

试析上市公司信息强制披露 与自愿披露的相对重要性 ——基于后股权分置时代上市公司年报披露的实证研究

党 红

(浙江大学 管理学院, 杭州 310058)

摘 要:本文在对上市公司年报进行直接打分的基础上,运用方差分析和回归分析的方法,关注股改前后我国上市公司信息披露水平的变化及其对公司价值的影响。研究结果表明:股改后上市公司的信息披露水平确实有所提高,但并非由股改本身所致;股改并未使绩优上市公司迸发出通过提高自愿信息披露水平而向市场传递信号的冲动;在现阶段,上市公司年报强制披露水平的提高对上市公司价值的影响明显大于自愿披露水平提高所产生的影响。

关键词:强制披露;自愿披露;公司价值;上市公司;后股权分置时代

中图分类号:F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2008)07-0091-08

在现代资本市场中,对上市公司信息披露的要求源于管理层和外部股东之间的信息不对称和利益冲突,有效的信息披露可以降低信息不对称,减少代理成本。随着公司治理研究对新兴产业市场的关注和向控股股东与中小股东之间代理问题的转移,会计信息的透明度在投资者保护尤其是中小股东利益保护中所发挥的重要作用日益受到关注。现有的跨国研究表明,较高的信息披露水平能够降低控制权溢价^[1]和股权集中度^[2],从而缓解控股股东与少数股东之间的代理问题,并且上市公司的信息披露水平与企业价值正相关^[3,4]。

上市公司的信息披露包括证券发行市场信息披露(公司上市前的信息披露)和证券交易市场信息披露(股票上市交易后的信息披露)。前者主要以招股说明书和上市公告书的形式对外披露拟发行证券公司的信息;后者则是市场关注上市公司信息披露的主要方面,主要包括定期报告(年报与中期报告)和临时报告,其中公司年报被视为公司管理层和股东及其他利益相关者进行沟通的一个重要手段。Epstein 和 Pava 对美国上市公司的 2359 名股东所进行的问卷调查结果表明,股东比 20 年前更加认为公司年报有用;吴联生对我国国内的个人投资者和机

构投资者所做问卷调查结果显示,96% 的被调查者认为投资者需要或非常需要上市公司的会计信息,而年报是公司会计信息的最佳载体^[5]。因此,本研究以上市公司年报作为研究对象。

在确定以公司年报作为研究对象后,上市公司年报的强制披露与自愿披露这一问题就进入了我们的视线。按照上市公司所披露信息的行为特征,可将披露信息划分为强制性披露信息和自愿性披露信息,表 1 列示了两者之间的主要区别^[5]。国外文献既有关于强制披露的研究^[6,7],也有关于自愿披露的研究^[8-10],而我国国内的研究则集中于自愿披露的研究^[11,12],很少涉及强制披露的研究。但是,有关问卷调查结果显示,投资者认为有用信息所应具有的最重要特征依次为“真实”、“及时”和“披露充分”,而“越多越好”则并不重要^[14];并且,几乎所有的机构投资者都认为上市公司存在不同程度的会计信息失真^[15]。基于此,我们有理由相信,我国上市公司的强制披露尚未达到投资者期待的水平,并且上市公司之间的信息披露水平(包括强制披露水平)应当是存在差异的。鉴于此,本研究既关注公司年报的强制披露水平,还关注其自愿披露水平。

收稿日期:2008-04-14

作者简介:党红(1973—),女,陕西渭南人,浙江大学管理学院讲师,技术经济及管理专业博士生,研究方向:公司治理。

表 1 强制性信息披露与自愿性信息披露的主要区别

区分项目	披露方式	
	强制性信息披露	自愿性信息披露
定义不同	由《证券法》、《会计准则》和监管部门条例等法律、法规明确规定的上市公司必须披露的信息。	除强制性披露的信息之外,上市公司基于公司形象、投资者关系、回避诉讼风险等动机主动披露的信息。
动力不同	以法律规范来调整的上市公司与其他利益相关者之间的信息沟通。	上市公司与其他利益相关者之间基于经济利益进行的自利性信息沟通。
内容不同	公司概况及主营业务、基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见、股东及董事人员信息等。	管理者对公司的长期战略及竞争优势的评价、环境保护和社会责任、公司实际运作信息、前瞻性预测信息、公司治理效果等。
制衡机制不同	法律的制定和执行。	公司治理机制的设计及诚心机制的有效性。

