

## 中文摘要

会计信息，是连接上市公司和证券市场的桥梁和纽带。会计信息的充分披露，可以降低证券市场发行与交易过程中的信息不对称、节约交易成本；避免签约前投资者的“逆向选择”与抑制管理当局签约后的“内部人控制”、“道德风险”与机会主义行为。

会计信息可以分为强制性披露信息和自愿性披露信息。自愿性披露信息是强制性披露信息的深化与补充，它对于增强信息披露的透明度具有重要作用。尤其在我国加入 WTO 之后，一方面从上市公司来讲，会面临境外上市和发行证券的问题，面对国际资本市场的压力，这些公司通过自愿性信息披露可以增强在国外资本市场的融资能力；另一方面从我国资本市场来讲，要满足 WTO 框架下信息透明度的要求、促进其健康发展也需要鼓励上市公司自愿性信息披露，构建强制性信息披露与自愿性信息披露相结合的上市公司信息披露体系。因此，探究影响自愿性信息披露的因素，从而找出更好的方法来促进和规范自愿性信息披露，在当前的背景下具有重要的意义，这也成为了许多学者研究的重点。目前，西方对于自愿性信息披露水平影响因素的经验研究较为丰富，而国内的大多数研究仅限于理论研究，实证研究还相对较少。因此，本文以自愿性信息披露水平影响因素作为重点进行实证研究。

本文共分为四个部分对上市公司自愿性信息披露的影响因素进行研究，主要内容及观点如下：

第一部分，前言。主要论述了本文的研究意义、研究目的、研究内容与方法以及本文的结构安排等。

第二部分，自愿性信息披露的相关理论。首先，探究了自愿性信息披露的定义、历史演变以及披露渠道；其次，阐述了信息不对称和代理理论等相关理论基础；最后，回顾了关于自愿性信息披露动因、影响因素的相关研究文献。

第三部分，中国上市上市公司自愿性信息披露检验。对于该部分的研究方法、研究内容以及结论主要概括如下：

1. 关于样本以及数据。对于样本的选择，本文中以信息技术行业上市公司为例，进行实证检验，剔除 ST 上市公司，共 69 家样本公司。

因变量数据来自于 69 家上市公司的年度财务报表，直接下载于上海证券交易所网站、深圳证券交易所网。自变量数据来自于深圳国泰安公司提供的 CSMAR 数据库系列。此外，注册会计师事务所的总收入数据，来自中国注册会计师事务所 2005 年度前 100 排名数据。

2. 关于因变量——自愿性信息披露指数。上市公司自愿性信息披露指数 (VDI)，用于衡量上市公司年度报告中自愿性信息披露的程度。VDI 指数的基本构造过程如下：

首先，划分自愿性信息披露条目。对上市公司强制性披露之外的自愿性披露信息内容，进行划分，创建自愿性信息披露条目。本文在借鉴国外学者将上市公司自愿性披露信息划分为三大类：战略性信息、非财务信息、以及财务信息的基础上，对三大基本信息下的信息子条目进行修改，使其符合中国上市公司的实际情况。

其次，对自愿性信息披露条目赋值。详细描述给 2 分，一般性描述的给 1 分，不披露该信息的则给 0 分。

最后，将所有赋值后的信息条目分值加总，并除以所有信息条目的满分总分值——即信息条目数量乘以满分分值 2 分，就得到了自愿性信息披露指数 VDI。

3. 关于自变量。本文选择了三大类共 12 个自变量，争取较为全面的找出可能影响自愿性信息披露水平的因素。这些变量包括：

公司治理类变量，包括管理层所有权、政府所有权、大股东所有权、独立董事比例、董事长与 CEO 两职合一、审计委员会设置；

财务比率类变量，包括净资产收益率、资产负债率、总资产增长率；

控制类变量，包括公司规模、会计师事务所声誉、外资股发行。

4. 实证检验。首先，本文先对因变量跟自变量进行了描述性统计，以研究变量的特征。描述性统计研究结果如下：

第一，因变量的描述性统计。中国上市公司自愿性信息披露中，战略性

信息与财务性信息披露水平最高，这种情况说明，中国上市公司倾向于主动披露那些有关公司战略以及财务能力的信息，而迎合投资者所关注内容。

第二，解释变量的描述性统计。连续变量中，大股东所有权的平均值为0.5110，即大股东持有的股份总数超过上市公司全部股份的一半，说明信息技术行业上市公司的股权相对集中于大股东；独立董事比例的平均值为0.3517，且标准差仅为0.0370，表明中国上市公司董事会中，独立董事比例设置基本上完全按照中国证监会规定的最少1/3的标准；净资产收益率的平均值为负，表明信息技术行业上市公司2005年度的业绩不佳；总资产负债率的平均值为0.5103，表明信息技术行业上市公司整体上负债稍微偏多；总资产增长率的平均值为0.0301（或3.01%），表明信息技术行业上市公司在2005年具有较低的成长性。

虚拟变量中，管理层持股值为1的比例仅为5.80%，说明仅仅只有5.80%的上市公司管理层持有股份，这与欧美等发达国家上市公司管理层普遍持股的现象截然不同；政府所有权值为1的比例为34.78%，说明信息技术行业的上市公司当中，政府持股的现象比较普遍；两职合一值为1的比例为15.94%，说明上市公司两职合一的情况不多；审计委员会设置值为1的比例为42.03%，表明较多的上市公司设置了具有监督作用的审计委员会；外资股发行值为1的比例为7.25%，表明信息技术行业的上市公司，有一定程度的境外发行融资。

其次，本文对解释变量进行了 Pearson 相关性检验，确定了大部分解释变量之间不存在显著的多重共线性。然后以自愿性信息披露指数为因变量，以所选择的 12 个变量为解释变量进行了多元线性回归。多元线性回归的结果表明：

在 10% 的显著性水平下，管理层持股系数为正，即管理层持股有助于提高上市公司自愿性信息披露水平，这支持了之前的代理理论；大股东所有权的系数为正，即大股东持股越多，自愿性信息披露的程度越高，这与之前的预期相反，本文不能作出合理的解释；净资产收益率的系数为负，这也与之前的预期相反，对此原因，还有待进一步研究。

在 1% 的显著性水平下，总资产增长率的系数为正，表明公司成长性越好，自愿性信息披露水平越高；公司规模系数为正，表明规模越大的公司，自愿性信息披露的水平越高；注册会计师声誉的系数为正，表明注册会计师声

誉越高，越有助于提高上市公司自愿性信息披露水平。

此外，其他诸如政府所有权、独立董事、两职合一、审计委员会、资产负债率、外资股发行等变量均不具有显著性。

第四部分，结论以及政策建议。在该部分中，根据前面实证研究的结果进行了政策建议：

一是构建有效的经理人激励机制，如经理人持股、股票期权等，使经理层与股东的利益趋于一致，这也有利于提高上市公司信息披露的程度；

二是鼓励上市公司进行自愿性信息披露，以盈利预测为例，可以制定法规规定如果企业预测信息是有合理依据且无恶意披露，即使预测与实际存在偏差，企业也不应承担责任的；

三是规范和监管自愿性信息披露，应当尽快推出《上市公司自愿性信息披露指引》，同时证券监管部门应加强对上市公司自愿性信息披露的监管，防止上市公司随意披露虚假信息，维护市场秩序。

本文的主要贡献有以下两点：

1. 选择信息技术行业的上市公司进行实证分析。绝大部分文献的研究对象是全部行业的上市公司，并且采取分行业抽样的办法确定样本，而本文尝试以一个行业——信息技术业的上市公司进行研究。之所以选取该行业，是考虑该行业知识含量高，信息披露较其他行业更详尽、更具代表性。

2. 对于自愿性信息披露条目进行了有效的修改。自愿性信息披露条目的准确划分，关系到自愿性信息披露指数的准确性，从而直接影响实证结果的效果。对于自愿性信息披露条目的划分，本文在借鉴国外学者划分方法的基础上，根据中国上市公司，尤其是针对信息技术行业的具体情况，作出了有效的修改，以使其适合中国信息技术行业上市公司的具体情况。

**关键词：**上市公司 自愿性信息披露 信息技术行业

## ABSTRACT

Accounting information is a link between listed companies and the capital market. Adequate information disclosure can reduce information asymmetry during issuing securities, save transaction costs, avoid “adverse selection” of investors before signing a contract and suppress “internal control”, “moral hazard” and opportunism of the company managements.

Accounting information disclosure can be divided into mandatory disclosure and voluntary disclosure. Voluntary disclosure can be defined as disclosures in excess of requirements, representing free choices on the part of company managements to provide accounting and other information deemed relevant to the decision needs of users of their annual reports. It has played an important role in capital market by enhancing the transparency and adequacy of information disclosure.

After China has joined the WTO, more and more companies are facing the problem of financing in the foreign capital market and are urged to disclose more voluntary information in order to meet the investors’ needs and reduce the pressure of competition. The capital market of china also needs to encourage voluntary disclosure in order to develop healthily and to meet the requirements of information transparency under the framework of the WTO. Therefore, it is important to find out the determinants of voluntary disclosure and the ways to encourage it. Empirical studies on voluntary disclosure are abundant in western countries while most researches in china are concentrated on the theoretical area and the empirical study is relatively rare .So this paper has focused on empirical study of the determinants of voluntary disclosure.

This paper has four chapters. The main points of each chapter are as followings:

Chapter 1: Introduction. This chapter has presented the meaning, the goal ,the approach and the framework of this research.

Chapter 2: Theoretical basis of empirical study. This chapter has discussed the

definition, history, theory basis and ways of voluntary disclosure. Besides, it also reviews the related literature on the study of motives and determinants of voluntary disclosure .

Chapter 3: Empirical test of determinants of voluntary disclosure. The followings are main parts of this chapter:

1. Sample and data. The sample for this paper is drawn from firms of information and technology industry listed on the Stock Exchanges of Shanghai and Shenzhen as at the end of 2005. There are 69 listed firms in total, excluding ST firms. Data on all independent variables were collected from the annual reports of the listed companies .All the annual reports were downloaded from the website of the Stock Exchanges of Shanghai and Shenzhen. Data on all but one dependent variable were gathered from the database of CSMAR. Data on quality of accounting office were collected from the website of Certified Public Accountant Committee of China.

2. Voluntary disclosure index. The level of voluntary disclosure is measured by Voluntary disclosure index. Voluntary information is categorized into three types: Strategic information; Nonfinancial information; Financial information. Each type of information includes many items which constitute a voluntary information checklist. The voluntary disclosure index was compiled based on the unweighted scoring approach, of the disclosure items on the checklist. Such an approach was based on the assumption that each item of information disclosure is of equal importance in the corporate information users' decision-making process. This paper has modified the foreign experts' voluntary disclosure checklist and has established the checklist suitable to the mainland of China.

3. Dependent variables. This paper has chosen 12 dependent variables. They are divided into three categories: Corporate governance variables, including managerial ownership, government ownership, block holder ownership, the proportion of outside directors, the existence of an audit committee and the existence of dominant personalities; Financial index variables, including return on assets, growth of assets and the ratio of liabilities to assets; Control variables, size of the company, quality of the auditor, foreign fund.

4. Conclusions. Based on regression results, we find that significant managerial ownership, greater size of firms, bigger accounting office and greater

assets growth are associated with increased voluntary disclosure, which are consistent with the hypotheses. But there are also two results which are opposite with the hypotheses and require future discussion: an increase in ROE reduces voluntary disclosure and greater block holder ownership increases voluntary disclosure. The other dependent variables, such as the ratio of liabilities to assets, the existence of an audit committee, the existence of dominant personalities, government ownership, the proportion of outside directors, the existence of an audit committee and foreign fund, are not related to voluntary disclosure.

Chapter 4: Conclusions and policy advices. Based on the results of empirical study, this paper presents some advices on three aspects related to voluntary disclosure: form effective motivation mechanism for managers; encourage voluntary disclosure of listed firms; strengthen regulating of voluntary disclosure.

The main contributions of this paper are as followings:

1. Listed companies of information and technology industry have been chosen as the sample. Previous literature scarcely focused their research on a single industry.

2. Voluntary information checklist has been effectively modified. This paper has modified the foreign experts' voluntary disclosure checklist and has established the checklist suitable to the information and technology industry of mainland of China.

**Keywords:** Listed companies    Voluntary disclosure    information and  
technology industry

# 西南财经大学

## 学位论文原创性及知识产权声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。

本学位论文成果归西南财经大学所有。

特此声明

学位申请人：

2007年4月20日

# 1. 引言

## 1.1 研究背景与意义

会计信息，是连接上市公司和证券市场的桥梁和纽带。会计信息的充分披露，可以降低证券市场发行与交易过程中的信息不对称、节约交易成本；避免签约前投资者的“逆向选择”与抑制管理当局签约后的“内部人控制”、“道德风险”与机会主义行为。

会计信息披露可以分为：强制性信息披露和自愿性信息披露。强制性信息披露是指法规明确规定的上市公司必须披露的信息。其主要内容有：公司概况及主营业务、基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见、股东及董事人员信息等。自愿性信息披露是相对于强制性信息披露而言的，是指上市公司基于公司形象、投资者关系、回避诉讼风险等动机主动披露的关于公司财务和公司发展的其他方面相关信息。其主要内容有：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、公司实际运作信息、前瞻性预测信息、公司治理效果等。

从上市公司信息披露的发展历程来看，经历了一个由自愿性信息披露到强制性信息披露，再到自愿性信息披露和强制性披露相结合的发展过程。在股票市场发育初期，信息披露基本上完全由上市公司自己决定，使得市场上披露虚假信息和投机操纵市场的行为盛行一时，爆发了1929年纽约证券交易所的大恐慌。为了遏制虚假信息披露，美国国会于1933年和1934年颁布了《证券法》和《证券交易法》，成立了专门的监管机构，从此信息披露方式由自愿性披露向强制性披露转变。“阳光是最好的杀毒剂”，强制性披露的目的是使公司在“阳光下运作”，以保护投资者的利益。20世纪60年代起，一些学者（如 Stiglitz）开始攻击市场管制和强制性信息披露，他们认为，证券法

并没有起到提高上市公司信息披露质量的作用。此后，随着证券市场的发展和公司生存环境的变化，机构投资者和证券分析师队伍发展壮大，投资者和其他利益相关者群体对环境保护、社会责任和人力资本等方面信息的需求不断增加，上市公司自愿披露信息的动机不断增强并付诸实践。因此，当前许多国家上市公司的信息披露正朝着强制性披露和自愿性披露相结合的方向发展。

