

# 投资者注意力与管理层业绩预告择机<sup>\*</sup>

——积极监督抑或过度压力

王英允<sup>1</sup> 彭正银<sup>2</sup> 高敬忠<sup>3</sup>

(1. 中央财经大学会计学院, 北京 100081;

2. 天津财经大学商学院, 天津 300222;

3. 天津财经大学会计学院, 天津 300222)

**内容提要:** 本文以我国 A 股 2007 年一季度至 2015 年四季度发布业绩预告的上市公司为样本, 检验了投资者注意力对上市公司管理层业绩预告择机的治理作用。检验结果表明: 投资者注意力提高能显著促进管理层选择在交易日发布业绩预告, 对上市公司管理层业绩预告择机具有积极监督作用; 但是, 在管理层对坏消息业绩预告择机中更显著表现为过度压力作用, 即更可能导致管理层选择在非交易日发布坏消息业绩预告; 通过内生性检验、替换研究变量等方式进行的稳健性检验结果均支持以上结论。进一步的检验发现, 公司投资者构成中机构投资者比例的提高对投资者注意力的积极监督作用或过度压力作用具有显著强化效应。本文的研究对积极发挥投资者注意力的治理功能, 突出市场参与主体的监管作用, 促进监管方式由行政主导向市场主导转变具有积极的实践意义。

**关键词:** 投资者注意力 业绩预告择机 信息披露 积极监督 过度压力

**中图分类号:** F830.91 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2019)02—0139—17

## 一、前言

现有研究表明, 投资者注意力影响了他们对信息的理解与运用信息进行的决策(权小锋和吴世农, 2012<sup>[1]</sup>; 李小晗和朱红军, 2011<sup>[2]</sup>), 或者直接影响了其交易决策, 如交易频率与市场流动性(孙书娜和孙谦, 2018<sup>[3]</sup>; 杨欣和吕本富, 2014<sup>[4]</sup>; 张继德等, 2014<sup>[5]</sup>)、股票定价(酈金梁等, 2018<sup>[6]</sup>; Jacobs 和 Weber, 2013<sup>[7]</sup>)、股票收益(Dzieliński 等, 2018<sup>[8]</sup>; 权小锋等, 2012<sup>[9]</sup>; Dellavigna 和 Pollet, 2010<sup>[10]</sup>)等。投资者注意力带来的投资者交易决策结果直接影响了公司市场价值, 而股票市场的压力可能导致管理层具有更强的动机根据投资者注意力情况寻求有利披露时机, 以调整市场对消息的反应。现有研究从多个角度证明了管理层会根据投资者注意力情况选择有利时机进行自身行为选择。首先, 一些研究发现, 管理层经常选择在投资者注意力低的时候发布信息(Dehaan 等, 2015)<sup>[11]</sup>, 特别是坏消息(Segal 和 Dan, 2016)<sup>[12]</sup>, 还有一些研究以星期五作为投资者注意力较低的时机, 发现管理层经常选择在周五或周五晚间发布坏消息(Doyle 和 Magilke, 2015)<sup>[13]</sup>。其次, 当公司发布复杂消息时, 往往选择市场关闭的时候进行(Doyle 和 Magilke, 2009)<sup>[14]</sup>。最后, 管理层经

收稿日期: 2018-08-17

\* 基金项目: 国家社会科学基金项目“IPO 制度差异、盈余管理与 IPO 定价效率”(16BJY015)。

作者简介: 王英允, 女, 博士研究生, 研究领域是会计信息披露与资本市场, 电子邮箱: wangyingyun2323@163.com; 彭正银, 男, 教授, 博士生导师, 研究方向为公司治理、网络治理, 电子邮箱: pengzhy919@126.com; 高敬忠, 男, 副教授, 研究方向为会计信息披露与资本市场、公司治理, 电子邮箱: gaojingzhong322@163.com。通讯作者: 王英允。

常选择投资者注意力低的时候进行内部择机交易(权小锋和尹洪英,2012)<sup>[15]</sup>。上述文献研究表明,管理层行为选择会受到投资者注意力的影响。这种影响可能通过投资者注意力的市场效应形成对管理层行为选择的商业化治理作用。这一治理作用可能是积极的监督作用(促进管理层做出更有利于投资者决策的行为选择),也可能由于过度压力而使管理层出现逆向选择。

管理层业绩预告因具有显著的市场效应而受到监管机构、管理层与投资者的极大关注。我国监管机构要求上市公司在一定情形下(如业绩大幅变动、首亏等)对业绩进行预告,但是,根据现有信息披露政策,管理层业绩预告的时机存在较大的选择空间,如在交易日还是非交易日预告。鉴于投资者注意力会影响其行为决策,管理层在业绩预告中也可能根据投资者注意力选择对自身有利的时机进行预告。但是,不同的投资者注意力对管理层业绩预告择机选择究竟是积极的监督作用(如选择投资者注意力高的交易日发布预告),还是过度压力作用(如选择投资者注意力低的非交易日发布预告)有待于实证检验。

本文以我国A股2007年一季度至2015年四季度发布业绩预告的上市公司作为研究对象,检验投资者注意力对管理层业绩预告择机的作用,以此分析投资者注意力对管理层行为的积极监督抑或过度压力的治理作用。检验结果发现:第一,投资者注意力对上市公司管理层业绩预告择机具有积极监督作用,即投资者注意力的提高,能显著促进管理层选择在交易日发布业绩预告;第二,相对于好消息预告,投资者注意力对管理层坏消息业绩预告的择机更显著地表现为过度压力作用,即投资者注意力的提高更可能导致管理层选择在非交易日发布坏消息业绩预告;第三,公司投资者构成中机构投资者比例的提高,促进了投资者注意力对管理层业绩预告择机的积极监督作用以及对坏消息业绩预告的过度压力作用。本文的研究意义体现在以下两方面:一是本文通过探讨投资者注意力对管理层业绩预告择机的治理作用,丰富了投资者注意力对资本市场参与主体行为治理作用的研究;二是本文的结果对发挥投资者注意力的外部监督功能,促进监管方式由行政主导向市场主导转变,并最终发挥市场在资源配置中的决定性作用具有重要意义。

## 二、文献综述与理论假设

现有研究认为,投资者注意力会影响其自身的行为选择与行为后果,如股票定价及股票收益(Hur和Singh,2017<sup>[16]</sup>;俞庆进和张兵,2012<sup>[17]</sup>)、交易决策(Li和Hendler,2016<sup>[18]</sup>;Yuan,2015<sup>[19]</sup>;Vozlyublennai,2014<sup>[20]</sup>)。更重要的是,投资者注意力分配会直接影响到其利用信息进行决策的方式及结果,如利用盈余信息进行决策的回报(Chapman,2018)<sup>[21]</sup>、对盈余的反应变化(Lerman,2017<sup>[22]</sup>;Wang等,2018<sup>[23]</sup>)、对应计与现金流的定价(饶育蕾等,2012)<sup>[24]</sup>。投资者注意力带来的经济后果直接影响到公司的股票价值与市场业绩表现。在现有资本市场背景下,公司的股票价值与市场业绩表现往往会从多方面影响到公司与公司管理层利益。从正面角度而言,会影响公司的声誉与未来发展、管理层激励;从反面角度来说,会导致监管机构处罚、股东诉讼、公司被接管风险等。因此,管理层在行为选择中不得不关注投资者注意力,并根据投资者注意力高低进行自身的行为选择。

