

## 財務報表資訊揭露程度與資訊不對稱 —中國大陸深圳上市公司剖析

張敏蕾

（銘傳大學會計學系副教授）

### 摘 要

本文以中國大陸深圳上市公司為樣本，比較分析兩類不同財務報表資訊的揭露程度，對證券市場投資人在解讀資訊上的影響。由於深圳市場中，有部分的上市公司同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的財務報表；亦有單獨提供以中國大陸會計準則編製的財務報表。研究企圖以實證資料分析，提出以下論述的佐證：同時提供兩類財報資訊的公司，比起只提供按中國大陸會計準則編製財報資訊的公司，前者較能夠降低市場資訊不對稱的程度。本文以兩種指標加以檢測，分別為買賣價差與股票的週轉率，在控制其他影響上述兩指標的變數後，分析財報資訊揭露程度對股票交易市場的影響。整體而言，研究結果支持財務報表多提供一種會計準則資訊的揭露，的確能提升會計的資訊品質和降低市場資訊不對稱的程度。

**關鍵詞：**國際會計準則、資訊揭露、資訊不對稱、中國大陸會計準則、買賣價差

## 壹、前言

本文以深圳的上市公司為討論對象，針對公司同時提供按國際會計準則(International Accounting Standards, IAS)與中國大陸會計準則(People's Republic of China Accounting Standards, PRC-GAAP)編製的財務報表；與單獨提供以中國大陸會計準則編製的財務報表，比較分析兩類不同財務報表資訊的揭露程度，對市場投資人在解讀資訊上的影響。本文企圖以實證資料分析，提出以下論述的佐證：同時提供兩類財報資訊的公司，比起只提供按中國大陸會計準則編製財報資訊的公司，由於前者所提供的會計資訊較為充分透明，故能降低市場資訊不對稱(Information Asymmetry)程度，促進市場交易的活絡。因此，為比較不同程度的財務報表資訊揭露對證券市場資訊不對稱的影響，本文以兩種指標作為檢測變數，分別為買賣價差(Bid-Ask Spread)及股票的週轉率(Share Turnover)，在控制其他影響上述兩指標的變數後，分析財報資訊揭露程度對股票交易市場的影響。

目前在深圳交易所上市掛牌股票，所提供的財務報表資訊大致上可以分成三類，一種是僅提供按中國大陸會計準則編列的財務報表，此類公司多半沒有在B股市場上市，故僅按A股市場要求來提供資訊；第二種是同時在A股與B股市場上市，按中國大陸深圳證券交易所的規定，此類公司須同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的財務報表資訊；<sup>1</sup>另外一種情況則是因為，某些公司同時也在其他地區上市，如香港、新加坡或美國等地區，故會按其各自公司的需求，

---

1. 中國大陸深圳證券交易所要求，自1993年6月1日起，發行B股之公司必須於年度報告發布時，同時提供兩種財務報告及相關附註，一份依據中國大陸會計準則編制，另一份依據國際會計準則編制。至於季報及期中報告的部分，因交易所並未強制規定要發布國際會計準則的財務資料，故僅部分公司會公布，而這類公司以深圳居多。

另外提供按其他會計準則編製的財報資訊。而本文的研究範圍主要放在第二種，以深圳的上市公司，按財務報表揭露程度不同，選取同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製財務報表資訊的公司；其次，再以產業、資產總額與銷售額為基準，配對選擇出僅提供按中國大陸會計準則編製財務報表資訊的公司；比較兩種樣本在 A 股市場交易的買賣價差及股票週轉率二項指標。

本文設計的優點在於，以單一市場加以探討，可以避免因資本市場結構、交易規則與投資人的組成等因素之不同，而影響資訊不對稱的比較指標。另外，採取以產業、規模等因素為基準所擇取的配對樣本，俾於選擇出相似的公司，使得研究上得以專注於比較財務報表的揭露程度上的不同，對買賣價差及股票週轉率的影響。另外，由於財務報表揭露的程度，係以合併報表為主；因此，在相同市場結構，不受企業的租稅等其他規範的影響下，可以單純地檢視兩種不同訊息對市場的影響。

回顧現階段討論中國大陸與國際會計資訊的相關文獻，多半從比較中國大陸會計準則與國際會計準則的資訊內涵出發，著眼於兩種不同的會計準則在盈餘預測、現金流量預測與股票評價等方面之比較，分析兩種不同資訊，在市場的反應情況，藉以探究依據何種會計準則揭露是較為中國大陸股票市場所解讀。亦或是比較兩種會計準則在資訊品質上的不同，何者較能良好地評價公司的股價，何者較能預測未來盈餘或現金流量，何者較能解釋股票的報酬率。然而，不論何種方面的討論，皆以兩種準則的比較作為前提。針對上述的研究，曾有學者評論指出，會計品質或資訊內涵，有很大的部分是決定於個別公司的報導誘因，而這些報導誘因又受到資本市場的體制與結構等因素的導引，而非單單只是會計準則本身的影響。<sup>2</sup> 因此，不論以 A 股或 B 股

---

2. 有關的評論與分析，請見 Ray Ball, Ashok Robin & Joanna Shuang Wu, "Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four

市場為基準，在比較不同會計準則在資訊品質或資訊內涵上的不同時，都可能受到個別公司報導誘因上的差異而影響，並非來自於準則本身的優劣。

本文避開直接比較兩準則的資訊品質或資訊內涵，而以是否同時提供國際會計準則的財務報表資訊，來看股票市場投資人的解讀是否有所不同。亦即，在面對相同的市場規範與管理規則下，探討同時提供按兩種會計準則編製財報資訊的公司，是否較能夠有效地降低市場資訊的不對稱，而使得買賣價差的幅度較小，而週轉率較高。運用此兩類指標，除了觀察投資人對資訊的解讀之外，還可以避開對會計資訊的逐項比較，可以全面地檢視不同報表的呈現，在股票市場上的反應。過去有關文獻，僅就財務報表中的某些項目，如盈餘、帳面價值、現金流量或應計項目等，來比較中國大陸會計準則或國際會計準則，何者較具資訊內涵或資訊品質。本文在探討資訊不對稱的議題上，係總合地分析市場投資人在公司提供不同程度的資訊時，是否有著不同的解讀；因此，可以就整體財務報表資訊，包含附註揭露等，全面地檢視其對股票市場的影響。

研究結果顯示，買賣價差與財務報表揭露程度之間的關係，雖支持本文之預期，亦即公司多提供按國際會計準則揭露的財務報表資訊，會使公司股票的買賣價差較小，但顯著性並不高。然而，為解決股票買賣價格差異與股票週轉率係相互影響且同時決定之特性；因此，本文進一步將股票週轉率視為內生變數，改按二階段迴歸模式(Two Stage Least Squares, 2SLS)調整後，驗證出當公司所提供的財務報表資訊同時包含國際會計準則與中國大陸會計準則的訊息時，能夠提升其資訊品質，有效降低市場資訊不對稱的程度，使買賣價差縮小。至於以股票週轉率替代買賣價差分析時，結果顯示同時提供按國

際會計準則與中國大陸會計準則編列的財務報表資訊，比起僅提供按中國大陸會計準則提供的資訊，前者對股票的流通性有顯著的提升，使股票週轉率較高。本文以為，由於深圳股票交易所仍存在著漲跌幅限制，且透過實證資料結果顯示，深圳交易市場有其特殊性，並不同於其他國外股票交易市場對買賣價差的分析與影響因素的討論，因此會出現此分歧的結果。整體而言，研究結果仍支持財務報表多提供一種會計準則資訊的揭露，的確能提升會計的資訊品質，能降低市場資訊不對稱的程度。

全文共分五節：第一節前言，說明研究動機、研究問題及其重要性；第二節為文獻回顧，分別探討國內外關於中國大陸會計準則揭露與國際會計準則等相關議題；第三節研究設計，闡明研究假說之推論並建立實證模式；第四節實證結果分析，說明樣本之篩選標準並解釋統計分析之結果與發現；第五節結論，提出本文結論及貢獻。

## 貳、文獻回顧

對於同公司股票在不同市場上市，曾有研究指出，公司在不同的市場上市，其流動性及股價有顯著的差異。哈丁(J. Harding)比較中國大陸 A 股及 B 股市場，指出前者為市場大且流動，而後者為市場小且冷淡；而且 A 股市場之總市值為 B 股市場總市值之 70 倍。此外，在調整幣別差異之後，對相同公司而言，A 股股價通常為 B 股或 H 股股價的三到五倍。<sup>3</sup>另外，維克(Gary M. Winkle)等人認為按中國大陸會計準則及國際會計準則報導的財務報表資訊通常發表於不同的時間，且包含了不同層級的資訊。<sup>4</sup>A 股股東獲得之財務資訊在時間上不同於 B

