



管理层盈利预测信息 披露的偏误动因及监管研究

GuanLiCeng YingLi YuCe XinXi PiLou De

PianWu DongYin Ji JianGuan YanJiu

◎ 操 巍 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

本书受国家自然科学基金青年项目 (71302193) 资助

管理层盈利预测信息披露的 偏误动因及监管研究

操 巍 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层盈利预测信息披露的偏误动因及监管研究 / 操巍著.

—北京: 经济科学出版社, 2017. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8045 - 9

I. ①管… II. ①操… III. ①股份有限公司 - 经济预测 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 116198 号

责任编辑: 白留杰 刘殿和

责任校对: 郑淑艳

责任印制: 李 鹏

管理层盈利预测信息披露的偏误动因及监管研究

操 巍 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材分社电话: 010 - 88191355 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [bailiujie518@126. com](mailto:bailiujie518@126.com)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 10. 75 印张 180000 字

2017 年 6 月第 1 版 2017 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8045 - 9 定价: 32. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

前 言

本书从行为金融理论和信号理论出发,结合中国证券市场预测性会计信息的披露相关规则,运用时间序列相关的面板数据、动态面板数据回归以及似无关(SUR)联立方程回归模型进行数据拟合,对盈利预测偏误的相关性质和影响因素进行了较为深入和系统的研究。主要研究结果有:

(1) 在盈利预测信息自身存在的可靠性不足方面,研究发现,在目前的预测性会计信息披露制度下,A股上市公司管理层的自愿性盈利预测偏误确实存在持续性特征,而作为金融市场上的重要参与者和信息提供者,证券分析师能观察到管理层的预测偏误特征并据此适度调整自身的盈利预测偏误。

(2) 从信号理论和市场分割理论的视角出发,研究结果证实了普通公司发布盈利预测信息的信号发送作用,也验证了交叉上市公司进行盈利预测信息披露的“双重信号”发送机制,同时证实了自愿披露的盈利预测信息对分割资本市场的价值。交叉上市公司比普通公司更倾向于发布盈利预测信息,发布盈利预测信息的准确度越高,降低融资成本的效果就越显著;此外,交叉上市公司发布盈利预测信息显著影响了不同市场间的股价溢价方向,但都增加了交叉上市公司的价值,即交叉上市公司同时具有融资效应和上市效应。

(3) 从行为金融理论出发,研究发现,管理者的过度自信特征确实对自愿盈利预测披露质量会产生重大影响,具体表现为过度自信的管理

者会自愿发布更加频繁的盈利预测，同时发布盈利预测更加及时，但预测准确度会显著降低。

(4) 随着中小企业的上市公司发布管理层盈利预测信息的数量逐年增多，实证研究结果发现，机构投资者持股比例越高、管理层预测反应期间越短、管理层持股比例和薪酬越高的公司，盈利预测信息准确度就越高，但独立董事比例对管理层盈利预测准确性没有显著性影响。

(5) 从提供审计服务的审计市场角度看，研究结果证实了目前证券市场中存在的“审计验证”假设，即审计对盈利预测信息向市场发送信号的甄别及真实性确认作用。研究结果验证了以下交互过程：盈利预测质量较高的公司审计费用也相对较高；同时愿意花更多费用进行审计的上市公司，其盈利预测的准确度等自愿披露信息质量也相对更高。

操 巍

2017年5月

目 录

第 1 章 绪论	(1)
1.1 选题背景	(1)
1.2 研究的目的和意义	(2)
1.3 国内外研究文献综述	(3)
1.4 本书的创新点	(20)
第 2 章 中美盈利预测制度发展历程概括与比较	(22)
2.1 美国盈利预测制度历程	(22)
2.2 我国业绩预告制度历程	(24)
2.3 中美管理层盈利预测制度对比	(26)
第 3 章 管理层盈利预测披露的偏误持续性研究	(28)
3.1 研究背景	(28)
3.2 理论假设	(31)
3.3 研究设计	(33)
3.4 实证结果与分析	(37)
3.5 结论与启示	(45)

第4章 交叉上市公司盈利预测信息披露行为研究 (47)

