

# 上市公司前瞻性信息披露动因研究

李常青, 钟娟, 王毅辉

(厦门大学 会计发展研究中心; 管理学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:**文章选取上证 A 股 97 家上市公司 2005 年、2006 年年报中的“管理层讨论与分析”信息作为研究对象,运用自行设计的前瞻性信息披露调查表及前瞻性信息披露指数对我国上市公司前瞻性信息披露动因进行研究。研究发现,上市公司管理层主要根据公司的当前业绩和对产品市场竞争的考虑等实际状况选择一个最有利的信息披露政策,资本市场压力并不是其披露政策的主要决定因素。

**关键词:**管理层讨论与分析;信息披露;前瞻性信息;披露动因

**中图分类号:**F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-6487(2008)20-0135-03

“管理层讨论与分析”(MD&A),作为各项会计改革中最容易突破的环节之一,能突破现行财务报告面临的诸多缺陷,满足会计信息使用者对信息的相关性和前瞻性更高的要求。为深入剖析中国上市公司在 MD&A 中披露前瞻性信息披露的动因,面临的首要问题是如何评价 MD&A 信息披露的质量。为此,本研究首先构建了前瞻性信息披露指数,接着立足于中国证券市场现实和上市公司实际情况,根据相关文献列出中国上市公司前瞻性信息披露的可能动因并提出研究假设,然后是模型建立、样本选择和数据来源。

## 1 前瞻性信息披露指数的构建

本文首先根据《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〉(2002 年修订)》、《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〉(2005 年修订)》中对 MD&A 前瞻性信息披露内容的相关规定识别出 MD&A 中前瞻性信息披露的项目,把前瞻性信息分为四大类:前景与规划、新年度经营计划、资金需求与来源计划、未来的风险及策略等,并对每一大类进一步细分。然后,对各项前瞻性信息项目的披露情况进行打分(见表 1)。最后通过 MD&A 前瞻性信息调查表获得各样本公司的实际披露分值分别除以各样本公司所在年度内相应需披露的各项内容理论上可获取的最大分值,构建前瞻性信息披露指数。前瞻性信息披露指数计算公式如下:

$$INDEX_j = \frac{\sum_i a_{ij}}{Max}$$

其中,  $INDEX_j$  表示第 j 家公司的 MD&A 前瞻性信息披露指数,  $a_{ij}$  表示第 j 家公司第 i 项前瞻性信息内容

的得分, Max 表示一家公司的 MD&A 前瞻性信息披露水平所能得到的最高分。

样本公司 2005 年、2006 年、两年总体以及各子项目 2005 年 MD&A 前瞻性信息披露指数的具体情况见表 2。总体而言,2006 年 MD&A 前瞻性信息披露指数的均值要比 2005 年的均值高许多,这说明上市公司的 MD&A 前瞻性信息披露水平明显提高了。但与 2005 年相比,2006 年样本公司之间的披露水平则有了更大的差别,标准差由 0.172 增大为 0.202。具体而言,2006 年样本公司前瞻性信息各子项目的披露状况则各有不同表现:第一项“前景与规划”和第四项

表 1 上市公司 MD&A 前瞻性信息披露调查内容及评分标准

调查项目	具体内容要求	评分标准
前景与规划	行业未来的发展趋势	简单说明 1 分, 详细说明 2 分, 未披露 0 分
	公司面临的市场竞争格局	简单定性说明 0.5 分, 详细说明 1 分, 定量定性结合说明计 2 分
	管理层所关注的未来公司发展机遇和挑战	简单说明计 1 分, 详细说明计 2 分, 未披露该项计 0 分
新年度经营计划	主营业务收入目标等	定性说明 0.5 分, 定量说明 1 分
	费用成本计划	
	新年度经营目标, 如销售额的提升、市场份额的扩大、成本升降、研发计划等	简单说明 0.5 分, 分类详细说明计 1 分
	为实现经营目标所采取的策略与行动	披露该项计 1 分, 未披露该项计 0 分
资金需求来源计划	新年度盈利预测, 须经有证券期货相关业务资格会计师事务所审核并发表意见。	
	说明维持公司当前业务并完成在建投资项目的资金需求	简单定性说明 0.5 分, 定性分类说明或简单定量说明计 1 分, 定量分类说明 2 分
	未来重大的资本支出计划, 包括未来已知的资本支出承诺、合同安排、时间安排等	
风险及对策	区分债务融资、表外融资、股权融资、衍生产品融资等项目对公司未来资金来源进行披露	
	对公司未来发展战略和经营目标的实现产生不利影响的所有风险因素	简单说明计 1 分, 详细分类说明计 2 分, 未说明 0 分
	根据实际风险情况, 介绍已(或拟)采取的对策和措施	

