

自愿性信息披露透明度的价值相关性研究

——基于 2006—2010 年台湾“证基会”公布资料

王茂昌,徐培钧

(中国文化大学 会计学系,台湾 台北 11114)

[摘要]以台湾“证基会”信息评鉴 A 级公司为例,使用 Ohlson 评价模型探讨自愿性信息披露透明度与股价之间的关联性,并探讨公司治理和自愿性信息披露透明度的交互作用对股价的影响,结果显示:自愿性信息披露透明度与股价有显著正向关联性;独立董事比率与自愿性信息披露透明度的交乘项、外部股东持股比例与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价有显著正向影响,董事监事持股比例与自愿性信息披露透明度的交乘项、政府机构持股比例与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价的影响不显著。

[关键词]自愿性信息披露;信息披露透明度;价值相关性;公司治理;Ohlson 评价模型;信息不对称

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)05-0086-09

一、引言

近十年以来,随着美国安然(Enron)案、世界通讯(World Com)案以及台湾地区的力霸与博达舞弊事件的爆发,投资人对于企业经营管理层的信任下降,甚至对企业所提供的财务信息质量表示怀疑,因此美国国会于 2002 年通过了《萨班斯-奥克斯利法案》,该法案除了强调审计人员的独立性、企业责任外,还强调对企业营运及财务相关信息披露的规范,要求公司董事必须加强内部控制与审计功能。随着近年来股东行动主义的兴起,为维护和增进股东及企业利害关系人的利益,各国开始更加重视信息透明度的提升及公司治理的落实。学者们指出信息披露程度越高,越有助于提高公司股票流动性和公司股票在资本市场上的反应灵敏度^[1]。投资人面对不断变化的经济环境,最需要的就是透明信息的及时披露,这不仅能增强投资人的信心,提升其投资意愿,还可以使公司更容易取得资金,使公司营运更便利。

学者们指出,企业利害关系人认为公司年报是最具影响力的信息披露工具^[2-3]。公司年报中的披露分为强制性信息披露与自愿性信息披露两种。强制性信息披露是指依法令规定的最低要求于年报中进行的披露。由于现代企业面临快速变化及复杂的环境,企业利害关系人需要更多的信息才能做出可靠的决策,因此公司也会提供额外的信息披露,这就是自愿性信息披露。公司信息披露是为了解决内部管理者与外部投资者间的信息不对称问题^[4],而自愿性信息披露与信息不对称呈现负向关联性^[5]。如果公司自愿性披露信息增加,外部投资者就可以获得更多的信息,减少信息不对称,因此自愿性信息披露可为外部投资者提供决策辅助参考,使外部投资者权益获得较好保障,进而有助于企业价值提升。

[收稿日期]2014-12-01

[作者简介]王茂昌(1973—),男,台湾台中人,中国文化大学会计学系副教授,博士,主要研究方向为财务会计与审计;徐培钧(1983—),男,台湾台北人,中国文化大学会计学系硕士生,主要研究方向为会计理论与实践。

信息披露透明度提升有赖于良好的公司治理机制,公司治理与信息披露透明度有着密切的关联,这两者将直接影响公司的竞争力^[6]。2003年中国台湾证券交易所及财团法人证券柜台买卖中心委托财团法人证券暨期货市场发展基金会(简称台湾“证基会”)开始实施信息披露评鉴系统,制定了一套适合评鉴的方法,以一个独立、公正、客观、专业的第三者角度来对全体上市公司信息披露做系统性的评价。台湾“证基会”从2005年开始公布自愿性信息披露较透明公司名单,希望能促使公司增加自愿性信息披露的内容,提高企业信息透明度,降低企业内部人和外部使用者的信息不对称,以维持投资者对资本市场的信任。

以往有关企业评价的研究大多只着重对财务报表相关信息的分析,而麦肯锡公司2002年的研究发现亚洲国家的投资人对于公司治理较好的公司愿意支付的股价溢价约为20%到30%之间^[7]。有学者研究指出Ohlson股权评价模型中应考虑公司治理变量,这样股权评价模型才能更为完整^[8]。本文以信息披露评鉴为A的公司为样本,运用Ohlson模型^[9],试图探讨自愿性信息披露透明度与股价之间的关系,并进一步探讨公司治理的调节效果,即公司治理变量和自愿性披露透明度的交互作用对股价产生的影响。本文除了可补充文献之不足外,亦可供台湾“证基会”、资本市场权责单位、实务界及学术界作为参考。

