。

四是对自愿性披露的经济后果进行研究。Hassell, Jennings & Lasser (1988) 认为自愿性披露有助于分析师得出更加精确的信息。Pownall & Waymire (1989) 检验了 1969 - 1973 年公开发表在华尔街杂志上的经理人员盈余预测信息,发现样本中自愿性披露的可信度并不比强制性披露低,但自愿性披露往往与更大的股价反应有关。Beet & Souther (1999) 发现公司自愿披露环境报告会对企业投资决定产生影响。William R. Scott (2000) 认为自愿性披露有助于信息使用者更好地评估企业未来获利能力、现金流量、投资分红的可能性。Bowen, Davis & Matsumoto (2002) 发现自愿性披露往往引起不寻常的股票交易量。

在自愿性披露影响因素研究方面,当研究公司业绩与自愿性披露之间的关系时,西方学者的结论存在较大分歧。代理理论认为,当公司业绩较好时,经理人员为了保持他们职位和报酬的持续性,就有动机自愿披露较多的信息。相反,当业绩较差时,他们为了隐瞒利润下降的理由,就较少甚至不进行自愿性披露。另外,根据信号理论,好消息的公司会通过传递信号将其与坏消息的公司区别开来。那么,业绩好的公司会通过较多的自愿性披露来向市场展示自己的良好形象,同时减少投资者对公司前景认识的不确定性或对公司的误解,提高公司的市场价值。但是,相关的实证研究结论并没有一致支持上述结论,而是存在较大分歧。Mcnaully (1982) 通过对新西兰上市公司实证研究得出的结论是:公司盈利不影响自愿性披露。Cowen 等人 (1987) 等人也发现,高利润率的公司并没有比低利润率的公司自愿披露更多的社会责任信息。而 Bernard Raffournier (1995) 的研究却发现,瑞士上市公司财务信息的自愿性披露程度与公司利润成显著正相关关系。

本文将重点从实证角度,讨论我国上市公司业绩与自愿性披露程度之间的相互关系。

三、我国上市公司业绩与自愿性信息披露的实证检验

(一) 研究假设。近年来,我国上市公司隐瞒、虚假披露信息的现象屡屡发生。这在很大程度上影响了投资者对上市公司的信任。虽然,证券监管部门出台了惩戒虚假披露、提高信息披露质量的一系列规定,但仍存在不少“上有政策、下有对策”的现象。在此背景下,业绩好的公司为了在资本市场上展示自己的良好形象,一个重要的途径就是进行自愿性披露。因此,我们做出以下假设:

H: 上市公司自愿性披露程度与公司盈余业绩成正相关关系

(二) 研究方法

1. 数据选择。截止到 2002 年底,沪深两地上市公司共 1224 家。根据 2001 年 4 月中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》,1224 家公司分属于 14 个行业。其中金融业、传播与文化业和综合类的上市公司由于与其他行业没有可比性,或者有不同的信息披露规则,因此,这 101 家公司未被选入样本。我们从其余的 1123 家公司里抽取 201 家公司作为样本,约占 2002 年中国上市公司总数的 18%。所以每一个行业抽取的样本数大致为该行业内公司总数与这一比例的乘积(取整)。如 2002 年采掘类上市公司共有 17 家,抽取作为样本的为 3 家(比例为 17.65%)。研究中所用数据主要来自于 2002 年上市公司年报和中国上市公司财务数据库查询系统(CSMAR2002-Financial-IQS-V2)。除所属行业和财务数据外,本文研究所用数据均从 2002 年年报中手工收集。

2. 被解释变量(自愿性披露程度)。由于信息很难直接计量,因此,许多文献(如 Singleton & Goberman, 2002 等)常采用信息披露指标来衡量信息披露程度。其中,Meek (1995) 将美国、英国和欧洲大陆国家公司的自愿性披露指标分为 3 大类、85 条。本文将参照 Meek (1995) 的做法,采用一个披露指标体系来计量自愿性披露程度。我们把指标体系分为三大类:战略信息、财务信息和非财务信息。战略信息和财务信息对投资者而言,有明显的决策相关性。而非财务信息主要是反映公司的社会责任或与价值无直接相关性的信息,主要针对的是所有者与投资者以外的其他利益相关者。因此,本文在衡量被解释变量时,只考虑战略信息和财务信息。同时,结合各指标在中国证券市场上应用的广泛性、重要性和相关性,我们确定以下 17 个子指标。

