

盈利预测误差的契约性与上市公司 盈余管理研究*

张雁翎, 彭浩然

(中山大学 岭南学院, 广东 广州 510275)

摘要:文章研究上市公司盈利预测误差对公司盈余管理行为的影响。文章从我国证券市场盈利预测契约特征的特殊性出发,分析盈余管理动机与盈利预测误差的关系,对盈利预测负误差幅度在20%以内的公司盈余管理行为进行检验。研究发现:高估盈利但高估程度在20%以内的公司,在上市后的第一年都或多或少地存在通过管理主观利润和营运资金项目以调增盈利的行为。该结果表明上市公司为了避免由于存在盈利预测误差而受到处罚,都存在着盈余管理行为动机。

关键词:盈利预测误差;契约;盈余管理

中图分类号:F230 文献标识码:A 文章编号:1001-9952(2004)11-0136-09

一、问题的提出:盈利预测的契约性

盈利预测作为公司的一项信息披露,其契约特征表现在两个层次。首先是公司与投资者的契约关系,其次是公司与监管机构的契约关系。

由于个人的有限理性,外在环境的复杂性、不确定性,信息不对称会造成契约条款的不完全。一切对契约成本有影响的行为都是多方利益主体博弈的结果。在我国,大部分上市公司由国有公司改制而来,国有股和法人股(简称“非流通股”)占相当大的比重,只有部分股份能够在二级市场上流通。国有股“一股独大”,造成股东大会、董事会、监事会、公司经营管理机构内部制衡机制的失灵。由于这种特殊的治理结构,中小投资者和公司之间的契约关系没有实质约束力。此外,股东对公司的监管中存在着“搭便车”现象,大部分股东不可能对上市公司形成有效监督,造成实际上对公司的监管缺位。对于盈利预测而言,公司达不到盈利预测目标所要承担的契约成本几乎为零。另外,我国上市公司在融资方式的选择上存在“股权融资偏好”,债权融资在资本结构中

收稿日期:2004-07-23

作者简介:张雁翎(1972-),女,湖北宜昌人,中山大学岭南学院讲师,会计学博士;

彭浩然(1981-),男,湖南邵东人,中山大学岭南学院金融学博士生。

比重有限,因此债权人对上市公司难以形成有效的约束。盈利预测的目标是否实现与债权人没有直接关系,债务契约成本也几乎不存在。综上所述,公司与投资者或债权人之间的契约约束力很小。

盈利预测契约特征另一方面表现为公司与监管机构之间的契约关系。盈利预测的准确性关系到组成公司的一系列契约的成本。一般来说,盈利预测不可能绝对准确。此外,公司的管理层也有可能出于某种动机“故意”调高或调低盈利预测,从而通过诱使信息使用者做出错误的判断而使自己利益最大化。为了提高盈利预测信息的可靠性,维护投资者利益和体现市场运作的公平、公正、公开原则,世界各国一般都制定了诸如注册会计师审核、公司对盈利预测信息的重大偏差承担责任等制度。中国证监会1996年12月26日印发的《关于股票发行工作若干规定的通知》、1997年9月10日印发的《关于做好1997年股票发行工作的通知》、2000年4月30日发布的《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》,以及2001年3月发布的《上市公司新股发行管理办法》都重点强调了盈利预测的责任。依据上述规定,为防止发行公司高估未来盈利能力,上市公司招股说明书中的盈利预测报告应切合实际,具体要求有两条:一是若年度报告的利润实现数低于预测数的10%~20%,发行公司及其聘任的注册会计师应在股东大会及指定报刊上公开作出解释,发行公司应向投资者公开致歉;二是若年度报告的利润实现数低于预测数20%以上,发行公司除要公开作出解释和致歉外,将被停止两年内的配股资格。证监会还将视情况实行事后审查,如果发现发行公司有意出具虚假性盈利预测报告,误导投资者,证监会将依据有关法规予以处罚。

