

自愿性信息披露与公司治理:董事会功能 与大股东行为

程新生 徐婷婷 王 琦 孙 婧

[摘 要] 董事会功能发挥对于自愿性信息披露具有重要的作用。根据我国上市公司 2004 年数据,独立董事规模、财会专业背景独立董事比例、金额最高的前 3 名高管薪酬对自愿性信息披露产生正向影响;董事会越稳定,公司自愿性信息披露水平越高。股权集中度越高,自愿性信息披露水平越低。这一结论说明我国上市公司有必要加强董事会建设,制衡大股东的控制权,以提高信息透明度和董事会治理效率。

[关键词] 自愿性信息披露;公司治理;董事会;大股东行为

[中图分类号] F234.4 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2008)04-0489-06

一、国内外相关研究的文献回顾

国内外对于公司自愿性信息披露的研究主要集中在四个方面:披露动机、可信度、披露的经济效果以及公司治理特征与信息披露的关系。公司信息披露主要受到市场和监管机构两大力量的影响,前一种力量促使公司管理当局自愿性地披露信息;后一种力量强制要求公司披露必要的信息,并通过改进公司治理结构,运行治理机制,促进自愿性信息披露。

国内外学者和中介机构已经对信息披露评价指标体系进行了较长时间的研究,这些研究为我国上市公司信息披露评价提供了可供借鉴的成果。有学者以跨国公司年报为对象,选取 113 项自愿性信息披露条目,分战略信息、非财务信息、财务信息对信息披露进行研究^[1](第 555-572 页)。有学者选择了 5 类共 35 个自愿性披露项目,包括公司背景信息、历史信息、非财务指标、预测信息以及管理层讨论与分析信息^[2](第 323-349 页)。有学者利用信息披露明细表对香港和新加坡工业类上市公司自愿性披露影响因素研究,发现外部股东持股比例与公司自愿性信息披露水平成正比^[3](第 247-265 页)。有学者以深沪两地上市公司 2001 年年度报告全文为研究对象,提出自愿性披露的项目构成,包括财务预测信息、管理层的讨论与分析、未来机会与风险、公司战略及其影响、分部报告、业务数据等,分析了影响自愿性披露的因素,发现我国上市公司主动信息披露水平与独立董事存在与否相关^[4](第 37 页)。

二、公司治理与自愿性信息披露的理论分析与研究假设

(一)相关理论

委托代理理论认为,经营者与股东、债权人之间,大股东与中小股东之间的代理问题是最重要的。由于“道德风险”或“逆向选择”的存在,内部人可能通过机会主义行为最大化自身而不是全体股东的利

益。立法机构设计了诸多激励和监督机制以引导和制衡经营者、大股东的机会主义行为,债权人通过债务契约约束公司管理当局。与本文研究相关的另外一个理论是信息的经济学。资本市场信息披露制度经历了自愿性披露—强制性披露—强制性与自愿性披露相结合的过程^[5](第 112-134 页)。经济学的信号理论也可以解释自愿性信息披露,公司通过披露信息显示其某些特征,以获得外部资源或“寻租”。信息一旦披露将会变为公共物品,公众可以自由享用,内部人将失去拥有私人信息而可能得到的“租金”,内部人有动力通过“选择性披露”寻租。例如,当诉讼风险加大时,内部人会增加“利空”信息披露以减轻诉讼压力。另一个与自愿性信息披露有关的问题是信息的重要性,内部人可能基于自身利益的考虑抬高或压低某些信息的重要性,选择性地披露信息。

(二)自愿性信息披露与公司治理相关性的研究假设

影响自愿性信息披露的重要原因是经营者、大股东行为,而其根源又在于委托人与受托人的利益不一致,以及对受托人缺乏有效的监督约束机制。而公司治理,特别是公司外部治理是影响自愿性信息披露的关键因素。公司外部治理是通过竞争市场实施的间接治理,包括产品市场、资本市场、经理市场、兼并市场等,外部市场存在的竞争给内部人施加压力,提供一个惩罚机制。市场机制需要以可靠的信息作为运行的基础,因而形成对信息质量的一种外在约束。公司治理绩效(含信息透明度)与董事会、大股东行为之间存在内在的关联性^[6](第 104-113 页)。

