

上市公司自愿性信息披露行为有效吗?

——基于1998—2003年中国证券市场的检验

张宗新 张晓荣 廖士光*

摘要 本文运用经济主体行为最优化与信息经济学方法,对新兴市场中上市公司自愿性信息披露行为动因及其披露机制进行分析,研究信息占优的上市公司经理层如何选择自愿性信息披露行为。在不完全信息条件下论证上市公司分别采取信息公开、分离策略或信息掩饰策略,进行完全性信息披露、部分性信息披露、信息非披露,从而实现公司价值的均衡过程。为验证自愿性信息披露行为的有效性程度,论文构建了中国上市公司自愿性信息披露指数(VDI),并对1998—2003年上市公司自愿性信息披露行为有效性进行实证研究。检验结果表明:(1)中国上市公司的VDI逐年提高;(2)规模大、效益好的上市公司,更倾向于实施自愿性信息披露;(3)公司治理指标对VDI的解释效果并不显著;(4)具有外资股的上市公司自愿性信息披露动机明显较强。

关键词 自愿性信息披露,分离均衡,自愿性信息披露指数,公司治理

一、引言

近年来,公司自愿性信息披露(corporate voluntary disclosure)日益成为学术界研究的重点课题。公司自愿性信息披露,是相对强制性信息披露(mandatory disclosure of information)而言的,是指“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方面相关信息”(Meek, Roberts & Gray, 1995)。

国外学者对自愿性信息披露问题研究相对成熟,侧重研究公司自愿性信息披露的理论解说及其实证检验方面。西方学者对上市公司自愿性信息披露问题的研究主要集中在以下五个角度:

一是从信息不对称角度认为自愿性信息披露是经济主体的理性行为选择。Healy和Palepu(2001)认为,外部投资者与经理层之间的信息不对称,构成上市公司信息披露的内在驱动原因。由于证券市场信息非完全性,“次品车市场”效应导致业绩优良的上市公司出现价值低估,实施自愿性信息披露以增强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。

二是自愿性信息披露是上市公司向外部投资者揭示自身核心竞争能力的

* 张宗新,复旦大学金融研究院;张晓荣,东北证券研究所;廖士光,上海交通大学管理学院。通讯作者及地址:张宗新,复旦大学金融研究院,200433;电话:(021)-65643821;E-mail:zhangzongxin@fudan.edu.cn。本文是国家社会科学基金(03BJY052)与国家自然科学基金(70303006)的研究成果。

一种表现。自愿性信息披露的目的是将有关公司核心能力的信息传递给外部投资者,使投资者了解公司现在或潜在的竞争优势,强化投资者对公司竞争优势的理解,相信公司未来并作出投资决策。针对公司和外部投资者的信息不对称,上市公司通过对竞争环境的披露,显示公司竞争能力(Fekrat, Carla & Petroni, 1999)。Newson & Deegan (2002)通过欧美等国150个机构投资者对澳大利亚、新加坡、韩国三国的跨国公司调查显示,上市公司自愿性信息披露的主要目的在于体现公司“核心能力”和“全球竞争化策略”。

三是对公司财务状况与自愿性信息披露行为关系的研究。Bowman & Haire (1975)采用ROE指标衡量公司财务业绩,研究结果表明ROE与自愿性信息披露呈显著正相关。Skinner (1995)以1981至1990年期间NASDAQ上市公司为样本,实证检验表明自愿信息披露能够提高公司财务信息的完整性及可靠性。

四是从公司治理结构角度研究公司自愿性信息披露行为。从非完全有效市场条件出发,认为自愿性信息披露是委托代理关系的契约构成,Eng和Mak (2003)考察了在新加坡上市的158家上市公司不同所有权结构和董事会构成对公司自愿性信息披露影响,研究显示公司治理结构的健全程度与上市公司信息披露存在明显正向关系。Simon和Kar (2001)通过对香港上市公司的四个治理指标(董事会中独立董事比例、总经理董事长是否两职合一、是否存在稽查委员会、董事会中的家族成员比例),来考察自愿性信息披露情况,发现存在稽查委员会的上市公司的自愿性信息披露动机较强,家族成员构成比例与公司自愿性信息披露呈现负相关。

五是研究证券市场发育程度对自愿性信息披露行为的影响。证券市场的发达程度与市场监管力度对上市公司自愿披露质量有着显著影响。Gigler和Hemmer (1998)研究结论显示,强制披露制度的完善与相应的市场监管对自愿信息披露有正反两方面作用:若强制披露的内容很多,则强制披露制度对自愿披露具有替代效应;若强制披露信息质量不高,则自愿性信息披露呈增加趋势。但Gigler和Hemmer (2001)对自愿性信息披露与强制性信息披露关系进行检验,发现两者只是表现为互补性与负相关性。

目前,国内学术界对上市公司自愿性信息披露研究基本处于起步阶段,有影响力的研究成果尚不多见。深圳证券交易所何卫东(2003)对国外发达证券市场的公司自愿性信息披露行为动机进行了分析,但研究侧重于上市公司自愿性披露动机的基本综述,缺乏从微观角度对上市公司这一信息披露行为进行深刻剖析。

本文立足于中国证券市场现实,试图从金融市场微观结构角度建立一个上市公司自愿性信息披露行为的分析框架,即“分析公司自愿性信息披露动因→解析自愿性信息披露机制→对公司自愿性信息披露有效性进行实证检验→研究结论与政策建议”。

