

关于上市公司信息披露的战略思考

黄中生,董必荣

(南京审计学院 审计与会计学院,江苏 南京 211815)

[摘要]信息披露是上市公司实现战略目标的一个重要工具,为此上市公司需要对信息披露进行战略管理。上市公司信息披露的战略效应主要表现为对公司融资约束、融资成本、市场竞争、公司形象与声誉、与投资者关系管理等方面的影响。因此,上市公司应从战略角度出发,遵循长期性、全局性和互动性的原则对信息披露进行管理,并按照战略管理的要求对信息披露的内容和时机等进行战略规划。

[关键词]上市公司;信息披露;公司绩效;盈余管理;企业价值;市场竞争力;投资者关系管理;智力资本会计

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)04-0081-08

一、引言

上市公司信息披露不仅关系到资本市场的有效性、投资者保护等重要问题,而且也会对上市公司的经营活动及其价值产生直接影响。信息经济学认为,信息披露可以缓解外部投资者与公司管理层之间的信息不对称以及由此而产生的代理问题,从而降低企业的权益资金成本和提高企业价值,主要原因在于信息披露可以提高股票的流动性、降低交易成本、增加投资者对证券的需求^[1]以及降低投资者对公司未来收益的估计风险,从而降低投资者的投资回报率^[2],由此企业的融资成本也会相应降低,但公司也要承担由于信息披露而可能产生的法律诉讼成本和专有成本^①等。也就是说,与公司的投资、营销行为一样,信息披露行为会对企业的经营活动及价值产生长期影响。

鉴于信息披露会对公司的经营活动产生长期影响,本文认为从战略角度来讲,信息披露是实现公司整体战略目标的重要工具。也就是说,公司的信息披露应服从于公司整体的战略要求,并做好自身的战略规划,只有如此才能获得理想的战略利益,原因在于只有坚定执行信息披露战略,信息使用者才能接受到一致、容易理解的信号并据此正确估价,上市公司才能获得最理想的披露效益^[3]。然而,在我国,上市公司披露信息主要是迫于监管和外界舆论的压力,上市公司对信息披露的理解更侧重于作为公司必须履行的一种强制性义务,而不是从公司战略角度向外部投资者揭示积极信息以提升公司的市场价值和绩效,因此上市公司信息披露不规范、不透明的问题依然非常严重^[4]。也就是说,目前相当多的上市公司仅仅将信息披露作为一种追求满足个人或者公司短期利益的战术策略,而没有将其作为一种可以实现企业战略目标的手段和工具,缺乏主动披露信息的内在动力。实际上,上市公司的确可以通过选择性披露信息甚至操纵信息而获得短期收益,但这些收益却有可能是以牺牲公司

[收稿日期]2014-12-22

[基金项目]江苏省教育厅高校哲学社会科学研究一般项目(2013SJB790040);江苏省高校优势学科建设工程项目(审计科学与技术);南京审计学院校级课题

[作者简介]黄中生(1970—),男,湖北云梦人,南京审计学院审计与会计学院副教授,主要研究方向为会计理论与智力资本会计;董必荣(1972—),男,安徽无为,南京审计学院审计与会计学院教授,硕士生导师,主要研究方向为智力资本会计。

①专有性成本是指与信息披露相关的成本,主要指竞争对手利用公司披露的信息而给公司带来的成本或者对公司产生的负面影响,因此专有性成本又称为竞争劣势成本。

的长期利益为代价的。例如,企业可以通过变更会计政策进行盈余管理来达到提高当期利润的目的,但是这种机会主义行为却可能遭到市场“用脚投票”的惩罚,而且公司的声誉也会因此受到损害,进而损害公司的市场价值和长期利益。曾颖和陆正飞研究发现,市场能够在一定程度上察觉上市公司的盈余管理行为并作出相应调整,上市公司会因为其机会主义行为而付出一定的代价^[5]。因此,信息披露不仅影响上市公司的短期利益,还会影响公司的长远利益,这就要求我们从战略高度对企业进行规划和管理。

