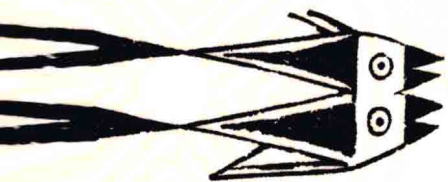


上市公司信息透明度： 理论与实证研究

Research on Information Transparency of Listed Companies:
Theoretical Analysis and Empirical Test

◎ 张程睿 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本书受华南师范大学 211 工程经济学重点学科经费的资助

上市公司信息透明度： 理论与实证研究

Research on Information Transparency of Listed
Companies: Theoretical Analysis and Empirical Test

张程睿 著

经济科学出版社

责任编辑：王冬玲

责任校对：王苗苗

技术编辑：董永亭

上市公司信息透明度：理论与实证研究

张程睿 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 16.75 印张 220000 字

2008 年 7 月第 1 版 2008 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7382 - 7/F · 6633 定价：26.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司信息透明度：理论与实证研究 / 张程睿著.

北京：经济科学出版社，2008.7

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7382 - 7

I. 上… II. 张… III. 上市公司 - 会计分析 - 研究 - 中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 111620 号

作者简介

张程睿，女，1973年出生于四川泸县，管理学（会计学）博士，现任教于华南师范大学经济与管理学院会计系，主要研究方向为现代财务会计与资本市场，已在《会计研究》、《审计研究》、《中国会计评论》等核心学术期刊上发表论文十余篇，主持和参与省部级课题多项，并参与翻译译著一部。博士学位论文《中国上市公司信息透明度研究——基于信息不对称的理论与实证》获得暨南大学2006年度优秀博士学位论文奖。

内 容 简 介

本书以信息不对称理论为基础，沿着公司信息透明度的“产生机理→决定机制→经济后果”的研究主线，建立了关于公司信息透明度的系统分析框架；并立足中国背景，基于深入的理论分析和实证检验，回答了什么决定了中国上市公司的信息透明度？中国上市公司之间的信息透明度差异是否带来了不同的经济后果？是否影响了投资者的决策并对市场信息不对称产生作用？以此为基础，最后为提高中国上市公司信息透明度以及资本市场的健康发展提供了建设性建议。本书对于关注资本市场的理论工作者、证券监管部门、会计准则制定机构、证券公司、会计师事务所、律师事务所的证券从业人员以及上市公司的高级管理人员等，都具有较好的理论和实用价值。

序

张程睿同志的专著《上市公司信息透明度：理论与实证研究》即将问世，这是在她的博士学位论文基础上撰写的。作为她攻读博士学位时期的导师，我欣然接受为其第一部专著作序的邀请。

投资者保护对证券市场、经济发展的重要性越来越受到各国的重视，证券市场的信息不对称引发了投资者保护中需要解决的两个基本问题：信息问题和代理问题，有效的上市公司的公开信息披露至少可以在投资者保护中发挥定价功能和治理功能，同时也是防止内幕交易和证券欺诈行为、实现资本市场公平与效率的要求。在我国转轨经济背景下，上市公司的信息透明度现状如何？上市公司信息透明度的决定机制怎样？哪些因素是我国上市公司信息透明度的主要的关键的影响因素？我国上市公司的信息透明度现状是否有助于降低市场信息不对称？是否对投资者的行为产生影响并起到了对投资者的保护作用？怎样进一步完善制度并促进上市公司的信息披露对投资者的保护效能？这些问题正是健全我国证券市场、加强对投资者保护工作中亟待回答和解决的关键问题。

本书以上市公司的信息透明度作为研究选题，立足中国实际背景，基于系统的理论分析和实证检验，研究了中国上市公司信息透明度的决定机制，以及中国上市公司信息透明度对市场信息不对称、投资者行为的影响及相应的对投资者的保护效能，对上述问题进行了逐一回答。这不仅有利于加深对当前我国证券市场状况的认识，完善基于中国实际背景下的上市公司信息披露理论体系，而且对于我国会计法规、上市公司

