

企业预期管理与股票收益

——“学海拾珠”系列之四十三

报告日期: 2021-05-17

分析师: 严佳炜

执业证书号: S0010520070001

邮箱: yanjw@hazq.com

分析师: 朱定豪

执业证书号: S0010520060003

邮箱: zhudh@hazq.com

联系人: 吴正宇

执业证书号: S0010120080052

邮箱: wuzy@hazq.com

相关报告

- 1.《分析师重新覆盖对市场的影响——“学海拾珠”系列之三十五》
- 2.《基金买卖决策与其引导的羊群效应——“学海拾珠”系列之三十六》
- 3.《历史收益的顺序能否预测横截面收益?——“学海拾珠”系列之三十七》
- 4.《基金经理个人投入度对业绩的影响——“学海拾珠”系列之三十八》
- 5.《现金流能比利润更好地预测股票收益率吗?——“学海拾珠”系列之三十九》
- 6.《处置偏差视角下的基金经理行为差异——“学海拾珠”系列之四十》
- 7.《投资者对待公司财报措辞变化的情性——“学海拾珠”系列之四十一》
- 8.《基金的资金流压力会对股价造成冲击吗?——“学海拾珠”系列之四十二》

主要观点:

本篇是“学海拾珠”系列第四十三篇,本期推荐的海外文献研究了预期管理与两大具有经济意义的收益规律之间的联系:业绩公告溢价和收益季节性。作者引入常用的公司特征来作为公司预期管理动机的代理变量,研究表明替代指标 EMI 对公司的业绩惊喜和收益具有很强的预测能力。回到 A 股市场,我们常常听闻 XX 股因为“超预期不达预期”导致股价下跌,如何刻画预期和预期的预期对于量化而言通常是一个难题,我们可以借鉴这篇文献的做法,将预期管理、分析师盈利预测和公司公告期前后的股价表现联系起来,构建事件冲击类策略。

● 从三个维度构建企业预期管理动机的代理指标

作者通过构建一个全新的、简单的企业预期管理动机的事前代理指标来预测业绩惊喜和收益。代理指标使用主成分分析来汇总公司管理预期动机的三组因素,分别为(1)“注意力”,反映了对公司业绩公告的更大关注;(2)“压力”,反映了不可持续的收入增长预期;以及(3)“相关性”,反映了价格对业绩新闻的敏感性。作者用公司的分析师覆盖率和机构持有量来代表注意力;用公司的收入增长率来代表压力;用 Altman (1968) 的偿付能力指标来代表相关性,以反映价格对业绩消息的反应。

● 预期管理动机强的公司公告期收益呈现 V 型特征

作者发现高 EMI (综合预期管理得分) 公司的收益遵循 V 型特征,即在业绩公告前表现不佳,但在公告期间表现出色,因此在业绩公告前后的时间里,EMI 对收益的预测方向是相反的。

● 预期管理与业绩公告溢价和业绩惊喜之间的关系

作者研究表明,高 EMI 公司通过降低投资者的公告前预期,以便在其公告时产生积极的业绩惊喜。总体而言,公告溢价集中在高 EMI 公司中,反之,在低 EMI 公司中不显著,公告溢价的大小和显著程度随着 EMI 的增加而增加。此外,在高 EMI 公司中,季节性策略的收益不仅在经济意义上是显著的,在高 EMI 公司中每月约为 50 个基点(t 统计量=3.17),而且还为 EMI 和公告期溢价之间的预测性关系提供增量信息。

● 风险提示

本文结论基于历史数据与海外文献进行总结;不构成任何投资建议。

正文目录

1 简介	4
2 实证检验	6
2.1 数据	6
2.2 预期管理和公告月收益	8
2.3 拉低预期：证据来自于公告期前的收益	12
2.4 收益的季节性	15
3 预期管理的证据	16
3.1 盈利和分析师预测	16
3.2 投资者的学习成本	18
3.3 利用业绩指导来管理预期	19
3.4 预期管理的动机	20
3.5 稳健性检验	21
4 结论	23
风险提示:	24

图表目录

图表 1 描述性统计	8
图表 2 月度平均收益	9
图表 3 公告月投资组合 ALPHA	11
图表 4 公告前投资组合收益	13
图表 5 公告期月度收益率和 T 统计值	13
图表 6 公告期日收益率时间序列分布	14
图表 7 组合策略 ALPHA 和因子载荷	14
图表 8 日历时间季节效应策略	15
图表 9 分组业绩表现	17
图表 10 盈余惊喜的分布差异	18
图表 11 按 EMI 分类的正面业绩惊喜的比例	18
图表 12 与投资者和分析师的沟通	19
图表 13 高 EMI 公司与低 EMI 公司之间周度的分析师偏差	20
图表 14 机会主义的内幕交易	21
图表 15 其他代理指标	22

1 简介

作者通过研究发现了公司对投资者的业绩预期管理、业绩公告溢价和收益的季节性之间的关系。将投资者预期控制在一个比较低的水平上的公司，更有可能在公告期间获得较高的收益。这种规律在企业的各个财务季度重复出现，说明**企业通过在公布盈利前对投资者的预期进行负向引导来制造积极的“盈利惊喜”**。作者用非基于价格的预期管理替代性指标证实了这些发现。

本文探讨了企业将业绩预期控制在实际可超过的水平上的行为动机与股票的月度横截面收益之间的联系。作者通过引入一个基于广泛可观察到的公司特征来简单替代公司管理预期动机，作者表明该替代指标对两种资产定价模式具有很强的预测能力：业绩公告溢价和收益季节性。除了为这些规律提供新的解释外，作者的证据还有助于研究投资者、公司和信息中介机构之间的互动关系。具体来说，作者的证据表明，**预期管理引起了投资者预期偏差和反转，这影响了市场价格和业绩公告的动态关系。**

在过去的几十年里，大量的文献记录和研究了业绩公告溢价的普遍性，即企业在业绩公告期间获得异常高的收益（例如，Frazzini 和 Lamont（2007）；Barber 等人（2013）；Hartzmark 和 Lamont（2013）；Hartzmark 和 Solomon（2018））。相关研究提供了更广泛的有关收益季节性的证据，指在可预测的时间间隔内重复的周期性收益规律，类似于天气的季节性（例如，Heston 和 Sadka（2008）；Keloharju 等人（2016））。

其中有文献提到，公司经常参与预期管理，降低公告前的业绩预期，希望在业绩公告期间传达积极的消息。这些研究的一个核心推论是，企业高管在管理预期方面面临着长期和短期动机。**长期动机主要与高管的声誉和职业上的发展有关。**具体来说，调查证据（Graham et al.(2005)）和 CEO 留任数据（Puffer 和 Weintrop (1991)）都表明，成功管理预期会改善高管的长期职业发展。相比之下，**短期的动机来自于未达到业绩目标所带来的负面的价格反应，这会引发投资者的过度关注负面新闻，削弱与机构投资者的关系，增加诉讼风险。**

本研究的核心目标是**确定预期管理是导致业绩公告溢价和收益季节性普遍存在的一个影响因素**。之前的文献分别研究这些资产定价规律和预期管理，而作者的创新之处在于将它们结合起来研究。**预期管理能解释业绩公告溢价也许是相对直观的，因为这两种现象都会使投资者对公司价值的看法产生正面的影响（由业绩惊喜和股票收益来代表），而这种影响是建立在业绩公告上的。**同样，收益的季节性和预期管理——当在公司的财务报告期间重复出现时——都会对投资者观念的影响中产生周期性规律（用业绩预测修正和股票收益来表示），在可预测的范围内重复出现。以前对预期管理的研究往往集中在其决定因素和实现渠道上，或与其与同期季度股票收益或者估值的关系上。例如，有研究表明，成功管理并超越分析师业绩预期的公司会获得更高的季度收益，并在公司业绩变化的基础上获得更高的估值倍数。相对于这些研究，作者的贡献是构建了一个预期管理动机的事前代理指标，作者表明它对未来收益有很强的预测能力。作者的研究还与 Veenman 和 Verwijmeren(2018) 有关，该研究表明一些分析师在业绩预测中持续悲观，而投资者未能对这种悲观情绪充分定价，导致业绩公告时会有可预测的收益。作者的研究补充和扩展了这些先前的研究，探讨了企业预期管理是否是导致分析师悲观情绪差异性的一个潜在原因。

此外，与任何现有研究不同，作者研究了预期管理对整个季度收益规律的影响，

而不仅仅是在业绩公告前后，对资产定价提供了新的解释。

企业的预期管理动机在资产定价测试中具有挑战性，因为它们不是直接可观察的，而且很可能是时变的。作者通过构建一个新的、简单的企业预期管理动机的事前代理指标来解决这个衡量问题，作者表明它对业绩新闻和收益有很强的预测能力。作者的代理指标通过使用主成分分析来总结先前研究中表明公司管理预期动机的几个因素。作者纳入了三组因素，称之为（1）**注意力**，反映了对公司业绩公告的**更大关注**；（2）**压力**，反映了**不可持续的增长预期**；以及（3）**相关性**，反映了**价格对业绩新闻的敏感性**。为了最大限度地扩展作者的样本，作者优先考虑那些简单而广泛使用的代理变量。正如第一节所详述的，作者用公司的分析师覆盖率和机构持有量来代表注意力；用公司的营收增长率来代表压力；用 Altman（1968）的偿付能力指标来代表相关性，以反映价格对业绩消息的反应。

作者的主要测试是检验预期管理动机的代理指标，也就是作者所说的 EMI 对预测业绩公告月份的股票收益的能力。大多数涉及公司业绩新闻和收益可预测性的研究表明了一种同向效应，即收益集中在业绩公告期间，但在非公告期间继续保持相同的方向（Engelberg 等人（2018））。相比之下，作者假设从事预期管理的公司最初会使投资者在公告前的预期向下偏移，后来市场价格在业绩公告时向上修正。因此，作者预测，**高 EMI 公司的收益遵循一个 V 型特征，即在业绩公告前表现不佳，但在公告期间表现出色**。为了检验这些猜想，作者研究了从 1985 年到 2015 年的大约 320,000 份季度业绩公告的样本，这近似等于每个月 850 家公司公布业绩的或每季度 2500 家公司公布业绩，具有广泛的适用性。

