


财会文库  
财会文库

# 上市公司业绩预告 与分析师预测 互动机制研究

黄晓蓓 著

 中国人民大学出版社

财会文库

财会文库

# 上市公司业绩预告 与分析师预测 互动机制研究

黄晓蓓 著

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司业绩预告与分析师预测互动机制研究/黄晓蓓著. —北京: 中国人民大学出版社, 2016. 4

(财会文库)

ISBN 978-7-300-22729-0

I. ①上… II. ①黄… III. ①上市公司-企业绩效-经济预测-研究-中国  
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 064423 号

财会文库

上市公司业绩预告与分析师预测互动机制研究

黄晓蓓 著

Shangshigongsi Yejiyugao yu Fenxishi Yuce Hudong Jizhi Yanjiu

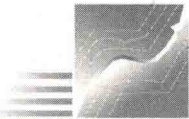
---

出版发行	中国人民大学出版社				
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080		
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511770 (质管部)			
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148 (门市部)			
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275 (盗版举报)			
网 址	<a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a>				
	<a href="http://www.ttrnet.com(人大教研网)">http://www.ttrnet.com(人大教研网)</a>				
经 销	新华书店				
印 刷	北京易丰印捷科技股份有限公司				
规 格	155 mm×230 mm 16 开本	版 次	2016 年 4 月第 1 版		
印 张	13.5 插页 2	印 次	2016 年 4 月第 1 次印刷		
字 数	224 000	定 价	36.00 元		

---

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



## 前 言

攻读博士学位期间，恩师张新民教授对我国上市公司财务报告的详细解读，激发了我对上市公司财务报告中预测性盈利信息披露的兴趣：为什么一些企业会披露相关信息，另一些企业选择沉默？什么样的内外部因素会影响企业的披露行为？不同的披露行为会产生什么样的经济后果？中国作为一个发展迅速的新兴市场，披露制度与上市公司的披露行为同西方发达资本市场存在何种差异？

在好奇心的驱使下，我阅读了中西方大量关于预测性财务信息披露方面的文献，发现与西方文献相比，我国在这方面的研究尚处于起步阶段。在美国留学时，我与合作导师探讨这一问题，发现我国的预测性财务制度是非常独特的，有别于其他发达资本市场与新兴市场。具体体现为：以美国为代表的发达资本市场的预测性盈利信息披露体系，是一个以“安全港规则”为主要特点，以自愿披露为主要精神，完备的、高效的管理层盈利预测体系。这种自愿披露体系建立在美国发达的证券市场与健全的立法环境之上，当经济环境与立法环境发生变化时，就需要有不同的盈利预测制度与之相适应。例如，日本就施行了完全



强制性的管理层盈利预测制度。在我国，管理层盈利预测是以业绩预告的形式披露的，当上市公司预计未来业绩出现亏损、扭亏为盈、业绩大幅上升或下降（与上年同期相比达到或超过 50%）时进行强制预告，在其他情况下由上市公司自行选择是否进行预告的制度要求。该制度的实施导致我国上市公司在不同会计年度的业绩预告类型会随着业绩变动情况而变化，也使我国成为在管理层盈利预测上强制披露与自愿披露并存的特殊经济体。

在这种特殊的制度背景下，我开始思考，无论是发达市场还是新兴市场，预测性盈利信息的另一个重要来源——分析师，是如何与上市公司管理层披露的业绩预告相互作用的呢？二者将如何影响我国上市公司的预测性盈利信息披露环境呢？

为了回答这一问题，本书以同一会计年度我国上市公司的业绩预告与分析师盈利预测作为研究对象，结合我国的资本市场环境与制度特征，探寻二者之间的互动机制，揭示我国上市公司预测性盈利信息的披露环境特征，为监管机构制定相关政策，促进我国资本市场信息披露的健康有序发展提供经验证据。