- 4.1 研究背景 (47)
- 4.2 理论假设 (51)
- 4.3 研究设计 (53)
- 4.4 实证结果与分析 (57)
- 4.5 结论与启示 (66)

第5章 管理者过度自信对盈利预测信息质量影响研究 (67)

- 5.1 研究背景 (67)
- 5.2 理论假设 (71)
- 5.3 研究设计 (74)
- 5.4 实证结果与分析 (80)
- 5.5 结论与启示 (104)

第6章 中小板上市公司盈利预测准确性影响因素研究 (106)

- 6.1 研究背景 (106)
- 6.2 理论假设 (109)
- 6.3 研究设计 (112)
- 6.4 实证结果与分析 (118)
- 6.5 结论与启示 (124)

第7章 管理者盈利预测信息与审计验证研究 (126)

- 7.1 研究背景 (126)
- 7.2 理论假设 (129)
- 7.3 研究设计 (130)
- 7.4 实证结果与分析 (133)

7.5 结论与启示	(138)
第8章 结论与启示	(140)
8.1 基本结论	(140)
8.2 启示与建议	(141)
8.3 后续研究方向	(143)
参考文献	(148)

第1章 绪 论

1.1 选题背景

预测性会计信息的披露问题一直是资本市场理论研究和实务分析中所关注的热点问题。与一般的历史会计信息相比,预测性会计信息更具决策相关性,上市公司财务预测信息的披露可以降低信息使用者与公司管理当局之间的信息不对称程度,降低社会交易费用,是公众公司与投资者和社会公众沟通的桥梁。吴联生(2000)和李文虹(2006)的问卷调查结果都一致表明投资者对预测类信息有着强烈的需求意识。因此,加强财务预测信息披露的准确性与科学性以预示和研判风险,从而更真实地呈现证券的内在价值,帮助投资者作出更加准确的判断和决策,这有助于抵御金融危机,减少其带来的不利影响。然而,预测性会计信息由于未来的不确定性,天生具有较强的主观性和不确定性,准确性和可靠性相对历史会计信息必然存在着很大的差距。因此,在我国这样一个发育仍不成熟、具有大量转型经济特征的证券市场上,上市公司发布的财务预测信息质量良莠不齐,甚至出现了虚假陈述行为。这不仅会给中小投资者带来巨大的经济损失,而且对证券市场的稳定和健康发展构成了很大的威胁。

管理层盈利预测指某个公司的管理层对公司未来预期盈利信息的自愿披露行为,是预测性会计信息中最具信息含量、最受投资者和证券分

析师重视的预测性信息。同时它也是一个重要的信息自愿披露机制,公司管理层可以通过自愿披露盈利预测信息来建立该公司在业内预测信息透明度和准确度的声誉,或者用于改变市场对公司的盈利预期(Hirst, 2008)。我国对预测性财务信息的关注也主要集中在盈利预测信息方面,自1998年起,中国证监会就要求预计发生连续亏损或重大亏损的上市公司提前披露相关信息,此后又逐步加大业绩预告的频率,采用强制披露和自愿披露相结合的方式,体现了监管部门对盈利预测信息披露制度的重视。

目前,中国资本市场上对历史信息等“硬信息”的披露方面已基本与国际接轨,同国外发达资本市场的差距越来越小,但对预测性这类“软信息”的披露仍存在不尽如人意的方面。首先,关于预测性信息披露的规定尚不成体系。在中国现行制度体系下,中国对预测性信息披露的规定主要集中于盈利预测和盈利预告,而对该类信息披露的规定散见于多种行政法规以及证监会发布的部门规章和解释性文件中,较为零乱,内容不尽一致。其次,已有的规定也往往只适用于某种特殊的情况,缺乏系统性规定。对于发行人进行盈利预测应符合的要求,立法虽有规定,但该规定并不完善且仅仅是针对招股说明书。再次,对于发行人未履行相关要求应承担的法律责任的直接规定较少,对有关民事责任的规定也不具体。此外,中国还未确立起类似美国证券法中的“安全港”规则^①与预先警示原则。

