

盈利预测信息披露:动机、质量及监管

李玲

摘要: 盈利预测信息对正确评价公司的潜在盈利能力非常重要,有助于投资者做出合理的经济决策,是极为有用的会计信息,因此,需要上市公司公开披露盈利预测信息,以促进市场效率的提高。盈利预测具有内在的不确定性和风险性,这便要求通过积极有效的法律制度设计,来保证上市公司所披露盈利预测信息的质量,保护投资者利益。我国在预测性信息披露制度建设方面可借鉴美国的做法,采用预先警示理论与安全港制度,鼓励公司披露盈利预测信息。并通过建立健全信息披露民事赔偿责任制度,加强注册会计师对盈利预测的审核,充分发挥市场中介的监督作用等举措,促进我国上市公司盈利预测信息披露质量的提高。

关键词: 上市公司 盈利预测 披露 监管

一、预测性信息的内容及其披露的方式

预测性信息在一般意义上包括以下几个方面的内容:(1)对收入、利润(或亏损)、每股盈利(或亏损)、资本成本、股利分红、资本结构等财务事项预测的陈述;(2)公司管理者对未来运营的计划与目标的陈述,包括有关发行人产品或服务的计划与目标;(3)对未来经济表现的陈述,包括管理者在对财务状况分析与讨论中的任何陈述;(4)任何对上述预测性陈述所依据的或与此相关的假设。此外,由发行人所聘请的外部人士对预测性陈述所做的评价性报告也属于预测性信息。

预测性信息的主要特点是陈述者往往缺乏现有数据能证实其陈述的准确性,主要基于主观估计和评价。正由于预测性信息内在的风险性,提供者在充分揭示这种风险的前提下,信赖与否以及多大程度上信赖完全是投资者个人的选择。证券监管者和立法者所能做到的是如何保证公司披露的预测性信息建立在合理的基础之上,并且本着诚实信用的原则进行披露。

预测性信息对正确评价公司的潜在盈利能力是非常重要的,因此,对投资决策也至关重要。时至今日,人们对预测性信息对于投资者的意义与作用有了较为一致的认识,然而这却经历了一个曲折的演进过程。在美国,证券交易委员会(SEC)起初是禁止上市公司披露预测性信息的,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做出投资决策时不正当地依赖这种信息”。1969年,Wheat Commission认为,虽然大部分投资决策都是基于对未来盈利的估计,但是因披露预测性信息而带来的诉讼危险、更新义务和投资者不正当依赖的风险将超过接受这种信息所带来的利益。此后,SEC仍然在考虑这个问题,并于1973年认为它们将对预测性信息的自愿披露设计一种制度,以使之不受反欺诈条例中的民事责任的约束。这表明SEC不再坚持禁止预测性信息披露的立场,变化原因在于SEC意识到虽然在上报SEC的文件中没有包括重大预测性信息,但它们仍

然可以从市场中获得。1978年,SEC终于发布了准则鼓励预测性信息的披露,并于1979年采纳了用以保障正当预测性信息披露不受民事责任追究的安全港制度,以促进市场效率。1995年美国国会通过的私人证券诉讼改革法案(PSLRA)正式规定了预测性信息披露的免责制度,并采用了修正过的安全港制度,确立了“预先警示学说”以减轻预测性信息披露者的潜在诉讼风险,减少无理由的诉讼。今日,预测性信息披露不但受到鼓励,而且还被认为有助于保护投资者并且符合公众利益。

针对不同类型的预测性信息,其披露要求又有强制性披露和自愿性披露之分。强制性披露的多是前景性信息。前景性信息一般涉及有关公司管理者已知的趋势、事件和可以合理预见将会对公司未来运营结果或财务状况产生重大影响的不确定因素。它与其他预测性信息的明显区别在于已知趋势或事件的确程度上,前景性信息虽然也涉及未来的措施,但由于其具有较强的确知性和计划性,披露难度不大,实现的可能性也较大,因此,目前在许多国家(或地区)这是必须予以披露的。例如,我国招股说明书中的“公司发展规划”、年度报告中的“新年度的业务发展计划”以及中期报告中的“下半年计划”均属于强制性要求披露的前景性信息。自愿性披露的预测性信息一般涉及对未来趋势、事件或不确定因素的预计、推测,其可预测性完全建立在现实假设前提的基础上。这类趋势、事件或不确定因素对公司的影响远比前景性信息具有不确定性,一般是作为选择性披露事项,企业披露与否主要看其是否有能力做出切实的预测和该信息是否有助于投资者决策。如我国招股说明书中的“盈利预测”即属于自愿披露事项。本文主要就盈利预测披露问题进行研究。