再考虑后股权分置时代背景对我国上市公司年报信息披露的影响。股改前,非流通股的控股股东凭其信息优势操纵公司盈余而使每股收益较高,以获得较高的发行价格,从而追求融资利益的最大化,是虚假信息披露的最大动机;而股改后,控股股东会通过盈余管理或信息操纵结合二级市场的交易以操纵股价,从而实现股权价值最大化,这将成为虚假信息披露的最大动机。虽然对年报进行打分的方法所关注的是信息披露的全面性而非真实性,但不同的虚假信息披露动机对信息披露的全面性程度也会有所影响,如股权价值最大化的披露动机较之融资收益最大化的披露动机在对信息披露的宽度和持续性的影响上可能都更胜一筹。同时,在后股权分置时代,我国新《公司法》的发布及新《会计准则》的实施为公司信息披露尤其是强制性信息披露确立了新的标准,提出更高的要求。那么,股改后不同的虚假信息披露动机及披露标准是否会影响上市公司股改后的信息披露水平?在现阶段,强制披露水平的提高和自愿披露水平的提高孰重?针对以上问题,本文关注股改前后上市公司强制信息披露和自愿信息披露的变化情况及其对公司价值的影响。

1 研究假设

本研究采取对上市公司年报披露内容进行打分的方式来衡量公司强制披露水平和自愿披露水平。对于自愿披露,笔者在参考 Botosan^[16]、Eng 和 Mak^[10]及钟伟强、张天西^[12]的自愿披露评分表的基础上,整合设计出一份用以评判上市公司自愿披露水平的评分表^①;对于强制披露,本文以我国证监会于 2005 年 12 月修订的《公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》中的披露要求作为标准来制定强制披露评分表。

上市公司信息披露既是委托人了解代理人对受托责任履行情况的工具,也是代理人取得委托人信任的手段。上市公司信息披露是上市公司内部人与外部相关利益主体之间博弈的结果。在信息披露过程中,上市公司的代理人(管理层和控股股东)可能会选择法律免责的最低限度来披露信息,从而规避事后可能的法律责任。同时,委托人和代理人之间由于信息不对称可能导致逆向选择问题^[17],导致“劣币驱逐良币”和股价下跌,从而损害投资者的利益。解决之道在于加强监管的强制力量或利用信号传递的市场机制。监管的强化会提高强制性信息披露水平,而信号传递则表现为信息的自愿披露增多。笔者预期我国证监会对披露要求的修订会使上市公司的强制披露水平得到提高,股改完成后,股价与控股股东利益的血脉打通,从而唤醒了控股股东对上市公司价值的重视,绩优公司的控股股东可能迸发通过自愿披露向市场传递信号从而实现公司价值最大化的强烈冲动,如此,则公司自愿披露水平可能也会出现提高之势。因此,我们提出如下假设。

假设 1:股改后上市公司的强制信息披露水平较之股改前有所提高。

假设 2:股改后上市公司的自愿信息披露水平较之股改前有所提高。

假设 3:股改后绩优上市公司的自愿信息披露水平较之股改前显著提高,而绩差上市公司的自愿信息披露水平在股改后则无显著变化。

笔者认为,当上市公司的信息披露水平由于客观披露标准的提升和主观披露冲动的增强而得到提高时,更透明的信息会降低包括控股股东与中小股东在内的委托人与代理人之间的代理成本,从而会使上市公司价值得到提升;而控股股东也会因外部投资者更易了解公司的经营状况和成果而将自己对控制权私有利益的获取收敛在一定限度内,以弥补

① 因篇幅所限,本文未附上市公司年报自愿披露水平评分表,有需要者可与笔者联系。



自己的监督成本和风险集中等成本。此外,笔者还认为,在成熟的资本市场中,强制披露和自愿披露对上市公司价值及中小股东利益的影响是有区别的。这是因为:强制披露要求上市公司按照披露标准进行信息披露,虽然披露程度仍有高有低,但毕竟可选的余地较小;而自愿披露则不然,上市公司可能会出现选择性披露的倾向,对利好信息大肆渲染,对不利信息则语焉不详或含混其词,“甚至年报中不断增加的自愿披露内容被人们怀疑是管理层在试图‘欺蒙’或操纵股东”^[5]。但是,笔者在对我国上市公司年报自愿披露进行打分的过程中,发现我国上市公司的自愿披露水平还处在较低的水平,因此笔者认为,我国上市公司自愿披露水平的提高应当对上市公司价值产生正向影响。本研究以托宾 Q 值^①计量上市公司价值^[18],并做如下假设。

