

自愿性信息披露程度及其影响因素研究

——以我国创业板公司为例

于团叶¹,张逸伦²,宋晓满¹

(1. 同济大学 经济与管理学院,上海 200092;2. 上海大众汽车有限公司,上海 201805)

[摘要]目前,我国创业板公司自愿性披露数量较少,流于形式的现象十分严重。设计自愿性信息披露程度指标,以分成22个行业均值的数据为样本实证检验影响创业板公司自愿性信息的披露程度及其影响因素。研究表明:创业板公司自愿信息披露程度不高;流通股比例、独立董事比例、董事会持股比例、股权集中度、“四大”审计和两职合一均与自愿性信息披露程度正相关;企业规模、营运能力和财务杠杆都与自愿性信息披露程度负相关;而作为具有创业板特征的、代表公司风险的单一账户风险与自愿性信息披露程度没有显著的相关性。

[关键词]创业板公司;自愿性信息披露;公司治理;公司财务;公司风险;信息披露制度;强制性披露;信息披露质量

[中图分类号]F235.19 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2013)02-0068-11

2009年10月30日,我国酝酿了近10年的创业板终于推出了。截至2011年5月11日,已经有215家企业登陆了中国创业板。为把我国的创业板建设成为一个价值投资的市场,使资金真正流入具有成长性的公司中,市场监管部门应当强化创业板企业的自愿性信息披露。通过自愿性信息披露,能够减少公司委托代理关系产生的信息不对称,优化创业板资本市场的资源配置,提高资本市场效率。

一、文献回顾

上市公司会计信息披露自20世纪60年代以来,就一直成为会计理论与实务界研究的热门课题。国内外学者关于会计信息披露和自愿性信息披露的研究主要集中在信息披露动因方面,Myers和Majluf指出,信息披露的动因是可以降低信息的不对称,从而降低企业外部融资成本^[1]。张宗新等认为自愿性信息披露的动因表现为显示公司的成长能力^[2]。对于自愿性信息披露,Gigler和Hemmer的研究显示,强制性披露制度的完善与相应的市场监管对自愿性信息披露有正反两面作用^[3]。Simon和Kar通过实证研究对香港上市公司的4个治理指标(董事会中独立董事比例、总经理董事长是否两职合一、是否存在审计委员会、董事会中的家族成员比例)来考察自愿性信息披露情况^[4]。王艳艳、陈汉文选取2001—2004年上市公司数据,检验了审计质量与信息披露透明度的关系^[5]。对于自愿性信息披露影响因素指标设计研究方面,Meek、Roberts和Gray选取226家跨国公司1989年年报为样本进行实证研究,共设计了128条项目,分为战略信息、财务信息、非财务信息对这些跨国公司自愿性信息披露影响因素进行检验^[6]。自愿性信息披露影响因素越来越引起专家们的关注,但是大多学者以主板市场或中小板市场为研究对象,对于我国刚推出不久的创业板企业的研究鲜有提及。鉴于此,本文以2010年创业板153家公司的年报数据为样本,自行设计自愿性信息披露程度指标,运用多元线性回归的统计方法,以分成22个行业均值的数据为样本实证检验影响创业板公司自愿性信息披露程

[收稿日期]2012-04-09

[作者简介]于团叶(1971—),女,河南洛阳人,同济大学经济与管理学院讲师,博士,从事公司财务与预算管理研究;张逸伦(1989—),男,上海人,上海大众汽车有限公司职员,从事公司财务与预算管理研究;宋晓满(1961—),男,江西樟树人,同济大学经济与管理学院副教授,从事公司财务与预算管理研究。

度的因素,为我国创业板信息披露制度的建设与完善提供参考。

二、创业板特征及风险分析

(一) 创业板的特征

创业板的特征主要表现在以下三个方面。(1)高成长性。创业板企业有着良好的未来发展前景,部分公司的高新技术还能得到国家政策的扶持,它们能够通过某一个核心关键领域的技术突破从而颠覆整个行业的传统格局最终成为新的“领头羊”,因此创业板企业具有更广阔的成长空间,而高成长性带给投资者的就是高额的回报。创业板企业的高市盈率正是依靠其高成长性才能维持住的,而并不是依靠公司规模或者已经实现的经营业绩等指标。(2)低准入门槛。纵观国际的创业板市场,由于创业板上市公司的规模、业绩都不能与主板市场相提并论,而且这也不是创业板被重点关注的指标。为了让这些在主板发行必然会被否决的企业能够在创业板公开发行,创业板的准入门槛相对于主板来说降低了不少。(3)高风险性。创业板上市公司都是一些创立时间不久的高成长性企业。他们没有庞大的规模来抵抗可能面临的风险,他们所持有的专利或者高新技术也可能面临着技术被替代、单一客户依赖等风险,加上宏观政策面的不确定性、激烈的市场竞争以及企业自身经营方面存在风险,创业板企业还可能存在着舞弊的现象,因此创业板企业业绩随时有“翻脸”的可能性。

