

QFII 持股影响上市公司自愿性信息披露行为研究

刘海燕, 朱涵一

(江南大学 商学院, 江苏 无锡 214122)

【摘要】本文首先阐述了研究背景、意义并对国内外研究现状进行了梳理;然后介绍了 QFII 制度及其在我国的发展历程,回顾了委托代理、有效市场和信号传递等与自愿性信息披露相关的基础理论,分析了 QFII 持股影响自愿性信息披露的内部、外部作用机制;最后根据 2010~2014 年我国上市公司的年报数据及其他公告资料建立模型进行实证研究,得出结论:QFII 正向作用于上市公司自愿性信息披露,QFII 持股比例高的公司,其自愿性信息披露的内容更为全面。最后针对研究结论从内外两方面提出建议。

【关键词】QFII 持股;自愿性信息披露;委托代理理论

【中图分类号】F276.6

【文献标识码】A

【文章编号】1671-6973(2017)03-0087-10

一、绪论

(一)研究背景和意义

近年来,随着社保基金、证券投资基金、保险公司等机构投资者规模的不断扩大,有着资金优势和专业团队支撑的机构投资者在我国证券市场上发挥着日益重要的作用。合格的境外机构投资者(以下简称 QFII)作为其中的一员,不仅丰富了我国证券市场的投资主体,还有利于增强我国资本市场在国际上的竞争力。根据国家外汇管理局公示的《QFII 投资额度情况审批表》,截至 2016 年 3 月 31 日,QFII 投资总数已达到 274 家,投资额度共计 809.51 亿美元。而在 2003 年,我国 QFII 的投资数仅有 12 家,当年投资额度为 17 亿美元。由此可见,十几年来,QFII 在我国的增长幅度巨大,发展迅速。

目前,各国学者针对机构投资者和公司治理已展开了全面的研究,结论表明各类机构投资者在不同程度上直接或间接地介入了公司治理。与国内机构投资者相比,有着国际视野和雄厚资金的 QFII 在公司治理中产生的影响无疑更值得人们关注。2012 年,中国证监会进一步颁布了关于 QFII 的新规,相对于原有的管理办法,该文件修改的内容主要包括三个方面:一是降低资格要求;二是增加运

作便利;三是扩大投资范围。该规定的颁布符合我国吸引更多境外长期资金、扩大资本市场对外开放的需要,有助于使 QFII 在公司治理、监督管理层行为和提升企业价值中产生更大的影响。在公司治理中,信息披露是监督和评价管理层行为的有效手段,公司股东通过管理层所披露的信息来更好的了解公司经营和发展状况。随着投资者对于信息需求的不断增加和我国相关法律法规的日益完善,上市公司开始逐步提高披露力度和透明度,将重心转移到体现公司个体差异性的自愿性信息披露上。因此,研究上市公司的 QFII 持股是否会影响其自愿性信息披露水平的意义重大。

(二)国内外文献综述

1. 自愿性信息披露评价综述

在国内外相关文献中,评价自愿性信息披露水平主要包含以下三种方式:

第一,借鉴国家权威机构的评价成果。国外学者大部分利用了美国投资管理与研究协会(AIMR)所发布的评价报告,如 Sengupta(1998)^[1],Healy、Hutton 和 Palepu(1999)^[2]等。由于 AIMR 具有全面的评价体系和专业的研究人员,其指标具有较强的权威性和可信度。但是自 1995 年之后,AIMR 不再发布此项报告,国外学者只得另寻其他办法。

【收稿日期】2017-1-20

【作者简介】刘海燕(1966—),女,江西吉安人,江南大学商学院副教授,经济学硕士,研究方向:产业经济学。

在国内,许多学者用深交所对企业信息披露质量的评级来衡量信息披露水平,但对于自愿性信息披露水平,国内学者大都采取另外两种方式进行评价。

第二,自行选出具有代表性的项目指标来构建自愿性信息披露指数(VDI),通过阅读样本公司的年报等公告,根据对所选择项目的披露程度打分来量化披露水平。其中,国外学者 Meek(1995)和 Botosan(1997)构建的 VDI 应用较为广泛。Meek 将披露项目分为三个大类,并针对细分的 85 个项目进行打分后加总评价^[3],而 Botosan 则把自愿披露的信息分为五大类别进一步评分^[4],与 Meek 相比,Botosan 设计的指数更为细化、全面。国内学者综合国外文献以及证监会和沪深证券交易所的披露指南等资料,得出了适用于我国的自愿性信息披露指数。李慧云等人(2016)借鉴了 Botosan 的研究方法,于团叶(2013)等借鉴了 Meek 的研究方法,他们同时还考虑我国实际情况调整了相关项目,构建了自愿性信息披露评价体系^[5-6]。

此外,还有一部分学者选择使用替代指标。Noe(1999)和叶少琴、胡玮(2006)均以管理者盈利预测的视角来衡量自愿性信息披露水平^[7-8]。龚光明和李沁原(2014)则除了采用 VDI 以外,还选取了是否披露社会责任报告、是否披露管理者盈利预测值,来测量公司自愿性信息披露水平^[9]。

