

Information
The Disclosure of Company
Theory and
Empirical Research

公司信息披露

理论与实证研究

汪炜 著

浙江大学出版社

Information
The Disclosure of Company
Theory and
Empirical Research

公司信息披露

理论与实证研究

汪 炜 著

浙江大學出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司信息披露: 理论与实证研究 / 汪炜著. — 杭州:
浙江大学出版社, 2005.8
ISBN 7-308-04489-0

I. 公... II. 汪... III. 上市公司 - 会计分析 - 研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 110094 号

责任编辑 朱 玲 李海燕

封面设计 俞亚彤

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310028)

(E-mail: zupress@mail.hz.zj.cn)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 浙江大学出版社电脑排版中心

印 刷 浙江大学印刷厂

开 本 787mm×960mm 1/16

印 张 14.5

字 数 253 千

版 印 次 2005 年 8 月第 1 版 2006 年 7 月第 2 次印刷

书 号 ISBN 7-308-04489-0/F·607

定 价 28.00 元

序 言

美国最高法院大法官路易斯·布兰登斯(Brandeis)有一句传世名言:“阳光是最好的消毒剂,电灯是最有效的警察。”以此逻辑,信息披露显然应该成为作为公开市场典范的证券市场建设和发展的基石。然而,近年来国内外连续爆发的一系列公司财务丑闻和证券欺诈事件却揭示出现代证券市场并未很好地解决上市公司的信息披露问题。而且,由于我国证券市场面临“新兴+转型”的制度和环境,上市公司财务造假、虚假披露、股价操纵、内幕交易等信息披露违法及违规事件频发,并系统性地引发了投资者对上市公司的信任危机。因此,健全和完善信息披露制度已经成为恢复上市公司诚信、重振证券市场的最重要工作。

汪炜博士在本书中所作的杰出研究,为我国证券市场公司信息披露机制的构建和完善提供了重要而系统的理论支持。信息披露理论是金融市场微观结构理论和现代公司财务理论的一个重要的前沿分支,还没有形成统一、完整的研究范式和理论架构。目前,我国学者有关信息披露的研究才刚刚起步,汪炜博士的这部著作反映了国内学者在该前沿性研究领域的最新努力,也是国内学者运用主流经济学分析工具和规范的现代经济计量方法,对上市公司信息披露理论和我国证券市场信息披露实践开展的第一次较为全面、系统的研究。

综观全书,我们可以看到,作者在学习和继承现有理论成果的基础上,进行了积极的学术探索和创新,从而形成了丰富的、有价值的理论和实证研究成果。这部著作的学术创新主要包括:(1)把披露动机、披露策略和披露效果这三个公司信息披露的核心问题归纳在同一个框架之内,建立

起一个“从外生性披露,到内生性披露,再到制度性披露”研究的公司信息披露理论框架和逻辑线索,从而形成了关于上市公司信息披露研究相对完整的理论结构;(2)针对我国资本市场现实信息环境,运用一个不完全竞争、局部理性的资本市场模型,解释了理性的贝叶斯投资者与非理性的启发式投资者的竞争对信息披露过程产生的影响,以及我国资本市场非理性投资者长期存在的理由;(3)通过改造主流的做市商模型,在一个符合我国证券市场的指令驱动交易机制下,讨论了透明度对公司资本成本中信息不对称部分的影响;(4)运用规范的产品竞争策略分析方法,实证研究了产品市场竞争对公司自愿信息披露决策的影响;(5)通过建立信息披露指数,检验了我国上市公司权益资本成本与公司透明度的关系;(6)运用 Granger 引导关系检验,研究并证实了我国 A 股和 H 股两地上市公司股票收益率和波动性的信息影响。而且,上述创新成果中的一部分已经在《经济研究》等国内权威经济学杂志发表。

这部著作是汪炜博士在他的博士学位论文基础上完成的。作为他的硕士和博士导师,值得我欣慰的是:这篇博士学位论文在开题报告和论文两个阶段的校外专家匿名评审中获得了全优的评价,这在浙江大学经济学院到目前为止的博士毕业生中是极少见的。同时,也说明本书的研究成果和学术价值已经获得了同行学者的充分肯定。当然,正如汪炜博士自己在书中所说,这部著作对公司信息披露的理论和实证研究是探索性的,还存在诸多的偏颇和不足,需要其在以后的研究中不断改进和深化。然而,值得关注的是,汪炜博士的研究探索也为我们展示了信息披露理论深邃而广阔的发展前景。因此,我希望此书能够成为国内学者开展系统性、规范化的信息披露理论和实证研究的起点。