二、文献回顾

(一)关于信息披露方面的文献

信息披露透明度的提高对于公司有正面的影响,在资本市场也会有正面的反应^[1,10]。信息不对称分为两种情况:一是投资人之间的信息不对称,拥有较多信息的一方可能向信息较少的一方赚取报酬,而信息较少的一方亦可能拒绝交易,或者利用信息中介者的方式来避免被信息较多的一方获取异常报酬;二是管理层与投资人之间的信息不对称,与现有股东或潜在投资人相比,管理层拥有较多的信息。因此,充分的信息披露有助于缓解逆向选择与道德风险问题^[11]。

Healy和Palepu指出,影响公司管理层自愿性信息披露政策的六个因素包括:(1)资本市场交易。当公司要筹资或并购时,提供自愿性信息以降低信息不对称可以降低成本并增加股票的流动性。(2)公司控制权的争夺。当管理层失去工作的风险与股价及营运表现相关时,管理层将会尽量披露信息以避免公司股价被低估,以提高股价,避免被恶意收购。(3)股票红利。由于可能获得股票红利,管理层将提供更多信息以避免市场低估公司价值。(4)诉讼压力。诉讼压力使公司管理层自愿增加信息披露以自保,但是也可能因不确定性而减少信息披露。(5)私有成本。公司披露政策的制定要考虑所披露信息是否会影响产品在市场竞争地位,对于会降低公司竞争地位的信息,公司会选择不披露。(6)管理者才能信号。投资人是根据公司管理者是否具有应付未来经济环境及市场变化的能力来衡量公司价值的,有才能的管理者将增加自愿性信息披露,让市场投资人了解他们的能力,让投资者给公司好的评价^[4]。

在相关研究方面,连文红指出自愿性信息披露透明度较高公司的每股账面价值较能解释股价,每股账面价值与股价为正相关关系^[12]。Petersen和Plenborg的研究发现自愿性信息披露水平的提高将会降低信息不对称的程度^[5]。Healy和Palepu指出可通过增加信息披露与通过信息中介者来降低管理层与投资人之间的信息不对称^[4]。Lang和Lundholm的研究显示,管理阶层为了降低管理阶层与股东间的信息不对称,会有更大动机自愿披露公司信息^[13]。Healy和Palepu的研究发现公司若自愿披露私有信息,将可使资本市场对于该公司所发行证券做出较正确的评价^[14]。Verrecchia认为增加信息透明度需要花费成本,但当公司价值被低估时,管理层为降低与外部投资人的信息不对称,会主

动增加信息披露,以改善公司股价被低估的情况^[15]。

(二)关于公司治理与信息披露关联性的文献

公司治理是近年来最热门的管理议题,是指一种指导及管理并落实公司经营责任的机制与过程,可以在兼顾其他利害关系人利益条件下,加强公司绩效,以保障股东权益^[7]。OECD在2004年提出的六项新公司治理原则包括:(1)建立有效公司治理架构的基础。公司治理架构应与法令规章一致,以促使市场更透明、更有效率。(2)股东的权利和关键所有权的功能,保障股东权益并有利于股东权益的行使。(3)公平对待所有股东。(4)利害关系人的角色。通过法律或共同协议来确立利害关系人的权利。(5)信息披露和透明度。确保实时且正确地披露任何相关公司的重大信息。(6)董事会职责。确保公司董事会的策略性指导、董事会对管理层有效的监督以及董事会对公司及股东应负的责任^[16]。OECD提出的六项原则要求企业应正确披露其相关信息,这样才能使利害关系人及信息使用者获得及时、准确的信息。正确披露相关信息可以使公司内部监督机制得以实现,使外部投资人愿意对公司投资,从而提升公司价值。陈振远等指出只有考虑公司治理变量,企业股权价值评价模型才能更完整正确^[8]。

