

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告Ⅱ·NO.2 (2012)

Report on Information Disclosure
Index of China's Listed Companies
(2012)

(2012)

中国上市公司 信息披露指数报告

高明华 等/著

中国上市公司信息披露指数总体排名·分地区信息披露指数比较·分行业信息披露指数比较·分所有制信息披露指数比较·ST公司信息披露指数比较·不同证券板块信息披露指数比较·信息披露分项指数排名比较·信息披露完整性(强制性)指数排名及比较·信息披露完整性(自愿性)指数排名及比较·信息披露真实性指数排名及比较·信息披露及时性指数排名及比较·2009年和2011年信息披露指数比较·信息披露指数影响因素分析·交叉上市·监管环境与信息披露·信息披露·企业家能力与产业空心化·信息披露案例分析



经济科学出版社
Economic Science Press

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告Ⅱ·NO.2 (2012)

Report on Information Disclosure
Index of China's Listed Companies
(2012)



(2012)

中国上市公司 信息披露指数报告

高明华 等/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指数报告 (2012) / 高明华等著.
—北京: 经济科学出版社, 2012. 12

(中国公司治理发展报告)

“十二五”国家重点图书

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2626 - 6

I. ①中… II. ①高… III. ①上市公司 - 会计分析 -
研究报告 - 中国 - 2012 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 263454 号

责任编辑: 金 梅 齐伟娜

责任校对: 杨 海

版式设计: 代小卫

技术编辑: 李 鹏

中国上市公司信息披露指数报告 (2012)

高明华 等著

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: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

经济理论编辑中心电话: 88191435 88191450

电子邮件: [jjll1435@126. com](mailto:jjll1435@126.com)

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 29 印张 590000 字

2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2626 - 6 定价: 72.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

高明华教授简历

高明华，男，1966年8月生，教授，博士生导师。南开大学经济学博士，北京大学经济学博士后，入选教育部“新世纪优秀人才支持计划”和北京市“新世纪社科理论人才百人工程”。先后就职于南开大学、北京大学和中国银行总行。现为北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任，北京师范大学经济与工商管理学院副院长，公司治理研究所所长，兼任中国经济改革研究基金会国民经济研究所研究员，清华大学政治经济学研究中心高级研究员、南开大学公司治理研究中心学术委员、中央财经大学中国发展和改革研究院研究员、中国社会科学院民营经济研究中心研究员、中国社会科学院研究生院政府政策与公共管理系学位委员会委员等职务。



曾主持和参与各类研究课题近40项，独立、合作出版著译作36部，发表论文和研究报告200余篇。相关研究成果（包括合作）曾获第十届和第十一届孙冶方经济科学奖、国家级教学成果二等奖、北京市第六届和第八届哲学社会科学优秀成果二等奖和一等奖、天津市第五届和第八届哲学社会科学优秀成果二等奖和一等奖。

代表性著作主要有：《权利配置与企业效率》（专著，1999）、《公司治理：理论演进与实证分析——兼论中国公司治理改革》（专著，2001）、《完善公司董事会》（译著，2008）、《公司治理学》（专著，2009）、《中国上市公司高管薪酬指数报告（2009）》（专著，2010）、《中国上市公司信息披露指数报告（2010）》（专著，2010）、《中国上市公司高管薪酬指数报告（2011）》（专著，2011）、《中国上市公司财务治理指数报告（2011）》（专著，2011）、《中国上市公司企业家能力指数报告（2012）》（专著，2012）。主编《治理译丛》，其中，主译《政府公司的法人治理》（2010）、《治理公司：全球化时代的规制和公司治理》（2011）。

主要研究方向：公司治理、企业理论、转型经济、国有资产监管与运营、企业发展战略等。

国家社会科学基金重点项目（批准号 12AZD059）阶段性成果
中央高校基本科研业务费专项项目阶段性成果
英国 SPF 项目阶段性成果
国家“985”项目最终成果

