

投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果

**Investor Attention, Management Performance Forecasting  
Strategies and Its Economic Consequences**

王英允

WANGYINGYUN

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 \_\_\_\_\_

# 中央财经大学

## 博士学位论文

学位论文题目: 投资者注意力、管理层业绩预告策略  
选择及其经济后果

姓 名 王英允  
学 号 2015110045  
院、中心 会计学院  
学科专业 会计学  
研究方向 会计理论与方法  
指导教师 孟焰教授

提交论文日期: 2019 年 5 月 26 日

# 独创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得中央财经大学或其他教育机构的学位或证书所使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：王莫允

2019 年 5 月 22 日



## 摘 要

自我国资本市场成立以来,监管机构一直致力于监管模式由传统的行政主导向市场主导的渐进式改革,公司信息披露与投资者决策之间的互动影响也因此逐渐增强。资源配置与市场监管模式也逐步由传统的行政主导向市场主导转变,市场参与主体对彼此行为选择的关注也逐步形成对彼此行为选择的治理作用。作为信息披露的重要内容之一,上市公司管理层通过业绩预告向投资者传递公司业绩变化信息并最终影响投资者对股价与交易量变动决策。投资者基于业绩预告对股价与交易量的决策结果可能受到管理层业绩预告策略及自身注意力程度影响。为了使股价与交易量变动对公司有利,管理层在业绩预告过程中可能考虑投资者对公司的注意力程度并选择有利的策略。管理层考虑投资者注意力后进行的业绩预告策略选择行为可能形成投资者注意力对管理层行为选择的治理作用;管理层业绩预告策略也会对投资者进行股票定价及交易量变化决策产生影响;进一步而言,这一影响也可能因投资者注意力程度产生差异。

投资者注意力作为一种稀缺的认知资源,现有研究较多关注了投资者注意力对股票定价、股票收益、流动性等方面的影响研究,部分学者以交易时间来表示投资者注意力分布研究管理层发布消息的择机问题,个别学者从抑制盈余管理角度探讨了投资者注意力的治理作用。关于业绩预告的研究,现有研究较多地探讨了公司治理(如高管持股、机构持股、董事会特征)、公司环境(如财务状况、行业竞争)等因素对业绩预告的影响,部分学者关注了管理层在业绩预告过程中的行为自选择,如业绩预告中的盈余管理、消息发布的选择、预告方式的选择、归因等,还有较多的一部分学者从对资本成本、分析师预测以及发布消息的市场反应等角度研究了业绩预告的经济后果,个别学者研究了投资者情绪对业绩预告选择的作用。尽管现有研究对于投资者注意力及业绩预告进行了较多研究,但以下问题仍有待进一步研究:第一,关于投资者注意力对市场参与者行为治理作用的研究尚不够深入。本文从管理层业绩预告策略选择角度,构建投资者注意力对业绩预告精确性与择机选择的治理作用的理论分析框架并进行实证研究,探讨投资者注意力对市场参与主体行为选择的治理作用,丰富关于投资者注意力治理作用研究的文献与实践证据;第二,基于管理层业绩预告策略选择经济后果的角度研究信息披露方式与时间选择对信息披露经济后果的影响。现有文献较多关注业绩预告消息的市场反应,而对业绩预告中的方式及时间等具体策略选择(如精确性、择机)对投资者股票定价与交易换手的影响研究较少。而且,现有研究对业绩预告的市场反应主要关注预告期间的反应,

本文认为,业绩预告对业绩风险的释放效应既表现为预告期间的市场反应,也包括业绩预告至盈余宣告期间的市场反应。因此,针对以上效应的研究,本文将构建业绩预告精确性及择机策略选择对投资者在预告期间以及预告至宣告期间的换手效应与定价效应影响的理论分析框架,并进行相应实证研究,讨论业绩预告方式与时间策略选择在预告期间以及预告至宣告期间对业绩预告的换手效应与定价效应的影响,加深对业绩预告风险释放效应的研究。第三,投资者注意力对参与主体各因素之间作用的调节作用有待进一步研究。现有研究较多关注市场中某一因素对业绩预告选择的影响或者业绩预告选择产生的经济后果,很少考虑所处环境因素对两者作用关系的影响。特别地,业绩预告选择产生的经济后果往往受到预告时市场环境(如投资者关注程度)影响,因此,本文将在考虑投资者注意力条件下,进一步检验投资者注意力程度对业绩预告具体策略选择的经济后果的调节作用,通过理论构建与实证检验研究投资者注意力对市场参与主体行为选择经济后果的调节作用。根据以上思路本文针对以下问题进行了较为系统的研究,研究结论及发现如下:

首先,基于我国资本市场的制度背景,构建了投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果之间作用的理论分析框架,厘清了投资者注意力对管理层业绩预告精确性及择机策略选择、管理层业绩预告精确性及择机选择对换手效应及定价效应以及投资者注意力对业绩预告策略选择经济后果调节作用的作用机理与内在规律。具体而言,第一,根据心理压力理论以及信息披露监管理论,投资者注意力的提高可能形成对管理层的心理压力。管理层根据受到的压力做出积极与消极的反应。本文根据管理层在受到投资者注意力心理压力作用后的反应结果定义了投资者注意力对管理层业绩预告策略选择的积极监督作用与过度压力作用,并结合现有研究文献与理论分析投资者注意力对管理层业绩预告策略选择的作用关系后,提出了在积极监督与过度压力作用下的管理层业绩预告精确性与择机选择的预期假设;第二,根据认知理论中的投资者注意力瓶颈理论与有限资源理论,以及信号传递理论与信息披露决策有用性理论,管理层业绩预告策略选择将从信息披露方式及时间选择上,最终影响业绩预告期间以及业绩预告至盈余宣告期间的换手效应与定价效应的经济后果。根据以上理论,结合现有研究文献成果,本文从换手效应与定价效应两个角度,以及业绩预告与业绩预告至盈余宣告两个期间,提出了管理层业绩预告策略选择经济后果的预期假设;第三,根据前面所述理论的综合作用,结合现有文献研究结论,本文分析了投资者注意力程度将形成对业绩预告策略选择的经济后果的调节作用并提出预期假设。

其次,本文根据研究要求以及现有研究文献做法设计了实证研究变量。根据

Loh(2010)、权小锋和吴世农(2010) 及韩乾和徐恒(2016)的研究, 本文以业绩预告前 30 个交易日的平均换手率作为投资者注意力的度量, 并在拓展检验中, 采用工具变量以及业绩预告前不同时段交易日的平均换手率作为替代变量进行稳健性检验; 在设计业绩预告策略变量中, 采用业绩预告误差大小以及业绩预告形式来表达业绩预告的精确性, 采用是否在交易日发布以及预告日至宣告日的期间长短来表达业绩预告择机; 在设计换手效应与定价效应中, 分别采用业绩预告后 0 至 1 个及 0 至 3 个交易日的平均超额换手率及平均超额收益率来表达业绩预告期间的换手效应与定价效应, 采用业绩预告至盈余宣告期间的平均超额换手率及平均超额收益率来表达业绩预告至盈余宣告期间的换手效应与定价效应; 此外, 根据研究需要及现有研究文献, 设计变量对管理层持股激励、经营时间长短、公司规模、经营业绩、财务杠杆、市场预期、财务状况、市场竞争状况、盈余波动情况、行业等因素进行了控制。在设计以上变量基础上, 本文利用 2007 年 1 季度至 2017 年 4 季度我国 A 股上市公司业绩预告样本从以下三方面进行了实证检验: 第一, 从积极监督及过度压力两个角度实证检验了投资者注意力对业绩预告精确性及择机选择的治理作用。在控制了其他因素影响后, 检验结果发现: 随着投资者注意力提高, 管理层发布了更精确的业绩预告。投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性及形式精确性选择具有积极监督作用。投资者注意力对不同性质消息的业绩预告均具有积极监督作用, 并且对好消息业绩预告比对坏消息的业绩预告的积极监督作用更强。投资者注意力对上市公司管理层业绩预告日历择机具有积极监督作用, 即投资者注意力的提高, 能显著促进管理层选择在交易日发布业绩预告, 相对于好消息预告, 投资者注意力对管理层坏消息业绩预告的择机更显著表现为过度压力作用, 即投资者注意力的提高更可能导致管理层选择在非交易日以及比好消息更短的预告期间发布坏消息业绩预告; 进一步的检验表明, 投资者注意力的期限长短、投资者构成中机构投资者比例都会影响到投资者注意力的治理效果, 采用工具变量法进行内生性检验、以投资者注意力变量中位数分组设计虚拟变量等方式对本文研究结果进行稳健性检验, 结果总体上支持了本文主检验研究所得到的结论。第二, 从换手效应及定价效应两个角度实证检验了管理层业绩预告策略选择的经济后果。在控制了其他因素影响后, 检验结果发现: 从换手效应上, 精确性更高的管理层业绩预告显著地导致预告期间以及预告至宣告更高的平均超额换手率, 即具有更高的换手效应; 在非交易日发布的业绩预告导致了更低的预告期间以及预告至宣告期间的平均超额换手率, 即更低的换手效应; 预告期间越长, 预告期间以及预告至宣告期间的平均超额换手率也越低, 换手效应较弱。从定价效应上, 形式精确性更高的业绩预告, 业绩预告期间的平均超额收益也更高。但是, 业绩预告精确性并没有显著影响

预告至宣告期间的定价效应。在非交易日发布的业绩预告具有更低的预告期间以及预告至宣告期间的平均超额收益率，即定价效应更弱；业绩预告期间越长，预告期间以及预告至宣告期间的平均超额收益率也越低，定价效应也更弱。第三，实证检验了投资者注意力对管理层业绩预告精确性及择机选择经济后果的调节作用。控制了其他因素影响后，检验结果发现：对于换手效应，投资者注意力对业绩预告形式精确性、日历择机、期限择机在业绩预告期间的换手效应具有显著调节作用，对于形式精确性、期限择机在业绩预告至宣告期间的换手效应也具有显著调节作用，但是以上调节作用的方向并不完全一致；对于定价效应，投资者注意力对业绩预告误差及形式精确性以及日历与期限择机在业绩预告期间的定价效应均有显著调节作用，对误差精确性及期限择机在预告至宣告期间的定价效应也具有显著调节作用，但以上调节作用的方向也不尽一致。

最后，在理论与实证研究基础上，通过阐述现有监管理论，基于投资者注意力及业绩预告策略优化目标，构建了市场主导的监管模式并阐述了该模式下各参与主体的博弈关系与功能变化，讨论了监管模式与投资者注意力的监督功能的联系；从提升投资者注意力治理功能、改进上市公司信息披露质量以及优化监管机构职能三方面提出我国资本市场参与主体行为选择与监管体系优化政策建议，为监管机构政策制定及市场参与主体行为决策提供理论与实践参考。

投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果的研究表面上看是探讨投资者与企业的个体行为，实质上，它们反映的是宏观制度背景下的市场参与者多重博弈的结果。具体而言，本文的研究贡献主要体现在以下方面：第一，相对于现有研究主要侧重于讨论投资者注意力的经济后果。本文将心理学的心理压力理论与信息披露监管相结合，构建了投资者注意力对管理层业绩预告策略选择治理作用的理论假说，并从对管理层业绩预告策略选择角度，实证研究了投资者注意力对市场参与主体行为选择的治理作用，补充了现有关于投资者注意力以及信息披露监管研究的文献；第二，以往研究更多关注信息披露内容的经济后果，但是，较少的研究关注信息列报与传递方式对投资者理解与运用信息决策的影响。本文基于心理学认知理论里的瓶颈理论与资源限制理论，构建了管理层业绩预告精确性及择机选择对投资者利用业绩预告信息进行交易决策的后果作用的理论假说并进行了实证检验，补充了信息披露方式对信息决策有用性作用的研究文献，也丰富了心理学认知理论在资本市场投资者决策中应用的研究；第三，通过检验投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果的调节作用，拓展了投资者注意力对其解读信息进行行为决策影响的研究，丰富了投资者利用信息进行行为决策影响因素的研究，也进一步补充了投资者注意力在资本市场中作用的研究文献；第四，本文构建



了市场主导下的监管模式，突出了投资者注意力在市场化监管模式下的重要作用，为监管模式的改革提供了思路与政策建议。

本文研究的意义在于：第一，从理论意义与学术价值上来说，本文通过构建投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果作用的理论分析框架；厘清了投资者注意力、业绩预告披露策略及其经济后果三者作用关系，从理论上探讨投资者注意力的治理作用及信息传递方式与时间对信息披露决策有用性的影响，丰富了信息披露监管理论、决策有用性理论及心理学的认知理论，补充了投资者注意力、业绩预告及市场经济后果的研究文献，为完善业绩预告制度及市场监管制度提供理论支持。第二，从实践意义与应用价值上而言，本文通过构建多元回归模型，利用我国上市公司业绩预告样本实证检验投资者注意力对业绩预告披露策略选择的作用，业绩预告策略选择的经济后果，以及投资者注意力对业绩预告策略选择的经济后果的调节作用。实证研究的结果为我国完善业绩预告披露制度提供经验证据，并为优化参与主体行为，完善监管制度提供实践支持，有助于更有效地发挥资本市场在资源配置中的决定性作用。

本文的研究局限性以及未来进一步完善方向在于：尽管本研究试图在分析框架构建、研究设计、数据处理以及研究过程做到严谨、稳健，但是，在实证研究中，投资者注意力变量以及投资者注意力如何发挥治理作用表现为投资者与管理层的心理活动的过程，很难直接度量与观察。本文在现有研究及现有条件下尽力做了妥善处理，但仍存在一定局限性有待于进一步完善。未来随着神经科学的研究方法发展，借助仪器观测神经元以及心理反应过程变化将有助于完善本文研究。

**关键词：**投资者注意力 管理层业绩预告 策略选择 信息披露 经济后果

## Abstract

Since the establishment of China's capital market, regulators have been committed to the gradual reform of regulatory mode from traditional administrative to market-oriented. As a result, the interaction between corporate information disclosure and investor decision-making has gradually increased. The mode of resource allocation and market supervision has gradually changed from traditional administrative dominance to market-oriented dominance. The market participants' attention to each other's behavior choices gradually forms a governance role in each other's behavior choices. As one of the important contents of information disclosure, The management of the listed company conveys the company's performance change information to the investors through the performance forecast and ultimately affects the investor's decision-making on the stock price and trading volume change. Investors' decision-making results on stock price and trading volume based on performance forecast may be influenced by management performance forecast strategy and their own attention level. In order to make changes in stock price and trading volume beneficial to the company, managers may consider investors' attention to the company and choose favorable strategies in the performance forecast process. The performance forecasting strategy selection behavior of management after considering investors' attention may form the governance effect of investor's attention on management's behavior choice. Management performance forecasting strategy will also have an impact on investors' decision-making on stock pricing and trading volume changes. Further, this effect may also vary depending on the degree of attention of investors.

Investor attention as a scarce cognitive resource, existing research focuses more on the impact of investor attention on stock pricing, stock returns, liquidity, etc. Some scholars use trading time to express investor's attention distribution to study the timing of management's announcement. Fewer scholars have explored the governance role of investor attention from the perspective of restraining earnings management. For research on performance forecast, existing studies have mostly discussed the influencing factors of corporate governance(such as executive ownership, institutional ownership, board characteristics), corporate environment(such as financial situation, industry competition)on performance forecast. Some

scholars pay attention to the self-selection of management behavior in the process of performance forecasting, such as earnings management in performance forecasting, the selection of news release, the selection of forecasting methods, attribution and so on. More and more scholars have studied the economic consequences of performance forecasts from the perspectives of capital costs, analyst forecasts and market responses to news releases. Fewer scholars have studied the effect of investor sentiment on performance forecast selection. Although the existing research has conducted more research on investor attention and performance forecast, the following issues still need further study. First, the research on the role of investor attention in the behavioral governance of market participants is not deep enough. From the perspective of management performance forecasting strategy selection, this paper constructs a theoretical analysis framework of the governance role of investor attention on accuracy of performance forecasting and timing selection, and conducts empirical research, discusses the governance effect of investor attention on the behavior choice of market participants, enriching the literature and practical evidence of the research on the governance role of investor attention. Secondly, based on the economic consequences of management performance forecasting strategy selection, this paper studies the impact of information disclosure mode and time choice on the economic consequences of information disclosure. The existing literature pays more attention to the market reaction of performance forecast news. However, little research has been done on the impact of specific strategy selections (such as accuracy and timing) in performance forecasting on investors' stock pricing and trading turnover. Moreover, the market response to performance forecasts in existing studies mainly focuses on the response during the forecast period, this paper holds that the release effect of performance forecast on performance risk is reflected in the market reaction not only during the forecast period, but also during the period from the performance forecast to the earnings announcement. Therefore, for the study of the above effects, this paper will construct a theoretical framework to analyze the impact of accuracy and timing strategy choice of performance forecast on the turnover and pricing effects during the forecast period and the period from the performance forecast to the earnings announcement, and conduct corresponding empirical research, discusses the influence of performance forecasting mode and timing strategy selection on turnover and pricing effects of performance forecasting during the forecasting period and the period from the performance forecast to the earnings

announcement, deepens the research on risk release effect of performance forecasting. Thirdly, the moderating effect of investor attention on the role of various factors of participants needs to be further studied. Existing research pays more attention to the impact of a certain factor in the market on the choice of performance forecast or the economic consequences of the selection of performance forecast, the influence of environmental factors on the relationship between them is seldom considered. In particular, the economic consequences of performance forecasting are often influenced by the market environment (such as investor attention) at the time of the forecast. Therefore, this paper will further examine the moderating effect of investor attention on the economic consequences of specific strategies for performance forecasting under the condition of investor attention. The moderating effect of investor attention on the economic consequences of market participants' behavior choice will be studied through theoretical construction and empirical test. According to the above ideas, the following problems are systematically studied in this paper. The conclusions and findings are as follows:

Firstly, based on the institutional background of China's capital market, this paper constructs a theoretical analysis framework of the role of investor attention, management performance forecasting strategy selection and its economic consequences, and clarifies the mechanism and internal law about the effect of investor's attention on the strategy selection of management's performance forecast accuracy and the timing, the effect of the management's performance forecast accuracy and timing selection on turnover effect and pricing effect, and moderating effect of investor's attention on the economic consequences of performance forecast strategy selection. The first aspect, according to the theory of psychological pressure and the theory of information disclosure supervision. The improvement of investors' attention may cause psychological pressure on management. Management responds positively and negatively to pressure. Based on the results of management's response to investors' attention psychological pressure, this paper defines the positive supervisory and excessive pressure effects of investor's attention on the selection of management's performance forecasting strategies, combined with existing research literature and theory to analyze the relationship between investor attention and management performance forecast strategy selection, and proposed the assumptions of management performance forecast accuracy and opportunistic selection under positive supervision and excessive pressure; The second aspect, according to

the theory of investor attention bottleneck and limited resources in cognitive theory, as well as signaling theory and usefulness theory of information disclosure decision-making. The selection of management performance forecasting strategy will affect the economic consequences of turnover effect and pricing effect in the period of performance forecasting and from performance forecasting to earnings announcement by the mode and timing of information disclosure. Based on the above theory and combined with the existing research literature, this paper proposes the expected hypothesis of the economic consequences of the selection of management performance forecasting strategy from the perspectives of turnover effect and pricing effect, and from the two periods of performance forecasting and performance forecasting to earnings announcement. The third aspect, based on the comprehensive role of the above-mentioned theory, combined with the existing literature research conclusions, this paper analyzes moderating effect of the degree of investor attention on the economic consequences of the performance forecast strategy selection and proposes the expected hypothesis.

Secondly, this paper designs empirical variables according to research requirements and existing research literature. According to Loh (2010), Quan and Wu(2010) and Han and Xu (2016), this paper takes the average turnover rate of 30 trading days before the performance forecast as a measure of investors'attention. In the extended test, the instrumental variables and the average turnover rate of different trading days before the performance forecast are used as alternative variables to test the robustness. In the variables design of performance forecasting strategies, the accuracy of performance forecasting is expressed by the error and the form of performance forecasting. Whether or not the performance forecast is issued on the trading day and the period from the forecast date to the announcement date is used to express the opportunity of performance forecast. In the variables design of turnover effect and pricing effect, the average excess turnover rate and average excess return rate of 0-1 and 0-3 trading days after the performance forecast are used to express the turnover effect and pricing effect during the performance forecast period, respectively. The average excess turnover rate and average excess return rate from performance forecast to earnings announcement are used to express the turnover effect and pricing effect from performance forecast to earnings announcement. In addition, according to the research needs and existing research literature, design variables to control such factors as managerial ownership incentives, operating time,

company size, operating performance, financial leverage, market expectations, financial situation, market competition, earnings volatility, industry and so on. Based on the design of the above variables, using the sample of performance forecast of A-share listed companies in China from the first quarter of 2007 to the fourth quarter of 2017, this paper makes an empirical test from the following three aspects. The first aspect, from the perspectives of positive supervision and excessive pressure, this paper empirically tests the governance effect of investor attention on the accuracy of performance forecast and the timing choosing. After controlling for other factors, the results show that: Overall, investor attention has a positive supervisory effect on the accuracy of management performance forecasts, which exists for both good and bad news performance forecasts, and has a stronger positive supervisory effect on good news than bad news. Investor's attention has a positive supervisory effect on the listed company's management performance forecast calendar, and can significantly promote the management to choose to issue performance forecast on the trading day. The investor's attention has a more significant excessive pressure effect on the management's bad news performance forecast than the good news performance forecast. That is to say, the improvement of investor's attention is more likely to result in management choosing to issue bad news performance forecasts on non-trading days and shorter periods than good news. Further tests show that the duration of investors' attention and the proportion of institutional investors in the composition of investors will affect the governance effect of investors' attention. The results of robustness test also support the conclusion of the main test. The second aspect, this paper empirically examines the economic consequences of management performance forecasting strategy selection from the perspectives of turnover effect and pricing effect. After controlling for other factors, the results show that: In terms of turnover effect, more accurate management performance forecasts significantly lead to higher average turnover rate during the forecast period and from the forecast to the announcement period. Performance forecasts issued on non-trading days resulted in lower average excess turnover rates during the forecast period and from the forecast to the announcement period. The longer the forecast horizon, the lower the average excess turnover rate during the forecast period and between the forecast and the announcement period. In terms of pricing effect, performance forecasts with higher form accuracy has higher average excess return during the forecast period. However, the accuracy of performance forecast has no significant impact on the

pricing effect from forecast to announcement period. The performance forecast issued on the non-trading day has lower average excess return during the forecast period and from the forecast to the announcement period. The longer the performance forecast horizon, the lower the average excess return during the forecast period and from the forecast to the announcement period. The third aspect, the empirical test examines the moderating effect of investor attention on the economic consequences of the accuracy of managerial performance forecasts and the timing choosing. After controlling for other factors, the results show that: For the turnover effect, investor attention has a significant moderating effect on the turnover effect of the precision of performance forecast form, calendar timing and forecast horizon during the performance forecast period. It also has a significant moderating effect on formal accuracy and the turnover effect of forecast horizon selection during the period from performance forecast to announcement. But the direction of the above effect is not entirely the same. For the pricing effect, investor attention has a significant moderating effect on the pricing effect of performance forecast accuracy and form precision, as well as timing calendar and forecast horizon selection during performance forecast period. It also has a significant moderating effect on the accuracy of errors and forecast horizon selection during the period from forecast to announcement. But the direction of the above effect is also not entirely the same.

Finally, according to the theoretical and empirical research of this paper, based on investors' attention and performance forecast strategy optimization, this paper constructs a market-oriented regulatory model and expounds the game relationship and functional changes of the participants in this model, and discusses the relationship between the supervisory model and the supervisory function of investor's attention. This paper proposes some policy suggestions on how to choose the behavior of the participants in the capital market and how to optimize the supervision system in China from three aspects: improving the governance function of investors'attention, improving the quality of information disclosure of listed companies and optimizing the functions of the regulators. It provides theoretical and practical reference for regulators' policy-making and market participants' decision-making.

The study of investor attention, management performance forecasting strategy selection and its economic consequences is ostensibly to explore the individual behavior of investors and enterprises. In essence, they reflect the results of multiple games of market participants in

the context of macro-systems. Specifically, the contributions of this study are mainly reflected in the following aspects: In the first aspect, the main focus of existing research is on discussing the economic consequences of investor attention. This paper combines the psychological stress theory of psychology with the supervision of information disclosure, and constructs a theoretical hypothesis that investor attention plays a governance role in the selection of management performance forecasting strategies. From the perspective of management performance forecasting strategy selection, this paper empirically studies the governance effect of investor attention on the behavior choice of market participants, complementing existing literature on investor attention and information disclosure regulatory research. In the second aspect, previous studies have paid more attention to the economic consequences of information disclosure. However, few studies focus on the impact of information presentation and transmission on investors' decision-making by understanding and using of information. Based on the bottleneck theory and resource limitation theory of psychological cognitive theory, this paper constructs the theoretical hypothesis that the selection of accuracy and timing of performance forecast have an effect on the consequences of investors' trading decisions by using performance forecast information, and carries out empirical tests. This paper supplements the research literature on the usefulness of information disclosure mode for information decision-making. It also enriches the research on the application of psychological cognitive theory in the decision-making of investors in capital market. In the third aspect, by examining the moderating effect of investor attention on the economic consequences of management performance forecasting strategy selection, this paper expands the research on the effect of investor attention on behavior decision-making by interpreting information, enriches the research on the influencing factors of investors' behavior decision-making using information, and also supplements the research literature on the role of investor attention in the capital market. In the Fourth aspect, this paper constructs a market-based supervision mode, highlights the important role of investors' attention in the market-oriented supervision mode, and provides ideas and policy suggestions for the reform of supervision mode.

The significance of this paper is: Firstly, in terms of theoretical significance and academic value, this paper constructs a theoretical analysis framework of investor attention, management performance forecasting strategy selection and its economic consequences,



clarifies the relationship among investor attention, performance forecast disclosure strategy and its economic consequences, theoretically discusses the governance function of investors' attention and the influence of information transmission mode and timing on the usefulness of information disclosure decision-making. It enriches the regulatory theory of information disclosure, the theory of decision usefulness and the cognitive theory of psychology. This paper supplements the research literature on investors' attention, performance forecasting and market economic consequences, and provides theoretical support for perfecting performance forecasting system and market supervision system. Secondly, in terms of practical significance and application value, this paper constructs a multiple regression model to empirically test the effect of investor attention on the selection of performance forecasting strategies, the economic consequences of the selection of performance forecasting strategies, and the moderating effect of investor attention on the economic consequences of the selection of performance forecasting strategies. The results of empirical research provide practical evidence for the improvement of performance forecast disclosure system in China, provide practical support for optimizing the behavior of participants and improve the regulatory system. It is helpful to play the decisive role of capital market in resource allocation more effectively.

Although this study attempts to be rigorous and robust in analysis framework construction, research design, data processing and research process. However, in empirical studies, investor attention variables and how investor attention exerts governance function as a process of psychological activities between investors and management are difficult to measure and observe directly. In this paper, we try our best to deal with it properly under the existing research and conditions, but there are still some limitations to be further improved. In the future, with the development of research methods in neuroscience, observation of neurons and changes in psychological response process by means of instruments will help to improve my research in this paper.

**Key words:** Investor Attention; Management Performance Forecast; Strategy Selection; Information Disclosure; Economic Consequences

# 目 录

第 1 章	绪 论	1
1.1	研究背景、目的与意义	1
1.2	文献回顾与评述	4
1.3	研究思路及研究框架	11
第 2 章	理论基础与制度背景	16
2.1	心理压力理论	16
2.2	注意力的认知理论	18
2.3	信息披露相关理论	21
2.4	我国业绩预告制度背景	23
2.5	本章小结	25
第 3 章	理论分析框架与研究假设	26
3.1	理论分析框架	26
3.2	研究假设	29
3.3	本章小结	41
第 4 章	变量界定与度量及研究样本选取	42
4.1	变量界定与度量	42
4.2	样本选取与变量描述性统计	46
4.3	本章小结	51
第 5 章	投资者注意力对管理层业绩预告策略选择治理作用的实证检验	52
5.1	投资者注意力对业绩预告精确性选择的治理作用	52
5.2	投资者注意力对管理层业绩预告择机的治理作用	73
5.3	本章小结	95
第 6 章	管理层业绩预告策略选择的经济后果检验	97
6.1	业绩预告精确性对经济后果的影响	97
6.2	业绩预告择机对经济后果的影响	113
6.3	本章小结	129
第 7 章	投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果的调节作用	131
7.1	投资者注意力对预告精确性选择经济后果的调节作用	131
7.2	投资者注意力对预告择机选择经济后果的调节作用	138

7.3	本章小结 .....	144
第 8 章	投资者注意力与信息披露策略选择优化对策 .....	146
8.1	监管模式与投资者监督功能 .....	146
8.2	政策建议 .....	148
8.3	本章小结 .....	151
第 9 章	研究结论及未来进一步研究方向 .....	152
9.1	研究结论与创新点 .....	152
9.2	研究局限性与未来进一步研究方向 .....	154
	参考文献 .....	156

## 第 1 章 绪 论

### 1.1 研究背景、目的与意义

#### 1.1.1 研究背景

我国资本市场经过多年发展,市场化程度显著提高,公司信息披露与投资者决策行为的互动影响也得到进一步强化,资源配置与市场监管模式也逐步由传统的行政主导向市场主导转变,市场参与主体对彼此行为选择的关注也逐步形成对彼此行为选择的治理作用。作为信息披露的重要内容之一,上市公司管理层通过业绩预告向投资者传递公司业绩变化信息并最终影响投资者对股价与交易量变动决策。投资者基于业绩预告对股价与交易量的决策结果可能受到管理层业绩预告策略及自身注意力程度影响。为了使股价与交易量变动对公司有利,管理层在业绩预告过程中可能考虑投资者对公司的注意力程度,并选择有利的策略,管理层考虑投资者注意力后进行的业绩预告策略选择行为可能形成投资者注意力对管理层行为选择的治理作用;管理层业绩预告策略也会对投资者进行股票定价及交易量变化决策产生影响;进一步而言,这一影响也可能因投资者注意力程度产生差异。

现有研究表明,投资者注意力作为一种认知资源,受到多种因素限制而比较稀缺。投资者对上市公司注意力的分配体现了其对上市公司的关注程度,投资者利用上市公司信息披露进行交易的后果也往往受到投资者注意力分配方式影响(王磊等,2012)。现有研究主要集中于以下三个方面对投资者注意力的影响进行了探讨,第一,投资者注意力对应计、盈余及现金流等定价影响(权小锋和吴世农,2012;饶育蕾等,2012;王磊和孔东民,2014;Curtis等,2014;Drake等,2014);第二,上市公司根据投资者注意力进行的择机公告(权小锋和吴世农,2010;饶育蕾等,2012;谢玲红和魏国学,2012;DeHaan等,2015);第三,是对股票购买(冯旭南,2016;Barber和Odean,2008;Fang等,2014)、股票收益(Tang和Zhu等,2016;陈植元等,2016;张继德等,2014;赵龙凯等,2013;刘峰等,2014;杨欣等,2014)及股票流动性(Schoenfeld,2017;Fink和Johann,2014;Fan等,2017)的影响。在以上研究中,主要关注投资者注意力的市场后果,相对较少关注投资者注意力对市场参与主体行为的治理作用。

管理层业绩预告的市场效应往往显著影响到资源配置,因而监管机构、上市公司管理层以及投资者都对管理层业绩预告的行为选择给予了极大关注。现有研究主要集中在以下三个方面对管理层业绩预告进行了探讨,一是影响管理层业绩预告的因素,如高管

持股(王浩等, 2015; 高敬忠和周晓苏, 2013)与机构投资者持股(张馨艺, 2015; 高敬忠等, 2011)、公司财务状况(周晓苏和高敬忠, 2009)、诉讼风险(高敬忠等, 2011)、治理结构(路军, 2016)、媒体关注(黄晓蓓和郑建明, 2015)、投资者情绪(王俊秋等, 2013)等; 二是关于业绩预告对资本市场的影响, 如市场回报(徐高彦, 2016; 杨德明和林斌, 2006; 杨志, 2006; Brockman 和 Cicon, 2013)、市场反应(罗玫和魏哲, 2016; Zuo, 2016)、股价变动(Hamm 等, 2018; Yang, 2012)、分析师预测(黄晓蓓, 2016; 刘彦来等, 2015; 李馨子和肖土盛, 2015; Jensen 和 Plumlee, 2015; Merkley 等, 2013)等; 三是业绩预告过程中管理层行为选择, 如盈余管理(黄晓蓓和郑建明, 2015; 胡志颖等, 2011; 郭娜和祁怀锦, 2010; Yang, 2013)、精确性选择(Cheng 等, 2013; Hayward 和 Fitza, 2017)等。在我国资本市场背景下, 监管机构要求上市公司一定情形下(如业绩大幅变动、首亏等)需要对业绩进行预告, 但是, 对于业绩预告方式并没有做出具体要求。因此, 在业绩预告过程中, 自利的管理层可能根据市场的关注程度选择有利的预告方式。现有研究更多关注业绩预告消息对资本市场的影响, 对于业绩预告方式, 如精确性及择机等预告过程中的管理层策略选择对投资者交易换手与股票定价的影响关注相对较少, 而且结合预告时投资者对预告关注来进一步讨论预告策略对投资者交易换手与股票定价决策的影响更是有待于研究。

在我国资本市场发展背景下, 在现有研究的基础上, 本文主要对以下三方面问题进行研究: 第一, 基于对不同程度投资者注意力下的管理层业绩预告策略选择研究投资者注意力对上市公司信息披露选择的治理作用; 第二, 基于对业绩预告精确性、择机对投资者交易换手与股票定价决策影响的研究, 从信息传递方式与时间选择的角度探讨管理层信息披露对投资者决策的作用; 第三, 在探讨业绩预告策略选择对投资者决策影响的基础上, 进一步研究投资者注意力对两者关系的调节作用。

### 1.1.2 研究目的

本文对投资者注意力、管理层业绩预告披露策略选择及其经济后果之间关系的研究主要有以下三方面的目的:

1.构建投资者注意力对管理层业绩预告作用的理论分析框架并进行实证研究。本文将从积极监督与过度压力两个角度构建投资者注意力对管理层业绩预告精确性与择机策略选择的作用理论分析框架, 利用我国 A 股上市公司业绩预告样本数据实证检验这一框架。通过理论与实证研究探讨投资者注意力对上市公司信息披露的治理作用。

2.构建管理层业绩预告策略选择对投资者决策影响的理论分析框架并进行实证检

验。本文将分别构建管理层业绩预告精确性与择机策略选择在业绩预告期间及业绩预告至盈余宣告期间对投资者交易换手与股票定价作用理论分析框架并利用 A 股上市公司业绩预告样本数据进行实证检验,通过该研究探讨信息传递方式与时间策略选择对信息决策有用性的影响。

3.构建投资者注意力对业绩预告策略与投资者决策关系调节作用的理论分析框架并进行实证检验。探讨投资者注意力程度差异对业绩预告策略选择与投资者决策关系的影响,通过该部分研究探讨投资者注意力对市场参与主体决策行为的调节作用。

4.在理论与实证研究基础上,基于投资者注意力优化及业绩预告策略优化,提出我国资本市场参与主体行为选择与监管体系优化路径,为监管机构政策制定及市场参与主体行为决策提供理论与实践参考。

### 1.1.3 研究意义

投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果的研究表面上看是探讨投资者与企业的个体行为,实质上,它们反映的是宏观制度背景下的市场参与者多重博弈的结果。本研究不仅能为业绩预告披露制度提供理论与实践支持,而且能为我国的资本市场参与主体的行为选择及监管体系优化提供相应实践依据与理论参考。本文研究的理论与实践意义如下:

第一,理论意义与学术价值。本文重点构建以下理论分析框架:第一,投资者注意力对管理层业绩预告策略选择作用的理论分析框架;第二,管理层业绩预告策略选择对其经济后果影响的理论分析框架;第三,投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果调节作用的理论分析框架。通过对投资者注意力、业绩预告披露策略及其经济后果三者作用关系的研究,从理论上探讨投资者注意力的治理作用及信息传递方式与时间对信息披露决策有用性的影响,丰富了信息披露监管理论、决策有用性理论及行为金融的认知理论,补充了投资者注意力、业绩预告及市场经济后果的研究文献,为完善业绩预告制度及市场监管制度提供理论支持。

第二,实践意义与应用价值。本文通过构建多元回归模型,利用我国上市公司业绩预告样本实证检验投资者注意力对业绩预告披露策略选择的作用,业绩预告策略选择的经济后果,以及投资者注意力对业绩预告策略选择的经济后果的调节作用。实证研究的结果为我国完善业绩预告披露制度提供经验证据,并为优化参与主体行为,完善监管制度提供实践支持,更有效地发挥资本市场在资源配置中的决定性作用。

## 1.2 文献回顾与评述

随着金融市场的发展,投资者对金融市场的关注正越来越广泛,并引起多种形式的经济后果。业绩预告作为管理层披露信息的一个渠道,吸引投资者关注或被投资者所关注,投资者通过关注业绩预告,获得重要的决策依据,进而影响经济后果。业绩预告披露策略有多种选择,管理层可以选择披露精确性、选择披露时机,那么投资者注意力是否会影响管理层业绩预告策略的选择,进而影响到产生的经济后果呢?我们先从现有文献中窥探这一问题。

### 1.2.1 投资者注意力、管理层行为选择及经济后果

#### 1.投资者注意力与经济后果

通过对投资者注意力相关文献的梳理,本文发现投资者注意力会对定价、股票收益及股票流动性等方面产生影响。

首先,投资者注意力对市场定价很重要(Welagedara 等, 2016; Jacobs 和 Weber, 2016)。王炼和朱宏泉(2014)基于投资者关注理论,在微观层面探讨了投资者注意力与个股 IPO 抑价的相关性,研究发现,在新股申购与上市时,投资者均会通过网络搜索相关的信息,增加对股票价值的判断。关于投资者注意力对定价的影响有两种观点,一种观点认为投资者注意力作为影响金融市场价格形成的重要因素之一,注意力约束使得投资者在信息处理过程中产生各种定价偏差(曹振兴, 2012)。比如金德环和张安宁(2014)认为投资者的有限关注度会对资产价格造成影响,他们利用百度指数搜索量(SV)作为投资者关注度的度量指标发现,上市前一周 SV 较高的 IPOs 可以取得更高的上市首日收益率,上市前一周 SV 较高或上市首日收益率较高的股票在长期内会有更大程度的价格反转。Curtis 等(2014)利用社会化媒体活动度量投资者注意力研究了投资者注意力是否与盈余消息的定价(错误定价)相关,结果发现,高的投资者注意力与更高的盈余宣告对盈余意外的敏感性相关,社会化媒体活动所观测到的投资者注意力对盈余消息的定价与错误定价具有显著影响。Yuan(2015)认为市场上引人注目的新闻(比如创纪录的道琼斯指数和股票市场的头版新闻)预报了投资者的交易行为和市场回报,研究发现高市场注意力的新闻使得投资者销售他们持有的股票,这种集中销售对市场价格会产生消极的影响。另一种观点认为投资者注意力具有认知效应,可以在一定程度上降低对定价的高估。权小锋和吴世农(2012)认为投资者注意力具有认知效应,投资者注意力的提高能够显著提高其对盈余构成信息的认知效率,并降低市场中投资者对应计信息的定价高估。

其次,投资者注意力会影响投资者的投资决策进而影响到股票收益,现有研究也证

实了这一影响。刘锋等(2014)研究发现,股票收益受到投资者注意力和投资者投资行为的直接影响,媒体对特定股票的关注可以放大投资者关注对股票收益的影响程度。Ying等(2015)研究发现股票市场一周内的收益显著受到投资者注意力的正向影响。陈植元等(2016)发现投资者注意力与股票市场指标超额收益率与成交量呈现显著正相关。部分学者研究发现投资者注意力对短期股票收益有正向影响,但长期来看这一影响会发生反转。宋双杰等(2011)发现投资者关注对资产价格有直接的影响,较高的投资者关注会带来较大的 IPO 首日收益和较差的长期表现。张继德等(2014)发现在控制其他影响因素后,普通投资者高关注度将伴随高市场流动性,注意力会驱动投资者进行交易;对信息的当期关注会对股票收益产生正向影响,但这一现象将在一段时间后发生反转。冯旭南(2016)以 2006-2010 年间的 21476 个“股票交易龙虎榜”事件为样本,研究发现,若“龙虎榜”事件与个股股价上升或证券营业部的净买入行为同时发生,则投资者更倾向于在短期内跟进买入;但经过较长时间,累积超额收益率又呈反转态势。

最后,投资者注意力也会在一定程度上影响股票市场的流动性。王磊和孔东民(2014)研究发现好消息的盈余公告更容易受到散户投资者的注意,股票交易量在公告期间异常高,受有限注意力制约,其在公告期间表现出显著的净买入行为。Dimpfl 和 Jank(2016)以搜索量作为散户投资者注意力的代理变量,通过对投资者注意力和股市波动的研究,发现今天散户注意力的提高会增加明天的股市波动性。Fan 等(2017)研究发现异常投资者注意力和交易量之间有正相关关系,各自波动。

## 2.投资者注意力与管理层行为选择

投资者注意力配置所导致的经济后果也引发了上市公司管理层对投资者注意力的关注,他们可能利用投资者注意力配置情况进行择机公告(权小锋和吴世农,2010)。我国上市公司存在机会主义行为,即通过分散投资者的注意力,最优化投资者对其盈余信息的反应(周嘉南和黄登仕,2011)。例如,业绩较差的公司更倾向于在投资者注意力低的时机披露年报(饶育蕾等,2012),管理层在交易时间后、繁忙期间以及更少的提前注意等投资者注意力低的时候宣告盈余来隐藏坏消息(DeHaan 等,2015)。相对于投资者注意力较集中的业绩预告信息少日和其他周历,上市公司管理层更可能选择在投资者注意力较分散的信息多日和周五、周六发布坏消息业绩预告,即上市公司管理层会择机披露坏消息,在投资者注意力较分散时集中披露坏消息以减少坏消息披露对股价造成的不利影响(徐洪波和于礼,2014;谢玲红和魏国学,2012)。饶育蕾等(2012)研究发现上市公司管理层存在择机披露年报盈余信息的行为,即上市公司管理层利用投资者注意力的有限特性择机披露年报信息以缓解负面信息的不良影响。Doyle 和 Magilke(2015)的研究也



证明了管理层会在投资者注意力比较低的时候发布坏消息，坏消息易于被在市场关闭后以及星期五发布。

另外，投资者注意力对上市公司管理层信息披露具有一定的治理作用，投资者注意力的提高会有效降低上市公司对盈余的操纵行为(权小锋和吴世农，2012)，投资者注意力的提高会促使上市公司管理层更多在交易日披露业绩预告(王英允等，2019)，以便于投资者更好的吸收信息并作出决策。

## 1.2.2 业绩预告披露、影响因素及经济后果

### 1.业绩预告披露策略影响因素

通过对业绩预告影响因素相关文献的梳理，本文发现分析师跟踪、公司治理、公司环境等因素会影响管理层业绩预告的披露。

分析师跟踪能够促使上市公司披露年度业绩预告，以更好为投资者提供信息，便于投资者做出决策，与国有企业相比，非国企披露年度管理层业绩预告的意愿更强烈，但预告信息不够清晰，且更多预告好消息；同时业绩预告披露受大股东间股权制衡影响，股权制衡程度越大，上市公司越倾向于不发布业绩预告，但如果此种公司发布预告，则预告语言更清晰(李晶，2014)。白雪莲等(2012)研究发现分析师预测分歧会促使上市公司发布业绩预告，分歧越大的上市公司越可能发布预告，且分析师预测误差越大，公司越倾向发布业绩预告。郑建明等(2015)研究表明分析师跟踪影响业绩预告违规概率，两者显著负相关。

管理层业绩预告的精确性和及时性受到董事的会计师事务所工作背景(路军，2016)，董事会规模、董事会会议频率、独立董事比例的影响，董事会规模越大、董事会会议频率越高，业绩预告精确性和及时性越低，独立董事比例越高，业绩预告精确性越高(高敬忠和周晓苏，2009)。周冬华和赵玉洁(2013)研究表明 CEO 权力越大，业绩预告质量越低，上市公司业绩预告越不及时；董事会成员更换比例越高，董事会监督能力越强，越有利于遏制 CEO 权力所造成的公司业绩预告质量下降和时间滞后的现象。外部薪酬差距也会影响上市公司业绩预告行为，其对公司业绩预告行为的影响基本上呈倒“U”形关系：在一定界限内对公司业绩预告行为具有激励效应，随着外部薪酬差距的增大，业绩预告信息质量提高，及时性增强，其决策有用性提高，体现为高管协同动机；超过一定界限，则具有反激励效应，随着外部薪酬差距的增大，业绩预告信息质量降低，及时性减弱，倾向性趋于保守(王浩等，2015)。另外，高管持股也会影响业绩预告质量，马连福等(2013)研究发现，高管持股会提高盈余预告收益型特征(及时性和准确性)的质

量,降低部分成本型特征(具体性)的质量;高管持股公司的业绩预告收益型特征质量不受产品市场竞争激烈程度影响,但激烈的产品市场竞争下,成本型特征的质量会明显下降。高管持股对公司业绩预告行为具有激励效应,能够促进业绩预告信息质量提高,及时性增强,倾向性偏离保守,信息的决策有用性增强(王浩等,2015)。

上市公司中机构投资者持股比例会对信息披露质量产生影响,管理层业绩预告精确性随着机构投资者持股比例的提高而提高(张馨艺,2015;高敬忠等,2011)。投资者情绪会影响业绩预告的动机和精确性,相对于情绪高涨期,在投资者情绪较低落时,管理层有更强的动机自愿披露更高精确性的业绩预告;并且管理层发布更为乐观的业绩预告,以修正投资者对未来盈余的悲观预期(王俊秋等,2013)。投资者的私人信息促使管理层提高预测精确度,当股价中包含投资者的私人信时,预测修订对同期股票回报的敏感性增加(Zuo,2016)。企业性质也会影响上市公司信息披露,国企在进行业绩预告时表现出更为保守的特性(张馨艺,2015),代理成本的高低会影响国企业业绩预告的精确性,代理成本越高,业绩预告的精确越低;与民营企业相比,第一类代理成本高的国有企业披露的业绩预告精确性较差(袁振超等,2014)。

管理层业绩预告披露策略也受到财务风险、盈余非同步性、竞争程度、信息环境等因素的影响。周晓苏和高敬忠(2009)发现上市公司财务风险越大,管理层业绩预告形式上更不精确,实质上误差更大,并且,消息性质也会影响业绩预告精确性,相对于好消息,坏消息预告形式上更不精确,实际误差更大。Gong等(2013)研究发现高的盈余非同步性会激发管理层发布盈余预告以降低管理层与投资者之间的信息不对称。刘慧芬和王华(2015)研究表明,竞争程度与业绩预告精度与准确性正相关,而经济政策的不确定性弱化了两者的关系。陈翔宇等(2015)研究发现,会计信息可比性与管理层业绩预告准确度正相关;会计信息可比性对业绩预告准确度的促进作用还受公司内外部信息环境的影响,良好的公司外部和内部信息环境均能够增强会计信息可比性与业绩预告准确度之间的正向关系。Li和Zhang(2015)表明卖空压力和随后的股票价格行为对管理层自愿披露的选择有因果影响,管理层通过降低坏消息的预测精度、降低坏消息可读性,回应卖空压力的外生冲击和对坏消息的价格敏感度。

## 2.管理层在业绩预告中的行为选择

基于委托代理关系的存在,以及薪酬契约、诉讼风险等因素的影响,管理层在进行业绩预告披露时可能会权衡利弊并进行披露行为选择。Cheng等(2013)发现管理层策略性地在内部卖出前选择预告精确性以提高股价而在内部买进前降低股价。Roychowdhury和Sletten(2012)发现当管理层不自愿披露消息、信息不对称较强、以及管理层净卖出股

票时盈余差异在坏消息季度的信息含量更明显；盈余的信息含量相对于其他来源在坏消息季度比好消息季度更高。在对不同消息性质业绩预告披露中，管理层存在操控性选择披露行为(高敬忠和周晓苏，2009)。徐高彦和王跃堂(2014) 研究发现与坏消息相比，公司管理层对好消息业绩预告的披露更为及时，披露时间更早，且对于好消息的披露表达较坏消息更清晰。Doyle 和 Magilke(2015)研究发现坏消息往往战略性地在市场收盘后和周五发布；收盘后发布坏消息预测公告的战略，与更少的负向市场回报，更少交易量和更少的市场波动相关。但陆蓉和潘宏(2012)持有不同的观点，他们认为业绩预告会导致投资者意见分歧迅速减少，股价将会迅速降低，为实现市值最大化的目标，管理者有动力不预告利好的业绩信息。

在管理层采用范围值形式进行业绩预告时，对于预告期间也存在一定的自利性选择。Ciconte 等(2014)研究发现业绩预告范围上限而不是中点更好地代表了投资者对管理层预期的理解。马丽莎(2016)发现在不同的损益范围内，管理层业绩预告区间存在非对称的放大效应，在利空消息下存在负向放大效应即实际业绩趋近于预测区间的上限，在利好消息下存在正向放大效应即实际业绩趋近于预测区间的下限，而信息环境的差异会在一定程度上增加不同损益框架下的放大效应。

管理层在对业绩归因解释上也存在选择行为。蒋亚朋(2008)研究发现，管理层对业绩变化原因的解釋存在自利性倾向，更多地将业绩下降归为政策变化、经济波动等外部因素，将业绩增长归为管理层自身行动等内部因素。胡成(2015)以归因和把关人、委托代理以及信息不对称、印象管理等理论为基础，总结了上市公司管理层业绩归因倾向研究，发现国内外学者就业绩归因倾向的性质和经济后果进行了较深入的研究，但在具体归因倾向的识别、自利性归因的矫正等方面的研究还有待深入。

我国的业绩预告制度是一把“双刃剑”，在改善上市公司信息环境的同时也会诱发上市公司的盈余管理行为，降低盈余质量(黄晓蓓和郑建明，2015)。董事会会将管理层预告的准确性作为能力信号，管理层也将承担发布不准确预告的成本，当公司业绩不佳时 CEO 离职的可能性与预告绝对误差的大小正相关，并且这种正相关对正的与负的预告误差都存在(Lee 等，2012)。上市公司管理层为了避免存在的潜在风险，可能会通过盈余管理以降低预告业绩与宣告业绩的偏差。郭娜和祁怀锦(2010)研究发现相较于未披露业绩预告的公司而言，披露业绩预告的公司盈余管理程度更高；相较于自愿进行业绩预告披露的公司而言，强制进行业绩预告披露的公司盈余管理程度更高。郭娜(2010)研究发现如果盈余宣告值低于业绩预告值，那么管理层为了使实际宣告盈余和之前预告的盈余一致，更可能进行向上的盈余管理。Yang(2013)发现对于以前有悲观(乐观)的盈余预告

的,市场会对好消息(坏消息)更多正向(负向)反应;为了维护以前乐观预告的声誉,公司可能通过提高总应计,提高库存水平或者降低可操控费用来做向上的盈余管理。

### 3.业绩预告披露策略经济后果

我国的业绩预告包含重要的信息内容(Huang 等, 2017),业绩预告披露策略会产生一定的经济后果,会影响资本成本、分析师预测、股市反应等等。

管理层盈余预告政策的质量对资本成本有显著影响,两者之间为负相关关系,具有较高信息披露成本以及拥有更相关的季度管理层盈余预告的公司其相关程度更高(Baginski 和 Rakow, 2012)。此外,不同消息性质的业绩预告对资本成本有不同的影响,对坏消息的预告将会在披露后的月份里导致高的权益成本;相反,好消息预告的资本成本在同样期间没有显著变化(Kim 和 Shi, 2011)。

