

学校代号 10532

学 号 B0914T0008

分 类 号

密 级



湖南大学
HUNAN UNIVERSITY

博士学位论文

信息生态视角下上市公司 信息环境研究

学位申请人姓名 陈君兰

培 养 单 位 工商管理学院

导师姓名及职称 谢 赤 教授

学 科 专 业 工商管理

研 究 方 向 企业理财与资本运营

论文提交日期 2013 年 9 月 12 日

学校代号：10532

学 号：B0914T0008

密 级：

湖南大学博士学位论文

信息生态视角下上市公司 信息环境研究

学位申请人姓名：陈君兰

导师姓名及职称：谢 赤 教授

培 养 单 位：工商管理学院

专 业 名 称：工商管理

论文提交日期：2013 年 9 月 12 日

论文答辩日期：2013 年 12 月 6 日

答辩委员会主席：朱慧明 教授

**The Research on Information Environment of the Listed
Company from Information Ecology Perspective**

by

CHEN Junlan

B.E.(Northwestern Polytechnical University)2007

M.S.(Hunan University)2009

A dissertation submitted in partial satisfaction of the

Requirements for the degree of

Doctor of Management

in

Business Management

in the

Graduate School

of

Hunan University

Supervisor

Professor XIE Chi

September, 2013

摘 要

上市公司信息环境是围绕公司层面信息而展开的各种信息交流和信息活动的集合,信息环境的完善程度直接影响着股价对其内在价值的反应。随着金融全球化的日益推进,信息流动速度越来越快。由于中国证券市场总体上仍处于发展阶段,上市公司在飞速发展的同时存在不少问题,而这些问题与信息环境息息相关。在此背景下,公司信息问题受到学界和业界的高度关注,但对此目前仍缺乏系统深入的研究。因此,本文拟对上市公司信息环境进行系统化研究。

信息生态理论为研究信息管理提供了新的视角。本文在信息生态视角下,沿着理论分析、实证研究、政策建议的路线,以沪深 A 股上市公司为研究对象,度量公司信息环境。并从信息生产、信息传递和信息消费的角度,分别对公司信息披露、传递与运用问题进行实证分析。

首先,本文界定上市公司信息环境的基本内涵,强调上市公司信息环境是以上市公司为主要信息源,探讨市场参与主体的各种信息行为,不仅包括其自身的信息披露行为,还包括信息中介的信息解读和传递行为以及投资者基于公司信息而进行的投资行为等。同时,系统梳理上市公司信息环境及其相关影响的基本理论。

其次,本文在归纳总结信息环境度量方法的基础上,以 2002~2011 年中国上市公司为样本,提出改进后的公司信息含量测度模型,对上市公司信息环境进行度量。并运用会计盈余指标,检验实证结果的有效性。

再次,本文依据信息生态理论,分别从信息披露、信息传递以及信息运用三方面,系统探讨上市公司信息环境过程中的信息活动及其引起的股价反应。在上市公司信息披露方面,结合熵权系数法,首次编制沪深上市公司信息披露质量评价指数。并利用上市公司在样本期的综合评价结果,描述沪深两市信息披露质量的整体和行业状况。实证研究结果表明,本文所编制的上市公司信息披露质量评价指数具有较好的解释能力,与现实情况基本吻合;在信息传递方面,重点讨论证券分析师的信息传递行为。具体考察分析师信息传递行为与公司信息间的关系、明星分析师传递行为与公司信息间的关系以及市场涨跌行情的影响。考虑到分析师与公司信息的内生性,提出基于工具变量的实证回归模型。实证结果表明,中国证券分析师传递的信息以市场信息为主,但明星证券分析师能提高股价中的公司信息含量。市场涨跌行情的研究证明,市场行情越好时证券分析师挖掘的公司信息越多;在信息运用研究方面,通过对个人投资者和机构投资者的行为特征进行对比分析,发现机构投资者在信息处理方面具有明显的优势。在此基础上,本

文对机构投资者的持股行为进行实证研究。实证结果表明，机构投资者持股比例和持股数量的增加能增加上市公司的公司信息含量，对改善上市公司的信息环境具有积极的作用。此外，通过对机构投资者持股比例与股价崩盘风险间关系的研究发现，机构投资者积极监督者假说在中国证券市场并不成立。

最后，在上述实证研究基础上，本文系统阐述中国上市公司信息环境存在的问题，讨论成熟市场在上市公司信息环境建设实践过程中的成功经验与失败教训，并从提高上市公司信息披露质量、规范证券分析师行业发展、加强机构投资者队伍建设以及构建信息协同监管机制等多方面，为完善上市公司信息环境提出政策建议。

关键词：上市公司；信息环境；信息生态；信息披露；信息传递；信息运用

Abstract

The information environment of listed company is a series of information communication and activities based on firm-specific information. And companies' information environment has direct impact on the stock price reaction to its intrinsic value. Recently, with the deepening of financial globalization, the information flows faster and faster, and the listed company in the Chinese securities market experiences rapid growth. However, there are still many problems, and these problems are closely related with the information environment. Under this background, the academia and government give more attention to firm-specific information, but there is still lack of systematic analysis. Therefore, it shows important theoretical innovation and reality significance that systematically analyzes the information environment of listed company.

Information ecology theory provides a new perspective for information management. This study starts with theoretical analysis, followed by empirical research and then political suggestion. Based on reviewing the relative studies, this dissertation quantitatively researches on the information environment by A-share listed company, and explores information disclosure, transmission and utilization of firm-specific information from information ecology perspective.

(1) This dissertation defines the information environment of listed company, and especially, emphasizes listed company is the main information source. The information environment includes information disclosure of listed companies, information transmission of intermediaries and investment behavior of investors. Meanwhile, this dissertation reviews the relative informational theory.

(2) Based on summarizing the measurement method, this dissertation proposes an improved model by using Chinese listed company data from 2002 to 2011. And the effectiveness of the model is also examined.

(3) This dissertation explores the information environment from three main sections following information ecology theory. That is information disclosure, information transmission and information utilization. In the section of information disclosure, this dissertation calculates an information disclosure quality index with entropy weight coefficient method. And then the evaluation results are applied to describe information disclosure quality of Chinese securities markets. The empirical

result shows that the calculated index has better explanatory power. In the section of information transmission, this dissertation focuses on analysts' information behavior. And the relation between analyst coverage and the firm-specific information, star analysts and the firm-specific information, and the impact of market trends are also examined. Considering that the influences of analyst coverage on stock return synchronicity may be endogenous, this study also uses the instrumental variable to alleviate this concern. The empirical result indicates that analysts pay more attention on market-wide information, while star analysts coverage actually increase stock price informativeness. The findings from market trends, however, show that analysts increase attention on firm-specific information in bull market. After previous procedure, the information utilization section is taken into consideration. In the section of information utilization, this study finds that institutional investors have obvious advantages in information processing by comparative analysis with individual investors. And then this dissertation investigates holdings of institutional investors. The empirical result shows that institutional ownership and institutional number increase the firm-specific information, and have a positive effect on the information environment. However, the relation between institutional investors and crash risk also implicitly indicates the active monitor hypothesis is not hold in the Chinese securities market.

(4) This study reviews core issues in the information environment of Chinese listed company, and discusses international experience. Meanwhile, the last context proposes the political suggestion to improve the information environment from the aspects of improving information disclosure quality, regulating securities analysts, strengthening institutional investors and developing information synergistic supervision mechanism, and so on.

Key Words: Listed company; Information environment; Information ecology; Information disclosure; Information transmission; Information utilization

目 录

学位论文原创性声明和学位论文版权使用授权书	I
摘 要	II
Abstract	IV
插图索引	X
附表索引	XI
第 1 章 绪论	1
1.1 选题背景与研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 相关研究综述	3
1.2.1 信息环境视角下公司信息的研究	3
1.2.2 上市公司信息环境度量的研究	4
1.2.3 上市公司信息环境影响因素的研究	5
1.3 研究思路与内容	8
1.3.1 研究思路	8
1.3.2 研究内容与结构安排	10
1.4 研究创新	11
第 2 章 信息生态视角下的公司信息环境理论分析	12
2.1 相关概念的界定	12
2.1.1 信息生态的内涵	12
2.1.2 证券市场信息的内涵	13
2.1.3 上市公司信息环境的内涵	14
2.2 信息生态视角下公司信息环境的构成	15
2.2.1 信息生产与公司信息披露	15
2.2.2 信息传递与公司信息传递	16
2.2.3 信息消费与公司信息运用	16
2.3 公司信息环境的现代金融理论分析	17
2.3.1 信息生命周期与信息资源管理理论	17
2.3.2 信息反映与有效市场理论	18
2.3.3 信息不对称与信号传递理论	19
2.3.4 信息价格与市场微观结构理论	19

2.4 本章小结·····	20
第 3 章 上市公司信息环境的度量及有效性检验·····	21
3.1 上市公司信息环境的度量指标·····	21
3.1.1 股价同步性指标·····	21
3.1.2 会计盈余指标·····	23
3.1.3 度量指标的评价与选择·····	24
3.2 上市公司信息环境度量设计·····	25
3.2.1 样本选取与数据来源·····	25
3.2.2 公司信息含量的度量模型·····	25
3.3 上市公司信息环境度量的实证结果与分析·····	26
3.3.1 信息环境的总体特征·····	27
3.3.2 信息环境的市场层面·····	29
3.3.3 信息环境的行业层面·····	30
3.4 上市公司信息环境度量的有效性检验·····	31
3.4.1 样本选取与模型构建·····	32
3.4.2 有效性检验的实证结果与分析·····	33
3.5 本章小结·····	34
第 4 章 信息生态视角下上市公司信息披露质量研究·····	35
4.1 上市公司信息披露的原则与内容·····	35
4.1.1 上市公司信息披露的原则·····	36
4.1.2 上市公司信息披露的内容·····	37
4.2 上市公司信息披露指数的编制·····	38
4.2.1 编制上市公司信息披露指数的意义·····	39
4.2.2 编制上市公司信息披露指数的方法·····	40
4.3 上市公司信息披露质量的实证结果及分析·····	44
4.3.1 样本选取和数据来源·····	44
4.3.2 指标权数的计算结果分析·····	44
4.3.3 上市公司信息披露质量的整体评价·····	47
4.3.4 上市公司信息披露质量的市场比较·····	48
4.3.5 上市公司信息披露质量的行业分析·····	49
4.4 本章小结·····	50
第 5 章 信息生态视角下分析师信息传递行为研究·····	52
5.1 上市公司信息传递渠道分析·····	52
5.1.1 媒介渠道·····	53
5.1.2 证券分析师渠道·····	54

5.2 分析师信息传递的理论分析与研究假设	55
5.3 分析师信息传递的实证研究设计	56
5.3.1 样本选取与数据来源	56
5.3.2 研究变量定义	56
5.3.3 证券分析师信息传递行为的模型构建	59
5.4 分析师信息传递的实证结果与分析	60
5.4.1 描述统计分析	60
5.4.2 工具变量合理性检验	61
5.4.3 证券分析师信息传递行为分析	62
5.4.4 明星分析师信息传递行为分析	63
5.4.5 市场行情对分析师信息传递行为的影响	64
5.4.6 稳健性检验	66
5.5 本章小结	67
第 6 章 信息生态视角下机构投资者持股行为研究	69
6.1 证券市场投资者行为特征分析	69
6.1.1 个人投资者	70
6.1.2 机构投资者	71
6.2 机构投资者持股行为的理论分析与研究假设	73
6.3 机构投资者持股行为的实证研究设计	75
6.3.1 样本选取与数据来源	75
6.3.2 研究变量定义	75
6.3.3 面板数据模型的设计	77
6.4 机构投资者持股行为与信息环境的实证结果及分析	79
6.4.1 描述统计分析	79
6.4.2 机构投资者持股与公司信息的关系分析	80
6.4.3 机构投资者持股与股价崩盘风险的关系分析	81
6.4.4 金融危机对机构投资者持股与股价崩盘风险的影响	82
6.5 本章小结	83
第 7 章 公司信息环境治理的国际经验及相关对策	85
7.1 上市公司信息环境存在的问题	85
7.1.1 上市公司信息披露质量不高	85
7.1.2 证券分析师的专业素质不佳	87
7.1.3 机构投资者结构不合理	87
7.2 上市公司信息环境治理的国际经验与启示	88
7.2.1 上市公司信息披露方面	88

7.2.2 证券分析师培养方面·····	90
7.2.3 机构投资者建设方面·····	91
7.3 上市公司信息环境治理的相关对策·····	92
7.3.1 提高上市公司信息披露质量·····	93
7.3.2 规范证券分析师行业发展·····	94
7.3.3 加强机构投资者队伍建设·····	96
7.3.4 构建信息协同监管机制·····	98
7.4 本章小结·····	99
结 论·····	101
参考文献·····	103
致 谢·····	112
附录 A 攻读学位期间发表的学术论文目录·····	114
附录 B 攻读学位期间所参与的科研项目目录·····	115

插图索引

图 1.1	研究框架图	9
图 2.1	理论分析研究内容图	12
图 2.2	上市公司信息环境过程图	17
图 2.3	信息生命周期过程图	18
图 3.1	上市公司信息环境度量研究内容图	21
图 3.2	2002~2011 年公司信息含量变动趋势	28
图 4.1	上市公司信息披露质量测度与评价图	35
图 4.2	上市公司信息披露过程图	38
图 4.3	上市公司信息披露指数分布情况	47
图 5.1	证券分析师信息传递研究内容图	52
图 5.2	上证综指 2003~2011 年价格走势图	65
图 6.1	机构投资者持股行为研究内容图	69
图 6.2	个人投资者新增 A 股账户数(单位: 万户)	70
图 7.1	公司信息环境治理相关对策研究内容图	85
图 7.2	信息隔离制度基本框架	95
图 7.3	合格境外投资者(QFII)投资审批情况(2003~2012)	97
图 7.4	证券市场信息协同监管体系设计	99

附表索引

表 1.1	公司信息环境影响因素研究的主要文献·····	8
表 3.1	两种度量指标的比较·····	24
表 3.2	2002~2011 年 $Info_1$ 的统计特征·····	27
表 3.3	2002~2011 年 $Info_2$ 的统计特征·····	28
表 3.4	2002~2011 年上海证券市场公司信息含量分析·····	29
表 3.5	2002~2011 年深圳证券市场公司信息含量分析·····	30
表 3.6	2002~2011 年公司信息含量行业分析·····	31
表 3.7	主要变量的统计特征·····	33
表 3.8	有效性检验的回归结果·····	34
表 4.1	信息披露质量指标体系·····	43
表 4.2	2002~2011 年信息披露质量指标权重·····	45
表 4.3	2002~2011 年信息披露质量指标权重排名·····	46
表 4.4	上市公司信息披露质量总体表现·····	48
表 4.5	沪深两市信息披露质量市场比较·····	49
表 4.6	2011 年分行业上市公司信息披露指数比较·····	50
表 5.1	证监会指定的信息披露渠道·····	53
表 5.2	变量定义与度量·····	58
表 5.3	2003~2011 年分析师跟进人数和明星分析师跟进人数·····	60
表 5.4	研究变量的描述性分析·····	61
表 5.5	证券分析师信息传递行为的回归结果·····	62
表 5.6	明星分析师信息传递行为的回归结果·····	64
表 5.7	证券市场不同行情的回归结果·····	65
表 5.8	研究假设 5.1 和研究假设 5.2 的稳健性检验 ·····	66
表 5.9	研究假设 5.3 的稳健性检验·····	67
表 6.1	个人投资者 A 股账户持有人期末年龄分布表·····	71
表 6.2	2001~2011 年中国证券投资基金发展情况·····	72
表 6.3	2011 年末个人投资者与机构投资者 A 股账户市值比较·····	73
表 6.4	变量定义与度量·····	76
表 6.5	研究变量的描述性分析·····	79
表 6.6	机构投资者与公司信息回归结果·····	80
表 6.7	机构投资者与崩盘风险回归结果·····	81

表 6.8	金融危机对机构投资者与股价崩盘风险的影响分析·····	82
表 7.1	上市公司信息披露违规处罚统计(2002~2012) ·····	86
表 7.2	“研报门”事件总结·····	87
表 7.3	主要信息披露评价体系比较·····	89

第 1 章 绪 论

上市公司是证券市场的基石，上市公司信息环境的完善程度直接影响了股价对其内在价值的反应。近年来，上市公司深陷诚信危机，对公司基本面信息的理解和挖掘成为了学界和业界关注的焦点。市场监管部门为此颁布了一系列法律法规，如《上市公司信息披露管理办法》、《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》等，将完善上市公司信息环境，加强上市公司信息监管作为工作重点。因此，整体把握上市公司信息环境及其市场参与主体的各种信息行为是十分重要的。

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

信息环境(Information Environment, IE)是信息生态的重要组成部分，关于信息环境的探讨反映了生态观念与信息社会间日益紧密的联系。近年来，随着研究的进一步深入以及学科融合的不断推进，企业信息环境管理这一新兴的交叉学科得以快速发展，它主要讨论企业信息环境中人、企业组织与信息的关系，例如企业信息资源管理、企业信息系统开发、企业信息环境构建等。这些理论与实证研究为企业信息环境的研究奠定了重要的基础。

伴随着证券市场的不断发展壮大，中国上市公司已成为推动国民经济发展的主要力量。截止 2012 年 12 月底，沪深两市上市公司达 2494 家，总市值达 23.04 万亿元，流通市值 18.17 万亿元，2012 年境内外筹资总额达到 6852.86 亿元¹。同时，经过 20 多年的发展，中国证券市场已初步建立了以《证券法》、《公司法》等相关法律法规为主体，信息披露准则、企业会计准则等具体规范为辅助的多层次上市公司管理体系。上市公司整体质量的提升为中国证券市场可持续发展注入了强劲动力。

然而，中国作为发展中的新兴转轨经济体，其证券市场总体上仍处于发展阶段，上市公司在飞速发展的同时仍存在不少问题。其中，信息披露违规引发的诚信危机、信息传递不效率的问题尤为凸显，致使投资者难以运用上市公司信息作出科学的投资决策。这不仅给投资者带来了经济上的损失，也严重挫伤了投资者的信心，进而制约了上市公司的持续健康发展。这些问题的出现也凸显了上市公

1 数据来源：中国证券监督管理委员会官方网站(<http://www.csrc.gov.cn>)。

司信息环境治理的重要性。上市公司信息环境是围绕公司层面信息而展开的各种信息交流和信息活动的集合。

上市公司信息环境的涉及面很广，既与市场参与主体的信息披露、信息传递以及信息运用相关，还与证券市场制度环境以及市场行情等诸多方面相关。这也是目前为止企业信息环境研究比较零散的原因。为此，本文从信息环境的内涵出发，依据上市公司信息环境中一系列信息活动和信息行为，构建系统化的上市公司信息环境及其相关影响的研究框架。

1.1.2 研究意义

企业信息环境是个复杂的体系，上市公司信息环境的整体度量以及不同市场和行业间信息环境特征描述是信息环境研究的基础。评估和考察上市公司信息环境中各类信息活动及其相关影响，不仅对丰富信息管理的相关理论有重要的价值，还能为参与金融市场的机构和政府管理层，提高信息监管能力，完善证券市场基础性制度建设提供新的思路。具体来说，本文的研究意义如下：

(1) 有助于丰富和完善企业信息管理的理论体系。本文从上市公司信息环境的内涵入手，运用相关指标，对上市公司整体信息环境进行度量，从而为进一步研究上市公司信息环境中的信息活动和信息行为提供必要的理论基础和实证支持。由此可见，本文的研究可以在一定程度上拓宽信息环境的研究内容和研究范围，推进信息管理领域的研究在证券市场的应用，具有较强的理论价值。

(2) 有助于改善企业信息环境，提升企业自身价值。信息生态理论主要运用系统论的方法，研究了系统构成要素、各要素间的相互关系以及信息在要素间的传递等问题。本文以信息生态理论为依托，将公司信息环境分解为信息生产者(上市公司)、信息传递者(证券分析师)和信息消费者(投资者)，并探讨了各要素的主要信息活动。就信息生产而言，全面了解上市公司信息披露质量是系统全面认识企业价值的根本前提；就信息传递而言，对证券分析师行为的研究有助于加快信息中介行业的发展，以建立起企业和投资者间的有效沟通渠道；就信息消费而言，对机构投资者交易行为的研究有助于加快构建市场理性投资队伍，以实现股票价格对企业价值的真实体现。由此可见，本文的研究具有较好的现实指导意义。

(3) 有助于丰富宏观调控的政策内容。在上市公司信息环境的研究中，本文以中国证券市场基本特点为背景，结合市场的制度因素和行情因素，对上市公司信息环境特点进行刻画。而后，总结成熟市场的经验，将相关结论推广至金融改革实践中，并针对信息环境治理过程中存在的核心问题提出更加科学、合理、有效的政策建议。由此可见，本文对上市公司信息环境及其影响因素的研究具有较好的时效性和实践性。

1.2 相关研究综述

近年来,随着全球信息化趋势的不断加强,投资者面对的不再是简单的单个信息,而是一个复杂的信息体系。不少学者开始关注信息环境体系、信息环境度量方法以及信息环境影响因素等,并取得了一定的研究成果。

1.2.1 信息环境视角下公司信息的研究

环境通常是指围绕着人的空间,一系列可以直接或间接影响人类生活和发展的各种因素的总和。传统的环境包括自然环境、经济环境、社会环境、法律环境等。信息环境的概念最早从信息生态学中衍生出来,美国未来学家 Toffler 首次提出了信息圈(Info-Sphere)一词,引发了学者们对信息环境的关注和思考^[1]。随后, Davenport 较为完整地描述了信息生态的内涵,并将生态理念引入到信息管理理论中。其主要观点认为,信息生态由 3 个层次的环境组成,即信息环境、组织环境和外部环境。其中,信息环境包括信息战略、政治、信息行为和文化信息人员、信息过程和信息架构^[2]。同时,英国联合信息系统委员会(Joint Information Systems Committee, JISC)从技术和服务层面来定义信息环境,并编制了一部信息环境词表,认为信息环境包括了信息本身以及从事信息收集、处理以及传播的个人和组织^[3]。

证券市场是一个由上市公司、投资者、中介机构、监管机构等参与主体构成的复杂市场,市场的运作过程实质上是信息的处理过程。可以认为,证券市场是一个信息市场。

Sami 和 Zhou 认为,信息环境是个人、机构或系统收集信息、处理信息、传递信息和使用信息的过程^[4]。Lerman 通过信息是否可得、信息是否精确以及信息是否存在歧义这 3 方面的指标来衡量证券市场信息环境的不确定性^[5]。Bae, Bailey 和 Mao 的研究表明,公司信息环境主要反应在公司的收益波动、信息产生的指标、盈余公告反应 3 方面^[6]。Aleksanyan 指出,上市公司信息环境是价格敏感性信息的集合,具体包括媒体、分析师以及上市公司向证券市场披露的各种财务信息^[7]。

罗义成则认为,信息环境包括了信息人、信息资源、信息技术、信息伦理和信息政策与法律等因素^[8]。蒋录全和邹志仁指出,企业信息环境由信息生产者、信息传递者、信息消费者、信息分解者构成^[9]。吴涛认为,企业的信息环境是企业管理和决策的基础,规模大的企业需要通过收集、分析、加工和利用更多数量的信息来保持相同确定的信息环境^[10]。

随着信息技术的发展,证券市场的信息流动越来越快速,市场环境越来越复杂。Shan, Taylor 和 Walter 认为,管理层不仅需要关心股价收益波动所带来的公司层面风险,更应该关注股票的信息环境,因为有效的信息环境可以减少公司信息

不确定所带来的风险^[11]。Kelly 从交易价格、流动性、信息成本和投资者关注程度 4 方面对信息环境的质量进行了实证研究,认为较差的信息环境特征表现为:机构投资者比例较低、证券分析师的报道较少、交易成本较高、流动性较低、私有信息风险较大、信息事件较少以及知情交易较少^[12]。

从以上文献可以看出,公司信息环境是个复杂的体系,与信息环境相关的研究将有助于减少公司信息不确定所带来的风险。目前,中国沪深证券市场尚处于发展阶段,信息环境治理中还存在一些亟待解决的问题。

鉴于此,本文将重点以沪深两市上市公司为研究对象,并结合生态学理论、信息管理科学理论、金融市场理论对上市公司信息环境进行分析。

1.2.2 上市公司信息环境度量的研究

从现有文献来看,上市公司信息环境主要有两类度量方法:一是从上市公司股票价格的角度,对上市公司股价信息含量进行解析,通过度量股票价格波动过程中不受市场层面信息的影响,而仅仅由公司层面信息解释的信息含量来衡量信息环境。因为在一个成熟有效的证券市场,股票价格能够及时充分地反应各种信息,不仅包括市场上宏观信息,还包括公司运营的信息;二是选择替代变量来衡量上市公司信息环境。这些研究均在理论和实证上取得了一定的成果。

Roll 最先提出了股价波动同步性(Stock Price Synchronicity)概念,并指出股价同步性程度越高,上市公司股价反映的公司信息含量就越低。Roll 运用资产定价模型的拟合系数(R^2)来衡量股价信息含量。 R^2 体现了市场上私人信息融入价格的速度,而这种速度与信息环境密切相关^[13]。此后,很多学者从股票价格的角度,对股价信息进行了有益探索。

Campbell, Lettau 和 Malkiel 将上市公司股票价格波动分解为企业层面的信息冲击、行业层面的信息冲击以及市场层面的信息冲击。他们以美国证券市场为例,证明了公司层面信息引致的股价波动在样本期间内显著上升,而行业与市场层面信息对股价波动的解释力下降^[14]。Durnev, Morck 和 Yeung 在研究股价波动与股价信息含量关系时,将公司层面信息波动定义为不能被市场与行业收益解释的部分,为股价信息含量的研究提供了理论依据^[15]。Wurgler 证明了股票价格中包含公司层面信息量越多,股票价格越接近于企业实际价值,股价信息含量越高,资源配置效率也更高^[16]。此外, Vega 运用基于信息的交易比率(Probability of Information-Based Trading, PIN)指标测度股价所包含的公司专有信息,证明高 PIN 值股票的公司盈余公告具有更低的事后超额收益,事前股价信息含量更高^[17]。

Morck, Yeung 和 Yu^[18], Jin 和 Myers^[19], Li, Morck 和 Yang^[20], Khandaker^[21], Hsin 和 Tseng^[22]等从国家的层面,证明了新兴证券市场股价同步性要高于发达国家证券市场,股价中的公司信息含量较低。其中, Morck, Yeung 和 Yu 认为,发展中

国家的企业相关程度更高，这种相关关系决定了股价波动的趋同性。Jin 和 Myers 认为，企业透明度较低是导致新兴证券市场公司信息含量较低，股价同步性较高的主要原因。Li, Morck 和 Yang 则认为，在成熟的发达国家证券市场，开放程度较高，监管体系较为健全，因而公司股价波动同步性较低，股价信息含量较高。而在 Khandaker 以及 Hsin 和 Tseng 的研究中均提到了新兴证券市场的上市公司信息披露较差，企业透明度较低，投资者收集企业层面信息成本较高。此外，Francis, Hasan 和 Song 运用 37 个国家的银行业上市公司数据，发现金融危机时期上市公司股价同步性增强，而且国有持股比例、银行规模在危机时期对股价同步性的影响较为明显^[23]。

近年来，在外部信息环境日渐复杂以及内部信息披露逐渐严格的趋势下，上市公司开始对企业的信息环境进行治理。学者们也对中国上市公司股价信息开展了尝试性的研究。孔东民和申睿通过对 R^2 与公司信息环境的检验发现， R^2 蕴涵了市场和公司信息，且 R^2 与公司信息环境有显著关系^[24]。陈梦根和毛小元的研究表明，中国证券市场中股价波动反映公司基本面信息的比例平均为 52% 左右。股价信息含量指标呈逐年递增趋势，市场联动性特征不断减弱^[25]。袁知柱和鞠晓峰运用非平衡面板数据，实证表明了股价波动非同步性是中国上市公司股价信息含量有效的测度指标^[26]。此外，Wang, Wu 和 Yang 认为国有股持股比例较高和上市公司信息质量较差是中国证券市场股价信息含量较低的重要原因^[27]。

在替代变量的度量方法方面，不少学者根据研究的需要，从不同角度对信息环境度量完成了一些探索。Brown, Richardson 和 Schwager 从 3 个维度对信息环境进行度量，分别是企业规模，用来衡量信息集合的维度；证券分析师的预测准确度，用来衡量信息的差异程度；企业的经营业务数量，用来衡量信息变量的相关程度^[28]。这 3 个维度的度量方法为后续研究提供了重要的理论参考。Valero, Lee 和 Cai^[29]以及 Yu^[30]等学者延续了 Brown, Richardson 和 Schwager 的研究，选择证券分析师跟进人数作为替代变量来度量信息环境，这主要是因为证券分析师跟进人数的增多能降低企业的信息不对称程度，企业信息环境会得到改善。但替代变量进行度量的维度过于单一，度量的有效性大打折扣。

有鉴于此，本文结合中国证券市场自身特点，准确度量出中国上市公司信息环境，整体把握上市公司信息环境总体特征，以得到更符合现实经济情况的结论与启示。

1.2.3 上市公司信息环境影响因素的研究

上市公司信息环境问题不仅涉及公司治理、企业价值提升等问题，还与证券市场信息披露政策、信息传递机制以及制度环境等因素相关。上市公司的信息环境是否足以让投资者辨别其经营状况是评判证券市场质量的核心标准之一，这使

得上市公司信息环境影响因素的研究显得尤为重要。不少学者从不同的角度进行了一些探索。

学者们研究发现,信息披露是影响信息环境的重要因素。这主要是因为当信息披露质量较差时,企业内部承担了较多公司层面的风险,而投资者承担了较多市场风险,使得企业知情交易的概率下降。而当信息披露质量较高时,投资者知情交易概率增加,由其承担的公司层面风险增加,股价信息含量也随之增加^[19]。

在信息披露方面的研究中, Fernandes 和 Ferreira 系统阐述了发达国家和新兴市场国家的信息环境影响因素,认为信息披露、新闻报道、双重上市增加了发达国家上市公司股价信息的精确度,信息环境质量有所提高;而在新兴市场,信息披露和新闻报道具有驱逐私有信息的作用^[31]。荣莉,袁盛奇和陈梅花基于美国市场公平披露规则的经验证据,指出公平披露规则的实施对信息环境会产生正面影响,从而促进证券市场效率提高^[32]。谢赤和陈君兰提出,建立准确、全面、有效的上市公司信息披露质量评价体系对提高上市公司信息披露质量,改善信息环境十分必要^[33]。

与此同时,部分学者将重点集中在信息传递因素对上市公司信息环境产生的不同程度影响。其中,多数研究探讨了新闻媒体报道和证券分析师在证券市场信息传递过程中的作用。Stephen 和 Gul 阐述了新闻报道对股价以及投资者行为的影响,并指出新闻报道的质量和数量均能对股价信息含量产生一定程度的影响^[34]。Lee, Valero 和 Cai 则研究发现,分析师报道和修正意见的更改对于美国双重上市公司的信息环境改善有积极作用^[29]。Lang 和 Lundholm^[35]以及 Healy, Hutton 和 Palepu^[36]的研究均说明,良好的信息环境能通过分析师报道的增加和盈余预测精准度的提高两方面体现出来。

随着市场开放程度的增加,投资者理念愈加成熟,因而对证券分析师预测精准度的要求提高^[37]。在证券分析师的研究方面, Loh 和 Mian 认为证券分析师的两大职能是盈余预测和股票推荐^[38]。Chen, Cheng 则 Lo 重点探讨了证券分析师信息发现和信息解读能力对证券市场的重要性^[39]。近些年,证券分析师对市场效率的影响及其研报的信息含量问题都已经成为了学者们的研究热点,详见 Ramnath, Rock 和 Shane 的综述研究^[40]。

在证券分析师对公司信息的影响研究方面, Bryan 和 Tiras 指出,当分析师面临的信息不对称程度越高时,会减少与企业基本面相关的会计信息关注,转而关注非会计信息^[41]。Frankel, Kothari 和 Weber 通过系统的研究发现,证券分析师所提供的信息受到股票交易量、机构持有、信息搜寻费用等因素的影响^[42]。针对中国证券市场的特征,朱红军和何贤杰研究表明,证券分析师的信息活动能提高股价中的公司信息含量,对降低股价的同步性以及提高市场效率具有积极的推动作用^[43]。此外, Moshirian, Ng 和 Wu 通过对 13 个新兴证券市场 1996~2005 年证券分

析师荐股后异常收益率的分析发现,对证券分析师的推荐和修正,新兴市场股票价格的市场反应比发达国家市场更强烈^[44]。

除此之外,一部分学者从投资者的角度,实证分析了上市公司信息环境问题。例如,Barberis, Shleifer 和 Wurgler 分析出投资者对某类公司的特殊偏好,也是导致公司股价齐涨齐跌的主要原因^[45]。Balsam, Bartov 和 Marquardt^[46]以及 Cohen, Gompers 和 Vuolteenaho^[47]等学者认为,相比个人投资者,机构投资者具有更强的信息解读能力和正确运用信息的能力。Ting 和 Wang 以台湾上市公司为样本,研究发现机构投资者持股高的公司,股价反映出的公司信息越多^[48]。Yan 和 Zhang 系统探讨了长期机构投资者和短期机构投资者在证券市场的信息优势^[49]。Baik, Kang 和 Kim 的实证结果表明,相比国外机构投资者,本国的机构投资者更具有信息优势,对股价未来收益的预测能力更强^[50]。

就中国证券市场的机构投资者而言,谢赤,张太原和禹湘结合行为金融理论,从投资行为的角度,对证券投资基金投资行为与股市稳定性之间的关系进行了深入探讨^[51]。而侯宇和叶冬艳^[52],尹雷^[53]以及 Xie 和 Su^[54]等实证研究表明,机构投资者的交易行为确实增加了股价中的公司信息含量,能抑制股价的暴涨暴跌,促进股价的合理定价。为机构投资者稳定股价和引导市场提供了理论依据。

此外,还有一些学者从另一些侧面对上市公司信息环境进行了探讨,但均未形成研究体系。例如:Foucaul和Gehrig研究发现,双重上市可以增加企业的股价信息,管理层可以更多地运用专家意见进行更有效的投资决策^[55]。Lang, Lin 和 Miller系统地讨论了美国双重上市公司和非双重上市公司的信息环境,并指出双重上市增加了市场信息获取量,减少了分析师的跟踪成本,带来更多分析师的关注,并提高了他们预测的准确度。这样有利于增加潜在的投资者,并减少不确定性,从而增加企业价值^[56]。就中国上市公司而言,部分学者的研究也得到了类似的结论。例如,沈红波和潘飞^[57]以及王亚星,叶玲和杨立^[58]等的实证研究均证明,与A股公司相比,A+H股公司的信息环境显著优于A股公司,交叉上市改善了信息环境,降低了信息不对称风险,企业的外部信息环境对企业价值有着重要的影响。这些学者均证明了双重上市对改善上市公司信息环境的重要性。

又如:Wang 和 Yu^[59]以及 Sami 和 Zhou^[4]分别指出,会计准则以及审计标准的提高可以提高公司信息披露的质量,进而使得公司的信息环境提升。Gui, Kim 和 Qiu 认为,第一大股东持股比例、外资持股以及审计质量均会对上市公司股价信息含量产生影响,且股价同步性越高,股价中所包含的盈利信息越少^[60]。Hasan, Song 和 Wachtel 以中国证券市场的上市公司为研究对象,发现制度环境较好的省份,上市公司股价信息含量较高。这里,制度环境主要从产权保护、法律执行力以及政治多元化 3 个方面来衡量^[61]。类似地,袁知柱和鞠晓峰先后证明了会计信息质量、制度环境与公司治理因素对股价信息含量存在影响^[62, 63]。唐松,胡威和孙铮则从政

治关联的角度，发现有政治关系的公司股票价格同步性较高^[64]。

表 1.1 总结了上市公司信息环境影响因素的主要研究成果。

表 1.1 公司信息环境影响因素研究的主要文献

代表文献	影响因素	主要观点
Morck, Yeung 和 Yu(2000) ^[18]	投资者保护程度	投资者有效保护能提高股价波动非同步性
Bae, Bailey 和 Mao(2006) ^[6]	金融市场市场开放度	金融市场越开放股价信息含量越高
Jin 和 Myers(2006) ^[19]	会计信息质量	股价信息含量差异源于会计信息质量的差异
Dasgupta, Gan 和 Gao(2010) ^[65]	信息披露	信息透明度越高，股价中的公司信息含量越高
Xu, Chan 和 Jiang(2012) ^[66]	信息中介	证券分析师数量的增加会使得股票价格同步性增加
Lee 和 Valero(2010) ^[67]	跨境上市	双重上市可以改善企业信息环境

