

高管情绪是否具有信息披露的作用?*

——来自 IPO 路演的证据

王夫乐

(厦门大学管理学院,福建 厦门 361005)

内容提要:本文以我国创业板公司的 IPO 路演为具体研究事件,分析了高管在路演推介中表达的情绪对 IPO 市场的影响,结果发现:高管在路演推介时表达的情绪提供了增量信息,高管的积极情绪与 IPO 折价率正相关;高管的消极情绪越多,则投资者的 IPO 参与度越低,IPO 折价率越低。同时,路演中的高管情绪对 IPO 市场的影响仅在 IPO 后 1~2 天内显著。长期来看,高管推介时的情绪波动与 IPO 后高管持股变化相关,说明高管情绪可能隐含了公司价值信息和高管的财务动机。本文以 IPO 路演为切入点,首次探索了管理者情绪在公司财务中的作用,拓展了 IPO 路演、高管特征与财务投资行为的研究。

关键词:高管情绪 IPO 路演 信息披露

中图分类号:F830.9;F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)02—0104—16

一、引言

信息披露是上市公司必须履行的义务。目前,资本市场和公司财务中信息披露的重点内容是以数字和文本为载体的信息(Loughran 和 McDonald,2011)^[1];然而,重要信息披露者(董事长、CEO 和董事会秘书(姜付秀等,2016^[2];王跃堂、周雪,2006^[3])的语音、情绪等特征所传递的信息最近得到了学术界的普遍重视(Lareker 和 Zakolyukina,2012^[4];Mayew 和 Venkatachalam,2012^[5];沈艺峰等,2017^[6])。当经济学主流理论放松了理性人的假设,人的非理性因素被引入到经济学的研究框架中。于是,在行为金融和行为公司财务的研究中,心理学中的投资者群体情绪^①成为各种关于非理性行为研究的对象。不论是在经济行为理论的研究,还是管理学中对情绪因素的细致考察,都将以喜、怒、哀、乐为基本内容的情绪作为研究的重点。但迄今为止,学界尚缺乏科学的方法来准确刻画高管情绪。本文从行为金融学中情绪作用的理论出发,通过对信息披露中高管情绪的信号传递作用和投资者感知结果的分析来验证:高管情绪是否传达了文本之外的增量信息?这类信息与投资行为和公司财务行为存在何种关系?同时,管理者情绪的研究在组织行为学的研究中已日趋成熟(Hanbrick 和 Mason,1984)^[7],但在市场表现和财务行为中尚无有价值的研究。因此,以 IPO 路演这一独特事件为切入点,本文对管理者情绪在公司财务中的作用做出了初步探索,并拓展了高管特征与公司财务行为的研究。

收稿日期:2017-12-08

* 基金项目:国家自然科学基金重点项目“公司财务政策选择与动态演化研究”(71232005);中央高校基本科研业务费专项资金项目“产品市场竞争与公司股利政策”(20720161015)。

作者简介:(1987-),男,山东枣庄人,博士研究生,研究方向是行为公司财务与公司治理,电子邮箱:wful007@126.com。

① 此处投资者情绪与资本市场中所指的投资者对市场的期望不同,是指投资者心理上的感情状态和生理情绪。

本文的高管情绪指标来自于 IPO 路演中关键高管推介致辞时的面部表情。路演推介的主要内容是关键高管的致辞,但推介致辞的内容几乎是公司的正面信息的赘述^①,投资者无法确定信息准确性以及高管是否存在隐瞒信息的行为(王跃堂、周雪,2006)^[3]。而从信息披露的角度上,除了公司文本信息和高管话语内容的信息之外,高管现场情绪的表达也传递了重要信号;在推介致辞时,高管的情绪是当时话语情境下的心理状态,是具有绝对信息优势的高管在对投资者进行信息披露时的真实心理活动,所以,高管情绪极有可能暗示了未公开的内部信息。而从投资者感知的角度看,高管所表达的情绪,既对投资者存在情绪感染的作用,又可能存在信号释放的作用;而这都需要高管的财务行为和投资者市场行为来体现。本文研究框架如图 1 所示。本文以 IPO 路演为契机,分别从行为金融和行为财务学的角度分析高管情绪的具体作用。

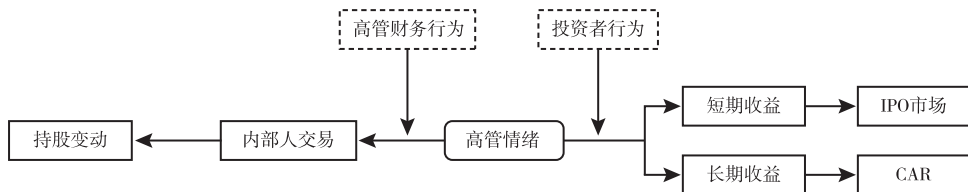


图 1 本文逻辑框架

资料来源:本文绘制

二、文献综述与研究假设

IPO 路演是公司在资本市场上的“首秀”,通常也是公司高管层第一次实时的、面对面的信息披露行为,因此,IPO 路演中高管特征的呈现和情绪的表达对投资者具有独特的意义。而高管的心理认知和性格特征对自身行为存在显著影响,高管具体的言行就是公司高管层的信息披露的渠道之一。自美国 Regulation FD 条款颁布后,监管机构和投资者群体对非正规渠道的高管言行的监督约束愈加严厉,而高管言行作为独特的信息传递渠道,早已成为学界关注热点。遗憾的是,公司高管的谨言慎行让这类研究时机难觅。而我国上市公司的 IPO 路演推介活动则为我国高管情绪的研究提供了良好的契机^②,原因在于:(1)虽然大多数上市公司为了规避 IPO 发行风险而选择“规定套路”的“走过场”,削弱了 IPO 路演的信息渠道作用,但人的生理和心理特征则难以改变;(2)我国上市公司 IPO 过程注重机构投资者的参与,对中小投资者的关注不足,通常仅在投资者网上交流时,才与中小投资者进行选择交流,路演是中小投资者在 IPO 过程中可以直接获得公司重要信息的极少数途径之一;(3)IPO 路演推介是公司核心高管首次公开亮相,是绝大多数投资者首次感知公司高管的特征,对中小投资者具有明显的信息冲击(Blankespoor 等,2016)^[8]。故此,IPO 网上路演推介是极为合适的研究事件(沈艺峰等,2017)^[6]。

目前,基于投资者信息感知的视角,学界主要通过以下两个正式渠道探索高管言行、情绪的信息传递作用:一是上市公司 IPO 路演中的高管。Blankespoor 等(2016)^[8]的研究截取了 CEO 路演推介的 30 秒视频,视频中只有演讲者本人的镜头,并无话语内容和演讲者声音。他们据此搜集了

① 路演推介致辞内容基本上是公司正面信息的“八股文”式披露,主要包括:公司主营业务、市场地位、核心技术、行业地位、发展前景、融资目的、管理层决心和致谢投资者。

② 通常情况下,上市公司路演步骤如下:(1)一对一地同机构投资者沟通。(2)三地公开路演:通常于北京、上海、深圳召开路演推介会,公开邀请机构投资者参加。(3)询价和定价阶段:发行方和承销商根据参与配售机构的报价,综合各方因素后确定发行价格;(4)网上路演,管理层网络推介和现场回答投资者的提问,并进行抽签选择;(5)网下配售:通常对大股东或机构投资者按照申购额度进行配售;(6)网上发行;(7)上市。当然,并不是每家公司都会完成上述所有步骤,部分公司的路演程序存在微调,比如路演推介部分由公司非核心高管执行,如 CFO、董秘等,但是,路演的关键步骤不会欠缺。