近十多年来，美国等西方国家十分重视自愿性信息披露的发展。1994年，FASB成立了Steering委员会专门对鼓励自愿性信息披露问题进行了研究。2001年，FASB发表了一份题为《改进财务报告：提高自愿性信息披露》(Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures)的研究报告，主要探讨在当前新经济形势下，根据不同行业的特点，在其他财务报告中公司自愿披露的信息应包括使用者特别关注的非财务信息，并提供了一套公司自愿披露信息的框架。可以说，目前西方国家上市公司的自愿性信息披露是较为广泛的。

在我国加入了WTO之后，不少盈余业绩良好的中国公司会面临跨国上市和发行证券的问题。面对国际资本市场的压力，这些公司通过自愿性信息披露可以增强在国外资本市场的融资能力。为了推动会计的国际趋同，我国不少学者致力本国会计准则与国际会计准则趋同的研究。但不少学者认为，自愿性披露是跨国公司对付会计准则国际差异的一种方式(Choi和Levich, 1991)。在国际资本市场压力下，公司提供额外的信息会降低投资者关于公司质量和证券预期利润的不确定性。通过降低“信息风险”，公司预期投资者会要求一个较低的投资回报率，从而降低公司的资本成本。我国在国际资本市场上融资的公司面临信息披露的压力，超出了那些仅在我国国内融资的公司所面临的压力。为了减少这些压力，我国在国际资本市场上上市的公司就应自愿披露更多和更协调的信息，以加强和各国投资者的沟通和交流，进而可以降低在国际资本市场上的融资成本和提高融资效率。

我国上市公司信息披露的法规架构虽已基本确立，但上市公司缺少公开、透明、及时提供准确信息的传统，一些公司甚至操纵利润报表，提供虚假信息。而要提高信息透明度，自愿性信息披露是一个重要的环节。鼓励上市公司自愿性信息披露，构建强制性披露与自愿性披露相结合的上市公司信息披

露体系,对于满足 WTO 框架下信息透明度的要求、促进我国资本市场的健康发展有着重要的作用。为此,我们应当借鉴西方国家的经验,采取积极有效的措施,推动和引导我国上市公司自愿性信息披露工作的开展。而我国目前对于自愿性信息披露的研究才刚刚起步,实证研究成果更是缺乏,在这样的情况下,笔者认为本文将进行的实证研究,以及通过实证研究提出相关的政策建议,具有一定的理论及实践意义。

## 1.2 研究目的

目前国内在自愿性信息披露方面的实证研究还较少。通过研究,本文将达到以下几个目的:

(1) 在对自愿性信息披露相关法规进行整理的基础上,对自愿性信息披露的历史演变过程进行研究。

(2) 根据信息披露内容,构建上市公司自愿性信息披露指数VDI,建立自愿性信息披露指数VDI与上市公司自愿性信息披露水平的影响因素之间的线性回归模型。

(3) 提出有利于自愿性信息披露的政策建议。

## 1.3 研究内容与方法

本文的主要研究内容如下:

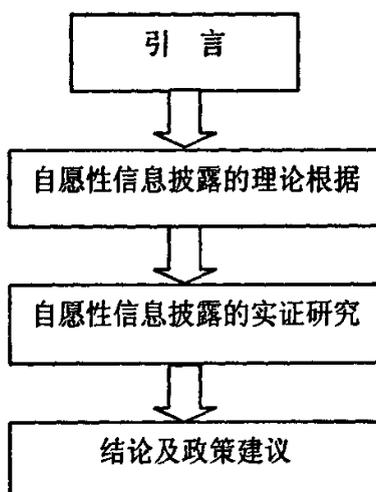
(1) 自愿性信息披露的理论研究。从自愿性信息披露的定义与方式着手,分析自愿性信息披露与强制性信息披露的区别,再对自愿性信息披露的历史演变进行探讨。此外,还要阐述理论基础。

(2) 对上市公司自愿性信息披露水平的影响因素进行实证研究。主要通过多元线性回归,分析影响自愿性信息披露的多少及程度的因素。

(3) 通过实证研究结果,探讨上市公司自愿性信息披露制度的完善,提出政策建议。

本文的研究方法:主要进行实证研究,同时运用规范研究,将实证研究与规范分析相结合,对相关问题进行较为深入细致的分析。

## 1.4 结构安排



本文的主要结构体系，可以分为以下几个部分：

第 1 章，引言。该部分主要介绍自愿性信息披露的研究背景研究意义，以及本文的研究目的与研究方法等。

第 2 章，自愿性信息披露的理论根据。首先，阐述自愿性信息披露的基本内容，包括基本概念、披露渠道、披露内容、历史演变以及相关理论基础。其次，回顾国内外自愿性信息披露的研究文献，即文献综述。

第 3 章，上市公司自愿性信息披露实证研究。这个部分，对国内外文献进行回顾的基础上，实证分析上市公司进行自愿性信息披露水平的影响因素。

第 4 章，本文结论与政策建议。概括实证研究的结论，并且根据研究结论对上市公司及监管方提出了相关政策建议。

## 2. 自愿性信息披露的理论根据

### 2.1 自愿性信息披露的基本内容

#### 2.1.1 自愿性信息披露的概念

一般而言，上市公司信息披露是指上市公司将直接或间接地影响到投资者决策的重要信息以公开报告的形式提供给投资者。基于法律、法规对披露信息内容的不同要求，可以将上市公司披露的信息划分为两种基本类型：强制性披露信息和自愿性披露信息。

强制性披露信息（Mandatory Information），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，例如：基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见等。强制性信息披露制度的最大特点是，制度有强制性，违反后有明确的惩罚措施。

自愿性披露信息（Voluntary Information），是指除强制性披露的信息之外，上市公司基于公司形象、投资者关系、回避诉讼风险等动机，主动披露的信息，例如：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、公司实际运作数据、前瞻性预测信息、公司治理效果等。管理人员披露信息的自主性，是自愿性信息披露制度的最大特点。自愿性信息披露既是会计信息披露的一种形式，也是财务报告的一项内容（葛家澍、陈少华，2002）。

何卫东（2002）指出，自愿性披露信息与强制性披露信息的区分不是绝对的。强制披露的信息存在披露方式与时间的自愿性选择问题，自愿披露的信息同样可能是由强制披露所诱致或者是对强制披露信息的必要补充。一般情况下，何种信息是强制披露的、何种信息是自愿披露的，与一个国家的公司法律框架体系有很大关系。因此，在某些国家的公司法律框架体系下必须强制披露的信息可能在另一些国家的公司法律框架体系下是自愿披露的信息。

在一些情况下是强制披露的信息，而在另一些情况下可能是自愿披露的信息。对投资者而言，强制披露的信息与自愿披露的信息是相互补充的信息源，不存在一类信息能够替代另一类信息、或一类具有较高价值、而另一类价值较低的情况。投资者偏好更高质量的信息，无论是强制披露的信息还是自愿披露的信息都应该及时、准确、可靠。关于自愿性信息披露与强制性信息披露的区别，具体参见表 2.1。

表 2.1 自愿性信息披露与强制性信息披露的区别

	自愿性信息披露	强制性信息披露
定义	强制性信息披露以外，基于公司形象、与投资者关系、回避诉讼风险等主动披露的财务与非财务信息。	由证券法、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。
披露原因	上市公司与其他利益相关者之间出于经济利益进行的主动信息沟通。	以法律规范来调整的上市公司与其他利益关系者之间的信息沟通。
载体	公告、年报 (多见于描述性部分) 宣传册、网站、路演、宣讲会等。	季报、中报、年报等。
内容	公司未来战略、市场风险分析、前瞻性预测信息、并购信息、投资项目分析、环境保护、社区计划、通货膨胀的影响等。	公司概况、基本财务信息、董事及高管基本信息、重大关联交易等。
时间	适时	季度、年度的规定时间内。
制衡机制	上市公司内部制衡机制、中介机构、投资者教育	法律的制定和执行。

资料来源：何卫东，“上市公司自愿性信息披露研究”，《上海证券报》，2002-12-23。

### 2.1.2 自愿性信息披露的渠道

一般来看，世界各国上市公司自愿性信息披露主要有如下三种基本的渠道：

第一，通过公司定期财务报告披露信息。例如将自愿性信息在上市公告书、年报、中报、季报中公布。一般情况下，上市公司倾向于以这种形式披露的信息有企业的战略目标、管理层的讨论与分析、科研情况以及人力资源开发等。

第二，向证券商、机构投资者、专业证券分析师沟通信息。一般在定期报告之后或公司宣布了重大投资、融资行为之后，证券经销商、机构投资者以及专业证券分析师往往要求上市公司就定期报告内容及投资、融资行为的动机和可能产生的影响进行进一步的解释。由于上市公司经理人员通常会利用这些沟通机会会有选择性地向证券商、机构投资者、专业证券分析师提供一些中小投资者无法获得的信息，许多国家的证券监管部门为了保护中小投资者的利益，曾一度限制上市公司披露这种自愿信息。但后来考虑到上市公司与市场中介之间这种形式的信息沟通能够有效地促进市场中介机构的发展，提高市场中介机构对公司未来价值变动的预测能力，降低股价的非正常波动，一些成熟资本市场的监管部门逐渐放松了对这种形式的信息自愿披露的监管。

第三，利用新闻媒体向外界提供信息。上市公司将有关公司核心竞争能力、环境保护、人力资源和社会责任的信息发布出去。这种形式的自愿信息披露传播速度快，影响面广，市场反应及时。缺点是成本较高、风险较大。因为公开承诺的事情如果没有能够实现，不仅仅会有面临法律诉讼的可能，上市公司还会在信誉、社会形象上损失巨大。

### 2.1.3 自愿性信息披露的内容

一般来看，世界上各个国家与地区在证券市场发展的各个不同时期，因为上市公司信息披露制度不同，使上市公司强制性披露内容的规定不同，导致各国或地区在各个不同时期的自愿性披露信息内容也不一样。例如，以美国为例，2001年，FASB在其发表的《改进财务报告：提高自愿性信息披露》（Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures）研究报告（FASB, 2001），选择了包括：汽车、化学品、计算机、食物、石油化工、制药、地区性银行等8个行业作为研究对象，总结了美国上市公司自愿性信息披露的六项基本内容，即：

- （1）公司业务信息；
- （2）管理层对以上数据的分析；
- （3）未来发展的前瞻性信息；

- (4) 管理层及股东的信息;
- (5) 公司的背景信息;
- (6) 未确认无形资产的信息。

Chau and Gray(2002)在Meek, Roberts and Gray (1995)的基础上,进一步对上市公司的自愿性披露信息内容进行了总结与归纳。与Meek, Roberts and Gray (1995)的基本思路一致,Chau and Gray(2002)将上市公司的自愿性披露信息内容归纳为三大类型,即:

(1) 战略性信息 (Strategic Information), 主要包括: 公司整体信息、公司战略、收购与处置信息、研发信息、未来展望信息;

(2) 非财务信息 (Nonfinancial Information), 主要包括: 董事信息、雇员信息、社会责任与创值信息;

(3) 财务信息 (Financial Information), 主要包括: 分布会计信息、财务分析信息、外汇资产信息、股票价格信息。

整体来看,Chau and Gray(2002)关于上市公司自愿性披露信息内容的划分与归纳,是截止目前相对较全的归纳总结,代表了许多国家与地区上市公司自愿性披露的信息内容。

中国证券市场,自20世纪90年代初成立以来,上市公司信息披露制度逐渐建立与发展。关于上市公司自愿性信息披露制度,一直没有比较完善的政策规定,主要规定大致见于中国证监会颁发的《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则》1-6号的有关条款中注明的“不限于此”条例,这些非强制性规定给上市公司自愿披露内容界定提供了一定的政策依据。2003年10月,深交所发布的《上市公司投资者关系管理指引》中,虽然首次引入了上市公司自愿信息披露概念,却未对上市公司的自愿披露信息进行限定。另外,2007年1月31日中国证监会最新颁布的《上市公司信息披露管理办法》,关于自愿性信息披露内容方面,也未做任何规定。因此,中国上市公司自愿性披露信息内容,主要的判断依据是根据目前施行的政策法规的强制性披露信息之外的非强制性披露部分。这里,我们不做详细说明,中国上市公司自愿性披露信息内容具体将在第3章进行详细分析。

#### 2.1.4 自愿性信息披露的历史演变

整体来看，世界范围内自愿性信息披露的演变历史，整体遵循如下一种路径，即：自愿性信息披露主导阶段→→强制性信息披露主导阶段→→鼓励自愿性信息披露阶段→→强制性信息披露与自愿性信息结合阶段。这种历史演变途径，在美国证券市场表现得尤为典型。在此，以美国证券市场为例，具体介绍自愿性信息披露的这种演变历史：

**第一阶段：自愿性信息披露主导阶段。**美国证券市场早期阶段，在古典自由主义思想的影响下，证券监管部门信奉的监管理念是“看不见的手”，即只要证券市场上交易量大、参与人数众多、交易阻碍少，参与者受自身利益趋动的理性交易行为就能够促使证券市场自动达成“信息完全披露、资源有效配置”的理想均衡状态。这个阶段，上市公司披露什么？何时披露？采用什么披露方式？披露到何种程度？这些披露完全由上市公司自身决定。这个阶段，上市公司信息披露制度表现为以自愿性信息披露主导。

**第二阶段：强制性信息披露主导阶段。**1929年，伴随华尔街股票大崩溃引起的世界范围内的经济大危机，使投资者利益遭受了巨大的损失，这对监管部门传统的“看不见的手”的监管理念遭受了沉重打击。之后，美国国会组织了专门委员会对纽约证券交易所大恐慌进行了调查。调查表明，这次危机实际上与上市公司披露虚假信息、投机者造谣欺骗从而操纵市场有关。为了扼制虚假信息披露、保护投资者利益和提高证券市场效率，美国相继于1933年颁布了《证券法》、1934年颁布了《证券信息交易法》，并且成立证券交易委员会（SEC）专门负责证券市场的监管。SEC借助会计职业界的力量推动公认会计准则、公认审计准则的颁布，对提高上市公司信息披露的质量起到了良好的规范作用，使得美国信息披露达到了一个最高的水平，成为各国效仿的典范，信息披露制度步入了一个较为完善的发展时期，这标志着上市公司信息披露方式由自愿性披露向强制性披露转变。之后的很长一段时间，证券市场的信息披露方式一直以强制性披露为主导。

