

机构调研、研发支出与信息披露质量

陈宁, 陈海声(博士生导师), 王华宾

【摘要】研发活动的内在特点决定了研发企业的信息不对称性较高、信息披露质量较低,机构投资者调研获取的第一手信息可作为公开信息的有效补充。机构投资者调研会对企业信息披露形成外部监管压力,同时,机构投资者调研后所获得的信息也会通过交易传递到市场。基于机构调研的视角,研究研发支出对信息披露质量的影响,研究结果表明:无机构调研的企业,研发支出与信息披露质量之间没有显著相关关系;在有机构调研的企业,研发支出越多,信息披露质量越高;机构关注度越高的企业,研发支出对信息披露质量的正向影响越显著。

【关键词】研发支出; 机构投资者; 实地调研; 信息披露质量; 机构调研

【中图分类号】F276.6 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)22-0046-9

一、问题的提出

创新是转换企业增长动力、实现企业长期可持续发展的关键,研发活动是技术创新的重要手段。由于创新活动需要大量资金投入,因此资本市场的支持对创新发展具有重大意义。但创新企业与资金提供者之间的信息不对称增加了企业研发活动的外源融资成本,产生了融资约束,从而制约了企业创新。研发企业信息不对称性较高的客观原因是研发投入风险大、周期长、不确定性大、专业壁垒高,使得信息披露工作的难度与成本较高;研发企业信息不对称性较高的主观原因是企业研发活动的开展常常涉及商业机密,在激烈的市场竞争背景下,企业对信息披露持谨慎态度。

在研发支出公开信息披露不足的情况下,掌握信息渠道与专业优势的机构通过实地调研上市公司获取私有信息,以弥补公开信息披露的不足。实地调研使得以机构为代表的部分投资者能更加准确地了解上市公司研发支出的实际情况,这部分信息再通过交易陆续传递到整个市场。机构调研是否会对研发企业的信息披露行为造成影响呢?上市公司会抱

着“说悄悄话”的心态,通过机构调研传递私有信息而忽视其公开信息的披露,还是受制于机构调研的监督与信号传递作用,主动提高其公开信息披露质量?

本文首先对于研发支出、机构投资者、机构投资者调研行为与信息披露质量的研究文献进行了梳理与归纳。然后,通过实证分析发现,上市公司研发支出水平与上市公司信息披露质量有显著的正相关关系。也就是说,研发支出较多的企业,其信息不对称性通常较高,而提高信息披露质量可以降低信息不对称性,从而吸引更多的外部资金流入,进一步缓解融资约束问题。接着,我们进一步将上市公司分为没有机构调研组与有机构调研组,实证分析发现:没有机构调研组的研发支出与信息披露质量之间不存在显著关系;有机构调研组的研发支出则能显著影响信息披露质量。最后,本文讨论了这一实证结果对提高信息质量的政策启示。

二、文献综述

(一)关于研发支出与信息披露质量的研究

现有关于研发支出与信息披露质量的研究文献

【基金项目】广东省科技厅软科学研究计划项目(项目编号:2014A070703011)

普遍认为研发支出的信息不对称性较高,并从不同角度分析了其形成原因及经济后果。

徐欣、唐清泉^[1]认为研发活动的内在不确定性导致财务报告信息承载不足,从而造成信息不对称。袁东任、汪炜^[2]指出,研发项目中的信息不对称和信息不完全给企业研发支出带来了较高的信息风险。而处在信息劣势的外部投资者向上市公司索要风险溢价推高了企业研发支出的对外融资成本,带来了融资约束,进而使得企业为规避资金风险不得不减少研发投入,从而形成恶性循环。

黄当玲^[3]指出研发支出信息披露仍然不规范,样本企业在披露研究阶段与开发阶段的划分情况时通常会单纯照搬会计准则,而对于具体划分标准却无一披露。

从以上文献分析可知,当前的研究成果可归纳为以下几点:企业研发活动的内在特征导致研发投入信息不对称程度较高;现有会计准则关于研发支出处理的规定不够具体,导致报表中实际披露的信息较为模糊;信息不对称性使得企业研发支出的信息风险较大,从而形成融资约束。

(二)关于研发支出与机构投资者的研究

1. 机构投资者对研发支出的影响。现有对机构投资者与研发支出的研究多基于下列三个假设:

(1)短视投资者假设。在短视投资者假设下,机构投资者的业绩压力、分析师对短期业绩的预测与关注,均给风险高、周期长的研发企业带来了巨大的市场压力。管理层为了迎合机构投资者与分析师,会选择减少研发投入以提高企业短期业绩。基于此假设,机构投资者的关注与研发投入负相关^{[4][5][6]}。

