

“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

张俊瑞^{1,3} 仇萌¹ 张志超¹ 马晨²

(1.西安交通大学管理学院, 陕西 西安 710049; 2.西北大学经济管理学院, 陕西 西安 710127;

3.西安交通大学城市学院, 陕西 西安 710018)

摘要: 基于“深港通”互联互通制度的准自然实验场景, 本文通过Word2Vec机器学习和文本分析方法获取上市公司年报中描述未来发展的词频, 构建上市公司前瞻性信息披露指标, 进而使用双重差分法检验资本市场开放对上市公司前瞻性信息披露的影响。研究发现: 实施“深港通”有助于上市公司披露更多的前瞻性信息, 其年报中将来时态的词频显著提高; 企业国际化程度越高, 资本市场开放对前瞻性信息披露的正向影响越强。此外, “深港通”是通过增加前瞻性描述内容与描述语气这两个机制, 增加年报中对未来展望的描述。“深港通”对前瞻性的正向效应存在于信息透明度较高、有效内部控制的公司。研究结论表明, 坚持资本市场持续全面开放对于提高公司治理水平与改善会计信息环境具有重要作用。

关键词: 资本市场开放; 深港通; 前瞻性信息披露; 语态将来时; 机器学习; 非财务信息披露

Abstract: Based on the quasi-natural experimental scenario of the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect program, this paper obtained the frequency of words describing future development in the annual reports of listed companies through Word2Vec machine learning and text analysis methods, constructed the forward-looking disclosure indicators of listed companies, and then used the difference in difference (DID) method to test the impact of capital market opening on forward-looking information disclosure of listed companies. It is found that after the implementation of the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect, more forward-looking information is disclosed in the annual reports of listed companies, and the frequency of future tense words has increased significantly. Moreover, the higher the degree of internationalization of enterprises, the stronger the positive impact of capital market opening on forward-looking information disclosure. In addition, Shenzhen-Hong Kong Stock Connect increased forward-looking information disclosure by two mechanisms of increasing forward-looking description content and description tone. Furthermore, this positive effect exists significantly in companies with high information transparency and effective internal control. The research conclusion shows that promoting the further opening of the capital market is of great significance for improving the efficiency of corporate governance and enhancing the accounting information environment.

Key words: stock market openness, Shenzhen-Hong Kong Stock Connect, forward-looking information disclosure, language future tense, machine learning, non-financial information disclosure

作者简介: 张俊瑞, 西安交通大学管理学院/城市学院教授、博士生导师, 研究方向: 信息披露、机构投资者网络、数据资产等。仇萌(通讯作者), 西安交通大学管理学院博士生, 研究方向: 机构投资者网络、资本市场开放、会计信息披露等。张志超, 西安交通大学管理学院博士生, 研究方向: 上市公司会计信息文本特征等。马晨, 西北大学经济管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 审计与公司治理。

中图分类号: F275 **文献标识码:** A

一、引言

党的十九大报告提出“推动形成全面开放新格局”

”，中国资本市场在实现全面深化改革的同时也在不断加快对外开放的步伐。2016年“深港通”开通，沿用了2014年“沪港通”互联互通模式，但“深港通”先

于“沪港通”取消了总额度的限制，尤其是较于“沪港通”下的港股通投资范围更广，为境外投资者进一步开放更多内地股票市场，带来更大的投资自由和便利，引发了社会各界的广泛关注和热烈讨论。“深港通”互联互通打开了我国资本市场双向开放的新发展格局，国际化程度不断提升；也标志着充分、全面地披露投资者能够做出价值判断和投资决策所必需的信息日益成为资本市场的灵魂，而专业投资者的进驻将增加对非财务信息披露的需求(Gao and Huang, 2016)^[12]。

目前学术界对于资本市场开放的经济后果研究多数集中在市场反应和公司治理的研究视角上，比如宏观经济层面上股票市场稳定性(刘海飞等, 2018)^[39]、股价波动(钟凯等, 2018)^[49]和股价信息含量(钟覃琳等, 2018)^[50]等，微观企业层面上企业投融资(Gupta and Yuan, 2009; 连立帅等, 2019)^{[14][37]}、投资效率(陈运森和黄健峤, 2019)^[30]和企业创新研发投入(Ferreira and Matos, 2008; 罗宏和陈小运, 2020)^{[11][42]}等。事实上，由于现实环境中不可避免的信息不对称和代理问题，信息环境不同和信息解读差异所造成的潜在利益与风险对于双边资本流动而言意义重大，上述文献为理解资本市场开放对投资者与上市公司的价值判断和前景预测的影响提供了丰富的理论基础和实证检验。但信息披露这一根植于资本市场活动中至关重要的环节，在境外投资者选择和上市公司管理层决策中又会扮演什么角色，尤其是直接代表公司未来发展前景的前瞻性信息披露又会受到什么样的影响，值得深入研究。

相对于历史信息，公司的前瞻性信息对于投资者具有极其重要的价值。前瞻性信息是能够使投资者和其他用户评估公司未来财务业绩的当前计划和未来预测的信息(Cazier et al., 2020; Cho and Muslu, 2021)^{[4][6]}。前瞻性信息披露不仅包括财务预测，还涉及战略、风险和不确定性(张俊瑞等, 2018)^[47]等非财务信息。《国际整合报告框架》(International IR Framework)十分注重前瞻性信息，其基本指导原则中的第一项即倡导企业信息披露以“战略和前瞻为导向”，明确提出“综合报告应深入说明机构的战略，阐明战略如何与未来短、中、长期的价值创造能力相关，以及战略如何与资本使用及对资本的影响相关”。与公司未来相关的信息可帮助投资者全方位判断企业的经营成果，具有重大性、长期性、价值相

关性等特点，有助于弥补会计信息的滞后性与短期性。

我国资本市场处于全面开放进程的背景要求上市公司的信息披露应更加注重长期性和前瞻性。资本市场开放对信息披露影响的相关研究较少。一类是信息优势观，认为资本市场开放后境外投资者进入会促使机构投资者更关注信息披露行为(Henry, 2000)^[16]，上市公司为了迎合与获得境外投资主动降低信息不对称(Yoon, 2021)^[21]。李春涛等(2018)^[35]发现QFII的引入可以提高公司信息披露质量；郭阳生等(2018)^[31]研究指出“沪港通”政策实施增加了相关上市公司分析师跟踪人数，提高了分析师预测精确度，进而改善了上市公司信息环境。唐建新等(2021)^[43]发现资本市场开放提高了自愿性信息披露的意愿和精度。另一类是信息劣势观，强调相较于境内投资者掌握更多私有信息而言，境外投资者会被动模仿境内投资者的投资策略。Choi et al.(2013)^[8]发现境外投资者持股越多，信息不对称性越强，境外投资者更关注如何增强自身的信息优势，并不是完善当地资本市场的信息环境。现有多数研究基于有效市场假说，认可了资本市场开放的信息效应与治理效应。

然而，事实上在我国新兴市场中，资本市场开放政策确实能够造成信息披露的选择性调整，但有关该方面的实证检验却仍然相对较少，难以对二者关系的认知提供确凿证据，尤其是对前瞻性信息披露影响的研究目前还是空白，这正是本文研究的出发点 and 关注点。原因一是前瞻性信息在我国发展历史较短，已有文献缺乏公认的衡量前瞻性信息指标，若采用文本信息，又难以对其进行直接观测和度量，故尚未形成统一的量化方法；二是境外投资者持股与上市公司前瞻性信息披露存在较强的内生性问题，缺乏外生的政策冲击，其中产生的净效应难以估计。目前这方面的研究相对匮乏，且现存文献多利用成熟市场、有效市场的经验证据，其研究结论对中国新兴市场实践的指导意义仍有待商榷。因此，本文以中国A股上市公司年报中前瞻性信息披露为对象，从语言认知效应出发，关注文本信息中语态将来时标记特征，通过机器学习和文本分析的方法提取了财务报表文本性信息中披露的前瞻性词集，从而构建更为客观全面的前瞻性信息披露指标。

