

第3卷 第2期

(总第5期)

Vol.3 No.2

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)

北京大学

北京工商大学

北京国家会计学院

重庆大学

复旦大学

哈尔滨工业大学

吉林大学

暨南大学

南京大学

南开大学

清华大学

上海财经大学

上海交通大学

武汉大学

西安交通大学

厦门大学

《中国会计评论》编委会

中国人民大学

中山大学

北京大学出版社

2005 · 12

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/吉林大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈悦/国家会计学院	吕长江/吉林大学
陈信元/上海财经大学	曲晓辉/厦门大学
耿建新/中国人民大学	王立彦/北京大学
刘 峰/中山大学	王平心/西安交通大学
刘 星/重庆大学	

编辑部

梁鸿飞/北京大学出版社 肖 星/清华大学
吴联生/北京大学 (编务助理: 代冰彬)

地 址

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室
(邮编: 100871 电话: 010-62752926 传真: 010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第3卷. 第2期/王立彦主编. —北京: 北京大学出版社, 2005
ISBN 7-301-10279-8

I. 中… II. 王… III. 会计—中国—丛刊 IV. F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 142357 号

书 名: 中国会计评论(第3卷第2期)

著 作 责 任 者: 王立彦 主编

责 任 编 辑: 刘云艳 梁鸿飞

标 准 书 号: ISBN 7-301-10279-8/F·1325

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

电 子 信 箱: em@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 北京高新特打字服务社 82350640

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 mm×1092 mm 16 开本 12.875 印张 260 千字

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月第 1 次印刷

定 价: 35.00 元

International Price: \$ 30.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 翻版必究

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》秉承学术中立、公正原则，遵守中华人民共和国法律，参照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运行，实行匿名审稿制。

本刊内容涵盖（但不局限于）财务会计、管理会计、审计、税务、公司财务、会计师职业道德等领域，以实证研究方法为主导。

本刊大力提倡国际主流的经验式研究和分析式研究，也欢迎案例分析、实验研究、问卷调查、比较分析等方法。无论采用何种研究方法，都应当坚持严谨、深入、细致、求实的学术风范。本刊也刊登高水平的书评和文献综述性文章。

本刊不刊登已经在其他刊物发表过的论文或正在其他刊物审稿中的稿件。作者投稿时必须注明其稿件满足这一条件。

本刊主要面向大学会计教育界和学术界。

本刊以中文为主。作者投稿时应将打印稿一式两份寄至：

北京大学光华管理学院 王立彦 教授（邮编：100871）

清华大学经济管理学院 陈 晓 教授（邮编：100084）



《中国会计评论》体例

本刊以中文为主。海外学者可用英文投稿,本刊直接发表英文稿件,或由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。稿件评审结果在收到稿件两个月之内通知作者。稿件如被录用,请作者将文章用与中文 Microsoft Word 兼容的软件录入,并将软盘寄至编辑部,或通过电子信箱将文章电子版传送至lywang@gsm.pku.edu.cn或chenx@em.tsinghua.edu.cn。

