

投资者情绪与管理层业绩预告策略^{*}

王俊秋,花贵如,姚美云

(华东理工大学 商学院,上海 200237)

摘要:文章以管理层业绩预告为研究对象,实证分析了宏观市场层面的投资者情绪对微观企业信息披露策略的影响。研究发现,在不同的情绪期,管理层选择了不同的业绩预告策略。与情绪高涨期相比,当投资者情绪低落时,管理层自愿发布业绩预告的动机更强,而且业绩预告精确性更高;为了修正投资者对未来业绩的悲观预期,管理层的业绩预告更为乐观。此外,管理层对坏消息更可能持乐观态度,尤其在市场情绪低落期,这种乐观倾向更加显著。上述结果表明,除了微观企业层面因素外,宏观市场层面的投资者情绪也会影响上市公司的信息披露策略。

关键词:投资者情绪;业绩预告策略;预告精确性;预告态度

中图分类号:F230;F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)10-0076-15

一、引言

上市公司业绩预告披露的策略性选择行为日益受到学术界的关注。大量研究表明,为了影响股票定价、降低坏消息的负面反应,管理层更可能选择在休市或周末披露坏消息以减少投资者关注(Doyle 和 Magilke, 2009;张馨艺等, 2012);为了实现股票激励最大化,管理层策略性地选择了业绩预告披露时间(Aboody 和 Kasznik, 2000;Dimitrov 和 Jain, 2011);为了规避诉讼风险和降低诉讼成本,管理层也会对业绩预告的披露方式进行策略性选择(Skinner, 1994;Rogers 和 Stocken, 2005)。上述文献主要从微观企业视角考察管理层的业绩预告策略。近期,国外学者开始关注市场层面的投资者情绪及其引致的股票错误定价对企业信息披露行为的影响(Bergman 和 Roychowdhury, 2008;Brown 等, 2012)。

投资者情绪是指投资者对未来预期的系统性偏差。行为金融理论认为,投资者并非完全理性,资本市场上投资者高涨或低落的情绪会导致股票价格系统性地偏离其基础价值(Baker 和 Wurgler, 2006)。不仅如此,投资者情绪也会影响公司资本投资、股利分配和信息披露等决策(Bergman 和 Roy-

收稿日期:2013-02-26

基金项目:国家自然科学基金项目(71172079);教育部人文社会科学研究青年项目(10YJC630239)

作者简介:王俊秋(1970—),女,江苏南通人,华东理工大学商学院副教授,博士;

花贵如(1979—),男,安徽舒城人,华东理工大学商学院讲师,博士;

姚美云(1987—),女,浙江宁波人,华东理工大学商学院硕士研究生。

chowdhury, 2008; Polk 和 Sapienza, 2009; 花贵如等, 2011; Brown 等, 2012)。而作为一个新兴加转轨市场, 中国资本市场投资者情绪波动较大, 投资者对信息的反应表现出投机性强、换手率高、羊群效应大等非理性特征, 导致上市公司股价严重偏离其基础价值。那么, 在中国资本市场, 管理层会采取何种信息披露策略来应对投资者情绪引致的股票错误定价, 这是监管部门、学术界和实务界共同关注的重要问题, 但目前尚没有得到很好的解答。

从 1998 年开始, 我国证券监管部门强制推行业绩预告制度。截至 2008 年, 业绩预告制度规定, 上市公司亏损、扭亏、业绩发生大幅变动时需要提前以临时公告的形式进行业绩预告。尽管我国的业绩预告制度具有一定的强制性, 但是管理层在业绩预告披露内容和披露方式等方面仍有较大的选择空间。此外, 一些非强制披露业绩预告的上市公司也自愿披露了业绩预告信息。基于此, 本文以 2005 年第 1 季度至 2011 年第 1 季度的管理层业绩预告为研究对象, 从是否自愿披露业绩预告、业绩预告精确性和业绩预告态度等方面来衡量管理层的业绩预告行为, 实证分析了宏观市场层面的投资者情绪对微观企业信息披露策略的影响。研究发现, 在不同的情绪期, 管理层选择了不同的业绩预告策略, 即存在一定程度的策略性选择。

本文可能的贡献主要体现在: 第一, 国内现有相关研究大多关注投资者情绪对资产价格的影响, 主要从资本投资、股利分配等角度考察投资者情绪的经济后果, 本文则从信息披露视角检验投资者情绪的经济后果, 从而丰富了有关中国资本市场投资者情绪的研究文献。第二, 本文将投资者情绪与上市公司的业绩预告行为联系起来, 运用行为金融理论解释了宏观市场层面的投资者情绪对微观企业信息披露策略的影响, 从而拓展了有关信息披露尤其是业绩预告的研究文献。第三, 本文的研究结论有助于投资者和监管部门识别不同情绪期管理层的信息披露策略, 对于监管部门加强对上市公司信息披露行为的监管、保护投资者利益具有重要的参考价值。

二、文献回顾

管理层业绩预告在资本市场扮演着重要角色。现有文献表明, 管理层业绩预告具有显著的信息含量, 有助于减少公司与投资者之间的信息不对称程度; 业绩坏消息预警可以降低公司的诉讼风险 (Hirst 等, 2008); 管理层业绩预告信息还能影响证券分析师的盈余预测行为, 显著改善资本市场信息环境 (王玉涛和王彦超, 2012)。因此, 管理层业绩预告主要存在三大动机: 资本市场动机、薪酬激励动机和规避诉讼风险动机 (Hirst 等, 2008)。基于上述动机, 具有信息优势的管理层一般会对业绩预告的披露时间和披露方式进行策略性选择。

