

学校编码: 10384
学号: 17620061151318

分类号_密级_
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

双重上市公司“管理层讨论与分析”
披露差异研究

A Research on the Differences of MD&A Disclosure
in Dual Listed Companies

黎曦

指导教师姓名: 李常青 教授

专业名称: 企业管理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):
年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

随着全球金融市场的一体化进程的加快，越来越多的公司实行双重上市，比如许多非美国本土上市公司采取美国存托凭证(ADR)的方式在美国上市，我国公司发行 A、H 股(或 A、B 股)实现双重上市。这些双重上市的公司分别在两个属于不同法域的证券市场上市，并分别按照上市地证券监管要求进行信息披露和承担信息披露责任的活动。本文研究双重上市(A-H 股)公司两地年报的“管理层讨论与分析”(Management Discussion and Analysis, 下文简称 MD&A)的披露差异。

本文将着眼点放在同一主体在不同法域、不同监管环境中的 MD&A 披露情况，视角新颖。关注这类双重上市公司基于相同的活动下，不同的政策、法律及监管环境下，是否会迎合不同的环境及需求对信息做出择机披露还是仅仅根据自身的情况客观披露信息？是否对 MD&A 信息采取迥然不同的披露方式？

本文共分为五章：第一章绪论，第一节介绍了研究背景，第二节通过回顾国内外的文献从而提出本文的研究视角及意义，第三节介绍了本文的研究框架；第二章从监管环境背景和 MD&A 法规两个方面对比分析了内地和香港两地的 MD&A 监管情况；第三章选取了 2005-2007 三年的双重上市公司样本，从整体视觉效果、篇幅、图表数目、内容信息含量对比样本，对样本进行了描述性统计及分析；第四章选取了大唐发电 2006 年、中国人寿 2006 年和 2007 年两地的 MD&A 作为同一模板下的部分信息差异分析案例和不同模板下的所有信息阐释差异分析案例；第五章是研究结论、建议及本文的不足部分。

本文研究表明，究竟是采取相同披露、相似披露还是差异披露，除了与两地的监管环境和 MD&A 法规有关之外，还与双重上市公司的自愿选择有关。同样本文研究也发现双重上市公司两地 MD&A 披露风格“千姿百态”；双重上市公司两地 MD&A 披露存在“沿用模板”现象；两地 MD&A 披露普遍存在强制性信息披露不足、自愿性信息披露不多的现象；甚至在差异披露的公司中，出现对同一信息两地讨论存在较大差异的现象。笔者建议，为提高双重上市公司的 MD&A 披露水平，除了监管部门加大监管力度外，上市公司也应该提高自觉性。

关键词：双重上市；管理层讨论与分析；信息披露

Abstract

With the accelerating integration process of the global financial markets, more and more companies become dually-listed, for example, in America, lots of non American native companies list with the American depository receipt; In China, some companies issue both A-share and H-share or both A-share and B-share. These dual listed companies disclose information in two different legal regions. This dissertation is a research on the disclosure diversity of management discussion and analysis (MD&A) in A share market and H share market of A-H dual listed companies.

It is a new perspective to have a research on the MD&A disclosure diversity of dual listed companies in two different legal regions. Will these dual listed companies disclose MD&A information according to different legal demand or just disclose objectively based on the same activities? Will their MD&A information disclosure in the two markets are totally different or the same?

There are five chapters in all. First, it is the preface of the dissertation. Section 1 is the selection background. To forward the meaning of the research by a literature review is the content of section 2. Section 3 is the angle and framework of the research. Second, Chapter 2 makes a comparison of MD&A regulation between A share market and H share market from regulation background and the MD&A laws. Chapter 3 is the analysis of the selection sample, which is the MD&A of dual listed companies in 2005, 2006 and 2007, then make a descriptive statistics comparison from the whole visual effect, the textual length, the number of charts and the content. Chapter 4 is a case study of Datang International Power Generation Company and China Life Insurance Company. The last chapter is the summary and advice.

At last, the research finds whether they choose the same disclosure, the similar disclosure or the different disclosure is relevant to the regulation and the consciousness of dual listed companies. The research also finds that the MD&A information disclosure of dual listed companies is out of rules; The next year MD&A information disclosure are mostly the same to the last year's; The compulsory MD&A information disclosure of dual listed companies is insufficient and the voluntary MD&A information disclosure is little. Sometimes the MD&A information in different disclosure companies is greatly different. The dissertation is intended to forward that it is important to strengthen supervision to improve the quality of MD&A information disclosure of dual listed

companies. And it is also important that the dual listed companies improve the consciousness of MD&A information disclosure.

