

我国上市公司信息披露制度及其有效性研究

The Research on the Information
Disclosure System and the Validity of Listed Companies in China

胡静波 © 著



科学出版社

我国上市公司信息披露 制度及其有效性研究

胡静波 著



YZLI0890146661

科学出版社

北京

内 容 简 介

有效的上市公司信息披露有助于投资者利益的保护,也能推动证券市场有效性的实现。本书重点研究我国上市公司信息披露制度及信息披露有效性,对于我国证券市场的持续发展、理论的完善有重要的意义。

本书以五个原则为分析角度,分别探讨财务信息披露、公司治理信息披露、管理层讨论与分析信息披露、重大事件信息披露和证券发行信息披露的有效性,从而对我国上市公司信息披露的有效性整体把握。在进行了信息披露有效性评价之后,进一步分析有效性表现的形成原因,并在此基础上提出了有针对性的改进措施。

本书适合于金融证券行业的从业者及高校相关专业师生阅读,也适合于从事金融证券政策制定的相关政府工作人员参考。

图书在版编目(CIP)数据

我国上市公司信息披露制度及其有效性研究/胡静波著. —北京:科学出版社, 2012

ISBN 978-7-03-032874-8

I. ①我… II. ①胡… 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(2011)第 243317 号

责任编辑:赵静荣/责任校对:郭瑞芝

责任印制:张克忠/封面设计:陈 敬

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京九天志诚印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2012年1月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2012年1月第一次印刷 印张:12 1/2

字数:250 000

定价:42.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前 言

证券市场是一个信息流动的市场。首先证券发行者根据宏观经济及自身信息确定发行证券,并按法律披露一定的信息,投资者对发布的宏观及微观信息进行收集,加以分析和预期,形成投资决策及投资行为,投资行为产生的结果反映在证券价格和指数上,形成新的信息,进入新一轮的信息处理过程。及时、准确、完整、真实、规范的上市公司信息披露有助于投资者利益的保护,也能推动证券市场有效性的实现。

随着市场经济的不断发展,证券以及证券市场的作用已经不可替代,它为国民经济的发展做出了很大的贡献。相应的,促进证券市场发展成为经济建设与发展的一个重要议题,也成为各个国家和地区的重要任务。从国内外证券市场发生发展的历史进程来看,证券市场的发展伴随着信息披露不断规范的进程,也伴随着对投资者利益提高重视并提供更好保护的过程。美国作为证券市场发展较为完善的国家,其证券市场的发展同样也是经历了几次的信息披露法律法规的变革,而每一次重大变革的潜在意义则在于对投资者利益保护的不断提高和促进。在经历了数次变革之后才形成了较为规范的信息披露制度体系。

经济和市场的不断发展催生了我国证券市场的建立,1990年11月26日上海证券交易所(以下简称上交所)的成立以及同年12月1日深圳证券交易所(以下简称深交所)的成立标志着我国证券市场的正式启动。1992年10月,国务院证券委员会[1998年其职能并入中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)]和中国证监会终于在不断地努力和大众的关注下成立,他们负责对全国证券市场进行统一监管。随着中国证监会的建立,发行股票的试点也进行了扩大,由上海、深圳等少数地方推广到全国各地。我国证券市场经过18年的发展取得了一定的成绩。第一,市场规模迅速增大,取得巨大的成就。截止到2009年7月29日,上市公司家数达到1608家,上市股票数目为1694个,股票总市值高达225748.7亿元人民币。第二,证券市场投资者开户数迅速提升,沪市拥有8393.34万户,同时深市有8102.23万户,两市总用户数达到16495.57万户,可见证券投资的范围越来越广,已经走进千家万户,详见表0-1。第三,在借鉴发达国家先进的证券市场经验的基础上,我国证券市场已经初步建立了较为合理的信息披露制度体系,这为我国证券市场的发展提供了必要的制度基础保障。

表 0-1 我国股票市场概况

项目	沪市	深市	总计
上市公司/家	866	742	1 608
上市证券/只	1 284	1 041	2 325
上市股票/只	910	784	1 694
股票总股本/亿元	16 140.36	3 699.85	19 840.21
股票总流通股本/亿元	7 706.43	2 424.19	10 130.62
股票总市值/亿元	178 171.21	47 577.51	225 748.7
股票总流通市值/亿元	81 665.42	29 346.81	111 012.2
股票平均市盈率/倍	28.15	39.34	
投资者开户数/万户	8 393.34	8 102.23	16 495.57

