

中山大学“211”工程二期建设项目：

现代管理论丛

Shangshi Gongsì Guanliceng

上市公司管理层 盈利预测研究

Yingli Yuce Yanjiu

张雁翎 著

中山大学出版社

中山大学“211”工程二期建设项目:

现代管理论丛

Shangshi Gongsi Guanliceng

上市公司管理层 盈利预测研究

Yingli Yuce Yanjiu

张雁翎 著

张雁翎 张雁翎 著
张雁翎 张雁翎 著
张雁翎 张雁翎 著
张雁翎 张雁翎 著

中山大学出版社

· 广州 ·

版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司管理层盈利预测研究/张雁翎著. —广州: 中山大学出版社, 2005.5

(中山大学“211”工程二期建设项目: 现代管理论丛)

ISBN 7-306-02560-0

I. 上… II. 张… III. 上市公司—企业利润—经济预测—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 027047 号

责任编辑: 方微之

封面设计: 方 竹

责任校对: 陈碧兰

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

编辑部电话 (020) 84111996, 84113349

发行部电话 (020) 84111998, 84111160

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275

传 真: (020) 84036565

印 刷 者: 中山大学印刷厂

经 销 者: 广东新华发行集团

规 格: 850mm × 1168mm 1/32 5.875 印张 150 千字

版次印次: 2005 年 5 月第 1 版 2005 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 15.00 元

本书如有印装质量问题影响阅读, 请与承印厂联系调换

引 言

一、研究上市公司管理层盈利预测的动机

自 20 世纪 40 年代以来,盈利预测问题开始受到学者的广泛关注。一般来讲,研究中所涉及的盈利预测主要包括三个方面:财务分析师预测、时间序列分析预测与公司管理层预测。^① 从理

① 此处的理论背景主要以管理层预测为研究对象。财务分析师预测与时间序列预测是相对于公司管理层预测的另外两种预测形式。对财务分析师预测的研究主要关注的是分析师预测方法(预测期间、预测形式等)、信息含量、预测动机和预测误差。对时间序列预测的研究则主要关注预测误差,侧重于分析统计方法的科学性。因此对盈利预测相关理论问题的研究主要集中在财务分析师预测与管理层预测两个方面。对财务分析师的研究主要集中在以下四点:①研究财务分析师盈利预测的信息含量。Brown 和 Rozeff (1978), Brown (1998) 的研究表明,分析师提供的信息增加了资本市场的信息量,他们的盈利预测比时间序列分析要更为准确;另外, Givoly 和 Lakonishok (1979), Brown, How 和 Lys (1998), Francis 和 Soffer (1997) 的研究表明,财务分析师的盈利预测会影响股价的波动。②研究分析师的盈利预测动机。Darrough 和 Stoughton (1990), Dechow, Kothari 和 Watts (2000) 的研究显示,财务分析师会由于其提供的信息增加了交易量和投资银研的收入而获得相应回报,因此他们会存在这样的激励去进行乐观预测。③检验分析师盈利预测结果的整体水平。诸如“财务分析师的预测具有乐观倾向吗”,“什么是分析师预测准确度的决定因素”等,是此领域研究最主要的话题。④关注单个财务分析师所采用的分析方法。这类研究检验的问题如“分析师如何处理收益不同组成部分的信息”,“分析师的分析技巧会影响预测准确性吗”,等等。这些具有代表性的研究显示出:研究分析师盈利预测的重点与研究管理层盈利预测的重点既有共同点,也存在差异。本书的研究只关注管理层预测。

论角度上讲,主要有以下四个层面的因素引起研究者对上市公司盈利预测的关注:

第一,盈利预测对实证会计研究中的基础理论假设提出了挑战。有效市场理论是会计研究的重要假设之一。按照该理论的分析,预测项目同未来的收益不相关,股票价格是不可预测的。而随着实证研究的深入,这个假设越来越多地受到人们的怀疑。其原因就在于这些研究共同显示出证券回报不仅是可预测的,并且它们的可预测性同时间序列分析、管理层预测或是财务分析师预测相关联。而市场有效性假设明显有悖于这种研究结论。因此,可以通过研究盈利预测来检验和解释有效市场假设下的一系列问题。