二、信息披露:上市公司的一项战略行为

如今,作为企业实现经营目标、应对日益复杂和不断变化的外部环境的一种重要工具,战略管理已经成为一种思想、一种模式,其在企业的财务管理、营销与绩效评价等方面得到了广泛应用。在资本市场中,信息披露是上市公司的一项日常管理行为。上市公司的信息披露具有明显的经济后果,这种经济后果的影响是双重的,它不仅会影响市场参与者的利益,还会影响上市公司的未来经营发展。例如,若由于公司未能及时将相关信息披露给投资者而导致公司价值被低估,则会直接影响到公司新股的发行(包括发行能否成功以及发行价格的确定)或提高公司的融资成本,进而使公司错过有利的投资机会、抑制公司增长,甚至削弱公司的竞争力。当然,公司在向投资者披露研发、投资项目等私有信息的同时也会将这些信息披露给竞争对手,竞争对手可能会据此选取相应的竞争策略,从而对上市公司的竞争优势造成不利影响。因此,上市公司在披露这些信息时不仅要考虑资本市场的反应,还要考虑竞争对手在获知这些信息后可能在产品市场竞争方面所采取的措施,这就要求上市公司从战略角度来审视信息披露给企业市场竞争造成的影响。

上市公司信息披露的目标之一就是让投资者能够准确了解公司的整体战略以及相关经营行为后果,从而保证资本市场能够正确评估企业的价值。然而,要实现这种目标,上市公司必须坚持长期稳定的信息披露策略,持之以恒地保持高质量的信息披露水平,否则就不能保证公司的固有价值与潜在价值被市场所认识和发现。黄娟娟和肖珉研究发现,上市公司的权益资本成本不仅受上一年信息披露质量的影响,还受到前四年信息披露质量的影响^[6]。这一研究结果表明,要想达到某种预期效果,企业就需要保证信息披露的长期稳定性,因此企业要从战略角度对信息披露进行管理,以保证信息披露战略目标的实现。

上市公司的信息披露战略需要服从公司的总体战略,要与公司的战略意图保持一致,通过信息披露来传递公司的战略意图,只有这样才能使信息使用者准确理解与解释所观察到的公司生产、营销与财务政策,否则信息使用者就很难准确理解公司的相关经营行为,也很难理解上市公司信息披露所要传递的信息。例如,企业因战略转型而对原经营的相关资产计提减值损失,如果这一信息不能和企业的战略意图相配合,则很有可能被投资者认为是盈余操纵行为,从而直接影响企业的市场声誉和市场价格。因此,上市公司的信息披露战略既要反映公司的整体战略及其行为后果,又要为利益相关者所理解。如果信息披露战略没有被很好地计划和执行,就不能保证公司的经营行为得到投资者(包括公司的股票投资者和债权投资者)的理解、认可和支持,公司的战略目标可能就难以实现。因此,为实现公司信息披露所要达到的战略目标,上市公司需要将信息披露作为企业总体战略的一部分,从战略角度建立信息披露管理制度,包括信息披露战略目标的制定、实施、评价等。

三、上市公司信息披露的战略效应

信息披露战略是指企业基于自身状况,在充分考虑企业战略发展环境的基础上,根据持续性经营的管理目标和方案对企业信息披露做出长远规划与部署的战略安排^[7]。与人力资源战略、财务战略、营销战略等一样,信息披露战略已成为企业整体战略的重要组成部分。企业信息披露战略具备战

略的一般特征,但它又不同于其他战略:信息披露是连接企业与外部利益相关者的桥梁,信息披露质量会直接影响企业的融资额与融资成本、企业形象和市场声誉、企业的市场竞争力、企业与投资者之间的关系等,因此企业信息披露的战略效应是多重的。

