

上市公司会计信息质量 与市场微观结构特征研究

孙金帅 陈瑞华 曲万成 著

 天津大学出版社
TIANJIN UNIVERSITY PRESS

上市公司会计信息质量 与市场微观结构特征研究

孙金帅 陈瑞华 曲万成 著

 天津大学出版社
TIANJIN UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

上市公司会计信息质量与市场微观结构特征研究/孙金帅,陈瑞华,曲万成著. —天津:天津大学出版社,2014.7

ISBN 978-7-5618-5102-9



I. ①上… II. ①孙… ②陈… ③曲… III. ①上市公司—会计检查—研究—中国 ②金融市场—微观经济—经济结构—研究—中国 IV. ①F279.246 ②F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 135624 号

出版发行 天津大学出版社
出 版 人 杨欢
地 址 天津市卫津路 92 号天津大学内(邮编:300072)
电 话 发行部:022-27403647
网 址 publish.tju.edu.cn
印 刷 天津大学出版社有限责任公司
经 销 全国各地新华书店
开 本 148mm × 210mm
印 张 6.125
字 数 186 千
版 次 2014 年 7 月第 1 版
印 次 2014 年 7 月第 1 次
定 价 18.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,烦请向我社发行部门联系调换

版权所有 侵权必究

前 言

关于会计信息质量的经济后果研究一直是理论界和实务界的研究热点。随着金融市场微观结构理论的发展和我国新企业会计准则的应用,本书从理论和实证角度,对会计信息及其质量与证券市场价格行为和定价之间的关系进行了详细而全面的探讨和分析。

第一,相关理论分析。主要介绍了会计信息及其质量的相关理论,阐述了金融市场微观结构理论,分析了两相结合的理论基础,为本书后续研究提供支撑。

第二,从应计质量视角出发,在 FLOS 综合模型的基础上,构建了 FLOS 系列模型,并分别运用预测误差方法和可操纵性应计利润暂时性效应检验模型进行实证检验,得到了更精确的度量上市公司会计信息质量水平的 IRFLOS 模型。

第三,借鉴 Kim 和 Stoll(2009)针对报价驱动市场的研究,以订单流不平衡指标作为非对称信息的代理变量,采用事件研究的方法,实证检验了我国订单驱动市场上定期公告前后的会计盈余信息与订单流不平衡之间的关系。发现我国证券市场存在着严重的信息不对称,表明我国仍然属于弱势有效资本市场。基于分笔高频交易数据,利用 LSB、VAR、PIN 等模型直接测度二级市场上的非对称信息程度,检验其对公司现金持有水平及其价值效应的影响。发现在信息不对称程度严重的情况下,公司倾向于持有较少的现金资产,其市场价值也较低。

第四,基于证券市场微观结构理论以及国内外学者相关研究的启发,以深交所的信息披露考评结果作为会计信息质量的代理变量,运用主成分分析法得到综合流动性水平。实证检验了会计信息质量及其变化与综合流动性水平、相对价差、深度(数量)以及换手率等市场流动性水平的关系。研究表明,上市公司披露的会计信息质量与股票流动性水平显著正相关,前后年度会计信息质量的变化会引起股票流

动性的相应改变,表现为同向的变动关系。

第五,根据改进得到的 IRFLOS 模型度量会计信息质量水平,分别采用 RV 方法和 GARCH 模型度量市场风险水平,首次运用面板 VAR 模型进行检验。发现上市公司会计信息质量水平在短期内与其市场风险呈现显著负相关关系,经过长期的调整过程,这种冲击效应逐渐趋向于零。同时,在 Ohlson 模型的基础上,构建了会计信息质量对股价影响的模型并进行实证检验,结果表明可操纵性应计利润对公司股价起到了有效的抑制作用,并且将会计信息质量作为定价因子,引入到 CAPM 模型、Fama 三因子和四因子模型中,研究发现会计信息质量与超额收益率显著正相关,说明会计信息质量是资产定价的重要因子。

在本书编写过程中,孙金帅博士负责本书的选题、总体策划、撰写和定稿。天津大学金融工程研究中心博士生导师王春峰教授、房振明博士在本书的选题、框架结构设计、内容安排方面提出了许多宝贵的意见和建议,在此表示衷心的感谢。南开大学经济学院陈瑞华副教授、天津大学管理与经济学部曲万成博士对本书的撰写和文稿校对付出了努力,在此表示感谢。