资料来源：上交所和深交所网站。

虽然我国证券市场在经历了 18 年的发展后进入了快速发展的新阶段,信息披露日益规范。但是信息披露的有效性仍然存在问题,投资者利益也没有得到切实的保护,市场的成熟度尚有待提高。近年来市场运行中出现的一些新问题表明,上市公司信息披露仍然面临严峻挑战。一方面,上市公司信息披露违规行为仍然比较严重。据统计,1996~2007 年受到中国证监会与沪深交易所处罚的上市公司违规行为中,信息披露违规所占比重高达 78%。另一方面,在新的市场环境下,上市公司的信息披露行为出现了新的变化,违规、虚假信息披露的动机更加复杂,手段更加隐蔽,与利益输送、内幕交易和操纵市场结合的倾向性更加突出,直接影响到广大投资者的利益,其性质恶劣,危害性更强(上海证券交易所研究中心 2008)。

本书拟研究我国上市公司信息披露制度的构成,并探讨制度有效性问题。理论方面,在现有文献及相关标准的基础上,提出了信息披露的五个原则:真实性原则、准确性原则、及时性原则、完整性原则和规范性原则。接下来利用五个原则作为分析标准分别评析信息披露的各个方面(财务信息、公司治理信息、重大事件、证券发行和管理层讨论与分析)的有效性表现。这在一定程度上开拓了研究上市公司信息披露的一个新视角。同时,对于各个方面信息的独立衡量也有助于理论研究的细化,为以后的深入研究工作提供基础和平台。现实方面,评析了我国现有上市公司信息披露制度的有效性表现,并进一步推出了改进措施与建议,本书的研究有助于推动我国上市公司信息披露制度的完善,从而提高信息披露有效性,为增加证券市场透明度、更好地保护投资者利益做出一定贡献。

本书共分七章,如图 0-1 所示。

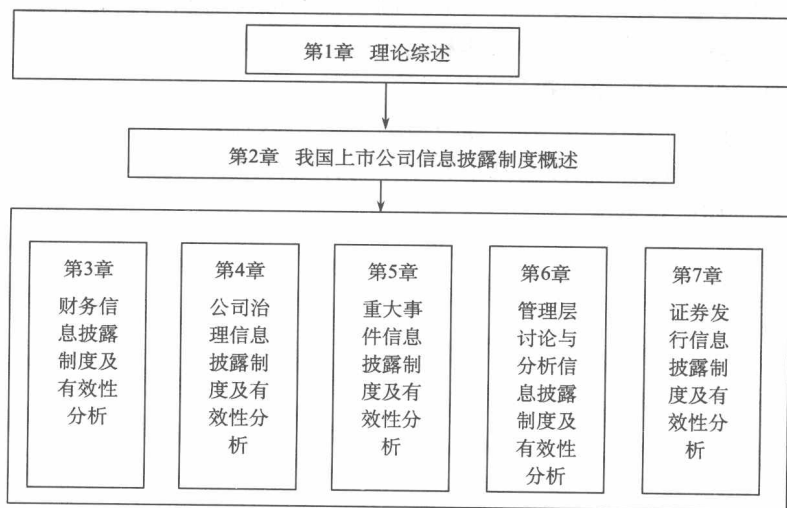


图 0-1 本书理论框架

第1章“理论综述”，介绍证券市场中的“有效市场假设”理论、信息不对称理论、委托-代理理论、交易成本理论、博弈理论在上市公司信息披露及提高其有效性中的应用，论述了信息披露的理论基础；对目前国内外信息披露有效性的研究文献进行评述。

第2章“我国上市公司信息披露制度概述”，介绍了信息披露制度的内涵；归纳界定了上市公司信息披露的基本原则为真实、准确、及时、完整和规范；介绍了信息披露制度的发展历史，概括了目前我国建立的上市公司信息披露制度体系，并介绍了国外的信息披露制度。

第3章“财务信息披露制度及有效性分析”，介绍了我国财务信息披露制度现状，从信息披露基本原则的几个方面，对我国上市公司财务信息披露的有效性进行评价和探讨，进一步分析有效性表现的原因并提出相应对策。