稿件格式

1. 稿件须隔行单面打印,并按顺序标注页码。标题应尽量精简。
2. 稿件的第1页应包括以下信息: (1) 文章标题; (2) 作者姓名、单位以及通讯作者的通信地址、电话或电子邮件地址。
3. 稿件的第2页应提供以下信息: (1) 中文信息: 文章标题、不超过200字的摘要、3—5个关键词; (2) 英文信息: 文章英文标题、作者英文名及单位英文名、不超过200字的英文摘要、3—5个英文关键词。
4. 文章正文的标题、表格、插图必须分别连续编号。第一级标题居中,用中文数字一、二、三等编号,第二级标题左对齐,用中文数字(一)、(二)、(三)等编号。第三级以后编号一律使用阿拉伯数字。
5. 脚注数目应尽量精减,并用连续的阿拉伯数字上标注。脚注不得包含图表,尽量不包含公式。致谢及获得资助声明可置于包含作者信息的第1页第1个脚注。
6. 公式应标以连续的数字(1)、(2)、(3)等。
7. 每张插图必须打印在单独的一张纸上,并在行文中指明其位置。图中线条、符号及文字必须清晰。
8. 所有参考文献出现在文章的末尾。文献信息如出自连续出版物(期刊),应包含作者姓名、文献年份、文献名、期刊名和期刊序列号,以及文献所在页码;如出自著作,应包含作者、出版年份、作品名称、出版者地点、出版者名称。所有文献统一按作者姓名的汉语拼音(或英文姓名字母)顺序排列。参考文献应参照如下格式列示:
 - [1] Schipper, K., 2000, Financial accounting and reporting research in transition economies, *Taiwan Accounting Review*, Vol.1, October, pp.1—14.
 - [2] Ball, R. J., and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.159—178.
 - [3] 王立彦、王婧、刘军霞, 2002, 内部监控双轨制与公司财务信息质量保障, 《审计研究》, 第6期, 第34—39页。
 - [4] 陈晓、陈小悦、倪凡, 1998, 中国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究, 《经济科学》, 第5期, 第33—43页。
 - [5] 厉以宁, 2003, 《资本主义的起源——比较经济史研究》, 北京: 商务印书馆。

文章正文中提及参考文献时,应使用“著者+年份”制,例如:“张明(1998)认为”、“曾有研究者探讨过这一问题(Schipper, 2000)”。正文提及的参考文献应与正文后列出的文献一一对应。稿件发表后,本刊向主要论文作者免费提供本刊同期正本2册和文章抽印本10份。

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理事长

清华大学/国家会计学院 陈小悦

理事

北京大学	陆正飞
北京工商大学	杨有红
北京国家会计学院	陈小悦
重庆大学	刘 星
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
吉林大学	吕长江
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	刘志远
清华大学	陈 晓
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	张天西
武汉大学	王永海
西安交通大学	张俊瑞
厦门大学	陈汉文
《中国会计评论》编委会	王立彦
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海

特邀理事

中国会计学会	刘玉廷
中国证券监督管理委员会	张为国
中国注册会计师协会	陈毓圭

中国会计评论

第3卷 第2期

(总第5期)

2005年12月

目 录

文章

公司治理结构与管理层盈利预测 张 翼 林小驰 (241)

上市公司预测盈余信息披露的有用性研究

——来自深圳、上海股市的实证证据 戴德明 毛新述 姚淑瑜 (253)

配股公告的“知情效应”和“认同效应”研究

——来自股价和交易量双重测度的市场证据 潘 越 戴亦一 (273)

见解的独到性与预示性

——关于我国证券分析师分析能力的

实证研究 胡奕明 沈光明 岑江华 (287)

我国企业融资行为的调查研究分析

..... 齐寅峰 向冠春 黄福广 李 莉 古志辉 李 翔 王曼舒 (309)

二元股权结构下股权再融资的价值效应

——对流通股价值的研究 徐浩萍 (329)

上市公司 IPO 募集资金使用情况影响因素研究

——来自上海股票市场的实证证据 陈文斌 钱 革 (343)

评论

对“公司治理结构与管理层盈利预测”一文的评论 王克敏 杜晓宇 (355)

会计盈余信息的有效性 赵 岩 (361)

对“配股公告的‘知情效应’和‘认同效应’研究”一文的评论 韩慧博 (367)

对“见解独到性与预示性——关于我国证券分析师
分析能力的实证研究”一文的评述 陈荣杰 (371)

评论“我国企业融资行为的调查研究分析” 陈 超 (375)

二元股权结构下股权再融资的后果
——评“二元股权结构下股权再融资的价值效应” 宋衍蘅 (377)

对“上市公司 IPO 募集资金使用情况影响因素研究”
一文的评论 饶 菁 (381)

