

# 我国创业板市场上市公司 MD&A 信息披露现状研究

王宗萍<sup>1</sup> 王 强<sup>2</sup> 李 璇<sup>3</sup>

(1. 河北大学管理学院, 河北 保定 071002; 2. 重庆工商大学会计学院, 重庆 400067;  
3. 中石化股份胜利油田分公司物资供应处, 山东 东营 257000)

**[摘 要]** 我国创业板上市公司“管理层讨论与分析”(简称 MD&A)的信息披露要求因公司经营特性差异而与主板市场有所不同。研究表明,创业板上市公司 MD&A 信息披露整体情况不甚理想,尤以前瞻性信息的披露问题更严重。表现在重要披露内容缺失,披露过于形式化、表面化、模板化。为此,建议确立 MD&A 信息披露的独立地位,细化以“深入”、“实质”为核心的信息披露要求,过渡性引入“安全港”制度,从而进一步改善我国创业板上市公司 MD&A 披露状况。

**[关键词]** 创业板市场上市公司;管理层讨论与分析;信息披露

**[中图分类号]**F231 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095 - 3410(2013)02 - 0121 - 06

## 一、问题的提出

管理层讨论与分析(Management's Discussion & Analysis, 简称 MD&A)制是指上市公司定期报告中管理层对于公司过去经营状况的评价分析以及对未来发展趋势的前瞻性判断<sup>[1]</sup>。MD&A 的披露基础除了原有的公司财务报表的相关财务数据外,增加了对反映财务状况的非财务信息披露,可以满足投资者对非财务信息以及前瞻信息的关注,被视为财务报告的“核心和灵魂”,成为当前财务报告模式中关注度和信息价值度较高的披露内容。我国于 2001 年引进了 MD&A 披露制度。

现有关于“管理层讨论与分析”的研究文献,主要集中在国外成熟资本市场或我国主板市场,其研究的内容主要集中在对 MD&A 披露的制度变迁、合规性、影响因素等方面,而关于我国创业板资本市场的 MD&A 信息披露的研究文献却鲜见。究其原因,兴许是由于我国创业板市场 2009 年才正式启动,相关研究起步也较晚,创业板上市公司数量较主板而言较少等多方面原因。

然而,与主板市场上市公司相比,创业板市场的上市公司具有成长性较强,经营机制更为灵活,经营模式和盈利模式多元化特征更为突出,经营不确定

性大,抵御外部风险能力相对较弱等特征,这对上市公司的信息披露也提出了更高的要求。另一方面,中国证监会发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 30 号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》,考虑创业板市场的特殊性针对创业板上市公司提出了新的披露要求。而与主板上市公司披露要求对比发现,新增的披露内容大部分为“管理层讨论与分析”的内容<sup>[2]</sup>。因此,在主板市场之外,专门对创业板市场的信息披露的研究具有重要的现实意义。由于当前在创业板“管理层讨论与分析”方面的相关研究存在一定的“真空”,故本文将探索性地对运行近三年的创业板市场上市公司 MD&A 披露情况予以全面地分析和总结。

## 二、研究样本与研究设计

### (一) 研究样本

由于我国创业板市场启动时间较短,仅有 58 家上市公司披露 2009 年及 2010 年连续两年的年报,披露 2010 年年报的创业板上市公司有 189 家。为比较分析创业板公司在遵循年报准则披露要求方面的变化,本文首先选取已连续两年披露年报的上市公司(共 58 家)进行数据分析,之后对披露 2009 年年报的 58 家上市公司与披露 2010 年年报的 189

**[作者简介]**王宗萍(1964 - ),女,重庆人,河北大学管理学院教授、博士。主要研究方向:财务管理理论与方法。

家上市公司的 MD&A 披露情况进行对比分析。所用上市公司年报均来源于巨潮资讯网。

(二)研究设计——年报 MD&A 信息披露内容分类及评分标准表的建立

为获得 MD&A 信息披露程度,需将其中的定性信息通过内容分析法构建合适的评分标准表,使其以定量的方式呈现。在前人对主板市场研究的基础上,考虑相关法规要求,本文采用证监会 2009 年颁布的《创业板上市公司年报准则》中对 MD&A 的相应规定,确定相应的披露项目。同时,将创业板

