

前瞻性信息披露与债务契约

——基于年报文本分析的经验证据

田高良,薛宇婷,李星

(西安交通大学管理学院,陕西西安710049)

摘要: 基于债权人视角研究企业前瞻性信息披露的经济后果,即管理层讨论与分析中披露的前瞻性信息是否会影响企业的债务契约。文章以2007—2020年我国A股非金融上市公司为样本进行研究发现,企业前瞻性信息披露水平越高,获得的债务期限越长、债务资本成本越低以及债务规模越大,即债权人愿意为前瞻性信息披露水平更高的企业提供更为有利的债务契约。这一研究结论在一系列稳健性检验中均成立。进一步研究发现,文本可读性较高、文本相似度较低和披露战略信息含量较高的企业中,前瞻性信息披露对债务契约的改善作用更加显著。通过渠道分析发现,前瞻性信息披露通过向市场提供增量信息从而改善了债务契约。研究结果对认可前瞻性信息在资本市场上的价值与功能具有一定意义,也为防范和化解资本市场债务风险提供了依据。

关键词: 前瞻性信息披露;管理层讨论与分析;债务契约

中图分类号: F234.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2023)04-0057-17

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2023.04.004

Forward-looking Statement and Debt Contracts: Empirical Evidence Based on Text Mining of Annual Report

TIAN Gaoliang, XUE Yuting, LI Xing

(School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China)

Abstract: The study investigates the economic consequences of forward-looking information from creditors' perspective. Based on the data of 2007—2020 Chinese non-financial listed enterprises we study whether the forward-looking information in management discussion and analysis (MD&A) affects corporate debt contracts. The results show that higher levels of forward-looking information disclosure are associated with longer debt maturity, lower cost of debt capital, and larger debt scale, which means that creditors are willing to provide more profitable debt contracts to firms with higher levels of forward-looking information disclosure. The result holds in a series of robustness tests. Further analysis reveals that the above correlations are more significant in the companies with higher readability of annual report text, low text similarity and more disclosure of strategic information. The channel analysis reveals that forward-looking disclosure improves debt covenants by providing incremental information to the market. The findings have implications for recognizing the value and function of forward-looking information in the capital market and provide a basis for preventing and mitigating capital market debt risks.

Key words: forward-looking information; MD&A; debt contracts

收稿日期: 2022-12-21

基金项目: 国家社会科学基金后期资助项目“数字经济时代科创板上市公司多元化信息披露机理及经济后果研究”(21FGLB006)

作者简介: 田高良,男,教授,博士生导师,管理学博士,主要从事内部控制与审计研究;薛宇婷(通讯作者),女,博士研究生,主要从事信息披露与资本市场研究;李星,男,讲师,管理学博士,主要从事企业社会责任与公司治理研究。

一、引言

2021年中央经济工作会议提出,经济工作的总基调是“稳字当头、稳中求进”,推动经济实现质的稳步提升,强化契约精神,有效治理恶意拖欠账款和逃废债行为,防范包括企业债务违约和可能出现经济“类滞胀”等风险。最新统计年鉴显示,2021年我国社会融资规模累计为31.35万亿元,其中银行贷款和企业债券两项债务融资占比分别为63.6%和10.5%,而非金融企业股票融资占比仅为3.9%。可以看出,银行等金融体系提供的债务融资仍为我国企业当前主要的外部资本来源(姜丽莎等,2020)^[1]。因此了解债务契约的影响因素对管理者、债权人和监管机构至关重要,这不仅是防范和化解资本市场债务风险的重要依据,也是增强企业活力、支持经济高质量发展的关键。

债权人作为企业外部信息的使用者,会计信息反映的经营成果与财务状况是其信息获得的主要来源(张先治和徐健,2021)^[2]。然而现行企业披露的会计信息并没有说明企业未来的计划和可能会对企业未来前景产生重大影响的风险(Jensen和Berg,2012)^[3],债权人需要通过定性信息来弥补财务报表和企业业绩经济现实之间的差距(Feldman等,2010)^[4]。在现有文献中,有学者将定性信息的内容划分为前瞻性信息和历史性信息(Wang和Hussainey,2013;王秀丽等,2020;Cazier等,2020)^[5-7]。前瞻性信息是定性信息中最重要的部分,因为历史信息不足以让利益相关者在投资方面做出明智的决定,而前瞻性信息是资本市场上有效决策的支柱(Wang和Hussainey,2013)^[5]。前瞻性信息不仅预测了企业未来战略、研发和运营活动等信息,还涉及风险和不确定性等相关信息,对于利益相关者估计企业的未来现金流和风险具有重要参考价值(马黎珺等,2019)^[8]。其中公司的运营计划、财务预测和战略相关信息能够帮助债权人全方位判断企业的经营成果,从而对企业未来盈利情况和投资价值进行更准确的预测;同时前瞻性信息也是评估上市公司风险的补充信息来源,能够使债权人对企业未来盈利的波动性有更直观的认知,避免对风险的错误定价,进而降低风险补偿率,向企业提供更为优惠的债务契约。

然而前瞻性信息披露也可能未向银行等债权人提供增量信息。有些学者发现,银行在缓解信息不对称方面具有优势,因为银行有各种替代手段来获得私有信息,大多数贷款合同会要求借款人满足债权人的合理信息要求,允许根据债权人的需要提供信息(Bharath等,2008;Beatty等,2010)^[9-10],而私有信息可能比公共信息更具有前瞻性(Carrizosa和Ryan,2017)^[11]。因此债权人是否会关注管理层讨论与分析(MD&A)中披露的前瞻性信息,并据此调整债务契约仍不得而知。为此,本文采用文构财经文本数据平台“前瞻性”指标衡量企业的前瞻性信息披露,以2007—2020年我国A股上市公司为样本,实证检验了管理者披露的前瞻性信息是否会影响企业的债务契约。研究发现,企业前瞻性信息披露水平越高,获得的债务期限越长、债务资本成本越低以及债务规模越大,即债权人愿意为前瞻性信息披露水平更高的企业提供更为有利的债务契约。这一研究结论在一系列稳健性检验中均成立。进一步研究发现,在文本可读性较高、文本相似度较低和披露战略信息含量较高的企业中,前瞻性信息披露对债务契约的改善作用越显著。通过渠道分析发现,前瞻性信息披露通过向市场提供增量信息从而改善了债务契约。

本文的结论具有以下潜在的贡献:(1)从债权人视角拓展了前瞻性信息披露经济后果的研究,为前瞻性信息披露效果提供新的经验证据。前人大多关注了股权投资者作为MD&A前瞻性信息的主要使用者,发现股权投资者可以通过使用企业披露的前瞻性信息来更好地预测收益和判断公司价值(Li,2010;田高良等,2023)^[12-13]。而本文通过检验前瞻性信息披露对债务契约中债务期限结构、债务资本成本和债务持有规模的影响,发现银行等债权人也能够利用前瞻性信息进行信贷决策,而与普通投资者相比银行具有信息处理与获取方面的双重优势(Plumlee等,2015)^[14],因此债权人对前瞻性信息披露的反应更能体现其信息价值。研究结果拓展了前瞻性信息披露对利益相关者影响的研究,提供了前瞻性信息发挥信息效应和优化资源配置的新证据。(2)丰富了非财务信息披露对债权人决策有用性的研究,之前的文献主要研究公允价值计量(罗楠和刘斌,2012)^[15]、企业业绩(Bharath等,2008)^[9]、会计稳健性(Sunder等,2018)^[16]以及商誉(杜春明等,2019)^[17]等财务信息对债权人决策产生的影响。而本文聚焦MD&A中的前瞻性信息,发现

非财务信息同样有利于债权人信贷资金的分配,即债权人愿意给予前瞻性信息披露更多的公司更优惠的债务契约,补充了债务契约影响因素的研究。

二、文献回顾与研究假设

(一) 前瞻性信息披露的有用性

随着利益相关者对企业信息需求的不断增长,面向过去的信息已难以提供决策所需的全面信息,而前瞻性信息为外部信息使用者提供了解企业现状和预测未来的有用信息,弥补了历史性财务信息的不足(Muslu等,2015)^[18]。各国准则制定机构和监管机构也发布了一系列研究报告鼓励上市企业披露更多的有关企业未来发展前景的前瞻性信息。如美国证券委员会(SEC)规定管理层讨论与分析的目标之一是公开可能影响企业未来运营的事件和趋势的信息;国际会计准则理事会(IASB)在对叙述性报告的监管要求中提到,企业应提供具有前瞻性的叙述性分析和讨论,有望帮助投资者了解企业过去和当前的财务表现,并预测未来的收益。而我国证监会也制定了相应法规和准则,要求和鼓励上市企业披露有关未来发展前景的非财务信息。比如在《公开发行证券的企业信息披露内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉(2007年修订)》中,要求在董事会报告中应明确披露企业对未来的展望,包括行业竞争格局和发展趋势、未来发展的机遇和挑战、企业发展战略、拟开展的新业务、拟开发的新产品、拟投资的新项目,以及可能对企业未来发展战略和经营目标的实现产生不利影响的风险因素等。学术界也对前瞻性信息的有用性进行了广泛探讨。Davis和Tama-Sweet(2012)^[19]认为,MD&A中的前瞻性披露包含了大量的增量信息,补充解释了财务报告以外的企业信息,能够提高信息的准确性。Muslu等(2015)^[18]发现,当企业的股票价格不能很好地反映未来收益时,企业会提供更多的前瞻性披露,而这些披露会提高未来收益股票价格的信息性。Merkley(2014)^[20]发现企业研发战略披露及相关前瞻性的信息叙述,提高了财务报告信息含量和准确性,可以被分析师广泛使用,提升了其对盈余预测的准确性。王雄元和高曦(2018)^[21]发现前瞻性信息披露中的风险信息内容降低了企业的权益资本成本。Cazier(2020)^[7]研究发现由于证券诉讼改革法案对前瞻性信息给予的安全港保护,前瞻性信息披露会降低随后诉讼风险的可能性。田高良等(2023)^[13]发现前瞻性信息披露水平与企业现金持有价值呈正相关关系,即投资者愿意为前瞻性更高的管理者手中持有的现金赋予更高的价值。

