

# 上市公司信息披露研究综述

周冬华 赵玉洁

(复旦大学 上海 200433)

**【摘要】** 本文从上市公司信息披露动机、信息披露方式、信息披露质量及其经济后果三个角度对国内外有关上市公司信息披露的文献进行了回顾和评析,并针对我国信息披露研究的不足,提出了信息披露的研究方向。

**【关键词】** 信息披露 动机 方式 质量 经济后果

随着我国资本市场的发展,学术界对上市公司信息披露问题逐渐从不予关注转为重点关注。毛洪涛、吉利(2005)采用档案研究方法进行研究,发现在20世纪90年代前,几乎没有关于上市公司信息披露的研究文献,而近年来这方面的文献数量却有较大幅度增长。同时他们指出,上市公司信息披露这一课题,在我国从只有少数人研究,发展成当前研究的热点,是与我国资本市场和信息披露制度逐步完善、发展的历史进程相对应的。因此,本文将对国内外已经发表的关于上市公司信息披露方面的文献进行梳理,对上市公司信息披露的研究成果加以回顾和评析,以期指导后续研究。

## 一、信息披露动机

1. 政府管制的需要。持有这种观点的学者一般都认为市场非有效,会计信息是公共产品。为了防止外部性和“搭便车”等行为导致的“市场失灵”,政府对上市公司的信息披露进行了强制规定。因此,上市公司进行信息披露主要是为了满足政府管制的要求。Leftwich(1980),Watts和Zimmerman(1986),Beaver(1998),邓小洋(1999),温素彬、薛恒新、卢太平(2003)等都持有这种观点。

2. 管理人员追求自身利益的动机。Trueman(1986)研究发现,有才能的管理人员往往存在进行自愿性信息披露以显示他们的成就的动机。Aboody和Kasznik(2000)则认为,持有买入期权的管理层人员为了增加到期时的套利收益,他们往往会延迟对好消息的披露而加速对坏消息的披露。在我国上市公司中,由于还没有形成发达的经理人市场,职业经理人的流动性较差,管理人员一般不会为了自己的声誉而去披露更多的信息,相反有可能会为了自身的利益而隐瞒信息。

3. 降低融资成本的动机。Healy和Palepu(1993)认为,当上市公司存在融资需求时,经理人员会通过自愿性信息披露来减少信息不对称,从而降低公司的外部融资成本。戴德明(2002)对信息披露程度与权益成本之间的关系进行了实证研究,发现对于自愿性信息披露,我国上市公司倾向于披露那些对公司有正面影响的项目,自愿性信息披露程度与权益成本之间呈负相关关系,但尚未达到显著性水平。

4. 其他。Bernman(1999)发现,在争夺控制权时,标的公

司往往更有动机对盈利预测等信息进行自愿性披露,从而提高收购价格。

总之,由于上市公司自身的差异性,信息披露动机也存在着很大的区别,上市公司的制度环境、公司文化等都会影响到公司披露的信息数量。

## 二、信息披露方式

1. 强制性信息披露。王雄元、严艳(2003)以问卷调查方式考察了我国强制性信息披露的合理程度。他们认为,强制性信息披露作为政府对会计的一种干预存在一定的度。由于上市公司“先天不良”的体质,单靠会计管制的后天弥补无济于事,因此仅靠会计管制与强制性信息披露无法实现资本市场的效率与公平。继而他们提出,政府应该对在资本市场上筹资的上市公司进行实质性的审查,通过实质性审查制度对利用公开资本市场筹资的渠道加以限制,但不能视信息披露制度为唯一的法宝。谢志华、崔学刚(2005)研究发现,政府监管不仅大大促进了上市公司强制性信息披露水平的提高,同时也相应提高了上市公司自愿性信息披露水平。

2. 自愿性信息披露。自20世纪60年代起,投资者发现强制性信息披露管制下的信息披露质量太低,强制性信息披露制度失灵(何进日、武丽,2006)。可见,强制性信息披露并没有起到提高上市公司信息披露质量的作用。于是学者和投资者等纷纷开始要求取消市场管制和强制性信息披露,增加自愿性信息披露。目前学者们的研究主要集中于自愿性信息披露程度的影响因素。Leftwich、Watts和Zimmerman(1981)认为外部股东数量、公司固定资产账面价值占公司市场价值的比例、公司价值以及财务杠杆是影响上市公司自愿性信息披露的主要因素;Lang、Lundholm(1993)研究发现,上市公司规模越大,其自愿性信息披露程度就越高;Hossain、Perera和Rahman(1995)调查也发现,公司规模是影响上市公司自愿性信息披露程度最重要的因素;Chen、Defond和Park(2002)通过实证研究发现,公司利润的稳定性、股价的波动程度等是影响上市公司自愿性信息披露程度的主要因素。国内对这方面进行研究的学者主要有王咏梅、乔旭东、封思贤、钟伟强、张天西等。他们的实证研究发现,我国上市公司的自愿性信息披

露程度与公司规模无关。谢志华、崔学刚(2005)研究发现,公司的盈利水平、经营规模、上市地点、股权结构等特征都会对上市公司自愿性信息披露程度产生重要影响。向凯(2006)通过构建信息披露指数衡量自愿性信息披露的程度,采用单元回归模型和多元回归模型检验董事会效率对自愿性信息披露水平的影响。结果发现,我国上市公司自愿性信息披露水平整体上都不高,且公司之间的披露程度也存在一定差异。另有部分学者从自愿性信息披露的有效性角度进行了研究。如张宗新等(2004)认为,我国上市公司自愿性信息披露水平近年来逐年提高,但其对公司的治理效应目前并未显现。何进日、武丽(2006)则从信息披露制度的变迁出发,认为不管是采用何种信息披露制度,市场上都会存在信息欺诈行为,因而解决信息欺诈问题的关键在于建立信息反欺诈机制。

