

投资者关注与年报问询函市场反应*

——价格压力还是信息传递

胡玮佳^{1,2} 张开元³



1. 吉林财经大学会计学院,吉林 长春 130117;
2. 香港理工大学会计与金融学院,香港 999077;
3. 北京交通大学经济管理学院,北京 100044)

内容提要:根据现有理论,投资者行为可能给市场带来价格压力,同时信息搜索行为会产生信息传递,从而降低市场信息不对称。本文以2015—2017年沪深交易所公开披露的年报问询函为事件背景,以超额百度搜索指数为投资者关注的衡量变量,对投资者关注对问询函公告日市场反应的影响进行检验。结果发现,投资者关注削弱了市场对问询函事件的负面反应,这说明“价格压力”与“信息传递”可能同时存在。经过进一步验证,本文证实了中国市场投资者关注行为降低了市场信息不对称程度。在进一步分析中发现,投资者关注降低了收到函件公司的信息补救成本。研究结论旨在为信息披露监管层面及投资者行为等研究领域提供政策启示及研究方向。

关键词:投资者关注 年报问询函 事件研究

中图分类号:F832 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)10—0162—16

一、引言

我国资本市场设立具有监管职能的交易所不到30年,市场投资者总数已超过一亿人,其中,个人投资者交易额占比超过80%^①。自2015年开始,交易所对上市公司信息披露实施“刨根问底”的问询式监管,这对保护资本市场中小股东的合法权益起到了关键作用。2018年,沪深交易所分别提出,要切实加强交易所的一线监管职能,进一步拓展交易所职能范围,丰富交易所一线监管手段,强化交易所的风险防控职责^②。

“大量的信息导致了关注的匮乏”(Simon,1973)^[1]。Simon在研究组织管理与决策中发现,信息发展之快及丰富,使信息接受者(即投资者)的注意力大幅损耗。随着信息不断充裕,真正决定能否做出有价值决策的关键因素是注意力。在资本市场中,存在大量有价值和无价值的信息影响投资者及其他利益相关者的投资决策,投资者信息搜索行为及注意力对市场产生了尤为重要的影

收稿日期:2019-05-09

*基金项目:中国博士后科学基金第65批面上项目“投资者调研对上市公司资本成本影响研究”(2019M650495);吉林省社会科学基金项目“审计报告模式重构对吉林省上市公司会计信息披露行为的影响及经济后果研究”(2018BS37);吉林省教育厅“十三五”社会科学基金项目“吉林省上市公司会计信息披露行为的制度经济学分析及实证检验”(JJKH20190753SK)。

作者简介:胡玮佳,女,讲师,管理学博士,研究领域是财务会计,电子邮箱:weijia_hu@foxmail.com;张开元,男,硕士研究生,研究领域是财务会计与并购重组,电子邮箱:13810436286@163.com。通讯作者:胡玮佳。

①本文研究的“投资者关注”指“个人投资者关注”。

②详情参见上海证券报网站:<http://news.cnstock.com/news,yw-201804-4214597.htm>。

响。当前,文献中关于投资者关注的研究主要基于两种理论:一是有限关注理论,即在信息时代,投资者在面临海量信息时,他们的关注行为(主要表现为信息搜索)成为了一种稀缺资源,当某一只股票获得较多投资者关注时,其未来可能被买入的潜在可能性更大,具有股价上涨的“价格压力”(Barber和Odean,2008^[2];俞庆进和张兵,2012^[3]);二是信息传递理论,投资者关注主要表现为某事件前对相关股票的信息搜索,获取并解读相关信息,在一定程度上降低了市场的信息不对称程度。随着事件前投资者信息搜索活动增强,股价对事件发生时的即时反应较弱(冯旭南,2014)^[4]。在中国现有制度环境下,市场监管力度较弱,中小投资者保护不够完善,投资者关注行为带来的更多是价格压力还是降低了市场信息不对称程度,是一个需要实证检验的重要问题。

本文手工收集了2015—2017年沪深交易所网站公布的针对年报披露信息发出的问询函件,将收到函件的上市公司作为研究样本,对投资者关注是否影响了年报问询函公告的市场反应进行了理论分析及实证检验。本文发现,投资者事前关注与年报问询函的市场反应正相关,这表明,如果公司年报披露前或收到问询函前投资者关注程度较高,那么,市场对公司收到问询函的“坏消息”反应则较弱。进一步的实证检验发现,投资者的关注与问询函事件的短期市场反应并未出现事后反转,说明中国市场的投资者的关注行为具有信息获取的作用,从而证实了信息传递理论。在进一步分析中,本文借鉴Cassell等(2013)^[5]的研究,从公司层面对投资者关注与问询函事件的影响进行研究,结果发现,投资者的信息搜索等行为,会降低管理层受到函件“处罚”的信息补救或信息修复成本,从公司的微观层面验证了投资者关注的信息效应。

