

中国上市公司信息披露质量研究： 理论与实证

ZhongGuo ShangShi GongSi XinXi PiLu ZhiLiang YanJiu: LiLun Yu ShiZheng

李忠/著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国上市公司信息披露质量研究： 理论与实证

ZhongGuo ShangShi GongSi XinXi PiLu ZhiLiang YanJiu: LiLun Yu ShiZheng

李忠/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司信息披露质量研究：理论与实证/李忠著. —北京：
经济科学出版社，2012. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1896 - 4

I: ①中… II. ①李… III. ①上市公司 - 会计分析 -
质量管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 088700 号

责任编辑：李雪 王 瑛

责任校对：康晓川

责任印制：邱 天

**中国上市公司信息披露
质量研究：理论与实证**

李 忠 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：88191217 发行部电话：88191537

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京季峰印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 14 印张 240000 字

2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1896 - 4 定价：48.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

信息是资本市场的核心要素，资本市场本质上是一个信息市场。在资本市场中，上市公司信息披露是公司向投资者和社会公众全面沟通信息的桥梁。真实、准确、完整且及时的信息披露不仅有助于投资者作出合理的投资决策，降低投资风险，而且也有助于促进上市公司健康发展，提高资本市场运行效率。

由于资本市场运行过程中广泛存在着信息不对称，使得信息披露作为市场公开原则的行为基础，逐渐成为资本市场发展的基本动力源泉。正如美国大法官路易斯·布兰戴斯（Louis D. Brandeis）在其名著《他人的金钱》中所言：“阳光是最好的防腐剂，灯光是最好的警察”，充分透明的信息披露是保证资本市场有效运行的基石，是资本市场可持续发展的关键。

中国证监会在2008年1月公布的《中国资本市场发展报告》中明确中国资本市场发展的战略目标是：成为公正、透明、高效的市场，为中国经济资源的有效配置作出重要贡献；成为更加开放的、具有国际竞争力的市场，在国际金融体系中发挥应有作用。毋庸置疑，加强公司信息披露，提高信息披露质量是实现这一战略目标的重要举措。

为了更好地规范上市公司信息披露行为，强化上市公司信息披露质量，2001年5月11日，沪深两市交易所分别发布《上海证券交易所上市

公司信息披露工作核查办法》和《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》（注：2008年12月5日深交所又对该考核办法做了修订，从真实性、准确性、完整性、及时性、合法合规性和公平性六个方面对上市公司每一次信息披露行为进行考核，并可根据事后审核情况进行相应调整）。然而，我国资本市场上层出不穷的公司信息披露违规行为表明，中国上市公司信息披露质量不容乐观，资本市场存在着严重的信息效率缺失。

本书以中国上市公司信息披露质量为研究对象，立足于中国上市公司信息披露的现实背景，循着“把握中国上市公司信息披露质量的基本状况——探讨中国上市公司信息披露质量的市场影响——分析中国上市公司信息披露质量的决定因素”这一主线，对中国上市公司信息披露质量的现状、市场影响及其决定因素进行了研究。主要包括以下几方面内容：

1. 本书利用财政部、深圳证券交易所及相关研究机构提供的数据资料考察了中国上市公司信息披露质量的基本状况。研究发现中国上市公司信息披露质量总体上呈逐年改善趋势，2001~2007年深交所上市公司信息披露考评结果不合格率大约只有5%，合格率约为35%，良好率达52%，优秀率是8%。但同时也发现，在我国证券市场上发生的上市公司违规行为中，涉及信息披露违规的行为最多；信息披露违规的形式主要包括披露虚假信息、严重误导性陈述、未及时披露公司重大事项、未按时披露定期报告、信息披露虚假记载或重大遗漏等。

2. 本书分别从投资者利益与上市公司利益的角度探讨了中国上市公司信息披露质量对资本市场的影响。基于投资者利益的视角，本书研究了中国上市公司信息披露质量对股票流动性、收益性与风险性所产生的影响；结果表明，上市公司信息披露质量越好，其股票流动性越强，股票风险性越弱，而股票收益性却越差。基于上市公司利益的视角，本书论证了中国上市公司信息披露质量对公司股权资本成本的影响；研究发现上市公司信息披露质量越好，其股权资本成本越低。