1.2 研究的目的是意义

目前自愿披露盈利预测信息的上市公司也越来越多,预测的准确性较之早年有不同程度的提高,但仍存在着一定的偏误。虽然预测性会计

^① 所谓安全港规则,是指只要所披露的预测财务信息是基于诚信原则编制,而且编制时所采用的基本假设也是合理的,即使没有达到目标,也不必承担法律责任。即公司采取自愿披露信息是安全并且合法的。

信息的准确性相对历史信息较差,但盈利预测信息和最终实现盈利数据的差异,到底是客观因素形成的“误差”还是管理层及其他主观因素实现的“偏差”?影响“误差”和“偏差”形成的因素分别有哪些?是否能够通过合理监管让“误差”和“偏差”回归其合理范围和合理模式?本书基于行为金融理论和信号理论,通过建立时间序列模型,实证分析上市公司管理层盈利预测信息的自愿披露偏误动机、影响因素和发布策略,真正实现“让数据说话”,从不同层面考察上市公司管理层的盈利预测发布机制,因而具有较强的创新性。

本书的理论与实践意义在于:(1)从管理层盈利预测的偏误视角出发,进一步丰富管理层自愿披露预测性会计信息的相关动机及其影响因素理论;(2)借助行为金融的相关理论,研究管理层是否有意识地采取相关预测信息的选择性披露或者引导策略行为,实现会计理论和行为金融理论的交叉融合,为信息披露理论和行为金融理论提供直接或者间接的经验证据;(3)从监管者的角度出发,有助于监管机构从理论上完善金融监管理论体系并合理制定相关披露规则,进一步制订出符合现阶段国情的预测性信息监管政策;(4)从市场参与者的立场上看,也有利于预测性会计信息的使用者,特别是中小投资者更加合理有效地解读上市公司管理层发布的盈利预测信息,从而提高中国证券市场的有效性水平,防止金融市场因为信息的失真而剧烈波动,以维护金融市场稳定。

1.3 国内外研究文献综述

本书的研究框架如图 1.1 所示,管理层盈利预测的分析框架一般由三个部分组成:预测前期因素、预测特征和预测后果。这三个组成部分的进程从表面上看是按时间顺序排列的,从管理层首先决定是否要发布盈利预测,到选择发布预测信息的各种特征,最后导致各种预测后果。事实上一系列研究表明,第一和第三部分的进程是可以因果转化、循环

往复进行的,即预测后果也可能成为下一期的预测前期因素(如图 1.1 中箭头表示)。例如,Healy 等(1999)研究发现,盈利预测披露的增加会导致更多的机构投资者参股以及更多的市场分析师关注,即机构投资者的持股比例增加是盈利预测披露的后果;而 Ajinkya 等(2005)的研究表明,正是较高的机构投资者持股比例会使盈利预测的发布更加频繁和准确,即机构投资者持股从预测后果转化成了预测前期因素。

