

# 董事会特征与自愿性信息披露

## ——以创业板上市公司为例

陈 良<sup>1</sup> 张 丽<sup>2</sup>

(1. 南京财经大学 会计学院 , 江苏 南京 210023; 2. 中国人民银行 宿迁市中心支行 , 江苏 宿迁 223800)

**摘要:**创业板市场具有高风险、低准入门槛和高成长性的特点。投资者要求创业板上市公司能更频繁、更广泛地披露信息。董事会是上市公司最重要的内部治理机构,对信息披露水平有重要影响。本文以创业板上市公司为样本,选取其2012—2014年的数据进行研究。实证结果表明,董事会规模、董事会勤勉度、独立董事比例与自愿性信息披露水平显著正相关;而董事会持股比例、两职合一及董事长拥有本行业专业知识背景没有通过实证检验。

**关键词:**创业板;董事会特征;自愿性信息披露

中图分类号:F276.6 文献标识码:A 文章编号:1672-6049(2015)05-0057-07

### 一、引言

信息在资本市场中扮演着重要角色,是联系投资者与上市公司的桥梁。自愿性信息披露行为是上市公司在强制性信息披露以外,积极主动地披露能对投资者做出正确决策提供帮助的信息披露行为,是对强制性信息披露的补充和深化。董事会是公司内部治理机制的监控核心,它不仅是股东大会的代理人,还是经理层的委托人。

相对于主板而言,创业板具有高风险、低准入门槛和高成长性的特点,而且,在创业板市场,多数上市公司都具有不同于传统企业的运作模式和经营技术。投资者不熟悉此类企业的行业风险、经营方式、会计方法及相关政策,因此,投资者倾向于要求创业板上市公司能更频繁、更广泛地披露信息。

本文以自愿性信息披露水平为研究对象。为了能够评价创业板上市公司自愿性信息披露

水平,本文首先设计一个指标体系;然后通过实证研究,验证自愿性信息披露水平是否受到董事会特征的影响;最后,依据研究结论,本文有针对性地提出几点政策建议,期望能够对创业板市场的健康发展起到促进作用。

### 二、文献回顾

Abdifatah Ahmed Haji 和 Nazli Anum Mohd Ghazali 以在马来西亚证券交易所上市的符合伊斯兰教教义的 76 家公司为研究样本,搜集上述公司 2009 年的数据为样本。他们将自愿性信息披露指标分为三类:财务信息、战略信息和企业社会责任信息,每类信息下又分许多子项目。实证结果证明,董事会规模、政府所有权和公司规模与自愿性信息披露水平呈显著正相关关系,而高管持股比例与自愿性信息披露水平呈负相关关系<sup>[1]</sup>。

李文红选取 952 家上市公司进行研究,实证结果表明独立董事人数与自愿性信息披露水平

收稿日期:2015-08-20

作者简介:陈良(1966—),男,江苏兴化人,南京财经大学会计学院教授;张丽(1988—),女,江苏宿迁人,中国人民银行宿迁市中心支行职员。

显著正相关 ,而独立董事比例却没通过显著性检验<sup>[2]</sup>。

陈德艳和钱光明两位学者选取信息技术产业和制造业上市公司为研究对象 ,结果表明流通股比例、审计委员会的存在与自愿性信息披露水平显著正相关 ,而股权集中度与董事会规模与其不存在相关关系<sup>[3]</sup>。

上述文献表明 ,国内外学者的研究已有较完备的基础。但随着相关法律制度的发展变化 ,自愿性信息与强制性信息也在不断发生变化 ,有必要对指标设计重新思考。加上创业板市场成立不久和其特色 ,使得本文的研究具有较强的现实意义。

### 三、研究设计

#### (一) 研究假设

##### 1. 董事会规模与自愿性信息披露

董事会规模直接影响到董事会的运作效率。

一方面 ,一般都认为董事会人数越多则董事会的监督能力也会随之提高;另一方面 ,董事会的规模如果过小就会导致董事会成员的工作量过大 ,进而会超负荷地工作 ,造成工作质量的下降。此外 ,董事人数过少也会造成董事会人才的缺乏 ,不能提供相应的专业服务 ,进而导致董事会执行力的下降。