课 题 组 组 长：高明华

课 题 组 副 组 长：杨 丹 任 缙 张平淡

课 题 撰 稿 人：高明华 杨 丹 任 缙 张平淡
贾 鑫 唐小凤 杜雯翠 葛 伟
张 瑶 谭世杰 谭玥宁 宋盼盼

数 据 库 开 发：孙运传 严红理

数据收集和录入：任 缙 谭玥宁 苏 然 贾 鑫
张 瑶 宋盼盼 钟 益 葛 伟
唐小凤 谭世杰 包璐璐 张祚禄
段利利 刘倩妤 郭 帅 高方喆

课 题 组 秘 书：任 缙 苏 然

目 录

中国上市公司信息披露指数报告（2012）

导 论	(1)
第1章 信息披露理论和实证研究	(7)
1.1 信息披露相关概念	(7)
1.2 国内外信息披露监管制度回顾	(9)
1.2.1 国外信息披露监管制度回顾	(9)
1.2.2 中国信息披露监管制度回顾	(12)
1.3 信息披露理论研究	(17)
1.3.1 有效市场理论	(17)
1.3.2 信号传递理论	(18)
1.3.3 规范理论	(19)
1.4 信息披露实证研究	(21)
1.4.1 从内控和审计角度考察信息披露问题	(21)
1.4.2 从公司治理角度考察信息披露问题	(21)
1.4.3 从股权结构角度考察信息披露问题	(22)
1.4.4 从融资约束角度考察信息披露问题	(23)
1.4.5 从博弈角度考察信息披露问题	(23)
1.4.6 从分析师预测角度考察信息披露问题	(24)
1.4.7 从产品市场竞争角度考察信息披露问题	(24)
1.5 国内外信息披露评价研究	(24)
1.6 既有研究的不足	(26)

第2章 信息披露指数评价范围及方法	(27)
2.1 信息披露指数评价范围	(27)
2.1.1 信息披露指数评价内容	(27)
2.1.2 信息披露指数评价样本	(28)
2.2 信息披露指标体系及指数计算方法	(28)
2.2.1 信息披露指标体系	(28)
2.2.2 信息披露指标计分方法	(33)
2.2.3 信息披露指数计算方法	(35)
2.3 信息披露指数影响因素	(38)
2.3.1 基本因素	(39)
2.3.2 治理因素	(39)
2.3.3 绩效因素	(41)
2.3.4 环境因素	(42)
第3章 信息披露指数排名及比较	(44)
3.1 信息披露指数总体排名	(44)
3.1.1 信息披露指数总体分布情况	(44)
3.1.2 信息披露指数离散情况	(47)
3.1.3 信息披露指数前后 100 名情况	(48)
3.2 分地区信息披露指数比较	(52)
3.2.1 区域间上市公司信息披露指数比较	(52)
3.2.2 省份间上市公司信息披露指数比较	(54)
3.3 分行业信息披露指数比较	(56)
3.4 分所有制信息披露指数比较	(58)
3.5 ST 公司信息披露指数比较	(60)
3.6 不同证券板块信息披露指数比较	(63)
第4章 信息披露分项指数排名及比较	(66)
4.1 信息披露分项指数总体比较	(66)
4.2 信息披露完整性(强制性)指数排名及比较	(67)
4.2.1 信息披露完整性(强制性)指数总体分布情况	(68)
4.2.2 分地区信息披露完整性(强制性)指数比较	(69)
4.2.3 分行业信息披露完整性(强制性)指数比较	(71)
4.2.4 分所有制信息披露完整性(强制性)指数比较	(72)