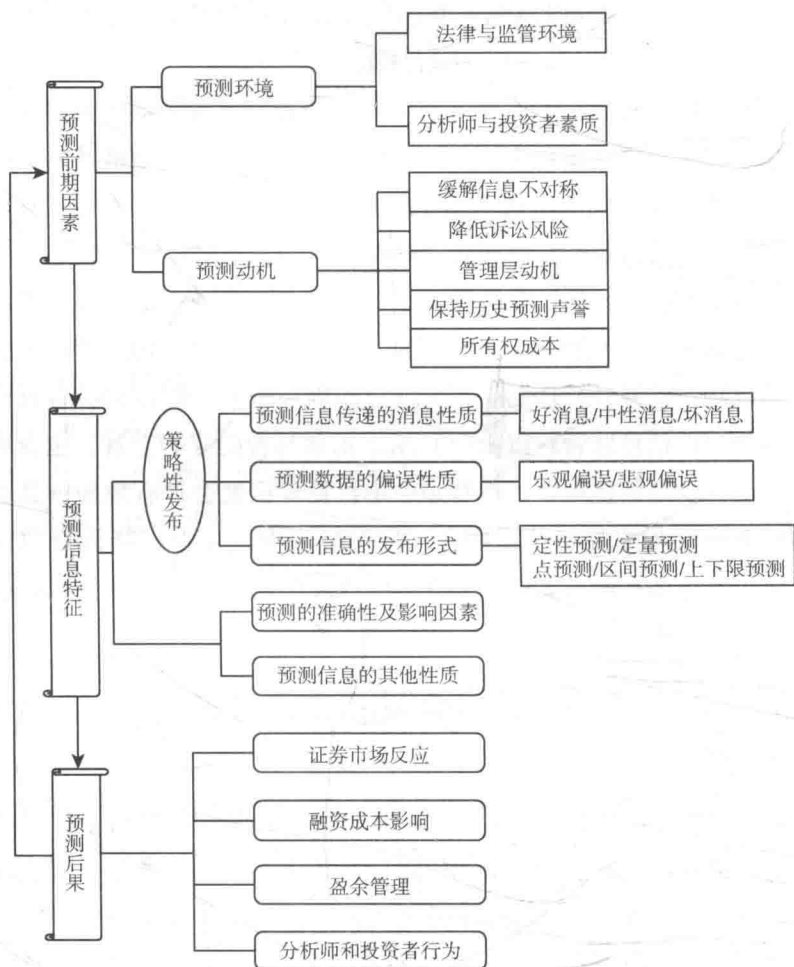


图 1.1 研究框架

1.3.1 预测前期因素

由图 1.1, 我们将预测前期因素分为两个方面的内容: 一是预测环境, 即提供预测信息面临的相关法律和管制环境以及分析师和投资者行为环境; 二是预测发布者动机, 如缓解信息不对称、降低诉讼风险、管理层动机、保持历史预测声誉等。公司管理层在短期内很难控制和影响预测前期因素, 但从长期来看, 他们可以影响到其中的某些因素。例如, 一个公司以往发布预测信息的准确性从长期来看就成为一种预测前期因素, 因为一个公司预测信息的准确性声誉一般是靠长期积累而成的, 这种声誉一旦形成后便很难在短时间内改变。

1.3.1.1 预测环境

(1) 相关法律和管制环境。20 世纪 40 年代以来, 美国证券交易委员会 (SEC) 是禁止披露预测性信息的, 因为它们认为这种信息“在本质上是不可信赖的”, 而且促使“无经验的投资者在作出投资决策时不正当地依赖这种信息”。1973 年, SEC 明确改变监督政策的方向, 允许上市公司自愿披露预测性的财务信息, 不过并没有作出强制性的要求, 只制定了“安全港”(safe harbor rule) 规则, 来鼓励上市公司进行自愿披露预测财务信息。1996 年, 美国国会又颁布了《私人证券诉讼改革法》(PSLRA) 中进一步扩大了保护范围, 在一定程度上采用了判例法上的“预先警示原则”, 对安全港制度进行了修正, 以减轻预测性信息披露者的潜在诉讼风险, 减少了无理由的诉讼。为保证 PSLRA 的贯彻实施, 美国国会又通过了《1998 年证券诉讼统一标准法》(SLUSA), 以防止持股人规避 PSLRA, 进一步完善了对善意地作出合理预测性信息披露的发行人的保护。最终 2000 年通过的“公平披露规则”(regulation fair disclosure, Reg. FD) 强制要求书面信息不可选择性披露。

很明显, 从 1973 年开始 SEC 的政策转变都是为了鼓励公司披露预

测性的财务信息。Johnson 等 (2001) 研究表明了 PSLRA 法案的通过并未影响管理层盈利预测的质量, 甚至盈利预测的准确度还有所提高, 尤其是高科技企业。但 Reg. FD 的实施则完全不同。在 Reg. FD 未通过之前, 公司管理人员可以私下将公司未来盈余信息有选择性地提供给某些市场分析师。有不少文献证实, 很多经理曾经广泛使用过这种私人渠道 (Ajinkya and Gift, 1984; Hutton, 2005)。而在 Reg. FD 实施之后, 公司管理者面临的选择是将预测信息完全披露或者根本就不予以披露。包括监管者在内的很多人都很担心企业会选择完全不予披露的政策, 因为披露完全是自愿的。然而, 大量研究表明, 在 Reg. FD 实施后披露盈利预测的企业数量不减反增, 间接证实了对该项政策的“信息冷却效应” (information-chilling effect) 的担心完全是多余的 (Bailey et al., 2003; Heflin et al., 2003)。尽管如此, Wang (2007) 的研究表明, 企业在 Reg. FD 实施后对于盈利预测披露选择的决定在很大程度上是与企业自身的属性有关系的, 信息不对称情况问题较少以及所有权成本较高的企业在 Reg. FD 实施后确实减少或者取消了盈利预测的披露。