Beekers和Brown探讨公司治理品质与信息披露的关联性,发现较好的公司治理的确会产生更多有用的信息披露^[17]。Eng和Mak以新加坡公司为样本,探讨经理人和内部董事持股比例、大股东持股比例、政府持股比例、独立董事比率与自愿性披露的关联性,实证结果显示经理人和内部董事持股比例与自愿性披露呈现负相关关系,政府机构持股比例与自愿性披露呈现正相关关系^[18]。Mitchell、Chia和Loh指出企业股权分散程度越大,即外部股东持股比例越高,企业管理层越会提高信息的披露程度^[19]。黄素慧指出信息披露评鉴结果与累积异常报酬为正相关关系,公司治理特性与公司信息披露程度为正相关关系^[20]。

目前相关文献多为探讨信息披露与股价的关联性或信息披露与公司治理的关联性,而缺乏探讨自愿性信息披露、公司治理与企业价值之间相关性的文献,本文正是试图研究自愿性信息披露、公司治理与企业价值之间相关性,以弥补相关研究文献的不足。

三、理论分析与研究假设

(一)理论基础

依据委托代理理论,在股东和管理层之间的委托代理关系中,股东是出资人,同时也是委托人,而经理人则是代理人。由于信息不对称的存在,管理层与股东目标的不一致产生了相应的委托代理问题。在内部治理中如何解决委托代理问题就成了公司治理过程中大家所关注的核心问题。

从信息不对称角度来看,作为资产所有者的股东实际上并不参与公司日常的经营活动,而是委托经理人来管理相关事务,因此在对公司内部信息的了解方面,管理层相对股东而言自然处于信息优势地位。而债权人等其他利害关系人在对公司内部信息的了解方面相对股东和管理层而言更是处于信息劣势地位。信息不对称分为两种情况,一是投资人之间的信息不对称,二是管理层与投资人之间的信息不对称。因此,充分的信息披露有助于减轻逆选择与道德风险问题^[11],降低利害关系人及信息使用者的信息劣势程度。正确披露相关信息可以使公司内部监督机制得以实现,使外部投资人愿意对公司投资,提升公司价值。

公司治理可分为公司外部治理和公司内部治理。公司外部治理主要包括证券市场的控制权配置以及兼并收购等。内部治理机制主要包括对高管人员的激励机制以及董事会、监事会的监督机制等。Beekers和Brown发现较好的公司治理的确会产生更多有用的信息披露^[17]。Eng和Mak发现经理人

和内部董事持股比例与自愿性披露呈现负相关关系,政府机构持股比例与自愿性披露呈现正相关关系^[18]。Mitchell、Chia 和 Loh 指出企业股权分散程度越大,企业管理层越会提高信息的披露程度^[19]。黄素慧指出信息披露评鉴结果与累积异常报酬为正相关关系,公司治理特性与公司信息披露程度为正相关关系^[20],因此公司治理结构会影响信息披露。OECD 主张企业应正确披露其相关信息,因为这样可以使公司内部实现监督机制,使外部投资人愿意对公司投资,提升公司价值。陈振远等指出只有考虑公司治理变量,企业股权价值评价模型才能更完整正确^[8]。由上可见,公司治理结构会影响公司价值。公司治理良好的企业,其信息披露透明度通常较高,且企业受到外界人士或单位(评级机构、分析师、银行业及机构投资者等)的监督较多,管理层经营会更加谨慎以力求符合市场预期,并致力于企业目标之达成,因此企业的营运状况、经营绩效与财务绩效应比信息披露透明度低的企业更佳^[16]。信息披露透明度的提升有赖于良好的公司治理机制,公司治理与信息披露透明度有着密切的关联,因此这两者直接影响公司的价值及竞争力。

(二) 研究假设

公司管理层为了降低与股东之间的信息不对称,会有动机自愿披露公司信息,学者提出影响管理层自愿性信息披露政策的六个因素为资本市场交易、公司控制权争夺、股票红利、诉讼压力、私有成本、管理者才能信号等。充分的信息披露有助于缓解管理层与现有股东或潜在投资人的逆向选择与道德风险问题,因此提高信息披露透明度对于企业的公司治理有正面的帮助,对于资本市场上公司的股价也会有正面的促进作用。本文认为,公司的自愿性信息披露透明程度越高,对股价的正面作用越强,自愿性信息披露程度与企业价值的相关性越强。基于以上分析,本文提出假设 1。