900 个实验参加者对 CEO 形象的感知数据,该文采用 MTurk raters 感知评价方法体系^①,研究发现:CEO 的总体感知和 IPO 询价、发行价和首日收盘价都存在正向关系;如果招股说明书中话语不确定性更大,则这种正向关系更加显著。同时也证实了,投资者对高管的内在感知与投资者对公司价值的判断是一致的。换言之,投资者对公司治理的内在感知决定其对公司价值的判断。当然,Blankespoor 等(2016)^[8]所选取的实验参与者均是从 Amazon 用户群中主观选取,并非客观的随机抽样。而且该文的统计数据显示,Amazon 用户具有显著的群体共性,比如年轻、网络消费观念强等,所以他们的主观感受可能存在样本选择性偏误。

高管言语、行为和情绪等信息公开的表达路径包括:股东大会和业绩说明会议等常规场合(李常青等,2008)^[9],以及公开澄清、致歉和答记者问等特殊场合。目前还未出现关于高管公开澄清、致歉和答记者问等特殊场合的经验研究,仅有关于网络直播的投资者大会和部分投资者参与的闭门会议的若干研究,这些研究发现,闭门会议期间公司股票交易量会上涨,在 CEO 作业绩陈述时该现象更明显(Bushee 等,2011)^[10]。而在网络直播的会议期间,股市出现超额收益的可能原因在于,网络直播会议时,投资者可以及时做出交易操作,说明投资者对高管在公众环境下的信息披露行为高度关注。

从高管外在形象、言语行为等方面探究高管心理特征的研究,都是基于高管群体的有限理性,而情绪对心理特征的刻画比言语行为则更为直接,因此,情绪的引入则可对现代经济学有限理性做出有效的解释。情绪的经济学意义从对市场主体“非理性”态度的理解上(凯恩斯,1936)^[11],发展到心理学中内心情感的具体表达,即情绪的内涵(Kaufman,1999)^[12]。根据神经科学和心理学,情绪被大致分为积极情绪和消极情绪;积极情绪较容易分辨,但消极情绪中的悲伤、厌恶和愤怒在没有情绪上下文时难以辨别(Aviezer 等,2008^[13];Widen 和 Naab,2011^[14])。但积极情绪和消极情绪的易感性具有显著区别,人类对负面情绪刺激的效价强度比正面情绪的刺激大,神经科学的证据显示,情绪刺激的区别与右侧海马体和杏仁核的警觉功能有关(袁加锦、李红,2012)^[15]。从更深层次上,心境一致性理论(Mood Congruent Effects, Bower 等,1978)^[16]认为积极情绪能够给予受众以积极的暗示,出现了“将心比心”的同理心现象。而且,积极情绪在群体决策和协作组织中具有显著的积极作用,群体情绪智力较高的群体,较多采用合作型行为,较少采用竞争型行为,并且拥有更高的过程满意度和更强的组织凝聚力(刘咏梅等,2011)^[18],这里的群体情绪智力即是积极情绪的水平。另外,不论是群体决策还是个人决定都会受到即时情绪的影响(庄锦英,2003^[19];肖慧琳、李卫锋,2014^[20])。情绪稳定是管理者的基本特质的表现,高管情绪稳定性越高,意味着他们能够沉稳地处理公司事务;而在公司内部的分工协作中,员工的积极情绪不仅能够提高自身的工作效率,还能够更好地同其他人协作,维持较好的工作关系,从而得到管理者和其他员工的支持,对员工具体的工作也起到积极的作用(Staw 等,2014)^[21]。同时,李常洪等(2014)^[22]采用视频诱发特定情绪,以投资博弈的实验方式进行研究发现:同样的信息条件下,消极情绪下的投资者行为显著少于中性情绪和积极情绪,说明消极情绪能够降低投资者的投资积极性,而积极情绪的作用应该相反,因此,本文提出如下假设:

H₁: 高管推介时的积极情绪越丰富,投资者的参与度越高, IPO 热度越高。

心境一致性理论认为,积极情绪会给予积极暗示,因此,积极情绪可能会引起积极的投资行为,根据假设 H₁ 的前提条件,相比较积极情绪,投资者在消极情绪的作用下对信息更敏感;而在积极情绪下的参与积极性较高,可能的逻辑是,积极情绪下的投资者理性程度较低,交易行为较多,造成

① 该方法体系包含:胜任程度(Competent)、可信程度(Trustworthy)和吸引力(Attractive)。与 Jia 等(2014)^[17]中侵略性、自私自利、风险偏好和沽名钓誉的评价方式不同的是,该方法完全采用正面评价方法。

IPO 价格偏差扩大,因此,本文提出如下假设:

H_{1a}:高管积极情绪越丰富,IPO 折价率越高。

Ohman 等(2001)^[23]和 Lipp 等(2004)^[24]利用实验的方法发现,生气的脸,蜘蛛、蛇等比较具有威胁性的图片比猫等图片更能吸引人的注意;牟兵兵、宛小昂(2014)^[25]采用视觉干扰项进行实验研究,他们发现,人的视觉在搜索高兴面孔和中性面孔时不存在显著的干扰项预习效应,而在搜索恐惧等令人惊惧的图片中出现了显著的干扰项预习效应。中性的、不传递威胁性信息的刺激不如负性的、传递负面信息的刺激那样强烈地吸引注意。研究表明,消极、负面的情绪表达比中性、积极的情绪表达更能引起他人的注意。推论其原因在于,消极情绪对于周围人群具有潜在的危险性,从而提高人的警惕性等。同时,从情绪的易感性特征来看,人类对负向刺激的效价强度比正向刺激更敏感,因此悲伤心境显著增强人类对负向事件的易感性(袁加锦、李红,2012)^[15],可以推测,负面情绪事件的关注度会更高;而在社交网络中的证据显示,群体情绪传播中,愤怒等极端负面情绪的传播速度、影响力度都远大于高兴、兴奋等积极情绪(Fan 等,2014)^[26]。因此,本文提出如下假设:

H₂:高管推介时表达出的消极情绪越丰富,IPO 热度越低,IPO 折价率越低。

同时,消极情绪中的悲伤情绪对信息敏感性较弱,而愤怒情绪对信息的敏感性较强。因此,本文提出如下假设:

H_{2a}:愤怒情绪对 IPO 折价的影响大于悲伤情绪。

决策固然受到自身情绪和外界情绪的影响,但情绪的影响往往对当时的决策具有显著的影响,却不一定会对一段时间内的决策依然存在显著影响(庄锦英,2003)^[19]。随着 IPO 后上市公司重要信息逐渐被披露,高管情绪的信息作用渐弱,因此,本文提出如下假设:

H₃:路演推介中,高管所表达的情绪不存在长期影响。

如果高管话语特征可以体现出高管的性格特征,那么,高管的话语特征就与高管的财务行为相关,诚信度低的高管可能存在信息掩饰的动机,公司员工也认为话语中采用过多因果词汇的高管存在推诿过错的嫌疑(Dikolli 等,2012)^[27]。那么,高管路演推介时话语是否也存在信息掩饰行为?如果存在,那么高管推介时的情绪是否“披露”了公司的真实信息?而 IPO 后高管持股变动与高管当时情绪的波动是否存在显著关系,因此,本文提出如下假设:

H₄:高管路演推介中的情绪波动和公司信息隐藏相关。

三、研究设计

1. 高管情绪指标体系

本文通过分析高管路演推介时的面部表情判断高管当时的情绪,基于此,本文首先建立高管情绪的指标体系。Haase 等(2016)^[28]仔细分析视频中人的对话表情,一般将嘴唇紧闭、眉头紧锁、声音比平日的语气提高或降低,并且下巴紧绷定义为生气。与此类似,本文通过对视频中各帧图像的“察言观色”,判断高管当时的情绪。数据来自于上市公司路演中高管推介的视频,虽然获取高管视频数据的途径很多,但是,因拍摄角度、环境、设备条件和播放平台的不同,视频的差异性极大,而且,高管表情数据要求必须涵盖高管长时间的真实面部表情,数据获取难度极大。而全景网的上市公司网上路演中心所公开的视频是目前在无差异环境下获取高管表情视频的唯一渠道。更确切的是,高管在路演中的推介致辞主要内容包含了业务内容、发展前景等公司基本信息的披露,而高管致辞可能是“言为心声”,抑或是“言不由衷”,但面部情绪则难以掩饰,所以真实度较高。

本文的数据获取、处理方法如下:首先,抓取 IPO 的路演视频,然后对高管推介的片段剪辑成一

段 60 秒的视频,该视频所有画面皆是高管正面图像;视频的分析平台采用 Matlab + OpenCV 的工具包 MexOpenCV。另外,视频的剪辑和拼接使用 Adobe Premiere Pro CS4 软件,共获得符合时长和质量要求的共 263 段有效视频。其中,通过面部表情图片识别出情绪的方法已较为成熟(Goldman 和 Sripada,2005)^[29],本文采用的表情识别方法由厦门大学信息科学与技术学院 MAC 跨媒体研究实验室提供的 Visual Sentiment Ontology 项目中的 SentiBank 视频情绪识别模块,该模块是目前最先进的跨媒体情绪识别系统,详细的表情处理算法参见 Borth 等(2013)^[30],该文刊发在人工智能领域国际顶级会议中,是当前最为先进的面部情绪识别技术,该方法依据主流的面部表情判别方法,是学界公认的标准方法。

面部情绪数据获取的基本处理步骤如下:根据视频中的帧序列^①,按照时间先后分析高管面部表情变化所表达的五种情绪:中性、高兴、悲伤、惊奇和愤怒,根据表情变化辨别图中人物所表达的情绪(样例如图 2 所示)^②,面部情绪的判定标准如表 1 的规则描述,通常,肉眼难以准确捕捉到面部情绪的细微变化,而计算机系统能够采用逐帧对比的方法提取表情的差异,这也是该方法的长处。

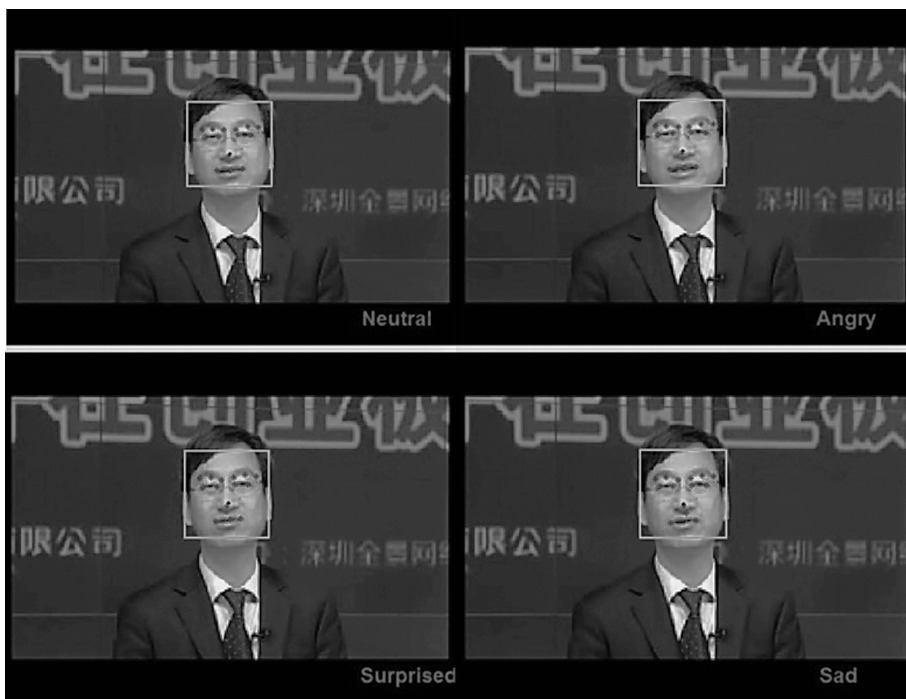


图 2 高管在 IPO 路演推介时情绪识别样例

资料来源:本文绘制

另外,每张图片的情绪判定存在一个判定可信度指标,称为情绪置信度 $cal_percent$,取值范围为 $[0,1]$ 。综合采用每个高管各个情绪出现的频度 $freq_percent$ 和置信度 $cal_percent$ 作为情绪的两组指标,如表 2 所示。本文采用的情绪指标体系综合考虑了时间段内各种情绪的波动变化, ln_freq 是高管表达的所有情绪频度 $freq_percent$ 的标准差,该值越大,表示各类情绪频数之间的差别越大,说明该高管情绪存在主要情绪,其情绪内容较为单一、总体上情绪起伏不大,情绪较为稳定;相反,

① 60 秒视频的获取方式如下:在已抓取的整个路演视频中,剪切出现该高管的视频部分,然后拼接而成。通常,本文统计数据显示,高管推介演讲内容篇幅在 800 字左右,用时 2 分钟左右,但高管出现的镜头约 80 秒,为了统一标准,本文仅截取 60 秒的有效视频。对每秒视频进行五次等时长抽样,对抽取的每帧图像进行面部表情识别;每秒五帧的抽样频率足够准确地识别演讲者每秒的表情所代表的情绪。全景网披露的路演视频是在机位固定的情况下进行的无差别直播,因此,数据源和数据规格相对稳定。

② 因“中性”情绪并无显著心理学意义,在后续研究中不做考虑。

该值越小,说明高管情绪分布较为平均,高管情绪变化表达多样、情绪波动较大,情绪不稳定程度高。该指标刻画了高管在一个时间段内的面部表情波动,并非简单的情绪内容描述。

表 1 面部情绪的判定方式

情绪	序号	面部模式
中性	0	无明显变化
高兴	1	嘴唇朝外朝上扩展、眼笑、环形皱纹
悲痛	2	眼眉拱起、嘴朝下
惊奇	3	眼眉朝上、眨眼
愤怒	4	皱眉、眼睛变狭窄

