

现代经济管理学术系列研究成果

我国上市公司 信息透明度 评价研究

陈燕丽 吴凤平 著



化学工业出版社

现代经济管理学术系列研究成果

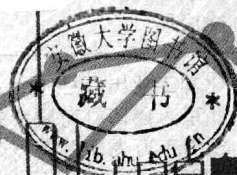
我国上市公司 信息透明度 评价研究

陈燕丽 吴凤平 著



化学工业出版社

· 北京 ·



本书将上市公司信息透明度分为信息透明度数量、信息透明度质量和信息透明度时间三个维度,以契约理论和信号理论为研究平台,运用人工神经网络,建立符合中国国情的上市公司信息透明度评价模型,丰富了有关上市公司信息披露透明度的研究,为促进我国资本市场的健康发展提供了借鉴和理论支撑。

本书可供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管理人员使用;同时也可作为科研机构以及高等院校相关专业师生研究资本市场信息披露的重要参考书。

图书在版编目(CIP)数据

我国上市公司信息透明度评价研究/陈燕丽,吴凤平著. —北京:化学工业出版社,2012.12
(现代经济管理学术系列研究成果)
ISBN 978-7-122-15776-8

I. ①我… II. ①陈…②吴… III. ①上市公司-
会计分析-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第260344号

责任编辑:宋湘玲
责任校对:徐贞珍

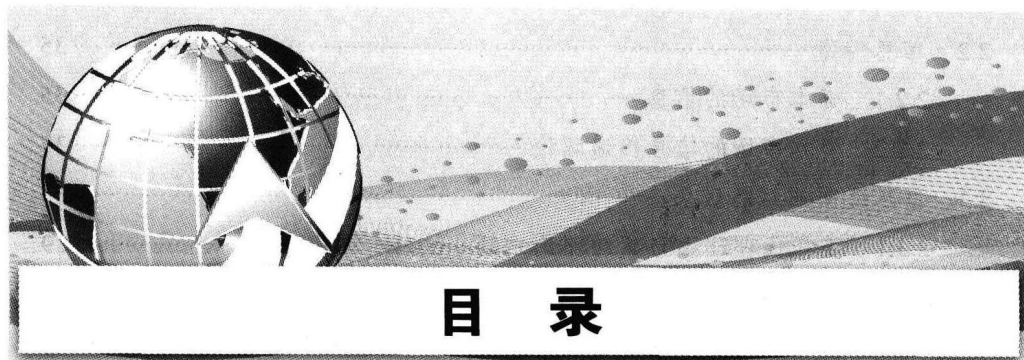
文字编辑:谢蓉蓉
装帧设计:张辉

出版发行:化学工业出版社(北京市东城区青年湖南街13号 邮政编码100011)
印刷:北京永鑫印刷有限责任公司
装订:三河市万龙印装有限公司
710mm×1000mm 1/16 印张9 字数157千字 2012年12月北京第1版第1次印刷

购书咨询:010-64518888(传真:010-64519686) 售后服务:010-64518899
网 址: <http://www.cip.com.cn>
凡购买本书,如有缺损质量问题,本社销售中心负责调换。

定 价:39.00元

版权所有 违者必究



目 录

第1章 绪论

1.1	信息透明度相关概念的界定	1
1.1.1	信息质量	2
1.1.2	信息披露	2
1.1.3	信息透明度	4
1.1.4	上市公司信息透明度的度量	8
1.2	公司信息透明度国内外研究进展分析	9
1.2.1	国内外研究进展的影响因素	9
1.2.2	公司信息透明度评价的研究综述	15
1.2.3	评述	23
1.3	背景、意义与方法	24
1.3.1	研究背景	24
1.3.2	评价意义	25
1.3.3	研究方法与技术路线	28
1.3.4	创新点	28

第2章 上市公司信息透明度理论分析及评价框架

2.1	信息透明行为	31
2.1.1	信息透明行为的理念性解释基础	31
2.1.2	信息透明行为的实质性解释基础	34

2.2	信息传递	35
2.2.1	资本市场的信息	35
2.2.2	资本市场的信号传递理论	37
2.3	信息透明的经济后果	38
2.3.1	委托代理理论与契约理论	39
2.3.2	信息不对称与资本市场效率	40
2.3.3	信息透明使资本市场更加有效	43
2.4	上市公司信息透明度评价框架	45