2. 机构投资者与信息披露综述

关于机构投资者对于信息披露的作用,学术界存在两种相互对立的观点。一方认为,机构投资者凭借自身的专业判断和投资经验,更有动机和能力来干预管理层的信息披露等决策,从而有助于减少由于信息不对称所产生的代理成本。Shleifer 等人(1986)的研究成果表明机构投资者会在公司治理中占据主动,从而促使管理层披露高质量、高可信度的信息^[10]。Womack(1996)认为机构投资者有更大能力和积极性去挖掘公司信息,并倾向于通过提高信息披露水平缓解信息不对称的状况^[11]。我国一些学者的研究也支持了该观点。彭丁等人(2013)指出随着机构投资者持股比例的增加,所披露的会计信息价值也相应提高^[12]。何红渠和张亨利(2016)发现机构投资者能够提高公司的信息披露质量和公司绩效^[13]。另一方则认为,机构投资者的机会主义倾向以及与管理层合谋取得额外收益的做法大大减弱了机构投资者对于信息披露的监督作用。支持机构投资者对于信息披露质量具有消极作用观点的学者如 Schadevitz(1998)、柯剑和谢易颖(2014),他们指出,短期机构投资者持股行

为不利于会计信息披露。机构投资者为第一大股东时,或在没有重仓持股情况下的长期持股行为,也不利于上市公司信息披露质量提高^[14-15]。

产生分歧的主要原因是机构投资者自身的异质性,不同类型的机构投资者往往对于公司治理和信息披露起到的作用是大相径庭的。国内外也有部分学者根据不同标准对其进行了分类。Brickley 等人(1988)、Chen 等人(2007)认为,有动机和能力监督管理层行为的机构投资者与上市公司之间只存在投资关系,而表示中立或是支持管理层行为的通常还存在业务依赖关系^[16-17]。在国内,陈晓丽等人(2007)将机构投资者分为三类:平衡型、集中型和交易频繁型,这三类机构投资者对于信息披露的影响各不相同^[18]。牛建波等人(2013)把机构投资者分成两种,稳定型更为关注的是公司的发展情况,期望提高公司的整体价值,更有可能通过提高信息披露水平来改善公司治理^[19]。交易型则偏爱通过短期的价差套利,也就倾向于与管理层合谋,对自愿性信息披露产生负面影响。

(三)研究思路与基本框架

目前,对于机构投资者与信息披露,国内外学者已经进行了较为全面的研究。然而,大部分研究机构投资者的学者没有细化结合自愿性信息披露进行更深入的研究,也少有学者单独分析其中的一类——QFII 对于自愿性信息披露行为的不同作用^[20]。基于此,本文以经济学、管理学等相关理论为基础,研究 QFII 持股对自愿性信息披露的影响,主要采用了实证研究方法,还包括文献分析、定性分析及理论分析等方法。一方面,本文在梳理近年来国内外研究文献的基础上,对它们之间可能存在的联系在理论层面展开分析。另一方面,本文根据 2010~2014 年我国上市公司的年报数据及相关公告资料建立回归模型进行实证研究并提出相应的建议。此外,本文还进一步探究了股权集中度是否会对这种作用产生一定程度的影响,具有重要的理论和实践价值。

二、理论基础

(一)QFII 概述

1. QFII 简介

QFII 是合格的境外机构投资者的英文缩写。在资本市场尚未完全对外开放的前提下,QFII 被允许在将外汇汇入资金兑换为人民币后,通过专门的账户进行投资,取得的收益经外汇汇出。20 世纪 90 年代以来,越来越多的新兴工业化国家和地区先后引入了 QFII 制度并且取得了良好的市场反应,台

湾就是一个鲜明的例子。自 1991 年 1 月起, QFII 制度开始被引入台湾地区。刚实施时政府通过对 QFII 施加一定限制以观察市场反应、避免剧烈波动。随着制度的稳步推行, QFII 开始加速发展, 台湾政府也逐渐降低了对 QFII 的要求。在 1997 年的金融危机中, 众多 QFII 由于看好台湾市场的发展前景并没有大规模撤出。此举给了台湾投资者巨大的信心, 使得台湾市场得以在金融危机中保持较为稳定的状态。其次, QFII 优化了台湾的投资者结构。随着 QFII 制度的推行, 法人和 QFII 占比的逐渐增加和自然人占比的逐渐降低大大遏制了台湾市场原本浓厚的投机氛围。最后, QFII 制度还加速了台湾证券市场的国际化。在未推行该项制度时, 台湾市场与欧美发达国家的市盈率差距较大。而在 2001 年之后, 台湾的市盈率已明显降低, 和世界发达国家水平十分接近, 台湾股市逐步蜕变为成熟而高效的证券市场^[21]。除此之外, QFII 制度在韩国、巴西、印度等国家的成功实施也再一次验证了 QFII 在稳定证券市场、优化投资结构、提高市场国际竞争力方面的重要作用。

