

doi: 10.11835/j.issn.1008-5831.2018.04.005

欢迎按以下格式引用:傅蕴英,张明妮.货币政策与会计信息披露质量——基于深交所A股上市公司的经验证据[J].重庆大学学报(社会科学版),2018(4):52-62.

**Citation Format:** FU Yuning, ZHANG Mingni. Monetary policy and quality of accounting information disclosure: Empirical evidences from Shenzhen A-share listed companies [J]. Journal of Chongqing University (Social Science Edition), 2018(4): 52-62.

# 货币政策与会计信息披露质量

## ——基于深交所A股上市公司的经验证据

傅蕴英,张明妮

(重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400044)

**摘要:**文章以2010—2015年间深市A股公司年度数据为基础,采用有序逻辑回归实证检验了货币政策对不同上市板块企业会计信息披露质量的影响,并将所有权性质、区域金融发展程度纳入同一框架进行讨论。结果显示:货币政策会影响企业会计信息披露质量,且该影响在各上市板块之间存在差异,影响最大的是中小板非国有企业,银根越紧缩,中小板非国有企业的会计信息披露质量越高,而主板、创业板企业的会计信息披露质量基本不受货币政策的影响;无论在货币宽松期亦或紧缩期,不同板块的所有权性质对会计信息披露质量的影响不同,主板、中小板的非国有企业会计信息披露质量均显著低于同板块的国有企业,而创业板则不然;金融发展程度对不同板块、不同所有权性质的企业会计信息披露质量的影响是,在货币紧缩期,处于金融发展程度高区域的国有企业相比较低区域的国有企业,会计信息披露质量更高,而中小板、创业板公司不受区域金融发展的影响。

**关键词:**货币政策;会计信息披露质量;所有权性质;区域金融发展

**中图分类号:**F822

**文献标志码:**A

**文章编号:**1008-5831(2018)04-0052-11

### 一、问题提出

随着中国证券市场日渐发展,投资者与公司管理层之间的信息不对称所引致的逆向选择和道德风险问题严重制约了证券市场专业化的进程。而中国企业会计信息披露旨在以各类公报的形式将直接或间接影响使用者决策的重要会计信息提供给信息使用者,是揭示企业重要财务会计信息真实可靠性、充分及时性、合法合规性以及公平与否的重要途径,也是会计信息透明度的重要反映

修回日期:2017-10-16

基金项目:国家社会科学基金项目“建立区域经济发展新格局的战略研究”(11XJL001)

作者简介:傅蕴英,女,重庆大学经济与工商管理学院副教授,主要从事财务会计、金融理论研究,Email:fuyuning@cqu.edu.cn。

方式,理想的信息披露制度及信息披露质量是保障投资者利益和证券市场效率的重要前提。通过研究信息披露质量的影响因素,能够优化企业信息披露行为,为证券市场监管机构提供政策制定参考,具有深刻的理论和实践意义。

通过文献阅读发现,影响信息披露质量的因素很多,包括宏观因素、会计法规、准则、公司治理结构、企业内部特质等。不同学者对此问题的研究因研究对象、方法、样本等各不相同,得出了不一致甚至相反的结论。货币政策是企业面临的重要经济环境<sup>[1]</sup>,作为一种宏观经济调控手段,其对宏观经济产生作用的传导机制主要是货币渠道和信贷渠道<sup>[2-3]</sup>,而后者是中国货币政策的主要传导途径<sup>[4-5]</sup>,且传导速度更快<sup>[6]</sup>。在中国,央行在一定程度上控制着市场的信贷供给,由于宏观经济调控的需要,央行会适时采取从紧或宽松的货币政策,并通过改变企业的经营成本来影响微观经济主体<sup>[7]</sup>。有研究表明,中国上市公司不会被动地接受货币政策波动,而会采取盈余管理手段来规避潜在风险<sup>[8]</sup>,这就会导致企业会计信息披露质量降低<sup>[9-10]</sup>,削弱契约有效性,阻碍公司价值和市场效率的提升,误导市场投资者与相关政府监管部门的决策。

信息不对称是导致上市公司信息披露质量低下的根本原因,也为盈余管理提供了很好的滋生空间,但值得注意的是,盈余管理加剧信息不对称程度的外在表现正是信息披露质量的低下<sup>[11]</sup>。现有研究主要关注的是货币政策对上市公司内部盈余管理的影响,而关于货币政策与对外信息披露质量关系的文献则相对缺乏。同时,考虑到不同上市板块的上市公司在规模、融资能力、所处市场区域等方面差异较大,其受货币政策波动影响的程度不同,会计信息披露质量也会存在一定差异。此外,中国区域金融发展的异质性、不同所有权性质企业的融资约束差异都会影响货币政策的微观传导效果,导致企业会计信息披露质量各异。根据《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法(2013年修订)》的规定,深交所会在上市公司年报披露工作结束后对企业信息披露工作进行考评,而信息披露考核的结果是根据其信息披露质量的高低依次评为A、B、C、D四个等级,信息披露质量的优劣对考评结果起着决定性作用,因而我们认为,深交所的信息披露考评结果可以反映上市公司的信息披露质量。

