

上市公司业绩归因信息披露质量分析及提升对策

蒋亚朋¹ 王思¹ 张翼²

(1.沈阳工业大学管理学院 沈阳 110870 2.新南威尔士大学 澳大利亚悉尼)

【摘要】在阅读了大量上市公司年报的基础上,作者发现,年报中语言性信息所占比重正逐年上升,管理层肆意操纵年报中语言性信息现象随处可见。本文选择了制造业80家上市公司对MD&A信息自利性归因行为进行了实证研究,经过分析及与国外经验的比较,结合我国的现实情况,提出了符合我国国情的完善归因信息披露规则的对策建议。

【关键词】归因信息 自利性归因行为 对策建议

一、研究背景与文献回顾

经营业绩归因信息,是指为公司提供的有关经营结果的解释性信息。解释性信息是财务信息的补充、解释和说明,同时也是财务信息的扩展和延伸。相对于财务信息,解释性信息内容更丰富,形式也更灵活,能够为投资者在决策时提供增量信息。但是,在提供增量信息的同时,由于解释性信息的纷繁冗杂性也给投资者带来了辨别大量信息真假的麻烦,目前,我国上市公司归因信息披露质量不高的现状引起了广大投资者的关注。

年度报告中的自利性归因行为,指管理层在解释影响公司经营业绩的因素时,脱离客观事实,将正面业绩归功于内部管理层,将负面业绩归结于外部环境的变化等不可控因素的行动,其通过这种行为来保护自己和规避责任。

Aerts(2001)选取比利时22家企业8年间的年报为研究样本,研究发现:同一企业报告的归因模式是高度稳定的,其业绩解释语言和归因行为变化不大;高水平的正面归因,与业绩变化无关,尤以将正面业绩归于自己的现象十分明显;公司业绩及其稳定性、上市与否和规模对证明归因使用语言的“惯性”影响非常显著。

孙蔓莉(2005)等利用内容分析法对2002年70家企业年报中的归因信息进行了编码,分别统计出内部正面因素、内部负面因素、外部正面因素、外部负面因素的字数。研究结论不能完全支持归因假设,他们在结合我国实际情况的前提下,对原始归因假设进行了修正。

蒋亚朋和刘学波(2007)对543家上市公司业绩预告的归因类型和预告消息之间的相关性进行了研究,发现好消息组将好业绩归于管理层的内部原因,坏消息组将差业绩归于环境等外部原因。

随着资本市场的不断完善和信息披露制度的发展,对于上市公司经营业绩归因信息披露的状况是否得到改善,有必要进行进一步的讨论与分析。本文主要研究的是我国上市公司经营业绩归因信息披露的质量优劣,即是否存在自利性归因行为、信息是否影响可靠性和具有相关性,对选取的样本在

进行实证研究的基础上,同时从纵向的角度拓展研究思路,分析了金瑞科技公司从2007年到2011年5年间的年报样本,从披露“惯性”因素出发,对自利性归因行为进行验证。

二、实证研究设计

1. 样本来源及选取过程。在本研究中,行业差异被列入考察范围之内,不同行业面临的外部环境因素也是千差万别,为了进一步排除不同行业间外部环境影响因素的差异,本文选取的年报样本为2010年上海证券交易所制造业上市公司的年报。根据东方财富网所提供的公司统计数据,按照每股收益进行排名,选取2010年制造业前100名和后100名的企业,再按照2010年与2009年相比每股收益变动率排序,分别选出业绩增长最快的40家企业作为绩优组和业绩下降最快的40家企业作为绩差组,这样保证了绩优组不论是在业绩排名上还是业绩增长上都处于领先的位置,绩差组不论是在业绩排名上还是业绩增长上都处于落后的位置上。在绩差组中,还要特别注意剔除那些在2009年和2010年均盈利的公司,虽然 Δ EPS有所下降,但总体处于盈利状态,公司更侧重于解释盈利的原因而非业绩下降的原因。本文年报均来自巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)。

