

上市公司信息披露机制对 投资者保护的有效性研究

The Effectiveness of the
Information Disclosure
System of Listed Companies
for Investors Protection

张程睿 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

华南师范大学哲学社会科学优秀学术著作出版基金 (SKXSZZ1411)

上市公司信息披露机制对 投资者保护的有效性研究

The Effectiveness of the
Information Disclosure
System of Listed Companies
for Investors Protection

张程睿 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司信息披露机制对投资者保护的有效性研究 /
张程睿著. —北京: 经济科学出版社, 2016. 2
ISBN 978 - 7 - 5141 - 6620 - 0

I. ①上… II. ①张… 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 (2016) 第 036618 号

责任编辑: 王冬玲
责任校对: 刘 昕
责任印制: 邱 天

上市公司信息披露机制对投资者保护的有效性研究

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: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

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

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

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京财经印刷厂印刷

三河市华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 22. 25 印张 350000 字

2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6620 - 0 定价: 45. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

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

前 言

投资者（特别是中小投资者）保护一直是各国证券市场发展面临的重要问题。以上海证券交易所的成立为标志，我国证券市场已经历了 20 余年的迅猛发展，尤其是 2005 年启动的股权分置改革进一步助推了证券市场的深化。在中国证券市场的发展和变迁中，一系列信息披露制度相继颁布与实施，目的是加强证券监管，提高上市公司信息披露质量，保护投资者利益，维护市场有序运行。但是，对于具有“新兴+转轨”双重属性的中国股市而言，证券市场在快速发展的同时暴露出上市公司进行盈余操纵，信息披露失真、不及时、不充分等违规问题严重，这表明解决投资者保护中的信息披露问题仍然艰巨，尤其是 2005 年股权分置改革之后，我国资本市场逐渐走向全流通时代，上市公司大股东、高管人员、机构投资者等成为拥有流通股份优势、资金优势和信息优势的新主体，其利益驱动促使我国资本市场的信息不对称和内幕交易的情况更加突出，保护中小投资者利益显得更加重要。在这样的转轨经济背景下，我国上市公司的信息披露机制对中小投资者保护的有效性究竟怎样？随着我国证券市场信息披露制度的日益完善，上市公司的信息披露是否达到了对投资者保护的预期效果？影响这种效果的制约因素是什么？股权分置改革对市场参与者的行为产生了怎样的影响？这对上市公司的信息披露监管制度提出了什么新的要求？怎样进一步完善制度并促进上市公司的信息披露对中小投资者的保护功能？这些问题是投资者

保护工作中亟待回答和解决的关键问题，也直接关系到完善与健全我国的证券市场。

对于现有的信息披露机制对投资者保护效用问题的文献成果，至少存在以下局限有待进一步研究：（1）基于信息披露各要素与信息披露整体水平的对投资者保护效果的研究往往是分裂的，没有系统的内在逻辑将二者统一起来；（2）以股价、资本成本、市场流动性等指标反映市场信息不对称或者公司信息披露水平对投资者保护影响的效果，但除信息披露问题外，实际上对上述指标影响的原因很多，很难将其中上市公司信息披露机制对投资者保护的作用有效地分离出来；（3）在事件研究中，大都意在事后证实信息泄露的存在及其表现特征，没有有效区分信息在披露前后的分布以及信息是否被提前泄露，因而鲜有文献针对上市公司信息泄露程度的影响因素进行深入分析，但这却是监管者分类监督并控制信息泄露、保护中小投资者利益的重要钥匙；（4）缺乏针对约束信息披露机制的投资者保护效果的内外因素的延伸分析，导致研究缺乏完整性，影响政策参考实用性；（5）由于数据收集与处理的巨大工作量，国内目前相关文献将研究样本仅局限于研究年份附近的3年左右，研究很难细化和深入，这对于观察制度的变迁及其有效性作用非常有限。据此，作者在努力对这些局限寻求突破的基础上，致力于对上述问题的研究与回答。

