

# 企业年报阅读难易程度的衡量与影响因素研究

——基于管理者操纵视角

张秀敏<sup>1</sup>,高云霞<sup>2</sup>,高洁<sup>1</sup>

(1. 华东师范大学工商管理学院,上海 200062;2. 上海佩企信息技术有限公司,上海 200030)

**[摘要]**以我国2007—2017年上市企业年报文本信息为研究对象,基于委托代理背景下的印象管理理论,从驱动、约束、风格三个维度分析易读性运用的影响因素。研究结果表明:企业绩效与易读性水平显著正相关,是易读性操纵的驱动因素;民营企业的盈利水平会显著驱动高管对易读性水平的操纵,而从长期公司价值的角度来看,不同所有制公司之间操纵的动机无显著差别;公司治理水平对管理者操纵年报易读性的抑制作用较为有限,监事会规模能发挥有效作用;保持高管团队的多样性和专业程度、提高女性高管占比、高管团队年轻化、提高受教育程度,均在提升年报易读性水平方面能够起到积极作用。

**[关键词]**信息披露;易读性;年报;印象管理;企业年报;股权结构;企业规模

**[中图分类号]**F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)01-0079-11

## 一、引言

随着资本市场的不断发展,信息披露传递质量及效率受到多方利益相关者的关注,“可理解性”不仅是信息呈现的重要特征<sup>①</sup>,也是合理评判信息质量“可靠性”和“相关性”的基础<sup>[1]</sup>。2006年我国新颁布的《企业会计准则——基本准则》首次提出了八个会计信息质量要求,“可理解性”作为其中重要的信息质量特征,要求企业提供清晰明了的会计信息,以便于财务报告使用者理解和使用。专业术语的运用、前后不一的表述、复杂难懂的长句等都会带给读者不尽相同的心理暗示和阅读困扰,为此监管部门对非财务信息披露的内容、质量及表述形式提出了更高要求。美国证券交易委员会(SEC)在1998年Rule 421中要求企业提供“PlainEnglish”;我国2019年修订的《中华人民共和国证券法》(以下简称《新证券法》)要求年报信息须“及时、真实、准确、完整、简明清晰、通俗易懂”。但实际上,企业信息披露带来的阅读障碍和理解难度普遍存在,这在我国披露制度引入较晚、市场信息明显不对称的情况下表现得更为突出<sup>[2]</sup>。由于使用者之间存在异质性(如个人知识水平、风险偏好程度等),阅读理解能力方面难以被普遍观察或改善,因此由信息提供者主导的披露内容更有可能存在“可理解性”操纵空间,这正是本文研究的切入点。阅读难度较高的披露报告加剧了信息资源配置的浪费,如何改善企业信息披露阅读难度关系到广大信息使用者的切身利益以及资本市场的良性运作。此外,信息披露阅读难度作为读者的第一印象,是其他文本信息分析评价的基础,对此有必要就其衡量方式和影响因素加以探析,以厘清企业印象管理的行为逻辑。

易读性(Readability)作为应用语言学的重要概念,是指文本容易阅读和理解的程度与性质,是影响读者能否以最佳速度阅读理解并产生兴趣的全部因素之和<sup>[3]</sup>。阎达五和孙蔓莉指出,只有被使用者接受、理解的信息才能衡量其质量好坏,而易读性是企业非财务信息能够被理解的重要指标之一<sup>[1]</sup>。在编撰对外报告时,管理者会有意识地选择性使用会计术语、专业名词、句子长度、生僻词句,以达到易读性操纵的目的<sup>[4-6]</sup>。

作为衡量上市公司信息披露质量的重要标准之一,易读性在年报、社会责任报告等载体中的策略运用屡见不鲜。较高的易读性水平有利于增加信息的可靠性,体现企业价值,使投资者获得增量信息,稳定资本市

**[收稿日期]**2020-07-14

**[基金项目]**国家自然科学基金青年项目(71602058)

**[作者简介]**张秀敏(1976—),女,上海人,华东师范大学工商管理学院副教授,从事信息披露、语义分析、环境管理、环境会计研究;高云霞(1995—),女,江苏泰州人,上海佩企信息技术有限公司职员,硕士,从事环境管理、环境会计研究;高洁(1997—),女,河南濮阳人,华东师范大学工商管理学院硕士研究生,从事信息披露、语义分析研究,E-mail:gygh0869@163.com。

<sup>①</sup>财务会计准则委员会(FASB)、国际会计准则理事会(IASB)、英国会计准则委员会(ASB)、我国财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》(2006)均将“可理解性”列为会计信息质量特征。

场;易读性水平较低则会造成信息缺漏、股价崩盘风险和融资成本增加、债券评级下降、投资收益率降低,使投资者利益受损,制约资本市场发展。易读性操纵包括降低其难度的“改善”举措和增加其难度的“模糊”行为。目前对于“模糊”行为的操纵动机研究主要分为三类:一是隐藏差业绩,如当业绩较差时,文本复杂性更高<sup>[7-8]</sup>;当社会绩效较差时,报告更长,可读性较差<sup>[9]</sup>;二是隐藏管理者自利行为,如管理层利用政策不确定性进行寻租或有较大自利动机<sup>[10-11]</sup>;三是应对外部压力,如依赖社会关系获取资源的企业其整体信息披露水平降低,卖空压力下管理层策略性增加坏消息的复杂度,降低纳税脚注的可读性以隐瞒激进的避税行为等<sup>[12-14]</sup>。鉴于增加阅读难度的“模糊”行为往往与负面信息相关,会带来更显著的负面后果,本文将作为探讨的主要内容。

国外对文本信息的挖掘分析及易读性研究相对成熟,国内对年报易读性的探讨则始于2002年,阎达五和孙蔓莉利用B股上市公司的英文版年报进行了词句划分<sup>[1]</sup>。随着近年来文本分析技术的发展,中文年报的信息处理得以推进,然而从既有的文献数量和质量来看,国内外文献中综合考量与易读性相关联的公司治理、管理者特征等影响因素的研究仍旧匮乏,难以形成具有说服力的科学逻辑解释。此外,由于中西方在语言特征、市场环境等方面存在诸多差异,已有的西方易读性测度方式及研究结论在我国并不完全适用,技术处理的细琐繁杂也使得开展大批量的数据处理相对困难,在理论和实践上均存在较大差距。

鉴于以上分析,本文拟以2007—2017年上市企业年报文本信息为研究对象,契合中文的语言特征,对信息披露阅读难易程度的衡量方式和影响因素进行深入探析。结合印象管理和代理理论,从年报编制者即管理者行为的视角出发,将管理者操纵易读性的驱动因素、约束因素和个人因素纳入年报阅读难度的影响指标中,并对其相互作用机制加以探讨。本文的可能贡献在于:首先,推动了印象管理理论在我国信息披露研究领域的探索应用,为后续进一步展开中文文本的易读性研究提供了指标测度方式及分析思路;其次,企业绩效、公司治理水平、管理者风格显著影响着企业年报的阅读难易程度,相应的结论分析也为规范企业自身信息披露行为、提高资本市场信息披露水平和完善政府信息披露监管制度提供了新的视角与前瞻性建议。

