信息发布者与资本市场效率*

毛新述　王　斌　林长泉　王　楠

内容提要：关于资本市场效率的现有研究主要集中在对信息披露数量和质量、证券分析师、信息媒介的作用以及投资者对信息的解读等方面，却忽略了信息发布者自身对市场效率的改善作用。本文以我国上市公司财务总监（CFO）兼任董事会秘书（董秘）这一独特视角为切入点，考察了公司信息发布者对资本市场效率的影响。研究发现：CFO 兼任董秘的公司，其盈余的价值相关性更高，盈余公告后的漂移现象更低，且投资者不存在对盈余组成信息的错误定价。这表明由 CFO 兼任董秘，能够更有效地传递信息，从而提高资本市场效率。本文首次证实了公司信息发布者对资本市场效率的影响，同时也为我国上市公司 CFO 兼任董秘这一自发的制度安排提供了理论证据。

关键词：信息发布者　资本市场效率　财务总监　董事会秘书

一、引　　言

资本市场是一个信息驱动的市场。充分的信息及有效传递是其发挥资源配置功能的重要保证之一。因管理者和投资者之间的信息差异和相互冲突动机导致的信息问题，有可能导致资本市场分配资源的机会丧失（Akerlof，1970），因此，资本市场产生了对信息披露监管、自愿信息披露和信息中介服务等多方面的需求，同时也催生了信息披露制度、公司投资者关系管理、证券分析师和评级机构等制度安排的出现。信息问题的解决不仅取决于信息披露本身的数量和质量，而且还取决于信息媒介的分析和投资者的解读。例如，那些没有受过足够训练、没有相应技能和时间的人很难利用公开财务报表信息进行公司估值，并作出恰当的交易决策（Duarte et al.，2008）。事实上，分析师、机构投资者和媒体在其中发挥着重要作用。例如，Barth & Huttton（2004）发现，分析师跟踪度高的公司的股票价格比那些跟踪度低的公司的股票价格，能够对应计项目和现金流信息作出更快的反应。Fang & Peress（2009）发现，大众媒体对信息的广泛传递会显著降低公司未来的股票回报。①

资本市场信息传递是由信息发布者发出，经过媒介，传递给信息接收者的动态过程。已有研究主要关注公司信息披露、信息媒介在传递信息及提升资本市场效率方面的积极作用，但却忽略了公司信息发布者②自身在改善资本市场效率方面的价值。事实上，公司信息发布者通过发布财务报告、举办新闻发布会、举行电话会议、同分析师和机构投资者进行沟通等各项管理活动，在信息传递

*　毛新述、王斌、林长泉、王楠，北京工商大学商学院，邮政编码：100048，电子信箱：maoxinshu@163.com，bwing65@sina.com，lchq001@163.com，wangnan5819356@163.com。本文的研究得到了国家自然科学基金项目（71202023）、教育部人文社会科学研究项目（12YJA790132，10YJC790190）、北京市属高等学校人才强教深化计划“创新人才建设计划”项目（PHR201006128）、国有资产管理协同创新中心的资助。作者感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

① 即大众媒体对公司信息的传递越广泛，公司与投资者之间的信息不对称程度越低，投资者要求的回报越低（公司未来股票的回报越低）。

② 尽管证券分析师、机构投资者也会发布有关上市公司的信息，但本文中公司信息发布者特指上市公司自身设置的专门负责信息发布的人员。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

中发挥重要作用。在公司实践中,公司信息发布者被制度化为公司董事会秘书(以下简称“董秘”)。无论是最早设立董秘制度的英美法系,还是我国上市公司实践,相关法律规则都明确要求公司设董秘一职,并由他(她)负责公司信息披露和投资者关系管理。

董秘作为公司的信息发布者在信息传递中起着举足轻重的作用。其专业背景、沟通协调能力、职业操守甚至其情感状态等等,都有可能影响投资者的决策。一项有关信息发布时的情感状态的研究表明,公司电话会议中管理者情感状态会对公司同期股票回报具有显著影响(Mayew & Venkatachalam,2012)。因此“由谁担任董秘”极有可能对信息传递过程及资本市场效率产生直接影响。另外,我们通过对上市公司的统计也发现一个有趣现象:作为公司专门的信息发布者的董秘,越来越多地由财务总监(CFO)兼任,数据表明从2001年的3.62%上升到2010年的11.59%,呈逐年上升趋势(见图1)。

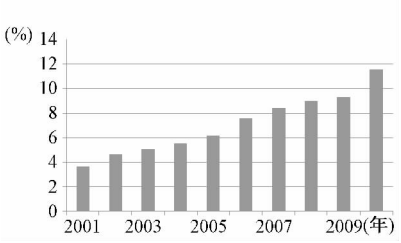


图1 2001—2010年上市公司CFO兼任董秘的公司比例

我们的问题是:公司信息发布者这一角色的差异对资本市场效率是否以及会产生怎样的影响?本文以我国上市公司CFO兼任董秘为切入点,基于公司透明度视角,从盈余价值相关性、盈余公告后的漂移现象(post-earnings-announcement drift,PEAD)和应计异象(accrual anormilies)三方面考察了公司信息发布角色对资本市场效率的影响。研究发现,CFO兼董秘的公司,其盈余的价值相关性更高,盈余公告后的漂移现象更低,且投资者不存在对盈余组成信息的错误定价。这一实证结论表明:由CFO兼董秘确实能够更有效地传递信息,提高资本市场效率。在考虑内生性问题后上述结论依然成立。这一结果验证了公司信息发布者对资本市场效率的影响,同时为上市公司中越来越多CFO兼任董秘的现象提供了解释,并间接为公司高管团队角色之间的分工协作安排提供了参考依据。

