

管理者短视主义影响 企业长期投资吗？^{*}

——基于文本分析和机器学习

胡楠 薛付婧 王昊楠

摘要:在可持续发展战略导向下,秉持长远理念是企业抵御外部环境威胁和拥有可持续经营能力的基石。然而,作为企业掌舵人的管理者并非都具有长远的目光。本文基于高层梯队理论和社会心理学中的时间导向理论,提出了管理者内在的短视主义特质与企业资本支出和研发支出的关系,并采用文本分析和机器学习技术构建出管理者短视主义指标从而对其进行实证检验。研究结果发现,年报MD&A中披露的“短期视域”语言能够反映管理者内在的短视主义特质,管理者短视会导致企业减少资本支出和研发支出。当公司治理水平、监督型机构投资者的持股比例以及分析师关注度越高时,管理者短视主义对这些长期投资的负向影响越易受到抑制。最终,管理者短视主义导致的研发支出减少和资本投资效率降低会损害企业的未来绩效。本文拓宽了管理者短视主义的行为后果分析,对企业高层次管理人才的聘任以及企业和政府的监管具有重要的实践启示。同时,本文将文本分析和机器学习方法引入管理者短视主义的研究,为未来该领域的研究提供了参考和借鉴。

关键词:管理者短视 长期投资 文本分析 机器学习

一、引言

在首届可持续发展论坛上,习近平总书记强调:中国秉持可持续发展理念,全面落实2030年可持续发展议程以推动中国经济高质量发展。在此背景下,增强企业可持续发展意识既是提高企业创造长期价值能力的核心所在,也是实现与国家战略有效对接、助力国家经济发展的关键。

管理者是公司战略的掌舵者,在企业可持续发展过程中发挥着举足轻重的作用。依据高层梯队(Upper Echelons)理论,管理者的特质会决定其行为和战略选择,从而进一步影响企业的目标、行为和结果(Hambrick and Mason, 1984)。因此,管理者的特质势必会对企业的资本支出和研发支出等关系着企业存续、扩张和可持续竞争优势的长期投资产生影响。然而,在众多管理者特质维度上,学术界对此进行的研究主要聚焦于管理者的人口统计学特征,比如年龄、教育背景、工作经历等(姜付秀等, 2009; 黄国良、董飞, 2010),鲜有学者关注管理者短视主义这一有关时间认知的特质对企业长期投资的影响。

管理者短视主义(Managerial Myopia),起源于社会心理学的时间导向(Time Orientation)理论,指管理者的决策视域较短,相对于关注企业未来发展,管理者更倾向于关注当下能够即刻满足的利益(Stein, 1989; Laverly, 1996)。这种时间导向通常被认为是一种先天的、稳定的个人特质(Kant, 1965; Goldrich, 1967)和潜意识过程(Zimbardo and Boyd, 1999),但也会部分受到后天环境的影响(De Volder and Lens, 1982; Holman and Zimbardo, 2009)。高层梯队理论和时间导向理论认为,管理者对时间认知的特质会决定其行为(Ancona et al., 2001; Chen and Nadkarni, 2016; Hambrick and Mason, 1984)。那么,管理者短视主义会对企业长期投资产生何种影响?二者之间的关系会受到何种因素的调节作用?管理者短视主义是否会通过影响长期投资而最终影

^{*}本文感谢国家自然科学基金项目(项目批准号:71772150)以及西安交通大学青年拔尖人才计划项目(项目批准号:GL1J009)的资助。薛付婧为本文通讯作者。

响企业未来绩效?以上是本文希望探讨的问题。

由于短视主义这一内在的、稳定的、对时间认知的特质难以度量,以往学者对管理者短视主义的度量主要停留在调查问卷评级的方法(Marginson and McAulay, 2008; Wang and Bansal, 2012),然而基于调查问卷构建的指标存在问卷回复率低、回复带有主观认知偏见等问题(Cycyota and Harrison, 2006)。部分学者将短期投资占比等财务指标作为短视的代理变量(方红星、金玉娜, 2016),但这类变量捕获的仅是可观察的事后行为而不是管理者的真实认知(Aghion et al., 2013),其众多的影响因素导致变量噪音较大^①。社会心理学认为语言能够反映人的认知、偏好和个性(Webb et al., 1966),研究者可以通过分析实验对象语言中所使用的词语类型和词频来理解人的特质(Miller and Ross, 1975; Pennebaker et al., 2003)。在此研究范式下, Brochet等(2015)采用文本分析中的词典法,通过计算美国盈余电话会议中管理者陈述的有关“时间视域”词汇的词频比例,有效捕获了管理者短视主义。

然而,由于中文语言博大精深,语义在财经文本情境下的多重表达更为复杂,直接采用 Brochet等(2015)的词典法来衡量短视主义并不适用。首先,若直接通过翻译英文词集,而不借助机器学习或者大量人工来研读语料,是无法准确判断中文词汇在财经语料下的多重表述^②。其次,与国外盈余电话会议相比,国内业绩说明会的发展尚不成熟,相关文本篇幅普遍较短,不足以支撑构建短视文本指标^③。而上市公司年报中披露的管理者讨论与分析(MD&A),是管理者对报告期内企业经营状况的回顾和未来发展的展望,用其来捕获管理者的潜意识认知和特质受到了研究者的广泛认同(Li, 2010, 2012; Loughran and McDonald, 2011; 蒋艳辉、冯楚建, 2014)。因此,本文以中国A股上市公司年报的MD&A为对象,在 Brochet等(2015)的基础上通过文本分析(Li, 2010)和机器学习方法确定中文“短期视域”词集,然后采用词典法构建出管理者短视主义指标。

通过实际对比法、内部一致性信度检验、差异分析法以及经济后果检验法,本文验证了该指标有效捕捉了管理者内在的短视主义特质。通过方差分解检验,本文进一步排除了该短视指标主要受外界压力驱动的可能性。随后,本文探索了我国上市公司管理者短视主义与长期投资之间的关系。结果发现,管理者短视主义会导致企业减少资本支出和研发支出。在控制了影响管理者短视的环境因素和其他短视代理变量、排除了内生性问题、管理者机会主义影响以及替换长期投资的计算方式之后,该结果依然稳健。进一步研究表明,当公司治理水平、监督型机构投资者持股比例以及分析师关注度越高时,管理者短视主义与上述长期投资间的负相关关系越易受到抑制。最后,中介效应检验结果表明,管理者短视主义导致的研发支出减少和资本投资效率降低损害了企业的未来绩效。

本文的贡献体现在以下几个方面:(1)把基于社会心理学的时间导向理论和高层梯队理论结合,引入企业长期投资领域并得到验证。本文在“管理者说什么(语言)—管理者是什么样的人(认知和特质)—管理者做什么(行为)”的框架脉络下首次实证检验了管理者短视主义与企业长期投资的关系,并进一步分析了企业长期投资在管理者短视主义与未来绩效间发挥的中介效应,拓展了管理者短视主义的行为经济后果研究。(2)考查了多种监督因素对管理者短视和长期投资关系的抑制作用,这对充分发挥企业、市场和政府的监管作用提供了理论启示。(3)将文本分析和机器学习方法引入管理者短视的研究,提出全新的能够直接衡量管理者短视的文本指标。这为未来研究把计量经济学和机器学习相结合提供了新思路,也为管理者短视的量化提供了重要参考依据。(4)从管理者主观性情层面提供了研究管理者短视的新视角。虽然 Brochet等(2015)的结果表明美国盈余电话会议中“时间视域”词汇的词频可以反映管理者的短视,但其没有解决根本性的研究问题:该短视更大程度上衡量的是管理者内在短视主义特质还是受环境因素影响的短视。本文通过丰富的有效性检验,验证了中文MD&A语料中管理者“短期视域”词频更多地是反映管理者内在的短视主义特质,而非外界压力驱动的短视。

二、理论分析和研究假设

(一)管理者短视主义

社会心理学家认为,人具有不同的时间导向,即人对过去、现在和未来有着不同的感知、关注和洞察力

(Lewin, 1942)。时间导向被普遍认为是一种先天的、稳定的个人特质(Kant, 1965; Goldrich, 1967)和潜意识过程(Zimbardo and Boyd, 1999),但也会受到后天环境的影响(De Volder and Lens, 1982; Holman and Zimbardo, 2009)。不同的时间导向决定了人如何选择和追逐社会目标,从而影响人的认知、情感和行为动机(Carstensen et al., 1999; Mosakowski and Earley, 2000)。

时间导向概念被广泛运用在管理学领域,它是指管理者在战略决策过程中对过去、现在和未来的主观偏好(Bluedorn and Martin, 2008; Lumpkin and Brigham, 2011)。在众多划分时间导向的框架中(Souitaris and Maestro, 2010; Trompenaars and Hampden-Turner, 1998; Ancona et al., 2001; Das, 1987; Mohammed and Nadkarni, 2011),管理者的长期导向和短期导向是最为常见的框架之一(Laverty, 1996; Lumpkin and Brigham, 2011)。其中,短期导向是指管理者主观上更注重现在(Lin et al., 2019)。短期导向直接导致了管理者短视主义,即管理者的决策视域较短,相对于关注企业未来发展,管理者更倾向关注当下能够即刻满足的利益(Stein, 1989; Laverty, 1996)。

(二)企业长期投资的影响因素

合理有效的资本支出和研发支出是企业存续和扩张、保持内生增长动力、实现企业价值最大化和可持续发展的必备条件(张纯、吕伟, 2009; 黄国良、董飞, 2010)。然而,现实中企业投资的水平未必完全符合最佳投资额的要求,其往往存在投资不足或投资效率低下等情况。针对此问题,学者们从以下几个方面探寻了企业长期投资的影响因素:(1)外部市场或制度环境(王菁、程博, 2014; 解维敏、方红星, 2011; 杨华军、胡奕明, 2007)。(2)企业特征,如公司治理结构(Larcker, 1983; Edman et al., 2017)、信息披露水平(张纯、吕伟, 2009)、业务部门业绩表现(Arrfelt et al., 2013)以及股利分配政策(魏明海、柳建华, 2007)。(3)管理者特征(姜付秀等, 2009; 黄国良、董飞, 2010)。其中,在管理者特征和长期投资的研究中,已有文献主要聚焦于管理者的人口统计学特征,如年龄、教育背景、工作经历等,但鲜有研究关注管理者在时间上的特质对长期投资的影响。加之管理者短视测度困难,目前研究并未能通过经验分析验证管理者短视主义与长期投资的关系。

(三)管理者短视主义和企业长期投资

管理者短视主义反映了管理者对时间认知的个人特质,而管理者的认知和特征会影响管理者的行为和战略选择,进而影响组织的行为和结果(Hambrick and Mason, 1984)。因此,根据高层梯队理论,管理者短视主义会影响企业的投资行为。由于管理者短视导致其决策视域较短,出于对当下业绩和股票表现的考虑,他们宁愿最大化短期财务业绩和股票价格而牺牲企业长远利益。因此,短视的管理者在进行投资决策时,更加倾向于选择期限短、收益高的项目(Holmstrom, 1999; Narayanan, 1985; Stein, 1988)。而资本支出和研发等长期投资通常都具有投入在前收益在后(Quirin and Wiginton, 1981; 解维敏、方红星, 2011; Maritan, 2001)、产出不确定和收益跨期性等特点(Pindyck, 1982; Zaheer et al., 1999)。其中,对固定资产、无形资产和其他长期资产的投资往往不能使企业绩效迅速提升,反而会增加折旧及摊销费用等,最终降低企业当前的盈利水平(王菁、程博, 2014);研发则需要大量资金的持续投入,并且周期长、风险大,往往会导致较高的经营风险(柴才等, 2017; 解维敏、方红星, 2011)。因此,短视的管理者会利用其掌握的资源和个人权威,影响企业的投资规模和方式,减少企业的资本支出和研发支出。基于此,本文提出以下假设。

H1: 管理者短视主义与企业长期投资之间呈负相关关系。

管理者短视主义对长期投资的影响程度可能与企业的内外部监督水平有关。若假设H1得到证明,本文将进一步探讨公司治理水平、机构投资者持股比例以及分析师关注度这些监督因素的影响。

(1)公司治理水平。公司治理机制往往通过股东大会、董事会与监事会三方的权利分立和制衡来平衡企业内部利益主体之间的关系^④。股东拥有对企业重大事项的监督权和决策参与权,可以“用手投票”替换不合格的管理者,制约管理者的短视等自利性行为。同时,股东间的有效制衡能够防止大股东诱导管理者短视、进行“隧道挖掘”而侵占中小股东权益。董事会设置的独立董事和专门委员会等制度,可以监督和制约管理者的职权行使。监事会可对企业的业务活动进行监督和检查,纠正管理者在执行职务时损害股东利益的自利性行

为,降低管理者短视的可能性。综上,公司治理中有效的监督机制可以抑制管理者的机会主义行为(Cheng et al., 2013; 方红星、金玉娜, 2013, 2016; 李万福等, 2011)。因此,公司治理水平越高时,即便管理者具有短视主义特质,其短视行为也会被抑制,管理者短视与企业长期投资间的负相关关系会减弱。