二、中国上市公司自愿性信息披露行为的动因分析

在新兴证券市场上，由于市场制度不完善，证券市场存在严重的低效信息均衡问题，上市公司自愿性信息披露动机必然有其特定的表现形态。在此，我们应用经济主体行为最优化理论，分析中国上市公司自愿性信息披露的动因。概括而言，上市公司自愿性信息披露动因主要表现为以下三个方面：

（一）揭示公司价值需要：显示企业成长与核心竞争能力

在完全信息的市场条件下，公司的市场价值等于公司的真实价值。但由于证券市场存在信息不对称，投资者依据公开信息对公司价值进行判断，公司价值在很大程度上取决于上市公司的信息质量。尤其是在新兴市场上，证券市场存在一定的制度性缺陷，证券信息质量不高，外部投资者与上市公司之间的信息不对称问题表现尤为突出，导致低效信息均衡产生。

为说明低效信息均衡对公司价值的影响，在此假定一个状态空间 Ω ， Ω 中的每一元素 i 是一个可能的自然状态，其中 $0 \leq i \leq 1$ 。当 $i = 1$ 时，表示外部投资者与上市公司之间具有完全信息的理想状态。在有效市场条件下，企业的真实价值 V_0 可以得到充分市场体现，即：

$$V_0 = E(V | i = 1).$$

然而在现实市场条件下，投资者与上市公司之间信息并非均衡。由于公司价值是投资者基于市场传递信息判断的结果，信息不对称存在产生“次品车市场效应”。即在信息集为 $i < 1$ 的情况下，这样可能出现两种结果：对业绩优良的企业而言，公司的市场价值为 $V_1 = E(V | i < 1) \leq V_0$ ；而对绩差的企业而言，公司的市场价值为 $V_1 = E(V | i < 1) \geq V_0$ 。

可见，在低效信息均衡的证券市场上，公司真实价值与其市场价值存在显著性差异，市场通过贝叶斯法则对企业价值的期望值——市场价值可以大于也可以小于真实价值，但当趋于 1 时，市场价值将向真实价值收敛。这样，在经济主体的理性驱动下，上市公司通过自愿性信息披露方式向外部投资者增加信息，减少低效信息均衡对上市公司市场价值的影响，使公司价值得到市场充分体现成为绩优公司的理性选择，即： $i \rightarrow 1 \Rightarrow V_1 \rightarrow V_0$ 。

针对中国的证券市场而言，绩优公司增加自愿性信息披露更有利于凸现公司价值。尽管上市公司可以按照《证券法》和《上市公司信息披露指引》等法律规则，对重大信息进行公开披露，但是上市公司仍占有大量价值相关性信息（private value-relevant information），这些信息并不是有关证券法律法规强制性要求予以披露的。对于自愿披露信息，虽然法规和契约并没有强制性规定，但相对价值高、业绩优良的上市公司，为显示其自身经营效率优势

和揭示自身公司价值,公司更倾向于增加自愿性信息披露,将公司有关信息向投资者公布,提高自愿性信息披露程度以减轻信息不对称程度,显示公司核心竞争能力和揭示公司内在价值。

(二)再融资最大化需要:获得再融资机会与提高再融资价格

在体制转轨的证券市场上,我国上市公司普遍存在强烈的再融资动机。然而,上市公司再融资行为(增发、配股或发行可转债),具有较为严格的条件约束。除了再融资要求的基本财务“硬”指标外,公司市场形象和股价是上市公司获得再融资机会和提高再融资价格的目标约束条件。

为提升公司市场形象和抬高公司股票价格,强化与投资者(尤其是机构投资者)信息沟通,取得外部投资者认可,成为上市公司再融资行为最大化的一种理性选择。为此,上市公司可以利用公司投资项目和财务信息向投资者(包括潜在投资者)发出信号,传递上市公司的真实类型,弱化上市公司与机构投资者之间的信息障碍,这有利于实施再融资计划和降低融资成本(Miles & Marco, 2000)。

基于这一目标约束,上市公司有动力更多自愿性披露有关公司财务和企业发展的私有信息,例如关于投资项目前景与公司发展战略披露,以加强与外部投资者的信息沟通。在此,上市公司经理层知道上市公司披露信息的项目前景 μ , $\mu \in [\underline{\mu}, \bar{\mu}]$ 。上市公司经理层具有投资项目的私人信息,知道 μ 的真实值;由于信息不对称,外部投资者并不知道 μ 的真实值,于是存在一个信息甄别(screening)过程。并且,投资者可以通过证券市场信息披露观察到 μ 在 $[\underline{\mu}, \bar{\mu}]$ 上有严格正的密度函数。

假定期初投资支出为 K ,公司现金流入 $\tilde{X} = \mu + \tilde{\epsilon}$,在这里,投资项目前景 μ 表示为未来现金流的期望值; $\tilde{\epsilon} \sim N(0, \delta^2)$ 。 \tilde{X} 的事后实现值对于上市公司经理层和外部投资者而言都是可以观测到的,但外部投资者并不能得到准确性的 μ 值。然而,如果外部投资者确信公司经理层占有私人信息,并且其发出的信号对上市公司经理层而言是最优选择,则外部投资者对上市公司发出的 μ 真实值作出反映。