本文的贡献主要为:(1)证实了公司信息发布者对资本市场效率的影响,对现有有关资本市场效率的研究进行了有益补充。已有的大量文献从价值相关性角度考察了财务信息(Kothari,2001)和非财务信息(Amir & Lev,1996;Feldman et al.,2009)对股票价格的影响,本文则从信息传递这一视角考察了公司信息发布者对财务报告信息市场反应的影响。(2)从公司与投资者沟通视角补充了Bushman透明度的分析框架和投资者关系管理文献。Bushman et al.(2004)提出的透明度框架,没有考虑公司信息发布者和投资者的沟通在改善公司透明度方面的作用,本文从公司信息发布者的角度对这一框架进行了重要补充。(3)从市场效率角度为上市公司高管中CFO兼任董秘的现象提供了解释。现有研究显示,CFO的特征会显著影响财务报告质量(Aier et al.,2005),董秘设置会显著影响信息披露质量(周开国等,2011)。本文从公司信息发布者的角度,考察了实务中广泛存在的CFO和董秘的两职合一对盈余信息披露有用性的影响。现有投资者关系管理文献强调了公司与投资者沟通的重要性,本文则更深入地探讨了信息发布者角色对投资者决策产生的影响。

二、文献回顾

Fama(1970,1991)将有效市场定义为“证券价格完全反映了所有可获得信息”的市场。投资者、公司高管、准则制定者和其他市场参与者都对信息的证券市场有效性感兴趣,因为证券价格决定了财富在公司和个人之间的分配,而证券价格又直接受信息的影响(Kothari,2001)。然而,投资者并不能对信息进行正确解读。例如,盈余公告向股票市场传递的信息十分有限,公司盈余与股票回报之间只存在微弱的联系,且在最近几十年呈下降趋势(Ball & Shivakumar,2008;Brown et al.,1999;Lev,1989);公司盈余公告后存在漂移现象(于李胜、王艳艳,2006;赵宇龙,1998;Bernard &

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Thomas,1989; Foster et al.,1984)、功能锁定现象(Hand,1990)以及市场异象现象,包括盈余和现金流异象(Basu,1977,1983; Lakonishok et al.,1994)和应计异象(李远鹏、牛建军,2007; 宋云玲、李志文,2008; Collins & Hribar,2000; Sloan,1996; Xie,2001)等。

事实上,投资者不能正确解读信息的主要原因可以从信息发布、信息接收和信息媒介三个方面来解释。

从信息发布来看,影响投资者不能正确解读信息的主要原因是信息不透明,而信息不透明很大程度上是由于公司管理层不能及时和充分地向外部投资者披露公司的真实状况所引起的。这些信息包括财务报告信息和公司治理信息,前者如财务信息披露的强度、计量原则、及时性与审计质量,后者如董事和 CEO 的特征、薪酬和持股,以及其他主要股东的身份特征和持股等(Bushman et al.,2004)。从公司角度来看,除了充分、及时的信息披露外,也越来越强调信息发布者与投资者的沟通,即投资者关系管理。Higgins & Bannister(1992)认为投资者关系管理可以提高公司可信度。而公司可信度的提高,意味着公司的信息披露越公开、透明,投资者对公司的前景越充满信心(Diamond & Verrecchia,1991; Lev,1992)。

从信息接收来看,现有研究基于行为金融理论,从投资者有限关注(limited attention)角度来分析投资者不能正确解读信息的原因。有限关注理论认为,人们在处理信息和同时进行多项任务时,存在着能力和精力上的局限性,导致处于有限关注状态的投资者对信息的处理能力受限,往往不能够迅速充分地理解盈余信息,从而导致暂时性定价偏差发生。投资者因不具备充分处理和吸收所有可得信息的精力、能力,会导致对联系股票基本面的相关信息反应不足(Engelherg et al.,2009)。李小晗、朱红军(2011)以投资者在不同周期阶段中有差异的关注程度作为切入点,考察了投资者关注程度对其解读信息能力的影响。研究发现,当投资者关注程度不足时,对信息的即时解读效率降低,解读滞后增加; 反之,当关注程度增加时,即时解读效率提高,解读滞后减少。许年行等(2011)基于信息传递模式和投资者心理偏差的视角,对"惯性"和"反转"与股价同步性之间的关系进行了系统的分析、检验和解释。

信息媒介作为联系信息发布者和信息接收者的桥梁,在提高投资者的信息解读能力方面发挥着重要作用。作为信息媒介的重要组成部分,证券分析师和机构投资者在增进市场运行效率的作用,在成熟资本市场已得到普遍认同。证券分析师的介入过程为分析师降低上市公司盈余管理行为造成的信息不对称提供了有效途径(潘越等,2011)。Ayers & Freeman(2003)发现,受分析师跟踪和机构投资者偏好的公司,相对其他公司而言,其股价能更早反映未来盈余信息。朱红军等(2007)的研究表明,总体而言,证券分析师的信息搜寻活动能够提高股票价格的信息含量,使其包含更多公司基本面的信息,降低股价的同步性,从而增强价格对资源配置的引导作用,提高资本市场的运行效率。冯用富等(2009)研究发现,随着机构投资者规模的扩大,机构之间盈利的竞争会使上市公司特质信息的挖掘更为充分,股价对信息的反应更为准确与及时。潘越等(2011)研究得出,在我国投资者法律保护环境尚不理想的情况下,证券分析师作为一种有效的法律外替代机制,其对股票的关注大大降低了信息不透明对个股暴跌风险的影响。

上述文献从信息发布内容(如披露的内容与及时性,投资者关系管理)、信息媒介(如证券分析师、机构投资者)、投资者行为、特征等方面对投资者不能正确解读信息的原因进行了解释。本文则以我国上市公司 CFO 兼任董秘为切入点,考察公司信息发布者角色对资本市场效率的影响。

三、理论分析与假设提出

信息经济学认为,信息是决策中必须依赖的关键要素。不完全信息、非对称信息所导致的信息差异是降低市场效率的主要原因。一般来说,投资者所拥有的信息越及时、充分,则投资决策越准

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

确越科学,资本市场效率越高。但是收集决策信息是有成本的,信息成本的存在,使得每个投资者拥有信息的愿望和程度不等,有人愿意付费而多得到信息,其他人则可能相反,因此产生了信息分布的不完全、不对称性。信息的不对称性产生了逆向选择(事前)和道德风险(事后)两类代理人问题,信息经济学的核心在于通过机制设计来降低两类代理人问题对市场效率的影响(Rothschild & Stiglitz, 1976; Spence, 1973)。