现有研究支持管理层业绩预告择时的观点, 即管理层会选择不同的时点披露好消息和坏消息。例如, 好消息提前披露或大多在交易时间披露, 坏消息

延迟披露或更可能在收市后发布。Doyle 和 Magilke(2009)发现,相对于星期一至星期四,星期五发布的盈余公告包含更多的负面消息。之所以选择在休市或周五披露坏消息,是因为管理层认为在这些时点媒体关注度较低、投资者注意力受到限制,从而可以减少坏消息的负面市场反应。此外,基于薪酬激励动机,管理层倾向于在授予日前集中披露坏消息以降低股票期权的执行价格(Aboody 和 Kasznik 和 2000);为了缓解来自股东的压力,管理层选择在年度股东大会前披露利好的盈余预测,尤其是过去业绩表现不佳、机构持股比例和管理层薪酬较高的公司(Dimitrov 和 Jain,2011)。张馨艺等(2012)也发现中国 A 股市场上业绩预告的择时行为,即好消息更可能在交易日披露,坏消息则更倾向于在休息日披露以减少投资者关注。

除了策略性地选择业绩预告的披露时间外,管理层也会策略性地选择业绩预告的披露方式。例如,为了提高股票价格,管理层对于好消息采用了较为精确的点预测和区间预测(Penman,1980),并附上可核实的前瞻性报表(Hutton 等,2003)。为了规避诉讼风险和降低诉讼成本,管理层倾向对于坏消息采用较为模糊的定性陈述方式(Skinner,1994)。当投资者对信息披露质量的甄别能力较弱时,财务状况不佳的公司管理层更可能发布乐观的业绩预告信息(Rogers 和 Stocken,2005)。

投资者情绪对资产定价的影响是金融学领域长期关注的焦点问题。随着有关投资者情绪研究的深入,国外学者试图解释投资者情绪及其引致的错误定价与企业信息披露策略之间的关系。Bergman 和 Roychowdhury(2008)发现,当市场情绪低落时,为了纠正投资者对未来的悲观预期,管理层会增加盈余预告好消息;而当市场情绪高涨时,为了维持投资者的乐观预期和被高估的股价,管理层会保持沉默、减少发布长期盈余预告。Brown 等(2012)发现,管理层运用是否报告调整盈余(pro forma earnings)的信息披露策略来迎合投资者受情绪驱动的业绩预期,当投资者对未来业绩持乐观预期时,管理层会采用调高利润的方式报告调整盈余。Seybert 和 Yang(2012)发现,短期机构投资者持股比例较高的公司在市场情绪高涨时更不愿意发布负面的盈余预测信息。

综上所述,关于业绩预告的择时披露行为,国内外文献基本达成一致的结论。目前,国内鲜有文献检验业绩预告披露方式的策略性选择问题,也鲜有文献深入考察宏观市场层面的投资者情绪对微观企业信息披露策略的影响。基于此,中国资本市场投资者高涨或低落的情绪是否会影响以及如何影响管理层的业绩预告披露方式是本文要解答的主要问题。

三、研究假设

(一)投资者情绪与管理层自愿业绩预告

Baker 等(2007)指出,管理层具有信息优势,这种信息优势有助于其准确分

辨投资者情绪和错误定价,并制定相应的信息披露策略迎合或改变投资者不同情绪期的信息需求。因此,当市场情绪低落时,投资者往往会对公司的未来业绩持悲观预期,导致股票价格被低估。此时,对错误定价具有感知能力的管理层更愿意对外发布业绩预告以修正投资者的悲观预期(Bergman 和 Roychowdhury, 2008)。而当市场情绪高涨时,个人投资者(噪声交易者)更加乐观活跃,投资者对公司的未来业绩普遍持乐观预期。但公司的真实业绩或许达不到投资者的预期。此时,为了迎合或者维持投资者的乐观预期,管理层更倾向于保持沉默,减少自愿业绩预告披露。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1:投资者情绪对管理层自愿业绩预告动机具有显著的负向影响。

(二)投资者情绪与管理层业绩预告精确性

研究者通常将管理层业绩预告分为点数据、区间数据、上下限以及定性四种精确度不同的预测方式。投资者情绪对管理层业绩预告精确性具有以下影响:第一,社会认知领域的研究表明,相对于乐观主义者,悲观主义者在处理信息方面更加关注细节(Bless 等,1996)。因此,当市场情绪低落时,投资者的悲观主义倾向较为明显,更加需要详细、精确的业绩预告信息以缓解其对未来的悲观和不确定预期。第二,Sloan(1996)发现,应计盈余的持续性显著低于现金盈余,但是由于有限理性,投资者并不能有效识别两者之间的差异。尤其是当市场情绪高涨时,投资者较少关注应计盈余和现金盈余对盈余持续性的不同影响,导致管理层操控应计盈余以迎合投资者对公司未来业绩的乐观预期(Ali 和 Gurun,2009),从而增加了管理层业绩预告的不确定性,降低了业绩预告的精确性。而当市场情绪低落时,会计盈余中持续性较低的应计盈余占比较小,从而降低了业绩预告的不确定性,增加了管理层业绩预告的精确性。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 2:投资者情绪对管理层业绩预告精确性具有显著的负向影响。