本文可能的贡献主要有以下方面:一是增加了有关监管事件的经验证据。以往,针对监管事件的研究多集中于证监会或交易所的违规公告等处罚性监管,直到近两年,关于交易所一线监管的经验证据才逐渐增多(陈运森等,2018^[6];李晓溪等,2019^[7])。然而,文献中仍缺乏针对个人投资者行为与监管事件经济后果之间关系的研究。本文以非处罚性监管信息的公告披露为事件背景,基于已有理论,对我国资本市场投资者关注的影响作用路径进行了理论分析及实证检验。二是通过手工搜集交易所披露年报问询函的时间及相关内容,对函件层面及公司层面的特征进行衡量,有效计量了函件的复杂程度等变量;并借鉴以往文献(Cassell等,2013)^[5],对收到函件的上市公司信息修复成本进行计量,从实证设计上多角度验证投资者关注行为的影响作用。三是补充我国资本市场投资者行为的相关研究。资本市场的个人投资者(即“散户”)通常被认为是市场交易中的“噪声交易者”。与机构投资者及其他市场参与者不同,个人投资者由于缺乏专业的财务知识,收集和分析信息、风险控制能力较差,处于信息劣势等原因,被认为不具有信息获取及信息解读能力。根据已有文献(Da等,2011^[8];冯旭南,2014^[4]),本文通过计算年报披露前一周百度指数的超额/异常网络搜索量(ASVI)作为投资者关注衡量变量对研究问题进行验证,证实投资者网络信息搜索的关注行为具有降低市场信息不对称的作用。

二、文献综述

1. 投资者关注的文献综述

基于注意力经济学,“有限关注理论”认为,投资者拥有的时间与精力是有限的,当面临市场中存在的大量信息时,不可能分析、消化市场中的所有信息(肖奇和屈文洲,2017)^[9]。由于这些局限性,投资者一般选择关注具有买入意愿的股票,即“投资者关注反映投资者心理的认知过程”(权小锋和吴世农,2010)^[10]。同时,基于Chemmanur和Yan(2009)^[11]、Miller(1977)^[12]的“投资者认知假说”,投资者关注增加也加大了“股票价值信念的异质性”,导致了意见分歧以及卖空约束(即只有乐观投资者才有购买欲望)。那么,被投资者关注较高的股票,则代表了潜在的购买需求(Barber和Odean,2008)^[2]。个体投资者是“受关注股票的净买入者”,被关注的股票由于“价格压力”,未

来会有更高的股票收益;搜索频率越高的股票,市场收益越高(Da等,2011)^[8]。张继德等(2014)^[13]认为,中国股市受政府或监管层发布信息的影响较大,“有限关注”使投资者对信息获取的能力受限,使其对相关公司的信息解读不足,这种现象直接反映在股价与成交量上。由于持有的股票类别有限,投资者通常只会关注存在潜在买入/卖出的股票(McNichols和Trueman,1994)^[14]。

基于信息经济学的“信息传递理论”认为,投资者具有信息获取并解读信息的能力。与机构投资者不同,大多数市场投资者并不具备专业的证券分析能力与信息优势,因此,投资者通过互联网进行信息搜索、获取信息。通过解读信息降低自身与公司管理层之间的信息不对称,产生了积极的“信息效应”。王磊和孔东民(2014)^[15]发现,盈余公告日期间市场反应与个人投资者关注正相关;张继德等(2014)^[13]通过对上证180指数样本公司股票进行研究发现,以百度搜索引擎为渠道进行信息搜索的投资者关注与股票流动性正相关;刘莎莎和孔高文(2017)^[16]认为,投资者主动信息搜索行为降低了股票市场的交易行为偏差;冯旭南(2014)^[4]利用百度指数作为投资者获取信息的衡量变量,选取上市公司业绩预告为事件进行研究发现,随着公开信息披露前投资者搜寻活动增加,业绩预告披露时的市场反应却较弱,这说明投资者具有信息获取和解读的能力。通过投资者的信息搜寻活动,信息在事件前就融入股价中,降低了市场反应。Drake等(2012)^[17]发现,上市公司公开披露的信息并不是被市场迅速吸收,而是在信息披露前的一周内,随着投资者信息搜寻活动增加就已经反映在股价上了。他们发现,在公告日前5天,当投资者搜寻信息活跃时,盈余公告与前5天交易量的关系更显著,说明当网络搜索量在事件前较高时,股价会在事件前融入更多的信息。