在管理层业绩预告中,预告时机选择是管理层在预告过程中面临的重要选择之一。对于管理层是否根据投资者注意力情况择机进行信息披露,现有研究也进行了广泛的实证研究。Chen和Mohan(1994)<sup>[25]</sup>调查了高层管理人员关于“管理层是否认为盈余宣告的时机安排是重要的”这个问题的看法,大约有50%的公司保持固定的盈余公告时间表(例如,他们在季度结束后第二个星期五发布信息),而且,公司披露策略的一个重要因素是选择强制公告的时机。Gennotte和Trueman(1996)<sup>[26]</sup>检查了披露时机的两个方面:一是盈余公告当天的时机选择,研究表明,在合理的条件下,市场价格反映了在交易日内而不是在市场关闭后盈余公告的估值影响,这意味着管理层应该在交易日(交易后)释放对公司价值有正面(负面)影响的盈余;二是接下来的多个公司披露,研究表

明,如果宣告对公司价值具有正面(负面)作用,管理层应该选择将多个披露分开(同时),当在不同时段宣告时,市场价格将会更好反映多消息宣告价值作用。

现有研究表明,管理层在择机选择时关注了投资者注意力情况,管理层的这一关注反过来可能形成投资者注意力对管理层行为选择的治理作用。在管理层关注投资者注意力分配并据此做出行为选择过程中,需要考虑选择后的收益与成本。收益主要包括投资者根据管理层行为选择所做出的积极反应(如股价、股票流动性提高、更好的市场声誉)或降低惩罚成本(如行政处罚、股东诉讼与被接管风险等);相应地,成本主要包括管理层行为选择所出现的消极反应(如股价下跌、流动性降低、市场声誉受损)或提高惩罚成本(行政处罚、股东诉讼与被接管风险等)。根据成本收益权衡后,投资者注意力对管理层行为选择的治理作用可能会具有两面性:一方面,迫于投资者注意力的市场后果对自身利益的影响,当管理层迎合投资者注意力收益高于成本时,投资者注意力的提高可能促进管理层做出有利于投资者的行为选择,本文称之为投资者注意力的积极监督作用;另一方面,随着投资者注意力提高,管理层在做出行为选择时所面临的压力也加大,在投资者注意力形成的超额压力作用下,如果管理层为迎合投资者注意力做出有利于投资者决策选择所增加的成本(暴露自身缺陷后带来的负面效应)大于其做出不利于投资者决策选择所增加的成本(隐藏自身缺陷后可能受到的惩罚及声誉损失),或者做出有利于投资者决策的行为选择后获得的收益(市场的积极反应)比做出不利于投资者决策的行为选择后所增加的收益小,在此条件下,随着投资者注意力提高,管理层可能做出不利于投资者决策的机会主义行为选择,本文称之为投资者注意力的过度压力作用。

管理层在投资者注意力集中时发布信息将有助于投资者更为有效地做出决策,也有助于维护与投资者的关系以及公司的声誉;但是,在投资者注意力集中时发布信息,意味着管理层将承受更高的机会成本与压力。在发布业绩预告时,管理层需要在投资者注意力变化的条件下选择预告的时机,如在交易日发布还是在非交易日发布。如果投资者注意力发挥了积极监督作用,则管理层可能会选择对投资者有利的时机发布业绩预告,即在投资者注意力高的交易日进行信息传递;但是,随着投资者注意力的提高,管理层在关注度高的交易日预告将面临更高的成本与风险。在过度压力的作用下,管理层可能机会性地选择在投资者关注度比较低的时候发布预告。因此,本文提出如下假设:

$H_{1a}$ : 投资者注意力的治理作用为积极监督作用时,随着投资者注意力的提高,管理层更可能选择在交易日进行预告。

$H_{1b}$ : 投资者注意力的治理作用为过度压力作用时,随着投资者注意力的提高,管理层更可能选择非交易日进行预告。

已有研究更多讨论了管理层更可能选择在投资者注意力低的时候发布坏消息或负面消息(Segal 和 Dan, 2016)<sup>[12]</sup>。部分研究选择周五作为投资者注意力低的时间进行研究。Michaely 等(2016)<sup>[27]</sup>发现,最糟糕的盈余消息在星期五晚间公布。Dehaan 等(2015)<sup>[11]</sup>研究了管理层是否通过在低关注期内宣告盈余来“隐藏”坏消息,或为即将公布的盈利预告提供较少的预警。研究发现,管理层在市场交易日之后、繁忙的时候以及盈余被较少关注的情形下报告坏消息。Doyle 和 Magilke(2015)<sup>[13]</sup>的研究证明了管理层会在投资者注意力比较低的时候发布坏消息,并发现有很强的证据表明坏消息易于在市场关闭后以及星期五发布。另一部分研究则选择市场关闭的时候作为投资者注意力低的时机。Patell 和 Wolfson(1982)<sup>[28]</sup>的研究考察了公司在正常一天中盈余和股利公告的时机掌握。特别是,它检验了这样一个假设:当证券市场开放时,好消息更有可能被释放,而坏消息在交易结束后更频繁地出现。内生(股票价格变化)和外生(与前一个时期的收益或股息比较)分类都用来区分好消息和坏消息,两种形式都支持“好消息交易中,坏消息交易后”假说。Doyle 和 Magilke

(2009)<sup>[14]</sup>发现,一些证据表明,在市场结束后,更为复杂的公司往往会公布盈余。Vicente 和 Xu (2017)<sup>[29]</sup>发现,坏消息更为频繁地在夜间发布,在这种情况下,信息中断引起的投资者注意力最小。

现有研究也发现,管理层通过在投资者注意力低的时候发布坏消息会给自己带来收益。如管理层通过在周五晚上发布消息以减少市场审查和推迟市场对消息的反应,从而获益。周五晚上宣告后的盈余公告后漂移使得管理层通过宣告后购买和销售公司股票获利。市场对坏消息的延长反应给管理层带来更大的工作安全和续聘的好处 (Michaely 等, 2016)<sup>[27]</sup>。Michaely 等 (2016)<sup>[30]</sup>发现星期五公布股利变动、股票增发、股票回购、盈利和合并公告减少了市场反应,这与周五投资者注意力不集中的概念相一致。权小锋和尹洪英 (2012)<sup>[15]</sup>利用深交所披露的 2007 年 5 月 8 日—2009 年 12 月 31 日管理层内部人交易数据,发现管理层的短期择机交易倾向、择机程度与投资者注意力呈显著的负向关系,表明管理层确实会基于投资者的注意力状态差异进行股票交易择机,并且更会倾向性地通过选择卖方交易中的违规交易以获取充分的自利收益。

管理者在追求择机发布坏消息的同时,也会考虑择机成本的增加,如 Jackson 等 (2015)<sup>[31]</sup>发现,随着诉讼风险的增加,推迟到市场关闭后或星期五发布坏消息的倾向下降了,但坏消息并未多于好消息。这种行为对投资者来说成本多高是可疑的,因为对于战略性择机发布坏消息,股价回报并未表现出反应不足。Sengupta (2004)<sup>[32]</sup>探讨为什么有些人选择比较早地发布盈余信息。结果表明,投资者对信息有更大需求和更大诉讼成本的公司,报告时滞(财政结束期和季度收益日之间的天数)更短。另外,公司自身的业绩状况也是公司管理层在择机中需要考虑的因素。饶育蕾等 (2012)<sup>[33]</sup>以 2003—2009 年 A 股上市公司为样本,将密集披露日、与一季报重叠披露日以及周末时间界定为投资者关注水平低的时机,实证结果表明:与好公司相比,业绩较差的公司更倾向于在投资者注意力低的时机披露年报,其中,选择与一季报重叠时段进行年报披露的倾向最大,其次是选择信息披露密集的时期。