第3章 外部需求视角下公司信息透明度影响因素分析

3.1	信息透明度的度量	47
3.1.1	上市公司信息透明度质量维度	47
3.1.2	上市公司信息透明度数量维度	48
3.1.3	信息透明度时间维度	50
3.2	数据来源与样本选取	51
3.3	以公司特征视角分析外部需求	51
3.4	研究假设	54
3.5	研究方法设计	56
3.5.1	研究变量的设计	56
3.5.2	变量的显著性分析	58
3.5.3	Logistic 回归结果分析	58

第4章 信号传递对上市公司信息透明度的影响

4.1	信号传递的信源——公司财务状况	60
4.2	研究方法设计	61
4.2.1	模型设计与变量定义	61
4.2.2	财务指标的初选	62
4.2.3	因子分析过程	63

4.3 结果分析	72
----------------	----

第5章 代理成本对上市公司信息透明度的影响

5.1 公司治理有效降低代理冲突	74
5.2 研究假设	76
5.2.1 股权集中度与信息透明度	76
5.2.2 流通股数量与信息透明度	77
5.2.3 高管持股与信息透明度	77
5.2.4 董事会规模与信息透明度	77
5.2.5 经理层控制董事会模式与信息透明度	78
5.2.6 独立董事数量和比例与信息透明度	78
5.2.7 监事会结构对信息透明度的影响	79
5.3 研究方法设计	79
5.3.1 研究变量的设计	79
5.3.2 研究模型的设定	83
5.4 实证研究与结果分析	83
5.4.1 变量的描述性统计及特征	83
5.4.2 数据的标准化处理	84
5.4.3 建立逐步多元回归模型	85

第6章 基于人工神经网络的上市公司信息透明度评价

6.1 方法选取	88
6.1.1 人工神经网络的原理及结构	88
6.1.2 人工神经网络对公司信息透明度评价的适用性	89
6.2 基于BP神经网络的上市公司透明度评价模型的建立	91
6.2.1 输入/输出向量设计	92
6.2.2 确定人工神经网络模型	93
6.2.3 确定训练样本集	95

6.2.4	网络训练	98
6.3	结果分析	100
6.3.1	训练结果	100
6.3.2	上市公司信息透明度评价模型的适用性验证	101

第7章 研究结论与展望

7.1	主要结论	104
7.2	政策建议	105
7.2.1	将公司信息透明度评价纳入上市公司考评体系	105
7.2.2	定期对外公布对上市公司的信息透明度评价结果	106
7.2.3	健全公司治理结构	106
7.3	主要创新点	107
7.4	展望	108

附录A 2009年信息透明度上市公司样本

附录B BP人工神经网络部分程序代码

参考文献



第1章 绪论

1.1 信息透明度相关概念的界定

信息透明度相对于信息质量和信息披露来讲，是最晚出现的一个概念。从最初对信息质量的讨论，到对信息披露问题的研究，再到近几年对信息透明度的普遍关注，代表了对财务信息的研究和发展路径。只有在信息生成和信息披露的基础上，对信息进行“去粗取精、去伪存真”，信息透明度才能最终实现。此概念的提出，使得对财务信息的研究摆脱了长期停留在生成和披露阶段而停滞不前的状况，摆脱了对财务报告改进无休止的讨论，使得对财务信息的研究从“改进企业财务报告”转向“提高公司信息透明度”。本书将信息透明度划分为信息透明度质量、信息透明度数量及信息透明度时间三个维度，如图1.1所示。把信息传递、信息披露和信息透明度作为一个“整体链”来研究，改变了以往孤立研究的局限性，有利于从整体上把握信息透明度实现的过程，明确信息透明度形成的机制和机理。总的来说，信息透明度的提出把对信息的研究提升到了一个新的高度。