早期研究多使用市场成交量或换手率作为投资者关注的主要衡量变量(Peng等,2007^[18];权小锋和吴世农,2010^[10]),后来,文献中常用的投资者关注衡量变量包括新闻报道数量(Barber和Odean,2008)^[2]、涨停板(Seasholes和Wu,2007)^[19]、广告费用(Lou,2014^[20];Chemmanur和Yan,2009^[11])等。但这些间接变量在信息不对称的条件下,受市场多重因素影响,并不能代表市场普通投资者主要的关注程度(张继德等,2014)^[13]。因而,近年来,市场投资者的网络搜索量逐渐受到学界的关注。以谷歌搜索指数为例,现有研究基于西方资本市场的发现,市场投资者在谷歌的搜索数据量可以作为资本市场收益及上市公司预期业绩的主要预测变量(Da等,2011)^[8]。我国早期针对投资者的网络搜索量主要使用和讯网的“A股市场关注度”(金雪军和周建锋,2014)^[21]数据进行衡量,后来由于百度搜索引擎在中国市场的使用率独居鳌头,国内学者逐渐使用百度指数作为投资者关注或信息搜取活动的主要衡量变量(冯旭南,2014^[4];刘莎莎和孔高文,2017^[16])。俞庆进和张兵(2012)^[3]通过使用百度指数衡量个体投资者关注,发现投资者主要使用搜索引擎来获取有意愿买入股票的信息,并发现搜索指数除了能够反映市场运行的基本状况,还能一定程度预测未来市场的发展走向。

2. 年报问询函的相关研究

证券市场监管层对会计信息披露的监管是否有效是学术界尚未解决的重要问题之一(Healy和Palepu,2001)^[22],其监管行为是否具有信息含量一直是投资者和其他市场参与者关注的重要问题(陈运森等,2018)^[6]。以往研究主要关注监管层处罚行为带来的经济后果(例如违规公告的市场反应),因此,非处罚式的问询式监管提供了考察监管效力的另一视角(Johnston和Petacchi,2017)^[23]。美国证券交易委员会(SEC)通过问询函的方式对信息披露进行监管的方式出现较早,现有研究的主要经验性证据来自美国市场的信息披露数据^①。为提高市场信息透明度,萨班斯法案(Sarbanes,2002)^[24]要求SEC的公司财务部至少每三年对上市公司财务报告信息进行审查,包

^① 根据官方披露的数据,早在20世纪30年代,问询函式的监管行为已经存在。详情见:www.sechistorical.org。但对问询函的公开披露起始于2005年5月12日。

括上市公司注册文件以及年度、中期、季度等报告(Dechow等,2016)^[25]。由于数据较为完善,针对SEC监管效果的研究已取得了一定成果。例如,Cassell等(2013)^[5]针对收到SEC问询函公司的相关特征进行研究发现,低盈利、高复杂度、聘用小规模会计师事务所及公司治理较差的企业更可能被监管层发函问询;同时,这类公司需要更多的补救成本来回复监管层的信息披露要求。Johnston和Petacchi(2017)^[23]采用美国资本市场2004—2006年上市公司数据及监管层披露的6057封问询函作为样本,研究发函行为是否改善信息环境。结果发现,市场并没有将收到问询函作为公司具有较差信息质量的信号,也不会影响上市公司的信誉。反之,问询函改善了被问询公司的信息环境并提高市场对盈利的解读效率。Dechow等(2016)^[25]通过观察问询函事件期的内部人交易,发现问询函确实存在增量信息。而Hirshleifer和Teoh(2003)^[26]则认为,市场对问询函的反应存在滞后性。在公司其他特征方面,Heese等(2017)^[27]发现,存在政治关联的公司收到SEC问询函的可能性是38.5%;相比之下,没有政治关联的公司收到问询函的概率是33.7%,二者存在显著差距。

