

# 信息披露增加能够提升公司价值吗？\*

---基于声誉投资模型的公司价值分析及中国股市证据

张宗新 朱伟骅

(复旦大学金融研究院, 200433)

**内容摘要：**为揭示上市公司信息供给与公司价值之间的内在关联，本文应用信息经济学构建上市公司信息披露的“信号传递”和“声誉投资”模型，对信息披露程度提高对公司价值提升进行理论推理，论证“好”公司为避免“次品车”效应造成的“价值折价”，有动力进行多披露信息。为验证上市公司增加信息披露提升公司价值，对声誉投资理论进行理论支持，本文利用托宾  $q$  对 2002-2003 年中国证券市场数据进行实证分析。通过对研究样本实证检验，结果显示托宾  $q$  与公司信息披露增量之间显著正相关，采取积极信息披露策略的上市公司市场价值相应较高；而信息供给程度低的上市公司市场价值相应较低。同时实证结果表明，中国证券市场上“好”的公司开始注重增加信息供给，倾向采取自愿性信息披露方式与投资者进行沟通，这已成为中国上市公司塑造“社会形象”和增值“信誉资本”的一种有效手段，上市公司信息供给的价值效应逐步凸现。

## Dose increment of information disclosure enhance corporate value?

——the model of Reputation Investment and proof in China's securities market

In order to find out the intrinsic correlation between information disclosure and corporate value, we make up models of Signal Transmission and Reputation Investment with the aid of information economics, and we infer the proposition that the more information disclosures the higher corporate value listed company gains, and then we prove high-quality companies have the impetus to disclosure more to avoid value depreciation caused by Lemon market effect. To verify the proposition that the listed companies can enhance their corporate value by disclosing more information, and for the purpose of finding the theory support, we carry through empirical study through Tobin's  $q$  with the datum of China's securities market. The results show that Tobin's  $q$  has a significantly positive relation with information disclosure increment, those adopting active disclosure strategy have higher market value comparing with listed companies supplying less information. And the empirical results indicate high-quality companies in China's securities market pay emphasis on information supply, apt to communicating with investors through adopting active disclosure strategy. This has become an efficient way to mold social image and appreciate reputation capital, and the value effect of such kind of information disclosure is shown especially progressively.

---

\* 本文是国家自然科学基金研究项目 (70303006) 和国家社会科学基金 (0BJY052) 的研究成果。

# 1、引言

由于信息不对称造成的“逆向选择”，导致证券市场产生“次品车效应”，资质优良的上市公司面临“价值折价”问题。因此，增加信息披露，提高信息供给，减少上市公司与外部投资者之间信息不对称性，成为上市公司提升公司价值的一种理性选择行为。然而，在中国这样的新兴证券市场中，上市公司信息披露不规范，信息不透明，上市公司对信息披露的理解更多侧重于公司必须履行的一种强制性义务，而非从公司战略角度出发向外部投资者积极揭示信息、提升公司价值，于是相当多的上市公司缺乏提高信息供给的内在动力，频频发生信息披露“公开谴责”事件、“江苏琼花”等丑闻，投资者对上市公司缺乏信任感，以至产生一定程度上的“诚信”危机。尽管证券监管部门已经出台一系列惩戒虚假信息、提高披露质量的法律法规，提高了证券市场的信息质量，但这些外部性强制信息披露有效发挥的重要前提是有效率的公司治理与相对完善的证券市场制度基础。在信用缺失和“诚信”危机市场环境下，资质优良的上市公司经理人如何在信息披露策略方面做出相应调整，适度增加信息披露，提高公司在外部投资者心目中的形象与公信力，将公司的内在价值展示给外部投资者，将是这些“好”上市公司在特定市场环境下避免“价值折价”的理性选择。正是基于这一出发点，我们认为研究上市公司信息披露与公司价值之间内在关联，合理引导上市公司信息披露行为，增加证券市场信息有效供给，对推动中国证券市场持续性发展具有重要的理论价值和现实意义。

对信息披露和公司价值相关性的研究，国外文献相对较多，国内研究则是处于初级探索阶段。国外学者对此问题的研究主要围绕两条主线展开：一条主线是从金融契约、公司治理与资产定价的视角，将契约、动力和承诺，放入市场的一般均衡框架分析契约、信用和市场一般均衡的内在联系。如Grossman & Hart(1980)认为“逆向选择”不利于标的资产估值，理性潜在买者会对资产进行打折，如果没有相应修正机制，就会形成“柠檬市场”(lemon market)，在这种情况下好的资产所有者为了使自己的资产区别劣质资产，就会采取相应措施向外部投资者传递相应信息（即信息经济学中逆向选择的重要纠正机制——信号传递，signaling），而该过程也就是增加信息披露的过程。Holmstrom & Tirol(1993)通过构建外部投资者和内部投资者之间的关系模型，揭示信息供给不同对股价的影响程度。Healy & Palepu (2001)从资产定价与投资者保护之间关系出发，认为外部投资者与经理层之间的信息不对称导致“次品车市场”，效应业绩优良的上市公司出现价值低估，提高信息披露水平强化与外部投资者的信息沟通，成为许多绩优上市公司的理性行为选择。Rahman (2002)从公司治理的角度考察了信息披露对公司价值的影响，认为内部治理、外部治理和信息披露构成一个完整公

司治理结构的联结框架,公司信息披露程度提高有利于激励相容,形成外部经理市场压力和声誉激励实现外部治理。另一条研究主线是信息披露度与公司市场价值关联关系的实证支持。Madhavan (1995) 检验表明,公司股价和透明度呈正相关,信息披露规范、透明度高的上市公司,容易得到外部投资者认可,公司股价相对较高。Fombrun & Shanley (1990)、Fombrun (1996) 等实证表明,公司声誉价值提高有利于改善上市公司与外部投资者之间关系,对公司价值产生积极的正向效应。Wesley(2004)通过构建自愿性信息披露指标 (voluntary disclosure index),对拉美三国信息披露增量和公司价值之间的关系进行了实证,检验结果表明信息披露程度越高,公司价值越高。

从国内的研究来看,对于信息披露和公司价值关系方面的研究并不多见,仅处于研究起步阶段。汪炜、蒋高峰(2004)从信息披露与公司透明度角度,论证了信息披露、透明度和资本成本之间的关系,信息披露增多有利于提高公司市场价值,降低资本成本。张宗新等(2004)认为,业绩优良的公司采取积极信息披露策略向外部投资者揭示公司价值,并利用深沪交易所1998-2003年上市公司自愿性披露信息数据进行了检验证明。段盛华(2004)对2001-2002年深交所上市公司发生控制权转移时控制权披露的市场反应进行检验,检验结果表明在自愿信息披露的环境下披露控制结构样本公司的市场价值明显高于未披露同类信息的样本公司。

综上所述,尽管国内学者对信息披露与公司价值相关性进行大量研究,并没有从信息供给角度系统论证信息披露和公司价值之间的内在关联,也没有对信息供给能在多大程度上提升公司价值进行阐释,更是缺乏对新兴市场上信息披露行为的价值效应进行深入探讨。为此,本本文拟对上市公司信息供给与价值效应问题进行比较深入的理论探索和实证研究,创新性地提出了信息披露的“声誉投资”理论,以此论证上市公司信息披露增加能否提升公司价值。在研究过程中,本文应用信息经济学构建上市公司信息披露的“信号传递”和“声誉投资”模型,对信息披露程度提高对提升公司价值进行理论推理,提出信息披露的“声誉投资”价值溢价理论,在此基础上对中国股市上市公司增加信息披露能否提升公司价值的进行实证检验。根据论文的逻辑框架,论文结构分为以下四部分:

第一部分,引言。提出信息披露与公司价值的研究问题,对前人研究成果进行梳理,提出论文的研究思路。

第二部分,信息披露、声誉投资与市场价值。从证券市场的信息不对称前提出发,构造声誉投资理论模型,论证“好”公司为避免“次品车”效应造成的“价值折价”,有动力进行多披露信息。上市公司多披露信息是一个声誉投资过程,通过信息供给向外部投资者传递公司的真实类型,从而公司透明度的提高而得到

“价值溢价”。而“差”公司为何不选择积极披露策略？因为信息披露越多，越容易暴露公司的“绩差”的真实状态，意味着将来遭受更高的价值损失。

第三部分，对中国证券市场信息披露与公司价值之间关系的实证研究。本文利用托宾 $q$ 理论，检验中国上市公司信息披露究竟在多大程度上揭示公司价值，以及增加信息披露能否提升公司价值。

第四部分，研究结论与建议。针对我国上市公司信息披露现状，提出了提高信息深度和信息广度，增加信息供给水平，提升上市公司价值的建议。

## 2、信息披露、声誉投资与公司价值

### 2.1 信号传递与声誉投资

经济学中的声誉机制，作为显性激励契约的一种替代物，是经济主体理性选择的一种结果（Holmstrom, 1987；Kreps, 1990）。在此，论文通过构建声誉投资模型，对上市公司信息披露与公司价值的内在关系进行剖析。

上市公司声誉价值，是外部投资者基于信号传递的未来预期基础上形成的。在信息经济学中，“信号传递”（signaling），是指拥有私人信息的一方将其拥有的私人信息传递给没有信息的另一方。与信号传递相对应的“信息甄别”（screening），则是指没有信息一方诱使拥有信息一方揭示其私人信息。信号传递与信息甄别的重要区别在于，在信息传递中拥有私人信息的上市公司先行动，而在信息甄别中，处于信息劣势的投资者则先采取行动。鉴于证券信息不对称性的属性，上市公司经理层具有信息优势，成为公司未来价值的私人信息占有者。对于公司经理人而言，他知道公司价值 $V$ 的真实值。对于处于信息弱势的外部投资者而言，并不知道 $V$ 的真实值，但根据观测到的信息能够推断企业的真实类型。公司经理层具有关于公司质量的私有信息，只能采取某些可以观测到的行动向投资者传递相关信息，这些行动称为信号。在此，我们引入信号传递均衡（signaling equilibrium）概念。在这一均衡状态下，分析公司经理层选择信息披露行为的价值均衡过程。作为信号传递的一种分离均衡，拥有私人信息的上市公司建立声誉的过程实质就是“好”的上市公司增加信息披露进行信号传递的过程，通过披露信息量增加向外部投资者展示自身内在价值。

在信号传递均衡过程中，投资者和上市公司之间的博弈应该是一种不完全信息动态博弈，是一种“信号传递博弈”（signaling games）。上市公司是信号发送者，

---

克雷佩斯（Kreps）建立在对策论基础上的代理人声誉模型，提出长期合约和经理市场的竞争性，引起的“声誉”影响是约束代理人行为选择的重要因素。同时，霍姆斯特罗姆（Holmstrom）在《多任务委托代理分析：激励合同、资产所有权和工作设计》一文中提出的激励模型，从是否使用固定工资合约出发，对多维度激励与单维度激励进行解析。

投资者是信号接收者。上市公司公布信息后,投资者可以通过搜集信息,并根据信息判断上市公司是诚实还是欺骗的概率,并以此修正对上市公司类型的判断,然后决定自己投资还是不投资。但是,对于众多中小投资者来说,分析信息的成本很昂贵,因此根据“智猪博弈”的战略式,“搭便车”便成了中小投资者的最优选择,即让机构投资者去分析信息。在中国证券市场,随着证券投资基金规模的壮大,机构投资者参与信息博弈的能力显著增强。如果投资者通过观测到的市场信号传递做出公司价值判断,一致同意从 $(w,t)$ 到 $V(w,t)$ 的映射,那么说他们具有理性预期,从而构成一个理性预期均衡。如果一个理性预期均衡存在,则表示市场是信息完全的,即公司经理层对其私有信息是完全披露的,经理人披露所有的好的信息或坏的信息。当然,完全性信息披露存在约束条件,即公司经理人从信息披露中得到高效信息补偿。在此,我们定义这种高效信息补偿为“声誉租金”。

针对不同质量信息,公司经理人对私有信息披露具有不同的行为选择:完全性信息披露(full disclose);部分性信息披露(partial disclose)和信息非披露(nondisclosure)。假定上市公司信息披露服从一个离散分布 $\Theta = \{\underline{\theta}, \bar{\theta}\}$ ,  $\underline{\theta}$ 、 $\bar{\theta}$ 是 $\Theta$ 的一个划分。其中, $\theta$ 是上市公司经理层具有的私有信息, $\theta \in (\underline{\theta}, \bar{\theta})$ 。 $\Theta$ 是信息 $\theta$ 的概率分布函数,对外部投资者和公司经理层而言这一概率分布为共同知识,即披露信息为所有市场参与者观察到。但是,由于证券市场非对称属性,只有公司经理层知道公司类型。假定上市公司的市场价值是由信息决定,即 $V(\theta) \in R_+$ ,并且公司价值 $V(\theta)$ 严格随信息质量而递增。

针对信息空间 $\Theta$ ,存在与信号空间相对应的映射为 $g(\cdot)$ ,并满足:

$$\tilde{g}(\theta) = (\tilde{q}(\theta), \tilde{r}(\theta)), \forall \theta \in \Theta$$