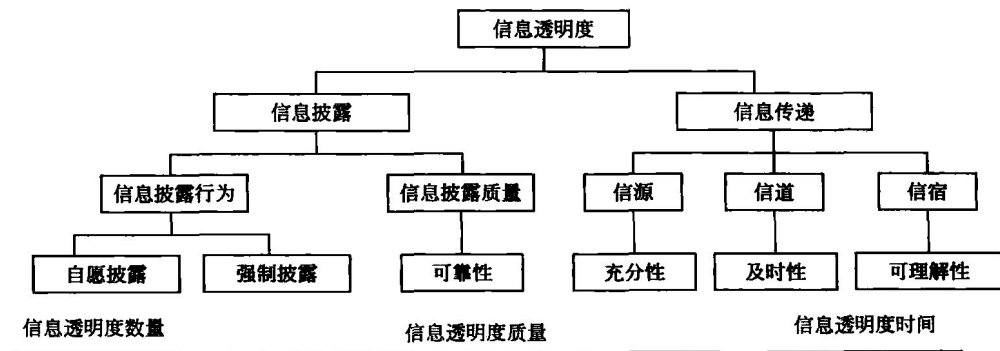


图1.1 信息透明度概念框架



1.1.1 信息质量

为明确信息的质量标准，美国财务会计准则委员会（FASB）于1980年5月发布了第2号财务会计报告——《会计信息质量特征》。该公告列示了会计信息质量的层次结构，在将决策有用性作为财务报告目标的前提下，提出了两条最基本的财务信息质量特征：相关性（relevance）和可靠性（reliability）。

国际会计准则描述的会计信息质量特征由四部分组成：可理解性、可靠性（包括真实反映、实质重于形式、中立性、谨慎性和完整性）、相关性（包括重要性和及时性）及可比性。国际会计准则委员会在1989年7月发布的《关于编制和提供财务报表的框架》中将“真实反映”作为可靠性质量特征的首要内容；并认为，当资料没有重要差错或者偏向，并能如实地反映其所拟反映或理当反映的情况，而能供使用者作为依据时，就具备了可靠性。

2000年，安达信事务所的两位合伙人Gregory J. Jonas和Jeannot Blancher研究了SEC模式、FASB的概念框架、1999年“蓝带委员会”第8号建议、修正后的SAS 61和AICPA的Jenkins Report等文献中，关于评估会计信息质量的要求或标准之后，把评估会计信息的方法分成两类：用户需求观（user needs perspective）和投资者保护观（shareholder/investor protection perspective）。用户需求观倾向于关注与用户需求有关的问题；投资者保护观则倾向于更多地关注与公司治理和受托责任相关的问题。用户需求观以FASB的SFAC No.2为代表；投资者保护观认为高质量的财务报告应提供充分且透明（full and transparent）的财务信息，不应产生误导或令报告使用者感到困惑^[1]。

葛家澎、陈守德在2001年一篇题为“财务报告质量评估的探讨”的论文中，也构建了一个评价企业财务报告质量的标准，并创造性地把这一标准体系分为财务信息内容的质量和财务报表表述的质量两个部分，财务信息内容的质量主要根据FASB的模式（SFAC No.2），财务报表表述的质量主要依据SEC模式^[2]。

1.1.2 信息披露

信息披露，其英文为information disclosure，information起源于拉丁文中的informare，有“报告”、“通知”等含义，disclosure有“公开”、“公示”之意。信息披露体现了证券市场的“三公政策”，是投资决策的前提，也是中小投资者利益的保障基础。会计信息披露是指上市公司依据国家法律或法规的规定，按照一定的程序及规范的报告格式，通过适当的方式向证券代理机构及广大投资者完全公



开与证券发行、交易有关的会计信息资料的行为。应遵循真实性、完整性、及时性、重要性、成本效益、诚信、实质重于形式等原则。会计信息披露制度是指政府或政府授权的证券监管机构、自律机构（行业协会）或证券交易所，通过制定法律、法规、准则或规章等形式，对上市公司必须公开的会计信息的内容、数量、质量，和质量的认定等相应的文件种类及格式、披露的方式、程序、时间，以及违反规定的法律责任及处罚办法所作的强制性规定，具有一定的权威性，对上市公司具有普遍约束力。信息披露的质量直接决定了上市公司的信息透明度状况，即便是高质量的会计信息或者说财务信息生成透明度很高，如果不能以高质量的信息披露方式向外发布，那么也会影响到上市公司的信息透明度。