---

3. J. Harding, "First Steps on the Ladder," *Financial Times*, May 19, 1998, p. 3.

4. Gary M. Winkle, H. Fenwick Huss & Xi Zhu Chen, "Accounting Standards in the People's Republic of China: Responding to Economic

股股東，且 A 股股東得到較多公司績效的揭露。因此，本質上相同的一家公司，在中國大陸 A 股和 B 股市場股價的反應卻是極不相同。<sup>5</sup>

本文為避免不同市場對資訊揭露的解讀不一致；也為了了解對於 A 股股東而言，多提供國際會計準則資訊的揭露，是否會使市場降低資訊不對稱的程度；是故選擇較多 B 股發行公司的深圳交易所作為主要分析市場，並以 A 股市場的買賣價差與週轉率為討論的基礎；此舉可以避免因投資人的組成不同、市場結構不相同，而影響了資訊不對稱的分析。

探討按中國大陸或國際會計準則編列的財務報表資訊價值攸關性的文獻指出，由於對上市公司資訊揭露管理的不周全，因此按中國大陸的會計準則編列的會計資訊，可能會具有雜訊。<sup>6</sup>對於新興的中國大陸證券市場而言，包括會計資訊系統的改良等，可以增加市場的流動性，減少交易成本及增進價格的效率性。<sup>7</sup>除了會計資訊外，其他與投資相關的訊息來源的缺乏，加上中國大陸投資者多偏向短期操作，都可能影響會計資訊價值攸關性的分析結果。查爾斯陳(Charles J. P. Chen)等人研究在 A 股市場會計資訊的價值攸關性，使用 1990-1997 年期間 A 股上市公司的樣本資料，發現會計帳面價值及盈餘對 A 股市場

---

Reforms,” *Accounting Horizons*, Vol. 8, No. 3, 1994, pp. 48-57.

5. Hung-gay Fung, Wai Lee & Wai Kin Leung, “Segmentation of the A and B-share Chinese Equity Markets,” *Journal of Financial Research*, Vol. 23, No. 2, 2000, pp. 179-196.

6. Justin Fox, “The Great Emerging Markets Rip-Off,” *Fortune*, Vol. 137, No. 9, 1998, pp. 98-110; R. Rask, D. Chu & T. Gottschang, “Institutional Change in Transitional Economics: The Case of Accounting in China,” *Comparative Economic Studies*, Vol. 40, No. 4, 1998, pp. 76-100.

7. Robert Feldman & Manmohan S. Kumar, “Emerging Equity Markets: Growth, Benefits and Policy Concerns,” *The World Bank Research Observer*, August 1995, pp. 181-192.

股價具價值攸關。<sup>8</sup>另外，亦有研究以 1994-1996 年 B 股和 H 股為樣本，發現按中國大陸會計準則編列的盈餘，對股票報酬具有顯著且正向的解釋力，但若以經國際會計準則與香港會計準則為基礎調節的盈餘，則沒有發現任何顯著的結果。因此，推論國際會計準則及香港會計準則對國外投資者並沒提供增額的資訊。<sup>9</sup>

包本新(Ben-hsien Bao)等人研究相對於以中國大陸會計準則編製的財報資訊，B 股市場的股價是否包含了更多以國際會計準則報導的會計資訊；結果發現以國際會計準則提供的財務報告資訊估計的 B 股股價與實際的 B 股股價顯著相關，指出依國際會計準則提供的財務報告有額外的解釋力。同時並推論出依據國際會計準則計算的帳面價值及盈餘，比依中國大陸會計準則編列的財務報表資訊，有較多的資訊內涵(Information Content)。<sup>10</sup>其他文獻，如艾貝卡萊克(A. Rashad Abdel-Khalik)等人使用事件研究法，研究盈餘宣告和 A 股及 B 股股價間的關聯性，結果發現在 A 股盈餘與異常報酬間具有顯著的關聯性。<sup>11</sup>上述研究結果的不一致，其原因除了樣本的差異之外，其研究模

---

8. Charles J. P. Chen, Shimin Chen & Xijia Su, "Is Accounting Information Value Relevant in the Emerging Chinese Stock Market?" *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, Vol. 10, No. 1, 2001, pp. 1-22.

9. In-mu Haw, Daqing Qi & Woody Wu, "Value-Relevance of Financial Reporting Disclosures in an Emerging Capital Market: The Case of B-shares and H-shares in China," *Pacific Economic Review*, Vol. 4, No. 3, 1999, pp. 337-348.

10. Ben-hsien Bao & Lynne Chow, "The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation in Emerging Capital Market: Evidence from Listed Companies in the People's Republic of China," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 10, No. 2, 1999, pp. 85-104.



型的設計亦有值得商榷之處。例如，查爾斯陳等人指出侯英妙(In-mu Haw)等人研究所採的模型與揭露慣例不一致；由於B股市場裡的股東取得的是依據國際財務報告準則編制的財報，但並不一定取得在A股市場揭露的會計資訊，因此若以A股市場揭露的財務報表資訊去檢視B股的股價反應，似與實際情況不符。<sup>12</sup>另外，由於會計品質或資訊內涵，有很大的部分是決定於個別公司的報導誘因，而這些報導誘因又受到資本市場的體制與結構等因素的導引，而非單單只是會計準則本身的影響。<sup>13</sup>因此，不論以A股或B股市場為基準，在比較不同會計準則在資訊品質或資訊內涵上的不同時，都可能受到個別公司報導誘因上的差異、市場結構的差異，而影響了資訊品質或價值攸關性的分析。<sup>14</sup>

本文避開直接比較國際會計準則與中國大陸會計準則的資訊品質或資訊內涵，而以公司是否同時按提供國際會計準則編列的財務報表資訊，來看A股投資人在面臨不同會計資訊揭露程度時，其解讀上的差異，進而反應於公司股票交易的流動性與買賣價格差異上。在面對相同的市場規範與管理規則的背景下，本文透過實證資料欲驗證，同時提供按兩種會計準則編製財報資訊的公司，較能夠有效地降低市場資訊的不對稱；而運用市場指標加以評估，除了觀察投資人對資訊的解讀之外，還可以避開對會計資訊的逐項比較，全面地檢視不同報表的呈現（包括附註揭露等），整體財報資訊在股票市場上的反應。

---

11. A. Rashad Abdal-Khalik, Kie Ann Wong & Annie Wu, "The Information Environment of China's A and B Shares: Can We Make Sense of the Numbers?" *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 4, 1999, pp. 467-489.

12. 同註8。

13. 同註2。

14. 同註9。



## 參、研究設計

股票市場的資訊不對稱，係指公司的經營者擁有比投資者或股東更多的資訊，而此種不對稱的資訊，會導致逆向選擇(Adverse Selection)，影響了投資者的投資意願，降低市場的流動性。<sup>15</sup> 從投資人的角度來看，面對資訊不充分的情況，會導致投資人將價格向下調整，以因應其資訊不足可能產生的損失，如此一來反而使公司的股價未能反映公司實況。資訊不對稱對公司而言，亦有其應負擔的成本；因此，公司亦會運用財務報表資訊的揭露，希望降低市場資訊的不對稱，以增加公司股票在市場的交易量，並使股價不致被低估。<sup>16</sup> 依據上述觀點，企業運用的會計準則確實會影響企業的資訊揭露品質，而此品質又會反映在市場的週轉率與買賣價差上；事實上，過去的研究亦有證據顯示，資訊不對稱和股票流動性與企業的財務報表揭露程度及其所採取的會計政策有關。<sup>17</sup>

---

15. Thomas E. Copeland & Dan Galai, "Information Effects on the Bid-Ask Spread," *Journal of Finance*, Vol. 38, No. 5, 1983, pp. 1457-1469; Lawrence R. Glosten & Paul R. Milgrom, "Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 4, 1985, pp. 71-100; Christian Leuz, "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry—Based Evidence from Germany's New Market," *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 3, 2003, pp. 445-472.

16. Douglas W. Diamond & Robert E. Verrecchia, "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, 1991, pp. 1325-1360; Christian Leuz, "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry—Based Evidence from Germany's New Market."

