

• 经济学研究 •

独立董事地理距离与年报风险信息披露

周 建 李 燕 原东良

(南开大学商学院/中国公司治理研究院 天津 300071; 南开大学 滨海学院 天津 300270)

【摘要】 公司年报作为上市公司信息披露的重要载体,是公司与投资者之间进行沟通的信息桥梁,而具有信息与风险双重属性的风险信息提示则是上市公司年报的重要组成部分。本文以2010-2018年沪深两市所有A股上市公司为研究样本,聚焦上市公司年报风险信息披露的驱动因素,基于手工收集的独立董事所在城市和其任职公司所在城市的经纬度,构建独立董事地理距离指标,探究独立董事地理距离对年报风险信息披露的影响。研究结果表明,独立董事地理距离对上市公司中的内部风险信息披露和外部风险信息披露的影响存在差异;具体而言,独立董事地理距离越远,内部风险信息披露水平越低,外部风险信息披露水平越高。

【关键词】 独立董事; 地理距离; 风险信息披露; 信息环境; 制度环境

【中图分类号】F270 【文献标识码】A 【文章编号】1003-4145 [2020]12-0120-07

DOI:10.14112/j.cnki.37-1053/c.2020.12.017

一、引言

2020年5月,中共中央、国务院发布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》指出,要加快建立规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,加强资本市场基础制度建设,推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革。公司年报作为上市公司信息披露的重要载体,是公司与投资者之间进行信息沟通的桥梁,而具有信息与风险双重属性的风险信息提示则是上市公司年报的重要组成部分。对此,如何提高年报风险信息披露水平近年来成为监管部门、投资者和学术界关注的热点。

代理理论认为,为了缓解股东与管理层之间的代理问题,作为代理人的独立董事,有强烈的动机去监督企业提高信息透明度。^①既有研究也表明,独立董事对公司的信息披露会产生显著影响。但是,地理区位因素是否会影响独立董事在信息披露治理效应方面的研究则并不充分。近年来,随着地理经济学的兴起,地理距离逐渐在公司治理领域中受到学者们的关注。相关研究表明,地理距离会影响独立董事履职效果。^②那么,独立董事与其任职公司之间的地理距离是否也会影响上市公司年报风险信息披露呢?

为了回答上述问题,本文以2010-2018年沪深两市上市公司为样本,将地理经济学理论与传统的公司治理理论相结合,探究独立董事地理距离与上市公司年报风险信息披露之间的关系。研究发现,与任职公司之间的距离越远,独立董事的软信息优势越弱,硬信息优势越强,从而导致上市公司内部风险信息披露水平

收稿日期:2020-05-12

作者简介:周 建,男,南开大学商学院、中国公司治理研究院、南开大学滨海学院教授、博士生导师。

李 燕,女,南开大学商学院、中国公司治理研究院博士研究生。

原东良,男,南开大学商学院、中国公司治理研究院博士研究生。

基金项目:本文系国家自然科学基金项目“差异化组织治理、董事会战略决策权优化配置与企业战略决策有效性研究”(项目编号:71672088)、国家自然科学基金项目“家族企业控制权配置的社会阶层烙印与企业投资‘脱实向虚’”(项目编号:71862006)、天津市2020年度哲学社会科学规划重点委托项目“中美经贸摩擦背景下天津市持续改善营商环境研究”(项目编号:TJZD-WT202001-13)的阶段性成果。

^①Lopes, P. T., & Rodrigues, L. L.. Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. The International Journal of Accounting, 2007, 42(1), 25-56.

^②罗进辉、黄泽悦等《独立董事地理距离对公司代理成本的影响》,《中国工业经济》2017年第8期。

越低,外部风险信息披露水平越高。该结论在克服内生性问题并经过稳健性检验之后依然成立。

与已有研究相比,本文的贡献在于:(1)以往研究多从人口统计学特征、人力资本和社会资本等视角探究独立董事履职效果,而本文从地理距离对软硬信息获取成本的影响角度出发,研究独立董事地理距离对年报风险信息披露的影响,通过交叉学科研究为后续研究提供了一个新颖视角,丰富了独立董事领域的相关研究;(2)以往文献在研究独立董事与任职公司之间的距离时,多使用“0-1”变量简单将独立董事划分为本地独立董事和异地独立董事,而本文采用定量方法,根据经纬度计算出独立董事与任职公司之间的地理距离,为异地独董的度量提供了新的测度方法;(3)以往研究在分析年报风险信息披露时多从风险信息整体角度进行分析,本文则从内部和外部对年报风险信息披露进行划分,更精细的区分独立董事对不同类型信息披露的影响。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