公司经理层根据其行为理性选择信息披露,投资者被赋予共同的信息结构 $g(\cdot) \in (L, H, \phi)$ 。当公司经理层披露关于公司的利好信息时, $S = H$ ;当公司经理层披露关于公司的坏信息时, $S = L$ 。与此相对应,不同信息质量的披露概率分别为 $P_L$ 和 $(1 - P_L)$ 。假定公司期望价值外生于公司信息质量,好公司与差公司的期望价值分别表达为 $E(\tilde{v}|S = H) = V_0 - \varepsilon_H$ 和 $E(\tilde{v}|S = L) = V_0 - \varepsilon_L$ 。

假定公司经理层选择实施信息披露行动 $g(\cdot)$ ,即 $g(\cdot) = L$ 或 $g(\cdot) = H$ ;经理层不选择信息披露,则 $g(\cdot) = \phi$ 。基于贝叶斯理性,公司经理人对信息披露具有不同行为选择:如果经理人只选择披露好的信息,即 $d_H = 1$ ,则坏消息被掩饰,即 $\Pr(S = L|g(\cdot) = \phi) = 1$ ;如果公司经理人选择不披露策略,即 $d_L = d_H = 0$ ,则存在非信息披露的概率为 $\Pr(S = L|g(\cdot) = \phi) = P_L$ ,  $\Pr(S = H|g(\cdot) = \phi) = 1 - P_L$ 。

公司经理人对其私有信息不同的行为选择,采取信息全部公开、分离策略或信息掩饰策略。这一选择的过程,同时是上市公司市场价值的实现过程。基于信息披露成本的条件约束,上市公司决定是否将其所拥有的私有信息在证券市场上

公开披露。在此，信息披露成本由公开信息披露成本和产权约束成本两部分构成。

假定公开信息披露的成本  $c_d \geq 0$ ，且  $c_d$  与信息本身内容非相关。外部投资者获得上市公司公开披露的信息，并且对公司价值的信念得以更新。私有信号存在两种不同的可能实现，假设公司价值不随两个不同的实现而变化，外部投资者根据他对  $\tilde{q}$  的先验信息最大化其期望效用。由于投资者根据公司期初投资判断公司的初期价值  $V_0 = K$ ，这样，投资者关于公司价值判断的函数表达式为：

$$f(V) = \begin{cases} 0 & \text{if } V < K \\ 1 & \text{if } V \geq K \end{cases}$$

当  $f(V) = 1$ ，即公司市场价值大于投资成本，公司具有投资价值为正。当  $f(V) = 0$ ，公司不具备投资价值。

除公开信息披露的成本  $C_d$  外，上市公司自愿性信息披露面临一个产权约束成本，即  $C_p$ 。Lanen & Werrecchia (1987) 研究模型揭示，上市公司对其私有信息进行掩饰而采取分离策略，依赖于公司对产权约束成本  $C_p$  的判断。可见，公司信息披露的成本由两部分构成：公开信息披露的成本  $C_d$  和产权约束成本  $C_p$ 。

在信息披露成本约束下，若映射函数  $g(\cdot) \subset \Theta$ ，表示上市公司选择信息披露策略；若  $N = \Theta \setminus g(\cdot)$ ，表示上市公司采取信息掩饰策略而对私有信息采取不披露策略。针对上市公司信息披露策略的映射函数  $g(\cdot)$ ，外部投资者对  $\tilde{q}(\theta)$  进行甄别，并根据贯序策略推测真实的  $V_i$  值，即根据信息传递判断公司的真实价值类型。

如果采取掩饰信息的策略，公司价值的条件期望为  $\beta \in \Theta$ 。因此，信息传递的公司价值表达为：

$$E(\tilde{\theta} | \tilde{\theta} \in N) = \begin{cases} \frac{1}{\int_N dF(\theta)} \int_N \theta dF(\theta) & \text{if } P(\tilde{\theta} \in N) > 0 \\ \beta & \text{if } P(\tilde{\theta} \in N) = 0 \end{cases}$$

可见，上市公司选择信息披露策略，是根据经济主体理性进行决策，本身包含一个相应的价值均衡过程。在采取公开信息披露  $\theta \in \Theta$ ，或采取信息掩饰策略  $\theta \in \Theta \setminus g(\cdot)$ ，有必要考虑证券市场投资者的价值判断和信息反应能力。为此，采取信息掩饰策略的均衡表达为：

$$N = \left\{ \theta \in \Theta \mid \theta - C_d - f(\theta)C_p < E(\tilde{\theta} | \tilde{\theta} \in N) - f(E(\tilde{\theta} | \tilde{\theta} \in N)) \right\}$$

为满足外部投资者对公司价值判断和更新需求，“好”的上市公司具有多披露公司内在价值信息的动力。由于在委托代理关系条件下，上市公司了解自己真实状况，但投资者（外部股东）无法直接观察到其经营能力，只能通过公司所披露的信息进行判断，即公司的市场价值是依靠市场信息进行传递的。作为公司经理层的代理人，与所有者的股东及其市场投资者之间是一种委托代理关系。在不对

称信息下，对于高效率的代理人而言，不存在产出水平的扭曲，公司的市场价值得到充分体现，即  $\underline{q} = \underline{q}^*$ ；而对于低效率的代理人而言，产出水平向下扭曲，即  $\underline{q} < \underline{q}^*$ 。而在委托代理的市场机制下，市场价格等于边际成本只是公司信息效率机制（ $\theta = \underline{\theta}$ ）的前提，信息不对称造成市场价格和产出水平，存在：

$$p(\bar{\theta}) = \bar{\theta} + \frac{v}{1-v} \Delta\theta$$

其中， $\frac{v}{1-v} \Delta\theta$  为信息不对称造成的公司市场价值折价。

为避免信息机制造成的公司“价值折价”，强化代理人与外部投资者之间的信息沟通，增加信息供给成为理性经理人的一种现实选择。其中，自愿性信息披露（voluntary disclosure）是上市公司加强信息供给，提高公司经营者与外部投资者信息交流与沟通的重要方式（Fekrat, Carla & Petroni, 1999；Healy & Palepu, 2001；Newson & Deegan, 2002）。在此，我们引入自愿性信息披露对上市公司披露信息增加水平进行衡量。因为公司自愿性信息披露，是相对与强制性披露而言的，指“在强制性披露的规则要求之外，公司管理层自主提供的关于公司财务和公司发展的其他相关方面的信息”（Meek, Roberts & Gray, 1995）。

为揭示上市公司信息传递机制与投资者信息甄别机制，假定上市公司的自愿性信息披露程度用  $\eta$  表示， $\eta \in [0, 1]$ ，其中  $\eta = 1$  表示公司采取保守信息披露策略而无自愿性信息披露的情形，随着  $\eta$  下降公司自愿性信息披露程度逐次提高， $\eta = 0$  表示公司采取积极信息披露策略而完全性自愿性信息披露的情形。

假定投资者遵循如下预期模式：给定信息披露程度  $\eta$ ，对于积极进行自愿性信息披露策略的公司，投资者认为它是“好”的上市公司的概率为  $1 - \eta\theta$ ，认为它是“差”公司的概率为  $\eta\theta$ ；而对于信息披露相对保守的公司而言，投资者认为它是“差”上市公司的概率为  $1 - \eta(1 - \theta)$ ，认为它是“好”公司的概率为  $\eta(1 - \theta)$ 。因而存在：

$$\frac{\partial[\eta(1 - \theta)]}{\partial\eta} > 0, \quad \frac{\partial(1 - \eta\theta)}{\partial\eta} < 0$$

上式表明，随着信息披露程度提高，“好”公司在信息揭示功能作用下的公司声誉得到提升，而质量差的“坏”上市公司的声誉反而下降。

当然，上述分析暗含条件是  $\eta$  和  $\theta$  无关，即只是分析信息披露和公司声誉关系，但信息披露程度不会影响上市公司的价值，进而不会影响对两类上市公司的比例构成。但是，大量的实证检验表明，信息披露程度和公司价值存在一种正向动态关系（Madhavan, 1995；Rahman, 2002；Wesley, 2004）。上市公司自愿性信息披露程度通过对公司声誉的影响必然影响公司的市场价值，即  $V(\theta)$  是随着  $\eta$  而

进行变动的量， $\frac{\partial V(\theta)}{\partial \theta(\eta)} > 0$ 。

基于信号传递的有效性，投资者根据上市公司声誉水平对不同公司的价值类型进行区分。这样，市场就构成一个分离均衡，“好”的上市公司和“差”的上市公司选择不同的信誉投资水平。这样业绩好的公司采取积极的信息披露策略多披露信息，向外部投资者揭示公司的市场价值；而业绩差的公司采取消极的披露策略，不选择积极的信誉投资。在此，我们用  $S_i^g$  代表“好”的上市公司的信誉投资水平， $S_i^b$  代表“差”的上市公司的信誉投资水平。基于信息认知，投资者对公司类型区分为两类： $\mu(S_i^g) = 1$ ， $\mu(S_i^b) = 0$ ；在此基础上根据声誉水平值对上市公司类型进行推断，从而给定任意的投资者在非均衡路径上的判断  $\mu(S_i | R_i)$ ， $r(S_0)$  为公司初始信誉的收益水平， $p(S_i)$  是投资者对上市公司声誉收益推断的概率， $C(S_i)$  是增加声誉投资的成本约束。在一定信誉投资水平  $S$  下，良好声誉的上市公司的预期收益为：

$$R_g(S_i) = \frac{\delta(1-p(S_i))(R - r(S_0))}{1-(1-p(S_i))} - C(S_i)$$

而声誉较差的上市公司的预期收益为：

$$R_b(S_i) = \frac{\delta(R_i - r(S_0))}{1-p(S_i)} - C(S_i)$$

在不完全信息市场中，投资者与上市公司之间在一个分离型的精炼贝叶斯均衡。在分离均衡中，“好”公司和“差”公司选择不同的信誉投资水平。“好”公司采取积极信息披露策略，加强对投资者之间的沟通，这不但提高自愿性信息披露水平  $\eta$ ，而且在影射空间不断发送高精度信息  $\eta_1$ 。而对于“差”公司而言，可以提供信息披露提高信息供给能力，但并没有能力发送高精度信息  $\eta_1$ ，而在信息供给能力提高情况下，存在  $\theta \rightarrow \eta_2$ ，即向信息质量向低精度信息水平靠拢。因此，“差”公司没有动力模仿“好”公司，而“好”公司选择分离均衡策略积极信息披露。这两个条件可以表达为：

$$\frac{\delta[R_i - r(S_0)]}{1-p\delta} - C(S_i) \leq \frac{\delta[R_i - \frac{r(S_0)}{p}]}{1-p\delta}$$

$$\frac{\delta(1-p(S_i))(R_i - r(S_0))}{1-(1-p(S_i))} \leq \frac{\delta[R_i - r(S_0)]}{1-\delta} - C(S_i)$$

---

基于盈余管理动机，“坏”公司有必要选择信息频率调整与披露择机策略进行配合，提高披露频度导致投资者产生“信息审视疲劳”。针对这一点，我们从 2001-2003 年中国股市横截面数据得到证实（张宗新、朱伟骅，2004）。



式中， $\delta$  ( $0 < \delta < 1$ ) 为投资者对上市公司预期的贴现因子，因为不同的  $\delta$  将导致企业选择不同的信息披露策略。同时满足上述两个条件的信誉投资水平成立时，外部投资者对均衡路径上的信誉投资水平支持这一均衡结果。在均衡水平上，存在均衡点：

$$C(S_i) = \frac{\delta p \left[ \frac{r(S_0)}{p} - R_i \right]}{1 - p\delta}$$

在信誉投资均衡水平上，存在：当  $R \geq R_i^g$  时， $\mu(S_i | R_i^g) = 1$ ；当  $R \leq R_i^b$  时， $\mu(S_i | R_i^b) = 0$ 。

在此，用贝叶斯法则来评估不同情况下的条件概率，并用  $\lambda$  和  $(1-\lambda)$  分别表示投资者对“好”公司和“差”公司的评估标准的推断概率，因此，我们得到：

$$V_i(S_i, R_i) = \frac{S_i}{[\theta + \lambda(1-\theta)]R_g} + \frac{1-S_i}{[\theta + (1-\lambda)(1-\theta)]R_b}$$

在  $t+1$  时刻，外部投资者知道了上市企业的真实类型，并将因此而更新公司的声誉以及更新公司价值的判断，假设更新后的声誉为  $S_{t+1}$ ， $S \in \{g, b\}$ ， $S = g$  和  $S = b$  分别对应上市企业的真实类型。存在：

$$S_{t+1}^g = \frac{S_i[\theta + (1-\theta)R_g]}{\theta + (1-\theta)[S_iR_g + (1-S_i)R_b]}$$

$$S_{t+1}^b = \frac{S_iR_i[\theta + (1-\theta)R_g]}{\theta[S_iR_b + (1-S_i)R_b] + R_gR_b(1-\theta)}$$