因此,通过提高信息披露水平和加强投资者关系管理,降低信息不完全和不对称,提升公司透明度,改善市场流动性和效率,是资本市场监管和公司信息披露政策的重要内容。无论是公司信息披露,还是投资者关系管理,信息发布者都扮演着重要的角色。根据法律规定,或在公司实践中,董秘负责公司信息发布和投资者关系管理。然而,如何对董秘制度进行设计,从而通过市场,使信息及时充分地从知情的一方传递到不知情的一方,提高投资者对公司披露信息的反应效率,仍然是公司信息披露实践中一个重要的探索领域。例如,由 CFO 兼任董秘就是一种重要的董秘制度安排。在美国,相当多公司由 CFO 负责投资者关系管理。美国投资者关系协会(NIRI)公布的 2005 年投资者关系执行人评估调查报告显示,69% 的美国公司投资者关系管理者要向 CFO 负责。在我国,越来越多的上市公司由 CFO 兼任董事会秘书,其比例从 2001 年的 3.62% 上升到了 2010 年的 11.59%。

董秘由 CFO 兼任,对投资者决策的影响可以从透明度角度解释。公司透明度是指上市公司外部人员对公司特定信息的获取能力,作为一个多维系统的联合产出,在这一系统中,其不同组成部分共同向市场参与者生产、收集、证实和传递信息(Bushman et al.,2004)。从公司信息发布者的角度看,由 CFO 兼任董秘,可以向资本市场更有效地传递信息,从而提高市场效率。一方面,CFO 作为公司财务工作负责人,直接参与公司战略制定、战略落实和重要经营事项决策,对公司经营情况了解更为详细深入,而这些内容往往是董秘与投资者沟通的重点。另一方面,在资本市场信息传递过程中,信息发布者因自身能力、角色等可能对投资者决策产生影响。因为发布者所发布的信息能否被投资者所吸收并据以修正其“先验概率”和做出投资决策(Scott, 2003),在很大程度上取决于信息的内含价值,即信息的专业性、可信性、可理解性。在公司信息披露中,财务报告信息披露占据着核心地位。考虑到会计准则的复杂性和技术性,以及财务报告中涉及大量对交易和财务处理的判断,作为公司信息披露主要责任人的董秘,由 CFO 兼任,可以更加深入和详尽地为投资者提供财务数据及背后所隐含的经济含义,确保信息披露的完整性和信息解释的专业性、可信性和可理解性,从而增强投资者对公司信息披露的市场反应。

特别是,当信息披露中越来越强调加强与投资者的直接沟通和交流时尤为如此。例如,我国深圳证券交易所 2006 年 1 月颁布的《中小企业板投资者权益保护指引》,以及 2009 年 7 月颁布的《创业板股票上市规则》,要求上市公司加强与中小投资者的沟通和交流,建立和投资者沟通的有效渠道,定期与投资者见面。在这种情况下,由 CFO 兼任董秘,同时负责财务报告和投资者关系管理,将公司信息生产和信息发布两项职责统一赋予公司信息发布者,可以更加有效地对财务报告信息进行传递和解读,增强投资者对公司的信心,从而提高资本市场对财务报告信息的反应效率。

基于以上分析,我们提出如下基本假设: CFO 兼任董秘,可以提高公司透明度,促进资本市场效率的提高。

本文从盈余价值相关性、盈余公告后的漂移和应计异象三个角度来验证上述基本假设。

(一) CFO 兼董秘与盈余价值相关性

会计信息是投资者进行股票定价的重要信息来源,基于会计信息的市场效率研究构成了资本市场效率研究的重要组成部分。目前,在满足投资者决策的信息中,财务报告仍然是最主要的来源。而在财务报告信息中,作为综合反映企业经营业绩的盈余指标最重要。自 Ball & Brown

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(1968) 以来,大量研究考察了会计数据和股票价格之间的经验联系(价值相关性),以评估会计数据的有用性。尽管盈余对股票回报的解释力有限,并在最近几十年呈下降趋势,但同其他竞争性的信息相比,如分析师预测,盈余依然是投资者决策最倚重的指标之一(Francis et al.,2002)。Graham et al.(2005) 的研究显示,CFO 认为外部投资者考虑的关键指标是盈余而不是现金流,并且满足或超过外部投资者的盈余预期是十分重要的。财务信息仍是机构投资者关注的重点(潘琰、辛清泉,2004)。

作为企业综合业绩反映的每股盈余,体现了公司战略,是产品市场和资本市场竞争的综合结果。投资者通常很难"看穿"每股盈余背后的全貌,而是简单"功能锁定"于盈余本身。由 CFO 兼任董秘,能够有效"描绘"公司业绩背后隐含的公司战略信息和生产经营管理信息,从而更好地向市场传递信息,提高盈余的价值相关性。因此,提出如下假设:

假说 1:CFO 兼董秘,可以提高盈余的价值相关性。

(二) CFO 兼董秘与盈余公告后的漂移

盈余公告后的漂移 (PEAD) 是指在盈余公告后,如果未预期盈余是正的,则存在正的超常收益,股票价格将持续向上漂移;如果未预期盈余是负的,则存在负的超常收益,股票价格将持续向下漂移(Liang,2003)。大量研究考察了如何降低普遍存在的盈余公告后漂移现象,以改善资本市场效率。Bartov et al.(2000) 证明,机构投资者比例高的公司其漂移较低,原因在于机构投资者作为聪明的投资者,很少会产生反应不足;Mikhai et al.(2003) 研究结果表明,如果公司被有经验的分析师跟踪,则盈余公告后漂移的幅度较小。上述研究表明,PEAD 现象主要是由于散户投资者不能正确理解盈余的时间序列特征造成的。于李胜、王艳艳(2006) 的研究表明,信息质量的差异会造成信息使用者的认知偏差以及市场进行资产定价的偏差,这是我国上市公司 PEAD 现象持续存在的重要原因之一。