基于此,本文选择用权威机构评级衡量会计信息披露质量,以2010—2015年间中国深市A股公司的年度非平衡面板数据为样本,采用有序逻辑回归实证检验货币政策对会计信息披露质量的影响,并就企业所有权性质、金融发展程度进行深入讨论。本文的贡献主要体现在:(1)直接考察了货币政策对会计信息披露质量的总体影响,并对深市主板、中小板和创业板的情况进行了对比分析,研究结论进一步证实了宏观货币政策与企业微观特征之间的联系;(2)采用多分类有序逻辑回归模型进行实证分析,避免了已有文献在探讨类似问题时采用线性回归的计量方法(因变量需为连续型变量)本身存在的缺陷;(3)传统文献主要采用存贷款额占GDP的比重来衡量金融发展水平,但考虑到中国金融市场尤其是资本市场的发展及其对金融发展的重要作用,本文采用2010—2015年的存贷款额及股票流通市值占GDP比重的加权平均值来衡量金融发展,虽然中国的金融体系是以银行信贷为主导,但股权融资市场是资源配置的重要补充,这样能够更加具体、准确地描述中国整体金融市场的发展水平。本文的研究结论说明了宏观货币政策对所属不同上市板块、所有权性质及市场区域的企业的微观传导结果不同,为政府扶持民营企业、推动金融市场发展可以提供一定的决策参考。

本文余下部分的结构安排如下:第二部分是理论分析与研究假设,第三部分是研究设计,第四

部分是具体的实证结果与分析,最后是本文的研究结论与局限。

## 二、理论分析与研究假设

在货币紧缩期,一方面银行放贷意愿降低,且融资约束更加严苛,另一方面企业经营状况愈发窘迫,更加需要信贷资金,在此环境下,企业面临的不确定性因素增加,公司经营亏损甚至失败的风险也随之增加,企业为了获得信贷资金,必然存在盈余管理动机。大量研究证明,就整体而言,在央行实施从紧货币政策的情况下,企业会通过各种手段进行正向盈余管理<sup>[8,12-13]</sup>,而货币宽松期,企业融资压力的降低缓和了会计信息的目的性调节程度。现有文献指出,盈余管理会降低信息披露质量<sup>[9-10]</sup>。据此提出本文第一个假设。

H1:从总体上看,货币政策越是紧缩时,会计信息披露质量越低。

中国货币政策的主要传递渠道是银行中介,国有企业相较非国有企业享有更多的财务、政治支持<sup>[14]</sup>,金融机构对非国有企业存在明显的信贷歧视<sup>[15-16]</sup>,而且这种情况在货币紧缩期更加明显<sup>[17-18]</sup>。陈耿和包燕萍的研究指出,货币紧缩对非国有企业在融资方面的冲击更大,因此其融资压力相较于国有企业也会更大<sup>[12]</sup>。非国有企业相较国有企业更有可能进行盈余管理<sup>[8,10]</sup>,致使信息披露质量更低。据此提出本文第二个假设。

H2:在货币政策紧缩期,相较于国有企业,非国有企业的会计信息披露质量更低。

金融市场是货币政策传导的重要渠道之一,是货币政策向企业投资进行传导的“黑箱”<sup>[3]</sup>,金融市场发展的差异性,是货币政策存在区域效应的重要因素<sup>[19]</sup>,区域金融市场发展程度的差异对货币政策传导机制的影响会使宏观货币政策对经济增长的调控效应存在明显的区域差异性,即区域金融发展程度越高,信贷市场越能更好地进行资本配置,从而降低上市公司的融资成本对宏观货币政策的依赖程度,反之亦然<sup>[20-22]</sup>。在货币政策紧缩期,由于金融发展程度高的区域的信贷市场相对完善,融资渠道更广泛,企业的盈余管理动机会相应减弱,会计信息披露质量会更高;反之亦然。据此提出本文第三个假设。

H3:货币紧缩阶段,处于金融发展程度较高区域的企业相对于较低区域的企业,会计信息披露质量更高。

## 三、研究设计

### (一)数据来源及样本选择

本文选择以2010—2015年间深市A股主板、中小板、创业板公司为样本,剔除数据缺失、ST及金融行业样本,共得到8744个样本。宏观经济数据来自中国人民银行网站货币政策执行报告,企业微观数据来自CSMAR数据库,上市公司所有权性质以实际控制人的情况进行统计,GDP与股票流通市值来自WIND数据库,存贷款额来源于《中国统计年鉴》,会计信息披露质量指标来自深圳证券交易所网站。数据处理采用Stata 14.0及Excel软件进行,对所有连续型变量在1%和99%分位数上进行Winsorize处理。

### (二)模型设定

大部分现有文献通过普通OLS回归来考察会计信息披露质量的影响因素,由于本文中的会计

信息披露质量采用权威机构评级等级,代理变量有 A、B、C、D 四个等级且依次降低,属于离散有序因变量,不符合 OLS 的应用前提,因此本文研究模型在借鉴相关采用二分类 Logistic 回归模型文献<sup>[23]</sup>的基础上,创新性使用多分类有序逻辑回归(Ordinal Logistic Regression)模型,给因变量赋值为 3、2、1、0,分别对应 A、B、C、D 四个等级,所构建的计量经济学模型如下:

$$\ln\left(\frac{\sum_{i=0}^m P_i}{\sum_{i=1}^m P_i}\right) = \ln\left[\frac{\sum_{i=0}^m P_i}{1 - \sum_{i=0}^m P_i}\right] = \alpha_{1,t} + \alpha_1 \text{Size}_{i,t} + \alpha_2 \text{Roe}_{i,t} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_4 \text{Audit}_{i,t} + \alpha_5 \text{Eps}_{i,t} + \alpha_6 \text{Grw}_{i,t} + \alpha_7 \text{Mp}_{i,t} + \gamma \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\ln\left(\frac{\sum_{i=0}^m P_i}{\sum_{i=1}^m P_i}\right) = \ln\left[\frac{\sum_{i=0}^m P_i}{1 - \sum_{i=0}^m P_i}\right] = \alpha_{1,t} + \alpha_1 \text{Size}_{i,t} + \alpha_2 \text{Roe}_{i,t} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_4 \text{Audit}_{i,t} + \alpha_5 \text{Eps}_{i,t} + \alpha_6 \text{Grw}_{i,t} + \alpha_7 X + \gamma \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $m$  是有序变量, $P_i$  是有序因变量取  $i$  时对应的概率值。模型(1)用来检验假设 1;模型(2)用来检验假设 2 和假设 3,当  $X$  分别取  $STATE$  与  $FD$  时,对不同上市板块的样本公司按照货币紧缩期与宽松期进行分组回归。

### (三) 变量选择

目前,对于会计信息披露质量的综合定量评价尚缺乏共识,实证研究主要采用的有信息披露数量或者其他单变量指标、构建信息披露质量评价指标体系和权威机构评级这三种方式。企业所发布的各种公报及其他个别选定的指标<sup>[9]</sup>虽然具有数据可获得性与操作上的可行性,但是其代表性不够强,也缺乏全面性,不能综合反映上市公司总体会计信息披露质量的全部;同时,通过构建信息披露质量评价指标体系<sup>[24]</sup>尽管能在一定程度上克服单变量指标缺乏全面性的弱点,但其主观性较强,权威性与系统完善性尚待考量。而由于权威机构评级是由独立的第三方进行的,数据相对客观,综合程度高,因此本文借鉴伊志宏等<sup>[25]</sup>的做法,选择深交所公布的年度信息披露评级结果作为会计信息披露质量的代理变量。

国内关于如何度量货币政策也未达成一致。中国尚处于社会主义市场经济转型阶段,利率还未完全市场化,故而选择利率指标尚值得商榷,而且随着市场经济发展的逐步推进与完善,货币政策的中介目标也逐渐从信贷规模转向了货币供应量。国内外研究通常用  $MP$  衡量货币政策,本文借鉴陆正飞等<sup>[26]</sup>和郑军等<sup>[27]</sup>的做法,采用“ $MP = \Delta M2/M2 - \Delta GDP/GDP - \Delta CPI/CPI$ ”这一指标作为货币政策的代理变量。指标值为正表明存在超额货币供给,当期处于货币政策宽松阶段;为负则表明存在货币缺口,当期处于货币政策紧缩阶段。在所有研究年份中,选取  $MP$  值大于均值的年份作为货币政策宽松期, $MPD=0$ ;选取  $MP$  值小于均值的年份为货币政策紧缩期, $MPD=1$ 。最终得到的货币紧缩年份为 2011、2014 年,宽松年份为 2010、2012、2013、2015 年。

此外,针对本文的研究主体,考虑到企业的融资途径不仅包括与银行之间的间接融资手段,也包括股市等直接融资方式,本文采用 2010—2015 年的存贷款额及股票流通市值占 GDP 比重的加权平均值来衡量金融发展,这样能够全面考察金融市场在货币政策微观传导过程中的作用,使本文的研究结论更加可信。具体数据如表 1 所示。

表1 货币政策指标说明

年份	M2 增长率 (%)	GDP 增长率 (%)	CPI 增长率 (%)	MP
2010	19.7	10.3	3.3	6.1
2011	13.6	9.2	5.4	-1.0
2012	13.8	7.8	2.6	3.4
2013	13.6	7.7	2.6	3.3
2014	12.2	7.4	2.0	2.8
2015	13.3	6.9	1.6	4.8

此外,根据现有文献,本文选择了公司规模、净资产收益率、资产负债率、审计意见、事务所类型、每股盈余等作为控制变量。Berglof 和 Pajuste 以 370 家中欧和东欧上市公司为实证研究对象,得出了企业的规模(以总资产为替代)越大,资产负债率越低,其信息披露质量越高的结论<sup>[28]</sup>;Cicccone 在文献中指出,净资产收益率会影响上市公司的信息披露质量<sup>[29]</sup>;于海通过实证研究发现,企业的盈利能力与信息披露质量呈正相关,审计意见也会影响其信息披露质量<sup>[30]</sup>。Ind 是行业虚拟变量,本文以证监会 2012 年的分类为标准按照行业大类针对全样本和三个上市板块分别设置虚拟变量,由于变量较多,在回归结果中不予列出。由于已经对货币紧缩年度设置了虚拟变量,故不再加入年度虚拟变量。重要变量说明如表 2 所示。