SEC公司财务部将审查行为称为是“从潜在投资者角度对披露信息进行评估,并从投资者的角度对企业披露的相关信息进行咨询”(SEC,2009^[28];Dechow等,2016^[25])。审查后会发出问询函,要求上市公司披露额外的信息对问询函中提出的问题解释。通常,这种函件与回函会进行数轮,直到发函方确认公司在所有重大方面均符合监管层要求(Dechow等,2016)^[25]。在针对我国市场监管效果的研究中,对问询函的经验研究尚处在发展阶段,但现有大量研究已经发现,监管层对上市公司的公开处罚,会引来市场价格的跌落,导致投资者严重亏损(黄政和吴国萍,2013)^[29]。吴溪和张俊生(2014)^[30]通过以中国证监会立案公告为研究事件发现,投资者对立案公告披露的反应,要大于正式违规处罚公布时的反应,这说明,在公司受到监管部门正式处罚前,处罚效应已经表现在公司股价上。随着近年来沪深两大交易所对上市公司的监管措施不断升级,以发函形式对上市公司进行询问和关注,并要求公司回复等已成为重点监管手段。例如,李琳等(2017)^[31]利用2015—2016年深交所公开披露的年报问询函作为研究样本发现,年报问询函及回复函事件期内,市场在窗口期内均出现负面股价反应,给公司带来了负面影响。其中,按规定时间回复的公司样本市场负面反应较弱,且发生内部减持(包括董/监、高管和持股超过5%的股东及相关人亲属)的样本公司在问询及回复窗口损失更大。他们的研究证实了年报问询函及公司回复函给市场带来的信息效应。陈运森等(2018)^[6]通过对2007—2016年间披露的财务报告问询函进行分析发现,市场对公司收到问询函的反应显著为负,但在回复函公告披露的窗口期市场异常收益显著为正。杨海波和李建勇(2018)^[32]以2015年深交所披露的问询函事件涉及的上市公司为样本,研究发现,事件窗口累积平均超额收益率在公告之后显著为正。他们认为,交易所问询监管行为并没有对相应上市公司起到处罚效应。

本文认为,以往研究没有得到一致结论的原因,一是因为问询式监管是基于已公开披露的数据,在市场有效的情况下,函件本身不应具有信息含量;二是尽管以往基于西方资本市场的数据将问询函件作为较低财务会计信息质量的表征(Gietzmann和Pettinicchio,2013)^[33]或有效公司治理的表象(Robinson等,2011)^[34],但在信息不对称问题较为严重、散户占比较大的制度情境下,投资者的信息搜索行为等关注活动是否会影响问询式监管的市场反应,仍是尚待实证检验的研究问题。

三、理论分析与假设提出

鉴于互联网普及使用及网络资源的丰富性,本文以通过百度引擎对特定股票进行搜索的相关数据衡量投资者关注程度。以交易所针对上市公司披露的年报发布问询函的事件为研究背景,本文构建了投资者关注(信息搜索)对上市公司股价影响的理论框架,如图1所示。在该框架下,本文认为,投资者关注行为的影响机制主要存在两条路径:价格压力和信息传递。

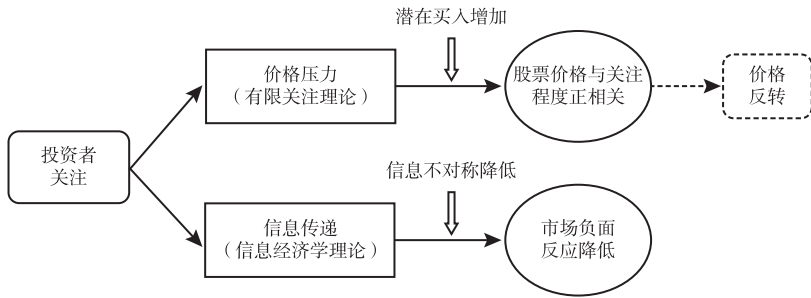


图1 理论分析路径

资料来源:本文绘制

1. “价格压力假说”路径

基于心理学的有限关注理论认为,投资者关注是一种稀缺资源(Barber和Odean,2008^[2];赵龙凯等,2013^[35])。无论是出于认知或时间的局限性,投资者都无法获取并关注所有股票信息。因此,投资者会转而关注那些有潜在买入意愿的股票,并通过网络搜索获取这些股票的相关信息(Chemmanur和Yan,2009)^[11]。Gervais等(2001)^[36]认为,股票持有者是对投资前景具有乐观态度的投资者,投资者关注增加很可能会导致市场股价收益上涨。当特定股票被搜索的频率增加时,意味着投资者对该股票有更高的潜在买入意愿,那么,股票收益也会增加(肖奇和屈文洲,2017)^[9]。在这种价格压力假设下,被关注程度较高的股票,会在市场有更高收益。另一方面,股票买卖双方不仅是交易方向上的不同(Barber和Odean,2008)^[2]。买入会随着关注程度的增加而增加,但卖空行为的前提是投资者手中持有该股票。可以认为,投资者的关注代表了特定股票的潜在买入行为,即投资者的信息搜索行为代表了投资者可能存在的购买意愿或一定的乐观预期(肖奇和屈文洲,2017)^[9],当市场披露新信息时,会与事件窗口期内的超额收益率显著正相关;这种由于价格压力而导致的投资者关注与市场反应的正相关关系,会在事件后短期内出现反转。