由 CFO 兼任董秘,一方面有利于 CFO 根据投资者的需求提供高质量的财务报告信息,降低信息不确定性,另一方面则有利于更好地实现公司和金融中介、机构投资者、中小投资者之间的沟通,提高了投资者对公司信息的解读能力。因此,提出如下假设:

假说 2:CFO 兼董秘,可以降低公司盈余公告后的漂移现象。

(三) CFO 兼董秘与应计异象

尽管盈余在满足投资者决策方面发挥了重要作用,但大量研究发现,投资者只能机械地对会计盈余总额做出反应。Sloan(1996) 首先检验了现金流量和应计利润在预测企业未来盈余能力上的差异,继而发现市场"功能锁定"于会计盈余总额,而无法区别两者之间的差异,从而导致了对应计利润的错误定价,即应计异象的产生。

产生应计异象的主要原因是投资者功能锁定于公司盈余,无法区分盈余不同组成部分的持续性以及对市场的影响。而且由于处理会计信息的成本过高,导致投资者只采用简单的方式来解释会计信息的价值相关性,从而导致了应计盈余的错误定价。

由公司 CFO 兼任董秘,不仅可以更好地解释盈余、应计盈余和现金流量之间的关系及其持续性,而且可以更好地解释盈余、应计盈余和现金流量对市场的影响,从而能够提高公司股票市场对公司盈余及盈余组成信息的反应程度。因此,提出如下假设:

假说 3:CFO 兼董秘,可以降低投资者对应计项目和现金流的错误定价程度。

四、实证检验与内生性讨论

(一) 样本选择与数据来源

由于 1999 年以后我国上市公司年报才开始披露高管团队成员的详细信息,因此本文以

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

1999—2010 年沪深两市的 A 股上市公司,剔除仅发行 B 股、创业板的公司,以及金融行业的公司后作为初始研究样本,初始样本量为 12725 个,其中 CFO 兼任董秘的样本量 849 个,CFO 未兼任董秘的样本量为 11876 个。① 其中,CFO 是指公司的首席财务官、财务总监或总会计师。董秘是指公司财务报告中披露的董事会秘书。数据来自 CSMAR 数据库。

(二) 模型与变量测度

1. CFO 兼董秘与盈余价值相关性

本文在报酬模型和价格模型的基础上,利用模型(1) 和模型(2),检验 CFO 兼任董秘,盈余和未预期盈余对投资者的增量决策的有用性。

$$R_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{jt}/P_{jt-1} + \beta_2 \Delta EPS_{jt}/P_{jt-1} + \beta_3 CFOSEC_{jt} + \beta_4 CFOSEC_{jt}(\Delta EPS_{jt}/P_{jt-1}) + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

$$P_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{jt} + \beta_2 BV_{jt} + \beta_3 CFOSEC_{jt} + \beta_4 CFOSEC_{jt} E_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

其中, R_{jt} 是指市场回报,由 RET_{jt} 和 $ARET_{jt}$ 衡量, RET_{jt} 是指 j 公司 t 期间(当年 1 – 12 月) 的持有期回报率,等于 $(P_{jt} + d_{jt} - P_{jt-1})/P_{jt-1}$, P_{jt} 是公司 j 在 t 期的股票价格, $ARET_{jt}$ 是指 RET_{jt} 扣除市场持有期回报率后的超额持有期回报; EPS_{jt} 为公司每股收益, ΔEPS_{jt} 为未预期盈余,等于 $EPS_{jt} - EPS_{jt-1}$ (本文还将使用考虑分析师预测盈余计算未预期盈余进行敏感性分析,即 $\Delta E_{jt} = E_{jt} - AFE_{jt}$, AFE_{jt} 为分析师预测每股盈余); BV 为每股净资产; $CFOSEC$ 是指 CFO 是否兼任董秘,如果是取 1,否则取 0。

为了排除极端值对 R 的影响,本文对 R 取值 1% 和 99% 以外的值进行了缩尾处理(winsorize),并用稳健回归(robust regression) 进行相应的敏感性测试。

CFO 兼董秘逐年增加可能是时间因素导致的,即整个市场信息效率随时间改善,因此本文采用固定效应面板回归模型,在控制时间因素的基础上重新对上述模型进行了检验。②

2. CFO 兼董秘与盈余公告后漂移

借鉴现有研究,本文通过比较 CFO 兼董秘公司和 CFO 未兼董秘的公司年报和各季报公布后 30 天内每日平均超常回报的累计值(CAR),来检验 CFO 兼董秘在信息传递中所起的作用。CAR 的计算过程如下:

$$CAR = \sum_{t=T_1}^{T_2} \overline{AR_t}$$

$$\overline{AR_t} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{it} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}(R_{it} - R_{mt})$$

其中, $\overline{AR_t}$ 为 t 天的平均超额报酬率, N 为样本公司数, AR_{it} 为公司超额报酬率, R_{it} 为公司股票报酬率, R_{mt} 为市场指数报酬率, T_1 和 T_2 分别取 1 和 30。为了综合反映 CFO 兼董秘在财务报告披露中的作用,本文以第 1 – 4 季度财务报告披露后 30 天内 CAR 均值来测度季度公告的市场反应。

3. CFO 兼董秘与应计异象

借鉴 Mishkin(1983) 和 Sloan(1996) 的研究,利用模型(3) 和模型(4) 分别检验了 CFO 是否兼任董秘两组样本,检验市场对应计利润和现金流量持续性的反应是否存在差异。

$$Earn_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals_{it} + \gamma_2 CashFlows_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (3)$$

$$R_{it+1} = \delta_0 + \delta_1(Earn_{it+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* Accruals_{it} - \gamma_2^* CashFlows_{it}) + \varepsilon_{1it} \quad (4)$$

市场定价检验原假设: $\gamma_1 = \gamma_1^*$, $\gamma_2 = \gamma_2^*$

其中, $Earn$ 为总资产净利率,等于净利润/平均总资产; $Accruals$ 为经营性应计利润; $CashFlows$ 为经营活动现金流量。

① 这是 1999—2010 年共 12 年的公司 – 年数据(混合横截面数据),具体每年的样本分布见表 1。

② 感谢匿名审稿人指出这一问题及给出的处理建议。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

如果 CFO 兼任董秘，更有利于市场对应计利润的定价，本文预测，CFO 兼任董秘公司的 γ_1 和 γ_1^* 将更接近。考虑到公司亏损和退市制度影响的特殊性（李远鹏、牛建军，2007；宋云玲、李志文，2009），在本部分检验中，剔除了亏损公司。