表2 变量说明

变量代码	变量名称	变量说明	预期符号
Size	公司规模	企业总资产取对数	+
Roe	净资产回报率	净利润/净资产	+
Lev	资产负债率	负债总额/资产总额	-
Audit	审计意见	标准无保留为 1,否则为 0	+
Eps	每股盈余	本期净利润/期末实收资本	+
Grw	公司成长性	所有者权益增长率	-
State	所有权类型	非国有企业为 1,国有企业为 0	-
MP	货币政策代理变量	$\Delta M2/M2 - \Delta GDP/GDP - \Delta CPI/CPI$	+
MPD	货币政策哑变量	宽松期 MPD=0,紧缩期 MPD=1	-
FD	金融发展指数	存贷款额及股票流通市值占 GDP 比重的加权平均值	+

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果见表 3。在 8 744 个样本中,主板公司有 2 764 个,中小板公司有 4 025 个,创业板公司有 1 955 个。

一般认为,企业资产负债率的适宜水平是 40%~60%。从描述性统计结果看,全样本的资产负债率均值为 0.407,比较适宜,主板 lev 的均值为 0.599,偏高的原因可能在于国企数量占比较大(61.6%),中小板和创业板资产负债率均值偏低,分别为 0.357、0.239,且主要是非国有企业(比例分别为 84.5%、96.0%),表明中小板和创业板的融资能力较差,这与国内结构性贷款困难的现状有一定关系。此外,深证主板、中小板和创业板公司 roe 的均值分别是 5.9%、7.9%、8.3%,说明近年来中小板和创业板企业比主板上市公司的盈利能力强一些。就上市公司市场投资的回报情况而言,主板每股净收益的均值为 0.330,中小板和创业板分别是 0.404、0.418。在上市公司的增长势头方面,

创业板、中小板、主板也是依次递减的,说明创业板公司的市场发展前景良好。*Rank* 的描述性统计结果表明,深市主板、中小板和创业板企业的会计信息披露质量大体上均处于合格水平,上市公司总体的会计信息披露质量亟待提高。

## (二) 对比分析

表 4 是对不同货币政策阶段的不同所有权性质的企业会计信息披露质量的比较。结果显示,无论在货币紧缩期还是宽松期,国有企业的会计信息披露质量均高于非国有企业,且两者差异在 1% 水平上显著,验证了假设 2; 同时,国有企业在货币宽松、紧缩期的会计信息披露质量差异只在 10% 水平上显著,一个重要的原因可能是在中国独特的制度背景下,国有企业与银行之间天然的利益关系具有稳定性,政府也会为其提供隐性担保或存在政策倾斜,导致国有企业的融资约束程度及对货币政策波动的敏感性都较低,盈余管理动机更弱,会计信息披露质量保持稳定。而非国有企业在货币紧缩期的会计信息披露质量在 5% 水平上显著高于宽松期的会计信息披露质量,与实证结果一致,违背假设 1, 反映出非国有企业在货币紧缩时的会计信息披露质量更高,以此向银行等金融中介传递信号,减少与外界的信息不对称程度,以获得更多的信贷支持,降低企业融资成本。

表 3 主要变量的描述性统计结果

	Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
全 样 本	<i>Size</i>	8 744	21.569	1.133	13.763	27.139	2 764	22.062	1.499	13.763	27.139
	<i>Lev</i>	8 744	0.407	0.618	-0.195	29.698	2 764	0.599	1.037	-0.195	29.698
	<i>Roe</i>	8 744	0.074	0.710	-29.881	29.371	2 764	0.059	1.236	-29.881	29.371
	<i>Eps</i>	8 744	0.384	0.656	-14.603	17.534	2 764	0.330	0.791	-6.860	17.534
	<i>Audit</i>	8 744	0.966	0.181	0	1	2 764	0.926	0.262	0	1
	<i>State</i>	8 744	0.725	0.447	0	1	2 764	0.384	0.486	0	1
	<i>Grw</i>	8 744	0.388	2.931	-140.023	181.948	2 764	0.134	4.899	-140.023	181.948
	<i>FD</i>	8 744	1.163	0.114	1.408	1.385	2 764	1.157	0.110	1.048	1.385
	<i>MPD</i>	8 744	0.341	0.474	0	1	2 764	0.334	0.472	0	1
	<i>Rank</i>	8 744	2.027	0.604	0	3	2 764	1.911	0.640	0	3
<i>MP</i>	8 744	3.219	2.129	-1	6.1	2 764	3.262	2.223	-1	6.1	
中 小 板	<i>Size</i>	4 025	21.523	0.835	18.524	25.472	1 955	20.967	0.652	19.399	23.890
	<i>Lev</i>	4 025	0.357	0.199	0.008	2.681	1 955	0.239	0.157	0.011	0.886
	<i>Roe</i>	4 025	0.079	0.205	-3.238	9.397	1 955	0.083	0.080	-1.036	0.577
	<i>Eps</i>	4 025	0.404	0.652	-14.603	16.539	1 955	0.418	0.399	-2.880	2.790
	<i>Audit</i>	4 025	0.983	0.128	0	1	1 955	0.987	0.112	0	1
	<i>State</i>	4 025	0.845	0.362	0	1	1 955	0.960	0.196	0	1
	<i>Grw</i>	4 025	0.406	1.049	-25.542	16.974	1 955	0.711	1.428	-0.654	14.180
	<i>FD</i>	4 025	1.162	0.114	1.048	1.385	1 955	1.171	0.118	1.048	1.385
	<i>MPD</i>	4 025	0.341	0.474	0	1	1 955	0.533	0.499	0	1
	<i>Rank</i>	4 025	2.078	0.586	0	3	1 955	2.086	0.564	0	3
<i>MP</i>	4 025	3.214	2.133	-1	6.1	1 955	3.168	1.977	-1	6.1	