17. Paul M. Healy, Amy Hutton & Krishna Palepu, "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, No. 3, 1999, pp. 485-520;

現階段於中國大陸深圳證券市場交易的股票僅限於流通股，而可交易之 A 股普通股，係股份有限公司以募集方式設立，向社會公眾所募集之股份，其持有者多為具有中國大陸公民身分之個人或機構。<sup>18</sup> 國有股和法人股只能透過場外交易之方式進行，而主要的場外交易方式為協議轉讓與司法拍賣。<sup>19</sup> 因此，買賣價差主要產生於流通股投資人，非受市場特定交易者的影響，同時對於大量的國有股或法人股的釋股亦不受影響，因此可用於衡量市場投資人持有資訊不對稱的程度，而較不受到存貨持有成本(Inventory-Holding Cost)，或獨占租(Monopoly

---

Christian Leuz & Robert E. Verrecchia, "The Economic Consequences of Increased Disclosure," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 3, 2000, pp. 91-124; Christian Leuz, "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry—Based Evidence from Germany's New Market."

18. 中國大陸上市公司之股權結構可依照投資主體可以分為國有股、法人股、職工股、社會公眾股等四類。國有股，按其股權管理形式，還可分為國家股與國有法人股，國家股是指有權代表國家投資的部門或機構以國有資產向公司投資形成的股份；國有法人股則是企業法人，以其所擁有之國有資產投資所形成的股份。法人股，法人股是指企業法人或具有法人資格的事業單位和社會團體，可依法用經營的資產向股份有限公司非上市流通部分所形成的股份。職工股，職工股是指公司透過折價方式提供給上市公司管理者及職工持有，不向社會大眾發行。社會公眾股，社會公眾股是指股份有限公司採用募集方式向社會公眾募集的股份。

19. 其中國有股可以轉讓給境外法人和自然人，而國家股的流動須經過政府的國有資產管理部門批准，國有法人股可由法人自行決定，但其轉讓結果都必須向國有資產管理部門報告，至於法人股可以透過司法拍賣與協議轉讓，其中包括國有法人股。協議轉讓指的是出讓方和受讓方簽定買賣轉讓合同，即出讓方將要轉讓之法人股的所有權有償地移轉給受讓方，受讓方支付價款後獲得所有權，其轉讓的過程大致上可分為談判、簽約、信息披露、支付價款、股份過戶。而司法拍賣指的是有些法人股東因為借債逾期不還，債權人上訴法院，法院依法判決並強制執行，於是這些債務人所持有的法人股便進了拍賣場，拍賣所得用於清償債務。

Rents)的影響。另外，委託下單的費用與手續費、印花稅等的負擔，尚稱合理且其成本並不致於太大，排除訂單處理成本為主要成本考量，因而影響買賣價差的問題。<sup>20</sup>至於競價的原則係採開盤前集合競價與開盤後連續競價之方式，價格的升降單位為 0.01 人民幣，符合價格連續性的考量。

因此，本文在探討不同程度的會計資訊揭露，對市場的資訊不對稱的影響時，引用劉斯(Christian Leuz)的方法，<sup>21</sup>選取股票市場的買賣價差與市場的週轉率，作為資訊不對稱的指標變數；按企業是否多提供國際會計準則的財務報表資訊，比較其是否能確實降低市場資訊不對稱，提高財務報表資訊的透明度。

本文針對買賣價差採用的實證模型如(1)式，式中各變數之定義與計算方式（請見表 1）：

$$\begin{aligned} \text{BAS}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{PIA}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{STO}_{it} + \beta_4 \text{PC}_{it} + \beta_5 \text{AVM}_{it} \\ & + \beta_6 \text{INS}_{it} + \beta_7 \text{TR}_{it} + \beta_8 \text{RK}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

20. 中國大陸深圳A股交易市場委託交易應負擔的成本包含委託費用為一元人民幣，手續費為成交金額的 0.35%，印花稅為成交金額的 0.4%。

21. Christian Leuz, "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry—Based Evidence from Germany's New Market."

表 1 (1)式之變數定義與計算方式

變數	定義	計算方式
BAS <sub>it</sub>	i 公司第 t 期平均相對買賣價差	$\frac{1}{T} \sum_{d=1}^T \left[ \frac{\text{日最高賣價}_d - \text{日最低買價}_d}{(\text{日最高賣價}_d + \text{日最低買價}_d) \div 2} \right] \times 100$
PIA <sub>it</sub>	i 公司第 t 期是否有同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的會計合併報表資訊	有同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的會計合併報表資訊者 = 1，其他 = 0
SIZE <sub>it</sub>	i 公司第 t 期市值規模	按 t 期平均股價乘以 t 期期末流通在外股數，取自然對數。
STO <sub>it</sub>	i 公司第 t 期股票週轉率	t 期成交量除以流通在外股數，按百分比衡量。
PC <sub>it</sub>	i 股票在 t 期的每日平均股價	每日收盤價加總除以 t 期實際交易總日數
AVM <sub>it</sub>	i 股票在 t 期的平均日成交量	每日成交量加總除以 t 期實際交易總日數，取自然對數。
INS <sub>it</sub>	i 公司第 t 期內部人持股比例	可流通的內部職工股比例，按百分比衡量
TR <sub>it</sub>	i 公司第 t 期可於深圳交易所流通買賣的股票	不含國家股持股比例、境內法人股持股比例、募集法人股持股比例及其他未流通股之持股比例，按百分比衡量。
RK <sub>it</sub>	i 公司第 t 期股票總風險	日股票報酬率的標準差

由於股票市場的資訊不對稱，會導致逆向選擇，降低市場的流動性；<sup>22</sup> 因此，本文在評估企業財務報表揭露程度，是否可有效降低市場資訊不對稱的研究議題上，以分析買賣價差，作為資訊不對稱的指標變數之一。而(1)式即在檢測同時提供兩類財報資訊的公司，比起只提供中國大陸會計準則的財報資訊的公司，前者由於所提供的會計資訊較為充分透明，故較能夠降低市場資訊不對稱，促進市場交易的活絡；因此，多提供按國際會計準則的財報資訊，其公司的買賣價差會較小，亦即 $\beta_1$ 推論為顯著為負。

所謂買賣價差（本文設定為BAS），定義為相對買賣價差(Relative Bid-Ask Spread)，指股票的最低買進價格與最高賣出價格之差異，並除以二者之平均值，以百分比表達。思鐸(Hans R. Stoll)曾提出三種

22.同註 15。

影響買賣價差的因素，其中之一便是以資訊不對稱觀點出發的逆選擇成本(Adverse Selection Cost)。<sup>23</sup> 貝格漢特(Walter Bagehot)以訊息成本為基礎，討論自營商買賣價差設定；該研究將投資人區分為持有特殊資訊與追求流動性的投資者，自營商設定的買賣價差過大（小），會使資訊投資者的損失機率增加（減少），但會有來自於追求流動性投資人的收益（損失）來沖銷。<sup>24</sup> 而格羅斯頓(Lawrence R. Glosten)等人亦發現資本市場上資訊不對稱，會使得自營商為了降低本身損失的機率，而需要擴大買賣價差。<sup>25</sup> 其他如克普藍(Thomas E. Copeland)等人及摩爾斯(Dale Morse)等人之研究也都發現，資訊交易成本愈高，自營商或專業會員就會擴大所設定的買賣價差；因此資訊不對稱的程度愈高，將導致有較大的買賣價差。<sup>26</sup>

針對是否同時提供中國大陸會計準則與國際會計準則所編製的財務報表資訊（本文設定為 PIA），本文為驗證多提供一套不同會計準則編列的資訊能降低市場資訊不對稱的推論，而設計此一變數；此變數為 1，表示同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編列的財務報表資訊；變數為 0，表示僅提供按中國大陸會計準則編製的財務報表。

---

23. Hans R. Stoll, "The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of NASDAQ Stocks," *Journal of Finance*, Vol. 33, No. 4, 1978, pp. 1153-1172.

24. Walter Bagehot, "The Only Game in Town," *Financial Analysts Journal*, Vol. 27, No. 4, 1971, pp. 12-22.

25. Lawrence R. Glosten & Paul R. Milgrom, "Bid-Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders."

26. Thomas E. Copeland & Dan Galai, "Information Effects on the Bid-Ask Spread;" Dale Morse & Neal Ushman, "The Effect of Information Announcements on the Market Micro Structure," *Accounting Review*, Vol. 58, No. 2, 1983, pp. 247-258.