1. 董事会规模(BoSize)。董事会规模是决定其功能发挥的重要因素,是影响信息披露的一个因素,董事会规模过大或过小都不利于信息披露。规模合理的董事会有利于提高治理效率,这种观点的理论基础是代理理论和组织行为学。虽然董事会的监督能力随着董事数量的增加而提高,但是协调和组织过程的损失将超过董事数量增加所带来的收益^[7](第 59-77 页)。有学者分析了公司内部控制机制失败问题,认为董事会规模过大是董事会治理失败的原因之一^[8](第 831-880 页)。也有学者认为,董事会规模与盈余信息含量负相关^[9](第 139-160 页)。董事会规模用董事会人数表示。

2. 董事会结构。董事会构成是指董事会的成员组成及各组成部分之间相互关系,董事会构成影响董事会治理绩效。

(1)外部董事或独立董事规模(人数)(Land-Number)。独立董事的存在可以加强对公司内部人监督,维护公司和全体股东的利益。独立董事大多是经济、法律、会计、技术等方面的专家,可能影响信息披露决策。一个股东占多数的董事会并不是最佳董事会结构,其解决的办法就是引入外部董事,以降低与经理们串通的可能性,较多的外部董事能使董事会更有效地监督和限制管理者的机会主义行为。外部董事或独立董事规模用独立董事人数表示。

(2)财会专业背景独立董事比例(CaiDong-Ration)。财会专业背景独立董事比例是指在全部董事中财会专业背景独立董事所占的比例,公司董事会中有一定比例的财会专业背景独立董事,有利于提高董事会领导和监督功能、提高公司信息披露水平。当审计委员会至少包括一名财会专家时,则更少出现盈余低估的盈余管理^[10](第 375-400 页)。国内研究大多针对独立董事,对财会专业背景独立董事研究不多。用财会专业背景独立董事与董事会人数比例表示。

(3)审计委员会(Audit-Committe)。审计委员会被认为可以增强监管能力和减少财务报告的虚假性,纽约股票交易所和纳斯达克(2002)都要求上市公司成立主要由独立董事组成的审计委员会来实施监督。一些学者得出的研究结论是,审计委员会能够帮助董事会有效监督^[11](第 334 页)。认为审计委员会作为董事会财务监控目标的实现模式之一,强化了董事会的监督功能,有助于提高透明度,审计委员会具有治理功能^[12](第 87 页)。用虚拟变量表示,1 表示设立审计委员会,0 表示没有。

(4)董事会稳定性(Bochange)。董事会稳定性被定义为同一公司的董事会从期初至期末保持不变的程度,它包括董事会成员的变动和董事会规模的变化两个方面。董事会代表所有利益相关者的权益对公司实施管理和治理,一个董事会要成为有效的监管者,其成员的利益必须与所有股东利益相一致。我们预期公司治理事件或治理的高风险伴随着董事会成员的变化,如果公司不存在治理事件或治理风

险较小,目前的董事可能会留任,董事会成员也会因个人财富或声誉资本而继续留任。一个稳定的董事会对于提高信息披露可靠性有着不可忽视的作用,关于董事会稳定性与自愿性信息披露关系的研究较少,我们认为稳定的董事会对于提高自愿性信息披露程度具有积极作用。用虚拟变量表示,1表示董事会没有发生变动,0表示变动。

3.经营者激励合约(LnFirsts)。委托人面临多种风险:在签约时代理人利用私人信息进行“逆向选择”,契约执行过程中代理人“隐藏信息”,代理人事后行动的不可观察的“道德风险”,代理问题的根源是当事人之间的信息不对称。委托人总是希望通过各种方式来激励约束代理人,要求代理人提供必要的信息来判断其是否努力或评价其经营业绩。若缺乏有效的激励约束机制,代理人会控制信息的输出,降低信息披露质量,或者对信息披露时间和内容进行选择。我们选取金额最高的前三名高级管理人员薪酬之和作为经营者激励的变量。