基金项目:国家自然科学基金项目(G0205-70572092);教育部“新世纪优秀人才计划(2006)”(NCET-06-0565);教育部人文社会科学重点研究基地基金资助项目(07JJD630009)

“风险及对策”信息的披露状况较好,披露分值的均值分别为 0.613 和 0.626,共有 8 家样本公司完整地披露了“前景与规划”信息,47 家样本公司详细披露了“风险及对策”信息。该两项内容是上市公司管理层对公司未来发展趋势以及未来可能遇到的风险状况及对策的分析与说明,主要为定性分析,因此相对而言披露状况较好。而第二项“新年度经营计划”与第三项“未来资金需求及来源计划”的披露表现则较差,披露分值的均值仅为 0.487 和 0.247,这可能与这两项披露的内容都需要包含定量分析的信息有关。尤其是第三项披露内容,仅有 2 家公司完整地披露了法规要求披露的有关信息,多达 31 家样本公司根本没有披露这方面的信息。2006 年样本公司之间各子项目的披露状况与整体前瞻仰性信息披露状况相比差异更大,差异最大的是对“未来风险及对策”内容的讨论与分析,完整披露的样本公司多达 47 家,但是没有披露任何相关信息的也有 24 家样本公司之多,其标准差值为 0.416。

表 2 MD&A 前瞻性信息披露指数描述性统计

DIS	均值	中值	最大值	最小值	标准差	
两年整体	0.384991	0.380952	0.857143	0.000000	0.210507	
2005 年整体	0.289128	0.272727	0.772727	0.000000	0.172111	
2006 年整体	0.480854	0.523810	0.857143	0.000000	0.202224	
2006 年子项目	1	0.613402	0.666667	1.000000	0.000000	0.238808
	2	0.486598	0.400000	1.000000	0.000000	0.258049
	3	0.246564	0.250000	1.000000	0.000000	0.242931
	4	0.626289	0.750000	1.000000	0.000000	0.416339

## 2 前瞻性信息披露可能动因揭示

本文主要考虑公司业绩驱动、资本市场驱动和产品市场驱动等三个前瞻性信息披露的主要动机,并综合考虑了影响前瞻性信息披露水平的因子,如公司规模和治理结构作为相应控制变量。

### (1) 公司业绩表现

假设 1: 当前业绩表现好的上市公司会披露更多的 MD&A 前瞻性信息。

### (2) 资本市场驱动-外部融资需求变量

假设 2: 需要从外部资本市场获取资金或者已经从外部市场获取大量资金的上市公司会披露更多的 MD&A 前瞻性信息。

### (3) 产品市场竞争

假设 3: 当上市公司所面临的产品市场竞争激烈时,管理层会倾向于较少披露 MD&A 前瞻性信息。

### (4) 公司规模

假设 4: 上市公司 MD&A 前瞻性信息披露水平与上市公司规模有正相关关系,即公司规模大,其 MD&A 前瞻性信息披露水平越高。

### (5) 公司治理变量

假设 5: 独立董事比例越高、董事长和总经理由一人兼任、公司股权集中度较低时,上市公司前瞻性信息披露水平越高;反之,则越低。

## 3 模型建立、样本选择和数据来源

### 3.1 模型建立

我们采用如下线性回归模型来研究前瞻性信息披露动因。

$$INDEX_j = \alpha + \beta_1 PERF + \beta_2 CM + \beta_3 PC + \beta_4 ID + \beta_5 CEO + \beta_6 HERF + \beta_7 SIZE + \epsilon$$

各变量说明如下: INDEX 为构建的前瞻性信息披露指数;PERF 为公司业绩;CM 为资本市场动因,采用 LR 和 FIN 两种指标作为代理变量,其中 LR 为公司的资产负债率,FIN 为公司下一年度外部融资总额与总资产的比率;PC 为产品市场动因,采用 FA 和 AROE 两种指标作为代理变量,其中 FA 为固定资产与总资产的比率,AROE 为公司过去五年净资产收益率平均值;ID 为董事会独立董事比例;CEO 为董事长与总经理是否为同一人担当,哑变量,如果是为 1,否则为 0;HERF 表示股权集中度,等于上市公司前十大股东持股比例的平方和;SIZE 表示公司规模,等于总资产的自然对数;  $\alpha$  为常数项;  $\epsilon$  为自由扰动项。