本书首先基于信息经济学、企业理论，分析了上市公司信息披露机制对投资者保护中的功能定位，并探析了信息披露各要素以及信息披露整体水平影响投资者保护效能的机理，从理论上构建了信息披露机制发挥对投资者保护效能的内在机理的分析框架。其次，梳理与总结了我国股票市场20余年上市公司信息披露制度的变迁历程与现状，从制度上分析了上市公司信息披露机制对投资者保护的影响。再次，基于自2001年至

2010 年的实证分析,研究上市公司信息披露机制对投资者保护功能的有效性及其逐年变化,分析我国信息披露制度及其逐年改进对投资者保护的预期效果。其中,将披露内容、信息质量、披露时间等披露要素与信息披露整体水平置于同一框架下,以事件披露直接的市场反应所体现的信息泄露、波动率、交易量等指标考察上市公司信息披露机制对信息不对称的影响,分别基于定期报告与临时报告从信息披露要素质量与整体质量的两个视角实证检验和分析上市公司信息披露机制对投资者保护的有效性。然后,基于委托—代理理论,从市场的不同发展阶段,在控制公司经营状况、特征的基础上,着重实证分析上市公司内部人的行为变化及其信息披露策略选择的动因,并考查公司内部治理结构、中介机构、法律制度等对控制人进行信息披露管理的监督和制衡能力,寻找在新的全流通市场环境下约束信息披露机制发挥对投资者保护效能的关键因素。最后,剖析中国目前转轨经济背景,基于本课题的研究发现与结论,从改善中小投资者保护的角度研究并提出我国上市公司信息披露机制的改进方向和路径。

本书在研究的时间跨度上,系统梳理了我国股票市场自正式建立以来长达 20 余年的时期内关于信息披露的监管制度变迁,实证考察了自 2001 年至 2010 年我国上市公司的信息披露机制对投资者(特别是中小投资者)的保护效能,形成我国证券市场投资者保护研究的重要数据库,也是股票市场建立以来对信息披露机制的投资者保护有效性的时间跨度最长、最完整的研究。在研究方法上,与以往研究不同的是,我们将信息披露的内容、方式、质量、时间等要素与信息披露整体水平置于同一框架下,分别从定期报告与临时报告的视角,将直接度量信息披露前的信息泄露指标与事件期的流动性指标相结合观察上市公司信息披露机制对投资者保护效能的影响,除理论推衍外,适时使用事件研究

法、混合截面多元回归、面板数据回归等实证分析方法，更加注重研究内容的系统性和完整性，研究方法的科学性和严密性。在研究内容上，从建立信息披露机制发挥对投资者保护功能的机理的理论框架入手，基于市场制度变迁研究上市公司信息披露机制对中小投资者保护的有效性及其变化，并实证分析影响这种有效性的关键因素，从改善中小投资者保护的角度研究优化信息披露制度的路径与市场监管重点，在可公开检索的文献中，尚未发现类似的针对我国上市公司信息披露机制对投资者保护有效性的长时间跨度的系统性研究。本书的研究成果为完善公司治理结构、健全证券市场的信息披露制度提供了理论与实证依据，也为提高上市公司信息透明度、加强对中小投资者的权益保护提供了路径和方向。

本书与目前已出版的同类著作比较，涉及的中国证券市场制度及上市公司数据时间跨度较长，而且理论推衍与实证研究相结合，市场制度分析与上市公司信息披露实践相对应，问题与对策相呼应，内容范围与结构体系显得较为系统与完整。该研究成果不仅有利于加深对当前我国证券市场运转状况的认识，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应用价值。本书可为证券监管部门、会计准则制定机构及有关政府决策部门提供政策参考依据；也可作为上市公司的高级管理人员、关注资本市场的理论工作者、证券公司、会计师事务所、律师事务所的证券从业人员、会计人员等的学习、研究与决策的参考资料。

