

上市公司 信息披露机制的 投资者保护功能研究

SHANGSHI GONGSI
XINXI PILU JIZHI DE TOUZIZHE
BAOHU GONGNENG YANJIU

蓝文永 著



西南财经大学出版社

Southwestern University of Finance & Economics Press



随着资本市场的快速发展，信息使用者呈现多元化趋势。《决策有用观》受到越来越广泛的认同。公司披露的信息被视为评估企业价值的一个重要信息来源。在当前的证券市场中，投资者决策时要求企业必须提供大量具有可靠性、相关性的信息。对于决策者来说，企业提供的信息越多，决策的准确性可能越高，在信息观的背景下，信息不对称是资本市场下的财务与会计领域值得研究的一个问题。

《决策有用观》将会计目标定位于为会计信息使用者提供更高质量的决策有用的会计信息。这在一定程度上虽然鼓励了上市公司主动披露更多信息，但同时也为管理当局信息披露策略暗选择提供了理论支持。本文认为以《决策有用观》来指导会计信息披露的实践，为会计信息披露提供一个更为宽泛的目标，更有利于会计作为一个信息系统的作用的发挥。



廣西經濟管理幹部學院資助學術文庫

學術
研究

上市公司 信息披露机制的 投资者保护功能研究

SHANGSHI GONGSI
XINXI PILU JIZHI DE TOUZIZHE
BAOHU GONGNENG YANJIU

蓝文永 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

上市公司信息披露机制的投资者保护功能研究/蓝文永著. —成都:西南财经大学出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5504 - 0067 - 2

I. ①上… II. ①蓝… III. ①上市公司—财务管理—研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 259081 号

上市公司信息披露机制的投资者保护功能研究

蓝文永 著

责任编辑:张 访

助理编辑:高 玲 植 苗

装帖设计:穆志坚

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	7.875
字 数	230 千字
版 次	2010 年 12 月第 1 版
印 次	2010 年 12 月第 1 次印刷
印 数	1—1200 册
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 0067 - 2
定 价	32.80 元

1. 版权所有,翻印必究。

2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前言

资本市场中，公司信息披露不仅对降低信息不对称和交易成本具有重要意义，而且是保护投资者和实现资源优化配置的关键所在。通过公司的信息披露，投资者可以了解到被投资公司的经营状况。公司信息披露制度正是以保护投资者利益为根本目标。正如美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特（2001）所指出：“我们国家面临的首要经济问题，就是保护投资者利益，维护投资者对于市场体系的信心。”可见，投资者保护对资本市场的重要性已经或者逐步成为学术界和实务界共同关注的焦点。

本书以委托代理理论、市场有效理论、信息不对称理论等为理论基础，从公司信息披露、投资者保护等概念的界定入手，沿着“信息披露策略选择动因→信息披露策略→信息披露的投资者保护功能”的研究主线，以我国上市公司实际制度为背景，基于投资者保护的信息披露机制，对公司信息披露要素变化与投资者保护、信息披露策略选择动因进行了系统分析研究，采用高级计量方法对上市公司的数据进行实证检验，挖掘我国上市公司投资者保护功能的决定机制，探究信息披露机制与投资者保护及市场信息不对称程度的影响因素，为我国今后的证券市场改革、信息披露监管和会计制度完善提供相应的理论与实

证依据。

本书共分为8章，结构安排具体如下：

第1章：绪论。本章主要介绍了本书的研究背景和研究意义。首先，分析了在我国资本市场中研究投资者保护的必要性以及从投资者保护角度研究公司信息披露机制的理论与现实意义；在借鉴大量国内外现有研究成果的基础上，对国内外有关信息披露机制与投资者保护的研究现状进行了分析和评述；最后对本书的研究思路、研究框架、技术路线及总体的逻辑关系进行简述，介绍本书研究的主要方法以及书中相关的重要概念。

第2章：公司信息披露机制与投资者保护的理论基础。本章首先简述了公司信息披露的发展历程，其次对公司信息披露目标进行分析研究，从有效市场假设理论、信息不对称理论、契约理论、信号传递理论等对公司信息披露理论进行了经济学解释。对于投资者保护理论主要从契约论和法律论两个方面进行分析，得出两者的相互补充可以有效地保护投资者利益。最后深入论述公司信息披露机制与投资者保护之间的相互关系，揭示高质量的信息披露才有可能最大限度地保护投资者利益，而投资者保护程度又影响着公司信息披露的质量。两者关系的结论为后续的研究提供了理论基础。