如果 μ 和 α 的函数关系是严格单调的,那么这个信号传递均衡被称为分离均衡。假定投资者根据上市公司自愿性披露信息 $g(\alpha)$ 来推测 μ 的真实值。当 α 具有可观测性,则投资者可推断 $\mu = g(\alpha)$ 。在此,我们假定上市公司价值由CAPM关系决定,即:

$$V(\alpha) = \frac{g(\alpha) - \lambda}{1 + r_f},$$

其中,

$$\lambda \equiv \frac{\text{cov}(\tilde{X}, \tilde{r}_m)}{\delta_m^2} (E[\tilde{r}_m] - r_f)$$

$$\equiv \frac{\text{cov}(\tilde{\varepsilon}, \tilde{r}_f)}{\delta_m^2} (E[\tilde{r}_m - r_f]),$$

这里， \tilde{r}_m 为市场组合收益率且呈正态分布，其方差为 δ^2 。

在既定排序机制 $g(\cdot)$ 条件下，公司经理层最优行为是通过自愿性信息披露，增强信息传递的真实性程度。即上市公司经理层在已知 μ 值的前提下，如何面对既定排序机制 $g(\cdot)$ ，通过自我选择（self-selection）的最优安排 $\alpha(\mu)$ 来传递公司的真实类型，从而使得 $g(\alpha(\mu)) = \mu$ 。

可见，为揭示公司价值，广泛地吸引投资和再融资行为最大化，上市公司会倾向更多地对外部投资者自愿披露投资项目和公司财务信息。

（三）控制权安排需要：上市公司经理层获得控制权收益

上市公司股东和经理层之间存在一种委托代理关系，而转轨经济中委托代理关系的典型特征是公司经理层对公司的内部人控制。由于国有控股上市公司的股东——政府部门和公司经理层之间存在着严重信息不对称，政府部门只能通过公司经营的有关信息来判断经营者的努力程度。为取得一种控制权收益，上市公司可以通过自愿性信息披露方式，不断向公司主管部门进行信号传递，以显示公司经理层的努力工作程度和公司经营业绩。

假定公司经营者接受委托报酬 w ，不接受委托的机会成本为 w_0 ，接受委托努力工作的负效用为 e 。这里将公司向主管部门传递的市场价值抽象为两类，即高价值 h 和低价值 l ，概率分布分别为 p 和 $1-p$ 。假定高价值的公司经营者倾向将好的经营业绩进行自愿性信息披露，以显示其市场价值和经营业绩，从而得到主管部门认可，公司股东的期望收益为 $h-w$ ，经营者收益为 $w-e$ ；而低价值公司经营者则没有更多好消息向市场披露，公司股东的期望收益为 $ph-w$ ，经营者收益为 w 。

由于国有控股公司的内部人控制特征，主管部门任命经理人和支付经理人报酬的依据公司经营者传递的有关公司信息。假定股东支付经理人最佳报酬 w' ，在此控股股东和公司经营者构成如下博弈策略：第一阶段主管部门雇用经理人并支付报酬 w' ，如果在 t 阶段主管部门对公司经理层传递的经营信息满意，则在 t 阶段结果都是 (w', h) ，即继续雇用并支付报酬 w' ，否则 $w=0$ ；经营者策略是 $w > w_0$ 则接受，否则取 w_0 。可见，为取得控股股东对经理人认可，公司经营者的最佳选择是多披露有关公司核心价值的经营信息，只有这样才能继续被主管部门雇佣并取得公司控制权。若 V_e 为经营者努力工作有限重复博弈得益的现值， δ 为贴现因子。则有：

$$\begin{aligned} V_e &= (w' - e) + (w' - e)\delta + (w' - e)\delta^2 + \cdots + (w' - e)\delta^{n-1} \\ &= (w' - e) \frac{1 - \delta^n}{1 - \delta}. \end{aligned}$$

由于高价值公司的概率为 p , 低价值公司的概率为 $1-p$, 出现高价值时主管部门仍会雇佣经理层并支付报酬 w' 。相反, 低价值公司经营者的有限重复博弈现值为:

$$\begin{aligned} V_s &= [pw' + (1-p)w_0] + [pw' + (1-p)w_0]\delta \\ &\quad + [pw + (1-p)w_0]\delta^2 + \cdots + [pw' + (1-p)w_0]\delta^{N-1} \\ &= [pw' + (1-p)w_0] \frac{1-\delta^N}{1-\delta}, \end{aligned}$$

这里, $V_e \geq V_s$, 即 $w' \geq w_0 + e + \frac{ep}{1-p}$, 这表示公司经营者通过自愿性披露信息更多显示公司经营业绩和市场价值, 向主管部门传递公司高价值信号, 是公司经理层的理性选择。这样, 经营者取得的业绩报酬, 不仅要包括 $w_0 + e$ 补偿经营者的机会成本和负效用, 而且在此基础上存在 $\frac{ep}{1-p}$ 的升水。

三、上市公司自愿性信息披露机制的信息经济学解析

对于信息占优的上市公司经理层而言, 如何选择自愿性信息披露行为, 实质是经济主体行为最优化过程。在此, 我们应用信息经济学和博弈论理论, 来揭示中国上市公司信息披露机制。

上市公司的市场价值, 是外部投资者基于信号传递的未来预期基础上形成的。证券信息不对称性的属性, 使得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。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披露相关信息, 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自愿性信息披露行为的价值均衡过程。

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 $S(w, t)$ 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 (rational expectations equilibrium)。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。因而, 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 I 是上市公司经理层具有的私有信息, $I \in (\underline{i}, \bar{i})$ 。 F 是信息 I 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, 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 $v(i) \in R_+$ ，并且公司价值 $v(i)$ 严格随信息质量而递增。