(一) 信息披露与企业融资

信息披露质量的高低会直接影响企业融资的难易程度和融资成本的高低。在资本市场中,企业通过向投资者出售其股份来筹措资金,也需要通过披露信息来帮助投资者了解企业及其所投资项目的情况,以缓解融资约束的压力。信息披露水平的提高一方面可以降低企业和投资者之间的信息不对称程度,另一方面可以增加市场对企业的关注程度和信息中介对企业内部私人信息的挖掘,进一步提高公司的透明度,进而提高公司的融资能力。张纯和吕伟对我国证券市场进行研究后发现,高质量的信息披露能显著降低企业的融资约束^[8]。徐玉德等研究发现,信息披露水平的提高能显著降低企业的银行债务融资约束,信息披露质量高的公司更容易获得银行借款^[9]。

信息披露不仅可以帮助企业减轻融资约束,还可以缓解企业融资时因为信息不对称所面临的逆向选择问题,降低企业融资成本。Barry 和 Brown、Handa 和 Linn 从理论上证明了投资者会对信息披露质量较低的股票赋予更高的风险水平,投资者对这类股票的需求更少、出价更低、投资回报率要求更高,从而使公司的融资成本更高^[2,10]。Diamond 和 Verrecchia 认为企业如果增加信息披露,则可以吸引大投资者的投资或者降低不同类别投资者之间的信息不对称程度,从而增强股票的流动性和降低融资成本^[11]。总体来看,国外的理论和实证研究者普遍认为信息披露质量与股权融资成本之间存在负向关系,即信息披露质量较高公司的股权融资成本较低。汪炜等以我国上市公司为样本进行研究后发现,上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的融资成本^[6,11]。

(二) 信息披露与企业的市场竞争力

信息披露会对企业的市场竞争力产生影响。一方面,企业披露信息的目的之一就是为了解融资,以便获得更好的发展机会,使得企业不断发展壮大,从而能够在激烈的市场竞争中战胜对手。公司融资实质上是对资本市场高度稀缺的资源——风险资本的竞争,但资本市场上的资源是有限的,为了争夺投资者,企业就需要通过信息披露(不管是有利消息还是不利消息^①)向投资者展示自己的竞争优势和良好的发展潜力,从而将自己与竞争对手区别开来,以提高自身对投资者的吸引力。张纯等研究发现,企业提高信息披露水平有助于增强其融资能力^[8-9]。另一方面,企业的信息披露可能会影响企业在产品市场中的竞争地位。例如,如果上市公司披露与其未来发展密切相关的产品研发、投资等私有信息,其竞争对手就可以利用上市公司公开的信息采取相应的竞争策略,从而损害上市公司的竞争优势。因此信息披露是一把“双刃剑”,即信息披露既可以突出公司的竞争优势,展示公司形象,从而吸引投资者,提高公司的融资能力,同时也可能造成“泄密”,使企业的竞争对手受益,从而削弱公司的市场竞争力,这就需要公司经理人在进行信息披露时进行权衡,需要披露何种信息以及披露到何种程度应慎重考虑。

公司竞争战略理论认为公司的战略行为来自于对竞争者的市场反应,因此最有效的行为莫过于从竞争者那里获得其即将采取行动的信号^[12]。Wagenhofer 认为,如果上市公司不披露信息,那么竞争者采取的战略竞争行为可能就不符合公司本身的目标,甚至与公司的目标相反^[13]。也就是说,上市公司是否披露信息会影响竞争者的战略行为,从而间接影响公司目标的实现。因此,公司的信息披露策略与市场竞争密切相关,公司是否披露某些信息除了要考虑获取的收益外,还要考虑其竞争对手可能产生的反应以及这种反应对公司可能造成的预期影响,即信息披露需要在披露收益与保护产品

^①根据信号理论,公司披露不利信息显示了公司未来扭转局面的信心,披露有利消息则进一步将公司和其他对手区别开来,这都有利于公司在资本市场融通资金。

市场竞争优势之间进行权衡^[14]。

当然,上市公司还可以根据市场竞争的需要向市场或竞争对手披露有关行业竞争的信息,因为强烈的竞争信息披露可以打击潜在的竞争对手,从而用来对付潜在的威胁^[15]。因此,上市公司只有从战略高度做出的信息披露决策才有可能避免短期信息披露决策所带来的负面影响,并最终有利于竞争优势的获取^[16]。