Key Words: Dual Listed; Management Discussion and Analysis; Information Disclosure

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 绪 论.....	1
第一节 研究背景.....	1
第二节 国内外研究状况.....	2
第三节 研究框架.....	3
第二章 双重上市公司 MD&A 信息披露监管环境比较	5
第一节 双重上市公司证券市场监管背景比较.....	5
第二节 双重上市公司 MD&A 信息披露监管比较	8
第三章 双重上市公司 MD&A 信息披露状况统计分析	15
第一节 样本选取与描述性统计.....	15
第二节 A-H 股公司 MD&A 披露差异分析	21
第四章 双重上市公司 MD&A 信息披露状况案例分析	32
第一节 大唐发电 MD&A 信息披露分析	32
第二节 中国人寿 MD&A 信息披露分析	39
第五章 研究结论、建议与不足.....	57
参考文献.....	62
附录.....	64
致 谢.....	69

Contents

Chapter1	Preface	1
Section 1	Selection background.....	1
Section 2	Literature review.....	2
Section 3	The angle and the framework of the research.....	3
Chapter2	The comparison of information disclosure regulatory enviroment of dual listed companies	5
Section 1	The comparison of stock market regulatory background	5
Section 2	The comparison of MD&A disclosure regulatory.....	8
Chapter3	The comparison of MD&A disclosure of dual listed companies	15
Section 1	Sample selection and the source of data.....	15
Section 2	The analysis of the different MD&A disclosure	21
Chapter4	Case study	33
Section 1	Case of Datang International Power Generation Company	33
Section 2	Case of China Life Insurance company	40
Chapter5	Summary and advice	58
References	63
Appendiex	65
Acknowledgement	69

第一章 绪 论

第一节 研究背景

所谓双重上市(Dual Listed),是指一个公司为了扩大融资范围,满足投资者分散风险需要,在两个证券交易所或者同一交易所两个不同的交易板块上市。随着全球金融市场的一体化进程和加快,越来越多的公司实行双重上市,比如许多非美国本土上市公司采取美国存托凭证(ADR)的方式在美国上市,我国公司发行A、H股(或A、B股)实现双重上市。值得注意的是,根据中国证监会的统计数据,自从1993年青岛啤酒公司成为首家在香港和内地双重上市的公司后,越来越多的公司选择在境外和境内证券交易所双重上市。截止2008年12月,我国153家境外上市发行H股公司中,A-H股双重上市公司已达59家。

这些双重上市的公司两个分别属于不同法域的证券市场上市,并分别按照上市地证券监管要求进行信息披露和承担信息披露责任的活动。本文关注的是双重上市公司两地定期报告中的管理层讨论与分析(Management Discussion and Analysis,下文简称MD&A)的披露。MD&A是美国等成熟证券市场信息披露制度变迁的产物,在上市公司定期报告中占有重要位置,它赋予了投资者通过管理层视角透视公司经济实质的机会,满足了投资者对信息的相关性和前瞻性的更高要求。MD&A作为一种叙述性信息,以非财务信息为主,综合了历史性信息和前瞻性信息,为上市公司的自愿性披露提供了更富弹性的空间,是对财务数据和附注的一种必要和有益的补充。它通过公司管理层的视角为投资者提供关于公司重大事件和主要风险的信息,向投资者揭示管理层对公司过去(报告期内及临近期间)经营状况的评价分析以及对公司未来发展趋势和发展前景的判断和预期,在历史与未来之间架起了一道桥梁¹。随着中国的企业越来越多地走向世界资本市场以及中国资本市场的进一步开放,双重上市公司的MD&A信息披露问题的研究显得越发必要。