根据以上研究结果,本文认为,管理层在对不同性质消息的预告进行择机时,需要进一步权衡投资者注意力影响下不同性质消息预告的收益与成本,因而投资者注意力也可能会形成积极监督作用或过度压力作用。对于投资者而言,相对于好消息,如果在高注意力的交易日接收到坏消息的预告可能会更好地释放风险。在高投资者注意力下,管理层为避免更严重的处罚与股东诉讼,可能选择有利于投资者接受信息的交易日进行预告,在此情形下,投资者注意力发挥了积极的治理作用;但是,市场对坏消息的负面反应可能会给公司形象与价值维护以及管理层的契约执行带来较大压力,在高投资者注意力下,这种压力也可能被放大,相对于好消息,管理层更可能选择在非交易日进行坏消息预告,在此情形下,投资者注意力发挥了过度压力作用。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2a</sub>: 投资者注意力的治理作用为积极监督作用时,随着投资者注意力的提高,管理层更可能选择在交易日进行坏消息预告。

H<sub>2b</sub>: 投资者注意力的治理作用为过度压力作用时,随着投资者注意力的提高,管理层将更可能选择在非交易日进行坏消息预告。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择

本文以 2007 年一季度至 2015 年四季度 A 股上市公司发布预告公司为样本,并剔除金融行业公司及数据缺失样本后,获得的业绩预告样本量为 36586 个。另外,为消除异常值的影响,本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理,最终确定观测值以每次模型检验中所列示的样本

数为准。业绩预告数据及公司财务数据均来源于 WIND 数据库,股票交易数据来自于 CCER 数据库。表 1 列示了预告样本在发布预告日的周历分布情况及比例。

表 1 业绩预告样本发布日的周历分布表

发布日	周一	周二	周三	周四	周五	周六	合计
样本量	2273	7762	6512	6443	6777	6819	36586
样本比例 (%)	6.21	21.22	17.80	17.61	18.52	18.64	100

资料来源:本文整理

由表 1 中的结果看出,管理层选择在周一发布业绩预告的样本量最小,共计 2273 个样本,占 6.21%,周二发布业绩预告的样本最高,为 7762 个样本,占 21.22%。其次为周六发布业绩预告的样本,为 6819 个样本,占 18.64%。无周日发布业绩预告的样本。

### 2. 变量定义与度量

(1)投资者注意力。根据 Loh(2010)<sup>[34]</sup>及权小峰和吴世农(2010)<sup>[35]</sup>的研究,同时,考虑到变量之间的内生性问题,本文以业绩预告前  $n$  个交易日的平均换手率来表示:

$$IA_n = \sum_{i=-1}^{-n} change_{i,t} / n \quad (1)$$

其中,  $change_{i,t}$  表示股票  $i$  在  $t$  日的换手率,  $IA_n$  表示对股票  $i$  的业绩预告前  $n$  个交易日投资者注意力。具体而言,本文将分别用业绩预告前 1 个交易日、前 1~3 个交易日、前 1~15 个交易日以及前 1 至 30 个交易日的平均换手率来度量不同长度交易日投资者注意力。

(2)业绩预告择机。本文采用业绩预告是否在非交易日发布 (*Holiday*) 来度量择机。本文将周六和国家法定节假日作为非交易日(周日无业绩预告样本),将周一至周五作为交易日。当业绩预告发布日为非交易日时, *Holiday* 取值为 1,否则取 0。

(3)消息性质。管理层业绩预告类型,本文将预增、预赢以及扭亏等类型的业绩预告划归为好消息预告,相对于好消息而将预减、预亏、首亏等类型的业绩预告划归为坏消息预告。本文用 *News* 表示消息性质,当预告消息为好消息时, *News* 变量取 1;当预告消息为坏消息时, *News* 变量取 0。

(4)控制变量。借鉴已有研究,本文选取的控制变量包括:①上市公司高管持股比例 *Bonus*,以高管持股数/总股数表示;②公司成立时间 *Age*,以公司实际成立的年数表示;③公司规模 *Size*,以总资产的自然对数来度量;④公司盈利情况 *Roe*,以净资产收益率度量;⑤财务杠杆 *Lev*;⑥公司当季度是否发生兼并或重组 *Acq*,如发生则取 1,否则取 0;⑦市场预期 *BM*,以市账比,即股票的市场价值与账面价值之比来度量;⑧公司财务状况 *Z*,用计算的 *Z* 值表示,当 *Z* 值 < 2.675 取 1,否则取 0。

### 3. 回归模型设计

本文设计了模型(2)检验投资者注意力对管理层业绩预告择机的治理作用;设计了模型(3)检验在面临不同性质消息预告时,投资者注意力对于管理层业绩预告择机的治理作用。

$$Holiday = \alpha_0 + \alpha_1 IA_n + \alpha_2 Bonus + \alpha_3 Age + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Lev + \alpha_7 Acq + \alpha_8 BM + \alpha_9 Z + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$Holiday = \alpha_0 + \alpha_1 IA_n + \alpha_2 IA_n \times News + \alpha_3 Bonus + \alpha_4 Age + \alpha_5 Size + \alpha_6 Roe + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Acq + \alpha_9 BM + \alpha_{10} Z + \sum IND + \sum Year + \varepsilon_i \quad (3)$$

在模型(2)、模型(3)中, *Holiday* 表示管理层业绩预告择机;  $IA_n$  表示业绩预告前  $n$  个交易日投资者注意力; *News* 表示消息性质;在前述控制变量基础上,在回归检验中控制了行业 *IND* 以及年度 *Year* 影响。

## 四、实证结果分析

## 1. 变量均值对比检验

首先,本文分别以投资者注意力变量  $IA_n$  的均值及中位数为依据进行分组,对比检验两组各变量的均值差异,具体检验结果如表 2 所示。

表 2 按  $IA_n$  变量均值及中位数以及 *News* 变量分组的 *Holiday* 变量均值检验

变量	按 $IA_n$ 均值及中位数分组					
	均值			中位数		
	(1) LOW	(2) HIGH	(2) - (1) <sup>a</sup>	(3) LOW	(4) HIGH	(4) - (3) <sup>a</sup>
面板 A( $IA_{30}$ )						
<i>Holiday</i>	0.200 (23024)	0.164 (13562)	-0.036 ***	0.204 (18293)	0.168 (18293)	-0.036 ***
面板 B( $IA_{15}$ )						
<i>Holiday</i>	0.201 (23320)	0.161 (13266)	-0.040 ***	0.206 (18293)	0.165 (18293)	-0.041 ***
面板 C( $IA_3$ )						
<i>Holiday</i>	0.198 (24134)	0.162 (12452)	-0.036 ***	0.207 (18293)	0.165 (18293)	-0.042 ***
面板 D( $IA_1$ )						
<i>Holiday</i>	0.198 (24548)	0.161 (12038)	-0.037 ***	0.208 (18293)	0.165 (18293)	-0.043 ***
	按 <i>News</i> 变量分组					
	(1) 坏消息组		(2) 好消息组		(2) - (1) <sup>a</sup>	
面板 E( <i>News</i> )						
<i>Holiday</i>	0.227 (14602)		0.159 (21984)		-0.068 ***	

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

表 2 中列示了以投资者注意力  $IA_n$  变量均值及中位数分组后对各研究变量的均值差异对比检验的结果。在分组时,分别将高于  $IA_n$  变量均值及中位数的样本划归 HIGH 组,低于  $IA_n$  变量均值及中位数的样本划归 LOW 组。表 2 面板 A、B、C、D 中的结果显示,以  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$  以及  $IA_1$  的均值与中位数分组后,以均值分组的 HIGH 组的 *Holiday* 变量均值显著低于 LOW 组,以中位数分组的 HIGH 组的 *Holiday* 变量均值也均显著低于 LOW 组,这一对比结果表明,投资者注意力高的样本组比低的样本组更可能选择在市场交易日发布业绩预告,这一结果支持了与本文预期假设  $H_{1a}$  所提出的投资者注意力的积极监督作用。

