

摘 要

随着我国证券市场的发展，信息披露制度作为资本市场制度的重要组成部分，对我国证券市场的规范化发展越来越重要。然而，我国证券市场由于监管经验的缺乏和信息披露制度规范方面的不完善，仍充斥着大量的信息披露不规范、盈余操纵、信息披露失真等问题。因此，如何合理有效地引导上市公司信息披露行为，增强证券市场的有效性，提高公司治理组成部分的信息披露质量，成为我国资本市场可持续发展中亟待解决的问题。

本文基于信息经济学的相关理论，选取了 2006-2008 年间深圳证券主板市场 A 股上市公司中符合条件的公司作为样本，研究信息披露质量与公司价值之间的关系。本文基于公司价值的分析，分别用公司股价和托宾 Q 衡量公司价值，研究信息披露质量对公司价值的影响。首先，采用事件研究法研究信息披露质量对公司股价的影响，检验深圳证券交易所信息披露考评结果是否具有市场反应，确定信息披露质量对公司股价是否存在影响。其次，通过构建模型分别从分年度与总体两个角度进行回归分析，研究信息披露质量对托宾 Q 的影响，揭示信息披露质量与公司价值的关系。最后，本文基于研究结论提出相应的建议来引导上市公司信息披露行为，以期提高上市公司信息披露质量。另外，考虑到信息披露质量与公司价值之间的内生性问题，为了控制这种内生性的影响，本文将信息披露质量变量滞后一期，试图从更加严格的角度揭示信息披露质量对公司价值的影响。

研究表明：我国深交所的信息披露考评结果具有市场效应，信息披露质量对公司股价存在影响，信息披露质量高的公司，其股价异常报酬率较高，公司价值受到信息披露质量的影响；信息披露质量与托宾 Q 存在显著正相关关系，信息披露质量的提高，有助于公司价值的提升。

关键词：信息披露质量；公司价值；上市公司；事件研究

ABSTRACT

With the development of China's securities market, as an important part of the capital market system, the information disclosure system is increasingly important for the standardization of the development of China's securities market. However, because of lacking of regulatory experience and inadequate information disclosure system, there are plagued by problems like non-standard information disclosure, earnings manipulation, distortion and other issues of information disclosure in China's securities market. So, how to effectively guide behavior of listed companies' information disclosure, enhance effectiveness of the securities markets, improve quality of information disclosure of corporate governance, which is significant to be solved for sustainable development of China's capital market.

Based on the relevant theory of information economics, the Main Board of the Shenzhen A-share listed securities companies during 2006-2008 were selected to study the relationship between the quality of information disclosure and the corporate value. Based on the analysis of company value, stock price and Tobin's Q were used to reveal the influence of information disclosure quality to corporate value. Firstly, event study method was used to discuss whether information examination results has market response of Shenzhen listed companies, to determine whether the quality of information disclosure affect stock price. Secondly, the regression was used to construct model in the perspective of year and overall for which research the influence of the information disclosure quality to intrinsic value of company, and reveal the influence of the information disclosure quality to Tobin's Q.

Finally, based on research conclusions, some recommendations were proposed to guide behavior of information disclosure for improving the quality of information disclosure of listed companies. In addition, in order to control the endogenous influence between information disclosure quality and corporate value, the previous variable was selected as the current variable of information disclosure quality for revealing influence and approach of information disclosure quality to company value.

The research results show that the Shenzhen stock market has market response. Quality of information disclosure has influence to stock price. There is a significant positive correlation between information disclosure quality and Tobin's Q. With the improvement of information disclosure quality, corporate value has also been enhanced..

KEY WORDS : Information Disclosure Quality; Corporate Value; Listed Company; Event Study

学位论文独创性声明

本论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。论文中除了特别加以标注和致谢的地方外，不包含其他人或其它机构已经发表或撰写过的研究成果。其他同志对本研究的启发和所做的贡献均已在论文中作了明确的声明并表示了谢意。

作者签名：_____ 日期：_____

学位论文使用授权声明

本人完全了解南京财经大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其它复制手段保存论文。保密的论文在解密后遵守此规定。

作者签名：_____ 导师签名：_____ 日期：_____

第一章 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

信息作为证券市场重要的经济资源，是证券市场资源配置的主要决定因素，公司对外披露的信息是相关利益者了解企业状况的主要渠道。公司信息披露是指上市公司将反映其经营状况、财务成果和现金流量的货币信息和非货币信息以报告的形式向广大信息使用者披露^①。我国《证券法》明确规定上市公司信息披露的具体内容主要包括公司招股说明书、定期报告（年度报告和中期报告）、临时报告以及公司董事、监事、高级管理人员的持股情况。信息披露作为公司内部与外部沟通的主要桥梁，其是否真实、及时、充分地反映上市公司的经营状况、财务成果和现金流量等信息，对证券市场的稳定发展和经济资源的有效配置至关重要。

信息披露作为资本市场“公开”原则的体现，其质量的高低直接影响到资本市场的效率、投资者保护以及证券市场的未来发展等重要问题。因此，长期以来，国内外一直在不断地追求和探索更多的标准来提高信息披露质量。本文认为信息披露质量包括上市公司披露内容质量和披露行为质量。公司信息披露的主要内容会计信息，因此，信息披露的内容质量主要表现为会计信息质量。同时，信息披露内容与信息披露行为又存在紧密的相关性，因此，国内外提高信息披露质量的举措主要体现在制定完善的标准来提高会计信息整体质量。早在 1966 年美国会计学会（AAA）就在《基于会计理论说明书》中提出评估信息披露的标准为相关性、可验证性、超然性和可定量性。1980 年美国财务会计准则委员会（FASB）颁布《会计信息的质量特征》，在其所构建的层次结构中，强调信息披露质量的决策有用性，明确了信息披露应该为投资人的决策服务，这一框架形成了财务会计信息的基本标准，为后人研究提供了基础。近年来，由于一系列会计造假案的发生，2002 年 7 月美国颁布《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 of 2002）”，强调了信息披露质量对于资本市场的重要性，明确要求上市公司提高信息披露质量。

自 1990 年和 1991 年沪市证券交易所和深市证券交易所成立以来，我国一直

^① 张宗新.上市公司信息披露质量与投资者保护研究[M].北京.中国金融出版社，2009

致力于建立和完善信息披露制度框架，规范上市公司信息披露行为，提高信息披露质量。近年来，我国对会计信息披露质量的规范化要求也在逐年提高。2007年1月1日实施的由财政部公布的《企业会计准则》，在基本准则中提出了会计信息质量要求，总共包括8条要求，可概括为会计信息应具备可靠性、相关性、可理解性、可比性、实质重于形式、重要性、谨慎性和及时性八个要求。2007年2月1日财政部又公布了《上市公司信息披露管理办法》。同时，沪深证券交易所也完善了公司信息披露制度，相继发布《上海证券交易所上市公司信息披露事务管理制度指引》、《深圳证券交易所上市公司公平信息披露指引》等。另外，我国深圳证券交易所从2001年起，对其上市公司信息披露进行考评，并将信息披露质量分为优秀、良好、合格和不合格四种等级，公开披露四种等级的公司名单。我国深交所的考评结果不仅考虑到会计信息的质量特征，还充分考察了非会计信息披露的质量特征。

然而，国内外对于提高公司信息披露质量的举措，并未完全改变证券市场信息披露水平不高的状况，信息披露违法违规的现象仍然存在。具体到我国证券市场，由于监管经验的缺乏和信息披露制度规范方面的薄弱，仍充斥信息披露不规范、信息披露失真等问题，在一定程度上引发了外部投资者对信息披露质量的信任危机。因此，本文基于信息经济学相关理论，研究信息披露质量与公司价值的关系，旨在揭示信息披露质量对公司价值的积极影响，提高公司对信息披露质量的重视度，改善我国证券市场信息披露质量低下的现状，促进证券市场持续有效的发展。

1.1.2 研究意义

企业的非同质性、竞争性和资源的稀缺性，以及两权分离产生的代理冲突和信息不对称，推动了信息披露需求。为了降低委托人与代理人之间的信息不对称，公司有必要向相关利益者公布企业的财务状况、经营成果和现金流量等信息，缓解双方的代理冲突。公司信息披露质量的高低直接影响到投资者保护、市场资源配置效率以及证券市场未来发展等重要问题。虽然，我国颁布了《公司法》、《证券法》、《企业会计准则》、《公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则》、

《上市公司信息披露管理办法》、《上海证券交易所上市公司信息披露事务管理制度指引》和《深圳证券交易所上市公司公平信息披露指引》等法律法规来规范上市公司信息披露行为，以提高证券市场的透明度，但是，我国上市公司信息披露整体水平不高的问题依然存在，信息披露违法违规的事件屡屡发生，例如杭萧钢构信息泄露案、ST金泰内幕交易案、泛海建设业绩变动案、江苏三友MBO案

等等。另外，近年来，证券时报和东方证券联合调查发现，影响 QFII 在我国境内市场进一步发展的主要原因之一为我国信息披露机制的不健全。这些事件暴露出我国上市公司在信息披露中存在的问题，以及中国证券市场在规范上市公司信息披露方面存在的缺陷。因此，在我国资本市场条件下，如何合理有效地引导上市公司信息披露行为，增强证券市场的有效性，提高信息披露质量，成为我国资本市场持续发展中亟待解决的问题。

20 世纪 80 年代，学术界和实务界开始关注信息披露的经济后果，其中包括信息披露质量对公司价值的影响。20 世纪 90 年代以后，更多的学者将信息披露质量作为一个独立的研究对象，并将信息披露质量与资本市场效率相关问题结合起来研究。国外对信息披露质量研究较早，关于信息披露质量与公司价值之间的研究较为全面。Welker(1995)研究发现良好的信息披露政策，能有效地缓解相关利益者之间的代理冲突，减少信息不对称现象，增加公司股票在资本市场上的流动性。Razaur Rahman(2002)研究了信息披露与公司价值之间的关系，并指出高质量的信息披露，能有效地降低金融契约的非完备性，有利于上市公司治理的有效运作，提高公司价值。然而，国内外资本市场环境存在差异，国外关于信息披露质量的相关研究结论是否在我国新兴市场中成立，仍需国内学者的进一步检验。国内最早关注信息质量经济后果的是汪炜和蒋国锋（2004），他们研究了信息披露质量与资本成本的关系，并指出信息披露质量与公司资本成本之间存在负相关关系。随后，更多的国内学者进行了信息披露质量方面的研究（张程睿、王华，2005；张宗新、朱伟骅等，2007；张宗新，2009）。总体而言，我国关于信息披露质量对公司价值影响方面的研究成果较少。国内研究信息披露质量相关问题时，更多侧重于信息披露质量与资本成本，以及会计信息的价值相关性研究。就目前收集的文献来说，还未发现根据深交所的信息披露考评结果，将信息披露质量分为优秀、良好、合格和不合格四种组合，比较研究信息披露质量对公司价值影响的文献。因此，本文基于信息披露质量存在的实际问题，系统总结前人的研究成果，研究信息披露质量与公司价值之间的关系，揭示信息披露质量对公司价值的影响，对于促进我国公司信息披露水平的提高，保护投资者利益，提高证券市场效率具有一定的现实与理论意义。

1.2 研究方法思路

1.2.1 研究方法

1.事件研究法

本文采用事件研究法，研究信息披露质量对公司股价的影响，检验深交所信息披露考评结果公布前后市场股价异常收益率变动情况，验证信息披露质量对公司价值的影响，以及信息披露质量等级市场反应的显著性。

2.实证分析与规范分析相结合

本文阐述了信息披露质量与公司价值相关概念，梳理了国内外学术思想的演进，并以信息经济学的相关理论为基础，综述了信息披露质量对公司价值影响。在实证研究方面，本文选取我国深市数据研究信息披露质量对公司价值的影响，揭示信息披露质量与公司价值之间的显著正相关关系。

3.比较分析法

在分析信息披露质量与公司价值的关系时，为了比较不同等级的信息披露质量对公司价值的影响，本文按照深交所学习披露质量考评结果，将信息披露质量分为优秀、良好、合格和不合格四组，进行比较分析。另外，本文还对研究模型分别进行了年度分析和总体分析，比较了不同年度的回归结果。

1.2.2 研究思路

本文在梳理前人文献的基础上，基于提高我国上市公司信息披露质量的考虑，以信息经济学的相关理论为基础，研究信息披露质量与公司价值之间的关系，探讨信息披露质量对公司价值的影响，试图揭示高质量的信息披露有利于提高公司价值，并在研究结果的基础上提出了相应的建议。本文基于公司价值的分析，分别从两个层面研究信息披露质量对公司价值的影响。一方面，本文以股价来度量公司价值，通过事件研究法研究信息披露质量对公司股价的影响，并将信息披露质量分为优秀、良好、合格和不合格四组，通过观察深交所信息披露考评结果公布前后四种组合的异常报酬率和累计异常报酬率情况，分析市场对深交所信息

披露考评结果是否存在反应，以检验信息披露质量对公司价值是否存在影响。另一方面，本文以市场价值与重置价值比率法(Tobin's Q)度量公司价值，研究信息披露质量对公司价值衡量指标托宾 Q 的影响，通过构建模型，检验信息披露质量的提高是否有利于公司价值的提升。另外，本文从两种层面研究信息披露质量对公司价值的影响，又起到相互验证的效果。

1.3 文章结构

在文章结构安排上，本文共分为五个部分：

第一章，绪论。绪论部分先介绍本文的研究背景和意义，引出本文的研究目的；再论述本文的研究方法，以及本文的研究思路和文章结构。

第二章，文献回顾与评述。本章的文献回顾内容主要包括信息披露质量对公司价值的影响，以及信息披露质量对价值影响的传导。关于信息披露质量对公司价值的影响，又分别从直接影响和间接影响两个角度进行了阐述。另外，本章简要地评述了国内外现有的相关研究。

第三章，信息披露质量理论基础。首先，介绍信息披露质量与公司价值的基本概念；其次，介绍信息披露质量的理论基础，即信号传递理论、信息不对称理论、代理理论，以及有效市场假说理论，为信息披露质量与公司价值关系研究提供了理论支持。

第四章，信息披露质量与公司价值的分析。本部分从公司价值的两种衡量方法研究信息披露质量与公司价值之间的关系。一方面研究信息披露质量对公司股价的影响，检验市场对信息披露质量是否存在反应，深交所的信息披露考评结果是否具有决策的参考价值，信息披露质量是否影响公司价值；另一方面研究信息披露质量与公司价值代理变量托宾 Q 的关系，分析信息披露质量对公司价值的影响。

第五章，结论与建议。在全文分析论述的基础上，本章总结了全文的研究结论，并指出研究的可能创新点及研究的不足之处。同时，根据本文分析，有针对性的提出了相应建议。

第二章 文献回顾与评述

2.1 信息披露质量对公司价值的影响

在 20 世纪 60 年代,国外就开始关注上市公司信息披露的相关研究,而国内从 20 世纪 90 年代中期才开始涉及研究。国内外关于信息披露质量对公司价值影响的研究,可以归纳为两条路径,一条是直接研究信息披露质量对公司价值或公司绩效的影响,通过理论阐述以及实证方法研究信息披露质量代理变量与公司绩效衡量变量两者的关系,阐述信息披露质量的提高减少了代理问题,有利于公司内外部的信息沟通和价值提升;另一条是间接地研究信息披露质量对公司价值的影响,通过实证研究揭示信息披露质量通过缓解代理冲突、降低代理成本、交易成长和权益资本成本,进而提升公司价值。