假设 1:自愿性信息披露较透明的公司,其自愿性信息披露透明程度与企业价值的相关性较强。

信息披露透明度的提升有赖于良好的公司治理机制,公司治理与信息披露透明度有着密切的关联,这两者直接影响企业的价值及竞争力^[6]。参考前述文献,本文选取独立董事比率、董事监事持股比率、外部股东持股比率、政府机构持股比率等四个公司治理变量^[18-19],进一步探讨公司治理的调节效果,即公司治理变量和自愿性信息披露透明度的交互作用对股价产生的影响^[21]。独立董事比率、外部股东持股比率及政府机构持股比率较高,表示企业的外部监督机制较强,且企业所有权与经营权分离程度较大,即公司治理机制较好,故对企业价值有正向的影响。董事与监事持股比率较高,表示企业所有权与经营权分离程度较低,即公司治理机制较弱,故对企业价值有负向的影响。基于以上分析,本文认为公司治理变量和自愿性信息披露透明度的交互作用会对企业价值产生影响,因此提出以下假设。

假设 2:独立董事比率与自愿性信息披露透明度的交互作用对企业价值有正向影响。

假设 3:董事监事持股比率与自愿性信息披露透明度的交互作用对企业价值有负向影响。

假设 4:外部股东持股比率与自愿性信息披露透明度交互作用对企业价值有正向影响。

假设 5:政府机构持股比率与自愿性信息披露透明度交互作用对企业价值有正向影响。

四、研究方法

(一) 研究期间及研究样本

本文以 2006 年至 2010 年台湾“证基会”信息评鉴等级为 A 的公司为研究样本,删除金融保险业、资料不齐及盈利为负的公司,最终得到样本数 903 个。相关数据从台湾经济新报数据库(TEJ)及台湾“证基会”网站取得。

(二) 变量定义及研究模型

本文运用 Ohlson 股权评价模型^[9]来探讨企业价值相关性。本文参考一些学者的研究^[22-23],在运

用 Ohlson 股权评价模型时,使用公司本年度的每股盈余取代每股超额盈余。本文预期每股账面价值及每股盈余与公司股价为正相关关系。Ohlson 股权评价模型纳入股票价格、每股账面价值、每股收益和相关的未来盈利能力,它采用了公司的财务报表及其他相关未来盈利能力的信息来进行企业评价,因此 Ohlson 股权评价模型经常被应用于企业评价领域的相关研究^[8]。因此,本文在 Ohlson 股权评价模型基础上加入自愿性信息披露透明度来探讨自愿性信息披露透明度与股价的关系。为检验假设 1,本文建立研究模型(1)。

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 EPS_{i,t} + \alpha_3 VD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $P_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年末股票收盘价; $BV_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年末每股股东权益账面价值; $EPS_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年末每股盈余; $VD_{i,t}$ 为自愿性信息披露透明度,为一虚拟变量,依照“证监会”公布的自愿性信息披露较透明公司名单,评鉴等级为 A 且自愿性信息披露透明度较透明的公司为 1,评鉴等级为 A 而自愿性信息披露透明度较不透明的公司为 0。

考虑到公司治理变量如独立董事比率、董事监事持股比率、外部股东持股比率及政府机构持股比率的调节效果,本文通过加入公司治理各变量与自愿性信息披露透明度交乘项的方式^[21]来建立研究模型(2),以检验其他假设。

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 EPS_{i,t} + \alpha_3 VD_{i,t} + \alpha_4 INDR_{i,t} \times VD_{i,t} + \alpha_5 BH_{i,t} \times VD_{i,t} + \alpha_6 OUT_{i,t} \times VD_{i,t} + \alpha_7 GOV_{i,t} \times VD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $INDR_{i,t}$ 为独立董事比率,即独立董事人数除以董事会总人数; $BH_{i,t}$ 为董事监事持股比率,即董事监事持股数除以总股数; $OUT_{i,t}$ 为外部股东持股比率,外部股东包括外部个人、外部未上市公司、外部基金会及外部上市公司,这一指标为外部股东持股数除以总股数; $GOV_{i,t}$ 为政府机构持股比率,即政府机构持股数除以流通在外股数。

