

控股股东与管理层业绩预告择时披露

何红渠(博士生导师), 王 玫

【摘要】 本文基于2010~2014年深市A股上市公司业绩预告样本,从控股股东的角度研究业绩预告择时披露问题。研究发现:①A股上市公司在业绩预告中存在择时披露行为:好消息更倾向于在交易日披露,而坏消息则更倾向于在周五和休市后披露;②控股股东对上市公司业绩预告择时披露行为存在利益趋同动机和利益侵占动机,并且两种动机随着控股股东持股比例的变化而变化;③相比好消息,控股股东在管理层披露坏消息时存在明显的利益趋同和利益侵占动机;④管理层持股与业绩预告择时披露行为正相关,实际控制人为国有性质的企业与业绩预告择时披露负相关。

【关键词】 业绩预告; 择时披露; 控股股东

【中图分类号】 F233

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)17-0003-4

一、引言

近年来,在新的法制环境和时代背景下,上市公司信息披露问题再次成为学术研究的热点。尤其是上市公司策略性信息披露引起了学术界的广泛关注,包括两条基本研究思路:一是从信息的内容出发,研究文字叙述中的酌情表达与策略性呈现对信息理解的影响;二是从信息传递过程出发,研究上市公司对信息披露的手段、渠道与时机等所进行的策略性选择与操纵。由于业绩预告披露主要向市场提供公司预期盈余的相关重要信息。同时我国交易所也作出规定:上市公司预计全年业绩将出现亏损、实现扭亏为盈或者与上年相比业绩出现大幅变动(上升或者下降50%以上),应该在次年1月31日之前及时刊登业绩预告。这意味着上市公司可以根据自己的选择在截止日之前决定披露时间,存在很大的灵活性,所以业绩预告择时披露受到了学者们的密切关注。业绩预告披露的主体为上市公司,执行者为上市公司管理层。所以上市公司管理层在进行业绩预告信息披露时会根据自身利益选择性披露业绩预告相关信息。

以往关于信息择时披露的研究大多数以盈余公告作为研究对象,很少有与业绩预告披露相关的研究成果,并且现有文献主要局限于呈现业绩预告披露时间偏好的现象,基于投资者角度研究管理层进行择时披露的动机,很少从企业内部治理角度来研究管理层择时披露行为。本文选取年度业绩预告作为样本,以信息披露时机为切入点,探讨拥有企业所有权的控股股东对业绩预告披露行为的影响以及动机,为研究上市公司业绩预告披露行为提供了新的证据。

二、文献回顾与研究假设

1. 信息披露时机选择研究。国内外研究都得出管理层在信息披露过程中存在时机选择,即好消息倾向于在周一到周四披露,而坏消息更倾向于在周五或休息日披露。Damodaran研究发现,对比星期一到星期四而言,星期五发布的盈余公告包含更多的“坏消息”。Patell和Wolfson将盈余信息披露时间划分为交易时段和休市时段,研究发现大部分好消息在交易时段披露,而坏消息在收市后披露的概率更高,从而得出“好消息在交易时披露,坏消息在收市后发布”的结论。相比国外,我国对信息择时披露的研究起步较晚。唐松华选取年报信息披露数据作为研究对象,发现我国年报信息在期限内最后四个月集中披露,存在严重的“前松后紧”现象。徐洪波从归因理论视角研究分析坏消息业绩预告集中披露的动因,得出我国上市公司披露坏消息业绩预告存在集中公告效应,且披露时间和集中程度因行业差异而存在不同,而好消息业绩预告披露集中公告效应不明显。谭伟强和饶育蕾等学者从投资者有限注意力角度研究择时选择行为,发现我国上市公司在进行盈余信息披露时,倾向于在周六公布坏消息,从而在一定程度上减少投资者的关注。基于以上研究,本文提出如下研究假设:

假设1:上市公司业绩预告存在择时披露现象。

2. 控股股东与信息披露。在我国公司治理问题中,股权集中是一个很重要的方面。国内外学者基于双重代理理论对股权集中度相关问题取得了研究成果。双重代理问题主要存在于具有股权相对集中或高度集中特征的上市公司中,