2. 我国 QFII 的发展历程

2002 年 11 月, 我国出台了关于 QFII 的暂行管理办法。在暂行管理办法中, 我国详细规定了 QFII 的资格条件和审批程序, 进行托管、登记、结算和投资运作的流程以及资金管理与监督管理等事项。与台湾地区初次引入 QFII 时的政策相比, 我国根据实际的国情在以下几个方面作出了调整: 第一, 对于 QFII 的资质要求较高, 除了对 QFII 的范围进行了限制, 即只有四类机构投资者能够申请 QFII 资格, 还对其资产规模、经营时间各方面作出了明确的规定; 第二, 对于 QFII 资金汇入汇出数量和时间方面的政策较为严格。例如为了保证外资进出的稳定性, 规定封闭式基金在汇出时必须满 3 年; 第三, 对于投资额度和投资倾向发出了指示, 其中对于单个上市公司, 设置 QFII 的持股上限为 20%。同时, 具有良好市场表现和投资记录的机构投资者将被优先考虑。2003 年 7 月, 瑞银集团作为第一个在中国大陆拿到 QFII 资格并下单的投资银行, 拉开了海外资金进入我国证券市场的序幕。2006 年 8 月, 根据 QFII 制度在我国的发展状况, 证监会以颁布的新管理办法替代了原有的暂行管理办法。一方面, 该文件降低了对 QFII 市场准入资格的要求。除了增加了可申请 QFII 资格的机构投资者种类外, 对基金、保险公司等资产规模和经营时间的限制也逐渐放宽。另一方面, 它允许 QFII 选择多

个券商开户交易, 便利运作的同时也加强了对实际投资人的监管。随着管理办法的实施, 我国 QFII 制度飞速发展, 逐渐步入正轨。2012 年 7 月, 我国进一步出台了对管理方法有关问题的规定, 将 QFII 对单个公司的持股比例上限从 20% 提高至 30%。

(二) 自愿性信息披露基础理论

自愿性信息披露是指上市公司自发对外公布管理者对产品核心竞争力的评价、社会责任、公司战略和运营发展情况等信息, 但不包括法律、法规等强制要求披露的信息。本文将从委托代理、有效市场和信号传递三个理论具体揭示上市公司的披露动机。

1. 委托代理理论

随着企业的两权分离, 作为委托人的股东需要监督和评价作为代理人的管理层的行为却又无法掌握全部信息。由于两者之间存在利益冲突, 追求的目标也各不相同, 这就使得代理人可能不会从公司利益最大化的角度进行决策, 进而损害了委托人的利益, 出现第一类代理问题^[22]。因此, 管理层会积极通过信息披露来减少信息的不对称, 加强股东对管理层的监督, 满足投资者对于公司的信息需求从而提高市场效率、提升企业价值。在新兴市场中, 企业的大股东和中小股东之间也可能存在着第二类委托代理问题, 这是由于各个股东之间的目标不一致所造成的。控股股东有为了个人利益转移公有资产, 损害其他股东利益的可能。在这种情况下, 中小股东需要公司自愿披露更多相关信息, 提高信息质量和透明度, 以此来维护自己的权益。

2. 有效市场理论

有效市场理论认为所有信息的变化都能够在股价的波动中得到体现。人们均能通过公开透明的平台获得和收集信息, 不存在信息壁垒, 内幕消息与技术分析也不起作用。有效市场存在着以下几个基本特点: 信息透明、市场完美、竞争公平。在有效市场的环境中, 参与并发生市场行为的都是经济学中所谓的理性人, 希望能最大化个人利益和效用。然而, 人们并不能通过买卖股票获得暴利, 买进和卖出只是反映了证券市场的供求平衡。

根据新古典主义经济学, 在完全竞争市场上, 公司被视为未来现金流的总和, 掌握关于公司完全信息的管理层被看作是未来现金流的最初所有者, 而投资者被假定为未来现金流即公司的最终拥有者。为了使公司能够被高价出售, 管理层通过提高有效信息的自愿披露量来拉动市场环境的整体有效性, 从而获得投资者更多的青睐^[23]。

3. 信号传递理论

在资本市场上,为了牟取私利,具备信息优势的公司管理者可能会在信息不对称的情况下故意提供虚假信息对投资者加以误导或者隐瞒不利消息,这可能会造成真正有价值的公司面临无人投资的窘境。为了避免出现“劣币驱除良币”,效益好的公司会自愿披露一些在政策法规要求之外的信息,冀望通过向外界传递积极信号来获得投资者资金注入。站在投资者的角度,这些主动传递的内部信号往往会带来大量合适且高质量的投资机会。它们通常会与公司的经营发展、财务计划和长期战略挂钩,相对来说会更具有可信度,发出这些信号的公司也就更值得投资者加以关注。投资者通过衡量管理层所发布出来的积极信号,评估投资这些公司的可行性,这样既能帮助投资者规避风险、维护合理权益,也有助于降低公司的融资成本。

(三)QFII 持股影响自愿性信息披露的作用机制

1. 内部机制

QFII 发挥作用的内部机制主要是通过公司治理。近年来,随着规模的扩大和持股比例的增加,一些机构投资者一改此前其他投资者沉默而被动的状态,通过行使股东权利在公司治理中积极发出声音,迫使公司管理层对于经营管理方面出现的各种问题作出相应调整,从而推动公司股价的上涨,这就是所谓的股东积极主义。QFII 作为更看重公司长远发展而不是眼前利益的境外投资者,对于公司各方面信息的需求也更多。因此,QFII 将更为关注其自愿性信息披露水平,要求管理层提高重视程度,保证信息质量。QFII 主要可以通过以下三种方式影响自愿性信息披露:第一,凭借拥有的股票份额在召开股东大会之时行使其投票权。第二,提出股东议案与管理层谈判。第三,通过与其他利益相关者联手行动来向管理层施加压力^[24]。