在本书出版过程中,得到了北方国际信托股份有限公司徐立世董事长、王辉主任以及博士后科研工作站负责人吕慧英的大力支持,获得了天津大学出版社领导及编辑油俊伟等的热忱帮助,得到了南开大学经济学院博士生导师张彤玉教授的帮助和支持,在此一并表示感谢。

由于所搜集的资料数据有限、时间紧迫等原因,本书还存在许多尚待改进之处,恳请专家和广大读者不吝赐教。

作者邮箱:sunjinshuai2013@foxmail.com

目 录

第1章 绪论	(1)
1.1 研究背景与意义	(1)
1.1.1 研究背景	(1)
1.1.2 研究意义	(4)
1.2 国内外研究综述	(5)
1.2.1 会计信息质量与证券市场价格行为研究综述	(5)
1.2.2 会计信息质量与证券资产定价研究综述	(8)
1.2.3 相关研究评述	(11)
1.3 主要研究内容、结构和创新点	(12)
1.3.1 主要研究内容和结构安排	(12)
1.3.2 本研究创新点	(15)
第2章 相关理论分析	(17)
2.1 会计信息与会计信息质量	(17)
2.1.1 会计信息的披露分析	(17)
2.1.2 会计信息质量的特征	(25)
2.1.3 会计信息质量的影响因素	(30)
2.2 金融市场微观结构特征理论分析	(35)
2.2.1 金融市场微观结构理论的起源与发展	(35)
2.2.2 金融市场微观结构理论的内容与意义	(40)
2.3 会计信息质量与市场微观结构特征的理论基础	(49)
2.3.1 财务报告目标理论	(49)
2.3.2 有效市场理论	(49)
2.3.3 信息不对称理论	(51)
2.3.4 信号传递理论	(52)
2.3.5 外部性理论	(53)

2.4 本章小结	(54)
第3章 上市公司会计信息质量的度量研究	(56)
3.1 引言	(56)
3.2 现有会计信息质量度量方法的相关研究与评述	(57)
3.3 会计信息质量的模型构建	(63)
3.4 模型检验方法	(66)
3.4.1 预测误差方法	(66)
3.4.2 可操纵性应计利润暂时性效应检验模型	(66)
3.5 样本选择	(67)
3.6 实证检验结果	(67)
3.6.1 预测误差检验结果	(67)
3.6.2 可操纵性应计利润暂时性效应检验结果	(69)
3.7 本章小结	(70)
第4章 会计信息、非对称信息与公司价值研究	(71)
4.1 引言	(71)
4.2 定期公告中的会计信息与非对称信息的关系研究	(72)
4.2.1 会计盈余信息与订单流不平衡的理论分析	(72)
4.2.2 研究设计	(73)
4.2.3 实证结果分析	(75)
4.2.4 研究结论	(80)
4.3 二级市场非对称信息对公司价值的影响研究	(81)
4.3.1 非对称信息与公司价值的理论分析	(82)
4.3.2 样本选取与变量定义	(83)
4.3.3 实证设计与结果分析	(86)
4.3.4 研究结论	(94)
4.4 本章小结	(95)
第5章 上市公司会计信息质量对市场流动性的影响研究	(97)
5.1 引言	(97)
5.2 理论分析与假设提出	(98)
5.3 变量定义与样本选择	(99)

5.3.1	市场流动性的度量	(99)
5.3.2	会计信息质量的度量	(105)
5.3.3	控制变量的选择	(105)
5.3.4	样本选择	(106)
5.4	实证研究设计与结果分析	(106)
5.4.1	会计信息质量对市场流动性的影响研究	(106)
5.4.2	会计信息质量的动态变化对市场流动性的影响研究	(111)
5.4.3	稳健性检验	(113)
5.5	本章小结	(114)
第6章	上市公司会计信息质量与市场风险的关系研究——基于面板VAR模型的实证分析	(115)
6.1	引言	(115)
6.2	上市公司会计信息质量与市场风险的理论分析	(115)
6.3	变量定义与模型设定	(116)
6.3.1	会计信息质量的度量	(116)
6.3.2	市场风险的度量	(117)
6.3.3	模型构建	(122)
6.4	样本选择	(124)
6.5	实证结果与分析	(125)
6.5.1	变量的统计特征	(125)
6.5.2	面板单位根检验	(125)
6.5.3	面板协整检验	(126)
6.5.4	市场风险采用RV方法度量的实证结果	(126)
6.5.5	市场风险采用GARCH模型度量的实证结果	(129)
6.6	本章小结	(131)
第7章	上市公司会计信息质量的资产定价研究	(132)
7.1	引言	(132)
7.2	文献回顾与评述	(132)
7.3	研究设计	(133)