二、盈利预测信息披露的具体作用

盈利预测是指预测主体在合理的预测假设和预测基准的前提下,对未来会计期间的利润总额、净利润、每股收益等重要财务事项做出的预计和测算。盈利预测信息提供了对

企业未来合理预期的相关信息,能够帮助投资者、债权人以及其他信息使用者评价企业未来现金流量的时间、金额和不确定性,从而有助于做出合理的经济决策,是极为有用的会计信息。1994年,美国注册会计师协会在《论改进企业报告》的研究报告中就指出:目前,信息使用者信息需求变化的一个显著特点是关注历史信息转向关注未来信息,信息使用者要求提供有关企业未来经济活动和有助于预测、评估企业未来财务状况和经营成果的经济指标和相关信息。Watts和Zimmerman(1986)在《实证会计理论》中也论述了盈利预测能够传递企业有关现金流量的信息,可以作为未来现金流量的替代。

披露盈利预测信息的作用还表现在:有助于降低公司管理当局与外部信息使用者之间的信息不对称,一定程度上减少用于信息生产、传播、分析和解释的资源耗费,以及信息管制和私人搜集信息的成本;有助于防止内幕交易,从而消除一些投资者利用信息优势地位获取未公开信息而做出侵害其他投资者利益的行为;能弥补会计信息的效用与用户的决策之间的差距等(蒋义宏,2002)。

在市场经济成熟国家,基于证券市场对信息的有效需求和完善的证券法规的制约,盈利预测信息的提供者有公司管理当局和财务分析师两类。我国由于证券市场起步较晚,发展不成熟,目前市场上公开的主要是公司管理当局提供的盈利预测信息,财务分析师预测还没有形成规范的市场供给,所以,本文仅讨论企业管理当局披露盈利预测的问题。

三、自愿披露制度安排下上市公司披露盈利预测的动机

投资者保护原则和效率原则是信息披露制度的两项基本原则。信息披露制度应当权衡保护投资者与降低发行人披露成本之间的关系,在保护投资者利益的前提下,减少不必要的披露要求,提高信息披露制度的整体效率。强制性披露要求虽然能保证投资者获取所需信息,但若企业没有能力做出切实的预测,或盈利预测信息涉及企业过多商业秘密或对企业不利时,强制披露要求反而会促使企业管理当局操纵盈利预测,提供虚假信息,误导投资者。这样的结果是,盈利预测信息逐渐失去其应有的作用,证券市场的有效性也会受到影响。而自愿披露制度安排既能满足投资者信息需求,又能够兼顾盈利预测具有内在不确定性、风险性的特点,缓解企业管理当局的披露压力和机会主义行为,以促进市场效率。这也是目前大多数国家和地区对盈利预测信息采用自愿披露制度安排的原因。

在自愿披露制度安排下,上市公司主动披露盈利预测信息的动机主要有:

1. 降低代理成本。代理理论认为,公司越大,其代理成本越高,而代理成本越高,公司管理当局越可能通过主动披露盈利预测信息来降低其代理成本(Gaber,1985)。
2. 发送信号,降低信息不对称。信息均衡理论认为,自愿披露其盈利预测信息的公司,往往有较好的业绩表现,相反,获利能力较差的公司往往不会主动披露其盈利预测。公司管理当局具有降低存在于股东之间信息不对称的动机。当公司管理人员从他们自己的预期中观察到财务分析师的预测有重大偏差时,他们也会主动披露盈利预测以影响市场

预期(Han,1994)。

3. 吸引新资本。Lees(1981)的研究结果表明,公司管理当局披露盈利预测信息的原因之一,是希望吸引新的资本投入公司运营。Ruland,Tung和George(1990)的实证研究也表明,新资本需求是美国公司管理当局主动向外界披露盈利预测信息的决定因素。