分析师的预测行为显著受到管理层业绩预告的影响(王玉涛和王彦超, 2012),分析师从业绩预告获得的信息与报告的盈余相关,依靠这些信息提高了分析精度(Jensen 和 Plumlee, 2015)。Merkley 等(2013)评估了预告分类对管理层盈余预告可信性的影响,发现分类提高了证券分析师对管理层盈余指导中的消息的敏感性,表明分析师发现指导更可信。Jensen 和 Plumlee(2013)研究发现分析师和投资者将意外窄(宽)感知为好的(坏的)盈余消息;范围预告的上限与下限提供了增量信息。李馨子和肖土盛(2015)发现上市公司业绩预告为会计信息使用者提供了有关公司预期盈利情况的信息,作为信息使用者之一的分析师参照此信息可以做出准确性更高的盈利预测。刘彦来等(2015)研究发现:管理层业绩预告与分析师预测修正行为之间显著正相关,且此关系在熊市更为显著;管理层业绩预告与分析师预测修正误差之间显著负相关。黄晓蓓(2016)研究发现管理层业绩预告信息有助于降低分析师预测修正的预测误差。

投资者并不完全理解管理层业绩预告可信度中操纵性预测的含义,具有较高的操纵性预测的公司获得负的异常回报(Kitagawa 和 Shuto, 2016)。上市公司对坏消息业绩预告变动原因解释时带有倾向性,从而影响投资者对业绩预告信息的理解,进而影响投资者的投资行为及股市的反应(罗玫和魏哲, 2016)。机构投资者持股比例也对市场反应产生一定的影响,机构投资者持股比例越低、中小股东股权越为分散,上市公司越容易择机披露业绩,即好消息在交易日披露,坏消息在非交易日披露,进而获得更多的市场回报(徐高彦, 2016)。Chronopoulos 和 Siougle(2018)发现在每股收益预测的情况下,范围预测的上限和下限包含重要信息,预测宽度与未来股票收益之间存在负的显著关联。

信息披露增加股票的流动性(Schoenfeld, 2017),投资者获取信息的能力影响股价变动,投资者获取业绩预告信息的能力越强,股价对业绩预告及时反应越弱,股票交易量

越大(冯旭南, 2014)。业绩预告信息性质也对市场反应产生影响, 杨德明和林斌(2006)研究发现管理层进行年度业绩预告时, 业绩为盈利的信息对市场反应造成显著影响, 中性的预告信息产生负的累计超额报酬, 坏消息造成更剧烈的市场反应。Brockman 和 Cicon(2013)研究了在控制管理层业绩预告硬(定量)信息后的软(定性)信息对异常回报的作用, 发现软信息通常比硬信息解释更多盈余预告的公告效应。Yang(2013)揭示了对于以前有悲观(乐观)的盈余预告的, 市场会对好消息(坏消息)更多正向(负向)反应, 进一步, 当公司预告是悲观的, 他将倾向于保持悲观, 但当公司有乐观预告的声誉, 他不会改变这一声誉。业绩预告修正史也会影响股票市场反应, 股市会对前期进行过业绩预告修正的上市公司年度业绩预告可信度进行质疑, 且相对与无业绩预告修正史的上市公司股市反应, 有业绩预告修正史的上市公司市场反应更低 (罗玫和宋云玲, 2012)。

### 1.2.3 文献回顾述评

关于投资者注意力的研究, 现有研究较多关注投资者注意力对股票定价、股票收益、流动性等方面的影响研究, 部分学者以交易时间来表示投资者注意力分布研究管理层发布消息的择机问题, 个别学者从抑制盈余管理角度探讨了投资者注意力的治理作用。

关于业绩预告的研究, 现有研究较多地探讨了公司治理(如高管持股、机构持股、董事会特征)、公司环境(如财务状况、行业竞争)对业绩预告影响因素, 部分学者关注了管理层在业绩预告过程中的行为自选择, 如业绩预告中的盈余管理、消息发布的选择、预告方式的选择、归因等, 还有较多的一部分学者从对资本成本、分析师预测以及发布消息的市场反应等角度研究了业绩预告的经济后果, 个别学者研究了投资者情绪对业绩预告选择的作用。

尽管现有研究对于投资者注意力及业绩预告进行了较多研究, 本文认为仍有以下问题有待于进一步深入探讨:

#### 1.投资者注意力治理作用有待于进一步研究

根据现有研究文献, 关于投资者注意力对市场参与者行为治理作用的研究尚不够深入, 本文从管理层业绩预告策略选择角度, 构建投资者注意力对业绩预告精确性与择机选择治理作用的理论分析框架并进行实证研究, 探讨投资者注意力对市场参与主体行为选择的治理作用, 丰富关于投资者注意力治理作用研究的文献与实践证据。

#### 2.基于管理层业绩预告策略选择经济后果的角度研究信息披露方式与时间选择对信息披露经济后果的影响

首先, 现有文献较多关注业绩预告消息的市场反应, 而对业绩预告中的方式及时间

等具体策略选择(如精确性、择机)对投资者股票定价与交易换手的影响研究较少;其次,现有对业绩预告市场反应的研究主要关注预告期间的反应,而业绩预告的功能之一是公司业绩风险的提前释放。本文认为,这一释放效应既表现为预告期间的市场反应,也包括业绩预告至盈余宣告期间的市场反应。因此,针对以上两个效应的研究,本文将构建业绩预告精确性及择机策略选择对投资者在预告期间以及预告至宣告期间的换手效应与定价效应影响的理论分析框架,并进行相应实证研究,讨论业绩预告方式与时间策略选择在预告期间以及预告至宣告期间对业绩预告的换手效应与定价效应的影响,加深对业绩预告风险释放效应的研究。

### 3.投资者注意力对参与主体各因素之间作用的调节作用有待进一步研究

现有研究较多关注市场中某一因素对业绩预告选择的影响或者业绩预告选择产生的经济后果,很少考虑所处环境因素对两者作用关系的影响。特别地,业绩预告选择产生的经济后果往往受到预告时市场环境(如投资者关注程度)影响,因此,本文将在考虑投资者注意力条件下,进一步检验投资者注意力程度对业绩预告具体策略选择的经济后果的调节作用,通过理论构建与实证检验研究投资者注意力对市场参与主体行为选择经济后果的调节作用。

## 1.3 研究思路及研究框架

### 1.3.1 研究思路

本文研究的基本思路具体如图 1.1 所示。在图 1.1 中,本研究将基于披露与监管理论及心理学相关理论,并利用博弈分析方法从理论上厘清投资者注意力对管理层业绩预告策略选择的影响,基于信号传递及认知理论、信息决策有用性理论分析管理层业绩预告策略选择所导致的经济后果,并进一步讨论投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果的调节作用,在理论分析基础上,综述现有关于投资者注意力、管理层业绩预告及经济后果的研究文献的结论,结合现阶段我国资本市场中上市公司业绩预告实践以及市场中投资者注意力配置对市场参与主体的作用实践,归纳出需要进行研究的四方面的问题,并采用针对性的研究方法构建理论分析框架和进行实证研究。

### 1.3.2 研究框架与具体研究内容

本研究章节安排及各章内容如图 1.2 所示。具体如下:

第一章 绪论。本章分析了问题提出的背景及研究意义与目的,并对国内外关于投资者注意力、管理层业绩预告披露策略与经济后果的研究进展进行了较为详细的回顾,

总结了本文的主要研究内容及结构安排。

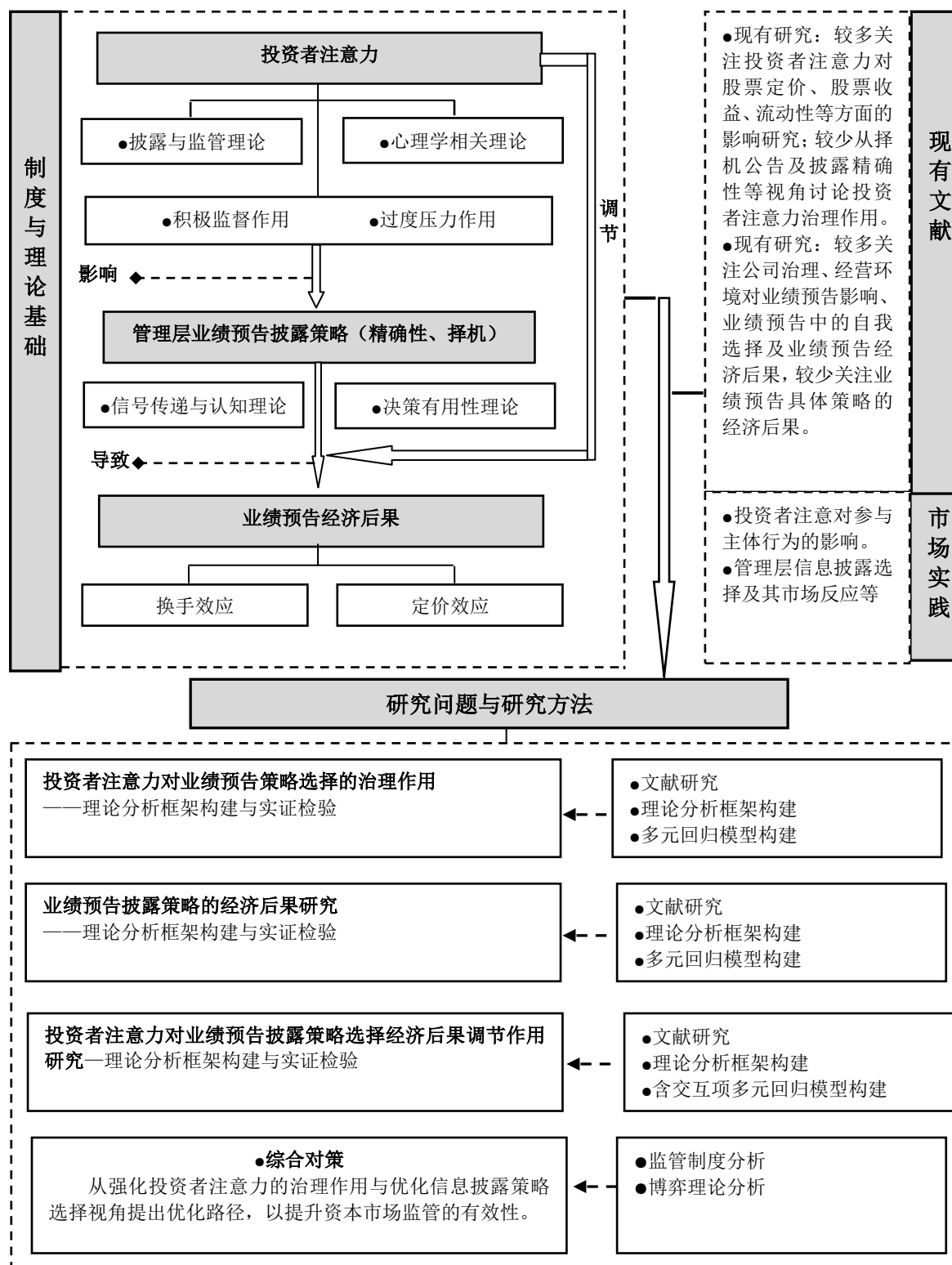


图 1.1 本文研究思路

资料来源：作者绘制

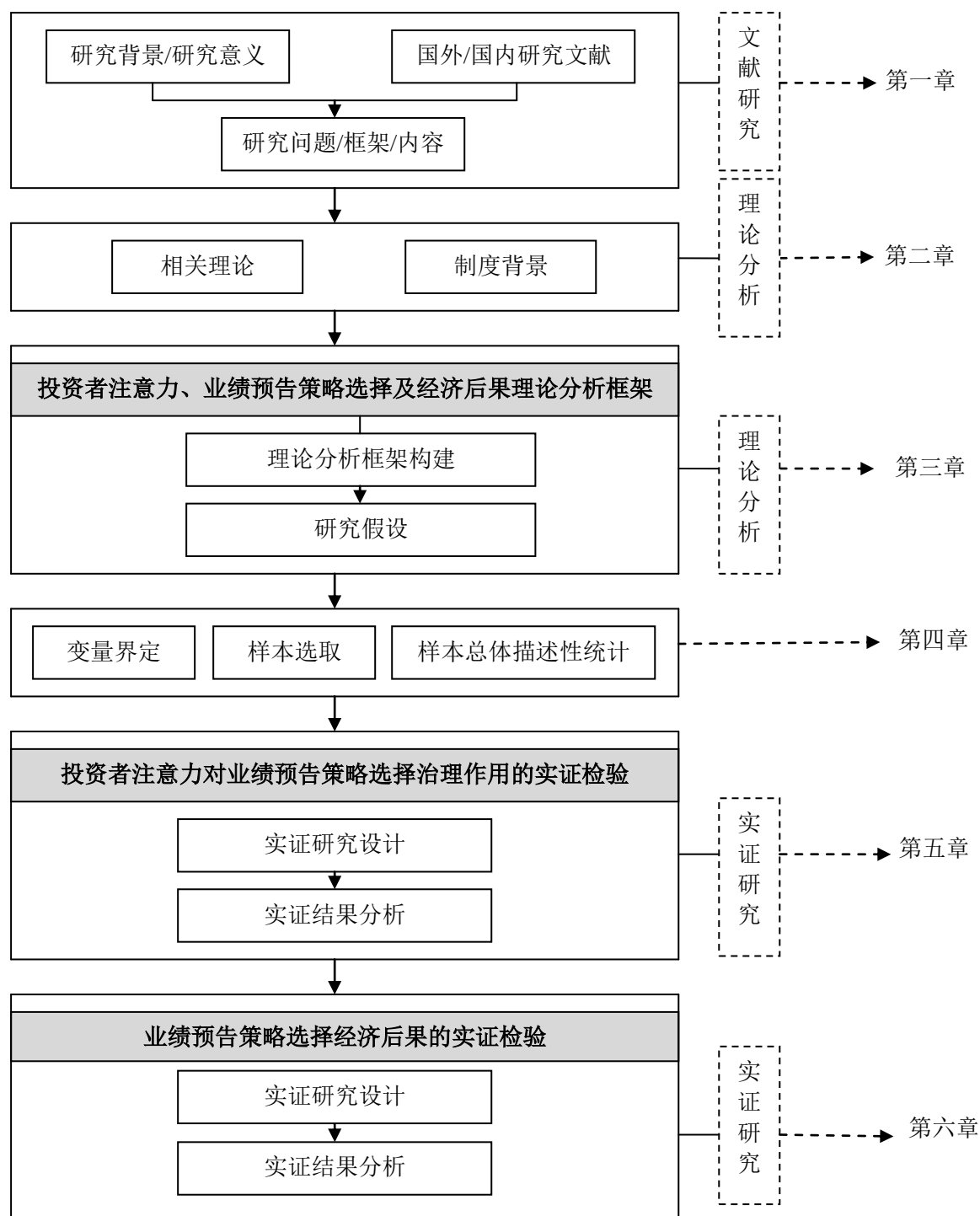
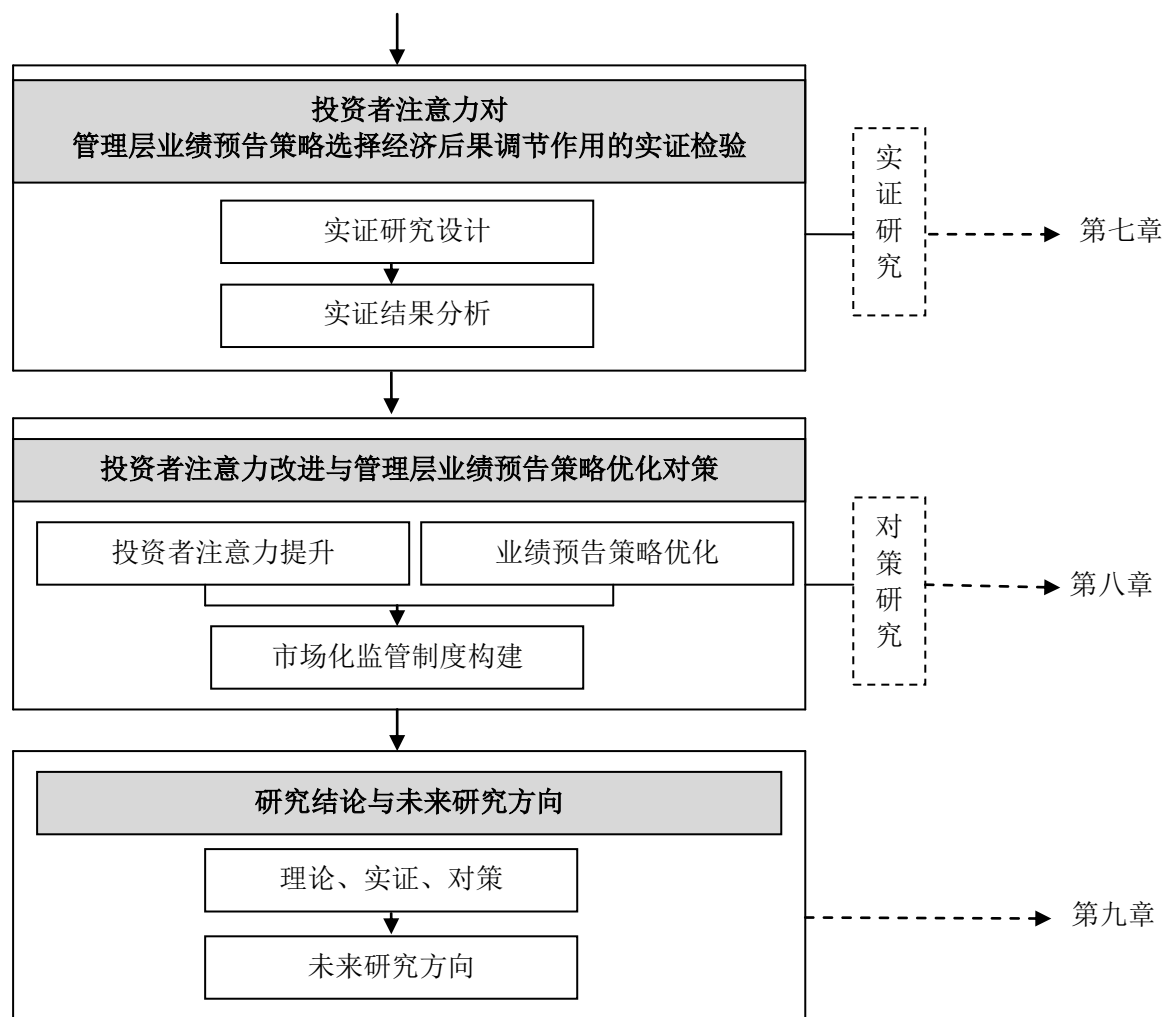


图 1.2 文章研究框架及章节安排

资料来源：作者绘制





续图 1.2 文章研究框架及章节安排

资料来源：作者绘制

第二章 理论基础与制度背景。在本章中，首先，分析了投资者注意力相关的理论基础，如心理压力理论、认知理论；第二，回顾了信息披露及监管相关理论，如决策有用性、信号传递与会计信息有用性的相关观点；第三，回顾管理层业绩预告相关的制度背景。

第三章 理论分析框架与研究假设。在本章中，建立投资者注意力对管理层业绩预告披露策略作用的理论分析框架；管理层业绩预告披露策略对其经济后果影响的理论分析框架；以及建立了投资者注意力对管理层业绩预告披露策略经济后果调节作用的理论分析框架。另外，本章还根据理论分析框架提出了相关理论假说及研究假设。

第四章 变量界定与度量及研究样本选取。本章将首先对本文所涉及到的因变量、自变量及控制变量进行界定，并对各变量的度量方法进行界定；其次，将根据研究需要

选取我国 2007 年 1 季度至 2017 年 4 季度的 A 股上市公司发布预告公司为样本,以及选取各个变量的数据样本,并对样本总体进行描述性统计。

第五章 投资者注意力对管理层业绩预告策略选择治理作用的实证检验。在本章中将从积极监督及过度压力两个角度实证检验投资者注意力对管理层业绩预告精确性及择机选择的治理作用。研究中,首先用选取的样本进行主检验,其次依据业绩好坏、投资者构成中机构投资者比例等进行样本分类后进一步检验。

第六章 管理层业绩预告策略选择对其经济后果影响作用的实证检验。在本章中 will 分别实证检验管理层业绩预告精确性及择机策略选择如何影响了换手效应及定价效应。

第七章 投资者注意力对管理层业绩预告策略经济后果调节作用的实证检验。本章将首先基于投资者注意力的相关理论,实证检验投资者注意力如何影响了业绩预告策略对经济后果的作用。

第八章 基于博弈理论分析及监管制度分析,在理论与实证研究结果的基础上,提出投资者注意力与管理层业绩预告策略选择的优化路径。

第九章 研究结论与未来研究方向。本章将对前面各章的结果进行总结,并提出未来进一步的研究方向。

## 第2章 理论基础与制度背景

### 2.1 心理压力理论

#### 2.1.1 压力的概念

传统上，压力被定义为一种刺激，通常指发生在人身上的压力源以及因此产生的生理或心理反应。Lazarus(1966)将压力定义为人与环境之间的关系。当个人意识到自己无法充分应对对他们提出的要求或对他们的福祉造成的威胁时，就会产生压力。它对个人具有显著重要性并且需要征集过度重负的资源去应对。在这一概念框架下，个体受到内外环境刺激后，做出相应认知评价，并引起一系列非特异性的生理或心理反应。心理压力是由心理压力源和心理压力反应共同构成的一种认知和行为体验过程。心理压力的作用表现为动态过程，其构成要素包括：第一，压力源。这是刺激的来源因素，也是这一过程中的自变量；第二，认知评价。这是中间变量，压力的接受者根据自身条件对刺激因素做出认知评价；第三，反应。这是因变量，是压力作用下压力接受者做出的选择。

#### 2.1.2 心理压力的作用机制

Lazarus(1966)、Lazarus 和 Folkman(1984)提出了压力与应对模式。根据 Lazarus 的压力与应对理论，压力源、认知评价及反应三者关系如图 2.1 所示：

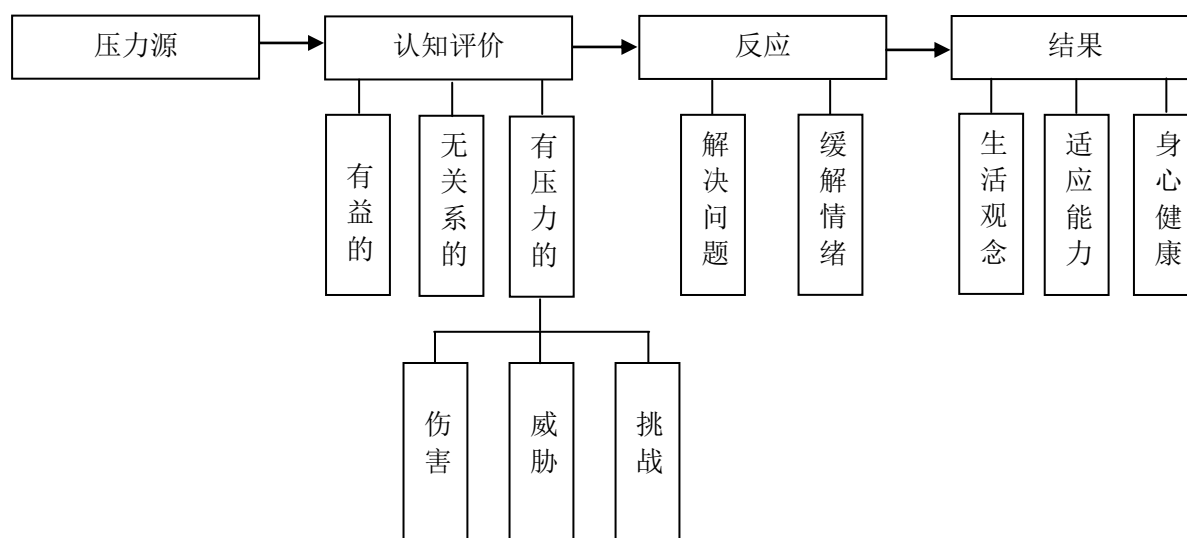


图 2.1 Lazarus 的压力与适应模式图

资料来源: <http://www.psychspace.com/psych/viewnews-8660>

压力源对于个体作用后果主要取决于个体的认知评价及应对两个重要的心理学过程，Lazarus(1966)、Lazarus 和 Folkman(1984)认为认知评价是一个过程，通过该过程，人们评估特定的环境遭遇是否与他或她的幸福相关并产生影响，如果是，则考虑以何种方式评估。整个过程包括对压力源的确定、思考及期待，同时对自身应对能力的评价。这一过程的心理活动包括感知、思考、推理及决策等。应对则被定义为人们不断变化的认知和行为努力，以管理被评估为征集过度重负的个人资源的特定外部和/或内部需求(Lazarus 和 Folkman, 1984)。Lazarus 和 Folkman(1984)的心理压力和应对的认知理论认为，心理压力和应对是交易性的，因为人和环境被视为处于动态的，相互互惠的双向关系中。该理论确定了两个过程，即认知评估和应对，这是受压力作用的人与环境关系的直接和长期结果的关键调节变量。

首先，Lazarus(1966)、Lazarus 和 Folkman(1984)将认知评价过程分为三个层级，即初级评价、次级评价及重新评价。评价过程及结果如图 2.2 所示。

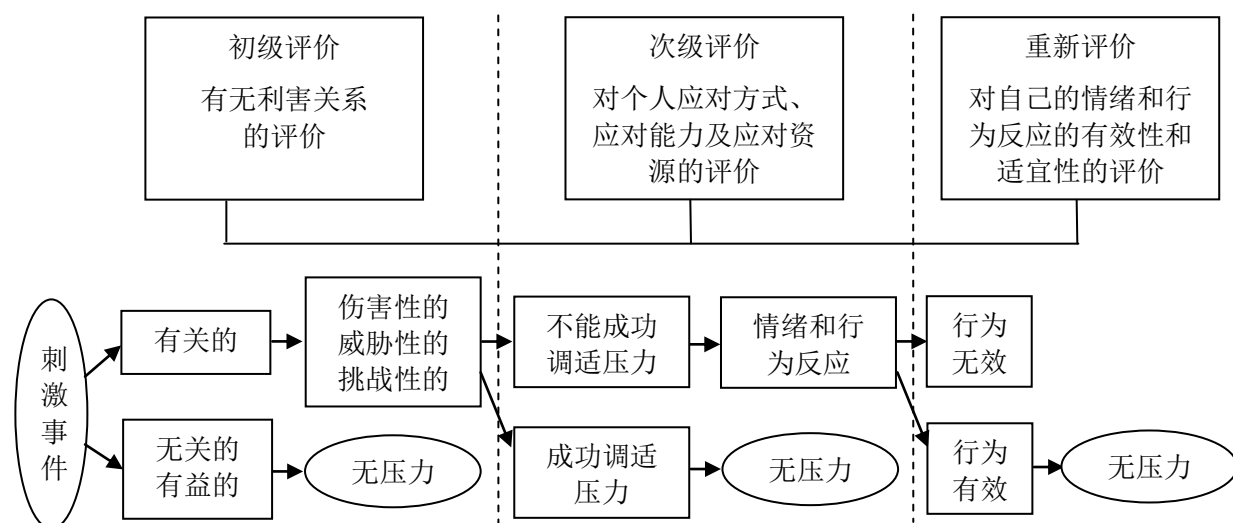


图 2.2 Lazarus 的三级认知评价图

资料来源：<http://www.psychspace.com/psych/viewnews-8660>

图 2.2 中所显示的三级认知评价具体而言：第一，通过初级评价，一个人判断一次遭遇是与自身无关的、有益的、还是有压力的。一个无关紧要的遭遇对一个人的福祉没有意义，而这个人对其结果也无压力；在有益的遭遇中，只有对良好的结果才会发出信号，个体也无压力。因此，对于无关的及有益的事件遭遇，个体一般是不会受到压力作用影响的；压力评估的重点是有关的事件遭遇，并且这种事件往往是带有伤害性、威胁性或挑战性的。伤害性一般与真实或预期的损伤有关，如对友谊，健康或自尊的伤害，这种伤害一般对个人的身心健康或资源有较大的损害；威胁是指潜在的伤害或损失，此

时所要求的能力往往超过个人的应对能力。它与伤害性不同的在于威胁往往是潜在的,预期可能发生的,而事实上并没有真正发生。挑战是指增长,掌握或获得的潜力。挑战性的事件具有冒险性,此时个体的感情既有兴奋与期待,也有焦虑与不安。预期结果可能是好坏并存的。第二,次级评价是个体评估如果可以做任何事情来克服或防止伤害或改善福利前景。是对个体的应对方式、能力以及应对资源与事件应对匹配程度的考虑。评估各种应对方案,例如改变情况,接受它,寻求更多信息,或者以冲动的方式阻止以及以适得其反的方式阻止。应对方案的结果可能是成功的,此情形下个体则在应对后无压力,但也可能不能成功应对,此情形下,则可能出现个体的情绪反应,如焦虑、愤怒、悲伤、恐惧等。第三,重新评价是指个体评价自身的情绪反应以及应对行为的有效性与适宜性。评估自己的行为是否能够应对事件所带来的伤害、威胁与挑战。如果重新评价自己的行为处理是有效的,则无压力;否则,应对行为是无效的,则需要调整对刺激事件的次级评级甚至初级评价,并调整情绪与行为选择。初级、次级以及重新评价汇合在一起,以确定人与环境交易是否被认为对福祉有重要意义,如果是,则主要是威胁(包含损害或损失的可能性),还是具有挑战性(具有可能性或效益)。通过初级评价、次级评价以及重新评价的调整应对压力所带来的不利影响并获得有益结果。当然,评价调整也不一定每次都会减轻压力,有时也会加重压力。

其次,应对的结果会影响个人的人生态度及观念、各种社会能力及身心健康。应对有两个主要功能:处理导致痛苦的问题(以问题为中心的应对)和调节情绪(以情绪为中心的应对)。应对含义包含义有三个关键特征:首先,它是面向过程的,这意味着它侧重于人们在特定的紧张遭遇中实际思考和做的事情,以及随着遭遇的展开,这会如何变化。对应对过程的关注与特质方法形成对比后发现,后者关注的是人们通常所做的事情,因此强调稳定而不是改变。其次,将应对视为背景,即受到人们对遭遇中实际需求的评估和管理资源能力的影响,特定的人和情境变量共同形成应对努力。第三,应对仅仅是一个人管理资源需求的努力,无论努力是否成功。

## 2.2 注意力的认知理论

认知心理学将注意力看作一种内部的信息加工机制,通过这种机制,注意力实现其对刺激选择的控制和相对行为的调节。

### 2.2.1 注意力瓶颈模型

现代注意力的研究主流理论假设在系统的某个地方存在瓶颈阶段，但瓶颈所在位置一直存在争议。为了介绍这个问题，图 2.3 中给出了两种选择性注意模型的大致轮廓，其中瓶颈位于不同阶段。

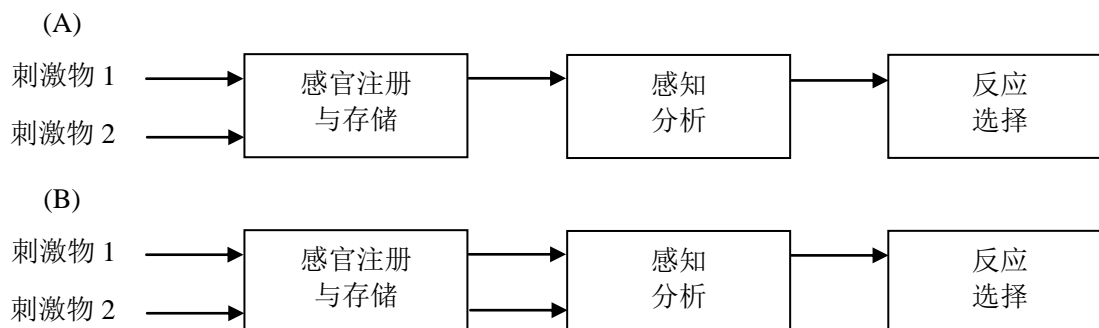


图 2.3 选择性注意的两个模型

资料来源：Kahneman(1973)

模型 A 主要说明了 Broadbent(1957, 1958)最早提出的过滤器理论的核心观点，这个理论假设在感知分析阶段或之前有一个瓶颈，这样一次只能感知一个刺激。当两个刺激同时出现时，其中一个立即被感知，而另一个相对应的感知信息主要被短暂地作为未分析的回声或图像保存。观察者可以关注这些回声和图像并感知其内容，但只能在第一条信息的感知分析完成之后。在这一模型中，观察者的感知结果将被其注意力所控制。过滤器理论认为观察者的神经系统在对感知信息进行加工的容量是有限度的，这一限制将导致不可能对所有感知到的刺激信息都进行加工。当神经系统接收到通过各种感觉通道传递过来的信息时，都会通过一个过滤机制进行筛选。只有被筛选进入这个机制的信息才可能接受进一步的加工；而未通过筛选进入这一机制的其他信息则可能完全丧失。

模型 B 与 Deutsch 和 Deutsch(1963)的研究有关，瓶颈位于或刚好在反应选择之前。根据这一模型，同时发生的所有刺激物的含义是互不干扰地同时提取的，实施顺序处理的瓶颈只有在以后才会遇到。它防止一次启动多个响应，并选择最符合情况要求的响应。

## 2.2.2 资源限制理论

Kahneman(1973)在《注意力与努力》一书中提出了资源限制理论。这一理论的基本假设是，人的心理资源总量是有限的，但是，当人们完成每一项任务时都需要分配一定的心理资源，当然，几项操作任务也可以共用心理资源。因此，在资源分配过程中，人会根据操作任务的特定数量的变化以及这些数量的输出的质量变化，将资源分配给一定的任务。图 2.4 展示了注意力容量模型。

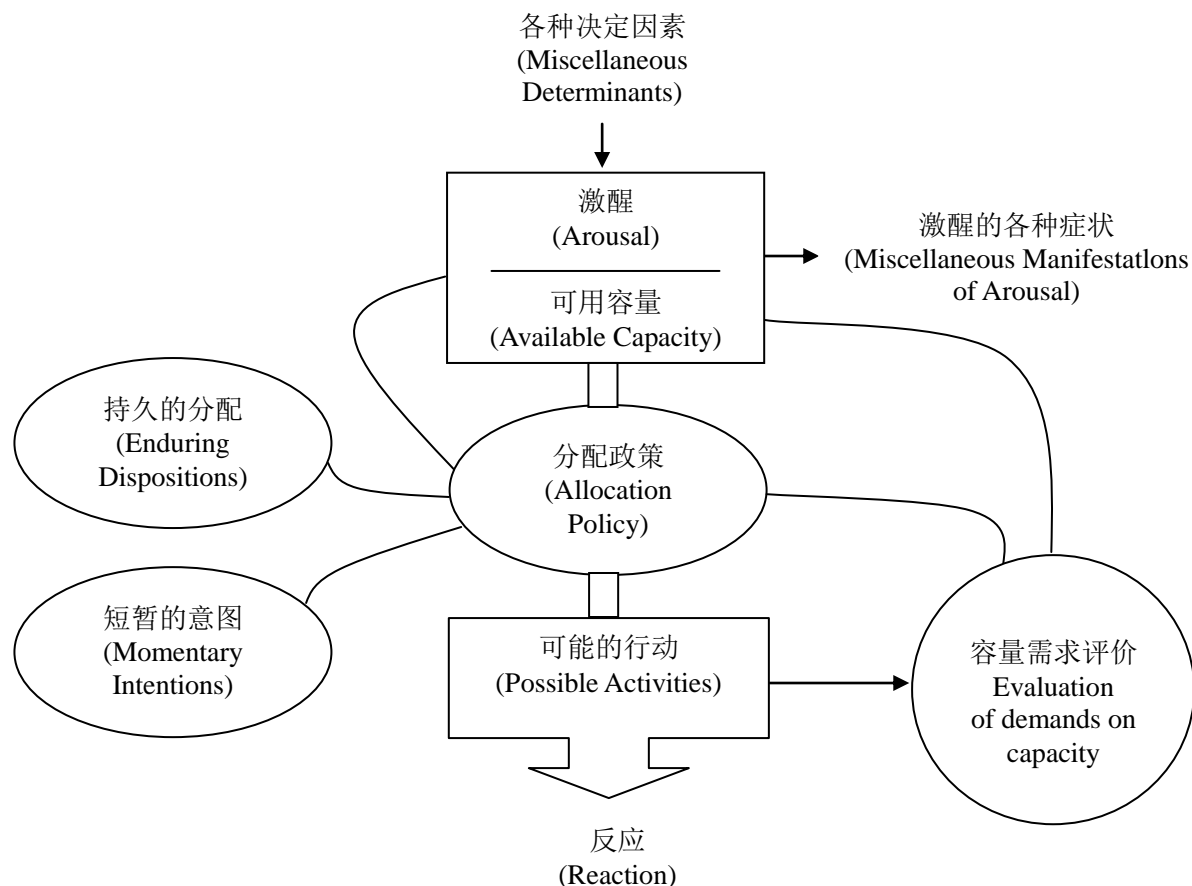


图 2.4 注意力的容量模型

资料来源：Kahneman(1973)绘制

图 2.4 中注意力容量模型显示了心理活动能力分配的过程，在接收到各种信息输入后，模型中的所有结构处于活动状态，任何活动都需要注意力，都需要对有限容量的注意力进行竞争。不同的心理活动对有限的的能力有不同的要求，简单的任务不需要费力，困难的任务需要费力很多。当注意力的供给不满足需求时，表现就会动摇，或者完全失败。根据图 2.4 的模型，一项活动可能会失败，要么是因为完全没有足够的容量来满足它的需求，要么是因为分配策略将可用的容量传递给了其他活动。此外，由于相关信息的输入不足，操作可能会失败。因为没有注意到输入信息，可能无法检测或识别信号，而有些信号很微弱，以至于没有多少注意力能让它们变得清晰。

在图 2.4 的模型中，核心因素是分配政策和对有限容量需求的评估。首先，需求评估是一种管理系统，它使分配政策选择的的活动所需的容量得到满足；其次，分配政策本身有四方面内容决定：一是持久的分配以反映无意的注意；二是短暂的意图；三是需求的评估，即当两种活动需求的容量超过可获取的容量而只有一个能完成时，需求评估则成为规则；四是激醒的效果。

根据 Kahneman(1973)提出的资源限制理论观点,由于投资者处理信息的能力有限,并且在信息筛选中也要付出大量的努力,这样,易于认知的精确信息可能获得更多的集中关注。

### 2.2.3 两种模型的关系

图 2.4 的容量模型旨在补充而不是取代图 2.3 所示的信息处理结构模型。事实上,这两个图形属于不同的类型:图 2.3 的模型是描述应用于一组同时刺激的操作顺序的示意性流程图。相反,图 2.4 是描述系统各组成部分之间的影响和控制关系。这两种理论分别强调心理系统的结构局限性及其能力局限性,但两种理论都预测并发活动可能相互干扰,但他们把这种干扰归因于不同的原因。在结构模型中,当同一机制需要同时执行两个不兼容的操作时,就会发生干扰。在容量模型中,当两个活动的需求超过可用容量时,就会发生干扰。因此,结构模型意味着任务之间的干扰是特定的,这取决于任务要求相同机制的程度。在容量模型中,干扰是非特定的,它只依赖于两个任务的需求。实际上,两种类型的干扰都会发生。对选择性注意力和分散注意力的研究表明,在结构瓶颈的假设下,注意力的部署比预期的更加灵活。但是,在容量自由分配的假设下,它比预期受到的约束更大。因此,对注意力的综合处理必须同时考虑结构和容量。

## 2.3 信息披露相关理论

资本市场中存在的信息与激励问题一定程度上阻碍了资源的有效分配,为解决管理层与投资者之间的信息不对称问题而构建的披露行为和激励制度安排在减轻这一问题中发挥了重要的作用(Healy 和 Palepu, 2001)。

### 2.3.1 信息不对称与信息披露中的代理问题

信息不对称问题最初是由 Akerlof(1970) 在哈佛大学经济学期刊上发表了著名的《次品问题》一文,首次提出了“信息市场”概念。证券市场中的信息问题主要源于投资者与企业经营者之间的信息差异以及激励矛盾。这一问题最终可能导致资本市场功能的失灵(Healy 和 Palepu, 2001)。如果信息问题不能彻底得到解决,投资者将会理性地低估好的信息而高估一些坏的信息。

通过提高信息披露水平来解决信息交易各方的信息差异,是降低信息不对称的重要方法。Spence(1973)提出的信号传递理论表明,在资本市场中,由于存在信息不对称,代理人难以向委托人显示自己的类型,为了解决这一问题,他们可以通过选择某种信号



并传递给委托人,使自己的类型能被委托人识别,并促成委托人与代理人之间的契约签订。同时,在市场中,投资者有时难以区分高质量与低质量的公司。此时,高质量的公司可以通过选择一定的信号,并将信号传递给市场以使市场能够将其从差公司中区分开来,并对其做出积极的反应,高质量公司的股票价格也将会因此上涨。总体来说,通过向市场传递高质量的信息披露,公司降低了与投资者之间的信息不对称程度,也提高了投资者对公司前景判断的信心,并将较高质量的公司从“柠檬”中筛选出来,以较高的价格来购买其证券。但是,投资者与公司之间由于存在代理问题,当利益不一致的时候,公司管理层出于对激励契约、控制权或者避免诉讼等原因的考虑,可能会根据自身的利益需要进行选择性披露,让投资者不能更为直接、清晰地充分了解公司的真实情况,特别是对投资者不利的情况,甚至做出逆向选择,进行误导性披露。这样,投资者很难掌握充分的信息并影响其正确地进行投资决策。以下途径可能促进管理层增加披露以解决信息不对称:第一,最优契约的作用;第二,规制的作用;第三,潜在风险与潜在诉讼的惩罚作用。

### 2.3.2 会计信息有用性的观点

会计信息的有用性可以表现为决策有用性与契约有用性。

#### 1. 会计信息的决策有用观

会计信息的决策有用观包括决策有用的信息观与决策有用的计量观。

第一,信息观认为,公司通过会计信息向投资者传递的不是经济收益本身,更主要的目的是传递“信号”,这种信号是有助于投资者进行判断和估计经济收益(Beaver, 1968)。这种把会计信息的有用性等同于信息含量的观点,被称之为财务报告的信息观(Scott, 1999)。信息观对于会计信息作用的理解可用回归模型表示如下(Scott, 1999):

$$AR = \alpha + \beta UE + \epsilon \quad (2.1)$$

其中,  $AR$  表示一定时期股票的异常报酬率,  $UE$  表示相应时期的市场未预期会计盈余。

第二,计量观认为,为了能够帮助投资者更为准确地计算出企业的“真实收益”,会计需要对公司的所有资产、负债和权益进行准确地计量(Edwards 和 Bell, 1961)。会计信息的计量观可以用以下模型进行表达(Scott, 1999):

$$P = \alpha + \beta E + \epsilon \quad (2.2)$$

其中,  $P$  表示某时点的股票价格,  $E$  表示相对应时段的会计盈余。

尽管信息观、计量观对增加信息的表达方式存在争议,但是,他们都强调如何让会

计信息变得更加决策有用，信息观更多地强调可靠性，而计量观则更多地强调相关性。一种计量观若要有用，则绝不能以牺牲可靠性为代价。

## 2. 会计信息的契约有用观

会计数据经常被用于各种契约，如债务契约、管理人员报酬方案、公司章程及细则等(Watts 和 Zimmerman, 1986)，契约观认为，契约各方都会追求自身利益最大化，互相可能产生利益冲突。契约是调解这种利益冲突的手段。因此，契约成为了信息生产的重要动力源，信息则是契约订立与执行的基础，也是监督契约的依据。但是，代理问题、信息不对称以及契约的不完备性可能会促使管理层操纵信息披露，以满足契约的要求。这种操纵往往可能会双赢，也可能以牺牲其中一方利益为代价而使另一方受益。

## 2.4 我国业绩预告制度背景

最初，我国仅仅要求亏损公司按规定进行业绩预告。后来，证监会、深交所及上交所均多次发布对业绩预告的相关制度要求，经过多年发展，我国现有业绩预告制度规定，当上市公司预计业绩为首次亏损、连续亏损、扭亏为盈以及相对于上年同期大幅变动(一般 50% 以上)时，需要发布业绩预告，在预告中需要披露变动情况、差异大小以及原因，并根据不同时期的业绩预告规定了预告的最终期限，如年度预告一般要求在年度终了 30 个工作日内进行。但是对于具体的预告形式、时点并没有明确的要求。

### 2.4.1 业绩预告目的

中国证监会在 1998 年 12 月发布的《关于做好上市公司 1998 年年度报告有关问题的通知》中规定：“在 1998 年会计年度结束时，如果上市公司出现可能导致三年连续亏损或 1998 年度重大亏损的情况，应当根据《股票发行与交易管理暂行条例》第六十条的规定，及时履行信息披露义务”。《股票发行与交易管理暂行条例》第六十条的规定了“发生可能对上市公司股票的市场价格产生较大影响、而投资人尚未得知的重大事件时，上市公司应当立即将有关该重大事件的报告提交证券交易场所和证监会，并向社会公布，说明事件的实质。但是，上市公司有充分理由认为向社会公布该重大事件会损害上市公司的利益，且不公布也不会导致股票市场价格重大变动的，经证券交易场所同意，可以不予公布”。在第六十条所指的重大事项中，第(六)条为“公司发生重大经营性或者非经营性亏损”。

1999 年 7 月我国颁布了《证券法》，中国证监会在 1999 年 12 月发布的《关于做好上市公司 1999 年年度报告有关问题的通知》中规定：“在 1999 年会计年度结束时，如

果上市公司发生可能导致三年连续亏损或当年重大亏损的情况,应当根据《证券法》第六十二条的规定,及时履行信息披露义务”。《证券法》的第六十二条的规定为“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响、而投资者尚未得知的重大事件时,上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所提交临时报告,并予公告,说明事件的实质”。其中,重大事件第(五)条为“公司发生重大亏损或者遭受超过净资产百分之十以上的重大损失”。

综合以上证监会业绩预告的通知规定以及《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券法》的规定,可以看出,业绩预告最初主要针对年报中上市公司重大亏损或者续亏,通过业绩预告解决上市公司与投资者对这一情况的信息不对称,提前警示或者释放这一重大亏损及续亏的信息,避免股票市场价格产生较大影响或重大变动。

#### 2.4.2 业绩预告制度发展

我国的管理层业绩预告条件、业绩预告的时间要求、业绩预告形式发展过程如下:

首先,证监会、深交所、上交所对业绩预告条件的规定大致经历了三个阶段。最初业绩预告的条件为可能三年连续亏损或当年亏损,再到业绩预告条件为亏损或业绩发生大幅变动(上升或下降 50% 以上),再到业绩预告条件为亏损、大幅变动(上升或下降 50% 以上)或扭亏为盈。不断完善的业绩预告条件有利于为投资者提供更多的信息,便于投资者做出决策。

其次,业绩预告的披露时间要求不断细化,年度业绩预告时间要求从在年度结束 2 个月内披露过渡到会计年度结束后一个月内披露。对于季度业绩预告的时间要求由没有统一规定到深交所在 2015 年 4 月发布的《主板信息披露业务备忘录第 1 号——定期报告披露相关事宜》中明确规定年度业绩预告不应晚于报告期次年的 1 月 31 日;1 季度业绩预告不应晚于报告期当年的 4 月 15 日;半年度业绩预告不应晚于报告期当年的 7 月 15 日;3 季度业绩预告不应晚于报告期当年的 10 月 15 日。从业绩预告的时间规定变化我们可以发现业绩预告的时间披露要求越来越规范,但是对于业绩预告披露的时间只规定了最晚披露日期,对于业绩预告是否在股票交易日披露并没有明确要求。

最后,业绩预告的形式要求越来越具体。在 2017 年底之前我国对于业绩预告的发布形式没有具体要求,可以是定性预告、也可以是定量预告,定量预告可以是点值、范围值、上、下限等形式,对于预告精度没有较为具体的规定。上交所在 2017 年 12 月发布的《关于修订上市公司业绩预告、业绩快报等临时公告格式指引的通知》要求,上市公司在进行业绩预告时,应当及时、谨慎、准确披露预增或预减比例。如果因为特殊原

因无法准确预告变动比例的,可预告预增或预减的比例区间(\*\*%到\*\*%),并且说明不能准确预告变动比例的原因。当选择采用数值或者比例区间进行预告时,区间不宜过大,一般要求区间 20%为宜,且最大不得超过 50%。如果发布预盈/预亏预告,应准确披露金额。确实有特殊原因无法预告准确金额的,可披露金额区间(\*\*\*\*万元到\*\*\*\*万元),还需说明具体理由。如果采用数值或者比例区间进行业绩预告的,区间不宜过大,高低比例相差 20%为宜,且最大不得超过 50%。此要求将会大大提高上市公司业绩预告披露的精确度,提高信息的有效性。

### 2.5 本章小结

本章主要讨论了以下问题:第一,分析了资源限制理论、资本市场中与信息披露相关的理论,包括信息不对称理论、代理理论以及会计信息有用性的相关观点;第二,总结了我国业绩预告的目的;第三,对业绩预告的条件变化、披露时间要求变化及业绩预告的发布形式要求变化进行了总结。本研究认为,本章中所阐述的理论及制度背景,将影响到我国上市公司管理层在资本市场中的行为选择,也有助于本研究进一步分析行为选择的影响因素与经济后果。

## 第3章 理论分析框架与研究假设

### 3.1 理论分析框架

本文构建如图 3.1 所示的理论分析框架。

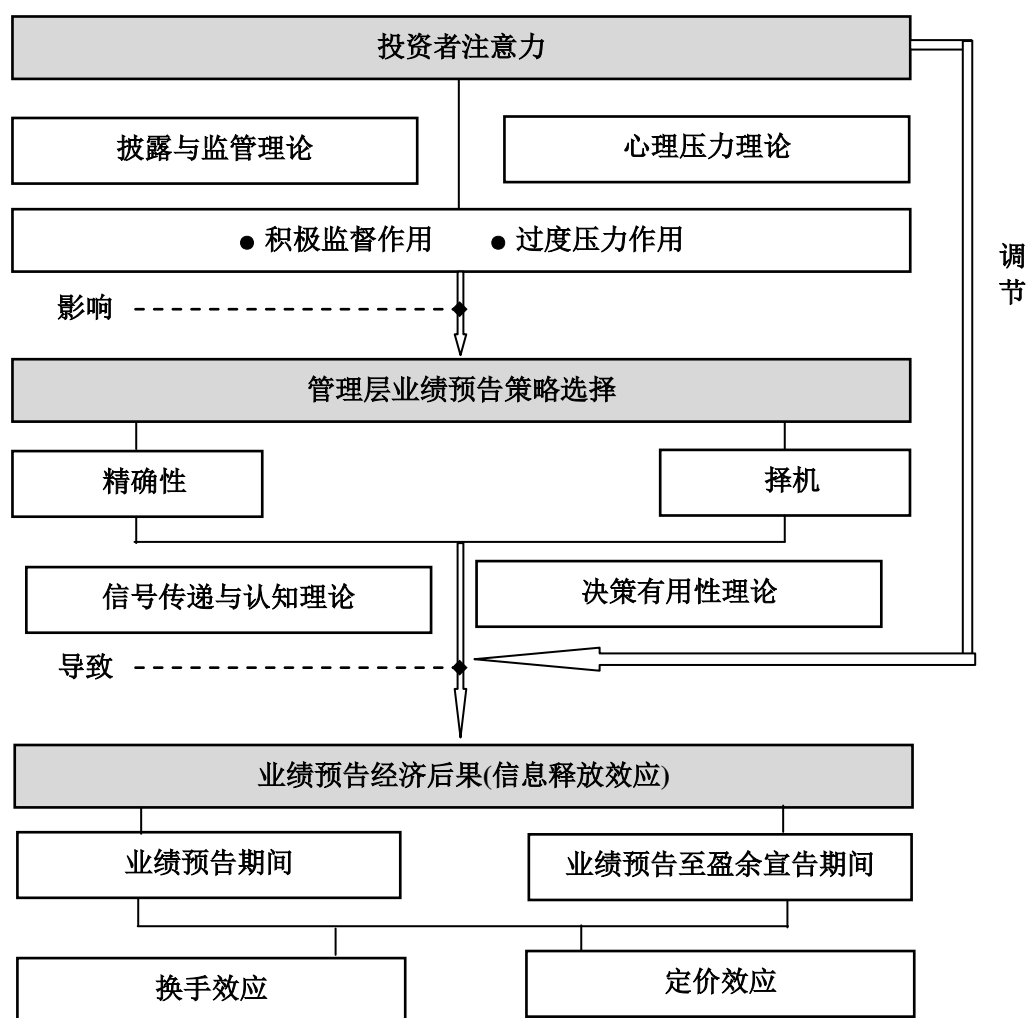


图 3.1 投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果理论分析框架

资料来源：作者绘制

根据图 3.1 所列示的分析框架，本文的投资者注意力、管理层业绩预告及其经济后果在作用时间关系上如图 3.2 所示。

根据图 3.1 及图 3.2 所示投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果的关系，本文的理论分析框架主要包括三个方面内容：