(二) 创业板信息风险分析

创业板市场充斥着如下信息风险。(1)信息不完全风险。由于创业板企业追求高成长性,忽视企业规模和以往业绩,因此以主板的市盈率标准来判断创业板企业的股价就失去了意义。此外,高成长性面临着政策不确定、业务模式单一等风险,这就需要企业对今后的发展规划有一个明确的思路,并且对未来盈利能力有一个初步的预测,而这恰恰是很难预测出来的。并且创业板企业的无形资产往往占比较大,专利权、核心技术、品牌优势等都是比较难以估价的资产,其真实价值可能无法体现,这一部分核心技术也面临被替代、被剽窃的风险。而在宏观层面上,由于创业板成立时间不长,各项政策法规不可能一步到位,这就面临着政策与法规改变的风险。创业板企业所处的行业也可能会要面对未知的行业发展政策的改变,这些不确定性都会对创业板企业的平稳运行造成风险。(2)信息不对称风险。创业板企业的核心技术比较尖端,新颖的概念是吸引投资者的重要砝码,这个过程中不可避免地会出现一些企业虚假披露、夸大披露,对自己的企业进行过度包装,不惜伪造核心技术等现象。而且创业板市场流通盘小也为创业板企业提供了炒作的必要条件,少数握有信息的人便能够通过内幕交易、股价操作来获利,这一切都建立在信息不对称的条件上,最终一旦发生了以上的舞弊行为,损失都会转嫁到投资者头上来,公司受罚股价下跌,甚至最终退市,可能会使得投资者血本无归,但政府不会出面为投资者埋单。

可以看出为了保证投资者的利益,市场监管部门就要出台一系列的政策来确保创业板企业信息披露的及时性与可靠性,完善创业板信息披露制度,出台政策激励创业板企业自愿披露信息,从而规避信息不完全风险和不对称风险。

三、自愿性信息披露程度及其影响因素实证研究

(一) 自愿性信息披露指标设计

目前深交所发布了上市公司的诚信档案,其中深市主板和中小企业板每年均会公布上市企业的信息披露考评结果,分为“优秀、良好、合格、不合格”四个档次。虽然创业板处于深交所,但是可能是由于创立时间不久的缘故,并未开展诚信档案的信息披露考评。由于无法获得权威机构发布的自愿性信息披露程度的评价数据,本文采用“内容分析法”,自行建立信息披露评价指标对创业板上市公司的自愿性信息披露程度进行打分。

本文首先是依据 Meek 等提出的自愿性信息披露指数框架^[6],结合我国的实际情况,编制创业板公司自愿性信息披露指标。初步将自愿性信息披露分为三个大类,分别为战略信息、财务信息、非财务信息。然后参照中国证监会 2009 年 12 月发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 30 号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》进一步设定明细指标。(1)公司可以根据实际情况,介绍已(或拟)采取的对策和措施,对策和措施应当内容具体,具备可操作性。(2)公司可以编制并披露新年度的盈利预测,该盈利预测必须经过具有证券期货相关业务资格的会

表 1 创业板公司自愿性信息披露程度评价指标

一级指标	二级指标
战略信息	新年度的盈利预测
	应对未来发展战略风险已(或拟)采取的对策和措施
	营销计划
	内部控制建设计划
财务信息	主要财务指标分析
	成本要素价格变动情况
	销售合同获取及订单获取情况
	股价波动趋势
	通货膨胀及物价变动说明
非财务信息	企业文化
	培训和绩效评价情况
	公益事业支出

计师事务所审核并发表意见。最后剔除已被列为强制性披露的指标,得出 12 个明细指标,建立本文的评价指标,具体见表 1。

本文针对创业板上市公司年报的自愿性信息披露内容进行赋值评分来评价其自愿性信息披露程度。打分的原则是以上各个指标未予披露的计 0 分;仅适用简单文字性叙述说明的或仅以货币计量的财务数据说明的为简单披露,计 1 分;以详细文字性叙述说明的或从定性与定量两个角度结合说明的为详细披露,计 2 分。具体各个指标的评分细则如表 2 所示。

表 2 创业板公司自愿性信息披露程度评价指标评分细则

一级指标	二级指标	打分标准
战略信息	新年度盈利预测	简单说明 1 分,详细说明 2 分
	应对未来发展战略风险已(或拟)采取的对策和措施	简单说明 1 分,仅披露若干个风险的对策和措施 1 分,详细说明 2 分
	营销计划	简单说明 1 分,详细说明 2 分
	内部控制建设计划	简单说明 1 分,详细说明 2 分
财务信息	主要财务指标分析	仅定性或者定量分析 1 分,定性与定量结合分析 2 分
	成本要素价格变动情况	仅定性或者定量分析 1 分,定性与定量结合分析 2 分
	销售合同获取及订单获取情况	仅定性或者定量分析 1 分,定性与定量结合分析 2 分
	股价波动趋势	仅定性或者定量分析 1 分,定性与定量结合分析 2 分
	通货膨胀及物价变动说明	仅定性或者定量分析 1 分,定性与定量结合分析 2 分
非财务信息	企业文化	简单说明 1 分,详细说明 2 分
	培训和绩效考核情况	简单说明 1 分,详细说明 2 分,定性与定量结合分析 2 分
	公益事业支出	简单说明 1 分,详细披露支出去向 2 分

(二) 自变量选取

自愿性信息披露程度受多种因素影响,本文着重选取公司治理、公司财务和未来风险三方面的因素进行考虑。公司治理从四个角度切入,分别是管理层效率、管理层激励、股权结构和外部控制。管理层效率变量选择独立董事比例、两职合一;管理层激励变量选择董事会成员持股比例;股权结构变量选择流通股比例、股权集中度,本文选取前十大股东持股比例来表示股权集中度;外部控制选择外部审计来衡量,本文依据公司外部审计是否是国际知名的“四大”会计师事务所来判断。公司财务选取营运能力、财务杠杆、公司规模来进行衡量,其中营运能力变量选择总资产周转率来衡量,财务杠杆选择资产负债率来表示,公司规模使用总资产的自然对数来表示。未来风险选取单一客户依赖风险