公司管理当局披露盈利预测信息的直接效益是明显的。譬如,企业对外筹集资金,如果提供的盈利预测反映了公司良好的盈利能力,企业就可能以较低的资金成本筹集到所需资金;当企业面临被兼并和被收购的危机时,可以通过披露盈利预测信息来配合实施反兼并和反收购行动。获得的间接效益表现为,良好的盈利预测有助于维护和提高公司股票的价值,树立企业良好的形象,使其在激烈的市场竞争中处于优势。这些因素往往会增加公司管理当局操纵盈利预测信息的可能性。当然,公司管理当局披露盈利预测信息相应要发生成本,直接成本主要包括盈利预测编制成本、审核费用等;间接成本主要指披露的盈利预测信息有重大偏差时,公司可能遭受法律诉讼而承担或有损失和公司披露盈利预测信息的外部性所带来的潜在损失(徐宗宇,1998)。这些成本因素又阻碍了盈利预测信息的供给。从理论上讲,当披露盈利预测信息的效益大于成本时,企业就会编制并披露盈利预测信息。所以,有效的盈利预测信息披露及监管制度应能使上市公司从自利动机出发,达到和投资者共赢的结果。

四、上市公司盈利预测信息披露的监管措施

1. 法律监管。由于“经济人”的自利动机,企业有一种“报喜不报忧”的天然倾向。公司管理当局可能为了自身利益操纵盈利预测,而任何的欺诈又会使向市场显示证券价值的努力落空,并增加向市场显示可信赖证券价值的成本。因此,披露盈利预测信息的合适种类和数量在留给市场决定的同时,需要证券监管部门和立法者制定相应的法律制度和规范,来保证披露信息的质量,保障投资者利益。有研究表明,处于不同的法律环境,公司管理层对预测信息的披露选择会有所不同,信息质量也有差别(Frost,2001;Johnson et al.,2001)。在一个很少因预测信息披露而被起诉的国家,公司管理层自愿披露预测信息的倾向较高。比如在加拿大,因该国较宽松的法律环境,无论是盈利预测的好消息还是坏消息,管理层都愿意披露,预测信息的准确性较高,预测期时间跨度较长。但公司管理当局的机会主义行为也较突出,表现为相对于好消息的披露而言,加拿大公司却较少披露盈利预测坏消息。而在与加拿大有着相似商业环境的美国,由于证券法规中规定了严厉的民事赔偿责任,使上市公司承受着巨大的压力,当存在盈利预测坏消息时,公司会频繁披露有关信息,虽然信息准确性较差,时间跨度较短。害怕承担法律责任是促使公司及时披露盈利预测坏消息的动因(Baginski et al.,2002)。所以,证券市场管理要求盈利预测必须具备类似反欺诈条款及必要的法律责任,来保证公司管理当局提供较高质量的盈利预测信息。

2. 注册会计师的独立审核。盈利预测审核,是指注册会计师接受委托,对被审核单位盈利预测所依据的基本假设、选用的会计政策及其编制基础进行审查与复核,并发表专业审核意见。加强注册会计师对盈利预测的审核,是目前各国

为提高盈利预测信息质量而普遍采用的一种外部监督保障机制。通过注册会计师对盈利预测的独立审核,能提高投资者对盈利预测信息的信赖程度,增加盈利预测信息的价值。徐宗宇(1998)也指出,为了防止公司管理当局的机会主义行为,减少其操纵盈利预测信息的行为,市场管理要求盈利预测必须具备鉴证功能,鉴证功能系指由第三者提供审核验证(例如注册会计师审核)。但必须明确的是,注册会计师的审核责任只是保证所出具的审核报告是真实的和合法的,并不为盈利预测能否实现提供保证。我们知道,盈利预测需要以一定的预测假设为前提。按公司管理当局对预测假设的可控性,分为内部假设和外部假设,内部假设包括投资计划、营销计划、生产计划等,一般而言,公司管理当局对这些假设有一定的控制能力;而对外部假设,如政策法规、市场环境、税率、利率、汇率、不可抗拒因素等则缺乏控制能力。当预测假设的合理性存在问题时,就会影响盈利预测的可靠性。预测基准是编制盈利预测的基础,一般包括:公司历史财务报表;企业现有的生产经营能力、产品市场需求预测情况;公司采用的会计政策等。合理确定预测基准既需要考虑公司历史财务报表提供的信息,又要掌握公司目前的生产经营状况,还要对未来做出合理估计,这就需要占有充分有效的信息。不合理的预测基准也会影响盈利预测的可靠性。正是因为预测假设、预测基准对盈利预测的重大影响,以及盈利预测内在的风险性,注册会计师的审核风险限于未审核出企业盈利预测编制过程中存在重大不合理假设,未发现编制基础与已确定的编制基础不符,或是选用的会计政策与实际采用的不一致。只有严格区分上市公司的编报责任与注册会计师的审核责任,并能切实加以落实,才能保证注册会计师独立、健康地执业,充分发挥其市场中介的监督作用。

