

Study on the Disclosure of the Revenue Plan in
Chinese Listed Companies

我国上市公司 营收计划披露研究

◎ 万 鹏 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

国家自然科学基金青年项目资助(项目号: 71502166)
浙江省自然科学基金青年项目资助(项目号: LQ14G020002)
浙江省哲学社会科学规划课题资助(项目号: 16NDJC192YB)

Study on the Disclosure of the Revenue Plan in
Chinese Listed Companies

我国上市公司 营收计划披露研究

◎ 万 鹏 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司营收计划披露研究 / 万鹏著. —北京:
经济科学出版社, 2016. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6930 - 0

I. ①我… II. ①万… III. ①上市公司 - 财务管理 -
研究 - 中国②证券市场 - 市场分析 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 246②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 104317 号

责任编辑: 段 钢
责任校对: 王肖楠
责任印制: 邱 天

我国上市公司营收计划披露研究

万 鹏 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

总编辑部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

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

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

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

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

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13. 75 印张 230000 字

2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6930 - 0 定价: 48. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(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

管理层业绩预测对于证券定价和投资决策都具有重要作用，是资本市场理论研究和实务分析中关注的热点问题。但是，长期以来，以上市公司营收计划为代表的管理层未来展望信息却被理论界和实务界所忽视。因此，研究上市公司营收计划自愿披露的影响因素、营收计划实施的特点以及其市场反应如何，具有较高的理论和实践意义。

本书基于高层梯队理论和代理理论，主要从董事长特征和代理成本角度研究了管理层营收计划披露的影响因素。研究发现，公司董事长年龄、性别以及股权代理成本与营收计划披露相关。董事长年龄越大、董事长为女性以及股权代理成本越小的公司，其定量地披露营收计划的可能性越大。研究还发现公司规模、董事长和总经理两职合一以及交叉上市对公司营收计划定量披露也有显著的影响。

基于我国转轨经济的制度环境，本书研究了实际控制人、政府干预环境对公司营收计划实现程度的影响。研究发现：（1）公司收入操纵规模越大，公司营业收入计划实现程度越高；（2）相对于非政府控制公司，政府控制公司收入操纵程度对营业收入计划实现程度的影响更大；（3）政府干预越严重，此地区公司的收入操纵规模对其营收计划实

现程度的影响越大；（4）相对于非政府控制公司，政府干预越严重的地区，此地区政府控制公司的收入操纵规模对营收计划实现程度的影响更大。此外，所处行业营业收入平均增长水平越高、第一大股东持股比例越高以及当期有兼并重组事项的公司，其营收计划实现程度也越高。

基于营收计划准确度在资本市场定价中的重要作用，本书研究了公司的会计信息可比性与营收计划的准确度的关系，并考察了两者之间的关系在不同的内部信息环境和外部信息环境下是否存在差异。研究发现，可比性越高的公司，其营收计划准确度越高；可比性与营收计划准确度之间的正向关系在较好的内部信息环境或较好的外部信息环境下更显著。

本书还研究了资本市场对公司营收计划消息类型的反应，以分析师一致性预测作为市场预期来判断公司营收计划自愿披露的消息类型，研究发现，不论公司营收计划传递的是“好消息”还是“坏消息”，市场对公司营收计划自愿披露均有显著的反应。具体地，市场在短窗口内对“好消息”类型的营收计划给予了正面的评价，而对“坏消息”类型的营收计划给予了负面的评价，回归分析结果表明营收计划消息类型对于短时间窗口的累计超额收益率有显著的影响，“好消息”比“坏消息”有更大的累计超额收益率。

本书的创新之处和主要贡献在于：（1）本书借鉴了心理学的研究成果，基于高层梯队理论，从董事长个人特征角度研究了公司自愿性信息披露行为，扩展国内自愿性披露研究的视野；（2）本书把与地方政府经济目标联系密切的企业营业收入计划作为研究对象，考量实际控制人性质不同的

