

上市公司“管理层讨论与分析” 披露质量影响因素研究*

李常青, 王毅辉, 张凤展
(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

内容提要: 本文设计了我国上市公司年度报告“管理层讨论与分析”披露质量的评价标准, 并进一步构建了“管理层讨论与分析”信息披露指数。以我国上市公司为样本, 采用实证方法研究了上市公司“管理层讨论与分析”披露质量的影响因素。研究发现, 我国上市公司“管理层讨论与分析”披露质量主要受公司的股权集中度、独立董事的人数、公司规模、上市年限和是否海外上市等因素影响。

关键词: 管理层讨论与分析; 信息披露; 影响因素; 上市公司

中图分类号: F230 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2008)04—0029—06

一、引言

随着我国市场经济改革不断深化以及证券市场不断发展, 上市公司所从事业务的形式愈加复杂, 广大会计信息使用者对信息的相关性和前瞻性也提出了更高的要求, 基于公认会计准则而产生的表内信息以及报表附注已经无法完全满足这种需要。相比财务报表及其附注, 管理层讨论与分析(Management's Discussion and Analysis, 以下简称MD&A)披露了上市公司管理层对重大历史事项的理解、对重大风险的评价以及对未来重大事项的预测及预测基础, 有助于投资者更好地评价公司的未来发展趋势, 满足了投资者对信息的相关性和前瞻性的更高要求。MD&A增加了公司财务业绩透明度和为投资者提供了一个能够在知情的条件下正确评估公司的关键信息。MD&A是当前国际会计学术界研究财务报告的10个重大问题之一, 也是美国证券与交易委员会应对安然会计丑闻而采取的重要修正措施。

近年来, 我国证券市场也开始引入上市公司MD&A这种披露形式, 规定公司管理层应当对财务报告与其他必要的统计数据, 以及对报告期内发生或将要发生的重大事项进行讨论与分析。然而, 国内对MD&A研究和实践均十分薄弱。目前很少围绕MD&A进行专项深入研究, 王啸(2002)进行了若干初步性探索, 而实证性的文章基本没有。鉴于此, 本文建立我国上市公司MD&A信息披露指数, 并进一步探讨上市公司MD&A信息披露质量的影响因素, 在一定程度上弥补了国内在这一领域研究的缺憾。

二、上市公司MD&A披露质量的影响因素

在相关理论基础上, 立足于我国证券市场现实和上市公司实际情况, 选取公司治理变量和公司基本特

收稿日期: 2007-10-09

* **基金项目:** 国家自然科学基金资助项目“上市公司‘管理层讨论与分析’信息披露理论与实证研究”(70572092); 2006年度教育部新世纪优秀人才支持计划项目。

作者简介: 李常青(1968-), 男, 安徽太湖人。教授, 会计学博士, 主要从事会计与资本市场研究。E-mail: lichangqing68@126.com; 王毅辉(1981-), 男, 福建安溪人。博士研究生, 主要从事会计与资本市场研究。E-mail: wongyihui@126.com; 张凤展(1981-), 新疆乌鲁木齐人。硕士研究生, 主要从事会计与资本市场研究。E-mail: zhangfz@byfunds.com。

征作为我国上市公司MD&A披露质量的影响因素。具体选取的公司治理变量如下：(1) 股权结构。管理层有义务披露信息让外部股东认为他们正在为股东利益最大化服务，并且提高管理层持股比例将有助于使经理人和股东的利益趋于一致，从而降低代理成本，因此，减少了经理人操纵盈利数字的可能性。大股东具有很强的控制或影响力，对公司对外信息披露的要求没有外部中小股东强烈。向公众隐瞒信息的动机可能由于股权集中所产生的壁垒效应而进一步加强 (Fan & Wong, 2002)。而代表中小股东的流通股比例越高，对MD&A信息披露的质量要求越高。因此，当流通股比重和管理层持股比例越高，MD&A信息披露的质量越好，股权集中度越高，MD&A信息披露的质量越差；(2) 独立董事。独立董事可以传达中小股东的信息需求并鼓励公司披露更多的信息，有助于保证董事会对投资者的信息需求做出积极反应，提高董事会效率，确保会计制度正常运作并强化对管理层决策的监督，也有助于改善公司对信息披露要求的遵守情况，进而改进信息披露的质量和完整性。因此，独立董事越多，公司MD&A信息披露的质量越好；(3) 董事长与CEO是否由同一人担当。董事长和CEO角色分离有助于增强监督质量，减少扣留信息带来的好处，最终改善信息披露的质量。然而，许多公司在角色重叠的情况下运行得很好，角色重叠有助于CEO加强公司和董事会的领导，更方便地完成公司目标，因为受干涉更少。故角色分离是否对MD&A信息披露质量的影响尚未可知；(4) 审计机构权威性。规模大的会计师事务所客户较多，为了某个客户而发表错误的审计报告将会使事务所的声誉遭受很大的损失，所以，规模大的会计师事务所更有动力提供高质量的审计报告。因此，“四大”进行审计的公司具有更高的信息披露质量，其MD&A信息披露质量也更高。