政府和公司之间相当于存在一个“强制的公共契约”。当公司的盈利预测与实际不符并且误差超出一定范围,就会遭到监管部门的处罚,产生契约成本。在这一契约关系中,公司管理层是真实盈利的知情者。公司若因盈利预测误差超过20%而被处罚,其管理层乃至股东、债权人等的利益将受损。因此,盈利预测发布者会权衡这种强制契约的契约成本与盈利预测可能带来的收益。如果盈利预测所产生的收益(例如筹集到更多低成本资金)大于证监会的处罚所产生的成本,上市公司就有可能形成高估预测盈利的动机。

二、文献回顾:以迎合盈利预测为目的的盈余管理行为分析

Burgstahler和Dichev(1997)、DeGeorge等(1999)研究发现:略微亏损的公司非常少,而略微盈利的公司非常多;盈利有少量减少的公司非常少,而盈利有少量增加的公司非常多。这些发现可以作为管理层管理盈利以避免报告亏损或盈利减少的证据。Brown(1998)、Richardson等(1999)的研究表明:公司的盈利一般总是正好等于或略微超过财务分析师的预测。研究也证明:财务预测常有很多零预测误差,却很少出现负预测误差。为此,DeGeorge等

(1999)研究认为:对公司来讲,避免亏损是管理层首先要满足的基本目标,但一旦实现正盈利后,关注盈利的增长性就显得比较重要,接下来管理层的目标就是迎合财务分析师或是管理层自己以前的盈利预测。

就我国证券市场而言,盈余管理也存在这三种动机:(1)避免亏损。根据陆建桥(1999)对中国亏损上市公司盈余管理行为的研究:上市公司在首次出现亏损的年度可能明显地出现非正常调减盈利行为;而在扭亏为盈的年度,又明显地存在调增收益的行为。(2)保持盈利增长。在首次发行新股时,上市公司存在“包装上市”的动机(林舒、魏明海,2000)^①。在配股时,配股政策可能诱发盈余管理的问题(蒋义宏,1998;王跃堂,1999)。而在增发新股时,上市公司增发新股的定价由承销商与发行公司协商也会导致上市公司的盈余管理行为。(3)迎合盈利预测。根据前文的分析,盈利预测具有契约性。管理层可能形成强烈的动机去利用其与证券监管部门之间的信息不对称和契约的不完备性^②,通过内部人操纵的盈余管理行为来避免遭受处罚^③。

对管理层盈利预测进行盈余管理的解释一般基于如下观点:管理层未达到预测盈利的高估成本可能高于未达到预测的低估成本。Kasznik(1999)认为高盈利预测会比低盈利预测更容易招致盈余管理行为。他发现若用应计制去衡量盈余管理,则管理层面临着不同的盈余管理动机。理想的契约框架意味着自愿披露对股东而言是阻止盈余管理的一个隐性利益,对管理层而言是达不到预测的一个隐性成本。Kasznik发现,对于低盈利预测,阻止盈余管理总是可行且有效的。而在一定的环境下,对高盈利预测容忍盈余管理也是必要的。进一步说,最优契约总是指这样一些契约:即管理层因为未达到高预测而受到处罚,而不会因为未达到低预测而受到处罚。因此,管理层可能由于不同的动机而实施其盈余管理行为。如果将盈利作为一种管理业绩的衡量,Kasznik发现这种“条件性”的盈利操纵有时比真实盈利招致质疑的可能性更小。但是研究结论并不总是支持条件性的盈余管理,原因在于条件性盈余管理增加了成本。除了支付给管理层的直接个人成本外,股东还要支付一个更高的风险溢价,因为最优契约可能为了诱发盈利操纵而不得不承担更高的风险溢价。

三、研究样本和假设

根据Kasznik(1999)的研究发现,上市公司对盈利预测负误差存在盈余管理的动机,但对正误差,这种动机并不存在。盈利预测误差为正时,对公司来讲是一种利好消息,因而不存在调整报告盈利的动机。没有证据证明低估盈利与调增主观应计利润相关。本文认为,市场对盈利预测误差的关注更多地表现在高估方面。而且在我国证券市场,证监会的监管制度也只对预测盈利高于实际盈利20%的公司给予停止配股和公开道歉的处罚。对于预测盈

