

# 沪港通对企业会计信息质量影响的研究

夏胡倩

(湖南大学, 湖南省、长沙市, 410006)

**摘要：**2014年11月17日开启实施的沪港通政策，是我国在金融开放和资本市场互联互通中迈出的重要一步。该政策的实施拓宽了对我国资本市场的投资渠道，引入更多境外投资者参与我国的A股市场交易。本文选取2010-2018年A股市场非金融类上市公司作为研究样本采用双重差分(DID)回归方法检验“沪港通”政策实施对企业会计信息质量的影响这一公司治理层面的政策效应。主回归的结果表明，“沪港通”政策的实施显著提升了标的上市公司的会计信息质量。同时本文探究了公司内部控制、媒体关注及分析师追踪信息中介对政策效应的影响，结果显示“沪港通”政策在内部控制不佳、媒体及分析师关注度低的上市公司中发挥更强的政策效应。本文的研究结论表明，“沪港通”政策的实施能够通过改善外部信息和内部治理环境提高公司的治理水平。本文的研究丰富了“沪港通”政策实施带来的经济后果以及会计信息质量影响因素方面的研究，对于继续坚定推行资本市场开放政策，继续深化市场交易体制改革提供理论支持。

**关键词：**沪港通 会计信息质量 内部控制 媒体关注

**中图分类号：**F272

**文献标识码：**A

## 一、引言

金融市场化和资本市场双向开放规律方面的探索，我国通过多年的积累已经取得了积极的进展。资本市场的开放水平提高为我国市场经济体系的完善注入新的活力增强了流动性，通过外资、合资金融机构提供的债务、上市、融资、并购等业务，弥补了此前金融服务的短板。在引入外来投资者的市场经验、技术和制度后，通过鲶鱼效应带动我国资本市场的结构化动态调整和发展，对中国特色金融市场体系的构建起到了示范性的推动作用。

作为其中最重要的探索之一，沪港通的实施有着重要地位，它是我国资本市场互联互通方面的首次尝试，在上海证券交易所和香港联合交易所之间搭建起一座桥梁，允许内地和香港的投资者委托当地的证券公司开展规定范围内的对方交易所股票买卖活动。沪港通的实施吸引了大量的境外投资者特别是机构投资者参与我国的股票市场交易，从股权结构上影响上市公司的经营决策，并从投资行为和价值投资理念上影响内地投资者，如今沪港通制度带来的北向资金和南向资金概念已成为投资者所关注、帮助判断经济形势的重要指标。沪港通机制引入的这些转变强化了内地和香港股票市场的相互竞争及学习，通过促进基础设施、交易制度创新、管理模式、监管机制、营商环境等领域的交流推动A股市场与国际市场的接轨。现有关于沪港通机制的研究主要探讨沪港通的实施通过引进外部资本主要是大量机构投资者，发挥外部定价、治理与监督的作用。但通过“沪港通”制度实施是否能促进上市公司会计信息质量改善，以及这种效应的实施路径是什么呢？本文选取2010—2018年全部A股上市公司为研究样本，研究2014年实施的沪港通互联互通政策与公司会计信息质量的影响，并进一步考虑了公司内部控制质量媒体关注及分析师追踪信息中介等不同情境对沪港通政策的实施能否提升会计信息质量这一政策效果的影响。通过研究本文发现：(1)沪港通政策的实施提升了标的企业的会计信息质量。(2)沪港通政策的实施对内部控制质量较差的标的企业的会计信息质量改善更明显。(3)沪港通政策实施改善企业会计信息质量的影响在本身被媒体关注及分析师追踪少的标的公司中更明显。通过安慰剂检验、PSM倾向匹配得分、替换被解释变量等多种对内生性问题的稳健性检验后，上述的结论依然稳健。

本文的创新点主要是以沪港通的开通这一准自然实验为切入点，从会计信息质量的角度探究了股票市场开放对上市企业公司治理的影响。公司自身内部控制质量以及面临媒体及分析师的关注度等都会影响其盈余管理行为，进而影响会计信息质量产生的公司治理问题，探

讨论了沪港通政策影响的传导路径和不同要素之间内在联系,前期有大量学者从不同角度去剖析其是否达到预期的经济效果,如对股票定价效率、市场联动性、经济发展等方面的影响,但大多都是基于宏观层面的研究。本文将宏观层面的股票市场开放问题与微观层面的企业会计信息质量问题相结合,探究了沪港通政策的公司治理效应,拓宽了盈余管理问题的研究领域,丰富了我国股票市场对外开放经济效应的研究成果。

## 二、理论分析与假设

资本市场的开放能通过改变股权结构提升公司治理。LaPorta(1999)研究发现更开放的市场环境、法律约束都能减少大股东和管理层对中小投资者的利益侵占行为。Gillan(2003)研究发现,外部投资者的比例提升,和企业的公司治理水平之间形成了良性循环,一方面上市公司通过提升自身治理能力展示企业成长性吸引外部投资者,另一方面手握股权的外部投资者通过对公司治理的干预反过来进一步提升了公司治理水平。Bae等(2006)指出市场开放引导分析师的追踪,结果体现为分析师人数和研报的数量显著增长。压力效应促进形成更严格的信息披露标准,进而提升公司的盈余管理质量。Mitton(2006)通过28个地区的市场开放研究得出上市企业的负债率显著降低,成长性、利润总额及收益率亦显著提升。资本市场开放带来这些公司治理提升的一大重要原因和机构投资者的持股偏好有很大关系。Ferreira and Matos(2008)反映机构投资者往往倾向于选择公司规模较大、治理结构透明且稳定的企业进行投资,同时外部投资者尤其看好MSCI等指数编制包含的公司,原因在于这些公司往往往年业绩更佳,资本支出成本相对低。Leuz and Warnock(2009)研究表明盈余管理程度越高的公司,机构投资者的持股比例越低。Aggarwal等(2011)发现境外投资者独立性更强,更愿意动用否决权和卖出股票的方式参与公司的经营管理。