史晋川

2005 年 7 月

摘 要

信息披露作为市场“公开”原则的行为基础,已成为现代资本市场发展的基本信念和动力源泉。同时,信息披露理论也是现代金融经济学发展的前沿之一。自从 Fama (1970)等创造性地提出资本市场的信息有效性假设以来,资本市场信息的不完备性和非对称性问题日益成为金融经济学家们关注的重点。特别是 20 世纪 80 年代以来,随着博弈论和信息经济学在主流经济学领域的兴起,非对称信息下最优契约和机制设计的理论模型及分析方法被迅速应用到关于金融市场的各个研究领域,信息披露理论和经验研究日益成为现代金融理论的重要组成部分。作为信息披露的主体,公司信息披露是证券市场信息公开制度的核心内容,也是现代公司财务理论讨论的核心问题之一。近年来,作为西方资本市场“公开、公平、公正”典范的美国证券市场爆发了由财务丑闻和信息披露制度所引发的一系列公司“信任危机”,我国新兴的证券市场又长期为缺乏完善、有效的信息披露机制所困扰,上市公司信息披露的问题已经成为投资者、理论界、政府和公众关注的焦点。

本书在借鉴和综合关于公司信息披露的现有研究成果的基础上,遵循“从外生性披露问题,到内生性披露问题,再到制度性披露问题”的研究线索,运用资产定价理论、契约理论和不完全信息(静态和动态)博弈论的分析方法,揭示上市公司信息披露对资本市场均衡定价及其效率的影响,考察资本市场中具有异质信息的参与者(上市公司、交易者、政府等)之间的逆向选择行为及其后果。本书从理论和实证两个层面对我国上市公司信息披露的系列化问题进行了深入探讨。一方面通过理论建模,作者解释了资产价格

如何对给定的公司信息披露作出反映,资本市场微观结构因素对公司信息披露产生的影响,专有性成本和市场竞争如何影响公司的披露决策,公司透明度与上市公司资本成本和资本市场质量的关系;另一方面,针对我国证券市场面临的一些主要信息披露问题,作者进行了六项重要的经验研究,系统检验了 IPO 折价的信息影响、购并公告的信息含量、产品市场竞争策略与公司披露水平的联系、透明度对公司权益资本成本的影响以及市场分割产生的透明度差异与上市公司资产定价和资本市场效率的关系。

本书的主要研究结论是:

(1)信息披露作为一种“披露意外”对公司资产价格形成及其变动产生影响,而且这种影响的程度受制于投资者类型、价格行为特征等资本市场微观结构因素;我国资本市场不完全竞争以及理性和非理性的投资者共存的局面,导致了市场价格对信息披露的过度反映。经验研究表明:我国上市公司 IPO 折价的信息影响显著,其中“股票发行核准制”这一信息披露制度拐点对 IPO 折价程度产生显著影响;同时,中签率、法人配售、上市首日周转率、流通股比例、承销商声誉、行业性质、企业产权性质等信息的披露均对 IPO 折价产生显著的信号作用。

(2)专有性信息成本(竞争劣势成本)是公司自愿性信息披露政策选择的决定性因素;公司信息披露决策与市场竞争密切相关,具体来说,产品市场的竞争策略(产量竞争还是价格竞争)决定上市公司的披露政策,而上市公司在资本市场的竞争则能够促进公司披露水平的提高;信息披露的质量取决于公司信息披露的意愿。总体上来说,我国证券市场上市公司自愿信息披露的意愿不强,在现有披露政策框架下必然产生模糊披露、虚假披露、选择披露等信息质量问题。经验研究表明:我国上市公司的自愿信息披露水平与其产品市场的竞争策略密切相关,关于上证 180 指数样本股的实证检验支持了产量竞争企业倾向于披露更多信息而价格竞争企业倾向于更少披露的经验假设。同时,我们对上市公司购并公告的事件研究得到如下结论:我国上

