

信息披露频度与市场有效性:一项基于中国上市公司的经验研究

<http://www.criifs.org.cn> 2007年4月12日 李翔 赵劼 袁军

摘要:会计信息在市场和公司治理体系中的作用主要表现为增进公司的透明度,降低市场的交易成本。市场参与者会根据公司所披露的信息不断调整预期,并进而做出投资决策。信息披露频率的不同,对市场参与者预期调整及时程度的影响也不同,公司的透明度也相应可能会产生不同。本文针对信息披露频度对市场参与者决策的影响进行了实证研究,发现:自愿披露公告频率高,对市场参与者的决策有促进作用;而未发现强制性定期披露的报告能够有效影响投资者决策。

关键词:披露频率;市场有效性;中期报告;临时公告

## 一、研究背景与研究问题

会计信息在公司治理体系中的作用机制中,一个关键的环节是影响公司治理主体的预期,并促成其做出行动决策。年度报告从需求的角度来说,在公司治理体系的信息披露机制中扮演着重要的作用,但仍需其他信息披露的补充,从而能够及时将公司相关信息传递给公司治理的主体,促进其决策的及时性。在信息披露的实践中,年度报告披露前,上市公司被要求向市场传递会计信息与非会计信息。其中,前者主要表现为公司的中期报告和季度报告,而非会计信息主要体现为临时公告。

就年度内财务会计信息来看,监管者对其给予了较多的关注。早在1993年7月,深圳市证券管理办公室就颁发了《关于深圳市上市公司披露中期报告有关事项的通知》,对上市公司中期报告的内容和披露要求做出了规范。中国证券监督管理委员会也在1994年颁布了公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第3号《中期报告的内容与格式(试行)》准则,并在之后各年进行了多次修订。上海证券交易所根据中国证监会的要求,在1997年7月也颁发了《上市公司1997年度中期报告编制说明》,为上海证券市场上市的公司中期报告的披露提出了具体要求。伴随着证券市场的发展和信息及时披露要求的逐步提高,证券监管部门又强化了对季度报告披露的要求。中国证监会2001年4月颁发了公开发行证券的公司信息披露编报规则第13号《季度报告内容与格式特别规定》,并分别在2002年和2003年根据需要进行了修订。上海和深圳的两个证券交易所也从2001年起,每逢季度报告披露前都向各上市公司发出关于加强季度报告披露工作的通知,为做好季度报告披露工作提出具体要求。

与此同时,会计准则的制定者也洞察了证券市场对年度内会计信息披露的特殊要求,于2001年11月颁发了《企业会计准则——中期财务报告》,对半年度报告和季度报告的编制和披露进行了规范,并要求上市公司自2002年1月1日起执行。监管部门对中期财务报告的重视,实际上反映了过程中提高信息披露频率的重要性。因此,须对信息披露频率差异及其效果进行判断和回答,主要包括下列三个问题:(1)中期报告准则实施前后资本市场的信息不对称水平有否改善?(2)公司信息披露频率的差异能否带来信息对称性的提高?(3)在证券市场有效性假定的基础上,关于会计盈余信息披露频率

的提高能否有效地被投资者及时利用?

笔者认为,通过对上述问题的回答,我们将能有效地判断上市公司强制性信息披露的频率和公司治理效应的相关性,从而对《中期财务报告》等会计准则以及其他与信息披露频率的法规实施效果进行总结,并客观上对中国资本市场会计信息披露频率与公司治理效应的相关性提供理论支持。

## 二、文献回顾

中期财务报告是对年度报告在会计年度内的及时更新,对投资者具有十分重要的作用。研究结论表明,当公司持久性(recurring)、非持久性(nonrecurring)现金流量同盈利数据不匹配时,投资者利用中期财务报告将会做出更准确的预期(Friedlob、Bryan、Lewis, 1986)。IASC秘书长Bryan Carsberg先生也指出:“多项研究表明,中期财务报告构成了年度报告的补充,它使得对会计盈余和股价的预测更为准确。”在这一认识的基础上,1998年6月,IASC首次发布《中期财务报告(Interim Financial Reporting)》准则,并从1999年1月1日起执行。该准则对中期报告所必须披露的内容进行了规定,并提出中期财务报告应遵循的会计确认和计量原则。财务分析师也多次强调季度报告和半年度报告对他们的重要性。