2.1.1 直接影响

国外多数学者认为充分的信息披露,增强了公司透明度,有助于缓解公司与外部投资者之间的信息不对称,有助于投资人寻找最佳投资机会,促进资源有效配置,对公司股价产生了有益影响(Elliot and Jacobson,1994)。信息披露质量的提高,公司透明度的增强,有利于减少内幕交易和风险损失,降低投资者面临的不确定性,从而降低市场流动性风险,减少股价的波动性,提高公司市场价值(Diamond and Verrecchia,1991; Leuz and Verrecchia,2000; Verrecchia,2001; Healy et al.,2001; Patel and Dallas,2002; Baek et al. ,2004)。另外,信息披露质量的提高有利于提高公司外部形象,提高公司声誉价值,声誉价值的提高有助于公司市场价值的提升。Madhavan(1995)研究发现,公司股价与信息披露质量表现为显著正相关关系,市场投资者更认可信息披露质量高的公司。Welker(1995)研究发现良好的信息披露质量,能有效地缓解相关利益者之间的代理冲突,减少信息不对称现象,增加公司股票在资本市场上的流动性。Gelb and Zarowin(2000)研究发现随着信息披露质量的提高,公司的股价将相应提高,且股价的变动与企业当期盈利及未来盈利相关。Patel and Dallas(2002)以 S&P500 指数的样本公司为研究对象,对其进行评分,研究信息披露质量对公司市场价值的影响,发现信息披露质量高的公司,其市价与账面价值的比值较高。

基于我国的经济环境,国内学者关于信息披露对公司价值的影响也作了相关研究,并大多从会计信息的价值相关性角度研究,直接研究信息披露质量对于公

司价值影响的文献并不多见。学者认为信息披露质量与公司绩效之间存在显著内在关联性,信息披露质量的提高加强了公司内外部信息的沟通,有效地缓解相关利益者之间的代理冲突,增加公司股票在资本市场上的流动性,避免公司价值被低估,提升公司市场价值(张程睿、王华,2007)。齐伟山、欧阳令南(2005)利用收益模型和价格模型,研究深圳证券交易所上市公司信息披露质量对会计信息价值相关性的影响情况,并发现高质量的会计信息披露有助于提高会计信息的价值相关性。林有志、张雅芬(2007)研究了台湾上市公司信息披露质量与经营绩效的关系,结果表明信息披露质量较高的公司,其绩效均优于信息披露质量较低的公司。张宗新、朱伟骅、杨飞、袁庆海(2007)选取了深交所的数据进行分析,研究发现总资产收益率,净资产收益率和总资产周转率与信息披露质量表现为正相关关系,信息披露质量高的公司,其股票的市场反应要优于信息披露质量差的公司。陆正华、黄加瑶(2007)研究公司自愿性信息披露质量对公司价值的影响,并指出不同类型的自愿性信息披露对公司价值的影响存在差异。张宗新(2009)以影响信息披露质量的变量构建中国市场信息披露质量指数,并将其作为信息披露质量的代理变量,实证研究上市公司信息披露质量与公司绩效的关系,研究发现公司的市场价值和盈利能力随着信息披露质量的提高而提升。

2.1.2 间接影响

国内外关于信息披露质量对公司价值间接影响的研究,主要分析信息披露质量的提高,对公司资本成本的影响。由于信息披露质量的提高,外部投资者可以掌握更多企业经营管理的会计信息和非会计信息,对公司未来的发展前景进行预测,从而降低其投资面临的风险。因此,外部投资者将会根据公司的实际情况要求合理的投资回报。由于外部投资者趋向于投资于信息披露质量高的公司,进而通过市场推升高质量信息披露公司的股价,从而有利于降低这部分公司股权资本成本,提升其公司价值(Diamond and Verrecchia, 1991; Lang and Lundholm, 2000; Patel et al, 2002; Francis, La Fond, Olsson and schipper, 2004 ; Botosan, 2005)。

Botosan(2005)通过自行设计信息披露指数度量信息披露质量,研究美国机器制造业公司信息披露质量的情况,并发现信息披露质量的提高有利于增强公司股票的流动性,降低其权益资本成本。Francis et al(2004)以国际金融分析与研究中心(CIFAR)编制的披露指数度量信息披露质量,并通过研究不同国家的数据,比较分析了信息披露质量对资本成本的影响,研究表明信息披露质量对融资需求存在影响,信息披露质量越高的公司,其股权融资成本相对较低。

国内学者关于信息披露质量对公司价值的间接影响也做了相关研究。汪炜、

蒋高峰(2004)以上海证券交易所数据作为样本,研究上市公司权益资本成本与其自愿性信息披露水平的关系,研究发现样本公司自愿性信息披露质量与权益资本成本之间存在负相关关系。曾颖、陆正飞(2006)以深圳证券市场的数据作为研究样本,分析信息披露质量与公司边际股权融资成本之间的关系,在控制了相关变量后研究发现公司信息披露质量与边际股权融资成本呈现为负相关关系。

另外,有部分学者分析了公司价值对信息披露质量的影响,国内外文献中主要存在以下两种观点:一种观点认为公司价值与信息披露质量之间存在正相关关系,价值高的公司为了区别于价值低的公司获得更多的资金,避免公司股价被低估,根据信号传递理论,有动力提高公司信息披露质量(Lang and Lundholm, 2000; 封思贤, 2005; 张静, 2006; 殷枫, 2006);另一种观点认为公司价值对信息披露质量没有多大影响,或这种影响不明显(McNally, 1982; Cowen, 1987)。

2.2 信息披露质量对价值影响的传导

信息披露质量与公司价值存在紧密的联系,信息披露质量可以改善公司治理水平,促进价值提升。信息披露作为公司治理联接框架的有机组成部分,维系着监督和激励的相容性,以及剩余索取权和剩余控制权的匹配性(Jensen and Meckling, 1976; 杜兴强, 2007)。公司治理机制分为内部治理机制和外部治理机制(Razaur Rahman, 2002),内部治理机制其核心为董事会监控,外部治理机制的核心则体现于外部主体。信息披露作为公司治理联接框架的组成部分,主要服务于外部治理机制。根据信息经济学相关理论,公司内部治理机制与外部治理机制存在紧密的联系,两者存在互补效应与替代效应。互补效应观点认为内外部治理机制之间存在良性互动,信息披露质量(外部治理机制)的提高,可以有效减少经营层的自利行为和信息不对称现象,根据代理理论预期内部治理机制也应得到完善。当内外两种机制存在替代效应时,若企业已采取有效的内部治理机制,外部治理机制则是多余的,无需对外披露信息。本文运用公司内部治理机制和外部治理机制之间的互补效应观点,认为信息披露质量与公司内部治理之间存在良性互动,即信息披露质量的提高有助于公司内部治理效率的改善,公司治理结构的完善情况对信息披露质量的高低存在重要影响(乔旭东, 2003; 杜兴强, 2008)。信息披露制度与公司治理存在共同的目标,即解决公司由于两权分离带来的内部管理层与外部股东之间的信息不对称和代理冲突问题。

Bushman and Smith(2001)指出,财务会计信息影响经济绩效的途径主要有三条:(1)项目确认功能(Project Identification),即经理层和投资者在选择投资机会时,会利用披露的财务会计信息对不同的投资机会进行识别和区别,以做出

正确的决策；（2）治理功能（Governance Role），即披露的财务会计信息通过影响公司治理，完善公司治理结构，提高企业绩效；（3）财务会计信息可以通过减少逆向选择（Adverse Selection）和流动性风险（Liquidity Risk），降低公司的信息不对称和资本成本，从而促进企业绩效的提高^②。

公司内部治理结构主要包括股东、董事会、管理层和监事会。公司治理对公司价值的影响，主要体现在公司内部治理结构对公司价值的影响。有学者研究发现股权集中度与公司价值之间呈现倒 U 型的二次曲线关系，在一定股权范围内股权集中程度与公司价值之间表现为正相关关系，当股权集中程度过高时，公司价值随着股权集中程度的提高而降低（McColinell et al,1990）。对外公开披露的信息，能够提高内部治理结构的运作效率，因为信息披露可以有效缓解“契约摩擦”和“沟通摩擦”，减少股权过于集中带来的大股东对公司信息披露的操作行为，降低公司交易成本和代理成本。然而，代理人出于降低代理成本和交易成本的考虑，也会自愿地向所有者披露尽可能多的公司经营管理等各方面信息。

企业通过一系列契约将相关利益者结合在一起，由于契约的不完备性，各种代理冲突的存在，导致了相关利益者之间的信息不对称现象。根据代理理论和信号传递理论，信息披露质量的提高可以有效地缓解公司与投资者之间的代理冲突，减少信息不对称现象，降低代理成本，加强公司董事会执行董事和独立董事对管理层的监督，促使监事会效率的发挥，提高公司治理效率（Fama and Jensen，1983；Healy and Palepu，2001；Bushman et al，2004；乔旭东，2003；潘琰、辛清泉，2004；魏明海、陈胜蓝、黎文靖，2007；陈千里，2007；崔伟、陆正飞，2008）。Razaur Rahman（2002）认为由于金融契约的非完备性容易增加交易成本，导致道德风险和逆向选择，因此需要引进公司治理，通过提高信息披露质量，完善上市公司治理联接框架，提高公司内部治理效率和公司价值。

由于管理层出于自身利益的最大化追求，会产生损害投资者的自利行为，并利用信息优势获取收益，粉饰会计报表，如过度投资行为、在职消费以及掩饰公司可能存在的代理问题等，导致管理层私人利益与公司整体利益背离。因此，公司对外披露的信息质量对管理层的行为规范以及激励具有重要意义，高质量的信息披露有利于委托人掌握企业真实的经营状况、财务成果和现金流量情况，正确评价管理层经营管理行为（王斌，梁欣欣，2008）。通过公开披露的信息质量，了解管理层的经营管理行为，将管理层的努力情况与公司业绩联系起来。

由此可见，公司的信息披露水平对管理层的经营管理活动起到了一定的约束作用。高质量的信息披露，一方面有利于投资者做出正确的决策，加强董事会和监事会对公司管理层的监督，以及股东和外部相关利益者对管理层经营管理行为

^② 杜兴强，赵景文.财务会计信息与公司治理[M].大连：东北财经大学出版社，2008:112-113

的客观评价，提高公司治理效率；一方面有利于减少代理冲突，降低代理成本和权益资本成本，提高公司价值（向凯、陈胜蓝，2008；杜兴强、赵景文，2008）。

综合上述文献发现，国外学者普遍认为信息披露质量的提高，能够提高公司价值，信息披露质量可以通过影响公司治理传导影响公司价值；信息披露能够起到治理效应，降低公司内部与外部的信息不对称，减少管理层的机会主义行为，促进公司治理作用的发挥，从而维护委托人的利益。然而，就目前收集的资料来看，国内学者直接研究信息披露质量与公司价值关系的文献并不多见。关于信息披露质量对公司价值影响的研究，缺少关于信息披露质量市场效应的研究，缺乏关于信息披露质量是否会对公司股价产生影响的研究。

第三章 信息披露质量理论基础

3.1 相关概念

3.1.1 信息披露质量

1.信息披露

公司信息披露是指上市公司将反映其经营状况、财务成果和现金流量的货币信息以及非货币信息以报告的形式向广大信息使用者披露^③。上市公司的信息披露包括两个方面，一方面指信息披露的内容，即上市公司在证券发行、持续经营过程中，按照法定规定应该向社会公开的公司经营状况信息，包括招股说明书、上市公告书以及定期报告和临时报告等；另一方面指上市公司将这些内容披露于众的行为。

上市公司的信息披露按照披露意愿，可分为强制性信息披露和自愿性信息披露。公司按照相关法律法规必须对外披露的，以及其披露内容有严格质量要求的这部分披露构成了强制性信息披露，如：基本财务报表信息、重大事件信息、审计报告等信息的披露^④。自愿性信息披露一般是关于企业利好的信息，其披露的内容没有明确规定，如管理者对公司经营状况、战略规划以及发展前景等信息的披露^⑤。强制性信息披露的规范性较好，而自愿性信息披露往往能够给外部投资者带来更多决策相关的信息(Meek, Roberts and Gray, 1995)。本文所指的信息披露是公司整体意义上的信息披露，包括强制性信息披露和自愿性信息披露。

2.信息披露质量

信息披露质量是指信息使用者对信息有用性的满足程度。根据以上对信息披露的描述，本文认为信息披露质量不仅包括上市公司所披露内容的质量，还包括上市公司披露行为的质量。

上市公司披露信息的主要部分为会计信息，因此，信息披露内容的质量主要体现为会计信息质量。同时，信息披露内容与信息披露行为又存在紧密的相关性，因此，关于会计信息的质量以及信息披露行为的质量可以通过会计信息质量特征来综合阐述。早在 1966 年美国会计学会（AAA）就提出评估信息披露的标准为相关性、可验证性、超然性和可定量性。1970 年美国会计原则委员会（APB）

^③ 张宗新.上市公司信息披露质量与投资者保护研究[M].北京.中国金融出版社，2009

^④ 殷枫.中国上市公司自愿性信息披露研究[M].中国商务出版社，2006

^⑤ 《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》，第四章

在 1966 年美国会计学会提出的前 3 项标准基础上,又增加了可理解性、及时性、可比性和完整性 4 项标准。1980 年美国财务会计准则委员会 (FASB) 颁布《会计信息的质量特征》,在其所构建的层次结构中,强调信息披露质量首先应体现决策有用性,并指出相关性和可靠性是信息披露质量的重要质量特征。国际会计准则委员会 (IASB) 2000 年公布了《关于编制和提供财务报表的框架》,指出信息披露质量主要以可靠性和相关性为基本特征。我国早在 1985 年的第一部《会计法》里就明确提出“保证会计资料合法、真实、准确、完整”的法律要求。在 1992 年的《企业会计准则》“一般原则”中提出 8 项会计信息质量特征^⑥。2007 年 1 月 1 日实施的由财政部公布的《企业会计准则》,在基本准则中提出了会计信息质量要求,总共包括 8 条要求,可概括为会计信息应具备可靠性、相关性、可理解性、可比性、实质重于形式、重要性、谨慎性和及时性八个要求。比较国内外会计信息质量特征的实质,发现我国目前的会计信息质量特征基本上与国外相接轨。

另外, 2007 年 2 月 1 日财政部又公布了《上市公司信息披露管理办法》,同时,沪深证券交易所也完善了上市公司信息披露制度,相继发布了《上海证券交易所上市公司信息披露事务管理制度指引》和《深圳证券交易所上市公司公平信息披露指引》,对进一步提高上市公司信息披露质量提出了明确要求。2008 年 12 月 5 日,深圳证券交易所公布了经修订后的《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》,进一步加强了对深市公司信息披露的监督。

然而,我国对于信息披露质量的定义并没有形成统一的定论。Bhattacharya, Daouk and Welker (2003) 在研究信息披露质量相关问题时,指出未来研究信息披露质量的重要方向应该是设计出更适合的信息披露质量衡量指标。基于以上分析,本文结合国内外关于信息披露质量的研究,试图从信息披露质量特征角度定义信息披露质量。本文认为信息披露质量是指信息披露内容能够满足可靠性、相关性、可理解性、可比性、实质重于形式、重要性和谨慎性要求,信息披露行为能够满足及时性、合法性、合规性和公平性要求的上市公司信息披露整体情况。

3.信息披露质量评级

国内外关于信息披露相关问题的研究中,很多学者采用了一些专业评级机构公布的信息披露评分或者评级来衡量上市公司信息披露质量的高低。目前具有影响性的信息披露评级主要包括: AIMR 报告、标准——普尔“透明度与信息披露评级”、台湾资讯揭露评鉴系统和深圳证券交易所信息披露评级。

(1)AIMR 报告

^⑥ 8 项会计质量特征为: 可靠性、相关性、可比性、一致性、及时性、可理解性、谨慎性、重大性。

AIMR 报告反映了美国上市公司信息披露质量情况,该报告由美国投资与管理研究协会编制并对外公布。AIMR 报告是由分组委员会进行评分并编制的,其考核的内容为公司披露的年报、季报及其他信息以及投资者关系。分组委员会成员由各行业的 13 名主要分析师构成。AIMR 报告考核内容的具体评价标准和所占权重由各分组委员会成员统一确定,并随着分组委员会成员的更换而发生变化,总得分为三类信息分数的加权汇总值。