2. 研究对象的确定。经过大量阅读上市公司的年报全文,作者发现上市公司年报中对业绩的归因主要出现在“董事会报告”一节中的“管理层讨论与分析”下设的“报告期内公司经营情况的回顾”中,而其他年报部分几乎没有涉及。通过对多份年报样本的对比,作者最终确定将“管理层讨论与分析”下设的“报告期内公司经营情况的回顾”作为研究的主要对象,对于没有分列管理层讨论与分析,但有“公司经营情况的回顾”的部分企业视同该部分为研究对象。其中,最为理想的归因语句应是表示因果关系的连词,如“原因在于”、“因为”、“由于”、“导致”、“受到……的影响”等。

本文主要利用内容分析法对归因信息的数据进行采集,逐句判断被研究对象的经营业绩变化的原因。通过对大量年报的阅读,作者按照归因的部位进行了如下分类,见表1。

表1 经营业绩变化原因分类

外部归因		内部归因	
总体经济/环境问题	政府/第三方问题	产品/服务问题	组织问题/行动
宏观经济情况	国家宏观政策改变	产品结构变化	管理措施/战略/行动/计划
行业景气度变化	诉讼/法律行动	销量(业务量)变化	经营状况
行业(业务)特点	行业竞争问题	广告/营销策略	项目投资
原材料(能源\运费)成本变化	证监会的监管行动	新产品开发/生产	资产减值(转回)
产品市场变化	强制性会计政策变化	产量变化	控(参)股公司业绩变化
季节性因素			购买/收购/处置资产(股份)
气候/灾害			
产品价格变化			

3. 变量定义。根据归因理论,绩优与绩差公司的归因方向是不同的。在业绩表现好时,管理层倾向归功于自己;在业绩表现差时,管理层倾向归结于外部经济环境因素。即在某种程度上,存在非财务信息被操纵的现象。

借鉴国外研究经验,Salancik 和Meindl(1984)提出了一个用于判断自利性归因行为的简单模型:IP=A₁(IPA)+C₁;EP=B₁(EPA)+C₂;IN=A₂(INA)+C₃;EN=B₂(ENA)+C₄。

其中,IP代表的是正面业绩、内部归因;EP代表正面业绩、外部归因;IN代表的是负面业绩、内部归因;EN代表的是负面业绩、外部归因(见表2)。IPA代表正面影响业绩的内部行为或事项;EPA代表正面影响业绩的外部行为或事项;INA代表负面影响业绩的内部行为或事项;ENA代表负面影响业绩的外部行为或事项。选择性倾向以斜率为代表,分别为A₁、B₁、A₂、B₂。如果管理者在企业业绩好时,有过度强调自身正面影响的倾向,则表现为A₁>B₁;如果管理者在企业业绩差时,有过度强调环境负面影响的倾向,则表现为A₂<B₂。C_i代表不是原因的归因倾向。如果管理者在企业业绩好时,一味地为自己的管理水平歌功颂德,将大量与业绩无关的主观因素掺杂在内,则应有C₁>C₂;如果管理者在业绩不好时总是借口各种不利的客观环境因素,故意不承担对业绩不好所负的责任,则应有C₄>C₃。“IP-EP”表示将好的业绩归于自己的程度,“EN-IN”表示将差业绩归于外部环境因素的程度。在企业行为实证研究中,如果得到绩优公司“IP-EP”,或者绩差公司“IN-EN”,且其统计差异属于显著范围,那么就说明上市公司年报中存在自利性归因行为:公司以更多内部因素解释绩优,以更多外部因素解释绩差。

表2 公司年报归因变量含义

	绩优公司	绩差公司
内部归因	IP(Internal, Positive)	IN(Internal, Negative)
外部归因	EP(External, Positive)	EN(External, Negative)

4. 研究假设。根据归因理论,作者提出假设:H₀:绩优公司更多地好业绩归功于管理层的内部行动;H₁:绩差公司更多地差业绩归结于外部环境等不可控的因素;H₂:公司管理层倾向于披露影响业绩的内部正面因素和外部负面因素。

三、实证研究结果与分析

通过对筛选出的80个样本公司的年报进行分组研究,作

者得出了不同业绩的公司组各自的归因数据,并在此基础上做了描述性统计分析和统计检验。

表3 绩优公司组年报中归因字数的描述性统计结果

项目	有归因的公司数	最小值	最大值	均值	标准差	中位数
内部归因 IP	37	45	244	123.11	57.843	104.00
外部归因 EP	15	16	149	65.60	37.449	62.00
归因倾向 IP-EP	40	-79	244	89.28	77.115	90.00