市公司购并过程存在信息提前释放,股价超前、过度反映的情况,从而使购并公告的信息含量不足,公众投资者的利益受到损害。

(3)公司透明度是上市公司强制性信息披露和自愿性信息披露的共同结果,同时也是资本市场效率评价的一个重要指标,公司透明度的提高有助于降低公司资本成本和改善资本市场效率。目前,我国上市公司信息披露水平和公司透明度与发达资本市场存在明显差距,也未达到现行制度规定的强制性披露要求,但是充分披露原则的实施同样面临度的选择,过度披露有损于信息供求双方的利益和资本市场的效率。经验研究表明:在不完全契约理论中被作为与内部治理、外部治理并列的治理因素的公司透明度,对我国上市公司权益资本成本的影响甚于其他治理因素;在控制了公司规模、财务风险因素之后,上市公司的透明度水平与公司权益资本成本存在显著的负相关关系;作为透明度差异的另一反映,市场分割状态下的同一公司在两地市场的不同定价是评价资本市场效率的又一个重要角度。作者对在 A 股和 H 股市场同时上市的上市公司样本分析显示,H 股市场的定价效率高于 A 股市场,两地上市的大多数股票 A 股价格受 H 股价格的滞后信息引导。

关键词:

上市公司,信息披露,透明度,资本市场效率

Abstract

This paper tries to use for reference and synthesize research production about corporate information disclosure, following such study clue—from exogenous disclosure problem to endogenetic disclosure problem, then to systemic disclosure problem, and makes use of asset pricing theory, contract theory and games with incomplete information, reveals listed company's information disclosure effects on capital market's equilibrium pricing and efficiency. It also investigates adverse selection behavior and aftereffect between participants (listed companies, trades, government and so on) who have heterogeneous information. This paper deeply exams the systematic problems of listed company's information disclosure in two following ways: theoretic research and empirical research. On one side, by theorizing models, we explains the reactions of asset price to corporation information disclosure, the effects of capital market microstructure factors to corporation information disclosure and proprietary cost and market competition how to influence decisions—makings of corporation disclosure, the relation among corporation transparency, capital cost of listed company and quality of capital market; On the other hand, aiming at some mostly information disclosure problems in our stock market, we carry through six important empirical researches: systemic proving information effects of IPO discount price; information contents of annexing reporting; the relation between product market competition

strategy and corporate disclosure degree; transparency effects on capital cost; the relation among transparency difference because of market segmentation, capital cost of listed company and efficiency of capital market.

This paper contributes to voluntary disclosure research in six respects: (1) Establishing a theoretical frame and a logical clue, "from external disclosure to internal disclosure and to systematical disclosure", used in research of corporate disclosure, which lead to sum up three crucial problems with respect to the motivation, strategy and effect of disclosure into one frame, resulting in relatively complete theoretical structure about corporate disclosure. (2) As concern as realistic information situation of financial market in our country, using an incomplete competition and partial sense model in capital market. The paper explains the effect from competition between rational Bayesian investors and non-rational enlightened investors on the process of disclosure, and the reasons why there are non-rational investors in long run in our capital market. (3) By rebuilding leading market—making model, under order-driven system, we discuss the effect of transparency on information asymmetry which is part of the capital cost. (4) Using normative analysis of competition strategy in product market to empirically research the relation between voluntary disclosure and competition strategy in product market. (5) By establishing index of information disclosure, we examine the relation between transparency and capital cost of shareholders in our country. (6) Using Granger(inducing relation examination) to research and approve the effect of information of stock yield and fluctuation between A share and B share market in our market.

The paper is organized into six sections: The first section expatiates the research background and research

design. The second section, the theory of information disclosure and the literature summarization, presents the correlative theoretical literature and the status in quotation. The third section, information disclosure, the system of the process and effect of price, carries out theoretical and empirical research of external disclosure. The fourth section, the corporate decision—making of internal disclosure, research the motivation and decision—making process of corporate disclosure by theoretical model and empirical analysis. The fifth section, corporate transparency and efficiency of financial market, researches the effect of the transparency, which is the result of disclosure, on efficiency of capital market; The sixth section, conclusion and prospect.

