

信息披露:近40年国外研究综述

淮建军 雷红梅 赵誉谦*

摘要: 本文对国外近40年来的信息披露的基本理论、分析框架和影响因素的研究进行评述。研究发现,发送者-接收者框架说明了信息披露的基础,但它无法描述信息披露的详细过程;委托代理框架解决了逆向选择与道德风险问题,但它的一系列严格假设损害了激励机制的普适性;利益相关者框架可以解释更多主体的行为,但它很难深入分析利益相关者之间的动态作用;中间层框架突出了中介的信息功能,但它对中间层参与信息披露及其监管过程缺乏解释力。经验证据表明,影响信息披露的因素主要包括企业要素、媒体要素、管制要素、审计要素等,但是它们都没有涉及中间层在信息披露的动态情境下的影响作用。未来的研究需要考虑多个主体在监管、审计、披露和媒体报道过程中的博弈问题以及更多相应的经验证据。

关键词: 信息披露 审计报告 媒体报道 政府管制

一、引言

信息披露最初起源于英国企业之间的借贷活动。20世纪80年代以来,信息披露理论日益成为现代金融理论的重要组成部分,它吸收了资本市场理论、企业金融理论、市场微观结构理论和行为金融理论的最新成果(Kim and Verrecchia, 2001;汪炜, 2005)。在经济学理论中,上市企业信息披露(Information Disclosure of the Listed Firm, 以下简称为DLF)是上市企业在发行和流通证券诸环节中,依法将与其证券有关的一切真实信息在相应的媒体上予以公开,以供投资者作为证券投资参考的行为。按照不同的标准,信息披露有不同的分类和度量方法。按照内容它分为数量性和非数量性数据披露,按照披露先后它分为期初和期后事项披露,按照披露的业务类型它分为分部业务和其他业务披露,按照披露是否影响信息使用者的行为它分为外生性和内生性披露,按照是否受到法规的强制性要求它分为强制性和自愿性披露。Verrecchia (2001)把信息披露分为三大类:“基于联系的披露”影响资产均衡价格和交易数量从而改变投资者个人行为,“基于自主选择的披露”反映管理者和企业如何谨慎选择披露他们了解的信息,“基于效率的披露”主要讨论哪些披露的

* 淮建军,西北农林科技大学经济管理学院,邮政编码:712100,电子信箱:h2009j_happy@163.com;雷红梅,西北农林科技大学,邮政编码:712100;赵誉谦,西北政法大学经管学院,邮政编码:710063。

本文为西北农林科技大学人才专项资金资助项目“媒体报道对信息披露的影响”(22050205)的阶段性研究成果。感谢匿名审稿人的建设性意见。

外生性披露理论在瓦尔拉斯的框架下研究外生的信息披露如何通过不同投资者影响资本市场均衡价格及其价格变动;内生性披露理论在理性预期的框架下研究企业在外部市场竞争的环境下,怎样对所拥有的信息进行选择性披露,以实现企业价值最大化的目标(Kim and Verrecchia, 2001)。在信息不对称条件下,外生性披露和内生性披露模型的共同特征有两点:其一,信息披露过程中必须考虑逆向选择问题,尤其是信息知情者和非知情者之间的策略行为;其二,信息披露会导致相关市场变量的调整(Kim and Verrecchia, 2001;汪炜, 2005)。

强制性信息披露是指证券市场中借助各种金融工具筹集资金的企业,依照有关法律、法规的规定,按照一定的要求与格式,完整、准确、及时地向证券市场上现有的和潜在的投资者公开、公平、公正地披露有关该筹资行为以及与其相关的持续性信息,这些信息包括被管制的财务报告、注释、审计报告、管理讨论分析以及其他管制性文件。自愿信息披露是在强制信息披露基础上更进一步的披露,涉及诸如经理预测、分析家的报告、上市企业召集的新闻发布会上的公告以及在各种媒体上提供的相关信息等。只要是法规没有强制要求披露的信息,都属于自愿性信息披露的范围。

制度安排更适合于优先满足信息缺乏的环境。当前文献主要采用两种方法衡量 DLF 质量:一种是个人自建的评级,它采用稳健性 (Ball, Robin and Wu, 2003; Ball and Shivakumar, 2005; Bushman, Piotroski and Smith)、管理者预测 (Premuroso and Bhattacharya, 2005)、收益透明度 (Kelton and Yang, 2008)、自建的 DLF 评价体系 (Ekelund, 1998) 以及采用内容分析法来测度 DLF 水平 (Boesso, Kumar and Michigan, 2007)。另一种是权威机构的评级,包括标准普尔、AMR/FAF、CFAR、深交所评级、普华永道、欧洲戴米诺、亚洲里昂证券、美国机构投资者服务机构 (ISS) 等。本文所关注的信息披露侧重于内生性披露和“基于自主选择的披露”,因而并不区分强制性披露和自愿性披露。

许多学者从信息披露的基础理论研究转向了信息披露的分析框架和影响因素的研究。已有文献沿着这样三条主线对信息披露进行了深入的研究。第一条主线是基本理论研究,它从信息不对称和市场失灵出发,发展到委托代理和声誉资本,以及合法性和制度性等多个理论。信息不对称理论和市场失灵理论说明了证券市场 DLF 及其监管的必要性和监管制度的由来;代理理论和声誉资本理论说明了 DLF 中的上市企业与审计机构之间的关系;合法性理论与制度理论为 DLF 的原因、规范性和连续性提供了更多的解释。第二条主线是信息披露的分析框架,现有 DLF 研究中大致存在发送者-接收者框架、委托代理框架、利益相关者框架以及中间层框架。第三条主线是 DLF 影响因素的经验研究,DLF 主要受到企业因素、政府管制因素、审计因素、投资者价值评价、公众压力、新闻曝光和游说组织的影响,研究对象从利益相关者扩大到了所有社会公众的过程中,媒体等组织的中介作用越来越突出。从发展趋势看,DLF 研究必须考虑的监管、审计、披露和信息加工过程中的多个主体的博弈问题以及影响这些博弈的经验研究 (Healy and Palepu, 2001; Verrecchia, 2001; Dye, 2001)。