C B Barry, S J Brown (1985)^[3]和R C Merton (1987)^[4]都指出，当管理层与外部投资者存在信息不对称时，投资者需要额外的费用来补偿所承担的信息风险。因此，上市公司愿意更多地自愿披露有关公司财务和企业发展的信息。例如关于投资项目前景与公司发展战略的披露，关于公司承担社会责任的披露，以加强与外部投资者的信息沟通，降低外部投资者的信息风险，从而获得更多的融资机会。Lundholm R and Myers L A (2002)^[5]通过对准备融资的公司进行研究发现，在融资前6个月公司会主动对外披露更多的相关信息。G S Miller (2000)^[6]指出上市公司利用公司投资项目和财务信息向投资者（包括潜在投资者）发出信号，传递上市公司的战略和财务信息，弱化上市公司与投资者之间的信息不对称，有利于实施再融资计划（上市公司的再融资计划包括增发、配股或发行股转债等），有利于降低融资成本。这是提高公司股票价格和提升公司市场形象，强化与投资者（尤其是机构投资者）的信息沟通，取得外部投资者信任，成为上市公司再融资行为最大化的理性选择。

信息披露透明度的研究是与对信息披露行为的研究联系在一起的，因为透明度是信息披露行为的一种结果。透明度是上市公司自愿披露和强制披露程度的综合反映，是衡量市场质量和信息效率的重要评价标准之一（江炜、蒋高峰2005）^[7]。

按照不同的角度，可以将信息披露分为不同的类别。从理论研究的角度，公司的信息披露行为可以分为外生性披露和内生性披露（R Ven-ecchia, 1983）^[8]。外生性披露是指系统外部给定的披露变量和水平，内生性披露是指系统内部信息的传递与变化。信息披露理论的核心是要说明在信息不对称的条件下，外生性披露与内生性披露对市场契约选择和效率的影响。

常见的信息披露分类是按照是否受到法规的强制性规范，将上市公司的信息披露行为分为强制性披露和自愿性披露。强制性信息披露是指按照法律维护市场的信息披露透明度，是资本市场制度体系的核心。法规要求，公司必须对外披露



包括财务报表、报表附注、董事会工作报告和治理情况等信息。自愿性信息披露是指管理层根据市场环境的判断，自愿向外部投资者公开披露的信息，只要是法规没有强制要求披露的信息，都属于自愿性信息披露的范围，如管理者的预期信息等。作为上市公司管理层的决策类型之一，自愿性信息披露决策往往是公司管理层对相关收益与成本进行权衡之后的结果。有资金需求的公司更倾向于自愿性披露，以降低信息不对称程度获取有利的交易条件。

透明度的高低主要取决于强制性披露以外的自愿性披露水平。因此在研究中通常把自愿性信息披露水平作为公司透明度的替代变量，认为自愿性信息披露水平越高，公司透明度也就越高（崔学刚、朱文明2004）^[9]。

在市场并非完全有效的情况下，公司将会理性地对自愿性披露的成本和效益进行权衡，以决定对投资者的最佳信息披露水平。如果说国家水平的透明度主要是由制度所要求的强制性信息披露所决定的，那么公司之间的透明度差异则主要受到自愿性信息披露的影响。严格地说，自愿性信息披露与透明度的含义是有所差异的。一方面，自愿性信息披露更强调披露的充分性和真实性，透明度还包括及时性和明晰性；另一方面，自愿性信息披露更强调披露的过程和内容，透明度更注重披露所产生的结果。公司高透明度不仅依赖于强制性披露，更大程度上依赖于自愿性披露。

1.1.3 信息透明度

信息透明度问题受到真正关注始于20世纪90年代对会计信息披露问题的研究。1996年4月11日，美国证券交易委员会（SEC）发布了评价国际会计准则委员会（IASC）“核心准则”的声明。该声明中，SEC提出国际会计准则必须符合以下三项主要目标才能得到认可：第一，准则必须包括已制定的会计声明中综合的普遍接受的核心会计基础概念；第二，准则必须是高质量的，具体的解释是可比性、透明度和提供充分的信息披露；第三，准则必须严格解释和应用。此后，SEC前任主席 Arthur Levitt 在评价高质量会计准则时，多次使用到透明度这一概念，A Levitt（1998）^[10]指出制定会计准则必须以保护投资者的利益为目标并保证能够为投资者提供对于投资决策有用的信息。因此，高质量的会计准则应保证信息的充分披露以及所提供的信息是透明、公允且具有可比性的。