公司以及在不同政府干预环境下，公司在营收计划实现程度上的行为差异，深化了对我国转轨经济制度环境下公司行为的认知；（3）本书从营收计划消息类型角度考量了我国上市公司营收计划的市场反应，丰富了我国资本市场对于预测性信息的市场反应研究文献。

本书的出版，我要感谢厦门大学会计系曲晓辉教授的倾心指导，感谢浙江工商大学财务与会计学院许永斌院长的关心支持，感谢经济科学出版社段钢先生的严谨负责。受本人研究水平的限制，本书的研究仍存在着一些局限，这有待在今后的研究中加以完善。

万鹏

2016年1月

目 录

第一章 我国上市公司营收计划披露研究概述.....	1
第一节 研究背景与动机.....	2
第二节 研究思路与方法.....	4
第三节 研究内容与主要贡献.....	6
第二章 营收计划披露的理论基础与制度背景	11
第一节 信息披露的理论基础	12
第二节 我国业绩预测体系	16
第三章 文献回顾	25
第一节 业绩预测披露的影响因素研究	26
第二节 业绩预测披露的特征研究	32
第三节 业绩预测披露的市场反应研究	38
第四节 政府干预环境、实际控制人与企业行为研究	49
第四章 营收计划披露的影响因素研究	61
第一节 引言	62
第二节 理论分析与假说发展	63
第三节 研究设计	67

第四节 实证检验结果及分析	72
第五节 本章小结	86
第五章 公司实际控制人与营收计划实现程度	87
第一节 引言	88
第二节 理论分析与假说发展	89
第三节 研究设计	93
第四节 实证检验结果及分析	97
第五节 本章小结	105
第六章 政府干预水平与营收计划实现程度	107
第一节 引言	108
第二节 理论分析与假说发展	109
第三节 研究设计	113
第四节 实证检验结果及分析	115
第五节 本章小结	122
第七章 可比性与营收计划准确度	123
第一节 引言	124
第二节 理论分析与假说发展	126
第三节 研究设计	128
第四节 实证检验结果及分析	133
第五节 本章小结	153
第八章 营收计划披露的市场反应	155
第一节 引言	156
第二节 理论分析与假说发展	157
第三节 研究设计	161

第四节 实证检验结果及分析·····	165
第五节 本章小结·····	174
第九章 主要结论与启示·····	177
第一节 主要研究结论·····	178
第二节 研究启示·····	179
第三节 研究局限及未来研究方向·····	181
译名对照表·····	183
参考文献·····	187

我国上市公司营收
计划披露研究

Chapter 1

第一章 我国上市公司营收计划披露研究概述

本章首先介绍本书的研究背景与动机，然后介绍研究思路、研究方法以及研究内容，并指出本书的主要研究贡献。

第一节 研究背景与动机

近年来，为了规范信息披露、保护中小投资者利益，中国证券监管部门推出了一系列的业绩预测制度。由于公司管理层所处的信息优势地位，其对外披露的预测性财务信息作为外部信息使用者获取有用信息的重要途径之一，不仅引起了投资者、债权人、监管机构等多方面的高度关注，而且还具有较高的学术研究价值。

西方资本市场中对管理层盈余预测（Management Earnings Forecasts）的研究起源于20世纪70年代，之后出现了大量的规范和实证研究文献。关于管理层盈余预测，现存研究主要集中在管理层盈余预测的披露动机、预测特征以及披露信息的市场反应等方面。我国的业绩预测制度主要由盈利预测、业绩预告、业绩快报和年报“管理层讨论与分析”中的未来展望信息四个部分组成。虽然关于中国资本市场业绩预告和盈利预测等管理层业绩预测的实证研究都强有力地支持这些制度存在的必要性，但是管理层在年报中披露的未来展望信息尚未引起研究者的重视。不仅如此，年报中的未来展望信息在实践中的披露与监管方期望相差甚远，其披露的动因、预测的特征及其市场反应仍缺乏系统地研究。为丰富本领域的研究文献，并为我国证券市场信息监管者提供决策依据，本书以我国上市公司营业收入计划这一年报中的未来展望信息作为研究对象，试图总结我国上市公司对于未来展望信息的披露现状，发现这类信息的披露规律，揭示此类业绩预测披露的影响因素、业绩预测的特征以及这类信息披露的市场反应。

