

管理层为何自愿披露劳动力 成本上涨风险信息?*

——来自中国上市公司的经验证据

黎文靖¹, 杨丹²

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632;

2. 广州日报报业集团 纪检监察审计部, 广东 广州 510275)

摘要:文章通过选取我国九个劳动密集型行业,分析了上市公司管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息的动机和经济后果。结果表明:(1)业绩较差、董事长和总经理两职分离的民营上市公司管理层更愿意主动披露劳动力成本上涨风险信息,表明民营企业管理层可能通过自愿披露劳动力成本上涨风险信息来“解释”较差的业绩以满足考核要求;(2)自愿披露劳动力成本上涨风险的民营上市公司管理层薪酬较高,表明管理层通过自愿信息披露来获得较高的报酬;(3)管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息会降低公司市场价值,而且在国有企业与民营企业之间不存在显著差异,这说明劳动力成本上涨风险信息对于投资者的估值决策具有重要意义,而且投资者无法识别民营企业管理层的选择性信息披露行为。

关键词:自愿信息披露;劳动力成本上涨风险;“解释”动机;管理层薪酬;民营上市公司
中图分类号:F230.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)10-0091-15

一、引言

与盈余管理类似,管理层可以运用自愿信息披露来传递信号和满足自身利益要求。西方学者对管理层自愿信息披露的动机、成本、经济后果等进行了大量研究(Beyer等,2010;Verrecchia,2001),其中动机研究受到学术界和实务界比较广泛的关注。如Beyer等(2010)概括了管理层自愿信息披露的动机,具体包括:资本市场交易动机,即公司高管(或大股东)利用信息披露行为来影响股价以在市场融资中获利的动机,如公开发行、配股、发行债务等之前的自愿信息披露行为(Healy等,1999;Lang和Lundholm,2000;Marquardt和Wiedman,1998);薪酬动机,即公司高管利用信息披露行为来影响股价以

收稿日期:2013-04-15

基金项目:国家自然科学基金项目(71372167)

作者简介:黎文靖(1979—),广东茂名,暨南大学管理学院副教授,博士生导师;

杨丹(1985—),湖北荆州人,广州日报报业集团纪检监察审计部审计员。

增加自身薪酬的动机,如与高管期权授予、内部人交易、股价薪酬敏感性有关的信息披露行为(Aboody和Kasznik,2000;Cheng和Lo,2006;Nagar等,2003);“解释”动机,即高管利用信息披露来“解释”糟糕的业绩以避免被更换,目前这一动机缺乏较为直接的实证支持(Healy和Palepu,2001)。

国内研究主要从股权结构(Wang等,2008;Xiao等,2004;马忠和吴翔宇,2007)、代理问题(罗炜和朱春艳,2010;张学勇和廖理,2010)等方面考察公司自愿信息披露的影响因素,绝大多数文献基于代理理论,包括股东与管理层之间的代理问题(罗炜和朱春艳,2010)及大股东与中小股东之间的代理问题(马忠和吴翔宇,2007;张学勇和廖理,2010)。从自愿信息披露相关文献中可以发现,目前国外研究缺乏管理层自愿信息披露“解释”动机的直接证据,国内研究则缺乏对管理层具体动机(包括“解释”动机)的深入分析,本文试图在这个方面做一点工作。

2003年以来我国出现民工荒,劳动用工工资上涨,这给我国劳动密集型的企业带来劳动力成本上涨和劳动力短缺风险,而2010年富士康跳楼事件引发的全国范围最低工资上涨和2011年以来的通货膨胀则加剧了这一风险。这为我们研究管理层自愿信息披露行为提供了一个非常好的切入点。本文通过考察上市公司劳动力成本上涨风险信息的自愿披露情况,试图回答以下几个问题:管理层是否自愿披露劳动力成本上涨风险?管理层自愿披露劳动力成本上涨风险的动机是什么?自愿披露劳动力成本上涨风险的经济后果是什么?所有权类型是否对管理层自愿披露劳动力成本上涨风险产生影响?

本文通过选取我国九个劳动密集型行业,研究了管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息的动机和经济后果。结果表明,业绩较差、董事长和总经理两职分离的民营上市公司更愿意主动披露劳动力成本上涨风险,说明民营企业管理层可能通过自愿披露劳动力成本上涨风险来“解释”较差的业绩以满足考核要求,这一结果在国有企业中不存在;自愿披露劳动力成本上涨风险的民营上市公司管理层可以获得较高薪酬,表明管理层利用自愿信息披露来为较差的业绩找借口以获得较高报酬。此外,管理层自愿披露劳动力成本上涨风险会降低公司市场价值,而且在国有企业和民营企业之间不存在显著差异,这说明劳动力成本上涨风险信息对于投资者的估值决策具有重要意义,而且投资者无法识别民营企业高管的选择性信息披露行为。