变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量操作性定义	预期方向
因变量	P_{it}	i 公司第 t 年年末股票收盘价	
	BV_{it}	i 公司第 t 年年末每股股东权益账面价值	+
	EPS_{it}	i 公司第 t 年年末每股盈余	+
	自变量	VD_{it}	自愿性信息披露透明度,为一虚拟变量。信息披露评鉴等级为 A 且为自愿性信息披露透明度较透明公司取值 1;评鉴等级为 A 而自愿性信息披露较不透明之公司取值 0
$INDR_{it} \times VD_{it}$		独立董事比率与自愿性信息披露透明度的交乘项	+
$BH_{it} \times VD_{it}$		董事监事持股比率与自愿性信息披露透明度的交乘项	-
$OUT_{it} \times VD_{it}$		外部股东持股比率与自愿性信息披露透明度的交乘项	+

五、实证结果及分析

(一)描述性统计

表 2 为各变量描述性统计结果。股价(P)最大值为 396.26,最小值为 3.67。每股账面价值(BV)最大值为 105.63,最小值为 6.35。每股盈余最大值为 59.21,最小值为 0.01。这说明样本公司不同的经营绩效、不同经营形态及业务导致股价、每股账面价值及每股盈余高低不同。独立董事比率($INDR$)最大值为 0.69,最小值为 0,平均数为 0.16,这显示由于台湾目前采用分阶段推进独立董事的政策,因此仍有公司未设置独立董事。董事监事持股比率(BH)最大值为 0.84,最小值为 0.04,平均数

为 0.25,这显示台湾公司董事监事持股比率存在着差异,且公司董事监事持股比率平均达 25%。外部股东持股比率(*OUT*)最大值为 0.58,最小值为 0,平均数为 0.15,政府机构持股比率(*GOV*)最大值为 0.40,最小值为 0,平均数为 0.02。综上,整体描述性统计显示出样本公司公司治理状况存在着较大差异性。

表 2 描述性统计结果

变量	最小值	最大值	中位数	平均数	标准差
<i>P</i>	3.67	396.26	21.67	30.78	40.12
<i>BV</i>	6.35	105.63	18.81	22.81	11.36
<i>EPS</i>	0.01	59.21	2.13	3.12	4.61
<i>VD</i>	0	1	0	0.35	0.52
<i>INDR</i>	0	0.69	0	0.16	0.18
<i>BH</i>	0.04	0.84	0.23	0.25	0.15
<i>OUT</i>	0	0.58	0.13	0.15	0.11
<i>GOV</i>	0	0.40	0	0.02	0.06

(二) Pearson 相关系数矩阵

表 3 Pearson 相关系数矩阵

表 3 为各变量的 Pearson 相关系数矩阵。股价(*P*)与每股账面价值(*BV*)、每股盈余(*EPS*)呈正相关关系,各达 1% 显著水平并与预期相符,表示研究数据符合 Ohlson 模型基本假设。外部股东持股比率(*OUT*)、政府机构持股比率(*GOV*)皆与股价(*P*)呈现正相关关系但未达显著水平;自愿性信息披露透明度(*VD*)、独立董事比率(*INDR*)皆与股价(*P*)呈正相关关系并达 5% 显著水平;董事监事持股比率(*BH*)与股价(*P*)呈负相关关系并达 10% 显著水平。

变量	<i>P</i>	<i>BV</i>	<i>EPS</i>	<i>VD</i>	<i>INDR</i>	<i>BH</i>	<i>OUT</i>	<i>GOV</i>
<i>P</i>	1							
<i>BV</i>	0.632***	1						
<i>EPS</i>	0.657***	0.703***	1					
<i>VD</i>	0.127**	0.028	0.092**	1				
<i>INDR</i>	0.165**	0.131***	0.185***	-0.013	1			
<i>BH</i>	-0.043*	-0.062	-0.041*	0.076	-0.092**	1		
<i>OUT</i>	0.016	-0.031	-0.026	-0.036	-0.012	0.090**	1	
<i>GOV</i>	0.013	0.117***	-0.012	0.163***	-0.089**	0.087**	0.024	1