上市公司的信息披露行为离不开公司所处的制度环境和制度安排。政府、企业 and 市场之间的关系是公司治理、市场监管乃至经济发

展的重要内容。从中国 30 多年来市场化取向的改革实践来看,政府一直是驱动经济高速增长的核心动力。但是,由于中国的经济增长并不符合近年来的国际经济学术界颇为盛行的法与金融学派和经济增长理论 (Allen et al., 2005), 因此,如何看待政府在中国这一转型经济国家中所起的作用,是一项重要课题。我国绝大部分的上市公司脱胎于原来的国有企业,从而不可避免地带有国有企业的烙印,政府作用直接或间接地存在。自 20 世纪 70 年代末开始至 90 年代初,我国的国有企业改革分别经历了行政性分权、放权让利以及全面的承包责任制等几个阶段,但由于种种原因,上述举措并没有从根本上解决我国国有企业效率低下的问题。截至目前,我国的经济体制仍未完成从计划向市场的完全过渡,或者说,我国仍然是一个转轨经济国家。基于转轨经济国家的共同特征 (Roland, 2000), 政府干预和市场机制的不完善是我国上市公司最为基本的制度环境。威廉姆森 (Williamson, 2000) 曾指出了“制度—治理—企业”三维度的研究框架,认为治理结构是连接制度 (包括正式制度和非正式制度) 与企业行为的中间变量。中国作为全球最大的转轨经济国家之一,政府与市场在资源配置中共同发挥作用,这是中国企业区别于西方发达国家的重要制度特征。本书沿着威廉姆森提出的研究框架,选择从制度环境 (公共治理) 和制度安排 (公司治理) 的角度来分析中国上市公司营收计划的实施行为。具体地,上市公司营收计划的实现程度,受政府和企业行为的影响,由于营收计划在政府经济目标实现中的重要作用,考量政府干预环境和企业的实际控制人性质对公司营收计划实现行为的影响,具有较强的理论和现实意义。

此外,既有研究发现,如果本次业绩预测的公司以前年度建立了较高预测准确度的名声,那么证券分析师因本次管理层业绩预测而做出的预测修正程度更大 (Williams, 1996)。显然,管理层业绩预测的准确度影响了业绩预测信息的决策有用性,进而影响了资本市场的效率。因此,管理层业绩预测的准确度可能比预测本身更为关键,有

必要对管理层业绩预测准确度的影响机制展开研究。但是, 现有管理层业绩预测质量的影响因素研究主要从管理层动机的角度展开, 如规避诉讼风险、获取内部交易收益等管理层动机, 但对于管理层业绩预测时所需信息的质量及所在的信息环境方面关注不够。为推进这方面的研究, 本书从会计信息可比性的角度研究了管理层营收计划的准确度问题。

最后, 基于 Hirst 等 (2008) 的“前因—特征—后果”的管理层盈余预测研究框架, 本书分析了营收计划披露的股票价格反应, 展示了营收计划这类管理层业绩预测披露在资本市场定价效率方面的重要作用。

第二节 研究思路与方法

一、研究思路

本书基于我国上市公司的营收计划披露行为, 从董事长特征以及代理成本的视角研究了上市公司自愿定量地披露营业计划的影响因素, 并从政府干预、实际控制人以及会计信息可比性三个视角研究了上市公司营收计划的实现程度和营收计划准确度的影响因素, 最后, 本书从营收计划消息类型的股价反应视角研究了营收计划披露的市场反应。基于 Hirst 等 (2008) 的“前因—特征—后果”的管理层盈余预测研究框架, 本书的研究涵盖了营收计划披露的影响因素、特征以及市场反应等三个方面, 较为全面地对我国上市公司营收计划的披露行为予以分析。