### 3.2 样本选择和数据来源

本文选取 2005 年上证 A 股上市公司作为研究样本,剔除金融保险行业、各类 ST 公司、数据缺失的样本后,共获得 97 家有效研究样本。

数据主要来自 CCER 和 WIND 资讯。

## 4 数据检验及结果分析

### 4.1 Pearson 相关关系分析

由于本研究主要采用多元回归进行剖析上市公司前瞻性信息披露动因,所以采用 Pearson 相关关系考察各变量间的多重共线性。表 3 表明,前瞻性信息披露指数 INDEX 与产品市场竞争变量 FA 和 AROE 之间都存在显著的相关关系,相关系数分别为 0.246 和 0.222,表明产品市场的竞争很有

表 3 Pearson 相关关系分析

变量名称	INDEX	PERF	LR	FIN	FA	AROE	SIZE	RID	CEO
PERF	0.108 (0.136)	1.000							
LR	0.064 (0.375)	0.077 (0.286)	1.000						
FIN	0.107 (0.139)	0.044 (0.547)	0.476*** (0.000)	1.000					
FA	0.246*** (0.001)	0.191*** (0.008)	-0.237*** (0.001)	0.011 (0.86)	1.000				
AROE	0.222** (0.002)	0.478** (0.000)	-0.066 (0.360)	0.057 (0.430)	0.196*** (0.006)	1.000			
SIZE	0.131* (0.070)	0.259*** (0.000)	0.310*** (0.000)	0.165** (0.022)	0.160** (0.020)	0.338*** (0.000)	1.000		
RID	0.042 (0.565)	0.016 (0.821)	0.147** (0.041)	0.137* (0.057)	-0.030 (0.675)	0.112 (0.119)	0.049 (0.500)	1.000	
CEO	-0.126 (0.081)	-0.010 (0.890)	-0.061 (0.396)	-0.080 (0.268)	0.053 (0.467)	-0.193** (0.007)	-0.096 (0.185)	0.158* (0.027)	1.000
HERF	0.093 (0.199)	0.121* (0.094)	-0.203*** (0.005)	-0.145** (0.043)	0.36*** (0.000)	0.188*** (0.009)	0.029 (0.686)	0.062 (0.392)	0.048 (0.504)

注:括号内表示 P 值,\* 表示 10%水平显著,\*\* 表示 5%水平显著,\*\*\* 表示 1%水平显著。

表 4 整体样本多元回归结果(不加控制变量)

变量名称	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
COSTANT	0.249*** (0.000)	0.263*** (0.000)	0.293*** (0.000)	0.291*** (0.000)
PERF	-0.027 (0.171)	-0.049** (0.027)	-0.025 (0.213)	-0.046** (0.037)
CM	LR	0.140 (0.122)	0.117 (0.183)	
	FIN			
PC	FA	0.126** (0.021)		0.132 (0.113)
	AROE		0.850*** (0.003)	0.105** (0.047)
调整后 R <sup>2</sup>	2.1%	3.7%	2.1%	3.9%
F 值	2.361	3.481	2.401	3.637

注:括号内表示 P 值,\*表示 10%水平显著,\*\*表示 5%水平显著,\*\*\*表示 1%水平显著。

表 5 加入控制变量多元回归结果

变量名称	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
COSTANT	-0.459 (0.274)	-0.286 (0.507)	-0.477 (0.245)	-0.307 (0.463)
PERF	-0.033 (0.107)	-0.051** (0.024)	-0.032 (0.111)	-0.050** (0.027)
CM	LR	0.067 (0.497)	0.068 (0.486)	
	FIN			0.089 (0.303)
PC	FA	0.120** (0.041)		0.107* (0.060)
	AROE		0.749** (0.019)	0.704** (0.024)
控制变量	SIZE	0.031 (0.122)	0.025 (0.212)	0.033* (0.085)
	RID	0.337 (0.376)	0.148 (0.701)	0.314 (0.409)
	CEO	-0.019 (0.694)	0.015 (0.763)	-0.016 (0.744)
	HERF	-0.085 (0.532)	-0.036 (0.784)	-0.074 (0.586)
调整后 R <sup>2</sup>	1.9%	2.6%	2.2%	3.1%
F 值	1.540	1.739	1.631	1.870