(2)优势投资者假设。优势投资者假设认为机构投资者与个人投资者相比,在资金实力、风险承受能力和专业分析能力等方面均具有优势,因此机构投资者能够通过掌握的信息甄选出创新能力强的企业进行长期投资。

(3)积极投资者假设。积极投资者假设认为频繁短线操作会影响投资组合的整体收益,因此机构投资者倾向于选择长期投资,同时会积极影响企业决策。

由于研发投入给企业带来的主要是长期利益的流入,所以在后两种假设下,机构投资者与研发投入正相关^{[7][8][9][10][11]}。

2. 研发投入对机构投资者的影响。现有研究表明,在机构投资者影响企业管理层的研发投入偏好

的同时,企业的研发投入也影响着机构投资者的行为。罗婷、朱青和李丹^[12]指出研发投入与其投入后一年的股价变动显著正相关,而与同期股价变动不相关,这一跨期估值效应使得能及时发现研发投入价值的机构投资者得到套利空间,因此研发投入会吸引机构投资者的关注。赵洪江、夏晖^[13]指出公司创新投入增加导致开放式基金和封闭式基金对其持股增加,说明公司创新行为会反过来影响部分机构投资者的投资决定。

徐欣、唐清泉^[1]认为研发活动的内在不确定性,导致财务报告的信息承载不足,造成信息不对称,证券分析师则会利用专业技能和信息渠道优势发现套利机会。陈超、潘晶晶和赵武阳^[14]研究发现,现行会计准则中针对研发支出的改革提高了会计信息的估值作用,引起了分析师的关注,因而具有积极的经济后果。

综上所述,虽然机构投资者对研发投入的影响在文献中依然存在争议,但现有文献已经证明机构投资者与企业研发活动之间存在密切关系,研发活动会吸引机构投资者的关注。

(三)关于机构投资者与信息披露质量的研究

相比一般投资者而言,机构投资者是专业投资人,在资金实力、信息渠道与信息解读上都具有显著优势。同时,机构投资者通过公开交易或是各种媒体传播渠道向公众传递信息,也在一定程度上对企业会计信息披露起到了监督作用。

Gilson等^[15]认为机构投资者是上市公司的利益相关者,他们对信息披露行为进行监督并使披露的信息可靠性得到提高。高敬忠、周晓苏和王英允^[16]发现机构持股的增加降低了公司管理层盈余预告的误差,提高了精确性与及时性。

杨海燕、韦德洪和孙健^[17]以及李忠海、李道远^[18]研究发现,证券投资基金、保险公司、社保基金和QFII等机构的持股显著提升了上市公司信息披露质量。除了直接持股,机构投资者还能通过交易与实地调研影响企业的信息披露。

孔东民等^[19]研究指出,机构投资者的实地调研行为具有信息含量,并影响其后续交易行为。而在此之前,侯宇、叶冬艳^[20]则已经验证过机构投资者的交易能通过增加股价中的信息含量来提高市场效率。

(四)文献评述小结

综上所述,研发支出存在信息不对称,机构关注

研发支出的信息并具备信息搜寻的动机与能力,而机构投资者的关注会影响信息披露的质量。在此基础上,本文将进一步研究机构对研发支出的关注是否会影响以及如何影响研发企业的信息披露质量。

三、研究假设

(一)信号传递理论

Elfakhani^[21]对股利信号的研究指出,股利信号的作用与企业信息披露事项的多少及一致性相关。当公司信息披露不足或信息披露不一致时,股利信号更加有利于降低市场的不确定性。研发投入的信息不对称性限制了信息使用者对研发支出的了解,为投资者带来了信息风险。投资者为规避信息风险或选择不将资金投入研发企业,或向企业要求更高的风险溢价,从而使得企业研发投入产生融资约束,提高了外源融资的成本。在这种情况下,企业设法改善信息披露质量也是一种信号传递行为,即通过提高信息披露质量来降低外部投资者的不确定性,从而缓解信息不对称,降低融资成本,缓解融资压力。研发投入越多的上市公司,其面临的资金风险越大,对外部资金的需求越迫切,通过信息披露向市场传递信号的动机就越强烈。

(二)委托代理理论

委托代理理论指出,委托人与代理人有不一样的效用函数,他们之间存在信息不对称与利益冲突^[22]。公司管理层作为代理人,可能会利用信息不对称来为自己谋取私利,从而以牺牲公司长远利益为代价做出次优的投资行为。