公司規模（本文設定為SIZE），據羅爾(Richard Roll)以1963-1982年美國證券交易所的股票價格，建立買賣價差與公司規模間的關係，結果發現公司規模較小的股票，其流動性較差，較具投機性而且風險性較高，因此公司規模確實會影響其在股票市場的買賣價差；因此，本文以此為控制變數，控制上市公司因規模不同而影響了企業的買賣價差。<sup>27</sup>另外，艾梅胡德(Yakov Amihud)等人的研究指出，預期股票報酬會隨著買賣價差擴大而增加。<sup>28</sup>因此，研究以t期的平均收盤價乘上當期公司流通在外股數，並取自然對數；且由於公司股價的價差與公司規模呈反向變動，故預期 $\beta_2$ 符號為負。

股票週轉率（本文設定為STO），所謂週轉率意指在一段時間內，某公司股票成交量對其流通在外股數的比率；代表每一流通在外股票其轉手頻率。相同股數下，成交量越大，代表換手的次數越多，流動性相對越佳。由於週轉率為市場潛在交易人數的比例指標，所以直接與市場深度有關，為另外一個衡量流動性的指標。在相同的委託單規模下，低週轉率的股票表示市場缺乏市場流動性，所以低週轉率的股票會被要求高報酬率為補償。本文在探討資訊不對稱的衡量變數上，亦列入股票週轉率加以評估，其指標是為了解決以成交量衡量時，因為大小公司規模不同，對於衡量結果會造成誤差。<sup>29</sup>使用週轉率

---

27. Richard Roll, "A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 4, 1983, pp. 1127-1140.

28. Yakov Amihud & Haim Mendelson, "Dealership Market: Market Making with Inventory," *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 4, 1983, pp. 1457-1469.

29. 衡量市場的流動性指標，除了前述「價」上的指標—買賣價差之外，尚有以「量」來衡量的指標，包括成交量與週轉率。本研究在考量因資訊不對稱而影響市場流動性時，同時列入價與量的考量，價的衡量標的即為買賣價差；而量的衡量標的即為週轉率，而週轉率因為考量公司規模的因素，較單單以成交量來評估，有其優點。

評估資訊不對稱，雖可避免因公司規模大小不同所造成的影響，但是忽略了股價的影響。週轉率與買賣價差兩者間存有一定之抵換關係，如果交易者需要馬上在市場中買進（賣出）某樣產品，交易者往往需要以較高（低）的價格才能成交，當交易者買賣間的價格差或時間差越小，代表該產品之流動性越佳。因此，週轉率的大小亦會影響買賣價差，因此在(1)式中，本文列為控制變數，作為衡量企業買賣價差的影響因素；其預期符號為負，亦即 $\beta_3$ 小於0。

平均股價與平均成交量（本文設定為 PC 與 AVM），本文以  $i$  股票在某一特定期間的每日成交量加總除以實際交易總日數，定義為平均成交量；而以  $i$  股票在某一特定期間的每日收盤價加總除以實際交易總日數，定義為平均股價。據湯姆仕侯(Thomas Ho)等人及思鐸提出，按存貨理論，流動性供給者將依股票在  $t$  期之價值與  $t-1$  期的總交易量而調整買賣價差的中點，以達最適存貨部位。<sup>30</sup>因此，為控制因存貨持有成本而影響到買賣價差的部分，本文以平均股價與平均成交量來加以控制，本文預期 $\beta_4$ 符號為負。另外，股票交易量愈大時，流動性較佳，成交機會大，因此買賣價差會縮小，據貝森(George J. Benston)等人，米思尼須(Thomas McInish)等人，肯尼(Omesh Kini)等人的研究均指出，股票交易量與買賣價差呈現顯著負向關係；<sup>31</sup>因此，本文預

---

30. Thomas Ho, Hans R. Stoll, "Optimal Dealer Pricing under Transactions and Return Uncertainty," *Journal of Financial Economics*, Vol.9, No. 4, 1981, pp. 47-73; Hans R. Stoll, "The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of NASDAQ Stocks."

31. George J. Benston & Robert L. Hageman, "Risk, Volume and Spread," *Financial Analysts Journal*, Vol. 34, No. 1, 1978, pp. 46-49; Thomas McInish & Robert A. Wood, "An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spread for NYSE Stocks," *Journal of Finance*, Vol. 33, No. 4, 1992, pp. 753-764; Omesh Kini & Shehzad Mian, "Bid-Ask Spread and Ownership Structure," *Journal of Financial Research*, Vol. 47, No. 2, 1995,



期 $\beta_5$ 符號亦為負。

內部人持股比例與可流通股比例（本文設定為INS與TR），本文以內部職工持股比例定義為內部人持股比例；而以不含國家股持股比例、境內法人股持股比例、募集法人股持股比例及其他未流通股持股比例，作為可流通比例。雷蒙江(Raymond Chiang)等人以公司內部人持股與機構投資人持股比率，作為資訊不對稱的代理變數，運用迴歸分析探討自營商是否視內部人士與機構投資者為資訊交易者，研究發現買賣價差與內部人持股比例有顯著的正向關係。<sup>32</sup>另外，肯尼等人亦檢視買賣價差與內部人持股的關聯性，發現買賣價差與內部人持股比例並無正向關係存在。<sup>33</sup>由於上述討論內部人持股比例與買賣價差關係的研究結果尚不一致，因此本文並不預期 $\beta_6$ 的方向。另外，由於現階段中國大陸深圳上市公司的股本結構中，仍保留一部分比例不可在流通市場上交易，而依據劉斯的研究，市場上可流通股的持股比例會影響買賣的價差，<sup>34</sup>因此考量此一市場特殊性，故列入可流通比例作為影響買賣價差的變數之一；同樣地，本文亦不預期 $\beta_7$ 的方向。

股票總風險（本文設定為RK）據雷蒙江等人、肯尼等人、劉斯等研究，<sup>35</sup>以為公司股票風險亦會影響企業的買賣價差；因此，本文引用前述研究，以股票報酬率的標準差，作為股票總風險的衡量變數，並且預期其符號為正，亦即 $\beta_8$ 大於0。

---

pp. 401-414; Hans R. Stoll, "The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of NASDAQ Stocks."

32. Raymond Chiang & P. C. Venkatesh, "Insider Holdings and Perceptions of Information Asymmetry: A Note," *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 4, 1988, pp. 1041-1049.

33. Omesh Kini & Shehzad Mian, "Bid-Ask Spread and Ownership Structure," *Journal of Financial Research*, Vol. 18, No. 4, 1995, pp. 401-404.

34. 同註 21。

35. 同註 21、32、33。

其次，針對市場週轉率，作為資訊不對稱的另一個衡量指標變數，本文採用的多變量實證模型如(2)式，式中各變數之定義與計算方式（請見表2）：

$$STO_{it} = \gamma_0 + \eta_1 PIA_{it} + \eta_2 SIZE_{it} + \eta_3 INS_{it} + \eta_4 TR_{it} + \eta_5 RK_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

表2 (2)式之變數定義與計算方式

變數	定義	計算方式
$STO_{it}$	i 公司第 t 期股票週轉率	t 期成交量除以流通在外股數，按百分比衡量。
$PIA_{it}$	i 公司第 t 期是否有同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的會計合併報表資訊	有同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的會計合併報表資訊者 = 1，其他 = 0
$SIZE_{it}$	i 公司第 t 期市值規模	按 t 期平均股價乘以 t 期期末流通在外股數，取自然對數。
$INS_{it}$	i 公司第 t 期內部人持股比例	可流通的內部職工股比例，按百分比衡量。
$TR_{it}$	i 公司第 t 期可於深圳交易所流通買賣的股票	不含國家股持股比例、境內法人股持股比例、募集法人股持股比例及其他未流通股之持股比例，按百分比衡量。
$RK_{it}$	i 公司第 t 期股票總風險	日股票報酬率的標準差

股票週轉率（本文設定為  $STO$ ），是流動性的衡量中屬「量」的指標，定義為公司成交量除以流通在外股數；前已述及，一公司流通在外的股數，可用來衡量該公司潛在之交易人數，而週轉率既然為市場潛在交易人數的比例指標，所以其直接與市場深度有關。在相同的委託單規模下，低週轉率的股票表示市場缺乏市場流動性，所以低週轉率的股票會被要求高報酬率為補償；本文推論，若能夠同時提供國際會計準則的資訊，便能降低市場的資訊不對稱，使得市場流動性增加，會使股票週轉率提高，因此二者是呈正向的關係；亦即由於股票市場的資訊不對稱，會導致逆向選擇，降低市場的流動性；因此(2)式即在檢測同時提供兩類財報資訊的公司，比起只提供中國大陸會計準則的財報資訊的公司，前者由於所提供的會計資訊較為充分透明，故較能夠降低市場資訊不對稱。因此，有提供國際會計準則的財報資