4.2.5	ST 公司信息披露完整性 (强制性) 指数比较	(74)
4.2.6	不同板块信息披露完整性 (强制性) 指数比较	(77)
4.3	信息披露完整性 (自愿性) 指数排名及比较	(78)
4.3.1	信息披露完整性 (自愿性) 指数总体分布情况	(79)
4.3.2	分地区信息披露完整性 (自愿性) 指数比较	(80)
4.3.3	分行业信息披露完整性 (自愿性) 指数比较	(83)
4.3.4	分所有制信息披露完整性 (自愿性) 指数比较	(84)
4.3.5	ST 公司信息披露完整性 (自愿性) 指数比较	(86)
4.3.6	不同板块信息披露完整性 (自愿性) 指数比较	(89)
4.4	信息披露真实性指数排名及比较	(90)
4.4.1	信息披露真实性指数总体分布情况	(91)
4.4.2	分地区信息披露真实性指数比较	(91)
4.4.3	分行业信息披露真实性指数比较	(94)
4.4.4	分所有制信息披露真实性指数比较	(95)
4.4.5	ST 公司信息披露真实性指数比较	(96)
4.4.6	不同板块信息披露真实性指数比较	(97)
4.5	信息披露及时性指数排名及比较	(99)
4.5.1	信息披露及时性指数总体分布情况	(99)
4.5.2	分地区信息披露及时性指数比较	(100)
4.5.3	分行业信息披露及时性指数比较	(101)
4.5.4	分所有制信息披露及时性指数比较	(103)
4.5.5	ST 公司信息披露及时性指数比较	(104)
4.5.6	不同板块信息披露及时性指数比较	(105)
第 5 章	2009 年和 2011 年信息披露指数比较	(107)
5.1	总体比较	(107)
5.2	分地区信息披露指数比较	(110)
5.3	分所有制信息披露指数比较	(111)
5.4	分行业信息披露指数比较	(113)
第 6 章	信息披露影响因素及实证分析	(116)
6.1	信息披露影响因素与研究假设	(116)
6.1.1	基本因素与研究假设	(117)
6.1.2	治理因素与研究假设	(119)
6.1.3	绩效因素与研究假设	(121)

6.1.4	外部因素与研究假设	(121)
6.2	信息披露影响因素与信息披露指数	(122)
6.2.1	基本因素与信息披露	(122)
6.2.2	治理因素与信息披露	(123)
6.2.3	绩效因素与信息披露	(124)
6.2.4	外部因素与研究假设	(125)
6.3	信息披露总体指数的多元回归分析	(125)
6.4	信息披露分项指数的多元回归分析	(128)
第7章	交叉上市、监管环境与信息披露	(132)
7.1	制度背景	(132)
7.1.1	中国资本市场的发展历程	(133)
7.1.2	中国内地和香港市场的监管环境差异	(134)
7.2	交叉上市的动因分析	(134)
7.2.1	融资需求动因	(135)
7.2.2	公司治理动因	(135)
7.3	研究假设	(136)
7.4	交叉上市、监管环境与信息披露指数	(137)
7.5	交叉上市、监管环境与信息披露影响因素	(139)
7.5.1	基本因素与交叉上市	(140)
7.5.2	治理因素与交叉上市	(140)
7.5.3	绩效因素与交叉上市	(141)
7.5.4	外部因素与交叉上市	(142)
7.6	信息披露指数的多元回归分析	(143)
7.6.1	信息披露总体指数的回归分析	(143)
7.6.2	信息披露分项指数的回归分析	(145)
第8章	信息披露、企业家能力与产业空心化	(149)
8.1	理论分析和研究假设	(150)
8.2	研究设计	(152)
8.2.1	模型设定	(152)
8.2.2	变量定义	(153)
8.2.3	样本选择与数据来源	(153)
8.3	经验检验	(153)
8.3.1	描述性统计	(154)

8.3.2 相关性分析	(155)
8.3.3 回归分析	(156)
第9章 信息披露案例分析	(162)
9.1 从“S*ST 兰光”到“银亿股份”：信息披露论成败	(162)
9.1.1 缺失的信息披露：从无限风光到濒临退市	(163)
9.1.2 真实信息披露带来重组生机	(164)
9.1.3 及时信息披露推动恢复上市	(165)
9.1.4 案例启示	(167)
9.2 ST 海龙：内部人控制、债市危机与信息披露失真	(168)
9.2.1 案例回顾	(168)
9.2.2 案例解读	(170)
9.2.3 案例启示	(173)
第10章 主要结论及政策建议	(174)
10.1 主要结论	(174)
10.1.1 关于信息披露指数总体排名的分析	(174)
10.1.2 关于信息披露分项指数排名的分析	(175)
10.1.3 关于 2009 年与 2011 年信息披露指数的比较	(176)
10.1.4 关于信息披露影响因素的分析	(177)
10.1.5 关于信息披露指数有效性的分析	(177)
10.2 提高信息披露水平的政策建议	(179)
10.2.1 力促市场约束	(180)
10.2.2 强化规范监管	(180)
10.2.3 支持评价研究	(181)
附表 I 2011 年中国上市公司信息披露指数排名	(182)
附表 II 2011 年中国分地区上市公司信息披露指数排名	(246)
附表 III 2011 年中国分行业上市公司信息披露指数排名	(310)
附表 IV 2011 年中国分所有制上市公司信息披露指数排名	(376)
附表 V 2011 年中国创业板上市公司信息披露指数排名	(440)
参考文献	(445)
后 记	(454)