¹ 具体参见上海证券交易所,《2005年年度报告工作备忘录第三号——管理层讨论与分析的编制要求》,2006年1月23日。

第二节 国内外研究状况

由于中国对 MD&A 信息披露制度引入较晚，相对国内学术界关于 MD&A 信息披露的研究也较晚，文献也较少。具体来看，对 MD&A 信息披露的研究主要体现在以下四个方面：第一，研究中国上市公司 MD&A 信息披露执行状况，李常青（2005）发现，中国上市公司定期报告中 MD&A 信息披露总体上披露质量不高、忽视前瞻性信息、报喜不报忧等现象。赵亚明（2006）依据《年报准则》（2005 年修订），对 20 家深市公司的年度报告 MD&A 信息披露分项评价计分，并得出 2005 年公司年报中的 MD&A 信息披露有了较大改进的结论。第二，研究 MD&A 信息披露经济后果，主要是李常青（2005）研究，其研究结果表明，中国上市公司定期报告 MD&A 信息既不能解释股票收益率的短期波动，也不具有长期潜在价值，对预测公司会计业绩价值也不大，从而得出了中国上市公司定期报告 MD&A 信息不具有有用性的结论。第三，研究 MD&A 信息披露质量影响因素。第四，研究 MD&A 信息的可读性。而对 MD&A 信息披露质量影响因素的研究大部分集中于公司内部或者自身因素。Peter M. Clarkson 等（1999）发现前瞻性信息的披露与公司业绩变动、财务业绩水平、CEO 变动及重大事件具有显著相关性。Healy & Palepu（2001）研究表明有再融资需求的公司披露更加详细。张凤展（2006），王惠芳（2006），钟娟（2006）则发现，公司表现、公司股权的集中度、公司规模、公司是否派发现金股利及诸如独立董事人数等一些公司治理因素都会对 MD&A 的质量产生影响。

对影响 MD&A 质量的外部因素研究甚少。然而在会计信息披露这一更为宏观的层面，学术界对外部影响因素的研究多有涉及。Ball 等（1999，2000）通过研究普通法和法典法的信息披露发现法典法的会计收益更为时滞，监管、税收政策和立法对普通法国家的信息披露质量也有影响。高明华（2002）通过比较国际上自律型、中间型和集中型三种监管制度，指出会计信息质量问题决不仅仅是信息提供者和信息需求方方面面的问题，信息监管者对公司的信息质量高低也负有不可推卸的责任。张德容、周清明（2005）发现影响预测性财务信息可靠性的因素有系统外部影响因素和系统内部影响因素两大类。而系统外部的影响因素包括企业经营环境的不确定性，信息披露成本的制约和外部监控体系的完善程度，完善的监控体系是保证预测性信息披露质量的一个重要环节。

目前对这些影响因素的研究大多是一个市场的数据为样本,通过比较不同市场的情况来得出结论的较少,而直接对 A 股与 H 股这两个市场的差异进行比较的文献更是少之又少。徐利飞(2007)选取 31 家 A 股公司和 31 家 A+H 的公司(截止到 2005 年 6 月)作为研究样本,将信息分为历史经营情况、投资情况、经营成果与实现情况、前瞻性信息、非标审计意见解释和其它项目六类,比较我国 A 股上市公司和 A+H 股公司 MD&A 披露的差别,揭示二者在历史信息披露比重过大, A 股上市公司对前瞻性信息与重要项目的披露不足,存在“报喜不报忧”或者“喜忧都不报”的现象。Michael J. Ferguson, Kevin C. K. Lam and Grace Meina Lee (2002)将自愿性披露信息分为战略信息、财务信息与非财务信息三类,发现较之港交所的其它上市公司,在香港上市的原国有全资公司倾向于披露较多的战略性和财务信息。类似的, W. Collins, E. S. Davie and P. Weetman (1993)对英国在美国上市公司和美国本土的上市公司做过比较,发现可能是由于国外上市的原因,英国公司的披露反而更符合 SEC 的精神。这些研究虽然都做了比较研究,但侧重剖析的都是不同的主体在统一的环境中的不同表现,本文将着眼点放在同一主体在不同监管环境中的 MD&A 披露情况,视角新颖。关注这类双重上市公司基于相同的经营、投资与筹资活动,不同的政策、法律及监管环境下,是会迎合不同的环境及需求对信息做出择机披露还是仅仅根据自身的情况客观披露信息?是否对 MD&A 信息采取迥然不同的披露方式?