表4 会计信息披露质量单变量对比分析

	MPD=0	MPD=1	MeanDifference
STATE=0	2.062 (1 611)	2.098 (794)	-0.036*
STATE=1	2.000 (4 151)	2.026 (2 188)	-0.026**
MeanDifference	0.062***	0.072***	

注:括号内代表样本量,\*\*\*、\*\*、\*、分别代表在1%、5%、10%的统计水平上显著

### (三) 实证分析

表5为货币政策对会计信息披露质量影响的回归结果,第(2)一(7)列分别为全样本、主板、中小板与创业板公司检验假设1的回归结果。就控制变量讲,企业规模与审计意见类型对三个板块上市企业会计信息披露质量的影响均在1%水平上显著为正,证明公司规模越大,融资约束越小,信息披露质量越高;净资产收益率、资产负债率、权益增长速度对主板上市企业的会计信息披露质量无显著影响,但净资产收益率对中小板、创业板上市公司会计信息披露质量的影响在1%水平上显著为正,后两者则显著为负,说明盈利能力越强的中小企业的会计信息披露质量越高,资产负债率越高、增长势头越猛的中小企业的会计信息披露质量越低;每股盈余对主板、中小板公司会计信息披露质量的影响在1%水平上显著为正,对创业板企业的作用则不显著。

表5 货币政策与信息披露质量

	全样本	主板	中小板			创业板
			ALL	STATE=0	STATE=1	
Size	0.431*** (10.24)	0.526*** (8.84)	0.975*** (10.84)	1.288*** (5.13)	0.922*** (9.52)	0.622*** (4.22)
Roe	0.096*** (2.82)	0.039 (1.16)	1.545*** (6.80)	2.665* (1.86)	1.560*** (6.31)	7.370*** (5.06)
Lev	-0.007 (-0.14)	0.046 (0.92)	-3.599*** (-8.92)	-3.600*** (-3.12)	-3.752*** (-8.71)	-1.790*** (-2.93)
Audit	2.392*** (13.28)	1.616*** (7.06)	3.032*** (8.37)	2.187* (1.85)	3.196*** (8.22)	3.714*** (6.50)
Eps	0.539*** (9.02)	0.290*** (3.89)	0.737*** (7.63)	1.288*** (3.68)	0.637*** (6.42)	-0.182 (-0.62)
Grw	-0.030*** (-3.53)	-0.009 (-0.98)	-0.423*** (-8.81)	-0.442*** (-2.40)	-0.418*** (-8.19)	-0.268*** (-5.73)
Mp	-0.027** (-2.14)	0.004 (0.20)	-0.045** (-2.39)	0.006 (0.12)	-0.054*** (-2.57)	0.011 (0.36)
Ind	controlled					
N	8 744	2 764	4 025	625	3 400	1 955
Wald chi2	505.75***	240.04***	403.43***	90.54	333.36	141.49***
Cut1	6.039*** (6.14)	7.746*** (5.86)	17.426*** (7.31)	22.792*** (4.24)	15.388*** (6.47)	8.935*** (2.80)
Cut2	9.230*** (9.38)	10.691*** (8.09)	20.990*** (8.77)	27.517*** (5.06)	18.871*** (7.91)	12.828*** (3.99)
Cut3	14.750*** (14.78)	16.337*** (12.03)	26.777*** (11.06)	33.243*** (5.96)	24.690*** (10.23)	18.164*** (5.62)
LL	-6 299.312	-2 025.151	-2 700.100	-407.325	-2 270.154	-1 379.321

注:括号内代表t值。\*\*\*、\*\*、\*、分别代表在1%、5%、10%的统计水平上显著,LL代表Log likelihood

从回归结果可以看出,货币政策对主板、创业板上市企业的会计信息披露质量无显著影响,但在全样本和中小板样本上市公司中,货币政策代理变量  $MP$  的系数在 5% 水平上显著为负,与假设 1 相反,即货币政策越紧缩,上市公司的会计信息披露质量反而会更高一些,与对比分析结果一致,并主要体现在非国有企业上( $MP$  的系数在 1% 水平上显著为负)。这揭示了中国货币政策确实会影响上市公司的会计信息披露质量状况,且这种影响在不同上市板块之间存在差异,主要对中小型非国有企业有显著影响。一个可能的原因是货币政策越趋于紧缩,中小型非国有企业面临的融资约束越大,融资成本越高,为了获取银行信贷资金,企业会保持或者提升财务会计信息质量,向外传递有利信号,以减少信息不对称程度,因而信息披露质量较高。

表 6 是在货币宽松、紧缩两个时期,分别比较全样本和三个板块上市公司中不同所有权性质企业的会计信息披露质量。结果表明,无论在哪一货币政策时期,深市主板、中小板非国有企业的会计信息披露质量在 1% 水平上均显著低于国有企业,验证了假设 2,和对比分析结果一致。创业板样本公司没有出现同样情况的重要原因之一可能在于创业板提供融资场所的对象是新兴高科技产业等中小型创业企业,主要以非国有企业为主,描述性统计结果也证实了深市创业板上市公司中非国有企业占比高达 96.0%。