实际上,对中期财务报告给予重视还可以追溯得更早。加拿大特许会计师协会(Canadian Institute of Chartered Accountant)在1989年即成立研究小组,对中期报告进行专门研究,其主要目的在于“对当前会计标准修改提供建议”(CICA, 1991)。

本项研究报告最后提出了改进中期报告的24条建议,要求对中期报告的披露给予更为严格的标准约束,其中许多建议放在了季度报告的披露上。这些建议反映了信息使用者对当前对平面式、业务式的报告没有一贯地建立在及时性原则基础上的关注。

那么,究竟中期报告的披露对证券市场有着何种作用呢?Bedard(1994)认为,中期报告为提升财务会计信息披露的效果打下了基础;当报告期间缩短后,预期和分配决策如出现偏差和错误,其影响将被放大,因此,信息及时性和可靠性之间的平衡得到了强化。Kumar(2001)也认为,中期财务报告的目的是为了给信息使用者提供对公司绩效预期的更及时和更可靠的信息。通过中期财务报告的披露,使用者可以有效地对年度财务数据进行预期,也就是说,中期财务报告提高了使用者对年度报告预期的初始水平。为保障上述预期能力的提高,各国制定的规范中期财务报告的会计准则都要求公司在中期财务报告中使用的会计政策应与上年度财务报告使用的会计政策应达成一致。因此,

同质会计信息的披露频率并不会影响年度报告的计量标准(Pacter, 1998)。另一方面,中期报告中披露的数据在年度报告披露中可不再涉及。研究结论表明,披露时间的选择将能够有效地影响股东和社会公众的选择,而提高信息披露频率意味着预期的更多使用。

综上所述,中期报告的披露减少了同质财务会计信息披露的时间间隔,通过提高公司治理主体的预期能力来优化其决策行为。从市场后果来看,通过将中期报告披露的频率在多时期框架中与证券价格、交易量、市场流动性等联系在一起,发现更多的中期披露提高了证券价格的信息含量,降低披露日股票价格的波动和交易量,并提高了市场的流动性(Yee、Tippett, 2004)。

## 三、研究假设

对信息披露效应的研究依赖于较为成熟的市场环境。以市场有效性研究为例,我们知道,多数股市有效性的研究特别是经典研究是在西方成熟股市研究中得出的。但Laurence (1986)、Hall (1997)等在研究俄罗斯及东欧股市时发现,对于新型的或转轨中的股票市场,市场早期无效会对整个时期的检验带来偏差。就我国的资本市场而言,有研究在市场渐进有效性研究的基础上,对我国股市的发展阶段做出了划分,以1997年为界,划分出两个不同的阶段:1997年以前的市场无效,1997年之后市场呈现出弱式有效(张兵、李晓明,2003)。

在这一判断的基础上,本文认为研究2000年以后信息披露频率相关的披露政策影响,具有相应的市场基础,即所依赖的研究数据具有和信息含量的相关性。因此,在这一基础上探讨信息在公司治理主体的决策过程中发挥的作用和市场整体的透明度也就有了相应的市场依据。在上述讨论的基础上,本文提出信息披露频率及其公司治理效应的若干假设,分述如下。

1. 通过中期报告的披露,证券市场的信息不对称程度能有效地得到降低(H1)。中期报告是定期报告的一种,主要反映经营过程内小于一个会计年度的财务状况和经营结果。实际上,鉴于各类定期报告之间内容上较大的相关性,实际上中期报告是年度报告中重要信息更高频率的披露表现。从理论上说,信息披露频率的提高可以减少每次强制性信息披露所包含的信息含量,因相关的“新信息”在过程中已得到了共享。因此,对反映结果性信息的披露效应来说,披露频率的提高可以弱化其披露效应(Yee、Tippett,2004)。所以,中期报告的披露可以减少年度报告中的新信息含量,从而整个市场信息水平的提高表现为年度报告披露时新信息数量的减少。

基于此,本文提出第1个假设,即通过中期报告的披露,证券市场的信息不对称程度能有效地得到降低。

2. 公司信息披露频率越高,证券市场的信息不对称程度越低(H2)。信息披露频率的提高,对公司治理主体在整个公司经营过程中预期能力的改善具有积极作用。从理论上说,信息披露频率的提高,可以为公司治理体系提供及时的信息支持,促使相关主体及时做出预期调整和决策调整,从而从整体上改善公司治理的信息环境。信息披露频率和信息披露的及时性是相联系的,信息越及时地被投资者获知,对代理人的约束越严格(Sunder,1997)。因此,信息的及时性提高对信息不对称有改善作用。基于此,本文提出第2个假设,即信息披露频率越高,证券市场的信息不对称程度越低。