资料来源：本文根据相关文献整理而成。

从以上文献可以看出，学者们发现了一些能够影响上市公司信息环境的因素。然而，大部分研究都较为零散，不成体系，这对于解决信息环境中的问题不免存在一些局限。本文将在这些研究的基础上，依据“信息产生—信息传递—信息运用”这一信息活动规律，构筑一个较为新颖而全面的公司信息环境研究框架，更加系统深入地探讨上市公司信息环境中的信息活动。

1.3 研究思路与内容

1.3.1 研究思路

基于对上述现实背景与研究不足，本文依照上市公司信息环境与信息行为特征相一致的研究框架，并针对中国证券市场自身特点，对上市公司股价信息进行系统的规范化研究。本文遵循由理论分析到实证研究，再到政策建议的路线，具体研究思路如下(参见图 1.1)：

(1) 对上市公司信息环境的相关概念和基本理论进行详细阐述，并从信息生产者、信息传递者以及信息消费者 3 方面，理论分析信息生态与公司信息披露、信息传递、信息运用间的关系，为后续的实证研究奠定基础。

(2) 综述信息含量度量方法，选择相关指标对中国上市公司信息环境进行度量，整体把握上市公司信息环境的基本特征。在此基础上，针对上市公司信息披

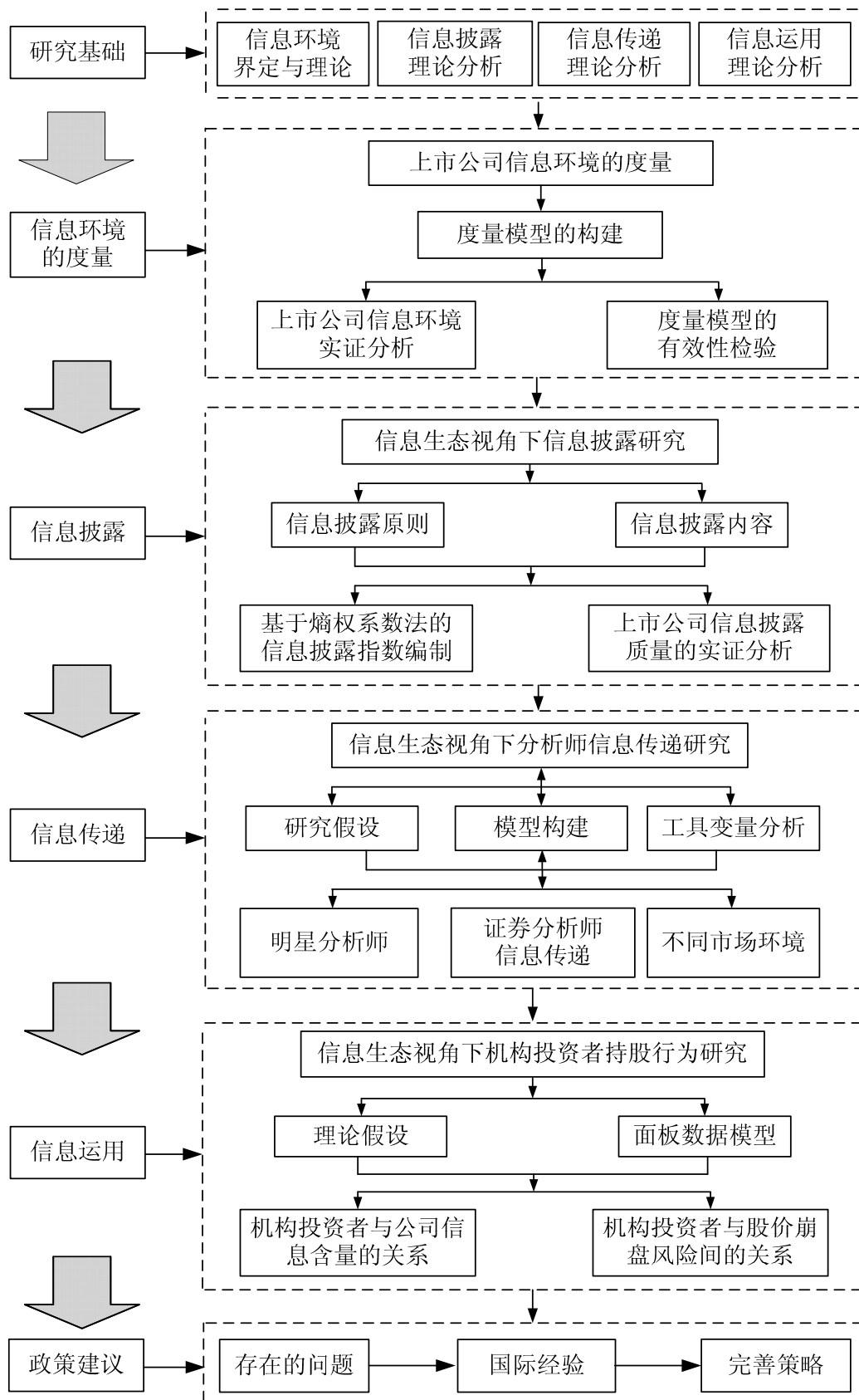


图 1.1 研究框架图

露、信息传递以及信息运用这一系列的信息活动，探讨其对上市公司信息环境的影响。

(3) 全面总结上市公司信息环境的度量结果，以及信息披露、信息传递与信息运用等多个信息活动的实证研究结论，最后在此基础上，针对上市公司信息环境存在的问题提出相应的政策建议。

1.3.2 研究内容与结构安排

本文的研究结合中国证券市场自身特点，对上市公司股价信息进行分析，试图探讨出目前上市公司股价对信息的反映程度以及存在的问题。在此基础上，从信息披露、信息传递和解读以及信息运用三个环节对上市公司股价信息的表现进行研究，进而提出相关政策建议。

具体来说，本文的章节安排如下：

第 1 章，为本文的绪论部分。首先分析本文的选题背景和研究意义，然后对上市公司信息环境的相关文献进行综述，最后对本文的研究思路、研究内容以及论文的结构安排进行概括。

第 2 章，综述上市公司信息环境的基本理论，为后续上市公司信息环境度量以及信息行为研究奠定基础。明确界定证券市场信息与上市公司信息环境的内涵，并对信息环境构成进行阐述。在此基础上，分别阐述上市公司信息披露、信息传递以及信息反应的基本理论，由此厘清上市公司信息环境的研究范畴以及相关研究对象的理论基础。

第 3 章，对上市公司信息环境进行实证检验与度量。具体来说，首先对信息含量度量方法的研究动态进行综述；然后选择 R^2 方法，并设计具体的实证研究方案；最后以沪深两市所有 A 股上市公司作为研究对象，从市场和行业两方面对实证检验结果进行比较分析，并对实证结果的有效性进行检验。

第 4 章，构建上市公司信息披露指数，并以沪深两市 A 股上市公司作为对象，对其信息披露质量进行实证研究。首先对上市公司信息披露的原则和主要内容进行详细阐述；然后依据熵权系数法编制出具体的上市公司信息披露指数；最后运用信息披露指数，从市场、行业和企业 3 方面对上市公司信息披露质量进行评价分析。

第 5 章，通过构造合理、有效的工具变量，对证券分析师的信息传递行为进行实证研究。首先详细阐述上市公司信息传递的主要渠道；然后系统分析证券分析师信息传递行为的相关理论，并提出本文的研究假设，并据此构建出证券分析师信息传递行为的基本模型；最后以沪深两市 A 股上市公司作为样本，实证分析证券分析师信息传递行为与公司信息间的关系、明星分析师传递行为与公司信息间的关系以及市场涨跌行情的影响。

第 6 章, 通过面板回归模型, 对中国机构投资者的持股行为进行实证研究。首先系统对比机构投资者与个人投资者在信息处理方面的特征, 并结合机构投资者的有效监督理论, 提出文章的研究假设; 然后利用面板数据, 构建出机构投资者持股行为与公司信息含量、机构投资者持股与股价崩盘风险的回归模型; 最后对实证结果进行分析。

第 7 章, 基于第 3~6 章对上市公司信息环境及其相关影响的研究结论, 系统阐述上市公司信息环境存在的问题并提出相应的改善对策。首先总结上市公司信息环境存在的问题; 然后结合成熟市场的国际经验, 从信息披露、信息传递与信息运用 3 方面提出完善上市公司信息环境的政策建议。

最后部分总结全文。

1.4 研究创新

本文在总结已有研究成果的基础上, 对上市公司信息环境展开研究, 研究创新主要体现在以下几方面:

(1) 将信息生态理论引入到企业信息管理研究中, 系统地界定了上市公司信息环境的内涵, 拓展了信息环境研究的理论框架。同时, 结合信息生态要素的运动规律, 提出从信息披露、信息传递以及信息运用 3 个方面来研究上市公司信息环境, 为全面认识公司信息环境提供了一种可行的路径。

(2) 全面总结并讨论了公司信息的度量方法, 提出改进后的股价同步性指标, 从而更加全面地描绘上市公司信息环境的特征。同时, 通过股价同步性指标和会计盈余指标的有效结合, 有效检验了股价同步性指标在中国证券市场中的适用性。

(3) 编制了一套统一、客观的上市公司信息披露质量评价指数, 并对上市公司信息披露质量进行了测度和评价。由实证结果可知, 本文编制的指数较好地诠释了上市公司信息披露质量, 与现实情况基本吻合。从而为中国证券市场建立完整、科学、有效的上市公司信息披露质量评价体系提供了参考。

(4) 构造合理、有效的工具变量, 系统研究了证券分析师的信息传递行为, 较好地解决了证券分析师与公司信息之间存在的内生性问题。同时, 从明星分析师和市场行情的视角, 探讨了分析师信息传递行为, 为加强证券分析师的培养提供了新的实证依据。

(5) 基于面板数据模型, 有效地甄别出机构投资者持股行为对公司信息的影响。同时, 从公司治理的视角, 辨析了机构投资者对公司股价信息的影响, 从而较为完善的总结出机构投资者对公司信息环境的影响规律, 并提出若干改进的政策建议。

第 2 章 信息生态视角下的公司信息环境理论分析

随着生态理论研究的日益深入，生态理论被广泛应用于自然科学和社会科学的诸多领域。信息生态理论从生态学的角度，探讨人与信息环境的关系。本章将在信息生态的理论框架下，对公司信息环境的理论基础进行梳理，从而为后续上市公司信息环境的相关研究提供系统化的理论支撑。本章余下部分安排如下：2.1 节对信息生态及上市公司信息环境等概念进行界定；2.2 节对信息环境的构成进行阐述；2.3 节分别阐述上市公司信息披露、信息传递以及信息运用的基本理论；2.4 节为本章小结。见图 2.1。

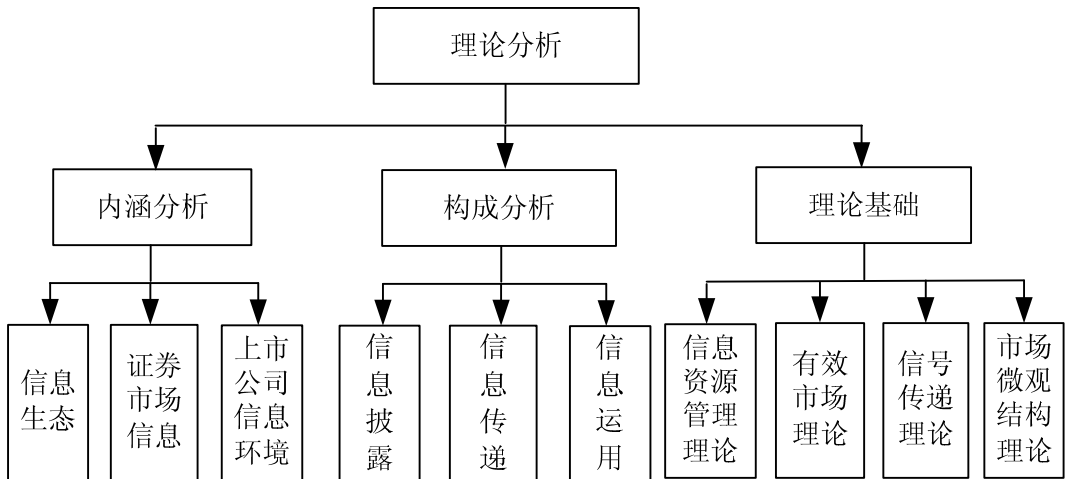


图 2.1 理论分析研究内容图

2.1 相关概念的界定

信息生态理论为信息管理提供了生态学的研究视角，本节首先对信息生态和证券市场信息的基本内涵进行分析，在此基础上明确界定上市公司信息环境的内涵及其研究范畴。

2.1.1 信息生态的内涵

信息生态是由信息、人、环境等多种要素组成的体系。与自然生态一样，信息生态中的各要素密切联系，相互依赖，形成一定的层次结构和系统功能。

在信息生态的各要素中，信息是整个体系的核心，无论信息人还是信息环境都围绕信息的演化而展开；信息人是信息活动的主体，包括了信息的生产者、信息传递者、信息消费者和信息分解者；信息环境是与信息相关的一切信息活动的

集合，可以分为社会信息环境、组织信息环境和个人的信息环境等。

信息生态理论探讨了“信息—人—环境”框架下各要素间的相互联系和相互影响。该理论的研究主要集中在以下几方面：一是信息生态系统的构建以及系统运行机制的分析；二是信息生态系统的影响因素、评价体系以及评价方法等问题；三是信息生态失调等问题，包括信息资源分布不合理、信息垄断、信息伦理等方面。

在信息生态研究方法上，信息生态链理论得到了广泛应用。信息生态链一方面强调信息、人和信息环境等基本要素的重要作用，另一方面更加强调了信息生产、信息传递、信息消费和信息分解的运动规律。通过信息生态链管理，实现了信息生态的持续动态平衡。

本文依据信息生态理论的观点，以上市公司为信息主体，探讨信息生产、信息传递以及信息消费 3 个环节的信息活动规律。

2.1.2 证券市场信息的内涵

证券市场信息是指能够在不同强度上直接或间接影响证券市场价格波动的因素与事件，主要分为市场信息和上市公司信息。市场信息主要包括宏观经济运行状况、宏观经济政策信息以及政治文化等非经济信息；公司信息主要包括上市公司披露的会计信息、公司的重大战略决策信息以及突发事件。

2.1.2.1 市场信息

市场信息首先影响的是上市公司的生存环境，市场环境的改变必然对上市公司未来的经营产生影响，进而影响整个证券市场。

(1) 宏观经济信息。证券市场是宏观经济的晴雨表。一方面它表明证券市场是宏观经济的先行指标，另一方面也说明宏观经济的运行决定着证券市场。宏观经济的好坏将直接引起证券市场的波动，宏观经济信息是影响证券市场长期走势的重要因素。影响股票价格变化的宏观经济信息主要有国内生产总值、经济周期以及通货因素等。

(2) 宏观经济政策信息。主要包括货币政策和财政政策。其中，中央银行调控宏观经济的货币政策工具主要有：利率、存款准备金率、公开市场业务等。财政政策的主要手段包括：国家预算、税收、国债等。

(3) 国际证券市场的信息。随着证券市场开放的脚步逐渐加快，中国经济与世界经济的联系日益紧密，所以国际证券市场上股价的波动会通过各种渠道影响到国内证券市场。

2.1.2.2 公司信息

公司信息包括企业的经营状况和发展状况、公司决策信息和突发事件等。公

司信息将对公司未来的现金流、净资产收益率、资金成本等因素产生直接的影响，这些信息与公司的基本价值密切相关。

(1) 会计信息。会计信息主要反映企业的财务状况和经营成果。依照现行的会计理论，上市公司的股票价格是由其未来的盈利能力决定的，当盈利信息公布时，股票价格变动所反映的是未来盈利情况。因此，投资者可以通过会计信息来了解企业的经营状况。

(2) 公司决策信息。股利分配、增发新股、资产重组、收购兼并和更换管理层等等均是上市公司的重大决策信息。这些信息对上市公司股票价格的影响取决于投资者的预期以及实际情况与市场预期之间的差距，差距越大，股价波动也就越大。

(3) 突发事件。上市公司的突发事件包括法律诉讼、坏帐等不可预期的信息，这些信息也会影响到上市公司的股票价格行为，影响的结果要视实际情况来分析。突发事件肯定会引起股票价格的波动。

2.1.3 上市公司信息环境的内涵

信息环境是指各类信息交流和信息活动要素的集合。从宏观层面来看，上市公司信息环境是指由信息、信息使用者、信息基础设施、信息政策和法规等多元素组成的体系，它们相互联系、相互作用，与上市公司信息活动密切相关，共同构成了上市公司信息环境。

从微观层面来看，上市公司信息环境是围绕公司层面信息而展开的一系列信息活动。具体地说，上市公司信息环境是以上市公司为主要信息源，探讨市场参与主体的各种信息行为，不仅包括其自身的信息披露行为，还包括信息中介的信息解读和传递行为，以及投资者基于公司信息而进行的投资行为等。因此，从上市公司信息产生到最终被价格吸收整个过程中的信息活动构成了信息环境，这类信息活动所引起的股价波动被认为是上市公司信息环境的股价反应。宏观的信息环境涵盖了上市公司外部信息环境与上市公司微观层面的信息环境。

对于上市公司而言，信息环境制约着市场参与主体信息传递、信息运用等信息活动；市场参与主体的信息交流程度(如信息不对称程度)又对上市公司信息环境的质量存在影响。那么，什么样的信息环境才是高质量的信息环境呢？

从质上来说，由于信息具有客观性、时效性、可传递性、系统性、动态性等特征，良好的信息环境要求上市公司能够及时有效地将信息进行披露，中介机构能够客观全面地将原始信息和加工后的信息进行传递，而投资者运用这些信息能够获得一定的投资收益。

从量上来说，由于信息是用来减少和消除人们对某一事物认识过程中的不确定性的东西，消除的不确定性程度越大，信息含量越大。上市公司信息环境中既

包含了市场层面信息，也包含了公司层面信息。其中，市场层面信息反映更多的是市场行情，是涨跌趋势的表现，而公司层面信息反映的是企业内在价值，所包含的确定性信息更多，对加深企业认识的贡献更大。基于以上理由，本文认为上市公司信息活动中传递的公司层面信息越多，则信息环境越好。由于市场层面信息和公司层面信息都可以通过上市公司股价波动反映出来，因此可以通过度量股票价格波动过程中不受市场层面信息的影响，而仅仅由公司层面信息解释的信息含量来衡量上市公司信息环境。

在上市公司信息环境中始终存在着质和量的问题，因此本文将上市公司信息环境量的衡量作为研究的一个重点内容，试图从整体上把握目前中国上市公司信息环境的情况，继而从信息环境的各个环节来阐释上市公司信息活动对信息环境的影响以及存在的问题。

2.2 信息生态视角下公司信息环境的构成

本节将在信息生态的理论视角下，探讨公司信息环境的构成，具体从信息披露、信息传递、信息运用 3 方面进行分析。

2.2.1 信息生产与公司信息披露

在信息生态中，信息生产者是最基础和最关键的组成部分。生产者所提供的信息，是传递者和消费者最初的消息来源。在公司信息环境中，上市公司扮演着信息生产者的角色，所披露的信息是投资者投资决策最重要的信息来源。

所谓信息披露，是指上市公司通过一定的媒介向投资者公布公司一切真实信息，以便投资者进行投资决策。作为上市公司信息交流和活动的第一个环节，信息披露是上市公司的法定义务。良好的信息环境与真实、准确、完整、及时和公平的信息披露密不可分。

上市公司作为证券市场的重要参与主体之一，同样希望通过证券市场实现自身的利益最大化，因此上市公司将选择合适的时间、方式以及渠道对公司相关信息进行披露。Eng 和 Mark^[68]，Cheng 和 Courtenay^[69]以及周开国，李涛和张燕等^[70]的研究表明，股权特征、董事会特征以及企业规模等因素均会对上市公司信息披露产生影响。

从披露时间上来说，上市公司信息披露普遍存在“好消息早，坏消息晚”的基本规律，即盈利公司比亏损公司更及时地公布年度报告^[71, 72]。从披露方式上来说，越来越多的上市公司将信息披露的方式由强制信息披露转变为强制和自愿相结合的信息披露方式，即除了完成相关部门规定的基本信息披露，同时还会披露一些与企业目标、社会责任以及环境保护相关的信息^[73, 74]，以满足公司治理以及

投资者的需要。

2.2.2 信息传递与公司信息传递

信息传递是信息生态系统的基本功能之一。通过信息传递，信息在各信息生态主体间流动，各主体在信息影响下作出相应反应，使得生态系统能基本维持在平衡状态。在公司信息环境中，信息传递是指公司信息形成后，迅速高效地被投资者了解和吸收的过程。通过信息传递，实现不同参与主体间的信息交流。

公司信息传递一方面可以通过先进的信息处理设备，对上市公司披露的信息加以处理和传递；另一方面将零散的信息进行收集，通过提炼、分析信息间的相关性和内在联系，并将其传递给市场其他参与主体。

近年来，上市公司披露的信息数量逐年增多，未经处理的原始信息很难被所有投资者理解，加之上市公司财务信息相互矛盾的情况常有发生，使得投资者对于加工和处理过的信息存在强烈的需求。由此，在信息传递过程中产生了一批专职研究公司信息并提供投资建议的队伍，成为信息中介。他们不仅比一般投资者获得的信息更多，而且由于专业分工的不同，在信息分析和处理能力上都要强于一般投资者。信息中介的存在一方面降低了信息搜寻成本，另一方面提高了信息的质量。

2.2.3 信息消费与公司信息运用

在信息生态中，信息消费者直接或间接依赖信息生产者所制造的信息，将信息运用于实践中，使信息发挥作用，产生效益。而在公司信息环境中，信息运用是指上市公司信息在经历过披露和传递两个环节后，最终被投资者选择并运用到投资决策中的过程，目的在于实现信息的价值。

在整个信息活动过程中，信息能否有效地反映在公司股价上，还与投资者理解与运用信息的能力有关。由于年龄、教育、职业等方面的差异，投资者在信息利用能力上往往也存在较大的差异。一般而言，机构投资者收集信息以及分析和利用信息的能力都远远强于中小投资者，机构投资者也常被认为是证券市场理性投资的重要力量。

与上市公司信息环境密切相关的问题是，机构投资者带来的理性投资行为不仅可以提高公司治理能力，还能大大降低市场的噪声交易行为，使得上市公司的股价与其真实价值逼近。陈梦跟和毛小元的研究表明，投资者交易量的增加以及交易活跃程度增加，一定程度上能降低投资者之间的信息不对称程度，使得股票价值与公司内在价值的联系越来越紧密^[75]。

依据上文对上市公司信息环境中主要信息活动的分析，可以得到上市公司信息环境的总过程图(参见图 2.2)。

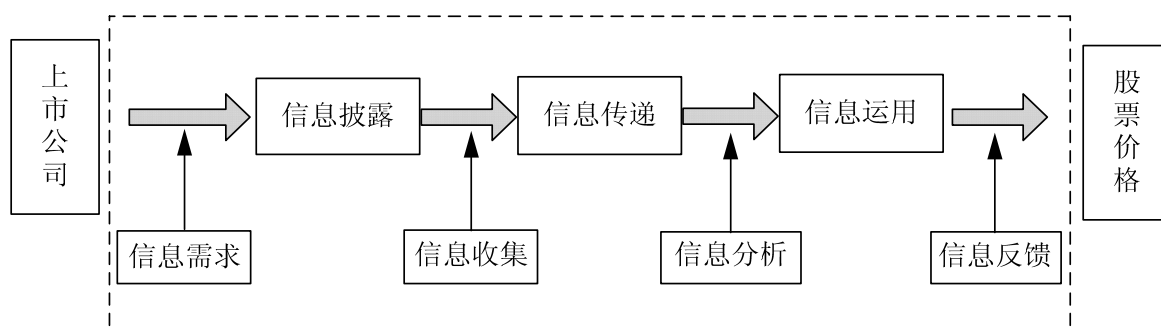


图 2.2 上市公司信息环境过程图

需要说明的是，上市公司信息环境过程中，信息的披露、传递与运用是一个完整的链条，每一个环节都需要重视。并且只有信息披露、信息传递与信息运用紧密衔接，形成合力，整个链条才能有序、高效运转。因此，上市公司良好的信息环境与透明详实的信息披露、高素质的信息解读和传递以及理性的信息运用密不可分。

2.3 公司信息环境的现代金融理论分析

随着企业对信息管理的重视程度逐渐提高，信息资源管理理论、有效市场理论、信号传递理论、微观市场结构理论等管理学理论和现代金融理论在上市公司信息环境的研究中得到了广泛的运用。

2.3.1 信息生命周期与信息资源管理理论

美国著名信息资源管理学家 Marchand 和 Horton 最先提出信息生命周期管理 (Information Lifecycle Management, ILM) 的概念，认为信息是一种具有生命周期的资源。他们根据信息运动的特点，提出信息生命周期管理应包括：信息的创建(产生/发布)、采集、组织、开发、利用、清理等阶段^[76]。信息生命周期管理技术委员会则认为，一个完整的信息生命周期应该包括信息的产生、获取、存储、检索、分发、交换以及最后处置^[77]。信息生命周期管理的目的在于，帮助企业在信息生命周期的各个阶段以最低的成本获得最大的价值。信息生命周期过程详见图 2.3。

依据信息生命周期理论，上市公司“产生信息—收集信息—传递信息—使用信息”的过程是一个完整的生命周期。在使用信息的过程中，又了解到新的信息，产生了新的信息需求并进行新的信息采集，从而开始了新的生命周期。

信息生命周期管理研究引发了信息科学与管理科学领域交叉研究的热潮，信息资源管理 (Information Resource Management, IRM) 就是基于信息生命周期的一种

管理活动，强调个人或社会组织在整个信息生命周期的过程管理。信息资源管理将信息管理过程分为信息资源形成阶段和信息资源的开发利用阶段，前者的目的是形成可利用的信息资源，后者的目的是实现资源的价值^[78]。信息资源管理同时还涉及对信息的质和量进行测度、信息管理技术、信息机制以及信息政策等问题。

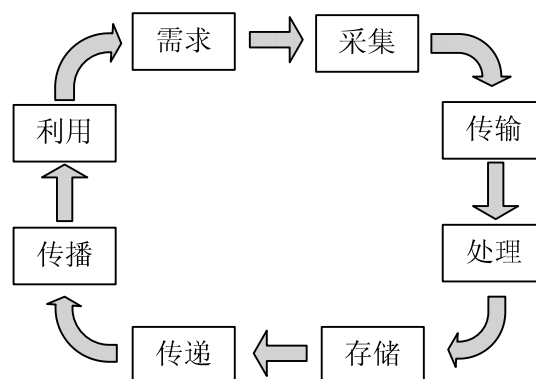


图 2.3 信息生命周期过程图

资料来源：本文根据相关文献整理而成。

总体而言，信息生命周期理论和信息资源管理理论都是以信息的运动规律为依据。本文将上市公司信息活动过程大致分为信息披露、信息传递与信息运用 3 个部分进行研究。

2.3.2 信息反映与有效市场理论

Fama 提出的有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis, EMH)研究了资本市场价格对各种影响信息(因素)的反应能力、程度以及速度^[79]。在有效市场假说的条件下，金融市场的价格变化能够反映当前的信息；反之，信息的变动会影响金融市场价格波动。这些信息通常包括宏观经济政策、企业经营状况以及行业政策，等等。

有效市场理论的核心是信息，其根据不同的信息环境中价格对各种信息的反应能力、程度及速度将资本市场分为三类：强式有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场。其中，在强式有效市场上，证券价格能及时充分地反映所有的信息。信息产生后能及时被处理和传递，并在市场中得到反馈，且这个过程中信息不存在任何损耗；在半强式有效市场上，证券价格能反映所有已经公开的信息。在这个市场上，信息的公开存在选择性，信息在传递的过程也存在某种程度的漏损；而在弱式有效市场上，证券价格仅能反映所有历史信息。

现实中，证券信息最终反映到证券价格上，是证券价格不断向企业价值回归的调整过程，这个过程中会涌现出大量的信息，也需要花费一定的成本。价格在不断的调整过程中会经历信息披露、信息传递和信息运用等过程，信息披露和信息传递阶段对提高市场有效性尤为重要。一方面信息披露过程中能及时、准确、

完整地反映证券价格，才能从根本上保证市场的有效运行；另一方面分析师通过信息收集和专业分析，向投资者传递反映公司内在价值的信息，能一定程度上降低证券价格的偏离程度，从而促进市场有效运行。

2.3.3 信息不对称与信号传递理论

信息不对称(Information Asymetry)，即信息在不同的参与者之间不均衡分布。证券市场的信息不对称问题广泛存在。一部分参与主体拥有更多的信息，处于信息优势地位，另一部分参与主体处于信息劣势地位。在上市公司信息环境中，上市公司与投资者之间、信息中介与投资者之间、监管部门与上市公司之间等均存在信息不对称。其中，上市公司与投资者之间的信息不对称现象是最为普遍的。

证券市场信息不对称的一部分原因与参与主体获得信息的来源、时间、数量以及成本相关，部分市场参与主体可以更早获得更为准确更多的信息，因而处于相对优势地位。另一部分原因与信息的能力以及社会分工不同相关，部分参与主体对市场上的各类信息有较好的辨识能力，因而获得信息优势。信息不对称往往带来了证券市场的信息操纵行为，严重影响了市场的公正性与有效性。

在解决信息不对称问题的研究中，Spence 1974 年提出了信号传递理论。具体是指信息优势方主动将有关信息传递给信息劣势方，改进市场运行状况。信号传递理论有效地缓解了信息不对称带来的市场无效性^[80]。

对上市公司而言，一方面可以通过强制信息披露改变上市公司与投资者之间信息不对称的状况，当经营优异的公司倾向于率先披露公司信息，而未披露公司信息的上市公司会被市场默认为“坏消息”，股价波动的可能性较大。在此压力下，经营较差的公司也会选择对外披露公司信息，使得证券市场的信息不对称现象在很大程度上得到改善。

另一方面，可以通过各种媒体和中介为各类信息提供畅通的传播渠道和专业的数据研究报告。当信息中介传递的信息以宏观层面为主时，对于上市公司，投资者信息劣势地位的改善程度是有限的；当信息中介传递的信息以公司层面为主时，投资者对上市公司的了解程度增加，上市公司与投资者之间的信息不对称程度降低，进而会使得投资决策更趋于理性，股价与企业真实价值接近。

2.3.4 信息价格与市场微观结构理论

有效市场理论分析了过去的信息与现在的信息、宏观的信息与微观的信息等对价格的影响，信号传递理论则讨论了如何实现信息在不同主体间的均衡问题，但是上市公司信息环境中信息量与股价之间的量价关系仍然不清楚。市场微观结构主要研究了信息与价格之间的动态关系。

金融市场微观结构理论主要被应用在以下几方面的研究中：一是证券市场交

易机制的研究，主要涉及交易制度、交易规则等对股价的影响；二是投资者行为的研究，学者们从市场参与主体行为的角度，探讨市场价格的变化；三是对市场质量的研究，学者们的实证研究发现很多影响证券市场质量的因素，如市场流动性、市场透明度以及市场的交易成本等。总体而言，市场微观结构理论探讨了在一定的市场交易制度下，金融资产价格的形成与变化。

本文在上市公司信息环境的研究中探讨各类信息活动所引起的股价波动。股价的反应是信息变化的反应，但股价很难做到对全部信息的及时反应。价格变动的过程取决于市场参与者对信息所做的反应。例如，在上市公司信息环境较好时，公司信息能够及时披露给市场参与者，投资者因此能够更加理性进行交易，表现为股价中所包含的公司层面信息较多，股价与企业真实价值较为接近；否则，表现为股价中包含较多的市场信息和行业信息，股价的波动更易受到证券市场系统性风险的影响。

2.4 本章小结

本章首先对信息生态、证券市场信息以及上市公司信息环境的内涵进行了完整界定，并系统阐述了上市公司信息环境的构成，而后运用将现代金融理论对公司信息环境的基本理论支撑进行了讨论。通过上述对基本概念与基本理论的梳理，本章最终得出了以下几点具体认识：

(1) 上市公司信息环境的研究范畴，既包括对上市公司股票价格波动中信息含量的度量，也包括对上市公司信息环境各个环节的准确描述。

(2) 从构成来看，主要包括了信息披露、信息传递与信息运用 3 个方面。其中，信息披露从源头上保证了信息环境的质量；信息传递过程中证券分析师等信息中介起到了关键作用；而信息运用则是投资者运用前两个环节的信息进行价值实现的过程。

(3) 信息生态理论将生态学理论和方法运用到企业管理领域，本文借助信息生态理论的观点对上市公司信息环境的构成进行描述；运用信息资源管理理论、有效市场理论、信号传递理论、市场微观结构理论对上市公司信息环境中信息活动进行分析。

第3章 上市公司信息环境的度量及有效性检验

本章将选择合适的度量指标对上市公司信息环境展开定量分析。一方面从整体上把握中国上市公司的信息环境现状；另一方面提取出上市公司信息环境的基本特征，为信息环境中的各类信息交流活动的研究奠定基础。本章余下部分安排如下：3.1 节比较信息环境主要的度量指标；3.2 节包括样本选取和度量模型构建；3.3 节对中国上市公司信息环境度量的实证结果进行分析，并对不同市场和行业间的信息环境进行比较；3.4 节主要对上市公司信息环境度量的有效性进行检验；3.5 节为本章小结。见图 3.1。

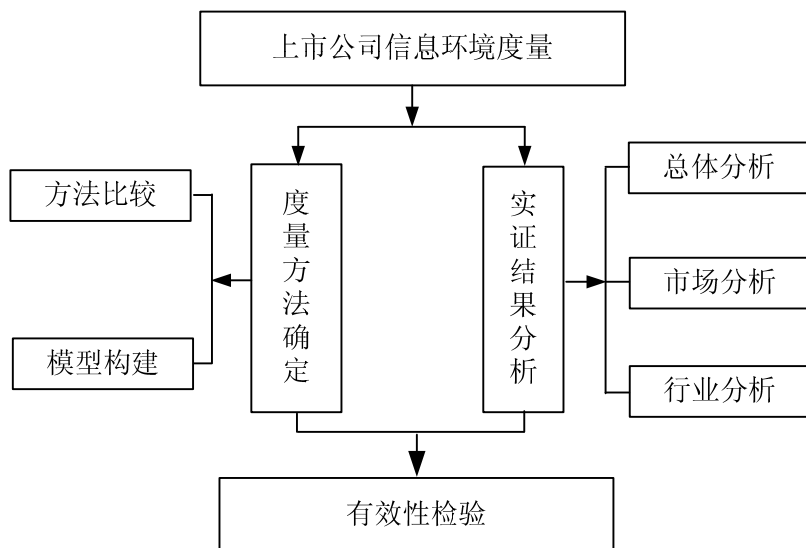


图 3.1 上市公司信息环境度量研究内容图

3.1 上市公司信息环境的度量指标

根据本文第 2 章的理论分析，上市公司信息活动中传递的公司层面信息越多，信息环境越好。因此，上市公司信息环境可以通过股价中所包含的公司信息量来衡量。本节将对公司信息含量的主要度量方法，即股价同步性法和会计盈余指标法进行详细的比较分析。

3.1.1 股价同步性指标

股价同步性通常指的是在一定时间内，公司股票价格的波动与市场价格波动间的关联性，即通常所说的“同涨齐跌”现象^[81]。Roll 提出股价同步性程度取决于股价中公司层面信息和市场层面信息的比率，并运用个股收益和市场收益回归

模型的拟合优度 R^2 来度量股价同步性^[13]。随后，学者们在理论分析和实证研究上进一步丰富了 Roll 的研究成果。

股价同步性指标的基本思想是将股票价格波动因素进行分解，具体包括市场层面的信息冲击、行业层面的信息冲击和企业层面的信息冲击。因此，不同层面的信息对股价收益的解释程度就可以代表股价中的信息含量。Morck 和 Yeung 以及 Durnev 提出了股价同步性度量指标的基本模型^[18]：

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

其中， $r_{i,t}$ 表示公司 i 在时刻 t 的收益率； $r_{m,t}$ 表示同时期的市场收益率； $\varepsilon_{i,t}$ 为残差； α 为常数项； β_1 为回归系数。

$$\begin{aligned} R_u^2 &= 1 - \frac{RSS}{TSS} \\ &= 1 - \left(\frac{s^2(\varepsilon)}{\beta^2 s^2(r_m) + s^2(\varepsilon)} \right) \\ &= \frac{\beta^2 s^2(r_m)}{\beta^2 s^2(r_m) + s^2(\varepsilon)} \end{aligned} \quad (3.2)$$

其中， R_u^2 代表式(3.1)的拟合优度； RSS 代表残差平方和，是股价波动中不能被回归模型解释的部分； TSS 代表离差平方和，常用来反映股价波动的大小。将式(3.1)计算结果运用到式(3.2)中， $s^2(\varepsilon)$ 代表公司层面信息引起的收益波动， $s^2(r_m)$ 代表市场层面信息引起的收益波动。