訊，其公司的股票週轉率會較高，亦即有推論為顯著為正。

至於公司規模、內部人持股比例與可流通股比例（本文設定為 SIZE, INS 與 TR），其定義與(1)式相同。而此三項控制變數的設定，係參考貝森白得(Hendrik Bessembinder)等人，塔克(Paula Tkac)，劉斯等人之研究，<sup>36</sup>但由於研究結論並不一致，故本文並不預期 $\eta_2$ ,  $\eta_3$ ,  $\eta_4$ 的係數符號。另外，對於股票總風險（本文設定為 RK）其對股票週轉率的影響為正向關係，<sup>37</sup>亦即 $\eta_5$ 大於 0。

## 肆、實證結果分析

### 一、資料來源

本文以中國大陸深圳上市公司，同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製財務報表的公司為研究對象；並另外配對選擇相同產業，資產總額與銷貨淨額相類似，但只提供以中國大陸會計準則編製財務報表資訊的公司作為比較樣本，以觀察兩組樣本其資訊不對稱程度的差異。樣本期間選自 2000-2004 年，每年的 3、4、5 月深圳股票交易市場的股價與股票週轉率等。樣本期間包含不同的多空程度，可以消除市場因素對觀察值的干擾；另外，由於中國大陸的財務報表揭露時間多集中在上述三個月分，故以此三個月分的市場反應，觀察

36. Hendrik Bessembinder, K. Chan & P. Seguin, "An Empirical Examination of Information, Differences of Opinion, and Trading Activity," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 2, 1996, pp. 105-134; Paula Tkac, "A Trading Volume Benchmark: Theory and Evidence," *Journal of financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34, No. 2, 1999, pp. 89-114; Christian Leuz, R. E. Verrecchia, "The Economic Consequences of Increased Disclosure," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Supplement, 2000, pp. 91-124; Christian Leuz "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry—Based Evidence from Germany's New Market."

37.同註 27、28。

投資人對不同程度資訊揭露的解讀。樣本資料係屬混合資料(Pooling Data)；資料來源係取自《巨潮資訊網》，而有關樣本的股價、財務報表與股權結構資料則取自《台灣經濟新報社》(*Taiwan Economic Journal*, *TEJ*)。排除資料不完整之觀察值及極端值後，共得 1,215 筆觀察值。

表 3 為樣本資料分析表，顯示本文樣本以機械設備最多，計有 315 筆觀察值，比重達 25.93%；其次分別為房地產、電子、金屬與非金屬及食品飲料，比重分別為 12.35%、11.11%、11.11%與 6.17%；產業分布情況尚稱平均。

表 3 樣本資料分析

樣本於產業分布情形 N = 1215		
產業別	觀察值數	百分比
製造	15	1.23%
水電煤業	30	2.47%
運輸倉儲	60	4.94%
房地產	150	12.35%
社會福務	30	2.47%
綜合企業	45	3.70%
食品飲料	75	6.17%
紡織服裝	60	4.94%
造紙印刷	15	1.23%
石化塑膠	60	4.94%
電子	135	11.11%
金屬與非金屬	135	11.11%
機械設備	315	25.93%
醫藥生物	60	4.94%
批發零售	30	2.47%
合計	1,215	100.00%

## 二、敘述性統計

表 4 為各變數之敘述統計表。由表中得知買賣價差之平均數為 3.4214%，表示就平均而言，在深圳上市的樣本公司中，其相對買進與賣出價差的月平均額為 3.4214%，最大值為 10.6571%，最小值為 0.3150%。就衡量資訊不對稱的另一項指標，STO 而言，其平均數為 34.1872%，最大值 219.905%，最小值為 0.629%，顯示其隨著各類股的特性不同，有較大的差異。比起股票週轉率，買賣價差的差異較小，可能是因為受限於中國大陸上市股票有漲跌幅的限制。<sup>38</sup> 其他相關變數的平均數、中位數、最小值與最大值等資料，請見表 4。

表 4 敘述統計量

全部樣本(N = 1215)							
項目 變數	平均數	中位數	最小值	第一四 分位數	第三四 分位數	最大值	標準差
BAS	3.4214	3.2458	0.3150	2.5109	4.0645	10.6571	1.2192
STO	34.1872	25.3770	0.6290	13.2870	43.4260	219.9050	30.7213
PIA	0.5481	1.0000	0.3150	0.0000	1.0000	1.0000	0.4979
SIZE	6.7024	6.6832	4.9710	6.2459	7.1665	8.7638	0.7104
PC	9.3923	8.7200	2.4953	6.4372	11.4118	46.7536	4.2767
AVM	7.4607	7.2806	3.1666	6.5231	8.2656	12.1039	1.3701
INS	0.4329	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	20.65	2.1525
TR	46.8000	45.0300	3.8100	35.6000	55.8800	88.8900	15.4415
RK	2.2614	2.1046	0.0604	1.5819	2.8090	6.5060	0.9181

註：BAS 月相對買賣價差，按日交易之最高賣價與最低買價相減，再除以二者之平均值後，再按當月實際交易日數計算出平均月買賣價差，按百分比表達。

STO 月股票週轉率，以當月成交量除以流通在外股數，按百分比表達。

PIA 若有同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的財務報表資料則為 1，其他則為 0。

SIZE 以月平均股價乘以月流通在外股數後，再取自然對數。

PC 月平均收盤價，以每日收盤價加總除以當月交易日數。

AVM 月平均成交量，以每日交易量加總除以當月交易日數，取自然對數。

INS 可流通的內部職工股，按百分比表達。

TR 可在深圳交易市場流通的持股比例，亦即 1 - (國家股 + 境內法人股 + 募集法人股 + 其他未流通持股)，按百分比表達。

RK 股票報酬標準差。

從表 5 的相關係數矩陣中可得知變數之間的關聯，透過單變量的結果可獲得一些初步推論。首先，從平均相對買賣價差（以下簡稱 BAS）、股票週轉率（以下簡稱 STO）與其他變數的相關程度得知：第一，公司買賣價差與同樣衡量資訊不對稱指標的股票週轉率 STO 之間，具有顯著的正向關係，達 1% 的顯著水準。第二，公司規模與股票買賣價差之間，具有顯著的負向關係，達 1% 的顯著水準，與預期相符。第三，本文關心的財報揭露程度，對 BAS 與 STO 的影響，由表 5 結果發現，同時提供中國大陸會計準則與國際會計準則編製的財務報表（以下簡稱 PIA）與 BAS 並不具顯著的相關性；但 PIA 與 STO 則具有顯著的正向關係，且達 1% 的顯著水準，與預期相符；顯示企業同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編列的財務報表資料，比較於僅提供按中國大陸會計準則編製財務報表資料的公司，其反應在股市的結果是前者具有較高的股票週轉率，符合本文的推論，財務報表揭露程度較多者，較能降低市場的資訊不對稱，增加股票交易的流動性。至於 PIA 與 BAS 之間的相關性並不顯著，則可能受限於深圳股票交易所的漲跌幅限制的關係，較不易看出投資人在資訊解讀上的差異。第四，BAS 與股票總風險呈現正相關，達 1% 的顯著水準，符合預期，顯示個股的風險愈高，則買賣價差愈大。但買賣價差與月平均成交量，則呈現正向關係，與預期不符，且達 1% 的顯著水準；表示月平均成交量愈大者，買賣價差愈大，研究推論可能的原因在於深圳股票市場追逐風險，短線操作的特性。至於買賣價差與月平均股價、內部人持股、與可流通股數則未呈現顯著的相關性。第五，STO 除了與 PIA 呈顯著正向關係之外，還與企業規模、內部人持股呈顯著的負相關；而與月平均成交量、股票總風險呈顯著的正向關係，且達 1% 的顯著水準，符合預期。

---

38. 現階段深圳交易所規定股票的漲跌幅範圍為 10%。

其他變數的相關程度為：第一，PIA 與企業規模呈負向關係，達 1% 的顯著水準，而與可流通股比例與股票風險呈正向關係，分別達 1% 與 5% 的顯著水準。第二，公司規模與股票月平均收盤價、月平均成交量、內部人持股及可流通股比例，呈現正向關係；而與公司股票風險呈現負向關係。第三，月平均收盤價與月平均成交量、股票風險與可流通股比例呈負相關，前二者達 1% 的顯著水準，後者達 5% 的顯著水準；而月平均收盤價內部人持股比例的關係則不顯著。第四，月平均成交量與可流通股持股比例、股票風險呈顯著正相關，而內部人持股與可流通股比例呈顯著正相關。