本文的贡献主要体现在:第一,本文的实证结果表明管理层通过自愿披露劳动力成本上涨风险信息来“解释”糟糕的业绩,进而获得更高的现金薪酬,这为目前自愿信息披露相关文献中的“解释”动机提供了直接的经验证据,从而补充和拓展了已有相关研究(Beyer等,2010;Healy和Palepu,2001;罗炜和朱春艳,2010;张学勇和廖理,2010);第二,本文为我国管理层薪酬的决定提供了另一种解释,即管理层可以通过自愿信息披露来提高自身薪酬,这支持管理

层权力理论,有助于我们深入理解我国上市公司管理层薪酬的形成机理(方军雄,2011;黎文靖和胡玉明,2012);第三,本文的研究结论对于上市公司股东制定合理的管理层薪酬激励方案以及监管部门引导上市公司披露劳动力成本上涨风险信息具有重要的参考和借鉴价值。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

Beyer等(2010)指出,管理层自愿信息披露的动机有资本市场交易动机、薪酬动机、“解释”动机等。有文献讨论了资本市场交易动机下的信息披露,即公司再融资前后的信息披露(Healy和Palepu,2001)。Healy等(1999)发现,信息披露评级(disclosure rating)与再融资公司的股票回报相关。Lang和Lundholm(2000)发现,公司在再融资前6个月倾向于提高信息披露频率,这使增发前公司股价上涨而增发宣告后股价大幅下降。上述研究在一定程度上验证了公司融资的信息不对称理论(Myers和Majluf,1984),即公司加强信息披露有助于降低信息不对称程度,从而降低资本成本。同时,资本市场交易动机下的信息披露相关研究也在一定程度上支持代理理论。如Marquardt和Wiedman(1998)发现,如果管理层在公司再融资过程中出售自己的股份,则公司再融资前有更多的信息披露,信息不对称程度更低。

也有文献直接讨论了管理层的代理问题(为获取薪酬)对自愿信息披露行为的影响。Sivakumar和Waymire(1994)发现,内部人交易与强制信息披露(季度盈余公告)之间存在相关关系。Noe(1999)发现,在管理层披露盈利预测“好消息”后有更多的内部人卖出股票,而在披露盈利预测“坏消息”后有更多的内部人买入股票,这说明公司内部人会通过自愿信息披露来配合内部人交易。Cheng和Lo(2006)也得到类似的结果。Aboody和Kasznik(2000)发现,公司在管理层期权授予日之前倾向于披露坏消息,并延迟披露好消息。Nagar等(2003)发现,公司的自愿信息披露水平与受股价影响的CEO薪酬份额和持股份额正相关。然而,目前尚无直接的经验证据支持“解释”动机,本文试图在这一点上对现有研究有所贡献。

国内有关自愿信息披露的研究主要关注股权结构、代理问题等方面。在股权结构方面,Xiao等(2004)的研究表明,社会法人股比例越高,公司越倾向于自愿在网上披露信息。Wang等(2008)则以B股上市公司为研究对象,发现公司的自愿信息披露水平与其国有持股比例和外资持股比例存在正相关关系。在代理问题方面,罗炜和朱春艳(2010)从股东与管理层之间的代理问题出发,考察了公司的自愿信息披露行为,发现代理成本越高,管理者越倾向于隐瞒或减少信息披露。而马忠和吴翔宇(2007)则从大股东与中小股东之间的代理问题出发,分析了自愿信息披露的影响因素,发现家族控股上市公司的自

愿信息披露水平与终极控制人的控制权和现金流权分离度、终极控制权比例显著负相关。张学勇和廖理(2010)发现,股权分置改革改善了公司治理,从而有效提升了公司的自愿信息披露水平,这支持马忠和吴翔宇(2007)的结论。通过对国内相关研究的梳理,我们也没有发现有文献直接讨论自愿信息披露的“解释”动机。

综上分析,国内外现有研究没有对自愿信息披露的“解释”动机提供直接的经验证据。考虑到劳动力成本上涨风险信息的重要性,本文利用上市公司对此类信息的披露来全面分析影响我国管理层自愿信息披露的动机及其经济后果,以期弥补现有文献在这一方面的不足。

(二)研究假设

本文的逻辑思路是:在劳动力成本上涨的背景下,当企业业绩下滑时,管理层倾向于通过自愿披露劳动力成本上涨风险信息,将业绩下滑更多地归因于宏观环境的影响,从而获取更多薪酬。