## 二、理论分析与假设提出

既有学者对信息披露文本易读性的分析包括企业年报、社会责任报告、董事长致辞、季度收益电话会议、纳税注释等<sup>[14-17]</sup>,其中年报作为强制性披露的最重要报告,涵盖的信息最为丰富,受到的重视程度最高。本文基于委托代理背景下的印象管理理论,从管理者行为逻辑出发,从以企业绩效为代表的驱动型因素、与公司治理水平相关联的约束型因素以及形成管理者风格的个人因素三个方面,更加系统完整地探讨年报易读性水平的影响因素。

在委托代理背景下,管理者更加关注如何向股东和市场展示自身良好的经营管理能力,并提升未来在经理人市场中的竞争力,对其进行评判的最重要指标即为企业绩效<sup>[18]</sup>,因此管理者最普遍的行为倾向就是彰显业绩和掩盖失误。多数研究也证实了这一观点,即企业绩效与年报易读性呈正相关关系<sup>[7,19]</sup>,绩效较差的企业其年报易读性也较差,而经营状况好的企业其管理者则会在年报中竭力展示过去一年的成绩,并尽力将年报写得通俗易懂,以释放正面有吸引力的市场信号<sup>[1,20]</sup>。近年来,更多学者将目光转向更能体现企业长期发展水平的市场价值和未来收益上来。企业可以通过增强年报的易读性来提高企业的市场价值,而信息披露的不清晰和不透明会导致企业资本配置偏差、股价同步性差、股价崩盘等后果<sup>[11,20-22]</sup>。综合以上理论,本文认为企业经济绩效水平会影响管理者对年报易读性的操纵行为,且体现为绩效较差的企业以更难以阅读的年报来迷惑视线,绩效较好的企业以更为简明易懂的年报来自我证明。因此,基于代理背景下驱动管理者易读性操纵行为的经济绩效视角,本文提出假设1。

假设1:企业经济绩效对管理者的驱动作用对企业年报易读性水平存在显著性影响,企业经济绩效与年报易读性水平正相关。

代理理论认为管理层的履职行为会受到内外利益相关者的监督,管理层对年报易读性的操纵程度在很大程度上取决于其权力的大小以及所受到的监督强度。管理层权力与内部信息透明度息息相关,管理者对披露信息的操纵空间越大,越倾向于隐瞒内部控制缺陷,通过美化个人功绩来进行印象管理<sup>[23-24]</sup>。从股权结构角度来

看,公司的股权集中度越高,大股东的监督作用越能够得以体现,进而对内部人控制具有一定的约束作用<sup>[25]</sup>。然而,目前我国企业仍以剥夺型公司治理为主,主要面临代理理论的第二类问题即一股独大,大股东对公司信息披露有绝对控制权。当然,监事会和独立董事也能在一定程度上约束管理层的利己行为<sup>[26-27]</sup>,随着两者规模的扩大,监督机制的话语权随之增大,管理者无法通过刻意调整信息披露的易读性来彰显自身能力,在操纵空间上受到一定约束。此外,董事长与总经理的两职分离能够提升对管理层团队监督的有效性,使得管理层在撰写年报时受到更大的约束<sup>[28]</sup>。由此我们认为,管理层受到的约束型力量越强,越难以通过“模糊”年报易读性水平的方式来掩盖较差的业绩表现。因此,本文提出假设2。

假设2:企业董事会、监事会、股权结构对管理者的约束作用对企业年报易读性水平存在显著性影响,公司治理约束水平与年报易读性水平正相关。

企业进行印象管理不能忽视管理者个体的作用。高层梯队理论认为,外部驱动因素和约束条件对管理者的决策行为的影响不够稳定,管理者自身背景特征塑成的管理者风格则能产生更为长久的作用<sup>[29]</sup>。行为金融学理论也认为管理者存在异质性,不同风格的管理者具有较大的心理偏差和决策差异,包括写作技巧、个人背景等个体特征以及乐观、自信程度等性格特征<sup>[4,30-31]</sup>。借鉴目前已有的印象管理相关文献对管理者特征的理论阐述,管理者的规模、年龄、性别、学历等因素均会对管理者风格产生塑造作用,可能会反映在信息披露的语言特征上。年龄较大的企业管理者倾向于风险较小的决策<sup>[32]</sup>,多存在个人职业生涯“善始善终”的想法<sup>[33]</sup>,阅历和经验使其更愿意通过改善披露信息的易读性来提升公众对于企业的好感度。从性别差异心理学角度来讲,男性管理者在职业性格测试中偏向思维型,而女性管理者更偏向情感型,存在风险厌恶倾向<sup>[34]</sup>,较为谨慎保守,对企业形象建设较为敏感,更乐于把控披露信息的表现形式,其编撰的企业年报往往更加简单明了、通俗易懂。在教育水平差异方面,高学历的管理者倾向于接受和遵守既定伦理原则,能够从长远角度考虑各方利益诉求。大量实证研究结果表明,高素质的管理者会正面影响企业战略决策等<sup>[35]</sup>,更加注重信息披露的呈现形式,力求披露内容的真实完整,使其更易于被使用者理解。由此,本文提出假设3。

假设3:管理者风格特征对年报易读性水平存在显著性影响,体现为高管规模、高管平均年龄、女性占比、平均教育水平与年报易读性水平正相关。

### 三、研究设计

#### (一)模型构建与变量选择

参考相关研究<sup>[7,36]</sup>,本文设计如下计量模型:

$$grade_{ijt} = \alpha_0 + \beta_1 per_{ijt} + \beta_2 cha_{ijt} + \beta_3 gov_{ijt} + \varphi control_{ijt} + \eta_j + \lambda_s + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $i, j, t$ 分别表示企业、行业与年份。被解释变量  $grade$  为企业年报的易读性水平,采用本文构建的  $FK$  指数和  $AR$  指数来衡量。

解释变量  $per$  为公司绩效指标。以往研究多以来源于企业财务报表的财务指标表示经济绩效,反映企业的经营成果,包括权益报酬率、资产报酬率、当期年度净利润等<sup>[19]</sup>。我们认为企业运营的整个流程涉及筹资、投资、偿债等多个方面,无法以单一的盈利能力指标加以反映。基于企业价值的全面考量,本文选取具有较强综合性的盈利指标  $roa$  以及反映公司未来预期利润和成长前景的  $tobinq$  指标。 $gov$  为公司治理指标,基于企业权力构成的主要方面和参考已有文献<sup>[37]</sup>,本文选取监事会规模 ( $bos$ )、独立董事占比 ( $idac$ )、两职合一 ( $dua$ ) 和第一大股东持股比例 ( $hhi$ ) 等变量。 $cha$  为管理者特征指标,本文选取高管人数 ( $count$ )、女性高管比例 ( $female$ )、高管平均年龄 ( $avg\_age$ ) 和平均教育程度 ( $background$ ) 等变量。