(1) 战略信息类指标共 9 个:企业总体发展战略,核心竞争力,研究计划(技术创新),投融资计划,并购(或剥离)计划,品牌战略,营销计划,产品(业)结构计划,市场开发计划(按区域划分)

(2) 财务信息共 8 个:财务状况和经营成果分析,产量信息,销售额的定性预测,销售额的定量预测,费用成本计划(定性),费用成本计划(定量),盈余预测(定性),盈余预测(定量)。

由于我国关于上市公司信息披露的规定经常改动,因此,衡量是否属于自愿性披露,本文的标准是按照截止到 2002 年底我国的各项具体规定。

上述 17 个指标中,若有一项属于自愿性披露,我们就计算 1 分,否则 0 分。把各指标得分进行加总,所得分值作为被解释变量的值。这里,我们并没有区分各项指标的权重,主要是基于两点考虑:一是权重选择有很强的主观性;二是,我们的研究面对的是年报的所有使用者而不是特定的使用者。

3. 解释变量。盈余业绩用净资产收益率(ROE)来衡量,即: $ROE = \text{净利润} / \text{权益总额}$ 。由于本年利润是整个会计年度内实存资本创造的,因此,在普通股发生增减时,公式中的权益总额使用“加权平均权益总额”。

4. 研究方法。我们用普通最小二乘法来检验公司盈余业绩 (ROE) 与自愿性披露程度 (Voluntary Disclosure Extent, 简称 VDE) 的关系,并用 T 检验和 F 检验来确定其相关显著性。

线性回归方程如下: $VDE = \alpha + \beta \cdot ROE + \epsilon$ 其中 α 是回归截距, β 是 ROE 的系数, ϵ 为随机项。

(三) 实证检验结果与分析

1. 描述性统计分析。被解释变量和解释变量的描述性统计结果见表 1。

表 1: 被解释变量和解释变量的描述性统计

	最小值	最大值	均值	标准差
VDE	0	17	5.2587	0.26
ROE (%)	-12.06	29.63	6.4166	0.40

从整体上看,自愿披性披露的分值从 0 到 17, 均值为 5.2587。可见,我国上市公司自愿性披露的整体水平不高。净资产收益率 (ROE) 的均值为 6.4166%, 最小值为 -12.06%, 最大值为 29.63%。

2. 回归分析结果。

从表 2 可以看到,回归方程在 $p < 0.001$ 时非常显著。相关系数 $r = 0.941$, 表明上市公司自愿性披露程度与公司盈余业绩之间呈现较强的正相关性, 确定系数 $r^2 = 0.8838$ 说明自愿性披露程度约有 88.38% 可以用盈余业绩来解释。F 检验值为 27.287, $p < 0.001$, 支持了我们的原假设。即上市公司自愿性披露程度与公司盈余业绩成显著正相关关系。

表 2: 回归结果

	截距项	系数
符号	+	+
数值	3.824	0.224
t 值	10.439	5.224
P	0.000	0.000

3. 结论。通过对随机抽样的 201 家中国上市公司 2002 年年报自愿性披露的实证研究,我们检验了公司盈余业绩与

自愿性披露的关系。研究结果表明,我国上市公司自愿性披露整体水平不高,公司的盈余业绩(以净资产收益率来表示)越大,其自愿性披露程度就越高。反之就越低,可见,盈余业绩好的公司自愿性披露的程度较高。对于西方文献结论不统一的可能原因。我们认为,一方面可能是由于各国法律、法规对信息披露的不同要求,会导致自愿性披露的内容和范围不一样。另一方面,影响各国上市公司自愿性披露的因素很多,如公司内部的其他因素(公司规模、公司战略等)、各国的信息披露成本及一国的文化环境等,而盈余业绩在各国众多因素中的地位不同可能导致了自愿性披露程度不同。

四、一些建议

在一定程度上,一国证券市场信息披露的成熟程度可以用来衡量该国证券市场的有效性。自愿性披露作为强制性披露的补充和深化,它对提高公司信息披露质量、展示公司未来价值具有重要意义。