MD&A 披露内容概括并分为 2 大部分 9 大类内容,并进一步细分了若干子项目,合计 29 个子项目(见表 1)。在此基础上,采用 0-1 评分法、0-2 评分法、0-3 评分法相结合的多层级评分法,对每一个子项目进行评分赋值,基于减少加权指数存在而造成的内在偏差的考虑,借鉴刘昱熙(2007)通过问卷调查确定的历史信息与前瞻信息的权重为 1:1,本文对历史信息与前瞻信息两大部分的赋值分别赋值 30 分,满分 60 分<sup>[3]</sup>。构建的评分标准表见表 1。

表 1 MD&A 信息披露内容分类及评分标准 <sup>[4]-[7]</sup>		
一、历史性信息(H)		
大类	子项目	评分标准
1. 报告期内总体经营情况	列示公司营业收入、营业利润、净利润的同比变动情况,说明引起变动的主要影响因素	无披露为 0 分,仅说明变动情况的为 1 分,兼进行原因分析的为 2 分
	对前期已披露的发展战略和经营计划的实现情况或调整情况的总结	无披露为 0 分,一般性简单说明为 1 分,充分详细说明为 2 分
2. 主营业务及其经营状况	分别按产品或地区说明报告期内公司主营业务收入、主营业务利润的构成情况	无披露为 0 分,部分披露为 1 分,分别按产品或地区全部披露为 2 分
	分项列示主要业务经营活动及其所属行业以及主要产品的营业收入、营业成本、营业利润率,分析变动情况	无披露为 0 分,仅说明变动情况的为 1 分,兼进行原因分析的为 2 分
	主要供应商、客户情况	无披露为 0 分,一般性简单说明为 1 分,充分详细说明为 2 分
3. 财务数据变动情况	报告期内公司资产构成(货币资金、应收款项、存货、投资性房地产、长期股权投资、固定资产、在建工程、短期借款、长期借款等占总资产的比重)的变动情况	无披露为 0 分,仅说明变动情况的为 1 分,兼进行原因分析的为 2 分
	报告期内以公允价值计量的资产的购入、售出以及公允价值变动等情况	无披露为 0 分,简单披露为 1 分,完整披露为 2 分
	报告期内公司费用(销售费用、管理费用、财务费用、所得税)构成变动情况	无披露为 0 分,仅说明变动情况的为 1 分,兼进行原因分析的为 2 分
	报告期内公司现金流量构成变动情况	无披露为 0 分,仅说明变动情况的为 1 分,兼进行原因分析的为 2 分
	报告期内无形资产(商标、专利、非专利技术、土地使用权、水面养殖权、探矿权、采矿权等)构成变动情况	无披露为 0 分,仅说明变动情况的为 1 分,兼进行原因分析的为 2 分
	报告期内研发支出总额及相关比重(资本化研发支出额的比重、研发支出占营业收入的比重等)的变动情况	无披露为 0 分,仅说明变动情况的为 1 分,兼进行原因分析的为 2 分
4. 与经营相关的非财务信息的揭示	报告期核心竞争能力的变化及对公司产生的影响	无披露为 0 分,简单说明为 1 分,较详细说明为 2 分,详细说明为 3 分
	报告期内从事的研发项目进展情况及拟达到的目标	无披露为 0 分,有披露为 1 分
5. 主要子公司、参股公司的经营情况及业绩分析	主要子公司的业务性质、主要产品或服务、注册资本、总资产、净资产、净利润以及报告期内取得和处置子公司的情况(取得和处置的目的、方式以及对公司整体生产经营和业绩的影响)	无披露为 0 分,一般性简单说明为 1 分,充分详细说明为 2 分
	对公司经营业绩有重大影响的单个子公司或参股公司的经营业绩波动原因分析	无披露为 0 分,一般性简单说明为 1 分,充分详细说明为 2 分
二、前瞻性信息(F)		
1. 行业趋势及竞争格局	分析外部经营环境及行业地位的发展现状和变化趋势	无披露为 0 分,一般性分析为 1 分,详细分析为 2 分
	分析公司面临的主要优势和困难	无披露为 0 分,一般性分析为 1 分,详细分析为 2 分
	分析相关变化对公司未来经营业绩和盈利能力的影响	无披露为 0 分,定性描述为 1 分,定量定性相结合披露为 2 分