本文以业绩预告消息性质变量 *News* 为依据进行分组,分为好消息组与坏消息组,对比检验两组业绩预告择机变量 *Holiday* 的均值差异,具体结果如表 2 中面板 E 所示。表 2 中面板 E 的结果显示,好消息组的 *Holiday* 变量均值为 0.159,坏消息组的 *Holiday* 变量均值为 0.227,两者的差额为 -0.068,在 1% 水平下显著。这一结果表明,当业绩预告消息性质为坏消息时,比好消息性质业绩预告更可能在非交易日发布。这一结果支持了本文假设  $H_{2b}$ 。这一结果也表明,当面临坏消息可能带来的市场影响时,管理层发布业绩预告还是更多受到过度压力的作用,选择相对对自身更有利的非交易日发布坏消息业绩预告。

## 2. 变量相关系数检验

表 3 中列示了自变量、控制变量与因变量的 Pearson 相关系数。

表 3 自变量、控制变量与因变量的 Pearson 相关系数

变量	<i>Holiday</i>	<i>IA<sub>30</sub></i>	<i>IA<sub>15</sub></i>	<i>IA<sub>3</sub></i>	<i>IA<sub>1</sub></i>	<i>News</i>	<i>Bonus</i>	<i>Age</i>	<i>Size</i>	<i>Roe</i>	<i>Lev</i>	<i>Acq</i>	<i>BM</i>	<i>Z</i>
<i>Holiday</i>	1													
<i>IA<sub>30</sub></i>	-0.037***	1												
<i>IA<sub>15</sub></i>	-0.042***	0.942***	1											
<i>IA<sub>3</sub></i>	-0.044***	0.801***	0.870***	1										
<i>IA<sub>1</sub></i>	-0.050***	0.727***	0.786***	0.922***	1									
<i>News</i>	-0.085***	0.022***	0.019***	0.027***	0.034***	1								
<i>Bonus</i>	-0.010*	0.202***	0.179***	0.154***	0.143***	0.087***	1							
<i>Age</i>	0.048***	-0.236***	-0.222***	-0.196***	-0.183***	-0.081***	-0.201***	1						
<i>Size</i>	-0.001	-0.227***	-0.211***	-0.185***	-0.171***	0.008***	-0.205***	0.100***	1					
<i>Roe</i>	-0.057***	0.041***	0.038***	0.039***	0.044***	0.480***	0.083***	-0.088***	0.029***	1				
<i>Lev</i>	-0.007	-0.003	-0.004	0.002	0.004	0.063***	-0.047***	0.007	0.062***	0.043***	1			
<i>Acq</i>	-0.001	-0.047***	-0.045***	-0.044***	-0.044***	0.007	-0.011**	0.039***	-0.023***	-0.013**	-0.011**	1		
<i>BM</i>	-0.009*	-0.030***	-0.033***	-0.036***	-0.036***	0.053***	-0.057***	0.087***	-0.101***	-0.020***	-0.049***	0.076***	1	
<i>Z</i>	0.049***	-0.147***	-0.133***	-0.115***	-0.108***	-0.195***	-0.270***	0.148***	0.296***	-0.265***	0.105***	-0.005	-0.149***	1

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

资料来源: 本文整理

在表 3 中的结果显示, 投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$  以及  $IA_1$  均与预告择机变量 *Holiday* 的 Pearson 相关系数在 1% 水平下显著负相关, 这一结果表明, 随着投资注意力提高, 管理层业绩预告更可能选择在市场交易日发布。这一相关关系再次验证了本文假设  $H_{1a}$  的投资者注意力积极监督的治理作用。业绩预告消息性质变量 *News* 与预告择机变量 *Holiday* 的 Pearson 相关系数在 1% 水平下显著负相关。这一结果表明, 相对于好消息预告, 管理层对于坏消息预告更可能在非交易日发布, 也进一步支持了假设  $H_{2b}$ , 即投资者注意力对坏消息预告的治理作用表现为过度压力作用。其他控制变量与择机变量相关系数的结果也表明这些控制变量因素可能影响管理层业绩预告择机, 因此, 在本文后面的研究中将控制这些影响因素进行多元回归的检验。

### 3. 投资者注意力对业绩预告择机选择作用的多元回归结果分析

本文利用全样本对模型(2)在未加入控制变量影响以及加入控制变量影响条件下, 检验了投资者注意力对管理层业绩预告择机治理作用, 回归结果如表 4 所示。

表 4 投资者注意力对业绩预告择机治理作用回归结果

变量	<i>Holiday</i>							
<i>IA<sub>30</sub></i>	-0.040*** (-7.03)	-0.029*** (-4.23)						
<i>IA<sub>15</sub></i>			-0.045*** (-7.99)	-0.036*** (-5.41)				
<i>IA<sub>3</sub></i>					-0.044*** (-8.37)	-0.035*** (-5.94)		
<i>IA<sub>1</sub></i>							-0.047*** (-9.51)	-0.041*** (-7.36)
<i>Bonus</i>		-0.154* (-1.68)		-0.144 (-1.58)		-0.150* (-1.65)		-0.140 (-1.54)
<i>Age</i>		0.011*** (3.83)		0.011*** (3.80)		0.011*** (3.86)		0.011*** (3.82)
<i>Size</i>		-0.006*** (-3.80)		-0.007*** (-3.91)		-0.006*** (-3.86)		-0.007*** (-3.95)
<i>Roe</i>		-0.008*** (-6.39)		-0.008*** (-6.40)		-0.008*** (-6.37)		-0.008*** (-6.32)
<i>Lev</i>		-0.013 (-1.47)		-0.013 (-1.49)		-0.013 (-1.47)		-0.013 (-1.46)

续表 4

变量	<i>Holiday</i>							
<i>Acq</i>		-0.040 (-0.39)		-0.041 (-0.40)		-0.043 (-0.41)		-0.047 (-0.45)
<i>BM</i>		-0.000 (-0.024)		-0.000 (-0.055)		-0.000 (-0.096)		-0.000 (-0.10)
<i>Z</i>		0.214 *** (6.51)		0.213 *** (6.47)		0.213 *** (6.49)		0.212 *** (6.45)
<i>Cons</i>	-1.381 *** (-74.7)	-1.616 *** (-12.9)	-1.374 *** (-76.5)	-1.585 *** (-12.7)	-1.378 *** (-79.8)	-1.594 *** (-12.9)	-1.371 *** (-81.5)	-1.567 *** (-12.7)
年度/行业	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
样本数量	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586
Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0015	0.0162	0.0019	0.0165	0.0021	0.0167	0.0028	0.0173
LR chi2	51.44 ***	570.41 ***	67.2 ***	582.39 ***	74.66 ***	588.97 ***	98.29 ***	609.8 ***

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

资料来源: 本文整理

表 4 中的结果显示, 在未控制其他因素及行业与年度影响条件下, 投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$  以及  $IA_1$  与业绩预告择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关; 控制其他因素及行业与年度影响后, 投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$  以及  $IA_1$  与业绩预告择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关。以上结果表明, 管理层发布业绩预告前, 较长期(30 个交易日)与短期(1 个交易日)的投资者注意力的提高, 都可能促使管理层选择在市场交易日发布业绩预告。这一结果也证明投资者注意力对管理层择机具有积极的治理作用, 支持了本文的预期假设  $H_{1a}$ 。

#### 4. 投资者注意力对管理层不同性质消息业绩预告择机的治理作用回归结果分析

为了检验投资者注意力对管理层发布不同性质消息业绩预告时机选择的治理作用, 本文利用全样本对模型(3)进行了多元回归检验。表 5 中列示了检验结果。

表 5 投资者注意力对不同性质消息业绩预告择机治理作用回归结果

变量	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>
$IA_{30}$	0.001 (0.098)			
$IA_{30} \times News$	-0.057 *** (-6.35)			
$IA_{15}$		-0.008 (-1.01)		
$IA_{15} \times News$		-0.055 *** (-6.03)		
$IA_3$			-0.006 (-0.84)	
$IA_3 \times News$			-0.056 *** (-6.53)	
$IA_1$				-0.012 * (-1.80)
$IA_1 \times News$				-0.054 *** (-6.52)
<i>Cons</i>	-1.631 *** (-13.0)	-1.595 *** (-12.8)	-1.606 *** (-13.0)	-1.576 *** (-12.8)