研究的框架如图 1.1 所示, 研究脉络首先是通过理论分析和制度背景梳理, 为研究建立理论基础和制度背景支持, 此外, 通过对国内外相关文献的回顾, 为研究铺就坚实的文献基础, 进而从营收计划披

露影响因素、营收计划特征以及营收计划披露的市场反应等三个方面分析了我国上市公司的营收计划披露行为，最后是本书的研究结论、研究启示和研究局限与展望，并提出可供决策者参考的政策建议。

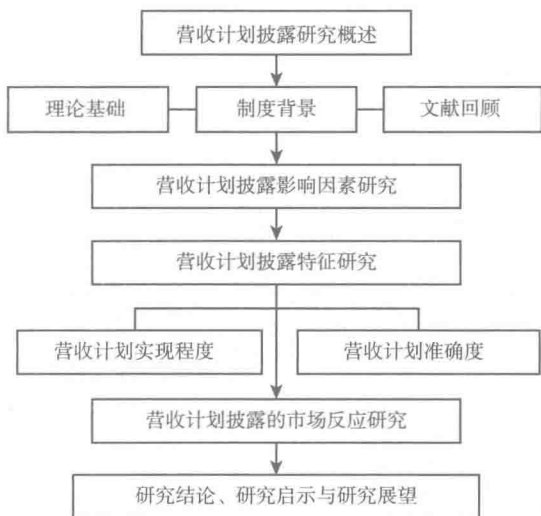


图 1.1 我国上市公司营收计划披露研究框架

二、研究方法

本书在研究方法上将规范研究与实证研究相结合。采用规范研究法对理论基础、制度背景进行研究。通过构建模型，采用 Logistic 回归来考察董事长个人特征和公司特征对公司营收计划披露的影响，采用多元线性回归来考察公司营收计划实现程度和营收计划准确度的影响因素，运用事件研究法和多元线性回归来研究公司营收计划披露的市场反应。

第三节 研究内容与主要贡献

一、研究内容

本书共分为九章，各章具体内容安排如下：

第一章，我国上市公司营收计划披露研究概述。本章主要介绍本书的研究背景与动机、研究思路与方法、研究内容与研究的主要贡献。

第二章，营收计划披露的理论基础与制度背景。本章运用经济学、心理学以及管理学的研究成果，从代理理论、信号传递理论、行为决策理论以及高层梯队理论等角度对公司自愿披露行为予以分析，为本书关于营收计划披露的研究提供了理论基础。本章还对我国业绩预测的相关制度做了总结，认为我国的业绩预测制度主要由盈利预测、业绩预告、业绩预报和年报“管理层讨论与分析”中的未来展望信息四个部分组成，特别是对年报“管理层讨论与分析”中的未来展望的制度梳理，扩大了我国业绩预测研究的视野，也为本书针对营收计划披露的研究提供了制度支撑。

第三章，文献回顾。本章从业绩预测披露研究和政府干预环境、企业实际控制人性质与企业行为研究两大方向对相关文献予以梳理。具体地，对于管理层业绩预测披露研究，Hirst 等（2008）将之分为管理层业绩预测的开端（Forecast Antecedents）、预测的特征（Forecast Characteristics）以及预测的后果（Forecast Consequence）三个部分，本书也沿用这样的思路对我国业绩预测披露的影响因素、特点以及市场反应等相关文献予以梳理。对于企业实际控制人性质与企业行为研究，我们从公司实际控制人性质与公司行为研究和政府干预环境与公司行为研究两个角度展开。