1.1.3.1 会计信息透明度

会计信息透明度问题最先受到人们的关注，它是高质量会计信息的特征之一。



A Levitt (1997) 在关于“高质量会计准则”的演讲中首次提到“透明度”的概念。他认为代表高质量准则的一个重要特征就是“透明度”，按照良好会计准则产生的财务报告，应在本期报告的事项，既不提前，也不滞后，要及时地报告经济业务发生的事项。魏明海、刘峰和施鲍翔（2001）^[11]认为会计透明度是一个关于会计信息质量的全面概念，包括会计准则的制定和执行、会计信息质量标准、信息披露与监管等，是对传统的会计信息质量标准和一般意义上的会计信息披露要求的发展，它是以相关性与可靠性为主的会计信息标准的延伸。会计透明度应当包括以下三层含义：

① 存在一套清晰、准确、正式、易理解、普遍认可的会计准则和有关会计信息披露各种监管制度体系，所有的会计准则和会计信息披露监管制度协调一致；

② 对会计准则的高度遵循，无论是公营部门还是私营部门、政府机构还是企业，都能够严格遵循会计准则；

③ 对外（含投资者、债权人、监管机构等）提供高频率的准确信息，能够便利地获取有关财务状况、经营成果、现金流量和经营风险水平的信息。这种观点兼顾了会计信息自身的质量标准（相关性、可靠性等）和实现会计信息质量标准的方式（信息披露等）。其实质是保证高质量的会计信息能够准确、及时地传递到利益相关者的手中。

葛家澎、陈守德（2001）认为会计信息透明度是指公司披露的会计信息能够让外部使用者及时、容易、清楚地了解公司的真实财务状况、经营成果和现金流情况，从而得到清晰、完整、可比、不失真的企业图像的程度。梁妍妍（2008）解释会计透明度是一个关于会计信息质量的全面概念，包括会计准则的制定和执行、会计信息质量标准、信息披露与监管等。朱启明和戴君（2008）认为透明度概念的实质是市场参与者能透过公司信息的现象了解公司的本质。

1.1.3.2 公司信息透明度

从会计信息透明度到信息披露透明度，是从一个更广的角度重新审视信息在市场中的作用机制。信息披露透明度，又称公司信息透明度，相对于会计信息透明度来讲是一个更宽泛的概念，其涵盖面更广，包含了公司公布的所有相关信息：财务报告、重大事项、管理者的意见和对公司未来预期的信息等。

从信息传递的流程来看，透明度可以有狭义和广义两种理解方式，狭义的公司信息透明度，仅包括对信息源的信息披露要求，即要求公司能够做出充分、准确、及时、清晰的信息披露。这种对信息披露主体的要求是提高透明度的核心问题。广义的公司信息透明度，不仅包括对公司信息披露行为的要求，还包括对信



息流通渠道、中介机构、信息使用者的全面要求。这种广义的透明度通常是针对国家和市场水平的透明度而言的。从理论上说，资本市场的信息不对称是永恒存在的，这是由信息传递过程中的信源、信道和信宿的特征和行为决定的。信源为产生信息的主体即上市公司，上市公司的相关信息经过审计等中介机构的监督形成对外披露的信息源，在这个过程中可能会产生信息不对称问题，如公司的选择性信息披露、非及时信息披露、虚假信息披露等；信道为信息披露的渠道，包括报刊、网站、新闻发布会等形式，信息传递过程中也会产生信息不对称问题，包括信道时空延迟、技术手段延迟、信道传递信息变异等；信宿作为信息的接收者，其对信息的理解能力也有所不同，这同样会导致潜在的信息不对称问题。