由于 $s^2(\varepsilon) \geq 0$ ，所以 $0 < R_u^2 \leq 1$ 。当 $s^2(\varepsilon) = 0$ 时， $R_u^2 = 1$ ，意味着股价的波动完全由市场信息决定，与公司层面的信息无关，市场处于强势有效状态，不存任何私有信息套利的机会。但现实中，市场强势有效的状态是很难实现的，所以通常 $0 < R_u^2 < 1$ 。

当市场收益对个股收益的解释程度较高，表现为回归方程的拟合优度(R^2)较大，说明该公司股价中所包含的市场信息较多，股价同步性较高；反之， R^2 较小，说明公司股价中所包含的市场信息较少，股价同步性较低。可以看出， R^2 可以较好地衡量股价中所包含的信息。

在此研究基础上，Durnev, Morck 和 Yeung 加入了行业收益率，在考虑市场信息对个股影响的同时，还考虑到行业信息对个股波动的影响^[82]。模型表达式如下：

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{l,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.3)$$

其中， $r_{l,t}$ 表示行业收益率，其它变量定义同上。

该模型不仅较好地解释了公司信息与市场信息的同步性，同时也包含了行业层面信息和公司层面信息关联。当市场收益和行业收益对个股收益的解释程度较高，表现为回归方程的拟合优度(R^2)较大，说明股价同步性较高，该公司股价中所包含公司信息较少；反之， R^2 较小，说明股价同步性较低，公司股价中所包含的

市场和行业信息较少，公司层面信息含量较多。

3.1.2 会计盈余指标

会计盈余的基本思想是，公司层面的信息可以通过会计盈余指标有效地反映出来，将上市公司当期股票收益视为当期盈余和未来盈余的反应函数。因此，以上市公司当期收益为解释变量，对当期盈余和未来预期盈余的变化进行回归，可以得到当期收益对未来盈余的反应程度，用这种反应程度来反映股价信息含量。该方法由 Colins, Kothari 和 Shanken 提出^[83]，随后 Durnev^[82]以及 Pantzails 和 Xu^[84]等学者进一步丰富了该研究成果。该方法的基本方程如下：

$$r_t = \alpha + b_0 \Delta E_t + \sum_{\tau} b_{\tau} \Delta E_{t+\tau} + \sum_{\tau} c_{\tau} r_{t+\tau} + \mu_{i,t} \quad (3.4)$$

其中， r_t 表示公司在时刻 t 的收益率； ΔE_t 表示公司在时刻 t 的每股盈余除以年初的股价， $\Delta E_{t+\tau}$ 表示 τ 年后公司每股盈余的变化值除以第 t 年初的股价。

考虑到上市公司盈余的计算值会受到利息、税收、折旧以及摊销等会计项目的影 响，Durnev 使用息税折旧摊销前盈余(Earnings Before Interest Depreciation and Amortization, EBIDA)的变化值 $\Delta EBIDA_t$ 来反应 ΔE_t 。 $r_{t+\tau}$ 为控制变量，表示 $t+\tau$ 年的收益率，目的是控制未来几年公司收益变化对 t 年收益率的影响， τ 在大部分的文献中取值为 3。

会计盈余对公司信息的反应程度可以通过两个指标来体现，即未来盈余反应系数(Future Earnings Response Coefficient, FERC)和未来盈余解释能力增量(Future Earnings Incremental Explanatory Power, FINC)。具体地，FERC 通过对未来盈余变化值 $\Delta E_{t+\tau}$ 的系数估计值 b 相加得到：

$$FERC = \sum_{\tau} b_{\tau} \quad (3.5)$$

FINC 反映的是加入未来盈余因素后当期收益对未来盈余反应程度的增加程度。因此，先对式(3.4)进行回归，得到未加入盈余因素的方程拟合优度：

$$r_t = \alpha + b_0 \Delta E_t + \mu_{i,t} \quad (3.6)$$

再通过式(3.8)得到未来盈余解释能力的增量：

$$FINC = R_{r_t = \alpha + b_0 \Delta E_t + \sum_{\tau} b_{\tau} \Delta E_{t+\tau} + \sum_{\tau} c_{\tau} r_{t+\tau} + \mu_{i,t}}^2 - R_{r_t = \alpha + b_0 \Delta E_t + \mu_{i,t}}^2 \quad (3.7)$$

FERC 和 FINC 被广泛地用来度量股价中的公司信息含量。FERC 和 FINC 的值越大，说明股价中所包含的公司信息越多。

对式(3.4)和式(3.6)进行回归分析时，大部分的研究选择将同一年份同一行业的企业进行回归分析，而没有运用同一家上市公司进行时间序列回归。这主要是因为时间序列回归对上市年限有较高的要求，样本容量较小会大大降低回归分析的准确性。

同时，同一家企业在较长时间内股价信息含量保持稳定是较难实现的。有鉴

于此，选择在经营范围、企业规模以及盈利模式等方面具有同质性的同行业公司进行回归分析是较为合理的^[85]。

3.1.3 度量指标的评价与选择

股价同步性指标和会计盈余指标在度量股价信息含量方面均具有较强的理论基础，度量结果较为准确；前者在公司层面信息含量方面更有优势，后者反应更多的是行业层面的信息含量。表 3.1 对股价同步性指标和会计盈余指标进行了对比分析。

表 3.1 两种度量指标的比较

比较内容	股价同步性指标	会计盈余指标
基本思想	股票价格波动因素分解	股价对会计盈余的反应
能否准确度量股价信息含量	能	能
能否得到行业层面信息值	能	能
能否得到公司层面信息值	能	否
度量是否准确	较准确	准确
代表文献	Morck, Yeung 和 Yu(2000) ^[18]	Durnev(2003) ^[82]

资料来源：本文根据相关文献整理而成。

股价同步性指标在信息环境度量方面得到了更为广泛的运用，大部分的研究认为同步性指标能较好地反映股价波动中的公司层面信息。当企业的信息环境较好时，股价能迅速的吸收公司信息，股价波动反映的全是公司层面信息，同步性较低。

因此，这部分学者被认为是“信息论”的支持者，具体以 Jin 和 Myers^[19]，Brockman 和 Yan^[86]以及 Teoh, Yang 和 Zhang^[87]等学者为代表。

尽管如此，近来部分学者研究表明，较差信息环境也会产生较低的同步性。这主要是因为股价的变化不完全是由基本经济因素决定的，噪声交易对股价波动的影响不可忽视。股票如果被大量的噪声交易者拥有，同样会带来较低的同步性，而信息环境较差时，噪音交易出现的频率越高。因此，这部分学者被认为是“噪音论”的支持者，具体以 Skaife, Gassen 和 LaFond^[88]，Alves, Peasnell 和 Taylor^[89]以及 Xing 和 Anderson^[90]等学者为代表。

有鉴于此，本文首先通过股价同步性指标对上市公司公司信息含量进行度量，然后结合会计盈余指标对公司信息含量的度量结果进行有效性分析，以检验股价同步性指标是否能衡量上市公司信息环境，从而准确描述中国上市公司信息环境的整体特征。

3.2 上市公司信息环境度量设计

本节将对研究变量的选择与定义以及模型的构建过程进行具体的阐述。首先阐述研究样本的选取原因及来源；然后对本章研究变量的选择和定义进行详细分析。

3.2.1 样本选取与数据来源

本文选取沪深两市所有 A 股上市公司作为研究样本。考虑到本节的行业分类标准采用中国证监会 2001 年 4 月颁布的《上市公司行业分类指引》，因此将样本期选定为 2002 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日²。

由于金融行业的特殊性，本文将金融行业的上市公司排除在样本之外，同时，剔除样本期间研究变量数据缺失的公司和当年度新上市的公司，最终得到 11778 个样本观测值。

本文的数据主要来自上市公司年报、深圳国泰安数据库(CSMAR)、天软数据库(TinySoft)、上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn/>)以及深圳证券交易所网站(<http://www.szse.cn/>)。

3.2.2 公司信息含量的度量模型

本章参照 Morck 和 Yeung 以及 Durnev^[18]的股价同步性度量模型，对中国上市公司股价信息进行度量。考虑到股价对信息的反应可能需要一定的时间，本文在模型中加入滞后一期的因子，改进后的模型如下：

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{m,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.8)$$

其中， $r_{i,t}$ 表示公司 i 在时刻 t 的收益率； $r_{m,t}$ 表示同时期的市场收益率； $r_{m,t-1}$ 表示滞后一期的市场收益率； $\varepsilon_{i,t}$ 代表残差。个股收益率采用周收益率，市场收益采用流通市值加权平均计算得到。

需要说明的是，为减少公司收益和市场收益间的伪相关，在计算市场收益率时，剔除了被研究的上市公司。

具体的计算公式如下：

$$r_{m,i,t} = \frac{\sum_{k \in m} W_{k,m,t} r_{k,t} - W_{i,m,t} r_{i,t}}{1 - W_{i,m,t}} \quad (3.9)$$

其中， $W_{k,m,t}$ 为公司 k 在时刻 t 的市场权重。

同理，为了检验行业信息股价波动的影响，在式(3.8)加入了行业因素，具体的数学表达式为：

2 2012 年的年报数据在本文撰写期间暂未完全披露。下文同。

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{I,t} + \beta_4 r_{I,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.10)$$

其中, $r_{i,t}$ 表示公司 i 在时刻 t 的收益率; $r_{m,t}$ 和 $r_{I,t}$ 分别表示同时期的市场收益率和行业收益率; $r_{m,t-1}$ 和 $r_{I,t-1}$ 分别表示滞后一期的市场收益率和行业收益率; $\varepsilon_{i,t}$ 代表残差。个股收益率采用周收益率。市场收益采用流通市值加权平均计算得到, 定义同前文。

而为减少公司收益和行业收益间的伪相关, 在计算行业收益率时, 剔除了被研究的上市公司 i , 这一做法在行业样本数量非常少的情况下尤为重要。具体的计算公式如下:

$$r_{I,i,t} = \frac{\sum_{k \in I} W_{k,I,t} r_{k,t} - W_{i,I,t} r_{i,t}}{1 - W_{i,I,t}} \quad (3.11)$$

其中, $W_{k,I,t}$ 为公司 k 在时刻 t 在行业 I 中的权重。

而整个股价中的信息含量水平可以通过回归方程(3.8)和(3.10)的拟合优度(R^2)来反映。当 R^2 值较大, 说明上市公司股价受市场层面信息的影响越大, 股价中所包含的市场信息较多, 股价跟随大盘同涨齐跌的现象越为明显; 反之, R^2 较小, 说明公司股价中所包含的市场和行业信息较少, 股价中所包含的公司层面信息越多。从而, R^2 可以较好地衡量股价中所包含信息的比例和同步性水平。

由于 $0 < R_{it}^2 \leq 1$, 为了更直观理解, 本文进一步用 $1 - R^2$ 来表示股价波动中由公司层面信息解释的信息含量, 并对其进行了对数转换, 用 $Info$ 表示如下:

$$Info = \log \frac{1 - R^2}{R^2} \quad (3.12)$$

$Info$ 值越大, 说明公司股价中所包含的公司基本面信息较多; 反之, $Info$ 值越小, 股价中所包含的公司层面信息较少。

通过前面对上市公司信息环境及其股价反应的基本讨论, 本文认为, 当上市公司信息环境较好时, 上市公司的信息披露足够详实, 通过信息中介的传递, 信息不对称程度有效降低, 投资者的利益得到较好的保护。因而, 公司层面的信息会迅速融入到股价当中, 使得上市公司股价与其真实价值逼近。噪音交易即使存在, 也不会对股价的波动产生主导影响, 至少在大部分情况下股价波动反映的是公司层面信息。因此, 在信息环境较好时, 股价中的公司层面信息量应该是逐步增多的过程。

3.3 上市公司信息环境度量的实证结果与分析

本节首先对比分析市场模型和行业模型的实证结果, 然后分别从证券市场和证券行业的角度对上市公司信息环境进行比较。

3.3.1 信息环境的总体特征

公司信息含量由上市公司周收益率、行业周收益率和市场周收益率回归后得到。

具体而言, 首先, 按年度分别计算各上市公司的公司信息含量; 其次, 分年度对全部上市公司的公司信息含量进行简单平均, 获得各年度公司信息含量的平均水平; 最后, 将各年度公司信息含量进行简单平均, 得到样本期中国上市公司公司信息含量的一般水平。

表 3.2 和表 3.3 为 2002 年至 2011 年公司信息含量的总体特征, 其中表 3.2 为式(3.8)计算公司信息含量的描述性统计, 测度值 1, 记为 $Info_1$, 表 3.3 为考虑了行业因素的式(3.10)计算结果, 测度值 2, 记为 $Info_2$ 。

表 3.2 2002~2011 年 $Info_1$ 的统计特征

年份	样本	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
2002	1027	0.3900	0.1866	0.0806	0.3446	0.9803
2003	1090	0.5904	0.1682	0.1786	0.5709	0.9968
2004	1154	0.5789	0.1319	0.2593	0.5718	0.9852
2005	1221	0.5949	0.1383	0.2144	0.5870	0.9842
2006	1197	0.6809	0.1490	0.2695	0.6864	0.9965
2007	1169	0.6118	0.1353	0.2857	0.6022	0.9959
2008	1191	0.3979	0.1436	0.1232	0.3769	0.9367
2009	1237	0.5283	0.1482	0.1742	0.5092	0.9902
2010	1239	0.6176	0.1474	0.2352	0.6170	0.9866
2011	1253	0.5878	0.1402	0.2017	0.5836	0.9769
总体	11778	0.5602	0.1728	0.0806	0.5585	0.9968

注: 为便于比较, 此信息含量值为未经对数转化的值。

从总体特征来看, 2002 年至 2011 年公司层面信息对股价波动的解释程度为 56%, 加入行业层面信息后, 这一比例调整为 49%。可以看出, 中国上市公司股价中所包含的公司信息含量不高, 股价波动较大程度的受市场信息的影响。这在一定程度上解释了中国证券市场政策导向性较强, 上市公司股价“同涨同跌”的现象较为普遍。

同时, 在所有年度的测度值中, 考虑了行业因素的测度值 2 均小于没有考虑行业因素的测度值 1, 这说明行业层面信息的加入一定程度降低了股价的同步性。

为了更清晰地了解上市公司公司信息含量的时间变化趋势, 本文将 $Info_1$ 和 $Info_2$ 进行时间趋势分析, 结果详见图 3.2。

表 3.3 2002~2011 年 $Info_2$ 的统计特征

年份	样本	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
2002	1027	0.3594	0.1775	0.0674	0.3174	0.9384
2003	1090	0.5068	0.1744	0.1492	0.4797	0.9897
2004	1154	0.5200	0.1371	0.1745	0.5100	0.9264
2005	1221	0.5386	0.1424	0.1967	0.5298	0.9532
2006	1197	0.6174	0.1482	0.2083	0.6177	0.9702
2007	1169	0.5463	0.1412	0.1757	0.5351	0.9881
2008	1191	0.3563	0.1394	0.0900	0.3356	0.8748
2009	1237	0.4633	0.1504	0.1077	0.4512	0.9828
2010	1239	0.5034	0.1531	0.1242	0.4998	0.9686
2011	1253	0.5161	0.1415	0.1775	0.5130	0.9690
总体	11778	0.4945	0.1685	0.0674	0.4879	0.9897

注: 为便于比较, 此信息含量值为未经对数转化的值。

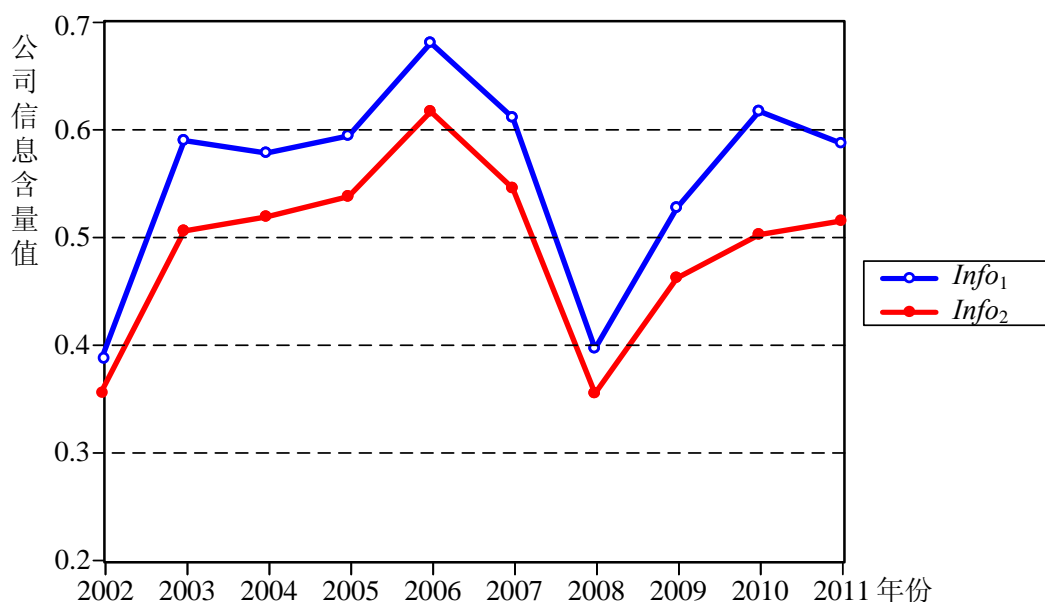


图 3.2 2002~2011 年公司信息含量变动趋势

就年度变化趋势而言, 公司信息含量在 2002 年至 2011 年间并没有很强的时

间趋势，公司层面信息的解释力度在 2008 年达到最低。究其原因可能是，次贷危机在 2008 年已蔓延成全球危机，使得很多股票随大盘一起下跌，导致股价收益中更多地反映了整个市场的系统性风险，对公司层面的基本信息反映较少。但在这次全球股市下跌释放以后，上市公司整体信息环境有显著上升，公司信息含量值有上升趋势。

3.3.2 信息环境的市场层面

为了更深入地了解市场因素对上市公司信息环境的影响，本文将研究样分为上海证券市场上市公司和深圳证券市场上市公司两类。

表 3.4 和表 3.5 分别为 2002 年至 2011 年上海证券市场和深圳证券市场公司信息含量的总体特征。其中，表 3.4 为上海证券市场 $Info_1$ 和 $Info_2$ 的描述性统计，表 3.5 为深圳证券市场 $Info_1$ 和 $Info_2$ 的描述性统计。

表 3.4 2002~2011 年上海证券市场公司信息含量分析

年份	样本	$Info_1$ 均值	$Info_1$ 中位数	$Info_1$ 标准差	$Info_2$ 均值	$Info_2$ 中位数	$Info_2$ 标准差
2002	586	0.3995	0.3612	0.1829	0.3665	0.3309	0.1727
2003	650	0.5847	0.5695	0.1695	0.5054	0.4784	0.1715
2004	713	0.5817	0.5805	0.1308	0.5215	0.5109	0.1371
2005	778	0.5924	0.5857	0.1322	0.5337	0.5261	0.1363
2006	762	0.6720	0.6821	0.1526	0.6077	0.6103	0.1483
2007	744	0.5999	0.5882	0.1355	0.5355	0.5229	0.1375
2008	769	0.3980	0.3815	0.1347	0.3547	0.3386	0.1315
2009	803	0.5295	0.5131	0.1451	0.4656	0.4554	0.1442
2010	806	0.6245	0.6252	0.1473	0.5027	0.5002	0.1535
2011	828	0.6057	0.6064	0.1369	0.5284	0.5245	0.1417
总体	7439	0.5625	0.5611	0.1690	0.4948	0.4884	0.1639

注：为便于比较，此信息含量值为未经对数转化的值。

由表 3.4 和表 3.5 可以看出，2002 年至 2011 年上海证券市场的上市公司信息含量测度值 1 和测度值 2 的均值分别为 0.56 和 0.49，而深圳证券市场的上市公司信息含量测度值 1 和测度值 2 的均值分别为 0.55 和 0.49。

可见，上海证券市场的公司信息含量略高于深圳证券市场，但总体来说，沪深两市上市公司公司信息含量的变动趋势基本一致，说明市场因素对信息环境的影响并不大。

表 3.5 2002~2011 年深圳证券市场公司信息含量分析

年份	样本	$Info_1$ 均值	$Info_1$ 中位数	$Info_1$ 标准差	$Info_2$ 均值	$Info_2$ 中位数	$Info_2$ 标准差
2002	441	0.3774	0.3250	0.1909	0.3499	0.3063	0.1833
2003	440	0.5989	0.5749	0.166	0.5088	0.4829	0.1788
2004	441	0.5744	0.5585	0.1337	0.5174	0.5087	0.1372
2005	443	0.5993	0.5884	0.1484	0.5473	0.5327	0.1523
2006	435	0.6964	0.6966	0.1411	0.6344	0.6307	0.1466
2007	425	0.6325	0.6199	0.1324	0.5652	0.5513	0.1456
2008	422	0.3978	0.3691	0.1586	0.3594	0.3282	0.1529
2009	434	0.5259	0.5061	0.154	0.4589	0.4434	0.1613
2010	433	0.6048	0.5918	0.1469	0.5049	0.4994	0.1526
2011	425	0.5529	0.5450	0.14	0.4922	0.4874	0.1382
总体	4339	0.5562	0.5537	0.1791	0.4940	0.4867	0.1762

注：为便于比较，此信息含量值为未经对数转化的值。

3.3.3 信息环境的行业层面

考虑到有些公共因素是行业层面的信息，本文根据证监会的《上市公司行业分类指引》一级代码，将上市公司分为 21 个行业³。表 3.6 为 2002~2011 年间行业分类的统计结果。

从公司信息含量测度值的分布来看，各行业间的信息环境水平存在一定的差异，但这种差异并不显著。

从行业测度值的分布区间来看，大部分行业的测度值都分布在 0.53 至 0.56 之间，这说明行业间信息含量的差别不大。

从行业排序结果来看，综合行业和造纸印刷行业公司信息含量较低，以测度值 1 为例，分别为 0.51 和 0.52；公司信息含量较高的行业分别为其它制造业和食品饮料行业，均值分别为 0.61 和 0.59。

从测度值 1 和测度值 2 的差值来看，其它制造行业、信息技术行业以及机械制造行业差值较小，分别为 0.02、0.04 和 0.04，说明相比行业信息，市场信息在这 3 个行业中占主导地位，行业信息的影响微乎其微。

实际中，国家宏观调控政策对制造业和信息行业的影响确实较大。例如，为了应对 2007 年爆发的金融危机，国家出台了一系列刺激经济增长的政策，这些政

3 由于制造业上市公司数量较多，本文将其按照二级代码进行分类。

策也带动了制造行业的迅速发展。农林牧渔行业、电子行业和传播文化业差值较大,分别为 0.1、0.09 和 0.08,说明行业动态信息对这 3 个行业的股价存在一定程度的影响。

表 3.6 2002~2011 年公司信息含量行业分析

行业	样本	$Info_1$ 均值	$Info_1$ 中位数	$Info_1$ 标准差	$Info_2$ 均值	$Info_2$ 中位数	$Info_2$ 标准差
采掘	290	0.5457	0.5461	0.1592	0.4602	0.4398	0.1678
传播文化	102	0.5823	0.5720	0.1491	0.4961	0.4770	0.1522
电力煤气	621	0.5366	0.5286	0.1660	0.4748	0.4591	0.1624
电子	402	0.5491	0.5450	0.1689	0.4618	0.4545	0.1599
房地产	1258	0.5829	0.5789	0.1826	0.4972	0.4918	0.1855
纺织服装	342	0.5352	0.5286	0.1701	0.4783	0.4634	0.1644
机械设备	1750	0.5691	0.5657	0.1729	0.5246	0.5206	0.1666
建筑	224	0.5340	0.5210	0.1586	0.4765	0.4674	0.1575
交通运输	552	0.5304	0.5292	0.1686	0.4702	0.4586	0.1599
金属	1021	0.5511	0.5503	0.1715	0.4839	0.4822	0.1692
木材家具	45	0.5321	0.5671	0.1819	0.4800	0.4885	0.1666
农林牧渔	213	0.5600	0.5686	0.1470	0.4584	0.4576	0.1514
批发零售	991	0.5662	0.5724	0.1808	0.4973	0.4935	0.1722
其它制造	29	0.6128	0.6155	0.1645	0.5847	0.5794	0.1618
社会服务	340	0.5571	0.5495	0.1678	0.4998	0.4851	0.1617
石油化学	1245	0.5473	0.5444	0.1707	0.4889	0.4844	0.1633
食品饮料	559	0.5962	0.5957	0.1727	0.5272	0.5231	0.1630
信息技术	572	0.5663	0.5661	0.1651	0.5219	0.5157	0.1591
医药生物	759	0.5914	0.5897	0.1743	0.4970	0.4823	0.1683
造纸印刷	174	0.5233	0.5041	0.1701	0.4624	0.4440	0.1767
综合类	289	0.5152	0.5206	0.1699	0.4646	0.4556	0.1657

注:为便于比较,此信息含量值为未经对数转化的值。

3.4 上市公司信息环境度量的有效性检验

基于上市公司信息环境的度量结果,本节运用会计盈余指标对上市公司信息

环境的有效性进行检验。首先通过会计盈余指标的基本思想度量出上市公司的未来盈余反应系数和未来盈余解释能力增量,即 $FERC$ 和 $FINC$; 然后对公司信息与会计盈余信息间的关系进行探讨,以确保运用股价同步性指标度量上市公司信息环境是有效的。

3.4.1 样本选取与模型构建

(1) 样本选取

本节同样选取沪深两市 A 股上市公司作为研究样本,考虑到会计盈余指标的计算过程中,需要对未来 3 年的收益率和盈余变化值进行计算,因此,本节将样本期调整为 2002 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日。同时,以衡量度量会计盈余的 3 个变量为依据,剔除金融行业上市公司和样本期间研究变量数据缺失的公司,最终得到 7826 个样本观测值。

由于会计信息盈余指标的计算需要运用上市公司行业信息分类数据,依据上市公司行业分类指引,本文分年度对 7826 个样本观测值进行行业分类(行业分类同本文 3.3.3 小节),并剔除样本量较少的行业,最终得到行业层面的数据 132 个⁴。

本文数据主要来自上市公司年报、深圳国泰安数据库(CSMAR)以及天软数据库(TinySoft)。

(2) 模型构建

本节运用回归分析的方法研究公司层面信息与会计盈余的关系。以公司信息含量 $Info$ 值作为被解释变量,分别以未来盈余解释能力增量 $FINC$ 和未来盈余反应系数 $FERC$ 作为解释变量,并选取了行业内企业数和行业规模作为控制变量。具体的回归模型如下:

$$Info = \alpha + \beta_0 FINC + \beta_1 Num + \beta_2 Size + \sum_k \lambda_k Year + \varepsilon \quad (3.13)$$

$$Info = \alpha + \beta_0 FERC + \beta_1 Num + \beta_2 Size + \sum_k \lambda_k Year + \varepsilon \quad (3.14)$$

其中, $Info$ 为公司信息含量指标,选择 $Info_1$ 表示; $FINC$ 和 $FERC$ 为会计盈余指标; Num 代表行业中所包含的上市公司数目,并将其进行开根号处理,以减少单个变量波动对回归分析的影响; $Size$ 代表行业规模,采用年末总资产表示公司规模,并将其进行对数化处理,然后将同一行业内企业规模进行平均,得到行业层面的规模; $Year$ 代表年度虚拟变量。

若式(3.13)和式(3.14)中 β_0 大于 0,则说明会计盈余指标与公司信息含量指标呈正相关关系,说明股价反映会计盈余的能力越强(越弱),股价中的公司信息含量越

4 2002 年剔除了传播文化业、木材家具业和其它制造业, 2003~2008 年均剔除了木材家具业和其它制造业。

多(越少), 此时 *Info* 值可以有效地度量股价中的公司信息含量。反之, 如果 β_0 小于 0, 则表明股价反映会计盈余的能力增强(越弱), 股价中的公司信息含量越少(越多), 此时证券市场的噪音交易等与信息无关的因素对股价同涨齐跌起到了主导作用, 因而, 用 *Info* 值度量股价中的公司信息含量是不合适的。

由于 *FERC* 指标仅对未来预期盈余信息进行了反应, 而 *FINC* 指标同时考虑了当期盈余和未来盈余的影响, 因此有理由认为 *FINC* 比 *FERC* 能更准确地反映出股价中所包含的会计盈余信息。

3.4.2 有效性检验的实证结果与分析

会计信息盈余指标由上市公司行业收益率、当期盈余和未来预期盈余回归后得到。首先, 按年度分别计算各上市公司的收益率; 其次, 分年度分行业分别对式(3.4)和式(3.6)进行回归计算, 得到模型的拟合优度和回归系数; 最后, 通过式(3.5)和式(3.7)分别得到 *FERC* 值和 *FINC* 值。

表 3.7 为主要研究变量的统计特征。

表 3.7 主要变量的统计特征

变量	样本	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>FINC</i>	132	0.2734	0.1972	0.0426	0.2250	0.9371
<i>FERC</i>	132	0.0823	2.6867	-27.4863	0.2104	6.6933
<i>Info</i>	132	0.0776	0.1884	-0.3250	0.1380	0.5062
<i>Num</i>	132	7.2355	2.6436	3.1623	7.0711	13.2288
<i>Size</i>	132	21.3660	0.4111	20.7127	21.2729	22.8111

由表3.7可见, 会计盈余指标*FINC*和*FERC*均值分别为0.2734和0.0823, 均显著大于0, 说明上市公司股价包含了一定的盈余信息。*FINC*的标准差值比*FERC*的标准差更小, 说明*FINC*指标更稳定, 也说明*FINC*更适合作为会计盈余的度量指标。

为了检验*Info*是否能有效的度量上市公司股价中的公司信息含量, 本节将股价同步性指标和会计盈余指标进行回归分析。回归结果如表3.8所示。

从回归结果可以看出, 会计盈余指标*FINC*与*Info*值存在正相关关系, 系数值为0.0665, 在10%的显著性水平下显著, 这说明股价中所包含的会计盈余信息越多, 股价中的公司信息含量越多, 这也说明上市公司股价的变动主要有基本面信息决定, 而非异质噪音。因此, 运用股价同步性指标(R^2)可以有效地测度上市公司股价中所包含的信息含量。而会计盈余指标*FERC*与股价同步性指标间不存在显著的相关关系, 这也进一步说明了在度量会计盈余信息时, *FINC*比*FERC*更准确, 更具有说服力。

表 3.8 有效性检验的回归结果

	<i>Info</i>	<i>Info</i>
<i>FINC</i>	0.0665*(1.76)	
<i>FERC</i>		-0.00170(-0.78)
<i>Num</i>	0.00962*** (3.57)	0.00689*** (3.18)
<i>Size</i>	-0.0281*(-1.77)	-0.0299*(-1.87)
<i>Constant</i>	0.348(1.01)	0.424(1.22)
年度哑变量	控制	控制
观测值	132	132
拟合优度	0.892	0.889

注：(1) 括号内为 t 值。(2) *表示在 10%的置信水平上显著，**表示在 5%的置信水平上显著，***表示在 1%的置信水平上显著。

3.5 本章小结

本章运用改进后的股价同步性指标实证度量了上市公司信息环境，并结合会计盈余指标对实证结果的有效性进行了检验。研究表明，改进后的股价同步性指标能有效的度量上市公司信息含量，研究结论具有稳健性。具体来说，有以下几点结论：

(1) 通过计算改进后的股价同步性指标，研究发现公司层面信息对股价的解释程度约为56%左右，加入行业信息之后，这一比例有所减低。沪深两市上市公司公司信息含量的变动趋势基本一致。也就是说，上市公司股价“同涨齐跌”的程度较高，股价中所包含的公司层面信息不高，信息环境质量有待提升。

(2) 通过将股价同步性指标和会计盈余指标进行回归分析，研究表明股价同步性指标和会计盈余指标间存在显著正相关关系，证明了公司层面信息对股价的同涨齐跌起主导作用，而非异质噪音因素。因此，运用股价同步性指标可以有效地测度上市公司股价中所包含的信息含量。

总的来说，本章信息环境度量的结论为接下来开展信息环境过程中信息行为研究提供了重要的研究基础和实证支持。

第4章 信息生态视角下上市公司信息披露质量研究

在信息生态中,信息生产者是主要的信息源。而在公司信息环境中,上市公司是主要的信息生产者,上市公司通过信息披露向信息传递者和信息消费者传递各种信号。随着金融领域对外开放的日益深化,投资者对上市公司财务状况和经营情况的关注程度与日俱增,对信息披露质量提出了越来越高的要求。“国泰安”数据显示,2007年至2011年,中国上市公司失信违规事件数量呈逐年上升趋势,在2011年达到了最高值,共有73家公司出现了不同程度的失信违规事件,违规原因主要集中在“未及时披露重大事项”、“重大遗漏”和“违规炒作”等。愈加严重的上市公司信息披露质量问题已经成为学界和业界的重点关切。因此,本章编制出上市公司信息披露质量评价指数,并实证探讨沪深两市上市公司信息披露质量。4.1节对信息披露的原则和内容进行总结;4.2节结合熵权模型对信息披露质量进行度量;4.3节首先给出指标权重的计算结果,然后详细分析上市公司信息披露质量的实证结果。最后为本章小结。见图4.1。

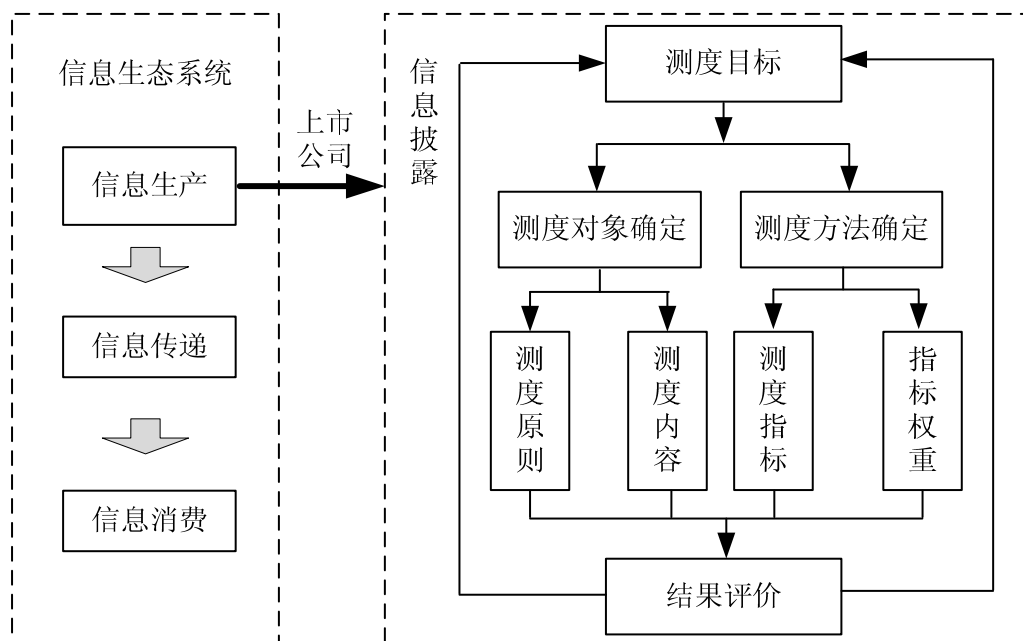


图 4.1 上市公司信息披露质量测度与评价图

4.1 上市公司信息披露的原则与内容

上市公司信息披露原则是评价上市公司信息披露质量的重要依据,而上市公

司信息披露内容是上市公司信息披露测度与评价的对象。因此，本节将重点对上市公司信息披露的原则和内容进行分析。

4.1.1 上市公司信息披露的原则

自从 1999 年发布以来，《OECD 公司治理原则》已成为世界范围公认的公司治理国际基准。信息披露与透明度被列为是《原则》的 6 项原则之一，同时，中国证监会实施的《上市公司信息披露管理办法》明确了上市公司信息披露 5 原则，分别是真实性、准确性、完整性、及时性和公平性。下文将对这两个原则进行详细的分析。

4.1.1.1 OECD 公司治理原则

1999 年发布的《OECD 公司治理原则》于 2004 年得到修订，修订后的《OECD 公司治理原则》包括了 6 个方面的内容：确保有效公司治理框架的基础；股东权利与关键所有权功能；平等对待股东；利益相关者的作用；信息披露与透明度；董事会责任。其中，信息披露与透明度的原则规定公司治理框架应确保及时准确地披露公司所有重要事务的信息，包括财务状况、绩效、股权结构所有权、董事会机构和公司治理等因素。《OECD 公司治理原则》中有关信息披露的内容为各国制定和完善信息披露制度提供了具体的指导。

《原则》认为，上市公司应实质性披露的信息应包括公司财务状况、经营目标、股份所有权、董事会成员信息、治理结构等。除此之外，上市公司还应该提供外部客观的审计报告，并保证信息传播是公平、及时的。同时，上市公司应有一种有效措施，促使分析师、经纪人、评级机构和其他机构提出与投资者决策有关的分析或建议。