由于现实经济世界存在“次品车市场”，根据 Akerlof (1970) 逆向选择理论，假定买者对产品平均质量的评价小于高质量产品卖者的评价：

$$(1-\lambda)S_{t+1}^g + \lambda S_{t+1}^b < S_{t+1}^g$$

“柠檬市场”条件式表明，假如所有产品的价格都相同，那么高质量产品就不可能出现在市场上。值得注意的是，这个条件意味着  $S_{t+1}^b < S_{t+1}^g$ 。因此，外部投资者对“好”公司的评估要求高于“坏”公司。

当投资者认为“好”公司的评估标准比“坏”公司的评估标准严格时，有  $S_{t+1}^g > S_{t+1} > S_{t+1}^b$ 。但是，当外部投资者认为两者采用的标准一样时，在均衡状态下， $S_{t+1}^g = S_{t+1} = S_{t+1}^b$ 。同样，投资者对公司价值更新为  $R_{t+1}(S_{t+1}, \varepsilon_{t+1})$ 。

与此相对应，外部投资者用  $R_{t+1}$  和  $S_{t+1}$  对公司价值进行更新  $V_{t+1}^i$ ，其中， $i \in \{g, b\}$ 。则更新后的公司价值表达为：

$$V_{t+1}^i(S_{t+1}^i, R_{t+1}) = \theta \left\{ \frac{S_{t+1}^i}{\theta + R_{t+1}^g(1-\theta)(1-\lambda\theta)} + \frac{(1-S_{t+1}^i)}{\theta + R_{t+1}^b(1-\theta)\lambda\theta} \right\}$$

## 2.2 触发策略与声誉租金

在声誉形成过程中，上市公司和投资者之间并非一次静态博弈，而是存在一个扩展的连续动态博弈过程，即进行同一博弈的参与者可能试图建立一种参与某类博弈的声誉（Fudenberg & Tirole, 1991）。声誉机制形成的无限期动态博弈过程，必然引生所谓的触发策略（trigger strategy）。投资者观测“好的”行为就会导致好行为的预期，相反观测到“坏的”行为就会行触发不合作行动。

具体而言，按照单期触发策略（更在一般的状态，触发策略可以持续几个时期），触发策略的声誉机制生成模型如下：

首先，如果只有一个时期的，就会产生极端的道德风险问题，上市公司存有严重的披露很低精确度信息的动机，而不论公司类型是什么，投资者都不会冒险投资该公司股票。即使选择投资，投资者也会选择最小化贴现的预期损失：

$$\wedge_t = E\left[\sum_{s=0}^T \delta^s L_t\right]$$

则单期的损失函数  $L_t$  为：

$$L_t = \delta \Delta S$$

如果各个时期互不影响，将是一次性博弈。博弈仅仅是一次博弈，投资者和上市公司只关心一次性的支付，上市公司不注重信誉价值，容易产生信用欺骗行为，则投资者遭受单期投资损失，不会追加未来投资。但在一个连续时序空间，博弈重复多次（可能无穷次），上市公司可能愿意为了长远利益而牺牲眼前利益从而选择不同的战略。重复博弈一方面促使上市公司在短期利益和长远利益之间进行权衡，以期为自己建立一个好的声誉，而投资者也有积极性惩罚对方的机会主义行为，从而使交易关系得以维持；另一方面，重复博弈延长了参与人的预期利益区间，其行为也会不断规范。虽然信息不对称主要是针对上市公司，但是如果上市公司预测到投资者投资的不确定性，上市公司很难形成稳定的预期收益，从而就会牺牲信誉而追求短期收益，这样投资者的预期损失增加。这种情况在我国当前证券市场表现很突出。

将时空进行拓展，则单期博弈相应拓展至  $T$  期，参与者多期博弈推动形成触发策略。其中，偏离的损失来自触发的惩罚，即偏差触发一个较高的损失，投资

---

触发战略又称为冷酷战略，因为任何参与人的一次性不合作将触发永远的不合作。

者对上市公司预期的贴现因子  $\delta$  表达为： $\delta = e^{-r}$ ，其中  $r$  为贴现率。

其预期损失贴现值为：

$$E\left[\sum_{t=1}^{\infty} \delta^{t-1}\right]$$

其机会损失函数为：

$$L_t = (1 - \delta)S = (1 - \delta) \frac{V_{t-1} - C}{V_{t-1}}$$

于是，如下式成立，则上市公司选择积极信息披露将是策略最优。

$$S + S\delta + S\delta^2 + \dots + S\delta^t = S \frac{1}{(1 - \delta)^t}$$

当公司选择积极信息披露策略，信息供给相应增加。随着公司透明度提高，外部投资者也即掌握了公司的部分真实信息，在此基础上对公司传递信息进行甄别。基于上市公司积极的信息披露和对公司的信任，每期博弈后就有  $a$  比例投资者会选择购买该公司股票。同时，随着公司透明度提高，投资者会判断某些公司因为虚报信息或失信行为而触发不合作行动，投资者对“差公司”选择退出策略，抛售市场价值高估的股票。假定第一期所披露信息是高精确度的  $\theta_1 = \eta_1$ ，从某期开始  $a$  比率的投资者就知道了前一时期中上市公司披露信息的精确度。那么，在第  $T+1$  期博弈后，公司获取效用为  $(1-a)\Delta S$ ，贴现率为  $\delta$ ，则该公司两期博弈下获取总效用为： $U = [1 + \delta(1-a)]\Delta S$ 。

对于投资者而言，其市场反应是投资者预期的效用函数。投资者对公司前景表示乐观时候，有  $b$  比例投资者愿意继续持有， $b$  表示为投资者和上市公司之间的信任系数，且投资者对股票价值评价为  $S^g \geq S^s$ ，那么在此最好的情况下，存在：

$$U^b = S^g(\eta_1)F(R_i) - C_0^b$$

这样情况表示公司获取了以往积累的声誉价值。那么两期总效用为：

$$W^b = S^b(\eta_1)F(R_2) - C_0^b + \delta[S^b(\eta_1)F(R_i) - C_0^g]b$$

若  $W^b > U^b$ ，则公司会选择绩优公司以往积累的声誉，披露高质量信息，揭示公司真实状态。若  $W^b < U^b$  时候，在  $T$  期， $R_2$  型上市公司就会模仿  $R_1$  类型公司来披露信息，此时发出的信号不能给投资者带来有效的信息。到第  $T+1$

---

在信号传递过程中，声誉信息具有不可模仿性，因为成功企业的管理者可能选择诸如财务杠杆、企业战略等实际变量向外部投资者传递有关企业未来发展的明确信号，而这些信号并不能被不成功的企业的所模仿，因为后者没有足够的现金流作支撑（Ross,1977）。

期，投资者遇到  $R_1$  类型公司的概率为  $\xi$ ，那么投资者对公司股票价值的预期评估为  $E(S^g \eta_j) = S^g \xi$ 。

外部投资者按照上市公司声誉识别公司类型并对公司所披露信息质量进行判断，投资者对两类公司的推断：

$$\mu(S^g | \eta_j) = 1, \mu(S^b | \eta_j) = 0$$

此处声誉的含义就是对绩优公司披露高精度信息概率的把握，认为此概率越高，该公司的声誉越高。第  $T$  时期的声誉有上市公司在第  $T-1$  期所披露信息精确度来衡量： $R_T = \eta_{T-1}$ 。从而他们预期： $\eta_T = R_T$ 。

尽管单期博弈中上市公司存在披露低精确度信息的道德风险，但在无限期博弈中，上市公司为维护声誉价值会持续性地披露高精度信息。如果某期公司脱离常规对公司类型不符的低精确度信息进行披露，就会从即刻开始一直披露的低质量的信息。由于上市公司和投资者之间的博弈是无限期的： $t=1,2,3\dots$ 。那么，博弈的结果不会产生在有限期模型中。 $a$  比例投资者获得信誉认知购买公司股票成为股东，其中  $b$  比例投资者继续持有并成为公司忠诚投资者。若公司信息披露精度与投资者心理认知出现偏差，则每期就存在  $a(1-b)$  比例投资者选择“用脚投票”进行退出。

可见，不论上市公司披露信息精确度如何，外部投资者对根据公司披露信息精确度进行甄别与认知，然后形成投资者信念并选择相应投资决策。在持续动态信息披露过程中，上市公司也保持同样的披露信息精确度，在每一时期都选择前一时期的信息精确度。显然，这是推动声誉形成的一种持续形态表现。投资者根据对上市公司声誉预期来决策，投资者最关心的是自己的利益。给定投资者的预期，对于任何初始的信誉，上市公司也必然最大化自身效用。

当选择积极信息披露策略的上市公司遵循上述战略时，会获得跨期利润：

$$\begin{aligned} U^b &= [S_t^b F(R_t) - C_0^b] (1 + \delta + \delta^2 + \dots) \\ &= \frac{[S_t^b F(R_t) - C_0^b]}{1 - \delta} \end{aligned}$$

在偏离的当期，其会获取  $S_t^b(\eta_2) - C_0^b$ ，此后上市公司的投资者群体中有部分投资者会逐期退出持有该公司股票，退出比例每期平均为  $\kappa$ ，那么在偏离当期之后获得  $(1 - \kappa)(S_t^b(\eta_2) - C_0^b)$ 。

可见，上市公司披露高精度信息，其必须获得质量酬金和声誉报酬。若采取低质量披露信息行为，那么其损失了声誉租金：

$$(1 - \kappa) [S_t^b F(R_t) - C_0^b] (\delta + \delta^2 + \dots) = (1 - \kappa) \frac{S^b(\eta_1) F(R_t) - C_0^b}{r}$$

当然，这样的均衡是具有自我实现机制的，只有在上市公司和投资者认为声

誉是很重要的前提下,声誉才会起约束作用。为此,上市公司积极承担社会责任、协调与诸多利害相关者的关系从而树立诚信形象以获取“信誉租金”和“价值溢价”。若上市公司纯粹为了圈钱,不在乎遭受信息披露违规的“公开谴责”甚至ST处理,那么博弈不具有声誉约束机制(如2004年中小企业板块的“江苏琼花”等信息披露违规丑闻充分说明了这一点)。

为何绩差的上市公司不选择积极披露策略?因为信息披露越多,越容易暴露公司的“绩差”的真实类型,意味着将来遭受更高的损失。因此,在触发战略中,“绩差”一定选择积极披露策略且暴露自己公司类型时,即存在:

$$L(R_i|\theta\eta_j) = \kappa\eta(R_2) = \kappa(p_2)$$

显然,随着信息披露程度提高,公司预期损失却呈现线性递增趋势。这部分公司预期损失,主要体现在市场价值下降成本和融资成本提高。其成本增加值部分为:

$$\kappa(S_i^b) + C^b$$

可见,绩差公司增加信息披露,不但不能得不到声誉租金,反而增加了暴露自身公司类型并增加了隐性成本。

### 2.3 信息披露均衡:基于公司价值约束的最优披露策略

以公司价值为导向的信息供给不但具有声誉租金效应,而且与金融契约相联系。信息披露和内部治理、外部治理构成一个完整公司治理结构的联结框架,公司信息披露与公司治理优化具有内在联系和互动机制(Razaur, 2002)。公司信息披露程度提高,一方面有利于对控制“内部人控制”,强化经理人监督与约束,实现监控功能,提高内部治理水平;另一方面,有利于优化激励相容,提高外部治理水平。随着信息披露程度提高,公司透明度增强,公司治理和公司价值相应发生变化。为论证这一点,在此设公司披露信息总量 $\theta$ ,包括强制性披露信息 $\theta_m$ 和增量信息为自愿性信息 $\theta_v$ 两部分,即 $\theta = \theta_m + \theta_v$ 。强制性披露信息是公司经营运作的基本信息,而自愿性披露信息作为公司运作的补充性信息,有利于提高公司经营运作透明度。公司治理水平 $g_i$ ,  $0 \leq g_i \leq 1$ ,其中, $g_i = 0$ 代表最好的公司治理水平, $g_i = 1$ 代表最坏的公司治理水平。

根据公司代理理论,内部控制人(公司经理层)具有私人信息优势并存在侵占外部投资者利益的动机。公司治理结构水平,显然与内部人企图侵占外部投资者利益行为及其制约程度密切相关,进而影响到公司市场价值。由于公司的市

---

Lemmon and Lins(2001)利用托宾 $q$ 值,测算了公司治理水平和市场价值之间的正向关联性。特别是金融危机期间,公司治理对公司价值存在显著性影响。正如Geanakoplos(2003)所指出的,由于契约,尤其是金融契约,在合约签订时是附带抵押的,当承诺方到期不能兑现承诺,经济中的大量拖欠势必同时影响金