作者的第一个主要测试结果表明，**具有更强管理预期动机的公司（即高 EMI 公司）往往比具有动机更弱的公司（即低 EMI 公司）在公告月的表现要好**，使用等权重加权（t 统计量=4.03）约为 64 个基点（bps），使用市值加权（t 统计量=3.49）约为 80 个基点（bps）。这些收益差的大小和一致性在等权重和市值加权的情况下是非常显著的，表明预期管理与月度公告收益确实有关。

本文的一个关键推论是，预期管理是月度业绩公告溢价的重要来源。具体而言，作者的测试显示，**公告溢价的大小和显著程度随着 EMI 的增加而增加**。此外，**公告溢价集中在高 EMI 公司中，反之，在低 EMI 公司中不显著**。EMI 与公告收益之间的关系也不同于其他标准的资产定价因素，与 Frazzini 和 Lamont（2007）的数量效应和 Barber 等人的特异性风险效应相辅相成（2013），并且与基于风险的解释不一样。作者的研究结果在控制传统风险因素后也是稳健的。

在作者的第二个测试中，结果表明，**尽管高 EMI 公司在其业绩公告月份表现出色，但它们在公布业绩之前的一个月也明显表现不佳，大约相差 50 个基点**。这种可预测的 V 型特征很难与标准的基于风险的解释相协调，因为风险解释要求风险溢价在公司事件期内发生急剧反转。相反，V 型收益特征似乎与高 EMI 公司降低投资者的公告前预期，以便在其公告时产生积极的业绩惊喜相一致。作者的 V 型收益特征也表明，预期管理是公司财务季度中收益季节性的一个潜在来源。如果公司在其财务季度中重复预期管理的周期，**作者预测公司在第 M 个月的收益与之前的季度报告期的收益率（即 m-3, -6, -9, -12）之间存在正相关关系**，因为企业更可能从事类似的行为（例如，重复的减持行为）。相反，作者预测与非同期收益（即 m-2, -4, -5, -7, -8, -10, -11）有负相关，因为企业更有可能从事反向行为（例如，先拉低预期，便于公告后产生积极的业绩惊喜）。

与作者的预测一致，作者发现上文提到的季节性策略能产生明显的收益，该策略通过同期与非同期月份收益的差对公司进行排序。策略的收益不仅在经济上是显

著的，在高 EMI 公司中每月约为 50 个基点 (t 统计量=3.17)，而且还为 EMI 和业绩公告溢价之间的联系提供增量信息。EMI 对公告溢价和季度收益季节性的预测能力是作者论文中的一个关键发现，并与作者的中心论点相一致，即管理预期的周期性同时促进了这两种资产定价规律。

作者还通过考察企业与分析师和投资者的沟通情况，研究企业为管理预期而采取的行动。作者表明，高 EMI 公司更有可能发布低于报告盈利的业绩预告，这与公司试图对公告前的预期产生消极影响是一致的。此外，作者显示，在样本期间，高 EMI 公司与低 EMI 公司相比，积极的业绩惊喜增长更快。这些结果表明，**即使投资者可能从过去的公告中吸取教训，高 EMI 公司随着时间的推移变得更善于管理预期，使得投资者识破企业预期管理行为的学习成本提高了。**

最后，作者的 V 型收益特征表明，一些公司的内部人员可能会受到激励，围绕他们自己的公司的收益季节性规律来进行交易。使用从 Cohen 等人（2012 年）和 Ali 和 Hiris（2012 年）那里研究的机会主义交易行为的衡量标准，作者表明，**在高 EMI 公司的内部人士异常地将他们的交易转向公告前低价买入，事后倾向于高价卖出。**这种高 EMI 公司与低 EMI 公司的内幕交易规律在最新的研究，指出了公司管理预期的一种新的动因，补充了先前研究的解释。

本文的主要贡献在于建立了预期管理、公告溢价和收益季节性之间的联系。市场评论员、监管机构和金融媒体通常都会对预期管理做出反应，这被视为现代资本市场的一个普遍特征。尽管这种情况很普遍，但预期管理在很大程度上却没有被金融学术界所关注。作者的研究**试图弥合这一差距，并在此过程中对两种经济意义上比较重要的资产定价模式的普遍性提出了新的见解。**

2 实证检验

2.1 数据

作者从标准的学术数据库中获得公司预期管理动机的数据，分析师覆盖率数据来自 IBES 未经调整的文件，价格和收益数据来自 CRSP 月度文件，财务报表数据来自 Compustat，机构持仓数据来自 Thomson Reuters 13F 文件。为了将作者的分析集中在规模更大、流动性更强的公司上，作者排除了纽约证券交易所规模最低的十分之一的公司，以及那些 CRSP 股票代码为 10 或 11 以外或股价低于 1 美元的公司。作者主要分析的最终样本包括 320,171 个公司*季度样本，时间跨度从 1985 年到 2015 年。

本文建立在大量研究的基础上，这些研究表明企业从事预期管理，目的是增加超过分析师预测的可能性（例如，Barth 等人（1999 年）；Bartov 等人（1999 年）；Bartov 等人（2002）；Matsumoto（2002）；Richardson（2004）；Bernhardt and Campello（2007））。作者的研究与这些先前的不同，作者的测试建立在对未来收益的预测规律上，而不是与同期价格或分析师预测的修正有关。这一创新使**作者能够研究经理人是否可以让投资者对盈利的预期产生偏差，并且将预期管理与公告溢价以及收益的季节性联系起来。**

作者的主要分析集中在月度收益上，有两个原因。首先，月度收益与金融学中有关业绩公告溢价和收益季节性的大部分研究更加一致。其次，Johnson 和 So（2018a）主张使用月度业绩公告收益，以减轻交易摩擦对研究的影响。然而，作者使用每日收益来补充月度测试，以此加强并扩展了主要推论。作者的主要分析依靠的是一个广泛适用且简单的代理指标，其想法类似于 Baker 和 Wurgler（2006）

的综合投资者情绪代理指标。为了构建综合代理指标，作者猜想公司管理预期的动机可能由三大类因素驱动，作者称之为“关注”、“压力”和“相关性”。“关注”部分指的是外部对企业业绩的监控程度。作者预计，当企业报告的结果更有可能获得分析师的关注并影响其在机构投资者中的地位时，企业将有更大的动机来管理预期（例如，Bushee（1998）；Hotchkiss 和 Strickland（2003）；He 和 Tian（2013）；Hilary 和 Hsu（2013）；Bradshaw 等人（2016））。因此，作者通过提供年度盈利预测的分析师数量和机构投资者持有的流通股比例来代表对公司业绩公告的关注。第二个部分，“压力”，是指企业面临不可持续增长预期的程度。一些研究表明，投资者倾向于过度推断过去的增长，当增长中断时，公司会面临显著的价格下跌（Lakonishok 等人（1994）；Barth 等人（2002）；Barth et al.（1999）；Kasznik 和 McNichols（2002））。这些研究共同表明，企业在高增长之后会有更大的动机进行管理预期，来缓和报告财务业绩下降的影响。作者使用公司 5 年的季节性调整的收入增长率来代表不可持续增长预期。作者的最后一个组成部分“相关性”，是指企业的股票价格对业绩新闻的敏感性。先前的研究表明，由于股权的清算方案，业绩新闻与有偿付能力的公司的股票价格有较强的关联性，而面临财务困境的公司关联性则较弱（例如，Dhaliwal 和 Reynolds（1994）；Hayn（1995）；Matsumoto（2002））。这些研究表明，平均而言，短暂的盈利信息在接近破产的公司中不那么重要，因为股东可以选择清算公司的资产，而不是冒险造成进一步的损失。因此，作者预计，由于对盈余惊喜的敏感性较高，有偿付能力的公司会更多地使用预期管理。

作者使用 Altman(1968)中的 Altman Z-Score 来代表公司的偿付能力，较高的数值代表了更有偿付能力（即较少陷入困境）的公司。作者依靠公司的 Z-Score 来确定财务困境，而不是其他衡量标准，如信用评级或历史亏损情况，这样做可以最大限度地扩大作者主要样本的覆盖程度。然而，测试结果表明作者的实证结果似乎对其他相关的代理指标不敏感。

为了计算综合预期管理得分 EMI，作者将特定月份内的所有将发出公告的公司分别计算分位数，从 0 到 1 不等，针对上述四个公司层面的属性。作者使用横截面百分位数，以方便对具有不同量纲的几个变量进行汇总，并在总结数据时，减少离群值的影响。与 Baker 和 Wurgler（2006）一样，作者使用主成分分析（PCA）汇总四个输入变量，并有利于基于单一变量的标准资产定价测试。更具体地说，作者使用输入的第一主成分作为综合动机代理指标，作者把它称为 EMI。 $Z_{i,m}$ 表示的是上述的四个（中心）特征集，公式如下：

$$EMI_{i,m} = a'Z_{i,m} = a_1Z_{i,m}^{(1)} + a_2Z_{i,m}^{(2)} + a_3Z_{i,m}^{(3)} + a_4Z_{i,m}^{(4)} \quad (1)$$

其中，下标对应的是公司 i 和预期公告月份 m，上标表示四个输入变量。 a_p 值反映了每个变量在主成分分析中的月度权重。

为了预测公告收益，作者使用上一年的公告日数据来估计公司今年的预期公告月收益。在本文中，作者使用符号 M 代表某个月份，T 代表的是公司预计业绩公告的月份。因此，符号 M=T 指的是在公司业绩公告的当月进行的分析。而 M=T-1 指的是在公司业绩公告前的那个日历月所进行的公告前分析。

在所有的测试中，作者不以公司在 M 月是否有业绩公告为事后条件，而只是根据公司在去年 M 月有公告去预测今年的第 M 月是否有业绩公告。这种方法可以防止公司根据其业绩新闻的性质战略性地安排其公告的时间而产生的前瞻性偏差。（Johnson 和 So（2018b））。