我国2007年开始实施的新会计准则要求对于研究阶段发生的支出进行费用化,而对于开发阶段发生的支出可以有条件地资本化以确认为无形资产。该规定意味着研发支出的会计处理会影响当期利润,从而影响管理层的业绩与薪酬。虽然现行准则对研发支出的费用化和资本化提出了四条划分标准,但这些标准如“预期收益是否能实现”等在实际操作中存在较大的主观性与不确定性,而大部分外部信息使用者也不具备辨识其合理性的专业能力。管理层在信息披露时有盈余操纵的动机和空间,他们可能会为了谋取自身利益而追求短期业绩目标的实现、隐瞒研发失败的风险、避免公司商业秘密泄露,在这种背景下研发信息披露的可信度堪忧。

基于以上分析,本文提出如下假设:

假设1a:其他条件一定的情况下,研发支出越

多的企业信息披露质量越高。

假设1b:其他条件一定的情况下,研发支出越多的企业信息披露质量越低。

(三)知情投资者行为与信息效率

根据DHS模型,市场上的投资者可以分为知情投资者和不知情投资者。以机构投资者和证券分析师为代表的知情投资者能够提高股价对市场信息的反应和渗透速度,有利于提升市场的理性和效率^[23]。

研发信息往往比较敏感,对上市公司而言,一方面进行信息披露的成本与风险较大;另一方面在信息披露后,投资者由于缺乏解读研发信息所需的专业能力不能做出相应的积极反应,使得信息披露的收益较低,自然造成公司对研发投入信息披露的动力不足。正是在这种情况下,具有实地调研能力的机构投资者得以利用其规模与信息优势去分析与验证公开信息,获取未公开披露的私有信息,成为知情投资者,并进行交易套利^[24]。

对公众而言,机构调研方向代表着知情投资者的关注热点,机构在实地调研后的交易行为使得私有信息公开化,从而提高了市场信息效率^{[20][25][26]}。

机构通过实地调研解读公司研发信息并进行交易,从而向市场传递信息,这一过程也形成了对上市公司的外部监管,约束了上市公司的信息披露行为。同时,由于机构行为的信息传递作用,使得信息披露所获得的关注度提高,从而提高了信息披露的收益,并激发了上市公司研发支出信息披露的热情。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设2:在有机构调研的企业中,研发支出越多,信息披露质量越高。

假设3:机构调研越多的企业,研发支出对信息披露质量的正面影响越显著。

四、实证研究

(一)样本来源与数据选择

深圳证券交易所(简称“深交所”)在2009年12月发布了《关于启用“深圳证券交易所上市公司投资者关系互动平台”的通知》,该平台简称为“互动易”平台。“互动易”平台要求上市公司将接待机构投资者调研、接受媒体采访、路演活动等情况,通过“互动易”网站及时向市场公开,该平台已成为上市公司与投资者之间权威的沟通平台。

2013年深交所再次发布《关于深圳证券交易所上市公司投资关系互动平台有关事项的通知》。该通

知指出,交易所应将上市公司在“互动易”平台进行投资者关系活动信息公开以及依法履行信息披露义务的情况纳入上市公司信息披露考核范围,这使得互动易平台所披露的投资者调研活动信息有了质量保证。

上市公司在“互动易”平台的投资者调研活动信息披露从2012年开始逐渐规范,因此,本文选择2012~2015年深市A股上市公司作为研究对象,剔除各年度上市不满1年、数据缺失和金融业的上市公司后,样本量为3922个。机构投资者调研数据搜集自上市公司年报和深交所“互动易”平台,其他数据来自CSMAR和WIND数据库。本文主要使用Stata 14.0软件进行相关的统计分析。

(二)研究模型与变量设置

1. 研究模型。本文在参考已有文献的基础上,以深交所公布的上市公司信息披露质量评级作为信息披露质量的替代变量、以研发支出与机构调研行为作为主要解释变量,建立如下多元线性回归模型以检验上文所提出的假设。

$$EDI = \alpha_0 + \alpha_1 RD + \alpha_2 PB + \alpha_3 ROA + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 TRUNOVER + \alpha_7 AGE + \alpha_8 TOP10 + \alpha_9 INDIR + \alpha_{10} IND + \alpha_{11} YEAR + \alpha_{12} TOP + \alpha_{13} BSIZE + \alpha_{14} DUAL + \alpha_{15} BSHARE + \alpha_{16} MSHARE + \varepsilon$$