(三)投资者情绪与管理层业绩预告态度

当市场情绪高涨时,投资者会高估企业未来业绩、低估企业风险,导致股票价格向上偏离其基础价值;而当市场情绪低落时,股票价格会向下偏离其基础价值。由于管理层掌握企业真实的经营信息,对公司的预期收益和相对风险有自己的主观判断。同时,由于管理层能够感知乐观或悲观的投资者情绪,当投资者对公司的预期收益和风险与管理层的主观判断发生冲突时,管理层的认知将出现失调(花贵如,2011)。费斯汀格(1999)指出,认知失调会产生一种心理紧张,个体力图解除这种紧张,并倾向于采用两种方式进行自我调适,其一是否认新认知,其二是通过寻求更多信息来接受新认知。根据认知失调理论,管理层可以通过改变自身情绪或者扭转投资者情绪这两种方式来缓解压力。因此,我们预期在不同的情绪期,管理层的减压方式会影响其业绩预告态度。

有文献表明,在管理者和投资者的互动过程中,管理者情绪更容易受到投资者情绪的影响,高涨和低落的投资者情绪将塑造管理者的乐观和悲观情绪(花贵如等,2011)。因此,当投资者情绪高涨时,管理层会受到投资者乐观情绪的感染,乐观情绪诱致管理层高估企业预期收益、低估可能风险,从而发布乐观的业绩预告信息;而当投资者情绪低落时,受到影响的 manager 也会变得悲观,悲观情绪导致管理层高估风险、低估收益,从而发布悲观的业绩预告信息。

也有文献表明,管理者是理性的,能够对证券市场错误定价做出理性的投融资决策(Polk 和 Sapienza,2009);当主观判断与投资者发生冲突时,理性的管理者会发布信息以改变投资者对公司业绩的错误预期(Bergman 和 Roychowdhury,2008)。因此,当投资者情绪高涨时,理性的管理者会发布悲观的业绩预告信息以扭转投资者的乐观情绪;而当投资者情绪低落时,理性的管理者会发布乐观的业绩预告信息以扭转投资者的悲观情绪。

基于上述分析,本文提出以下竞争性假说:

假设 3a:当投资者情绪高涨时,管理层倾向于发布较为乐观的业绩预告;当投资者情绪低落时,管理层倾向于发布较为悲观的业绩预告。

假设 3b:当投资者情绪高涨时,管理层倾向于发布较为悲观的业绩预告;当投资者情绪低落时,管理层倾向于发布较为乐观的业绩预告。

四、研究设计

(一)研究模型

为了检验本文的研究假设,我们构建了以下计量模型:

$$\begin{aligned} VD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Debt}_{i,t-1} \\ & + \beta_5 \text{Growth}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Volatility}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Loss}_{i,t} + \beta_8 \text{Institute}_{i,t-1} \\ & + \beta_9 \text{Analyst}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{SOE}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{Duality}_{i,t-1} \\ & + \beta_{12} \text{Independent}_{i,t-1} + \beta_{13} \text{Industry}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Precision}_{i,t} \setminus \text{Attitude}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Size}_{i,t-1} \\ & + \beta_4 \text{Debt}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Growth}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Volatility}_{i,t-1} \\ & + \beta_7 \text{Loss}_{i,t} + \beta_8 \text{Institute}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Analyst}_{i,t-1} \\ & + \beta_{10} \text{SOE}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{Duality}_{i,t-1} \\ & + \beta_{12} \text{Independent}_{i,t-1} + \beta_{13} \text{Date}_{i,t} \\ & + \beta_{14} \text{Industry}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,式(1)为二元逻辑回归模型,用以检验投资者情绪对管理层自愿业绩预告行为的影响;式(2)为线性回归模型,用以检验投资者情绪对管理层业绩预告精确性和预告态度的影响。

(二)变量定义

1. 被解释变量:管理层业绩预告披露策略。本文主要从管理层是否自愿披露业绩预告、业绩预告精确性和业绩预告态度等方面来度量管理层业绩预告策略。自 1998 年推行以来,我国上市公司业绩预告制度经历了频繁的变动并逐渐趋于成熟。与西方资本市场的自愿业绩预告制度不同,我国的业绩预告制度带有一定的强制性,要求上市公司亏损、扭亏、业绩较上年同期发生大幅变动(大于或等于 50%)时需要在前一季度的季报中或者本期定期报告之前以临时公告的形式进行业绩预告。在业绩预告制度出台后,很多强制业绩预告公司按照规定披露了预期业绩。一些非强制业绩预告公司也自愿披露了业绩预告信息,这些公司主要包括业绩变动幅度小于 50%以及业绩不确定的公司,本文将这些业绩预告定义为自愿业绩预告;同时,自 2006 年 5 月起,上海证券交易所和深圳证券交易所才将扭亏为盈纳入强制业绩预告范围,因此,本文将 2006 年 5 月前公司发布的扭亏预告也定义为自愿业绩预告。

式(1)中 VD 是反映管理层是否自愿披露业绩预告信息的虚拟变量,如果样本公司在 t 期自愿披露了业绩预告,则 VD 取 1,否则取 0。式(2)中 Precision 表示管理层业绩预告精确性,参考已有文献,我们按照业绩预告精确性从高到低对 Precision 进行赋值,点预测赋值为 4,区间预测赋值为 3,上限或下限预测赋值为 2,定性预测赋值为 1。Attitude 表示管理层业绩预告态度,使用业绩预告偏差来反映,业绩预告偏差等于业绩预告的点值或区间值的中值与当期实际盈余之差。预告偏差为正则表示乐观,取值为 3;业绩预告无偏差则表示中性,取值为 2;预告偏差为负则表示悲观,取值为 1。显然,在分析管理层业绩预告态度时,为了计算业绩预告偏差,研究样本为有点预测和区间预测的公司。