(三) 信息披露与企业的市场形象和声誉

信息披露还能够为企业塑造良好的市场形象,从而帮助企业提升市场竞争力。根据印象管理理论,企业可以通过信息披露来影响企业信息的主要受众对企业的印象^①。企业信息披露的主要形式是财务报告,财务报告除了报表外,还包括报表附注及其他补充资料,其中报表附注及其他补充资料主要是通过文字语言来进行论述的,这样大篇幅的语言陈述就为公司管理方进行印象管理提供了空间^[17],而财务报告中的印象管理行为则成为构建企业形象的一个重要工具,因为上市公司的信息是向公众公开的,公司凭借财务报告这种正式规范的文件能够以极低的成本向公众宣传其良好的财务形象、产品形象、管理形象和社会形象^[17],这种印象管理行为有助于树立企业良好的市场形象。然而,值得注意的是,公司的印象管理行为必须建立在真实信息披露的基础之上,原因在于因印象管理而歪曲事实的行为一旦被资本市场识破、受到媒体质疑或被监管层发现,企业形象不但不能得到提升,反而会遭到破坏,甚至会给企业带来毁灭性的影响。例如,美国“安然”公司为了保持良好的业绩形象而隐藏亏损与负债的行为最终导致危机爆发、公司破产。

公司除了通过对强制性信息披露进行印象管理来影响企业形象外,还可以通过自愿性信息披露来提高公司在外部投资者心目中的形象和公信力,以提高公司声誉。上市公司的声誉是上市公司和投资者在不完全动态信息博弈中形成的。张宗新等研究发现,随着公司信息披露程度的提高,在信息揭示功能的作用下,“好”公司的声誉得到提升,而“坏”公司的声誉则会下降。因此,绩优公司会选择积极的信息披露策略来进行信誉投资,避免次品车效应下的公司价值“折价”^[4]。也就是说,为了获得良好的市场声誉,上市公司需要采取积极的信息披露策略。

此外,有效的信息战略管理还包括通过媒体传播来宣传公司,因为作为一种沟通的桥梁,媒体能在上市公司与投资者之间建立起广泛的联系,是影响公司形象的重要因素之一。因此,公司的信息披露战略需要注重与新闻、财经媒体之间的沟通,通过媒体将公司的好形象展现给社会大众。

(四) 信息披露与投资者关系管理

投资者关系是指运用金融、沟通和市场营销学的方法向公司现有投资者以及潜在投资者详尽地展示公司经营情况和发展前景的行为。投资者关系管理是一项实现公司价值最大化和股东利益最大化的战略管理行为,其目的是通过与投资者的沟通来加强投资者对公司的了解和认同,在投资者中树立良好的诚信形象,促进投资者与公司之间建立起一种长期、稳定的关系,以实现资本与产业的良性互动、投资者与企业的共赢。

在资本市场中,公司与现有股东、潜在投资者的沟通非常重要,完善而科学的投资者关系管理不仅可以使企业赢得投资者的广泛信任和支持,而且可以提高投资者的满意度和忠诚度,帮助企业树立良好信誉和获取资金支持,从而促进企业价值增值。Higgins 等构建战略沟通模型研究发现,上市公司通过投资者关系管理提高了信息披露的质量,降低了上市公司与投资者之间的信息不对称程度,增强了上市公司与投资者之间的相互信任,从而降低了权益资金成本和上市公司价值被低估的风险,进而有利于公司价值的最大化^[18]。李心丹等对我国上市公司的研究结果表明,具有良好投资者关系管理的上市公司通常具有较强的盈利能力和股本扩张能力,投资者也愿意为投资者关系管理水平高的