续表 5

变量	Holiday	Holiday	Holiday	Holiday
控制变量	YES	YES	YES	YES
年度/行业	YES	YES	YES	YES
样本数量	36586	36586	36586	36586
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0174	0.0176	0.0179	0.0185
LR chi2	610.67 ***	618.74 ***	631.66 ***	652.32 ***

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

资料来源: 本文整理

表 5 列示的结果显示,投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与消息性质变量 *News* 的交互项,与业绩预告择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关,即当业绩预告消息性质为好消息时,交互项与业绩预告择机变量的回归系数要显著小于业绩预告消息性质为坏消息时候,这意味着随着投资者注意力的提高,对于好消息的预告更可能选择在交易日进行,而对于坏消息的预告则更可能是在非交易日进行。这一结果表明,在控制了其他因素的影响后,投资者注意力对不同性质消息业绩预告择机的治理作用表现为过度压力作用,这与本文预期假设  $H_{2b}$  一致,这与现有关于消息发布与投资者注意力关系的研究结论也是一致的,即管理层往往选择在投资者注意力低的时候发布坏消息的信息。本文的结论证明了当投资者发布坏消息业绩预告时,将可能面临更大负面市场压力。在过度压力作用下,管理层对于坏消息的预告更多选择在非交易日发布,即选择在投资者注意力低的时候发布。管理层如果更多选择在非交易日发布坏消息业绩预告,将可能在一定程度上降低业绩预告,特别是坏消息业绩预告的预警作用,使得坏消息不能及时得到有效释放。

### 五、稳健性检验

本部分针对可能存在的内生性问题将采用工具变量法、倾向得分匹配法以及分组检验等方法进行内生性检验;并分别从改变投资者注意力变量度量、改变择机变量度量等方面进行稳健性检验。

#### 1. 内生性检验

(1) 工具变量法。为了解决投资者注意力对管理层业绩预告择机治理作用的内生性问题,本文参照 (Drake 等, 2012)<sup>[36]</sup> 选取滞后一期投资者注意力变量数值为工具变量,运用两步法进行回归,以解决自变量与因变量互为因果或遗漏变量产生的内生性问题。采用工具变量法回归结果如表 6 所示。

表 6 工具变量法回归检验结果

面板 A	投资者注意力对业绩预告择机治理作用回归结果			
变量	Holiday	Holiday	Holiday	Holiday
$IA_{30}$	-0.014 ** ( -2.17)			
$IA_{15}$		-0.014 * ( -1.90)		
$IA_3$			-0.022 *** ( -2.80)	
$IA_1$				-0.026 *** ( -2.98)
<i>Cons</i>	-0.913 *** ( -20.1)	-0.915 *** ( -19.8)	-0.881 *** ( -18.3)	-0.868 *** ( -17.2)
控制变量	YES	YES	YES	YES
样本数量	25798	25924	25980	26001
Wald chi2	168.03 ***	168.69 ***	172.39 ***	173.97 ***

续表 6

面板 B	投资者注意力对不同性质消息业绩预告择机治理作用回归结果			
变量	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>
$IA_{30}$	0.014* (1.84)			
$IA_{30} \times News$	-0.052*** (-7.03)			
$IA_{15}$		0.014* (1.71)		
$IA_{15} \times News$		-0.050*** (-6.33)		
$IA_3$			0.007 (0.70)	
$IA_3 \times News$			-0.050*** (-5.80)	
$IA_1$				0.004 (0.39)
$IA_1 \times News$				-0.051*** (-5.64)
<i>Cons</i>	-0.922*** (-20.3)	-0.926*** (-20.0)	-0.895*** (-18.5)	-0.883*** (-17.4)
控制变量	YES	YES	YES	YES
样本数量	25798	25924	25980	26001
Wald chi2	215.51***	207.79***	206.23***	206.24***

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

资料来源: 本文整理

首先,表6面板A中的结果显示,投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  分别与业绩预告择机变量 *Holiday* 在5%、10%、1%及1%水平下显著负相关,进一步表明了投资者注意力对管理层业绩预告择机的积极监督作用,与本文主回归结果一致,支持假设  $H_{1a}$ 。

其次,表6面板B中的结果也显示,投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{30} \times News$ 、 $IA_{15} \times News$ 、 $IA_3 \times News$ 、 $IA_1 \times News$ , 与业绩预告择机变量 *Holiday* 均在1%水平下显著负相关,证明了投资者注意力对管理层发布坏消息业绩预告的过度压力作用,这也与本文主回归结果一致,支持假设  $H_{2b}$ 。

(2)其他的内生性检验方法。除了工具变量法外,本文又采取了以下几种方法进行内生性检验:首先,采用倾向得分匹配法检验。投资者注意力高的公司与投资者注意力低的公司的高管持股比例、公司成立时间、公司规模等方面可能存在显著差别,从而可能存在样本选择性偏误问题,因此,本文用PSM法控制该问题。本文设计代表投资者注意力的虚拟变量,以原投资者注意力变量均值为界线,投资者注意力数值高于均值则虚拟变量取值为1,否则取值为0。本文将投资者注意力高的公司设为处理组,将投资者注意力低的公司设为控制组,之后进行1:1样本匹配,运用匹配后的样本对原模型重新进行回归。其次,按公司实际业绩分组检验以解决样本选择偏误。投资者往往更容易关注业绩较好的公司,而这类公司的管理层可能更重视发布业绩预告的时机,从而产生选择偏误。为进一步检验对于不同业绩公司,投资者注意力对业绩预告择机以及不同消息性质业绩预告择机的治理作用,本文根据发布业绩预告的公司实际宣告的业绩中位数将样本划分为好业绩样本组与差业绩样本组,分别利用两组样本数据对原模型重新进行回归。最后,选取平衡面板数据样本

进行检验。本文前述实证研究中选择了 2007 年 1 季度至 2015 年 4 季度混合样本数据,考虑混合样本可能对研究结论的影响,以及在一定程度上解决遗漏变量问题,本文采用平衡面板数据重新进行实证检验。由于从 2007 年 1 季度至 2015 年 4 季度连续发布业绩预告的公司样本较少。为避免样本量过少的影响,本文选择了 2012 年至 2015 年连续发布业绩预告的公司季度样本构建了平衡面板数据样本,经过 hausman 检验,采用面板二值选择模型进行固定效应估计。上述检验结果均支持前面所得到的结论,即支持了假设  $H_{1a}$  和假设  $H_{2b}$ ,以上部分检验结果限于篇幅未在文中列出,资料备索。

2. 投资者注意力变量度量

本文分别采用以下两种度量方法改变原有对投资者注意力的度量:

(1)以虚拟变量度量投资者注意力。在稳健性检验中,以原投资者注意力变量中位数为界限,当样本中投资者注意力变量值高于中位数  $IA_n\_Dum$  取 1,低于中位数则  $IA_n\_Dum$  取 0,用该投资者注意力变量及全样本重新检验了模型(2)与模型(3),结果如表 7 所示。