场价值为公司现金流的贴现值,而公司治理水平高低决定了内部人对外部投资者的利益“掠夺”程度,于是投资者未来现金流贴现值 $\tilde{F}_i$ 可表达为:

$$\tilde{F}_i = \tilde{C} - \tilde{u}_i = g_i \tilde{C} - (1 - g_i) \tilde{C}$$

式中, $\tilde{C}$ 为未来总现金流(没有被内部人“掠夺”的现金流); $\tilde{u}_i$ 为公司内部人对外部股东所“掠夺”的现金流量。根据资本资产定价模型,公司价值 $V_i$ 可以表达为:

$$\begin{aligned} V_i &= \frac{E(\tilde{F}_i)}{1 + R_i} = \frac{g_i E(\tilde{C})}{1 + R_i} = \frac{E(\tilde{F}_i) - Cov(\tilde{F}_i, \tilde{R}_m)}{1 + R_f} \\ &= \frac{g_i E(\tilde{C}) - g_i Cov(\tilde{C}, \tilde{R}_m) + (1 - g_i) Cov(\tilde{u}, \tilde{R}_m)}{1 + R_f} \end{aligned}$$

式中, $R_i$ 为市场利率(资本成本), $R_f$ 为无风险利率, $\tilde{R}_m$ 为市场组合回报率。

随着信息总量 $\theta$ 供给增多和公司治理完善,内部控制人对外部投资者的侵害程度 $\tilde{u}_i$ 降低,即 $g \rightarrow 0$ ,控股股东掠夺外部股东财富的成本 $c$ 越高,即:

$$\frac{\partial c}{\partial \tilde{u}_i} > 0; \frac{\partial c}{\partial \tilde{C}} > 0; \frac{\partial^2 c}{\partial \tilde{u}_i} > 0; \frac{\partial^2 c}{\partial \tilde{u}_i \tilde{C}} > 0$$

内部股东掠夺成本提高,投资者保护环境相应改善,促进公司法人治理结构改进,对公司价值会起到显著的提升作用。在这方面,已经存在一些实证方面支持,如Rafael La Porta *et al.* (1999)利用世界上27个最富有国家数千家公司的数据,对公司掠夺成本与公司价值之间的关系进行实证检验,托宾 $q$ 测定公司价值,用国家的法律起源及其特定的法规指数测定投资者保护的程 度,投资者保护程度的提高,投资者对控股股东转移利润(掠夺)的预期下降,因此,股票市场上的股票价格将上升,公司价值提高。同时,随着自愿性信息披露程度 $\theta_m$ 提高,资本成本也会呈现降低。即存在:

$$\frac{\partial R_i}{\partial g_i} = \frac{E(\tilde{C})(1 + R_f)Cov(\tilde{C}, \tilde{R}_m) / g_i^2}{[E(\tilde{C}) - Cov(\tilde{C}, \tilde{R}_m) - (1 - g_i)Cov(\tilde{u}, \tilde{R}_m)]^2} < 0$$

于是,公司价值表达式转换为:

$$V_i = g_i V = \frac{g_i E(\tilde{C})}{1 + R}$$

---

融契约(各种股票、债券与有价证券)的价格和抵押品的市场价格,出现流动性短缺的危机。可以认为,东南亚金融危机的重要原因是信息披露质量较差,存在严重信用欺诈,一些企业在倒闭前报送的会计报表均体现为良好的财务状况和经营业绩。

对于自愿性信息披露水平和公司融资成本关系,国内外大量文献已经实证,检验表明信息透明度和融资成本存在显著负相关(Botosan,1997;汪炜、蒋高峰,2004)。

可见，公司信息披露程度、公司治理水平和公司价值存在内在性关联关系。信息披露程度提高与信息供给增加有利于减少委托人和代理人之间的信息不对称，提高市场上投资者认可程度，减少交易成本。随着信息供给提高，增强管理的透明度从而达到控制代理成本、有助于抑制“内部人控制”，为股东监控公司经营提供了更有效的工具。Keim(1978)实证研究也表明，所有权集中程度与公司信息披露质量成反比，信息透明度削弱了大股东剥削小股东的能力，减弱了“内部人控制”。因此，公司价值是公司真实信息的增函数：

$$\frac{\partial V_i}{\partial \theta} = \frac{\partial V_i}{\partial(\theta_m + \theta_v)} > 0$$

在一定信息供给水平上，随着公司信息披露透明度提高在市场上存在溢价水平。根据公司强制性信息披露规则， $I_m$  为常量，因此公司溢价部分主要体现在公司信息供给增量方面，由此经理层享受到公司市场溢价的收益补偿。

可见，增加信息披露有利于减少信息不对称和交易成本，增强公司透明度，提高公司治理水平。那么，是否公司市场价值  $V(\theta)$  与信息供给存在严格递增凸函数？大量研究表明，公司信息披露存在披露边界问题 (Rahman, 2002)。因为从公司角度讲，信息披露具有“双刃剑”效应：一方面，信息披露可以减少投资者之间信息非对称程度，提高股票市场流动性，从而降低资本成本，提高公司价值；另一方面，信息披露可能造成“泄密”，过度信息供给可能给产品市场的竞争对手提供过多信息，从而可能引致产品市场上竞争不利地位，公司的竞争对手可能得益于此，从而削弱公司的竞争力。因此，在信息披露度方面，公司经理人存在一个信息权衡选择的最佳度问题。

### 3. 信息披露与公司价值：中国证券市场的经验证据

针对前文关于上市公司信息披露模型的理论性推理，在此我们将对中国证券市场上上市公司增加信息披露能否有助于提升公司价值进行实证分析。在实证研究过程中，首先建立衡量信息披露增量水平的指标体系，然后通过对指标的统计分析构建多元回归模型，验证披露信息程度变化对公司价值量的影响，检验上市公司能否进行“声誉投资”获取“价值溢价”，从而影响公司价值量的变化。

#### 3.1 指标选取与研究假设

##### 3.1.1 指标选取

---

根据企业契约设计，公司价值提升在给股东带来财富的同时，公司经理层得到相应的价值补偿 (Jensen & Murphy, 1990)。

为有效衡量上市公司价值变化，我们使用托宾  $q$  值作为上市公司价值的测度指标。按照托宾  $q$  理论，托宾  $q$  是公司市场价值与当期重置资本成本的比率 (Tobin, 1969)。很显然，托宾  $q$  值深受股票价格的影响，而股价又是信息的集合器，所以托宾  $q$  指标可以比较直观地反映公司信息披露程度对公司价值的作用力度和作用方向。自托宾  $q$  理论提出后，托宾  $q$  作为公司价值指标被广泛的应用于实证研究 (Summers, 1981; Chirinko, 1993; Chung & Pruitt, 1994; Lemmon & Lins, 2001)。为衡量公司价值，论文将托宾  $q$  表达为：

$$q = \frac{MVCS + BVLTD + BVINV + BVCL - BVCA}{BVTA}$$

上式中， $MVCS$  为企业普通股股票的市场价值， $MVLTD$  为企业长期债务的账面价值， $BVINV$  为企业存货的账面价值， $BVCL$  为企业流动负债的账面价值， $BVCA$  为企业流动资产的账面价值， $BVTA$  为企业总资产的账面价值。

对于信息供给程度增量部分，我们选取公司自愿性信息披露指标表示。按照 Christine (1997) 对自愿性信息披露指标的设计体系，我们结合我国证券市场实际情况，将自愿性披露信息分为四大类，即公司背景信息 (Background information)、非财务信息 (Non-finance information)、财务信息 (financial information) 和前瞻性估计信息 (project information)，以此测算我国上市公司自愿性披露指标 Voluntary Disclosure Score (VDS)，VDS 是上述分类信息的总和。其中，公司背景信息涉及公司战略、公司目标以及相关实现措施等；非财务信息主要是关于员工福利、员工年龄学历、产品市场占有状况；财务信息主要是关于财务指标变动的解释；前瞻性信息涉及公司发展前景对公司利润影响、盈余预测以及预测结果对比分析。

### 3.1.2 时间区间和样本公司

根据公司价值指标托宾  $q$  的内涵，市场运行态势对公司价值检验产生深刻影响，为减弱市场对公司价值检验的负面影响，有必要选取市场运行相对平稳的时间区间。由于自 2001 年 7 月以来，我国证券市场处于“熊市”阶段，上证指数从最高点 2245 点一路走低，到 2002 年 1 月上证指数下滑到 1340 点。若选择这段时间区间进行计量公司价值，必然影响到了上市公司价值稳定性。而 2002-2003 年间，股市运行则处于 1300-1700 点箱体整理状态。为避免市场指数过度波动对公司价值的影响，保证研究结果的可靠性，我们决定选取 2002 - 2003 年作为我们研究的时间区间。

针对上市公司自愿性披露行为是否对上市公司价值的影响，我们按照公司资产总规模，选取行业中规模最大、居中和最小的三类公司，共选取了沪深交易所中 9 大行业 74 家上市公司，基本能够覆盖各主要行业和具有代表性的上市公司



(见表 1)。样本公司相关数据，来源于天相软件数据库。

**表 1： 样本公司的行业分布**

所属行业	家数	所属行业	家数	所属行业	家数
农业、渔业、种植业 (A)	6	电力、煤气及水的生产和供应业 (D)	10	批发和零售贸易 (H)	6
采掘业 (B)	6	交通运输(F)	10	房地产业 (J)	6
制造业(C)	15	信息技术业 (G)	10	综合类 (M)	5

### 3.1.3 研究假设

根据上市公司信息披露“声誉投资”的理论模型，我们构建以下 3 个研究假设对前文理论推理进行实证验证。研究假设如下：

假设 1：公司自愿性披露绝对量可以显著提高公司价值绝对量，信息披露内容越多的上市公司其市场价值越高。

假设 2：信息披露信号可以传递公司价值信息，多披露信息有利于提升公司声誉价值，使得公司价值存在“溢价”过程。

假设 3：公司信息披露程度提高和公司价值增量变化存在正相关性，即公司披露正向增加信息量可以促进上市公司价值的提升。

## 3.2 信息供给绝对量与公司价值相关性的实证研究

### 3.2.1 公司价值控制变量的统计分析

按照托宾  $q$  计算公式和自愿性信息披露指标 VDS，本文首先对研究样本的信息披露情况和公司价值进行计量。在中国证券市场上，上市公司自愿性信息披露程度呈现逐渐递升趋势（张宗新等，2004），因此，为取得有效实证效果我们主要选取最具有代表性的 2003 年数据进行分析（需要进行年度数据对比时，采用 2002 年年度数据）。按照上述研究样本的行业分类，首先对 2003 年度的上市公司价值指标和自愿性披露指标进行统计（见表 2）。通过统计分析对中国证券市场中存在影响公司价值的内在因素予以揭示，从而便于我们设计实证模型进一步揭示信息披露程度对公司价值的影响方向和作用力度。

**表 2： 按照行业分类 VDS 和公司价值衡量指标**

行业	公司背景信息	非财务信息	财务信息	前瞻性估计信息	VDS	托宾 $q$	总市值 (亿元)	总资产 (亿元)	MB
农林渔业	7.833	3	8	1.33	20.1667	1.077	26	25.1	1.03
采掘业	5.17	7.33	8	2.33	22.17	1.782	794	689	1.15
制造业	9.27	5.6	8.4	1.4	24.67	1.857	166	124	1.34
电煤水	7.6	4.6	9.9	2.9	25	1.927	198	119	1.66
交通运输	9.4	4	10.3	1.3	25	2.186	138	99.6	1.39

信息技术	9	5.7	10.8	1.2	26.7	1.611	113	183	0.62
批发零售	8.83	3	10.17	2	24	1.343	23.1	52.1	0.44
房地产	11.17	4.33	9.17	2.33	27	2.199	63.5	44.7	1.42
综合类	6	3.2	7.4	0.4	17	1.543	21.9	26.8	0.82
总计均值	8.47	4.72	9.26	1.69	24.08	1.773	169	147	1.15

注：MB 是公司市场价值与公司资产帐面价值之比。

根据国内外相关研究表明,公司相关控制变量可以在一定程度上揭示公司价值。如张宗新等(2004)研究发现,公司规模对公司自愿性信息披露行为产生影响,从而影响到公司价值。Wesley(2004)在考察因特网上的自愿性信息披露对公司价值的作用时除了考虑规模之外,还考虑行业因素对公司价值的影响。在我国证券市场中,上市公司哪些变量会影响公司的价值呢?在此,我们首先从统计角度对影响公司价值的控制变量进行分析。

从行业变量分析,对信息披露指标 VDS 和公司价值进行行业分类。在图 1 中,柱状表示信息披露指标,曲线表示公司价值,从图可以看出信息技术类和房地产行业公司自愿性披露程度最高,VDS 达 27,而综合类公司自愿性信息披露内容最少 VDS 为 17,农林渔业仅达 20 左右,其他行业信息披露程度比较接近;房地产行业公司价值托宾  $q$  最高,达 2.199,农林渔最低达 1.077,综合类为 1.543。可见,公司价值指标托宾  $q$  和公司自愿性信息披露水平呈现比较一致的正相关趋势,初步判断为信息披露程度越高的公司价值显得越高。其中,由于行业景气度因素,不排除公司价值估值高低受到行业景气度的影响,所以行业差别因素我们将考虑到实证模型中。