^①企业信息的主要受众包括现有与潜在的股票投资者、债权人、政府机构、供应商、客户等企业利益相关者。

公司支付溢价,良好的投资者关系管理能够提升上市公司价值^[19]。

投资者关系管理的核心在于有效沟通,企业若能及时、有效地与投资者进行沟通,就可以获得股东的理解和支持,增强投资者的信心。信息披露是企业与投资者沟通的主要渠道,它可以缩小公司与投资者之间的信息差距,增进投资者对公司的了解,因此有效的投资者关系管理离不开信息披露的战略规划。财务分析师协会在1988年因为Ryder公司提供了特别有用的补充财务数据来帮助投资者对公司的复杂和有争议的行为进行独立判断而对其信息披露给予了很高的评价^[20]。我国的深交所也将持续自愿披露信息作为投资者关系管理的重要途径。

四、信息披露战略管理的原则

从前面的分析我们可以看出,上市公司的信息披露会直接影响到公司的融资约束及融资成本、市场竞争力、企业形象与声誉、公司与投资者的关系,从而对公司的长期发展和价值产生战略性影响。因此,企业的信息披露应该从战略角度去思考,按照战略管理的要求,遵循长期性、全局性、互动性的原则,从总体上对信息披露进行战略管理,为企业的总体发展战略服务。

第一,长期性。企业在进行信息披露时既要注意信息披露对企业的短期影响,也要注意信息披露对企业的长期影响,主要表现为对企业的形象与声誉、核心竞争力以及投资者关系的影响,因为企业的形象和声誉、良好的投资者关系需要长时间的沟通和信任才能形成,这就要求上市公司注意信息披露的持续性和披露信息内在的一致性。如果公司缺乏稳定的信息披露框架,信息披露只是针对某一具体经济事项或者某种短期目标,则信息使用者对单一信息的解读就有可能千差万别,而且基于不同短期目标的信息所传递的信号可能相互抵消,因而不利于公司战略的实现^[3]。此外,不均衡的信息披露对投资者而言意味着较大的风险,这与信息披露是为了降低投资者的信息风险这一目标相悖,从而难以实现信息披露的长期战略收益。

第二,全局性。信息披露尽管属于公司某一特定时点的行为,但如果信息披露不能从全局出发,过度注重公司的短期利益(如股价的短期上涨或者管理层的个人利益),则就有可能损害公司的声誉、市场竞争力以及投资者关系,最终对公司的价值造成损害。因此,信息披露应该适应企业长期发展的需要,服从于企业的整体战略,服务于企业核心竞争力的提升和企业价值的创造。

第三,互动性。企业的信息披露政策会直接影响企业和利益相关者之间的关系,因此企业要想获得利益相关者的理解和支持,就应该主动与投资者沟通,通过披露信息来影响利益相关者对企业的看法。企业在进行信息披露时应注意与利益相关者之间的互动,要根据信息披露环境的变化适时披露利益相关者所关注的信息。由于利益相关者对企业披露的信息内容的期望会随时间和社会环境的不断变化而变化,因此企业的信息披露战略以及信息披露内容也要随之改变,以满足利益相关者对企业信息的需求,获得他们的支持。例如,随着政府和社会公众对环保的日益关注,企业可以通过增加披露环境保护方面的信息来取得政府的支持以及社会公众对企业的认同和好感。另外,投资者关系管理也需要上市公司在向投资者传递信息的同时向投资者收集信息,因此上市公司和投资者在信息传递和沟通方面是一个双向、互动的过程。

五、战略视角下上市公司信息披露的管理

企业战略管理一般包括战略目标的制定、战略实施、战略分析和评价等内容。信息披露战略就是根据企业总体战略目标,在分析企业内外部环境的基础上确定信息披露战略目标,据此组织安排信息披露的实施、分析和评价,最终确保其战略目标的实现。因此从战略角度来讲,企业在对信息披露活动进行管理时就应该按照战略管理的要求,全面分析企业自身所处的环境、发展阶段、行业发展前景、在同行业竞争中的地位以及所拥有的优势和存在的问题,并在企业总体目标的指引下制定信息披露