注:***表示 1% 显著水平, **表示 5% 显著水平, *表示 10% 显著水平。

(三) 回归分析

在回归分析方面,本文首先应用 Ohlson 模型仅加入自愿性信息披露透明度变量来探讨其股价相关性,实证结果见表 4 中模型(1)。表 4 显示,模型(1)整体达到显著水平($F = 580.52, P = 0$),调整后解释力为 76.25%。各变量之变异膨胀系数(VIF 值)均小于 10,说明模型并无共线性的问题^[21]。每股账面价值(*BV*)、每股盈余(*EPS*)与股价(*P*)均呈正相关关系且达到 1% 显著水平,与 Ohlson 模型假设相符,因此本文研究模型(1)在企业价值评价方面,可获得有效的解释并具稳健性。自愿性信息披露透明度(*VD*)与股价(*P*)呈正相关关系且达到 5% 显著水平,显示自愿性信息披露较透明的公司,其自愿性信息披露透明程度与企业价值的相关性较好,与假设 1 预期相符。

表 4 回归分析的实证结果

	模型(1)	模型(2)
截距项	-3.50(-1.65)	-3.02(-1.75)
<i>BV</i>	0.81(4.13)***	0.83(5.73)***
<i>EPS</i>	7.12(16.34)***	6.57(18.12)***
<i>VD</i>	1.53(1.71)**	1.04(1.84)**
<i>INDR</i> × <i>VD</i>		1.09(1.72)**
<i>BH</i> × <i>VD</i>		-3.13(-0.71)
<i>OUT</i> × <i>VD</i>		19.16(2.12)**
<i>GOV</i> × <i>VD</i>		-0.50(-0.25)
VIF 值	1.04 - 2.61	1.27 - 4.33
Adjusted R ²	0.7625	0.7541
F statistic	580.52***	251.27***

注:括号内为 t 值,单尾检验;***表示 1% 显著水平, **表示 5% 显著水平。下同。

接着本文探讨加入各公司治理变量与自愿性信息披露透明度交乘项对股价相关性的影响,实证结果如表 4 中模型(2)所示。模型(2)整体达到显著水平($F = 251.27, P = 0$),调整后模型解释力为 75.41%。各变量变异膨胀系数(VIF 值)均小于 10,说明模型并无共线性的问题。每股账面价值(*BV*)、每股盈余(*EPS*)与股价(*P*)均呈正相关关系且达到 1% 显著水平,与 Ohlson 模型假设相符,因

此本文研究模型(2)在企业价值评价方面具有稳健性。自愿性信息披露透明度(VD)与股价(P)呈正相关关系且达到5%显著水平,显示自愿性信息披露较透明公司,其自愿性信息披露透明程度与企业价值相关性较好,与假设1预期相符。而在公司治理的调节效果部分,独立董事比率与自愿性信息披露透明度的交乘项(INDR×VD)和股价(P)、外部股东持股比例与自愿性信息披露透明度交乘项(OUT×VD)和股价(P)皆为正相关关系且达到5%显著水平,与假设2及假设4预期相符。董事监事持股比例与自愿性信息披露透明度的交乘项(BH×VD)和股价(P)呈负相关关系,与假设3预期相符但未达显著水平。本文认为,造成这一现象的原因是董事监事考虑到增加自愿性披露信息可能会使企业或董事监事个人产生额外的成本,且自愿性披露信息对投资人成本效益关系并未明确,因此董事监事持股比例与自愿性信息披露透明度交乘项实证结果不能支持假设3。政府机构持股比例与自愿性信息披露透明度的交乘项(GOV×VD)和股价(P)为负相关关系,与假设5预期不相符且未达到显著水平。本文认为,造成这一现象的原因是由于台湾地区相关规范的限制使政府机构持股未能发挥其监督功能,因此政府机构持股比例与自愿性信息披露透明度交乘项的实证结果不能支持假设5。

综上,自愿性信息披露透明度与股价为显著的正相关关系,即假设1获得支持。本文研究结果显示台湾“证基会”所公布的自愿性信息披露较透明名单上的公司的自愿性信息披露透明程度与股价关联性较强。公司治理的调节效果方面,假设2及假设4获得支持,即独立董事比率与自愿性信息披露透明度的交乘项、外部股东持股比例与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价会造成正向影响。研究结果显示独立董事及外部股东会对企业所提供的信息较为关注,他们具有监督公司的效果,并影响公司管理层增加信息披露的意愿,最终能提升企业的价值。因此,本文研究结果显示公司治理较佳的企业增加信息披露透明度,有助于提高企业价值。