1998年巴塞尔银行监管委员会公布了关于对银行和银行监管公开披露银行财务报告“增强银行透明度”的指导方针，这个文件是由各成员机构中有关披露和报告专家组成的透明度小组提出的。研究报告中将透明度定义为：公开披露可靠与及时的信息，有助于信息使用者对银行的财务状况和业绩、经营活动、风险状况和风险管理实践做出准确的评价。除此之外，报告还提出了透明信息的关键质量特征，包括全面性（comprehensiveness）、相关性（relevance）、及时性（timeliness）、可靠性（reliability）、可比性（comparability）和重要性（materiality）。虽然该报告中的透明度概念是针对银行业的监管问题提出的，但其含义对其他行业中信息透明度的理解也具有启发作用。这种观点拓展了会计信息透明度的范畴，将透明度解释为一个包括会计信息在内的公司所有对外披露信息的质量特征。世界银行的 Vishwanath, Tara 和 D Kaufmann（1999）^[12]认为透明度描述了及时和可靠的经济、社会与政治信息的增强性流动，这些信息包括投资者对贷款的使用情况、借款人的信用状况、政府对诸如教育、公共健康和基础设施此类公共服务的提供情况、货币和财政政策的执行情况、国际组织的活动情况等，而且透明的信息应该具有的特征包括易获得性（access）、相关性（relevance）、高质量和可靠性（quality and reliability）。葛家澎教授（2002）^[13]则将透明度区分为狭义和广义两种，把狭义的透明度与充分披露视为同义词；广义的透明度视同高质量的全部含义，是一总体信息质量，形式上看等于“充分披露”，而实质上应是在可靠性和相关性的基础上，同时具备了完整性、充分披露、实质胜于形式和谨慎等信息披露特征，真实地反映一个企业的整个财务图像。这种观点是将会计信息透明度与会计信息质量特征联系起来，高会计信息质量同样意味着高会计信息透明度。左志民、唐予华（2002）^[14]认为，信息披露透明度是指通过披露的信息，信息使用者能够及时、准确、清楚地了解企业一切经营活动以及这些经营活动的经济后果，从而得到清晰、完整、可比和不失真的映像。



在有关公司信息透明度的跨国研究中，其含义通常分为宏观层面的证券市场透明度和微观层面的公司透明度。前者衡量证券市场所有上市公司信息的整体可获得程度和可理解程度，其逐渐演变成评估特定国家或地区信息披露管制框架有效程度、信息披露媒介发达程度、可获得信息广度、信息获取及时性以及私人信息搜寻活动密集程度及成本的一个综合框架；后者则是在现有的宏观框架下特定公司信息的可获得程度，主要评估特定公司信息披露程度，因素包括公司治理结构对管理当局的约束、管理当局在现有约束之下的披露意愿等。

1.1.3.3 国家信息透明度

R M Bushman, J D Piotroski 和 A J Smith (2004)^[15]则将透明度的概念扩展到国家层面，他们认为透明度是公众公司的特定信息对于公司外部人的有用性和可获得性，它是一个多层次系统的内部组成部分共同生成的结果，这些组成部分共同地生产、收集、验证信息并将其传递给公司外部的市场参与者。用来衡量透明度的信息作用机制可分为三类：公司报告、私有信息获取和信息传递。公司报告是指公司特定信息的自愿或强制性的定期披露，它又包括了五个方面：财务信息披露的密集程度、治理信息披露的密集程度、用来度量财务信息披露的会计原则、财务信息披露的及时性和审计质量。私有信息获取包括各种中介机构（如机构投资者、财务分析师）获取信息的程度。信息传递主要包括信息传播渠道（如新闻媒体）的覆盖程度。

可见，对公司信息透明度的定义表述虽然各有不同，但都体现了一个共同的思想，即公司信息应该在保证合理信息质量的条件下，被准确、及时地传递到利益相关者的手中。公司信息透明度包括证券发行者（上市公司）的信息和证券交易信息，前者被称为公司透明度，后者被称为交易透明度或市场透明度。本书只研究公司透明度。