**第三阶段：鼓励自愿性信息披露阶段。**20世纪90年代初期，伴随“企业核心能力和竞争优势”理论逐渐成为西方战略管理研究中的最新热点，以及以“保护投资者利益”为基调的公司治理浪潮的兴起，人们越来越对上市公

公司以“核心能力和竞争优势”为中心的各种信息予以极大关注，传统的强制性披露信息不能满足投资对公司信息的需求。因此，在这一时代背景下，美国证券交易委员会(SEC)、美国注册会计师协会(American Institute of Certified Public Accountants, AICPA)、美国财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)等机构又为鼓励自愿性信息披露进行了广泛研究。

1994年，AICPA下属的Jenkins委员会发表了《改进企业报告：以用户为导向的报告》，该报告对用户需求信息进行了广泛、深入的研究。随后，FASB成立了Steering委员会专门对鼓励自愿性信息披露问题进行了研究，总结了投资者对上市公司自愿信息披露的需求，并且鼓励企业披露有关核心能力、管理层的战略目标、未来发展潜力的前瞻性信息。2001年，FASB发表了《改进财务报告：提高自愿性信息披露》的研究报告，并分析了美国许多上市公司日益增加的自愿披露现象，并对8个行业的上市公司进行了抽样，总结了自愿性信息披露的内容、框架，以及自愿性信息披露的成本和效益分析。因此，上述研究工作对鼓励和促进上市公司自愿性信息披露起了至关重要的作用。

第四阶段：强制性信息披露与自愿性信息结合阶段。目前，美国证券市场的信息披露制度处于强制性信息披露和自愿性信息披露相结合的阶段。美国上市公司按照SEC的要求在作出及时、准确、公开的信息披露即强制性信息披露的基础上，并且自愿地披露更具相关性、可靠性、透明度高的信息。这一阶段，强制性信息披露作为基本信息披露方式，保障了信息使用者对信息的基本需求，同时自愿性信息披露对其进行深化和扩充，以提供更高质量的信息。这样，两者信息披露方式的结合，为投资者提供了广泛而深入的信息。

综上所述，上市公司日益自愿披露信息正在成为公司信息披露的一种趋势。目前，许多国家上市公司信息披露制度也正朝着强制性披露与自愿性披露相结合的方向发展。自愿性信息披露正在成为许多大公司展示“核心竞争力”，沟通利益相关者，描绘公司未来的有效途径。

## 2.2 自愿性信息披露的理论研究基础

### (1) 信息不对称问题

一般而言，在资本市场上，信息不对称问题特别地是指上市公司与投资者之间存在的信息拥有差别，又称为“柠檬”问题（Akerlof, 1970）。信息不对称问题的存在，将导致资本市场信息效率下降。例如，假定上市公司披露的信息一半是“好”，一半是“坏”。由于上市公司与投资者之间存在信息不对称，相对于上市公司，投资者不能完全区分上市公司披露的两种信息，理性的投资者的最优选择是对“好”、“坏”两种信息同等对待。因此，上述信息不对称的存在，将导致上市公司披露的信息要不被理性地过低估计为“坏”、或理性地过高估计为“好”。解决上述问题，Kreps（1980）指出，可以设计一种企业与投资者之间的最优契约，充分激励上市公司披露充分的信息——自愿性信息披露。此外，另一种潜在的方法是对上市公司的信息披露予以强制性规定——强制性信息披露。因此，信息不对称问题的存在，上市公司经理层自愿性披露信息是经济主体的理性行为选择（Healy and Palepu, 2001；张宗新、张晓荣、廖士光，2005）。

### (2) 代理问题

Jesen and Meckling（1976）认为，由于股东和经理人员都是理性经济人，都追求自身效用的最大化，股东追求企业价值的最大化，而经理追求尽可能多的报酬和闲暇，由于委托人和代理人之间的信息不对称，作为代理人的经理人员就有可能利用自己的经营和信息优势以牺牲委托人利益为代价，来实现自身利益最大化。但是企业的资本所有者并不会坐等经理人员来主宰他们，他们会通过签订契约合同来降低代理成本。而监督代理合同的执行需要耗费成本，这些成本不但会降低报酬，还可能会降低经理人员的分红、奖金以及其他报酬。因为外部和内部的两种监督成本均由所有者—管理者承担，如果管理者本人能以较低的成本提供这些信息，预先答应承担这些报告的成本，并请独立的外部审计人员来检验其准确性对他是有利的。因此，自愿披露信息是管理层降低代理成本的一种手段，代理成本越高，管理层自愿披露信息的基本动机越强。

## 2.3 自愿性信息披露的动机与目的

### 2.3.1 理论解释与经验证据：国外文献

信息披露理论研究表明，即使在一个有效的资本市场上，上市公司经理仍然拥有相对于公司外部投资者更多有关本公司未来预期收益的信息。如果审计与会计信息披露与监管机制充分完善，那么经理层的会计决策与信息披露则可以被公司外部投资者充分获取。但是，如果上述充分完善的信息披露与监管机制不存在，公司经理在面临信息不对称与代理问题情况下，出于公司战略、公司治理等原因，具有主动披露一定程度的公司信息的动机（Healy and Palepu, 2001）。整体来看，上市公司主动披露信息的具体动机或目的，主要集中在如下几个方面：

#### （1）资本市场交易假说（Capital markets transactions hypothesis）

Healy and Palepu (1993, 1995)认为，投资者对公司的认知，对公司经理层发行公共债务或股票、或者基于股票交易方式收购其他公司等融资决策，具有重大的影响。假定公司的经理层拥有比公司外部投资者更多关于本公司未来预期的信息，正如 Myers and Majluf (1984)所指出，如果上述信息不对称问题不能有效解决，那么公司预期本公司发行债务或股票进行外部融资的成本将会很高。因此，为了降低公司外部融资成本，公司经理人员往往会主动地自愿性披露信息，以减少信息不对称问题。这种结论与 Barry and Brown (1985, 1986)、以及 Merton (1987)的均衡模型相似，即：当公司经理与外部投资者之间存在信息不对称时，投资者面临信息风险；为避免投资者信息风险所带来的公司资本成本上升，公司经理层会主动自愿性地披露公司信息。

经验证据上，一些研究提供了公司外部融资方面的证据。例如，Lang and Lundholm (1993)在对公司信息披露进行广泛研究后指出，证券分析师对公司的信息披露评级越高，公司越有可能在之后的时期发行证券。随后，Lang and Lundholm (1997)进一步分析了公司的股票发行，发现公司股票发行与发行之前的六月的信息披露行为之间具有显著的正相关关系，即股票发行前六个月公司自愿性信息披露明显增加。此外，Healy, Hutton and Palepu (1999)发现，证券分析师对信息披露评价越高的公司，发行债券的频率也越高。

### (2) 公司控制权争夺假说 (Corporate control contest hypothesis)

这种假说认为,投资者和董事会认为经理应该对公司的股票表现负有责任。Warner, Watts and Wruck (1988)、Weisbach (1988)的研究发现,公司CEO的更换与较差的股票表现正相关,同时还与公司面临敌意收购的可能性相关。DeAngelo (1988)发现,董事会成员在对表决权进行争夺时,常常把公司不佳的盈利表现作为更换经理的理由。所以,上市公司的经理为了避免因为不佳的股票或者盈利表现而造成失业,往往会披露更多的信息。

值得指出,有关公司面临敌意收购或代理权争夺时的自愿性信息披露的实证研究很少。Bernnan (1999)发现,在遇到控制权争夺时,目标公司更有动机进行盈利预测等自愿性披露,从而提高敌意收购者的兼并成本。

### (3) 股票补偿假说 (Stock compensation hypothesis)

一般情况下,公司经理层常常受益于各种各样的股票补偿计划,例如:股票期权等。受益于股票补偿计划的经理愿意进行自愿性信息披露,整体来看,有以下原因:

第一,乐意进行股票交易的经理更倾向于披露私人信息,以免违反内幕交易的规定,同时也可以增加股票的流动性。在股票期权到期之前,这种披露也可以避免股票期权的行权价格过低。

第二,为现有股东利益着想的经理更倾向于披露自愿性信息,这样可以降低和新员工签订股票补偿协议的成本。如果股票价格准确度量了公司价值,股票补偿就会成为对经理和所有者进行补偿的有效形式。否则,经理会为承担了错误定价的风险而要求额外补偿。所以,广泛应用了股票补偿计划的公司会披露额外的信息,以降低错误定价的风险。

与这种理论解释一致, Noe (1999)发现,公司经理进行信息披露的事件与公司股票的内部人交易之间呈正相关关系。Aboody and Kasznik (2000)研究发现,在股票期权到期之前,持有买入期权的经理人员会延迟对好消息的披露、而加速释放坏消息,以在到期时增加套利收益。此外, Mille and Piotroski (2000)发现,处于转型时期的公司,如果有较高的股票期权补偿风险的话,经理往往更容易披露本公司盈利预测。

### (4) 诉讼成本假说 (Litigation cost hypothesis)

来源于投资者法律诉讼的威胁,对公司管理者的信息披露决策主要有以

下两方面的影响:

第一, 为了避免因为信息披露不充分或不及时而引起的法律诉讼, 公司会增加自愿性信息披露;

第二, 法律诉讼会潜在地减少管理者披露预测性信息。

值得指出, 经验证据关于上述方面的研究结论并不一致。例如, Skinner (1994) 指出, 基于诉讼的考虑, 公司 (特别是具有较差盈余水平的公司) 管理层会自愿披露更多信息以降低股东、投资者与经营者之间的信息不对称, 降低投资的不确定性与风险, 从而避免承担巨额诉讼成本的可能。因此, 公司面临的诉讼成本威胁, 提供公司对不利信息的自愿披露。

但是, Francis, Philbrick and Schipper (1994) 的研究发现, 受到起诉的公司中有62%的公司是披露了不佳的赢利性预测的, 没有受到起诉的公司中也有高达有87%的公司提前披露了盈利下降的信息, 且股价也有大幅度下降, 但都未受到起诉。所以, 他们认为, 提前披露不佳的消息并不能有效避免诉讼。此外, Miller and Piotroski (2000) 也的证据也得到了相似的结论。

#### (5) 经理层能力信号假说 (Management talent signaling hypothesis)

例如, Trueman (1986) 认为, 经理人员有动机通过自愿性披露以展示他们的成就。他认为, 公司市值是投资者对管理者才能评价的函数, 这种才能是指管理者预知并且应对公司所处经济环境的变化变化的能力。投资者越早地推断出管理者已经掌握相关信息, 他们对管理者能够应对未来变化就持越乐观的态度, 这样, 公司的市场价值越高。

值得指出, 到目前为止, 这种假说还没有得到更多的实证证据支持。

#### (6) 所有权成本假说 (Proprietary cost hypothesis)

这种假说认为, 公司是否向投资者披露信息与这种信息是否能影响其在产品市场的竞争地位有关 (Verrecchia, 1983; Darrough和Sansing, 1993; Darrough, 1993; Gigler, 1994; 等)。这些研究认为, 公司不愿披露那些有损公司市场竞争地位的信息, 即使这样会增加融资成本。此外, Verrecchia (2001)、Dye (2001) 进一步指出, 管理者和股东之间是没有利益冲突的, 所以自愿性披露总是可信的。另外, Hayes and Lundholm (1996) 认为, 所有权成本导致公司只有在分部具有相似业绩时才披露分部会计数据。分部间有极不相同的业绩表现时, 公司倾向于隐瞒这些分部信息, 而只给出总体业

绩状况。

整体来看,目前只有很少的实证证据直接支持这个假说。Piotroski (1999) 考察了公司提供分部信息的决策。他认为,当公司利润下降或分部利润变动较少时,公司才倾向于披露分部信息,支持了所有权成本假说。另外,所有权成本假说能够扩展其他信息披露之中。例如, Watts and Zimmerman(1986) 指出,由于公司担心公司财务信息披露中潜在的政治性或合约成本,这种担心会进一步影响公司自愿性信息披露。

#### (7) 公司战略假说 (Corporate strategy hypothesis)

这种假说认为,上市公司向外部投资者揭示自身核心竞争能力的一种公司战略表现。例如, Darrough and Stoughton (1990)、Amir and Ziv (1997) 的研究表明,基于公司战略方面的考虑,管理人员也会自愿披露某些信息。进一步, Ferkrat, Carla and Petroni (1999) 认为,自愿信息披露的目的是将有关公司核心能力的信息传输给外部投资者,使投资者了解公司现在或潜在的竞争优势,强化投资者对公司竞争优势的理解,相信公司的未来并作出投资决策。Newson and Deegan (2002) 通过欧美等国150个机构投资者对澳大利亚、新加坡、韩国的跨国公司调查显示,上市公司自愿性信息披露的主要目的在于体现公司的“核心能力”和“全球竞争化策略”。

### 2.3.2 理论解释与经验证据: 国内文献

整体来看,国内关于上市公司自愿性信息披露的动机的理论与实证检验很少。例如,张宗新、张晓荣、廖士光(2005)的理论模型表明,中国上市公司自愿性信息披露的动机主要体现在三个方面:第一,揭示公司价值需要,即显示企业成长与核心竞争能力;第二,再融资最大化需要,即获得再融资机会与提高再融资价格;第三,控制权安排需要,即上市公司经理层获得控制权收益。

此外,王惠芳、原改省(2006)选取新年度经营计划作为公司自愿性信息披露的替代变量,对24家深市上市公司2004年年度报告中的自愿性信息披露情况进行了实证研究。他们发现,“羊群效应”,即公司的自愿披露决策与其他同行业公司自愿披露行为正相关的情况,在建筑业中存在,而其他行

业上市公司的自愿披露并未呈现出“羊群效应”。除此之外，新年度经营计划自愿披露公司与产品市场竞争度等方面与未披露公司不存在显著差异，说明产品市场竞争度不是公司进行披露的动机。

## 2.4 自愿性信息披露影响因素的实证研究

### 2.4.1 国外经验证据

上市公司自愿性信息披露影响因素的实证检验，一直是自愿性信息披露的实证研究的重要组成部分。归纳起来，国外研究者关于上市公司自愿性信息披露影响因素的实证研究，考虑的因素主要包括如下几个方面：