第4章“公司治理信息披露制度及有效性分析”，对公司治理信息进行内涵的界定，介绍了我国公司治理信息披露制度现状，从信息披露基本原则的几个方面，对我国上市公司治理信息披露的有效性进行评价和探讨，进一步分析有效性表现的原因并提出相应对策。

第5章“重大事件信息披露制度及有效性分析”，对重大事件进行内涵的界定，介绍了制度现状，从信息披露基本原则的几个方面，对我国上市公司重大事件信息披露的有效性进行评价和探讨，进一步分析有效性表现的原因并提出相应对策。

第6章“管理层讨论与分析信息披露制度及有效性分析”，讨论了管理层讨论与分析信息披露制度的有效性，同样利用信息披露基本原则作为评价标准，通过进一步分析有效性表现的原因提出相应对策。

第7章“证券发行信息披露制度及有效性分析”，讨论了证券发行信息披露制度的有效性，同样利用信息披露基本原则作为评价标准，通过进一步分析有效性表现的原因提出相应对策。

目 录

前言

第 1 章 理论综述	1
1.1 上市公司信息披露制度的经济学基础	1
1.2 上市公司信息披露制度有效性的研究现状	9
第 2 章 我国上市公司信息披露制度概述	21
2.1 我国上市公司信息披露制度的内涵	21
2.2 我国上市公司信息披露制度的发展变迁	25
2.3 我国上市公司信息披露的基本原则	29
2.4 我国上市公司信息披露制度体系	40
2.5 美国的上市公司信息披露制度及启示	45
第 3 章 财务信息披露制度及有效性分析	53
3.1 财务信息披露制度现状	53
3.2 财务信息披露的有效性评价	56
3.3 财务信息披露有效性不高的原因分析	66
3.4 提高财务信息披露有效性的措施	72
第 4 章 公司治理信息披露制度及有效性分析	79
4.1 公司治理信息披露的内涵	79
4.2 我国公司治理信息披露制度发展及现状	82
4.3 我国公司治理信息披露有效性评价	87
4.4 公司治理信息披露有效性不高的原因分析	94
4.5 提高公司治理信息披露有效性的措施	99
第 5 章 重大事件信息披露制度及有效性分析	107
5.1 重大事件内涵及其重要性	107
5.2 我国重大事件披露制度构成	110
5.3 我国重大事件披露有效性评价	118
5.4 重大事件披露有效性低的原因分析	122
5.5 提高重大事件信息披露有效性的措施	126
第 6 章 管理层讨论与分析信息披露制度及有效性分析	133
6.1 管理层讨论与分析概述	133

6.2	管理层讨论与分析披露有效性评价	139
6.3	影响 MD&A 信息披露有效性的原因	143
6.4	提高 MD&A 信息披露有效性的措施	145
第 7 章	证券发行信息披露制度及有效性分析	148
7.1	证券发行信息披露制度的内涵	148
7.2	我国证券发行信息披露制度	152
7.3	我国证券发行信息披露的有效性评价	154
7.4	影响证券发行信息披露有效性的因素分析	163
7.5	提高证券发行信息披露有效性的措施	165
参考文献		169
附录 1	100 家样本公司清单	177
附录 2	证券发行信息披露研究企业清单	181
后记		190

第1章 理论综述

1.1 上市公司信息披露制度的经济学基础

1.1.1 有效市场理论

有效市场理论 (efficient markets hypothesis, EMH) 始于 1965 年美国芝加哥大学著名教授尤金·法玛 (Eugene F. Fama) 在《商业学刊》 (*Journal of Business*) 上发表的一篇题为《证券市场价格行为》的论文。之后, 哈里·罗伯茨^①被称为对市场有效性进行了区分的第一人, 他按照对可利用信息的不同理解, 把市场有效性分为弱式有效性 (weak-form efficiency)、半强式有效性 (semi strong-form efficiency) 和强式有效性 (strong-form efficiency) 三种, 哈里·罗伯茨关于不同效率市场的划分成为以后有关有效市场理论研究的基础。1970 年, 尤金·法玛 (Fama 1970) 在上述罗伯茨的有效信息三分法的基础上进行了总结, 进一步提出了有效市场理论, 法玛吸收了罗伯茨的市场有效的信息三分法。他提出的有效市场假设认为: 有效市场是指证券价格能及时充分地反映所有可获知的相关信息的市场。在一个完全有效的证券市场上, 证券价格曲线上的任何一点都能准确客观、真实完整地反映有关的信息。也就是说, 在有效市场下, 证券价格是对证券价值的真实反映, 证券价值通过对相关信息的分析判断得出。