(2)机构投资者持股比例。相较于个人投资者,机构投资者往往资金规模大、专业知识强,对企业管理者的影响力也更强。他们通常奉行价值投资理念,有更强的动机去关注和获取企业的长期价值信息,而不是过分依赖于短期业绩信息(Stein, 1989)。因此机构投资者通常被认为会有效地监督管理者,促进企业长期行为。然而,只有当机构投资者与上市公司间属于投资关系时,机构投资者才有监督管理层的动机;而当机构投资者与上市公司间属于业务依赖关系时,机构投资者们往往采取支持公司决策或中庸的态度(Brickley et al., 1988; Almazan et al., 2005; 杨海燕等, 2012)。在我国,保险公司、信托公司和一般法人机构通常与被投资公司存在某类商业关系,该类机构投资者为了维系现有或潜在的商业关系往往缺乏监督管理层的强烈动机;而证券投资基金、社保基金和QFII(合格境外机构投资者)作为独立的机构投资者,他们对上市公司的监督效应更明显(杨海燕等, 2012)。那么,当这些监督型机构投资者的持股比例越高时,即便管理者具有短视主义特质,其短视行为也会被抑制,管理者短视与企业长期投资的负相关关系会减弱。

(3)分析师关注度。分析师具备专业的信息搜索和处理能力,能够根据海量信息对企业价值做出预测和评级,一旦分析师发现管理者有短视等机会主义行为,则会降低公司股价和市场价值估值(Chauvin and Hirschey, 1993),这将使管理者的机会主义行为受到约束。同时,当分析师关注度越高时,管理者隐藏的信息就越可能被揭露给投资者,企业也越容易暴露于利益相关者的监督之下(Brennan and Hughes, 1991; 张纯、吕伟, 2009; 王菁、程博, 2014),从而亦使管理者短视主义行为受到约束^⑤(Graham et al., 2005; Yu, 2008)。因此,分析师关注度越高时,即便管理者具有短视主义特质,其短视行为也会被抑制,管理者短视主义与企业长期投资间的负相关关系会减弱。

综合以上分析,本文提出以下假设。

H2a: 公司治理水平越高时,管理者短视主义与企业长期投资的负相关关系越易受到抑制。

H2b: 监督型机构投资者的持股比例越高时,管理者短视主义与企业长期投资的负相关关系越易受到抑制。

H2c: 分析师关注度越高时,管理者短视主义与企业长期投资的负相关关系越易受到抑制。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

鉴于2007年是中国会计准则国际趋同的重要时点,新制定的《企业会计准则》已经开始实施,为避免前后会计准则差异产生的影响,本文选取2007年作为样本区间的起点,以沪深两市2007~2018年所有A股公司年度财务报告作为初始的研究样本。上市公司年度财务报告文件来自于巨潮资讯网,其他研究数据来自于CSMAR数据库。

数据处理步骤如下:(1)从巨潮资讯网下载所有A股上市公司2007~2018年年度财务报告文件。(2)借助WinGo财经文本数据平台,将PDF文档转化成TXT文档,并对数据进行以下清洗:一是表格的处理。年报中的表格在转换后变为文本框,从而无法直接对其内容进行查询或分析,且由于表格中内容大多为数字,少数文字内容模板化严重,所含增量文本信息较少。故本文通过文本识别剔除了所有表格。二是剔除扫描文件和缺失文件。(3)提取年度财务报告中的MD&A章节。(4)采用WinGo财经文本分词系统,基于中文通用词典Jieba以及《英汉现代财会大词典》等财经专用词典对MD&A内容进行分词,并去除停用词,从而将非结构化的文本数据转化为词向量进行存储。(5)计算管理者短视主义指标所对应词集的词频。(6)从CSMAR中下载2007~2018年所有A股上市公司的其他研究数据。(7)剔除金融保险类、ST、ST*类以及不超过两年的公司观测值。(8)剔除缺失值。为避免极端值影响,本文对所有连续变量进行上下1%缩尾处理,得到13045个样本。

(二)变量衡量

1. 管理者短视主义

语言能够反映人的认知、偏好和个性(Webb et al., 1966),研究者可通过分析实验对象语言中使用的词语类型和词频来捕捉人的特质(Miller and Ross, 1975; Pennebaker et al., 2003)。如一个人的语言中越强调“过去”、“曾经”等词汇,反映其越关注过去;一个人的语言中越强调“将来”、“可能”、“要去”等词汇,反映其越关注未来^⑥(Pennebaker et al., 2003)。基于此研究范式,本文结合已有的英文“短期视域”词集、MD&A 中文语料特点以及 Word2Vec 机器学习制定出能够反映管理者“短期视域”的中文词集,随后通过词典法构建出管理者的短视主义指标。

MD&A 是管理者对报告期内企业经营状况的回顾以及对下一年度经营计划以及企业未来发展所面临的机遇、挑战和各种风险的阐述。已有利用 MD&A 等文本刻画管理者特质的研究成果在一定程度上证实了其可靠性(Li, 2012; 蒋艳辉、冯楚建, 2014)。如 Li(2012)利用美国上市公司 MD&A 文本来刻画管理者的自我归因偏差。蒋艳辉和冯楚建(2014)利用 MD&A 中“我们”、“我公司”、“我们公司”等词语出现的频率刻画管理者的自我指涉度,从而衡量管理层对公司的认知和努力程度。同时,国外文献表明 CEO 对企业的经营决策起着绝对的主导作用,能够直接影响企业未来的发展方向和命运(Chandler, 1962; Finkelstein and Hambrick, 1996)。CEO 的特质如自恋程度、学历和任期等都会极大影响公司的信息披露特点(Marquez Illescas et al., 2019; Lewis et al., 2019),因此年报披露的文本信息更多地反映了 CEO 的意思。而在我国,上市公司的董事长更像发达国家的 CEO(姜付秀等, 2009; 陈传明、孙俊华, 2008; 李健等, 2012)。因此,我们从 MD&A 中捕获的管理者短视主义特质更多反映的是董事长的短视主义特质,本文的管理者指的是企业的董事长。

具体来讲,管理者短视主义指标的构建过程如下。

(1)借鉴 Brochet 等(2015)的英文“短期视域”词集与 Li(2010)构建文本指标的思路,我们阅读了 500 份 MD&A 语料以获取中文文本信息的特点,制定出中文 MD&A 中有关“短期视域”的种子词集,包括直接和间接两大类。直接大类包括:“天内”、“数月”、“年内”、“尽快”、“立刻”、“马上”;间接大类包括:“契机”、“之际”、“压力”、“考验”。

(2)针对同一概念或者事物,表达者往往使用多个语义相似的词汇进行描述,因此需要对种子词集进行相似词扩充。Mikolov 等(2013)提出的 Word2Vec 机器学习技术,是近年来该领域的里程碑式成果(Lecun et al., 2015)。Word2Vec 本质是基于神经网络 Word Embedding 方法,依据上下文语义信息将词汇表示成多维向量,并通过计算向量之间的相似度得到词汇之间的语义相似性(Bengio et al., 2003)。具体地,本文采用 Word2Vec 中的 CBOW 模型(Continuous Bag-of-words Model)对中文年度财务报告语料进行训练。

CBOW 模型:

$$\max \sum_{w \in C} \log p(w|Context(w)) \quad (1)$$

其中, C 表示语料; w 表示中心词; $Context(w)$ 表示中心词的上下文。CBOW 模型的基本思想是根据上下文来预测当前词语的概率,通过最大化上述目标函数,最终可得到中心词对应的 Word2Vec 词向量。随后通过计算向量相似度可获得中心词的相似词。模型基于海量财经文本训练而成,所推荐的相似词更加适合财经文本语境,可有效避免人为定义词表的主观性和通用同近义词工具的弱相关性(Word2Vec 相似词结果示例详见《管理世界》网络发行版附录 1)。

(3)我们通过邀请 3 名业界和学术界专家以及对比 MD&A 文本样例对指标词集进行核验,最终确定词集包含 43 个“短期视域”词汇(词集和语句示例详见《管理世界》网络发行版附录 2)。随后,本文基于词典法计算“短期视域”词汇总词频占 MD&A 总词频的比例,乘以 100 后得到管理者短视主义指标。该指标值越大,表明管理者越短视。

2. 企业资本支出和研发支出

本文研究的长期投资是指:企业对内的、具有经营性质、创造经济收益的期间超过一个会计年度的投资,

具体包括资本支出和研发支出^⑦。

资本支出(*Capex*):指购建使用年限超过一个会计年度的资产(如固定资产、无形资产及其他长期资产等)而发生的净支出。本文采用企业当年资本性支出与总资产之比来衡量。借鉴吕长江和张海平(2011)等研究,企业当年资本性支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额-(固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销)。在稳健性检验中,本文借鉴李焰等(2011)和李万福等(2011)采用固定资产净值的改变量与年初总资产的比值以及固定资产、长期投资和无形资产净值的改变量与年初总资产的比值来衡量资本性支出。

研发支出(*R&D*):借鉴张兆国等(2014)和虞义华等(2018),本文采用企业当年研发支出与营业收入之比来衡量研发支出,研发费用的缺失用0代替。在稳健性检验中,本文还采用企业当年研发支出与总资产之比来衡量研发支出,以及删除研发支出为缺失的样本。

3. 控制变量

参照已有理论和研究成果(李焰等,2011;姜付秀等,2009;张兆国等,2014;Brochet et al.,2015),本文的控制变量包括管理者背景特征(如:年龄、学历、任职时间和薪酬激励)、企业层面特征(如:企业规模、现金比率、成长机会、财务杠杆、亏损状况、总资产收益率、股权集中度、产权性质、管理者持股比例和二职合一)以及其他特征(如:监督型机构持股比例和分析师关注度),具体变量定义可参见表1。

(三)模型设计

为检验假设H1,本文借鉴李焰等(2011)和姜付秀等(2009)建立以下OLS模型:

$$\begin{aligned} Capex_{it}/RD_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_Index_{it} + \alpha_2 Gage_{it} + \alpha_3 Gdegree_{it} + \alpha_4 Glenue_{it} + \alpha_5 Gpay_{it} + \alpha_6 Size_{it} \\ & + \alpha_7 Cash_{it} + \alpha_8 Growth_{it} + \alpha_9 Leverage_{it} + \alpha_{10} Loss_{it} + \alpha_{11} ROA_{it} + \alpha_{12} CENT_{it} + \alpha_{13} SOE_{it} \\ & + \alpha_{14} INSD_{it} + \alpha_{15} CEO_{it} + \alpha_{16} IO_{it} + \alpha_{17} Analyst_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)中因变量是企业资本支出(*Capex*)或研发支出(*R&D*),自变量为管理者短视主义(*Myopia_Index*),其他为控制变量。若假设H1成立,则*Myopia_Index*的系数显著为负,表明管理者短视主义的程度与企业资本支出和研发支出之间呈负相关关系。对其他假设的研究,将在模型(2)的基础上进行分组考查,在此不再赘述。本文的回归模型均控制了时间固定效应和行业固定效应,其中行业按照中国证监会2012年行业分类标准划分,除制造业采用门类及大类两个维度进行细分外,其他行业只基于门类划分。为了控制误差项的异方差和时间序列相关问题对估计系数标准误的影响,本文采用稳健的标准误,并将误差在公司层面聚类。

(四)管理者短视主义指标的有效性检验

在进行实证分析之前,本文将通过以下方法对所构建的短视文本指标进行有效性验证。

1. 实际对比法

“中国上市公司口碑榜”自2016年以来每年会评选出10位左右“最佳董事

表1 变量定义表

变量符号	变量名	变量注释
<i>Capex</i>	资本支出/总资产	公司资本性支出与年末总资产的比值
<i>R&D</i>	研发支出/营业收入	公司研发支出与年末营业收入余额的比值
<i>Myopia_Index</i>	管理者短视主义	43个“短期视域”词汇总词频占MD&A总词频的比例×100
<i>MD&A_Word</i>	MD&A总词频	MD&A分词后的总词数
<i>MD&A_Sent</i>	MD&A总句频	MD&A包含的句子总数
<i>Gage</i>	管理者年龄	董事长的年龄
<i>Gdegree</i>	管理者学历	董事长学历水平赋值,其中中专及以下取1,大专取2,本科取3,硕士取4,博士取5
<i>Glenue</i>	管理者任职时间	董事长在该职位上任期的年数
<i>Gpay</i>	管理者薪酬激励	公司金额最高的前三名高管薪酬总额的自然对数*
<i>Size</i>	企业规模	公司年末总资产的自然对数
<i>Cash</i>	现金比率	公司年末货币资产与总资产的比值
<i>Growth</i>	成长机会	公司营业收入增长率
<i>Leverage</i>	财务杠杆	公司年末总负债与总资产的比值
<i>Loss</i>	亏损状况	虚拟变量,当公司净利润为负时,取值为1,否则为0
<i>ROA</i>	总资产收益率	公司净利润与该年年末总资产的比值
<i>CENT</i>	股权集中度	公司第一大股东持股份数占总股数的比值
<i>SOE</i>	产权性质	虚拟变量,公司为国有企业时取值为1;否则为0
<i>INSD</i>	管理者持股比例	公司年末管理者持股份数占总股数的比值
<i>CEO</i>	二职合一	虚拟变量,当CEO与董事长同一人时,取值为1;否则为0
<i>IO</i>	监督型机构持股比例	公司监督型机构持股份数占总股数的比值,监督型机构包括证券投资基金、社保基金和QFII
<i>Analyst</i>	分析师关注度	Ln(公司分析师跟踪人数+1)