4.1.1.2 证监会 5 原则

中国证监会在 2007 年 2 月发布了《上市公司信息披露管理办法》，该法规提高了上市公司信息披露质量，促进了证券市场的健康发展。关于上市公司信息披露原则，《上市公司信息披露管理办法》规定上市公司信息披露必须坚持真实原则、准确原则、完整原则、及时原则以及公平原则。

(1) 真实性原则

真实性原则是信息披露的首要原则，要求上市公司按照相关法规如实披露，客观反映公司的经营状况和财务情况。实际中，违反信息披露真实性的上市公司主要体现在以下方面：在定期报告中作虚假陈述或虚增利润；在临时公告中的预测性信息披露不准确或虚假披露；在披露会计信息时，采取人为操纵、蓄意歪曲或直接造假对企业进行业绩粉饰等。例如：科达股份从 2006 年至 2009 年连续 4 个会计年度的信息披露中存在虚假陈述，为此受到证监会处罚(证监罚字[2011]38

号)。

(2) 准确性原则

准确性原则不仅要求上市公司信息披露内容必须尽可能详尽、具体、准确，不得使投资者产生误解；而且要求上市公司能及时更正已披露的不准确信息。实际中，上市公司不准确的信息披露直接给投资者带来决策上的失误。例如：寰岛股份在 2007 年发布的《关联交易公告》中资产收购事项存在不实披露，信息披露内容明显有悖于事实，为此受到证监会处罚(证监罚字[2011]48 号)。

(3) 完整性原则

完整性原则要求上市公司提供必需的重要资料，对重大事项均应在财务报表附注中予以说明，要求做到内容完整，使财务报表信息清晰和利于理解。实际中，许多上市公司对有利于本公司的信息过分披露，而对本公司不利的信息则只字不提或不做充分披露，故意隐瞒重大会计信息等。例如：德赛电池在 2011 年年报中存在重大遗漏，对重大关联交易没有进行信息披露，为此受到深圳证监局处罚(深圳证监局罚字[2011]3 号)。

(4) 及时性原则

及时性原则要求上市公司必须在规定时间内公开披露相关信息。具体而言，上市公司必须在每个会计年度结束之日起 4 个月内编制完成年度报告，半年度报告在半年度结束后 2 个月内编制完成并公布，而季度报告要求在季度结束后 30 天内编制完成并公布。除此之外，及时性原则还要求上市公司对重大事件要及时披露。未按规定及时对公司重大事项进行信息披露也成为上市公司违反及时性原则的主要原因。例如：彩虹精化 2010 年未及时披露可能给彩虹绿世界创造巨额利润的事项，未及时履行信息披露义务，为此受到证监会处罚(证监罚字[2012]20 号)。

(5) 公平性原则

公平性原则具体指的是上市公司向市场上所有的信息使用者同时披露公司的相关信息，让每一位市场参与者获得同质同量的信息。违反公平性原则的上市公司常常选择将公司重大消息先向相关人士披露，然后才公开披露，滋生了证券市场的内幕交易行为，严重扰乱了证券市场的秩序。例如：银河证券在 2007 年至 2008 年对方大炭素股票进行内幕交易，受到证监会处罚(证监罚字[2012]14 号)。

4.1.2 上市公司信息披露的内容

上市公司信息披露的内容很多，按照上市时间可以分为上市前的首次披露和上市后的持续披露。其中，上市后的持续披露又包括定期披露报告和临时公告等内容。

上市公司应当定期披露的报告包括年度报告、中期报告和季度报告。其中，年度报告是上市公司公开披露信息中最为重要的部分，不仅包括过去一年财政状

况和经营成果的总结，还包括未来发展的预期，内容往往比较详细，信息量比较大，且需要经过独立机构的审计，可信度较高，已成为投资者各种相关决策最重要的信息来源之一。

临时报告是上市公司在发生重大事项时需要向投资者及时披露的信息。这类重大事件可能会对证券价格产生较大影响，例如：经营方针的重大变化、企业重大资产收购合并、重大关联交易等。

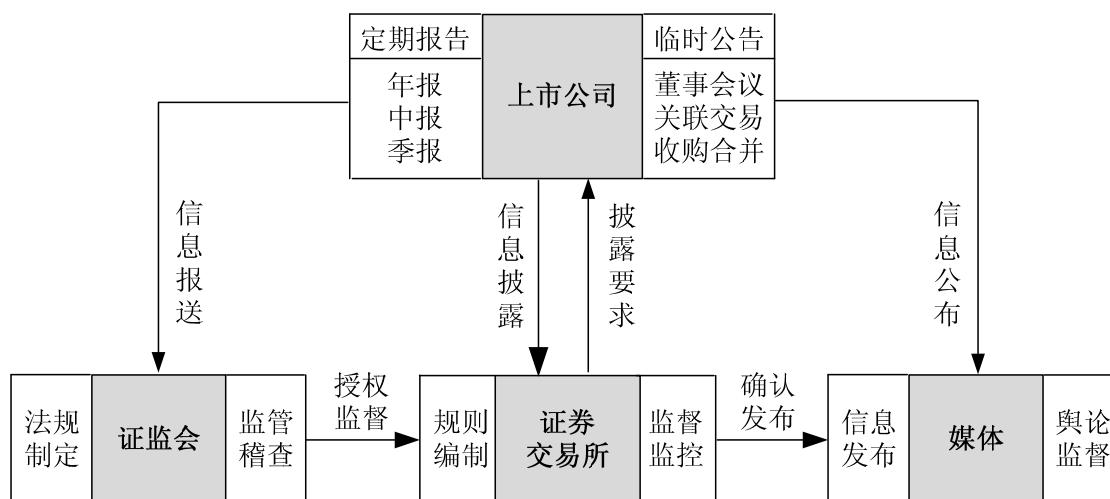


图 4.2 上市公司信息披露过程图

资料来源：本文根据《上市公司信息披露管理办法》和《公司法》整理而成。

上市公司信息披露涉及的参与主体包括上市公司、证券交易所、证监会和媒体(详见图 4.2)。上市公司一方面需要根据证监会和证券交易所的要求，编制信息披露报告，另一方面，定期及时的将信息报送给证监会和证券交易所，并公布给指定媒体。

伴随着投资者理念的日趋成熟，他们对信息的需求范围变得越来越广泛，不仅仅需要反应历史情况的信息披露，更希望能够获得对投资决策具有帮助的预测信息。而上市公司在满足投资者外部需求的同时，也为了公司治理的需要，其信息披露的内容也在不断变化。

4.2 上市公司信息披露指数的编制

上市公司信息披露质量反应了上市公司披露的信息满足信息使用者需求的程度。目前，中国证券市场尚未完全建立起系统的信息披露质量评价体系，因此有必要结合上市公司的发展状况，构建具有实际运用价值的信息披露质量指数。本节首先阐述了编制上市公司信息披露指数的意义；然后对信息披露指数计算方法

进行了设计，具体包括指数编制的方法和测度指标的选择。

4.2.1 编制上市公司信息披露指数的意义

在证券市场逐步开放和融合的趋势下，编制一套科学、系统、客观的上市公司信息披露指数不仅是保护投资者利益最重要的方式，更是完善上市公司治理结构和证券市场信息监管体系的现实之需。具体而言，编制上市公司信息披露指数至少有以下几方面的意义：

(1) 沪深 A 股上市公司信息披露指数编制有利于增强中国证券市场信息披露指数体系的完整性、系统性和科学性。本文所编制的上市公司信息披露指数结合了中国证券市场的实际情况，同时强调了编制方法的科学性和公开性，努力达到容易操作、便于调整、适宜发展、精确无误的标准。

从2001年开始深圳证券交易所对上市公司信息披露进行年度考核，而上交所关于信息披露质量的评级工作仅在2001年有披露，并未延续下来。由于缺少对信息披露质量的评价标准，投资者和债权人等信息使用者的权益很难维护，极大地削弱了证券市场优化资源配置的功能，增加了市场运行的无效性，不利于证券市场的全面发展。因此，本文编制的上市公司信息披露指数几乎涵盖了所有A股上市公司，有利于整体考察和研究证券市场信息披露质量，以提升市场整体的信息披露质量，营造公平透明的市场环境。

(2) 编制 A 股上市公司信息披露指数能为上市公司公司治理进一步的理论与技术分析提供数据，更好地为政府监管部门和广大投资者服务。现有上市公司信息披露评价的研究大多零散嵌套在公司治理总体评价体系中，缺乏全面、系统地分析；而且这些研究大多采用问卷调查、专家评分来分配权重，这类方法容易受到受访者主观因素的影响，影响权重的精确度，使得信息披露质量评价受到一定的限制。

因此，本文编制的上市公司信息披露指标同时考虑了《OECD 公司治理原则》和中国证监会实施的《上市公司信息披露管理办法》，构建了包含 6 个一级指标，14 个二级指标的指标体系。同时，利用熵权模型确定的指标权重，保证了指数计算的客观性。

(3) A 股上市公司信息披露指数对于规范上市公司信息披露行为，提高信息披露质量具有积极作用。2007 年以来，中国证监会出台了一系列关于提高信息披露质量的法规条例，证监会也反复强调，对证券市场失信“零容忍”，要加大对失信行为的打击力度。然而，信息披露违规事件仍有增无减，其中一个重要的原因是，上市公司冗长的披露信息对普通投资者而言过于复杂，披露内容“大而空”，能运用到投资决策中的信息量很少，并没有真正起到衡量上市公司优劣的作用。而这一切，又有赖于信息披露评价体系为其提供依据。本文编制出上市公司信息披露

质量评价指数，希望为建立完整的、科学的、有效的上市公司信息披露质量评价体系提供参考。

4.2.2 编制上市公司信息披露指数的方法

现有研究在度量信息披露时大多采用问卷调查、专家评分来分配权重，但是这类方法容易受到受访者主观因素的影响，影响权重的精确度，使得信息披露质量评价受到一定的限制。本文采用熵权系数法来确定指标权重，该方法实质上是一种根据熵的特性建立多指标评价模型的赋权法。

本节的工作主要包括两个方面的内容，一方面，通过对现有信息披露质量的度量方法进行总结，选择合适的方法对信息披露质量进行度量；另一方面，基于《OECD 公司治理原则》选取符合中国上市公司信息披露特点的度量指标。

4.2.2.1 编制方法选择

信息披露质量的度量始终没有形成统一标准。从现有研究来看，主要采用以下三类度量方法：一是从披露信息字段本身进行分析；二是选择替代变量来衡量信息披露质量的高低；三是构建信息披露指数评价体系。

从披露信息字段本身进行分析的方法重点关注的是信息披露的结构和内容。其中，内容分析法就是对披露信息的句段进行全面研究的一种方法。该方法主要通过信息分类并编码，最终得到量化的分值^[91]。由于直接对信息披露的字段处理过程过于繁琐，操作性不强，越来越多的学者根据研究的需要，选择替代变量对信息披露进行测度。如 Botosan^[92]，Kim 和 Verrecchia^[93]以及曾颖和陆正飞^[94]等。而信息披露数量、股票价格、证券分析师的预测精准度以及盈余质量都常被作为替代变量来度量信息披露质量。

由于运用替代变量进行度量的维度过于单一，因此度量的有效性大打折扣。随着信息披露的内容越来越丰富，学者们尝试通过构建指标评价体系对信息披露质量进行度量，这类方法实质上是通过通过对信息披露内容进行打分或设定相关指标对信息披露进行综合评价。其中，指标选取和权重设定是构建信息披露指数评价体系的关键问题。

在理论界，Botosan 最早建立的评级指标包括企业背景、历史数据、非财务指标、预测信息以及管理层的讨论和分析等 5 个方面^[92]。随后，更多的学者，如 Francis, Nanda 和 Olsson^[95]，Cheung, Jiang 和 Tan^[96]以及张晓岚，沈豪杰和杨默^[97]等构建了一系列的指标体系。

在实务界，信息披露已成为金融市场发展与监管的重中之重，多个研究机构一直在积极地推动信息披露指数评价体系的设计工作，如标准普尔公司(Standard & Poor's, S&P)、投资管理研究协会(Association for Investment Management and Research, AIMR)、国际财务分析和研究中心(International Centre for financial

analysis and research, CIFAR)、深圳证券交易所以及南开大学中国公司治理研究中心等。但是, 这些研究机构大多只公布了信息披露的最终结果。例如, 深圳证券交易所从 2001 年开始对上市公司信息披露进行考核, 并给出优秀、良好、合格和不合格 4 档考核结果, 但缺乏相关评价标准的说明, 投资者难以将其作为判别公司信息披露水平的有效依据。

1948 年, Shannon 最早将熵的概念引入到信息论中, 提出了信息熵的概念, 指出熵可以有效地度量系统的不确定性和无序性^[98]。信息熵概念的建立为测度信息量提供了科学的定量计量方法。在 Shannon 的研究基础上, 学者们运用熵理论进行了一系列的研究, 如 Alvarez-Ramirez, Rodriguez 和 Alvarez^[99]以及 Risso^[100]等。

采用熵权系数法度量信息披露指标权重具有明显优势, 它从指标自身信息量大小出发, 一定程度上弥补了其它赋权方法包含较多主观因素的缺陷, 使得各指标权重更客观, 更符合实际情况。另外, 通过对各指标进行归一化处理, 熵权系数法有效地解决了定性指标的量化处理问题, 实现了定性指标和定量指标的有机结合。

熵权系数法的计算步骤如下:

(1) 初始矩阵建立

设上市公司集 $S=\{s_1, s_2, \dots, s_m\}$, 指标集 $T=\{t_1, t_2, \dots, t_n\}$, m 家上市公司对应 n 个评级指标构成指标初始矩阵 X^* :

$$X^* = \begin{bmatrix} x_{11}^* & \cdots & x_{1n}^* \\ \vdots & \cdots & \vdots \\ x_{m1}^* & \cdots & x_{mn}^* \end{bmatrix} \quad (4.1)$$

(2) 数据无量纲化处理

对 X^* 进行无量纲化处理, 得到: $X'=(x_{ij}')$, x_{ij}' 是第 i 家上市公司在指标 j 上的值。

$$x_{ij}' = \begin{cases} \frac{x_{ij}^* - \min_j \{x_{ij}^*\}}{\max_j \{x_{ij}^*\} - \min_j \{x_{ij}^*\}}, & x_{ij}^* \in R_1, R_1 \text{表示正指标} \\ \frac{\max_j \{x_{ij}^*\} - x_{ij}^*}{\max_j \{x_{ij}^*\} - \min_j \{x_{ij}^*\}}, & x_{ij}^* \in R_2, R_2 \text{表示负指标} \end{cases} \quad (4.2)$$

显然 $x_{ij}' \in [0,1]$ 。将 14 个指标分为正指标和负指标两类, 正指标为对信息披露质量存在正向影响的指标, 指标值越大, 信息披露质量越高; 反之, 则为负指标。为了避免取对数时无意义, 在此采用标准化法, 将数据进行平移 3 个单位, 即 $x_{ij}' + 3$ 。

(3) 计算第 j 项指标下第 i 家上市公司指标值的比重 p_{ij}

$$p_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sum_{i=1}^m x_{ij}}, \quad i=1, 2, \dots, m; j=1, 2, \dots, 13 \quad (4.3)$$

(4) 计算第 j 项指标的熵值 e_j

$$e_j = -\sum p_{ij} \ln p_{ij} \quad (4.4)$$

其中, e_j 反映指标 j 的不确定性, 若 p_{ij} 全部相等时, 那么 $p_{ij}=1/m$, 则 e_j 取极大值, 即:
 $e_j=e_{\max}=\ln m$ 。

(5) 用 e_{\max} 对 e_j 进行归一化处理

$$E_j = \frac{e_j}{\ln m} \quad (4.5)$$

(6) 计算第 j 项指标的差异性系数 δ_j

$$\delta_j = 1 - E_j \quad (4.6)$$

其中, 当第 j 项指标值的差异越大, 熵值就越小, 说明指标值越重要。

(7) 计算第 j 项指标的权数 w_j

$$w_j = \frac{\delta_j}{\sum_{j=1}^n \delta_j} * 100 \quad (4.7)$$

4.2.2.2 指标选择

依据上文对上市公司信息披露原则的阐述, 信息披露指数指标的选择具体参照了 2004 年修订的《OECD 公司治理原则》和证监会实施的《上市公司信息披露管理办法》中对信息披露的要求, 结合中国上市公司的信息披露具体情况, 从财务状况、股权结构、公司治理、信息披露真实性、及时性以及披露制度等 6 方面对上市公司信息披露质量进行考核。指标体系具体由 14 个指标构成。

具体而言, 财务状况具体包括了盈利能力和偿债能力 2 个方面。根据信号传递理论, 财务状况越好的企业, 更愿意提高信息披露质量, 向市场传递出积极的信号。一方面, 选取主营业务利润率、净资产收益率和每股收益作为衡量企业盈利能力的指标。另一方面, 选取资产负债率反应企业的偿债能力。指标值越大, 说明企业经营的稳健性较差, 财务风险较大。更倾向于延迟披露信息, 因而信息披露质量不高。

股权结构用股权集中度来衡量, 具体选取赫芬代尔指数(Herfindahl Hirschmann Index), 简称 H 指数, 本文选取第一大股东持股比例的平方和。

公司治理方面的指标包括董事会规模、二职合一和独立董事规模 3 个方面。

根据公司治理理论, 公司管理层代理成本越大, 信息披露的可信度越低, 信息披露质量越低。需要特别说明的是, 二职合一的指标描述的是董事长和总经理是否为同一人, 由于董事长和总经理分别代表的是股东和管理层的利益, 如果存在二职合一的现象, 会一定程度上削弱董事会的监控职能, 进一步增加管理层的代理成本, 使得信息披露质量降低。

在此基础上, 本文还在指标体系中包含信息披露真实性、信息披露及时性和信息披露制度 3 方面的指标。其中, 信息披露真实性指标包括上市公司当年度的违规处罚和相关审计机构的审计意见; 信息披露及时性指标包括年报披露的时间和年报披露是否存在预披露行为; 信号传递理论指出信息优势方主动将有关信息传递给信息劣势方。推演至信息披露问题上, 经营优异的公司倾向于率先披露公司信息, 而未披露公司信息的上市公司会被市场默认为“坏消息”, 股价波动的可能性较大。因此, 审计意见是否良好、年报披露是否及时也能一定程度上传递出企业的经营状况。

表 4.1 信息披露质量指标体系

一级指标	二级指标	度量方法	指标类型	指标代号
财务状况	盈利能力	主营业务利润率	正指标	x_1
		净资产收益率	正指标	x_2
		每股收益	正指标	x_3
	偿债能力	资产负债率	负指标	x_4
股权结构	股权集中度	H 指数: 第一大股东持股比例的平方	负指标	x_5
公司治理	董事会规模	董事会人数	正指标	x_6
	二职合一	董事长和总经理二职合一取 1, 否则取 2	正指标	x_7
	独立董事规模	独立董事占董事会人数比例	正指标	x_8
披露真实性	违规情况	上市公司因信息披露违规受到处罚记为 1, 没有记为 2	正指标	x_9
	审计意见	如果审计单位出具标准无保留意见取 2, 否则取 1	正指标	x_{10}
披露及时性	年报披露时间	年报披露时间-4 月 30 日	负指标	x_{11}
	是否预披露	按照预披露时间准时披露或提前披露记为 2, 无预披露或延迟披露记为 1	正指标	x_{12}
披露制度	外资股	仅发行 A 股取 1, 否则取 2	正指标	x_{13}
其它	企业规模	年末总资产取自然对数	正指标	x_{14}

另外, 选择企业是否发行外资股作为衡量指标之一主要是出于信息披露制度的考虑, 受当地信息披露制度的影响, 各国证券市场对信息披露的要求不同, 选

择发行两种以上的股票必然对上市公司信息披露提出了更高的要求，尤其是选择成熟证券市场上市，必须提升信息披露质量，增强企业透明度，以满足海外投资者对企业信息披露质量的较高要求。

最后，本文将企业规模因素纳入指标体系，因为不管是信息披露的动力，还是信息披露的可行度均高于企业规模较小的企业，信息披露更为严格^[101]。

考虑到熵权模型归一化的需要，本文进一步将 14 个指标分为正指标和负指标两类。正指标为对信息披露质量存在正向影响的指标，指标值越大，信息披露质量越高；反之，则为负指标。

表 4.1 为信息披露指数的具体指标和分类。

4.3 上市公司信息披露质量的实证结果及分析

本节进行上市公司信息披露质量的实证分析，首先阐述研究样本的选取原因及来源；然后基于熵权模型对信息披露指数的指标权重进行计算；接着依据指标权重，得到上市公司的信息披露指数，分别从市场、行业和企业3方面对上市公司信息披露质量进行评价。

4.3.1 样本选取和数据来源

目前，针对中国证券市场信息披露质量的研究多以深圳证券交易所的上市公司为研究对象，缺乏对上市公司信息披露质量的整体描述。鉴于此，本文综合考虑沪深两市上市公司编制上市公司信息披露质量指数。

本文实证研究选取沪深两市所有 A 股上市公司作为研究样本。

考虑到研究区间的一致性，这里同样将样本期选定为 2002 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日。由于金融行业的特殊性，将金融行业的上市公司排除在样本之外，同时以编制信息披露的 14 个指标为依据，剔除数据缺失的公司和当年度被 ST 的公司，剔除信息披露不充分或相关指标没有披露的上市公司，最终得到 10858 个样本。

本文数据主要来自上市公司年报、深圳国泰安数据库(CSMAR)、天软数据库(Tiny Soft)、上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn/>)、深圳证券交易所网站(<http://www.szse.cn/>)以及中国证监会官方网站(<http://www.csrc.gov.cn/>)。

4.3.2 指标权数的计算结果分析

通过熵权计算，得到上市公司信息披露质量指标权重。表 4.2 为样本期内各指标的权重计算结果。按系数大小进行排序，得到各指标对信息披露指数贡献程度的排名，见表 4.3。

表 4.2 2002~2011 年信息披露质量指标权重

	指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
x_1	主营业务利润率	0.3484	1.4803	1.7445	0.6357	2.2502	3.8489	0.9532	0.8150	3.8425	2.7217
x_2	净资产收益率	0.2059	0.1357	0.1582	0.4316	0.2220	0.1794	0.6921	0.4705	0.4448	0.2438
x_3	每股收益	1.4249	0.5827	0.2358	0.6135	0.4433	0.7977	0.8228	0.6753	1.1850	0.7067
x_4	资产负债率	0.3546	0.4612	0.2002	0.1775	0.5185	0.2279	0.1937	0.1491	0.2419	0.3599
x_5	股权集中度	8.2275	7.2545	7.6082	0.1617	5.5446	0.1802	0.1749	5.2482	5.9714	6.0453
x_6	董事会规模	4.4300	5.3338	3.8524	5.0683	3.6959	5.5808	4.6288	3.5080	5.2805	4.8951
x_7	二职合一	16.2345	14.8712	17.4677	18.9211	17.3591	20.3393	20.3686	17.9804	19.5834	20.8239
x_8	独立董事规模	2.8706	1.9152	1.2021	1.6168	1.8276	2.0825	2.7350	1.5398	1.6876	2.8530
x_9	违规情况	5.5837	12.0104	2.1891	8.7603	4.8802	3.9046	4.4645	12.2182	5.7645	4.8199
x_{10}	审计意见	15.0434	5.8368	12.2612	8.0166	8.1174	5.4695	6.4754	7.7129	7.1659	7.0159
x_{11}	年报披露时间	2.6765	3.3456	2.6519	1.9791	10.5741	2.4826	10.5878	10.5066	8.1893	9.4327
x_{12}	是否预披露	18.7092	25.1134	27.6030	29.9838	22.0470	29.2666	19.7841	15.2733	13.9274	13.0804
x_{13}	外资股	21.7964	19.1552	20.6784	21.2207	19.7110	22.7258	25.3350	21.7125	24.7814	23.9728
x_{14}	企业规模	2.0944	2.5039	2.1474	2.4132	2.8092	2.0944	2.5039	2.1474	2.4132	2.8092

表 4.3 2002~2011 年信息披露质量指标权重排名

	指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
x_1	主营业务利润率	13	11	10	10	10	7	10	11	9	11
x_2	净资产收益率	14	14	14	12	14	14	12	13	13	14
x_3	每股收益	11	12	12	11	13	11	11	12	12	12
x_4	资产负债率	12	13	13	13	12	12	13	14	14	13
x_5	股权集中度	5	5	5	14	6	13	14	7	6	6
x_6	董事会规模	7	7	6	6	8	4	6	8	8	7
x_7	二职合一	3	3	3	3	3	3	2	2	2	2
x_8	独立董事规模	8	10	11	9	11	10	9	10	11	10
x_9	违规情况	6	4	8	4	7	6	7	4	7	8
x_{10}	审计意见	4	6	4	5	5	5	5	6	5	5
x_{11}	年报披露时间	9	8	7	8	4	9	4	5	4	4
x_{12}	是否预披露	2	1	1	1	1	1	3	3	3	3
x_{13}	外资股	1	2	2	2	2	2	1	1	1	1
x_{14}	企业规模	10	9	9	7	9	8	8	9	10	9

由表 4.2 和表 4.3 的结果可知,14 个二级指标值在 2002~2011 年间的变化不大,权重的重要程度排名较为稳定,因此可以初步判断本文选取的信息披露质量指标是较合理的。

(1) 披露及时性的 2 个指标对信息披露指数的贡献程度最大,尤其是年报是否存在预披露指标,在样本期间权重系数排名一直处于前 3 名。从 2001 年开始,沪深两市规定上市公司在年报披露前应先向交易所申报年报的预约披露时间。年报披露及时性之所以重要,是因为投资者急于提前获得上市公司在上一年经营状况和发展趋势,而年报披露时间是唯一可运用的信息。依据“好消息早披露,坏消息晚披露”的理论结论,提早披露年报的上市公司出现利好消息的可能性较大,而年报推迟披露的上市公司出现坏消息的可能性较大。

(2) 企业是否发行外资股的指标权重在 2008 年以后排名升至第 1 名,充分说明了信息披露制度对提升信息披露质量的重要性。信息披露制度决定了上市公司信息披露的完善程度和实施效率。发达地区的上市公司信息披露制度比较完善,有利于促使上市公司增加信息披露数量,提高信息披露质量。建立高效的信息披露制度一直是各国证券立法的核心内容,希望通过信息披露制度规范信息披露的

原则，完善信息披露的保障机制，以确保上市公司信息披露质量。

(3) 公司治理方面的 3 个指标系数值较大，对信息披露指数的贡献程度排名均比较靠前，其中“二职合一”指标权重达到了 20% 左右。证明了公司治理与信息披露间的密切关系，有效的信息披露制度是改善公司治理结构的制度保障；同时，良好的公司治理对信息披露质量的提高也有一定作用。如果说高效的信息披露制度是从源头上保障信息披露质量，那么良好的公司治理则可在信息披露过程中降低不利因素的影响。

4.3.3 上市公司信息披露质量的整体评价

为了更全面地掌握沪深两市上市公司信息披露的整体趋势，本节根据熵权系数的计算结果，计算出上市公司*i*的年度信息披露质量综合评价系数，用 D_i 表示为：

$$D_i = \sum_{j=1}^n w_j x_{ij}, i=2002, 2003, \dots, 2011 \quad (4.8)$$

其中， w_j 为式(4.7)计算得到的指标权重， x_{ij} 为无量纲化处理后的上市公司年度数据。

图4.3为上市公司信息披露指数分布情况图。

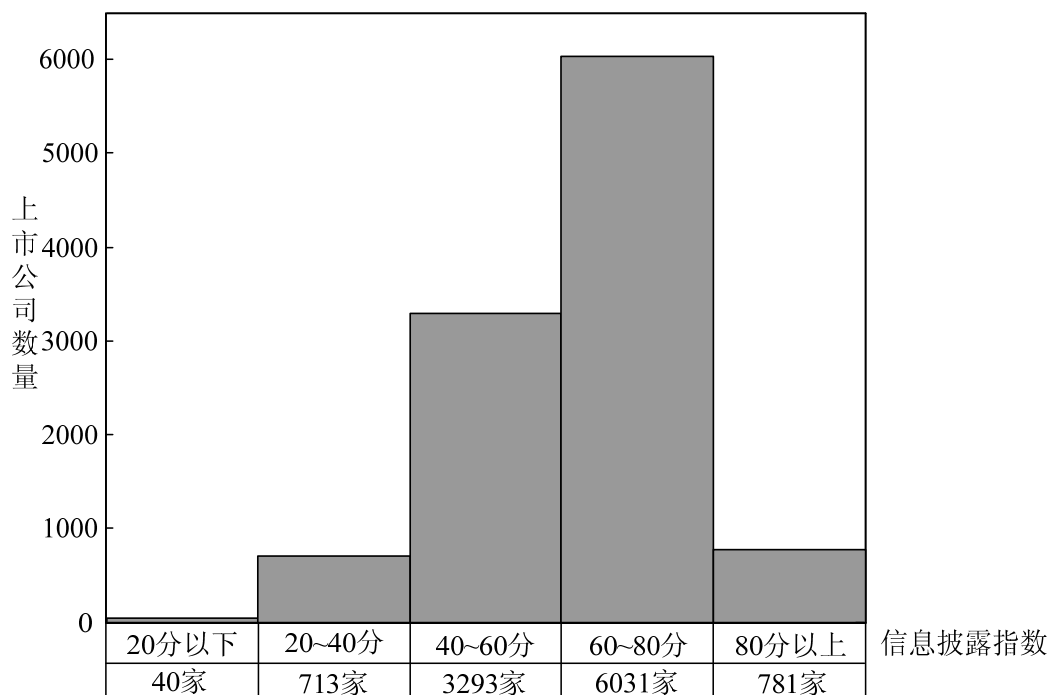


图 4.3 上市公司信息披露指数分布情况

由图4.3可知，大多数上市公司信息披露指数分值在60~80分之间，占比55.5%。企业间信息披露指数的绝对差距较大，最大值与最小值间的差距为82.16。与此同时，值得关注的是，有40家上市公司信息披露指数低于20分，其中以医药生物类企业居多。

4.3.4 上市公司信息披露质量的市场比较

本节进一步对各年度的上市公司信息披露情况进行了描述统计分析，由表4.4可以看出，沪深两市信息披露质量并没有明显的年度趋势，这也说明沪深两市总体信息披露质量仍有较大的提升空间。2010年和2011年，沪深两市信息披露指数持续下跌，这一现象也证明了由诚信危机引发的A股市场信息披露质量问题正在逐步显现，市场整体的信息披露质量不高。由此可见，加大信息披露的监管力度和违规行为的惩戒力度刻不容缓^[102]。

表 4.4 上市公司信息披露质量总体表现

年份	样本	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
2002	970	65.1817	12.1230	20.1363	67.8953	94.1863
2003	1012	64.8116	13.1059	17.4564	69.3360	94.8900
2004	1074	65.1599	14.6844	13.9239	70.3253	96.0129
2005	1148	65.4569	15.2228	4.6878	71.7772	96.2819
2006	1070	61.0192	11.6835	22.2644	63.9684	89.5703
2007	1046	61.7258	14.7248	12.2183	66.8981	93.9985
2008	1086	58.2944	12.5089	16.2173	60.0157	91.4911
2009	1158	62.7806	11.2360	15.4451	64.6708	92.1023
2010	1134	57.9907	11.2673	15.6682	58.7563	88.2284
2011	1160	57.7287	11.4283	15.7471	58.6064	88.1867

由于选择的交易所不同，对上市公司的要求可能略有不同，这也可能使得上市公司信息披露质量存在差异。因此，本文还将计算所得的上市公司信息披露质量指数分市场进行了对比。

由表4.5可以看出，上交所上市公司的信息披露质量水平略高于深交所上市公司，不仅平均值高于深交所的整体水平，而且标准差值略小于深交所。但是，整体而言，不同交易所的上市公司信息披露指数差异不大，沪深两市上市公司信息披露指数在2002年至2011年的走势基本一致，说明上市板块因素对信息披露指数的影响程度较小。

本文结论与深交所公布的信息披露质量逐年递增的结果存在一定差异。究其原因，深交所评价体系更加侧重上市公司与交易所的配合程度、所采取的监管措施以及处分情况，更具监管特色。而本文指数编制的立足点为广大投资者，由于服务对象不同，产生差异在所难免。

表 4.5 沪深两市信息披露质量市场比较

年份	上海证券交易所			深圳证券交易所		
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差
2002	67.5894	68.2711	10.1028	61.8229	67.1048	13.8057
2003	64.7221	69.1490	12.9162	64.9431	69.7449	13.3944
2004	65.6930	70.1502	13.6831	64.2687	70.6741	16.1997
2005	65.8646	71.7807	14.5469	64.7003	71.7662	16.3956
2006	61.3766	63.9733	11.2471	60.3541	63.9560	12.4431
2007	62.0353	66.9441	14.3417	61.1652	66.7843	15.3985
2008	58.5169	60.4146	12.2294	57.8794	59.3679	13.0207
2009	63.2754	64.8664	11.0985	61.8360	64.0697	11.4489
2010	58.1091	58.8630	11.3423	57.7586	58.6500	11.1297
2011	58.2765	58.8203	11.2688	56.6430	58.2661	11.6768

4.3.5 上市公司信息披露质量的行业分析

由于行业自身特征不同,不同行业间的上市公司信息披露质量必然存在较大差异。本节依据中国证监会 2001 年 4 月颁布的《上市公司行业分类指引》对上市公司进行行业分类,然后用各行业内上市公司信息披露指数的平均值代表行业信息披露指数,最后将信息披露指数平均值从高到低进行排序。由于篇幅的限制,表 4.6 仅以 2011 年为例,给出分行业上市公司信息披露指数结果。

由表 4.6 可见,各行业间的信息披露质量存在一定的差异。信息披露水平较高的行业主要是交通业、电力业以及采掘业,均值水平分别为 63.6、59.7 和 59.3。信息披露质量较差的行业主要是农林牧渔业和造纸印刷业,披露指数均值分别为 53.2 和 51.8。

本文认为,造成行业信息披露差异化主要有两个方面的原因:第一,政府监管力度较强的行业,如交通业、电力业、采掘业等,披露信息来源更可靠,从信息源上保证了信息披露的质量;第二,企业规模较小,盈利增长存在较强不确定性的行业,如农林牧渔业,信息披露的成本较高,通过信息披露与投资者进行沟通的需求不足,进而使得信息披露质量降低。

其它年份的行业分析也可通过上述步骤得到。通过观察各年份的行业信息披露指数发现,行业排名在各年度存在微调,但是调整幅度不大。交通业和采掘业的行业信息披露指数排名在样本期均比较靠前,特别是在 2007 年以后,交通业和采掘业稳居各年度信息披露指数的前 3 名,说明行业信息披露质量具有较好的延

续性。而木材家具行业和农林牧渔业的行业排名在样本期均比较靠后，这与上市公司数目较少，企业规模较小不无关系。

行业信息披露差异化反应出不同行业的差异性。但目前，除金融类企业外，其它行业尚没有具体的行业信息披露规则，如何根据行业的特点，细分信息披露细则，提高信息披露的针对性是值得进一步探讨的问题。

表 4.6 2011 年分行业上市公司信息披露指数比较

排名	行业	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
1	交通仓储业	63	63.6049	12.4958	35.8940	60.4552	86.5045
2	电力煤气业	64	59.6779	9.9230	35.0516	59.1304	88.1867
3	采掘业	37	59.2548	15.0322	25.7676	58.8800	85.5237
4	纺织服装业	35	59.2044	13.4126	34.2158	58.2397	87.2969
5	机械设备业	178	58.9204	12.0350	17.1581	59.2961	86.1414
6	(非)金属业	99	58.5175	10.7704	18.5112	58.9597	84.9725
7	木材家具业	4	58.0773	1.5877	56.4608	57.8329	60.1827
8	信息技术业	55	57.7102	10.5720	25.3482	58.5342	86.6987
9	社会服务业	32	57.6316	11.3778	31.2179	58.1618	83.4936
10	房地产业	121	57.1706	11.1542	24.3691	57.9988	87.9825
11	石油化学业	101	57.1534	10.3581	15.7471	58.6117	85.8275
12	建筑业	25	57.1263	12.8452	33.5166	59.2223	83.1981
13	传播文化业	11	56.9666	5.4383	42.5220	58.1917	62.8726
14	批发零售业	94	56.9451	8.4867	34.1378	58.5177	84.4378
15	电子业	39	56.5834	11.5106	23.6799	58.6442	84.0926
16	食品饮料业	55	55.6568	12.2694	16.1450	57.6438	85.2656
17	综合类	26	55.4484	8.3706	32.5844	58.6644	63.0985
18	医药生物业	78	54.7395	12.3623	15.8356	58.3803	87.7612
19	其他制造业	3	54.5639	28.3986	23.5119	60.9624	79.2173
20	农林牧渔业	22	53.1724	8.1820	35.1067	56.7306	61.4473
21	造纸印刷业	18	51.7824	12.3124	28.1889	57.4950	66.1029

