

盈余质量与前瞻性信息披露:正向补充还是负向替代?

汪 炜,袁东任

(浙江大学 经济学院,浙江 杭州 310027)

[摘要]上市公司年报中的前瞻性信息反映了公司未来发展前景,具有独特的信息价值和研究意义。以2007—2011年我国上市公司年报为对象,采用“字数”和“内容覆盖面”度量年报中的前瞻性信息,并研究盈余质量与前瞻性信息披露的关系。研究发现前瞻性信息虽有强制性的披露规则,但本质上仍属于自愿披露,各公司之间披露水平有较大差异;盈余质量与前瞻性信息披露有正向补充关系,盈余质量好的公司会披露更多的前瞻性信息。

[关键词]前瞻性信息披露;盈余质量;强制披露;自愿披露;披露动机;资本市场;信息质量;投资决策

[中图分类号]F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)01-0048-10

一、引言

随着投资者的信息需求不断增长,以会计报告为代表的财务信息逐渐不能满足其投资决策需要,非财务信息日益受到人们的关注^[1]。非财务信息披露,尤其是“管理层讨论与分析”(Management Discussion and Analysis,简称MD&A)的研究成为近年来的学术热点,研究范围涉及内容覆盖面、语句变动、可读性、语气等。多数研究围绕公司运营对MD&A的内容进行分类^[2],如价格、收益、成本等。部分研究则按信息内容的时间特性分类^[3],专门研究了MD&A中的前瞻性信息。

我国上市公司年报中的前瞻性信息主要位于“董事会报告”一章,最早出现在《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)》中,要求管理层“不能只重复财务报告的内容,应着重于已知的、可能导致财务报告难以显示公司未来经营成果与财务状况的重大事项和不确定性因素”。从2007年修订版起专门设立了“对公司未来发展的展望”小节(简称“展望”),并在2012年修订版中进一步细化。虽然准则中采用了“应当披露”或“应当提示”等强制性词语,但每年只有不到一半的企业披露了规定的全部四类前瞻性信息,且披露的形式和数量各不相同,前瞻性信息本质上仍属于自愿披露。相比其他自愿披露或非财务信息,前瞻性信息以未来发展为视角,直接反映企业的未来经营形势和公司计划,而非会计报告的细化补充,属于“增量信息”。因此,前瞻性信息具有独特的信息价值和研究意义。

根据自愿披露动机中的资本市场交易假说,公司为了减轻信息不对称带来的逆向选择而进行信息披露,投资者对披露的反应则与信息质量有关,盈余质量反映了公司信息不对称程度和管理层信息质量,从而与自愿披露水平有负向替代或正向补充关系。而且前瞻性信息和会计报告在同一份年报中披露,两者在内容上相互补充,从不同侧面向投资者传递了公司价值,都受到公司信息环境和管理层激励的影响,因此两种信息之间必然存在某种联系。但是现有的自愿披露实证研究多关注会计报告内容(比如公司业绩)的影响,却很少考虑会计报告质量(主要指盈余质量)的作用,存在变量缺失的可能。前瞻性信息的独特特性会使其与盈余质量的关系有别于其他自愿披露,英美成熟资本市场

[收稿日期]2013-05-10

[基金项目]教育部“新世纪优秀人才支持计划”项目

[作者简介]汪炜(1967—),男,浙江舟山人,浙江大学经济学院、浙江大学金融研究院教授,博士生导师,从事财务会计与公司金融研究;袁东任(1982—),男,河南开封人,浙江大学经济学院博士研究生,从事财务会计与公司金融研究。

的结论也不一定适用于国内新兴资本市场。由此可见,盈余质量与前瞻性信息披露之间的关系值得深入研究。

本文后续部分结构安排如下:第二部分是文献回顾与假说发展,第三部分是研究设计,第四部分给出了实证结果,最后是结论。

二、文献回顾与假说发展

(一) 文献回顾

根据自愿披露动机中的资本市场交易假说,公司和外部投资者之间存在信息不对称,投资者会进行逆向选择,即将隐藏信息视为坏消息,并对公司资产进行折价。管理层可以通过信息披露来缓解信息不对称,减轻投资者的逆向选择行为,并获得提高股票流动性、降低资本成本的披露收益^[4-5]。这样信息不对称程度越高的公司,投资者的信息需求越强,披露信息的估值作用越显著,管理层有动机去披露更多信息。如果用盈余质量代表信息不对称程度^①,则盈余质量越低(高)的公司披露更多(少)的信息,即盈余质量与自愿披露之间存在负向替代关系。

但是信息不对称只是信息披露的前提条件,并不必然导致自愿信息披露的发生^[6]。因为如果披露的信息质量不高,投资者难以相信披露内容,信息披露就无法起到降低信息不对称的作用,反过来也会影响管理层披露决策。之后的研究考虑了信息质量与披露决策的内生联系,Dye 和 Verrecchia 将信息质量分别定义为管理层拥有私有信息的概率和私有信息精度^[7-8],当信息质量提高时,投资者更容易识别管理层隐藏坏消息的行为,公司折价的压力使得管理层会披露更多信息。这样信息质量越高(低)的公司会披露更多(少)的信息,即信息质量与信息披露之间存在正向补充关系。