注:*由于在我国很难获得董事长个人的工资及津贴等薪酬数据,本文使用公司金额最高的前三名高管薪酬总额代替董事长工资及津贴薪酬。

长(总裁)奖”。这些董事长被公认为是各自行业的顶级精英。他们多年来在各自的行业锐意进取、高瞻远瞩、尊重制度,领导企业健康发展,重视全体股东利益,是企业名副其实的“掌舵人”。因此,这些董事长的短视程度被公认较低。本文将2016~2018年获奖的最佳董事长与本文样本匹配,匹配到14位董事长。然后将样本中的短视文本指标由小到大排序分为5组,给每位董事长匹配对应的分组。1组代表管理者短视主义程度最低,5组代表管理者短视主义程度最高。结果表明,57%的董事长(8位)的短视程度分布在最低组(=1),86%的董事长(12位)的短视程度处于较低组(≤ 2),100%的董事长(14位)的短视程度处于中低组(≤ 3),与最佳董事长的短视程度相符合。该结果证明了本文短视文本指标的有效性。

2. 短视文本指标在时间维度上的持续性

管理者内在特质通常是稳定的,本文采用内部一致性信度评价方法检验短视文本指标在时间维度上的持续性。具体地,通过计算每个管理者在2007~2018年对应短视文本指标的Cronbach's Alpha系数(Cronbach, 1951),分析管理者短视在时间维度的持续性。当Alpha系数在0.80以上时表明数据具有较高一致性和信度;Alpha系数等于0.70是可接受的最小信度值。结果显示,12年来未更换过董事长的企业对应的短视文本指标Alpha系数为0.861,表明管理者的短视文本指标在时间维度上具有较高的持续性^⑧。

3. 短视文本指标衡量了管理者的特征而非企业特征

如果短视文本指标衡量的是企业稳定的特征,那么一个企业的短视文本指标在时间上的持续性和一致性不应当因为董事长的更换而产生较大变化。然而本文检验结果表明,12年来更换过董事长的企业的短视文本指标Alpha系数等于0.784,远小于未更换过董事长的企业的短视文本指标Alpha系数(0.861),这表明短视文本指标衡量了超越企业特征的管理者特征。

此外,若短视文本指标衡量了管理者的特征而非企业特征,当一家企业历经不同的董事长时,其短视文本指标在这家企业不同董事长任职期间的均值应有较大差异;而当一名董事长任职于不同的企业时,这些企业的短视文本指标在该董事长任职期间的均值应无较大差异。本文研究结果发现,当同一位董事长任职于两家企业时,这两家企业在该董事长任职期间的短视文本指标差异很小,平均差值为0.007;当同一家企业历经不同的董事长时,不同董事长对应的短视文本指标有较大差异,平均差值为0.045。因此,该结果进一步证明短视文本指标衡量的是管理者特征而非企业特征^⑨。

4. 与已有关于短视经济后果的实证结论进行比较

Brochet等(2015)通过实证分析得出,管理者短视会导致其有较强的动机进行盈余管理以规避利润亏损或者提高利润。我们依据Brochet等(2015)的实证方法和步骤对短视文本指标与盈余管理之间的关系进行了实证检验。若本文短视文本指标有效,我们应得到相似的结论。

表2结果表明,短视文本指标与可操纵性应计盈余管理中的规避亏损呈显著正相关关系,与真实活动盈余管理中的异常研发费用和广告费用呈显著负相关关系,在控制了语调、可读性以及前瞻性等因素后结果依然成立。这些发现与Brochet等(2015)的实证检验结果保持一致,符合短视行为的预期,故本文构建的短视主义指标是有效的。此外,本文还通过企业异常生产成本与异常费用的差值来捕获管理者的真实盈余管理程度,并进一步检验短视与真实盈余管理之间的关系。结果表明短视文本指标与真实盈余管理呈显著正相关关系,与预期相符。囿于篇幅限制,此部分实证结果详见《管理世界》网络发行版附录4。

表2 与已有关于短视经济后果的实证结论进行比较

短视(自变量)和短视行为(因变量)	回归系数及显著性		
	Brochet等(2015)	本文	一致性
Panel A 因变量—可操纵性应计盈余管理			
1 Y-规避亏损; X-短视	正显著	正显著	是
2 Y-迎合分析师预测; X-短视	正显著(5%水平)	正不显著	否
3 Y-应计盈余管理; X-短视	正显著(5%水平)	正不显著	否
Panel B 因变量—真实活动盈余管理			
4 Y-异常研发费用; X-短视	负显著	负显著	是
5 Y-异常广告费用; X-短视	负显著	负显著	是
Panel C 控制语调、可读性、前瞻性等因素			
6 Y-规避亏损; X-短视(控制语调、可读性、前瞻性等因素)	正显著	正显著	是
7 Y-异常研发费用; X-短视(控制语调、可读性、前瞻性等因素)	负显著	负显著	是
8 Y-异常广告费用; X-短视(控制语调、可读性、前瞻性等因素)	负显著	负显著	是
Panel D 本文的进一步检验			
9 Y-真实盈余管理; X-短视	未做此验证	正显著	/

(五)短视文本指标是否受环境因素的影响

管理者短视除了受先天的、稳定的个人特质驱动外,也会受到后天环境的影响,如管理者经历的内部压力和外部压力等。内部压力方面:当管理者并非追求股东价值最大化,而是想要在经理人市场中获取更高的估值、提高薪酬或尽快建立声誉时,便会过于关注短期业绩和股价(Narayanan, 1985; Gopalan et al., 2012; Edmans et al., 2017)。外部压力方面:利益相关者所给予的外部压力也会使管理者产生短视。管理者为了迎合短视的投资者(刘瑞、陈收, 2006)、避免企业被敌意收购或自身被解雇,会竭力增加企业当前盈利和股价(Stein, 1988; Bolton et al., 2006)。因此,本文进一步验证短视文本指标是否还捕获了部分环境因素的影响。

这些环境因素变量包括企业是否处于亏损状况(*Loss*)、管理者薪酬激励(*Gpay*)和股东年平均个股换手率(*Turnover*)。当企业亏损时,管理者越可能面临被解雇或企业被敌意收购,短视主义程度增强。当管理者工资及津贴薪酬越低时,管理者越可能希望尽快提高薪酬从而导致短视。股东换手率高意味着投资者比较短视,投资者短视易导致管理者短视(刘瑞、陈收, 2006)。此外,鉴于Brochet等(2015)发现当管理层发布盈余公告次数(*MF*)越多、分析师关注度(*Analyst*)越高以及机构投资者持股比例(*IO*)越低时管理者越容易短视,本文也考虑了这些环境因素的影响。

表3展示了短视文本指标与影响短视的环境因素变量之间的相关性系数:公司处于亏损状况、股东换手率与管理者短视主义显著正相关;而管理者薪酬、监督型机构持股比例和分析师关注度与管理者短视主义显著负相关。除分析师关注度外,这些结果与前人文献保持一致,表明短视文本指标与部分环境因素有关。而*Analyst*与*Myopia_Index*负相关,与我国国情是相符的。多数国内学者根据我国数据,研究得出分析师关注度对解决由外部盈利压力而产生的企业投资不足问题具有一定的监督作用(王菁、程博, 2014),因此国内分析师对于管理者短视更多发挥了监督作用。

尽管如此,短视文本指标绝大部分程度上捕获的还是管理者内在稳定的特征。借鉴Hassan等(2019)的指标方差分解检验方法,本文通过回归模型检验短视的环境因素影响变量、管理者个体固定效应、时间、行业以及公司固定效应对短视文本指标的解释力度,对此做进一步验证^⑨。结果如表4所示,在单项回归中,影响短视的环境因素变量对短视文本指标解释力度仅有0.7%。而管理者个体的固定效应对短视文本指标的解释力度高达56.4%。在逐步回归中,当加入管理者个体的固定效应后,回归模型对短视文本指标解释力度提高到56.8%。因此,短视文本指标只捕捉到少许环境因素的影响,但绝大部分程度上捕获的是管理者自身的稳定特征。此外,在逐步回归中加入行业、年份和公司固定效应后,模型对短视文本指标解释力度只能从56.8%提升到58.4%,即行业、年份和公司固定效应对短视文本指标的解释力度并无特别多的提升。即便考虑调整后的R²我们也得到同样的结论。同时,这又一次证明短视文本指标更多地衡量了管理者的短视特征而非企业特征。

表3 短视文本指标与影响短视的环境因素变量的相关性系数

	<i>Myopia_Index</i>	<i>Loss</i>	<i>Gpay</i>	<i>Turnover</i>	<i>IO</i>	<i>Analyst</i>
<i>Loss</i>	0.034**					
<i>Gpay</i>	-0.063***	-0.035**				
<i>Turnover</i>	0.038**	0.023	-0.187***			
<i>IO</i>	-0.041**	-0.098***	0.103***	-0.132***		
<i>Analyst</i>	-0.076***	-0.108***	0.289***	-0.266***	0.474***	
<i>MF</i>	-0.011	0.111***	-0.176***	0.103***	0.033**	-0.040**

表4 短视文本指标的方差分解

	短视文本指标 (回归R ²)	短视文本指标 (调整后的R ²)
Panel A 单项回归		
影响短视的环境因素变量	0.007	0.005
<i>Manager Fixed Effect</i>	0.564	0.357
<i>Year Fixed Effect</i>	0.029	0.027
<i>Industry Fixed Effect</i>	0.047	0.038
<i>Firm Fixed Effect</i>	0.343	0.235
Panel B 逐步回归		
影响短视的环境因素变量	0.007	0.005
+ <i>Manager Fixed Effect</i>	0.568	0.361
+ <i>Year Fixed Effect</i>	0.576	0.371
+ <i>Industry Fixed Effect</i>	0.580	0.373
+ <i>Firm Fixed Effect</i>	0.584	0.374

四、实证结果及分析

(一)样本描述

表5提供了各主要变量的描述性统计结果,包括各变量的观测值个数、平均值、标准差、25%分位数、中位数和75%分位数。其中,*Capex*和*R&D*的均值分别是0.040和0.033,中位数分别是0.025和0.026,标准差分别为0.055和0.042,与已有研究差别不大。*Myopia_Index*的均值是0.086,中位数为

0.069,标准差为0.076,表明短视文本指标有充分的变异性。此外,文本指标如 $MD\&A_Word$ 和 $MD\&A_Sent$ 的均值分别是3647和180,表明 $MD\&A$ 的平均词数和句数分别为3647词和180句。其他控制变量的描述性统计结果与已有研究基本保持一致。

(二)管理者短视主义与企业长期投资

利用模型(2),本文对假设H1进行验证,考查管理者短视主义对企业资本支出和研发支出的影响。为了确保结果不受内生性影响,本文还验证了滞后一期的短视主义指标与两类长期投资的关系。结果如表6所示:(1)当期短视指标对资本支出($Capex$)的回归系数是-0.018,在5%以下的置信度下回归结果显著(t 值=-2.39);(2)上一期短视指标对资本支出($Capex$)的回归系数是-0.017,在5%以下的置信度下回归结果显著(t 值=-2.46);(3)当期短视指标对研发支出($R\&D$)的回归系数是-0.014,在1%以下的置信度下回归结果显著(t 值=-3.27);(4)上一期短视指标对当期研发支出($R\&D$)的回归系数是-0.012,在1%以下的置信度下回归结果显著(t 值=-2.77)。以上结果证明了管理者短视主义确实会导致企业减少资本支出和研发支出。

(三)管理者短视主义与长期投资:监督因素的影响

1. 公司治理水平

本文借鉴张会丽和陆正飞(2012)以及张学勇和廖理(2010)的方法,对公司治理的8个因素进行主成分分析,并选取第一大主成分作为度量公司治理水平($Gover$)的指标。这些公司治理监督因素分别是第一大股东持股比例、独立董事比例、董事长与总经理是否兼任(兼任为1、非兼任为0)、监事会会议次数、管理者持股比例、第二到第十大股东持股比例、产权性质(国有为1、非国有为0)、机构持股比例。

本文以每年度公司治理水平的中位数为界限,将样本分为高公司治理水平和低公司治理水平样本组,并采用模型(2)进行分组回归。结果见表7。Panel A中第(1)、(3)、(5)、(7)列为高公司治理水平样本组的回归结果,第(2)、(4)、(6)、(8)列为低公司治理水平样本组的回归结果。通过比较高低两列中 $Myopia_Index$ 回归系数的显著性可以看到,对于公司治理水平高的公司,管理者短视对企业资本支出和研发支出的影