专稿

公司治理评价及其数据库建设 李维安 程新生 (387)

博士论坛

建立基于关联规则数据挖掘的会计研究分析引擎 张继东 廖 青 (403)

共同基金实证研究:发现与如何看待发现? 姚 颐 刘志远 (413)

实证会计研究和研究数据库的几点思考
——点评博士论坛的两篇文章 罗 炜 (423)

学术信息

数据库与中国会计·金融实证研究首届
论坛综述 林小驰 宋小华 姜国华 (427)

致谢

教师招聘信息

西安交通大学管理学院会计与财务系面向海内外公开招聘教师 (433)

重庆大学经济与工商管理学院会计学系 (435)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol.3 No.2

December, 2005

CONTENTS

Articles

- Corporate Governance and Management Earnings Forecast
..... Yi Zhang and Xiaochi Lin (241)
- Usefulness on Disclosure of Managers' Forecast Earnings
——Empirical Evidence from the Shenzhen & Shanghai Stock Market
of China Deming Dai, Xinshu Mao and Shuyu Yao (253)
- A Study On Informedness Effect and Consensus Effect
in Announcements of Rights Offerings
——Empirical Evidence from Combined Measurement
of Price and Trading Volume Yue Pan and Yiyi Dai (273)
- The Distinction and the Indication of the Opinions
——A Empirical Study on the Capability of the Financial Analysts
in China Yiming Hu, Guangming Shen and Jianghua Cen (287)
- Investigation Research on Enterprises Financing Behavior in China
..... Yinfeng Qi, Guanchun Xiang, Fuguang Huang,
Li Li, Zhihui Gu, Xiang Li and Manshu Wang (309)
- The Effect of SEO on Equity Value under Dual-Class Ownership Structure
——Research on Tradable Shares Haoping Xu (329)
- Factors which Influence the Usage of IPO Proceeds of Listed Companies
——Evidence from Shanghai Stock Market
..... Wenbin Chen and Ping Qian (343)

Comments

Discussion: Corporate Governance and Management

Earnings Forecast	Kemin Wang and Xiaoyu Du (355)
Discussion: Usefulness on Disclosure of Managers' Forecast Earnings	Yan Zhao (361)
Discussion: A Study On Informedness Effect and Consensus Effect In Announcements of Rights Offerings	Huibo Han (367)
Discussion: The Distinction and the Indication of the Opinions	Rongjie Chen (371)
Discussion: Investigation Research on Enterprises Financing Behavior in China	Chao Chen (375)
Discussion: The Effect of SEO on Equity Value under Dual-Class Ownership Structure	Yanheng Song (377)
Discussion: Factors which Influence the Usage of IPO Proceeds of Listed Companies	Jing Rao (381)

Invited Papers

Evaluation of Corporate Governance and Database Creation	Weian Li and Xinsheng Cheng (387)
---	-----------------------------------

Conference Summary

The Accounting Research Analyzing Engine in Financial Databases ——Based on Association Rules in Data Mining	Jidong Zhang and Qing Liao (403)
The Empirical Study on the Mutual Fund: Discovery and How to Treat the Discovery?	Yi Yao and Zhiyuan Liu (413)
Empirical Studies in Accounting and Research Database: Some Thoughts	Wei Luo (423)

Information on Academia

Forum on China Accounting & Finance Empirical Study: A Conference Summary	Xiaochi Lin, Xiaohua Song and Guohua Jiang (427)
--	--

Information of Faculty Recruit

Xi'an Jiaotong University	(433)
Chongqing University	(435)