（三）描述性统计

1999—2010 年 CFO 兼任董秘比例的分年度统计见表 1。

从表 1 来看，自 2000 年以来，我国上市公司中 CFO 兼董秘的公司比重呈逐年上升趋势，从 2000 年的 2.59% 增至 2010 年的 10.39%。这说明，一方面上市公司越来越重视董秘的财务专业背景，另一方面 CFO 除了负责财务报告的编制外，在信息的解读和沟通方面开始发挥越来越重要的作用。

表 1　　1999—2000 年上市公司 CFO 兼任董秘的分年度统计

年度	董秘未由 CFO 兼任		董秘由 CFO 兼任		合计
	观测数	频率	观测数	频率	
1999	475	96.35%	18	3.65%	493
2000	639	97.41%	17	2.59%	656
2001	745	96.50%	27	3.50%	772
2002	837	95.55%	39	4.45%	876
2003	899	95.13%	46	4.87%	945
2004	1012	94.76%	56	5.24%	1068
2005	1019	94.18%	63	5.82%	1082
2006	1069	92.96%	81	7.04%	1150
2007	1176	92.24%	99	7.76%	1275
2008	1220	91.73%	110	8.27%	1330
2009	1301	91.49%	121	8.51%	1422
2010	1484	89.61%	172	10.39%	1656
合计	11876		849		12725

CFO 兼任董秘比例的分行业统计见表 2。

从表 2 看，CFO 兼董秘的比重在不同行业间存在差异，这些差异在统计上是显著的（Pearson chi2 检验统计量为 162.0794，P 值为 0.000）。总体来看，电子元器件制造业、金属制品业、电器机械及器材制造业、通信及相关设备制造业，CFO 兼董秘的比重比较高。制造业行业 CFO 兼任董秘的比例较高，可能是因为这些行业财务报告信息的生成和传递更加复杂所致。

主要变量的描述性统计见表 3。从表 3 看，*RET* 和 *EPS* 的均值（中位数）分别为 0.32（0.02）和 0.21（0.20），说明样本的市场业绩和经营业绩较好，但市场业绩的均值和中位数的差异较大，且标准差为 0.9，这表明市场业绩的整体波动性较大。同样价格 *P* 的标准差为 21.02，说明股价波动较大，为了控制这一影响，本文将用稳健回归进行相应的敏感性测试。

（四）CFO 兼董秘对盈余价值相关性的影响

从表 4 看，在全部样本中，无论被解释变量为 *RET*，还是 *ARET*，*CFOSEC_ΔE* 均显著为正。这表明，由 CFO 兼任董秘，能够显著提高未预期盈余的价值相关性。进一步，将全部样本划分为盈利样本和亏损样本后发现，对盈利公司而言，由 CFO 兼任董秘，能够显著提高未预期盈余的价值相关性，但对亏损公司而言，由 CFO 兼任董秘，对未预期盈余的价值相关性没有显著影响。可能的原因是，亏损公司倾向于延迟披露相关坏消息（巫升柱等，2006；Beaver，1968），从而导致两类公司之间没有显著差异。稳健回归和面板回归的结论同表 4 基本一致（未报告结果）。采用分析师预测盈余作为未预期盈余计算基准时，在全部样本中，CFO 兼任董秘，仍能够在 10% 的水平下显著提高未预期盈余的价值相关性，但分组检验中未能通过显著性检验（未报告结果）。这表明，盈余信息

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

经分析师解读后,CFO 兼任董秘的公司,与投资者的有效沟通仍然在一定程度上能向市场传递价值有用的信息。

表 2　　1999—2000 年上市公司 CFO 兼任董秘的分行业描述性统计

行业	董秘未由 CFO 兼任		董秘由 CFO 兼任		合计
	观测数	频率	观测数	频率	
农业	272	97.49%	7	2.51%	279
煤炭采选业	299	94.62%	17	5.38%	316
食品加工业	556	96.53%	20	3.47%	576
纺织业	459	91.43%	43	8.57%	502
家具制造业	41	97.62%	1	2.38%	42
印刷业	222	96.10%	9	3.90%	231
化学原料及化学制品制造业	1299	93.25%	94	6.75%	1393
电子元器件制造业	446	90.65%	46	9.35%	492
金属制品业	934	90.42%	99	9.58%	1033
电器机械及器材制造业	1701	90.14%	186	9.86%	1887
化学药品制剂制造业	791	93.50%	55	6.50%	846
其他制造业	89	97.80%	2	2.20%	91
电力、蒸汽、热水的生产和供应业	542	97.66%	13	2.34%	555
土木工程建筑业	232	95.08%	12	4.92%	244
水上运输业	461	95.84%	20	4.16%	481
通信及相关设备制造业	736	89.54%	86	10.46%	822
食品、饮料、烟草批发业	798	92.58%	64	7.42%	862
房地产开发与经营业	880	96.70%	30	3.30%	910
公共设施服务业	369	92.95%	28	7.05%	397
广播电影电视业	139	97.89%	3	2.11%	142
综合类	588	97.84%	13	2.16%	601
合计	11854		848		12702

注:23 家公司的行业分类数据缺失。

表 3　　描述性统计

变量	均值	25% 分位	中位数	75% 分位	标准差
RET	0.32	-0.25	0.02	0.62	0.90
ARET	-0.04	-0.25	-0.07	0.12	0.56
EPS	0.21	0.06	0.20	0.37	0.54
Δ*EPS*	-0.01	-0.11	0.00	0.08	0.57
BV	2.89	1.87	2.69	3.67	1.95
P	11.78	5.57	8.75	13.80	21.02