资料来源:基于厦门大学信息科学与技术学院 MAC 跨媒体研究实验室提供的 Visual Sentiment Ontology 项目中的 SentiBank 视频情绪识别模块,由本文总结整理

表 2 变量描述统计

Panel A 高管情绪变量							
分类	变量	指标	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
频度	<i>Happiness</i>	高兴	232	0.076	0.105	0.000376	0.606
	<i>Sadness</i>	悲伤	245	0.159	0.157	0.000843	0.753
	<i>Surprise</i>	惊奇	247	0.190	0.162	0.000397	0.904
	<i>Anger</i>	愤怒	253	0.324	0.255	0.000611	0.938
置信度	<i>Happiness</i>	高兴	257	0.095	0.074	0	0.426
	<i>Sadness</i>	悲伤	257	0.238	0.119	0	0.573
	<i>Surprise</i>	惊奇	257	0.240	0.138	0	0.727
	<i>Anger</i>	愤怒	257	0.241	0.155	0	0.649
	<i>ln_freq</i>	情绪波动水平	252	2.488	0.322	1.458	3.199
Panel B 公司财务指标							
	<i>Short_long</i>	高管增持/减持	385	0.356	0.479	0	1
	<i>turnover</i>	IPO 首日换手率	257	0.495	0.353	0.001	0.959
	<i>totalplot</i>	网上申购总中签率	257	1.350	1.483	0	16.949
	<i>opn_ipo</i>	首日开盘折价率	257	0.293	0.284	-0.143	3.457
	<i>undprc</i>	IPO 折价率	257	0.364	0.319	-0.167	2.424
	<i>ipo_mrkt</i>	IPO 市场热度	257	0.320	0.113	0.099	0.707
	<i>ln_age</i>	高管年龄	257	48.53	7.050	30	76
	<i>ln_edu</i>	高管教育背景	257	3.325	0.950	1	6
	<i>lev</i>	财务杠杆	521	0.383	0.154	0.0452	0.764
	<i>ln_size</i>	公司规模	521	19.66	0.622	18.04	21.78
	<i>HHI</i>	股权集中度	474	0.139	0.0987	0.00770	0.659
	<i>tp_mgr_hld</i>	高管持股比	474	0.191	0.156	0	0.709
	<i>mean_profitr</i>	IPO 前 3 年收益	521	0.179	0.107	0.0631	1.626

资料来源:本文整理

2. 模型设计和变量选择

基于既有文献的结论,充分考虑 IPO 过程中的各类影响因素,针对本文研究的特殊性,本文构建验证高管情绪、IPO 市场表现与高管财务行为三者关系的基准模型(1):

$$IPO_{perf} = \beta_0 + \beta_1 \times Managers_{Emotions} + \beta_2 \times ln_{age} + \beta_3 \times ln_{edu} + \beta_4 \times ipo_{mrkt} + \varepsilon \quad (1)$$

其中,*Emotions* 代表高兴、悲伤、惊奇和愤怒四种主要情绪。公司 IPO 阶段是信息披露最不充分的时段,公司层面的特征披露不足,因此为重点考察高管在路演推介时表达的情绪对 IPO 市场的影响,本文尽量减少了公司层面因素的影响(邵新建等,2011)^[31],而重点捕捉影响投资者感知的主要因素,所以,仅对高管特征变量中的年龄 *ln_age*、教育背景 *ln_edu* 和 IPO 市场热度 *ipo_mrkt* 的直观因素进行控制,相关变量的描述统计如表 2 所示。其中,高管持股比 *tp_mgr_hld* 为上市公司年报披露中所有的董事会成员、监事会成员和其他高管的持股总数与总股数的比值;IPO 市场热度 *ipo_mrkt* 为 IPO 前三个月 A 股市场 IPO 平均折价率。股权集中度则采用 CSMAR 数据库提供的赫芬达尔指数 HHI,如无特别说明,本文公司层面数据皆来自 CSMAR 数据库。

本文选取我国 A 股市场中创业板的上市公司作为研究对象,剔除数据缺失与不合格的样本后,最终样本共包含 257 家创业板上市公司。考虑到高管背景的差异,本文沿袭已有研究(沈艺峰等,2016)^[32],对高管背景特征进行如下控制:*age* 表示年龄;*edu* 是教育程度,其划分标准参照 CSMAR 中高管特征库规则:按照初中、高中、专科、本科、硕士、博士的顺序依次不同的教育背景赋值为 6、5、4、3、2、1。表 2 的统计结果显示,样本公司关键高管的平均年龄约 48 岁,总体教育水平大致在本科阶段。为统一变量的描述,本文分别对高管年龄和教育背景取对数为 *ln_age* 和 *ln_edu*。

四、实证检验

1. 高管情绪对 IPO 市场的影响

(1) 高管情绪与 IPO 热度关系的检验。根据基准模型(1),关于高管情绪对公司 IPO 热度(即 IPO 参与指标,亦即 IPO 首日换手率 *turnover*)的回归结果如表 3 中 Panel A 所示。总体而言,市场热度与 IPO 首日换手率之间存在显著的负向关系;结果说明,IPO 参与热度越高,首日换手率越低,该结论与邵新建等(2011)^[31]的观点一致。而在不同情绪的分类检验中,悲伤情绪 *Sadness* 的结果显著为正,而愤怒 *Anger* 和悲伤 *Sadness* 的符号为负,高兴 *Happiness* 和惊奇 *Surprise* 的符号不显著为正。说明负面情绪和 IPO 首日换手率负相关,高管在路演中所表达的负面情绪越多,IPO 首日的换手率越低;表明高管的负面情绪可能会降低 IPO 二级市场的参与热度。虽然负面情绪可能引起较大的关注度(Ohman 等,2001^[23];Lipp 等,2004^[24]),但是并不一定能提高公司 IPO 热度。因此,假设 H_2 (即高管的消极情绪丰富,IPO 热度越低)成立。然而,当把各类情绪从低到高分三组,各组首日换手率均值如表 3 中 Panel B 所示,除了 *Surprise* 以外,*Happiness* 情绪值越高,首日换手率越高;而且 *Sadness* 和 *Anger* 则恰好相反,表明 *Happiness* 情绪与首日换手率存在正向关系,因此统计上的证据支持积极情绪越丰富,IPO 热度越高,与心境一致性理论中积极情绪引起积极行为的理论相契合。

表 3 高管情绪对公司 IPO 热度的检验(首日换手率 *turnover*)

Panel A	Happiness	Sadness	Surprise	Anger
<i>freq_percent</i>	0.0682 (0.157)	-0.269** (0.135)	0.167 (0.121)	-0.00248 (0.0778)