本书不仅针对上市公司定期报告，而且涵盖财务重述、兼并收购、首发限售股减持等临时公告的信息披露的投资者保护效果研究，涉及内容多，数据量大且时间跨度长，作者倾尽心力耗时四余年完成此书。在此书的写作过程及项目研究中，谢清华、梁

斯宁、高淑娴、林锦梅、蓝锦莹等研究生在数据的收集、整理与分析中付出了努力，在此衷心地感谢他们。

感谢华南师范大学哲学社会科学优秀学术著作出版基金(SKXSZZ1411)对本书出版的支持与资助！此外，在与本书相关的课题研究中，获得了教育部人文社会科学青年基金项目(09YJCZH048)与广东省哲学社会科学规划青年项目(08YO-04)的资助，在此一并感谢！

作者

2015年11月

内容摘要

投资者保护是各国证券市场建设中的焦点问题，对于正处于“新兴+转轨”的双重属性的中国证券市场而言，投资者保护问题关系到未来市场健康发展的关键，因而显得尤为重要。本书基于我国转轨经济背景，在建立信息披露机制对投资者保护效用的内在机理的理论分析框架下，系统梳理了我国股票市场 20 余年上市公司的信息披露制度的变迁，分别运用事件研究法、混合截面多元回归法、面板数据回归法等分析方法实证考察了自 2001 年至 2010 年我国上市公司的信息披露质量状况及其对投资者（特别是中小投资者）的保护功能及其有效性，以内部人动机、公司治理机制为切入点实证分析了影响上市公司信息披露机制对投资者保护效用的重要因素，并据此提出建设性建议。在可公开检索的国内研究文献中，尚未发现类似的针对上市公司信息披露机制对投资者保护效用的长时间跨度的系统研究。

本书认为上市公司信息披露对投资者的保护效用主要体现于降低信息不对称，提供定价功能与治理功能，降低投资者面临的逆向选择与道德风险。以公平、公开、充分披露为前提，确保信息质量的可靠性与披露的及时性，是抑制信息泄露以及内幕交易机会的根本，也是上市公司信息披露机制发挥对投资者保护进而促进市场有效的基本要求。据此，在对上市公司信息披露质量整体水平进行研究的基础上，将信息质量的可靠性与披露及时性作为信息披露的两大基本质量要素进一步分析。梳理 20 余年的上市公司信息披露制度的变迁，可以看到从我国证券市场建立以来公司信息披露制度逐渐朝着有利于投资者保护的方向完善；实践中上市公司的信息披露整体质量逐年好转，但信息质量的可靠性与披露的及时性仍需加强。

以事件研究法为基础,分别针对定期报告与临时公告,以我国年报披露、并购公告、财务重述以及首发原大股东减持披露等事件为对象,对我国2001~2010年信息披露事件前后的超额收益率、事件期的收益波动率与超额换手率进行观察并发现,总的来说,信息在披露前就已泄露并被知情者利用赚取了超额收益,不知情的中小投资者在其中遭受了损失。而且,亏损公司的信息更容易受到操纵;业绩预告有效地降低了年报公告前内部人利用信息操纵市场的可能性;代表“提高业绩、减少亏损、降低风险”的好消息财务重述更容易受到炒作;在并购交易双方中仅被并购方上市的公司,在并购公告前信息泄露程度最大;首发限售股原大股东的减持导致公告后股价迅速下跌,其中,控股股东的减持效应更为显著;相对于国家控制的公司而言,民营控制公司原股东的减持带来更强的负面市场效应;由于各年政策与市场环境的影响,各年因信息泄露造成的市场提前反应也具有差异。