的战略目标。

按照财务学的观点,企业经营的最终目标是实现企业价值的最大化,而企业价值取决于企业的未来现金流量和贴现率,其中未来现金流量与企业的市场竞争力密切相关,而贴现率与企业的资金成本有关。就此而言,企业信息披露战略目标主要表现为以下两方面:一是尽可能地降低企业的资金成本,二是降低企业的融资约束,保持或获得竞争优势。前者会直接降低企业价值评估的贴现率,后者则能够强化企业的市场竞争优势。当然,企业的信息披露战略目标需要结合企业当前的任务以及企业所处的市场环境和发展阶段等综合因素来确定。企业信息披露战略目标与企业价值实现之间的关系详见图 1。在确定了信息披露的战略目标以后,企业就需要对信息披露战略进行管理。信息披露的管理也是信息披露战略实施和实现的过程,其内容主要包括披露什么、何时披露、披露到什么程度、面对竞争对手的披露会做出什么反应,这些都是信息披露战略需要解决的问题。

从信息披露的内容来看,信息披露分为强制性信息披露和自愿性信息披露。根据信息披露战略的性质和要求,企业可以就强制性信息披露和自愿性信息披露按照不同的要求和原则进行管理,分别确定其需要披露的内容以及披露的程度。由于证券监管机构对于强制性信息披露有明确、具体的

规定,因此上市公司对于这类信息披露应根据相应法律、法规或者准则的要求来操作。当然,尽管法律法规对强制性信息披露的要求非常严格,但企业仍然可以在法律或准则允许的范围内对需要披露的信息进行选择,以实现企业的战略目标。例如,企业可以在会计准则允许的范围内选择最合适的会计政策,从而将管理层对公司未来发展的估计通过会计政策的选择传递给投资者,帮助投资者发掘企业的内在价值。由于强制性信息披露是最基本的信息披露要求,而投资者对上市公司的信息需求呈现多样化的特点,因此单一的强制性信息披露既不能适应投资者信息需求的变化,也不能实现企业防止由于信息不对称所导致的价值被低估的战略目标,这就需要企业加强对自愿性信息披露内容及披露程度的管理,通过自愿性信息披露来增加公司的透明度,以实现信息披露的战略目标。

自愿性信息披露是指上市公司主动披露的而非会计准则和证券监管部门明确要求的基本财务信息之外的信息^[21]。自愿性信息披露是对强制性信息披露的补充,它既可以帮助利益相关者正确评价公司,又有助于将该企业和其他企业有效区别开来,从而提高企业的市场声誉和市场竞争力。普华永道会计师事务所在 1998 年对 82 家规模较大的瑞士公司进行调查的结果显示:80% 的经理人承认自愿性信息披露能够提高投资者对经理人的信赖程度和获得市场中介机构更多的关注,65% 的经理人认为增加自愿性信息披露有助于企业在资本市场中获得更多的资本和提高股东价值^[22]。这些调查结果和学者们对自愿性信息披露的研究结论是相一致的。

与强制性信息披露相比,自愿性信息披露是上市公司主动披露的,其目的是为了更好地了解投资者的信息需求,它具有个别性、差异性的特征,是信息披露战略中的重要组成部分,也是上市公司展示其核心竞争力、使投资者了解公司的竞争优势、增强投资者信心的一个重要手段。普华永道会计师事务所在 1998 年的调查结果显示:70% 的经理人相信自愿性信息披露的具体内容应侧重于展示公司的“核心能力”,突出公司的“竞争优势”^[22]。FASB 在 2001 年发表的《改进财务报告:提高自愿性信息披露》的研究报告中显示:美国的石油、化工、计算机等八个行业中最大的上市公司主要围绕“核心能力”开展自愿性信息披露。由于披露核心能力信息不仅不会削弱竞争优势,反而会强化竞争优势,形成一种“强者愈强,弱者淘汰”的冲力效应^[23],因此自愿披露信息既是向利益相关者展示企业核心能力的一种形式,也是企业的一种竞争手段,是企业核心能力的一个组成部分。

