

大股东持股比例与分析师盈余预测偏差

宁冠盈

广州大学管理学院, 广东 广州

收稿日期: 2023年12月3日; 录用日期: 2023年12月13日; 发布日期: 2024年1月16日

摘要

当大股东持股比例增加时,是增强对管理层的监督,披露高质量的信息,还是与其合谋来获得更多收益,从而隐藏企业真实的信息?不同类型的信息会影响分析师盈余预测。本文以2012~2022年沪深A股上市公司为样本,探讨大股东持股比例与分析师盈余预测偏差的关系。研究结果发现,随着大股东持股比例的增加,在公司治理层面发挥的积极作用会增强,有效保障企业披露财务信息的质量,分析师盈余预测偏差会减少。异质性检验发现,当企业的内部控制水平低、信息不透明和审计质量较低时,大股东持股比例与分析师盈余预测偏差的负相关关系越显著。本文从分析师预测视角丰富了大股东在公司治理中的作用,有利于公司信息质量的改善。

关键词

分析师盈余预测偏差, 大股东持股比例, 监督作用

Majority Shareholder Ownership and Analyst Surplus Forecast Deviation

Guanying Ning

School of Management, Guangzhou University, Guangzhou Guangdong

Received: Dec. 3rd, 2023; accepted: Dec. 13th, 2023; published: Jan. 16th, 2024

Abstract

With the increase of the share of major shareholders, will they strengthen the supervision of the management and disclose high-quality information, or will they conspire with them to obtain more profits and hide the real information of the company? Different types of information affect analysts' surplus forecasts. This paper explores the relationship between the shareholding ratio of major shareholders and analysts' surplus forecast bias using a sample of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2012 to 2022. The results find that as the proportion of majority

shareholders' ownership increases, the positive role played at the level of corporate governance will be enhanced, the quality of financial information disclosed by firms will be effectively safeguarded, and analysts' surplus forecast bias will be reduced. The heterogeneity test shows that when the firm's internal control level is low, the information is not transparent and the audit quality is low, the more significant the negative correlation between the proportion of majority shareholders' ownership and analysts' surplus forecast bias. This paper enriches the role of large shareholders in corporate governance from the analyst forecasting perspective, which is conducive to the improvement of corporate information quality.

Keywords

Analysts' Surplus Forecast Deviation, Large Shareholders' Ownership, Supervisory Role

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

分析师凭借专业的知识与信息累积,通过整理企业的经营与财务信息后发布的预测报告能够向投资者提供更多的增量信息,缓解企业与投资者之间的信息不对称[1],有利于信息使用者做出正确的决策,进而提高整个市场的配置效率[2]。作为信息传递重要的一环,分析师在资本市场中发挥着不可替代的作用,分析师发布的预测报告信息是其工作的重要产出,因此有关预测报告准确性的影响因素是重要话题[3]。信息作为分析师预测的前提,其获得的难易程度和质量高低都会对预测报告的准确性产生重要影响。由于发布高质量的预测报告能够获得声誉和投资者信赖,因此分析师有强烈的动机搜寻更多公司的私有信息,给投资者带来增量价值。

公司的大股东虽然不参与企业具体的业务经营,但却掌握公司重大的决策权。现有研究发现大股东持股比例会对公司的股价崩盘风险[4]、盈余质量[5]、现金持有水平[6]等方面产生影响,大股东持股与分析师盈余预测之间的关系还缺乏研究。管理层出于构建自身商业帝国的动机可能会损害大股东的利益,但随着持股比例的增加,大股东会加强对管理层的监督,进而保证较高的信息披露水平。大股东也可能与管理层进行合谋,隐藏企业真实的经营信息,进而影响分析师预测。具体何种效应会对分析师盈余预测产生较大影响,目前还没有确切定论,需要进一步进行探讨。

本文可能的贡献如下:第一,从分析师盈余预测偏差的视角,拓展了股权集中度对公司信息披露质量的影响,丰富了大股东持股比例的相关研究。第二,目前关于大股东对分析师盈余预测偏差的研究较少,本文从大股东持股视角出发拓展了影响分析师盈余预测偏差的重要因素。第三,作为公司治理的重要组成部分,大股东的行为会对公司的决策、信息披露产生重要影响,分析师将获得的相关信息传递给投资者,通过研究大股东与分析盈余预测偏差的关系,能够丰富对大股东行为的认识,有效引导资本市场健康发展。