利低于实际盈利的公司,没有相应的制度约束。但本文认为,即使实际盈利高出预测盈利,公司管理层也同样会避免使这种正误差增大。因为较大的预测误差会引起投资者对公司披露信息真实性的质疑,也可能对管理层的预测能力产生怀疑。因此,本文的研究对象界定为盈利预测是负误差的公司,同时,根据我国证监会对盈利预测误差的相应处罚规定,仅对盈利预测负误差幅度在 20% 以内的公司盈余管理行为进行检验。

对于公司 i ,其在 t 年首次公开发行时的盈利预测误差表示为:

$$FW = (AE - FE) / FE^{\text{①}}, AFW = |(AE - FE)| / FE$$

其中:FW 表示公司的预测误差,AE 表示实际盈利,FE 表示招股说明书中的预测盈利。FW 为正表明盈利预测为悲观估计,上市公司低估盈利;FW 为负表明盈利预测为乐观估计,上市公司高估盈利。AFW 表示绝对预测误差。AFW 的值越小,表明预测准确性越高。

本文所选择的样本,是指在 IPO 招股说明书中披露盈利预测的上市公司。在发达的证券市场,公司管理层向投资者公布盈利预测已非常普遍,但这些预测往往在二级市场上披露。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。目前在二级市场上,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、年报和公司的重大经营活动。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。所以,目前对盈利预测的研究仅限于一级市场。通过对 1990~2001 年 1 092 家 A 股上市公司进行筛选,剔除异常值 ST 红光实业后,共得到以下三组样本:

FW_I 表示盈利预测误差处于(-20%, 0)范围的公司,共有样本 154 家; FW_{II} 表示盈利预测误差处于(-20%, -10%)范围的公司,共有样本 75 家; FW_{III} 表示预测误差处于(-10%, 0)范围的公司,共有样本 79 家。

在盈余管理实证研究中,一般将应计利润总额分为主观应计利润(Discretionary Accruals)和非主观应计利润(Nondiscretionary Accruals)两部分,并以主观应计利润作为验证盈余管理假设的依据。本文在借鉴现有盈余管理实证研究成果的基础之上,分别采用随机游走模型、考虑规模和行业因素的应计利润预期模型、扩展的琼斯模型三种方法计量主观应计利润。为此,本文提出如下假设:组 FW_I、组 FW_{II}、组 FW_{III} 的公司分别在上市后第一年将进行调增盈利的应计会计处理,以避免盈利预测负误差超过标准而受到处罚。

四、实证方法及结果

1. 应计利润总额的随机游走预期模型(模型 1)

模型 1 假设公司上年度的应计利润总额为未经管理的应计利润额。本年度应计利润总额与上年度的差额部分,为被管理的主观应计利润部分。则:

$$DA_t/A_{t-1} = (TA_t - TA_{t-1})/A_{t-1} = \Delta TA_t/A_{t-1} \quad (1)$$

其中, TA_t 为第 t 年的应计利润总额; TA_{t-1} 为第 $t-1$ 年的应计利润总额; DA_t 为第 t 年的主观应计利润; ΔTA_t 为第 t 年的应计利润变动额; A_{t-1} 为第 $t-1$ 年的总资产。如果公司不存在盈余管理行为, 那么主观应计利润 DA_t 应等于零; 反之, 如果应计利润额显著地异于零, 则说明公司存在着盈余管理行为。为此, 本文分别采用 T 检验和威尔科克森符号秩和检验方法, 通过检验 FW_I 、 FW_{II} 、 FW_{III} 三组样本公司的应计利润变动额的平均数和中位数在上市后第一年是否显著地大于零, 来验证样本公司的盈余管理行为。表 1 列示了模型 1 的检验结果。从表 1 可以看到, 公司上市后第一年, 组 FW_I 、组 FW_{II} 、组 FW_{III} 三组公司应计利润变动额的平均数和中位数都在 1% 的显著水平上, 分别通过 T 检验和威尔科克森符号秩和检验。接受假设, 支持高估盈利 10% 或 20% 以内的公司在上市后的第一年存在通过管理主观应计利润和营运资金项目以调增盈利的行为。