信息披露制度的改进和完善、证券市场的未来改革和发展都具有实际意义。

本书的主要特点和贡献如下：

第一，对国内外关于公司信息披露及透明度研究的前沿成果及最新动态有全面的阐述和把握，并对国内外研究状况进行了较准确的比较和评析。

第二，建立动态的相对的公司信息透明度概念，认为公司信息透明度具有动态性和相对性，突破了现有文献中的静态定义；以信息不对称理论为基础，从公司信息透明度的界定入手，沿着“产生机理→决定机制→经济后果”的研究主线，首次建立了中国上市公司信息透明度的系统分析框架。

第三，注意从中国的实际情况出发，把研究的重心置于中国的上市公司，这种基于中国实际经济背景的对上市公司信息透明度的研究进一步完善了上市公司的信息披露理论体系，体现出其理论贡献和相应的现实价值。

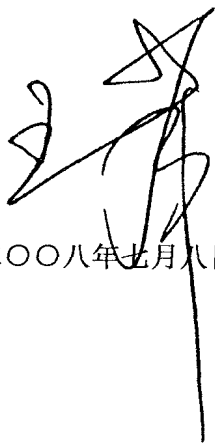
2 第四，在深入的理论分析基础上，注重运用实证的方法研究国内的问题，因而有较强的说服力。研究中以披露质量为基础衡量公司信息透明度，突破了国内相关研究中以披露数量代表上市公司信息透明度的不符合中国实际的度量办法，以及以某些个别指标替代透明度衡量的片面方法；基于管理者动机分析和检验上市公司信息透明度的决定机制，为目前国内有关信息披露影响因素的研究增加了厚度；结合中国实际，使用直接体现二级市场投资者交易行为的知情者交易速率和不知情者交易速率作为信息不对称的代理变量，使得直接考察公司信息透明度对投资者交易行为的影响成为可能。作者的研究注意学术规范，重视利用我国上市公司数据，并能采用恰当的方法得出具有参考价值的结论，逻辑严密，论证有力。

第五，注意从比较广泛的范围和角度探讨公司信息透明度，作者的许多视角，如关于管理者动机对公司信息透明度的作用、公司治理结构对公司信息透明度的影响、公司信息透明度对投资者交易行为的影响等

的论述，均在国内具有创见性。

总之，本书很好地回答了目前我国证券市场上市公司信息透明度的决定机制和经济后果等问题，研究系统而深入，理论与实际相结合，问题与对策相呼应，逻辑性强，论证透彻，这体现出作者严谨的治学态度、扎实的专业基础和创新性的独立研究能力。本书的成果为中国上市公司信息披露制度的建设以及证券市场的规范和完善提供了科学的理论和实证依据。希望这部书的出版能够进一步丰富上市公司信息披露的理论研究，为规范上市公司信息披露行为、促进提高上市公司的信息透明度起到积极的作用。

是为序。

A large, stylized handwritten signature in black ink, likely belonging to the reviewer or author, positioned above the date.

二〇〇八年七月八日

前 言

公司信息透明度对资本市场的重要性使其成为学术界和实务界共同关注的焦点。我国证券市场信息不对称严重，上市公司信息透明度不够，使内幕交易、市场操纵等行为有机可乘，严重地损害了广大中小投资者利益。提高上市公司信息透明度，促进市场形成公平交易环境，是我国证券市场发展的当务之急。

本书以信息不对称理论为基础，从公司信息透明度的界定入手，沿着“产生机理→决定机制→经济后果”的研究主线，建立了中国上市公司信息透明度的系统分析框架，理论分析与实证检验相结合，分别采用单因素显著性检验、Probit 回归分析、二阶段多元回归分析等方法，挖掘中国上市公司信息透明度的决定机制，探究其对投资者行为及市场信息不对称程度的影响，为中国上市公司信息披露制度建设以及资本市场的规范和完善提供了理论和实证依据。