之所以要实施沪港通政策、推动资本市场的对外开放,最直接的目的正是希望吸引更多的境外投资者,扩大本国市场的资本储蓄和投资水平来发展我国经济。依据有效市场理论,“资本是逐利的”这一客观规律注定投资者的意愿是将资金投入资本回报率较高的市场和企业。在我国这类新兴市场中,企业通过发展初期承接发达市场经济体产业转移、现阶段国家战略引导下的创新发展,以及依托人口红利产生的市场需求,具有较高的成长性和发展前景,是优质的投资标的,这使得境外投资者愿意将目光聚焦到我国市场。但是和高发展不匹配的是投资者和企业之间存在的信息不对称,长期宽松监管带来的会计信息质量水平较低,不能提供足够的有效、真实信息给这些境外投资者进行投资决策,这将阻碍投资过程的实施。我国的沪港通标的企业本身是从上证380、上证180成分股中挑选得出,这些企业业绩方面具有一定保证,其中一部分业绩源于其已经占有较大的市场规模,需要融资扩大再生产维持企业进入成熟期后面临的增速减缓问题;还有一部分业绩则源于其职业经理人团队具有较高的管理水平,这些企业往往具有更加开拓的视野,使得他们更希望借助资本市场平台的开放,推高企业股价和估值,推介企业自身。这两点形成了标的企业相较其他非标的企业更希望通过改善企业信息质量和信息披露水平把握融资机会的重要动机。另一方面同上章节参考文献中所述,制度设计者参考成熟经济体经验构建的更严格的法律法规以及境外投资者带来的“流量”如媒体报道、分析师关注等共同形成了强有力的监管体系,也会使沪港通标的公司优化企业会计信息质量的产生和披露。由此,本文提出研究的主假设:

H1: 沪港通政策的实施,有助于标的企业会计信息质量的提高

在主回归基础上进一步分析,长久以来在众多影响会计信息质量的因素中,内部控制与会计信息质量的关系被众多学者研究。当企业治理过程中存在内部控制缺陷时,管理制度上缺乏正式的程序对流程进行限制和约束,会导致管理者为实现自身利益最大化在信息披露过程中的机会主义行为——如通过选取会计计量方法和会计科目的使用达到操纵企业的盈余信息的目的,从而对企业的会计信息质量产生负面影响。反之,实施健全、强有力的内部控制能够使得组织架构中的各部门有效运转,充分发挥完善、有效、独立的公司内部监事会

和审计委员会职能部门的作用,缩小职业经理人可进行盈余操纵行为的空间,避免相应的自利行为发生,降低应违规被察觉造成的财务报表重述可能性,确保会计信息的可靠性,长期以对企业内部环境制度的把控搭建起诚信为本的价值体系。因此,这样的企业会计信息质量本身较好。在沪港通政策实施之后,原本内部控制质量较差的标的公司,由于面对境外投资者持股投票和自身盈余操纵等违规行为暴露带来的双重压力下,其管理层势必会更需要改善公司的治理水平和信息披露水平;而在内部控制质量较高的企业中,其管理层的治理本就比较规范,公司信息的透明度较高,面临境外投资者的压力更小,在政策实施后改进空间和改进幅度将不如内部控制质量较差的标的企业。因此,我们提出沪港通对企业内部治理产生影响的假设 2:

H2: 与内部控制质量较好的标的企业相比,沪港通政策的实施对内部控制较差的标的企业会计信息质量提升更显著

分析师和媒体作为现代资本市场信息的制造者和整合者,在这个迅猛发展的数字化社会起到越来越重要的媒介作用。

媒体本身不持有上市企业的股权,其进行的舆论监督很大程度上代表的是中小投资者的利益,舆论监督在各领域都有成为法律法规之外替中小投资者维权另一强有力武器的趋势,媒体的压力使得理性的经理人需要兼顾各方的利益诉求,信息不对称的缓解能有效避免代理问题的产生。媒体给予正面的新闻报道是给市场和企业股价的一剂强心剂,长期良好的媒体舆情可以达到塑造企业品牌形象、积累企业商誉的作用,媒体报道企业出现的违法违规行,将给予企业管理层极大的公众舆论压力。自媒体时代的发展使得负面舆情的传播速度呈倍增长,传递放大公众压力。财经类媒体对企业内部信息更为敏感,一旦这些负面舆论涉及企业财务状况的问题时,不仅会引起投资者的抛售行为造成股价下行,财务造假、操纵报表等不正当的经营行为被曝光还会引起公司品牌受损、积累的商誉减值、监管部门的惩戒和客户、消费群体的流失,进一步恶化企业的经营状况,造成恶性循环。因此管理者为维护企业利益愈发需要关注舆情带来的影响。媒体关注更多的公司会加强内部经营管理制度的建设,减少会计信息质量操纵的可能性,规避潜在的制度风险,承担更多的社会责任。

同样,分析师追踪报道近年来发挥出资本市场看门人的作用,对上市企业起到良好的外部监督机制。分析师通过实地调研、电话会议等方式获取比一般个体投资者更多的信息,再通过出具业绩报告、盈利预测报告进行评级的形式表达对企业预期经营状况和现金流等发表观点表达态度。当分析师撰写的是买方研报时,其服务的群体主体是公募基金、投行等机构投资者,信息含量要求较高,为提高研报盈利预测的精确度,严谨的分析师会从多渠道了解企业的财务状况、商业模式等。当企业实施盈余操纵等违规行为时,其实际经营状况和报表反映出盈利情况不匹配时,极有可能被行业经验丰富、具有信息挖掘能力的分析师察觉,间接损失融资机会。因此当企业受到较多分析师团队追踪报道时,粉饰财务报表业绩的行为将减少,其会计信息质量相对较高。

在沪港通政策开通后,原本媒体关注度较低、分析师团队追踪较少的标的企业立刻被暴露在聚光灯下,相较政策实施前面临舆情的讨论更为频繁,这种压力效应倒逼企业重视公司治理,收敛自身存在的违规行为,提高企业会计信息质量。而在政策实施前就被广泛关注的企业其已经长期受到社会舆情的监督,受政策的影响程度较小。由此,本文提出沪港通对外部信息环境改善的假设 3:

H3: 分析师跟踪报道越少,媒体关注度较低的标的企业,沪港通政策实施后其会计信息质量的改善越显著

### 三、研究设计

#### (一) 样本与数据来源

本文采用实证研究的方法,选取在 2010-2018 年时间段内沪深两市所有 A 股上市公司作为基本回归的研究样本,为保证数据口径的一致性、可比性,本文除了内部控制质量数据来源于 DIB 深圳迪博内部控制质量数据库,媒体关注度数据来源于 CNRDS 中国研究数据服务平台之外,其余所有相关数据来源于国泰安 CSMAR 数据库,并结合研究需要对初始样本进行了以下处理:(1)由于金融行业的特殊性,剔除 2012 证监会行业分类中属于金融业的上市公司样本;(2)剔除 ST 的上市公司样本;(3)剔除净资产为负,未分配利润为负的企业;(4)计算会计信息质量所需财务数据指标有缺失的样本;(5)以 2014 年 11 月 17 日港交所公布的首批沪港通交易标的股票名单为基准,剔除标的公司在样本期间内被调离名单的样本;(6)为避免极端值的影响,对所有连续变量在 1%到 99%分位数进行了 winsor 缩尾处理。最终得到 22771 个观测值,本文采用 stata16 对实证模型进行检验。

## (二) 实证模型与变量定义

由于本文研究的内容是检验政策效应,参照相关文献最终选定使用 DID 双重差分固定效应模型,控制公司所属行业和年度的固定效应进行主回归分析。因为双重差分法在准自然实验的前提下,通过合理设置对照组及实验组能有效剥离、观察所研究被解释变量在外生冲击影响下的净效应,能在很大程度上避免内生性的问题的困扰。双重差分法在我国广泛应用于公共政策和项目实施带来的效果,最典型的例子如周黎安和陈烨(2005)首次使用双重差分法研究在农村税费改革政策对农民收入增长率。另外,本文控制行业和年度的固定效应则能在缓解检验过程中应遗漏变量产生的偏误。参照已有文献,本文设置的主回归模型如下:

$$DACC = \beta_0 + \beta_1 \text{Treated} \times \text{Post} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Cash} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_7 \text{Top10} + \beta_8 \text{Big4} + \beta_9 \text{SOE} + \text{industry}_i + \text{Year}_i + \epsilon$$

在本模型中,被解释变量 DACC 是通过修正后的 Jones 模型计算得到可操纵应计利润的绝对值,作为会计信息质量的代理变量。Treat 是沪港通标的名单企业的虚拟变量,当样本企业属于首批 568 家名单中企业时,该变量的取值为 1,否则为 0。Post 是沪港通政策开启时点的虚拟变量,由于政策的实施节点在 2014 年的 11 月,因此设置该变量在样本属于 2015 年后年度时取 1,属于 2014 年及以前年度时取 0。本文的解释变量及沪港通政策带来的净效应由 Treated 与 Post 的交乘项系数  $\beta_1$  反映,在数值上可理解为标的公司实验组在沪港通实施前后差异与对照组非标的公司在沪港通实施前后差异的差值,这就是“双重差分”,是本文研究的重点内容。Size 用于衡量公司规模,以企业期末总资产的自然对数表示。Lev 用于衡量公司杠杆水平,以公司的资产负债率表示,Cash 用于衡量企业的现金持有水平,以经营活动产生现金流的净额占总资产的比重表示,ROE 是企业的净资产收益率,Top10 是企业前十大股东占流通股的持股比例,SOE 为判定企业产权性质的虚拟变量,当上市公司为国有企业时取 1,否则取 0。

由于本文参照以往研究选取应计盈余管理作为会计信息质量的代理变量,那么如果当回归结果得到的交乘项系数  $\beta_1$  是负向显著时,就可以说明沪港通政策的实施确实抑制了标的企业的应计盈余管理行为,提高了它的会计信息质量。

本文的被解释变量 DACC 可操纵应计利润的绝对值不是一个直接能获取的指标,所以需要先通过修正后的 Jones 模型进行相应的计算,借鉴 Dechow (1995),具体两个步骤如下:

1. 首先对全样本企业的总应计利润进行回归,得出各项回归系数:

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \delta_0 + \delta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \delta_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \delta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

2. 通过上一步得到的回归系数计算修正的可操纵性应计利润:

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \delta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} - \delta_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \frac{\Delta REC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \right) - \delta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}}$$

在上述两步过程中,TA 为总应计利润,其计算公式为:

总应计利润=(流动资产增量-现金及其等价物增量)-(流动负债增量-一年内到期的长期负债增量)-折旧和摊销

其余各项指标中, Asset 为资产总计,  $\Delta REV$  为营业收入增量, PPE 为固定资产,  $\Delta REC$  为应收账款净值增量。经计算得出的 DA 绝对值即为企业应计盈余操纵的程度, DA 越大企业利用盈余管理的程度就越高。

由于本文在验证假设 2、3 的过程中分别针对企业内部控制质量、媒体关注度和分析师追踪报道进行了相应的分组研究, 因此还设计到相关分组变量: 内部控制指数 (IC), 媒体关注度 (Me), 分析师追随 (Ana)。

以上为本文全部的变量介绍, 涉及到的所有变量定义表如下图所示:

表 1 变量定义表

变量	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	会计信息质量	DACC	经修正后琼斯模型计算得出的操纵性应计利润的绝对值
解释变量	沪港通政策标的	Treat	公司进入沪港通初始名单取 1, 否则为 0
	沪港通政策开启	Post	基于 2014 年 11 月 17 日这一政策实施节点, 将 2015 年及以后的年份取 1, 否则为 0
控制变量	公司规模	Size	总资产取自然对数
	四大审计	Big4	如果审计师来自四大取 1, 否则为 0
	产权性质	SOE	如果是国企取 1, 否则为 0
	成长性	Growth	营业收入增长率
	净资产收益率	ROE	净资产收益率
	机构投资者持股比率	INS	所有机构投资者持股份额占比
	现金持有水平	Cash	经营活动产生现金流的净额/总资产
	媒体关注度	Me	上市公司该年度出现在媒体报道标题中的次数总计
	股权集中度	Top10	前十大股东占流通股的持股比例
	分析师跟踪人数	Ana	本年度跟踪同一家公司的证券分析师人数加 1 取对数
内部控制质量	IC	迪博内部控制指数取对数	