表 1 的 A 组包含了时间序列的平均样本数量和 EMI 输入特征的五分位数。样本统计显示每个分组中大约有 170 家公司。

图表 1 描述性统计

A. Averages by expectations management incentives quintiles					
	Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)
OBS	171.7	172.2	172.1	172.1	172.5
EMI	-1.293	-0.713	-0.082	0.635	1.443
Analyst coverage (COV)	0.154	0.824	2.299	4.832	9.832
Inst ownership (INST)	0.043	0.175	0.369	0.517	0.682
Sales growth (SG)	-0.663	1.009	0.985	1.308	2.466
Altman's z (ALT)	1.535	4.368	4.211	4.015	5.422
log(Market capitalization)	11.888	11.754	11.977	12.807	13.904
log(Book-to-market)	0.531	0.499	0.510	0.470	0.366
Return volatility	14.337	13.397	12.359	11.105	10.280
Return momentum	0.003	0.029	0.039	0.024	0.008
Share turnover	1.090	1.025	1.075	1.306	1.930
Relative spreads	0.038	0.034	0.030	0.022	0.013

B. Correlations between EMI inputs					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) EMI		0.880	0.864	0.319	0.371
(2) Analyst coverage	0.846		0.675	0.160	0.141
(3) Inst ownership	0.868	0.675		0.077	0.142
(4) Sales growth	0.323	0.160	0.077		0.117
(5) Altman's z	0.383	0.141	0.142	0.117	

C. Time-series statistics for first principal component			
	Mean	Median	SD
Eigenvalue	1.783	1.805	0.115
Total variance explained (%)	44.736	45.116	2.403
Weighting for analyst coverage (COV)	0.484	0.494	0.069
Weighting for inst ownership (INST)	0.486	0.485	0.027
Weighting for sales growth (SG)	0.180	0.180	0.070
Weighting for Altman's z (ALT)	0.210	0.209	0.083

资料来源：华安证券研究所整理

A 组还提供了四个输入特征的平均值，每个特征在不同的 EMI 五分位数分组中显著增加。A 组的下半部分显示了不同 EMI 五分位数分组的公司各特征的时间序列平均数。公司的规模和账面市值比率是在公司预期公布月之前的一个月（即 T-1）测量的，而波动率、动量、换手等是在截至 T-1 月前的 12 个月内测量的。虽然公司规模和股票成交量与 EMI 呈正相关，而公司的账面市值比、波动和价差则与 EMI 呈负相关。这些结果表明，高 EMI 的公司往往是更成熟、流动性更强、波动率更低、估值更高的公司。

B 组表明，四个变量与 EMI 都是正相关的，这说明每个维度都能增加企业的预期管理动机。不然如果没有分析师提供业绩预测来评估其业绩消息的性质，面临着不可持续增长预期压力的公司可能不会进行预期管理。

C 组显示了每个月 EMI 估计值的平均值。第一行显示第一主成分满足凯撒标准，即特征值高于 1。C 组第二行显示，平均而言，EMI 占总样本方差的 44.7%。C 组的底部几行包含了每个变量的载荷 a_p ，如公式（1）所表示。载荷与 B 组的证据一致，即 EMI 是最重要的。B 组中的数据说明，EMI 与分析师覆盖率和机构持仓量最密切相关。

2.2 预期管理和公告月收益

表 2 包含了作者研究的第一个主要结论。具体来说，该表在预期管理动机、EMI 和公司在其预期公告月的平均收益之间建立了很强的联系，其中作者按照 Shumway（1997）的方法对退市收益进行调整。相应的 t 统计值在括号中显示，是基于月度收益计算得到的。

图表 2 月度平均收益

[illegible]

资料来源：华安证券研究所整理

A组显示,在等权重的基础上,EMI最高的五分位数分组公司每月的表现比最低的五分位数的公司高 88 个基点 (t 统计量=4.59),这相当于每年约 10.6%。然而,值得注意的是,巨大的等权收益差似乎部分是由低 EMI 公司异常糟糕的表现所驱动。虽然作者的假设预测,低 EMI 公司在公告月份的表现低于高 EMI 公司,因为它们管理预期的动机最弱,但如果所有的收益差是由低 EMI 公司驱动的,那就出现问题了,因为这些公司假定不会采取行动来操纵市场预期上升。

然而,表2的A组也显示,当用市值加权后,低EMI公司的不寻常表现消失了。具体而言,A组的第二行显示,尽管低EMI公司的表现并不突出,但高EMI公司在公告月的表现比低EMI公司高出64个基点(t 统计值=3.02)。这些结果表明,最低五分位数分组的低收益是由较小公司的不良表现所驱动的。

表 2 的 B 组显示, 如果按照 Daniel(1997)等人的做法, 根据公司规模、账面市值比和动量对收益进行特征性调整, EMI 和公告收益之间的强烈正向关系继续保持。通过这些调整, 处于 EMI 最高五分位数分组的公司每月比处于最低五分位数分组的公司高出 64 个基点 (t 统计量=4.03), 在市值加权的基础上每月则高出 80 个基点 (t 统计量=3.49), 证明作者的结果不是简单的反映了对公司规模、价值或过去业绩状况的不同暴露所引起的。表 2 的 C 组使用 Fama-MacBeth 回归来确定 EMI 的增量预测能力, 相对于其他已知的解释收益横截面的因子, 包括公司规模、账面市值比、动量、波动率、营业额、1 个月的滞后收益、EPS 变化、应计费用以及 Lee 和 So(2017)中研究的标准分析师覆盖率代理。为了便于解释, 作者每月将所有自变量(不是收益)标准化。回归系数范围从 30 到 42 个基点, 相应的 t 统计量从 4.31 到 7.89。Frazzini

和 Lamont (2007) 提供证据表明, 业绩公告溢价是由散户投资者的关注度提高所驱动的, 他们更有可能买入而不是卖出股票。Frazzini 和 Lamont (2007) 用异常交易量来代表注意力, 并表明公告溢价集中在业绩公告月与非公告月交易量较高的公司中。

作者的研究结果在概念上与 Frazzini 和 Lamont (2007) 的研究结果有关, 因为作者的综合代理指标的一个组成部分是市场参与者对公司业绩的关注。为了区分作者的研究结果, 作者增加了他们主要测试中使用的成交量-集中度 (VCR) 指标, 作为公告月收益的额外预测因素。C 组第 6 列证实了 VCR 对公告收益的正向预测, 但也显示, 加入 VCR 对 EMI 的预测能力影响不大, 这表明预期管理是业绩公告溢价的一个独特的驱动因素。

Barber et al.(2013)提供的证据表明, 当特异性波动率在业绩公告月期间上升较多时, 业绩公告溢价会更高。为了区分作者的研究结果, 作者增加了一个额外的预测因素, 3 天的业绩公告窗口的特异性波动率 (IVOL, 详见 Barber 等人 (2013) 的细节), 作者复制了 Barber 等人记录的 IVOL 和公告月收益率之间的正相关关系, 并发现 EMI 仍然是增量的显著性预测因素。

虽然作者的研究集中在美国市场, 但先前的证据表明, 其他国家的企业也面临着类似的预期管理动机。例如, 分析师在 IBES 上对 94 个不同国家的公司进行业绩预测。Beckers et al.(2004)显示, 在欧洲市场上, 随着公告的临近, 分析师的预测结果也在下降, 这表明在美国市场上也有类似的走势。Kato et al. (2009)显示, 在日本, 经理人被要求公开报告业绩预测, 经理人的业绩预测在临近公告时也会变得更加悲观, 这与美国市场上记录的走势规律一致。

Black 和 Carnes (2006) 的研究表明, 在他们研究的所有 13 个亚太国家中, 平均公告前的预测有一半以上是悲观的。这些发现与 Barber 等人(2013)的证据非常吻合, 即世界上许多国家都存在着明显的业绩公告溢价。

C 组的最后四列显示, 作者的研究结果在 2000 年 8 月颁布《公平披露条例》(RFD) 和 2003 年 4 月颁布《全球分析师研究协议》(GS) 之前和之后都成立。作者的研究结果在 RFD 之后的稳健性与附录中的例子是一致的, 它强调了公司可以在不违反 SEC 法规或发布新的披露信息的情况下影响分析师的预测, 方法是有选择地将分析师的注意力引向之前发布的传达他们预期信息的公告中。例如, 即使在 Reg FD 之后, 公司也被允许重申或强调以前发布的公开报告或意见, 以此引起分析师的悲观情绪 (详见 Brown 等人 (2015) 的细节和附录中的一个例子)。Barber et al. (2006) 的相关证据和 Kadan et al.(2008)的相关证据表明, 全球结算减少了分析师乐观的买卖建议。作者的研究结果在全球结算之前和之后的稳健性表明, **减少过度乐观的因素, 可能会刺激分析师对管理层的警告和负面指导做出更多反应, 这可能会导致预期降低。**大家最初可能会担心, 本文在计算 EMI 时使用历史的收入增长率。然而, Lakonishok et al.(1994)和 Dechow 和 Sloan(1997)表明, 过去的收入增长率对未来的收益有负向的预测, 因为投资者往往会过度推断过去的趋势。因此, 高 EMI 公司往往有更高的历史收入增长这一事实, 使得 EMI 和公告收益之间的正向联系更加令人惊讶。

表 2 的 D 组进行控制了 Green et al.(2017)等人使用的 94 个收益预测变量的 Fama-MacBeth 回归。第一列控制了 Green et al. (2017) 中的 12 个变量; 第二列控制了在其多变量测试中增量预测的 9 个变量; 最后一列包含他们考虑的所有 94 个变量。在三种测试中, EMI 保留了对收益的预测能力, 其程度和意义与作者在 C 组第 6 栏的分析结论类似。

此外，作者发现，在 1985-2015 年样本窗口的 31 年中，有 23 年（22 年）的等权（市值加权）策略收益为正，这表明作者的研究结果并非由一小部分年份所驱动。作者还发现在市场下跌的年份，如 2008 年，没有明显的表现不佳。Savor 和 Wilson（2016）为这些发现提供了一个潜在的基于风险的解释。作者将企业在业绩公告期间的收益解释为对其业绩新闻中预示的企业未来业绩增长的补偿。Savor 和 Wilson（2016）表明，业绩公告溢价与未来业绩增长正相关。