(1) 弱式有效市场。如果市场是弱式有效的市场, 那么全部投资者占有同样的信息, 这个信息主要是历史信息, 证券价格来源于投资者对历史信息的分析判断结果。由于投资者占有的是历史信息, 而这种基于已发生的事件的信息只能是对过去价格的说明, 并不能用来推测现在以及以后的价格。股票连续的各次变动在数据统计链上是相互独立的。也就是说, 历史信息对证券价格变动都不会产生任何影响, 过去的证券价格完全无法被用来预测现在和将来的股价的变化。在这种市场假设下, 股票价格的技术分析失去作用, 研究历史股价完全无法给人们带来赢利的机会。

(2) 半强式有效市场。半强式有效市场是指证券价格不仅能够体现证券价格的历史信息, 而且反映了所有与公司证券有关的公开有效信息, 如财务报告、公司收益、股息红利、上市公司的相关新闻、对公司的预期、股票分拆、公司间的购并

^① Roberts H. Statistical versus clinical prediction of the stock market. Unpublished Manuscript, Chicago: University of Chicago, 1967.

活动以及报告等。在半强式有效市场中,证券价格反映了所有公开信息所包含的价值,也可以说,证券价格是所有投资者对公开的信息进行判断得出来的。如果半强式有效理论成立,利用这些信息预测未来的证券价格未必会得到超额利润,在市场中利用技术分析和基本分析都会失去作用,内幕消息可能获得超额利润。

(3) 强式有效市场。强式有效市场是指有关证券的所有相关信息,包括所有公开发布的信息和尚未公开的或者原本算是保密的内部信息对证券价格变动都没有任何影响,即如果所有有关的公开和内部信息都在证券价格中得到充分、及时地反映,则证券市场就达到了强式有效市场。所有的投资者完全拥有一样的信息。在强式有效市场中,证券价格对于信息的反应十分迅速,没有任何方法能帮助投资者获得非正常回报的买卖,即使基金和有内幕消息者也一样。

有效市场假设的理论基础是“市场完全性假定”,即市场的竞争状态决定资源是否能够实现最有效的配置并实现最高的经济效率,完全竞争市场是最佳的竞争状态,但在实践当中,要完全达到市场的完全竞争状态是不现实的也是不可能的。

根据有效市场假设,证券市场及证券信息在披露、传导、运用、反馈过程中都存在不同程度的缺陷,这些缺陷是证券市场效率下降的主要原因,而其中的关键问题是有关信息的披露环节,这是信息沟通过程的起始点,也是影响证券市场效率的重点问题。如果信息披露过程出现问题,那么不管信息沟通的其他环节(传导、运用、反馈)是否合理恰当,都会导致投资者得不到充分的信息以进行决策,而这种信息匮乏状态下做出的决策很难成为有效的决策或者满意的决策,证券价值也难以通过证券价格有效的体现。因此,提高证券市场效率,就应该要处理证券价格信息沟通过程的各个环节中的问题,尤其是信息披露环节的问题,也就是要把建立信息披露制度作为核心问题,整个证券市场的有效性也只能通过有效的信息披露制度才能够实现。

1.1.2 信息不对称理论

信息不对称理论(information asymmetry)是由约瑟夫·斯蒂格利茨、迈克尔·斯彭斯、乔治·阿克洛夫三位美国经济学家提出来的。该理论的研究开始于20世纪60~70年代,到20世纪90年代该理论已经成为经济界最为活跃的理论领域,信息不完全模型成为通用的经济分析工具之一,为经济研究提供逻辑思路和起点。信息不对称理论是指在市场经济活动中,各个市场主体对有关信息的了解是有差异的,信息分布不对称;交易一方处于信息优势地位,是掌握信息比较充分的人员,往往处于比较有利的地位,而另一方属于信息贫乏的人员,则处于比较不利的地位。