#### 四、实证结果

##### (一) 描述性统计

表 2 描述性统计

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
DACC	22771	0.0610	0.0600	0.00100	0.0190	0.0420	0.0800	0.306
Treat	22771	0.209	0.407	0	0	0	0	1

Post	22771	0.667	0.471	0	0	1	1	1
Size	22771	22.15	1.301	19.66	21.21	21.98	22.89	26.14
Lev	22771	0.430	0.211	0.0510	0.260	0.421	0.588	0.920
Cash	22771	0.0450	0.0700	-0.167	0.00600	0.0440	0.0860	0.241
Growth	22771	0.205	0.477	-0.556	-0.00500	0.120	0.286	3.252
ROE	22771	0.0680	0.108	-0.520	0.0320	0.0700	0.114	0.354
Top10	22771	58.47	15.16	22.94	47.60	59.49	70.03	90.36
Big4	22771	0.0590	0.235	0	0	0	0	1
SOE	22771	0.395	0.489	0	0	0	1	1

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。样本总量包含 22771 个观察值，分别统计了样本的数量、均值、最大值和最小值以及四分位数。其中代表会计信息质量的被解释变量 DACC 的均值为 0.061，标准差为 0.060，波动范围从最小值 0.001 到最大值 0.306，说明上市公司应计盈余管理的波动程度较大，DACC 中位数小于均值，整体样本的会计信息质量呈现右偏。

表 3 分样本描述性统计

Treat	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
DACC	18004	0.0630	0.0620	0.00100	0.0200	0.0440	0.0830	0.306
Post	18004	0.685	0.465	0	0	1	1	1
Size	18004	21.86	1.135	19.66	21.05	21.74	22.52	26.14
Lev	18004	0.409	0.212	0.0510	0.237	0.392	0.564	0.920
Cash	18004	0.0420	0.0710	-0.167	0.0030	0.0410	0.0830	0.241
Growth	18004	0.215	0.494	-0.556	-0.0060	0.126	0.301	3.252
ROE	18004	0.0630	0.112	-0.520	0.0290	0.0660	0.111	0.354
Top10	18004	58.27	14.79	22.94	47.57	59.51	69.77	90.36
Big4	18004	0.0320	0.176	0	0	0	0	1
SOE	18004	0.316	0.465	0	0	0	1	1
DACC	4767	0.0530	0.0510	0.00100	0.0180	0.0380	0.0700	0.306
Post	4767	0.600	0.490	0	0	1	1	1
Size	4767	23.25	1.308	19.66	22.26	23.11	24.07	26.14
Lev	4767	0.507	0.186	0.0510	0.373	0.516	0.650	0.920
Cash	4767	0.0550	0.0670	-0.167	0.0160	0.0540	0.0940	0.241
Growth	4767	0.167	0.404	-0.556	-0.0010	0.104	0.237	3.252
ROE	4767	0.0870	0.0890	-0.520	0.0460	0.0860	0.128	0.354
Top10	4767	59.20	16.49	22.94	47.74	59.37	71.16	90.36
Big4	4767	0.160	0.367	0	0	0	0	1
SOE	4767	0.691	0.462	0	0	1	1	1

表 3 展示了整个样本区间段内沪港通非标的公司和标的公司的对比描述性统计结果对比两组的数据来展开分析，其中会计信息质量 DACC 标的组的均值为 0.053，中位数为 0.051，而控制组 DACC 均值为 0.063，中位数为 0.062，说明入选沪港通标的的公司整体上的盈余管理程度相较其他公司较低，会计信息质量较高。公司规模变量 Size 标的组的均值 23.25 大于非标的组的均值 21.86，说明入选标的的公司的规模大于非标的公司。结合两项财务指标杠杆率 Lev 和现金持有水平 Cash 来看，企业杠杆率 Lev 在标的组的均值为 0.507 大于非标的组的均值为 0.409，而现金持有水平 Cash 标的组的均值为 0.055 大于非标的组的均值为 0.042，说明整体沪港通标的的企业的经营风险略高于非标的公司，但整体的现金流状况更好，对风险的把控能力较强。标的公司营业收入增长率 Growth 均值 0.167，非标的公司均值为 0.215，说明整体非标的公司的成长性较高。标的公司的净资产收益率 ROE 均值为 0.167，非标的公司的均值为 0.063，说明整体标的的公司的盈利能力相对较强。前十大股东持股比例

上, 标的公司均值为 59.2% 高于非标的公司的均值 58.27%, 说明标的公司的股权结构更为集中。聘请国际四大审计师事务所 Big4 方面, 标的公司的均值 0.16 远高于非标的公司的均值 0.032, 说明标的企业为吸引投资者更重视审计活动, 审计质量整体高于非标的公司。产权性质上, 非国有标的公司的均值为 69.1%, 非标的公司的均值为 31.6%, 说明沪港通中国企业所占比重较低。

## (二) 相关性分析

表 4 相关系数表

	DACC	Treat	Post	Size	Lev	Cash	Growth
DACC	1						
Treat	-0.070***	1					
Post	-0.088***	-0.073***	1				
Size	-0.069***	0.433***	0.132***	1			
Lev	0.117***	0.188***	-0.059***	0.492***	1		
Cash	-0.289***	0.077***	0.054***	0.056***	-0.159***	1	
Growth	0.181***	-0.041***	-0.030***	0.032***	0.047***	-0.00900	1
ROE	-0.052***	0.093***	-0.053***	0.102***	-0.105***	0.279***	0.191***
Top10	-0.014**	0.025***	0.018***	0.156***	-0.107***	0.114***	0.090***
Big4	-0.055***	0.221***	-0.005	0.365***	0.117***	0.079***	-0.017**
SOE	-0.056***	0.312***	-0.114***	0.352***	0.304***	0.009	-0.070***
ROE	Top10	Big4	SOE				
ROE	1						
Top10	0.185***	1					
Big4	0.067***	0.170***	1				
SOE	-0.034***	-0.043***	0.152***	1			