21 世纪以来,随着网络技术的发展和经济全球化,在全球范围内出现了很多 DLF 违规的重大事件,企业披露丑闻的数量越多,危害越大,媒体和会计事务所作为中间层对 DLF 的影响越重要。DLF 问题的研究对于发达资本市场,尤其是市场透明度不高、信息机制不健全的新兴资本市场的发展,具有重要的理论价值和现实意义 (Keim and Madhavan, 2000)。可见,信息披露与上市企业财务报告、会计审计、媒体报道和监管者决策紧密相关,它已经成为现代会计乃至金融、经济领域的重大课题。从这种现实背景和理论发展的主线可以看出,在 DLF 中上市企业、媒体、会计事务所和监管机构彼此相互作用,把媒体报道、会计事务所的审计、上市企业的披露以及监管机构的监管相结合,统一在一个分析框架下能够更好地解释新兴资本市场发展中的 DLF 违规等事件。因此,本文将按照三条主线的脉络,围绕信息披露、媒体报道、审计意见和政府监管等主题,主要对 20 世纪 70 年代以来有关信息披露的国外研究成果进行总结和概括。

二、信息披露的基本理论

信息披露的基本理论涉及到信息不对称理论和市场失灵理论、合法性理论与制度理论以及代理理论和声誉资本理论,它们说明了证券市场 DLF 的内在必要性和具体监管制度的由来,为 DLF 的原因、规范性和连续性提供了解释,反映了 DLF 中的上市企业与审计机构之间的相互影响。表现在三个方面:

(一)信息不对称理论和市场失灵理论说明了信息披露的内在必要性和监管制度的由来

Healy 和 Palepu (2001) 研究表明,在资本市场中,大量的企业都是通过吸收存款获得发展资金的,储户和企业之间都希望通过一定的投资活动获益。但是由于企业在投资项目的价值方面比储户有更多的信息,因而有激励夸大投资价值,因此储户面临“信息不对称问题”;一旦储户投资,企业有激励占有储蓄,这产生了“代理问题”或者说逆向选择和道德风险问题。解决这些问题的途径有三种:第一,通过企业与储户之间的最优契约保证企业向储户披露私人信息;第二,通过管制要求企业向储户披露私人信息;第三,需要信息中介,如财务分析师、评级机构等及时向储户揭露企业的信息。资本市场中的 DLF 及其监管可以节约交易成本,加强有效的信息沟通,抑制信息披露者的逆向选择和道德风险行为。可见,对信息披露的需求源于管理者和外部投资者之间的代理冲突和信息不对称问题,而 DLF 的可靠性可以被管制者、会计准则的制定者、审计师以及其他资本市场的中介组织提高 (Healy and Palepu, 2001)。

(二)合法性理论与制度理论为 DLF 的原因、规范性和连续性提供了解释

合法性理论认为:合法性是“在社会规范、价值观、信仰等的制度构建中人们认为正确与合适的群体行为的一种普遍观念” (Wilmshurst and Frost, 2000),组织会对多个利益群体把自己行为合法化的需求做出反应 (Suchman, 1995);上市企业披露信息就是为了证明和维持企业和社会活动中的合法性地位做出的反应

(Deegan and Gordon, 1996; Guthrie and Parker, 1989)。制度理论 (Comier, Magnan and Velthoven, 2005) 进一步认为, 要获得合法性就必须遵守当前的惯例习俗和外部压力 (Scott, 1994), 因此 DLF 应该在由社会道德、价值观以及合理的和可接受的行为构成的法律框架内运行 (Oliver, 1991)。DLF 中的利益相关者需要制度的合法性的支持和保护, 他们通过履行社会义务, 发展和执行会计准则, 服从管制和法律, 满足社区的信息需求, 从而使他们的存在更加合法化, 这种自我提升的披露行为维持甚至提高了企业集团的声誉, 这是 DLF 的规范化和连续性的基础 (Burchell, Clubb, Hopwood, et al., 1980)。

(三) 代理理论和声誉资本理论说明了 DLF 中的上市企业与审计机构的相互影响

代理理论和股东理论 (Roberts, 1992) 表明, 企业所有权与经营权的分离导致董事会和经理人之间信息不对称, 于是董事会需要聘请审计机构来监督经理层的行为。信息不对称创造了对管理和财务报告过程监督的机制, 企业层面的监督机制就是企业的外部审计 (De Angelo, 1981)。审计机构在监督经理层时必然会改善 DLF 的状况, 反过来, DLF 也会影响上市企业的声誉和审计机构的声誉。根据声誉资本理论, 如果审计机构没有发现上市企业报告中的错误, 审计声誉就会受损; 在其他条件相同时, 较大的审计机构代理上市企业的审计工作就越多, 审计师的声誉越高投资者对企业披露的相关信息就越信任, 因此被发现一旦审计有错误或者企业有隐瞒, 规模越大的审计机构声誉损失就越大, 声誉越高的审计机构损失就越大。审计费用和审计质量之间的联系依赖于声誉资本, 如果声誉好的审计机构的意见带来的信息被认为更准确的话, 由于审计意见具有市场价值, 那么声誉越好的审计机构就越需要更高的审计费用 (Simunic and Stein, 1996; Tomczyk, 1996)。

三、信息披露的分析框架

(一) 发送者 - 接收者框架

在证券市场上信息披露有五种方式: (1) 企业在指定媒体按照相关的法律和规范的要求披露信息, 即强制性披露; (2) 在强制披露的基础上企业自愿向公众披露一些信息; (3) 企业选择性的信息披露, 比如电话会议或者面对面会议; (4) “卖方” 分析师通过研究报告向公众散布信息; (5) 外部人传播私人信息。它们的共同特征为信息从发送者流向接收者, 因此这里统称为信息披露的发送者 - 接收者框架。发送者 - 接收者框架, 基于信息流动的过程, 受到市场机制、信号甄别机制以及声誉机制的约束。证券市场不仅是证券产品的市场, 也是信息的市场, 市场机制通过信息的供给和需求形成均衡价格, 自动达到信息市场出清。在发送者和接收者之间还存在着信号甄别机制、声誉约束机制。信号甄别机制是指上市企业之外的信息劣势方, 比如投资者、监管机构和媒体主动获取信息或诱使企业自愿披露信息的机制。声誉机制的作用过程是: 企业通过信息披露逐步形成良好声誉, 并且凭此获得一部分额外收益——声誉租金——企业形成良好声誉的报酬, 它进一步又激励上市企业继续披露信息从而维护声誉。在一个竞争市场, 即使没有强制性的信息披露制度要求, 上市企业也有强烈的自利动机披露相关信息 (Ross, 1979; 1977), 这种自愿披露将引发良性连锁反应: 一个高质量的企业主动向外界披露企业业绩及盈利预测信息, 以便于以更为合理的价格发行股票, 降低融资成本 (Penman, 1980; Trueman, 1986); 为了保证竞争优势, 其余高质量企业也将自愿披露企业信息; 最终迫于股价波动和公众压力, 低劣质量企业也只好对外披露信息。这实际上是信号甄别机制和声誉机制共同作用的结果。但是, 由于发送者具有信息优势, 而接收者处于信息劣势, 而且接收者很难有效地监督发送者, 发送者 - 接收者框架并不能解决信息不对称引发的逆向选择和道德风险问题, 即委托代理框架下的激励问题。

