

上市公司信息披露质量测度与评价

陈君兰¹ 谢 赤^{1,2}

(1.湖南大学工商管理学院, 湖南 长沙 410082; 2.湖南大学金融与投资管理研究中心, 湖南 长沙 410082)

摘要: 近年来, 中国证券市场失信违规事件频发, 上市公司信息披露质量问题成为证券市场各方关注的热点。本文结合熵权系数法, 编制了一个信息披露质量指标体系, 对沪深两市上市公司信息披露质量进行比较分析。实证研究表明, 在信息披露质量方面, 深交所上市公司整体水平略高于上交所, “沪强深弱”的观念似乎正在被逐步打破; 行业分析发现, 交通行业和金融行业的上市公司信息披露质量明显高于其它行业。研究结果还证明, 本文编制的指数对上市公司信息披露质量具有较好的解释能力。

关键词: 上市公司, 信息披露质量, 熵权

Abstract: In recent years, dishonesty violations occurred frequently in Chinese securities markets, and the disclosure quality of listed companies has become a hot topic. We employ entropy weight coefficient method to investigate disclosure quality of listed companies in Chinese securities markets. We find evidence that disclosure quality in the Shenzhen securities market is higher than the Shanghai securities market. This reveals that the concept of “Shanghai is stronger than Shenzhen” appears to be breaking down. Our industry analysis also shows that disclosure quality in the transportation and the financial industries were significantly higher than other industries. Our results suggest that the index of disclosure quality has better explanatory power.

Keywords: listed company; disclosure quality; entropy weight

作者简介: 陈君兰, 女, 湖南大学工商管理学院博士生, 研究方向: 金融企业管理。谢赤, 湖南大学工商管理学院教授、博导, 研究方向: 金融工程与风险管理。

中图分类号: F830.9 文献标识码: A

引言

近年来, 中国证券市场失信违规事件频频发生。其中, 2011年爆发的“重庆啤酒事件”是最为典型的案例, 引发了人们对证券市场诚信危机的极大关注。来自CSMAR的数据显示, 2007~2011年, 上市公司失信违规事件数量呈逐年上升趋势, 2011年共有73家上市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”等方面。

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, 且反复强调要对证券市场失信“零容忍”, 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, 其中一个重要原因是, 上市公司冗长的信息披露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, 并未真正起到衡量上市公司优劣的作用。愈加严重的诚信危机使上市公司信息披露质量问题成为学界和业界关注的重点。

文献综述与理论基础

随着金融领域对外开放的日益深化以及证券市场规模的不断扩大，投资者对于上市公司财务状况和经营情况的关注程度与日俱增，对上市公司信息披露质量提出了越来越高的要求。因此，信息披露质量不仅受到管理层、学界以及业界的关注，也成为公司治理领域研究的重点课题之一。

一、信息披露的理论阐释

1. 有效市场理论与信息披露

有效市场理论根据价格对各种信息的反应能力、程度及速度将有效市场分为三类：强式有效市场、半强式有效市场和弱势有效市场。证券信息是否能最终反映到证券价格上，必须经过信息披露、信息传递和信息运用等过程，只有信息源的披露过程及时、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。

伴随着投资者理念的日趋成熟，他们对信息的需求变得越来越广泛。企业信息披露的内容也在不断延伸，不仅仅局限在反应历史情况的硬信息披露，还包括了对投资决策具有帮助的软性信息和预测信息的披露。一个成熟有效的证券市场，股票价格不仅能够及时反应市场上各种宏观信息，还能充分反应所有公司营运的信息。

2. 信号传递理论与信息披露

根据 Spence 的信息传递理论，在信息披露问题上，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。在此压力下，经营较差的公司于是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。

在信号传递理论的框架下，学者们对上市公司信息披露时机以及渠道展开了相关研究，选择不同的信息披露时机和渠道能在一定程度上反应出企业的经营状况。巫升柱等(2006)^[15]研究证实，存在“好消息早，坏消息晚”的披露基本规律，即盈利公司比亏损公司更及时地公布年度报告。王雄元等(2008)^[14]研究证明，年报披露时滞具有信号传递效应，具体表现在，延迟披露公司在下一会计时点的信息透明度低于按时或提前披露公司。