公司信息透明度具有动态性和相对性，它是相关

制度、环境、公司信息披露策略等因素的综合产物，是公司信息披露水平的市场体现，它随着制度、环境和公司政策等的变化而变化，公司间的披露政策差异会导致信息透明度的截面差异，而较低的公司信息透明度可以通过有效持续的信息披露得以逐渐提高。

在市场经济体制中，信息作为价格的生成依据引导着资本市场的资源配置，是资本市场生存和发展的基础，决定着市场资源配置的效率。而信息不对称使投资者面临逆向选择和道德风险，相应而生的柠檬问题和代理问题等阻碍了市场资源的有效配置，甚至可能导致市场崩溃。由于信息不对称，市场的有效具有相对性。提高公司信息透明度是降低信息不对称以巩固市场生存和发展，并增进市场有效程度的主要途径。因此，对公司信息透明度的要求源于信息不对称，源于资本市场的生存和发展需要，源于增进资本市场相对有效程度的需要。但是，资本市场的发育程度及其配套制度、文化差异等影响和制约着公司信息透明度，不同市场环境的公司信息透明度存在整体差异。对我国证券市场上市公司信息透明度的现状分析表明，上市公司信息透明度整体上不容乐观，信息披露失真严重，不及时、不充分现象普遍，公司自愿性信息披露水平低，而信息质量问题是当前我国上市公司信息透明度差的直接和关键的因素。

以建立公司透明度决定机制理论框架为基础，对中国上市公司信息透明度决定机制的实证分析表明，整体上，财务状况、管理者动机以及公司的环境和特质等对公司信息透明度的

影响力度较大，而公司治理作用却很有限。其中，违规法律风险和成本没有成为抑制低质量信息披露的有效因素，亏损公司或资金周转不灵的公司信息透明度更差，规避管制动机对公司信息透明度产生显著的负向影响，竞争性行业因专有权成本的顾虑而整体上较非竞争性行业公司的信息透明度低；在其他因素保持不变的情况下，地处经济较发达地区、规模较大、每股收益越高、负债率越低、审计意见为标准无保留意见、流通A股比例越高、对第一大股东的股权制衡作用越强的公司呈现较高信息透明度的概率越大；控股股东的所有权性质对公司信息透明度也有一定影响，平均而言，由国有法人控制的公司的信息质量较高，由私人企业控制的公司的信息透明度较低，而由国家机构控制的公司的信息质量居中；同时发行外资股的公司也趋向有较高的信息透明度，但显著性偏弱。但是，机构投资者、独立董事、管理者基于股票的激励目前并未成为改善公司信息透明度的有效的治理力量，第一大股东持股比例以及总经理和董事长两职分离状况对上市公司信息透明度的影响也不显著。

在对我国上市公司信息透明度的经济后果的研究中，实证分析我国公司信息透明度对投资者行为及相应的市场信息不对称程度的影响，发现：我国上市公司信息透明度分别与买卖价差和股票收益波动率显著负相关，即我国投资者在进行有关股票价格和交易风险的决策时对不同透明度的公司已有行为差异，高信息透明度的公司有较低的买卖价差和股票收益波动率，表明其市场信息不对称程度较低；但是，公司信息透明度

却对交易量、知情者交易速率及不知情者交易速率的影响不显著，意味着目前中国上市公司信息透明度高低对投资者在决策股票交易数量、采取行动速率方面作用非常有限，这与成熟市场的表现相异。研究还发现，对不知情者交易速率而言，知情者交易速率是较价格成本更为主导的影响因素，不知情者交易具明显的“跟随”现象，市场投机氛围重，而且这种“跟随效应”和公司低透明度在法制不健全的中国已被某些知情者利用并成为其诈取广大普通不知情投资者利益的工具。可见，与低透明度相比，我国上市公司较高的信息透明度在改善市场信息不对称及影响投资者交易方面已有一定贡献，但与西方较成熟的市场表现相比，这种贡献尚存在较大差距，表明我国资本市场的有效程度尚需努力提高。