第3章：公司信息披露机制发挥投资者保护功能的机理分析。本章利用企业理论和信息经济学的相关理论对公司信息披露在投资者保护中的功能定位及其发挥作用的基本路径进行梳理和分析。首先对财务报告质量评价的用户需求观与投资者保护观进行探讨，构建了公司信息披露机制发挥投资者保护功能的扩展分析框架，然后分析公司内外治理机制对公司信息披露的影响。因此，本章的分析研究是本书实证研究假设提出的理论基础，有助于增强对我国股票市场信息披露的认识，对投资者利益保护以及监管机构监管也具有一定的借鉴作用。

第4章：制度背景与现状描述。信息披露制度是现代证券市场发展的基石，是实现证券市场公开、公平、公正的基础和维护证券投资者利益的基本保障。鉴于此，世界各国和地区的证券市场无不重视信息披露制度，均将信息披露制度的建立和实施列为证券市场发展和监管工作的重中之重。本章主要针对上市公司信息披露制度进行讨论，就目前我国有关上市公司信息披露的法规体系以及上市公司披露信息制度的具体内容进行详细论述，分析我国制度背景的特殊性，为实证研究公司信息披露机制发挥投资者保护功能以及公司信息披露策略选择动因做好铺垫。

第5章：公司信息披露要素变化与投资者保护的实证分析。基于投资者保护的角度研究了上市公司信息披露问题，就是研究信息披露机制能否发挥以及如何发挥投资者保护功能，减少投资者之间的信息不对称程度，使投资者获得平等的交易权和信息权。本章以我国沪深股市的上市公司为研究对象，以信息泄露程度作为投资者保护水平的观察变量，分别考察了会计信息质量、计量基础、信息披露及时性、信息披露频率作为测试变量对投资者保护水平的影响。实证检验表明，会计信息质量、信息披露及时性与投资者保护之间存在显著的正相关关系；信息披露频率与投资者保护之间的关系没有通过显著性检验；计量基础与投资者保护之间呈负相关关系，但不显著。

第6章：公司治理结构对会计信息质量影响的实证研究。公司治理结构，如董事会结构、股权特征、控股股东性质等对公司的代理冲突产生共同影响作用，并对公司控制人的信息披露策略产生影响。本章选取2006—2007年沪深股市的626家上市公司作为研究样本，对我国上市公司董事会结构、股权特征与会计信息质量之间的关系进行经验分析。研究表明，监事会规模与会计信息质量呈显著正相关，审计委员会设立情况与会

计信息质量呈显著负相关,而董事会规模、独立董事比例和董事长与总经理的两职分离情况与会计信息质量呈弱正相关关系,董事会会议频率与公司会计信息质量之间呈弱负相关关系,董事会会议常扮演“灭火器”角色。在股权特征方面,仅有流通比例与会计信息质量呈显著负相关,而股权制衡度则呈显著正相关;管理层持股与会计信息质量呈弱正相关;第一大股东持股比例与会计信息质量呈弱负相关。

第7章:公司治理结构对年度报告及时性影响的实证分析。投资者保护的关键环节是公司信息披露机制,而信息披露时间是上市公司信息披露机制的重要组成部分。本章以我国上市公司2006—2007年间公布的年度报告披露时间进行多元回归分析,从公司治理机制角度研究公司信息披露及时性问题。研究结果表明,在公司治理机制中的第一大股东持股比例、设立审计委员会和领导权二元性对年报及时性存在重要影响,而董事会成员持股、实际控制人性质和独立董事比例对年报及时性的影响不显著。

第8章:结论、创新点与未来研究方向。本章作为全书的结束语,在对本书的主要研究结论进行总结和归纳的基础上,指出本书研究的创新点、存在的不足和后续的研究方向。

本书的创新之处:

(1) 本书将保护投资者公平交易权和信息获取权作为研究公司信息披露的出发点,为公司信息披露的研究提供了一个崭新的视角,在公司信息披露和投资者保护的理论分析基础上,对上市公司信息披露机制发挥投资者保护功能做了机理分析,建立我国上市公司信息披露机制发挥投资者保护功能的系统分析框架,对信息披露与投资者保护的制度背景和现状进行深入分析。

(2) 本书以“信息披露策略选择动因→信息披露策略变化

→信息披露的投资者保护功能”为研究主线，立足我国证券资本市场，进行了深入的理论分析和实证检验。研究发现，公司的会计信息质量和信息披露的及时性能够发挥投资者的保护功能；但由于信息披露的质量不高，只通过提高公司信息披露的频率还远远不够，还要在提高信息披露的质量方面进一步完善；公允价值计量基础没有成为投资者保护的有效促进因素，反而可能成为公司进行盈余管理的手段。