从公司财务变量看,公司价值与信息披露程度是否存在明显的线性关系呢?根据信号传递理论,业绩好的公司有动力增加信息披露水平,因为“好”公司经理会选择财务杠杆、业绩指标等财务指标向外部投资者传递企业未来前景的相关信号,以获得投资者对其内在价值的认同。因此,考虑到公司业绩好坏对公司信息披露决策的影响,我们在此试图通过公司财务状况分析来说明公司业绩能否对信息披露具有决定性作用。本文以净资产收益率(ROE)和每股经营现金流表示公司业绩,按照 VDS 区间从高到低划分公司业绩,从图 2 和图 3 可以看出公司在不同 VDS 区间呈现较大的波动状态,以每股经营现金流为例,披露 VDS 指标绝对值( $<15$ ), $(21, 25)$ , $(31, 35)$ 区间处于波谷, $(16, 20)$ , $(26, 30)$ , $(>35)$ 区间是波峰,也就是说,除了总体上呈现业绩越好的公司 VDS 趋向走高现象外,很难判断业绩好的公司一定会改善公司信息披露行为。净资产收益率 ROE 和公司价值指标走势比较一致,而与公司 VDS 相比,则显示了非线性关系。由于随着 VDS 的提高,好公司在信号传递机制作用下,公司声誉会有所提高,坏公司声誉会下降,但是受到其他因素的影响,业绩对上市公司信息披露行为的影响会

有所制约。所以，我们在实证模型中将不考虑财务因素。

按照自愿性披露指标 VDS 数值高低区间归类，2003 年度公司资产规模、公司市值规模都与自愿性披露指标 VDS 区间呈现正相关关系（见图 4）。可见，公司规模越大，可以促进信息披露内容的增加，这符合我们前文的理论推论，但是信息披露程度能否促进公司价值提升，还需要进一步实证检验。

按照自愿性信息披露指标 VDS 数值高低区间划分，不论是 2002 年还是 2003 年公司价值指标托宾  $q$  与信息披露程度之间并不存在显著的线性关系（见图 5、图 6）。从图可以看出，公司价值和公司自愿性信息披露指标 VDS 呈现先上后下曲线走势，即信息披露指标最低和最高两个极端对应的是公司价值低位区间，而信息披露指标中间区间对应的是公司价值高位区间，这与我们按照行业分类分析的矛盾，与前提假设 1 并不相符。按照理论分析，信息披露程度和公司价值存在一种正向的动态关系。鉴于两者之间现实存在的非线性关系，是否由此推断在我国不成熟的市場条件下也会存在 Rahman（2002）提出的信息披露临界值问题？但考虑到中国证券市场的新兴属性和上市公司信息披露行为不规范性，公司透明度和信息披露不是过多，而应该显然不足。因此，将 VDS 和公司价值这样的非线性关系简单归结为信息披露边界似乎并不能对经济现实问题进行有力解释。为何中国证券市场出现这种有悖于理论推理的经济现象，这需要我们进一步深入检验证明。

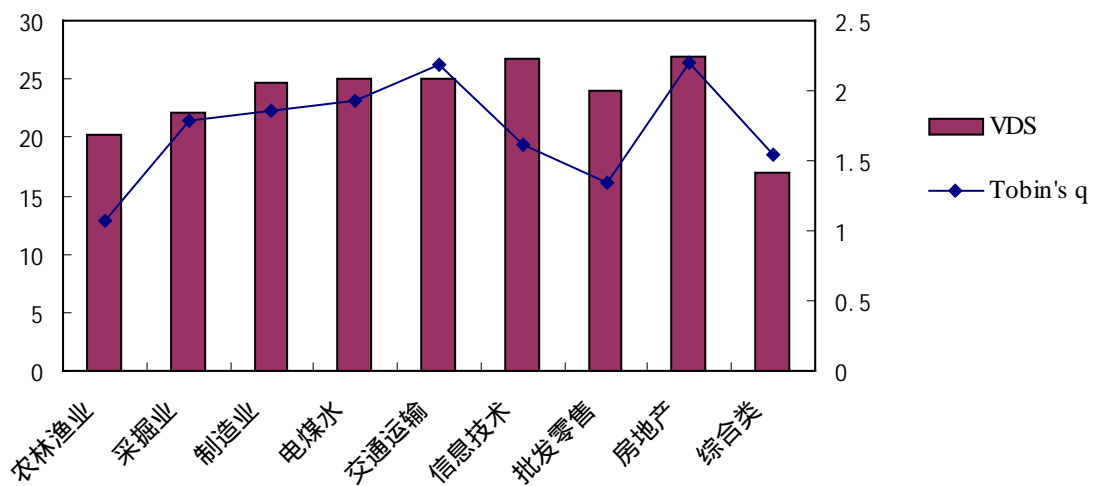


图 1：公司价值和披露指标 VDS 的行业比较

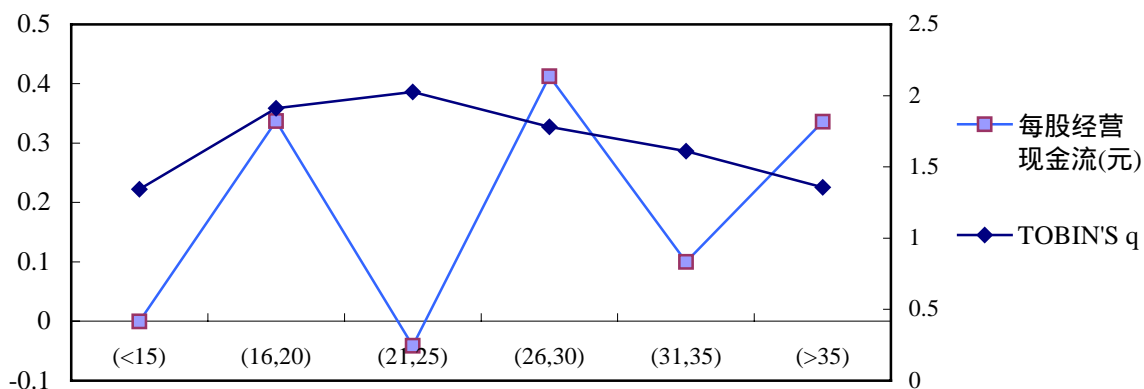


图 2：公司每股现金流与托宾  $q$  关系

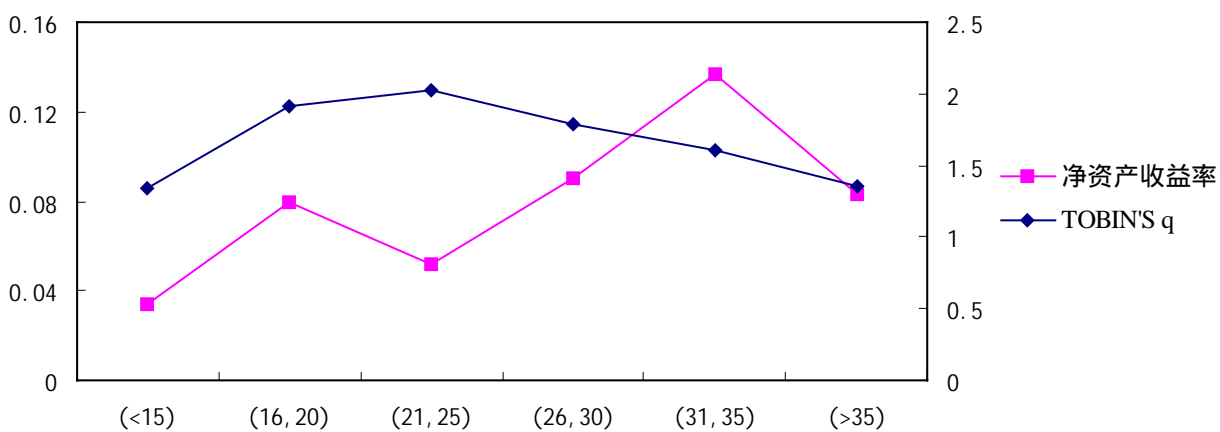


图 3：净资产收益率 ROE 和托宾  $q$  关系

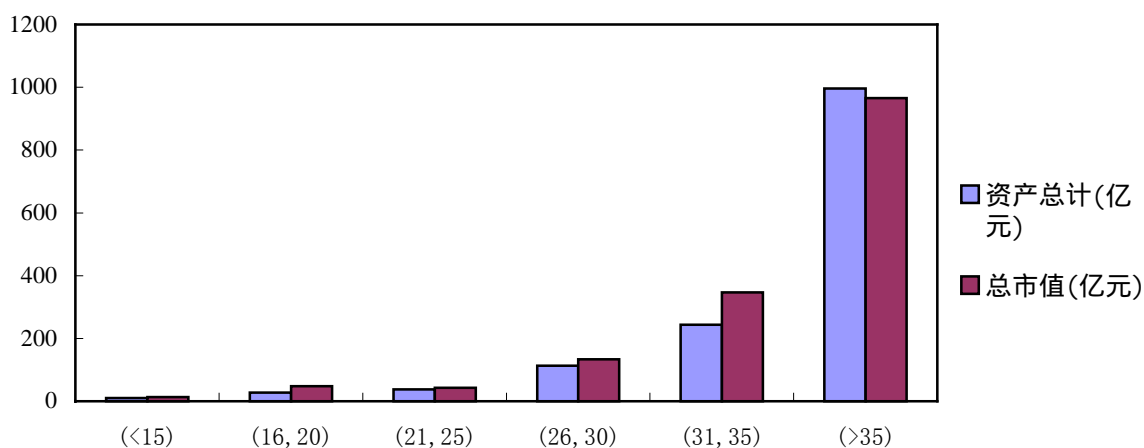


图 4：公司规模与信息披露指数 VDS 关系

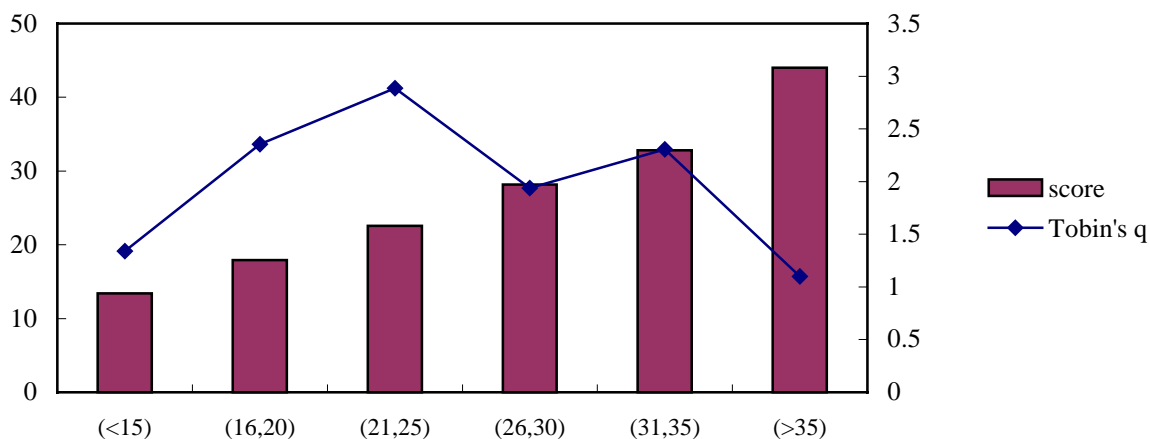


图 5 : 2002 年信息披露指数 VDS 与托宾  $q$  关系

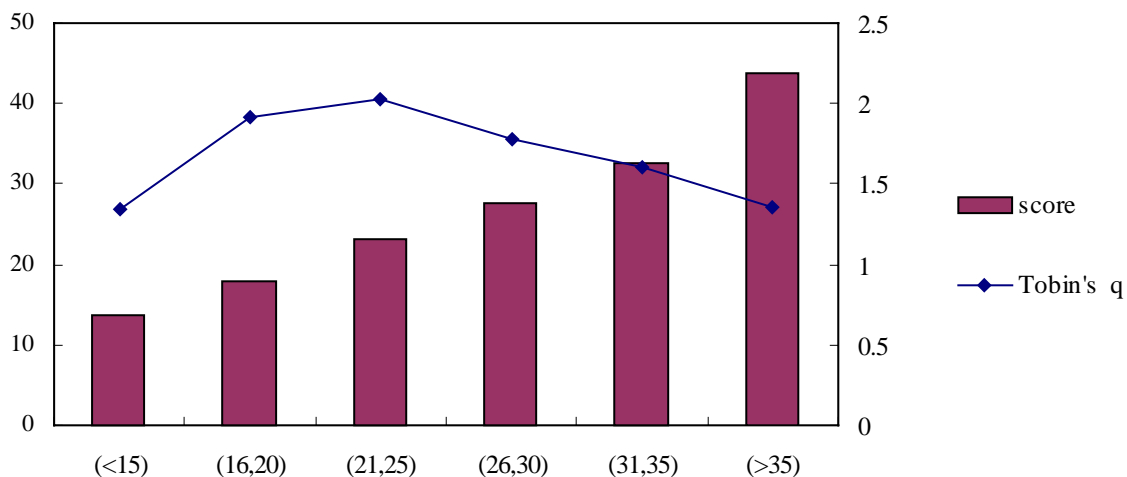


图 6 : 2003 年信息披露指数 VDS 与托宾  $q$  关系

### 3.2.2 信息披露水平和公司价值之间的回归检验

根据以上统计分析,我们将影响信息披露程度和公司价值的相关因素作为控制变量,构建以下多元回归模型,以检验信息披露水平和公司价值之间内在关联性的经验证据。在此基础上,针对研究假设 1,验证信息披露水平公司价值之间是否存在线性关系,还是非线性关系。构建以下回归模型:

$$Value = C + \beta_1 Scale + \beta_2 Score + \beta_3 Industry \quad (1)$$

$$Value = C + \beta_1 Scale + \beta_2 Score + \beta_3 Score^2 + \beta_4 Industry \quad (2)$$