本书共八章，第 1 章为引言，介绍本书的研究背景与研究意义、研究框架、研究方法、研究创新以及相关概念；第 2 章为文献回顾，对国内外管理层盈利预测、业绩预告以及分析师预测的相关文献进行梳理；第 3 章为制度背景，简述我国业绩预告制度变迁史、分析师行业的兴起与发展以及二者共同形成的我国上市公司预测性盈利信息披露环境；第 4 章至第 7 章为实证研究部分，其中第 4 章至第 6 章分别探讨分析师对我国上市公司强制预告的违规、自愿预告以及预告质量的影响机制，第 7 章探讨业绩预告对我国分析师盈利预测修正以及准确性的影响；第 8 章对本书进行总结，提出研究的局限以及未来的研究方向。

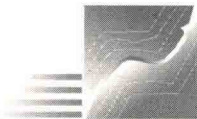
本书首次对我国预测性盈利信息披露环境的特殊性进行论述，指出分析师预测与业绩预告及时性上的差异及其对二者互动机制的影响，解决了之前我国关于业绩预告与分析师预测研究中存在的内生性以及影响方向的问题；丰富了公司治理研究框架，指出分析师作为一种重要的外部治理机制，既可以成为监管制度的替代，又可以替代与补充公司内部治理机制，约束上市公司的信息披露行为。本书探讨了分析师在私有成本与自愿披露关系中的调节作用，也揭示了我国分析师预测与业绩预告互动机制的特殊之处。

总体来说，本书的研究结论为分析师与管理层之间的互动研究提供



了新的经验证据，可以帮助读者深入了解我国预测性盈利信息披露的制度、披露环境以及信息披露主体之间的互动，同时也有助于监管部门了解市场参与主体对业绩预告的影响以制定更有效的信息披露政策。随着证券监管政策的进一步完善，上市公司治理的进一步强化，以及分析师专业化的不断提高，我国上市公司的预测性盈利信息披露环境还会出现新的特色，而这一研究问题，也将成为我们年轻学者需要持续关注的领域。

黄晓蓓



# 目 录

第 1 章	引 言 .....	1
	第 1 节 问题提出及意义 .....	1
	第 2 节 研究框架、研究方法及研究 创新 .....	4
	第 3 节 相关概念与本书研究对象 .....	7
第 2 章	文献综述 .....	11
	第 1 节 国外相关文献综述 .....	11
	第 2 节 国内相关文献回顾 .....	30
	第 3 节 文献评述与本章小结 .....	47
第 3 章	制度背景特征 .....	49
	第 1 节 我国业绩预告制度变迁 .....	49
	第 2 节 我国分析师行业的发展与 现状 .....	65
	第 3 节 我国预测性盈利信息披露环境 特征 .....	71
	第 4 节 本章小结 .....	78



<b>第 4 章</b>	<b>分析师预测与上市公司业绩预告违规行为</b> .....	80
	第 1 节 问题的提出 .....	80
	第 2 节 研究假设 .....	81
	第 3 节 研究设计 .....	84
	第 4 节 实证结果 .....	91
	第 5 节 本章小结 .....	110
<b>第 5 章</b>	<b>分析师预测与上市公司自愿业绩预告行为</b> .....	111
	第 1 节 问题的提出 .....	111
	第 2 节 研究假设 .....	112
	第 3 节 研究设计 .....	115
	第 4 节 实证结果 .....	122
	第 5 节 本章小结 .....	135
<b>第 6 章</b>	<b>分析师预测与上市公司业绩预告特征</b> .....	137
	第 1 节 问题的提出 .....	137
	第 2 节 研究假设 .....	139
	第 3 节 研究设计 .....	141
	第 4 节 实证结果 .....	145
	第 5 节 本章小结 .....	157
<b>第 7 章</b>	<b>上市公司业绩预告对分析师预测的影响</b> .....	158
	第 1 节 问题的提出 .....	158
	第 2 节 两个案例分析 .....	159
	第 3 节 研究假设 .....	161
	第 4 节 研究设计 .....	163
	第 5 节 实证结果 .....	166
	第 6 节 本章小结 .....	175
<b>第 8 章</b>	<b>研究结论、政策建议与研究展望</b> .....	176
	第 1 节 主要研究结论 .....	176
	第 2 节 政策建议 .....	179
	第 3 节 研究局限与研究展望 .....	180