Keywords:

listed company, information disclosure, transparency, capital market efficiency

目 录

1 导 论/1

- 1.1 研究背景和问题/1
- 1.2 研究思路和方法/2
- 1.3 研究的基本框架/3

2 信息披露理论及文献综述/5

- 2.1 信息披露理论架构/6
- 2.2 公司外生性信息披露/8
- 2.3 公司内生性信息披露/10
- 2.4 信息披露与资本市场透明度/13
- 2.5 国内的研究现状及进展/17
- 2.6 简要的评论/20

3 信息披露:过程机制及价格影响/23

- 3.1 信息、信息披露与资本市场/23
- 3.2 信息环境与披露效应/31
- 3.3 价格的信息揭示功能/36
- 3.4 信息解读差异:行为金融视角/39
- 3.5 不完全市场的披露:异质投资者竞争/42
- 3.6 经验研究:IPO折价的信息影响检验 1/46

- 3.7 经验研究: IPO 折价的信息影响检验 2/54

4 上市公司的内生性披露决策 /71

- 4.1 上市公司的披露选择 /71
- 4.2 专有性信息与披露成本 /79
- 4.3 产品市场竞争中的公司披露政策 /81
- 4.4 资本市场竞争中的公司披露政策 /86
- 4.5 公司披露意愿与信息质量 /91
- 4.6 经验研究: 产品市场竞争与公司披露水平选择 /96
- 4.7 经验研究: 购并公告的信息含量和市场反映 /105

5 公司透明度与资本市场效率 /117

- 5.1 信息披露制度与公司透明度 /117
- 5.2 中国上市公司透明度评价 /124
- 5.3 公司透明度与资本成本 /132
- 5.4 公司透明度与市场分割 /135
- 5.5 透明度与市场质量 /139
- 5.6 经验研究: 透明度对公司资本成本的影响 /143
- 5.7 经验研究: A 股、H 股市场分割与信息传导 /162

6 结论与研究展望 /177

- 6.1 研究结论 /177
- 6.2 未来的研究展望 /179

附 表

- 附表 1 1996—2002 年承销商累积市场份额排名 /181

附表 2	欧洲大陆国家上市公司的自愿性披露 信息/182
附表 3	日本上市公司的自愿性披露信息/183
附表 4	作为竞争策略检验样本的上证 180 指数权重 公司/184
附表 5	方正科技在事件窗的股价走势及相关统计数 据/189
附表 6	中国上市公司信息披露制度体系/193
附表 7	中国上市公司强制信息披露项目及规则/195
附表 8	中国年度报告相关准则制度/196
附表 9	中国中期报告相关准则制度/197
附表 10	《股票上市规则》对临时报告的规定/198
附表 11	主要证券市场上市公司定期报告比较/200
附表 12	内地与香港会计准则的差异点汇总/201
附表 13	同时拥有 A 股和 H 股的上市公司汇总 表/203

参考文献/204

后 记/214

1.1 研究背景和问题

信息披露(Information disclosure)作为市场“公开”原则的行为基础,已成为现代资本市场发展的基本信念和动力源泉,同时,也是现代金融经济学发展的理论前沿之一。自从 Fama(1970)等创造性地提出资本市场的信息有效性假设以来,资本市场信息的不完备性(imperfect information)和非对称性(asymmetric information)问题日益成为金融经济学家们关注的重点。特别是在 20 世纪 80 年代,随着博弈论和信息经济学在主流经济学领域的兴起,非对称信息下最优契约和机制设计的理论模型及分析方法被迅速应用到关于金融市场的各个研究领域,信息披露理论模型和经验研究日益成为现代金融理论的重要组成部分。

作为信息披露的主体,公司信息披露及其透明度是证券市场信息公开制度的核心内容,也是现代公司财务理论讨论的核心问题之一。2000 年以来,作为西方资本市场“公开、公平、公正”典范的美国和其他发达国家证券市场爆发了由财务丑闻和信息披露制度所引发的一系列公司“信任危机”,安然公司(Enron)、世通集团(WorldCom)、施乐公司(Xerox)、加拿大北电网络(Nortel networks)、意大利帕玛拉特公司(Parmalat)、美国国际集团(AIG)等全球大型企业深陷其中。而在我国,新兴的证券市场又长期为缺乏完善、有效的信息披露机制所困扰,近年来连续暴露的宁广厦、麦科特、ST 黎明、