不对称信息按照具体内容可以分为两类:一类是“隐蔽信息问题”,另一类是“隐蔽行动问题”;按照时间可以分为发生在当事人签约之前或签约之后。按

照这两个维度进行划分，不对称信息可以分为三个大类，详见表 1.1。

表 1.1 信息不对称的类别

内容 时间	隐藏行动		隐藏信息	
事前			逆向选择 信号传递 信息甄别	
事后	隐藏行动的道德风险		隐藏信息的道德风险	

资料来源：张维迎，博弈论与信息经济学 [M]，上海人民出版社，上海三联书店，2003：398~440。

证券市场的运转过程从本质上看是一个信息处理的过程，信息不对称普遍存在于证券市场当中。信息不对称阻碍了证券市场功能的发挥和效率的提高，这种阻碍作用主要通过逆向选择（adverse selection）和道德风险（moral hazard）表现出来。

1. 逆向选择

逆向选择源于对保险市场的保险费率的研究，是指由于交易双方信息不对称和市场价格下降产生的劣质品驱逐优质品，进而出现市场交易产品平均质量下降的现象。美国经济学家阿克洛夫（G. Akerlof）在 1970 年的论文《柠檬市场：质量的不确定与市场机制》中提出了著名的旧车市场模型，也称为柠檬市场理论，开创了逆向选择理论的先河。旧车市场模型被广泛接受，成为逆向选择问题研究的经典工具。“柠檬”（a feeble or unsatisfactory person or thing）是指旧货，旧车市场模型中，柠檬指代质量低廉的旧车。在旧车交易市场上，有关汽车质量的信息在买卖双方是不对称的，卖方掌握更多更真实的质量信息；相对的，买方掌握的质量信息很少，他们很难准确判断车的真实质量，因为他们只能通过介绍、询问、观察外观、现场测验等方式测量质量，但是车的实际质量需要更多的时间在实际使用中才能得出。总之，在旧车市场内，买方在做出购买决策之前，无法准确区分汽车质量的高低。因此，买方会根据平均的质量考虑愿意支付的价格，这就导致高质量的车无法实现真正的价值，不能以合适的价格出卖，高质量车的拥有者会逐渐退出旧车市场，市场被低质量的车占有。如此循环下去，旧车市场上企业的质量越来越低，买方可承受的价格越来越低。结果就是，高质量的车被低质量的车挤出市场。正常的市场上体现的是优胜劣汰的选择法则，但是旧车市场上，买方选择的却是质量低的、差的，所以把这种现象叫做逆向选择。

根据旧车市场理论，证券市场就是一个典型的柠檬市场。在信息不对称的情

况下,上市公司与投资者在上市公司经营状况的信息方面存在信息不对称。通常的情况下,上市公司知道自身的经营状况,拥有比较完全的信息;而投资者则处于相对信息的劣势,因为他们很难了解公司的真实经营业绩。投资者则只能被动地接受经营者披露的信息,间接地对公司进行评价,这种评价过程受到投资者个人经验的影响。投资者只能大致知晓全体上市公司的经营状况分布概率,并据此推定全体上市公司的平均经营质量,进而根据平均经营质量确定愿意支付的证券价格。在这种情况下,高于平均经营质量的上市公司便会因为股价低于自己的预期而没有动力提高经济效率和管理水平,甚至只能退出证券市场,转而利用其他途径融资。相反的情况是,低于平均经营质量的上市公司则会因为股价高于自己的预期价格而有更多的动力进入或留在证券市场进行证券融资。最终的结果是,在证券市场上进行交易的上市公司整体的真实经营质量会越来越低。当投资者在得知这一信息后,对证券市场现存的公司逐渐失去信心,再次购买的股票愿意支付的股价进一步降低,从而进一步导致了真实经营质量相对较高的公司退出市场,进而由此形成“劣币驱逐良币”的恶性循环。证券市场当中由于信息不对称的存在导致逆向选择的存在,大大地削弱了证券市场优化资源配置的功能,证券的存续能力甚至也受到影响。

在某些西方国家,上市公司的总体外部融资中,贷款或债券融资的比例远高于股票筹资比例,股票市场的信息不对称就是其背后的原因之一。因为广大投资者普遍认为只有企业的内在价格小于股票价格时,公司才会发行新股,否则公司不会做出发行新股的决策,在这种情况下,发行新股成为一种利空行为。