续表 1

2. 战略发展及规划	向投资者提示管理层所关注的公司未来发展机遇和挑战	无披露为 0 分,一般性说明为 1 分,详细说明为 2 分
	披露公司发展战略	无披露为 0 分,一般性说明为 1 分,详细说明为 2 分
	说明拟开发的新业务、新产品、新项目等	无披露为 0 分,部分披露为 1 分,充分披露为 2 分
	新年度的经营目标	无披露为 0 分,定性描述为 1 分,定量定性相结合披露为 2 分
	说明为达到经营目标拟采取的策略和行动	无披露为 0 分,一般性说明为 1 分,详细说明为 2 分
	自愿披露新年度的盈利预测	无披露为 0 分,有预测为 2 分
2. 资金需求、使用及来源情况	为维持当前业务即实现未来发展战略所需的资金需求及使用计划	无披露为 0 分,一般性说明为 1 分,详细说明为 2 分
	对公司资金来源情况进行说明	无披露为 0 分,定性描述为 1 分,定量定性相结合披露为 2 分
4. 风险披露	不利风险因素披露	无披露为 0 分,充分具体披露为 2 分,充分具体且突出重要性的披露为 3 分
	分析各风险因素对公司当期及未来经营业绩的影响	无披露为 0 分,简单说明为 1 分,较详细说明为 2 分,详细说明为 3 分
	自愿披露,介绍已(或拟)采取的对策措施	无披露为 0 分,一般性说明为 1 分,详细说明为 2 分

三、创业板市场上市公司 MD&A 信息披露现状

(一)MD&A 信息披露总体概况

1. MD&A 信息披露总得分呈正态分布,说明多数上市公司披露质量表现一般,而表现很好及很差的都较少。统计分析得出,不论是 2009 年还是 2010 年的 MD&A 信息披露总得分基本服从正态分布。经单样本 K-S 检验后,得出 T2009 的 K-S 统计量 Z 值为 0.861,显著性水平为 0.449;T2010 的 K-S 统计量 Z 值为 0.927,显著性水平为 0.239,说明 2009 和 2010 年的总得分分布符合正态分布。

2. MD&A 信息披露总得分连续两年处于及格水平,且 2010 年较 2009 年有所下滑。如表 2,分别列示了 2009 年以及 2010 年年报 MD&A 信息披露总得分的描述性统计指标。由于本文 MD&A 信息披露总得分的满分为 60 分,为便于习惯性比较,因此将所用得分数据除以 0.6 进行百分制转换。转换后 2009 年 MD&A 信息披露总得分平均值为按百分制计为 67.55,而 2010 年该项指标只有 63.22,说明总体披露情况基本及格。

2009 年年报 MD&A 信息披露总得分低于 60 分的共有 10 家上市公司,约占样本总体的 17.24%,2010 年年报 MD&A 信息披露总得分低于 60 分的共有 42 家上市公司,约占样本总体的 22.22%。同时,2010 年得分的最小值低于 2009 年的该项指标,

综合说明了创业板市场上市公司 2010 年的 MD&A 信息披露总体情况较 2009 年有所下滑。

3. 创业板市场上市公司 MD&A 信息披露质量有较大的提升空间。2009 年,有 3 家上市公司 MD&A 信息披露总得分超过 80 分,2010 年,有 2 家上市公司总得分超过 80 分,这说明创业板上市公司对 MD&A 信息披露的程度虽然总体能依照准则要求进行披露,但在披露的完整性和充分性方面仍有较大提高上升的空间。

表 2 MD&A 总得分披露情况描述性统计

	测试总得分 2009	测试总得分 2009 (转换为百分制)	测试总得分 2010	测试总得分 2100 (转换为百分制)
样本数	58	58	189	89
均值	40.53	67.55	37.93	63.22
中值	41.00	68.33	38.00	63.33
标准差	5.055	5.055	4.193	4.193
最小值	27	45	25	41.67
最大值	50	83.33	51	85
超过 80 分个数	—	3 家	—	2 家
60 分以下个数	—	10 家	—	42 家
占总样本比重	—	17.24%	—	22.22%