(模型1)

$$EDI = \alpha_0 + \alpha_1 RD + \alpha_2 CVTIMES + \alpha_3 RD \times CVTIMES + \alpha_4 PB + \alpha_5 ROZ + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 LEV + \alpha_8 TRUNOVER + \alpha_9 AGE + \alpha_{10} TOP10 + \alpha_{11} INDIR + \alpha_{12} IND + \alpha_{13} YEAR + \alpha_{14} TOP + \alpha_{15} BSIZE + \alpha_{16} DUAL + \alpha_{17} BSHARE + \alpha_{18} MSHARE + \varepsilon$$

(模型2)

2. 变量设置。

(1)被解释变量:信息披露质量。为加强上市公司信息披露监管,深交所在每年上市公司年度报告披露工作结束后,对上年12月31日前已在深交所上市的公司信息披露工作进行考核。考核采用公司自评与本所考评相结合的方式进行,考核结果从高至低依次为A、B、C、D,分别代表优秀、良好、及格和不及格四个等级。本文参考张纯、吕伟^[27]的研究成果,以深交所上市公司信息披露考评结果来衡量上市公司的信息披露。

(2)解释变量1:研发支出。本文参考刘振^[28]的研究成果,使用上市公司研发支出与总资产的比值来衡量公司研发支出水平,在进行稳健性检验时,采用研发支出与当期总营业收入的比例代替。

(3)解释变量2:机构调研行为。参考徐欣、唐清泉^[1]的研究成果,本文分别采用机构调研次数和调研机构数量表征机构调研行为。本文所定义的机构投资者包括券商、基金、保险、社保、QFII、信托和私募等。

(4)控制变量。根据已有对上市公司信息披露质量的研究,本文选择了企业发展能力、企业盈利能力、企业规模、财务杠杆、股票流通性、上市时长、大股东持股、股东制衡、董事会规模、独立董事、两职合一、董事会持股、高管持股作为控制变量加入模型,并控制了行业与年度。

变量的具体名称和定义如表1所示。

表1 变量定义

	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	信息披露质量	EDI	深交所信息考评指标,优秀=3,良好=2,及格=1,不及格=0
	研发支出	RD	研发支出/当年总资产
解释变量	机构调研行为	CVTIMES	企业接待调研次数的自然对数
	研发支出与机构调研的交叉变量	RD×CVTIMES	研发强度×机构调研行为
控制变量	企业发展能力	PB	市净率
	企业盈利能力	ROA	总资产净利润率
	企业规模	SIZE	总资产合计的自然对数
	财务杠杆	LEV	资产负债率
	股票流通性	TURNOVER	平均换手率
	上市时长	AGE	上市年数
	大股东持股	TOP	大股东持股比例
	股东制衡	TOP10	前十大股东持股比例的S指数
变量	董事会规模	BSIZE	董事人数
	独立董事	INDIR	独立董事/董事人数
	两职合一	DUAL	董事长与总经理兼任情况
量	董事会持股	BSHARE	董事会持股数/总股数
	高管持股	MSHARE	高管持股数/总股数
	行业	IND	行业虚拟变量,参照证监会行业分类,制造业取二级分类
	年度	YEAR	年度虚拟变量

(三)实证结果

1. 描述性统计和相关性分析。表2报告了主要变量描述性统计的情况;表3报告了回归模型中变量的Pearson相关系数。

根据表2可知,信息披露质量最好的为优秀得3分,最差是不及格得0分,平均值为2.085。机构调研数据取对数,最大值为6.344,最小值为0,标准差为1.933。上市公司的研发支出最高为1.201,最低是0,标准差是0.001。可见深市A股上市公司的整体公开信息披露质量水平较高,深市A股上市公司中研发型企业也较多,机构投资者对各公司的青睐程度仍有较大的区别。

控制变量中,代表企业发展能力的市净率(倍数)最大值高达2001,最小值仅为-1490。经进一步查证,发现出现账面负资产的公司多数在后期已被借壳,故在后面回归时将市净率为负的样本删除。代表

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	平均值	中位值	标准差	最小值	最大值
EDI	3922	2.085	2	0.308	0	3
CVTIMES	3922	2.724	2.890	1.933	0	6.344
RD	3922	0.024	0.019	0.001	0	1.201
PB	3922	5.186	3.078	1632	-1490	2001
ROA	3922	0.055	0.035	2.009	-6.776	108.400
SIZE	3922	21.690	21.570	1.248	14.940	27.140
LEV	3922	0.404	0.373	0.117	-0.195	11.510
TURNOVER	3922	0.033	0.026	0.001	0.001	0.186
AGE	3922	7.956	5	40.330	1	25
TOP	3922	0.341	0.320	0.021	0.036	0.900
TOP10	3922	0.242	0.232	0.017	0.007	0.663
BFSIZE	3922	8.502	9	2.662	4	18
INDIR	3922	0.375	0.333	0.003	0.182	0.714
DUAL	3922	0.314	0	0.215	0	1
BSHARE	3922	0.173	0.035	0.046	0	0.994
MSHARE	3922	0.095	0.006	0.026	0	0.795

