管理层自愿披露信息的供需分析

中山大学管理学院　**杨德明**　审计署驻广州特派员办事处　**夏　敏**

【摘要】 本文从理论上分析了管理层自愿披露信息的供需问题。由于规定披露的信息无法满足信息需求者不同的需要,因而资本市场需要管理层自愿披露信息。同时,出于利益的考虑,在一定的制度背景下,公司管理层也存在自愿披露信息的动机。然而,根据市场调查结果显示,管理层往往不愿意披露有关盈利预测的信息,对此本文结合我国资本市场的特殊制度背景做出了解释。

【关键词】 信息　披露　供给　需求

信息披露对资本市场的发展与完善是至关重要的。对信息披露的管制虽然规定了信息披露的最低标准,但仅仅依靠最低标准的信息披露显然无法满足信息需求者不同的需要。因此,从需求的角度来看,公司管理层自愿披露的信息可以满足信息需求者不同的需要。Healy等等(2001)指出,从供给角度来看,公司管理层存在自愿披露信息的动机。

本文以盈利预测为例,分析了我国资本市场管理层自愿披露信息的问题。我们发现,管理层普遍不愿意披露盈利预测。对此,本文结合我国资本市场的特殊的制度背景做出了解释。

一、自愿披露的需求分析

信息披露对资本市场的发展与完善是至关重要的。Healy等等(2001)认为,信息披露有助于解决逆向选择问题和代理问题。

逆向选择问题是由于管理层与公司其他利益群体之间存在信息不对称的情况以及目标函数不一致而产生的。逆向选择问题的存在有可能导致资本市场的崩溃。在不了解公司真实业绩的情况下,投资者只能以某种市场预期(如市场上该行业价值的平均值)对公司进行估价,并依据估价进行交易。那些价值被高估的公司显然愿意与投资者进行交易,而那些价值被低估的公司就有可能选择退出。投资者了解这种情况后,会进一步降低估价,这使得交易的进行变得更加困难。那些价值高于市场预期的公司如果不愿意退出,就可能披露更多的信息来修正市场预期,进而起到提高股价的作用。充分的信息披露有助于降低管理层与公司其他利益群体间的信息不对称程度,进而降低逆向选择问题发生的可能性。

代理问题的产生与现代企业中的委托代理机制有关。现代企业是建立在委托代理机制下公司不同利益群体间一系列契约的联结上的。在非对称的信息环境下,由于外部所有者(委托人)无法跟踪监督经营者(代理人)的行为,后者可能会偏离股东财富最大化的目标,选择使自己利益达到最大化的经营决策,产生道德风险问题,导致了代理成本的产生。委托人可以通过为代理人提供一组激励契约,以激励代理人按照股东财富最大化的目标工作。由于委托人无法观测到代理人的行为,只能依据若干可以观测的代理人业绩为代理人提供一组补偿契约,以此来激励代理人按照股东财富最大化的目标工作。代理人的行为影响业绩的概率分布,但并不能完全决定业绩。委托人可以了解代理人的业绩(如会计利润等指标),并依据业绩来推测代理人的行为。由于业绩并不能完全真实反映代理人的行为,因而委托人可能会错误地判断代理人的行为。此时,当委托人设计一组最优契约时就面临着激励与风险的权衡:要激励代理人努力工作,必须给予代理人一定的风险溢金,使代理人承担一定的风险,而这使得帕累托最优的风险分担无法实现。此时,只能形成一种次优的契约,由代理人与委托人共担风险。充分的信息披露对契约的设计是非常重要的,它起到了降低公司代理成本的作用:一方面,充分的信息披露可以减少契约执行中委托人的监督成本;另一方面,充分的信息披露可以减少委托人错误地判断代理人行为的风险,从而减少代理人承担的风险。

对信息披露的管制在一定程度上有助于促使管理层披露更多的信息,然而管制的存在并不见得能解决信息披露不足的问题。Beaver(1998)的分析认为,对信息披露的管制形成了信息披露的最低标准,从而降低了投资者间信息不对称的程度。这意味着财富在不同投资者间的重新分配,但并不意味着社会福利的改进。Stigler(1971)则认为,管制者是谋求政治支持度最大化的理性人,因而管制者往往会谋求政治支持度最大化,而不是以提高社会福利为目标去提供管制。即使我们假定管制者以提高社会福利为目标去提供管制,由于管制者并不完全了解投资者究竟需要多少信息、需要什么信息,因此管制也不见得能够达到提高社会福利的目标。因此,在信息供给未实现帕累托最优时,管理层自愿披露的信息就显得十分必要。

二、自愿披露的供给分析

Healy等等(2001)总结了若干学者的研究成果,提出了管理层存在自愿披露动机的几个假设。这些假设是:

1.资本市场有效运行假设。该假设认为,由于信息不对称的存在,投资者在诸多不确定因素下投资往往面临很大的风

险。为规避风险,投资者可能不愿意交易,公司的融资成本将变得很高。因此,那些要对外发行股票与债券的公司为了降低公司融资成本,管理层往往有动机自愿披露信息以降低信息不对称程度。

2.公司控制权竞争假设。该假设认为,如果股价下跌与业绩下降会给管理层带来失业风险,那么管理层就会依赖公司的披露政策来降低公司价值被低估的可能性。大量实证研究的结果表明,管理层的更换往往与低劣的经营业绩有关,而低劣的经营业绩往往会导致敌意收购,进而致使管理层被更换。因此,当管理层面临较大的控制权竞争压力时,管理层就会依赖自愿披露的信息来降低公司业绩被低估的可能性。