有关上市公司年报风险信息披露驱动因素的研究,主要是从公司特征和公司治理两个角度展开。既有研究表明,公司规模、盈利能力、资产负债率、行业特征、特定风险因素等公司特征均与风险信息披露存在显著的关系。^①在公司治理特征对风险信息披露影响的研究中,Elshandidy and Neri(2015)的研究指出,董事会规模、非执行董事比例和两职合一与风险信息披露水平正相关。^②在与本文研究主题高度相关的既有研究中,Lopes and Rodrigues(2007)、^③Elzahar and Hussainey(2012)的研究均发现,独立董事对风险信息披露具有促进作用。^④但是,这些研究都未深入考虑独立董事的背景特征,以及独立董事所处的地理位置是否会影响风险信息披露。

在地理因素影响董事履职有效性的研究中,Masulis等(2011)的研究发现,拥有异国董事公司的CEO薪酬更高;^⑤Alam等(2014)的研究指出,地理距离是影响董事会运作的重要影响因素,董事所处的地理位置决定了其在履职过程中使用“软信息”和“硬信息”的方式。^⑥国内的相关研究中,孙亮、刘春(2014)发现,出于弱化监督和强化咨询的动机,上市公司会大量聘请异地独立董事;^⑦延续该逻辑,曹春方、林雁(2017)证实异地独董对公司投资的影响表现为“咨询有效”和“监督无效”。^⑧近年来,学者们开始尝试利用独立董事所在城市和任职上市公司注册地的经纬度构建独立董事地理距离指标,并在此基础上探讨地理距离对独立董事履职效果的影响。相关研究表明,独立董事地理距离与公司代理成本存在显著的“U”型关系(罗进辉等,2017)。

鉴于已有研究的不足,本文基于手工收集的独立董事所在地信息,构建独立董事地理距离指标,并在此基础上探究独立董事地理距离对上市公司年报风险信息披露的影响。

(二) 研究假设

对于独立董事而言,获取任职公司详细、真实的信息并提高公司的信息披露质量是其发挥监督职能的表现。其中,具有信息与风险双重属性的风险信息作为上市公司年报披露中的重要组成部分,可以分为内部风

①Amran, A., Bin, A. M., & Hassan, B. C.. Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. Managerial Auditing Journal, 2008, 24(1), 39-57; Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B.. The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings. Review of Accounting Studies, 2014, 19(1), 396-455; Madrigal, M. H., Guzman, B. A., & Guzman, C. A.. Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: An snapshot. Contaduría y Administración, 2015, 60(4), 757-775.

②Elshandidy, T., & Neri, L.. Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy. Corporate Governance: An International Review, 2015, 23(4), 331-356.

③Lopes, P. T., & Rodrigues, L. L.. Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. The International Journal of Accounting, 2007, 42(1), 25-56.

④Elzahar, H., & Hussainey, K.. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. The Journal of Risk Finance, 2012, 13(2), 133-147.

⑤Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F.. Globalizing the Boardroom: The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53(3), 527-554.

⑥Alam, Z. S., Chen, M. A., Ciccotello, C. S., & Ryan, H. E.. Does the Location of Directors Matter? Information Acquisition and Board Decisions. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014, 49(01), 131-164.

⑦孙亮、刘春《公司为什么聘请异地独立董事》,《管理世界》2014年第9期。

⑧曹春方、林雁《异地独董、履职职能与公司过度投资》,《南开管理评论》2017年第1期。

险信息和外部风险信息两类。

内部风险信息,包括经营风险、财务风险和技术创新风险信息,这些风险信息受到企业内部控制制度、利润分配政策以及管理团队特质等因素的影响,而对企业运营状况和员工评估等内部信息通常只能通过个人观察或在面对面的互动中获得,属于软信息。^① Liberti and Petersen(2019)将**软信息定义为不能编码和跨地理距离传输的信息**。^② 软信息在跨地理距离的传递过程中容易失真,而近距离独立董事由于地理位置优势,与任职公司及其利益相关者的联系和接触更加频繁,面对面的交流也更加便利,从而能够更加便利地收集和获取企业内部重要的软信息。^③ 这种软信息优势能够加强近距离独立董事对企业内部控制制度的了解,为独立董事提供兼备事实数据和主观价值判断内容的内部风险信息,进而推动企业提高内部风险信息披露的质量。^④ 据此,本文提出研究假设 1:

假设 1: 独立董事地理距离与上市公司内部风险信息披露负相关,即地理距离越近,内部风险信息披露水平越高。

外部风险信息,包括法律与政策风险、市场竞争风险和经济环境风险信息,这些风险信息属于公开披露的硬信息。^⑤ **硬信息通常是定量的,表现为收集者与使用者对信息的解读相同,并能以非个人的方式传递**。^⑥ 远距离独立董事由于地理距离的障碍会削弱信息获取的能力:一方面在固定薪资制度的背景下,远距离独立董事并不愿意花费更高的时间成本和交通成本,因此,独立董事亲自参与董事会会议并参与实地调研的可能性较低;另一方面,远距离独立董事与所服务上市公司的社会网络隔绝,获取利益相关者对公司评价信息的难度较大。^⑦ 因此,远距离独立董事在履行监督职能时往往会更多地依赖于获取成本更低的硬信息,并推动企业提高外部风险信息披露的披露。^⑧ 据此,本文提出研究假设 2:

假设 2: 独立董事地理距离与上市公司外部风险信息披露正相关,即地理距离越远,外部风险信息披露水平越高。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2010-2018 年在沪深两市上市的所有 A 股公司作为研究样本。研究所用的相关财务数据来自国泰安 CSMAR 数据库,独立董事居住地或者工作地信息通过手工查询获取。在得到初始数据之后,按照如下标准进行研究样本的筛选:(1) 剔除研究期内被 ST、*ST 以及退市的样本;(2) 剔除金融类样本;(3) 剔除上市不足一年的样本;(4) 剔除独立董事居住地或者工作地无法确定的样本;(5) 剔除年报风险信息无法确定的样本。经过上述处理,本文得到 15575 个年份-公司观测值。为了避免极端值对研究结果的影响,本文对所有连续变量进行了**1%和 99%水平上的缩尾处理**。为了克服潜在的内生性问题,将自变量和控制变量进行滞后一期处理。

(二) 变量定义

1. 因变量,年报风险信息披露。本文拟从内部风险信息披露(In_Risk)和外部风险信息披露(Ex_Risk)两个角度度量年报风险信息披露。具体而言,**内部风险信息包括经营管理风险、技术创新风险、财务风险、安全和环境风险等四个维度;外部风险信息包括市场竞争风险、产品价格风险、原材料风险、经济环境风险和政策风险等五个维度**。当上市公司在年报中披露某一风险时赋值为 1,否则为 0。因此,内部风险信息披露的

①Stein, J. C.. Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms. Journal of Finance, 2020, 57(5), 1891-1921.

②Liberti, J. M., & Petersen, M. A.. Information: Hard and Soft. The Review of Corporate Finance Studies, 2019, 8(1), 1-41.

③Coval, J. D., & Moskowitz, T. J.. The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices. Journal of Political Economy, 2001, 109(4), 811-841.

④Elzahar, H., & Hussainey, K.. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. The Journal of Risk Finance, 2012, 13(2), 133-147.

⑤Kandel, E., & Lazear, E. P.. Peer Pressure and Partnerships. Journal of Political Economy, 1992, 100(4), 801-817.

⑥Liberti, J. M., & Petersen, M. A.. Information: Hard and Soft. The Review of Corporate Finance Studies, 2019, 8(1), 1-41.

⑦孙亮、刘春《公司为什么聘请异地独立董事》,《管理世界》2014 年第 9 期。

⑧Alam, Z. S., Chen, M. A., Ciccotello, C. S., & Ryan, H. E.. Does the Location of Directors Matter? Information Acquisition and Board Decisions. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014, 49(01), 131-164.

