

新闻发言人、财务分析师跟踪与信息透明度

周泽将¹, 杜兴强²

(1. 安徽大学 商学院, 安徽 合肥 230601; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 新闻发言人作为上市公司的信息发布渠道, 在保护利益相关者的知情权、提升信息透明度等方面发挥着重要作用。文章手工收集了深市 A 股上市公司 2001-2010 年间新闻发言人数据, 以深交所的信息披露考评数据作为信息透明度的替代变量, 实证检验了新闻发言人对于财务分析师跟踪及信息透明度的影响。研究表明, 新闻发言人显著增加了财务分析师跟踪的概率和频率; 进一步的分析发现新闻发言人对于提升信息透明度起到了显著的促进作用, 但当控制了财务分析师跟踪这一因素后, 新闻发言人对于信息透明度的正面影响明显下降, 上述结果表明财务分析师是新闻发言人影响信息透明度的重要传导机制。

关键词: 新闻发言人; 财务分析师; 信息透明度

中图分类号: F234.4 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-2154(2012)11-0082-09

一、引言

两权分离是现代企业的基本特征之一 (Berle 和 Means, 1932)^[1], 由此会引发委托代理问题、产生代理成本 (Jensen 和 Meckling, 1976)^[2], 高质量的信息披露有利于降低代理成本 (杜兴强和周泽将, 2009)^[3], 对于资本市场的正常运转至关重要 (Healy 和 Palepu, 2001)^[4], 关系到资源的有效配置乃至一个国家的经济增长 (Bushman 等, 2004)^[5]。上市公司可以有多种渠道进行信息披露, 包括发布定期报告、临时公告、建立自己的网站甚至举办新闻发布会等。在众多的信息沟通渠道中, 新闻发言人的角色和作用日益凸显, 新闻发言人制度可以成为企业在利益相关者及公众心目中建立积极、良好声誉的重要媒介 (人民网舆情监测室, 2010)^[6]。上市公司作为中国优秀企业的代表, 由于其信息披露的重要性和对投资者利益保护的迫切需求, 新闻发言人的设立对于上市公司而言尤其重要。设立新闻发言人会增加信息透明度吗? 新闻发言人通过何种途径影响到信息透明度, 这些均是亟需回答的重要理论问题。

本文选择在深圳证券交易所上市的 A 股公司作为研究样本, 以 2001-2010 年间深交所的信息披露考评数据作为信息透明度的替代变量, 实证研究了新闻发言人的设立对于财务分析师跟踪及信息透明度的影响。研究结果显示新闻发言人的设立显著提高了财务分析师跟踪的概率和频率, 且新闻发言人对于信息透明度的提升起到了显著的促进作用, 当控制了财务分析师跟踪这一影响因素后发现新闻发言人对于信息透明度的影响有所减弱, 财务分析师跟踪对信息透明度具有显著的正面影响, 上述结果表明财务分析师是新闻发言人影响信息透明度的重要传导机制。

收稿日期: 2012-04-17

基金项目: 国家自然科学基金“制度环境、政治联系、会计信息质量与审计行为”(71072053); 福建省社会科学重点项目“政治联系、过度投资与公司价值”(2010A012); 安徽省教育厅人文社会科学研究重点项目“税收负担对上市公司会计行为的影响研究”(SK2012A014); 安徽大学科研建设经费(02303203)

作者简介: 周泽将(1983-), 男, 安徽枞阳人, 安徽大学商学院讲师, 管理学博士, 研究方向为财务会计理论; 杜兴强(1974-), 男, 山西芮城人, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师, 管理学博士, 研究方向为资本市场会计问题。

本文的研究相对于以前文献可能的贡献之处体现在:我国各级政府相关机构积极鼓励企业尤其是上市公司设立新闻发言人,但是目前较少有经验文献关注到新闻发言人设立的经济后果,本文从信息披露和财务分析师跟踪视角为这一领域的相关研究提供了增量的经验证据,有助于科学评价新闻发言人的积极作用;此外,以往较少有研究从财务分析师和新闻发言人视角对信息透明度的影响因素进行研究,且关注到财务分析师跟踪的影响因素研究大多是从信息质量视角展开的,因此本文丰富和拓展了信息透明度影响因素和财务分析师跟踪影响因素的相关文献。

二、制度背景、理论分析与研究假设

(一) 制度背景

新中国的新闻发言人制度于1983年确立,是在对外开放的形势下推动发展的,当时新闻发言人的主要职能是对外宣传(宋双峰,2003)^[7]。随着中国经济的蓬勃发展,企业尤其是中央企业在国民经济中的地位和作用日益提高,在企业中设立新闻发言人、让公众拥有更多知情权的呼声越来越高。尤其是企业“负面新闻”缠身时,新闻发言人可以及时向外发布信息,澄清相关事实,改善企业形象。而在平时,新闻发言人亦能通过相关媒体、财务分析师等利益相关者建立长效的沟通机制,向外界及时发布企业的相关信息,积极宣传企业,增加企业的市场认可度。