(3) 整合公司信息披露策略选择动因的分析框架，从股权特征、管理者动机、公司治理等方面对我国上市公司信息披露策略的影响因素进行了系统深入的实证检验，特别是对公司治理机制的深度探讨和验证，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，以投资者行为和公司信息披露机制的影响方面检验信息披露的经济后果。这为我国上市公司信息披露制度建设以及资本市场如何保护投资者利益问题提供了科学的实证依据。

(4) 国内有关上市公司信息披露策略选择动因的研究中，大部分是定性的理论分析，从公司治理结构、股权特征和控制权人性性质等进行实证研究也较少，其研究也忽略了中国众多的治理结构要素，不够系统和全面。而本书是分别从理论和实证两个角度展开研究的，从股权特征、董事会特征和经理层特征三个方面分析了公司信息披露策略选择动因，因此本书在研究内容上较以往有了明显的创新。

作 者

2010年9月·南宁

目 录

- 1 绪论 / 1
 - 1.1 研究背景及意义 / 1
 - 1.2 国内外研究现状及分析 / 4
 - 1.3 分析角度、研究思路和框架 / 12
 - 1.4 研究方法和技术路线 / 16
 - 1.5 基本概念的界定 / 18
- 2 公司信息披露机制与投资者保护的理论基础 / 24
 - 2.1 公司信息披露的理论基础 / 24
 - 2.2 投资者保护的理论基础 / 45
 - 2.3 公司信息披露机制与投资者保护之间的关系 / 49
- 3 公司信息披露机制发挥投资者保护功能的机理分析 / 56
 - 3.1 信息披露机制发挥投资者保护功能的作用分析：
一个扩展的框架 / 56
 - 3.2 内部治理机制对会计信息披露的影响 / 64

3.3	外部治理机制对会计信息披露的影响 /	70
4	制度背景与现状描述 /	76
4.1	我国上市公司信息披露制度现状 /	76
4.2	我国保护投资者利益的法制环境现状 /	85
4.3	我国不实信息披露给投资者造成伤害的现状描述及 原因分析 /	95
5	公司信息披露要素变化与投资者保护的 实证分析 /	111
5.1	引言 /	111
5.2	文献回顾 /	112
5.3	理论分析与假设建立 /	119
5.4	信息披露机制、投资者保护的衡量指标及其 检验方法 /	124
5.5	样本数据与研究设计 /	136
5.6	实证结果与分析 /	139
5.7	结论、政策建议及研究局限 /	147
6	公司治理结构对会计信息质量影响的实证研究 /	152
6.1	引言 /	152
6.2	理论分析与研究假设 /	154
6.3	数据来源、变量选择和模型设计 /	168
6.4	实证检验结果及分析 /	170

6.5 研究结论和启示 / 177

7 公司治理结构对年度报告及时性影响的实证
分析 / 181

7.1 引言 / 181

7.2 文献回顾 / 183

7.3 研究假设及其拓展 / 193

7.4 研究设计 / 200

7.5 回归分析结果 / 206

7.6 主要结论和政策建议 / 210

8 结论、创新点与未来研究方向 / 213

8.1 主要研究结论 / 213

8.2 研究创新之处 / 215

8.3 研究的局限性 / 217

8.4 后续研究方向 / 218

参考文献 / 220

后记 / 240

1 绪论

1.1 研究背景及意义

虽然我国证券市场只走过 17 个年头，但在过去的十几年中，证券市场却发生了翻天覆地的变化。截至 2007 年 6 月 30 日，沪深两市上市公司达 1477 家，总市值达 166 232.8 亿元，其总市值相当于 2006 年 GDP 的 78.8%。与此同时，沪深两市开户数不断增加。据中国证券登记结算有限责任公司统计数据显示，截至 2007 年 8 月 6 日，沪深股市账户总数达 11 124.62 万^①。证券市场已经成为我国经济社会生活的重要组成部分。我国证券市场对经济的影响日益显著，已经成为亚太地区重要的证券市场之一。由于证券市场的重要性与日俱增，如何保证其正常运作、提高其效率和促进这个新兴资本市场走向成熟也变得越发重要。

中国证监会主席尚福林曾指出：“资本市场已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分，在优化资源配置、筹集社会资金、改善公司治理结构、促进经济结构合理调整、推进金融体制改革等诸多方面发挥着不可或缺的积极作用，这为资本市