一般而言,管理层倾向于“报喜不报忧”,披露好消息而隐瞒坏消息,从而信息披露与公司业绩正相关。如 Miller(2002)发现,随着公司期间盈余的增加,信息披露水平相应上升。但出于个人利益考虑,管理层也会披露坏消息。如 Aboody 和 Kasznik(2000)发现,在期权授予日之前,公司披露的信息中坏消息更为常见。在当前劳动力成本上涨的经济形势下,如果企业高管试图通过自愿披露劳动力成本上涨风险信息来推卸自身经营责任,那么在企业业绩较差时,高管的“解释”动机应该较强,这意味着企业业绩与劳动力成本上涨风险信息披露之间存在负相关关系。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1:企业业绩越差,上市公司管理层越倾向于自愿披露劳动力成本上涨风险信息。

与西方企业高管收入主要来自期权、限制性股份等受股价影响的薪酬契约不同,我国上市公司高管最为主要的收入来源是现金薪酬以及国有企业中的在职消费(陈冬华等,2005)。截至 2010 年底,共有 219 家上市公司公告了规范化的股权激励计划,其中 77 家已经停止实施,54 家尚处在董事会预案与股东大会通过阶段,而真正实施的仅 88 家,这个数字与我国资本市场 2 000 多家上市公司相比仅占了一个非常小的比例。因此,我国上市公司高管自愿披露信息并不十分关心信息披露的市场反应,而是更加关心对其现金薪酬的影响。

下面我们进一步分析不同所有权类型企业在高管薪酬契约设计与考核方面的差异。受行政干预、平均主义、关系和人情等因素的影响,国企高管的薪酬业绩敏感性比民企高管要低。2009 年 9 月 16 日,人力资源和社会保障部等六部门联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》,规定国企高管年薪不得超出职工平均工资的 20 倍,^①这极大地降低了国企高管薪酬受业绩影响的程度。刘凤委等(2007)也发现,政府对企业的干预越多,

会计业绩在薪酬契约中的评价作用越小,而与民企相比,政府对国企的干预明显更多。结合本文的研究问题,如果上市公司管理层通过自愿信息披露来“解释”较差的业绩,则与国企相比,民营上市公司高管的“解释”动机更强。因此,我们预期企业业绩与劳动力成本上涨风险信息披露的负相关关系在民营上市公司中存在,而受 2009 年限薪令的影响,国企高管缺乏相应的信息披露动机。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1a:民营上市公司业绩越差,管理层越倾向于自愿披露劳动力成本上涨风险信息。

假设 1b:国有上市公司业绩与管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息之间不存在相关关系。

目前,解释高管薪酬的理论主要有最优薪酬契约理论和管理层权力理论两种(Bebchuk 等,2002)。而基于中国资本市场的研究大多发现管理层权力可能是解释我国上市公司高管薪酬的一个恰当理论,即我国上市公司高管薪酬在很大程度上不是由市场和高管的业绩决定的。如方军雄(2011)及黎文靖和胡玉明(2012)均发现,公司高管与职工之间的薪酬差距是由管理层权力决定的。基于管理层权力理论来分析管理层自愿信息披露的“解释”动机,我们可以得到以下推论:企业管理层权力越大,就越能利用手中权力影响其薪酬,从而高管薪酬与公司业绩之间的关系减弱,高管利用信息披露来“解释”较差业绩的需求下降。因此,我们预期管理层权力与自愿披露劳动力成本上涨风险信息之间存在负相关关系。董事长和总经理是否两职合一一是现有文献中衡量管理层权力的一个重要指标(黎文靖和胡玉明,2012),董事长和总经理两职合一表明管理层权力较大,所以董事长和总经理两职分离的上市公司管理层更倾向于自愿披露劳动力成本上涨风险信息。根据假设 1a 和假设 1b,管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息的“解释”动机仅存在于民营上市公司,因此,我们预期董事长和总经理两职分离与管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息之间的关系也仅在民营上市公司中显著。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 2:董事长和总经理两职分离的上市公司管理层更倾向于自愿披露劳动力成本上涨风险信息。

假设 2a:董事长和总经理两职分离的民营上市公司管理层更倾向于自愿披露劳动力成本上涨风险信息。

假设 2b:在国有上市公司中,董事长和总经理两职分离或合一与管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息之间不存在相关关系。

除了探讨管理层自愿披露劳动力成本上涨风险的动机外,本文还试图考察劳动力成本上涨风险信息披露的经济后果。本文尝试通过考察经济后果反过来检验民营上市公司管理层是否出于“解释”动机而自愿披露劳动力成本上

涨风险信息。如果上述研究假设成立,那么我们可以观察到,在公司业绩、公司治理、公司规模等因素相同的情况下,自愿披露劳动力成本上涨风险信息的民营上市公司管理层因成功推卸了业绩下滑的责任而可以获得更高薪酬,在国有上市公司中则不存在这一关系。基于上述分析,我们提出以下假设:

假设 3a:自愿披露劳动力成本上涨风险信息的民营上市公司管理层薪酬更高。

假设 3b:在国有上市公司中,管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息与管理层薪酬之间不存在相关关系。