表 1 模型 1 的检验结果

检验方法 预测误差组别		预测年度显著性检验结果(模型 1)		
		FW_I	FW_{II}	FW_{III}
应计利润 变动额	T 统计量	10.716	5.482	10.021
	P 值	0	0	0
	Wilcoxon 值	8.696	5.021	7.030
	P 值	0	0	0
净利润 变动额	T 统计量	16.803	10.046	20.793
	P 值	0	0	0
	Wilcoxon 值	10.764	7.535	7.719
	P 值	0	0	0
营运资金 变动额	T 统计量	20.996	14.849	14.908
	P 值	0	0	0
	Wilcoxon 值	10.509	7.359	7.519
	P 值	0	0	0

2. 考虑规模和行业因素的应计利润预期模型(模型 2)

模型 2 假设具有盈利误差的公司以行业、规模相同公司的应计利润额为未经管理的应计利润额。即将控制样本公司的应计利润额作为研究样本公司非主观应计利润额的替代变量, 将研究样本公司应计利润额与控制样本公司应计利润额之间的差异视为主观应计利润额。则:

$$DA_t/A_{t-1} = (TA_t - TA_{ct})/A_{t-1} \quad (2)$$

其中, TA_{ct} 为控制样本公司在第 t 年的应计利润总额。为此, 本文分别采用 T 检验和威尔科克森符号秩和检验方法, 通过比较组 FW_I 应计利润及其变动额的平均数和中位数与控制样本公司之间是否存在显著差异, 来验证样本公司是否存在盈余管理行为。

对于控制样本公司的选择, 本文选取了三类公司: 第一类是盈利预测出现

正误差的公司。上市公司只有在盈利预测出现负误差时才会产生调增利润的行为,故第一类控制样本选择 $FW > 0$ 的公司。第二类是预测误差小于 -20% 的公司即 $FW < -20\%$ 的公司,这类公司在预测时严重高估盈利,即使通过盈余管理行为也难以使实际盈利达到预测水平;第三类是预测误差处于 $(-20\%, 0)$ 之外的所有公司,也就是第一和第二类公司加总在一起形成的控制样本公司。由于以误差为 -20% 和 0 为选择控制样本的标志,所以本文仅对研究样本组 FW_1 用模型 2 进行检验。

表 2 显示了组 FW_1 的应计利润和营运资金在 0.01 的水平上显著高于三组控制样本,但净利润的均值与中位数并不显著高于控制样本。

表 2 研究样本与控制样本的应计利润、净利润、营运资金总额相比较的统计检验结果

指标参数/样本			控制样本		
			FW < -20% (样本数 373)	FW > 0 (样本数 565)	FW < -20% 和 FW > 0 (样本数 938)
FW ₁ (样本数 154)	应计利 润总额	T 统计量	6.908	15.816	9.500
		P 值	0.000	0.000	0.000
		Wilcoxon 值	15.832	94.572	30.510
		P 值	0.000	0.000	0.000
	净利润	T 统计量	0.664	0.750	0.096
		P 值	0.507	0.454	0.924
		Wilcoxon 值	0.048	0.669	0.238
		P 值	0.827	0.413	0.626
	营运 资金	T 统计量	2.622	13.102	5.622
		P 值	0.009	0.000	0.000
		Wilcoxon 值	13.573	137.460	49.966
		P 值	0.000	0.000	0.000

表 3 显示了 FW_1 应计利润变动额、净利润变动额、营运资金变动额的均值在 0.10 水平下显著高于盈利预测误差为正的控制样本;应计利润变动额分别在 0.10 和 0.05 的水平下显著高于第一组和第三组控制样本公司;应计利润变动额、净利润变动额、营运资金变动额的中位数均显著高于第三组控制样本。接受假设,认为高估盈利 20% 以内的公司在上市后的第一年都存在通过管理主观利润和营运资金项目以调增盈利的行为。

3. 扩展的琼斯模型(模型 3)

琼斯(1991)认为,随着公司营业收入的增加和固定资产规模的扩大,相应的应收、应付项目及其折旧额等应计利润项目便会自然增加。因此,非主观应计利润是公司营业收入增加额和固定资产规模的函数,它与预测期实际应计利润总额的差额才是主观应计利润额。则:

$$TA_{it}/A_{it-1} = \alpha_1 [1/A_{it-1}] + \beta_{1i} [\Delta REV_{it}/A_{it-1}] + \beta_{2i} [PPE_{it}/A_{it-1}] + \xi_{it}$$