2. 解释变量:投资者情绪(Sentiment)。投资者情绪是本文的主要解释变量,而如何准确衡量投资者情绪是行为金融实证研究的难点。本文通过构建投资者情绪复合指数、运用动量指标等方法来刻画投资者情绪。

(1)投资者情绪复合指数(Index)。近期国外文献主要选取换手率、封闭式基金折价率、IPO 数量、IPO 首日收益率以及股票发行与债券发行之比等情绪代理变量,采用主成分分析法来构建投资者情绪复合指数(Baker 和 Wurgler, 2006)。国内学者主要采用封闭式基金折价率、换手率、IPO 首日发行量和 IPO 首日超额收益率等情绪代理变量来构建复合指数。然而,在 2005 年 1 月至 2011 年 3 月,中国 A 股市场有 20 个月没有发行新股。而股票牛市行情的形成与直接参与股票市场人数的急速上升是一致的,特别是对快速发展的中国股票市场来说,每月新增开户数反映了场外投资者对证券的需求和参与程度,可以度量投资者情绪(易志高和茅宁, 2009)。因此,根据沪深股市的现实情况和数据可得性,本文选取封闭式基金折价率(CEFD)、新增

投资者开户数(Account)和市场换手率(Turn)等情绪代理变量,利用主成分分析法来构建投资者情绪复合指数。其中,封闭式基金折价率为每月最后一个交易日所有参与交易的封闭式基金的净值加权平均折价率,新增开户数为每月投资者新开户数,市场换手率等于沪深两市各月的成交金额与市场流通市值的比值。

由于投资者情绪代理变量中可能包含宏观经济基本面成分或理性预期成分(Baker 和 Wurgler, 2006),为了剔除宏观经济因素的影响,我们选取居民消费价格指数、消费者信心指数和宏观经济景气指数作为宏观经济基本面代理变量,将上述投资者情绪代理变量分别与宏观经济基本面代理变量做正交处理,提取残差作为新的情绪代理变量,并消除量纲,进行标准化处理,然后进行主成分分析,提取特征值大于 1 的一个主成分,由此构建了以下投资者情绪复合指数: $Index = 0.290 \times CEFD + 0.447 \times Account + 0.466 \times Turn$ 。为了确保投资者情绪复合指数的有效性,我们利用上证综指对其进行了检验,Index 与上证综指收益率之间的相关系数为 0.437,而且在 1% 的水平上显著,从而为投资者情绪指数的有效性提供了支持。

(2) 动量指标(Momentum)。一些行为公司金融研究也使用动量指标来反映投资者情绪,检验投资者情绪对公司财务行为的影响。借鉴 Polk 和 Sapientza(2009)、花贵如等(2011)的研究设计,我们采用半年期的动量指标来刻画投资者情绪,即使用上一期六个月的累积月度股票收益作为投资者情绪的操控性指标,其中月度股票收益为考虑现金红利再投资的个股月回报率。

3. 控制变量。参考 Bamber 等(2010)的经典文献,我们控制了公司财务特征和治理机制等对管理层业绩预告行为的影响,具体包括:(1)盈利能力(ROA);(2)公司规模(Size),等于公司总资产的自然对数;(3)资产负债率(Debt);(4)主营业务收入增长率(Growth);(5)盈余波动性(Volatility),采用公司近 5 期盈余的标准差来度量,盈余波动性越大,管理层对盈利的判断越不确定,其业绩预告策略越可能受到影响;(6)公司是否亏损虚拟变量(Loss),如果公司当期业绩亏损,则取 1,否则取 0;(7)机构投资者持股比例(Institute);(8)跟进的分析师数量(Analyst);(9)产权性质虚拟变量(SOE),如果为国家控股公司,则取 1,否则取 0;(10)董事会领导权结构虚拟变量(Duality),如果董事长和总经理两职合一,则取 1,否则取 0;(11)董事会独立性(Independent);(12)业绩预告披露时间虚拟变量(Date),如果管理层在年度或中期资产负债表日前披露业绩预告,则 Date 取 1,否则取 0。在上述控制变量中, Loss 和 Date 取 t 期数值,其他变量取 $t-1$ 期数值。最后,我们还控制了行业(Industry)对管理层业绩预告策略的影响。

(三)数据来源与描述性统计

本文以沪深两市 A 股上市公司 2005 年第 1 季度至 2011 年第 1 季度发布

的管理层业绩预告为研究样本,并按照以下原则进行了筛选:首先,剔除同一份中报(或年报)披露多次业绩预告的公司;其次,为了消除管理层业绩预告中可能存在的“惯性”特征,剔除样本期间所有业绩预告和同类业绩预告精确性或态度相同的公司;再次,剔除主要财务指标、动量指标、机构持股比例和分析师数量等数据缺失的样本;最后,剔除主要连续财务指标上下 1% 的极端值,最终得到 7 217 个观测值。同时,我们以有区间预测和点预测的 3 900 个样本为基础,剔除其中 10 个无法准确计算业绩预告偏差的公司,得到 3 890 个能够反映管理层业绩预告态度的观测值。本文的业绩预告、机构持股比例和分析师数量等数据来自 Wind 金融数据库,投资者情绪和宏观经济基本面代理变量、公司财务、月度股票收益和内部治理机制等数据来自深圳国泰安 CS-MAR 数据库。