3. 公司治理理论与信息披露

公司治理旨在提高公司的公平、透明与责任(上海证券交易所研究中心，2008)^[13]。公司治理与信息披露质量间的密切关系具体表现为：一方面，有效的信息披露制度是改善公司治理结构的制度保障；另一方面，良好的公司治理对信息披露质量的提高也有一定作用。Eng 和 Mark(2003)^[4]，Cheng 和 Courtenay(2006)^[2]以及周开国等(2011)^[18]的实证研究表明，股权特征、董事会特征以及企业规模等因素均会对信息披露质量产生影响。

为满足企业公司治理的需要，上市公司信息披露的方式也不断发生变化，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。企业在定期报告中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(Langberg 和 Sivaramakrishnan, 2008; 程新生等, 2011)^{[10][12]}。

二、信息披露质量的度量

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，主要通过信息分类并编码，最终得到量化的分值(Kothari 等, 2009)^[8]。由于直接对信息披露字段的处理过程过于繁琐，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。信息披露数量(Botosan, 1997)^[1]、股票价格(Kim 和 Verrecchia, 2001)^[7]、证券分析师的预测精准度(Lang 和 Lundholm, 1996)^[9]以及盈余质量(曾颖和陆正飞, 2006)^[16]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。Botosan(1997)^[1]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五个方面。更多的学者，如 Francis 等(2008)^[5]、Cheung 等(2010)^[3]以及张晓岚等(2012)^[17]等从强制信息指标和自愿信息指标的角度出发，构建了各自的指标体系。

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(S&P)、投资管理研究协会(AIMR)、国际财务分析和研究中心(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。但这些研究机构大多只公布了信息披露的最终结果，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、合格和不合格四档考核结果，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。

目前，中国证券市场尚未完全建立系统的信息披露质量评价体系，在证券市场逐步开放和融合的趋势下，尤其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度量指数，以便更好地完善上市公司的公司治理结构和证券市场信息监管体系。

上市公司信息披露指数的编制

本文的上市公司信息披露指数编制工作主要包括两个方面的内容：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指标；另一方面，基于熵权系数法对选取的指标进行权重设定。

一、指标选择

自 1999 年发布以来，《OECD 公司治理原则》已成为世界范围内公认的公司治理基准。该文件将信息披露与透明度列为 5 项原则之一，认为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、所有权和公司治理。同时，中国证监会实施的《上市公司信息披露管理办法》进一步明确了上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性和公平性原则。

鉴于此，在选择信息披露指数体系指标时，本文参照 2004 年修订的《OECD 公司治理原则》中对信息披露的要求，并结合中国证监会《上市公司信息披露管理办法》的 5 项原则，从公司治理、财务状况、审计监督、披露行为以及披露制度 5 方面对上市公司信息披露质量进行考核。指标体系具体由 13 个指标构成。

具体而言，公司治理方面的指标包括股权集中度、股权制衡度、董事会规模、高管人员持股和二职合一 5 个方面。股权集中度和股权制衡度来反映企业的股权结构，其中，股权集中度指标采用第一大股东的赫芬代尔指数(H 指数)，股权制衡度指标用第二大股东持股数/第一大股东持股数(Z 指数)来衡量。然后，通过董事会规模、高管人员持股和是否存在二职合一现象来衡量上市公司董事会特征。这其中，董事会规模主要通过董事会人数表示，高管持股用年末高管持股比例来表示。而二职合一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督职能，进一步增加管理层的代理成本。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。

财务状况具体包括盈利能力、营运能力、偿债能力和企业规模 4 个方面。根据信号传递理论，财务状况越好的企业，越愿意提高信息披露质量，向市场传递积极信号。首先，选取主营业务利润率和净资产收益率作为衡量企业盈利能力的指标，选择固定资产周转率来衡量企业的营运能力，指标值越大，说明企业收益越高，运营越好。其次，选取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。最后，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，还是信息披露的可信度，规模较大的企业均高于规模较小的企业，且信息披露更为严格(Hermalin

和 Weisbach, 2012)^[6]。企业规模用年末总资产表示, 并进行对数化处理。

在此基础上, 本文还在指标体系中安排了审计意见、披露行为和披露制度 3 个指标。这 3 个指标的具体度量方法如下: 当上市公司财务报告中审计意见类型为“标准无保留”时取值为 2, 否则取值为 1。年报披露时滞的度量方法为上市公司年报披露时间与上一会计年度结束日(12 月 31 日)之间的天数。同时, 披露制度以上市公司是否发行外资股作为衡量指标, 对于发行了外资股的上市公司取值为 2, 仅发行 A 股的样本企业取值为 1。

通过信号传递理论的分析可知, 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。另外, 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。表 1 为信息披露指数的具体指标。