续表 3

Panel A	Happiness	Sadness	Surprise	Anger
<i>ln_age</i>	-0.314 ** (0.141)	-0.302 ** (0.134)	-0.292 ** (0.130)	-0.307 ** (0.133)
<i>ln_edu</i>	0.0161 (0.0597)	0.0370 (0.0573)	0.0329 (0.0560)	0.0149 (0.0576)
<i>ipo_mrkt</i>	-1.934 *** (0.258)	-1.815 *** (0.250)	-1.913 *** (0.248)	-1.888 *** (0.247)
<i>Constant</i>	2.272 *** (0.529)	2.225 *** (0.511)	2.137 *** (0.486)	2.242 *** (0.501)
<i>Observations</i>	161	172	174	178
<i>R</i> ²	0.0389	0.0360	0.0374	0.0364
Panel B	Happiness	Sadness	Surprise	Anger
<i>Low</i>	0.3316	0.4441	0.3741	0.4417
<i>Middle</i>	0.4447	0.4424	0.3649	0.4116
<i>High</i>	0.4489	0.3604	0.5123	0.3894

注:括号里面是标准差;***、**、* 分别代表显著性为 $p < 0.01, 0.05, 0.1$

资料来源:本文整理

(2) 高管情绪和 IPO 折价率。高管情绪的表达和投资者感知之间的关系通常较难捕捉(李常洪等,2014)^[22],目前仅能从行为结果的角度来进行分析,高管情绪和 IPO 折价 *undprc* 之间的关系检验结果如表 4 所示,其中, IPO 折价指标采用了两个不同的指标: IPO 折价率 *undprc* 和 IPO 首日开盘折价率 *opn_ipo*。

表 4 高管情绪对 IPO 折价的检验

Panel A: IPO 折价_undprc	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	-0.142 (0.666)	-0.242 (0.686)	-0.256 (0.619)	-0.209 (0.627)
<i>Happiness</i>	0.350 ** (0.170)			
<i>Sadness</i>		-0.139 (0.135)		
<i>Surprise</i>			0.247 ** (0.108)	
<i>Anger</i>				-0.199 *** (0.0699)
<i>ln_age</i>	0.0451 (0.181)	0.0759 (0.183)	0.0707 (0.169)	0.0887 (0.170)

续表 4

Panel A: IPO 折价_undprc	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ln_edu</i>	0.0634 (0.0526)	0.0537 (0.0497)	0.0684 (0.0486)	0.0591 (0.0486)
<i>ipo_mrkt</i>	0.658 ** (0.277)	0.608 ** (0.272)	0.593 ** (0.260)	0.605 ** (0.258)
<i>Observations</i>	164	175	177	181
<i>R</i> ²	0.077	0.064	0.082	0.093
Panel B: IPO 折价_opn_ipo	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	0.654 (0.515)	0.517 (0.494)	0.473 (0.453)	0.531 (0.470)
<i>Happiness</i>	0.344 * (0.199)			
<i>Sadness</i>		-0.0204 (0.104)		
<i>Surprise</i>			0.240 *** (0.0870)	
<i>Anger</i>				-0.174 *** (0.0652)
<i>ln_age</i>	-0.135 (0.135)	-0.0927 (0.128)	-0.0926 (0.119)	-0.0800 (0.122)
<i>ln_edu</i>	0.0441 (0.0451)	0.0495 (0.0420)	0.0598 (0.0398)	0.0495 (0.0401)
<i>ipo_mrkt</i>	0.101 (0.185)	0.0606 (0.183)	0.0181 (0.175)	0.0412 (0.174)
<i>Observations</i>	164	175	177	181
<i>R</i> ²	0.037	0.012	0.045	0.049

注:括号里面是标准差;***、**、* 分别代表显著性为 $p < 0.01, 0.05, 0.1$

资料来源:本文整理

表 4 报告了高管不同情绪对 IPO 折价的影响。不论是 Panel A 中的首日折价率 *undprc*, 还是 Panel B 中的首日开盘折价率 *opn_ipo*, 总体而言, 积极情绪(高兴 *Happiness* 和惊奇 *Surprise*) 与消极情绪(悲伤 *Sadness* 和愤怒 *Anger*) 对 IPO 折价的作用完全相反。其中, 消极情绪和 IPO 折价呈负相关关系, 经验证据支持了假设 H_2 和假设 H_{1a} 。同时, 对比悲伤情绪 *Sadness* 和愤怒情绪 *Anger* 的系数可知, 不论是参数估计值的绝对值还是显著性程度, 愤怒情绪 *Anger* 都比悲伤情绪 *Sadness* 更具有说服力, 人们对极端负面情绪的关注度较高 (Fan 等, 2014)^[26], 因此, 假设 H_{1a} 成立, 即高管在路演中所表达的积极情绪越高, IPO 折价率越高; 所表达的消极情绪越高, IPO 折价率和 IPO 开盘折价率越低。

然而, 高管情绪既可能是个人的原因, 也可能是 IPO 进程中具体事件的结果, 比如高管 IPO 推

介时的情绪可能会受到一级市场中发行价定价结果的影响^①,因此,本文就高管推介时的情绪是否可能受到前期 IPO 发行价定价的影响作进一步分析,以 IPO 发行价的定价偏度^②作为自变量,检验了高管情绪是否受到其影响。结果发现,IPO 发行价的定价偏度与高管当时的情绪并无显著的关系^③,说明高管路演推介时的情绪并未受到发行价定价偏误的显著影响。

2. 高管情绪和 IPO 市场的长期收益

根据高管情绪和 IPO 市场表现的研究结论,高管情绪与 IPO 市场表现之间具有显著的关系,那么,这种关系是否具有长期的稳定性呢?从信息有效性的角度来看,高管情绪的作用可能会被后续的价值信息湮没,为此,为验证假设 H₃,本文构建模型(2),检验 IPO 长期超额收益与 IPO 路演中高管情绪波动的关系,模型如下:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \times Managers_{Emotions} + \beta_2 \times CntrlVariables + \varepsilon \quad (2)$$

表 5 中列出了从 IPO 后第 1 天至第 7 天的 CAR 的回归结果。可以看出,ln_freq 越大,说明高管情绪在 IPO 推介过程中越稳定,超额收益率 CAR 越低。说明高管情绪和稳定的市场表现相关。从时间序列来看,ln_freq 的系数表明高管情绪的显著作用在 IPO 两天后消失,并很快转为正向作用,与表 3 和表 4 中 IPO 首日表现基本一致。因此推论,高管路演推介的当时情绪是上市公司长期收益的弱信号,高管情绪仅具有即时作用。

表 5 高管情绪对长期收益的回归结果

CAR	CAR _{d1}	CAR _{d2}	CAR _{d3}	CAR _{d4}	CAR _{d5}	CAR _{d6}	CAR _{d7}
ln_freq	-0.102* (0.0569)	-0.107* (0.0605)	-0.0198 (0.0382)	0.00116 (0.0383)	0.0121 (0.0357)	0.0131 (0.0352)	0.00436 (0.0311)
ln_size	0.0402*** (0.00763)	0.0446*** (0.00820)	0.0123** (0.00564)	0.00886 (0.00556)	0.00653 (0.00531)	0.00741 (0.00514)	0.00868* (0.00455)
lev	-0.374*** (0.119)	-0.449*** (0.133)	-0.224*** (0.0793)	-0.181** (0.0784)	-0.154** (0.0756)	-0.189** (0.0778)	-0.175** (0.0719)
roa	-0.0485 (0.0323)	-0.0497 (0.0333)	0.00236 (0.0166)	0.00645 (0.0153)	0.00838 (0.0150)	0.00665 (0.0177)	-0.00584 (0.0172)
tp_mngr_hld	-0.0355 (0.125)	-0.105 (0.132)	-0.146* (0.0749)	-0.143* (0.0735)	-0.105 (0.0701)	-0.0887 (0.0692)	-0.101 (0.0638)
hhi1	0.155 (0.156)	0.157 (0.179)	0.0908 (0.117)	0.0367 (0.109)	0.0306 (0.105)	0.0103 (0.107)	0.0217 (0.108)
Observations	228	228	228	228	228	228	228
R ²	0.668	0.668	0.292	0.284	0.292	0.322	0.326