#### (1) 公司治理指标

上市公司治理结构，是影响公司自愿性信息披露的重要影响因素。具体而言，这些公司治理指标大致包括：

1) 所有权结构。首先，管理层持股方面，Jensen and Meckling(1976)认为，管理层持股比例越低，代理问题越严重，因为管理层会更倾向于为自己谋福利，而不是从股东利益最大化出发。投资者就需要更多的监督来解决代理问题，监督成本就越高。而如果经理增加自愿性信息披露，那么就可以减少投资者的监督成本。Ruland (1990)、Eng and Mak (2003)的实证研究表明，公司管理层持股比例与自愿性信息披露水平呈负相关关系。

其次，国家股持股方面，国有企业经营方式与私有企业一样，但不同的是还必须考虑到国家的目标，而这些目标的实现则会与公司的商业目标相冲突。此外，由于政府是一个长期的投资者，且政府对这些企业的管制不严，因而这些企业的管理人员就有与企业的少数股东更多沟通的必要，少数股东为减少公司的代理成本，也必然要求更高的自愿性信息披露水平。L.L.Eng 和 Y.T.mak (2003)的研究发现，国家持股比例与自愿性信息披露水平之间存在着正相关关系。

再者，法人股持股方面，法人股股东拥有更多的资源跟专家去对上市公司进行监督。相对于国家作为股东的情况，一般法人股东更有动机去监督上市公司，因为法人股东更关注利润的实现而不是社会或政治目标的完成。所以，

法人股股东应当是与公司业绩正相关，法人持股比例越大，那么自愿性信息披露的程度应当越高。Xiao, Yang and Chow (2004) 通过对 203 家中国上市公司的实证研究发现，法人持股比例与自愿性信息披露成正相关关系。

最后，股权集中度方面，Morck, Shleifer and Vishny (1988) 认为股权集中度越高，那么大股东与小股东之间的利益冲突就越显著。大股东往往会指派其亲信作为董事会成员，从而把利益向其控制的关联企业输送。Hossain 等 (1994) 研究却发现，当公司前十大股东持股比例增加时，公司的信息披露程度将降低。Schadewitz and Blevins (1998) 在对芬兰上市公司的自愿性信息披露的研究中也得出了股权集中度与信息披露程度负相关的结论。

2) 董事会构成。其中，独立董事比例是一个主要的替代变量。独立董事的作用体现在其监督职能，可以对管理者的行为进行监督。Lefwich et al. (1981)、Fama and Jensen (1983) 均认为董事会中独立董事的比例越高，对于管理者机会主义的监督会越有效，公司的自愿性信息披露的程度会越高。Ho and Wong (2001) 通过对香港上市公司的实证研究发现，独立董事比例与公司的信息披露水平成正相关关系。Eng and Mak (2003) 发现，独立董事比例与公司的自愿性信息披露水平呈负相关关系。

3) 其他公司治理指标。首先，总经理与董事长二职合一。如果总经理与董事长二职合一，则意味着更大的权力。Forker (1992)、Ho and Wong (2001)、Gul and Leung (2004) 研究发现，二职合一会使自愿性信息披露的程度降低。

其次，审计委员会的设置。审计委员会的作用是保证公司的财务会计及控制系统的工作质量，由于审计委员会的成员以独立董事居多，独立于管理当局，因此其设立可以增加信息的透明度。Ho and Wong (2001) 研究发现，审计委员会的设置与自愿性信息披露的程度是正相关关系。

## (2) 公司财务指标

1) 公司盈利水平。Bowman and Haire (1975) 采用净资产收益率指标研究公司盈利能力对自愿披露的影响时发现，二者显著正相关。Grossman and Hart (1980) 研究发现，绩效较好的公司将愿意更多地披露信息，以使市场正确评价其盈利水平，从而吸引更多的资本或避免公司股票的价值被市场低估，Milgrom (1981) 也发现了同样的结论。Miller (2002) 也发现随着公司盈利水平提高，公司信息披露水平相应提高。

2)公司负债比例。Jensen (1986) 的实证研究中指出, 由于财务杠杆有助于控制自由现金流量, 并使负债的代理成本通过债务条款而非年报中的信息披露得到控制, 所以公司负债率的提高可能会降低自愿信息披露的水平。Ferguson et al. (2002) 的实证研究发现, 公司的负债比率越高, 公司财务失败的风险越大, 为了增强股东和债权人对公司的信任, 公司会自愿披露信息来反应公司的财务状况。但是, Eng and Mak (2003) 的实证研究结果却恰恰相反: 公司规模越大、负债比率越小的公司, 自愿性披露的信息越多。

### (3) 其他指标

1) 公司规模。Chow, Wong and Boren (1987) 研究发现, 规模较大的公司相对于规模较小的公司需要筹集更多的外部资金, 因此为了获得投资者的青睐, 大公司会披露更多的信息, 从而减少由于信息不对称而产生的代理成本。Ho and Wong (2001)、Eng and Mak (2003) 的实证研究支持了这一结论。然而, Davey (1982)、Robets (1992) 等人的研究却发现, 公司规模与自愿信息披露之间并不存在显著的正相关关系, 甚至是一种弱的负相关关系。

2) 会计师事务所类型。代理理论认为, 审计可以减少管理者与投资者之间的利益冲突。较大的事务所更注重其信誉, 有更强的动机去保持其独立性、更加严格的去遵守信息披露的相关规定(例如, DeAngelo, 1981; Malone et al., 1993; 等)。管理者如果聘请较大规模的事务所, 那么说明管理者想向外界传递该上市公司信息披露的质量高的信号。因此, 会计师事务所规模越大, 自愿性信息披露的程度应当越高。Craswell and Taylor (1992) 的实证研究支持了该结论。

## 2.4.2 国内经验证据

整体来看, 国内关于自愿性信息披露的理论研究与实证检验文献比较少(张宗新、张晓荣、廖士光, 2005)。目前, 关于中国资本市场上市公司自愿性信息披露影响因素的实证研究文献主要如下:

### (1) 公司治理方面

乔旭东 (2003) 的实证研究发现, 中国上市公司独立董事占董事会人数的比例与自愿披露水平正相关。除此之外, 钟田丽、贾立恒、杜淑洁 (2005)

以我国 120 家上市公司 2002 年年度报告为对象, 采用实证方法也得出了独立董事比例与上市公司自愿披露程度正相关的结论。

殷枫 (2006) 选取了 2002 年 169 家中国上市公司作为研究样本, 检验了公司治理结构的四个因素, 即董事会中独立非执行董事的比例、监事会人数、审计委员会、董事长是否兼任总经理与自愿性信息披露程度的关系。研究结果表明, 董事长不兼任总经理的公司, 其自愿性信息披露程度就比较高, 而其余三个公司治理因素并没有对自愿性信息披露程度产生影响。

崔学刚、朱文明 (2003) 的研究结果发现, 公司前十大股东持股比例与自愿性信息披露水平负相关。

但是, 张宗新、张晓荣、廖士光 (2005) 的研究却发现, 反映公司治理结构的指标: 流通股比重、股权集中度、流通股比重、董事长与总经理是否为同一人等四个指标均不显著, 说明中国的市场条件下上市公司治理结构对自愿性信息披露指数的解释能力较弱。

### (2) 公司财务方面

诸葛栋、封思贤 (2005)、殷枫 (2006) 的实证研究表明中国上市公司自愿性披露程度与公司盈余业绩成正相关关系。范小雯 (2006) 的实证研究也证实了公司盈利水平与自愿性信息披露成正相关关系。而崔学刚、朱文明 (2003) 的实证研究发现公司的盈利水平与自愿性信息披露水平呈负相关关系。

上市公司的审计费用越高, 就越有动力向市场传递更多的拥有审计意见的信息。范小雯 (2006) 的实证研究发现审计费用与自愿性信息披露成不显著的正相关关系。

### (3) 其他方面

范小雯 (2006)、崔学刚、朱文明 (2003) 的实证研究均发现, 公司的规模与自愿性信息披露水平正相关, 规模较大的公司信息披露水平要高于规模较小的公司。而乔旭东 (2003) 的实证研究明, 中国上市公司的自愿披露程度与公司规模无关。

上市公司自愿披露的程度与发行股票的类型有关, 若同时在不同证券市场发行不同种类的股票, 则倾向于较多披露; 若仅在一个市场上发行单一一种类的股票, 则倾向于较少披露。乔旭东 (2003) 的研究发现, 同时发行境内

和境外股票的上市公司更倾向于自愿披露。范小雯（2006）的研究发现在发行A股的同时，有B、H等外资股的上市公司自愿性信息披露的水平更高。

## 3. 中国上市公司自愿性信息披露检验

本章准备对中国上市公司自愿性信息披露进行实证研究，以全面了解中国上市公司自愿性信息披露的特征以及影响上市公司自愿披露水平的因素。

### 3.1 研究方法

#### 3.1.1 自愿性信息披露指数（VDI）：因变量

本文中，为了对影响中国上市公司自愿性信息的影响因素进行实证检验，首先必须衡量上市公司自愿性披露信息的披露程度，以此作为因变量。根据之前的文献综述，一个有效的衡量指标就是建立自愿性信息披露指数（Voluntary Disclosure Index，VDI）。

根据之前的定义，上市公司自愿性披露的信息是指法律、法规强制性披露之外的信息。这些信息，散见于诸如公司定期财务报告、各种新闻媒体以及与证券商、机构投资者、专业证券分析师的信息沟通中。本文中，我们准备基于上市公司年度报表披露信息予以研究。

本文中，我们以上市公司自愿性信息披露指数（VDI），用于衡量上市公司年度报告中自愿性信息披露的程度。VDI 指数的基本构造原理是：首先对自愿性披露信息内容以信息条目进行划分，并赋予分值，再按照一定的计算方法，即可得到自愿性信息披露指数 VDI。

#### ■ 自愿性披露信息条目划分

一般来看，上市公司自愿性披露信息种类繁多，而且披露详细程度也不一致。因此，如何对种类繁多的上市公司主动披露的自愿性信息进行分类与整理，是建立有效的 VDI 指数首先而且必须解决的问题。针对这个问题，大多数研究者采用的是 Meek, Roberts and Gray (1995)、Chau and Gray(2002)

的划分标准。

Meek, Roberts and Gray (1995)、Chau and Gray(2002)将上市公司自愿性披露信息划分为三种基本的大类: 战略性信息(Strategic Information)、非财务信息(Non-financial Information)、以及财务信息(Financial Information)。然后, 再对这三个基本大类进行细分, 得到自愿性披露信息的明细条目<sup>①</sup>。

整体来看, Meek, Roberts and Gray (1995)、Chau and Gray(2002)提出的这种划分方法, 是截止目前相对较全的归纳总结, 代表了许多国家与地区上市公司自愿性披露的基本信息内容。鉴于此, 本文准备基于这种划分方法, 结合中国的实际情况, 来对中国上市公司年报自愿性披露的信息进行分类。

中国上市公司年度报告信息披露的相关规定主要来自中国证监会《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第 2 号》, 并且该规定在每一年均有不同程度的变动。

本文中, 主要以上市公司 2005 年年报披露的自愿性信息为准, 来研究中国上市公司自愿性信息披露强度。因此, 本文以《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第 2 号》的 2004 年修订版(2005 年执行)为依据, 来确定上市公司年报中自愿性信息, 即在该规定要求必须披露的信息之外, 上市公司主动披露的其他信息, 就是上市公司自愿性披露的信息。

根据前面所述, 本文确定了中国上市公司年报自愿性披露信息内容, 主要划分为三大类, 即: 战略性信息、非财务信息、以及财务信息, 总共 38 个明细条目(参见表 3.1)。

#### ■ 自愿性信息披露条目的赋值

根据之前的划分, 我们将中国上市公司 2005 年报披露的自愿性信息划分为三大类, 即: 战略信息、非财务信息、财务信息, 共 38 个明细条目。针对上述三大类中的每个明细条目, 我们分别按照如下标准进行赋值或打分(具体参见表 3.1):

(I) 详细描述地赋予 2 分。这里, 定性与定量结合为 2 分; 如果仅为定性描述, 则详细的为 2 分。

(II) 一般性描述的赋予 1 分。这里, 仅仅表现为泛泛描述之类。

<sup>①</sup> 详见附录 1 以英文提供的信息披露条目。

(III) 不披露该信息的则赋予 0 分。

一般来看,在根据明细信息条目的分值汇总成公司信息披露指数时,存在两种方法:一种方式是将明细信息条目的分值直接汇总,假定每个信息条目的重要性是一样的,即不赋予权重;另一种方法是对每一明细信息条目赋以权重,以反映信息条目的重要程度,然后加权汇总。这里,我们采用第一种方法,即将每条信息的权重均看作 1,不人为分配权重,以避免人为分配权重带来的主观性。

#### ■ 自愿性信息披露指数的计算方法

这里,我们采用如下计算方法确定中国上市公司自愿性信息披露指数 VDI:

$$VDI_i = \frac{TS_i}{2 \times k}, \quad i = 1, 2, \dots, N$$

其中, N 表示样本公司数量(本文中, N=69); k 表示上市公司自愿性信息披露的全部明细条目数目(本文中, k=38);  $VDI_i$  表示第 i 家上市公司的自愿性信息披露指数,反映公司自愿性信息披露的强度;  $TS_i$  表示第 i 家上市公司自愿性信息披露的总分值(绝对数)。

表 3.1 中国上市公司自愿性信息披露指数 (VDI) 的信息条目

信息分类	编号	信息名称	评分标准
战略性信息	1	公司总体战略或目标	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	2	资金使用计划	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	3	营销计划	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	4	市场开发计划	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	5	品牌战略	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	6	人力资源管理计划	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	7	加强公司内部管理计划	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	8	报告年度为达到目标所采取的行动	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	9	下一年度为实现目标将采取的行动	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分

	10	主要产品或市场在 报告期取得成果	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	11	竞争性环境或生产 经营环境的描述	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	12	公司核心竞争优势	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	13	公司当前研发情况	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	14	公司未来研发计划	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	15	公司未来面临的机 会与影响	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	16	公司未来面临的风 险与影响	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	17	销售收入/利润预测	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	18	现金流预测	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	19	资本性支出预测	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
非财务信息	1	员工培训	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	2	员工福利	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	3	公司治理结构改进 措施	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	4	市场占有率变动	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	5	获得相关认证以及 奖励情况	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	6	企业文化	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	7	股东大会非强制性 信息	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	8	非强制性澄清公告	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
财务信息	1	订单与产品积压信 息	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	2	报告期盈利情况描 述	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	3	流动性分析	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	4	销售收入、成本变动 分析	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	5	毛利率变动分析	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分

	6	未分配利润变动分析	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	7	资本性支出	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	8	现金流变动描述	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	9	应收款项变动分析	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	10	负债项目变动分析	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分
	11	期间费用变动分析	详细 2 分, 一般性 1 分, 不披露 0 分