(二) 委托代理框架

委托代理框架和激励机制的设计在 DLF 的研究中占据着重要的地位。Jovanovic 和 Verrecchia (1982) 提出了一个研究专有性成本与上市企业披露政策的经典模型, 假设上市企业以当前价值最大化为目标, 讨论了不确定性条件下上市企业披露的临界值和决策。Copeland 和 Galai (1983) 在一个委托代理框架下正式引入信息成本的概念, Gbsten 和 Milgrom (1985) 进而通过贝叶斯规则描述了 DLF 的动态过程, Kyle (1985), Admati 和 Pfleiderer (1989) 等研究了不同信息状态交易者的博弈过程和交易策略。基于产权成本理论和契约成本理论, Scott (1994) 检验了 DLF 的激励, Cline 和 Verrecchia (1997) 把它拓展到了双头垄断情况, 并且假

根据信号甄别理论, 任何人只要真正想获得信息, 便可以通过不同方式获得; 如果信息超出了公开、免费的范围, 则可以通过市场契约购买信息。

定上市企业以预期利润最大化为目标,发现披露区间和披露概率随着竞争程度的增大而减少;竞争水平越高,企业自愿披露水平就越低(Penno, 1997; Dye, 1998)。Back和 Baruch(2004)提出了证券市场的知情者与市场竞争者的策略模型,发现最终的两种均衡结果与 Kyle(1985)和 Glosten - Milgrom(1985)的结果很相近,并且 Glosten - Milgrom模型的均衡收敛于 Kyle模型的均衡。Fischer和 Verrecchia(2004)发现在 DLF过程中,当管理者面对不完美的信息采用一种与贝叶斯不同的启发式行为(heuristic behavior)处理问题时就会形成披露的公开偏见,这种披露偏见与竞争是正相关的。Kultti和 Miettinen(2006)发现信息成本在信息获取激励中发挥着决定性作用。可见,在委托代理框架下,信息成本、披露区间、披露概率和披露策略、竞争程度、披露偏见是激励上市企业信息披露的主要因素。

(三)利益相关者框架

当越来越多的主体参与 DLF时,由于多委托人 - 多代理人的复杂关系在均衡分析上存在困难,以及多个主体之间彼此委托代理关系的冲突等原因,委托代理框架逐渐被利益相关者框架代替。利益相关者框架认为 DLF过程涉及多个利益相关者,它们在 DLF中具有不同的策略选择和利益目标,它们之间的博弈共同决定了 DLF的过程和结果,直接或潜在地决定了 DLF的方式、技术及其管制。杜兴强(2003)分析了注册会计师和上市企业监管者之间的监督博弈以及其中的佯谬问题。洪剑峭等(2003)从理论上确定了特定会计准则和会计管制环境下投资者和上市企业管理层的博弈均衡特征。吴联生和王亚平(2003)通过建立两阶段动态模型,研究了会计规则执行者的违规程度和政府的会计管制力度与惩罚力度、执行者的贴现因子以及政府的管制概率的关系(Chow and Rice, 1982)。师萍等(2004)对上市企业和会计事务所 DLF过程进行博弈分析。Booth和 Thakor等(2001)证明了上市企业披露的不同(互补或者替代)类型信息与个人信息获取和金融创新激励之间的关系,分析了三种类型的 DLF,反映了上市企业独立披露的一般特征,但是它的不足有两点:第一、在中间层是信息提供者假定前提下得出中间层的垄断合谋的结论,忽略了中间层作为信息监督者并且存在监督成本的假定条件下中间层之间的不合谋关系;第二、把上市企业仅仅看作“股票价格的制定者”,这脱离了企业依然从事生产经营活动的事实。可见,利益相关者框架考虑了更多地参与 DLF的主体以及他们的博弈关系,涉及到会计事务所或与上市企业,或与监管机构,或上市企业与监管机构两者之间,以及会计事务所、上市企业与监管机构三者之间的博弈。

(四)中间层框架

根据每个利益相关者在 DLF中扮演的角色和具有的信息功能判断,很多利益相关者实际上是证券市场的中介机构,即中间层组织,这就是本文所谓的“基于信息功能的中间层框架”。企业通过财务报告完成强制披露,通过财务分析师、产业专家、财经报刊媒体等中间层实现自愿披露。从信息披露的角度看,中间层的信息中介功能体现为接收、获取、存储与输出四个阶段(Hargadon and Sutton, 1997),或者扫描与认知、传递与分散、应用三个阶段(Seaton and Cordey - Hayes, 1993)。Bessant和 Rush(1995)认为中介的功能还包括扫描和配置新知识、与外部知识提供者建立联系、发展和实现商业和创新战略。Howells(2006)认为中间层在英国创新过程中的作用更大,包括洞察事实,做出诊断和预测;通过信息处理工作来鉴别和确定合作伙伴;通过综合获取更多的知识;设计和实现有效谈判;提高新技术的使用;形成标准化生产;实施正式、半正式的仲裁和管制;有效管理企业的知识产权;支持销售和商业化;评估技术合作的绩效。但是,这些信息功能的发挥需要一定的条件,比如 Klerkx和 Leeuwis(2007)发现中间层对于治理结构的担心会影响它们的收益和活动绩效;创新中间层和知识提供商之间的关系决定着知识终端用户是否合作。Barton(2005)模型描述了媒体

