

# 董事长个人特征、代理成本 与营收计划的自愿披露

——来自沪深上市公司的经验证据\*

万 鹏 曲晓辉

(浙江工商大学财务与会计学院 310018 厦门大学会计发展研究中心 361005)

**【摘要】**本文基于高层梯队理论和代理理论,研究了董事长个人特征和代理成本对公司营收计划自愿披露的影响。以2008—2010年度A股上市公司为样本,研究发现,公司董事长年龄、性别以及股权代理成本与营收计划自愿披露相关。董事长年龄越大、董事长为女性以及股权代理成本越小的公司,其自愿披露营收计划的可能性越大。研究还发现公司规模、董事长和总经理两职合一以及交叉上市对公司营收计划自愿披露也有显著影响。本文的研究丰富了相关文献,特别是为从管理者特征方面来解释我国上市公司的自愿披露行为提供了经验证据。

**【关键词】**董事长个人特征 代理成本 营收计划 自愿披露

## 一、引言

在新古典经济学以及代理理论中,公司管理者特有的异质性对于公司决策被假定影响甚微,既有经济、金融以及会计的理论与实证研究很大程度上假定管理者特有的非经济异质性对于解释公司决策间的差异性作用有限(Bamber et al., 2010)。而Hambrick and Mason (1984) 提出的高层梯队理论(Upper Echelons Theory) 却认为公司管理者是不能够有效替代的,管理层的年龄、工作年限以及教育背景等特征对于形成其心理认知有着重要影响,进而管理层的偏好差异导致了组织的不同产出(如战略选择、组织绩效等)。Bamber et al. (2010)、Brochet et al. (2011) 以及Yang (2012) 等基于高层梯队理论,分别研究了公司管理者异质性对于管理层自愿披露风格的影响以及这一风格的市场反应。本文同样基于Hambrick and Mason (1984) 的高层梯队理论,认为公司管理者的异质性对于公司的决策有不可忽视的作用,来考察公司董事长的背景特征(如年龄、性别等) 差异对公司自愿披露有无影响。

现代公司的所有权与经营权分离特征使公司面临着委托代理问题(Jensen and Meckling, 1976),由于公司所有人与经营者在公司内部信息获知上的不对等性,信息不对称以及激励问题影响了资本市场的资源配置功能。股东与管理层之间存在的股权代理成本对于管理层制定决策有着重要影响:当管理者没有持有公司全部股份时,其在制定决策时不再以股东利益最大化为目标,而是更多地考虑个人利益的实现。基于此,除了从董事长个人特征角度,本文还从公司股权代理成本角度,考察公司股权代理成本大小对管理层自愿披露的影响。

Healy and Palepu (2001) 认为管理层的预测作为自愿性信息披露的代理变量具有衡量准确和时间确定的优势,本文以我国上市公司的营业收入计划的披露作为自愿性信息披露的代理变量,来研究我国上市公

\* 本文受国家自然科学基金项目(70972113)“会计形式趋同是否带来实质趋同——与IFRS趋同的准则执行研究”、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(12JJD790030)“会计信息定价功能研究——准则国际趋同视角”以及国家自然科学基金项目(70972112)“全球经济波动背景下R&D投资决策行为心理效应与政策诱导”资助。

司在自愿性信息披露行为上存在差异的原因。我国的营业收入计划（为了行文方便，以下简称“营收计划”）披露的相关规定为本文提供了研究契机。根据证监会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（2007年修订）》规定，上市公司应在其年度报告中披露其对公司未来发展的展望，同时，公司应当披露下一年度的经营计划，包括（但不限于）收入、费用成本计划，及新年度的经营目标。从证监会的年报内容和格式准则来看，公司年度经营计划看上去是强制性披露的项目，但是从上市公司年报披露实践看，大多数上市公司通过“文字游戏”并不披露含有定量的营收计划信息或者非连续性地披露，这表明公司实践中具有较大的“自由”，并且这种“自由”还没有明确的惩罚机制。基于此，相对于没有在年报中定量地披露下一年度营收计划的行为，这些在“管理层讨论与分析”中通过点预测、区间预测来披露定量的营收计划的行为，实质上是一种自愿性的信息披露。与万鹏和曲晓辉（2012）的定义一致，本文也将其界定为自愿性的营收计划披露，进而研究董事长个人特征和代理成本对公司营收计划自愿性披露的影响。

后文的结构安排如下：第二部分为文献回顾及假设提出；第三部分为研究设计；第四部分是实证结果分析；最后是本文的研究结论和启示。

## 二、文献回顾及假设提出

公司的信息披露环境内生于投资者、创业者和管理层之间的信息不对称和代理问题（Beyer, 2010）。对于股东与管理层之间的代理问题，主要是由于两者之间的信息不对称而导致的逆向选择和道德风险。管理层的自愿性信息披露行为对于代理人的信号显示或者作为委托人的信息甄别具有重要作用。Healy and Palepu (2001) 基于国外资本市场的研究，将管理者自愿披露的动机归纳为六大假说，这些假说主要是为了减轻公司管理者、股东或其他利益相关者之间委托代理问题，或者是向市场提供更多的信号从而获得更有利的资金供给，而两者都有利于提高资本市场的资源配置效率。Hirst et al. (2008) 对管理层业绩预测的影响因素研究作了较为全面的梳理，并将管理层自愿披露业绩预测的影响因素分为预测环境和预测者特征。如相关研究认为，信息不对称程度越高公司越有可能进行自愿性信息披露（Coller and Yohn, 1997）；较小不稳定、更强公司治理以及较好业绩的公司更有可能自愿披露业绩预测信息（Ajinkya et al., 2005; Houston et al., 2010）；过去预测的准确性和建立的良好声誉也对公司的自愿性预测信息披露有影响（Hutton and Stocken, 2007）。虽然国内外关于管理层盈余预测的研究文献极为丰富，但是鲜有将公司营业收入作为公司管理层预测对象的研究。国内外对上市公司信息披露监管上的差异性，使得营收计划披露鲜明地扎根于中国的制度背景。但是，公司营收计划本质上仍然是一种管理层业绩预测。因此，国内外关于管理层业绩预测动机的研究为本文的研究提供了文献基础。