表 6 货币政策、所有权性质与信息披露质量

	$MPD=0$				$MPD=1$			
	全样本	主板	中小板	创业板	全样本	主板	中小板	创业板
<i>Size</i>	0.406*** (8.86)	0.484*** (7.62)	0.964*** (10.04)	0.613*** (3.92)	0.342*** (6.27)	0.423*** (5.71)	0.750*** (6.41)	0.582*** (2.85)
<i>Roe</i>	0.064* (1.67)	0.012 (0.32)	3.811*** (4.78)	8.060*** (4.01)	0.291*** (3.36)	0.157* (1.82)	1.326*** (5.63)	8.975*** (4.43)
<i>Lev</i>	-0.023 (-0.44)	0.042 (0.82)	-3.693*** (-8.39)	-1.916*** (-2.67)	-0.501*** (-2.79)	-0.130 (-0.96)	-3.167*** (-6.12)	-1.457* (-1.86)
<i>Audit</i>	2.679*** (12.41)	1.891*** (6.93)	3.186*** (7.22)	4.298*** (5.52)	2.493*** (8.78)	1.638*** (4.77)	3.499*** (5.86)	3.625*** (4.49)
<i>Eps</i>	0.623*** (8.57)	0.342*** (3.88)	0.491*** (3.16)	-0.022 (-0.06)	0.794*** (8.68)	0.609*** (4.90)	0.987*** (6.05)	-0.484 (-1.19)
<i>Grw</i>	-0.026*** (-2.93)	-0.009 (-0.91)	-0.392*** (-6.86)	-0.215*** (-3.81)	-0.084* (-1.79)	0.145** (2.01)	-0.439*** (-4.93)	-0.377*** (-4.23)
<i>State</i>	-0.103 (-0.83)	-0.810*** (-4.30)	-0.696*** (-3.36)	-0.602 (-1.25)	-0.222* (-1.70)	-0.843*** (-4.15)	-0.750*** (-3.29)	-0.285 (-0.52)
<i>Ind</i>	controlled							
<i>N</i>	5 762	1 841	2 653	913	2 982	923	1 372	1 042
<i>Wald chi2</i>	446.54	237.12	332.66	97.96	317.81	157.29	192.17	79.44
<i>Cut1</i>	5.821*** (5.30)	6.773*** (4.77)	16.572*** (6.28)	9.583*** (2.77)	5.217*** (4.13)	5.973*** (3.71)	16.176*** (5.01)	7.714* (1.72)
<i>Cut2</i>	9.108*** (8.29)	9.755*** (6.86)	20.361*** (7.68)	13.377*** (3.84)	7.894*** (6.24)	8.611*** (5.29)	18.962*** (5.83)	11.353** (2.52)
<i>Cut3</i>	14.367*** (12.85)	15.227*** (10.35)	25.773*** (9.58)	17.969*** (5.08)	12.648*** (9.72)	13.382*** (7.73)	24.094*** (7.27)	16.952*** (3.72)
<i>LL</i>	-4 367.615	-1 388.052	-1 872.839	-707.810	-2 351.267	-739.940	-989.672	-730.663

注:括号内代表  $t$  值。\*\*\*、\*\*、\*、分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平上显著,  $LL$  代表  $\text{Log likelihood}$



表7是在货币宽松、紧缩两个时期,分别对全样本和三个板块上市公司进行区域金融发展程度对会计信息披露质量影响的实证检验。结果显示,在货币宽松期,区域金融发展程度对上市公司的会计信息披露质量无显著影响,而在货币紧缩期,区域金融发展程度与会计信息披露质量呈显著正相关,且主要影响的是主板上市的国有企业,系数在1%水平上显著为正,绝对数值也较大。这表明在货币紧缩期,处于金融发展程度较高区域的主板上市国有企业相较处于金融发展程度较低区域的国有企业,信贷资源配置结果更优,会计信息披露质量更高,验证了假设3。实证发现,在货币紧缩阶段,区域金融发展程度对中小板、创业板上市企业会计信息披露质量的影响并不明显,说明中小型企业受区域金融发展程度的影响较小,这反映出中国区域金融市场发展对企业影响的非同步性,为政府扶持中小型企业提供了决策参考。