劳动力成本上涨会吞噬企业利润,从而投资者应给予负面评价,但这种评价在国企与民企之间存在较大差异。由于国企的股东是政府,国企不仅有经济目标任务,还有政治目标追求。^②其中,保证辖区内就业率便是政府的一个重要政治任务,从而国企一般不会轻易裁员。这与我们在现实中观察到的现象吻合,除了在20世纪90年代国企职工大规模下岗之外,国企裁员的可能性很小。此外,陈冬华等(2010)研究发现,国有企业中职工工资存在向上的刚性,这意味着国企很难削减职工的工资。综上所述,与民企相比,国企缺乏有效控制劳动力成本和风险的灵活机制和策略,因此,投资者会对国企劳动力成本上涨风险在估值中赋予更高的权重。本文以托宾Q值的变化来衡量投资者对上市公司劳动力成本上涨风险的反应。基于上述分析,我们提出以下假设:

假设 4:劳动力成本上涨风险信息披露与上市公司托宾Q值负相关。

假设 4a:劳动力成本上涨风险信息披露与民营上市公司托宾Q值的负相关关系较弱。

假设 4b:劳动力成本上涨风险信息披露与国有上市公司托宾Q值的负相关关系较强。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取了2009—2010年我国A股市场9个行业的上市公司作为研究样本,包括5个制造业行业——C5(电子制造业)、C1(纺织服装皮毛制造业)、C9(其他制造业)、C7(机械设备仪表制造业)和C8(医药生物制品制造业),以及4个非制造业行业——H(批发和零售贸易业)、G(信息技术业)、K(社会服务业)和E(建筑业),行业选取基于对各个行业劳动力成本上涨风险披露情况的初步分析。我们从这9个行业上市公司的年报中手工收集了公司管理层披露劳动力成本上涨风险的数据。^③

本文样本公司年报来自上海证券交易所、深圳证券交易所和巨潮资讯网。其他数据来源于CCER数据库和CSMAR数据库。为了消除极端值的影响,

本文对连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

(二) 研究模型

为了检验管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息的动机,本文构建了以下模型:

$$\begin{aligned} \text{RISK} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA} + \alpha_2 \text{DDUAL} + \alpha_3 \text{LABORCOST} \\ & + \alpha_4 \text{LNEMPLOYEE} + \alpha_5 \text{PRIVATE} + \alpha_6 \text{TOP1} \\ & + \alpha_7 \text{IDRATIO} + \alpha_8 \text{BSIZE} + \alpha_9 \text{DR} + \alpha_{10} \text{SIZE} \\ & + \alpha_{11} \text{SGROW} + \alpha_{12} \text{MB} + \alpha_{13} \text{Year} + \alpha_{14} \text{Industry} + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中,RISK 是本文的核心变量,如果公司在年报中披露了有关劳动力成本上涨风险信息,则 RISK 取 1,否则取 0。我们通过查阅样本公司 2009 年和 2010 年年报中的管理层分析与讨论来确定公司是否自愿披露劳动力成本上涨风险信息。ROA 为总资产报酬率,衡量企业业绩。DDUAL 为虚拟变量,如果董事长和总经理两职合一,则 DDUAL 取 1,否则取 0,衡量管理层权力。上述两个指标为本文的主要解释变量,分别用于检验假设 1 和假设 2。我们在式(1)中还加入了重要的控制变量——劳动力成本。劳动力成本越大,无论是出于“解释”动机还是受托责任,企业都倾向于披露劳动力成本上涨风险信息。^④ 本文使用两个指标来衡量企业的劳动力成本:LABORCOST 表示公司现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”除以总资产;LNEMPLOYEE 表示公司员工人数的自然对数。式(1)中还包括公司产权结构、公司治理、风险、规模、成长性等公司特征控制变量,具体定义见表 1。

为了考察管理层是否通过披露劳动力成本上涨风险信息来获得更高报酬,借鉴辛清泉和谭伟强(2011)、方军雄(2011)的研究设计,本文构建了以下模型:

$$\begin{aligned} \text{COMP} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{RISK} + \alpha_2 \text{ROA} + \alpha_3 \text{PRIVATE} + \alpha_4 \text{TOP1} + \alpha_5 \text{DDUAL} \\ & + \alpha_6 \text{IDRATIO} + \alpha_7 \text{BSIZE} + \alpha_8 \text{SIZE} + \alpha_9 \text{DR} + \alpha_{10} \text{SGROW} \\ & + \alpha_{11} \text{MB} + \alpha_{12} \text{Year} + \alpha_{13} \text{Industry} + \epsilon \end{aligned} \quad (2)$$