根据基于风险的解释，高 EMI 公司的业绩新闻是代表着业绩增长的信息，因此，在未来业绩增长（收缩）的时候，月度 EMI 收益差应该是最强（最弱）。但作者发现总增长与 EMI 收益率差之间存在微弱的负相关。因此，作者的研究结果不太可能被 Savor 和 Wilson（2016）对公告溢价的不可分散的风险所解释。

为了进一步减轻基于风险的解释对作者研究结果的影响，表 3 的数据是在控制每个投资组合在标准月度资产定价因子上的暴露后，企业预期公告月期间的 EMI 收益差。A 组和 B 组中的 α 值代表的是投资组合同期的超额市场收益（MKTRF），即对规模、账面市值比和动量（SMB、HML 和 UMD）因子进行的月度时间序列回归的截距。此外，为了减少暴露于公告风险溢价的影响，C 和 D 组的分析包括每月业绩公告风险因素（EARF），即公告公司和非公告公司之间的收益差。A 组和 B 组显示，与 EMI 策略相对应的 α 值在经济上和统计上都是显著的，等权重加权的 α 为 81 个基点（t 统计量=4.27），市值加权的为 71 个基点（t 统计量=3.33）。此外，C 和 D 组显示，在对公告风险因素 EARF 进行调整后，记录的 α 值仍然显著，产生 65 个基点的等权 α 值（t 统计量=3.26）和 61 个基点的市值加权 α 值（t 统计量=2.72）。

图表 3 公告月投资组合 Alpha

A. Equal-weighted alphas in month M=T					
	ALPHA	MKTRF	SMB	HML	UMD
Q5 (High)	0.714 (5.99)	1.068 (38.70)	0.535 (13.76)	0.067 (1.55)	-0.161 (-6.22)
Q4	0.771 (7.62)	1.011 (43.14)	0.754 (22.84)	0.221 (6.02)	-0.178 (-8.09)
Q3	0.489 (4.24)	0.968 (36.22)	0.920 (24.45)	0.250 (5.98)	-0.181 (-7.22)
Q2	0.422 (3.18)	0.983 (31.93)	0.885 (20.40)	0.176 (3.64)	-0.238 (-8.23)
Q1 (Low)	-0.096 (-0.64)	0.972 (28.06)	0.886 (18.16)	0.206 (3.79)	-0.250 (-7.68)
High - low t-statistic	0.810 (4.27)	0.095 (2.17)	-0.351 (-5.67)	-0.139 (-2.01)	0.089 (2.15)

B. Value-weighted alphas in month M=T					
	ALPHA	MKTRF	SMB	HML	UMD
Q5 (High)	0.666 (5.26)	0.980 (33.40)	0.064 (1.55)	-0.210 (-4.57)	0.031 (1.11)
Q4	0.627 (4.78)	0.886 (29.18)	0.213 (4.98)	-0.020 (-0.41)	0.032 (1.11)
Q3	0.287 (1.53)	1.010 (23.25)	0.395 (6.45)	-0.195 (-2.87)	0.134 (3.28)
Q2	0.062 (0.33)	1.097 (24.89)	0.150 (2.41)	-0.201 (-2.91)	0.087 (2.10)
Q1 (Low)	-0.046 (-0.28)	0.976 (25.30)	0.206 (3.79)	0.161 (2.67)	0.013 (0.35)
High - low t-statistic	0.713 (3.33)	0.004 (0.09)	-0.142 (-2.03)	-0.371 (-4.78)	0.018 (0.39)

C. Equal-weighted alphas in month M=T

	ALPHA	MKTRF	SMB	HML	UMD	EARF
Q5 (High)	0.408 (3.55)	1.103 (43.05)	0.156 (2.71)	-0.103 (-2.32)	-0.158 (-6.65)	0.653 (8.43)
Q4	0.521 (5.30)	1.040 (47.45)	0.443 (9.04)	0.081 (2.14)	-0.176 (-8.64)	0.534 (8.07)
Q3	0.258 (2.24)	0.994 (38.64)	0.634 (11.00)	0.121 (2.72)	-0.179 (-7.50)	0.494 (6.35)
Q2	0.314 (2.26)	0.996 (32.13)	0.750 (10.81)	0.115 (2.14)	-0.237 (-8.25)	0.232 (2.48)
Q1 (Low)	-0.238 (-1.53)	0.989 (28.43)	0.710 (9.13)	0.127 (2.10)	-0.249 (-7.71)	0.303 (2.88)
High - low t-statistic	0.646 (3.26)	0.114 (2.58)	-0.555 (-5.60)	-0.230 (-3.00)	0.091 (2.21)	0.350 (2.62)

D. Value-weighted alphas in month M=T

	ALPHA	MKTRF	SMB	HML	UMD	EARF
Q5 (High)	0.485 (3.72)	1.001 (34.50)	-0.161 (-2.49)	-0.311 (-6.19)	0.033 (1.21)	0.388 (4.42)
Q4	0.432 (3.21)	0.909 (30.33)	-0.030 (-0.45)	-0.129 (-2.47)	0.034 (1.21)	0.418 (4.62)
Q3	0.137 (0.70)	1.027 (23.49)	0.208 (2.13)	-0.279 (-3.67)	0.136 (3.34)	0.321 (2.43)
Q2	0.046 (0.23)	1.099 (24.58)	0.130 (1.29)	-0.210 (-2.70)	0.087 (2.10)	0.035 (0.26)
Q1 (Low)	-0.129 (-0.74)	0.985 (25.25)	0.103 (1.18)	0.115 (1.70)	0.013 (0.37)	0.176 (1.50)
High - low t-statistic	0.614 (2.72)	0.016 (0.31)	-0.265 (-2.36)	-0.426 (-4.90)	0.019 (0.41)	0.211 (1.39)

资料来源：华安证券研究所整理

为了说明表 3 的结果，作者的四因素市值加权 α 为 71 个基点，意味着大约 8.5% 的年化收益。这个幅度与 Barber 等人（2013）研究的基于国际样本的 7.2% 的公告溢价以及 Savor 和 Wilson(2016)所研究的周度再平衡的 9.9% 的公告溢价相当。

除了在 EMI 和公司的预期公告收益之间建立了很强的横截面关系外，表 3 的一个关键结果是，尽管低 EMI 公司也承担着潜在的公告风险，但条件性的业绩公告溢价在低 EMI 公司中并不存在。例如，B 和 D 组显示，市值加权的公告月的 α 值仅在前两个 EMI 五分位分组中具有统计学意义。

到目前为止，作者结果的一个延伸思路是研究本文的发现是否提前集中在高度不确定性的公司中，这些公司可能有更大的余地来改变投资者的预期。为了探索这种可能性，图 2 的 A 组包含了按 EMI 独立变量进行双重排序的等权和市值加权的公告收益，以及两个公司层面的不确定性代理指标：公司年龄（AGE），以及公司首次出现在 CRSP 中的月数来衡量，和收益波动率（VLTG）。这些测试表明，策略收益集中在新上市和高度不确定性的公司，表明预期管理在年轻的公司和投资者对公司业绩前景不太确定的时候最有效。

另一个潜在的不确定性来源是新任 CEO，他可能会改变公司的战略或财务政策。正如 Graham 等人所建议的那样，新任 CEO 也可能有更大的动机去进行预期管理，以此来向董事会和市场展示他们的能力。出于这两个原因，作者预计并在图 2 的 B 组中实证确认，EMI 策略的收益在首席执行官刚上任的头 5 年中非常明显。

2.3 拉低预期：证据来自于公告期前的收益

相对于投资者反应不足的研究，作者研究的一个特点是，作者假设公司通过下调投资者的公告前预期来导致错误定价，并且在公告后价格向上修正。因此，作者预计预期管理会产生一种 V 型收益特征，即在企业公布盈利之前的几个月与公布期间的几个月中符号相反，而不是同向。

具体来说，如果企业通过在公布前降低投资者的预期来促进完成错误定价，作

者预计动机较强的企业在公布前的表现将低于动机较弱的企业。作者在表 4 的 A 和 B 组中通过研究公司预期公告前一个月（即 $M=T-1$ 时）的收益率来检验这一预测。

图表 4 公告前投资组合收益

A. Preannouncement raw returns ($M=T-1$)						
	EMI quintiles					High - Low
	Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)	
Equal weighted	1.128 (3.22)	1.167 (3.77)	1.268 (4.20)	1.164 (3.85)	0.798 (2.57)	-0.330 (-1.65)
Value weighted	2.153 (6.86)	1.634 (5.53)	1.878 (6.25)	1.910 (7.04)	1.440 (5.21)	-0.713 (-3.34)

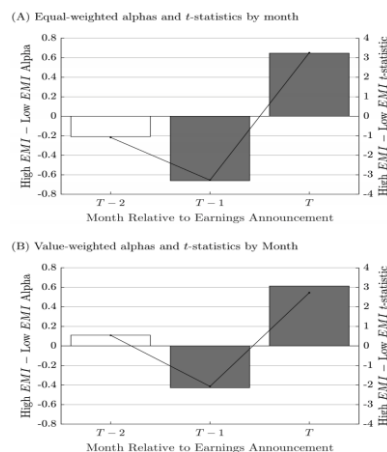
B. Preannouncement char-adjusted returns ($M=T-1$)						
	EMI quintiles					High - Low
	Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)	
Equal weighted	0.201 (1.71)	0.125 (1.31)	0.164 (2.20)	0.135 (1.75)	-0.167 (-1.70)	-0.368 (-2.52)
Value weighted	0.945 (4.09)	0.785 (4.65)	0.579 (4.06)	0.767 (4.72)	0.467 (3.66)	-0.478 (-2.06)