2. 外部机制

QFII 发挥作用的外部机制主要是通过资本市场。相较于代表内部机制的股东积极主义,外部机制主要体现在股东消极主义。在机构投资者兴起之前,各自分散的股权使得单独的个人没有足够的能力和积极性在公司治理方面发表意见。大多数个人投资者在公司的日常经营和管理活动中选择“用脚投票”,当出现问题时只能通过抛售股票、撤回所投入的资金等消极处理,这种做法也被称作“华尔街准则”。虽然 QFII 在国内发展势头良好,也能在公司治理中起到紧要作用,但是 QFII 相比国内机构投资者有着更为丰富的投资经验和技巧,

当公司在信息披露等方面无法满足其期望时,QFII 也会果断抛售公司股票,造成股价下跌的局面。管理层为了避免这种情况影响公司在证券市场的表现,常常会尽力提高信息披露水平、自愿披露更全面的信息以达到 QFII 的要求。反之,如果公司在信息披露方面有良好的表现,QFII 也可以通过增持股票来激励管理层,从而使管理层进一步重视自愿性信息披露。

三、研究设计

(一)变量设计

1. 解释变量

本文采用的解释变量为 QFII 持股比例,即上市公司公示的前十大股东中 QFII 持股占总股本的比例。一方面,由于上市公司年报中仅披露前十大流通股股东,所以只能根据其所披露的信息知悉 QFII 在我国证券市场的持股状况。另一方面,QFII 持股的比例必须要达到一定标准才能发挥作用。因此,若 QFII 持股比例不在前十,其所产生的影响可以忽略不计。

2. 被解释变量

本文在对国内外文献中的三种评价方法的优缺点进行比较分析后,最终决定采用第三种方法来区分自愿性信息披露水平的高低。

首先,若采用深交所对企业信息披露质量评级的这个指标,虽然能比较客观而统一的评价所有上市公司的信息披露水平,但是读者很难知道这个指标是如何构建衡量得出的,也无法了解其具体内容。此外,由于存在强制披露的信息,深交所的评级不一定能代表真正的自愿性信息披露水平。

其次,自行构建评价体系的方式尽管更为符合作者评价自愿性信息披露水平的期望,使得指标可以侧重于作者的研究方向,然而我国没有既定的法律法规对自愿性信息披露项目作出统一的规定,作者选择的项目和收集数据的过程具有主观随意性,所得到的结论也并不具有普适性。

最后,寻找替代指标的方式相较前两种更为灵活,但可能存在替代指标不能全面衡量披露水平的问题。为了弥补这种方式的不足,在综合国内外文献中选择的替代指标后,本文将以披露内容为主,披露频率和时间指标为辅力求进行全面评价。第一,选择“支付的其他与经营活动有关的现金”这一从现金流量表中可获得的指标来评价上市公司自愿性信息披露的内容,简记为 M。采用这个指标是因为 QFII 对于自愿性信息披露的影响主要是通过内部的公司治理机制传导的,这一指标在一定程度

上能够代表该公司的自愿性信息披露水平,它反映了如差旅费、罚款支出和业务招待费等管理层不愿意向股东和投资者披露的信息。同时,本文考虑到年度和行业的差异性对 M 进行以下赋值,若公司年报中 M 的金额处于当年同行业水平的上游(包括中位数),则令其 $M_1 = 1$,否则 $M_1 = 0$ ^[19]。第二,选择上市公司在官方网站上每年发布的公告总数 FREQ 来代表披露频率。由于上市公司大部分自愿披露的信息是通过年报、季报等定期公告和除此之外的临时公告进行传递的,增加发布公告的次数有助于提高公司信息透明度^[25]。同时,这个指标也可以弥补其他指标只根据年报衡量的不足。第三,选择非预约披露时滞 URL,即用年报实际公告日期和预约披露公告日期的时间差这个指标来衡量及时性。其中,预约披露公告日期是上市公司向沪深证券交易所申请预约披露年报的日期。

3. 控制变量

(1) 公司规模(LNSIZE)

一方面,上市公司规模越大,受到各方面的关注程度也相应增加。由于存在信息不对称,投资者会要求上市公司具有较高的自愿性信息披露水平,能够披露更多关于业务范围、发展战略、社会责任等方面的信息。同时,大公司一般都存在更为严重的代理问题,主动地进行信息披露也有利于减少代理成本。另一方面,规模较大的上市公司相对于规模较小的公司更有能力去提高信息质量、改善自愿性信息披露。

(2) 盈利能力(ROE)

上市公司的盈利能力越强,通常为了证明其具有较高的投资价值,会倾向于自愿披露更多的信息以吸引投资者的目光。此外,由于自愿性信息披露所涉及的内容广泛,随之增加的披露成本也会影响公司的披露能力。因此,积极进行披露的公司通常也是盈利能力高、发展潜力大的公司。

(3) 偿债能力(LEV)

偿债能力较低的公司,财务风险较大,也就更有可能通过隐瞒信息的方式来掩盖其所面临的财务困境。而偿债能力较高的公司,财务风险小,为了展现公司目前良好的财务和经营状况,更有意愿去进行自愿性信息披露。本文选择资产负债率这个既能够衡量企业负债程度和财务风险高低又直接反映公司通过借贷方式所筹得的资金占公司总资产比重的重要标志来体现偿债能力。

(4) 成长能力(GROWTH)