本文贡献如下：第一，首次讨论资本市场开放对公司前瞻性信息披露的影响。资本市场对外开放的重要目

的在于通过引入境外投资者提高公司治理水平、提高信息披露质量、提高资源配置效率。本文基于信息披露视角的分析，系统地检验了“深港通”政策实施的经济后果，结论对资本市场开放政策实施的作用有一定解释意义，并为资本市场全面开放提供了一定证据支持。第二，从信息披露视角看，目前有少量文献关注到资本市场开放过程中外资持股对信息环境、信息披露的影响，但尚无对资本市场开放与前瞻性信息披露之间关系进行专门的研究，本文从这一视角出发，并利用“深港通”实施作为绝佳的外生冲击，相对准确地捕捉和识别境外投资者持股对境内上市公司前瞻性信息披露影响作用的“净效应”，从而缓解以往研究中较强的内生性问题，提供了外资持股对企业前瞻性信息披露影响的因果证据，一定程度上对现有资本市场开放对信息披露影响的文献做出增量贡献。第三，丰富了现有前瞻性信息披露影响因素的研究领域，迎合了证券监管机构提倡上市公司披露更多前瞻性信息的要求。目前，前瞻性信息披露的研究多聚焦于其经济后果方面，对影响因素的研究较少且多数关注于公司治理因素(Wang, 2021)^[28]和公司特征(Jones, 2007; Wang and Hussainey, 2013)^{[19][27]}等微观层面，本文以“深港通”政策实施为研究视角，为前瞻性信息披露影响因素研究提供了宏观层面的经验证据。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一)我国股票市场开放的制度背景

党的十八届三中全会提出“推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度”。2014年11月7日，“沪港通”正式启动试点工作；2016年12月5日，“深港通”正式启动。“深港通”和“沪港通”不同，一方面是“深港通”取消了总额限制，与“沪港通”的准入门槛有明显差异；另一方面是上交所和深交所服务的对象有所不同，主板市场主要服务于规模较大、成熟期的企业，中小板和创业板则服务于中小规模、成长期的创新型、高新技术型企业，其信息披露策略有所区别。大量对A股期待已久的境外资金将通过“深港通”进驻那些具有发展潜力、属于新兴行业的上市公司，一些上市公司的价值也将被全世界发现，这有助于活跃A股市场的中小盘个股。从时间节点上看，“深港通”在“沪港通”的基础上

进行了优化和完善，可以说“深港通”是“沪港通”的升级版；从地理位置看，深圳与香港的地理位置非常接近，两地资金流、信息流、投资理念等都有非常紧密的联系。

(二)我国前瞻性信息披露的演变

随着资本市场及公司经营环境的不断变化，投资者对信息的需求也在不断变化。在复杂多变的经营环境下，过去的历史信息、单纯的财务信息显得力不从心，未来的前瞻信息、与公司成长相关的信息日益受到重视。目前，前瞻性信息主要分布于年报中的管理层讨论与分析(MD&A)，以未来发展为视角，提供基于公认会计准则而产生的表内信息及报表附注无法提供的信息，是上市公司对外披露的信息中最有价值的部分(胡楠等, 2021)^[33]。然而，我国MD&A的披露制度在2002年才正式引入年报披露要求中，并逐年细化了对MD&A的披露尤其是前瞻性信息的披露要求。2005年12月，中国证监会修订上市公司信息披露内容与格式规则，首次明确要求MD&A中要披露“报告期内公司经营情况的回顾”和“对公司未来发展的展望”两部分内容。上交所于2012年2月发布了《管理层讨论与分析的编制要求备忘录》，再次强调上市公司年报中叙述性信息披露的重要性，尤其强调前瞻性信息的披露。

我国现行上市公司信息披露规范中对前瞻性信息披露均有所涉猎。《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》第28条规定：“公司应当对未来发展进行展望，应当讨论和分析未来发展战略、下一年度经营计划以及公司可能面对的风险，鼓励进行量化分析。”《信息披露管理办法》第四章规定：“上市公司的经营方针和经营范围发生重大变化时，上市公司应当立即披露，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响”。尽管我国上市公司越来越重视前瞻性信息披露，但整体上来说，相比于美国等西方成熟的资本市场，我国资本市场还不成熟，法律环境还不够完善，前瞻性信息披露尚在发展阶段，尤其是自愿性前瞻性信息披露从数量和质量上明显不足。公司管理层对前瞻性信息披露仍具有较大的自由裁量权，公司间的披露水平千差万别，前瞻性信息披露不实案例也屡有出现。在资本市场发生的多个现实案例中，上市公司发布的公告由于存在自利性信息披露动机而缺乏精确度和规范性，对投资者产

生了误导和混淆视听的后果。由此可见，公司前瞻性信息及时充分真实的披露对投资者具有重要意义，而虚假或低质量的信息披露可能造成恶劣后果，损害投资者利益。

(三)理论分析与研究假说

现有研究的普遍结论是，资本市场开放后，外资进入新兴市场经济国家的上市公司，有助于优化公司治理结构、加强监督、改善公司信息环境、活跃市场竞争等，最终提升公司治理水平和价值(Huang and Zhu, 2015; 郭阳生等, 2018; Yoon, 2021)^{[17][31][21]}。进而，资本市场开放可以通过公司治理机制、股价信息反馈机制等对公司信息披露产生影响，例如，刘海燕和朱涵一(2017)^[40]发现QFII的引入对自愿信息披露也具有正向促进作用，QFII持股比例高的公司，自愿性信息披露的内容更为全面。此外，资本市场开放还可以通过提高公司治理水平等机制抑制管理层操纵核心盈余的行为和违规行为(赵东和王爱群, 2019; 邹洋等, 2019)^{[48][29]}，促进公司进行研发创新活动(Wang, 2021)^[28]，增加研发投入，提高公司的投资效率(陈运森和黄健娇, 2019; 连立帅等, 2019)^{[30][37]}。综上所述，“深港通”互联互通机制实施提升公司治理水平，促进公司改善信息环境。本文试图从前瞻性信息披露的视角，探讨资本市场开放是否影响公司会计信息披露策略，以及进一步揭示上市公司非财务信息披露的黑箱。

基于信号效应理论，资本市场对外开放政策实施的一个重要目的在于通过引入境外投资者，加强公司治理水平，强化信息披露质量，从而促进中国资本市场健康稳定发展。已有研究(李春涛等, 2018)^[35]表明QFII的引入不仅可以提高公司信息披露质量，对自愿信息披露也具有正向促进作用，QFII持股比例高的公司，自愿性信息披露的内容更为全面。“沪港通”的开通将香港联合交易所以及香港市场等境外投资者对公司治理、信息披露等行为规范的要求和标准带入内地资本市场，因此，为了获得境外资本，公司会主动地提高信息披露质量(邹洋等, 2019)^[29]。但资本市场开放对公司前瞻性信息披露的影响尚属未知。我国的境外投资者主要为价值投资者，这类投资者更侧重于公司长期价值投资(连立帅等, 2019)^[37]。因此，我国境外投资者应该更看重公司长远发展，更可能依据公司前瞻性信息开展市场交易。新