表 1 给出了主要变量的描述性统计结果。从中可以看到,上市公司自愿业绩预告的动机并不强,自愿业绩预告次数为 479 次,仅占预告总数的 6.6%。Precision 的均值为 2.614,其中定性预测、上限或下限预测、区间预测和点预测分别占预告总数的 19.19%、26.77%、27.53% 和 26.51%。Attitude 的均值为 2.013,37.89% 的业绩预告持悲观态度,39.20% 的持乐观态度。Index 的最小值为 -0.896,最大值为 3.447;Momentum 的最小值为 -0.864,最大值为 9.481,表明样本期间投资者情绪波动较大。

表 1 主要变量描述性统计

	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
VD	7 217	0.066	0.000	0.249	0.000	1.000
Precision	7 217	2.614	3.000	1.073	1.000	4.000
Attitude	3 890	2.013	2.000	0.868	1.000	3.000
Index	7 217	0.319	0.047	1.036	-0.896	3.447
Momentum	7 217	0.325	0.192	0.706	-0.864	9.481
ROA	7 217	0.018	0.012	0.058	-0.966	0.970
Size	7 217	21.857	21.723	1.284	17.426	30.098
Debt	7 217	0.581	0.573	0.307	0.015	4.906
Growth	7 217	0.272	0.158	0.804	-1.000	9.728
Volatility	7 217	0.025	0.017	0.028	0.001	0.175
Loss	7 217	0.234	0.000	0.424	0.000	1.000
Institute	7 217	0.253	0.203	0.216	0.000	0.790
Analyst	7 217	11.761	7.000	11.670	1.000	65.000
SOE	7 217	0.463	0.000	0.499	0.000	1.000
Duality	7 217	0.113	0.000	0.317	0.000	1.000
Independent	7 217	0.360	0.333	0.052	0.083	0.800
Date	7 217	0.500	0.000	0.500	0.000	1.000

我们定义了两种不同的投资者情绪状态,如果某一阶段投资者情绪指数大于 0,则视该阶段为投资者情绪乐观时期;否则,视为投资者情绪悲观时期。我们根据投资者情绪状态将全样本分为两组,比较了不同情绪期管理层业绩预告行为和财务特征的差异,单变量分析结果见表 2。从中可以看到,在不同的情绪期,管理层的业绩预告行为存在显著差异:与投资者情绪乐观时期相比,当投资者情绪悲观时,管理层更可能自愿披露业绩预告,而且业绩预告精确性更高、态度更为乐观。此外,在投资者情绪悲观时期,公司的盈利能力和主营业务成长性较强,亏损公司的比例较小,这一结果从侧面说明受悲观情绪影响的投资者往往低估企业的经营业绩。

表 2 单变量分析

	悲观投资者情绪			乐观投资者情绪			T 检验	Z 检验
	样本数	均值	中位数	样本数	均值	中位数		
VD	3 321	0.077	0.000	3 896	0.058	0.000	3.283***	3.281***
Precision	3 321	2.704	3.000	3 896	2.537	3.000	6.610***	6.589***
Attitude	1 943	2.058	2.000	1 947	1.969	2.000	3.164***	3.135***
ROA	3 321	0.021	0.015	3 896	0.016	0.010	4.223***	6.841***
Size	3 321	21.977	21.809	3 896	21.755	21.663	7.338***	6.728***
Debt	3 321	0.577	0.574	3 896	0.584	0.572	0.993	0.673
Growth	3 321	0.335	0.220	3 896	0.219	0.101	6.092***	14.058***
Volatility	3 321	0.025	0.017	3 896	0.025	0.017	1.239	0.400
Loss	3 321	0.210	0.000	3 896	0.250	0.000	-3.579***	-3.576***

注:***、**和* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平,下表同。

五、实证结果分析

(一)主要检验结果

1.投资者情绪与管理层自愿业绩预告。假设 1 的检验结果见表 3。从中可以看到,Index 和 Momentum 的回归系数分别为-0.151 和-0.144,且都在 1%的水平上显著,说明当投资者情绪低落时,管理层自愿业绩预告的动机更强,随着投资者情绪逐渐高涨,管理层自愿业绩预告的动机减弱,因而假设 1 得到验证。这与 Bergman 和 Roychowdhury(2008)的研究结论一致,他们也发现,在市场情绪低落时期,为了扭转投资者的悲观预期,管理层增加了盈余预测频率。在控制变量中,Size、Debt 和 Loss 的回归系数都显著为负,说明规模较大、财务风险较高、业绩亏损的公司管理层自愿业绩预告的动机较弱;Growth 的回归系数显著为负,说明由于私有信息成本较高,成长性较强的公司管理层自愿业绩预告的动机较弱;其他控制变量对管理层自愿业绩预告行为没有显著影响。

表 3 投资者情绪与管理层自愿业绩预告

	Index		Momentum	
	系数	Z 值	系数	Z 值
Sentiment	-0.151 ***	-5.71	-0.144 ***	-3.93
ROA	0.023	0.03	0.007	0.01
Size	-0.066 **	-2.25	-0.075 **	-2.55
Debt	-0.272 **	-2.47	-0.264 **	-2.41
Growth	-0.063 **	-2.02	-0.057 *	-1.83
Volatility	-1.198	-1.18	-1.212	-1.20
Loss	-0.379 ***	-4.79	-0.375 ***	-4.79
Institute	-0.206	-1.49	-0.044	-0.33
Analyst	0.003	0.96	0.004	1.14
SOE	0.077	1.59	0.046	0.95
Duality	-0.059	-0.76	-0.047	-0.61
Independent	0.154	0.33	0.200	0.43
_Con	-0.209	-0.30	-0.104	-0.15
Industry	控制		控制	
N	7 217		7 217	
Pseudo R ²	0.036		0.031	
χ ²	111.39 ***		102.42 ***	