(2) 分析师和投资者环境。分析师和投资者也都有可能成为影响盈利预测发布的环境因素。研究显示, 分析师和投资者都试图获得的公司未来信息的披露 (如公司盈利预测), 而且他们都倾向于投资和关注有更多未来信息披露政策的公司 (Ajinkya et al., 2005; Healy et al., 1999)。

随着时间的不断推移, 机构投资者的投资额度和分析师的覆盖面都随着时间的变化而不断升高。美国市场上的机构投资者的持股比例已经从 1980 年的 30% 升至 2002 年的 50% 左右 (Gompers and Metrick, 2001; Gillan and Starks, 2003)。此外 Barber 等 (2001, 2003) 的报告显示, 市场分析师关注的上市公司已经从 1986 年的 1841 家上升至 2001 年的 5786 家。而很可能是因为机构投资者投资水平和分析师关注程度的提高, 向公众提供盈利预测的公司比例也由 20 世纪 90 年代的 10% ~ 15%, 提高到 2004 年 50% 左右的水平 (Anilowski et al., 2007)。

1.3.1.2 预测发布动机

在法律法规环境、投资者和市场分析师环境基本相同的情况下，由于每个发布盈利预测的公司都有其自身的特性，研究发现另一类预测前期因素，即预测发布者特征，具有显著的横截面特性变化，我们将这些预测发布者的不同动机列举如下。

(1) 缓解信息不对称。市场分析师和投资者极其需要盈利预测信息很大程度上是为了解和预测股票价格信息，而管理者发布预测信息可以减轻与市场分析师以及现有或潜在投资者之间的信息不对称状况 (Ajinkya and Gift, 1984; Verrecchia, 2001)。理论上，较低的信息不对称程度是对公司有利的，因为这意味着较高的流动性 (Diamond and Verrecchia, 1991) 和较低的融资成本 (Leuz and Verrecchia, 2000)。

Coller 和 Yohn (1997) 使用发布盈利预测之前公司股价的买卖价差作为衡量信息不对称的代理变量，发现发布盈利预测的企业比不发布信息的企业的信息不对称程度更高，而且更重要的是在发布盈利预测之后这种信息不对称程度明显减轻了，从而体现了发布预测信息的重要性。尽管如此，管理者有时候并不是心甘情愿去减轻信息不对称程度，例如，若较低的信息不对称程度导致公司更容易被监控 (Shleifer and Vishny, 1989)，管理者自然不乐意去减轻信息不对称程度。

(2) 降低诉讼风险。企业所面临的诉讼风险，无疑是另一项企业决定是否要发布预测信息的重要因素。管理者经常在盈利信息披露之前发布预测报告，希望能减轻即将到来的诉讼成本 (Skinner, 1994, 1997)，尤其是当公司卷入丑闻的时候。现有的研究采用一系列代理变量对企业特定的诉讼风险进行建模 (Brown et al., 2005; Rogers and Stocken, 2005; Field et al., 2005)，这些变量包括：企业规模、股票收益率变化、即将导致股价大跌的负面新闻。研究发现，这些变量都与诉讼风险正相关，而且高科技企业尤其可能惹上官司。Cao 和 Narayanamoorthy (2005) 采用了一种与众不同的方法来衡量企业的诉讼风险，他们采用公司董事

和经理们的债务保险金费用作为衡量公司事前诉讼风险的衡量指标。

这些研究最终的结论一致认为, 诉讼风险的确影响了公司是否发布盈利预测的决定。Cao 和 Narayanamoorthy (2005) 的研究表明, 得到坏消息之后的管理层发现面临的事前诉讼风险极大时, 更倾向于发布公司的盈利预测, 而得到好消息的管理层即使有一定的事前诉讼风险也不打算发布盈利预测。Brown 等 (2005) 的研究发现, 无论是得到好消息还是坏消息的公司, 预测信息发布的越多, 面临的诉讼风险越大。而在控制诉讼风险之后, 得到坏消息的公司还是比好消息的公司更倾向于发布盈利预测, 该结论与 Kasznik 和 Lev (1995) 有关坏消息公司比好消息公司更有可能发布盈利预警的结论是一致的。