4.大股东股权集中度(First)。存在绝对控股股东的情况下,股权结构对公司治理产生两种相反的效应,即利益趋同效应和利益侵占效应。当股权高度集中时,大股东可以直接从上市公司获取消息,信息披露透明度提高,大股东可能失去源于信息不对称的“信息租金”。在股权集中公司,大股东派出自己的直接代表或自己本人担任公司的董事长或总经理,所有者和经营者之间的利益冲突较少,主要是大股东与中小股东之间存在利益冲突,大股东凭借拥有的私人信息“寻租”。当存在利益侵占效应时,大股东和管理层为了掩饰他们的侵占行为会倾向于较少的自愿披露,降低信息透明度^[13](第783页)。用第一大股东持股比例表示大股东股权集中度。

通过以上理论分析和研究假设,可以得出这样的结论:上市公司董事会规模越大,自愿性信息披露水平越低;上市公司独立董事规模越大,自愿性信息披露水平越高;财务专业背景独立董事比例越高,自愿性信息披露水平越高;公司设立审计委员会,自愿性信息披露水平越高;公司董事会越稳定,自愿性信息披露水平越高;公司高级管理人员薪酬越高,自愿性信息披露水平越高;公司的股权集中度越高,自愿性信息披露水平越低。

5.控制变量。控制变量包括公司规模(Lnsize),用总资产对数表示;盈利能力(Ros),用主营业务利润与主营业务收入净额之比表示;资产负债率(DEBT),用总负债与总资产之比表示;发行其他种类股票(Other-Stock),发行A股之外的股票为1,否则为0等,设置这些变量的目的是为了更有效地考察公司治理与自愿性信息披露的关系。

三、公司治理与自愿性信息披露的实证研究

(一)样本选择和自愿性信息披露指数计算

以上市公司截止2005年4月30的年度报告为研究对象,选取1307家沪深上市公司,减去董事会数据及控制变量数据不全的公司,最终样本数为873家。年报、董事会数据从巨潮资讯网站、上海证券交易所、深圳证券交易所网站与中国证监会网站获得,公司财务数据及相关控制变量的数据来自北京色诺芬CCER数据库、南开大学公司治理数据库,并对不同来源的数据进行核对以减少误差。

1.自愿性信息披露评分表。采用信息披露指数来定义信息披露水平是相关研究中普遍采用的方法。尽管在不同的文献中信息披露评价指标不尽相同,但是都遵循了一个基本思想一体现投资决策的有用信息。本文借鉴国外研究人员对自愿性信息披露程度的测度方法,比照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号(2004年修订)》、《企业会计准则》规定,并结合中国上市公司信息披露的实际状况,设计出自愿性信息披露评分表。这套指标体系共35个大项、82个小项,分为七类:(1)背景信息披露;(2)公司运营情况评价和展望:市场和产品、公司战略信息、预测信息;(3)财务信息披露;(4)公司治理信息披露;(5)审计信息披露;(6)无形资产及人力资源信息披露;(7)其他事项信息披露。

2.自愿性信息披露指数的计算方法。根据自愿性信息披露评分表对照上市公司年报,采用专家打分法对所选取的1307家上市公司的2004年年报自愿性信息披露程度进行打分,若年报中披露了明细

表中的一项目,该项信息条目就按照评分表的规定将所有的项目得分相加,就得出该公司年报中自愿性信息披露分数。将直接加总的自愿性信息披露条目分值(VDI)作为自愿性信息披露指数,该评分表虽然不能包括所有披露的信息,但评分表中的项目包含了不同需求者所需的大部分重要信息,可以认为自愿性披露指数基本上涵盖了自愿性披露信息。

(二)变量的描述性统计分析

本文采用最小二乘法多元回归分析,同时使用 T 检验和 F 检验对以上研究假设进行验证,以研究董事会功能、大股东行为对自愿性信息披露的影响。

1. 董事会规模。样本公司董事会规模平均 9.8,公司之间差异很大,最小的董事会仅有 5 人,最大的则高达 18 人。董事会规模主要分布在 7 至 12 人之间,处于这一区间的观测值占样本总数的 83.73%。显示了样本公司董事会规模与自愿性信息披露指数的关系,两者有类似于倒 U 型的关系。当董事会规模较小时,公司自愿性信息披露水平较低。随着董事会规模的增加,自愿性信息披露增加。这说明随着董事会规模的扩大,可以增强董事会的独立性。但当董事会人数继续增加时,自愿性信息披露水平又开始下降。