【基金项目】 国家自然科学基金项目“上市公司策略性信息披露的实验与实证研究”(项目编号:71372209)

□ 改革·发展

体现为控股股东或大股东与经营层、中小股东的利益冲突,在这两类代理问题中,又主要表现为控股股东与中小股东的利益冲突。这一类代理问题引出了大股东的壕沟效应和利益协同效应。Grossman 和 Hart 研究表明,当上市公司股权集中度低于一个固定比例时,控股股东持股比例的增加会减少其与中小股东的利益冲突,从而表现出利益协同效应。同时 Shleifer 和 Vishny 在使用模型证明管理层可以通过特定关系契约来阻止被外部投资者替换时,结果显示随着股权集中度增加,控股股东有掏空动机,表现为“壕沟”效应。基于现有文献,大股东会通过控制权对管理层信息披露行为产生影响,一般有两种动机:利益趋同动机和利益侵占动机。

关于利益趋同动机。当控股股东持股比例较低、股权比较分散时,由于股权制衡度高,控股股东与中小股东的利益也可能趋于协同。此时企业经营者成为事实上的企业控制权所有者,而广大被分散的股东不拥有企业控制权,股东和经营者之间的委托代理问题突出。股东处于监督者的角色,对管理层的相关行为履行监督职责。为了消除外部投资者对会计报告较低可信度的预期,吸引他们向公司提供资金,再加上随着控股股东持股比例上升所产生的利益协同效应,控股股东有动机提供更加准确和透明的会计信息。由此,当控股股东表现出利益趋同动机时,他们可能通过控制权来促使管理层提供更高质量的业绩预告,从而提高管理层业绩预告对中小投资者的决策有用性,最终实现与中小股东之间的利益协同。

关于利益侵占动机。对公司的控制权使控股股东能够决定公司的多种决策,当大股东持股比例达到一定程度时,股权高度集中,股权之间的制衡力度很小,大股东可以通过控制管理层来为自己谋利。尽管小股东被赋予与股权比例相应的现金流权,但他们并不能防御大股东因机会主义而剥夺他们的权利。大股东的防御效应包括完全的掠夺行为,即大股东通过关联方交易将利润转移给其他关联企业。Sengupta (2004) 研究表明,大股东持股比例将影响信息披露,即大股东持股越多将导致信息披露被更大程度地推迟,从而使大股东获得更多信息优势。所以大股东可以通过控制管理层信息披露使其他中小股东降低所获得信息的有用性。大股东控制可能使管理层与大股东利益趋于一致,同时,控股股东与中小股东之间存在一定的代理冲突,因此,如果控股股东存在利益侵占动机,他们会控制企业业绩预告相关信息的产生和报告,在对外界投资者进行披露时,凭借对应的控制权优势,通过对业绩预告信息披露进行时机选择,降低会计信息的有用性,使中小投资者不能作出有效的决策而受损。

综上所述,本文提出以下两个研究假设:

假设 2a: 当控股股东表现为利益趋同动机时,控股股东持股比例越高,管理层业绩预告择时披露程度越低。

假设 2b: 当控股股东表现为利益侵占动机时,控股股东

持股比例越高,管理层业绩预告择时披露程度越高。

三、研究模型构建

由于我们要研究控股股东对管理层业绩预告择时披露行为的影响,基于控股股东的利益趋同动机和利益侵占动机,随着控股股东持股比例的不断变化,利益趋同动机和利益侵占动机不断变化,而要使业绩预告择时披露先随着控股股东持股比例增高而程度降低,再随着控股股东持股比例增高而程度提高,就需要证明控股股东与管理层业绩预告择时披露行为存在 U 型曲线关系,即在模型中需要使用控股股东持股比例以及控股股东持股比例平方来验证。同时基于已有文献,在公司股权结构中,管理层持股比例与外部机构投资者持股比例对管理层业绩预告信息披露产生一定的影响,上市公司的企业特征中包括规模、上市年限等影响经营者披露信息的因素。基于已有文献对业绩预告披露行为影响因素的研究,建立以下模型:

$$\logit[\text{CON}(0,1)] = a_0 + a_1 \text{OWN} + a_2 \text{OWNSOUR} + a_3 \text{MGSH} + a_4 \text{INST} + a_5 \text{EPS} + a_6 \text{ASSET} + a_7 \text{AGE} + a_8 \text{SHTYPE} + \varepsilon$$