表 7 以虚拟变量度量投资者注意力的稳健性检验

变量	Holiday							
$IA_{30\_Dum}$	-0.191 *** (-5.89)				-0.050 (-1.26)			
$IA_{30\_Dum}$ $\times$ News					-0.250 *** (-5.83)			
$IA_{15\_Dum}$		-0.234 *** (-7.27)				-0.106 *** (-2.64)		
$IA_{15\_Dum}$ $\times$ News						-0.226 *** (-5.22)		
$IA_3\_Dum$			-0.242 *** (-7.62)				-0.064 (-1.60)	
$IA_3\_Dum$ $\times$ News							-0.313 *** (-7.24)	
$IA_1\_Dum$				-0.248 *** (-7.87)				-0.079 ** (-2.01)
$IA_1\_Dum$ $\times$ News								-0.295 *** (-6.81)
Cons	-1.565 *** (-12.5)	-1.522 *** (-12.2)	-1.524 *** (-12.3)	-1.534 *** (-12.4)	-1.578 *** (-12.6)	-1.534 *** (-12.3)	-1.544 *** (-12.4)	-1.551 *** (-12.5)
控制变量	YES							
年度/行业	YES							
样本数量	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586
Pseudo $R^2$	0.0167	0.0172	0.0173	0.0174	0.0176	0.018	0.0188	0.0188
LR chi2	586.72 ***	604.90 ***	609.98 ***	613.85 ***	620.54 ***	632.05 ***	662.06 ***	659.91 ***

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

资料来源:本文整理

表 7 中的结果显示,投资者注意力变量  $IA_{30\_Dum}$ 、 $IA_{15\_Dum}$ 、 $IA_3\_Dum$  及  $IA_1\_Dum$  均与管理层业绩预告择机变量  $Holiday$  在 1% 水平下显著负相关,这一结果再次支持了假设  $H_{1a}$ ,即投资者注意力的提高可能促使管理层更多在交易日发布业绩预告,支持了投资者注意力的积极监督作用。投资者注意力变量与业绩预告消息性质变量的交互项  $IA_{30\_Dum} \times News$ 、 $IA_{15\_Dum} \times News$ 、 $IA_3\_Dum \times News$  及  $IA_1\_Dum \times News$  均与管理层业绩预告择机变量  $Holiday$  在 1% 水平下显著负相关,这一结果再次支持

了假设  $H_{2b}$ , 即随着投资者注意力提高, 相对于好消息, 管理层更可能选择非交易日发布坏消息业绩预告, 这表明对于坏消息预告的择机, 管理层可能更多受到投资者注意力的过度压力作用。

(2) 以分析师跟踪程度作为投资者注意力变量度量。有些研究文献采用分析师跟踪作为投资者注意力变量的度量, 本文也以分析师跟踪  $Af$  (以跟踪公司的分析师数量度量) 作为投资者注意力的度量。利用全样本对模型(2)与模型(3)进行了重新检验, 检验结果如表 8 所示。

表 8 以分析师跟踪度量投资者注意力的稳健性检验

变量	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>
<i>Af</i>	-0.006***(-2.90)	0.001(0.19)
<i>Af</i> × <i>News</i>		-0.013***(-3.29)
<i>Cons</i>	-1.772***(-14.8)	-1.777***(-14.8)
控制变量	YES	YES
年度/行业	YES	YES
样本数量	36586	36586
Pseudo $R^2$	0.0159	0.0162
LR chi2	560.82***	571.65***

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

资料来源: 本文整理

表 8 中结果显示, 以分析师跟踪度量的投资者注意力变量  $Af$  与管理层业绩预告择机变量  $Holiday$  在 1% 水平下显著负相关, 这一结果进一步支持本文前面得出的研究结论, 即投资者注意力提高能够对管理层业绩预告择机形成积极监督作用, 促进管理层更多选择在交易日发布业绩预告。 $Af$  与业绩预告消息性质变量  $News$  的交互项, 与管理层业绩预告择机变量  $Holiday$  在 1% 水平下显著负相关。这也与本文前面研究得到的投资者注意力对不同消息业绩预告择机作用的结论一致, 即相对于好消息, 投资者注意力的提高对管理层发布坏消息业绩预告形成过度压力作用, 使得管理层更可能选择在非交易日发布坏消息业绩预告。

### 3. 业绩预告择机度量改变

以往研究中, 曾经以周五作为投资者注意力低的时间, 本文为了获得更为稳健的择机变量度量, 仅采用了周六作为非交易日的度量。因此, 本文根据以往研究的设计, 在稳健性检验中将周五、周六均作为择机变量  $Holiday$  的非交易日的度量, 重新检验模型(2)、模型(3), 结果如表 9 所示。

表 9 改变择机变量度量的回归结果

变量	<i>Holiday</i>	<i>Holiday</i>						
$IA_{30}$	-0.020*** (-3.75)				-0.005 (-0.68)			
$IA_{30} \times News$					-0.027*** (-3.79)			
$IA_{15}$		-0.027*** (-5.23)				-0.013** (-2.02)		
$IA_{15} \times News$						-0.024*** (-3.46)		
$IA_3$			-0.021*** (-4.64)				-0.008 (-1.31)	
$IA_3 \times News$							-0.023*** (-3.48)	
$IA_1$				-0.023*** (-5.53)				-0.011** (-2.00)

续表 9

变量	Holiday							
$IA_1 \times News$								-0.020 *** (-3.20)
Cons	-0.682 *** (-6.76)	-0.649 *** (-6.47)	-0.683 *** (-6.88)	-0.672 *** (-6.81)	-0.692 *** (-6.87)	-0.656 *** (-6.55)	-0.691 *** (-6.96)	-0.678 *** (-6.87)
控制变量	YES							
年度/行业	YES							
样本数量	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586
Pseudo $R^2$	0.0064	0.0066	0.0065	0.0067	0.0067	0.0069	0.0068	0.0069
LR chi2	307.32 ***	320.84 ***	315.01 ***	324.29 ***	321.68 ***	332.8 ***	327.1 ***	334.52 ***

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

资料来源: 本文整理

表 9 中的回归结果显示, 首先, 投资者注意力变量  $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与业绩预告择机变量 *Holiday* 均在 1% 水平下显著负相关。这一结果与本文前面得到的结论一致, 再次支持了假设  $H_{1a}$ , 即投资者注意力的提高可能促使管理层更多在交易日发布业绩预告, 支持了投资者注意力的积极监督作用。 $IA_{30}$ 、 $IA_{15}$ 、 $IA_3$ 、 $IA_1$  与消息性质变量 *News* 的交互项与业绩预告择机变量 *holiday* 均在 1% 水平下显著负相关。这一结果再次支持了假设  $H_{2b}$ , 即随着投资者注意力提高, 相对于好消息, 管理层更可能选择在非交易日发布坏消息业绩预告, 这表明对于坏消息预告的择机, 管理层可能更多受到投资者注意力的过度压力作用。

## 六、进一步检验

考虑到不同投资者专业能力差异, 其对信息的解读能力也存在差异, 从而可能影响到其注意力所发挥的治理作用。机构投资者可能比散户更具有信息挖掘、追踪与解读能力, 而他们的这些能力使得他们对管理层行为的治理作用与散户有所不同。对不同上市公司进行关注的投资者中, 机构投资者与散户构成比例可能不同。因此, 投资者的构成可能对投资者注意力的治理效果产生影响。为此, 本文用公司中机构投资者持股比例高低来表达投资者构成 *Ins*, 机构投资者持股比例高于样本均值时 *Ins* 取值为 1, 否则 *Ins* 取值为 0。当公司机构投资者持股比例高时, 意味着公司可能被给与更多的专业投资者注意力, 也就可能对投资者注意力的治理作用产生影响。本文将机构投资者持股比例 *Ins* 作为交互项加入原模型, 检验投资者构成对于投资者注意力治理作用的影响。检验结果如表 10 所示。