2. 投资者情绪与管理层业绩预告精确性。假设 2 的检验结果见表 4。从中可以看到,在全样本和强制业绩预告子样本中,Index 和 Momentum 的回归系数均显著为负;而在自愿业绩预告子样本中,Index 的回归系数不显著为负,Momentum 的回归系数在 10%的水平上显著为负。这说明当投资者情绪低落时,管理层的业绩预告尤其是强制业绩预告更为精确,随着投资者情绪逐渐高涨,管理层预告业绩的精确性逐渐下降,假设 2 得到验证。可能的原因是,预测精确性的决定因素之一是管理层对公司预期收益的不确定性,当市场情绪低落时,悲观的投资者对信息披露质量要求更高,更加关注公司的会计盈余及其构成,这会减弱管理层对应计盈余的操控,提高盈余信息的持续性,降低管理层业绩预告的不确定性。

在控制变量中,规模较大、财务风险较高、业绩亏损、盈余波动性较大的公司更倾向于采用模糊、精确性较低的业绩预告方式;随着机构投资者持股比例的增加,管理层业绩预告的精确性显著提高;跟进分析师数量较多即受市场关注程度较高的公司采用了更为精确的业绩预告方式;Date 的回归系数显著为负,说明预告时间越早,管理层对未来盈余的不确定性越高,从而业绩预告精确性越低。在大多数情况下,其他控制变量如公司业绩、成长性、产权性质和董事会特征等对业绩预告精确性没有显著影响。

表 4 投资者情绪与管理层业绩预告精确性

	Index			Momentum		
	全样本	强制	自愿	全样本	强制	自愿
Sentiment	-0.091*** (-7.62)	-0.100*** (-8.28)	-0.056 (-0.85)	-0.037** (-2.06)	-0.042** (-2.29)	-0.162* (-1.81)
ROA	0.500* (1.68)	0.270 (0.88)	1.392 (1.37)	0.427 (1.45)	0.190 (0.62)	1.382 (1.40)
Size	-0.104*** (-6.85)	-0.115*** (-7.39)	0.004 (0.06)	-0.107*** (-6.99)	-0.118*** (-7.54)	-0.006 (-0.08)
Debt	-0.100* (-1.91)	-0.085 (-1.61)	-0.643** (-2.36)	-0.107** (-2.03)	-0.092* (-1.74)	-0.648** (-2.39)
Growth	-0.013 (-0.79)	-0.010 (-0.61)	-0.178** (-2.13)	-0.011 (-0.68)	-0.008 (-0.49)	-0.185** (-2.20)
Volatility	-1.855*** (-3.43)	-1.928*** (-3.50)	-3.572 (-1.56)	-1.767*** (-3.25)	-1.829*** (-3.30)	-4.080* (-1.79)
Loss	-0.109*** (-2.78)	-0.149*** (-3.69)	-0.060 (-0.31)	-0.099** (-2.53)	-0.135*** (-3.36)	-0.081 (-0.42)
Institute	0.184*** (2.67)	0.211*** (2.99)	-0.184 (-0.73)	0.281*** (4.09)	0.321*** (4.57)	-0.097 (-0.38)
Analyst	0.007*** (4.26)	0.007*** (4.32)	0.005 (0.70)	0.007*** (4.52)	0.008*** (4.62)	0.005 (0.74)
SOE	0.035 (1.35)	0.034 (1.31)	0.040 (0.37)	0.013 (0.53)	0.011 (0.41)	0.032 (0.29)
Duality	-0.032 (-0.83)	-0.015 (-0.39)	-0.308* (-1.67)	-0.034 (-0.87)	-0.018 (-0.46)	-0.273 (-1.50)
Independent	-0.003 (-0.01)	-0.025 (-0.10)	0.130 (0.15)	0.031 (0.13)	0.015 (0.06)	0.125 (0.14)
Date	-0.312*** (-0.01)	-0.241*** (-0.10)	-1.093*** (0.15)	-0.331*** (0.13)	-0.263*** (0.06)	-1.098*** (0.14)
_Cons	-0.312*** (14.46)	-0.241*** (14.62)	-1.093*** (3.45)	-0.331*** (14.41)	-0.263*** (14.55)	-1.098*** (3.54)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	7 217	6 738	479	7 217	6 738	479
Adj. R ²	0.058	0.056	0.243	0.052	0.048	0.246
F 值	19.393***	17.167***	9.918***	16.577***	14.028***	10.463***

注:括号内为经 White 异方差调整的稳健 t 值,下表同。

3.投资者情绪与管理层业绩预告态度。假设 3 的检验结果见表 5。从中可以看到,无论是全样本、强制业绩预告样本还是自愿业绩预告样本,Sentiment 的回归系数均显著为负,说明当投资者情绪低落时,理性的管理层采取了相对乐观的态度进行业绩预告,试图改变投资者对公司未来业绩的悲观预期;随着投资者情绪逐渐高涨,管理层业绩预告的态度逐渐悲观,以试图扭转投资者过度乐观的情绪,从而假设 3b 得到验证。在控制变量中,盈利能力较强、成长性较高、跟进分析师数量较多的公司在一定程度上采取了相对保守的预告态度,亏损公司的业绩预告态度较为乐观。