第三节 研究框架

本文采用统计分析和案例分析法研究双重上市(A-H 股)公司 MD&A 披露差异。文章的主要内容如下:

(1) 第一章绪论。介绍了本文的选题背景、国内外文献回顾及本文的选题意义。

(2) 研究设计分两个部分:第二章从监管背景和 MD&A 法规两个方面对两地 MD&A 披露监管环境的进行比较,接着第三章以 2005 年、2006 年和 2007 年双重上市公司数据作为样本,分别从视觉、篇幅、表格图表和信息内容几个方面进行了描述性统计分析。将样本分为相同披露、相似披露和差异披露。而差异披

露的样本中又根据差异类型归为四类：仅仅数据差异、仅仅语言版本差异、部分信息阐释差异和所有信息阐释差异。通过统计分析所有采用相同披露、相似披露和前两类差异披露（会计数据差异和语言版本差异）的 A-H 股公司 MD&A 法规遵守情况分析了这部分公司的披露内容。最后对 A-H 股公司两地的披露差异情况进行了简单分析。

(3) 接下来第四章引用大唐发电 2006 年和中国人寿 2006 年、2007 年的内地和香港的 MD&A 作为双重上市公司部分信息阐释差异和所有信息阐释差异的 MD&A 披露差异的研究案例。通过大唐发电和中国人寿的案例研究，得出了双重上市公司采用部分信息阐释差异和所有信息阐释差异这两种情况的原因。最后第五章是本论文的结论、建议及论文不足部分。归纳了双重上市公司披露差异的特点、建议及本文的不足之处。