来衡量。

(三) 研究假设

表3 变量列表

项目	变量	变量名称及说明	预期符号		
1. 公司治理与自愿性信息披露程度相关性	因变量	VID	自愿性信息披露程度		
	独立董事由于独立于公司的股东,不在公司内任职,而且独立董事与公司管理层关联度很小,所以其能够对公司的经济活动进行监督,提出自己的意见。独立董事为了维护自身形象,会加强监督的力度,促使公司信息披露更及时、更可靠,以此提高公司的自愿性信息披露程度。随着独立董事比例的提高,管理层		IND	独立董事比例(独立董事占董事会成员的比例)	+
			DUAL	两职合一(董事长与总经理是同一人时为1,否则为0,哑变量)	-
		公司治理	MS	董事会成员持股比例	+
			LTC	流通股比例	+
			TOPT	股权集中度(前十大股东持股比例)	+
			AUDIT	外部审计(选择四大审计时为1,否则为0,哑变量)	+
		公司财务	OC	营运能力(总资产周转率)	+
			LEV	财务杠杆(资产负债率)	+
			SIZE	公司规模(总资产的自然对数)	+
公司风险		CROSR	单一客户依赖风险(单一客户销售收入占总销售收入超过30%为1,否则为0,哑变量)	+	

会受到更多的监督。董事长主导董事会,监督公司管理层的经济活动,但是当董事长和总经理为同一人时,就直接影响了董事会的信息监督作用,董事长可能为了个人利益促使企业虚假披露或是减少信息披露的程度。由此本文提出如下假设。

假设1:独立董事比例与自愿性信息披露程度正相关,两职合一与自愿性信息披露程度负相关。

董事会作为公司的高层管理者,其成员持股后,出于维护自身利益的考虑,他们会加强对公司的监督,提高公司的内控治理水平,提升财务报告的质量,从而达到提升信息披露水平的效果。由此本文提出如下假设。

假设2:董事会成员持股比例与自愿性信息披露呈正相关。

流通股股东多数为中小投资者,相对于非流通股股东,他们的股份是可以流通的,所以他们为了自身利益,更关注企业的经营状况和未来的走势,迫使管理层完善公司治理,从而提高自愿性信息披露程度。而非流通股股东,因为手中的股份无法流通变现,所以往往会对公司的状况漠不关心。

由于上市公司的股权相对分散,众多的中小股东却手持较少的股份,他们并没有能力也不愿意花费成本去监督管理层;而大股东则不同,他们手持大部分股份,为了不让自己的资产缩水并保值增值,他们愿意并有能力来积极参与公司治理,达到监督管理层的效果,这有利于企业提高自愿性信息披露水平。由此本文提出如下假设。

假设3:流通股比例、股权集中度与自愿性信息披露程度正相关。

外部审计的独立性比公司内审高是公认的,外部审计可以监督、约束公司管理层进行信息披露。特别是国际知名的会计师事务所为了自身形象、规避风险,会更加认真地执行审计、监督职责。企业聘请国际“四大”会计师事务所也被视为是向社会公众传递好的信号。王艳艳、陈汉文认为事务所的规模和知名度对信息披露的结果有影响^[5]。本文使用国际知名的“四大”事务所作为权威的事务所,如果公司聘请“四大”会计师事务所进行审计为1,否则为0。由此本文提出如下假设。

假设4:外部审计与自愿性信息披露程度正相关。

2. 公司财务特征与自愿性信息披露程度相关性

根据信号传递理论,经营状况越好的公司越愿意进行自愿性信息披露,来传递好的公司治理信号给公众,从而与那些营运能力中等或者经营面临困难的公司区别开,特别对创业板公司而言,特有的高风险时刻考验着企业的经营状况,经营良好的公司会更主动进行信息披露。这样做也能够提升公

司在投资者心目中的形象,提升公司价值。

根据委托代理理论,财务杠杆高的企业的债权人会担心自己的债权无法得到偿付,从而从多方面参与公司治理,限制公司激进的经营行为,导致代理成本增加。为了解决这样的问题,财务杠杆高的企业会更多地进行自愿性信息披露,传递良好的盈利能力和未来预期,得到债权人的信任。同时企业规模越大就越会受到投资者更多的关注,规模大的企业会更注重自身形象,更愿意进行自愿性信息披露来传达好的信号给公众。由此本文提出如下假设。

假设5:营运能力、财务杠杆和公司规模都与自愿性信息披露程度正相关。

本文以公司总资产的自然对数表示公司规模。

3. 公司风险与自愿性信息披露程度相关性

公司风险是指对公司未来发展战略和经营目标的实现产生不利影响的风险因素。创业板公司因为规模小、准入门槛低,所以抵御风险的能力相对于主板的公司来说要弱很多。风险较高的公司会更愿意进行信息披露来抵消向投资者传递经营可能面临困难的信号。创业板公司中有部分面临着主要客户、供应商集中的问题,一旦失去这些客户或者供应商,对公司的正常运营可能造成极大的危害。因此,本文选取单一客户依赖风险作为对公司未来发展战略和经营目标的实现产生不利影响的风险因素,单一客户依赖风险同自愿性信息披露呈正相关。如果公司对第一大客户的销售收入占比超过30%,则为1,否则为0。由此本文提出如下假设。