Cyert和 Ijiri(1974)认为,企业、财务报告使用者、会计团体是影响财务报告的核心利益关系者。Beaver(1981)认为投资者、信息中介、规制者、管理当局和审计师这五类利益关系人互相制约,共同构成了财务报告的环境。Cushing(1989)认为财务报告的利益相关者包括投资者、财务分析师、企业顾客、会计学者、企业雇员、企业供货商、审计师、会计师、管制者、数据处理企业、企业经理。杨瑞龙和周业安(2000)认为,凡是能影响上市企业活动或被上市企业活动所影响的人或团体都是利益相关者。

Robinstein和 Wolinsky(1987)建立了一个市场包含三种类型的交易者即买方、卖方和中间层的模型,构建了一个分析中间层行为的框架,说明了中间层行为的内生决定因素,突出了交易过程和交易收益分配的关系。此后的文献以 R - W模型为基础,把研究范围扩大(Mortensen and Wright, 2002; Li, 1996)。Spulber(1999)认为中间层的主要作用有:通过设置价格达到市场出清,通过提供集中的交易场所减少搜寻成本,通过标准化合同减少讨价还价成本,通过提供市场信息和产品保证减少逆向选择等。此外,中间层还可以提高交易效率(Gehrig, 1993)、辨别商品质量(Biglaiser, 1993)、影响投资激励(Spulber, 2002)。

作为中间层参与 DLF及其监管的过程:行动主义者和上市企业都选择对自己有利的信息向媒体披露;新闻媒体根据自己对管制的偏好选择调查和报道的策略,由于充当社会角色媒体有激励做出对管制有偏好的报道,这种偏见通过降低市民消费需求减轻市场失灵,通过改变市民有关管制的投票来减少政府失灵。但是 Baron (2005)模型对监管机构的决策行为和媒体报道下的监管效果缺乏详细讨论,对媒体的声誉来源缺乏明确的说明,没有区分声誉收益和声誉损失,等等。可见,中间层的信息功能包括信息识别、筛选、加工、发送、选择性接受等内容,但是这些功能的实现与它们参与谈判、维持合作、实施监管等经济功能密不可分;DLF研究必须加强媒体报道对 DLF及其监管的影响的深入研究。

四、信息披露的影响因素

根据信息披露的机制分析和分析框架,大量的实证研究表明:DLF影响因素主要包括企业内部因素,企业外部的监管因素、审计因素和社会公众压力等因素。下面按照不同类型,从强制性披露、自愿性披露、环境披露、社会披露的影响因素具体回顾相关文献。

(一)强制性披露的影响因素

股权结构、资本结构、企业规模和所在地域、股票价格绩效、政治成本政府管制、资本市场的报酬、审计意见、分析师跟随、买卖差价、文化特征等都对强制性披露有影响。从内部看,成本和利润对企业信息披露行为会产生较大影响 (Raffoumier, 1995; Berle and Means, 1930);企业资本结构对财务信息披露有负面影响 (Eng and Mak, 2003),披露指数与股权集中度负相关,与企业规模正相关 (Aerts and Cormier, 2009; Godfrey, 1992);披露指数与大股东持股比例负相关,与企业股权的分散程度显著正相关 (Brown and Deegan, 1998)。Healy和 Palepu (2001)认为财务报告披露的信息含量随着企业和经济特征系统变化;管理者的财务报告披露策略的选择与契约、政治成本和资本市场的报酬 (capital market considerations)相关;信息披露与股票价格绩效、买方出价和卖方要价之间的差价 (bid - ask spreads)、分析师的跟随以及公有制 (institutional ownership)有关联。在股权分散的情况下,拥有控制权的经营者和控股股东在进行 DLF时利用信息优势对中小股东进行疯狂掠夺 (李馨, 2007)。提高企业高管人员的持股比例与第一大股东持股比例、扩大董事会的规模可以增加企业透明度;上市企业规模越大、会计绩效越好、银行负债率越低,企业透明度越高 (Botosan and Plumlee, 2002;汪炜、蒋高峰, 2004)。从外部看,上市企业所在地区的市场化程度越高、政府干预程度越低、法治及中介组织发育水平越高,企业透明度越高,拥有标准无保留意见的企业有更高的信息透明度;企业信息透明度还与中国的文化特征和激励因素密切相关 (Joseph, Schultz and Tang, 2004)。

(二)自愿性披露的影响因素

自愿性披露与企业规模、所有权的扩散、附属企业的少数权益等有关 (Dedman, Lin and Prakash, et al, 2008),还与产业分类 (Godfrey, 1992)、商业灵敏度 (Darrough, 1993)和财务杠杆 (Chow and Wong - Boren, 1987)有关。管理者选择自愿性披露战略时担心的因素有产品市场的竞争对手、媒体的公众压力和股票市场的分析师 (Henriques and Sadowski, 1999; Healy, Hutton and Palepu, 1999)。Boesso, Kumar和 Michigan (2007)对美国 and 意大利 72家企业年报中的管理讨论和分析部分做了内容分析,结果发现在投资者需求之外,企业对股东管理、无形资产的关联性和市场复杂性的关注同时影响自愿性披露的数量和质量。

(三)环境披露的影响因素

影响环境披露的因素包括公众压力、企业规模、产业关系、环境管理、新闻报道、生产设备、员工数量与企业所在地域等。企业规模和产业关系与环境管理的公开披露密切相关,企业的生产设备类型、员工数量和盈利能力,以及对直接影响环境的大企业的新闻报道,都影响到环境信息披露 (Deegan and Gordon, 1996; Hackston and Milne, 1996)。企业在环境问题方面较高的新闻披露水平会增加公众对企业的关注,这样公众的政策压力引起企业做出更全面的环境披露 (Brown and Deegan, 1998; Patten, 2002; Bewley and Li, 2000)。在很多盎格鲁撒克逊人所在的国家企业自愿披露环境信息的行为随着下列因素而递增:(1)环境敏感行业的企业规模以及伙伴关系;(2)企业所有权分散程度;(3)企业对有关环境程序或者罚款的披露;(4)企业环境活动的新闻曝光;(5)将来发生的对企业产生不利影响的意外事件的概率;(6)部分关心企业环境绩效的游说组织的相关活动 (Berthelet, Magnan and Cormier, 2003)。Aerts, Cormier和 Magnan (2008)分析了上市企业环境披露、财务市场和公众压力的动态学,并且在一定前提下用欧洲大陆和北美企业数据证明,提高环境披露能够使分析师做出更加明确的盈利预测,这种关系在欧洲比北美更强烈,但是它在分析师跟随环境敏感