其中: CON(0,1) 为因变量,如果公司在周五或者周六披露坏消息或者在交易日披露好消息就取值为 1, 否则取值为 0; OWN 表示控股股东持股比例; OWNSOUR 表示控股股东持股比例的平方; MGSH 表示高级管理人员持股比例; INST 表示机构投资者持股比例; EPS 表示每股收益的绝对值; ASSET 取值为公司总资产的对数; AGE 表示上市公司上市年限; SHTYPE 表示实际控制人性质,为哑变量,如果实际控制人为国有取值为 1, 否则为 0。

对模型采用 logistic 进行回归,按照假设,若控股股东表现为利益趋同动机,管理层业绩预告择时披露程度随着控股股东持股比例的增加而降低,当控股股东持股超过一定比例、表现为利益侵占动机时,管理层业绩预告择时披露程度随着控股股东持股比例的增加而增大,在模型上即表现为 U 型曲线关系,那么 a_1 要小于 0, a_2 大于 0。

四、样本选择和描述性统计

本文以 2010~2014 年我国深市 A 股上市公司业绩预告为观测对象,数据来自 RESSET(锐思)数据库,把业绩预告分为两类:一类是坏消息(包括预亏、减亏、预降、减降);另一类是好消息(包括预盈、预增、减增)。其中在选取数据时只选取针对年报披露的业绩预告,一部分上市公司会针对同一份年报发布两次或者两次以上业绩预告,我们只选取最后一次发布的业绩预告。同时,剔除晚于年报披露的业绩预告及年末每股收益绝对值小于或等于 0.05 的样本。最终得到 3247 个样本。

1. 业绩预告择时披露描述性分析。表 1 是所选样本中上市公司分别在不同周历时间披露坏消息和好消息的个数以及所占比例。可以明显看出,首先在我国业绩预告披露样本中,披露好消息的上市公司比例明显高于披露坏消息的上市

公司比例,这一点与王惠芳得出的研究结论相同,即上市公司倾向于披露利好消息。另外从周历时间看,上市公司存在较明显的坏消息倾向于在周五或者周六披露和好消息倾向于在交易日披露的择时披露行为,验证了本文关于管理层存在业绩预告择时披露行为的假设。

表 1 坏消息与好消息在不同周历披露的比例

披露时间	坏消息		好消息	
	数量	比例	数量	比例
周一	88	8.55%	231	10.41%
周二	192	18.66%	471	21.24%
周三	147	14.28%	382	17.22%
周四	164	15.94%	434	19.57%
周五	213	20.70%	388	17.49%
周六	225	21.87%	312	14.07%
合计	1029	100%	2218	100%

2. 公司特征描述性分析。表2是主要变量的描述性统计分析。从因变量CON(0,1)可以看出,我国有60.24%的上市公司存在择时披露行为,即选择在周五、周六披露坏消息或者在交易日披露好消息。控股股东持股比例的均值为36.63%,控股股东持股比例平方的均值为15.66%,说明在我国上市公司中,控股股东持股比例较高,上市公司整体呈现出股权相对集中的态势。高管持股比例均值为9.08%,说明虽然随着2005年12月31日证监会颁布的《上市公司股权激励管理办法》的出台,我国上市公司整体高管持股比例仍然不高,但是相比股权激励政策出台前,管理层持股比例已明显提高。机构投资者持股比例均值为17.30%,随着我国资本市场的不断完善,机构投资者成为公司治理的一个重要因素。

表 2 公司特征描述性统计

Variable	Mean	Median	Std.dev
CON(0,1)	0.6024	1.0	0.4895
OWN	0.3663	0.3542	0.1499
OWNSOUR	0.1566	0.1255	0.1243
MGS	0.0908	0.0053	0.1592
INST	0.1730	0.1079	0.1861
EPS	0.5111	0.3900	0.4939
ASSET	21.6010	21.5017	0.9542
AGE	5.9640	4.0	5.4861
SHTYPE	0.2454	0	0.4304