假设 4:股改后上市公司强制信息披露水平的提高与上市公司价值呈正相关关系。

假设 5:股改后上市公司自愿信息披露水平的提高与上市公司价值呈正相关关系。

2 样本选择和变量描述

本研究选择在 2005 年底前完成股权分置改革

的我国 234 家上市公司(对价股份上市流通日在 2005 年 12 月 31 日以前)作为研究样本,观测其 2004—2006 年度的数据。排除金融性公司后,保留 232 个上市公司样本;在此基础上,剔除股改中实施了资产置换方案的上市公司 3 家、2005 年新上市的公司 11 家、数据不完整的上市公司 16 家(其中 2005 年数据缺失的 14 家,2004 年数据缺失的 2 家),最终得到 202 个有效样本。本文用到的上市公司部分财务数据和公司治理数据主要来源于深圳国泰安公司开发的研究数据库 CSMAR,并利用巨潮资讯^②公布的数据进行抽样核对和补充,信息披露分数则由笔者根据巨潮资讯公布的上市公司年报和在文献阅读基础上所设计的披露打分表逐一搜集、整理得到。为了在以后的研究中对行业因素的影响进行控制,本文按我国证监会规定的上市公司行业标准对样本观察值进行了分类。

为验证假设 1、假设 2 和假设 3,我们需要关于反映股改前后上市公司信息披露水平的变量;为验证假设 4 和假设 5,我们以托宾 Q 值为因变量,以信息披露分数为解释变量,同时涉及盈利性、行业、规模、增长性和资本结构等方面的控制变量。变量描述见表 2。

表 2 变量定义表

变量		变量定义
公司信息披露变量	强制信息披露分数(<i>com disc</i>)	根据强制披露打分表对上市公司年报打分所得的分数。
	自愿信息披露分数(<i>vol disc</i>)	根据自愿披露打分表对上市公司年报打分所得的分数。
公司价值变量	托宾 Q 值(<i>TQ</i>)	公司资产的市场价值与其重置成本的比率。对于公司资产的市场价值,股改前用流通股的市场价值与非流通股和负债的账面价值表示,股改后用总股本的市场价值和负债的账面价值表示;公司资产的重置成本用其账面价值代替。
控制变量	资产收益率(<i>ROA</i>)	公司净利润与其资产总额的比率。
	资产总额(<i>ln asset</i>)	用公司年末资产总额的对数值表示。
	销售收入增长率(<i>sagrow</i>)	公司当年销售收入较之上年销售收入的增长幅度。
	财务杠杆(<i>leverage</i>)	公司长期负债与总资产的比率。

3 实证分析

3.1 股改前后上市公司信息披露水平的实证分析

我们对 202 家上市公司样本在 2004 年、2005 年和 2006 年年报的强制披露分数以及自愿披露分数所做的描述性统计结果分别如表 3 和表 4 所示。

从表 3 和表 4 可看到,与股改前的 2004 年相比,上市公司样本在股改当年的 2005 年和股改后的 2006 年无论在强制披露水平还是在自愿披露水平上都呈提高之势,T 检验^③结果表明,股改前后的年报信息披露水平——包括强制披露和自愿披露存在显著性差异,即假设 1 和假设 2 得到验证。

① 本文借鉴了 La Porta 等的反映控股股东与中小股东关系的理论模型。该模型指出,反映企业价值的最自然的测度变量是托宾 Q 值,该指标在一定程度上可以说是从得不到控制权私有利益的中小股东的角度来衡量企业价值的。再考虑到股权分置时代我国中小股东利益全系于资本利得以及股改后这一思维惯性延续的事实,本研究采用托宾 Q 值作为衡量上市公司价值以及中小股东是否遭受价值损失的因变量。