4.4 本章小结

本章实证分析了沪深两市上市公司信息披露质量。结合熵权系数法，运用沪

深A股上市公司数据，编制了沪深上市公司信息披露质量评价指数。通过比较沪深两市上市公司的信息披露质量可以发现，本章编制的指数较好地诠释了上市公司信息披露质量整体和行业的发展，与现实情况基本吻合。具体来说，得到以下几点结论：

(1) 从信息披露指数的指标权重来看，披露的及时性、披露制度以及公司治理方面的指标系数值较大，对信息披露指数的贡献程度最大。总体而言，指标权重的贡献程度在样本期间变化不大，较为稳定。

(2) 从证券市场整体状况来看，沪深两市信息披露质量不高，仍有较大的提升空间。具体而言，上海证券交易所上市公司信息披露整体水平略高于深圳证券交易所，不仅平均值高于深交所整体水平，而且标准差值略小于深交所。但是板块因素并不是影响信息披露质量的重要因素。

(3) 从行业发展来看，政府监管力度较强、国际化程度较高、盈利增长稳定的行业，如交通业、电力业以及采掘业，信息披露的动力更足，成本更低，信息披露质量更高。行业信息披露的差异化凸显出细分信息披露细则的必要性，以进一步提高上市公司信息披露规则的针对性。

第5章 信息生态视角下分析师信息传递行为研究

在信息生态中，信息传递可以实现信息生产者和信息消费者之间的联系，扩大信息的覆盖面。而在公司信息环境中，作为证券市场重要的信息中介，证券分析师能积极追踪公司信息并形成研究报告，在上市公司和投资者间扮演着“信息传递”的角色。目前，中国上市公司财务报告普遍存在不同程度的虚假披露问题，而且披露内容过于冗长，怎样“去假存真”、“去繁存简”成为市场参与主体投资决策过程中的重中之重。信息不对称理论认为，信息在市场主体间的分布具有不对称性，上市公司拥有更多更准确的信息，处于信息优势地位，而其它主体处于信息劣势地位。信息不对称对证券市场正常运行有较大影响，所以有必要通过信息传递来解决信息不对称带来的市场无效运行。有鉴于此，本章以信息传递理论为基础，对中国证券分析师的信息传递行为进行实证研究。具体通过构造合理的工具变量，探讨分析师信息传递行为与公司信息间的关系、明星分析师传递行为与公司信息间的关系以及市场涨跌行情对此关系的影响。5.1节对上市公司信息传递渠道进行分析；5.2节提出研究假设；5.3节首先给出实证数据样本的选取依据，然后详细阐述各研究变量的度量方法，并构建出具体的回归模型；5.4节分析实证结果，同时给出工具变量回归的稳健性分析；最后为本章小结。见图5.1。

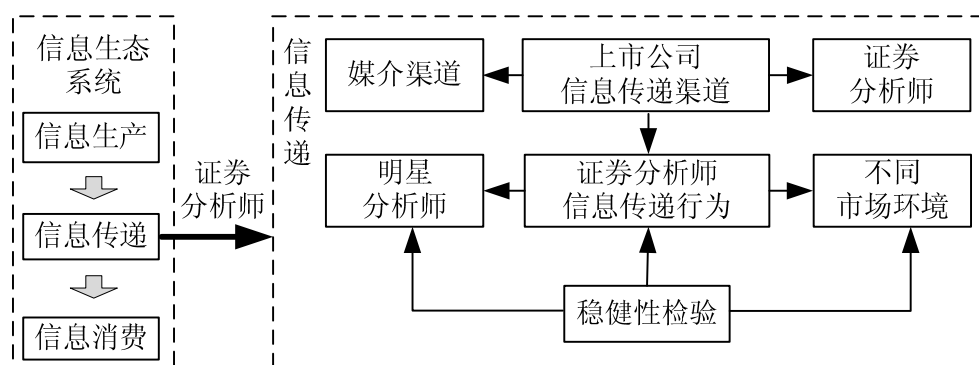


图 5.1 证券分析师信息传递研究内容图

5.1 上市公司信息传递渠道分析

上市公司信息从披露到被投资者运用，信息传递是其中关键的环节。在信息传递过程中又会产生新的信息，并且和原始信息一起成为投资者决策和操作行为的新依据。目前，上市公司公司信息传递的主要途径有新闻媒介和证券分析师。

本节分别对上市公司信息传递的媒介渠道和分析师渠道进行分析。

5.1.1 媒介渠道

作为上市公司信息披露和信息传递的主要渠道，媒介渠道主要包括报纸、杂志、电视和网络等方式。媒介渠道一方面对上市公司的信息进行披露；另一方面向投资者提供上市公司披露信息的分析和评论，以供投资者决策参考。

根据《上市公司信息披露管理办法》和《公司法》等法律法规，上市公司的定期披露报告和临时公告等内容应在证监会指定的报刊网站上进行披露。证监会指定的报刊有“七报一刊”：《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《金融时报》、《证券日报》、《中国改革报》、《中国日报》和《证券市场周刊》。

随着信息技术的飞速发展，网络媒介的高时效性和信息量大的特点使其在信息传递过程中发挥越来越大的作用。证监会指定的信息披露网站包括上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站和巨潮资讯网。

表 5.1 证监会指定的信息披露渠道

名称	主办单位	相关网址
中国证券报	新华通讯社	www.cs.com.cn
上海证券报	新华通讯社	www.cnstock.com
证券时报	人民日报社	www.p5w.net
金融时报	中国人民银行	www.financialnews.com.cn
证券日报	经济日报报业集团	www.zqrb.com.cn
中国改革报	中国改革报社	www.crd.net.cn
中国日报	中国日报传媒集团	www.chinadaily.com.cn
证券市场周刊	中国证券市场研究设计中心	www.zhoukan.com.cn
上海证券交易所	上海证券交易所	www.sse.com.cn
深圳证券交易所	深圳证券交易所	www.sse.org.cn
巨潮网站	深圳证券交易所	www.cninfo.com.cn

资料来源：本文根据证监会网站公布的相关资料整理而成。

媒介在信息传递的过程中，起到了市场监督和规范市场的作用，上市公司的违规违法行为被媒体揭露和曝光后，引发相关监管部门调查和处罚的事件屡见不鲜，在强烈的市场需要驱动下，媒介不断的挖掘不易被普通投资者察觉的违规行为，一定程度上降低了市场的不对称程度，优化了信息环境。但同时，部分媒体

在经济利益的驱使下，存在过分“炒作”和“放大”信息的行为，也给证券市场带来了噪音。因此，有必要规范媒介在信息传递中的行为，加强行业自律组织的建设和法律法规的完善。

5.1.2 证券分析师渠道

证券分析师，也叫“金融分析师”，是证券市场重要的信息中介，同时还扮演着信息加工者和信息使用者的多重身份，是证券市场信息交流和信息活动的重要组成部分。

美国证监会认为，证券分析师能够积极追踪企业信息并形成报告，在投资者和企业之间扮演了“传递信息”的角色。他们搜寻和加工信息的活动显著提高了市场的定价效率^[103]。学者们通过理论研究也证明证券分析师能够增加投资者知情交易概率，提高股价中的公司信息含量，使得上市公司信息环境得以改善，证券市场运行效率进一步提高，如Bushman, Piotroski和Smith^[104]，Sun^[105]以及刘昶和修世宇^[106]等。

中国证券分析师行业起步较晚，在 20 世纪 90 年代沪深证券市场成立之初，各类“股评家”开始出现在证券交易所和新闻媒体上，但这个时期的证券分析师的发展仍处于自发阶段，缺乏市场监管。1998 年，证监会颁布了《证券、期货投资咨询管理暂行办法》，从此证券从业人员的管理进入到规范管理阶段。2000 年 7 月，《中国分析师职业道德守则》颁布实施。2002 年 12 月 13 日，中国证券分析师委员会正式成立。一系列法律法规的出台以及监督体系的建立使得证券分析师的管理趋于规范。

时至今日，中国证券市场分析师行业总体上仍处于发展阶段。从规模上来看，截止 2012 年底，全国共有证券公司 113 家。其中，获得证券投资咨询资格的证券公司 89 家，获得证券投资咨询资格的从业人员达到 2 万多人，其中证券类分析师共 2459 人⁵。

从证券分析师的素质来看，分析师的工作大多以宏观面分析为主，缺乏对公司基本面信息的挖掘。而优秀的分析师不仅需要具有敏锐的市场嗅觉，更需要深度理解和挖掘公司基本面信息，并向其它市场主体传递经过分析和处理的信息。

证券分析师行业已经逐渐成为证券市场规范化发展的重要组成部分，但由于证券分析师在中国真正发展的年限较短，缺乏系统的数据资料，对于证券分析师在证券市场信息传递和解读作用的认识不够。因此，有必要结合中国证券市场的特点，明晰分析师的信息传递行为，以便投资者能迅速、高效的运用证券分析师研究成果。

5 数据来源：中国证券业协会官方网站(<http://www.sac.net.cn/>)。

5.2 分析师信息传递的理论分析与研究假设

本节重点从以下 3 方面对分析师信息传递行为展开研究，一是中国证券分析师是否具有改善企业信息环境的治理效应；二是明星分析师与非明星分析师的信息传递行为是否存在差异；三是证券市场涨跌行情是否对分析师信息传递行为存在影响。

信息不对称理论认为，由于证券市场中不同参与者的知识和认知能力不同，社会分工不同，造成了信息获取和信息认知的不对称，而这种信息不对称会削弱证券市场优化资源配置的功能，进而影响到市场的有效运行。而发展信息中介是缓解信息不对称问题的有效办法，这其中分析师扮演着非常重要的角色。一方面证券分析师为信息优势方和信息劣势方搭建起沟通桥梁；另一方面通过自身的专业知识和技能，将上市公司信息转化为易懂的内容传递给投资者，使得信息在不同参与主体间的分布趋于均衡。

当分析师决定跟进某一家公司，要通过收集公司内部和外部信息，来分析企业的经营状况和投资价值。而分析师跟进人数往往代表了对企业的关注程度，随着分析师跟进人数的增多，企业的信息不对称程度降低，股价与其真实价值逼近，企业信息环境得到优化^[30, 107]。然而，当分析师收集公司信息存在一定难度时，或者信息搜寻成本较高时，证券分析师收集和传递的信息多为市场层面信息，会增强股价的市场联动性，这种现象在新兴市场国家表现尤为明显^[108]。中国证券市场不仅具有新兴市场国家的共性，而且政策导向特征明显，使得股票价格受市场层面信息影响较大，加之证券分析师行业发展不成熟，因此分析师传递的信息仍以市场信息为主。由此，本文提出研究假设 5.1。

假设 5.1：证券分析师跟进人数与公司信息含量存在显著负相关关系。

证券分析师的人力资本禀赋普遍存在差异，而这种差异会对其信息传递行为产生影响。Stickel 研究指出，相比一般分析师，最佳分析师对股价的预测更加准确^[109]。Fang 和 Yasuda 研究发现依据全美“最佳分析师”的推荐进行投资，能获得更高的收益^[110]。无论是职业晋升的需要还是声誉维护的需要，使得明星分析师挖掘公司信息的动力更强，同时“明星分析师”的头衔使得明星分析师在信息搜寻方面更具有成本优势。因此，明星分析师能够贡献更多的公司信息，增加股价中的公司信息含量，而非明星分析师贡献更多的是市场信息和行业信息。由此，本文提出研究假设 5.2。

假设 5.2：明星分析师的跟进人数与公司信息含量存在显著正相关关系。

证券市场行情存在周期性，而信息的反应速度和程度会随市场行情不同而变化。已有研究较少考虑市场涨跌行情对分析师行为的影响，而实际上市场上涨(下

跌)行情对分析师确实存在影响。Ole-kristian 和 Tony 研究指出宏观经济的不确定性对分析师的推荐预测存在一定的影响^[111]。长期以来,中国证券市场对利好消息和利空消息的反应表现出不对称性,即市场对利空消息反应过度,对利好消息则反应不足^[112]。所以,当市场整体处于下跌行情时,市场信息的影响更大。由此,本文提出研究假设 5.3。

假设 5.3: 证券市场涨跌行情对证券分析师信息传递行为存在一定的影响。

5.3 分析师信息传递的实证研究设计

本节将对研究变量的选择与定义和模型的构建过程进行具体阐述。首先阐述研究样本的选取原因及来源;然后对研究变量的选择和定义进行详细分析;最后引入工具变量构建证券分析师信息传递行为模型。

5.3.1 样本选取与数据来源

2002 年 12 月 13 日,中国证券分析师委员会正式成立,使得证券分析师的管理趋于规范。同时,2003 年起,《新财富》杂志依据当年度内地上市公司所有证券分析师的业绩表现,评选出“最佳分析师”⁶。鉴于以上两方面的原因,本文将样本选定为 2003 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日。本文选取沪深两市所有 A 股上市公司作为研究样本,由于金融行业的特殊性,将金融行业的上市公司排除在样本之外,同时剔除样本期间研究变量数据缺失的公司和当年度被 ST 的公司,最终得到 9888 个样本观测值。

本文数据主要来自上市公司年报、深圳国泰安数据库(CSMAR)、天软数据库(TinySoft)、上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn/>)、深圳证券交易所网站(<http://www.szse.cn/>)、中国证监会官方网站(<http://www.csrc.gov.cn/>)以及新财富官方网站(<http://www.xcf.cn/>)。

5.3.2 研究变量定义

本章首先以证券分析师的跟进人数作为解释变量,然后以股价同步性指标作为被解释变量,最后选取了部分公司特征变量作为控制变量。

5.3.2.1 证券分析师跟进人数度量

由于分析师跟进人数往往代表了市场对企业的关注程度,随着分析师跟进人数的增多,企业的信息不对称程度降低,股价与其真实价值逼近,企业信息环境会随着分析师跟进人数的增多而得到改善^[36, 113]。所以,本文采用上市公司的分析

6 最佳分析师的评选采取机构推荐的方式来确定候选名单,然后采用评选问卷的方式,将投票汇总评选出“最佳分析师”。

师跟进人数作为分析师信息传递行为的代理变量。CSMAR 数据库列出了上市公司每个报告的分析师姓名和所在机构, 本文将同一个会计年度, 姓名相同且供职机构相同的分析师当作同一个人。如果数据库中没有找到上市公司样本年度的任何分析报告, 就认为该公司没有分析师跟进, 对应的分析师人数是 0 个。分析师跟进行为用 *Analyst* 表示。

明星分析师跟进人数, 当证券分析师在当年度被《新财富》评为最佳分析师, 结合“上市公司—券商—分析师预测”的数据集合模式, 再对上市公司的明星分析师进行汇总, 用 *StarAnalyst* 表示。

非明星分析师跟进人数, 采用同一家上市公司同一年度的分析师跟进人数减去明星分析师跟进人数得到, 用 *NonStarAnalyst* 表示。

5.3.2.2 上市公司股价信息度量

本文参照 Morck 和 Yeung 以及 Durnev^[18]的股价同步性指标度量模型, 对中国上市公司股价信息进行度量。考虑到股价对信息的反应可能需要一定的时间, 本文在模型中加入滞后一期的因子, 改进后的模型如下

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{m,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5.1)$$

其中, $r_{i,t}$ 表示公司 i 在时刻 t 的收益率; $r_{m,t}$ 表示同时期的市场收益率; $\varepsilon_{i,t}$ 代表残差。个股收益率和市场收益率均采用周收益率。模型的拟合优度(R^2)代表市场层面信息对股价的解释程度。用 $1-R^2$ 来表示股价波动中由公司层面信息解释的信息含量。 $1-R^2$ 越大, 说明上市公司股价受市场层面信息的影响越大, 股价中所包含的公司层面信息越多, 市场信息较少; 反之, $1-R^2$ 越小, 股价中所包含的公司层面信息越少。由于 $1-R^2$ 的取值区间为 $[0, 1]$, 本文对其进行对数转换, 用 *Info* 表示如下:

$$Info = \log \frac{1-R^2}{R^2} \quad (5.2)$$

5.3.2.3 控制变量

本章选取了 6 个控制变量。

(1) 公司规模。本章采用年末总资产表示公司规模, 并将其进行对数化处理。公司规模越大, 信息的需求量越大, 进而分析师跟进人数越多。而公司规模对公司信息含量的影响方向较为模糊: 一方面规模较大的上市公司存在较强的市场联动效应; 另一方面, 规模较大的公司信息披露较为完全, 受到的媒体关注程度较大, 较全面地被投资者运用, 公司信息含量较高。

(2) 交易量。本章用交易量来衡量信息活动的活跃程度, 以年末交易股数表示, 并进行对数化处理。一般而言, 交易频繁的股票价格对市场信息存在偏好, 涨跌趋势与市场吻合度较高。

(3) 机构持股比例。机构持股比例描述的是上市公司所有机构持股数占流通股的比例，用来反映投资者理性投资行为。随着机构投资者参与程度的不断提高，非理性投资行为比例逐渐降低，上市公司股价与市场联动程度将减弱。此外，机构投资者财务顾问费用往往是分析师所在机构的重要收入来源，所以，当机构持股比例越高时，分析师跟进人数会愈多。

(4) 资产负债率。资产负债率反映企业的偿债能力。指标值越大，说明企业经营稳健性较差，财务风险较大。一般而言，分析师更愿意选择经营稳健的企业进行跟进。

(5) 公司成长性。本章用上市公司的市值与账面价值比来衡量。一般而言。公司成长性越好，发展的不确定性越大，而成长性较好的上市公司，证券分析师的关注程度应该更高。

(6) 审计质量。本章采用是否由四大会计事务所审计作为审计质量的衡量指标⁷。当上市公司的审计单位为四大会计事务所时，取值为 1，否则取值为 0。审计监督越严格的企业，其披露信息的可信度越高，信息成本越低，更易受到分析师的青睐。

表 5.2 为所有变量的定义和具体度量。

表 5.2 变量定义与度量

	变量名称	变量符号	度量方法
1	股价同步性	<i>Info</i>	$Info = \log((1 - R^2)/R^2)$
2	分析师跟进人数	<i>Analyst</i>	上市公司 <i>i</i> 在时刻 <i>t</i> 的分析师跟进人数
3	明星分析师人数	<i>StarAnalyst</i>	上市公司明星分析师跟进人数
4	非明星分析师人数	<i>NonStarAnalyst</i>	分析师跟进人数减去明星分析师人数
5	公司规模	<i>Size</i>	年末总资产取自然对数
6	交易量	<i>Volume</i>	年末交易股数取自然对数
7	机构持股比例	<i>Inst</i>	所有机构持股占流通股的比例
8	资产负债率	<i>Level</i>	负债总额/总资产
9	公司成长性	<i>MB</i>	(年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债合计+短期负债合计)/年末总资产
10	审计质量	<i>Big4</i>	由四大会计事务所审计取 1，否则取 0

7 四大会计事务所分别是普华永道(Price Waterhouse Coopers)、德勤(Deloitte)、毕马威(KPMG)、安永(Ernst & Young)。

5.3.3 证券分析师信息传递行为的模型构建

在深入探讨分析师跟进人数与公司信息关系之前，观察到分析师跟进人数与公司信息含量存在内生性问题。具体表现在，一方面，分析师传递的以市场信息(公司信息)为主，会使得公司信息含量降低(增强)，市场联动性增强；另一方面，当股价与市场整体的联动性较强，分析师搜寻信息的成本降低，进而会吸引到更多的分析师。鉴于此，本文以是否为综合指数成分股为工具变量，记作 $Index$ 。回归模型如下：

$$Info_{i,t} = c + \gamma_1 \log(1 + Analyst_{i,t}) + \gamma_2 Size_{i,t} + \gamma_3 Volume_{i,t} + \gamma_4 Inst_{i,t} + \gamma_5 Level_{i,t} + \gamma_6 MB_{i,t} + \gamma_7 Big4_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5.3)$$

$$\log(1 + Analyst_{i,t}) = c + \gamma_1 Size_{i,t} + \gamma_2 Volume_{i,t} + \gamma_3 Inst_{i,t} + \gamma_4 Level_{i,t} + \gamma_5 MB_{i,t} + \gamma_6 Big4_{i,t} + \gamma_7 Index_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5.4)$$

其中， $Analyst_{i,t}$ 代表证券分析师跟进人数； $Info_{i,t}$ 为公司信息含量指标； $Size_{i,t}$ 代表公司规模； $Volume_{i,t}$ 代表股票交易量； $Inst_{i,t}$ 代表上市公司机构投资者持股比例； $Level_{i,t}$ 代表资产负债率； $MB_{i,t}$ 代表公司成长性； $Big4_{i,t}$ 代表是否由 4 大会计事务所审计； $Index_{i,t}$ 代表上市公司 i 在时刻 t 是否入选沪深 300 成分股； $Year$ 代表年度虚拟变量； $Industry$ 代表上市公司所属行业的虚拟变量。

通过式(5.4)估计出证券分析师跟进人数的拟合值，然后将其带入式(5.3)进行回归分析。若式(5.3)中 γ_1 大于 0，则表明分析师跟进人数与公司信息含量呈正相关关系，说明分析师能更多挖掘公司信息，较好地发挥了信息中介的功能。反之，如果 γ_1 小于 0，则表明分析师传递信息以市场信息为主，公司股价更多地反映了市场信息。

考虑到明星分析师和非明星分析师在信息传递行为上存在一定的差异，本文进一步将证券分析师分为明星分析师和非明星分析师两组，通过式(5.6)和式(5.7)估计出明星分析师和非明星分析师跟进人数的拟合值，然后将其带入式(5.5)进行回归分析。回归模型如下：

$$Info_{i,t} = c + \gamma_1 StarAnalyst_{i,t} + \gamma_2 NonStarAnalyst_{i,t} + \gamma_3 Size_{i,t} + \gamma_4 Volume_{i,t} + \gamma_5 Inst_{i,t} + \gamma_6 Level_{i,t} + \gamma_7 MB_{i,t} + \gamma_8 Big4_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5.5)$$

$$StarAnalyst_{i,t} = c + \gamma_1 Size_{i,t} + \gamma_2 Volume_{i,t} + \gamma_3 Inst_{i,t} + \gamma_4 Level_{i,t} + \gamma_5 MB_{i,t} + \gamma_6 Big4_{i,t} + \gamma_7 Index_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5.6)$$

$$NonStarAnalyst_{i,t} = c + \gamma_1 Size_{i,t} + \gamma_2 Volume_{i,t} + \gamma_3 Inst_{i,t} + \gamma_4 Level_{i,t} + \gamma_5 MB_{i,t} \\ + \gamma_6 Big4_{i,t} + \gamma_7 Index_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5.7)$$

若式(5.5)中 γ_1 和 γ_2 大于 0, 则表明明星分析师和非明星分析师与公司信息含量呈正相关关系, 说明明星分析师和非明星分析师均能提高股价中的公司信息含量, 降低股价同步性。反之, 如果 γ_1 和 γ_2 小于 0, 则表明分析师传递信息以市场信息为主。

5.4 分析师信息传递的实证结果与分析

依据上文实证研究设计过程, 本节首先对研究变量进行了描述性统计; 然后对工具变量的合理性进行检验; 接着分别从证券分析师总体、明星分析师以及市场行情三方面对分析师的信息传递行为进行详细阐述。

5.4.1 描述统计分析

通过对分析师跟进人数和明星分析师的描述性统计分析发现, 分析师跟进人数在2003~2011年间的均值为5.41, 而明星分析师跟进人数在2003~2011年间的均值为0.88。

表 5.3 2003~2011 年分析师跟进人数和明星分析师跟进人数

年度	样本量	分析师人数(<i>Analyst</i>)		明星分析师人数(<i>StarAnalyst</i>)	
		均值	中位数	均值	中位数
2003	1012	0.63	0	0.07	0
2004	1074	0.76	0	0.20	0
2005	1148	2.34	0	0.38	0
2006	1070	3.39	1	0.52	0
2007	1046	3.57	1	0.55	0
2008	1086	7.98	3	1.21	0
2009	1158	8.87	4	0.86	0
2010	1134	10.87	6	1.95	0
2011	1160	9.28	4	1.96	0
总体	9888	5.41	1	0.88	0

由表5.3可见, 分析师跟进人数的均值和中位数在2006年以后显著增加, 说明中国证券分析师行业的真正发展是在2006年以后, 发展年限较短。从年度分布来

看，分析师跟进人数均值和中位数均呈上升趋势，明星分析师人数也呈逐年递增趋势。

表5.4为所有研究变量的描述统计分析。分析师跟进人数的标准差为9.128，说明上市公司之间分析师的跟进人数存在较大区别，哪种类型的上市公司更受到分析师的关注，跟进人数更多，将在下文的实证分析中具体阐述。控制变量中，上市公司机构持股比例约为13.9%，资产负债率约为51.5%，大约有7.6%的上市公司聘请四大会计事务所作为财务报告的审计机构。

表 5.4 研究变量的描述性分析

变量	样本数	均值	中位数	标准差	第 1 四分位数	第 3 四分位数
<i>Info</i>	9888	0.142	0.112	0.337	-0.076	0.331
<i>Analyst</i>	9888	5.414	0	9.128	1	7
<i>StarAnalyst</i>	9888	0.875	0	1.801	0	1
<i>NonStarAnalyst</i>	9888	4.539	1	7.657	0	6
<i>Size</i>	9888	21.691	21.563	1.221	20.877	22.334
<i>Volume</i>	9888	20.542	20.643	1.245	19.638	21.449
<i>Inst</i>	9888	0.139	0.049	0.195	0.004	0.196
<i>Level</i>	9888	0.515	0.521	0.191	0.384	0.646
<i>MB</i>	9888	1.660	1.290	0.989	1.080	1.830
<i>Big4</i>	9888	0.076	0	0.264	0	0

5.4.2 工具变量合理性检验

合理有效的工具变量，要求满足以下2个条件：

$$\text{cov}(Index_{i,t}, \varepsilon_{i,t}) = 0 \quad (5.8)$$

$$\text{cov}(Index_{i,t}, Analyst_{i,t}) \neq 0 \quad (5.9)$$

由于沪深300指数具有很好的总体市场代表性，其成分股是上海和深圳证券交易所中的300只A股，覆盖了沪深市场6成左右的市值。因此，本文选取沪深300的成分股作为标准，入选为成分股的企业赋值为1，否则赋值为0。而该指数最早发布时间为2005年4月18日，为了保持样本区间一致性，本文参照2005年入选成分股的企业，对2003年和2004年的企业进行赋值，其余年份以当年调整后的成分股为标准进行赋值。

一般而言，无法对条件1进行检验，只能依据理论进行推理。依据文献综述的

阐述，上市公司股价信息含量主要受到公司基本面信息的影响，而与是否为成分股无关，可以推定条件1成立。

对于条件2的检验，从经验来看，入选指数成分股的企业具有规模较大、流动性较好、经营状况良好等特征，更易受到分析师青睐，跟进人数更多。因此，可以认为入选指数成分股的企业对分析师跟进人数存在一定的影响。

此外，从一阶段回归结果看出，工具变量在1%的显著性水平下显著，说明具有较好的解释力，表明条件2成立。

由此可见，运用是否入选成分股作为工具变量是合理有效的。

5.4.3 证券分析师信息传递行为分析

在运用工具变量进行回归分析前，本文首先运用Hausman检验对解释变量的内生性进行了检验，Hausman检验的原假设为所有解释变量均为外生变量，检验结果显示P值等于0.000，故拒绝原假设，可以认为分析师跟进人数与股价同步性存在内生性，应当运用工具变量进行分析。证券分析师信息传递行为的回归结果如表5.5所示。

表 5.5 证券分析师信息传递行为的回归结果

变量	2SLS	
	第一阶段	第二阶段
<i>Analyst</i>		-0.448***(-4.50)
<i>Size</i>	0.209*** (42.67)	0.100*** (4.34)
<i>Volume</i>	-0.0345*** (-7.16)	-0.0340*** (-6.72)
<i>Inst</i>	0.782*** (41.80)	0.647*** (7.90)
<i>Level</i>	-0.174*** (-9.84)	0.0770*** (3.02)
<i>MB</i>	0.0664*** (14.60)	0.112*** (12.97)
<i>Big4</i>	-0.00615 (-0.48)	0.0326*** (2.71)
<i>Index</i>	0.0964*** (9.33)	
<i>Constant</i>	-3.434*** (-26.79)	-1.446*** (-3.46)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	9888	9888
<i>Adj-R²</i>	0.633	0.282

注：(1) 括号内为 t 值。(2) *表示在 10%的置信水平上显著，**表示在 5%的置信水平上显著，***表示在 1%的置信水平上显著。

在控制了内生性影响后，证券分析师行为与公司信息间存在负相关关系，系

数值为-0.448,在1%的显著性水平下显著。说明分析师跟进人数增多并没有增加上市公司股价中的公司信息含量。这一结果验证了本章的研究假设5.1。这说明中国证券分析师传递的信息仍以市场信息为主,对公司信息环境的治理效应以及信息效率的提升作用是有限的。

其余控制变量均在1%的显著性水平下显著,与本文预期基本一致。值得关注的是,公司规模与公司信息含量指标呈正相关关系。说明上市公司规模越大,股价中的公司信息含量越高。这与大规模公司信息披露较为完善,信息媒介的关注程度较高密切相关。

此外,由一阶段回归结果可以看出,分析师跟进人数与企业规模、机构持股比例以及公司成长性指标呈正相关关系,与资产负债率呈负相关关系。这说明分析师对规模较大、机构持股比例较高、财务状况较好存在跟进偏好,跟进人数较多,覆盖度较高。

值得关注的是,交易量与分析师跟进人数呈负相关关系,这不仅说明投资者和分析师的认识存在偏差,更说明分析师专业的分析结论并没有被投资者充分运用到投资决策中,使得其提升市场理性力量的功能大打折扣。

而解决这种矛盾的主要方法有,一是提高分析师的专业素养和职业道德修养,使其传递的信息更可信,以培养投资者对分析师行业的信心;二是将其专业的研究数据和结论通俗化,以培养更多的投资者能迅速高效的将其研究结论运用到投资决策中。

5.4.4 明星分析师信息传递行为分析

为了验证研究假设5.2,本文将证券分析师分为“明星分析师”和“非明星分析师”两组,具体分析两组分析师的信息解读能力。明星分析师数据依据《新财富》的最佳分析师评选结果手工整理得到。

回归结果如表5.6所示。

从回归结果可以看出,明星分析师与公司信息间存在正相关关系,系数值为0.091,在1%的显著性水平下显著,而非明星分析师与公司信息间存在负相关关系,系数值为-0.0492,在1%的显著性水平下显著,而且明星分析师的系数绝对值大于非明星分析师。这说明明星分析师能增加股价中的公司信息含量,并降低股价的同步性。这一结果验证了本文的研究假设5.2。

明星分析师的实证研究结果表明,“明星分析师”的声誉效应能有效地增加股价中的公司信息含量,但目前中国证券分析师行业缺乏有效的声誉激励机制,没有很好地发挥明星效应。因此,应在监管层,行业间以及券商间建立多层次的分析师监管机制和声誉激励机制,鼓励证券分析师积极地挖掘公司层面的特质信息,以提高股价中的公司信息含量。

表 5.6 明星分析师信息传递行为的回归结果

变量	2SLS		
	第一阶段		第二阶段
<i>StarAnalyst</i>			0.0910*** (7.88)
<i>NonStarAnalyst</i>			-0.0492*** (-9.79)
<i>Size</i>	0.717*** (33.01)	3.362*** (39.70)	0.107*** (4.91)
<i>Volume</i>	-0.248*** (-11.56)	-0.955*** (-11.44)	-0.0430*** (-6.53)
<i>Inst</i>	1.593*** (19.17)	7.430*** (22.93)	0.517*** (10.67)
<i>Level</i>	-0.551*** (-7.00)	-2.538*** (-8.26)	0.0804*** (3.41)
<i>MB</i>	0.339*** (16.77)	1.499*** (19.03)	0.125*** (11.80)
<i>Big4</i>	0.113** (1.96)	0.764*** (3.41)	0.0627*** (4.90)
<i>Index</i>	0.393*** (8.57)	1.605*** (8.97)	
<i>Constant</i>	-9.492*** (-16.67)	-52.151*** (-23.49)	-1.611*** (-4.34)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9888	9888	9888
<i>Adj-R²</i>	0.426	0.517	0.281

注：(1) 括号内为 t 值。(2) *表示在 10%的置信水平上显著，**表示在 5%的置信水平上显著，***表示在 1%的置信水平上显著。

5.4.5 市场行情对分析师信息传递行为的影响

由于相同的影响因素在不同的市场态势下会呈现出不同特征，因此本章在不同市场行情下，对分析师信息传递行为进行比较研究。依据图 5.2 上证综指走势图，本文将样本分为 3 个区间，即 2003~2005 年的低迷期、2006~2007 年的飞速发展期和 2008~2011 年的震荡期，并分别对这 3 个区间内分析师信息传递行为进行分析，见表 5.7。

从二阶段回归结果可以看出，3 个时期的分析师跟进人数与公司信息相关关系不一致。当市场行情处于低迷期和震荡期时，两者成负相关关系；而当市场行情处于上升期时，两者成正相关关系。这说明不同市场趋势对证券分析师的信息传递行为存在一定的影响。这一结果验证了本文的研究假设 5.3。

具体而言，在 2003~2005 年的证券市场低迷期，这种负相关程度最大，系数值为 -1.538，而在 2006~2007 年市场行情较好时，两者成正相关关系，系数值为 0.235。在经历过 2008 年的金融危机后，市场行情震荡幅度较大，分析师跟进人数

和公司信息含量间呈显著负相关关系,系数值略小于低迷期,为-1.462。这说明证券市场整体行情下跌时,市场风险较大,分析师不得不将注意力集中在市场信息上,以规避市场风险;而整体行情上涨时,一方面公司信息更容易被敏锐的分析师察觉到;另一方面上市公司经营稳健时,对分析师的信息需求更多,使得分析师更愿意深度挖掘企业的公司信息,以获得更多的回报。但是整体而言,中国证券分析师对公司信息分析不足,没有很好地发挥其信息中介的作用。

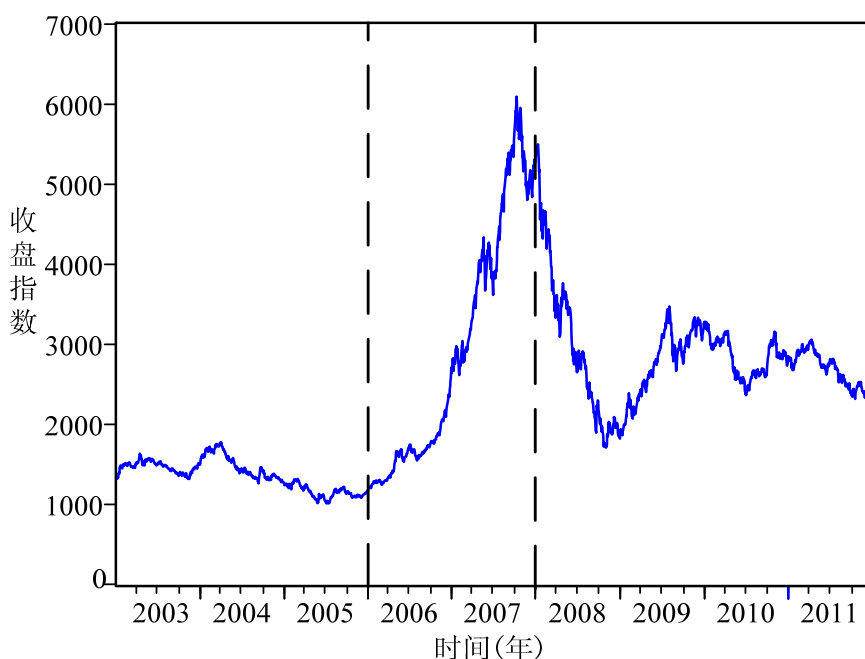


图 5.2 上证综指 2003~2011 年价格走势

表 5.7 证券市场不同行情的回归结果

变量	2003~2005		2006~2007		2008~2011	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
<i>Analyst</i>		-1.538*** (-4.18)		0.235* (1.89)		-1.462*** (-11.78)
<i>Size</i>	0.0505*** (7.10)	0.121*** (4.98)	0.131*** (11.90)	0.00488 (0.20)	0.274*** (37.65)	0.485*** (13.02)
<i>Volume</i>	0.0416*** (7.78)	0.0639*** (3.49)	-0.0303*** (-3.16)	-0.116*** (-10.19)	-0.0484*** (-6.14)	-0.0959*** (-11.46)
<i>Inst</i>	1.026*** (38.85)	1.898*** (4.98)	0.885*** (26.05)	-0.163 (-1.35)	0.743*** (22.92)	1.232*** (12.42)
<i>Level</i>	-0.0109 (-0.49)	0.0928*** (3.10)	-0.178*** (-4.64)	0.153*** (2.91)	-0.245*** (-8.57)	-0.225*** (-5.54)
<i>MB</i>	0.00474 (0.27)	0.434*** (18.32)	0.0266*** (3.14)	0.0374*** (3.54)	0.0850*** (16.22)	0.250*** (20.47)
<i>Big4</i>	0.0589*** (3.84)	0.0786*** (2.69)	0.00150 (0.06)	0.0809*** (2.67)	-0.0610*** (-2.75)	-0.0987*** (-5.03)