注:括号里面是标准差;***、**、* 分别代表显著性为 p < 0.01, 0.05, 0.1

资料来源:本文整理

① 如 2011 年前后,当当网 CEO 李国庆曾就当当网 IPO 发行价可能被压低一事,与摩根斯坦利的“大摩女”在网络上展开了谩骂式的论战。

② IPO 发行价的定价偏度测算采用 Lee 等(1999)^[33]提出的现金流折现方法计算出剩余收益作为公司内在价值。

③ 该检验结果留存备案。

3. 高管情绪与 IPO 后高管持股的变更

为检验高管情绪是否隐含了内部信息,本文从公司高管在 IPO 后的持股行为入手,基于模型(2)另外构建 Logistic 模型如下:

$$\text{Logistic}(\text{Short_long}) = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Managers}_{\text{Emotions}} + \beta_2 \times \text{CntrlVariables} + \varepsilon \quad (3)$$

其中,被解释变量为上市后一年之内关键高管减持和增持行为哑变量 *Short_long*(增持为 1,减持为 0), *ln_freq* 为情绪变化幅度。除此之外,模型还控制了公司层面特征:规模 *size*、财务杠杆 *lev*、高管持股比例 *tp_mgr_hld* 和股权集中度 *HHI*。上市后的高管持股行为与 IPO 时间相隔较远,高管基本特征的作用渐弱,因此在不控制推介高管基本背景特征的前提下,仅考虑高管路演推介时的情绪是否隐含了公司真实信息。表 6 第 1 列中 *ln_freq* 和 *Short_long* 的系数结果表明, *ln_freq* 越大,说明高管情绪在 IPO 推介过程中越稳定, IPO 后高管增持的概率越大;反之,高管情绪在 IPO 中起伏越大,高管减持的可能性越高,说明路演推介高管存在公司信息隐瞒的行为。而表 6 第(3)、第(5)列的系数表明,悲伤和愤怒的表情越多,高管增持可能性越大,因此,高管情绪较为严肃时(以悲伤和愤怒为代表的稳定表现),表明高管对公司未来业绩具有充分的自信和确定性。但表 6 第(4)列的系数显示,惊奇情绪越多,高管减持的可能性越大,可以推断,当高管推介时的情绪不稳定,可能反映了其对公司业绩的不自信和有效信息的隐瞒。

表 6 高管情绪和高管持股变更的 Logistic 回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Constant</i>	-18.73 *** (6.592)	-17.58 ** (6.895)	-20.19 *** (6.894)	-16.54 ** (6.727)	-16.21 *** (6.246)
<i>ln_freq</i>	1.221 ** (0.570)				
<i>Happiness</i>		0.00966 (1.818)			
<i>Sadness</i>			2.581 ** (1.142)		
<i>Surprise</i>				-3.253 ** (1.334)	
<i>Anger</i>					1.234 * (0.710)
<i>ln_size</i>	0.735 ** (0.334)	0.848 ** (0.359)	0.948 *** (0.355)	0.807 ** (0.353)	0.745 ** (0.325)
<i>lev</i>	0.203 (1.238)	-0.0249 (1.349)	-0.466 (1.338)	-0.00697 (1.316)	0.222 (1.239)

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>roa</i>	-0.134 (0.295)	-0.438 (0.352)	-0.0801 (0.314)	-0.177 (0.303)	-0.190 (0.311)
<i>tp_mngr_hld</i>	0.750 (1.203)	0.787 (1.264)	1.391 (1.211)	1.203 (1.224)	0.673 (1.202)
<i>hhi1</i>	1.154 (1.774)	1.323 (1.627)	0.975 (1.546)	1.975 (1.574)	1.476 (1.606)
<i>Pseudo R²</i>	0.0636	0.0532	0.0759	0.0821	0.0587
<i>Observations</i>	167	153	161	161	166

注:括号里面是标准差;***、**、* 分别代表显著性为 $p < 0.01, 0.05, 0.1$

资料来源:本文整理

4. 稳健性检验

为验证本文变量选取和模型设定的稳健性,本文进行如下基本检验:将总中签率 *totalplot* 作为换手率 *turnover* 的替代变量,把情绪的平均置信度 *cal_percent* 作为情绪平均频次 *freq_percent* 的替代变量,对 IPO 首日换手率 *turnover*、IPO 折价率 *undprc* 以及开盘折价率 *opn_ipo* 之间关系进行检验,结果如表 7 所示。总体上,同前文结论对比,表 7 的结果基本证实了本文变量选择和实证结论的稳健性。

表 7 稳健性检验

Panel A: turnover	Happiness	Sadness	Surprise	Anger
<i>cal_percent</i>	0.189 (0.243)	-0.369 ** (0.171)	0.164 (0.140)	-0.0488 (0.123)
<i>ln_age</i>	-0.326 ** (0.137)	-0.312 ** (0.129)	-0.329 ** (0.133)	-0.308 ** (0.132)
<i>ln_edu</i>	0.0120 (0.0578)	0.0162 (0.0542)	0.0191 (0.0569)	0.0146 (0.0571)
<i>ipo_mrkt</i>	-1.864 *** (0.249)	-1.876 *** (0.241)	-1.892 *** (0.247)	-1.888 *** (0.247)
<i>Constant</i>	2.294 *** (0.510)	2.345 *** (0.487)	2.284 *** (0.493)	2.259 *** (0.498)
<i>Observations</i>	180	180	180	180
<i>R²</i>	0.366	0.382	0.369	0.365
Panel B: totalplot	Happiness	Sadness	Surprise	Anger

续表 7

Panel A; turnover	Happiness	Sadness	Surprise	Anger
<i>cal_percent</i>	0.671 (1.440)	2.121 ** (1.002)	-0.212 (0.871)	-0.587 (0.697)
<i>Ctrl Variables</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	180	180	180	180
R^2	0.026	0.048	0.025	0.028
Panel C undprc	Happiness	Sadness	Surprise	Anger
<i>cal_percent</i>	0.750 *** (0.231)	-0.0980 (0.151)	0.349 ** (0.136)	-0.284 ** (0.113)
<i>Ctrl Variables</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	180	180	180	180
R^2	0.104	0.065	0.095	0.089
Panel D opn_ipo	Happiness	Sadness	Surprise	Anger
<i>cal_percent</i>	0.652 *** (0.244)	-0.155 (0.133)	0.345 *** (0.108)	-0.275 ** (0.108)
<i>Ctrl Variables</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	180	180	180	180
R^2	0.059	0.019	0.058	0.048