在对上市公司信息披露事件前后的市场效应进行观察的基础上,分别以定期报告年报披露、临时报告并购交易公告为研究事件,从信息披露的整体质量与质量要素(信息质量可靠性与披露及时性)的不同角度检验我国上市公司信息披露质量对投资者的保护效用。其中,投资者保护效用通过披露前的信息泄露程度、事件期的收益波动率与超额换手率等信息不对称程度指标分别与信息披露质量的相应模型回归结果中的信息披露质量变量的系数符号与显著性来判别,模型根据实际数据检验结果分别采用混合截面多元回归或者面板数据回归分析方法。实证研究结果表明,上市公司的信息披露在一定程度上发挥了对投资者的保护效用,体现为:(1)在控制了年份及其他重要变量的基础上,我国上市公司的信息披露质量对投资者保护的效用存在截面差异。而且发现,披露越不及时、信息可靠性越差的公司信息泄露程度越高,波动率越大,这种效果在向下进行盈余管理的公司中更显著,而向上盈余管理带来的财务乐观表象掩盖了公司的真实状况,对之难以分辨的中小投资者更容易跟风卷入被剥夺的漩涡之中;并购交易双方均上市的公司,其信息披露的投资者保护效用较显著,它相对于交易双方仅一方上市的公司而言更加透明且信息更不易被操纵。(2)信息披露质量越差的公司,在披露期间的交易量也越高,体现了我国市场的“跟

风”特征，正是中小投资者的这种跟风的不理性参与和上市公司严重的信息不对称，造就了知情者在披露之前的市场剥夺，这种表现在被人为操控提高业绩的公司中更为严重。(3) 不同的披露要素对投资者保护的效用并不一致，体现为信息质量的可靠性较披露的及时性而言对抑制披露前股价被操纵的程度效果更显著。(4) 随着机会主义与监管的博弈变化，上市公司信息披露对投资者的保护效用自 2001 年至 2010 年在前进中螺旋式上升。其中，股权分置改革释放出来的解禁势力流通股在监管不配套的情况下一度增强了博弈中的机会主义力量，进而降低了信息披露的投资者保护效用。但 2007 年后信息泄露程度与收益波动率均逐步下降，表明以公平信息披露制度为代表的系列监管制度的加强对抑制利用内幕信息的机会主义寻租行为起到了积极作用。(5) 机构投资者并不如设想的那样引导中小投资者理性投资，相反，在上市公司的信息披露前的股价操纵中推波助澜，助推了披露期间的股价波动，体现为机构投资者持股比例分别与信息泄露程度、收益波动率显著正相关。针对并购公告的研究还表明，机构投资者的剥夺行为对信息不对称程度更高的交易双方仅被并方一方上市的公司更加显著。(6) 此外，我们还发现特有风险越高的公司信息泄露程度越高，收益波动率越大，换手率却越高，表明特有风险越高的公司更容易被利用炒作股价；亏损公司的信息泄露程度更高，收益波动率更大；与由国家控制的上市公司相比较，民营控制的上市公司在年报公告之前的信息泄露程度更大，意味着民营控制的公司更容易成为知情者信息操纵的对象。

上述研究表明，在我国证券市场，上市公司提高信息披露质量是可以改善投资者保护效用的。为此，我们从上市公司内部人信息披露策略的动机分析入手，实证考察内部人动机对上市公司信息披露质量的影响，以及公司内、外治理机制对抑制内部人私利动机的约束力，以期挖掘出影响信息披露质量的关键因素，为上市公司的信息披露质量改进提供依据。从 2001 年至 2011 年的实证研究发现，内部人的利益驱动对上市公司信息披露质量有重要影响，但我国上市公司治理机制对内部人信息操纵的制约力度较小。表现为：(1) 保牌动机、管理层更换、公司亏损长期都是上市公司信息披露质量的消极因素，体现了我国法制对上市公司的低质量披露缺乏威慑作用，这些公司可以在长时期提供低质量的信息报告，更不用提这