在国有企业尤其是中央企业,由于其大多数关系到国家经济命脉、涉及国计民生,国资委自成立以来便积极推动国有企业建立新闻发言人制度,于是在2008年6月开始研究制定相关文件,以推动中央企业建立规范有效的新闻发言人制度。国务院国资委在2009年召开的中央企业思想宣传会议上表示将通过设立新闻发言人和新闻发布机构来加强和改进新闻发布制度工作,2011年2月18日向社会公开了详细的中央企业新闻发言人信息,将企业新闻发言人再一次推向公众关注的焦点。而在民营企业,与政府相关部门的积极推动相比,新闻发言人的设立更多是积极主动的,尚处于起步阶段。在企业与外界的信息沟通过程中,人们往往意识到企业新闻发言人的匮乏。对于上市公司而言,信息披露是企业运行的重要环节,关系到资本市场的公平与公正。企业除了通过定期和不定期的信息报告来履行信息披露义务外,新闻发言人已经成为近些年来上市公司提升信息发布效率、改善投资者关系的重要环节。

(二) 理论分析与研究假设

在上市公司的信息披露中,财务分析师发挥着重要作用。财务分析师会根据信息披露对企业的经营状况做出总体评价,并进而提供财务建议和决策支持。设立新闻发言人可以向市场及时地发布企业相关信息,吸引包括财务分析师在内的众多资本市场相关利益主体的关注。且新闻发言人披露的信息大多是企业自愿披露的信息,而自愿披露的信息会降低财务分析师的获取信息成本,信息披露充分的上市公司会吸引更多的财务分析师跟踪(Lang和Lundholm,1996)^[8]。在国内,范宗辉和王静静(2010)^[9]的研究表明分析师更倾向于跟踪盈余操纵较小(信息质量更高)的上市公司。因此,我们可以合理预期上市公司新闻发言人的设立提高了财务分析师跟踪的概率和频率。

2006年2月15日,财政部发布了新的企业会计准则,并于2007年1月1日在上市公司中全面执行。新会计准则符合中国经济发展的需要,实现了国际趋同(刘玉廷,2007)^[10],这一新准则的发布,改善了我国上市公司的信息披露环境,提升了信息披露质量。薛爽等(2008)^[11]研究发现新会计准则提供的信息能够更好地解释股票价格和市场价值,且新旧会计准则间的差异提供了增量的信息。罗婷等(2008)^[12]研究发现新会计准则执行后会计信息的价值相关性明显得以改善,且受到新准则影响部分改善更加明显。由于信息披露的改善,财务分析师在新准则发布后依赖于新闻发言人的程度会有所降低,我们可以预期新准则的颁布实施会降低新闻发言人对于财务分析师跟踪的影响。综上所述,提出如下的假设1、2:

H₁: 限定其他条件,新闻发言人与财务分析师跟踪显著正相关。

H₂: 限定其他条件,新会计准则的实施降低了新闻发言人与财务分析师跟踪之间的相关性。

新闻发言人作为上市公司重要的信息发布者,可以及时准确地与企业的利益相关者进行沟通,并可提供更为投资者等所关注的个性化信息,显然可以在一定程度上提高公司的信息透明度。

财务分析师可以弥补财务报告信息不足、提供更多的增量信息以缓解公司的信息不对称(Barth等,2001;徐欣和唐清泉,2010)^{[13][14][175]}。在合理引导资源配置、提升资本市场效率上发挥着重要作用(Frankel和Li,2004)^[15]。Brown等(1987)^[16]认为财务分析师具有信息解读上的优势,分析师跟踪越频繁,股票价格对于应计项目和现金流的信息含量反应越迅速(Barth和Hutton,2000)^[17]。Easley和O'hara(2004)^[18]指出分析师跟踪可以使得信息转换更加有效,显著地降低了公司资本成本。Yu(2008)^[19]研究发现财务分析师跟踪会降低公司的盈余管理程度,且来自顶尖经纪人(top brokers)和更有经验的分析师跟踪使得二者之间的关系更加显著。徐欣和唐清泉(2010)^{[14][173]}的研究表明在我国财务分析师跟踪并提供关于RD的深层次信息,有利于资本市场关于企业RD支出的价值认同。在我国,分析师已经在一定程度上有效地解读了财务报告向资本市场传递的信息(庞晓波和呼建光,2011)^[20]。

承接上文的逻辑,财务分析师可以对新闻发言人提供的信息进行更为专业、深入的分析 and 发掘,一定程度上加速了信息的传播效率、提高了公司的信息透明度。基于上述分析,可以合理地预测新闻发言人发布的信息是以财务分析师跟踪为中介,进而提高了信息透明度。为此本文提出如下的假设3、4:

H₃: 限定其他条件,新闻发言人提升了公司的信息透明度。

H₄: 限定其他条件,在控制了财务分析师因素后,新闻发言人对公司信息透明度的提升作用有所下降。

三、样本选择与研究设计

(一) 研究设计

为了检验假设 H₁,参考 Barth 等(2001)^{[13][11]}、范宗辉和王静静(2010)的研究^{[9][65]}构建模型(1):

$$\begin{aligned} ANAL = & \alpha_0 + \alpha_1 SPOKE + \alpha_2 INFOEN + \alpha_3 FIRST + \alpha_4 BOARD \\ & + \alpha_5 INDRATIO + \alpha_6 MEET + \alpha_7 BIG4 + \alpha_8 ROA + \alpha_9 LEV \\ & + \alpha_{10} MB + \alpha_{11} SIZE + \alpha_{12} LISTAGE + \alpha_{13} STATE + \lambda IND + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

ANAL 代表分析师跟踪,我们用两种方法加以测度,ANALDUM 指是否有分析师跟踪,ANALNUM 指分析师人数,等于 Ln(1 + 跟踪分析师人数)。SPOKE 代表新闻发言人,我们在百度搜索引擎(www.baidu.com)中输入“上市公司名称 + 新闻发言人进行搜索”,据以判断上市公司是否有新闻发言人以及建立新闻发言人制度的时间。可以合理地认为网页中有新闻发言人的最早时间即上市公司建立新闻发言人制度的时间,原因在于现代社会中,网络是最为重要且迅速的信息发布工具,即使上市公司在出现新闻发言人的最早网页之前已经建立了新闻发言人制度,但是网络中并无相关信息,可以合理推测此时的新闻发言人没有真正发挥作用。由于2007年我国新会计准则开始颁布实施,信息披露环境发生了根本性的改变,因此我们控制了信息环境 INFOEN。此外,我们控制了相关的公司治理变量(FIRST、BOARD、INDRATIO、MEET、BIG4、STATE)、公司特征变量(ROA、LEV、MB、SIZE、LISTAGE)和行业变量 IND。具体的变量定义如表1所示。

为了检验假设 H₂,在模型(1)的基础上,加入 SPOKE*INFOEN 交乘项,构建模型(2)。由假设 H₂可知,预期交乘项系数 β₃显著为负。

$$\begin{aligned} ANAL = & \beta_0 + \beta_1 SPOKE + \beta_2 INFOEN + \beta_3 SPOKE * INFOEN + \beta_4 FIRST \\ & + \beta_5 BOARD + \beta_6 INDRATIO + \beta_7 MEET + \beta_8 BIG4 + \beta_9 ROA + \beta_{10} LEV \\ & + \beta_{11} MB + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LISTAGE + \beta_{14} STATE + \lambda IND + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

为了检验假设 H₃、H₄,借鉴高雷和宋顺林(2007)、谭劲松等(2010)的研究^[21-22]构建模型(3):

$$\begin{aligned} QUALITY = & \gamma_0 + \gamma_1 SPOKE + \gamma_2 ANAL + \gamma_3 FIRST + \gamma_4 BOARD \\ & + \gamma_5 INDRATIO + \gamma_6 MEET + \gamma_7 BIG4 + \gamma_8 ROA + \gamma_9 LEV + \gamma_{10} MB \\ & + \gamma_{11} SIZE + \gamma_{12} LISTAGE + \gamma_{13} INFOEN + \gamma_{14} STATE + \lambda IND + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

模型(3)中, *QUALITY* 指信息透明度, 采用深交所对于上市公司的信息披露考评数据作为变量替代(曾颖和陆正飞 2006)^[23]。本文按照深交所的信息披露考评信息, 优秀等级赋值为2, 良好和及格赋值为1, 不及格赋值为0。在回归分析中, 首先我们不放入 *ANAL* 这一变量, 预期 *SPOKE* 的系数 γ_1 显著为正。在此基础上, 加入财务分析师跟踪 *ANAL* 进行回归分析, 按照假设(3)的叙述, 系数 γ_1 显著性和大小均会降低, 且 *ANAL* 项系数显著为正。