(二) 信息披露与债务契约

债权人与债务人之间的信息不对称从根本上影响了最佳债务契约的设计(Ball等,2008)^[22]。其影响主要体现在债务契约的特征上,如贷款金额、利率、贷款期限、契约和绩效定价条款。例如,当债权人对企业的经营计划和业绩缺乏足够的信息时,会选择减少资金提供金额,以分散债务风险(Biddle和Hilary,2006)^[23];此外,当债权人掌握的信息不确定性越高,会要求更高的债务资本成本以弥补债务风险(张金鑫和王逸,2013)^[24];也可以采用非价格机制,如当债权人认为长期债务风险较大时,会选择期限较短的债务契约(Gottesman和Roberts,2004)^[25]。之前关于信息披露和债务契约之间关系的研究大多集中在财务信息披露上。Watts和Zimmerman(1990)^[26]认为,财务信息在减少债务契约签订过程中产生的代理成本方面可以发挥重要作用,债务契约会依据财务报告设计条款。Ball等(2008)^[22]发现当财务信息的“债务合同价值”较高时,债务契约定价条款更有可能以财务信息为基础。Armstrong等(2010)^[27]认为,董事会、管理者和债权人之间的利益分歧造成了债务契约冲突,而信息披露能够决定冲突的程度和设计缓解冲突的机制。此外,企业还会自愿披露信息以改善企业信息环境,提升企业债务契约定价的能力。而关于非财务信息披露对于债务契约的影响,有些学者也进行了一定的有益探索,如倪娟和孔令文(2016)^[28]发现在年度报告或企业社会责任报告中披露环境信息的企业能够获得较多的银行贷款和较低的债务融资成本。王雄元和曾敬(2019)^[29]认为年报中的风险信息披露能够通过提高信息透明度和降低银行风险感知水平降低企业的银行贷款利率。胡宁等(2020)^[30]研究了交易所监管问询函及其是否公开披露对企业债务资金成本的影响。

响,发现当问询函公开向市场披露时,被问询企业的债务资金成本显著上升。而本文试图从企业前瞻性信息披露的角度对非财务信息披露与债务契约的研究进行扩展,以增进资本市场对前瞻性信息资源配置作用的理解。

(三) 研究假设

有学者研究表明,信息成本与违约成本是构成债务契约条款的关键因素(Rajan,1992)^[31]。债权人会收集有关借款人的历史和未来表现的信息来筛选借款人(Bharath等,2008;Plumlee等,2015)^[9,14],他们利用这些信息对企业履行其贷款义务的能力做出初步判断,并在贷款协议达成后对企业进行监督,以确保其还款。然而现行企业披露的会计信息没有说明企业未来的目标和可能会对企业未来前景产生重大影响的风险(Jensen和Berg,2012)^[3]。债权人可能会因为缺少足够的信息而对公司投资或借贷决策缺乏交易信心,进而降低资本市场的整体资源配置效率(Stiglitz,2002)^[32]。因此在不完美市场中,信息不对称产生的风险会覆盖违约风险,从而债权人会要求更高的利息作为信息不对称风险的风险溢价(郑登津和闫天一,2016)^[33],在此情况下,降低债务契约成本主要依靠信息不对称的缓解(Rajan,1992)^[31]。而管理层讨论与分析中包含的前瞻性信息不仅提供了公司战略、研发信息和未来展望信息,还涉及风险和不确定性等非财务信息。一方面,债权人可以获得与公司的运营计划和战略相关的信息,从而对企业未来盈利情况和投资价值能够进行更准确的预测;另一方面,前瞻性信息也是评估上市公司风险的补充信息来源,能够使债权人对企业未来盈利的波动性有更直观的认知,正确评估对上市公司的违约风险预期。而债权人可以通过设置不同的债务契约条款来反映其对债务人风险水平及还款能力的预期,当债权人信息成本降低时,则更愿意对债务人延长贷款期限、降低贷款利率或提供债务资本(Ball等,2008;张金鑫和王逸,2013)^[22,24]。

但与此同时,有学者提出,相对于资本市场的投资者来说,银行等债权人更有能力收集和分析私下获取的前瞻性信息,从而可能更少地依赖财务报表或自愿披露等公共信息进行决策(Carrizosa和Ryan,2017)^[11]。虽然债权人可以通过私有渠道直接从企业获取需求信息,但通过私有渠道处理信息具有一定成本(Bao等,2022)^[34],因为债权人与企业之间存在信息不对称,因此对自己未来业绩更为了解的企业有动机在非正式的私有渠道投机性披露自身信息(Chen等,2019)^[35],如选择私下尽可能较少披露较为负面的风险信息(Chiu等,2019)^[36],因此债权人需要使用公开渠道披露的信息作为补充与验证。而高质量公开披露的信息可以作为一种承诺机制,在交易双方之间建立信任(Radhakrishnan等,2014)^[37],同时由于公开披露的信息受到公众与利益相关者的监督,企业会更加关注自身声誉或法律问题,使得公开渠道披露的信息可信度更高(Kothari等,2009)^[38],因此年报中的前瞻性信息能够提供更为精确的企业未来战略与风险相关信息,削减了债权人的信息处理成本。因此前瞻性信息能够增加债权人的信息优势,减少其与企业间的信息不对称程度,从而降低债权人因不确定性而要求的风险补偿率,使债权人给予上市公司包括延长贷款期限、降低贷款利率以及增加贷款规模等更多的契约条款优惠。基于上述分析,本文提出假设H1:

H1:前瞻性信息披露水平越高,企业获得的债务期限越长、债务资本成本越低以及债务规模越大。

三、研究设计

(一) 变量度量

1. 企业债务契约。借鉴前人研究(胡宁等,2020;陈汉文和周中胜,2014;后青松等,2016)^[30,39-40],本文从三个维度衡量企业债务契约,分别为:

债务期限结构(*Maturity*) = 长期借款 / (长期借款 + 短期借款 + 一年以内到期的长期借款);

债务资本成本(*Cost*) = 财务费用明细中的利息支出 / (长期借款 + 短期借款 + 一年以内到期的长期借款);

债务持有规模(*Loan*) = (长期借款 + 短期借款 + 一年以内到期的长期借款) / 年末总资产。

2. 前瞻性信息披露水平。本文采用了文构财经文本数据平台“前瞻性”文本指标衡量前瞻性信息披露水平(*Forward*),是指“前瞻性”指标关键词词集对应的精确词频在MD&A全文总词频的比例。该指标具体

构建步骤为:首先通过梳理大量前瞻性信息披露的政策法规、研究文献以及上市企业披露的文本信息语料,制定出有关前瞻性信息的种子词集,其中包含计划、预计、未来、目标、可能、机遇、预期、今后、挑战、后续等23个前瞻性种子词汇。其次通过文构平台相似词数据库对种子词集进行词汇扩充。文构平台相似词数据库使用了 Word Embedding 神经网络语言模型,该模型根据上下文语义信息将词汇表示成多维向量,并通过计算向量相似度获得词汇的相似词,得到扩充词集(共97个),由于模型基于海量财经文本训练而成,其推荐的词集更加适合财经文本语境(胡楠等,2021)^[41]。最后将前瞻性指标和目前文献已有的前瞻性指标进行交叉验证,除以 MD&A 全文总词频即得到本文前瞻性信息披露指标。

(二) 模型设计

在测度了企业债务契约变量、前瞻性信息披露水平变量的基础上,本文借鉴现有研究(胡宁等,2020;周楷唐等,2017)^[30,42],考察前瞻性信息披露对企业债务契约的影响,建立 OLS 回归模型(1):

$$Debt_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Forward_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在模型(1)中, $Debt_{i,t+1}$ 为企业 $t+1$ 年的债务契约,包括债务期限结构(*Maturity*)、债务资本成本(*Cost*)和债务持有规模(*Loan*)三个变量; $Forward_{i,t}$ 为企业 t 年的前瞻性信息披露水平,并控制企业 t 年的财务特征和企业治理特征相关变量,包括企业规模(*Size*)、总资产收益率(*ROA*)、资产负债率(*Lev*)、企业成长性(*Growth*)、企业可抵押资产(*Tangibility*)、总资产周转率(*ATO*)、企业成立年限(*FirmAge*)、两职合一(*Duality*)、现金流量(*FCF*)、账市比(*BM*)、投资机会(*TobinQ*)、经营亏损(*Loss*)、审计意见类型(*Audit*)、可操纵性应计(*DA*)、真实盈余管理(*REM*)、政治关联(*PC*)、第一大股东持股比例(*TOP1*)与机构投资者持股比例(*INST*)。同时加入年份固定效应(*Year*)和行业固定效应(*Industry*)以控制年份特征与行业特征对企业债务契约的影响。具体变量计算与说明见表1。