些公司的信息披露能发挥对投资者的保护作用；(2) 同时发行外资股公司所代表的受到的更加严格的监管、更高层次的市场化环境、控股股东的国有性质、加强对第一大股东的股权制衡、管理层持股等有助于信息披露质量的提高，其中前三者表现出了长期一贯的积极作用；(3) 再融资动机、大股东资金占用代表的掏空动机对上市公司信息披露质量的消极影响表现于 2001 ~ 2011 年的早期阶段，随着市场的完善与监管的强化，再融资动机的公司的披露质量到 2011 年得到好转，大股东资金占用对披露质量的负作用自 2006 年开始不再显著，但可能被替代的二级市场掠夺方式影响；(4) 机构投资者 2007 年持有了大量的低披露质量公司的股份，以高涨的市场行情为掩护进行机会主义行为，但自 2008 年开始机构持股比例越多的公司信息披露质量趋于越高，表明机构的机会主义逐渐被遏制，2007 年以后加强的监管发挥了效用；(5) 董事长与总经理两职分离、独立董事对监督和制约内部人的私利行为及提高信息披露质量没有显著作用。

为进一步提高上市公司信息披露质量，降低市场信息不对称，促进信息披露机制对投资者的保护效用，基于以上结论，我们建议：(1) 加大违规行为的法律风险与法律成本。加强和完善证券市场的民事诉讼制度（如建立股东集团诉讼、股东衍生诉讼机制、辩方举证等），切实落实违规责任人的法律责任以及对受害方的赔偿措施，加大对证券市场的监管力度和对违规行为的处罚力度，完善现有法律及其可操作性，提高违规成本，以从实质上规范公司信息披露和遏制违规市场操纵的行为，为广大中小投资者的利益保护提供强有力的法律保障。(2) 加强分类与重点对象监管。根据我们的研究发现，可着重加强对披露期间异动公司的监管，监控公司内部人及其利益相关者的交易动向，监控导致股价过度变动的主要交易人的交易行为及其与公司内部人及其利益相关者的关系；加强对亏损公司、管理层更换公司、“好”消息重述公司、并购交易双方中仅被并购方上市的公司、民营控制公司、特有风险较高的公司、采用激进会计政策公司的信息披露与市场交易监管；加强对大流通股东的市场交易监管。(3) 控制信息源头，完善公司治理机制。针对本研究结果，未来工作可以加强对中西部市场化程度不高的上市公司的信息披露制度建设的辅导与监管；适当降低第一大股东的股权集中度，加强其他股东对第一大股东的股权制衡作

用；完善独立董事制度，保证独立董事的独立性，适当增加独立董事比例，落实和增强独立董事的责任感和监督权利，加大对公司内部人的监督作用；完善对上市公司管理者的激励约束机制，适当加大实施对管理者的基于股票的激励机制；在法律制度尚未健全的情况下，注意引导非国有上市公司的信息披露行为的进一步规范。（4）发展与规范机构投资者。研究发现，机构投资者并不如设想的那样引导中小投资者理性投资，相反，在上市公司的信息披露前的股价操纵中推波助澜。实质上，机构也是逐利团体，逐利的本质就可能导致其在监管不力的情况下利用资金优势、信息优势进行市场剥夺。因此，在大力发展机构投资者的过程中，加强对机构投资者的监管与规范也不容忽视。（5）完善上市公司信息披露制度，加大监管力度，改进对上市公司信息披露质量的考评体系，提高信息质量的可靠性与披露的及时性。研究表明：继续提高上市公司的信息披露整体质量，是增进对投资者保护的重要方向；提高信息质量的可靠性与披露的及时性是增强对投资者保护的有效途径，针对年报披露的“末班车”现象及其较差的投资者保护效果，提高披露及时性在当前显得尤为迫切。因此，除进一步完善上市公司的信息披露制度建设与监管外，改进对上市公司的信息披露考核的基础工作显得特别重要，其中，建议建立实质的奖励与惩罚机制补充效果有限的声誉机制，在整体考评的基础上，针对披露的及时性、信息质量的可靠性设置单项考核奖惩制度。