表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
公司治理	股权集中度	H 指数: 第一大股东持股比例的平方	负	X ₁
	股权制衡度	Z 指数: 第二大股东持股数/第一大股东股数	正	X ₂
	董事会规模	董事会人数	正	X ₃
	高管人员持股	年末高官层持股占总股本的比例	正	X ₄
	二职合一	董事长和总经理二职合一取 1, 否则取 2	正	X ₅
财务状况	盈利能力	主营业务利润率	正	X ₆
		净资产收益率	正	X ₇
	营运能力	固定资产周转率	正	X ₈
	偿债能力	资产负债率	负	X ₉
	企业规模	年末总资产取自然对数	正	X ₁₀
审计监管	审计意见	如果为标准无保留意见取 2, 否则取 1	正	X ₁₁
披露行为	年报时滞(天)	年报披露日与上一会计年度结束日(12 月 31 日)之间的日历天数	负	X ₁₂
披露制度	外资股	仅发行 A 股取 1, 否则取 2	正	X ₁₃

二、指数编制方法的选择

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。

Shannon(1948)^[11]最早将熵的概念引入到信息论中, 提出信息熵的概念, 指出熵可以有效地度量系统的不确定性和无序性。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。近年来, 熵理论不断渗透到社会科学的诸多领域。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、建立初始矩阵

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^* :

$$X^* = \begin{bmatrix} x_{11}^* & \mathbf{L} & x_{1n}^* \\ \mathbf{M} & \mathbf{L} & \mathbf{M} \\ x_{m1}^* & \mathbf{L} & x_{mn}^* \end{bmatrix} \quad (1)$$

2、数据无量纲化处理

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

$$x'_{ij} = \begin{cases} \frac{x_{ij}^* - \min_j \{x_{ij}^*\}}{\max_j \{x_{ij}^*\} - \min_j \{x_{ij}^*\}}, & x_{ij}^* \in R_1, R_1 \text{表示正指标} \\ \frac{\max_j \{x_{ij}^*\} - x_{ij}^*}{\max_j \{x_{ij}^*\} - \min_j \{x_{ij}^*\}}, & x_{ij}^* \in R_2, R_2 \text{表示负指标} \end{cases} \quad (2)$$

显然， $x'_{ij} \in [0,1]$ 。将 13 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(参见表 1)。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 $x_{ij} = x'_{ij} + 3$ 。

3、计算第 j 项指标下第 i 家上市公司指标值的比重 p_{ij} ：

$$p_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sum_{i=1}^m x_{ij}}, \quad i=1, 2, \dots, m; j=1, 2, \dots, 13 \quad (3)$$

4、计算第 j 项指标的熵值 e_j ：

$$e_j = -\sum p_{ij} \ln p_{ij} \quad (4)$$

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，得到：

$$E_j = \frac{e_j}{\ln m} \quad (5)$$

6、计算第 j 项指标的差异性系数 d_j ：

$$d_j = 1 - E_j \quad (6)$$

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 ：

$$w_j = \frac{d_j}{\sum_{j=1}^n d_j} * 100 \quad (7)$$

上市公司信息披露质量的实证分析

一、样本选择与数据来源

目前，针对中国资本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，缺乏对整体上市公司信息披露质量的描述。鉴于此，本文综合考虑沪深两市具有代表性的上市公司，编制上市公司信息披露质量指数。

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市场中的 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 成分股作为研究样本。剔除其中信息披露不完全的公司，最终得到 236 个样本。

2007 年 2 月，中国证监会发布《上市公司信息披露管理办法》，起到了提高上市公司信息披露质量、促进证券市场健康发展的作用。因此，本文选择 2007 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日做为研究期间。

本文所有数据来自深圳国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 交易数据库。

二、指标权数的计算及检验

为了使熵权计算结果具有一定的代表性，本文将上市公司各年度数据进行均分计算，获得各指标的平均水平，然后通过熵权计算，得到上市公司信息披露质量指标权重。表 2 为样本期内各指标的权重计算结果。

表2 信息披露质量指标权重

一级指标	二级指标	系数(%)	排名
公司治理	股权集中度	6.45	7
	股权制衡度	6.82	6
	董事会规模	8.21	4
	高管人员持股	3.70	10
	二职合一	10.95	2
财务状况	主营业务利润率	7.01	5
	净资产收益率	0.84	13
	固定资产周转率	1.68	12
	资产负债率	8.40	3
	企业规模	6.22	8
审计监管	审计意见	2.43	11
披露行为	年报时滞	5.49	9
披露制度	外资股	31.80	1