《证券法》也强调公司应充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息。鉴于境外投资者对前瞻性信息的需求，公司为了迎合境外投资者需求，吸引境外投资者持股从而获得更多融资，会披露更多的前瞻性信息(Jones, 2007; Merkley, 2014)^{[19][25]}。

同时，基于前瞻性信息披露的内容，前瞻性信息被认为是上市公司对外披露的信息中最有价值的部分，主要以未来发展为视角一定程度上反映公司长期价值。现有研究(Bozzolan et al., 2009; 李锋森和李常青, 2008; Cazier et al., 2020)^{[3][36][4]}将前瞻性信息内容划分为公司战略、研发信息、未来展望信息等。Johnson et al.(2001)^[18]发现证券集体诉讼法案变革(对诉讼加以限制)提高了管理层业绩预告的频率及乐观程度。双重上市的公司，面临着更多的监管，进而会披露更多的战略信息(Coebergh, 2011)^[9]。会计准则相关的变化也会促进前瞻性信息披露，美国SFAS No.5的出台提高了或有事项披露质量(Desir et al., 2010)^[10]。王宇峰和苏透妍(2009)^[45]利用中国上市样本，实证发现研发强度越大、研发人员比例越高，则企业研发信息披露的频率越高。综上所述，政策法规及相关监管规范很大程度上促进企业披露更多的前瞻性信息。

基于以上理论分析，本文提出假设：

H1：“深港通”交易制度的实施有助于提升上市公司的前瞻性信息披露水平。

基于监督效应理论，资本市场开放后，境外投资者来自发达成熟的资本市场，往往被认为是价值投资者，对信息的搜集、挖掘和处理能力都更为专业(Chen et al., 2021)^[5]，一定程度上会对公司管理层造成震慑从而对其进行约束和监督，即通过境外投资发挥监管效应，优化公司治理。而根据委托代理理论，良好的公司治理水平可以进一步促进公司前瞻性信息的披露(Wang and Hussainey, 2013)^[27]。境外投资者更看重公司长远发展，更可能依据公司的前瞻性信息开展市场交易。当公司前瞻性信息披露无法满足其期望时，境外投资者会果断抛售公司股票，造成股价下跌。公司管理层为了避免这种情况，常常会尽力提高信息披露水平、自愿披露更多前瞻性信息以达到境外投资者的要求。反之，如果公司在信息披露方面有良好表现，境外投资者也可以通过增持股票来激励管理层，从而使管理层进一步重视前瞻性信息披露。

已有研究发现相比于境内投资者，境外投资者从地理位置、文化习俗和社会关系等方面都偏劣势，但在获取国际市场信息方面更具有优势(Choe et al., 2005)^[7]，Kim et al.(2016)^[20]发现境外投资者可能拥有更好地资源与专业知识处理全球市场信息，因此，境外投资者在标的公司中可能更偏好投资拥有境外业务的国际化企业(Ferreira and Matos, 2008)^[11]。除了按经营业务区域分布之外，连立帅等(2019)^[37]研究表明香港投资者为沪“深港通”标的公司前十大流通股东时，搜集非财务信息的动机会增强，进而通过市场交易将其反映至股价中。因此，当上市公司的香港投资者持股比例较高或拥有境外业务时，其国际化程度较高，境外投资者更容易挖掘与获取更多信息，从而促使管理层积极披露更多前瞻性信息。故本文提出假设：

H2：企业国际化程度越高，“深港通”交易制度的实施对前瞻性信息披露的正向效应越强。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

2007年中国新制定的《企业会计准则》开始实施。为了避免新准则实施前后带来的差异，本文选取2007年为样本区间的起点，选取了2007—2019年中国A股上市公司为初始研究样本，为了考察资本市场开放的政策效应，本文将代表性举措“深港通”纳入研究范围，以2016年12月实施的“深港通”作为本文的一个准自然实验场景。“深港通”标的股票名单来自于香港联合交易所官网，其他相关财务数据来自于国泰安数据库(CSMAR)。

对前瞻性信息数据处理的步骤如下：(1)本文使用的年报数据来源于巨潮资讯网，使用Python编程软件将2007—2019年上市公司年度财务报告文件转化成txt文档，并对数据进行清洗。(2)借助WinGo财经文本数据平台的分词系统“深度学习相似词”对文档内容进行结构化数据等处理。WinGo财经文本分析平台提供的词集是采用了“种子词集+Word Embedding相似词扩充”的方法，即第一步基于梳理大量前瞻性信息披露的政策法规、研究文献以及上市公司披露的文本信息，制定与前瞻性信息相关的种子词集；第二步通过相似词数据库使用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，进而对种子词集进行词汇扩充。因此，WinGo所推荐的相似词词集更加适合财经文本语境，可有效避免人为定义词表的主观性和通用同近义词工具的弱相关性，确保最终得到的指标更为准确、客观与科学。(3)计算前瞻性指标关键相似词词集对应的精确词频总和除以报告文本的总词数，简称为前瞻性指标词频。

WinGo财经文本数据平台目前已有前瞻性指标部分公开数据，本文增加了该平台未公开的管理层与分析章节(未来展望)部分前瞻性信息提取，在数据创新方面进行了较大的工作量，对原始文档的处理以及将文档内容进行文本处理，再将文本的非结构化数据结构化成词向量进行存储与进一步使用R语言计算词频，前瞻性指标构建的具体步骤如下：

第一步，将2007—2019年A股上市公司年报转化成txt文档，并用Python进行数据清理，尤其是识别与提取管理层讨论与分析章节的未来展望部分。

第二步，参考Muslu et al.(2015)^[26]、Li(2010)^[23]和胡楠等(2021)^[33]提取种子词(共23个)，即：计划、预计、未来、目标、可能、打算、预期、预测、希望、期待、期望、今后、明年、来年、目的、如果、机遇、契机、前景、展望、相信、愿景、挑战。

第三步，借助WinGo财经文本数据平台的分词系统“深度学习相似词”对第一步清洗与整理好的txt文档内容进行结构化数据等处理，即基于机器学习-Word2Vec神经网络模型相似词扩充，得到扩充词集(共97个)，部分列示如下：以后、日后、下半年、下一年、下一步、下一阶段、将来、近期、后续、尚需、还将、预见、后期、趋于、拟于、拟向、尚待、预估、仍需、未来发展、未来市场、新年度、新形势下、新一轮、短期内、发展机遇、发展良机、发展空间、机会、不确定性、长远发展、长远规划、必将、有望、追求、未来三年、未来五年、大好时机等。

第四步，将第一步中清洗整理好的txt文档进行分词处理后，非结构化的文本数据转化为词向量进行存储。

第五步，利用R语言计算前瞻性指标所对应词集的词频。

最后，本文对初始样本进行了筛选：(1)剔除金融行业上市公司样本观测；(2)剔除样本期间被ST或*ST特殊处理

的上市公司样本观测；(3)剔除相关研究变量缺失的样本观测。所有连续变量均在1%(99%)分位上进行了缩尾处理。

(二)模型设计与变量定义

1.前瞻性信息披露指标的衡量

前瞻性信息是指在决策有用观指导下，以企业未来可能采取的行动和可能发生的事项为基础披露的关于企业未来的各种财务及非财务信息。前瞻性信息与历史信息相对，是能够使投资者和其他用户评估公司未来财务业绩的当前计划和未来预测的一类信息。基于此界定，本文借鉴胡楠等(2021)^[33]、Cho and Muslu(2021)^[6]对前瞻性信息衡量的指标，结合中国上市公司披露的中文文本信息特点，从中文语言将来时态特征制定出衡量中文年报中前瞻性信息的种子词集，采用Word2Vec机器学习技术，基于Continuous Skip-Gram Model 和Continuous Bag-of-Words Model将年报中上下文语义信息的词汇生成多维向量，进一步计算向量相似度，从而获得种子词汇在年报中的相似词，得到扩充后的词集，最后计算前瞻性词汇总词频占年报全文总词数的比例，用来衡量前瞻性信息披露指标，记为FTR，这个指标数值越大，表明公司前瞻性信息披露水平越高。