行业中减弱。

(四) 社会披露的影响因素

Gray, Kouhy和 Lavers(1995) 在一篇企业社会披露 (corporate social reporting: CSR)的综述文章中指出以下结论: (1) CSR在相同时期与企业盈利能力没有关系,虽然有人认为它可以带来滞后的利润; (2)大量的企业属性与做出披露的预测相关,包括资本密度、企业年限以及战略地位、基层管理者的态度、社会责任委员会的存在等等。Adams (2002)在总结他人研究时增加了内部管理情境对 CSR的影响(图 1)。另外, Gutierrez - Nieto, Fuertes - Calleja和 Serrano - Cinca(2008)为了分析微观金融机构为什么和怎样在互联网上披露财务和社会信息,实证发现微观金融机构很少出现在网络中,但是对于网络披露的需求却很大,较大的金融机构在网络上进行公共披露时比较小的金融机构在它们的网站提供更多的信息,同样营利性金融机构要比非营利性金融机构提供更多的信息。影响网上披露的因素除了金融机构的属性和规模外,还有发达市场经济中的因素,比如审计类型、国外上市、股东的不同阶层以及政府管制等 (Xiao, Yang and Chow, 2004)。

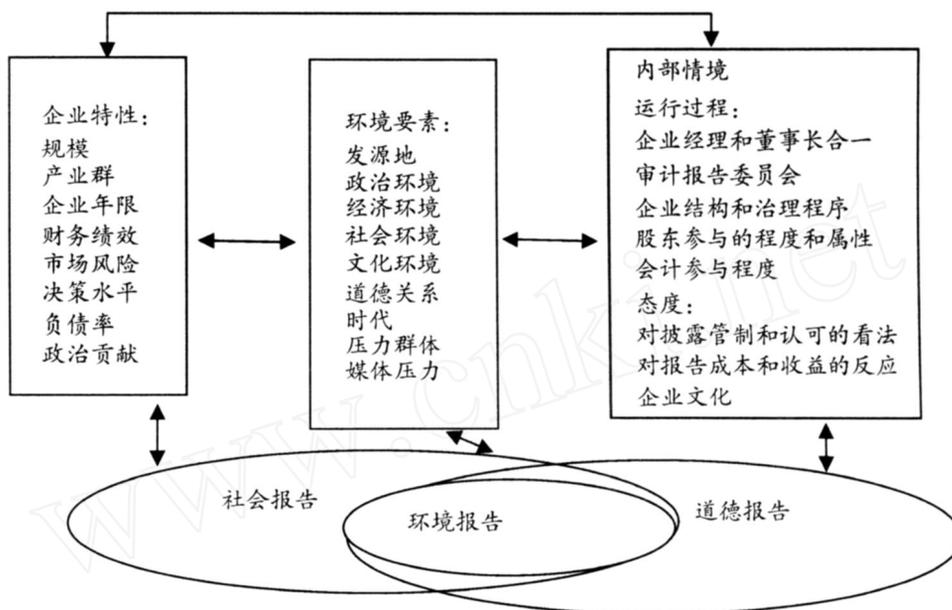


图 1 影响 CSR披露的因素

五、小结

本文回顾了 DLF的理论基础和分析框架,以及 DLF的影响因素等方面的实证研究。

理论文献表明,信息不对称理论和市场失灵理论说明了证券市场 DLF及其监管的必要性和监管制度的由来;代理理论和声誉资本理论说明了 DLF中的上市企业与审计机构之间的关系;合法性理论与制度理论为 DLF的原因、规范性和连续性提供了更多的解释。其不足在于各种理论都局限在信息披露中的某一个方面,很难回答“信息披露是如何发生的”这样一个大问题。

Adams, C. A. 2002. "Internal Organisational Factors Influencing Corporate Social and Ethical Reporting: Beyond Current Theorising" *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15 (2): 223 - 250.

在 2001年,“*Journal of Accounting and Economics*”杂志提供了四篇非常经典的文献,对于 20世纪 80年代以来的 DLF研究从理论发展、模型评价、实证研究等方面做了全面的综述,指出了有待研究的问题。Verrecchia (2001)认为降低信息不对称是 DLF综合理论的潜在起点,未来需要一个在各种代理人之间交互作用时,真正综合了资本市场的内生性、披露的激励和效率等问题的 DLF理论,以及把 DLF及其经济后果联系起来的实证研究。Dye (2001)指出了 Verrecchia (2001)的文章在参考文献覆盖范围上的不足,并且对其中涉及的几个主流模型的优点和缺点做了分析,最后指出了现有 DLF研究的不足:第一,大量文献越来越依赖计算而不是概念来表达新观点,因此在实证方面用途有限。第二,避免研究大问题,回避了一些“大问题”,比如会计和其他商业领域的区别是什么,投资者和其他财务陈述的使用者如何加工财务信息;等等。最后,DLF的研究者年龄越来越大,但是研究者的数量却越来越少。Healy和 Palepu (2001)发现有待解决的一些问题,比如 DLF管制的目标是什么?对资本市场的发展产生什么影响?审计真的提高了财务陈述的可靠性吗?等等。

现有的 DLF的分析框架包括发送者 - 接收者框架、委托代理框架、利益相关者框架、中间层框架。但是现有框架存在不足: (1)发送者 - 接收者框架,没有把信息发送、隐瞒、传递、甄别、调查以及获取等各个环节作详细讨论; (2)委托代理框架,“建立在共同知识、承诺与信息租金的存在性、代理人有能力模仿其他选择的任何类型等一系列严格的假设之上,在一定程度上损害了机制设计的普适性”,“在复杂的多极委托代理关系链中很难有效解决 DLF及其监管的问题”(淮建军、刘新梅,2007); (3)利益相关者框架只是一个静态框架,很难深入分析不同利益相关者之间的竞争与合谋、联盟与对抗等多人之间的动态作用; (4)中间层框架对于多个中间层组织参与的 DLF及其监管过程缺乏解释。

DLF影响因素的实证研究表明, DLF主要受到企业因素,比如股权结构、企业成本和利润、资本结构、企业规模、所在地域、产业分类、市场风险、财务杠杆、组织变革、员工数量、盈余预测、管理情境等影响;当然还受到政府管制因素、审计因素、投资者价值评价、公众压力、新闻曝光和游说组织的影响。这为分析 DLF中上市企业、媒体、会计事务所和监管机构的相互作用奠定了基础,但是这些研究主要局限在企业视角,没有考虑动态情境下 DLF影响因素的变化,也没有建立一个多方主体博弈的系统模型,因而也就忽视了基于这种博弈模型的 DLF影响因素的经验研究。