AIMR 报告的优点主要体现在分析主体是行业分析师,因此,在一定程度上保证了评价结果的专业性;另外,从三个方面对公司信息披露质量进行评分,反映了公司不同角度的信息;同时,三个方面评价权重的设计也较为合理恰当。但是,我们也应该注意到 AIMR 报告主要依赖分析师自身的判断,其评价的主观性相对较强,

(2) 标准——普尔“透明度与信息披露评级”

标准——普尔公司(S&P)公布的“透明度与信息披露评级”主要是对 S&P 所关注的上市公司披露的年报信息进行打分评级。在评价年报信息时,将年报信息分为所有权结构和投资者权利、董事会和管理层结构运行情况、以及财务透明度和信息披露三大类,并对三大类信息设计了 98 个关键信息点。根据是否披露了关键信息点,对公司进行打分评级。

标准——普尔评级方法的优点体现在方法比较透明,可以进行验证、可操作性强、使用方便。该评价方法的不足主要体现在对信息本身的真实性没有做出要求,而且对每个指标赋予相同的权重,忽略了每项指标之间的差异性和可能存在的重要程度偏差,导致权重的设计具有一定的主观性。

(3) 台湾资讯揭露评鉴系统

台湾资讯揭露评鉴系统是评价年度全体上市公司信息披露情况的评鉴系统,该系统是由台湾证券暨期货市场发展基金会设计。对于上市公司评鉴所采用的指标,由非官方组织台湾证券暨期货市场发展基金会确定,并随着台湾证券暨期货市场发展基金会成员的变动而发生变化。

台湾资讯揭露评鉴系统的优点体现在可以比较全面及时地评价上市公司信息披露情况,其对上市公司评价的内容包括网站中披露的所有信息。由于资讯揭露评鉴系统对每个指标统一给予一分,各个指标的权重是一样的,因此在评价时,会出现无法区分各项指标的重要性,忽略了各项指标之间的差异。另外,在收集评价资料时,评价小组只关注上市公司公开的信息,对信息的真实性并没有进行核实考证。若上市公司发生虚假披露行为,将会严重影响最终的评价结果,误导外部信息使用者。

(4) 深圳证券交易所信息披露评级

2001年5月10日上海证券交易所和深圳证券交易所联手对我国证券市场的公司信息披露进行规范,其具体举措体现在《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考核办法》。2008年12月5日,深圳证券交易所公布了经修订后的《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》,进一步加强了对深市上市公司信息披露的监督。按照考核办法,深交所对上市公司公布的所有日常信息进行考核,考核标准主要为上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性、合法合规性和公平性等六个方面^⑦。

深交所对公司信息披露考核的内容又可以归纳为两个方面:一方面指上市公司向深交所报送的信息,包括临时公告、定期公告;另一方面指上市公司的奖惩情况以及公司配合交易所工作的情况。深交所每年对上述内容进行信息披露数量(考察完整性和合法合规性)和质量(考察真实性、及时性、公平性和准确性)的考核,并对每项内容进行打分,根据不同的权重加权平均,算出综合评分,最后将所有的上市公司进行排名,分为优秀、良好、合格和不合格四种等级。深交所利用自身网站的“上市公司诚信档案”平台,对深市上市公司的信息披露考评等级进行公布,对于等级的披露先后经历了从只披露优秀等级到同时披露四种等级。

深圳证券交易所由于拥有庞大的信息搜集系统,能够获得上市公司披露的所有信息,且年度考核涵盖了上市公司年度内披露的所有信息,因而其评分和评级具有相当的权威性。深交所评级的不足体现在外部信息使用者难以获知单项指标具体得分情况,即深交所诚信档案中考评结果形成的基础性数据无法获取。虽然存在这方面不足,但是深交所作为我国唯一披露上市公司信息披露水平的交易所,其考评结果得到了多数学者的一致认可,具有一定的投资决策参考价值(方军雄、洪剑峭,2005)。另外,王雄元、沈维成(2008),杜兴强、赵景文(2008)等在研究信息披露质量相关问题时,对信息披露质量的度量,均采用深交所的考评结果作为信息披露水平的代理变量。

面对我国证券市场的现实情况,自行设置指标衡量信息披露质量存在主观性的缺陷,以及国外的信息披露质量指标在我国并不完全适用,因此,在我国现行的制度环境和信息环境下,采用权威机构公布的信息披露综合评价作为信息披露质量的衡量标准,更具有客观性和实用性。由于上海证券交易所仅在2002年实施了对沪市公司的信息披露考核与公布,因此,无法获取沪市公司的信息披露考核情况。鉴于我国深交所每年对上市公司信息披露质量考评的制度性,以及深交所在我国证券市场的代表性,本文在实证研究部分采用深交所考评结果作为信息披露整体质量的代理变量。

^⑦ 深圳证券交易所信息披露考核具体内容参考附录。

3.1.2 公司价值

公司价值考察的是公司这一对象的整体价值,与其他对象价值考察不同。公司是由众多单项资产组成,各项资产并非孤立存在而是相互之间具有协同效应,因此,公司价值是公司包含的所有资产综合的价值体现,并非各项资产价值的简单相加。公司价值不仅反映企业在现在时点的整体资产状况、获利能力和创造现金流的能力,还反映出企业整体资产未来的获利能力和创造现金流的能力。

由于公司相关利益主体需求的不同,公司价值的度量或评估表现为不同的方法。现有的企业价值评估方法主要有账面价值法、相对估价法、现金流量折现法、期权估价法等,每种方法都存在其各自的应用特点和范围。

账面价值法是利用传统的会计方法,反映特定时点企业会计核算的账面价值。由于账面价值与市场价值的偏差以及易被人为操作,限制了其使用范围。但是,学者在研究公司绩效时,也经常运用与账面相关的财务指标,如资产收益率 ROA、权益净利率 ROE 等 (Demsetz and villalonga, 2001)。相对估价法出现于企业价值评估发展的早期,并在实证研究领域得到广泛的应用。常见的相对(比率)估价法有:市盈利率法(P/E ratio)、价格与账面价值比率法(price/book value ratio)、市场价值与重置价值比率法 (Tobin's Q)等等。现金流量折现法 (Discounting cash flow, 简称 DCF) 由费雪创立,后由 Modigliani 和 Miller 发展完善。此方法符合财务估价理论,企业价值由企业未来收益的折现价值决定。在使用现金流量折现法时,前提假设市场是充分有效的,直接用估计的未来现金流量的现值作为企业价值。期权定价方法,能够比较有效地估计企业所面临的机会、灵活性等具有选择权的价值。1973 年布莱克(Black)和斯科尔斯(scholes)以及墨顿(Merton)提出 Black-Scholes 期权定价模型。但是,对期限较长、以非流动资产为标的资产的估价,期权定价方法具有一定的局限性。

从股权转移和资本运营的角度思考,在证券市场中,基于公平交易原则上的公司股票转让价值也反映了公司整体的转让价值,因此,公司价值可表现为普通股股票的价值。从现代经济学和有效资本市场角度分析,公司市场价值可用股票的价值来判断。另外,从控制权的角度分析,公司价值体现为所有者权益的价值,可以用股票的价值衡量公司价值。

从资产层面思考,资产=负债+所有者权益,因此,公司价值应包括所有者权益价值和负债价值两部分,可以采用市场价值与重置价值比率法(Tobin's Q)来衡量公司价值。上市公司所有者权益价值的计算又涉及到公司发行在外的普通股股票价值,因此,在债务一定的情况下,公司股价的上升,其价值也会提高。

本文的研究主要基于以上两个层面的分析,分别采用公司股价和托宾 Q 值

衡量公司价值，研究信息披露质量与公司价值的关系。由于两种层面的思考，其公司价值的衡量均涉及到股价，其具有内在联系性，因此，其分析结果可以起到相互印证的效果。

3.2 信息披露质量理论基础

信息经济学（Economics Of Information）最早出现于 20 世纪 50 年代末 60 年代初。1959 年马尔萨克在其发表的《信息经济学评论》一文中，第一次提出信息经济学一词。1961 年 G. Stinger 发表了《信息经济学》论文，推动了信息经济学学科的开创性发展。信息经济学学科主要研究市场经济活动中的信息现象，并总结规律，为经济活动现象提供理论支持。随着信息经济学的发展，它对其他学科的渗透影响不断加强，并不断发展成为主流经济学。信息经济学对会计学的研究也产生了重大影响，会计信息质量、信息披露质量，都是围绕信息而展开。信息经济学的理论与方法越来越多地运用到信息披露质量研究中。在信息披露研究文献中，学者大多以信息经济学的相关理论为基础进行阐述，大量应用到信息不对称、逆向选择、委托——代理等信息经济学理论。《会计与经济学杂志》(JAE) 的主编 Watts and Zimmerman(1979)就明确要求要利用企业理论、公共选择、代理理论等信息经济学理论来解释经济现象^⑧。信息披露质量与公司价值关系的研究，主要分析公司信息披露质量对公司价值的影响，围绕着信息而展开，因此，其与信息经济学形成了很好的融合。本文基于的信息经济学理论主要为代理理论、信息不对称理论和信号传递理论。

3.2.1 信号传递理论

信号传递理论（Signaling）最早于 1974 年由 Spence 开创性地引入经济学，该理论对信息经济学的开创性研究具有重要意义。随着信息经济学的发展，信号传递理论在管理学和证券市场相关领域得到了广泛应用。Stephen. Rose 1977 年又将其拓展到财务领域。信号传递理论是为解决由信息不对称引发的逆向选择问题而产生的理论。信号传递理论主要包括信号发送理论和信号甄别理论。在资本市场中，即使外部环境没有要求企业强制披露公司的信息，企业也会为了区别于其他差的企业或突出与其他企业的不同而自愿披露企业信息。因此，信号传递理论很好地解释了公司在相互争夺稀缺资本时，为何会自愿地披露企业信息。在资本市场中，由于交易双方所处地位的不同，存在明显的信息不对称现象，导致投

^⑧ 杨阳。经济学对管理会计的借鉴与启示，山西财经大学学报，2006(5)

投资者无法区分市场商品品质的优劣，对所有的商品只会以平均价格支付，即逆向选择问题。然而，市场中存在好企业和差企业之分，业绩好的（或价值被低估）企业为了区别于其他差的企业，解决市场的逆向选择问题，获得投资者高于平均价格的支付，会积极主动地向市场传递企业内部的高质量信息，以显示公司的核心竞争力，吸引投资者的投资。此时，信息披露便起到信号传递作用，减少了由信息不对称所引起的价值低估现象。公司高质量信息的披露，能够向市场传递价值高的信号，使其区分于业绩差的公司，吸引更多的投资者“青睐”。然而，业绩较差（或价值被高估）的公司则不会过多披露不利信息甚至隐瞒不利信息，而更倾向于披露能够显示公司未来发展战略与投资价值的相关利好信息。由此，似乎得出市场监管部门要求企业强制披露信息是不必要的，企业会倾向于自愿性披露企业信息。但是，由于信息披露具有公共产品和高成本特征，以及管理层机会主义行为难以被完全发现，因此，强制性信息披露制度在我国监管中仍然具有重要地位。

3.2.2 信息不对称理论

2001 年诺贝尔经济学获奖者乔治·阿克洛夫等人首先提出了信息不对称概念，并指出参与市场经济活动的主体拥有不相同的信息。信息不对称理论是信息经济学的起源，因此，从一定意义上说，狭义的信息经济学就是信息不对称理论。在委托代理关系中，由于信息不对称的存在，信息优势拥有方会凭借其信息优势获得更多的经济利益。信息不对称在经济体的内生存在，阻碍了资本市场机制的效发挥，促使证券监管部门应加强对市场和上市公司的监管。信息不对称主要包括两个方面的不对称：一种不对称存在于投资者之间；另一种不对称存在于所有者与经营者之间。由于投资者之间的信息不对称，拥有较多信息的投资者，就会从拥有较少信息的投资者那里获得差价收益。在现代上市公司中，普遍存在企业所有权与经营权的分离。根据代理理论，企业的管理者作为信息的披露方，自然地比企业所有者更了解企业，掌握更多的企业信息，因此，由于企业内部与外部的信息不对称，管理者很可能出于自身利益考虑，产生自利行为，背离企业价值整体最大化。管理层自利行为具体表现为在向所有者披露信息时，会掩盖会计信息，甚至提供虚假的会计信息，只披露利好信息不披露不利的信息，隐瞒公司的真实状况。

信息不对称主要包括逆向选择和道德风险两种类型，以下分别对这两种信息不对称进行介绍。

1. 逆向选择

在证券市场中,由于企业经营者相对于投资者掌握更多企业经营和业绩的信息,投资者由于缺乏充分的信息来为投资决策服务,因此,只能依据估计市场中所有企业的平均价值来进行投资选择。这将必然导致好的企业被低估,不能实现相应价值水平的资金筹集,而差的企业则会被高估,获得高于其内在价值的溢价,导致大量资金流向劣质企业。长此下去,优质公司将被挤出市场,投资者将对证券市场逐渐失去信心,致使证券市场最终难以为继。因此,在信息不对称条件下,为了解决逆向选择问题,业绩好的企业会自愿向投资者披露更多高质量的信息。在信号传递作用下,投资者可以有效识别高质量的公司来剔除“柠檬效应”,而业绩一般或较差的企业为避免成为最差的企业也会自愿披露一些公司利好信息。

2.道德风险

企业所有权和经营权的分离,信息不对称状态应运而生。上市公司管理者和掌握实权的大股东由于自身的信息优势,从而产生各种偷懒、机会主义和损害投资者利益的败德行为。阿罗将代理人的优势分为两种:一种是“隐蔽行动”,代理人的某种行动不能为别人准确观察或预测到的行动;另一种是“隐蔽知识”,由于代理人通过自己知识采取的某种行动,会向委托人传递相应的信息,因此,代理人会隐瞒自己的这种知识活动,从而不利于公司价值最大化的实现。由于这种行动具有隐蔽性,因此,不易被委托人观察到。为了维护证券市场健康持续稳定的发展,公司需要加强外部监督管理和公司内部治理,更为重要的是通过建立信息监控机制降低管理者的道德风险,防止其自利行为的发生。

信息政策作为证券市场的主要政策之一,对证券市场的发展起到了重要作用。信息不对称理论强调了公司信息披露的内在必要性,证实了证券监管者在经济学意义上的职责,即有效地规范信息披露行为和制定信息披露制度,提高企业信息披露的透明度,促进证券市场高效率运作的发挥。

3.2.3 代理理论

Jensen and Meckling 在 1976 年提出了著名的代理理论。信息经济学的核心是委托——代理理论,代理理论用契约概括了各种代理关系所形成的层级组织。根据契约理论,公司是一系列契约的连结体,契约的双方当事人分别是委托人和代理人。在家族企业中,由于企业资源的管理者又是企业的所有者,对全部资源拥有剩余索取权,在这种情况下,不存在代理问题,管理者会努力地为自己工作。但是,在现代股份制企业中,企业的所有者与经营者分离,由于委托人与代理人均为理性的经济人,其行为目标并不完全相同,因此,就会出现代理人并不会完全遵守最大限度地实现委托人的效用理念。代理理论认为,委托人对代理人实施

监督的过程中,产生了代理成本。Jensen and Meckling 将代理成本分为守约成本、监督成本和剩余损失三种。守约成本是指代理人员定期向所有者报告企业经营状况、聘请外部审计师对企业报表进行审计等为了取得外部股东信任而发生的费用支出。企业所有者监督管理人员过度消费等自利行为时,所发生的费用支出,构成了监督成本。委托人和代理人利益的不一致导致其他损失的发生,引起了剩余损失。为了解决代理问题,降低代理成本,委托人会通过订立各种契约来加强对代理人行为的监督和约束,而这些契约的订立和考核都是建立在信息披露的基础上,因而有必要要求代理人定期披露会计信息。随着信息披露质量的提高,这些契约的约束力将越强。另外,在理性预期下,委托人可能将部分代理成本转嫁给代理人,降低代理人的报酬。因此,代理人有降低代理成本的动机,具有主动向投资者披露信息的动力,并且代理成本随着信息披露质量的提高而降低。为了获得委托人信任,降低代理成本,他们会自愿主动披露更多的信息来报告受托责任的履行情况,并请独立的外部审计人员检验其披露信息的合法合规性。另外,公司规模越大代理成本可能越大,越有可能促使管理者披露高质量信息来缓解代理问题,降低代理成本。