上市公司作为信息披露的主体,应将自愿性披露成为企业战略的一部分,并树立诚信意识。从我国上市公司的实证分析来看,业绩好的公司自愿性披露程度较高。但这并不意味着业绩差的公司就不用自愿性披露。尤其是当公司发生了外部人不知晓的情况时,公司更需要通过自愿性披露主动与投资者及时沟通。否则,很可能导致不利于公司发展的行为。例如,当由于信息不完善、公司业绩或财务状况低于投资者估计时,公司证券价格就被低估,进而导致新股票和新债券发行价格低、成本高。公司价值被低估以及投资者的不信任带来的不利影响不仅仅局限于新证券发行。这种不利影响还会加大公司获取银行贷款的难度和增加利率成本、恶化供应商和消费者的交易条件、抑制公司增长并削弱公司竞争力。因此,良好的自愿性披露可以缩小公司与利益相关者信息差距(不对称),从而为公司创造价值。

建立完善的证券市场制度是提升自愿性披露程度的另一个重要方面。证券监管部门应对上市公司自愿性披露实施鼓励与规范并举,同时应建立完善的中介服务机构。1995 年美国 SEC 公布的“安全港”条款规定:只要自愿性披露的预测信息有合理的依据并且是诚意的,那么即使预测与实际存在偏差,企业也不承担责任。美国 AICPA 特别委员会在《改进企业报告》中也建议,立法机构和监管部门应针对没有根据的指控,采取有效措施予以制止,以鼓励企业自愿性披露。因此,针对我国上市公司在自愿性披露时“多报不如少报、少报不如不报”、“披露流于形式、无实质性内容”的普遍现象,证券监管等部门要制定相关条款,既要保护利益相关者的合法权益,又要保证披露的积极性。在监管措施上,既要防止虚假信息,又要避免企业只披露“好消息”而隐瞒“坏消息”。在完善中介服务机构方面,应加强会计事务所对自愿性信息披露的审核及证券评级机构的建立,以促进上市公司提高自愿性披露程度并改善公司治理。

[参考文献]

- [1] Aboudy, D., Kasznik, R., 2000, CEO Stock Options Awards and Timing of Corporate Voluntary Disclosures, Journal of Accounting and Economics 29, 73 - 100. Bernard Raffourb/ nier, 1995, the determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies, the European Accounting Review, 4(2), 261 - 280
- [2] Bernnan, N., 1999, Voluntary Disclosure of Profit Forecasts by Target Companies in Takeover Bids, Journal of Business Finance and Accounting 26, 883 - 917.
- [3] 何卫东, 2003, 《上市公司自愿性披露研究》, 深圳证券交易所综合研究所研究报告
- [4] 殷枫, 中国上市公司自愿性信息披露研究 南京大学商学院博士论文, 2004 年。

从技术视角分析企业并购的环境和动因

江南大学商学院 徐立青 湖南师范大学化学化工学院 匡跃平

[摘要] 并购是企业产权资本经营的一种重要形式,是企业增加技术积累和强化创新能力的重要措施。科学技术的发展环境影响企业并购,内部技术需求促进企业并购。

[关键词] 企业,并购,科学技术

一、汹涌澎湃的并购浪潮

企业并购是指兼并和收购(Mergers and Acquisitions)。兼并是指两个或两个以上的公司合并中,其中一个公司因吸收了其他公司而成为存续公司的合并形式。如果两个或两个以上的公司合并,形成一个新的公司称为合并或称为新设兼并。收购可以是一家企业收购另一家企业达到控股形式,这种收购并不一定要收购所有股权,只需要达到控制该企业所需股权,便可对其资产拥有使用权和处置权,就可以按照自己的经营目的、方针和方式来支配对方企业的所有财产。收购也可以只拥有少数股权,对被收购企业没有控制权。

企业并购根据其对象和内容的不同,可分为如下几种:(1)水平并购,同一行业竞争企业之间的并购;(2)垂直并购,客户与供应商或买主与卖主企业之间的并购;(3)混合并购,经营活动不关联的企业间的并购。