3. 竞争性的盈利预测信息提供机制。在市场经济成熟国家,盈利预测信息的提供者有公司管理当局和财务分析师。从某种意义上说,他们在盈利预测信息的提供上是有竞争的。公司管理当局从自身利益出发提供一定盈利预测信息,以提高企业的市场价值;而处于相对独立地位的财务分析师,基于市场需要提供盈利预测信息,既弥补了管理当局提供信息的不足,又对公司管理当局会产生一种无形的约束,吸引了投资者的目光,对管理当局施以监督,从而有利于市场对公司价值给以恰当评价。

五、我国上市公司盈利预测信息的披露状况

1. 盈利预测信息披露的自愿性。在20世纪90年代初,中国刚开始发展股票市场及其后的一段时间内,中国证监会要求初次发行股票上市公司必须披露公司的盈利预测,并将此作为审核上市的指标之一。由于强制披露盈利预测的不合理性,从1993年起改为自愿披露盈利预测。但由于当时股票发行价格是依据每股盈利预测数与发行市盈率的乘积来确定,所以,在我国股份制改组上市的实践中,许多公司还是不得不计算并披露盈利预测。1997年,新股发行定价改为按过去3年已实现每股税后利润的平均值为依据。证监会1998年3月17日发布的《关于股票发行工作若干问题的补充通知》,又规定新股发行价格是依据每股盈利预测数与发行市盈率的乘积来确定。

为了充分实行盈利预测自愿披露原则,中国证监会在

1999年7月29日和2000年2月14日先后发布了《关于进一步完善股票发行方式的通知》、《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的通知》。根据这两项通知,新股发行定价不再以盈利预测为主要依据,而改为向机构投资者询价后,由证券承销商和发行公司协商确定。这便从根本上保障了公司是否披露盈利预测的选择权,也在一定程度上降低了上市公司高估盈利预测的倾向。李林杰等(2002)的研究表明,在盈利预测对股票发行定价的影响下降后,上市公司盈利预测偏差度显著下降,这说明我国上市公司存在着通过操纵盈利预测,扩大筹资额的倾向。我国对盈利预测信息披露的现行规则是:(1)《招股说明书的内容与格式准则》中规定,“如果发行人或其财务顾问或其承销商认为提供盈利预测数据将有助于投资者对发行人及其所发行的股票做出正确的判断,且发行人确信有能力对最近的未来期间的盈利情况做出比较切合实际的预测,则发行人可在招股说明书中提供盈利预测的数据”。盈利预测应是“在对一般经济条件、营业环境、市场情况、发行人生产经营条件和财务状况等进行合理假设的基础上,按照发行人正常的发展速度,本着审慎的原则做出”。(2)《年度报告的内容与格式准则》中规定,“原则上不要求公司编制新年度的利润预测。但公司若在年度报告中提供下1年度利润预测的,该利润预测必须经过具有从事证券相关业务资格的注册会计师审核并发表意见。”以上规定清楚表明,目前我国,盈利预测属于选择性披露事项,其披露与否的依据主要是,盈利预测信息是否有助于投资者决策和发行人是否有能力做出切实的预测。