3.2.4 有效市场假说理论

Paul Samuelson (1965) 和 Fama (1965、1969) 等人提出有效市场假说 (Efficient Market Hypothesis EMH), 1970 年 Fama 等人又对有效市场假说进行了系统论述。Fama 认为, 如果市场是有效的, 则证券价格中应能够反映所有可能获得的公司信息, 这种反映包括反映的时间上要及时准确, 内容上要充分完整。具体体现在, 如果反映公司经营状况和未来获利能力等的信息发生变化, 市场可以立刻做出反应, 市场的价格也会随之做出相应地调整。此时, 市场中的每个人都是理性的经济人, 任何人都无法比别人获得更多的信息, 市场中的信息都是畅通的, 股价也不存在高估和低估的问题, 所有股价都是公司真实经营状况和未来盈利的反应, 股价会随着公司利好信息和利空信息的变化而变动, 不受人为控制。在交易的任何时刻, 市场中的参与者, 都无法利用自身优势获取超额经济利润。当市场是有效时, 市场中的资本也会自然配置到收益高的企业, 发挥市场的作用。

然而, 这是理想状况下, 市场完全有效时, 应该具备的基本特征。实际上并非每个市场的参与者都是理性的, 所有的信息并不是完全畅通的, 信息并非在每个时点都是有效的。因此, 根据投资者在证券市场上可以获取的信息, 以及证券价格对不同信息的反映程度, 有效市场可分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。

在弱式有效市场中，证券价格充分反映了关于企业过去的所有股票成交量、成交价、融资金额和交易额等中所隐含的信息。在半强式有效市场中，股票价格已充分反映出公司已公开的有关公司未来发展前景等信息，这些信息包括股票的成交量、成交价、盈余信息、企业管理状况以及其他公开披露的财务信息等。在半强式有效市场中，证券的价格会随着投资者获取信息的时效而变化。若投资者能够迅速获取这些信息，那么证券价格也会相应做出反应。因此，投资者无法完全利用已公开的信息获取超额利润。在强式有效市场中，所有有用的相关信息都在证券价格中得到了反映，证券价格所反映的信息面很广，这些信息既包括已公开的信息也包括内部未公开或原本属于保密的信息。因此，在强式有效市场中，没有人能比其他人掌握更多的信息，投资者无法凭借地位优势或信息渠道等获取超额收益。现实中，这种强式有效市场并不存在，目前存在的资本市场只有弱式有效市场和半强式有效市场两种。从有效市场的分类可以得出，信息披露的水平 and 数量，以及外部人对于信息的理解与反馈，才是证券价格形成过程中的关键环节。信息披露质量作为市场公开的一种信息，其对证券价格存在影响，市场会对公司信息披露质量做出反应。当市场是有效时，为了提高对股价预测的准确性，投资者存在追求高质量信息披露的需求。另外，公司为了避免价值遭到低估，会自发披露更多相关、可靠、及时的信息，便于投资者理性预测，增进市场的有效性。

第四章 信息披露质量与公司价值的分析

4.1 信息披露质量对公司股价的影响

4.1.1 研究假设

根据有效市场假说理论,当市场是有效时,市场价格能够反映市场中公布的信息。股票价格是信息的实时变量,证券价格会受到市场中的信息影响,而市场反应正是测度这种信息影响的市场指标。在资本市场上,外部投资人会根据公司信息披露质量,评价公司目前的经营状况、财务成果和现金流量等状况,预测公司未来的发展前景,并通过证券市场对公司股票价格和交易量等产生影响。因此,公司股价在信息披露质量信息公布前后会发生变动。在证券市场上,公司股价的变动反映外部投资人对公司价值的一种市场反应情况。针对不同的市场信息,外部投资人做出不同的市场反应。

公司信息披露质量的提高,透明度的增强,降低了投资者面临的不确定性,从而降低了公司面临的系统风险,提高了企业股票在证券市场中的流动性(Dallas, 2002; Baek et al., 2004)。本文借鉴国内学者的研究方法(曾颖、陆正飞, 2006; 王雄元, 2008; 杜兴强、赵景文等, 2008),选用深圳证券交易所信息披露考评结果来衡量信息披露质量,选择在深圳证券主板市场上市的公司作为样本,研究深交所信息披露考评结果对公司股价的影响,分析信息披露质量是否对公司价值产生影响。深交所每年会对上市公司信息披露情况进行考评,并将考评结果分为优秀、良好、合格和不合格四种等级,等级的划分反映了上市公司信息披露水平的差异,其中优秀等级的公司信息披露质量最高,不合格等级的公司信息披露质量最低。外部投资者由于搜集成本过高和自身因素限制,难以对上市公司的信息披露进行较为全面的考评,因此,深交所的信息披露考评是投资者进行投资决策的参考标准。国内学者研究发现,深交所作为我国唯一披露上市公司信息披露水平的交易所,其考评结果具有一定的投资决策参考价值(方军雄、洪剑峭, 2005)。理性的经济人认为,信息披露质量越高,越有利于投资者做出相对准确的决策,降低公司股价大幅度波动的可能性。由于受到外部投资人趋利避害的影响,信息披露水平不高的公司,其的股价相对而言,将表现出一定的波动性。因此,本文根据深交所的考评结果将样本分为优秀、良好、合格和不合格四组,分别观察每组信息披露质量前后股价变动情况,研究信息披露质量对公司价值的影响。

基于以上分析，本文提出如下假设：

假设 1：深交所信息披露考评结果具有市场反应，信息披露质量对公司股价存在影响。

假设 2：深交所信息考评结果在披露的较短时间窗内，信息披露质量等级的市场反应是显著的。

4.1.2 研究方法

本文采用事件研究法研究信息披露质量的市场效应，检验深交所信息披露质量公布对公司股价的影响。事件研究法（Event Study），主要是研究事件对企业证券价格，尤其是对股价的影响，通过观察事件前后证券价格异常报酬率和累计平均异常报酬率的变动及其显著性水平，检验事件对证券价格是否存在影响。事件研究法最早出现于 1933 年(Dolley)，自从 Ball and Brown(1968)、Fama et al(1969)对事件研究法的进一步运用后，其在财会和金融分析中得到了普遍运用。之后，Brown(1980) and Warner(1985)对事件研究法提出了改进，完善了其基本的统计假设设计，从而使模型能够更好地运用于实际研究。

在事件研究法中，首先，确定事件和事件窗。本文研究信息披露质量对公司股价的影响，因此，所要研究的事件为信息披露质量。考虑到用深交所信息披露考评结果衡量信息披露质量，因此，具体的研究事件为深交所信息披露考评结果。为了研究深交所信息披露考评结果的市场效应，分析其对公司股价是否存在影响，需要确定相应的事件窗。事件窗是指事件研究中，事件日前后的期间。本文将深交所信息披露考评结果公布日作为事件日，研究市场对信息披露考评的反应。由于市场是信息的集合点，市场中充斥大量信息，因此，为了剔除其他披露事件对股价的“噪音”影响，纯净地研究事件，本文选择深交所信息考评公布日前后 5 个交易日即[-5,5]作为事件窗口。其次，计算异常报酬率和累计平均异常报酬率，以反映事件发生前后公司股票实际收益与预期收益的差异情况。最后，实证分析。通过统计工具对异常报酬率和累计平均报酬率进行分析，研究信息披露质量对公司股价的影响，确定信息披露质量是否影响公司价值。

4.1.3 模型选择

为了研究信息披露质量对公司股价的影响，需要对信息披露质量公布前后股票实际收益与预期收益的差额进行计算，具体包括个股异常报酬率（AR, Abnormal Return）和累计平均异常报酬率（CAR, Cumulative Abnormal Return）

的计算。

1.AR 的计算

个股异常报酬率（AR）可用个股实际报酬率减去预期报酬率。公式如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \overline{R_{i,t}}$$

$R_{i,t}$ 为第 i 支股票第 t 天实际报酬率， $\overline{R_{i,t}}$ 为第 i 支股票第 t 天预期报酬率。 $R_{i,t}$ 定义如下：

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

其中， $P_{i,t}$ 、 $P_{i,t-1}$ 分别为第 i 支股票第 t 天和第 $t-1$ 天的价格。

预期报酬率 $\overline{R_{i,t}}$ 的计算主要有四种方法，具体如下：

（1）随机游走模型

$$R_{i,t} = R_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \varepsilon \sim (0, \sigma^2)$$

（2）市场模型

根据资本资产定价模型 CAPM（Capital Asset Pricing Model）得来，公式下：

$$\overline{R_{i,t}} = \alpha + \beta R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \varepsilon \sim (0, \sigma^2)$$

其中， $R_{m,t}$ 为 t 日的市场报酬率。此模型是利用事件窗之前的预测窗口的数据，回归得出模型，计算出 $\overline{R_{i,t}}$ 。

（3）市场调整模型

以市场收益率作为预期收益率，即 $\overline{R_{i,t}} = R_{m,t}$ ，其中 $R_{m,t}$ 为 t 日的市场报酬率。 $R_{m,t}$ 计算类似于个股实际报酬率计算公式，即 $R_{m,t} = (P_{m,t} - P_{m,t-1}) / P_{m,t-1}$ ，其中 $P_{m,t}$ 、 $P_{m,t-1}$ 为证券指数的收盘价。

（4）均值调整模型

在事件窗之前选定一段时间作为预测窗口，预期收益率为预测窗的收益率均值，即 $\overline{R} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^{t_2} R_{i,t}$ T 为预测窗口 $[t_1, t_2]$ 的宽度。

考虑到我国证券市场是新兴市场，从短期来看，股价行为存在不稳定性，因此，本文借鉴多数学者的研究方法，对预期报酬率的计算采用市场调整模型，并选择市场报酬率作为预期报酬率。

2.CAR 的计算

在计算累积平均异常报酬率 CAR 之前，需要计算出每天的平均异常报酬率 (AAR, Average Abnormal Return)。AAR 可根据个股的日异常报酬率计算得出，

则 N 支股票的 $AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$ 。累积平均异常报酬率 CAR 可根据 AAR 计算得出，具体分为两种方法。

$$(1) CAR_s = \sum_{t=-T}^s AAR_t, s \in [-T, T]$$

即第 s 天的累积异常报酬率为累积计算从事件窗的起点-T 到事件窗中任何一天 s 的日平均异常报酬率。

$$(2) CAR_{(p,q)} = \sum_{t=p}^q AAR_t, p, q \in [-T, T], p < q$$

此方法的累积异常报酬率计算为事件窗中窗口[p,q]的日平均异常报酬率之和。通常要求 $0 \in [p, q]$ ，且 $p \neq -q$ 。

本文对累积异常报酬率的计算，采用了上述两种方法，分别考察信息披露考评结果公布前后的股价累积异常报酬率情况。

综上所述，本文的 AR、AAR 和 CAR 计算公式如下：

$$(1) AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (4.1)$$

$$\text{其中, } R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad (4.2)$$

$$R_{m,t} = (P_{m,t} - P_{m,t-1}) / P_{m,t-1} \quad (4.3)$$

$$(2) AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4.4)$$

$$(3) CAR_s = \sum_{t=-T}^s AAR_t, s \in [-T, T] \quad (4.5)$$

$$CAR_{(p,q)} = \sum_{t=p}^q AAR_t, p, q \in [-T, T] \quad (4.6)$$

4.1.4 样本选择

2008 年 12 月 5 日，深圳证券交易所公布经修订后的《深圳证券交易所上市

公司信息披露工作考核办法》，加强了对我国深市公司信息披露的监督，增强了深交所信息披露考评结果的权威性和可靠性。因此，本文选择了 2008 年在深市主板上市的公司作为样本，考察信息披露考评结果公布前后 5 天股价异常收益的变动情况。2009 年 6 月 15 日，深交所公布了 2008 年的信息披露考评结果。因此，本文以 2009 年 6 月 15 日这天为事件日，排除双休日，分别选择事件日前 5 个交易日（6 月 8 号、9 号、10 号、11 号、12 号）和事件后 5 个交易日（6 月 16 号、17 号、18 号、19 号、20 号）共 10 天作为事件观察窗，即 $[-5,5]$ 。为了排除其他信息对事件的影响，单纯分析信息披露考评结果对股价的影响，本文剔除了在信息披露考评结果公布前后 5 个交易日公布其他信息的公司。最终得到 116 个数据，其中优秀等级包括 15 家公司；良好等级包括 64 家公司；合格等级包括 35 家公司；不合格等级包括 2 家公司。另外，个股收盘价数据来自于 WIND 中国金融数据库。考虑到本文样本来自于深圳主板市场，因此，选取深圳成分指数 A 指收益率作为市场报酬率。深圳成分指数 A 指收盘价数据来自于华泰证券软件。全部数据处理借助于 Excel 和 SPASS17.0 软件。

4.1.5 实证分析

图 4.1 反映了深交所披露考评结果前后 5 天日平均异常报酬率的变化情况。通过图可以发现，四种组合的信息披露水平，在公布日前后日平均异常报酬率均呈现不同程度的波动。其中良好和不合格组的 AAR 在公告日前的波动幅度最大，两种等级公告日前的 AAR 波动幅度都大于公告后的波动幅度，并在公告日当天都表现为大幅度下降趋势。优秀组在公告日前后 AAR 波动幅度相对较小，合格组的日异常报酬率在公告日前后呈现小幅度波动。四种组合的这种表现现象，验证了有效资本市场假说理论，说明我国证券市场具有一定的有效性。在信息披露考评结果公布前，市场能够对公司业绩进行一定的理性预测，并在股价中反应，投资者无法对公布后的信息获取更多超额回报。另外，四种组合的日异常报酬率在公布日前的波动幅度均大于公布后的变化幅度，有可能是因为企业的部分信息提前外漏导致股价中已经部分反映了信息披露情况。张宗新、朱伟骅（2007）研究发现我国上市公司存在盈余管理行为，包括选择信息披露时间，重大事件信息提前泄露明显。另外，事件日后第 3 天开始，除了良好组，其他三组的 AAR 变动幅度又开始变大，说明市场对于信息披露考评结果信息已经全部反应，公司股价已经基本反应了这个信息。总的来说，在信息披露考评结果公布的前后，市场对四种组合均有不同程度的反应。由此，本文的假设 1 得到验证，深交所信息披露考评结果具有市场反应，外部投资者对深交所的信息披露考评结果给予了一定的

关注，信息披露质量对公司股价存在影响。

图 4.2 描述了深交所信息披露考评结果公布前后，四种组合的累积异常报酬率 CAR 变化情况。这里的 CAR 值根据 $CAR_s = \sum_{t=-T}^s AAR_t, s \in [-T, T]$ 公式求的，即每天的累积平均异常报酬率都是从-5 天开始，对 AAR 累积相加到当天。