注: 这里, 自愿性信息条目采用 Meek, Roberts, and Gray (1995)、Chau and Gray(2002)的基本划分标准。中国上市公司自愿性披露信息的确定, 则依据中国证监会颁布的关于年报信息披露的《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第 2 号》的 2004 年修订版(2005 年执行)。

### 3.1.2 解释变量选择

本文主要基于公司治理与财务指标角度, 以信息技术行业为例, 对中国上市公司自愿性信息披露影响因素进行实证检验。具体来看, 解释变量包括:

#### ■ 公司治理变量

##### (1) 管理层所有权 (MOWN)

Jensen and Meckling (1976) 的代理理论认为, 管理层持有的股份越多, 意味着管理层与股东利益越一致; 管理层持股比例越少, 则外部股东为了保护自身利益, 将加强对其的监管来降低代理矛盾。外部股东的监管将增加公司的成本, 如果管理层能够提供更多的自愿性信息披露, 则外部股东的监管就会减少, 相应的监督成本也会减少。因此, 自愿性信息披露和管理层持股作为公司内部治理的工具, 也是股东监管管理层的替代变量。例如, Warfield et al. (1995) 的实证结果表明, 管理层所有权水平与其自愿披露信息呈正相关关系; Forker(1992)实证结果表明, 管理层持有股票期权与自愿性信息披露存在正相关关系。这些证据, 支持了 Jensen and Meckling (1976) 的观点。

但是, 目前实证研究并没有得到统一的结果。例如, Ruland et al (1990)、Eng and Mak (2003) 的实证结果却表明, 管理层持股与自愿性信息披露存在负相关关系。

本文准备基于中国市场的进一步对 Jensen and Meckling (1976) 的代理理论给予检验。这里, 定义管理层持股比例(包括 CEO、以及其他高层管理人员)为管理层所有权。考虑到中国上市公司中管理层持股的情况较少,

有相当一部分公司的管理层持股数量为 0，本文拟采用管理层所有权 (MOWN) 虚拟变量，如果高层管理人员持有股份，则计为 1，否则为 0。

### (2) 政府所有权 (GLC)

在中国，很多上市公司大都是国企改制而成，政府持股是一种普遍现象。一般政府持股比例在 20%-80% 之间的公司称为 GLCs (Government-Linked Companies)。根据 Mak and Li (2001) 的观点，GLCs 的经营目标往往与国家利益相关，而与公司的商业目标是相矛盾的。因此，提高股票价值可能不是 GLCs 的主要目标。在 GLCs 中，政府属于长期的投资者，它不可能支持管理层的非法收购，所以 GLCs 管理层受市场监管很少，而政府的这种特权以及与公司商业目标相冲突的利益关系，GLCs 更需要与公司的其他股东进行信息交流，以减低信息监督成本。因此，政府持股与自愿性信息披露呈正比。

中国上市公司国有股，进一步可分为国家股与国有法人股。国有法人股，一般来看，作为企业法人，与一般企业法人股东的行为差别不大，关注企业业绩。因此，这里定义国家股作为政府所有权变量。此外，考虑到中国上市公司政府持股比例在很多公司为 0，因此，进一步定义政府所有权 (GLC) 为虚拟变量，如果政府持有股份，则计为 1，否则为 0。

### (3) 大股东所有权 (BLOCK)

大股东所有权，指持股比例在 5% 以上的股东拥有的普通股比例。McKinnon and Dalimunthe (1993)、Schadewitz and Blevins (1998) 等人的实证表明，大股东所有权与自愿性信息披露是为负相关关系。这是因为，大股东持股比例越高，公司代理问题越严重，大股东越倾向于侵占小股东利益，从而自愿性披露信息更少。

在中国，上市公司的内部人控制现象很严重，处于信息优势的公司管理层拥有正式控制权，公司的委托代理矛盾主要体现在大股东与中小股东之间，管理层与中小股东之间的信息不对称程度更大，内部人的信息操控空间会越大。因此，在市场监管不完善的环境下，随着大股东持股比例的提高，管理层有足够的动机减少公司的自愿性信息披露。

### (4) 独立董事比例 (RINDPR)

根据 Fama (1980)、Fama and Jensen (1983) 等人的观点，董事会的主要作用是监管公司管理层的决策，限制管理层的机会主义行为。董事会中，独

立董事是外部股东利益的代表，其职能在于对公司管理层进行监督，以避免管理层在委托代理机制中的道德风险。独立董事不仅有义务去提高上市公司信息披露的透明度，而且也有意愿这样去做，因为这样可以提高其声誉。因此，独立董事比例越大，上市公司自愿披露的信息应当越多，二者之间为正相关关系。

但是，Hermalin and Weisbach(1991)认为，独立董事在董事会中的比例与公司市场业绩之间没有相关性，因为独立董事处于信息劣势，即使他们拥有更多的专业知识，也没有发挥的机会。执行董事则实际参与了公司的经营，并且处于信息优势的地位，他们对于做出的公司决策更有影响力。

#### (5) 董事长与总经理二职合一 (CEO)

根据代理理论，作为代理人的总经理不一定会总是基于股东的利益出发，主动披露信息，因此，需要单独设立董事长予以监督。上市公司中，有时会出现董事长与总经理二职合一的情况。这种状态表明，公司经理个人在公司当中具有强大的支配权力，从而可能损害董事会有效控制的能力，因为公司的决策控制与决策执行机制之间的制约力会受损。因此，正如 Forker(1992)认为的，董事长与总经理二职合一对于监控质量造成了一定的威胁，可能导致自愿性信息披露的程度下降。例如，Gul and Leung (2004)基于香港 385 家上市公司的实证研究发现，二职合一降低了香港上市公司的自愿披露水平。

本文中，定义董事长与总经理二职合一 (CEO) 为虚拟变量，如果两职合一，则 CEO 计为 1，否则为 0。

#### (6) 审计委员会设置 (AC)

审计委员会是董事会下属的一个专门委员会，一般由 3-5 名非执行董事组成。中国证监会 2002 年 1 月发布的《上市公司治理准则》中明确规定：上市公司董事会要按照股东大会的有关决议，设立战略、决策、提名、薪酬与考核等专门委员会。审计委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任负责人，审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。并规定审计委员会的主要职责：提议聘请或更换外部审计机构；监督公司的内部审计制度及其实施；负责内部审计与外部审计的沟通；审核公司的财务信息及其披露；审查公司的内部控制制度。

审计委员会的职能是保证公司的财务会计及控制系统的工作质量。一方

面，审计委员会要向董事会负责，对管理层进行监督；另一方面，由于审计委员会的成员以独立董事居多，独立于管理当局。因此，审计委员会的设立可以增加自愿性信息披露的程度。例如，Forker(1992)发现，审计委员会的设置与公司信息披露之间存在着一种弱正相关关系。McMullen(1996)、Ho(2001)发现，审计委员会的设置改进了公司的信息披露行为。

本文中，定义上市公司审计委员会（AC）为虚拟变量，如果上市公司内部设置了审计委员会，AC计为1，否则为0。

#### ■ 财务指标变量

##### （1）净资产收益率（ROE）

一方面，根据契约理论，高盈利公司的经理层更有积极性对外主动披露信息，从而维持他们的地位、声誉和薪酬安排提供理由（Wallace et al, 1994）。另一方面，信号理论认为，绩效较好的公司将自愿披露更多信息，以使市场正确评价其盈利水平，从而吸引更多的资本或避免股票的价值被市场低估（Grossman and Hart, 1980; Milgrom, 1981）。

一般来看，净资产收益率（ROE）为净利润与股东权益之比，反映上市公司的股东权利，即股东盈利能力，是衡量上市公司业绩的一个有效指标。如果上市公司净资产收益率越高，则自愿性信息披露水平越高，两者具有正相关关系。例如，Lang and Lundholm(1993)发现，上市公司绩效越好，披露的评分等级越高。Forker（1992）的研究也发现，业绩好的公司，由于信息生产成本相对较低而会增加披露。Miller(2002)也发现，随着公司盈利水平提高，公司信息披露水平也相应提高。本文中，我们采用净资产收益率（ROE）作为上市公司业绩变量。

##### （2）资产负债率（DEBT）

资产负债率为总负债与总资产之比，不仅反映上市公司财务状况，还反映了公司的债务结构。公司资产负债率越低，说明公司财务状况越好，股东或者债权人越愿意投入资金，上市公司愿意披露更多的信息。我们预期资产负债率与自愿性信息披露水平负相关。这种观点的支持参见 Eng and Mak（2003）。

##### （3）总资产增长率（ZCZL）

一般来看，上市公司成长性越高，则公司愿意主动披露信息，显示公司

的发展良好（例如，Eng and Mak, 2003）。关于上市公司的成长性，有许多指标，这里，我们定义上市公司年度总资产增长率（ZCZL）作为衡量上市公司成长性的指标。一般来看，上市公司年度总资产增长率（ZCZL）越高，则公司主动披露的信息越多。换言之，上市公司总资产增长率（ZCZL）与自愿性信息披露水平正相关。

#### ■ 控制变量

##### （1）公司规模（SIZE）

一方面，大公司需要更多外部资本，因此，需要提供更多、更详尽的信息。另外，大公司会吸引大量的供应商、客户等，这也为其信息披露提出了要求。因此，我们假定公司规模越大，自愿性信息披露的程度越高。

一般来看，大部分研究者采用上市公司期末总资产金额来衡量上市公司规模的大小（例如，Chen and Jaggi, 2000; Eng and Mak, 2003; Lang and Lundholm, 1993; 崔学刚、朱文明, 2003）；另外，部分学者用上市公司年度销售额来衡量上市公司的规模大小（例如，Chow and Wong, 1987; 乔旭东, 2003 等）。本文认为，一个公司的规模，最贴切的定义是公司的全部资产；因此，本文选择上市公司期末总资产金额作为上市公司规模大小的衡量指标。进一步，为控制数量级差对模型的影响，取公司总资产的自然对数形式  $\ln(\cdot)$ ，作为公司规模变量。

##### （2）审计师或注册会计师声誉（AUDITOR）

一般来看，规模大的会计师事务所信誉较高，为保住自己的职业声誉，他们会要求上市公司采取更为严厉更为广泛的信息披露方式（DeAngelo, 1981）。而且，规模大的会计师事务所的审计人员一般都具有较强的敬业精神、过硬的专业素质和较高的审计质量，因而经过他们审计的上市公司的信息披露的质量较高（Healy and Palepu, 2001）。另外，Craswell and Taylor(1992)、Inchausti(1997)研究发现，会计师事务所规模越大，其审计的公司的信息披露水平越高。

因此，审计师声誉越高，则公司自愿性信息披露程度越大。本文中，我们以会计师事务所年度总收入来衡量审计师声誉。进一步，为控制数量级差对模型的影响，取会计师事务所年度总收入的自然对数形式  $\ln(\cdot)$ ，作为审计师声誉。

### (3) 外资股发行 (FFUND)

一般来看,不同市场对上市公司信息披露的内容与格式的要求存在着明显的差异。特别是在中国境外上市,则一般会倾向于披露更多的自愿性信息。因此,能够在境外股票市场公开发行股票往往需要更为严格的条件,这样的上市公司倾向于披露更多的信息,以在境外募集基金。因此,我们认为有外资股发行的上市公司自愿性信息披露的程度会提高。另外,若上市公司同时在国内和国外上市,会按照相应国家的披露要求来披露信息。如果仅仅依据国内上市公司信息披露的规定来评价这些上市公司披露的信息,那么自愿性披露的信息就可能更多。例如 Ferguson et al. (2002)研究发现,同时在几个证券交易市场上市的公司,其信息披露程度更高。

本文中,我们定义外资股发行 (FFUND) 为虚拟变量。如果公司既发行 A 股,又发行 B 股或 H 股或其他外资股,则赋为 1; 反之,若只发行 A 股,则取值 0。

综合上述,本文解释变量的定义与说明,具体见表 3.2。

表 3.2 解释变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量定义	变量描述与说明
因变量	VDI	自愿性信息披露指数	比值(得分数/总分数),表示自愿性信息披露的程度
解释变量			
公司治理变量	MOWN	管理层所有权	虚拟变量,如果高层管理人员持有股份则计为 1, 否则为 0
	GLC	政府所有权	虚拟变量,如果国家持股则计为 1, 否则为 0
	BLOCK	大股东所有权	持股比例在 5% 以上的大股东持股比例总和
	RINDPR	独立董事比例	董事会中独立董事的人数占董事会总人数的比例
	CEO	董事长与 CEO 两职合一	虚拟变量, 如果董事长与 CEO 为同一人则计为 1, 否则为 0

	AC	审计委员会设置	虚拟变量, 设置了审计委员会计为 1, 否则为 0
财务比率 变量	ROE	净资产收益率	净利润与股东权益比, 盈利能力
	DEBT	资产负债率 (杠杆比率)	总负债与总资产比, 负债比率
	ZCZL	总资产增长率	年度计算, 表示公司发展能力
控制变量	SIZE	公司规模	年度总资产的自然对数
	AUDITOR	审计师声誉	会计师事务所年度总收入
	FFUND	外资股发行	虚拟变量, 发行 A 股同时有 外资股发行则计为 1, 否则为 0

### 3.1.3 研究假设

根据前面对自变量的设定, 我们做如下研究假设:

H<sub>1</sub>: 管理层持股与自愿性信息披露为正相关关系。

H<sub>2</sub>: 政府所有权与自愿性信息披露为正相关关系。

H<sub>3</sub>: 大股东所有权与自愿性信息披露为负相关关系。

H<sub>4</sub>: 独立董事比例与自愿性信息披露为正相关关系。

H<sub>5</sub>: 董事长与总经理二职合一会使自愿性信息披露的程度下降。

H<sub>6</sub>: 审计委员会的设置会使自愿性信息披露的程度提高。

H<sub>7</sub>: 净资产收益率应当与自愿性信息披露水平正相关。

H<sub>8</sub>: 资产负债率与自愿性信息披露水平负相关。

H<sub>9</sub>: 总资产增长率与自愿性信息披露水平正相关。

H<sub>10</sub>: 公司规模与自愿性信息披露水平正相关。

H<sub>11</sub>: 审计师声誉与自愿性信息披露水平正相关。

H<sub>12</sub>: 有外资股发行的上市公司自愿性信息披露的程度会提高。

### 3.1.4 回归模型

本文中, 为了检验中国上市公司自愿性信息披露的强度, 建立了如下的

多元线性回归模型:

$$VDI = \beta_0 + \beta_1 MOWN + \beta_2 GLC + \beta_3 BLOCK + \beta_4 RINDPR + \beta_5 CEO + \beta_6 AC \\ + \beta_7 ROE + \beta_8 DEBT + \beta_9 ZCZL + \beta_{10} SIZE + \beta_{11} AUDITOR + \beta_{12} FFUND + \varepsilon$$