(二)历史信息与前瞻信息披露概况

1. 历史信息披露情况较前瞻信息披露好,前瞻信息披露仍存在不足。如表 3 所示,通过对比 2009 年与 2010 年历史信息与前瞻信息得分披露情况,可

以发现连续两年创业板市场上市公司对历史信息的披露情况得分平均值均高于前瞻信息披露情况得分平均值。在其他指标方面历史信息的披露也要好于前瞻信息披露,这就说明我国创业板市场上市公司在前瞻信息披露方面仍存在不足。

2. 创业板市场不同公司之间历史信息披露和前瞻信息都存在差异,但后者差异更大。通过表 3 可以看出,各年历史信息披露得分的标准差数值小于前瞻信息披露得分的标准差,这说明不同的创业板上市公司之间对历史信息披露的差异要小于对前瞻信息披露的差异,这是由于历史信息中定量化、强制性信息披露较多,而前瞻信息中定性化表述的信息比重较大,且存在若干项目的自愿信息披露,因而造成不同上市公司之间差异较大。

表 3 历史信息与前瞻信息披露情况描述性统计				
	历史信息披露 测试得分 2009	历史信息披露 测试得分 2010	前瞻信息披露 测试得分 2009	前瞻信息披露 测试得分 2010
样本数	58	189	58	189
均值	23.48	22.96	17.05	14.97
中值	23.50	23.00	17.50	15.00
标准差	2.437	2.349	3.541	2.952
最小值	16	14	7	5
最大值	28	28	22	24

(三)分类信息披露状况

为了进一步了解创业板市场上市公司 MD&A 信息披露内容,本文将对九大分类信息的披露情况进行统计分析。由于各项所赋分值不同,因此将平均分除以各项满分折算为平均分指数进行比较,所得结果及排名见表 4。

1.5 项历史信息披露中排名靠前的 4 项,1 项排

表 4 九大分类信息披露状况描述性统计

	满分	2009 年		排名	2010 年		排名
		平均分	平均分指数		平均分	平均分指数	
报告期内总体经营情况	4	2.84	0.71	4	3.53	0.88	2
主营业务及其经营状况	6	5.38	0.90	1	5.47	0.91	1
财务数据变动情况	12	10.19	0.85	2	8.97	0.75	4
与经营相关的非财务信息的揭示	4	3.09	0.77	3	3.05	0.76	3
主要子公司、参股公司的经营情况及业绩分析	4	1.98	0.50	8	1.94	0.48	8
行业趋势及竞争格局	6	2.91	0.49	9	2.13	0.36	9
战略发展及规划	12	6.74	0.56	7	6.02	0.50	7
资金需求、使用及来源情况	4	2.52	0.63	5	4.51	0.58	5
风险披露	8	4.88	0.61	6	2.30	0.56	6

名靠后。从表 4 可以看出,历史信息中的 5 项有 4 项在连续两年的排名中都较为靠前,这与前述历史信息和前瞻信息对比分析基本是相符的。披露最好的是“主营业务及其经营状况”。在历史信息的披露中,只有第 5 项涉及子公司、参股公司的经营情况及业绩分析的排名比较靠后,这主要是由于部分创业板上市公司对该项内容的表述较为简单,合规性不强而造成的。

2. 前瞻信息中各分类信息排名都较靠后,有“报喜不报忧”倾向。从表 4 可以看出,前瞻信息中的各分类信息在九大分类信息披露的得分中,排名基本上“垫底”披露最差的一项是“行业趋势及竞争格局”,大部分公司并未对该项内容进行充分披露,只是着重介绍了外部经营环境的发展现状,对公司未来发展面临的困难及可能对业绩产生的影响避重就轻,避而不谈,因此总的披露水平较低。这说明创业板上市公司在披露信息方面存在一定的“报喜不报忧”的倾向。

四、创业板市场上市公司 MD&A 信息披露中存在的问题

《创业板上市公司年报准则》中对 MD&A 的披露要求与主板上市公司年报准则相比,增加了体现创业板上市公司特点的披露要求,如强化对公司风险因素和核心竞争能力以及变化的披露要求,增加对无形资产情况、研发情况以及持有金融资产情况的披露要求等。但在阅读上市公司年报的过程中,笔者发现创业板上市公司对 MD&A 信息披露方面存在以下几方面的问题:

1. 少数创业板上市公司披露合规性不强。如在持有金融资产情况的披露部分中,为了防范因持有金融资产对经营及业绩带来的风险,准则要求公司“应当说明报告期内该资产的购入、售出以及公允价值变动等情况”。2009 年有 4 家公司持有交易性金融资产,其中有 2 家均没有披露该项信息,另外 2 家也仅是简单列示交易性金融资产数额以及所占总资产的比重,未按照准则要求进行详细披露;2010 年有 10 家公司持有交易性金融资产,也仅有 3 家能够较为充分完整地进行披露,有 4 家公司简单披露数额,仍有 3 家公司未披露该项信息。由于持有金融资产的公司数量较少,因此在前述评分标准表中,该项披露分值不能对总体得分产生较为明显的影响,但单独分析披露情况后侧面反映了创业板上市公司在披露合规性方面存在的问题。此外还有少数上市公司随意减少应披露项目,降低了投资者对 MD&A 信息的使用及评判价值。

2. 经营成果表面披露大于对资产质量的深入分析。阅读创业板上市公司年报的 MD&A 部分发现,多数上市公司在披露经营成果方面与准则的符合度较高,而对资产质量的分析则不够重视。这一方面是由于我国长期以来对 MD&A 信息披露的政策导向更加重视经营成果部分披露所致,另一方面也说明创业板上市公司对信息披露的层次较浅,对于能够满足投资者需要的深层次信息披露不充分。比如在对经营成果变动部分要求公司具体分析变动原因以供投资者参考,但部分上市公司对变动原因的分析要么是和后文财务报表附注中的解释重复,要么一句话简单带过,根本无法起到 MD&A 中“讨论与分析”的作用,表面上已披露信息,但实则鲜有实质的内容分析。

3. 模板化披露现象较为严重,预测性披露及自愿性披露不强。通过阅读对比连续两年披露年报的 58 家上市公司的 MD&A 信息发现,上市公司对 MD&A 信息中的定性信息披露,如外部经营环境的发展现状及行业地位的变化趋势分析、不利风险因素披露等方面具有较为明显的模板化现象,有的上市公司两年分析内容的相似率最高可以达到接近 70%,这种模板化披露的做法大大降低了 MD&A 信息对投资者的使用价值。

此外大部分上市公司仅就公司当年的情况进行描述分析,对要求披露的趋势信息也仅限于对当期报表主要项目的变动原因简单分析,没有利用当期或前一期的财务状况情况对未来变化趋势加以剖析和预测,缺乏对公司流动性、偿债能力以及经营成果将会或者可能会有重大影响的趋势和不确定信息披露。由于外部投资者对公司动态信息获取的难度,因此其对公司未来前景的判断也较易出现偏差,最终是损害了投资者的利益。

自愿性披露不强主要体现在两项自愿性披露指标“F2.6 自愿披露新年度的盈利预测”和“F4.3 介绍已(或拟)采取的对策措施”的披露情况。在全部 189 家公司中,有 102 家上市公司没有披露应对风险因素拟采取或已采取的对策措施,并且没有一家主动披露新年度盈利预测,这一方面是由于我国准则规定“凡公司在年度报告中披露新一年度盈利预测的,该盈利预测必须经过具有从事证券相关业务资格的注册会计师审核并发表意见”的制度造成的,另一方面也反映了创业板上市公司在披露信息时的被动性。

### 五、政策建议

在我国,“管理层讨论与分析”作为上市公司信息披露的一种新形式仍处于不断完善改进的过程。创业板上市公司年报的管理层讨论与分析披露总体质量不高,前瞻信息披露的披露状况更是差强人意,并且存在“报喜不报忧”的选择性披露现象以及对若干定性表述信息模板化敷衍披露的现象。针对上述问题以及创业板市场上市公司的特点,本文对创业板市场上市公司 MD&A 信息披露制度提出如下建议:

(一)确立 MD&A 信息披露的独立地位,完善 MD&A 信息披露框架

我国创业板上市公司的 MD&A 信息披露的规定主要在《创业板上市公司年报披露准则》中,隶属于董事会报告的一部分。鉴于 MD&A 信息在揭示风险、突出创业板上市公司的盈利性和成长性方面的重要性,笔者认为在创业板上市公司年报披露中,应将管理层讨论与分析作为一个单独的部分进行披露。这样不仅可以加强上市公司对 MD&A 信息披露的重视程度,还可以使投资者在阅读 MD&A 信息