(四)稳健性检验

为了增加实证结果的稳健性,本文将股价(P)定义为年末的月平均股票收盘价,实证结果见表5。模型(1)整体显著(F=519.23, P=0),调整后解释力为75.38%,各变数之变异膨胀系数(VIF值)均小于10,说明模型并不存在共线性的问题;每股账面价值(BV)、每股盈余(eps)与股价(P)均呈正相关关系且达到1%显著水平,与Ohlson模型假设相符。加入公司治理各变量与自愿性信息披露透明程度的交乘项后,模型(2)整体显著 F=247.21, P=0),调整后解释力为74.01%。各变量的变异膨胀系数(VIF值)均小于10,说明模型并不存在共线性的问题;

表5 稳健性检验结果

	模型(1)	模型(2)
截距项	-3.61(-1.60)	-2.99(-1.81)
BV	0.79(4.09) ***	0.81(5.39) ***
EPS	8.00(15.67) ***	6.93(18.54) ***
VD	1.62(1.77) **	1.01(1.75) **
INDR×VD		1.16(1.93) **
BH×VD		2.24(0.95)
OUT×VD		21.03(2.49) ***
GOV×VD		-1.31(-0.17)
VIF值	1.09-2.94	1.34-4.82
Adjusted R ²	0.7538	0.7401
F statistic	519.23 ***	247.21 ***

每股账面价值(BV)、每股盈余(eps)与股价(P)均呈正相关关系且达到1%显著水平,与Ohlson模型假设相符。表5的实证结果显示,自愿性信息披露透明度与股价为显著正相关关系,即假设1获得支持。公司治理的调节效果方面,假设2及假设4获得支持,即独立董事比率与自愿性信息披露透明度的交乘项、外部股东持股比例与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价会造成正向影响。稳健性检验结果与前文结论一致,因此本文实证分析结果具有稳健性。

六、结论

本文以台湾“证基会”信息评鉴为A的公司为样本,运用Ohlson模型,探讨自愿性信息披露透明度与股价的关联性以及公司治理与自愿性信息披露透明度的交互作用对股价的影响,实证结果显示:

(1) 自愿性信息披露透明度与股价有显著正向关联性。(2) 考虑公司治理的调节效果后,独立董事比率与自愿性信息披露透明度的交乘项、外部股东持股比率与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价均有显著正向影响,说明独立董事比率及外部股东持股比率较高的公司,其公司治理较佳,因此独立董事与外部股东对公司管理层的较强监督效果有助于提升信息披露透明度,并提升企业的价值;董事监事持股比率与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价的影响并不显著,本文认为可能的原因是董事监事考虑到增加自愿性披露信息可能会使企业或董监事个人产生额外的成本,因此董事监事持股比率与自愿性信息披露透明度交乘项对股价的影响并不显著;政府机构持股比率与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价的影响也不显著,可能的原因是由于受到台湾地区相关规范的限制,政府机构持股未能发挥其监督功能,因此政府机构持股比率与自愿性信息披露透明度的交乘项对股价并无显著影响。本文除可弥补文献之不足,还将有助于台湾“证基会”、资本市场权责单位、实务界及学术界了解及厘清自愿性信息披露透明度的价值相关性,作为审酌之参考。

参考文献:

- [1] Healy P M, Hutton A P, Palepu K G. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16: 485 - 520.
- [2] Botosan C A. Disclosure level and the cost of equity capital[J]. *Accounting Review*, 1997, 72: 323 - 349.
- [3] Hooks J, Coy D, Davey H. The information gap in annual reports[J]. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2002, 15: 501 - 522.
- [4] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31: 405 - 440.
- [5] Petersen C, Plenborg T. Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark[J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2006, 15: 127 - 149.
- [6] 薛明玲. 信息透明度与企业竞争力[J]. *会计研究月刊*, 2002(7): 14 - 15.
- [7] 叶银华, 李存修, 柯承恩. 公司治理与评等系统[M]. 台北: 商智文化, 2002.
- [8] 陈振远, 张智尧, 王兰芬, 等. 应用 Ohlson 会计评价模型探讨公司治理之价值相关性——以台湾上市公司电子业为例[J]. *台大管理论丛*, 2005(2): 123 - 142.
- [9] Ohlson J A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11: 661 - 687.
- [10] Welker M. Disclosure policy, information asymmetry, and the liquidity in equity markets[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11: 801 - 827.
- [11] Beaver W. *Financial reporting: an accounting revolution*[M]. 3rd ed. New York: Prentice Hall, 1998.
- [12] 连文红. 信息披露评鉴系统之等级改变及自愿性披露透明度与企业价值相关性之研究[D]. 台北大学, 2009.
- [13] Lang M H, Lundholm R J. Corporate disclosure policy and analyst behavior[J]. *The Accounting Review*, 1996, 71: 467 - 492.
- [14] Healy P M, Palepu K G. The effect of firm's financial disclosure strategies on stock price[J]. *Accounting Horizon*, 1993, 7: 1 - 11.
- [15] Verrecchia R E. Discretionary disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1983, 5: 179 - 194.
- [16] 许文西. 公司治理[M]. 台北: 美商麦格罗希尔公司, 2007.
- [17] Beekers W, Brown P. Do better-governed Australian firms make more informative disclosure? [J] *Journal of Business Finance and Accounting*, 2006, 33: 422 - 450.
- [18] Eng L L, Mak Y T. Corporate governance and voluntary disclosure[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003,

22,325-345.

- [19] Mitchell J D, Chia C W L, Loh A S. Voluntary disclosure of segment information: further Australian evidence[J]. Accounting and Finance, 1995, 35: 1-16.
- [20] 黄素慧. 台湾信息揭露评鉴制度对投资者的影响[D]. 云林科技大学, 2007.
- [21] Greene W H. Econometric analysis[M]. 5th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall Publishing, 2003.
- [22] Aboody D. Market valuation of employee stock options[J]. Journal of Accounting and Economics, 1996, 22: 357-391.
- [23] Barth M, Clement M, Foster G, et al. Brand values and capital market valuation[J]. Review of Accounting Studies, 1998, 3: 41-68.

[责任编辑:杨凤春]

The Value Relevance on Voluntary Information Disclosure Transparency: Evidence from Taiwanese Securities & Futures Institute

WANG Maochang, XU Peijun

(Department of Accounting, Chinese Culture University, Taipei 11114, China)

Abstract: Using the corporations with A-level information disclosure appraisal from Taiwanese Securities & Futures Institute as sample, this paper extends Ohlson's model to evaluate the relationship between the transparency of voluntary information disclosure and firm's market value; and further, it examines the relationship between the interaction of corporate governance with the voluntary information disclosure transparency and firm's market value. The research results show there are remarkable positive relation between the transparency of voluntary information disclosure and firm's market value; and it has significant positive relation between the interaction of ratio of independent directors, out-shareholders holding rate with voluntary information disclosure transparency and firm's market value, but it has not significant relation between the interaction of directors holding rate, government agencies holding rate with voluntary information disclosure transparency and firm's market value.

Key Words: voluntary information disclosure; transparency of information disclosure; value relevance; corporate governance; Ohlson model; information asymmetry

(上接第 68 页)

Executive Tenure, R&D Expenditures and Enterprise Investment Efficiency: Empirical Evidence from China A-share Capital Market

WU Lianghai, ZHANG Yuanyuan, ZHANG Tiesheng

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243032, China)

Abstract: Taking the data from A-share listed corporations in Shanghai and Shenzhen from 2001 to 2013 as the sample, this paper makes an empirical research on the relationship among executive tenure, R&D expenditures and enterprise investment efficiency. The results show that: R&D investment increases with the extension of executive tenure; the longer executive tenure, the more efficient enterprise investment; the more R&D expenditures, the more efficient enterprise investment; the extension of executive tenure enhances the level of the inhibition of R&D expenditures to enterprise inefficient investment; There widely exists different levels of non-efficiency investment phenomenon for listed corporations in China.

Key Words: corporate governance; executive tenure; in company; enterprise investment efficiency; non-efficiency investment; under-investment; over-investment