基于Botosan (1997) 构建公司自愿披露程度指数（VDI）的方法，国内学者早期研究了影响自愿性信息披露水平的因素（乔旭东，2003、巫升柱，2007、马忠和吴翔宇，2007）。基于Chau and Gray (2002) 的自愿性信息披露指数（VDI）构建模式，张宗新等（2005）发现规模大、效益好以及交叉上市的上市公司更倾向于实施自愿性信息披露，公司治理指标对VDI的解释效果并不显著。近年来，自愿性信息披露的研究重心开始转向动机及影响因素识别领域。方红星等（2009）从公司特征和外部审计角度，认为海外交叉上市、独立董事占董事总人数百分比和资产净利率是影响上市公司自愿披露内部控制信息的因素，而外部审计尚未起到显著的促进作用。林斌和饶静（2009）基于信号传递理论，研究发现内部控制质量好、有再融资计划的上市公司更愿意披露内控鉴证报告。张然和张鹏（2011）发现融资需求高、管理者利益协同程度高以及会计业绩好的上市公司更有动机自愿披露业绩预告。

基于国外资本市场所发现的影响公司自愿披露的六大动机，罗炜和朱春艳（2010）认为中国的制度背景使得影响管理者自愿信息披露的因素有所不同，他们认为资本市场交易假说忽视了管理层与股东的代理成本，而中国大部分上市公司为国有控股公司，公司控制权争夺动机缺乏。我国上市公司股权激励不普遍，管理者持有股票的比例很小，因而缺乏动机通过自愿披露实现股票交易的个人利益。此外，我国属于投资者保护较弱的大陆法系，管理层基于规避诉讼风险而自愿披露的动机也较小。罗炜和朱春艳（2010）认为代理成本应是影响我国上市公司自愿披露的重要因素。他们用现金流量表的“支付的其他与经营活动有关的现金”附注信息表征自愿性信息披露，研究发现管理者与股东的代理成本越高，管理者自愿披露经营活动相关现金支出的可能性就越小，披露涉及到的项目也越少，且披露金额占总支出的比例也越小。说明代理成本较高时，基于我国较小的法律风险，管理者可能更倾向于做出对自己利益最大化有利的决策而隐瞒信息或减少自愿信息披露。管理层利益协同程度也是公司代理成本的一种表征方式，张然和张鹏（2011）以CEO持股比例作为管理层利益协同程度的度量，发现管理者利益协同程度越高的公司更可

能自愿发布业绩预告，这也间接说明，代理成本越小，公司越有可能进行自愿披露。

股东与管理层之间存在的股权代理成本对于管理层制定决策有着重要影响。一方面，既有研究发现自愿披露具有向市场提供更多的信号从而获得更有利的资金供给的功能（Healy and Palepu, 2001），自愿披露可以降低公司的资本成本（Leuz and Verrecchia, 2000），并且随着公司自愿披露信息的增加，公司的股价会有所提高，并在随后的三年中机构投资者对样本公司的平均持股量增加了12%至24%，并有了更多分析师的跟随，股票的流动性增强（Healy et al., 1999）。但是，当管理者持有较少或者没有持有公司全部股份时，管理者与公司股东的代理成本较大，其在制定决策时不再以股东利益最大化为目标，而是更多地考虑个人利益的实现（Jensen and Meckling, 1976）。也就是说，当代理成本较高时，管理层考虑更多的是个人利益而非股东利益最大化，虽然自愿披露对公司股东利益具有种种好处，但管理层并不具有为获取上述好处而进行自愿披露的动机。另一方面，代理成本越高，高管越可能最大化地实现个人私利，如通过大量的在职消费或者过度福利来实现公司对自己的“隐性支付”，而滋生这种利益输送的土壤就是公司不透明的信息环境。公司自愿披露主要是为了减轻公司管理者、股东或其他利益相关者之间的委托代理问题（Healy and Palepu, 2001），因此，基于管理层私利，代理成本越高，管理者进行自愿披露的意愿越低。因此，本文提出如下假设：

假设1：保持其他条件不变，管理者与股东之间的代理成本越高，管理层自愿披露营收计划的意愿越低。

Hambrick and Mason (1984) 认为年龄大的管理者会倾向于规避风险，而年轻的管理者更愿意承担风险。Bertrand and Schoar (2003) 较早地将管理者特征引入了企业行为和企业绩效研究中，研究发现职业经理人的固定效应在企业决策行为（包括投资策略、融资策略、组织战略）和绩效的决定中具有显著的作用，并且发现年龄大的管理者平均而言更为稳健。Bamber et al. (2010) 也发现年龄较大的管理者更具有稳健精神。基于中国制度背景，何威风和刘启亮 (2010) 发现上市公司高管团队年龄越大，公司越不可能发生财务重述这种风险较大的行为。这些研究表明，管理者年龄越大，越趋于具有风险规避的个人偏好。