Einhorn 扩展了 Verrecchia 的模型,假设公司同时披露两种信息:强制披露信息 Y 、自愿披露信息 Z ^[4,8-9]。两种信息都反映公司价值 X ,有各自特定影响因素,也受到共有因素 ε_{YZ} 的影响。 Z 与 X 相关使得自愿披露具有传递公司价值的直接效应; Z 与 Y 都受 ε_{YZ} 的影响,使得自愿披露又有用来评估强制披露的间接效应;当直接效应强于间接效应时,强制披露质量的提升会降低自愿披露带来的信息增量,两者之间呈负向替代关系;当间接效应强于直接效应时,共有因素的影响使得两者为正向补充关系。

相应的实证研究也没能得出统一结论。一方面,Lang 用 AIMR 评分、盈利—回报相关度分别代表自愿披露和信息质量,发现盈利—回报相关度更低的公司有更高的 AIMR 评分^[10]。Tasker 证实了财务报告的信息价值与公司召开电话会议可能性(表示自愿披露)之间负相关^[11]。另一方面,Waymire 采用管理层预测表示自愿披露,用盈利波动率表示信息质量,发现管理层预测频率和盈利波动率负相关^[12]。Francis 等构建了自愿披露指数,证实了盈余质量好的公司会选择更高的披露水平^[13]。国内仅有部分研究表述了相近观点。唐跃军等认为盈余质量较差的公司可能会出于迷惑投资者的目的而披露更多的信息^[14]。谭劲松等认为盈余操纵严重的公司可能会隐瞒私有信息,降低公司透明度^[15]。唐跃军等和谭劲松等分别支持负向替代关系和正向补充关系。

资本市场交易假说必须满足一个基本前提——资本市场发展比较成熟^[16],但中国还只是发展中国家,独特的社会经济制度、新兴的资本市场、尚不完善的法制环境等都使得国内上市公司在自愿披露方面会表现出与成熟资本市场不同的特征^[17]。另外,管理层对不同类型的信息会有不同的披露决策^[18]。前瞻性信息是公司年报中屈指可数的直接提供关于企业未来的信息来源^[19],虽有不断强化的披露规则,但管理层在内容数量和披露形式上仍有充分的操控余地^[20],这些特性使其有别于电话

^①Ecker 等, Rajgopal 和 Venkatachalam 都证实了盈余质量与信息不对称程度的负向关系,即信息不对称程度越高,盈余质量越差^[21-22],而且这两篇文章都采用了类似本文的应计质量来表示盈余质量。

会议或管理层预测等自愿披露,总体的自愿披露指数又会带来其他信息的干扰。由此可见在我国新兴资本市场环境下,盈余质量与前瞻性披露之间的关系是有待深入研究的论题,不能简单套用已有研究结论。

(二) 假说发展

理论文献中的负向替代关系源于自愿披露具有传递公司价值的作用,减轻了信息不对称^[4],弥补了强制披露的不足^[9];而正向补充关系则源于信息质量会影响投资者对自愿披露的反应^[8],或共有影响因素带来的相互评估作用^[9],自愿披露必须在现有信息环境基础上发挥作用^[20]。

首先,在实际披露中,财务报告反映的公司业绩在年底就已经形成,而自愿披露部分要在次年的三四月份年报发布时才进行编写,必然会受到财务报告内容的影响。比如前瞻性信息必须以财务报告反映的当前业绩为基础,对未来发展前景进行展望。而且前瞻性信息之类的自愿披露只是财务报告的补充,在内容数量、管理层和投资者的重视程度上都不可能替代财务报告。可见,财务报告与自愿性披露信息之间有先后、主次顺序,前瞻性信息难以离开财务报告而单独发挥作用,这使得两者表现为正向补充关系。

其次,目前我国法律制度尚不健全,对投资者利益的保护力度还不够;资本市场的监管经验有限,难以及时发现披露违规行为并予以惩戒;公司会选择性地或虚假地披露信息,以迷惑市场和投资者从而获取私有收益^[14],这表现为自愿披露非财务信息的异质性^[1],影响了自愿披露的估值作用。但是盈余质量可以为前瞻性信息提供可信度保障,这是因为要获得高质量的财务报告,公司必须投入大量资源建立高质量的财务报告系统和有效的内部控制制度,并会因为要获得高质量的财务报告而失去盈余管理带来的收益,比如达到市场预期、降低收购风险等。这些盈余质量的成本保证了管理层可信度,进而影响投资者对披露信息的信任程度。Athanasakou 和 Hussainey 就证实了盈余质量与投资者对前瞻性信息披露的信任度显著正相关^[23]。盈余质量对前瞻性信息披露的可信度保障作用反映了间接效应^[9],并会由此引出两者之间的正向关系。