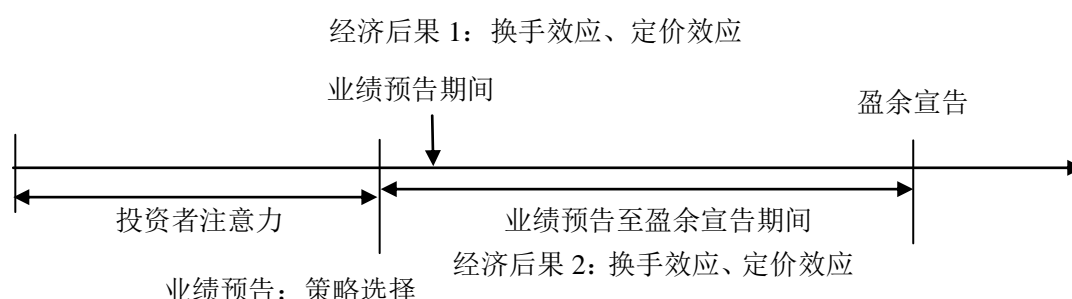


图 3.2 管理层业绩预告经济后果的期间划分与效应

资料来源：作者绘制

首先，投资者注意力对管理层业绩预告策略选择的治理作用。投资者在业绩预告前的交易情况，可能形成投资者对其所投资对象的注意力程度。某一公司股票被交易的频繁程度直接决定了所有投资者以及专业投资者对该公司的关注程度。投资者注意力直接决定了他们的信息解读效率，进而影响他们利用信息进行的决策结果，如投资者的关注会影响到他们对应计、盈余及现金流的定价(饶育蕾等，2012；王磊和孔东民，2014；Asher 等，2014；Drake 等，2014)，他们更多地购买自己关注的股票(Barber 和 Odean，2008；Fang 等，2014)，进而影响到股票的收益(赵龙凯等，2013；刘锋等，2014)以及股票流动性(Fink 和 Johann，2014)，并最终决定了资本市场效率(Vozlyublennaiia，2014)。鉴于投资者注意力最终影响其自身交易决策，而交易决策的结果又将影响到公司市场表现及管理层契约履行，管理层在行为选择中不得不关注投资者注意力程度。例如，根据信息披露理论与心理压力理论，投资者对公司注意力的提高可能迫使管理层增加更多信息披露以解决管理层与投资者之间的信息不对称，但是作为私有信息的拥有者，管理层在信息披露过程中也不可能完全根据投资者的需求进行信息披露。投资者注意力以及对信息的需求与搜索使管理层面临压力，这种压力可能使管理层处于复杂的心理变化过程，譬如迎合投资者需求或隐藏对自己不利的信息，但是他们在复杂心理作用下的信息披露选择又会最终体现到投资者的交易行为中去。因此，管理层对投资者注意力的关注反过来可能形成投资者注意力对管理层行为选择的治理作用。根据心理压力理论，面对投资者注意力的压力，管理层做出的反应既可能是积极的，也可能形成消极反应。因此，投资者注意力对管理层行为选择的治理作用可能会具有两面性，一方面，迫于投资者注意力的市场后果对自身利益的影响，当管理层迎合投资者注意力成本较低时，投资者注意力的提高可能促进管理层做出有利于投资者的行为选择。这一情形下管理层做出有利于投资者决策的行为选择比做出不利于投资者决策的行为选择，获得的收益(如投资者

对其选择的积极反应)高或遭受的市场惩罚(如公司声誉的丧失或市场的负面效应)小。因此,随着投资者注意力的提高管理层做出更有利于投资者决策的行为选择,本文称之为投资者注意力的积极监督作用。这一作用也得到现有研究支持,如权小锋和吴世农(2012)研究发现投资者注意力具有治理效应,即投资者对股票的充分注意能够显著降低管理层主观的盈余操纵行为。Wang(2014)发现当地投资者,相对于非当地投资者,显著改变了他们在盈余宣告期间从 SEC EDGAR 获取信息的方式。作者发现当地公司盈余宣告后好消息的管理层指导数量和 8-K 报告的数量在盈余宣告期间当地投资者信息获取强度下都有所增长;另一方面,随着投资者注意力程度加大,管理层在做出行为选择时所面临的压力也加大。在投资者注意形成的超额压力作用下,如果管理层迎合投资者注意力增加做出有利于投资者决策选择所增加的成本(暴露自身缺陷后带来的负面效应)大于其做出不利于投资者决策的行为选择所增加的成本(隐藏自身缺陷的可能受到的惩罚及声誉损失),或者做出有利于投资者决策的行为选择获得的收益(市场的积极反应)比做出不利于投资者决策的行为选择所增加的收益小,在此条件下,随着投资者注意力提高,管理层可能做出不利于投资者决策的机会主义行为选择,本文称之为投资者注意力的过度压力作用。这一作用也为现有研究所证明,如投资者注意力配置所导致的经济后果也引发了上市公司管理层对投资者注意力的关注,他们可能利用投资者注意力配置情况进行择机公告(权小锋和吴世农,2010)。业绩较差的公司更倾向于在投资者注意力低的时机披露年报(饶育蕾等,2012),管理层在交易时间后、繁忙期间以及更少的提前注意等投资者注意力低的时候宣告盈余来隐藏坏消息(DeHaan 等,2015)。

根据本文对业绩预告制度规定的回顾,管理层业绩预告作为我国上市公司信息披露的重要构成内容之一,其主要目的是对公司业绩的重大变动进行预警。我国监管机构对于上市公司需要进行业绩预告的情形进行了规定:如预亏、扭亏为盈或者与上年同期相比业绩出现大幅变动(上升或者下降 50%以上)的。但是,监管机构并未对预告方式作出具体规定,上市公司在业绩预告执行过程中可能自愿性地作出有利于自身利益的预告策略选择,如预告的精确性、预告的时机。当管理层进行业绩预告时,市场中投资者注意力可能形成对管理层业绩预告策略选择的积极监督作用,也可能形成过度压力作用。在积极监督作用下,投资者注意力的提高可能促使管理层提供更有利于投资者做出有效决策的业绩预告精确性及时机选择,而在过度压力作用下,管理层可能做出相反的策略选择。

其次,管理层业绩预告策略选择的经济后果。对投资者而言,根据投资者注意力瓶颈理论以及 Kahneman(1973)提出资源限制的认知理论观点,由于投资者处理信息的能力

有限,并且在信息筛选中也要付出大量的努力,这样,易于认知的精确信息可能获得更多的集中关注。同时,根据信号传递以及投资者决策有用性理论,管理层如果在投资者注意力较高的时机提供更为精确的业绩预告,将能更有效地向投资者传递关于公司业绩变化的信息,也更有利于投资者做出有效决策,从而提高了管理层业绩预告的决策有用性,并提高资本市场有效性;当然,管理层是私有信息的拥有者,根据信息不对称理论及委托代理理论,管理层在业绩预告过程中可能会权衡成本与收益后选择使自身利益最大化的策略,而这种选择结果可能对投资者决策是不利的,从而降低了业绩预告的投资者决策有用性,这一结果也会降低资本市场有效性。具体而言,根据图 3.2 中所列示的内容,管理层业绩预告策略选择对投资者决策有用性的影响可能表现在两个阶段:第一阶段为业绩预告发布时期。这一时期业绩预告的经济后果直接表现为预告后通过市场反应释放信息,本文称之为预告期间的换手效应与定价效应;第二个阶段为业绩预告至盈余宣告期间。在这一期间,预告信息将会在预告期间信息释放基础上继续向市场释放。当然,这一期间的长短将直接决定了市场投资者接受与处理信息的时间,也会直接影响这一段时间的信息释放强度,这一期间的市场反应本文称之为业绩预告至盈余宣告期间的换手效应与定价效应。本文认为,业绩预告的预告效应与信息释放效应可能受到管理层预告策略的影响而表现出不同的效果。在具体研究中,这种影响表现为管理层预告策略选择后对投资者交易量与定价的作用,本文将采用以上两个期间的平均超额换手率与平均超额收益率来表达换手效应与定价效应。

最后,投资者注意力对业绩预告策略选择经济后果的调节作用。根据本文界定的概念,管理层业绩预告策略选择对信息释放效应的影响主要反映管理层业绩预告精确性与择机对投资者交易量与定价的影响。现有研究表明,投资者注意力将影响到其交易与定价行为。因此,当投资者根据管理层业绩预告策略选择后发布的业绩预告信息进行投资决策时也将受到其注意力影响,从而使得投资者注意力对管理层业绩预告的经济后果具有调节作用。

## 3.2 研究假设

### 3.2.1 投资者注意力对管理层业绩预告策略选择的治理作用

#### 1. 投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择的治理作用

在管理层业绩预告中,预告精确性选择是管理层在预告过程中面临的重要选择之一,精确的业绩预告信息可能会增加业绩预告信息对投资者的决策有用性,更有利于投



投资者做出正确的决策。在投资者注意力较高情形下，他们将需要更多高质量的预告信息以便于做出进一步的决策，这种对高质量预告信息的大量需求形成对管理层发布业绩预告时的心理压力作用。如果管理层很重视维护与投资者的友好关系，这一心理作用就可能发挥积极作用，管理层就可能尽力提供投资者进一步决策所需的高质量预告信息。当管理层迎合市场中投资者注意力发布精确的业绩预告的收益(如因提高了投资者决策有用性而放大正面的市场反应)高于发布不精确业绩预告，或者发布精确业绩预告的成本(如市场负面反应)低于发布不精确预告时，随着投资者注意力提高，管理层可能选择发布更精确业绩预告，在此情形下，投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择的治理作用表现为积极监督作用；但是，投资者做出正确决策所需预告信息与管理层从自身利益出发的披露意愿可能出现不一致，投资者对高质量业绩预告的需求也可能形成对管理层的过度压力，这时管理层对心理压力作用可能会做出消极反应。在此情形下，管理层认为发布精确业绩预告的成本(如市场负面反应)高于机会主义地发布不精确预告而可能受到的处罚(如监管机构的处罚或市场负面反应)，此时，随着投资者注意力提高，管理层可能机会主义地选择发布更不精确的预告。根据以上分析，本文预期：

假设 1a：投资者注意力的治理作用为积极监督作用时，随着投资者注意力的提高，管理层将采用更为精确的方式进行业绩预告。

假设 1b：投资者注意力的治理作用为过度压力作用时，随着投资者注意力的提高，管理层将采用更不精确的方式进行业绩预告。

现有研究表明，市场针对好消息与坏消息预告反应具有较大差异，表现为对坏消息预告的不对称反应(方先明和高爽，2018；罗玫和魏哲，2016；Zuo，2016；戴德明等，2005)。当管理层发布好消息业绩预告时，市场往往会给予正面回应，而当管理层发布坏消息业绩预告时，则更多表现为负面回应，而且甚至比正面效应的回应程度更高。当管理层发布不同性质的业绩预告消息时，投资者注意力的作用也可能存在不同，一方面，当管理层发布好消息的业绩预告时，这时发布消息的性质对管理层与投资者都是有利的。在好消息情形下，如果投资者注意力越高，此时，管理层更愿意发布更为精确的信息，更容易加速向市场传递好消息，也更可能强化好消息业绩预告的正向市场效应，这一结果对管理层而言是有利的。因此，对好消息的预告，投资者注意力提高更容易导致管理层选择更精确的方式发布预告，从而使得投资者注意力在此情形下具有积极的治理作用；另一方面，当管理层发布坏消息时，管理层如果用精确的方式预告这一消息可能会放大坏消息的市场负面反应，而且，过高的投资者注意力会导致这一放大效应更严重，这一结果对管理层而言是不利，在此情形下，投资者注意力越高，管理层越愿意采用更

不精确的方式进行预告以弱化市场对于坏消息的负面反应。因此,在预告坏消息情形下,投资者注意力的提高可能导致管理层采用更不精确的方式发布坏消息,从而形成投资者注意力的过度压力作用。根据以上分析,本文预期:

假设 2a: 在好消息情形下,投资者注意力表现为积极监督的治理作用,即随着投资者注意力的提高,管理层将采用更为精确的方式进行业绩预告。

假设 2b: 在坏消息情形下,投资者注意力表现为过度压力的治理作用,即随着投资者注意力提高,管理层将采用精确性更低的方式进行预告。

## 2. 投资者注意力与管理层业绩预告择机

在管理层业绩预告中,预告时机选择是管理层在预告过程中面临的重要选择之一。对于管理层是否根据投资者注意力配置情况进行择机信息披露,现有研究也进行了广泛的调研与实证研究。Chen 和 Mohan(1994)调查了高层管理人员关于“管理层是否认为盈余宣告的时机安排是重要的”这个问题的看法。大约有 50%的公司保持固定的盈余公告时间表(例如,他们在季度结束后第二个星期五发布信息),而且,公司披露策略的一个重要因素是选择强制公告的时机(Gennotte 和 Trueman, 1996)。Gennotte 和 Trueman(1996)检查了披露时机的两个方面。第一个是盈余公告的当天时机选择。研究表明,在合理的条件下,市场价格反映了在交易时间内而不是在市场关闭后盈余公告的估值影响。这意味着管理层应该在交易时间(交易后)释放对公司价值有正面(负面)影响的盈余。第二个问题是接下来的多个公司披露。研究表明,如果宣告对公司价值具有正面(负面)作用,管理层应该选择将多个披露分开(同时),当在不同时段宣告时,市场价格将会更好反映多消息宣告价值作用。现有研究结果表明,管理层在择机选择时关注了投资者注意力情况,管理层的这一关注反过来可能形成投资者注意力对管理层行为选择的治理作用。

管理层在投资者注意力集中时发布信息将有助于投资者更为有效地作出决策,也有助于公司维护与投资者的关系及公司的声誉;但是,在投资者注意力集中时发布信息,意味着管理层将承受更高的机会成本与压力。在发布业绩预告时,管理层需要在投资者注意力变化的条件下选择预告的时机,如在交易日发布还是在交易关闭时发布,较长预告期间还是较短预告期间发布。如果投资者注意力发挥了积极治理作用,则管理层可能会选择对投资者有利的时机发布业绩预告,在管理层注意力高的交易日、更长预告期间进行信息传递;但是,随着投资者注意力的提高,管理层在关注度高的交易日预告将面临更高成本与风险。在过度压力的作用下,管理层可能机会主义性地选择延迟预告或者在投资者关注度比较低的时候预告。因此,本文预期:

假设 3a: 投资者注意力的治理作用为积极监督作用时,随着投资者注意力的提高,

管理层更可能选择在交易日、采用更长的预告期间进行预告。

假设 3b: 投资者注意力的治理作用为过度压力作用时, 随着投资者注意力的提高, 管理层将更可能选择在非交易日、采用更短的预告期间进行预告。

现有研究更多讨论了管理层更可能选择在投资者注意力低的时候发布坏消息或负面消息(Segal 和 Segal, 2016)。首先, 部分研究选择周五作为投资者注意力低的时间进行研究。Michaely 等(2016)发现, 最糟糕的盈余消息在星期五晚间公布。Dehaan 等(2015)研究了管理层是否通过在低关注期内宣告盈余来“隐藏”坏消息, 或为即将公布的盈利预告提供较少的预警。研究发现, 管理层在市场交易时间之后、繁忙的时候、较少提前通知以及盈余被较少关注的情形下报告坏消息。Doyle 和 Magilke(2015)的研究证明了管理层会在投资者注意力比较低的时候发布坏消息, 并发现很强的证据, 在不明显的非盈余宣告期间, 坏消息易于被在市场关闭后以及星期五发布。其次, 另一部分研究则选择市场关闭的时候作为投资者注意力低的时机。Patell 和 Wolfson(1982)的研究考察了公司在正常一天中盈余和股利公告的时机掌握。特别是, 它检验了这样一个假设: 当证券市场开放时, 好消息更有可能被释放, 而坏消息在交易结束后更频繁地出现。内生(股票价格变化)和外生(与前一个时期的收益或股息的比较)分类都用来区分好消息和坏消息, 两种形式都支持“好消息交易中, 坏消息交易后”假说。Doyle 和 Magilke(2009)发现一些证据表明, 在市场结束后, 更为复杂的公司往往会公布盈余。Vicente 和 Xu(2017)发现, 坏消息更为频繁在夜间发布, 在这种情况下, 信息中断引起的投资者注意力最小。

现有研究也发现, 管理层通过在投资者注意力低的时候发布坏消息会给自己带来收益。如管理层通过在周五晚上发布消息减少市场审查和推迟市场对消息的反应, 从而获益。周五晚上宣告后的盈余公告后漂移使得管理层通过宣告后购买和销售公司股票获利。市场对坏消息的延长反应给管理层带来更大的工作安全和续聘的好处(Michaely 等, 2016a)。Michaely 等(2016b)发现星期五公布股利变动、股票增发、股票回购、盈利和合并公告减少了市场反应, 这似乎与周五投资者注意力不集中的概念相一致。权小锋和尹洪英(2012)利用深交所披露的 2007 年 5 月 8 日到 2009 年 12 月 31 日管理层内部人交易数据, 发现管理层的短期择机交易倾向、择机程度与投资者注意力呈显著的负向关系, 表明管理层确实会基于投资者的注意力状态进行股票交易择机, 基于投资者的注意力状态差异, 管理层更会倾向性地通过选择卖方交易中的违规交易以获取充分的自利收益。

管理者在追求择机发布坏消息的同时, 也会考虑择机成本的增加, 如 Jackson 等(2015)发现, 随着诉讼风险的增加, 推迟到市场关闭后或星期五发布坏消息的倾向下降了, 但坏消息并未多于好消息。这种行为对投资者来说成本多高是可疑的, 因为对于战略性择

机发布坏消息，股价回报并未表现出反应不足。Sengupta(2004)探讨为什么有些人选择比较早地发布盈余信息。结果表明，投资者对信息的更大需求和更大诉讼成本的公司，报告时滞(财政结束期和季度收益日之间的天数)更短。另外，公司自身的业绩状况也是公司管理层在择机中需要考虑的因素。饶育蕾等(2012)以 2003-2009 年 A 股上市公司为样本，将密集披露日、与一季报重叠披露日以及周末时间界定为投资者关注水平低的时机。实证结果表明：与好公司相比，业绩较差的公司更倾向于在投资者注意力低的时机披露年报，其中，选择与一季报重叠时段进行年报披露的倾向最大，其次是选择信息披露密集的时期。

根据以上研究结果，本文认为，管理层在面临不同性质消息的业绩预告进行择机时，需要进一步考虑投资者注意力影响下不同性质消息业绩预告的收益与成本权衡，因而投资者注意力也可能会形成积极监督作用与过度压力作用。对于投资者而言，相对于好消息，如果在高注意力的交易日或更长预告期间接收到坏消息的预告可能更好地释放风险。在高投资者注意力下，管理层为避免更严重的处罚与股东诉讼，可能选择有利于投资者接受信息的交易日或更长的预告期间进行预告，在此情形下，投资者注意力发挥了积极的治理作用；但是，市场对坏消息的负面反应可能会给企业形象与价值维护以及管理层的契约执行带来较大压力，在高投资者注意力下，这种压力也可能被放大，相对于好消息，管理层更可能选择在交易关闭后或更短的预告期间进行坏消息预告，在此情形下，投资者注意力发挥了过度压力作用。因此，本文预期：

假设 4a：投资者注意力的治理作用为积极监督作用时，随着投资者注意力的提高，管理层更可能选择在交易日、采用更长预告期间进行坏消息预告。

假设 4b：投资者注意力的治理作用为过度压力作用时，随着投资者注意力的提高，管理层将更可能选择在非交易日、采用更短预告期间进行坏消息预告。

### 3.2.2 管理层业绩预告策略选择的经济后果

#### 1.业绩预告精确性选择的经济后果

##### (1)相关研究背景

现有研究表明，管理层在信息披露中的精确性选择可能从多个角度影响到投资者的决策：如投资者的判断(Nelson 和 Rupa, 2015; Han 和 Tan, 2010; Han 和 Tan, 2007; Hirst 等, 1999)、投资者对发布信息的反应(Cheng 等, 2013; Ng 等, 2013; Rennekamp, 2012; Rogers 和 Phillip, 2005)、投资者对信息的定价与回报(Baginski 等, 1993)以及投资者交易(Barron 和 Karpoff, 2004)，甚至投资者的注意力分配(Bird 等, 2018)。

业绩预告制度是资本市场信息披露中的重要内容之一。相对而言,国外资本市场的盈余预告更多表现为自愿性披露,我国资本市场的业绩预告制度则带有部分强制的情形。我国资本市场业绩预告的要求最早源于1998年中国证监会在年报通知中的相关要求,当时,证监会根据《证券法》规定,要求上市公司发生亏损及连续亏损时要发布业绩预告,履行信息披露义务,解决重大事项中的上市公司与投资者之间的信息不对称问题。多年来,业绩预告制度延续至今,尽管后来证监会、上交所及深交所对多种情形(如首亏、续亏以及业绩相对同期大幅度变动等)要求上市公司发布业绩预告,发挥业绩预告的预先警示作用,以避免实际宣告时的大幅度变动;但是制度规定并未对如何进行预告做出具体规定,从而给上市公司业绩预告中的披露精确性选择留下空间。根据现有研究,鉴于信息披露精确性对投资者决策的作用,管理层经常策略性地进行信息披露精确性选择,以达到改变投资者对信息的认知,并最终影响投资者决策的目的(Hayward 和 Fitza, 2017; Cheng 等, 2013)。在现有研究基础上,本文讨论的问题为,管理层在业绩预告中的精确性选择究竟如何影响投资者对业绩预告信息的判断并改变其决策结果。

## (2)理论假设

现有研究证明了管理层在信息披露中会根据自身利益需要策略性地选择业绩预告精确性,以改变了投资者对公司的认知及决策后果。管理层歪曲前瞻性信息的意愿是他们随市场发现歪曲能力对其激励作用变化的函数(Rogers 和 Phillip, 2005)。对于管理层是否会为了自身目的对预告精确性进行策略性地选择,Cheng 等(2013)的研究结果发现,管理层策略性地在内部卖出前选择预告精确以提高股价而在内部买进前降低股价。Hayward 和 Fitza(2017)的研究表明,战略领导者使用非常精确的业绩预告作为组织印象管理策略来传达更强烈的权威信息以控制受到挫折后组织业绩。研究结果发现,当管理层传递更好的业绩前景时,作为组织印象管理策略的精确性更可能提高,投资者通常积极地响应策略。

管理层精确性选择直接影响了投资者的判断。个体进行判断时,遇到的不仅是合理要素,还要考虑非合理要素。非合理因素对判断的影响取决于合理因素的弹性(模糊),存在弹性比不存在弹性的影响更大(Hsee, 1996)。Hirst 等(1999)发现预告形式与以前预告的准确性相互作用影响了投资者的判断。Han 和 Tan(2007)研究了管理层指导形式对投资者判断影响的潜在机制,发现当管理层指导明确提供最佳估计时,投资者对盈余估计有更充足的信心。投资者对盈余及投资相关的判断受到他们的投资定位(长期或短期),管理层发布指导的模糊程度和指导消息价值共同影响(Han 和 Tan, 2010)。甚至,管理层发布预测的范围最终影响了投资者对资源的分配(Du, 2009)。

在管理层的精确性策略选择作用下,首先,投资者的反应与交易决策发生了变化。Rogers 和 Phillip(2005)发现,市场随着预告中可预测的偏差改变其反应。Barron 和 Karpoff(2004)研究结果表明,在低交易成本证券和低成本交易制度中,公告的交易量反应对公告精确度最为敏感。Ng 等(2013)以预告准确性作为对可信性的度量,表明提供更可信预告的公司反应不足的量更小,更可读的披露导致投资者更强的反应(Rennekamp, 2012); Bulkley 和 Herrerias(2005)发现,当披露不精确时,反应不足更明显,而当错误与偏差更普遍时,市场对企业盈利意外的反应较小,偏见更难以察觉(Fang 等, 2017)。Nelson 和 Rupa(2015)研究发现,会计披露中描述结果的数字格式会对投资者风险判断产生影响。投资者对以美元格式披露比等价的比例格式披露反应时评估了更高的风险。Elliott 等(2011)实验表明当投资者开始观察到分类的管理层预告(盈余及其构成)相对于他们观察到总的预告(仅仅盈余)时,其盈余依赖会减轻。其次,投资者收益与定价也受到了精确性的影响。信息偏差会影响个人投资者对管理信誉、未来公司成长和公司股价估计的看法,Rupa(2017)的实验结果证实,相较于实际预测精度不一致,当预期和实际预测精度一致时,个人投资者对公司股票价格的估计高于预期。Yang(2012)预期如果管理层预告类型影响到他们被感知的可信性,那么股价对预告消息的反应将会随着管理层以前的预告准确性而上涨;与此预期一致,作者发现股价对管理层预告消息的反应在管理层过去发布更为准确的预告时更强烈。Zhang(2012)检验了当管理层对下一季度盈余预告与当前季度盈余宣告捆绑一起时,事前的管理层预告准确性对盈余宣告后的漂移的作用;结果表明,拥有较高事前准确性的捆绑预告降低了盈余宣告后漂移,减轻了投资者对当前盈余的反应不足。

以上研究的分析表明,在信息披露中,管理层会根据自身的利益选择信息披露的精确性,这种精确性选择将直接影响投资者利用信息进行决策。我国现有上市公司业绩预告的目的主要是解决在重大事项中上市公司与投资者之间的信息不对称问题,对于未来宣告的盈余信息起到预警作用。但是,在预告过程管理层也可能根据自身利益选择业绩预告的精确性,这一选择可能直接影响了投资者对预告信息的解读,也直接影响信息的预警效果。根据本文前面的解释,预告信息的预警效果可以从两个时段来反映,即业绩预告期间以及业绩预告至盈余宣告期间。根据现有研究,如果管理层采用更为精确的方式进行预告,则投资者由于收到精确的预告信息而在预告期间以及预告至宣告期间做出更为积极的反应。投资者的积极反应有助于加快信息的释放速度,从而起到更好的预警与信息释放作用,加快降低上市公司与投资者之间的信息不对称程度。从交易角度而言,投资者的积极反应表现为换手率的提高,股票定价也有积极调整。根据以上分析,本文

预期:

假设 5a: 随着管理层业绩预告精确性提高, 投资者在业绩预告期间的换手效应与定价效应更强, 即平均超额换手率将提高, 平均超额收益率也提高。

假设 5b: 随着管理层业绩预告精确性提高, 投资者在业绩预告至盈余宣告期间的换手效应与定价效应更强, 即平均超额换手率将提高, 平均超额收益率也提高。

## 2.业绩预告择机的经济后果

### (1)管理层在信息披露中的择机行为

现有研究针对管理层在信息披露中是否会进行择机进行了广泛讨论, 并获得了管理层择机的经验证据。Chen 等(1994)针对管理层是否认为盈余宣告的时机安排是重要的问题调查了高层管理人员看法, 报告结果显示, 大约有 50% 的公司保持固定的盈余公告时间表(例如, 他们在季度结束后第二个星期五发布信息)。权小锋和吴世农(2010)研究发现, 投资者的关注程度不同会导致不同的盈余公告效应, 结果表明管理层会根据投资者关注程度进行择机公告。

在具体管理层择机中, 首先, 现有研究表明, 管理层在信息披露中会根据自身利益变化选择披露时点。Gennotte 和 Trueman(1996)进一步研究了盈余公告的当天时机选择以及多个披露选择。结果表明, 管理层应该在交易时间(交易后)释放对公司价值有正面(负面)影响的盈余; 如果宣告对公司价值具有正面(负面)作用, 管理层应该选择将多个披露分开(同时), 当在不同时段宣告时, 市场价格将会更好反映多消息宣告价值作用。周嘉南等(2011)发现, 实际的年报披露表现出明显的“星期偏好”和“扎堆偏好”。文章印证了我国上市公司存在通过分散投资者的注意力, 以最优化投资者对其年报盈余信息反应的机会主义行为。其次, 公司择机选择更多针对坏消息的信息披露。Patell 和 Wolfson(1982)的研究支持了当证券市场开放时, 好消息更有可能被释放, 而坏消息在交易结束后更频繁地出现的假设。饶育蕾等(2012)以 2003-2009 年 A 股上市公司为样本, 研究发现上市公司在进行年报盈余信息披露时存在时机选择。实证结果表明: 与好公司相比, 业绩较差的公司更倾向于在投资者注意力低的时机披露年报。DeHaan 等(2015)研究了管理层是否通过在低关注期内宣告盈余来“隐藏”坏消息, 或为即将公布的盈利预告提供较少的预警。结果发现, 管理层在市场交易时间之后、繁忙的时候、较少提前通知以及盈余被较少关注的情形下报告坏消息。Michaely 等(2016)利用工作日和次数(在交易之前、期间和之后)组合的盈余公告, 检验管理层是否试图策略性地安排这些公告的时机。结果发现, 最糟糕的盈余消息在星期五晚间公布, 并发现有力的证据表明只有星期五晚间的公告代表了经理们的理性机会主义行为。Vicente 和 Xu(2017)研究了公司

如何策略性地选择何时发布新闻,结果发现,大新闻在市场关闭后发布,允许无价格反馈的交易机会;晚间晚些时候,投资者关注最大化的时候发布复杂消息;坏消息更为频繁在夜间发布,在这种情况下,信息中断引起的投资者注意力最小。但是,Doyle 和 Magilke(2009)的研究却没有发现表明管理层机会主义地在市场关闭后或周五报告更坏消息的证据。作者认为,盈余情况较差的管理层在市场关闭后发布盈余信息以更广泛地传播信息。

其次,管理层还会根据自身的利益选择披露的早晚。Dierker 和 Subrahmanyam(2017)探索动态环境下的最佳披露时机。作者认为,在动态环境下,公司通过推迟披露能够提高信息效率,即时披露是次优的,而静态基准情况下,即时披露导致信息效率最大化。Kross(1981)发现,比预告盈余更低(更高)的实际盈余更可能比预期更晚(更早)向公众发布。这样,投资者可能在实际宣告之前有机会根据对坏消息的预期采取行动。Trueman(1990)根据实证研究发现,当一家公司提前公布其盈利报告时,其股价平均上涨,而如果报告晚了,股价就会下跌。这里的分析关注于对这些结果的两种解释,每一种解释都是基于一些有不合理盈余的公司会通过盈余管理增加其报告盈余的前提。在一种情况下,盈余管理需要一个报告延迟,而另一个延迟是由经理首先观察其他公司的盈余引起的。这两种情况都导致市场反应与实证结果一致。Sengupta(2004)关注季度盈余的发布日期,并探讨为什么有些人选择比较早地发布盈余信息。结果表明,投资者对信息的更大需求和更大诉讼成本的公司,报告时滞(财政结束期和季度收益日之间的天数)更短。然而,对于拥有更大股东的公司和那些业务较为复杂的公司来说,报告滞后时间更长。

## (2)管理层择机对投资者决策的作用及预期假设

通过战略性地择机管理层可以改变市场对消息的反应,如通过在周五晚上发布消息减少市场审查和推迟市场对消息的反应,从而获益。周五晚上宣告后的盈余公告后漂移使得管理层通过宣告后购买和销售公司股票获利。市场对坏消息的延长反应给管理层带来更大的工作安全和续聘的好处(Michaely 等, 2016)。Dellavigna 和 Pollet(2009)观测到星期五公告会有更少的即时反应和更多的漂移。此外,周五公告使交易量下降 8%。这些研究结果支持盈余公告后漂移的解释,即有限关注下信息反应不足。管理层择机对投资者的影响一方面可以表现为交易量差异,如王磊等(2012)研究表明,与其他工作日盈余公告相比,周一盈余公告表现出更高程度的公告日价格反应,更低程度的公告后价格漂移现象,周一盈余公告伴随着更低的公告日市场异常交易量。饶育蕾等(2012)发现在低注意力时期进行披露的公司异常交易量也较低,说明上市公司存在利用投资者注意力的有限性择时披露年报信息以达到缓解负面信息影响的行为。



另一方面,管理层择机的影响也可能表现为回报差异,如 Damodaran(1989)发现,与在其他工作日的公告相比,周五的盈利和股息公告更可能包含下跌报告,并且与负异常回报相关。虽然星期五的报告对所有规模的企业都带来了负的平均回报,但较小公司的公告在接下来的交易日有更多的负回报,这表明他们更可能在交易结束后发布报告,或者价格对这些报告中的信息进行更慢的调整。周嘉南等(2011)研究表明,相比其他日期披露好消息,在星期二披露好消息的股票超额收益率更高;星期六对坏消息的披露相比与其他日期会产生更高的股票超额收益率。此外,公司选择在众多年报同时公布的日期披露坏消息对其股票超额收益率有正向影响。由此,证明了上市公司存在通过分散投资者的注意力,以最优化投资者对其年报盈余信息反应的机会主义行为。权小锋和尹洪英(2012)发现管理层择机交易具有负面的价值效应,基于投资者的注意力状态差异,管理层更会倾向性地通过选择卖方交易中的违规交易以获取充分的自利收益。谢玲红和魏国学(2012)以中国上市公司 2003 - 2009 年盈余预告信息为样本发现,相比盈余预告信息少日和其他周历,市场对信息多日和周五、周六公布的盈余预告信息的反应程度更低,从而证实了竞争性信息以及周末公布的信息都会分散投资者注意力的假设。

现有研究基本都支持管理层择机的目的是调整投资者对所发布信息的反应以实现自身目标。根据现有的研究结果本文认为,首先,当管理层选择在投资者注意力低时发布信息,由于有限注意力,投资者可能对发布信息反应不足,这种不足表现为交易量的减小与定价中反应不足,本文预期:

假设 6a: 当管理层业绩预告选择在非交易日发布时,投资者在业绩预告期间的换手效应与定价效应都更弱,即平均超额换手率降低,平均超额收益率也较低;

假设 6b: 当管理层业绩预告选择在非交易日发布时,投资者在业绩预告至盈余宣告期间的换手效应与定价效应更弱,即平均超额换手率将降低,平均超额收益率也较低;

另外,当管理层较早发布业绩预告信息时,投资者就会具有较长的时间吸收与消化业绩预告信息的内容,避免集中剧烈的反应;而且,因为距离实际宣告时间较长,不确定性则相对较多,投资者在交易量与交易定价决策中面临较多的不确定性影响而可能需要更充分的考虑,从而使得交易行为暂时缓解,本文预期:

假设 7a: 当管理层选择采用较长预告期间发布业绩预告时,投资者在业绩预告期间的换手效应与定价效应更低,即平均超额换手率降低,平均超额收益率也较低;

假设 7b: 当管理层选择采用较长预告期间发布业绩预告时,投资者在业绩预告至盈余宣告期间的换手效应与定价效应更低,即平均超额换手率降低,平均超额收益率也较低;

### 3.2.3 投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果的调节作用

#### 1. 投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择经济后果的调节作用

信息传播的格式可能改变投资者注意力,进而改变了他们对信息的反应结果。Boulland 等(2017)发现欧洲大陆公司开始使用英语电子服务传播公司消息后,相对于他们采用非电子格式和欧洲大陆语言传播消息,投资者对盈余意外表现出更强的初始反应,低盈余公告后股价漂移,并增加了接近盈余公告异常交易量。有线电视服务对投资者注意力的影响是由于新闻(电子和英语)的格式,而不是新闻传播速度的提高。Nelson 和 Rupa(2015)研究发现,会计信息披露中描述结果的数字格式会影响到投资者的风险判断。投资者对以美元格式披露比等价的比例格式披露反应时评估了更高的风险。与信念认知模型一致,当投资者同时拥有以下情形时这一作用得到缓和:(1)注意到管理层对格式进行了操控,(2)充足的认知能力去考虑这一格式的含义。Rennekamp(2012)利用实验发现,更可读的披露导致投资者更强的反应,所以当消息为好的时候对于价值的判断的变化更正向,而当消息为坏的时候更负向。接收到更可读披露的投资者在明确地关注到可读性的潜在变化时改变了他们的价值判断,变得更不极端。

另一部分研究发现投资者注意力通过影响信息的传播速度最终改变了投资者对信息的理解与应用。向诚和陆静(2018)从理论模型和实证研究两个方面检验了投资者关注度对行业层面信息扩散速度与股票定价过程的影响,发现投资者注意力的有限性导致行业信息在行业内和行业间逐步扩散。行业信息在行业内的逐步扩散,导致同行业内高关注度与低关注度公司股票的收益率呈现出领先滞后现象;行业信息在行业间的逐步扩散,导致蕴含重要市场信息的行业收益率与市场未来收益率显著相关,且其相关程度与行业的受关注度成反比;行业信息的逐步扩散还导致了行业动量效应,买入赢家行业、卖出输家行业股票组合能够获得显著的正向超额收益。

投资者注意力的高低直接影响他们对信息的获取与处理效果。投资者在糟糕的信息环境下扩大了会计信息的获取和处理工作,当外部环境对其分析信息不利时(如低分析师跟踪、高分析师预测分歧),通过增加对会计讨论,在盈余公告期间提升了对盈余的反应,并略微降低了同期买卖价差(Lerman, 2017)。李小晗和朱红军(2011)的研究以投资者的关注程度在不同周期阶段中存在差异作为切入点,基于认知心理学中的“有限关注”理论,以投资者的立即反应和滞后反应为标杆,考察了投资者关注程度对其解读信息能力的影响,研究发现,当投资者关注程度不足时,对信息的即时解读效率降低,解读滞后增加;反之,当关注程度增加时,即时解读效率提高,解读滞后减少。Chapman(2018)用投资者注意力解释盈余公告期间的正向回报,作者使用关注即将到来的盈利日期的公

告,发现在通知日拥有正向回报,更多的EDGAR搜索,以及更高的交易量。在通知存在时,盈余公告周围的关注和回报更低,这与通知降低投资者关注一致,在收益公布后的日子里,注意力对回报的影响最大。另一部分学者通过对应计定价的研究也证明了投资者注意力会影响投资者利用信息进行定价的效果。Miao等(2016)通过比较只披露资产负债表的本样本公司与同时披露资产负债表和现金流量表的本样本公司之间的即时和长期的对盈余公告的反应,来检验有限注意对应计利润估值的影响。应计费用的信息一般可以从比较资产负债表中推断出来,但现金流量表的可用性使得应计项目更为突出,更容易被有限注意力的投资者所获取。控制潜在附加信息和现金流量表披露的内生性,发现,现金流量表披露能够更有效地对应计进行定价。进一步分析表明,当盈余公告时缺失现金流量表,非复杂的投资者不能对应计折现而复杂投资者则可以。饶育蕾等(2012)发现,在对应计定价过程中,高关注投资者能够区分应计和现金流的盈余组成,并据此作出合理定价,而低关注投资者由于不能区分两者组成,则对应计作出过高定价。当市场处于牛市时,高关注投资者对应计进行了合理定价,而低关注投资者则存在对应计的高估;而熊市时,低关注投资者对应计定价较为合理,但高关注投资者对应计定价偏低。权小锋和吴世农(2012)研究发现投资者注意力调节了投资者的认知效率并提升了对会计盈余构成信息的定价效率,伴随着投资者注意力的提高,投资者对盈余构成信息的消化、吸收和理解能力将会得到显著提高,因此应计信息的高估价会得到显著抑制。

以上研究表明,投资者注意力直接影响了投资者对信息的传播、认知与解读,并最终影响了其根据信息所做出的决策后果。在管理层业绩预告中,当管理层采用更为精确的方式进行业绩预告时,投资者由于观察到更为精确的信息可能产生更为及时的反应,而当管理层采用不精确的方式进行预告时,投资者对于信息的观察相对不清晰,也难以做出及时反应,但是,现有研究表明,上述两种情形可能由于投资者注意力的差异而发生变化。高投资者注意力可能有助于投资者对信息的理解更为充分,在高注意力与精确信息的双重作用下,投资者对业绩预告信息的反应变得更加充分,而当信息不够精确时,高投资者注意力可能会缓解由于信息不精确而造成的反应不足。因此,本文预期:

假设 8: 投资者注意力会对管理层业绩预告精确性选择的经济后果产生显著的调节作用。

## 2.投资者注意力对管理层业绩预告择机经济后果的调节作用

根据本文前面的讨论,管理层出于自身利益考虑进行择机预告并直接影响了投资者利用信息进行的交易决策,而投资者注意力的程度直接决定了其对信息的关注及对信息的利用,因此,预告前投资者注意力的差异可能会影响到管理层择机的经济后果。

现有研究发现,信息发布后对股价与交易量的影响直接因投资者的关注程度而发生变化,如Dellavigna和Pollet(2009)观测到星期五公告会有更少的即时反应和更多的漂移,即有限关注下信息反应不足。星期五公布股利变动、股票增发、股票回购、盈利和合并公告也减少了市场反应(Michaely等,2016)。而且,现有的研究发现管理层经常选择在投资者注意力较低的时候发布坏消息,以减轻市场的反应,如Segal和Segal(2016)发现经理们相信投资者注意力不集中的时候,策略性地在交易时间后报告负面消息,股票市场的压力导致了管理层更强的动机,通过挖掘投资者注意力不集中的时机来减轻市场对消息的反应。Niessner(2015)研究表明,当投资者更加分散注意力时,管理人员系统地披露负面事件,导致大约3周的收益反应不足。投资者甚至推断在周五发布的往往是坏消息,当市场得知即将进行周五盈余公告时,往往给予负回报(DeHaan等,2015)。由以上研究可知,管理层在信息发布中考虑时机选择时关注了投资者注意力,而所选择时机的投资者注意力也直接影响了其对管理层发布信息的反应。因此,当投资者根据管理层择机发布的业绩预告进行决策时,其注意力将影响到决策后果,本文预期:

假设9: 投资者注意力会对管理层业绩预告择机选择的经济后果产生显著的调节作用。

### 3.3 本章小结

在本章中,本文构建了投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果的作用关系的理论分析框架,从积极监督与过度压力两个角度提出了投资者注意力对管理层业绩预告精确性、择机等策略选择治理作用的理论假说、同时,也提出了业绩预告精确性及择机选择的经济后果以及投资者注意力对经济后果调节作用的理论假说,为后面的实证检验建立理论基础。

## 第4章 变量界定与度量及研究样本选取

### 4.1 变量界定与度量

本文主要涉及三类变量：即因变量、自变量及控制变量。在不同问题研究中，作为因变量主要有管理层业绩预告精确性、预告择机、预告效应、期间效应；自变量主要包括投资者注意力、管理层业绩预告精确性、预告择机；根据研究模型不同，控制变量主要包括盈余波动性变量、市场预期变量(市账比)、公司规模变量、公司治理变量、行业特征变量、公司业绩变化特征变量。

#### 4.1.1 因变量与自变量界定与度量

在实证检验中，本研究设计的因变量与自变量如表 4.1 所示。

##### 1. 投资者注意力变量界定与度量

本文以平均换手率度量投资者注意力。在实证研究中，投资者注意力无法直接度量。现有研究往往采用媒体报道、百度搜索指数以及投资者交易换手率等指标进行度量，本文认为，在以上指标中，投资者换手率能够最直接表达投资者对某一股票的关注程度，因为他们往往更多地购买自己关注的股票(Fang 等，2014；Barber 和 Odean，2008)。Loh(2010)、权小锋和吴世农(2010) 及韩乾和徐恒(2016)的研究均采用平均换手率作为投资者注意力的度量，因此，本文根据现有研究，同时考虑到变量之间的内生性问题，本文以公式(4.1)中业绩预告前 30 个交易日的平均换手率来表示：

$$IA_{30} = \sum_{t=-1}^{-30} Change_{i,t} / 30 \quad (4.1)$$

其中： $Change_{i,t}$  表示股票  $i$  在  $t$  日的换手率， $IA_{30}$  表示对股票  $i$  的业绩预告前 30 个交易日投资者注意力。具体而言，本文将采用业绩预告前 1 至 30 个交易日( $IA_{30}$ )的平均换手率来度量投资者注意力。

##### 2. 管理层业绩预告策略的界定与度量

本文分别从管理层业绩预告精确性与管理层业绩预告择机两个角度来度量管理层业绩预告策略。

##### (1) 管理层业绩预告精确性

首先，根据 Johnson 等(2001)、高敬忠等(2011)的研究，本文以业绩预告误差表示业绩预告误差精确性( $Forecast\_Error$ )。预告误差用业绩预告值与盈余实际宣告值之差再

表 4.1 因变量与自变量界定及度量

变量名称	变量含义	变量度量
投资者注意力		
$IA_{30}$	投资者注意力	根据Loh(2010)及权小锋和吴世农(2010)的研究,本文主要以业绩预告发布前30天的平均换手率表示投资者注意力。
管理层业绩预告策略		
$Forecast\_Error$	预告误差精确性	根据Johnson等(2001)、高敬忠等(2011)的研究,采用[业绩预告点值(范围值中值)-盈余实际宣告值]/期初总资产*100,取绝对值表示,误差越小其精确性就越高。
$Forecast\_Type$	预告形式精确性	预告形式为点值、范围值时取0,否则取1。
$Holiday$	预告日历择机	本文采用业绩预告是否在非交易日发布来度量择机。本文将国家规定的休息日,如周六,国家法定节假日放假等停止交易的日子作为非交易日(周日无业绩预告样本),将周一至周五作为交易日。当业绩预告发布日为非交易日时,取值为1,否则取0。
$Forecast\_Date$	预告期间择机	本文以业绩预告日与当期盈余实际宣告日之间的天数(预告期间)度量。天数越多(预告期间越长)表示预告越及时。
消息性质		
$News$	消息性质	根据管理层业绩预告类型,本文将预增、预赢以及扭亏等类型的业绩预告划归为好消息预告,将预减、预亏、首亏等类型的业绩预告划归为坏消息预告。当预告消息为好消息时,变量取1;否则取0。
经济后果(换手效应 $AC_n$ 与定价效应 $AR_n$ )		
业绩预告期间经济后果		
$FAR_n$	预告定价效应	以预告后n天的平均超额回报表示。
$FAC_n$	预告换手效应	以预告后n天的平均超额换手率表示。
业绩预告至宣告期间经济后果		
$F\_AAR_n$	期间定价效应	以预告日至宣告日之间的平均超额回报表示。
$F\_AAC_n$	期间换手效应	以预告日至宣告日之间的平均超额换手率表示。

资料来源:作者自制

除以期初总资产的绝对值表示,误差越小表示其业绩预告精确性就越高。具体计算方法如公式(4.2)所示:

$$\text{预告误差} = \left| \left[ \text{盈余预告点值(范围值中值)} - \text{盈余实际宣告值} \right] / \text{期初总资产} \times 100 \right| \quad (4.2)$$

其次,本文以业绩预告形式表示业绩预告形式精确性(*Forecast\_Type*)。业绩预告形式指管理层业绩预告所采用的点值、范围值、上下限值以及定性方式。一般而言,以上方式提供信息的精确性程度依此降低,点值与范围值相对于上下限值及定性预告方式具有明确的数值边界,精确性相对更高。因此,当管理层业绩预告形式为点值与范围值时,赋值为0,为其他形式时,赋值1。

### (2) 管理层业绩预告择机

首先,本文采用业绩预告是否在非交易日发布业绩预告(*Holiday*)来度量择机。本文将国家规定的休息日,如周六,国家法定节日放假等停止交易的日子作为非交易日(周日无业绩预告样本),将周一至周五作为交易日。当业绩预告发布日为非交易日时,*Holiday*取值为1,否则取0。

其次,本文以业绩预告日与当期盈余实际宣告日之间的天数(预告期间)度量业绩预告期间择机(*Forecast\_Date*)。天数越多(预告期间越长)表示预告越及时。

### 3. 业绩预告经济后果的界定与度量

我国的业绩预告制度的目的之一是释放业绩变动引起的风险,这种释放效应可能通过交易换手体现,也可能反映为对投资者定价的影响。另外,业绩预告对风险的释放可能在管理层预告时通过投资者交易换手或定价实现,也可能在预告后至盈余宣告期间进行释放。因此,本文从两个角度两个时期度量业绩预告的经济后果,其中,两个角度是指换手效应与定价效应,本文分别采用平均异常换手率表示换手效应(以 $AC_n$ 表示)以及采用平均异常收益率表示定价效应(以 $AR_n$ 表示)表示,两个时期包括:业绩预告期间以及业绩预告至盈余宣告期间。

对于平均异常换手率,本文根据公式(4.3)进行计算;对于平均异常回报,本文根据公式(4.4)进行计算。

$$AC_n = \sum_{t=0}^n (\text{Turn}_{i,t} - \text{Turn}_{m,t}) / (n+1) \quad (4.3)$$

$$AR_n = \sum_{t=0}^n (R_{i,t} - R_{m,t}) / (n+1) \quad (4.4)$$

在进行具体实证检验时,分别表示为预告后0至1个交易日、0至3个交易日的平均异常换手率 $FAC_1$ 、 $FAC_3$ 、平均异常回报 $FAR_1$ 、 $FAR_3$ 以及预告至宣告期间的平均异

常换手率  $F\_AAC_n$ 、平均异常回报  $F\_AAR_n$ 。

#### 4.1.2 控制变量界定与度量

在实证检验中,本研究控制变量如表4.2所示。本文根据以前文献的研究成果(Johnson等,2001;高敬忠等,2011;高敬忠和周晓苏,2013;袁振超等,2014),对以下可能影响管理层业绩预告精确性选择的因素进行了控制:(1)上市公司高管持股比例(以 *Bonus* 表示)控制管理层持股激励对其精确性选择的影响,以高管持股数/总股数表示;(2)用公司成立的年限(以 *Age* 表示)来控制经营时间长短的影响,以公司实际成立的年数表示;(3)用总资产的自然对数(以 *Size* 表示)控制公司的规模;(4)用净资产收益率(以 *Roe* 表示)控制预告公司的经营情况与经营业绩的影响;(5)用资产负债率(以 *Lev* 表示)控制财务杠杆的影响;(6)控制市场预期(用 *BM* 表示),以市账比,即股票的市场价值与账面价值之比来度量;(7)用计算的业绩预告当期 *Z* 值(以 *Z* 表示)控制预告公司的财务状况;(8)控制公司面对的市场竞争状况(用 *Market\_Rate* 表示),以公司销售收入占同行业总收入的比例表示;(9)控制公司的盈余波动情况(用 *Volatility* 表示),以公司业绩预告前五期的盈余标准差表示;(10)控制了行业影响(用 *IND* 表示),以中国证监会发布的行业指引对行业进行分类控制。

表4.2 控制变量界定及度量

变量名称	变量含义	变量度量
<i>Bonus</i>	高管持股比例	高管持股数/总股数
<i>Age</i>	公司成立年限	以公司实际成立的年数表示
<i>Size</i>	公司规模	以公司总资产对数表示
<i>Roe</i>	公司盈利情况	以净资产收益率来度量
<i>Lev</i>	财务杠杆	以资产负债率来度量
<i>BM</i>	市场预期	以市账比,即股票的市场价值与账面价值之比来度量
<i>Z</i>	财务状况	用计算的 <i>Z</i> 值表示,当 <i>Z</i> 值<2.675取1,否则取0
<i>Market_Rate</i>	竞争状况	以公司销售收入占同行业总收入的市场占有率比例表示
<i>Volatility</i>	盈余波动性	业绩预告前五期盈余标准差
<i>IND</i>	行业性质	以中国证监会发布的行业指引对行业进行分类控制

资料来源:作者自制



## 4.2 样本选取与变量描述性统计

### 4.2.1 样本选取与数据来源

由于我国在2006年发布了与国际趋同的《企业会计准则》，利润的计算口径自2007年起发生了较大变化。为了避免研究样本受到影响，本文主要选取了2007年1季度至2017年4季度我国A股上市公司的管理层业绩预告样本作为研究对象。在研究中，剔除金融行业公司、业绩预告期间异常及数据缺失样本。另外为消除异常值的影响，本文对所有连续变量进行了上下1%的 winsorize 处理，最终确定观测值以每次模型检验中所列示的样本数为准。业绩预告数据及公司财务报表原始数据均来源于wind数据库，股票交易原始数据来自于CCER数据库。样本选取、剔除及剩余研究样本情况如表4.3所示。