假设6:单一客户依赖风险与自愿性信息披露程度正相关。

(四) 研究模型

本文采用线性回归对创业板上市公司自愿性信息披露程度影响因素进行研究。

线性模型为 $Y_i = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon$ (模型中 Y_i 分别代表自愿性信息披露程度、战略信息披露程度、财务信息披露程度、非财务信息披露程度, α 为常数项, β 为系数, X_i 代表自变量, ε 代表残差项), 具体模型构建如下。

创业板公司自愿性信息披露程度回归模型:

$$VID = \alpha + \beta_1 IND + \beta_2 DUAL + \beta_3 MS + \beta_4 LTG + \beta_5 TOPT + \beta_6 AUDIT + \beta_7 OC + \beta_8 LEV + \beta_9 SIZE + \beta_{10} CROSR + \varepsilon$$

(五) 样本选取与数据来源

1. 样本选取

本文选取截至2010年12月31日前上市的153家创业板公司的2010年年报数据,分为22个细分行业,统计各行业平均数作为研究样本,主要有以下几点理由。第一,创业板处于初创阶段,上市公司仍不多,因此本文选择全行业进行研究分析。第二,2010年1月1日之前上市的创业板公司可以获取两年的年报数据,但是由于只有不到100家公司,样本数量较少,故笔者选择2010年12月31日前上市的153家创业板公司的2010年年报数据进行分析。第三,由于数据仅有1年年报数据作为支撑,无可避免会发生数据误差、数据异常、数据极值存在的情况,因而本文选取行业平均水平作为研究对象免除了上述影响因素。

2. 数据来源

创业板公司自愿性信息披露程度的数据来自于2010年公布的创业板上市公司的年报(巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn>)。所有153份样本的自愿性信息披露评分数值是严格执行本文自行设计的指标打分所得,经过反复的检查,结果真实可靠。其他公司治理和公司财务等自变量数据均来自“国泰安CSMAR系列研究数据库系统”。

四、实证检验和结果分析

本文利用Excel, Spss19.0等软件对数据进行统计分析,首先对因变量和自变量进行描述性统计

与分析,然后检验自变量的相关性,最后通过多元线性回归模型检验分析自变量对因变量的影响。

(一) 描述性统计与分析

1. 自愿性信息披露程度的描述性统计与分析

按照本文自行设计的自愿性信息披露评价指标,样本公司中自愿性信息披露程度得分最高的是乐普医疗(300003)和大禹节水(300021)两家公司,为17分。另外探路者(300005)和康芝药业(300086)获得了16分的次高分。最低分值的是新宁物流(300013),仅为3分。此外宁波GQY(300076)、盛运股份(300090)和福星晓程(300139)共3家公司获得了4分的低分,这3家公司都属于自愿性信息披露程度较低的创业板上市公司。

根据表4显示,样本公司财务信息的披露程度整体水平相对较低,自愿性信息披露平均得分为10.07分,总分24分,整体水平不高。其中得分为11分的上市公司数量最多为29家,得分为10分和12分的都为25家,样本公司整体信息披露分布情况如图1所示(图中横轴为披露总分,纵轴为公司数量)。

表4 创业板公司自愿性信息披露程度的描述性统计

项目	样本量	最小值	最大值	均值	标准差
自愿性信息披露程度	153	3	17	10.07	2.57
战略信息披露程度	153	0	6	3.41	1.50
财务信息披露程度	153	0	6	2.88	1.49
非财务信息披露程度	153	1	6	3.78	1.10

同时通过表4可以看出,战略信息披露程度、财务信息披露程度和非财务信息披露程度的均值分别占

表5 创业板公司自愿性信息披露程度得分最大值与最小值的各一级指标描述性统计

公司名称	战略信息披露程度	财务信息披露程度	非财务信息披露程度	自愿性信息披露程度
乐普医疗	6	6	5	17
大禹节水	6	5	6	17
新宁物流	1	1	1	3

自愿性信息披露程度的34%、29%和37%。其中非财务信息披露程度

略高一些,但是三者基本相当,这说明创业板公司在战略信息、财务信息和非财务信息这三个方面的自愿性信息披露程度占比基本相等,没有特别明显偏重于哪一个方面进行自愿性信息披露。

自愿性信息披露程度得分最高与最低的创业板企业各一级指标得分具体情况如表5所示。可以看出自愿性信息披露程度得分最高的两家创业板企业各一级指标之间得分相当平均,说明在提高整体自愿性信息披露程度的过程中,这两家企业没有对哪方面指标进行倾斜,而是做到了全面提高自愿性信息披露程度。而反观自愿性信息披露程度最低的新宁物流,各一级指标得分均为1分,说明其各方面几乎都达到了最差的自愿性信息披露程度。

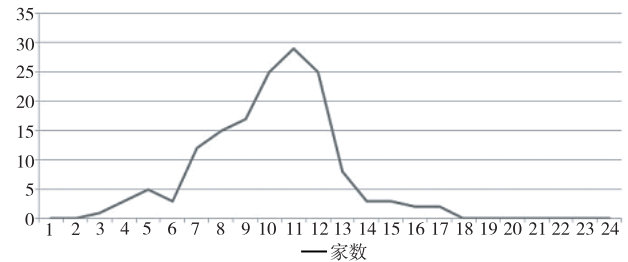


图1 样本公司自愿性信息披露程度分布图

经过统计分析,本文发现有3个指标属于自愿性信息披露程度较高的指标:它们分别是

培训和绩效评价情况,披露情况达81.70%;营销计划,披露情况达77.45%;企业文化,披露情况达69.61%。以上所述的披露情况=细分指标披露得分/细分指标披露总分。同时本文研究发现有6个自愿性信息披露指标企业披露比例较高,培训和绩效评价情况的披露企业比例为100%,企业文化为85.62%,营销计划为84.97%,成本要素价格变动情况的披露企业比例为73.20%,应对未来发展战略风险已(或拟)采取的对策和措施的披露企业比例为64.71%,公益事业支出的披露企业比例为64.05%。上述披露企业比例为只要该企业披露就计1,然后除以样本量。可以看出培训和绩效评价情况、营销计划、企业文化这3个指标无论从数量还是质量上来看都是披露程度较高的指标。但仍有部分企业只是简单披露,提及皮毛,没有任何实质性内容。