取值范围为 0 至 4 ,外部风险信息披露的取值范围为 0 至 5。

2.自变量 独立董事地理距离(Distance) 。参考罗进辉等(2017) 的研究^①在获得独立董事居住所在地或者工作所在地以及上市公司注册地信息之后 ,进一步通过手工查询百度地图获得城市相对应的经度和纬度 ,并按照如下公式测度独立董事地理距离:

$$D = \text{Ln} \left[6371.04 \times \text{Arccos}(C) \times \frac{\pi}{180} + 1 \right]$$

$$C = \cos(\text{latitude}_i) \times \cos(\text{longitude}_i) \times \cos(\text{latitude}_j) \times \cos(\text{longitude}_j) + \cos(\text{latitude}_i) \times \sin(\text{longitude}_i) \times \cos(\text{latitude}_j) \times \sin(\text{longitude}_j) + \sin(\text{latitude}_i) \times \sin(\text{latitude}_j)$$

上式中 ,6371.04 为地球半径 , longitude_i 和 latitude_i 表示上市公司所在城市行政中心的经纬度 , longitude_j 和 latitude_j 代表独立董事工作或者居住所在城市行政中心的经纬度。在获取每位独立董事与任职公司注册地之间的地理距离之后 ,取平均值 ,得到公司层面的独立董事地理距离 ,并标记为 Distance。

3.控制变量。本文其他控制变量包括: 公司规模(Size) 、资产负债率(Lev) 、营业收入增长率(Growth) 、机构持股(InsHold) 、资产收益率(ROA) 、是否亏损(LOSS) 、公司年龄(Age) 和产权性质(SOE) 。此外 ,本文还控制了年份效应(Year) 和行业效应(Industry) ,主要变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

类型	变量	符号	定义
因变量	内部风险信息披露	In_Risk	见本文因变量定义
	外部风险信息披露	Ex_Risk	见本文因变量定义
自变量	独立董事地理距离	Distance	见本文自变量定义
控制变量	公司规模	Size	总资产取自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	营业收入增长率	Growth	(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	机构持股	InsHold	机构持股数量/公司总股本
	资产收益率	ROA	净利润/总资产
	是否亏损	LOSS	当年亏损赋值为 1 ,否则为 0
	公司年龄	Age	上市年度到样本本年的时间
	产权性质	SOE	国有公司赋值为 1 ,否则为 0

(三) 模型设定

为了检验独立董事地理距离是否会对上市公司年报风险信息披露产生影响 ,本文设定如下待检验模型:

$$\text{In_Risk}_{i,t+1}/\text{Ex_Risk}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Distance}_{i,t} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_4 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_5 \text{InsHold}_{i,t} + \alpha_6 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_7 \text{LOSS}_{i,t} + \alpha_8 \text{Age}_{i,t} + \alpha_9 \text{SOE}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t}$$

考虑到因变量为非负的计数数据 ,所以本文同时采用 Tobit 模型和 Poisson 模型进行回归检验 ,以确保研究结果的稳健性。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 是本文主要变量的描述性统计结果。由表 2 内容可知 ,上市公司年报内部风险信息披露(In_Risk) 的平均值为 1.404 ,外部风险信息披露(Ex_Risk) 的平均值为 1.2757 ,对应的标准差分别为 0.9345 和 0.8756 ,这表明 ,上市公司在风险信息披露方面存在较大差异。独立董事地理距离(Distance) 的中位数为 4.5753 ,说明有超过一半的上市公司拥有异地独立董事 ,独立董事地理距离的最大值为 7.2946 ,表明所有独立董事距离任职公司平均地理距离最远为 1471.3279 公里($e^{7.2946} - 1$) 。其他变量的均值、中位数和标准差等与已有研究基本保持一致。

①罗进辉、黄泽悦、朱军《独立董事地理距离对公司代理成本的影响》,《中国工业经济》2017 年第 8 期。

表 2 描述性统计

	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
In_Risk	1.404	0.9345	0	1	1	2	4
Ex_Risk	1.2757	0.8756	0	1	1	2	5
Distance	3.427	3.1443	0	0	4.5753	6.5725	7.2946
Size	21.8819	1.1613	19.3566	21.0256	21.7764	22.594	25.0795
Lev	0.4224	0.2218	0.0463	0.2423	0.4044	0.5867	0.9736
Growth	0.1759	0.3916	-0.52	-0.0293	0.1057	0.2801	2.1874
Inshold	0.365	0.226	0.0002	0.1773	0.3607	0.5361	0.7571
ROA	0.0413	0.0561	-0.1664	0.0143	0.0379	0.0689	0.2236
LOSS	0.102	0.3027	0	0	0	0	1
Age	11.4272	7.0187	1	4	9	17	27
SOE	0.3604	0.4802	0	0	0	1	1