#### 四、研究样本、数据及研究模型

1. 样本选择。中期财务报告包括半年度报告和季度报告。信息披露的监管部门对半年度报告提出要求可以追溯到1993年,在证券市场刚成立时就对上市公司披露半年度报告进行了规范。而对季度报告的要求则是近年的事,2001年4月中国证监会颁布《季度报告内容与格式特别规定》;2002年1月1日起,上市公司也开始执行《中期财务报告》的企业会计准则。应该说,从2001年起,中期财务报告的披露进入了较为规范的时期,但各年仍存在较大的差异。在上述制度规范中,对信息披露影响较大的制度是会计准则。笔者通过对季度报告披露情况的统计发现,2002年及以后,上市公司基本全部披露了季度报告和半年度报告,2001年以前披露的情况很不理想,而2001年中期报告披露的情况各公司间存在较大差异,但总体来说仍有多家上市公司未披露上述信息。

本文选取沪深300指数所含上市公司为样本集合,以2001年为界线,分别前推和后推2年(1),将沪深300指数所含样本公司的3年具体情况,即1999年、2001年2003年为样本公司,综合考察中期财务

报告披露规范建设前后的不同环境下会计信息披露频率差异对公司治理效应的影响。根据样本选取结果,在剔除1999年尚未上市及1999年后被重组的沪深300 指标股后,计223 家公司, 3年共计669个观测样本。

2. 解释变量。本文考察高信息披露频率能否从整体上降低证券市场的信息不对称水平,实际上可以转化为考察信息披露频率的提高能否带来年度报告中新信息水平的降低。年度报告披露的市场效应主要表现为股价的波动,因此,本文选取年度报告披露日的股票价格波动(SPF)指标作为衡量信息披露频率差异带来的信息分布差异。根据2个研究假设,衡量信息披露的指标分别为:(1)季度报告披露。由于样本公司自2001 始半年度报告均进行了披露,而2001年度季度报告均未披露,2002、2003 年度季度报告均进行了披露。因此,设定虚拟变量来衡量季度报告的披露情况,披露季度报告的设为1,未披露设为0。(2)年度披露公告数。本文采用年度内所做的公告作为信息披露频率的替代变量。实际上,由于上述公告大多属自愿性披露的临时公告,因此,也可以作为考察自愿性信息披露带来信息水平改善的参考。以年度披露公告数作为衡量信息披露频率的指标,建立在对不同类型公司信息披露影响因素无重大差异的假定基础上。实际上,影响信息披露频率的因素有很多,即使披露相同公告数的公司,其内在的披露意愿和投资者对信息的需求也是存在差异的。

3. 研究模型。本文研究模型如下:

其中,SPFx ( stock price fluctuation)代表年度报告公布后x日内股票价格波动的最大振幅,在本项研究中用来衡量信息不对称的程度;JDBG为虚拟变量,衡量季度报告的披露情况,如全部披露为1,未披露为0;GGs代表公司在该年度内披露公告数的总和,衡量该公司总体的披露频率;YLYC也为虚拟变量,衡量公司在第三季度报告披露后、年度报告披露前盈利预测的披露情况,披露取值为1,未披露取值为0。

此外,D I、EV、CSV、TA、YEAR、INDUSTRY为控制变量。其中,D I( disclosure index)代表披露指数,衡量公司年度报告中信息披露的总体水平;EV( exchange value)代表年度报告公布当日交易市值的平均值;CSV ( circulated stock value)表示流通股市值;TA ( total assets)代表资产总额;YEAR为行业哑变量;INDUSTRY为行业哑变量。