表1 变量定义表

| 变量符号 | 变量名 | 变量注释 |
|--------------------|-----------|---|
| <i>Maturity</i> | 债务期限结构 | 长期贷款/总负债 |
| <i>Cost</i> | 债务资本成本 | 财务费用明细中的利息支出/总负债 |
| <i>Loan</i> | 债务持有规模 | (长期借款+短期借款+一年以内到期的长期借款)/年末总资产 |
| <i>Forward</i> | 前瞻性信息披露水平 | 文构“前瞻性”文本指标,即前瞻性指标关键词词集对应的精确词频在 MD&A 全文总词频的比例 |
| <i>Size</i> | 企业规模 | 企业总资产的自然对数 |
| <i>ROA</i> | 总资产收益率 | 企业净利润除以总资产 |
| <i>Lev</i> | 资产负债率 | 年末总负债除以年末总资产 |
| <i>Growth</i> | 企业成长性 | 企业主营业务收入增长率 |
| <i>Tangibility</i> | 企业可抵押资产 | 企业固定资产与存货之和除以资产总额 |
| <i>ATO</i> | 总资产周转率 | 营业收入除以平均资产总额 |
| <i>FirmAge</i> | 企业成立年限 | $\ln(\text{当年年份} - \text{企业成立年份} + 1)$ |
| <i>Duality</i> | 两职合一 | 董事长与总经理兼任情况,若兼任则为1,否则为0 |
| <i>FCF</i> | 现金流量 | 经营活动现金净流量除以资产总额 |
| <i>BM</i> | 账市比 | 账面价值/总市值 |
| <i>TobinQ</i> | 投资机会 | (流通股市值+非流通股股份数*每股净资产+负债账面值)/总资产 |
| <i>Loss</i> | 经营亏损 | 企业当期净利润为负时, $Loss = 1$,否则 $Loss = 0$ |
| <i>Audit</i> | 审计意见类型 | 1表示非标审计意见,0表示标准无保留意见 |
| <i>DA</i> | 可操纵性应计 | 企业可操纵性盈余的绝对值,通过修正 <i>Jones</i> 模型计算得到 |
| <i>REM</i> | 真实盈余管理 | 异常产品成本-异常经营活动现金流净额-异常可操控费用 |
| <i>PC</i> | 政治关联 | 若企业董事长或总经理为现任或曾任政府官员、人大代表或政协委员则为1,否则为0 |
| <i>Top1</i> | 第一大股东持股比例 | 企业第一大股东持股数/总股本 |
| <i>INST</i> | 机构投资者持股比例 | 机构投资者持股数/流通股本 |

(三) 样本选择

本文采用2007—2020年全部A股上市企业年度数据,在此基础上,参考现有文献,对初始样本进行了以下筛选:(1)剔除金融行业企业,因为金融行业的上市企业在监管制度和报表结构方面与其他行业存在较大差异。(2)剔除变量存在缺失值的样本。

经过筛选,本文最终得到16394个企业年度观测值。其中前瞻性信息披露数据来源于文构财经文本数据平台,其他财务数据来源于CSMAR与Wind数据库。为减轻异常值的影响,本文对所有连续变量进行了两端1%的极值处理(Winsorize),主要变量的描述性统计结果如表2所示。其中债务期限结构 *Maturity* 的均值为0.267,说明企业的长期债务占比约为26.7%,表明我国企业债务融资一般以短期债务为主;债务资本成本 *Cost* 的均值为0.071,说明企业的平均债务融资成本为7.1%左右,但最大值达到了56.6%,最小值只有1%,表明不同企业从银行获取的债务融资的成本差异较大;债务持有规模 *Loan* 的均值为0.219,与杜春明等(2019)^[17]和胡宁等(2020)^[30]等学者的研究结果较为一致。前瞻性信息披露水平 *Forward* 的均值和中位数均为0.008,标准差为0.003,即前瞻性词频数平均约占管理层讨论与分析章节中总词数的0.8%,且在企业间存在一定的差异,与张俊瑞等(2022)^[43]的研究存在一定的可比性,说明本文采用的债务契约与前瞻性信息披露数据较为可靠。

表2 描述性统计

| 变量 | <i>N</i> | 均值 | 标准差 | <i>Min</i> | 中位数 | <i>Max</i> |
|--------------------|----------|--------|-------|------------|--------|------------|
| <i>Maturity</i> | 16,394 | 0.267 | 0.267 | 0 | 0.192 | 0.983 |
| <i>Cost</i> | 16,394 | 0.071 | 0.072 | 0.001 | 0.056 | 0.566 |
| <i>Loan</i> | 16,394 | 0.219 | 0.150 | 0 | 0.205 | 0.638 |
| <i>Forward</i> | 16,394 | 0.008 | 0.003 | 0.003 | 0.008 | 0.017 |
| <i>Size</i> | 16,394 | 22.392 | 1.327 | 19.350 | 22.228 | 26.395 |
| <i>ROA</i> | 16,394 | 0.035 | 0.056 | -0.415 | 0.032 | 0.245 |
| <i>Lev</i> | 16,394 | 0.502 | 0.191 | 0.027 | 0.509 | 0.925 |
| <i>Growth</i> | 16,394 | 0.198 | 0.471 | -0.651 | 0.118 | 4.806 |
| <i>Tangibility</i> | 16,394 | 0.246 | 0.176 | 0.002 | 0.213 | 0.733 |
| <i>ATO</i> | 16,394 | 0.674 | 0.475 | 0.053 | 0.561 | 3.106 |
| <i>FirmAge</i> | 16,394 | 2.793 | 0.350 | 1.099 | 2.833 | 3.555 |
| <i>Duality</i> | 16,394 | 0.208 | 0.406 | 0 | 0 | 1 |
| <i>FCF</i> | 16,394 | 0.042 | 0.074 | -0.670 | 0.042 | 0.771 |
| <i>BM</i> | 16,394 | 1.229 | 1.214 | 0.051 | 0.820 | 8.232 |
| <i>TobinQ</i> | 16,394 | 1.860 | 1.124 | 0.815 | 1.516 | 17.676 |
| <i>Loss</i> | 16,394 | 0.101 | 0.302 | 0 | 0 | 1 |
| <i>Audit</i> | 16,394 | 0.598 | 0.490 | 0 | 1 | 1 |
| <i>DA</i> | 16,394 | 0.018 | 0.153 | -2.998 | 0.018 | 3.261 |
| <i>REM</i> | 16,394 | 0.013 | 0.269 | -8.898 | 0.017 | 7.128 |
| <i>PC</i> | 16,394 | 0.357 | 0.479 | 0 | 0 | 1 |
| <i>Top1</i> | 16,394 | 0.351 | 0.150 | 0.084 | 0.332 | 0.758 |
| <i>INST</i> | 16,394 | 0.409 | 0.231 | 0 | 0.419 | 0.889 |

四、实证结果

(一) 前瞻性信息披露与企业债务契约

表3回归部分展示了模型(1)的回归系数及各回归系数对应的 *t* 值,表中(1)—(3)列分别为债务期限结构 *Maturity*、债务资本成本 *Cost* 和债务持有规模 *Loan* 的回归结果,其中在(1)列中前瞻性信息披露水平 *Forward* 系数为2.253,在5%的水平上显著为正,说明前瞻性信息披露水平越高,企业债务期限结构数值越大,即债权人愿意给予前瞻性信息披露水平更高的企业更多的长期贷款;在(2)列中 *Forward* 系数为-0.659,

在1%的水平上显著为负,说明前瞻性信息披露水平越高,企业债务资本成本越低;在(3)列中 *Forward* 系数为0.947,在5%的水平上显著为正,说明前瞻性信息披露水平越高,企业获得的债务规模越大。结果支持了假设 H1,说明前瞻性信息披露水平对企业债务契约有显著的影响,且前瞻性信息披露水平的提升能增强债权人的授信意愿。