表 5 投资者情绪与管理层业绩预告态度

	Index			Momentum		
	全样本	强制	自愿	全样本	强制	自愿
Sentiment	-0.030 [*] (-1.92)	-0.027 [*] (-1.70)	-0.148 ^{**} (-2.03)	-0.093 ^{***} (-3.97)	-0.092 ^{***} (-3.81)	-0.195 [*] (-1.82)
ROA	-0.426 [*] (-1.70)	-0.299 (-1.20)	-4.059 ^{**} (-2.19)	-0.383 (-1.56)	-0.246 (-1.00)	-4.234 ^{**} (-2.28)
Size	0.015 (0.85)	0.025 (1.32)	-0.097 (-1.38)	0.011 (0.59)	0.020 (1.06)	-0.110 (-1.53)
Debt	-0.055 (-1.11)	-0.068 (-1.35)	0.140 (0.34)	-0.046 (-0.94)	-0.058 (-1.18)	0.176 (0.43)
Growth	-0.054 ^{**} (-2.56)	-0.058 ^{***} (-2.70)	0.032 (0.30)	-0.050 ^{**} (-2.30)	-0.054 ^{**} (-2.44)	0.043 (0.40)
Volatility	-0.440 (-0.82)	-0.351 (-0.64)	-0.713 (-0.18)	-0.453 (-0.85)	-0.362 (-0.67)	-1.167 (-0.30)
Loss	0.197 ^{***} (5.12)	0.208 ^{***} (5.29)	-0.005 (-0.03)	0.195 ^{***} (5.07)	0.206 ^{***} (5.24)	-0.058 (-0.30)
Institute	0.040 (0.50)	-0.010 (-0.13)	0.668 ^{**} (2.20)	0.085 (1.09)	0.032 (0.39)	0.803 ^{***} (2.63)
Analyst	-0.004 ^{**} (-2.00)	-0.004 [*] (-1.93)	-0.006 (-0.89)	-0.004 ^{**} (-1.99)	-0.004 [*] (-1.92)	-0.005 (-0.79)
SOE	0.028 (0.93)	0.022 (0.70)	0.128 (1.08)	0.022 (0.73)	0.017 (0.54)	0.096 (0.82)
Duality	-0.020 (-0.45)	-0.038 (-0.83)	0.283 (1.34)	-0.016 (-0.36)	-0.034 (-0.75)	0.285 (1.38)
Independent	-0.090 (-0.34)	-0.151 (-0.55)	0.960 (1.03)	-0.107 (-0.41)	-0.167 (-0.61)	0.981 (1.06)
Date	-0.027 (-0.93)	-0.043 (-1.42)	0.115 (0.96)	-0.018 (-0.61)	-0.033 (-1.09)	0.112 (0.93)
_Cons	1.858 ^{***} (4.54)	1.648 ^{***} (3.84)	4.344 ^{***} (3.14)	1.943 ^{***} (4.76)	1.739 ^{***} (4.06)	4.495 ^{***} (3.19)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3 890	3 629	261	3 890	3 629	261
Adj. R ²	0.015	0.016	0.027	0.020	0.021	0.026
F 值	3.406 ^{***}	3.361 ^{***}	3.175 ^{***}	3.712 ^{***}	3.670 ^{***}	3.147 ^{***}

(二)进一步分析

Skinner(1994)指出,由于在信息披露中面临不对称的损失函数,管理层对好消息和坏消息往往采取不同的业绩预告方式。因此,我们进一步分析了在不同的情绪期,不同性质的消息对管理层业绩预告行为的影响,结果见表 6。GNEWS 是好消息虚拟变量,如果业绩预告为好消息(扭亏、预增、略增和续盈),则 GNEWS 取 1;如果业绩预告为坏消息(首亏、预减、略减和续亏),则 GNEWS 取 0。从业绩预告精确性看,当以 Index 来度量投资者情绪时, $Sentiment \times GNEWS$ 的回归系数显著为正,说明当投资者情绪高涨时,管理层对好消息采取了更为精确的预告方式,而对坏消息则更为模糊;当以 Momentum 来度量投资

者情绪时,上述结果没有得到验证。从业绩预告态度看,GNEWS 的回归系数显著为负,说明管理层对好消息的预告态度较为悲观,而对坏消息则较为乐观;Sentiment×GNEWS 的回归系数显著为正,说明当市场情绪低落时,管理层对坏消息的乐观态度更加显著,可能的原因是:当投资者情绪乐观时,坏消息对公司股价的负面影响较小。

表 6 投资者情绪、消息性质与管理层业绩预告

	业绩预告精确性				业绩预告态度倾向			
	Index		Momentum		Index		Momentum	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Sentiment	-0.146***	-5.30	-0.034	-0.85	-0.109***	-3.70	-0.229***	-6.19
GNEWS	0.046	1.36	0.047	1.38	-0.126***	-3.49	-0.133***	-3.54
Sentiment×GNEWS	0.071**	2.39	-0.011	-0.25	0.111***	3.30	0.197***	4.32
_Cons	4.843***	14.37	4.830***	14.27	2.024***	4.96	2.096***	5.13
N	7 217		7 217		3 890		3 890	
Adj. R ²	0.059		0.052		0.020		0.026	
F 值	18.334***		15.566***		4.173***		5.084***	