2. 我国上市公司盈利预测的整体质量状况。为防止上市公司盈利预测高估行为,中国证监会于1996年12月26日发布的《关于股票发行工作若干规定的通知》中规定:“上市公司年度报告的利润实现数低于预测数10%或高于预测数20%,应当详细说明产生差异的项目和造成差异的原因;上市公司年度报告的利润实现数低于预测数10%~20%,发行公司及其聘任的注册会计师应在指定的报刊上做出公开解释并致歉;若比预测数低20%以上的,除要做出公开解释并致歉外,中国证监会将视情况实行事后审查,对有意出具虚假盈利预测报告,误导投资者的,一经查实,将依据有关法规对发行公司进行处罚;对盈利预测报告出具不当审核意见的会计师事务所和注册会计师,证监会将予以处罚。”上述规定对约束上市公司盈利预测高估行为有一定作用,但10%、20%的划分,也不可避免地造成我国上市公司为逃避法律责任而上演盈利预测区间管理的问题。

李林杰等(2002)研究表明,我国上市公司盈利预测显著高于实际完成情况,盈利预测信息的质量较差,投资者据此做出投资决策具有较高的风险性。蒋义宏等(2002)的研究也表明,在新股发行价格以盈利预测为依据的1996、1998、1999年,为获取更多的募集资金,我国上市公司存在明显的高估盈利预测的现象;而在盈利预测对股票发行定价的影响下降后的1997年和2000年,为规避处罚(证监会对盈利预测的监督处罚措施主要是针对高估盈利预测),上市公司盈利预测又出现低估趋向。由此可见,我国上市公司盈利预测中机会主义倾向比较严重,披露盈利预测信息不是以向股东提供一项有用的会计信息为出发点,而是以获取更多的募集资金或者规避证监会处罚为目的。与美国相比,我国缺乏完善

的市场竞争机制和有效的资本市场,再加上不健全的民事赔偿制度及其程序规则,导致我国上市公司缺乏来自于市场的压力和民事责任的威慑力,因而公司所披露盈利预测信息的充分性、及时性都难以保证。

六、结语和建议

现行会计模式提供的信息多是历史性信息,不能满足投资者等信息使用者决策需要,为了弥补这一缺陷,需要上市公司披露预测性信息。每个国家的证券监管都不可避免地面临一个两难的选择:一方面必须鼓励所有上市公司向投资者披露充分的信息,使投资者更好地决定如何投资,让市场价格更好地反映证券价值,从而使市场趋于更为有效的状态;而另一方面又必须考虑在对不实或误导性信息披露者施以法律制度约束的时候,不损伤诚实信用的发行人披露预测性信息的积极性,防止投资者对基于善意披露的盈利预测信息因事后变化而提出无理由的诉讼。毕竟预测性信息具有内在的不确定性和风险,这便要求通过积极有效的证券法律制度设计,寻找到一种比较合适的平衡点。

结合本文前述,下面就如何改进、完善我国上市公司盈利预测信息披露及其监管提几点建议:

1. 应当重视盈利预测信息在证券市场中的作用,鼓励公司披露盈利预测信息。只要这些预测信息建立在诚实信用和合理假设的基础之上,都可以在任何公开的文件中使用,并且不限于股票首次公开发行的公司,上市后的公司也应披露盈利预测信息。由于预测性信息具有内在的风险性,提供者在充分揭示这种风险的前提下,信赖与否以及多大程度上信赖完全是投资者个人的选择。我国在预测性信息披露制度建设方面可借鉴美国的做法,采用预先警示原则与安全港制度:即预测性信息应当用适当的方式表达,并伴有充足的陈述以便投资者能据此做出自己的投资判断。如果有关的预测信息是建立在合理的预测假设与基准之上,并且以诚实信用的方式披露,即使现实情况与预测出现不符,也不认定是虚假的或误导性的。如果投资者起诉,则必须举证说明预测缺乏合理的基础,披露缺乏诚信。这样,既不损伤诚实信用的发行人披露盈利预测信息的积极性,防止投资者对基于善意披露的预测信息因事后变化而提出无理由的诉讼,又可以保证投资者能及时获取所需信息,维护和提高证券市场的公平和效率。