3. 结合国内外学者以往的研究，本书对上市公司信息披露的决策行

为进行了经济学分析。分析表明，上市公司的信息披露存在六种动机：资本市场交易、公司控制权竞争、增加股权报酬、减少诉讼成本、管理才能信号传递、规避专有性成本。上市公司信息披露成本包括直接成本与间接成本。在其他条件不变的情况下，上市公司信息披露成本增加，将会提高信息披露的临界水平，从而降低上市公司信息披露程度。

4. 通过建立有序 Probit 模型，本书从公司层面较全面、系统地研究了决定中国上市公司信息披露质量的主要因素：公司财务、公司治理、公司规模与公司外部环境。结果表明：（1）在公司财务因素方面，上市公司的盈利能力、债务资本比率与信息披露质量正相关，外部审计出具标准无保留审计意见的公司，其信息披露质量更高；相比较而言，盈利能力和出具标准无保留审计意见对信息披露质量的影响更强，债务资本比率对信息披露影响较弱。没有证据显示聘请国际“四大”会计事务所为外部审计的公司，其信息披露质量会比聘请其他会计事务所为外部审计的公司更好。（2）在公司治理因素方面，在董事会内部设立审计委员会有助于提高信息披露质量，上市公司董事长或总经理在年内发生变动会对信息披露产生明显不利影响；但上市公司独立董事比例的提高、董事长与总经理是否两职合一对信息披露质量的影响不显著。上市公司股权集中度与信息披露质量正相关，第一大股东持股比例越高，上市公司信息披露质量越好；股权制衡对改善信息披露质量也有一定积极影响，但影响力不很明显。管理者的股权激励有利于改进公司信息披露质量，高管人员持股比例越高，信息披露质量越好；与非国有控股公司相比，国有控股公司的信息披露质量更好。（3）在公司规模及外部环境因素方面，上市公司信息披露质量与公司规模正相关；与竞争性行业相比，垄断性或进入壁垒较高行业的上市公司信息披露质量更好；上市公司所在地区的市场化程度越高，越有利于信息披露质量的提高。另外，本书还发现总体上我国上市公司发行 B 股、H 股或海外上市对其信息披露质量具有促进作用。

5. 本书运用比较分析的方法从制度层面分析了中国上市公司信息披露质量的制度约束。目前，中国上市公司信息披露的法律制度不够完善：

一是有关上市公司信息披露法律责任的规定存在欠缺；二是有关上市公司信息披露的部分标准有待调整；三是与上市公司信息披露相关的中介机构功能没有充分发挥，市场的诚信建设需要进一步加强。同时，中国上市公司信息披露的监管存在不足：一是上市公司信息披露的监管过程中，监管部门没能及时发现问题，处罚不力；二是行业监管体制薄弱，自律功能并没有得到有效发挥；三是由于体制弊端，使得监管功能难以发挥。

作者

2012 年 4 月

目 录

导论	1
一、研究背景与选题	1
二、主要概念界定	3
三、研究思路与方法	4
四、主要内容与结构	5
五、可能的创新与不足	6
 第一章 上市公司信息披露研究的相关理论与文献综述	8
第一节 有效市场假说理论	8
一、有效市场假说的理论假设	9
二、有效市场假说的基本观点	11
三、有效市场假说的实证检验	12
第二节 代理理论	14
一、规范代理理论——委托—代理理论	15
二、实证代理理论——代理成本理论	19
第三节 文献综述	20
一、国外相关研究文献	20
二、国内相关研究文献	25