既有研究也发现女性比男性更趋于具有风险规避的偏好。Francis et al. (2009) 发现女性 CFO 比男性 CFO 表现出更倾向于规避风险的特征，女性 CFO 更多地采用更为谨慎的财务报告政策。Francis et al. (2011) 发现银行考虑了女性 CFO 更趋风险规避的特质。研究发现，平均而言，CFO 为女性的公司获取的贷款成本低于 CFO 为男性的公司的 11%，而且女性 CFO 的公司被给予更长的借款期限和较低的担保要求概率。Breesch and Branson (2009) 采用实验方法分析发现，相对于男性审计师而言，女性审计师更倾向于规避风险，女性审计师比男性审计师发现了更多的潜在错误陈述。施丹和程坚 (2011) 基于中国上市公司的数据，研究发现相对于男性组审计师，女性组审计师更加规避风险，故而要求更多的审计时间和使用更多的审计人员。

管理层业绩预测这类的自愿披露，特别是在年度报告中披露下一年度的营收计划，展现的是管理层对公司未来前景的驾驭能力，但是当管理层做出决策时，可能主要面临“不披露损失”和“预测准确性损失”的选择，也即，公司如果不对外发布业绩预测，可能使得投资者对于公司管理层的经营能力产生怀疑，从而产生管理层声誉损失这一潜在成本，这里称之为“不披露损失”。当然，发布业绩预测也具有因预测不准确而丧失投资者对管理者信任的风险，因而基于名声的考量，风险规避型管理者也有可能不愿进行自愿披露，这里称之为“预测准确性损失”。那么，从表面上看，管理者的业绩预测自愿披露，就取决于对“不披露损失”和“预测准确性损失”这两种风险的权衡。而实际上，作为风险规避型管理者，“预测准确性损失”可以通过一定的公司行为进行有效地控制，比如发布一个比较稳健的预测或者通过盈余管理以实现自己的预测（郭娜和祁怀锦，2010）等。高层梯队理论强调管理者个人特质对公司决策的影响，基于既有研究发现的较大年龄以及女性管理者具有更强的风险规避偏好，相对于年纪轻的和男性管理者，年龄大的管理者和女性管理者更有可能基于规避声誉损失而进行营收计划的自愿披露，并且女性和年龄更大的管理者更有可能披露更为稳健的营收计划，进而使得“预测准确性损失”的风险尽可能地降低，因而他们更愿意披露并且选择稳健的披露策略。为此，我们提出如下假设：

假设2：保持其他条件不变，董事长的年龄越大，公司越有可能自愿披露营收计划。

假设3：保持其他条件不变，相对于男性董事长的公司，女性董事长的公司更有可能自愿披露营收计划。

### 三、研究设计

#### （一）数据来源

本文选取了在 2008—2010 期间披露了其年度报告的上市公司为全样本，并根据研究需要做了如下的

剔除:

- (1) 由于行业特殊性以及财务指标的差异,剔除了金融类上市公司;
- (2) 剔除变量计算时数据缺失的公司。

最终获取了5233个有效观测值作为研究样本。具体数据来源为:公司财务数据主要来自Wind中国金融数据库,高管变更以及融资需求所需数据来自CSMAR数据库,公司财务指标数据来自RESSET金融研究数据库,公司治理相关变量来自CCER公司治理数据库,公司营收计划数据为手工收集整理。

公司营收计划披露于其报告期年度报告中的“管理层讨论与分析”部分,从样本年度分布上看,自愿披露的公司数目占比并不高,其中2008年和2010年度报告中披露下一年度营收计划公司比率较高,分别占比29.99%和32.03%,而2009年度报告中披露比率为21.07%。这说明,在上市公司披露实践中,对于营收计划的披露具有较大的自主性,这也为本文将营收计划披露行为界定为自愿披露提供了有力的支持。样本行业分布上看,2008年披露占比最少的行业是农、林、牧、渔业,仅有6.45%的公司披露了2009年度的营收计划,披露占比最多的是交通运输仓储业,有50.85%的公司披露了2009年营收计划。在2009年度报告中,其他制造业披露占比最少,而建筑业披露占比最多。这些差异表明,我国上市公司自愿披露具有行业聚集特征,为此本文在模型设计中控制了年度和行业因素<sup>①</sup>。

## (二) 模型设计

为了检验本文的假设,本文构建如下模型:

$$\ln [Pr(Disc) / (1 - Pr(Disc))] = \beta_0 + \beta_1 Age_{i,t} + \beta_2 Gender_{i,t} + \beta_3 Exp_{i,t} (Trun_{i,t}) + \sum_i^n \gamma_i Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Disc代表公司是否在年度报告中披露其下一年度营收计划。我国的营收计划具体分布在年度报告的董事会报告部分,董事长对于营收计划的披露具有直接责任和决定权,为此本文主要考量公司董事长在自愿披露决策中的决定性作用,并将公司董事长的年龄和性别作为董事长个人特征的替代变量。Ang et al. (2000)用了经营费用占销售额的比例和资产周转率来衡量公司的代理成本,罗炜和朱春艳(2010)以及李寿喜(2007)也用了同样的方法,为此,本文对代理成本的衡量也采用了管理费用率和总资产周转率两个指标,公司管理费用率Exp越高、总资产周转率Trun越低,公司的代理成本越大。