第四章，营收计划披露的影响因素研究。本章基于高层梯队理论

和代理理论,研究了董事长个人特征和代理成本对管理层营收计划披露的影响。以2008~2010年度A股上市公司为样本,研究发现,公司董事长年龄、性别以及股权代理成本与营收计划披露相关。董事长年龄越大、董事长为女性以及股权代理成本越小的公司,其披露营收计划的可能性越大。研究还发现公司规模、董事长和总经理两职合一以及交叉上市对公司营收计划披露也有显著的影响。本书的研究意义不仅在于丰富和拓展了国内外相关研究成果,而且有助于我们从管理者特征的视角来理解我国上市公司的披露行为。

第五章,公司实际控制人与营收计划实现程度。本章基于我国上市公司数据,运用实证研究方法发现,公司收入操纵程度越大,公司营业收入计划实现程度越高。相对于非政府控制公司,政府控制公司的收入操纵程度对营业收入计划实现程度的影响更大。此外,所处行业营业收入平均增长水平越高、第一大股东持股比例越高以及当期有兼并重组事项的公司,其营收计划实现程度也越高。

第六章,政府干预水平与营业计划实现程度。本章通过企业营业收入计划的实现程度这一视角,研究在不同的政府干预环境下,地方企业的收入操纵行为对其营收计划实现程度的影响。以沪深两市披露了2009年或2010年营业收入计划的A股上市公司为样本,研究发现:收入操纵越严重,公司的营收计划实现程度越大,而这种关系又受地方政府干预环境的显著影响,即相对于政府干预较弱地区的上市公司,政府干预较强地区的上市公司的收入操纵对营收计划实现程度的影响更大,并且上述影响主要存在于政府控制公司。

第七章,会计信息可比性与营收计划准确度。本章关注企业营收计划的准确度问题,研究了公司的会计信息可比性与营收计划的准确度的关系,并考察了两者之间的关系在不同的内部信息环境和外部信息环境下是否存在差异。研究发现:可比性越高的公司,其营收计划准确度越高;可比性与营收计划准确度之间的正向关系在较好的内部信息环境或较好的外部信息环境下更显著。

第八章，营收计划披露的市场反应。本章采用我国上市公司 2009 ~ 2010 年数据，以分析师一致性预测作为市场预期来判断公司营收计划自愿披露的消息类型，研究了资本市场对公司营收计划消息类型的反应。研究发现：不论公司营收计划传递的是“好消息”还是“坏消息”，市场对公司营收计划自愿披露均有显著的反应。具体地，市场在短窗口内对“好消息”类型的营收计划给予了正面的评价，而对“坏消息”类型的营收计划给予了负面的评价，回归分析结果表明营收计划消息类型对于短时间窗口的累计超额收益率有显著的影响，“好消息”比“坏消息”有更大的累计超额收益率。

第九章，主要结论与启示。对全书的研究结论进行总结，并分析了可能的启示，进一步总结了本书研究存在的局限性，并讨论了未来研究方向。

二、研究贡献以及本书可能的创新点

（一）研究贡献

本书研究贡献主要体现在以下五个方面：（1）从公司董事长特征这一角度，基于高层梯队理论，考察了董事长个人特征对于公司业绩预测披露的影响，拓展了基于我国制度背景下的公司信息披露影响因素的相关研究。（2）从股权代理成本角度，研究了股权代理成本对公司营收计划披露的影响，为罗炜和朱春艳（2010）的研究提供了其他类型信息披露的证据。（3）基于政府干预环境和企业实际控制人性两个调节变量，研究企业收入操纵与企业营收计划实现程度的关系，扩大了制度环境对企业行为影响的研究视野。（4）基于营收计划所依赖的会计信息基础，研究了会计信息可比性与营收计划准确度的关系，并考察了内外部信息环境的调节作用，回应了 Hirst 等（2008）对加强管理层盈余预测特征研究的呼吁。（5）本书以机构投资者的一致性预测作为市场预期，来判断公司营收计划的消息类型，