② <http://www.cninfo.com.cn/>

③ 因篇幅所限而将配对 T 检验结果略去。



笔者以为,股改后上市公司样本年报信息披露水平的提高并非源于股改本身,而是因为我国证监会于 2005 年 12 月推出了新版《公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》,从而使上市公司强制信息披露水平有所提高,尤其是使 2005 年上市公司的强制信息披露水平有所提高。而 2006 年有个别上市公司在年报编制上有所懈怠,表现为其 2006 年年报的强制披露水平较之 2005 年反而有所下降,从而也使 2006 年上市公司年报强制信息披露水平在总体上略低于 2005 年的水平。上市公司在股改后自愿信息披露水平的提高与其强制信息披露水平的提高密切相关。因为股改后上市公司的强制信息披露中发生显著变化的内容就是董事会报告一项,董事会报告也是年报中涉及自愿披露内容最多的项目,所以在某种意义上可以说强制披露水平的“水涨”成就了自愿披露水平的“船高”,假设 3 的验证将为此提供进一步的佐证。另外,笔者在打分过程中还发现,我国上市公司自愿信息披露的水平还很低,如自愿披露打分表的总分数为 114 分,但股改后即使得分最高的上市公司也仅获 53 分,又如在“公司历史信息概要”一项中没有一家上市公司列示 3 年以上的数

据(而我国证监会要求上市公司应列示 3 年的财务数据和业务数据)。

表 3 2004—2006 年上市公司年报强制披露分数的描述性统计结果

		2004 年 强制披露分数	2005 年 强制披露分数	2006 年 强制披露分数
N	Valid	202	202	202
	Missing	0	0	0
Mean		111.16	120.10	119.09
Median		111.00	120.00	119.00
Std. Deviation		4.479	5.778	6.149
Minimum		97	106	98
Maximum		127	135	133

表 4 2004—2006 年上市公司年报自愿披露分数的描述性统计结果

		2004 年 自愿披露分数	2005 年 自愿披露分数	2006 年 自愿披露分数
N	Valid	202	202	202
	Missing	0	0	0
Mean		26.95	35.58	35.43
Median		26.00	36.00	36.00
Std. Deviation		5.622	7.624	7.299
Minimum		0	0	0
Maximum		49	53	53

表 5 股改后不同业绩水平的上市公司自愿披露分数提高值的方差分析结果

(I)perform		(J)perform	Mean Difference (I - J)	Std. Error	Sig.	95 % Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
LSD	1	2	- 0.95897	1.12801	0.396	- 3.1834	1.2655
		3	- 1.35897	1.95596	0.488	- 5.2162	2.4982
		4	- 1.45020	1.39440	0.300	- 4.2000	1.2996
	2	1	0.95897	1.12801	0.396	- 1.2655	3.1834
		3	- .40000	1.91401	0.835	- 4.1745	3.3745
		4	- .49123	1.33495	0.713	- 3.1238	2.1413
	3	1	1.35897	1.95596	0.488	- 2.4982	5.2162
		2	0.40000	1.91404	0.835	- 3.3745	4.1745
		4	- .09123	2.08218	0.965	- 4.1973	4.0149
	4	1	1.45020	1.39440	0.300	- 1.2996	4.2000
		2	0.49123	1.33495	0.713	- 2.1413	3.1238
		3	0.09123	2.08218	0.965	- 4.0149	4.1973
Tamhane	1	2	- 0.95897	1.11111	0.948	- 3.9271	2.0091
		3	- 1.35897	2.55446	0.996	- 8.9122	6.1943
		4	- 1.45020	1.35270	0.868	- 5.0960	2.1956
	2	1	0.95897	1.11111	0.948	- 2.0091	3.9271
		3	- 0.40000	2.50221	1.000	- 7.8750	7.0750
		4	- 0.49123	1.25123	0.999	- 3.8772	2.8947
	3	1	1.35897	2.55446	0.996	- 6.1943	8.9122
		2	0.40000	2.50221	1.000	- 7.0750	7.8750
		4	- 0.09123	2.61845	1.000	- 7.7533	7.5709
	4	1	1.45020	1.35270	0.868	- 2.1956	5.0960
		2	0.49123	1.25123	0.999	- 2.8947	3.8772
		3	0.09123	2.61845	1.000	- 7.5709	7.7533

注:因变量为股改后自愿披露分数的提高值;方差齐次性测试结果表明,4 个组的数据具有方差齐次性,因篇幅所限,方差齐次性测试结果略去。

为验证假设 3,笔者将各上市公司样本在 2004 年和 2006 年的资产收益率(ROA)分别与其所属行业的资产收益率(行业数据来自万得公司开发的 Wind 中国金融数据库 CFD)进行比较,若上市公司的 ROA 高于行业的 ROA,则其为绩优公司,否则为绩差公司。在此基础上,将本研究的上市公司样本分为 4 组:2004 年和 2006 年皆为绩优的上市公司(第一组为 65 家);2004 年和 2006 年皆为绩差的上市公司(第二组为 84 家);2004 年为绩差而 2006 年为绩优的上市公司(第三组为 15 家);2004 年为绩优而 2006 年为绩差的上市公司(第四组为 38 家),然后对这 4 组上市公司自愿披露分数的提高值进行方差分析,方差分析结果如表 5 所示。