$control$  是企业层面的控制变量,包括企业规模 ( $size$ )、资产负债率 ( $lev$ ) 等。此外,为控制行业、所有制和时间效应,本文加入虚拟变量  $\eta_j$  反映行业效应,  $\lambda_s$  表示所有制效应<sup>①</sup>,  $\mu_t$  表示年份固定效应。

#### (二)易读性指标构建

《朗文词典》中对影响易读性的因素概括为文章句子的平均长度、新单词的数量、所用语言的语法复杂程度等。目前,国外基于英文文本的易读性测度方法主要有传统公式法、认知结构法、整体判断法等<sup>[38]</sup>。整体判断

①本文按照中央国有企业、地方国有企业、民营企业、公众企业、集体企业、外资企业、其他企业进行分类。

法重点考量读者的主观因素,如打分评级等;认知结构法在语言处理方面难度较大、应用较少;定量的传统公式法以其客观性较强且操作简便的特性在大数据技术发展的今天应用最为广泛。目前,具有代表性的有 Flesch 公式、含雾指数、Dale-Chall 公式等,均是基于文本的“单词”和“句子”两大要素来构建公式,普遍认为长句会增加读者记忆负担,音节和字母数较多的难词会使读者难以确认<sup>[1]</sup>。

然而,由于中英文在语法运用、词汇特性等方面存在较大差异,因此难以直接应用西方公式来完成中文易读性的测度。在我国,部分领域对易读性的研究多数采用读者主观测试再评级的方法。除了同英文一样考虑词汇、句子因素外,有部分研究纳入了笔画等因素<sup>[39]</sup>,但总体来说变量繁多复杂、缺乏参考标准。由此可见,自建公式的难度系数更大,不易尝试,而改良已有测度公式不失为一个简便可行的方法<sup>[40]</sup>。另外,汉语的特性决定了其在难度判定上和英文一样与词、句长度相关,但缺失音节长度这一元素,而汉字在数量上的庞杂使得从常用和生僻字词的角度来衡量汉语文本易读水平具有可行性。因此,本文利用易读性公式对文本难度进行测度。为了更好地契合中文的文本特征,我们在调整公式时考虑了涵盖词汇和句子变量的公式,选取了基于 Flesch-Kincaid 公式计算的  $FK$  指标和基于 Automated Readability 公式计算的  $AR$  指标。

### 1. $AR$ 指标

$AR$  指标的获取相对简便,用词汇(平均词长)和句子(平均句长)来测量易读性。由于语言沟通的经济性原则,词语使用越频繁,词就会相应缩短,因此汉语文本中可通过词长来衡量难度。 $AR$  指数越高,理解文本所需的教育水平越高,易读性越差。为确保  $AR$  指标的大小与易读性水平高低在方向上保持一致,本文对原有公式乘以(-1),具体计算公式如下:

$$AR_i = \left[ 4.17 \times \left( \frac{num_i}{wd_i} \right) + 0.39 \times \left( \frac{wd_i}{sent_i} \right) - 21.43 \right] \times (-1)$$

### 2. $FK$ 指标

$FK$  指标的计算参考了 Flesch-Kincaid 公式,该指标表示对阅读者的阅读能力要求,即指标越大,对阅读能力的要求越高,易读性越差。为了使  $FK$  指标的大小和易读性水平高低在方向上保持一致,我们同样对原有公式乘以(-1),具体计算公式如下:

$$FK_i = \left( 0.39 \times \frac{wd_i}{sent_i} + 11.8 \times \frac{num_i}{wd_i} - 15.9 \right) \times (-1)$$

上式中, $wd_i$ 为上市公司*i*年*t*年报的词语数, $num_i$ 为上市公司*i*年*t*年报的字数, $sent_i$ 为上市公司*i*年*t*年报的句子数。

### (三) 样本选择与数据来源

本文以 2007—2017 年沪深两市 A 股上市公司年度报告为研究样本,剔除 ST 样本以及数据不全的样本观测值,最终得到 21270 份年报。年报易读性数据来自 CNRDS 中的“年报文本语气”子库;财务数据、公司治理数据、高管特征数据均来自 CSMAR 数据库。为避免极端值的影响,本文对连续变量进行 1% 水平的缩尾处理。

## 四、实证检验与分析

### (一) 描述性统计分析

变量的描述性统计结果如表 1 所示。就全样本来看,在年报易读性方面,改良后的  $FK$  指数均值为 -42.08,最大值为 -32.96,最小值为 -64.11,可见我国上市公司在年报易读性水平方面存在较大差距,表明企业在操纵信息披露易读性方面拥有较大空间, $AR$  指数也显示出相同的特征。从公司绩效角度来看,资产收益率( $roa$ )的均值为 0.0430,托宾  $Q$  值( $tobinq$ )的均值为 2.302,标准差均较小,可见我国上市公司在绩效方面不存在显著差异。在公司治理结构方面,监事会的平均规模( $bos$ )接近 4 人,独董占比( $idac$ )为 37.1%,略高于《上市公司治理准则》中要求的三分之一的及格线。在管理者特征方面,女性高管占比( $female$ )约为 16.9%;高管平均年龄( $avg\_age$ )超过 48 岁,说明我国企业高管团队呈现“高龄化”特征;平均高等教育接受程度( $background$ )为 3.291,即高管平均学历水平略高于本科学历。

(二) 易读性变化趋势

图1呈现了我国上市公司年报易读性水平在2007—2017年的变化情况,FK和AR指标均在2012年前后最差,分别为43.13和11.13。企业年报的易读性水平经历了2008年左右的容易阅读到2009—2012年的不易阅读阶段,2012年以来整体易读性水平有所改善并持续提高。

2009年之前,我国证券资本市场以及相关的信息披露制度仍处于基础建设阶段,当时企业普遍的发展程度决定了年报的信息丰度较低,管理者在撰写年报时对易读性进行主动操纵的意识较弱和情况较少,资本市场中投资者对信息的敏感和重视程度较弱,因此年报易读水平相对较好。随着企业规模的扩大和管理者经验的积累,部分公司对年报语言开始精心“修饰”,同时这一阶段金融危机的影响和公司治理问题的大范围暴露使得众多企业面临财务和形象方面的困境,从而产生了通过降低披露信息易读性水平来掩盖负面事件的动机,这从企业内部角度解释了2009—2012年企业年报明显难读的特征。

2012年修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(以下简称《年报披露准则2号》)对“股东大会情况简介”“监事会报告”“内部控制”等章节进行了删减,缩短了“摘要”的内容要求。从图1中可以看出,2012年后企业年报的易读性明显好转。上市企业2012年之后的年度报告更加简明清晰,年报披露质量相对改善,文本信息方面的易读性水平也相应提高。