H1: 董事会规模与自愿性信息披露水平正相关

##### 2. 董事会勤勉度与自愿性信息披露

董事会会议是董事之间进行沟通的一种有效方法 ,董事是在董事会会议中做出公司的各项重大决策的。董事会召开会议的次数越多 ,说明董事履行职能越积极 ,董事会决策可能越有效 ,公司内部治理水平也就越高。进而推断董事有更多的时间来沟通协调、做出正确的决策 ,当然这其中包括信息披露的决策。

H2: 董事会勤勉度与自愿性信息披露水平正相关

##### 3. 董事会持股比例与自愿性信息披露

董事会与股东之间其实也存在着委托代理关系 ,给予董事会成员适当的持股数量是激发其履行职责的一种有效手段。董事持股后 ,其与股东的利益会有效地结合在一起<sup>[4]</sup>。出于维护自身利益的考虑 ,他们会加强履行自身的职责 ,提高公司的治理水平 ,从而达到提升信息披露水平

的效果。

H3: 董事会成员持股比例与自愿性信息披露水平正相关

##### 4. 独立董事比例与自愿性信息披露

客观性和独立性是董事会行使职能的基础 ,引进独董制度可以有效地增强董事会的客观性和独立性。他们更能站在公平公正的立场监督管理层 ,不受限制地发表自己的独立意见 ,避免控股股东、管理层对中小股东的掠夺。另外 ,独立董事大多是自身业内的精英人士 ,为了维护自身的形象 ,他们会加强监督的力度 ,鼓励公司披露更及时、更可靠的信息 ,以此提高公司的自愿性信息披露水平。

H4: 独立董事比例与自愿性信息披露水平正相关

##### 5. 董事长和总经理两职合一与自愿性信息披露

监督管理者是董事会的基本职责之一 ,而董事长主导着董事会行使监督职责。但是 ,当董事长兼任总经理时 ,则意味着让经营者自己监督自己。若总经理是董事会的代理人 ,就不一定会从股东的利益出发 ,而是会倾向于隐瞒对自身不利的信息 ,甚至是披露虚假信息<sup>[5]</sup>。由此可见 ,董事长与总经理两职合一会使董事会丧失其监督职能的独立性。

H5: 董事长与总经理两职合一与自愿性信息披露水平负相关

##### 6. 董事长拥有本行业的专业知识背景与自愿性信息披露

创业板上市公司多属于高新技术产业 ,涉及的领域拥有专门的知识技能。所以 ,针对投资者而言 ,本行业的哪些信息比较重要 ,哪些信息较次要 ,拥有本行业专业知识背景的董事长会对投资者的这种偏好有更清晰的了解 ,进而能够有针对性地披露相关信息。

H6: 董事长拥有本行业专业知识背景与自愿性信息披露水平正相关

#### (二) 变量设计

##### 1. 被解释变量

本文借鉴汪炜和蒋高峰以会计年度内临时公告数量和季度报告数量之和作为自愿性信息披露评价指标的思路<sup>[6]</sup>。考虑到上市公司的季度报告是强制性披露内容 ,故本文不考虑季度报

告的数量 ,采用仅对临时公告数量进行打分的方法 ,临时公告数量即为得分 ,最终构建出创业板自愿性信息披露水平的衡量指标:

$INDEX = \text{各公司某年总得分} / \text{所有公司某年的平均得分}$

## 2. 解释变量

根据所提的 6 个假设 ,本文为董事会特征设置了 6 个具体变量:

- ( 1 ) 董事会规模( DSIZE) : 董事会中董事的人数。
- ( 2 ) 董事会勤勉度( MEETING) : 报告期董事会会议次数。
- ( 3 ) 董事会持股比例( SHARE) : 董事会成员持股总数占总股本的比例。
- ( 4 ) 独立董事比例( IND) : 独立董事人数占董事会总人数的比例。
- ( 5 ) 两职合一( CEO) : 虚拟变量 ,董事长若兼任总经理则为 1 ,否则为 0。
- ( 6 ) 董事长拥有本行业专业知识背景( PRE) : 虚拟变量 ,董事长若拥有本行业专业知识背景则为 1 ,否则为 0。

## 3. 控制变量

为了使本研究更加规范 ,在借鉴了国内外研究文献后 ,本文选取以下变量为控制变量:

( 1 ) 公司规模( SIZE) : 一般而言 ,大公司的治理结构与小公司相比更为完善 ,能有效保证信息披露的质量。此外 ,投资者会给予大公司更多的关注 ,公司的细微变动会引起社会较大的反应。因此 ,规模较大的公司会更多地对外披露信息 ,从而提高企业社会公众形象 ,提高公司的融资能力。

( 2 ) 流通股比例( LO) : 流通股股东通常为中小股东 ,流通股比例越高 ,中小股东数量也就越多。众多的中小股东会在二级市场上“用脚投票”从而影响股票的流动性。如果上市公司流通股的比例较高 ,公司便会更加关注股票的市场流动性 ,这就要求上市公司增强信息披露的水平。

( 3 ) 监事会规模( SSIZE) : 监事会在公司内部承担监督职责 ,专门负责监督公司的经营管理活动。而具备一定的规模是监事会不受影响地行使监督职能的有利保障。

综上所述 ,本章涉及的变量及变量定义详见下表 1:

表 1 变量及变量定义

变量	变量名称	变量定义
被解释变量	自愿性信息披露综合水平 INDEX	$INDEX = \text{各公司某年总得分} / \text{所有公司某年的平均得分}$
	董事会规模 DSIZE	董事会中董事的人数
	董事会勤勉度 MEETING	报告期董事会会议次数
	董事会持股比例 SHARE	董事会成员持股总数/总股数
	独立董事比例 IND	独立董事人数/董事会总人数
	两职合一 CEO	虚拟变量 董事长兼任总经理则为 1 ,否则为 0
解释变量	专业知识背景 PRE	虚拟变量 董事长拥有本行业专业知识背景为 1 ,否则为 0
	公司规模 SIZE	期末资产总额的自然对数
	流通股比例 LO	流通股股数/总股数
控制变量	监事会规模 SSIZE	监事会中监事的人数

### (三) 样本选择及数据来源

本文选取深交所创业板中所有上市公司 2012—2014 年的数据为样本 ,样本公司均不属于金融业和保险业 ,也未被 ST、\* ST。本文仅剔除数据缺失的上市公司 ,共获得 789 个有效样本。

本文被解释变量即自愿性信息披露水平从

巨潮资讯网获得 ,其他变量均来自 CSMAR 数据库。

### (四) 模型构建

根据前面的理论分析 ,本文构建的多元线性回归模型如下:

$$INDEX = \alpha + \beta_1 DSIZE + \beta_2 MEETING + \beta_3 SHARE + \beta_4 IND + \beta_5 CEO + \beta_6 PRE + \beta_7 SIZE +$$

$$\beta_8 LO + \beta_9 SSIZE + \varepsilon$$

其中  $\alpha$  是常数项  $\beta_1$  至  $\beta_9$  是解释变量的系数  $\varepsilon$  是随机项。

#### 四、实证研究

##### (一) 描述性统计

表 2 自愿性信息披露水平( INDEX) 的描述性统计

年份	最小值	最大值	均值	标准差	样本数
2012	0.292	1.887	1	0.361	153
2013	0.276	2.084	1	0.337	281
2014	0.416	1.866	1	0.284	355

从表 2 可知 2012—2014 三年的最大值与最小值之间的差距都比较大,说明在这三年中创业板上市公司自愿性信息披露水平存在着较大差距。最小值的上升幅度较大,说明自愿性信息披露水平有所提高。三年的均值均为 1,说明这三年的平均水平相同。三年的标准差逐渐变小,说

##### 1. 被解释变量描述性统计与分析

运用 SPSS18.0 对自愿性信息披露水平( INDEX) 进行描述性统计的结果如下表:

明三年来,创业板上市公司自愿性信息披露水平波动范围越来越小。

##### 2. 解释变量与控制变量描述性统计与分析

运用 SPSS18.0 对解释变量和控制变量进行描述性统计的结果如下表:

表 3 解释变量和控制变量的描述性统计

	N	最小值	最大值	均值	标准差	众数	中位数
DSIZE	789	5	14	8.370	1.402	9	9.000
MEETING	789	3	22	8.760	2.773	7	8.000
SHARE	789	0	0.883	0.359	0.219	0	0.405
IND	789	0.250	0.600	0.372	0.053	0.333	0.333
CEO	789	0	1	0.480	0.500	0	0
PRE	789	0	1	0.420	0.490	0	0
SIZE	789	19.491	22.566	20.746	0.540	19.491	20.677
LO	789	0.100	0.872	0.347	0.128	0.250	0.291
SSIZE	789	1	9	3.200	0.687	3	3

对表 3 的分析可知,创业板上市公司董事会规模最少为 5 人,最多为 14 人,符合法律法规对股份有限公司董事会成员 5—19 人的规定,其中成员为 9 人的占多数。

一年中董事会会议召开次数最多是 22 次,最少仅有 3 次,平均值为 7 次,说明各公司董事会的运行情况存在很大差异,董事会的勤勉程度不同。

创业板上市公司董事会成员持股比例也存在较大差距,最高达 88.3%,最小是 0,即董事会未持有公司股票。

独立董事比例最大值为 60%,最小值为 25%,均值为 37.2%。法律规定独立董事人数不得少于 1/3,说明样本公司基本都符合要求,但仍有个别公司没有达到法规的要求。

董事长与总经理两职合一情况是个虚拟变量,均值即代表某种性质的样本占总体的比例。表中显示均值为 48%,说明有 48% 的上市公司董事长兼任总经理,该比例相对较高,说明在创业板市场中两职分离制度的实行还任重道远。

董事长拥有本行业专业知识背景是个虚拟变量,表中均值为 42%,说明创业板上市公司中只有 42% 的董事长拥有本行业的专业知识背景,这个比例不算高,说明还有相当一部分的董事长没有本行业的专业知识背景。

公司规模最大值为 22.566,最小值为 19.491,标准差为 0.540,说明创业板上市公司规模差异并不是很大。

创业板上市公司流通股比例差距较大,最大值高达 87.2%,最低值只有 10%。均值为

34.7% ,比例不算高。

创业板上市公司监事人数差异也比较大 ,最多的有9人 最少仅1人。平均值为3.2 众数为3 ,说明样本公司监事会人数总体符合上市公司监事会人数不得少于3人的法定规定 ,但也有个别公司未达到法律要求。

## (二) 相关性检验

本文借助 SPSS18.0 计算模型中各变量间的 Pearson 相关系数和显著程度 ,对各变量的相关

性进行检验。

如表4所示 ,自愿性信息披露水平( INDEX )与董事会勤勉度( MEETING )存在显著正相关( 显著性水平为1% ) ;与独立董事比例( IND )存在显著正相关( 显著性水平为10% ) ;与公司规模( SIZE )存在显著正相关( 显著性水平为1% ) ;与流通股比例显著正相关( 显著性水平为1% ) 。这就说明本章的部分假设被证实的可能性很大 ,为下面进一步进行多元回归分析提供了基础。

表4 Pearson 相关系数

	INDEX	DSIZE	MEETING	SHARE	IND	CEO	PRE	SIZE	LO	SSIZE
INDEX	1									
DSIZE	.020 .580	1								
MEETING	.654 *** .000	-.051 .149	1							
SHARE	-.045 .203	-.192 *** .000	-.012 .738	1						
IND	.059 * .098	-.574 *** 0.000	.032 .363	.123 *** .001	1					
CEO	.003 .925	-.034 .337	-.032 .370	.118 *** .001	.056 .116	1				
PRE	-.024 .507	.168 *** .000	-.047 .184	-.162 *** .000	-.106 *** .003	-.034 .343	1			
SIZE	.222 *** .000	.248 *** .000	.198 *** .000	-.226 *** .000	-.160 *** .000	-.040 .257	.049 .171	1		
LO	.136 *** .000	.073 ** .041	.149 *** .000	-.195 *** .000	-.080 ** .025	-.069 * .053	.097 *** .007	.103 *** .004	1	
SSIZE	.025 .489	.119 *** .001	-.027 .453	-.076 ** .034	-.097 *** .006	-.015 .679	.021 .551	.124 *** .000	.086 ** .016	1