2. “信息传递假说”路径

基于信息经济学,信息的有效传递能够降低信息获取成本,降低市场不对称程度。在此路径下,投资者关注影响机制的核心作用在于提高了信息传递效率,降低了市场信息不对称程度。投资者对信息的搜索可分为对市场已有信息的进一步搜索(后文简称“被动搜索”)和对未知信息的主动搜索。对前者来说,McNichols和Trueman(1994)^[14]认为,公开披露的信息可以激发私人信息获取活动。投资者在获得公开披露信息之后进行了信息的被动搜索。如果没有限制投资者关注的时间段,那么,关注度本身可能是存在噪音的。在年报问询函的研究背景下,被动搜索认为,投资者已经获取了关于上市公司的年度财务信息,在此基础上进一步地进行信息搜索。与其他公司相比,收到年报问询函的上市公司披露的年度财务报告当中存在一定信息披露违规问题(Dechow等,2016^[25];李琳等,2017^[31])。这种被问询式监管会引来较为显著的“处罚效应”,即市场的负面反应。但是,如果投资者在事件前进行了一定的信息搜索,对上市公司的相关股票进行了关注,那么,这种关注会增加市场的信息含量,当年报问询函披露时,由于投资者的信息搜索降低了投资者与公司之间的信息不对称程度,因此,减弱了问询函披露时的市场负面反应。而后者主动搜索中投资者的关注时间段则与“价格关注”假设下投资者的关注期间相同。因此,本文提出如下假设:

H_1 :无论是基于有限关注的价格压力假说,还是基于信息传递假说的减弱市场负面反应,年报问询函事件披露日的累积异常收益与投资者关注均存在显著的正相关关系。

H_{2a} :基于价格压力假说,上市公司投资者信息搜索与年报问询函披露日的市场反应正相关,但会在事件后出现短期反转。

H_{2b} :基于信息传递假说,上市公司投资者信息搜索削弱了年报问询函披露的负面市场反应,并在事件后未出现短期反转。

四、样本选取及研究设计

1. 样本选取

本文以2015年1月1日—2017年12月31日为研究时段,手工搜集和整理了沪深交易所公开披露的年报问询函样本。其中,包括深交所披露问询函508件,上交所121件,共629件年报问询函;样本公司的财务数据来自国泰安数据库;衡量投资者关注的百度指数来自百度指数官方网站。根据数据的可用性和可获取性剔除部分样本,包括同年收到两次以上问询函观测值(23件)、回复函时间及数据缺失观测值(7件)、函件内容不可用观测值(3件)、问询函披露日期前后3天缺少交易数据观测值(7件)、投资者搜索量(百度指数)缺失观测值(41件),最终剩余观察值548件。

2. 变量设计

(1)投资者关注的衡量。本文借鉴以往研究(Drake等,2012^[17];冯旭南,2014^[4]),在百度指数^①的基础上计算超额搜索量(ASVI)作为投资者关注的衡量变量,即在定义投资者关注时假设,当某一特定股票代码在百度搜索引擎被搜索时,则认为该只股票受到投资者关注。具体算法为:

$$ASVI_t = \ln(SVI_t) - \ln[Med(SVI_{t-1}, \dots, SVI_{t-8})] \quad (1)$$

其中,ASVI为该股票在 t 周的超额搜索量,SVI为对应的百度指数,计算超额搜索量是通过 t 周SVI的自然对数值减去过去8周SVI中位数的自然对数值。以往研究中,以证券简称或股票代码为关键词的搜索量为主(冯旭南,2014)^[4],本文使用以样本公司股票代码为关键词,以百度搜索的周指数作为计算投资者关注的基础数据,这样做的原因在于:一是搜索引擎是大众投资者主动获取信息的主要途径,在中国大陆,百度是覆盖最广的搜索引擎,因此,百度指数可以作为代表投资者关注的主要衡量工具;二是当投资者搜索股票名称时,很可能是由于需要对相关商品进行购买,而不是对该只股票具有投资意向,也不能说明是对公司财务报告的信息搜寻(Da等,2011)^[8]。相反,搜索特定的股票代码时,则更可能代表投资者出于买入或卖出的意愿,对公司财务信息及投资前景信息的搜索,更准确地代表投资者对于股票的关注程度及信息搜寻能力。因此,本文使用股票代码为关键词的搜索量为投资者对某只股票关注的主要衡量变量,与使用股票简称相比,后者的搜索数据中可能包含大量的非买入意向搜索(张继德等,2014)^[13],会导致关键变量的衡量偏差^②。

(2)年报问询函的市场反应衡量。本文采用事件研究法对函件公告的信息含量进行衡量,将函件披露日($t=0$)附近相关交易日的累积超额回报作为年报问询函事件的市场反应衡量变量。借鉴以往研究(黄政和吴国萍,2013^[29];陈运森等,2018^[6]),本文以样本公司在函件披露日前后3个交易日为窗口,对超额收益率和累积超额收益率进行计算。

首先,本文采用市场调整模型,对公司相对市场在同窗口内的超额回报进行计算,日超额收益率 $AR_{i,t}$ 的计算公式为:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

① 本文使用的百度指数主要指百度搜索指数,是以网民在百度的搜索量为数据基础,以关键词为统计对象,科学分析并计算出各个关键词在百度网页搜索中搜索频次的加权和。根据使用百度搜索来源的不同,搜索指数分为PC搜索指数和移动搜索指数。具体介绍参见:<https://baike.baidu.com/item/%E7%99%BE%E5%BA%A6%E6%8C%87%E6%95%B0>。

② 以贵州茅台酒股份有限公司为例,以“贵州茅台”为关键词的百度搜索量在11月(“双十一”电商节)及2月(春节前后)明显增加,而在年报披露的4月至5月的异常搜索量几乎为0。相比较而言,以贵州茅台股票代码“600519”为关键词的百度搜索量一整年的关注度都相对较高,并在年底及年报披露月有小幅增加。这说明,对股票简称的搜索可能会与对商品有潜在购买的消费者关注混淆,而对股票代码的搜索更能够代表市场个人投资者对相关证券投资的关注。

其中, $R_{i,t}$ 与 $R_{m,t}$ 分别代表股票 i 和市场综合指数在第 t 日的收益率(考虑现金股利投资); $t=0$ 期即为年报问询函披露的事件当日。那么, 个股 i 在 $[t_1, t_2]$ 窗口期的累积超额收益率 CAR_i 则为:

$$CAR_{[t_1, t_2]} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

(3) 控制变量。现有研究发现, 收到函件的公司具有一些共有特征 (Cassell 等, 2013^[5]; Johnston 和 Petacchi, 2017^[23]), 因此, 本文对上市公司的特征变量进行了控制。同时, 借鉴以往研究 (Johnston 和 Petacchi, 2017^[23]; Heese 等, 2017^[27]; 陈运森等, 2018^[6]), 进一步控制了代表函件特征的衡量变量: 函件中问题个数、回函所用天数等。具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量定义	变量名称	计算方法
市场反应/信息含量	CAR	年报问询函披露时超额累积异常收益
投资者关注	ASV1	年报披露前一周异常搜索量
	ASV2	年报后、问询函披露前一周异常搜索量
问询函复杂程度	$Ln(\text{Wordsnum})$	问询函字数的自然对数
分析师关注	$Ln(\text{Analyst})$	(问询年度的盈余预测机构家数 + 1) 的自然对数
机构持股比	InsHold	机构持股合计/总股数
内控评价	InternalCon	内控存在缺陷为 1, 否则为 0
企业规模	Size	期初总资产的自然对数
企业偿债能力	Lev	总负债/总资产
成长能力	Growth	销售增长率%
资产报酬率	ROA	净利润/总资产余额
两职合一	Dual	董事长与总经理兼任为 1, 否则为 0
企业亏损	Loss	利润为负等于 1, 否则为 0
违规处罚	Viola	受到违规处罚为 1, 否则为 0
独立董事占比	Independent	独立董事人数/董事会人数
审计意见	Qualopinion	被出具非标审计为 1, 否则为 0
企业性质	SOE	国有/地方政府控股企业为 1, 否则为 0
行业控制变量	Manufac	制造业为 1, 否则为 0
板块控制变量	HBoard	若为上交所上市为 1, 否则为 0