最后,拥有国有背景的企业是上市公司的主体,国有股终极控制人缺位使得内部人控制现象严重,股东与管理层之间的代理冲突较为严重,管理层侵害股东利益的事件时有发生^[24]。当代理成本较高时,股东与管理层之间的信息不对称更加严重,管理层更可能做出损害公司价值的决策来追求个人私利,并且隐瞒相关信息,降低信息披露程度^[17]。这就需要一套机制来约束管理层行为,使其行动符合股东利益最大化的目标,这种机制常表现为契约形式。财务报告尤其是盈余信息广泛应用于信贷合同、管理层薪酬合同等契约的制定,这些契约可以约束包括披露决策在内的管理层行为,表现为代理成本的降低^[24]。因此,高质量的财务报告可以增强契约对管理层行为的监管作用,减少管理层披露操控行为,提高自愿披露水平。这就表现为盈余质量对前瞻性披露水平有正向影响,而不仅是相关关系。

综上,本文提出 H1:在其他条件相同的情况下,盈余质量越高的公司,前瞻性信息披露越多。

三、研究设计

(一) 前瞻性信息度量

经过大量阅读年报,我们发现前瞻性信息集中于公司年报中“董事会报告”一节,少数分布在公司年报中“董事长报告书”或“董事长致辞”等章节中,内容覆盖参见《内容与格式(2007)》第三十三条的规则(二)。

本文处理步骤如下。

1. 从巨潮咨询网上下载 2007—2011 年所有 A 股上市公司年度报告。
2. 采用软件 WondershareTM PDF Converter Pro 将 pdf 文档转化成 word 文档。

3. 剔除金融和保险类企业、ST 和 *ST 类企业、企业数不足 20 个的行业,以及上市时间不足一年的企业,最终得到 7162 个样本。

4. 前瞻性信息多数以标题“对公司未来发展的展望”为开始,以标题“报告期内的投资情况”为结束,通过 VBA 程序将两者之间的内容复制到新的文档,保存为前瞻性信息文件。若无法找到这两个标题,但是却检索出大量前瞻性信息关键词(见附录),或者只能确定一个标题,就通过手工进行处理(附录略,感兴趣的读者可向作者及本刊索取)。

少数公司会在年报中披露“致股东”、“董事长报告书”等章节,也会包含前瞻性信息。通过 VBA 程序判断 10 页之内是否出现“致股东”、“董事长报告书”等词汇,若出现就说明存在相关章节,本文手工将包含前瞻性信息关键词的语句或段落复制出来建立前瞻性信息文件。

5. 由于 pdf 转换后生成的 word 文件存在一些格式错误,可能会影响到统计结果,需要进行如下清理。

(1) 表格问题。pdf 转换后的表格都变成了文本框,VBA 程序无法对其内容进行字数统计或查询。先通过 VBA 程序将所有文本框都变成表格,然后再进行查询。

(2) 页眉、页脚问题。页眉中基本为“××公司××年度报告”,可通过 VBA 程序查询“年度报告”,然后删去该行^①。而页脚多为“××”、“××页”、“第××页”等形式,可通过 VBA 程序判断最后一行是否只是一个数字或者含有“××页”,若是,就将该行删去。

6. 根据《内容与格式(2007)》确定前瞻性信息的内容分类及关键词(见附录),采用 VBA 程序对整理好的前瞻性信息文件进行检索,统计出内容覆盖面和字数,并进行手工校对。内容覆盖面 Content 定义为披露了几类信息,信息量 LnChars 定义为文档字数(Chars)加 1 的自然对数。

(二) 盈余质量度量

本文从应计质量、盈余管理程度和盈余平滑度三个维度来度量盈余质量,模型中各变量定义见下页表 1。

1. 应计质量

参考 Francis 等的研究^[13],建立如下模型^②。

$$\frac{TCA}{AA\text{Asset}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CFO_{-1}}{AA\text{Asset}} + \beta_2 \frac{CFO}{AA\text{Asset}} + \beta_3 \frac{CFO_{+1}}{AA\text{Asset}} + \beta_4 \frac{\Delta REV}{AA\text{Asset}} + \beta_5 \frac{PPE}{AA\text{Asset}} + \varepsilon \quad (1)$$

对模型(1)分行业、年度进行截面回归,计算出残差 ε ^③。参考 Francis 等和 Chen 等的研究^[13,25],用残差在三年内的标准差和绝对值来计算盈余质量,即 $AQ_1 = -|\varepsilon|$, $AQ_2 = -\sigma(\varepsilon)$ ^④,负号使得 AQ_1 和 AQ_2 数值越大表示应计质量越高,盈余质量也越高。

2. 盈余管理程度

参考夏立军的研究^[26],建立如下模型。

$$\frac{TCA}{\text{Asset}_{-1}} = \beta_0 \frac{1}{\text{Asset}_{-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV}{\text{Asset}_{-1}} + \beta_2 \frac{PPE}{\text{Asset}_{-1}} + \varepsilon \quad (2)$$

将模型(2)分行业、年度进行截面回归,其估计值即为非操控性应计 NDA ,操控性应计则为总应计与非操控性应计的差额,即 $DA = TA/\text{Asset}_{-1} - NDA$ 。盈余管理程度 EM 定义为 DA 绝对值的负数,即