通过图 4.2，可以很明显的发现优秀、良好和合格三组在[-5, 5]窗口的 CAR 值基本上位于 0 上方，且走势大体表现为一组，而不合格组的累积平均异常报酬率均处以负值状态，说明我国市场重视深交所的信息披露考评结果，对不同信息披露质量等级的公司，市场反应存在差异，进一步验证了假设 1。在变化幅度方面，不合格组的 CAR 变化幅度最大，尤其是在公告日前 1 天，和公告日后的 5 天表现尤为突出，并在公布日后的第 3 天累积平均异常报酬率达到最低，随后累积平均异常报酬率的差异逐渐缩小；合格组的变动幅度要大于优秀和良好组的 CAR 变动。但是，三种组合的 CAR 大体上从事件日的前 2 天便开始呈现下降趋势，并在事件日后累计平均异常报酬率下降幅度更大，其中合格组的下降速度要快于良好和优秀组。从信息披露结果公告日前后 5 天 CAR 的变动幅度来看，信息披露考评结果对市场股价产生了影响，股价存在异常收益。另外，不合格组从事件公布后 3 天开始，以及优秀等级从第 4 天开始，CAR 表现为上扬趋势，说明市场对信息披露质量信息已经基本接受，信息披露考评等级对公司股价的影响逐渐消失。分析 CAR 值的分布，可知市场对于不同信息披露水平的上市公司其反应是不同的，市场更看好信息披露质量优秀、良好和合格组的上市公司。外部投资者会认为信息披露质量高的上市公司更好地反映了公司真实的经营状况、财务成果和现金流量，而对于不合格组市场反应强烈，并不看好不合格组的公司。因此，若投资者购买的公司股票，日后被出具了信息披露质量不合格的结果后，投资者将会因股价的下跌产生利益损失。另外，对于信息披露质量合格等级以上的公司，市场的反应也存在差异，市场最看好信息披露优秀组的公司，其次是良好组，最后为合格组。同时，市场对于不合格组的反应强度要稍强于优秀、良好和不合格组。因此，市场对不同等级的信息披露质量在公告日前后存在不同反映，信息披露质量对公司价值产生影响。

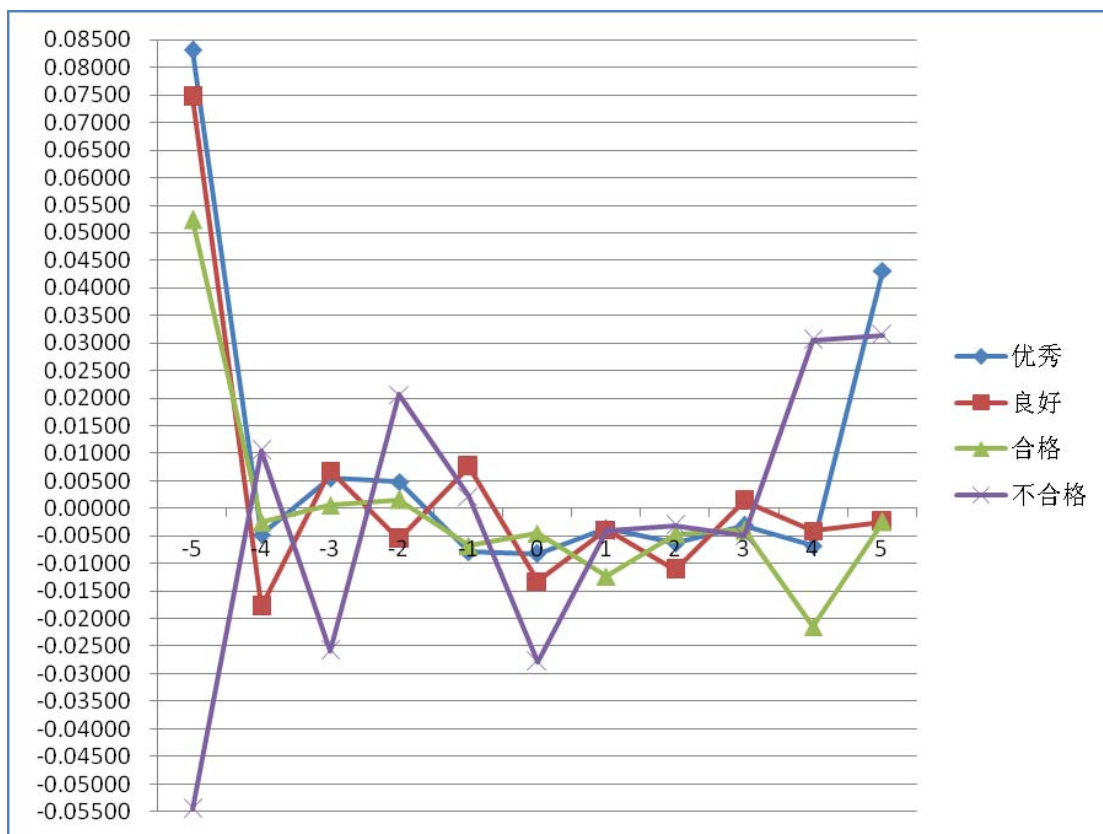


图 4.1 信息披露考评结果披露前后 AAR 的变化

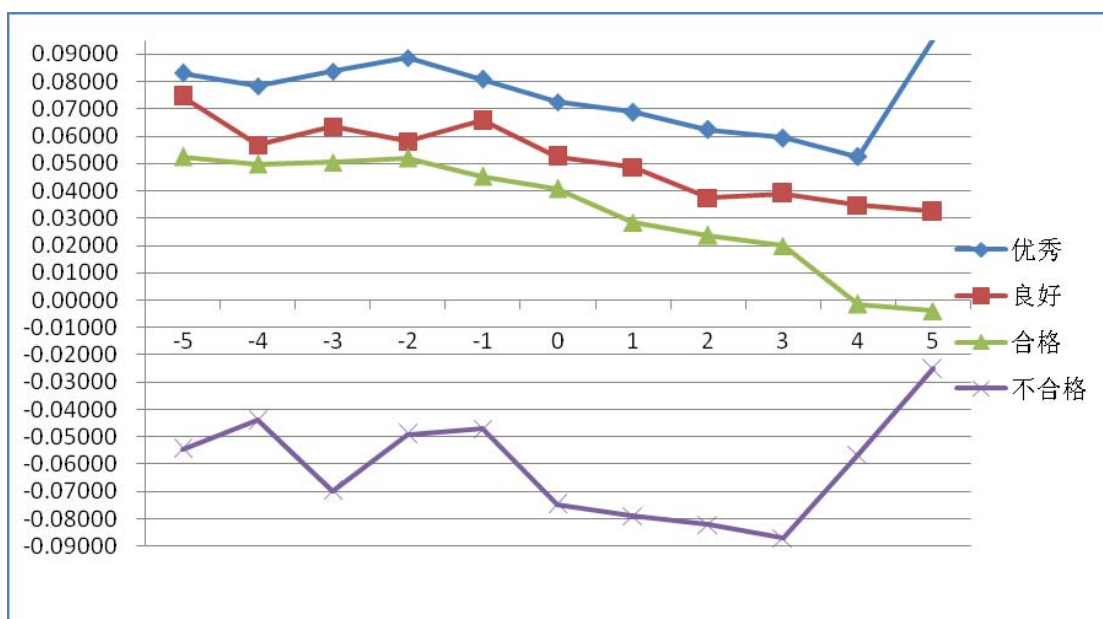


图 4.2 信息披露考评结果公布前后 CAR 的变化

为了检验上述结果是否具有统计学上意义, 本文对四种组合的日平均异常报酬率 AAR 和累计平均异常报酬率 CAR 进行 T 检验, 观察时间窗[-5,5]内的 AAR 和 CAR 是否显著不为 0。

表 4.1 四种组合 AAR 的 T 检验

	优秀	t 值	良好	t 值	合格	t 值	不合格	t 值
-5	0.074***	9.891	0.083***	9.597	0.052***	9.325	-0.054***	-6.924
-4	-0.017***	-2.361	-0.048	-0.553	-0.026	-0.463	0.105	1.329
-3	0.007	0.903	0.055	0.634	0.006	0.112	-0.025***	-3.265
-2	-0.006	-0.735	0.048*	1.758	0.016	0.276	0.021***	2.617
-1	0.008	1.009	-0.079	-0.912	-0.006*	-1.812	0.021	0.271
0	-0.013	-0.747	-0.082*	-1.956	-0.045	-0.846	-0.027***	-3.524
1	-0.004	-0.515	-0.037	-0.437	-0.012**	-2.192	-0.041	-0.532
2	-0.011	-1.473	-0.063	-0.733	-0.046	-0.823	-0.031	-0.456
3	0.001	0.188	-0.031	-0.362	-0.039	-0.724	-0.005	-0.639
4	-0.004	-0.545	-0.068	-0.781	-0.021***	-3.811	0.031***	3.864
5	-0.002	-0.323	0.043***	4.979	-0.024	-0.439	0.031***	3.974

注：***表示在 1%的置信水平下双尾显著；**表示在 5%的置信水平下双尾显著；*表示在 10%的置信水平下双尾显著。括号内的值为 t 值。

表 4.2 四种组合 CAR 的 T 检验

	优秀	t 值	良好	t 值	合格	t 值	不合格	t 值
-5	0.075***	17.672	0.083***	20.833	0.052***	8.311	-0.054***	-9.422
-4	0.056***	13.453	0.078***	19.634	0.049***	7.903	-0.044***	-7.616
-3	0.063***	15.075	0.083***	21.016	0.050**	8.003	-0.069***	-12.153
-2	0.058***	13.761	0.088***	22.222	0.051***	8.249	-0.049***	-8.498
-1	0.065***	15.567	0.080***	20.246	0.045***	7.171	-0.046***	-8.122
0	0.052***	12.441	0.072***	18.186	0.041***	6.456	-0.074***	-12.952
1	0.049***	11.514	0.068***	17.251	0.028***	4.503	-0.078***	-13.635
2	0.037***	8.882	0.062***	15.667	0.023***	3.773	-0.082***	-14.263
3	0.039***	9.217	0.059***	14.883	0.019***	3.151	-0.087***	-15.731
4	0.035***	8.243	0.052***	13.184	-0.002***	-0.254	-0.056***	-9.771
5	0.032***	7.671	0.095***	23.997	-0.004***	-0.636	-0.025***	-4.355

注：***表示在 1%的置信水平下双尾显著；**表示在 5%的置信水平下双尾显著；*表示在 10%的置信水平下双尾显著。括号内的值为 t 值。

表 4.3 四种组合各时间窗口 CAR 值的 T 检验

	优秀	t 值	良好	t 值	合格	t 值	不合格	t 值
CAR(-1,1)	0.166**	2.391	0.222**	2.125	0.114***	2.665	-0.201**	-2.363
CAR(-2,2)	0.262***	3.764	0.373***	3.561	0.190***	4.421	-0.332***	-3.952
CAR(-3,3)	0.364***	5.225	0.516***	4.923	0.260***	6.063	-0.488***	-5.751
CAR(-4,4)	0.456***	6.546	0.647***	6.176	0.308***	7.185	-0.589***	-6.933
CAR(-5,5)	0.563***	8.071	0.825***	7.871	0.356***	8.313	-0.669***	-7.864

注：***表示在 1%的置信水平下双尾显著；**表示在 5%的置信水平下双尾显著；*表示在 10%的置信水平下双尾显著。括号内的值为 t 值。

表 4.1 反映了四种组合的日平均异常报酬率的 T 检验情况。其中，优秀组在公告日前 2 天以及公告日显著异于 0；合格组的 AAR 在公告日前 1 天和后 1 天表现显著；不合格组的 AAR 从公告日前 3 天开始显著异于 0，持续到公告日后 1 天，公告日的 AAR 没有通过显著性检验。表 4.1 说明市场对信息披露存在反映，并且市场对不合格组反应强烈，对优秀组反应平淡，符合图 4.1 的观察结果，进一步验证了假设 1。

表 4.2 和表 4.3，从不同角度检验累积平均异常报酬率的显著性情况。表 4.2 反应了事件前后 5 天 CAR 显著异于 0 的情况，研究发现事件前后 5 天的累积平均异常报酬率均达到 1%显著性水平，符合图 4.2 的描述结果。表 4.3 反映了不同窗口的 CAR 显著性情况，研究发现信息披露考评结果公布前后短时间内，市场反应强烈。在窗口[-1,1]内，合格组的显著性水平最高，优秀、良好和不合格组的 CAR 异于 0 的显著性水平较低。另外，四种组合的 CAR 在[-2,2]、[-3,3]、[-4,4]、[-5,5]窗口内均达到了 1%水平上显著异于 0，说明我国深市市场在信息披露结果公布前后存在显著性反应，信息披露质量信息对公司股价存在一定的影响。从以上的分析，可以得出我国深市市场对上市公司的信息披露考评结果存在市场效应，信息披露质量等级反应表现显著，信息披露质量对公司价值存在影响，检验了本部分的两个假设。

4.2 信息披露质量对托宾 Q 的影响

4.2.1 研究假设

公司信息披露作为外部投资者评价经理层业绩的主要来源，对公司股价存在

影响,其质量直接影响公司价值。公司提高信息披露质量,可以降低自身与投资者之间的信息不对称程度,缓解代理冲突,增强公司的透明度。同时,高质量的信息披露,有利于投资者做出相对正确的投资决策,提高其预测的准确性,减少其交易的不确定性 (Patel and Dallas,2002)。另外,公司信息披露质量的提高,可以降低企业权益资本成本和股权融资成本,有利于公司再融资,从间接方面反映了信息披露质量对公司价值的积极影响 (Rahman, 2002; Wesley,2004)。公司信息披露质量的提高,透明度的增强,降低了投资者面临的不确定性,提高了企业股票在证券市场中的流动性,促进了公司价值的提升 (Dallas, 2002; Baek et al., 2004)。杜兴强 (2008) 研究发现,信息披露质量与代理成本之间存在负相关关系,信息披露水平越高,投资者对管理者的约束力越强,企业内部与外部的信息不对称水平越低,代理成本越低。

信息披露制度与公司内、外部治理机制一起构成了公司的有效治理机制。根据代理理论和信息不对称理论,信息披露质量的提高,一方面有助于提高公司治理效率,加强外部投资者对公司管理层的监督,促进董事会和监事会作用地发挥,缓和委托代理关系下的代理冲突;一方面有助于减少代理成本,保障投资者的知情权和监督权,减少公司权益资本成本,实现公司价值的最大化。由于公司内部治理机制和外部治理机制之间存在互补效应,因此,信息披露水平的提高可以有效地将公司内部信息传递给投资者,减少信息不对称现象,降低代理成本和交易成本,提高公司治理效率 (Rahman, 2002; 陈千里, 2007)。公司治理水平高的公司,代表公司价值的变量托宾 Q 值也高 (Bushman et al , 2004; 白重恩等, 2005; 崔伟、陆正飞, 2008)。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设:信息披露质量与公司价值正相关,信息披露质量越高,公司价值越高。

4.2.2 模型设计

在研究信息披露质量与公司价值关系时,本文借鉴 Bushman and Smith(2001)的方法,主要采用多元回归分析方法,构建如下模型:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \alpha + \beta_1 \text{Quality} + \beta_2 \text{CR1} + \beta_3 \text{INDR} + \beta_4 \text{Boardsize} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Lev} \\ & + \beta_7 \text{Year} + \beta_8 \text{Industry} + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (4.7)$$

其中, Tobin's Q 为第 t 年公司价值, Quality 为第 t-1 年信息披露质量, CR1 为第一大股东持股比例, INDR 为董事会中独立董事比例, Boardsize 为董事会规模, Size 为公司规模, Lev 为资产负债率。

4.2.3 变量定义

1. 被解释变量

对公司价值的衡量，此处采用托宾 Q 值指标，即用公司资产的市场价值与其重置成本比值度量公司价值。托宾 Q 值是国内外研究中，测度公司价值时使用较多的方法（Bushman et al，2004；吴文锋、吴冲锋、刘晓薇，2008）。面对中国股市流通股与非流通股（大小非将全部解禁，实现全流通）的现实，托宾 Q 分式中公司权益资本市场价值存在两种计算方式：一种是按流通股市价与全部股数相乘算出总市值；一种是按流通股市价与全部股数相乘算出总市值，再加上非流通股权益的账面价值（即净资产）作为公司权益的市场价值。为了使计算结果更能反映公司流通股与非流通股现状，本文采用第二种计算方式。对于托宾 Q 分式中重置成本的计量，由于在我国很难估算资产的重置价值，参考多数学者的计算方法，公司重置成本以其账面价值代替。