注:括号里面是标准差;***、**、* 分别代表显著性为 $p < 0.01, 0.05, 0.1$

资料来源:本文整理

同时,进一步采用工具变量法验证以上结论的稳健性,本文采用高管在路演中声音变化作为高管推介时情绪波动的工具变量,结果同样支持了本文以上结论。相比较于 Blankespoor 等(2016)^[8]的采用的问卷调查的方法,本文对高管表情的衡量方法较为单一^①,为此,本文采用业界较为成熟的 Noldus 公司提供的 FaceReader 软件试用版对本文的原始数据再次处理,并与本文情绪分析方法所得指标对比发现,两种方法获取的数据相似度较大,并且所得实证分析结论一致,说明表 1 所示的视频识别标准为业界和学界所公认,也进一步说明本文所用方法的普适性。以上两部分的分析因篇幅所限,故留存备案。

五、结论与展望

随着网络媒体的发展,上市公司信息披露的渠道已不仅限于传统方式(新闻报道、公告文字),网络新闻发布、高管访谈、社交网络等方式,逐渐在多媒体时代成为更加便捷的信息披露方式。而在多媒体时代,重要的信息发布者(董事长、CEO 等)的个人特征逐步引起了投资者的关注,比如

① 感谢 2016 年第三届全国公司治理青年论坛会议专家对此问题给予的宝贵意见和帮助。

Blankespoor 等(2016)^[8]发现,公司 CEO 在 IPO 期间短暂的亮相就在资本市场中引起显著 IPO 收益变化。因此,深入探索重要信息发布者的信息披露和资本市场之间的关系是当前较为重要的前沿课题。

本文以上市公司路演为具体研究事件,率先采用科学的情绪分析方法对我国 A 股创业板公司的高管在路演推介时的情绪进行分析,发现:总体上,高管在路演推介中表现出的积极情绪越丰富,投资者对 IPO 的参与热度越高、IPO 折价率越高;而高管的消极情绪越多,投资者对 IPO 的参与热度越低。原因在于,高管表达出的消极情绪越多,越能引起投资者的警觉,投资行为更谨慎,因此,减少了 IPO 市场的投资行为。但是,随着 IPO 后更多、更高质量的上市公司的信息被披露,高管的即时表现所传递的信息会被后续的价值信息所湮没,因此,高管情绪在资本市场中的影响不具有长期性,属于严格意义上的“弱”信息。进一步对比 IPO 后的高管行为和高管推介致辞时的情绪发现,高管在 IPO 路演推介致辞时所表达的情绪存在公司信息隐藏的可能性。为证实本文结论的稳健性,本文采用业界成熟的方法,即利用 Facereader 对本文数据再次分析发现,两种方法所得结果相关性较大,说明本文情绪分析方法中情绪判定标准的普适性。另外,进一步采用高管的声音变化作为路演推介时高管情绪波动的工具变量,得出同样稳健的结论。

综上,本文认为,高管情绪起到了信息传递的作用;对比传统的信息披露渠道,管理者情绪也是信息披露的重要路径之一。同时研究也表明高管的言行举止是公司市场价值的影响因素之一。当互联网已经成为公司全方位信息披露的平台时,上市公司应足够重视 IPO 路演、股东大会等常规和非常规的信息披露方式,尤其要关注信息披露中人的因素、环境因素和言谈话语等增量信息,选拔素质较高的信息发布者,排除负面信息的干扰,树立良好的公司形象。而在职业经理人市场不健全的新兴经济体中,高管群体(尤其是家族制的民营企业)的素质参差不齐,所以,公众场合下的言行举止尤为重要,不论是高管的相貌,还是语音和语调都属于非正式信息披露的渠道,沈艺峰等(2017)^[6]对我国上市公司高管的声音和语调在资本市场中的作用做出了开拓性的研究。囿于本文研究所限,语音语调和情绪之间的确定性关系尚无法确认,但这是本文在未来研究中更科学的方向^①。

本文以被学界普遍忽视的 IPO 路演为具体研究事件,通过信息披露的视角,为我国上市公司高管行为的研究做出了初步探索。不同于 Blankespoor 等(2016)^[8]采用高管印象的主观评价数据,本文采用高管情绪的直接测度,在研究内容上把对高管特征的探索推进到人类学、心理学和生理学的后天特征领域(沈艺峰、王夫乐,2016)^[34],并且也为高管情绪对市场表现和财务行为的影响提供了初步证据;另外,本文把对高管特征的探索推进到人类学、心理学和生理学的后天特征领域,并且也为高管情绪对市场表现和财务行为的影响提供了初步证据;在后续研究中,继续从高管生理特征的角度探寻管理者行为因素的根源和具体作用是今后努力的目标。

参考文献

- [1] Loughran T, McDonald B. When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10 - Ks [J]. The Journal of Finance, 2011, (1): 35 - 65.
- [2] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 信息发布者的财务经历与企业的融资约束 [J]. 北京: 经济研究, 2016, (6): 83 - 97.
- [3] 王跃堂, 周雪. 管理层披露的信息可信吗? [J]. 北京: 经济管理, 2006, (5): 20 - 23.
- [4] Larcker D F, Zakolyukina A A. , Detecting Deceptive Discussions in Conference Calls [J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50, (2): 495 - 540.