表 4.3 样本选取及剔除情况

样本数量	变动原因	剔除样本数量	剩余样本量
55706	初始样本量		
	剔除金融行业样本	2850	52856
	剔除业绩预告期间异常的样本	72	52784
	剔除数据缺失样本	2890	49894

资料来源：作者整理

投资者注意力变量中，以平均换手率度量的投资者注意力是根据来自CCER数据库的原始数据，经过手工整理与计算后获得。

业绩预告策略选择中，业绩预告误差精确性、形式精确性原始数据来自Wind数据库管理层业绩预告的原始数据，误差精确性利用原始数据根据公式(4.2)计算后获得，形式精确性是根据预告形式的原始数据分类后赋值。业绩预告消息性质是根据Wind数据库中管理层业绩预告摘要原始数据，根据内容性质判断整理后赋值获得相应变量的数据。各个期间释放效应的变量数据主要是根据CCER数据库中股票交易的换手率、收益率数据进行计算整理后获得。其他控制的变量数据主要根据来自Wind数据库中的原始数据计算整理后获得。

### 4.2.2 样本分布

#### 1. 样本的年度分布

表4.4中列示了按照年度的样本分布情况。

表 4.4 公司样本年度分布

	年度											合计
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
数量	2327	2670	2862	3369	3934	5123	5254	5533	6051	6314	6457	49894
比例	5%	5%	6%	7%	8%	10%	10%	11%	12%	13%	13%	100%

资料来源：作者整理

从年度分布情况来看，样本数量逐年增加，比例从2007年的5%逐步增加到2017年的13%，样本量的增加也与我国资市场上市公司数量近年来的增加有关。

## 2. 样本的特征分布

表4.5中列示了各年度预告形式的样本分布情况。

表 4.5 各年度预告形式的样本分布

	预告形式				
	点	范围	上、下限	定性	合计
2007	376 (16)	701(30)	798(34)	452(20)	2327(100)
2008	539(20)	1068(40)	702(26)	361(14)	2670(100)
2009	705(25)	1282(45)	444(15)	431(15)	2862(100)
2010	576(17)	2072(61)	399(12)	322(10)	3369(100)
2011	463(12)	2975(75)	279(7)	217(6)	3934(100)
2012	478(9)	4253(83)	179(4)	213(4)	5123(100)
2013	404(8)	4554(87)	72(1)	224(4)	5254(100)
2014	409(7)	4844(88)	61(1)	219(4)	5533(100)
2015	444(7)	5328(88)	42(1)	237(4)	6051(100)
2016	462(7)	5582(88)	35(1)	235(4)	6314(100)
2017	430(7)	5777(88)	27(1)	223(4)	6457(100)
合计	5286(11)	38436(77)	3038(6)	3134(6)	49894

注：括号中的数字为百分数比例，单位是%。

资料来源：作者整理

表4.5中列示的结果显示，各年度中，采用点值、上下限及定性形式进行预告的样本

比例总体呈下降趋势,但是,采用范围值预告的样本比例上升较多;而且,在2007年时,采用点值、范围值、上下限以及定性预告形式的样本比例差距较小,分别为16%、30%、34%及20%,但近年来,差距越来越大,其中范围值形式的比例甚至达到88%。这是上市公司综合权衡预告成本与市场收益的结果。四种预告形式中,如果过于模糊,如定性或没有边界的上下限,给投资者的印象是不确定程度很高,可能会被理解为坏消息,但是,如果选择采用点值方式进行预告,则在实际宣告时不一致的风险较大,如果不一致有可能造成市场的强烈反应。相对于以上方式,采用范围值方式进行预告,可以形成有边界的预告信息,从而使投资者对预告信息有相对明确的估计,但是,范围值方式的属性,又可以给管理层一定的选择空间,因为范围值方式的范围可以进行大小选择,因此,近年来,管理层采用范围值进行预告的比例增加较多。

### 4.2.3 描述性统计

#### 1. 总体描述性统计

表4.6中列示了投资者注意力、业绩预告策略、市场反应以及研究控制变量的样本数、均值、中位数、标准差、最大值、最小值以及分位数的描述性统计结果。

表4.6 变量总体描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	p25	p50	p75	最大值
$IA_{30}$	48409	1.780	2.327	0	0.034	0.956	2.640	11.32
<i>Forecast_Error</i>	42368	0.820	1.551	0.002	0.080	0.255	0.764	10.08
<i>Forecast_Type</i>	49894	0.124	0.329	0	0	0	0	1
<i>Holiday</i>	49894	0.199	0.399	0	0	0	0	1
<i>Forecast_Date</i>	48645	66.350	47.190	1	26	61	95	206
<i>News</i>	49891	0.624	0.484	0	0	0	1	1
$FAR_3$	47842	-0.035	1.101	-3.172	-0.421	-0.005	0.090	4.225
$FAR_1$	48357	-0.073	1.727	-5.145	-0.664	-0.007	0.115	6.377
$FAC_3$	47674	0.173	2.350	-3.399	-0.988	-0.021	0.056	12.35
$FAC_1$	48218	0.303	2.613	-3.431	-0.931	-0.020	0.090	13.85
$F\_AAR_n$	48572	-0.027	0.414	-1.471	-0.130	-0.002	0.023	1.636

续表4.6

$F\_AAC_n$	48495	-0.003	1.751	-2.995	-0.923	-0.022	0.036	8.583
<i>Bonus</i>	49894	0.075	0.159	0	0	0	0.0287	0.665
<i>Age</i>	49894	15.960	5.351	1	12	15	19	67
<i>Size</i>	49888	17.670	8.142	2.169	19.620	21.560	22.380	25.450
<i>Roe</i>	49836	4.123	10.090	-45.810	0.582	3.538	8.092	36.750
<i>Lev</i>	49769	43.810	24.260	4.130	24.570	42.150	60.360	131.500
<i>BM</i>	49851	4.684	4.943	-3.289	2.127	3.368	5.469	34.920
<i>Z</i>	49830	0.325	0.468	0	0	0	1	1
<i>Market _Rate</i>	49887	0.023	0.067	0	0.001	0.003	0.013	0.498
<i>Volatility</i>	48689	0.091	0.111	0.005	0.029	0.054	0.106	0.711

资料来源：作者自制

表4.6中结果显示，第一，从投资者注意力变量来看， $IA_{30}$ 均值为1.780，其50%的分位数为0.956，这一结果说明，样本中投资者注意力总体偏低；第二，管理层业绩预告策略的统计数据显示，业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 的均值与50%分位数分别为0.820、0.255，说明样本总体的误差偏小，精确性较高；业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 的均值0.124，50%与75%分位数的均为0，这说明样本公司中大部分公司采用了形式上更为精确的方式预告。业绩预告日历择机变量 *Holiday* 的均值及50%分位数分别为0.199、0，这表明样本中较多的公司选择在交易日进行预告；预告期间择机变量 *Forecast\_Date* 的均值与50%分位数分别为66.350、61，这说明样本公司中略多的公司预告期间偏短。依此分析，样本公司中，较多的公司发布的预告消息为坏消息；第三， $FAR_3$ 、 $FAR_1$ 、 $FAC_3$ 、 $FAC_1$  的数据显示，样本公司中业绩预告期间的定价效应的平均超额收益率以及换手效应的平均超额换手率更多为负，其他经济后果变量  $F\_AAR_n$ 、 $F\_AAC_n$  的结果也表明，样本公司中业绩预告至盈余宣告期间的平均超额收益率及平均超额换手率总体上更多为负；第四，控制变量的统计结果显示，总体上，相对于均值，样本公司中更多公司管理层股权持有激励的程度偏低，公司规模偏大的公司较多、财务风险偏小的公司较多、市场占有率低的公司较多、盈余波动性程度较低的公司较多，而公司成立年限、经营业绩、财务杠杆、市账比都比较均衡。

## 2.按年度分组的各主要变量均值统计

表4.7中按年度列示了本文投资者注意力及业绩预告策略主要变量的均值。

表4.7 各年度的主要变量均值统计

年度	$IA_{30}$	$Forecast\_Error$	$Forecast\_Type$	$Holiday$	$Forecast\_Date$
2007	4.12	0.96	0.54	0.13	71.02
2008	2.38	0.79	0.40	0.14	68.02
2009	4.22	0.71	0.31	0.17	69.27
2010	3.18	0.56	0.21	0.15	72.77
2011	2.10	0.51	0.13	0.15	73.05
2012	2.50	0.41	0.08	0.24	67.71
2013	2.48	0.49	0.06	0.24	66.67
2014	2.47	0.36	0.05	0.20	66.45
2015	0.12	0.40	0.05	0.19	65.28
2016	0.03	1.87	0.04	0.21	65.28
2017	0.02	1.59	0.04	0.25	53.39

资料来源：作者整理

表4.7的结果显示，首先，投资者注意力变量  $IA_{30}$  的均值从2007年至2017年总体呈下降趋势；其次，管理层业绩预告误差精确性  $Forecast\_Error$  从2007年至2015年总体呈提高趋势，但2016及2017年却下降，业绩预告形式精确性  $Forecast\_Type$  总体呈逐年提高趋势。管理层业绩预告日历择机变量  $Holiday$  从2007年至2017年的结果表明，管理层越来越选择在非交易日发布业绩预告，而业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  的结果则显示，管理层业绩预告期限总体呈下降趋势，越来越短，即及时性在降低。

表4.8中列示了按年度统计的业绩预告经济后果的均值。

表4.8中的结果显示，首先，业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_3$ 、 $FAR_1$  的平均超额收益趋势并不完全一致，但近年来变得越小，换手效应变量  $FAC_3$ 、 $FAC_1$  总体上呈下降趋势，从正效应变得为负效应；其次，业绩预告至盈余宣告期间的定价效应  $F\_AAR_n$  在样本期间没有明显趋势，但近年来平均超额收益率变得更小，换手效应  $F\_AAC_n$  总体上呈逐年下降趋势，但近年来平均超额换手率相对较小。

表 4.8 各年度业绩预告经济后果均值统计

年度	$FAR_3$	$FAR_1$	$FAC_3$	$FAC_1$	$F_{AAR_n}$	$F_{AAC_n}$
2007	-0.18	-0.24	0.57	0.80	-0.06	0.20
2008	0.04	-0.01	0.42	0.60	0.01	0.13
2009	-0.08	-0.18	0.50	0.80	-0.02	0.16
2010	0.01	0.02	0.56	0.80	0.01	0.18
2011	-0.06	-0.17	0.21	0.37	0.00	0.02
2012	-0.08	-0.19	0.23	0.46	-0.03	-0.10
2013	-0.10	-0.16	0.03	0.22	-0.16	-0.20
2014	-0.01	0.00	0.10	0.24	-0.03	-0.07
2015	0.001	0.001	-0.000	-0.000	0.000	0.000
2016	-0.001	-0.001	-0.001	0.0005	-0.001	-0.005
2017	-0.001	-0.001	-0.020	-0.019	-0.001	-0.019

资料来源：作者整理

### 4.3 本章小结

本章对本文所涉及的投资者注意力变量、管理层业绩预告策略变量、业绩预告经济后果变量以及其他控制变量进行了界定与度量说明，并对各变量进行了样本总体描述性统计以及分年度的均值描述性统计。

## 第5章 投资者注意力对管理层业绩预告策略选择治理作用的实证检验

在本章中,本文主要构建投资者注意力对管理层业绩预告策略选择治理作用的研究设计并进行实证结果分析。具体而言,本章主要从两个主题对这一问题进行研究,第一,实证检验投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择治理作用的理论假说;第二,实证检验投资者注意力对管理层业绩预告择机治理作用的理论假说。

### 5.1 投资者注意力对业绩预告精确性选择的治理作用

#### 5.1.1 研究设计

##### 1.样本选择

在本部分的实证研究中,首先,选取总样本中2007年1季度-2017年4季度我国A股上市公司以点值及范围值方式预告的公司为样本(点值与范围值方式预告样本可以计算出业绩预告误差)实证检验投资者注意力对业绩预告误差精确性选择的治理作用;其次,选取2007年1季度-2017年4季度我国A股上市公司发布业绩预告总样本实证检验投资者注意力对业绩预告形式精确性选择的治理作用。在以上样本中均剔除了金融行业公司及数据缺失样本。另外为消除异常值的影响,本文对研究变量中的所有连续变量进行了上下1%的winsorize处理,最终确定观测值以每次模型检验中所列示的样本数为准。业绩预告数据及公司财务数据均来源于wind数据库,换手率数据来自CCER数据库。

##### 2.变量定义与度量

本部分研究中,涉及到的研究变量如下:首先,自变量与因变量包括投资者注意力变量(以平均换手率 $IA_{30}$ 度量)、业绩预告精确性变量(分别以业绩预告误差精确性 $Forecast\_Error$ 及业绩预告形式精确性 $Forecast\_Type$ 度量)、消息性质变量 $News$ ;其次,控制变量包括控制变量包括高管持股比例(以 $Bonus$ 表示)、公司成立的年限(以 $Age$ 表示)、公司规模(以 $Size$ 表示)、公司经营业绩(以 $Roe$ 表示)、财务杠杆(以 $Lev$ 表示)、市场预期(用 $BM$ 表示)、财务状况(以 $Z$ 表示)、市场竞争状况(用 $Market\_Rate$ 表示),公司的盈余波动情况(用 $Volatility$ 表示)以及年度(用 $Year$ 表示)与行业因素(用 $IND$ 表示)。

以上变量的定义与具体计算方法见第四章。

### 3. 回归模型设计

首先, 本文设计了多元回归模型(5.1)与(5.2), 在控制其他因素的影响后, 检验投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性与形式精确性的治理作用。

$$\begin{aligned} \text{Forecast\_Error} = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 \text{Bonus} + \alpha_3 \text{Age} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Roe} + \alpha_6 \text{Lev} \\ & + \alpha_7 \text{BM} + \alpha_8 Z + \alpha_9 \text{Market\_Rate} + \alpha_{10} \text{Volatility} \\ & + \sum \text{IND} + \sum \text{Year} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5.1)$$

$$\begin{aligned} \text{Forecast\_Type} = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 \text{Bonus} + \alpha_3 \text{Age} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Roe} + \alpha_6 \text{Lev} \\ & + \alpha_7 \text{BM} + \alpha_8 Z + \alpha_9 \text{Market\_Rate} + \alpha_{10} \text{Volatility} \\ & + \sum \text{IND} + \sum \text{Year} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5.2)$$

其次, 为了检验投资者注意力对不同性质消息的业绩预告精确性的治理作用, 本文设计了多元回归模型(5.3)与(5.4)进行实证检验。

$$\begin{aligned} \text{Forecast\_Error} = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_n + \alpha_2 IA_{30} \times \text{News} + \alpha_3 \text{Bonus} + \alpha_4 \text{Age} + \alpha_5 \text{Size} + \alpha_6 \text{Roe} + \alpha_7 \text{Lev} \\ & + \alpha_8 \text{BM} + \alpha_9 Z + \alpha_{10} \text{Market\_Rate} + \alpha_{11} \text{Volatility} \\ & + \sum \text{IND} + \sum \text{Year} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5.3)$$

$$\begin{aligned} \text{Forecast\_Type} = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_n + \alpha_2 IA_{30} \times \text{News} + \alpha_3 \text{Bonus} + \alpha_4 \text{Age} + \alpha_5 \text{Size} + \alpha_6 \text{Roe} + \alpha_7 \text{Lev} \\ & + \alpha_8 \text{BM} + \alpha_9 Z + \alpha_{10} \text{Market\_Rate} + \alpha_{11} \text{Volatility} \\ & + \sum \text{IND} + \sum \text{Year} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5.4)$$

在模型(5.1)-(5.4)中, 模型中投资者注意力变量  $IA_{30}$  及其他变量的定义与度量详见第四章中的解释。

#### 5.1.2 实证结果分析

##### 1. 变量分组描述性统计

表 5.1、5.2 中分别列示了以投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、消息性质变量  $\text{News}$  分组的本部分研究变量的均值描述性统计及对比检验结果。

表 5.1 中列示了以投资者注意力  $IA_{30}$  变量均值及中位数分组后对各研究变量的均值差异对比检验的结果。在分组时, 分别将高于  $IA_{30}$  变量均值及中位数的样本划归 HIGH 组, 低于  $IA_{30}$  变量均值及中位数的样本划归 LOW 组。

首先, 表 5.1 中的结果显示, 以  $IA_{30}$  的均值与中位数分组后, 以均值及中位数分组的 HIGH 组的业绩预告误差精确性变量  $\text{Forecast\_Error}$  的均值均显著小于 LOW 组, 这意味着投资者注意力高的组, 业绩预告误差较小, 即业绩预告误差精确性较高, 这与本文积极监督作用的预期一致; 但是, 以均值及中位数分组的 HIGH 组的业绩预告形式精



确性变量 *Forecast\_Type* 均显著高于 LOW 组,这一结果说明,投资者注意力高的组的业绩预告形式却更不精确,这与本文的过度压力的预期一致,没有支持积极监督的预期。

表 5.1 按投资者注意力  $IA_{30}$  均值及中位数分组各变量均值描述性统计

按 $IA_{30}$ 均值及中位数分组						
	均值			中位数		
	(1)LOW	(2)HIGH	(2)-(1) <sup>a</sup>	(3)LOW	(4)HIGH	(4)-(3) <sup>a</sup>
<i>Forecast_Error</i>	0.999 (26471)	0.462 (13743)	-0.537***	1.121 (21169)	0.475 (19045)	-0.646***
<i>Forecast_Type</i>	0.099 (29454)	0.178 (16727)	0.079***	0.081 (23090)	0.175 (23091)	0.094***
<i>News</i>	0.624 (29454)	0.610 (16727)	-0.014***	0.622 (23090)	0.616 (23091)	-0.006*
<i>Bonus</i>	0.048 (29454)	0.120 (16727)	0.072***	0.036 (23090)	0.110 (23091)	0.074***
<i>Age</i>	17.023 (29454)	13.939 (16727)	-3.084***	17.512 (23090)	14.300 (23091)	-3.212***
<i>Size</i>	19.416 (29454)	14.444 (16727)	-4.972***	20.022 (23090)	15.209 (23091)	-4.813***
<i>Roe</i>	3.827 (29454)	4.335 (16727)	0.508***	3.636 (23090)	4.386 (23091)	0.750***
<i>Lev</i>	45.231 (29454)	42.343 (16727)	-2.888***	45.036 (23090)	43.333 (23091)	-1.703***
<i>BM</i>	4.791 (29454)	4.284 (16727)	-0.507***	5.017 (23090)	4.199 (23091)	-0.818***
<i>Z</i>	0.359 (29454)	0.282 (16727)	-0.077***	0.357 (23090)	0.305 (23091)	-0.052***
<i>Market_Rate</i>	0.024 (29454)	0.018 (16727)	-0.006***	0.026 (23090)	0.018 (23091)	-0.008***
<i>Volatility</i>	0.091 (29454)	0.089 (16727)	-0.002**	0.091 (23090)	0.090 (23091)	-0.001

注: a.该列为均值差异值; \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; b.按  $IA_{30}$  的均值与中位数分组,高于均值与中位数的划分为 HIGH 样本组,低于的则划分为 LOW 样本组。c.括号中为样本数

资料来源: 本文整理

其次,以投资者注意力均值与中位数分组的其他变量均值对比检验的结果显示,投资者注意力高的组比投资者注意力低的组,发布坏消息的概率更大、管理层持股比例更

高、具有更好的经营业绩，同时，成立年限相对更短、规模更小、财务杠杆更低、市账比更低、财务风险更低、市场份额更小并且盈余波动更小。

表 5.2 中列示了以消息性质分组的本部分各变量的均值对比检验结果。

表 5.2 按消息性质 *News* 分组各变量均值描述性统计

	按 <i>News</i> 分组		
	好消息组(1)	坏消息组(2)	(2)-(1) <sup>a</sup>
<i>Forecast_Error</i>	0.930 (25381)	0.620 (14833)	-0.310***
<i>Forecast_Type</i>	0.111 (28603)	0.154 (17578)	0.043***
<i>IA<sub>30</sub></i>	1.710 (28603)	1.834 (17578)	0.124***
<i>Bonus</i>	0.080 (28603)	0.062 (17578)	-0.018***
<i>Age</i>	15.731 (28603)	16.190 (17578)	0.459***
<i>Size</i>	17.859 (28603)	17.219 (17578)	-0.640***
<i>Roe</i>	7.767 (28603)	-2.099 (17578)	-9.866***
<i>Lev</i>	41.607 (28603)	48.380 (17578)	6.773***
<i>BM</i>	4.683 (28603)	4.486 (17578)	-0.197***
<i>Z</i>	0.267 (28603)	0.436 (17578)	0.169***
<i>Market_Rate</i>	0.023 (28603)	0.020 (17578)	-0.003***
<i>Volatility</i>	0.084 (28603)	0.101 (17578)	0.017***

注：a.该列为均值差异值；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ；b.按消息性质 *News* 分组，划分好消息样本组与坏消息样本组。c.括号中为样本数

资料来源：本文整理

表 5.2 中的结果显示，首先，坏消息样本组的业绩预告误差显著小于好消息样本组，形式精确性显著小于好消息样本组。这一结果说明，管理层对坏消息预告比好消息预告采用了误差更小但形式上更不具体的方式。其次，坏消息样本组相对于好消息样本组，

受到更多投资者注意力、具有更长的成立年限、更高的财务杠杆、更大的财务风险、更高的盈余波动,但是,高管持股更低、规模更小、业绩更差、市账比更低且市场份额更小。

## 2. 主要变量相关系数检验

表 5.3 中列示了各变量的 Pearson 相关系数及检验结果。

表 5.3 各变量 Pearson 相关系数检验

	$IA_{30}$	<i>Forecast</i> <i>_Error</i>	<i>Forecast</i> <i>_Type</i>	<i>News</i>	<i>Bonus</i>	<i>Age</i>	<i>Size</i>	<i>Roe</i>
$IA_{30}$	1							
<i>Forecast</i> <i>_Error</i>	-0.172***	1						
<i>Forecast</i> <i>_Type</i>	-0.008*	0.030***	1					
<i>News</i>	-0.028***	0.097***	-0.001	1				
<i>Bonus</i>	0.275***	-0.129***	-0.004	0.049***	1			
<i>Age</i>	-0.289***	0.102***	0.006	-0.037***	-0.252***	1		
<i>Size</i>	-0.341***	0.117***	0.008	0.042***	-0.259***	0.176***	1	
<i>Roe</i>	0.027***	0.160***	0.008*	0.471***	0.070***	-0.074***	0.034***	1
<i>Lev</i>	-0.088***	0.006	0.007	-0.116***	-0.296***	0.188***	0.262***	-0.167***
<i>BM</i>	-0.061***	0.076***	-0.005	0.021***	-0.069***	0.089***	-0.083***	-0.025***
<i>Z</i>	-0.095***	-0.059***	0.012**	-0.157***	-0.223***	0.144***	0.245***	-0.233***
<i>Market_Rate</i>	-0.057***	0.045***	0.017***	0.028***	-0.052***	0.050***	0.065***	0.021***
<i>Volatility</i>	-0.017***	0.103***	0.020***	-0.070***	-0.079***	0.036***	0.103***	0.003

表 5.3 中的结果显示,首先,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 的 Pearson 相关系数均在 1% 水平下显著负相关,这一结果表明,随着投资注意力提高,管理层业绩预告可能选择误差精确性更高(误差更小)的方式发布预告。这一相关关系验证了本文假设的投资者注意力积极监督的治理作用;其次,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 的 Pearson 相关系数也在 10% 水平下显著负相关,这一结果也表明了更高的投资者注意力与更高的业绩预告形式精确性相关的,也支持了假设的投资者注意力积极监督的治理作用;再次,业绩预告消息性质变

续表 5.3

	<i>Lev</i>	<i>BM</i>	<i>Z</i>	<i>Market_Rate</i>	<i>Volatility</i>
<i>Lev</i>	1				
<i>BM</i>	0.023***	1			
<i>Z</i>	0.646***	-0.157***	1		
<i>Market_Rate</i>	0.053***	-0.038***	0.049***	1	
<i>Volatility</i>	0.258***	0.018***	0.173***	0.044***	1

注：a. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

资料来源：本文整理

量 *News* 与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 的 Pearson 相关系数均在 1% 水平下显著正相关。这一结果表明，相对于好消息预告，管理层对于坏消息预告更可能采用误差较小方式进行预告；最后，其他控制变量与择机变量相关系数的结果也表明这些控制变量因素可能影响管理层业绩预告精确性选择，因此，在本文后面的研究中将控制这些影响因素进行多元回归的检验。

### 3. 投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择治理作用的多元回归检验

首先，本文利用选择的点与范围值样本对模型(5.1)进行了回归检验，检验投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性选择的积极监督作用或过度压力作用，回归结果如表 5.4 所示。

表 5.4 中利用选取的样本对模型(5.1)进行检验的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 均在 1% 水平下显著负相关；这一结果说明，投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性选择具有积极监督作用，即当管理层以点值及范围值形式提供业绩预告时，投资者注意力更多地发挥了积极的监督作用，投资者注意力的提高将导致管理层提供更精确的业绩预告(误差更小)，这一结果支持了投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择具有积极监督作用的预期假设 1a，投资者注意力提高促使管理层提供了更精确性的业绩预告，也提高了业绩预告对投资者的决策有用性。

其次，本文利用全样本对模型(5.2)进行了回归检验，实证研究投资者注意力对管理层业绩预告形式精确性选择的治理作用，其回归结果如表 5.4 所示。表 5.4 中对模型(5.2)进行检验的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Ty* 在 1% 水平下显著负相关，这一结果说明，投资者注意力对管理层业绩预

表 5.4 投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择治理作用

变量	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Type</i>
<i>Constant</i>	0.737*** (9.63)	0.154 (1.15)
<i>IA</i> <sub>30</sub>	-0.037*** (-8.75)	-0.044*** (-5.04)
<i>Bonus</i>	-0.351*** (-7.10)	-5.762*** (-18.2)
<i>Age</i>	0.006*** (4.14)	-0.014*** (-3.83)
<i>Size</i>	-0.003*** (-2.59)	0.020*** (9.43)
<i>Roe</i>	0.026*** (33.6)	-0.010*** (-7.29)
<i>Lev</i>	0.002*** (4.38)	0.006*** (7.38)
<i>BM</i>	0.019*** (11.8)	0.010*** (3.36)
<i>Z</i>	-0.121*** (-5.73)	0.222*** (5.07)
<i>Market _ Rate</i>	-0.443*** (-4.05)	0.859*** (3.97)
<i>Volatility</i>	1.488*** (21.4)	0.433*** (3.37)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数量	40214	46116
<i>F</i> 检验	250.3***	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.18	
调整的 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.182	
<i>LR chi2</i>		8445.18***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>		0.239

注：\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

资料来源：本文整理

告形式精确性选择具有显著的积极监督作用。这一检验的结果总体上表明,投资者注意力的提高将导致管理层提供形式上更精确的业绩预告(更多采用有边界的定量化形式),这一结果支持了投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择具有积极监督作用的预期假设 1a。

#### 4.投资者注意力对管理层不同性质消息业绩预告精确性选择的治理作用

为了检验投资者注意力对管理层发布不同消息性质业绩预告精确性选择的治理作用,本文首先利用选择的样本对模型(5.3)、(5.4)进行了多元回归检验。表 5.5 中列示了检验结果。

表 5.5 投资者注意力对不同性质消息业绩预告精确性选择治理作用

变量	<i>Forecast _ Error</i>	<i>Forecast _ Type</i>
<i>Constant</i>	0.739*** (9.65)	0.159 (1.19)
<i>IA<sub>30</sub></i>	-0.015*** (-2.77)	-0.033*** (-3.21)
<i>IA<sub>30</sub> × News</i>	-0.038*** (-6.98)	-0.022** (-2.06)
<i>Bonus</i>	-0.342*** (-6.93)	-5.752*** (-18.2)
<i>Age</i>	0.006*** (4.11)	-0.014*** (-3.89)
<i>Size</i>	-0.003** (-2.56)	0.020*** (9.51)
<i>Roe</i>	0.028*** (34.3)	-0.009*** (-6.30)
<i>Lev</i>	0.002*** (4.41)	0.006*** (7.36)
<i>BM</i>	0.019*** (12.0)	0.010*** (3.43)
<i>Z</i>	-0.123*** (-5.84)	0.219*** (5.00)
<i>Market _ Rate</i>	-0.444*** (-4.06)	0.860*** (3.97)
<i>Volatility</i>	1.468*** (21.1)	0.417*** (3.24)

续表 5.5

年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数量	40214	46116
<i>F</i> 检验	245.2***	
$R^2$	0.18	
调整的 $R^2$	0.183	
<i>LR chi2</i>		8449.44***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>		0.239

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

第一，表 5.5 中列示了在不同性质预告消息下，投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性治理作用的回归结果。表 5.5 中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 在 1% 水平下显著负相关，系数为-0.015；投资者注意力变量与消息性质变量 *News* 的交互项，与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 在 1% 水平下显著负相关，系数分别为-0.038。根据以上显著性水平及系数结果，投资者注意力变量  $IA_{30}$  对管理层业绩预告误差精确性的综合作用结果可以以公式(5.5)表示：

$$\frac{\partial \text{Forecast\_Error}}{\partial IA_{30}} = -0.015 - 0.038 \times \text{News} \quad (5.5)$$

由公式(5.5)计算可以得到，当业绩预告消息性质为坏消息时，投资者注意力对管理层业绩预告误差的作用系数分别为-0.015( $-0.015 - 0.038 \times 0$ )，而当消息性质为好消息时，这一作用系数则为-0.053( $-0.015 - 0.038 \times 1$ )。

第二，表 5.5 中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告形式精确性变量在 1% 水平下显著负相关，系数为-0.033；投资者注意力变量与消息性质变量 *News* 的交互项，与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Type* 在 5% 水平下显著负相关，系数为-0.022。根据以上显著性水平及系数结果，投资者注意力变量  $IA_{30}$  对管理层业绩预告形式精确性的综合作用结果可以以公式(5.6)表示：

$$\frac{\partial \text{Forecast\_Type}}{\partial IA_{30}} = -0.033 - 0.022 \times \text{News} \quad (5.6)$$

由公式(5.6)计算可以得到，当业绩预告消息性质为坏消息时，投资者注意力对管理层业绩预告形式精确性的作用系数分别为-0.033( $-0.033 - 0.022 \times 0$ )，而当消息性质为好

消息时,这一作用系数则为-0.055( $-0.033-0.022\times 1$ )。

根据以上综合作用系数分析可以得出,首先,随着投资者注意力的提高,管理层对好消息的业绩预告比坏消息的业绩预告采用了更为精确的预告方式(即业绩预告误差更小)。但是,因为系数均为负数,表明投资者注意力对不同性质消息的业绩预告误差精确性选择均有积极监督作用,只是对好消息的积极监督作用相对更强。这一结果也暗含着管理层在发布坏消息的业绩预告时可能承受了比好消息更多的压力。以上结果支持了假设 2a,即当管理层以点值、范围值进行业绩预告时,对于好消息业绩预告,随着投资者注意力提高,管理层业绩预告误差精确性也提高(预告误差更小),投资者注意力对管理层好消息的业绩预告误差精确性选择的治理作用表现为显著的积极监督作用,也间接说明对坏消息的预告相对于好消息的预告,承受更多的压力。因此,尽管假设 2b 没有得到直接的支持,但也间接得到证明;其次,投资者注意力对不同性质消息管理层业绩预告形式精确性治理作用的系数均显著为负,因此,随着投资者注意力的提高,管理层对好消息与坏消息的预告都将提供形式上更为精确的方式的预告,支持了投资者注意力对不同性质消息预告的积极监督作用,即支持了假设 2a;同时,由于对好消息的作用系数小于对坏消息的作用系数,因此,对好消息业绩预告形式精确性选择的治理作用相对于坏消息更强,这也意味着,随着投资者注意力提高,管理层在发布坏消息业绩预告过程中可能承受了比发布好消息预告更多的压力。

### 5.1.3 稳健性测试

#### 1. 内生性检验

为了解决投资者注意力对管理层业绩预告精确性治理作用的内生性问题,本文参照 Drake 等(2012)的研究选取滞后一期投资者注意力变量数值为工具变量  $IA_{t-1}$ ,运用两步法进行回归,以解决自变量与因变量互为因果或遗漏变量产生的内生性问题。采用工具变量法回归结果如表 5.6 所示。

表 5.6 投资者注意力对业绩预告精确性选择治理作用(工具变量法)

变量	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Type</i>	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Type</i>
<i>Constant</i>	0.558*** (13.2)	-0.064 (-0.56)	0.535*** (12.6)	-0.067 (-0.58)
$IA_{t-1}$	-0.138*** (-25.3)	-0.053*** (-4.01)	-0.089*** (-13.0)	-0.041*** (-2.87)



续表 5.6

$IA_{-1} \times News$			-0.079*** (-12.1)	-0.021** (-2.01)
<i>Bonus</i>	-0.725*** (-18.1)	-1.912*** (-12.4)	-0.716*** (-17.9)	-1.905*** (-12.3)
<i>Age</i>	0.013*** (7.07)	-0.003 (-1.10)	0.013*** (7.09)	-0.003 (-1.14)
<i>Size</i>	0.009*** (8.18)	0.016*** (9.32)	0.009*** (8.34)	0.016*** (9.40)
<i>Roe</i>	0.030*** (15.9)	-0.004*** (-4.42)	0.033*** (16.5)	-0.004*** (-3.27)
<i>Lev</i>	-0.001 (-0.82)	0.003*** (5.20)	-0.001 (-0.69)	0.003*** (5.23)
<i>BM</i>	0.015*** (5.24)	0.005** (2.08)	0.016*** (5.58)	0.005** (2.20)
<i>Z</i>	-0.278*** (-10.4)	0.136*** (4.15)	-0.284*** (-10.7)	0.134*** (4.07)
<i>Market _ Rate</i>	0.608*** (3.70)	0.148 (0.86)	0.609*** (3.72)	0.148 (0.86)
<i>Volatility</i>	1.317*** (10.3)	0.313*** (3.36)	1.279*** (9.98)	0.302*** (3.24)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	30817	33614	30817	33614
Wald <i>chi</i> 2	2371.77***	4184.53***	2384.14***	4191.06***
$R^2$	0.10		0.10	

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

首先，表 5.6 中的结果显示，投资者注意力工具变量  $IA_{-1}$  与业绩预告误差精确性变量 *Forecast \_ Error* 及形式精确性变量 *Forecast \_ Type* 分别在 1% 水平下显著负相关，进一步表明了投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择的积极监督作用，即随着投资者注意力提高，管理层选择了误差更小，形式上更精确性的方式进行业绩预告，这一结果与本文主回归结果一致，支持了假设 1a。

其次，表 5.6 中的结果也显示，投资者注意力工具变量  $IA_{-1}$  与业绩预告误差精确性变量 *Forecast \_ Error* 及形式精确性变量 *Forecast \_ Type* 均在 1% 水平下显著负相关，系数

分别为-0.089、-0.041；投资者注意力工具变量  $IA_1$  与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_1 \times News$ ，与业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_E$  及形式精确性变量  $Forecast\_Type$  分别在 1%、5% 水平下显著负相关，系数分别为-0.079、-0.021。以上结果表明，随着投资者注意力提高，管理层对好消息的业绩预告比坏消息的业绩预告采用了误差更小、形式更为精确性的方式进行。这一结果进一步支持了主检验部分得到的结果。

## 2. 改变投资者注意力度量

本文设计虚拟变量  $IA_{30\_Dum}$ ，以原投资者注意力变量中位数为界限，当样本中投资者注意力变量值高于中位数时， $IA_{30\_Dum}$  取 1，低于中位数则  $IA_{30\_Dum}$  取 0，用该投资者注意力变量及所选样本重新检验了模型(5.1)-(5.4)，结果如表 5.7 所示。

表 5.7 投资者注意力对业绩预告精确性选择治理作用(以虚拟变量度量投资者注意力)

变量	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Type</i>	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Type</i>
<i>Constant</i>	0.747*** (9.66)	0.067 (0.50)	0.750*** (9.71)	0.068 (0.51)
<i>IA<sub>30</sub>_Dum</i>	-0.185*** (-8.33)	-0.149*** (-3.38)	-0.067** (-2.57)	-0.122** (-2.39)
<i>IA<sub>30</sub>_Dum × New</i>			-0.195*** (-8.76)	-0.049 (-1.09)
<i>Bonus</i>	-0.367*** (-7.46)	-5.805*** (-18.3)	-0.355*** (-7.21)	-5.800*** (-18.3)
<i>Age</i>	0.007*** (4.46)	-0.013*** (-3.67)	0.007*** (4.40)	-0.013*** (-3.71)
<i>Size</i>	-0.002* (-1.95)	0.021*** (9.85)	-0.002* (-1.80)	0.021*** (9.89)
<i>Roe</i>	0.026*** (33.7)	-0.010*** (-7.10)	0.029*** (34.8)	-0.009*** (-6.14)
<i>Lev</i>	0.002*** (4.28)	0.007*** (7.54)	0.002*** (4.34)	0.007*** (7.54)
<i>BM</i>	0.019*** (11.7)	0.010*** (3.45)	0.019*** (12.0)	0.011*** (3.49)
<i>Z</i>	-0.121*** (-5.71)	0.218*** (4.98)	-0.125*** (-5.93)	0.216*** (4.93)
<i>Market_Rate</i>	-0.435*** (-3.98)	0.867*** (4.00)	-0.436*** (-3.99)	0.868*** (4.00)

续表 5.7

<i>Volatility</i>	1.485*** (21.4)	0.434*** (3.38)	1.457*** (21.0)	0.426*** (3.32)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	40214	46116	40214	46116
<i>F</i> 检验	250.1		245.87***	
$R^2$	0.18		0.1846	
调整的 $R^2$	0.182		0.184	
<i>LR chi2</i>		8430.6***		8431.78***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>		0.239		0.239

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

表 5.7 中的结果显示，重新设计的投资者注意力虚拟变量  $IA_{30\_Dum}$  与管理层业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$  及形式精确性变量  $Forecast\_Type$  均在 1% 下显著负相关，这一结果进一步表明，随着投资者注意力的提高，管理层选择了更为精确的业绩预告方式，也进一步证明了投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择的积极监督作用，支持了本文前面实证研究得到的结论。

表 5.7 中结果显示，投资者注意力虚拟变量  $IA_{30\_Dum}$  与管理层业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$  及形式精确性变量  $Forecast\_Type$  均在 5% 下显著负相关，系数分别为 -0.067、-0.122；同时， $IA_{30\_Dum}$  与业绩预告消息性质变量  $News$  的交互项  $IA_{30\_Dum} \times News$  与业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$  在 1% 水平下显著负相关，系数为 -0.195，这一结果表明，随着投资者注意力提高，管理层对坏消息预告都采用了更为误差更小的预告方式，并且对好消息的业绩预告比坏消息的预告采用了更为精确的方式， $IA_{30\_Dum} \times News$  与业绩预告形式精确性变量  $Forecast\_Type$  也负相关，但在统计上不显著。这一结果也表明，随着投资者注意力提高，管理层对坏消息预告都采用了形式上更精确的预告方式。以上结果与前面本文的检验结果基本一致。

#### 5.1.4 进一步检验

##### 1. 注意力时间长短对投资者注意力对业绩预告精确性治理作用的影响

本文在前面的研究中以业绩预告前 30 个交易日平均换手率作为投资者注意力度量，

考虑到关注期长短对投资者注意力效果的影响,本文分别选择0至15、0至3个、0至1个交易日的不同长短的平均换手率作为投资者注意力度量,研究关注期长短对投资者注意力治理作用的影响。

本文根据公式(4.1)的计算方法,计算业绩预告前0至15个、0至3个、0至1个交易日投资者注意力 $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$ ,利用计算的投资者注意力对模型(5.1)-(5.2)进行了回归检验。结果如表5.8所示。

表5.8 投资者注意力对业绩预告精确性选择治理作用(注意力时间长短的作用)

变量	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Type</i>	<i>Forecast _Type</i>	<i>Forecast _Type</i>
<i>Constant</i>	0.712*** (9.39)	0.682*** (9.08)	0.673*** (8.97)	0.031 (0.24)	-0.022 (-0.17)	0.001 (0.004)
$IA_{15}$	-0.034*** (-8.60)			-0.024*** (-2.91)		
$IA_3$		-0.029*** (-8.34)			-0.014** (-2.10)	
$IA_1$			-0.026*** (-8.20)			-0.018*** (-2.99)
<i>Bonus</i>	-0.358*** (-7.26)	-0.368*** (-7.48)	-0.374*** (-7.62)	-5.809*** (-18.3)	-5.831*** (-18.4)	-5.822*** (-18.4)
<i>Age</i>	0.006*** (4.23)	0.007*** (4.37)	0.007*** (4.39)	-0.013*** (-3.71)	-0.013*** (-3.66)	-0.013*** (-3.67)
<i>Size</i>	-0.002** (-2.43)	-0.002** (-2.20)	-0.002** (-2.09)	0.021*** (9.68)	0.021*** (9.80)	0.021*** (9.77)
<i>Roe</i>	0.026*** (33.6)	0.026*** (33.7)	0.026*** (33.8)	-0.010*** (-7.16)	-0.010*** (-7.09)	-0.010*** (-7.07)
<i>Lev</i>	0.002*** (4.46)	0.002*** (4.52)	0.002*** (4.54)	0.007*** (7.61)	0.007*** (7.71)	0.007*** (7.67)
<i>BM</i>	0.019*** (11.8)	0.019*** (11.8)	0.019*** (11.8)	0.010*** (3.39)	0.010*** (3.40)	0.010*** (3.38)
<i>Z</i>	-0.121*** (-5.73)	-0.121*** (-5.71)	-0.120*** (-5.69)	0.220*** (5.03)	0.220*** (5.02)	0.221*** (5.04)
<i>Market _Rate</i>	-0.446*** (-4.08)	-0.447*** (-4.09)	-0.446*** (-4.08)	0.860*** (3.97)	0.862*** (3.98)	0.864*** (3.99)
<i>Volatility</i>	1.488*** (21.4)	1.489*** (21.4)	1.486*** (21.4)	0.437*** (3.41)	0.437*** (3.41)	0.435*** (3.39)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制

续表 5.8

行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数量	40214	40214	40214	46116	46116	46116
<i>F</i> 检验	250.2***	250.1***	250.0***			
$R^2$	0.18	0.18	0.18			
调整的 $R^2$	0.182	0.182	0.182			
<i>LR chi2</i>				8427.82***	8423.66***	8428.28***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>				0.239	0.239	0.239

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源: 本文整理

表 5.8 中的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 均在 1% 水平下显著负相关; 从回归系数上来看, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  对管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 的作用系数分别为 -0.034、-0.029、-0.026。这一结果进一步证明了投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性选择具有积极监督作用, 同时, 结合前面表 5.4 中  $IA_{30}$  对 *Forecast\_Error* 的作用系数 -0.037 可以得出, 投资者注意力期限的长短也影响了积极监督作用的大小, 投资者长期关注比短期关注能够产生更大强度的积极监督作用。同时, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 均分别在 1%、5% 及 1% 水平下显著负相关; 从回归系数上来看, 作用系数分别为 -0.024、-0.014、-0.018, 结合表 5.4 中投资者注意力变量  $IA_{30}$  对管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_type* 的作用系数 -0.044, 总体上系数呈减小趋势。这一结果说明, 投资者注意力对管理层业绩预告形式精确性选择具有显著的积极监督作用, 而且投资者关注越持久, 这一监督作用程度越大。以上结果总体上表明, 投资者注意力的提高将导致管理层提供更精确的业绩预告, 而且关注越持久, 这一治理作用越大。这一结果支持了投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择具有积极监督作用的预期假设 1a。

本文还利用计算的投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  检验的模型(5.3)-(5.4), 检验结果如表 5.9 所示。

表 5.9 中列示了在不同性质预告消息下, 以  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  度量的投资者注意力对管理层业绩预告误差、形式精确性治理作用的回归结果。表 5.9 中的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与业绩预告误差精确性分别在 1%、1% 及 5% 水平下显著负相

关, 系数分别为-0.015、-0.012、-0.010; 其与消息性质变量 *News* 的交互项, 均与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 在 1% 水平下显著负相关, 系数分别为-0.034、-0.027 及-0.025。

表 5.9 投资者注意力对不同性质消息业绩预告精确性选择治理作用(注意力时间长短的作用)

变量	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Error</i>	<i>Forecast _Type</i>	<i>Forecast _Type</i>	<i>Forecast _Type</i>
<i>Constant</i>	0.714*** (9.42)	0.682*** (9.08)	0.674*** (8.99)	0.036 (0.27)	-0.020 (-0.16)	0.000 (0.00043)
<i>IA<sub>15</sub></i>	-0.015*** (-2.88)			-0.014 (-1.41)		
<i>IA<sub>15</sub> × News</i>	-0.034*** (-6.23)			-0.020* (-1.92)		
<i>IA<sub>3</sub></i>		-0.012*** (-2.72)			-0.006 (-0.73)	
<i>IA<sub>3</sub> × News</i>		-0.027*** (-5.39)			-0.016 (-1.61)	
<i>IA<sub>1</sub></i>			-0.010** (-2.45)			-0.012 (-1.52)
<i>IA<sub>1</sub> × News</i>			-0.025*** (-5.32)			-0.011 (-1.22)
<i>Bonus</i>	-0.351*** (-7.11)	-0.362*** (-7.36)	-0.369*** (-7.51)	-5.799*** (-18.3)	-5.823*** (-18.4)	-5.818*** (-18.4)
<i>Age</i>	0.006*** (4.20)	0.007*** (4.34)	0.007*** (4.38)	-0.013*** (-3.76)	-0.013*** (-3.69)	-0.013*** (-3.69)
<i>Size</i>	-0.002** (-2.40)	-0.002** (-2.15)	-0.002** (-2.03)	0.021*** (9.75)	0.021*** (9.86)	0.021*** (9.82)
<i>Roe</i>	0.027*** (34.2)	0.027*** (34.1)	0.027*** (34.1)	-0.009*** (-6.27)	-0.009*** (-6.35)	-0.009*** (-6.48)
<i>Lev</i>	0.002*** (4.48)	0.002*** (4.54)	0.002*** (4.56)	0.007*** (7.60)	0.007*** (7.70)	0.007*** (7.66)
<i>BM</i>	0.019*** (11.9)	0.019*** (11.9)	0.019*** (11.9)	0.010*** (3.45)	0.010*** (3.45)	0.010*** (3.42)
<i>Z</i>	-0.123*** (-5.83)	-0.122*** (-5.78)	-0.121*** (-5.74)	0.218*** (4.97)	0.218*** (4.98)	0.219*** (5.01)
<i>Market _Rate</i>	-0.448*** (-4.10)	-0.449*** (-4.11)	-0.447*** (-4.09)	0.859*** (3.97)	0.861*** (3.98)	0.864*** (3.99)
<i>Volatility</i>	1.472*** (21.2)	1.476*** (21.2)	1.474*** (21.2)	0.424*** (3.31)	0.428*** (3.33)	0.429*** (3.34)

续表 5.9

年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数量	40214	40214	40214	46116	46116	46116
<i>F</i> 检验	244.8***	244.3***	244.2***			
$R^2$	0.18	0.18	0.18			
调整的 $R^2$	0.183	0.183	0.183			
<i>LR chi2</i>				8431.51***	8426.26***	8429.78***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>				0.239	0.239	0.239

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源: 本文整理

根据公式(5.5)计算可以得到, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$  及  $IA_1$  对管理层坏消息业绩预告误差精确性的综合作用系数分别为  $-0.015(-0.015 - 0.034 \times 0)$ 、 $-0.012(-0.012 - 0.027 \times 0)$  及  $-0.010(-0.010 - 0.025 \times 0)$ , 而对好消息业绩预告误差精确性的综合作用系数分别为  $-0.049(-0.015 - 0.034 \times 1)$ 、 $-0.039(-0.012 - 0.027 \times 1)$  及  $-0.035(-0.010 - 0.025 \times 1)$ 。

表 5.9 中的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与消息性质变量 *News* 的交互项, 均与业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 负相关, 但只有  $IA_{15}$  与 *News* 交互项的作用系数在 10% 水平下显著。

以上结果表明, 随着投资者注意力的提高, 管理层对好消息与坏消息的预告都将提供形式上更为精确的方式的预告, 支持了投资者注意力对不同性质消息预告的积极监督作用, 即支持了假设 2a; 并且, 从作用系数大小及其显著性水平上看, 投资者注意力对好消息的预告比对坏消息的积极监督作用更大, 同时, 随着投资者关注的时间增加(在变量度量期内), 投资者注意力对不同性质消息业绩预告的作用大小及显著性水平上都逐渐提高。不同投资者注意力替代变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$  及  $IA_1$  的作用系数大小依次降低, 这意味着采用业绩预告前 30 个交易日平均换手率作为投资者注意力变量的积极监督作用相对最强, 而后依次减弱。这一结果表明, 投资者对公司关注越持久, 对管理层业绩预告误差精确性选择的监督作用相对越大。

## 2. 机构投资者构成对投资者注意力治理作用的影响

考虑到不同投资者注意力作用效果, 特别是机构投资者作为专业投资者的代表是否

与普通投资者注意力的治理作用有所不同。但是,要想直接观察机构投资者注意力的治理作用很难,因此,本文按照机构投资者持股比例设计了变量 *Ins*,并在本文原投资者注意力变量上交乘了机构投资者比例,(饶育蕾等,2012)曾直接以机构投资者比例作为投资者注意力的度量),考察投资者构成对投资者注意力治理作用的影响,以间接研究专业投资者如何影响了投资者注意力治理作用的发挥。以上检验目的是在原有研究投资者注意力对业绩预告精确性影响基础上进一步研究在投资者注意力作用发挥中专业投资者增加是否能改变投资者注意力的治理作用。该部分检验结果如表 5.10 所示。

表 5.10 投资者注意力对业绩预告精确性选择治理作用(投资者构成的影响)

变量	<i>Forecast</i> <i>_Error</i>	<i>Forecast</i> <i>_Type</i>	<i>Forecast</i> <i>_Error</i>	<i>Forecast</i> <i>_Type</i>
<i>Constant</i>	0.754*** (9.85)	0.137 (1.02)	0.755*** (9.86)	0.168 (1.25)
<i>IA</i> <sub>30</sub>	-0.028*** (-6.23)	-0.051*** (-5.44)	-0.018*** (-3.40)	-0.035*** (-3.36)
<i>IA</i> <sub>30</sub> × <i>Ins</i>	-0.001*** (-5.21)	0.001** (2.12)		
<i>IA</i> <sub>30</sub> × <i>News</i>			-0.022*** (-3.39)	-0.013 (-0.97)
<i>IA</i> <sub>30</sub> × <i>Ins</i> × <i>News</i>			-0.001*** (-4.98)	-0.001 (-1.41)
<i>Bonus</i>	-0.402*** (-7.98)	-5.712*** (-18.0)	-0.376*** (-7.54)	-5.773*** (-18.2)
<i>Age</i>	0.006*** (4.02)	-0.013*** (-3.73)	0.006*** (3.98)	-0.014*** (-3.95)
<i>Size</i>	-0.002** (-2.24)	0.020*** (9.22)	-0.002** (-2.30)	0.021*** (9.57)
<i>Roe</i>	0.027*** (33.9)	-0.010*** (-7.46)	0.028*** (34.7)	-0.009*** (-6.06)
<i>Lev</i>	0.002*** (4.27)	0.006*** (7.45)	0.002*** (4.40)	0.006*** (7.38)
<i>BM</i>	0.019*** (12.0)	0.010*** (3.31)	0.020*** (12.1)	0.011*** (3.48)
<i>Z</i>	-0.123*** (-5.83)	0.225*** (5.13)	-0.127*** (-6.01)	0.216*** (4.93)
<i>Market_Rate</i>	-0.444*** (-4.06)	0.859*** (3.96)	-0.445*** (-4.07)	0.860*** (3.97)



续表 5.10

<i>Volatility</i>	1.491*** (21.5)	0.432*** (3.36)	1.466*** (21.1)	0.415*** (3.23)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	40214	46116	40214	46116
<i>F</i> 检验	244.5***		239.5***	
$R^2$	0.18		0.18	
调整的 $R^2$	0.183		0.184	
<i>LR chi2</i>		8449.65***		8451.44***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>		0.239		0.239