第二,盈利预测误差与证券市场收益直接相关。公司财务信息与证券回报的相关性一直是会计研究的一个重要方面,而盈利预测又是有关公司未来经营成果的一项重要信息。由于预测性信息的特殊性,误差会在一定范围内客观存在。研究认为,任何有误差的盈利预测主要来源于噪音或者检测方法的局限(Kothari, 2001)。正是这种误差降低了财务信息与证券回报的相关性。因此,信息与收益的相关程度关键取决于被人们所使用的、但却是未被检测到的盈利预测误差大小。^①在这个基础上相应产生了对盈利预测进行分析的必要性。

第三,盈利预测体现了管理层的会计决策。管理层预测被认为是资本市场的一种重要信息来源。有相当多的文献检验了信息环境、预测供需双方及预测方式对证券回报和资本成本变化的影响。研究显示,由于盈利预测具有信息含量,同时又呈现出预测性信息的固有特性,管理层披露预测的政策选择及其预测误差会在很大的程度上影响信息环境和证券价格的水平。这些影响又会

^① 例如,研究中经常用到的预期收益模型就是一个典型的例子。预期收益模型需要研究者从预测项目中寻找盈利的误差项目,以便区分误差与合理预期收益。

反作用于管理层对某些会计方法或程序的选择，即会计决策。因此可以通过研究盈利预测来研究管理层与会计信息披露有关的问题，以及外部市场对管理层决策的反应。

第四，盈利预测体现了监管理念的特殊性，这个领域存在着投资者保护上的盲点。预测性信息习惯上称为“软信息”（Soft Information）。软信息主要集中在前瞻性说明，如预测、预计和设想等，也包括对主观分析或推断的说明，如意见、意向和动机等。在传统的证券法上，信息披露的范围主要限于“硬信息”（Hard Information），即事实性的、客观上可以核实的资料。由于投资者的目的在于盈利，有关上市公司的硬信息与投资回报有直接关系，并且较为具体客观，便于审查其真实性。因此对硬信息的监管相对显得较为直接。但对于软信息，如何实施有效监管，保障信息披露的质量一直是经济学和法学界共同面临的一个难题。

综上所述，盈利预测是研究会计信息披露相关问题的一个有机组成部分。从信息接受方来讲，投资者对信息质量的判断与收益紧密相关，盈利预测有助于分析投资者的理性。从信息发布方来讲，盈利预测反映了公司管理层对信息披露成本与收益的权衡，从而直接影响他们的信息披露决策。在研究盈利预测的过程中，对市场有效性和政策效应的考虑，又综合体现了监管制度的作用。因此，盈利预测是一个十分有价值的研究领域。

二、本书的研究范围和研究目的

盈利预测主要来自于财务分析师预测、时间序列分析和公司管理层预测三个方面。在发达的证券市场，公司管理层向外界公布盈利预测已非常普遍，并且这些预测多在二级市场上披露。对于我国证券市场而言，完整、规范的盈利预测主要见于 IPO 招股说明书。目前在二级市场，系统、普遍的盈利预测披露尚不多

见。大多数上市公司只是按部就班地披露中报、年报和一些公司重大经营活动。与盈利预测有关的信息不仅数量少,在内容上也只表现为一些预亏警告,尚未形成主动规范的盈利预测公告。^①所以目前对盈利预测的研究只能仅限于一级市场。在IPO招股说明书中,公司一般也只披露上市前三年的盈利情况,难以形成有效的时间序列数据。而在过去的半个多世纪里,大量的研究已证明时间序列预测的准确性不如管理层预测和财务分析师预测(Kothari, 2001)。^②此外,我国证券市场还未形成系统的可供研究的财务分析师预测。市场上已有的分析师预测只散见于一些信息传播媒体,缺乏严谨性和权威性。因此本书将研究范围界定于IPO招股说明书中所披露的公司管理层盈利预测。