表1 变量定义

代码	名称	定义
QUALITY	信息透明度	优秀赋值2, 良好和及格赋值1, 不及格0
ANALDUM	财务分析师跟踪虚拟变量	若有财务分析师跟踪, 赋值1, 否则0
ANALNUM	财务分析师数目	等于 $\ln(\text{跟踪的财务分析师数目} + 1)$
SPOKE	新闻发言人	若上市公司设有新闻发言人, 赋值1, 否则0
INFOEN	信息环境	若在新会计准则颁布2007年及以后年度, 赋值为1, 否则0
FIRST	第一大股东	第一大股东持股数/总股数
BOARD	董事会规模	董事会人数的自然对数
INDRATIO	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
MEET	董事会会议	董事会会议次数的自然对数
BIG4	审计师	若审计师为国际四大, 赋值为1, 否则0
ROA	资产收益率	净利润/年末总资产
LEV	财务杠杆	年末总负债/年末总资产
MB	市值账面价值比	年末收盘价/每股净资产
SIZE	公司规模	年末总资产的自然对数
LISTAGE	上市年限	研究年度与上市年份之差
STATE	最终控制人性质	若最终控制人为国有, 赋值为1, 否则0
IND	行业	按照中国证监会的行业分类标准, 涉及12个行业设置11个年度哑变量

(二) 样本选择过程

我们以2001-2010年间在深交所上市的全部A股上市公司作为初始样本, 并按照以下顺序对样本进行筛选: (1) 遵循研究惯例, 删除了ST、*ST等非正常交易状态公司样本; (2) 由于会计准则上的差异, 删除了金融行业的公司样本; (3) 删除了财务杠杆大于1的非正常经营状态公司样本; (4) 由于监管环境和经营环境上的差异, 删除了交叉上市的公司样本; (5) 删除了当年上市的公司样本; (6) 删除了创业板的上市公司; (7) 删除了数据缺失的公司样本。最终, 我们得到3689个样本观测值。信息透明度数据来自于深圳证券交易所网站, 新闻发言人数据系手工搜集, 财务分析师跟踪数据来自于CSMAR数据库, 其余数据均从RESSET数据库获取。我们对所有连续变量分别在1%和99%分位数进行了winsorize处理。

四、描述性统计与相关性分析

(一) 描述性统计

各变量详细的描述性统计结果如表2所示。在研究样本中, 超过50%的上市公司信息披露考评在及格和良好以上, 大约有33.40%的上市公司观测值受到过财务分析师的跟踪, 其中每家公司平均有0.5个(等于 $e^{0.3949} - 1$) 分析师跟踪, 分析师跟踪的最高频数为41(等于 $e^{3.7377} - 1$)。设立新闻发言人的上市公司约占样本总数的7.56%, 第一大股东持股比例平均约为38.04%, “一股独大”现象较为突出。董事会成员人数平均约有12个, 独立董事所占比例平均约为30%, 略低于证监会规定的独立董事所占比例不得低于1/3的标准, 主要原因在于这一规定从2003年开始正式实施, 而研究区间包括了2001和2002年。选择“国际四大”作为外部审计师的比例不高, 仅占到2.28%, 国有企业仍然是上市公司的主体组成部分, 占比超过了60%。

资产收益率的标准差是其均值的2倍以上,说明了不同上市公司间经营业绩波动较大。

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
QUALITY	3689	1.0862	0.3602	0.0000	1.0000	2.0000
ANALDUM	3689	0.3340	0.4717	0.0000	0.0000	1.0000
ANALNUM	3689	0.3949	0.6507	0.0000	0.0000	3.7377
SPOKE	3689	0.0756	0.2644	0.0000	0.0000	1.0000
INFOEN	3689	0.4755	0.4995	0.0000	0.0000	1.0000
FIRST	3689	0.3804	0.1579	0.1006	0.3550	0.7497
BOARD	3689	2.4726	0.3314	1.6094	2.4849	3.2581
INDRATIO	3689	0.3021	0.1001	0.0833	0.3000	0.5714
MEET	3689	2.0525	0.3696	1.0986	2.0794	2.9957
BIG4	3689	0.0228	0.1492	0.0000	0.0000	1.0000
ROA	3689	0.0299	0.0638	-0.2378	0.0309	0.1993
LEV	3689	0.4789	0.1869	0.0634	0.4934	0.8626
MB	3689	3.6260	2.7600	0.7677	2.8133	15.9828
SIZE	3689	21.2571	0.9243	19.2859	21.1612	23.8848
LISTAGE	3689	7.1475	3.9980	1.0000	7.0000	19.0000
STATE	3689	0.6224	0.4849	0.0000	1.0000	1.0000

(二) 主要变量的相关性分析

表3列示了主要测试变量间的相关系数。无论是 Pearson 还是 Spearman 相关系数,QUALITY 和财务分析师跟踪与否 ANALDUM、财务分析师跟踪频数 ANALNUM 及新闻发言人 SPOKE 均在1%水平上显著正相关,且分析师跟踪与新闻发言人在1%水平上显著正相关,初步支持了假设1和3。

表3 主要变量的相关性分析

	QUALITY	ANALDUM	ANALNUM	SPOKE	INFOEN
QUALITY	1.0000	0.2199***	0.2475***	0.0796***	0.0781***
ANALDUM	0.2209***	1.0000	0.8571***	0.1170***	0.3087***
ANALNUM	0.2395***	0.9756***	1.0000	0.1797***	0.3179***
SPOKE	0.0802***	0.1170***	0.1424***	1.0000	0.1136***
INFOEN	0.0777***	0.3087***	0.3230***	0.1136***	1.0000