C. Preannouncement alphas ($M=T-1$)						
	EMI quintiles					High - Low
	Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)	
Equal weighted	0.368 (2.12)	0.240 (2.01)	0.141 (1.30)	0.079 (0.84)	-0.292 (-2.67)	-0.660 (-3.27)
Value weighted	0.290 (1.59)	-0.195 (-1.16)	-0.141 (-0.84)	0.092 (0.73)	-0.137 (-1.30)	-0.426 (-2.07)

资料来源：华安证券研究所整理

与作者的预测一致，表 5 显示，在公布业绩的一个月前，高 EMI 公司在原始、特征调整和因子调整的收益方面平均表现不如低 EMI 公司。对于等权的原始收益结果，这一差异的很大一部分是由 EMI 五分位数分组最低的公司相对于其他分组表现不佳所造成的。然而，在表 5 中估计的所有其他方法中，EMI 与收益之间的负面关系更强，这表明等权重加权的原始收益是由小市值公司之间不同的风险暴露所驱动。这些图表直观地显示了公司在业绩公告期间，高 EMI 投资组合与低 EMI 投资组合的收益率呈惊人的 V 型。

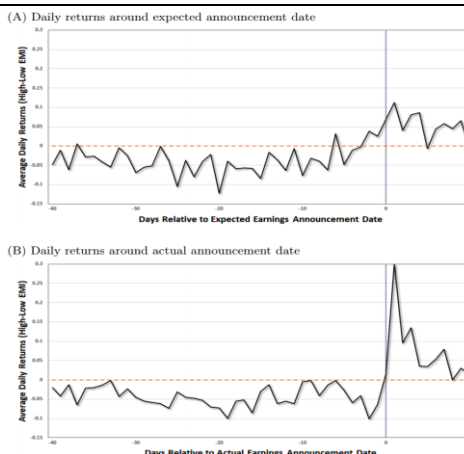
图表 5 公告期月度收益率和 t 统计值



资料来源：华安证券研究所整理

为了提供更具体的细节，图表 6 包含了高 EMI 公司与低 EMI 公司之间的日收益率时间序列分布。大约在公司的公告月份以公告日期为中心取-10 天到+10 天的窗口。图表 6 中的两组数据都显示，高 EMI 公司在其公告前的表现不如低 EMI 公司。与先前基于月度数据的实验结果一致，作者的日收益图显示，高 EMI 公司的表现在公告前一个月的大约-30 天至-11 天内很明显。图表 6 也证实了作者的发现，即高 EMI 公司在公告月份获得更高的超额收益。

图表 6 公告期日收益率时间序列分布



资料来源：华安证券研究所整理

接下来，作者将公告月的结果与公告前的结果结合起来，以说明图表 5 和图表 6 所示的 V 型收益特征如何随 EMI 而变化。为此，作者采用了一种交易策略，将高 EMI 公司在公告前的表现和公告月的表现进行对比。具体来说，在 M-1 月结束时，作者会在那些 M=T 的公司建立多头头寸，以及预计在 M=T-1 月宣布业绩的公司的建立空头头寸。作者的预计，由于预期管理的动机，这种策略在高 EMI 公司中表现良好，导致 V 型收益特征，而在低 EMI 公司中由于没有预期管理，没有获得异常收益。

图表 7 的 A 组显示，当只高 EMI 公司中交易时，这一策略产生了高度显著的市值加权因子调整 α ，约为 82 个基点（t 统计量=5.12）。此外，与作者的预测一致，这一策略的 α 值在统计上在最低的 EMI 五分位数中是不明显的，并且在 EMI 中呈单调增长。高和低 EMI 五分位数分组之间的差异，代表了做多高 EMI 公司，做空低 EMI 公司的策略，产生了 116 个基点的市值加权 α 值（t 统计量=4.38）。

图表 7 组合策略 alpha 和因子载荷

A. Long M = T, short M = T - 1 strategy					
	ALPHA	MKTRF	SMB	HML	UMD
Q5 (High)	0.817 (5.12)	-0.055 (-1.48)	-0.063 (-1.20)	0.038 (0.66)	0.076 (2.20)
Q4	0.573 (3.14)	-0.042 (-0.98)	-0.070 (-1.17)	-0.090 (-1.36)	-0.046 (-1.17)
Q3	0.389 (1.53)	-0.027 (-0.45)	0.106 (1.28)	-0.156 (-1.69)	0.082 (1.49)
Q2	0.238 (0.94)	0.067 (1.14)	-0.023 (-0.28)	-0.128 (-1.39)	0.126 (2.29)
Q1 (low)	-0.343 (-1.52)	-0.009 (-0.16)	0.021 (0.28)	0.080 (0.97)	0.110 (2.23)
High - low t-statistic	1.160 (4.38)	-0.046 (-0.75)	-0.083 (-0.97)	-0.041 (-0.43)	-0.033 (-0.58)

B. EAP strategy					
	ALPHA	MKTRF	SMB	HML	UMD
Q5 (High)	0.731 (5.14)	-0.067 (-2.03)	-0.004 (-0.10)	-0.029 (-0.57)	0.073 (2.36)
Q4	0.621 (3.96)	-0.014 (-0.39)	-0.107 (-2.08)	-0.091 (-1.59)	-0.026 (-0.75)
Q3	0.282 (1.23)	-0.021 (-0.39)	0.111 (1.48)	-0.112 (-1.35)	0.138 (2.78)
Q2	0.184 (0.81)	0.100 (1.89)	-0.047 (-0.64)	-0.058 (-0.70)	0.158 (3.18)
Q1 (low)	-0.087 (-0.45)	0.041 (0.91)	0.030 (0.47)	0.061 (0.86)	0.059 (1.40)
High - low t-statistic	0.817 (3.53)	-0.107 (-2.01)	-0.034 (-0.45)	-0.090 (-1.07)	0.014 (0.28)

资料来源：华安证券研究所整理

因此，简单利用图表 5 所示的 V 型收益规律，就能显著改善基于 EMI 的策略的表现，从而使 t 统计值高于 Harvey 等人（2016）设定的阈值，而且几乎没有可衡量的风险因子暴露。这些结果也使作者对基于风险理论的解释产生了重大怀疑，因为

组合策略不仅对冲了静态风险来源（如某些行业的风险溢价）的暴露，而且还产生了超额的收益，同时对在标准月度资产定价因子所代表的动态风险来源上没有暴露。图表 7 中 A 组的组合策略与之前文献中的业绩公告溢价（EAP）策略密切相关，该策略在公告公司中形成多头头寸，在所有其他公司中形成空头头寸。与 A 组相似，B 组的结果也显示了一个很大的差异。

在高 EMI 公司中，EAP 策略的 α 值为正，在低 EMI 公司中， α 值几乎为零，而在不同 EMI 五分位数中， α 值呈单调增长。综上所述，图表 7 中的数据表明，先前研究中的业绩公告溢价并不是与所有公司有关的普遍现象，而是集中在通过预期管理在季度收益中产生 V 形特征的高 EMI 公司。

2.4 收益的季节性

在本节中，作者研究了关于预期管理和收益季节性之间的联系。先前的研究排除了重复发生的公司事件，如业绩公告，显示收益的季节性的在除了业绩公告的其他月份后仍然存在。然而，作者认为这并不能排除预期管理是导致收益季节性的一个因素，因为预期管理不仅在公告月，而且在非事件月也产生了重复的收益规律。具体而言，作者预测预期管理导致股票收益与过去业绩周期中同期月份（前 3、6、9 和 12 个月）的收益比非同期月份（前 2、4、5、7、8、10 和 11 个月）的收益有更强的正相关性。这一预测意味着收益的季节性程度，以同期和非同期的历史收益的预期差异来衡量，随着 EMI 增加而增加，而且这一影响与 EMI 和业绩公告溢价之间的关系不同。

在图表 8 中，作者通过 Fama-MacBeth 回归来探讨先前的猜测，即公司在报告周期内同期月份的累计收益与非同期月份的收益之间的差距。为了开展这些测试，作者根据企业同期与非同期的收益率的差额，将企业分为十等分。

图表 8 日历时间季节效应策略

	Pooled sample			Partitioned subsamples		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Synced vs. nonsynced spread</i>	0.303*** (3.43)	0.081 (0.68)	0.082 (0.69)	0.053 (0.29)	0.096 (0.53)	0.053 (0.31)
<i>Synced vs. nonsynced spread X High EMI</i>	—	0.475*** (3.30)	0.455*** (3.17)	0.596*** (2.87)	0.399* (1.83)	0.417* (1.73)
<i>Synced vs. nonsynced spread X Mid-EMI</i>	—	0.172 (1.33)	0.175 (1.35)	0.348 (1.49)	0.006 (0.03)	0.216 (1.04)
<i>EA month</i>	0.382*** (7.78)	0.367*** (7.58)	-0.024 (-0.28)	-0.127 (-0.72)	0.022 (0.15)	-0.092 (-0.64)
<i>EA month X High EMI</i>	—	—	0.715*** (7.02)	0.766*** (4.11)	0.651*** (3.65)	0.743*** (3.87)
<i>EA month X Mid-EMI</i>	—	—	0.411*** (3.99)	0.446** (2.12)	0.330* (1.83)	0.548*** (2.97)
<i>High EMI</i>	—	0.294*** (2.93)	0.107 (1.02)	-0.065 (-0.53)	0.093 (0.62)	0.361** (2.19)
<i>Mid-EMI</i>	—	0.227*** (2.64)	0.108 (1.21)	-0.049 (-0.35)	0.330** (2.27)	0.098 (0.76)
<i>SIZE</i>	-0.097 (-1.31)	-0.164** (-2.21)	-0.161** (-2.18)	-0.173** (-2.46)	-0.138* (-1.71)	-0.298*** (-3.03)
<i>LBM</i>	0.154*** (3.02)	0.146*** (2.88)	0.145*** (2.87)	-0.014 (-0.23)	0.088 (1.58)	0.245*** (3.87)
<i>MOMEN</i>	0.367*** (5.05)	0.377*** (5.19)	0.376*** (5.16)	0.278*** (2.70)	0.377*** (4.23)	0.451*** (6.30)
<i>VLTY</i>	-0.086 (-1.13)	-0.067 (-0.88)	-0.070 (-0.92)	0.114 (0.98)	-0.106 (-1.24)	-0.117 (-1.53)
<i>TURN</i>	-0.140* (-1.78)	-0.168** (-2.17)	-0.168** (-2.16)	-0.092 (-1.02)	-0.130 (-1.44)	-0.198** (-2.26)
<i>RET(-1)</i>	-0.426*** (-6.05)	-0.428*** (-6.10)	-0.428*** (-6.11)	-0.379*** (-4.26)	-0.478*** (-6.49)	-0.407*** (-5.23)
<i>Intercept</i>	0.846*** (2.80)	0.676** (2.27)	0.780*** (2.61)	1.033*** (3.17)	0.720** (2.34)	0.651** (2.02)
<i>R² (%)</i>	4.577	4.886	4.976	8.591	6.350	5.388
<i>Sample</i>	All	All	All	High REG	Mid REG	Low REG
<i>Observations</i>	947,471	947,471	947,471	336,023	289,858	321,590