上述文献均没有对上市公司的两种信息披露方式进行比较研究。笔者认为,我国上市公司的信息披露究竟是选择强制性信息披露方式还是选择自愿性信息披露方式,不能一概而论,而应分时期分情况合理选择。基于目前我国资本市场正处于经济转轨时期,首先应该强调强制性信息披露,鼓励自愿性信息披露;然后再逐步地将信息披露方式向强制性信息披露与自愿性信息披露相结合的方向发展。如何寻求两者结合的契合点,成为日后亟待解决的问题。

### 三、信息披露质量及其经济后果

Hassell Jennings 和 Lasser(1988)认为自愿性信息披露有助于经济分析师得出更加精确的信息。Pownall 和 Waymire(1989)检验了1969~1973年公开发表在华尔街杂志上的经理人员盈余预测信息,发现样本中自愿性信息披露的可信度并不比强制性信息披露的可信度低,并且自愿性信息披露往往与较大的股价波动有关。William R. Scott(2000)认为自愿性信息披露有助于信息使用者更好地评估上市公司未来获利能力、现金流量和投资分红。Bowen、Davis 和 Matsumoto(2002)研究发现,自愿性信息披露往往会引起不寻常的股票交易量。而肖珉、黄娟娟(2006)以1993~2001年我国证券市场进行股权再融资的上市公司为样本,深入考察了我国证券市场上市公司信息披露质量与公司权益资本成本的关系。研究结果表明,在控制其他一些影响因素之后,上市公司信息披露质量与公司权益资本成本呈显著负相关关系;同时,对上市公司而言,提高信息披露的质量有助于降低公司的权益资本成本。因此,上市公司管理者为了降低公司再融资的权益资本成本,就应该保持较高的信息披露质量。陈向民、林江辉(2004)采用滤波效应来检验信息披露的效果,并结合公司规模和盈余变化两个因素,对不同信息披露策略进行了实证检验。研究结果表明,我国证券市场上信息披露频率的逐年提高并没有取得预期的效果,信息披露的质量仍然不高;小规模的公司利用信息披露操纵股价的行为具有普遍性。而李翔、冯峥(2006)则从投资者的角度出发,研究发现年度报告和临时公告的披露效果较差。孙蔓莉(2004)论述了印象管理行为对财务信息质量的影响,认为印象管理的后果直接与信息相关性的理论相抵触,因此在一定程度上会削弱报告信息的有用性。唐跃军、薛红志

(2005)通过考察企业业绩组合、业绩差异与季报披露的时间选择之间的关系,认为上市公司管理层在信息披露的过程中可能存在组合动机与信息操纵行为。汪炜、蒋高峰(2004)研究发现,上市公司信息披露质量的提高有助于降低公司的权益资本成本。李玲、陈任武(2004)对上市公司盈利预测信息披露的动因、质量与监管进行了研究,结果表明盈利预测信息有助于投资者做出合理的经济决策,是极为有用的会计信息,因此需要上市公司公开披露盈利预测信息,以提高证券市场的有效性。而由于盈利预测具有内在的不确定性和风险,这就要求监管机构设计出积极有效的监管制度,以保证上市公司所披露信息的质量,保障投资者利益。

在论述信息披露质量及其经济后果的文献中,尤其是在论述自愿性信息披露质量的文献中,学者们较少涉及虚假信息披露方面的问题。事实上从目前来看,自愿性信息披露的最大问题就是可能存在虚假信息披露或误导性信息披露。如果在进行研究时,对虚假性的或误导性的自愿性披露信息不加以区分的话,那么研究结果的可信度就会大打折扣。因此,我们在后续的研究中应该更关注自愿性披露信息的真实性。同时,上市公司所披露的信息应该是有层次的。Michael、Hong 和 Satya(2006)认为,就上市公司披露的信息而言,有关公司交易事项的信息应该放在第一层次。

### 四、总结

本文回顾和评析了国内外有关上市公司信息披露方面的文献。截止到目前,国内外对上市公司信息披露问题进行了较多的探讨,对信息披露动机、信息披露方式、信息披露质量及其经济后果的研究已经比较成熟,但是也存在着很多问题。例如,在实证研究时很少对信息进行甄别,对上市公司所有的信息都“一视同仁”,没有对信息进行层次划分。同时,由于目前我国资本市场发展尚不十分完善,关于信息使用者对信息需求内在动力的大小、信息使用者是否能够识别虚假信息等情况没有学者进行研究,而这些影响因素都应该在将来的研究中予以考虑。

#### 主要参考文献

1. 陈艳.会计信息披露方式的经济思考.会计研究,2004;8
2. 陈向民,林江辉.公司信息披露策略与股价波动——对滤波效应的理论描述和实证检验.中国会计与财务研究,2004;1
3. 洪剑峭,张静,姜贺统.防止上市公司虚假信息披露机制的一个模型分析.复旦大学学报(自然科学版),2003;5
4. 胡奕明,陈晓,林勇峰.上市公司定性信息披露的质量与动机——关于WTO影响信息披露的实证研究.中国会计与财务研究,2002;6
5. 李翔,冯峥.会计信息披露需求:来自证券研究机构的分析.会计研究,2006;3
6. 毛洪涛,吉利.我国上市公司信息披露理论研究评估——兼论构建上市公司信息披露理论框架.会计研究,2005;9