上述模型中,  $Value$  为公司价值,其具体衡量指标是托宾  $q$ ;  $Score$  是自愿信息披露指标 VDS;  $Scale$  是公司规模,使用公司总资产的自然对数形式表示;

*Industry* 是行业区别指标，作为哑变量处理，各个行业使用不同数字表示行业间的差别，A 行业表示 1，B 行业为 2，以此类推。

**表 3： 公司价值及其影响因素的回归结果**

表3a: 模型1检验结果				
变量	系数	标准误	T 统计量	Prob. 值
<i>Score</i>	0.028637	0.014995	1.909740	0.0603
<i>Scale</i>	-0.326812	0.073783	-4.429356	0.0000
<i>Industry</i>	-0.131515	0.045204	-2.909379	0.0049
C	8.794926	1.489179	5.905890	0.0000
R <sup>2</sup>	0.247334	F-统计量		7.667592
D-W统计量	1.792449	Prob值(F-统计量)		0.000168
表3a: 模型2检验结果				
变量	系数	标准误	T 统计量	Prob. 值
<i>Scale</i>	-0.338809	0.072849	-4.650855	0.0000
<i>Score</i>	0.130334	0.057192	2.278887	0.0258
<i>Score</i> <sup>2</sup>	-0.001732	0.000941	-1.840393	0.0700
<i>Industry</i>	-0.123634	0.044658	-2.768456	0.0072
C	7.695551	1.581569	4.865769	0.0000
R <sup>2</sup>	0.282552	F-统计量		6.793558
D-W统计量	1.792458	Prob值(F-统计量)		0.000114

由实证可见，模型 1 和 2 中公司价值指标托宾  $q$  和公司规模存在着显著的负相关关系，在  $\alpha = 0.01$  水平下系数均达到了 -0.33 左右。可见，公司规模越大，托宾  $q$  反而越小，这一结论和白重恩等（2002）所考察中国市场样本实证结论一致，但是和 Wesley（2004）的检验结论恰恰相反，Wesley（2004）验证的拉美地区样本是公司价值和公司规模是正相关关系。经行业差别和规模调整后，模型 1 中托宾  $q$  公司和信息披露指标 VDS 存在显著正相关性，而在模型 2 中托宾  $q$  和 *Score* 在  $\alpha = 0.05$  水平下呈现显著正相关关系、和 *Score*<sup>2</sup> 在  $\alpha = 0.1$  水平下显著负相关，可见托宾  $q$  和 VDS 呈现倒 U 型曲线关系。从检验 *Score* 的 Prob. 值看，模型 2 中 Prob. 值为 0.0258 小于模型 1 中的 0.06，从方程的 R<sup>2</sup> 值看，模型 2 中 0.283 大于模型 1 中的 0.247。由此推断，模型 2 比模型 1 更具有真实性、可靠性和可解释性。所以，从信息披露绝对量角度而言，公司价值和信息披露指标呈现倒 U 型关系，从开始的自愿性信息披露程度和公司价值正相关，但到一定阶段后，信息供给越多公司价值反而下降。这种实证结论，似乎验证了 Raham(2002)提出的自愿性信息披露存在披露边界的观点，也符合我们在前文论证的信息披露“双刃剑”效应（见图 1）。但是考虑到我国新兴市场信息披露不足的现状，信息披露程度较低是上市公司的基本特征。同时图 7 也显示，上市公司 VDS 绝对值在( 21，

25) 区间达到最高峰, 自愿性信息披露程度显然不高, 这需要对这一经济现象进行深层解析。

Wesley (2004) 的实证结果表明公司行业属性影响公司价值, 由于市场竞争不充分的行政垄断行业的公司市值较大 (见表 2), 行业属性是否是影响托宾  $q$  和 VDS 倒 U 型曲线关系的主要因素呢? 为寻求这一解释的实证支持, 我们按照中国证监会行业分类选取市场竞争性行业——制造业 (包括采掘业和原制造业) 和行政管制性行业——公共事业类 (包括电煤水、交通运输), 来验证公司价值托宾  $q$  和行业 VDS 关系的行业因素。实证回归模型如下:

$$Value = C + \beta_1 Scale + \beta_2 Score \quad (3)$$

式中  $Value$ 、 $Score$ 、 $Scale$  含义同上。检验结果见表 4。

**表 4: 公司价值和披露指标的行业分类**

托宾 $q$	变量	$Scale$	$Score$	C	$R^2$
制造业	系数	-0.409673	0.068393	9.343549	0.334907
	标准误	0.118005	0.028824	2.195431	
	T 统计量	-3.471668	2.372763	4.255906	
	Prob. 值	0.0020	0.0260	0.0003	
公共事业	系数	-0.227814	0.017751	6.328546	0.097884
	标准误	0.190877	0.037579	3.481641	
	T 统计量	-1.193508	0.472382	1.81769	
	Prob. 值	0.2491	0.6427	0.0868	

从行业分类的回归结果分析,  $\alpha = 0.05$  水平下制造行业类公司价值和公司自愿性信息披露指标之间存在显著的正相关性, 系数为 0.068, 制造业公司自愿性信息披露强度越大, 公司价值提升也越快。  $\alpha = 0.1$  水平下, 公共事业类公司价值和公司信息披露指标  $Scale$  不存在显著关系, 即便加入  $Scale^2$  也是如此, 这样可以从侧面来证实我们上面的推断。由于受到行业因素的影响, 在我国证券市场中公司价值和公司自愿性信息披露指标不存在严格的线性关系, 而是以倒 U 型曲线关系形式存在。从行业特性分析, 由于公共事业类公司行为是受到政府行政管制, 不必太多注重公司声誉投资问题, 所以对于信息披露透明度有所选择, 而制造行业受到市场因素影响很大, 需要充分利用信息披露来提升公司形象, 所以会利用自愿性信息披露来加大声誉投资, 以此增加公司声誉价值, 从而获得一个公司价值的“溢价”过程。可见, 通过对行业的分类研究, 部分行业信息披露对公司价值影响是符合假设 1 的。整个信息披露过程符合假设 2, 不同行业上市公司会进行不同程度的信息披露与“声誉投资”, 进而影响到公司价值是否存在“溢

价”的过程。

通过以上分析可见,上市公司自愿性信息披露绝对量和公司价值之间并不存在的严格的线性正相关性,即公司信息披露程度越高并不一定促进公司价值绝对值的提高,这在整体上与我们的研究假设 1 不符合。既然强信息供给不能必然带来高公司价值,那么我国上市公司是否不需要完善自身的信息披露行为呢?这是不是预示着我们先前的“声誉投资”模型缺乏有效的实证支持?为回答这些问题,我们有必要对公司信息披露增量变化能否带来公司价值量变化进行深入研究。

### 3.3 信息供给增量与公司价值相关性的实证分析

#### 3.3.1 信息披露增量与公司价值量之间的回归分析

由于 VDS 绝对量没有显著地对公司价值绝对量产生积极的促进作用,针对上述检验所得结论,我们考虑验证假设 3:自愿性信息披露增量变化能否对公司价值增量变化产生作用。

根据样本公司财务统计数据发现,公司业绩每股现金流和公司信息披露增量、公司价值增量基本上呈现显著的正相关关系,净资产收益率 ROE 和公司价值增量走势基本一致(见图 7、图 8)。这样,我们可以从侧面验证假设 3 的可行性,即存在信息披露指标 VDS 增量和公司价值增量之间呈现正相关关系,由此推断加强信息供给水平,规范公司信息披露行为,可以对提升公司价值产生积极作用。财务数据统计表明,作为公司绩效重要指标的每股经营现金流、ROE 能够与公司信息披露指标 VDS 的增量线性相关。

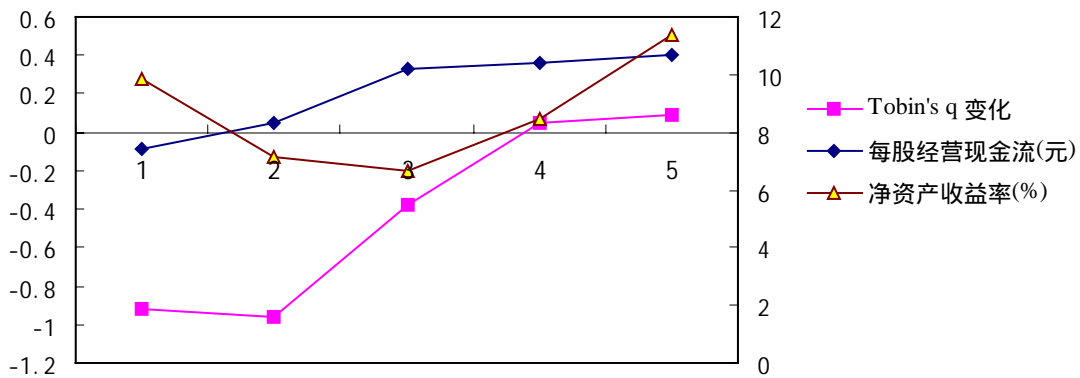


图 7：公司价值增量变化和公司业绩



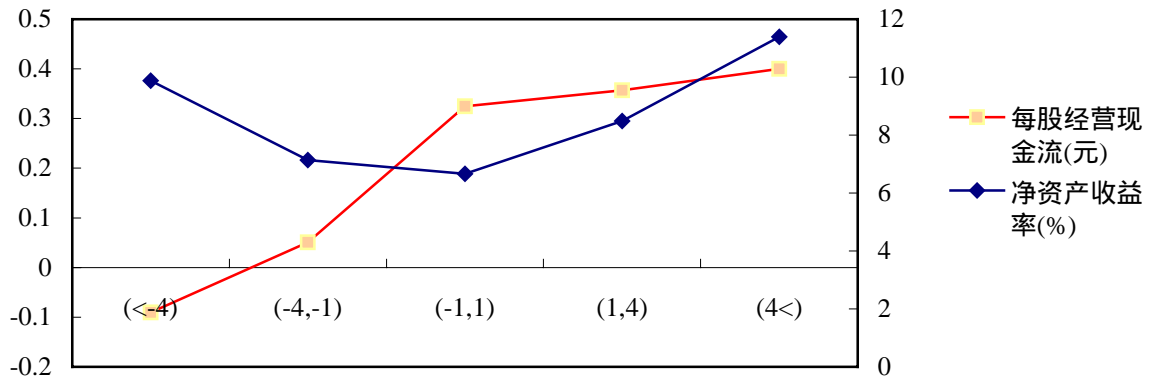


图 8：按照 VDS 增量区间划分的公司业绩

按照 VDS 增量划分区间，公司业绩每股现金流、ROE、公司信息披露增量和公司价值增量基本上呈现正相关关系。那么，我们是否可以推断信息披露指标 VDS 增量和公司价值存在正相关性呢？

为对这一问题进行回答，我们通过设计信息披露增量与公司价值量之间的回归模型进行实证分析。与实证披露绝对值的检验模型相比，我们在此不考虑将财务因素加入到实证模型，而是重点考察公司信息披露增量程度变化与公司价值之间的内在关联。为此，我们采用 2002-2003 年度样本数据设计了如下回归模型：

$$\Delta Value = C + \beta_1 Scale + \beta_2 \Delta Score \quad (4)$$

式中  $\Delta Value$ 、 $\Delta Score$  分别表示公司价值和信息披露增量的变化程度。

表 5：公司价值变化与公司自愿性披露指标之间关系

变量	系数	标准误	T 统计量	Prob.值
$\Delta Score$	0.097734	0.025974	3.762745	0.0003
$Scale$	0.104323	0.061957	1.683802	0.0966
C	-2.695134	1.348331	-1.998868	0.0495
$R^2$	0.182811	F-统计量		7.941600
D-W统计量	1.721425	Prob.值(F-统计量)		0.000772

由检验结果可见，公司价值变化  $\Delta Value$  和公司信息披露指标变化  $\Delta Score$  之间存在显著正相关关系， $\alpha = 0.01$  水平下系数为 0.0977。同时，我们也考虑两者之间是否存在非线性关系，加入  $\Delta Value^2$  变量后回归不显著，这充分验证了研究假设 3，即公司信息披露 VDS 增量变化可以带来同方向公司价值增量提升。实证结果表明，在我国证券市场中上市公司积极性信息披露行为有助于提升公司价值量变化，并取得显著“价值溢价”。公司价值变化与  $Scale$  呈现显著正相关关系，这与前文检验公司价值绝对量的实证结论恰好相反。这样，从信息供给增量角度证实了上市公司信息披露的信号传递机制有助于提升公司价值，尤其是规模大的公司而言公司价值提升越多，其对维持公司形象、信誉和社会责任的认知感