模型中Age<sub>i,t</sub>表示公司i第t年年末在任董事长的年龄; Gender<sub>i,t</sub>表示公司i第t年年末在任董事长的性别; Exp<sub>i,t</sub>为公司i第t年的管理费用占销售收入的比率、Trun<sub>i,t</sub>为公司i第t年的总资产周转率。

基于罗炜和朱春艳(2010)以及张然和张鹏(2011)等的研究,我们在模型中控制了公司的实际控制人属性Kzr<sub>i,t</sub>和表示公司在营收计划披露后是否有融资行为(主要包括股票增发、配股以及银行贷款)的变量Finance<sub>i,t</sub>。既有研究发现公司治理与公司自愿性信息披露相关。Ajinkya et al. (2005)发现更多的独立董事以及更高的机构投资者持股比例的公司更有可能披露业绩预测,El-Gazzar (1998)也发现机构投资者会带来较高的自愿披露水平,但是, Schadewitz and Blevins (1998)则认为机构投资者会降低公司自愿披露的水平。Ruland and Tung (1990)发现外部人的持股比例越高,公司越倾向于自愿披露信息。此外, Mitchell et al. (1995)发现所有权的分散程度越高,信息的披露水平越高。为此,模型中控制了如下变量: Z\_index, 公司第一大股东持股比例/第二大股东持股比例; H\_10, 股权集中度指标,以公司前十大股东持股比例平方和表示; Ddbl, 公司独立董事占董事会比例; 以及 Inst, 机构投资者持股比例。

董事长和总经理两职合一会使股东对管理者监管变弱,从而降低公司自愿性信息披露(Haniffa and Cooke, 2002)。为此,模型中控制了董事长和总经理两职合一变量Dual。基于管理层能力信号显示假说,管理者发送信号以显示自己的能力而倾向于更多地进行自愿披露(Trueman, 1986)。如果公司报告期发生高管变更,则公司管理层为了显示自己的能力而更有可能披露营收计划,为此,模型中控制了报告期高管变更变量Change。

基于专有化成本假说,管理者基于自愿性信息披露可能会削弱公司竞争力的认知而减少自愿性信息披露(Darrough, 1993; Gigler, 1994),为此,模型中加入了表示公司专有化成本的代理变量——行业竞争程度Hhi。Hhi是赫芬达尔-赫希曼指数,用来衡量行业竞争的程度。一般认为,行业竞争程度越大,行业内公司的专有成本越小。

此外,公司规模越大自愿披露程度越高(Lang and Lundholm, 1993); 公司负债水平越高更倾向于自

<sup>①</sup> 行业分类按照中国证监会《上市公司行业分类指引》的一级行业划分,对制造业按照研究惯例细分至二级分类。

愿信息披露 (Barako et al. 2006); 公司业绩越好越倾向于自愿披露 (Singhvi and Desai, 1971); 国际四大审计的公司比非国际四大审计的公司更有可能自愿披露 (Xiao et al. 2004); 交叉上市公司更有可能自愿披露 (方红星等, 2009)。为此, 模型中控制公司规模 Size、负债水平 Lev、总资产收益率 Roa、是否四大审计 Big4 以及是否交叉上市公司 Cross。

模型中涉及到的变量计算说明如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量名称	定义及计算公式
Disc	衡量公司在报告期年度报告中是否披露了下一年度营收计划的变量, 如果披露则该年度取值为 1, 否则为 0
Age	报告期公司在任董事长的年龄
Gender	报告期公司在任董事长的性别, 男性取值为 1, 女性取值为 0
Exp	报告期公司管理费用占销售额的比率
Trun	报告期公司总资产周转率
Kzr	政府控制公司变量, 按照公司实际控制人区分, 如果实际控制人为国资部门、国有独资公司以及国有控股公司时, 取值为 1, 表明为政府控制公司; 其余为非政府控制公司, 取值为 0
Finance	公司报告期年度报告披露后的一个年度是否有融资行为, 如果公司有银行借款、增发或配股三类融资行为中任何一项则取值为 1, 否则为 0
Size	公司规模, 公司报告期上年度末总资产的自然对数
Roa	报告期公司的总资产收益率
Lev	报告期公司的资产负债率
Hhi	行业竞争指数, $Hhi = \sum S_i^2$ , 其中 $S_i$ 为第 $i$ 家公司销售额在某一行业中所占的份额, 用来表示公司的专有成本
Big4	报告期公司审计师为国际四大会计事务所时, 取值为 1, 否则为 0
Cross	报告期公司同时境内外上市取 1, 否则为 0
Change	报告期董事长或总经理有非正常离职时取 1, 否则取 0
Dual	报告期公司董事长和总理由同一个人担任时取值为 1, 否则为 0
Inst	报告期期末机构投资者持股比例
Z_index	报告期期末公司第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
H_10	报告期期末股权集中度指标, 公司前十大股东持股比例平方和
Ddbl	报告期公司独立董事占董事会比例
Year	年度控制变量
Industry	行业控制变量

#### 四、实证检验结果及分析

##### (一) 描述性统计分析

表 2 变量描述性统计

	平均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
Disc	0.2790	0.4485	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Exp	0.1046	0.1511	0.0103	0.0429	0.0711	0.1112	1.2819
Trun	0.7379	0.5124	0.0415	0.3874	0.6309	0.9355	2.7644
Age	50.5969	6.9871	26.0000	46.0000	50.0000	55.0000	84.0000
Gender	0.9589	0.1985	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Kzr	0.5339	0.4989	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Size	21.3395	1.3032	18.5568	20.4556	21.2302	22.0999	25.2212