从表 5 看,在全部样本中,*CFOSEC_ EPS* 显著为正。这表明,由 CFO 兼任董秘,能够显著提高盈余的价值相关性。进一步,将全部样本划分为盈利样本和亏损样本后发现,对盈利公司而言,由 CFO 兼任董秘,能够显著提高盈余的价值相关性。同样,对亏损公司而言,由 CFO 兼任董秘,对盈余的价值相关性没有显著影响。稳健回归和面板回归的结论同表 5 基本一致(未报告结果)。从表 4 和表 5 可以看出,由价格模型得出的结论与报酬模型基本一致。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表 4　　CFO 兼董秘对盈余价值相关性的影响(报酬模型)

	RET			ARET		
	全部样本	$\Delta E>0$	$\Delta E<0$	**全部样本**	$\Delta E>0$	$\Delta E<0$
E	1.734***	4.518***	2.358***	0.867***	2.094***	0.159
	(16.44)	(5.70)	(4.60)	(13.46)	(5.42)	(1.05)
ΔE	0.192**	0.075	−3.251***	0.042	−0.047	0.187
	(2.51)	(0.35)	(−5.80)	(0.90)	(−0.43)	(0.96)
CFOSEC	0.081**	−0.117**	0.098**	−0.019	−0.104***	−0.025
	(2.20)	(−2.26)	(1.97)	(−0.83)	(−3.04)	(−0.76)
CFOSEC_ΔE	0.995***	4.336***	−0.793	0.492**	2.061***	−0.666
	(2.84)	(6.81)	(−1.38)	(2.30)	(4.47)	(−1.58)
常数项	0.348***	0.445***	0.052***	−0.052***	−0.040**	−0.107***
	(37.23)	(12.30)	(3.11)	(−9.02)	(−2.19)	(−14.30)
N	11450	5719	5421	11450	5719	5421
R^2	0.04	0.09	0.03	0.02	0.05	0.00
F 值	105.29***	13.17***	12.30***	63.42***	11.59***	6.41***

注: ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下通过检验。表 5 同。

表 5　　CFO 兼董秘对盈余价值相关性的影响(价格模型)

	全部样本	*EPS*>0	*EPS*<0
EPS	5.295***	16.406***	0.016
	(5.42)	(12.72)	(0.13)
BV	2.276***	1.520***	0.404***
	(17.36)	(12.39)	(5.87)
CFOSEC	−1.217	−1.829	−0.187
	(−1.36)	(−1.45)	(−0.33)
CFOSEC_EPS	7.744***	6.683*	0.538
	(2.59)	(1.90)	(1.25)
常数项	3.836***	2.441***	5.811***
	(13.86)	(8.07)	(33.58)
N	12353	10989	1364
R^2	0.37	0.48	0.03
F 值	236.76***	275.00***	12.36***

(五) CFO 兼董秘对公司盈余公告后漂移的影响

CFO 是否兼任董秘对公司盈余公告后漂移的影响见图 2 和图 3。图 2 是 CFO 兼董秘公司和 CFO 未兼董秘公司年度公告后 30 天的 CAR 比较,图 3 是 CFO 兼董秘公司和 CFO 未兼董秘公司第 1—4 季度季报公布后 30 天的 CAR 均值比较。

从图 2 和图 3 看,我国上市公司整体而言存在盈余公告后漂移现象。但相对于 CFO 未兼任董秘的公司,CFO 兼任董秘公司的盈余公告后漂移现象更低。考虑到年度报告和季度报告公布后 18 天,两类公司 CAR 趋势发生了明显的变化,我们以此为临界点,检验了两类公司年度报告和季度报告公告后 [8,30] 天 CAR 的差异在统计上是否显著。在年度报告公布后 [8,30] 期间,两类公司 CAR 的均值(中位数)之差分别为 −0.0151(−0.0156),均在 1% 的水平下显著。在季度报告公布后 [8,30] 期间,两类公司 CAR 的均值(中位数)之差分别为 −0.0101(−0.0121),均在 1% 的水平下显著。这表明,由 CFO 兼任董秘,能更加有效地传递财务报告的信息,实现与投资者之间更好的沟通,从而降低盈余公告后的漂移现象。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

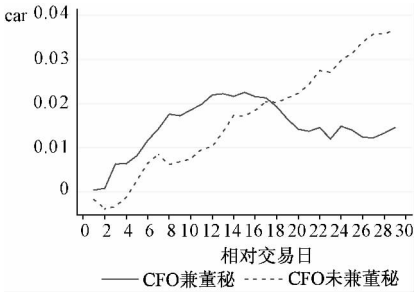


图 2　年报公布后 CFO 是否兼任董秘 CAR 比较

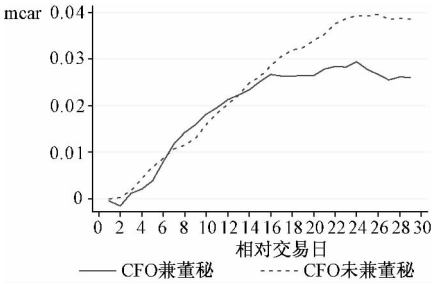


图 3　季报公布后 CFO 是否兼董秘 CAR 均值比较

(六) CFO 兼董秘对应计异象的影响

CFO 兼董秘对应计异象的影响见表 6。

表 6　　CFO 兼任董秘与应计异象

参数	全部样本		CFO 未兼董秘(样本量 8338)		CFO 兼董秘(样本量 552)	
	估计	P 值	估计	P 值	估计	P 值
γ_0	0.171	<.0001	0.198	<.0001	0.014	0.000
γ_1	−3.862	<.0001	−4.399	<.0001	0.393	<.0001
γ_2	−2.788	<.0001	−3.260	<.0001	0.489	<.0001
δ_0	−0.057	<.0001	−0.062	<.0001	−0.052	0.197
δ_1	0.029	0.007	0.023	0.041	1.354	0.004
γ_1^*	−8.608	0.002	−10.876	0.012	0.325	0.433
γ_2^*	−17.350	0.004	−21.968	0.027	0.437	0.222
似然比检验	**统计量**	**P 值**	**统计量**	**P 值**	**统计量**	**P 值**
$\gamma_1=\gamma_2$	437.37	<.0001	278.92	<.0001	10.7	0.001
$\gamma_1^*=\gamma_2^*$	17.35	<.0001	12.77	0.000	0.21	0.644
$\gamma_1=\gamma_1^*$	4.73	0.030	4.83	0.028	0.03	0.870
$\gamma_2=\gamma_2^*$	30.73	<.0001	24.26	<.0001	0.02	0.885
$\gamma_1=\gamma_1^*$，$\gamma_2=\gamma_2^*$	34.17	<.0001	25.39	<.0001	0.03	0.987