同时,统计结果也发现有多个指标的自愿性信息披露程度很低。它们分别是新年度盈利预测,披

露情况为 0.65%,披露企业比例为 0.65%;股价波动趋势的披露情况为 0.33%,披露企业比例为 0.65%;通货膨胀及物价变动说明的披露情况为 5.56%,披露企业比例为 11.11%。上述 3 个指标都是被创业板上市公司所忽略的指标,没有质也没有量。新年度盈利预测作为一个绝佳的盈利参考指标,是每一个投资者都希望能够在年报中了解到的,但是 153 家创业板公司中只有富锦新材(300128)这一家公司披露了。分析原因,可能是由于下一年度盈利预测必须经过具有证券期货相关业务资格的会计师事务所审核并发表意见,企业担心审计成本增加而省去了,也可能是企业给不出确切的盈利预期,因为一旦实现不了必须在下一年度的年度报告中给予解释。诚然这一举动会给创业板公司造成不必要的成本开支,但是对于投资者而言,面对高风险的创业板企业,盈利预测是十分重要的信号。可见创业板上市公司的信息披露质量仍有待提高。

分行业进行统计,研究行业均值后能够发现:医药制造业的自愿性信息披露程度得分最高,为 11.43,而且其战略信息披露和非财务战略信息披露得分也是最高的,分别为 3.71 和 4.86。专用设备制造业的财务信息披露得分最高,为 3.69。反观自愿性信息披露处于较低水平的行业,其中输电及控制设备制造业的自愿性信息披露程度得分最低,仅为 8.6 分,该行业的战略信息、财务信息和非财务信息披露水平都处于众多行业的低位水准。分行业的自愿性信息披露程度均值的标准差为 1.11,可以看出各行业的披露水平近似,差距并不大。由此可见自愿性信息披露程度受行业影响程度很小。

总体上而言,创业板公司的自愿性信息披露程度仍不容乐观,许多公司的披露毫无实质,缺乏数据的佐证。

2. 解释变量描述性统计与分析

从表 6 可以看出,各公司之间存在差异。在独立董事比例方面,虽然样本的均值达到了 37% 左右,但是还是有个别公司的独立董事比例仅占董事会成员两成,这样会大大限制独立董事发挥监督管理层,对董事会决议提出独立权威看法的效果。样本中有为数不少的公司存在董事长和总经理同为一人的情况,个别公司股权相对集中,达到 90.68%。个别样本公司存在董事会持股比例较高的现象,达

表 6 153 家样本公司解释变量描述性统计结果

项目	变量	样本	最小值	最大值	均值	标准差
公司治理	独立董事比例%	153	22.22	60	37.09	6.28
	两职合一	153	0	1	0.48	0.50
	董事会持股比例%	153	0	71.76	35.50	0.21
	流通股比例%	153	10	56.92	28.12	0.10
	股权集中度%	153	43.38	90.68	71.22	0.08
公司财务	外部审计	153	0	1	0.01	0.08
	营运能力	153	0.14	2.08	0.52	0.29
	财务杠杆	153	1.26	68.54	13.18	0.10
公司风险	公司规模	153	19.66	21.89	20.72	0.52
	单一客户依赖风险	153	0	1	0.10	0.31

到 71.76%。观察营运能力后可以发现个别公司的营运状况相当良好,达到 2.08。财务杠杆的值也存在较大差距,最小的公司只有 1.26%,而最大的公司资产负债率达到 68.54%。另外,153 家样本中,仅坚瑞消防(300116)是由国际“四大”会计师事务所审计的。样本公司中存在单一客户依赖风险的寥寥无几,均值仅为 0.1。

将上述各解释变量按计算单位分为两部分进行比较分析,在剔除两职合一、外部审计和单一客户依赖风险这三个哑变量后,可以看出董事会持股比例、流通股比例、营运能力和财务杠杆的最大值和最小值之间的差距较大,显示创业板公司在这四方面差异较大。公司规模三个数值差异较小,说明创业板企业整体的公司规模几乎相当。这是由于创业板公司上市之初多为小规模的高科技企业,而且此数据为 2010 年年报数据,距各公司上市初始日均不超过两年,这也表明第一批上市的创业板企业较之后上市的公司未见明显的规模快速扩张。

在分为 22 个行业讨论后,结果见表 7。我们可以看出分行业讨论后结果同之前相似,保留了创

业板公司各个变量的基本特征,各指标之间仍存在一定差距。但是标准差相对于以 153 家创业板企业作为样本量时减小了。这说明分行业后,减少了少数公司的极值和样本量只有 1 年的统计数据可能造成样本数据偏差、数据异常等问题。

(二) 相关性检验

本文通过 Pearson 相关系数检验各个解释变量之间的相关性。可以看出董事会持股比例与公司规模在 5% 水平上显著负相关,随着公司规模的扩大,总股本也会相应增加,因此董事会持股比例会呈现下降趋势;流通股比例与营运能力在 5% 水平上显著正相关,流通股股东出于保护自身利益的原因,会更多地关注公司的治理,监督管理层,这有利于公司经营状态的提升;公司规模与国际“四大”会计师事务所审计在 1% 水平上显著负相关。其余变量之间的相关系数较小,不太可能存在多重共线性问题。