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 $D \in (L, H, \Phi)$ 。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，好公司与坏公司的期望价值分别表达为 $E(\tilde{v} | S = H) = v_0 - \epsilon_H$ 和 $E(\tilde{v} | S = L) = v_0 - \epsilon_L$ 。

假定经理层的选择实施信息披露行动 D ，即 $D = L$ 或 $D = H$ ；经理层不选择信息披露，则 $D = \Phi$ 。根据贝叶斯法则：

$$\begin{aligned} \Pr(S = L | D = \Phi) &= \frac{\Pr(S = L)\Pr(D = \Phi | S = L)}{\Pr(S = L)\Pr(D = \Phi | S = L) + \Pr(S = H)\Pr(D = \Phi | S = H)} \\ &= \frac{P_L(1 - d_L)}{P_L(1 - d_L) + (1 - P_L)(1 - d_H)}, \\ \Pr(S = H | D = \Phi) &= \frac{\Pr(S = H)\Pr(D = \Phi | S = H)}{\Pr(S = H)\Pr(D = \Phi | S = H) + \Pr(S = L)\Pr(D = \Phi | S = L)} \\ &= \frac{(1 - P_L)(1 - d_H)}{(1 - P_L)(1 - d_H) + P_L(1 - d_L)}. \end{aligned}$$

基于贝叶斯理性，公司经理人对自愿性信息披露具有不同的行为选择：如果经理层只选择披露好的信息，即 $d_H = 1$ ，则坏消息被掩饰，即 $\Pr(S = L | D = \Phi) = 1$ ；如果公司经理层选择不披露策略，即 $d_L = d_H = 0$ ，则存在非信息披露的概率为 $\Pr(S = L | D = \Phi) = P_L$ ， $\Pr(S = H | D = \Phi) = 1 - P_L$ 。

公司经理层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。基于自愿性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，自愿性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的公开披露的信息，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：

$$b(v) = \begin{cases} 0 & \text{if } v < K, \\ 1 & \text{if } v \geq K, \end{cases}$$

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

这样,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 和 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,影响公司自愿性信息披露的成本由两部分构成:公开信息披露的成本 C_p 和产权约束成本 C_p 。

在信息披露成本约束条件下,若 $D \subset I$, 表示上市公司选择信息披露策略;若 $N = I \setminus D$, 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。如果采取掩饰信息的策略,公司价值的条件期望为 $\beta \in I$ 。因此,信息传递的公司价值表达为:

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

可见,关于上市公司的自愿性信息披露策略,本身包含一个相应的价值均衡过程。在采取公开信息披露 $i \in D$, 或者采取信息掩饰策略 $i \in N$, 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:

$$N = \{i \in I | i - C_d - b(i)C_p < E(\tilde{i} | \tilde{i} \in N) - b(E(\tilde{i} | \tilde{i} \in N))\}.$$

在此,存在两种极端情况,一是上市公司产权约束成本 C_p 为零, $eN = (\underline{i}, d)$, $d \in I$, 在这一条件下公司对坏信息进行掩饰;另一种情况,上市公司信息披露成本 C_d 为零,这与 Werrecchia (1990) 的研究一致,这一条件下存在完全信息披露而完全掩饰的信息披露则不存在。

四、对中国上市公司自愿性信息披露行为的实证检验

(一) 样本筛选

本文以在沪深两地上市的公司为研究对象,为了更好的分析本文所研究的解释变量(如行业和规模等)和自愿性信息披露程度之间的关系,我们对样本公司选取采用如下方法:根据中国证监会(CSRC)于2001年4月4日公布的《上市公司行业分类指引》中的分类标准,我们以公布2003年年报的所有上市公司为样本选取空间,从规定的13个行业中分别挑选出各个行业中规模最大的前几只股票和规模最小的几只股票作为研究样本。经过筛选共挑出108家样本公司作为考察对象进行2003年度自愿性信息披露横向比较和研究,其中沪市上市公司有73家,深市上市公司有35家。

样本公司的行业构成情况如下。

表 1 样本公司的行业构成

行业	家数	行业	家数	行业	家数	行业	家数
建筑业	8	房地产业	8	金融、保险业	7	农、林、牧、渔业	8
综合类	10	信息技术业	8	批发和零售贸易	8	交通运输、仓储业	8
制造业	10	社会服务业	8	传播与文化产业	9	采掘业	8
电力、煤气及水的生产和供应业	8			合计			108

另外，为了考察中国上市公司自愿性信息披露的纵向变化态势，笔者又从上述的 108 只样本股票中挑选出 74 家同质样本，其中沪市上市公司 48 家，深市上市公司 26 家。同质样本的选取是以 1998 年 1 月 1 日前上市为筛选标准，考察的期间共 6 年，即 1998 年至 2003 年。

(二) 自愿性信息披露指数 (voluntary disclosure index, 以下简称 VDI) 的构建与编制

由于经济发展程度和法律法规体系的健全和发展等方面存在较大差异，目前各个国家或地区对上市公司信息披露尚未形成一个统一的标准。对于自愿性信息的披露的衡量而言，应从时间、质量和数量上去考察，这三方面基本上涵盖了信息披露行为在内容、形式和范围上的要求。关于自愿性信息披露指标体系的构建方法很多，本文主要借鉴比较成熟的 G. K. Chau & S. J. Gray (2002) 的自愿性信息披露指数的基本模式，将自愿性信息划分为战略性信息 (strategic information)、非财务主要信息 (non-financial information) 和财务信息 (financial information)。关于自愿性信息指标的选取，我们按以下程序得出：首先，列出样本上市公司所披露的全部可能指标以及投资者比较关注的信息指标，然后，根据相关法律、法规及证监会制定的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1—21 号》实施细则，从全部指标中扣除属于强制性的信息披露指标，其余指标我们界定为自愿性信息披露指标 (见附表 1)。