2. 独立董事规模。样本公司独立董事最少为 1 人,最多为 7 人,独立董事平均人数为 3.32 人。521 家样本公司拥有 3 名独立董事,占样本总数的 59.68%。独立董事规模与自愿性信息披露指数成正向关系,随着独立董事规模的增加,董事会独立性增强,公司自愿性信息披露水平也逐步提高;当独立董事为 7 人时,自愿性信息披露指数达到了最大值。董事会中独立董事比例超过 1/3 的公司,其自愿性信息披露水平要高于独立董事比例未达到 1/3 的公司,两类公司自愿性信息披露指数的均值各为 8.005 和 7.889,但没有通过显著性检验。

3. 董事会稳定性。通过对年度报告的考察,董事会稳定性发生改变的原因主要有:股权结构变更、工作调动关系、履职不利或涉嫌违法违规而被免职、任期已到(换届选举)不再续聘、年龄原因、健康原因、本人请辞、缩减董事会规模、增选董事等。样本公司在 2004 年度有 242 家公司董事会发生变动,631 家公司未发生变动,占 72.28%。董事会稳定的公司,其自愿性信息披露指数均值高于董事会发生变动的公司,两类公司的均值分别为 8.092 和 7.718,两者的差异通过了显著性检验。

4. 第一大股东持股比例。第一大股东持股比例在 30%—40%之间时,自愿性信息披露指数平均值达到最大,以后随着持股比例增大,信息披露指数呈下降趋势。即自愿性信息披露指数与第一大股东持股比例增加成反比关系。

(三)回归分析

回归方程为:

$$VDI = \beta_0 + \beta_1 BoSize_i + \beta_2 Ind_Number_i + \beta_3 CaiDong_Ratio_i + \beta_4 Audit_Committee_i + \beta_5 BoChange_i + \beta_6 LnFirst3_i + \beta_7 First_i + \beta_8 LnSize_i + \beta_9 ROS_i + \beta_{10} DEBT_i + \beta_{11} Other_Stock_i + \epsilon_i$$

国内外有关信息披露的模型中,调整的 R^2 通常不高,大多在 0.1—0.25 左右。回归结果显示,本文模型的 F 值高度显著,调整 R^2 为 0.144。这说明我们所选择的自变量中,至少有部分变量具有很强的解释能力。见表 1。

董事会特征变量中,独立董事规模、董事会稳定性和高级管理人员薪酬之和的对数,在 10%水平下显著;财会专业背景独立董事比例在 1%水平下显著。在这四个变量中,财会专业背景独立董事比例对自愿性信息披露指数的影响最大,其系数为 1.484;其次为董事会稳定性,其系数为 0.250;独立董事规模、高级管理人员薪酬之和的对数的系数分别为 0.222 和 0.248,以上结果与预期符号一致。董事会规模越大,自愿性信息披露指数越低,与假设一致,但未通过显著性检验。审计委员会这一变量也未通过显著性检验。

我国上市公司第一大股东持股比例越大,自愿性信息披露越低,这一结论在 1%的显著性水平下通过统计检验。在杰拉德的研究中,这一变量对上市公司自愿性信息披露也产生了负向效应。公司股权

高度集中时,大股东可以直接从公司内部获取所需信息,信息透明度高低对大股东决策的重要性远低于对外部投资者。股权集中度越高,中小股东与大股东之间存在信息的不对称程度越严重,可能损害中小投资者的利益,这也是我国上市公司治理水平较低的一个重要表现。

表 1 回归模型结果

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
Constant	— .616	1.296		— .475	.635		
BoSize	— .073	.050	— .082	— 1.459	.145	.314	3.187
Ind_Number	.222	.134	.090	1.653	.099	.332	3.012
CaiDong_Ratio	1.484	.573	.083	2.590	.010	.952	1.051
Audit_Committe	.080	.128	.020	.626	.531	.972	1.029
BoChange	.250	.142	.056	1.766	.078	.983	1.018
LnFirst3	.248	.089	.097	2.803	.005	.820	1.219
First	— .15	.004	— .121	3.550	.000	.849	1.178
LnSize	.407	.086	.180	4.725	.000	.677	1.478
ROS	1.147	.497	.076	2.310	.021	.899	1.112
DEBT	— 1.081	.379	— .098	— 2.856	.004	.832	1.202
Other_Stock	1.152	.266	.138	4.326	.000	.960	1.041
Adj R2	0.144						
F—value	12.329						