表3 前瞻性信息披露与企业债务契约

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| | <i>Maturity</i> | <i>Cost</i> | <i>Loan</i> |
| <i>Forward</i> | 2.253 ** (2.41) | -0.659 *** (-2.79) | 0.947 ** (2.17) |
| <i>Size</i> | 0.041 *** (10.50) | -0.002 (-1.30) | -0.004 ** (-2.13) |
| <i>ROA</i> | 0.258 *** (3.77) | -0.037 ** (-1.97) | -0.012 (-0.37) |
| <i>Lev</i> | 0.096 *** (4.47) | 0.044 *** (6.44) | 0.453 *** (40.36) |
| <i>Growth</i> | 0.012 *** (2.81) | -0.002 * (-1.94) | 0.005 *** (2.67) |
| <i>Tangibility</i> | 0.073 *** (2.96) | 0.043 *** (5.71) | 0.140 *** (10.84) |
| <i>ATO</i> | -0.110 *** (-14.12) | 0.006 * (1.88) | -0.050 *** (-11.03) |
| <i>FirmAge</i> | 0.032 *** (3.40) | -0.003 (-0.74) | -0.004 (-0.80) |
| <i>Duality</i> | -0.006 (-0.91) | -0.002 (-0.88) | 0.007 ** (2.16) |
| <i>FCF</i> | 0.069 * (1.90) | -0.004 (-0.34) | -0.185 *** (-10.24) |
| <i>BM</i> | -0.002 (-0.54) | -0.001 (-1.06) | 0.006 *** (3.01) |
| <i>TobinQ</i> | 0.001 (0.21) | -0.002 ** (-2.46) | -0.007 *** (-4.44) |
| <i>Loss</i> | -0.016 * (-1.76) | 0.008 *** (3.53) | -0.012 *** (-2.64) |
| <i>Audit</i> | -0.009 * (-1.89) | 0.004 *** (2.61) | -0.004 (-1.57) |
| <i>DA</i> | 0.006 (0.35) | -0.002 (-0.72) | 0.004 (0.54) |
| <i>REM</i> | -0.013 ** (-2.08) | -0.000 (-0.25) | 0.018 *** (3.83) |
| <i>PC</i> | -0.010 (-1.16) | -0.006 ** (-2.39) | -0.004 (-1.19) |
| <i>Top1</i> | 0.024 (0.94) | -0.011 (-1.07) | -0.017 (-1.44) |
| <i>INST</i> | 0.011 (0.73) | 0.005 (1.17) | -0.023 *** (-3.27) |
| <i>Constant</i> | -0.761 *** (-9.18) | 0.098 *** (3.22) | 0.145 *** (3.09) |
| <i>Year</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>Industry</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> | <i>Yes</i> |
| <i>N</i> | 16394 | 16394 | 16394 |
| <i>R</i> ² | 0.243 | 0.239 | 0.524 |

注:括号内为 *t* 值,OLS 估计采用稳健标准误,误差项在公司层面聚类。*、**、*** 分别表示显著性水平(双尾)为10%、5%、1%。

(二) 基于年报文本特征的异质性检验

为了进一步研究前瞻性信息特征与企业债务契约的关系,本文又讨论了文本可读性、文本相似度与战略信息含量存在差异时,前瞻性信息披露对企业债务契约的影响。

1. 文本可读性。文本的可读性直接影响投资者对前瞻性信息的理解速度以及准确度,即可读性越高,前瞻性信息越容易被理解,企业与利益相关者之间信息传递的质量和效率越高(Tan等,2014)^[44]。在文本可读性较差时,投资者将难以准确地解读企业信息,其行为决策进而受到影响。为了检验文本可读性不同时,前瞻性信息披露与企业债务契约之间的关系是否存在差异,本文借鉴Shin等(2020)^[45]提出的语句生成概率法衡量可读性指标。具体而言,借助Word2vec深度学习算法,依据词汇在文本中出现的频率计算句子的生成概率,计算公式如下:

$$Readability = \frac{1}{N} \sum_{s=1}^N \log P_s$$

其中 N 表示构成文本的句子数, P_s 表示句子 s 生成概率,即句中各词汇出现频率的乘积,并将其对数均值作为文本的可读性度量。其值越高,表示词汇搭配出现的频率越高,文本越容易被理解;其值越低,表示文本中词汇生僻度越高,文本可读性越差。按照行业年度MD&A文本可读性中位数,本文将样本分为高可读性组 and 低可读性组。表4回归部分展示了基于文本可读性的异质性回归结果。在文本可读性较强的样本中,债务期限结构 $Maturity$ 、债务资本成本 $Cost$ 和债务持有规模 $Loan$ 的回归系数均为显著;而在文本可读性较弱的样本中,此三项系数均不显著,且组间系数差异的结果($Prob > chi2$)也进一步证实,年报文本可读性较高的企业,前瞻性信息披露对企业债务契约的改善作用更大。

表4 基于文本可读性的异质性回归结果

| 变量 | $Maturity$ | | $Cost$ | | $Loan$ | |
|---------------|----------------------|-----------------------|---------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| | 高可读性 | 低可读性 | 高可读性 | 低可读性 | 高可读性 | 低可读性 |
| $Forward$ | 3.237*** (2.64) | 0.286 (0.25) | -0.900** (-2.41) | 0.078 (0.08) | 1.222** (2.00) | 0.680 (1.30) |
| $Size$ | 0.033*** (6.28) | 0.041*** (7.60) | -0.003 (-1.17) | -0.003 (-1.47) | -0.007*** (-2.58) | -0.003 (-1.15) |
| ROA | 0.428*** (4.67) | 0.158* (1.74) | -0.054* (-1.94) | -0.050* (-1.67) | -0.044 (-1.01) | 0.011 (0.27) |
| Lev | 0.107*** (3.90) | 0.066** (2.42) | 0.039*** (3.24) | 0.054*** (5.20) | 0.455*** (31.21) | 0.453*** (33.92) |
| $Growth$ | 0.009 (1.43) | 0.014** (2.42) | -0.004* (-1.82) | -0.001 (-0.33) | 0.007** (2.24) | 0.004 (1.51) |
| $Tangibility$ | 0.094*** (2.96) | 0.068** (2.25) | 0.045*** (3.53) | 0.041*** (3.65) | 0.134*** (7.87) | 0.147*** (9.58) |
| ATO | -0.097*** (-8.53) | -0.097*** (-10.36) | 0.007 (1.17) | 0.013*** (2.62) | -0.050*** (-9.05) | -0.050*** (-9.13) |
| $FirmAge$ | 0.021* (1.68) | 0.030** (2.33) | -0.004 (-0.60) | 0.003 (0.41) | -0.005 (-0.86) | -0.003 (-0.51) |
| $Duality$ | 0.003 (0.31) | -0.012 (-1.40) | 0.000 (0.01) | -0.002 (-0.51) | 0.009** (2.46) | 0.004 (0.96) |
| FCF | -0.001 (-0.01) | 0.013 (0.26) | 0.003 (0.15) | -0.024 (-1.60) | -0.193*** (-7.46) | -0.184*** (-7.81) |
| BM | 0.000 (0.07) | -0.011** (-2.57) | -0.001 (-0.64) | 0.000 (0.37) | 0.005** (2.09) | 0.006*** (2.74) |
| $TobinQ$ | 0.000 (0.08) | -0.000 (-0.08) | -0.004** (-2.28) | -0.001 (-0.80) | -0.007*** (-2.69) | -0.008*** (-4.22) |
| $Loss$ | 0.003 (0.27) | -0.020* (-1.71) | 0.006* (1.73) | 0.009** (2.29) | -0.015** (-2.32) | -0.010* (-1.79) |

(续表4)

| 变量 | Maturity | | Cost | | Loan | |
|-----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|-------------------|---------------------|----------------------|
| | 高可读性 | 低可读性 | 高可读性 | 低可读性 | 高可读性 | 低可读性 |
| <i>Audit</i> | -0.005 (-0.72) | 0.004 (0.63) | 0.001 (0.59) | 0.005** (2.34) | -0.003 (-1.05) | -0.004 (-1.44) |
| <i>DA</i> | 0.012 (0.51) | -0.006 (-0.29) | -0.000 (-0.11) | -0.002 (-0.47) | 0.001 (0.10) | 0.006 (0.76) |
| <i>REM</i> | -0.008 (-1.02) | -0.006 (-0.81) | -0.000 (-0.05) | 0.000 (0.21) | 0.012** (1.97) | 0.020*** (3.33) |
| <i>PC</i> | -0.017 (-1.21) | -0.013 (-1.14) | -0.006 (-1.27) | -0.003 (-0.98) | -0.004 (-1.07) | -0.003 (-0.77) |
| <i>Top1</i> | -0.007 (-0.21) | 0.028 (0.91) | -0.019 (-1.18) | -0.000 (-0.03) | -0.002 (-0.13) | -0.030** (-2.04) |
| <i>INST</i> | 0.013 (0.69) | 0.031* (1.68) | 0.001 (0.08) | 0.010 (1.56) | -0.020** (-2.24) | -0.023*** (-2.62) |
| <i>Constant</i> | -0.617*** (-5.17) | -0.713*** (-6.02) | 0.136*** (2.62) | 0.090** (2.00) | 0.203*** (3.36) | 0.105* (1.91) |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 7932 | 8462 | 7932 | 8462 | 7932 | 8462 |
| <i>R</i> ² | 0.284 | 0.270 | 0.240 | 0.283 | 0.522 | 0.532 |
| <i>Prob > chi2</i> | 0.002*** | | 0.001*** | | 0.094* | |

注:括号内为 *t* 值, OLS 估计采用稳健标准误, 误差项在公司层面聚类。*、**、*** 分别表示显著性水平(双尾)为 10%、5%、1%。

2. 文本相似度。决策有用性和信息含量是评价年报文本信息披露质量的关键要素(钱爱民和朱大鹏, 2020)^[46], 因此 MD&A 当期文本与上期文本相似度高可能意味着企业前瞻性增量信息披露意愿较低, 对未来发展方向并未进行讨论分析和及时更新, 利益相关者因而难以获取前瞻性相关增量信息, 无法形成合理的决策和判断。为了检验文本相似度不同时, 前瞻性信息披露与企业债务契约之间的关系是否存在差异, 本文借鉴钱爱民和朱大鹏(2020)^[46]与刘亚辉等(2022)^[47], 采用当期 MD&A 文本与上一期 MD&A 文本的余弦相似度衡量文本相似度。首先使用结巴分词工具对文本进行分词, 并将文本向量化, 其次采用 TF-IDF(词频-逆文本频率)方法计算词频重要性并对词向量进行加权, 最后计算文本的余弦相似度即得到文本相似度。按照行业年度 MD&A 文本相似度中位数, 本文将样本分为高相似度组和低相似度组。表5回归部分展示了基于文本相似度的异质性回归结果。在文本相似度较低的样本中, 债务期限结构 *Maturity*、债务资本成本 *Cost* 和债务持有规模 *Loan* 的回归系数均为显著; 而在文本相似度较高的样本中, 此三项系数均不显著, 且组间系数差异的结果 (*Prob > chi2*) 也进一步证实, 年报文本相似度较低的企业, 前瞻性信息披露对企业债务契约的改善作用更大。