具体地，借鉴胡楠等(2021)^[33]和Muslu et al.(2015)^[26]衡量前瞻性信息的词集，结合中国上市公司信息披露的政策法规及中文文本语言特征，选取前瞻性信息的词集，包括预计、未来、计划、预期、以后、将来、打算、明年等未来时态前瞻性词汇，基于WinGO财经文本数据平台的分词系统技术，通过Word2Vec机器学习技术计算出所有相关词集的词频，从而构建出前瞻性信息披露指标。

2.模型设计与控制变量定义

借鉴已有外生事件情景的双重差分模型的相关研究设计(Bertrand and Mullainathan, 2003; 连立帅等, 2019)^{[2][37]}，本文建立如下双重差分模型来检验“深港通”互联互通制度实施对上市公司前瞻性信息披露的影响：

$$FTR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SZHK \times Post + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Tobinq_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \beta_7 Firmage_{i,t} + \beta_8 AnaFol_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中， $FTR_{i,t}$ 为被解释变量，衡量的是*i*公司*t*年年报的前瞻性信息披露水平；SZHK是“深港通”标的企业的虚拟变量，SZHK=1表示“深港通”标的公司，为实验组，SZHK=0表示非标的公司，为控制组；Post是“深港通”实

施年份，“深港通”实施之前的年份取0，实施当年及之后的年份取1。本文同时控制了公司固定效应和年度固定效应，因此交互项SZHK×Post的系数 β_1 表示双重差分统计量。另外，根据以往文献，参照Chen et al.(2021)^[5]，Cho and Muslu(2021)^[6]和王秀丽等(2020)^[44]，本文控制了影响前瞻性信息披露的公司财务特征等变量，具体包括企业规模(Size_{*i,t*})、资产负债率(Lev_{*i,t*})、资产回报率(ROA_{*i,t*})、公司价值(Tobinq_{*i,t*})、账面市值比(BTM_{*i,t*})、上市年限(Firmage_{*i,t*})以及分析师跟踪(AnaFol_{*i,t*})。变量定义具体见表1。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计结果

表2报告了变量的描述性统计结果。其中，FTR的均值和中位数均为0.006，标准差为0.001，这与胡楠等(2021)^[33]的发现相一致。SZHK×Post的均值和中位数分别为15.5%和0.0%，表明样本中平均有15.5%的“深港通”标的公司且实验组与控制组相比较小。控制变量方面，企业规模(Size)均值为21.997，财务杠杆(Lev)均值为44.6%，

表1 变量定义

变量类别	指标	说明
被解释变量	FTR	前瞻性信息披露水平，即“前瞻性”相关词汇总词频在年报全文总词频的占比
解释变量	SZHK	“深港通”标的企业的虚拟变量，若企业在样本期间被纳入“深港通”标的名单取1，否则取0
	Post	“深港通”实施年份，即“深港通”实施当年及之后的年份取1，否则取0
控制变量	Size	企业规模，即企业总资产的自然对数
	Lev	财务杠杆，即期末总负债与期末总资产之比
	ROA	资产收益率，即净利润与总资产之比
	Tobinq	公司价值，即企业市值(股价)与企业的重置成本(净资产)之比
	BTM	账面市值比，即资产总计与市值之比
	Firmage	上市年限，即企业至本期上市年数的自然对数
	AnaFol	分析师跟踪，即本年度内有多少个分析师(团队)对该公司进行过跟踪分析

表2 描述性统计结果

变量	样本量	平均值	标准差	Q1	中位数	Q3
FTR	32 652	0.006	0.001	0.005	0.006	0.007
SZHK×Post	33 453	0.155	0.361	0.000	0.000	0.000
Size	33 453	21.997	1.391	21.018	21.810	22.757
Lev	33 447	0.446	0.225	0.269	0.435	0.607
ROA	33 449	0.042	0.072	0.014	0.040	0.075
Tobinq	32 027	2.078	1.415	1.251	1.623	2.330
BTM	32 027	0.614	0.243	0.429	0.616	0.800
Firmage	33 453	16.018	5.758	12.000	16.000	20.000
AnaFol	23 927	9.846	9.674	2.000	6.000	14.000

资产收益率(*ROA*)均值为4.2%，公司价值(*Tobinq*)均值为2.078，账面市值比(*BTM*)均值为61.4%，上市年限(*Firmage*)均值约为16年，跟踪分析师(*AnaFol*)均值约为10个。

(二)主回归结果

表3前两列给出了“深港通”交易制度与前瞻性信息披露的回归结果。可以看出，除了同时控制年度和公司固定效应之外，在不控制其他变量时，第(1)列的结果显示 $SZHK \times Post$ 系数为0.0002，*t*值为7.43，在1%水平下显著为正；而控制其他变量后，第(2)列的结果显示 $SZHK \times Post$ 的系数为0.0003，*t*值为7.40，同样在1%水平下显著为正，表明“深港通”的实施显著提高了上市公司前瞻性信息披露水平，从而验证了假设1。

已有研究提出外部投资者直接与企业管理层沟通会受到较多限制，这一问题对境外投资者来说更为突出(连立帅等，2019)^[37]，因此，更需要企业通过增加定性披露来补充其财务报告，以满足投资者对过去和未来预期业绩信息的需求。Cazier et al.(2020)^[4]指出投资者需要根据前瞻性和非前瞻性的财务报告信息评估未来现金流的

表3 “深港通”互联互通制度实施对前瞻性信息披露的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>FTR</i>	<i>FTR</i>	<i>FTR</i>	<i>FTR</i>	<i>FTR</i>	<i>FTR</i>
$SZHK \times Post$	0.0002*** (7.43)	0.0003*** (7.40)	0.0002*** (3.04)	0.0002*** (2.82)	-0.0002 (-0.86)	-0.0002 (-0.68)
$SZHK \times Post \times INT$	-	-	0.0003* (1.70)	0.0004** (2.19)	-	-
<i>INT</i>	-	-	0.0001 (1.21)	0.0001 (1.14)	-	-
$SZHK \times Post \times HKInv$	-	-	-	-	0.0004** (2.08)	0.0004* (1.84)
<i>HKInv</i>	-	-	-	-	-0.0001 (-0.43)	-0.0000 (-0.18)
<i>Size</i>	-	-0.0000 (-0.63)	-	-0.0000 (-0.60)	-	0.0001 (1.61)
<i>Lev</i>	-	0.0000 (0.30)	-	0.0000 (0.29)	-	-0.0001 (-0.56)
<i>ROA</i>	-	-0.0001 (-0.66)	-	-0.0001 (-0.27)	-	-0.0001 (-0.32)
<i>Tobinq</i>	-	-0.0000 (-1.16)	-	0.0000 (0.39)	-	0.0000 (0.28)
<i>BTM</i>	-	-0.0003*** (-4.15)	-	-0.0001 (-1.07)	-	-0.0003** (-2.26)
<i>Firmage</i>	-	-0.0000 (-0.15)	-	-0.0000 (-0.12)	-	0.0000 (0.21)
<i>AnaFol</i>	-	0.0000 (0.68)	-	0.0000 (0.66)	-	-0.0000 (-0.50)
截距项	0.0046*** (192.54)	0.0052*** (8.52)	0.0045*** (74.03)	0.0051*** (5.61)	0.0046*** (33.86)	0.0029** (2.43)
调整 R^2	0.55	0.54	0.57	0.55	0.55	0.53
样本公司量	3 737	3 534	2 093	1 954	1 738	1 584
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注：括号内为 *t* 值，***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著。下表同。