附录 A 以公告形式独立发布的业绩预告·····	184
附录 B 在财务报告中披露的业绩预告·····	186
附录 C 根据业绩预告进行调整的分析师预测·····	187
参考文献·····	189



# 第1章 引言

## 第1节 问题提出及意义

### 一、研究问题的提出

作为上市公司预测性盈利信息的重要来源，管理层盈利预测与分析师预测可以为资本市场提供增量信息，减少信息不对称，对稳定股票市场、改善上市公司信息环境起到不可或缺的作用。Beyer et al. (2010) 指出，在过去的10年里，美国投资者可使用的会计信息有55%来自管理层自愿披露的盈利预测，有22%来自分析师预测提供的信息。

在我国，管理层盈利预测是以业绩预告的形式做出的。早在1993年，国务院就发布了《股票发行与交易管理暂行条例》，要求上市公司及时向交易所与证监会提交可能对上市公司股票价格产生重大影响的信息。但是1998年以前，我国很少有上市公司在盈利公告之前对盈利变动情况进行预测或警示，加上当时分析师尚未在我国资本市场上发挥相应的作用，以致在上市公司公告财务报告前后，往往伴随着股市的大幅震荡，影响我国资本市场的稳定；另外，较差的信息环境也为内部交易的滋生提供了空间，严重危害

我国中小投资者的利益。为了提前释放上市公司业绩变动风险，保护中小投资者的利益，证监会从1998年起要求上市公司对未来期间可能出现的亏损进行预告，从而拉开了业绩预告制度的序幕。在此后的几年内，业绩预告制度不断得到修改与完善，形成了在预计业绩亏损、扭亏为盈，业绩大幅上升或下降（与上年同期相比达到或超过50%）时进行强制预告，在其他情况下由上市公司自行选择是否进行预告的制度要求。该制度的实施导致我国上市公司在不同会计年度的业绩预告类型会随着业绩变动情况而变化，也使我国成为在管理层盈利预测上强制披露与自愿披露并存的特殊经济体。

业绩预告制度实施以来，在一定程度上对缓解信息不对称，保护我国中小投资者的利益，减少财务报告发布之前股市的大幅波动产生了积极的作用（张维迎，2002；蒋义宏，2003；宋云玲和罗玫，2010）。但是屡禁不止的业绩预告违规现象与监管机构惩治力度的不足也使业绩预告制度备受争议。

同时，我国分析师队伍逐步壮大起来。然而，分析师的雷人报告频出，从早期的“湘中药”案件到近年来的“石墨矿门”等研报事件，以及两倍于香港上市公司的分析师盈利预测误差，让理论界与实务界质疑我国分析师能否起到市场与公司之间“信息桥梁”的作用（胡奕明等，2003）。与此同时，也有研究发现，分析师的预测准确性显著高于随机游走模型，可以降低股价波动同步性并提高我国资本市场效率（朱红军等，2007），而且具有一定的价值相关性，在预测前后会引起股价的波动性（吴东辉和薛祖云，2005）。总体来说，分析师已经成为不可忽视的市场力量，影响着我国资本市场的信息环境与投资者决策。