表 7 22 个行业样本量的解释变量描述性统计结果

项目	变量	样本	最小值	最大值	均值	标准差
公司治理	独立董事比例%	22	32.50	43.33	37.55	2.84
	两职合一	22	0	1	0.45	0.26
	董事会持股比例%	22	0	49.87	33.82	0.13
	流通股比例%	22	20.23	44.67	28.42	0.06
	股权集中度%	22	63.12	80.01	71.45	0.05
公司财务	外部审计	22	0	0.50	0.02	0.10
	营运能力	22	0.32	0.73	0.50	0.12
	财务杠杆	22	8.11	27.03	13.66	0.04
公司风险	公司规模	22	20.01	21.20	20.76	0.30
	单一客户依赖风险	22	0	0.50	0.07	0.13

表 8 解释变量相关系数表

	IND	DUAL	MS	LTG	TOPT	AUDIT	OC	LEV	SIZE	CROSR
IND	1 (0.099)	0.361 (0.637)	-0.106 (0.454)	-0.168 (0.900)	0.029 (0.151)	0.317 (0.202)	-0.283 (0.955)	0.013 (0.602)	-0.118 (0.372)	0.200
DUAL	0.361 (0.099)	1 (0.844)	0.044 (0.874)	0.036 (0.572)	-0.127 (0.853)	0.042 (0.980)	0.006 (0.973)	-0.008 (0.973)	0.035 (0.879)	0.243 (0.275)
MS	-0.106 (0.637)	0.044 (0.844)	1 (0.901)	0.028 (0.901)	-0.320 (0.146)	0.265 (0.233)	0.222 (0.321)	0.038 (0.867)	-0.442* (0.040)	0.008 (0.972)
LTG	-0.168 (0.454)	0.036 (0.874)	0.028 (0.901)	1 (0.901)	-0.097 (0.669)	-0.133 (0.555)	-0.436* (0.043)	-0.379 (0.082)	-0.053 (0.815)	-0.008 (0.972)
TOPT	0.029 (0.900)	-0.127 (0.572)	-0.320 (0.146)	-0.097 (0.669)	1 (0.402)	0.188 (0.999)	0.000 (0.221)	0.272 (0.418)	0.182 (0.418)	-0.218 (0.329)
AUDIT	0.317 (0.151)	0.042 (0.853)	0.265 (0.233)	-0.133 (0.555)	0.188 (0.402)	1 (0.577)	-0.126 (0.876)	0.035 (0.008)	-0.553** (0.008)	-0.127 (0.574)
OC	-0.283 (0.202)	0.006 (0.980)	0.222 (0.321)	-0.436* (0.043)	0.000 (0.999)	-0.126 (0.577)	1 (0.187)	0.292 (0.187)	-0.034 (0.879)	-0.313 (0.156)
LEV	0.013 (0.955)	-0.008 (0.973)	0.038 (0.867)	-0.379 (0.082)	0.272 (0.221)	0.035 (0.876)	0.292 (0.187)	1 (0.187)	0.101 (0.653)	-0.039 (0.864)
SIZE	-0.118 (0.602)	0.035 (0.879)	-0.442* (0.040)	-0.053 (0.815)	0.182 (0.418)	-0.553** (0.008)	-0.034 (0.879)	0.101 (0.653)	1 (0.653)	0.088 (0.697)
CROSR	0.200 (0.372)	0.243 (0.275)	0.008 (0.972)	-0.008 (0.972)	-0.218 (0.329)	-0.127 (0.574)	-0.313 (0.156)	-0.039 (0.864)	0.088 (0.697)	1

注:*表示在 0.05 水平(双侧)上显著相关,**表示在 0.01 水平(双侧)上显著相关。

(三) 回归结果分析

由表 9 可以看出相关系数 R 为 0.810,判定系数 R² 为 0.655,整个模型的拟合度较好,方程有效。

表 9 创业板公司自愿性信息披露程度回归模型汇总表

模型	R	R ²	调整 R ²	标准估计的误差
—	0.810	0.655	0.342	0.917341087

通过对表 10 的分析,可以看出独立董事比例与预期的符号相同,但独立董事比例对自愿性信息披露程度的作用不明显,没有通过显著性检验。结合我国实际情况可知,一方面目前国内的独立董事职位虚设情况普遍,众多上市公司的独立董事只是挂名而已,并未实际参与公司治理和董事会决议的制定上。另一方面,部分公司并未聘请专业人士作为公司的独立董事,部分公司独立董事的独立性遭到质疑,这些都导致独立董事的作用无法发挥。可见创业板公司的独立董事制度仍待完善。

两职合一与自愿性信息披露程度正相关,与预期符号相反,而且两职合一对于自愿性信息披露程度的影响有限,没有通过显著性检验。究其原因可能是以下两点。(1)创业板公司多数为民营企业,其实际控制人通常将企业看作类似家族产业,所以两职合一现象很普遍,并不会显著影响公司是否进行自愿性信息披露。(2)通过描述性分析可以看出,虽然有将近五成的创业板公司存在两职合一现象,这部分公司失去了董事长对管理层的监督作用,但可能其他大股东