资料来源：华安证券研究所整理

为了测试季节性如何随预期管理的动机变化，作者还将同期与非同期收益差与两个指标变量相互作用，即高 EMI 和中 EMI，它们分别表示处于前两类的公司。作

者衡量一家公司在 M 月份的收益，并将其与该公司之前一年的 EMI 平均值配对。因为作者的季节性测试是基于日历时间分析，所以图表 8 中使用的结果样本是在 M 月之前。图表 8 中使用的结果样本比作者迄今为止使用的数据要大得多，总共有 947,471 个公司月的观察值。

与作者的主要预测一致，图表 8 的第 1 列到第 3 列显示，作者的季节性分位数策略每月产生约 30 个基点的异常收益 (t 统计量=3.43)，而且这种规律似乎主要是由具有更强动机来管理预期的公司所驱动。具体来说，第 2 列中的交互项显示，在高 EMI 公司中，策略收益上升到大约 50 个基点 (t 统计量=3.30)，但在低 EMI 公司中，统计上和经济上都是不显著的。

图表 8 也证实了作者先前的结果，即业绩公告溢价集中在高 EMI 的公司中，并且是季节性效应的增量。具体来说，在高 EMI 三类公司中，平均公告溢价达到每月 72 个基点 (t 统计量=7.02)。相反，在低 EMI 公司中似乎没有公告溢价，正如作者所预测的那样，并在图表 6 中使用时间序列测试来说明。这些发现与作者的中心论点相一致，即管理预期的周期性同时有助于解释这两种资产定价规律。

作者猜想，收益季节性结果集中在定期公布业绩的企业中。图表 8 的第 4 列到第 6 列验证了作者的想法，第 4 列显示，在定期公布业绩的公司中，策略收益增加到大约 60 个基点 (t 统计量=2.87)。相反，图表 8 的第 5 列和第 6 列显示，在不定期公布盈利的公司中，季节性收益的显著性减弱了。因此结果表明，企业公告公布时间的一致性在引起收益季节性方面起着直观的作用，因为它使企业更有可能在经常性的间隔中循环从事预期管理行为。

3 预期管理的证据

在建立了 EMI 和企业收益之间的联系后，在这一节中，作者研究了与预期管理有关的其它规律，这些规律与企业从事预期管理有直观的联系，但也不太可能反映定价风险。本节还包括检验企业如何以及为何进行预期管理。

3.1 盈利和分析师预测

本节开始时，作者验证了高 EMI 公司更有可能达到基于分析师预测的业绩惊喜。在此过程中，作者强调了高 EMI 公司与低 EMI 公司在基于分析师预测的盈余惊喜和公司盈利能力历年情况的对比。

图表 9 的 A 组显示了季度盈利的同比变化 (表示为 EPS)，以及基于分析师的盈余惊喜 (表示为 SURP)，并以 EMI 五分位数进行分组。作者发现，高 EMI 公司季度利润率同比变化为负值，这可能并不令人惊讶，因为高 EMI 公司过去往往具有更高的收入增长率，而先前的研究表明，极端收入增长往往之后会发生反转 (例如，Lakonishok 等人(1994))。一个更意外的结果是尽管同期利润为负面变化，高 EMI 公司也更有可能达到基于分析师预测的盈余惊喜。

图表 9 分组业绩表现

A. Earnings metrics by EMI portfolios								
	Equal weighted				Value weighted			
	ΔEPS	$SURP$	$1(SURP > 0)$	ACC	ΔEPS	$SURP$	$1(SURP > 0)$	ACC
Q1 (Low)	0.459	-0.327	0.049	-1.894	0.289	-0.180	0.051	-3.483
Q2	-0.078	-0.254	0.145	-2.715	-0.107	-0.069	0.144	-4.781
Q3	-0.059	-0.166	0.288	-2.885	0.000	-0.029	0.347	-4.214
Q4	-0.083	-0.095	0.424	-3.621	-0.012	-0.004	0.494	-4.516
Q5 (high)	-0.219	-0.013	0.514	-4.722	-0.055	0.059	0.580	-5.964
High-low	-0.678	0.327	0.465	-2.829	-0.344	0.246	0.529	-2.481
p-value	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)

B. Differences in scaled surprises by EMI portfolio					
	Meet	NBEAT	NMISS	Level D-i-D	%D-i-D
Q1 (Low)	0.009	0.009	0.006	0.003	0.149
Q2	0.027	0.031	0.020	0.012	0.194
Q3	0.050	0.077	0.046	0.031	0.196
Q4	0.082	0.151	0.084	0.068	0.252
Q5 (high)	0.117	0.217	0.125	0.092	0.296
High-low	0.108	0.209	0.119	0.090	0.208
p-value	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)

C. Differences in dollar surprises by EMI portfolio					
	Meet	NBEAT	NMISS	Level D-i-D	%D-i-D
Q1 (Low)	0.023	0.014	0.010	0.004	0.151
Q2	0.039	0.024	0.015	0.008	0.215
Q3	0.053	0.034	0.021	0.013	0.222
Q4	0.067	0.051	0.032	0.019	0.211
Q5 (high)	0.103	0.094	0.059	0.035	0.275
High-low	0.080	0.081	0.049	0.031	0.135
p-value	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)

资料来源：华安证券研究所整理

图表 9 中的结果与高 EMI 公司促使分析师降低业绩预期，以减轻公告业绩收入能力下降的影响相一致，这与附录中详述的花旗集团的例子相一致。此外，A 组显示，高 EMI 的公司往往有更多的应计亏损部分，表明作者的综合代理变量更有可能反映预期管理，而不是公司操纵会计利润。由于媒体文章通常根据其基于分析师预测的业绩惊喜的符号来描述公司的盈利情况，作者预测 EMI 和业绩惊喜之间的正向关系集中在零左右。作者在 B 组中使用重新定义的二元变量来探讨这一猜想。当 SURP 等于 0 时，Meet 等于 1；当 SURP 大于零但小于 1% 时，NBEAT 等于 1。表明公司以微弱优势超过分析师的预测；而当 SURP 小于零但大于 -1% 时，NMISS 等于 1，表明公司微弱地低于分析师的预测。在 C 组中，作者还考虑了以 1 美分为分界线的非标准的业绩惊喜。作者在图表 12 中的主要测试中使用了差分法，以估计高 EMI 公司与低 EMI 公司的业绩惊喜在零附近的不连续性。

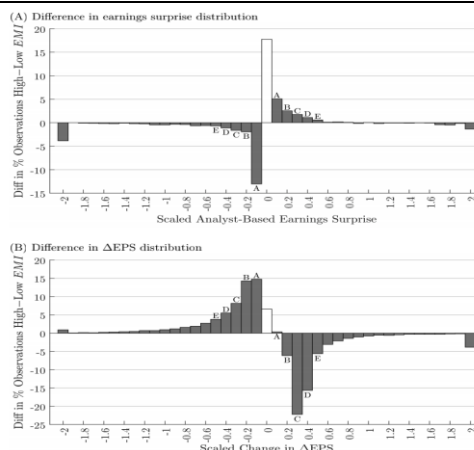
$$D - I - D \equiv [Prob(NBEAT|HighEMI) - Prob(NMISS|HighEMI)] - [Prob(NBEAT|LowEMI) - Prob(NMISS|LowEMI)] \quad (2)$$

其中，较高的数值表明，高 EMI 公司更有可能超预期，而不是低于预期。B 和 C 组显示，公司 (2) 中描述的差异在不同的 EMI 五分位数中呈单调增长，这与 EMI 公司更有可能以略超预期的情况一致。

图表 9 还显示，高 EMI 公司更有可能拥有较小的分析师预测绝对误差，这与分析师更准确地预测高 EMI 公司的盈利是一致的，这些公司往往规模较大，波动较小。为使研究结果能反映出盈利预测难度变化的影响，作者在图表 10 中比较了所有公司的盈利惊喜分布，并将其按各自 EMI 五分位数标准差进行缩放。这种缩放方式通过确保每个五分位数都有一个标准差为 1 的分布，使得业绩惊喜分布的跨五分位数差异更容易解释。图表 10 显示了最高和最低 EMI 五分位数之间按比例分布的差异，显示了在零附近分布的不连续性。具体而言，与低 EMI 公司相比，高 EMI 公司明显更有可能高于分析师的预期。反之，与低 EMI 公司相比，高 EMI 公司低于分析师预期的可能性明显较小。图表 10 中显示的分布不对称性在远离零时也会消散。这种在零

附近的业绩惊喜分布的局部不对称性与企业预期管理只关注是否超出预期，而不是业绩惊喜的大小是一致的。这些发现印证了这样的观点，即 EMI 反映的是企业为超过分析师预测的预期管理动机，而不是超越其它评估基准的动机。

图表 10 盈余惊喜的分布差异



资料来源：华安证券研究所整理

3.2 投资者的学习成本

第 1 节的结果记录了 EMI 策略的收益在作者的样本期间是持续的。Hartzmark 和 Solomon (2018) 研究中讨论的对这种持续性的一个潜在解释是，即使在重复发生的事件上，投资者依然经常重复犯错。作者假设这些重复的错误可能会让公司随着时间的推移变得更善于管理预期，增加正的业绩惊喜的频率。这种变化可能会阻碍投资者的学习（吸取教训），因为它削弱了对过去行为的预测能力，要求投资者同时估计预期管理的水平和趋势。为了探索这种可能性，图表 11 包含了超过分析师预测的因变量指标（即 1 (SURP>0)）的回归。