2. 道德风险

道德风险也称为道德危机,它不同于道德败坏。道德风险是20世纪80年代西方经济学家提出的一个经济哲学范畴的概念,是指“从事经济活动的人在最大限度地增进自身效用同时做出不利于他人的行为”(陈郁 1998)。在交易过程中,交易双方在订立契约以后,信息的相对优势一方(签约代理方)在契约签订之后有隐瞒自己的行动和信息的机会,信息的相对弱势一方(签约委托方)由于掌握的信息与代理方不对称所以很难有效监督签约代理方的行为,于是代理方的选择是在满足自身利益最大化,以伤害受托方的利益为代价的自私行为。道德风险是委托-代理理论上产生的难以克服的顽症。

随着我国企业普遍建立了现代企业制度,两权分离成为一个必然结果,这造成信息不对称现象日益增多,在这种情况下,所有权利益驱动下企业利润最大化的理论逐渐让位于基于“契约”关系的“委托-代理”理论。上市公司信息披露的过程中,所有者与经营者、投资者与证券中介之间的委托代理关系中都存在着道德风险因素。他们之间由于信息不对称,上市公司的投资者及所有者想要掌握

和经营者一样充足的企业内部信息具有较高的成本,因此很难有效监管经营者。在没有严格监管的情况下,代理人有可能出现各种损害投资者利益的行为,如偷懒、机会主义,即所谓的道德风险行为。例如,企业上市之后,证券市场就成了他们的避风港,在进行投资决策时往往不进行缜密的风险评估,甚至不考虑风险因素而一味追求短期收益,但是这种高风险却需要委托人承担,委托人利益容易受损,这种行为最终会严重影响证券市场的正常发挥其资源配置功能。道德风险行为的一个表现形式即为内幕交易,而内幕交易由于对证券价格反应极为敏感而成为重要的信息,内部交易问题也成为上市公司信息披露制度建设中的一个重要问题。

按照委托-代理理论,降低道德风险行为的方式主要有两种:第一,建立合理的激励机制,以使企业经营者与股东能够保持一致的言行、决策和利益追求;第二,建立一种监督机制来制止经营者的隐瞒或说谎,并将其与事前的委托代理契约结合,以迫使或诱使经营者披露真实情况,从而减轻代理问题。

信息不对称理论通过分析现实证券市场当中存在的所有者与经营者、投资人与中介人之间的信息不对称现象,从而进一步解释了上市公司信息披露的价值和意义。现代证券市场是一个法制证券市场,除了传统的信任机制和声誉机制之外,上市公司市场信息披露制度应该成为约束证券市场秩序的核心制度安排。信息不对称理论下形成的逆向选择、道德风险等问题,都需要通过强制性信息披露制度进行约束,才能保证信息真实、完整、及时、准确地披露,从而提高证券市场的效率。信息不对称理论实际上指出了证券监管者的职责和价值,说明了信息披露在证券市场中的重要作用。

1.1.3 委托-代理理论

委托-代理理论是20世纪60年代末70年代初一些经济学家深入研究企业内部信息不对称和激励问题发展起来的。委托-代理理论的中心任务是研究在利益相冲突和信息不对称的环境下,委托人如何设计最优契约激励代理人。

现代企业制度的一个重要特征是所有权与经营权相分离,即所谓的“两权分离”制度,经营权的所有者是管理层,管理人员受雇于董事会负责管理企业日常的经营活动,所有权的所有者是企业所有人,这样,管理人员代表所有人的利益,力求实现企业经济效益最大化的代理关系。现代企业的“两权分离”制度产生了管理层与治理层,并且形成了他们之间的委托代理关系。由于“委托-代理”的双方各自拥有各自的目标函数,“委托-代理”契约的执行情况带有很大不确定性。所有者作为委托人向公司进行资金或固定资产的投资,希望换取最大化的经济利润,但是他们不直接参与公司的经营和运作;管理者作为代理人向公司投入人力资源和管理才能,希望实现自己利益的最大化,虽然管理者参与公司实际经