在发达资本市场上，分析师与管理层之间的互动可以有效提高预测性盈利信息的质量，为投资者提供更加可靠的预测信息（Baginski and Hassell, 1990; Kasznik and McNichols, 2002）。一方面，管理层盈利预测可以为分析师提供公司层面的盈利信息，吸引分析师的跟踪并帮助分析师做出更为精确与准确的预测（Williams, 1996; Lang and Lundholm, 1996）；另一方面，由于分析师预测可以更好地代表市场预期（Kothari, 2001），上市公司可以通过盈利预测信息的披露来引导分析师预测，避免产生未预期盈余（Matsumoto, 2002; Kasznik and McNichols, 2002），并促进管理层盈利预测质量的提高（Baginski and Hassell, 2008）。此外，分析师还可能与管理层“合谋”以谋取私利（Richardson and Wysocki, 2004）。

西方有大量关于管理层盈利预测与分析师预测及二者关系的研究，

而我国有关业绩预告与分析师的研究则较少。而且,相关文献并没有对分析师预测与业绩预告发布的先后时间顺序加以区分(王玉涛等,2009,2010;白雪莲,2012),二者之间的因果关系不够明确,存在一定的内生性问题(宋云玲和纪新伟,2011),并且没有将二者同时视为预测性盈利信息的来源加以分析。严格地说,我国目前尚没有针对分析师与管理层盈利预测互动关系的研究。本书的研究旨在填补这一空白。具体而言,本书提出以下几个研究问题:

(1) 我国预测性盈利信息披露环境特征。与发达国家相比,我国资本市场的政府干预色彩浓厚,资源配置效率与上市公司信息透明度仍较低,资本市场发展存在一定的特异性。在大多数西方国家,管理层的盈利预测行为是完全自愿的,完善的市场机制、高昂的诉讼成本与活跃的信息中介(如分析师)等可以对管理层盈利预测行为加以有效约束。而在我国,上市公司管理层是在业绩预告制度的规制下进行盈利信息预测与披露的,虽然分析师作为盈利预测信息的提供者受到了广泛关注,但其在信息市场上的作用尚受质疑,尚未有研究表明这二者之间是如何互相影响,进而形成我国预测性盈利信息披露环境的。我国制度环境的特殊性将会如何影响我国预测性盈利信息披露环境的形成,在这个环境中,分析师与管理层之间的互动机制是否与发达市场相同?这将成为本书研究的基础。

(2) 分析师对业绩预告行为的影响。Gibbins et al. (1990) 在企业信息披露的投入产出框架中指出,公司的信息披露是多种因素的函数,外部规范与分析师或者信息中介机构都是影响企业信息产出的重要因素,这些因素交互影响企业的信息产出。在我国,除了公司内部治理之外,业绩预告行为还受到监管部门的管制,以及信息中介机构的影响,三者之间的互动决定了管理层的业绩预告行为的博弈均衡。随着分析师行业的不断规范,以及业绩预告制度给上市公司带来的学习效应,监管制度这只“看得见的手”与分析师这只“看不见的手”在这场博弈中各自发挥何种作用来影响上市公司的业绩预告行为?这将成为本书研究的重要问题。

(3) 业绩预告对分析师预测的影响。管理层与分析师在对上市公司未来盈利表现的预测方面各具优势,表现为管理层是公司层面私有信息的持有者,而分析师拥有丰富的行业背景与较强的数据分析预测能力。发达市场上管理层频繁的盈利预测与盈利指导等信息,可以帮助分析师降低私有信息的获取成本,提高分析师预测修正概率;分析师也会通过与管理层保持良好关系的做法获取私有信息以提高盈利预测的准确性。而在新兴市场,分析师的信息挖掘能力受到各种市场特征的制约,分析



师更多地是向市场传递行业层面的同质信息 (Gul et al., 2010)。因此, 上市公司披露的盈利预测信息对分析师来说尤为重要。在我国, 还没有文献讨论在同一个预测期间里, 业绩预告披露对我国分析师盈利预测修正与准确性的影响。在我国, 业绩预告是否可以发挥发达市场管理层盈利预测的作用, 帮助我国分析师进行预测修正? 二者的互动是否有助于提高我国上市公司预测性盈利信息的准确性? 这正是本书的研究试图回答的问题。