2. 建立健全信息披露民事赔偿责任制度。证券市场信息披露监管法律责任立法的根本目标有两个:一是实质性地增加现有证券监管系统的有效威慑作用;二是提供给受侵害投资者救济与补偿的手段,并同时力图避免对无辜市场参与者不正当的惩罚。而根本目标的实现要求刑事、行政和民事责任的具体制度与规则在功能上进行分工和协调。刑事责任旨在惩罚严重违法者;行政责任旨在保护投资者和证券市场的信誉;民事责任旨在救济赔偿投资者所受的损失。以威慑预防为己任的刑事责任和行政责任虽然可以成为民事责任的有益补充,但这无法替代或稀释民事责任固有的价值与功能。民事救济赔偿的存在与可能性具有一定阻却违法的效果(齐斌,2000)。在自愿披露制度安排下,上市公司一旦选择披露盈利预测信息,就必须为其披露行为和息质量负

责。建立健全信息披露民事赔偿责任制度,由股东出面,要求公司管理层承担有关的民事赔偿责任,构成了一种日常监督力量,能有效监督公司管理当局盈利预测披露的违规行为,而不是等事态发展到具有严重社会危害后果时,才由政府出面,依法追究有关责任人的刑事、行政责任。

3. 加强注册会计师对盈利预测的审核,充分发挥市场中介的监督作用。注册会计师对盈利预测的审核责任只是保证所出具的审核报告的真实性和合法性,并不为盈利预测的实现提供保证。注册会计师的审核并不能免除被审核企业的编报责任,所以,在监管层处罚没有实现盈利预测的上市公司时,不能把上市公司与注册会计师捆在一起,应区分两者各自不同的责任。为保障广大投资者利益,在具体实践中,既要加强、落实注册会计师审核的法律责任,增加其违规成本,给予其足够的违规惩罚,形成惩戒效应,使注册会计师不敢轻易违规,确保其独立、客观、公正地进行盈利预测审核。又要明确其所应承担责任的度,以促进注册会计师职业的健康发展,充分发挥其市场中介的监督作用。

4. 努力培养一批有权威的、高素质的财务分析师队伍,发挥财务分析师在盈利预测中的作用。在国外成熟的证券市场中,盈利预测信息的提供者主要有公司管理当局和财务分析师,他们互相竞争、互相牵制,共同促进了盈利预测信息披露的完善。国外研究表明,财务分析师作为公司外部的独立专业人士,其提供的盈利预测信息优于管理当局。这样,盈利预测信息来源的多样化,也在一定程度上可防止公司管理当局提供质量较差的预测信息。

参考文献:

1. 蒋义宏:《会计信息失真的现状、成因与对策研究》,北京,中国财政经济出版社,2002。
2. 徐宗宇:《对盈利预测可靠性影响因素的分析研究》,载《会计研究》,1998(1)。
3. 王鹏程:《对盈利预测若干问题的分析研究》,载《会计研究》,1997(3)。
4. 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,北京,法律出版社,2000。
5. 李林杰、徐晓伟:《我国上市公司首次信息披露的实证分析》,载《经济管理》,2002(18)。
6. Gaber, M., 1985. Management Incentives to Report Forecasts of Corporate Earnings, PHD Dissertation, The City University of New York.
7. Ruland, W.; Tung S. and George, N., 1990. "Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts." The Accounting Review, July, pp. 710 - 720.
8. Han J. C. Y., 1994. "Empirical Research in Earnings Forecasts." The Chinese Accounting Review, pp. 81 - 99.
9. Baginski, S.; Hassell, J. and Kimbrough, M., 2002. "The Effect of Legal Environment on Voluntary Disclosure: Evidence from Management Earnings Forecasts Issued in U. S. and Canadian Markets." The Accounting Review, Vol. 77, January, pp. 25 - 50.
10. Johnson, M.; Kasznik, R. and Nelson, K., 2001. "The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-looking Information by High Technology Firms." Journal of Accounting Research, Vol. 39, September, pp. 297 - 327.
11. Forst. 2001. "Characteristics and Information Value of Corporate Disclosures of Forward-looking Information in Global Equity Markets." Working Paper, Dartmouth College.

(作者单位:武汉大学会计系 武汉 430072)
(责任编辑: M)