续表

	平均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
Finance	0.3734	0.4838	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Roa	0.0462	0.0749	-0.2611	0.0143	0.0426	0.0817	0.2781
Lev	0.5013	0.2847	0.0413	0.3199	0.4893	0.6456	2.0030
Big4	0.0562	0.2303	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Hhi	0.0734	0.0691	0.0273	0.0335	0.0458	0.0813	0.3557
Cross	0.0785	0.2690	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Change	0.2387	0.4263	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Dual	0.1372	0.3441	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Ddbl	0.3772	0.0666	0.2500	0.3333	0.3636	0.4167	0.6000
Inst	0.1634	0.1751	0.0000	0.0249	0.1002	0.2476	0.7151
Z_index	15.3531	26.6979	1.0227	2.0202	4.8575	15.3860	161.6699
H_10	0.1765	0.1268	0.0123	0.0762	0.1458	0.2523	0.6072

表2为主要变量的描述性统计分析。由表2可见，Disc的均值约为0.279，也就是说自愿披露营收计划公司数占总样本公司数比例为27.9%，三个披露年度平均每四家公司有一家公司自愿披露了营收计划，这一特征从Disc的75%分位分布也得到印证。代理成本变量Exp均值为0.1046，而最小值为1.03%，最大值为销售收入的1.2819倍，说明我国上市公司代理成本差异较大。代理成本的另一个表征变量Trun的百分位分布也表明我国上市公司代理成本在各公司间差异较大。样本上市公司董事长年龄平均为50.60岁，最小的26岁，最大的84岁，差异也较大。董事长性别Gender均值为95.89%，说明绝大多数公司的董事长为男性，女性在样本公司中占比不多。从Kzr的均值为0.5339可以看出，样本总体中政府控制公司占比为53.39%。从融资变量Finance的均值可以看出，大约有37.34%的公司在年度报告后的一个年度中有融资行为。样本中有5.62%的样本公司为国际四大会计师事务所审计，有7.85%的样本公司为交叉上市公司，并且有23.87%的样本公司有董事长或者总经理变更情况。从公司治理变量来看，样本公司机构投资者平均持股比例为16.34%，独立董事占董事会比例平均约为37.72%，有大约13.72%的公司为董事长和总经理两职合一，前十大股东持股比例平方和的均值约为17.65%，第一大股东持股比例与第二大股东持股比例的比值平均为15.3531，股权集中度仍然较高因而股权制衡作用有限，股权结构仍存在“一股独大”现象。

(二) 相关性分析

表3 主要变量相关性分析

	P <sub>disc</sub>	Exp	Trun	Age	Gender	Kzr	Size	Dual
Disc	1	-0.0941 ***	0.0823 ***	0.0654 ***	-0.0236 *	0.1191 ***	0.1271 ***	-0.0710 ***
Exp	-0.0960 ***	1	-0.5097 ***	-0.1213 ***	0.0236 *	-0.1110 ***	-0.4051 ***	0.0924 ***
Trun	0.0600 ***	-0.3378 ***	1	0.0776 ***	0.0043	0.0237 *	0.0668 ***	-0.0224
Age	0.0615 ***	-0.1211 ***	0.0669 ***	1	0.0248 *	0.1285 ***	0.2140 ***	-0.1202 ***
Gender	-0.0236 ***	0.0060	-0.0121	0.0337 **	1	0.0594 ***	0.0313 **	-0.0238 *
Kzr	0.1191 ***	-0.1123 ***	0.0346 **	0.1067 ***	0.0594 ***	1	0.4078 ***	-0.2320 ***
Size	0.1108 ***	-0.2959 ***	0.0874 ***	0.2116 ***	0.0347 **	0.4040 ***	1	-0.1939
Dual	-0.0710 ***	0.0605 ***	-0.0265 *	-0.1098 ***	-0.0238 *	-0.2320 ***	-0.1938 ***	1

注：该表左下方为Pearson相关系数矩阵，右上方为Spearman相关系数矩阵，\*、\*\*、\*\*\*分别表示双尾显著性水平为10%、5%和1%。

表3为主要变量与自愿披露的相关性分析，从Pearson相关系数看，公司是否自愿披露营收计划与公司代理成本在1%的显著性水平上相关，公司管理费用率Exp越高、总资产周转率Trun越低，代理成本越大，公司越不倾向于自愿披露计划，与假设1预期的符号相符。董事长年龄与自愿披露与否在1%的显著性水平上正相关，说明董事长年龄越大，越具有规避风险的偏好，倾向于自愿披露营收计划。董事长性别与自愿披露与否负相关，且在1%的显著性水平上显著，说明相对于男性董事长，女性董事长更倾向于

自愿披露营收计划。此外，公司的政府控制属性、规模、高管变更、两职合一在1%的显著性水平上相关。从 Spearman 相关系数，高管特征以及代理成本与自愿披露的关系与 Pearson 相关系数结果一致，其他主要变量的相关性也没有明显改变。表3除 Exp 和 Trun 的 Spearman 相关系数大于0.5以外，其他均在0.5以下。为此，多元回归中我们将衡量代理成本的变量 Exp 和 Trun 分别放入模型，模型中多重共线性影响可以忽略。相关性分析基本上支持本文的假设，符合假设2和假设3的符号判断，但因为尚未控制其他变量的影响，故还需多元回归分析以得到更为稳健的证据。