3. 战略信息含量。Merkley(2014)^[20]认为, 战略信息披露的内容能够突出企业核心能力和竞争优势, 展示企业未来的盈利能力和成长潜力, 与其计划与目标紧密相连, 具有很强的前瞻性。因此当公司披露的文本信息中战略信息含量较高时, 债权人能获取更多关于企业所面临的外部环境信息及管理者对企业发展变化的分析与判断, 从而做出更为明智的判断。为了战略信息含量不同时, 前瞻性信息披露与企业债务契约之间的关系是否存在差异, 借鉴胡楠等(2020)^[48], 本文使用了文构财经文本数据平台的差异化战略文本指标衡量战略信息含量, 指差异化战略指标关键词词集对应的精确词频占 MD&A 总词频的比例。按照行业年度 MD&A 战略信息含量的中位数, 本文将样本分为高战略信息含量组和低战略信息含量组。表6回归部分展示了基于战略信息含量的异质性回归结果。在战略信息含量较高的样本中, 债务期限结构 *Maturity* 和债务资本成本 *Cost* 的回归系数均为显著; 而在战略信息含量较低的样本中系数不显著, 且通过了组间系数差异检验 (*Prob > chi2*), 虽然对债务持有规模 *Loan* 没有产生异质性影响, 但不影响总体结论, 表明文本信息中战略信息含量较高的企业, 前瞻性信息披露对企业债务契约的改善作用更大。

表5 基于文本相似度的异质性回归结果

| 变量 | Maturity | | Cost | | Loan | |
|-----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| | 低相似度 | 高相似度 | 低相似度 | 高相似度 | 低相似度 | 高相似度 |
| <i>Forward</i> | 2.632*** (2.92) | 1.085 (0.89) | -0.812** (-2.18) | -0.170 (-0.40) | 1.298** (2.30) | 0.475 (0.79) |
| <i>Size</i> | 0.041*** (13.43) | 0.037*** (6.63) | -0.004* (-1.79) | 0.003 (0.97) | -0.003 (-1.25) | -0.006** (-2.19) |
| <i>ROA</i> | 0.360*** (4.60) | 0.153* (1.81) | -0.036 (-1.21) | -0.022 (-0.75) | -0.016 (-0.36) | -0.001 (-0.03) |
| <i>Lev</i> | 0.082*** (4.18) | 0.086*** (3.14) | 0.044*** (4.12) | 0.053*** (4.02) | 0.440*** (30.65) | 0.460*** (33.99) |
| <i>Growth</i> | 0.013** (2.29) | 0.010* (1.67) | -0.001 (-0.28) | -0.002 (-1.05) | 0.008*** (2.85) | 0.002 (0.72) |
| <i>Tangibility</i> | 0.111*** (5.36) | 0.027 (0.76) | 0.039*** (3.35) | 0.054*** (3.63) | 0.144*** (8.80) | 0.175*** (11.69) |
| <i>ATO</i> | -0.100*** (-15.27) | -0.087*** (-8.51) | 0.010** (2.04) | -0.001 (-0.16) | -0.052*** (-9.30) | -0.047*** (-8.25) |
| <i>FirmAge</i> | 0.032*** (3.80) | 0.008 (0.64) | 0.004 (0.63) | 0.005 (0.31) | -0.007 (-1.01) | 0.004 (0.60) |
| <i>Duality</i> | -0.015** (-2.33) | 0.004 (0.48) | -0.003 (-0.83) | -0.001 (-0.31) | 0.008* (1.81) | 0.006 (1.50) |
| <i>FCF</i> | 0.030 (0.69) | 0.044 (0.87) | 0.005 (0.29) | 0.009 (0.44) | -0.157*** (-6.25) | -0.219*** (-8.68) |
| <i>BM</i> | -0.006** (-2.17) | -0.006 (-1.27) | -0.000 (-0.12) | -0.003 (-1.60) | 0.005** (2.23) | 0.006** (2.39) |
| <i>TobinQ</i> | -0.006* (-1.73) | 0.008* (1.80) | -0.003* (-1.91) | 0.001 (0.63) | -0.009*** (-3.88) | -0.006*** (-2.96) |
| <i>Loss</i> | 0.007 (0.63) | -0.032*** (-2.99) | 0.005 (1.53) | 0.012*** (3.07) | -0.012** (-2.07) | -0.010 (-1.59) |
| <i>Audit</i> | -0.009 (-1.59) | -0.007 (-1.16) | 0.003 (1.43) | -0.001 (-0.37) | -0.001 (-0.43) | -0.005 (-1.59) |
| <i>DA</i> | 0.010 (0.51) | -0.008 (-0.33) | -0.004 (-0.70) | 0.001 (0.20) | 0.001 (0.13) | 0.005 (0.51) |
| <i>REM</i> | -0.012** (-2.21) | -0.009 (-1.17) | -0.001 (-0.19) | -0.001 (-0.34) | 0.019*** (3.06) | 0.021*** (3.01) |
| <i>PC</i> | -0.013 (-1.47) | -0.010 (-0.62) | -0.008** (-2.29) | -0.001 (-0.33) | -0.004 (-0.99) | -0.000 (-0.01) |
| <i>Top1</i> | -0.000 (-0.01) | 0.014 (0.46) | -0.000 (-0.02) | -0.038* (-1.93) | -0.003 (-0.23) | -0.027* (-1.84) |
| <i>INST</i> | 0.012 (0.83) | 0.013 (0.72) | 0.005 (0.71) | -0.003 (-0.35) | -0.026*** (-2.76) | -0.021** (-2.28) |
| <i>Constant</i> | -0.759*** (-11.15) | -0.629*** (-5.16) | 0.118*** (2.66) | -0.032 (-0.42) | 0.122** (2.17) | 0.153** (2.54) |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 8419 | 7975 | 8419 | 7975 | 8419 | 7975 |
| <i>R²</i> | 0.247 | 0.312 | 0.279 | 0.303 | 0.506 | 0.517 |
| <i>Prob > chi2</i> | 0.023** | | 0.061* | | 0.067* | |

注:括号内为 t 值, OLS 估计采用稳健标准误, 误差项在公司层面聚类。*、**、*** 分别表示显著性水平(双尾)为 10%、5%、1%。

表6 基于战略信息含量的异质性回归结果

| 变量 | Maturity | | Cost | | Loan | |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| | 高战略含量 | 低战略含量 | 高战略含量 | 低战略含量 | 高战略含量 | 低战略含量 |
| <i>Forward</i> | 3.575 *** (2.78) | -0.455 (-0.39) | -0.963 *** (-2.64) | 0.012 (0.03) | 1.267 ** (2.17) | 0.888 (1.59) |
| <i>Size</i> | 0.040 *** (7.11) | 0.035 *** (6.34) | -0.001 (-0.33) | 0.000 (0.15) | -0.007 *** (-2.82) | -0.002 (-0.85) |
| <i>ROA</i> | 0.249 *** (2.58) | 0.309 *** (3.54) | -0.033 (-1.08) | -0.021 (-0.81) | 0.027 (0.60) | -0.043 (-1.03) |
| <i>Lev</i> | 0.086 *** (3.06) | 0.087 *** (3.04) | 0.050 *** (4.49) | 0.049 *** (4.17) | 0.481 *** (34.44) | 0.421 *** (28.71) |
| <i>Growth</i> | 0.015 ** (2.27) | 0.009 (1.57) | -0.005 *** (-2.85) | -0.001 (-0.44) | 0.005 (1.63) | 0.005 * (1.79) |
| <i>Tangibility</i> | 0.090 *** (2.84) | 0.062 * (1.88) | 0.034 *** (2.70) | 0.050 *** (4.17) | 0.161 *** (10.16) | 0.136 *** (8.33) |
| <i>ATO</i> | -0.097 *** (-9.22) | -0.096 *** (-8.75) | 0.006 (1.06) | 0.005 (0.95) | -0.049 *** (-10.11) | -0.050 *** (-8.16) |
| <i>FirmAge</i> | 0.029 ** (2.22) | 0.020 (1.57) | 0.001 (0.11) | -0.009 (-0.62) | 0.002 (0.38) | -0.006 (-0.98) |
| <i>Duality</i> | 0.001 (0.07) | -0.009 (-1.13) | -0.002 (-0.75) | -0.001 (-0.38) | 0.007 * (1.74) | 0.006 (1.39) |
| <i>FCF</i> | 0.020 (0.37) | -0.019 (-0.39) | -0.020 (-1.13) | 0.020 (1.27) | -0.171 *** (-6.81) | -0.202 *** (-8.12) |
| <i>BM</i> | -0.010 ** (-2.10) | -0.002 (-0.33) | -0.001 (-0.83) | -0.001 (-1.14) | 0.007 *** (2.91) | 0.009 *** (3.54) |
| <i>TobinQ</i> | 0.003 (0.52) | -0.002 (-0.43) | 0.001 (0.39) | -0.005 *** (-3.87) | -0.010 *** (-4.32) | -0.006 *** (-2.83) |
| <i>Loss</i> | -0.019 (-1.61) | 0.004 (0.33) | 0.006 * (1.74) | 0.012 *** (3.39) | -0.012 ** (-1.99) | -0.016 ** (-2.55) |
| <i>Audit</i> | 0.001 (0.15) | -0.003 (-0.46) | 0.001 (0.39) | -0.000 (-0.18) | -0.003 (-0.93) | -0.004 (-1.36) |
| <i>DA</i> | 0.013 (0.53) | -0.003 (-0.12) | -0.003 (-0.55) | 0.002 (0.55) | -0.000 (-0.06) | 0.004 (0.39) |
| <i>REM</i> | 0.002 (0.23) | -0.017 ** (-2.10) | 0.001 (0.49) | -0.001 (-0.45) | 0.017 ** (2.15) | 0.015 *** (2.98) |
| <i>PC</i> | -0.033 ** (-2.11) | -0.010 (-0.95) | -0.008 (-1.38) | -0.005 * (-1.91) | -0.006 (-1.56) | -0.001 (-0.23) |
| <i>Top1</i> | 0.033 (1.02) | -0.009 (-0.28) | 0.019 (1.12) | -0.045 *** (-2.92) | 0.012 (0.81) | -0.031 ** (-2.08) |
| <i>INST</i> | 0.022 (1.09) | 0.020 (1.11) | -0.000 (-0.02) | 0.005 (0.85) | -0.030 *** (-3.19) | -0.016 * (-1.75) |
| <i>Constant</i> | -0.760 *** (-6.16) | -0.561 *** (-4.60) | 0.052 (0.95) | 0.076 (1.17) | 0.164 *** (2.83) | 0.118 ** (2.11) |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 7956 | 8438 | 7956 | 8438 | 7956 | 8438 |
| <i>R²</i> | 0.286 | 0.267 | 0.257 | 0.280 | 0.517 | 0.525 |
| <i>Prob > chi2</i> | 0.005 *** | | 0.001 *** | | 0.599 | |