营,但是没有剩余索取权。不同的目的造成委托人和代理人不同的行为特点:管理者在个人利益与企业利益无密切关系的情况下,不可能像委托人一样对公司长期利益和公司资产那么关注;同样的,所有者也不可能像经营者一样关心他自身的利益。这就造成了一个矛盾。在没有有效的制度安排下代理人的行为很可能最终损害委托人的利益。

委托-代理理论为上市公司的自愿性信息披露提供了理论基础,这是信息披露非强制论的主张。在上市公司中,所有者及潜在投资者进行投资决策需要掌握真实完整而准确的信息。但是在委托-代理关系下,缺少制度约束及有效激励的代理人有隐藏信息的倾向,委托人和代理人获得的信息在内容和质量上都不相同,这就是信息不对称问题。在现代企业制度下的上市公司中,所有者与经营者之间的委托代理关系成为了信息不对称的根源。

委托-代理理论下,信息不对称体现为三种情形:第一种情况表现在上市公司信息在内部使用者和外部使用者之间的信息不对称,通常人们所说的信息不对称就是指这一种情形。内部使用者主要指企业内的管理层人员,外部使用者包括投资者、债权人、政府管理部门、潜在投资者、社会公众等。外部使用者只能通过财务报告等公开披露的信息进行判断,处于信息劣势状态。第二种情况表现在上市公司信息在所有者与管理人员之间的不对称。所有者不直接参与公司运营,无法取得第一手的信息,只能通过其他渠道获取信息,在这个过程中,管理人员出于个人利益可能提供部分信息或提供虚假信息,所有者与管理人员之间的信息便形成了不对称的状态。第三种情况表现在公司内部的高层管理者与低层管理者之间关于公司信息的不对称,信息在企业内部的不同管理等级之间传递,不同等级所享有的信息内容和信息质量也是不同的,一般而言,高层管理者更具有信息优势。以上三种情形下,处于不对称信息的双方实际上都构成了委托代理关系。

为了解决委托人和代理人之间利益的矛盾和冲突,企业所有者通过建立契约同盟希望整合双方的目的,尽可能减少利益的冲突。除此之外,信息披露在一定程度上可以缓解双方的矛盾,代理人有责任和义务向委托方完整真实地反映有关企业经营的、影响证券价格的重要信息,委托人通过财务报告等渠道了解信息,对代理人进行监督和约束。总之,上市公司信息披露制度成为解决委托代理关系下利益冲突和行为冲突的有效的制度安排,这也是委托代理理论成为信息披露制度理论依据的原因。

1.1.4 交易成本理论

交易成本(transaction costs),是指在特定的社会关系中,人们交往、合作并实现交易所支付的成本,只要人与人之间存在交往互换,交易成本就会存在,

这是人类社会生活中不可分割的部分。交易成本理论是由经济学家科斯(R. H. Coase)在1937年所提出的,交易成本理论的核心是解释企业存在的原因,也就是企业的本质问题。一般,交易成本主要由六个部分构成:搜寻成本、信息成本、议价成本、决策成本、监督成本和违约成本。搜寻成本是指在商品信息与交易对象信息的搜集过程中产生的成本;信息成本是指取得交易对象信息与和交易对象进行信息交换所需的成本。议价成本是指针对契约、价格、品质讨价还价的成本;决策成本产生在进行决策与签订契约的过程当中;监督成本是指监督交易对象是否依照契约内容进行交易的成本;违约成本产生于违约时,是指违约时需付出的事后成本。

在新制度经济学理论观点内,交易成本是制度的根源,要降低交易成本以使交易顺利开展,制度就是因此而存在。经济发展的首要保证是良好的制度安排与良好的制度建设,新制度经济学的主张认为制度先于行动、制度引导行动,也就是说特定的制度安排会形成相对的行为,特定行为也就引致了一定的后果,所以希望实现经济的持续增长和发展,就必须通过建立相应的制度安排来实现。

在进行一项交易时,交易双方在搜集对方信息和交易商品信息时都会花费大量的资金、精力和物力,但最终交易得到的收益相对于付出的这种努力和成本并不是很大。信息和普通的商品不同,信息的价值在实际获得并使用之前是无法准确衡量的,正是由于这个原因,信息搜集往往难以实现最佳状态。这就给交易双方造成一个困惑,到底付出多大的成本搜集信息才能和收益相匹配,这就是通常所说的信息悖论。人们希望通过制度安排的建立来解决这个问题,希望在制度安排约束下,降低信息搜集成本,保护信息使用者的利益。