(三) 基准回归结果

本文采用固定效应模型进行检验,结果如表2所示。Hausman检验的P值均远小于0.1,故拒绝原假设,说明采用固定效应模型是合理的。

由表2可知,在考虑了行业效应和年份效应后,企业绩效、公司治理水平、管理者特征均对年报易读性水平存在显著的影响差异。在企业绩效方面,以FK指数和AR指数计算的指标与roa的回归系数在1%的统计水平上均显著为正,这验证了绩效与企业年报易读性水平正相关的假设,说明企业的当期绩效越差,管理层越可能使用更加复杂模糊的披露语言来掩饰自身管理水平的不足,增加年报阅读难度;当期绩效越好,管理者越会将信息披露作为一种宣扬自身业绩的手段,改善年报易读性水平以吸引更多的投资者。同时,以FK指数和AR指数计算的指标与tobinq的估计值均在1%的统计水平上为正,这一结果同样支持假设1,说明在经济绩效的驱动方面,不论是从短期的盈利能力来看,还是从未来的预期利润和成长前景来看,经济绩效对易读性水平都能起到显著的作用,绩效越差的企业越有可能呈现出更差的易读性水平。

在约束型因素即公司治理方面,监事会规模(bos)与AR指标在5%的统计水平上显著正相关,与FK指标的回归系数虽然不显著,但也呈现出一致的正向关系,说明监事会规模越大、监管程度越强,对年报易读性的改善越能起到显著作用,这与研究假设相符。独立董事指标的回归系数(idac)在5%的统计水平上显著为负,说明独

表1 变量的描述性统计结果

变量类型	变量名称	变量代码	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	FK指数公式	FK	21270	-42.08	4.765	-64.11	-32.96
	Automated Readability	AR	21270	-10.31	2.684	-20.08	-4.501
解释变量	资产收益率	roa	21270	0.0430	0.0510	-0.164	0.195
	托宾Q值	tobinq	21270	2.302	1.490	0.969	9.585
	监事会规模	bos	21270	3.731	1.222	3	9
	独立董事	idac	21270	0.371	0.0520	0.308	0.571
	两职合一	dua	21270	1.757	0.429	1	2
	第一大股东持股比例	hhi	21270	36.06	15.03	9.340	75.42
	高管人数	count	21270	19.01	4.938	11	35
	女性高管比例	female	21270	0.169	0.106	0	0.462
	高管平均年龄	avg_age	21270	48.57	3.196	40.95	56.07
其他变量	高管平均高等教育程度	background	21270	3.291	0.482	2	4.333
	公司规模	size	21270	22.01	1.379	19.54	26.90
	资产负债率	lev	21270	0.435	0.218	0.0470	0.945

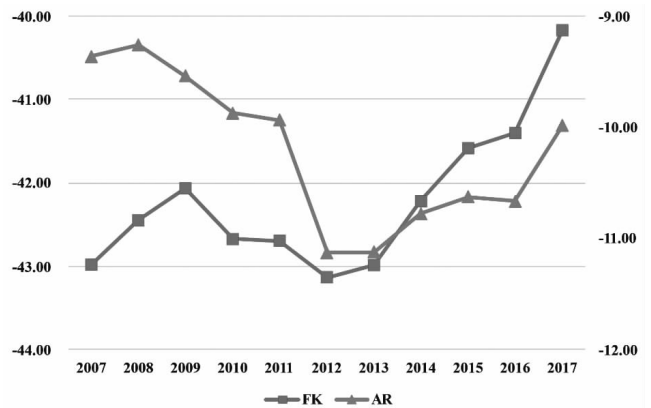


图1 易读指数年度变化趋势(全样本)<sup>①</sup>

<sup>①</sup>由于分行业和分所有制样本的企业年报易读指数年度变化趋势与全样本基本一致,在此不再列示。

立董事未能在年报易读性方面起到有效作用,原因在于我国独立董事制度的强制性设立是2001年<sup>①</sup>才开始的,选聘、薪酬激励和行权机制均不成熟,公司治理制度尚待完善<sup>[41]</sup>。同时,独立董事未能起到积极的监督作用与独立董事为兼职职业、缺乏具体有效监督手段等都有密切关系。两职合一(*dua*)与*FK*指标在10%的统计水平上显著正相关,该结果与研究假设相悖,原因可能在于我国的公司治理机制中两职分离与合一的界限不够明确。虽然诸多学者从董事长能够对经营者的经营行为进行监督方面提出了观点,但实际上这种监督作用是有限的,而且可能产生董事和高管之间的权力之争<sup>[42]</sup>,不利于年报信息披露质量的保障和稳定。第一大股东持股比例(*hhi*)的系数在10%的显著性水平上为负,说明较高的股权集中度会削弱年报的易读性水平。此时年报信息加工的对象主要是大股东以外的小股东等,信息提供者由管理者变为企业整体,更倾向于操纵信息易读性来“模糊”外部利益相关者的视线,这也说明我国特殊的“一股独大”矛盾在代理问题中更为严重。

从体现个人风格因素的管理者特征指标的回归结果来看,女性高管占比(*female*)与*FK*和*AR*指数均显著正相关,女性高管占比的提高对应着更好的易读性水平,这意味着女性高管的风险厌恶和情感型心理更能提高年报易读性水平,使得年报愈发简明清晰。高管平均年龄(*avg\_age*)与易读性指标呈显著负相关关系,这与假设相悖,原因可能是尽管年轻的高管更具有冒险精神,但出于整体职业生涯的考虑,高风险性的决策一旦失败,则会影响其在业内的声誉和机会,这种驱动下的风险规避态度会强于年龄较大的高管为保全职业生涯的风险规避态度。平均受教育程度(*background*)与年报易读性也呈现出显著的正相关关系,高学历的管理者更容易正向影响企业决策,注重信息的呈现。由此可见,企业高管形成的风格特征同样影响着年报易读性受管理者操纵的情况。女性高管占比的提高、高管团队年轻化、高管受教育程度的提高在丰富高管团队多样性的同时,能够从风险规避、伦理遵循等层面形成更加谨慎有效的管理层内部监督制约机制,有助于约束年报易读性的操纵行为。

## 五、进一步分析和稳健性检验

### (一)不同所有制特征的估计分析

我国的政治环境和资本市场发展较为特殊,在公司结构、社会关系、资金保障等方面,国有企业和非国有企业都存在显著差异,不同所有制企业信息披露的诉求和选择也有明显不同。相较于民营企业,国有企业的管理者受到内部治理与外部约束的双重压力,对环境信息的披露更加全面客观。当国有企业转为非国有企业时,可视为约束性缺失的一种体现。当然,尽管国有企业的环境信息披露受到更加严格的监管,但国有企业的“所有者缺位”也可能会增强管理层的机会主义倾向。相比而言,民营企业的管理者往往也是所有者,第一类委托代理问题弱化,但第二类代理问题更为突出。在资金支持、公司治理、公司特征、政府关系等方面存在差异的背景下,国有企业和非国有企业的管理者面对不同的激励约束机制,在信息披露的形式或方式方面可能存在明显区别。

表2 年报易读性影响因素的基准回归结果(面板固定效应估计)