总之,这些研究说明了上市企业为什么和怎么样披露信息,以及哪些因素和力量会影响 DLF,从而有助于明确上市企业在信息披露的具体规定上给投资者提供多大的参考价值。但是,国外以往 DLF的理论研究忽视了媒体和会计事务所对企业披露策略和监管机构的监管策略的影响,实证研究结论主要局限在企业因素而忽略了中间层以及情境等因素对 DLF的影响。这些研究主要局限在企业视角,没有考虑动态情境下 DLF影响因素的变化,无法揭示利益相关者在多大程度上受到了 DLF违规的损害,也无法回答披露准则是否有必要进行相应的修订, DLF监管政策是否有效,媒体报道和会计审计是否发挥了应有的作用,因为现有理论中存在的信息披露,并不能完整地反映现实中的信息披露。因此,今后可以开展监管、审计、披露和媒体报道相互影响的多主体博弈及其相关的经验研究。

参考文献:

1. 拜沃·W. H., 1999:《财务呈报——会计革命》,东北财经大学出版社。
2. 邓小洋, 1999:《上市企业会计信息披露动机的经济分析》,《学术交流》第 1期。
3. 杜志强, 2003:《注册会计师审计中的监督博弈及保险问题——安然事件的启示》,《审计研究》第 1期。
4. 淮建军、刘新梅, 2006:《委托代理模型在管制研究中的应用》,《经济评论》第 6期。
5. 洪剑峭、姜贺统, 2004:《会计准则导向和会计监管的一个经济博弈分析》,《会计研究》第 1期。
6. 李馨, 2007:《内部控制信息披露影响因素的实证研究》,浙江大学博士论文。
7. 师萍、李丽青、杨询, 2004:《上市企业与会计事务所信息披露的模型与实证分析》,《管理工程学报》第 1期。
8. 杨瑞龙、周业安, 2000:《上市企业的利益相关者理论及其应用》,经济科学出版社。
9. 汪炜, 2005:《企业信息披露理论与实证研究》,浙江大学出版社。
10. 汪炜、蒋高峰, 2004:《信息披露、透明度与资本成本》,《经济研究》第 7期。
11. 吴联生、王亚平, 2003:《有效会计监管的均衡模型》,《经济研究》第 6期。
12. Adams, C. A. 2002. "Internal Organisational Factors Influencing Corporate Social and Ethical Reporting: Beyond Current Theorising" *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15 (2): 223 - 250.
13. Admati, A. R., and P. Pfleiderer 1989. "Divide and Conquer: A Theory of Intraday and Day - of - the - Week Mean Effects" *Review of Financial Studies*, 4: 443 - 482.
14. Aerts, W., and D. Cormier 2009. "Media Legitimacy and Corporate Environmental Communication" *Accounting, Organizations and Society*, 34 (1): 1 - 27.
15. Aerts, W., D. Cormier, and M. Magnana 2008. "Corporate Environmental Disclosure, Financial Markets and TeMdia: An International Perspective" *Ecological Economics*, 64 (3): 643 - 659.
16. Ananth, M. 1995. "Consolidation, Fragmentation, and The Disclosure of Trading Information" *Review of Financial Studies*, 8: 579 - 603.
17. Back, K., and S. Baruch 2004. "Information in Securities Markets: Kyle Meets Glosten and Milgrom." *Econometrica*, 72 (2): 433 - 465.
18. Ball, R., A. Robin, and J. S. Wu 2003. "Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries" *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1 - 3): 235 - 270.
19. Ball, R., and L. Shivakumar 2005. "Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness" *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1): 83 - 128.