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

由于在回归中可能会存在多重共线性问题, 为避免其对结果稳健性造成影响, 先对主回归中的所有变量进行 Pearson 皮尔森相关系数检验。表 4 汇报了检验的结果。结果中, 自变量包括所有的控制变量全部和被解释变量 DACC 存在显著关系, 说明回归模型的变量选取恰当。Post 与 DACC 之间呈负相关关系, 说明沪港通上市公司在被选入标的之后, 盈余管理程度下降, 将会提升其会计信息质量, 可以得到本文的初步结论。

## (三) 多元回归分析

### 1. 沪港通与会计信息质量

表 5 DID 主检验

	(1)	(2)
	DACC	DACC
Treat_Post	-0.003*	-0.005**
	(-1.77)	(-2.37)
Size		-0.008***
		(-5.06)
Lev		0.045***
		(7.44)
Cash		-0.210***
		(-16.34)
Growth		0.018***

		(12.91)
ROE		-0.022**
		(-2.36)
Top10		0.000***
		(5.31)
Big4		-0.002
		(-0.33)
SOE		-0.003
		(-0.73)
_cons	0.079***	0.221***
	(44.60)	(6.58)
N	22771.000	22771.000
r2	0.024	0.104
r2_a	0.024	0.103

为检验假设 1 沪港通政策实施对会计信息质量的影响,本文采用双重差分模型来进行回归分析,为增加回归结果的准确程度,同时控制公司所属行业、年度层面的固定效应。第一列展示的为未加入控制变量的回归结果,第二列展示的为加入控制变量同时控制公司所属行业、年度固定效应的回归结果。在两列中, Treat 与 Post 交乘项的系数分别为-0.003 和 -0.005,分别在 10%和 5%的水平上显著,说明在沪港通政策实施后,相比未进入标的名单的企业,标的企业的盈余管理程度显著降低,会计信息质量显著提高。另外,回归结果中,R 方和 T 检验的结果适中,说明回归模型的设置合理,结果稳健可接受。假设 1 的结论通过了验证。

## 2. 基于内部控制的分组研究

表 6

	(1)	(2)
	IC_low	IC_high
	DACC	DACC
Treat_Post	-0.010***	-0.001
	(-3.49)	(-0.24)
Size	-0.012***	-0.003
	(-5.71)	(-1.26)
Lev	0.065***	-0.004
	(7.48)	(-0.47)
Cash	-0.133***	-0.328***
	(-7.36)	(-17.26)
Growth	0.014***	0.019***
	(7.21)	(8.74)
ROE	-0.057***	0.154***
	(-5.23)	(7.91)
Top10	0.000***	0.000***
	(3.49)	(3.49)
Big4	-0.006	0.006
	(-0.85)	(0.99)
SOE	-0.002	-0.002
	(-0.37)	(-0.34)

_cons	0.294*** (6.65)	0.113** (2.48)
N	11249.000	11522.000
r2	0.087	0.184
r2_a	0.086	0.183

为验证假设 2 内部控制质量在沪港通政策对会计信息质量影响中发挥的作用,进一步采用分组回归的研究方法,将样本依据年度、行业中位数划分为两组。将企业内部控制指数小于 50 百分位数的分为一组,代表企业的内部控制质量较差,记作 IC\_low。大于 50 百分位数的分为一组,表示企业的内部控制质量较高,记作 IC\_high。分组进行回归,结果如表 6 所示。

Treat\*Post 在 IC\_low 组的回归系数为-0.010 在 1%的水平上显著为负。在 IC\_high 组的回归系数为-0.001 且不显著。说明沪港通政策实施改善企业会计信息质量这一作用,在内部控制质量高的公司中不明显,但在内部控制质量相对较差的公司中发挥作用,说明沪港通政策的实施确实能通过改善公司内部治理,提高企业的会计信息质量。假设 2 得到检验。

### 3. 基于媒体关注、分析师追踪的分组研究

表 7

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Me_low	Me_high	Ana_low	Ana_high
	DACC	DACC	DACC	DACC
Treat_Post	-0.009*** (-3.07)	0.000 (0.16)	-0.012*** (-3.59)	0.003 (1.00)
Size	-0.007*** (-3.23)	-0.008*** (-3.38)	-0.009*** (-4.21)	-0.006** (-2.15)
Lev	0.048*** (6.02)	0.026*** (2.82)	0.042*** (4.56)	0.039*** (4.10)
Cash	-0.185*** (-10.86)	-0.274*** (-13.27)	-0.145*** (-8.39)	-0.278*** (-13.95)
Growth	0.019*** (10.00)	0.017*** (7.76)	0.018*** (9.72)	0.017*** (7.80)
ROE	-0.031** (-2.56)	-0.005 (-0.37)	-0.090*** (-7.44)	0.056*** (4.52)
Top10	0.000** (2.25)	0.000*** (4.33)	0.000*** (2.73)	0.000*** (3.35)
Big4	-0.007 (-0.87)	0.004 (0.75)	0.008 (1.15)	-0.002 (-0.21)
SOE	-0.004 (-0.61)	-0.006 (-1.06)	-0.007 (-1.12)	0.004 (0.42)
_cons	0.192*** (4.50)	0.236*** (4.52)	0.248*** (5.60)	0.163*** (2.93)
N	13117.000	9654.000	12575.000	10196.000
r2	0.091	0.136	0.094	0.140
r2_a	0.090	0.134	0.093	0.138