透过本书的研究,作者期望达到以下目的:

(1) 深入研究管理层盈利预测自愿披露动机。

本书主要研究上市公司IPO过程中,管理层自愿披露盈利预测的动机。作为一种典型的发行者行为选择,自新股发行由额度制向核准制转变之后,上市公司对盈利预测的披露决策逐步呈现

① 即使有关预亏警告,在我国股市也是从1999年才逐渐开始出现。1998年12月9日,中国证监会签发《关于做好上市公司1998年年度报告有关问题的通知》,这对1998年的亏损公司信息披露产生了很大影响。1999年1月5日,农垦商社董事会签发公告,称“预计公司连续3年亏损且资不抵债……”,从而打响了披露“预亏警告”的第一枪。

② 大量研究显示,管理层盈利预测比同时披露的分析师预期更准确(Hassell, Jennings and Waymire, 1986),也更无偏(McNichols, 1989)。同时,财务分析师会根据管理层预测反映的信息来修正自己的预测。Hassell, Jennings 和 Waymire (1986)、Gift 和 Yohn (1997) 从不同角度检验了管理层预测相对于分析师预测的准确性。这些研究发现管理层预测比同一个星期披露的分析师预测具有更高的准确度。而且,这种领先在预测披露后的两个星期内会一直保持。Hassell, Jennings and Waymire (1986) 用多数人意见代表分析师预测,结果发现管理层预测准确度的领先一直保持到了其预测信息披露后的第5个星期。Gift 和 Yohn (1997) 研究认为,如果考察分析师经过修正后的意见,则在管理层预测披露两个星期后分析师的修正意见就会显著高于管理层预测。

出倾向性差异。本书将关注在自愿披露的制度背景下,影响上市公司盈利预测披露决策的主要因素,以期发现管理层披露盈利预测的主要动机。

(2) 深入研究盈利预测披露行为与新股发行抑价的关系。

由于本书的研究范围界定于一级市场,因此本书将管理层盈利披露与新股发行市场的特殊性相联系,重点考察盈利预测与一级市场证券定价的关系。在一级市场,信息不对称程度加剧,IPO 盈利预测信息比已上市公司盈利预测信息更具有吸引力,对降低信息不对称的作用显得更为明显(How, Izan and Monroe, 1995)。而新股发行抑价是一级市场的重要研究课题。本书将从管理层盈利预测披露的角度解释新股发行抑价。

(3) 检验盈利预测误差的影响因素。

判断盈利预测质量高低最主要的依据是盈利预测误差的大小。许多学者从不同角度研究了盈利预测产生误差的原因。在我国也有部分学者对此进行了初步研究,但目前尚未得到一个较为统一的结论。本书将对盈利预测误差进行较为完整的大样本检验,研究导致盈利预测出现误差的主要影响因素。

(4) 深入研究盈利预测误差的信息含量。

证券价格对信息反应的实证研究基于一个基本约定:市场有效性。如果市场被假定是强式有效或是半强式有效,则有用的公开信息都已被价格吸收。这种理论的含义在于观察者可以通过观察价格对事件(上市后第一年盈利报告的公布)的反应,研究得出某些新信息(盈利预测误差)对价格的决定是有用的结论。本书将通过观察市场反应来研究盈利预测误差的信息含量。在具体研究中,仍然考虑以强制性披露和自愿性披露为政策背景,当盈利预测误差大小存在差异时,研究其信息含量的强弱差异。

