

文章编号: 2095-2163(2020)07-0284-06

中图分类号: F272.3

文献标志码: A

上市公司信息披露的改进——基于微信披露平台

卢叶

(上海工程技术大学 管理学院, 上海 201620)

摘要: 随着移动互联网技术的发展,人们使用社交平台的频率越来越高,微信等新媒体在信息分享和传播中发挥着重要的作用。企业通过微信进行信息披露不仅开创了人际传播信息的新形式,而且影响了资本市场的信息传递方式。本文选择制造业中经常使用微信发布的两个行业,通过收集2016和2017年微信发布的信息,以在微信已公告的信息作为研究对象。发现企业使用微信发布已在交易所公告的信息可以提高累积超常收益率,并发现微信发布对累积超常收益率的影响在规模相对较小的上市企业表现得更加显著。由此得出结论:使用微信进行信息披露能够减少信息不对称,影响投资者决策,进而体现到资本市场的反应中。

关键词: 信息披露; 累积超常收益率; 微信

The reaction of capital market to information disclose by Wechat

LU Ye

(School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai 201620, China)

[Abstract] With the development of the Internet and the increasing usage of the social platform, We-chat and so on plays increasing importance in sharing and transporting the information. The way that enterprises transforming relative messages in We-chat is not only the new way of interpersonal communication, but also having great influence on information dissemination in the capital market and the information acquisition. By comparing the information in We-chat and the announcements in Stock Exchanges and collecting the total amount 250 of disclosed information it is found that when enterprises discloses the announcement in We-chat, the accumulated extraordinary rate of return will rise. And on this basis, the effect is more obvious in small firms than the big ones. Consequently, there is a conclusion that the information disclosure by We-chat can reduce the information asymmetry and the influence how the investors make decisions, further, acting on the capital market.

[Key words] Information disclose; We-chat; Cumulative abnormal return

0 引言

微信等新媒体受到大众的追捧,投资者也开始关注企业公众号发布的信息,强烈期待企业能够提高微信发布信息的质量。本文将以微信已公告信息为研究对象,研究微信发布和资本市场反应之间的关系。重点放在微信披露方式而非信息内容上,讨论微信发布的样式和资本市场对此做出的反应,还考察了上市公司在微信所发布信息的种类,希望发现上市公司在微信发布方面的偏好,为公司运营企业公众号提供一些思路。

1 文献综述

有关资本市场对信息披露的响应的研究可以按照信息的不同分为几类。从财务信息和非财务信息的角度而言,Richardson和Welker(2001)认为可以把信息披露按照信息内容分为两类——财务和社会信息,认为能够降低融资成本的是披露财务信息,而会增加资本成本的是社会信息^[1];有学者对审计意

见、环境保护、等方面的信息披露对资本市场进行了相关研究。章琳一和张洪辉(2013)研究了资本市场对非标准审计意见的市场的反应,发现资本市场可以区分无保留加强调事项段和保留及无保留加强调事项段以及无法表示的审计意见^[2];邢春玉、张立民和温菊英(2016)对持续无保留加事项段和持续经营保留意见二类意见持有不同的意见,认为资本市场能识别但不能很好地区分这二类意见^[3];肖华和张国清(2008)以松花江事件为研究对象,发现资本市场由于这件突发事件产生了负面反应^[4];万寿义和刘正阳(2012)的研究对象是紫金矿业事故,同样也发现了市场的负面反应,并发现A股和H股市场董事会处罚和决议公告的反应大小不同^[5];张瑶和郭雪萌(2015)站在内部控制缺陷信息披露的视角,发现自愿性信息披露的上市公司的权益资本成本降低趋势与内控信息质量的关系是正相关^[6];陆静、胡晓红和王萌(2013)采用事件研究法

基金项目: 上海工程技术大学研究生科研创新项目资助(0233-E3-0903-19-01323)。

作者简介: 卢叶(1996-),女,硕士研究生,主要研究方向:会计理论与实务。

收稿日期: 2020-03-30

研究了2000-2012年间16家上市银行声誉事件披露前后股票市场的反应^[7]；李远慧和张洁(2012)虽然不看好上市企业的社会责任报告质量,但还是认为投资者的决策需要这类信息^[8]；朱兰兰(2013)回归实证分析,证明了一般情况下上市公司选择披露社会责任,是向投资者传递“利好”信息,所以股价上升,公司价值也会随之增加^[9]；但是胡建军、董大勇(2013)却得出相反的结论——披露的社会责任信息越多,信息会由“利好”变“利空”,投资者反而不信任这种上市公司,结果是这类公司的股票回报率会越来越低^[10]。