导 论

《中国上市公司信息披露指数报告（2012）》是“中国公司治理分类指数报告”的第Ⅱ类（已出版四类），也是北京师范大学公司治理研究团队正式出版的第2部信息披露指数报告（每类均是隔年、连续出版）。

两年前，我们设计了包括四类42个指标的信息披露评价体系，同时开发了相应的数据库，在此基础上在国内首次全方位、多角度评价了中国上市公司的信息披露水平。两年过去了，中国上市公司信息披露水平有何变化？在哪些方面发生了变化，这些都需要做出新的评价，以便客观地判断中国上市公司信息披露制度的发展方向。

上市公司信息披露是投资者、债权人、政府部门，以及其他利益相关者了解公司经营状况的首要途径。高质量的信息披露具有完整性、及时性、相关性、可靠性和明晰性，可以提高投资者以及其他利益相关者的预测精度，从而成为他们决策的重要依据。因此，上市公司信息披露的数量和质量直接影响着资本市场的有效程度。

更进一步，信息披露的质量会直接影响着公司治理的绩效。法国里昂证券对公司治理的评级表明，经营不佳的公司，会有较多的隐瞒，使得公司治理分数较低；相反，公司经营较佳者，能够透明地披露信息，而致力于创造良好的公司治理形象。公司治理评级对投资者的启示是：投资者必须关注那些公司治理分数较差的企业，因为它们可能会有较多的隐瞒以及较困难的经营状况；相反，信息披露质量高的企业，则可以获得投资者的青睐，他们甚至愿意付出更高的溢价向这些企业投资。

尽管实证研究已经证明，信息透明的企业更可能带来好的绩效，然而，信息透明度毕竟不是决定企业绩效好坏的唯一因素。人作为经济人的属性，以及经理人的经营能力和任期所限，决定了信息不透明也可以带来短期的“绩效”。因此，如何通过信息披露制度的建设和完善促进透明化信息披露，就成为许多国家关注的重点问题。

2002年，美国参众两院以压倒性多数票通过了《2002年公众公司会计改革和投资者保护法》，即《萨班斯-奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act，简称SOX法案）。在该法案中，对信息造假的处罚力度之大，足以威慑绝大部分造假者。该法案被认为是公司治理制度的一项重大变革，因为它在公司治理理念上发生了质的变化，即假设上市公司是没有诚信的，经营者存在弄虚作假和瞒报的可能性，因此要加大对责任的

处罚力度。

中国资本市场已经发展了 20 多年,但是,上市公司信息披露的供求矛盾仍然十分突出。一方面,投资者迫切需要更大的信息量和多样化的信息结构;另一方面,上市公司则利用投资者对信息的依赖,有选择、有目的地披露信息,以达到吸引投资的最终目的。频频曝出的上市公司信息披露丑闻正是这种供求矛盾被激化的表现。

1990 年,中国资本市场恢复建立,伴随着资本市场的发育,上市公司信息披露制度也在跌宕起伏中不断前行。

20 世纪 90 年代初和中期,由于资本市场发展短暂,投资者对信息披露的认识基本上限于对股价变化的了解,而对于其他方面信息披露的认识尚处于朦胧状态。90 年代末期以来,尤其是 2001 年中国加入 WTO 以后,加快了融入全球化的步伐,投资者的维权意识逐步增强,越来越多的投资者认识到信息披露对自己投资和维权的重要性。