我们以样本公司对外公布的年报、中报、季报、临时公告等信息资料为基础，按规定的标准对每家上市公司进行评分，并计算出每家上市公司自愿性信息披露的分值，然后用所得分值除以指标体系的满分分值 78 (体系中有 39 项指标，各指标最高分为 2)，便得到样本公司的 VDI。

表2 相关变量的描述及说明

变量类型	变量名称	符号	含义
公司治理 结构指标	独立董事比重	ID	独立董事(independent director)在董事会中的比重
	流通股比重	NSHARE	上市公司在二级市场上流通的股份数(negotiable shares)与总股本的比重
	股权集中度	HINDEX	赫尔芬德(Herfindahl)指数,即上市公司前十大股东持股比例的平方和
	董事长是否兼任总经理	CEO	董事长与总经理是否为同一人担当,此变量为虚拟变量,如果董事长与总经理为同一人,CEO=1,否则,CEO=0。
	资本结构	RLA	资产负债比率(rate of liabilities to assets),等于总负债除以总资产
	公司总股本变动	SCHANGE	此变量为虚拟变量,如果公司总股本在下一年度发生变动,SCHANGE=1;否则,SCHANGE=0。
	公司规模	TSHARE	用总股本(total shares)的自然对数表示
	净资产收益率	ROE	等于每股收益除以每股净资产
	上市地点	EXCHANGE	上市公司A股在何地上市(上海/深圳),此变量为虚拟变量,如果上市公司在上海证券交易挂牌上市,EXCHANGE=1,否则EXCHANGE=0。
其他 指标	行业竞争度	INDUSTRY	此变量为虚拟变量,如果该行业为垄断性、管制性较强或存在进入壁垒时,INDUSTRY=1;如果该行业为竞争性、不存在管制或没有进入壁垒时,INDUSTRY=3;如果该行业的竞争程度处于上述两种极端情况之间时,INDUSTRY=2。
	市盈率	P/E	等于每股价格除以每股收益
	有无外资股	FFUND	在发行A股的同时,有无外资股(foreign fund),此变量为虚拟变量,如果上市公司存在外资股,FFUND=1,否则FFUND=0。

(三) 模型构建

根据前述理论分析,我们以构建的自愿性信息披露指数作为因变量,以反映公司治理结构的指标和其他指标作为自变量,构建了多元回归模型进行实证研究。

回归方程如下:

$$\begin{aligned}
 \text{VDI} = & \alpha + \beta_1 \text{ID} + \beta_2 \text{NSHARE} + \beta_3 \text{HINDEX} + \beta_4 \text{CEO} \\
 & + \beta_5 \text{SCHANGE} + \beta_6 \text{TSHARE} + \beta_7 \text{ROE} + \beta_8 \text{RLA} \\
 & + \beta_9 \text{EXCHANGE} + \beta_{10} \text{INDUSTRY} + \beta_{11} (P/E) + \beta_{12} \text{FFUND} + \xi.
 \end{aligned}$$

(四) 实证结果

1. 2003 年横截面数据回归模型的统计结果

(1) 模型中各变量的描述统计结果

表 3 各变量的描述性统计结果

Variable	Mean	Std Dev	N	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
VDI	0.1928	0.0606	108	0.0769	0.4615	1.4327	3.6238
ID	0.2434	0.0859	108	0.0000	0.6000	0.7909	1.9983
NSHARE	38.2202	13.7223	108	13.6237	100.0000	1.3941	3.6225
HINDEX	0.2443	0.1678	108	0.0120	0.7226	0.7099	-0.3157
CEO	0.1296	0.3375	108	0.0000	1.0000	2.2365	3.0580
SCHANGE	0.1574	0.3659	108	0.0000	1.0000	1.9080	1.6712
TSHARE	19.7447	1.4736	108	17.7375	25.1857	0.7908	0.5313
ROE	-0.5516	25.0247	108	-104.2362	30.3700	-3.0881	9.8795
RLA	53.3540	29.5700	108	7.1100	229.4205	2.3262	11.2285
EXCHANGE	0.6759	0.4702	108	0.0000	1.0000	-0.7624	-1.4459
INDUSTRY	2.3148	0.8163	108	1.0000	3.0000	-0.6426	-1.1988
P/E	78.2651	150.9652	108	-438.1224	603.7772	1.8417	6.1031
FFUND	0.1667	0.3744	108	0.0000	1.0000	1.8141	1.3151

注：文中所有的数据都是通过 SAS6.12 for Windows 进行处理的。

从上表中可以看出，公司 VDI 的分布呈现非正态性的右偏尖峰态势，各个公司的 VDI 间存在着较大的显著性差异，VDI 的标准差达到 6.06%，而最小的 VDI 也只有 7.69%（ST 东方），中国石化的 VDI 最大，达到 46.15%。另外，尽管中国证监会早在 2001 年就要求上市公司在其董事会中建立独立董事制度、引入独立董事¹，但从表中可知不同公司的独立董事比重也呈现较大的差异，从最大的 60%（洞庭水殖）到最小的 0（ST 永生），由此可见，并非所有上市公司都严格遵守证监会的规定。各公司的净资产收益率（ROE）的差异也很大，天创置业的 ROE 最大（30.37%），ST 天龙、ST 金帝、ST 东方和 ST 英教的 ROE 最小（-104.24%），这样的收益分布正好便于研究公司的 VDI 与其业绩间的关系。