表3

变量相关性分析

Panel A 因变量与主要解释变量之间的相关性分析													
	EDI			CVTIMES			RD						
EDI	1												
CVTIMES	0.197***			1									
RD	0.051***			0.121***			1						

Panel B 控制变量之间的相关性分析													
	PB	ROA	SIZE	LEV	TURNOVER	AGE	TOP	TOP10	BFSIZE	INDIR	DUAL	BSHARE	MSHARE
PB	1												
ROA	0.0684	1											
SIZE	-0.0951	-0.0649	1										
LEV	-0.0086	-0.0721	0.2840	1									
TURNOVER	0.0326	-0.0081	-0.299	-0.1760	1								
AGE	0.0220	0.0182	0.3550	0.3370	-0.2650	1							
TOP	-0.0258	-0.0235	0.1500	0.0146	-0.1130	-0.0441	1						
TOP10	-0.0161	0.0081	-0.1070	-0.1820	0.0848	-0.3570	-0.4230	1					
BFSIZE	-0.0308	-0.0119	0.2720	0.0956	-0.1780	0.1600	-0.0271	-0.0121	1				
INDIR	-0.0050	0.0116	-0.0409	-0.0200	0.0758	-0.0324	0.0324	-0.0148	-0.5220	1			
DUAL	-0.0093	0.0197	-0.1400	-0.0644	0.1340	-0.2030	-0.0117	0.0621	-0.1660	0.1300	1		
BSHARE	-0.0058	-0.0049	-0.2880	-0.2590	0.3120	-0.5550	-0.0476	0.362	-0.1900	0.1010	0.2060	1	
MSHARE	-0.0026	-0.0027	-0.2320	-0.2020	0.2630	-0.4210	0.0056	0.238	-0.1440	0.1180	0.4840	0.741	1

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著,下同。

企业盈利能力的平均总资产利润率为3.54%，平均资产负债率为40.4%。样本上市公司中，上市时间最短的为1年，最长的为25年，平均上市年限为7.956年。在股权结构方面，第一大股东的持股比例最高达到90%，最低为3.6%，平均值为34.1%；而第二至第十大股东的持股比例最高达到66.3%，最低为0.7%，平均值是24.2%。董事会人数最多有18人，最少有4人，表明公司间董事会规模的差异较大。而独立董事平均占比为37.5%，董事会持股平均为17.3%，高管平均持股9.5%，董事长与总经理两职合一的公司占比31.4%。

根据表3可知，企业研发支出与信息披露质量的相关系数为正，这与初步假设方向不符，因此在后文的回归分析中，将进一步讨论其与假设不符的原因。控制变量之间的相关系数总体上并不高，说明变量整体不存在严重的多重共线性。

2. 回归结果分析。表4报告了信息披露质量与上市公司研发支出的多元回归结果。

表4第(1)列结果显示，上市公司研发支出在1%的显著性水平上正向影响上市公司信息披露质量。研发支出越多的公司，信息披露质量越高。可见，假设1b不成立，假设1a成立。

我们进一步将样本公司进行分组，第一组为有机构进行调研的上市公司，第二组为没有机构进行调研的上市公司，再次进行回归，回归结果分别显示在第(2)列与第(3)列。分组回归结果显示，被机构投资者关注并实地调研的上市公司，其研发支出在1%的显著性水平上正向影响信息披露质量；但没有被机构投资者关注并调研的上市公司，其研发支出与信息披露质量之间的关系不显著，假设2成立。

根据这个回归结果我们可以做出推断，机构调研代表外部投资者的关注，有机构调研的企业受到投资者更多的关注，而外部投资者是企业研发活动的主要资金来源。研发支出越大的上市公司越有动机提高信息披露的质量，从而降低信息不对称水平、缓解融资约束问题，因此在有机构调研组中，研发支出会显著正向影响信息披露质量。

从控制变量上来看：①市净率、资产负债率和上市时长与信息披露质量之间显著负相关。市净率越高的上市公司信息披露质量越低，一般认为市净率较低的上市公司投资价值比较高，回归结果证明这些公司的信息披露质量也比较高。资产负债率越高的上市公司信息披露质量越低，说明财务杠杆高的