第二章 中国上市公司信息披露质量的衡量及基本状况	31
第一节 上市公司信息披露质量的界定	31
一、信息披露质量的概念	32
二、上市公司信息披露质量的评价标准	33
第二节 上市公司信息披露质量的衡量	34
一、国外上市公司信息披露质量的衡量方法及评价	34
二、中国上市公司信息披露质量的衡量方法及评价	40
第三节 中国上市公司信息披露质量的基本状况	46
一、财政部年度会计信息质量抽查状况分析	47
二、深交所上市公司信息披露考评结果分析	49
三、上市公司信息披露违规状况分析	56
第三章 中国上市公司信息披露质量对资本市场的影响	63
第一节 中国上市公司信息披露在资本市场中的重要性	63
一、上市公司信息披露是提高资本市场效率的重要条件	64
二、上市公司信息披露是保护投资者利益的根本保证	66
三、上市公司信息披露是提升公司自身价值的有效手段	67
第二节 中国上市公司信息披露质量对股票资产的影响	67
一、上市公司信息披露质量的股票流动性效应	68
二、上市公司信息披露质量的股票收益效应	69
三、上市公司信息披露质量的股票价格风险效应	70
四、实证检验	71
第三节 中国上市公司信息披露质量对资本成本的影响	81
一、上市公司信息披露质量的股权资本成本效应	82
二、实证检验	85

三、研究小结	96
第四章 中国上市公司信息披露质量的决定机理	97
第一节 上市公司信息披露决策行为的经济学分析	97
一、上市公司信息披露的动机	98
二、上市公司信息披露的抉择	101
三、上市公司信息披露的成本	107
第二节 中国上市公司信息披露质量的影响因素	110
一、公司财务因素	110
二、公司治理因素	117
三、公司规模因素	129
四、公司外部环境因素	131
第三节 中国上市公司信息披露质量影响因素的 实证检验	134
一、研究假设	134
二、研究设计	135
三、计量分析	139
四、研究结果	145
第五章 中国上市公司信息披露质量的制度因素	147
第一节 中国上市公司信息披露制度体系	147
一、中国上市公司信息披露制度的演进	148
二、中国上市公司信息披露制度的基本架构	150
三、中国上市公司信息披露的具体形式与内容	154
第二节 中外上市公司信息披露制度比较	156
一、英、美两国上市公司信息披露制度	156
二、上市公司信息披露规则的比较	161
三、上市公司年报披露模式的比较	166

第三节 中国上市公司信息披露质量的制度约束	168
一、中国上市公司信息披露的法律制度不够完善	168
二、中国上市公司信息披露的监管存在不足	170
第六章 研究结论及政策建议	173
第一节 研究结论	173
一、中国上市公司信息披露质量的基本评价	174
二、中国上市公司信息披露质量的市场影响	175
三、中国上市公司信息披露质量的决定因素	176
第二节 政策建议	178
一、健全上市公司信息披露制度	178
二、完善上市公司信息披露监管	181
三、加强公司治理，促进上市公司自身健康发展	183
四、构建科学的信息披露质量评价体系	186
附录1 上海证券交易所上市公司信息披露 工作核查办法	188
附录2 深圳证券交易所上市公司信息披露 工作考核办法	191
附录3 中华人民共和国财政部会计信息质量 抽查公告情况（1-14号）	196
参考文献	200
后记	213

导 论

一、研究背景与选题

公司信息披露成为国外学者研究的对象是从 20 世纪 60 年代开始，无论是理论还是实践方面，都具有其深刻的研究背景。

自从尤金·法玛（Eugene F. Fama, 1970）等创造性地提出资本市场上的信息有效性假设以来，资本市场上的信息不对称性和非完备性问题日益成为经济学家们关注的重点。随着阿克洛夫（Akerlof, 1970）、斯宾塞（Spence, 1974）与莫里斯（Mirrlees, 1976）等学者创建的信息经济学的兴起与博弈论在主流经济学领域中的广泛应用，以及詹森和麦克林（Jensen & Meckling, 1976）等倡导的代理成本理论的发展，信息不对称条件下最优契约和机制设计的理论模型及分析方法被广泛应用到包括金融市场在内的各个经济研究领域，从而为信息披露的研究奠定了坚实的理论基础。

在资本市场的实际运行过程中，如何改善公司信息披露质量也一直是各国证券市场监管部门最为重视的问题。作为全球最发达的资本市场，2000 年 8 月美国证券交易委员会（SEC）颁布了证券市场信息的公平披露

规则（Regulation Fair Disclosure），要求上市公司的信息披露对证券分析师和中小投资者一视同仁。随后由于 21 世纪初美国安然、世界通信以及在线华纳等一系列重大会计造假案的接连爆发，又促使美国于 2002 年 7 月颁布了《2002 年公众公司会计改革和投资者保护法》，即著名的“萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes - Oxley Act）”，该法案在会计职业监管、公司治理、证券市场监管等方面作出了许多新的规定，进一步要求上市公司披露数量更多、透明度更高的会计信息。由此也掀起了上市公司信息披露研究的新浪潮。