公司规模变量与自愿性信息披露指数显著正相关。主营业务利润率和自愿性信息披露指数显著正相关,表明上市公司盈利能力越强,自愿性信息披露指数越高。资产负债率与自愿性信息披露水平成反向关系,与预期符号相同。是否发行 A 股之外的其他种类股票对自愿性信息披露指数的影响较大,回归系数为 1.152,在 1%的水平下显著正相关。说明发行其它股票的上市公司由于受到多个市场监管,公司披露的自愿性信息更多;也可能是因公司在不同地点上市,需要按相关准则要求披露信息,如果按照中国境内上市公司信息披露的准则来评价这些上市公司披露的信息,则表现出更多的自愿性披露。

四、研究结论与建议

实证结果支持了董事会功能发挥对于自愿性信息披露具有重要的作用,我国上市公司有必要加强董事会建设,以提高董事会治理效率。“一股独大”的内部人控制,使得所有者、经营者形成了一个利益共同体,有必要通过改善董事会结构和效率以制衡大股东的控制权,提高信息披露透明度。信息披露是资本市场监管之本,为了避免管理当局面临不该有的诉讼风险,有关部门应对自愿性信息披露行为加以保护,以鼓励企业披露前瞻性信息。例如,美国证券交易委员会(SEC)制定了避风港原则来鼓励企业披露盈利预测等信息,只要企业管理当局基于诚信原则和当时合理的基础提供预测性信息,则对未实现预测结果,管理当局不必承担责任。同时,应深入研究用户的信息需求,以提高供给的有效性。

[参 考 文 献]

[1] Meek, G. & K. Roberts, C.B. Gray. 1995. “Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporations,” *Journal of International Business Studies* 4.

[2] Botosan, C. A. 1997. “Disclosure level and the cost of equity capital,” *The Accounting Review* 72.

[3] Chau, Gerald K. & Sidney J. Gray. 2002. “Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore,” *The International Journal of Accounting* 37.

[4] 乔旭东:《上市公司年度报告自愿披露行为的实证研究》,载《当代经济科学》2003 第 2 期。

[5] Watts, R. L. & J. L. Zimmerman. 1978. “Towards Positive Theory of the Determination of Accounting

Standards,” *The Accounting Review* 53.

- [6] 李维安、程新生:《中国上市公司治理指数与公司绩效的实证分析》,载《管理世界》2006 第 3 期..
- [7] Lipton, M. & J. Lorsch. 1992. “A Model Proposal for Improved Corporate Governance,” *Business Lawyer* 59.
- [8] Jensen, M. & K. Murphy. 1993. “Performance Pay and Top—management Incentives,” *Journal of Finance* 48.
- [9] Vafeas, N. 2000. “Board Structure and the Informativeness of Earnings,” *Journal of Accounting and Public Policy* 19.
- [10] Klein, April. 2002. “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management,” *Journal of Accounting and Economics* 33.
- [11] Zahra & Pearce. 1989. “Boards of Directors and Corporate Financial Performance, Review and Integrative Model,” *Journal of Management* 15.
- [12] Abbott, L. J. & S. Parker, G. F. Peters. 2004. “Audit Committee Characteristics and Restatements: A Study of the Efficacy of Certain Blue Ribbon Committee Recommendations,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23.
- [13] Shleifer, A. & R. Vishny. 1997. “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance* 52.

(责任编辑 邹惠卿)

Voluntary Information Disclosure & Corporate Governance: Role of Board & Behavior of Controlling Shareholder

Cheng Xinsheng, Xu Tingting, Wang Qi, Sun Jin

(Nankai University Business School, Tianjin 300071, China)

Abstract: The implement of the directorate plays an important role in the voluntary disclosure of information. Sample on the date of Chinese listed companies in 2004, we show that the scale of independent directors, proportion of the independent directors with accounting background and the payment for the top three executives have a positive effect on the disclosure. The level of companies' voluntary disclosure will increase with steadier directorate, but decrease with higher concentrated stock shares. The conclusion suggests that Chinese listed companies should strengthen the construction of the directorate and balance the power between big stockholders to improve the transparency of information and enhance the governance efficiency of the directorate.

Key words: voluntary disclosure; corporate governance; the board of directors; the behavior of controlling shareholder