2 理论分析和研究假设

(1)微信的信息披露对资本市场的影响分析。信息披露可以降低投资者信息成本,降低信息不对称程度,最终吸引到更多投资者关注企业。有研究表明,企业通过微信进行披露,能够提高信息披露质量和水平,投资者对公司的预测准确性高,可能使得股票流动性增加。公司运用微信“推送式”发布信息,如果满足了投资者预期的信息,会使投资者获得正的累积超常收益,进而可能会选择买进股票导致股价上涨。据此,本文提出假设1。

H1:公司通过微信发布已公告的信息会影响累积超常收益率。

(2)微信的信息披露对资本市场产生正向影响分析。微信信息发布是管理层利用互联网技术开展自愿信息披露的手段,微信主动发布信息传递出“利好”信息,一方面降低信息成本,对资本市场产生正向影响;另一方面,投资者接收到利好信息,会提高对上市公司的评价,进而影响到企业股价上涨。据此,本文提出假设2:

H2:微信的信息发布和累计超常收益率之间的关系是正相关。

(3)不同规模公司微信的信息披露的市场影响分析。投资者对上市公司投入的注意有限,所以会倾向聚焦于那些信息容易获得的公司。媒体报道是投资者的信息来源之一,由于媒体报道对企业的偏好,导致大小公司微信信息发布所增加的透明度不同。大公司受到较多媒体关注,微信信息发布能带来的信息覆盖增量可能相对较少,引起的市场流动性变化也相对较小,股价的波动幅度较小。相反,小公司利用微信可以获得更好的效果。据此,本文提出假设3。

H3:小公司微信发布的已公告信息对累计超常收益率的影响大于大公司微信发布的已公告信息。

3 数据与方法

3.1 样本

本文选取了可能对信息技术接受水平较高的两个行业,制造业中的计算机、通信和其他电子设备制造业以及信息传输、软件和信息服务业的软件和信息服务业。扣除了暂停上市、终止上市和停牌的公司,选择了2个行业362家公司进行考察,从表1中发现其中有公众号的一共是237家,有活跃订阅号的公司180家。对比这180家公司在深圳证券交易所网站披露的全部公告,发现在微信发布了交易所已公告信息的有37家。

表1 样本统计

Tab. 1 Sample statistic

公司总数	有活跃微信号的公司	微信披露公告的公司	微信披露公告条数
数量	362	180	313

3.2 模型设计与变量定义

对于假设1和2,进行Person相关性检验,如果P值小于显著性水平,则认为微信披露事件显著影响累积超常回报率。

根据前面的理论分析、研究假设和变量的选取,设置回归模型如式(1):

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 AMV_{it} + \beta_5 MD_{it} + \xi_{it} \quad (1)$$

其中, X_{1i} 表示点击率的自然对数; AGE_{it} 和 ROE_{it} 分别代表公司的上市年龄和净资产收益率; AMV_{it} 代表*i*公司*t*年的市值; MD_{it} 是事件期上市公司的媒体指数。

对于假设3,按照资产的自然对数大小排序,去中位数分组,然后对大小公司重新用模型进行回归分析,考察不同规模的公司的情况。

微信订阅号可以发送一条包含多个新闻的信息,本文选择企业在订阅号发布的信息作为研究对象,记录信息发送时间和交易所公布信息时间的差异、信息类型以及每条信息的点击率。指示变量 Y or N 的意思是,如果公司在交易所披露公告同时在微信上也披露了该信息或者分享了该信息的链接,那么设置其值为1,否则是0。代理变量Clicks,统计在订阅号上披露该信息或者链接的点击数。

在对资本市场的度量中,被投资者认可或者关注的信息会使得投资者获得累积超常收益。借鉴以往有关资本市场的文献,用累积超常收益率度量资本市场反应。初步估计,在信息发布的前后几天,资本市场会有变化,股价会发生波动,一段时间后股价

会稳定下来,累积超常收益率也会趋于稳定。把微信发布已公告信息的当天作为0点,如果公司在0点休市或停盘,就把最近的一个可以获取数据的交易日作为0点;而把微信发布的当月作为一个窗口期,用个股收益率和所在市场指数收益率的差额计算得到的累计超常收益率。

首先,根据下载自国泰安数据库的公司日个股收益率和各分市场收益率,并计算个股的每日超常收益率,式(2):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (2)$$

其中, AR_{it} 为所要计算的 i 股票在 t 日超常收益率; R_{it} 为 i 股票在 t 日的实际收益率; R_{mt} 为个股所在市场的指数收益率。