模型中, 因变量与解释变量的定义与说明, 参见表 3.2。

## 3.2 数据选择

### 3.2.1 样本选择

本文准备以中国上市公司的信息技术行业为例, 对中国上市公司自愿性信息披露的影响因素进行实证检验。这里, 中国上市公司的行业分类标准, 根据中国证监会在 2001 年 4 月 3 日颁布的《上市公司行业分类指引》, 共 13 个大类, 见表 3.3。本文中, 之所以选用信息技术行业, 原因有如下几个方面:

第一, 信息技术行业是一个新兴的行业, 技术含量高, 员工(含管理层)的学历、知识体系, 具有较高的水平; 因此, 不论在公司治理以及管理运作等方面, 都努力吸取境外的经验, 这种情况, 变量的选取会更具有典型性;

第二, 信息技术行业, 相对于其他行业, 在境外上市的较多, 公司在自愿性信息披露程度方面, 整体上要多一些, 这有助于提高因变量的数据含量;

第三, 如果采用所有的行业作为样本, 则可能出现各个行业之间的企业信息披露格式的差异; 这样, 仅仅采用一种自愿性信息的分类标准, 可能导致自愿性信息分类标准的行业误差偏大。

表 3.3 上市公司行业分类

编号	行业代码	行业名称
1	A	农、林、牧、渔业
2	B	采掘业
3	C	制造业
4	D	电力、煤气及水的生产和供应业
5	E	建筑业
6	F	交通运输、仓储业
7	G	信息技术业
8	H	批发和零售贸易

9	I	金融、保险业
10	J	房地产业
11	K	社会服务业
12	L	传播与文化产业
13	M	综合类

注：根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》（2001年4月3日）。

进一步，本文以中国上市公司信息技术行业 2005 年的年度报表信息为基础，研究中国上市自愿性信息披露的水平。考虑到 ST 类上市公司财务数据非正常，本文剔除了这些上市公司。这样，本文的样本数据最终选取的是截止 2005 年 12 月 31 日的信息技术行业（主营业务）的所有财务数据正常的 A 股上市公司，不包括 ST 类上市公司，共 69 家上市公司（样本数据的详细清单，见附录 2）。表 3.4 提供样本数据的子行业分布。

表 3.4 样本数据的子行业具体分布

行业子代码	子行业具体名称	公司数量
G81	通信及相关设备制造业	22
G8101	通信设备制造业	2
G83	计算机及相关设备制造业	10
G85	通信服务业	7
G87	计算机应用服务业	27
G8705	计算机网络开发、维护与咨询	1
全部	—	69

### 3.2.2 数据来源

本文中，69 家样本的基本数据来自于深圳国泰安公司提供的 CSMAR 数据库系列，包括：上市公司财务年报数据库、上市公司财务指标数据库、上市公司治理数据库等。

样本中，69 家上市公司的年度财务报表（PDF 文件），则直接下载于上海证券交易所网站、深圳证券交易所网。根据这些原始的年度财务报表，以《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第 2 号》的 2004 年修订版（2005 年执行）为依据，逐项收集每个上市公司自愿性披露的信息。最终，得到上

市公司自愿性信息披露指数 (VDI)。

此外,注册会计师事务所的年度总收入数据,来自中国注册会计师事务所 2005 年度前 100 排名数据。其中,极少部分小会计师事务所在 2005 年度的排名中存在数据缺失。针对这少部分小会计师事务所的数据缺失,本文采用了两种方式进行处理:首先,采用临近年份的数据补齐;其次,对仍然缺失的数据,则统一赋以所有已有数据的最小值。这种缺失数据处理方法,一方面,数据量少;另一方面,插入的数据,遵循了数据的单调性,

### 3.3 实证结果

#### 3.3.1 描述性统计

首先,表 3.5 提供了上市公司自愿性信息披露 VDI 的描述性统计量。基于表 3.5,中国上市公司自愿性信息披露中,战略性信息与财务性信息披露水平最高,分数(比值)的平均值大约为 10 分(0.1341)与 7 分(0.0940),远远高于非财务信息(分数,0.5 分;比值,0.0069)披露水平。表 3.6 提供了上述三种信息披露水平的非参数 Kruskal-Wallis 检验,卡方统计量为 147.231,在 1%的水平上显著( $P=0.000$ )。因此,上述三种信息披露水平的差异性显著的。这种情况说明,中国上市公司倾向于主动披露那些有关公司战略以及财务能力的信息,以迎合投资者的关注<sup>①</sup>。

表 3.5 自愿性信息披露指数 (VDI) 描述性统计

	战略信息		非财务信息		财务信息		全部信息	
	分数	比值	分数	比值	分数	比值	分数	比值
均值	10.1884	0.1341	0.5217	0.0069	7.1304	0.0940	17.8406	0.2347
标准差	3.6913	0.0486	0.8679	0.0114	2.5720	0.0340	5.2570	0.0692
最大值	20.0000	0.2632	4.0000	0.0526	15.0000	0.1974	31.0000	0.4079
最小值	1.0000	0.0132	0.0000	0.0000	1.0000	0.0132	3.0000	0.0395

<sup>①</sup> 根据 2002 年度,深圳证券交易所综合研究所主办、华夏证券等 6 家券商协办的“中国股市个人投资者状况调查”,投资者对上市公司基本面最想了解的信息分别是:财务报表(56%)、发展战略(19%)、临时公告(11%)和管理团队(3%);投资者关注的上市公司财务指标主要是:盈利数量指标、成长性指标和利润分配指标,而对于资产状况指标、现金流量指标、偿债能力指标、营运状况指标等则关注者很少。因此,本文的检验基本符合中国市场的情况。

表 3.6 非参数 Kruskal-Wallis Test

	战略信息	非财务信息	财务信息
Mean Rank	155.18	35.87	120.95
Chi-Square	147.231		
df	2		
P	.000		

其次,表 3.7 提供了连续型解释变量的描述性统计。BLOCK (大股东所有权)的平均值为 0.5110,即大股东持有的股份总数超过上市公司全部股份的一半,说明信息技术行业上市公司的股权相对集中于大股东<sup>①</sup>; RINDPR (独立董事比例)的平均值为 0.3517,且标准差仅为 0.0370,表明中国上市公司董事会中,独立董事比例设置基本上完全按照中国证监会规定的最少 1/3 的标准; ROE (净资产收益率)的平均值为负,表明信息技术行业上市公司 2005 年度的业绩不佳; DEBT (总资产负债率)的平均值为 0.5103,表明信息技术行业上市公司整体上负债稍微偏多; ZCZL (总资产增长率)的平均值为 0.0301 (或 3.01%),表明信息技术行业上市公司在 2005 年具有较低的成长性。

表 3.7 连续型解释变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
BLOCK	0.5110	0.1544	0.0702	0.9087
RINDPR	0.3517	0.0370	0.2727	0.4444
ROE	-0.1685	0.9695	-7.7361	0.2056
DEBT	0.5103	0.2720	0.0779	2.0024
ZCZL	0.0301	0.1798	-0.6822	0.5306
SIZE	21.1181	0.9870	19.6371	25.6531
AUDITOR	8.6472	0.9831	6.9078	11.7335

此外,表 3.8 提供了部分虚拟解释变量的描述性统计结果。MOWN (管理层持股),值为 1 的比例仅为 5.80%,说明仅仅只有 5.80% 的上市公司管理层持有股份,这与欧美等发达国家上市公司管理层普遍持股的现象截然不同<sup>②</sup>;

<sup>①</sup> 进一步,我们计算了上市公司前 10 大股东的赫芬芬德(Herfindahl)指数,即前十大股东持股比例的平方和,该值为 0.185445197,支持上述结论。

<sup>②</sup> 进一步,我们计算了中国上市公司管理层持股比例,平均数仅为 0.0032%,这一比例,也远远低于美国的上市公司的水平 2.7% (雷光勇, 2005)。

GLC（政府所有权），值为1的比例为34.78%，说明信息技术行业的上市公司当中，政府持股的现象比较普遍；CEO（两职合一），值为1的比例为15.94%，说明上市公司两职合一的情况不多，相应的，总经理与董事长两权分离的比例较高，较为符合现代企业所有权与经营权分离的企业理论；AC（审计委员会设置），值为1的比例为42.03%，表明较多的上市公司设置了具有监督作用的审计委员会；FFUND（外资股发行），值为1的比例为7.25%，表明信息技术行业的上市公司，有一定程度的境外发行融资。

表 3.8 虚拟解释变量描述性统计

变量	观察值	值为1	值为1的比例 (%)
MOWN	69	4	5.80
GLC	69	24	34.78
CEO	69	11	15.94
AC	69	29	42.03
FFUND	69	5	7.25

### 3.3.2 模型回归结果

回归之前，本文对解释变量进行了 Pearson 相关性检验，结果见表 3.9。整体来看，大部分解释变量之间不存在显著的多重共线问题，只有部分解释变量之间存在一定的多重共线性，即：DEBT 与 RINDPR ( $\rho=0.404$ ,  $P=0.001$ )，DEBT 与 ROE ( $\rho=-0.395$ ,  $P=0.001$ )，ZCZL 与 ROE ( $\rho=0.688$ ,  $P=0.000$ )。值得指出，上述个别变量之间的多重共线性是欠完全的，虽然会在一定程度上影响回归系数的标准误。但是，因为数据之间并不具备经济意义上的因果关系，上述多重共线性问题，并不会对模型回归系数的符号产生重大的影响（古扎拉蒂，2000）。因此，模型解释变量之间的不存在严重的多重共线问题。

表 3.9 Pearson 相关系数: 解释变量

	MOWN	GLC	BLOCK	RINDPR	CEO	AC	ROE	DEBT	ZCZL	SIZE	AUDITOR	FFUND
MOWN	1.000											
Sig.(2-tailed)												
GLC	.079	1.000										
Sig.(2-tailed)	.517											
BLOCK	.040	.095	1.000									
Sig.(2-tailed)	.741	.439										
RINDPR	-.028	-.044	-.075	1.000								
Sig.(2-tailed)	.821	.718	.540									
CEO	-.108	.098	.078	-.028	1.000							
Sig.(2-tailed)	.377	.425	.527	.821								
AC	.040	-.005	.046	.028	-.050	1.000						
Sig.(2-tailed)	.744	.965	.709	.820	.683							
ROE	.140	.241	.192	-.194	.042	.027	1.000					
Sig.(2-tailed)	.251	.046	.114	.110	.733	.829						
DEBT	-.069	-.081	-.268	.404	-.070	.074	-.395	1.000				
Sig.(2-tailed)	.576	.508	.026	.001	.570	.547	.001					
ZCZL	-.037	.170	.055	-.072	.135	-.052	.688	-.113	1.000			
Sig.(2-tailed)	.760	.164	.656	.559	.268	.674	.000	.357				
SIZE	-.009	-.061	.083	.048	-.095	.072	.237	.126	.098	1.000		
Sig.(2-tailed)	.939	.618	.499	.693	.435	.555	.050	.304	.422			
AUDITOR	-.112	.154	.175	.053	-.010	-.005	.228	-.169	.209	.193	1.000	
Sig.(2-tailed)	.359	.207	.151	.665	.935	.966	.060	.165	.084	.113		
FFUND	.170	-.087	.149	.022	.031	.102	.205	.034	-.079	.236	.185	1.000
Sig.(2-tailed)	.163	.478	.222	.858	.800	.405	.091	.784	.521	.051	.127	

表 3.10 提供了最小二乘法 (OLS) 多元线性回归的结果。整体来看, 方程的  $R^2=0.571$ , 调整的  $R^2=0.479$ , 说明模型的解释变量提供了较高的解释力度。此外, F 统计量为 6.212, 在 1% 的水平上显著 ( $P=0.000$ ), 表明方程的拟合优度较高, 符合线性假设。

针对解释变量, MOWN (管理层持股) 的系数为正, 在 10% 的水平上显著 ( $P=0.065$ ), 这表明, 管理层持股有助于提高上市公司自愿性信息披露水平, 这支持了之前的代理理论; BLOCK (大股东所有权) 的系数为正, 在 10% 的水平上显著 ( $P=0.081$ ), 这与之前的预期相反对此, 本文不能作出合理的解释; ROE (净资产收益率) 的系数为负, 在 10% 的水平上显著 ( $P=0.061$ ), 这与之前的预期相反。对此, 原因有待进一步研究; ZCZL (总资产增长率) 的系数为正, 在 1% 的水平上显著 ( $P=0.000$ ), 表明公司成长性越好, 公司自愿性信息披露水平越高; 公司规模系数为正, 在 1% 的水平上显著 ( $P=0.000$ ), 表明规模越大的公司, 自愿性信息披露的水平越高; AUDITOR (注册会计师声誉) 的系数为正, 在 1% 的水平上显著 ( $P=0.002$ ), 表明注册会计师声誉越高, 越有助于提高上市公司自愿性信息披露的水平。此外, 其他诸如 GLC、RINDPR、CEO、AC、DEBT、FFUND 等变量均不具有显著性。

表 3.10 自愿性信息披露水平影响因素的最小二乘法 (OLS) 多元线性回归结果

变量	系数	标准误	标准化系数	T值	P值
(Constant)	-.600	.153			
MOWN	.051	.027	.172	1.885***	.065
GLC	-.009	.013	-.061	-.662	.511
BLOCK	.074	.042	.165	1.775***	.081
RINDPR	-.028	.172	-.015	-.164	.871
CEO	-.016	.017	-.083	-.909	.367
AC	-.017	.013	-.120	-1.323	.191
ROE	-.016	.008	-.223	-1.908***	.061
DEBT	.043	.029	.168	1.464	.149
ZCZL	.189	.043	.492	4.367*	.000
SIZE	.028	.007	.394	3.701*	.000
AUDITOR	.024	.007	.337	3.239*	.002
FFUND	-.014	.027	-.054	-.528	.599