从表 6 看,就全体样本而言,我国上市公司存在显著的应计异象,投资者无法区分应计盈余和现金流对股票价格的影响。对 CFO 未兼任董秘的公司,其结论同通过全体样本得出的结论一致。而对 CFO 兼任董秘的公司,本文没有找到应计异象的证据。这表明,由 CFO 兼任董秘,可以更好地解释应计盈余和现金流量对市场的影响,提高了盈余信息的透明度,从而消除了应计异象。

CFO 兼董秘可能并不是外生的,并且公司信息披露质量可能会影响公司 CFO 兼董秘的决策。当这种情况出现时,模型设定就会出现内生性。内生性的出现会导致模型参数估计出现偏误。解决内生性问题的方法包括统计方法(如工具变量法等)、模型设定的改进以及其他逻辑推理验证等。考虑到本文的分析是建立在现有经典模型基础之上,并涉及交叉乘积项,难以对模型进行有效改进并采用工具变量法考虑内生性影响,因此本文采用其他逻辑推理验证法来考虑内生性的影响。分析的基本逻辑是,如果公司的信息披露质量是影响公司 CFO 兼任董秘决策的主要因素,那么,可以预期,对于 CFO 兼董秘的公司,在 CFO 兼任董秘前,同配对公司相比,公司信息披露质量方面会存在显著差异。如果两者不存在显著差异,则一定程度上说明,信息披露质量并不是 CFO 兼任董秘的显著决定因素。研究结果显示,总体而言(除盈利公司的价格模型),在 CFO 兼任董秘前,同配对公司相比,公司盈余价值相关性并不存在显著差异(未报告结果)。同样,本文未找到两者在盈余公告后漂移、市场异象方面存在显著差异的证据(未报告结果)。这表明,公司信息披露质量并

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

不是影响公司 CFO 兼董秘决策的主要因素。

五、结论与政策建议

资本市场是一个信息驱动的市场，有效的信息传递是资本市场充分发挥资源配置功能的重要保证之一。自 Fama(1970) 提出有效市场假说之后，对这个假说的争论就没有停止过，因为市场并不是假想的那样完美。根据信息不完全性和信息非对称理论，信息的发布、传递、分析师和机构投资者的解读等任何环节都可能影响到人们对信息的接受程度。已有关于市场反应和市场效率的研究多是从信息本身、信息中介以及信息接收者的角度进行研究，鲜有关注公司信息发布者角色差异对资本市场反应的影响。本文以我国 CFO 兼任董秘为切入点，基于透明度视角，从盈余价值相关性、盈余公告后的漂移现象(PEAD) 和应计异象三个方面考察了信息传递角色对资本市场有效性的影响。研究结果表明：相对于 CFO 未兼任董秘的公司，CFO 兼董秘能够显著提高盈余的价值相关性、降低公司盈余公告后的漂移现象和消除公司的应计异象现象。在考虑内生性问题后这些结论依然成立。可能的原因是，CFO 兼任董秘，不仅能够更有效地“描绘”公司业绩背后隐含的公司战略信息和生产经营管理信息，更好地解释盈余、应计盈余和现金流量之间的关系及其持续性，而且能够更好地根据投资者的需求提供高质量的财务报告信息，降低信息不确定性，从而更好地实现公司和金融中介、机构投资者、中小投资者之间的沟通，提高投资者对公司信息的解读能力，显著改善资本市场的效率。

本文的研究对完善我国信息披露与董秘制度，以及公司治理结构和高管团队安排具有重要的政策含义。首先，在上市公司信息披露中，信息发布者与投资者的互动沟通越来越频繁。互动沟通中对财务信息的解释会显著影响资本市场效率，这对公司信息发布者提出了更高的要求。因此，对监管机构和公司而言，在董秘制度的建设中，强化董秘对财务报告的了解，或者提高 CFO 在信息披露中的作用，是提高信息披露有用性的重要途径之一。其次，信息发布者与投资者和潜在投资者进行互动沟通，可以增进投资者对公司的了解和认同，提升资本市场效率。因此，在公司治理结构和高管团队安排中，如何定位信息发布者的角色，实现从单独的“投资者关系管理”到有效的基于“公司投融资决策—资本市场”间的资源配置互动管理，已成为公司价值管理的重要内容。我国公司 CFO 兼任董秘数量的增加这一趋势表明，将公司信息的编制者(CFO) 和发布者(董秘) 两个角色合一，是提升市场效率、强化公司价值管理的有益制度安排。

参考文献

冯用富、董艳、袁泽波、杨仁眉，2009：《基于 R^2 的中国股市私有信息套利分析》，《经济研究》第 8 期。

李小晗、朱红军，2011：《投资者有限关注与信息解读》，《金融研究》第 8 期。

李远鹏、牛建军，2007：《退市监管与应计异象》，《管理世界》第 5 期。

潘琰、辛清泉，2004：《解读企业信息需求——基于机构投资者的信息需求探索》，《会计研究》第 12 期。

潘越、戴亦一、林超群，2011：《信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险》，《金融研究》第 9 期

宋云玲、李志文，2009：《A 股公司的应计异象》，《管理世界》第 8 期。

巫升柱、王建玲、乔旭东，2006：《中国上市公司年度报告披露及时性实证研究》，《会计研究》第 2 期。

许年行、洪涛、吴世农、徐信忠，2010：《信息传递模式、投资者心理偏差与股价“同涨同跌”现象》，《经济研究》第 4 期。

于李胜、王艳艳，2006：《信息不确定性与盈余公告后漂移现象(PEAD)——来自中国上市公司的经验证据》，《管理世界》第 3 期。

赵宇龙，1998：《A 股盈余报告的有用性研究——来自上海股市的经验数据》，《经济研究》第 7 期。

周开国、李涛、张燕，2011：《董事会秘书与信息披露质量》，《金融研究》第 7 期。

朱红军、何贤杰、陶林，2007：《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》第 2 期。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Aier, J., J. Comprix, M. Gunlock, and D. Lee, 2005, "The Financial Expertise of CFOs and Accounting Restatements", *Accounting Horizons*, 19, 123—135.