为了验证媒体关注度和分析师追踪带来的信息中介效应在沪港通政策实施对会计信息质量影响中发挥的作用,依旧选择年度、行业中位数的标准进行分样本回归的方式进行检验。回归结果如表 7 所示。

Treat\*Post 在 Me\_low 组的回归系数为-0.009 回归系数在 1%的水平上显著为负。在 Me\_high 组的回归系数为 0.000, 回归系数不显著。说明在媒体关注度较低、被更少分析师团队追踪报道的沪港通标的企业, 其盈余操纵的可能性降低更为突出, 会计信息质量的提升明显。媒体关注、分析师追踪共同属于现代信息中介的重要组成部分, 这体现出沪港通政策的实施, 也通过改进外部信息环境, 给予标的企业外部压力效应的方式提升会计信息质量。假设 3 通过验证。

## 五、稳健性与内生性

### (一) 安慰剂检验&剔除政策实施节点年度样本

在本文首个稳健性检验中, 采取了反事实推断, 即安慰剂检验的方式来验证该前提建设的条件是否成立。实际的操作方法上, 本文通过虚构沪港通政策发生的时间节点为 2011 年以及 2012 年, 来构建假想的政策影响标的组和其他非标的组, 重新对回归方程进行估计来判断主回归的结果是否稳健。如果在假想的情况下能得出 Treat\*Post 交乘项的回归系数不显著, 被解释变量 DACC 与 Treat\*Post 交乘项之间不存在明显相关关系, 则可以说明主回归结果的稳健性。另外, 由于沪港通政策的实施节点为 2014 年的 11 月 17 日, 使得政策效应对 2014 年企业会计信息质量的影响难以判断, 为避免不必要的干扰, 本文对 2014 年当年度的样本进行剔除, 检验研究结论是否依旧稳健。重新回归得到的结果如下表 8 所示:

表 8

	(1)	(2)	(3)
	虚构2011年	虚构2012年	剔除2014年
	DACC	DACC	DACC
Treat_post1	0.002 (0.70)	0.001 (0.23)	-0.004** (-2.11)
Size	-0.008*** (-4.94)	-0.008*** (-4.94)	-0.008*** (-4.99)
Lev	0.045*** (7.45)	0.045*** (7.46)	0.044*** (6.87)
Cash	-0.210*** (-16.33)	-0.210*** (-16.33)	-0.204*** (-15.25)
Growth	0.018*** (12.96)	0.018*** (12.96)	0.018*** (12.11)
ROE	-0.021** (-2.30)	-0.021** (-2.30)	-0.026*** (-2.65)
Top10	0.000*** (5.11)	0.000*** (5.10)	0.000*** (4.88)
Big4	-0.002 (-0.35)	-0.002 (-0.34)	-0.001 (-0.25)
SOE	-0.003 (-0.73)	-0.003 (-0.73)	-0.003 (-0.67)
_cons	0.218*** (6.49)	0.218*** (6.49)	0.226*** (6.51)
N	22771.000	22771.000	20541.000
r2	0.103	0.103	0.104

r2_a	0.103	0.103	0.103
------	-------	-------	-------

表 8 中 (1) (2) 列分别展示了虚构政策实施节点为 2011 年 2012 年的回归结果, 由回归结果可知, 解释变量 Treat\*Post 交乘项的系数分别为 0.002 和 0.001, t 值分别为 0.70 和 0.23, 均未能通过 10%水平上的显著性测试, 说明虚构政策时点的情况下 DACC 与 Treat\*Post 交乘项之间不存在明显的相关关系; 第 (3) 列展示了剔除沪港通政策实施当年样本的回归结果, 总样本量由 22771 减少为 20541, 解释变量 Treat\*Post 交乘项的系数为 -0.004, T 值为-2.11, 在 5%水平上负向显著。以上结果都说明了主回归检验得出的标的公司会计信息质量的改善是由沪港通政策实施带来的政策效应引起的, 本文的基本假设结果具有稳健性。

## (二) PSM-DID 倾向匹配得分检验

为避免两组上市公司之间存在的组间差异导致的自选择问题, 本文采用倾向匹配得分法 (PSM) 构建和标的组相类似的对照组重新回归来进行稳健性检验。在 PSM 配对的过程中, 选取的协变量包括营业收入增长率 (Growth)、净资产收益率 (ROE)、年成交金额 (Volume) 和总市值 (Tobinq) 4 个指标, 采用最邻近匹配法, 按照最邻近 1:1 无放回的匹配原则, 为沪港通标的组的上市公司配对了相似的非标的组。之后再次通过主回归的 DID 固定效应模型对配对后的样本组进行回归, 回归的结果如下表 9 所示:

表 9

PSM-DID	
	DACC
Treat_Post	-0.014*** (-2.89)
Size	-0.003 (-0.90)
Lev	0.010 (0.95)
Cash	-0.207*** (-7.62)
Growth	0.016*** (4.59)
ROE	0.052*** (2.85)
Top10	0.000 (0.29)
Big4	0.006 (1.02)
SOE	-0.006 (-0.66)
_cons	0.125* (1.88)
N	4798.000
r2	0.112
r2_a	0.109

经过匹配后 Treat\*Post 交乘项的系数为-0.014, T 值-2.89, 在 1%的显著性水平上为负, 进一步验证了本文主假设研究结论的稳健可靠, 沪港通政策的实施提高了上市公司的会计信息质量。

### (三) 替换被解释变量计算模型

自 Jones (1991) 提出计算盈余管理的琼斯模型以来, 众多学者在广泛研究的基础上, 结合不同的场景下需要考虑的不同要素进一步改进了 jones 模型, 现在已衍生出经修正的琼斯模型、平行要素琼斯模型、现金流琼斯模型、以及业绩匹配的琼斯模型等。本文主回归采用的是修正的琼斯模型。为使研究结果更加稳健, 在前两种稳健性检验方法的基础上, 本文还采用了替换被解释变量的方法。具体操作为将经修正的琼斯模型计算出的操纵性应计利润, 替换为经业绩匹配模型、现金流 jones 模型计算出的操纵性应计利润。如果替换后的被解释变量与解释变量之间还存在与主检验相同的负向显著的相关关系, 则可以验证本文的研究结论具有稳健性, 替换被解释变量后进行回归得到的结果如表 10 所示:

表 10

	(1)	(2)
	业绩匹配琼斯模型	现金流琼斯模型
	DACC1	DACC2
Treat_Post	-0.003*	-0.006***
	(-1.85)	(-3.90)
Size	-0.006***	-0.004***
	(-4.05)	(-3.04)
Lev	0.043***	0.004
	(7.62)	(0.90)
Cash	-0.187***	-0.065***
	(-15.14)	(-9.47)
Growth	0.017***	0.004***
	(12.47)	(4.13)
ROE	-0.021**	-0.009
	(-2.42)	(-1.12)
Top10	0.000***	0.000***
	(4.27)	(8.92)
Big4	0.000	-0.003
	(0.04)	(-0.95)
SOE	-0.001	-0.007
	(-0.15)	(-1.59)
_cons	0.173***	0.111***
	(5.71)	(4.47)
N	22771.000	20667.000
r2	0.089	0.062
r2_a	0.088	0.062

表 10 第 (1) 列所示的为将被解释变量替换为采用业绩匹配琼斯模型计算得到的结果, 交乘项 Treat\*Post 的回归系数为-0.003, T 值为-1.85, 与 DACC1 在 10%的水平上呈负向显著的相关关系。第 (2) 列所示的为将被解释变量替换为采用现金流琼斯模型计算得到的结果, 交乘项 Treat\*Post 的回归系数为-0.006, T 值为-3.90, 与 DACC2 在 1%的水平上呈负向

显著的相关关系。(1)(2)列得到的结果与本文主回归的结果一致,可以说明本文主假设得到的结论是稳健的,沪港通政策的开通使标的上市公司的会计信息质量得到提高。

## 六、结论与启示

本文选取2010—2018年A股上市公司为研究样本,研究2014年实施的沪港通政策与公司会计信息质量的影响,并进一步考虑了公司内部控制质量、市场化制度环境、机构投资者持股比例、媒体关注及分析师追踪信息中介等不同情境对沪港通政策的实施能否提升会计信息质量这一政策效果的影响。通过研究本文发现:(1)沪港通政策的实施提升了标的企业的会计信息质量。(2)沪港通政策的实施对内部控制质量较差的标的企业的会计信息质量改善更明显。(3)沪港通政策实施改善企业会计信息质量的影响在本身被媒体关注及分析师追踪少的标的公司中更明显。通过安慰剂检验、PSM倾向匹配得分、替换被解释变量等多种对内生性问题的稳健性检验后,上述的结论依然成立,说明本文的结果不受样本区间和方法选择的影响,是可靠的。

本文研究还存在以下不足:(1)受限于数据的可获得性,代理变量的选取还是比较单一,仅从盈余管理的角度考虑了对会计信息质量的影响。(2)本文研究只考虑了2014年沪港通实施这一静态时点,为保证结论的可靠性,初始标的企业名单中标的资格发生过变化的股票被剔除出了总样本。今后如果能采用多时点DDID模型对沪港通政策效应进行动态评估,将这些被剔除样本的效应反映在回归结果中可能更加稳健。

本文的研究结果证明了沪港通政策实施提供的多元化优质投资标的所具有的投资潜力吸引了众多境外投资者进入我国资本市场。这些机构投资者通常基于自身成熟的投资理念和对风险的敏感意识,会借助自身规模化和专业化的优势对投资标的企业的信息进行全面的搜集、评估,其中企业会计信息质量就是这些境外投资者的重要关注点。这种对高透明度、高质量企业信息的需求能够制约标的企业管理层的短视行为和自利行为,降低管理层进行盈余管理的程度,并引导其对公司治理、内部控制的重视,最终提升企业的会计信息质量。另一方面,市场开放同时带来的监管理念、规章制度的革新和完善,加上沪港通政策推行所产生的“流量效应”使得有更多的媒体关注和分析师团队追踪报道,这些因素共同提升了整体的市场信息环境透明度,这也使得市场中标的企业寄希望于通过盈余操纵会计信息的难度和违规成本大大增加,进而达到提升企业会计信息质量的目的。结合“十四五”规划中我国提出了“实行高水平对外开放,开拓合作共赢新局面”的战略发展目标,应进一步推动我国资本市场的开放,融入国际化金融体系,打造有效市场。

## 参考文献

- [1] FASB, Qualitative Characteristics of Accounting Information, 1980
- [2] 葛家澍,陈守德.财务报告质量评估的探讨[J].会计研究,2001(11):9-18+65.
- [3] Earnings Management During Import Relief Investigations[J]. Journal of Accounting Research,1991,29(2).
- [4] Patricia M. Dechow,Richard G. Sloan,Amy P. Sweeney. Detecting Earnings Management[J]. The Accounting Review,1995,70(2).
- [5] 陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J].会计研究,1999(09):25-35.
- [6] 李增福,董志强,连玉君.应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理?——基于我国2007年所得税改