R	.756				
R Square	.571				
Adjusted R Square	.479				
F值	6.212				
P值	.000				

注：\*，\*\*\*分别表示在 1%，10%的水平上显著。

### 3.4 本章小结

本章中，我们以中国上市公司信息技术行业为例，基于 2005 年度的年度报告的自愿性披露信息，检验了中国上市公司自愿性信息披露水平的影响因素。研究发现：

(1) 中国上市公司更加倾向于主动披露有关公司战略性信息与财务信息。

(2) 上市公司管理层、大股东持股与上市公司自愿性信息披露水平显著正相关。

(3) 上市公司成长性与自愿性信息披露正相关，净资产收益率与与自愿性信息披露水平负相关。

(4) 注册会计师声誉越高，上市公司自愿性信息披露水平越高。上市公司规模越大，自愿性信息披露的程度越高。

## 4. 结论与政策建议

### 4.1 本文研究的基本结论

我们以中国上市公司信息技术行业为例，基于 2005 年年报的自愿性披露信息，检验了中国上市公司自愿性信息披露水平的影响因素。研究发现：

(1) 中国上市公司更加倾向于主动披露公司战略信息与财务信息，而非财务信息披露得相对比较少。事实上，投资者所关注的也正是战略性信息与财务信息，因为这两类信息在评价这家公司是否有投资价值的过程中，具有更加重要的作用。

(2) 上市公司管理层、大股东持股有助于上市公司自愿性信息披露水平提高。管理层持股有利于自愿性信息披露的提高，这符合之前的代理理论，即管理层持股使管理层的利益与股东趋于一致，倾向于自愿披露更多信息以替代外部股东的监管。在本文的研究当中，大股东持股与自愿性信息披露程度正相关，与之前的预期相反，对此，本文不能作出合理的解释。而独立董事、以及审计委员会的设置，表现为一种摆设的花瓶，并没有发挥应有的作用。

(3) 上市公司成长性越佳，越倾向于主动披露信息。成长性越佳的上市公司，越有动力向投资者传递其发展良好的信息，以吸引投资者的目光。净资产收益率与与自愿性信息披露水平负相关，与预期相反，其原因有待进一步研究。

(4) 注册会计师声誉越高，越有助于提高上市公司自愿性信息披露水平。这说明，声誉越高的注册会计师一定程度上保证了上市公司信息披露的质量。规模大的上市公司，倾向于自愿披露更多的信息。规模大的上市公司，往往需要更多的外部资本，因此会更加广泛、更加详细的披露信息。同时，规模

大的上市公司更注重自身社会形象的塑造，通过自愿披露更多的信息，在投资者心目中塑造更良好的形象

## 4.2 政策建议

### ■ 构建有效的经理人激励机制

按照激励相融理论的观点，激励的根本目的是把个体行为的外部性内部化，从而使相应主体将其所产生的社会成本和社会收益转化为私人成本和私人收益。现代公司制企业所有权与经营权相分离，要解决委托代理带来的道德风险问题，对于经理人的激励是一个重点。激励设计应当尽可能使经理人的目标函数与所有者的目标函数一致，把公司的收益与经理人的所得挂钩起来，调动经理人的积极性，避免道德风险。

然而，我国上市公司的对于经理人的激励机制远远适应不了形势发展的需要，大多数还停留在传统的工薪制上，经理层的收入与公司效益联系不紧，仍是一个普遍问题。因此，应当鼓励上市公司采取各种行之有效的股权激励政策，如经理人持股、股票期权等，并且还应该允许管理层在实现经营目标后可适当增加其持有的股份，并使管理层的股权收入成为其收入的一个重要部分，使经理层与股东的利益趋于一致。这也有利于提高上市公司信息披露的程度。

### ■ 鼓励上市公司自愿性信息披露

鼓励上市公司进行自愿性信息披露，要从相关法律法规的层面入手。只有在法律法规上鼓励，才能为自愿性信息披露营造一个良好的大环境。以盈利预测信息为例，目前进行盈利性预测的上市公司比较少。其主要原因在于一旦预测失误，公司可能面临严重的后果，因此并不是每一家公司都愿意冒风险去披露盈利预测信息。

事实上，即使在证券市场高度发达的美国，对于盈利预测信息的重视和鼓励也经历了一个转变的过程。SEC 在最早时期是禁止披露预测性信息的，因为它们认为这种信息在“本质上是不可信赖的”，而且可能使“无经验的投资者在作出投资决策时不正当地依赖这种信息”。1969年，“Wheat commission”认为虽然大部分投资决策都是基于对未来盈利的估计，但是因披露预测性信

息而带来的“诉讼危险、更新义务和投资者不正当依赖的风险”将超过接受这种信息所带来的利益。1978年，SEC终于发布了准则以鼓励预测性信息的披露，并于1979年采纳了安全港制度。SEC认为公司预测性信息的可获取性和分析性信息的披露对正确评估公司的潜在盈利能力是非常重要的，因此对投资者决策也是至关重要的。今日，预测性信息披露不但受到鼓励，而且还被认为“有助于保障投资者并且符合公众利益”。1995年12月22日的私人证券诉讼改革法案（PSLRA）规定了预测性信息披露的免责制度，并采用了修正过的安全港制度，确立了“预先警示学说”（Bespeaks Caution Doctrine）以减轻预测性信息披露者的潜在诉讼风险，减少了无理由的诉讼。类似美国，为了鼓励上市公司的信息披露，可以制定法规规定如果企业预测信息是有合理依据且无恶意披露，即使预测与实际存在偏差，企业也不应承担法律责任。

#### ■ 规范和监管自愿性信息披露

为了提高上市公司信息披露的透明度，除了要鼓励上市公司进行自愿性信息披露，还应当加强对信息披露的规范和监管，以防止上市公司披露虚假信息。上市公司的信息披露是一项综合性较强的制度体系，不仅涉及证券市场的制度、财务会计以及审计制度、而且还涉及到法律制度体系和企业制度等，因此，规范上市公司的信息披露应当从各个方面进行综合考虑。

首先，应当尽快推出《上市公司自愿性信息披露指引》。这对经济体制转轨中的证券市场而言，推广上市公司自愿性信息披露制度更具有现实意义。一方面，我国证监会颁发的《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》1—6号的有关条款中注明“不限于此”，已给自愿性信息披露留有余地。但是仅有这些是不够的，应当有专门规范来规定自愿性披露信息的种类，以解决日益增加的用户信息需求与信息相对供给不足的矛盾；另一方面，当前中国证券市场存在着某种程度的“诚信”危机，上市公司披露虚假信息欺骗投资者现象大量存在。尽管证券监管部门出台了一系列惩戒虚假信息、提高披露质量的法规条例，但这些外部的强制措施仍需要上市公司的主动配合才能有效发挥作用。在这一市场背景下，尽快推出《上市公司自愿性信息披露指引》，对上市公司自愿性信息披露状况进行有效评价，改进财务报告与增加自愿性信息披露，以强化公司治理和社会责任。

同时，证券监管部门应加强对上市公司自愿性信息披露的监管，防止虚假信息扰乱证券市场，从而维护市场秩序。对于自愿性信息披露的监管应当适度，应当能够促进自愿性信息披露的数量跟质量，防止监管过度而大大抑制了上市公司披露自愿性信息的动机。对自愿性信息披露进行管制时，应遵循完整性、系统性、动态性和参照性原则，即上市公司不仅要披露“好消息”，也要披露“坏消息”；上市公司是否对同一信息从各个不同角度进行了披露；上市公司是否长期自愿的披露某些信息，这些信息的真实性、可靠性是否一致，甚至是有所提高；上市公司强制性信息披露的质量可以作为其自愿性信息披露质量的一个参照。

## 参考文献

1. Akerlof, G., 1970. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 90, 629–650.
2. Amir, E., Lev, B., 1996. Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 22, 3–30.
3. Barry, C.B., Brown, S.J., 1984. Differential information and the small firm effect. *Journal of Financial Economics* 13 (2), 283–295.
4. Barry, C.B., Brown, S.J., 1985. Differential information and security market equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 407–422.
5. Barry, C.B., Brown, S.J., 1986. Limited information as a source of risk. *The Journal of Portfolio Management* 12, 66–72.
6. Bowman, P & Haire, D., 1975. Stock Performance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*.
7. Chee, W., Chow, Adrian, Wong-Boren, 1987. Voluntary financial disclosure by Mexican corporations. *The Accounting Review* 62(3), 553-541.
8. Choi, F.D.S., Levich, R.M., 1991. Behavioral effects of international accounting diversity. *Accounting Horizons*, 1-13.
9. Chau and Gray, 2002. Ownership structure and Corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37, 247 – 265.
10. Craswell, A., Taylor, S. 1992. Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis. *Journal of Business Finance and Accounting* 19:295-308.
11. DeAngelo, L., 1988. Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests.

- Journal of Accounting and Economics 10, 3–37.
12. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D.J., 1996. Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* 40 (3), 341–372.
  13. Darrough, M., 1993. Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand. *The Accounting Review* 68, 534–562.
  14. Darrough, M., Stoughton, N., 1990. Financial disclosure policy in an entry game. *Journal of Accounting and Economics* 12, 219–244.
  15. Dye, R., 2001. Commentary on essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32, in press.
  16. FASB, 2001, *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure*, Steering Committee Report. Business Reporting Research Project
  17. Ferguson, Lam, Lee, 2002. Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 121–135.
  18. Forker, J.J., 1992. Corporate governance and disclosure quality. *Journal of Accounting and Business Research* 22 (86), 111–124.
  19. Ferdinand, A., Gul, Sidney Leung, 2004, Board leadership, outside directors expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy* 23, 351–379.
  20. Francis, J., Philbrick, D., Schipper, K., 1994. Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 32, 137–165.
  21. Gigler, F., 1994. Self-enforcing voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research* 32, 224–241.
  22. G.K. Chau, S.J. Gray, 2002. Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37, 247–265.
  23. Gul, F., S. Leung, B. Srinidhi, 2000. The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earnings-Returns Relationship and the Pricing of Discretionary Accruals Working Paper, City University of Hong Kong.
  24. Grossman, S., Hart, O., 1980. Disclosure laws and takeover bids. *Journal of*

Finance 35,323-334

25. Hayes, R., Lundholm, R., 1996. Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor. *Journal of Accounting Research* 34, 261–280.
26. Healy, P., Palepu, K., 1990. Effectiveness of accounting-based dividend covenants. *Journal of Accounting and Economics* (12 1–3), 97–124.
27. Healy, P., Palepu, K., 1993. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7, 1–11.
28. Healy, P., Palepu, K., 1995. The challenges of investor communications: the case of CUC International, Inc. *Journal of Financial Economics* 38, 111–141.
29. Hossain M, Tan L M, Adams M, 1994. Voluntary disclosure in an emerging capital market. *International Journal of Accounting*.
30. Inchausti, 1997. The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *The European Accounting Review* 6, 45 - 68.
31. Jason Zezhong Xiao, He Yang, Chee W. Chow, 2004. The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies, *Journal of Accounting and Public Policy* 23, 191–225.
32. Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
33. Kreps, D., 1990. A course in microeconomic theory. Princeton University Press, Princeton, NJ.
34. Lang, M., Lundholm, R., 1993. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31, 246–271.
35. Lang, M., Lundholm, R., 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71, 467–493.
36. Lang, M., Lundholm, R., 1997. Voluntary disclosure during equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? Working Paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI.
37. Leftwich, R., Watts, R., Zimmerman, J., 1981. Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting. *Journal of Accounting Research* 19 Supplement, 50-77.

38. L.L.Eng and Y.T.Mak,2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of accounting and Policy* 22,325-345.
39. Meek, Roberts & Gray, 1995. Factors influencing voluntary annual report disclosure by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*.
40. McKinnon, Jill L., Dalimunthe, L.,1993. Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies. *Accounting and Finance* 5, 33-50.
41. Merton, R.C., 1987. A simple model of capital market equilibrium within complete information. *The Journal of Finance* 42, 483 - 510.
42. Milgrom, Paul,1981. Good News and Bad News: representation Theorem and Applications. *Bell Journal of Economics* 12, 380-391.
43. Miller, G., 1999. Earnings performance and discretionary disclosure. Unpublished working paper, Harvard University.
44. Miller, G., Piotroski, J., 2000. The role of disclosure for high book-to-market firms. Unpublished working paper, Harvard University.
45. Morck, R. A., Shleifer, R. Vishny,1989. Alternative mechanisms for corporate control. *American Economic Review* 79,842-852.
46. Myers, S. and Majluf, N., 1984. Corporate Financial and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Don't have. *Financial Economics* 13, 187-221.
47. Noe, C., 1999. Voluntary disclosures and insider transactions. *Journal of Accounting and Economics* 27, 305-327.
48. Ruland, W., Tung, S., George, N.E., 1990. Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *The Accounting Review* (653),710-721.
49. Saudagaran, S.M., Diga, J.,1997. Financial reporting in emerging capital markets: Characteristics and policy issues[J]. *Accounting Horizons*, 11( 2).
50. Schadewitz, H J, Blevins D R. Major,1998. Determinants of Interim Disclosures in an Emerging Market. *American Business Review* 16(1),41-55.
51. Skinner, D., 1994. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research* 32,38-61.