注:上半角为 Pearson 相关系数,下半角为 Spearman 相关系数;***,**,* 分别代表在1% 5%和10%水平上显著。

QUALITY 与 INFOEN 显著正相关,说明了2007年新会计准则的实施改善了我国上市公司的信息透明度。且 INFOEN 与分析师跟踪、新闻发言人均在1%水平上显著正相关,反映出在2007年以后信息环境得到了很大改变,支持了采用2007年作为信息环境改变分界点的合理性。

五、实证研究结果及分析

(一) 新闻发言人与分析师跟踪

表4列示了新闻发言人与财务分析师跟踪间的多元回归分析结果,其中第(1)、(2)列报告了分析师跟踪虚拟变量(ANALDUM)的 Logistic 多元回归结果,第(3)、(4)列报告了分析师跟踪人数(ANALNUM)的 Tobit 多元回归结果。^①所有模型均在1%的水平上显著。

^①由于 ANALNUM 是严格为正值时大致连续,但是总体中有一个不可忽略的部分取值为0,所以我们在第(2)列采用 Tobit 回归模型(伍德里奇 2003)^[24]。

当本文仅放入 SPOKE 这一测试变量时,表4的第(1)列结果表明,Logistic 回归结果显示 SPOKE 项系数为0.2505,在10%水平上显著(边际影响0.0516),^①表明本文的结果不仅具有统计上的显著性,同时具有经济上的显著性,即设立新闻发言人会使得财务分析师跟踪的概率提高5.16%。表5的第(3)列结果(Tobit 回归)表明,SPOKE 项系数为0.1853,在5%水平上显著。上述结果联合支持假设1,即新闻发言人显著提升了分析师跟踪的概率和频数。

表4 新闻发言人与财务分析师跟踪的回归结果

变量	ANALDUM 作为测试变量				ANALNUM 作为测试变量			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值
C	-26.3115***	-18.50	-26.2619***	-18.50	-16.2422***	-23.76	-16.2285***	-23.80
SPOKE	0.2505*	1.68	0.6657***	3.13	0.1853**	2.44	0.4570***	3.68
SPOKE* INFOEN			-0.6147**	2.19			-0.3791**	-2.48
INFOEN	0.7652***	7.46	0.8140***	7.61	0.5058***	8.72	0.5388***	8.90
FIRST	-1.5277***	-5.05	-1.5282***	-5.06	-0.9937***	-6.10	-0.9934***	-6.10
BOARD	-0.0174	-0.12	-0.0237	-0.16	0.0232	0.30	0.0192	0.25
INDRATIO	1.8290***	3.75	1.7838***	3.64	1.2341***	4.56	1.2058***	4.44
MEET	0.0929	0.76	0.0924	0.76	0.1104*	1.66	0.1104*	1.66
BIG4	0.4098	1.29	0.4217	1.33	0.1562	1.13	0.1698	1.23
ROA	13.2339***	10.22	13.2623***	10.26	7.7694***	11.98	7.7858***	12.02
LEV	-0.4029	-1.33	-0.3857	-1.28	-0.3591**	-2.14	-0.3522**	-2.09
MB	0.0924***	4.84	0.0917***	4.81	0.0418***	4.24	0.0412***	4.21
SIZE	1.1462***	17.08	1.1436***	17.06	0.7007***	21.44	0.6998***	21.47
LISTAGE	0.0065	0.54	0.0064	0.54	0.0180***	2.77	0.0181***	2.79
STATE	0.0380	0.38	0.0433	0.44	0.0685	1.26	0.0724	1.33
IND	控制		控制		控制		控制	
No	3689		3689		3689		3689	
McF_/Pseu_R ²	0.2633		0.2641		0.2117		0.2123	
LR/Wald Chi2(P 值)	1237.42 (0.0000)		1240.92 (0.0000)		1536.20 (0.0000)		1540.93 (0.0000)	

注:*** ** * 分别代表在1% 5%和10%水平上显著(双尾),Logistic 回归结果均经过 Huber/White 调整(报告 McFaden R²和 LR),Tobit 回归结果均经过 Robust 调整(报告 Pseudo R²和 Wald Chi2)。

进一步,本文放入交互项 SPOKE* INFOEN,观察新会计准则的颁布实施所带来的信息环境变化对新闻发言人和分析师跟踪二者之间关系的影响。表4的第(2)列结果表明,SPOKE* INFOEN 的系数为-0.6147(边际影响为-0.1047);在5%水平上显著;表4的第(4)列结果表明,SPOKE* INFOEN 的系数为-0.3791;在5%水平上显著。上述结果支持了本文的假设2。