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

表 5.10 显示,  $IA_{30}$  与 *Forecast\_Error* 及 *Forecast\_Type* 均在 1% 水平下显著负相关, 系数分别为 -0.028、-0.051,  $IA_{30}$  与 *Ins* 的交互项  $IA_{30} \times Ins$  与 *Forecast\_Error* 在 1% 水平下显著负相关, 系数为 -0.001, 但是与 *Forecast\_Type* 却在 5% 水平下显著正相关, 系数为 0.001。以上结果表明, 随着投资者构成中机构投资者比例的增加, 投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性选择的监督作用增强; 但对管理层业绩预告形式精确性选择的监督作用却有所削弱。  $IA_{30} \times Ins \times News$  与 *Forecast\_Error* 在 1% 水平下显著负相关, 说明机构投资者持股比例的增加强化了消息性质与业绩预告误差精确性之间的作用关系。

### 3. 实际业绩好坏的影响

投资者在关注业绩预告信息时, 对于业绩较好与业绩较差的公司发布的信息可能产生不对称反应, 公司的管理层也可能注意到投资者的这一反应, 因此, 对于业绩好坏不同的公司, 管理层在发布业绩预告时对于精确性选择可能会存在差异。为进一步检验对于不同业绩公司, 投资者注意力对业绩预告精确性以及不同消息性质业绩预告精确性选择的治理作用, 本文根据发布业绩预告的公司实际宣告的业绩中位数将样本划分为好业绩样本组与差业绩样本组, 分别利用两组样本数据对模型(5.1)-(5.4)进行了回归检验。具体的检验结果如表 5.11、5.12 所示。

首先, 表 5.11 中结果显示, 在好业绩样本中, 投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 及形式精确性变量 *Forecast\_Type* 均在 1% 水平下显著负相

关。在差业绩样本组中，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Er$  及形式精确性变量  $Forecast\_Type$  分别在 1%、5% 水平下显著负相关。

表 5.11 投资者注意力对业绩预告精确性选择治理作用(以好坏业绩分组检验)

	好业绩样本组		差业绩样本组	
变量	$Forecast\_Error$	$Forecast\_Type$	$Forecast\_Error$	$Forecast\_Type$
<i>Constant</i>	0.742*** (6.30)	-0.062 (-0.27)	0.615*** (6.35)	0.347** (2.02)
$IA_{30}$	-0.037*** (-5.80)	-0.074*** (-5.27)	-0.026*** (-4.97)	-0.030** (-2.55)
<i>Bonus</i>	-0.581*** (-8.73)	-5.926*** (-13.5)	-0.068 (-1.00)	-5.588*** (-12.1)
<i>Age</i>	0.006*** (2.99)	-0.003 (-0.54)	0.003 (1.63)	-0.025*** (-4.86)
<i>Size</i>	0.001 (0.81)	0.019*** (5.05)	-0.003** (-2.47)	0.021*** (7.47)
<i>Roe</i>	0.078*** (50.2)	-0.012*** (-3.84)	-0.008*** (-7.35)	-0.010*** (-4.96)
<i>Lev</i>	-0.008*** (-12.4)	0.007*** (4.54)	0.004*** (6.74)	0.007*** (6.17)
<i>BM</i>	0.008*** (2.82)	0.004 (0.60)	0.008*** (4.53)	0.014*** (3.78)
<i>Z</i>	0.010 (0.33)	0.244*** (3.81)	-0.120*** (-4.29)	0.161*** (2.62)
<i>Market_Rate</i>	-0.551*** (-3.83)	0.877*** (2.92)	-0.990*** (-6.29)	0.940*** (2.95)
<i>Volatility</i>	1.124*** (11.1)	0.503*** (2.64)	0.845*** (9.34)	0.385** (2.16)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	20107	23030	20107	23030
<i>F</i> 检验	254.6		84.98	
$R^2$	0.31		0.13	
调整的 $R^2$	0.312		0.131	

续表 5.11

<i>LR chi2</i>	4192.35***	4327.9***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.245	0.238

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源: 本文整理

以上结果表明, 无论发布业绩预告的公司的实际业绩好坏, 随着投资者注意力提高, 管理层更多采用了更为精确性的预告方式, 体现了投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择的积极监督作用。

其次, 表 5.12 中的结果显示, 在好业绩样本组中, 投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ , 与业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 及形式精确性变量 *Forecast\_Type* 均在 1% 水平下显著负相关, 系数分别为 -0.054、-0.072。这一结

表 5.12 投资者注意力对不同性质消息业绩预告精确性选择治理作用(以好坏业绩分组检验)

	好业绩样本组		差业绩样本组	
变量	<i>Forecast_Error</i>	<i>Forecast_Type</i>	<i>Forecast_Error</i>	<i>Forecast_Type</i>
<i>Constant</i>	0.760*** (6.46)	-0.045 (-0.19)	0.615*** (6.35)	0.349** (2.03)
$IA_{30}$	0.008 (0.71)	-0.016 (-0.71)	-0.021*** (-3.48)	-0.029** (-2.27)
$IA_{30} \times News$	-0.054*** (-5.18)	-0.072*** (-3.27)	-0.013* (-1.93)	-0.004 (-0.26)
<i>Bonus</i>	-0.574*** (-8.63)	-5.920*** (-13.5)	-0.066 (-0.97)	-5.586*** (-12.1)
<i>Age</i>	0.007*** (3.07)	-0.003 (-0.54)	0.003 (1.60)	-0.025*** (-4.87)
<i>Size</i>	0.001 (0.58)	0.019*** (4.95)	-0.003** (-2.57)	0.021*** (7.46)
<i>Roe</i>	0.079*** (50.5)	-0.010*** (-3.27)	-0.008*** (-6.95)	-0.009*** (-4.78)
<i>Lev</i>	-0.008*** (-12.3)	0.007*** (4.70)	0.004*** (6.76)	0.007*** (6.16)
<i>BM</i>	0.009*** (2.85)	0.004 (0.56)	0.008*** (4.58)	0.014*** (3.79)
<i>Z</i>	0.009 (0.29)	0.238*** (3.71)	-0.121*** (-4.33)	0.161*** (2.61)

续表 5.12

<i>Market _ Rate</i>	-0.551*** (-3.83)	0.871*** (2.90)	-0.988*** (-6.27)	0.941*** (2.95)
<i>Volatility</i>	1.089*** (10.8)	0.442** (2.31)	0.840*** (9.29)	0.383** (2.15)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	20107	23030	20107	23030
<i>F</i> 检验	248.7		82.79	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.31		0.31	
调整的 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.313		0.131	
<i>LR chi2</i>		4202.71***		4327.97***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>		0.246		0.238

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

果表明，在好业绩样本组中，随着投资者注意力提高，管理层对好消息的业绩预告比坏消息的业绩预告采用了更为精确的预告方式，体现了更强的监督作用；在差业绩样本组中，投资者注意力变量与业绩预告误差精确性变量 *Forecast \_ Error* 及形式精确性变量 *Forecast \_ Type* 分别在 1% 和 5% 水平下显著负相关，其与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ ，也与业绩预告误差精确性变量 *Forecast Err* 及形式精确性变量 *Forecast Ty* 负相关，但只与误差精确性变量的关系在 10% 下显著。以上结果说明，在差业绩样本组中，投资者注意力对坏消息业绩预告的精确性选择都具有积极监督作用，并且对好消息预告的误差精确性选择比坏消息预告的更为显著。

## 5.2 投资者注意力对管理层业绩预告择机的治理作用

### 5.2.1 研究设计

#### 1. 样本选择

本文以2007年1季度-2017年4季度A股上市公司发布预告公司为样本，剔除金融行业公司及数据缺失样本后，获得的业绩预告样本量为46178个。另外为消除异常值的影响，本文对所有连续变量进行了上下1%的 winsorize 处理，最终确定观测值以每次模型检验

中所列示的样本数为准。业绩预告数据及公司财务数据均来源于wind数据库。

表5.13列示了预告样本在发布预告日的周历分布情况及比例。

表 5.13 业绩预告样本发布日的周历分布表

	周一	周二	周三	周四	周五	周六	合计
样本量	2626	9254	7947	8046	9138	9167	46178
样本比例	5.69%	20.04%	17.21%	17.42%	19.79%	19.85%	100%

资料来源：本文整理

由表5.13中的结果看出，管理层选择在周一发布业绩预告的样本量最小，共计2626个样本，占5.69%，周二发布业绩预告的样本最高，为9254个样本，占20.04%，其次为周六发布业绩预告的样本，共计9167个样本，占19.85%。所有样本中，无周日发布业绩预告的样本。

## 2.变量定义与度量

本部分研究中，涉及到的研究变量如下：首先，自变量与因变量包括投资者注意力变量(以平均换手率  $IA_{30}$ )、业绩预告择机变量(分别以业绩预告择机  $Holiday$ 及业绩预告期间  $Forecast\_Date$ 度量)、消息性质变量  $News$ ；其次，控制变量包括高管持股比例(以  $Bonus$ 表示)、公司成立的年限(以  $Age$ 表示)、公司规模(以  $Size$ 表示)、公司经营业绩(以  $Roe$ 表示)、财务杠杆(以  $Lev$ 表示)、市场预期(用  $BM$ 表示)、财务状况(以  $Z$ 表示)、市场竞争状况(用  $Market\_Rate$ 表示)，公司的盈余波动情况(用  $Volatility$ 表示)以及行业因素(用  $IND$ 表示)。

以上变量的定义与具体计算方法见第四章。

## 3.回归模型设计

首先，本文设计了多元回归模型(5.7)与(5.8)，在控制其他因素的影响后，检验投资者注意力对管理层业绩预告日历择机与期限择机的治理作用。

$$\begin{aligned}
 Holiday = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\
 & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\
 & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i
 \end{aligned} \quad (5.7)$$

$$\begin{aligned}
 Forecast\_Date = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\
 & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\
 & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i
 \end{aligned} \quad (5.8)$$

其次，为了检验投资者注意力对不同性质消息的业绩预告择机的治理作用，本文设

计了多元回归模型(5.9)与(5.10)进行实证检验。

$$\begin{aligned} Holiday = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 IA_{30} \times News + \alpha_3 Bonus + \alpha_4 Age + \alpha_5 Size + \alpha_6 Roe + \alpha_7 Lev \\ & + \alpha_8 BM + \alpha_9 Z + \alpha_{10} Market\_Rate + \alpha_{11} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5.9)$$

$$\begin{aligned} Forecast\_Date = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 IA_{30} \times News + \alpha_3 Bonus + \alpha_4 Age + \alpha_5 Size + \alpha_6 Roe + \alpha_7 Lev \\ & + \alpha_8 BM + \alpha_9 Z + \alpha_{10} Market\_Rate + \alpha_{11} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5.10)$$

在模型(5.7)-(5.10)中,投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、业绩预告择机  $Holiday$  及业绩预告期间  $Forecast\_Date$  度量及其他控制变量的定义与度量详见第四章中的解释。

### 5.1.2 实证结果分析

#### 1. 变量分组描述性统计

表 5.14 列示了以投资者注意力变量  $IA_{30}$  以及消息性质变量  $News$  分组的管理层业绩预告择机变量的均值描述性统计及对比检验结果,其他变量的均值对比检验见表 5.1、表 5.2。

表 5.14 按投资者注意力  $IA_{30}$  均值及中位数分组各变量均值描述性统计

	按 $IA_{30}$ 均值及中位数分组					
	均值			中位数		
	(1)LOW	(2)HIGH	(2)-(1) <sup>a</sup>	(3)LOW	(4)HIGH	(4)-(3) <sup>a</sup>
<i>Holiday</i>	0.217 (29453)	0.172 (16725)	-0.045***	0.220 (23089)	0.181 (23089)	-0.039***
<i>Forecast\_Date</i>	64.640 (29453)	69.960 (16725)	5.320***	64.128 (23089)	69.007 (23089)	4.879***

注: a.该列为均值差异值; \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ; b.按  $IA_{30}$  的均值与中位数分组,高于均值与中位数的划分为 HIGH 样本组,低于的则划分为 LOW 样本组。

资料来源: 本文整理

表 5.14 中列示了以投资者注意力  $IA_{30}$  变量均值及中位数分组后对业绩预告择机变量的均值差异对比检验的结果。在分组时,分别将高于  $IA_{30}$  变量均值及中位数的样本划归 HIGH 组,低于  $IA_{30}$  变量均值及中位数的样本划归 LOW 组。首先,表 5.14 中的结果显示,以  $IA_{30}$  均值与中位数分组的 HIGH 组的管理层业绩预告日历择机变量  $Holiday$  的均值均显著低于 LOW 组,这一结果表明,投资者注意力高的组比投资者注意力低的组更

可能在交易日发布业绩预告，这与本文预期的投资者注意力积极监督作用的假设一致；其次，表 5.14 中列示的结果显示，以  $IA_{30}$  均值与中位数分组的 HIGH 组的管理层业绩预告期限择机 *Forecast \_ Date* 变量均值均显著高于 LOW 组，这一结果说明，投资者注意力高的组比投资者注意力低的组可能选择了更长的业绩预告期限，这与本文预期的投资者注意力对业绩预告期限择机选择的积极监督作用一致。

表 5.15 列示了按消息性质分组的管理层业绩预告择机变量的均值对比检验。

表 5.15 按消息性质 *News* 分组各变量均值描述性统计

按 <i>News</i> 分组			
	好消息组(1)	坏消息组(2)	(2)-(1) <sup>a</sup>
<i>Holiday</i>	0.178 (28602)	0.239 (17576)	0.061***
<i>Forecast _ Date</i>	70.016 (28602)	60.954 (17576)	-9.062***

注：a.该列为均值差异值；\*\*\*  $p<0.01$ , \*\*  $p<0.05$ , \*  $p<0.1$ ；b.按消息性质 *News* 分组，划分好消息样本组与坏消息样本组。

资料来源：本文整理

表 5.15 中列示的结果显示，第一，坏消息组的业绩预告日历择机变量均值在 1% 水平下显著高于好消息组，这一结果表明，管理层对于坏消息的业绩预告更可能选择在非交易日发布，而好消息的业绩预告更可能在交易日发布；第二，坏消息组的业绩预告期限择机变量均值在 1% 水平下显著小于好消息组，这一结果说明，管理层对于坏消息的预告更可能选择较短的预告期限，而对于好消息的预告则可能选择较长的预告期限。

## 2. 主要变量相关系数检验

表 5.16 中列示各变量的 Pearson 相关系数。在表 5.16 中的结果显示，首先，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 的 Pearson 相关系数均在 1% 水平下显著负相关，这一结果表明，更高的投资者注意力与管理层在交易日发布业绩预告相关，支持了本文投资者注意力对业绩预告日历择机具有积极监督作用的预期；其次，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期限择机变量 *Forecast \_ Date* 的 Pearson 相关系数均在 1% 水平下显著正相关，这一结果表明，更高的投资注意力与管理层选择更长预告期限发布业绩预告相关，支持了投资者注意力对业绩预告期限择机具有积极监督作用的预期；再次，业绩预告消息性质变量 *News* 与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 的 Pearson 相关系数在 1% 水平下显著负相关，这一结果表明，坏消息业绩预告更可能选择在非交易日发布，

表 5.16 各变量 Pearson 相关系数检验

	<i>IA</i> <sub>30</sub>	<i>Holiday</i>	<i>Forecast</i> <i>_Date</i>	<i>News</i>	<i>Bonus</i>	<i>Age</i>	<i>Size</i>	<i>Roe</i>
<i>IA</i> <sub>30</sub>	1							
<i>Holiday</i>	-0.045***	1						
<i>Forecast</i> <i>_Date</i>	0.050***	-0.059***	1					
<i>News</i>	-0.027***	-0.075***	0.093***	1				
<i>Bonus</i>	0.233***	-0.007	0.057***	0.056***	1			
<i>Age</i>	-0.293***	0.047***	-0.085***	-0.042***	-0.220***	1		
<i>Size</i>	-0.317***	0.008*	-0.019***	0.038***	-0.243***	0.164***	1	
<i>Roe</i>	0.019***	-0.056***	0.110***	0.479***	0.069***	-0.070***	0.034***	1
<i>Lev</i>	-0.060***	0.003	-0.049***	-0.135***	-0.300***	0.157***	0.243***	-0.179***
<i>BM</i>	-0.048***	-0.001	-0.037***	0.020***	-0.064***	0.087***	-0.093***	-0.037***
<i>Z</i>	-0.078***	0.030***	-0.020***	-0.174***	-0.225***	0.121***	0.245***	-0.241***
<i>Market _Rate</i>	-0.051***	0.003	-0.037***	0.021***	-0.052***	0.043***	0.059***	0.017***
<i>Volatility</i>	-0.012**	0.012**	-0.049***	-0.075***	-0.085***	0.028***	0.102***	-0.002

续表 5.16

	<i>Lev</i>	<i>BM</i>	<i>Z</i>	<i>Market _Rate</i>	<i>Volatility</i>
<i>Lev</i>	1				
<i>BM</i>	0.025***	1			
<i>Z</i>	0.649***	-0.159***	1		
<i>Market _Rate</i>	0.050***	-0.036***	0.047***	1	
<i>Volatility</i>	0.276***	0.019***	0.181***	0.040***	1

注：a. \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1。

资料来源：本文整理

好消息更多选择在交易日发布；*News* 与业绩预告期限择机变量 *Forecast \_Date* 的 Pearson 相关系数在 1% 水平下显著正相关，这一结果表明，好消息预告更可能选择更长的预告期限，而坏消息的预告则更可能选择较短的预告期限；最后，其他控制变量与择机变量



相关系数的结果也表明这些控制变量因素可能影响管理层业绩预告择机,因此,在本文后面的研究中将控制这些影响因素进行多元回归的检验。

### 3.投资者注意力对管理层业绩预告择机选择治理作用的多元回归检验

首先,本文利用全样本对模型(5.7)、(5.8)进行了回归检验,检验投资者注意力对管理层业绩预告日历择机及期间择机选择的积极监督作用或过度压力作用,回归结果如表5.17所示。

表 5.17 投资者注意力对管理层业绩预告择机选择治理作用

变量	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>
<i>Constant</i>	-1.607*** (-13.5)	75.550*** (35.4)
<i>IA</i> <sub>30</sub>	-0.033*** (-4.43)	0.030 (0.23)
<i>Bonus</i>	-0.067 (-0.77)	7.910*** (4.93)
<i>Age</i>	0.007*** (2.72)	-0.351*** (-7.35)
<i>Size</i>	-0.006*** (-3.66)	0.080*** (2.62)
<i>Roe</i>	-0.011*** (-9.43)	0.497*** (21.8)
<i>Lev</i>	-0.002*** (-3.44)	-0.079*** (-6.10)
<i>BM</i>	0.004 (1.40)	-0.206*** (-4.30)
<i>Z</i>	0.189*** (5.41)	4.829*** (7.47)
<i>Market _ Rate</i>	-0.092 (-0.51)	-19.282*** (-5.80)
<i>Volatility</i>	0.340*** (3.11)	-18.412*** (-8.94)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数量	46178	46178

续表 5.17

<i>F</i> 检验	48.55***
$R^2$	0.04
调整的 $R^2$	0.036
<i>LR chi2</i>	750.28***
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.016

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

表 5.17 中利用选取的样本对模型(5.7)进行检验的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 在 1% 水平下显著负相关。这一结果表明，管理层发布业绩预告前，投资者注意力的提高，可能促使管理层选择在市场交易日发布业绩预告。这一结果也证明投资者注意力对管理层择机具有积极监督的治理作用，支持了本文的预期假设。

其次，本文利用全样本对模型(5.8)进行了回归检验，实证研究投资者注意力对管理层业绩预告期限择机的治理作用，回归结果如表 5.17 所示。表 5.17 中对模型(5.8)进行检验的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与管理层业绩预告期限择机变量 *Forecast \_Date* 正相关，但统计上不显著。这一结果说明，投资者注意力对管理层业绩预告期限择机选择没有显著的积极监督作用。

#### 4. 投资者注意力对管理层不同性质消息业绩预告择机选择的治理作用

为了检验投资者注意力对管理层发布不同消息性质业绩预告择机选择的治理作用，本文首先利用全样本对模型(5.9)、(5.10)进行了多元回归检验。表 5.18 中列示了检验结果。

表 5.18 投资者注意力对不同性质消息管理层业绩预告择机选择治理作用

变量	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>
<i>Constant</i>	-1.606*** (-13.4)	75.600*** (35.4)
$IA_{30}$	-0.002 (-0.26)	-0.494*** (-3.11)
$IA_{30} \times News$	-0.060*** (-6.40)	0.920*** (5.63)
<i>Bonus</i>	-0.047 (-0.54)	7.638*** (4.76)

续表 5.18

<i>Age</i>	0.007*** (2.68)	-0.349*** (-7.31)
<i>Size</i>	-0.006*** (-3.60)	0.078** (2.54)
<i>Roe</i>	-0.009*** (-7.51)	0.462*** (19.6)
<i>Lev</i>	-0.002*** (-3.44)	-0.079*** (-6.08)
<i>BM</i>	0.004 (1.61)	-0.214*** (-4.45)
<i>Z</i>	0.184*** (5.26)	4.903*** (7.58)
<i>Market _ Rate</i>	-0.087 (-0.48)	-19.340*** (-5.82)
<i>Volatility</i>	0.312*** (2.86)	-17.889*** (-8.68)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
样本数量	46178	46178
<i>F</i> 检验		48.13***
$R^2$		0.04
调整的 $R^2$		0.036
<i>LR chi2</i>	791.31***	
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.017	

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

首先,表 5.18 中列示了投资者注意力对不同消息性质管理层业绩预告日历择机治理作用的回归结果。表 5.18 中的结果显示,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与消息性质变量  $News$  的交互项  $IA_{30} \times News$ , 与业绩预告日历择机变量  $Holiday$  在 1% 水平下显著负相关,系数为 -0.060。

根据以上显著性水平及系数结果,投资者注意力变量  $IA_{30}$  对管理层业绩预告日历择机的综合作用结果可以以公式(5.11)表示:

$$\frac{\partial Holiday}{\partial IA_{30}} = -0.060 \times News \quad (5.11)$$

由公式(5.11)计算可以得到,当业绩预告消息性质为坏消息时,投资者注意力对管理层业绩预告日历择机的作用系数为0( $-0.060 \times 0$ ),而当消息性质为好消息时,这一作用系数则为-0.060( $-0.060 \times 1$ )。以上作用系数及显著性水平的结果表明,当业绩预告消息性质为好消息时,交互项与业绩预告日历择机变量的回归系数要显著小于业绩预告消息性质为坏消息时候,这意味着随着投资者注意力的提高,对于好消息的预告更可能选择在交易日进行,而对于坏消息的预告则更可能在非交易日进行。这一结果表明,在控制了其他因素的影响后,投资者注意力在对坏消息业绩预告日历择机中的治理作用表现为过度压力作用,这与本文预期假设一致,这一结果与现有关于消息发布与投资者注意力关系的研究结论也是一致的,即管理层往往选择在投资者注意力低的时候发布坏消息的信息。本文的结论证明了当投资者发布坏消息业绩预告时,将可能面临更大负面市场压力。在过度压力作用下,管理层对于坏消息的预告更多选择在非交易日发布,即选择在投资者注意力低的时候发布。管理层如果更多选择在非交易日发布坏消息业绩预告,将可能在一定程度上降低业绩预告,特别是坏消息业绩预告的预警作用,使得坏消息不能及时得到有效释放;相对而言,对好消息业绩预告日历择机的治理作用则表现得相对更具有监督作用,一定程度上支持预期假设。

其次,表5.18中列示的投资者注意力对不同性质消息业绩预告期间择机选择的治理作用的结果显示,投资者注意力变量 $IA_{30}$ 与业绩预告期间择机变量 $Forecast\_Date$ 在1%水平下显著负相关,系数为-0.494;投资者注意力变量 $IA_{30}$ 与消息性质变量 $News$ 的交互项 $IA_{30} \times News$ ,与业绩预告期间择机变量 $Forecast\_Date$ 在1%水平下显著正相关,系数为0.920。

根据以上显著性水平及系数结果,投资者注意力变量 $IA_{30}$ 对管理层业绩预告误差精确性的综合作用结果可以以公式(5.11)表示:

$$\frac{\partial Forecast\_Date}{\partial IA_{30}} = -0.494 + 0.920 \times News \quad (5.12)$$

由公式(5.12)计算得出,当业绩预告消息性质为坏消息时,投资者注意力对管理层业绩预告期限择机的作用系数为-0.494( $-0.494 + 0.920 \times 0$ ),而当消息性质为好消息时,这一作用系数则为0.426( $-0.494 + 0.920 \times 1$ )。以上作用系数及显著性水平的结果表明,当业绩预告消息性质为好消息时,随着投资者注意力的提高,管理层业绩预告期限也更长,意味着业绩预告信息更及时,表现为积极监督作用;而当业绩预告消息性质为坏消息时,

随着投资者注意力的提高,管理层业绩预告期限则更短,即更不及时,这一结果意味着管理层可能承受着过度压力作用。因此,在投资者注意力的积极监督作用下,随着投资者注意力提高,管理层对于好消息的业绩预告更可能及早发布,即选择的预告期限更长;而管理层发布坏消息业绩预告时,在投资者注意力的过度压力作用下,随着投资者注意力提高,管理层更多选择延迟发布业绩预告,即选择更短的业绩预告期限。本文认为,对于投资者而言,及时或早点得到消息便于根据自身情况做出有效的决策,也有利于及时释放相应的风险。但是,管理层在预告不同性质消息时,对预告期限选择采取了差别处理,使得有利于自身收益的好消息及时得到有效释放,而对坏消息却通过延迟预告使投资者不能及时做出有效调整,也不能有充足的时间及时有效释放坏消息带来的风险。

### 5.2.3 稳健性测试

#### 1. 内生性检验

与本文前面研究一致,为了解决投资者注意力对管理层业绩预告择机治理作用的内生性问题,本文仍参照 Drake 等(2012)的研究选取滞后一期投资者注意力变量数值(以  $IA_{i-1}$  表示)为工具变量,运用两步法进行回归,以解决自变量与因变量互为因果或遗漏变量产生的内生性问题。采用工具变量法回归结果如表 5.19 所示。

表 5.19 投资者注意力对业绩预告择机治理作用(工具变量法)

变量	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>
<i>Constant</i>	-0.787*** (-19.1)	72.519*** (51.8)	-0.797*** (-19.3)	70.670*** (48.6)
$IA_{i-1}$	-0.029*** (-4.74)	0.930*** (4.64)	0.000 (0.030)	0.002 (0.0080)
$IA_{i-1} \times News$			-0.052*** (-6.94)	1.342*** (5.04)
<i>Bonus</i>	0.118** (2.21)	1.130 (0.61)	0.130** (2.43)	2.242 (1.18)
<i>Age</i>	0.008*** (4.99)	-0.611*** (-11.3)	0.008*** (4.92)	-0.555*** (-9.95)
<i>Size</i>	-0.002* (-1.87)	0.042 (1.11)	-0.002* (-1.79)	0.118*** (2.96)
<i>Roe</i>	-0.008*** (-9.31)	0.760*** (24.9)	-0.006*** (-6.42)	0.887*** (25.0)
<i>Lev</i>	-0.002*** (-5.06)	-0.036** (-2.31)	-0.002*** (-4.88)	-0.057*** (-3.38)

表 5.19

<i>BM</i>	-0.002 (-1.32)	-0.161*** (-2.82)	-0.002 (-0.91)	-0.240*** (-3.93)
<i>Z</i>	0.104*** (4.52)	8.007*** (9.78)	0.100*** (4.31)	8.498*** (9.75)
<i>Market _Rate</i>	-0.013 (-0.11)	-28.544*** (-7.30)	-0.013 (-0.11)	-33.022*** (-8.09)
<i>Volatility</i>	0.137* (1.86)	-27.425*** (-11.2)	0.112 (1.52)	-32.920*** (-12.3)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	33672	33672	33672	33672
调整的 $R^2$		0.04		0.05
Wald <i>chi</i> 2	212.66***	1178.43***	257.73***	1367.49***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

首先，表 5.19 中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 在 1% 水平下显著负相关，进一步表明了投资者注意力对管理层业绩预告择机的积极监督作用，与本文主回归结果一致，支持了本文假设；同时，表 5.19 中的结果也显示，投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{-1} \times News$ ，与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 也在 1% 水平下显著负相关，这一结果表明随着投资者注意力提高，管理层对好消息的预告比坏消息的预告更多选择在交易日进行，相对而言，坏消息的预告则更多选择在非交易日进行。以上结果进一步证明了投资者注意力对管理层发布好消息预告的积极监督作用以及对发布坏消息业绩预告的过度压力作用，这也与本文主回归结果一致。

其次，表 5.19 中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期限择机变量 *Forecast \_Date* 在 1% 水平下显著正相关，这一结果表明，随着投资者注意力提高，管理层业绩预告期限更长，体现了投资者注意力对管理层业绩预告期限择机积极监督作用，相对于本文主回归结果，这一结果表明，前一期的投资者关注对投资者预告期限具有更显著监督作用；同时，表 5.19 中的结果也显示，投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{-1} \times News$ ，与业绩预告期限择机变量 *Forecast \_Date* 也在 1% 水平下显著正相关，这一结果表明随着投资者注意力提高，管理层对好消息的预告比坏消息的预告

选择了更长的期限进行预告,相对而言,坏消息的预告则预告期限更短,即对于好消息的预告比坏消息的预告更及时。以上结果也进一步证明了,在预告期限择机中,投资者注意力对管理层发布好消息预告具有积极监督作用,而对发布坏消息业绩预告则为过度压力作用,这也与本文主回归结果一致。

## 2.改变投资者注意力度量

与前面研究一致,本文以原投资者注意力变量中位数为界设计虚拟变量  $IA_{30\_Dum}$ ,当样本中投资者注意力变量值高于中位数时,  $IA_{30\_Dum}$  取 1,低于中位数则  $IA_{30\_Dum}$  取 0,用该投资者注意力变量及所选样本重新检验了模型(5.7)-(5.10),结果如表 5.20 所示。

表 5.20 投资者注意力对业绩预告择机治理作用(以虚拟变量度量投资者注意力)

变量	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>
<i>Constant</i>	-1.619*** (-13.5)	77.947*** (36.2)	-1.619*** (-13.5)	77.991*** (36.2)
$IA_{30\_Dum}$	-0.149*** (-4.11)	-2.007*** (-2.96)	0.004 (0.095)	-4.339*** (-5.51)
$IA_{30\_Dum} \times New$			-0.279*** (-7.53)	3.923*** (5.79)
<i>Bonus</i>	-0.085 (-0.97)	8.557*** (5.36)	-0.062 (-0.71)	8.275*** (5.18)
<i>Age</i>	0.007*** (2.87)	-0.355*** (-7.46)	0.007*** (2.80)	-0.352*** (-7.39)
<i>Size</i>	-0.006*** (-3.34)	0.072** (2.39)	-0.005*** (-3.17)	0.067** (2.23)
<i>Roe</i>	-0.011*** (-9.38)	0.495*** (21.7)	-0.008*** (-6.58)	0.450*** (18.7)
<i>Lev</i>	-0.002*** (-3.45)	-0.082*** (-6.29)	-0.002*** (-3.42)	-0.082*** (-6.30)
<i>BM</i>	0.004 (1.41)	-0.207*** (-4.32)	0.004* (1.68)	-0.215*** (-4.49)
<i>Z</i>	0.188*** (5.38)	4.792*** (7.41)	0.180*** (5.16)	4.893*** (7.56)
<i>Market_Rate</i>	-0.086 (-0.47)	-19.188*** (-5.78)	-0.082 (-0.45)	-19.240*** (-5.79)
<i>Volatility</i>	0.337*** (3.09)	-18.447*** (-8.96)	0.304*** (2.79)	-17.876*** (-8.68)

续表 5.20

年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	46178	46178	46178	46178
<i>F</i> 检验		48.80***		48.43***
$R^2$		0.04		0.04
调整的 $R^2$		0.036		0.037
<i>LR chi2</i>	746.90**		803.32***	
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.016		0.017	

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

首先，表 5.20 中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30\_Dum}$  与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 在 1% 水平下显著负相关，该结果与本文主回归结果一致，进一步支持了投资者注意力对管理层业绩预告择机的积极监督作用；同时，表 5.20 中的结果也显示，投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ ，与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 也在 1% 水平下显著负相关，这一结果说明，随着投资者注意力提高，管理层对好消息的预告比坏消息的预告更多选择在交易日进行，相对而言，坏消息的预告则更多选择在非交易日进行。支持了投资者注意力对管理层发布好消息预告的积极监督作用以及对发布坏消息业绩预告的过度压力作用，与本文主回归结果一致。

其次，表 5.20 中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30\_Dum}$  与业绩预告期限择机变量 *Forecast\_Date* 在 1% 水平下显著负相关，这一结果表明，随着投资者注意力提高，管理层业绩预告期限更短，这一结果与本文假设不一致；同时，表 5.20 中的结果也显示，在考虑对不同性质消息业绩预告的治理作用中，投资者注意力变量  $IA_{30\_Dum}$  与业绩预告期限择机变量 *Forecast\_Date* 在 1% 水平下显著负相关，系数为 -4.339，投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ ，与业绩预告期限择机变量 *Forecast\_Date* 在 1% 水平下显著正相关，系数为 3.923。这一结果表明随着投资者注意力提高，管理层对好消息的预告比坏消息的预告选择了更长的期限进行预告，相对而言，坏消息的预告则预告期限更短，即对于好消息的预告比坏消息的预告更及时。以上结果也进一步证明了，在预告期限择机中，投资者注意力对管理层发布好消息预告具有积极监督作用，而对发布坏消息业绩预告则为过度压力作用，这也与本文主回归结果一致。



## 5.2.4 进一步检验

## 1. 注意力时间长短对投资者注意力治理作用的影响

与前面研究一致,本文在实证研究投资者注意力对业绩预告择机的治理作用中,也考虑关注期长短对投资者注意力效果的影响,本文分别选择业绩预告前1至15个、1至3个、1个交易日的不同长短的平均换手率作为投资者注意力度量,研究关注期长短对投资者注意力治理作用的影响。

首先,与本文前面的计算方法一致,计算了业绩预告前1至15个、1至3个、1个交易日投资者注意力 $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$ ,利用计算的投资者注意力对模型(5.7)-(5.8)进行了回归检验。结果如表5.21所示。

表 5.21 投资者注意力对管理层业绩预告择机选择治理作用

变量	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>	<i>Forecast _Date</i>	<i>Forecast _Date</i>
<i>Constant</i>	-1.562*** (-13.2)	-1.579*** (-13.5)	-1.561*** (-13.4)	75.848*** (35.8)	77.580*** (37.1)	78.616*** (37.8)
$IA_{15}$	-0.043*** (-6.05)			-0.025 (-0.21)		
$IA_3$		-0.040*** (-6.48)			-0.355*** (-3.40)	
$IA_1$			-0.044*** (-7.63)			-0.546*** (-5.78)
<i>Bonus</i>	-0.052 (-0.59)	-0.059 (-0.68)	-0.054 (-0.62)	8.014*** (5.00)	8.613*** (5.39)	8.950*** (5.61)
<i>Age</i>	0.007*** (2.68)	0.007*** (2.73)	0.007*** (2.72)	-0.352*** (-7.38)	-0.357*** (-7.50)	-0.361*** (-7.57)
<i>Size</i>	-0.006*** (-3.81)	-0.006*** (-3.73)	-0.006*** (-3.78)	0.078** (2.56)	0.068** (2.24)	0.062** (2.06)
<i>Roe</i>	-0.011*** (-9.45)	-0.011*** (-9.40)	-0.011*** (-9.34)	0.496*** (21.8)	0.495*** (21.7)	0.495*** (21.7)
<i>Lev</i>	-0.002*** (-3.49)	-0.002*** (-3.48)	-0.002*** (-3.49)	-0.080*** (-6.12)	-0.081*** (-6.25)	-0.082*** (-6.32)
<i>BM</i>	0.004 (1.38)	0.003 (1.36)	0.003 (1.35)	-0.206*** (-4.30)	-0.208*** (-4.34)	-0.209*** (-4.36)
<i>Z</i>	0.189*** (5.39)	0.189*** (5.40)	0.189*** (5.40)	4.827*** (7.46)	4.814*** (7.44)	4.806*** (7.43)
<i>Market _Rate</i>	-0.093 (-0.51)	-0.094 (-0.52)	-0.090 (-0.50)	-19.283*** (-5.80)	-19.308*** (-5.81)	-19.272*** (-5.80)

表 5.21

<i>Volatility</i>	0.340*** (3.12)	0.339*** (3.11)	0.335*** (3.07)	-18.412*** (-8.94)	-18.419*** (-8.95)	-18.477*** (-8.98)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数量	46178	46178	46178	46178	46178	46178
<i>F</i> 检验				48.55***	48.88***	49.51***
$R^2$				0.04	0.04	0.04
调整的 $R^2$				0.036	0.036	0.036
<i>LR chi2</i>	768.21***	774.19***	792.1***			
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.017	0.017	0.017			

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

表 5.21 中的结果显示，首先，投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关；从回归系数上来看，投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  对管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 的作用系数分别为 -0.043、-0.040、-0.044。以上回归结果表明，随着  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  表示的投资者注意力提高，管理层将更可能选择在交易日发布业绩预告，进一步证明了投资者注意力对管理层业绩预告日历择机选择具有积极监督作用。同时，投资者注意力变量  $IA_3$ 、 $IA_1$  与管理层业绩预告期限择机变量 *Forecast\_Date* 均在 1% 水平下显著负相关；从回归系数上来看，作用系数分别为 -0.355、-0.546，结合投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$  对管理层业绩预告期限择机变量 *Forecast\_Date* 的作用系数及显著性水平，总体上看。短期投资者注意力的提高给管理层业绩预告期限择机选择可能产生了过度压力作用，即投资者注意力的提高将导致管理层提供更短期限的业绩预告，也就是预告及时性降低。将该结果结合本文前面的研究结果综合考虑，本文在采用滞后一期工具变量作为投资者注意力度量时，投资者注意力对业绩预告期限择机的作用关系为显著正相关关系，当采用预告前 30 天的平均换手率度量时，为正相关关系，但不显著，当采用前 1 至 15 个、1 至 3 个、1 个交易日的平均换手率作为投资者注意力度量时，为负相关关系，系数分别为 -0.025、-0.355 及 -0.546，显著性水平也依次提高(分别为不显著、1% 水平及 1% 水平下显著)。综合以上结果可以看出，更长期的关注对管理层业绩预告期限择机积极监督作用更显著，相反，短期的关

注可能更多形成过度压力作用。

其次,本文还利用计算的投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  检验的模型(5.9)-(5.10), 检验结果如表 5.22 所示。

表 5.22 投资者注意力对不同性质消息管理层业绩预告择机治理作用(注意力时间长短)

变量	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>	<i>Forecast _Date</i>	<i>Forecast _Date</i>
<i>Constant</i>	-1.559*** (-13.1)	-1.579*** (-13.5)	-1.561*** (-13.4)	75.897*** (35.9)	77.678*** (37.2)	78.695*** (37.9)
$IA_{15}$	-0.014* (-1.72)			-0.562*** (-3.72)		
$IA_{15} \times News$	-0.057*** (-6.02)			0.953*** (5.90)		
$IA_3$		-0.011 (-1.42)			-0.841*** (-6.18)	
$IA_3 \times News$		-0.058*** (-6.53)			0.844*** (5.58)	
$IA_1$			-0.015** (-2.15)			-0.970*** (-7.66)
$IA_1 \times News$			-0.056*** (-6.51)			0.721*** (5.03)
<i>Bonus</i>	-0.033 (-0.37)	-0.040 (-0.46)	-0.037 (-0.42)	7.728*** (4.83)	8.370*** (5.24)	8.763*** (5.50)
<i>Age</i>	0.007*** (2.63)	0.007*** (2.69)	0.007*** (2.69)	-0.350*** (-7.34)	-0.356*** (-7.46)	-0.360*** (-7.55)
<i>Size</i>	-0.006*** (-3.76)	-0.006*** (-3.64)	-0.006*** (-3.68)	0.076** (2.49)	0.065** (2.15)	0.060** (1.97)
<i>Roe</i>	-0.010*** (-7.71)	-0.010*** (-7.65)	-0.010*** (-7.68)	0.462*** (19.6)	0.464*** (19.8)	0.468*** (20.0)
<i>Lev</i>	-0.002*** (-3.49)	-0.002*** (-3.48)	-0.002*** (-3.49)	-0.079*** (-6.10)	-0.081*** (-6.23)	-0.082*** (-6.30)
<i>BM</i>	0.004 (1.57)	0.004 (1.55)	0.004 (1.54)	-0.214*** (-4.46)	-0.215*** (-4.47)	-0.215*** (-4.48)
<i>Z</i>	0.184*** (5.26)	0.185*** (5.29)	0.185*** (5.30)	4.903*** (7.58)	4.867*** (7.53)	4.841*** (7.49)
<i>Market _Rate</i>	-0.090 (-0.50)	-0.092 (-0.51)	-0.088 (-0.49)	-19.315*** (-5.82)	-19.311*** (-5.82)	-19.267*** (-5.80)
<i>Volatility</i>	0.317*** (2.90)	0.317*** (2.90)	0.315*** (2.88)	-17.924*** (-8.70)	-18.018*** (-8.75)	-18.140*** (-8.81)

表 5.22

年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数量	46178	46178	46178	46178	46178	46178
<i>F</i> 检验				48.21***	48.43***	48.88***
$R^2$				0.04	0.04	0.04
调整的 $R^2$				0.037	0.037	0.037
<i>LR chi2</i>	804.45***	816.92***	834.53***			
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.017	0.018	0.018			

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源: 本文整理

表 5.22 中列示了以  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  度量的投资者注意力对不同性质预告消息管理层业绩预告日历择机治理作用的回归结果。表 5.22 中的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与业绩预告日历择机变量均负相关, 系数分别为-0.014、-0.011、-0.015; 但只有  $IA_{15}$ 、 $IA_1$  的作用系数显著; 其与消息性质变量 *News* 的交互项, 均与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关, 系数分别为-0.057、-0.058 及-0.056。

根据前文的分析方法可得, 该结果进一步证明了投资者注意力对管理层业绩预告日历择机具有积极监督作用, 而且, 对于好消息的积极监督作用相对于坏消息更为强。

表 5.22 中的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与管理层业绩预告期间变量 *Forecast\_Date* 的作用系数分别为-0.562、-0.841、-0.970, 并且均在 1% 水平下显著; 其与消息性质变量 *News* 的交互项也均与业绩预告期间变量 *Forecast\_Date* 在 1% 水平下显著负相关, 作用系数分别为 0.953、0.844、0.721。根据以上系数分析及前文的计算公式, 投资者注意力变量  $IA_{15}$ 、 $IA_3$  及  $IA_1$  对管理层坏消息业绩预告期间择机的综合作用系数分别为-0.562(-0.562+0.953×0)、-0.841(-0.841+0.844×0)及-0.970(-0.970+0.721×0), 而对好消息业绩预告期间择机选择的综合作用系数分别为 0.391(-0.562+0.953×1)、0.003(-0.841+0.844×1)及-0.249(-0.970+0.721×1)。以上综合作用系数表明, 投资者注意力对好消息的业绩预告比对坏消息业绩预告具有更强的监督作用。

以上结果表明, 随着投资者注意力的提高, 管理层对好消息的业绩预告日历择机及期间择机更多表现的积极监督作用, 支持了本文假设; 而对坏消息的业绩预告则更多体现出一定的压力作用, 即投资者注意力的提高可能导致管理层对坏消息预告更多选择在

节假日进行,并且预告期间更短,更不及时。

## 2.投资者构成的对投资者注意力治理作用的影响

与对精确性治理作用研究部分一致,本文也在原投资者注意力变量上交乘了机构投资者比例,考察投资者构成的影响,进一步研究在投资者注意力作用发挥中专业投资者增加是否影响投资者注意力对管理层业绩预告择机选择的治理作用。该部分检验结果如表 5.23 所示。

表 5.23 投资者注意力对业绩预告择机治理作用(投资者构成的影响)

变量	<i>Holiday</i>	<i>Forecast</i> <i>_Date</i>	<i>Holiday</i>	<i>Forecast</i> <i>_Date</i>
<i>Constant</i>	-1.594*** (-13.3)	75.179*** (35.2)	-1.596*** (-13.3)	75.289*** (35.2)
<i>IA</i> <sub>30</sub>	-0.024*** (-2.99)	-0.177 (-1.29)	-0.005 (-0.59)	-0.414*** (-2.59)
<i>IA</i> <sub>30</sub> × <i>Ins</i>	-0.001*** (-3.01)	0.020*** (4.10)		
<i>IA</i> <sub>30</sub> × <i>News</i>			-0.044*** (-3.93)	0.531*** (2.77)
<i>IA</i> <sub>30</sub> × <i>Ins</i> × <i>News</i>			-0.001** (-2.48)	0.023*** (3.87)
<i>Bonus</i>	-0.119 (-1.33)	9.124*** (5.59)	-0.075 (-0.85)	8.433*** (5.21)
<i>Age</i>	0.007*** (2.64)	-0.346*** (-7.24)	0.007*** (2.61)	-0.344*** (-7.21)
<i>Size</i>	-0.006*** (-3.44)	0.071** (2.33)	-0.006*** (-3.46)	0.071** (2.33)
<i>Roe</i>	-0.011*** (-9.18)	0.489*** (21.4)	-0.009*** (-7.15)	0.451*** (19.0)
<i>Lev</i>	-0.003*** (-3.52)	-0.078*** (-6.00)	-0.002*** (-3.44)	-0.079*** (-6.08)
<i>BM</i>	0.004 (1.50)	-0.213*** (-4.43)	0.004* (1.70)	-0.220*** (-4.58)
<i>Z</i>	0.187*** (5.34)	4.887*** (7.55)	0.181*** (5.16)	4.994*** (7.72)
<i>Market _ Rate</i>	-0.092 (-0.51)	-19.292*** (-5.81)	-0.088 (-0.49)	-19.326*** (-5.82)
<i>Volatility</i>	0.341*** (3.13)	-18.435*** (-8.96)	0.311*** (2.85)	-17.827*** (-8.65)

表 5.23

年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	46178	46178	46178	46178
<i>F</i> 检验		47.71***		47.27***
$R^2$		0.04		0.04
调整的 $R^2$		0.036		0.037
<i>LR chi2</i>	759.49***		797.54***	
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.016		0.017	

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

表 5.23 中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 在 1% 水平下显著负相关，系数分别为 -0.024， $IA_{30}$  与机构投资者比例变量 *Ins* 的交互项  $IA_{30} \times Ins$ ，与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 在 1% 水平下显著负相关，系数为 -0.001。以上结果表明，随着投资者构成中机构投资者比例的增加，管理层更可能选择在交易日发布业绩预告，即投资者构成中机构投资者比例的提高增强了投资者注意力对管理层业绩预告日历择机的积极监督作用；同时，对不同性质消息业绩预告的治理作用检验结果显示，投资者注意力变量与消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ ，与业绩预告日历择机变量在 1% 水平下显著负相关，系数为 -0.044，投资者注意力变量、机构投资者比例以及消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times Ins \times News$ ，与业绩预告日历择机变量在 5% 水平下显著负相关，系数为 -0.001。综合以上结果而言，随着投资者构成中机构投资者比例的增加，投资者注意力对坏消息业绩预告日历择机的积极监督作用都增强，而且对好消息的预告比坏消息业绩预告的作用相对更强。

表 5.23 中的结果也显示，投资者注意力变量与机构投资者比例变量的交互项  $IA_{30} \times Ins$ ，与业绩预告期限择机变量 *Forecast\_Date* 在 1% 水平下显著正相关，系数为 0.020，这一结果表明，投资者构成中机构投资者比例增加能够促进管理层选择更长的业绩预告期间，增强了投资者注意力对管理层业绩预告期间选择的积极监督作用。此外，表 5.23 中关于投资者注意力对不同性质消息业绩预告期限择机治理作用的检验结果也显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期限择机变量 *Forecast\_Date* 在 1% 水平下显著负相关，系数分别为 -0.414， $IA_{30}$  与消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ ，与业绩预告期限

择机变量  $Forecast\_Date$  在 1% 水平下显著正相关, 系数为 0.531,  $IA_{30}$  与机构投资者比例变量  $Ins$  及消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times Ins \times News$ , 与业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  在 1% 水平下显著正相关, 系数为 0.023。综合以上结果可以看出, 随着投资者构成中机构投资者比例的增加, 增强投资者注意力对管理层业绩预告期限择机的积极监督作用。

### 3. 以实际业绩好坏分组的检验

投资者往往更容易关注业绩较好的公司, 而这类公司的管理层可能更重视发布业绩预告的时机, 从而产生选择偏误。为进一步检验对于不同业绩公司, 投资者注意力对业绩预告择机以及不同消息性质业绩预告择机的治理作用, 本文根据发布业绩预告的公司实际宣告的业绩中位数将样本划分为好业绩样本组与差业绩样本组, 分别利用两组样本数据对模型(5.7)-(5.10)进行了回归检验。具体的检验结果如表 5.24、5.25 所示。

表 5.24 投资者注意力对业绩预告择机的治理作用(按实际业绩好坏分组)

	好业绩样本组		差业绩样本组	
变量	$Holiday$	$Forecast\_Date$	$Holiday$	$Forecast\_Date$
$Constant$	-1.691*** (-8.49)	86.835*** (24.8)	-1.648*** (-10.7)	75.707*** (28.5)
$IA_{30}$	-0.054*** (-4.38)	1.023*** (5.13)	-0.027*** (-2.92)	-0.223 (-1.37)
$Bonus$	-0.127 (-1.00)	7.748*** (3.49)	0.082 (0.66)	-0.356 (-0.16)
$Age$	0.006* (1.66)	-0.311*** (-4.53)	0.007* (1.87)	-0.382*** (-5.93)
$Size$	-0.004 (-1.37)	-0.023 (-0.44)	-0.002 (-0.80)	-0.233*** (-5.92)
$Roe$	-0.008*** (-3.07)	0.843*** (17.7)	-0.006*** (-3.63)	-0.003 (-0.095)
$Lev$	-0.001 (-0.89)	-0.267*** (-12.7)	-0.003*** (-3.43)	0.018 (1.12)
$BM$	0.007 (1.43)	-0.835*** (-8.94)	0.003 (0.95)	-0.128** (-2.33)
$Z$	0.172*** (3.33)	6.404*** (6.79)	0.199*** (4.12)	5.427*** (6.24)

表 5.24

<i>Market _ Rate</i>	-0.053 (-0.21)	-16.050*** (-3.53)	0.040 (0.15)	-25.315*** (-5.28)
<i>Volatility</i>	0.460*** (2.79)	-21.371*** (-6.92)	0.269* (1.82)	-25.696*** (-9.46)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	23089	23089	23089	23089
<i>F</i> 检验		38.41***		19.39***
$R^2$		0.06		0.03
调整的 $R^2$		0.055		0.028
<i>LR chi2</i>	295.87***		408.06***	
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.014		0.017	

注: \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

资料来源: 本文整理

首先,表 5.24 中结果显示,在好业绩样本组及差业绩样本组中,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关,以上结果表明,无论发布业绩预告的公司的实际业绩好坏,随着投资者注意力提高,管理层都更多选择了在交易日发布业绩预告,体现了投资者注意力对管理层业绩预告日历择机的积极监督作用。同时,在好业绩样本组中,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期限择机变量 *Forecast \_ Da* 在 1% 水平下显著正相关,但是,在差业绩样本组中,两者的关系并不显著,以上结果说明,当业绩较好时,投资者注意力对业绩预告期限择机具有更显著的积极监督作用。

表 5.25 投资者注意力对不同性质消息业绩预告择机的治理作用(按实际业绩好坏分组)

	好业绩样本组		差业绩样本组	
变量	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _ Date</i>	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _ Date</i>
<i>Constant</i>	-1.663*** (-8.35)	87.107*** (24.9)	-1.645*** (-10.7)	75.651*** (28.4)
$IA_{30}$	0.005 (0.29)	2.126*** (6.39)	-0.015 (-1.44)	-0.606*** (-3.32)