成长能力较低的上市公司关注的重点是公司

的日常生产经营活动,往往为了获得更多的经济效益不会关注信息披露情况,而成长能力较高的上市公司为了它的长远发展,倾向于自愿披露更全面的信息,如发展规划和公司战略等,以此来获得投资者以及股东的认同,同时也能更好地对于公司的未来发展情况作出预测。

(5) 年度虚拟变量(YEAR)

本文涉及 2010~2014 五年的数据,选取 2014 为基准年度,另外设置 4 个年度虚拟变量。

(6) 行业虚拟变量(IND)

本文根据 CSRC 行业分类,除去金融行业,选取 A 类农、林、牧、渔业为基准行业,另外设置 11 个行业虚拟变量。

(二) 研究假设

本文研究的是 QFII 持股如何影响上市公司自愿性信息披露行为,在回顾相关研究文献和理论的基础上,从内部、外部两种作用机制分析了 QFII 持股可能对其存在的影响。由于本文从多个维度来反映自愿性信息披露水平,在确定作用性质后,本文将针对披露内容进行回归分析,并对披露频率和时间这两个指标用描述性统计进行补充分析。综上所述,本文作出以下假设:

H_1 : QFII 正向作用于上市公司自愿性信息披露, QFII 持股比例高的公司,其自愿性信息披露的内容更为全面。

QFII 主要通过其股权影响公司的自愿性信息披露水平。因此,进一步研究公司的股权特征对于其作用的影响是至关重要的。在股权集中的情况下,大股东作为公司利益的最大享有者,为了维护公司在资本市场的良好表现,很有可能与 QFII 一样,希望通过提高自愿性信息披露水平,增加信息透明度来获得投资者、其他股东和利益相关者的认可和支持,从而对公司长远发展和经营业绩的提升有益。反之,在股权分散的情况下,大股东可能会失去这种积极性,更倾向于为了私利,掏空公司,在一定程度上会略微削弱 QFII 的正向作用。据此,本文作出两个补充假设:

H_{1a} : 在股权集中的情况下, QFII 对于自愿性信息披露的正向作用较为显著。

H_{1b} : 在股权分散的情况下, QFII 对于自愿性信息披露的正向作用不显著。

(三) 样本选取与模型构建

1. 样本选取

本文以新浪财经公布的 2010~2014 年沪深两地主板、中小板所有 QFII 重仓股为样本,剔除了以

下三种公司:(1)ST 公司;(2)金融行业的上市公司;(3)数据信息缺失或异常的公司,五年共得到 839 个观测值。本文所需的年报数据、财务指标及公司治理数据均来自色诺芬(CCER)数据库,上市公司发布的公告信息及预约披露时间从上海、深圳证券交易所官网中查询,在回归过程中运用 STATA 12.0 进行统计分析。

2. 模型构建

本文设定以下 Logistic 回归模型对于假设 H₁ 进行检验:

$$M_i = \beta_0 + \beta_1 QFII + \beta_2 LNSIZE + \beta_3 ROE + \beta_4 LEV + \beta_5 GROWTH + \sum \beta_n YEAR_n + \sum \beta_i IND_i + \epsilon$$

此模型主要用来验证上市公司 QFII 持股比例与自愿性信息披露内容之间的关系。其中, β_0 为常数, β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_n 、 β_i 为各变量的系数,n 可取 2010~2014,i 可取 1~11, ϵ 为随机误差项。

针对假设 H1_a和 H1_b,本文按照股权集中度进行分组赋值,以前十大股东持股比例之和来反映公司的股权集中度。若前十大股东持股比例之和在样本中位数以上(包括中位数)则视为股权较为集中,即 FOCUS=1,反之则股权相对分散,即 FOCUS=0,分组分别使用以上模型进行检验。此模型中各变量的具体定义如表 1 所示:

表 1 变量定义
Tab. 1 Variable definition

变量名	变量定义
M	公司现金流量表中披露的“支付的其他与经营活动有关的现金”的金额
M _i	若公司年报中 M 的金额处在当年同行业水平的上游(包括中位数),则令其 M _i =1,否则 M _i =0
QFII	前十大流通股股东中 QFII 持股占总股本的比例
LNSIZE	本文以总资产的自然对数来反映公司规模
ROE	本文以净资产收益率,即净利润与净资产之比来反映盈利能力
LEV	本文以资产负债率,即总负债与总资产之比来反映偿债能力
GROWTH	本文以营业收入增长率,即当年营业收入增长额与上年营业收入总额之比来反映成长能力
TOP10	前十大股东持股占总股本的比例之和
FOCUS	若上市公司前十大股东持股比例处于中位数以上(包括中位数),则令其 FOCUS=1,否则 FOCUS=0
YEAR	年度虚拟变量
IND	行业虚拟变量

四、实证分析

(一)描述性统计分析

如表 2 所示,从解释变量来看,目前我国上市公司的 QFII 持股比例总体较低,虽然最大值达 13.860%,但平均值仅为 1.003%。由此可见,我国对于 QFII 还有进一步放宽限制、降低要求以吸引投资的空间。从被解释变量来看,我国各公司的自愿性信息披露水平存在较大的个体差异。就披露的频率而言,五年间上市公司年度披露公告最多达 223 次,而最少的公司仅披露了 21 次,体现了水平的参差不齐。但是从表中可以发现,五年以来这些 QFII 持股的上市公司每年披露公告的平均值正逐年增加,展现出了良好的势头。在一定程度上这种趋势表明了 QFII 正在发挥其积极作用,督促管理层提高披露频率,也表