根据表3描述性统计分析的结果可以清楚地看出,绩优公司的“IP-EP”均值、中位数均远大于零,分别为89.28字和90字,即绩优公司更多地将公司的优异业绩归功于内部管理层自身的行动,而很少提及外部环境给公司带来的机遇。

表4 绩差公司组年报中归因字数的描述性统计

项目	有归因的公司数	最小值	最大值	均值	标准差	中位数
内部归因 IN	11	8	79	48.45	24.168	43.00
外部归因 EN	30	9	211	82.40	37.257	87.50
归因倾向 EN-IN	40	-79	175	48.47	52.432	54.00

由表4可以看到,绩差公司的“EN-IN”均值、中位数也明显大于零,分别为48.47字和54字,表示绩差公司更多地将公司的不良业绩归结于外部恶劣的环境变化,而很少提及公司管理层内部的经营不善。两组结果均与假设方向相一致,说明管理层在披露非财务信息时存在自利性归因倾向。

表5 不同业绩公司组年报中归因字数的T检验结果

项目	依据T检验结果是否接受假设
绩优组IP-EP>0	是***
绩差组EN-IN>0	是***
(IP-EP)>(IN-EN)	是***
IP>IN	是***
EN>EP	是**

注:**代表单尾统计重要性为0.01;***代表单尾统计重要性在0.005以下。

从上述假设检验结果可以看出,作者根据归因理论所提出的三个假设全部得到了支持:绩优公司更多地用企业管理层内部行动来解释公司优异业绩的取得;绩差公司更多地用外部环境变化来解释公司差业绩的取得;同时,无论是绩优公司还是绩差公司都倾向于披露影响业绩的内部积极因素和外部消极因素。这个研究结果与传统的归因理论相符,但与孙蔓莉等人在2005年的关于自利性归因行为的研究结论略有出入,经过进一步的分析、验证,仍可证明不同业绩公司组存在明显的自利性归因行为,因此,作者认为本文的研究结论符合归因理论的思想主线。

四、自利性归因行为的案例分析

Aerts认为,不同公司间的归因倾向变化不一定适用于同一公司不同年度的归因倾向变化。本文在Aerts(2001)研

究的基础上,提出观点:大部分的归因研究都以横截面数据为导向,而忽略了对同一企业不同年度间的纵向研究。因此,本文作者以同一公司不同年度间的年报作为切入点,从纵向研究的视角来进一步考察我国上市公司是否存在自利性归因倾向。

为了更加直观地显现管理层操纵上市公司年报信息的行为,本研究选取不同年度间业绩大幅波动的同一公司作为研究对象。考虑到我国信息披露规范的一再修订,若选择较长时期的时间跨度,则选取的研究对象不具有格式及内容上的可比性,因此,选择2007年修订的信息披露内容与格式准则之后的连续5年作为纵向研究时间。最终选定“600390金瑞科技”从2007年到2011年的年报作为研究样本,其各年的每股收益分别为0.3375元、0.2700元、-0.9554元、0.1700元和-0.54元,可见业绩波动明显,2009年和2011年每股收益为负值,可作为绩差年度分析,另外3个年度作为绩优年度来比较。具体归因字数统计结果见表6。

表6 金瑞科技2007~2011年业绩归因字数统计

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
IP	165	111	70	182	65
EN	12	82	154	0	146
IP-EP	165	111	70	145	3
EN-IN	12	82	154	0	146

从上述统计结果可得出结论:①同一公司不论是在绩优年度还是绩差年度都更倾向于将经营业绩归结于内部的正面因素和外部的负面因素;②同一公司在绩优年度的外部负面归因明显少于绩差年度的外部负面归因;③同一公司在绩优年度的内部正面归因明显多于绩差年度的内部正面归因。

可见,不论是横向研究还是纵向研究,不论是一般情况还是特殊情况,我国上市公司年报MD&A中均存在自利性归因倾向。上市公司管理层在编制年报过程中利用自己的信息优势,肆意操纵年报中的语言性信息,融入了自利性归因行为,使年报中的语言性信息偏离了客观、公正的基本原则。

五、提高业绩归因信息披露质量的对策建议

根据中外证券市场的实践经验,高质量的信息披露准则需要完善的支撑体系来保证准则的严格执行。考虑到我国现有的信息披露法律和监管环境,为了加强对我国上市公司归因信息的监管,提高信息披露质量,本文提出以下几点建议:

1. 完善业绩归因信息披露体系,增加具体的解释指南。

目前,我国尚没有关于上市公司年报中归因信息披露的具体规范,有关规定只是零散的分布在不同的法规之中。这使得公司在相关方面进行披露时,遇到问题和困惑却没有方便的指南进行参考,从客观上阻碍了归因信息披露的规范性。由于归因信息多以文字叙述的方式呈报,因此管理层编写时在叙述方式、文字编排等方面均有较大的主观性和可操控性。为了给投资者和利益相关者呈现出最优的内部管理状态,公司管理层倾向将好的业绩归功于自身的行动,而将差业绩归结于外部政策环境等不可控因素的现象屡有发生。在现有披露准则

的基础上,应该增加实务解释指南,对归因信息的编排框架、表述方式等方面做出具体的规范,一方面使得管理层在编报时有规可依,一方面可以更加客观地反映公司的经营状况,保证信息的真实性、可靠性。

在信息披露准则中可以看到,其要求对造成差异的原因进行详细说明,但并没有具体的规范性要求,只是笼统的概括。作者认为至少在以下几个方面要特别关注:在对利润变化的原因解释中,不能是泛泛的宏观环境变化,而应是切实可靠、有根据性的文字阐述;同时,应尽量减少对会计术语的使用,增加归因信息的可读性;若归结为会计原因,应究其根源,找出导致利润变化的最根本原因并加以说明;对亏损企业的利润造成负影响的因素,并且长期无法消除的应做出说明。这样,投资者就能够真正站在内部管理层的角度对公司的经营情况有一个宏观的理解和审视,增加信息的透明度,提高投资者的决策准确性。

2. 制定具有我国特色的行业指标披露规范。SEC的研究发现,针对不同行业间披露的各项指标具有很大的差异,无论是从收入的确认上还是影响利润的因素上,衡量公司经营业绩的指标都不尽相同,如网站点击率对于互联网公司是个非常重要的衡量指标,而对于制造业公司来说则意义不大。因此,美国MD&A对行业信息披露方面特别注重,SEC的全面性指南和行业披露指南都要求同行业的公司披露同一指标的数据,以增强同行业不同企业间的可比性。

我国同行业公司的MD&A中非财务信息的披露内容和披露质量参差不齐,关键业绩指标不清晰,这样,投资者在评价和分析公司经营状况时不但不利于横向比较,甚至有可能给投资者产生误导性信息。在总结和归纳了各国MD&A信息披露规范的基础上,本文认为,我国应建立一套以国际通用标准为参考,以我国现实情况为依据的具有鲜明特色的行业指标披露规范。该规范主要应分为两个部分,一部分是每个行业的通用指标,包括营业收入、净利润等;另一部分是根据特定行业制定和颁布的有针对性的行业指标,如石油行业的储油量等。

3. 实施业绩归因信息事后控制,提高信息的准确性和可靠性。在上市公司年报全部披露出之后的一个月,证监会可聘请专业财务分析师、统计分析师或注册会计师分行业对年报中的经营业绩归因信息进行复核,该复核工作不必实地考察,只针对网上公布的年报信息进行核查与对比分析,与注册会计师的年度审计工作相比更加简便且难度系数小,因此,具有一定的可行性。

对归因信息进行的事后控制,主要体现在归因信息已经形成,是对已公布的年报中归因信息是否具有自利性归因行为的一种检验,它的目的在于减少自利性归因行为的再次发生。首先,将年报信息按行业的不同进行分类,以每股收益为指标,对经营业绩进行排名,找出排在前列的公司;然后,该行业其他公司在解释经营业绩时,若其他公司将亏损或下降归于外部环境因素,则与排在前列的公司进行比较,若排名靠前的公司也同时提及了恶劣的外部环境因素,则可认为该

偿付能力不足寿险公司的估值方法修正

苏 静(博士)

(中央汇金投资有限责任公司 北京 100032)

【摘要】 寿险公司的传统价值评估模型主要建立在偿付能力充足、永续经营这一前提假设的基础上,不能充分反映由于偿付能力不足而导致的公司整体风险与价值的变化动态,从而对寿险公司的价值和风险作出误判。针对上述缺陷,本文描述了能向报告使用者提供有用信息的估值技术应具备的属性和特征,逐一对比了可能的解决方案,提出修正风险贴现率的评估是弥补现有估值体系缺陷的可行方法。