在业主企业和家族企业时代,企业并购活动还不普遍。自从19世纪下半叶以来,随着工业革命的推进,企业制度逐步演化为现代企业制度后,企业的并购活动开始兴盛起来。特别是自上个世纪90年代中期以来,可谓是一浪高过一浪。在这方面美国的企业最为典型,在过去的100多年里,美国企业大体出现过五次并购浪潮。第五次的兼并浪潮目前还在继续。美国很多著名企业大都在并购浪潮中发挥了重要作用。通用电气公司的前身是爱迪生电灯公司,1892年几家电气公司合并组成该公司。第一次世界大战后,公司通过垂直并购发展壮大。二战后,通过混合合并,发展多样化经营。70年代中期到80年公司集中发展14个行业的产品和业务,出售了一批企业,兼并、合资创办了一批与公司战略发展有关的企业。上个世纪90年代中期以来,发达国家很多企业为了适应竞争和管理的需要,开始了大规模的并购活动,且愈演愈烈,波涛汹涌,现已席卷全球。来自美国证券数据公司的数据表明:1999年全球收购和合并的交易额达3.4万亿美元,超过了1990~1995年6年的全球并购总额。在1980~1999年期间,全世界并购总数每年增长42%,其价值占世界GDP的比例从1980年的0.3%增加到1999年的8%,在此期间发生的并购交易超过24000起。^[1]近几年的并购热潮始终以欧美发达国家为中心。一些发展中国家也被卷进这股潮流当中。而且大企业之间的兼联合显著增多,规模越来越大,有相当部分是巨型跨国公司之间的强强并购,并购个案值创历史记录,且绝大多数并购行为属于善意并购。进入90年代以来,几乎所有并购都出于自愿。企业的并购战略无不以追求高附加值,提高投资回报率,将经营资源集中于能发挥企业优势的核心业务部门。知识密集的行业一直是并购特别活跃的领域。跨国并购的企业发展迅速,表现出真正全球化的趋势。在20世界的90年代期间跨国并购比重在所有并购中的比重为25%(已完成的价值和数量),但1999年这一比重提高到31%,据有关机构估计其交易量达6000多起,价值为7200亿美元。2000年跨国并购金额为11440亿美元。目前,跨国并购的价值与世界对外直接投资的比率已超过85%。跨国并购在世界经济一体化的过程中,扮演着越来越重要的角色。跨国并购在自然资源部门正变得微不足道,在制造业部门中,跨国并购水平最高的行业是化学、电气与电子设备以及石油产品、医药、汽车等行业。^[2]

二、外部科技环境的变化推动企业并购

1、产业结构调整需要企业并购。任何先进技术和优势产品都具有一定的寿命周期,技术创新促进不少新兴产业诞生和发展。企业要求得生存和发展就要根据自身的特点及需要,及时进行产业结构和产品结构的调整,不断提高企业核心竞争力。这种调整经常是通过企业并购来进行。18世纪下半叶,由于纺织技术的改进和蒸汽机的发明,迎来了人类历史上的第一次产业革命。蒸汽机被广泛应用于纺织、采煤、机械、炼铁等产业部门,社会生产力以前所未有的速度发展,奠定了近代工业社会的基础,众多的工业企业应运而生。19世纪末到二十世纪初,电力技术革命引起了整个生产体系的组织结构和经济结构的变革,开创了人类历史的电力时代。电能作为新能源逐步取代蒸汽动力,在世界范围内掀起了电气化高潮,出现了两个技术发展的长波交替。这次技术革命如同蒸汽技术革命一样,大大推动了社会生产力的发展。在19世纪的最后30年间,世界工业总产值增加了两倍多,其中钢产量猛增55倍,石油产量增加25倍。并发展了一批技术密集的新兴产业,如电力、化学、汽车、电子、航空、石油。生产技术体系由机械时代进入电气时代,增强了生产对科学技术的依赖,促进许多新工业的产生和老工业的转型。在南北战争期间,林肯总统签署了一系列支持科学技术的重要法令,美国最先接受了电力技术,同时许多欧洲先进技术都首先在美国获得应用。也就导致历史上最早的并购浪潮发生在19世纪末的美国,在1898~1902年期间达到了顶峰,在这5年时间里,占美国

[5]张宗新、郭来生、季雷、张晓荣、廖士光,2004,上市公司自愿性信息披露的有效性研究,深圳证券交易所综合研究所研究报告。