明了随着披露制度的日益完善,管理层开始重视自愿性信息披露的价值,积极对外发布公告。就披露的时间而言,最早的公司比预约时间提前 45 天披露年报,而最晚的公司推迟了 56 天,这也再一次在及时性上印证了不同公司信息披露水平的巨大差异。同时,从表 3 中可以看出,QFII 持股的大部分公司都能较为及时的披露年报。2014 年,在预约时间里准时披露年报的公司共有 174 家,占比达到 80.19%。其他 34 家公司与预约的时间差也在 20 天以内,有 9 家公司与预约时间相隔天数较多,其中有 6 家公司属于提前进行披露,只有 3 家公司因为某些原因推迟了披露时间。就披露内容而言,五年以来这些公司所披露 M 的平均金额不断增加,这说明 QFII 持股正向作用于自愿性信息披露的内容,关于这点后文将通过回归分析再次进行验证。

表 2 描述性统计
Tab. 2 Descriptive statistics

	Year	Maximum	Minimum	Mean	Std. Deviation
QFII(%)	2010~2014	13.860	0.010	1.003	1.156
	2010	147	21	59.558	25.924
FREQ(次)	2011	166	22	63.210	28.699
	2012	147	23	67.980	25.638
	2013	171	27	76.841	30.626
	2014	223	33	95.272	34.392
	2010~2014	223	21	74.642	32.577
URL(天)	2014	45	-56	0.051	8.441
	2010	198.490	0.054	6.251	6.108
	2011	110.056	0.109	8.852	16.455
M(亿元)	2012	789.050	0.189	16.549	69.385
	2013	798.690	0.096	17.808	70.422
	2014	882.860	0.074	21.268	88.330
	2010~2014	882.860	0.054	14.917	51.294

资料来源:根据样本公司 2010—2014 年年报及公告中相关资料汇总整理

表 3 非预约披露时滞统计
Tab. 3 Non-appointment disclosure delay statistics

2014 年	提前 20 天以上	提前 10~ -20 天	提前 10 天以内	准时	推迟 10 天以内	推迟 10~20 天	推迟 20 天以上
公司数(个)	6	5	8	174	11	10	3
所占比例(%)	2.76	2.30	3.69	80.19	5.07	4.61	1.38

(二)多重共线性检验

在进行回归分析前,本文引入方差膨胀因子 VIF 来检验自变量和各个控制变量间是否会存在多重共线性问题。检验结果如表 4 所示,各变量的方差膨胀因子最大仅为 1.52,远远小于 10 的经验值,这说明本文的自变量和各个控制变量间的多重共线性问题可以视作不存在。

表 4 方差膨胀因子
Tab. 4 Variance inflation factors

Variable	VIF	1/VIF
QFII	1.06	0.943073
LNSIZE	1.48	0.675066
ROE	1.15	0.868327
LEV	1.52	0.656958
GROWTH	1.10	0.906312

(三)Logistic 回归分析

表 5 回归结果
Tab. 5 Regression results

Variable	M ₁	
	Odds Ratio	Z
QFII	1.198311 * *	2.31
LNSIZE	1.717687 * * *	8.10
ROE	1.001563	0.41
LEV	0.9979284	-0.46
GROWTH	0.9998933	-0.19
YEAR	Control	
IND	Control	
N	839	
LR chi2	100.61 * * *	

注:* *、* * * 表示系数在 5%、1%的水平上显著。

首先,从上表 5 中可以看出该 Logistic 模型整体的回归效果较好。此外,QFII 持股对于自愿性信息披露也有着显著的正向作用。具体来说,QFII 持

股比例越高的上市公司,其自愿性信息披露的内容也更为全面,P 值达 0.021,在 5%的水平上显著。因此,假设 H1 成立。而前文通过描述性统计也验证了有 QFII 持股的上市公司进行自愿性信息披露较为及时,且披露的公告次数逐年增加,在披露时间和频率上均有着良好的表现。这说明了 QFII 有积极性和主动性在公司治理中发声,希望通过改善自愿性信息披露质量在资本市场上占据有利位置。

其次,从控制变量看,净资产收益率与公司自愿性信息披露水平呈较弱的正相关,而营业收入增长率

和资产负债率与之呈较弱的负相关。除了营业收入增长率之外,所有控制变量的方向和预期符号相同,这可能是由于成长能力高的公司目前更侧重于进一步扩大业务发展,忽视了自愿性信息披露的重要性。但是,在该模型中净资产收益率、资产负债率和营业收入增长率的 P 值都高于 0.1,即上述控制变量的影响均不显著。与此同时,公司规模在 1%的水平上影响显著。这说明在 QFII 持股的上市公司中,大规模的公司更希望以提高自愿性信息披露水平来吸引各方潜在投资者,从而获取竞争优势。

表 6 分组回归结果
Tab. 6 Regression results in groups

Variable	M ₁			
	(FOCUS=1)		(FOCUS=0)	
	Odds Ratio	Z	Odds Ratio	Z
QFII	1.412497 * * *	2.62	1.089802	0.88
LNSIZE	1.881919 * * *	6.57	1.502876 * * *	3.75
ROE	1.002385	0.49	1.002224	0.35
LEV	0.9943591	-0.83	1.006209	0.90
GROWTH	0.9996638	-0.49	0.9980381	-0.51
YEAR			Control	
IND			Control	
N	420		419	
LR chi2	77.71 * * *		42.17 * * *	