综上所述，本书认为公司信息透明度是在公司信息系统输出的基础上，以投资者为核心的市场信息使用者对公司信息披露的评价。从评价内容上看，它包含与公司有关的所有信息，包括了公司对外披露信息的数量和质量，涵盖了强制性信息披露和自愿性信息披露，既包括公司自己披露的信息，也包括其他渠道披露的信息；从评价特征上看，它是基于诸如真实性、及时性、充分性、可比性、清晰性等信息质量特征的综合结果；从评价效果上看，它不仅会影响到公司在资本市场上筹集资金的成本，而且是公司外部治理的依据，有助于降低公司外部股东与内部管理层之间信息不对称的程度，是公司外部的投资者、债权人、政府监管部门等相关人员和部门监控公司内部管理层的一项重要措施。即上市公司信息透



明度是指上市公司财务与管理信息的公开披露程度,是衡量上市公司有关财务与管理信息能否充分、及时、准确、清晰地被投资者所知晓的指标,可以从信息披露质量、信息披露数量和信息披露时间三个维度考量,使投资者能够透过信息表面看到其经营和财务状况本质的程度。简单地说,投资者的这种信息知晓程度就是信息透明度。

1.1.4 上市公司信息透明度的度量

上市公司信息披露已经成为世界资本市场研究界的重大课题,美国、英国、加拿大等国家多年以来一直在成立特别研究委员会对此进行整体研究。T Beck (2003)^[16], A Madhavan (2000)^[17], J S Ang和J C Brau (2002)^[18]通过实证研究都提出交易信息越充分,市场透明度越高,市场的有效性就越强;S Myers和N Majluf (1984)^[19]指出假如信息不对称不能解决,对于已有的股东,公司出售股票或发行债券成本将会增加;C B Barry和S J Brown (1986)^[20]指出提高信息透明度对外部投资者而言就会减少成本,降低投资风险。

在衡量信息披露质量时,根据国外大量的文献,总结起来包括三种类型:一是采用财务分析师协会(FAF)提供的数据,M Lang和R Lundholm (1993)^[21] FAF排名时既包括了可测量的数据,也包括了不可测量的数据,其优点是打分的专家为该行业分析家和信息的主要使用者,缺点是专家的主观性不可忽视。二是构建自愿性披露指数,Botosan和A Christine (1997)^[22], G S Miller (2000)^[23]等,构建自愿性披露指数时,在选取指标和给定权重时会存在主观性。三是选择信息披露排名,以投资管理协会(AIMR)信息委员会公布的上市公司信息披露排名作为研究依据。David S. (2000)^[24]从代理成本的角度出发,验证了管理层持股与信息披露之间存在负相关关系,实证表明管理层持股较多的上市公司,投资者需要的信息披露越透彻,在年报和季报中提供的信息越多。V Joseph和Carcello, L Terry (2003)^[25]检验了监管委员的独立性与财务困境公司信息披露质量的关系,实证表明两者存在着正相关关系。

综上所述,对于信息透明度的理解是不断深化的,即从作为高质量会计信息特征之一的会计信息透明度,到包括会计信息在内的公司所有对外披露信息的质量特征,再到国家层面的一个多层次系统生产、收集验证信息并将其传递出去的过程。此外,信息透明度应该是一个动态的过程,它是某一时点上的公司信息披露水平的体现,而这种披露水平将随着环境、制度以及公司披露决策等的不同而不同。对于信息透明度的理解应区分为公司层面和国家层面,公司层面的信息透



明度是指按照相关的法律法规、遵循相应的会计准则,将公司信息完整、及时地进行充分披露并保证其真实、可靠;国家层面的信息透明度在包括公司层面信息披露透明的基础上,还应包括市场中介机构和信息传播渠道对于信息的获取和传递程度。