其中, ΔREV_{it} 为 i 公司第 t 年的营业收入变动额; PPE_{it} 为 i 公司第 t 年的财产、厂房和设备,即固定资产; TA_{it} 为 i 公司第 t 年的应计利润总额; A_{it-1} 为 i 公司第 $t-1$ 年的资产总额。随后, Dechow、Sloan 和 Sweeny (1995) 对琼斯模型提

表3 研究样本与控制样本的应计利润、净利润、营运资金变动额相比较的统计检验结果

指标参数/样本			控制样本		
			FW<-20% (样本数 373)	FW>0 (样本数 565)	FW<-20%和FW>0 (样本数 938)
FW _I (样本数 154)	应计利 润变动额	T 统计量	1.671	1.897	1.972
		P 值	0.095	0.058	0.049
		Wilcoxon 值	27.459	51.552	28.536
	净利润 变动额	P 值	0.000	0.000	0.000
		T 统计量	0.083	1.908	0.153
		P 值	0.934	0.057	0.878
	营运资 金变 动额	Wilcoxon 值	8.937	3.896	7.826
		P 值	0.003	0.048	0.005
		T 统计量	1.030	1.904	1.402
	P 值	P 值	0.303	0.057	0.161
		Wilcoxon 值	11.496	94.572	35.116
		P 值	0.001	0.000	0.000

出了异议,认为琼斯模型容易高估非主观应计利润额,低估盈余管理行为。原因在于营业收入增加额中,应收款项增加额的部分往往是盈余管理的结果。而在琼斯模型中则将其视为影响非主观应计利润额的一个因素,显然会产生较大的估计误差。为此,他们提出了修正的琼斯模型(the Modified Jones Model)。在修正的琼斯模型中,从营业收入增加额中扣除了应收款项增加额部分。但是,修正的琼斯模型仍存在缺陷。其中一个突出的问题是,它和琼斯模型都忽视了无形资产和其他长期资产对非主观应计利润的影响。因为无形资产和其他长期资产摊销额是非主观应计利润的重要组成部分。如果忽视了这一因素,也会低估非主观应计利润额,高估盈余管理行为。为此,陆建桥(1999)提出了扩展的琼斯模型。该模型在修正的琼斯模型的基础之上,在自变量中增加了无形资产和其他长期资产变量。具体模型如下(模型3):

$$TA_{it}/A_{i,t-1} = \alpha_i [1/A_{i,t-1}] + \beta_{1i} [\Delta REV_{it}/A_{it-1} - \Delta REC_{it}/A_{i,t-1}] + \beta_{2i} [FA_{it}/A_{i,t-1}] + \beta_{3i} [IA_{it}/A_{i,t-1}] + \xi_{it} \quad (3)$$

其中, ΔREC_{it} 为 i 公司第 t 年的应收款项增加额, FA_{it} 为 i 公司第 t 年的固定资产, IA_{it} 为 i 公司第 t 年的无形资产和其他长期资产。本文利用扩展的琼斯模型来估计组 FW_I 的上市公司在上市前两年、后两年的主观应计利润额,即用模型 3 计算出组 FW_I 各年的残差,并将各年的残差视作主观应计利润。如其均值显著地异于零,则说明存在盈余管理行为。表 4 列示了利用模型 3 对组 FW_I 在上市前两年、后两年的主观应计利润的统计检验结果。结果显示:样本公司在上市前两年的主观应计利润并不显著异于零。但在上市后第一年,也即预测盈利得到实际盈利验证的当年,均值在 0.05 显著水平下、中位数在 0.01 显著水平下都显著异于零。上市后第二年也不存在非正常主观应计利润。接受假设,认为高估盈利 20% 以内的公司在上市后的第一年存在通过管理主观利润和营运资金项目以调增盈利的行为。

表 4 利用模型 3 得到的组 FW_1 各年主观应计利润的统计检验结果

年份	上市前二年	上市前一年	上市后第一年	上市后第二年
平均值	-0.019	-0.033	0.168	-0.010
T 统计量	-1.491	-1.393	2.498	-0.925
P 值	0.140	0.168	0.015	0.358
中位数	0.007	0.017	0.173	0.006
Z 统计量	0.811	0.293	4.829	0.298
P 值	0.418	0.770	0	0.765