中国首例信息披露民事纠纷发生在 1998 年。当年 11 月,中国证监会调查证实,红光实业严重违反证券法规,编造虚假利润,骗取上市资格,致使广大不知情的中小股东蒙受重大损失。1999 年 4 月,年近七旬的姚荣仙老人递交起诉状,把红光实业和发行承销商国泰君安证券公司告上了法庭。此后,又有 10 位投资者加入诉讼。2003 年 11 月,经过长达近 4 年的马拉松式的诉讼,11 位股民终于获得约 22.5 万元的赔偿。

2001 年,波及面更大的银广夏信息造假曝光。银广夏被揭露存在重大虚假陈述行为,同时深圳中天勤会计师事务所及其签字注册会计师为银广夏公司出具了严重失实的审计报告,违反了有关法律法规。中国证监会对银广夏做出了行政处罚,并对在审计过程中存在重大过失的会计师追究相应的行政和刑事责任。银广夏骗局被揭穿之后,一时间,受损股民群情激奋,至诉讼时效截止日,有 847 人加入诉讼,由此引发了长达 5 年的证券民事赔偿路程。

2012 年 3 月,20 位投资者将东盛科技股份有限公司(即“ST 东盛”,股票代码 600771)、西安东盛集团有限公司(ST 东盛的第一大股东)、陕西东盛药业股份有限公司(ST 东盛的第二大股东),以及 ST 东盛两任董事长郭家学和张斌起诉到法院,要求上述被告赔偿因虚假陈述给投资者造成的损失约 300 万元。这是 2010 年 ST 东盛因信息披露违规被证监会处罚后四十余位投资者提起诉讼之后的又一波法律诉讼。

更大的影响来自中国在海外的上市公司。2000 年,中国在美上市公司——中华网因在上市过程中存在私下协议没有向公众披露,同时涉嫌操纵股价而被美国中小投资者提起集体诉讼,这是中国首例因信息披露失真而遭诉讼的海外上市公司。

此后,更多的海外上市公司,如亚信、中国人寿、UT 斯达康、网易、创维、中航油等成为诉讼的对象。而在国内,琼民源、蓝天、猴王、科龙、ST 棱光、德隆、承德钒钛、杭萧钢构、国美等,也先后被揭露信息严重作假或隐瞒。国际巨头安然和世界通讯更是把对信息披露失真(财务舞弊)的关注度推上了前所未有的高度,这两家企业给投资者带来了高达近 2 000 亿美元的巨额损失。

无疑,充分、真实的信息披露是保护投资者利益的最重要的方式。在美国等西方成熟

的资本市场上，投资者一旦发现信息披露缺失，其直接的反应就是集体索赔和起诉。由于投资者无须为集体诉讼支付诉讼费，而且，如果索赔成功，发起的律师行将获得约占总赔偿金额 30% 的分成，这就极大地鼓舞了律师行和投资者的诉讼热情，无疑意味着公司信息披露缺失的成本大大增加。中国则不然。尽管《公司法》和《证券法》等一些法律都规定上市公司不得进行虚假或不及时的信息披露，但是，直到 2003 年年初，最高人民法院发布《关于审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的若干规定》为止，上市公司信息披露缺失的成本几乎为零，潜在的收益很多，而投资者却遭受巨大损失，且得不到相应的补偿。

这里不妨比较一下美国关于信息披露违规的若干处罚制度。1984 年美国通过的《内幕交易处罚法》规定，对那些根据内幕信息买卖股票而获利或减少损失者，按照其“违法所得”或“避免损失”处以 3 倍的罚款，这是所谓的“民事罚款”。1988 年出台《内幕交易及证券欺诈制裁法》，又引入“行政罚款”制度，即不考虑内幕交易者是否有“利润所得”，一概予以罚款处罚。对自然人的处罚金额为 10 万至 100 万美元，法人则可被处以高达 250 万美元的行政罚款。2002 年通过的 SOX 法案进一步规定，任何人通过信息欺诈或价格操纵、内幕交易在证券市场获取利益，最多可监禁 25 年或处以罚款，对违法的注册会计师可被判处 10 年以下监禁或罚款。同时还延长了对证券欺诈的追诉期，起诉时间可以延长至非法行为发现的 2 年内，或者非法行为实施后的 5 年内。