【关键词】 偿付能力不足 寿险公司 价值评估

一、研究背景

整个寿险行业在经历了前几年的快速发展后,目前已进入转型的关键时点。当外部约束条件使得资本金实力较弱或者财务灵活度有限的保险公司难以自足并陷于困境时,制定严谨的资本规划以及对外融资成为这类问题公司彻底解决困难的现实选择。无论是通过外部股权转让、增资还是其他方式纾困,选择合适的价值评估模型来合理确定这类问题公司的价值是解决方案的关键核心,也是当前急需研究的重要课题。

寿险公司由于产品期限长等经营特性,所以财务报表中的利润和净资产项目主要反映的是现有业务的当期利润和价值,要对公司现有业务的整体价值做出有效判断,还需要补充内含价值(Embedded Value, EV)评估做出综合分析。然而,内含价值(评估价值)评估方法主要基于偿付能力充足和永续经营的一般评估假设,缺乏对寿险公司风险的整体和动态反映,

因素确实存在,否则,业绩差的公司就存在自利性归因现象;最后,根据每个行业的特点、内外部环境因素做出综合评价,给出相应的评分(以0分到5分)或等级(优、中、差)并在证监会网站上予以公示。投资者可以借助专业财务分析师的评分来判断该公司 MD&A 披露信息的准确性和可靠性,避免投资者或利益相关人被管理层臆造出的虚假信息所蒙蔽,进行了错误投资,造成经济损失。

4. 明确各方责任,加大监管力度。从管理层制定信息,再从注册会计师对年报进行审计到最终的将相关信息报出,构成了信息披露的完整体系。要想从根本上解决自利性归因信息存在于年报中的现象,必须着手从信息披露的各个角度和各个层面来解决。管理层应本着诚实信用原则,如实披露信息;内部审计人员,独立于其他部门,直属于公司的董事会,并且对公司的基本经营情况有着一定的了解,如能充分地利用这层关系,可有效地防范在信息披露过程中的自利性归因行为;外部注册会计师审计,应扩大审计范围,加强对非财务信息的审计力度,对经审计过的信息负有相应的法律责任。

在应用到偿付能力不足的寿险公司时这一局限性更为突出,很有可能导致对公司价值与风险的误判。本文将尝试分析寿险公司现有内含价值评估的局限性,描述能向报告使用者提供有用信息的估值技术应具备的属性和特征,并在此基础上提出对现有内含价值评估方法予以修正的理论框架。

二、关于寿险公司估值的研究文献综述

Carson 和 Hoyt(2000)研究了可用以预测保险公司是否陷入财务困境的主要指标以及如何根据这些指标评估寿险公司偿付能力不足的风险。Grace, Klein 和 Phillips(2002)研究了美国的保险保障基金在接收偿付能力不足的财产险公司时采用的估价方法;Grace, Klein 和 Phillips(2005)又利用 1986~1999 年间偿付能力不足的寿险公司样本,检验了改善偿付能力不足状况的成本及其影响因素。上述国外对偿付能力不足寿险公司的估值研究均以“破产”为前提,即研究的是当保险

对于监管部门而言,上市公司归因信息披露质量不高的主要原因就是监管力度薄弱,没有制定相关的法律法规来约束信息编制者的行为,从而使管理层肆意操纵年报中的非财务信息,所以加强上市公司信息披露方面的监管已势在必行。只有完善的法律监管体制做后盾,对信息披露的相关者进行法律制约,才能有效地从根本上遏制在信息披露过程中出现自利性归因的行为,保证信息的真实性和可靠性。

【注】 本文系国家自然科学基金项目“上市公司归因信息披露特征、经济后果及其披露标准研究”(编号:71102112)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Aerts, W.. Inertia in the Attribution Content of Accounting Narratives. *The European Accounting Review*, 2001; 10
2. 孙蔓莉,王化成,凌哲佳.关于公司年报自利性归因行为的实证研究. *经济科学*, 2005; 2
3. 蒋亚朋,刘学波.上市公司业绩预告信息披露中的归因行为. *经济导刊*, 2007; 12