数量、时机和不确定性。“深港通”互联互通机制一定程度上为我国资本市场健康发展引入机遇与活力，结合表3前两列结果可以看出，“深港通”标的公司相比非标的公司更愿意在财务报告中披露更多的前瞻性信息，展示公司价值，满足境外投资者需求。同时，这也符合新《证券法》所强调的要求，即公司应充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息。

此外，已有研究发现境外投资者更有可能寻求利用现有的信息优势(Kim et al., 2016; Yoon, 2021)^{[20][21]}。与境内同行相比，境外投资者在获取国际市场信息方面更具有优势，也具有更熟练的全球投资经验；同时，境外机构投资者具有卓越的技术优势，可以访问全球人才并拥有最新的沟通与分析的工具(Kim et al., 2016)^[20]。因此，境外投资者在标的公司中可能更偏好投资拥有境外业务的国际化企业。本文根据企业是否具有境外业务以及前十大流通股股东是否有香港投资者进行分组并与实验干预组交乘，分别不控制与控制其他变量时，得到表3中第(3)和(4)列，即当企业拥有境外业务(*INT*取1)与“深港通”交乘项 $SZHK \times Post \times INT$ 系数为正且在10%与5%水平下显著，第(5)和(6)列即前十大流通股股东有香港投资者(*HKInv*取1)与“深港通”交乘项 $SZHK \times Post \times HKInv$ 系数为正且在5%与10%水平下显著。这表明企业国际化程度越高，“深港通”交易制度的实施对前瞻性信息披露的正向效应越强，检验结果支持了假设2。

(三)机制分析

“深港通”标的公司更多是新兴行业的潜力股、科技股，不同企业进行前瞻性信息披露的动机和策略大有差异，资本市场开放境外投资者进入对不同企业发挥的作用偏重也有所不同。Yoon(2021)^[21]发现实施“沪港通”互联互通机制促使上市公司增加了自愿性信息披露，同时其研究指出深证公司多数在高科技行业，因此并没有关注“深港通”政策实施对于信息披露的实际作用。本文试图对“深港通”的实践价值进行解释与补充。在现实情形中，中小规模、成长性较高的高科技企业为了避免公司价值被低估，更需要也更愿意披露有关创新的前瞻性信息，将自己与其他公司加以区分。Jones(2007)^[19]和Merkley(2014)^[25]研究表明R&D敏感型行业和企业具有较高的自愿性信息披露水平，更愿意展示自身经营战略，降低信

息不对称程度，从而吸引更多投资者。本文关注的前瞻性信息从测度方法上看更侧重于分析年报文本信息的语言将来时态，一定程度上可以反映管理层对公司未来发展的预期与前瞻性态度，虽然是基于年报对未来发展前景的描述，但公司管理层可以在定性披露的内容与语言展示上行使更多的自由裁量权(Cazier et al., 2020)^[4]，因此披露更多的前瞻性信息对于投资者来说是否属于“画大饼”行为仍存有疑惑。Cho and Muslu(2021)^[6]提出公司披露的文本性前瞻性信息有两个值得关注的地方，分别是叙述内容即“说了什么”和叙述语气即“怎么说”。据此针对前瞻性信息描述内容与描述语气两个方面，本文选取创新信息和战略信息作为前瞻性信息披露内容的代表，同时选取管理层分析与报告(未来展望)的管理层语调，试图进一步解释资本市场开放对上市公司前瞻性信息披露的作用机制。

1. 前瞻性信息描述内容

首先，创新作为企业的核心竞争力，是衡量企业价值和可持续发展能力的重要指标，也是投资者决策的重要参考标准，以往研究中企业创新指标常用的有研发费用和专利两类，但都不是直接衡量企业创新的指标，年报中与技术创新有关的投入和产出描述性创新信息备受利益相关者关注(胡楠等，2020)^[32]。其次，战略信息披露内容的特点是突出企业核心能力和竞争优势，展示公司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(Merkley, 2014)^[25]。企业通过战略信息披露，使自己的公司与其他公司进行区分，进而最大化自己的利益(Hassan, 2015)^[15]。综上所述，创新信息和差异化战略信息从披露内容上可以一定程度代表前瞻性信息。

因此，本文进一步利用Word2Vec机器学习方法，结合WinGo财经文本数据平台提供的财经词库，对公司年度财务报告中创新与差异化战略相关信息进行词频提取，使用创新信息和差异化战略信息作为前瞻性信息披露内容的替代变量，具体方法与上文中前瞻性信息指标构建方法一致，并建立以下模型：

$$Inovation_{i,t}/Difsta_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SZHK \times Post + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Tobinq_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \beta_7 Firmage_{i,t} + \beta_8 AnaFol_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中， $Inovation_{i,t}$ 是指创新指标关键词词集对应的精确词频总和与年报全文总词频的比值， $Difsta_{i,t}$ 是指差异化战略指标关键词词集对应的精确词频总和与年报全文

总词频的比值，其他变量与模型(1)一致。

回归结果如表4所示。可以看到，在不添加控制变量时第(1)列中 $SZHK \times Post$ 的系数为正且在1%水平下显著，第(2)列加入控制变量后并没有改变系数的显著性水平，说明“深港通”显著提高了上市公司创新信息披露水平。类似地，从第(3)(4)列可以看到，无论是否加入控制变量，系数均为正且在1%水平下显著，表明“深港通”显著提高了上市公司差异化战略信息披露水平。可见，机制检验的结果表明，“深港通”互联互通机制通过增加公司创新信息和战略信息披露内容，增加年报中对未来展望的描述，从而提高前瞻性信息披露水平。

2. 前瞻性信息描述语气

中国证监会呼吁并要求企业更多地披露前瞻性信息，但目前仍未具体说明披露的基调或性质。前瞻性信息作为一种定性的会计信息，除了披露内容与数量之外，披露语调即陈述语气也值得关注(Cho and Muslu, 2021)^[6]。Li(2010)^[23]发现10-K和10-Q文件中MD&A前瞻性描述的语调有助于提升公司未来盈利水平。本文参考Muslu et al.(2015)^[26]和胡楠等(2021)^[33]对于前瞻性指标的构建方法，一定程度上较好地解决了前瞻性语气识别问题。为了进一步验证“深港通”实施后，管理层为吸引境外投资从而提升披露前瞻性信息的意愿，本文进一步借鉴

表4 “深港通”互联互通制度实施对前瞻性信息披露的机制检验——描述内容

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Inovation</i>	<i>Inovation</i>	<i>Difsta</i>	<i>Difsta</i>
<i>SZHK</i> × <i>Post</i>	0.0019*** (5.89)	0.0024*** (7.03)	0.0004*** (3.33)	0.0008*** (5.77)
<i>Size</i>	-	-0.0005** (-2.04)	-	-0.0007*** (-6.49)
<i>Lev</i>	-	-0.0033*** (-4.03)	-	-0.0019*** (-5.03)
<i>ROA</i>	-	0.0099*** (6.24)	-	0.0026*** (3.16)
<i>Tobinq</i>	-	-0.0006*** (-5.09)	-	-0.0002*** (-3.92)
<i>BTM</i>	-	-0.0021*** (-2.90)	-	0.0006 (1.61)
<i>Firmage</i>	-	-0.0007** (-2.39)	-	-0.0002 (-1.36)
<i>AnaFol</i>	-	-0.0000 (-1.45)	-	0.0000 (1.13)
截距项	0.0211*** (95.76)	0.0415*** (7.01)	0.0118*** (97.26)	0.0294*** (11.05)
调整 R^2	0.11	0.14	0.12	0.13
样本公司量	3826	3621	3604	3346
年份	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制