公司治理结构与管理层盈利预测*

张翼 林小驰**

摘 要 本文对公司治理结构对上市公司管理层盈利预测(或预告)行为的影响进行了实证分析。我们发现,地方国有企业和非国有法人控制的公司管理层更不倾向于提供盈利预测(或预告)。而中央部委和地方政府控制的公司,管理层更倾向于提供盈利预测(或预告)。由地方国有企业和非国有法人控制的公司,第一大股东比例越高,管理层越不倾向于自愿披露盈利预测。我们没有发现机构投资者、董事会规模和独立董事对盈利预测(或预告)有显著影响。而公司财务比例包括市账比、负债率和资产收益率对盈利预测(或预告)有显著影响。

关键词 公司治理, 盈利预测, 预告, 股权结构, 控制人

一、引 言

很长一段时间以来,由于多方面的原因,中国上市公司只注重对历史信息的披露而不重视对未来的、前瞻性财务信息的披露。我国很少有上市公司在年报、中报公布之前对公司盈利状况做出预测,同时,在美国等国家作为披露前瞻性信息重要主体的财务分析师在我国也还不普遍。而且虽然有投资咨询公司、投资分析机构对公司业绩做出预测,但它们的预测也很难做到客观、公正;甚至有的还同内幕交易或炒作联系在一起。这种情况,对于中国股市的健康成长无疑是不利的。中小投资者作为弱势群体,在信息获取的质量和上都同“大户”、机构投资者等处于不对称的地位。在股市上,由于一些股票的大宗持有者能够提前知晓上市公司的财务信息,往往利用信息泄漏与报表披露的“时间差”牟取暴利,这不仅造成了中小股东的损失,还往往会引起证券市场的大幅波动,影响证券市场的发展。

这一现象引起了证券监管机构的注意。证监会要求亏损公司发布预亏公告后,2001年7月,深圳与上海证券交易所也分别颁布了《关于做好2001年中期报告工作的通知》,通知要求,如果预计2001年将出现亏损或者盈利水平出

* 我们感谢李志文教授和其他2004年中国实证会计国际研讨会参加者的评论和建议。

** 北京大学光华管理学院。通讯作者:张翼,邮编:100871, E-mail: zhangyi@gsm.pku.edu.cn。

现大幅下降的,上市公司应当在7月31日前及时刊登预亏公告或业绩预警公告;随后深圳与上海证券交易所又在2001年年末发布了更为具体的操作办法《关于做好上市公司2001年年度报告工作的通知》,细化了发布的时间以及判断“大幅下降”的标准。要求在2001年会计年度结束后,如果上市公司预计可能发生亏损或者盈利水平较上年出现大幅变动的(利润总额增减50%或以上),上市公司应当在年度结束后30个工作日内及时刊登预亏公告或业绩预警公告。比较基数较小的公司(一般指上年每股收益的绝对值在0.05元以下的公司)可以豁免披露业绩预警公告。

在监管机构强制要求公司披露上述前瞻性财务信息的同时,一些公司也逐渐认识到了披露盈利预测信息的作用:建立同投资者之间更友好的关系;较小的二级市场波动;更好的公司形象等。因此,越来越多的公司在强制要求的盈利信息预先披露之外,开始自愿的披露盈利预测。

本文所讨论的盈利预测信息自愿披露,是指上市公司在正式会计报表披露之前而提前向市场公布的财务信息。例如,以某公司2002年的年度财务信息为例。按照现有的规定,如果该公司2002年的业绩不存在预警或预亏的问题,那么公司2002年度的财务信息应在2003年4月30日以前发布的2002年年报中披露。而本文所称的盈利预测信息,就是指在2002年年报发布之前披露的有关2002年盈利的信息。这种前瞻性财务信息,可能是在披露对象时期开始之前,例如在2001年年底对2002年的年度业绩做出预测;也可能是在披露对象时期结束之前,例如在2002年年中对2002年的年度业绩做出预测;还有可能是在披露对象时期结束之后在正式披露之前(即在发布2002年年报之前),例如在2003年年初在2002年报披露之前对2002年的业绩做出预告。