注: \*\*\* 表示显著性水平为1% ,\*\* 表示显著性水平为5% ,\* 表示显著性水平为10% ,下同。

## (三) 多元回归分析

本文将模型运用 SPSS18.0 进行回归 ,回归结果见表5。

从表5可知 ,R 方为0.449 ,调整的 R 方为0.442 ,这说明线性回归的拟合度为0.442 ,即解释变量对于被解释变量的解释程度为44.2% 。由于自愿性信息披露水平不止受到模型中所列变量的影响 ,所以模型回归的结果是理想的。该模型的 F 统计量为63.135 ,在1% 的水平上显著 属于高度显著 ,说明回归方程整体上是显著的。

本文假设1认为 ,董事会规模越大 ,自愿性信息披露水平越高。实证结果显示 ,二者在5%

的显著性水平下显著正相关 假设1通过了实证检验。创业板上市公司相比主板上市公司 其风险较高 规模较大的董事会人才比较充裕 ,执行力较强 ,从而使公司披露更多的高质量信息。

假设2认为 ,董事会会议次数越多 ,自愿性信息披露水平越高。假设得到了实证检验 ,且显著性水平为1% 。董事会会议次数越多 ,说明董事越能积极主动地履行自身职能 ,董事之间用于交流沟通的时间也越多 ,有助于董事会充分发挥作用 ,进而有助于提高自愿性信息披露水平。

假设3指出 ,董事会持股比例与自愿性信息披露正相关 ,但是此假设并没有得到实证结果的支持。原因可能是创业板上市公司的股权集中

度过高,大股东不会像中小股东那样对经营者的信息披露有苛刻的要求,因为他们可以通过某些非公开的途径获取信息。

表5 回归结果

	$\beta$	t	Sig.
Constant	-.990	-2.701 ***	.007
DSIZE	.019	2.481 **	.013
MEETING	.073	22.761 ***	.000
SHARE	-.024	-.578	.564
IND	.628	3.190 ***	.001
CEO	.013	.716	.474
PRE	.003	.188	.851
SIZE	.049	2.850 ***	.004
LO	.084	1.214	.225
SSIZE	.014	1.083	.279
R 方	.449		
调整 R 方	.442		
F	63.135		
Sig.	.000		

假设4指出,随着独立董事比例的提高,创业板上市公司自愿性信息披露水平也会越高。实证结果在1%的水平下高度正相关,即假设得以验证。

假设5指出,董事长兼任总经理将不利于自愿性信息披露水平的提高。但检验结果并不支持该假设。究其原因,这可能与创业板上市公司股权集中度过高有关,上市公司董事长通常由大股东选举产生,此时信息披露的决策权掌握在大股东手中,这就弱化了两职分离的作用。

假设6认为,董事长拥有本行业专业知识背景与自愿性信息披露水平正相关。实证结果的相关系数为正,与假设一致,但是并没有通过显著性检验。究其原因,这可能是因为创业板市场两职合一情况较严重且股权集中度过高,限制了董事长拥有本行业专业知识背景的积极作用。

控制变量中,公司规模变量的回归系数与预期相符,且通过了显著性检验。流通股比例、监事会人数的符号与预期一致,但均未通过显著性检验。

## 五、研究结论及政策建议

### (一) 研究结论

本文通过研究与分析,可以得出如下几点结论:

1. 创业板上市公司自愿性信息披露水平不断提高。对自愿性信息披露水平进行描述性统计可以发现,三年来最小值的上升幅度较大,且标准差逐渐缩小,这些都说明创业板上市公司的自愿性信息披露水平在逐渐提高。

2. 作为公司治理的重要组成部分,董事会特征对上市公司自愿性信息披露水平有很大影响。本文实证结果显示,董事会规模越大、召开董事会会议次数越多、独立董事比例越高的上市公司,其自愿性信息披露水平越高。而董事会持股比例和两职合一情况与我们的预期不一致,董事长拥有本行业专业知识背景也未能通过显著性检验。

### (二) 政策建议

#### 1. 构建我国自愿性信息披露评价指标体系

我国还没有建立权威的针对自愿性信息披露的评价指标体系,目前,只有深交所对上市公司信息披露进行评级,但是其评价对象并不是专门针对自愿性信息披露。我国学者在研究自愿性信息披露时,往往是自行构建评价指标,因研究的具体内容不同,学者们自行构建的评价指标存在很大的主观性,缺乏可比性与权威性。所以我们有必要建立一套自愿性信息披露评价指标体系。