具体研究框架见图 1。

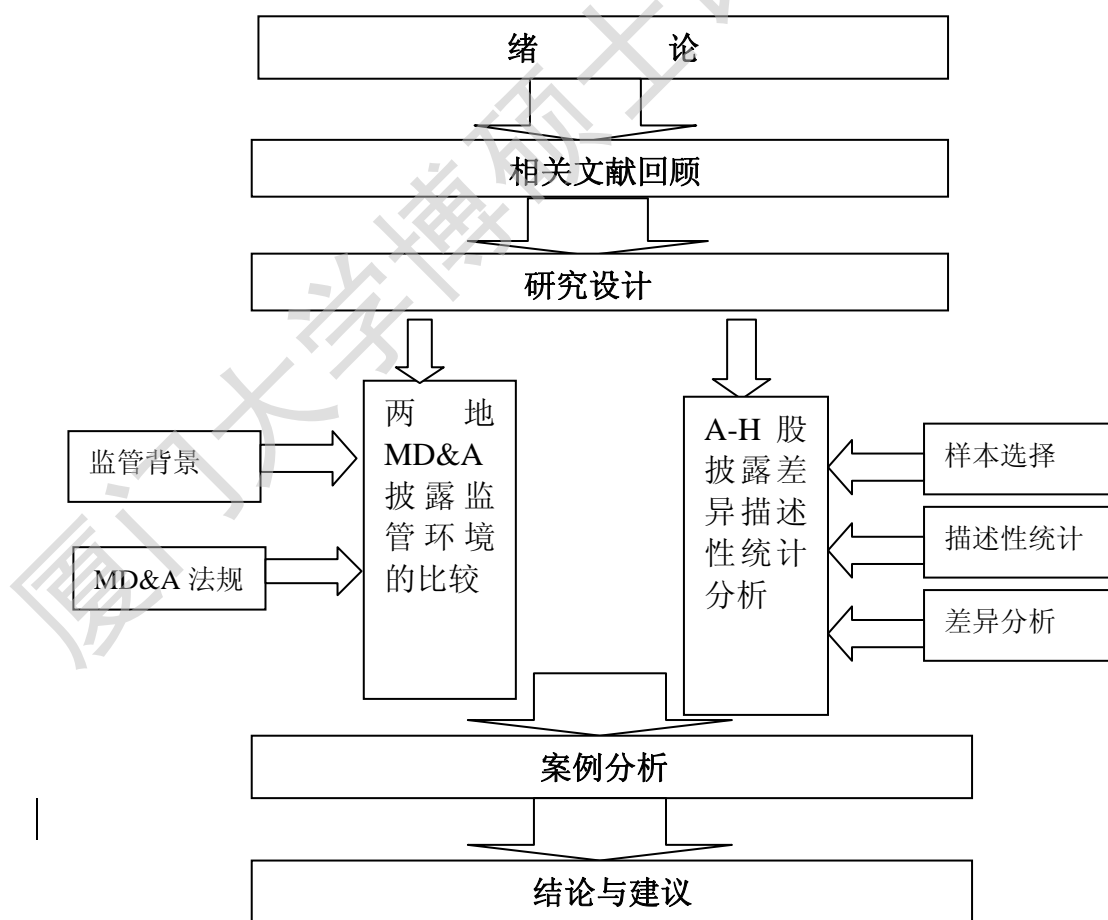


图 1：论文研究框架图

第二章 双重上市公司 MD&A 信息披露监管环境比较

第一节 双重上市公司证券市场监管背景比较

一、证券监管体制比较

内地证券监管体制从 1997 年才开始慢慢建立起来，其经历了一个从地方监管到中央监管、由分散监管到集中监管的过程。目前我国证券市场实行的是集中统一的监管体系：即以政府监管为主导，集中监管和市场自律相结合的市场监管框架。但 1991 年成立的行业自律监管组织——中国证券业协会，由于特定历史条件，证券业协会未能担负实质性的自律职能（王丹、李海婴，2004）。行业自律在一定程度上缺位。香港的证券市场属于既是老牌市场又是新兴市场，其成立可追溯到 1891 年，其形成及演进是自然成立、自然演进，历史上深受英国影响。英国政府对证券市场过去一直采取不干预、由行业自律的政策。从 1891 年成立到 1973 年以前的 80 多年中，港英政府也是采取行业自律的政策。直至 1973-1974 年的股灾爆发后，政府开始对证券市场交易进行干预，放弃了不干预模式，而采用了美国以及其他许多国家实行的更为积极的政府集中监管为主、行业自律为辅的政策。在加拿大弗雷泽研究所出版的《世界经济自由度报告：2003》以及美国传统基金会的《经济自由度报告：2002》的分值和排名显示，世界主要国家和地区中，香港经济自由度最高，位居第一，而中国内地则排在第一百位。

二、信息披露监管环境比较

目前内地已经建立了全方位、多层次的上市公司信息披露制度框架，从原则性规范到操作性规范，从信息披露的内容到格式都做出了较为合理的规定，并参照了国际通行的规范，披露标准较高，基本上达到国际上可接受水平。

根据《证券法》的规定，证监会和证券交易所负责证券市场的监管。证监会负责对上市公司年度报告、中期报告、临时报告及公告的情况进行监督。交易所主要负责持续信息披露监管，但由于定期报告相对集中，认真审核所有上市公司上报的信息披露材料很难做到。这就造成了事实上的审查不严，不能及时发现问

题。而且，在持续信息披露阶段，证监会不与上市公司的信息披露材料直接接触，主要从报刊和杂志等新闻媒体了解上市公司的各种公告，缺乏充分有效的接触上市公司的途径。目前我国的情况是，证券交易所主要通过上市公司提供的报告发现问题，发现问题后可以要求上市公司解释以澄清疑问，但不能对可疑问题做出实质性判断。由于交易所没有对上市公司的调查权，所以对信息披露真实性的监管能力有限。证监会有调查权和处罚权，但与交易所一样，证监会受目前人力和物力条件的限制，也很难及时发现问题。

因此，虽然我国有全方位的信息披露监管法律，但在实际操作监管上却很难到位。

从体系上讲，香港上市公司的信息披露架构和内地上市公司有很大的相似之处。香港联交所在《上市规则》中对上市公司信息披露的内容予以明确规定。财务报告是上市公司所披露的最为重要的信息资料。对于周年会计账的披露，除《上市规则》和《公司条例》中的相关规定之外，香港联交所还公布了《周年报告的参考披露资料规则与指引》，建议上市公司在年报中披露相关法规和条例之外的适当数据。

从多年来的情况看，香港上市公司遵从强制性信息披露要求的程度是非常高的。根据相关调查资料，约有 95% 的香港上市公司都能遵从《上市规则》和《公司条例》中有关信息披露的规定。不过，香港证券管理专业协会亦曾批评很多上市公司仍只停留在满足最低披露要求的阶段。香港联交所一向鼓励公司建立自愿披露信息的文化，以避免监管机构设立更多的披露法则。联交所相信一家公司的信息披露水平将反映在其股价之上，并直接影响该公司的市场形象和融资能力。

因此，香港也有对上市公司年报比较详细的法规。而且从调查结果看，香港上市公司大部分都能遵守香港法规的强制性规定，但是自愿性披露意识并不高。

三、投资者构成比较

不同地方的投资者语言、文化的差异导致投资者对年报语言也有差异。内地投资者习惯简体，香港投资者习惯繁体。而且不同类型的投资者具有不同的投资理念和风险偏好。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库