从方差分析结果来看,不同 ROA 水平的上市公司在股改后年报自愿披露水平的提高上不存在显著性差异,并且这些上市公司在 2004 年和 2006 年的自愿披露分数也不存在显著性差异(方差分析结果略去)。另外,对按净资产收益率(ROE)划分绩优和绩差的上市公司进行方差分析,笔者得到了同样的结果,只是所分的 4 组的上市公司数目有所不同^①。进一步,对 4 组上市公司在 2004 年和 2006 年的自愿披露水平进行描述性统计和 T 检验,发现 4 组上市公司的自愿披露水平与总样本公司的自愿披露水平呈现同样的显著提高之势(以 ROA 和 ROE 为分组标准得到同样结果)。(因篇幅所限,在此将各组上市公司 2004 年和 2006 年自愿披露分数的描述性统计结果和 T 检验结果略去。)

因此,假设 3 证伪,即股改后绩优公司和绩差公司的自愿披露水平都有显著提高,不同业绩水平的上市公司在自愿披露分数的提高上不具有显著性差异。我们说,股改并未使我国的绩优上市公司因此迸发出通过提高自愿披露水平而向市场传递信号的

冲动,股改后上市公司自愿披露水平的提高在很大程度上得益于强制披露水平的提高。

3.2 股改前后上市公司信息披露水平与公司价值关系的实证分析

3.2.1 研究模型

我们预期股改后上市公司强制披露水平和自愿披露水平的提高将对上市公司价值产生正向影响,为此,笔者设计如下模型来验证假设 4 和假设 5:

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 \Delta com disc + \beta_2 ROA + \beta_3 ln asset + \beta_4 \Delta sagrow + \beta_5 leverage + \beta_6 industry + \varepsilon_i; \quad (1)$$

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 \Delta vol disc + \beta_2 ROA + \beta_3 ln asset + \beta_4 \Delta sagrow + \beta_5 leverage + \beta_6 industry + \varepsilon_i. \quad (2)$$

式(1)和式(2)中: $\Delta com disc$ 是 2005 年相对于 2004 年强制披露分数的提高值, $\Delta vol disc$ 是 2005 年相对于 2004 年自愿披露分数的提高值, TQ 是 2005 年的托宾 Q 值,各控制变量的取值为 2005 年的数值^②;ROA 为资产收益率,用来控制盈利性的影响; $ln asset$ 为资产总额的对数,用来控制规模的影响; $\Delta sagrow$ 为销售收入增长率,用来控制增长性的影响; $leverage$ 为以资产负债率计算的财务杠杆,用来控制资本结构的影响; $industry$ 为行业虚拟变量(以我国证监会的行业分类为准,其中样本中的 A、B、K、L 类企业因分布过少而并入综合类),表示企业的行业分类。

3.2.2 描述性统计结果

首先对 2005 年有效样本(计算托宾 Q 值需要年末股价,但有些上市公司因在年末停牌而无法获得其年末股价,因此 2005 年的有效样本为 199 家上市公司)的有关连续变量进行描述性统计,统计结果如表 6 所示。(表 6 中所列样本量为去除缺失值后的样本量, TQ 值大于 5 的上市公司作为异常值予以扣除)。

表 6 样本变量的描述性统计结果

变量	变量含义	样本量	均值	标准差	最大值	最小值
TQ	托宾 Q 值	198	1.3427	0.4608	3.6176	0.2748
ROA	资产收益率	199	0.0537	0.0401	0.2182	- 0.1306
ln asset	资产总额	199	21.3927	1.0785	25.68	18.32
sagrow	销售收入增长率	199	0.3301	0.9774	13.0845	- 0.4758
leverage	财务杠杆	199	0.4860	0.1830	1.0199	0.0577
$\Delta com disc$	强制披露分数的提高值	199	9.02	4.014	24	- 7
$\Delta vol disc$	自愿披露分数的提高值	199	8.66	6.927	38	- 27