续表 5.25

$IA_{30} \times News$	-0.077*** (-4.25)	-1.357*** (-4.14)	-0.032*** (-2.76)	0.926*** (4.67)
<i>Bonus</i>	-0.112 (-0.88)	7.971*** (3.59)	0.090 (0.72)	-0.556 (-0.25)
<i>Age</i>	0.007* (1.73)	-0.308*** (-4.48)	0.006* (1.83)	-0.377*** (-5.85)
<i>Size</i>	-0.005 (-1.56)	-0.031 (-0.60)	-0.002 (-0.94)	-0.224*** (-5.70)
<i>Roe</i>	-0.007** (-2.52)	0.869*** (18.1)	-0.006*** (-3.13)	-0.029 (-0.90)
<i>Lev</i>	-0.001 (-0.78)	-0.265*** (-12.6)	-0.003*** (-3.43)	0.018 (1.12)
<i>BM</i>	0.007 (1.43)	-0.834*** (-8.94)	0.003 (1.05)	-0.138** (-2.51)
<i>Z</i>	0.169*** (3.27)	6.347*** (6.73)	0.197*** (4.07)	5.502*** (6.33)
<i>Market _ Rate</i>	-0.050 (-0.20)	-16.051*** (-3.53)	0.050 (0.19)	-25.628*** (-5.35)
<i>Volatility</i>	0.414** (2.50)	-22.240*** (-7.19)	0.258* (1.74)	-25.298*** (-9.31)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本数量	23089	23089	23089	23089
<i>F</i> 检验		37.86***		19.47***
$R^2$		0.06		0.03
调整的 $R^2$		0.056		0.029
<i>LR chi2</i>	313.06***		415.79***	
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.015		0.017	

注：\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

资料来源：本文整理

其次，表 5.25 中的结果显示，在好业绩样本组与差业绩样本组中，投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ ，与业绩预告日历择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关，系数分别为 -0.077、-0.032。这一结果表明，在好业绩样本组

与差业绩样本组中,随着投资者注意力提高,管理层对好消息的业绩预告比坏消息的业绩预告更多选择了在交易日发布,体现了更强的监督作用。同时,表 5.26 中的结果显示,在好业绩样本组中,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  在 1% 水平下显著正相关,系数为 2.126,  $IA_{30}$  与消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ , 与业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  在 1% 水平下显著负相关,系数为 -1.357。综合而言,对于好业绩样本组,随着投资者注意力提高,管理层对坏消息业绩预告比好消息预告选择了更长的预告期间;同时,在差业绩样本组中,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  在 1% 水平下显著负相关,系数为 -0.606,  $IA_{30}$  与消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ , 与业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  在 1% 水平下显著正相关,系数为 0.926。综合而言,对于差业绩样本组,随着投资者注意力提高,管理层对好消息业绩预告比坏消息预告选择了更长的预告期间。

### 5.3 本章小结

在本章中,本文在第三章理论分析框架基础上,采用 2007 年 1 季度至 2017 年 4 季度我国 A 股上市公司的业绩预告样本检验了投资者注意力对管理层业绩预告精确性及择机选择的治理作用。检验结果主要包括以下两方面:

首先,本文检验了投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性及形式精确性治理作用。在控制了其他因素影响后,检验结果发现:第一,随着投资者注意力提高,管理层发布了更精确性的业绩预告。投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性及形式精确性选择具有积极监督作用,即在投资者注意力监督作用下的管理层业绩预告精确性选择将有助于提高业绩预告信息对投资者的决策有用性。第二,投资者注意力对不同性质消息的业绩预告均具有积极监督作用,并且对好消息业绩预告比对坏消息的业绩预告的积极监督作用更强,也说明管理层在发布坏消息业绩预告过程中可能承受了比发布好消息预告更多的压力。第三,进一步检验的结果表明,投资者对公司的注意力越持久,则对精确性选择的积极监督作用相对越大;投资者构成中机构投资者持股比例会显著影响投资者注意力的监督作用;投资者注意力的监督作用不会因为实际业绩的好坏而受到影响。

其次,检验了投资者注意力对上市公司管理层业绩预告择机的治理作用。在控制了其他因素影响后,检验结果发现:第一,投资者注意力对上市公司管理层业绩预告日历择机具有积极监督作用,即投资者注意力的提高,能显著促进管理层选择在交易日发布业绩预告;第二,相对于好消息预告,投资者注意力对管理层坏消息业绩预告的择机更

显著表现为过度压力作用，即投资者注意力的提高更可能导致管理层选择在非交易日以及比好消息更短的预告期间发布坏消息业绩预告；第三，进一步检验的结果表明，不同期限的投资者注意力均对业绩预告日历择机具有积极监督作用，而对期限择机则表现为过度压力作用；投资者构成中机构投资者比例的增加增强了投资者注意力对预告择机的积极监督作用；按照实际业绩好坏分组的检验也基本上支持了主检验部分的结论。

最后，采用工具变量法进行内生性检验、以投资者注意力变量中位数分组设计虚拟变量等方式对本文研究结果进行稳健性检验，结果总体上支持了本文主检验研究所得到的结论。

## 第6章 管理层业绩预告策略选择的经济后果检验

在本章中, 本文将对第三章所提出管理层业绩预告策略选择(包括精确性选择与择机)对业绩预告经济后果的影响进行实证检验。首先, 本文将从两个角度实证检验业绩预告精确性选择及择机选择对业绩预告经济后果的影响, 即换手效应与定价效应, 所谓换手效应, 本文是指管理层业绩预告精确性及择机选择对投资者交易换手行为的影响, 用平均的超额换手率度量; 定价效应是指管理层业绩预告精确性及择机选择对投资者定价行为的影响, 本文用平均超额收益率度量。变量具体计算方法见第四章的变量度量; 其次, 本文还从两个期间来实证检验换手效应与定价效应, 即业绩预告期间、业绩预告至盈余宣告期间。在具体实证检验中, 又以预告后的0至1个交易日、0至3个交易日的平均超额换手率以及平均超额收益率检验以及预告至宣告期间交易日的平均超额换手率以及平均超额收益率检验。

### 6.1 业绩预告精确性对经济后果的影响

#### 6.1.1 研究设计

##### 1. 样本选择

在本部分的实证研究中, 首先, 选取总样本中2007年1季度-2017年4季度A股上市公司以点值及范围值方式预告的公司为样本实证检验业绩预告误差精确性对换手效应与定价效应的作用; 其次, 选取总样本中2007年1季度-2017年4季度A股上市公司所有业绩预告样本实证检验业绩预告形式精确性对换手效应与定价效应的影响。在以上样本中均剔除金融行业公司及数据缺失样本。另外为消除异常值的影响, 本文对所有连续变量进行了上下1%的winsorize处理, 最终确定观测值以每次模型检验中所列示的样本数为准。业绩预告数据及公司财务数据均来源于wind数据库, 股票交易数据来自于ccer数据库。

##### 2. 变量定义与度量

本部分研究中, 涉及到的研究变量如下: 首先, 自变量与因变量包括业绩预告精确性变量(分别以业绩预告误差精确性 $Forecast\_E_t$ 及业绩预告形式精确性 $Forecast\_T$ 度量); 业绩预告期间定价效应 $FAR_1$ 、 $FAR_3$ 、换手效应 $FAC_1$ 、 $FAC_3$ 以及业绩预告至宣告期间的定价效应 $F\_AAR_n$ 、换手效应 $F\_AAC_n$ ; 其次, 控制变量包括控制变量包括高管持股比例(以 $Bonus$ 表示)、公司成立的年限(以 $Age$ 表示)、公司规模(以

*Size* 表示)、公司经营业绩(以 *Roe* 表示)、财务杠杆(以 *Lev* 表示)、市场预期(用 *BM* 表示)、财务状况(以 *Z* 表示)、市场竞争状况(用 *Market\_Rate* 表示), 公司的盈余波动情况(用 *Volatility* 表示)以及行业因素(用 *IND* 表示)。

以上变量的具体定义及度量详见第四章。

### 3. 回归模型设计

#### (1) 预告期间预告精确性对换手效应及定价效应的影响

首先, 本文设计了模型(6.1)-(6.2)检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告期间换手效应的影响。

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Error + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.1)$$

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Type + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.2)$$

在具体实证研究中, 将分别用 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日的平均超额换手率  $FAC_1$  及  $FAC_3$  表示  $FAC_n$ 。

其次, 本文设计了模型(6.3)、(6.4)检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告期间定价效应的影响。

$$\begin{aligned} FAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Error + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.3)$$

$$\begin{aligned} FAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Type + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.4)$$

在具体实证研究中, 将分别用 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日的平均超额收益率  $FAR_1$  及  $FAR_3$  表示  $FAR_n$ 。

#### (2) 预告至宣告期间预告精确性对换手效应及定价效应的影响

首先, 本文设计了模型(6.5)、(6.6)检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告至宣告期间换手效应的影响。

$$\begin{aligned} F\_AAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Error + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \end{aligned}$$

$$+\sum IND+\sum Year+\varepsilon_i \quad (6.5)$$

$$\begin{aligned} F\_AAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Type + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.6)$$

在具体实证研究中,  $F\_AAC_n$  将分别以各家公司预告至宣告期间的平均超额换手率表示。

其次, 本文设计了模型(6.7)、(6.8)检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告至宣告期间定价效应的影响。

$$\begin{aligned} F\_AAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Error + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.7)$$

$$\begin{aligned} F\_AAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Type + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.8)$$

在具体实证研究中,  $F\_AAR_n$  将分别以各家公司预告至宣告期间的平均超额收益率表示。

### 6.1.2 实证结果分析

#### 1. 描述性统计

为了检验管理层业绩预告策略选择对管理层业绩预告经济后果的影响, 本文分别以业绩预告精确性变量  $Forecast\_Error$  及业绩预告形式精确性变量  $Forecast\_Type$  为基础划分样本组, 对业绩预告的换手效应及定价效应进行均值对比检验, 并对其他控制变量进行均值对比检验。

首先, 本文分别以  $Forecast\_Error$  变量的均值及中位数为分组依据, 将样本分为高精确性 **HIGH** 样本组(小于均值样本组)及低精确性 **LOW** 样本组(大于均值样本组), 分别检验两组样本的在业绩预告期间换手效应  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  与定价效应  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  的差异, 业绩预告至宣告期间换手效应  $F\_AAC_1$ 、 $F\_AAC_3$  与定价效应  $F\_AAR_1$ 、 $F\_AAR_3$  的差异以及其他控制变量的差异。表 6.1 中列示了检验结果。

表 6.1 中列示的结果显示, 从换手效应上来看, 无论以均值还是中位数的分组, 业绩预告误差精确性高(误差较小)的样本组比误差精确性低(误差较大)的样本组, 在业绩预告期间的 0 至 1 天以及 0 至 3 天平均超额换手率更高, 在预告至宣告期间的平均超额换手率也更高; 但是, 从定价效应上来看, 业绩预告误差精确性高的样本组比误差精确

性低的样本组，在业绩预告期间的0至1天以及0至3天具有更低的平均超额收益率，并且预告至宣告期间的平均超额收益率也低。

以上检验结果说明，业绩预告误差精确性高的组可能通过更高的换手率更快地释放了信息风险，但是，对比检验的结果并没有支持对于误差精确较高的预告在定价上的积极反应。其他控制变量对比检验的结果显示，业绩预告误差精确性高的组比误差精确性低的组，具有显著更高的管理层持股比例、更高的财务风险、更高的财务杠杆，同时，成立年限更短、规模更小、业绩较差、市账比更小、市场占有率更低、盈余波动性也更低。

表 6.1 按 *Forecast\_Error* 变量均值及中位数分组的各变量均值检验

	均值			中位数		
	(1)LOW	(2)HIGH	(2)-(1) <sup>a</sup>	(3)LOW	(4)HIGH	(4)-(3) <sup>a</sup>
面板 A (预告期间换手与定价效应)						
$FAC_1$	0.054 (8835)	0.274 (28266)	0.220***	0.158 (18551)	0.285 (18550)	0.127***
$FAC_3$	-0.025 (8835)	0.136 (28266)	0.161***	0.050 (18551)	0.146 (18550)	0.096***
$FAR_1$	0.023 (8835)	-0.097 (28266)	-0.120***	-0.037 (18551)	-0.100 (18550)	-0.063***
$FAR_3$	0.014 (8835)	-0.045 (28266)	-0.059***	-0.012 (18551)	-0.048 (18550)	-0.036***
面板 B (预告至宣告期间换手与定价效应)						
$F_{-}AAC_n$	-0.145 (8835)	-0.040 (28266)	0.105***	-0.099 (18551)	-0.030 (18550)	0.069***
$F_{-}AAR_n$	-0.013 (8835)	-0.036 (28266)	-0.023***	-0.027 (18551)	-0.034 (18550)	-0.007**
面板 C (控制变量)						
<i>Bonus</i>	0.045 (8835)	0.099 (28266)	0.054***	0.074 (18551)	0.098 (18550)	0.024***
<i>Age</i>	16.865 (8835)	15.673 (28266)	-1.192***	16.252 (18551)	15.662 (18550)	-0.589***

续表 6.1

<i>Size</i>	19.475 (8835)	16.894 (28266)	-2.581***	18.194 (18551)	16.823 (18550)	-1.371***
<i>Roe</i>	6.275 (8835)	3.644 (28266)	-2.631***	5.556 (18551)	2.985 (18550)	-2.571***
<i>Lev</i>	42.122 (8835)	42.291 (28266)	0.169	41.677 (18551)	42.824 (18550)	1.147***
<i>BM</i>	5.009 (8835)	4.287 (28266)	-0.722***	4.620 (18551)	4.298 (18550)	-0.322***
<i>Z</i>	0.247 (8835)	0.315 (28266)	0.068***	0.268 (18551)	0.329 (18550)	0.061***
<i>Market_Rate</i>	0.026 (8835)	0.021 (28266)	-0.005***	0.022 (18551)	0.020 (18550)	-0.002***
<i>Volatility</i>	0.099 (8835)	0.083 (28266)	-0.016***	0.091 (18551)	0.083 (18550)	-0.008***

注：a.该列为均值差异值；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ；b.均值下方括号中为样本量

资料来源：本文整理

其次，本文以 *Forecast\_Type* 变量为分组依据，当样本中 *Forecast\_Type* 变量为 0 时，划分为高精确性 HIGH 样本组，而当样本中 *Forecast\_Type* 变量为 1 时则划分为低精确性 LOW 样本组，分别检验两组样本的在预告期间换手效应  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  与定价效应  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  的差异以及预告至宣告期间换手效应  $F\_AAC_1$ 、 $F\_AAC_3$  与定价效应  $F\_AAR_1$ 、 $F\_AAR_3$  的差异。结果如表 6.2 所示。

表 6.2 按 *Forecast\_Type* 变量分组的各变量均值检验

	(1)LOW	(2)HIGH	(2)-(1) <sup>a</sup>		(3)LOW	(4)HIGH	(4)-(3) <sup>a</sup>
面板 A (预告期间换手与定价效应)							
$FAC_1$	0.033 (5769)	0.222 (37133)	0.189***	$FAR_1$	-0.172 (5769)	-0.068 (37133)	0.104***
$FAC_3$	-0.116 (5769)	0.098 (37133)	0.214***	$FAR_3$	-0.100 (5769)	-0.030 (37133)	0.070***
面板 B (预告至宣告期间换手与定价效应)							
$F\_AAC_n$	-0.301 (5769)	-0.064 (37133)	0.237***	$F\_AAR_n$	-0.026 (5769)	-0.031 (37133)	-0.005
面板 C (控制变量)							



续表 6.2

<i>Bonus</i>	0.009 (5769)	0.086 (37133)	0.077***	<i>BM</i>	4.640 (5769)	4.465 (37133)	-0.175**
<i>Age</i>	14.506 (5769)	15.956 (37133)	1.450***	<i>Z</i>	0.490 (5769)	0.298 (37133)	-0.192***
<i>Size</i>	17.895 (5769)	17.498 (37133)	-0.397***	<i>Market _Rate</i>	0.026 (5769)	0.022 (37133)	-0.004***
<i>Roe</i>	3.146 (5769)	4.265 (37133)	1.118***	<i>Volatility</i>	0.113 (5769)	0.087 (37133)	-0.026***
<i>Lev</i>	56.612 (5769)	42.241 (37133)	-14.371***				

注：a.该列为均值差异值；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ；b.均值下方括号中为样本量

资料来源：本文整理

表 6.2 中的结果显示，从换手效应上看，业绩预告形式精确性高的样本组业绩预告期间 0 至 1 天及 0 至 3 天的平均超额换手率显著高于业绩预告形式精确性低的样本组，这意味着业绩预告形式精确性高的样本组的信息释放效应更快；并且，业绩预告形式精确性高的样本组在业绩预告至盈余宣告期间的平均超额换手率也高于形式精确性低的样本组，这一结果也初步支持了形式精确性高的业绩预告具有更快的信息释放效应；从定价效应上来看，业绩预告形式精确性高的样本组业绩预告期间 0 至 1 天及 0 至 3 天的平均超额收益率显著高于业绩预告形式精确性低的样本组，这意味着业绩预告形式精确性高的样本组在定价上具有相对更积极的反应。其他控制变量的对比检验的结果表明，业绩预告形式精确性高的样本组，相对于形式精确性低的样本组，具有更高的高管持股比例、更长的成立年限、更高的绩效，但是，规模相对较小、财务杠杆较低、市账比较小、财务风险也较小、市场占有率较低、盈余波动也较小。

以上均值对比检验的结果有待于控制其他因素影响后的进一步多元回归检验。

## 2. Pearson 相关检验

表 6.3 列示了业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error*、业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 与业绩预告经济后果的换手效应及定价效应各变量之间的 Pearson 相关系数及显著性检验。

表 6.3 中的结果显示，业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 以及形式精确性变量 *Forecast\_Type* 均与业绩预告期间换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  在 1% 水平显著负相关，这一结果表明，高精确性的业绩预告与高的业绩预告期间平均超额换手率相关，表明高精确性的业绩预告具有更好的信息释放效应；同时，表 6.3 中的结果也显示，业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 与业绩预告期间定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  在 1% 水平显

著负相关,这说明高误差精确性的业绩预告与更高的平均超额收益率相关,市场对高形式精确性业绩预告给予了正面反应,但是,业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$  与业绩预告期间定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  在 1% 水平显著正相关,这说明高误差精确性的业绩预告与更低的平均超额收益率相关,市场对高误差精确性业绩预告没有正面反应。

表 6.3 中显示,业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$  以及形式精确性变量  $Forecast\_Type$  均与业绩预告至盈余宣告期间换手效应变量  $F\_AAC_n$  在 1% 水平显著负

表 6.3 各研究变量的 Pearson 相关系数检验

	$Forecast\_Error$	$Forecast\_Type$	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAR_1$	$FAR_3$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$
$Forecast\_Error$	1							
$Forecast\_Type$	0.029***	1						
$FAC_1$	-0.051***	-0.033***	1					
$FAC_3$	-0.043***	-0.041***	0.952***	1				
$FAR_1$	0.025***	-0.021***	0.103***	0.142***	1			
$FAR_3$	0.017***	-0.022***	0.065***	0.162***	0.804***	1		
$F\_AAC_n$	-0.036***	-0.051***	0.749***	0.798***	0.086***	0.126***	1	
$F\_AAR_n$	0.026***	0.001	-0.000	0.035***	0.426***	0.487***	0.169***	1
$Bonus$	-0.130***	-0.150***	0.202***	0.197***	-0.018***	-0.012**	0.203***	-0.022***
$Age$	0.108***	-0.096***	-0.142***	-0.131***	0.024***	0.020***	-0.116***	0.019***
$Size$	0.120***	0.011**	-0.177***	-0.175***	0.026***	0.019***	-0.191***	-0.002
$Roe$	0.151***	-0.036***	0.067***	0.064***	0.109***	0.082***	0.042***	0.052***
$Lev$	0.015***	0.196***	-0.145***	-0.147***	-0.001	-0.002	-0.160***	0.004
$BM$	0.078***	0.006	0.007	0.013***	0.016***	0.017***	0.030***	0.031***
$Z$	-0.053***	0.129***	-0.115***	-0.117***	-0.015***	-0.017***	-0.130***	-0.011**
$Market\_Rate$	0.042***	0.023***	-0.013***	-0.013***	0.004	0.005	-0.009**	0.007
$Volatility$	0.108***	0.082***	-0.027***	-0.031***	-0.019***	-0.020***	-0.045***	-0.004

续表 6.3

	<i>Bonus</i>	<i>Age</i>	<i>Size</i>	<i>Roe</i>	<i>Lev</i>	<i>BM</i>	<i>Z</i>	<i>Market</i> <i>_Rate</i>	<i>Volatility</i>
<i>Bonus</i>	1								
<i>Age</i>	-0.231***	1							
<i>Size</i>	-0.253***	0.179***	1						
<i>Roe</i>	0.081***	-0.083***	0.026***	1					
<i>Lev</i>	-0.299***	0.167***	0.245***	-0.184***	1				
<i>BM</i>	-0.048***	0.078***	-0.095***	-0.043***	0.015***	1			
<i>Z</i>	-0.221***	0.127***	0.244***	-0.238***	0.648***	-0.164***	1		
<i>Market</i> <i>_Rate</i>	-0.051***	0.044***	0.064***	0.020***	0.058***	-0.040***	0.050***	1	
<i>Volatility</i>	-0.082***	0.029***	0.098***	-0.002	0.275***	0.021***	0.182***	0.043***	1

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

相关，这也表明高精确性的业绩预告与业绩预告至盈余宣告期间的高平均超额换手率相关，表明高精确性的业绩预告有助于提高业绩预告至盈余宣告期间的信息释放效应；同时，与业绩预告期间的效果一样，业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 与业绩预告至盈余宣告期间定价效应变量  $F\_AAR_n$  在 1% 水平显著正相关，表明市场在业绩预告至盈余宣告期间也没有对高误差精确性业绩预告给予正面反应，这没有支持本文预期。

其他控制变量与业绩预告换手效应及定价效应变量也大部分具有显著相关关系，本文将在后面的多元回归检验中控制这些因素的影响。

以上单变量相关检验的结果有待于在控制其他因素影响后的进一步多元回归检验。

### 3. 多元回归检验

#### (1) 预告期间管理层业绩预告精确性对换手效应及定价效应的影响

第一，本文利用选取的样本对模型(6.1)、(6.2)进行了回归检验，在控制其他变量影响的情形下，检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告期间的换手效应的作用，检验结果如表 6.4。

在控制了其他因素的作用后，表 6.4 中的结果显示：首先，管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  均在 1% 水平下显著负相关，这一结果表明，业绩预告误差精确性越

表 6.4 业绩预告精确性对预告期间换手效应影响的回归检验

变量	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAC_1$	$FAC_3$
<i>Constant</i>	2.263*** (17.6)	1.930*** (16.6)	2.369*** (21.8)	2.067*** (21.1)
<i>Forecast _Error</i>	-0.062*** (-6.80)	-0.054*** (-6.51)		
<i>Forecast _Type</i>			-0.233*** (-6.15)	-0.215*** (-6.30)
<i>Bonus</i>	1.999*** (23.7)	1.811*** (23.8)	2.034*** (24.4)	1.845*** (24.5)
<i>Age</i>	-0.023*** (-8.69)	-0.021*** (-8.55)	-0.021*** (-8.16)	-0.018*** (-7.89)
<i>Size</i>	-0.034*** (-19.6)	-0.033*** (-20.9)	-0.033*** (-20.3)	-0.031*** (-21.7)
<i>Roe</i>	0.007*** (5.17)	0.006*** (4.64)	0.004*** (3.54)	0.003*** (2.78)
<i>Lev</i>	-0.005*** (-5.97)	-0.004*** (-5.23)	-0.006*** (-8.98)	-0.005*** (-8.20)
<i>BM</i>	-0.004 (-1.32)	-0.003 (-0.98)	-0.007** (-2.57)	-0.006** (-2.34)
<i>Z</i>	-0.112*** (-2.92)	-0.098*** (-2.83)	-0.026 (-0.73)	-0.023 (-0.72)
<i>Market _Rate</i>	-0.052 (-0.27)	-0.130 (-0.75)	0.054 (0.31)	-0.049 (-0.31)
<i>Volatility</i>	0.380*** (3.05)	0.230** (2.05)	0.148 (1.33)	0.086 (0.86)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	37101	37101	42902	42902
$R^2$	0.07	0.07	0.06	0.06
调整的 $R^2$	0.067	0.064	0.063	0.062
<i>F</i> 检验	74.78***	71.78***	81.36***	79.14***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

高，业绩预告期间的换手效应越强，即平均超额换手率越高，信息释放效应更大，这一

结果与本文预期假设一致；其次，管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日换手效应变量  $FAC_1$  以及 0 至 3 个交易日换手效应变量  $FAC_3$  也均在 1% 水平下显著负相关，这一结果同样表明，业绩预告形式精确性越高，业绩预告期间的换手效应越强，即平均超额换手率越高，预告信息得到更大程度释放。以上关于业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告期间换手效应的作用关系表明，精确的管理层业绩预告能够更有效地促进业绩预告信息的释放。

第二，本文利用选取的样本对模型(6.3)、(6.4)进行了回归检验，在控制其他变量影响的情形下，检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告期间的定价效应的作用，检验结果如表 6.5。

表 6.5 业绩预告精确性对预告期间定价效应影响的回归检验

变量	$FAR_1$	$FAR_3$	$FAR_1$	$FAR_3$
<i>Constant</i>	-0.359*** (-3.91)	-0.213*** (-3.67)	-0.453*** (-5.68)	-0.256*** (-5.03)
<i>Forecast_Error</i>	-0.000 (-0.055)	-0.002 (-0.55)		
<i>Forecast_Type</i>			-0.075*** (-2.72)	-0.058*** (-3.27)
<i>Bonus</i>	-0.195*** (-3.24)	-0.093** (-2.44)	-0.215*** (-3.52)	-0.101*** (-2.58)
<i>Age</i>	0.003 (1.38)	0.002** (1.98)	0.003* (1.83)	0.003** (2.47)
<i>Size</i>	0.000 (0.24)	0.001 (1.16)	0.001 (1.16)	0.001 (1.61)
<i>Roe</i>	0.023*** (22.7)	0.011*** (17.1)	0.021*** (23.9)	0.010*** (17.6)
<i>Lev</i>	0.002*** (3.81)	0.001*** (3.49)	0.002*** (3.62)	0.001*** (3.19)
<i>BM</i>	0.004* (1.96)	0.003** (2.06)	0.005** (2.55)	0.003*** (2.81)
<i>Z</i>	-0.025 (-0.91)	-0.034** (-1.97)	-0.016 (-0.61)	-0.022 (-1.33)
<i>Market_Rate</i>	-0.075 (-0.55)	-0.023 (-0.27)	-0.052 (-0.40)	-0.001 (-0.015)
<i>Volatility</i>	-0.376*** (-4.22)	-0.239*** (-4.26)	-0.422*** (-5.20)	-0.277*** (-5.34)

续表 6.5

<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	37101	37101	42902	42902
$R^2$	0.02	0.01	0.02	0.01
调整的 $R^2$	0.018	0.011	0.017	0.011
$F$ 检验	19.66***	12.05***	21.95***	13.82***

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源: 本文整理

表 6.5 中的结果显示, 管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 与 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日业绩预告期间定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  均负相关, 但在统计上不显著。

表 6.5 中的结果显示, 管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日定价效应变量  $FAR_1$  以及 0 至 3 个交易日定价效应变量  $FAR_3$  也均在 1% 水平下显著负相关。这一结果表明, 随着业绩预告形式精确性提高, 预告期间的平均超额收益也提高。以上结果说明, 高形式精确性业绩预告导致更高的平均超额收益率, 具有更高的信息含量, 从而使业绩预告信息得到更有效的释放。从业绩预告误差精确性与业绩预告形式精确性对定价效应的作用结果上看, 业绩预告形式上精确性的信息在定价过程中更容易被投资者识别与利用, 作用关系更为显著, 形式上更精确性的业绩预告对于业绩预告信息释放的效果更好, 投资者从定价上给予了积极的反应。

#### (2) 预告至宣告期间业绩预告精确性对换手效应及定价效应的影响

表 6.6 中列示了管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告至盈余宣告期间的换手效应与定价效应作用的检验结果, 即对模型(6.5)-(6.8)进行回归检验的结果。

表 6.6 业绩预告精确性对预告至宣告期间换手效应及定价效应影响的回归检验

变量	$F\_AAC_n$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$	$F\_AAR_n$
<i>Constant</i>	1.426*** (16.5)	1.499*** (20.6)	-0.076*** (-3.46)	-0.097*** (-5.14)
<i>Forecast_Error</i>	-0.039*** (-6.29)		0.001 (0.78)	
<i>Forecast_Type</i>		-0.171*** (-6.76)		-0.002 (-0.31)

续表 6.6

<i>Bonus</i>	1.506*** (26.5)	1.548*** (27.7)	-0.030** (-2.09)	-0.031** (-2.14)
<i>Age</i>	-0.016*** (-8.87)	-0.015*** (-8.53)	0.001** (2.15)	0.001** (2.16)
<i>Size</i>	-0.032*** (-27.4)	-0.030*** (-27.8)	-0.001*** (-4.53)	-0.001*** (-4.38)
<i>Roe</i>	-0.001 (-0.65)	-0.001 (-1.55)	0.002*** (8.58)	0.002*** (11.0)
<i>Lev</i>	-0.003*** (-5.00)	-0.004*** (-8.57)	0.000** (2.24)	0.000*** (2.84)
<i>BM</i>	-0.003 (-1.40)	-0.003* (-1.82)	0.001** (2.17)	0.001*** (2.92)
<i>Z</i>	-0.066*** (-2.59)	-0.016 (-0.66)	0.001 (0.11)	-0.000 (-0.025)
<i>Market _ Rate</i>	-0.100 (-0.78)	-0.063 (-0.53)	-0.012 (-0.35)	-0.003 (-0.10)
<i>Volatility</i>	-0.010 (-0.12)	-0.073 (-0.99)	-0.033 (-1.55)	-0.028 (-1.44)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	37101	42902	37101	42902
$R^2$	0.08	0.08	0.02	0.02
调整的 $R^2$	0.081	0.080	0.020	0.019
<i>F</i> 检验	91.74***	105.1***	21.70***	23.81***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

表 6.6 中的结果显示：首先，管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast \_ Error* 与业绩预告至盈余宣告期间换手效应变量  $F\_AAC_n$  在 1% 水平下显著负相关，这一结果表明，业绩预告误差精确性越高，业绩预告至盈余宣告期间的换手效应越强，即平均超额换手率越高，信息释放效应更大；其次，管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast \_ Type* 与业绩预告至盈余宣告期间换手效应变量  $F\_AAC_n$  也在 1% 水平下显著负相关。以上结果表明，无论对于误差精确性还是形式精确性，业绩预告精确性越高，业绩预告至盈余宣告期间的换手效应越强，预告信息释放程度越高，业绩变动风险得到提前释放，避免了盈余宣告后引起的波动。以上关于误差精确性及形式精确性对业绩预告期间换手效应的作

用关系表明,精确的管理层业绩预告能够更有效地促进业绩预告信息的释放。

同时,表 6.6 中的结果也显示,管理层业绩预告精确性变量 *Forecast\_Error*、*Forecast\_Type* 与业绩预告至盈余宣告期间的定价效应变量的关系在统计上不显著,这一结果表明,管理层业绩预告精确性选择并没有对业绩预告至盈余宣告期间的定价效应产生显著作用,即没有显著影响这一期间定价信息风险的释放。

### 6.1.3 稳健性测试

由前文均值对比检验结果可以看出管理层业绩预告精确性高的公司与精确性低的公司,在成立年限、财务风险、市场占有率、盈余波动性等方面差异显著,因而样本可能存在选择性偏误。为了解决这一问题,本文将业绩预告形式精确性变量 *Forecast\_Type* 等于 1 的公司设为处理组,将 *Forecast\_Type* 等于 0 的公司设为控制组,进行 1:1 匹配,运用匹配后的样本重新对模型(6.2)、(6.4)、(6.6)、(6.8)进行回归。另外,本文设计虚拟变量 *DForecast\_Error*,以原业绩预告误差精确性变量 *Forecast\_Error* 均值为界,业绩预告误差大于等于均值则 *DForecast\_Error* 取 1,否则取 0。将 *DForecast\_Error* 等于 1 的公司设为处理组, *DForecast\_Error* 等于 0 的公司设为控制组,进行 1:1 匹配,运用匹配后的样本对模型(6.1)、(6.3)、(6.5)、(6.7)重新进行回归。回归结果如下:

表 6.7 业绩预告精确性对预告期间换手效应影响的回归检验

变量	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAC_1$	$FAC_3$
<i>Constant</i>	1.913*** (12.0)	1.556*** (10.7)	2.813*** (15.6)	2.438*** (15.2)
<i>Forecast_Error</i>	-0.053*** (-6.12)	-0.046*** (-5.82)		
<i>Forecast_Type</i>			-0.199*** (-3.91)	-0.163*** (-3.60)
<i>Bonus</i>	1.657*** (11.9)	1.467*** (11.6)	2.329*** (5.59)	2.012*** (5.40)
<i>Age</i>	-0.019*** (-5.86)	-0.018*** (-6.11)	-0.019*** (-3.18)	-0.018*** (-3.39)
<i>Size</i>	-0.025*** (-9.39)	-0.026*** (-10.6)	-0.030*** (-9.58)	-0.029*** (-10.3)
<i>Roe</i>	0.002 (1.42)	0.001 (0.66)	0.003* (1.67)	0.002 (1.39)
<i>Lev</i>	-0.005*** (-5.00)	-0.003*** (-3.36)	-0.013*** (-10.5)	-0.011*** (-10.2)



续表 6.7

<i>BM</i>	-0.002 (-0.76)	-0.003 (-1.11)	-0.008* (-1.81)	-0.006* (-1.68)
<i>Z</i>	-0.075 (-1.51)	-0.102** (-2.25)	0.143** (2.20)	0.129** (2.23)
<i>Market _ Rate</i>	0.072 (0.33)	0.022 (0.11)	0.357 (1.15)	0.183 (0.66)
<i>Volatility</i>	0.132 (0.99)	0.025 (0.20)	-0.272 (-1.53)	-0.180 (-1.13)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	16938	16938	11349	11349
$R^2$	0.04	0.04	0.07	0.07
调整的 $R^2$	0.041	0.040	0.064	0.063
<i>F</i> 检验	21.33***	20.44***	22.99***	22.82***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

表 6.7 中的结果显示：首先，管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast \_ Error* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  均在 1% 水平下显著负相关，这表明管理层业绩预告误差精确性越高，业绩预告期间的平均超额换手率越高，换手效应越强，信息释放效应越大，这一结果与本文主回归结果一致；其次，管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast \_ Type* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  也均在 1% 水平下显著负相关，这表明业绩预告形式精确性越高，预告期间的换手效应越强，即平均超额换手率越高，该结果与本文主回归结果一致。

表 6.8 业绩预告精确性对预告期间定价效应影响的回归检验

变量	$FAR_1$	$FAR_3$	$FAR_1$	$FAR_3$
<i>Constant</i>	-0.314*** (-2.62)	-0.158** (-2.09)	-0.698*** (-4.85)	-0.399*** (-4.29)
<i>Forecast _ Error</i>	0.003 (0.52)	-0.001 (-0.16)		
<i>Forecast _ Type</i>			-0.058 (-1.42)	-0.045* (-1.71)

续表 6.8

<i>Bonus</i>	-0.411*** (-3.95)	-0.150** (-2.28)	-0.273 (-0.82)	-0.131 (-0.61)
<i>Age</i>	0.002 (0.63)	0.002 (1.07)	0.011** (2.37)	0.006* (1.90)
<i>Size</i>	0.001 (0.32)	0.002 (1.25)	0.003 (1.38)	0.003* (1.95)
<i>Roe</i>	0.019*** (16.3)	0.008*** (11.7)	0.017*** (10.9)	0.008*** (8.34)
<i>Lev</i>	0.003*** (3.62)	0.002*** (3.86)	0.004*** (3.89)	0.002*** (2.84)
<i>BM</i>	-0.005** (-2.38)	-0.002* (-1.71)	0.002 (0.63)	0.004* (1.69)
<i>Z</i>	-0.029 (-0.78)	-0.040* (-1.70)	-0.030 (-0.58)	0.013 (0.38)
<i>Market _ Rate</i>	-0.030 (-0.19)	-0.031 (-0.30)	0.197 (0.79)	0.098 (0.62)
<i>Volatility</i>	-0.302*** (-3.05)	-0.267*** (-4.26)	-0.482*** (-3.38)	-0.329*** (-3.58)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	16938	16938	11349	11349
$R^2$	0.02	0.01	0.02	0.01
调整的 $R^2$	0.021	0.012	0.015	0.010
<i>F</i> 检验	10.90***	6.51***	6.03***	4.35***

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源: 本文整理

表 6.8 中的结果显示, 首先, 管理层业绩预告误差精确性变量 *Forecast \_ Error* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  无显著相关性, 该结果与本文主回归结果一致。其次, 管理层业绩预告形式精确性变量 *Forecast \_ Type* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日定价效应变量  $FAR_1$  负相关, 但统计上不显著; 业绩预告形式精确性变量与业绩预告期间 0 至 3 个交易日定价效应变量  $FAR_3$  在 10% 水平下显著负相关。这一结果表明, 业绩预告形式精确性越高, 预告期间的平均超额收益也越高, 这说明高形式精确性业绩预告具有更高的信息含量, 业绩预告信息释放效果更好, 投资者在定价上给予积极的反应, 这一结论也与本文主回归结果一致。

表6.9 业绩预告精确性对预告至宣告期间换手效应及定价效应影响的回归检验

变量	$F\_AAC_n$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$	$F\_AAR_n$
<i>Constant</i>	1.063*** (10.1)	1.661*** (13.8)	-0.054* (-1.92)	-0.211*** (-6.28)
<i>Forcast _Error</i>	-0.033*** (-5.72)		0.002 (1.22)	
<i>Forcast _Type</i>		-0.126*** (-3.69)		-0.000 (-0.031)
<i>Bonus</i>	1.097*** (11.9)	1.874*** (6.71)	-0.083*** (-3.41)	-0.005 (-0.060)
<i>Age</i>	-0.014*** (-6.39)	-0.015*** (-3.87)	0.001 (1.54)	0.002* (1.88)
<i>Size</i>	-0.029*** (-16.4)	-0.027*** (-13.0)	-0.002*** (-3.41)	-0.001 (-1.36)
<i>Roe</i>	-0.002** (-2.19)	0.001 (0.79)	0.002*** (6.84)	0.003*** (7.85)
<i>Lev</i>	-0.002*** (-3.34)	-0.010*** (-11.7)	0.000*** (2.91)	0.001*** (4.19)
<i>BM</i>	-0.001 (-0.42)	0.000 (0.15)	0.000 (0.54)	0.002*** (2.58)
<i>Z</i>	-0.035 (-1.06)	0.110** (2.53)	0.005 (0.51)	-0.006 (-0.50)
<i>Market _Rate</i>	0.107 (0.74)	0.080 (0.39)	0.020 (0.51)	0.061 (1.06)
<i>Volatility</i>	-0.139 (-1.58)	-0.209* (-1.75)	-0.051** (-2.18)	0.014 (0.43)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	16938	11349	16938	11349
$R^2$	0.06	0.09	0.02	0.02
调整的 $R^2$	0.063	0.092	0.021	0.017
<i>F</i> 检验	32.40***	33.79***	11.23***	6.71***

注：\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

资料来源：本文整理

表 6.9 中的结果显示：管理层业绩预告误差精确性变量 *Forcast \_Error* 与业绩预告

至盈余宣告期间换手效应变量  $F\_AAC_n$  在 1% 水平下显著负相关, 这表明, 业绩预告误差精确性越高, 业绩预告至盈余宣告期间的平均超额换手率越高, 换手效应越强; 管理层业绩预告形式精确性变量  $Forecast\_Type$  与业绩预告至盈余宣告期间换手效应变量  $F\_AAC_n$  也在 1% 水平下显著负相关, 这说明业绩预告形式精确性越高, 预告至盈余宣告期间的平均超额换手率越高, 换手效应越强。以上检验结果均与主回归结果一致。

表 6.9 中的结果也显示, 管理层业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$ 、形式精确性变量  $Forecast\_Type$  均与业绩预告至盈余宣告期间的定价效应变量在统计上无显著关系, 这一结果表明, 管理层业绩预告精确性没有对业绩预告至盈余宣告期间的定价效应产生显著作用, 这一结果与主回归结论一致。

## 6.2 业绩预告择机对经济后果的影响

### 6.2.1 研究设计

#### 1. 样本选择

在本部分的实证研究中, 选取总样本中 2007 年 1 季度-2017 年 4 季度沪深 A 股上市公司所有业绩预告样本实证检验业绩预告日历择机以及期限择机对换手效应与定价效应的影响。在以上样本中均剔除金融行业公司及数据缺失样本。另外为消除异常值的影响, 本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 winsorize 处理, 最终确定观测值以每次模型检验中所列示的样本数为准。业绩预告数据及公司财务数据均来源于 wind 数据库, 股票交易数据来自于 ccer 数据库。

#### 2. 变量定义与度量

本部分研究中, 涉及到的研究变量如下: 首先, 自变量与因变量包括: 业绩预告择机变量(分别以业绩预告日历择机  $Holiday$  及业绩预告期限择机  $Forecast\_Date$ ); 业绩预告期间定价效应  $FAR_1$ 、 $FAR_3$ 、换手效应  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  以及业绩预告至宣告期间的定价效应  $F\_AAR_n$ 、换手效应  $F\_AAC_n$ 。其次, 控制变量包括控制变量包括高管持股比例(以  $Bonus$  表示)、公司成立的年限(以  $Age$  表示)、公司规模(以  $Size$  表示)、公司经营业绩(以  $Roe$  表示)、财务杠杆(以  $Lev$  表示)、市场预期(用  $BM$  表示)、财务状况(以  $Z$  表示)、市场竞争状况(用  $Market\_Rate$  表示), 公司的盈余波动情况(用  $Volatility$  表示)以及行业因素(用  $IND$  表示)。

以上变量的具体定义及度量详见第四章。

#### 3. 回归模型设计

## (1) 预告期间业绩预告择机对换手效应及定价效应的影响

首先, 本文设计了模型(6.9)、(6.10)检验管理层业绩预告日历择机及期间择机对业绩预告期间换手效应的影响。

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Holiday + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.9)$$

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Date + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.10)$$

在具体实证研究中, 将分别用 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日的平均超额换手率  $FAC_1$  及  $FAC_3$  表示  $FAC_n$ 。

其次, 本文设计了模型(6.11)、(6.12)检验管理层业绩预告日历择机及期间择机对业绩预告期间定价效应的影响。

$$\begin{aligned} FAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Holiday + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.11)$$

$$\begin{aligned} FAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Date + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.12)$$

在具体实证研究中, 将分别用 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日的平均超额收益率  $FAR_1$  及  $FAR_3$  表示  $FAR_n$ 。

## (2) 预告至宣告期间业绩预告择机对换手效应及定价效应的影响

首先, 本文设计了模型(6.13)、(6.14)检验管理层业绩预告日历择机及期限择机对业绩预告至宣告期间换手效应的影响。

$$\begin{aligned} F\_AAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Holiday + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.13)$$

$$\begin{aligned} F\_AAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Date + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev \\ & + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6.14)$$

在具体实证研究中,  $F\_AAC_n$  将分别以样本公司预告至宣告期间的平均超额换手率

表示。

其次,本文设计了模型(6.15)、(6.16)检验管理层业绩预告日历择机及期限择机对业绩预告至宣告期间定价效应的影响。

$$F\_AAR_n = \alpha_0 + \alpha_1 Holiday + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (6.15)$$

$$F\_AAR_n = \alpha_0 + \alpha_1 Forecast\_Date + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev + \alpha_7 BM + \alpha_8 Z + \alpha_9 Market\_Rate + \alpha_{10} Volatility + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (6.16)$$

在具体实证研究中,  $F\_AAR_n$  将分别以样本公司预告至宣告期间的平均超额收益率表示。

## 6.2.2 实证结果分析

### 1. 描述性统计

为了检验管理层业绩预告日历择机及期间择机对管理层业绩预告经济后果的影响,本文分别以业绩预告日历择机变量  $Holiday$  及期限择机变量  $Forecast\_Date$  为基础划分样本组,进行均值对比检验。

首先,本文以业绩预告日历择机变量  $Holiday$  为基础划分样本组,将在非交易日发布业绩预告的样本划分为 **HIGH** 组,将在交易日发布业绩预告的样本划分为 **LOW** 组。对两组样本的在预告期间换手效应  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  与定价效应  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  的差异,预告至宣告期间换手效应  $F\_AAC_n$  与定价效应  $F\_AAR_n$  的差异以及控制变量的均值进行了对比检验,结果如表 6.10 所示。

表 6.10 按  $Holiday$  变量分组的各变量均值检验

	(1)LOW	(2)HIGH	(2)-(1) <sup>a</sup>		(3)LOW	(4)HIGH	(4)-(3) <sup>a</sup>
面板 A (预告期间换手与定价效应)							
$FAC_1$	0.232 (34316)	0.052 (8585)	-0.180***	$FAR_1$	-0.068 (34316)	-0.140 (8585)	-0.072***
$FAC_3$	0.099 (34316)	-0.048 (8585)	-0.147***	$FAR_3$	-0.031 (34316)	-0.076 (8585)	-0.045***
面板 B (预告至宣告期间换手与定价效应)							

续表 6.10

$F\_AAC_n$	-0.083 (34316)	-0.146 (8585)	-0.063***	$F\_AAR_n$	-0.025 (34316)	-0.047 (8585)	-0.022***
面板 C (控制变量)							
<i>Bonus</i>	0.076 (34316)	0.074 (8585)	-0.002	<i>BM</i>	4.503 (34316)	4.427 (8585)	-0.075*
<i>Age</i>	15.633 (34316)	16.269 (8585)	0.636***	<i>Z</i>	0.318 (34316)	0.348 (8585)	0.030***
<i>Size</i>	17.517 (34316)	17.684 (8585)	0.167**	<i>Market _Rate</i>	0.022 (34316)	0.023 (8585)	0.001
<i>Roe</i>	4.392 (34316)	3.011 (8585)	-1.381***	<i>Volatility</i>	0.090 (34316)	0.093 (8585)	0.003**
<i>Lev</i>	44.158 (34316)	44.233 (8585)	0.074				

注：a.该列为均值差异值；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ；b.均值下方括号中为样本量

资料来源：本文整理

表 6.10 中的结果显示，在非交易日发布业绩预告的样本组(HIGH 组)预告期间的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  的均值、预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  均值，均在 1% 水平下显著低于在交易日发布业绩预告的样本组(LOW 组)，这一结果表明，在非交易日发布业绩预告的样本公司比在交易日发布业绩预告的样本公司在预告期间、预告至宣告期间具有相对更低的平均超额换手率，这一结果说明，在非交易日发布业绩预告的公司信息释放效应相对更小；同时，在非交易日发布业绩预告的样本组(HIGH 组)预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  的均值、预告至宣告期间定价效用变量  $F\_AAR_n$  的均值，也均在 1% 水平下显著低于在交易日发布业绩预告的样本组(LOW 组)，这一结果表明，在非交易日发布业绩预告的样本公司比在交易日发布业绩预告的样本公司在预告期间、预告至宣告期间具有相对更低的平均超额收益率，这一结果说明，在非交易日发布业绩预告的公司在定价上受到相对更多的消极反应，信息释放也较慢。以上结果与本文预期一致。表 6.10 中关于控制变量的结果显示，在非交易日发布业绩预告的样本公司比在交易日发布业绩预告的样本公司具有显著更长的成立年限、更大的规模、更高的财务风险以及盈余波动性，而且业绩显著更差，市账比相对较低。

其次，本文分别以 *Forecast\_Date* 变量的均值及中位数为分组依据，将样本分为长周期 HIGH 样本组及短周期 LOW 样本组，分别检验两组样本在预告期间换手效应  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  与定价效应  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  的差异以及预告至宣告期间换手效应  $F\_AAC_n$ 、与定价效应  $F\_AAR_n$  的差异。表 6.11 中列示了以上检验的结果。

表 6.11 按 *Forecast \_ Date* 变量均值及中位数分组的各变量均值检验

	均值			中位数		
	(1)LOW	(2)HIGH	(2)-(1) <sup>a</sup>	(3)LOW	(4)HIGH	(4)-(3) <sup>a</sup>
面板 A (预告期间换手与定价效应)						
<i>FAC</i> <sub>1</sub>	0.207 (24814)	0.181 (18087)	-0.026	0.233 (21299)	0.160 (21602)	-0.073***
<i>FAC</i> <sub>3</sub>	0.071 (24814)	0.066 (18087)	-0.005	0.087 (21299)	0.051 (21602)	-0.036**
<i>FAR</i> <sub>1</sub>	-0.044 (24814)	-0.134 (18087)	-0.089***	-0.048 (21299)	-0.115 (21602)	-0.067***
<i>FAR</i> <sub>3</sub>	-0.025 (24814)	-0.060 (18087)	-0.035***	-0.032 (21299)	-0.047 (21602)	-0.015*
面板 B (预告至宣告期间换手与定价效应)						
<i>F _ AAC</i> <sub><i>n</i></sub>	-0.077 (24814)	-0.122 (18087)	-0.045***	-0.064 (21299)	-0.128 (21602)	-0.064***
<i>F _ AAR</i> <sub><i>n</i></sub>	-0.015 (24814)	-0.050 (18087)	-0.035***	-0.016 (21299)	-0.044 (21602)	-0.028***
面板 C (控制变量)						
<i>Bonus</i>	0.070 (24814)	0.085 (18087)	0.015***	0.068 (21299)	0.083 (21602)	0.015***
<i>Age</i>	16.151 (24814)	15.225 (18087)	-0.926***	16.190 (21299)	15.337 (21602)	-0.853***
<i>Size</i>	17.881 (24814)	17.097 (18087)	-0.784***	17.811 (21299)	17.294 (21602)	-0.517***
<i>Roe</i>	3.365 (24814)	5.146 (18087)	1.781***	3.178 (21299)	5.040 (21602)	1.861***
<i>Lev</i>	44.791 (24814)	43.325 (18087)	-1.466***	44.784 (21299)	43.570 (21602)	-1.214***
<i>BM</i>	4.602 (24814)	4.331 (18087)	-0.271***	4.674 (21299)	4.304 (21602)	-0.370***
<i>Z</i>	0.335 (24814)	0.310 (18087)	-0.025***	0.334 (21299)	0.314 (21602)	-0.020***
<i>Market _ Rate</i>	0.024 (24814)	0.019 (18087)	-0.005***	0.024 (21299)	0.020 (21602)	-0.004***



续表 6.11

<i>Volatility</i>	0.093 (24814)	0.086 (18087)	-0.007***	0.094 (21299)	0.086 (21602)	-0.007***
-------------------	------------------	------------------	-----------	------------------	------------------	-----------

注：a.该列为均值差异值；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ ；b.均值下方括号中为样本量  
资料来源：本文整理

表 6.11 中的结果显示，无论以业绩预告期间择机变量 *Forecast \_Date* 均值还是中位数分组，第一，预告期限长的组(HIGH 组)在预告期间的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  的均值都小于预告期限短的组(LOW 组)，但是只有以中位数分组时在统计上显著；第二，预告期限长的组(HIGH 组)在预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  的均值均在 1% 水平下显著小于预告期限短的组(LOW 组)；第三，预告期限长的组(HIGH 组)在预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  的均值以及定价效应变量  $F\_AAR_n$  的均值均在 1% 水平下显著小于预告期限短的组(LOW 组)。以上结果表明，预告期限长的样本组的平均超额换手率以及平均超额收益率都小于预告期限短的样本组。本文认为，预告期限长的样本公司通过及时进行预告，给予市场较长的反应时间，从而使得平均的超额换手率及平均的超额收益率相对较低。

另外，表 6.11 中对于控制变量的对比检验结果显示，无论以业绩预告期间择机变量 *Forecast \_Date* 均值还是中位数分组，预告期限长的样本组(HIGH 组)比预告期限短的样本组(LOW 组)具有显著更高的高管持股比例、更好的业绩，但成立年限相对较短、规模相对较小、财务杠杆较低、财务风险较小、市场份额及盈余波动性也较小。

## 2. Pearson 相关检验

表 6.12 列示了业绩预告日历择机变量 *Holiday* 及期限择机变量 *Forecast \_Date* 与业绩预告经济后果各变量之间的 Pearson 相关系数及显著性检验。