(4) 上市公司会计信息质量与市场微观结构特征研究

7.3.1	会计信息质量的度量	(133)
7.3.2	会计信息质量对股价影响的度量模型	(134)
7.3.3	会计信息质量对超额收益率影响的度量模型	(135)
7.4	样本选择	(137)
7.5	实证结果与分析	(137)
7.5.1	会计信息质量对股价影响的检验结果	(137)
7.5.2	会计信息质量对超额收益率影响的检验结果	(139)
7.5.3	稳健性检验	(141)
7.6	本章小结	(144)
第8章	总结与展望	(145)
8.1	全书总结	(145)
8.2	研究展望	(147)
附录		(149)
参考文献		(174)

第 1 章 绪论

1.1 研究背景与意义

信息在资本市场运行和功能发挥过程中处于中枢地位,是资本市场的灵魂。信息披露是否充分、及时,直接决定了资本市场的有效性。由于信息的获得可以改变对证券风险的评价,因此信息对证券市场价格行为和资产定价都具有决定性的作用。从本质上说,资本市场是一个信息市场,市场的运行过程就是处理信息的过程,信息引导着社会资金流向各个实体部门,从而实现资本市场的资源配置功能。上市公司财务会计信息是资本市场信息的主要组成部分,会计信息质量的经济后果一直是理论界和实务界的研究热点。

1.1.1 研究背景

(一) 理论背景

1. 会计信息的决策有用论

从决策有用论学派的角度看,上市公司对外披露财务报告的目的是向投资者提供对其决策有用的信息,以帮助他们做出正确的投资决策。会计信息具有决策有用性是财务会计的立身之本,这在美国的财务会计框架下可以得到充分的体现。美国财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)在第一号报告中将财务报告的目标主要确定为如下几个方面。

第一,财务报告应该提供给现在的和可能的投资者、债权人以及其他使用者做出合理的投资、信贷及类似决策有用的信息。这类信息对那些相当了解经营和经济活动并愿意相当勤勉地研究这类信息的人们来说应该是全面的。

第二,财务报告应该提供有助于现在的和可能的投资者、债权人以及其他使用者评估来自销售、偿付、到期证券及借款等的实得收入的余额、时间分布和不确定性的信息。

第三,财务报告应能提供关于企业的经济资源、对这些资源的要求权(企业把资源转移给其他主体的责任及业主权益)以及使资源和对这些资源的要求权发生变动的交易、事项和情况影响的信息。

概括地说,在决策有用论学派看来,会计的目标就是向信息使用者提供有利于其决策的会计信息,它强调会计信息的相关性和有用性。

Ball 和 Brown^[1] (1968)、Beaver^[2] (1968) 拉开了会计盈余信息有用性研究的序幕,从那时至今会计信息的有用性研究一直是财务会计领域的热点问题。

2. 金融市场微观结构理论的发展

金融市场微观结构理论是金融学领域中发展最快的一个重要分支,其核心在于研究资产价格的发现过程,即研究在现实的市场微观结构下资产的定价过程及结果,从而揭示市场微观结构在金融资产价格形成过程中的作用。1968年, Demsetz 的论文《交易成本》奠定了金融市场微观结构理论的基础。然而,直到1978年纽约股市巨幅震荡后,市场微观结构理论才渐渐受到学界和业界的普遍重视。正是金融市场的脆弱性,促使人们更加关注金融市场深层的微观因素,分析市场微观结构对市场稳定性的影响机理。证券市场出现异常交易状况,其根本性原因往往是市场参与者之间的信息不对称。只有对市场微观结构进行深入的研究才能了解如何设定合理的市场结构,从而提高证券市场的运行质量。