表6 管理者短视主义和长期投资

	$Capex$ (t)		$R\&D$ (t)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Myopia_Index$ (t)	-0.018** (-2.39)		-0.014*** (-3.27)	
$Myopia_Index$ (t-1)		-0.017** (-2.46)		-0.012*** (-2.77)
$Gage$	-0.000*** (-2.68)	-0.000*** (-2.68)	0.000 (0.72)	0.000 (0.71)
$Gdegree$	-0.001 (-0.83)	-0.001 (-0.83)	0.003*** (4.72)	0.003*** (4.71)
$Glenue$	-0.000 (-0.98)	-0.000 (-0.97)	0.000 (1.63)	0.000 (1.63)
$Gpay$	0.002* (1.78)	0.002* (1.77)	0.005*** (5.24)	0.005*** (5.23)
$Size$	-0.004*** (-4.37)	-0.004*** (-4.36)	-0.005*** (-7.71)	-0.005*** (-7.70)
$Cash$	-0.047*** (-9.85)	-0.047*** (-9.83)	0.026*** (4.52)	0.026*** (4.54)
$Growth$	0.000 (0.37)	0.000 (0.39)	0.003*** (6.52)	0.003*** (6.56)
$Leverage$	0.006 (1.16)	0.006 (1.17)	-0.037*** (-10.04)	-0.037*** (-10.02)
$Loss$	-0.009*** (-3.39)	-0.009*** (-3.42)	0.003* (1.73)	0.003* (1.71)
ROA	-0.012 (-0.61)	-0.012 (-0.62)	-0.109*** (-6.93)	-0.109*** (-6.94)
$CENT$	0.018*** (3.89)	0.018*** (3.88)	-0.006 (-1.52)	-0.006 (-1.53)
SOE	-0.015*** (-8.59)	-0.015*** (-8.59)	-0.003* (-1.95)	-0.003** (-1.97)
$INSD$	0.036*** (8.09)	0.036*** (8.08)	0.021*** (5.15)	0.021*** (5.14)
CEO	0.004*** (2.66)	0.004*** (2.66)	0.003** (2.49)	0.003** (2.49)
IO	0.013 (1.34)	0.013 (1.33)	0.006 (1.11)	0.006 (1.11)
$Analyst$	0.011*** (12.55)	0.011*** (12.56)	0.004*** (7.43)	0.004*** (7.40)
Constant	0.086*** (4.40)	0.086*** (4.40)	0.059*** (3.84)	0.058*** (3.83)
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13045	13045	13045	13045
Adjusted R ²	0.141	0.141	0.491	0.491

表5 描述性统计

变量名称	观测值个数	平均值	标准差	P25分位数	中位数	P75分位数
$Capex$	13045	0.040	0.055	0.002	0.025	0.066
$R\&D$	13045	0.033	0.042	0.000	0.026	0.045
$Myopia_Index$	13045	0.086	0.076	0.031	0.069	0.122
$MD\&A_Word$	13045	3647	1732	2410	3306	4480
$MD\&A_Sent$	13045	180	70	132	169	216
$Gage$	13045	51.960	6.592	47.000	51.000	56.000
$Gdegree$	13045	3.235	0.747	3.000	3.000	4.000
$Glenue$	13045	4.094	3.024	2.000	3.800	5.692
$Gpay$	13045	14.320	0.683	13.870	14.300	14.740
$Size$	13045	22.250	1.227	21.350	22.080	22.970
$Cash$	13045	0.189	0.131	0.096	0.152	0.244
$Growth$	13045	0.341	0.828	-0.024	0.136	0.400
$Leverage$	13045	0.416	0.195	0.259	0.412	0.569
$Loss$	13045	0.041	0.197	0.000	0.000	0.000
ROA	13045	0.052	0.045	0.023	0.046	0.075
$CENT$	13045	0.356	0.146	0.239	0.341	0.456
SOE	13045	0.388	0.487	0.000	0.000	1.000
$INSD$	13045	0.102	0.169	0.000	0.000	0.157
CEO	13045	0.251	0.434	0.000	0.000	1.000
IO	13045	0.075	0.080	0.016	0.050	0.107
$Analyst$	13045	2.081	0.877	1.386	2.079	2.773

响消失；而对于公司治理水平低的公司，管理者短视主义仍对企业资本支出和研发支出有显著负向影响。该结果说明公司治理水平越高时，即便是短视的管理者，其短视机会主义行为也会受到抑制，假设 H2a 成立。这与前人的研究结论也保持统一，即公司治理中有效的监督机制能够抑制管理者机会主义行为（方红星、金玉娜，2016）。

2. 监督型机构投资者持股比例

本文以每年度企业监督型机构投资者持股比例的中位数为界限，将样本分为高低两个样本组，并采用模型（2）进行分组回归。结果见表 7。Panel B 中第（1）、（3）、（5）、（7）列为高监督型机构投资者持股比例样本组的回归结果，第（2）、（4）、（6）、（8）列为低监督型机构投资者持股比例样本组的回归结果。通过比较高低列中 *Myopia_Index* 的回归系数及其显著性，可以看到对于监督型机构投资者持股比例较高的企业，管理者短视主义对企业资本支出和研发支出的影响消失；而对于监督型机构投资者持股比例较低的企业，管理者短视主义仍对企业资本支出和研发支出有显著负向影响。这说明大量监督型机构投资者持股比例加强了投资者对企业的监督，管理者短视主义对资本支出和研发支出的影响受到了抑制。假设 H2b 成立。

3. 分析师关注度

本文以每年度企业分析师关注度的中位数为界限，将样本分为低分析师关注度和高分析师关注度样本组，并采用模型（2）进行分组回归。回归结果见表 7。Panel C 中第（1）、（3）、（5）、（7）列为高分析师关注度样本组的回归结果，第（2）、（4）、（6）、（8）列为低分析师关注度样本组的回归结果。通过比较高组 and 低组中 *Myopia_Index* 的回归系数的显著性，本文发现对于分析师关注度较高的企业，管理者短视对企业资本支出和研发支出的影响消失；而对于分析师关注度较低的企业，管理者短视仍对资本支出和研发支出有显著负向影响。这说明大量分析师的关注加强了分析师和投资者对公司的监督，管理者为了避免其短视行为被发现会减少短视投资行为，假设 H2c 成立。本文结论与王菁和程博（2014）的研究结果一致，即分析师关注度对解决由外部盈利压力而产生的企业投资不足问题具有一定

表 7 管理者短视主义与长期投资：监督因素的影响

Panel A 公司治理水平的影响								
分组变量 Gover (i)	Capex (i)				R&D (i)			
	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Myopia_Index</i> (i)	-0.011 (-0.93)	-0.020** (-2.20)			-0.011 (-1.47)	-0.015*** (-3.41)		
<i>Myopia_Index</i> (i-1)			-0.010 (-0.90)	-0.019** (-2.32)			-0.006 (-0.85)	-0.014*** (-3.54)
Constant	0.119*** (4.20)	0.072*** (2.98)	0.119*** (4.19)	0.072*** (2.98)	0.040* (1.84)	0.087*** (4.61)	0.040* (1.82)	0.087*** (4.61)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6524	6521	6524	6521	6524	6521	6524	6521
Adjusted R ²	0.115	0.139	0.115	0.139	0.495	0.446	0.495	0.446
Panel B 监督型机构投资者持股比例的影响								
分组变量 IO (i)	Capex (i)				R&D (i)			
	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Myopia_Index</i> (i)	-0.007 (-0.67)	-0.027*** (-2.81)			-0.015** (-2.39)	-0.014** (-2.52)		
<i>Myopia_Index</i> (i-1)			-0.007 (-0.66)	-0.026*** (-2.78)			-0.006 (-0.95)	-0.019*** (-3.44)
Constant	0.111*** (4.07)	0.059** (2.36)	0.111*** (4.07)	0.059** (2.35)	0.056*** (2.66)	0.058*** (3.48)	0.056*** (2.63)	0.058*** (3.49)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6522	6523	6522	6523	6522	6523	6522	6523
Adjusted R ²	0.143	0.140	0.143	0.140	0.504	0.480	0.504	0.481
Panel C 分析师关注度的影响								
分组变量 Analyst (i)	Capex (i)				R&D (i)			
	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Myopia_Index</i> (i)	-0.013 (-1.22)	-0.027*** (-2.78)			-0.012** (-2.10)	-0.016*** (-3.03)		
<i>Myopia_Index</i> (i-1)			-0.011 (-1.15)	-0.026*** (-2.77)			-0.008 (-1.38)	-0.017*** (-3.15)
Constant	0.121*** (4.60)	0.058** (2.19)	0.121*** (4.60)	0.058** (2.18)	0.039* (1.91)	0.082*** (4.35)	0.039* (1.90)	0.082*** (4.35)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	7023	6022	7023	6022	7023	6022	7023	6022
Adjusted R ²	0.144	0.117	0.144	0.117	0.517	0.464	0.517	0.464

注：上述回归的控制变量与模型（2）相同。

的监督作用。

五、进一步分析

(一)管理者短视主义与企业未来绩效

为进一步验证管理者短视主义的经济后果,本文依据前人文献建立了模型(3)来考查管理者短视对企业未来业绩的影响:

$$\begin{aligned} ROE1_{i,t+1}/ROE3_{i,t+1-t+3}/ROE5_{i,t+1-t+5} = & \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_Index_{it} + \alpha_2 ROE_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 AGE_{it} \\ & + \alpha_5 Leverage_{it} + \alpha_6 Asset_Growth_{it} + \alpha_7 TBQ_{it} + \alpha_8 Loss_{it} + \alpha_9 CENT_{it} + \alpha_{10} SOE_{it} + \alpha_{11} INSD_{it} \\ & + \alpha_{12} CEO_{it} + \alpha_{13} YRET_{it} + \alpha_{14} Volatility_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

其中, $ROE1$ 为企业未来一年的净资产收益率, $ROE3$ 为企业未来3年的平均净资产收益率, $ROE5$ 为企业未来5年的平均净资产收益率。参照柴才等(2017)、李健等(2012)、陈小悦和徐晓东(2001)和Davis等(2012),模型(3)的控制变量包括净资产收益率(ROE)、企业规模($SIZE$)、上市年限(AGE)、财务杠杆($Leverage$)、总资产增长率($Asset_Growth$)、托宾Q(TBQ)、亏损状态($Loss$)、股权集中度($CENT$)、产权性质(SOE)、管理者持股比例($INSD$)、二职合一(CEO)、股票收益率($YRET$)和股票波动率($Volatility$)^⑩。此外,回归模型控制了时间固定效应和行业固定效应。若 $Myopia_Index$ 的系数显著为负,说明管理者短视主义的程度与企业未来绩效呈负相关关系。

由表8可见:(1)管理者短视对企业未来1年 ROE 的回归系数是-0.031,在1%以下的置信度下回归结果显著;(2)管理者短视对企业未来3年 ROE 的回归系数是-0.025,在5%以下的置信度下回归结果显著;(3)管理者短视对企业未来5年 ROE 的回归系数是-0.021,在5%以下的置信度下回归结果显著。以上结果证明了管理者短视主义会导致企业未来绩效降低。

(二)资本支出和研发支出的中介效应

接下来,本文将探索管理者短视主义导致的资本支出和研发支出减少是否会使企业未来绩效降低,以更充分地认识管理者短视带来的经济后果。首先,本文以研发支出($R\&D$)作为中介变量,利用温忠麟等(2004)和江轩宇(2016)提出的中介效应检验程序,对这一可能路径进行研究。中介效应的检验模型如下所示:

$$ROE1_{i,t+1}/ROE3_{i,t+1-t+3}/ROE5_{i,t+1-t+5} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_Index_{it} + \lambda Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4A)$$

$$R\&D_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Myopia_Index_{it} + \lambda Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4B)$$

$$ROE1_{i,t+1}/ROE3_{i,t+1-t+3}/ROE5_{i,t+1-t+5} = \alpha_0 + \gamma_1 R\&D_{it} + \gamma_2 Myopia_Index_{it} + \lambda Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4C)$$

参考温忠麟等(2004)的方法,按照以下程序和原理进行检验。(1)在模型(4A)中 α_1 显著的基础上,考虑中介效应的显著性。(2)估计模型(4B)和(4C),如果 β_1 回归系数显著为负及 γ_1 回归系数显著为正,则表明中介效应显著,管理者短视会通过减少研发支出,降低企业绩效。在此基础上,若回归系数 γ_2 显著(不再显著),表明研发支出发挥了部分(完全)中介作用;如果 β_1 和 γ_1 至少有一个不显著,则通过Sobel检验判断中介效应 $\beta_1 \times \gamma_1$ 的显著性。上述模型的控制变量与模型(3)相同。模型(4A)等同于模型3,结果符合预期。表9第(1)列是对模型(4B)的回归结果,第

表8 管理者短视主义与企业未来绩效

	$ROE1(t+1)$	$ROE3(t+1-t+3)$	$ROE5(t+1-t+5)$
	(1)	(2)	(3)
$Myopia_Index(t)$	-0.031*** (-3.17)	-0.025** (-2.40)	-0.021** (-1.97)
$ROE(t)$	0.385*** (7.83)	0.394*** (10.78)	0.360*** (9.61)
$Size$	0.005*** (4.21)	0.004*** (2.94)	0.004*** (2.88)
Age	0.010*** (3.70)	0.009*** (2.62)	0.008** (2.34)
$Leverage$	-0.017*** (-2.83)	-0.020*** (-2.74)	-0.016** (-2.07)
$Asset_Growth$	0.013*** (4.01)	-0.012*** (-3.25)	-0.016*** (-3.92)
TBQ	0.008*** (5.93)	0.004*** (3.63)	0.007*** (4.57)
$Loss$	0.055*** (5.59)	0.041*** (6.08)	0.037*** (5.23)
$CENT$	0.045*** (6.91)	0.037*** (5.26)	0.028*** (3.43)
SOE	-0.001 (-0.26)	-0.002 (-0.84)	-0.006** (-2.09)
$INSD$	0.019*** (3.46)	0.007 (1.08)	0.006 (0.77)
CEO	-0.001 (-0.63)	-0.002 (-0.77)	-0.003 (-1.22)
$YRET$	0.019*** (10.10)	0.010*** (5.33)	0.010*** (5.81)
$Volatility$	-0.074*** (-7.46)	-0.113*** (-8.94)	-0.137*** (-9.21)
Constant	-0.099*** (-3.42)	-0.030 (-0.94)	-0.026 (-0.76)
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes
Observations	13045	9852	6933
Adjusted R ²	0.279	0.304	0.349