1.2 公司信息透明度国内外研究进展分析

1.2.1 国内外研究进展的影响因素

1.2.1.1 国外研究综述

(1) 宏观层面公司透明度的影响因素

① 法律与文化因素。Becker, S Gary, K M Murphy 和 M. Grossman (2006)^[26]发现不同法系下的投资者保护力度及公司治理具有显著差异。B Jaggi 和 P Y Low (2006)^[27]发现不同法系国家的CIFAR透明度指数具有显著差异。R Ball, S R Kothari and A Robin 等 (2000)^[28]证明普通法系国家或地区的会计信息比成文法系国家更及时、更可靠、更具透明度。R M Bush man, J D Piotroski and A J Smith (2004)^[29]利用因子分析将公司透明度进一步区分成财务透明度和公司治理透明度。财务透明度是指公司财务报告以及分析师和媒体对公司财务信息的解读及其传播密度;公司治理透明度是指公司治理信息的披露密度。指出各国财务透明度与其政治经济环境相关,公司治理透明度则更多取决于该国的法律制度。Hope (2003)经过研究发现,在控制法律因素对透明度的影响之后,文化因素对公司透明度具有增量影响。Eleswanapu 等 (2004)经过研究发现,在美国通过《公平披露法案》后,美国公司加强了信息披露,尤其是自愿性披露,从而认为信息披露管制的加强会提高公司透明度。D J Skinner (2004^[30], 1997^[31])发现业绩差的公司提早披露利空消息的可能性是业绩好的公司披露利好消息的两倍,原因在于亏损公司面临法律诉讼的可能性更大,这说明公司的信息披露决策考虑了法律成本。

S J Gray, H Vin (2005)^[32]和 M T Zarzeski (2006)^[33]的证据表明,风险厌恶、个人主义和较小权距等文化因素对公司信息披露水平具有显著正面影响。J Chan-Lee 和 Sanghoon (2001)^[34]在比较了34个新兴市场国家和21个OECD成员国的信息透明度后发现,制度环境和治理文化是决定信息披露质量的主要因素。Heflin, F,



Shaw, K. 和 Wild, J. (2005)^[35]的研究表明,在控制法律因素之后,文化对公司透明度具有增量影响。

② 信息披露管制因素。R VR Eleswarapu, K Thompson and Venkataraman (2004)^[36]发现美国公司在公平披露法案实施后加强了信息披露尤其是自愿披露,因而加强信息披露管制会提高公司透明度。S J Ciccone (2000)^[37]发现高质量会计准则国家的公司具有较高的透明度。然而 R Ball, A Robin and J S Wu (2003)^[38]却发现高质量的会计准则并不必然导致高透明度。

Khanna, Palepu 和 Srinivasan (2004)^[39]检验了13个亚洲太平洋国家的466家公司的披露活动和其与美国市场因素的关系,以标准普尔的透明度指数(T&D Scores)衡量这些公司的披露水平,发现公司透明度与其在美国经营业务、上市交易、国际资本持股占比、美国资本持股占比等之间存在正相关关系,这意味着公司的透明度与其信息披露管制因素有关。

(2) 微观层面公司透明度的影响因素

① 公司管理当局信息披露动机。管理当局的信息披露是公司透明度整个信息链条的起点,对公司透明度具有最为关键的影响。R M Healy 和 K G Palepu (2001)^[40]从会计信息披露的动机角度出发,分析了企业自愿披露私人信息的程度要受市场交易需要、控制权掌握、报酬分配、法律成本支付等因素的制约。Bhattacharya, Daouk 和 Welker (2003)从理论上归结出影响会计盈余不透明性的三类因素是:管理层的动机、会计准则和会计准则的执行(如审计质量的高低)。从其研究可以得出,如果管理层存在操控会计盈余的动机,同时由于对某些具体的经济活动没有明确的会计处理原则或者会计准则灵活性较强,或者会计准则不够合理、会计准则执行不到位,就容易使管理层实现有目的的盈余操控。

有资金需求的公司更倾向于披露更多的信息,以降低信息不对称程度获取有利交易条件。D W Diamond and R E Venecchia (1991)^[41]的模型论证了当管理当局预期公司未来有权益融资需求时,会增加信息披露;M Lang 和 R Lundholm (1993)^[42]的结果表明在当期或后期发行证券的公司的AIMR(The Association for Investment Management and Research) Score比没有发行证券的公司高;M Lang 和 R Lundholm (1997)^[43]发现在股票发行的6个月前信息披露开始显著增加,特别是那些有更多自主决定权的自愿信息披露项目;C A Marquardt等(1998)^[44]提出,如果公司资本成本随着自愿披露水平的提高和信息不对称程度的降低而下降,那么管理当局将在公司下一次股票发行前提供盈余预测;P M Healy等(1999)^[45]发现AIMR Score提高的公司,往往伴随着后期公开发行债券;K W Shaw (2003)^[46]也表明,有证券发行需求的公司的透明度水平较高。Brennan (2006)^[47]的研究表