① 按 ROE 标准划分的 4 组上市公司,2004 年和 2006 年皆为绩优的上市公司为 118 家,2004 年和 2006 年皆为绩差的上市公司为 29 家,2004 年为绩差而 2006 年为绩优的上市公司为 11 家,2004 年为绩优而 2006 年为绩差的上市公司为 44 家。
② 考虑到 2005 年与 2006 年的强制披露水平和自愿披露水平基本相同,因此笔者认为检验 2005 年相对于 2004 年的信息披露水平的变化对公司价值的影响即可。

从表 6 的描述性统计结果来看,样本公司强制披露分数和自愿披露分数提高值的标准差和全距都比较大,其中自愿披露分数提高值分布的离散程度较强制披露分数提高值要高。有效样本解释变量中连续变量的 Pearson 相关系数如表 7 所示。

表 7 样本连续变量的 Pearson 相关系数

变量	ROA	lnasset	sagrow	leverage	Δcomdisc	Δvoldisc
ROA	1					
ln asset	0.073	1				
sagrow	0.146 *	- 0.029	1			
leverage	- 0.333 **	0.435 **	0.104	1		
Δcomdisc	0.133	0.147 *	- 0.023	0.080	1	
Δvoldisc	0.095	- 0.036	0.024	- 0.032	0.417 **	1

3.2.3 回归分析

接下来,我们分别关注强制披露水平和自愿披露水平的提高对托宾 Q 值的影响。根据式 (1) 和式 (2),采取令 ROA、lnasset、sagrow、leverage 以及 industry 逐一进入模型的方式,来观察信息披露水平对托宾 Q 值的影响程度。

表 8 和表 9 分别显示了强制信息披露分数变化和自愿信息披露分数变化与托宾 Q 值的回归分析结果。

从表 8 可看出,从模型 1 到模型 4,强制信息披露分数的提高都与托宾 Q 值呈显著正相关关系;在模型 5 中加入行业控制变量后,二者仍呈正向关系但不再具有显著性。从表 9 可看出,从模型 1 到模型 5,自愿信息披露分数的提高都与托宾 Q 值无显著关系。因此,假设 4 得到证实而假设 5 未得到证

实,即股改后上市公司强制信息披露水平的提高与公司价值呈正相关关系,但股改后上市公司自愿信息披露水平的提高与公司价值无显著正相关关系。在此意义上,笔者认为,在现阶段提高我国上市公司的强制信息披露水平无论对于提高公司价值还是保护中小股东利益都更为重要,也更具意义。

此外,从表 8 和表 9 的回归分析结果来看,在 2004 年、2005 年和 2006 年,资产收益率 (ROA) 都与托宾 Q 值显著正相关,而公司规模都与托宾 Q 值显著负相关,将资产收益率 (ROA) 以净资产收益率 (ROE) 代替、将资产总额的对数 (lnasset) 以销售额的对数 (lnsales) 代替后得到同样的结论。因此,衡量公司价值的托宾 Q 值的大小首先取决于公司盈利能力的高低,这一点与诸多实证研究结果相符^[19-21];而关于公司规模与托宾 Q 值具有负相关关系的结论则与国外的研究相反,但与国内王力军^[22]关于民营上市公司关联交易的实证研究结果一致。王力军的解释是,公司规模越大,成长的空间越小,从而对公司价值造成负面影响;笔者认为,公司规模与公司价值的负相关关系可能意味着管理能力与公司规模的不匹配会造成公司价值的减损,抑或公司规模扩大意味着公司多元化经营的趋势增强,而以往的研究表明多元化往往造成公司价值的降低^[23,24]。不过,由于数据的可得性问题,本研究未将业务分部的数量作为多元化的控制变量进入回归模型。

表 8 强制信息披露分数的变化与托宾 Q 值的回归分析结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
ROA	0.372(5.576) ***	0.412(7.119) ***	0.407(6.950) ***	0.405(6.233) ***	0.394(5.777) ***
ln asset		- 0.473(- 8.150) ***	- 0.472(- 8.112) ***	- 0.470(- 7.011) ***	- 0.519(- 6.940) ***
sagrow			0.032(0.553)	0.033(0.556)	0.010(0.156)
leverage				- 0.006(- 0.078)	- 0.040(- 0.538)
industry	未控制	未控制	未控制	未控制	控制
Δcomdisc	0.158(2.364) **	0.091(1.670) *	0.090(1.645) *	0.090(1.629) *	0.048(0.872)
样本量	198	198	198	198	198
Adj R - sq	0.139	0.355	0.353	0.350	0.366
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注: TQ 为因变量;“ *** ”表示在 1 % 的水平下显著(t 检验)，“ ** ”表示在 5 % 的水平下显著(t 检验)，“ * ”表示在 10 % 的水平下显著(t 检验)。