## 二、研究意义

本书以同一会计年度发布的我国上市公司业绩预告与分析师盈利预测作为研究对象, 结合我国资本市场环境与制度特征, 探寻二者之间的互动机制, 揭示我国上市公司预测性盈利信息的披露环境, 为监管机构制定相关政策、规范资本市场信息披露制度提供经验证据。具体而言, 本书的研究具有以下三个意义:

首先, 本书探讨分析师对业绩预告制度下我国上市公司业绩预告行为的影响, 试图发现在监管制度这只“看得见的手”之外, 是否有其他市场力量对业绩预告行为施加影响。研究结论有助于监管机构了解业绩预告信息披露的投入产出模式, 进一步完善业绩预告制度, 并为其他信息披露机制的完善提供政策参考与借鉴。

其次, 相对于已有研究, 本书从较新的视角诠释了我国业绩预告制度实施与分析师预测对我国资本市场的影响。研究不再仅仅聚焦于业绩预告与分析师预测的市场反应以及各自的预测特征, 而是将二者同时作为预测性盈利信息的提供者, 这一研究视角将有助于更加深入地了解我国上市公司预测性盈利信息的披露环境。

最后, 本书对分析师预测与管理层业绩预告之间的影响机制进行探讨, 指出在我国特定的制度环境下, 二者之间互相影响的动机与模式, 丰富了我国分析师与管理层业绩预告互动的文献研究, 同时为其他新兴经济体对盈利预测披露模式的探索提供了借鉴与参考。

## 第2节 研究框架、研究方法及研究创新

### 一、研究框架

本书共八章, 第1章为引言, 介绍本书的研究背景与研究意义、研

究框架、研究方法、研究创新以及相关概念辨析；第2章为文献回顾，对国内外管理层盈利预测、业绩预告以及分析师预测的相关文献进行梳理；第3章为制度背景，简述我国业绩预告制度变迁史、分析师行业的兴起与发展以及二者共同形成的我国上市公司预测性盈利信息披露环境；第4章至第7章为实证研究部分，其中第4章至第6章分别探讨分析师对我国上市公司强制预告的违规情况、自愿预告以及预告质量的影响机制，第7章探讨业绩预告对我国分析师盈利预测的修正以及准确性的影响；第8章对本书进行总结，提出研究的局限以及未来的研究方向。本书的研究框架如图1—1所示。