五、总 结

根据以上三种不同模型的实证结果,本文认为:不同程度的盈利预测误差会影响公司盈余管理行为。在我国证券市场,公司管理层除了出于避免亏损的目的、保持盈利增长性的目的之外,也会出于迎合盈利预测的目的实施盈余管理行为。这与 Degeorge 等(1999)对发达证券市场的研究结论相吻合。对我国上市公司而言,产生盈余管理行为的上述三个层次的动机同时存在。

* 本研究由中山大学人文社会科学青年研究基金(桐山基金)资助。

注释:

- ①《公司法》规定必须在近三年内连续盈利,才能申请上市。
- ②从某种意义上讲,这种不完备性表现在监督部门仅仅凭借预测误差的大小来裁定是否给予上市公司处罚。
- ③Hassell 和 Jennings(1986)比较了财务分析师预测与管理层预测的准确性,发现管理层预测比分析师预测更贴近实际数据。由于管理层随意夸大预测将承担相当的诉讼责任和监管处罚,因此一旦实际数据与预测不符,尤其当出现不利差异时,管理层可能会为了避免处罚而产生盈余管理行为。
- ④对预测误差的衡量存在两种方法:一是将管理层预测与同时期财务分析师的预测进行比较,检验管理层预测与财务分析师预测之间是否存在系统性高估或低估;二是将管理层预测与公司后来公布的实际数据进行比较,检验管理层是否存在乐观或是悲观估计。由于目前我国证券市场还未形成系统的财务分析师预测,因而尚无法就上市公司管理层预测与分析师预测进行差异比较,本文以第二种方法定义盈利预测误差。

参考文献:

- [1]Watts R, J Zimmerman. Positive accounting theory[M]. Prentice-Hall, 1986.
- [2]Burgstahler D, I Dichev. Earnings management to avoid earnings decreases and losses [J]. Journal of Accounting and Economics, 1997(24): 99~126.
- [3]Francois Degeorge. Earnings management to exceed thresholds[J]. The Journal of Business, 1999, Vol. 72, (1).
- [4]Brown L. Analyst forecasting errors: Additional evidence[J]. Financial Analysts' Journal, 1998, (11/12) 81~88.
- [5]Jake Richardson. Dinner club backs fourth and final company of year[J]. Washington Business Journal, 1999, Vol. 18, (12).

- [6] Ron Kasznik. On the association between voluntary disclosure and earnings management[J]. *Journal of Accounting Research*, 1999, Spring Vol. 37.
- [7] Dechow P, A Hutton, R Sloan. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1996, (13); 1~36.
- [8] 魏明海. 盈余管理基本理论及其研究述评[J]. *会计研究*. 2000, (9).
- [9] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. *会计研究*, 1999, (9).
- [10] 林舒, 魏明海. 中国 A 股发行公司首次公开募股过程中的盈余管理[J]. *中国会计与财务研究*, 2000, (6).
- [11] 蒋义宏. 1985~1997 中国股市发展对会计思想的影响[J]. *会计研究*, 1998, (6).
- [12] 王跃堂. 资源配置与盈余操纵之实证研究[J]. *财经研究*, 1999, (4).

The Contracted Character of Earnings Forecast Deviation and the Research on Earnings Management Behavior of Listed Companies

ZHANG Yan-ling, PENG Hao-ran

(*Lingnan College, Sun Yat-Sen University, Guangzhou 510272, China*)

Abstract: The paper researches the influence of earnings forecast deviation on earnings management behavior of listed companies. Starting from the contracted character of earnings forecast in our security market, the paper analyzes the relationship between the earnings management motivation and earnings forecast deviation and tests the earnings management behavior of the company with the negative earnings forecast deviation within 20%. The tests on companies which overestimate earnings but with the overestimated degree not more than 20% about their earnings management behavior will somewhat adjust its earnings by managing discretionary accruals and operation capital in the first year after IPO. The results show that in order to avoid punishment because of earnings forecast error, listed companies have motivation of managing profit.

Key words: earnings forecast deviation; contract; earnings management