表 9 自愿信息披露分数的变化与托宾 Q 值的回归分析结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
ROA	0.355(5.285) ***	0.407(7.030) ***	0.402(6.862) ***	0.397(6.129) ***	0.390(5.732) ***
ln asset		- 0.488(- 8.461) ***	- 0.487(- 8.417) ***	- 0.481(- 7.173) ***	- 0.521(- 6.973) ***
sagrow			0.036(0.620)	0.038(0.644)	0.012(0.186)
leverage				- 0.013(- 0.183)	- 0.045(- 0.610)
industry	未控制	未控制	未控制	未控制	控制
Δvoldisc	0.046(0.687)	0.064(1.119)	0.065(1.123)	0.065(1.115)	0.023(0.388)
样本量	198	198	198	198	198
Adj R - sq	0.117	0.351	0.349	0.346	0.364
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注:“ *** ”表示在 1 % 的水平下显著(t 检验)，“ ** ”表示在 5 % 的水平下显著(t 检验)，“ * ”表示在 10 % 的水平下显著(t 检验)。

4 研究结论和政策建议

笔者以上市公司年报披露的全面性水平为抓手,以对上市公司年报直接打分的方法为利器,关注股改前后上市公司信息披露水平的变化及其对公司价值的影响。研究表明:第一,股改后上市公司的信息披露水平确实有所提高,但并非由股改本身所致,而是源于我国证监会于2005年12月发布的新版《公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》,并且自愿披露水平的提高在很大程度上是由强制披露水平的提高所引致,股改并未使绩优上市公司迸发出通过提高自愿信息披露水平而向市场传递信号的冲动;目前看来,上市公司总体自愿披露水平还很低,而各上市公司在强制披露水平方面并不存在显著差异。第二,在现阶段,上市公司年报强制信息披露水平的提高对公司价值的影响明显大于自愿信息披露水平的提高所产生的影响。

鉴于强制信息披露对上市公司自愿信息披露的促进作用以及强制信息披露水平的提高对公司价值的正向影响,笔者认为,我国证监会应继续致力于提高上市公司强制信息披露水平;并且,提高上市公司年报的披露要求^①固然重要,但更重要的是要采取措施保证规则的贯彻实施。比如,证监会可考虑委托第三方对上市公司年报强制披露状况进行打分并向全体投资者公开打分结果,从而增加外部投资者的判断素材,促进上市公司强制披露水平的提升。

参考文献

- [1] LA PORTA R, LÓPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. What works in securities laws? [J]. The Journal of Finance, 2006, 61(1): 1-32.
- [2] GUEDHAMI O, PITTMAN J A. Ownership concentration in privatized firms: the role of disclosure standards, auditor choice, and accounting infrastructure [J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44(5): 889-929.
- [3] DURNÉV A, HAN KIM E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(3): 1461-1493.
- [4] FAN J P H, WONG T J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? evidence from east Asia [J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(1): 35-72.
- [5] 谢清喜. 我国上市公司信息披露的有效性研究 [M]. 北京: 中国农业大学出版社, 2006.
- [6] WALLACE R S O, NASER K. Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 1995, 14: 311-368.
- [7] CHEN C J P, JAGGI B. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2000, 19: 285-310.
- [8] HOSSAIN M, TAN L M, ADAMS M. Voluntary disclosure in an emerging capital market [J]. International Journal of Accounting, 1994, 29: 334-351.
- [9] CHAU G. Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore [J]. The International Journal of Accounting, 2002, 37: 247-265.
- [10] ENGL L, MAK Y T. Corporate governance and voluntary disclosure [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2003, 22: 325-345.
- [11] 诸葛栋, 封思贤. 公司业绩与自愿性信息披露的实证研究 [J]. 技术经济, 2005, 24(7): 66-69.
- [12] 钟伟强, 张天西. 公司治理状况对自愿披露水平的影响 [J]. 中南财经政法大学学报, 2006(1): 62-69.
- [13] 乔旭东, 胡博萍. 我国上市公司年度报告信息披露结构的实证分析 [J]. 河北经贸大学学报, 2006, 27(5): 33-39.
- [14] 陆正飞, 刘桂进. 中国公众投资者信息需求之探索性研究 [J]. 经济研究, 2002, 37(4): 36-43.
- [15] 蒋义宏, 李东平. 会计信息失真: 投资者视角与经营者视角 [J]. 证券市场导报, 2001(3): 33-39.
- [16] BOTOSAN C A. Disclosure level and the cost of equity capital [J]. The Accounting Review, 1997, 72(3): 323-349.
- [17] 丁伟斌, 杨义群, 荣先恒. 委托代理的博弈随机模型研究 [J]. 技术经济, 2005, 24(3): 27-29.
- [18] LA PORTA R, LÓPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate valuation [J]. The Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [19] YERMACK D. Higher market valuation of companies with a small board of directors [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40: 185-211.
- [20] BHAGAT S, BLACK B. The uncertain relationship between board composition and firm performance [J]. Business Lawyer, 1999, 54(3): 921-963.
- [21] WEIR C M, LAING D, MCKNIGHT P J. Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2002, 29(5/6): 579-611.