时更有针对性。

此外,由于我国创业板上市公司的 MD&A 信息披露框架是在主板市场的披露框架上修改而来,反映创业板上市公司特点的披露要求仍然有待完善,并且加强自愿性信息披露要求的比重,可提高投资者对创业板上市公司信息披露质量的判断水平。

(二)细化信息披露要求,强调信息的深入分析和实质性分析

MD&A 信息包括定量与定性两种类型的信息,因此提高 MD&A 信息披露水平也要从这两方面进行。定性信息披露的质量往往要伴随着定量信息的补充披露,因此通过细化定量分析型信息的披露要求,也可以达到辅助提高定性信息的披露。如美国要求必须披露未来几年负债的分类统计表等,对定性分析型的信息则要尽量进行细化,而不是泛泛的以概括性内容作为披露要求。对细化后的每一条内容如果上市公司认为不需要披露则应该说明理由,而不是一笔勾销完全不披露。

针对上市公司在披露 MD&A 信息过程中出现的披露要求避重就轻,只重复披露历史数据、没有实质分析问题的情况,MD&A 信息披露应加强对上市公司具有实质性影响的非财务信息的披露(包括历史性非财务信息以及前瞻性非财务信息),并深入分析这些信息对上市公司的实质性影响。

在证监会 2012 年 1 月发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 30 号——创业板上市公司年度报告的内容与格式(2011 年修订)》(征求意见稿)第二十一条中,重申了对创业板“管理层讨论与分析”信息披露相关性、重要性及充分性的要求,并增加了对主要产品的产销及库存情况、研发团队构成的自愿性信息披露要求,以使投资者对公司整体运营现状及未来发展有更深入的了解。

(三)建立披露 MD&A 信息奖惩机制,过渡性引入“安全港”制度

美国在 1933 年的证券法和 1934 年的证券交易法中规定了“安全港”制度,1980 年又重新强调了“安全港”制度在披露预测性信息中的适用性<sup>[8]</sup>。

我国现有对 MD&A 信息披露制度只是界定了上市公司管理层的披露义务,但没有规定何种信息的披露以及披露信息的管理层应受保护,这就造成了管理层“无过便是德”的心理,对于没有把握的事项就不披露,影响了投资者对上市公司未来前景的判断和把握。鉴于我国的资本市场还无法与美国相比,盲目引进“安全港”制度并不符合我国当前国情,因此笔者认为可以建立相应的 MD&A 信息披露的奖惩制度作为“安全港”的过渡性制度。在上述对披露信息细化的基础上,对于披露信息的种类进行划分,对于存在主动自愿披露 MD&A 信息的管理层应在一定程度上予以奖励,而对存在消极敷衍披露的管理层实行惩罚措施。通过信息披露激励机制,投资者也可以更有效率地对上市公司中的 MD&A 信息的披露质量进行判断。

#### 参考文献:

- [1]李常青,王毅辉.“管理层讨论与分析”研究述评[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2007,(05):20-25.
- [2]中国证监会.公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 30 号——创业板上市公司年度报告的内容与格式(征求意见稿,2011 年修订)[Z].2012-01-07.
- [3]刘显熙.美国管理层讨论与分析的信息披露制度[J].财会通讯(综合版),2006,(12):87-88.
- [4]毛志宏,谷瑶,张圣.对制定中国上市公司管理层讨论与分析披露范本的探讨[J].社会科学战线,2010,(07):234-237.
- [5]刘显熙.中国上市公司“管理层讨论与分析”信息披露理论与实证研究[D].暨南大学,2007:63-66.
- [6]钟娟.“管理层讨论与分析”前瞻性信息披露动因研究[D].厦门:厦门大学,2007.
- [7]董旃.会计信息自愿性披露:基于创业板市场分析[J].天津市财贸管理干部学院学报,2010,(02):11-14.
- [8]李燕媛,李晓东.“管理层评论”信息质量原则的国际比较与启示[J].会计研究,2009,(01):54-59.

(责任编辑:周杰)