表4 研发支出与信息披露质量：假设1和假设2检验

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	全样本	有机构调研	无机构调研
RD	1.529*** (0.360)	1.194*** (0.373)	-0.0200 (1.141)
PB	-0.00236*** (0.00083)	-0.00452*** (0.00125)	-0.00122 (0.00112)
ROA	1.726*** (0.128)	3.190*** (0.204)	0.815*** (0.179)
SIZE	0.0923*** (0.0124)	0.0744*** (0.0143)	0.0869*** (0.0251)
LEV	-0.361*** (0.0576)	-0.264*** (0.0674)	-0.350*** (0.1090)
TURNOVER	2.144*** (0.430)	1.575*** (0.478)	1.632* (0.9570)
AGE	-0.00623*** (0.00209)	-0.00333 (0.00247)	-0.00265 (0.00416)
TOP	0.196*** (0.0621)	0.149** (0.0681)	0.323** (0.1410)
TOP10	0.0171** (0.00694)	0.0200*** (0.00759)	0.00385 (0.01560)
BFSIZE	0.140 (0.185)	0.265 (0.202)	-0.147 (0.410)
INDIR	-0.0258 (0.0218)	-0.0144 (0.0238)	-0.0827* (0.0488)
DUAL	0.00131 (0.0630)	-0.0231 (0.0675)	-0.140 (0.1560)
BSHARE	0.0199 (0.0851)	-0.0630 (0.0915)	0.389* (0.2070)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
Constant	-62.28*** (18.78)	-71.22*** (21.10)	28.28 (40.79)
Observations	4232	3320	912
R-squared	0.132	0.139	0.129

注：括号内为标准差。

上市公司希望对外披露的信息尽可能改善信息使用者对其风险程度的判断，因此有操纵报表的动机，并影响其信息披露的质量。上市时长与信息披露质量负相关，说明新上市的公司更重视信息披露。②换手率、企业盈利能力、企业规模、第一大股东控股和股东制衡与信息披露质量显著正相关。换手率，即股票流通性越高，信息披露质量越高。第一大股东持股比例越高，股东制衡度越高，信息披露质量越好。ROA代表企业的盈利能力，盈利能力越强、企业规模越

大,信息披露越规范,信息披露质量越高。

表5报告了研发支出、机构调研与信息披露质量之间的回归结果。

表5 研发支出、机构调研与信息披露质量:假设3检验

EDI	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CVTIMES	0.0299***	0.008632	3.47	0.001	0.0129954	0.0468436
RD	-0.6130	0.504719	-1.21	0.225	-1.602492	0.3766766
RD× CVTIMES	0.5720***	0.168391	3.40	0.001	0.2419439	0.9022591
PB	-0.0050***	0.001263	-3.95	0	-0.0074594	-0.0025088
ROA	2.3020***	0.194785	11.82	0	1.919733	2.683548
SIZE	0.0613***	0.014688	4.17	0	0.0324696	0.090065
LEV	-0.3040***	0.069186	-4.39	0	-0.4393928	-0.1680917
TURNOVER	-1.280**	0.475583	-2.69	0.007	-2.212198	-0.3472835
AGE	-0.0000117	0.002453	0	0.996	-0.0048204	0.0047969
TOP	0.1770**	0.068226	2.59	0.010	0.0428075	0.3103422
TOP10	0.0156*	0.007569	2.06	0.039	0.0007681	0.0304494
BSIZE	0.1450	0.202566	0.72	0.473	-0.2519269	0.5424011
INDIR	-0.0239	0.023658	-1.01	0.313	-0.0702724	0.0224975
DUAL	-0.0375	0.067159	-0.56	0.576	-0.1691874	0.0941626
BSHARE	-0.0378	0.090729	-0.42	0.677	-0.2156821	0.1400971
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3479					
Adj.R ² (%)	14.51					
F value	8.57***					

表5报告了模型2的回归结果。模型2在模型1的基础上,增加了研发支出与机构调研的交互项。研发支出与机构调研的交互项在1%的水平上显著正向影响上市公司的信息披露质量,说明机构调研强度越大,研发支出对信息披露质量的正向影响越大,假设3成立。前文对模型1的回归结果进行分组时已经发现有机调研的上市公司研发支出能够显著正向影响信息披露质量,而没有机构调研的上市公司,研发支出对信息披露质量的影响不显著,模型2再次印证并进一步拓展了模型1的回归结果。作为专业投资者,机构投资者通过机构调研验证公开披露的信息,并能获得关于企业真实经营与研发状况的第一手资料,这些信息随后通过交易传递到市场。因此,机构调研越多,带给上市公司的外部监管压力也越大,信息披露造假的成本越高,这迫使它们更加重视信息披露质量。