^① 我国证监会于2007年12月18日发布了根据新《会计准则》修订后的《公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(2007)。

- [22] 王力军. 金字塔控制、关联交易与公司价值——基于我国民营上市公司的实证研究[J]. 证券市场导报, 2006(2): 18-24.
- [23] LANGL H P, STULZ R M. Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance[J]. Journal of Political Economy, 1994, 102: 1248-1280.
- [24] BERGER P G, OFEK E. Diversification's effect on firm value[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37: 39-65.

Analysis on Relative Importance of Compulsory Disclosure and Voluntary Disclosure of Listed Companies :Based on Empirical Study on Annual Report Disclosure of Listed Companies in Post-era of Share Rights Splitting

Dang Hong

(School of Management, Zhejiang University, Hangzhou 310058, China)

Abstract : Based on scoring annual reports of listed companies and variance analysis and regression analysis, this paper analyzes the change in the disclosure level of listed companies before and after the reform of share rights splitting and its effect on corporate value of listed companies. Results show that, the compulsory disclosure level of listed companies is improved after the reform of share rights splitting, which is the result of the implementation of new edition of CSRC disclosure rules which leads to the improvement of the voluntary disclosure level. After the reform of share rights splitting, listed companies with better performance are not motivated to signal through increasing the voluntary disclosure level. At present, the improvement of compulsory disclosure level has more effect on corporate value than that of the voluntary disclosure level.

Key words : compulsory disclosure; voluntary disclosure; corporate value; listed company; post-era of share rights splitting

(上接第 84 页)

参考文献

- [1] 易纲, 王召. 货币政策与金融资产价格[J]. 经济研究, 2004(3): 13-16
- [2] FRIEDMAN M. Money and the stock market[J]. Journal of Political Economy, 1988(4): 221-245.
- [3] PALLEY T I. The demand for money and non-GDP transactions[J]. Economics Letters, 1995, 48: 145-154.
- [4] 万解秋, 徐涛. 货币供给扰动与股票市场反应[J]. 广东社会科学, 2005(1): 48-54.
- [5] 孙华好, 马跃. 中国货币政策与股票市场的关系[J]. 经济研究, 2003(7): 24-27
- [6] BERNANKE B S, GERTLER M. The federal funds rates and channels of monetary transmission[J]. American Economic Review, 1992, 82(4): 901-921.
- [7] 戴园晨. 股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的深层思考[J]. 经济研究, 2001(4): 41-50.
- [8] 石建民. 股票市场、货币需求与总量经济: 一般均衡分析[J]. 经济研究, 2001(5): 45-52.
- [9] 王志强. 股票价格与货币需求关系的实证分析[J]. 东北财经大学学报, 2000(3): 49-52.
- [10] 谢富胜, 戴春平. 中国货币需求函数的实证分析[J]. 金融研究, 2000(1): 24-29.

The Effect of Money Supply on Capital Market Return :Analysis on China Stock Market

Xia Enjun, Liu Nan, Shen Jie

(School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China)

Abstract : The transmission mechanism of monetary policy is of great complexity when stock market exists in an economic body. Based on time series data, this paper analyzes the effect of money supply on the return of stock market. And it draws the conclusion that, narrow money supply M_1 and general money supply M_2 have the positive impact on the market; meanwhile, the market has the trend to overreact towards the factor but it will recover to the equilibrium in the long term. Therefore, the effect of money supply on the stock market should be specially considered when the monetary policies are made.

Key words : money supply; stock market return; cointegration analysis