表 10 创业板公司自愿性信息披露程度回归系数及显著性检验表

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.
	B	标准误差	试用版		
(常量)	-42.087	19.833		-2.122	0.057
独立董事比例	3.674	8.788	0.094	0.418	0.684
两职合一	1.033	0.876	0.242	1.179	0.263
董事会持股比例	2.425	1.909	0.286	1.271	0.230
流通股比例	11.642	4.687	0.590	2.484	0.030
股权集中度	5.156	5.045	0.223	1.022	0.329
四大审计	1.697	2.769	0.160	0.613	0.552
营运能力	-0.460	2.285	-0.052	-0.201	0.844
财务杠杆	-1.220	5.221	-0.048	-0.234	0.820
公司规模	2.077	0.914	0.556	2.273	0.044
单一客户依赖风险	-1.180	1.834	-0.134	-0.644	0.533

为了防止董事长和总经理利益的一致性而损害他们的利益,便代替董事长发挥了监督作用。

董事会持股比例与自愿性信息披露显著正相关,但未通过显著性检验。通过描述性分析我们可以看出,一方面创业板企业的董事会持股比例较低,这样的比例可能不足以让董事会成员为了这部分利益而付出成本来监督管理层,最终自愿性信息披露程度并未显著受到影响。另一方面,董事会成员可能在管理层中兼职,这样降低了董事会对管理层监督的作用,而且由于利益趋同,董事会成员可能与管理层合谋,这样便会减少信息披露。

流通股比例与自愿性信息披露程度正相关,且通过了5%的显著性检验,验证了本文的假设4。证明了流通股股东会出于自身利益的考虑而迫使管理层完善公司治理,对创业板公司自愿性信息披露程度是有利的。

本文选用前十大股东的持股比例作为股权集中度的指标,股权集中度与自愿性信息披露正相关,但没有通过显著性检验。通过描述性分析可以看出创业板公司股权较为集中,平均超过70%的股份控制在前十大股东手中,股权过于集中。部分创业板企业的前十大股东可能出于共同利益而合谋来损害中小股东权益,关联交易、内部交易均可能会出现,最终会减少信息披露来避免这些交易曝光。因此股权集中度过高可能会不利于信息披露的程度。

本文选用国际“四大”会计师事务所来衡量外部审计这个变量。外部审计与自愿性信息披露程度正相关,但没有通过显著性检验。由于样本量中只有坚瑞消防(300116)聘用了毕马威华振会计师事务所有限公司进行外部审计,其余公司都选择了诸如“立信”、“天健”等国内知名的会计师事务所来进行审计。一个原因可能是出于审计成本的考虑而选择了价格较低的国内事务所,第二个原因则可能是经过长期的经营,国内事务所在业务方面、知名度方面都有了显著的提高,已经积累了不少国内中小企业的信任。由于样本量中聘用国际“四大”的公司太少,从而导致了外部审计这个变量无法通过显著性检验。

公司财务方面,营运能力和财务杠杆都与自愿性信息披露程度负相关,与预期相反,而且都无法通过显著性测试。这可能是由于创业板公司的高风险性,无论经营状况好或差的公司,不管资产负债率高还是低,公司的经营风险都始终存在,这带给投资者不安的信号。为了避免投资者的恐惧心理,公司会选择更多地披露信息来抵消公司财务方面可能存在的风险造成的负面效应。

公司规模与自愿性信息披露程度正相关,且通过了5%的显著性检验,验证了本文的假设。这符合委托代理理论,规模大的企业会更注重企业形象,有利于自愿性信息披露程度的提高。

本文假设单一客户依赖风险代表公司的未来风险,有利于自愿性信息披露程度的提高。结果显示单一客户依赖风险与自愿性信息披露程度负相关,且未表现出明显的显著性。虽然客户和供应商

依赖会严重危害创业板企业,但是存在单一客户依赖风险的企业为数不多,这其中有不少企业的前5位客户的销售收入占全年收入70%以上,故没有单一客户依赖的情况。但是由于本文预计前5位客户都发生变动的可能性很小,因此将这些样本量排除在外。所以存在单一客户依赖风险的企业数较少可能是与预期符号相反且未见显著的原因。

于是本文得出了最后的回归方程如下:

$$VID = -42.087 + 3.674IND - 1.033DUAL + 2.425MS + 11.642LTG + 5.156TOPT + 1.697AUDIT - 0.460OC - 1.220LEV + 2.077SIZE - 1.180CROSR$$

五、结论及建议

本文以2010年创业板153家公司的年报数据为样本,设计自愿性信息披露程度指标,运用多元线性回归的统计方法,以22个行业均值的数据为样本实证检验创业板公司自愿性信息披露程度及其影响因素。结果显示:(1)创业板上市公司自愿性信息披露程度指标平均得分为10.07分,总分24分。战略信息和非财务信息披露程度要优于财务信息披露程度。创业板上市公司从整体上看,披露程度不高,部分公司的披露仍然流于形式,不注重实质信息,许多公司仅以简单的文字性叙述披露信息,没有详细数字进行佐证。因此,创业板的信息披露制度仍有改进的余地,虽然目前对强制性信息披露已做出较多的要求,但是没有政策激励自愿性信息披露,而创业板上市公司的管理层出于各种目的,不愿意披露更多的信息。(2)公司治理方面,仅流通股比例与自愿性信息披露在5%的水平上显著正相关。独立董事比例、董事会持股比例、股权集中度和国际“四大”会计师事务所审计均与自愿性信息披露程度正相关,但是都没有通过显著性检验。两职合一与自愿性信息披露程度正相关,与预期相反,而且没有通过显著性检验。(3)公司财务方面,仅企业规模在5%的显著性水平与自愿性信息披露程度正相关;营运能力和财务杠杆都与自愿性信息披露程度负相关,与预期相反,而且没有通过显著性检验;单一账户风险作为具有创业板特征的变量,没有达到本文的预期,对自愿性信息披露程度的影响未通过显著性检验。