选取的公司基本特征包括：(1) 规模。规模大的公司内控健全，吸引大量的供应商、客户、分析师，有较多的资源投入盈余预测的工作，会使MD&A信息披露质量较高 (Firth & Smith, 1992)。然而，大公司常受到政治的干扰，如要求大公司履行更多的社会责任，受到更多的管制或征收更高的赋税，某些具有垄断优势的信息的披露可能导致竞争者进入市场并引起利润下降。故规模大小和公司信息披露质量的关系是不确定的；(2) 盈利性。Healy & Palepu (2001) 认为，由于证券市场信息非完全性，“柠檬市场”效应导致业绩优良的上市公司出现价值低估，业绩优良的公司的理性选择就是通过MD&A方式加强关于公司未来远景预测方面信息披露的强度和数量，以增强与外部投资者的信息沟通，规避信息不对称对公司价值的低估。因此，盈利性与MD&A信息披露质量正相关；(3) 资产负债率。高财务杠杆公司，除了满足股东对信息披露的需求外，更要满足长期债权人的特殊要求。长期债权人希望从股东和管理者处获得相关信息以保证他们没有违反或不尽职履行债券契约。但是，高负债公司很可能对公司所面临的经营风险避而不谈或者夸大未来的盈利来欺骗债权人；(4) 上市年限。上市时间越长，公司对信息披露的要求更加了解，在以往经验的基础上，应该会提供给投资者质量更高的财务报告。因此，可以预期上市时间越长的公司，其MD&A信息披露质量越高；(5) 是否海外上市。国外发达证券市场具有较为健全的信息披露制度和法律制度，对上市公司信息披露有着更为完善的监督约束机制，或者公司可能自愿披露更多的内容来减少公司和外国股东之间的信息不对称。因此，本研究认为，海外上市公司的MD&A信息披露质量会更高。

三、研究设计

1、模型建立

采用如下线性回归模型来研究MD&A信息披露的影响因素：

$$MD\&A = \beta_0 + \beta_1 NSHARE + \beta_2 HINDEX + \beta_3 INSIDE + \beta_4 ID + \beta_5 CEO + \beta_6 AUDITOR + \beta_7 SIZE + \beta_8 ROE + \beta_9 RLA + \beta_{10} YEAR + \beta_{11} OSLIST + \varepsilon \quad (1)$$

式中，MD&A为本文构建的MD&A披露指数；NSHARE为流通股比重；HINDEX为股权集中度，等于上市公司前十大股东持股比例的总和；INSIDE为管理层持股比例，等于管理层持股与所有流通在外的股票比例；ID为独立董事在董事会中的人数；CEO表示董事长与总经理是否为同一人担当的哑变量，若是为1，否则为0；AUDITOR表示审计质量的哑变量，若是“四大”进行审计为1，否则为0；SIZE为总股本

的自然对数；ROE为过去5年净资产收益率的均值；RLA为资产负债率；YEAR为公司已上市时间；OSLIST表示是否海外上市的哑变量，若是为1，否则为0； α 为常数项； ε 为自由扰动项。