从指标权重的计算结果来看，13 个二级指标的权重系数存在一定差异，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。

(1)企业是否发行外资股的指标权重最大，其系数值达到了 31.8%，充分说明了信息披露制度对提升信息披露质量的重要性。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。

(2)公司治理方面的 5 个指标排名均比较靠前，系数值较大，其中“二职合一”指标权重系数达到 10.95%，在指标重要程度中排名第 2 位，证明了公司治理与信息披露间的密切关系，符合公司治理理论的预期。良好的公司治理可在信息披露过程中降低不利因素的影响。

(3)财务状况 5 个指标中，资产负债率的影响程度最高，系数值为 8.4%，符合信息传递理论的预期。资产负债率主要从信息披露的完整性和及时性两方面来影响信息披露质量。

考虑到金融保险类上市公司的会计处理方法与其它行业的上市公司迥异，本文在对权重指标进行稳健性检验时将其从样本中删除，得到 210 个样本企业。基于上述实证步骤，不难得到新的权重系数。通过对比两列数据发现，一半以上指标重要程度排名没有发生改变。这其中，排名第 1 位和第 2 位的同样为“外资股”和“二

职合一”的指标，权重系数分别为 29.56%和 12.30%，排名有变动的指标变动幅度均在上下 1 名，说明本文的信息披露指标权重计算结果有较好的稳健性。

三、信息披露质量的市场分析

通过对上市公司信息披露指数排序，可以得到以下几点直观结论：

(1)重庆啤酒(600132)的信息披露指数总体排名第116位，2011年的信息披露指数受“疫苗事件”的影响达到近年来的最低值，证明本文的信息披露指数计算与现实基本吻合。

(2)企业间的信息披露质量差异化程度较高，排名第一与最后一名的企业的指数差值达到50.5分。其中，信息披露指数前10名中有6家金融保险类企业，这与金融类上市公司稳定的盈利增长不无关系。现实情况是，投资者对金融保险类上市公司的年报披露往往关注程度较高，市场反应通常较为强烈。而信息披露后10名的企业以医药类和综合类企业居多。

(3)发行外资股的上市公司排名均高于仅发行A股的上市公司，进一步证实了上文对信息披露制度重要性的阐述。

为了更全面掌握沪深两市上市公司信息披露的整体趋势，本文对计算所得的上市公司信息披露质量指数分市场进行了总结，见表3。

表3 沪深两市信息披露质量比较

年份	上海证券市场			深圳证券市场		
	样本	均值	标准差	样本	均值	标准差
2007	157	37.5850	14.2570	79	36.1122	12.5815
2008	157	42.1185	13.8976	79	40.4176	12.2259
2009	157	38.8853	13.5400	79	36.7069	12.7718
2010	157	38.0243	13.8926	79	36.0572	12.6125
2011	157	38.1844	14.1300	79	35.7108	12.3719

从市场整体来看，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。2009年以来，沪深两市信息披露指数均有不同程度的下跌，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。

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。

通过比较沪深两市2007年至2011年的信息披露质量，发现上交所信息披露质量的均值水平明显高于深交所，但其标准差数值高于深交所。这说明上交所信息披露水平差异化程度高于深交所，上交所固然有成长性好、规模较大的上市公司提升信息披露质量均值水平，但信息披露质量的整体水平仍有待提高，较好地解释了信息披露指数企业排名中，前10名和后10名大部分为上交所上市公司的现象。这一定程度上说明“沪强深弱”的观念在信息披露质量方面正在被打破。

另外，表3的结果与深交所对上市公司信息披露质量规范化的管理关系密切。深交所对上市公司信息披露质量的年度综合考核，一定程度强化了上市公司信息披露的意识，促进了信息披露质量整体水平的提升。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。由此可见，上交所适时完善信息披露质量评价体系不仅非常必要而且十分迫切，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。

四、信息披露质量的行业分析

考虑到行业特征对信息披露质量的影响，本文对样本企业进行了行业分类总结。行业分类依据中国证监会2001年4月颁布的《上市公司行业分类指引》。由于文化传播业、纺织服装业，其他制造业和社会服务业的企业数量仅为1，不能代表行业的信息披露质量，本文将其剔除，最终得到16个行业的信息披露质量指数(参见表4)。