(2)列是对模型(4C)的回归结果。结果可见： $Myopia_Index$ 对 $R\&D$ 的回归系数 β_1 显著小于0，表明管理者短视会减少研发支出。同时， $R\&D$ 对 $ROE5$ 的回归系数 γ_1 显著大于0， $Myopia_Index$ 对未来绩效的回归系数 γ_2 显著小于0，表明管理者短视导致的研发投入减少，会使得企业未来绩效减低。基于Sobel检验，Sobel Z统计量为-1.777，在10%的显著性水平上显著，这说明研发支出是管理者短视主义与企业未来绩效之间的部分中介因子。此外，当因变量是 $ROE1$ 或 $ROE3$ 时，结果相同。

其次，本文对资本支出这一中介效应进行检验。与普遍存在投资不足的研发不同，在我国，固定资产和无形资产等长期投资同时存在过度投资和投资不足现象，且过度投资比投资不足的问题更为普遍（张功富、宋献中，2009；周伟贤，2010）。若企业之前存在过度投资，则管理者短视主义导致的资本支出降低未必会损害企业未来绩效，因为短视行为有可能帮助企业将投资水平由过度投资恢复至最佳投资。若企业之前不存在过度投资，则管理者短视主义导致的资本支出减少大概率会降低企业投资效率，最终损害企业绩效。因此，只有管理者短视主义导致固定资产和无形资产等的投资效率降低时，其才有可能导致企业未来绩效降低。本文以这些长期投资的投资效率作为中介变量，对这一可能路径进行研究。我们借鉴Richardson(2006)及吕长江和张海平(2011)构建预期投资模型(5)以估计年度适度资本支出水平。其中， $Capex_{it}$ 表示企业*i*第*t*年的资本支出，具体定义见表1。回归模型的残差取绝对值后表示投资效率($Capex_Residual$)， $Capex_Residual$ 越大代表投资效率越低。

$$Capex_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TBQ_{it-1} + \alpha_2 Leverage_{it-1} + \alpha_3 Cash_{it-1} + \alpha_4 AGE_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it-1} + \alpha_6 YRET_{it-1} + \alpha_7 Capex_{it-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

表9列(3)与列(4)是投资效率的中介效应检验结果，该结果表明管理者短视主义通过导致这些长期投资的投资效率降低，最终降低企业未来绩效。这些长期投资的投资效率是管理者短视主义与企业未来绩效之间的部分中介因子。当因变量是 $ROE1$ 或 $ROE3$ 时，结果相同。

六、稳健性分析

(一)内生性检验

为了确保我们的结果不受内生性影响，除了使用滞后一期的短视主义指标和企业长期投资进行回归，我们还依据Chen等(2013)采用两阶段残差介入法进行验证。在第一阶段，我们估计 $Myopia_Index$ 的影响因素回归模型(6)，然后将第一阶段回归的残差值作为增量的管理者短视主义(Residual)，带入模型(2)重新进行回归估计。同时，为确保短视文本指标捕获了管理者特质的增量信息，本文模型(6)在模型(2)的基础上控制了其他短视代理变量，包括短期投资比例($Short_Invest$)以及股东换手率($Turnover$)和管理层发布盈余公告次数(MF)等驱动管理者短视的环境因素变量^②。

$$Myopia_Index_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Short_Invest_{it} + \alpha_2 Turnover_{it} + \alpha_3 MF_{it} + Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

第一阶段的回归结果见表10第(1)和(4)列。第二阶段的回归结果见表10第(2)、(3)、(5)、(6)列。结果显示增量的管理者短视主义仍然与资本支出和研发支出呈显著负相关关系，表明短视主义对企业长期投资的影响在控制了潜在内生性问题后依然成立，本文的短视主义文本指标包含着不同于其他短视代理变量的增量信息^③。

(二)排除管理者机会主义的影响

自2001年中国证监会引入“管理层讨论与分析”披露制度以来，《公开发行证券的公司信

表9 管理者短视主义与企业未来绩效：研发支出和资本支出的中介效应

	$R\&D (t)$	$ROE5 (t+1\sim t+5)$	$Capex_Residual (t)$	$ROE5 (t+1\sim t+5)$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Myopia_Index (t)$	-0.009** (-2.11)	-0.021** (-2.39)	0.008** (2.04)	-0.021** (-2.40)
$R\&D (t)$		0.078*** (3.29)		
$Capex_Residual (t)$				-0.097*** (-3.45)
$ROE (t)$	-0.009* (-1.72)	0.361*** (34.74)	-0.016*** (-3.18)	0.330*** (30.09)
Constant	0.014 (1.25)	-0.014 (-0.64)	0.094 (8.54)	0.068*** (2.81)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6933	6933	6141	6141
Adjusted R ²	0.470	0.350	0.091	0.367
Sobel Z		-1.777*		-1.758*

注：上述回归的其他控制变量与模型(3)相同。

信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》文件历经数次修订完善。该文件针对“管理层讨论与分析”部分的信息披露要求明确、形式规范,形成了监管严密的政策框架。因此,虽然“管理层讨论与分析”部分不经审计师审计,但在严格的信息披露监管制度下,管理者刻意隐藏真实信息的难度和成本增加,甚至会面临法律诉讼风险。例如,近年来因信息披露存在误导性陈述而受到证监会处罚的案例屡见不鲜^⑩。

即便如此,为进一步排除文本披露中的徒陈空文(Cheap Talk)影响,本文在稳健性检验中,控制了其他反映管理者机会主义的文本指标,包括语调(*Tone*)、前瞻性披露水平(*Forward*)以及可读性(*Readability*)。其中语调借鉴 Loughran 和 McDonald(2011),采用 MD&A 中积极词汇词集对应的词频与消极词汇词集对应的词频之差除以积极词汇词集对应的词频与消极词汇词集对应的词频之和来衡量。语调指标越大,代表管理者语言越积极。前瞻性披露水平借鉴胡楠和薛付婧(2018),采用 MD&A 中前瞻性指标词集对应的词频总和除以总词数来衡量。前瞻性指标越高,代表管理者披露的前瞻性信息内容越多。文本可读性指标目前比较常用的如 Flesch Reading-ease Score, Flesch-kincaid Grade Level, SMOG Index, Gunning Fog Index 等都针对的是英文语料,由于语言差异以及指标构建时需考虑语境等因素的影响,这些指标不能够直接被用于衡量中文文本的可读性。本文从文本构成上,基于神经概率语言模型提出顺序简易型大小定义可读性,计算公式为:

$$Readability_i = \frac{1}{N} \sum_{s=1}^N \log p_s$$

其中, p_s 表示句子 s 生成的概率, N 表示构成文本的句子数。该方法将语料分词后用向量表示,计算单词序列(句子)出现的概率。概率越高,表明句子中的词对组合越被人们所熟知,可读性越好;概率越低,表明句子中的词对搭配越不被人们所熟知,可读性越差。

结果如表11所示,在控制了语调、前瞻性以及可读性等反映管理者机会主义的指标后,无论是当期还是上一期的短视主义指标,都依然与企业资本支出和研发支出呈显著负相关关系,这证实了本文结果的稳健性。

(三)因变量的其他计算方式

为保证结果的稳健性,本文采取多种方式计算资本支出和研发支出。

表12的第(1)~(2)列借鉴李焰等(2011)采用固定资产净值的改变量与年初总资产的比值来度量资本支出(*Capex2*)。第(3)~(4)列借鉴李万福等(2011)采用固定资产、长期投资 and 无形资产净值的改变量与年初总资产的比值来度量资本支出(*Capex3*)。表12的第(5)~(6)列采用企业当年研发支出与总资产之比来衡量研发支出(*R&D2*);第(7)~(8)列采用企业当年研发支出与营业收入之比来衡量研发支出,但删除研发支出为缺失的样本。结果表明,在更换多种资本支出和研发支出的计算方式之后,管理者短视主义与研发支出和资本

表10 管理者短视主义和长期投资:基于两阶段残差介入法的内生性检验

	<i>Myopia_Index</i> (<i>t</i>)	<i>Capex</i> (<i>t</i>)	<i>R&D</i> (<i>t</i>)	<i>Myopia_Index</i> (<i>t</i> -1)	<i>Capex</i> (<i>t</i>)	<i>R&D</i> (<i>t</i>)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Residual</i> (<i>t</i>)		-0.014* (-1.94)	-0.012*** (-2.91)			
<i>Residual</i> (<i>t</i> -1)					-0.014** (-1.97)	-0.010** (-2.47)
<i>Short_Invest</i>	0.034 (1.54)	-0.154*** (-12.51)	-0.008 (-0.67)	0.036 (1.62)	-0.154*** (-12.51)	-0.008 (-0.67)
<i>Turnover</i>	0.003* (1.90)	-0.007*** (-6.25)	0.001 (0.67)	0.004** (2.24)	-0.007*** (-6.25)	0.001 (0.67)
<i>MF</i>	-0.006*** (-4.72)	0.001 (1.03)	0.003*** (4.83)	-0.005*** (-4.13)	0.001 (1.03)	0.003*** (4.83)
Constant	0.055 (1.63)	0.117*** (5.60)	0.043*** (2.67)	0.049 (1.46)	0.117*** (5.60)	0.043*** (2.67)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13045	13045	13045	13045	13045	13045
Adjusted R ²	0.128	0.160	0.494	0.111	0.160	0.494

注:上述回归的其他控制变量与模型(2)相同。

表11 管理者短视主义和长期投资:
控制语调、前瞻性和可读性指标

	<i>Capex</i> (<i>t</i>)		<i>R&D</i> (<i>t</i>)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Myopia_Index</i> (<i>t</i>)	-0.019** (-2.48)		-0.014*** (-3.02)	
<i>Myopia_Index</i> (<i>t</i> -1)		-0.017** (-2.47)		-0.012*** (-2.69)
<i>Tone</i>	-0.086*** (-2.60)	-0.085** (-2.57)	0.056** (2.21)	0.057** (2.23)
<i>Forward</i>	0.082 (0.38)	0.041 (0.19)	-0.158 (-1.06)	-0.192 (-1.32)
<i>Readability</i>	-0.000*** (-3.05)	-0.000*** (-3.03)	-0.000*** (-2.76)	-0.000*** (-2.74)
Constant	0.085*** (4.34)	0.085*** (4.35)	0.054*** (3.57)	0.054*** (3.57)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13045	13045	13045	13045
Adjusted R ²	0.142	0.142	0.493	0.493

注:上述回归的其他控制变量与模型(2)相同。

表 12 管理者短视主义和长期投资(其他计算方式)

	Capex2 (t)		Capex3 (t)		R&D2 (t)		R&D (t)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Myopia_Index</i> (t)	-0.184*** (-3.26)		-0.022** (-2.22)		-0.007*** (-3.13)		-0.020*** (-3.17)	
<i>Myopia_Index</i> (t-1)		-0.154*** (-2.86)		-0.013 (-1.36)		-0.005*** (-2.59)		-0.018*** (-2.87)
Constant	0.785*** (5.97)	0.784*** (5.97)	0.118*** (4.64)	0.117*** (4.63)	0.031*** (4.01)	0.031*** (4.01)	0.070*** (3.41)	0.070*** (3.41)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13045	13045	13045	13045	13045	13045	9324	9324
Adjusted R ²	0.056	0.056	0.091	0.090	0.459	0.459	0.450	0.449

注：上述回归的控制变量与模型(2)相同。

支出均呈显著负相关,表明本文结果是稳健的。

七、结论

管理者在年报中披露的“时间视域”语言反映了管理者对时间认知的特质,这种内在特质会影响管理者的决策行为。本文基于社会心理学的时间导向理论和高层梯队理论,以中国 A 股上市公司 2007~2018 年年报中的管理者讨论与分析(MD&A)内容为对象,采用文本分析和机器学习方法构建了管理者短视指标,从管理者的内在特质视角理论阐述并实证检验了管理者短视主义对企业长期投资的影响机理。研究结果表明:(1)当 MD&A 披露越多的“短期视域”词汇时,这反映出管理者越具有短期时间导向特质。(2)管理者短视主义会导致企业减少资本支出和研发支出,在控制了影响管理者短视的环境因素变量和其他短视代理变量、排除了内生性问题、管理者机会主义影响以及替换长期投资计算方式之后,该结果依然存在。(3)公司治理水平越高、监督型机构投资者持股比例和分析师关注度越高时,管理者短视主义对企业长期投资的负向影响越会受到抑制。(4)企业长期投资在管理者短视主义特质与未来绩效间发挥了中介效应,管理者短视主义通过减少研发支出或降低资本投资效率进而损害了企业的未来绩效。

本文的主要理论贡献体现在:第一,财务学对管理者短视的研究普遍是从外部客观环境视角展开,认为短视主要来源于管理者面临的客观环境压力。而我们借鉴社会心理学中的时间导向理论,从管理者对时间感知的内在特质视角来研究管理者短视,在“管理者说什么(语言)—管理者是什么样的人(认知和特质)—管理者做什么(行为)”的框架脉络下研究管理者短视对长期投资的影响,在已有研究基础上实现了理论上的超越。本文一方面从高管个体层面扩展了企业长期投资影响因素的文献,另一方面也丰富了管理者特质经济后果的文献。第二,在方法论上,本文构建的管理者短视指标解决了其他方法存在的主观偏差和语境问题,具有社会心理学理论基础,更加直接和客观。这为管理者短视的量化提供了重要的参考依据,丰富了企业非结构化信息披露在会计学领域的应用。