变量	(1) <i>FK</i>	(2) <i>FK</i>	(3) <i>AR</i>	(4) <i>AR</i>
<i>roa</i>	0.873 (1.85)	2.061*** (4.81)	2.195*** (7.09)	1.133*** (5.22)
<i>tobinq</i>	0.297*** (7.87)	0.212*** (6.90)	0.0598** (3.27)	0.0894*** (4.80)
<i>bos</i>	0.0299 (0.64)	0.0574 (1.11)	0.107** (2.92)	0.0335 (0.86)
<i>idac</i>	-0.474 (-0.62)	-0.540 (-0.75)	-1.309** (-3.40)	-0.714 (-1.98)
<i>dua</i>	0.180* (2.17)	0.178* (2.13)	0.0799 (1.85)	0.0405 (0.81)
<i>hhi</i>	-0.0128* (-2.60)	0.00152 (0.29)	-0.00247 (-0.78)	0.00151 (0.51)
<i>count</i>	-0.00348 (-0.36)	0.0115 (1.29)	-0.0238*** (-5.59)	0.00613 (1.30)
<i>female</i>	3.085*** (6.23)	2.304** (3.77)	0.484* (2.11)	1.282*** (4.67)
<i>avg_age</i>	-0.0431 (-1.63)	-0.0406* (-2.25)	-0.132*** (-13.40)	-0.0190* (-2.10)
<i>background</i>	0.498*** (4.47)	0.303** (2.98)	-0.131 (-1.79)	0.120 (1.69)
<i>size</i>	0.0638 (0.57)	-0.435*** (-4.45)	-0.445*** (-8.57)	-0.244*** (-4.86)
<i>lev</i>	-1.551*** (-5.45)	-1.311*** (-4.52)	-0.303* (-2.18)	-0.670*** (-4.97)
<i>_cons</i>	-43.32*** (-11.84)	-30.79*** (-12.97)	6.655*** (4.69)	-2.272 (-2.01)
行业效应	no	yes	no	yes
所有制效应	no	yes	no	yes
年份效应	no	yes	no	yes
Hausman	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
N	21270	21270	21270	21270

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著,括号内为*t*值或*z*值;本文使用聚类稳健性标准差,cluster在行业层面。下同。

<sup>①</sup>2001年我国颁布了《关于上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求建立上市公司独立董事制度。

从本文上市企业中年报样本的分布来看,中央国有企业共 3222 家,占比为 15.15%;地方国有企业共 6037 家,占比为 28.38%;民营企业共 10736 家,占比为 50.47%;其他企业(包括公众企业、集体企业、外资企业和其他)共 1275 家,占比为 5.99%,这在一定程度上呈现出国有企业和民营企业的集聚特征。因此,本文认为有必要区分不同所有制特征检验企业的易读性披露差异,结果如表 3 所示。

表 3 年报易读性影响因素分所有制的回归结果(面板固定效应估计)

变量	中央国有企业		地方国有企业		民营企业		其他企业	
	FK	AR	FK	AR	FK	AR	FK	AR
<i>roa</i>	-1.362 (-1.64)	-0.609 (-0.95)	1.630 (1.46)	0.806 (2.07)	3.164*** (7.51)	1.983*** (8.19)	-1.966 (-1.45)	-1.755 (-1.80)
<i>tobinq</i>	0.332*** (5.50)	0.131** (3.22)	0.179** (3.16)	0.0842** (3.21)	0.117** (3.48)	0.0575* (2.62)	0.296*** (4.59)	0.138*** (4.24)
<i>bos</i>	-0.100 (-0.61)	-0.0846 (-1.15)	0.228* (2.21)	0.131* (2.48)	-0.148 (-1.63)	-0.0371 (-0.69)	1.256 (1.26)	0.593 (1.36)
<i>idac</i>	2.075 (0.66)	0.617 (0.36)	1.085 (0.81)	0.420 (0.61)	-1.368* (-2.18)	-1.123** (-2.98)	-3.300 (-0.49)	-2.134 (-0.62)
<i>dua</i>	0.648* (2.32)	0.171 (1.19)	-0.0952 (-0.36)	-0.112 (-0.80)	0.311** (3.87)	0.127* (2.43)	-0.691 (-2.00)	-0.412* (-2.12)
<i>hhi</i>	0.0358 (1.90)	0.0268 (0.12)	0.0126 (1.82)	0.00721 (1.72)	0.00705 (1.61)	0.00116 (0.46)	-0.0678** (-2.99)	-0.0339*** (-5.29)
<i>count</i>	0.00583 (0.18)	0.0100 (0.62)	0.0235 (2.03)	0.0173** (3.28)	0.00760 (0.92)	-0.0000355 (-0.01)	0.0160 (0.39)	0.000660 (0.02)
<i>female</i>	3.926 (1.86)	1.934 (1.79)	2.205 (1.90)	1.421 (1.50)	2.095* (2.70)	1.275** (3.12)	-0.786 (-0.76)	0.0574 (0.09)
<i>avg_age</i>	-0.0428 (-0.70)	-0.0193 (-0.73)	-0.0543 (-1.19)	-0.0288 (-1.29)	-0.0271 (-1.43)	-0.00370 (-0.38)	-0.0420 (-0.56)	-0.0362 (-0.81)
<i>background</i>	0.465* (2.31)	0.135 (1.18)	-0.0231 (-0.08)	-0.0566 (-0.51)	0.314 (1.04)	0.200 (1.06)	0.347 (0.92)	-0.195 (-1.35)
<i>size</i>	-0.177 (-0.77)	-0.231 (-1.82)	-0.811** (-3.55)	-0.389** (-3.81)	-0.530** (-3.57)	-0.211** (-3.03)	-0.599 (-1.77)	-0.426** (-3.19)
<i>lev</i>	-4.244** (-3.94)	-2.007** (-3.96)	-2.297*** (-4.32)	-1.036*** (-4.06)	0.179 (0.46)	-0.00254 (-0.01)	-2.193* (-2.60)	-0.406 (-0.95)
<i>_cons</i>	-38.15*** (-6.11)	-3.223 (-1.12)	-23.17*** (-5.89)	1.092 (0.59)	-27.96*** (-9.53)	-3.811** (-3.69)	-29.10* (-2.80)	-0.0253 (-0.01)
行业效应	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
年份效应	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Hausman	0.0017	0.0031	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	0.0043	0.0167
N	3222	3222	6037	6037	10736	10736	1275	1275

由表 3 可知,在控制行业效应和年份效应的情况下,民营企业中 *roa* 与 *FK* 和 *AR* 指数均在 1% 的水平上显著正相关,而中央国有企业与地方国有企业中 *roa* 的系数均不显著,这表明在外部约束条件较弱的民营企业中,经营绩效越差,管理者通过粉饰绩效来操纵年报易读性的动机越强烈。民营企业往往面临更为激烈的市场竞争,基于信号理论,信息披露也是企业竞争力的一种外在体现,管理层会尽可能地以增强披露难度、模糊披露事项的方式来规避负面事件的披露;国有企业则拥有强大的政治、资金等优势,面临的竞争和生存压力相对较小,即使在绩效水平发生波动时,也不会紧迫地需要操控披露信息的阅读难度。*tobinq* 指标在民营企业和国有企业中的系数均显著为正,原因可能是出于未来成长的考虑,国有企业担负着政治、社会、经济三大责任,同样需要实现企业价值最大化。