①在实际披露中,“年度报告”一词不会出现在前瞻性信息相关的段落中,只会在页眉中,并独占一行。

②本文模型中都省略了表示公司和年度的下标 i, t ,并用变量下标的 $-1, +1$ 分别表示上一期和下一期。

③Francis 等对每个公司以十年为单位进行滚动回归的模型^[13],无法直接应用于国内研究。Chen 等和李青原的研究采用了分行业、年度的截面回归来克服时间维度短的问题^[25,27]。

④由于国内数据时间维度较短,本文中涉及标准差的变量都是对 $t-2, t-1, t$ 三期进行标准差计算,并用 $\sigma(\varepsilon)$ 来表示。若参照李青原的研究采用五期进行计算^[27],结果不变,但是有效样本量会下降。

$EM = -|DA|$, EM 数值越大, 盈余管理程度越低, 盈余质量越高。

3. 盈余平滑度

参考 Francis 等的研究^[13], 本文用三年内公司业绩的标准差计算盈余平滑度, 即 $ES = -\sigma(Earn)$, ES 数值越大, 盈余平滑度越高, 盈余质量也越高。

4. 加总盈余质量

参考李青原的研究^[27], 本文采用简单加权百分位数赋值的方法来计算加总盈余质量 EQ , 即将 AQ_1 、 AQ_2 、 EM 、 ES 按大小排序, 并赋予其所在位次的百分位数值, 然后将所得数值简单加权来构造综合得分函数。 EQ 数值越大, 盈余质量越高。

李青原认为该方法既能消除不同质量维度在量纲上的差异, 又能将数值控制在 0 到 1 之间, 从而消除样本观测值分布偏倚造成的影响, 有利于缓解单个维度度量时存在的测量误差以及极端值的影响^[27]。

(三) 模型设计

根据 H1 本文设计如下模型。

$$X = Q + Earn + Size + Debt + Same + Shrhfd10 + OutDirector + State + MShare + HIndex + SEO + MA + ListExg + TobinQ + \sum Year + \sum Industry \quad (3)$$

X 分别表示 $LnChars$ 、 $Content$, Q 分别表示 AQ_1 、 AQ_2 、 EM 、 ES 和 EQ 。参考已有研究^[3, 13, 17, 28-29], 本文控制了常用的自愿披露影响因素: 公司业绩 ($Earn$)、公司事件 (SEO 、 MA)、公司特征 ($TobinQ$ 、 $Size$ 、 $ListExg$)、市场竞争 ($HIndex$)、负债水平 ($Debt$)、公司治理与股权特征 ($Same$ 、 $Shrhfd10$ 、 $OutDirector$ 、 $State$ 、 $MShare$), 以及行业和年度固定效应 ($Year$ 、 $Industry$)。

由于 $Content$ 是离散变量且有数量大小关系, 所以在 OLS 估计之外, 本文还采用了排序离散因变量模型 $OProbit$ 和 $OLogit$ 。

H1 成立等价于模型 (3) 中 Q 的系数显著为正。

(四) 变量说明

模型中各变量说明如下, 见表 1。

表 1 变量列表

变量代码	变量名称	变量含义及说明
Asset	期末总资产	
AAsset	期初期末平均总资产	
CFO	经营活动产生的现金流净额	
Rev	主营业务收入	
NI	净利润	
EI	非经常性损益项目	
TCA	流动性应计	= NI - EI - CFO
TA	总应计项目	= NI - CFO
Earn	公司业绩	= (NI - EI) / Asset
Size	市场价值	Asset 的自然对数
TobinQ	托宾 Q	= 市场价值 / 总资产
HIndex	市场集中度	= [(Rev - Rev ₋₁) - Σ (Rev - Rev ₋₁) / n] / Rev
SEO	再融资	当年发生了增发或配股为 1, 否则为 0
MA	并购	当年发生了兼并或收购为 1, 否则为 0
Debt	资产负债率	= 负债总额 / 资产总额
Same	董事长和总经理是否是同一人	同一人为 1, 否则为 0
ListExg	交易所变量	上交所为 1, 否则为 0
MShare	管理层持股比例	= 管理层持股数量 / 股本总数
Shrhfd10	股权集中度	= 公司前 10 位大股东持股比例的平方和
OutDirector	独立董事	= 独董人数 / 董事会人数
AuditType	审计意见	标准无保留意见为 1, 否则为 0
AuditFee	审计费用	审计总费用的自然对数

四、实证结果

(一) 统计与相关性分析

表 2 描述性统计

统计量	Chars	LnChars	Content	Earn	AQ ₁	AQ ₂	EM	ES	EQ
均值	2243	7.451	3.071	0.0410	-0.0420	-0.0378	-0.0814	-0.0300	0.505
标准差	1580	0.940	1.080	0.0718	0.0428	0.0329	0.168	0.433	0.196
最小值	0	0	0	-2.746	-0.592	-0.375	-7.900	-34.64	0.0100
中位数	1909	7.555	3	0.0379	-0.0305	-0.0290	-0.0506	-0.0139	0.520
最大值	28118	10.24	4	0.400	-1.26e-05	-0.000206	-4.85e-06	-5.05e-05	0.983
观测数	7164	7164	7164	7161	7072	6113	7160	6536	6112