这种信息悖论的状态在证券市场上同样存在。证券市场上的投资者在参与交易过程中也面临信息困惑,在收集证券有关信息时总是要支付很大的成本,而且市场规模越大、股权越分散,独立的投资者获取充分有效的信息就越难。通过信息披露制度的建立,强化上市公司信息披露的动机,促进上市公司信息披露行为,这样可以在一定程度上节约信息搜集成本,也就降低了交易成本,更有利于证券市场交易的开展,最终实现优化资源配置。

1.1.5 博弈论

博弈论(game theory),有时也称为对策论、游戏理论或者赛局理论,是研究具有斗争或竞争性质现象的理论和方法,借助严谨的数学模型研究冲突对抗条件下的最优决策的选择,博弈论在多个学科领域都得到了广泛的应用。

博弈论思想古已有之,我国的《孙子兵法》就体现了博弈思想。博弈论的正式提出是在1944年,冯·诺依曼(von Neumann)和奥斯卡·摩根斯坦(Oskar

Morgcnstern) 以其著作《博弈论与经济行为》开辟了博弈论的现代领域,对博弈论进行系统化和形式化研究(冯·诺依曼,摩根斯坦 2004)。合作博弈理论在 19 世纪 50 年代开始了蓬勃的发展,同时非合作博弈论也开始创立。阿尔伯特·图克(Alkert Tucker) 1950 年提出了“囚徒困境”(prisoners' dilemma),约翰·福布斯·纳什(John Forbes Nash Jr.) 在 1950 年和 1951 年发表两篇关于非合作博弈的文章。这两个人的理论为博弈论的一般化奠定了坚实的基础。其后,精炼纳什均衡的概念提出,不完全信息理论被引入到博弈论的研究中,博弈论经历了快速的发展。现在,博弈论已经发展成为一门完整规范的学科。

根据不同的分类标准,博弈可以区分为不同的类别。一般认为,博弈主要可以分为合作博弈(cooperative game)和非合作博弈(non-cooperative game)。合作博弈和非合作博弈的区别在于相互发生作用的当事人之间有没有一个具有约束力的协议,如果有,就是合作博弈,如果没有,就是非合作博弈。在实际生活中,非合作博弈更为常见,原因是竞争是一切社会、经济关系存在的根本基础,所以现实中非合作的情况要比合作情况更为普遍。

在上市公司信息披露过程中存在着各利益主体之间的利益博弈关系,主要体现在信息外部使用者与信息内部使用者之间的非合作博弈、上市公司经营者与所有者之间的非合作博弈以及上市公司与监督管理者之间的非合作博弈。

1.1.6 信号理论

信号理论主要包括信号传递和信号甄别两大方面。信号传递(signaling model)是指通过可观察的行为传递商品价值或质量的确切信息;信号甄别(screening model)是指通过不同的合同甄别真实信息。1974 年,斯彭斯在其论著《市场信号:雇佣过程中的信号传递》中开创性地研究了将教育水平作为“信号传递”的手段在劳动力市场上的作用,分析了市场中具有信息优势的个体如何通过“信号传递”将信息可信地传递给处于信息劣势的个体以实现有效率的市场均衡,从而成功地开拓了信号传递理论研究领域,他的劳动力市场模型亦成为信号传递理论最经典的模型。此后,斯彭斯不断拓展这一理论并展开证实不同市场信号重要性的大量应用性研究。1977 年,罗斯资本结构信号传递模型从信息不对称角度回答了自 20 世纪 50 年代以来即一直为经济学界所关注的企业资本结构决定因素问题。1982 年,米尔格罗姆(Milgrom)和罗伯茨(Roberts)提出著名的垄断限价模型(limit pricing model),第一个将斯彭斯信号传递模型成功地应用于产业组织理论。1987 年,Cho 和 Kreps 提出了信号传递对策得到唯一均衡的直观标准(intuitive criterion);Mailath 则刻画了信号传递对策存在分离均衡的充分条件,考虑了私人信息服从某个连续分布的情况。在有效的市场中,投资者会利用所能获得的信息对公司进行评估。业绩好或者股价暂被低估的公司基于自身利益会更多进行披露,通过信息向市