在公司治理方面,*dua* 指标与 *FK* 和 *AR* 指数的回归系数在民营企业中均显著为正,说明在民营企业中董事长和高管合二为一反而更容易快速做出一致决策,对年报易读性水平有正向提升作用。在管理者特征方面,不同所有制企业形成的管理者风格特征对信息披露易读性均存在一定的影响且差异不大。女性高管占比(*female*)的影响在国企和民企之间有明显差别,原因可能是国有上市公司在管理者的任命和监督方面有着较为标准的规范和受到较强的政府干预<sup>[43]</sup>,女性高管比例较小,发挥的作用有限。

## (二)不同年报披露要求的估计分析

图1已经表明,企业年报易读性在《年报披露准则2号》出台前后有着明显的趋势差异。为了防止主假设的实证检验结果受到易读性整体趋势的影响,本文排除年报披露规则修改对易读性提高的客观影响,对样本公司按2007—2012年和2013—2017年两个时间段进行划分,分别检验不同时间区间内企业绩效、公司治理水平、管理者特征对年报易读性水平的影响,结果如表4所示。结果表明,在2012年前后,*roa*和*tobinq*指标的系数并没有出现显著的差异,说明年报披露要求未对易读性水平造成影响,经济绩效仍然是易读性水平的重要影响因素。

## (三)不同市场化程度的估计分析

各地区不平衡的市场化程度导致企业所处的外部市场、法律、监督环境存在差异,进而对企业经营管理活动也会产生显著影响。市场化程度较高的地区拥有相对透明完善的法律环境,政府干预较少,更加趋于竞争型的市场,企业管理者可能更倾向于把降低信息不对称程度作为与外部利益相关者有效沟通的手段。因此,上市公司的易读性选择在不同市场化程度下可能存在差异。

为了探究企业绩效、公司治理水平、管理者特征对年度易读性水平的影响,本文按市场化程度高低进行分组研究。我们采用樊纲指数来衡量市场化程度<sup>[44]</sup>,样本公司所处地区的樊纲指数大于年度行业中位数时,说明样本市场化程度较高,反之则较低。不同市场化程度下的分样本回归结果如表5所示。从回归结果来看,在不同市场化程度下,*roa*和*tobinq*的系数并不存在显著性差异,即无论在何种市场化程度下,管理者的操纵行为都是普遍存在的。

表4 不同年报披露要求下的回归结果(面板固定效应估计)

变量	2007—2012年		2013—2017年	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	FK	AR	FK	AR
<i>roa</i>	2.375 ** (3.17)	1.083 * (2.87)	0.525 *** (4.25)	0.384 * (2.70)
<i>tobinq</i>	0.0907 *** (4.56)	0.0470 * (2.61)	0.138 *** (5.61)	0.0944 *** (7.33)
<i>bos</i>	0.0790 (0.56)	0.0357 (0.43)	-0.107 (-0.89)	-0.0347 (-0.49)
<i>idac</i>	-0.644 (-0.47)	-0.642 (-0.85)	1.064 (1.09)	0.567 (1.08)
<i>dua</i>	0.491 ** (3.74)	0.130 (1.95)	0.0804 (0.79)	0.101 (1.90)
<i>hhi</i>	0.0190 * (2.19)	0.0105 * (2.49)	0.00803 (1.06)	-0.00109 (-0.27)
<i>count</i>	0.0537 *** (4.81)	0.0258 *** (4.41)	-0.00300 (-0.44)	-0.0000628 (-0.02)
<i>female</i>	2.264 ** (3.23)	1.474 *** (3.98)	1.039 (1.50)	0.623 (1.67)
<i>avg_age</i>	-0.0378 (-1.35)	-0.0203 (-1.70)	-0.0555 * (-2.52)	-0.0164 (-1.15)
<i>background</i>	0.205 (1.06)	0.0459 (0.48)	0.478 * (2.66)	0.283 * (2.65)
<i>size</i>	-0.947 *** (-7.34)	-0.437 *** (-9.30)	-0.309 *** (-4.13)	-0.0849 * (-2.18)
<i>lev</i>	0.139 (0.49)	-0.201 (-1.40)	-1.506 *** (-6.36)	-0.442 * (-2.75)
<i>_cons</i>	-23.42 *** (-8.15)	0.508 (0.37)	-35.50 *** (-11.89)	-10.03 *** (-6.26)
行业效应	yes	yes	yes	yes
所有制效应	yes	yes	yes	yes
年份效应	yes	yes	yes	yes
Hausman	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
N	9597	9597	11673	11673

表5 不同市场化程度下的回归结果(面板固定效应估计)

变量	市场化程度高		市场化程度低	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	FK	AR	FK	AR
<i>roa</i>	1.723 (1.86)	0.818 * (2.29)	1.575 * (2.75)	1.025 ** (3.86)
<i>tobinq</i>	0.260 *** (4.33)	0.108 ** (3.26)	0.202 *** (7.55)	0.0922 *** (4.95)
<i>bos</i>	0.221 (1.51)	0.0648 (0.94)	0.00818 (0.09)	0.0310 (0.71)
<i>idac</i>	-1.372 (-1.32)	-1.445 * (-2.24)	-0.423 (-0.37)	-0.519 (-0.99)
<i>dua</i>	0.194 (1.90)	0.0367 (0.70)	0.172 (1.40)	0.0468 (0.64)
<i>hhi</i>	0.0131 (0.99)	0.00879 (1.49)	-0.000729 (-0.15)	-0.000914 (-0.42)
<i>count</i>	0.0244 * (2.12)	0.0144 * (2.87)	0.00380 (0.31)	0.00131 (0.19)
<i>female</i>	1.446 (1.58)	1.132 * (2.36)	2.833 *** (5.56)	1.369 *** (5.55)
<i>avg_age</i>	-0.0758 (-1.83)	-0.0401 (-2.06)	-0.0191 (-1.19)	-0.00744 (-0.88)
<i>background</i>	-0.0259 (-0.17)	-0.00352 (-0.04)	0.453 ** (2.96)	0.164 (1.51)
<i>size</i>	-0.397 *** (-4.18)	-0.203 *** (-4.70)	-0.462 * (-2.64)	-0.267 * (-2.74)
<i>lev</i>	-0.947 (-1.42)	-0.347 (-1.57)	-1.501 *** (-4.83)	-0.768 *** (-4.67)
<i>_cons</i>	-29.81 *** (-8.02)	-1.874 (-1.08)	-32.51 *** (-8.63)	-2.852 (-1.55)
行业效应	yes	yes	yes	yes
所有制效应	yes	yes	yes	yes
年份效应	yes	yes	yes	yes
Hausman	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
N	9127	9127	11951	11951



(四) 稳健性检验

虽然计量模型中涵盖了企业绩效、公司治理、高管特征等与企业相关的主客观变量,但仍会遗漏一些对易读性指标产生影响的其他变量。同时,被解释变量与解释变量之间也可能存在内生性问题,从而影响结果的可靠性。为此,我们参照相关研究<sup>[45]</sup>,采用两步系统动态 GMM 方法进行稳健性检验,结果见表 6。稳健性检验结果基本与前文保持一致,部分变量如女性高管比例(*female*)、受教育程度(*background*)等的显著性程度有所增强。