2. 理论分析与假设提出

已有研究发现公司层面的经营信息会对分析师预测行为产生影响[7]。大股东作为公司治理的组成部分,他们的利益和目标会对公司的战略结构,业务经营、投资决策等方面产生影响,因此会影响分析师预测水平。但是大股东持股比例与分析师预测准确性的关系还存在不确定性。所有权与经营权分离是现

代公司最根本的制度[8]，大股东作为企业的实际控制人通常不参与企业的经营决策，委托管理者进行经营管理。委托代理理论指出由于所有权与经营权的分离催生了第一类代理问题，管理者出于自利的动机可能会进行盈余管理行为，此时企业真实的消息就被隐藏，对于分析师预测产生较大的阻碍。当企业的股权集中度较低时，股东按照持股比例分享企业的利润，但是监督管理层的成本由其个人承担，出于监督管理层增加的成本与获得利润的权衡，会减弱股东监督的积极性，从而加剧二者的代理问题[9]。随着持股比例的增加，股东可分享的权益份额变多，此时监督和约束管理层的积极性会增强，能够有效制止管理层的机会主义行为，提升公司的信息披露质量[5]，从而增强分析师预测的准确性。王化成等(2015)也指出，当企业的第一大股东持股比例增加时，与中小股东的利益会趋于一致[4]，会减少损害中小股东利益的行为，能够有效减弱其隐藏公司负面消息的动机，有助于分析师做出准确的预测。

但是持股比例的持续增加，也会出现“一股独大”的现象。中小股东按照持股比例分享企业的剩余权益，由于无法接触到企业核心的经营管理，与大股东的信息出现偏差，因此大股东会侵害他们的利益，此时控股股东与中小股东的代理问题会出现。由于缺乏对企业日常经营活动的了解，大股东会选择与管理者进行合谋来侵害中小股东利益，以获取控制权私人收益。余明桂(2004)的研究指出，控股比例的增加会导致企业的关联交易增多[10]。这种利益驱使形成的合作关系会减弱大股东的监督功能，为了避免掏空行为被发现，大股东会隐藏真实信息，披露错误信息，进而影响分析师的盈余预测。

基于上述讨论，本文提出竞争性假设：

H1：随着大股东持股比例增加，分析师盈余预测的准确性越高。

H2：随着大股东持股比例增加，分析师盈余预测的准确性越低。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选取 2012~2022 年沪深 A 股上市公司作为研究对象，并对样本观测值进行如下处理：(1) 剔除 ST 和 *ST 公司(2)剔除数据缺失样本。最终，本文共获得 16911 个观测值。为了避免极端值的影响，本文对所有连续变量进行了 1% 的缩尾处理，文中所需数据来自 CSMAR 数据库。

3.2. 变量设计

3.2.1. 被解释变量

借鉴林钟高和朱杨阳(2021)的计算方法，仅保留分析师在会计度进行的最后一次预测样本，并剔除每股预测盈余和实际盈余缺失的样本[11]，具体的计算如公式(1)所示：

$$Error_{it} = \frac{Abs[Mean(Feps_{it}) - Meps_{it}]}{Abs(Meps_{it})} \quad (1)$$

其中， $Meps_{it}$ 是公司当年的实际盈余， $Feps_{it}$ 是分析师预测的每股盈余。该指标取值越大，说明分析师的盈余预测偏差越大。

3.2.2. 解释变量

借鉴王化成等(2015)，使用第一大股东持股比例来衡量解释变量[4]。

3.2.3. 控制变量

根据研究需要，使用公司规模(总资产的对数)、公司成长性(销售收入增长率)、盈余波动性(近三年净资产收益率的标准差与均值之比)、托宾 Q、企业性质、资产负债率(总负债/总资产)、流动比率(流动资产/流动负债)作为控制变量。

3.3. 模型构建

本文使用 OLS 模型进行实证分析大股东持股比例与分析师盈余预测偏差的关系，构建的具体模型如等式(2)所示：

$$Error_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TopHold_{it} + \alpha_2 Controls + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，被解释变量 *Error* 是分析师盈余预测偏差，其值越大，说明分析师对某公司的预测偏差越大，准确性越低。解释变量是大股东持股比例 *TopHold*，其值越大，说明大股东持股比例越高。*Controls* 是其他影响分析师盈余预测偏差的相关变量。出于稳健性考虑，本文控制了年度和行业固定效应，并且在公司层面进行聚类处理。回归结果重点关注 α_1 ，如果其值为负，则说明随着大股东持股比例的增加，分析师盈余预测偏差会减少，即大股东会发挥监督功能，能够有效约束管理层隐藏企业真实信息的行为，增强企业披露信息的真实和准确性。