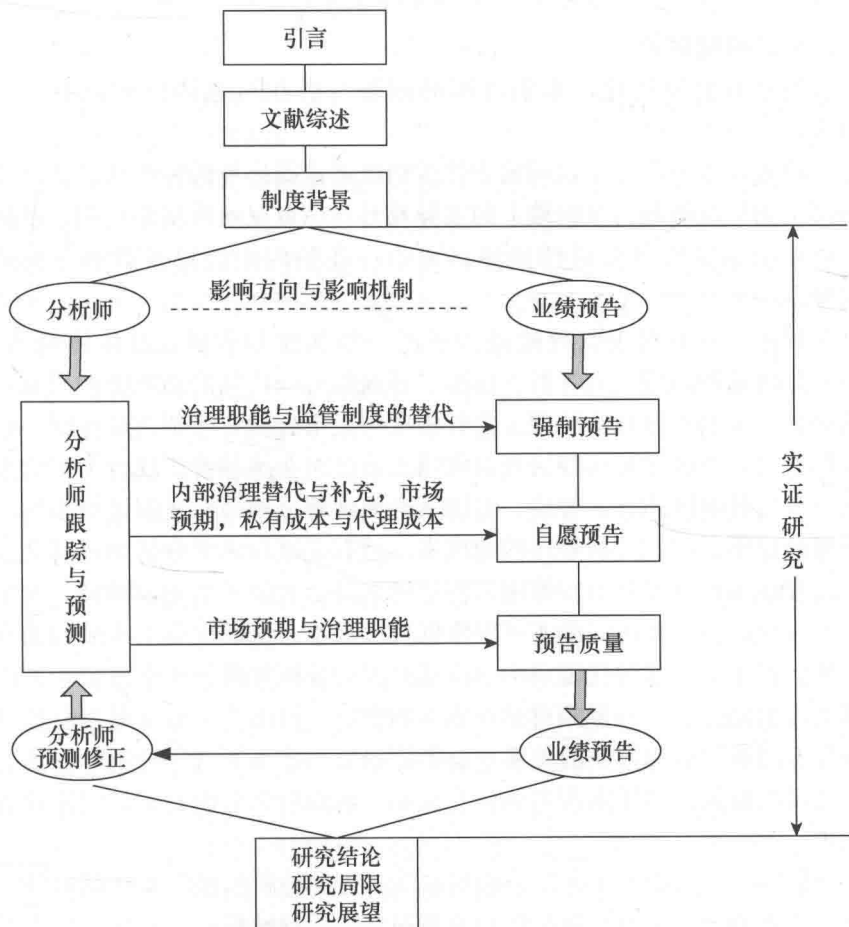


图 1—1 本书研究框架图



## 二、研究方法

本书综合使用了描述性统计、回归分析、配对检验、案例分析以及不连续分布法等多种研究方法,具体来说,本书使用数据统计的方法描述了我国预测性盈利信息的披露环境。在第4章至第7章的实证研究中,研究方法主要遵循现代会计档案研究(archival study)的模式,即“制度背景分析→理论推演→研究假设提出→变量与模型设定→描述性统计→实证分析→研究结论”这一流程进行分析。根据研究对象的不同,综合使用OLS, Probit, Ordered Probit等多种模型,同时结合案例分析、配对检验以及不连续分步法,以实现研究的目标。

## 三、研究创新

与已有研究相比,本书可能的创新与潜在贡献体现在以下三个方面:

首先,本书论述了我国预测性盈利信息披露环境的特殊性。指出分析师预测与业绩预告及时性上的差异及其对二者互动机制的影响,解决了已有业绩预告与分析师预测研究中存在的内生性以及影响方向的问题。

其次,本书对现有理论进行了进一步拓展与验证。具体体现为:(1)分析师的治理与监管替代功能。目前针对分析师治理职能的研究屈指可数,本书将分析师治理、监管制度与上市公司业绩预告放在同一研究框架内,验证了分析师治理对我国上市公司业绩预告违规行为的约束以及对监管制度的有效替代,有助于全面理解分析师在我国证券市场上发挥的作用。(2)分析师与代理成本。已有文献指出了分析师可降低企业代理成本,发挥其治理作用,但是尚未对二者的关系加以验证。本书研究发现,分析师跟踪确实可以降低代理成本,从而提高上市公司的自愿预告概率。而这种代理成本的降低是因为分析师替代了上市公司的内部治理机制。(3)分析师对私有成本的影响。目前未有文献对分析师与私有成本、自愿披露的关系进行实证研究。本书发现,分析师提供的信息可以降低自愿披露产生的私有成本,从而增强上市公司的自愿预告动机。

最后,本书指出了我国管理层业绩预告与分析师预测互动的独特之处。西方的研究表明,分析师预测普遍存在乐观性偏差,管理层发布盈利预测的一个重要动机在于调低市场预期,降低未预期盈余。但在我国,悲观的分析师预期反而会提高上市公司的业绩预告披露概率,并增

强业绩预告的及时性。也就是说，管理层调整悲观市场预期的动机更加强烈。此外，在我国，尽管仅有 15% 的分析师会在业绩预告后进行预测修正，但是业绩预告信息可以帮助分析师提高盈利预测修正的概率，进而提高预测的准确性。与西方文献不同的是，由于我国业绩预告披露时间普遍较晚，及时性更强的业绩预告反而对盈利预测修正有着更强的推动作用，但是这种修正并不是分析师能力的体现，而是直接复制上市公司业绩预告的结果。