#### 2. 进一步引导上市公司的自愿性信息披露行为,提高自愿性信息披露质量

自愿性信息披露在内容和形式上具有很大的不确定性,但这并不意味着上市公司可以摒弃信息的可靠性和真实性而任意披露信息。监管部门一方面要鼓励上市公司披露自愿性信息,另一方面还应对披露行为加以正确地引导。同时,建立相应的惩罚制度,对发布虚假信息、恶意扰乱市场秩序的上市公司给予严厉处罚。

#### 3. 完善董事会治理机制

##### (1) 控制董事会规模

较大规模的董事会能够更好地行使监督职能,为此,创业板上市公司应该适当地扩大董事会规模。但是,我们必须注意到问题的另一方面,董事会规模过大将降低其办事效率。所以,上市公司应该把董事会人数控制在合理范围内。

##### (2) 增加董事会会议次数,提高会议质量

董事会会议频率越高,董事会成员用于沟通的时间也就越充裕,做出的决策也就越恰当,所

以上上市公司应适当增加董事会的召开次数。但是 董事会会议不能流于形式 ,在增加召开频率的同时还应该保证会议的质量和效率。

### (3) 完善独董制度

上市公司应规范独董的选聘机制 ,不应根据持有股份的多少来决定投票权的多少 ,要避免独立董事成为大股东的独立董事。从描述性统计可知 ,仍有个别企业的独董比例未达标。考虑到独立董事在自愿性信息披露中的积极作用 ,上市公司应适当增加独立董事比例 ,使独立董事制度的制衡作用得以充分发挥。

### (4) 完善两职分离制度

从描述性统计可知 ,目前我国创业板上市公司两职合一的比例高达 48% 。董事长与总经理合二为一会导致董事会与管理层的利益趋于一致 ,造成管理者自己监督自己的局面 ,管理层将更容易发生道德风险和逆向选择。所以董事长与总经理应严格分开 ,两者的权利和义务也应明确区分 ,这样才能够充分发挥董事会对管理层的监督职能 ,完善公司治理结构 ,从而提高自愿性信息披露水平。

### 参考文献:

- [1] Abdifatah Ahmed Haji , Nazli Anum Mohd Ghazali. The Quality and Determinants of Voluntary Disclosures in Annual Reports of Shari'ah Compliant Companies in Malaysia [J]. Humanomics 2013( 29 ) : 24-42.
- [2] 李文红. 上市公司自愿性信息披露水平影响因素实证研究 [J]. 财会通讯 2011( 5 ) : 29-31.
- [3] 陈德艳 钱光明. 上市公司治理结构对自愿性信息披露影响的实证研究 [J]. 财会通讯综合 ,2011( 6 ) : 70-72.
- [4] M. Akhtaruddin , Hasnah Haron. Board Ownership , Audit Committees' Effectiveness and Corporate Voluntary Disclosures [J]. Asian Review of Accounting. 2010 ( 1 ) : 68-82.
- [5] 杨向阳. 制造业上市公司治理结构与自愿性信息披露关系研究——以泛长三角为例 [J]. 财会通讯 , 2010( 11 ) : 111-113.
- [6] 汪伟 蒋高峰. 信息披露、透明度与资本成本 [J]. 经济研究 2004( 7 ) : 107-113.

(责任编辑: 黄明晴)

## Board Characteristics and Voluntary Disclosure —A Case Study of GEM's Companies

Chen Liang , Zhang Li

( 1. School of Accounting , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210023 , China;  
2. Suqian Branch , The People's Bank of China , Suqian 223800 , China)

**Abstract:** The growth enterprise market ( GEM ) has characteristics of high risk and low barriers to entry and high growth , so , in GEM investors require more frequent and broad information. The board of directors is the most important internal governance mechanism , and has important influence on information disclosure level. In this paper , we take companies listed on GEM as samples , select 2012—2014 data for research. The empirical results show that there are significant positive correlations between board size , board diligence degree , proportion of independent directors and the level of voluntary information disclosure. Then , board shareholding ratio , two staff unity and chairman with professional background do not pass the empirical test.

**Key words:** Growth enterprise market; Board Characteristics; Voluntary information disclosure