其中,COMP 表示公司前三名高管薪酬的自然对数。

为了考察管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息与企业价值之间的关系,本文构建了以下模型:

$$\begin{aligned} \text{TOBQ} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{RISK} + \alpha_2 \text{LABORCOST} + \alpha_3 \text{LNEMPLOYEE} \\ & + \alpha_4 \text{PRIVATE} + \alpha_5 \text{IDRATIO} + \alpha_6 \text{BSIZE} \\ & + \alpha_7 \text{SIZE} + \alpha_8 \text{DR} + \alpha_9 \text{SGROW} \\ & + \alpha_{10} \text{Year} + \alpha_{11} \text{Industry} + \epsilon \end{aligned} \quad (3)$$

其中,TOBQ 表示公司年末的托宾 Q 值。

本文在模型回归分析时采用公司代码 cluster 分析和 robust 分析对标准误差进行了调整。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量符号	变量定义
被解释变量	RISK	虚拟变量, 管理层披露劳动力成本上涨风险取值为 1, 否则为 0
	COMP	公司前三名高管薪酬的自然对数
	TOBQ	上市公司年末的托宾 Q 值, 等于(年末流通股数×年末股价+年末非流通股数×每股净资产+年末负债总额)/年末总资产
解释变量	ROA	上市公司总资产报酬率, 等于公司当年净利润/总资产
	DDUAL	如果上市公司董事长和总经理两职合一, 则取值为 1, 否则为 0
控制变量	LABORCOST	支付给职工以及为职工支付的现金/年末总资产
	LNEMPLOYEE	年末员工人数的自然对数
	PRIVATE	虚拟变量, 如果上市公司为民营企业, 则取值为 1, 否则为 0
	TOP1	第一大股东持股比例
	IDRATIO	独立董事比例, 等于(独立董事人数/董事会规模)
	BSIZE	董事会规模, 等于董事会人数
	DR	资产负债率, 年末总负债/年末总资产
	SIZE	年末总资产的自然对数
	SGROW	销售收入增长率, 等于(当年销售收入-上年销售收入)/上年销售收入
	MB	市净率, 等于公司每股市价/每股净资产
Year	年度虚拟变量, 控制年度的影响	
Industry	行业虚拟变量, 控制行业的影响	

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 给出了本文主要变量的描述性统计结果。从中可以看到, 近 20% 的样本公司披露了劳动力成本上涨风险信息。托宾 Q 值的均值和标准差都较大, 说明资本市场对不同企业的估值差异较大, 这可能与 2009 年的牛市和 2010 年的市场震荡有关。同样地, 企业业绩 ROA 的波动也较大, 这与 2008 年以来金融危机的影响有关, 不同上市公司在行业、资源、战略等方面存在较大差异, 导致应对危机的能力不同, 进而公司业绩差异较大。DDUAL 的均值为 0.088, 这意味着不到 10% 的公司董事长和总经理是两职合一的, 绝大多数企业处于两职分离状态。RPRIVATE 的均值为 0.479, 说明近 50% 的样本公司是民营企业, 这是因为劳动密集型行业的竞争比较激烈, 这些行业内民营资本占比较高。

表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
RISK	0.192	0	0.394	0	1
COMP	12.792	12.815	0.785	10.608	14.725
TOBQ	2.813	2.189	2.163	0.877	15.984
ROA	0.040	0.039	0.072	-0.424	0.254

续表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
DDUAL	0.088	0	0.284	0	1
LABORCOST	0.076	0.066	0.053	0.006	0.342
LNEMPLOYEE	7.422	7.445	1.404	2.708	11.318
PRIVATE	0.479	0	0.500	0	1
TOP1	0.339	0.315	0.143	0.085	0.698
IDRATIO	0.620	0.571	0.179	0	1
BSIZE	5.641	6	1.647	0	12
DR	0.523	0.491	0.367	0.051	3.076
SIZE	21.403	21.351	1.213	18.157	25.069
SGROW	0.217	0.153	0.486	-0.818	3.547
MB	5.985	4.740	7.099	-22.247	54.722

表 3 给出了本文主要变量的相关系数。从中可以看到,企业业绩 ROA、董事长和总经理两职合一 DDUAL 与劳动力成本上涨风险信息披露 RISK 均不显著相关,我们可能需要对样本进行分组分析。劳动力成本上涨风险信息披露与高管薪酬同样不存在显著的相关关系,而与企业价值之间存在显著的负相关关系。

表 3 变量间相关性分析

变量	1	2	3	4	5	6	7
1. RISK	1						
2. COMP	0.0392	1					
3. TOBQ	-0.097***	-0.180***	1				
4. ROA	0.031	0.342***	-0.01	1			
5. DDUAL	0.001	0.020	0.045*	0.057**	1		
6. LABORCOST	0.185***	0.180***	0.024	0.161***	0.028	1	
7. LNEMPLOYEE	0.145***	0.339***	-0.444***	0.195***	-0.026	0.322***	1
8. PRIVATE	-0.005	-0.085***	0.137***	0.113***	0.187***	-0.089***	-0.216***