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

表 1 是本文主要变量的描述性统计，其中第一大股东持股比例的最小值是 0.09，最大值是 0.74，说明不同企业的大股东持股情况存在较大差异。分析师盈余预测偏差的最小值是 0.007，最大值是 32.50，差额较大，进一步说明了研究分析师盈余预测偏差成因的重要性。从控制变量的描述来看，流动比率的均值是 1.996，最小值是 0.307，最大值是 9.942。盈利波动性的均值是 1.201，其余控制变量与现有文献保持一致。

Table 1. Descriptive statistics

表 1. 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>TopHold</i>	16911	0.341	0.147	0.0909	0.743
<i>Error</i>	16911	2.340	4.930	0.00671	32.50
<i>Q</i>	16911	1.996	1.257	0.822	7.957
<i>Age</i>	16911	12.36	6.566	4	27
<i>Soe</i>	16911	0.416	0.493	0	1
<i>ylbdx</i>	16911	1.201	3.104	0.0203	23.74
<i>Ldbl</i>	16911	1.996	1.583	0.307	9.942
<i>Size</i>	16911	22.78	1.284	20.46	26.67
<i>Lev</i>	16911	0.453	0.192	0.0749	0.867
<i>Growth</i>	16911	0.155	0.368	-0.511	2.225

4.2. 相关系数分析

表 2 报告了本文主要变量的相关性分析。从表中的结果可以发现，在不考虑其他相关因素的情况下，大股东持股比例与分析师盈余预测偏差的相关性系数为-0.058，并且在 1% 的统计水平上显著负相关，相关系数结果初步支持假设中的 H1，即随着股东持股比例的增加，发挥的监督作用越强，企业披露的信息越准确，分析师盈余预测偏差越小。并且产权性质、盈余波动性等其他变量与分析师盈余预测偏差的关系都显著，说明本文选取的控制变量是合理的。

Table 2. Correlation analysis

表 2. 相关性分析

变量	Ferror	TopHold	Q	Age	Soe	ylbdx	Size
Ferror	1.000						
TopHold	-0.058***	1.000					
Q	-0.053***	-0.083***	1.000				
Age	-0.064***	0.100***	-0.219***	1.000			
Soe	-0.032***	0.301***	-0.220***	0.461***	1.000		
ylbdx	0.112***	-0.060***	-0.049***	-0.027***	-0.025***	1.000	
Ldbl	-0.010	-0.081***	0.361***	-0.195***	-0.201***	-0.070***	
Size	-0.095***	0.273***	-0.418***	0.404***	0.361***	-0.053***	1.000

4.3. 多元回归分析

根据回归模型 2 检验大股东持股比例与分析师盈余预测偏差的关系，具体的回归结果如表 3 所示。列(1)为仅加入自变量大股东持股比例的结果，回归系数为-1.951，且显著性水平达到 1%，表明当大股东持股比例每增加 1%，分析师盈余预测偏差减少 1.951 个百分点。第 2 列是在加入控制变量，并控制年度和行业固定效应后的回归结果。回归系数为-0.81，并且在 5%的水平上显著，支持本文的假设 H1，即大股东持股比例增加显著降低了分析师盈余预测偏差。

Table 3. Major shareholder shareholding and analyst earnings forecast

表 3. 大股东持股与分析师盈余预测

	(1)	(2)
	<i>Error</i>	<i>Error</i>
<i>TopHold</i>	-1.951*** (-7.588)	-0.810** (-2.451)
Q		-0.375*** (-10.339)
Age		-0.025*** (-3.284)
ylbdx		0.128*** (8.551)
Ldbl		0.125*** (3.028)
Size		-0.543*** (-11.611)
Lev		3.008*** (8.027)
Growth		-1.676*** (-14.498)
Soe		-0.002 (-0.016)
_cons	3.006*** (31.439)	15.455*** (14.361)
Ind	No	Yes
Year	No	Yes
N	16911	16911
R ²	0.003	0.067