(二) 现实背景

我国证券市场经过20多年的高速发展,已经在经济建设中发挥了不可替代的作用,对整个国民经济的资源配置作用日益突出。锐思金融数据库的统计显示,截至2012年12月31日,沪深两市A股上市公司为2754家,总市值达到22.90万亿元,位居世界第二。资本市场在促进经济发展、完善市场体系、优化资源配置等方面发挥了至关重要的作用。在如此短的时间里,我国资本市场取得了如此骄人的成绩,堪称

资本市场发展里程中的奇迹。

然而,我国证券市场新兴加转轨的特征并没有发生根本性的改变,市场结构、运行机制、参与者比例以及股票交易机制等方面与欧美发达国家相比还存在较大差距。我国资本市场在发展的同时也暴露出了缺乏价格稳定机制、市场结构不健全等一些新兴市场发展过程中的通病。最为鲜明的例子就是遭受2008年全球金融海啸直接冲击的各个西方主要证券场所表现出的波动幅度都远低于我国A股市场。股市易于暴涨暴跌的现象说明我国证券市场缺乏有效的价格稳定机制,当证券价格与其基础价值出现较大背离时,市场自身无法进行及时有效的修正,从而导致证券市场的定价效率低下,市场价格发现功能弱化。同时,部分上市公司为了获取证券发行资格,操纵会计盈余,降低信息披露质量;部分控股股东采取不正当手段操纵资本市场,严重侵犯中小投资者的利益,蓝田股份、银广夏等事件就是鲜明的例子。我国资本市场存在的这些问题都严重影响了市场的运行效率,给外部投资者造成了巨大的损失。

为了最大限度地防止和杜绝上述问题的产生,更好地发挥资本市场的作用,财政部于2006年2月15日宣布新企业会计准则与国际会计准则趋同,并于2007年1月1日在我国上市公司范围内实施,同时鼓励其他企业执行。这次会计准则的改革与之前的改革有着本质的区别,在范围上,重新构建了我国的会计准则体系,包括1项基本准则和38项具体准则;在理念上,系统地引入了公允价值的概念。这些变革标志着我国财务报告系统从强调过去信息、可靠性、利润表等理念向立足过去和未来并重,在保证一定程度的可靠性的基础上,突出相关性和资产负债表的理念的重大转变。

新会计准则实施至今,学者们对新会计准则的理论问题进行了很多富有见地的探讨,然而对一级市场会计信息及其质量与二级市场价格行为特征的研究还是很匮乏的。基于此,本研究对会计信息及其质量与证券市场微观结构特征之间的关系进行了详细而全面的探讨和分析。

1.1.2 研究意义

鉴于当前的理论背景和现实背景,从会计信息质量的视角研究证券市场微观结构特征,探讨会计信息如何影响市场的非对称信息,分析会计信息质量对市场流动性和市场风险水平的影响,研究会计信息质量是否可以作为资产定价的因子等,对于我国证券市场具有多方面的重要意义。

第一,将公司财务理论与证券市场微观结构理论相结合。公司财务理论和实证研究属于一级市场范畴,证券市场微观结构理论研究主要针对二级市场,将两者的理论和方法结合起来是一个较新的、有意义的研究方向。自 20 世纪 70 年代信息经济学产生和发展以来,关于信息不对称的研究成为公司财务理论与证券市场微观结构理论的交叉点。因此,从上市公司会计信息及其质量的角度研究证券市场价格行为和定价,可以很好地补充和完善证券市场微观结构理论,为今后的研究提供了一个新的视角和思路。

第二,从应计质量的角度出发,在 FLOS 模型的基础上构建了 FLOS 系列模型,并分别运用预测误差方法和可操纵性应计利润暂时性效应检验模型进行实证检验,得到了更精确的度量上市公司会计信息质量水平的 IRFLOS 模型,为今后我国资本市场对于会计信息质量的经济后果的进一步研究提供了更可靠的证据。

第三,为投资者的投资决策提供了理论支持。投资者在投资决策过程中,既需要考虑证券市场的价格行为特征,如了解市场的信息不对称程度、流动性水平以及市场风险特征,又需要了解证券市场的定价特征,从而使得自身效应水平达到最大。本研究从会计信息及其质量的视角,对证券市场的价格行为特征和定价特征进行了一系列的分析和探讨,得出了一系列有价值和有意义的结论,可以为投资者的投资决策提供理论支持和参考。