表 5 相關係數矩陣

N = 1215	STO	PIA	SIZE	PC	AVM	INS	TR	RK
BAS	0.75124**	0.06755	-0.16419**	-0.03075	0.10817**	0.00808	-0.00995	0.90858**
STO		0.07373*	-0.09550**	-0.00123	0.21507**	-0.07467**	-0.04823	0.69089**
PIA			-0.12947**	-0.05156	-0.02743	0.02974	0.40675**	0.05652*
SIZE				0.21376**	0.29787**	0.12732**	0.17519**	-0.17814**
PC					-0.12441**	0.03222	-0.05984*	-0.07670**
AVM						-0.05463	0.09703**	0.10276**
INS							0.21721**	-0.03341
TR								-0.02684

註：表中數值為 Spearman 相關係數。其中\*\*、\*分別代表顯著水準為 1%、5%。

BAS 相對買賣價差，按日交易之最高賣價與最低買價相減，再除以二者之平均值後，再按當月實際交易日數計算出平均月買價差，按百分比表達。

STO 月股票週轉率，以當月成交量除以流通在外股數，按百分比表達。

PIA 若有同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編製的財務報表資料則為 1，其他則為 0。

SIZE 以月平均股價乘以月流通在外股數後，再取自然對數。

PC 月平均收盤價，以每日收盤價加總除以當月交易日數。

AVM 月平均成交量，以每日交易量加總除以當月交易日數，取自然對數。

INS 可流通的內部職工股，按百分比表達。

TR 可在深圳交易市場流通的持股比例，亦即 1-（國家股+境內法人股+募集法人股+其他未流通持股），按百分比表達。

RK 股票報酬標準差。



### 三、實證結果與分析

本文採用複迴歸模型(Multiple Regression Model)，在控制干擾變數下，檢視同時提供按中國大陸會計準則與國際會計準則編制的財報資訊，是否能降低市場資訊不對稱的程度；而市場資訊不對稱的程度則以買賣價差與市場週轉率兩者加以衡量，反映投資人對不同資訊的解讀程度。由於觀察樣本資料分布於不同產業，因此為控制不同產業對買賣價差與市場週轉率的影響，本文再將(1)式與(2)式加入產業別之虛擬變數；同樣地，由於樣本取自不同年分，故為了解股票市場買賣價差與市場週轉率的時間趨勢，因此亦於(1)式與(2)式中加入年度的虛擬變數，以進一步觀察產業與年分對因變數的影響。本文期間為2000-2004年，故以2000年為基準年度，以四個虛擬變數表示於模式中，控制各研究年度對企業買賣價差與股票週轉率的影響。另外，因考量各企業分布於不同的產業，為控制企業所屬產業不同，對因變數產生的差異，本文依觀察樣本公司所屬的產業，共分為15個產業（請見表3）；以機械設備為基準產業，共設立14個虛擬變數，當企業屬於該產業時  $Industry_j=1$ ，否則為0。故將(1)式與(2)式分別加入虛擬變數，表達如(3)式與(4)式：

$$BAS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PIA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 STO_{it} + \beta_4 PC_{it} + \beta_5 AVM_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 TR_{it} + \beta_8 RK_{it} + \sum_{y=1}^4 \delta_y YEAR_{yit} + \sum_{j=1}^{14} \phi_j Industry_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$STO_{it} = \gamma_0 + \eta_1 PIA_{it} + \eta_2 SIZE_{it} + \eta_3 INS_{it} + \eta_4 TR_{it} + \eta_5 RK_{it} + \sum_{y=1}^4 \kappa_y YEAR_{yit} + \sum_{j=1}^{14} \psi_j Industry_{jit} + \mu_{it} \quad (4)$$

表6為呈現兩種資訊不對稱的衡量標的一買賣價差與股票週轉率，其與財務報表揭露程度之間的關係。表6中A為(3)式之實證結果，表中顯示有多提供按國際會計準則編制的財報資訊(PIA)之係數估計值 $\beta_1$ ，雖與預期符號相符，但並未如預期地顯示出顯著為負的情況，

PIA 與 BAS 間的係數符號並不顯著，如前所述，可能受限於深圳股票交易所的漲跌幅限制的關係，較不易看出投資人在資訊解讀上的差異；另一方面，深圳交易所的買賣價差幅度也不如一般具有漲跌幅限制的交易市場，從表 4 敘述性統計的資料顯示，BAS 的平均值為 3.4214%，而最大值也僅有 10.6571%。以臺灣的市場為例，其漲跌幅的限制為 7%，但其買賣價差的平均值為 13% 左右，而其最大值甚至可以達到 54.59%，最小值為 2.1733%。<sup>39</sup> 另外，就表 6A 的其他係數符號來分析，公司規模（以下簡稱 SIZE）的係數估計值的符號與預期相符，但不顯著；BAS 與股票週轉率、月平均收盤價與月平均成交量的估計值  $\beta_3$ 、 $\beta_4$ 、 $\beta_5$  的符號與預期相反，顯著為正，分別達 1% 與 5% 的顯著水準，顯見股票週轉率、月平均收盤價與月平均成交量愈高則買賣價差愈大。本文以為，深圳交易市場有其短線操作的特殊性，並不同於其他國外股票交易市場對買賣價差的分析與影響因素的討論。因此，本文擬進一步調整股票週轉率的實證迴歸模型，將市場週轉率視為內生變數，以二階段迴歸模式，進一步分析買賣價差與財務報表揭露程度間的關係。此部分的實證結果，容後詳述。

至於其他控制變數對 BAS 的影響，可從表 6A 加以分析，規模與股票風險的係數估計值  $\beta_2$ 、 $\beta_8$  與預期符號相符，反應出隨著企業規模愈小、股票風險的增加，則買賣價差的幅度便會擴大。另一方面，如前所述，股票週轉率、月平均收盤價與月平均報酬的係數估計值  $\beta_3$ 、 $\beta_4$ 、 $\beta_5$  與預期符號相反，分別達 1% 與 5% 的顯著水準，顯示週轉率愈高、平均股價愈高、成交量愈大，反而使得買賣價差愈大；此與以美國市場或臺灣市場為研究樣本，所得到的結果並不相同，顯示中國大陸的股市有其風險與投機較高的成分在內。而內部人持股比例的高低，其估計的係數符號  $\beta_6$ ，顯著為正，反應出隨著內部人持股比例

---

39. 吳怡慧，《買賣價差與股權結構—台灣上櫃公司之驗證》（高雄：國立高雄第一科技大學金融系碩士論文，2003 年），頁 38。

的增加，買賣價差會擴大。至於可流通股比例的估計係數 $\beta_7$ ，其符號顯著為正，顯示可流通股比例愈大，買賣價差亦愈大。就各年的情況來看，相較於基準年2002年，各年買賣價差幅度均有顯著的不同，達1%的顯著水準。整體而言，(3)式的模型配適良好，F 值為233.28，並達1%的顯著水準，Adjusted  $R^2$  達0.8376。

另外，本文引用另外一個衡量資訊不對稱的指標—股票週轉率，來替代買賣價差分析，表6B即是以股票的週轉率來衡量資訊不對稱的實證結果，在控制了會影響週轉率的重要因素後，PIA 之係數估計值 $\eta_1$ ，與預期符號相符，顯著為正，達1%的顯著水準；此結果表示同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編列的財務報表資訊，比起僅提供按中國大陸會計準則提供的資訊，前者對股票的流通性有顯著的提升，可以進一步推論多提供一種會計準則資訊的揭露，的確能提升會計的資訊品質，對市場投資人的資訊解讀是有所助益。

除了說明股票週轉率與財務報表揭露間的關係外，表6B亦呈現出股票週轉率與其控制變數的關係。規模與股票風險的係數估計值 $\eta_2$ 、 $\eta_5$ 與預期符號相符，呈顯著為正的情況（分別達5%與1%的顯著水準），反應出隨著股票風險的增加、企業規模的擴大，則企業的股票週轉率會提升。另一方面，內部人持股與可流通股的比例，其係數估計值 $\eta_3$ 、 $\eta_4$ 皆為負，且達1%的顯著水準，顯示隨著內部人持股比例與流通股比例的增加，則週轉率愈低。整體而言，(4)式的模型配適良好，F 值為59.72，並達1%的顯著水準，Adjusted  $R^2$  達0.5347。