资料来源: 本文整理

3. 模型设计

本文设计模型(4)和模型(5)对假设 H_1 进行检验:

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 \times ASV1 + \alpha_2 \times Size + \alpha_3 \times Lev + \alpha_4 \times Growth + \alpha_5 \times ROA + \alpha_6 \times InsHold + \alpha_7 \times Independent + \alpha_8 \times Dual + \alpha_9 \times Loss + \alpha_{10} \times SOE + \varepsilon \quad (4)$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \times ASV1 + \beta_2 \times Size + \beta_3 \times Lev + \beta_4 \times Growth + \beta_5 \times ROA + \beta_6 \times InsHold + \beta_7 \times Independent + \beta_8 \times Dual + \beta_9 \times Loss + \beta_{10} \times SOE + \beta_{11} \times Ln(\text{Wordsnum}) + \beta_{12} \times Ln(\text{Analyst}) + \beta_{13} \times InternalCon + \beta_{14} \times Qualopinion + \beta_{15} \times Manufac + \beta_{16} \times HBoard + \gamma \quad (5)$$

其中, CAR 所取窗口为 $[-1, +1]$, $[0, +2]$, $[+1, +3]$ 。ASV1 的系数 α_1 与 β_1 为主要关注的系数: 如果 α_1 与 β_1 显著为正, 即投资者的信息搜索与监管事件披露的市场反应显著正相关(或显著降低了负面消息的负面市场效应), 那么, 初步证实了前文的假设, 说明投资者关注存在价格压力或降低了信息的不对称程度。在模型(4)中, 本文对公司层面的特征进行了控制, 模型(5)同时

对年报问询函特征及公司其他特征进行控制。借鉴吴溪和张俊生(2014)^[30]、陈运森等(2018)^[6]的做法,由于样本规模较小,行业及年度分布有限,采用虚拟变量 *Manufac* 控制了制造业企业、*HBoard* 控制了公司上市板块。

为验证假设 H_{2a} 及假设 H_{2b} 中的反转效应,本文设计模型(6)如下:

$$CAR_{post} = \varphi_0 + \varphi_1 \times ASV1 + \varphi_2 \times Size + \varphi_3 \times Lev + \varphi_4 \times Growth + \varphi_5 \times ROA + \varphi_6 \times InsHold + \varphi_7 \times Independent + \varphi_8 \times Dual + \varphi_9 \times Loss + \varphi_{10} \times SOE + \delta \quad (6)$$

其中, CAR_{post} 为事件日后的短期累积超额收益率,为验证投资者关注与年报问询函披露日的累积异常收益是否存在反转,本文分别选取了窗口期 $[t+2, t+5]$ 、 $[t+6, t+10]$ 、 $[t+11, t+15]$ 、 $[t+16, t+20]$ 的累积异常收益作为因变量,对模型(6)进行回归。如果投资者关注 *ASV1* 系数 φ_1 显著为负,则说明存在反转效应,那么,假设 H_{2a} 成立;如果系数 φ_1 不显著或仍然显著为正,则说明未存在反转,那么,假设 H_{2b} 成立。

五、实证结果分析

1. 单变量分析

样本主要变量的描述性统计如表 2 所示。本文还对年报问询函披露日期的前后异常收益进行了趋势分析,如图 2 所示。

表 2 主要变量描述性统计

变量	观测数	均值	最小值	25 分位数	中值	75 分位数	最大值	标准差
<i>CAR</i>	548	-0.009	-0.306	-0.050	-0.010	0.028	0.357	0.103
<i>ASV1</i>	548	0.067	-0.422	-0.104	0.041	0.211	0.878	0.242
<i>ASV2</i>	548	0.004	-0.625	-0.175	-0.026	0.153	0.934	0.282
$Ln(\text{Wordsnum})$	548	7.412	6.170	7.054	7.449	7.772	8.565	0.514
$Ln(\text{Analyst})$	548	0.930	0	0.000	0.693	1.609	3.091	0.919
<i>InsHold</i>	548	0.047	0	0.006	0.028	0.066	0.303	0.057
<i>InternalCon</i>	548	0.032	0	0	0	0	1	0.177
<i>Size</i>	548	21.783	19.022	20.902	21.719	22.529	25.112	1.246
<i>Lev</i>	548	0.502	0.051	0.303	0.510	0.688	1.113	0.244
<i>Growth</i>	548	0.479	-0.711	-0.162	0.014	0.326	17.318	2.183
<i>ROA</i>	548	-0.014	-0.646	-0.027	0.010	0.028	0.269	0.112
<i>Dual</i>	548	0.282	0	0	0	1	1	0.450
<i>Loss</i>	548	0.544	0	0	1	1	1	0.498
<i>Viola</i>	548	0.351	0	0	0	1	1	0.478
<i>Independent</i>	548	0.379	0.300	0.333	0.364	0.429	0.600	0.057
<i>Qualopinion</i>	548	0.207	0	0	0	0	1	0.406
<i>SOE</i>	548	0.272	0	0	0	1	1	0.445
<i>Manufac</i>	548	0.620	0	0	1	1	1	0.486
<i>HBoard</i>	548	0.178	0	0	0	0	1	0.383