2、样本选择和数据来源

以随机抽取的上证180指数中100家公司2002~2004年年报作为研究样本。相关实证数据来源于Wind(万得)金融证券数据库。

3、MD&A披露指数的构建

信息披露指数的构建是研究包括MD&A在内的非财务信息的关键和难点。MD&A属于文字说明性信息，不是数量型信息，难以量化。国内目前尚无针对MD&A进行构建信息披露指数的研究。借鉴Isabell等(2005)的计算方法，采用内容评分法，构建MD&A披露指数对MD&A披露质量进行量化。首先根据年报准则找出MD&A信息披露的要求，借鉴Hooks & Moon(1993)的研究方法将MD&A信息划分为3大类：每年都需披露的内容、只有在事件发生后才需披露的内容、自愿披露的内容，并对这3大类内容进一步细分，接着对MD&A信息披露项目评分；最后，根据评分结果计算MD&A披露指数。

0-1评分只能简单了解公司是否按照证监会要求对各项目进行披露，判断不出具体项目披露的质量好坏。本文改进了0-1评分制，对每一项目按照其重要性和信息披露程度制定出具体细致的评分标准。由于某些子项目赋予的分值不同，可避免仅从某类年报使用者的角度来理解信息披露，因为我们针对的是所有信息使用者。MD&A信息披露内容具体项目和评分标准如表1所示。不同行业是由不同评分者进行评定，故对除虚拟变量外的其他所有变量都进行行业调整。调整的方法是用原始数值减去行业均值。

表1 年报MD&A披露研究的评分标准

每年应当披露的内容	1. 财务报告统计数据讨论与分析		定量定性相结合给2分，定性描述给1分，不披露为0分	
	2. 其他必要统计数据讨论与分析			
	3. 重大事项讨论与分析			
	4. 不确定性因素讨论与分析			
	5. 介绍报告期内经营情况	5.1 主营业务的范围及经营状况	5.11 介绍主营业务收入、利润构成情况	详细说明的给1分，一般性说明的给0.5分，没有说明为0分
			5.12 介绍主要产品、服务及其市场占有率	
		5.2 主要控股及参股公司的经营状况		详细的说明给2分，一般性说明1分，没有说明为0
5.3 主要供应商、客户情况				
5.4 经营中的问题与困难及解决方案				
6. 介绍投资情况分析投资变动	6.1 募集资金		仅介绍投资情况0.5分，兼原因分析给1分，不披露的0分，不适用N/A	
	6.2 非募集资金			
7. 分析报告期内的财务状况、经营成果比上年同期或年初数相比发生的重大变化及其原因			仅说明变化的给1分，兼原因分析给2分，不披露为0分	
只在事件发生后应当披露的内容	8. 主营业务范围及经营状况	8.1 说明主营业务、主营业务盈利能力变化	仅说明变化的给1分，兼说明对经营及业绩影响的给2分，不披露为0分，不适用N/A	
		8.2 说明报告期内产品或服务发生变化		
	9. 公司做出的会计政策、会计估计变更、重大会计差错更正		仅说明变化的给1分，兼说明对经营及业绩影响的给2分，不披露为0分，不适用N/A	
	10. 生产经营环境以及宏观政策、法规发生的重大变化		仅说明变化的给1分，兼说明对经营及业绩影响的给2分，不披露为0分，不适用N/A	
	11. 预测、计划变动	11.1 盈利预测变动		仅说明变化的1分，兼分析原因2分，不披露为0分，不适用N/A
11.2 年度经营计划变动				
自愿性信息披露	12. 新年度业务发展计划		定量定性相结合给2分，定性描述给1分，不披露为0分	

对所有项目采用相同权重可减少加权指数存在的内在偏差,故采用等权重计算MD&A指数。MD&A披露指数计算公式如下:

$$MD\&A = (\sum_i \sum_j a_{ij}) / MPS \quad (2)$$

式中, a_{ij} 表示第 i 家公司在第 j 项的评分; MPS 表示最大可能分值。

由于式 (2) 的分母 MPS 可采用两种计算方法, 从而产生两种 MD&A 披露指数 MD&A1 和 MD&A2。计算 MD&A1 时, 对不适用的项目记为 0 分, 同时, 分母 MPS 计算包括所有披露项目; 而计算 MD&A2 时, 分母 MPS 计算要对不适用的项目进行调整, 减去那些不适用项目的分值。因此, MD&A1 通常小于 MD&A2。两者都衡量一个公司 MD&A 披露的总体状况, 但是各有不足, 互为补充。