(5) 分析盈利预测误差对公司盈利管理行为的影响。

本书将深入研究盈利预测误差的契约特征。进而研究基于对这种契约特征的考虑,公司上市后其管理层为了降低预测误差可

能采取的盈利管理行为。本书同时比较在强制性披露政策和自愿性披露政策的背景之下,为了迎合盈利预测,公司盈利管理行为的差异。

三、本书的框架结构和研究方法

为了清楚地说明盈利预测的相关理论与研究领域,图1显示了本书的基本研究框架。

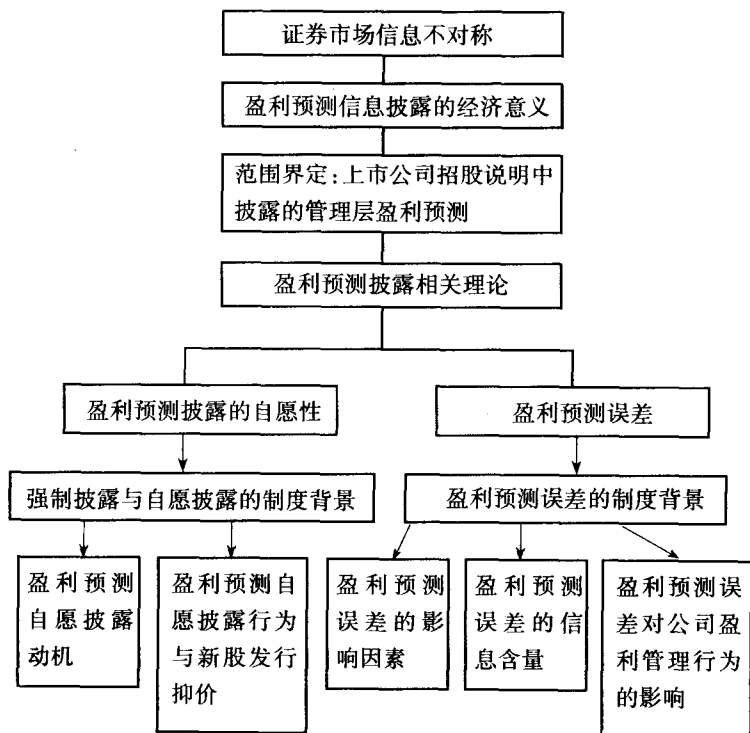


图1 盈利预测的相关研究问题示意图

本书分为9章,它们分别讨论以下问题:

第1章讨论盈利预测信息披露的理论基础。以证券市场中的信息不对称问题为起点,在分析盈利预测信息披露经济意义的基础上,本章对盈利预测相关理论进行评述。最后提出五个具体研究问题:①管理层披露盈利预测的动机;②盈利预测披露行为对新股发行价格的影响;③盈利预测误差的影响因素;④盈利预测误差的信息含量;⑤基于盈利预测契约性的公司盈利管理行为。

第2章分析盈利预测披露制度的背景。本章首先分析管理层盈利预测披露的国际制度背景与我国证券市场盈利预测披露制度的变迁,然后详细讨论了关于盈利预测误差的主要现行制度规定。

第3章概括描述我国证券市场管理层盈利预测披露情况,以及盈利预测误差的总体情况和主要特征。

第4章研究盈利预测自愿披露动机。在考察相关文献的基础上,本章借助回归检验揭示出管理层披露盈利预测的主要动机。

第5章研究盈利预测披露与新股发行抑价的关系。该章节深入分析了一级市场信息披露环境和新股发行抑价,并从盈利预测信息的披露和预测误差的角度对新股发行抑价进行回归检验。

第6章研究盈利预测误差的影响因素。本章对盈利预测误差采用不同的计量口径,通过回归检验分析和分组差异检验研究导致盈利预测产生误差的主要影响因素。

第7章研究盈利预测误差的信息含量。本章通过回顾市场对盈利预测误差反应的实证发现,重点研究在不同制度背景下市场反应在质和量上的差异。

第8章研究盈利预测误差对公司盈利管理行为的影响。本章在分析盈利预测特征的基础上,采用多种方法对具有不同盈利预测误差的公司盈利管理行为进行了实证检验。

第9章对实证结论进行归纳总结,提出相应的政策思考,并指出本书存在的不足和相应的后续研究方向。

本书将采用实证研究的方法，借助 EVIEW 软件进行数据分析。所有财务数据和政策法规均取自上交所（www.sse.com.cn）和全景网络（www.p5w.net）等网站，所有市场交易数据均取自南方证券（www.sostock.com.cn）网站。