根据披露时间是否在披露对象期间结束之前,我们又将披露行为分为两类:预测和预告。预测一般指披露时间在披露对象期间结束之前公司的披露行为;而预告则是一般指披露时间在披露对象期间结束之后在正式披露之前公司的披露行为。之所以这样分类,我们认为在披露对象期间结束之前,公司的经营业绩等财务信息具有较大的不确定性,因此对这种前瞻性的披露,只能是在建立对未来的预测的基础上。而在披露对象期间结束之后在正式披露之前,公司在披露对象期间的运营行为已经结束,经营业绩等财务信息基本上已是确定的信息,公司此时在正式披露之前的披露行为面临风险较小。

当然,实际中公司的披露行为非常复杂,有部分公司选择在披露对象期间结束前几日或两三周内披露公司在披露对象期间内的财务信息;在这时,虽然披露对象期间尚未结束,但此时距披露对象期间结束的时间相对整个披露对象期间的长度而言,已是很短,相应的经营业绩的不确定性也大为降低,因此对于这种行为,本文规定,凡披露时间在披露对象期间结束前三周内的披露行为,一律划为预告。

随着上市公司自愿披露盈利预测信息的行为越来越多,这种行为受到了投

资者、证券分析人员和学术界的关注。许多问题亟待研究。为什么有的公司管理层会进行自愿性披露而其他公司管理层却不预先披露盈利信息？管理层是否自愿披露盈利预测信息同公司的哪些特征相关？公司管理层的披露行为同公司的治理结构存在何种关系？本文试图通过实证分析来探讨这些问题。

二、文献回顾

1. 公司自愿披露盈利预测信息的成本与收益

管理层的自愿预先披露盈利信息的行为,显然是在权衡了自愿披露的成本与收益之后才做出的。国外的研究认为公司自愿披露信息的收益主要有以下几个方面:降低了股东诉讼的可能性(Skinner, 1994; Kasznik 和 Lev, 1995),使买卖价差减小(Coller 和 Yohn, 1997)。通过这些研究我们可以发现,公司从利益最大化的角度出发,应当提高公司运营活动的透明度,发布更多的、更为准确的预测信息。

但是,我们也看到,管理层自愿的盈利预测也有其成本。理论研究(如 Darrough 和 Stoughton, 1990; Wagenhofer, 1990 等)发现,公司在某些情况下因为害怕披露私有信息而不愿意做出自愿性的披露。这种私有信息通常与公司的商业秘密相关,因此,一旦披露,竞争对手很可能会从中解读出公司的战略意图,进而做出相应的进入、退出等决策。所以,私有信息成本较高的公司很可能会选择不披露信息;或虽然进行披露,但披露的信息质量较低。Bamber 和 Cheon (1998)曾在研究私有成本(用市账比作为代理变量)与预测的详细程度时得到了一个不明确的结果。因此,本文在研究公司治理与自愿性信息披露的关系时,为了将这一影响纳入我们的考虑之中,我们将市账比(M/B)作为控制变量加入回归方程。

2. 自愿披露信息的影响因素及市场反应

国内学者对上市公司的盈利预测信息披露的实证研究主要集中在市场反应方面。薛爽(2001)对 1998—1999 年共 133 家 A 股预亏上市公司进行了实证研究。结果表明,样本公司在发布预亏公告时披露效应显著,股价在 $[-1, +1]$ 窗口中平均下降了 5.98%。此外,薛爽还分析了上市地点、亏损原因、所在行业、流通股比例和前三大股东の変化对预亏披露效应的影响,发现上述因素都不影响预亏披露效应的显著性。童驯(2003)对发布 2001 年业绩预告的 242 家样本公司以及部分发布 2002 年业绩预告公司前后的异常收益进行了分析,认为上市公司年报业绩预告具有市场预期效应,预增公司在 $[-50, -2]$ 时间窗口上平均能获取正的累积非正常报酬率,而预亏、预减公司在 $[-50, -2]$ 窗口上的平均累积非正常报酬率则为负数。此外还发现不同类型的公司在预告披露前后的股价反应有所区别,市场对预亏、预减等坏消息的反应程度要大于对预增、预盈等好消息的反应,同时预亏公司在预告前的累积非正常报酬率