其次,计算出窗口期每家上市公司在交易日的超常收益率后,窗口期内的日累计超常收益率的总和,便是个股 i 在事件窗口期(i, t)内的累计超常收益率。

媒体报道会对公司产生影响,本文使用百度指数的媒体指数作为披露时的媒体报道量的代理变量,搜索关键词就是上市公司的证券简称;公司规模也会影响到投资者的关注度,本文用市值作为代理变量,控制企业规模;企业上市时间越长,投资者越了解上市公司的经营状况,股价受微信披露信息的

波动程度较小;公司的盈利能力可以通过净资产收益率表示,而盈利能力可能和股票波动正相关。其中媒体指数、总资产的自然对数、上市年龄、净资产收益率都为微信公布的一个月的事件期的平均值。控制变量的指标见表2。

表2 控制变量

Tab. 2 Control variable

度量内容	变量
媒体关注度	媒体指数
公司规模	市值
上市时间	上市年龄
盈利能力	净资产收益率

4 结果与分析

本文的实证检验逻辑是,多元回归分析的目的是检验微信信息披露的企业是否比不进行微信披露的企业受到的投资者关注更高,如果答案为是,则进一步检验这种关注度在不同行业 and 不同规模的企业之间的差异程度。

4.1 数据预处理和描述性分析

剔除掉部分缺失的数据后,剩下261条可用数据。进行异常值检验后,剔除异常值,最终可用数据为243条。剔除的异常值观测值清单见表3。

表3 异常观测值清单

Tab. 3 List of abnormal observations

观察值	原因变数	变数影响	变数值	变数标准
250	总资产的自然对数	0.395	20.297425613735890	22.165466040766578
188	累计超常收益率	0.821	.2244390000000000	-0.011149434112150
243	总资产的自然对数	0.350	20.566316631972153	22.165466040766578
245	总资产的自然对数	0.357	20.550158103402950	22.165466040766578
244	总资产的自然对数	0.402	20.550158103402950	22.165466040766578
246	总资产的自然对数	0.469	20.419244028666800	22.165466040766578
51	净资产收益率	0.720	0.1301305000000000	0.030587523364486
52	净资产收益率	0.721	0.1301305000000000	0.030587523364486
53	净资产收益率	0.727	0.1301305000000000	0.030587523364486
22	媒体指数	0.934	3239.0	1163.217
21	媒体指数	0.924	3080.0	1163.217
237	媒体指数	0.888	3012.0	1163.217
57	年市值	0.833	52708391.050000000000	15021595.40728507000000
19	媒体指数	0.895	2765.0	1163.217
59	年市值	0.866	52708391.050000000000	15021595.40728507000000
58	年市值	0.893	52708391.050000000000	15021595.40728507000000
111	媒体指数	0.754	2538.0	1163.217
184	年市值	0.632	42527956.690000000000	15021595.40728507000000

4.2 描述性分析

在 250 次公告披露中,点击率最高达到 29 913 次,最低是 84 次,差异较大。累计超常收益率最大为 0.2244,最小为 -0.16705。所搜集的公司中上市年龄最大为 23.28 年,最年轻的公司上市不足一年,

说明微信作为披露平台的接受面比较广。而以年市值看,搜集的公司规模区间为 (350, 359925739.4)。媒体指数采用的是百度指数,最大是 12 677 次,最小是 205 次。具体数据见表 4。

表 4 描述性统计
Tab. 4 Descriptive statistics

	N	范围	最小值	最大值	总和	平均数	标准偏差
上市年龄	243	22.39	0.89	23.28	1649.38	6.7876	3.48182
净资产收益率	243	0.421	-0.195	0.226	7.364	0.03	0.045
总资产的自然对数	243	4.09	20.297	24.395160233278297	5404.869	22.242	0.7689
媒体指数	243	12472.0	205.0	12677.0	386901.0	1592.185	1783.1854
年市值	230	356424058.	350	359925739.4	5247482471.8	22815141.181	48781306.906
累计超常收益率	243	0.650	-0.167	0.483	-0.082	-0.00033	0.0841
有效的 N (listwise)	230						

4.3 微信信息披露与累积超常收益率的回归分析

对变量做 Person 相关性检验,自变量、因变量和控制变量之间是否存在多重共线性。从表 5 可以看出,点击率和累计超常收益率在 1% 的水平上显著正相关。点击率和两个控制变量也是在 1% 的水平上显著正相关,表示上市时间越长,企业的微信平台受到投资者的关注更多;规模越大的公司,微信公告的点击率越高。

累积超常收益率和点击率显著正相关,说明微信信息发布的点击率越大,投资者获得的累计超常收益越高,微信信息发布影响了投资者决策。累积超常收益率和年市值正相关,说明公司规模越大,股价受到信息披露异常反应的程度越大。