表7 货币政策、区域金融发展与信息披露质量

	MPD=0				MPD=1					
	全样本	主板	中小板	创业板	全样本	主板			中小板	创业板
						ALL	STATE=0	STATE=1		
<i>Size</i>	0.404*** (8.69)	0.536*** (8.27)	0.953*** (9.26)	0.603*** (3.53)	0.335*** (6.30)	0.477*** (6.40)	0.456*** (4.28)	0.345*** (3.06)	0.764*** (6.22)	0.589*** (2.84)
<i>Roe</i>	0.064* (1.67)	0.010 (0.27)	3.808*** (4.78)	7.844*** (3.82)	0.293*** (3.37)	0.163* (1.88)	0.237** (2.35)	-0.045 (-0.27)	1.281*** (5.42)	8.961*** (4.39)
<i>Lev</i>	-0.021 (-0.40)	0.035 (0.67)	-3.540*** (-7.99)	-1.955*** (-2.71)	-0.449*** (-2.69)	-0.120 (-0.87)	-0.213 (-0.52)	-0.108 (-0.74)	-2.969*** (-5.76)	-1.484* (-1.84)
<i>Audit</i>	2.672*** (12.39)	1.845*** (6.72)	3.192*** (7.22)	4.321*** (5.54)	2.458*** (8.64)	1.612*** (4.62)	1.588*** (3.04)	1.726*** (3.50)	3.504*** (5.82)	3.632*** (4.50)
<i>Eps</i>	0.631*** (8.55)	0.323*** (3.67)	0.500*** (3.17)	0.034 (0.08)	0.835*** (8.92)	0.607*** (4.75)	0.764*** (4.33)	0.579*** (2.81)	0.996*** (5.97)	-0.487 (-1.18)
<i>Grw</i>	-0.026*** (-2.98)	-0.010 (-1.09)	-0.396*** (-6.90)	-0.215*** (-3.80)	-0.068 (-1.44)	0.150** (2.06)	0.193 (1.42)	0.108 (1.17)	-0.457*** (-5.07)	-0.374*** (-4.04)
<i>FD</i>	0.215 (0.80)	-0.174 (-0.36)	0.200 (0.49)	0.202 (0.30)	1.978*** (3.09)	2.554** (2.29)	4.215*** (2.83)	1.840 (1.01)	-0.091 (-0.09)	0.123 (0.08)
<i>Ind</i>	controlled									
<i>N</i>	5 762	1 841	2 653	913	2 982	923	561	362	1 372	1 042
<i>Wald chi2</i>	445.94	218.18	323.41	96.80	321.91	150.22	92.48	53.20	185.99	79.16
<i>Cut1</i>	6.076 (5.71)	7.963*** (5.52)	16.902 (6.36)	10.156*** (2.92)	7.292*** (5.62)	10.186*** (5.46)	11.243*** (4.25)	7.020** (2.50)	16.663*** (5.11)	8.258* (1.83)
<i>Cut2</i>	9.363 (8.79)	10.934*** (7.56)	20.693*** (7.75)	13.953*** (3.99)	9.976*** (7.66)	12.833*** (6.79)	14.178*** (5.29)	9.485*** (3.35)	19.447*** (5.92)	11.897*** (2.63)
<i>Cut3</i>	14.623 (13.49)	16.414*** (10.97)	26.115 (9.64)	18.551*** (5.22)	14.763*** (11.00)	17.647*** (8.80)	19.019*** (6.67)	14.553*** (4.82)	24.574*** (7.34)	17.500*** (3.83)
<i>LL</i>	-4 367.64	-1 397.20	-1 878.36	-708.55	-2 347.92	-746.13	-430.71	-294.16	-995.19	-730.80

注:括号内代表*t*值。\*\*\*、\*\*、\*、分别代表在1%、5%、10%的统计水平上显著,LL代表Log likelihood

#### (四) 稳健性检验

为了检验本文研究结论的稳健性,首先,选取制造业公司为样本,分别对主板、中小板和创业板样本公司按照计量模型(1)、(2)进行有序逻辑回归,检验宏观货币政策对企业会计信息披露质量的影响,以及与区域金融发展程度、所有权性质之间的交互效应;然后,基于M1(狭义货币供应量)的

增长率重新设定货币政策代理变量;最后,加入第一大股东持股比例控制内部代理问题。得到的回归结果与表5—表7基本一致,进一步证实了本文研究结果的可靠性。囿于篇幅,未予列出稳健性检验结果。

## 五、研究结论与局限

本文以2010—2015年间中国深交所A股主板、中小板、创业板上市公司的年度数据为样本,采用有序逻辑回归实证检验了近年来宏观货币政策对企业会计信息披露质量的影响,并将所有权性质与区域金融发展程度纳入同一框架下讨论。文章的实证结果显示:(1)货币政策会影响企业会计信息披露质量,且这种影响在不同上市板块之间存在差异,主要影响的是中小板非国有企业;银根越紧缩,中小板非国有企业的会计信息披露质量越高,而对主板、创业板企业的会计信息披露质量无显著影响,这一发现为宏观货币政策的传导机制提供了企业微观层面的经验证据。(2)无论在货币宽松期亦或紧缩期,深市主板、中小板非国有企业的会计信息披露质量均低于国有企业,创业板则不然,反映出中国存在信贷歧视现象,为政策制定提供了有效证据。(3)在货币紧缩期,处于金融发展程度高区域的国有企业相较于低区域的国有企业,会计信息披露质量更高,中小板、创业板公司不受区域金融发展的影响,反映了区域金融市场发展对企业的影响存在非同步性,为政府扶持中小型企业提供了决策参考。

如前所述,由于上交所没有披露评级的数据,本研究只选取了深交所上市的公司为研究样本,因此本文的结论对于整个证券市场的外部效率仍需更加深入系统地加以全面验证,这需要运用全部的市场数据进行实证,由此而生的政策建议是期望上交所能在披露评级数据方面作出改进。