更为人称道的是美国执法的严肃性。美国证券交易委员会（SEC）是证券市场监管机构，其对于追究内幕交易等信息违规行为的锲而不舍和穷追猛打的精神令人肃然起敬。如 1995 年 IBM 收购莲花软件期间发生的内部交易案，美国 SEC 历经 4 年，传讯近千名证人，深挖到六层之外的内幕交易者，最终 22 名涉案人全部被 SEC 以内幕交易罪起诉，除 3 人被判决无罪外，其他人或者妥协和解，或者被判有罪，其中 3 人因此而破产。为了加大惩戒力度，美国法律规定，SEC 可以将内幕交易民事罚款的 10% 奖励给举报者，从而大大提高了内幕交易被追究的可能性，强化了对内幕交易的约束力度。

美国执法尽管非常严肃，但却不失灵活性。美国 SEC 追诉的案件 90% 以上在审判前以和解结案。如果有足够的非法所得可以分配给受害投资者，在和解裁决中通常就会规定被告将非法所得支付给法院，或者支付到一个第三方保管的账户，然后按照 SEC 设计、法院批准的方案分配给受害投资者。

显然，相对于美国如此严厉的法律规定，中国关于信息披露的制度则极不健全。尽管 2003 年最高人民法院发布了《关于审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的若干规定》，对因虚假信息陈述引发的民事赔偿计算做了规定，但是司法解释的层级较低，不能充分满足保护投资者权益的需要。令人遗憾的是，迄今为止，该规定已近十年，中间发生过大大小小上百个信息披露失范（由于法律不到位，很难称之为“违法”，姑且称之为“失范”）案例，更有数不清的因“民不举官不究”而造成的“沉淀”的信息披露失范行为，却迟迟不见正式的关于信息披露失范行为的处罚和投资者赔偿的法规出台，投资者因公司信息披露失真或缺失而使自己造成的损失仍是诉讼无名，索赔无规可依。

2011年4月，中国证监会出台了《信息披露违法行为行政责任认定规则》，但这个规则仅仅是个行政法规，对信息披露违规者仅限于行政处罚，承担的仅是行政责任，而对于民事责任和刑事责任，在可操作的法律层面还有很大程度的空白。实际上，行政责任、民事责任和刑事责任是法律责任的三种方式，各有分工，各有侧重，构成完整的体系。刑事责任和行政责任重在打击和遏制违法犯罪行为，剥夺其进一步实施违法犯罪的条件，恢复正常的交易秩序；民事责任重在消除违法犯罪行为的后果，使侵害人与受害人之间已经失衡的利益关系得以恢复原状，使受害人的利益得到救济，由此实现法律的公平与正义，体现补偿与制裁的双重功能。在对证券信息欺诈行为的制裁中，民事赔偿对受害人的救济作用是刑事责任和行政责任不可替代的，缺少民事赔偿的法律责任制无法实现对受害方补救，也就谈不上真正的公平与正义。法规的缺失和不完善，使得信息披露失范行为成为中国资本市场的普遍现象。

上市公司不断发生的信息作假、虚报、欺诈等事件明确地向人们提出了一个问题：信息披露制度在公司治理中到底应处于什么位置？

人们普遍认为，董事会是公司治理的核心。然而，因信息披露失真而给投资者造成巨额损失的残酷现实却向人们证实：我们不应再拘泥于将信息披露制度作为公司治理的外部条件，而应视为公司治理应有之义，而且是公司治理的核心。我们必须承认，中国的信息披露制度与西方市场经济发达国家还有很大差距，其中最大的差距是信息披露缺失的成本太低。为什么西方人“能说的都要说”，而中国人却是“能不说的就不说”，恐怕简单地用“中西文化差异”难以得到圆满的解释，对因法律不健全而导致的信息披露失范行为的处罚力度过小是一个重要原因。