2. 解释变量

鉴于前文对信息披露质量衡量的阐述，本文采用深圳证券交易所信息披露考评结果衡量信息披露质量，这种衡量方法也是多数学者在研究信息披露质量时常用的方法（曾颖、陆正飞，2006；王雄元，2008；杜兴强、赵景文等，2008）。深圳证券交易所诚信档案，是我国深交所信息披露考评结果的公布平台。深交所对在其交易所上市的公司信息披露质量进行考评，并将考评结果公布于众。由于获取信息的系统性和全面性，深交所的信息考评结果易被市场接受，具有一定的权威性。

在研究信息披露质量对公司价值影响时，由于信息披露质量的提高，有利于降低公司的资本成本和代理成本，缓解公司内外部信息不对称程度，提高公司治理水平，提升公司价值；同时，业绩好的公司为了区别于业绩差的上市公司，避免价值被低估，也会提高信息披露质量。因此，信息披露质量与公司价值之间可能存在内生性问题。为了控制这种内生性的影响，在研究信息披露质量对公司价值影响时，本文借鉴肖泽忠、邹宏（2008）、卢闯（2010）的方法，将信息披露质量变量滞后一期，试图从更加严格的角度揭示信息披露质量对公司价值的影响。

3. 控制变量

(1) 股权集中度

相对集中的股权结构,会促使控股股东加强对管理当局的监督,能有效减少管理当局的机会主义行为和利己行为。然而,股权的过度集中又会产生负面效应,不利于公司价值的提高。对股权集中程度的衡量一般有三种方法,即 CR 指数、H 指数和 Z 指数^⑨。本文采用了多数学者常用的方法,即 CR 指数的方法,并选择第一大股东持股比例 CR1 作为股权集中程度的变量。

(2) 董事会中独立董事比例

由于独立董事来源于企业外部不相关联的个人,与公司的利益关系较弱,从而能够客观有效地监督执行董事和经理层的行动。因此,理论上认为,董事会中独立董事比例的提高,有利于加强董事会的独立性,加强对公司经理层的监督,提高公司经营管理效率,提升公司价值。

(3) 董事会规模

董事会是公司治理的核心机制之一,董事会规模的设定情况体现了公司治理机制的完善程度。董事会的核心作用体现在对管理层经营管理行为的监督和管理上。董事会的规模,用董事会总人数表示。

(4) 成长能力

考虑到企业成长能力对公司价值的影响,成长能力好的公司,其公司价值相对而言会高于其他成长能力差的公司。因此,本文将成长能力作为研究的控制变量,并参照前人的研究方法,选用净利润增长率代表成长能力指标。

(5) 公司规模

不同的公司规模,公司价值可能会存在差异,一般而言规模大的公司相对于规模小的公司,公司价值较高。因此,在研究中,控制了公司规模对研究结果的影响。本文以样本公司的总资产的对数作为公司规模的代理变量。

(6) 资产负债率

公司的资产负债率反映了公司不同的资本结构和资本来源。不同的资本来源,其资本成本、资本收益和公司风险都可能存在差异,尤其是债务资本具有杠杆效应,进而影响公司价值的大小。同时,资产负债率还体现了债权资本的治理效果。

(7) 年度虚拟变量

^⑨ CR 指数为企业前 N 大股东持股比例之和,研究中出现较多的为第一大股东持股比例 CR1,前五大股东持股比例 CR5,以及前十大股东持股比例 CR10。H 指数代表公司前 N 大股东持股比例的平方和。Z 指数反映了公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值,指数越大,两大股东的差异越大,第一大股东的控制能力越强。

为了控制公司价值三年间的差异，本文选择 2006 年为基准年，设立 Year07 和 Year08 两个年度虚拟变量，对于 2007 年度的样本公司，Year07 取值为 1，其他年份下，Year07 取值为 0；对于 2008 年度间的样本公司，Year08 取值为 1，其他年份下，Year08 取值为 0。

(8) 行业虚拟变量

行业虚拟变量，控制了行业因素对公司价值的影响。根据中国证监会 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》，排除金融保险行业公司，本文将样本分为 12 个行业。

表 4.4 变量定义表

变量代码	变量名称	变量定义
Tobin's Q	托宾 Q	$(\text{年末股价} \times \text{流通股数} + \text{每股净资产} \times \text{非流通股数} + \text{负债账面价值}) / \text{资产账面价值}$
Quality	信息披露质量	深圳证券交易所信息披露考评等级，不合格为 0，合格为 1，良好为 2，优秀为 3
CR1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/总股数
INDR	董事会中独立董事比例	用独立董事人数/董事会总人数
Bordsize	董事会规模	用董事会人数表示
Growth	成长能力	$(\text{本年净利润} - \text{上年净利润}) / \text{上年净利润}$
Size	公司规模	公司年末总资产的自然对数
Lev	资产负债率	总负债/总资产
Year	年度虚拟变量	涉及 3 个年度，设置 2 个年度哑变量
Industry	行业虚拟变量	

4.2.4 数据来源

本文主要以 2006—2008 年间深圳证券交易所主板市场上市的 A 股公司作为研究样本。本文使用的数据来自于 Wind 中国金融数据库以及由深圳国泰安公司与香港理工大学联合开发的 CSMAR SYSTEM。信息披露质量数据来自于深圳证券交易所网站 (<http://www.szse.cn>) 信息披露诚信档案。年报等数据来自于巨潮资讯网 (www.cninfo.com.cn)。全部数据借助于 Excel 和 SPASS17.0 软件进行处理。根据本文的研究目标，对初始数据进行如下剔除：

(1) 剔除 ST、*ST、S*ST、SST 类公司。因为这类上市公司一般都是经营亏损严重，甚至没有持续经营能力的公司，与正常经营公司经营管理行为有所差异，信息不对称的程度更严重。

(2) 剔除金融保险行业公司。因为金融保险业上市公司的财务状况与其他行业的上市公司存在较大差别, 这种差别会对本文的研究结果产生重要影响。

(3) 剔除异常值。考虑到异常值在统计分析上, 会对研究结果产生影响, 因此本文按照统计的方法剔除了数据的异常值。

(4) 剔除数据不全的公司。由于信息披露或数据库的问题, 某些上市公司的数据存在缺失, 需要剔除这些公司。

经过上述筛选, 共得到 1101 个样本, 其中 2006 年共 367 个, 2007 年共 365 个, 2008 年共 369 个。样本共包括十二个行业, 具体为 A 农、林、牧、渔业、B 采掘业、C 制造业、D 电子、煤气及水的生产和供应业、E 建筑业、F 房地产业 G 交通运输、仓储业、H 批发和零售贸易、I 社会服务业、J 信息技术业、K 综合类。其中, 制造业所占比重最高, 为 57.31%, 而建筑业比重最低, 约为 1.09%。

表 4.5 样本行业分布情况

行业名称及代码	样本数	百分比 (%)
农、林、牧、渔业 A	19	1.73
采掘业 B	27	2.45
制造业 C	631	57.31
电力、煤气及水的生产和供应业 D	43	3.91
建筑业 E	12	1.09
房地产业 F	116	10.54
交通运输、仓储业 G	32	2.91
批发和零售贸易 H	87	7.90
社会服务业 I	39	3.54
信息技术业 J	45	4.09
综合类 K	50	4.54
合计	1101	100.00

4.2.5 实证检验

1. 样本信息披露质量情况

深圳证券交易所每年会对深市上市公司的信息披露进行考评, 并进行相应的披露。考评结果分为四个等级, 分别为优秀、良好、合格和不合格。为了更好地显示研究样本的信息披露考评情况, 本文利用表 4.6 和图 4.3, 从分年度和总体两个角度分析样本的信息披露质量情况。

表 4.6 深圳证券交易所信息披露情况

年度	2006	2007	2008	总数
优秀	39 (10.63%)	35 (9.59%)	37 (10.03)	111 (10.08%)
良好	229 (62.4%)	208 (56.99%)	193 (52.23%)	630 (57.22%)
合格	89 (24.25%)	116 (31.78%)	129 (34.96%)	334 (30.34%)
不合格	10 (2.72%)	6 (1.64%)	10 (2.71%)	26 (2.36%)

注：括号内表示信息披露质量不同等级数据占年度总体数据的百分比。

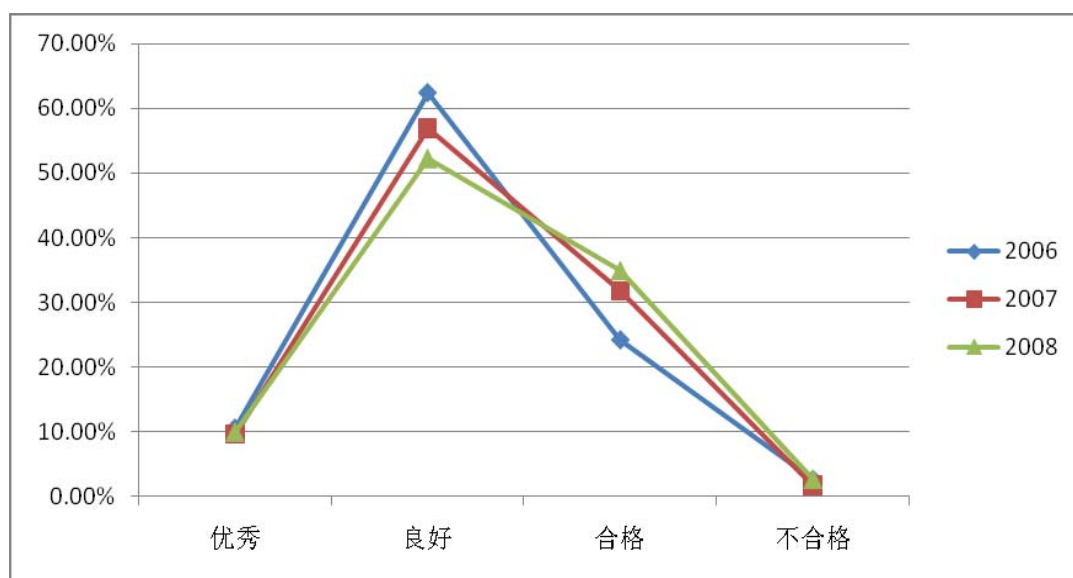


图 4.3 三年信息披露质量占比情况

表 4.6 的统计结果显示，我国深市上市公司的总体信息披露质量较好，不合格等级的上市公司数量所占比例较低，各年度分别为 2.72%、1.64%、2.71%，在 2006 年到 2008 年间深市上市公司的总体不合格占比仅为 2.36%。结合表 4.6 和图 4.3，可以发现深市上市公司信息披露质量处于良好等级的较多，所占比例最高。虽然从 2006 年到 2008 年，处于良好等级的样本在逐年缩小，但是，处于信息披露良好等级的上市公司信仍是信息披露水平主体，三年总体良好等级占比达到 57.22%。观察图 5.1 的趋势描述，可以发现从 2006 年到 2008 年，处于优秀和不合格等级公司的占比基本上维持不变，合格等级公司的占比表现为上升趋势，而良好等级公司的占比有所下降。由此可见，我国深圳证券交易所对上市公司信息披露质量考核逐渐趋向严格，监管部门对上市公司信息披露提出了更高要求。

2.描述性统计

(1) 总体样本描述性统计

表 4.7 反映了总体样本三年来的基本特征。2006 年到 2008 年间，所选样本中公司价值托宾 Q 值平均值约为 2.662，最大值达到 52.313，而最低时仅为 0.358，企业间的公司价值差距较大。与此同时，深交所信息披露考评结果，均值达到 1.965，均值大于合格且非常接近良好水平，可见深交所整体平均信息披露状况较好。董事会治理结构方面，董事会总人数的均值为 9 人，符合前人的研究结论，说明整体上我国深市主板市场公司董事会规模较合理。董事会中独立董事比率，均值达到了 36.158%，说明我国深市独立董事制度基本建立，但比例高于我国 33%的规定。第一大股东持股比例，最小值为 6.745%，最大值为 82.446%，均值达到 36.053%，股权较为集中，说明我国上市公司中存在一股独大现象。成长能力分析中，样本公司的净利润增长率均值为 6.582%，最小值为-7.545%，最大值达到 44.892%，标准差为 6.1129 多，说明我国深市公司成长较快，但公司之间的成长水平差异较大。资产规模方面，最大值与最小值差距不大，标准差较小，反映深市主板公司间的资产规模差距不大。资产负债率的最小值为 1.829%，最大值接近 50%，均值仅为 34.479%，其标准差较大，说明我国深市公司间的资产负债率差距较大。

表 4.7 总体样本描述性统计

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
Tobin's Q	0.358	50.313	2.662	3.441
Quality	0	3	1.965	0.674
CR1 (%)	6.745	82.446	36.053	15.836
INDR (%)	22.222	66.666	36.158	5.852
Size	19.021	25.247	21.284	0.991
Lev (%)	1.829	49.966	34.479	11.652
Boardsize	5	15	9.417	2.330
Growth (%)	-7.545	44.892	6.582	6.112

(2) 分组样本描述性统计

为了深化研究结论，本文在总体描述性统计的基础上，将信息披露质量按照深交所的信息披露考评结果分为优秀、良好、合格和不合格四组，比较研究四组的描述性统计状况。

表 4.8、4.9、4.10 和 4.11 分别描述了不同等级的信息披露质量的最小值、最大值、均值和标准差情况。公司价值托宾 Q 方面，合格和不合格组的托宾 Q 变动幅度大于优秀和良好组。其中，变动最大的为合格组，托宾 Q 最小值为 0.116，最大值达到 50.313，而均值仅为 2.202，组合类公司价值差距较大；其次为不合格组，托宾 Q 最小值为 0.357，最大值为 42.006，均值仅为 1.889；变动幅度最小的为优秀组，托宾 Q 最小值为 0.406，最大值为 19.406，均值为 2.757。由此可见，我国上市公司不同信息披露质量公司价值存在差异，组合内企业间公司价值差距较大。比较四组的托宾 Q 均值，可以发现随着信息披露质量的提高公司价值逐渐提升，表现为优秀组(2.757)>良好组(2.515)>合格组(2.202)>不合格组(1.889)。第一大股东持股方面，四组的均值相差不大，CR1 基本上维持 30%到 40%之间，反映我国资本市场上公司股权较为集中。独立董事占比情况，优秀、良好和合格三组的均值相近，都处于 35%左右，而不合格组的均值到 38.063%。四种组合独立董事占比最小值为 14.285%，最大值达到 83.333%，存在较大差距，其中，不合格组中各企业间的独立董事占比差距最大。资产负债率方面，四种组合都存在组合内公司资产负债率差异较大，均值都维持在 50%左右。董事会规模方面，四种组合的均值均能达到 9，说明我国上市公司董事会规模方面安排较为合理，符合最优规模规定。净利润增长率方面，优秀、良好和合格三组的 Growth 均值大于不合格组，反映从长期来看信息披露质量高的公司具有更好的成长力。

表 4.8 优秀组描述性统计

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
Tobin's Q	0.406	19.406	2.757	4.971
CR1 (%)	8.460	82.160	39.671	17.179
INDR (%)	23.076	57.142	35.597	5.395
Size	19.556	24.797	21.875	1.052
Lev (%)	4.443	87.683	50.328	17.651
Boardsize	5.000	15.000	9.060	2.178
Growth (%)	-6.186	21.076	4.856	5.540

表 4.9 良好组描述性统计

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
Tobin's Q	0.311	32.889	2.515	3.266
CR1 (%)	6.470	82.120	34.604	14.956
INDR (%)	22.222	66.666	35.816	5.030
Size	18.976	25.329	21.608	1.074
Lev (%)	1.829	84.585	50.291	17.998
Boardsize	5.000	18.000	9.326	2.081
Growth (%)	-7.545	22.228	5.391	4.810