Loughran and McDonald(2011)^[24]构建管理层语调指标,该指标越大,即管理者对未来展望描述语言越积极。由于管理层分析与报告(MD&A)包括两部分内容:一是公司对过去经营情况的讨论分析,二是未来发展展望,因此,本文选取MD&A的未来展望部分,建立以下模型:

$$Tone1_{i,t}/Tone2_{i,t}=\beta_0+\beta_1SZHK\times Post+\beta_2Size_{i,t}+\beta_3Lev_{i,t}+\beta_4ROA_{i,t}+\beta_5Tobinq_{i,t}+\beta_6BTM_{i,t}+\beta_7Firmage_{i,t}+\beta_8AnaFol_{i,t}+Firm+Year+\epsilon_i \quad (3)$$

其中, $Tone1_{i,t}$ 是采用MD&A未来展望中积极词汇词集对应的词频与消极词汇词集对应的词频之差除以积极词汇词集对应的词频与消极词汇词集对应的词频之和来衡量。 $Tone2_{i,t}$ 是采用积极词汇词集对应的词频与消极词汇词集对应的词频之差除以报告文本的总词数来衡量。其他变量与模型(1)一致。

回归结果如表5中(1)~(4)列所示,无论采取哪种衡量方式,是否加入控制变量,“深港通”实施后,管理层对公司未来展望描述语调更积极,从而促使披露更多的前瞻性信息。

(四)异质性分析

相比发达国家资本市场而言,我国资本市场信息披露制度相对不够完善,导致存在较为严重的信息不对称问题(姜付秀等,2015)^[34]。境外投资者来自发达国家,公开披露的信息是其决策的主要信息来源与信息透明度的信

号(Yoon, 2021)^[21]。自互联互通机制实施以来,首先,已有研究发现资本市场开放会改善公司会计信息环境(唐建新等,2021)^[43], Kim et al.(2016)^[20]发现与境内同行相比,境外投资者具有更熟练的全球投资经验。境外投资者进入可以改善公司治理并且缓解投资者与公司之间的信息不对称(Yoon, 2021)^[21]。其次,境外投资者从地理位置、文化习俗和社会关系等方面都偏劣势(Choi et al., 2013)^[8],境外投资者可能不容易和当地公司经理建立起获取私人信息的渠道,更可能依赖于公开披露(Gormley et al., 2012)^[13]。境外投资者处于信息劣势时,在标的公司中可能更偏好投资会计信息质量较高的公司(陈运森和黄健娇,2019)^[30]。因此,“深港通”交易制度实施后,前瞻性信息披露的变化有可能是由标的公司更多披露和更高质量披露所驱动的,即公司信息透明度越高,越容易吸引国际资本,从而促使公司更容易获得外部资本的机会。

基于上述分析,本文参照Chen et al.(2021)^[5]、陈运森和黄健娇(2019)^[30]的研究,根据CSMAR国泰安数据库中信息透明度指标,按照是否高于同年度行业平均数将样本分为信息透明度程度高和信息透明度低两组,利用模型(1)进行分组检验,可以发现“深港通”实施对前瞻性信息披露的影响体现在上市公司信息透明度程度高的样本组,如表6中第(1)(2)列所示。在公司信息透明度较高

表5 “深港通”互联互通制度实施对前瞻性信息披露的机制检验——描述语气

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Tone1	Tone1	Tone2	Tone2
SZHK×Post	0.0179*** (3.04)	0.0168*** (2.61)	0.0042*** (4.83)	0.0046*** (4.63)
Size	-	0.0062 (1.26)	-	-0.0002 (-0.22)
Lev	-	-0.0173 (-0.98)	-	0.0023 (0.87)
ROA	-	0.2492*** (7.41)	-	0.0265*** (5.40)
Tobinq	-	-0.0046* (-1.95)	-	-0.0004 (-1.30)
BTM	-	-0.0701*** (-4.65)	-	-0.0071*** (-3.12)
Firmage	-	-0.0076* (-1.65)	-	-0.0008 (-1.22)
AnaFol	-	0.0003 (1.25)	-	-0.0000 (-0.09)
截距项	0.5962*** (114.24)	0.5707*** (5.17)	0.0679*** (83.43)	0.0798*** (4.83)
调整 R ²	0.03	0.04	0.02	0.03
样本公司量	3816	3605	3816	3605
年份	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制

表6 异质性分析:公司治理特征与信息环境

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	FTR	FTR	FTR	FTR
SZHK×Post	0.0004*** (7.24)	0.0001 (1.29)	0.0002*** (5.48)	-0.0001 (-0.31)
Size	-0.0000 (-0.25)	-0.0001 (-1.61)	-0.0000 (-0.80)	-0.0000 (-0.51)
Lev	0.0001 (0.51)	-0.0001 (-0.61)	0.0000 (0.44)	0.0002 (0.77)
ROA	-0.0002 (-0.92)	0.0003 (0.96)	0.0000 (0.06)	0.0003 (0.57)
Tobinq	-0.0000 (-1.12)	0.0000 (0.01)	-0.0000 (-1.17)	-0.0000 (-0.89)
BTM	-0.0003*** (-2.91)	-0.0002* (-1.76)	-0.0003*** (-3.43)	-0.0003 (-1.34)
Firmage	0.0000 (0.11)	0.0000 (0.20)	0.0000 (0.50)	-0.0002 (-0.90)
AnaFol	0.0000 (0.30)	0.0000 (0.70)	0.0000 (0.63)	0.0000 (1.21)
截距项	0.0050*** (6.53)	0.0064*** (5.68)	0.0050*** (7.50)	0.0073*** (2.93)
调整 R ²	0.57	0.41	0.54	0.34
样本公司量	3 338	1 736	3375	1310
年份	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制

的样本中， $SZHK \times Post$ 的系数为正且在1%水平下显著，而在公司信息透明度较低的样本中， $SZHK \times Post$ 的系数虽然为正但不显著，从而说明公司内部信息环境不同会对“深港通”与前瞻性信息披露的关系产生影响：当公司会计信息透明度较低时，“深港通”开通并不会提升公司前瞻性信息披露水平；当公司会计信息透明度较高时，“深港通”互联互通机制才能发挥正向效应促使上市公司提高前瞻性信息披露。

不仅如此，Leuz et al.(2009)^[22]研究表明境外投资者更倾向于投资具有良好公司治理和信息环境的公司，资本市场开放对上市公司信息披露水平的影响程度可能与公司治理水平有关，公司治理水平越高，会计信息质量越好(于忠泊和田高良，2009)^[46]。Ashbaugh-Skaife et al.(2008)^[11]指出，有效的内部控制可以发挥公司治理作用，提高公司会计信息质量。有效的内部控制是公司治理中有效的一种监督机制，能够有效抑制管理者的短视行为，刘启亮等(2013)^[41]提出管理层调配公司资源来完善内部控制，确保内部控制有效实施，从而更有助于提高公司会计信息质量。前文中分析资本市场开放后，为迎合境外投资者目光，管理层披露更多的前瞻性信息；而内部控制是由公司管理层推动的一项公司控制体系和制度，因此，“深港通”促使管理层实施有效的内部控制，提高公司信息披露质量。