无疑，制定一套系统、科学、客观的上市公司信息披露评价体系，准确评价上市公司信息披露水平是现实之必需。它有利于促使上市公司增加信息披露数量、提高信息披露质量；有利于促进政府部门及时出台相应的法规以加强对上市公司信息披露行为的监管；有利于保护信息使用者，特别是投资者和债权人等利益相关者的权益；有利于促进资本市场更加充分、有效地发挥合理配置资源的功能。《中国上市公司信息披露指数报告（2012）》就是继2010年报告之后又一次系统评价上市公司信息披露水平的研究成果。

《中国上市公司信息披露指数报告（2012）》系统构建了一套上市公司信息披露评价体系，并利用公开数据计算沪深两市2011年全部2033家上市公司（扣除2011年上市没有完整年报和退市的公司）的信息披露指数。报告全面描述了中国上市公司信息披露的现状，深刻揭示了中国资本市场信息披露制度的缺陷，为信息披露制度的完善提供了有参考价值的意见。

《中国上市公司信息披露指数报告（2012）》基本上保持了2010年报告的特色，并有所增加，形成了十大特色：

（1）对中西方信息披露理论和制度变迁进行了梳理。本报告明晰了信息披露相关概念，回顾了信息披露理论进展，系统梳理了国内外信息披露监管制度，归纳了信息披露评

价的相关研究，这既有助于加深对信息披露制度的理解，同时也有助于对信息披露制度未来发展方向的把握。

(2) 立足于公司治理理论展开对信息披露指数的研究。公司治理理论表明，信息披露是公司治理的应有之义。完整、真实、及时的信息披露有利于投资者的理性决策，有利于减少投资者的机会主义行为，有利于对经营者的监督和激励，有利于降低代理成本，从而提高治理效率。本报告对信息披露指数与评价的研究正是基于公司治理理论，通过对信息披露指数影响因素的分析，强调信息披露对于投资者决策和公司绩效提高的重要性。

(3) 构建了国内首套系统、全面、专业的信息披露评价体系。本报告对 2010 年报告的指标体系进行了进一步完善，评价指标从 42 个增加到了 48 个，最终形成了包含 4 个一级指标、14 个二级指标和 48 个三级指标的上市公司信息披露评价体系。这些指标不仅关注证监会强制披露的信息，还关注上市公司自愿披露的信息；不仅关注上市公司的财务信息，还关注上市公司的非财务信息；不仅关注上市公司是否披露信息，还关注信息披露的深度和广度。同时，信息披露评价体系还将“社会责任”、“董事会备忘录制度”、“年报预披露”等前沿公司治理内容纳入评价体系，极大地丰富了信息披露评价体系。

(4) 利用科学方法首次实现了公司治理指数与数据库技术的结合。本报告延续 2010 年报告的做法，将公司治理指数与数据库技术结合起来，实现了公司治理领域与计算机领域的跨学科互动。通过公司治理指数与数据库的结合，实现了数据的连续比较性、随时可调用性，以及模块化和自动化。同时，利用 AHP 统计分析方法，保证了指数计算的科学性。更重要的是，本报告使用的数据均来自上市公司公开披露的原始信息，全部是第一手资料，绝不使用二手数据，从根本上保障了“中国上市公司信息披露指数”的可信性和准确性。

(5) 全景式、多角度分析了中国上市公司信息披露水平。本报告根据上市公司信息披露评价体系，计算出 2011 年沪深两市 2 033 家上市公司的信息披露指数，对信息披露指数进行总体排名，并分别从地区分布、行业属性、所有制性质及上市板块等多角度评价中国上市公司信息披露水平。研究发现，中国上市公司信息披露水平基本均衡，公司个体因素对信息披露指数的影响要大于行业因素，行业因素的影响要大于地域因素、证券板块因素、所有制因素的影响。依据目前的法律规定看，中国上市公司信息披露水平整体较好。

(6) 深入探讨了中国上市公司信息披露的完整性、真实性和及时性水平。本报告从信息披露完整性（强制性）、完整性（自愿性）、真实性、及时性等四个方面进一步分析了 2 033 家上市公司的信息披露分项指数。研究发现，信息披露及时性指数总体较高，说明大部分上市公司能够及时披露信息（主要是定期报告）；真实性和强制性指数平均值居中；自愿性信息披露水平与 2010 年报告一样，是四个分项指数中最低的，说明大部分公司仅满足于监管部门的强制性要求，自愿披露信息的积极性严重不足。