表 4.10 合格组描述性统计

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
Tobin's Q	0.116	50.313	2.202	3.808
CR1 (%)	8.340	82.446	33.103	14.164
INDR (%)	14.285	60.000	35.955	5.842
Size	19.004	25.504	21.503	1.029
Lev (%)	5.604	85.839	52.236	17.090
Boardsize	5.000	15.000	9.419	1.971
Growth (%)	-1.548	44.892	6.090	6.813

表 4.11 不合格组描述性统计

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
Tobin's Q	0.357	42.006	1.889	1.049
CR1 (%)	12.010	91.420	37.943	16.032
INDR (%)	27.272	83.333	38.063	13.251
Size	19.294	23.460	21.237	1.108
Lev (%)	6.979	83.545	50.896	20.855
Boardsize	7.000	13.000	9.333	1.966
Growth (%)	0.645	6.341	3.053	1.883

(3) 相关性分析

考虑到样本变量之间可能存在多重共线性关系,本文对总体样本变量进行了 Spearman 相关性分析。从表 4.12 总体样本相关性分析中,可以看出,信息披露

质量与公司价值托宾 Q 存在显著正相关关系,即控制信息披露质量与公司价值的相互影响后,信息披露质量水平的提高可以显著提高公司价值。根据以往的研究,当董事会规模达到一定程度后,随着董事会规模的扩大,公司价值表现为下降趋势。本文研究深市主板数据发现,董事会规模与公司价值呈现负相关关系。第一大股东持股比例与公司价值关系方面,第一大股东持股比例与公司价值呈现显著负相关。公司价值指标受公司成长能力影响,成长能力指标与公司价值表现为显著正相关。另外,资产负债率与公司价值表现为显著负相关,表明公司负债程度并不能影响公司的治理效果,我国上市公司中债权没有起到应有的治理功能。

表 4.12 总体样本相关性分析

	Tobin's Q	Quality	Size	Lev	INDR	CR1	Boardsize	Growth
Tobin's Q	1	.29**	-.47**	-.31**	.03	-.09**	-.14**	.17**
Quality	.29**	1	.10**	-0.4	.01	.09**	-.07	.01
Size	-.47**	.10**	1	.26**	-.01	.15**	.27**	.08
Lev	-.31**	-.04	.26**	1	-.02	-.05	.14**	-.07
INDR	.03	.01	-.01	-0.2	1	-.02	-.41**	.02
CR1	-.09**	.09**	.15**	-0.5	-.02	1	-.01	.11*
Boardsize	-.14**	-.07	.27**	.14**	-.41**	-.01	1	.02
Growth	.17**	.01	.08	-.07	.02	.11*	.02	1

(4) 回归分析

本文在回归分析部分,分别对研究模型进行了分年度回归和总体回归。方程经过多重共线性检验,方差膨胀因子 VIF 均比较小,不存在多重共线性问题,回归检验结果见表 4.13。

表 4.13 多元回归结果

变量	2006	2007	2008	总体
Constant	19.451** (2.026)	20.354** (1.984)	24.783* (1.730)	26.027*** (2.734)
QUALITY	.332*** (3.111)	.493*** (4.285)	.687*** (3.156)	.7665*** (3.214)
CR1	-.028 (-.453)	-.019** (2.112)	-.097* (1.633)	-.123** (2.137)
INDR	.035 (.623)	.127 (.154)	.053 (.519)	.0440 (.743)
LEV	-.116* (-1.632)	-.027* (-1.753)	-.052** (-1.995)	-.0347** (-2.031)
SIZE	-.126** (-2.131)	-.762* (-1.731)	-.854* (-1.847)	-.994* (-1.751)
Boardsize	-.132* (-1.742)	-.213 (-.731)	-.052 (-.158)	-.1188* (-1.881)
Growth	.042* (1.775)	.054* (1.724)	.035** (2.142)	.076** (2.235)
Year	-	-	-	控制
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
$Adj.R^2$	0.422	0.384	0.367	0.453
F 值	19.433	13.236	15.347	27.391
Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000
N	1101	1101	1101	1101

注：***表示在 1%的置信水平下双尾显著；**表示在 5%的置信水平下双尾显著；*表示在 10%的置信水平下双尾显著。括号内的值为 t 值。

表 4.13 是对模型 4.1 进行分年度和总体回归的结果，研究信息披露质量对公司内在价值的影响。模型的拟合系数均大于 0.36，F 值均在 1%的水平上显著，

说明模型 4.1 的回归结果较好。总体回归中, 观察变量的回归系数及 t 值大小, 发现公司的信息披露质量与公司价值呈现显著正相关。从 2006 年到 2008 年, 公司信息披露质量与公司价值回归系数均达到了 1%水平上的显著为正。信息披露质量的提高, 有利于公司价值的提升, 信息披露质量对公司价值具有正向的影响。这种显著为正的回归结果并不仅仅是统计意义上的显著, 其背后存在更深的理论基础, 一方面, 公司信息披露质量直接影响公司价值, 信息披露质量的提高, 减少了公司股价的波动性, 减少了异常收益, 提高了公司价值; 另一方面, 信息披露质量间接影响公司价值, 信息披露水平的提高, 可以缓解公司内部与外部的信息不对称程度, 降低公司代理成本和权益资本成本, 间接提升公司价值。表 4.13 的回归结果验证本文的假设, 即信息披露质量与公司价值正相关, 信息披露质量越高, 越有利于公司价值的提升。

通过观察各控制变量的回归系数, 可以得出以下分析: 分年度回归中第一大股东持股比例与公司价值的关系并非都变现为显著负相关, 总体回归中第一大股东持股比例与公司价值呈现 5%水平上显著负相关。该结果符合其他学者的研究结论, 当第一大股东比例过高时, 一股独大限制了股东之间的相互监督制衡, 降低了公司治理效率, 可能会出现大股东掏空公司价值, 损害中小股东利益, 控制公司信息披露等行为。因此, 一股独大容易造成虚假披露, 不利于缓解公司内部与外部的信息不对称程度, 降低了公司信息披露质量。公司价值随股权集中程度的提高反而下降。董事会中独立董事的比例与公司价值表现为负相关关系, 但统计上这种关系并非三年中都表现显著。由此可见, 我国上市公司虽设置了独立董事, 且人数符合相关规定, 但是, 独立董事并没有发挥其应有的作用, 尤其是对增加高质量信息供给的作用, 没有促进董事会效率的提高, 缺乏对企业经营管理的有效监督。资产负债率, 反映了公司资本中债务所占的比例, 很显然上市公司负债程度并没有给公司带来正的价值。我国深市主板市场上市公司债权人没有发挥其重要的治理作用。另外, 董事会规模与公司价值表现为显著负相关关系, 验证了前人的结论。当董事会规模达到一定程度后, 随着董事会规模的扩大, 可能会带来董事会沟通和协调的难度, 难以形成对管理层的有效监督, 影响其对公司信息披露质量的促进作用, 使公司价值不升反降。无论是年度回归结果还是总体回归结果, 公司规模与公司价值之间都存在不同显著性水平的负相关关系, 反映了小公司可能更容易获得估值溢价。

第五章 结论与建议

本章对全文进行总结，包括三个部分：结论；研究的创新与不足；并在结论的基础上提出相应建议。

5.1 结论

基于信息经济学的相关理论，本文选择 2006-2008 年间深市主板市场 A 股公司为样本，以深交所对外公布的上市公司信息披露考评结果作为信息披露质量的代理变量，研究信息披露质量对公司价值的影响。基于公司价值的不同层面分析，对于信息披露质量与公司价值实证研究，本文从以下两个角度展开：首先，采用事件研究法研究信息披露质量对公司股价的影响，检验信息披露质量对公司价值是否存在影响，验证信息披露质量的市场效应，并对信息披露质量进行分组，研究市场对不同等级信息披露质量的反应情况；其次，通过构建模型研究信息披露质量与公司价值衡量变量托宾 Q 的关系，分析信息披露质量对公司价值的影响。在控制了相关变量后，本文得出以下结论：

第一，我国深交所的信息披露考评结果对公司价值存在影响，其考评结果具有一定的权威性和可信度。上市公司信息披露质量对股价存在影响，公司价值受到信息披露质量的影响。市场对不同等级的信息披露质量存在差异反应，市场更认可信息披露质量高的公司。信息披露质量高的公司，其股价在公告日前后较为稳定，而信息披露质量不合格公司的股价在公告日前后变动幅度较大，公告日后较短时间窗口内其股价下跌的可能性更大。另外，信息披露质量高的公司，其股价异常报酬率将高于信息披露质量低的公司。

第二，我国上市公司信息披露质量与托宾 Q 存在显著的正相关关系，信息披露质量的提高，有助于公司价值的提升。上市公司提高信息披露质量，加强了企业内部与外部之间的信息沟通，保障了外部投资者的知情权，减少了由两权分离带来的信息不对称现象。同时，信息披露质量的提高，缓解了委托人和代理人之间的代理冲突，增强了外部投资者对公司经理层的监督，促进了公司经营管理效率的提高。

第三，本文从公司价值角度出发，研究信息披露质量与公司价值两种代理变量之间的关系，两种研究结果相互印证了信息披露质量与公司价值关系，揭示了信息披露质量对公司价值的积极影响。因此，基于提高公司价值的考虑，上市公司有动力提高信息披露整体水平。

5.2 研究的创新与不足

5.2.1 创新点

本文在前人研究的基础上,尝试对前人的研究成果,进行以下几个方面的补充和创新:

第一,本文首次运用 2006 到 2008 年间深市主板 A 股市场数据,研究信息披露质量与公司价值的关系。另外,本文对信息披露质量与公司价值关系研究时,分别从信息披露质量对公司股价和托宾 Q 值两个角度进行研究,引入信息披露质量对公司股价的影响分析,相互验证信息披露质量对公司价值的影响。

第二,在研究信息披露质量对公司股价影响时,本文运用事件分析法分析深交所信息披露考评结果公布前后公司股价的变动情况,并首次根据深交所信息披露考评结果将研究样本分为优秀、良好、合格和不合格四种组合,比较研究四种组合信息披露事件对公司市场价值的影响。

5.2.2 不足之处

由于国内学者关于信息披露质量与公司价值关系研究文献累积不多,以及本人研究能力的限制,本文在前人基础上的进一步尝试,不可避免地会存在一些不足之处。

第一,目前,关于信息披露质量考核工作,深圳证券交易所已经形成了较为完善的信息披露考评制度。本文在研究中仅以深交所信息披露考评标准衡量信息披露质量,没有更广泛综合标准来衡量信息披露质量。

第二,深交所信息披露考核标准主要包括上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性、合法合规性和公平性等六个方面。虽然考核办法已经列举了六个方面的考核内容,但是,深交所信息披露质量标准仍需要进一步明确,或进一步通过实施细则来明确界定真实性、准确性、完整性等内容。

第三,本文主要以公司股价和托宾 Q 度量公司价值,而公司股价和托宾 Q 可能会受到市场环境、股市操纵和投机等因素影响,从而导致公司股价和托宾 Q 与公司真实价值出现偏差。

5.3 建议

5.3.1 合理引导上市公司信息披露，促进公司价值提升

本文研究发现，信息披露质量对公司价值存在影响，提高信息披露质量有利于公司价值的提升。在证券市场上，信息披露质量信息对公司股价存在影响，研究发现市场对信息披露质量高的公司给予了认可。信息披露质量高的公司其股价整体变动幅度较小，而对于信息披露质量不合格的公司，其股价异常收益率变动幅度较大，并且在公布日后股价将出现较大的波动。因此，市场对信息披露质量存在反应，信息披露质量影响公司价值。另外，本文研究发现信息披露质量的提高，有助于公司价值的提升。因此，从提升公司价值的角度出发，有必要引导公司提高信息披露质量。上市公司提高信息披露质量，不仅可以有效地缓解内部与外部的代理冲突，减少信息不对称的程度，加强外部投资者和监管者对经营管理的有效监督，约束管理者的自利行为，还有利于公司股价的稳定，降低企业股价的波动性，避免公司价值的低估，提高公司价值，形成良好的企业声誉。根据代理理论和信号传递理论，上市公司为了避免公司股价遭到低估，也有动力提高信息披露水平。

上市公司应充分认识到信息披露质量的经济后果，重视信息披露质量对公司价值的积极影响，积极按照交易所和国家相关法律法规的规定，做好强制性信息披露，增强公司整体的透明度。由于我国的法律法规侧重于强制性信息披露，而强制性信息披露制度本身又存在一些缺陷，投资者难以获取决策有用的信息。因此，需要公司提高自愿性信息披露水平，强化自愿性信息披露的补充作用。西方信息披露监管部门，在规定公司强制性信息披露的基础上，积极鼓励公司增加对核心竞争力、非财务业绩指标、环境保护和社会责任等信息的自愿披露。针对我国信息披露整体质量不高的现状，有必要在完善强制性信息披露的同时，借鉴国外经验，引导上市公司提高自愿性信息披露水平，提高信息披露整体质量，保障投资者的知情权。上市公司提高信息披露质量，不仅可以达到遵守监管部门的相关规定，做到依法披露，还可以使上市公司自身受益，提高上市公司价值。因此，上市公司从自身角度出发，也应努力提高公司的信息披露质量，实现公司价值与信息披露水平之间的良性互动。

5.3.2 优化公司治理结构，提高公司治理效率

公司的信息披露，可以缓解由两权分离带来的代理问题，以及由此产生的信

息不对称现象，发挥公司治理作用。公司内部治理结构与信息披露质量存在良性的互动关系，公司内部治理结构的完善，对提高公司信息披露整体质量有重要的促进作用。公司治理结构的优化，一方面有利于优化董事会结构、增强董事会的独立性、发挥监事会作用，加强对公司管理层的激励和约束，限制管理层损害公司价值的自利行为；另一方面合理的公司治理结构有利于提高公司整体的信息披露水平，阻止人为操作信息披露行为。

本文研究发现第一大股东持股比例与公司价值负相关。虽然股权集中可以缓解所有者与管理者之间的代理冲突，降低信息不对称，但是，股权高度集中并不有助于信息披露质量的提高和公司价值的提升。当股权集中度过高时，壕沟效应就会超过利益协同效应成为主要效应。大股东会利用自身的控制权优势通过利润操纵侵占中小股东利益，控制信息披露行为。这种行为容易导致盈余管理、粉饰报表等现象，从而不利于上市公司信息的有效供给。因此，股权高度集中的公司应认识到一股独大有利有弊，将股本结构控制在合理的范围内。

董事会中独立董事占比情况与公司价值的关系表现为负相关，可见我国上市公司的独立董事并没有充分发挥其治理作用，在公司价值提升方面没有起到应有的作用。独立董事难以发挥其有效的作用，可能是由于自身难以及时充分地获取公司管理层的相关监督和控制信息，难以做到对管理层的有效监督。因此，上市公司应完善独立董事制度，努力提高独立董事的地位，赋予独立董事以权力，降低独立董事与管理层之间的信息不对称，充分发挥独立董事的作用，注重独立董事在公司高质量信息披露中的作用。

董事会规模的扩大，并没有带来公司治理效率的改善，反而可能存在规模过大，降低了董事会的效率。董事会规模过大，会导致董事会的沟通和协调难度，形成部分成员的“搭便车”现象，难以达到对公司经营行为的有效监督。因此，董事会规模过大的公司应精简董事会人数，合理设置董事会规模。

5.3.3 加强信息披露质量监管，保护投资者利益

信息披露制度作为证券市场的基本制度，其完善程度直接关系到我国证券市场的今后发展与稳定。然而，信息披露具有公共产品性和高成本性，市场信息使用者“搭便车”的现象大量存在，导致市场自发的力量难以形成高质量的信息披露。因此，不得不引进相关监管部门加强对信息披露水平的约束，降低外部投资者的信息搜寻成本。监管部门监管的最终目的是为了广大投资者的利益，保障市场参与者能够平等地获取决策相关的信息。因此，监管部门更有责任和义务去加强信息披露质量监管，保护投资者利益。