五、实证分析

1. 变量相关性检验。对相关变量进行回归分析时,需要考虑相关系数。表3显示,解释变量与控制变量之间的相关系数都未超过0.5,所以变量都可以纳入模型中。

2. 回归结果分析。表4列示了我国上市公司择时披露的实证研究结果。因变量CON(0,1)是反映公司是否有择时披露策略的哑变量。控股股东持股比例(OWN)的系数为-1.9161(在10%的水平上显著),而控股股东持股比例的平方

表 3 变量相关系数

	CON(0,1)	OWN	MGS	INST	EPS	AGE	ASSET
CON(0,1)							
OWN	0.0195						
MGS	0.0584	0.0018					
INST	0.0010	0.0592	-0.1645				
EPS	0.0129	0.0626	0.0550	0.0739			
AGE	0.0185	0.1702	-0.1474	0.1194	0.2194		
ASSET	-0.0472	-0.1276	-0.3495	0.0217	-0.1114	0.2401	
SHTYPE	-0.0616	0.0616	-0.3013	0.0752	0.0128	0.2621	0.4224

(OWNSOUR)的系数与控股股东持股比例的系数符号相反,为2.6017(在5%的水平上显著),正好验证了假设2,即我国上市公司控股股东持股比例与择时披露整体呈U型关系。当控股股东表现为利益趋同动机时,控股股东持股比例越高,管理层业绩预告择时披露倾向越低;当控股股东表现为利益侵占动机时,控股股东持股比例越高,管理层业绩预告择时披露倾向越高。在控制变量方面,高管持股比例(MGS)的系数为0.6167,在5%的水平上显著,说明管理层持股会增加其进行业绩预告择时披露的概率,这一点与张馨艺的研究结论一致,即管理层持股基于市值管理会影响业绩预告择时披露。机构投资者持股比例(INST)的系数不显著。总资产对数的系数都是显著为正,说明资产规模越大的公司,越倾向于策略性地选择业绩预告披露时机。实证结果还发现,上市公司实际控制人性质对业绩预告择时披露也有一定的影响,实际控制人性质与业绩预告择时披露行为存在显著的负相关关系,即当实际控制人为国有时,上市公司进行业绩预告择时披露的行为明显减少,说明由于我国国有上市公司实际控制人拥有绝对的控制权,其控制权产生的激励作用大于利益侵占动机,其愿意维护而不是侵占公司利益,这一研究结果与徐向艺的结论相同。研究没有发现年度每股收益、上市年限对业绩预告择时披露有显著影响。

表 4 回归分析结果

Variable	Coefficient	Std.Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.077494	0.890269	-1.210301	0.2262
OWN	-1.916086*	1.107549	-1.730024	0.0836
OWNSOUR	2.601685**	1.338870	1.963195	0.0420
MGS	0.616718**	0.257116	2.398598	0.0165
INST	0.069466	0.198509	0.349940	0.7264
EPS	-0.003969	0.076043	-0.052197	0.9584
ASSET	0.084610**	0.041640	2.031944	0.0422
AGE	-0.007509	0.007766	-0.966851	0.3336
SHTYPE	-0.234973**	0.094944	-2.474875	0.0133

注:*,**分别表示在10%、5%的水平上显著,下同。

3. 进一步研究。基于已有的相关研究结果,投资者对坏消息和好消息的盈余预告表现出不对称反应,对坏消息的反

□ 改革·发展

应更为强烈。所以本文基于以上假设和已有研究成果,在研究控股股东对管理层业绩预告择时披露行为的影响因素时,进一步基于业绩预告消息性质的区分分别研究控股股东对不同消息性质的业绩预告择时披露行为有何影响。

下面将样本区分为好消息组和坏消息组,运用以上模型对结果进行分析,分析结果如表5所示。

自变量 Variable	因变量:CON(0,1)	
	好消息组	坏消息组
C	-0.225698 (-0.189862)	-1.744390 (-1.185761)
OWN	-1.510908 (-1.060024)	-3.666927** (-1.961316)
OWNSOUR	2.341149 (1.357297)	4.434477** (1.959436)
MGS	0.451702** (1.932096)	0.760291 (1.536777)
INST	-0.097356 (-0.387369)	-0.034266 (-0.096334)
EPS	-0.241769** (-2.551007)	-0.208396 (-1.291285)
ASSET	0.065903 (1.183123)	0.096988* (1.612174)
AGE	-0.013498 (-1.349814)	0.011331 (0.826827)
SHTYPE	-0.184069 (-1.525680)	-0.190230 (-1.112377)