表 6.12 各研究变量的 Pearson 相关系数检验

	<i>Holiday</i>	<i>Forecast _Date</i>	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAR_1$	$FAR_3$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$
<i>Holiday</i>	1							
<i>Forecast _Date</i>	-0.063***	1						
$FAC_1$	-0.040***	-0.014***	1					
$FAC_3$	-0.037***	-0.006	0.952***	1				
$FAR_1$	-0.018***	-0.018***	0.103***	0.142***	1			
$FAR_3$	-0.018***	-0.006	0.065***	0.162***	0.804***	1		

续表 6.12

$F\_AAC_n$	-0.028***	-0.018***	0.749***	0.798***	0.086***	0.126***	1	
$F\_AAR_n$	-0.025***	-0.057***	-0.000	0.035***	0.426***	0.487***	0.169***	1
<i>Bonus</i>	-0.014***	0.055***	0.202***	0.197***	-0.018***	-0.012**	0.203***	-0.022***
<i>Age</i>	0.049***	-0.085***	-0.142***	-0.131***	0.024***	0.020***	-0.116***	0.019***
<i>Size</i>	0.012***	-0.024***	-0.177***	-0.175***	0.026***	0.019***	-0.191***	-0.002
<i>Roe</i>	-0.059***	0.112***	0.067***	0.064***	0.109***	0.082***	0.042***	0.052***
<i>Lev</i>	0.008*	-0.046***	-0.145***	-0.147***	-0.001	-0.002	-0.160***	0.004
<i>BM</i>	-0.005	-0.041***	0.007	0.013***	0.016***	0.017***	0.030***	0.031***
<i>Z</i>	0.034***	-0.019***	-0.115***	-0.117***	-0.015***	-0.017***	-0.130***	-0.011**
<i>Market_Rate</i>	0.005	-0.036***	-0.013***	-0.013***	0.004	0.005	-0.009**	0.007
<i>Volatility</i>	0.013***	-0.050***	-0.027***	-0.031***	-0.019***	-0.020***	-0.045***	-0.004

续表 6.12

	<i>Bonus</i>	<i>Age</i>	<i>Size</i>	<i>Roe</i>	<i>Lev</i>	<i>BM</i>	<i>Z</i>	<i>Market_Rate</i>	<i>Volatility</i>
<i>Bonus</i>	1								
<i>Age</i>	-0.231***	1							
<i>Size</i>	-0.253***	0.179***	1						
<i>Roe</i>	0.081***	-0.083***	0.026***	1					
<i>Lev</i>	-0.299***	0.167***	0.245***	-0.184***	1				
<i>BM</i>	-0.048***	0.078***	-0.095***	-0.043***	0.015***	1			
<i>Z</i>	-0.221***	0.127***	0.244***	-0.238***	0.648***	-0.164***	1		
<i>Market_Rate</i>	-0.051***	0.044***	0.064***	0.020***	0.058***	-0.040***	0.050***	1	
<i>Volatility</i>	-0.082***	0.029***	0.098***	-0.002	0.275***	0.021***	0.182***	0.043***	1

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

资料来源：本文整理

首先，表 6.12 中的结果显示，业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与业绩预告期间换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  在 1% 水平显著负相关，这一结果表明，非交易日发布的业绩预

告与低的业绩预告期间平均超额换手率相关,表明非交易日发布的业绩预告相对于交易日发布的业绩预告具有更差的信息释放效应;业绩预告日历择机变量  $Holiday$  与业绩预告期间定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  也在 1%水平显著负相关,这一结果表明,非交易日发布的业绩预告与预告期间更低的平均超额收益率相关,市场在定价中可能给予在非交易日发布的业绩预告更多的负面反应。同时,表 6.12 中的结果显示,业绩预告日历择机变量  $Holiday$ 与预告至宣告期间换手效应变量  $F\_AAC_n$  以及定价效应变量  $F\_AAR_n$  均在 1%水平显著负相关,这一结果表明,在非交易日发布的业绩预告与预告至宣告期间低的平均超额换手率以及平均超额收益率相关,降低了预告信息在预告至宣告期间的释放,并且,相对于在交易日发布的业绩预告,市场在定价中也对在非交易日发布业绩预告公司的信息给予消极反应,具有相对更低的超额收益率。

其次,表 6.12 中的结果也显示,业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  与业绩预告期间换手效应变量  $FAC_1$  以及定价效应变量  $FAR_1$  均在 1%水平显著负相关,这一结果表明,较长的预告期限与业绩预告期间较低的平均超额换手率及平均超额收益率相关。同时,表 6.12 中的结果显示,业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  与预告至宣告期间换手效应变量  $F\_AAC_n$  以及定价效应变量  $F\_AAR_n$  均在 1%水平显著负相关,这一结果表明,采用较长期限发布业绩预告与预告至宣告期间较低的平均超额换手率以及平均超额收益率相关。对于以上结果,本文认为,采用长期间的业绩预告可以给市场提供充分的信息释放时间,从而降低了平均的换手与定价反应。

其他控制变量与业绩预告换手效应及定价效应变量也大部分具有显著相关关系,本文将在后面的多元回归检验中控制这些因素的影响。

以上单变量相关检验的结果有待于在控制其他因素影响后的进一步多元回归检验。

### 3.多元回归检验

#### (1)管理层业绩预告择机对业绩预告期间换手效应及定价效应的影响

本文利用选取的样本对模型(6.9)、(6.10)进行了回归检验,在控制其他变量影响的情形下,研究管理层业绩预告日历择机及期间择机对预告期间换手效应影响。表 6.13 列示了该检验的回归结果。

表6.13 业绩预告日历择机及期限择机对预告期间换手效应影响的回归检验

变量	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAC_1$	$FAC_3$
<i>Constant</i>	2.268*** (21.1)	1.972*** (20.4)	2.403*** (22.1)	2.055*** (20.9)

续表 6.13

<i>Holiday</i>	-0.126*** (-4.34)	-0.106*** (-4.05)		
<i>Forecast _ Date</i>			-0.002*** (-7.92)	-0.001*** (-5.61)
<i>Bonus</i>	2.068*** (24.8)	1.876*** (25.0)	2.089*** (25.1)	1.890*** (25.2)
<i>Age</i>	-0.020*** (-8.01)	-0.018*** (-7.73)	-0.021*** (-8.35)	-0.018*** (-7.99)
<i>Size</i>	-0.033*** (-20.7)	-0.032*** (-22.1)	-0.033*** (-20.5)	-0.032*** (-22.0)
<i>Roe</i>	0.004*** (3.65)	0.003*** (2.90)	0.006*** (4.60)	0.004*** (3.62)
<i>Lev</i>	-0.007*** (-9.28)	-0.005*** (-8.51)	-0.007*** (-9.32)	-0.005*** (-8.52)
<i>BM</i>	-0.007*** (-2.63)	-0.006*** (-2.41)	-0.008*** (-2.88)	-0.006*** (-2.59)
<i>Z</i>	-0.028 (-0.80)	-0.025 (-0.80)	-0.030 (-0.86)	-0.027 (-0.86)
<i>Market _ Rate</i>	0.038 (0.22)	-0.064 (-0.40)	0.001 (0.0034)	-0.088 (-0.55)
<i>Volatility</i>	0.141 (1.28)	0.079 (0.79)	0.098 (0.89)	0.050 (0.50)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	42901	42901	42901	42901
$R^2$	0.06	0.06	0.06	0.06
调整的 $R^2$	0.063	0.061	0.064	0.061
<i>F</i> 检验	80.80***	78.44***	82.10***	78.89***

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源: 本文整理

在控制了其他因素影响后,表 6.13 中的结果显示,首先,管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日、0 至 3 个交易日的换手效应均在 1% 水平下显著负相关。这一结果表明,当管理层选择在非交易日进行预告时,相对于在交易日预告,平均超额换手率更低,这意味着在相对于交易日,在非交易日发布业绩预告,预告信息释放得更慢;反之,在交易日发布业绩预告则可以促进预告信息有效释放。其次,

管理层业绩预告期间择机变量 *Forecast \_ Date* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日、0 至 3 个交易日的换手效应变量均在 1% 水平下显著负相关, 该结果表明, 管理层业绩预告期间越长, 即预告日期与宣告日期间隔越长, 则业绩预告期间的超额换手率越低。本文认为, 当管理层选择较长期限进行业绩预告时, 可能因为距离实际盈余宣告期较长, 给予投资者更长的反应时间, 则对较长期限预告的信息反应较低, 反之, 当预告期限较短时, 由于反应时间较短, 对预告信息的反应则更为强烈。

表 6.14 中列示了利用选取的样本对模型(6.11)、(6.12)进行了回归检验, 管理层业绩预告日历择机及期限择机对预告期间定价效应的影响。

表6.14 业绩预告日历择机及期限择机对预告期间定价效应影响的回归检验

变量	$FAR_1$	$FAR_3$	$FAR_1$	$FAR_3$
<i>Constant</i>	-0.482*** (-6.13)	-0.280*** (-5.59)	-0.404*** (-5.06)	-0.257*** (-5.05)
<i>Holiday</i>	-0.051** (-2.39)	-0.034** (-2.53)		
<i>Forecast _ Date</i>			-0.001*** (-6.02)	-0.000*** (-3.09)
<i>Bonus</i>	-0.204*** (-3.35)	-0.092** (-2.37)	-0.193*** (-3.16)	-0.088** (-2.27)
<i>Age</i>	0.004* (1.90)	0.003** (2.56)	0.003* (1.65)	0.003** (2.41)
<i>Size</i>	0.001 (1.01)	0.001 (1.41)	0.001 (1.11)	0.001 (1.48)
<i>Roe</i>	0.021*** (23.9)	0.010*** (17.6)	0.022*** (24.5)	0.010*** (18.0)
<i>Lev</i>	0.002*** (3.48)	0.001*** (3.03)	0.002*** (3.45)	0.001*** (3.03)
<i>BM</i>	0.005** (2.53)	0.003*** (2.78)	0.005** (2.34)	0.003*** (2.67)
<i>Z</i>	-0.016 (-0.62)	-0.023 (-1.36)	-0.017 (-0.65)	-0.023 (-1.41)
<i>Market _ Rate</i>	-0.057 (-0.44)	-0.005 (-0.063)	-0.078 (-0.60)	-0.012 (-0.15)
<i>Volatility</i>	-0.424*** (-5.22)	-0.278*** (-5.37)	-0.447*** (-5.50)	-0.287*** (-5.53)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制

续表 6.14

<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	42901	42901	42901	42901
$R^2$	0.02	0.01	0.02	0.01
调整的 $R^2$	0.017	0.011	0.018	0.011
$F$ 检验	21.80***	13.68***	22.67***	13.76***

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源: 本文整理

在控制了其他因素的影响后,表 6.14 中的结果显示,首先,管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与业绩预告期间定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  均在 5% 水平下显著负相关,这一结果表明,管理层如果更多选择在非交易日发布业绩预告,则业绩预告期间的平均超额收益率越低。反之,管理层如果选择在交易日发布业绩预告,则平均超额收益率更高。以上结果说明,在非交易日发布业绩预告可能降低了市场对预告信息在定价上的反应,并且,市场对于在非交易日发布预告可能会给予消极的负面反应;相反,在交易日发布业绩预告,更有利于投资者在定价上释放信息,并且可能给予了交易日发布的业绩预告更为积极的正面反应。其次,管理层业绩预告期间择机变量 *Forecast\_Date* 与业绩预告期间定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  均在 1% 水平下显著负相关,这一结果表明,管理层业绩预告期间越长,业绩预告期间的平均超额收益率越低。根据这一结果,本文认为,业绩预告期间越长时,给予投资者更长的反应时间,则对较长期限预告的信息反应较低,市场对预告信息在定价上的反应也较低。

#### (2) 管理层业绩预告择机对业绩预告至盈余宣告期间经济后果的影响

表 6.15 中列示了对模型(6.13)-(6.16)进行了回归检验,在控制其他变量影响的情形下,研究管理层业绩预告日历择机及期间择机对预告至宣告期间换手效应及定价效应影响。表 6.15 列示了该检验的回归结果。

表6.15 业绩预告日历择机及期限择机对预告至宣告期间换手效应及定价效应影响的回归检验

变量	$F\_AAC_n$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$	$F\_AAR_n$
<i>Constant</i>	1.417*** (19.7)	1.491*** (20.4)	-0.096*** (-5.17)	-0.051*** (-2.74)
<i>Holiday</i>	-0.040** (-2.03)		-0.016*** (-3.27)	

续表 6.15

<i>Forecast _ Date</i>		-0.001*** (-6.13)		-0.001*** (-14.1)
<i>Bonus</i>	1.574*** (28.2)	1.584*** (28.4)	-0.031** (-2.15)	-0.025* (-1.73)
<i>Age</i>	-0.014*** (-8.39)	-0.015*** (-8.64)	0.001** (2.21)	0.001* (1.66)
<i>Size</i>	-0.030*** (-28.2)	-0.030*** (-28.1)	-0.001*** (-4.46)	-0.001*** (-4.29)
<i>Roe</i>	-0.001 (-1.31)	-0.001 (-0.61)	0.002*** (10.9)	0.003*** (12.4)
<i>Lev</i>	-0.004*** (-8.87)	-0.004*** (-8.91)	0.000*** (2.79)	0.000*** (2.70)
<i>BM</i>	-0.003* (-1.90)	-0.004** (-2.08)	0.001*** (2.93)	0.001** (2.52)
<i>Z</i>	-0.019 (-0.79)	-0.019 (-0.81)	0.000 (0.027)	0.000 (0.0033)
<i>Market _ Rate</i>	-0.074 (-0.63)	-0.094 (-0.79)	-0.003 (-0.11)	-0.015 (-0.49)
<i>Volatility</i>	-0.081 (-1.09)	-0.102 (-1.37)	-0.027 (-1.39)	-0.039** (-2.02)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	42901	42901	42901	42901
$R^2$	0.08	0.08	0.02	0.02
调整的 $R^2$	0.079	0.080	0.019	0.023
<i>F</i> 检验	103.8***	104.8***	24.14***	29.45***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

表 6.15 中的结果显示：首先，管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在 5% 水平下显著负相关。业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  也在 1% 水平下显著负相关。以上结果表明，当管理层选择在非交易日进行预告时，相对于在交易日预告，业绩预告至宣告期间的平均超额换手率更低，平均超额收益率也更低。这意味着从换手效应上来说，相对于交易日，在非交易日发布业绩预告，预告信息在预告至宣告期间释放得更慢。反之，在交易

日发布业绩预告则可以促进预告信息在预告至宣告期间有效释放；对于定价效应而言，当管理层选择在非交易日发布业绩预告时，预告至宣告期间的平均超额收益率将更低。相对于在交易日发布的业绩预告，市场对于在非交易日发布的业绩预告给予了消极的负面反应。

其次，管理层业绩预告期间择机变量  $Forecast\_Date$  与预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在 1% 水平下显著负相关，这表明管理层采用越长的预告期间进行预告，则预告至宣告期间的超额换手率越低。业绩预告期间择机变量  $Forecast\_Date$  与预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  也在 1% 水平下显著负相关，这表明管理层采用的业绩预告期间越长，预告至宣告期间的超额收益率就越低。根据以上结果，本文认为，当管理层选择较长期间进行业绩预告时，可能因为距离实际盈余宣告期较长，给予投资者更长的反应时间，则对较长期限预告的信息反应较低，反之，当预告期限较短时，由于反应时间较短，对预告信息的反应则更为强烈。从定价效应上，投资者也拥有更长时间吸收信息，从而使得平均超额收益率相对于较短预告期限的业绩预告情形更低。

### 6.2.3 稳健性测试

由前文均值对比检验结果可以看出交易日发布业绩预告的公司与非交易日发布业绩预告的公司，预告期限长的公司与预告期限短的公司，在成立年限、财务风险、盈余波动性等方面存在显著差异，因而可能存在样本选择性偏误。为了解决该问题，本文采用 PSM 方法对样本配对后再进行实证检验。具体为将业绩预告日历择机变量  $Holiday$  等于 1 的公司设为处理组，将  $Holiday$  等于 0 的公司设为控制组，进行 1:1 匹配，运用匹配后的样本重新对模型(6.9)、(6.11)、(6.13)、(6.15)进行回归。另外，本文设计虚拟变量  $DForecast\_Date$ ，以原业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  均值为界，业绩预告期限大于等于均值则  $DForecast\_Date$  取 1，否则取 0。将  $DForecast\_Date$  等于 1 的公司设为处理组， $DForecast\_Date$  等于 0 的公司设为控制组，进行 1:1 匹配，运用匹配后的样本对模型(6.10)、(6.12)、(6.14)、(6.16)重新进行回归。回归结果如下：

表6.16 业绩预告日历择机及期限择机对预告期间换手效应影响的回归检验

变量	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAC_1$	$FAC_3$
<i>Constant</i>	2.089*** (12.7)	1.838*** (12.4)	2.515*** (21.3)	2.212*** (20.7)
<i>Holiday</i>	-0.138*** (-3.95)	-0.129*** (-4.08)		



续表 6.16

<i>Forecast _ Date</i>			-0.002*** (-8.68)	-0.002*** (-6.59)
<i>Bonus</i>	2.333*** (18.4)	2.163*** (18.9)	2.117*** (23.7)	1.971*** (24.4)
<i>Age</i>	-0.019*** (-5.10)	-0.015*** (-4.35)	-0.022*** (-7.47)	-0.020*** (-7.40)
<i>Size</i>	-0.032*** (-13.1)	-0.032*** (-14.3)	-0.031*** (-17.9)	-0.031*** (-19.7)
<i>Roe</i>	0.005*** (2.59)	0.004** (2.31)	0.006*** (4.17)	0.004*** (3.43)
<i>Lev</i>	-0.005*** (-4.83)	-0.004*** (-4.42)	-0.007*** (-8.70)	-0.005*** (-7.53)
<i>BM</i>	-0.007* (-1.83)	-0.006* (-1.74)	-0.006** (-2.12)	-0.007** (-2.49)
<i>Z</i>	-0.050 (-0.94)	-0.048 (-1.01)	-0.086** (-2.18)	-0.086** (-2.41)
<i>Market _ Rate</i>	-0.331 (-1.27)	-0.353 (-1.50)	0.052 (0.24)	-0.110 (-0.56)
<i>Volatility</i>	0.154 (0.94)	0.161 (1.09)	0.077 (0.59)	0.027 (0.23)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	17057	17057	36735	36735
$R^2$	0.07	0.07	0.07	0.07
调整的 $R^2$	0.070	0.071	0.066	0.065
<i>F</i> 检验	36.74***	36.99***	72.92***	71.49***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

表 6.16 中的结果显示，首先，管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日、0 至 3 个交易日的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  均在 1% 水平下显著负相关。这一结果表明，与在交易日预告相比，当管理层在非交易日进行业绩预告时，平均超额换手率更低，信息释放得更慢，这一结论与本文主回归结果一致。其次，管理层业绩预告期间择机变量 *Forecast \_ Date* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日、0 至 3 个交易日的换手效应变量均在 1% 水平下显著负相关，该结果表明，管理层业绩预告期间越长，

业绩预告期间的超额换手率越低, 该结论也与本文主回归结果一致。

表6.17 业绩预告日历择机及期限择机对预告期间定价效应影响的回归检验

变量	$FAR_1$	$FAR_3$	$FAR_1$	$FAR_3$
<i>Constant</i>	-0.508*** (-4.17)	-0.292*** (-3.75)	-0.278*** (-3.24)	-0.162*** (-2.95)
<i>Holiday</i>	-0.047* (-1.81)	-0.040** (-2.40)		
<i>Forecast _ Date</i>			-0.001*** (-6.98)	-0.000*** (-3.87)
<i>Bonus</i>	-0.075 (-0.80)	-0.004 (-0.060)	-0.166** (-2.55)	-0.061 (-1.46)
<i>Age</i>	0.003 (1.01)	0.003 (1.62)	0.001 (0.57)	0.002 (1.55)
<i>Size</i>	0.002 (1.28)	0.002 (1.63)	0.002 (1.37)	0.001 (1.30)
<i>Roe</i>	0.017*** (12.6)	0.008*** (9.26)	0.022*** (22.5)	0.011*** (16.7)
<i>Lev</i>	0.002*** (2.62)	0.001 (1.41)	0.001** (2.23)	0.001** (2.43)
<i>BM</i>	0.009*** (3.00)	0.007*** (3.68)	0.003 (1.35)	0.003* (1.87)
<i>Z</i>	-0.041 (-1.05)	-0.032 (-1.27)	-0.042 (-1.46)	-0.037** (-2.01)
<i>Market _ Rate</i>	0.002 (0.010)	0.029 (0.23)	-0.218 (-1.39)	-0.073 (-0.73)
<i>Volatility</i>	-0.306** (-2.52)	-0.195** (-2.51)	-0.400*** (-4.19)	-0.288*** (-4.72)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	17057	17057	36735	36735
$R^2$	0.02	0.01	0.02	0.01
调整的 $R^2$	0.014	0.01	0.018	0.010
<i>F</i> 检验	7.82***	4.90***	19.13***	11.50***

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源: 本文整理

表 6.17 中的结果显示, 首先, 管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日的定价效应变量  $FAR_1$  在 10% 水平下显著负相关, 与业绩预告期间 0 至 3 个交易日的定价效应变量  $FAR_3$  在 5% 水平下显著负相关, 这一结果表明, 与管理层在交易日发布业绩预告相比, 如果管理层选择在非交易日发布业绩预告, 则业绩预告期间的平均超额收益率更低, 这与本文主回归结论一致。其次, 管理层业绩预告期间择机变量 *Forecast \_ Date* 与业绩预告期间 0 至 1 个交易日、0 至 3 个交易日的定价效应变量均在 1% 水平下显著负相关, 该结果表明, 管理层业绩预告期间越长, 业绩预告期间的平均超额收益率越低, 该结论也与本文主回归结果一致。

表6.18 业绩预告日历择机及期限择机对预告至宣告期间换手效应及定价效应影响的回归检验

变量	$F\_AAC_n$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$	$F\_AAR_n$
<i>Constant</i>	1.319*** (11.9)	1.524*** (19.2)	-0.109*** (-3.76)	-0.025 (-1.25)
<i>Holiday</i>	-0.037 (-1.57)		-0.020*** (-3.31)	
<i>Forecast _ Date</i>		-0.001*** (-6.77)		-0.001*** (-14.6)
<i>Bonus</i>	1.677*** (19.6)	1.670*** (27.9)	-0.031 (-1.40)	-0.017 (-1.14)
<i>Age</i>	-0.013*** (-5.05)	-0.015*** (-7.56)	0.001* (1.66)	-0.000 (-0.18)
<i>Size</i>	-0.030*** (-17.9)	-0.030*** (-25.6)	-0.001* (-1.84)	-0.001*** (-4.56)
<i>Roe</i>	0.000 (0.30)	-0.001 (-0.78)	0.002*** (6.21)	0.002*** (10.4)
<i>Lev</i>	-0.003*** (-4.56)	-0.004*** (-7.29)	0.000** (2.14)	0.001*** (5.04)
<i>BM</i>	-0.002 (-0.95)	-0.004** (-1.98)	0.003*** (3.73)	0.002*** (3.04)
<i>Z</i>	-0.026 (-0.74)	-0.079*** (-2.98)	-0.006 (-0.69)	0.002*** (3.04)
<i>Market _ Rate</i>	-0.289 (-1.64)	-0.134 (-0.93)	-0.015 (-0.33)	-0.006 (-0.16)
<i>Volatility</i>	0.046 (0.42)	-0.198** (-2.26)	-0.051* (-1.76)	-0.051** (-2.33)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制

续表 6.18

<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	17057	36735	17057	36735
$R^2$	0.09	0.08	0.03	0.03
调整的 $R^2$	0.084	0.084	0.023	0.028
$F$ 检验	44.17***	94.04***	12.31***	30.23***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

表 6.18 中的结果显示，首先，管理层业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  负相关，但在统计上不显著。同时，业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  在 1% 水平下显著负相关。这一结果表明，从定价效应上来看，相对于在交易日发布业绩预告，当管理层选择在非交易日发布预告时，预告至宣告期间的平均超额收益率更低，市场对于在非交易日发布的业绩预告给予了消极的负面反应。该结论与本文主回归结论基本一致。

其次，管理层业绩预告期间择机变量 *Forecast\\_Date* 与预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$ 、预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  均在 1% 水平下显著负相关，这一结果表明，管理层采用越长的预告期间进行预告，则预告至宣告期间的平均超额换手率越低，平均超额收益率也越低。这一结论与本文主回归结果一致。

### 6.3 本章小结

本章基于管理层对信息传播方式及时机选择，从换手效应及定价效应两个角度检验了管理层业绩预告精确性及择机选择对业绩预告经济后果的影响。检验结果包括以下两方面：

第一，对业绩预告精确性选择的经济后果的检验结果发现：从换手效应上，误差精确性及形式精确性更高的管理层业绩预告显著地导致预告期间以及预告至宣告更高的平均超额换手率；从定价效应上，形式精确性更高的业绩预告，业绩预告期间的平均超额收益也更高。但是，业绩预告精确性并没有显著影响预告至宣告期间的定价效应。以上结果表明，精确性高的业绩预告更容易被投资者有效利用，加快预告信息释放作用，从而使业绩预告更好地发挥预警作用，同时，市场对于形式精确的业绩预告在预告期间的定价上也给予了相对正面的反应。

第二，对业绩预告择机选择的经济后果的检验发现：从换手效应上，在非交易日发

布的业绩预告导致了更低的预告期间以及预告至宣告期间的平均超额换手率；预告期间越长，预告期间以及预告至宣告期间的平均超额换手率也越低。从定价效应上，在非交易日发布的业绩预告具有更低的预告期间以及预告至宣告期间的平均超额收益率；业绩预告期间越长，预告期间以及预告至宣告期间的平均超额收益率也越低。以上结果表明，非交易日发布的业绩预告容易使预告信息得不到充分反应，市场从定价上也给予消极的负面反应；采用较长预告期间发布的业绩预告可以使投资者有充分的反应时间，从而使信息释放期内的反应比较平缓。

## 第7章 投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果的调节作用

在本章中, 本文将以第三章所分析的理论框架为基础, 实证检验投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果的调节作用, 即分别检验投资者注意力如何影响管理层业绩预告精确性及择机选择对业绩预告期间、预告至宣告期间的换手效应与定价效应。

### 7.1 投资者注意力对预告精确性选择经济后果的调节作用

本节将检验投资者注意力对管理层业绩预告精确性选择的换手效应与定价效应的调节作用。

#### 7.1.1 研究设计

本文设计了以下模型检验投资者注意力对预告精确性经济后果的调节作用。

##### 1. 投资者注意力对预告期间预告精确性经济后果的调节作用

首先, 本文设计了模型(7.1)、(7.2)检验投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性及形式精确性在预告期间换手效应的调节作用。

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Error + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Error + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\ & + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7.1)$$

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Type + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Type + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\ & + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7.2)$$

在具体实证研究中, 将分别用业绩预告后 0 至 1 个交易日以及 0 至 3 个交易日的平均超额换手率  $FAC_1$  及  $FAC_3$  表示  $FAC_n$ 。

其次, 本文设计了模型(7.3)、(7.4)检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告期间定价效应的影响。

$$\begin{aligned} FAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Error + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Error + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\ & + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7.3)$$

$$FAR_n = \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Type + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Type + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age$$

$$\begin{aligned}
& +\alpha_6Size+\alpha_7Roe+\alpha_8Lev+\alpha_9BM+\alpha_{10}Z+\alpha_{11}Market\_Rate+\alpha_{12}Volatility \\
& +\sum IND+\sum Year+\varepsilon_i
\end{aligned} \tag{7.4}$$

在具体实证研究中,将分别用业绩预告后0至1个交易日以及0至3个交易日的平均超额收益率  $FAR_1$  及  $FAR_3$  表示  $FAR_n$ 。

## 2.投资者注意力对预告至宣告期间预告精确性经济后果的调节作用

首先,本文设计了模型(7.5)、(7.6)检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告至宣告期间换手效应的影响。

$$\begin{aligned}
F\_AAC_n &= \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Error + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Error + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\
& + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\
& + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i
\end{aligned} \tag{7.5}$$

$$\begin{aligned}
F\_AAC_n &= \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Type + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Type + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\
& + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\
& + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i
\end{aligned} \tag{7.6}$$

在具体实证研究中,  $F\_AAC_n$  将分别以各家公司预告至宣告期间的平均超额换手率表示。

其次,本文设计了模型(7.7)、(7.8)检验管理层业绩预告误差精确性及形式精确性对业绩预告至宣告期间定价效应的影响。

$$\begin{aligned}
F\_AAR_n &= \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Error + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Error + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\
& + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\
& + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i
\end{aligned} \tag{7.7}$$

$$\begin{aligned}
F\_AAR_n &= \alpha_0 + \alpha_1 IA_{30} + \alpha_2 Forecast\_Type + \alpha_3 IA_{30} \times Forecast\_Type + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\
& + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\
& + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i
\end{aligned} \tag{7.8}$$

在具体实证研究中,  $F\_AAR_n$  将分别以各家公司预告至宣告期间的平均超额收益率表示。

### 7.1.2 实证结果分析

#### 1.投资者注意力对预告期间预告精确性选择经济后果的调节作用

本文利用选择的样本检验了投资者注意力对预告精确性选择在预告期间的换手效应及定价效应的调节作用。表7.1、7.2中列示了该检验的结果。

表7.1中列示了投资者注意力对业绩预告误差精确性及形式精确性在预告期间换手

效应的调节作用。表7.1中的结果显示,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  均在1%水平下显著正相关,系数分别为0.851、0.783,业绩预告形式精确性变量  $Forecast\_Type$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  也均在1%水平下显著正相关,系数分别为0.166、0.132,投资者注意力变量与业绩预告形式精确性变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Type$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  均在1%水平下显著负相关,系数分别为-0.117、-0.099。以上结果表明,随着投资者注意力的提高,业绩预告形式精确性与换手效应之间的正向作用关系更强,即投资者注意力提高强化了业绩预告形式精确性提高所带来的平均超额换手率提高的换手效应,使业绩预告形式精确性导致的预告期间的平均超额换手率随着投资者注意力提高而提高。但是,投资者注意力并没有对业绩预告误差精确性在业绩预告期间的换手效应产生显著的调节作用。

表7.1 投资者注意力对业绩预告精确性选择在预告期间换手效应调节作用的回归检验

变量	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAC_1$	$FAC_3$
<i>Constant</i>	-2.373*** (-22.3)	-2.333*** (-24.5)	-2.280*** (-24.6)	-2.223*** (-27.0)
$IA_{30}$	0.854*** (141)	0.784*** (146)	0.851*** (149)	0.783*** (154)
<i>Forecast\_Error</i>	-0.011 (-1.38)	-0.009 (-1.25)		
$IA_{30} \times$ <i>Forecast\_Error</i>	0.000 (0.013)	0.003 (0.68)		
<i>Forecast\_Type</i>			0.166*** (4.07)	0.132*** (3.64)
$IA_{30} \times$ <i>Forecast\_Type</i>			-0.117*** (-9.61)	-0.099*** (-9.11)
<i>Bonus</i>	0.450*** (6.65)	0.387*** (6.41)	0.416*** (6.16)	0.356*** (5.92)
<i>Age</i>	-0.002 (-0.91)	-0.001 (-0.55)	-0.002 (-0.94)	-0.001 (-0.40)
<i>Size</i>	-0.003** (-2.22)	-0.004*** (-3.53)	-0.004*** (-3.12)	-0.005*** (-4.45)
<i>Roe</i>	0.011*** (9.47)	0.009*** (8.98)	0.009*** (9.66)	0.008*** (8.96)



续表7.1

<i>Lev</i>	-0.001 (-0.90)	0.000 (0.14)	-0.002*** (-3.13)	-0.001** (-1.98)
<i>BM</i>	-0.005** (-2.18)	-0.004* (-1.77)	-0.005** (-2.22)	-0.004* (-1.93)
<i>Z</i>	-0.030 (-0.98)	-0.022 (-0.81)	0.010 (0.34)	0.010 (0.39)
<i>Market _ Rate</i>	-0.106 (-0.70)	-0.180 (-1.33)	0.009 (0.063)	-0.090 (-0.72)
<i>Volatility</i>	0.354*** (3.59)	0.204** (2.32)	0.158* (1.78)	0.096 (1.22)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	37101	37101	42902	42902
$R^2$	0.41	0.43	0.40	0.42
调整的 $R^2$	0.414	0.425	0.400	0.415
<i>F</i> 检验	690.0***	723.5***	753.8***	800.6***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

表7.2中列示了投资者注意力对业绩预告误差精确性及形式精确性在预告期间定价效应的调节作用。

表7.2 投资者注意力对业绩预告精确性选择在预告期间定价效应调节作用的回归检验

变量	$FAR_1$	$FAR_3$	$FAR_1$	$FAR_3$
<i>Constant</i>	0.035 (0.36)	0.031 (0.52)	0.015 (0.17)	0.010 (0.19)
$IA_{30}$	-0.077*** (-14.2)	-0.048*** (-14.0)	-0.071*** (-13.7)	-0.043*** (-13.0)
<i>Forecast _ Error</i>	-0.012* (-1.69)	-0.010** (-2.21)		
$IA_{30} \times$ <i>Forecast _ Error</i>	0.009** (2.27)	0.006** (2.48)		
<i>Forecast _ Type</i>			0.010 (0.28)	-0.033 (-1.39)
$IA_{30} \times$ <i>Forecast _ Type</i>			-0.044*** (-3.93)	-0.014** (-2.02)

续表7.2

<i>Bonus</i>	-0.061 (-1.00)	-0.010 (-0.25)	-0.075 (-1.22)	-0.017 (-0.43)
<i>Age</i>	0.001 (0.38)	0.001 (1.01)	0.002 (0.95)	0.002* (1.65)
<i>Size</i>	-0.002* (-1.91)	-0.001 (-0.97)	-0.001 (-0.94)	-0.000 (-0.37)
<i>Roe</i>	0.023*** (22.6)	0.011*** (17.0)	0.021*** (23.4)	0.010*** (17.1)
<i>Lev</i>	0.002*** (3.13)	0.001*** (2.82)	0.001*** (2.69)	0.001** (2.37)
<i>BM</i>	0.004** (2.02)	0.003** (2.12)	0.005** (2.40)	0.003*** (2.69)
<i>Z</i>	-0.031 (-1.15)	-0.038** (-2.21)	-0.018 (-0.70)	-0.024 (-1.43)
<i>Market _ Rate</i>	-0.071 (-0.52)	-0.021 (-0.24)	-0.053 (-0.41)	-0.001 (-0.012)
<i>Volatility</i>	-0.379*** (-4.27)	-0.242*** (-4.31)	-0.428*** (-5.29)	-0.279*** (-5.41)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	37101	37101	42902	42902
$R^2$	0.02	0.02	0.02	0.02
调整的 $R^2$	0.023	0.016	0.023	0.016
<i>F</i> 检验	24.14***	16.73***	28.03***	18.84***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

表7.2中的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  均在1%水平下显著负相关，系数分别为-0.077、-0.048，业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  分别在10%、5%水平下显著负相关，系数分别为-0.012、-0.010，投资者注意力变量与业绩预告误差精确性变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Error$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  均在5%水平下显著正相关，系数分别为0.009、0.006。以上结果表明，随着投资者注意力提高，管理层业绩预告误差精确性提高预告期间定价效应的关系有所减弱，即投资者注意力提高弱化了业绩预告误差精确性对预告期间定价效应的作用。同时，表7.2中第4列与第5列的结

果显示,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  均在1%水平下显著负相关,系数分别为-0.071、0.043;投资者注意力变量与业绩预告形式精确性变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Type$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  分别在1%、5%水平下显著负相关,系数分别为-0.044、-0.014,该结果表明,随着投资者注意力提高,管理层业绩预告形式精确性的提高所导致的平均超额换手率提高的作用更为强烈,即投资者注意力的提高强化了预告形式精确性对定价效应的作用。

## 2.投资者注意力对预告至宣告期间预告择机经济后果的调节作用

表7.3中列示了投资者注意力对业绩预告误差精确性及形式精确性在预告至宣告期间换手效应及定价效应的调节作用。

表7.3 投资者注意力对业绩预告精确性选择在预告至宣告期间换手、定价效应调节作用的回归检验

变量	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$
<i>Constant</i>	-1.717*** (-24.1)	0.039* (1.70)	-1.664*** (-27.1)	0.029 (1.43)
$IA_{30}$	0.581*** (144)	-0.023*** (-17.6)	0.577*** (152)	-0.021*** (-17.2)
<i>Forecast\_Error</i>	-0.001 (-0.11)	-0.003* (-1.66)		
$IA_{30} \times$ <i>Forecast\_Error</i>	-0.004 (-1.37)	0.003*** (3.55)		
<i>Forecast\_Type</i>			0.085*** (3.14)	0.003 (0.34)
$IA_{30} \times$ <i>Forecast\_Type</i>			-0.073*** (-9.04)	-0.004 (-1.46)
<i>Bonus</i>	0.454*** (10.0)	0.009 (0.64)	0.450*** (10.0)	0.010 (0.68)
<i>Age</i>	-0.001 (-1.01)	0.000 (0.93)	-0.002 (-1.28)	0.000 (1.08)
<i>Size</i>	-0.011*** (-11.7)	-0.002*** (-7.15)	-0.010*** (-12.2)	-0.002*** (-6.94)
<i>Roe</i>	0.002** (2.11)	0.002*** (8.43)	0.002*** (3.42)	0.002*** (10.3)
<i>Lev</i>	0.000 (0.43)	0.000 (1.38)	-0.001** (-2.50)	0.000* (1.81)
<i>BM</i>	-0.004** (-2.31)	0.001** (2.25)	-0.002 (-1.27)	0.001*** (2.78)

续表7.3

<i>Z</i>	-0.011 (-0.54)	-0.001 (-0.18)	0.008 (0.45)	-0.001 (-0.15)
<i>Market _ Rate</i>	-0.137 (-1.35)	-0.010 (-0.32)	-0.093 (-0.99)	-0.003 (-0.086)
<i>Volatility</i>	-0.025 (-0.39)	-0.035 (-1.63)	-0.066 (-1.11)	-0.029 (-1.50)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	37101	37101	42902	42902
$R^2$	0.43	0.03	0.42	0.03
调整的 $R^2$	0.430	0.028	0.421	0.027
<i>F</i> 检验	736.3***	29.00***	820.8***	32.12***

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源: 本文整理

表7.3中第2列与第3列的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  在1%水平下显著负相关, 系数为-0.023, 业绩预告误差精确性变量  $Forecast\_Error$  与业绩预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  在10%水平下显著负相关, 系数为-0.003, 投资者注意力变量与业绩预告误差精确性变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Error$  与业绩预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  在1%水平下显著正相关, 系数为0.003。以上结果表明, 随着投资者注意力提高, 弱化了管理层业绩预告误差精确性提高导致预告至宣告期间平均超额收益率提高的关系, 或者强化业绩预告精确性对预告至宣告期间的平均超额收益负向作用的定价效应。但是, 投资者注意力并没有对业绩预告误差精确性与预告至宣告期间的换手效应关系产生显著的调节作用。

表7.3中第4列与第5列的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在1%水平下显著负相关, 系数为0.577, 业绩预告形式精确性变量  $Forecast\_Type$  与业绩预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在1%水平下显著正相关, 系数为0.085, 投资者注意力变量与业绩预告误差精确性变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Type$  与业绩预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在1%水平下显著负相关, 系数为-0.073。以上结果表明, 随着投资者注意力提高, 管理层业绩预告形式精确性提高能带来预告至宣告期间平均超额换手率更高程度提高, 即强化了管理层业绩预告精确性对换手效应的正向作用(精确性的提高带来平均超额换手率的提高)。但是,

投资者注意力并没有对业绩预告形式精确性与预告至宣告期间的定价效应关系产生显著的调节作用。

## 7.2 投资者注意力对预告择机选择经济后果的调节作用

本节将检验投资者注意力对管理层业绩预告择机选择的换手效应与定价效应的调节作用。

### 7.2.1 研究模型设计

#### 1. 投资者注意力对预告期间预告择机经济后果的调节作用

首先,本文设计了模型(7.9)、(7.10)检验投资者注意力对管理层业绩预告日历择机、期限择机预告期间换手效应的调节作用。

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Holiday + \alpha_3 IA \times Holiday + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\ & + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7.9)$$

$$\begin{aligned} FAC_n = & \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Forecast\_Date + \alpha_3 IA \times Forecast\_Date + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\ & + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7.10)$$

在具体实证研究中,将分别用业绩预告后0至1个交易日以及0至3个交易日的平均超额换手率  $FAC_1$  及  $FAC_3$  表示  $FAC_n$ 。

其次,本文设计了模型(7.11)、(7.12)检验投资者注意力对管理层业绩预告日历择机、期限择机的预告期间定价效应的调节作用。

$$\begin{aligned} FAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Holiday + \alpha_3 IA \times Holiday + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\ & + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7.11)$$

$$\begin{aligned} FAR_n = & \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Forecast\_Date + \alpha_3 IA \times Forecast\_Date + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age \\ & + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility \\ & + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7.12)$$

在具体实证研究中,将分别用业绩预告后0至1个交易日以及0至3个交易日的平均超额收益率  $FAR_1$  及  $FAR_3$  表示  $FAR_n$ 。

#### (2) 投资者注意力对预告至宣告期间预告择机经济后果的调节作用

首先,本文设计了模型(7.13)、(7.14)检验投资者注意力对管理层业绩预告日历择机

及期限择机在预告至宣告期间换手效应的调节作用。

$$F\_AAC_n = \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Holiday + \alpha_3 IA \times Holiday + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (7.13)$$

$$F\_AAC_n = \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Forecast\_Date + \alpha_3 IA \times Forecast\_Date + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (7.14)$$

在具体实证研究中,  $F\_AAC_n$  将分别以各家公司预告至宣告期间的平均超额换手率表示。

其次, 本文设计了模型(7.15)、(7.16)检验投资者注意力对管理层业绩预告日历择机及期限择机在业绩预告至宣告期间定价效应的影响。

$$F\_AAR_n = \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Holiday + \alpha_3 IA \times Holiday + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (7.15)$$

$$F\_AAR_n = \alpha_0 + \alpha_1 IA + \alpha_2 Forecast\_Date + \alpha_3 IA \times Forecast\_Date + \alpha_4 Bonus + \alpha_5 Age + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Lev + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \alpha_{11} Market\_Rate + \alpha_{12} Volatility + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (7.16)$$

在具体实证研究中,  $F\_AAR_n$  将分别以各家公司预告至宣告期间的平均超额收益率表示。

### 7.2.2 实证结果分析

#### 1. 投资者注意力对预告期间预告择机经济后果的调节作用

表7.4中列示了投资者注意力对业绩预告日历择机与期限择机的换手效应的调节作用。

表7.4 投资者注意力对业绩预告择机在预告期间换手效应调节作用的回归检验

变量	$FAC_1$	$FAC_3$	$FAC_1$	$FAC_3$
<i>Constant</i>	-2.396*** (-26.3)	-2.323*** (-28.7)	-2.348*** (-25.2)	-2.274*** (-27.4)
$IA_{30}$	0.836*** (147)	0.769*** (152)	0.877*** (107)	0.787*** (108)
<i>Holiday</i>	-0.022 (-0.74)	-0.024 (-0.91)		

续表7.4

$IA_{30} \times Holiday$	-0.021** (-1.98)	-0.011 (-1.16)		
$Forecast\_Date$			-0.001*** (-3.04)	-0.001*** (-3.21)
$IA_{30} \times$ $Forecast\_Date$			-0.001*** (-7.02)	-0.000*** (-3.56)
$Bonus$	0.458*** (6.78)	0.392*** (6.52)	0.483*** (7.16)	0.407*** (6.78)
$Age$	-0.002 (-1.00)	-0.001 (-0.46)	-0.003 (-1.29)	-0.001 (-0.69)
$Size$	-0.005*** (-3.66)	-0.006*** (-4.96)	-0.004*** (-3.43)	-0.006*** (-4.81)
$Roe$	0.010*** (9.86)	0.008*** (9.18)	0.011*** (10.9)	0.009*** (9.96)
$Lev$	-0.002*** (-3.07)	-0.001* (-1.93)	-0.002*** (-3.08)	-0.001* (-1.95)
$BM$	-0.005** (-2.14)	-0.004* (-1.86)	-0.005** (-2.40)	-0.004** (-2.06)
$Z$	0.006 (0.21)	0.006 (0.25)	0.003 (0.12)	0.005 (0.20)
$Market\_Rate$	0.016 (0.12)	-0.084 (-0.67)	-0.015 (-0.10)	-0.106 (-0.85)
$Volatility$	0.169* (1.90)	0.104 (1.32)	0.132 (1.49)	0.080 (1.01)
$IND$	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	控制	控制	控制
样本数量	42901	42901	42901	42901
$R^2$	0.40	0.41	0.40	0.41
调整的 $R^2$	0.399	0.413	0.401	0.414
$F$ 检验	749.9***	796.7***	756.1***	799.5***

注: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源: 本文整理

表7.4中第2列与第3列的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$  在1%水平下显著正相关, 系数为0.836, 投资者注意力变量与业绩预告日历择机变量的交互项  $IA_{30} \times Holiday$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$  在5%水平下显著

负相关,系数为-0.021。以上结果表明,随着投资者注意力提高,管理层选择非交易日发布业绩预告所带来预告期间更低的平均超额换手率将更低。

表7.4中第4列与第5列的结果显示,投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  在1%水平下显著正相关,系数分别为0.877、0.787,业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$ 、 $FAC_3$  在1%水平下显著负相关,系数为-0.001、-0.001,投资者注意力变量与业绩预告期限择机变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Date$  与业绩预告期间的换手效应变量  $FAC_1$  在1%水平下显著负相关,系数为-0.001、-0.000。以上结果表明,投资者注意力的提高将会使业绩预告期限择机与业绩预告期间换手效应的负向关系(业绩预告期间越长则平均超额换手率越低)更强。

表7.5中列示了投资者注意力对业绩预告择机在预告期间定价效应的调节作用。

表7.5 投资者注意力对业绩预告择机在预告期间定价效应调节作用的回归检验

变量	$FAR_1$	$FAR_3$	$FAR_1$	$FAR_3$
<i>Constant</i>	-0.038 (-0.45)	-0.022 (-0.42)	0.005 (0.057)	-0.009 (-0.16)
$IA_{30}$	-0.083*** (-15.9)	-0.048*** (-14.4)	-0.067*** (-8.98)	-0.044*** (-9.11)
<i>Holiday</i>	-0.101*** (-3.76)	-0.061*** (-3.56)		
$IA_{30} \times Holiday$	0.025*** (2.65)	0.013** (2.19)		
<i>Forecast\_Date</i>			-0.001*** (-3.32)	-0.000** (-2.02)
$IA_{30} \times Forecast\_Date$			-0.000* (-1.86)	-0.000 (-0.46)
<i>Bonus</i>	-0.055 (-0.89)	-0.005 (-0.14)	-0.040 (-0.66)	-0.000 (-0.0098)
<i>Age</i>	0.002 (1.00)	0.002* (1.73)	0.001 (0.76)	0.002 (1.58)
<i>Size</i>	-0.001 (-1.22)	-0.000 (-0.62)	-0.001 (-1.13)	-0.000 (-0.57)
<i>Roe</i>	0.021*** (23.4)	0.010*** (17.2)	0.022*** (24.0)	0.010*** (17.5)
<i>Lev</i>	0.001*** (2.60)	0.001** (2.22)	0.001*** (2.61)	0.001** (2.24)



续表7.5

<i>BM</i>	0.005** (2.43)	0.003*** (2.68)	0.004** (2.24)	0.003** (2.58)
<i>Z</i>	-0.019 (-0.73)	-0.024 (-1.46)	-0.021 (-0.81)	-0.025 (-1.53)
<i>Market _ Rate</i>	-0.056 (-0.44)	-0.005 (-0.058)	-0.074 (-0.57)	-0.010 (-0.13)
<i>Volatility</i>	-0.427*** (-5.28)	-0.280*** (-5.42)	-0.449*** (-5.54)	-0.288*** (-5.58)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本数量	42901	42901	42901	42901
$R^2$	0.02	0.02	0.02	0.02
调整的 $R^2$	0.023	0.015	0.024	0.015
<i>F</i> 检验	27.64***	18.68***	28.33***	18.60***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

资料来源：本文整理

表7.5中第2列与第3列的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  在1%水平下显著负相关，系数分别为-0.083、-0.048，业绩预告日历择机变量 *Holiday* 与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  在1%水平下显著负相关，系数为-0.101、-0.061，投资者注意力变量与业绩预告日历择机变量的交互项  $IA_{30} \times Holiday$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$ 、 $FAR_3$  分别在1%、5%水平下显著正相关，系数为0.025、0.013。以上结果表明，投资者注意力的提高会使得在非交易日发布的业绩预告在预告期间所带来平均超额收益率提高。表7.5中第4列的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$  在1%水平下显著负相关，系数分别为-0.067，业绩预告期限择机变量 *Forecast \_ Date* 与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$  在1%水平下显著负相关，系数为-0.001，投资者注意力变量与业绩预告期限择机变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast _ Date$  与业绩预告期间的定价效应变量  $FAR_1$  在10%水平下显著负相关，系数为-0.000。以上结果表明，投资者注意力的提高会强化选择延长业绩预告期限所导致的预告期间平均超额收益率降低的定价效应，即使得平均超额收益率更低。

## 2. 投资者注意力对预告至宣告期间预告择机经济后果的调节作用

表7.6中列示了投资者注意力对预告日历择机与期限择机在预告至宣告期间换手及定价效应的调节作用。

表7.6 投资者注意力对业绩预告择机在预告至宣告期间换手及定价效应调节作用的回归检验

变量	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$	$F\_AAC_n$	$F\_AAR_n$
<i>Constant</i>	-1.749*** (-28.9)	0.026 (1.31)	-1.838*** (-29.7)	0.078*** (3.90)
$IA_{30}$	0.565*** (149)	-0.022*** (-17.6)	0.637*** (117)	-0.025*** (-14.3)
<i>Holiday</i>	0.002 (0.092)	-0.016*** (-2.59)		
$IA_{30} \times Holiday$	0.003 (0.48)	-0.001 (-0.50)		
<i>Forecast _ Date</i>			0.001*** (5.30)	-0.001*** (-12.4)
$IA_{30} \times$ <i>Forecast _ Date</i>			-0.001*** (-17.2)	0.000*** (2.64)
<i>Bonus</i>	0.478*** (10.7)	0.011 (0.79)	0.500*** (11.2)	0.017 (1.14)
<i>Age</i>	-0.002 (-1.34)	0.000 (1.12)	-0.002 (-1.39)	0.000 (0.53)
<i>Size</i>	-0.011*** (-12.7)	-0.002*** (-7.11)	-0.011*** (-12.5)	-0.002*** (-6.95)
<i>Roe</i>	0.002*** (3.80)	0.002*** (10.3)	0.003*** (4.52)	0.002*** (11.8)
<i>Lev</i>	-0.001** (-2.46)	0.000* (1.77)	-0.001** (-2.37)	0.000* (1.65)
<i>BM</i>	-0.002 (-1.21)	0.001*** (2.80)	-0.002 (-1.34)	0.001** (2.37)
<i>Z</i>	0.005 (0.27)	-0.001 (-0.13)	0.002 (0.081)	-0.001 (-0.12)
<i>Market _ Rate</i>	-0.090 (-0.96)	-0.003 (-0.084)	-0.095 (-1.02)	-0.015 (-0.50)
<i>Volatility</i>	-0.063 (-1.06)	-0.027 (-1.43)	-0.075 (-1.27)	-0.040** (-2.08)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制

续表7.6

样本数量	42901	42901	42901	42901
$R^2$	0.42	0.03	0.42	0.03
调整的 $R^2$	0.419	0.027	0.424	0.031
$F$ 检验	816.5***	32.43***	832.9***	37.64***

注：\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：本文整理

表7.6中的第4列的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在1%水平下显著正相关，系数为0.637，业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  与业绩预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在1%水平下显著正相关，系数为0.001，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Date$  与业绩预告至宣告期间的换手效应变量  $F\_AAC_n$  在1%水平下显著负相关，系数为-0.001。以上结果表明，随着投资者注意力提高，将会提高业绩预告期限择机对预告至宣告期间平均超额换手率负向作用关系。