根据表 2, 各公司平均盈利水平为 4.1%, 一份年报中的前瞻性信息数量平均为 2243 个字, 平均披露三项内容。字数的标准差为 1580, 标准差均值比为 0.704, 说明各公司间披露水平差异较大。前瞻性信息最多的有 28118 个字(2010 年路翔股份), 最少的没有披露任何信息。

从表 3 得知, 每年有不到一半的公司披露了全部四类前瞻性信息, 公司个数从 2007 年的 598 家逐年增加至 2011 年的 883 家。只披露一类信息的公司数量略有增加, 披露两类和三类信息的公司数量增幅较为明显, 但每年仍有个别公司没有披露任何前瞻性信息。其中, “战略与计划”披露最多, 披露前瞻性信息的公司几乎都会披露此类信息, 这是因为此类信息主要传递正面内容, 相比有负面含义的风险信息, 管理层有更强的披露动机。“投融资”

表 3 前瞻性信息的内容分布

Content	2007	2008	2009	2010	2011	Total
0	17	13	12	13	21	76
1	140	143	148	153	163	747
2	196	230	243	275	301	1245
3	219	270	307	358	466	1620
4	598	654	668	671	883	3474
趋势与竞争	917	1023	1066	1142	1429	5577
战略与计划	1147	1294	1361	1452	1787	7041
投融资	728	828	862	896	1159	4473
风险与对策	789	884	938	971	1320	4902
总计	1170	1310	1378	1470	1834	7162

计划披露的企业数量最少, 一是部分公司确实没有相关计划; 二是此项内容披露带来的专有化成本较高; 三是定量信息较多, 难以模糊处理, 企业倾向于选择不披露。

表 4 主要变量相关系数

	LnChars	Content	Earn	AQ ₁	AQ ₂	EM	ES	EQ
LnChars	1	0.517 ***	0.103 ***	0.0331 ***	0.0603 ***	0.0332 ***	0.0535 ***	0.0633 ***
Content	0.560 ***	1	0.0512 ***	0.0168	0.0349 ***	0.0233 **	0.0190	0.0345 ***
Earn	0.0944 ***	0.0561 ***	1	-0.131 ***	0.00354	-0.0599 ***	-0.0185	-0.0851 ***
AQ ₁	0.0542 ***	0.0283 **	0.123 ***	1	0.353 ***	0.295 ***	0.255 ***	0.696 ***
AQ ₂	0.0549 ***	0.0391 ***	0.159 ***	0.512 ***	1	0.202 ***	0.408 ***	0.717 ***
EM	0.0207 *	0.0212 *	0.0172	0.186 ***	0.203 ***	1	0.140 ***	0.598 ***
ES	0.0126	0.0347 ***	0.0373 ***	0.0353 ***	0.111 ***	0.0503 ***	1	0.666 ***
EQ	0.0532 ***	0.0362 ***	0.0518 ***	0.681 ***	0.653 ***	0.293 ***	0.0686 ***	1

注: 下半三角为 pearson 相关系数, 上半三角为 spearman 相关系数。***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 水平上显著, 下同。

根据表 4, Earn 与 LnChars、Content 显著正相关, 说明业绩越好的公司会披露越多的前瞻性信息。AQ₁、AQ₂、EM、ES、EQ 与 LnChars、Content 均为正相关, 仅有少数不显著, 说明盈余质量与前瞻性信息披露正相关, 初步证实了前文 H1。AQ₁、AQ₂、EM、ES 之间均为正相关, 且高度显著, 其中 AQ₁、AQ₂ 都反映了应计质量, 两者的 pearson 相关系数超过了 0.5; EQ 与 AQ₁、AQ₂、EM、ES 之间均高度相关, 相关系数多数超过了 0.5。这说明 AQ₁、AQ₂、EM、ES 反映了盈余质量的不同维度, EQ 是各个质量维度的有效加总。

(二) 模型回归结果^①

本文所有模型均采用行业聚类的稳健标准差,以解决行业内残差相关引起的异方差问题。并对主要连续变量进行1%的 winsorize 处理,以减少极端值的影响。

表5为模型(3)采用 LnChars 时的回归结果。由表5可知,AQ₁、AQ₂、EM、ES、EQ 的系数为正且高度显著,说明在其他条件不变时,应计质量越高、盈余管理越少、盈余平滑度越高、总体盈余质量越高的公司会披露越多的前瞻性信息,这证实了前文 H1。从数值来看,EQ 变动一个标准差带来的 LnChars 变动为 3.84% (=0.196×0.196),占 LnChars 标准差的 4.08% (=0.196×0.196/0.940); Earn 变动一个标准差带来的 LnChars 变动为 3.08% (=0.430×0.0718),占 LnChars 标准差的 3.28% (=0.430×0.0718/0.940)。公司业绩是最常用的自愿披露影响因素,而盈余质量对前瞻性信息披露的影响程度不亚于公司业绩。公司业绩、盈余质量分别代表强制披露的信息内容和信息质量,这说明强制披露的信息质量也是公司自愿披露的重要影响因素,其作用不亚于信息内容,现有自愿研究中常用的公司业绩、股权特征等变量没能涵盖所有的影响因素,如不考虑盈余质量,会造成变量缺失。