- 革的研究[J].管理世界,2011(01):121-134.
- [ 7 ] 王福胜,吉姗姗,程富.盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角[J].南开管理评论,2014,17(02):95-106.
- [ 8 ] Robert Libby,Robert Bloomfield,Mark W Nelson. Experimental research in financial accounting[J]. Accounting, Organizations and Society,2002,27(8).
- [ 9 ] Daniel A. Cohen,Paul Zarowin. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of Accounting and Economics,2010,50(1).
- [ 10 ] 张宗新,张晓荣,廖士光.上市公司自愿性信息披露行为有效吗?——基于1998—2003年中国证券市场的检验[J].经济学(季刊),2005(01):369-386.
- [ 11 ] 沈红波,廖冠民,廖理.境外上市、投资者监督与盈余质量[J].世界经济,2009(03):72-81.
- [ 12 ] 何婧,徐龙炳.境外上市对公司盈余管理的影响及其路径研究[J].上海财经大学学报,2013,15(03):74-82.
- [ 13 ] 袁知柱,王泽燊,郝文瀚.机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择[J].管理科学,2014,27(05):104-119.
- [ 14 ] 罗劲博.机构投资者异质性、CEO政治关联与盈余管理[J].会计与经济研究,2016,30(01):52-77.
- [ 15 ] 李晓良,温军,李文华.机构投资者的异质性、企业性质与盈余管理[J].求索,2014(06):125-130.
- [ 16 ] 张昭,李安渝,秦良娟.沪港通对沪港股市联动性的影响[J].金融教学与研究,2014(06):59-62+71.
- [ 17 ] 刘荣茂,刘恒昕.沪港通对沪市股票市场有效性的影响[J].经济与管理研究,2015,36(08):54-62.
- [ 18 ] 杨瑞杰,张向丽.沪港通对大陆、香港股票市场波动溢出的影响研究——基于沪深300指数、恒生指数高频数据[J].金融经济研究,2015,30(06):49-59.
- [ 19 ] 董秀良,张婷,关云鹏.制度变迁降低市场分割程度了吗?——基于沪港通实施效果的实证研究[J].当代经济研究,2018(05):54-61.
- [ 20 ] 董秀良,张婷,关云鹏.沪港通制度改善了我国股票市场定价效率吗?[J].上海财经大学学报,2018,20(04):78-92.
- [ 21 ] 钟覃琳,陆正飞.资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J].管理世界,2018,34(01):169-179.
- [ 22 ] 周冬华,方瑄,黄文德.境外投资者与高质量审计需求——来自沪港通政策实施的证据[J].审计研究,2018(06):56-64.
- [ 23 ] 郭阳生,沈烈,郭枚香.沪港通改善了上市公司信息环境吗?——基于分析师关注度的视角[J].证券市场导报,2018(10):35-43+50.
- [ 24 ] 师倩,姚秋歌.沪港通与公司融资约束——基于双重差分模型的实证研究[J].财务研究,2018(02):62-72.
- [ 25 ] 师倩,高雅妮.“沪港通”机制能够降低企业盈余管理吗?——基于双重差分模型的研究[J].国际商务财会,2018(08):75-82.
- [ 26 ] 李沁洋,桂亚玲,杨敏,郭景昕.沪港通与分析师预测乐观偏差[J].科学决策,2018(03):16-42.
- [ 27 ] 李延喜,包世泽,高锐,孔宪京.薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J].南开管理评论,2007(06):55-61.

- [ 28 ] 高燕.所有权结构、终极控制人与盈余管理[J].审计研究,2008(06):59-70.
- [ 29 ] 王薛.股权结构、内部控制与盈余质量[J].财会通讯,2017(36):88-93.
- [ 30 ] 蔡彤彤,王世文.沪市与香港、美国股票市场间的联动性——基于“沪港通”实施前后的比较分析[J].财会月刊,2015(14):115-118.
- [ 31 ] 冯永琦,段晓航.“沪港通”对沪港股市联动效应的影响[J].经济体制改革,2016(02):143-147.
- [ 32 ] 于忠泊,田高良,齐保垒,张皓.媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J].管理世界,2011(09):127-140.
- [ 33 ] 戴亦一,潘越,刘思超.媒体监督、政府干预与公司治理:来自中国上市公司财务重述视角的证据[J].世界经济,2011(11):121-144.
- [ 34 ] 逯东,付鹏,杨丹.媒体类型、媒体关注与上市公司内部控制质量[J].会计研究,2015(04):78-85+96.
- [ 35 ] 于忠泊,田高良,张咏梅.媒体关注、制度环境与盈余信息市场反应——对市场压力假设的再检验[J].会计研究,2012(09):40-51+96-97.
- [ 36 ] 权小锋,吴世农.媒体关注的治理效应及其治理机制研究[J].财贸经济,2012(05):59-67.
- [ 37 ] 田高良,封华,于忠泊.资本市场中媒体的公司治理角色研究[J].会计研究,2016(06):21-29+94.
- [ 38 ] 薛有志,吴超,周杰.代理成本、信息不对称与 IPO 前媒体报道[J].管理科学,2014,27(05):80-90.
- [ 39 ] 张婷婷,李延喜,曾伟强.媒体关注下上市公司盈余管理行为的差异研究——一种治理盈余管理的新途径[J].管理评论,2018,30(02):25-41.

## RESEARCH ON SHANGHAI-HONG KONG STOCK CONNECT PROGRAM AND QUALITY OF ACCOUNTING INFORMATION

Xia Huqian

(School of Business Administration, Hunan university/Hunan Changsha, 410006)

**Abstract:** The Shanghai-Hong Kong Stock Connect policy implemented on November 17, 2014 is an important step in my country's opening up of the capital market. The implementation of the policy has brought more foreign investors to participate in my country's stock market transactions. This paper selects 2010-2018 non-financial listed companies in the A-share market as the research sample and uses difference-in-differences model (DID) to test the impact of the implementation of the "Shanghai-Hong Kong Stock Connect" policy on the quality of corporate accounting information, which is the policy effect at the corporate governance level. The results of the main regression show that the implementation of the "Shanghai-Hong Kong Stock Connect" policy has improved the quality of accounting information of listed companies. This article also studies the impact of company internal control, media attention, and analyst attention on policy effects. The results show that the "Shanghai-Hong Kong Stock Connect" policy exerts a stronger policy effect in listed companies with low internal control, low media attention, and low analyst attention. The research conclusions of this article show that the implementation of the "Shanghai-Hong Kong Stock Connect" policy can improve the

corporate governance level by improving external information and internal governance environment. The research in this article has enriched the research on the economic consequences of the implementation of the "Shanghai-Hong Kong Stock Connect" policy and the factors affecting the quality of accounting information, and provided theoretical support for continuing to firmly implement the capital market opening policy and continue to deepen the reform of the market transaction system.

**Keywords:** Shanghai-Hong Kong stock connect program;Accounting information quality;Internal Control;media focus