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下表同。

(二)劳动力成本上涨风险信息披露的动机

为了考察管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息的动机,本文对式(1)进行 Logit 回归,结果见表 4。从中可以看到,在民营上市公司子样本中,ROA 和 DDUAL 的系数均显著为负,表明当企业业绩较差、董事长和总经理两职分离时,管理层更倾向于披露劳动力成本上涨风险信息,表明民营上市公司管理层会通过选择性地披露劳动力成本上涨风险信息来“解释”较差的业绩,假设 1a 和假设 2a 得到验证。而在国有上市公司子样本中,ROA 和 DDUAL 均不显著,假设 1b 和假设 2b 得到验证。LABORCOST 的系数在三个回归中均显著为正,表明企业面临的劳动力成本压力越大,管理层越倾向于披露劳动力成本上涨风险信息,这与理论预期和现实情况吻合,也说明本文的

指标选取和模型构建具有合理性。一个有趣的结果是,员工人数对民营上市公司管理层披露劳动力成本上涨风险信息具有显著影响,而对国有上市公司则没有影响,表明国有上市公司员工人数与员工工资之间并不是简单的正相关关系,管理层更关心劳动力成本而不是劳动力人数,这可能与陈冬华等(2010)发现的国企员工工资存在向上的刚性有关。

表 4 劳动力成本上涨风险信息披露动机分析

	全样本	国有上市公司	民营上市公司
Constant	-0.939*** (-10.17)	-0.947*** (-10.19)	-0.937*** (-10.17)
ROA	-1.818 (-1.38)	-0.416 (-0.23)	-4.483** (-2.23)
DDUAL	-0.562** (-2.14)	0.286 (0.65)	-0.971*** (-3.07)
LABORCOST	7.954*** (4.37)	7.860*** (3.04)	8.184*** (3.04)
LNEMPLOYEE	0.233** (2.01)	0.023 (0.15)	0.563*** (3.12)
PRIVATE	0.023 (0.12)		
TOP1	1.016* (1.75)	0.768 (1.01)	1.328 (1.41)
IDRATIO	-0.612 (-1.21)	-0.079 (-0.11)	-0.959 (-1.33)
BSIZE	-0.048 (-0.86)	-0.022 (-0.28)	-0.071 (-0.92)
DR	-1.033*** (-3.28)	-0.923* (-1.80)	-1.172*** (-2.99)
SIZE	-0.084 (-0.62)	0.036 (0.20)	-0.331 (-1.63)
SGROW	-0.309 (-1.58)	-0.404 (-1.61)	-0.085 (-0.19)
MB	-0.042*** (-2.98)	-0.071*** (-2.77)	-0.011 (-0.74)
Year 和 Industry	控制	控制	控制
N	1 577	820	757
Pseudo R ²	0.166	0.146	0.222

(三)劳动力成本上涨风险信息披露与高管薪酬

为了进一步检验自愿信息披露的“解释”动机,我们利用式(2)考察了劳动力成本上涨风险信息披露与高管薪酬之间的关系,结果见表 5。表 5 结果表明,在民营上市公司中,劳动力成本上涨风险信息披露 RISK 的系数为 0.134,在 5%的水平上显著,说明披露劳动力成本上涨风险信息的民营上市公司高管获得了更高薪酬,假设 3a 得到验证。这进一步证明了民营上市公司管理层确实通过选择性地披露劳动力成本上涨风险信息来“解释”较差的业绩,并获得更高薪酬。

表 5 劳动力成本上涨风险信息披露与高管薪酬

	全样本	国有上市公司	民营上市公司
Constant	5.511*** (12.92)	5.606*** (9.35)	5.045*** (7.77)
RISK	0.072 (1.58)	0.028 (0.46)	0.134** (1.98)
TOP1	-0.182 (-1.19)	-0.191 (-0.92)	-0.126 (-0.53)
DDUAL	0.058 (0.89)	-0.042 (-0.36)	0.073 (0.92)
ROA	2.546*** (7.30)	2.432*** (4.73)	2.598*** (5.63)
IDRATIO	0.064 (0.52)	-0.249 (-1.51)	0.419** (2.39)
BSIZE	0.019 (1.31)	0.004 (0.20)	0.045* (1.82)
SIZE	0.314*** (15.70)	0.314*** (11.26)	0.322*** (10.69)
DR	-0.087 (-1.22)	0.087 (0.68)	-0.151* (-1.85)
SGROW	-0.111** (-2.58)	-0.067 (-1.32)	-0.193*** (-2.61)
MB	-0.002 (-0.59)	0.0002 (0.05)	-0.004 (-0.88)
Year 和 Industry	控制	控制	控制
N	1 583	825	758
Adj. R ²	0.357	0.354	0.364