续表5.7

变量	2003~2005		2006~2007		2008~2011	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
<i>Index</i>	0.0459*** (3.57)		0.172*** (9.21)		0.118*** (6.72)	
<i>Constant</i>	-1.754*** (-10.67)	-4.016*** (-5.08)	-1.865*** (-9.46)	2.242*** (5.64)	-4.492*** (-24.82)	-8.171*** (-12.61)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	3234	3234	2116	2116	4538	4538
<i>Adj-R²</i>	0.532	0.175	0.609	0.128	0.569	0.214

注：(1) 括号内为 t 值。(2) *表示在 10%的置信水平上显著，**表示在 5%的置信水平上显著，***表示在 1%的置信水平上显著。

5.4.6 稳健性检验

为了保证实证结果的可靠性，这里进行了如下的稳健性检验。

(1) 在分析师信息传递行为研究方面，本文运用考虑了行业因素的模型来度量上市公司信息含量，以替代上文仅考虑市场因素的上市公司信息含量度量模型，具体的数学表达式为：

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{l,t} + \beta_4 r_{l,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5.10)$$

其中， $r_{i,t}$ 表示公司 i 在时刻 t 的收益率； $r_{m,t}$ 和 $r_{l,t}$ 表示市场收益率和行业收益率； $r_{m,t-1}$ 和 $r_{l,t-1}$ 表示滞后一期的市场收益率和行业收益率； $\varepsilon_{i,t}$ 代表残差。

通过式(5.3)和式(5.4)得到，证券分析师行为与公司信息间存在负相关关系，系数数值为-0.514，在 1%的显著性水平下显著。其余控制变量均在 1%的显著性水平下显著，与本文 5.4.3 小节的研究结论基本一致，验证了本文的研究假设 5.1。

表 5.8 研究假设 5.1 和研究假设 5.2 的稳健性检验

变量	2SLS第二阶段
A：研究假设5.1的稳健性检验	
<i>Analyst</i>	-0.514*** (-5.47)
B：研究假设5.2的稳健性检验	
<i>StarAnalyst</i>	0.0764*** (6.99)
<i>NonStarAnalyst</i>	-0.0496*** (-10.43)

注：(1) 括号内为 t 值。(2) *表示在 10%的置信水平上显著，**表示在 5%的置信水平上显著，***表示在 1%的置信水平上显著。(3) 出于篇幅考虑，在此仅列出了主要变量的回归结果。

通过式(5.5)~式(5.7)得到,明星分析师与公司信息间存在正相关关系,系数值为0.0764,在1%的显著性水平下显著;而非明星分析师与公司信息间存在负相关关系,系数值为-0.0496,在1%的显著性水平下显著。其余控制变量均在1%的显著性水平下显著,与本文5.4.4小节的研究结论基本一致,验证了本文的研究假设5.2。

(2) 在市场行情的研究方面,以金融危机为分界点,2003~2008年为第一阶段,2009~2011为第二阶段。实证结果显示,在2008年前,分析师和公司信息间呈正相关关系,金融危机爆发后,两者间成负相关关系,说明金融危机后导致股价收益中更多地反映了整个市场的系统性风险,分析师对公司层面的基本信息挖掘较少。与本文5.4.5小节的研究结论基本一致,验证了本章的研究假设5.3。

表 5.9 研究假设 5.3 的稳健性检验

变量	2003~2008 2SLS第二阶段	2009~2011 2SLS第二阶段
<i>Analyst</i>	0.855 ^{**} (3.46)	-0.796 ^{***} (-5.85)

注: (1) 括号内为t值。(2) *表示在10%的置信水平上显著, **表示在5%的置信水平上显著, ***表示在1%的置信水平上显著。(3) 出于篇幅考虑,在此仅列出了主要变量的回归结果。

综合上述稳健性检验的结果,说明本文的研究结论有较好的稳健性。

5.5 本章小结

本章通过构造合理、有效的工具变量,并运用沪深两市A股上市公司的数据对中国证券分析师的信息传递行为进行了实证研究。结果表明,沪深300成分股工具变量均具有较好的解释能力,研究结论具有稳健性。具体来说,得到以下几点结论:

(1) 在控制了模型的内生性影响后,证券分析师行为与公司层面信息间存在负相关关系。说明中国证券分析师传递的信息以市场信息为主,对公司信息分析不足,且没有被投资者充分运用到投资决策中。因此,加强分析师的专业素养和职业道德休养,提高证券市场运行效率是亟需解决的问题。

(2) 自2006年以来,证券分析师行业规模不断成长。分析师对规模较大、机构持股比例较高、财务状况较好以及审计质量较高的上市公司存在跟进偏好,跟进人数较多,覆盖度较高。但目前投资者和分析师的认识仍存在偏差,因此增加市场理性投资力量仍然是证券分析师长期的任务。

(3) 通过明星分析师信息传递行为的研究发现,明星分析师与公司信息间存在

正相关关系，而非明星分析师与与公司信息间存在负相关关系，说明明星分析师的声誉效应能增加股价中的公司信息含量。

(4) 2003年至2011年间，证券分析师的信息传递行为随市场行情的变化而表现出不同的特征。在证券市场整体处于上涨行情时，证券分析师更愿意挖掘企业的公司信息；而当市场处于下跌行情时，分析师对市场信息的关注程度增强，使得股价收益中更多的反应了整个市场的系统性风险。这说明市场涨跌行情对证券分析师的信息传递行为存在一定的影响。

第 6 章 信息生态视角下机构投资者持股行为研究

在信息生态中，信息流动是一个连续和循环的过程，信息生产和传递的目的在于信息消费。同理，公司信息在经历了信息披露和信息传递后，被投资者运用于投资决策中，并最终反映在证券价格上。投资者一方面可以通过主动搜寻而获得某方面的证券信息；另一方面可以通过证券分析师的研究报告或者新闻媒介获得信息。投资者的交易活动不仅可以增强市场的活跃程度，也会引起上市公司信息环境的变化。因此，本章将重点从公司信息环境的角度，探讨机构投资者持股行为对上市公司信息环境的影响。6.1 节对证券市场投资者信息行为交易特征进行分析；6.2 节提出本章的研究假设；6.3 节首先给出实证数据样本的选取依据，然后详细阐述各研究变量的度量方法，并构建出具体模型；6.4 节分析实证结果，并对实证结果进行稳健性分析；最后为本章小结。本章的研究路径如图 6.1。

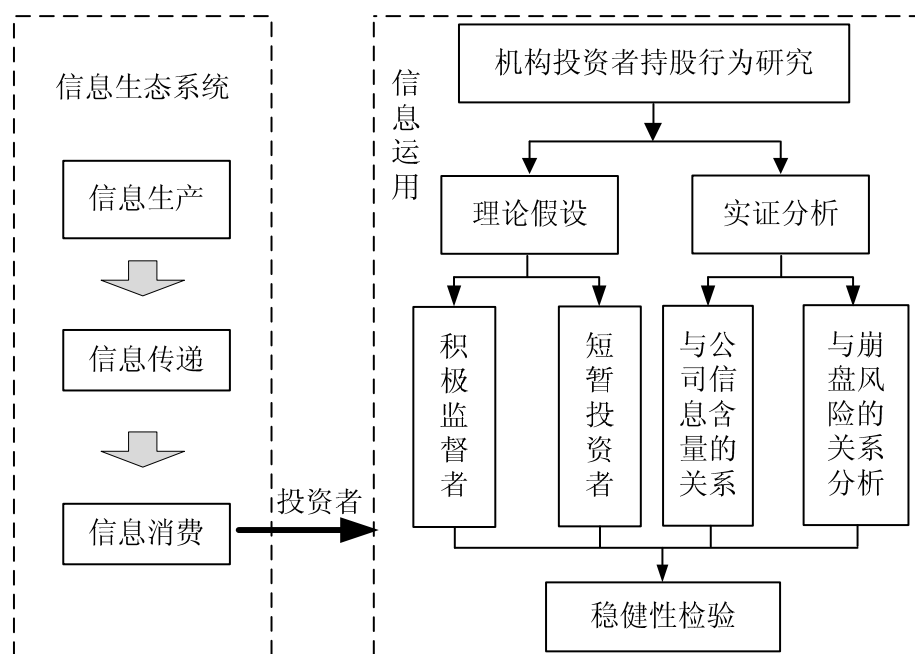


图 6.1 机构投资者持股行为研究内容图

6.1 证券市场投资者行为特征分析

证券市场的投资者可以分为个人投资者和机构投资者。不同类型的投资者对信息的占有及其分析能力不同，因此这里分别对个人投资者和机构投资者的特征进行分析。

6.1.1 个人投资者

个人投资者的发展与证券市场的发展密不可分。图 6.2 为个人投资者新增 A 股账户数。从图 6.2 中可以看出，个人新增开户人数以 2007 年为界可以分为 2 个阶段：2002 年至 2006 年，A 股市场每年新增开户人数增长速度较为缓慢。受股权分置改革的影响，这段时间中国证券市场正经历着较长时间的调整。股指也一度跌至 1000 点以下。

2007 年，个人新增开户人数有了明显的增长，达到了 3748 万户，较 2006 年增长了 11 倍多。在国内经济快速增长的推动下，沉迷了 4 年多的中国证券市场开始出现上涨的趋势，从 2006 年开始一直持续到 2007 年，上证指数一路高涨至 6124 点，投资者入市热情高涨，使得 A 股新增账户达到历史最高位。

2007 年至 2011 年，个人投资者新增开户数仍保持了较高的增长，但增长速度有所放缓。这主要是受 2007 年爆发的金融危机影响，国内投资者信心受到一定程度的冲击。截止 2011 年，个人新开 A 股账户 1072.98 万户，较 2010 年减少 411.87 万户，减少了 27.73%。

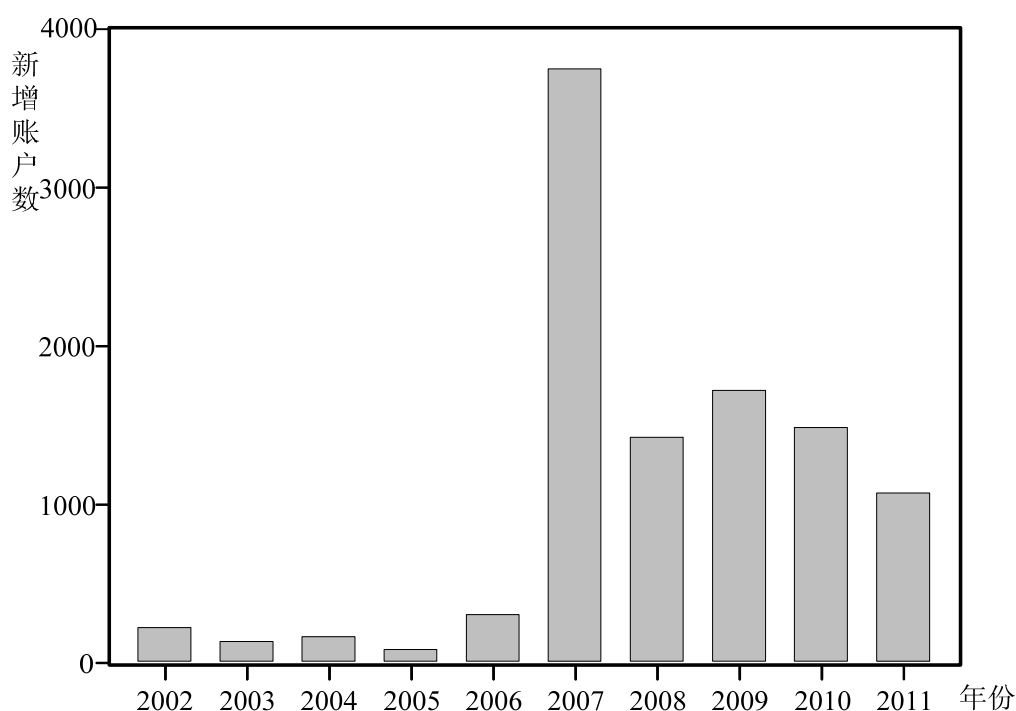


图 6.2 个人投资者新增 A 股账户数(单位：万户)

数据来源：本文根据中国证券登记结算有限责任公司年度统计报表数据整理而成。

表 6.1 列示了 2007~2011 年个人投资者年龄分布情况。从投资者的年龄来看，30~50 岁的投资者构成了投资者主体，2007~2011 年，有一半以上个人投资者属于 30~50 之间的中青年群体，其中，尤以 30~40 岁的投资者最多。此外，20 岁以下

的投资者所占比例最少。

表 6.1 个人投资者 A 股账户持有人期末年龄分布表

年龄 (岁)	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年		2011 年	
	有效 账户数	占比	有效 账户数	占比	有效账 户数	占比	有效账 户数	占比	有效账 户数	占比
20 以下	73.4	0.7	63.76	0.5	61.5	0.5	62.8	0.5	54.9	0.4
20~30	1743.9	15.8	2010	16.7	2335.5	19.9	203.8	20.6	2752.7	20.0
30~40	3442.8	31.3	3675	30.4	3616	30.8	3869.9	29.6	3970.4	28.9
40~50	2843.5	25.8	3157.4	26.2	3058.9	26.0	3485.2	26.6	3806	27.7
50~60	1768.5	16.1	1930.9	16.0	1707.5	14.5	1866.1	14.2	1939.9	14.1
60 以上	1133.8	10.3	1237.9	10.2	971.4	8.3	1109.2	8.5	1229	8.9
合计	11006	100	12075	100	11751	100	13097	100	13753	100

注：有效账户数单位：万户。

数据来源：中国证券登记结算有限责任公司年度统计报表数据。

个人投资者在信息交易过程中受到诸多客观和主观因素的影响，加之中国证券市场整体发展仍不成熟，价值投资理念相对缺乏，投资者非理性行为和认知偏差问题较为严重。国信证券的调查报告显示，多数个人投资者持股时间较短，仅有 32% 的投资者持股时间在 3 个月以上，换手频繁，而且超过 8 成的投资者有过追涨杀跌的操作^[114]。这种非理性的投资行为一定程度上加剧了市场的暴涨暴跌。

6.1.2 机构投资者

1998 年 4 月，开元、金泰两只证券投资基金先后在上交所和深交所上市，成为首批上市的证券投资基金。标志着中国机构投资者正式出现。2000 年以后，社保基金、合格境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII)、保险机构投资者等机构投资者先后获批进入证券市场。监管部门也相继出台了一系列管理条例来规范机构投资者的发展，如《证券投资基金法》、《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》等。这也意味着机构投资者走上了规范化发展的道路。

进入 2006 年以后，机构投资者进入快速发展时期，初步形成了以证券投资基金为主，证券公司、信托公司、保险公司、合格境外机构投资者、社保基金、企业年金等机构投资者相结合的多元化格局，机构投资者的投资规模和整体质量也有了明显的提高，截至 2012 年底，基金管理公司管理资产 3.61 万亿元，净值 2.87 万亿元，分别增加 21.92% 和 32.87%；管理的社保基金、企业年金、专户理财资产

分别增加 22.5%、28.9% 和 55.3%⁸。机构投资者逐渐成为左右证券市场变化的中坚力量，对证券市场的影响也越来越大^[115-117]。

在众多机构投资者中，尤以证券投资基金的发展速度最快。表 6.2 为 2001~2011 年中国证券投资基金的发展情况。

表 6.2 2001~2011 年中国证券投资基金发展情况

年度	基金管理 公司数量	基金数量(只)				基金净值 (亿元)
		封闭式	开放式	合计	较上年增加	
2001	10	49	3	52	13	765.65
2002	15	54	17	71	19	1112.93
2003	21	54	56	110	39	1572.74
2004	34	54	107	161	51	3245.49
2005	45	54	164	218	57	4691.16
2006	53	53	268	321	103	8573.61
2007	53	34	329	363	42	32754.03
2008	58	34	443	477	114	19388.68
2009	60	35	590	625	148	26760.80
2010	60	42	739	781	156	25184.54
2011	69	55	964	1019	238	21918.41

数据来源：中国银河证券基金研究中心公布的各年《中国基金行业统计报告》、和讯网。

由表 6.2 可以看出，2001 年至 2011 年中国证券投资基金的数量基本保持着增长的趋势。而且开放式基金逐步取代封闭式基金成为基金市场的主要形式，尤其是在 2006 年以后，封闭式基金的数量呈递减趋势，而开放式基金家族数目保持持续上升的趋势。截止 2011 年底，中国市场共有封闭式基金 55 只，基金资产净值总额为 1224.96 亿元，占有基金净值总额的 5.59%；开放式基金 964 只，基金资产净值总额为 20693.45 亿元，占有基金净值总额的 94.41%。

与个人投资者相比，机构投资者在信息收集和处理方面的优势是较为明显的。具体体现在以下 3 方面：

(1) 从信息获取渠道来说，相比个人投资者，机构投资者占有较大优势。这主要是因为机构投资者与上市公司、研究机构以及监管部门之间的联系非常密切，因而能最快速的获得第一手的信息，甚至包括内幕消息。

(2) 机构投资者运营的资金量绝非个人投资者可比，以 2011 年为例，A 股个

8 数据来源：中证网(<http://www.cs.com.cn/>)。

人投资者账户市值绝大多数集中在 10 万元以下, 其中有 1/3 的个人投资者账户市值不到 1 万; 有约一半的个人投资者账户市值处于 1~10 万元之间; 另有 1 成多的个人投资者账户市值处于 10~50 万元之间。个人投资者中有 98% 的账户市值低于 50 万元, 而近一半的机构投资者账户市值超过 50 万元(参见表 6.3)。除此之外, 机构投资者信息的应用很广泛, 既可以用于公司的经纪业务, 也可以用于公司的投资决策, 因而其信息成本较低。

表 6.3 2011 年末个人投资者与机构投资者 A 股账户市值比较

账户市值	个人投资者		机构投资者	
	账户数	占比(%)	账户数	占比(%)
1 万以下	21661112	38.57	7238	8.18
1~10 万	27024459	48.11	20148	22.76
10~50 万	6309333	11.23	20804	23.5
50~100 万	712296	1.27	8696	9.82
100~500 万	415352	0.74	15193	17.16
500~1000 万	29048	0.05	4114	4.65
1000 万以上	15267	0.03	12333	13.93
合计	56166867	100	88526	100

数据来源: 本文根据中国证券登记结算有限责任公司年度统计报表数据整理而成。

(3) 机构投资者对信息处理的专业化程度很高, 通过专业化的分工, 机构投资者可以实现对多个行业和上市公司的信息进行分析。正是这些信息优势, 使得机构投资者在证券市场的发展非常迅速, 在 A 股市场持股比例逐渐超越个人投资者, 成为证券市场的主导力量。

综合以上分析, 本章将以机构投资者为例, 探讨上市公司信息环境中投资者的信息行为。重点从两方面来展开研究, 一是机构投资者持股行为是否能提高股价中的公司信息含量; 二是机构投资者对上市公司是否具有监督作用, 以有效降低股价崩盘的风险(Crash Risk)。

6.2 机构投资者持股行为的理论分析与研究假设

由上文的分析可以看出, 相比个人投资者, 机构投资者在信息收集、信息处理等方面拥有较强的优势, 凭借自身专业优势和信息优势, 机构投资者的增持(减持)行为, 常常向市场传递出上市公司经营业绩上升(下降)的信号。李维安和李滨

研究发现,机构投资者持股比例与公司绩效和 market 价值之间存在显著的正相关关系^[118]。

近年来,中国机构投资者队伍不断壮大,机构投资者的持股比例和持有数量也在迅速增长。随着机构投资者持股比例的增加,基于公司基本面信息的交易行为越来越多,上市公司股价在不断地吸收新信息的过程中,逐渐逼近企业真实价值。进而,股价中所包含的公司基本面信息增多。同理,随着机构投资者跟随数量增加,股价中所反应的公司层面信息量增加。由此,本文提出研究假设 6.1 和研究假设 6.2。

假设 6.1: 机构投资者持股比例越高,股价中所包含的公司层面信息越多。

假设 6.2: 机构投资者持有数量越多,股价中所包含的公司层面信息越多。

除了增加股价中的公司信息含量,机构投资者还可以通过参与上市公司的治理和监督,实现对上市公司信息环境的改善。关于机构投资者积极监督者的地位,一直是学术界热烈讨论的问题。

一部分学者认为机构投资者持有上市公司较多的股份,因而有显著的动力对上市公司的管理进行监督,以保护自身的投资利益。**Black** 认为,当外部机制对上市公司管理层的约束较弱时,机构投资者对上市公司的监督行为便成了一种自然反应^[119]。**Ayres** 和 **Cramton** 通过研究表明,机构投资者的持股行为对提高自身对上市公司管理监督能力是有帮助的^[120]。这部分研究形成了机构投资者积极监督者假说(**Active Monitor Hypothesis**)。

而另一部分学者认为,当机构投资者从监管活动中获取的利益不佳时,机构投资者出于自身利益的考虑,可能会选择支持管理层或者与管理者结成联盟,共同操纵上市公司基本面信息,以达到盈利的目的。这种行为不仅严重的损害了中小股东的利益,还可能会影响到上市公司的长期利益。**Gillan** 和 **Starks** 研究发现,当机构投资者的目标函数与中小投资者不一致时,就不能有效地发挥其监督作用^[121]。**Chen, Harford** 和 **Li** 认为,只有长期机构投资具有积极监督作用,短期机构投资者不存在^[122]。这部分研究构成了暂时投资者假说(**Transient Investor Hypothesis**)。

股价崩盘描述的是上市公司股价在短时期内大幅下跌的状态。**Jin** 和 **Myers** 研究指出,管理层出于自身利益的考虑,常常对坏消息进行隐藏,而当坏消息累积到一定程度的时候,管理者不得不将公司的负面消息公之于众,这样很容易引起股价的暴跌^[19]。**Hutton** 的实证研究也得到了相同的结论^[123]。

本文认为,如果机构投资者能够对管理层活动进行有效监管,上市公司股价崩盘的频率将大大降低。这主要是因为,随着机构投资者持股比例的增加,对管理层的监管动力越来越强,加之其对数据的专业分析,使得管理者对坏消息的掩盖难度越来越大,累积的比例不断降低,因此股价崩盘的风险降低。

目前,中国机构投资者短期投资行为比较普遍,加之政府部门对机构投资者

参与公司治理与监督的引导和规范不够，因此机构投资者在公司治理方面的积极作用很难发挥。由此，本文提出研究假设 6.3。

假设 6.3：机构投资者持股比例与上市公司股价崩盘风险显著正相关。

6.3 机构投资者持股行为的实证研究设计

本节将对研究变量的选择与定义和模型的构建过程进行具体阐述。首先阐述研究样本的选取原因及来源；然后对研究变量的选择和定义进行详细分析；最后借助面板数据分析方法构建模型。

6.3.1 样本选取与数据来源

本文实证研究选取沪深两市所有 A 股上市公司作为研究样本。样本区间同样选定为 2002 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日。

由于金融行业的特殊性，本文将金融行业的上市公司排除在样本之外，同时，剔除样本期间研究变量数据缺失的公司和当年度新上市的公司，最终得到 11778 个样本观测值。

本文数据主要来自深圳国泰安数据库(CSMAR)、天软数据库(TinySoft)、上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn/>)、深圳证券交易所网站(<http://www.szse.cn/>)以及中国证监会官方网站(<http://www.csrc.gov.cn/>)。

6.3.2 研究变量定义

本小节主要对机构投资者持股行为、股价崩盘风险的度量以及相关控制变量进行详细阐述。

(1) 机构投资者持股行为

本文选取机构投资者持股比例和机构投资者跟随数量 2 个指标来衡量机构投资者持股行为。其中，机构投资者持股比例为所有机构持股数占流通股的比例，用 IO 表示；而机构投资者跟随数量为每家上市公司所有机构投资者家数，并进行对数化处理，用 IN 表示。

(2) 上市公司股价信息含量

上市公司股价信息含量的度量方法同样参照 Morck 和 Yeung 以及 Durnev^[18] 的股价同步性度量模型并加入滞后一期的因子，具体的模型如下：

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{m,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6.1)$$

变量具体的定义与本文 5.3.2.2 小节一致。本节同样对计算出来的上市公司股价信息含量进行对数转换，用 $Info$ 表示如下：

$$Info = \log \frac{1-R^2}{R^2} \quad (6.2)$$

(3) 股价崩盘风险度量

本文参考 Chen, Hong 和 Stein^[124], Kim, Li 和 Zhang^[125,126]以及 An 和 Zhang^[127]的研究,采用负偏态系数(Negative Coefficient of Skewness)和收益波动率(Down-to-Up Volatility)来度量股价崩盘风险,分别记为 *Ncskew* 和 *Duvol*。

具体地, *Ncskew* 由下式计算得出:

$$Ncskew_{i,t} = -\left[n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3 \right] / \left[(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2} \right] \quad (6.3)$$

其中, $W_{i,t}$ 为上市公司 i 在时刻 t 的特定收益率,用式(6.1)的残差估计值表示。 n 为上市公司 i 在时刻 t 的交易周数。*Ncskew* 值越大,说明股价的崩盘风险愈大。

此外, *Duvol* 的度量由公司收益的标准差取对数后得到。具体而言,首先依据上市公司 i 在时刻 t 的周收益的均值,将周收益序列划分为低于均值和高于均值的两组;然后分别对这两组数据求得标准差;最后将两组数据的标准差取对数。具体由式(6.4)计算得出:

$$Duvol_{i,t} = \log \left\{ \left[(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2 \right] / \left[(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2 \right] \right\} \quad (6.4)$$

其中, $W_{i,t}$ 为上市公司 i 在时刻 t 的特定收益率, n_u 为高于平均周收益的周数, n_d 为低于平均周收益的周数。*Duvol* 值越大,说明股价的崩盘风险愈大。

(4) 控制变量

本文选取了 4 个控制变量。具体而言,包括了公司规模、资产负债率、公司成长性以及净资产收益率 4 个指标。其中,公司规模用年末总资产表示,并将其进行对数化处理;用资产负债率来反应企业的风险能力;公司成长性指标用上市公司的市值与账面价值比来衡量;最后用净资产收益率来衡量企业的盈利情况。此外,在崩盘风险与机构持股的关系研究中,还加入了波动率、偏度和峰度 3 个控制变量。

表 6.4 为所有变量的定义和具体度量。

表 6.4 变量定义与度量

	变量名称	变量符号	度量方法
1	公司信息含量	<i>Info</i>	$Info = \log((1-R^2)/R^2)$
2	崩盘风险	<i>Ncskew</i>	具体参见公式(6.3)
		<i>Duvol</i>	具体参见公式(6.4)

续表 6.4

	变量名称	变量符号	度量方法
3	机构持股比例	IO	所有机构持股占流通股的比例
4	机构投资者数量	IN	机构投资者数量取自然对数
5	公司规模	$Size$	年末总资产取自然对数
6	资产负债率	$Level$	负债总额/总资产
7	成长性	MB	(年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债合计+短期负债合计)/年末总资产
8	净资产收益率	ROE	净利润/股东权益
9	收益波动	Vol	股票周收益率的标准差
10	偏度	$Skew$	股票周收益率的偏度
11	峰度	$Kurt$	股票周收益率的峰度

6.3.3 面板数据模型的设计

本文选择面板模型对数据进行回归分析。采用面板数据回归一方面可以兼顾时间和截面两个方面的数据，包含的数据信息量更大，同时又克服了变量间的共线性问题，增加了自由度和估计的有效性；另一方面便于描述和分析观测变量的动态调整过程，便于处理不可观测的个体效应和时间效应。

综合上文选取的变量，机构投资者与公司信息含量的回归模型如下：

$$Info_{i,t} = \alpha + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Level_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6.5)$$

$$Info_{i,t} = \alpha + \beta_1 IN_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Level_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6.6)$$

其中， $Info_{i,t}$ 为公司信息含量指标； $IO_{i,t}$ 和 $IN_{i,t}$ 分别代表机构投资者的持股比例和机构投资者数量； $Size_{i,t}$ 代表公司规模； $Level_{i,t}$ 代表资产负债率； $MB_{i,t}$ 代表公司成长性； $ROE_{i,t}$ 代表净资产收益率； $Year$ 代表年度虚拟变量； $Industry$ 代表上市公司所属行业的虚拟变量。

若式(6.5)和式(6.6)中 β_1 大于 0，则表明机构投资者持股比例与公司信息含量呈正相关关系，机构投资者数量与公司信息含量呈正相关关系，说明机构投资者的持股行为能增加股价中公司层面信息。

反之，如果式(6.5)和式(6.6) β_1 小于 0，则表明机构投资者持股比例以及机构投

投资者数量与公司信息含量呈负相关关系，这说明机构投资者的持股行为不能增加股价中的公司层面信息含量。

除此之外，为了考察机构投资者与股价崩盘风险的关系，本文进一步建立如下回归模型：

$$Ncskew_{i,t} = \alpha + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Level_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 Vol_{i,t} + \beta_7 Skew_{i,t} + \beta_8 Kurt_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6.7)$$

$$Duvol_{i,t} = \alpha + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Level_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 Vol_{i,t} + \beta_7 Skew_{i,t} + \beta_8 Kurt_{i,t} + \sum_k \lambda_k Year + \sum_l \delta_l Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6.8)$$

若式(6.7)和式(6.8)中 β_1 大于 0，则表明机构投资者持股比例与上市公司崩盘风险呈正相关关系，说明机构投资者并没有起到有效监督的作用，对上市公司而言，仅是暂时的投资者，并未发挥其稳定市场的作用。反之，如果式(6.7)和式(6.8) β_1 小于 0，则说明机构投资者持股比例与上市公司崩盘风险呈负相关关系，机构投资者通过有效监督能降低上市公司股价的崩盘风险。

一般地，面板数据模型主要有3种形式：混合效应模型、固定效应模型和随机效应模型。而不同形式的面板数据模型具有不同的特征和适用范围。因此，在运用回归模型之前，必须对面板数据进行模型检验，以确定具体的回归模型。

面板数据模型形式的确定方法为：首先，采用F统计量检验设定固定效应模型的合理性。检验统计量F的表达式为：

$$F = \frac{(R_u^2 - R_r^2)/(n-1)}{(1 - R_u^2)/(nT - n - K)} \sim F(n-1, nT - n - K) \quad (6.9)$$

其中， R_u^2 是固定效应模型回归拟合优度； R_r^2 是混合数据模型回归拟合优度， n 为截面样本量， T 为截面样本所拥有的时期平均数， K 为解释变量个数。原假设 H_0 为混合效应模型为正确的模型，在给定的显著性水平下，如果拒接 H_0 ，则在固定效应模型与混合效应模型间应该选择固定效应模型。

然后，用 LM 统计量检验随机效应模型的合理性，其统计量表达式为：

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n \left[\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it} \right]^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2} - 1 \right] \sim \chi^2(1) \quad (6.10)$$

其中， ε_{it} 是混合 OLS 模型估计的残差。其它定义同式(6.9)。原假设 H_0 为混合效应模型为正确的模型。在给定的显著性水平下，如果拒接 H_0 ，则在随机效应模型与混合效应模型间应该选择随机效应模型。

如果 F 检验和 LM 检验均通过,说明固定效应模型和随机效应模型均优于混合回归模型,用需要通过 Hausman 检验进一步确定是运用固定效应模型还是随机效应模型。Hausman 统计量的表达式为:

$$H = (\beta_{RE} - \beta_{FE})' \times [Var(\beta_{FE}) - Var(\beta_{RE})]^{-1} \times (\beta_{RE} - \beta_{FE}) \sim \chi^2(k) \quad (6.11)$$

其中, β_{RE} 和 β_{FE} 分别为随机效应模型和固定效应模型的估计系数, k 为参数个数。假设 H_0 为固定效应模型不成立,在给定的显著性水平下,若 H_0 为真,则采用随机效应模型,否则采用固定效应模型。

6.4 机构投资者持股行为与信息环境的实证结果及分析

依据上文的实证研究设计过程,在对研究变量进行了描述性统计后,本节主要对机构投资者持股行为与上市公司股价信息含量关系模型、机构投资者持股比例与股价崩盘风险关系模型的回归结果进行分析。

6.4.1 描述统计分析

在进行回归分析之前,本文首先对数据进行描述性统计,结果如表 6.5 所示。

表 6.5 研究变量的描述性分析

变量	样本数	均值	中位数	标准差	第 1 四分位数	第 3 四分位数
<i>Info</i>	11778	0.1272	0.1020	0.3667	0.1044	0.3347
<i>Ncskew</i>	11778	-0.2973	-0.2816	0.7941	-0.7143	0.1292
<i>Duvol</i>	11778	-0.0720	-0.0739	0.1617	-0.1761	0.0292
<i>IO</i>	11778	0.1823	0.0520	0.5026	0.0044	0.2083
^① <i>IN</i>	11778	14.3694	4.0000	25.7687	1.0000	15.0000
<i>Size</i>	11778	21.5677	21.4585	1.2476	20.7685	22.2363
<i>Level</i>	11778	0.5314	0.5234	0.2420	0.3824	0.6519
<i>MB</i>	11778	1.6820	1.3100	1.0288	1.1000	1.8300
<i>ROE</i>	11778	0.0112	0.0611	0.3073	0.0177	0.1108
<i>Vol</i>	11778	6.3092	5.9053	2.2220	4.6804	7.6166
<i>Skew</i>	11778	-0.0380	-0.0611	0.6766	-0.4041	0.2944
<i>Kurt</i>	11778	4.2246	3.6639	2.2223	3.0759	4.6699

注: ① 为便于理解,机构投资者持股数量为未经对数转化的值。

由表6.5可知,上市公司机构投资者的持股比例均值为18.23%,这说明尽管近年来机构投资者发展较为迅速,但与发达国家成熟市场仍有较大差距。而每家上市公司持股的机构投资者数量约为14家,但标准差较大,达到25.7687,这说明不同的上市公司间机构持股数量存在较大差异。而 $Ncskew$ 和 $Duval$ 的均值分别为-0.2973和-0.072,标准差分别为0.7941和0.1617,说明度量崩盘风险的两个指标存在较大的差异。

6.4.2 机构投资者持股与公司信息的关系分析

表 6.6 所列为机构投资持股行为与公司信息的回归结果,包括了机构投资者持股比例与机构投资者数量 2 个面板回归结果。

表 6.6 机构投资者与公司信息回归结果

变量	<i>Info</i>	<i>Info</i>
<i>IO</i>	0.0166**(2.52)	
<i>IN</i>		0.0235*** (5.13)
<i>Size</i>	0.00464(0.66)	-0.0107(-1.39)
<i>Level</i>	0.183*** (8.53)	0.195*** (9.03)
<i>MB</i>	0.0757*** (15.75)	0.0694*** (13.90)
<i>ROE</i>	0.0352*** (3.16)	0.0348*** (3.13)
<i>Constant</i>	-0.168(-1.06)	0.119(0.70)
固定F检验	1.80***	1.81***
随机LM检验	230.01***	247.31***
Hausman检验	62.36***	36.18***
模型选择	固定效应	固定效应
年度哑变量	Yes	Yes
方程拟合度	0.302	0.303
观测值	11778	11778

注: (1) 当模型为固定效应时,表中括号内为 t 统计量,相应方程整体显著性检验为 F 检验;当模型为随机效应时,表中括号内为 z 统计量,相应的方程整体显著性检验为 $Wald\ chi^2$ 检验。(2) 固定效应与随机效应方程的拟合优度均只报告了 $within\ R^2$ 。(3) *表示在 10%的置信水平上显著, **表示在 5%的置信水平上显著, ***表示在 1%的置信水平上显著。(4) 限于篇幅,省去虚拟变量的回归结果。

通过固定效应 F 检验和随机效应的 LM 检验,发现均在 1%显著性水平下显著,说明固定效应模型和随机效应模型均优于混合 OLS 模型。进一步通过 $Hausman$ 检验,比较固定效应模型和随机效应模型, $Hausman$ 检验值分别为 62.36 和 36.18,均在 1%显著性水平下显著。因此,本文采用固定效应模型探讨机构投资者持股行

为与公司信息间的关系。从回归结果可以看出,机构投资者持股比例以及机构投资者数量与公司信息间存在正相关关系,系数值分别为 0.0166 和 0.0235,在 1% 的显著性水平下显著。这说明机构投资者的持股行为能增加股价中的公司信息含量,这一结果验证了本章的研究假设 6.1 和假设 6.2。

机构投资者持股比例的实证研究结果表明,中国证券市场上的机构投资者一定程度上发挥了其在信息方面的优势,通过持股比例的增加和持股数量的增加,机构投资者增加了市场的知情交易,推动了股价向企业真实价值靠近。因此,壮大机构投资者的队伍,对改善信息环境具有积极作用。