4 基于研究发现与结论，本书从市场约束与法律机制的健全、公司治理的完善、信息中介机构的发展和完善以及如何引导上市公司提高信息披露质量等方面，为提高上市公司信息透明度、增进市场有效程度，促进资本市场的资源配置效率提出了相关政策建议。

本书的主要贡献体现为：

1. 在研究内容上

(1) 以信息不对称理论为基础，从公司信息透明度的界定入手，沿着“产生机理→决定机制→经济后果”的研究主线，建立中国上市公司信息透明度的系统分析框架，并立足中国实际，进行了深入的理论分析和实证检验。在可公开检索的文献中，尚未发现类似的对中国上市公司信息透明度的系统性

研究。

(2) 建立动态的相对的公司信息透明度概念,认为公司信息透明度具有动态性和相对性,这有别于以往研究对其的静态的和理想的定义,并有利于在实证研究中增强对其衡量的客观性。

(3) 建立公司信息透明度决定机制的分析框架,从财务特征、管理者动机、公司治理、公司环境与特质等方面对中国上市公司信息透明度的影响因素进行了系统、深入的实证检验,特别是对管理者动机的深度探讨和验证,一定程度上为目前国内有关信息披露影响因素的研究增加了厚度;从对投资者行为和市场信息不对称的影响方面检验中国上市公司信息透明度的经济后果,在可公开检索的文献中,尚未发现对中国上市公司的类似研究。

(4) 本研究的发现和结论为中国上市公司信息披露制度建设以及资本市场的规范和完善提供了科学的理论和实证依据。

2. 在研究方法上

(1) 从剖析中国上市公司信息透明度现状入手,以披露质量为基础对公司信息透明度进行衡量,同时采用深圳证券交易所对上市公司信息披露的考评结果以及违规披露公司及其配对样本两套方案进行实证检验,突破了国内相关研究中以披露数量代表上市公司信息透明度的不符合中国实际的度量办法,以及以某些个别指标替代透明度衡量的片面方法。

(2) 相对国内目前的会计研究,首次引用 Heckman

(1978, 1979) 的有关分类变量的二阶段多元回归方法, 对研究样本的“自选择偏误”及公司信息透明度的内生性问题进行了校正, 并使公司信息透明度的决定机制和经济后果的实证研究有机地联系在一起。

(3) 结合中国实际, 使用直接体现二级市场投资者交易行为的知情者交易速率和不知情者交易速率作为信息不对称的代理变量, 使得直接考察公司信息透明度对投资者交易行为的影响成为可能。在可公开检索的文献中, 尚未发现使用该指标进行的类似研究。

著 者

2008 年 7 月

目 录

1. 导言	1
1.1 研究意义	1
1.2 公司信息透明度的概念界定	4
1.3 研究思路和方法	9
1.4 研究的主要内容	11
1.5 主要贡献	13
2. 文献回顾与述评	16
2.1 公司信息透明度的影响因素	17
2.2 公司信息透明度的经济后果	27
2.3 公司信息透明度的衡量方法	33
2.4 文献回顾后的思考	39
3. 公司信息透明度的理论源起	42
3.1 信息与资本市场	42

3.2	信息不对称与资本市场	48
3.3	市场的相对有效性与公司信息透明度	53
3.4	本章小结	56
4.	中国上市公司信息透明度现状	59
4.1	中国上市公司信息透明度的市场背景	60
4.2	中国上市公司信息透明度的现状	64
4.3	本章小结	76
5.	公司信息透明度决定机制的实证研究	81
5.1	公司信息透明度决定机制理论框架	81
5.2	分析与假设	83
5.3	研究设计与数据来源	108
5.4	实证检验与分析	117
5.5	本章小结	141
6.	公司信息透明度市场效应的实证研究	147
6.1	相关理论与文献回顾	147
6.2	研究设计	150
6.3	实证检验与分析	161
6.4	本章小结	201