(2) 统计方法及结果分析

为了正确的构建模型，找出在一定显著水平下影响上市公司自愿性信息披露水平的因素，并对进入模型的解释变量进行评析，我们采用了逐步回归（stepwise regression）的方法，最终回归方程如下：

¹ 2001 年 8 月 16 日中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第一条第三款明确规定：“各境内上市公司应当按照本指导意见的要求修改公司章程，聘任适当人员担任独立董事，其中至少包括一名会计专业人士（会计专业人士是指具有高级职称或注册会计师资格的人士）。在二〇〇二年六月三十日前，董事会成员中应当至少包括 2 名独立董事；在二〇〇三年六月三十日前，上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事。”

$$\text{VDI} = 0.0297 + 0.0073\text{TSHARE} + 0.0004\text{ROE} \\ + 0.0162\text{EXCHANGE} + 0.0486\text{FFUND}.$$

模型的统计结果及相应的检验结果如表4。

表4 统计结果及相应的检验结果

Variable	DF	Parameter	Std Error	T	Prob> T	Tolerance	VIF
INTERCEP	1	0.0297	0.0845	0.351	0.7260		0.0000
TSHARE	1	0.0073	0.0044	1.677	0.0965***	0.6473	1.5449
ROE	1	0.0004	0.0002	1.987	0.0495**	0.9806	1.0198
EXCHANGE	1	0.0162	0.0111	1.451	0.1497****	0.9734	1.0273
FFUND	1	0.0486	0.0171	2.841	0.0054*	0.6515	1.5350
Adj R-sq=0.2228		Durbin-Watson D=1.946		F=8.67*(0.000)		Chisq=12.93(0.3743)	

注：*表在1%的置信度水平上显著，**表示在5%的置信度水平上显著，***表示在10%的置信度水平上显著，****表示在15%的置信度水平上显著，括号内为p值。

从上表的检验结果来看，方程的整体线性拟合是显著的（F值在1%的置信度水平上显著）；解释变量之间的共线性较弱（VIF即膨胀因子均小于10，Tolerance即容限度均大于0.1）；回归方程的残差相互独立（D-W值接近于2）且方差相同（ χ^2 检验的结果不显著，接受原假设：残差是同方差的），从统计的角度来看，该模型的构建效果比较好。但是，调整的 R^2 为22.28%，说明模型中的解释变量对被解释变量的解释能力较弱，对影响自愿性信息披露的因素还有待于进一步地挖掘。

另外，从表4中可以看出，在15%的置信度水平下，最终有总股本（TSHARE）、净资产收益率（ROE）、上市地点（EXCHANGE）和有无外资股（FFUND）四个变量进入模型；而在10%的置信度水平下，总股本（TSHARE）、净资产收益率（ROE）和有无外资股（FFUND）三个变量进入模型。另外，统计结果显示，反映公司治理结构的指标：流通股比重（NSHARE）、股权集中度（HINDEX）、流通股比重（ID）、董事长与总经理是否为同一人（CEO）等四个指标均未进入最终的回归方程，这说明在目前中国的市场条件下上市公司治理结构对自愿性信息披露指数的解释能力较弱。

2. 1998—2003年度自愿性信息披露的纵向比较与分析

(1) 各年度自愿性信息披露指数的描述性统计

表5 1998—2003年VDI的统计结果

Variable	N	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
VDI1998	74	0.1198	0.0242	0.0429	0.1968	0.2464	3.1601
VDI1999	74	0.1233	0.0240	0.0456	0.1995	-0.0430	3.2049
VDI2000	74	0.1468	0.0256	0.0699	0.2237	-0.2760	2.8733
VDI2001	74	0.1764	0.0293	0.0897	0.2526	-0.1916	1.7150
VDI2002	74	0.2024	0.0331	0.1154	0.2949	0.2491	1.4844
VDI2003	74	0.2052	0.039	0.0897	0.3462	0.2528	3.1853

从上表中可以看出，样本公司在各年度的自愿性信息披露指数的均值呈现出明显的上升趋势，即从1998年的0.1198上升到2003年的0.2052。从1999年始，自愿性信息披露指数的标准差也呈现递增趋势，这一变动趋势可从图1中得到直观地表现。

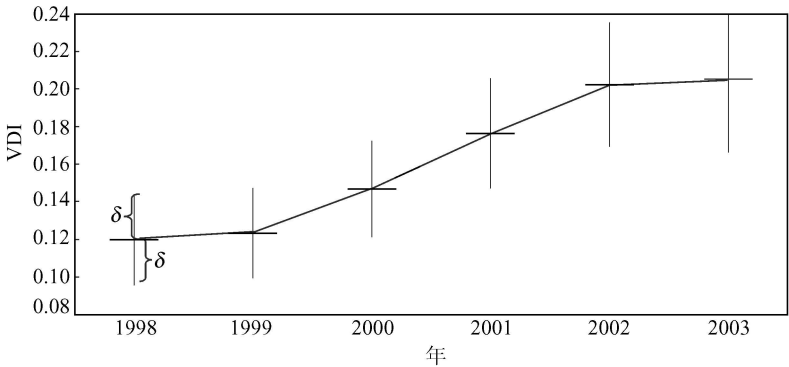


图1 1998—2003年样本公司自愿性信息披露指数动态趋势

(2) 各年度自愿性信息披露指数的 K-W 检验

从表5可以看出，各年度自愿性信息披露指数在分布上不服从正态分布（存在着有偏、尖峰现象），统计检验结果也证实了这一点。为了从统计上检验各年度自愿性信息披露指数的差异是否显著，此处采用非参数检验方法 K-W (Kruskal-Wallis) 检验对不同年度的均值是否存在显著差异进行检验，检验结果如下：