表5同时给出了其他因素对前瞻性信息披露的影响。Earn、Size、MShare、SEO 系数全部为正且高度显著,表明业绩越好、规模越大、管理层持股比例越高、有再融资需求的公司会披露越多的前瞻性信息; ListExg 全部显著为负, TobinQ 在部分结果中也显著为负,说明深交所的上市公司披露的前瞻性信息更多,发展潜力大的企业倾向于少披露前瞻性信息。这些结果与前人研究结论基本一致^[3,13,17,28-29]。

采用 Content 度量前瞻性信息时,无论是采用 OLS 估计,还是 OProbit 和 OLogit 模型回归,各盈余质量变量符号不变,显著性有所下降。这是因为 Content 取值仅为 0 到 4,有较大的度量误差,在作为被解释变量时,会使得解释变量系数的显著性偏低。从数值上看,EQ 变动一个标准差带来的 Content 变动为 0.0417(=0.196×0.213),占 LnChars 标准差的 4.44%(=0.196×0.213/0.940),与采用 LnChars 度量前瞻性信息时相近。

综上,盈余质量与前瞻性信息披露水平正相关,即盈余质量越好的公司会披露越多的前瞻性信息,这与 Athanasakou 和 Hussainey 以及 Mouselli 等的研究结论一致^[23,30]。

表5 模型(3)的回归结果

	LnChars				
AQ ₁	0.683*** (4.25)				
AQ ₂		1.076** (2.40)			
EM			0.120** (2.23)		
ES				0.0254*** (5.34)	
EQ					0.196*** (3.04)
Earn	0.434*** (3.21)	0.381*** (2.87)	0.485*** (3.51)	0.503*** (3.31)	0.430*** (3.13)
Size	0.0568*** (3.53)	0.0716*** (4.52)	0.0549*** (3.26)	0.0656*** (4.02)	0.0706*** (4.46)
Debt	-0.0517 (-0.62)	0.111 (1.24)	-0.0478 (-0.59)	0.0550 (0.63)	0.126 (1.39)
Same	-0.00957 (-0.25)	0.00340 (0.08)	-0.0101 (-0.26)	-0.00794 (-0.19)	0.000622 (0.01)
Shrhfd10	0.177 (1.67)	0.0805 (0.67)	0.184 (1.69)	0.103 (0.91)	0.0886 (0.72)
OutDirector	0.304 (1.14)	0.385 (1.37)	0.278 (1.06)	0.254 (0.90)	0.387 (1.38)
State	-0.0258 (-1.01)	-0.0375 (-1.35)	-0.0224 (-0.88)	-0.0201 (-0.79)	-0.0377 (-1.37)
MShare	0.969*** (9.30)	0.990*** (7.20)	0.969*** (9.49)	1.058*** (7.89)	1.004*** (7.42)
HIndex	0.00989 (0.45)	0.00822 (0.37)	0.000692 (0.03)	0.00253 (0.11)	0.0104 (0.46)
SEO	0.102*** (4.40)	0.123*** (4.70)	0.103*** (4.34)	0.113*** (4.51)	0.127*** (4.70)
MA	-0.0103 (-0.53)	-0.00296 (-0.11)	-0.00888 (-0.47)	-0.00513 (-0.21)	-0.00170 (-0.06)
ListExg	-0.215*** (-6.88)	-0.165*** (-4.95)	-0.216*** (-7.10)	-0.186*** (-5.92)	-0.166*** (-5.00)
TobinQ	-0.0180 (-1.51)	-0.00278 (-0.22)	-0.0225* (-1.83)	-0.0119 (-0.94)	0.000474 (0.04)
N	6908	5965	6993	6380	5964
adj. R ²	0.117	0.077	0.117	0.091	0.078

注:略去常数项和年度、行业固定效应的结果。在 OLS 回归时,括号内为 t 值,R² 为调整后的 R²。

①限于篇幅,本文只给出核心变量的回归结果。

(三) 内生性讨论

内生性问题的发生主要有三种原因:遗漏变量、度量误差和反向因果。

模型(3)中自变量的选取,尤其是盈余质量的度量充分借鉴了国内外经典研究,降低了遗漏变量的可能和度量误差的影响。

前瞻性信息与盈余质量有共同的影响因素,可能由此产生反向因果。为了避免这种情况,可以采用工具变量法进行回归分析。因为会计师审计财务报告内容,审计意见就反映了盈余质量;会计师对财务报告提出改进意见,或者公司支付更多费用来购买好的审计意见,两种行为使得审计费用与盈余质量会有正向或负向关系;根据披露规则,会计师只需要审计财务报告,无需审计前瞻性信息,甚至会计师在审计财务报告时可能无法看到财务报告之外的其他年报内容。所以,审计意见(AuditType)和审计费用(AuditFee)会与盈余质量有关,却与前瞻性信息披露无关,适合作为盈余质量的工具变量。