注: * * * 表示系数在 1%的水平上显著。

最后,本文根据股权集中度将样本分为两组,进一步探究其是否会影响 QFII 对于自愿性信息披露的正向作用。如表 6 所示,当股权相对集中时,QFII 对上市公司自愿性信息披露的影响在 1%的水平上显著,P 值达 0.009,假设 H1a 成立。这说明了在股权集中时其他大股东为了实现利益最大化,往往会抛开私念,更多地关注公司的持续经营和发展状况,也就更易与 QFII 的理念达成一致。有了其他大股东的支持,QFII 的正面作用更为显著。当股权相对分散时,P 值由 0.009 降至 0.376,假设 H1b 成立。由此可见,在股权分散的情况下 QFII 的作用受到一定影响。虽然作为一个关注公司长远发展的机构投资者,QFII 对于自愿性信息披露始终有积极影响,但是在股权分散时,大股东的利益减小,推动管理层自愿披露的热情减退,QFII 在缺乏其他大股东支持的情况下这种作用并不显著。

(四)稳健性检验

本文通过进行以下稳健性检验来验证研究结

论的可靠性:首先,为了防止异常值的出现,本文用 winsorize 对因变量进行了 1%分位及 99%分位的缩尾处理,并重新进行了 Logistic 回归分析。重新处理后所得出的结果与前文基本一致,同时自变量的显著性水平也有所提高。其次,由于在 2012 年我国出台了关于 QFII 的新政策,为了进一步探究新政策之后 QFII 产生的影响是否会发生变化,本文使用 2012~2014 年三年的数据再次回归,回归后结果并无明显变化。最后,由于市盈率能够将股价和盈利能力相结合,从而更好的反映出公司股价是否被低估,也影响着公司股东进行自愿性信息披露的动机。本文使用市盈率指标代替净资产收益率进行分析,依旧得出了相同的结果。综上所述,以上稳健性检验进一步支持了本文的研究假设,即 QFII 正向作用于上市公司自愿性信息披露。

五、研究结论与建议

(一)研究结论

本文通过分析 2010~2014 年沪深两地主板、

中小板所有 QFII 重仓持股的上市公司,研究 QFII 持股对于自愿性信息披露行为的影响。研究发现,从自愿性信息披露的三个维度:内容、频率和时间来看,QFII 持股对自愿性信息披露有着显著的正向作用。具体来说,QFII 持股比例较高的上市公司,比较重视自身的发展趋势和提高企业价值,通常也有着较强的自愿性信息披露倾向,其披露水平也较高。而 QFII 持股比例较低的公司,往往只注重短期的经济利益,忽视自愿性信息披露的作用,其披露水平也较低。此外,QFII 对自愿性信息披露行为的正向作用在股权集中的情况下得到增强。当股权分散的时候,其正向作用的显著性会受到一定影响。总体而言,我国上市公司的自愿性信息披露水平仍有较大的上升空间,且不同公司的披露水平也参差不齐。以上结论启示我国需同时从内外两方面采取措施来提高资本市场有效性、减少信息不对称,对于投资者正确评价公司自愿性信息披露水平、评估公司实力有一定借鉴作用。

(二)政策建议

1. 对政府部门的建议

一方面,我国政府部门应该学习其他国家引入 QFII 的成功经验,进一步完善 QFII 制度,开放我国资本市场,为境外资本进入我国市场提供更为有利的条件。同时,可以考虑再次降低准入门槛,适当放宽对于 QFII 持股比例和申请资格的限制并加强针对 QFII 操作流程和投资范围的监督、管理,使得 QFII 能够通过内外两种影响机制发挥更大的作用。虽然我国资本市场在成立的二十几年以来发展迅速,在各方面都取得了可喜的成就,但是还存在着诸如市场操纵、虚假披露、投资结构不合理等很多问题。作为具有长期投资理念的机构投资者,QFII 也能够改善我国证券市场目前普遍存在的投机之风,优化股权结构,提高我国资本市场的有效性。

另一方面,由于目前我国没有统一的评价体系,大部分公司自愿披露的信息较为随意,可比性低、质量不高。政府部门应该建立健全自愿性信息披露体系,积极鼓励与引导公司进行披露并不断细化与规范披露的总体内容和大致方向,以此来提高信息的可比性。此外,由于人们已经不满于仅仅从强制披露中获取所需信息,对于自愿披露的信息需求也日益增加,政府部门还可对披露水平较高的公司给予奖励,从而提升公司积极性并带动其他公司进行自愿性信息披露。