要显著小于预减公司的累积非正常报酬率。洪剑峭和皮建屏(2002)对2001年的样本进行了实证检验,结果发现预警当日非正常收益率高达-4.206%。在预警的前5天、2天、1天以及预警日当天、后1天都存在显著小于零的非正常收益。结果还显示,预警制度虽然确实起到了提前释放风险、较少股价波动的积极作用,但市场并没有惩治不诚实的“应披露而未披露”的行为,相反,按规定履行了披露义务的公司反而承受了个更多的损失。

西方学者对上市公司管理层自愿披露前瞻性盈利信息从理论和实证两方面进行了研究。前者如研究竞争对披露情况的影响(如 Verrechia, 1983; Darrough 和 Stoughton, 1990),以及认为披露情况是公司价值的一个信号(如 Hughes, 1986)。而实证研究始于 Cerf(1961),其后的很多研究集中在公司的披露情况与公司的某些特征的关系。Singhvi 与 Desai(1971)发现,披露的质量与上市公司的利润率有关,Chow 与 Wong-Boren(1987)发现,披露情况与上市公司的规模、负债比率有关;Meek 等(1995)发现,披露情况与公司的规模,公司在不同国家股市的上市情况,负债比率及所在国家有关;Lang 与 Lundholm(1993)发现,披露情况与公司收入的波动性,公司的规模等有关;Skinner(1994)则考察了公司收益与披露情况之间的关系。他发现,在公司出现较大的未预期的亏损时,公司通常倾向于发布自愿的盈利预测。

除此之外,很多文章还研究了公司治理与披露情况之间的关系。Ruland 等(1990)认为,发布盈利预测的公司同其他公司相比,外部人的持股比例更高。他们的假设主要来自于 Jensen 等(1976)的理论,即当管理层持股比例下降时,外部人会加大对管理层人员的监管力度,因为,管理层的持股比例下降后,管理层会有更多的动机“偷懒”,而最大化其工作绩效的动力则相应地下降了。为了降低外部人的监管成本,管理层会进行自愿的信息披露。因此,外部人的持股比例越高,公司越倾向于自愿披露信息。

在机构投资者与披露情况的关系方面,El-Gazzar(1998)发现,机构投资者会带来较高的自愿披露水平,但是,Schadewitz 与 Blevins(1998)则认为机构投资者会降低公司自愿披露的水平。McKinnon 与 Dalimunthe(1993)以及 Mitchell 等(1995)都发现,所有权的分散程度越高,信息的披露水平越高。在董事会结构与信息披露方面,Chen 与 Jaggi(2000)发现,独立董事比例同强制性披露有关。

三、假设的提出

1. 公司控制人类型与管理层盈利预测

在我国不同类型的上市公司的控制人有本质区别。因而我们必须将不同类型的控制人分别考虑。我们区分了最终控制人类别,包括中央部委、地方政府和地方国企、非国有境内法人、自然人、职工持股会和境外法人。

中央部委、地方政府直接控制的公司所有权相对清晰,信息相对透明,监管相对严格,代理问题相对较小。同时需要承担一定社会责任,对小股东保护相对较好。因此可以预期,中央部委、地方政府直接控制的公司管理层盈利预测自愿披露情况较好(下文所称“披露情况”,如无特别说明,均包括以下3个方面:公司是否倾向于做出自愿性预先披露;公司是否更倾向于做出预测;公司是否更倾向于做出定量的自愿性披露行为。“披露情况越好”,如无特别说明,均包括以下3个方面:公司更倾向于做出自愿性披露;公司更倾向于做出预测形式的自愿性披露行为;公司更倾向于做出定量的自愿性披露行为)。相反,地方国有企业和非国有法人控制的公司可能所有权不清晰,信息不透明,缺乏有效监管,代理问题严重。同时不愿承担社会道义和责任,缺乏对小股东的保护。因此可以预期,地方国有企业和非国有法人控制的公司前瞻性盈利信息自愿披露情况较差。