下页表7为采用固定效应的两阶段最小二乘法(FE2SLS)的回归结果。在第一阶段回归中,AuditType和AuditFee均高度显著,而且偏 R^2 检验(Shea's partial R^2)均拒绝了工具变量不显著的原假设($P=0.000$),这说明AuditType和AuditFee与EQ之间高度相关,不是弱工具变量。其中AuditFee的系数为负,即审计费用越高,盈余质量越低,说明公司有动机支付更高审计费用来为差的财务报告购买好的审计意见,会计师没有真正做到独立审计^[31-32]。第二阶段回归中EQ的系数均显著为正且高度显著,证实了盈余质量与前瞻性信息披露正相关。异方差下的Hausman检验(DWH检验)证实了工具变量法的合理性。

(四) 稳健性检验

对模型(3)分别进行或同时进行下列改变均不改变本文的主要结论。通过采用句子数量度量信息量;只用AQ₁或AQ₂表示应计质量,而不是同时采用两者;参考胡亦明和唐松莲的方法计算盈余管理和盈余平滑度^[33],或用非经常损益项目表示盈余管理程度;参考Francis等和Chen等^[13,25],对每个盈余质量维度求其公因子,或标准正态化后求均值,来计算加总的盈余质量;采用李青原、胡亦明和唐松莲的方法计算各盈余质量维度和加总的盈余质量^[27,33];参考回归结果将不显著的变量删去后重新回归;采用White稳健异方差或行业、年度双聚类方差;在内生性检验中,采用有限信息最大似然法(LIML)和广义矩(GMM)方法进行估计。

表6 模型(3)采用Content的回归结果

Panel A	Content-OLS				
AQ ₁	0.437 (1.55)				
AQ ₂		0.951 ** (2.08)			
EM			0.154 * (1.67)		
ES				0.0920 *** (15.72)	
EQ					0.213 ** (2.13)
N	6908	5965	6993	6380	5964
adj. R ²	0.059	0.048	0.058	0.052	0.048
Panel B	Content-OProbit				
AQ ₁	0.484 * (1.74)				
AQ ₂		1.018 ** (2.21)			
EM			0.253 * (1.70)		
ES				0.122 *** (5.11)	
EQ					0.226 ** (2.22)
N	6908	5965	6993	6380	5964
pseudo. R ²	0.026	0.021	0.025	0.023	0.022
Panel C	Content-OLogit				
AQ ₁	0.906 ** (2.02)				
AQ ₂		1.611 ** (2.13)			
EM			0.156 * (1.75)		
ES				0.221 *** (4.83)	
EQ					0.374 ** (2.23)
N	6908	5965	6993	6380	5964
pseudo. R ²	0.026	0.021	0.025	0.023	0.022

注:省略了控制变量、常数项、年度和行业固定效应的结果。在OLS回归时,括号内为t值,R²为调整后的R²。在OProbit、OLogit回归时,括号内为z值,R²为伪R²。

表7 工具变量法的回归结果

	First-Stage	Second-Stage	Second-Stage	First-Stage	Second-Stage	Second-Stage
	EQ	LnChars	Content	EQ	LnChars	Content
AuditType	0.127 *** (6.98)					
AuditFee				-0.0151 *** (-2.88)		
EQ		2.314 ** (2.40)	3.914 *** (2.81)		2.891 ** (1.99)	7.543 ** (2.44)
N	5962	5962	5962	5354	5354	5354
adj. R ²	0.075	0.0679	0.038	0.066	0.0589	0.0344
Shea's partial R ²	F = 29.4082 P = 0.000			F = 8.30152 P = 0.000		
DWH 检验		F = 8.24304 P = 0.0098	F = 13.2547 P = 0.0017		F = 5.75182 P = 0.0165	F = 13.7268 P = 0.0002

注:First-Stage 中括号内为 t 值,Second-Stage 中括号内为 z 值。省略了控制变量、常数项、年度和行业固定效应的结果。Second-Stage 中的 EQ 为 First-Stage 中的拟合值结果。

五、结论

上市公司年报中的前瞻性信息从内部人视角讨论和分析了公司未来发展前景,具有独特的信息价值和研究意义。但是研究资源的缺乏使得国内相关研究数量极少,且停留在手工打分、小样本研究的初级阶段。本文以 2007—2011 年我国上市公司年报为对象,采用 VBA 程序和手工整理相结合的方法,提取了年报中的前瞻性信息,统计了前瞻性信息的字数和内容覆盖面,并实证研究了盈余质量与前瞻性信息披露之间的关系。研究发现前瞻性信息虽有强制性的披露规则,但本质上仍属于自愿披露;盈余质量与前瞻性信息披露正向补充,即盈余质量好的公司会披露更多的前瞻性信息。

与现有研究相比,本文弥补了国内对前瞻性信息研究的不足;VBA 程序处理相比手工打分不但提高了数据处理效率,可以实现大样本研究,也便于进行客观度量,增强了研究的可重复性;盈余质量与前瞻性披露水平显著正相关,不但补充了已知的自愿披露影响因素,而且验证了强制披露与自愿披露之间的相关关系。但是本研究同样有很大的改进空间,比如进一步考虑信息内容是好消息还是坏消息,区分自愿披露操纵中的披露概率选择和信息内容操纵,考虑分析师等信息中介的作用等。