(二) 相关性分析

相关性分析检验结果表明,①独立董事地理距离(Distance)与内部风险信息披露(In_Risk)的相关性系数为-0.0342,并且通过了5%水平上的显著性检验;独立董事地理距离(Distance)与上市公司年报外部风险信息披露(Ex_Risk)在1%的水平上显著正相关。这说明,在不控制其他因素的情况下,独立董事地理距离越远,上市公司年报内部风险信息披露水平越低,外部风险信息披露水平越高,本研究假设得到初步验证。其他各变量之间相关性系数的绝对值均小于0.5,表明本研究不存在明显的共线性问题。

(三) 回归分析

独立董事地理距离对上市公司年报风险信息披露的实证检验结果见表3。其中,列(1)和列(2)的因变量为内部风险信息披露(In_Risk),列(3)和列(4)的因变量为外部风险信息披露(Ex_Risk);列(1)和列(3)采用Tobit回归,列(2)和列(4)采用Poisson回归。如表3所示,无论采用哪种回归方法,独立董事地理距离(Distance)对上市公司年报内部风险信息披露(In_Risk)的影响系数均在1%的水平上显著为负,对外部风险信息披露(Ex_Risk)的影响系数均为正值,并且通过了1%水平上的显著性检验,表明独立董事地理距离越远,上市公司年报内部风险信息披露水平越低,外部风险信息披露水平越高。本研究假设1和假设2得到证实。

至于控制变量对年报风险信息披露的影响,整体而言,机构持股(Inshold)和产权性质(SOE)会抑制上市公司年报风险信息披露,表明在信息披露方面,机构投资者未起到积极的治理效应,同国有企业相比,非国有企业的年报风险信息披露水平更高。具体而言,公司规模(Size)、资产收益率(ROA)和公司年龄(Age)会抑制年报内部风险信息披露水平,公司规模(Size)和资产收益率(ROA)会促进上市公司年报外部风险信息披露,营业收入增长率(Growth)和是否亏损(LOSS)则对外部风险信息披露具有显著的抑制作用。

表 3 独立董事地理距离与年报风险信息披露

	In_Risk		Ex_Risk	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Tobit	Poisson	Tobit	Poisson
Distance	-0.0111*** (-4.9768)	-0.0074*** (-3.3817)	0.0078*** (3.5317)	0.0062*** (2.6964)
Size	-0.0549*** (-7.9778)	-0.0406*** (-5.7346)	0.0727*** (10.5857)	0.0644*** (8.7663)
Lev	-0.0173 (-1.2526)	-0.0240 (-1.3857)	-0.0182 (-1.3178)	-0.1209*** (-3.7871)
Growth	0.0058* (1.7556)	0.0040 (1.4301)	-0.0074** (-2.2433)	-0.0111* (-1.8117)

①限于篇幅,相关性检验结果作者留存备索。

Inshold	-0.1401***	-0.0723**	-0.1426***	-0.1193***
	(-4.0324)	(-2.1131)	(-4.1142)	(-3.3207)
ROA	-0.0813**	-0.1233**	0.1512***	0.1207***
	(-2.5286)	(-2.3212)	(4.7139)	(4.7986)
LOSS	0.0037	-0.0031	-0.0739***	-0.0452*
	(0.1564)	(-0.1274)	(-3.1070)	(-1.7507)
Age	-0.0289***	-0.0205***	-0.0027**	-0.0014
	(-23.4319)	(-16.3149)	(-2.2073)	(-1.0575)
SOE	-0.0939***	-0.0821***	-0.0493***	-0.0360*
	(-5.2205)	(-4.4352)	(-2.7461)	(-1.9283)
Constant	2.6946***	1.2698***	-0.2892*	-1.1094***
	(17.5231)	(8.0795)	(-1.8852)	(-6.8500)
Year/Industry	控制	控制	控制	控制
N	15575	15575	15575	15575
Pseudo R2	0.0672	0.0377	0.0178	0.0109

(四) 内生性控制

1. 倾向得分匹配(PSM)。本文采用倾向得分匹配克服可能存在的内生性问题。首先,构建上市公司是否聘任异地独立董事的 Logit 模型,控制变量与前文保持一致。其次,采用近邻匹配对无异地独立董事和拥有异地独立董事的样本进行匹配。表 4 是基于倾向得分匹配样本的回归检验结果,可以看出独立董事地理距离(Distance)对年报风险信息披露的影响系数方向和显著性与前文保持一致,说明在控制了样本选择差异之后,独立董事地理距离依然会抑制内部风险信息披露水平,提高外部风险信息披露水平。