六、结论性评述

本文以 2007—2017 年沪深两市全部 A 股上市公司披露的企业年度报告为样本,在改进原有英文易读性测度公式的基础上,从管理者操纵行为视角对年报易读性水平的关联因素进行回归分析。结果表明:(1)我国企业年报整体较为难读,民营企业尤其表现欠佳。在 2012 年各项监管法规相继出台之后,上市企业年报易读水平整体上呈现改善的趋势。(2)经济绩效会驱动管理者操纵年报易读性水平,绩效越差,易读性水平越低,年报越难读。这种相关性关系在不同的年报信息披露要求下均显著存在,在市场化程度不同的情况下无明显差别。(3)民营企业的盈利水平会显著驱动高管对易读性水平的操纵,而从长期公司价值的角度来看,不同所有制公司之间操纵的动机无显著差别。(4)公司治理结构和管理者特征都会对企业年报的阅读难度产生显著影响。监事会规模能够对高管的年报信息披露行为起到显著的制约作用,而独立董事和两职合一均未能发挥明显的作用。女性高管占比的增加、高管团队年轻化、高管受教育程度的提高均能够在提升年报易读性水平方面起到积极作用。

在改善信息披露易读性方面,本文的研究结论对上市企业、投资者、外部监管者具有重要的启示意义。

(1)企业能够通过多种途径提升披露文本的易读水平,如增加对披露内容的附注解释、减少复杂长句的使用、辅以图示和注释等。企业可以追求完善信息披露的良性“策略”,在合规合法自愿披露的基础上改善企业信息质量,降低代理成本。为了规避管理层出于自利动机进行“欺骗误导”性质的信息操纵行为,企业有必要增强公司治理结构的约束性,将监事会、独立董事等机制的作用落到实处,加强内部监督制衡机制,并在年报编撰内部审查阶段积极寻求监督机制的协助。(2)年度报告中文本信息的策略性披露是投资者获取企业价值信息的重要渠道。对于广大信息使用者来说,应在注重自身专业素质培养和尽可能掌握必要的财务会计常识基础上详尽收集企业资料,这有助于增强对披露信息的甄别能力。同时,可以将不同企业的信息披露易读性加以对比分析,以提升决策的正确性和外部监督的有效性。(3)我国企业信息披露易读性的改善离不开制度的有效推动。《新证券法》对文本信息披露的强调有助于资本市场中长久存在的不对称问题得到解决,监管部门应引起注意,做好配套监督工作。外部监管部门应加强对上市企业信息披露的约束,通过强化政府、审计部门、媒体、公众等外

表 6 上市企业易读性分行业的回归结果(系统两阶段 GMM 估计)

变量	(1) FK	(2) FK	(3) AR	(4) AR
<i>L.fk</i>	0.463 *** (12.72)	0.682 *** (16.92)		
<i>L.ar</i>			0.479 *** (16.84)	0.542 *** (19.15)
<i>roa</i>	1.950 *** (2.70)	1.495 ** (2.00)	0.245 *** (3.56)	0.052 * (1.87)
<i>tobinq</i>	0.125 *** (4.70)	0.094 *** (3.46)	0.046 *** (2.91)	0.046 *** (2.83)
<i>bos</i>	-0.121 ** (-2.25)	-0.123 ** (-2.49)	0.029 (0.99)	0.006 (0.21)
<i>idac</i>	1.653 * (1.95)	1.149 (1.37)	0.862 * (1.78)	0.586 (1.17)
<i>dua</i>	-0.108 (-1.05)	-0.135 (-1.31)	0.018 (0.30)	-0.009 (-0.13)
<i>hhi</i>	-0.001 (-0.23)	-0.003 (-1.02)	-0.000 (-0.12)	-0.001 (-0.57)
<i>count</i>	0.015 (1.39)	0.016 (1.44)	0.007 (1.17)	0.008 (1.25)
<i>female</i>	1.498 *** (3.38)	1.221 *** (3.02)	0.210 (0.84)	0.454 * (1.82)
<i>avg_age</i>	0.007 (0.39)	0.031 * (1.85)	-0.008 (-0.78)	0.002 (0.19)
<i>background</i>	0.672 *** (6.03)	0.482 *** (4.61)	0.330 *** (5.46)	0.300 *** (5.07)
<i>size</i>	-0.171 *** (-2.78)	-0.097 * (-1.83)	-0.126 *** (-3.75)	-0.123 *** (-3.71)
<i>lev</i>	-1.706 *** (-5.83)	-1.107 *** (-4.03)	-0.505 *** (-3.20)	-0.394 ** (-2.51)
<i>_cons</i>	-21.143 *** (-10.95)	-13.897 *** (-7.58)	-3.841 *** (-5.32)	-3.505 *** (-5.34)
行业效应	no	yes	no	yes
年份效应	no	yes	no	yes
AR(1)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.152	0.340	0.152	0.452
Hansen/Sargan	0.143	0.168	0.101	0.268
N	17133	17133	17133	17133

注:AR(1)和 AR(2)检验的原假设 H0 为“扰动项不存在自相关”,GMM 估计的一致性要求差分方程不存在二阶或者更高阶的自相关,但允许存在一阶自相关,原假设下统计量服从标准正态分布;Hansen/Sargan 检验的原假设 H0 为“工具变量过度识别”,若原假设被接受,则表明工具变量的选择是合理的,原假设下统计量服从正态卡方分布。

部压力,重视对企业信息披露内容和质量的监管审查,制定相应的披露准则和评价标准,正确引导媒体和公众对企业信息披露质量的关注。

本文首次应用改进后的中文文本易读性测度公式来衡量企业年报易读性水平,为中文易读性的探索提供了开创性思路,在样本的测度范围和研究视角方面都有着实质性的推进。本研究同时扩展了印象管理理论新的研究空间,构建了管理者操纵易读性的“驱动—约束—风格”逻辑框架,这是我国信息披露语义特征从理论走向实证的有益尝试。然而,受限于目前的研究技术手段和应用词表的完善程度,本文主要以改良后的通用性中文测度公式作为易读性指标的衡量方法,还无法对会计专业术语等特征进行有针对性的统计分析。在未来研究中,我们将继续探讨纳入研读年报人员特征的衡量方式,如与整体判断法的读者打分相结合等,以使年报易读性的测度更贴合使用者的预期。此外,对于宏观层面的市场绩效、政策特征、外部压力等其他因素的相关性考量都有待于在后续研究中加以深入完善。