四、实证结果分析

1、MD&A 总体披露指数逐步回归分析

表 2 是总体 MD&A 披露质量模型的逐步回归结果。结果表明, 采用不同的指数得到的结果有很大不同: (1) 用指数 MD&A1 衡量时, 股权集中度、上市年限和独立董事这 3 个变量显著。其中, 上市年限和股权集中度与指数呈负相关关系, 独立董事的人数和是否海外上市与指数呈正相关关系; (2) 用指数 MD&A2 衡量时, 显著的变量为上市年限和是否海外上市。上市年限同样和指数呈负相关关系, 是否海外上市与指数呈正相关关系。除了上市年限与指数的相关关系与原来预期不同外, 另外几个变量与指数的相关关系都与原来预期相符。

表 2 MD&A 总体披露指数逐步回归结果汇总

变量	MD&A1	MD&A2
CONSTANT	-0.015048 (-4.03)	-0.021991 (-2.26)
HINDEX	-0.06288* (-2.03)	—
ID	0.017571* (4.75)	—
ROE	—	-0.1612 (-1.00)
YEAR	-0.008228* (-5.47)	-0.006606** (-1.85)
OSLIST	—	0.10228* (3.12)
R-Sq(adj)	15.80%	4.90%
F 值	17.42	5.57

注: 括号内为 t 值。* 表示 5% 显著性水平下显著, ** 表示 10% 显著性水平下显著。

2、MD&A 分部披露指数逐步回归分析

MD&A 指数构建的评分过程中将评分内容划分为 3 个部分 (每年都需披露信息、只有在事件发生后才需披露的信息、自愿性披露信息), 各部分的特质不同。采用前述计算 MD&A 披露指数的方法分别计算每个分部的披露指数为 MD&A I, MD&A II, MD&A III。由于第一部分不存在不适用项目的问题, 而第二部分则有较多的不适用项目问题。因此, 为统一标准, 对各分部信息披露指数计算采用 MD&A1 的方法, 即在最大可能分值 MPS 的计算时不考虑项目的适用性。分别对这 3 个组成部分的指数进行逐步回归, 得到更加深入的结果 (如表 3 所示)。表 3 显示, 独立董事人数和公司规模对 MD&A I 有显著正影响, 而股权集中度和上市年限都与 MD&A I 呈负相关; 对 MD&A II 有显著影响的变量是独立董事的人数、公司规模和上市年限; 资

产负债率和上市年限对MD&A III有显著的负影响。回归结果表明，除上市年限与MD&A披露质量之间的关系与期望方向相反之外，其余显著的变量都跟原来预期一致。

表3 MD&A分部披露指数逐步回归结果

变量	MD&A I	MD&A II	MD&A III
CONSTANT	0.003133 (0.80)	-0.011969 (-2.01)	-0.03379 (-2.50)
HINDEX	-0.08102** (-2.39)	—	—
ID	0.013846* (3.62)	0.021901* (3.69)	—
SIZE	0.012536* (2.73)	0.020873* (3.14)	—
RLA	—	—	-0.27623* (-3.76)
YEAR	-0.007962* (-4.97)	-0.007618* (-3.52)	-0.011732** (-2.42)
R-Sq(adj)	12.70%	10.60%	7.40%
F值	15.0529	13.13327	9.06234

注：括号内为t值。*表示5%显著性水平下显著，**表示10%显著性水平下显著。

3、MD&A指数高低组逐步回归分析

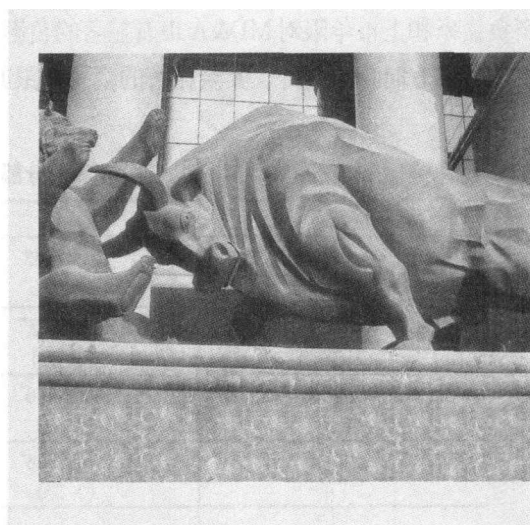
以MD&A指数分值的均值为标准将样本分为高组和低组，并分别逐步回归（如表4所示）。这样可对MD&A信息披露状况好坏的公司，影响其MD&A披露质量的因素是否不同做出区分评判。