本文的实践启示在于:第一,在人才强国和创新驱动发展战略下,高级管理人才秉持长远发展理念是在微观企业层面上推动创新,助力中国经济高质量发展的关键。本文的研究结果为企业高层次管理人才的聘任提供了证据支撑,即企业在选拔和培养高级管理者时,不仅要关注其人口统计学特征,还要注重管理者对时间认知的特质。第二,本文证实了内外部监督对管理者短视的抑制作用。企业要进一步完善公司治理机制,并充分发挥外部监督机制,全面提高其公司治理能力;同时,政府监管作为公司治理基础设施之一,要当好“看得见的手”,与市场机制相互补充,帮助企业持续健康发展。

(作者单位:西安交通大学管理学院)

注释

①也有学者依据管理者动机,采用管理者薪酬激励方案(Bolton et al., 2006;Edmans et al., 2017)、接管压力(Zhao et al., 2012)或股东的换手率(刘端、陈收, 2006)等指标来间接度量管理者短视,但这些代理变量衡量的是受客观环境因素影响的短视,而非管理者先天的、稳定的短视主义特质。

②比如“daily”是 Brochet 等(2015)用来衡量短视主义的词汇之一,可以被翻译为“每天”、“每日”和“日常”等。但在中文财经语料

中,相关的表述多为“数天”、“天内”和“日内”等。

③本文收集并分析了国内2007~2018年上市公司业绩说明会的文本以及国外2011~2015年上市公司盈余电话会议的文本,发现以下结果:国内业绩说明会中管理者陈述和回答问题的平均总词数分别是62和895;国外盈余电话会议对应的平均总词数分别是7240和4272。我国MD&A的平均总词数是3647(详见正文表5)。

④公司治理机制主要通过监督和激励两种方式起到责权利相互制衡的作用。由于我国上市公司的激励机制存有诸多问题,其作用难以有效发挥(Mei et al., 2015),本文所探讨的公司治理机制的影响主要以监督机制为主。

⑤学术界关于分析师对管理者行为影响的研究是存在争议的,并没有形成一致的观点。有学者认为,分析师关注和盈余预测会给管理者带来更大的短期压力,导致管理者短视从而减少了企业长期投资(He and Tian, 2013)。也有大量学者认为,分析师会监督管理者的行为,发挥了外部治理作用。考虑到大多国内学者根据我国数据,研究得出分析师关注度对解决由外部盈利压力而产生的企业投资不足问题具有一定的监督作用(王菁、程博, 2014),我们认为分析师对于管理者短视更多发挥了监督作用。

⑥通过词频即词频法来分析语言特征是一种流行且成熟的定量分析方法,例如General Inquirer(Stone et al., 1966)、TAS/C(Mergenthaler, 1996)、DICTION(Hart, 2001)、LIWC(Pennebaker et al., 2001)等常见的语言分析工具都是借助词频分析的思想。

⑦本文对长期投资、资本支出的定义同时参考了权威会计教材(《中级财务会计(第三版)》,王华、石本仁主编,中国人民大学出版社)和现有文献。文献中对长期投资的界定和变量选取并没有形成统一标准,有些把资本支出直接作为长期投资(张纯、吕伟, 2009; Souder and Bromiley, 2012)。我们将研发支出也纳入长期投资是因为研发支出对企业的可持续发展至关重要,研发支出创造经济收益的期间往往超过一个会计年度,在本质上符合长期投资的定义。将研发支出引入管理者短视行为后果的讨论具有理论和实践意义,可将其视为长期投资的一个稳健性检验指标。

⑧在已获取的13045个非平衡的公司一年度样本中,此处保留拥有持续12年数据(2007~2018年共12年)的731家公司样本,得到8772个平衡的公司一年度观测值。其中,12年来未更换过董事长的公司有144家,更换过董事长(1次到6次不等)的公司有587家。而这587家公司对应的管理者无法拥有持续12年的数据,在计算Cronbach's Alpha系数时存在缺失值。因此,这里计算的是未更换过董事长的144家公司对应的144个管理者的短视文本指标Alpha系数。

⑨在上述731家公司中,曾任职于两家公司的董事长有23位,任职于只更换过一次董事长的公司且任职超过3年的董事长有426位,两者重合的有5位。为方便可比,本文选取这5位董事长来分析他们在不同情况下对应的短视文本指标的差异。具体图示情况见《管理世界》网络发行版的附图1和附图2。

⑩因为未更换过高级管理者的公司效应与管理者个体效应完全重合,此处我们仅对更换过高级管理者的587家公司的7044个观测值进行回归分析。

⑪净资产收益率:公司净利润与该年年末净资产的比值;托宾Q:公司年末市值与总资产的比值;上市年限:Ln(公司上市的年数+1);股票收益率:不考虑现金红利再投资的年个股回报率;股票波动率:近250个交易日对数收益率估计出来的波动率。其他变量定义与正文模型(2)一致。

⑫短期投资比例:公司短期投资与公司年末总资产的比值。短期投资=交易性金融资产+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额。股票换手率:年平均个股换手率。管理层发布盈余公告次数:Ln(公司当年的业绩预告发布次数+1)。其他驱动管理者短视的环境因素变量如企业是否处于亏损状况、管理者薪酬激励、监督型机构持股比例和分析师关注度等已在正文模型(2)中被控制。

⑬为了进一步排除长期投资的减少是因为管理者规避未来不确定性,本文检验了管理者短视与企业短期投资、总投资之间的关系。未报告的结果显示管理者短视主义与短期投资之间显著正相关、与总投资的关系不显著。这说明短视的管理者减少长期投资的同时增加了短期投资,这与管理者短视下的企业投资行为相符合。

⑭在证监会发布的2019年证监稽查20起典型案例中,有多起是由于上市公司的虚假陈述造成的。例如,保千里信息披露违法违规案系上市公司屡次虚假陈述受到处罚的典型案例。

参考文献

- (1)柴才、黄世忠、叶钦华:《竞争战略、高管薪酬激励与公司业绩——基于三种薪酬激励视角下的经验研究》,《会计研究》,2017年第6期。
- (2)陈传明、孙俊华:《企业家背景特征与多元化战略选择——基于中国上市公司面板数据的实证研究》,《管理世界》,2008年第5期。
- (3)陈小悦、徐晓东:《股权结构、企业绩效与投资者利益保护》,《经济研究》,2001年第11期。
- (4)方红星、金玉娜:《公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据》,《会计研究》,2013年第7期。
- (5)方红星、金玉娜:《公司治理、内部控制与管理者决策视域》,《财务研究》,2016年第5期。
- (6)胡楠、薛付婧:《前瞻性信息披露与公司绩效——基于文本分析和机器学习》,2018年第十七届中国实证会计国际研讨会报告论文。
- (7)黄国良、董飞:《我国企业研发投入的影响因素研究——基于管理者能力与董事会结构的实证研究》,《科技进步与对策》,2010年第17期。
- (8)江轩宇:《政府放权与国有企业创新——基于地方国企金字塔结构视角的研究》,《管理世界》,2016年第9期。
- (9)姜付秀、伊志宏、苏飞、黄磊:《管理者背景特征与企业过度投资行为》,《管理世界》,2009年第1期。
- (10)蒋艳辉、冯楚建:《MD&A语言特征,管理层预期与未来财务业绩——来自中国创业板上市公司的经验证据》,《中国软科学》,2014年第11期。
- (11)解维敏、方红星:《金融发展、融资约束与企业研发投入》,《金融研究》,2011年第5期。
- (12)李健、陈传明、孙俊华:《企业家政治关联、竞争战略选择与企业价值——基于上市公司动态面板数据的实证研究》,《南开管理评论》,2012年第6期。
- (13)李万福、林斌、宋璐:《内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制》,《管理世界》,2011年第2期。

- (14)李焰、秦义虎、张肖飞:《企业产权、管理者背景特征与投资效率》,《管理世界》,2011年第1期。
- (15)刘端、陈收:《中国市场管理者短视、投资者情绪与公司投资行为扭曲研究》,《中国管理科学》,2006年第2期。
- (16)吕长江、张海平:《股权激励计划对公司投资行为的影响》,《管理世界》,2011年第11期。
- (17)王菁、程博:《外部盈利压力会导致企业投资不足吗?——基于中国制造业上市公司的数据分析》,《会计研究》,2014年第3期。
- (18)魏明海、柳建华:《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》,2007年第4期。
- (19)温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云:《中介效应检验程序及其应用》,《心理学报》,2004年第5期。
- (20)杨海燕、韦德洪、孙健:《机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异》,《会计研究》,2012年第9期。
- (21)杨华军、胡奕明:《制度环境与自由现金流的过度投资》,《管理世界》,2007年第9期。
- (22)虞义华、赵奇锋、鞠晓生:《发明家高管与企业创新》,《中国工业经济》,2018年第3期。
- (23)张纯、吕伟:《信息披露、信息中介与企业过度投资》,《会计研究》,2009年第1期。
- (24)张功富、宋献中:《我国上市公司投资:过度还是不足?——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量》,《会计研究》,2009年第5期。
- (25)张会丽、陆正飞:《现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察》,《管理世界》,2012年第3期。
- (26)张学勇、廖理:《股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理》,《经济研究》,2010年第4期。
- (27)张兆国、刘亚伟、杨清香:《管理者任期、晋升激励与研发投入研究》,《会计研究》,2014年第9期。
- (28)周伟贤:《投资过度还是投资不足——基于A股上市公司的经验证据》,《中国工业经济》,2010年第9期。
- (29)Aghion, P., Reenen, J. V. and Zingales, L., 2013, "Innovation and Institutional Ownership", *American Economic Review*, Vol.103, pp.277~304.
- (30)Almazan, A., Hartzell, J. C. and Starks, L. T., 2005, "Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation", *Financial Management*, Vol.34, pp.5~34.
- (31)Ancona, D. G., Goodman, P. S., Lawrence, B. S. and Tushman, M. L., 2001, "Time: A New Research Lens", *Academy of Management Review*, Vol.26, pp.645~663.
- (32)Arrfelt, M., Wiseman, R. M. and Hult, G. T. M., 2013, "Looking Backward Instead of Forward: Aspiration-driven Influences on the Efficiency of the Capital Allocation Process", *Academy of Management Journal*, Vol.56, pp.1081~1103.
- (33)Bengio, Y., Ducharme, R., Vincent, P. and Jauvin, C., 2003, "A Neural Probabilistic Language Model", *Journal of Machine Learning Research*, Vol.3, pp.1137~1155.
- (34)Bluedorn, A. C. and Martin, G., 2008, "The Time Frames of Entrepreneurs", *Journal of Business Venturing*, Vol.23, pp.1~20.
- (35)Bolton, P., Scheinkman, J. and Xiong, W., 2006, "Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets", *Review of Economic Studies*, Vol.73, pp.577~610.
- (36)Brennan, M. J. and Hughes, P. J., 1991, "Stock Prices and the Supply of Information", *Journal of Finance*, Vol.46, pp.1665~1691.
- (37)Brickley, J. A., Lease, R. C. and Smith, Jr. C. W., 1988, "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.267~291.
- (38)Brochet, F., Loumioti, M. and Serafeim, G., 2015, "Speaking of the Short-Term: Disclosure Horizon and Managerial Myopia", *Review of Accounting Studies*, Vol.20, pp.1122~1163.
- (39)Carstensen, L. L., Isaacowitz, D. M. and Charles, S. T., 1999, "Taking Time Seriously: A Theory of Socioemotional Selectivity", *American Psychologist*, Vol.54, pp.165~181.
- (40)Chandler, A. D., 1962, *Strategy and Structure: Chapters in the History of American Industrial Enterprise*, Cambridge, MA: MIT Press.
- (41)Chauvin, K. W. and Hirschey, M., 1993, "Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm", *Financial Management*, pp.128~140.
- (42)Chen, J., and Nadkarni, S., 2016, "It's about Time! CEOs' Temporal Dispositions, Temporal Leadership, and Corporate Entrepreneurship", *Administrative Science Quarterly*, Vol.62, pp.131~66.
- (43)Chen, J., Hong, H., Jiang, W. and Kubik, J. D., 2013, "Outsourcing Mutual Fund Management: Firm Boundaries, Incentives, and Performance", *Journal of Finance*, Vol.68, pp.523~558.
- (44)Cheng, M., Dhaliwal, D. and Zhang, Y., 2013, "Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.56, pp.1~18.
- (45)Cronbach, L. J., 1951, "Coefficient Alpha and the Internal Structure of Tests", *Psychometrika*, Vol.16, pp.297~334.
- (46)Cyrcota, C. S. and Harrison, D. A., 2006, "What (not) to Expect When Surveying Executives: A Meta-Analysis of Top Manager Response Rates and Techniques Over Time", *Organizational Research Methods*, Vol.9, pp.133~160.
- (47)Das, T. K., 1987, "Strategic Planning and Individual Temporal Orientation", *Strategic Management Journal*, Vol.8, pp.203~209.
- (48)Davis, A. K., Piger, J. M. and Sedor, L. M., 2012, "Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language", *Contemporary Accounting Research*, Vol.29, pp.845~868.
- (49)De Volder, M. L. and Lens, W., 1982, "Academic Achievement and Future Time Perspective as a Cognitive - Motivational Concept", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol.42, pp.566~571.