在资本市场上,存在着多重信息发布渠道,当公司设立新闻发言人时,无疑增加了一条重要的信息发布渠道,理所当然会吸引更多财务分析师的关注。但是不同的信息发布渠道之间又是相互竞争的关系,当2007年新会计准则颁布实施、信息环境得以大幅改变的情况下,新闻发言人对于财务分析师跟踪的影响势必会减弱,因为财务分析师获取信息的途径在大量增加。

此外,在控制变量中,我们注意到第一大股东持股比例越低,独立董事比例越高,公司受到财务分析师跟踪的概率和频数都得以显著提高,表明了分析师更倾向于关注公司治理良好的上市公司。此外,公司的经营业绩越好,成长性越高,规模越大,分析师跟踪的可能性和人数都会显著提升,反映了在我国基本面是分析师跟踪的重要影响因素。INFOEN 显著为正,信息环境的改善吸引了更多的财务分析师跟踪。

^①Logistic 回归需要计算边际影响系数,而 Tobit 回归的边际影响系数与回归系数结果是一致的。

(二) 新闻发言人、财务分析师跟踪与信息透明度

表5列示了新闻发言人对信息透明度的影响及财务分析师在其中发挥传导机制作用的 Ordered Logistic 多元回归分析结果,所报告的 Z 值均经过了 Robust 调整。

表5 新闻发言人与信息透明度:财务分析师跟踪的传导机制

变量	(1)		(2)		(3)	
	系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值
SPOKE	0.3915**	2.28	0.3392*	1.95	0.2365	1.34
ANALDUM			0.7377***	5.97		
ANALNUM					0.5918***	6.82
FIRST	0.6156*	1.75	0.7834**	2.21	0.8931**	2.49
BOARD	0.0474	0.30	0.0357	0.22	-0.0008	-0.00
INDRATIO	0.9644*	1.78	0.7247	1.31	0.6248	1.12
MEET	-0.1395	-0.94	-0.1643	-1.10	-0.1984	-1.32
BIG4	0.1457	0.44	0.1156	0.35	0.0866	0.26
ROA	11.4099***	12.49	10.5954***	11.48	10.4818***	11.26
LEV	-1.4402***	-4.06	-1.3336***	-3.75	-1.2043***	-3.37
MB	0.0314*	1.67	0.0170	0.90	0.0085	0.44
SIZE	0.6312***	8.44	0.4986***	6.37	0.4408***	5.45
LISTAGE	-0.0820***	-5.37	-0.0836***	-5.45	-0.0960***	-6.09
INFOEN	0.0890	0.72	-0.0027	-0.02	0.0016	0.01
STATE	0.1797	1.49	0.1979	1.63	0.1713	1.40
C1	8.8314***	5.82	6.0927***	3.82	4.6438***	2.79
C2	15.7410***	10.13	13.0758***	8.04	11.6092***	6.86
IND	控制		控制		控制	
No	3689		3689		3689	
Pseudo R ²	0.1571		0.1674		0.1704	
Wald Chi2(P 值)	547.67(0.0000)		568.79(0.0000)		589.10(0.0000)	

注:***,**,* 分别代表在1%、5%和10%水平上显著(双尾),所有结果均经过 Robust 稳健性调整。

首先,本文在信息透明度的影响因素模型中仅放入新闻发言人 SPOKE 这一测试变量(第(1)列),结果显示其系数在5%水平上显著大于0(系数=0.3915, Z 值=2.28)。该结果表明,新闻发言人的设立对于信息透明度具有显著的促进作用,支持了本文的假设3。当本文引入分析师跟踪虚拟变量(ANALDUM)后,第(2)列的结果表明,SPOKE 的系数下降至0.3392,显著性亦下降为10%的水平;进一步引入分析师跟踪的赋值变量(ANALNUM),第(3)列的结果表明,SPOKE 的系数下降至0.2365,P 值已经下降至0.18(对应 Z 值1.34),已经不再具有统计上的显著性。上述结果表明,假设4得到了经验证据的支持。当新闻发言人代表上市公司发布信息时,通常具有一定的专业性,普通投资者可能难以直接评估信息对公司总体经营业绩和未来现金流的影响。而财务分析师则不同,他们往往具有解读信息的专业能力,能够迅速而准确地分析新闻发言人发布的相关信息,并进一步向整个市场进行传递,进而提升了上市公司的信息透明度。

进一步观察各控制变量的回归结果发现,第一大股东持股比例 FIRST 显著为正,表明第一大股东在信息透明度提升上发挥了监督作用(Shleifer 和 Vishny,1986)^[25]。在公司特征变量中,资产收益率越高,财务杠杆越低,企业规模越大,信息透明度越高,这些均符合信号显示假说。此外,公司的上市时间越长,可能会面临更多的问题,表现为上市年限与信息透明度显著负相关。