## 五、描述性统计

1. 中期报告的披露统计。中期报告构成会计信息披露频率的重要内容。笔者对669个公司样本进行了逐一考察,发现所有公司都披露了半年度报告,但季度报告的披露情况却不理想,在各年间存在差异。从年份角度看,1999年没有一家公司披露季度报告,2001接近5%的样本公司开始披露季度报告,而到了2003年,所有样本公司都披露了季度报告。总的来说,季度报告披露情况以2001年为转折。究其原因,主要在于中国证监会2001年4月颁布的《季度报告内容与格式特别规定》以及2002年1月1日起执行的《企业会计准则——中期财务报告》这两项信息披露规范的相继执行,给上市公司季度报告的信息披露提出了硬性要求。从2001年当年看,季度报告的披露情况不理想,95. 1%的样本公司未披露季度报告,这说明,在中国证监会2001年4月颁布《季度报告内容与格式特别规定》之前,上市公司对季度报告的披露没有重视,即使在实施的当年,也未得到多数上市公司的响应。但在2002年,伴随着《企业会计准则——中期财务报告》的实施,季度报告的披露有了很大的改善,到了2003年已得到了上市公司的广泛遵循。

2. 公告情况统计。从样本公司各年公告数来看,样本公司各年公告呈稳步上升趋势,其中,2003年和2001年的公告情况基本相当。这说明,在披露政策越来越严格的情况下,上市公司信息披露的数量(频率)总体上逐步改善,但在2001年后却呈停滞状态。

## 六、回归分析及其结果

基于前文设定的研究模型,对669个研究样本进行了回归,回归结果显示,季度报告的披露并没有引起委托方和代理方信息分布的显著改善,但全年公告信息却能显著地影响信息分布状况。

1. 假设1的验证。回归结果没有支持假设1,也就是说,上述模型的回归结果没有支持季度报告披露帮助投资者获取及时性信息的假设。但是,上述回归结果和本文研究模型的限制可能存在相关性,即本文未考虑季度报告(尤其是第三季度报告)披露日和年度报告披露日之间的时间范围内公司发生和披露的新信息。也就是说,在第3季度报告披露后,可能公司发生重大事件,并影响到公司的年度经营成果,而不同的公司对此类事件的披露采取不同的政策,因此会影响最终年度报告中包含的信息含量。因此,本文在深入考察季度报告作用时,将季度报告与年度报告披露之间的天数(PLTS)作为解释变量,代表季度报告和该时间差内公司的信息总和。若季度报告和该时间差内披露信息包含的信息含量充分,则投资者可形成较为充分的预期,年度报告中包含的“新信息”将会减少。

因此,在上述模型的基础上,我们剔除上述669个研究样本中未披露季度报告的样本,对所有披露季度报告的样本公司(2),用第3季度报告披露日与年度报告披露日的时间差来解释年度报告披露日的股价波动,回归结果显示,在3天和5天的窗口期内,季度报告与年度报告披露的时间差与年度报告披露后股价波动幅度具有显著的相关性。这说明,定期报告披露的时间差越长,信息不对称的程度越高,在下一期定期报告披露时新信息的含量越高。从提高整个资本市场信息透明度的角度考虑,应缩短定期报告披露的频率,并使之能够真正提供新的信息含量,提高相关信息披露的及时性。从二者的因果关系上看,上述时间差与年度报告中新信息含量越高的正相关关系说明,在定期报告披露之间的时间内,临时公告的披露尚没有能够提供足够的信息。当前临时公告主要依赖自愿披露,回归结果表明自愿披露并不是根据投资者的需求展开的,而是立足于公司自身,换句话说,当前的资本市场还未培育起鼓励自愿信息披露的氛围。因此,笔者认为,当前中国资本市场的信息披露应主要依赖于强制性披露,而证券监管部门应对信息披露相关政策和法规的制定起主导作用。

值得注意的是,回归结果未发现年度报告披露当日的股价波动与上述定期报告披露间隔天数的相关性,但由于在较长的窗口期内发现其相关性,即越丰富的信息内容需要越长的时间在公司治理主体间进行消化。

2. 假设2的验证。根据表3的结果,发现公告数量能够有效地降低公司整体的信息不对称水平。从西方国家资本市场的信息披露实践看,公司公告主要体现为自愿性信息披露,实务界和政府部门对自愿性信息的披露也较为重视。如1994年AICPA下属的Jenkins委员会发表的《改进企业报告:以用户为导向》,对用户进行了广泛的研究;之后,FASB由成立Steering委员会对加强自愿性信息披露问题进行研究,并于2001年发布研究报告《改进财务报告:增强自愿性披露的透视》。从披露内容看,当前西方国家主要重视下列信息的披露:盈利预测;价值或现行成本信息;社会责任、人力资源和环境保护信息;背景信息和经营性数据;前瞻性信息;更短时间间隔的中期报告;未确认的无形资产;内部控制报告等(李明辉,2001)。