(7) 对中国上市公司信息披露水平进行了纵向比较。本报告对 2009 年和 2011 年两个

年度的中国上市公司信息披露水平从整体、地区、所有制性质和行业等角度进行了全面比较。研究发现,2011年中国上市公司信息披露总体水平有所上升,强制性指数存在下滑现象,自愿性指数、真实性指数和及时性指数都有所上升。而且发现,在相同的信息披露规制条件下,不同类型上市公司表现出差异化的行为。这种比较有助于了解中国上市公司信息披露的走向以及制度变迁的方向。

(8) 系统检验了中国上市公司信息披露影响因素。本报告将信息披露影响因素划分为基本因素、治理因素、绩效因素和外部因素四个方面,分别选取相应的指标分析它们与信息披露水平之间的关系,然后依次考察位于不同区间(披露优秀、披露良好、披露合格和披露不及格)的上市公司在基本特征、治理特征、公司绩效和外部因素方面的差异。研究上发现,总体看,公司的基本因素、治理因素、绩效因素和外部因素均对信息披露水平有一定影响;但从分项指数看,上市公司多关注于对信息披露法规的遵守,而对于自愿性信息披露则关注不够。

(9) 考察了不同监管环境对中国上市公司信息披露的影响。本报告比较分析了中国纯A股、A+B股和A+H股上市公司的信息披露水平。研究发现,总体上看,A+H股上市公司信息披露水平显著优于纯A股和A+B股上市公司,而A+B股上市公司的信息披露水平与纯A股相比差异并不明显,这体现了不同的监管环境对于信息披露的重要影响。

(10) 首次分析了信息披露、企业家能力对产业空心化的影响。本报告首次将信息披露、企业家能力和产业空心化联系起来进行分析。研究发现,企业家能力越强,企业的信息披露水平就越高。但企业家能力分项指标对产业空心化的影响不尽相同。企业家关系网络能力促进了产业空心化,企业家社会责任能力和战略领导能力则抑制了产业空心化。然而,信息披露却没有显示出甄别产业空心化的信号作用,可能的原因是目前中国上市公司的产业空心化程度并不高,还没有形成对实业的威胁。

最后需要特别说明的是,“中国上市公司信息披露指数”是以中国既有法律法规作为参照系的,换言之,符合既有法律法规的信息披露将获得高分,而对于既有法律法规不完善而导致的信息披露缺陷则不做评价。

信息披露理论和实证研究

信息披露在公司治理中扮演着非常重要的角色。从内部治理看，信息披露的质量可以在一定程度上反映管理层的治理水平，从外部治理看，提高信息披露质量是保护投资者，维持资本市场健康发展的关键。高质量的信息披露可以一定程度上解决信息不对称问题，降低道德风险与机会主义行为，对于促进资本市场的有效运转十分关键。本章从信息披露相关概念和理论研究入手，整理了国内外信息披露政策、监管制度，以及相关的研究文献，以使我们信息披露问题有全面的了解。

1.1 信息披露相关概念

什么是高质量的信息披露？高质量的信息披露应具有完整性、及时性、相关性、可靠性和明晰性（Hopkins, 1996）。高质量的信息披露可以提高投资者预测的精度（Bloomfield and Wilks, 2000），或引来更多市场分析师对公司的追踪分析（Lang and Lundholm, 1993；白晓宇, 2009）。这是从信息披露质量的结果来分析的，有的学者更考虑到信息披露的过程，认为广义的信息披露质量，不仅包括信息质量本身，还包括信息披露的过程质量和信息的生成过程质量（田昆儒、齐莹、张帆, 2006）。一般认为，公司信息披露质量包括上市公司信息生成过程质量、上市公司信息本身质量、上市公司信息披露过程质量三个部分（高明华, 2010）。

信息披露包括两个方面：强制性信息披露和自愿性信息披露^①。强制性

^① 有的学者认为，除这两种公开披露形式之外，还存在“私下披露”（谢志华, 2000）。