中国资本市场自 20 世纪 90 年代初成立以来，经历了近二十年的发展，已成为国民经济中举足轻重的市场力量，信息披露在中国资本市场的重要性也日益突出。为此，中国资本市场也在不断加强信息披露制度的建设，改进上市公司信息披露规则；与此同时，公司信息披露问题也逐渐成为国内学术界理论研究的热点与重点。

然而，伴随着我国资本市场容量的不断扩张，公司财务危机、股价过度波动、虚假披露、内幕交易、大股东利益侵占、大户和机构操纵事件等证券市场违规行为也频繁发生，其中，上市公司信息披露违规行为最突出。据万得（Wind）资讯数据显示，从 1994 年 4 月至 2009 年 3 月我国证券市场上市公司违规行为共发生 658 例，其中，涉及信息披露违规的行为达 453 例，占证券市场违规行为总数的近 70%。这反映了我国资本市场上存在着严重的信息效率缺失，中国上市公司信息披露的质量不容乐观。

中国证监会在 2008 年 1 月公布的《中国资本市场发展报告》中明确了 2008 ~ 2020 年中国资本市场发展的八项战略措施，其中之一是促进上市公司健康发展，并指出加强公司信息披露，加大违规披露的成本，提高信息披露的质量是促进上市公司健康发展的重要举措。

上市公司信息披露质量不仅仅关系到上市公司自身的健康发展，而且直接关系到证券市场上投资者利益能否得到合法保护、资本市场效率能否得到有效发挥。本书立足于中国资本市场发展的实际背景，以中国上市公司信息披露质量作为研究选题。在把握中国上市公司信息披露质量概况的

基础上,探讨中国上市公司信息披露质量对投资者利益与上市公司利益的影响;基于系统的理论分析和实证检验,研究中国上市公司信息披露质量的决定机理,以期为中国上市公司信息披露质量的改进以及上市公司信息披露制度的建设提供科学的依据。

二、主要概念界定

(一) 信息

信息是现代资本市场的核心要素。然而,在信息经济学中,关于“信息”的定义仍未形成统一的认识。诺贝尔经济学奖获得者、美国经济学家肯尼思·阿罗(Kenneth Joseph Arrow, 1977)认为,信息是根据条件概率原则有效地改变概率的任何观察结果^①。按照该定义,意味着在资本市场上任何能够改变概率分布的事件都可以看做是信息。

本书讨论的信息是指资本市场上的信息。它具有丰富的外延,既包括资本市场上的公共信息,也包括私人信息。公共信息是指资本市场上所有参与者都具备的共同市场知识;私人信息则指资本市场上参与者个体拥有的具有独占性质的市场知识。

(二) 信息披露

信息披露是有关当事人通过一定的载体向社会公众(或特定受众)公布和传递相关信息的过程。具体到本书研究的上市公司信息披露,是指上市公司在证券发行、上市和交易等一系列过程中,依照法律法规、证券主管部门规章及各类监管机构的有关规定,以一定方式向投资者及社会公众公开有关信息的过程。

^① 源自肯尼思·阿罗(K. Arrow):《信息经济学》(中译本),北京经济学院出版社1989年版。

证券市场上的信息披露通常包含两方面：一是上市公司信息披露，比如上市公司定期财务报告、重大信息公告等；二是证券市场交易信息披露，即有关证券交易的价格、数量、交易者身份等信息的公开揭示。本书研究的是上市公司信息披露，证券市场交易信息披露不是本书的研究范畴。

按照信息披露的内容区分，上市公司信息披露可以分为强制性信息披露（Mandatory Disclosure）和自愿性信息披露（Voluntary Disclosure）。强制性信息披露是指由公司法、证券法、会计准则和监管部门条例等法律、法规明确规定的上市公司必须披露的信息。比如，基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见等。自愿性信息披露则是指除强制性信息披露之外的，上市公司出于改善公司形象、促进与投资者关系以及规避诉讼风险等动机主动、自愿披露的信息。比如，管理者对公司长期战略及竞争优势的评价、环境保护和社区责任、前瞻性预测信息、公司治理效果等。