表6 K-W 非参检验结果

Kruskal-Wallis Test(Chi-Square Approximation)		
CHISQ=163.24	DF=5	Prob>CHISQ=0.0001

从检验结果来看，在1%的置信度水平上，统计结果拒绝原假设（原假设为各年度的自愿性信息披露指数均值相同）。因此，这种差异从统计上来讲是显著的。这说明随着我国的证券监管部门对上市公司的信息披露行为进行引导和规范，上市公司在完成监管部门指定的强制性信息披露外还向社会公众投资者披露公司的其他信息，以便使投资者更好地认识和了解公司的实际运营状况，同时，也会增强投资者对公司的投资信心和热情，这样也就使得公司的 VDI 呈现出逐年上升的趋势。

五、研究结论和政策建议

(一) 研究结论

1. 中国上市公司自愿性披露指数 (VDI) 逐年提高。统计检验结果说明，

上市公司信息自愿披露程度随时间有明显增加,样本公司的平均披露指数随时间呈现动态增加趋势。从时间动态序列分布看,上市公司自愿性披露指数逐步提高,这表明中国上市公司开始注重自愿性信息披露,提升上市公司的“声誉价值”。

2. 公司规模大、业绩好的上市公司具有自愿性信息披露的倾向。在不对称信息条件下,好的公司倾向于更多地进行自愿性信息披露,以强化公司与外部投资者的信息沟通,避免“次品车”市场条件下的“价值折价”。实证检验结果表明,我国上市公司的总股本(TSHARE)与净资产收益率(ROE)两个指标对自愿信息披露指数具有显著性解释能力,这说明规模大、业绩好的上市公司倾向于更多自愿性信息披露,通过自愿性信息传递,揭示上市公司价值。这表明大公司倾向采取自愿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。

3. 自愿性信息披露的公司治理效应并没有显现。从理论上讲,公司自愿性信息披露与公司治理具有正向相关性(Simon和Kar, 2001; Eng和Mak, 2003)。但是,通过对中国上市公司实证检验却发现,公司治理指标对公司自愿性信息披露指数的解释效果并不显著。这表明在目前中国证券市场上,上市公司自愿性信息披露行为的公司治理效应并不明显。

4. 上市公司竞争环境对自愿性信息披露行为具有显著性影响。通过实证分析,我国上市公司中存在外资股公司的自愿性信息披露明显增强,这说明,受国际竞争冲击较大的上市公司在面对日益激烈的国际竞争时,会通过改变财务信息披露的态度和行为,增加自愿信息披露程度,来满足海外投资者对信息披露的较强需求,从而降低融资成本以更好地吸引外资。

(二) 政策建议

1. 鼓励上市公司自愿性信息披露,构建强制性披露与自愿性披露相结合的上市公司信息披露体系。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,强制性信息披露很难适应投资者信息需求的变化。当前,我国上市公司信息披露制度是强制性信息披露,这一制度在提高上市公司信息披露质量,提高证券市场有效性方面发挥着至关重要的作用。然而,强制性信息披露制度本身也存在缺陷性,需要自愿性信息披露的补充和扩展。为此,有必要重构上市公司信息披露制度,建立一个以强制性披露为主、自愿性披露为辅的上市公司信息披露体系。

2. 尽快推出《上市公司自愿性信息披露指引》。对经济体制转轨中的证券市场而言,推广上市公司自愿性信息披露制度更具有现实意义。当前中国证券市场存在着某种程度的“诚信”危机,上市公司披露虚假信息欺骗投资者现象大量存在。尽管证券监管部门出台了一系列惩戒虚假信息、提高披露质量的法规条例,但这些外部的强制措施仍需要上市公司的主动配合才能有效

发挥作用。在这一市场背景下，尽快推出《上市公司自愿性信息披露指引》，对上市公司自愿性信息披露状况进行有效评价，改进财务报告过程与增加自愿性信息披露，以强化公司治理和社会责任。

3. 证券监管部门和交易所加强对自愿性信息披露的市场监管，防止上市公司随意披露虚假信息。在鼓励上市公司进行自愿性信息披露的同时，不能放松自愿性信息披露的规制。为此，有必要遵循完整性、系统性和动态性原则对自愿性信息披露行为进行监管，即上市公司自愿性披露信息是否既包括“利好”信息，又包括“利空”信息；上市公司是否从不同角度对同一内容进行系统性揭示；上市公司是否长期自愿披露某些信息，并不断提高披露信息的可靠程度。