6.4.3 机构投资者持股与股价崩盘风险的关系分析

为了验证本文的研究假设 6.3,本节以负偏态系数和收益波动率为被解释变量,具体分析了机构投资者持股比例与股价崩盘风险间的关系。回归结果如表 6.7。

表 6.7 机构投资者与崩盘风险回归结果

变量	<i>Ncskew</i>	<i>Duvol</i>
<i>IO</i>	0.0541*** (4.68)	0.0118*** (4.76)
<i>Size</i>	0.0896*** (7.28)	0.0162*** (6.15)
<i>Level</i>	0.106*** (2.82)	0.0222*** (2.75)
<i>MB</i>	0.0540*** (6.38)	0.00714*** (3.93)
<i>ROE</i>	0.00277 (0.14)	-0.00703* (-1.67)
<i>Vol</i>	-0.0166*** (-3.82)	-0.00545*** (-5.86)
<i>Skew</i>	-0.853*** (-104.55)	-0.160*** (-91.30)
<i>Kurt</i>	0.00804*** (3.09)	0.00544*** (9.76)
<i>Constant</i>	-2.487*** (-8.89)	-0.469*** (-7.81)
固定F检验	1.23***	1.23***
随机LM检验	12.26***	10.66***
Hausman检验	63.12***	98.60***
模型选择	固定效应	固定效应
年度哑变量	Yes	Yes
方程拟合度	0.574	0.529
观测值	11778	11778

注: (1) 当模型为固定效应时,表中括号内为 t 统计量,相应方程整体显著性检验为 F 检验;当模型为随机效应时,表中括号内为 z 统计量,相应的方程整体显著性检验为 Wald chi2 检验。(2) 固定效应与随机效应方程的拟合优度均只报告了 within R²。(3) *表示在 10% 的置信水平上显著, **表示在 5% 的置信水平上显著, ***表示在 1% 的置信水平上显著。(4) 限于篇幅,省去虚拟变量的回归结果。

从回归结果可以看出,机构投资者持股比例与上市公司崩盘风险间存在正相关关系,系数值分别为 0.0541 和 0.0118,在 1%的显著性水平下显著。这说明机构投资者没有发挥其积极监督的作用,并不能降低股价的崩盘风险。这一结果验证了本章的研究假设 6.3。

就控制变量而言, *Size* 和 *MB* 与崩盘风险显著正相关,表明规模较大的企业和成长性公司股价崩盘风险的可能性更大; *Level* 与崩盘风险显著正相关,证明了企业资产负债率越高,发生股价崩盘的风险越大; *ROE* 与崩盘风险显著负相关,说明企业经营业绩越好,崩盘的风险越小。总体而言,控制变量的实证结果与现实情况基本相符。

上述实证研究表明,机构投资者对上市公司信息环境的改善能力是有限的,尽管其持股行为可以增加市场的理性投资力量,但是参与公司治理的主动性不够。一方面的原因是机构投资者自身发展不成熟,投资行为短期化使其参与公司治理的动力不足;另一方面的原因是市场制度环境不完善,使得机构投资者很难有效的运用好治理与监督的权力。因此,培育机构投资者的长期投资理念,丰富机构投资者参与公司治理的手段,对提高机构投资者参与公司治理与监督将起到重要的作用。

6.4.4 金融危机对机构投资者持股与股价崩盘风险的影响

近年来,受全球金融危机的影响,上市公司股价的异常波动增加,这也为研究机构投资者持股与股价崩盘风险的关系提供了新的视角。

本文进一步在式(6.7)和式(6.8)分别加上金融危机变量 *Crisis*,并将 2007 年和 2008 年取值为 1,其余年份取值为 0,以检验金融危机对机构投资者与股价崩盘风险的影响。回归结果详见表 6.8。

表 6.8 金融危机对机构投资者与股价崩盘风险的影响分析

变量	<i>Ncskew</i>	<i>Duval</i>
<i>IO</i>	0.0875*** (7.32)	0.0169*** (6.55)
<i>Crisis</i>	0.0417** (2.12)	0.0208*** (4.90)
<i>Size</i>	-0.0937*** (-9.57)	-0.0195*** (-9.24)
<i>Level</i>	0.0432 (1.09)	0.00989 (1.16)
<i>MB</i>	-0.108*** (-16.50)	-0.0264*** (-18.73)
<i>ROE</i>	-0.00467 (-0.22)	-0.00844* (-1.87)
<i>Vol</i>	-0.0505*** (-12.94)	-0.0133*** (-15.80)
<i>Skew</i>	-0.808*** (-96.29)	-0.152*** (-83.84)

续表 6.8

变量	<i>Ncskew</i>	<i>Duval</i>
<i>Kurt</i>	0.00690*** ^(2.65)	0.00478*** ^(8.51)
<i>Constant</i>	2.115*** ^(10.15)	0.439*** ^(9.75)
固定F检验	1.28***	1.25***
随机LM检验	18.43***	13.45***
Hausman检验	286.94***	304.86***
模型选择	固定效应	固定效应
年度哑变量	Yes	Yes
方程拟合度	0.516	0.458
观测值	11778	11778

注：(1) 当模型为固定效应时，表中括号内为 *t* 统计量，相应方程整体显著性检验为 *F* 检验；当模型为随机效应时，表中括号内为 *z* 统计量，相应的方程整体显著性检验为 *Wald chi2* 检验。(2) 固定效应与随机效应方程的拟合优度均只报告了 *within R²*。(3) *表示在 10% 的置信水平上显著，**表示在 5% 的置信水平上显著，***表示在 1% 的置信水平上显著。

从回归结果可以看出，金融危机变量与上市公司崩盘风险间存在正相关关系，系数值分别为 0.0417 和 0.0208，在 1% 的显著性水平下显著。说明金融危机期间，股价的崩盘风险增大。同时，机构投资者的系数值分别为 0.0875 和 0.0169，在 1% 的显著性水平下显著，系数值均大于本文 6.4.3 小节的实证回归结果，这不仅说明了金融危机期间，机构投资者与崩盘风险的正相关关系更强，也证明了本章研究结论具有较好的稳健性。

6.5 本章小结

本章通过面板回归模型，并运用沪深两市A股上市公司的数据对中国机构投资者的持股行为进行了实证研究。结果表明，机构投资者的持股行为能增加股价中的信息含量，但对于股价的崩盘风险并没有降低作用，研究结论具有稳健性。具体来说，得到以下几点结论：

(1) 相关实证依据显示，机构投资者持股比例以及机构投资者数量与公司信息信息间存在正相关关系。说明通过持股比例的增加和持股数量的增加，中国机构投资者一定程度上能增加上市公司的公司信息含量，对改进上市公司的信息环境具有积极的作用。因此，壮大机构投资者的队伍，是一项值得长期坚持的政策。

(2) 面板回归结果表明，机构投资者持股比例与上市公司崩盘风险间存在正相

关关系，说明中国机构投资者不能发挥其积极监督的作用，并不能降低股价的崩盘风险。这不仅与机构投资者自身发展有关，与市场制度环境的不完善也密切相关。实证结果也证明了机构投资者积极监督者假说在中国证券市场并不成立。

(3) 通过对金融危机对机构投资者与股价崩盘风险的影响研究，发现金融危机期间，上市公司股价的崩盘风险增大，且机构投资者与崩盘风险的正相关关系更强。

第 7 章 公司信息环境治理的国际经验及相关对策

前文分别从上市公司信息披露、信息传递和信息运用 3 方面对上市公司信息环境及其相关影响进行了实证研究。随着金融全球化日益深入，证券市场环境越来越复杂，作为证券市场的重要组成部分，上市公司面临了较大的挑战和考验。有鉴于此，本章将结合市场环境和制度环境对完善上市公司信息环境提出相关政策建议。7.1 节归纳出上市公司信息环境存在的问题；7.2 节主要对成熟市场在上市公司信息环境建设方面的经验进行总结，并得到相关启示；7.3 节针对上述问题，提出完善的政策建议；最后为本章小结。本章的研究路径如图 7.1。

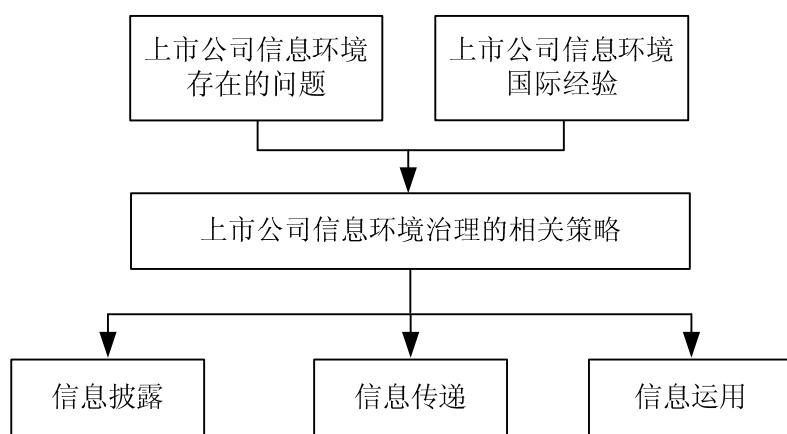


图 7.1 公司信息环境治理相关对策研究内容图

7.1 上市公司信息环境存在的问题

随着信息环境在社会系统中的地位和作用日益显著，上市公司对信息环境的重视程度逐渐提高。中国证监会也相继出台了一系列的法律法规，以营造公平、公正、透明、有效的信息环境。但受上市公司自身发展及制度环境等因素影响，上市公司普遍存在信息披露质量不高，信息传递过程中分析师专业素质不佳，机构投资者发展不均衡等问题。本节将对这些问题进行分析，为制定完善上市公司信息环境的政策建议奠定基础。

7.1.1 上市公司信息披露质量不高

由本文 4.3.3 节的分析可以看出，中国上市公司信息披露质量整体不高，尽管监管部门已将提高上市公司信息披露质量作为工作重点，但是违规惩戒力度不大，

违规成本较低，使得部分上市公司选择铤而走险。

由表 7.1 可以看出，2002~2012 年，沪深两市共计发生 732 起信息披露违规事件，其中，公开谴责次数为 203 次，占总处罚数的 27.73%；公开批评次数为 217 次，占总处罚数的 29.64%；公开警告次数为 10 次，占总处罚数的 1.37%；罚款次数为 98 次，占总处罚数的 13.39%；警告加罚款次数为 46 次，占总处罚数的 6.28%；其它处罚 158 次，占总处罚数的 21.58%，其他处罚方式以责令整改为主。

表 7.1 上市公司信息披露违规处罚统计(2002~2012)

年份	谴责	批评	警告	罚款	警告+罚款	其他	总计
2002	37	56	—	4	1	8	106
2003	25	50	—	14		4	93
2004	28	24	—	21	2	6	81
2005	44	17	—	^① 14	—	—	75
2006	29	7	^② 4	13	—	2	55
2007	15	9	3	14	5	4	50
2008	6	8	—	11	3	3	31
2009	4	9	1	2	6	21	43
2010	6	9	1	4	9	12	41
2011	4	8	—	1	10	32	55
2012	5	20	1	—	10	66	102
总计	203	217	10	98	46	158	732
占比	27.73%	29.64%	1.37%	13.39%	6.28%	21.58%	100%

注：① 2005 年罚款包含 1 次罚款+谴责。② 2006 年警告中包含 2 次警告+谴责。

数据来源：国泰安数据库。

值得关注的是，监管机构的处罚方式仍以由谴责、批评为主，处罚的力度难以对上市公司构成实质性的影响。尽管近几年来，监管当局的经济处罚方式呈逐渐上升趋势，但有限的经济处罚与上市公司违规所带来的收益相比，是微乎其微的。相比而言，成熟证券市场的违规处罚成本要大很多，以香港证券市场为例，2010 年“洪良国际”因财务数据造假，香港证监会冻结了其 9.97 亿元资产，取消其上市资格，并对其保荐人开出 4200 万港币的罚单。

因此，提高上市公司信息披露违规处罚的力度，加大违规成本，对提高上市公司信息披露质量至关重要。

7.1.2 证券分析师的专业素质不佳

正如本文 5.4.3 节所阐述的,国内证券分析师专业素养不高,并没有很好地发挥其信息中介的作用。而 2011 年起频频爆发的“研报门”事件,更凸显出分析师的投资分析能力和职业道德素养亟需加强。

表 7.2 “研报门”事件总结

时间	上市公司	券商	事件
2010.9	中国宝安	平安证券等	夸大中国宝安石墨矿资源,后遭企业否认。
2011.1	海欣股份	平安证券	平安证券先买后荐,导致海欣股份暴涨暴跌。
2011.3	宁波联合	日信证券	称宁波联合锑矿资源丰富,后遭企业否认。
2011.6	涪陵榨菜	中信证券	称涪陵榨菜将推 2200 元的高端产品。
2011.5	深国商	东海证券	称晶岛项目将给深国商贡献稳定的现金流。
2011.6	东阿阿胶	申银万国	称说明书剂量翻倍,预增业绩。
2011.7	攀钢钒钛	银河证券	称攀钢钒钛股价严重低估,目标价应为 188 元。

证券分析师专业素质不高一部分原因与分析师自身有关。专业知识和技能的缺乏,必然导致分析师对行情的判断不准确。优秀的证券分析师不仅应具备证券方面的知识,同时还应具备较强的综合分析能力,这就要求证券分析师自身坚持不懈的学习新知识,以提高自身素质。

另一部分原因与行业发展不规范有关。行业组织的不完善,使得各项规章制度并没有完全建立和落实起来,证券分析师的利益也无法得到很好的保护;行业监管的缺失,使得部分证券分析师在压力和利益面前,选择了违背职业道德,严重损害了行业的整体形象。

因此,规范证券分析师的行业发展,是全面提高证券分析师的专业素质和职业道德的迫切要求。

7.1.3 机构投资者结构不合理

近几年,机构投资者获得了很大发展,其在证券市场的作用不断增强。但受到政策的限制,规模明显偏小,投资者结构不合理。

机构投资者拥有长期稳定的资金,是证券市场长期投资理念重要的践行者。以美国证券市场为例,养老基金、证券基金与保险公司已成为了美国证券市场绝对主力,2011 年,三者持有股票占股票资产的 44.1%,其中,共同基金占有 19.7%;养老基金占有 17%;保险公司占有 7.4%^[128]。而通过本文 6.1 节的分析可以看出,中国机构投资者初步形成了以证券投资基金为主体的机构投资者队伍。但是,保

险资金、养老金在股票市场的投资规模仍然较小。

究其原因，入市资格和入市规模的限制是投资规模较低的重要原因。近年来，基本养老基金的发展规模迅速扩大，但是有关基本养老保险基金全面入市问题仍在持续探讨中，截止 2011 年 12 月 30 日，沪深两市总市值为 21.48 万亿元，未入市的养老保险基金规模接近我国沪深总市值的 9.08%。

而企业年金、保险基金、QFII 等在投资范围和投资比例上均有一定的限制。以企业年金为例，投资固定收益类产品(银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业债等)、可转换债、债券基金的比例不得高于基金净资产的 50%；投资于股票等权益类产品及股票基金、投资性保险产品的比例不高于基金净资产的 30%，且股票投资比例不得高于 20%。这些投资规模限制一定程度上保证了企业年金的安全，同时也减低了企业年金的投资收益，进而限制了机构投资者的发展。

因此，稳健放松机构投资者的管制，应成为加快机构投资者发展的重点关注问题。

7.2 上市公司信息环境治理的国际经验与启示

本节将以一些发达国家的证券市场为例，总结其多年来在上市公司信息环境建设方面积累的经验，并从这些市场的实践中得出一些启示，为进一步完善中国上市公司信息环境提供参考。

7.2.1 上市公司信息披露方面

由于发达国家证券市场的发展较为成熟，无论在信息披露制度还是信息披露评价体系上均形成了一套值得借鉴的行为规范和活动准则。因此，本小节主要从披露方式、评价体系以及披露监管 3 方面总结国际经验与启示。

7.2.1.1 信息披露方式

从信息披露的方式上来看，目前，主要发达国家证券市场以及部分新兴市场，如美国、英国、日本、香港、新加坡、韩国等，都已经实现了电子化的信息披露方式；而中国证监会对上市公司信息披露的方式作出了严格的规定，基本以“七报一刊”为主，其他渠道仅起到辅助作用，本文 5.1.1 小节已经进行了详细阐述，在此不再赘述。

电子化信息披露方式主要是通过互联网的形式，对上市公司的披露信息进行处理，包括信息提交、传递、接受、审核、加工等工作。电子化信息披露方式不仅可以极大地提高信息披露速度，也可以有效地降低信息披露的成本。这主要体现在上市公司信息申报过程更加简化，投资者获取信息更加便捷，监管的广度和

深度明显增加。

以美国证券市场为例，上市公司直接向电子化数据收集、分析及检索系统(Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System, EDGAR)提交所有信息，包括年报、季报、临时报告、重大事项等，投资者通过访问 EDGAR 用户系统来获取信息或者订制相关信息。此外，美国上市公司信息披露基本没有指定的媒体，这样既保证了信息获得的公平性，也维持了新闻媒体言论的独立性。

在 2011 年 10 月以及 2012 年 12 月，深交所和上交所分别开始了“信息披露直通车”的试点以及“上市公司信息披露电子化系统”的正式运行，但在数据基础平台和信息化技术方面，仍处于起步阶段，与国外成熟市场有较大差距。因此，参考和借鉴国外市场的成熟经验，对规范和发展中国证券市场信息披露电子化具有积极的影响。

7.2.1.2 信息披露评价

综合本文第 4 章的分析可以看出，上市公司信息披露质量的评价不仅有助于改善上市公司信息环境，而且对信息使用者就上市公司信息披露水平作出合理的判断也具有重要的参考价值。

实践中，国际上得到广泛认可的信息披露质量指标体系均为独立机构所开发，因为第三方独立机构的披露结果在公正性和独立性两方面具有明显的优势。本小节对主要研究机构开发的信息披露质量评价体系的主要内容及优缺点进行归纳总结，详见表 7.3。

表 7.3 主要信息披露评价体系比较

机构名称	度量指标	评价
标准普尔公司	所有权结构投资者权利、财务透明度与信息披露程度、董事会与管理层结构	数据完全公开，体现了公开公正性，但无法衡量年报之外的信息。
投资管理研究协会	年报、季报、其它公开报告和投资者关系	由专业分析师组成的委员会体现了该评级体系的专业性，但分析师的判断存在主观性。
国际财务分析和研究中心	一般信息、利润表、资产负债表、现金流量表、会计政策披露、股票信息、其他补充信息	以披露的数量为衡量标准，考虑维度较单一。
戴米诺咨询公司	股东的权利和义务、接管防御的范围、公司治理的披露、董事会结构与功能	侧重公司治理有关法律的分析，受欧洲机构投资者的广泛认同。
里昂证券公司	管理层约束、公司透明度、董事会独立性、董事会问责性、董事会责任、公平性、社会意识	主要适用于新兴市场国家。

通过对主要研究机构信息披露质量评价体系的总结可以发现，由于市场环境

的不同，加之研究机构体系构建的侧重点也不尽相同，信息披露评价指标体系并未形成一致的标准。因此，在构建中国上市公司信息披露评价体系过程中，不能恪守国际标准，应该融合中国上市公司在信息披露形式、内容以及范围方面的要求，参照既有的法律法规，制定出科学、合理的评价体系。

7.2.1.3 信息披露监管

信息披露质量的提高离不开有效的监管。目前，各国对信息披露的监管主要有3种模式，分别是集中型监管模式、自律型监管模式和中间型监管模式。其中，美国是集中型监管模式的典型代表，而英联邦国家大多采用了自律型监管模式，中间型的监管模式以德国最为典型。

具体而言，集中型监管模式通常设有专门的监管机构进行统一管理，管理模式以严格、公正著称，但由于监管权力过于集中，在监管成本和监管效率上稍差；自律型监管模式更加注重行业自律的管理，政府机构较少干预，但由于自律组织容易将保护会员利益作为监管的目标，因而投资者的利益往往不能很好的保护；中间型的监管模式是介于前两者之间的一种管理模式，这种模式需要有强大的法律体系作为监管支撑，对自律组织的要求也比较高。

总的来说，监管模式的选择并没有绝对的优势和劣势，而应根据各国经济体制选择相适应的管理模式。中国主要采用了集中型的监管模式。本文7.1.1节的分析已表明信息监管的效率问题是导致中国上市公司信息披露质量不高的重要原因，通过上文对监管模式基本特点的分析可以发现，发展行业自律组织并积极协调其与主要监管机构的工作是提高中国信息披露监管效率的重要举措。

以美国证券市场为例，行业自律组织已发展成为了美国监管机构重要辅助力量。以交易所、证券交易商协会、注册会计师协会等为代表的行业自律组织虽然接受政府监管机构的管理，但也具有一定的执法权，自律组织制定的各种规则对法律起到了一定的替补作用。这也是目前中国证券市场在信息监管方面亟需改进的。

7.2.2 证券分析师培养方面

证券分析师最早出现在20世纪初的美国，在长期的实践过程中，经历过成功与失败，并积累了丰富的经验。本小节主要以美国证券分析师为例，总结其证券分析师发展过程中的经验与教训，为规范中国证券分析师行业的发展提供参考。

7.2.2.1 市场准入方面

为了保护投资者的利益，美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC)对证券从业人员的市场准入作出了严格的限制。

具体来说，美国证券分析师在注册生效前，需要通过全国证券交易协会规定

的资格考试(系列 7),而作为从业机构的管理人员,还需要通过对主管人员资格的认证考试(系列 63)。涉及的证券产品包括公司证券、政府证券、期权、直接参与项目以及投资公司产品和可变合同等⁹。而考试内容更是涉及证券市场的方方面面,也被认为是金融证券业最全面、最难的资格考试之一。

建立从业人员的市场准入制度,不仅有利于提高从业人员的业务素质,而且有助于划分从业人员的专业和等级。发达国家证券市场通常都设有专门的从业人员资格考试,它与相关投资顾问法一起,为提高从业人员的素质提供了保障。

7.2.2.2 行为监管方面

2001 年,美林证券、安然事件等一系列事件的爆发,引发了美国投资者对证券市场的信用危机,引起美国证监会对证券分析师独立性和客观性的高度重视,信息隔离制度因此诞生。美国的信息隔离制度适用于各类分析师,并对分析师的行为进行了严格细致的规定,也因此成为各国制定信息隔离制度的典范。

具体来说,美国信息隔离制度的主要措施包括:(1)“持有期”和“静默期”制度,分析师在研究报告发表之前 30 天及之后 5 日禁止进行交易;(2)强制对分析师及其关联人的信息及证券交易进行披露;(3)强制对上市公司持有股本权益以及目标投资银行业务关系进行披露;(4)禁止分析师参与公司推销与推介;(5)上市公司在 IPO 过程中,需要对另外 3 家研究机构提供独立报告。除此之外,对强制信息披露的方式以及规则也有明确的规定,在此不一一列举。

而后,日本、香港、英国等国家和地区证券市场也先后建立起信息隔离制度。当前,中国证券分析师的信用危机事件频频爆发,因此借鉴美国等国在信息隔离方面的具体措施,并结合中国具体国情,尽早建立起信息隔离制度,对证券分析师的行为进行规范。

7.2.3 机构投资者建设方面

由于中国机构投资者真正发展的年限较短,无论在发展规模还是发展模式上在仍与发达国家存在较大的差距。因此,本小节将从机构投资者的投资结构和公司治理两方面出发,分析发达国家机构投资者建设方面的经验,为推动中国机构投资者良性发展提供参考。

7.2.3.1 发展结构方面

养老基金、保险基金以及共同基金已成为发达国家证券市场上 3 类主要的机构投资者。且相较于共同基金,养老基金和保险基金均属于存续时间较长的长期资金,因此无论在促进市场稳定方面,还是在公司治理方面,养老基金与保险基金均具有非常重要的影响。

⁹ <http://www.finra.org/Industry/Compliance/Registration/QualificationsExams/Qualifications/P011051>

就养老金而言，各国发展规模、法律环境不同，对养老金的投资管理模式也不尽相同。美国的养老基金一直是证券市场最大的机构投资者，其投资范围特别广，包括股票、债券、公募基金、房地产投资、贷款等；英国引入了包括个人、家庭、企业、非营利机构等多元主体共同参与到养老金的供应和管理，逐渐形成了市场化的管理模式；新加坡的养老金以集中投资的方式进行管理，有中央公积金局对养老金的投资方式和额度进行具体操作。总的来说，无论是哪种模式，发达国家市场对养老金的管理较为宽松，对其投资产品、投资工具以及风险限制方面给予了相当大的灵活性，为养老金提供了良好的发展空间。这也是中国发展养老金需重点关注的。

就保险基金而言，可以通过购买股票、资产委托、设立保险基金等方式入市。在成熟市场中，英国给予了保险基金最为自由的投资环境，在投资形式和投资比例上均没有限制。

由本文 6.1.2 小节以及 7.1.3 小节的阐述可以看出，中国多种类型的机构投资者在发展规模上十分有限。因此，借鉴发达国家机构投资者发展模式，逐渐放松机构投资者的管制，丰富机构投资者的种类，对加强机构投资者建设尤为重要。

7.2.3.2 公司治理方面

正如本文 6.4.2 小节所阐述的，长期以来，中国机构投资者在公司治理方面的积极作用并未体现。但国外成熟市场的经验表明，机构投资者参与公司治理，能给自身和上市公司带来双赢的局面，不仅给机构投资者带来丰厚的投资收益，还将进一步促进上市公司经营业绩的提升以及信息环境的改善。

以美国机构投资者为例，机构投资者已发展成为上市公司公司治理的主要力量。原因主要有二：一是随着机构投资者投资规模的增加，无论是降低风险考虑的还是高额收益的诱惑，机构投资者乐于参与公司治理。二是美国证监会从法律上对机构投资者参与公司治理的行为进行引导和规范，他们要求机构投资者积极行使其股东权利，包括代理投票权、股东大会表决权、股东议案等。

而在美国证券市场，机构投资者参与公司治理的方式也是多种多样的。既可以通过发起股东提议、参与股东大会、以及不定期的对公司高层进行交流等方式，对上市公司管理层的行为进行有效监督；也可以利用其优势的信息资源以及专业的投资分析能力，提高信息披露质量，以增进公司的透明度。此外，对于不同类型的机构投资者，美国实施了分类管理的办法，并制定了不同的政策。

7.3 上市公司信息环境治理的相关对策

本节针对上市公司信息环境中存在的问题，并结合前文的实证研究结论，考

虑中国证券市场的特殊性，从以下几方面提出完善信息环境的政策建议：一是加强信息披露质量管理；二是充分发挥中介行业信息传递功能；三是发展多元化的机构投资者队伍；四是完善证券市场的信息协同监管机制。下文将对这 4 方面进行详细阐述。

7.3.1 提高上市公司信息披露质量

提高信息披露质量是改善上市公司信息环境的根本，直接关系到股价对公司层面信息的反应。但目前沪深两市上市公司信息披露质量整体不高，投资者很难及时有效地对披露信息进行运用。因此，本小节将就如何提高上市公司信息披露质量提出建议。

7.3.1.1 构建统一权威的信息披露质量评价体系

上市公司披露的经营管理信息和财务信息很大程度上是投资者进行投资决策的重要依据。而如果没有统一权威的信息披露质量评价体系，投资者很难对上市公司信息质量的优劣作出科学有效的判断。构建统一权威的信息披露质量评价体系的重要性和必要性已在本文 4.2 节中进行了详细阐述，在此不再赘述。

统一权威的评价体系构建应该注意两个方面的问题：第一，对数据的来源和收集情况严格把关，以保证数据的真实性和客观性；第二，建立相关渠道定期对评价结果进行公布，既要做到结果的公平公正，又要让尽可能多的投资者能获得评价结果。

信息披露质量评价体系的构建是一项长期的任务，不仅需要一定的信息技术作为支撑，对于已构建的体系也需要不断地进行数据完善和模型开发，以保证信息披露质量评价体系的科学性。

7.3.1.2 推动上市公司信息披露的差异化

推动信息披露的差异化，对于提高上市公司信息披露的针对性和有效性有积极的意义。具体来说，加强信息披露的针对性包括两个方面的内容：一方面，细分上市公司信息披露行业信息披露规则，推动行业信息披露差异化。正如本文 4.3.5 小节所讨论的，通过细分行业信息披露规则，让更多的投资者了解到行业间的特性。

另一方面，鼓励上市公司根据不同投资主体的信息需求，将信息披露的形式进行调整。由于中小投资者和机构投资者在信息甄别和信息分析方面存在较大差异，对中小投资者来说，上市公司信息披露的内容常常过于繁杂，披露内容“大而空”，能运用到投资决策中的信息量很少，并没有真正起到衡量上市公司优劣的作用；而对机构投资者来说，上市公司披露的信息往往不够充分。

因此，本文建议在上市公司信息披露的过程中，推出精简版和详细版的披露

报告。精简版主要是满足中小投资者的信息需求，主要包含一些重要的指标。而详细版主要是满足机构投资者的信息需求，不仅要强制性披露信息进行全面披露，还应加强自愿性信息披露，让机构投资者对公司经营业绩有全面深刻的了解。这样既能让中小投资者看懂，又能让机构投资者有深度挖掘公司信息的可能。

7.3.1.3 加大信息披露违规行为的执法力度和处罚强度

2007 年以来，中国证监会出台了一系列关于提高信息披露质量的法规条例，加大对失信行为的打击力度。然而，信息披露违规事件仍有增无减，原因有两点：第一，监管部门对信息披露违规行为的执法力度不足，使得上市公司信息披露违规受到惩罚的概率很小；第二，监管部门对信息披露违规行为的惩罚强度不大，致使上市公司违规的机会成本过低。因此，加大对上市公司信息披露违规的执法力度和惩罚强度，对提高信息披露质量起到至关重要的作用。

具体来说，提高执法力度和惩罚力度可以从以下 3 方面来努力：(1) 强化监管力量，包括增加人员配备和提高监管人员的素质；(2) 提高监管人员的执法水平、执法手段以及执法权限；(3) 提高违规行为的处罚比例，提高违规罚款金额。

7.3.1.4 加强上市公司诚信档案管理

2011 年以来，上市公司因信息披露过程中的失信行为引发了证券市场的诚信危机。中国证监会为了强化对投资主体及其行为的约束，于 2012 年 9 月开始实施《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》，并提出建立统一的上市公司诚信档案，坚决打击违法失信行为，以提振投资者的信心。

在诚信档案建立的同时，全面升级诚信档案数据库的建设，积极推动诚信信息的共享，以及市场失信行为认定和处罚细则制定都将是诚信管理的工作重点。

综合来看，建立准确、全面、有效的上市公司信息披露质量评价体系，营造更加透明的信息环境，以提高国内外投资者对上市公司的信任度是当局需要重点解决的问题。

7.3.2 规范证券分析师行业发展

本文第 5 章的讨论表明，作为证券市场重要的信息中介，证券分析师对上市公司信息环境具有一定程度的改善作用，但分析师行业在中国的发展时间不长，整体水平还比较落后，因此本小节具体从以下 4 方面提出规范证券分析师行业发展的建议：

7.3.2.1 提升证券分析师的专业能力

中国证券分析师行业真正的发展还不到 10 年，无论是分析师的专业能力，还是分析师的从业经验都远远不够，因此，提升从业人员自身的专业素质是规范证券分析师行业发展的根本。

具体来说，首先通过建立严格的资格考试制度，来提高从业人员的准入门槛。从业资格考试是进入到证券分析师行业的第一步，考试的难易程度和通过率一定程度上决定了从业人员的专业素质。目前，中国并没有设置专门针对证券分析师的考试，而是通过对证券、期货、基金等金融基础知识的考核，来确定是否具备证券从业资格。这类考核涉及面太广，还不具备行业专业性，因此设定专门的证券分析师资格考试是提高从业人员素质亟需解决的问题。

其次，通过定期对从业人员进行考核，促进从业人员不断更新自身知识，对于无法通过考核的从业人员，应取消其从业资格。当然，提高证券分析师的专业能力只有证券分析师自身努力是不够的，证券分析师所在证券机构，行业自律组织等应尽可能为分析师提供学习交流的平台，加强分析师之间的联系，鼓励并支持分析师的职业发展。

7.3.2.2 建立信息隔离制度

证券分析师的信息传递行为通常受到所在公司、目标公司以及个人等多方利益主体的影响，证券分析师对任何一方的偏袒都将严重影响其研究报告的公正性和客观性，并给投资者带来不必要的经济损失。在这种背景下，信息隔离制度不失为一种有效的监管途径。通过对利益主体间的信息隔离，尽可能的保证其研究成果的客观性和独立性。

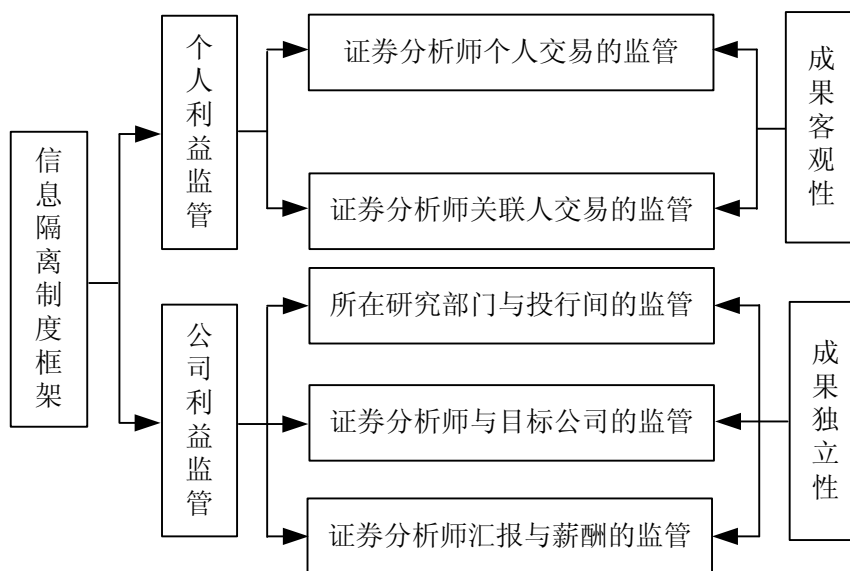


图 7.2 信息隔离制度基本框架

信息隔离制度在欧美发达国家市场已有 40 年的发展历史，但中国一直缺少一套系统的信息隔离管理体系。通过借鉴其它国家和地区的经验，结合中国实际情况，可以从以下两方面着手构建信息隔离制度：一方面通过对分析师个人及其亲朋好友等关联人的监管，以确保分析师的评论具有客观性；另一方面通过对证券

分析师、研究部门、投资银行和目标公司间建立信息隔离，从根本上保证证券分析师的独立性(参见图 7.2)。

7.3.2.3 健全行业自律管理体系

行业自律组织一方面可以通过制定相关的规则来规范分析师的行为；另一方面可以为分析师提供信息交流和技能培训的平台。全球重要的证券分析师自律组织有：注册国际投资分析师协会、欧洲财务分析师协会、亚洲证券分析师联合会等，这些协会对提升证券分析师行业的道德水平起到了积极的推动作用。

中国证券业协会于 2002 年成立了证券分析师专业委员会，证券分析师委员会重点关注了证券分析师制度建设以及从业人员的自律管理问题。但中国证券市场政策市特点明显，政府监管仍然是市场监管的主要力量，行业自律组织大多是在政府的指导下进行有限的监管，缺乏独立性，因而自律组织的功能没有完全发挥。因此，全面提升行业自律组织的地位，充分发挥行业间协调和帮助的作用能很大程度上规范证券行业的发展。

7.3.2.4 加强从业人员的诚信建设

诚信信息管理是行业自律的重要基础。尽管证券行业协会对证券分析师的诚信建设先后颁布了《中国证券业协会会员诚信信息管理暂行办法》、《证券从业人员诚信信息管理暂行办法》以及《证券业从业人员执业行为准则》，以规范证券从业人员的职业道德水平。然而，从本文 7.2.2 小节的分析来看，中国证券分析师诚信管理在实践过程中的问题较多，且对投资者利益的损害较为严重。因此，应继续加大证券从业人员失信行为的追查和惩罚，并通过健全从业人员信息管理系统，系统的记录从业人员的失信行为，以逐步树立证券分析师的行业公信力。

综合来看，全面提升证券分析师的专业胜任能力和诚信水平，并通过信息隔离制度和行业协会的监管，让证券分析师真正恪守“独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平”的职业守则，确立其在证券市场的重要地位。

7.3.3 加强机构投资者队伍建设

正如本文第 6 章所讨论的，中国证券市场短期行为比较严重，市场上投机氛围尤为浓厚，因此，让价值投资理念深入人心，培养长期投资行为，让机构投资者成为市场稳定的中坚力量显得十分必要。具体来说，加强机构投资者队伍建设应着重从以下 2 个方面入手：