H1:中央部委、地方政府直接控制的公司前瞻性信息自愿披露情况较好,而地方国有企业和非国有法人控制的公司管理层盈利预测信息自愿披露情况较差。

2. 第一大股东与管理层盈利预测

在中国上市公司的股权结构的一大特点是第一大股东往往举足轻重,没有有效的机制来监督和制约大股东。大股东可以掠夺小股东的利益来追求自身经济效益而不承担成本。管理层没有受到有效的监督。因此,公司第一大股东比例越高,管理层越缺乏动机自愿披露盈利预测信息。

H2:第一大股东持股比例越高,管理层较少可能自愿披露前瞻性盈利信息。

3. 董事会、独立董事和监事会与管理层盈利预测

本文考察的公司治理的另一个方面是董事会规模和独立董事席位数。规模较大的董事会可能有利于对管理层的监督,信息的透明化和对小投资者的保护。因此,我们认为董事会规模的大小与公司管理层盈利预测信息自愿披露情况可能存在正向的关系。

H3A:公司的董事会规模越大,管理层更可能自愿披露盈利预测信息。

独立董事相比内部董事而言,他们会较少地与管理层“合谋”,更倾向于鼓励公司对外部投资者披露信息。Chen与Jaggi(2000)发现独立董事比例与公司的披露情况存在正向的关系。因此,我们假设独立董事个数与公司的前瞻性信息自愿披露情况存在正向的关系。

H3B:公司的独立董事席位数越多,管理层更可能自愿披露盈利预测信息。

4. 机构投资者与管理层盈利预测

机构投资者持股比例也是本文将要考察的公司治理变量。通常认为,机构投资者能够降低公司内部的代理成本,减少公司管理层对公司的不良行为。Jarrell和Poulsen(1987)以及Brickley, Lease,和Smith(1988)发现,机构投资者更倾向于反对减少股东财富的行为。而且,机构投资者相比其他类型的投资

者而言,更需要信息的披露。Healy等(1999)以及Bushee和Noe(2000)的研究表明,机构投资者更偏好购买那些持续披露信息的公司的股票。但同时我们也注意到,长期持有公司股票的机构投资者,很可能出于自身的利益而并不倾向于自愿的披露信息。机构投资者较少的披露信息,他们可以从得到的益处包括财务性的收益,如低于市价的转让价格、阻止封闭式基金的赎回以及承销、财务顾问方面的合同(Barclay, Holderness 和 Pontiff, 1993),以及非财务性的收益,如影响公司在政治、经济或社会方面的政策。就我国的实际情况而言,基金、证券等机构重仓持有上市公司的股票,利用内部信息进行炒作而牟利已不是秘密,因此,在我国机构投资者的持股是否有助于公司管理层盈利预测信息的自愿披露还需要实证检验。

H4:公司的机构投资者持股比例与公司的前瞻性财务信息自愿披露情况有关。

四、实证研究方法

1. 控制变量

根据已有研究,特别是中国上市公司治理结构和财务的特点,本文主要选择了几个公司财务特征方面的变量和公司治理结构的变量,包括公司最终控制人性;第一大股东持股比例;独立董事个数;机构投资者持股比例等。