刚满“一岁”的创业板还处于初创阶段,仍然在体制上、制度上存在不健全的问题。我们需要从以下三个方面入手,加强创业板自愿性信息披露。(1)加强创业板公司内部建设。主要包括:完善公司治理的法规建设。上市公司需要从内部的治理框架入手,完善上市公司内部治理准则等法律法规的建立,推动出台一系列的上市公司监管条例,有效提高董事会运作的效率和独立性,引导企业规范运作,逐步完善企业信息披露内控制度,提高会计信息披露的质量,确保信息的及时可靠,防微杜渐,避免内幕交易和虚假披露的发生,切实保护好投资者的利益;推动公司治理文化、诚信文化建设;借鉴国外成熟的资本市场的经验,同时深入了解和认识中国市场的特性,分析中国式的股权结构、投资者结构以及股权文化,扎实推进上市公司治理和诚信文化建设,实现提升企业公司治理水平的目标。(2)优化创业板制度环境,主要包括:出台激励自愿性信息披露的政策。创业板强制性信息披露的制度环境已经初步建立,证监会也已经做出了对强制性信息披露很明确的规定,但是这不代表创业板企业可以放松自己自愿性信息披露的标准。强化自愿性信息披露可以提高企业形象、改善与投资者的关系,并给予投资者更多的信息用于投资参考,从而保护投资者的利益。然而目前创业板上市公司的自愿性信息披露不积极、数量少、形式单一的现状仍得不到改善。相关部门和监管机构应该适时出台一些政策来激励创业板企业更多地进行自愿性信息披露,例如可以在深交所的创业板诚信档案中建立创业板信息披露名企榜,激励那些有较高自愿性信息披露程度的企业。同时深交所也需要及时公布信息披露评价结果。深交所于2004年7月22日起正式推出了主板和中小企业板上市公司的诚信档案。这是一个很好的制度创新,诚信档案能够提高上市公司的规范操作和职业操守,从整体上提高上市公司的公信力。而对于投资者而言,诚信档案提供了上市公司信息披露、诚信记录、公开市场信

息的权威信息。考察企业信息操作是否规范、是否信誉良好是保护投资者利益的重要前提。尤其是其中的信息披露质量评价,能够明确企业的诚信级别,提供给投资者一个重要的选股标准。然而由于创业板创立不久,创业板诚信档案中信息披露质量评价一栏并没有数据,因此投资者希望深交所能够尽快披露创业板上市公司的信息披露考核结果,早日给投资者提供重要的投资依据。(3)加强市场监管力度,严惩违法企业,增加违法成本。目前创业板同主板一样,对于上市公司在信息披露等环节的违法行为处理力度不够。虽然深交所相关人士表示创业板的公开谴责标准会趋严,但是违法成本仍然太低。有关部门应该建立起一套行之有效的措施来遏制企业一而再、再而三的在披露环节上的违法违纪行为,应该在民事责任方面对创业板企业严格要求,一旦违法就必须付出惨痛的民事赔偿代价,这样方能有效杜绝创业板上市公司的信息披露环节不诚信的行为。

参考文献:

- [1] Myers S C, Majluf N S. Corporate financial and investment decisions when firms have information that investors don't have[J]. *Financial Economics*, 1984(13):187-221.
- [2] 张宗新, 张晓荣, 廖士光. 上市公司自愿性信息披露行为有效吗? ——基于1998—2003年中国证券市场的检验[J]. *经济学(季刊)*, 2005(1):369-386.
- [3] Givler F, Hemmer T. On the frequency, quality, and informational role of mandatory financial reports[J]. *Journal of Accounting Research*, 1998(36):117-147.
- [4] Simon H M, Kar W S. A study of the relationship between corporate governance structure and the extent of voluntary disclosure[J]. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 2001(10):139-156.
- [5] 王艳艳, 陈汉文. 审计质量与会计信息透明度——来自中国上市公司的经验数据[J]. *会计研究*, 2006(4):9-15.
- [6] Meek G K, Roberts C B, Gray S J. Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations[J]. *Journal of International Business Studies*, 1995(3):555-572.

[责任编辑:高 婷]

Voluntary Disclosure Level and Its Influencing Factors: A Case Study of China GEM's Companies

YU Tuanye, ZHANG Yilun, SONG Xiaoman

(School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 200092, China)

Abstract: The phenomenon that voluntary information disclosure of listed companies on GEM is rare and a kind of formality seems very serious. This article established a set of voluntary disclosure level index system, and divided the samples into 22 industries and used the average of the industries as the research object to test voluntary information disclosure level and its influencing factors of GEM. The results shows that the voluntary disclosure of the listed companies on GEM is not high; there is a significant positive correlation between the proportion of tradable shares, the proportion of independent directors, board of directors shareholdings, ownership concentration, the four big audits, and a combination of two posts; there is a significant positive correlation between the company size, the operational capacity, financial leverage and voluntary information disclosure; As a feature of the GEM, the risk of a single account on behalf of the company voluntary disclosure risk and degree of impact is not significantly correlative.

Key Words: growth enterprise market companies; voluntary information disclosure; corporate governance; corporate finance; corporate risk; information disclosure system; compulsory disclosure; information disclosure quality