参考文献:

- [1]程新生,谭有超,刘建梅.非财务信息、外部融资和投资效率[J].管理世界,2012(7):137-150.
- [2]Bryan S H. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis[J]. The Accounting Review,1997,72(2):285-301.
- [3]Li F. The information content of forward-looking statements in corporate filings - a naive bayesian machine learning approach[J]. Journal of Accounting Research,2010,48(5):1049-1102.
- [4]Verrecchia R E. Discretionary disclosure[J]. Journal of Accounting and Economics,1983,5:179-194.
- [5]Healy P M, Palepu K G. 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.
- [6]王雄元.自愿性信息披露:信息租金与管制[J].会计研究,2005(4):25-29.
- [7]Dye R. Disclosure of non-proprietary information[J]. Journal of Accounting Research,1985,23(1):123-145.
- [8]Verrecchia R E. Information quality and discretionary disclosure[J]. Journal of Accounting and Economics,1990,12(4):365-380.
- [9]Einhorn E. The nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures[J]. Journal of Accounting Research,2005,43(4):593-621.
- [10]Lang M R. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures[J]. Journal of Accounting Research,1993,31(2):246-271.
- [11]Tasker S. Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure[J]. Review of Accounting Studies,1998,3(1-2):137-167.

- [12] Waymire G. Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure[J]. *Journal of Accounting Research*, 1985, 23(1): 268-295.
- [13] Francis J, Nanda D, Olsson P. Voluntary disclosure, earnings quality and the cost of capital[J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(1): 53-99.
- [14] 唐跃军, 吕斐适, 程新生. 大股东制衡、治理战略与信息披露——来自 2003 年中国上市公司的证据[J]. *经济学(季刊)*, 2008, 7(2): 647-664.
- [15] 谭劲松, 宋顺林, 吴立杨. 公司透明度的决定因素——基于代理理论和信号理论的经验研究[J]. *会计研究*, 2010(4): 26-33.
- [16] 程新生, 谭有超, 许垒. 公司价值、自愿披露与市场化进程——基于定性信息的披露[J]. *金融研究*, 2011(8): 111-127.
- [17] 罗炜, 朱春艳. 代理成本与公司自愿性披露[J]. *经济研究*, 2010(10): 143-154.
- [18] Merkley K. Narrative disclosure and earnings performance evidence from R&D disclosures[D]. Working Paper of University of Michigan, 2013.
- [19] 薛爽, 肖泽忠, 潘妙丽. 管理层讨论与分析是否提供了有用信息? [J]. *管理世界*, 2010(5): 130-140.
- [20] Ball R, Jayaraman S, Shivakumar L. Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: a test of confirmation hypothesis [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53(1-2): 136-166.
- [21] Ecker F, Francis J, Kim I, et al. A returns-based representation of earnings quality[J]. *The Accounting Review*, 2006, 81(4): 749-780.
- [22] Rajgopal S, Venkatachalam M. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51(1-2): 1-20.
- [23] Athanasakou V, Hussainey K. Forward-looking performance disclosure and earnings quality[D]. Working Paper of London School of Economics and University of Stirling, 2010.
- [24] 卢闯. 盈余质量的经济后果[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [25] Chen F, Hope O, Li Q, et al. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(4): 1255-1288.
- [26] 夏立军. 盈余管理计量模型在中国股票市场的应用研究[J]. *中国会计与财务研究*, 2003, 5(2): 94-122.
- [27] 李青原. 会计信息质量与公司资本配置效率——来自我国上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2009, 12(2): 115-124.
- [28] 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.
- [29] 尹志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. *管理世界*, 2010(1): 133-141.
- [30] Mouselli S, Jaafar A, Hussainey K. Accruals quality vis-à-vis disclosure quality: substitutes or complements? [J]. *The British Accounting Review*, 2012, 44(1): 36-46.
- [31] 唐跃军. 不利意见、审计费用与意见购买[J]. *证券市场导报*, 2010(1): 40-47.
- [32] 伍利娜. 盈余管理对审计费用影响分析[J]. *会计研究*, 2003(12): 39-44.
- [33] 胡亦明, 唐松莲. 独立董事与上市公司盈余信息质量[J]. *管理世界*, 2008(9): 149-160.

[责任编辑:高 婷]

Earnings Quality and Forward-Looking Information Disclosures: Positive Complement or Negative Substitution?

WANG Wei¹, YUAN Dongren²

(1. Academy of Finance, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China;

2. School of Economy, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: By analyzing the future development of a company from the perspective of internal person, the forward-looking information in the annual reports of listed companies has special information and research value. This paper studies the relationship between forward-looking information in annual reports and earnings quality. Regression results show that earnings quality is positively related to forward-looking information disclosed in annual reports. Though the forward-looking information has a set of mandatory rules for disclosure, the disclosure is voluntary in nature and the disclosure level among companies varies greatly, which means firms with better earnings quality will disclose more forward-looking information.

Key Words: forward-looking information release; earnings quality; mandatory disclosures; voluntary disclosure; disclosure motivation; capital market; information quality; investment policy-making