上市公司信息披露质量取决于强制性信息披露程度与自愿性信息披露程度。本书的研究重心在于上市公司信息披露质量，在具体研究时是从整体上考察上市公司信息披露质量，因此，研究过程中对强制性信息披露与自愿性信息披露未做细分。

三、研究思路与方法

本书以中国上市公司信息披露质量为主题，立足于中国上市公司信息披露的现实背景，从界定上市公司信息披露质量的概念与衡量指标入手，循着“把握中国上市公司信息披露质量的基本状况——探讨中国上市公司信息披露质量的市场影响——分析中国上市公司信息披露质量的决定因素”这一研究主线，从理论和实证两个方面，就中国上市公司信息披露质量的现状、决定因素及其对中国资本市场的经济影响——作出解析。

在具体研究中，本书主要运用规范分析与实证分析相结合、逻辑推理与比较分析相结合的方法。

（一）以实证分析方法为主，结合规范分析

本书以有效市场假说理论、代理理论为基础，运用规范分析的方法对中国上市公司信息披露质量的决定因素与资本市场效应做了理论解剖。

本书运用实证分析的方法概括了中国上市公司信息披露制度及信息披露质量的基本现状；在研究中国上市公司信息披露质量的决定因素时建立了离散因变量的计量分析模型，在研究中国上市公司信息披露质量的资本市场效应时则建立了多元线性回归的计量分析模型。

（二）逻辑推理与比较分析相结合

在建立了理论分析假设的基础上，本书运用逻辑推理的研究方法对上市公司信息披露行为的选择进行了经济学分析。

本书运用比较分析的方法对上市公司信息披露制度与模式进行了国际比较，从而找出中国上市公司信息披露制度存在的差距与问题；还对各行业、各地区的上市公司信息披露质量进行了比较，以分析行业性质与地区差别对上市公司信息披露质量的影响。

四、主要内容与结构

除导论外，本书共分六章。主要内容与结构如下：

导论。阐述研究背景与主题，界定主要研究概念，介绍研究思路与方法，明确研究的主要内容与结构，指出可能的创新与不足。

第一章，上市公司信息披露研究的理论基础及文献综述。介绍上市公司信息披露研究的两大主要理论基础及回顾国内外研究文献。

第二章，中国上市公司信息披露质量的衡量及基本状况。界定上市公

司信息披露质量的概念及评价标准，总结国内外上市公司信息披露质量的衡量方法与指标；把握中国上市公司信息披露质量的基本状况。

第三章，中国上市公司信息披露质量对资本市场的影响。这是全文研究的重点之一。在阐明中国上市公司信息披露的重要性基础上，首先，基于投资者利益的视角，从理论与实证角度研究中国上市公司信息披露质量对股票市场流动性、收益性与风险性的影响。其次，基于上市公司利益的视角，从理论与实证方面研究中国上市公司信息披露质量对公司股权资本成本的影响。

第四章，中国上市公司信息披露质量的决定机理。这是全文研究的核心内容。在对上市公司信息披露的决策行为作出经济学分析的基础上，主要从公司层面剖析中国上市公司信息披露质量的决定因素，并分别从公司财务、公司治理、公司规模与公司外部环境等四个角度来论述。

第五章，中国上市公司信息披露质量的制度因素。主要从制度层面剖析制约中国上市公司信息披露质量的因素。立足中国上市公司信息披露的制度背景，把握现实情况；比较各国上市公司信息披露制度，找出中国上市公司信息披露质量的制度约束。

第六章，研究结论及政策建议。总结研究结果，提出政策建议。

五、可能的创新与不足

本书的创新之处主要体现在以下两方面：

第一，研究内容上的创新。本书分行业、分地区统计了深交所上市公司信息披露考评结果记录，为研究行业性质与地区差别对上市公司信息披露质量的影响提供了直接证据；另外，本书从资产的“三性”（流动性、收益性、安全性）角度来解析了中国上市公司信息披露质量对股票资产的影响。从笔者掌握的相关文献来看，目前国内类似的研究不多见。

第二，研究方法上的创新。在研究中国上市公司信息披露质量的决定