注:括号内表示 P 值,\*表示 10%水平显著,\*\*表示 5%水平显著,\*\*\*表示 1%水平显著。

这说明他们在一定程度上确实能够共同解释上市公司对外部融资需求、外部产品市场竞争的考虑。

#### 4.2 整体样本回归分析(不加控制变量)

回归分析结果显示如表 4。由表 4 可知,在不加入控制变量的情形下,方程 1 中仅产品市场竞争变量 FA 与 INDEX 显著正相关,这说明产品市场的竞争是公司管理层披露 MD&A 前瞻性信息的重要考虑因素,当上市公司所在行业的进入障碍较高时,其管理层愿意披露更多的前瞻性信息。当用 AROE 替代 FA 进入回归方程 2 时,AROE 与 INDEX 显著正相关,PERF 则与 INDEX 显著负相关,且 AROE 的显著程度比方程 1 中 FA 的更高,此时方程 2 的 R<sup>2</sup> 也由方程 1 的 3.6% 上升至 5.2%,表明 AROE 比 FA 更好的解释了 INDEX 的变化。同样地,我们也可以发现方程 4 比方程 3 有更好的解释能力。比较方程 1 与方程 3,当 FIN 代替 LR 进入回归方程时,方程的解释能力提高了,同样的结果也能在方程 2 和方

可能是上市公司管理层做出前瞻性信息披露决定的重要考虑因素。此外,INDEX 还与公司规模存在显著相关关系,相关系数为 0.131。公司业绩表现 PERF 也与两个产品市场竞争变量间存在显著的相关关系,尤其是与同样由业绩表现计算而得的变量 AROE,相关系数为 0.478。资本市场变量 LR 与 FIN 之间、以及产品市场竞争变量 FA 和 AROE 之间都有显著的

相关关系,尤其是与同样由业绩表现计算而得的变量 AROE,相关系数为 0.478。资本市场变量 LR 与 FIN 之间、以及产品市场竞争变量 FA 和 AROE 之间都有显著的

相关关系,尤其是与同样由业绩表现计算而得的变量 AROE,相关系数为 0.478。资本市场变量 LR 与 FIN 之间、以及产品市场竞争变量 FA 和 AROE 之间都有显著的

程 4 的比较中发现,这说明 FIN 比 LR 能更好地解释 INDEX 的变化,但它们二者与 INDEX 的相关关系并不显著。这与前文的单变量分析的结论一致。

#### 4.3 整体回归分析(加控制变量)

将公司规模变量、公司治理变量加入回归方程后的回归分析结果见表 5。尽管许多研究表明公司治理结构对信息披露水平有一定影响,但在本文的研究中,并没有发现公司治理变量对上市公司 MD&A 前瞻性信息披露水平有显著影响。比较表 4 和表 5 的分析结果可知,加入控制变量后的回归方程,与 INDEX 显著相关的变量并没有大的变化,仅有方程 3 中公司规模变量 SIZE 和 FA 共同与 INDEX 显著相关。回归方程对总体方差的解释力有所提高,但在扣除了变量个数增加带来的影响之后,回归方程的解释力反而降低了。解释效果最好的方程 4,其调整后 R<sup>2</sup> 从 3.9% 降至 3.1%,其余方程的调整后 R<sup>2</sup> 也都有所降低。

### 5 结论与启示

前瞻性信息是管理层已知的对公司未来财务状况和经营成果有重大影响的不确定性事项,这些事项可能由于不符合会计确认和计量的标准而尚未列入财务报告,但这些事情的发生或即将发生,可能导致财务报告不能真实反映公司未来经营业绩、财务状况及现金流。前瞻性信息主要是面向未来,具有很高的价值相关性。本文以中国上市公司为样本,采用实证研究方法,以自我构建信息披露评分指数表示上市公司前瞻性信息披露水平,研究国内上市公司 2005~2006 年度年报 MD&A 前瞻性信息披露动因。研究发现,上市公司管理层会根据公司的当前业绩和对产品市场竞争的考虑等实际状况选择一个最有利的信息披露政策,资本市场压力并不是其披露政策的主要决定因素。

#### 参考文献:

- [1]Chen,C.J.P. and B. Jaggi. Association Between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong. [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2000, (19).
- [2]Clarkson P. Kao J. and Richardson G.. Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package[J].Contemporary Accounting Research,1999,(Spring).
- [3]Darrough, M. and N. Stoughton. Financial disclosure policy in an entry game. [J]. Journal of Accounting and Economics, 1990, (January).
- [4]Eng, L.L. and Y.T. Mak. Corporate governance and voluntary disclosure [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2003, (22).
- [5]Forker, J.J. Corporate governance and disclosure quality [J]. Accounting and Business Research, 1992, 22(86).
- [6]Frankel, R., McNichols M. and Wilson G. Discretionary disclosure and external financing. [J]. The Accounting Review, 1995, (January).
- [7]Lang, M. and R. Lundholm. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure. [J]. Journal of Accounting Research, 1993, 31(Autumn).

(责任编辑/浩 天)