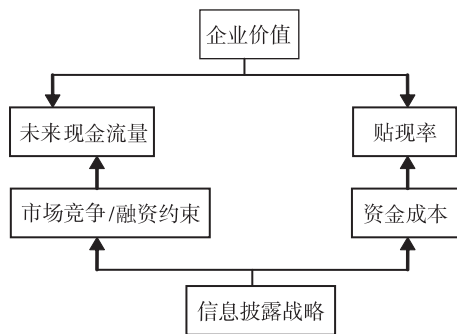


图 1 信息披露战略与企业价值实现

由于自愿性信息披露在信息披露战略中占有重要地位,因此如何确定自愿性信息披露的内容及披露的程度非常重要。FASB 在 2001 年提出了一个自愿性信息披露的战略分析框架,具体包括 5 个步骤:(1)确认公司成功的关键因素,即“核心能力”;(2)确认管理层的战略和计划;(3)确认经营数据与业绩计量标准;(4)评判披露对竞争态势的影响;(5)进行自愿披露。上市公司可以根据上述自愿性信息披露的框架,结合公司自身的实际情况和外部环境的变化情况,在权衡信息披露对竞争态势的影响以及信息披露成本和收益的基础上,尽可能地将公司真实、全面、前瞻性的信息传递给投资者,以突出自己的竞争优势,实现企业信息披露的战略目标。另外,自愿性信息披露需要注意与强制性信息披露的协调,其战略管理要求不仅要采用恰当的方式披露对己有利的信息,还要采用恰当的方式披露对己不利的信息或者对外界的反应迅速做出反馈,这既可以使公司价值充分被市场所认识,又可以树立公司的市场公信力和声誉,维护良好的投资者关系。

正如 FASB 于 2001 年在自愿性信息披露战略分析框架中所指出的一样,企业在确定信息披露内容及披露程度时还需要评估信息披露对企业市场竞争力的影响,因为信息披露会向产品市场中现有和潜在的竞争者传递信号,这些信号被市场竞争者接收后会直接影响其市场行为,因此上市公司可以通过信息披露的内容来强化自身的竞争优势。例如,上市公司可以通过披露行业竞争的信息来展现自己的竞争能力,以达到影响市场竞争者决策行为的目的,而自愿披露行业竞争信息就是对潜在竞争者的一个好办法,这说明企业会根据产品市场的竞争情况来相应地调整其信息披露的策略^[24]。根据竞争理论的说法,公司的信息披露程度取决于竞争对手可能的反应,也就是说,公司在进行信息披露时需要评估竞争对手可能因此在产品市场中所采取的措施,然后决定信息是否披露以及披露的程度。

信息披露战略管理中还应注意信息披露的时机管理。信息披露的时机是指信息披露的具体时点,它主要与投资者关系管理有关,不论是强制性信息披露还是自愿性信息披露,上市公司都可以对信息披露的时机进行选择,恰当的时机选择可以强化信息披露的正面效果和降低信息披露所产生的负面效应。现有的经验研究结果表明,上市公司可以采取相机信息披露策略,通过寻求信息披露的最佳时机使得信息披露对企业产生最有利的效果。但需要注意的是,信息披露时机管理产生的效果应从全局和长期来进行评估,而不是以短期的股价上涨为依据,即信息披露的时机管理必须以不损害信息披露的质量和投资者关系为前提。为了建立和维护一个良好的投资者关系,上市公司应形成和保持一致、连贯的信息披露战略,包括一个及时披露重要信息的内部程序,并且制定具体的披露计划,以应对突如其来的投资者信任危机^[25]。

总体而言,信息披露战略管理需要对企业信息披露的内容、信息披露的程度、信息披露的时机进行有效整合,以保证信息披露战略的实现。上市公司在进行信息披露时需要立足公司现实,抛弃只注重当前利益、急功近利的短期行为,在充分考虑信息披露对公司长期发展影响的基础上,制定恰当的会计披露政策,对公司的信息披露特别是自愿性信息披露进行长远规划和部署,以实现公司的战略目标和战略利益。