东方电子、蓝田股份等财务丑闻和证券欺诈事件,已经使上市公司信息披露的问题成为投资者、理论界、政府和公众关注的焦点。

信息披露可能是资本市场永恒的主题,但就其政策意义而言,信息披露问题的研究对于市场透明度水平不高、信息机制不够健全的新兴资本市场更具理论价值和现实意义(Madhavan,2000)。近年来,我国证券市场在政策和法规层面上对公司信息披露规则进行了不断地改进,在交易机制的信息揭示能力方面也取得了明显的进步。然而,我们对于资本市场信息披露的基础性理论研究和实证检验的成果却相当缺乏。公司财务危机、股价过度波动、虚假披露、内幕交易、大户和机构操纵事件频发,从一个层面反映了我国资本市场信息效率的缺失。如何避免被市场欺骗?如何监督内幕人行为?公司何时自愿披露,披露什么?增加市场透明度能否必然改善市场质量?公司信息披露理论的研究成果将回答上述问题。目前,我国学者有关信息披露的研究才刚刚起步,而我国资本市场的实践则方兴未艾,这为信息披露理论的创新与实践提供了广阔的空间。

有关公司信息披露问题的现有研究还不存在一个完整、综合的理论体系,在有关披露的文献中,也没有一个核心的研究范式,还未能形成独立的、综合性的理论架构。本书的研究试图在资本市场的环境中,通过揭示信息披露理论在理论内核和分析架构上的一致性,建立起有关公司信息披露研究的较为完整、综合的理论框架。进而,运用非对称信息下最优契约和机制设计理论,系统性研究披露的市场契约及其效率问题,为信息披露理论的整合和统一创造条件。同时,本书对我国证券市场这一真实世界的实证检验,也将为上市公司、投资者、交易商、市场监管者提供可资借鉴的理论观点和市场证据。

1.2 研究思路和方法

本书将在借鉴和综合关于公司信息披露的现有研究成果的基础上,遵循“从外生性披露问题,到内生性披露问题,再到制度性披露问题”的研究线索,运用资产定价理论、契约理论和不完全信息(静态和动态)博弈论的分析方法,揭示上市公司信息披露对资本市场均衡定价及其效率的影响,考察资

本市场中具有异质信息的参与者(上市公司、交易者、政府等)之间的逆向选择行为及其后果。在主流经济学框架内,构建起解释信息披露影响及效率的一般理论模型,同时,结合我国资本市场的经验数据检验理论模型的基本结论。

信息披露理论是金融经济学、信息经济学两大主流经济学理论交叉、融合发展的前沿性领域,这一理论的深化和拓展构成了资本市场理论、公司金融理论、市场微观结构理论、行为金融学的最新成果。本书的研究试图围绕上市公司的信息发布、信息传递、信息解读、信息反映、信息制度、信息效率等系列化披露问题,从理论和实证两个层面,对我国上市公司信息披露面临的现实问题进行深入探讨。一方面通过理论建模,作者解释了资产价格如何对给定的公司信息披露作出反映,资本市场微观结构因素对公司信息披露产生的影响,专有性成本和市场竞争如何影响公司的披露决策,公司透明度与上市公司资本成本和资本市场质量的关系;另一方面,针对我国证券市场面临的一些主要信息披露问题,作者进行了六项重要的经验研究,系统检验了 IPO 折价的信息影响、购并公告的信息含量、产品市场竞争策略与公司披露水平的联系、透明度对公司权益资本成本的影响以及市场分割产生的透明度差异与上市公司资产定价和资本市场效率的关系。

本书涉及的主要理论工具包括:金融经济学、信息经济学、产业组织理论、公司金融理论、市场微观结构理论、行为金融理论等。作者运用的主要分析技术包括:数理模型的抽象演绎和金融计量分析。理论建模依赖于博弈论、条件概率分布、贝叶斯过程、线性规划等方法;经验研究则通过线性和非线性时间序列分析、横断面研究、事件研究等金融计量技术对理论模型进行统计检验。

1.3 研究的基本框架

本书的研究路径按照从主体行为到制度结构到效率与福利评价这一披露问题的内在逻辑线索,把内生性披露、外生性披露和透明度问题贯穿于本书的主体架构之中。本书的基本结构为:

第一章,导论。阐述研究背景及问题,研究思路和方法,说明论文的基