2. 对上市公司的建议

对于我国上市公司的自愿性信息披露水平差距

悬殊的近况,管理层和股东应引起足够重视。公司不仅是创造经济效益的主体,还是承担责任的主体。首先,随着人们对于信息需求的增加,公司应当主动披露更多信息,可以参考其他国家的优秀经验,重视定期公告以及临时公告这个与其利益相关者沟通的关键渠道,提高自愿披露的信息质量,使企业的信息更易被各方获得和充分利用,以此来提升投资者的信心和忠诚度。从长远来看,一个自愿性信息披露水平高的公司更能树立良好的形象,增加公众对其的认可度和支持度,从而提升企业价值并获得经济利益流入。其次,公司管理层可以充分利用所自愿披露的信息缓解信息不对称的状况,降低代理成本,发现目前存在的问题并一起探索解决,从而有利于公司的持续经营。最后,对于 QFII 重仓持股的上市公司,各大股东应积极听取 QFII 在公司治理以及自愿性信息披露方面发表的意见,团结一致,共同为提高自愿性信息披露水平和透明度建言献策。对于没有 QFII 重仓持股的上市公司,管理层更应该积极发展 QFII,吸引其注入资金,通过借鉴 QFII 先进的理念为公司谋求更好的发展。

[参 考 文 献]

- [1] Sengupta P. Corporate disclosure quality and the cost of debt [J]. The Accounting Review, 1998(73): 459—474.
- [2] Healy P., Hutton A., Palepu K. Stock Performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 1999a(16): 485—520.
- [3] Meek G. K., Roberts C. B., Gray S. J. Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations [J]. Journal of International Business Studies, 1995, 26(3): 555—572.
- [4] Botosan C. A. Disclosure level and the cost of capital [J]. The Accounting Review, 1997, 72 (7): 323—349.
- [5] 李慧云, 刘镝. 市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. 会计研究, 2016(01): 71—78.
- [6] 于团叶, 张逸伦, 宋晓满. 自愿性信息披露程度及其影响因素研究——以我国创业板公司为例[J]. 审计与经济研究, 2013(02): 68—78.
- [7] Noe C. F. Voluntary Disclosure and Insider Transactions[J]. Journal of Accounting and Economics, 1999, 27(3): 305—326.
- [8] 叶少琴, 胡玮. IPO 公司自愿披露盈利预测: 影响因素与准确性[J]. 金融研究, 2006(09): 65—74.
- [9] 龚光明, 李沁原. 自愿性信息披露、财务绩效与市场反

- 应的实证分析[J]. 统计与决策, 2014(20):161—164.
- [10] Shleifer Andrei, Vishny Robert W. Large Shareholders and Corporate Control[J]. The Journal of Political Economy, 1986(94):461—488.
- [11] Womack, Kent L. Do Brokerage Analysts Recommendations Have Investment Value? [J]. Journal of Finance, 1996(01):137—167.
- [12] 彭丁, 杨长虹. 机构投资者、信息披露质量与公司绩效[J]. 商业研究, 2013(09):138—146.
- [13] 何红渠, 张亨利. 信息披露质量、机构投资者持股与公司绩效相关性分析[J]. 财会通讯, 2016(27):27—31.
- [14] Schadewitz H. J., D. Blevins. Major determinants of interim disclosures in an emerging market[J]. American Business Review, 1998(16):41—55.
- [15] 柯剑, 谢易颖. 机构投资者持股对上市公司信息披露质量的影响[J]. 北京工商大学学报: 社会科学版, 2014(03):70—77.
- [16] Brickley J. A., R. C. Lease, C. W. Smith. Ownership structure and voting on antitakeover amendments [J]. Journal of Financial Economic, 1988(20):267—291.
- [17] Chen X, Harford J., Li K. Monitoring: Which Institutions Matter? [J]. Journal of Financial Economic, 2007(86):279—305.
- [18] 陈晓丽, 宋晓宁, 楼瑜. 机构投资者影响上市公司信息披露的因素分析[J]. 企业经济, 2007(07):176—180.
- [19] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013(03):48—59.
- [20] 胡敏. QFII 持股对上市公司自愿性信息披露的影响研究[D]. 天津财经大学, 2013.
- [21] 朱菁菁. QFII 制度的导入与信息披露制度研究[D]. 中国海洋大学, 2003.
- [22] 杨海燕, 韦德洪, 孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗? ——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究, 2012(09):16—23.
- [23] 龙微微. 我国上市公司自愿性信息披露影响因素的实证研究[D]. 重庆大学, 2006.
- [24] 赵康敏. 机构投资者持股对上市公司信息透明度影响问题研究[D]. 广东商学院, 2011.
- [25] 陈森. 机构投资者影响上市公司信息披露行为研究[D]. 西南财经大学, 2009.

(责任编辑: 蒋 萍)

Study on Impact of QFII on The Listed Company Voluntary Information Disclosure

LIU Hai-yan, ZHU Han-yi

(School of Business, Jiangnan University, Wuxi 214122, China)

Abstract: This paper first describes the background and significance of the research and combs its research status at home and abroad as well. Then it introduces the QFII system and its development process in China, reviewing the "Principal-agent Theory", "Efficient Markets Hypothesis", "Signaling Theory" and other basic theories related to voluntary information disclosure and analyzing the internal and external mechanism of the impact of QFII on voluntary information disclosure. At last, it conducts an empirical study by setting up a model based on data from 2010—2014 annual reports of listed companies and other official information, drawing the conclusion that QFII has a positive effect on the voluntary disclosure of listed companies, especially on these QFII companies with high percentage of shares, and their voluntary information disclosure content is more comprehensive. Based on the research results, it offers suggestions from both inside and outside.

Key words: Qualified Foreign Institutional Investors Holders; Voluntary Disclosure of Information; Principal-agent Theory