从相关系数的大小来看,各相关系数的值都小于 0.5,说明自变量、因变量和控制变量之间的多重共线性较低。

表 5 Person 检验
Tab. 5 Person test

	累积超常收益率	年市值	净资产收益率	媒体指数	上市年龄
点击率	0.187 **	0.711	0.265 **	0.544	0.211 **
P 值	0.003	0.000	0.000	0.000	0.001
累积超常收益率		0.084	0.082	0.104	0.056
P 值		0.204	0.199	0.105	0.375
年市值			0.358 **	0.817	0.379 **
P 值			0.000	0.000	0.000
净资产收益率					0.024
P 值					0.700
媒体指数					0.019
P 值					0.763

注: ** 和 * 分别表示在 0.01 和 0.05 级别(双尾)相关性显著。

进一步剔除其他相关因素影响,计算点击率和累积超常收益率之间的相关性,具体结果见表 6。再把市值、净资产收益率、上市年龄作为控制变量的条件下,点击率和累积超常收益率的偏相关系数是

0.250,说明两个变量之间仍然呈现显著正相关关系,而且偏相关系数检验统计量的概率 p 值为 0.003,小于显著水平 0.05。

表 6 偏相关

Tab. 6 Partial correlation

控制变量		点击率	累积超常收益率	
年市值、媒体指数	点击率	相关性	1.000	0.250
		df	0	138
净资产收益率	累积超常收益率	相关性	0.202	1.000
		df	138	0
上市年龄		显著性(双侧)	0.003	
		显著性(双侧)	0.003	
		df	138	0

4.4 回归分析

曲线估计的结果见表 7,以累计超常收益率作为因变量,在控制市值、净资产收益率和上市年龄后,进行曲线估计。如果显著性水平为 0.05,那么倒

数模式的 F 值小于 2,相伴概率 p 值大于 0.05;而线性、对数、二次曲线、三次曲线模型的 F 值分别为 8.959、8.514、8.048 和 5.344。综合来看,线性模型为最佳模型。

表 7 曲线估计

Tab. 7 Curve estimation

方程式	模型摘要		参数评估						
	R 平方	F	df1	df2	显著性	常数	b1	b2	b3
线性	0.035	8.959	1	248	0.003	-0.013	3.84		
对数	0.033	8.514	1	248	0.004	-0.083	0.011		
倒数模式	0.001	0.312	1	248	0.577	-0.004	-1.275		
二次曲线模型	0.061	8.048	2	247	0.000	-0.021	1.00-	-3.26	
三次曲线模型	0.061	5.344	3	246	0.001	-0.021	1.01	-3.33	1.85

线性回归的结果见表 8 和表 9:

DW 统计量接近于 2,说明残差不存在自相关。

进行回归分析,发现市值和媒体指数的方差膨胀因子比较大,分别为 4.226 和 4.194,说明这两个变量之间存在共线性问题。可能原因是,市值高的

公司会受到媒体和投资者较多关注,在一定条件下,媒体指数高的公司规模也比较大。在控制了媒体报道次数,市值、净资产收益率和上市年龄后,点击率在 5%的水平上和累积超常收益率显著相关,相关系数是 6.961。

表 8 模型摘要

Tab. 8 Model summary

模型	R	R 平方	调整后 R 平方	标准偏斜度错误	Durbin-Watson
1	0.189a	0.036	0.019	0.0645553279570	1.698

表 9 线性回归方程系数

Tab. 9 Coefficient of linear regression equation

模型		非标准化系数		标准化系数		显著性	共线性统计资料	
		Beta	标准错误	Beta	标准错误		允差	VIF
1	(常数)	0.001	0.018	0.052	0.958			
	年市值	5.96	0.000	0.348	2.111	0.037	0.237	4.226
	净资产收益率	-0.001	0.002	-0.037	-0.464	0.643	0.985	1.015
	上市年龄	0.000	0.002	0.010	0.122	0.903	0.862	1.161
	点击率	6.96	0.000	0.258	3.028	0.003	0.881	1.135
	媒体指数	-1.14	0.000	-0.250	-1.527	0.129	0.238	4.194

按照市值对公司进行分组,去中位数为分界线,分别对大小公司进行回归分析。不同规模下,点击率和累积超常收益率的 P 值较大,可能是由于数据分组后,样本过少导致的。但是小公司的回归系数

比大公司的回归系数高出 0.146,说明小公司微信披露所引起的累积超常收益率变动显著大于大公司,验证了假设 3。具体数据见表 10。

(下转第 291 页)