注:括号内为 *t* 值, OLS 估计采用稳健标准误, 误差项在公司层面聚类。*、**、*** 分别表示显著性水平(双尾)为 10%、5%、1%。

(三) 渠道分析

根据上文分析,前瞻性信息披露提供了企业未来业绩的经营活动和经济环境的有效信息,能够降低债权人与企业间的信息不对称程度,使债权人给予企业更多契约条款优惠,本文认为其作用机制是前瞻性信息改善了企业的信息披露质量,向债权人提供了有价值的增量信息。为检验这一机制,本文首先选择了使用股价同步性这一代理变量衡量公司向市场提供的增量信息水平。Bushman等(2004)^[49]认为,由于股价同步性的降低意味着股价被公司特质信息解释的部分越大,即股价同步性越低,市场中公司特质信息数量越多,信息含量越高。参考游家兴等(2007)^[50],股价同步性变量(*SYN*)使用市场模型的拟合系数进行度量。其次本文选择了与银行同样具有信息优势的分析师进行了类比,通过考察前瞻性信息是否降低了分析师预测的分歧度研究其对有信息优势的利益相关者是否具有增量价值。借鉴王玉涛和王彦超(2012)^[51],本文使用分析师对同一家企业发布的盈余预测的偏差程度衡量分析师预测分歧程度(*Dispersion*),具体为跟踪同一家企业的所有分析师对该公司每股收益预测值的标准差除以每股收益实际值的绝对值。表7回归部分展示了基于增量信息水平的渠道分析回归结果,结果显示股价同步性 *SYN* 与分析师预测分歧度 *Dispersion* 与前瞻性信息披露水平 *Forward* 的回归系数均在1%的水平上显著,说明前瞻性信息披露抑制了股价同步性、降低了分析师预测分歧度,即前瞻性信息披露向市场与具有信息优势的利益相关者提供了有价值的增量信息。

(四) 稳健性检验

1. 政策冲击效应。中国证券监督管理委员会于2012年对年报叙述性信息披露内容和格式准则进行了大幅度修改,对 MD&A 未来展望部分的披露进行了更为清晰和明确的规范,要求公司严格披露报告期内的行业竞争格局和发展趋势、公司发展战略、经营计划、资金需求和可能面对的风险五大主体,并特别说明 MD&A 披露的非财务信息将是证监会年度报告事后审核重点关注内容。此外,上海证券交易所也于2012年2月发布了《管理层讨论与分析的编制要求备忘录》,强调定性信息尤其是前瞻性信息的披露,对定性信息披露中的未来事项及风险因素内容进行了进一步规范。此后监管部门陆续对叙述性信息披露要求进行完善和修订,上市公司 MD&A 披露质量和信息含量也随之改善。因此2012年出台的一系列政策文件为研究上市公司前瞻性信息披露的正外部性提供了自然环境,借鉴李姝等(2021)^[52],本文通过检验这一外生冲击对债务契约的改善效应,有助于缓解互为因果和遗漏变量产生的内生性问题。参照 Fang等(2014)^[53],本文根据2012年之后一年与之前一年前瞻性披露水平差异的中位数进行分组,将前瞻性信息披露水平提升较大的企业作为处理组,前瞻性信息披露水平提升较小的企业作为控制组,构建了双重差分模型(DID):

$$Debt_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times Post_t + Controls_{i,t} + f_i + f_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

在模型(2)中,下标 i, t 分别表示公司 i 和年份 t 。 $Debt$ 为企业债务契约, $Treat$ 为前瞻性披露水平差异虚拟变量,处理组取1,控制组取0。 $Post$ 为系列政策出台前后时间段的虚拟变量,2012年及以后取1,2012年前取0,同时加入公司固定效应(f_i)和年份固定效应(f_t)。回归结果如表8所示,可以看出交乘项 $Treat \times Post$ 的回归系数均为显著,说明前瞻性信息披露水平提升较大的企业债务契约有显著改善,表明主回归结果依然成立,本文结论不受此类内生性问题的影响。

2. 加入公司固定效应。为了避免存在不随时间变化的公司层面遗漏变量带来的估计偏误对结果的影响,本文进一步控制了公司层面固定效应,以缓解可能的内生性。回归结果如表9所示,可以看出债务期限结构 *Maturity*、债务资本成本 *Cost* 和债务持有规模 *Loan* 的回归系数均为显著,说明控制了公司固定效应后主回归结果仍然成立,表明了结果的稳健性。

3. 增量分析。为了更好地说明企业债务契约的改善确实是由于信息变化引起的,本文进一步分析了前瞻性信息披露的变化($\Delta Forward$)对企业债务契约的影响。从表10的回归结果可以看出,前瞻性信息披露的增量能够带来更长的债务期限、更低的债务资本成本以及更大的债务规模,表明了结果的稳健性。

表7 基于增量信息的渠道分析回归结果

| 变量 | (1) | (2) |
|----------------------|-----------------------|------------------------|
| | <i>SYN</i> | <i>Dispersion</i> |
| <i>Forward</i> | -0.121*** (-4.94) | -47.177** (-2.07) |
| <i>Size</i> | -0.000 (-0.86) | -0.122*** (-3.40) |
| <i>ROA</i> | 0.018*** (8.62) | -16.192*** (-13.97) |
| <i>Lev</i> | -0.009*** (-16.00) | -0.519** (-2.08) |
| <i>Growth</i> | -0.001*** (-5.65) | -0.427*** (-4.62) |
| <i>Tangibility</i> | -0.000 (-0.72) | 0.880*** (3.30) |
| <i>ATO</i> | 0.001*** (3.57) | -0.377*** (-4.64) |
| <i>FirmAge</i> | 0.002*** (9.48) | -0.269*** (-2.82) |
| <i>Duality</i> | 0.001*** (3.94) | 0.102 (1.35) |
| <i>FCF</i> | -0.006*** (-3.93) | -1.665*** (-2.60) |
| <i>BM</i> | 0.002*** (20.60) | 0.151*** (3.66) |
| <i>TobinQ</i> | -0.002*** (-16.33) | 0.114*** (3.12) |
| <i>Loss</i> | 0.000 (1.09) | -1.979*** (-8.90) |
| <i>Audit</i> | 0.002*** (15.41) | 0.025 (0.36) |
| <i>DA</i> | -0.003*** (-4.41) | -0.468** (-1.98) |
| <i>REM</i> | -0.001 (-1.04) | 0.043 (0.69) |
| <i>PC</i> | 0.001*** (8.10) | 0.389*** (2.61) |
| <i>Top1</i> | -0.003*** (-4.65) | 0.344 (1.55) |
| <i>INST</i> | 0.007*** (16.53) | -0.828*** (-5.22) |
| <i>Constant</i> | -0.031*** (-15.13) | 6.576*** (8.59) |
| <i>Year</i> | 控制 | Yes |
| <i>Industry</i> | 控制 | Yes |
| <i>N</i> | 16,394 | 10,644 |
| <i>R²</i> | 0.229 | 0.107 |