注：***、**、*分别代表在 1%、5%、10%的水平上显著。括号中为企业层面聚类稳健标准误的 t 统计量。

4.4. 异质性分析

4.4.1. 内部控制

内部控制的基本目标是保证企业正常经营的合法性，为财务报表使用者提供高质量信息。内部控制水平较高的企业具有合理的治理结构，能够有效缓解管理层与大股东的代理问题，减少管理层出于自利动机进行盈余管理的机会主义行为。企业拥有高质量的内部控制水平能够向市场传达公司的财务信息较可靠的积极信号[12]，分析师能够根据企业内部控制的具体情况，准确判断企业使用的会计政策和呈现的信息质量[13]，从而有效降低预测偏差。参考现有文献，使用迪博内部控制指数来衡量企业的内部控制水平。如表4的列(1)和列(2)所示，大股东持股比例与分析师盈余预测偏差的负相关关系在内部控制水平较低的企业更显著。

4.4.2. 信息透明度

当企业的信息透明度较低时，分析师需主动甄别进行预测所需的会计信息，进而加大分析师进行盈利预测的难度。当公司的信息透明度较高时，能够减少公司与外部信息使用者的信息不对称程度，确保公司信息在信息使用者之间高效而无误的传达，能够有效降低分析师进行信息收集的成本。并且较高的信息透明度会加大外部投资者对公司管理层的监督，有效约束管理层的盈余管理行为，增加公司信息的可信赖程度，减弱分析师盈余预测的偏差。因此，本文估计大股东增加持股比例发挥的监督作用在公司信息透明度较低时更显著。参考戴泽伟和潘松剑(2018)，以企业过去三年操控性应计利润绝对值之和度量信息透明度，其值越大表示公司盈余管理水平越高，信息越不透明[14]。如表4所示，大股东持股与分析师盈余预测偏差的负相关关系在信息透明度水平较低时更显著。

4.4.3. 审计质量

会计师事务所作为公司外部治理的一部分，能够有效监督企业的经营管理活动，有效促进企业披露高质量的会计信息，进而影响分析师盈余预测水平。分析师进行盈余预测时，使用较多的信息是公司披露的财务报表，因其与其他私有信息相比，具有较低的获取成本，并且公司发布的财务报表经审计师审核，具有较高的质量，会减弱分析师预测的偏差[15]。因此，审计质量的高低会对分析师预测的准确性产生影响。高质量的审计师利用行业经验以及专业知识能够甄别企业存在的虚假信息，提高企业信息的真实性和准确性，降低分析师预测的难度。本文以是否有“四大”进行审计来判断公司的审计质量高低，并且从表4的列(5)和列(6)可知，大股东持股与分析师盈余预测偏差的负相关关系在审计质量较低时更显著。

Table 4. Heterogeneity test

表 4. 异质性检验

	被解释变量: Ferror					
	内部控制水平		信息透明度水平		是否由“四大”审计	
	较高	较低	较高	较低	是	否
TopHold	-0.305 (-0.955)	-1.044** (-1.997)	-0.276 (-0.678)	-1.320*** (-2.737)	-1.287 (-1.426)	-0.811** (-2.247)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	10.026*** (11.141)	14.994*** (7.304)	13.183*** (9.571)	17.990*** (11.426)	12.273*** (4.126)	15.065*** (11.844)
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8453	8458	8442	8469	1369	15542
R ²	0.086	0.053	0.074	0.072	0.105	0.066

注：***、**、*分别代表在1%、5%、10%的水平上显著。括号中为企业层面聚类稳健标准误的t统计量。

5. 稳健性检验

为了缓解可能出现的内生性问题，本文进行了三种稳健性检验。(一) 本文将大股东持股比例滞后一期进行回归，回归结果如表 5 的列(1)所示，与前述结论保持一致。(二) 本文在“行业-年度”和“省份-年度”层面重新进行聚类来验证本文的结论，结果保持不变，如表 5 的列(2)和列(3)所示。(三) 本文进行 PSM 检验。按照年度二分位数生成大股东持股虚拟变量，将持股比例较高的组作为处理组，其余作为对照组，并将相关控制变量作为匹配变量，使用匹配半径为 0.05 的 1:1 近邻且无放回的方法进行匹配，结果如表 5 的第(4)列所示，结论保持不变。

Table 5. Robustness test

表 5. 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Error</i>	<i>Error</i>	<i>Error</i>	<i>Error</i>
<i>L.TopHold</i>	-0.797** (-2.200)			
<i>TopHold</i>		-0.810*** (-2.760)	-0.810*** (-2.894)	-0.994** (-2.257)
控制变量	控制	控制	控制	控制
_cons	16.429*** (12.907)	15.455*** (14.530)	15.455*** (15.028)	15.794*** (10.291)
Ind/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Clustering Method	Firm	Industry-Year	Province-Year	Firm
<i>N</i>	13446	16911	16911	8450
<i>R</i> ²	0.070	0.067	0.067	0.067