(三) 多元回归分析

为了避免极端值的影响，按照研究惯例，我们对回归模型中的连续变量按照上下5%分位进行了缩尾处理。表4为模型的回归结果。从表4第一列可以看出，Age 系数为0.0107，在5%的显著性水平上显著，说明在其他条件不变的情况下，年龄越大的董事长自愿披露的概率越大。Gender 的系数为-0.3965，在5%的显著性水平上显著，董事长为男性的公司进行营收计划自愿披露的发生比约为女性董事长公司的 e-0.3965 倍，也即0.6727 倍。以三个年度样本中自愿披露平均频率27.90% (1460/5233) 来测算，其他因素保持不变的情况下，男性董事长公司自愿披露的概率平均比女性董事长公司自愿披露的概率低7.98%。表4第二列为以管理费用率 Exp 来衡量公司的代理成本对营收计划自愿披露的影响，回归系数为-2.2575，在1%的显著性水平上显著，说明管理费用率越高，代理成本越高，管理层自愿披露营收计划的概率越低。第三列的回归结果显示，董事长年龄越大和董事长女性的公司，其进行自愿性披露的概率越高，这说明，虽然年龄越大的董事长以及女性董事长具有风险规避的偏好，倾向于进行营收计划的披露。这一发现支持了假设2和假设3，并提供了有意义的经验证据。公司管理费用率 Exp 系数为-2.1641，在1%的显著性水平上显著，以三个年度样本中自愿披露平均频率27.90% (1460/5233) 来测算，其他因素保持不变的情况下，公司代理成本每上升1%，则公司进行自愿披露的概率降低0.43%，这与罗炜和朱春艳(2010) 研究发现一致。采用总资产周转率 Trun 作为公司代理成本的替代，研究结果类似，如表4第五列所示，总资产周转率 Trun 的系数为0.1443，在10%的显著性水平上显著，以三个年度样本中自愿披露平均频率27.90% (1460/5233) 来测算，其他因素保持不变的情况下，公司总资产周转率每上升1%，则公司进行自愿披露的概率提高0.03%。不论采用管理费用率 Exp 还是总资产周转率 Trun 作为代理成本的替代，回归结果表明代理成本越高，公司进行自愿披露的概率越低，这支持了本文的假设1。控制变量方面，公司实际控制人变量 Kzr 和公司规模 Size 在1%的显著性水平上显著，这与罗炜和朱春艳(2010) 研究结果一致。回归结果发现交叉上市公司 Cross 在1%的显著性水平对公司自愿披露影响显著，但与方红星等(2009) 不同的是，交叉上市降低了公司营收计划自愿披露的概率，这可能与营收计划披露的性质有关，境外上市法律监管较为严格，预测性信息的发布具有比国内更大的诉讼风险，因此，业绩预测类信息交叉上市公司意愿较低。董事长和总经理两职合一变量 Dual 在5%水平上显著，说明公司两职合一降低了自愿性信息披露的概率。以最后一列为例，Dual 的系数为-0.2518，以三个年度样本中自愿披露平均频率27.90% (1460/5233) 来测算，其他因素保持不变的情况下，两职合一的公司进行自愿披露的概率比董事长和总经理分离的公司低5.07%，这与 Haniffa and Cooke (2002) 以及 Forker (1992) 的结论一致。

表4 自愿披露营收计划 Logistic 模型回归结果

		代理成本为 Exp		代理成本为 Trun	
Intercept	-4.7443 *** (-34.2098)	-3.5307 *** (-17.0453)	-3.5812 *** (-16.6491)	-4.6040 *** (-33.9462)	-4.6121 *** (-32.1622)
Age	0.0107 ** (5.035)		0.0103 ** (4.6102)		0.0106 ** (4.8809)
Gender	-0.3965 ** (-6.5401)		-0.3900 ** (-6.2982)		-0.4000 *** (-6.6284)
Exp		-2.2575 *** (11.3698)	-2.1641 *** (10.3758)		
Trun				0.1474* (2.9301)	0.1443* (2.7902)