注:括号内为*t*值,OLS估计采用稳健标准误,误差项在公司层面聚类。*、**、***分别表示显著性水平(双尾)为10%、5%、1%。

表8 政策冲击效应的回归结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | <i>Maturity</i> | <i>Cost</i> | <i>Loan</i> |
| <i>Treat × Post</i> | 0.013** (2.38) | -0.001** (-2.19) | 0.001** (2.23) |
| <i>Size</i> | 0.036*** (12.40) | 0.001*** (2.72) | 0.001 (0.99) |
| <i>ROA</i> | 0.283*** (4.40) | -0.014*** (-3.39) | -0.009* (-1.88) |
| <i>Lev</i> | 0.110*** (6.42) | 0.027*** (20.43) | 0.029*** (13.79) |
| <i>Growth</i> | 0.008 (1.60) | -0.000 (-0.95) | -0.000 (-0.31) |
| <i>Tangibility</i> | 0.037* (1.92) | 0.022*** (15.21) | 0.022*** (10.98) |
| <i>ATO</i> | -0.096*** (-16.46) | -0.002*** (-3.63) | -0.001 (-1.04) |
| <i>FirmAge</i> | 0.013 (1.52) | -0.000 (-0.28) | -0.008*** (-5.15) |
| <i>Duality</i> | -0.015** (-2.57) | 0.000 (1.00) | 0.000 (0.59) |
| <i>FCF</i> | -0.026 (-0.70) | -0.009*** (-5.15) | -0.013*** (-6.23) |
| <i>BM</i> | -0.008*** (-2.95) | 0.001*** (3.83) | 0.001*** (3.37) |
| <i>TobinQ</i> | -0.004 (-1.64) | -0.001*** (-2.80) | -0.000** (-2.00) |
| <i>Loss</i> | -0.026*** (-3.07) | 0.001** (2.24) | 0.001** (2.55) |
| <i>Audit</i> | 0.005 (0.89) | -0.000 (-1.04) | 0.000 (0.03) |
| <i>DA</i> | -0.014 (-0.73) | -0.003*** (-3.14) | -0.003*** (-3.46) |
| <i>REM</i> | -0.006 (-1.16) | 0.000 (1.26) | -0.001* (-1.75) |
| <i>PC</i> | -0.008 (-1.01) | -0.001 (-1.35) | -0.001 (-1.55) |
| <i>Top1</i> | 0.008 (0.45) | -0.006*** (-3.29) | -0.005* (-1.92) |
| <i>INST</i> | 0.035*** (2.75) | -0.001 (-1.08) | -0.002** (-2.06) |
| <i>Constant</i> | -0.572*** (-8.66) | -0.000 (-0.03) | 0.017* (1.68) |
| <i>Year</i> | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Firm</i> | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>N</i> | 10,972 | 10,972 | 10,972 |
| <i>R²</i> | 0.336 | 0.656 | 0.462 |

注:括号内为*t*值,OLS估计采用稳健标准误,误差项在公司层面聚类。*、**、***分别表示显著性水平(双尾)为10%、5%、1%。

表9 加入公司固定效应

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|----------------------|----------------------|---------------------|-----------------------|
| | <i>Maturity</i> | <i>Cost</i> | <i>Loan</i> |
| <i>Forward</i> | 2.303*** (2.64) | -0.659** (-2.47) | 0.521* (1.73) |
| <i>Size</i> | 0.048*** (6.68) | -0.002 (-1.01) | 0.005** (2.16) |
| <i>ROA</i> | 0.117* (1.66) | -0.037* (-1.71) | -0.046* (-1.73) |
| <i>Lev</i> | 0.099*** (3.44) | 0.044*** (5.53) | 0.352*** (34.76) |
| <i>Growth</i> | -0.001 (-0.21) | -0.002* (-1.78) | 0.003* (1.66) |
| <i>Tangibility</i> | -0.054 (-1.60) | 0.043*** (4.43) | -0.008 (-0.84) |
| <i>ATO</i> | -0.057*** (-4.32) | 0.006 (1.48) | -0.039*** (-9.05) |
| <i>FirmAge</i> | -0.010 (-0.49) | -0.003 (-0.59) | -0.018*** (-4.89) |
| <i>Duality</i> | 0.006 (0.75) | -0.002 (-0.69) | -0.006** (-2.19) |
| <i>FCF</i> | -0.025 (-0.80) | -0.004 (-0.28) | -0.181*** (-13.16) |
| <i>BM</i> | -0.013*** (-4.49) | -0.001 (-0.88) | 0.001 (0.90) |
| <i>TobinQ</i> | 0.001 (0.27) | -0.002** (-2.07) | -0.004*** (-3.66) |
| <i>Loss</i> | -0.018** (-2.17) | 0.008*** (3.13) | -0.013*** (-3.77) |
| <i>Audit</i> | -0.017*** (-3.81) | 0.004** (2.35) | -0.012*** (-7.69) |
| <i>DA</i> | -0.768*** (-5.83) | -0.002 (-0.64) | -0.001 (-0.26) |
| <i>REM</i> | 2.303*** (2.64) | -0.000 (-0.21) | 0.001 (0.21) |
| <i>PC</i> | 0.048*** (6.68) | -0.006** (-2.17) | -0.007*** (-3.38) |
| <i>Top1</i> | 0.117* (1.66) | -0.011 (-0.84) | 0.008 (0.55) |
| <i>INST</i> | 0.099*** (3.44) | 0.005 (1.00) | -0.017*** (-3.31) |
| <i>Constant</i> | -0.001 (-0.21) | 0.098** (2.54) | 0.025 (0.49) |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes |
| <i>Firm</i> | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 16,394 | 16,394 | 16,394 |
| <i>R²</i> | 0.532 | 0.239 | 0.743 |

注:括号内为 *t* 值, OLS 估计采用稳健标准误, 误差项在公司层面聚类。*、**、*** 分别表示显著性水平(双尾)为10%、5%、1%。

表10 前瞻性信息披露的增量分析

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|-------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|
| | <i>Maturity</i> | <i>Cost</i> | <i>Loan</i> |
| Δ <i>Forward</i> | 1.422*** (2.63) | -0.688** (-2.56) | 0.836* (1.87) |
| <i>Size</i> | 0.039*** (10.11) | -0.002 (-1.04) | -0.003* (-1.70) |
| <i>ROA</i> | 0.251*** (3.67) | -0.036 (-1.64) | -0.010 (-0.32) |
| <i>Lev</i> | 0.092*** (4.30) | 0.046*** (5.66) | 0.471*** (41.82) |
| <i>Growth</i> | 0.011** (2.57) | -0.002* (-1.76) | 0.007*** (3.46) |
| <i>Tangibility</i> | 0.074*** (2.93) | 0.042*** (4.33) | 0.131*** (10.15) |
| <i>ATO</i> | -0.098*** (-12.02) | 0.006 (1.43) | -0.045*** (-9.98) |
| <i>FirmAge</i> | 0.035*** (3.85) | -0.003 (-0.60) | -0.001 (-0.27) |
| <i>Duality</i> | -0.006 (-0.86) | -0.002 (-0.66) | 0.005 (1.55) |
| <i>FCF</i> | 0.068* (1.86) | -0.004 (-0.29) | -0.187*** (-10.86) |
| <i>BM</i> | -0.005 (-1.48) | -0.001 (-1.02) | 0.003** (2.04) |
| <i>TobinQ</i> | -0.000 (-0.16) | -0.002** (-2.01) | -0.008*** (-4.91) |
| <i>Loss</i> | -0.011 (-1.25) | 0.009*** (3.28) | -0.014*** (-3.17) |
| <i>Audit</i> | -0.012** (-2.51) | 0.004** (2.47) | -0.010*** (-4.36) |
| <i>DA</i> | 0.008 (0.51) | -0.002 (-0.65) | 0.006 (0.97) |
| <i>REM</i> | -0.010 (-1.64) | -0.000 (-0.07) | -0.003 (-1.09) |
| <i>PC</i> | -0.010 (-1.14) | -0.006** (-2.19) | 0.020*** (4.22) |
| <i>Top1</i> | 0.008 (0.33) | -0.011 (-0.84) | -0.026** (-2.19) |
| <i>INST</i> | 0.015 (1.08) | 0.004 (0.88) | -0.026*** (-3.72) |
| <i>Constant</i> | -0.708*** (-8.54) | 0.099*** (2.59) | 0.092** (2.25) |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 16,166 | 16,166 | 16,166 |
| <i>R²</i> | 0.262 | 0.240 | 0.519 |

注:括号内为 *t* 值, OLS 估计采用稳健标准误, 误差项在公司层面聚类。*、**、*** 分别表示显著性水平(双尾)为10%、5%、1%。

五、结论、启示与展望

债务契约作为企业最重要的契约之一,是保障债权人利益的重要依据,也是防范和化解资本市场债务风险的关键。本文以2007—2020年我国A股上市企业为样本,实证检验了管理层讨论与分析中的前瞻性信息是否会影响企业的债务契约。研究发现,企业前瞻性信息披露水平越高,获得的债务期限越长、债务资本成本越低以及债务规模越大,即债权人愿意为前瞻性信息披露水平更高的企业提供更为有利的债务契约。进一步研究发现,文本可读性较高、文本相似度较低和披露战略信息含量较高的企业中,前瞻性信息披露对债务契约的改善作用越显著。通过渠道分析发现,前瞻性信息披露通过向市场提供增量信息从而改善了债务契约。