有鑑於前述(3)式按市場買賣價差，來檢視多提供一種財務報表資訊，是否能降低市場不對稱程度時，所得到的結果並不顯著，並不能夠支持研究之假設。另外，考量到股票市場的價與量是息息相關，股價與市場成交量、週轉率具有同時決定且相互影響的特性；因此，本文進一步將買賣價差與市場週轉率視為內生變數，採用二階段迴歸模式，以(4)式的實證模型估計出的市場週轉率預測值，代入股票買賣價差之(3)式，進而得出表7之結果。

表 6 財務報表揭露程度對買賣價差之影響（樣本數 = 1,215）

表 6A：(3)式					
$BAS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PIA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 STO_{it} + \beta_4 PC_{it} + \beta_5 AVM_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 TR_{it} + \beta_8 RK_{it} + \sum_{y=1}^4 \delta_y YEAR_{yit} + \sum_{j=1}^{14} \phi_j Industry_{jit} + \varepsilon_{it}$					
變數	參數	預期符號	係數	p 值	VIF
Intercept	$\alpha_0$	non	1.1663***	<.0001	
PIA	$\beta_1$	—	-0.0054	0.4396	1.51157
SIZE	$\beta_2$	—	-0.0349	0.1193	2.10267
STO	$\beta_3$	—	0.0107***	<.0001	2.17584
PC	$\beta_4$	—	0.0168***	<.0001	1.66813
AVM	$\beta_5$	—	0.0373**	0.0237	3.11055
INS	$\beta_6$	+ / —	0.0161**	0.0417	1.24803
TR	$\beta_7$	+ / —	0.0022**	0.0404	1.68617
RK	$\beta_8$	+	0.8247***	<.0001	2.53201
YEAR <sub>1</sub>	$\delta_1$	+ / —	-0.6689***	<.0001	2.44307
YEAR <sub>2</sub>	$\delta_2$	+ / —	-0.2761***	<.0001	2.14136
YEAR <sub>3</sub>	$\delta_3$	+ / —	-0.3357***	<.0001	2.58739
YEAR <sub>4</sub>	$\delta_4$	+ / —	-0.3275***	<.0001	3.91452
Industry	略				
Adjusted R <sup>2</sup>	0.8376				
F 值	233.28***				

表 6B：(4)式					
$STO_{it} = \gamma_0 + \eta_1 PIA_{it} + \eta_2 SIZE_{it} + \eta_3 INS_{it} + \eta_4 TR_{it} + \eta_5 RK_{it} + \sum_{y=1}^4 \kappa_y YEAR_{yit} + \sum_{j=1}^{14} \psi_j Industry_{jit} + \mu_{it}$					
變數	參數	預期符號	係數	p 值	VIF
Intercept	$\gamma_0$	non	-14.7945*	0.0660	
PIA	$\eta_1$	+	4.0006***	0.0085	1.49169
SIZE	$\eta_2$	+/-	1.7865**	0.0498	1.46686
INS	$\eta_3$	+/-	-1.4632***	<.0001	1.23173
TR	$\eta_4$	+/-	-0.1469***	0.0084	1.65955
RR	$\eta_5$	+	23.0767***	<.0001	1.48283
YEAR <sub>1</sub>	$\kappa_1$	+/-	-2.6915	0.1417	2.32684
YEAR <sub>2</sub>	$\kappa_2$	+/-	-17.7899***	<.0001	1.83491
YEAR <sub>3</sub>	$\kappa_3$	+/-	-12.7112***	<.0001	1.92516
YEAR <sub>4</sub>	$\kappa_4$	+/-	-10.4872***	<.0001	1.92721
Industry	略				
Adjusted R <sup>2</sup>		0.5347			
F 值		59.72***			

預期符號有單一方向者，p 值為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

\*\*\*表示達 1%顯著水準，\*\*表示達 5%顯著水準，\*表示達 10%顯著水準。

表 7 為按二階段迴歸模式，視週轉率為內生變數所呈現之結果，<sup>40</sup>表中顯示 PIA 之係數估計值  $b_1$ ，呈現與預期符號相符且顯著的情況（達 1%的顯著水準），顯示出在視股票週轉率為內生變數，以股票週轉率的預測值代入股票買賣價差的模型後，得以驗證出當公司所提供的財務報表資訊同時包含國際會計準則與中國大陸會計準則的訊息時，能夠提升其資訊品質，有效降低市場資訊不對稱的程度，使買賣價差縮小，故呈現出係數符號顯著為負的情況。表 7 中 SIZE 的係數估計值  $b_2$  的符號與預期相符，顯著水準達 5%；買賣價差與股票週轉率  $b_3$  與預期符號相反，顯著為正，此結果與表 6 相符，顯示股票週轉率愈高，買賣

40. 為區隔複迴歸與兩階段迴歸模型的估計結果，因此，表 7 中(3)、(4)式的係數代號另外加以調整，以茲區別。

價差愈大。月平均收盤價與月平均成交量的係數  $b_4$ 、 $b_5$  與預期符號相反，達 5%與 10%的顯著水準，其顯著程度雖與表 6 有些許差異，但結果大致相同；顯見股票週轉率、月平均收盤價與月平均成交量愈高則買賣價差愈大。

彙總其他控制變數對 BAS 的影響，規模的係數估計值  $b_2$  與預期符號相符，呈顯著為負的情況，反應出隨著企業規模愈小，則買賣價差的幅度便會擴大。另一方面，如前所述，股票週轉率、月平均收盤價與月平均報酬的係數估計值  $b_3$ 、 $b_4$ 、 $b_5$  與預期符號相反，分別達 1%、5%與 10%的顯著水準，顯示週轉率愈高、平均股價愈高、成交量愈大，反而使得買賣價差愈大。而內部人持股比例的高低，其估計的係數符號  $b_6$  為正，但不若複迴歸模型時顯著，無法支持隨著內部人持股比例的增加，買賣價差會擴大。至於可流通股比例的估計係數  $b_7$ ，其符號顯著為正，且達 1%的顯著水準，顯示可流通股比例愈大，買賣價差亦愈大。就各年的情況來看，相較於基準年 2002 年，僅 2003 與基準年差異不大，其他各年買賣價差幅度均有顯著的不同，達 1%的顯著水準。

表 7 財務報表揭露程度對買賣價差之影響：二階段迴歸模型  
(樣本數 = 1,215)

表 7：(3)式 a				
$BAS_{it} = \alpha_0 + b_1PIA_{it} + b_2SIZE_{it} + b_3STO_{it} + b_4PC_{it} + b_5AVM_{it} + b_6INS_{it} + b_7TR_{it} + \sum_{y=1}^4 e_y YEAR_{yit} + \sum_{j=1}^J \xi_j Industry_{jit} + \pi_{it}$				
變數	參數	預期符號	係數	p 值
Intercept	$\alpha_0$	non	1.6257***	<.0001
PIA	$b_1$	—	-0.1711***	0.0049
SIZE	$b_2$	—	-0.0953**	0.0385
STO	$b_3$	—	0.04642***	<.0001
PC	$b_4$	—	0.01769**	0.0135
AVM	$b_5$	—	0.05079*	0.0691
INS	$b_6$	+ / —	0.00057	0.4864
TR	$b_7$	+ / —	0.00823***	0.0002
YEAR <sub>1</sub>	$e_1$	+ / —	-0.6344***	<.0001
YEAR <sub>2</sub>	$e_2$	+ / —	0.29572***	0.0024
YEAR <sub>3</sub>	$e_3$	+ / —	0.03950	0.3626
YEAR <sub>4</sub>	$e_4$	+ / —	-0.0590	0.3296
Industry	略			
Adjusted R <sup>2</sup>	0.59580			
F 值	70.04***			

預期符號有單一方者，p 值為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

\*\*\*表示達 1%顯著水準，\*\*表示達 5%顯著水準，\*表示達 10%顯著水準。

a: 為區隔複迴歸與兩階段迴歸模型的估計結果，因此，表 7 中(3)、(4)式的係數代號另外加以調整，以茲與表 6 結果區別。



## 伍、結論

本文針對深圳上市公司同時提供以國際會計準則與中國大陸會計準則編製的財務報表，與單獨提供以中國大陸會計準則編製的財務報表，比較分析兩類不同財務報表資訊的揭露程度，對市場投資人在解讀資訊上的影響。研究企圖以實證資料分析，提出以下論述的佐證：同時提供兩類財報資訊的公司，比起只提供按中國大陸會計準則編製財報資訊的公司，前者由於所提供的會計資訊較為充分透明，故較能夠降低市場資訊不對稱。本文以兩種指標作為檢測變數，分別為買賣價差及股票的週轉率，在控制其他影響上述兩指標的變數後，分析財報資訊揭露程度對股票交易市場的影響。