表 10 投资者构成对投资者注意力作用影响的检验结果

变量	Holiday	Holiday	Holiday	Holiday	Holiday	Holiday	Holiday	Holiday
$IA_{30}$	-0.027 *** (-3.93)				-0.001 (-0.100)			
$Ins \times IA_{30}$	-0.024 ** (-2.07)							
$IA_{30} \times News$					-0.051 *** (-5.47)			
$Ins \times IA_{30} \times News$					-0.029 * (-1.95)			
$IA_{15}$		-0.033 *** (-4.88)				-0.010 (-1.22)		
$Ins \times IA_{15}$		-0.034 *** (-2.91)						

续表 10

变量	<i>Holiday</i>							
$IA_{15} \times News$							-0.047*** (-5.01)	
$Ins \times IA_{15} \times News$							-0.037** (-2.42)	
$IA_3$			-0.031*** (-5.15)				-0.007 (-0.98)	
$Ins \times IA_3$			-0.031*** (-2.82)					
$IA_3 \times News$							-0.050*** (-5.51)	
$Ins \times IA_3 \times News$							-0.031** (-2.18)	
$IA_1$				-0.036*** (-6.29)				-0.013* (-1.92)
$Ins \times IA_1$				-0.033*** (-3.17)				
$IA_1 \times News$								-0.047*** (-5.34)
$Ins \times IA_1 \times News$								-0.035** (-2.54)
<i>Cons</i>	-1.611*** (-12.8)	-1.582*** (-12.7)	-1.598*** (-12.9)	-1.574*** (-12.8)	-1.626*** (-12.9)	-1.591*** (-12.7)	-1.605*** (-13.0)	-1.577*** (-12.8)
控制变量	YES							
年度/行业	YES							
样本数量	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586	36586
Pseudo $R^2$	0.0163	0.0168	0.017	0.0176	0.0175	0.0178	0.0181	0.0187
<i>LR chi2</i>	574.77***	591.08***	597.18***	620.23***	614.53***	624.73***	636.53***	659.00***

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

资料来源:本文整理

表 10 中投资者构成变量与投资者注意力变量的交互项  $Ins \times IA_{30}$ 、 $Ins \times IA_{15}$ 、 $Ins \times IA_3$ 、 $Ins \times IA_1$  与业绩预告择机变量分别在 5%、1%、1%、1% 水平下显著负相关。这一结果表明,机构投资者在投资者构成中的比例越高,投资者注意力的提高将更可能促使管理层在交易日发布业绩预告。这意味着,机构投资者构成的提高有助于提高投资者注意力的积极监督作用。

表 10 还检验了投资者构成如何影响投资者注意力对不同性质消息业绩预告择机的治理作用。投资者构成变量  $Ins$  与投资者注意力变量  $IA_n$  及业绩预告消息性质变量  $News$  的交互项与业绩预告择机变量分别在 10%、5%、5%、5% 水平下显著负相关,这一结果表明,机构投资者持股比例的提高可能使管理层在发布不同性质消息的预告,特别是坏消息性质的预告时面临更大压力,导致投资者注意力提高更可能使管理层选择在非交易日发布坏消息的预告以减弱投资者的负面反应。

## 七、结论与政策建议

### 1. 研究结论与贡献

近年来,我国资本市场一直致力于监管改革,推进资本市场在资源配置中的决定作用。在监管

过程中,除了行政主体的监管,市场参与主体也是监管的重要力量之一。因此,投资者是否通过自身的注意力高低形成对公司管理层行为的有效治理是检验市场参与主体监管作用的重要问题之一。本文以我国A股上市公司2007年一季度至2015年四季度发布业绩预告的公司样本为例,检验了投资者注意力对上市公司管理层业绩预告择机的治理作用。检验结果发现:第一,投资者注意力对上市公司管理层业绩预告择机具有积极监督作用,即投资者注意力的提高,能显著促进管理层选择在交易日发布业绩预告。第二,相对于好消息预告,投资者注意力对管理层坏消息业绩预告的择机更显著表现为过度压力作用,即投资者注意力的提高更可能导致管理层选择在非交易日发布坏消息业绩预告。第三,本文通过内生性检验、以投资者注意力变量中位数分组虚拟变量、以分析师跟踪表达投资者注意力以及改变择机变量度量等方式对本文研究结果进行了稳健性检验,结果均支持了本文原有研究得到的结论。第四,进一步检验发现公司投资者构成中机构投资者比例的提高,促进了投资者注意力对管理层业绩预告择机的积极监督作用以及对坏消息业绩预告的过度压力作用。本文的研究贡献在于:一是现有对投资者注意力的研究主要关注投资者注意力对自身交易行为的影响,很少关注投资者注意力的治理作用。本文以投资者注意力对管理层业绩预告择机的作用检验了投资者注意力的治理作用,丰富了关于投资者注意力对资本市场参与主体行为治理作用的研究。二是现有关于公司治理的研究更多关注内部治理结构作用,本文以投资者注意力作为研究切入点探讨投资者作为重要外部治理力量的作用,丰富了公司治理的相关研究,对发挥投资者注意力的外部监督功能,促进监管方式由行政主导向市场主导转变,并最终发挥市场在资源配置中的决定性作用具有重要意义。

## 2. 政策建议

第一,提升投资者的专业素养。投资者注意力治理作用的发挥受到多种因素影响,其中投资者专业素养尤为重要。只有当投资者具备了相应的专业知识与能力,其注意力才能转化为有效的监督力量。具体可以通过对个体投资者专业知识的培训教育、投资能力培养以及改善投资者结构(加大机构投资者培育)来提升市场中投资者专业素养。第二,建立投资者集体诉讼制度。投资者集体诉讼的执行将形成对投资者注意力治理作用的支撑。投资者注意力对管理层行为选择的治理作用更多来源于投资者注意力对管理层的压力作用,这一作用的效果很大程度上取决于是否有可靠保障,而投资者集体诉讼制度是这一保障的基础。因此,建立并保障投资者集体诉讼制度的有效执行将有助于提升投资者注意力的治理效果。

## 参考文献

- [1] 权小锋,吴世农. 投资者注意力、应计误定价与盈余操纵[J]. 北京:会计研究,2012,(6):46-53.
- [2] 李小晗,朱红军. 投资者有限关注与信息解读[J]. 北京:金融研究,2011,(8):128-142.
- [3] 孙书娜,孙谦. 投资者关注和股市表现——基于雪球关注度的研究[J]. 天津:管理科学学报,2018,(6):60-71.
- [4] 杨欣,吕本富. 突发事件、投资者关注与股市波动——来自网络搜索数据的经验证据[J]. 北京:经济管理,2014,(2):147-158.
- [5] 张继德,廖微张,荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究[J]. 北京:会计研究,2014,(8):52-59.
- [6] 酆金梁,何诚颖,廖旦. 舆论影响力、有限关注与过度反应[J]. 北京:经济研究,2018,(3):126-141.
- [7] Jacobs, H., and M. Weber. Losing Sight of The Trees for the Forest? Attention Allocation and Anomalies[J]. Quantitative Finance, 2013,16,(42):409-420.
- [8] Dzielinski, M., M. O. Rieger, and T. Talpsepp. Asymmetric Attention and Volatility Asymmetry[J]. Journal of Empirical Finance, 2018,(45):59-67.
- [9] 权小锋,洪涛,吴世农. 选择性关注、鸵鸟效应与市场异象[J]. 北京:金融研究,2012,(3):109-123.
- [10] Dellavigna, S., and J. M. Pollet. Investor Inattention and Friday Earnings Announcements[J]. Journal of Finance, 2010,64,(2):

709 – 749.

[11] Dehaan, E. , T. Shevlin, and J. Thornock. Market ( in) Attention and The Strategic Scheduling and Timing of Earnings Announcements[J]. Journal of Accounting & Economics,2015,60,(1):36 – 55.

[12] Segal, B. , and S. Dan. Are Managers Strategic In Reporting Non-earnings News? Evidence On Timing and News Bundling[J]. Review of Accounting Studies,2016,21,(4):1203 – 1244.