20. Baron, D. P. 2005. "Competing for the Public through the News Media" *Journal of Economics and Management Strategy*, 14 (2): 339 - 376
21. Berle, A. A., J., and G. C. Means 1930. "Corporations and the Public Investor" *The American Economic Review*, 20: 54 - 71.
22. Berthelot, S., M. Magnan, and D. Comier 2003. "Environmental Disclosure Research, Review and Synthesis" *Journal of Accounting Literature*, 22: 1 - 44.
23. Bessant, J., and H. Rush 1995. "Building Bridges for Innovation: the Role of Consultants in Technology Transfer" *Research Policy*, 24 (1): 97 - 114.
24. Bewley, K., and Y. Li 2000. "Disclosure of Environmental Information by Canadian Manufacturing Companies: A Voluntary Disclosure Perspective" *Advances in Environmental Accounting and Management*, 1: 201 - 226.
25. Biglaiser, 1993. "Middlemen as Experts" *The RAND Journal of Economics*, 24 (2): 37 - 59.
26. Boesso, G., and K. Kumar 2007. "Drivers of Corporate Voluntary Disclosure: Framework and Empirical Evidence from Italy and the United States" *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 20 (2): 269 - 296.
27. Boot, A. W. A., and A. V. Thakor 2001. "The Many Faces of Information Disclosure" *The Review of Financial Studies*, 14 (4): 1021 - 1057.
28. Botosan, C. A., and M. A. Plumlee 2002. "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital" *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 21 - 40.
29. Bradbury, M. E. 1992. "Voluntary Semiannual Earnings Disclosures, Earnings Volatility, Unexpected Earnings, and Firm Size" *Journal of Accounting Research*, 30 (1): 137 - 145.
30. Brown, N., and C. Deegan 1998. "The Public Disclosure of Environmental Performance Information: A Dual Test of Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory" *Accounting and Business Research*, 29 (1): 21 - 41.
31. Burchell, S., C. Clubb, A. Hopwood, et al 1980. "The Roles of Accounting in Organizations and Society" *Accounting, Organizations and Society*, 5: 5 - 27.
32. Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith 2004. "What Determines Corporate Transparency?" *Journal of Accounting Research*, 5: 207 - 250.
33. Carpenter, V., and E. Ferz 1992. "GAAP as A Symbol of Legitimacy: New York State's Decision to Adopt Generally Accepted Accounting Principles" *Accounting, Organizations and Society*, 17: 613 - 643.
34. Carpenter, V., and E. Ferz 2001. "Institutional Theory and Accounting Rule Choice: An Analysis of Four US State Governments' Decisions to Adopt Generally Accepted Accounting Principles" *Accounting, Organizations and Society*, 26: 565 - 596.
35. Chow, C., and S. Rice 1982. "Qualified Audit Opinions and Auditor Switching" *The Accounting Review*, 57: 326 - 335.
36. Chow, C., and A. Wong - Boren 1987. "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations" *The Accounting Review*, 62: 533 - 541.
37. Clinch, G., and R. E. Verrecchia 1997. "Competitive Disadvantage and Discretionary Disclosure in Industries" *Australian Journal of Management*, 22: 125 - 137.
38. Copeland, T. E., and D. Galai 1983. "Information Effects on the Bid - ask Spread" *The Journal of Finance*, 38 (5): 1457 - 1469.
39. Comier, D., M. Magnan, and B. V. Velthoven 2005. "Environmental Disclosure Quality: Do Firms Respond to Economic Incentives, Public Pressures or Institutional Conditions?" *European Accounting Review*, 14 (1): 1 - 37.
40. Cushing B. E. 1989. "On the Feasibility and the Consequences of A Database Approach to Corporate Financial Reporting" *Journal of Information Systems*, 33 (2): 29 - 52.
41. Cyert, R. M., and Y. Ijiri 1974. "Problems of Implementing the True Blood Objectives Report" *Journal of Accounting Research*, 12: 29 - 42.
42. Darrough, M. 1993. "Disclosure Policy and Competition: Cournot vs Bertrand" *The Accounting Review*, 68: 534 - 561.
43. De Angelo, L. E. 1981. "Auditor Size and Auditor Quality" *Journal of Accounting and Economics*, 3: 183 - 199.
44. Dedman, E., S. W. J. Lin, A. J. Prakash, et al 2008. "Voluntary Disclosure and Its Impact on Share Prices: Evidence from the UK Biotechnology Sector" *Journal of Accounting and Public Policy*, 27 (3), 195 - 216.
45. Deegan, C., and B. Gordon 1996. "A Study of the Environmental Disclosure Practices of Australian Corporations" *Accounting and Business Research*, 26: 187 - 199.
46. Deumes, R., and W. R. Knechel 2008. "Economic Incentives for Voluntary Reporting on Internal Risk Management and Control Systems" *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 27 (1): 35 - 66.
47. Dye, R. A. 1998. "Investor Sophistication and Voluntary Disclosure" *Review of Accounting Studies*, 3: 261 - 287.
48. Dye, R. A. 2001. "An Evaluation of 'Essays on Disclosure' and the Disclosure Literature in Accounting" *Journal of Accounting and Economics*, 32: 181 - 235.
49. Ekelund, R. B. J. 1998. *The Foundations of Regulatory Economics* Edward Elgar Publishing Limited
50. Eng, L. L., and Y. T. Mak 2003. "Corporate Governance and Voluntary Disclosure" *Journal of Accounting and Public Policy*, 22: 321 - 336.

51. Fischer, P. E., and R. E. Verrecchia. 2004. "Disclosure Bias." *Journal of Accounting and Economics*, 38: 223 - 250.
52. Gehrig, T. 1993. "Intermediation in Search Markets." *Journal of Economics and Management Strategy*, 2: 15 - 34.
53. Glosten, L., and P. Milgrom. 1985. "Bid, Ask, and Transaction Prices in A Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders." *Journal of Financial Economics*, 13: 71 - 100.
54. Godfrey, J. M. 1992. "Foreign - currency Accounting Methods: Reporting the Exchange Rate Risk Exposure of Equity." *Accounting and Finance*, 32: 1 - 24.
55. Gray, R., R. Kouhy, and S. Lavers. 1995. "Corporate Social and Environmental Reporting: A Review of the Literature and A Longitudinal Study of UK Disclosure." *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8(2): 47 - 77.
56. Guthrie, J., and L. Parker. 1989. "Corporate Social Disclosure Practice: A Comparative International Analysis." *Advances in Public Interest Accounting*, 3: 159 - 175.
57. Guthrie, J., R. Petty, and U. Johanson. 2001. "Sunrise in the Knowledge Economy." *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 14(4): 365 - 382.
58. Gutierrez - Nieto B., Y. Fuertes - Calle 'n, and C. Serrano - Cinca. 2008. "Internet Reporting in Microfinance Reporting Institutions in MFIs." *Online Information Review*, 32(3): 415 - 436.
59. Hackston, D., and M. J. Milne. 1996. "Some Determinants of Social and Environmental Disclosures in New Zealand Companies." *Accounting Auditing and Accountability Journal*, 25: 77 - 108.
60. Hargadon, A., and R. I. Sutton. 1997. "Technology Brokering and Innovation in A Product Development Firm." *Administrative Science Quarterly*, 42: 718 - 749.
61. Healy, P., A. P. Hutton, and K. G. Palepu. 1999. "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure." *Contemporary Accounting Research*, 16(3): 485 - 520.
62. Healy, P. M., and K. G. Palepu. 2001. "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature." *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405 - 440.
63. Henriques, I., and P. Sadowski. 1999. "The Determinants of An Environmentally Responsive Firm: An Empirical Approach." *Journal of Environmental Economics and Management*, 30(3): 87 - 99.
64. Howells, J. 2006. "Intermediation and the Role of Intermediaries in Innovation." *Research Policy*, 35: 715 - 728.
65. Jovanovic, B. 1982. "Truthful Disclosure of Information." *The Bell Journal of Economics*, 13(1): 36 - 44.
66. Keim, D. B., and A. H. Madhavan. 2000. "The Relation between Stock Market Movements and NYSE Seat Prices." *The Journal of Finance*, 55(6): 2817 - 2840.
67. Kelton, A. S., and Y. W. Yang. 2008. "The Impact of Corporate Governance on Internet Financial Reporting." *Journal of Accounting and Public Policy*, 27: 62 - 87.
68. Kim, O. 1999. "Discussion of the Role of the Manager's Human Capital in Discretionary Disclosure." *Journal of Accounting Research*, 37: 183 - 185.
69. Kim, O., and R. E. Verrecchia. 2001. "The Relation among Disclosure, Returns, and Trading Volume Information." *The Accounting Review*, 76(4): 633 - 654.
70. Klerkx, L., and C. Leeuwis. 2008. "Balancing Multiple Interests: Embedding Innovation Intermediation in the Agricultural Knowledge Infrastructure." *Technovation*, 28(6): 364 - 378.
71. Kultti, K., and P. Miettinen. 2006. "Herding with Costly Information." *International Game Theory Review*, 8(1): 21 - 31.
72. Kyle, A. S. 1985. "Continuous Auctions and Insider Trading." *Econometrica*, 53: 1315 - 1336.
73. Leone, A. J. 2007. "Factors Related to Internal Control Disclosure: A Discussion of Ashbaugh, Collins, and Kinney (2007) and Doyle, Ge, and McVay (2007)." *Journal of Accounting and Economics*, 44(1 - 2): 1224 - 1237.
74. Li, Y. 1996. "Middlemen and Private Information." *Journal of Monetary Economics*, 42: 5 - 38.
75. McKinnon, J. L., and L. Dalimunthe. 1993. "Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies." *Accounting and Finance*, 5: 33 - 50.
76. Mortensen, D. and R. Wright. 2002. "Competitive Pricing and Efficiency in Search Equilibrium." *International Economic Review*, 43: 47 - 97.
77. Nagar, V. 1999. "The Role of The Manager's Human Capital in Discretionary Disclosure." *Journal of Accounting Research*, 37: 167 - 181.
78. Oliver, C. 1991. "Strategic Responses to Institutional Processes." *Academy of Management Review*, 16: 145 - 179.
79. Patten, D. M. 2002. "Media Exposure, Public Policy Pressure, and Environmental Disclosure: An Examination of the Impact of TRI Data Availability." *Accounting Forum*, 26(2): 153 - 171.
80. Penman, S. H. 1980. "An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts." *Journal of Accounting Research*, 18(1): 132 - 160.
81. Penno, M. C. 1997. "Information Quality and Voluntary Disclosure." *Accounting Review*, 51: 1537 - 1550.
82. Premuroso, R. F., and S. Bhattacharya. 2005. "Is There a Relationship between Firm Performance, Corporate Governance, and a