### 参考文献:

- [1] 赵静,陈晓.货币政策、政治联系与企业投资[J].重庆大学学报(社会科学版),2016(2):50-59.
- [2] BERNANKE B S, BLINDER A S. The federal funds rate and the channels of monetary transmission[J]. American Economic Review, 1992, 82(4): 901-921.
- [3] BERNANKE B S, GERTLER M. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission[J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, 9(4): 27-48.
- [4] 蒋琰琨,刘艳武,赵振全.货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析——兼论货币政策中介目标的选择[J].金融研究,2005(5):70-79.
- [5] 盛松成,吴培新.中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究[J].经济研究,2008(10):37-51.
- [6] ROMER C D, ROMER D H. Credit channel or credit actions? An interpretation of the postwar transmission mechanism[R]. NBER Working Paper, University of California, Berkeley and NBER, 1993.
- [7] MISHKIN F S. The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy[R]. NBER working paper 8617, 2001.
- [8] 王铭利.货币政策、公司治理与盈余管理[J].商业研究,2012(2):55-64.
- [9] 夏立军,鹿小楠.上市公司盈余管理与信息披露质量相关性研究[J].当代经济管理,2005(5):145-150.
- [10] HIRST D E, HOPKINS P E. Comprehensive income reporting and analysts valuation judgments[J]. Journal of Accounting Research, 1998, 36: 47-75.
- [11] 于国红.基于盈余管理视角的会计信息披露质量研究[J].生产力研究,2010(3):237-239.
- [12] 陈耿,包燕萍.货币政策波动、区域金融发展及盈余管理——基于中国上市公司数据[J].现代财经(天津财经大学学报),2014(9):44-52.
- [13] 齐文.货币政策、盈余管理与银行信贷融资[J].财会通讯,2015(6):82-85.
- [14] Qian Y Y. A Theory of shortage in socialist economics based on the “Soft Budget Constraint”[J]. American Economic Review, 1994, 84(1): 145-156.

- [15] ALLEN F, QIAN J, QIAN M J. Law, finance and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics* [J], 2005, 77(1): 57-116.
- [16] 江伟, 李斌. 制度环境、国有产权与银行差别贷款[J]. *金融研究*, 2006(11): 116-126.
- [17] 叶康涛, 祝继高. 银根紧缩与信贷资源配置[J]. *管理世界*, 2009(1): 22-28, 188.
- [18] 饶品贵, 姜国华. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J]. *经济研究*, 2013(1): 68-82, 150.
- [19] 王东明, 黄飞鸣. 基于金融生态环境主体异质性对货币政策区域效应的分析[J]. *经济评论*, 2013(6): 89-97.
- [20] CARLINO G, DEFINA R. The differential regional effects of monetary policy[J]. *Review of Economics and Statistics*, 1998, 80(4): 572-587.
- [21] 曹永琴. 中国货币政策效应的区域差异研究[J]. *数量经济技术经济研究*, 2007(9): 37-47.
- [22] 黄志忠, 谢军. 宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束——货币政策传导机制的微观证据[J]. *会计研究*, 2013(1): 63-69, 96.
- [23] 黄建通. 我国中小企业盈余管理与会计信息质量研究[D]. 天津: 天津大学, 2009.
- [24] 支晓强, 何天芮. 信息披露质量与权益资本成本[J]. *中国软科学*, 2010(12): 125-131.
- [25] 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. *管理世界*, 2010(1): 133-141, 161, 188.
- [26] 陆正飞, 杨德明. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场? [J]. *管理世界*, 2011(4): 6-14, 45.
- [27] 郑军, 林钟高, 彭琳. 高质量的内部控制能增加商业信用融资吗? ——基于货币政策变更视角的检验[J]. *会计研究*, 2013(6): 62-68, 96.
- [28] BERGLOF E, PAJUSTE A. What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in central and eastern Europe [J]. *Oxford Review of Economic Policy*, 2005, 21(2): 178-197.
- [29] CICCONE S J. Two essays on financial transparency[D]. Tallahassee: Florida State University, 2000.
- [30] 于海. 上市公司信息披露质量影响因素的实证研究[D]. 西安: 西安理工大学, 2008.

## Monetary policy and quality of accounting information disclosure: Empirical evidences from Shenzhen A-share listed companies

FU Yunying, ZHANG Mingni

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P.R. China)

**Abstract:** This paper collects experience data from year 2010 to year 2015 from enterprises listed in China's Shenzhen A-share to empirically test the impact of monetary policy on the quality of accounting information disclosure of listed companies in different boards by ordinal logistic regression, and discusses the nature of ownership and the degree of regional financial development in the same framework. The results show that the monetary policy will affect the quality of accounting information disclosure, and there are differences in the impact of different boards, the effect is strongest on small and medium-sized non-state firms, namely, the tighter the monetary policy is, the higher the accounting information disclosure quality of small and medium-sized non-state enterprises are, but the accounting information disclosure quality of companies listed on Main Board and GEM Board is not affected by monetary policy. Besides, whether it is tight monetary policy periods or loose years, the nature of ownership has different effects on the quality of accounting information disclosure of different listed boards: the accounting information disclosure quality of non-state enterprises in Main Board as well as Small and Medium Board is significantly lower than state-owned firms, whereas GEM Board is not the case. What's more, the influences of the degree of regional financial development on the quality of accounting information disclosure of companies in different listed boards and enterprises with different ownership are as follows: in tight monetary policy periods, the accounting information disclosure quality of state-owned companies with a higher degree of financial development is higher than those with a lower degree of financial development, but accounting information disclosure quality of small and medium-sized firms and GEM companies is not affected by regional financial development.

**Key words:** monetary policy; quality of accounting information disclosure; ownership; regional financial development

(责任编辑 傅旭东)