续表

		代理成本为 Exp		代理成本为 Trun	
Kzr	0.3880 *** (25.8732)	0.3861 *** (25.7281)	0.3909 *** (26.1768)	0.3778 *** (24.6849)	0.3826 *** (25.1236)
Finance	-0.0649 (0.907)	-0.0858 (1.5831)	-0.0827 (1.4656)	-0.0697 (1.0492)	-0.0674 (0.9781)
Size	0.1621 *** (20.3212)	0.1264 *** (11.4103)	0.1206 *** (10.1459)	0.1619 *** (20.6757)	0.1544 *** (18.2887)
Roa	0.4989 (0.4988)	0.1975 (0.0744)	0.1306 (0.0323)	0.3107 (0.1811)	0.2326 (0.1006)
Lev	0.0448 (0.0542)	0.0085 (0.0019)	0.0293 (0.0225)	-0.0038 (0.0004)	0.0173 (0.0077)
Big4	-0.1685 (-1.1564)	-0.1383 (-0.7828)	-0.1585 (-1.0198)	-0.1460 (-0.8736)	-0.1664 (-1.1253)
Hhi	-1.3182 (-0.2143)	-1.3941 (-0.2377)	-1.5681 (-0.3005)	-1.1823 (-0.172)	-1.3509 (-0.2243)
Cross	-0.4567 *** (-11.0318)	-0.4226 *** (-9.4551)	-0.4314 *** (-9.765)	-0.4468 v (-10.6587)	-0.4543 *** (-10.9145)
Change	-0.0672 (-0.7688)	-0.0601 (-0.6167)	-0.0469 (-0.3719)	-0.0755 (-0.9811)	-0.0615 (-0.642)
Dual	-0.2541 ** (-5.7915)	-0.2623 ** (-6.2095)	-0.2502 ** (-5.5997)	-0.2644 ** (-6.3211)	-0.2518 ** (-5.68)
Ddbl	-0.8048 (-1.9118)	-0.8013 (-1.8964)	-0.7757 (-1.7702)	-0.8034 (-1.9076)	-0.7783 (-1.7831)
Inst	-0.3645 * (-2.9478)	-0.3424 (-2.6052)	-0.3445 (-2.6263)	-0.3593 * (-2.871)	-0.3609 * (-2.884)
Z	0.0034 * (2.7912)	0.0035 * (2.9128)	0.0036 * (3.1095)	0.0033 (2.5894)	0.0034 * (2.7986)
H_10	-0.2921 (-0.7717)	-0.4062 (-1.4776)	-0.4313 (-1.6577)	-0.3140 (-0.8897)	-0.3458 (-1.0739)
Industry	Control	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control	Control
N	5222	5220	5209	5220	5209
LR chi2	347.68 ***	343.99 ***	354.53 ***	335.27 ***	346.70 ***
Pseudo R2	9.28%	9.18%	9.47%	8.96%	9.27%
HL - Test②	9.4531 (0.3055)	8.4468 (0.3911)	13.0271 (0.1109)	7.2789 (0.5069)	10.1939 (0.2517)

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示双尾显著性水平为 10%、5% 和 1%。

② 王济川和郭志刚(2001)认为,当 Logistic 模型中有连续自变量时或协变类型的数目太多时, Hosmer - Lemesho 拟合优度指标是一个较为合适的模型拟合优度检验方法。为此,本文报告了此检验结果。一般认为此检验不显著时,说明模型对数据的拟合较好。

#### (四) 稳健性检验

为了使研究结果更为稳健,本文进行了如下稳健性检验:

1. 按行业和年度对董事长个人年龄 Age 变量分别进行了均值调整和中位数调整;
2. 按行业和年度对管理费用率 Exp 变量分别进行了均值调整和中位数调整;
3. 按行业和年度对总资产报酬率 Trun 变量分别进行了均值调整和中位数调整;
4. 为避免极端值的影响,对连续性变量进行了上下 5% 的极值删除处理。

上述稳健性检验结果在所有的重要结论上基本与前文保持一致,表明本文前述研究结果具有可靠性。鉴于篇幅的限制未予以列示,但留存备案。

#### 五、研究结论与启示

本文基于高层梯队理论和代理理论,从董事长个人特征和代理成本两个视角对我国上市公司自愿披露营收计划行为进行了理论分析和实证检验。基于 2008—2010 三年的年报披露数据,研究发现,董事长个人特征和代理成本对公司营收计划自愿披露有着显著的影响。基于管理层年龄越大和女性管理层所具有的风险规避特征,董事长年龄越大、董事长为女性的公司,更有为了规避风险而进行自愿披露的动机。用管理费用率和总资产周转率两种方法来衡量公司股权代理成本,研究发现代理成本越大的公司,其营收计划自愿披露的可能性越低,可能的解释就是其管理层并不以股东利益最大化为目标,更为关注自身私利。此外,研究还发现公司规模、董事长和总经理两职合一以及交叉上市对公司营收计划自愿披露也有显著影响。

本文的研究贡献主要体现在以下两个方面:(1) 本文从公司管理者特征这一角度,基于高层梯队理论,考察了董事长个人特征对于公司自愿披露的影响,拓展了基于我国制度背景下的公司自愿披露影响因素的相关研究;(2) 本文从股权代理成本角度,研究了其对公司营收计划自愿披露的影响,为罗炜和朱春艳(2010)的研究提供了其他类型自愿披露的证据。当然,本文没有考虑其他管理者在公司自愿披露中的作用,对于公司董事长也只考察了其年龄和性别等人口统计学特征,还有其教育背景、职业经历以及其他特征没有考虑,这是本文存在的主要缺陷,可以作为未来进一步研究的方向。