参考文献:

- [1] Diamond D, Verrecchia R. Disclosure, liquidity, and the cost of capital[J]. *Journal of Finance*, 1991, 46: 1325 - 1359.
- [2] Barry C B, Brown S J. Differential information and the small firm effect[J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13: 283 - 295.
- [3] 王雄元, 刘焱, 高祯. 基于核心竞争力的信息披露管理研究[J]. *审计与经济研究*, 2008(1): 97 - 100.
- [4] 张宗新, 朱伟骅. 增强信息透明度能否提升公司价值? [J]. *南方经济*, 2007(7): 47 - 59.
- [5] 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 - 80.

- [6]黄娟娟,肖珉. 信息披露、收益不透明度与权益资本成本[J]. 中国会计评论,2006(4):69-85.
- [7]宋献中. 论企业核心能力信息的自愿披露[J]. 会计研究,2006(2):47-52.
- [8]张纯,吕伟. 信息披露、市场关注与融资约束[J]. 会计研究,2007(11):32-39.
- [9]徐玉德,李挺伟,洪金明. 制度环境、信息披露质量与银行债务融资约束[J]. 财贸经济,2011(5):51-57.
- [10]Handa P,Linn S. Arbitrage pricing with estimation risk[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1993,28:81-100.
- [11]汪炜,蒋高峰. 信息披露、透明度与资本成本[J]. 经济研究,2004(7):107-114.
- [12]Gatignon H. Competition as a moderator of the effect of advertising on sales[J]. Journal of Marketing Research,1984,21:387-398.
- [13]Wagenhofer A. Voluntary disclosure with a strategic opponent[J]. Journal of Accounting and Economics,1990,12:341-363.
- [14]Verrecchia R. Market liquidity and volume around earnings announcements[J]. Journal of accounting and economics, 1994,17:47-68.
- [15]Darrrough M N,Stoughton N M. Financial disclosure policy in an entry game[J]. Journal of accounting and economics, 1990,12:219-243
- [16]王雄元,刘焱. 产品市场竞争与信息披露质量的实证研究[J]. 经济科学,2008(1):92-103.
- [17]孙曼莉. 论上市公司信息披露中的印象管理行为[J]. 会计研究,2003(4):40-45.
- [18]Higgins R B,Brendan D B. How corporate communication of strategy affects share price[J]. Long Range Planning, 1992,25:27-35.
- [19]李心丹,肖斌卿,张兵,等. 投资者关系管理能提升上市公司价值吗? [J]. 管理世界,2007(9):117-128.
- [20]Lev B. Information disclosure strategy[J]. California management review,1992,34:9-32.
- [21]FASB. Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, steering committee report,business reporting research project[R]. 2001.
- [22]宋献中. 论企业核心能力信息的自愿披露[J]. 会计研究,2006(2):47-52.
- [23]何卫东. 上市公司自愿性信息披露研究[R]. 深交所综合研究所研究报告,2003.
- [24]樊铮,张继东. 竞争战略与竞争信息自愿性披露[J]. 中国会计评论,2010(3):313-322.
- [25]马连福,沈小秀. 将信息披露上升到战略导向的投资者关系管理[J]. 资本市场,2011(7):118-119.

[责任编辑:王丽爱]

A Study on Information Disclosure Strategy of Listed Companies

HUANG Zhongsheng, DONG Birong

(School of Auditing and Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China)

Abstract: Information disclosure should be managed strategically, which is the important tool to achieve strategic objectives of listed companies. The strategic effects of listed companies' information disclosure mainly include corporation financing constraints and financing cost, market competition, the company's image and reputation, and investor relationship management and so on. From a strategic point of view, listed companies should manage information disclosure by following long-term principle, overall effect principle and interactive principle and plan how and when to disclose information strategically.

Key Words: listed companies; information disclosure; corporate performance; earnings management; enterprise value; market competition; investor relationship management; intellectual capital accountant