图表 11 按 EMI 分类的正面业绩惊喜的比例

	(1)	(2)	(3)	(4)
$\log(\text{Time})$	0.171*** (16.15)	0.115*** (7.76)	0.171*** (16.16)	0.120*** (8.02)
$\log(\text{Time}) \times \text{EMI}$	—	0.112*** (8.71)	—	0.102*** (7.78)
EMI	0.612*** (46.91)	0.325*** (11.41)	0.572*** (43.23)	0.313*** (10.78)
SIZE	—	—	0.090*** (11.31)	0.079*** (10.64)
LBM	—	—	-0.022*** (-3.83)	-0.026*** (-4.70)
MOMEN	—	—	0.126*** (27.60)	0.126*** (28.03)
VLTY	—	—	0.018*** (2.92)	0.016*** (2.62)
$R^2(\%)$	28.008	28.413	29.623	29.958

资料来源：华安证券研究所整理

为了探索企业预期管理行为的变化趋势，作者加入了一个新的变量， $\log(\text{Time})$ ，它等于从作者的样本期开始到公司公布盈利之间的年数的对数。图表 11 中 $\log(\text{Time})$ 的正系数表明，随着时间的推移，超过预期的公司的比例增加了，这与 Veenman 和 Verwijmeren (2018) 的证据一致，即近年来发生积极的盈利惊喜的情况有所增

加。图表 11 还显示了 $\log(\text{Time})$ 和 EMI 之间的一个正的和显著的交互项，表明在作者的样本期间，与低 EMI 公司相比，高 EMI 公司的积极业绩惊喜部分增长更快。这些结果表明，即使投资者从高 EMI 公司的过去行为中学习，越来越多的高 EMI 公司也能成功管理预期。

总之，本节的结果表明，企业可能会随着时间的推移调整或完善其战略，这可能会增加投资者的学习成本。换句话说，这些结果表明，一些异常现象的收益可能持续存在，部分原因是企业的行为随着时间的推移而改变，使投资者的学习（吸取教训）成为一个更缓慢的过程。

3.3 利用业绩指导来管理预期

作者的下一组测试通过研究企业在 IBES 中的业绩指导模式，提供了企业参与预期管理的更直接的证据。为了捕捉企业公告前的预期管理，作者研究了企业在其预期公告日期前 5 天的 50 天窗口中的指导模式。图表 12 包含了几个指导指标对 EMI 的回归。前两列显示，高 EMI 公司更有可能在其公告前发布指导意见，这与高动机公司更经常地与投资者沟通相一致。

图表 12 与投资者和分析师的沟通

	GUIDE		Actual guide		Actual consensus		Walk down	
EMI	0.016*** (6.95)	0.016*** (6.87)	0.450*** (4.12)	0.458*** (4.17)	0.235*** (3.03)	0.234*** (2.97)	0.755*** (3.76)	0.504*** (2.52)
SIZE	0.021*** (10.18)	0.021*** (10.15)	-0.197*** (-3.53)	-0.169*** (-2.89)	-0.124** (-2.21)	-0.106* (-1.82)	-0.329*** (-6.32)	-0.194*** (-3.29)
LBM	-0.003 (-0.79)	-0.005 (-1.32)	2.705*** (6.53)	2.780*** (6.37)	3.825*** (8.51)	3.826*** (8.16)	1.021*** (2.86)	-0.018 (-0.05)
MOMEN	-	-0.003 (-1.55)	-	0.084 (0.68)	-	-0.020 (-0.21)	-	-2.405*** (-7.72)
VLTY	-	-0.000* (-1.92)	-	0.016 (1.20)	-	0.010 (1.01)	-	0.059*** (3.01)
R ² (%)	2.280	2.290	2.695	2.732	7.946	7.966	0.739	1.155

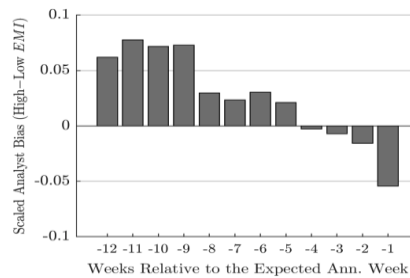
资料来源：华安证券研究所整理

图表 12 的最后四列显示，企业利用业绩来管理预期，使其在公布前达到可完成的水平（例如，Cotter 等人（2006）；Feng 和 McVitor（2006）；Feng 和 McVay（2010））。在企业发布低业绩指引的情况下，作者预计分析师的预测会在公告前下降。与这一预测一致，图表 12 的最后两列包含了将分析师盈利预测中的“下调值”加入到 EMI 的回归结果中，其中预测下调值定义为在预期业绩公告日之前的某一季度，分析师一致预期值从第一次到最后一次盈利预测的百分比变化（乘以 100）。由于 EMI 以五分位数表示，范围从零到一，0.504 的 EMI 正系数表明，相对于 2.23% 的“下调值”（Walk Down）样本平均数，EMI 五分位数多空组之间的“下调值”（Walk Down）大约增长 23%。

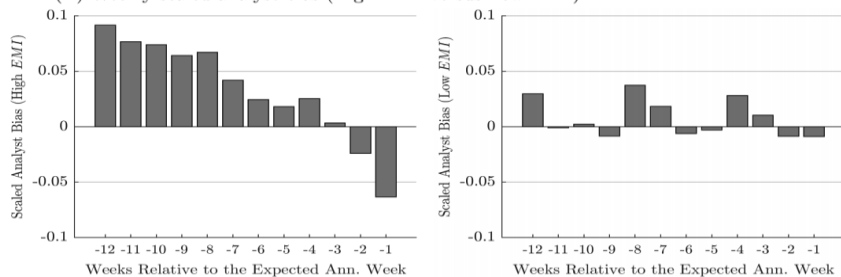
图表 13 中的相关证据展示了预期公告周前的周度的盈余惊喜 SURP。SURP 定义为每股实际收益与分析师预测的每股收益中位数之间的差异除以每股总资产。作者将所有公司的 SURP 按其各自 EMI 五分位数的业绩惊喜标准差进行计算，通过确保每个五分位数的标准差为 1，使不同五分位数的差异更容易解释。图表 13 的 A 组显示，分析师更有可能对多空组合（高 EMI-低 EMI）的公告前盈利预测进行负面调整。这与图表 12 中的证据一致，即企业倾向于发布低于普遍预期的业绩。此外，分析师预测的这种规律在公告前的几周内非常明显，图表 13 的 B 组显示了这些结果是由高 EMI 公司的积极管理预期所驱动的。

图表 13 高 EMI 公司与低 EMI 公司之间周度的分析师偏差

(A) Weekly scaled analyst bias (High EMI - Low EMI)



(B) Weekly scaled analyst bias (High EMI versus Low EMI)



资料来源：华安证券研究所整理

3.4 预期管理的动机

在这一点上，作者的结果表明，预期管理会影响股票价格，为某些公司产生一个季度收益周期，这有助于解释业绩公告溢价和收益季节性的变化。在本小节中，作者在基于收益率证据的基础上，研究了管理者管理预期的动机。在图表 14 中，作者提出了与内幕交易相关的预期管理的新动机相一致的证据，就作者所知，这是个新的研究方向。具体来说，作者预测高 EMI 公司的内幕人士会适时地安排他们的交易，以便从 V 型收益特征中获利，作者的结果表明，他们自己的公司通过预期管理促进了这一点。图表 14 使用两种方法报告了内幕交易规律与 EMI 的关系。第一种方法是按照 Ali 和 Hirshleifer (2017) 的建议，在业绩公布前后的几天内考察内幕交易。作者衡量买入-卖出比率为：

$$\text{Buy - Sell Ratio} = \frac{B - S}{B + S}$$

其中 B 和 S 分别是内部人买入和卖出订单的总数。作者在整个季度、公告前和公告后都计算这个比率。然后，作者通过从公告前和公告后的比率中减去整个季度的比率来计算异常买入-卖出比率。

图表 14 机会主义的内幕交易

A. Pre- and post-announcement insider buy-sell ratios and EMI								
		EMI quintiles					High - low	t-stat
		Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)		
Average		-12.37	-21.17	-29.95	-43.34	-55.16	-42.79	(-48.63)
Ab. pre-EA		7.99	14.51	20.18	29.25	36.38	28.39	(23.56)
Ab. post-EA		2.93	3.22	3.48	5.80	6.98	4.05	(5.63)
Pre - Post		5.06	11.29	16.70	23.45	29.40	24.33	(20.24)

B. Cohen et al. (2012) opportunism measure and EMI								
		EMI quintiles					High - Low	t-stat
		Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)		
Opportunistic	All	-4.98	-6.29	-7.71	-11.96	-16.65	-11.67	(-18.75)
	Ab. M=T-1	1.31	2.54	3.04	5.19	7.30	5.99	(11.84)
	Ab. M=T	0.67	0.37	0.29	-0.19	-0.30	-0.97	(-2.12)
	Ab. M=T+1	-1.97	-2.90	-3.31	-4.97	-6.96	-4.99	(-10.75)
Routine	All	-1.17	-2.14	-3.44	-6.52	-10.63	-9.46	(-13.89)
	Ab. M=T-1	0.54	1.11	1.37	2.42	3.85	3.31	(8.65)
	Ab. M=T	-0.15	-0.15	0.43	-0.13	-1.01	-0.86	(-2.30)
	Ab. M=T+1	-0.39	-0.96	-1.80	-2.28	-2.83	-2.44	(-6.72)
Opp. - rout.	All	-3.61	-3.81	-3.96	-5.08	-5.67	-2.06	(-3.27)
	Ab. M=T-1	0.70	1.25	1.34	2.54	3.21	2.52	(5.45)
	Ab. M=T	0.78	0.49	0.06	-0.06	0.74	-0.04	(-0.09)
	Ab. M=T+1	-1.48	-1.74	-1.40	-2.48	-3.95	-2.47	(-5.24)