^①根据 WIND 数据库整理而得。

场的进一步发展打下了良好的基础。”但我们也要看到,我国证券市场还是处于新兴加转轨时期,它在各方面还存在许多不完善之处,如近几年来在我国宏观经济能够稳定、健康发展的情况下,股市走势却与经济发展相背离,股市持续低迷,股市已有被边缘化的危险,股市不能成为经济变动的“晴雨表”。其原因可能是我国证券市场在十几年的发展过程中,偏重于市场规模方面的增长,如上市公司家数、投资者人数、筹资金额、法律法规的快速制定与颁布等“量”的扩展方面,而对如何提高我国证券市场整体的“质”,则显得关注不足了。只有提高证券市场信息披露质量,发挥证券资源配置的有效性和公司治理机制的效率,保护投资者利益,从而提高证券市场的整体有效性,才是设立证券市场的最终目的。

客观地说,我国证券市场的发展历程中,虽然分散的中小投资者群体是我国证券市场资金供给的主要群体,但是中小投资群体的特点是人数众多,涉及面广,组织较分散,他们通常只能获得上市公司的公开信息。与其他投资者相比,这个群体由于持股数量相对较少,参与公司治理的成本高,容易形成“搭便车”的现象。这使得中小投资者在证券市场上处于相对弱势的地位。此外,由于我国证券市场历史发展时间不长,有关制度建设相对滞后,孳生出的问题越来越多,尤其是上市公司控股股东利用其控股权侵占广大中小投资者权益的现象屡禁不止。尽管管理层加大了监管力度,并且明确提出了要切实保护广大投资者尤其是中小投资者权益,但收效甚微^①。

事实上,各国的证券市场法规和监管体制都是以保护投资者利益为核心的。2006年1月1日起施行的《中华人民共和国

^① 罗本德. 上市公司治理与中小投资者权益保护研究 [D]. 重庆大学博士学位论文, 2007.

证券法》其主要精神就是从法律上对证券市场加以规范，以保护投资者的利益不受损害。但我国证券市场现实情况是虚假信息披露以及由此引起的对投资者的恶性误导。虚假信息披露严重破坏了正常的市场秩序，使市场环境处在灰色状态，极大地损害了投资者的利益。我们如何保护投资者的利益呢？虽然宏观的社会、经济、法律背景、公司治理等影响到投资者利益的保护，但是在这些因素中，作者认为信息披露是实现投资者保护的关键环节。正如前任美国证监会主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）所指出：“我们如何向投资者证明市场是公平的？我们强迫那些拿了投资者钱的人讲真话，说出所有的真相，关于企业的真相。如果他们不这样做，我们必须不留情面地加以惩罚。”学者们将此过程称为“对信息不对称的矫正”，而我们则有一个简单的名称：投资者保护^①。

证券市场的灵魂是信息的公开性、完整性和披露的及时性。它是维系证券市场“三公”原则的基石；否则，不可能形成透明的市场环境，也不可能建立公正的市场秩序，广大中小投资者的利益也就必然会受到侵害。基于这种认识，笔者认为当前我国证券市场面临的最重要、最迫切、最需要解决的问题是建立公正的市场秩序与创造透明的市场环境，加强证券市场的法制建设，从制度和市场环境的角度保护投资者的利益。那么，在我国经济转轨背景下，上市公司信息披露机制究竟是如何保护投资者利益的？信息披露机制的各要素——信息质量、计量基础、披露内容、披露方式、披露时间、披露频率等，在投资者保护中扮演着什么样的角色？影响上市公司信息披露的背后因素和动机有哪些？新会计准则实施后，信息披露机制的投资

^①《深交所》2005年第3期“美国证监会前主席阿瑟·莱维特谈投资者保护”。

者保护功能会发生如何变化? 等等。这些都是亟待讨论和解决的理论和现实问题。

1.2 国内外研究现状及分析

在某一特定国家的宏观社会、政治、经济、法律环境下,研究投资者保护问题可以从证券市场和上市公司两个层面入手(马永强, 2009)^①。

从证券市场层面看,信息披露与传导机制主要涉及的是公共信息和私有信息的披露与传导。信息披露与传导要求杜绝内幕交易,这就要求信息披露与传导的公开、公平、准确、及时。证券交易中由于存在内幕交易而对投资者的利益造成损害,祝红梅(2003)的研究发现,由于内部人具有信息优势,内幕信息可能对股票价格产生重大影响,股票市场十分关注内幕交易。虽然学者们对内幕交易的研究并未取得完全一致的结果和意见,但“内幕交易增强了股票市场的信息不对称性,侵害了不知情交易者的利益,破坏了公众对于股票市场的信心”的观点占据了主流地位并导致世界范围内的内幕交易管制^②。Bris (2000)通过对 56 个国家 5000 多起并购事件进行研究,并购信息披露对价格的影响程度运用公告效应^③来度量,得出结论是当公告效应

①马永强, 胡国柳. 投资者保护效率测度研究述评 [J]. 经济学动态, 2009 (2).