- (50) Edmans, A., Fang, V. W. and Lewellen, K. A., 2017, "Equity Vesting and Investment", *Review of Financial Studies*, Vol.30, pp.2229~2271.
- (51) Finkelstein, S. and Hambrick, D. C., 1996, *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organization*, New York: West Publishing.
- (52) Goldrich, J. M., 1967, "A Study in Time Orientation: The Relation Between Memory for Past Experience and Orientation to the Future", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol.6, pp.216~221.
- (53) Gopalan, R., Milbourn, T. T., Song, F. and Thakor, A. V., 2012, "Duration of Executive Compensation", *Journal of Finance*, Vol.69, pp.2777~2817.
- (54) Graham, J. R., Harvey, C. R. and Rajgopal, S., 2005, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.40, pp.3~73.
- (55) Hambrick, D. C. and Mason, P. A., 1984, "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers", *Academy of Management Review*, Vol.9, pp.193~206.
- (56) Hart, R. P., 2001, "Redeveloping Diction: Theoretical Considerations", *Progress in Communication Sciences*, pp.43~60.
- (57) Hassan, T. A., Hollander, S., Van Lent, L. and Tahoun, A., 2019, "Firm-level Political Risk: Measurement and Effects", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.134, pp.2135~2202.
- (58) He, J. J. and Tian, X., 2013, "The Dark Side of Analyst Coverage: The Case of Innovation", *Journal of Financial Economics*, Vol.109, pp.856~878.
- (59) Holman, E. A. and Zimbardo, P. G., 2009, "The Social Language of Time: The Time Perspective - social Network Connection", *Basic and Applied Social Psychology*, Vol.3, pp.136~147.
- (60) Holmstrom, B., 1999, "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective", *Review of Economic Studies*, Vol.66, pp.169~182.
- (61) Kant, I., 1965, *Critique of Pure Reason* (N. Smith, Trans.), New York: St. Martin's Press.
- (62) Larcker, D. F., 1983, "The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.5, pp.3~30.
- (63) Lavery, K. J., 1996, "Economic 'Short-Termism': The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research", *Academy of Management Review*, Vol.21, pp.825~860.
- (64) LeCun, Y., Bengio, Y. and Hinton, G., 2015, "Deep Learning", *Nature*, Vol.521, pp.436.
- (65) Lewin, K., 1942, *Time Perspective and Morale*, New York, NY: Harper.
- (66) Lewis, B. W., Walls, J. L. and Dowell, G. W. S., 2014, "Difference in Degrees: CEO Characteristics and Firm Environmental Disclosure", *Strategic Management Journal*, Vol.35, pp.712~722.
- (67) Li, F., 2010, "Textual Analysis of Corporate Disclosures: A Survey of the Literature", *Journal of Accounting Literature*, Vol.29, pp.143~165.
- (68) Li, F., 2012, "Managers' Self-Serving Attribution Bias and Corporate Financial Policies", Working Paper, University of Michigan.
- (69) Lin, Y. L., Shi, W., Prescott, J. E. and Yang, H., 2019, "In the Eye of the Beholder: Top Managers' Long-Term Orientation, Industry Context, and Decision-Making Processes", *Journal of Management*, Vol.45, pp.3114~3145.
- (70) Loughran, T. and McDonald, B., 2011, "When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries and 10-Ks", *Journal of Finance*, Vol.66, pp.35~65.
- (71) Lumpkin, G. T. and Brigham, K. H., 2011, "Long-term Orientation and Intertemporal Choice in Family Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.35, pp.1149~1169.
- (72) Marginson, D. and McAulay, L., 2008, "Exploring the Debate on Short-Termism: A Theoretical and Empirical Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol.29, pp.273~292.
- (73) Maritan, C. A., 2001, "Capital Investment as Investing in Organizational Capabilities: An Empirically Grounded Process Model", *Academy of Management Journal*, Vol.44, pp.513~531.
- (74) Marquez-Illescas, G., Zebedee, A. A. and Zhou, L., 2019, "Hear Me Write: Does CEO Narcissism Affect Disclosure?", *Journal of Business Ethics*, Vol.59, pp.401~417.
- (75) Mei, C., Dan, D. and Yuan, Z., 2015, "Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.56, pp.1~18.
- (76) Mergenthaler, E., 1996, "Emotion-abstraction Patterns in Verbatim Protocols: A New Way of Describing Psychotherapeutic Processes", *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, Vol.64, pp.1306~15.
- (77) Mikolov, T., Sutskever, I., Chen, K., Corrado, G. S. and Dean, J., 2013, "Distributed Representations of Words and Phrases and Their Compositionality", *Advances in Neural Information Processing Systems*, pp. 3111~3119.
- (78) Miller, D. T. and Ross, M., 1975, "Self-serving Biases in Attribution of Causality: Fact or Fiction?", *Psychological Bulletin*, Vol.82, pp.213~225.
- (79) Mohammed, S. and Nadkarni, S., 2011, "Temporal Diversity and Team Performance: The Moderating Role of Team Temporal Leadership", *Academy of Management Journal*, Vol.54, pp.489~508.
- (80) Mosakowski, E. and Earley, P. C., 2000, "A Selective Review of Time Assumptions in Strategy Research", *Academy of Management Review*, Vol.25, pp.796~812.
- (81) Narayanan, M., 1985, "Managerial Incentives for Short-Term Results", *Journal of Finance*, Vol.40, pp.1469~1484.

- (82) Pennebaker, J. W., Mehl, M. R. and Niederhoffer, K. G., 2003, "Psychological Aspects of Natural Language Use: Our Words, Our Selves", *Annual Review of Psychology*, Vol.54, pp.547~577.
- (83) Pennebaker, J. W., Francis, M. E. and Booth, R. J., 2001, *Linguistic Inquiry and Word Count (LIWC)*, Mahwah, NJ: Erlbaum.
- (84) Pindyck, R. S., 1982, "Adjustment Costs, Uncertainty, and the Behavior of the Firm", *American Economic Review*, Vol.72, pp.415~427.
- (85) Quirin, G. D. and Wiginton, J. C., 1981, *Analyzing Capital Expenditures: Private and Public Perspectives*, RD Irwin (Homewood, Ill).
- (86) Richardson, S., 2006, "Over-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, Vol.11(2~3), pp.159~189.
- (87) Souder, D. and Bromiley, P., 2012, "Explaining Temporal Orientation: Evidence from the Durability of Firms' Capital Investments", *Strategic Management Journal*, Vol.33, pp.550~569.
- (88) Souitaris, V. and Maestro, B. M. M., 2010, "Polychronicity in Top Management Teams: The Impact on Strategic Decision Processes and Performance of New Technology Ventures", *Strategic Management Journal*, Vol.31, pp.652~678.
- (89) Stein, J. C., 1988, "Takeover Threats and Managerial Myopia", *Journal of Political Economy*, Vol.96, pp.61~80.
- (90) Stein, J. C., 1989, "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.104, pp.655~669.
- (91) Stone, P. J., Dunphy, D. C., Smith, M. S. and Ogilvie, D. M., 1966, *The General Inquirer: A Computer Approach to Content Analysis*, Cambridge, MA: MIT Press.
- (92) Trompenaars, F. and Hampden-Turner, C., 1998, *Riding the Waves of Culture: Understanding Diversity in Global Business* (2nd ed.), New York: McGraw-Hill.
- (93) Wang, T. and Bansal, P., 2012, "Social Responsibility in New Ventures: Profiting from a Long-Term Orientation", *Strategic Management Journal*, Vol.33, pp.1135~1153.
- (94) Webb, E., Campbell, D., Schwartz, R. and Sechrest, L., 1966, *Unobtrusive Measures: Non-reactive Research in the Social Sciences*, Chicago: Rand McNally.
- (95) Yu, F. F., 2008, "Analyst Coverage and Earnings Management", *Journal of Financial Economics*, Vol.88, pp.245~271.
- (96) Zaheer, S., Albert, S. and Zaheer, A., 1999, "Time Scales and Organizational Theory", *Academy of Management Review*, Vol.24, pp.725~741.
- (97) Zhao, Y., Chen, K. H., Zhang, Y. and Davis, M., 2012, "Takeover Protection and Managerial Myopia: Evidence from Real Earnings Management", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.31, pp.109~135.
- (98) Zimbardo, P. G. and Boyd, J. N., 1999, "Putting Time in Perspective: A Valid, Reliable Individual-Differences Metric", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol.77, pp.1271~1288.
- =====
- (上接第138页) and Future Research Topics", *IEEE Transactions on Industrial Informatics*, Vol.13(4), pp.1891~1899.
- (50) Milakovich, M. E., 2012, *Anticipatory Government: Integrating Big Data for Smaller Government*, Internet, Politics, Policy 2012: Big Data, Big Challenges.
- (51) Ngang, C. C., 2018, "Towards a Right-to-development Governance in Africa", *Journal of Human Rights*, Vol.17(1), pp. 107~122.
- (52) Pardo, T. A., Tayi, G. K., Zhang, P., Fan, J. and Yu, S., 2007, "Interorganizational Information Integration: A Key Enabler for Digital Government", *Government Information Quarterly*, Vol.4(24), pp. 691~715.
- (53) Pinto, F., Simões, P. and Marques, R., 2017, "Raising the Bar: The Role of Governance in Performance Assessments", *Utilities Policy*, Vol.49, pp. 38~47.
- (54) Ragin, C. C. and Fiss, P. C., 2008, "Net Effects Analysis Versus Configurational Analysis: An Empirical Demonstration", *Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond*, Vol.240, pp. 190~212.
- (55) Rihoux, D. B. and Ragin, C. C., 2009, *Configurational Comparative Methods: Qualitative Comparative Analysis (QCA) and Related Techniques*, Thousand Oaks.
- (56) Savedoff, W. D., 2011, *Governance in the Health Sector: A Strategy for Measuring Determinants and Performance*, The World Bank.
- (57) Schneider, C. Q. and Wagemann, C., 2012, *Set-theoretic Methods for the Social Sciences: A Guide to Qualitative Comparative Analysis*, NY: Cambridge University Press.
- (58) Shi, W., Sun, S. L. and Yan, D., 2017, "Institutional Fragility and Outward Foreign Direct Investment from China", *Journal of International Business Studies*, Vol. 48(4), pp.452~476.
- (59) Tang, J., Liu, J. D. and Wang, D., 2018, "Assessment System and Empirical Study on China's Local Governance Quality", *International Journal of Sustainable Development and Planning*, Vol. 13(5), pp. 773~789.
- (60) Torfing, J., Peters, B. G. and Pierre, J., 2012, *Interactive Governance: Advancing the Paradigm*, Oxford University Press on Demand.
- (61) Vockley, M., 2017, "Game-Changing Technologies: 10 Promising Innovations for Healthcare", *Biomedical Instrumentation & Technology*, Vol.51(2), pp. 96~108.
- (62) William, O., 1997, "Towards an Attention-Based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, Vol.18(S1), pp.187~206.
- (63) Yip, W. and Hsiao, W. C., 2008, "The Chinese Health System at a Crossroads", *Health Affairs*, Vol. 27(2), pp. 460~468.

Does Managerial Myopia Affect Long-term Investment? Based on Text Analysis and Machine Learning

Hu Nan, Xue Fuying and Wang Haonan

(School of Management, Xi'an Jiaotong University)

Summary: The Chief executive officer (CEO) plays a prominent role in ensuring sustainable business growth and enhancing long-term performance. However, not all CEOs have a long-term vision. In this paper, based on the upper echelons and time orientation theory, we investigate whether and how managerial myopia, defined as managers' innate traits to focus on short-term goals, affects their behaviors and decisions. While extant literature extensively centered on the impact of managers' demographic characteristics on long-term investment, little is known about the role of managerial myopia. One reason is the difficulty in coming up with an ex-ante measure for persons' inner and stable time orientation traits. In this paper, based on the textual analytical platform WinGo, we use textual analysis and machine learning technology to measure the managerial myopia. Since the controller of a firm in China is usually the chairman of the board (COB) rather than the CEO, we focus on the COB's myopia in this study. Through a battery of validations and variance decomposition methods, this study verifies that our proposed textual measure effectively captures COBs' innate myopia traits, rather than myopia induced by the external environment.

Based on the MD&A disclosure of 13045 firm-year observations of Chinese A-share listed firms from 2007 to 2018, we empirically explore the relationship between managerial myopia and long-term investment. Our empirical evidence indicates that managerial myopia leads to a reduction in capital expenditure and R&D expenditure. Our results maintain robust when we: (1) control environmental factors and other myopia proxies; (2) rule out endogenous problems and the influence of managerial opportunistic behavior; and (3) use alternative measures of long-term investment. Furthermore, this reduction effect is less significant for firms with better corporate governance structure, higher dedicated institutional ownership and analyst coverage. Ultimately, our mediating effect test indicates that managerial myopia hampers corporate future performance through decreasing R&D expenditure and capital investment efficiency.

This study contributes to the literature in the following ways. First, it enriches the corporate investment literature by revealing managerial myopia as an important determinant of long-term investment. Based on upper echelons and time orientation theory, we test this relationship using a framework of "what the manager says (language)—what kind of person the manager is (cognition and traits)—what the manager does (behavior)". We also shed light on the moderating effects of various governance factors on shaping the relation between managerial myopia and its consequence. Second, this study contributes to managerial myopia literature by enhancing our understanding of managerial myopia through the lens of managers' innate and stable personal traits. Prior studies fail to document whether managerial myopia measured by time horizon words frequency reflects managers' innate traits or external environmental factors. Third, this research makes an important methodological contribution by constructing a new quantitative managerial myopia measure employing textual analysis and machine learning. This broadens future research avenues to combine econometrics and machine learning. Practically, this study has policy implications for managerial talents hiring and governance imposed by the firm and government.