#### 参考文献:

- [1] 阎达五,孙蔓莉. 深市B股发行公司年度报告可读性特征研究[J]. 会计研究,2002(5):10-17.
- [2] Jones M J. Comments on readability of annual reports: Western versus Asian evidence[J]. Accounting, Auditing and Accountability Journal, 1996. 9(2): 86-91.
- [3] Chall J S. Readability: An appraisal of research and application[C]. Columbus: Ohio State University, 1958.
- [4] Courtis J K. An investigation into annual report readability and corporate risk-return relationships[J]. Accounting and Business Research, 1986(16): 285-294.
- [5] Clatworthy M, Jones M J. Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives[J]. Accounting and Business Research, 2001, 33(3): 171-185.
- [6] Merkl-Davies D M, Brennan N M. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management[J]. Journal of Accounting Literature, 2007, (26): 116-196.
- [7] Li F. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45(2): 221-247.
- [8] 王克敏, 王华杰, 李栋栋, 等. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界, 2018(12): 126-138.
- [9] Melloni G, Caglio A, Perego P. Saying more with less? Disclosure conciseness and completeness in integrated reports[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2017, 36(3): 220-238.
- [10] Jiang L, Pittman J, Saffar W. Policy uncertainty and textual disclosure[R]. SSRN working paper, 2019.
- [11] Asay H S, Elliott W B, Rennekamp K. Disclosure readability and the sensitivity of investors' valuation judgments to outside information[J]. Accounting Review, 2017, 92(4): 1-25.
- [12] 任宏达, 王琨. 社会关系与企业信息披露质量——基于中国上市公司年报的文本分析[J]. 南开管理评论, 2018(5): 128-138.
- [13] Li Y H, Zhang L D. Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: Evidence from a natural experiment[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(1): 79-117.
- [14] Inger K K, Meckfessel M D, Zhou M, et al. An examination of the impact of tax avoidance on the readability of tax footnotes[J]. The Journal of the American Taxation Association, 2018, 40(1): 1-29.
- [15] Bushee B J, Gow I D, Taylor D J. Linguistic complexity in firm disclosures: Obfuscation or information? [J]. Social Science Electronic Publishing, 2018, 56(1): 85-121.
- [16] Ertugrul M, Lei J, Qiu J, et al. Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing[J]. Social Science Electronic Publishing, 2017, 52(2): 811-836.
- [17] Lehavy R, Li F, Merkley K J. The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts[J]. Accounting Review, 2011, 86(3): 1087-1115.
- [18] Baiman S. Agency research in managerial accounting: A second look[J]. Accounting, Organizations and Society, 1990, 15(4): 341-371.
- [19] Subramanian R, Inslay R G, Blackwell R D. Performance and readability: A comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations[J]. The Journal of Business Communication, 1993, 30(1): 49-61.
- [20] Rutherford B A. Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance[J]. Journal of Management and Governance, 2003, 7(2): 187-210.
- [21] Hwang B H, Kim H H. It pays to write well[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 124(2): 373-394.
- [22] Kim J B, Zhang L. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks[J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 31(3): 851-875.
- [23] 赵息, 许宁宁. 管理层权力、机会主义动机与内部控制缺陷信息披露[J]. 审计研究, 2013(4): 101-109.
- [24] 吉利, 张正勇, 毛洪涛. 企业社会责任信息质量特征体系构建——基于对信息使用者的问卷调查[J]. 会计研究, 2013(1): 50-56.

- [25] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(2): 737 - 783.
- [26] 张正勇, 吉利, 毛洪涛. 公司社会责任信息披露与经济动机研究——来自中国上市公司社会责任报告的经验证据[J]. 证券市场导报, 2012(7): 16 - 23.
- [27] 杨伯坚. 企业社会责任、公司治理和公司业绩[J]. 经济经纬, 2012(3): 95 - 99.
- [28] 吴淑琨, 柏杰, 席酉民. 董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析[J]. 经济研究, 1998(8): 21 - 28.
- [29] Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193 - 206.
- [30] Fraser S, Greene F J. The effects of experience on entrepreneurial optimism and uncertainty[J]. Economica, 2006, 73(290): 169 - 192.
- [31] 黄继承, 盛明泉. 高管背景特征具有信息含量吗? [J]. 管理世界, 2013(9): 144 - 153.
- [32] Vroom V, Pahl B. Relationship between age and risk-taking among managers[J]. Journal of Applied Psychology, 1971, 55(4): 399 - 405.
- [33] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009(1): 130 - 139.
- [34] 何瑛, 张大伟. 管理者特质、负债融资与企业价值[J]. 会计研究, 2015(8): 65 - 72.
- [35] Scott D D, Hanlon Y M, Maydew E L. The effects of executives on corporate tax avoidance[J]. Accounting Review, 2010, 85(4): 1163 - 1189.
- [36] Lang M, Lundholm R. The relation between security returns, firm earnings, and industry earnings[J]. Contemporary Accounting Research, 1996, 13(2): 607 - 629.
- [37] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005(2): 81 - 91.
- [38] Chall J S. Varying approaches to readability measurement[J]. Revue québécoise de linguistique, 1996, 25(1): 23 - 40.
- [39] 王蕾. 可读性公式的内涵及研究范式——兼议对外汉语可读性公式的研究任务[J]. 语言教学与研究, 2008(6): 46 - 53.
- [40] Moreno A, Casasola A. A readability evolution of narratives in annual reports: A longitudinal study of two spanish companies[J]. Journal of Business and Technical Communication, 2016, 30(2): 202 - 235.
- [41] 祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁是更积极的监督者: 非控股股东董事还是独立董事? [J]. 经济研究, 2015(9): 170 - 184.
- [42] 谢劫. 董事长与总经理: 两职的分离与合一探索[J]. 金融与经济, 2006(8): 33 - 34.
- [43] 张兆国, 刘永丽, 谈多娇. 管理者背景特征与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2011(7): 11 - 18.
- [44] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [45] Roodman D. An introduction to difference and system GMM in stata[J]. The Stata Journal, 2009, 1(9): 86 - 136.

[责任编辑: 王丽爱, 杨志辉]

## Corporate Annual Report Readability Measurements and Related Factors: An Analysis Based on Managerial Manipulation

ZHANG Xiumin<sup>1</sup>, GAO Yunxia<sup>2</sup>, GAO Jie<sup>1</sup>

(1. School of Industrial and Commercial Management, Shanghai 200062, China;

2. Shanghai Peiqi Information Technology Co., Ltd. Shanghai 200030, China)

**Abstract:** Taking the Chinese annual reports of 2007—2015 as the sample, this paper first improves English readability formulas, and on the basis of an analysis, constructing “Motivation-Constraint-Style” index about managerial manipulation. We find that corporate performance, corporate governance and managerial style have significant effect on annual report readability. As the motivating factors of managerial readability manipulation, the annual reports of firms with worse current profitability are harder to read. As the constraint’s factors, the influence of corporate governance is but limited, which is more prominent in private enterprises. As personal factors, management size, gender, age and other indicators of managerial style have a significant impact on annual report readability. That is, to maintain a high executive team of diversity, specialization, reasonable rate of women executives, more young executives, higher level of education. Finally, this paper not only expands the research field of impression management theory and relevant perspectives, but also has some enlightening meanings for our information disclosure system.

**Key Words:** information disclosure; readability; annual report; impression management; enterprise annual report; equity structure; enterprise size