虽然我国已经出台了相关法律法规和部门规章，如《证券法》、《会计法》、《上市公司信息披露管理办法》，但是，这些法律法规难以有效地解决市场信息披露违规问题。我国上市公司信息披露监管乏力，外部监管制度的不完善导致信息披露违规现象的大量出现。因此，面对信息披露方面存在的整体质量低下的现状，不仅需要积极引导上市公司从提高公司价值的角度出发努力提高信息披露质量，尽可能减少信息不对称程度，发挥公司外部治理作用；更需要监管部门加强对信息披露质量监管，出台相关法律法规来监督公司信息披露行为，完善信息披露监管制度和法律法规配套体系。监管部门应严厉惩治虚假披露等降低信息披露质量的行为，提高市场的有效信息供给，增强证券市场的公开性，减少内幕信息和内幕交易，建立起有效的外部硬性约束机制。另外，监管部门应重视声誉机制对信息披露行为的约束作用，积极完善经理人市场，利用市场竞争机制，规范经理人的信息披露行为。根据信号传递理论，经理人为了避免被接管，维护个人在经理人市场的声誉，也会极力地维护所有者利益，积极提高信息披露水平。

监管部门在维持监管水平的同时，应重点关注信息披露不合格的公司，分析其不合格的原因，做出相关强制性要求，减少不合格企业的数量，帮助不合格公司提高信息披露质量，减少市场的波动，维护好广大投资者利益。同时，监管部门需要进一步规范证券市场行为，维持市场稳定，减少投机行为，依法处理存在信息披露虚假行为和内幕操纵行为等不利于增强公司透明度的行为，强化市场的有效性。

另外，强化证券市场中介监管，完善中介机构尽责机制。证券市场中介机构主要包括会计师事务所、审计师事务所、律师事务所、证券信用评级公司。中介机构按照证监会、沪深交易所和中国证券业协会的规定，不仅提供中介服务，还对交易活动进行评价，履行一定的监督职责。因此，证券监管部门应重视市场中介机构的监管作用，通过增强中介机构的独立性、提高中介机构执业人员的道德素质来发挥市场中介机构的“经济警察”作用。

5.3.4 加强信息披露考评制度建设，提高信息披露质量

有效的信息披露制度和考评制度，有助于信息传递速度和质量的提高，增强证券市场的有效性。根据代理理论和信息不对称理论，公司内部控制人为了获取私人利益，可能出现隐藏信息的道德风险，控制信息披露行为，甚至向外部投资者传递“噪声”。而信息披露考评制度则可以有效的评价公司信息披露质量，形成有效的监控机制，减少内部人通过信息披露行为对外部股东的掠夺，限制公司管理层的舞弊和盈余操纵行为，防止证券欺诈行为出现。本文研究发现，市场对

深交所的上市公司信息披露考评结果给予了一定的关注，并在分析决策时参考了深交所披露信息披露质量情况。由此可见，我国深圳证券交易所的信息考评制度具有一定的积极作用，有利于投资者分析决策。因此，在监管分工体系中，应充分发挥证券交易所的一线监督职责，增强交易所的独立性，更好地发挥证券交易所对证券上市、交易的动态监管作用。具体到我国沪深两市交易所，虽然我国沪市交易所 2007 年公布了《上海证券交易所上市公司信息披露事务管理制度指引》等监管公司信息披露的法规，但是，沪市交易所并没有形成类似于深交所一样的信息考评制度。市场难以对沪市公司的信息披露质量获取权威性的考评，不利于外部投资者的投资决策。因此，上海证券交易所可借鉴深交所信息披露考评的相关制度和办法，实施对我国沪市公司的信息披露质量考评工作，更好地服务于外部投资者的投资决策，减少企业内外部的信息不对称现象，降低代理成本、权益资本成本和投资者信息搜寻成本。

我国深交所按照《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》每年对上市公司的信息披露工作进行考核，每次考核涉及真实性、准确性、完整性、及时性、合法合规性和公平性等六个方面。按照中国证监会《上市公司信息披露管理办法》规定，上市公司需要对外披露年度报告、中期报告和季度报告等对投资决策有重大影响的信息。然而，我国深交所对这些中期报告和季度报告公布后的信息披露质量状况并没有给予及时的评价。根据有效市场假说理论，证券价格可以反映市场中公布的历史信息。同时，信息具有瞬时性，市场因为信息传递速度和传递质量而变幻莫测，能否及时有效地评价公司公布的信息直接关系到投资者利益和市场稳定发展。因此，交易所信息披露考评不仅需要加强对公司年度信息披露质量的考评并及时公布，还需要关注对中期报告的信息披露的考评和公布情况，减少上市公司信息披露的随意性，规范公司信息披露行为，增强市场的透明度。

附录 深圳证券交易所上市公司信息披露考核内容

总体标准	具体内容
真实性	公告文稿是否以客观事实或具有事实基础的判断和意见为依据
	公告文稿是否如实反映客观情况，是否存在虚假记载和不实陈述
准确性	公告文稿是否出现关键文字或数字（包括电子文件）错误，错误的影响程度
	公告文稿是否简洁、清晰、明了
	公告文稿是否存在歧义、误导或虚假陈述
完整性	提供的文件是否齐备
	公告格式是否符合要求
	公告内容是否完整，是否存在重大遗漏
及时性	是否按预约时间披露定期报告
	是否在法定时间内披露定期报告、业绩快报
	是否按照规定的临时报告信息披露时限及时向本所报告并披露
合法合规性	公告事项是否符合法律、法规和本所相关业务规则的规定
	公告事项涉及的程序是否符合法律、法规和本所相关业务规则的规定
公平性	公告事项是否存在提前向特定对象单独披露、透露或泄露的情形
	公告事项披露前公司股票交易是否出现异常
	公告事项披露前指定媒体之外的其他公共媒体是否出现相关报道或传闻
上市公司与 本所工作配合情况	是否在规定时间内如实回复本所问询
	是否按照本所要求及时整改
	公司相关人员是否及时出席本所的约见安排
	公司相关人员是否按本所要求参加有关培训、出席相关会议
	是否及时关注媒体报道并主动求证真实情况，并及时回复本所问询
	公司发生异常情况时是否及时、主动向本所报告
	公司董事会秘书是否与本所保持畅通的联络渠道，联系电话、传真号码发生变化时是否及时通知本所
上市公司 受到的奖 惩情况	中国证监会处罚的情况
	本所公开谴责的情况
	本所通报批评的情况
	本所发出监管函的情况
信息披露 事务管理 情况	是否按照有关规定制定信息披露事务管理制度
	信息披露事务管理制度在实际工作中是否得到严格执行
	是否配置足够的工作人员从事信息披露工作，董事会秘书是否是董事、副总经理或财务总监
其他内容	上市公司董事、监事、高级管理人员履行职责情况
	控股股东、实际控制人重大信息披露情况及配合上市公司信息披露情况
	上市公司董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人买卖本公司股份合规及信息披露情况

参考文献

- [1]白重恩,刘俏,陆洲等.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005(2): 81-91
- [2]陈千里.信息披露质量与市场流动性[J].南方经济,2007(10): 70-80
- [3]崔伟、陆正飞.董事会规模、独立性与会计信息透明度——来自中国资本市场的经验证据[J].南开管理评论,2008(2): 22-27
- [4]杜兴强,赵景文等.财务会计信息与公司治理[M].大连:东北财经大学出版社,2008:89-122
- [5]杜兴强、温日光.公司治理与会计信息质量:一项经验研究[J].财经研究,2007(1): 122-133
- [6]封思贤.公司业绩与自愿性信息披露的实证研究[J].经济问题探索,2005(6): 89-93
- [7]方军雄、洪剑峭.关联交易与会计盈余价值相关性[J].中国会计评论,2005(1): 17-25
- [8]林有志,张雅芬.信息透明度与企业经营绩效的关系[J].会计研究,2007(9):26-34
- [9]卢闯.盈余质量的经济后果—代理成本角度的经验证据[M].北京:经济科学出版社,2010: 45-141
- [10]陆正飞,姜国华,张然.财务会计与资本市场实证研究[M].北京:中国人民大学出版社,2009: 13-20
- [11]陆正华,黄加瑶.上市公司自愿性信息披露对提升公司价值的影响[J].特区经济,2007(5): 118-119
- [12]潘琰,辛清泉.所有权、公司治理结构与会计信息质量——基于契约理论的现实思考[J].会计研究,2004(4): 19-23
- [13]齐伟山,欧阳令南.会计信息披露质量与会计信息价值相关性分析[J].商业经济与管理,2005(6):70-75
- [14]乔旭东.上市公司会计信息披露与公司治理结构的互动:一种框架分析[J].会计研究,2003(5): 46-49
- [15]汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本[J].经济研究,2004(7): 107-114
- [16]王斌,梁欣欣.公司治理、财务状况与信息披露质量[J].会计研究,2008(2):31-38
- [17]王立军.上市公司代理问题、投资者保护与公司价值[M].北京:经济科学出版社,2007:85-107,130-147
- [18]王雄元,沈维成.公司控制结构对信息披露质量影响的实证研究[J].中南财

经政法大学学报, 2008 (3): 44-50

[19] 吴文峰、吴冲锋、刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J]. 经济研究, 2008(7):130-141

[20] 魏明海、陈胜蓝、黎文靖. 投资者保护研究综述: 财务会计信息的作用[J]. 中国会计评论, 2007 (5): 131-150

[21] 向凯, 陈胜蓝. 财务会计信息、公司治理与投资者保护[M]. 北京: 经济科学出版社, 2008:34-50, 110-132

[22] 肖泽忠、邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素与股权融资偏好, 经济研究, 2008 (6): 119-134

[23] 殷枫. 上市公司自愿性信息披露和盈余业绩关系研究[J]. 财会通讯, 2006 (3): 3-5

[24] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006 (2): 69-79

[25] 张程睿, 王华. 公司信息透明度的市场效应——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 中国会计评论, 2007 (1): 1-20

[26] 张静. 沪市上市公司自愿信息披露与公司业绩的相关性的实证研究[J]. 财经界, 2006 (10): 150-151

[27] 张宗新, 杨飞, 袁庆海. 上市公司信息披露质量提升能否改进公司绩效?—基于 2002-2005 年深市上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2007 (10): 16-23

[28] 张宗新, 朱伟骅. 我国上市公司信息披露质量的实证研究[J]. 南开经济研究, 2007 (1): 45-59

[29] 张宗新. 上市公司信息披露质量与投资者保护研究[M]. 北京. 中国金融出版社, 2009: 148-172

[30] Baek J.S., Kang, J.L., and K.S. Park. Corporate Governance and Firm Value: Evidence From the Korean Financial Crisis [J]. Journal of Financial Economics. 2004, 71 (2):265-313.

[31] Bhattacharya, Daouk and Welker. The World Price of Earning Opacity, Accounting Review, 2003, 78:641-678

[32] Botosan, C.A. and Stanford, M., “Managers’ Motives of Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS NO.131 On Analysts’ Information Environment” [J]. The Accounting Review, 2005

[33] Bushman, R. and A. Smith. Financial Accounting Information and Corporate Governance. [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32:237-333

[34] Bushman, R.M., Piotroski, J.D., and A.J. Smith. What Determines Corporate Transparency? [J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42(2):207-252

[35] Cowen, S., Ferreri, L., and Park, L. The Impact of Corporate Characteristics On

- Social Responsibility Disclosure: A Typology and Frequency-based Analysis [J]. *Accounting Organizations and society* .1987, 12:111-122.
- [36]Demsetz, H. and B. Villalonga. Ownership Structure and Corporate Performance [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2001, 7(3):209-233
- [37]Diamond, D.W., and R. E. Verrecchia . Disclosure, Liquidity , and the Cost Capital [J]. *The Journal of Finance* .1991, 46(4):1325-1359
- [38]Elliot, R.K. , and P.D. Jacobson. Cost and Benefits of Business Information Disclosure [J]. *Accounting Horizons* .1994, 8(4):80-96.
- [39]Fama and Jensen. Separation of Ownership and Control [J], *Journal of Law and Economics*.1983(26):301-325
- [40]Francis, Lafond, Olsson and Schipper. Costs of Equity and Earnings Attributes [J]. *The Accounting Review*.2004, 4:967-1010
- [41]Gelb D. and P. Zarowin . Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. [R]. Working Paper, New York University.2002
- [42]Healy, P.M., A.P. Hutton, and K.G. Palepu. Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature [J]. *Journal of Accounting and Economics*.2001, 31(13):405-440
- [43]Leuz, C., R. Verrecchia. The Economic Consequences of Increased Disclosure [J]. *Journal of Accounting Research* .2000, 38:91-124
- [44]M.C. Jensen and W.H. Meckling, Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure[J], *Journal of Financial Economics*.1976, 3:305-360
- [45]Lang, M.H. and Lundholm, R.J. “Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry of Hyping the Stock?” [J]. *Contemporary Accounting Research*.2000, 17(4):10-21
- [46]Madhavan A. Security Prices and Market Transparency [J]. *Journal of Financial Intermediation*.1995, 255-283
- [47]Meek, G.K., Roberts , C.B. and Gray, S.J. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosure by U.S., U.K. And Continental European Multinational Corporations [J]. *Journal of Internatinal Business Studies*.1995, 555-572
- [48]Patel, S., A. Balic and G. Dallas. Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results-United States [R]. Standard and Poor’s and SSRN Working paper.2002
- [49]Razaur Rahman. Incomplete Financial Contracting, Disclosure, Corporate Governance and Firm Value[R] SSRN Working Paper .2002
- [50]Welker, M. Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets [J]. *Contemporary Accounting Research* .1995, 11(2):801-827

攻读硕士期间的学术成果

- 1、从金融危机浅谈会计行为，今日财富，2009.06，第一作者
- 2、浅论金融危机下中小企业的融资，财经界，2009.04，第二作者
- 3、学习《财务报表分析》应重点掌握的内容，江苏自学考试，2010.09，第二作者

后记

时光荏苒，光阴似箭，随着论文的定稿，两年半的研究生生活已悄然接近尾声。当我面对电脑，思考这篇后记时，感觉心头有万千思绪。这不仅仅是一篇论文的后记，更多的是对自己研究生生活的回顾和总结。回首两年半的生活，我不仅收获了更多的理论知识，还懂得了许多做人做事的道理。从刚进校门的茫然无措到现在的学识增长、人格成熟，这些变化除了自己的努力外，更多得益于老师和同学们的关心和帮助。

首先我要感谢我的导师王玉春教授。进入南财会计学院后，我很荣幸地遇到了王玉春导师。王老师学识渊博、治学严谨、为人谦虚、平易近人，其严谨的作风和敬业的精神令我万分钦佩。在论文的选题以及写作过程中，我幸得导师王玉春教授悉心点拨，耐心指导，帮我确定选题、理清研究思路和研究方法、提供相关资料，对论文的初稿提出了宝贵的修改意见，使论文得以按时顺利地完成。恩师对我学习和生活上的帮助，必将终生不忘！

其次我要感谢答辩组的徐光华教授、陈良教授、阚京华教授、贺建刚教授、胡晓明教授、孟翠湖教授和袁卫秋教授。在答辩时，他们都对论文提出了许多中肯的意见，使我的论文得到了进一步完善。同时，我还要感谢李连军教授、吕冬梅老师，感谢吕老师给我提供了助管岗位，以及在助管期间给予我的关心和照顾；感谢李老师在学习和生活上给我的帮助。另外，我要感谢在研究生期间传授我知识的各课老师们。

最后我要感谢在我论文写作过程中，帮助过我的同学和朋友们！特别感谢张党辉、曹永、蒋启超、高明亮和钟磊，我的论文能够顺利完成离不开他们无私地帮助。我还要感谢同班的其他各位同学和认识的各位校友，认识他们我很幸运，我也从他们身上学到了一些受益终身的道理。

在南京财经大学，我度过了一生中最难忘时光，仅以此文纪念南财的这段美好时光。

冯存

2010年10月于南财仙林