第四,为证券市场监管机构的政策制订提供了理论支撑和依据。会计信息及其质量对证券市场的价格行为特征和定价特征的研究结论可以为财政部的会计制度和会计准则的改革提供依据。同时,证券市

场的监管机构(证监会、交易所等)可以据此不断完善市场交易制度和交易规则,改进会计信息等信息在资本市场上的传导机制,提高市场效率,努力为投资者创造一个公开、公平、公正的市场环境。

1.2 国内外研究综述

在现实的资本市场中,投资者和经营者是相互分离的,广大投资者并不是直接参与企业的生产经营活动,而是依赖于公开的信息进行决策,这就需要市场上的信息尽可能对称,投资者的决策正确与否很大程度上取决于市场信息的公开、公平、公正程度。在上市公司披露的信息中,会计信息是核心信息之一,是广大投资者进行决策的重要依据。如果投资者接收的会计信息是经过一定程度粉饰的信息,就会给投资者造成经济损失和资源配置效率低下。因此,现代资本市场需要建立起规范的会计准则和会计制度,对外提供客观规范的会计信息。会计信息质量关系到资本市场的有效性,对于稳定市场,促进资本市场健康发展,扩大资本市场规模和提高投资者信心等都具有非常重要的作用。

Ball 和 Brown^[1](1968)揭开了会计信息与资本市场关系研究的序幕,并且证实美国资本市场中上市公司的证券价格对财务报告中的信息能够做出反应,从而验证了会计盈余具有信息含量,并且能够影响投资者的投资决策行为。之后,Zeff^[3](1978)提出了会计准则和会计制度的经济后果问题,使得对会计信息与资本市场关系的研究成为理论研究和实证研究的热点问题。

学者们从理论研究和实证研究的角度意识到,会计信息质量的高低决定着资本市场的有效性和资源的有效配置。关于上市公司会计信息质量与证券市场微观结构特征的研究,本书主要从如下两方面对国内外研究文献进行综述。

1.2.1 会计信息质量与证券市场价格行为研究综述

(一) 会计信息质量与信息不对称

对于会计信息质量的经济后果的研究,很多学者首先会检验会计

信息质量的改善是否会引起信息不对称程度的降低。

Glosten、Milgrom(1985)等学者提出了上市公司财务信息的透明程度与信息不对称存在显著的负相关关系。

Diamond、Verrecchia^[4](1991)认为提高公开披露信息的质量能够有效降低信息不对称程度,增加股票流动性,使投资者对股票的需求量增多,降低资本成本。

Engupta T K(1998)研究发现,上市公司的会计信息质量水平越高,公司的信息不对称程度越低,资本成本越低。汪炜和蒋高峰^[5](2004),张宗新和朱伟骅^[6](2007)也得出了类似的研究结论。

Leuz、Verricchia(2000),Verricchia(2001)研究发现,会计信息及其披露质量能够有效地降低投资者与企业管理层之间的信息不对称程度,同时能够增加公司证券的市场流动性,降低公司的融资成本。

Ahmed、Billings 和 Harris 等^[7](2002)的实证研究表明,在有效契约条件下,会计信息质量发挥着至关重要的作用,会计信息质量能够有效制约控股股东和债权人之间的代理冲突问题。

Bhattacharya 等^[8](2007)认为,在财务报表对外公布时,如果市场参与者能够预期到相关的盈余信息,会计信息质量水平较低就会引起较高的逆向选择问题,即较低质量水平的会计信息会增加市场上信息不对称的程度。

(二)会计信息质量与市场流动性

上市公司会计信息质量水平对证券市场行为的影响主要表现在证券买卖价差和交易量上,从而进一步影响证券市场的流动性水平。

从理论上来说,公司披露的财务信息可以减少市场上的投机行为,改善市场上的风险分布情况,促进股票的交易活跃性,提高证券的交易量,降低证券的买卖价差。同时,公司对外披露财务信息也降低和减少了投资者进行信息搜集和评价所耗费的成本和资源,降低了投资者对公司财务信息的估计偏差,这样也能够提高证券的流动性。

在实证研究中, Demsetz(1968), Copeland、Galai(1983), Glosten、Milgrom(1985), Amihud、Mendelson(1986)等学者相继研究发现提高公司会计信息质量水平有助于提高公司股票的市场流动性,从而降低证