②祝红梅. 内幕信息、内幕交易及其管制 [J]. 南开经济研究, 2002 (2).

③公告效应是披露日前 1 天到披露日后 1 天的累积超额收益率与从事件考察期左端点 (t_1) 到披露日后 1 天的累积超额收益率之比, 即:

$$\text{公告效应} = \frac{\text{CAR}_i(-1, 1)}{\text{CAR}_i(t_1, 1)}$$

比例很高时,说明 $CAR_i(t_i, 1)$ 大部分是由信息披露产生的,信息的提前泄露较少;当公告效应比例很低时,说明信息披露对价格的影响很小,信息在公开披露之前就已经被市场获悉。由于重大信息在公开披露之前是被要求保密的,最可能提前获知并利用它谋求超常收益的就是内幕交易者。因此,对于内幕交易,既要加强公司信息披露监管,也要对交易本身进行监管。从金融市场微观结构理论发展以来,国内外学者对于股票交易中信息不对称的研究取得了大量的成果。例如, Kyle (1985) 的研究发现,在存在信息不对称条件下,做市商需要扩大买卖价差以弥补可能有知情交易者与其交易而导致的损失^①。在发现和测度证券市场上信息不对称程度的实证研究方面则发展出了很多计量和实证方法,如 Huang 和 Stoll (1997) 利用报价的买卖价差来衡量交易成本,并将其分解为订单完成成本、存货成本以及由于不对称信息导致的逆向选择成本。其中订单完成成本是指在完成交易的过程中发生的物质损耗,如电话费和人工成本;存货成本是指做市商为了提供流动性,在交易过程中不得不偏离最优存货水平,为了弥补这一损失而体现在买卖报价中的部分^②。Stoll (2000) 利用报价价差或有效价差反映了股票交易中的总的摩擦成本,而交易价差则衡量了真实的摩擦 (real friction)。所谓真实摩擦指的是订单完成的成本与存货成本的总和。在此基础上,报价价差或有效价差与交易价差之间的差额便成了衡量信息不对称或者说逆向选择的成本^③。国内学者汪毅

① Kyle A. Continuous auctions and insider trading [J]. *Econometrica*, 1985 (53).

② Huang, Roger D. and R. Stoll. The components of the bid - ask spread : a General approach [J]. *The Review of Financial Studies*, 1997, Winter.

③ Stoll, Hens R. Friction [J]. *Journal of Finance*, August 2000.

慧等（2003）选取了同在香港证券交易所上市交易的中国大陆股票和香港本地股票作为研究样本，利用后一种方法度量不对称信息成本^①。上述的分析研究中，虽然也涉及上市公司的信息披露问题，但是这种对信息不对称的测度方法还是无法把信息披露在投资者保护中的作用有效剥离出来。

从公司层面讲，一方面，由于控制权与现金流权的分离，导致了对中小投资者利益的损害。Bebchuk 等（2000）研究发现，在现金流权和控制权相分离的情况下，在公司投资项目、公司规模扩张以及公司控制权转移三方面会存在代理成本，控制股东可能会为了掠夺控制权私人收益对中小股东进行利益侵害。苏启林、朱文（2003）对我国家族上市公司的控制权与现金流权的分离进行了研究，发现分离系数越大家族企业的价值越低^②。如果从控制权角度来看，已往的研究是通过衡量控制权收益或控制权大小来度量投资者保护程度的。控制权收益的估计有三种方法：一是当控制权发生转移时，受让方为控制权支付的每股价格与宣布控制权转移后的第一个交易日的收盘价之差（控制权溢价），即为控制权收益的良好估计值（Barclay 和 Holderness, 1989）；二是针对那些存在两种不同类型股票的公司，这两种股票现金流要求权相同或相似，但投票权不同，因此用双级股票的价格差异来评价控制权私人利益的价值（Zingales, 1994）；三是香港学者 Bai, Liu 和 Song（2002）提出，在我国股票市场上，某个公司被宣布 ST 前后的累积超常收益率就是控制权收益的良好估计值，并认为其方法与 Barclay，

①汪毅慧，等．不对称信息、交易成本与投资者保护：内地（中国大陆）和香港的比较研究 [J]．金融研究，2003（10）．

②苏启林，朱文．上市公司家族控制与企业价值 [J]．经济研究，2003（8）．