同时，表7.3中第5列的结果显示，投资者注意力变量  $IA_{30}$  与业绩预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  在1%水平下显著负相关，系数为-0.025，业绩预告期限择机变量  $Forecast\_Date$  与业绩预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  在1%水平下显著负相关，系数为-0.001，投资者注意力变量与业绩预告期限择机变量的交互项  $IA_{30} \times Forecast\_Date$  与业绩预告至宣告期间的定价效应变量  $F\_AAR_n$  在1%水平下显著正相关，系数为0.000。以上结果表明，随着投资者注意力提高，强化了业绩预告期限择机提高所带来预告至宣告期间平均超额收益率提高的效应。

### 7.3 本章小结

在本章中，本文实证检验了投资者注意力对管理层业绩预告精确性与择机选择经济后果的调节作用。检验结果发现：

第一，对于预告精确性所导致的业绩预告期间的换手效应，投资者注意力的提高显著强化了业绩预告形式精确性对业绩预告期间平均超额换手率正向作用的换手效应，即高投资者注意力将提高形式精确性所导致的换手效应，但是，对误差精确性所导致的换手效应没有显著调节作用；对于业绩预告择机所带来的预告期间的换手效应，投资者注意力的提高显著强化了管理层在非交易日发布业绩预告所导致的更低平均超额换手率的换手效应，或者投资者注意力的提高强化了在交易日发布业绩预告所导致的平均超额

换手率提高的换手效应；同时，投资者注意力的提高使得业绩预告期限延长所导致平均超额换手率降低的换手效应显著地更强，即导致平均超额换手率更低。

第二，对于预告精确性所导致的预告至宣告期间的换手效应，投资者注意力的提高强化了业绩预告形式精确性对预告至宣告期间平均超额换手率正向作用的换手效应，即投资者注意力提高了业绩预告形式精确性所导致的平均超额换手率。但是，对于业绩预告误差精确性所导致的预告至宣告期间的换手效应没有显著调节作用。对于业绩预告择机在预告至宣告期间的换手效应，投资者注意力提高显著强化了预告期限择机对预告至宣告期间平均超额换手率的负向作用的换手效应，即投资者注意力提高使得换手效应更低。但是，对于业绩预告日历择机所导致的预告至宣告期间的换手效应没有显著调节作用。

第三，对于预告精确性所导致的预告期间的定价效应而言，投资者注意力的提高将弱化业绩预告误差精确性对预告期间的平均超额收益率正向作用的定价效率，即投资者注意力越高则误差精确性提高所导致平均超额收益率越高的定价效应将降低。但是，投资者注意力提高却显著强化了业绩预告形式精确性对预告期间平均超额收益率正向作用的定价效应。对于预告择机所导致的预告期间的定价效应而言，投资者注意力提高将强化在非交易日发布业绩预告所带来的平均超额收益率的提高的定价效应，即使得平均超额收益率更高，但是，投资者注意力的提高会强化选择延长业绩预告期限所导致的预告期间平均超额收益率降低的定价效应，即使得平均超额收益率更低。

第四，对于预告精确性所导致的预告至宣告期间的定价效应而言，投资者注意力提高显著强化了业绩预告误差精确性对预告至宣告期间的平均超额收益负向作用，但对形式精确性的定价作用没有显著的调节作用。对于预告择机所导致的预告至宣告期间的定价效应而言，投资者注意力提高将显著强化业绩预告期限择机对预告至宣告期间的平均超额收益率正向作用，但对日历择机的定价效应没有显著调节作用。

综合以上作用结果，投资者注意力对管理层业绩预告精确性与择机选择的换手效应及定价效应在较多情形下产生了显著的调节作用，但是作用效果因管理层的业绩预告策略选择有所差异。以上结果表明了投资者注意力影响了其对管理层在信息披露中所运用策略的理解。

## 第8章 投资者注意力与信息披露策略选择优化对策

自我国资本市场建立以来，监管机构一直致力于通过制度改革提高资本市场有效性。监管方式也逐步从行政化主导向市场化主导转变。根据本研究的理论分析与实证研究结果，在本章中本文提出政策建议，以强化投资者注意力的治理作用以及改进管理层业绩预告中的策略选择及其经济后果。

### 8.1 监管模式与投资者监督功能

#### 8.1.1 我国资本市场的现有监管模式及其参与主体关系

在资本市场中，现有的监管模式大致分为三种：第一种为完全市场化的监管模式；第二种为完全行政化的监管模式；第三种为引入中介机构，形成政府、市场与中介机构共存的监管模式。目前我国主要还是行政主导的监管模式，图 8.1 显示了信息披露中各参与主体关系。

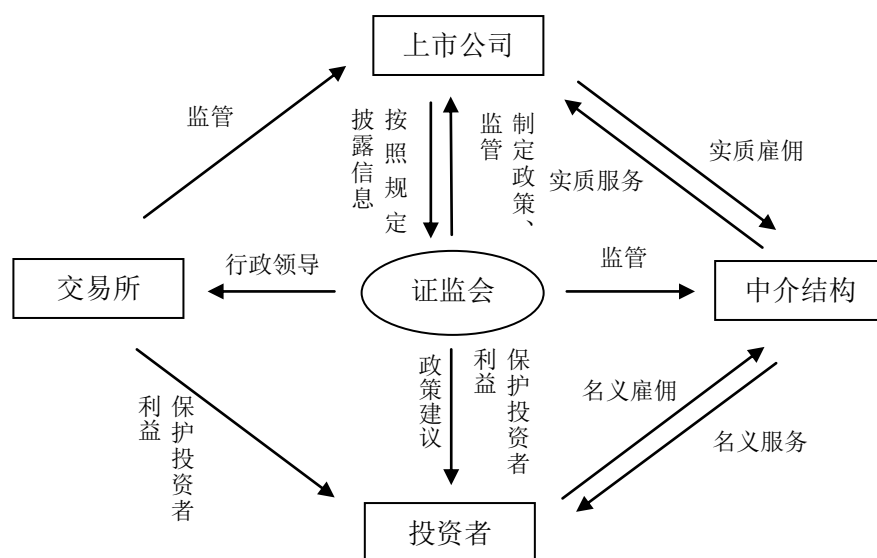


图 8.1 我国资本市场现有监管模式

资料来源：本文整理

在此模式下，证监会的权力比较强大，处于监管的核心位置，负责对交易所行政领导，并监管上市公司及中介机构，最终为保护投资者利益。在信息披露过程中，证监会负责制定披露制度并对上市公司的信息披露行为进行监管，信息披露的过程上市公司主

要考虑证监会的要求，而对投资者的要求则是次要的，同时，中介机构作为披露过程中的参与者之一，名义上受聘于全体股东，也为全体股东对上市公司的行为进行监督，但是，由于利益关系，实质上受雇于上市公司管理层或者个别大股东，也主要服务于他们。在以上信息披露过程中，作为信息披露中主体之一的投资者，却无法参与到博弈过程，主要是被动接受上市公司按照证监会规定披露的信息，更难以通过自己的行为选择形成对上市公司及中介机构的在信息披露过程中的监管功能。

### 8.1.2 监管模式变革与投资者的监管功能

从我国资本市场建立以来，监管机构一直致力于通过改革完善监管制度，由行政主导监管模式向市场主导模式渐进式改革。根据前文对监管模式的讨论，本文构建了如图8.2所示的市场主导模式。

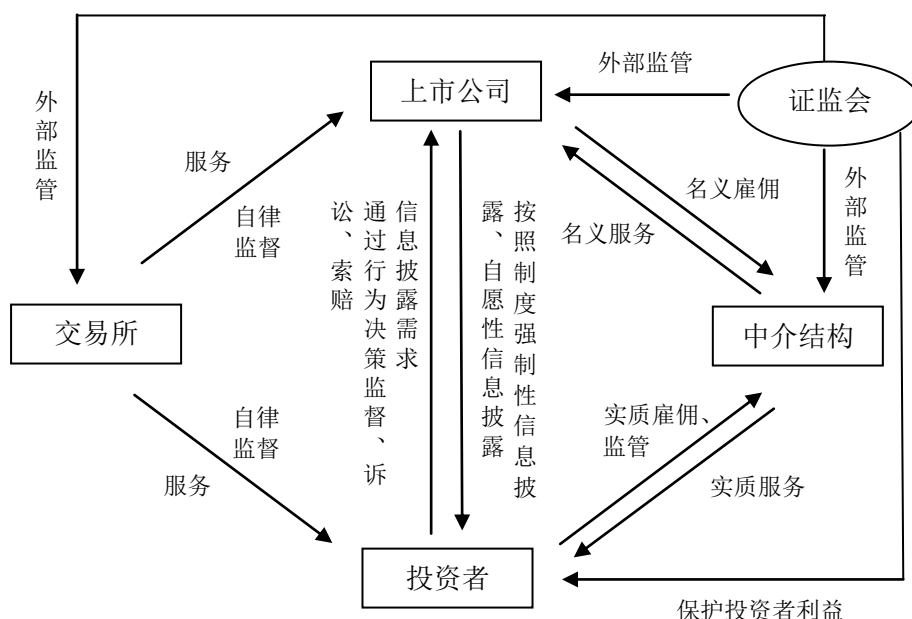


图 8.2 市场主导的监管模式

资料来源：本文整理

首先，博弈关系的变化。作为信息的提供者与接收者，上市公司与投资者表现为直接的博弈关系，证监会只是作为行政机构，根据法律法规进行外部监管。上市公司按照监管机构发布的信息披露制度进行强制性信息披露，并根据投资者的需求进行自愿性信息披露，向投资者充分披露公司信息以便于投资者正确决策；同时，投资者作为信息需求者，可以直接通过与上市公司沟通而获取信息，也可以通过自身的决策对上市公司形成压力作用下的监督。但是，上市公司在披露中考虑成本收益也可能进行披露选择，甚

至可能出现机会主义的逆向选择披露行为,在此情形下,投资者可以通过集体诉讼索赔所遭受的损失。

其次,机构的功能转变。在图 8.2 中,证监会对市场参与主体按照法律法规以及市场规则,对上市公司、交易所、中介机构进行外部监管,并保护投资者利益;中介机构与上市公司只是名义上的受雇与服务关系,而与全体股东则是实质上的雇佣与服务关系。交易所从传统的行政监管转变为服务于上市公司及投资者,并对上市公司及投资者的自律行为进行监督。并且,交易所与中介机构需要承担起公众投资者教育的功能,因为在赋权投资者的监管模式下,投资者需要有履行权力的能力,这个能力需要通过教育才能形成。上市公司与投资者作为信息披露中的供需主体存在,特别是投资者从过去处于被动接受信息状态转变为主动的信息需求者并通过自身的行为选择对信息供给进行积极的监督。

在市场主导的监管模式下,行政性的干预成分较少,投资者与上市公司的主体地位更为突出,特别是投资者自我决策与参与监督的功能更为突出。

### 8.1.3 投资者注意力对管理层监督的作用

根据本文前面的理论与实证检验结果,投资者注意力对管理层业绩预告精确性及择机选择具有积极监督与过度压力的双重作用,而且管理层可能根据自身利益对精确性及择机进行选择并影响到投资者的交易量与定价,进一步,这种对交易量与定价的影响可能因投资者注意力的不同而发生变化。因此,投资者注意力在影响自身决策的同时也对管理层行为选择产生了监督作用。

投资者注意力产生的经济后果受到自身注意力分配能力及其所做出反应的影响,这种经济后果最终影响到发布信息的管理层利益。同时,根据心理压力理论,由管理层信息披露所产生的投资者注意力分配后的反应后果直接影响到管理层的利益,从而形成心理压力,管理层应对压力所做出的反应处理可能是积极的,也可能是消极的。如果管理层因投资者注意力分配反应所做出的处理是积极的并对投资者是有利的,则投资者注意力对管理层行为选择形成了积极的监督作用,否则则可能由于过度压力,管理层做出了对投资者不利的消极行为选择。

## 8.2 政策建议

投资者注意力的监督作用可能受到多方面因素的影响,首先,投资者自身的素养将决定着注意力的容量与分配效果,也决定着注意力的作用结果,因此,提升投资者注意力的治理作用关键在于提升投资者自身认知能力与投资素养;其次,突出的认知对象容

易获得更多投资者注意力分配,进而影响了投资者注意力的治理作用,因此,改进管理层信息披露质量将有利于投资者注意力合理分配并形成有效的治理作用;最后,法制环境是投资者注意力治理作用发挥的重要支撑,监管机构通过法律制度对投资者监督过程发现的侵害投资者利益的行为处罚,并维护投资者的诉讼权利,调动投资者参与治理的积极性。因此,本文从以下方面对相关主体提出建议。

### 8.2.1 提升投资者注意力治理功能

#### 1.提升投资者专业素养

凤凰网国际智库课题组联合益盟股份发布的《中国股市合格投资者报告》认为,在选股及风险控制能力、操作与决策能力、知识体系和盈利能力方面表现皆突出的“理性投资者”数量仅占调查样本的7.8%。投资者缺乏独立判断能力、容易受到虚假信息诱导,产生了大量投资受骗的案例。该报告对“合格的投资者”标准建议为“有资金、懂方法、爱学习”。我国现有资本市场中有资金的投资者可能较多,但是对于投资真正懂方法、爱学习的可能相对较少。

在投资者注意力发挥治理作用中,需要投资者具有理性独立的判断与鉴别能力,这样才能对管理层发布信息进行有效的判断,也才能进一步通过自身的决策行为形成对管理层行为选择的压力。这一要求与我国投资者的现实状况存在较大差异,因此,投资者素养有待提高才能满足投资者注意力发挥治理作用的要求。具体而言,可以通过投资者教育与投资者学习提升素养。对投资者的教育可以由交易所、中介机构建立公众投资者教育平台,通过平台进行专业教育;也可以通过投资者自行学习进行;另外,还应该按投资者水平设置准入门槛以赋予投资者实践机会。

只有投资者具备了相应的素养,才能在市场主导模式下具备与上市公司博弈的能力,从而使其注意力具备对上市公司行为的治理功能。

#### 2.增强投资者对法律法规的运用能力

随着监管模式由行政主导向市场主导,对法律法规的学习与运用能力将成为投资者维护自身利益的重要工具,也是投资者注意力能够有效发挥治理的保障。投资者运用注意力发挥治理作用过程中发现的问题,需要运用法律法规使管理层受到相应的处罚才会形成威慑效应,也才能在以后运用注意力治理中形成对管理层的压力治理作用。因此,投资者需要学习法律法规并运用其维护自身的利益,提升注意力的治理效果。

### 8.2.2 改进上市公司信息披露质量

#### 1.共赢的披露策略选择

本文研究中发现,管理层在业绩预告中对精确性及择机进行了选择,这种选择影响了投资者交易量与定价的决策。根据决策有用性理论,投资者希望得到更为精确、及时



的信息,但是有时发布精确、及时的信息对管理层可能会披露成本很高。本文的研究结果显示,投资者注意力对管理层精确性选择及择机具有积极监督作用,但是在一些情形下也存在过度压力下的机会主义选择问题。但是,随着投资者素养以及运用法律法规维护自身利益的能力提升,投资者注意力的治理功能也会不断增强,投资者可能通过“用脚投票”或者运用法律法规维护自身利益而使得上市公司的机会主义选择成本比选择对投资者有利的策略成本更高。市场主导的模式下,随着投资者在信息披露中的主体地位强化,上市公司需要重新衡量披露选择的成本与收益的平衡点,维护信息披露中的投资者关系,选择共赢披露策略。

### 2. 优化披露方式以获取投资者注意力

信息的表达形式将影响投资者注意力分配并形成相应的反应。在市场主导模式下,投资者与上市公司将成为博弈主体,上市公司能否获得更多的投资者关注,信息披露至关重要。不仅是信息披露的内容,还包括信息披露方式。因此,上市公司如果需要获得更多投资者投资,不仅要在内容上做到充分披露,在方式也要进行优化,以在有限注意力条件下获取更多投资者注意力分配。

## 8.2.3 优化监管机构职能

### 1. 优化法律法规与提高违规成本

首先,优化法律法规并加大处罚力度。法律法规对投资者权益保护的程度直接影响到投资者注意力能否有效地形成对上市公司的治理作用。如果通过投资者注意力发现的上市公司违规或机会主义行为不能通过法律法规的执行获得相应处罚,投资者注意力就很难有威慑作用,也就不能形成有效的监督。通过优化法律法规,改善现有的诉讼环境,鼓励投资者以集体诉讼的方式对发现的违规或舞弊提起诉讼,利用司法程序和投资者的集体力量追索损失,降低诉讼成本,惩治市场违规行为,维护中小投资者的利益。以上措施是投资者注意力发挥治理作用的有力保障。

其次,建立并完善退市程序和制度设计。中国退市制度出台已久,但是现实执行中退市标准比较单一,程序冗长,执行效率较低。近年来,监管机构也不断完善退市制度。特别地,对于在退市制度设计中强化对上市公司违规退市的处罚,有助于提高投资者注意力治理的积极性。同时,为了防止中小投资者因上市公司退市而承受损失,可制定相关的退市补偿制度,对退市给投资者造成的损失进行补偿。

### 2. 外部监管与服务功能提升

在市场主导的监管模式下,证监会不直接在博弈中心,其职能充当的角色由过去的“家长式”管理退居幕后,变为充当“警察”的事后监管。博弈主体为上市公司与投资者,中介机构、交易所相对独立,不存在直接的领导和管控关系,证监会对交易所和中介机构的监管由行政监管演变为外部监管,他们在相互的博弈中达到各自目标函数的极

大值。同时，证监会、交易所与中介机构要做好投资者服务工作，如公众投资者教育、投资者分级投资实践等。只有这样才能更有效地提升投资者注意力的治理作用。

### 8.3 本章小结

在本章中，结合理论分析与实证检验的结果，本文分析了监管模式与投资者监管功能的关系，再阐述我国现有监管模式各主体关系及其存在的问题，构建了市场主导的监管模式并分析了该模式下各参与主体的博弈关系与功能变化，讨论了监管模式与投资者注意力的监督功能的联系。在以上分析基础上，从提升投资者注意力治理功能、改进上市公司信息披露质量以及优化监管机构职能三方面提出了政策建议。

## 第9章 研究结论及未来进一步研究方向

随着我国资本市场的市场化程度提高,资源配置与监管模式由传统的行政主导向市场主导渐进式转变,公司信息披露与投资者决策行为的互动联系越来越紧密。投资者对上市的关注也逐步提升。投资者注意力作为一种稀缺的认知资源,现有研究更多关注投资者注意力的市场后果,本文以管理层业绩预告为例,研究投资者注意力对管理层业绩预告策略选择的治理作用;管理层业绩预告策略选择对投资者决策经济后果的影响;并进一步研究投资者注意力对管理层业绩预告策略选择与投资者决策经济后果的调节作用。本文的研究从理论上探讨投资者注意力的治理作用及业绩预告的决策有用性,丰富了会计信息披露决策有用性及行为金融的认知理论,补充了投资者注意力、业绩预告及市场经济后果的研究文献,为完善业绩预告披露制度及市场监管制度提供理论支持,并以我国上市公司业绩预告数据为样本进行实证检验,为我国完善业绩预告披露制度提供经验证据,并为优化参与主体行为,完善监管制度提供实践支持,更有效地发挥资本市场在资源配置中的决定性作用。

### 9.1 研究结论与创新点

本文的研究发现、研究结论及创新点如下:

1.构建了投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果作用关系的分析框架。

基于我国资本市场的制度背景,基于心理压力理论、心理认知理论、代理理论、决策有用性以及信号传递理论,构建投资者注意力对业绩预告策略选择治理作用、业绩预告策略选择的经济后果以及投资者注意力对业绩预告策略选择经济后果调节作用的理论分析框架,厘清投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果之间的作用机理与内在规律。

2.利用2007年1季度至2017年4季度我国A股上市公司业绩预告样本实证检验了投资者注意力、管理层业绩预告策略选择及其经济后果的理论分析框架。结果如下:

(1)从积极监督及过度压力两个角度实证检验了投资者注意力对业绩预告精确性及择机选择的治理作用。在控制了其他因素影响后,检验结果发现:首先,投资者注意力对管理层业绩预告误差精确性及形式精确性选择具有积极监督作用,这一作用对于好坏消息业绩预告精确性选择都存在,并且对好消息的积极监督作用比坏消息更强;其次,

投资者注意力对上市公司管理层业绩预告日历择机具有积极监督作用,能显著促进管理层选择在交易日发布业绩预告;投资者注意力对管理层坏消息业绩预告比好消息业绩预告的择机更显著表现为过度压力作用,即投资者注意力的提高更可能导致管理层选择在非交易日以及比好消息更短的预告期间发布坏消息业绩预告;最后,进一步的检验表明,投资者注意力的期限长短、投资者构成中机构投资者比例都会影响到投资者注意力的治理效果,稳健性检验的结果也都基本支持了主检验的结论。

(2)从换手效应及定价效应两个角度实证检验了管理层业绩预告策略选择的经济后果。在控制了其他因素影响后,检验结果发现:其一,从换手效应上,误差精确性及形式精确性更高的管理层业绩预告显著地导致预告期间以及预告至宣告更高的平均超额换手率;在非交易日发布的业绩预告导致了更低的预告期间以及预告至宣告期间的平均超额换手率;预告期间越长,预告期间以及预告至宣告期间的平均超额换手率也越低。其二,从定价效应上,形式精确性更高的业绩预告,业绩预告期间的平均超额收益也更高。但是,业绩预告精确性并没有显著影响预告至宣告期间的定价效应。在非交易日发布的业绩预告具有更低的预告期间以及预告至宣告期间的平均超额收益率;业绩预告期间越长,预告期间以及预告至宣告期间的平均超额收益率也越低。

(3)实证检验了投资者注意力对管理层业绩预告精确性及择机选择经济后果的调节作用。控制了其他因素影响后,检验结果发现:第一,对于换手效应,投资者注意力对业绩预告形式精确性、日历择机、期限择机在业绩预告期间的换手效应具有显著调节作用,对于形式精确性、期限择机在业绩预告至宣告期间的换手效应也具有显著调节作用,但是以上调节作用的方向并不完全一致;第二,对于定价效应,投资者注意力对业绩预告误差及形式精确性以及日历与期限择机在业绩预告期间的定价效应均有显著调节作用,对误差精确性及期限择机在预告至宣告期间的定价效应也具有显著调节作用,但以上调节作用的方向也不尽一致。

3.在理论与实证研究基础上,基于投资者注意力及业绩预告策略优化,分析了监管模式与投资者监管功能的关系,构建了市场主导的监管模式并阐述了该模式下各参与主体的博弈关系与功能变化,讨论了监管模式与投资者注意力的监督功能的联系。在以上分析基础上,从提升投资者注意力治理功能、改进上市公司信息披露质量以及优化监管机构职能三方面提出我国资本市场参与主体行为选择与监管体系优化政策建议,为监管机构政策制定及市场参与主体行为决策提供理论与实践参考。

4.本文的创新点如下:

(1)现有研究主要侧重于讨论投资者注意力的经济后果,本文将心理学的心理压力理

论与信息披露监管相结合,构建了投资者注意力对管理层业绩预告策略选择治理作用的理论假说,并从对管理层业绩预告策略选择角度,实证研究了投资者注意力对市场参与主体行为选择的治理作用,补充了现有关于投资者注意力及信息披露监管研究的文献。

(2)以往研究更多关注信息披露内容的经济后果,但是,较少的研究关注信息列报与传递方式对投资者理解与运用信息决策的影响。本文基于心理学认知理论里的瓶颈理论与资源限制理论,构建了管理层业绩预告精确性及择机选择对投资者利用业绩预告信息进行交易决策的后果作用的理论假说并进行了实证检验,补充了信息披露方式对信息决策有用性作用的研究文献,也丰富了心理学认知理论在资本市场投资者决策中应用的研究。

(3)通过检验投资者注意力对管理层业绩预告策略选择经济后果的调节作用,拓展了投资者注意力对其解读信息进行行为决策影响的研究,丰富了投资者利用信息进行行为决策影响因素的研究,也进一步补充了投资者注意力在资本市场中作用的研究文献。

(4) 本文构建了市场主导下的监管模式,突出了投资者注意力在市场化监管模式下的重要作用,为监管模式的改革提供了思路与政策建议。

## 9.2 研究局限性与未来进一步研究方向

### 9.2.1 研究局限性

尽管本研究试图在分析框架构建、研究设计、数据处理以及研究过程做到严谨、稳健,但是,不可避免还是存在一定的局限性。

首先,在实证研究中,投资者注意力作为投资者的心理活动,很难直接度量。现有研究往往采用媒体报道、百度搜索指数以及投资者交易换手率等指标进行度量,本文认为,在以上指标中,投资者换手率能够最直接表达投资者对某一股票的关注程度,因为他们往往更多地购买自己关注的股票(Fang 等, 2014; Barber 和 Odean, 2008)。Loh(2010)、权小锋和吴世农(2010)及韩乾和徐恒(2016)的研究均采用 30 个交易日的平均换手率作为投资者注意力的度量,因此,本文根据现有研究,同时考虑到变量之间的内生性问题,以业绩预告前 30 个交易日的平均换手率来表示投资者注意力。这些投资者因为实际进行了该公司股票的交易,也是真正关注该公司的投资者。同时,为了避免单一变量度量的缺陷,本文还用不同期限(前 15 个交易日、前 3 个交易日以及前 1 个交易日)的平均换手率度量投资者注意力,并且还以虚拟变量度量投资者注意力进行了稳健性检验。尽管如此,仍然还可能存在一定局限性。

其次,投资者注意力形成对管理层的心理压力作用如何影响管理层业绩预告策略选择并形成了治理作用,表现为一个心理作用过程。投资者注意力积极监督与过度压力作用很难直接观察,本文主要基于管理层在投资者注意力作用下的管理层业绩预告精确性及择机的行为选择结果来揭示。在一定情形下,随着投资者注意力的提高,当管理层的行选择有利于投资者决策时,如本文研究中,选择了更精确的方式以及更有利于投资者的时机发布业绩预告,这时,本文认为投资者注意力在发挥积极的监督作用,相反,如果管理层做出的选择不利于投资者决策,则投资者注意力表现为过度压力作用,如本文研究中,管理层在投资者注意力提高条件下选择了更不精确以及注意力低的时机进行预告。尽管如此,作为心理活动的过程仍无法直接观察,这也是本研究中的局限之一。

对于以上局限性尽管本文已经在现有条件下尽力做了妥善处理,但随着技术发展,仍有待于进一步完善。

### 9.2.2 未来进一步研究方向

本文在研究中面对主要难点是投资中参与主体心理活动过程的观察问题,如投资者注意力的观察以及管理层信息处理过程的认知变化的观察。随着神经科学的研究方法发展,神经管理学以及神经会计学研究也取得了一定进展,借助仪器观测神经元以及心理反应过程中的波形变化,记录与分析被试的心理活动已经成为非常重要的研究方法之一。在未来研究中,如何借助于仪器设备观察投资者注意力以及在注意力作用下管理层信息披露中的心理活动有待于进一步研究,这些方面的研究将有助于完善本文现有研究。

## 参考文献

- [1]白雪莲,张俊瑞,王鹏. 分析师预测与上市公司业绩预告策略选择[J]. 山西财经大学学报, 2012, 34(7): 87-95.
- [2]陈植元,米雁翔,厉洋军,郑君君. 基于百度指数的投资者关注度与股票市场表现的实证分析[J]. 统计与决策, 2016(23): 155-157.
- [3]曹振兴. 投资者注意力对资产价格形成机制的影响研究[J]. 价格理论与实践, 2012(3): 55-56.
- [4]陈翔宇,肖虹,万鹏. 会计信息可比性、信息环境与业绩预告准确度[J]. 财经论丛, 2015(10): 58-66.
- [5]戴德明,毛新述,姚淑瑜. 上市公司预测盈余信息披露的有用性研究——来自深圳、上海股市的实证证据[J]. 中国会计评论, 2005, 3(2): 253-272.
- [6]方先明,高爽. 上市公司管理层修正公告披露策略的市场反应[J]. 中国工业经济, 2018(10): 176-192.
- [7]冯旭南. 中国投资者具有信息获取能力吗?——来自“业绩预告”效应的证据[J]. 经济学(季刊), 2014(3): 1065-1090.
- [8]冯旭南. 注意力影响投资者的股票交易行为吗?——来自“股票交易龙虎榜”的证据[J]. 经济学(季刊), 2016, 16(1): 255-274.
- [9]郭娜,祁怀锦. 业绩预告披露与盈余管理关系的实证研究——基于中国上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2010(2): 81-88.
- [10]郭娜. 管理层业绩预告误差与盈余管理——基于中国上市公司的经验证据[J]. 经济经纬, 2010(7): 76-80.
- [11]高敬忠,周晓苏. 管理层持股能减轻自愿性披露中的代理冲突吗?——以我国A股上市公司业绩预告数据为例[J]. 财经研究, 2013(11): 123-133.
- [12]高敬忠,韩传模,王英允. 公司诉讼风险与管理层盈余预告披露方式选择[J]. 经济与管理研究, 2011, (2): 102-112.
- [13]高敬忠,周晓苏. 管理层盈余预告消息性质与预告方式操控性选择[J]. 商业经济与管理, 2009(11): 89-96.
- [14]高敬忠,周晓苏,王英允. 机构投资者持股对信息披露的治理作用研究——以管理层盈余预告为例[J]. 南开管理评论, 2011, 14(5): 129-140.

- [15]韩乾, 徐恒. 上市公司经营业绩、年报披露择机与投资者关注[J]. 中国经济问题, 2016(4): 17-34.
- [16]黄晓蓓. 业绩预告对分析师预测准确性的影响研究[J]. 对外经济贸易大学学报, 2016(4): 152-160.
- [17]黄晓蓓, 郑建明. 业绩预告、盈余管理与经济后果[J]. 经济问题探索, 2015(2): 22-30.
- [18]胡志颖, 卜云霞, 刘应文. 业绩预告修正信息质量的实证研究——基于上市公司2007~2009年业绩预告修正的分析[J]. 中南财经政法大学学报, 2011(4): 135-144.
- [19]胡成. 上市公司管理层业绩归因倾向问题: 理论基础与研究进展[J]. 财经理论研究, 2015(2): 1-6.
- [20]蒋亚朋. 上市公司盈余变动归因信息披露中的自利性倾向研究[J]. 现代管理科学, 2008(6): 117-119.
- [21]金德环, 张安宁. 搜索创造价值——投资者关注度与IPOs市场表现[J]. 山西财经大学学报, 2014(3): 43-54.
- [22]李晶. 内外部治理机制对公司年度业绩预告行为及其信息特征的影响[J]. 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 2014(4): 127-156.
- [23]李小晗, 朱红军. 投资者有限关注与信息解读[J]. 金融研究, 2011(8): 128-142.
- [24]李馨子, 肖土盛. 管理层业绩预告有助于分析师盈余预测修正吗? [J]. 南开管理评论, 2015(2): 30-38.
- [25]刘锋, 叶强, 李一军. 媒体关注与投资者关注对股票收益的交互作用: 基于中国金融股的实证研究. 管理科学学报, 2014, 17(1): 72-85.
- [26]刘慧芬, 王华. 竞争环境、政策不确定性与自愿性信息披露[J]. 经济管理, 2015(11): 145-155.
- [27]刘彦来, 李文兴, 刘莎. 利益冲突机制、上市公司业绩预告与证券分析师预测修正行为[J]. 证券市场导报, 2015(2): 24-31.
- [28]路军. 董事的会计师事务所工作背景与企业业绩预告质量[J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(5): 101-112.
- [29]陆蓉, 潘宏. 上市公司为何隐瞒利好的业绩?——基于市值管理的业绩不预告动机研究[J]. 上海财经大学学报, 2012, 14(05): 78-86.
- [30]罗玫, 宋云玲. 中国股市的业绩预告可信吗? [J]. 金融研究, 2012(9): 168-180.
- [31]罗玫, 魏哲. 股市对业绩预告修正一视同仁吗? [J]. 金融研究, 2016(7): 191-206.
- [32]马丽莎. 管理层业绩预告区间存在放大效应吗[J]. 金融评论, 2016(3): 40-52.



- [33]马连福, 沈小秀, 王元芳. 产品市场竞争、高管持股与管理层盈余预告[J]. 经济与管理研究, 2013(5): 18-27.
- [34]权小锋, 吴世农. 投资者关注、盈余公告效应与管理层公告择机[J]. 金融研究, 2010(11): 90-107.
- [35]权小锋, 吴世农. 投资者注意力、应计误定价与盈余操纵[J]. 会计研究, 2012(6): 46-53.
- [36]权小锋, 吴世农. 媒体关注的治理效应及其治理机制研究[J]. 财贸经济, 2012(5): 59-67.
- [37]权小锋, 尹洪英. 投资者注意力、信息获利与管理层择机交易[J]. 上海经济研究, 2012(7): 65-82.
- [38]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择?——基于投资者有限注意的实证分析[J]. 管理评论, 2012, 24 (12): 146-155.
- [39]饶育蕾, 王建新, 丁燕. 基于投资者有限注意的“应计异象”研究——来自中国A股市场的经验证据[J]. 会计研究, 2012 (5): 59-66.
- [40]宋双杰, 曹晖, 杨坤. 投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据[J]. 经济研究, 2011(s1): 145-155.
- [41]王磊, 孔东民. 盈余信息、个人投资者关注与股票价格[J]. 财经研究, 2014(11): 82-96.
- [42]王磊, 叶志强, 孔东明, 张顺明. 投资者关注与盈余公告周一效应[J]. 金融研究, 2012(11): 193-206.
- [43]王炼, 朱宏泉. 网络搜索能帮助解释IPO抑价之谜吗? ——基于中国A股市场的实证分析[J]. 系统工程, 2014, 32(11): 37-43.
- [44]王玉涛, 王彦超. 业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗? [J]. 金融研究, 2012(6): 193-206.
- [45]王浩, 向显湖, 尹飘扬. 高管权力、外部薪酬差距与公司业绩预告行为——基于中国证券市场的经验证据[J]. 华中科技大学学报, 2015, 29(6): 92-104.
- [46]王浩, 向显湖, 许毅. 高管经验、高管持股与公司业绩预告行为[J]. 现代财经, 2015(9): 52-66.
- [47]王俊秋, 花贵如, 姚美云. 投资者情绪与管理层业绩预告策略[J]. 财经研究, 2013(10): 76-90.
- [48]王英允, 彭正银, 高敬忠. 投资者注意力与管理层业绩预告择机——积极监督抑或过

- 度压力[J]. 经济管理, 2019, 41(2): 139-155.
- [49]徐高彦. 上市公司盈余预告择时披露及投资者特征研究[J]. 河南大学学报(社会科学版), 2016, 56(3): 53-63.
- [50]徐高彦, 王跃堂. 资本市场盈余预告披露及时性策略研究[J]. 南京社会科学, 2014, (10): 22-43.
- [51]徐洪波, 于礼. 管理层业绩预告信息披露时机选择研究[J]. 经济与管理, 2014, 28(2): 60-65.
- [52]谢玲红, 魏国学. 投资者注意力分散与盈余预告的时机选择[J]. 广东金融学院学报, 2012, 27(2): 107-120.
- [53]向诚, 陆静. 投资者有限关注、行业信息扩散与股票定价研究[J]. 系统工程理论与实践, 2018, 38(4): 817-835.
- [54]袁振超, 岳衡, 文峰. 代理成本、所有权性质与业绩预告精确度[J]. 南开管理评论, 2014(3): 49-61.
- [55]杨志. 中国上市公司业绩预告与股价变动分析[J]. 经济与管理, 2006, 19(11): 80-82.
- [56]杨欣, 吕本富. 突发事件、投资者关注与股市波动——来自网络搜索数据的经验证据[J]. 经济管理, 2014(2): 147-158.
- [57]杨德明, 林斌. 业绩预告的市场反应研究[J]. 经济管理, 2006(16): 26-31.
- [58]张继德, 廖微张, 荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究[J]. 会计研究, 2014(8): 52-59.
- [59]张馨艺. 最终控制人、机构投资者与信息披露选择——基于业绩预告的视角[J]. 科学决策, 2015(4): 35-50.
- [60]赵龙凯, 陆子昱, 王致远. 众里寻“股”千百度——股票收益率与百度搜索量关系的实证探究[J]. 金融研究, 2013, (04): 183-195.
- [61]郑建明, 黄晓蓓, 张新民. 管理层业绩预告违规与分析师监管[J]. 会计研究, 2015(3): 50-56.
- [62]周嘉南, 黄登仕. 投资者有限注意力与上市公司年报公布时间选择[J]. 证券市场导报, 2011(5): 53-60.
- [63]周晓苏, 高敬忠. 公司财务风险、盈余预告消息性质与管理层盈余预告披露[J]. 当代财经, 2009(8): 108-115.
- [64]周冬华, 赵玉洁. CEO权力、董事会稳定性与管理层业绩预告[J]. 当代财经, 2013(10): 118-129.

- [65]Akerlof G. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism[J]. Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488-500.
- [66]Asher C., Richardson V. J., Schmardebeck R. Investor attention and the pricing of earnings news[W]. Working Paper, University of Washington, University of Arkansas at Fayetteville, University of Missouri at Columbia, 2014.
- [67]Barber B. M., Odean T. All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors[J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 785-818.
- [68]Baginski S. P., Rakow K. C. Management earnings forecast disclosure policy and the cost of equity capital[J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(2): 279-321.
- [69]Baginski S. P., Conrad E. J., Hassell J. M. The effects of management forecast precision on equity pricing and on the assessment of earnings uncertainty[J]. The Accounting Review, 1993, 68(4): 913-927.
- [70]Barron O. E., Karpoff J. M. Information precision, transaction costs, and trading volume[J]. Journal of Banking & Finance, 2004, 28(6): 1207-1223.
- [71]Beaver W. The information content of annual earnings announcements[J]. Journal of Accounting Research, 1968(6): 67-92.
- [72]Bird A., Karolyi S. A., Ma P. Strategic disclosure misclassification[W]. Working Paper, Carnegie Mellon University, University of Minnesota, 2018.
- [73]Boulland R., Degeorge F., Ginglinger E. News dissemination and investor attention[J]. Review of Finance, 2017, 21(2): 761-791.
- [74]Broadbent D. E. A mechanical model for human attention and immediate memory[J]. Psychological Review, 1957, 64(3): 205-215.
- [75]Broadbent D. E. Perception and communication[M]. London: Pergamon Press Ltd, 1958.
- [76]Brockman P., Cicon J. The information content of management earnings forecasts: an analysis of hard versus soft information[J]. Journal of Financial Research, 2013, 36(2): 147-174.
- [77]Bulkley G., Herrerias R. Does the precision of news affect market underreaction? evidence from returns following two classes of profit warnings[J]. European Financial Management, 2005, 11(5): 603-624.
- [78]Chapman K. Earnings notifications, investor attention, and the earnings announcement

- premium[J]. Journal of Accounting and Economics, 2018, 66(1): 222-243.
- [79]Chen C. R., Mohan N. J. Timing the disclosure of information: management's view of earnings announcements[J]. Financial Management, 1994, 23(3): 63-69.
- [80]Cheng Q., Luo T., Yue H. Managerial incentives and management forecast precision[J]. The Accounting Review, 2013, 88(5): 1575-1602.
- [81]Chronopoulos P I., Siougle G. Examination of the information content of management range forecasts[J]. Research in International Business and Finance, 2018(46): 201-210.
- [82]Ciconte W., Kirk M. Tucker J. W. Does the midpoint of range earnings forecasts represent managers' expectations?[J]. Review of Accounting Studies, 2014, 19(2): 628-660.
- [83]Curtis A., Richardson V. J., Schmardebeck R. Investor attention and the pricing of earnings news[W]. Working Paper, University of Washington, University of Arkansas at Fayetteville, University of Missouri at Columbia, 2014.
- [84]Damodaran A. The weekend effect in information releases: a study of earnings and dividend announcements[J]. Review of Financial Studies 1989, 2(4): 607-623.
- [85]DeHaan E., Shevlin T., Thornock J. Market (in)attention and the strategic scheduling and timing of earnings announcements[J]. Journal of Accounting and Economics, 2015, 60(1): 36-55.
- [86]Dellavigna S., Pollet J. M. Investor inattention and friday earnings announcements[J]. Journal of Finance, 2009, 64(2): 709-749.
- [87]Dierker M. J., Subrahmanyam A. Dynamic information disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(1): 601-621.
- [88]Dimpfl T., Jank S. Can internet search queries help to predict stock market volatility[J]. European Financial Management, 2016, 22(2): 171-192.
- [89]Deutsch J. A., Deutsch D. Attention: Some theoretical considerations[J]. Psychological Review, 1963(70): 80-90.
- [90]Doyle J. T., Magilke M. J. The strategic timing of management forecasts[W]. Working Paper, Utah State University, Claremont McKenna College, 2015.
- [91]Doyle J. T., Magilke M. J. The timing of earnings announcements: an examination of the strategic disclosure hypothesis[J]. The Accounting Review, 2009, 84(1): 157-182.
- [92]Drake M. S., Guest N. M., Twedt B. J. The media and mispricing: the role of the business press in the pricing of accounting information[J]. The Accounting Review, 2014, 89(5):

1673-1701.

[93]Drake M., Roulstone D., Thornock J. Investor information demand: evidence from google searches around earnings announcements[J]. Journal of Accounting Research, 2012(50): 1001-1040.

[94]Drake M. S., Guest N. M. Twedt B. J. The media and mispricing: the role of the business press in the pricing of accounting information[J]. The Accounting Review, 2014, 89(5): 1673-1701.

[95]Du N. Do investors react differently to range and point management earnings forecasts?[J]. Journal of Behavioral Finance, 2009, 10(4): 195-203.

[96]Edwards E., Bell P. The Theory and measurement of business income[M]. Berkeley: University of California Press, 1961.

[97]Elliott W. B., Hobson J. L., Jackson K. E. Disaggregating management forecasts to reduce investors' susceptibility to earnings fixation[J]. The Accounting Review, 2011, 86(1): 185-208.

[98]Fan X. Q., Yuan Y., Zhuang X. T., Jin X. Long memory of abnormal investor attention and the cross-correlations between abnormal investor attention and trading volume, volatility respectively[J]. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, 2017, 469(1): 323-333.

[99]Fang L. H., Peress J., Zheng L. Does media coverage of stocks affect mutual funds' trading and performance?[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(12): 3441-3466.

[100]Fang V. W., Huang A. H., Wang W. Imperfect accounting and reporting bias[J]. Journal of Accounting Research, 2017, 55(4): 919-962.

[101]Fink C., Johann T. May i have your attention please: the market microstructure of investor attention[W]. Working Paper, University of Mannheim, 2014.

[102]Gennotte G., Trueman B. The strategic timing of corporate disclosures[J]. Review of Financial Studies, 1996, 9(2): 665-690.

[103]Gong G. J., Li L. Y., Zhou L. Earnings non-synchronicity and voluntary disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30(4): 1560-1589.

[104]Hamm S., Li E. X., Ng J. Management forecasts and bad news hoarding: evidence from stock price crashes[W]. Working Paper, Ohio State University, City University of New York, Hong Kong Polytechnic University, 2018.

[105]Han J., Tan H.T. Investors' reactions to management guidance forms: the influence of

- multiple benchmarks[J]. The Accounting Review, 2007, 82(2): 521-543.
- [106]Han J., Tan H. T. Investors' reactions to management earnings guidance: the joint effect of investment position, news valence, and guidance form[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(1): 81-104.
- [107]Hayward M., Fitza M. Pseudo-precision? precise forecasts and impression management in managerial earnings forecasts[J]. Academy of Management Journal, 2017, 60(3): 1094-1116.
- [108]Healy P. M., Palepu K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31(1): 405-440.
- [109]Hirst D. E., Koonce L., Miller J. The joint effect of management's prior forecast accuracy and the form of its financial forecasts on investor judgment[J]. Journal of Accounting Research, 1999, 37: 101-124.
- [110]Hsee C. K. Elastic justification: how unjustifiable factors influence judgments[J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 1996, 66(1): 122-129.
- [111]Huang X., Li X., Tse S. The effects of a mixed approach toward management earnings forecasts: Evidence from China[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2017, 45(3-4): 319-351.
- [112]Jacobs H., Weber M. Losing sight of the trees for the forest? Attention allocation and anomalies[J]. Quantitative Finance, 2016, 16(11): 1679-1693.
- [113]Jackson A. B., Gallery G., Balatbat M. C. A. The impact of litigation risk on the strategic timing of management earnings forecasts[J]. Accounting & Finance, 2015, 55(2): 467-495.
- [114]Jensen T. K., Plumlee M. Analysts' use of range information provided in management earnings forecasts[W]. Working Paper, Iowa State University, University of Utah, 2015.
- [115]Jensen T. K., Plumlee M. A. Understanding the role of management earnings forecast range[W]. Working Paper, University of Utah, 2013.
- [116]Johnson M., Kasznik R., Nelson K. The impact of securities litigation reform and the disclosure of forward-looking information by high technology firms[J]. Journal of Accounting Research, 2001, 39(2): 297-327.
- [117]Kahneman D. Attention and effort[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1973.

- [118]Kim, J. W.,Y. Shi. Voluntary disclosure and the cost of equity capital: Evidence from management earnings forecasts[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2011, 30(4): 348-366.
- [119]Kitagawa N., Shuto A. Credibility of management earnings forecasts and future returns[W]. Working Paper, Kobe University, University of Tokyo, 2016.
- [120]Kross W. Earnings and announcement time lags[J]. Journal of Business Research, 1981, 9(3): 267-281.
- [121]Lazarus R. S. Psychological stress and the coping process[M]. New York: McGraw-Hill, 1966.
- [122]Lazarus R. S., Folkman S. Stress, appraisal and coping[M]. New York: Springer Publishing, 1984.
- [123]Lee S., Matsunaga S. R., Park C. W. Management forecast accuracy and ceo turnover[J]. The Accounting Review, 2012, 87(6): 2095-2122.
- [124]Lerman A. Individual investors' attention to accounting information: message board discussions[W]. Working Paper, Yale School of Management, 2017.
- [125]Li Y., Zhang L. Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: evidence from a natural experiment[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(1): 79-117.
- [126]Loh R. K. Investor inattention and the underreaction to stock recommendations[J]. Financial Management, 2010, 39(3): 1223-1252.
- [127]Merkley K. J., L. S. Bamber and T. E. Christensen. Detailed management earnings forecasts: do analysts listen? [J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18(2): 479-521.
- [128]Miao B., S. H. Teoh, Z. N. Zhu. Limited attention, statement of cash flow disclosure, and the valuation of accruals[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(2): 473-515.
- [129]Michaely R., Rubin A., Vedrashko A. Further evidence on the strategic timing of earnings news: Joint analysis of weekdays and times of day[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 62(1): 24-45.
- [130]Michaely R., Rubin A., Vedrashko A. Are friday announcements special? Overcoming selection bias[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122(1): 65-85.
- [131]Nelson M. W. Rupar K. K. Numerical formats within risk disclosures and the moderating effect of investors' concerns about management discretion[J]. The Accounting

- Review, 2015, 90(3): 1149-1168.
- [132]Niessner M. Strategic disclosure timing and insider trading[W]. Working Paper, Yale School of Management, 2015.
- [133]Ng J., Tuna İ., Verdi R. Management forecast credibility and underreaction to news[J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18(4): 956-986.
- [134]Patell J. M., Wolfson M. A. Good news, bad news, and the intraday timing of corporate disclosures[J]. The Accounting Review, 1982, 57(3): 509-527.
- [135]Rennekamp K. Processing Fluency and Investors' Reactions to Disclosure Readability[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(5): 1319-1354.
- [136]Rogers J. L., Phillip C. Stocken. Credibility of management forecasts[J]. The Accounting Review, 2005, 80(4): 1233-1260.
- [137]Roychowdhury S., Sletten E. Voluntary disclosure incentives and earnings informativeness[J]. The Accounting Review, 2012, 87(5): 1679-1708.
- [138]Rupar, K.. Significance of forecast precision: the importance of investors' expectations[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(2): 849-870.
- [139]Schoenfeld J. The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 63(1): 51-74.
- [140]Scott W. R. Financial accounting theory[M]. New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1999.
- [141]Sengupta P. Disclosure timing: Determinants of quarterly earnings release dates[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2004, 23(6): 457-482.
- [142]Segal B., Segal D. Are managers strategic in reporting non-earnings news? Evidence on timing and news bundling[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(4): 1203-1244.
- [143]Spence M. Job market signaling[J]. Quarterly Journal of Economics, 1973, 87(3): 355-374.
- [144]Tang W. B., Zhu L. L. How security prices respond to a surge in investor attention: Evidence from Google Search of ADRs[J]. Global Finance Journal, 2017, 33: 38-50
- [145]Trueman B. Theories of earnings-announcement timing[J]. Journal of Accounting and Economics, 1990, 13(3): 285-301.
- [146]Vozlyublennaiia N. Investor attention, index performance, and return predictability[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 41: 17-35.
- [147]Vicente C., Xu G. M. Night fever: investor inattention and the timing of corporate



- filings[W]. Working Paper, London School of Economics & Political Science, 2017.
- [148]Watts R. L., Zimmerman J. L. Positive accounting theory[M]. New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1986.
- [149]Wang E. Does local investors' attention encourage management voluntary disclosure?[W]. Working Paper, Northwestern University, 2014.
- [150]Welagedara V., Deb S. S., Singh H. Investor attention, analyst recommendation revisions, and stock prices[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2017, 45: 211-223
- [151]Yang J. W. Management earnings forecast and earnings management: Does prior-period forecast accuracy play a role?[J]. Journal of Business & Economics Research, 2013, 11(3): 147-158.
- [152]Yang H. I. Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53(1-2): 167-184.
- [153]Ying Q. W., Kong D. M., Luo D. L. Investor attention, institutional ownership, and stock return: empirical evidence from China[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2015, 51(3): 672-685.
- [154]Yuan Y. Market-wide attention, trading, and stock returns[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 116(3): 548-564.
- [155]Zhang L. The effect of ex ante management forecast accuracy on the post- earnings-announcement drift[J]. The Accounting Review, 2012, 87(5): 1791-1818.
- [156]Zuo L. The informational feedback effect of stock prices on management forecasts[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(2): 391-413.

## 在读期间科研成果

- [1]王英允，高敬忠．管理层业绩预告精确性与投资者异质信念调整[J]．财经论丛，2018(10)：68-76.
- [2]王英允，彭正银，高敬忠．投资者注意力与管理层业绩预告择机——积极监督抑或过度压力[J]．经济管理，2019，41(2)：139-155.
- [3]高敬忠，彭正银，王英允．IPO 制度改革、盈余透明度与投资者异质信念[J]．外国经济与管理，2019，41(2)：112-124.

## 致 谢

时光飞逝，转眼间四年的博士学习、研究生活即将结束。回顾这一期间，苦甜诸事历历在目。学习、研究生活是清苦的，但是和老师、同学及同门在一起的日子是甜美的，获得知识、完成学业也是甜美的，总之，痛并快乐着的生活时光将令我终身难忘。当然，学业的最终完成离不开老师、同学、同门及家人的关心与支持。

首先，感谢我的导师孟焰教授，孟老师指引我在学术道路上迈向更深一步。论文从选题到完成，每一步都是在导师的悉心指导下完成的，其中倾注了导师的大量心血。导师的渊博的学识、严谨的治学态度、高尚的人格必将深深影响我。忘不了和导师一起讨论学术问题的情景，忘不了孟老师细心指导我论文写作的情景，忘不了孟老师对我个人生活各方面的关心与帮助。在此，谨向孟老师表示崇高的敬意和衷心的感谢！

其次，感谢会计学院及其他学院老师所教授的知识及对论文的点拨与指导；你们的帮助使我在学习与研究中有了更多的进步，拓宽了我的知识与视野。

再次，感谢一起入学的所有同学的帮助。大家在一起学习、探讨的日子是快乐难忘的，并使我学到很多知识。正因为有了大家的帮助，才能使我四年的学习、研究、生活感到充实而快乐，并取得进步，友谊永远长存！

最后，还要感谢我的家人的支持与关爱，也要感谢其他亲朋好友的支持，你们的支持令我对完成学业和开创未来充满信心。感谢所有帮助过我的朋友，我会永远记得你们的点滴之恩。

伏案执笔，不知所云。总之，所有老师、同学、亲人、朋友的关爱我将铭记于心，并将以此作为前进的动力，开启生活的新篇章！