券交易成本和权益资本成本。

Kim、Verrecchia^[9] (1994) 研究发现,拥有较高水平会计信息的上市公司,投资者会在潜意识中认为它们的股票是按照公允市场价格进行交易的,因而会更愿意投资该股票,从而增加了其市场流动性。

Welker^[10] (1995) 发现,公司财务信息披露质量与证券的买卖价差和债务成本之间存在着显著的负相关关系。

Ng^[11] (2008) 运用新的信息质量测量方法发现管理预测频率与公司流动性负相关,然而盈余相关性和应计质量与股票流动性的关系并不显著。

Heflin、Shaw 和 Wild^[12] (2009) 的实证研究表明,公司的信息披露内容增加后,股票的买卖价差和逆向选择成本都处于较低的水平,较高会计信息质量水平的公司能够吸引更多的交易者和做市商参与到交易中,从而提高了股票的市场流动性水平。

Bhattacharya、Desai 和 Venkataraman^[13] (2010) 认为应计质量和买卖价差的逆向选择成分正相关,在盈余宣告前后,低盈余质量的公司存在更严重的信息不对称程度,股票的市场流动性较差。

Katsiaryna^[14] (2011) 选取 NASDAQ 市场发生财务重述的上市公司作为低会计信息质量的样本,比较研究了发生财务重述前一年、财务重述期间以及财务重述修正后一年三个不同时间段的市场流动性(采用买卖价差和深度衡量)特征,研究表明财务信息质量与股票流动性之间存在正相关关系。

在我国资本市场中,张晨(2007)、陈千里(2011)均通过实证研究表明高质量的会计信息能够有效提高股票市场的流动性。

利用证券市场微观结构理论中的价差分解方法,可以发现上市公司会计信息质量水平的提高能够加快市场流动性源于能够有效降低证券市场上的信息不对称程度^[15]。

(三) 会计信息质量与市场风险

Barry、Brown^[16] (1985) 发现提高上市公司财务信息的透明度,可以降低投资者的投资风险。Clarkson、Djankov^[17] (1996) 认为,提高公

司的信息披露质量,有助于提高投资者对公司财务参数估计的精确度,降低股票收益率的预测风险,减小投资损失。Healy 和 Palepu^[18] (2001)指出,高质量的信息披露可以减少投资的不确定性,降低投资风险。Brown, Finn 和 Hillegeist^[19] (2003)运用三阶段最小二乘法实证检验发现整体信息披露质量与市场风险存在负相关关系,同时采用季度、年度和投资者关系等整体信息的三个主要成分进行检验,上述关系仍然成立。

1.2.2 会计信息质量与证券资产定价研究综述

关于会计信息质量与证券资产定价的研究很少,从更广泛的意义上来说,资本成本和投资效率也属于定价的范畴或外延。因此,本部分不仅仅综述了与会计信息质量和资产定价相关的文献,也总结了与会计信息质量和资本成本以及投资效率相关的研究。

(一) 会计信息质量与资本成本及其定价研究

外部投资者作为上市公司会计信息的主要使用者之一,会根据会计信息的披露质量做出投资决策。Ball 和 Brown^[1] (1968)首次通过一系列实证研究证明证券价格会对财务报告的信息质量做出反应,从而验证了会计信息的有用性。

国外学者对于会计信息质量对资本成本影响的研究是从信息风险的相关理论衍生而来的。理论研究表明信息风险是不可分散的,在资本成本中会有所反映。Easley 和 O'Hara^[20] (2004)构建了多资产理性预期模型,分析了信息风险因子在资本成本中的作用。在这一理性预期模型中,拥有较少信息的投资者为了弥补自身的信息劣势,在交易过程中倾向于索取更高的收益回报。同时,他们还认为信息精确度会通过降低信息不对称程度引起系统性风险,从而信息精确度是影响资本成本的一个重要因素。Lambert 等(2007)同样认为在不完全竞争的市场条件下,信息风险因子会对资本成本产生影响。上述几位学者均认为信息风险是影响资产价格的重要因素,信息风险的存在会引起公司之间必要报酬率的差异性。

Barry、Brown(1985)在研究信息披露对股价的影响时,指出投资者