(三) 敏感性测试

为了增强研究结论的稳健性,本文在界定是否设置新闻发言人时,进一步放宽范围,即如果上市公司的母公司设立了新闻发言人,我们认为其会在一定程度上发布与上市公司相关的信息,此时对上市公司新

闻发言人变量赋值为1。经过上述处理后,新闻发言人略有增加,表现在2009和2010年设置新闻发言人的观测值个数分别增加至62和45。我们重复表4和表5的回归分析(限于篇幅,具体回归结果略去,可向作者索取),在表4第(1)列 SPOKE 的系数等于0.2324(相应的 Z 值 = 1.56, P 值 = 0.118),具有边际显著性(Fan 和 Wong 2005)^[26],第(2)列 SPOKE* INFOEN 的系数等于 -0.6357,在5%水平上显著(Z 值 = -2.27, P 值 = 0.023),第(3)列 SPOKE 的系数和第(4)列 SPOKE* INFOEN 的系数分别等于0.1779(Z 值 = 2.34, P 值 = 0.019)和 -0.3874(Z 值 = -2.53, P 值 = 0.011),上述经验证据表明假设1和假设2得到了支持;在表5第(1)列 SPOKE 的系数等于0.4061(Z 值 = 2.38, P 值 = 0.017),在5%水平显著为正,当分别加入 ANALDUM 和 ANALNUM 后,第(2)列和第(3)列 SPOKE 的系数分别下降至0.3576(Z 值 = 2.06, P 值 = 0.039)和0.2574(Z 值 = 1.47, P 值 = 0.143),显著性水平亦明显下降,而 ANALDUM 和 ANALNUM 均在1%水平显著为正(ANALDUM 项系数 = 0.7378, Z 值 = 5.97, P 值 = 0.000; ANALNUM 项系数 = 0.5910, Z 值 = 6.80, P 值 = 0.000),这与假设3和假设4是一致的。上述敏感性测试结果与文中的研究结果除了显著性略有变化外,研究结论基本保持一致。

六、结论、建议与展望

本文选择2001-2010年间在深圳证券交易所上市的A股公司作为研究样本,以深交所对上市公司的年度信息考评作为信息透明度变量的替代,实证分析了设立新闻发言人对财务分析师跟踪的影响,在此基础上进一步检验设立新闻发言人对信息透明度的影响以及影响途径。研究结果表明:(1)在设立新闻发言人的上市公司,相对而言,分析师跟踪概率和分析师跟踪人数显著较高;(2)新会计准则的颁布实施一定程度上降低了新闻发言人与财务分析师跟踪之间的相关性,反映出新会计准则改进了我国上市公司的信息披露质量,从而减少了财务分析师对新闻发言人信息渠道的依赖程度;(3)新闻发言人以财务分析师作为传导机制,显著地提升了上市公司的信息透明度。

本文的上述研究发现具有重要的政策含义,对于未来我国证券市场加强财务分析师队伍建设、提高信息透明度等方面提供了一系列有益的启示:

(1)有关监管部门可以考虑进一步推动企业新闻发言人制度建设。企业新闻发言人有利于信息披露的及时有效,尤其是当企业处于负面新闻旋涡时,及时有效地与外界进行信息沟通有利于危机的解决,树立企业的积极负责任形象。与此同时,企业新闻发言人制度建设也有利于保护公众的知情权,维护资本市场乃至社会的稳定。

(2)应该进一步强化和推动我国资本市场的信息披露,包括高质量的会计准则体系、尽可能地与国际惯例实现实质性的趋同等。信息环境的改善,有助于增加资本市场信息披露的透明度。

(3)财务分析师是资本市场信息解读的重要中间环节。财务分析师通常可以更为迅速地对相关信息进行深入的分析 and 解读,并将信息传递给资本市场中的投资者。新闻发言人所发布信息有效性的重要环节就是确保信息能被准确解读,财务分析师在中间发挥了重要作用,政府应该积极出台相关政策,加强财务分析师队伍建设。

我们的研究有助于深入理解新闻发言人及财务分析师在资本市场信息披露体系中发挥的作用,为提高信息披露水平、保护投资者权益提供了可资借鉴的途径。但是由于数据和研究主题的限制,未来可以考虑从以下角度展开进一步研究:(1)设立新闻发言人的影响因素有哪些;(2)新闻发言人除了会对财务分析师跟踪、信息透明度等产生显著的影响外,还会具有哪些方面的经济后果,譬如对代理成本、财务舞弊等一系列企业行为的影响;(3)国有企业在政府的要求下设立新闻发言人,而民营企业设立新闻发言人则大多表现出企业积极主动的结果,不同的设立动机所表现出的经济后果之间有何差异。以上将是本文未来进一步研究的方向。

参考文献:

[1] BERLE A A, MEANS G C. The Modern Corporation and Private Property [M]. Harcourt: Brace & World, 1932: 1-32.