综上所述，本文根据国泰安(CSMAR)对企业内部控制的评价将样本公司分为有效内部控制组和非有效内部控制组。表6中第(3)(4)列为不同内部控制下“深港通”实施对前瞻性信息披露影响的回归结果，可以看到，在第(3)列有效内部控制组的样本中， $SZHK \times Post$ 的系数为正且在1%水平下显著，而在第(4)列非有效内部控制组的样本中， $SZHK \times Post$ 的系数为负且不显著，说明公司治理水平不同会对“深港通”与前瞻性信息披露的关系产生影响：当公司内部控制程度较差时，“深港通”开通并不会提升公司前瞻性信息披露水平；当公司内部控制程度较好时，“深港通”互联互通机制才能发挥正向效应促使上市公司提高前瞻性信息披露。

五、稳健性检验

为了保证实证结果的稳健性，本文进行了以下稳健

性检验。

首先，本文利用Word2Vec机器学习方法分别对公司年度财务报告管理层讨论与分析(MD&A)章节与该章节的未来展望部分中的前瞻性信息进行提取与词频计算，代表MD&A与其未来展望部分中的前瞻性信息披露水平，用变量 $frt1$ 与 $frt2$ 表示，作为本文因变量前瞻性信息的替代性解释变量。回归结果如表7的前四列所示，替换前瞻性信息披露的衡量方式后，“深港通”互联互通机制实施与前瞻性信息披露呈正相关且在1%水平下显著。

其次，为了降低样本的选择偏误，本文还采用了倾向得分匹配方法(propensity score matching, PSM)，以公司规模、资产负债率、资产收益率及公司价值等公司财务基本面变量作为配对基准，对“深港通”标的公司进行样本匹配，利用模型(1)对匹配后的样本进行回归，结果如表7最右两列所示，“深港通”互联互通机制与上市公司前瞻性信息披露始终正相关且在1%水平下显著。以上稳健性检验的结果均与主回归结果一致，表明本文结果是稳健的。

再次，以上回归结果均反映的是“深港通”互联互通机制对上市公司前瞻性信息披露的平均影响，但有必要考虑“深港通”的时间滞后效应，参照刘程和王仁曾(2019)^[38]，建立以下DID模型：

$$FTR_{i,t}/ftr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SZHK \times POST + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Tobinq_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \beta_7 Firmage_{i,t} + \beta_8 AnaFol_{i,t} + Firm + Year + \epsilon_t \quad (4)$$

表7 稳健性检验：替代性解释和倾向得分匹配

变量	替代性解释一		替代性解释二		倾向得分匹配(PSM)	
	$ftr1$	$ftr1$	$ftr2$	$ftr2$	FTR	FTR
$SZHK \times Post$	0.0005*** (5.91)	0.0006*** (5.39)	0.0009*** (4.29)	0.0012*** (4.98)	0.0002*** (3.68)	0.0002*** (2.82)
Size	-	0.0000 (0.46)	-	0.0001 (0.45)	-	-0.0000 (-0.80)
Lev	-	0.0003 (1.05)	-	0.0017*** (2.82)	-	-0.0001 (-0.39)
ROA	-	-0.0000 (-0.06)	-	-0.0003 (-0.29)	-	-0.0000 (-0.12)
Tobinq	-	-0.0001** (-2.03)	-	0.0002*** (2.94)	-	-0.0000 (-0.23)
BTM	-	-0.0010*** (-4.45)	-	-0.0003 (-0.63)	-	-0.0004*** (-3.06)
Firmage	-	-0.0001 (-0.74)	-	-0.0002 (-1.16)	-	0.0000 (0.55)
AnaFol	-	-0.0000* (-1.86)	-	-0.0000 (-0.17)	-	0.0000* (1.68)
截距项	0.0082*** (100.16)	0.0086*** (4.32)	0.0181*** (83.94)	0.0168*** (3.98)	0.0045*** (150.23)	0.0052*** (4.94)
调整 R^2	0.03	0.03	0.04	0.03	0.55	0.50
样本公司量	3737	3532	3816	3605	3237	3026
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制	控制	控制

表8 稳健性检验：“深港通”互联互通机制实施的时间滞后效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	FTR	FTR	fttr	fttr
SZHK×Post	0.0003*** (12.75)	0.0003*** (11.50)	0.0006*** (8.50)	0.0006*** (7.55)
Size	-	-0.0000 (-1.12)	-	0.0000 (0.63)
Lev	-	0.0001 (1.24)	-	0.0003 (1.51)
ROA	-	0.0000 (0.19)	-	0.0005 (1.19)
Tobinq	-	-0.0000 (-0.75)	-	-0.0000 (-1.26)
BTM	-	-0.0003*** (-4.37)	-	-0.0008*** (-3.89)
Firmage	-	-0.0000 (-0.30)	-	-0.0001 (-1.08)
AnaFol	-	0.0000 (1.23)	-	-0.0000 (-0.32)
截距项	0.0046*** (213.75)	0.0053*** (11.14)	0.0082*** (118.08)	0.0090*** (6.03)
调整 R ²	0.42	0.42	0.03	0.03
样本公司量	3 527	3 271	3 527	3 270
年份	控制	控制	控制	控制
公司	控制	控制	控制	控制

其中POST为标的公司股票开通“深港通”业务后一年的虚拟变量，因变量分别用年报前瞻性信息披露FTR与管理层分析与报告章节(MD&A)的前瞻性信息披露fttr代入模型(4)中进行检验，其他变量定义与模型(1)保持一致。表8报告了回归结果，无论采用哪种前瞻性信息衡量指标，“深港通”实施一年后仍对上市公司前瞻性信息披露水平有显著的正向影响，说明“深港通”政策的实施具有持续性的促进效应。

六、结论与启示

“沪港通”“深港通”互联互通机制的相继实施是中国资本市场开放的重大举措，导致境外机构投资者的进入，使得进入“沪港通”“深港通”的公司面临不同的市场环境，这些市场环境和投资者需求的不同会迫使企业在信息披露上做出一些变化，尤其体现在前瞻性信息上。在针对前瞻性信息披露要求更高的情况下，新进企业是否主动积极披露相关的信息以接受新市场的洗

礼，这是非常重要的问题。然而，受实施年限和测量难度的限制，现有资本市场开放和外资持股的相关研究，尚未关注资本市场开放对前瞻性信息披露的影响。作为以文本性的非财务信息为主的前瞻性信息，被认为是上市公司对外披露的信息中最具有价值的部分，据此本文选取了2007—2019年度中国A股上市公司为初始研究样本，利用“深港通”这个外生事件对资本市场开放对前瞻性信息披露影响这一重要问题进行探索。

研究发现，第一，“深港通”实施后，上市公司年报中增加了对未来展望的描述，显著提高了上市公司前瞻性信息披露；第二，当企业国际化程度较高时，“深港通”对前瞻性信息披露的正向效应更强；第三，“深港通”互联互通机制对前瞻性信息披露的正向影响主要通过增加前瞻性信息描述内容和描述语气这两条机制得以体现；第四，进一步研究还发现，这一影响存在于信息透明度较高和有效内部控制的公司。最后，本文进行了替代性解释、倾向得分匹配和时间滞后效应等一系列稳健性检验，结论保持不变。

本文的研究结果扩充了资本市场开放对上市公司信息披露的相关研究，为理解境外机构投资者在我国资本市场扮演的角色和发挥的治理作用提供了新的思路，同时为“深港通”互联互通机制实施的经济效应提供了微观经验证据，结论表明，“深港通”运行成效显著，对促进机构投资者以及利益相关方关注上市公司前瞻性信息披露、正确认识公司披露前瞻性信息具有积极意义。研究结论还有助于帮助上市公司做出正确的财务信息和非财务信息披露决策，改善公司信息环境并提升公司治理水平，增强信息披露的决策有用性，促进资本市场资源配置效率，推动中国资本市场坚定、全面、持续地对外开放。 ■

[基金项目：国家自然科学基金面上项目“资本市场全面开放，机构投资者网络与前瞻性信息披露：影响路径与经济后果研究”(72072143)、国家社科基金后期资助项目(重点项目)“会计准则研究”(20FGLA005)、教育部人文社科青年基金项目“空间分布、关联交易对会计透明度影响研究”(20YJC630098)、陕西省哲学社会科学重大理论与现实问题研究项目“陕西省数据要素市场体系建设研究”(2021HZ0900)]

参考文献：

- [1] Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Kinney W R Jr., et al. The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality[J]. Accounting Review, 2008, 83(1): 217-250.
[2] Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? corporate

governance and managerial preferences[J]. Journal of Political Economy, 2003, 111(5): 1043-1075.