3.股票报酬假设。该假设认为,在一些公司,管理层报酬往往与股票报酬计划相联系,如股票期权、优惠购股权等。这些公司的管理层收入直接或间接与股价相关,管理层就有动机去影响股价以提高报酬。由于管理层自愿披露的信息是具有一定价值的,而且管理层披露的信息往往比市场分析师的预测更为准确,因此管理层自愿披露往往可以成为管理层影响公司股价的一种重要方式。

4.诉讼成本假设。该假设认为,诉讼成本的威胁对管理层披露政策的选择主要有两方面的影响。首先,针对管理层不充分、不及时的信息披露的法律约束会要求管理层增加自愿披露;其次,诉讼风险的存在又会影响管理层自愿披露的动机。Skinner(1994)的分析认为,由于股价在年报公布时大幅度地下跌,可能会引发诉讼风险并给管理层带来声誉上的损失,那些持有不利预期的管理层有着预先披露不利信息的动机,以规避未来的诉讼风险和减少声誉上的损失。

5.管理层传递才能假设。该假设认为,富有才能的管理者自愿披露盈利信息以显示他们的才能,公司的市场价值往往被投资者用于判断管理层的能力,如果投资者判断出管理层确实有利好消息,他们会更愿意相信管理层,从而使公司价值相应提高。

6.外部成本假设。信息是具有外部性的,因此如果披露的信息会导致公司竞争地位的下降(如导致竞争对手的进入),管理层可能会不愿意披露;反之,如果披露的信息具有正外部性,管理层就会很乐意披露。

三、自愿披露的实证分析

笔者统计了从2001年3月15日至2002年3月15日(以下简称为第一年度)新上市公司(共130家)的招股说明书中披露盈利预测的情况,选择披露的公司共52家,占总体的比例为40%。从2002年3月16日至2003年3月15日(以下简称为第二年度)新上市的公司共79家,其中披露盈利预测信息的公司为17家,占总数的21.5%。

这表明绝大部分上市公司管理层不愿意披露盈利预测信息,或者说我国上市公司管理层自愿披露的盈利预测信息存在供给不足的问题。为什么会出现这种现象呢?笔者统计了从1990年至2002年IPO公司(A股)盈利预测误差情况,统计结果见下表。

从表格的统计结果来看,IPO公司盈利预测误差较大:①强制披露下(2001年3月15日之前)每年盈利预测误差(平均值)都超过10%,其中1997年误差(平均值)甚至超过了30%,最大误差甚至接近400%;②从2001年起盈利预测误差大幅下降,这表明在自愿披露环境下,管理层为规避风险往往在较有把握的情况下才会选择披露。

IPO公司(A股)盈利预测误差统计表

上市时间	IPO公司	平均值	中位值	最大值	最小值
1990~1995	302	0.145	0.039	3.68	−0.976
1996	200	0.102	0.096	1.275	−0.913
1997	200	0.312	0.259	2.709	−0.926
1998	105	0.213	0.175	3.075	−0.977
1999	98	0.142	0.072	3.942	−0.639
2000	131	0.161	0.08	2.155	−0.836
2001	56	0.073	0.032	2.397	−0.955
2002	20	0.058	0.018	0.385	−0.238

注:盈利预测误差=(实际盈利数−预测盈利数)/实际盈利数。

盈利预测误差较大决定了盈利预测信息可靠性不强,从而必然影响信息使用者对盈利预测信息的需求。虽然从2001年3月15日起,管理层可以自行决定是否披露盈利预测信息,而盈利预测信息的可靠性也有了较大提高,但在长期强制披露环境下扭曲的供需关系不可能在短期内得到以迅速调整,投资者也不可能在短期内改变不相信管理层盈利预测的立场。既然投资者往往不会相信管理层盈利预测信息,管理层盈利预测信息就不可能改变投资者的决策,也就不具有信息含量,该信息也就无法改变公司股票的价格。退一步说,即使该信息能够影响公司股票的价格,但由于在我国上市公司中存在较为普遍的高管"零持股"现象,管理层盈利预测信息实际上无法直接影响管理层的收益,这导致了管理层自愿披露盈利预测信息的动机不足。

此外,在我国资本市场中,信息需求群体未能真正形成。对于控股股东而言,长期股权分置导致上市公司盈利状况、股票价格与控股股东收益并不直接相关,控股股东真正关心的往往是融资配股、发行溢价等问题,而不是真正关心上市公司的业绩及相关信息。对于机构投资者和广大中小投资者来说,他们更关心的是股票交易的短期收益以及股市可能存在的投机机会。因而,他们对上市公司业绩及相关信息的需求也并不强烈。而需求不足又大大影响了管理层披露的积极性,如此恶性循环,使得盈利预测信息呈现出供给不足的现状。

主要参考文献

①Akerlof G.The market of "lemons":quality uncertainty and market mechanism.Quarterly Journal of Economics,1970;90

②G Stigler. The theory of economics regulation. Bell Journal of Economics(Spring),1971

③Healy P,Palepu K.Information asymmetry,corporate disclosure,and the capital markets:A review of empirical disclosure literature. Journal of Accounting and Economics,2001;31

④Leftwich R.Market failure fallacies and accounting information. Journal of Accounting and Economics,1980;2