(四)劳动力成本上涨风险信息披露与企业价值

在上文证实管理层存在自愿信息披露的“解释”动机后,本文进一步利用式(3)来考察劳动力成本上涨风险信息披露与企业价值的关系,结果见表 6。表 6 结果表明,在三个回归中,RISK 与托宾 Q 值均显著负相关,假设 4 得到验证。我们对国有上市公司和民营上市公司 RISK 的系数进行 F 检验,发现两者不存在显著差异,这一结果不支持假设 4a 和假设 4b。上述结果有两个含义:第一,劳动力成本上涨风险信息对投资者决策具有重要意义,监管部门应鼓励上市公司披露劳动力成本上涨风险信息;第二,投资者无法识别民营上市公司管理层的选择性信息披露行为。

表 6 劳动力成本上涨风险信息披露与企业价值

	全样本	国有上市公司	民营上市公司
Constant	18.59*** (12.24)	17.50*** (11.32)	20.54*** (7.96)
RISK	-0.348*** (-3.57)	-0.388*** (-3.51)	-0.302* (-1.80)

续表 6 劳动力成本上涨风险信息披露与企业价值

	全样本	国有上市公司	民营上市公司
LABORCOST	3.409** (2.19)	0.028 (0.02)	7.128*** (2.89)
LNEMPLOYEE	-0.242*** (-3.04)	-0.247** (-2.39)	-0.238* (-1.92)
PRIVATE	-0.161 (-1.30)		
ROA	4.783*** (3.25)	3.715 (1.64)	5.563*** (2.74)
IDRATIO	0.487 (1.32)	0.544 (1.44)	0.447 (0.70)
BSIZE	0.003 (0.07)	-0.050 (-1.25)	0.068 (0.90)
SIZE	-0.740*** (-8.92)	-0.663*** (-8.30)	-0.867*** (-5.80)
DR	1.424*** (3.85)	1.296 (1.53)	1.424*** (3.62)
SGROW	-0.254** (-2.26)	-0.115 (-0.87)	-0.310* (-1.66)
Year 和 Industry	控制	控制	控制
N	1 572	815	757
Adj. R ²	0.394	0.384	0.402

(五)内生性检验与稳健性检验^⑤

为了保证上文结果的可靠性并解决内生性问题,本文做了以下检验:第一,我们运用两阶段 2SLS 方法重新估计式(2)和式(3),得到与表 5 和表 6 类似的结果,说明内生性问题对本文结果的影响较小。第二,除了总资产报酬率 ROA 之外,本文还选取净资产报酬率 ROE 和销售净利率 NPM 作为企业业绩指标对式(1)重新进行了估计,结果与表 4 类似,说明企业业绩指标选取对本文结果的影响不大。

五、结论与政策含义

2009 年以来我国劳动密集型企业的劳动力成本上涨压力和劳动力短缺风险加剧,这为我们研究中国背景下的管理层自愿信息披露行为提供了很好的机会。本文通过选取我国九个劳动密集型行业,分析了上市公司管理层自愿披露劳动力成本上涨风险信息的动机和经济后果。

本文研究发现,企业的劳动力成本、员工人数、风险、成长性等因素会影响管理层自愿披露劳动力成本上涨风险,而对民营企业而言,在控制了上述因素之后,业绩较差、董事长和总经理两职分离的公司更愿意主动披露劳动力成本上涨风险,说明民营企业管理层可能通过自愿披露劳动力成本上涨风险来“解释”较差的业绩以满足考核要求,这支持管理层自愿信息披露的“解释”动机。这一结果在国有企业中不存在。

从经济后果看,自愿披露劳动力成本上涨风险的民营上市公司管理层获得了较高薪酬,说明管理层通过自愿信息披露来为较差的业绩找借口以获得较高报酬。此外,管理层自愿披露劳动力成本上涨风险会降低公司市场价值,而且在国有企业和民营企业之间不存在显著差异,这说明劳动力成本上涨风险信息对于投资者的估值决策具有重要意义,而且投资者无法识别民营企业高管的选择性信息披露行为。

本文的研究结论具有以下政策含义:第一,本文证实了民营上市公司管理层存在自愿披露劳动力成本上涨风险信息的“解释”动机,这对于民营上市公司股东合理考核和激励高管以促使其更好地为股东服务具有重要的实践指导意义;第二,本文结果表明企业的劳动力成本上涨风险信息对于投资者的估值决策具有重要意义,这为监管部门合理引导上市公司披露劳动力成本上涨风险信息提供了理论支持和经验证据。

* 本文还得到暨南大学科研创新培育基金项目(12JNQM004)的资助。

注释:

- ①央企高管的基本工资不超过上年度中央企业在岗职工平均工资的5倍,绩效工资的上限为高管基本年薪的3倍。
- ②Bai等(2006)发现,作为国有企业的最大股东,政府会从企业中转移财富以维持社会稳定。
- ③受篇幅的限制,有关行业选择的分析未在文中报告,感兴趣的读者可以向作者索取。
- ④事实上,我们无法通过式(1)来区分“解释”动机和受托责任的影响,但在下文实证结果证实管理层存在自愿披露劳动力成本上涨风险信息的“解释”动机后,劳动力成本指标反过来进一步支持“解释”动机。
- ⑤受篇幅的限制,内生性检验和稳健性检验的结果未在文中报告,感兴趣的读者可以向作者索取。

参考文献:

- [1]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2):92—101.
- [2]陈冬华,范从来,沈永建,等.职工激励、工资刚性与企业绩效[J].经济研究,2010,(7):116—129.
- [3]方军雄.高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J].经济研究,2011,(4):107—120.
- [4]刘凤委,孙铮,李增泉.政府干预、行业竞争与薪酬契约[J].管理世界,2007,(9):76—84.
- [5]黎文靖,胡玉明.国企内部薪酬差距激励了谁?[J].经济研究,2012,(12):125—136.
- [6]罗炜,朱春艳.代理成本与公司自愿性披露[J].经济研究,2010,(10):143—155.
- [7]马忠,吴翔宇.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[J].会计研究,2007,(1):44—50.
- [8]辛清泉,谭伟强.市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J].经济研究,2009,(11):68—81.
- [9]张学勇,廖理.股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J].经济研究,2010,(4):28—39.

- [10]Aboody D, Kasznik R. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2000, 29(1):73—100.
- [11]Bai C, Lu J, Tao Z. The multitask theory of state enterprise reform: Empirical evidence from China[J]. *American Economic Review*, 2006, 96(2): 353—357.
- [12]Beyer A, Cohen D, Lys T, et al. The financial reporting environment: Review of the recent literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(2—3): 296—343.
- [13]Healy P, Hutton A, Palepu K. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16(3): 485—520.
- [14]Healy P, Palepu K. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1—3): 405—440.
- [15]Lang M, Lundholm R. Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock?[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2000, 17(4): 623—662.
- [16]Marquardt C, Wiedman C. Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1998, 15(4): 505—537.
- [17]Miller G. Earnings performance and discretionary disclosure[J]. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(1): 173—204.
- [18]Myers S, Majluf N. Corporate financing and investment decisions: When firms have information that investors do not have[J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2): 187—221.
- [19]Nagar V, Nanda D, Wysocki P. Discretionary disclosure and stock-based incentives[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, 34(1—3): 283—309.
- [20]Noe C. Voluntary disclosures and insider transactions[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 27: 305—326.
- [21]Sivakumar K, Waymire G. Insider trading following material news events: Evidence from earnings[J]. *Financial Management*, 1994, 23(1): 23—32.
- [22]Verrecchia R E. Essays on disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32(1—3): 97—180.
- [23]Xiao J Z, Yang H, Chow C W. The determinants and characteristics of voluntary internet based disclosures by listed Chinese companies[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2004, 23(3): 191—225.
- [24]Wang K, Sewon O, Claiborne M C. Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China[J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2008, 17(1): 14—30.

Why Does Top Management Voluntarily Disclose the Information of Risks of Increasing Labor Costs? Evidence from Listed Companies in China

LI Wen-jing¹, YANG Dan²

(1. School of Management, Jinan University, Guangzhou 510632, China;

2. Department of Discipline Inspection, Supervision and Auditing, Guangzhou Daily, Guangzhou 510275, China)

Abstract: Using the sample of listed companies in 9 labor-intensive industries, this paper examines the motive and economic consequences of voluntary information disclosure of risks of increasing labor costs. It arrives at the conclusions as follows: firstly, the management in private listed companies with worse performance and the separation of positions of chairman and general manager is more likely to voluntarily disclose the information of risks of increasing labor costs, showing that the management in private firms probably provides an explanation of bad performance to meet the needs of performance evaluation by voluntary information disclosure of risks of increasing labor costs; secondly, the management in private listed companies with voluntary information disclosure of risks of increasing labor costs has higher compensation, showing that management gains higher compensation by voluntary information disclosure; thirdly, voluntary information disclosure of risks of increasing labor costs reduces corporate market value, and there is no significant difference between state-owned and private firms, showing that the information of risks of increasing labor costs is of great significance to investors' valuation decision-making and investors cannot identify the selective information disclosure of management in private firms.

Key words: voluntary information disclosure; risk of increasing labor costs; explanation motive; management compensation; private listed company (责任编辑 康健)