在被解释变量上,本文选择了3个变量分别检验:DISCLOSE,是否披露——即公司是否做出了自愿性盈利预测;FORTYPE,披露类型——即自愿性披露行为是预测还是预告;PRECISE,披露的精确程度——即自愿性披露行为是定性的还是定量的。关于本文预测与预告的定义前文已有所述。在精确程度的划分上,国外研究中通常分为4类:定性,开区间,闭区间,定量(指披露的是一个具体的数值)。由于我国上市公司披露前瞻性信息时极少采用后2种方式,因此,本文对“定性”、“定量”的披露重新做出定义:凡披露时只披露公司盈利或亏损而无其他更详细的信息的,本文称为“定性”披露,而除此之外所有的披露本文都划分为“定量”披露,具体包括上文提到国外划分的后3种情况:开区间(如比去年同期有所增加),闭区间和具体数值。

基于前人的研究,我们选择了如下的变量以控制其他因素对公司前瞻性财务信息自愿披露情况的影响。FSIZE:取公司年初总资产的对数。我们使用FSIZE来控制公司的规模。Kasznik和Lev(1995)等文章表明,公司的规模与管理层的盈利预测间存在正向的关系。DEBT:公司的资产负债率。我们使用DEBT来控制公司的风险。ROA:公司当年的净资产收益率。我们使用ROA来控制公司的盈利能力。EPS:公司当年的每股收益。我们使用EPS来控制公司的盈利高低。MTOB:公司的市账比,用公司期初的市场价值除以公司的账面价值得到。我们使用MTOB来代表公司的私有成本(Bamber和Cheon,

1998)。另一方面,市场表现可能影响管理层发布盈利预测或预告的动机。

我们也控制了公司行业。表1给出了各变量的意义。

表1 研究所用变量描述

变量名称	含义	度量
因变量		
DISCLOSE	是否自愿披露前瞻性盈利信息	哑变量:有为1,没有为0
FORTYPE	披露类型:预测或预告	哑变量:预测为1,预告为0
PRECISE	披露精确度:定性或定量	哑变量:定量为1,定性为0
自变量		
FSIZE	总资产的对数	公司的总资产取对数
DEBT	负债率	总负债/总资产
ROA	净资产收益率	净利润/净资产
EPS	每股收益	每股收益
MTOB	市账比	公司的市值/账面价值
STATE	国有股比例	国有股份的比例
GOVERN	是否中央或地方政府直接控制	哑变量:是为1,否为0
SOE	是否地方国有企业控制	哑变量:是为1,否为0
LEGALP	是否由非国有法人控制	哑变量:是为1,否为0
LARGEST	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例
INSTITUTE	机构投资者比例	机构投资者持有公司股份的比例
BOARD	董事会规模	公司董事的人数
OUTDIR	独立董事席位数	公司独立董事的人数

2. 实证回归模型

根据上文分析,我们采用以下的logistic回归模型。首先我们检验管理层做出盈利预先披露的倾向。

$$\text{DISCLOSE} = f(\beta_0 + \beta_1 \text{GOVERN} + \beta_2 \text{INSTITUTE} + \beta_3 \text{BOARD} + \beta_4 \text{FSIZE} + \beta_5 \text{DEBT} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{MTOB} + (\text{Other Controls})). \quad (1)$$

其中变量如表1所示。

然后对于管理层做出盈利信息预先披露的公司,我们检验管理层做出盈利预测(相对于预告)的倾向。

$$\text{FORTYPE} = f(\beta_0 + \beta_1 \text{LARGEST} + \beta_2 \text{INSTITUTE} + \beta_3 \text{BOARD} + \beta_4 \text{FSIZE} + \beta_5 \text{DEBT} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{MTOB} + (\text{Other Controls})). \quad (2)$$

最后对于管理层做出盈利信息预先披露的公司,我们检验管理层做出定量盈利预先披露(相对于定性披露)的倾向。

$$\text{PRECISE} = f(\beta_0 + \beta_1 \text{LARGEST} + \beta_2 \text{INSTITUTE} + \beta_3 \text{BOARD} + \beta_4 \text{FSIZE} + \beta_5 \text{DEBT} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{MTOB} + (\text{Other Controls})). \quad (3)$$