资料来源：华安证券研究所整理

图表 14 的 A 组显示，高 EMI 公司的内部人员在公告前的时期有异常高的买卖比率。同组数据还显示，在公告后的时期也是如此。这种在业绩公布日的不连续性表明，高 EMI 公司的内部人员从公布前的低价和随后他们公司创造的积极的业绩公告中获利。具体来说，作者的结果表明，在价格较低时，高 EMI 公司的内部人士在公告前将他们的正常交易模式从卖出转为买入，但在公告后则不然。请注意，这并不一定表明相同的内部人士在公告前买入并在公告后立即卖出，这将违反短线波动规则。作者的买入卖出比率是许多内部人士的总和，所以作者的结果可能是由不同的内部人士所驱动的，他们要么在公告前买入，要么在公告后卖出，而不是同时参与。作者还使用 Cohen 等人（2012）对内幕人士的分类，研究了月度范围内的内幕人士行为。根据同一内幕人士是否在前一年的同一日历月发起了相同方向的交易，将内幕交易分为机会主义和常规交易。图表 14 的 B 组显示，尽管机会主义内幕交易对于高 EMI 公司来说更有可能是卖出，但存在一种周期性规律，即他们的订单比平时更倾向于在财报公布前一个月（T-1）买入，而在财报公布后一个月（T+1）则更倾向于卖出。这种周期性规律与 A 组中的结果相呼应，表明高 EMI 公司的机会主义内部人士充分利用了预期管理造成的收益周期性。

在 B 组中，作者使用 Cohen(2012)等人的方法对常规内幕交易进行了类似的测试。作者发现，常规交易的周期性规律在经济意义上较弱，但在统计上仍有意义。对这一发现的一个可能解释是，周期性收益规律在各年都会重复出现，而常规交易者学会了从这种周期性模式中获利。另一个关键的发现是，机会主义交易的周期性明显大于常规交易。综上所述，图表 14 中的结果表明，内部交易是公司管理预期的一种新的动机，并表明高 EMI 公司的内部人员通过机会性交易从中获利。

3.5 稳健性检验

在本文的最后一节，作者表明本文的主要研究对先前研究中确定的公司预期管理动机的替代指标是稳健的。作者的第一个替代指标依赖于 Chang 等人（2017）所确定的公司内部的变化。这些变化与企业历史上年度总利润集中度最高的财务季

度相关，例如冰淇淋公司在夏季的财务季度。Chang et al.(2017)显示，企业在公布高利润集中度季度的收益时，往往会获得更高的平均收益。

作者猜想，他们的利润集中度衡量标准，即 EarnRank，确定了对评估公司业绩最关键的财务季度，因此对于公司来说是面临更大压力的时期。例如，在其他条件不变的情况下，作者预计一家冰淇淋公司与他们在冬季的利润相比，在夏季的利润更能代表企业的管理能力和公司维持其核心业务的能力。与 Chang。(2017)等人的研究一样，作者将 EarnRank 计算为一家公司在过去五个季度公布的每股收益的平均排名，使用该公司在过去二十个季度的盈利数据。EarnRank 的值越高，表明某个公司公布其年度利润占比最大的季度的业绩。

作者的第二个替代指标是将 Matsumoto (2002) 中确定的与公司达到或超过分析师预测的几个相关公司特征汇总起来。Matsumoto(2002)表明，那些拥有更多机构所有权、增长预期和资产隐含债权的公司，相比那些亏损的公司和那些来自诉讼较多的行业的公司，更有可能达到或超过预测。基于 Matsumoto(2002)的研究结果，作者创建并使用了第二个替代性的企业预期管理动机指标，对拥有这五个特征的企业给予更高的动机值，由此产生的综合代理指标，记为 Mtsumoto 指标。每当一家公司的机构持仓量、预期长期增长或隐性债权高于 M 月所有预期公告公司的中位数时，Mtsumoto 指标就会增加 1 分。同样，当企业在最近四个季度中的每个季度都报告持续亏损，并且在高诉讼风险的行业中运营时，Mtsumoto 指标也会增加 1 分。

为了与作者在主要测试中使用的五分位数组相匹配，作者按 Matsumoto 指标进行五分位数组。此外，为了预测 M 月份的结果，作者将公司按 M-12 月份的 EarnRank 和 Matsumoto 的五分位数进行分组。这两个备选指标与 EMI 的 Spearman 和 Pearson 的相关系数为 0.10 到 0.33（结果未列出）。

图表 15 其他代理指标

A. Alternative strategy alphas					
	ALPHA	MKTRF	SMB	HML	UMD
EarnRank (VW)	0.645 (2.83)	-0.173 (-3.22)	-0.268 (-3.58)	0.125 (1.52)	0.048 (0.96)
EarnRank (EW)	0.315 (1.96)	-0.045 (-1.20)	-0.411 (-7.79)	0.325 (5.61)	0.222 (6.35)
Matsumoto (VW)	0.363 (1.05)	0.261 (3.21)	0.377 (3.33)	-1.134 (-9.12)	-0.160 (-2.13)
Matsumoto (EW)	1.012 (3.97)	0.107 (1.78)	0.357 (4.27)	-0.926 (-10.10)	-0.093 (-1.67)

B. Earnings metrics by EarnRank portfolios				
	ΔEPS	SURP	Level D-i-D	%D-i-D
Q1 (Low)	0.715	-0.157	0.023	0.184
Q2	0.134	-0.103	0.035	0.232
Q3	-0.055	-0.096	0.042	0.255
Q4	-0.252	-0.059	0.046	0.258
Q5 (High)	-0.481	-0.034	0.058	0.279
High-Low	-1.196	0.124	0.036	0.094
p-value	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)

C. Earnings metrics by Matsumoto portfolios				
	ΔEPS	SURP	Level D-i-D	%D-i-D
Q1 (Low)	0.423	-0.200	0.014	0.111
Q2	0.157	-0.085	0.045	0.225
Q3	0.019	-0.057	0.048	0.241
Q4	-0.162	-0.050	0.064	0.295
Q5 (High)	-0.271	-0.043	0.072	0.342
High-low	-0.703	0.156	0.058	0.233
p-value	(.00)	(.00)	(.00)	(.00)

D. Complementarities between EMI and EarnRank in predicting returns

	EMI quintiles					High-Low	t-statistic
	Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)		
Low EarnRank	0.738	0.464	1.457	1.547	1.235	0.497	1.564
Mid	0.983	1.123	0.933	1.555	1.449	0.466	1.546
High EarnRank	1.004	1.318	1.436	1.691	1.835	0.831	2.884

E. Complementarities between EMI and Matsumoto in predicting returns

	EMI quintiles					High-Low	t-statistic
	Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)		
Low Matsumoto	1.074	1.073	1.477	1.275	1.241	0.217	0.827
Mid	0.646	1.523	1.447	1.654	1.531	0.885	2.370
High Matsumoto	0.350	1.172	1.631	1.955	1.853	1.464	2.509

资料来源：华安证券研究所整理

图表 15 的 A 组显示,这两个指标对公司的预期公告月收益都有显著的预测能力。具体来说,多空 EarnRank 策略的市值加权 alpha 为 64 个基点 (t 统计量=2.83),这个结果是复现 Chang 等人的研究成果 (2017)。结果表明投资者在在公司公告年度利润占比较大的财务期间,投资者对正面业绩消息感到的惊讶。A 组也显示了整个投资组合的收益的类似预测模式。具体来说,多空策略的等权重 alpha 是 101 个基点 (t 统计量=3.97),这是文献中的一个新的研究成果。

B 组和 C 组显示,具有更强动机的公司也更有可能出现基于分析师预测的业绩惊喜。尽管更有可能报告利润下降,但基于分析师预测的业绩惊喜也更有可能出现。同样地,这些数据显示,在这两个替代指标中,具有更强的预期管理动机的公司更有可能以略超分析师的预测,而不是以略输于分析师的预测。这些发现反映了作者早期依赖 EMI 的测试结果,在 Chang 等人 (2017) 中的证据表明,投资者“对不出意料的事情感到惊讶”,部分反映了企业在高风险时期更有可能制造正面的业绩惊喜。

最后,在 D 和 E 组中,作者说明了研究人员如何通过利用 EMI 和作者的两个替代指标之间的互补性来改善策略收益。具体而言,在 EarnRank 和 Matsumoto 的最高三分位数的公司中,公司预期公告月的市值加权 EMI 收益差值显著。这些互补性提供了进一步的证据,表明这几个替代指标在预测收益率方面并没有相互取代,而是相互加强。总的来说,公司预期管理动机和收益之间的预测联系是相当普遍的,因此减少了指标选择上带来的影响。

4 结论

本文的核心贡献在于建立了预期管理和两大收益规律之间的联系:业绩公告溢价和收益季节性。作者通过引入基于广泛可观察到的公司特征来表示公司预期管理动机,结果表明综合指标对公司的业绩惊喜和收益具有很强的预测能力。具有较强管理预期动机的公司在公告期前后显示出 V 型收益特征,这很难通过基于风险的解释来说明,但与公司在高关注度时期降低公告前预期以制造积极的业绩惊喜有关。此外,作者还验证了与管理预期动机相关的其它规律:高 EMI 公司更有可能略微超过分析师的预期,发布低于预期的业绩指导,以及经历分析师公告前大幅度下调盈利预测。

综上所述，作者的研究表明，企业传达乐观的业绩消息的动机有助于解释在其业绩公告期间观察到的正向收益，以及企业在其财务季度中的收益的周期性。更广泛地说，预期管理在投资者的预期中引起了具有可预测性的偏差和反转，从而为研究投资者的注意力、信息中介机构和公司行为对收益的影响提供了一个新的视角。

文献来源：

本文核心内容摘选自 T & J & E 在 Review of Financial Studies 上发表的论文《企业预期管理与股票收益》

风险提示：

本文结论基于历史数据与海外文献进行总结；不构成任何投资建议。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。