Keywords: managerial myopia; long-term investment; text analysis; machine learning

JEL Classification: D22, D25

《管理者短视主义影响企业长期投资吗？——基于文本分析和机器学习》附录

1. Word2Vec 相似词结果示例

附表 1 Word2Vec 相似词结果示例(取相似度排序位于前 10)

中心词	相似词	相似度(基于年报语境)	词频
尽快	尽早	0.861	3744
尽快	早日	0.771	6732
尽快	抓紧	0.532	4934
尽快	及早	0.517	854
尽快	力争	0.469	34473
尽快	全力	0.467	17251
尽快	尽力	0.457	3309
尽快	立即	0.451	10129
尽快	争取	0.438	34450
尽快	加紧	0.438	3212

2. 短视主义指标词集和语句示例

附表 2 短视主义指标词集

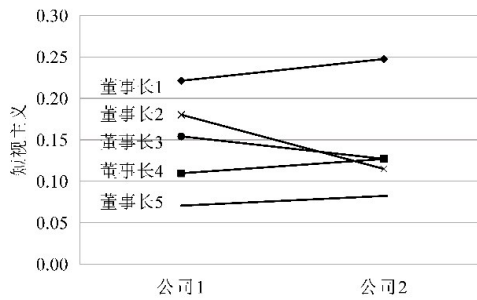
(1)种子词	
来源	Brochet 等(2015)、证监会和年报 MD&A
词集	天内、数月、年内、尽快、立刻、马上(直接表示);契机、之际、压力、考验(间接表示)(共 10 个)
(2)扩充词集	
来源	Word2Vec 相似词扩充、剔除并不表示短视视域的词汇(如:上文尽快的相似词中,全力、尽力等词汇)、剔除在年报中有噪音的词汇(如:天内的相似词中,30 日、15 日等代表日期陈述的词)
词集	日内、数天、随即、即刻、在即、最晚、最迟、关头、恰逢、来临之际、前夕、适逢、遇上、正逢、之时、难度、困境、严峻考验、双重压力、通胀压力等(共 33 个)

附表 3 短视主义指标词集在年报 MD&A 中出现的语句示例

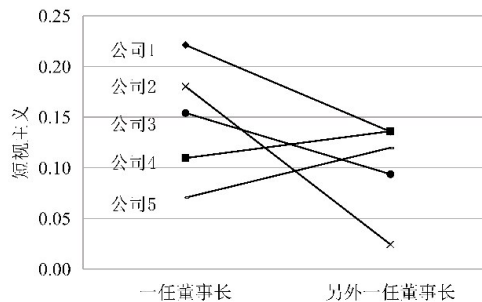
天内	手游产品《刀锋无双》上线 15 天内日流水即破百万元,成功登陆 IOS 付费榜首位。
	历史上有以小商品赢得大市场的成功经验,公司发扬优良传统,在 35 天内完成了 55 万只口琴新品订单。
数月	2017 年 3 月,公司经过数月的精心打磨和开发设计的 90 分金属旅行箱荣获了 2017 年德国“IF 设计大奖”。
	截至 2010 年 12 月,短短数月租售中心累计已实现营业收入 129 万元,取得良好佳绩,实现预期效果。
年内	文化公司珠江道物流中心主体工程年初竣工,尽快完成招商和落位经营,力争年内创效。
	按照公司主营业务由商品经营向城建、环保领域转型的指导思想,对现代办公用品、制冷设备等商品的经营,力争在年内进行彻底剥离。
	针对上述困难与问题,公司董事会将着眼于以下几方面加以解决:一是对现有的四川新明珠实业有限公司喜马拉雅酒店进行技术改造,对部分闲置楼层进行装修,提高该资产的整体盈利能力,实现年内扭亏为盈。
尽快	公司将抓紧市场调研,彻底改变、清除原天津商场的旧面貌,结合实际,确定有特色精品商厦的目标,完成装修、招商工作,打造天津零售市场新亮点,聚拢人气,带动周边商业繁荣,尽快取得较好效益。
	加快资产重组工作,务求取得实质性进展,以改变公司经营结构,使公司尽快走出困境。
	应缩短培育期,尽快取得效益,带动周边商业繁荣,提升公司主营业务的市场占有率,巩固老字号的竞争优势。
立刻	公司通过半年的艰难谈判,不失时机地引进了德国 EVOBUS 公司 S315HD 客车技术,该样车一出现在国内客车市场立刻在市场上形成了一个闪耀的亮点。
马上	根据储能动力研发、新项目启动及其他部门工作拓展的需求,通过各种渠道,开发、引进具有市场附加价值、并能够马上为公司新项目提供专业价值的人才。
契机	公司不断调整工作思路,抓住市场回暖契机,制定销售策略,把控好销售节点。
	该公司以市场开发为突破口,以商场扩建增容为契机,抓机遇、抢速度,圆满完成物贸商场一期扩建并为二期工程打好基础。
之际	公司下属相关企业亦持续关注政策变化,加强自身实力的提升,积极尝试开辟新的业务模式、拓展新的业务渠道,蓄势待发,力求在未来互联网彩票销售恢复之际能够抢占先机。
压力	2012 年,部分中药材价格有所回落,但不排除有继续上涨的可能,给公司经营成本造成一定压力。
	由于公司目前投资的项目或处于建设期或正处于业绩培育期,公司面临着较大的还本付息压力和财务风险。
考验	2012 年是困难的一年,是充满严峻考验的一年。

3. 管理者短视主义指标的有效性验证(短视文本指标衡量了管理者的特征而非公司特征)

附图 1 表示同一董事长在不同公司任职时对应的短视文本指标,附图 2 表示在同一公司任职的不同董事长对应的短视文本指标。图示结果可知,当同一位董事长任职于两家公司时,这两家公司在该董事长任职期间的文本短视指标的差异很小,平均差值为 0.007;当同一家公司历经不同的董事长时,不同董事长对应的短视文本指标有较大差异,平均差值为 0.045。因此,该结果进一步证明短视文本指标衡量了超越公司特征的管理者特征。



附图1 不同公司同一董事长的短视差异



附图2 同一公司不同董事长的短视差异

4. 管理者短视主义指标的有效性验证(与已有实证结论进行比较)

Brochet 等(2015)通过实证分析得出,管理者短视会导致其有较强的动机进行盈余管理以规避利润亏损或提高利润。为进一步确保本文短视文本指标的有效性,我们依据 Brochet 等(2015)的验证步骤建立以下模型对短视与盈余管理之间的关系进行实证检验。

$$Loss_Avoidance_{it}/Small_Positive_{it}/Accrual_EM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_Index_{it} + Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Discretionary_RD_{it}/Discretionary_AD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_Index_{it} + Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型(1)中的因变量是可操纵性应计盈余管理的代理变量,包括管理者是否规避亏损、是否迎合分析师预测以及应计盈余管理程度。模型(2)中因变量是真实活动盈余管理的代理变量,包括异常研发费用和异常广告费用,具体变量定义见附表4。根据 Brochet 等(2015)的结论,管理者短视与公司可操纵性应计盈余管理呈正相关关系,因此模型(1)中 *Myopia_Index* 前面的系数应当显著为正。而管理者短视会导致异常低的研发费用和广告费用,因此模型(2)中 *Myopia_Index* 前面的系数应当显著为负。回归模型的控制变量与正文模型(2)相同。为避免极端值影响,我们对回归模型连续变量进行上下1%缩尾处理。回归分析采用稳健的标准误,并将误差在公司层面聚类。

实证结果表明,短视指标与可操纵性应计盈余管理中的规避亏损呈显著正相关关系,与真实活动盈余管理中的异常研发费用和广告费用呈显著负相关关系,在控制了语调、可读性以及前瞻性等因素后结果依然成立(具体见附表5和附表6)。这些发现与 Brochet 等(2015)的实证检验结果保持一致,符合短视行为的预期,故本文构建的短视主义指标是有效的。

此外,本文还通过企业异常生产成本与异常费用的差值来捕获管理者的真实盈余管理程度,并建立模型(3)进一步检验短视与真实盈余管理之间的关系。该指标越大表明该公司真实盈余管理越多,因此 *Myopia_Index* 前面的系数应当显著为正。实证结果表明短视与真实盈余管理呈显著正相关关系(具体见附表7),与我们的预期相符。

$$Real_EM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Myopia_Index_{it} + Controls_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

附表4 相关变量解释

变量符号	变量名	变量注释
<i>Loss_Avoidance1</i>	是否规避亏损1	虚拟变量,当公司年末 $0 < ROA < 0.01$ 时,取值为1;否则为0。
<i>Loss_Avoidance2</i>	是否规避亏损2	虚拟变量,当公司年末 $0 < ROE < 0.01$ 时,取值为1;否则为0。
<i>Small_Positive</i>	是否迎合分析师预测	虚拟变量,当公司的每股收益与在公告前90天内分析师预测的每股收益均值的差为0.01时,取值为1;否则为0。
<i>Accrual_EM</i>	可操纵性应计盈余	基于修正后的琼斯模型分行业和年度计算得出的可操纵性应计盈余的绝对值。该指标越大表明该公司应计盈余管理越多。
<i>Discretionary_R&D</i>	异常研发费用	公司真实的研发费用与年初营业收入余额的比值与基于 Roychowdhury (2006)模型计算得出的正常预测值的差异。
<i>Discretionary_AD1</i>	异常广告费用1	公司真实的广告费用与年初总资产的比值与基于 Roychowdhury (2006)模型计算得出的正常预测值的差异。广告费用来自财务报表附注。
<i>Discretionary_AD2</i>	异常广告费用2	公司真实的广告费用与年初总资产的比值与基于 Roychowdhury (2006)模型计算得出的正常预测值的差异。广告费用通过销售费用代理。
<i>Real_EM1</i>	真实盈余管理1	基于生产成本模型计算得出的异常生产成本与基于操控性费用模型得出的异常费用的差,模型包含截距。该指标越大表明该公司真实盈余管理越多。

<i>Real EM2</i>	真实盈余管理2	基于生产成本模型计算得出的异常生产成本与基于操控性费用模型得出的异常费用的差,模型不包含截距。该指标越大表明该公司真实盈余管理越多。
-----------------	---------	--

附表5 管理者短视主义和可操纵性应计盈余管理

	<i>Loss_Avoidance1</i>	<i>Loss_Avoidance2</i>	<i>Small_Positive</i>	<i>Accrual_EM</i>	<i>Loss_Avoidance1</i>	<i>Loss_Avoidance2</i>	<i>Small_Positive</i>	<i>Accrual_EM</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Myopia_Index</i>	0.904* (1.73)	1.523** (2.14)	0.304 (0.51)	0.001 (0.16)	1.102** (2.08)	1.338* (1.82)	0.398 (0.67)	0.003 (0.42)
<i>Tone</i>					-11.838*** (-4.57)	-13.067*** (-3.19)	1.273 (0.53)	-0.119*** (-3.77)
<i>Forward</i>					-10.836 (-0.72)	29.237 (1.40)	-10.199 (-0.66)	-0.200 (-1.02)
<i>Readability</i>					-0.007 (-0.70)	-0.022* (-1.78)	0.018 (0.88)	-0.000 (-1.30)
Constant	-0.104 (-0.07)	-12.815*** (-6.44)	-0.984 (-0.64)	0.118*** (6.22)	0.314 (0.21)	-14.006*** (-8.12)	-0.793 (-0.51)	0.123*** (6.41)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	12983	12696	7034	12735	12983	12696	7034	12735
Pseudo R ²	0.173	0.122	0.028		0.178	0.128	0.028	
Adjusted R ²				0.098				0.100

注:由于(1~3)列和(5~7)列的因变量是类别变量,故采用logit模型进行估计,其他均采用OLS模型进行估计。

附表6 管理者短视主义和真实活动盈余管理

	<i>Discretionary_R&D</i>	<i>Discretionary_AD1</i>	<i>Discretionary_AD2</i>	<i>Discretionary_R&D</i>	<i>Discretionary_AD1</i>	<i>Discretionary_AD2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Myopia_Index</i>	-0.028*** (-4.64)	-0.005* (-1.78)	-0.028*** (-2.87)	-0.028*** (-4.17)	-0.004 (-1.42)	-0.021** (-2.18)
<i>Tone</i>				0.107*** (2.69)	0.001 (0.05)	0.087 (1.61)
<i>Forward</i>				-0.085 (-0.28)	-0.127 (-1.10)	-0.874*** (-2.79)
<i>Readability</i>				-0.000 (-1.50)	0.000 (0.41)	-0.000 (-1.51)
Constant	-0.040 (-1.54)	-0.010 (-0.40)	-0.016 (-0.42)	-0.046* (-1.82)	-0.009 (-0.36)	-0.018 (-0.48)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13045	2009	12956	13045	2009	12956
Adjusted R ²	0.051	0.024	0.059	0.052	0.024	0.062

附表7 管理者短视主义和真实盈余管理

	<i>Real_EM1</i>	<i>Real_EM2</i>
	(1)	(2)
<i>Myopia_Index</i>	0.045* (1.90)	0.050** (2.01)
Constant	-0.117 (-1.35)	-0.015 (-0.17)
Controls	Yes	Yes
Industry FE and Year FE	Yes	Yes
Cluster by Firm	Yes	Yes
Observations	11695	11695
Adjusted R ²	0.215	0.204

参考文献

(1) Roychowdhury, S., 2006, "Earnings Management through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.42, pp. 335~370.