[3] Bozzolan S, Trombetta M, Beretta S. Forward-looking disclosures, financial verifiability and analysts' forecasts: a study of cross-listed

European firms[J]. *European Accounting Review*, 2009, 18(3): 435-473.

[4] 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]. *Accounting Review*, 2020, 95(1): 31-55.

[5] Chen S, Lin B, Lu R, et al. Stock market openness and analyst forecast bias[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2021: 106874.

[6] Cho H, Muslu V. How do firms change investments based on MD&A disclosures of peer firms?[J]. *Accounting Review*, 2021, 96(2): 177-204.

[7] Choe H, Kho B C, Stulz R M. Do domestic investors have an edge? the trading experience of foreign investors in Korea[J]. *Review of Financial Studies*, 2005, 18(3): 795-829.

[8] Choi J J, Lam K C K, Sami H, et al. Foreign ownership and information asymmetry[J]. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2013, 42(2): 141-166.

[9] Coebergh P H. Voluntary disclosure of corporate strategy: determinants and outcomes—an empirical study into the risks and payoffs of communicating corporate strategy[J]. SSRN 1965029, 2011.

[10] Desir R, Fanning K, Pfeiffer R J. Are revisions to SFAS No. 5 needed?[J]. *Accounting Horizons*, 2010, 24(4): 525-545.

[11] Ferreira M A, Matos P. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3): 499-533.

[12] Gao M, Huang J. Capitalizing on Capitol Hill: informed trading by hedge fund managers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 121(3): 521-545.

[13] Gormley T A, Kim B H, Martin X. Do firms adjust their timely loss recognition in response to changes in the banking industry?[J]. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(1): 159-196.

[14] Gupta N, Yuan K. On the growth effect of stock market liberalizations[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(11): 4715-4752.

[15] Hassan M K. Corporate governance, audit committee and the internet reporting of strategic information by UAE non-financial listed firms[J]. *Accounting and Management Information Systems*, 2015, 14(3): 508.

[16] Henry P B. Do stock market liberalizations cause investment booms?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 301-334.

[17] Huang W, Zhu T. Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: evidence of a split-share structure reform in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 312-326.

[18] Johnson, M F, Kasznik R, Nelson K K. The impact of securities litigation reform on the disclosure of forward-looking information by high technology firms[J]. *Journal of Accounting Research*, 2001, 39(2): 297-327.

[19] Jones D A. Voluntary disclosure in R&D-intensive industries[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2007, 24(2): 489-522.

[20] Kim I, Miller S, Wan H, et al. Drivers behind the monitoring effectiveness of global institutional investors: evidence from earnings management[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 40: 24-46.

[21] Yoon A S. The role of private disclosures in markets with weak institutions: evidence from market liberalization in China[J]. *Accounting Review*, 2021, 96(4): 433-455.

[22] Leuz C, Lins K V, Warnock F E. Do foreigners invest less in poorly governed firms?[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(8): 3245-3285.

[23] Li F. Textual analysis of corporate disclosures: a survey of the literature[J]. *Journal of Accounting Literature*, 2010, 29(1): 143-165.

[24] Loughran T, McDonald B. When is a liability not a liability? textual analysis, dictionaries, and 10-Ks[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(1): 35-65.

[25] Merkley K J. Narrative disclosure and earnings performance: evidence from R&D disclosures[J]. *Accounting Review*, 2014, 89(2): 725-757.

[26] 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.

[27] 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.

[28] Wang S. How does stock market liberalization influence corporate innovation? evidence from Stock Connect scheme in China[J]. *Emerging Markets Review*, 2021, 47: 100762.

[29] 邹洋, 张瑞君, 孟庆斌, 侯德帅. 资本市场开放能抑制上市公司违规吗?——来自“沪港通”的经验证据[J]. *中国软科学*, 2019, (8): 120-134.

[30] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. *金融研究*, 2019, (8): 151-170.

[31] 郭阳生, 沈烈, 郭枚香. 沪港通改善了上市公司信息环境吗?——基于分析师关注度的视角[J]. *证券市场导报*, 2018, (10): 35-43+50.

[32] 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.

[33] 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, 37(5): 139-156+11+19-21.

[34] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J]. *管理世界*, 2015, (5): 147-159.

[35] 李春涛, 刘贝贝, 周鹏, 张璇. 它山之石: QFII与上市公司信息披露[J]. *金融研究*, 2018, (12): 138-156.

[36] 李锋森, 李常青. 上市公司“管理层讨论与分析”的有用性研究[J]. *证券市场导报*, 2008, (12): 67-73.

[37] 连立帅, 朱松, 陈关亭. 资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. *管理世界*, 2019, 35(8): 136-154.

[38] 刘程, 王仁曾. 资本市场开放能够提高公司投资效率吗?——来自“沪港通”的经验证据[J]. *证券市场导报*, 2019, (4): 52-61.

[39] 刘海飞, 柏巍, 李冬昕, 许金涛. 沪港通交易制度能提升中国股票市场稳定性吗?——基于复杂网络的视角[J]. *管理科学学报*, 2018, 21(1): 97-110.

[40] 刘海燕, 朱涵一. QFII持股影响上市公司自愿性信息披露行为研究[J]. *江南大学学报(人文社会科学版)*, 2017, (3): 87-96.

[41] 刘启亮, 罗乐, 张雅曼, 陈汉文. 高管集权、内部控制与会计信息质量[J]. *南开管理评论*, 2013, 16(1): 15-23.

[42] 罗宏, 陈小运. 资本市场对外开放促进公司创新了吗?——基于“沪港通”交易制度的经验证据[J]. *当代财经*, 2020, (8): 66-77.

[43] 唐建新, 程利敏, 陈冬. 资本市场开放与自愿性信息披露——基于沪港通和深港通的实验检验[J]. *经济理论与经济管理*, 2021, 41(2): 85-97.

[44] 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.

[45] 王宇峰, 苏透妍. 我国上市公司研发信息披露实证研究[J]. *中南财经政法大学学报*, 2009, (4): 108-113.

[46] 于忠泊, 田高良. 内部控制评价报告真的有用吗?——基于会计信息质量、资源配置效率视角的研究[J]. *山西财经大学学报*, 2009, 31(10): 110-118.

[47] 张俊瑞, 刘慧, 冷奥琳, 等. 或有事项信息披露及其经济后果: 理论与实证[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2018.

[48] 赵东, 王爱群. 资本市场开放与归类变更盈余管理——基于互联互通机制的经验证据[J]. *华东经济管理*, 2019, 33(11): 114-123.

[49] 钟凯, 孙昌玲, 王永妍, 王化成. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J]. *金融研究*, 2018, (7): 174-192.

[50] 钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. *管理世界*, 2018, 34(1): 169-179.

(责任编辑: 吴林祥)