(3) 管理层动机。管理层发布盈利预测, 一般来说是为了减轻和市场分析师以及投资者之间的信息不对称状况, 然而, 管理层在很多时候将其个人利益或者其他动机掺杂其中。不同层次的管理层动机, 如以股权为基础的管理层薪酬激励, 在不同的企业和不同的时期都广泛存在。具体来说, 以股权为基础的管理层薪酬激励在 1980 年只占到 CEO 薪酬的 20%, 而这个数字到 1994 年已经上升到接近 50% (Hall and Liebman, 1998), 而到了 2003 年, 这个数字进一步上升到 60% (Bebchuk and Grinstein, 2005)。

研究表明, 这些动机都可能影响管理层的信息预告行为。Nagar 等 (2003) 提出股权激励程度较高的管理层会发布更加频繁的预测信息来避免公司股价被错误定价, 从而使他们自身财产缩水的情况发生。此外, 他们还认为, 股权激励机制不仅鼓励管理层披露好消息, 坏消息他们同样会进行披露, 因为管理层的静默 (即不发布任何预测信息) 同样会被市场认为是发布负面消息。与这些预期假设相一致, 他们的实证结果发现, 管理层盈利预测的发布频率与管理层基于股权激励的薪酬比例是正相关的, 无论是用股价还是管理者持有股份的绝对数量来衡量均是如此。此外, 还有研究证实, 盈利预测发布的数量在股票再融资前后有显著增加 (Ruland et al., 1990; Marquardt and Wiedman, 1998)。

尽管普遍推测拥有股票激励的管理层会经常发布盈利预测以提升公司股价, Aboody 和 Kasznik (2000) 发现了促使管理层打压股价的特例, 即管理层在股票期权的行权期前后可能会发布带有坏消息的盈利预测而从较低的行权价中获利。在此之后, Cheng 和 Lo (2006) 以及 Rogers 和 Stocken (2005) 发现负面的盈利预测与内幕交易有关联。这些研究都表明, 管理层有发布负面盈利预测的动机从而从较低的股票购买价格中获利。

Trueman (1986) 认为, 富有才华的管理者有采用自愿披露盈余预期以显示其管理才能的动机。企业的市场价值往往会被投资者用于判断经理的管理能力, 增强投资者对企业信心在一定程度上能够增加企业价值。一些实证研究证实, 管理者有动机对外披露好消息以体现公司竞争力 (Lang and Lundholm, 1997; Healy and Palepu, 2001; Miller, 2002)。

除此之外, 还有一些其他的管理层盈利预测发布动机。有研究认为, 尽管实际的盈利对投资者来说尤为重要, 但盈利预测却是投资者对公司可能取得盈利的第一印象 (Houston et al., 2010), 能够影响投资者对公司能否盈利以及盈利多少的概念。更重要的是, 公司的管理盈利预测的发布还有助于公司建立透明的信息披露声誉 (Graham et al., 2005; Hutton and Stocken, 2009)。

(4) 保持历史预测声誉。公司的历史预测行为指公司以往的预测准确度, 以及是否能达到或者超越某项基准指标的一系列行为。预测准确度被定义为预测信息偏离实际公布盈利水平的程度。研究显示, 公司的历史预测行为同样会影响是否发布预测信息的决定 (Skinner, 1994; Stocken, 2000; Healy and Palepu, 2001; Graham et al., 2005), 他们的研究都证实管理层发布自愿披露信息 (包括盈利预测) 是为了在业内逐步建立和保持公司报告信息准确且透明的声誉。事实上, 研究表明历史预测准确度确实会影响现有预测的可信度 (Williams, 1996; Hutton and Stocken, 2007), 从而影响公司是否要发布预测信息的决定。

关于公司对于达到和超越基准指标的行为, 实证研究表明, 从 20