- Firm's Decision to Form a Technology Committee? " *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6) : 1260 - 1276
83. Raffoumier, B. 1995. " The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies " *European Accounting Review*, 4 (2) : 261 - 280
84. Roberts, R. W. 1992. " Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory " *Accounting, Organizations and Society*, 17 (6) : 595 - 612
85. Ross, S. A. 1977. " The Determination of Financial Structure: The Incentive - signaling Approach " *The Bell Journal of Economics*, 8 (1) : 23 - 40
86. Ross, S. A. 1978. " Some Notes on Financial Incentive - signaling Models, Activity Choice and Risk Preferences " *The Journal of Finance*, 33 (3) : 777 - 792
87. Rubinstein, A. , and A. Wolinsky. 1987. " Middlemen " *Quarterly Journal of Economics*, 8: 45 - 98
88. Schultz Jr , Joseph, J. , and Y. W. Tang 2004. " Experimental Judgments about Related - party Disclosures in China " *Advances in International Accounting*, 17: 31 - 54
89. Scott, T. W. 1994. " Incentives and Disincentives for Financial Disclosure: Voluntary Disclosure of Defined Benefit Pension Plan Information by Canadian Firms " *The Accounting Review*, 69 (1) : 26 - 43
90. Seaton, R. A. F. , and M. Cordey - Hayes 1993. " The Development and Application of Interactive Models of Industrial Technology Transfer " *Technovation*, 13: 45 - 53
91. Simunic, D. A. , and M. T. Stein 1996. " The Impact of Litigation Risk on Audit Pricing: A Review of the Economics and the Evidence " *Auditing*, 15: 119 - 134
92. Spulber, D. F. 1999. *Market Microstructure: Intermediaries and the Theory of the Firm*. Cambridge: Cambridge University Press
93. Spulber, D. 2002. " Intermediation and the Incentive to Invest " *Journal of Political Economy*, 110: 108 - 137.
94. Suchman, M. 1995. " Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches " *Academy of Management Review*, 20: 571 - 610
95. Tomczyk, S. 1996. " Auditor Reputation and Initial Public Offerings by Foreign Companies " *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 5: 249 - 262
96. Trueman, B. 1986. " The Relationship between the Level of Capital Expenditures and Firm Value " *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 (2) : 115 - 129
97. Verrecchia, R. E. 1982. " Information Acquisition in a Noisy Rational Expectations Economy. " *Econometrica*, 50 (6) : 1415 - 1430
98. Verrecchia, R. E. 2001. " Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* " *The Accounting Review*, 32: 97 - 180
99. Wilmshurst, T. D. , and G. R. Frost 2000. " Corporate Environmental Reporting: A Test of Legitimacy Theory. " *Accounting Auditing and Accountability Journal*, 13 (1) : 10 - 26
100. Wilson, A. A. 1997. " Partial Ownership Arrangements and Collusion in the Automobile Industry. " *The Journal of Industrial Economics*, 45 (2) : 191 - 205
101. Xiao, J. Z. , H. Yang, and C. W. Chow. 2004. " The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet - based Disclosures by Listed Chinese Companies " *Journal of Accounting and Public Policy*, 23 (3) : 191 - 225

Information Disclosure: A Survey of Overseas Research in the Past 40 Years

Huai Jianjun¹, Lei Hongmei² and Zhao Yuqian³

(1, 2: Northwest Agriculture and Forestry University; 3: Northwest Politics and Law University)

Abstract: This paper reviews the theoretical and empirical studies on information disclosure in the last 40 years overseas. The sender - recipient framework can explain the basis of information disclosure, but it does not describe the process of information disclosure in detail. The principal - agent framework analyzes adverse selection and moral hazard in information disclosure, but its strong assumptions limits the universality of incentive mechanism. The stakeholder framework explains agent's behaviors, but it is difficult to analyze stakeholders' dynamic interaction. The intermediary framework highlights the function of information intermediary, but it makes less explanation for intermediators' participation in information disclosure and its regulation. Some empirical analyses show that the factors that affect the information disclosure are from firm, media, regulation, and audit, but these empirical studies ignored the influence of intermediators in the dynamic process of information disclosure. As for further study on information disclosure, it is expected to analyze, with more empirical evidences, the games among multi - agents in regulation, auditing, disclosure and reports.

Key Words: Information Disclosure; Audit Report; Media Report; Government Regulation

JEL Classification: D82, M42

(责任编辑: 缪海斌)