① 感谢审稿人的宝贵意见。

- [5] Mayew W J, Venkatchalam M, The Power of Voice; Managerial Affective States and Future Firm Performance [J]. *The Journal of Finance*, 2012, (1): 1 - 43.
- [6] 沈艺峰, 王夫乐, 黄娟娟, 纪荣嵘. 高管之“人”的先天特征在 IPO 市场中起作用吗? [J]. *北京: 管理世界*, 2017, (9): 141 - 154.
- [7] Hanbrick D C, Mason P A, Upper Echelons Organization as a Reflection of its Managers [J]. *The Academy of Management Review*, 1984, (2): 193 - 206.
- [8] Blankespoor E, Hendricks B, Miller G S. , Perceptions and Price: Evidence from CEO Presentations at IPO Roadshows [Z]. *Social Science Electronic Publishing*, 2016.
- [9] 李常青, 王毅辉, 张凤展. 上市公司“管理层讨论与分析”披露质量影响因素研究 [J]. *北京: 经济管理*, 2008, (4): 29 - 34.
- [10] Bushee B J, Jung M J, Miller G S. , Conference Presentations and the Disclosure Milieu [J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, (5): 1163 - 1192.
- [11] 凯恩斯. 就业、利息和货币通论 [M]. *北京: 商务印书馆*, 2011.
- [12] Kaufman B E. , Emotional Arousal as a Source of Bounded Rationality [J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1999, (2): 135 - 144.
- [13] Aviezer H, Ran R H, Ryan J, et al. , Angry, Disgusted, or Afraid? Studies on the Malleability of Emotion Perception [J]. *Psychological Science*, 2008, (7): 724 - 732.
- [14] Widen S C, Naab P. , Can an Anger Face also be Scared? Malleability of Facial Expressions [J]. *Emotion*, 2011, (5): 919 - 925.
- [15] 袁加锦, 李红. 人类对情绪事件效价强度的易感性及神经机制 [J]. *北京: 心理科学进展*, 2012, (1): 10 - 19.
- [16] Bower G H, Monteiro K P, Gilligan S G. , Emotional Mood as a Context for Learning and Recall [J]. *Journal of Verbal Learning & Verbal Behavior*, 1978, (5): 573 - 585.
- [17] Jia Y, Laurence V L, Zeng Y. , Masculinity, Testosterone, and Financial Misreporting [J]. *Journal of Accounting Research*, 2014, (5): 1195 - 1246.
- [18] 刘咏梅, 卫旭华, 陈晓红. 群体情绪智力对群决策行为和结果的影响研究 [J]. *天津: 管理科学学报*, 2011, (10): 11 - 27.
- [19] 庄锦英. 情绪与决策的关系 [J]. *北京: 心理科学进展*, 2003, (4): 423 - 431.
- [20] 肖慧琳, 李卫锋. 高管决策的情绪调节机制: 基于准实验现场的研究 [J]. *天津: 管理科学学报*, 2014, (10): 60 - 69.
- [21] Staw B M, Sutton R I, Pelled L H. , Employee Positive Emotion and Favorable Outcomes at the Workplace [J]. *Organization Science*, 2014, (1): 51 - 71.
- [22] 李常洪, 高培霞, 韩瑞婧, 宋志红. 消极情绪影响人际信任的线索效应: 基于信任博弈范式的检验 [J]. *天津: 管理科学学报*, 2014, (10): 50 - 59.
- [23] Ohman A, Flykt A, Esteves F. , Emotion Drives Attention: Detecting the Snake in the Grass [J]. *Journal of Experimental Psychology General*, 2001, 130, (3): 466 - 478.
- [24] Lipp O V, Derakshan N, Waters A M, et al. , Snakes and Cats in the Flower Bed: Fast Detection is not Specific to Pictures of Fear-relevant Animals [J]. *Emotion*, 2004, 4, (3): 233 - 250.
- [25] 牟兵兵, 宛小昂. 视觉搜索中的情绪干扰项预习效应 [J]. *北京: 心理学报*, 2014, (11): 1603 - 1612.
- [26] Fan R, Zhao J, Chen Y, et al. , Anger Is More Influential than Joy: Sentiment Correlation in Weibo [R/OL]. *Plos One*, 2014, (10): e110184. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0110184>.
- [27] Dikolli S S, Mayew W J, Steffen T D. , Honoring One's Word: CEO Integrity and Accruals Quality [R/OL]. *SSRN Electronic Publishing*, 2012. <https://ssrn.com/abstract=2131476>.
- [28] Haase, Claudia M. et al. , Interpersonal Emotional Behaviors and Physical Health: A 20 - Year Longitudinal Study of Long-Term Married Couples [J]. *Emotion*, 2016, (7): 965 - 977.
- [29] Goldman A I, Sripada C S. , Simulationist Models of Face-based Emotion Recognition [J]. *Cognition*, 2005, 94, (3): 193 - 213.
- [30] Borth, Damian, et al. , Large-scale Visual Sentiment Ontology and Detectors Using Adjective Noun Pairs [C]. *Proceedings of the 21st ACM international conference on Multimedia, ACM*, 2013.
- [31] 邵新建, 巫和懋, 李泽广, 唐丹. 中国 IPO 上市首日的超高换手率之谜 [J]. *北京: 金融研究*, 2011, (9): 122 - 137.
- [32] 沈艺峰, 王夫乐, 陈维. “学院派”的力量: 来自具有学术背景独立董事的经验证据 [J]. *北京: 经济管理*, 2016, (5): 176 - 186.
- [33] Lee C M C, Myers J, Swaminathan B. , What is the Intrinsic Value of the Dow? [J]. *Journal of Finance*, 1999, (5): 1693 - 1741.
- [34] 沈艺峰, 王夫乐. 人类学对投资与财务行为的影响研究进展 [J]. *北京: 经济学动态*, 2016, (1): 115 - 126.

Does Managers' Moods Really Matter in Disclosure? Evidence from IPOs Roadshow

WANG Fu-le

(Department of Finance, School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: On behalf of development of internet media, the channel of disclosure has expanded to online news conference, interviews with managers and managers' social network, from traditional news report and announcements in newspapers and announcement. So the spokesmen of enterprise should attract the attentions from the market in the rich media era. Blankespoor, et al., (2016) find that, the first impressions of the CEOs of listed firms, generated in IPO roadshows, is related to the variation of return. Therefore, depth analysis to the top manager's activities in market is the significant topics.

Employing the IPO roadshows of China A-share market as the event, this study firstly takes the scientific methods of analyzing managers' mood, which shown in their oral recommendation of IPO roadshow. We find that, the more positive emotion shown then, more participation of IPO bidding, more underpricing. But, more negative emotion results into less bidding. We argue that, more negative emotion shown seem like the sign of vigilance, so the investors might be more caution on investment, even no activity. Whereas, with more qualified information come out, the influence of managers' moods on oral recommendation should disappear soon. So this kind of weak information has no long-term effect. Furthermore, we compare managers' holding variations before and after IPOs, finds that, the managers' moods shown in oral recommendation should imply the valuable information. In robust test, we take the Facereader software to manipulate our data again, then we get the similar variables. It means the principle of mood judgment is shared by the industry and academic. For more robust conclusion, we employ the voice fluctuation as the instrumental variable, it also stands.

There are few attentions payed on IPO roadshow in academic. Although IPO roadshow is designed as the first public disclosure of listing firms, it has been an acting now. The first purpose of our research is to rediscovery the importance of IPO roadshow. Roadshow should not be the restatement of firms' public news, it could supply more details information and interaction with small investors. But as far as I know, for the success of listing, firms' managers and underwriters have no effective responses to small investors, even if they raise a reasonable question online. Roadshow has no any valuable information disclosure activities in the process of IPO.

Summing up, the managers' mood act as disclosure in different public shows. So it show be considered as the channel of disclosure. Which also means that, the activity, speech and appearance of managers have been one of the pricing factors. In this era, the Internet has been the most important communication platform, the public firms should pay more attentions on the non-formal disclosure channel, such as roadshows and stockholder meeting, especially for the additional information, unconscious released from human beings, atmosphere and words at that time. In our emerging economy, for lack of full professional managers market, the quality of all firms' managers is uneven, especially for private enterprise, the public behaviors is more important to market performance. Besides, this study mixes the managers behavior with anthropology, psychology and physiology, show the preliminary evidence of managers' mood influence on market performance. In the future, the mechanism of managers' mood function in manager behaviors should be the next important topic.

This paper is the first study of managers moods in finance and corporate government in China, which is also one of the series research on managers physical studies, Yifeng Shen et al., (2016a, 2016b, 2017). We argue that, it should be the scientific direction of seeking the initial motivation of government, jointing with psychology, sociology and physiology. Although this paper has make a primary insight to this area, but, we still suggest that, more accurate evidence lying on physical and neural characteristics. It might be a tough way, because the neurology could supply the seeming phenomenon, but lack of illustration on theory and mechanism. So this study shares the same limitation, moods summing from the expression of speaker is a probability event. Insight of the mechanism of the expression and mood from the aspect of neurology, should be the first step of this kinds of research. More stable studies might be come out then.

Key Words: managers' mood; IPOs roadshow; disclosure

JEL Classification: G30, G32, D14

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.02.007

(责任编辑:鲁言)