但是,我国上市公司的公告与西方有显著的不同。我国的信息披露制度主要建立在强制性披露基础上,不具备自愿性信息披露的市场基础。关于中国资本市场信息披露的一项调查表明,仅有37%的公司愿意披露临时报告(王雄元、严艳,2003)。这说明,自愿性的临时报告并不能起到降低信息不对称的作用。因此,上述回归结果显示,公司公告能够降低公司治理体系中信息不对称的程度,主要体现为强制性披露的效果。

尽管如此,我们不能忽视自愿性披露的作用。自愿性披露缺乏,客观上助长了具有信息优势和信息发布渠道的第三方利用不公平手段攫取经济利益现象的发生,从而危害公司治理的协调发展。笔者认为,自愿性披露缺乏的原因主要表现在三个方面:一是证券市场的监管主要集中于强制性信息披露,而强制性信息披露尚难以完全满足投资者的需求,因此,从监管角度讲自愿性信息披露并不构成重点,其效果相对较差也就在情理之中;二是企业的社会责任意识较差,对其信息披露的充分程度乃至对投资者的影响尚缺乏充分的重视;三是公司治理主体利用信息、用好信息的能力有待提高。鉴于此,笔者认为强化公司临时公告的披露效果,应主要从两个方面进行:其一,对经营过程中的某些特定情况从披露政策的角度予以明确,即通过强制性披露来解决自愿披露不足或不实问题;其二,证券监管部门应加强对自愿性信息披露的监管,尤其是不实信息的监管,限制公司随意发布信息、误导投资者情况的发生。

## 七、结论

本章针对信息披露频率及其对改善信息不对称水平的贡献进行专门研究,实际上也是对公司治理主体有效利用新信息的具体情况进行专门研究。从理论上说,公司治理主体的决策过程和结果多少会偏离动机,因为所有的外在约束条件都可以直接或间接地归结于信息缺乏。因此,具有理性动机的行为人的决策实施过程和结果是否理性,取决于信息约束(管毅平,1999)。信息约束不仅体现为它本身对理性行为的约束及其程度大小,而且反映了经济制度的效率。效率高的制度可以使信息的披露和传播快、透明度高,使经济人获取信息的成本降低,出现机会主义行为的概率小,决策和结果与动机的偏差小;反之则反是。这也正是证券监管体制和资本市场制度的核心。

任何一种市场制度,都应该在充分和及时信息的基础上,并应鼓励这种充分和及时信息的生产。本章针对信息及时性这一经济行为人决策的约束条件,集中讨论了中期报告、披露数量以及关键盈利信息的作用。结论表明:(1)当前的中期报告未能从统计上发现对降低信息不对称水平有所贡献;(2)上市公司公告的数量与信息不对称程度呈反向关系。

## 参考文献:

- (1) 管毅平:“经济学信息范式刍论”,经济研究,1999年第6期。
- (2) 李明辉,2001,试论自愿性信息披露,财经论丛,2001年第4期。
- (3) [美]夏恩·桑德:《会计与控制理论》,方红星等译,东北财经大学出版社,2000年版。
- (4) 王雄元、严艳:“强制性信息披露的适度问题”,会计研究,2003年第2期。
- (5) 张兵、李晓明:“中国股票市场的渐进有效性研究”,经济研究,2003年第1期。

(6) Bedard Jean, Interim Financial Reporting: A Continuous Process, Contemporary Accounting Research, Fall 1994, 11, P647

(7) Canadian Institute of Chartered Accountant, Interim Financial Reporting: A Continuous Process, Research Report, Toronto: CICA, 1991, P1

(8) Friedlob George、Thomas Bryan、Edward Lewis, Financial Analysis of Military Capital Projects, Project Management Journal, Sylva: Jun 1986, Vol. 17, P61~64

(9) Kenton Yee、Mark Tippet, Interim Reporting Frequency and Financial Analysts' Expenditures / Discussion, Journal of Business Finance & Accounting, Oxford: Jan / Mar 2004, Vol. 31, P167~207

(10) Kumar P, India: When a year is too long: P. S. Kumar says the proposed AS on interim financial reporting is one whose time has come, Businessline, Chennai: Nov 19, 2001, P1

11、Paul Pacter, IASC publishes employee benefits and interim financial reporting standards, The CPA Journal, April 1998, Vol. 68, P74

文章来源：南京社会科学           （责任编辑：XL）