附表1 上市公司自愿性信息披露指数评分表

序号	战略性信息	分值	说明
1	公司的战略描述	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
2	实现公司战略的时间表	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
3	完成目标的步骤与行动	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
4	战略对当前业绩的影响	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
5	销售额或营业额的预测	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
6	战略对未来业绩的影响	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
7	实现公司战略的障碍及影响	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
8	现金流的预测	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
9	利润的预测	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
10	资本性支出的预测	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
11	未来的市场机会/风险对公司业绩的影响	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
12	对公司社会形象的描述	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
序号	非财务主要信息	分值	说明
1	竞争环境	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
2	市场占有率变动的分析	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
3	生产率指标	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
4	员工人均创值额	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
5	员工人均报酬	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
6	公司的研发政策、人员及费用变动	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
7	培训费用	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
8	执行董事的从业经历	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
9	非执行董事的从业经历	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
10	发生事故数	2	定量描述，详细的给2分，一般性描述1分
11	股东大会非强制性信息	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
12	非强制性澄清公告	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
13	福利信息	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
14	劳保政策	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
15	公益捐赠	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
16	环保计划	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分
17	社区计划	2	定性描述，详细的给2分，一般性描述1分
18	被培训员工数目	2	定性描述给1分，定量定性相结合给2分

(续表)

序号	财务信息	分值	说明
1	营业收入、销售收入变动的分析		
2	盈利的定性评述	2	定性说明,详细的给2分,一般性说明1分
3	现金流的定性或定量陈述	2	定性说明,详细的给2分,一般性说明1分
4	未分配利润变动分析	2	定性描述给1分,定量定性相结合给2分
5	应收账款/其他应收款变动的分析	2	定性描述给1分,定量定性相结合给2分
6	管理费用、财务费用变动的分析	2	定性描述给1分,定量定性相结合给2分
7	关于公司负债变动的分析	2	定性描述给1分,定量定性相结合给2分
8	其他无形资产价值披露(商誉除外)	2	定性描述给1分,定量定性相结合给2分
9	经营成本的变动分析	2	定性描述给1分,定量定性相结合给2分
		2	定性描述给1分,定量定性相结合给2分

参考文献

- [1] Ali Fekrat, M., I. Carla, and D., Petroni, "Corporate Environmental Disclosures: Competitive Disclosure Hypothesis Using 1991 Annual Data", *The International Journal of Accounting*, 1999, 31, 175—195.
- [2] Chau K. G. and S. J. Gray, "Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore", *The International Journal of Accounting*, 2002, 37, 247—265.
- [3] Christopher F. Noe, "Voluntary Disclosures and Insider Transactions", *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 27, 305—326.
- [4] Healy, P. M. and K. G. Palepu, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting & Economics*, 2001, 31, 405—440.
- [5] 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。
- [6] Jeroen S., "Costly Disclosures in a Voluntary Disclosure Model with an Opponent", *SSRN working paper*, April, 1999.
- [7] Lanen, W. and R. Werrecchia, "Operating Decisions and the Disclosure of Management Accounting Information", *Journal of Accounting Research*, 1987, 25, 165—189.
- [8] Lewellen, W. G., T. Park, and Taewoo Ro, Byung, "Self-serving Behaviour in Managers, Discretionary Information Disclosure Decisions", *Journal of Accounting & Economics*, 1996, 21, 227—251.
- [9] L. L. Eng, Y. T. Mak, "Corporate Governance and Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003, 22, 325—345.
- [10] 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*, 2002, 37, 183—213.

- [11] Meek, G. K., C. B. Roberts, & S. J. Gray, "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporations", *Journal of International Business Studies*, 1995, Third Quarter, 555—572.
- [12] Miles B. Gietzmann and Marco Trombetta, "Disclosure Interactions: Accounting Policy Choice and Voluntary Disclosure Effects on the Cost of Capital", *SSRN Working papers*, July, 2000.
- [13] Ranga Narayanan, "Insider Trading and the Voluntary Disclosure of Information by Firms", *Journal of Banking & Finance*, 2002, 24, 395—425.
- [14] Paul K. Chaney, Craig M. Lewis, "Earnings Management and Firm Valuation Under Asymmetric Information", *Journal of Corporate Finance*, 1995, 1, 319—345.
- [15] Simon S. M. Ho. and Kar Shun Wong, "A Study of the Relationship between Corporate Governance Structure and the Extent of Voluntary Disclosure", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 2001, 10, 139—156.
- [16] Skinner, D. J., "Do the SEC's Safe Harbor Provisions Encourage Forward-looking Disclosures", *Financial Analysts Journal*, 1995, 51(4), 38—44.
- [17] Werrechia, R., "Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent", *Journal of Accounting and Economics*, 1990, 12, 341—363.

Is the Chinese Corporate Voluntary Disclosure Efficient?

ZONGXIN ZHANG

(*Fudan University*)

XIAORONG ZHANG

(*NorthEast Securities Company*)

SHIGUANG LIAO

(*Shanghai Jiaotong University*)

Abstract Based on the methods of optimization of economic agent behaviors and the methods of information economics, this paper discusses the motives and mechanism of China's corporate voluntary disclosure behaviors and analyzes how the information-dominant executives select the voluntary disclosure behaviors. In the imperfect information market, the corporate may adopt the full disclosure, partial disclosure and nondisclosure respectively with strategies of disclosing information, separating information and hiding information to realize the corporate value equilibrium. In order to verify the efficiency of voluntary disclosure, we construct the voluntary disclosure index (VDI) and make an empirical study on China's corporate voluntary disclosure during 1998—2003. The results show as follows: (1) There is a yearly increasing trend on the VDI from

1998 to 2003. (2) The corporate with big scale and excellent performance tends to disclose more voluntary information. (3) The indices denoting the corporate governance situation can not explain the VDI effectively. (4) The corporate with foreign investors has higher VDI.

JEL Classification G14, O16, C33