本书的贡献体现如下：（1）在研究的时间跨度上，系统梳理了我国股票市场自正式建立以来长达 20 余年的时间内关于信息披露的监管制度变迁，实证考察自 2001 年至 2010 年我国上市公司的信息披露机制对投资者（特别是中小投资者）的保护效能，形成我国证券市场投资者保护研究的重要数据库，也是股票市场建立以来对信息披露机制的投资者保护效用的最完整的研究。（2）在研究方法上，与以往研究不同的是，我们将信息披露的内容、方式、质量、时间等要素与信息披露整体水平置于同一框架下，分别从定期报告与临时报告的视角，沿着信息披露的整体质量与披露质量基本构成要素（信息质量的可靠性与披露的及时性）两条线，将直接度量信息披露前的信息泄露指标与事件期的流动性指标相结合观察上市公司信息披露机制对投资者保护效用的影响，并在事件研究中将事件窗内的

信息在披露前和披露后的市场效应进行有效区分,注意了研究内容的系统性和完整性,研究方法的科学性和严密性。(3)在研究视角上,从上市公司的信息披露机制降低市场信息不对称、提供公平信息环境的角度研究我国证券市场的核心问题——投资者保护,这有利于我们认识在转轨经济背景下我国上市公司信息披露机制发挥投资者保护功能的效果,为我国会计法规、上市公司信息披露制度的改革和发展提供理论和实证依据。(4)在研究内容上,从建立信息披露机制发挥对投资者保护功能的机理的理论框架入手,基于市场制度变迁研究上市公司信息披露机制对中小投资者保护的效用及其变化,并实证分析影响这种效用的关键因素,从改善中小投资者保护的角度研究优化信息披露制度的路径与市场监管重点,在可公开检索文献中,尚未发现类似的系统性研究。我们的研究和结论为完善公司治理结构、健全证券市场的信息披露制度提供了理论与实证依据,也为提高上市公司信息透明度、加强对中小投资者的权益保护提供了路径和方向。

关键词: 信息披露质量 投资者保护有效性 信息泄露 信息不对称

目 录

第1章 绪论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.2 文献综述	2
1.3 研究目的与内容	10
1.4 研究思路与结构安排	11
1.5 研究方法	13
1.6 本书贡献	14
第2章 上市公司信息披露机制对投资者保护效用的理论 分析.....	16
2.1 信息不对称与资本市场	16
2.2 信息披露机制与投资者保护	20
2.3 信息披露质量与投资者保护效用的衡量	25
第3章 我国上市公司信息披露制度的变迁	34
3.1 引言	34
3.2 我国上市公司信息披露制度的变迁过程及现状	35
3.3 定期报告披露制度的变迁	38
3.4 我国上市公司信息披露制度的变迁特点	43
3.5 我国现行上市公司信息披露制度存在的问题	45
3.6 本章附表	46

第4章	上市公司信息披露对投资者保护的现状分析	47
4.1	引言	47
4.2	样本选择与数据来源	48
4.3	上市公司的信息披露质量状况	50
4.4	年报信息披露的泄露效应	53
4.5	财务重述披露的投资者保护状况	67
4.6	并购信息披露的投资者保护状况	79
4.7	首发限售股原股东减持信息披露与投资者保护	93
4.8	本章小结	104
第5章	年报披露对投资者保护效用的实证分析	106
5.1	研究设计	106
5.2	描述性统计与相关关系	112
5.3	回归结果分析	116
5.4	本章小结	136
第6章	并购交易中信息披露的投资者保护效用分析	139
6.1	研究设计	139
6.2	描述性统计与相关关系	146
6.3	多元回归分析	149
6.4	稳健性检验	167
6.5	本章小结	173
第7章	内部人动机、公司治理与信息披露质量	175
7.1	引言	175
7.2	文献研究与理论分析	176
7.3	研究设计	181
7.4	样本、数据与实证结果	189
7.5	本章小结	200

第8章 研究结论与政策启示	202
8.1 主要结论	202
8.2 政策启示	206
8.3 后续研究方向	212
附录1	213
附录2	256
附录3	278
附录4	293
附录5	295
译名对照表	297
参考文献	299