表4 信息披露质量指数行业分类

行业	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
交通仓储业	10	54.8764	13.3965	33.8337	67.1081
金融保险业	26	47.5909	17.0369	25.7382	71.1759
电力煤气业	7	42.2482	16.9307	29.4712	67.0185
电子业	5	39.4194	15.0945	25.7138	64.9142
采掘业	25	38.9223	13.4532	21.2237	65.7383
房地产业	13	38.2484	13.1333	28.1835	68.5472
食品、饮料	13	37.7659	13.9699	22.6420	68.9263
机械设备业	29	37.1962	13.1661	24.7134	66.8372
(非)金属业	36	36.9944	11.6575	25.2175	65.6859
信息技术业	11	35.2725	11.3876	25.5927	67.6669
批发零售业	12	34.8972	9.5358	27.1591	63.9302
石油化学业	11	33.3814	4.1171	23.2033	38.0694
建筑业	7	33.2566	12.1279	22.9211	60.0156
医药生物业	18	31.9099	5.4883	21.4430	41.3689
综合类	6	30.2225	7.5506	20.6270	38.0650
农林牧渔业	3	28.4126	6.9262	21.7855	35.6034

由表4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、金融业以及电力业，均值水平分别为54.88、47.59和42.25。其中，交通仓储业的信息披露质量明显高于其它行业，且披露的标准差数值较小。信息披露质量较差的行业主要是综合类和农林牧渔业，披露质量分别为30.22和28.41。

本文认为，造成行业信息披露差异化主要有三个原因：(1)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；(2)国际化程度较高的行业，如金融业，上市公司在境外上市比例较高，无论是企业融资的需要，还是企业形象的维护，均使得企业信息披露的动力较强，倾向于提高企业信息披露质量；(3)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。

行业信息披露差异化反应出不同行业的差异性。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。

结论

本文实证分析了沪深两市上市公司信息披露质量，运用熵权系数法，采用沪深300成分股数据，编制了沪深上市公司信息披露质量评级指数。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。

从整体状况来看，深圳证券交易所上市公司信息披露整体水平略高于上海证券交易所，说明深交所持续的对上市公司信息披露质量进行年度综合考核取得了良好的效果；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信息披露的动力更足，成本更低，信息披露质量更高。

诚信是证券市场的基石，只有诚信立市，才能有效提振投资者的信心。因此，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国内证券市场的信任度，是监管层需要重点解决的问题。

[基金项目：国家软科学研究计划项目(2010GXS5B141)；教育部创新群体项目(IRT0916)；教育部人文社会科学规划项目(09YJC630063)；湖南省自然科学基金创新群体项目(09JJ7002)]

参考文献：

- [1] Botosan, C. A.. Disclosure level and the cost of equity capital [J]. *The Accounting Review*, 1997, 72(3): 323-349.
- [2] Cheng, E., Courtenay, M. S.. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure [J]. *The International Journal of Accounting*, 2006, 41: 262-289.
- [3] Cheung, Y. L., Jiang, P., Tan, W. Q.. A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2010, 29: 259-280.
- [4] Eng, L. L., Mark, Y. T.. Corporate governance and voluntary disclosure [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003, 22: 325-345.
- [5] Francis, J., Nanda, D., Olsson, P.. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital [J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(1): 53-99.
- [6] Hermalin, E. B., Weisbach, S. M.. Information disclosure and corporate governance [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 195-233.
- [7] Kim, O., Verrecchia, E. R.. The relation among disclosure, returns, and trading volume information [J]. *The Accounting Review*, 2001, 76(4): 633-654.
- [8] Kothari, 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 [J]. *The Accounting Review*, 2009, 84(5): 1639-1670.
- [9] Lang, M., Lundholm, R.. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior [J]. *The Accounting Review*, 1996, 71(4): 467-492.
- [10] Langberg, N., Sivaramakrishnan, K.. Voluntary disclosures and information production by analysts [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46: 78-100.
- [11] Shannon, C. E.. A mathematical theory of communications [J]. *Bell Systems Technical Journal*, 1948, 27(3): 79-423.
- [12] 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[J]. *金融研究*, 2011, (8): 111-127.
- [13] 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理结构报告[R]. 上海, 2008.
- [14] 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[J]. *会计研究*, 2008, (12): 47-55.
- [15] 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[J]. *会计研究*, 2006, (2): 19-22.
- [16] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. *经济研究*, 2006, (2): 69-79.
- [17] 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[J]. *西安交通大学学报(社会科学版)*, 2012, 32(1): 17-22.
- [18] 周开国, 李涛, 张燕. 董事会秘书与信息披露质量[J]. *金融研究*, 2011, (7): 167-181.