表 4 倾向得分匹配(PSM)回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Tobit	Poisson	Tobit	Poisson
	In_Risk	In_Risk	Ex_Risk	Ex_Risk
Distance	-0.0087***	-0.0056**	0.0107***	0.0084***
	(-3.2855)	(-2.1813)	(4.0828)	(3.1013)
Constant	2.7059***	1.2742***	-0.6926***	-1.3574***
	(14.5667)	(6.7649)	(-3.7373)	(-6.9910)
Controls	控制	控制	控制	控制
Year/Industry	控制	控制	控制	控制
N	10919	10919	10919	10919
Pseudo R2	0.0740	0.0410	0.0229	0.0137

2. 工具变量回归。借鉴罗进辉等(2017)的研究,采用工具变量进行两阶段最小二乘法(2SLS)回归。本文选取的三个工具变量分别为上市公司所在省份的高校数量(Schools)、上市公司数量(Firms)和上市公司注册地是否为省会城市或者计划单列市(City)。为了满足 2SLS 的适用条件,本文对风险信息披露进行取对数处理,并将内部风险信息披露计为 Ln_In_Risk,外部风险信息披露计为 Ln_Ex_Risk。利用工具变量进行回归后的结果如表 5 所示。其中,列(1)是工具变量对独立董事地理距离(Distance)的回归结果。结果显示,上市公司所在省份的高校数量和上市公司数量越集中,上市公司位于省会城市或者计划单列市,独立董事与任职公司之间的地理距离较近,该结论与罗进辉等(2017)的研究保持一致。使用列(1)回归的拟合值(P_Distance)与风险信息披露进行第二阶段的回归检验,结果表明,P_Distance 对内部风险信息披露(Ln_In_Risk)的影响系数在 1%的水平上显著为负,而对外部风险信息披露(Ln_Ex_Risk)的影响系数则在 5%的水平上显著为正,说明在克服了内生性问题之后,本研究结论依然成立。

(五) 稳健性检验

为确保本研究结论的稳健性,本文进一步做如下检验:一是在回归模型中进一步控制独立董事比例、董事会规模、董事会持股比例、高管持股比例、前三名董事薪酬、前三名高管薪酬和两职合一等变量;二是本研究根据独立董事地理距离是否大于年度中位数设置虚拟变量。按照前述两种方法进行检验,检验结果依然

证明独立董事地理距离会降低上市公司年报内部风险信息披露水平,提高外部风险信息披露水平。^①

表 5 工具变量回归结果

	(1)	(2)	(3)
	Distance	Ln_In_Risk	Ln_Ex_Risk
Schools	-0.0097*** (-11.0810)		
Firms	-0.0040*** (-18.5623)		
Main_City	-0.8591*** (-13.0076)		
P_Distance		-0.0040*** (-3.8741)	0.0023** (2.2210)
Constant	0.9305* (1.6767)	1.4317*** (20.1713)	-0.0516 (-0.7257)
Controls	控制	控制	控制
Year/Industry	控制	控制	控制
N	15575	15575	15575
Adj/Pseudo R2	0.0645	0.1600	0.0469

五、研究结论与讨论

本文以 2010—2018 年沪深两市所有 A 股上市公司为研究样本,聚焦上市公司年报风险信息披露的驱动因素,基于手工收集的独立董事所在城市和其任职公司所在城市的经纬度,构建独立董事地理距离指标,探究独立董事地理距离对年报风险信息披露的影响。研究结果表明,独立董事地理距离对上市公司中的内部风险信息披露和外部风险信息披露的影响存在差异;具体而言,独立董事地理距离越远,内部风险信息披露水平越低,外部风险信息披露水平越高,在使用倾向得分匹配、工具变量回归克服内生性问题,并经过稳健性检验之后,该结论依然成立。

本研究结论所具有的现实启示。对于监管部门而言,应进一步细化对上市公司信息披露的要求,引导上市公司提高信息披露质量,进而促进我国资本市场健康发展。对于上市公司而言,则应建立完备的信息披露制度,及时、准确、高效地披露上市公司相关信息,降低公司内外部之间的信息不对称程度,提高各利益相关者对公司运营的了解,同时应重视独立董事作为股东委托人对信息披露的影响。对于投资者而言,由于上市公司信息会直接影响其投资决策行为,因此投资者在确定投资标的时,应充分关注上市公司年报中的风险信息披露,以避免自身利益受损。

(责任编辑:栾晓平)

^①限于篇幅,稳健性检验结果作者留存备索。