注：***、**、*分别代表在 1%、5%、10%的水平上显著。括号中为企业层面聚类稳健标准误的 t 统计量。

6. 研究结论

作为公司治理的组成部分，大股东持股比例会对公司的战略结构、业务经营、投资决策等方面产生重要影响，但鲜有研究探讨随着大股东持股比例的增加，究竟是提升公司信息的质量，还是披露虚假信息，进而对分析师盈余预测水平产生不同影响。本文利用 2012~2022 年我国沪深 A 股上市公司的数据，实证检验了大股东持股比例对分析师盈余预测偏差的影响。实证结果显示，随着大股东持股比例的增加，对管理层的监督作用会加强，进而有利于分析师进行盈余预测，减少预测发生错误的概率。异质性检验结果发现，当企业的内部控制水平较差、信息透明度越低、审计质量水平较低时，大股东发挥的监督作用越强，对分析师盈余预测偏差产生的积极影响越显著。

本文的研究结果具有一定的理论意义和现实意义。从理论层面，本文从分析师盈余预测偏差这一独特视角实证检验了大股东持股在公司治理层面发挥的重要作用，丰富了大股东持股方面的文献。作为资本市场信息传递重要的一环，分析师提供的预测信息能否成为投资者决策时的参考，是考核分析师能力高低的重要指标。本文从大股东强化监督作用的角度出发，指出大股东持股比例的增加会提高公司披露的信息质量，进而增强分析师盈余预测的准确性，丰富了影响分析师盈余预测的相关因素。从现实层面，本文的研究结论对信息使用者，监管者等资本市场各利益相关者都具有重要启示。适度的股权集中能够改善企业的信息环境，强化股东的监督作用，及时发现管理者为达到自身利益最大化所披露的虚假信息，能够有效保证披露信息的真实性和准确性，有利于公司信息质量的改善，有效引导资本市场的健康发展。

参考文献

- [1] 曹新伟, 洪剑峭, 贾琬娇. 分析师实地调研与资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. 经济管理, 2015, 37(8): 141-150.
- [2] 方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. 金融研究, 2007(6): 136-148.
- [3] 杨楠, 洪剑峭. 分析师团队能提高盈余预测准确性吗? [J]. 经济管理, 2019, 41(6): 157-175.
- [4] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015(2): 45-57+187.
- [5] 王化成, 佟岩. 控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察[J]. 会计研究, 2006(2): 66-74+97.
- [6] 黄冰冰, 马元驹. 股权集中度对现金持有的影响路径——基于大股东占款的中介效应[J]. 经济与管理研究, 2018, 39(11): 131-144.
- [7] 蔡卫星, 曾诚. 公司多元化对证券分析师关注度的影响——基于证券分析师决策行为视角的经验分析[J]. 南开管理评论, 2010, 13(4): 125-133.
- [8] 倪慧萍, 王跃堂. 大股东持股比例、股权制衡与审计师选择[J]. 南京社会科学, 2012(7): 30-36.
- [9] 黄薏舟, 王维. 大股东持股比例与企业金融化: “监督”还是“合谋” [J]. 财会月刊, 2022(2): 43-52.
- [10] 余明桂, 夏新平. 控股股东、代理问题与关联交易: 对中国上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2004(6): 33-38+61.
- [11] 林钟高, 朱杨阳. 信息披露监管模式变更影响分析师预测行为吗?——基于分析师预测准确度与分歧度的视角[J]. 会计与经济研究, 2021, 35(5): 62-78.
- [12] 林钟高, 丁茂桓. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017(4): 73-80+96.
- [13] 王运陈, 李明, 唐曼萍. 产权性质、内部控制与会计信息质量——来自我国主板上市公司的经验证据[J]. 财经科学, 2015(4): 97-106.
- [14] 戴泽伟, 潘松剑. 僵尸企业的“病毒”会传染吗?——基于财务信息透明度的证据[J]. 财经研究, 2018, 44(12): 138-150.
- [15] 高瑜彬, 廖芬, 刘志洋. 异常审计费用与证券分析师盈余预测有效性——基于我国 A 股上市公司的证据[J]. 审计研究, 2017(4): 81-88.