更加重视，对信息披露所能带来的“价值溢价”具有更强烈的获取动机。

图 9 更为直观地表达了公司价值变化和公司披露指标变化存在的正向线性关系，随着上市公司信息披露 VDS 增量变化，公司价值指标托宾  $q$  呈现非常显著的正向相关性，这充分证明了研究假设 3，并与 Kin Lo (2003) 关于信息披露程度提高的公司价值补偿结论相吻合。

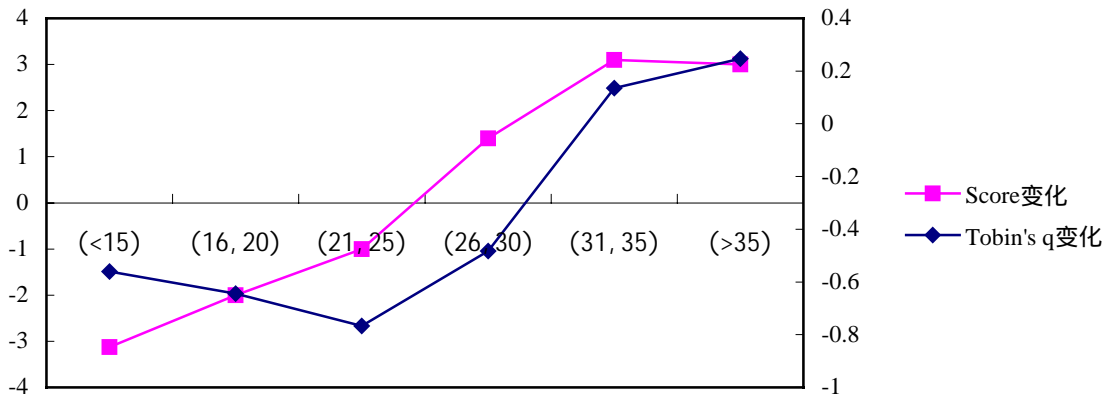


图 9：公司价值增量和公司披露 VDS 增量对比

从以上实证结果可见，在我国证券市场中上市公司积极性信息披露行为的存在积极意义，公司规模、业绩等各方面因素会影响上市公司管理层信息披露策略，通过信号传递机制来进行声誉投资，最终通过公司信息披露增量带来显著的公司价值变化。尽管从某一时点而言，公司信息供给绝对量不能完全揭示上市公司价值总量，但随着信息披露程度提高，信息增量变化能够给公司价值带来显著性提升。因此，从公司发展战略角度而言，改善公司信息披露行为，强化“声誉投资”，加强自愿性信息披露可以给公司带来积极的“价值溢价”。

### 3.3.2 信息披露分类指标对公司价值影响的检验

为考察哪些信息对提升上市公司价值具有显著性作用，有必要按照信息披露分类指标对公司价值影响进行实证检验。首先，按照行业划分将自愿性信息披露的四类信息进行统计分析。经统计可见，财务信息(financial information)和公司背景信息(Background information)披露较多，分别占总信息披露内容的 35%和 38%，而对于非财务信息(Non-finance information)和前瞻性信息(project information)披露较少，分别仅占 20%和 7%。尤其是对公司未来发展前景信息、盈余预测信息甚少。

根据全景网络对投资者信息供给和需求的调查也表明，我国上市公司对非财务信息披露很少，一般只对上市经营环境信息进行了披露。其中，对企业产品、业务信息的披露只占被调查公司的 26%，对竞争对手信息的披露更少，只占被调查公司的 2%，这说明上市公司对此类信息披露动机不足，与投资者的需求存在较大差距（张胜强，2004）。

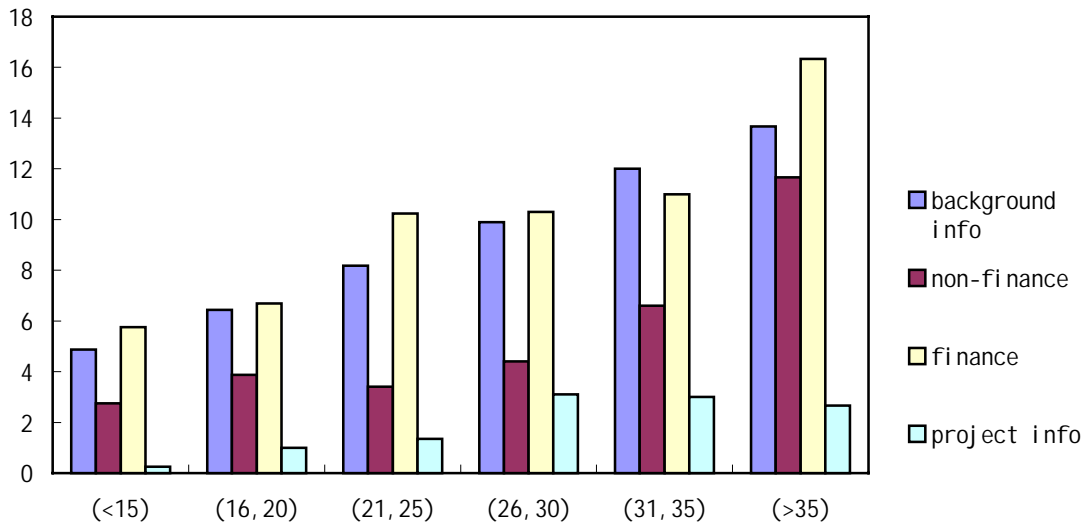


图 10：信息披露分类治标划分

在此，将公司背景信息简写为  $Bg$ 、非财务信息简写为  $Non$ 、财务信息简写为  $Fin$  和前瞻性估计信息简写为  $Pro$ ，我们设计如下回归模型。

$$Value = C + \beta_1 Scale + \beta_2 Bg + \beta_3 Non + \beta_4 Fin + \beta_5 Pro \quad (5)$$

表 6：信息披露指标绝对量分类回归结果

变量	系数	标准误	T 统计量	Prob. 值
$Bg$	0.003068	0.032350	0.094839	0.9247
$Non$	0.075714	0.042871	1.766096	0.0819
$Fin$	0.018902	0.028844	0.655335	0.5145
$Pro$	0.044767	0.057827	0.774147	0.4415
$Scale$	-0.300065	0.079999	-3.750871	0.0004
C	7.651900	1.532657	4.992573	0.0000
$R^2$	0.181324	F-统计量		3.012184
D-W统计量	1.708811	Prob(F-statistic)		0.016276

由表 6 回归结果可见，经过行业和规模差异的显著调整之后，信息披露指标四个分类只有非财务信息  $Non$  在  $\alpha = 0.1$  水平下对公司价值具有积极的促进作用，系数为 0.076，而其他背景信息  $Bg$ 、财务信息  $Fin$  和前瞻性信息  $Pro$  检验效果都不显著，但是系数符号皆为正。接下来，我们再分解出信息披露内容四部分中哪类信息的变化会带来公司价值的积极变化。公司背景信息披露变化简写为  $\Delta Bg$ 、非财务信息变化为  $\Delta Non$ 、财务信息变化为  $\Delta Fin$  和前瞻性信息变化为  $\Delta Pro$ ，我们设计了如下多元回归模型：

$$\Delta Value = C + \beta_1 \Delta Pro + \beta_2 \Delta Non + \beta_3 \Delta Fin + \beta_4 \Delta Bg \quad (6)$$

**表 7： 信息披露内容分类增量变化与公司价值回归结果**

变量	系数	标准误	T 统计量	Prob. 值
$\Delta Pro$	0.023882	0.056149	0.425339	0.6719
$\Delta Non$	0.302978	0.056845	5.329939	0.0000
$\Delta Fin$	0.066178	0.033177	1.994699	0.0500
$\Delta Bg$	0.110473	0.046011	2.401007	0.0190
C	-0.510642	0.114655	-4.453729	0.0000
$R^2$	0.316384	F-统计量		7.983448
D-W统计量	1.687295	Prob(F-statistic)		0.000024

由实证结果可见,在  $\alpha = 0.01$  水平下公司非财务信息变化  $\Delta Non$  对提升公司价值具有显著性效果,系数达 0.30;在  $\alpha = 0.05$  水平下,公司背景信息披露变化  $\Delta Bg$ 、财务信息变化  $\Delta Fin$  与公司价值量变化  $\Delta Value$  之间存在显著正相关关系,系数分别为 0.066 和 0.11;前瞻性估计信息变化  $\Delta Pro$  和公司价值变化  $\Delta Value$  之间没有显著关系,但是符号为正。由此可见,公司信息披露内容变化(尤其是公司非财务信息披露)能对公司价值提升具有积极作用。当然,尽管非财务信息等信息披露对公司价值具有显著的公司价值提升效应,但是目前上市公司在这方面的信息供给并不充分,外部投资者需求与上市公司信息供给之间的差距仍很大。同时,本文对于前瞻性信息作用的实证效果不显著,这与我国上市公司在此方面披露内容较少有关,尚未体现出前瞻性信息的“价值溢价”效应。

## 4、研究结论和政策建议

### 4.1 研究结论

**(1)不同类型公司采取不同信息披露策略,“好公司”选择高水平声誉投资避免“次品车”市场的“价值折价”,“差”公司只能选择消极性信息披露策略防止公司真实类型暴露。**

针对证券市场信息不对称造成的“次品车”问题,不同类型的上市公司采取不同信息披露策略,从而产生信号传递机制下的“声誉投资”效应。为避免“次品车”市场条件下的“价值折价”,规模大、业绩优良的“好”公司具有增加信息供给的倾向,通过采取积极性信息披露策略向外部投资者提供更多信息,选择高“声誉投资”水平,以强化公司与外部投资者之间的信息沟通。而业绩差的公司不可能选择积极性信息披露策略进行高水平“声誉投资”,否则增加信息供给不但不能得到“声誉租金”,反而随信息披露程度提高会向外部投资者暴露公司真实类型并增加了隐性成本,因此消极性信息披露策略成为这类公司理性选择。

**(2)信息披露程度提高和信息供给增加,公司价值水平相应得到提升。**

本文通过对 2002-2003 年研究样本进行检验,结果显示托宾  $q$  与公司信息披

露供给增量之间呈现显著正相关性，公司信息披露 VDS 增量变化可以带来同方向公司价值增量提升。这表明信息披露信号传递公司的价值信息，公司信息披露程度与公司的市场价值成正相关性；积极信息披露策略而信息供给水平相对高的上市公司市场价值相应较高，有利于增加公司的声誉价值；而信息披露程度低的上市公司市场价值相应较低。尽管从某一时点而言，公司信息供给绝对量不能完全揭示上市公司价值总量，但随着信息披露程度提高，信息增量变化能够给公司价值带来显著性提升。因此，从公司发展的战略角度而言，改善公司信息披露行为，强化“声誉投资”，加强信息供给可以给公司带来积极的“价值溢价”。

**(3) 信息供给与公司价值之间的线性关系受上市公司行业属性、公司规模、经营业绩等各方面因素影响。**

通过多元回归模型检验表明，强信息供给不能必然带来高公司价值，公司价值和信息披露绝对量指标之间呈现倒U型关系，这与Wesley (2004)对拉美地区样本的研究结论并不相符，同时也难以用Raham(2002)关于信息披露临界值观点进行合理解释。之所以出现这种现象，是由于处于转轨阶段的中国证券市场，大量公共管制的上市公司(电力等公用事业板块)存在行政垄断，市场价值高但信息透明度相对缺乏。为此，剔除行政性管制行业对信息供给和市场价值之间关系进行检验，则检验结果显示公司规模、财务状况与公司价值之间的线性关系非常显著，公司规模大、财务状况好的上市公司倾向采取积极性信息披露策略，通过信号传递机制来进行声誉投资，信息供给水平越高公司价值提升越多。

**(4) 上市公司信息供给的价值效应逐步凸现，但信息结构不够合理。**

随着我国证券市场信息披露制度逐步完善，上市公司信息供给程度不断提高，自愿性信息披露指数(VDI)出现明显上升趋势。公司价值与信息供给之间呈现显著正相关性，这表明大公司倾向提高信息供给与投资者进行沟通，这已成为中国上市公司塑造“社会形象”和增值“信誉资本”的一种有效手段，公司信息供给的市场价值效应在我国证券市场上正在逐步凸现。但是，通过对信息披露内容分类统计数据显示，公司信息供给结构不够合理，财务信息和公司背景信息方面公司自愿信息披露的较多，而对于非财务信息和前瞻性信息披露则明显偏少。尤其对未来的预期前景分析、盈余预测的自愿性信息披露甚少，这显然不利于公司向投资者展示公司未来价值，从而有必要引起上市公司管理层的关注。