### 第3节 相关概念与本书研究对象

#### 一、相关概念

##### 1. 预测性盈利信息

王化成（1987）将财务预测定义为：以经济效益最大化为目的，根据历史的财务信息和现实资金营运状况以及当前已经出现和正在出现的变化因素，运用经济数学方法和现代计算技术，对未来时期企业本金的筹集、投入、运用及收益分配等财务活动的发展趋势和可能达到的水平以及财务关系的变化趋势进行合理预计、测算和陈述的过程。基于这个过程产生的盈利信息即为预测性盈利信息（forward-looking earnings information）。相对于描述历史性事件的“硬信息”（hard information），预测性盈利信息也常常被称为软信息（soft information），预测性盈利信息从预测主体来看有广义和狭义之分。广义的预测性盈利信息既包括管理者预测并披露的信息，也包括由外部专业机构（如分析师等）进行的预测；狭义的预测性盈利信息更多地是指企业管理者披露的盈利预测。

1995年美国通过的《私人证券诉讼改革法案》（Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA）给出了预测性盈利信息的定义：预测性陈述是涉及发行人未来经济运行或规划的陈述。预测性陈述包括：对财务事项预测的陈述，如利润、收入；每股盈利、资本费用和股利；公司管理者对未来运营的计划 and 目标的陈述；对未来经济表现的陈述。上述预测性陈述所依据的或与此相关的前提假设也属于预测性陈述。此外，由发行人聘请的外部评论人士对预测性陈述做出的评价性报告本身也是预测性陈述。这一体系采用广义的预测性盈利信息定义。

本书使用广义的预测性盈利信息概念，即认定管理层披露的业绩预



告与分析师发布的盈利预测均属于预测性盈利信息，二者也是本书的主要研究对象。

## 2. 盈利预测

盈利预测 (management earnings forecasts) 主要包括管理层盈利预测 (management earnings forecasts) 与分析师盈利预测 (analysts forecasts)，二者均为上市公司预测性盈利信息的重要来源。King et al. (1990) 将管理层盈利预测定义为“管理层在盈利公告前自愿披露预测盈利的信息”。

在我国，管理层盈利预测的这一定义往往是与首次公开募股 (initial public offerings, IPO) 相绑定的。我国证监会发布的《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》第 1 号准则《招股说明书的内容与格式》中规定：如果发行人或其财务顾问或其承销商认为提供盈利预测数据将有助于投资人对发行人及其所发行的股票做出正确判断，且发行人确信有能力对最近的未来期间的盈余情况做出比较切合实际的预测，则发行人可在招股说明书中提供盈利预测数据。我国二级市场上市公司披露的每个会计期间的盈利信息，则是以业绩预告的形式做出的。

## 3. 盈利指导

Miller (2002) 将盈利指导 (earnings guidance) 定义为“管理层直接或间接提供的，所有帮助外部人判断公司未来盈利的信息”。在该定义中，上市公司对新产品前景的估计也可以视为一种指导。因此，从内容来看，盈利指导包括但不仅仅局限于盈利预测，它的内容更为广泛。

## 4. 盈利预告

从预测时间来看，有一些管理层盈利预测发布在会计年度结束之前，有一些则发布在会计年度结束之后、正式盈利公告之前，后者即为“盈利预告” (earnings preannouncements)。

## 5. 盈利预警

从预测信息的性质来看，如果管理层盈利预测比预期盈利值 (expected earnings) 更低，则这类预测可称为“盈利预警” (earnings warning)。

## 6. 业绩预告

在我国，业绩预告是指在定期财务报告正式对外披露之前，上市公司管理层预计公司该期盈利可能出现亏损、扭亏为盈或者与上年同期相比可能发生大幅变动，预先将公司预计盈利以暂定数的方式向市场传