(四)稳健性检验

本文用“研发支出与当期总营业收入之比”替换“研发支出与总资产的比率”来代表研发支出水平,以调研的机构数量替换机构调研次数代表机构调研行为,再次回归以进行稳健性检验,结果与原结论基本一致,说明前述研究结论是稳健的。

五、结论与启示

(一)结论

通过实证检验发现:没有机构关注的上市公司,研发支出与信息披露质量之间没有显著关系;但被机构关注的上市公司,研发支出则能显著影响信息披露质量,机构关注度越高的上市公司,研发支出对信息披露质量的影响也越大。那么,为什么机构调研会在这里起那么大的作用呢?我们将在启示部分作进一步分析。

(二)启示

1. 准则要求不够明确,导致上市公司的自利动机对信息披露质量的影响较大。现行会计准则与上市公司信息披露规则均对研发支出的信息披露做出了规定,这使得上市

公司研发支出一般通过财务报表、财务报表附注、董事会报告三种方式进行披露。《企业会计准则第6号——无形资产》规定,“企业内部研究开发项目的支出,应当区分研究阶段支出与开发阶段支出”^[29]。研究阶段的支出应在发生时确认为费用,而开发阶段的支出满足以下五个条件后方可确认为资产:“完成该无形资产以使其能够使用或出售在技术上具有可行性;具有完成该无形资产并使用或出售的意图;无形资产产生经济利益的方式;有足够的技术、财务资源和其他资源支持,以完成该无形资产的开发,并有能力使用或出售该无形资产;归属于该无形资产开发阶段的支出能够可靠地计量”。

现行会计准则虽然对研发费用在研究阶段与开发阶段的划分标准做出了定义,但具体划分只有原则性的指导;开发阶段资本化应满足的五个条件也主要基于管理层的意图和专业判断。对于报表附注

的披露,现行会计准则没有给出规范名称与标准。董事会报告中对于研发支出的披露由证监会的上市公司披露编报规则和会计准则规范,上市公司在遵照会计准则进行具体会计处理时,又往往因为主观判断等原因造成对披露规则的理解与执行差异。

一方面,研发支出的会计处理主观性较强,验证难度较大;另一方面,处理方式较为复杂,使得上市公司进行会计处理与信息披露的工作量大、成本高。因此常常出现以下问题:随意划分研发阶段;财务报表附注中披露不规范;董事会报告披露的研发支出金额与财务报表及财务报表附注中披露的金额不一致等。机构调研恰好弥补了研发信息披露主观性强、难以验证的缺点。机构通过实地调研与访谈,了解管理层动机、研发项目的实际进展,厘清与核对公开披露的研发信息,从而对上市公司形成外部监管压力。由于研发支出是机构关注的焦点,因此那些面对机构调研的上市公司研发支出越多时,越会提前做好准备,主动地提高信息披露质量。

2. 研发信息披露可理解性不强,投资者分析时所需专业知识要求较高。通常情况下,研发信息披露的可理解性不强,对信息使用者所需专业知识都有较高要求^[30]。首先,研发信息在财务报告中并非集中披露,而是分散在资产负债表、利润表、现金流量表、报表附注以及董事会报告中。对于缺乏专业能力的一般投资者而言,这往往会带来理解上的难度。其次,研发阶段的划分以及开发阶段相关条件的满足,会涉及研发项目的具体情况说明。由于研发项目专业性强,一般投资者对于上市公司所披露的信息难以正确解读。

然而,机构拥有各专业领域的研究与投资人员,通过他们进行实地调研与访谈,对研发支出信息往往能够做出更专业的判断,这些判断会影响他们随后的投资决策。对于一般投资者而言,机构调研信息与交易信息恰好对难以理解和判断的公开信息进行了有效补充。可见,机构调研对企业研发行为的肯定在资本市场上会形成放大作用,对于那些研发支出多的企业来说,它们会更重视信息披露的质量,期望在机构调研中得到认可并由此获得市场资金,从而缓解融资约束。

3. 加强机构调研信息的披露,及时将私有信息转化为公开信息。笔者认为,一方面应进一步完善研发信息披露的相关准则及规定,将信息披露内容具体化、制度化,提高研发信息披露的一致性与可理解

性,减少上市公司主观意愿对信息披露质量的影响。另一方面,机构调研信息的披露意义重大。机构调研对研发支出的信息披露能带来正面的影响,但机构调研本身所产生的是私有信息,只有通过事后交易才能在公开市场传递。