## **4.2 政策建议**

**(1) 鼓励上市公司提高信息供给，减少公司与外部投资者之间信息不对称程度。**

随着中国证券市场快速发展，投资者对上市公司信息的需求越来越高，单一性的强制性信息披露很难适应投资者信息需求的变化。为此，有必要建立完善的

信息披露制度，强化上市公司信息披露水平，提高证券市场信息供给，尽量减少经营者与所有者之间的信息不对称，保障外部投资者公平获取信息的权利，是通过发挥证券市场功能来促进上市公司治理的基础条件，也是证券监管部门保护投资者特别是中小投资者利益的核心任务。

### **(2) 以市场价值为导向，引导公司构建目标导向 ( objective-oriented ) 信息披露制度。**

通过研究发现，信息披露程度与市场价值存在密切的正向关联。从提升公司市场价值的角度，引导上市公司信息披露。增加信息供给，提供更多信息数量给投资者对公司价值进行判断，有利于监控功能实现。为此，有必要改变规则导向 ( rules-oriented ) 信息披露制度，建立目标导向 ( objective-oriented ) 披露制度。

### **(3) 提高信息深度和信息广度，逐渐构建连续性、动态性的有效信息披露制度。**

合理引导公司持续性信息披露，将传统的一次性信息披露发展为连续性、动态性信息披露。增加信息披露，提高公司透明度。上市公司则应该忠实履行持续信息披露的义务，除应该按照强制信息披露的要求披露信息外，及时披露所有可能对股东和其他利益相关者决策产生实质性影响的信息，并保证其披露信息的时间、方式能使所有股东有平等的机会获得信息。同时，对公司发展战略、财务等前瞻性信息及时向外部投资者沟通。

### **(4) 优化上市公司信息披露结构，揭示公司价值量。**

针对我国上市公司自愿性信息披露的结构不合理问题，合理引导公司信息披露行为，优化信息披露结构。当前主要成熟资本市场的信息披露监管部门普遍修订政策和规章，鼓励上市公司增加核心竞争能力、前瞻性财务和非财务业绩指标、公司治理效果、环境保护与社会责任等信息披露内容，提高外部投资者对上市公司价值量认识。

### **(5) 建立高效的信息交流机制，改善上市公司与投资者之间关系。**

针对中国证券市场上市公司信息披露缺陷，鼓励公司进行信息披露，提高信息披露水平是推动证券市场健康发展的重要途径。为此，有必要建立完善的信息披露制度，强化上市公司自愿信息披露水平，尽量减少经营者与所有者之间的信息不对称，保障外部投资者公平获取信息的权利，是通过发挥证券市场功能来促进上市公司治理的基础条件，也是证券监管部门保护投资者特别是中小投资者利益的核心任务。

### **(6) 加强信用建设，建立健全上市公司信用制度和诚信问责机制。**

目前，中国的证券市场具有“新兴+转轨”的双重特性，低劣的信用状况和脆弱的信用关系已经影响到新兴证券市场的健康发展。为此，有必要进一步完善

法人治理结构，深入贯彻《上市公司治理准则》，积极倡导公司治理理念，强化信息披露水平，改善上市公司财务信息披露和重大事件的质量与及时性，适时推出《上市公司自愿性信息披露指引》，同时，加强上市公司董事、高管人员的诚信建设，建立上市公司及其公司董事、监事等高管人员诚信档案，增进公司管理层的责任和诚信，积极建立健全上市公司的信用制度和诚信问责机制，对上市公司信用状况进行有效评价，改进财务报告过程与信息披露质量，以强化公司治理和社会责任。

#### 参考文献：

Akerlof G., 1970, The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 90, 629-650.

Ali Fekrat,M., Carla I., and Petroni, D.,1999, Corporate environmental disclosures: Competitive disclosure hypothesis using 1991 annual data, *The international journal of Accounting*31(2): 175-195.

Botosan S.A.1997,Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review*72(3):323-349.

Chau G. K.and Gray S. J.2002, Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore,*The International Journal of Accounting*37 (2002) 247–265.

Chirinko R. S.,1993,Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results and Policy Implication, *Journal of Economic Literature*.

Christopher F. Noe, 1999,Voluntary disclosures and insider transactions, *Journal of Accounting and Economics* 27,pp305-326.

Christine B. A., Disclosure Level and the Cost of Equity Capital , *The Accounting Review*72(3),July 1997,pp323.

Chung, and Pruitt, 1994, A simple Approximation of Tobin's  $q$  , *Financial Management*23,P70-74

Eng L.L., and Y.T. Mak,2003, Corporate governance and voluntary disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy* 22:325–345.

Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22 (86),111–124.

Fombrun, C. 1996. Reputation. Boston: *Harvard Business School Press*.

Fombrun, C., and M. Shanley. 1990. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal* 33: 233-258.

Fudenberg and Tirole,1991 , *Game Theory*.Cambridge MA:MIT Press.

Geanakkoplos,J.,2003,Liquidity,Deflout, and Crash, M.Dewatripont et al. *Advances in Economics and Econometrics*, Cambridge University Press,170-205.

Grossman,Sanford,J., and O. Hart.,1980,Disclosure laws and takeover bids, *Journal of Finance* 35: 323-34.

Grossman,Sanford,J., and Stiglitz,J.E.1980,On the Impossibility of Informationally Efficient Markets,*American Economic Review*70,pp393-408.

Gigler, G and Hemmer, M. 2001. Conservatism, Optimal disclosure policy, and the timeliness

of financial reports. *The Accounting Review* 76.

Holmstrom, B. 1982, Managerial Incentive Problem—A Dynamic Perspective, In Essays in Economics and Management in Honour of Lars Wahlbeck. Helsinki: Swedish School of Economics.

Holmstrom, B., 1987, "Theory of Contracts" in Advances in Economic Theory, Fifth World Congress, T. F. Bewley (ed.), Cambridge University Press.

Holmstrom, B. and J. Tirol, 1993, Market Liquidity and Performance Monitoring, *The Journal of Political Economy* 101:679-709.

Healy, P. M. and K. G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics* 31: 405-440.

Jae-Seung Baek, Jun-Koo Kang, and Kyung Suh Park, Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis, *Journal of Financial Economics* 71 (2004) 265–313.

Jensen, M., Murphy, K.J., 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98, 225 – 262.

Jeroen Suijs, 1999, Costly Disclosures in a Voluntary Disclosure Model with an Opponent. *SSRN Working Paper*, April 7, 1999.

Keim, G. 1978, Managerial behavior and the social responsibilities debate: goals versus constraints, *Academy of Management Journal*, pp. 57-68.

Kin Lo, 2003, Economic consequences of regulated changes in disclosure: the case of executive compensation, *Journal of Accounting and Economics* 35 (2003) 285–314.

Kreps, D., 1990, Corporate Culture and Economic Theory. in the J. Alt and K. Shepsle, Eds. *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press.

Lanen, W. and Werrecchia, R., 1987, Operating Decisions and the Disclosure of Management Accounting Information. *Journal of Accounting Research* 25, 165-189.

Lemmon, M. and K. Lins, 2001, "Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis," *Working paper*, University of Utah.

Lewellen, W. G., Park, T. and B.T. Ro. 1996. Self-serving behaviour in managers' discretionary information disclosure decisions. *Journal of Accounting & Economics* 21: 227-251.

Madhavan A., 1995, Security Prices and Market Transparency, *Journal of Financial Intermediation* 5, 255–283.

Marc Newson and Craig Deegan, Global expectations and their association with corporate social disclosure practices in Australia, Singapore, and South Korea, *The International Journal of Accounting* 37(2002):183-213.

Mark C. Penno, 1997, Information Quality and Voluntary Disclosure, *The Accounting Review* 72(2):pp275-284.

Meek, G. K., Roberts, C. B. & Gray, S. J., 1995, Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 1995(3), 555–572.

Miles B. Gietzmann and Marco Trombetta, 2000, Disclosure interactions : Accounting Policy Choice and Voluntary Disclosure Effects on the Cost of Capital, *SSRN Working Paper*, July 2000.

Rafael La Porta, Florencio Lopez - Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, 1999, Investor Protection and Corporate Valuation. *NBER working Paper*. No. 7403. <http://www.nber.org>.

Paul K. Chaney, Craig M. Lewis, 1995, Earnings Management and Firm Valuation Under Asymmetric Information, *Journal of Corporate Finance* 1(1995):319-345.



Paul M. Healy, Krishna G. Palepu , 2001 , Information symmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literatures, *Journal of Accounting and Economics* 31 (2001) 405-440.

Ranga Narayanan,2002, Insider Trading and the Voluntary Disclosure of Information by Firms, *Journal of Banking & Finance*24,395-425.

Rafael La Porta ,Florencio Lopez - Silanes , Andrei Shleifer , Robert Vishny , 1999 , Investor Protection and Corporate Valuation. *NBER Working Paper* No.7403.

Rahman A. R. 2002,Incomplete Financial Contracting, Disclosure, Corporate Governance and Firm Value - With evidence from a moderate market for corporate control environment, *Nanyang Business School Working Paper*, Nanyang Technological University.

Razaur R. A. 2002, Incomplete Financial Contracting, Disclosure, Corporate Governance and Firm Value, *SSRN Working Paper*,Nov 2002.

Ross S.,1977,The determination of financial structure: The incentive signaling approach, *Bell Journal of Economics*, Spring, pp.23-40.

Skinner, 1995. Do the SEC's safe harbor provisions encourage forward-looking disclosures?*Financial Analysts Journal*, Jul/Aug.

Suil Pae, 2002, Discretionary disclosure, efficiency, and signal information,*Journal of Accounting and Economics* 33:279-311.

Summers, L, H,1981,Taxation and Corporate Investment: A  $q$  Theory Approach, *Brookings Papers on Economic Activity*1:67-127.

Simon S.M.Ho. and Kar Shun Wong, 2001, A study of the relationship between corporate governance structure and the extent of voluntary disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 10(2001):139-156.

Tobin,J 1969,A general Equilibrium Approach to Monetary Theory ,*Journal of Money, Credit and Banking*1(Feb.) ,p15-29.

Ullmann, A.A.,1985,Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure and economic performance of US Firms', *Academy of Management Review*10(3), pp. 540-557.

Von Furstenberg, G, M.,1977: Corporate Investment: Does Market valuation Matter in the Aggregate, *Brookings Papers on Economic Activity*2, pp.347-397.

Verrecchia R.E. ,1990, Information Quality and Discretionary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics* 12:365-380.

Wesley Mendes da Silva,2004, The Voluntary Disclosure of Financial Information on the Internet and the Firm Value Effect in Companies across Latin America, *SSRN Working Paper*.

国际会计准则委员会,《国际会计准则2000》,中国财政经济出版社,2000年。

[美]黄奇辅、李兹森伯格:《金融经济学基础》(中译本),清华大学出版社,2003年。

[法]拉丰、马赫蒂摩:《激励理论:委托代理模型》,中国人民大学出版社。

[美]小约翰·科菲:《市场失灵与强制披露制度的经济分析》,《经济社会体制比较》2002年第1期。

[美]赫什莱佛等,《不确定性与信息分析》,中国社会科学出版社,2000年。

白重恩等:《中国的公司治理与企业价值》,载《治理结构、证券市场与银行改革》,北京大学出版社,2003年。

陈小悦、陈晓、顾斌:《中国股市弱式效率的实证研究》,《会计研究》1997年第9期。

陈向民等:《上市公司信息披露若干问题研究——时间性、信息含量与市场反应》,深

交所研究报告0060 号，2002年。

段盛华：《自愿信息披露环境下控制结构披露的市场反应》，《证券市场导报》2004 年第 12 期。

何卫东：《上市公司自愿性信息披露研究》，深圳证券交易所综合研究所研究报告, No.0070，2003 年

梁媛：《银行信誉研究》，清华大学出版社，2004 年。

汪炜、蒋高峰：《信息披露、透明度与资本成本》，《经济研究》2004 年第 7 期。

邢精平：《上市公司信息披露：比较与借鉴》，《证券市场导报》2004 年第 9 期。

张胜强，2004，《上市公司会计信息需求与供给调查分析》，www.p5w.net/home/report/company.

张维迎：《博弈论与信息经济学》，上海三联书店，1996 年。

张宗新等：《上市公司自愿性信息披露行为有效性研究》，深圳证券交易所第六届会员单位与基金公司研究成果评选获奖研究报告，2004 年。

张宗新、朱伟骅：《信息披露时间选择、披露频率和信息质量——基于 2001-2003 年中国股市横截面数据的经验证据》，第四届中国青年经济学者论坛会议论文，2004 年。

张宗新等《上市公司自愿性信息披露行为有效吗？——基于 1998-2003 年中国证券市场的实证检验》，《经济学（季刊）》第 4 卷第 2 期，2005 年。

**作者简介：**张宗新，1972 年生，复旦大学金融研究院金融学博士后，在《经济研究》等经济学刊物发表论文 50 余篇，主持国家自然科学基金、国家社会科学基金等研究项目。

朱伟骅，复旦大学金融研究院金融学博士生。

**联系地址：**上海市邯郸路 220 号 复旦大学金融研究院 张宗新

**邮政编码：**200433 **联系电话：**13321880286

**E-mail：** zhangzongxi@fudan.edu.cn