透過實證資料顯示，買賣價差與財務報表揭露程度之間的關係，雖支持本文之預期，亦即公司多提供按國際會計準則揭露的財務報表資訊，會使公司股票的買賣價差較小，顯著性並不高。但從股票週轉率替代買賣價差分析時，結果顯示同時提供按國際會計準則與中國大陸會計準則編列的財務報表資訊，比起僅提供按中國大陸會計準則提供的資訊，前者對股票的流通性有顯著的提升，使股票週轉率提高。另外，為解決股票買賣價格差異與股票週轉率係相互影響且同時決定，因此將股票週轉率視為內生變數，按二階段迴歸模式所呈現之結果，進一步地驗證出當公司所提供的財務報表資訊同時包含國際會計準則與中國大陸會計準則的訊息時，能夠提升其資訊品質有效降低市場資訊不對稱的程度，使買賣價差縮小。本文以為，由於深圳股票交易所仍存在著漲跌幅限制，且透過實證資料結果顯示，深圳交易市場有其特殊性，並不同於其他國外股票交易市場對買賣價差的分析與影響因素的討論，因此會出現此分歧的結果。整體而言，研究結果仍支持財務報表多提供一種會計準則資訊的揭露，的確能提升會計的資訊品質，並降低市場資訊不對稱的程度。

此研究結果支持國際會計準則與中國大陸會計準則的同時提供，

使財務報表更能充分而完整地揭露公司有關資訊，進而幫助投資人取得充分的訊息，協助其作成投資決策。另一方面，對上市的公司而言，降低市場資訊不對稱，會使得股票交易活絡，投資人更有意願購買公司股票，有助於公司股票發行與流通。此一研究結果，有助於臺商若欲投資中國大陸股市，或有意透過深圳市場上市者，了解會計資訊的揭露程度對市場與投資人的意義。

（收件：2005 年 11 月 17 日，修正：2006 年 3 月 6 日，採用 2006 年 4 月 10 日）

## 參考文獻

### 中文部分

#### 學位論文

- 吳怡慧，2003。《買賣價差與股權結構—台灣上櫃公司之驗證》。高雄：國立高雄第一科技大學金融系碩士論文。

### 英文部分

#### 期刊論文

- Abdel-Khalik, A. Rashed, Kie Ann Wong & Annie Wu, 1999. "The Information Environment of China's A and B Shares: Can we Make Sense of the Numbers?" *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 4, pp. 467-489.
- Amihud, Yakov & Haim Mendelson, 1983. "Dealership Market: Market Making with Inventory," *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 4, pp. 1457-1469.
- Bagehot, Walter, 1971. "The Only Game in Town," *Financial Analysts Journal*, Vol. 27, No. 4, pp. 12-22.
- Ball, Ray, Ashok Robin & Joanna Shuang Wu, 2003. "Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four Asian Countries, and Implications for Acceptance of IAS," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, No. 1-3, pp. 235-270.
- Bao, Ben-hsien & Lynne Chow, 1999. "The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation in Emerging Capital Market: Evidence from Listed Companies in the People's Republic of China," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 10, No. 2, pp. 85-104.

- Benston, George. J. & Robert L. Hageman, 1978. "Risk, Volume and Spread" *Financial Analysts Journal*, Vol. 34, No. 1, pp. 46-49.
- Bessembinder, Hendrik, K. Chan & P. Seguin, 1996. "An Empirical Examination of Information, Differences of Opinion, and Trading Activity," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 2, pp. 105-134.
- Chen, Charles J. P., Shimin Chen & Xijia Su, 2001. "Is Accounting Information Value Relevant in the Emerging Chinese Stock Market?" *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, Vol. 10, No. 1, pp. 1-22.
- Chiang, Raymond & P. C. Venkatesh, 1988. "Insider Holdings and Perceptions of Information Asymmetry: A Note," *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 4, pp. 1041-1049.
- Copeland, Thomas E. & Dan Galai, 1983. "Information Effects on the Bid-Ask Spread," *Journal of Finance*, Vol. 38, No. 5, pp. 1457-1469.
- Diamond, Douglas W. & Robert Verrecchia, 1991. "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp. 1325-1360.
- Feldman, Robert & Manmohan S. Kumar, 1995/8. "Emerging equity markets: Growth, benefits and policy concerns," *The World Bank Research Observer*, pp. 181-192.
- Fox, Justin, 1998. "The Great Emerging Markets Rip-Off," *Fortune*, Vol. 137, No. 9, pp. 98-110.
- Fung, Hung-gay, Wai Lee & Wai Kin Leung, 2000. "Segmentation of the A and B-share Chinese Equity Markets," *Journal of Financial Research*, Vol. 23, No. 2, pp. 179-196.
- Glosten, Lawrence R. & Paul R. Milgrom, 1985. "Bid-Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No.

- 4, pp. 71-100.
- Haw, In-mu, Daqing Qi & Woody Wu, 1999. "Value-Relevance of Financial Reporting Disclosures in an Emerging Capital Market: The Case of B-shares and H-shares in China," *Pacific Economic Review*, Vol. 4, No. 3, pp. 337-348.
- Healy, Paul M., Amy Hutton & Krishna Palepu, 1999. "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, No. 3, pp. 485-520.
- Ho, T. & Hans R. Stoll, 1981. "Optimal Dealer Pricing under Transactions and Return Uncertainty," *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 4, pp. 47-73.
- Kini, Omesh & Shehzad Mian, 1995. "Bid-Ask Spread and Ownership Structure," *Journal of Financial Research*, Vol. 47, No. 2, pp. 401-414.
- Leuz, Christian, 2003. "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry—Based Evidence from Germany's New Market," *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 3, pp. 445-472.
- Leuz, Christian & R. E. Verrecchia, 2000. "The Economic Consequences of Increased Disclosure," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Supplement, pp. 91-124.
- McInish, Thomas & Robert A. Wood, 1992. "An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spread for NYSE Stocks," *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, pp. 753-764.
- Morse, Dale & Neal Ushman, 1983. "The Effect of Information Announcements on the Market Micro Structure," *Accounting Review*, Vol. 58, No. 2, pp. 247-258.
- Rask, R., D. Chu & T. Gottschang, 1998. "Institutional Change in Transitional Economics: The Case of Accounting in China," *Com-*

*parative Economic Studies*, Vol. 40, No. 4, pp. 76-100.

Roll, Richard, 1983. "A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 4, pp. 1127-1140.

Stoll, Hans R., 1978. "The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of NASDAQ Stocks," *Journal of Finance*, Vol. 33, No. 4, pp. 1153-1172.

Tack, Paula, 1999. "A Trading Volume Benchmark: Theory and Evidence," *Journal of financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34, No. 2, pp. 89-114.

Winkle, Gary M., H. Fenwick Huss & XiZhu Chen, 1994. "Accounting Standards in the People's Republic of China: Responding to Economic Reforms," *Accounting Horizons*, Vol. 8, No. 3, pp. 48-57.

#### 報紙

Harding, J., 1998/5/19. "First Steps on the Ladder," *Financial Times*, p. 3.

## **Financial Statement Disclosure and Information Asymmetry: Evidence from Shenzhen Listed Companies**

**Ming-lei Chang**

(Associate Professor, Department of Accounting,  
Ming Chuan University)

### **Abstract**

The main purpose of this research is to analyze whether disclosure more financial statement information will decrease the degree of information asymmetry in Shenzhen Stock Market. There are at least two different types of financial statement which is disclosed in Shenzhen listed companies right now. One type of financial statement is prepared under People's Republic of China Accounting Standard (PRC-GAAP). The other type of financial statement is prepared in accordance with PRC-GAAP and International Accounting Standards (IAS). This research adopts the empirical analysis to test that companies which provide the financial statement in accordance with both PRC-GAAP and IAS are more informative than companies which provide financial statement only under PRC-GAAP, i.e., financial information disclosure from the former companies can reduce the information asymmetry in the stock market. Using the bid-ask spread and share turnover as two proxies for information asymmetry, this research finds that companies



which provide financial statement in accordance with PRC-GAAP and IAS really can reduce the degree of information asymmetry in Shenzhen Stock Market.

**Keywords:** International Accounting Standards, Information Disclosure, Information Asymmetry, People's Republic of China Accounting Standards, Bid-Ask Spread