本文的研究丰富了前瞻性信息有用性和债权人决策影响因素方面的文献,表明债权人同样重视非财务信息并会据此调整债务契约,增进了对债务契约设计机理的了解。因此上市公司应加强对非财务信息披露的重视,提升非财务信息披露质量。非财务信息指向未来,用来推测公司的可持续性发展,有助于上市公司制定正确的信息披露政策,通过信息披露获得更为优惠的信贷条件,规避由于投资者对公司发展前景预测失误所导致的股价折价,保障公司价值。监管机构应完善非财务信息披露制度建设,鼓励上市公司披露更有质量的非财务信息以降低资本配置中的信息不对称程度,使得投资者和债权人能够做出更为科学的投资决策和信贷决策,促进资本市场的资源有效配置,真正形成市场—上市公司—债权人“三赢”的局面。

本文研究了前瞻性信息披露对债务期限、债务资本成本以及债务规模的影响,但受债务契约条款内容数据可得性的限制,无法进一步研究债务契约条款的性质(如严格性、契约强度等)。未来可以针对具体条款内容进行更为细致的研究,从而得出更加深入、更具洞察力的结论,并制定出更有针对性的政策。

参考文献:

- [1]姜丽莎,李超凡,冯均科.新审计报告降低了债务融资成本吗?[J].审计研究,2020(3):68-76.
- [2]张先治,徐健.会计信息可比性与债务契约定价研究[J].财经理论与实践,2021(5):66-74.
- [3]JENSEN J C, BERG N. Determinants of traditional sustainability reporting versus integrated reporting. an institutionalist approach[J]. Business Strategy and the Environment, 2012, 21(5):299-316.
- [4]FELDMAN R, GOVINDARAJ S, LIVNAT J, et al. Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals[J]. Review of Accounting Studies, 2010, 15(4):915-953.
- [5]WANG M, HUSSAINEY K. Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2013, 32(3):26-49.
- [6]王秀丽,齐荻,吕文栋.控股股东股权质押与年报前瞻性信息披露[J].会计研究,2020(12):43-58.
- [7]CAZIER R A, MERKLEY K J, TREU J S. When are firms sued for qualitative disclosures? Implications of the safe harbor for forward-looking statements[J]. The Accounting Review, 2020, 95(1):31-55.
- [8]马黎珺,伊志宏,张澈.廉价交谈还是言之有据?——分析师报告文本的信息含量研究[J].管理世界,2019(7):182-200.
- [9]BHARATH S T, SUNDER J, SUNDER S V. Accounting quality and debt contracting[J]. The Accounting Review, 2008, 83(1):1-28.
- [10]BEATTY A, LIAO W S, WEBER J. The effect of private information and monitoring on the role of accounting quality in investment decisions[J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(1):17-47.
- [11]CARRIZOSA R, RYAN S G. Borrower private information covenants and loan contract monitoring[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 64(2/3):313-339.
- [12]LI F. The information content of forward-looking statements in corporate filings——a naïve Bayesian machine learning approach[J].

- Journal of Accounting Research,2010,48(5):1049-1102.
- [13] 田高良,薛宇婷,李星,等. 投资者重视管理者的前瞻性吗? ——基于年报文本分析的经验证据[J]. 管理工程学报, 2023,37(1):225-236.
- [14] PLUMLEE M, BROWN D, HAYES R M, et al. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: further evidence[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2015,34(4):336-361.
- [15] 罗楠,刘斌. 公允价值计量对债务契约有用性的影响研究[J]. 证券市场导报,2012(8):44-48,56.
- [16] SUNDER J, SUNDER S V, ZHANG J. Balance sheet conservatism and debt contracting [J]. Contemporary Accounting Research, 2018,35(1):494-524.
- [17] 杜春明,张先治,常利民. 商誉信息会影响企业债务期限结构吗? ——基于债权人的视角[J]. 证券市场导报,2019(2):45-54.
- [18] MUSLU V, RADHAKRISHNAN S, SUBRAMANYAM K R, et al. Forward-looking MD&A disclosures and the information environment[J]. Management Science, 2015,61(5):931-948.
- [19] DAVIS A K, TAMA-SWEET I. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A[J]. Contemporary Accounting Research, 2012,29(3):804-837.
- [20] MERKLEY K J. Narrative disclosure and earnings performance: evidence from R&D disclosures[J]. The Accounting Review, 2014,89(2):725-757.
- [21] 王雄元,高曦. 年报风险披露与权益资本成本[J]. 金融研究,2018(1):174-190.
- [22] BALL R, BUSHMAN R M, VASVARI F P. The debt-contracting value of accounting information and loan syndicate structure[J]. Journal of Accounting Research, 2008,46(2):247-287.
- [23] BIDDLE G C, HILARY G. Accounting quality and firm-level capital investment [J]. The Accounting Review, 2006,81(5):963-982.
- [24] 张金鑫,王逸. 会计稳健性与公司融资约束——基于两类稳健性视角的研究[J]. 会计研究,2013(9):44-50,96.
- [25] GOTTESMAN A A, ROBERTS G S. Maturity and corporate loan pricing [J]. Financial Review, 2004,39(1):55-77.
- [26] WATTS R L, ZIMMERMAN J L. Positive accounting theory: a ten year perspective [J]. The Accounting Review, 1990,65(1):131-156.
- [27] ARMSTRONG C S, GUAY W R, WEBER J P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010,50(2/3):179-234.
- [28] 倪娟,孔令文. 环境信息披露、银行信贷决策与债务融资成本——来自我国沪深两市 A 股重污染行业上市公司的经验证据[J]. 经济评论,2016(1):147-156,160.
- [29] 王雄元,曾敬. 年报风险信息披露与银行贷款利率[J]. 金融研究,2019(1):54-71.
- [30] 胡宁,曹雅楠,周楠,等. 监管信息披露与债权人定价决策——基于沪深交易所年报问询函的证据[J]. 会计研究,2020(3):54-65.
- [31] RAJAN R G. Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt [J]. The Journal of Finance, 1992,47(4):1367-1400.
- [32] STIGLITZ J E. Information and the change in the paradigm in economics [J]. American Economic Review, 2002,92(3):460-501.
- [33] 郑登津,闫天一. 会计稳健性、审计质量和债务成本[J]. 审计研究,2016(2):74-81.
- [34] BAO D, KIM Y, SU L. Do firms redact information from material contracts to conceal bad news? [J]. The Accounting Review, 2022,97(5):29-57.
- [35] CHEN C, KIM J B, WEI M, et al. Linguistic information quality in customers' forward-looking disclosures and suppliers' investment decisions [J]. Contemporary Accounting Research, 2019,36(3):1751-1783.
- [36] CHIU T T, KIM J B, WANG Z. Customers' risk factor disclosures and suppliers' investment efficiency [J]. Contemporary Accounting Research, 2019,36(2):773-804.

- [37] RADHAKRISHNAN S, WANG Z, ZHANG Y. Customers' capital market information quality and suppliers' performance [J]. *Production and Operations Management*, 2014, 23(10): 1690-1705.
- [38] KOTHARI S P, SHU S, WYSOCKI P D. Do managers withhold bad news? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 241-276.
- [39] 陈汉文, 周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本[J]. *南开管理评论*, 2014(3): 103-111.
- [40] 后青松, 袁建国, 张鹏. 企业避税行为影响其银行债务契约吗——基于A股上市公司的考察[J]. *南开管理评论*, 2016(4): 122-134.
- [41] 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? ——基于文本分析和机器学习[J]. *管理世界*, 2021(5): 139-156, 11, 19-21.
- [42] 周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. *经济研究*, 2017(7): 169-183.
- [43] 张俊瑞, 仇萌, 张志超, 等. “深港通”与前瞻性信息披露——基于上市公司年报语言将来时态特征的研究[J]. *证券市场导报*, 2022(4): 15-26.
- [44] TAN H T, YING WANG E, ZHOU B O. When the use of positive language backfires: The joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments [J]. *Journal of Accounting Research*, 2014, 52(1): 273-302.
- [45] SHIN D, HE S, LEE G M, et al. Enhancing social media analysis with visual data analytics: a deep learning approach [J]. *MIS Quarterly*, 2020, 44(4): 1459-1492.
- [46] 钱爱民, 朱大鹏. 财务报告文本相似度与违规处罚——基于文本分析的经验证据[J]. *会计研究*, 2020(9): 44-58.
- [47] 刘亚辉, 黄凯, 尹玉刚, 等. 分析师社交圈、利益冲突与研究报告文本信息[J]. *管理科学学报*, 2022(3): 62-87.
- [48] 胡楠, 邱芳娟, 梁鹏. 竞争战略与盈余质量——基于文本分析的实证研究[J]. *当代财经*, 2020(9): 138-148.
- [49] BUSHMAN R, CHEN Q, ENGEL E, et al. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 37(2): 167-201.
- [50] 游家兴, 张俊生, 江伟. 制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于R²研究的视角[J]. *经济学(季刊)*, 2007(1): 189-206.
- [51] 王玉涛, 王彦超. 业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗[J]. *金融研究*, 2012(6): 193-206.
- [52] 李姝, 杜亚光, 张晓哲. 同行MD&A语调对企业创新投资的溢出效应[J]. *中国工业经济*, 2021(3): 137-155.
- [53] FANG V W, TIAN X, TICE S. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? [J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(5): 2085-2125.



(责任编辑 傅凌燕)