[13] Doyle, J. T. , and M. J. Magilke. The Strategic Timing of Management Forecasts [ R ]. Working Paper, Utah State University, Claremont McKenna College,2015.

[14] Doyle, J. T. , and M. J. Magilke. The Timing of Earnings Announcements: An Examination of the Strategic Disclosure Hypothesis [ J ]. The Accounting Review,2009,84,(1):157 – 182.

[15] 权小锋,尹洪英. 投资者注意力、信息获利与管理层择机交易[J]. 上海经济研究,2012,(7):65 – 82.

[16] Hur, J. , and V. Singh. Cross-Section of Expected Returns and Extreme Returns: The Role of Investor Attention and Risk Preferences[ J ]. Financial Management,2017,46,(2):409 – 431.

[17] 俞庆进,张兵. 投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究[ J ]. 北京:金融研究,2012,(8):152 – 165.

[18] Li, X. , and J. A. Hendler. Investor Attention on the Social Web[ J ]. Journal of Behavioral Finance,2016,17,(1):45 – 59.

[19] Yuan, Y. Market-wide Attention, Trading, and Stock Returns[ J ]. Journal of Financial Economics,2015,116,(3):548 – 564.

[20] Vozlyublennai, N. Investor Attention, Index Performance, and Return Predictability[ J ]. Journal of Banking & Finance,2014,41,(1):17 – 35.

[21] Chapman, K. Earnings Notifications, Investor Attention, and the Earnings Announcement Premium[ J ]. Journal of Accounting and Economics,2018,66,(1):222 – 243.

[22] Lerman, A. Individual Investors' Attention to Accounting Information: Message Board Discussions[ R ]. Working Paper, Yale School of Management,2017.

[23] Wang, B. , W. Choi, and I. Siraj. Local Investor Attention and Post-earnings Announcement Drift[ J ]. Review of Quantitative Finance & Accounting,2018,51,(2):1 – 34.

[24] 饶育蕾,王建新,丁燕. 基于投资者有限注意的"应计异象"研究——来自中国A股市场的经验证据[ J ]. 北京:会计研究,2012,(5):59 – 66.

[25] Chen, C. R. , and N. J. Mohan. Timing the Disclosure of Information: Management's View of Earnings Announcements[ J ]. Financial Management,1994,23,(3):63 – 69.

[26] Gennotte, G. , and B. Trueman. The Strategic Timing of Corporate Disclosures [ J ]. Review of Financial Studies,1996,9,(2):665 – 690.

[27] Michaely, R. , A. Rubin, and A. Vadrashko. Further Evidence On The Strategic Timing of Earnings News: Joint Analysis of Weekdays and Times of Day[ J ]. Journal of Accounting and Economics,2016,62,(1):24 – 45.

[28] Patell, J. M. , and M. A. Wolfson. Good News, Bad News, and the Intraday Timing of Corporate Disclosures[ J ]. The Accounting Review,1982,57,(3):509 – 527.

[29] Vicente, C. , and G. M. Xu. Night Fever: Investor Inattention and the Timing of Corporate Filings[ R ]. Working Paper, London School of Economics & Political Science,2017.

[30] Michaely, R. , A. Rubin, and A. Vadrashko. Are Friday Announcements Special? Overcoming Selection Bias [ J ]. Journal of Financial Economics,2016,122,(1):65 – 85.

[31] Jackson, A. B. , G. Gallery, and M. C. A. Balatbat. The Impact of Litigation Risk on the Strategic Timing of Management Earnings Forecasts[ J ]. Accounting & Finance,2015,55,(2):467 – 495.

[32] Sengupta, P. Disclosure Timing: Determinants of Quarterly Earnings Release Dates[ J ]. Journal of Accounting and Public Policy,2004,23,(6):457 – 482.

[33] 饶育蕾,王建新,苏燕青. 上市公司盈余信息披露是否存在时机择? ——基于投资者有限注意的实证分析[ J ]. 北京:管理评论,2012,(12):146 – 155.

[34] Loh, R. K. Investor Inattention and The Underreaction to Stock Recommendations [ J ]. Financial Management,2010,39,(3):1223 – 1252.

[35] 权小锋,吴世农. 投资者关注、盈余公告效应与管理层公告择机[ J ]. 北京:金融研究,2010,(11):90 – 107.

[36] Drake, M. , D. Roulstone, and J. Thornock. Investor Information Demand: Evidence from Google Searches around Earnings Announcements[ J ]. Journal of Accounting Research,2012,(50):1001 – 1040.

## Investor Attention Allocation and the Timing of Management Earnings Forecast: Positive Supervision or Excessive Pressure

WANG Ying-yun<sup>1</sup>, PENG Zheng-yin<sup>2</sup>, GAO Jing-zhong<sup>3</sup>

(1. Accounting School, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China;

2. Business School, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222, China;

3. Accounting School, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin, 300222, China)

**Abstract:** Based For the past few years, China's capital market has been committing to regulatory reforms and promoting the decisive role of capital markets in resources allocation. In addition to administrative subjects, market participants are also important forces of the regulatory process. Therefore, whether investors form effective governance of management behavior through their own attention allocation is one of the important issues that can test the regulatory function of market participants.

The results of the existing research suggest that the managements will focus on investors' attention when choose timing. In turn, the concern may form the governance effect of investors' attention on management behavior choice. In the process of focusing on investor's attention distribution and making behavior choices according to the circumstances, it is necessary for the managements to consider the benefits and costs after their selection. After the cost-benefit trade-off, the governance role of investors' attention on management behavior choice may have two sides. On the one hand, the increase of investors' attention is likely to promote management to make decision which are beneficial to investors. This is called the positive supervision role of investor attention in our paper. On the other hand, as investors pay more attention, management faces more pressure to make choices. Under the excessive pressure from investors' attention, management likely makes opportunistic behavior choices that are not conducive to investor decision-making. It is called as the excessive pressure role of investor attention in this paper.

Based on the samples of China's A shares listed companies which releasing their earnings forecast from the 1st quarter of 2007 to the 4th quarter of 2015, we test the governance effect of investor attention on the timing choice of management earnings forecast. The results are as follows: The increase of the investors' attention will significantly promote the management to issue the earnings forecast in the transaction day, and has a positive supervision effect on the management earnings forecast timing. However, the increase of the investors' attention allocation will more significantly exhibit as excessive pressure role during earnings forecast timing for good or bad news. That is, it is more likely to lead the management to issue bad news earnings forecast in non trading day. The results of the robustness test carried out by replacing research variables support the results obtained from the original research. Further tests show that the increase of the proportion of institutional investors in the composition of investors has a significant strengthening effect on positive supervision role or the excessive pressure role of the investors' attention allocation.

The approach to promote a reform of market regulation from administrative-led to market-oriented has significant implications to let markets play a decisive role in resources allocation. The results of this paper show that the investors' attention has a significant governance effect on the timing choice of management earnings forecast, and the positive supervision role is coexist with the excessive pressure role. The implications of this paper are reflected in the following two aspects: Firstly, this paper enriches the research about the role of investors' attention on the behavior choice of capital market participants by exploring the governance effect of investors' attention on opportunistic choice of management earnings forecast; Secondly, the results of this study provide practical support for developing the positive supervision role of investors' attention and promoting the regulation to transfer from administrative-led to market-oriented, and ultimately let markets play a decisive role in resources allocation. This research has positive practical meaning for effectively playing the positive supervision role of investors' attention, controlling managements' opportunist choice behavior under excessive pressure and promoting the transformation of supervision mode from administrative-led to market-oriented.

**Key Words:** investors' attention; the timing of earnings forecasts; information disclosure; positive supervision; excessive pressure

**JEL Classification:** D22, D82, M41

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2019.02.009

(责任编辑:张任之)