#### 主要参考文献

- 方红星,孙翥,金韵韵. 2009. 公司特征、外部审计与内部控制信息的自愿披露——基于沪市上市公司 2003—2005 年年报的经验研究. 会计研究, 10: 44 ~ 52
- 何威风,刘启亮. 2010. 我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究. 管理世界, 7: 144 ~ 155
- 李寿喜. 2007. 产权、代理成本和代理效率. 经济研究, 1: 102 ~ 113
- 林斌,饶静. 2009. 上市公司为什么自愿披露内部控制鉴证报告?. 会计研究, 2: 45 ~ 52.
- 罗炜,朱春艳. 2010. 代理成本与公司自愿性披露. 经济研究, 10: 143 ~ 155
- 马忠,吴翔宇. 2007. 金字塔结构对自愿性信息披露程度的影响: 来自家族控股上市公司的经验验证. 会计研究, 1: 44 ~ 50
- 万鹏,曲晓辉. 2012. 政府控制、收入操纵与营业收入计划实现程度——来自中国资本市场的经验证据. 当代财经, 2: 109 ~ 120
- 张然,张鹏. 2011. 中国上市公司自愿业绩预告动机研究. 中国会计评论, 1: 3 ~ 20
- Bamber L S, John J, Wang I Y. 2010. What's My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure. The Accounting Review, 85 (4): 1131 ~ 1162
- Bertrand M, Schoar A. 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. The Quarterly Journal of Economics, 118 (4): 1169 ~ 1208
- Brochet F, Faurel L, McVay S. 2011. Manager-Specific Effects on Earnings Guidance: An Analysis of Top Executive Turnovers. Journal of Accounting Research, 49 (5): 1123 ~ 1162
- Hambrick D, Mason P. 1984. Upper Echelons: The Organization As a Reflection of Its Top Managers. Academy of Management Review, 9 (2): 193 ~ 206
- Healy P M, Palepu K G. 2001. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. Journal of Accounting and Economics, 31 (1-3): 405 ~ 440
- Hirst D E, Koonce L, Venkataraman S. 2008. Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. Accounting Horizons, 22 (3): 315 ~ 338
- Jensen M C, Meckling M H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 3 (4): 305 ~ 360
- Yang I H. 2012. Capital Market Consequences of Managers' Voluntary Disclosure Styles. Journal of Accounting and Economics, 53 (1-2): 167 ~ 184

## English Abstracts of Main Papers

### Transition of Enterprise System and Accounting Development

*Fu Lei*

The formation and development of Accounting is motivated or limited by transition of enterprise system under specific period, however, the level of Accounting development affect the efficiency of enterprise system in turn. This paper reviews the relationship between transition of enterprise system and Accounting development and explores the fundamental driving forces for accounting development to try to provide the historical reference for developing principles on convergence of Accounting standards.

### Protection of Property Rights, Income Measurement and Reform of Accounting System

*Gong Guangming & Chen Ruohua*

The accounting income measurement plays a key role in the protection of property rights. The history of accounting income measurement shows: the content and form of accounting income develops with the evolvement of the content of protection of property rights. With the accumulation of enterprise's ecological property rights and the appearance of Eco-market, it proves the measurement of ecological income not only plays a key role in the regulation of the enterprise's eco-behavior, but also plays an important role in the protection of property rights. Because the intrinsic defects of current measurement of assets and income exists in reflecting the enterprise's ecological income, reform relative accounting system is unavoidable.

### Chairman Personal Characteristics, Agency Costs and the Voluntary Disclosure of Operating Revenue Plan: Evidence from Stock Market in China

*Wan Peng & Qu Xiaohui*

Based on the Upper Echelons Theory and Agency Theory, we investigate whether Chairman Personal Characteristics and Agency Costs play an economically significant role in their firms' voluntary disclosure of revenue plan. Using a sample of all listed A-shares firms in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2008 to 2010, we find that firm with female chairman and older chairman and lower agency costs are more likely to issue a revenue plan. The study also finds that the firm's size, chairman and CEO are the same person and cross listed firms have significant effect on the firm's voluntary disclosure behavior. This research enriches the related studies and helps understand voluntary disclosure behavior in Chinese listed companies on aspect of Chairman Personal Characteristics.

### Conflict between Supply and Demand of Information, Decision Making Based on Information and Government Accounting Reform ——A Discussion about Paradox of Information Disclosure in Public Field of China

*Zhang Qi & Zhang Juan*

In political market, accounting information is regarded as proxy variable of the result of different public policy of government. Voters could decide to support or oppose the existing management of government by recognizing the difference of public policies among different governments and different stages of same government. Management of government discloses accounting information about budget control, financial situation and operating efficiency to obtain the supporting from voters and continue to control government. Information supply and demand would be balanced based on the bargaining of suppliers and demanders in political market and accounting standards. However, both surplus and shortage of information exist in public field of China. This paper tries to analyze the particularity of information and suppliers and demanders of information based on the special political system in China, explain the paradox mentioned above of information disclosure in public field of China and give some suggestions about government accounting reform in China.

### The Research on the issues about Performance Accounting of Not-for-Profit Organizations in China

*Jiang Hongqing*

Performance Accounting of Not-for-Profit Organizations (NPO) is a branch of accounting and to apply accounting theory to NPO based on performance management. This paper turns NPO's operation management activities to performance accounting language based on the analysis of accounting theory and puts forward to resources, liabilities, resources surplus, input, output and effect for the accounting elements, and then designs a performance accounting statements system and content, in order to disclose performance information of NPO through the accounting way, and improve NPO's social credibility.

### Environment Information Disclosure System, Corporate Governance and Environment Information Disclosure

*Bi Qian et al.*

The enterprise environment information disclosure embodies that the listed companies are abided by the system of environment information disclosure, but also increase the public to understand the behavior of the listed company; In turn, this will cause the listed company to change some of their behavior. In this paper, based on the definition of system of the enterprise environment information disclosure, we studied the environment information disclosure of heavy pollution enterprise from annual report and the independent report in 2006—2010 in China. We prove that the system is significant positive relationship with of enterprise information disclosure environment. That is, the laws and regulations of the environment information disclosure improved the level of enterprise environment information disclosure. The study verified that the corporate governance could increase the promoting function of the system to enterprise environment information disclosure. The results provided the evidence for "the environment information disclosure guide on the listed company", also hope the study to provide evidence of experience for perfecting the design of enterprise environment information disclosure system.