因此,对机构调研行为进行规范与及时的披露,有助于投资者更快地掌握机构关注点,并通过机构调研内容的补充,更好地理解与把握公开披露的研发信息。机构调研信息的披露,使得实地调研中所形成的私有信息能更快地在上传递,这也有助于提高整个资本市场的信息传递效率。

主要参考文献:

- [1] 徐欣,唐清泉. 财务分析师跟踪与企业R&D活动——来自中国证券市场的研究[J]. 金融研究, 2010(12):173~189.
- [2] 袁东任,汪炜. 信息披露与企业研发投入[J]. 科研管理, 2015(11):80~88.
- [3] 黄当玲. 研发支出会计信息披露问题研究——以通信及相关设备制造业上市公司为例[J]. 财会通讯, 2015(3):13~15.
- [4] Graves S. B.. Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry [J]. Academy of Management Journal, 1988(2):417~428.
- [5] Lang M. H., M. F. McNichols. Institutional trading, corporate earnings and returns [J]. Social Science Electronic Publishing, 1997(8):141~436.
- [6] He J., X. Tian. Short sellers and innovation: Evidence from a Quasi-Natural experiment [J]. Social Science Electronic Publishing, 2014(6):810~863.
- [7] Hansen G. S., C. W. L. Hill. Are institutional investors myopic? A time series study of four technology driven industries [J]. Strategic Management Journal, 1991(1):1~16.
- [8] Baysinger B. D., R. D. Kosnik, T. A. Turk. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy [J]. Academy of Management Journal, 1991(1):205~214.
- [9] David P., R. Kochhar. Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice [J]. European Management Journal, 1996(5):457~466.
- [10] Bushee B. J.. The influence of institutional inves-

- tors on myopic R&D investment behavior [J]. Accounting Review, 1998(3):305~333.
- [11] Wahal S., J. J. McConnell. Do institutional investors exacerbate managerial myopia? [Z]. Purdue University Economics Working Papers, 1998(00): 307~329.
- [12] 罗婷,朱青,李丹. 解析R&D投入和公司价值之间的关系[J]. 金融研究, 2009(6):100~110.
- [13] 赵洪江,夏晖. 机构投资者持股与上市公司创新行为关系实证研究[J]. 中国软科学, 2009(5):33~39.
- [14] 陈超,潘晶晶,赵武阳. 研发会计改革增加分析师跟踪了吗[J]. 中国会计评论, 2014(3~4):349~366.
- [15] Gilson S. C., et al. Analyst specialization and conglomerate stock breakups [J]. Journal of Accounting Research, 2001(3):565~582.
- [16] 高敬忠,周晓苏,王英允. 机构投资者持股对信息披露的治理作用研究——以管理层盈余预告为例[J]. 南开管理评论, 2011(5):129~140.
- [17] 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(9):16~23.
- [18] 李忠海,李道远. 基金持股波动性与公司信息披露质量的关联性——来自深市上市公司2005~2013年的经验证据[J]. 证券市场导报, 2015(3): 58~63.
- [19] 孔东民,孔高文,刘莎莎. 机构投资者、流动性与信息效率[J]. 管理科学学报, 2015(3):1~15.
- [20] 侯宇,叶冬艳. 机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据[J]. 金融研究, 2008(4):131~145.
- [21] Elfakhani S.. An empirical examination of the information content of balance sheet and dividend announcement: A signalling approach [J]. Journal of Financial and Strategic Decisions, 1995(8): 65~76.
- [22] Jensen M. C., W. H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(10):305~369.
- [23] 蔡庆丰. 迷失的市场理性力量:表现、根源与治理——基于机构和分析师情绪应对及其市场反应的研究[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2013(5):104~113.
- [24] Jarrell G. A., A. B. Poulsen. Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980 [J]. Journal of Financial Economics, 1987(1):127~168.
- [25] Brockman P., X. Yan. Block ownership and firm-specific information [J]. Journal of Banking & Finance, 2009(2):308~316.
- [26] Boehmer E., E. K. Kelley. Institutional investors and the informational efficiency of prices [J]. Securities Market Herald, 2009(9):3563~3594.
- [27] 张纯,吕伟. 信息披露、信息中介与企业过度投资[J]. 会计研究, 2009(1):60~65.
- [28] 刘振. CEO年薪报酬、研发投资强度与公司财务绩效[J]. 科研管理, 2014(12).
- [29] 财政部. 企业会计准则[M]. 北京:经济科学出版社, 2014:1~100.
- [30] 乐长征. 新常态下企业研发投入信息披露信息模式研究[J]. 财会月刊, 2017(1):15~21.
- 作者单位:华南理工大学工商管理学院,广州510640