表4 MD&A指数高低组逐步回归结果

变量	MD&A1		MD&A2		MD&A I		MD&A II	
	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组
CONSTANT	0.5055 (33.74)	0.5947 (9.85)	0.4665 (6.75)	0.8149 (10.35)	0.5156 (5.06)	0.4342 (3.59)	0.2734 (14.16)	-0.1198 (-1.29)
NSHARE	—	—	—	—	—	0.1382* (0.0461)	—	—
HINDEX	—	0.03082** (1.69)	—	—	—	—	—	—
INSIDE	—	41.9 (1.33)	—	—	—	—	—	—
ID	0.006145 (1.75)	—	—	—	—	—	0.0121 (2.35)	0.0167* (3.89)
SIZE	—	-0.0118* (-0.0118)	0.0107* (3.19)	-0.0138* (-3.55)	0.0099* (2.09)	0.0084 (1.46)	—	0.0073 (1.61)
ROE	—	—	—	—	-0.1028 (-1.46)	—	—	—
RLA	—	—	-0.0288** (-1.77)	—	—	—	—	—
YEAR	-0.0030* (-2.24)	—	—	—	-0.0036* (-2.53)	-0.0089* (-4.24)	—	—
R-Sq(adj)	3.90%	9.30%	7.90%	8.20%	7.50%	5.40%	5.00%	8.00%
F值	4.02	5.52	6.67	12.59	4.94	6.65	5.5	9.79

注：括号内为t值。*表示5%显著性水平下显著；**表示10%显著性水平下显著。

表 4 显示, 不管是 MD&A1 还是 MD&A2, 不管是 MD&A I 还是 MD&A II, 影响高组和低组的因素不同。这表明, 不同因素在影响上市公司的 MD&A 的披露质量。比如, 以 MD&A2 为例, 其中规模变量的回归效果较突出, 在两组方程中都显著。在高组, 规模与指数正相关, 而在低组规模与指数却负相关。之所以会出现这种现象, 是因为在两极情形下, 规模较大和规模较小的公司都有信息披露的意愿。规模较大的公司披露成本较低, 愿意披露更多的信息。而对于规模较小的公司, 社会的关注程度也较小, 愿意披露更多、更详尽的信息以博得外界认可, 进一步改善公司的形象。



五、结论

研究发现, 采用不同的 MD&A 指数得到的影响因素不同, MD&A 不同部分信息披露质量的影响因素不同, 高 MD&A 信息披露质量的影响因素也不同于低 MD&A 信息披露质量的影响因素, 我国上市公司“管理层讨论与分析”披露质量主要受公司的股权集中度、独立董事的人数、公司规模、上市年限和是否海外上市等因素影响。

参考文献:

- [1] 王啸. 美国“管理层讨论与分析”及对我国的借鉴 [J]. 深圳: 证券市场导报, 2002, (8) .
- [2] Fan, J.P.H. and T.J. Wong. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia[J]. Journal of Accounting and Economics, 2002, (3) .
- [3] Firth, M. and A. Smith. The Accuracy of Profit Forecasts in Initial Public Offering Prospectus[J]. Accounting and Business Research, 1992, (22) .
- [4] Healy, P. , Palepu, K. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, (31) .
- [5] Isabelly S., Richard D. Morris, Sidney J. G. Factors Influencing Corporate Transparency: A Comparative Empirical Study of Indonesia and Australia[J]. Economics, 2005, (4) .
- [6] Hooks, K., and J. Moon. A Classification Scheme to Examine Management Discussion and Analysis Compliance [J]. Accounting Horizons, 1993, (7) .

Research on the Release of Quality Problems from Management Discussion and Analysis in Listed Companies

LI Chang-qing, WANG Yi-hui, ZHANG Feng-zhan

(Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: This paper is the first one to design the evaluation code of MD&A disclosure quality and construct the MD&A index. Based on the annual reports of Chinese listed companies and the self-designed indexes, we investigate the fundamental factors potentially influenced the quality of MD&A disclosure. And the results indicate that the intensity of share rights, the number of independent board director, whether the president of the board and CEO are the same one, rate of asset and credit, and the years listed have influence on the quality of MD&A disclosure.

Key Words: management discussion and analysis; information disclosure; determinants; listed company

(责任编辑: 丛 戎)