注:表中未报告控制变量估计结果。

(三)稳健性检验

第一,本文采用有序变量来衡量管理层业绩预告精确性和预告态度,因此,我们还使用 Ordinal Logit 方法进行了稳健性检验,结论保持不变。第二,根据投资者情绪复合指数,我们采用两种不同的情绪状态来衡量投资者情绪,结论保持不变。我们还采用月新增投资者开户数来直接度量投资者情绪,发现投资者情绪对自愿业绩预告动机和预告精确性具有显著影响,对不同性质消息的预告态度也具有显著影响。第三,我们采用虚拟变量来衡量业绩预告精确性和预告态度,即对于精确性较高的点预测和区间预测,Precision 取值为 1,对于精确性较低的上限或下限预测及定性预测,Precision 取值为 0;对于乐观态度的业绩预告,Attitude 取 1,否则取 0。我们运用 Logistic 模型对假设 2 和假设 3 进行检验,结论保持不变。第四,在中国资本市场,只有年度财务报告需要审计,因此,在不同的情绪期,管理层对年报和季报的业绩预告策略可能存在差异。我们将样本分为年报业绩预告和季报业绩预告两组,分组检验结果表明,投资者情绪显著影响年报业绩预告的自愿披露动机和精确性;与年报业绩预告相比,由于季报无需审计,管理层具有更多的操纵空间,采用了更全面的预告策略,投资者情绪显著影响季报业绩预告的自愿披露动机、精确性和态度。也就是说,剔除年报审计对管理层年报业绩预告行为的可能影响,本文结论保持不变。

六、结 论

本文以 2005 年第 1 季度至 2011 年第 1 季度的管理层业绩预告为研究对

象,分别运用投资者情绪复合指数和动量指标作为投资者情绪的代理变量,从是否自愿披露业绩预告、业绩预告精确性以及预告态度等方面来衡量管理层业绩预告行为,实证分析了宏观市场层面的投资者情绪对微观企业信息披露策略的影响。研究发现:第一,当投资者情绪低落时,管理层更可能自愿披露业绩预告;第二,当投资者情绪低落时,管理层采取了更为精确的方式预告业绩,随着投资者情绪的不断高涨,业绩预告精确性显著下降;第三,企业管理者是理性的,在投资者情绪低落时期,为了扭转投资者对未来业绩的悲观预期,理性管理层的业绩预告较为乐观;第四,相对于好消息,管理层对坏消息的预告态度更为乐观,尤其当市场情绪低落时,这种乐观倾向更加显著。

本文研究结果表明,除了微观企业层面因素外,宏观市场层面的投资者情绪也会影响企业的信息披露行为。鉴于投资者情绪普遍存在且具有重要影响,本文研究有助于我们了解不同情绪期上市公司的信息披露策略,识别管理层运用市场错误定价操控信息披露的方式,从而为监管部门完善管理层业绩预告等信息披露制度提供了理论依据和经验证据。

* 感谢匿名审稿人的建设性意见,当然文责自负。

主要参考文献:

- [1]花贵如,刘志远,许骞.投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为[J].金融研究, 2011,(9):178—191.
- [2]利昂·费斯汀格.认知失调理论[M].杭州:浙江教育出版社,1996.
- [3]Ali A, Gurun U G. Investor sentiment, accruals anomaly, and accruals management [J]. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 2009, 24(3): 415—431.
- [4]Baker M, Wurgler J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J]. Journal of Finance, 2006, 61(4): 1645—1680.
- [5]Bamber L S, Jiang J, Wang Y. What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure[J]. Accounting Review, 2010, 85(4): 1131—1162.
- [6]Bergman N, Roychowdhury S. Investor sentiment and corporate disclosure[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(5): 1057—1083.
- [7]Bless H, Clore G, Schwarz N, et al. Mood and the use of scripts: Does a happy mood really lead to mindlessness?[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1996, 71 (4): 665—679.
- [8]Brown N, Christensen T, Elliott B, et al. Investor sentiment and pro forma earnings disclosures[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(1): 1—40.
- [9]Dimitrov V, Jain P C. It's show time: Do managers report better news before annual shareholder meeting?[J]. Journal of Accounting Research, 2011, 49(5):1193—1221.
- [10]Doyle J, Magilke M. The timing of earnings announcements: An examination of the strategic disclosure hypothesis[J]. Accounting Review, 2009, 84 (1): 157—182.

- [11]Hirst D E, Koonce L, Venkataraman S. Management earnings forecasts: A review and framework[J]. Accounting Horizons, 2008, 22(3): 315—338.
- [12]Polk C, Sapienza P. The stock market and corporate investment: A test of catering theory[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(1): 187—217.
- [13]Seybert N, Yang H I. The party's over: The role of earnings guidance in resolving sentiment-driven overvaluation[J]. Management Science, 2012, 58(2): 308—319.
- [14]Skinner D. Why firms voluntarily disclose bad news [J]. Journal of Accounting Research, 1994, 32(1): 38—60.
- [15]Sloan R G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?[J]. Accounting Review, 1996, 71(3): 289—315.

Investor Sentiment and the Strategies of Management Earnings Forecasts

WANG Jun-qiu, HUA Gui-ru, YAO Mei-yun

*(School of Business, East China University of Science
and Technology, Shanghai 200237, China)*

Abstract: Based on management earnings forecasts, this paper investigates the influence of investor sentiment on information disclosure strategies of micro firms from a macro market perspective. The empirical research shows that managers choose different earnings forecasts strategies during different sentiment periods. Compared to upward sentiment period, managerial motive for voluntary earnings forecasts is stronger and the precision of earnings forecasts is higher when investors are depressed; in order to revise the over-pessimistic earnings expectation of investors, management earnings forecasts are more optimistic. Furthermore, managers are more likely to hold an optimistic attitude toward bad news, especially during downward market sentiment period. The results above-mentioned indicate that besides the factors at firm level, investor sentiment at macro market level also has a great effect on information disclosure strategies in listed companies.

Key words: investor sentiment; earnings forecasts strategy; precision of earnings forecasts; attitude to forecasts (责任编辑 康健)