7.3.3.1 平衡机构投资者的发展结构

由本文 7.1.3 小节的分析可以看出，政策上的管制是机构投资者结构失衡的重要原因。因此，逐步放松现有机构投资者的管制显得尤为关键。具体来说，包括以下 2 个方面的内容：

(1) 鼓励更多类型的机构投资者入市。首先是积极推动养老保险基金入市,从国际养老金入市的经验来看,养老金已成为国际证券市场重要的长期资金,对市场的稳定以及蓬勃发展起到了积极地推动作用。因此,选择成熟的时机,推动养老金的入市已十分迫切。其次是允许慈善基金、教育基金和文化基金等专项基金进入证券市场,以增加机构投资者队伍的活力。

(2) 逐步放松现有机构投资者的投资比例和投资规模。这主要包括鼓励社保基金、企业年金、保险基金等机构投资者增加对证券市场的投资比重;加快合格境外投资者(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII)的引进步伐。

2003年7月,第一批合格境外投资者获得证监会的批准,开始在A股市场进行交易。10年来,QFII的审批额度逐年递增,截止2012年,QFII累积审批额度达到374.43亿美元,已经成为A股市场的重要机构投资者,持股市值仅低于证券投资基金和保险公司(参见图7.3)。

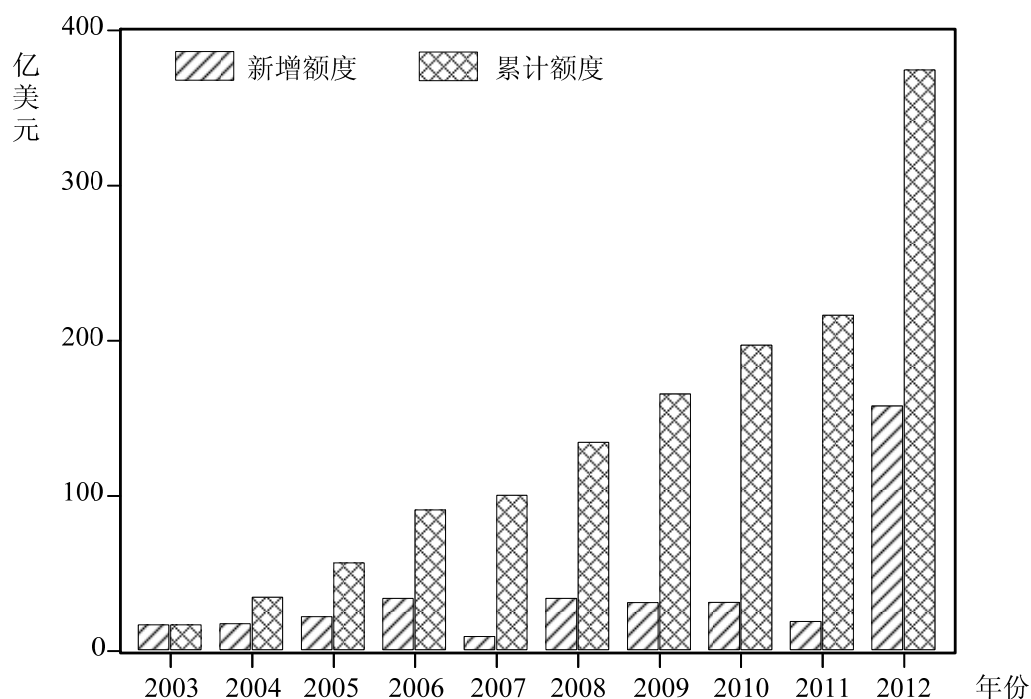


图 7.3 合格境外投资者(QFII)投资审批情况(2003~2012)

数据来源:中国国家外汇管理局、中国证券监督管理委员会。

通过10年的发展,QFII不仅自身获得了相当高的盈利水平,而且QFII运作过程中长期投资的价值理念对内地投资者也起到了很好的示范作用。然而,相比中国证券市场20万亿的发展规模,QFII的资金规模仍然显得不够,入市规模仍有较大的发展空间。因此,加快QFII的引进步伐,适当降低QFII的申请门槛,不失为壮大机构投资者队伍的有效手段。

鉴于中国证券市场仍处于发展阶段,市场波动和风险均比较大,加之投资者

投资理念欠成熟，操作风险偏大。因此，放松机构投资者管制的步伐不宜太大，且必须要建立起完善的监管体系，必要的信息披露制度，以及风险管理机制。

7.3.3.2 提高机构投资者参与公司治理的能力

2006 年证监会公布的《中国上市公司治理准则》对机构投资者公司治理进行了规定：“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用”。但由于机构投资者自身能力以及治理渠道有限，这一规定并没有得到很好的执行。根据国外机构投资者发展的成熟经验，结合当前中国机构投资者的发展现状，要鼓励更多的机构投资者参与到公司治理中，要重点关注以下 3 方面的问题：

- (1) 提高机构投资者的市场规模，提高参与公司治理的积极性；
- (2) 鼓励机构投资者进行长期投资，加强培育机构投资者成熟的投资理念，让上市公司与机构投资者间逐步形成“共担风险，同享利益”的双赢发展模式；
- (3) 丰富机构投资者参与公司治理的手段，让机构投资者能够多渠道的参与到公司治理中来。

此外，提高管理机构的专业能力和服务水平对于提高公司治理能力也非常必要，需要引起相当的重视。

综合来看，本文建议稳健放松机构投资者的投资范围和投资规模，让更多的机构投资者有机会入市投资，同时，要进一步提高机构投资者积极参与公司治理的能力，从长期看对提升企业的信息环境质量具有重大的意义。

7.3.4 构建信息协同监管机制

通过对上市公司信息环境过程中的信息披露、信息传递以及信息运用存在的问题进行分析，发现证券市场制度因素也是影响上市公司信息环境的重要因素之一。因此，完善证券市场的制度环境，建立起符合中国国情的证券市场基础性制度协同监管机制显得十分必要。

协同学中所指的“协同”(Synergy)包括了两层含义：子系统之间的协同产生宏观的有序结构；序参量之间的协同合作决定着系统的有序结构。以此为基础，证券市场信息协同监管中的“协同”也包含两方面的含义：一是监管机构内部的协同，即通过协同监管实现监管机构内的协同；二是监管机构之间的协同，即监管机构为了达到共同的监管目标，相互配合、协调一致的行为。

目前，中国证券市场确立了国务院领导下的证监会、证券交易所和行业协会监管模式，已经初步实现了对证券市场政策调控的兼顾。然而，各机构在运行实施监管的过程中尚存在一系列问题。例如，由于宏观调控不到位而出现的监管真空；由于法律体系不完善而出现无法可依的局面；由于信息共享机制的缺失而出现数据透明低等问题。因此，有必要在证监会、证券交易所与行业协会之间建立

起协同监管模式，通过信息共享、联席会议、联合检查、紧急协商等方式做到法律监管、行政监管与行业自律三位一体的监管模式(参见图 7.4)。

总的来说，信息披露、信息传递与信息运用任何环节出现问题，股价都可能对信息反映不充分，容易出现股价对公司价值的高估或者低估。因此，完善上市公司信息环境需要尽可能消除信息活动各个环节中的不效率行为，使得证券价格能真正反映上市公司的真实价值，形成有效的证券市场。

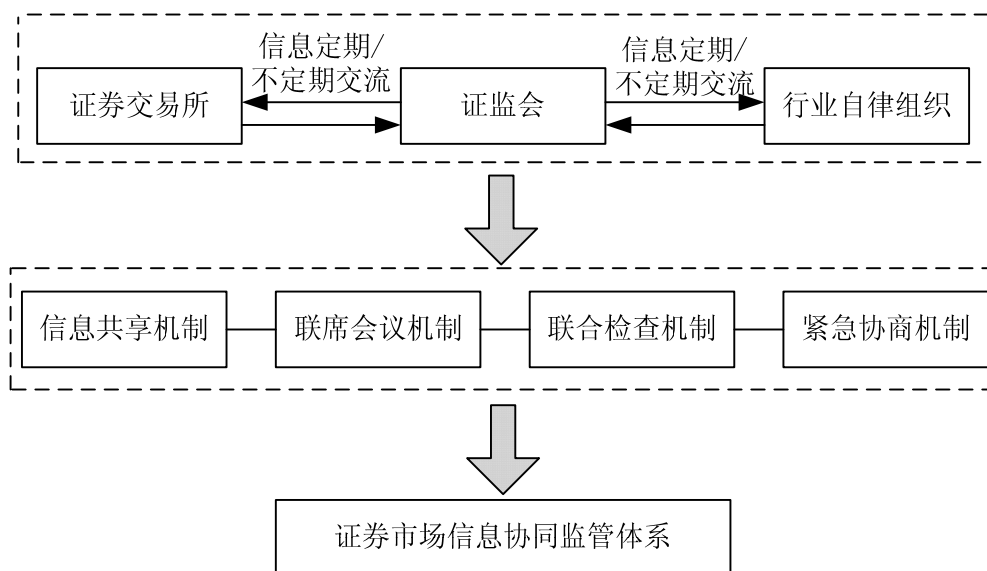


图 7.4 证券市场信息协同监管体系设计

7.4 本章小结

本章在总结了 3~6 章的实证研究结论的基础上，探讨了上市公司信息环境存在的问题，并结合中国证券市场的特点，为完善上市公司信息环境提出政策建议。具体来说，得到以下几点结论：

(1) 从发达国家的经验来看，它们在上市公司信息披露、证券分析师培养以及机构投资者建设方面均已具备了一套成熟管理模式和机制，对于上市公司信息环境的提升具有积极深远的影响。对中国证券市场而言，在学习国外成熟经验的同时，不能全盘照搬，应该结合证券市场的发展水平，循序渐进的对现有管理模式进行改进。

(2) 上市公司在信息披露过程中，普遍存在信息披露质量不高的问题。为此，本文建议构建统一权威的信息披露质量评价体系，并积极推动信息披露的差异化，以提高披露的针对性和有效性。同时，通过加大违规行为的执法力度和处罚力度，给上市公司建立诚信档案的方式，提升上市公司违规成本，达到减少违规行为的

目的，以全面提升上市公司的信息披露质量。

(3) 上市公司信息传递过程中，证券分析师的专业素养不高，致使信息传递效率不高。为此，本文建议通过提升准入门槛的方式，提升证券分析师的专业能力，并建立起信息隔离制度，确保证券分析师研究报告的客观性和独立性。同时，从行业整体发展的角度，健全行业自律组织，以全面提升证券分析师的专业胜任能力和道德素养。

(4) 上市公司信息交易过程中，投资者结构的不合理，使得市场的长期资金缺乏，短期投资行为严重。为此，本文建议从加大社保基金、企业年金、保险基金的投资比例和投资规模；加快QFII的引进步伐；鼓励不同性质的机构投资者入市等3个方面来均衡机构投资者的结构，并通过提高机构投资者公司治理的动力来提升企业的信息质量。

(5) 综合来看，上市公司信息环境中信息披露、信息传递与信息运用任何环节出现问题，股价都可能对信息反映不充分。为此，本文建议完善证券市场的制度环境，建立起符合证券市场基础性制度协同监管机制，从根本上提升上市公司信息环境。

结 论

上市公司信息环境的完善不仅能减少信息不对称所带来的风险,还能有效推动上市公司信息融入股价的速度和程度,以推动股价向其真实价值逼近。本文首先对上市公司信息环境进行了度量,然后以上市公司信息环境中的信息活动为主要线索,对上市公司信息披露行为、证券分析师信息传递行为以及投资者的信息运用行为等问题进行了理论与实证研究,并提出了相关对策,以完善上市公司信息环境。具体来说,本文主要研究成果如下:

(1) 将信息生态理论引入到企业信息管理研究中,提出上市公司信息环境的概念。从宏观层面来看,上市公司信息环境是指由信息、信息使用者、信息基础设施、信息政策和法规等多元素组成的体系;从微观层面来看,上市公司信息环境是以上市公司为信息源,探讨市场参与主体的各种信息活动和信息行为;而上市公司信息环境的股价反应是指整个信息活动过程中引起的股价波动。同时,依据信息生态要素的运动规律,提出从信息披露、信息传递以及信息运用 3 个角度来研究上市公司信息环境。

(2) 借鉴股价同步性指标对上市公司公司信息含量进行度量,并结合会计盈余度量指标,证明了股价同步性指标可以有效地测度上市公司股价中所包含的信息含量。从而支持了这一指标在中国的适用性。实证结果表明,上市公司股价“同涨齐跌”的程度较高,公司层面信息对股价的解释程度不高,约为 56%左右,信息环境质量有待提升。此外,受次贷危机的影响,2008 年市场层面信息对股价的影响显著;而危机过后,股价中公司信息含量有上升趋势,上市公司信息环境得以提升。

(3) 以沪深 A 股上市公司为样本,编制了一套统一、客观的上市公司信息披露质量评价指数,并对上市公司信息披露质量进行了测度和评价。实证结果表明,本文编制的指数较好地诠释了上市公司信息披露质量整体和行业的发展,与现实情况基本吻合;通过对上市公司信息披露质量的整体情况进行测度,发现沪深两市信息披露质量不高,且上海证券交易所上市公司信息披露整体水平略高于深圳证券交易所;而行业测度的结果显示,政府监管力度较强、国际化程度较高、盈利增长稳定的行业信息披露质量更高。由于中国证券市场尚未完全建立起系统的信息披露质量评价体系,因此,本文所取得的成果具有一定的参考价值,为建立完整的、科学的、有效的上市公司信息披露质量评价体系提供了参考。

(4) 通过构造合理、有效的工具变量,本文系统研究了证券分析师的信息传递行为,同时检验了实证结果的稳健性。实证研究表明,中国证券分析师传递的信

息以市场信息为主，对公司信息分析不足，且分析师对规模较大、机构持股比例较高、财务状况较好以及审计质量较高的上市公司存在跟进偏好。同时发现，明星分析师能改善上市公司信息环境，增加股价中的公司信息含量。此外，市场涨跌行情对证券分析师的信息传递行为存在一定的影响。上述研究结论意味着，加强分析师的专业素养和道德休养，是提高公司信息传递效率的有效方法。

(5) 通过建立面板数据模型，本文探讨了机构投资者的持股行为。实证结果表明，通过持股比例的增加和持股数量的增加，机构投资者一定程度上能增加上市公司的公司信息含量，对改进上市公司信息环境具有积极的推动作用。同时发现，机构投资者持股比例与上市公司崩盘风险间存在正相关关系，说明机构投资者对上市公司不具有积极监督的作用，其参与公司治理的动力不强。此外，金融危机期间，股价的崩盘风险增大，且机构投资者与崩盘风险的正相关关系更强。

(6) 在实证研究的基础上，本文提出一系列完善上市公司信息环境的政策建议。第一，通过建立统一权威的信息披露质量评价体系、加大执法和处罚力度等措施，整体提高上市公司信息披露质量；第二，通过提高准入门槛、设立信息隔离制度等措施，全面提升证券分析师的专业胜任能力；第三，基于中国目前机构投资者发展不均衡的现状，逐步放松不同机构投资者的管制，并通过提高机构投资者公司治理的动力，来提升企业的信息环境质量；第四，结合中国证券市场的制度背景，构建信息协同监管体系。

由于本人的研究能力及学识有限，在研究过程中对一些问题未能做到细致深入的分析，希望在以后的研究工作中不断完善。具体来说，主要表现为以下 3 方面：

(1) 信息环境是个复杂的系统，本文以公司信息的流动过程为线索，研究了上市公司信息环境的框架和体系，并未对制度因素以及市场因素的影响进行系统的讨论。因此，在后续的研究中，需要进一步探索如何将上市公司信息环境与制度环境、市场环境等因素进行融合，可能会得到更有现实意义的结论。

(2) 在信息披露的研究中，本文采用熵权系数法编制了上市公司信息披露指数，虽然实现了定性指标和定量指标的有机结合，但是否存在更加科学计算方法，以进一步提高评价体系的科学性，也是下一步努力的方向。

(3) 在机构投资者的研究中，考虑到数据的可获得性，本文未能对机构投资者进行分类讨论，未来的研究可以进一步探讨不同类型的机构投资者对公司信息的不同程度影响。从而得到更能指导机构投资者队伍建设的政策建议。

经过理论与实证研究，本文对上市公司信息环境的度量及其相关主体的信息活动和信息行为进行了系统的研究，在实证研究的基础上讨论了改善信息环境的政策建议。这些研究丰富了企业信息管理的相关理论，同时研究方法和结论将为企业提升自身价值以及提高管理层的信息监管能力提供重要的参考价值。

参考文献

- [1] Toffler A. The Third Wave. New York: Bantam Books, 1980
- [2] Davenport T H. Information ecology. New York: Oxford University Press, 1997
- [3] 英国联合信息系统委员会. <http://www.jisc.ac.uk/whatwedo/themes/informationenvironment/overview.aspx>, 2013-05-30
- [4] Sami H, Zhou H. Do auditing standards improve the accounting disclosure and information environment of public companies? Evidence from the emerging markets in China. The International Journal of Accounting, 2008, 43(2): 139-169
- [5] Lerman A. Individual investors' attention to accounting information: message board discussions. SSRN Working paper, 2011, 4
- [6] Bae K H, Bailey W, Mao C X. Stock market liberalization and the information environment. Journal of International Money and Finance, 2006, 25(3): 404-428
- [7] Aleksanyan M. Does the information environment affect the value relevance of financial statement data? Applied Economics Letters, 2009, 16(8): 835-839
- [8] 罗义成. 和谐信息生态探析. 情报科学, 2006, (7): 1069-1072
- [9] 蒋录全, 邹志仁. 信息生态学——企业信息管理的新范式. 图书情报知识, 2001, (9): 2-6
- [10] 吴涛. 企业管理中的信息环境分析. 管理科学, 2003, 16(6): 18-21
- [11] Shan Y, Taylor S, Walter T. The role of non-accounting information in understanding stock return volatility. SSRN Working paper, 2008, 10
- [12] Kelly P J. Information efficiency and firm-specific return variation. SSRN Working paper, 2005, 1: 1-30
- [13] Roll R. R2. The Journal of Finance, 1988, 43: 541-566
- [14] Campbell J Y, Martin L, Malkiel B G, et al. Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. The Journal of Finance, 2001, 56(1): 1-43
- [15] Durnev A, Morck R, Yeung B. Value enhancing capital budgeting and firm-specific stock returns variation. The Journal of Finance, 2004, 59(1): 65-105
- [16] Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 187-214
- [17] Vega C. Stock price reaction to public and private information. Journal of Financial Economics, 2006, 82(1):103-133

- [18] Morck R, Yeung B, Yu W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1): 215-260
- [19] Jin L, Myers S C. R^2 around the world: Flow theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2): 257-292
- [20] Li K, Morck R, Yang F, et al. Firm-specific variation and openness in emerging markets. *The Review of Economics and Statistics*, 2004, 86(3): 658-669
- [21] Khandaker S. R square measure of stock synchronicity. *International Review of Business Research Papers*, 2011, 7(1): 165-175
- [22] Hsin C W, Tseng P W. Stock price synchronicities and speculative trading in emerging markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 2012, 22(3): 82-109
- [23] Francis B, Hasan I, Song L, et al. What determines bank stock price synchronicity? Global evidence. *Bank of Finland Research Discussion Paper*, 2012, 4
- [24] 孔东民, 申睿. 信息环境、 R^2 与过度自信: 基于资产定价效率的检验. *南方经济*, 2007, (6): 3-19
- [25] 陈梦根, 毛小元. 中国证券市场价格联动效应的实证研究. *财贸经济*, 2007, (5): 93-99
- [26] 袁知柱, 鞠晓峰. 基于面板数据模型的股价波动非同步性方法测度股价信息含量的有效性检验. *中国软科学*, 2009, (3): 174-185
- [27] Wang Y, Wu L, Yang Y. Does the stock market affect firm investment in China? A price informativeness perspective. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(1): 53-62
- [28] Brown L D, Richardson G D, Schwager S J. An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings. *Journal of Accounting Research*, 1987, 25(1): 49-67
- [29] Valero M, Lee H W, Cai N. Cross-listing pursuit of unseasoned foreign firms after going public in the U.S. *Journal of Business Research*, 2009, 62(8): 797-804
- [30] Yu M. Analyst forecast properties, analyst following and governance disclosures: A global perspective. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2010, 19(1): 1-15
- [31] Fernandes N, Ferreira M A. Does international cross-listing really improve the information environment? *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 216-244
- [32] 荣莉, 袁盛奇, 陈梅花. 论公平披露规则与信息环境. *会计之友*, 2010, (3): 121-123

- [33] 陈君兰, 谢赤. 上市公司信息披露质量测度与评价. 证券市场导报, 2013, (3): 25-30, 35
- [34] Stephen X H, Gul F A. Media coverage, stock price informativeness and investor trading behavior: evidence from China. SSRN Working paper, 2009, 12
- [35] Lang M, Lundholm R. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review*, 1996, 71(4): 467-492
- [36] Healy P, Hutton A, Palepu K. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16(3): 485-520
- [37] Karamanou I. Value relevance of analyst earnings forecasts in emerging markets. *Advances in Accounting*, 2012, 28(1): 128-137
- [38] Loh R K, Mian M G. Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations? *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(2): 455-483
- [39] Chen X, Cheng Q, Lo K. On the relationship between analyst reports and corporate disclosures: Exploring the roles of information discovery and interpretation. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3): 206-226
- [40] Ramnath S, Rock S, Shane P. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. *International Journal of Forecasting*, 2008, 24(1): 34-75
- [41] Bryan M D, Tiras L S. The Influence of forecast dispersion on the incremental explanatory power of earnings, book value, and analyst forecasts on market prices. *The Accounting Review*, 2007, 82(3): 651-675
- [42] Frankel R, Kothari S P, Weber J. Determinants of the informativeness of analyst research. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 41(1): 29-54
- [43] 朱红军, 何贤杰. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗?——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据. *金融研究*, 2007, (2): 110-121
- [44] Moshirian F, Ng D, Wu E. The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 2009, 18(1): 74-83
- [45] Barberis N, Shleifer A, Wurgler J. Comovement. *Journal of Financial Economics*, 2005, 75(2): 283-317
- [46] Balsam S, Bartov E, Marquardt C. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(4): 987-1012
- [47] Cohen R B, Gompers P A, Vuolteenaho T. Who underreacts to cash-flow news?

- Evidence from trading between individuals and institutions. *Journal of Financial Economics*, 2002, 66(2): 409-462
- [48] Ting H I, Wang M C. Institutional Investors and Stock Return Synchronicity: Evidence from Market, Industry and Firm-Specific Information. *Journal of Economics and Management*, 2011, 7(2): 285-308
- [49] Yan X S, Zhang Z. Institutional investors and equity returns: Are short-term institutions better informed? *Review of Financial Studies*, 2009, 22(2): 893-924
- [50] Baik B, Kang J K, Kim J M. Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(1): 81-106
- [51] 谢赤, 张太原, 禹湘. 证券市场基金投资行为对中国股市波动性影响研究. *中国社会科学*, 2008, (3): 68-78
- [52] 侯宇, 叶冬艳. 机构投资者, 知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据. *金融研究*, 2008, (4): 131-145
- [53] 尹雷. 机构投资者持股与股价同步性分析. *证券市场导报*, 2010, (3): 72-77
- [54] Xie C, Su D F. The Correlation between Accounting Information Quality and Information Content of Stock Price-and the influence of institutional investors' stock holdings to the correlation between them. In: 2011 2nd International Conference on Artificial Intelligence, Management Science and Electronic Commerce(AIMSEC), IEEE Press, 2011: 5870-5873
- [55] Foucault T, Gehrig T. Stock price informativeness, cross-listings, and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(1): 146-168
- [56] Lang M H, Lins K V, Miller D P. ADRs, analysts, and accuracy: Does cross-listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(2): 317-341
- [57] 沈红波, 潘飞. 证券分析师盈利预测与企业海外上市溢价——来自 A 股市场信息环境的经验证据. *山西财经大学学报*, 2008, 30(4): 84-89
- [58] 王亚星, 叶玲, 杨立. 交叉上市、信息环境与经济后果——来自 A 股、H 股市场的经验证据. *证券市场导报*, 2012, (12): 35-41,73
- [59] Wang J, Yu W. The information content of stock prices, reporting incentives and accounting standards: International evidence. SSRN eLibrary, 2009, 3
- [60] Gul F A, Kim J B, Qiu A A. Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 425-442
- [61] Hasan I, Song L, Wachtel P. Institutional Development and Stock Price

- Synchronicity: Evidence from China. SSRN Working paper, 2011, 1
- [62] 袁知柱, 鞠晓峰. 中国上市公司会计信息质量与股价信息含量关系实证检验. 中国管理科学, 2008, 16(10): 231-234
- [63] 袁知柱, 鞠晓峰. 制度环境、公司治理与股价信息含量. 管理科学, 2009, 22(1): 17-29
- [64] 唐松, 胡威, 孙铮. 政治关系, 制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据. 金融研究, 2011, (7): 182-195
- [65] Dasgupta S, Gan J, Gao N. Transparency, price informativeness, stock return synchronicity: theory and evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, 45(5): 1189-1220
- [66] Xu N H, Chan K C, Jiang X Y, et al. Do star analysts know more firm-specific information? Evidence from China. Journal of Banking & Finance, 2012, 37(1): 89-102
- [67] Lee H W, Valero M. Cross-listing effect on information environment of foreign firms: ADR type and country characteristics. Journal of Multinational Financial Management, 2010, 20(4): 178-196
- [68] Eng L L, Mak Y T. Corporate governance and voluntary disclosure. Journal of Accounting and Public Policy, 2003, 22(4): 325-345
- [69] Cheng E, Courtenay M S. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. The International Journal of Accounting, 2006, 41(3): 262-289
- [70] 周开国, 李涛, 张燕. 董事会秘书与信息披露质量. 金融研究, 2011, (7): 167-181
- [71] 巫升柱, 王建玲, 乔旭东. 中国上市公司年度报告披露及时性实证研究. 会计研究, 2006, (2): 19-22
- [72] 王雄元, 陈文娜, 顾俊. 年报及时性的信号效应——基于 2004-2006 A 股上市公司年报的实证检验. 会计研究, 2008, (12): 47-55
- [73] Langberg N, Sivaramakrishnan K. Voluntary disclosures and information production by analysts. Journal of Accounting and Economics, 2008, 46(1): 78-100
- [74] 程新生, 谭有超, 许垒. 公司价值、自愿披露与市场化进程——基于定性信息的披露. 金融研究, 2011, (8): 111-127
- [75] 陈梦根, 毛小元. 股价信息含量与市场交易活跃程度. 金融研究, 2007, (3): 125-139
- [76] Marchand D A, Horton F W. Infotrends: Profiting from your information resources. R&D Management, 1988, 18(3): 290

- [77] 粟湘, 郑建明, 吴沛. 信息生命周期管理研究. 情报科学, 2006, 24(5): 691-696
- [78] 柯平, 高洁. 信息管理概论. 北京: 科学出版社, 2007
- [79] Fama E F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. The Journal of Finance, 1970, 25(5): 383-417
- [80] Spence A M. Market signaling: informational transfer in hiring and related screening processes. Cambridge: Harvard University Press, 1974
- [81] Sarod K T M. Empirical analysis of stock return synchronicity a comparison of developed and emerging markets: [dissertation]. Melbourne: RMIT University, 2008, 5
- [82] Durnev A, Morck R, Yeung B, et al. Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? Journal of Accounting Research, 2003, 41(5): 797-836
- [83] Colins D, Kothari S, Shanken J, et al. Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. Journal of Accounting and Economics, 1994, 18(3): 289-324
- [84] Pantzails C, Xu Z W. Is stock return synchronicity important in terms of stock price informativeness? University of South Florida Working paper, 2009
- [85] Dennis R O, Zarowin P. Capitalization of R&D and the informativeness of stock prices. European Accounting Review, 2007, 16(4): 703-726
- [86] Brockman P, Yan X S. Block ownership and firm-specific information. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(2): 308-316
- [87] Teoh S H, Yang Y, Zhang Y L. R-square noise or firm-specific information. SSRN Working paper , 2009, 7
- [88] Skaife A H, Gassen J, LaFond R. Does stock price synchronicity reflect information or noise? The international evidence. SSRN Working paper, 2006, 3
- [89] Alves P, Peasnell K, Taylor P. The r2 puzzle. Lancaster University Working paper, 2009, 3
- [90] Xing X, Anderson R. Stock price synchronicity and public firm-specific information. Journal of Financial Markets, 2011, 14(2): 259-276
- [91] Kothar P S, Li X, Short E J. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. The Accounting Review, 2009, 84(5): 1639-1670
- [92] Botosan C A. Disclosure level and the cost of equity capital. The Accounting Review, 1997, 72(3): 323-349
- [93] Kim O, Verrecchia E R. The relation among disclosure, returns, and trading

- volume information. *The Accounting Review*, 2001, 76(4): 633-654
- [94] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本. *经济研究*, 2006, (2): 69-79
- [95] Francis J, Nanda D, Olsson P. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(1): 53-99
- [96] Cheung Y L, Jiang P, Tan W Q. A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2010, 29(3): 259-280
- [97] 张晓岚, 沈豪杰, 杨默. 基于熵模型计量的内部控制信息披露质量指数研究. *西安交通大学学报(社会科学版)*, 2012, 32(1): 17-22
- [98] Shannon C E. A mathematical theory of communications. *Bell Systems Technical Journal*, 1948, 27(3): 79-423
- [99] Alvarez-Ramirez J, Rodriguez E, Alvarez J. A multiscale entropy approach for market efficiency. *International Review of Financial Analysis*, 2012, 21(1): 64-69
- [100] Risso W A. The informational efficiency and the financial crashes. *Research in International Business and Finance*, 2008, 22(3): 396-408
- [101] Hermalin E B, Weisbach S M. Information disclosure and corporate governance. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 195-233
- [102] 谢赤, 王鹏. 构建社会诚信机制刻不容缓. *经济日报(理论版)*, 2012-5-11
- [103] Fernandez F A. The role and responsibilities of securities analysts. *Securities Industry Association Research Report*, 2001, 2(7): 3-10
- [104] Bushman R M, Piotroski J D, Smith A J. Insider trading restrictions and analysts' incentives to follow firms. *The Journal of Finance*, 2005, 60(1): 35-66
- [105] Sun J. The effect of analyst coverage on the informativeness of income smoothing. *The International Journal of Accounting*, 2011, 46(3): 333-349
- [106] 刘昶, 修世宇. 分析师利益与投资建议的信息含量. *统计研究*, 2008, 25(10): 103-108
- [107] 张纯, 吕伟. 信息环境、融资约束与现金股利. *金融研究*, 2009, (7): 81-94
- [108] Chan K, Hameed A. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(1): 115-147
- [109] Stickel S E. Reputation and performance among security analysts. *The Journal of Finance*, 1992, 47(5): 1811-1836
- [110] Fang L H, Yasuda A. Are stars opinions worth more? The relation between analyst reputation and recommendation values. *SSRN Working paper*, 2011, 9
- [111] Ole-kristian H, Tony K. The association between macroeconomic uncertainty and analysts' forecast accuracy. *Journal of International Accounting Research*, 2005,

4(1): 23-38

- [112] 陈君兰, 谢赤, 曾志坚. 证券市场间信息传递效应实证研究——兼论金融危机的影响. 管理科学学报, 2010, 13(11): 112-120
- [113] Defond M L, Hung M Y. Investor protection and analysts' cash flow forecasts around the world. *Review of Accounting Studies*, 2007, 12(2-3): 377-419
- [114] 李翔, 郑云娟. 我国投资者结构与投资行为有新变化. 上海证券报, 2011-06-23
- [115] Cohen R B, Gompers P A, Vuolteenaho T. Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions. *Journal of Financial Economics*, 2002, 66(2-3): 409-462
- [116] Chang C E, Dong S. Idiosyncratic volatility, fundamentals, and institutional herding: evidence from the Japanese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, 14(2): 135-154
- [117] 王亚平, 刘慧龙, 吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性. 金融研究, 2009, (12): 162-174
- [118] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究. 南开管理评论, 2008, 11(1): 4-14
- [119] Black B S. Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*, 1990, 89(3): 520-608
- [120] Ayres I, Cramton P. An agency perspective on relational investing. John M. Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School, 1993
- [121] Gillan S L, Starks L T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 2000, 57(2): 275-305
- [122] Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2): 279-305
- [123] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67-86
- [124] Chen J, Hong H, Stein J C. Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 2001, 61(3): 345-381
- [125] Kim J B, Li Y, Zhang L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639-662
- [126] Kim J B, Li Y, Zhang L. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(3): 713-730

- [127] An H, Zhang T. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 21(3): 1-15
- [128] 上海证券交易所, 海通证券. 推动长期资金入市 培育长期投资者. 上证联合计划课题报告, 2013, 3

致 谢

仲夏时节，当江水又一次溢满湘江，我的博士毕业论文终于完稿。望着书桌上厚厚的打印资料，书架中满满的图书文献，本该如释重负的心却充满酸楚。论文写作过程中，不断遭遇瓶颈，又不断突破，深深体会到科研的不易。

首先我要衷心感谢我的导师谢赤教授。本文是在谢老师的谆谆教导和严格要求下完成的，无论是在理论学习期间，还是在论文选题，框架构建，资料收集，内容研究和论文撰写过程中，导师都给予了悉心的指导。伴着谢老师坦诚的谈话和不断的鼓励，我度过了这些年的学习生活，衷心感谢谢老师多年来对我学习和科研生活所倾注的大量时间和心血。谢老师治学严谨，学识渊博，思维敏锐，实事求是，导师不厌其烦的教导我如何用严谨的态度和科学的方法做科研，并且毫不保留的分享了他的科研经验，这些对我来说是一笔非常宝贵的财富。饮水思源，这份恩情我将铭记于心。

湖南大学工商管理学院记录了我研究生生活的点点滴滴，在此衷心感谢工商管理学院的每一位老师，特别是陈收教授、马超群教授、单汨源教授、袁凌教授、朱慧明教授、杨智教授、雷辉教授、王道平教授、姚德权教授、熊正德教授、陈晓春教授、张玲教授、李林教授、欧阳润平教授、孙耀吾教授、周晖副教授、吴晓副教授，是你们悉心的教诲和精彩的授课，使我在学业上有了很大的进步。感谢科学学位中心的陈小莎老师和孔一枚老师对我的关心，你们为我顺利完成博士学业提供了很多帮助。

另外，我还要衷心感谢谢赤学术梯队的曾志坚副教授，您对学科前沿的准确把握以及对金融问题独特的见解使我受益匪浅，感谢师姐一直以来的关心和支持。同时感谢孙柏博士、张在美博士、韩峰博士、罗长青博士、龙瑞博士、王纲金博士、陈姣博士、胡题博士和祝由博士，以及本研究梯队的其他成员，感谢你们对我的鼓励和帮助，特别是每一次梯队会上给我的指点，使得诸多困难迎刃而解。谢谢你们陪我同舟共济，给我留下了这值得珍藏的美好记忆。

感谢论文评审老师和参加答辩老师的评价和中肯意见。

感谢我的父母，感谢你们近三十年来始终站在我的身旁，谁言寸草心，报得三春晖；感谢我的丈夫，感谢你的陪伴和守候。正是你们在生活上、精神上和学业上的关心、支持和勉励，才使我顺利完成学业。

感谢所有关心我的人，谢谢你们对我学业、工作和生活的默默支持，恕难一一列举，在此谨致真诚的谢意。

博士研究生的学习生涯即将结束，回忆起在湖南大学的学习和生活，心中充满

了感恩，不仅是对培养了我多年的工商管理学院，还有在这过程中给过我关怀和照顾的人们。

学不可以已，今后愿将“博学、审问、慎思、明辨、笃行”奉为圭臬。

陈君兰
2013 年 6 月

附录 A 攻读学位期间发表的学术论文目录

- [1] 陈君兰, 谢赤, 曾志坚. 证券市场间信息传递效应实证研究——兼论金融危机的影响. 管理科学学报, 2010, 13(11): 112-120 [国家自科基金委 A 类重点期刊, CSSCI 源刊]
- [2] 陈君兰, 谢赤. 上市公司信息披露质量测度与评价. 证券市场导报, 2013, (3): 25-30, 35[CSSCI 源刊]
- [3] XIE Chi, CHEN Jun-lan. A Study on the Comovement Effect between Stock Markets of A+H Cross-listing Firms: An Analysis Based on A+H Composite Indexes. In: The International Conference on Management Science and Intelligent Control (ICMSIC), IEEE Press, 2011, 26-31 [EI]

附录 B 攻读学位期间所参与的科研项目目录

- [1] 人民币汇率行为描述与汇率政策研究. 国家社会科学基金重点项目: 07AJL005, 2007-2011
- [2] 国际金融危机的产生与传递及其对中国金融稳定和经济发展的影响. 国家软科学计划项目: 2010GXS5B141, 2010-2012
- [3] 基于宏观经济因素与时序数据重构的证券市场危机预警研究. 湖南省社会科学基金项目: 09YBA037, 2009-2012