目 录

第 1 章 盈利预测披露相关理论	(1)
1.1 盈利预测披露的经济意义	(1)
1.2 盈利预测披露理论综述	(10)
1.3 研究问题的提出	(17)
第 2 章 盈利预测披露的制度背景	(20)
2.1 盈利预测披露的自愿性	(20)
2.2 盈利预测误差的制度背景	(32)
2.3 盈利预测与新股发行定价的制度背景	(41)
第 3 章 盈利预测披露行为及预测误差的总体概况	(48)
3.1 盈利预测披露行为概况	(48)
3.2 盈利预测误差概况	(51)
第 4 章 盈利预测自愿披露动机	(59)
4.1 相关文献回顾	(59)
4.2 变量定义	(62)
4.3 样本选择	(66)
4.4 变量差异性描述	(66)
4.5 假设的提出	(71)
4.6 回归模型与结果	(73)
4.7 实证结论分析	(75)
第 5 章 盈利预测披露行为对新股发行价格的影响	(78)
5.1 相关文献回顾	(78)

5.2	我国证券市场新股发行抑价检验	(79)
5.3	变量定义	(81)
5.4	样本选择	(85)
5.5	假设的提出	(85)
5.6	回归模型与结果	(87)
5.7	实证结论分析	(89)
第6章	盈利预测误差的影响因素	(93)
6.1	相关文献回顾	(93)
6.2	变量定义	(94)
6.3	样本选择	(97)
6.4	回归模型与结果	(98)
6.5	新股发行定价依据的变更对盈利预测误差 的影响	(99)
6.6	实证结论分析	(101)
第7章	盈利预测误差的信息含量	(103)
7.1	相关文献回顾	(103)
7.2	强制披露与自愿披露制度背景下盈利预测误差 的差异检验	(105)
7.3	样本分组和假设的提出	(106)
7.4	研究方法	(108)
7.5	统计检验	(110)
7.6	实证结论分析	(117)
第8章	盈利预测误差对公司盈利管理行为的影响	(119)
8.1	盈利管理动机与盈利预测误差关系的 初步分析	(119)
8.2	盈利预测误差的频数检验	(127)
8.3	对盈利预测负误差幅度在 20% 以内的公司 盈利管理行为检验	(130)
8.4	强制性披露与自愿性披露制度背景下盈利管理	

行为的差异检验	(139)
8.5 实证结论分析	(140)
第9章 研究结论和建议	(141)
9.1 主要研究结论	(141)
9.2 政策思考	(143)
9.3 研究局限和今后的研究方向	(152)
附录1	(153)
附录2	(156)
参考文献	(160)
后记	(172)

第 1 章 盈利预测披露相关理论

1.1 盈利预测披露的经济意义

1.1.1 从信息不对称说起

新古典经济学的基本假定是理性的“经济人”和“完备信息”。在此前提下，任何经济行为的结果都是确定的和唯一的。因此，微观经济学的任务是决策最优化问题，即如何实现资源的最优配置和效率最大化。但在现实生活中，市场主体不可能占有完全的市场信息。以莫利斯（James Morris）为首的经济学家率先将不对称信息的相关理论引入经济学中，从而大大拓展了这一学科的研究领域和范围。1970 年，阿克洛夫（George A. Akerlof）发表了《柠檬市场：质量不确定和市场机制》一文，首次提出了“柠檬市场”即信息不对称的市场概念，成为研究信息不对称理论最经典的文献之一，开创了逆向选择理论的先河。

信息不对称指的是在商业活动中，交易双方对于有关经济变量所拥有的信息并不完全相等，即某些参与方比另外一些参与方掌握更多信息。具体来讲，按不对称信息发生的时间，会存在两种不对称信息的问题：一类是双方知识的不对称，指一方不知道另一方诸如能力、身体健康状况等信息。这类信息不对称是外生的、事前的，可称之为隐藏信息。第二类不对称信息是指在签订合同时双方拥有的信息是对称的，但签订合同后，一方对另一方