- [2] JENSEN M C ,MECKLING W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior ,Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics ,1976 3(4) : 305-360.
- [3] 杜兴强 ,周泽将. 信息披露质量与代理成本的实证研究 [J]. 商业经济与管理 2009(12) : 76-82.
- [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(1/3) : 405-440.
- [5] BUSHMAN R M ,PIOTROSKI J D ,SMITH A B. What Determines Corporate Transparency [J]. Journal of Accounting Research , 2004 42(2) : 207-252.
- [6] 人民网舆情监测室. 中国企业舆情应对能力与声誉风险管理报告 [R]. 北京: 人民网课题组 2010: 1-2.
- [7] 宋双峰. 新闻发言人制度在我国 20 年 [J]. 中国记者 2003(9) : 19-21.
- [8] LANG M H ,LUNDHOLM R J. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior [J]. The Accounting Review ,1996 71(4) : 467-492.
- [9] 范宗辉 ,王静静. 证券分析师跟踪: 决定因素与经济后果 [J]. 上海立信会计学院学报 2010(1) : 61-69.
- [10] 刘玉廷. 中国企业会计准则体系: 架构、趋同与等效 [J]. 会计研究 2007(3) : 2-8.
- [11] 薛爽 ,赵立新 ,肖泽忠 等. 会计准则国际趋同是否提高了会计信息的价值相关性 [J]. 财贸经济 2008(9) : 62-67.
- [12] 罗婷 ,薛健 ,张海燕. 解析新会计准则对会计信息价值相关性的影响 [J]. 中国会计评论 2008(2) : 129-140.
- [13] BARTH M E ,KASZNIK R ,MCNICHOLS M F. Analyst Coverage and Intangible Assets [J]. Journal of Accounting Research , 2001 39(1) : 1-34.
- [14] 徐欣 ,唐清泉. 财务分析师跟踪与企业 R&D 活动 [J]. 金融研究 2010(12) : 173-189.
- [15] FRANKEL R ,LI X. Characteristics of a Firm's Information Environment and the Information Asymmetry between Insiders and Outsiders [J]. Journal of Accounting and Economics 2004 37(1/3) : 229-259.
- [16] BROWN L D ,RICHARDSON G D ,SCHWAGER S J. An Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting Earnings [J]. Journal of Accounting Research ,1987 25(1) : 49-67.
- [17] BARTH M E ,HUTTON A P. Information Intermediaries and the Pricing of Accruals [R]. California: Working Paper of Stanford University 2000: 1-5.
- [18] EASLEY D ,O'HARA M. Information and the Cost of Capital [J]. The Journal of Finance 2004 59(4) : 1553-1583.
- [19] YU F. Analyst Coverage and Earnings Management [J]. Journal of Financial Economics 2008 88(2) : 245-271.
- [20] 庞晓波 ,呼建光. 分析师报告能够预测与解读财务报告吗 [J]. 财贸经济 2011(3) : 42-47.
- [21] 高雷 ,宋顺林. 公司治理与公司透明度 [J]. 金融研究 2007(11) : 28-44.
- [22] 谭劲松 ,宋顺林 ,吴立扬. 公司透明度的决定因素 [J]. 会计研究 2010(4) : 26-33.
- [23] 曾颖 ,陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本 [J]. 经济研究 2006(2) : 69-79.
- [24] 伍德里奇. 计量经济学导论 [M]. 北京: 中国人民大学出版社 2003: 521-526.
- [25] SHLEIFER A ,VISHNY R W. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy ,1986 94(3) : 461-488.
- [26] FAN J P H ,WONG T J. Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia [J]. Journal of Accounting Research 2005 43(1) : 35-72.

Spokesman , Financial Analyst Coverage and Information Transparency

ZHOU Ze-jiang¹ , DU Xing-qiang²

(1. Business School , Anhui University , Hefei 230601 , China;

2. Management School , Xiamen University , Xiamen 361005 , China)

Abstract: As a channel of information release in listed companies , the spokesman plays an important role in some fields , such as protection of the stakeholder's information rights and improvements of information transparency. This paper manually collects spokesman data of A-Share companies in Shenzhen Stock Exchange from 2001 to 2010 , uses disclosure evaluation of Shenzhen Stock Exchange as substitution variable for information transparency , and empirically tests impacts of spokesman on financial analyst coverage and information transparency. Research results show that spokesman enhances probability and frequency of financial analyst coverage significantly; further analysis shows that spokesman has a remarkable positive impact on information transparency , but when the "financial analyst coverage" factor is controlled , the positive effect of spokesman decreases obviously , the research outcome above indicates that financial analyst is a crucial transmission mechanism for spokesman influence on the information transparency.

Key words: spokesman; financial analyst coverage; information transparency

(责任编辑 傅凌燕)