52. Simon S.M.Ho and Kar Shun Wong,2001. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*10,139-156.
53. Steering Committee Report, Business Reporting Research Project,2001. *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures.*
54. Trueman, B., 1986. Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics* 8, 53-72.
55. Verrecchia, R., 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5,179-194.
56. Verrecchia, R., 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32,in press.
57. Warfield Terry D., John J. Wild and Kenneth L. Wild, 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings.*Journal of Accounting and Economics* 20,61-91.
58. Wallace N. Davidson, 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms.*Journal of Banking and Finance* 27,793-816.
59. Warner, J., Watts, R., Wruck, K., 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20, 461-493.
60. Weisbach,M., 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-461.
61. 崔学刚、朱文明：上市公司信息披露水平、公司特征与信息监管，第二届实证会计国际研讨会论文集，重庆大学经济与工商管理学院会计系，2003年。
62. 葛家澍、陈少华：改革企业财务报告问题研究，中国财政经济出版社，2002年。
63. 范小雯，2006：上市公司自愿性信息披露影响因素研究，证券市场导报，第4期。
64. 何卫东，2003：上市公司自愿性信息披露研究，深圳证券交易所研究报告，No.0070。
65. 雷光勇、陈若华，2005：“管理层激励与会计行为异化”，财经论丛，

- 第 4 期。
66. 李豫湘等, 2004: 中国公司治理与自愿信息披露的实证分析, 重庆大学学报, 第 27 卷第 12 期。
  67. 乔旭东, 2003: 上市公司年度报告自愿披露行为的实证研究, 当代经济科学, 第 25 卷第 2 期。
  68. 龚凤乾, 2001: 上市公司信息自愿披露不对称的统计分析, 现代财经, 第 10 期。
  69. 王惠芳、原改省, 2006: 上市公司年度报告自愿性信息披露实证研究, 华东经济管理, 第 20 卷第 2 期。
  70. 殷枫, 2006: 公司治理结构和自愿性信息披露关系的实证研究, 审计与经济研究, 第 21 卷第 2 期。
  71. 诸葛栋、封思贤, 2005: 公司业绩与自愿性信息披露的实证研究, 技术经济, 第 7 期。
  72. 张宗新、张晓荣、廖士光, 2005: 上市公司自愿性信息披露行为有效吗?, 中国经济学, 第 4 卷第 2 期, 。
  73. 钟田丽、贾立恒、杜淑洁, 2005: 独立董事比例与上市公司自愿披露程度的相关性, 东北大学学报, 第 26 卷第 8 期。
  75. 中国证监会: 公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第 2 号, 2004.1.5, 巨潮资讯网, <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2004-12-20/14888522.html>。
  74. 中国证监会: 上市公司信息披露管理办法, 2007.1.31, 居家理财网, [http://www.jj86.com/html\\_data/17/20/0702/29748.htm](http://www.jj86.com/html_data/17/20/0702/29748.htm)。

## 附 录

### 1. 国外自愿性信息披露内容清单

信息分类	信息内容
<b>I. Strategic Information</b>	
<b>(1) General corporate information</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Brief history of company</li> <li>2. Organizational structure</li> </ol>
<b>(2) Corporate strategy</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Statement of strategy and objectives—general</li> <li>2. Statement of strategy and objectives—financial</li> <li>3. Statement of strategy and objectives—marketing</li> <li>4. Statement of strategy and objectives—social</li> <li>5. Impact of strategy on current results</li> <li>6. Impact of strategy on future results</li> </ol>
<b>(3) Acquisitions and disposals</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Reasons for the acquisitions</li> <li>2. Amount of goodwill on acquisition</li> <li>3. Reasons for the disposals</li> <li>4. Amount of consideration realized from the disposal</li> </ol>
<b>(4) Research and development</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Description of R&amp;D projects</li> <li>2. Corporate policy on R&amp;D</li> <li>3. Location of R&amp;D activities</li> <li>4. Number employed in R&amp;D</li> </ol>
<b>(5) Future prospects</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Statement of future prospects—qualitative</li> <li>2. Qualitative forecast of sales</li> <li>3. Quantitative forecast of sales</li> <li>4. Qualitative forecast of profits</li> <li>5. Quantitative forecast of profits</li> <li>6. Description of capital project committed</li> <li>7. Committed expenditure for capital projects</li> <li>8. Qualitative forecast of cash flows</li> </ol>

	<p>9. Quantitative forecast of cash flows</p> <p>10. Assumptions underlying the forecasts</p> <p>11. Order book or backlog informatio</p>
<b>II. Nonfinancial Information</b>	
<b>(1) Information about directors</b>	<p>1. Age of the directors</p> <p>2. Educational qualifications</p> <p>3. Commercial experience of the nonexecutive directors</p> <p>4. Commercial experience of the executive directors</p> <p>5. Other directorships held by nonexecutive directors</p> <p>6. Other directorships held by executive directors</p> <p>7. Position or office held by executive directors</p>
<b>(2) Employee information</b>	<p>1. Geographical distribution of employees</p> <p>2. Line-of-business distribution of employees</p> <p>3. Categories of employees by sex</p> <p>4. Categories of employees by function</p> <p>5. Identification of senior management and their functions</p> <p>6. Number of employees for 2 or more years</p> <p>7. Reasons for changes in employee numbers or categories over time</p> <p>8. Share option schemes—policy</p> <p>9. Profit sharing schemes—policy</p> <p>10. Amount spent in training</p> <p>11. Nature of training</p> <p>12. Policy on training</p> <p>13. Categories of employees trained</p> <p>14. Number of employees trained</p> <p>15. Welfare information</p> <p>16. Safety policy</p> <p>17. Data on accidents</p> <p>18. Cost of safety measures</p> <p>19. Policy on communication</p> <p>20. Redundancy information</p> <p>21. Equal opportunity policy statement</p> <p>22. Recruitment problems and related policy</p>

<p><b>(3) Social policy and value-added information</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Safety of products</li> <li>2. Environmental protection programs—qualitative</li> <li>3. Environmental protection programs—quantitative</li> <li>4. Charitable donations</li> <li>5. Community programs</li> <li>6. Value-added statement</li> <li>7. Value-added data</li> <li>8. Value-added ratios</li> <li>9. Qualitative value-added information</li> </ol>
<p><b>III. Financial Information</b></p>	
<p><b>(1) Segmental information</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Geographical capital expenditure—quantitative</li> <li>2. Geographical net assets—quantitative</li> <li>3. Geographical production—quantitative</li> <li>4. Line-of-business capital expenditure—quantitative</li> <li>5. Line-of-business net assets—quantitative</li> <li>6. Line-of-business production—quantitative</li> <li>7. Competitor analysis—qualitative</li> <li>8. Competitor analysis—quantitative</li> <li>9. Market share analysis—qualitative</li> <li>10. Market share analysis—quantitative</li> </ol>
<p><b>(2) Financial review</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Profitability ratios</li> <li>2. Qualitative comments on profitability</li> <li>3. Cash flow statement—direct</li> <li>4. Cash flow ratios</li> <li>5. Liquidity ratios</li> <li>6. Gearing ratios</li> <li>7. Fixed asset revaluation within the last 5 years</li> <li>8. Disclosure of brand valuation</li> <li>9. Disclosure of other intangible valuations (except goodwill)</li> <li>10. Dividend payout policy</li> <li>11. Transfer pricing policy</li> <li>12. Impact of any accounting policy changes on results</li> <li>13. Financial history or summary—3 or more years</li> <li>14. Financial history or summary— 6 or more years</li> </ol>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>15. Restatement of financial information to IASC</li> <li>16. Off balance sheet financing information</li> <li>17. Advertising information—qualitative</li> <li>18. Advertising expenditure—quantitative</li> <li>19. Effects of inflation on future operations—qualitative</li> <li>20. Effects of inflation on results—qualitative</li> <li>21. Effects of inflation on results—quantitative</li> <li>22. Effects of inflation on assets—qualitative</li> <li>23. Effects of inflation on assets—quantitative</li> <li>24. Effects of interest rates on results</li> <li>25. Effects of interest rates on future operations</li> </ul>
(3) Foreign currency information	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. Effects of foreign currency fluctuations on future operations—qualitative</li> <li>2. Effects of foreign currency fluctuations on current results—qualitative</li> <li>3. Major exchange rates used in the accounts</li> <li>4. Long-term debt by currency</li> <li>5. Short-term debt by currency</li> <li>6. Foreign currency exposure management description</li> </ul>
(4) Stock price information	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. Share price at year end</li> <li>2. Share price trend</li> <li>3. Market capitalization at year end</li> <li>4. Market capitalization trend</li> <li>5. Size of shareholdings</li> <li>6. Type of shareholder</li> <li>7. Foreign stock market listing information</li> </ul>

资料来源: Chau, Gerald K. and Gray, Sidney J., "Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore", *International Journal of Accounting*, 2002, 37 (2): 247-265.

## 2. 数据样本：信息技术行业（A股）

证券代码	证券名称	公司名称	行业子代码	行业具体名称
000032	深桑达 A	深圳市桑达实业股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
000063	中兴通讯	中兴通讯股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
000547	闽福发 A	神州学人集团股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
000909	数源科技	数源科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600105	永鼎光缆	江苏永鼎股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600122	宏图高科	江苏宏图高科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600130	波导股份	宁波波导股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600198	大唐电信	大唐电信科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600288	大恒科技	大恒新纪元科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600345	长江通信	武汉长江通信产业集团股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600485	中创信测	北京中创信测科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600487	亨通光电	江苏亨通光电股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600498	烽火通信	烽火通信科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600522	中天科技	江苏中天科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600654	飞乐股份	上海飞乐股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600658	兆维科技	北京兆维科技股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600680	上海邮通	上海邮电通信设备股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600733	前锋股份	成都前锋电子股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600775	南京熊猫	南京熊猫电子股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
600990	四创电子	安徽四创电子股份有限公司	G81	通信及相关设备制造业
000586	汇源通信	四川汇源光通信股份有限公司	G8101	通信设备制造业
600118	中国卫星	中国天地卫星股份有限公司	G8101	通信设备制造业
000021	深科技 A	深圳长城开发科技股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
000066	长城电脑	中国长城计算机深圳股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
000748	湘计算机	长城信息产业股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
000977	浪潮信息	浪潮电子信息产业股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
000981	兰光科技	甘肃兰光科技股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
002027	七喜股份	七喜控股股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
600149	华夏建通	邢台轧辊股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
600185	海星科技	西安海星现代科技股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
600601	方正科技	方正科技集团股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
600850	华东电脑	上海华东电脑股份有限公司	G83	计算机及相关设备制造业
000602	金马集团	广东金马旅游集团股份有限公司	G85	通信服务业
000839	中信国安	中信国安信息产业股份有限公司	G85	通信服务业
000892	长丰通信	星美联合股份有限公司	G85	通信服务业
600050	中国联通	中国联合通信股份有限公司	G85	通信服务业

600621	上海金陵	上海金陵股份有限公司	G85	通信服务业
600640	中卫国脉	中卫国脉通信股份有限公司	G85	通信服务业
600706	长安信息	长安信息产业(集团)股份有限公司	G85	通信服务业
000682	东方电子	烟台东方电子信息产业股份有限公司	G87	计算机应用服务业
000688	朝华集团	朝华科技(集团)股份有限公司	G87	计算机应用服务业
000787	创智科技	创智信息科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
000836	天大天财	天津鑫茂科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
000938	清华紫光	清华紫光股份有限公司	G87	计算机应用服务业
000948	南天信息	云南南天电子信息产业股份有限公司	G87	计算机应用服务业
000997	新大陆	福建新大陆电脑股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600097	华立科技	浙江华立科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600100	清华同方	清华同方股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600271	航天信息	航天信息股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600289	亿阳信通	亿阳信通股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600392	太工天成	太原理工天成科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600403	欣网视讯	南京欣网视讯科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600406	国电南瑞	国电南瑞科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600410	华胜天成	北京华胜天成科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600446	金证股份	深圳市金证科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600455	交大博通	西安交大博通资讯股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600476	湘邮科技	湖南湘邮科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600536	中国软件	中国软件与技术服务股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600570	恒生电子	恒生电子股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600571	信雅达	杭州信雅达系统工程股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600588	用友软件	用友软件股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600657	青岛天桥	北京天桥北大青鸟科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600687	华盛达	浙江华盛达实业集团股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600718	东软股份	沈阳东软软件股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600728	新太科技	新太科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600756	浪潮软件	山东浪潮齐鲁软件产业股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600845	宝信软件	上海宝信软件股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600857	工大首创	哈工大首创科技股份有限公司	G87	计算机应用服务业
600797	浙大网新	浙江浙大网新科技股份有限公司	G8705	计算机网络开发、维护与咨询

资料来源：深圳国泰安 CMSMR 股票交易数据库。

注：(1) 样本公司数量：69 家。(2) 本文样本数据选取的是截止 2005 年 12 月 31 日的信息技术行业（主营业务）的所有财务数据正常的 A 股上市公司，不包括 ST 上市公司。(3) 行业选择根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》(2001 年 4 月 3 日)。

## 后 记

终于写完了！完成这篇论文的过程，感慨良多。

自去年四月份开始选题的时候，我就开始酝酿着做一次实证。在此之前，虽然在课堂上听老师介绍过实证研究，也学习过相关的计量跟统计知识，但是自己还没有尝试过。怀着激动的心情，并且在咨询了导师的情况下，我选择了这个题目。也希望通过这个过程，加深对自己能力的培养。

在这篇论文的完成过程中，令我感触最深的就是对于信息条目的修改。由于之前相关的实证主要是针对国外的上市公司，因此国外学者对于自愿性信息披露条目的设计并不能完全适合我国上市公司信息披露的情况。而该条目的设计和划分，又直接影响自愿性信息披露指标的准确性，从而影响实证结果的效果。为此，我反复修改信息披露条目，每修改一次，都多一些做研究的体会。最后搜集数据，进行统计分析，终于完成了这篇论文。

然而，这篇论文仍有两个令我百思不得其解的疑问，那就是在实证检验中，净资产收益率与自愿性信息披露程度负相关、大股东持股与自愿性信息披露程度正相关，与之前的预期相反，究竟是什么原因，我还没有能够找到答案。

由于时间有限，我只做了自愿性信息披露影响因素的研究。事实上关于自愿性信息披露的研究内容还有很多可以挖掘的领域，比如CEO持股分红对自愿性信息披露时机的影响，内部交易、市场竞争度以及权益资本成本与自愿性信息披露之间的关系等等。希望自己今后有机会可以继续！

## 致 谢

在论文定稿之际，我的研究生生活也即将结束。从本科到读研，我在财大度过了最美好的七年时光。在这里，我不仅学习到了各种财经以及人文方面的知识，也打开了自己的思想，开阔了自己的眼界。

首先，我要感谢我的导师——傅代国教授。感谢傅老师在这七年里对我的培养。感谢傅老师从我选题、修改、再到定稿的过程中，给予的耐心指导和宝贵的意见。

其次，我要感谢这七年里，我所有的任课老师。是他（她）们传授了我相关的知识，使我构建了自己的知识体系；也是在他（她）们的影响下，我懂得该如何做人处世。

再次，我要感谢我身边所有的同学。没有这些可爱的同学，我的生活不会如此五彩斑斓，充满友谊。

最后，我要感谢我的家人以及朋友。是他（她）们的爱鼓励我克服了求学过程中的困难，刻苦学习。

## 在读期间科研成果目录

序号	题 目	刊物或出版社	排名情况	备注
(1)	“公司内部治理结构对盈余质量的影响”	《商场现代化》	第二作者	2006年1月
(2)	“股权分置改革非流通股股东会计处理方法”	《合作经济与科技》	第一作者	2006年6月
(3)	“浅析风险价值的计算及应用”	《湖南社会科学增刊》	第一作者	2005年第6期