的行为无法管理、约束。这类信息不对称是内生的、事后的，可称之为隐藏行为。隐藏信息会引起逆向选择问题，而隐藏行为则会引起道德风险问题。在经济活动中信息不对称现象非常普遍，它所引起的逆向选择和道德风险大大降低了经济运行的效率。

证券市场上的交易双方也存在信息优劣的差异。因为现代企业制度的一个突出特征是实现了投资者与管理者的分离，从而导致典型的信息不对称问题。企业管理层是“内部人”，而投资者是“外部人”。投资者一般不参与企业的经营管理，不可能完全了解管理层的管理能力、作风与行为（努力程度的大小和机会主义行为的有无）。管理层比外部投资者掌握更多有关公司当前内部经营活动和未来发展前景的相关信息。在这样的市场环境中，价格作为信号工具便失去了其灵敏性，不对称信息成为股价变动的基础。在某种程度上，股价变动又加剧了这种不对称。

在投资者与管理层信息不对称的情况下，逆向选择和道德风险随时可能发生。由于管理层在经营中努力程度的不可觉察性，外部投资者难以观察到其工作效率。于是管理层就有可能偷懒，或者通过盈利管理甚至虚构利润等手段为自己获取超额管理报酬，从而产生道德风险。另一方面，公司与外部投资者进行信息交流时，管理层可以通过扭曲或操纵财务会计信息等方式，以牺牲外部投资者的利益来牟取他们的信息优势，由此又产生了逆向选择。为避免这种两难处境，建立激励机制和信号传递机制势在必行。例如，在可能发生道德风险的情况下，委托人在签订合同时虽然对代理人有一定的了解，但签订合同后却无法观察到代理人的行动。这时委托人就需要设计出一个最优的奖励机制，以引导代理人从事委托人所希望的行为。而在逆向选择的情况下，委托人签订合同时并不知道代理人的类型，更无从谈起他们的私人信息。他就必须通过一种信号传递机制来改进这一情况，让拥有私人信息的一方将信息传递给没有信息的一方，后者诱使前者披露其私人信息。依照信息经济学理论，如果能在投资者与管理层

之间建立起畅通的信息交流渠道,就能够减少信息不对称,发挥证券市场的筹资和资源配置功能。

1.1.2 证券市场信息披露与市场有效性

早在1953年,英国统计学家肯德尔(Maurice Kendall)在应用时间序列分析股票价格波动的模式时,得出股价似乎遵循随机游走规律的结论。在这种表面看似无理性的股价运动方式背后,却存在着一个完全理性、直至精确的投资行为假设:市场有效假设。有关信息披露与市场有效性的关系,主要来自法玛(Eugene Fama)对有效市场的定义。在有效市场假说下,市场上潜在的信息被分为三类:第一类是通过观察股票价格走势获得的信息;第二类是包括股票价格在内的能公开获得的信息;第三类是包括股票价格、公开获得的信息及“内幕信息”在内的所有信息。按照市场对相关信息的反应,有效市场又可分为弱式、半强式和强式三种形态。在强式有效市场中,现时股票的市场价格反映了包括私人信息在内的所有信息;在半强式有效市场中,现时股票的市场价格反映了所有已公开的信息;在弱式有效市场中,现时股票市场价格仅反映所有过去的价格或收益信息。

有效市场假说是一种理论的概括,其成立的充分条件有:①证券市场中没有交易成本;②所有交易者能不花成本地、平等地获得所有可获得的信息;③所有交易者对所获信息的未来预期是一致的。因此,在一个完全有效的市场中,股价总是能立即反应所有的信息,有效市场上不存在任何未加利用的赢利机会。公司的新信息完全是随机产生的,所以市场上股价也总是遵循着随机游走的规律。随机变化的价格,是众多理性的投资者利用有关信息,并对其作出反应的结果。股票价格的非相关性意味着市场的有效性,换言之,股票价格以不带偏见的方式对所有可获得的信息进行反应。

假设在有效资本市场中,管理层对公司的未来情况比外部投