Akerlof, G., 1970, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488—500.

Amir, E., and B. Lev, 1995, "Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry", *Journal of Accounting and Economics*, "Conference on Contemporary Financial Reporting Issues", (October), 1—42.

Ayers, B., and R. Freeman, 2003, "Evidence That Analyst Following and Institutional Ownership Accelerate the Pricing of Future Earnings", *Review of Accounting Studies*, 8, 47—67.

Ball, R., and P. Brown, 1968, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6, 159—177.

Ball, R., and L. Shivakumar, 2008, "How Much New Information Is There in Earnings?", *Journal of Accounting Research*, 46, 975—1016.

Bartov, E., S. Radhakrishnan, and I. Krinsky, 2000, "Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements", *Accounting Review*, 75, 43—63.

Barth, M., and A. Hutton, 2004, "Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals", *Review of Accounting Studies*, 9, 59—96.

Basu, S. 1977, "The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price—Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets Hypothesis", *Journal of Finance*, 32, 663—682.

Basu, S., 1983, "The Relationship between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence", *Journal of Financial Economics*, 12, 129—156.

Beaver, W., 1968, "The Information Content of Annual Earnings Announcement", *Journal of Accounting Research*, Supplement, 67—92.

Bernard, V., and J. Thomas, 1989, "Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?", *Journal of Accounting Research*, 27, 1—48.

Brown, S., K. Lo, and T. Lys, 1999, "Use of R^2 In Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance Over the Last Four Decades", *Journal of Accounting and Economics*, 28 , 83—115.

Bushman, R., J. Piotroski, and A. Smith, 2004, "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research*, 42, 207—252.

Collins, D., and P. Hribar, 2000, "Earnings-Based and Accrual-Based Market Anomalies: One Effect or Two?", *Journal of Accounting and Economics*, 29, 101—123.

Diamond, D., and R. Verrecchia, 1991, "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, 46, 1325—1359.

Duarte, J., X. Han, J. Harford, and L. Young, 2008, Information Asymmetry, Information Dissemination and the Effect of Regulation FD on the Cost of Capital, 87, 24—44.

Engelberg, J., C. Sasseville, and J. Williams, 2009, "Market Madness? The Case of Mad Money", SSRN eLibrary.

Fama, E., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, 383—417.

Fama, E., 1991, "Efficient Capital Markets: II", *Journal of Finance*, 46, 1575—1617.

Fang, L., and J. Peress, 2009, "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 64, 2023—2052.

Feldman, R., S. Govindaraj, J. Livnat, and B. Segal, 2009, "Management's Tone Change, Post Earnings Announcement Drift and Accruals", *Review of Accounting Studies*, 15, 915—953.

Foster, G., C. Olsen, and T. Shevlin, 1984, "Earnings Release, Anomalies and the Behavior of Security Returns", *Accounting Review*, 59, 574—603.

Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent, 2002, "Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements", *Accounting Review*, 77, 515—546.

Graham, J., C. Harvey, and S. Rajgopal, 2005, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3—73.

Hand, J., 1990, "A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis", *Accounting Review*, 65, 740—763.

Higgins, R., and B. Bannister, 1992, "How Corporate Communication of Strategy Affects Share Price", *Long Range Planning*, 25, 27—35.

Kothari, S., 2001, "Capital Markets Research in Accounting", *Journal of Accounting and Economics* , 31, 105—231.

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny, 1994, "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk", *Journal of Finance*, 49, 1541—1578.

Lev, B., 1989, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions From Two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, 27 (Supplement), 153—92.

Lev, B., 1992, "Information Disclosure Strategy", *California Management Review*, Summer, 9—32.

Liang, L., 2003, "Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants' Information Processing Biases", *Review of Accounting Studies*, 8, 321—345.

Mayew, W., and M. Venkatachalam, 2012, "The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance", *Journal of Finance*, 67, 1—43.

Mikhail, M., B. Walther, and R. Willis, 2003, "The Effects of Experience on Security Analyst Underreaction", *Journal of Accounting and Economics*, 35, 101—116.

Mishkin, F., 1983, A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient-markets Models, Chicago, IL: University of Chicago Press.

Rothschild, M., and J. Stiglitz, 1976, "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", *Quarterly Journal of Economics*, 90, 629—649.

Scott, W., 2003, Financial Accounting Theory (3rd), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Sloan, R., 1996, "Do Stock Prices Fully Reflect Information In Accruals and Cash Flows about Future Earnings", *Accounting Review*, 71, 289—316.

Spence, M., 1973, "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355—374.

Xie, H., 2001, "The Mispricing of Abnormal Accruals", *Accounting Review*, 76, 357—373.

Information Provider and Capital Market Efficiency

Mao Xinshu, Wang Bin, Lin Changquan and Wang Nan

(Beijing Technology and Business University)

Abstract: Existing literatures on capital market efficiency ignored the impact of firm's information providers on the improvement of market efficiency. This paper, from the perspective of the duality of CFO and board secretary of China's listed companies, investigates the impact. We find that the China's listed companies with the duality have higher value relevance of earnings, less post earnings announcement drift, and no further evidences to be found of mispricing of the earnings and its components(accrual anomalies). This result shows that the duality can disseminate information effectively and hence improve market efficiency. We first examine the impact of firm's information providers on the improvement of market efficiency, and provide the empirical evidence on the institutional arrangement of the duality of CFO and board secretary of China's listed companies.

Key Words: Information Provider; Market Efficiency; CFO; Board Secretary

JEL Classification: M40, G30, G10

(责任编辑:郑　健)(校对:莹　子)

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net