注:括号内为z统计值。

实证研究结果显示,在好消息组中,控股股东持股比例与业绩预告择时披露呈U型曲线关系,即 a_1 小于0, a_2 大于0,但是结果不显著。而在坏消息组中,控股股东持股比例与业绩预告择时披露呈U型曲线关系,而且控股股东持股比例的系数和控股股东持股比例平方的系数均在5%的水平上显著,说明上市公司管理层对业绩预告坏消息进行披露时,控股股东基于自身动机对管理层披露行为有显著的影响,即:当控股股东表现为利益趋同动机时,控股股东持股比例越高,管理层业绩预告择时披露倾向越低;当控股股东表现为利益侵占动机时,控股股东持股比例越高,管理层业绩预告择时披露倾向越高。

六、结论与建议

本文基于我国特有的股权高度集中的公司治理结构,以管理层业绩预告择时披露行为为研究对象,试图研究控股股东对管理层业绩预告择时披露产生的影响。研究发现:首先,上市公司业绩预告信息披露存在时机选择现象,管理层更倾向于在交易日披露好消息,而坏消息则更倾向于在周五和休市后披露。其次,随着控股股东持股比例变化而产生的利益趋同和利益侵占动机对业绩预告择时披露产生影响,两者呈U型曲线关系,当控股股东表现为利益趋同动机时,控股股

东持股比例越高,则管理层业绩预告择时披露倾向越低;当控股股东表现为利益侵占动机时,控股股东持股比例越高,则管理层业绩预告择时披露倾向越高。同时,控股股东对管理层业绩预告信息披露行为产生的影响在业绩预告披露坏消息时更为显著。为了进一步促进大股东与中小股东在信息披露中的利益一致性,我们要以提高控股股东的独立性为核心,进一步强化控股股东对上市公司业绩预告信息披露行为的监督作用。只有保持控股股东的真正独立性,才能使其从股东整体利益出发,强化其利益趋同动机,增加全体股东的价值。

主要参考文献:

- Beattie V., M. Jones. Corporate Reporting Using Graphs: A Review and Synthesis[J]. Journal of Accounting Literature, 2008(27).
- Merkel-Davies D., N. Brennan. Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management?[J]. Journal of Accounting Literature, 2007(26).
- Damodaran A.. The Weekend Effect in Information Releases: A Study of Earnings and Dividend Announcements [J]. The Review of Financial Studies, 1989(4).
- 徐洪波. 坏消息业绩预告集中披露现象动因分析——基于归因理论视角[J]. 贵州财经大学学报, 2014(2).
- 谭伟强. 我国股市盈余公告的“周历效应”与“集中公告效应”研究[J]. 金融研究, 2000(2).
- 饶育蕾, 王建新, 苏燕青. 上市公司盈余信息披露是否存在时机选择?——基于投资者有限注意的实证分析[J]. 管理评论, 2012(12).
- 章丹. 双重委托代理理论视角下股权集中与研发投入关系研究——基于托宾Q、现金流和行业调节效应的分析[J]. 财经论丛, 2015(4).
- Grossman S. J., Hart O. D.. Takeover Bids, the Free-rider Problems and the Theory of the Corporation [J]. The Bell Journal of Economics, 1980(1).
- Shleifer A., Vishny R.. Large Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986(3).
- Sengupta P.. Disclosure timing: Determinants of quarterly earnings release dates [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2004(6).
- 高敬忠. 控股股东行为与管理层业绩预告披露策略——以我国A股上市公司为例[J]. 审计与经济研究, 2013(4).
- 张馨艺, 张海燕, 夏冬林. 高管持股、择时披露与市场反应[J]. 会计研究, 2012(6).
- 作者单位: 中南大学商学院, 长沙 410006