资料来源:本文整理

从图2可以看出, 问询函披露日的前后窗口, 异常收益均为负, 在披露后的1~3日, 市场损失最为显著。本文同时对投资者关注(超额搜索量)针对年报披露日与问询函披露日前后8周分别进行了趋势分析, 如图3所示。其中, 图3左图为年报前超额搜索量的走势, 在年报披露前一周的投资者关注度最高, 网络搜索活动最为活跃; 右图表示问询函件披露事件前后的投资者关注, 问询函披露前期投资者一直处于搜索活跃的状态, 直到问询函披露2周后关注度趋于回落。

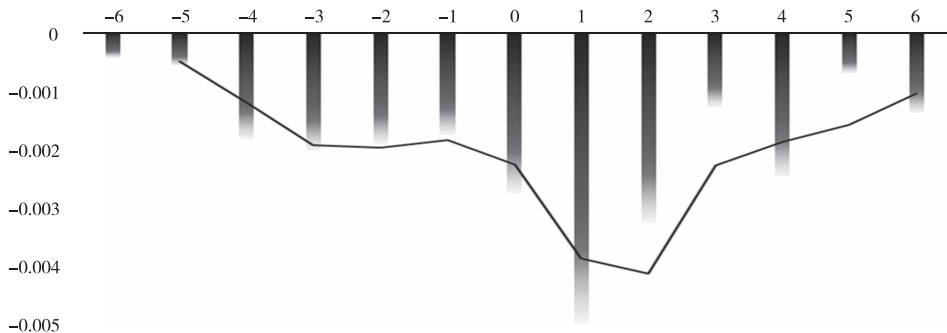


图2 年报问询函披露日附近异常收益趋势

资料来源: 本文绘制

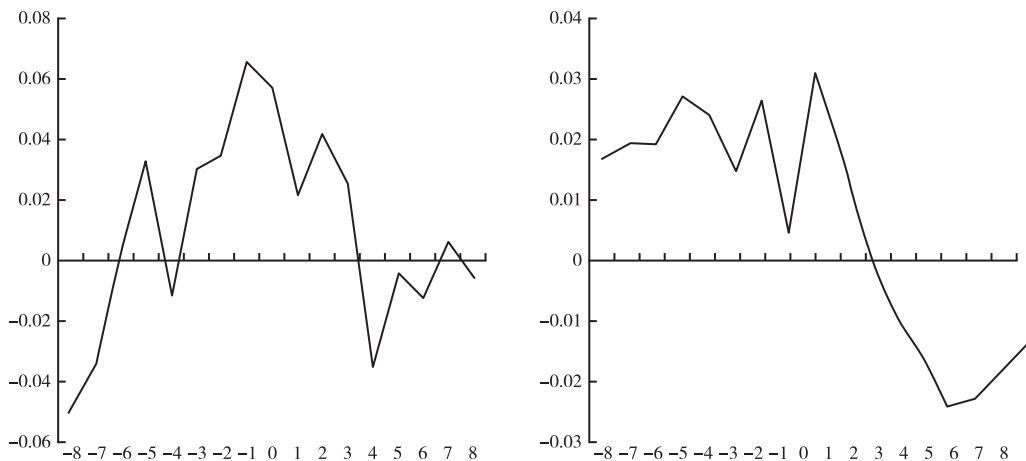


图3 年度财务报告日及问询函披露日前后8周的超额搜索量趋势

资料来源: 本文绘制

另一方面, 以往研究认为, 较高投资者关注代表了程度较大的投资买入意愿(俞庆进和张兵, 2012^[3]; 王磊和孔东民, 2014^[15])。本文分别根据超额搜索量的均值和中值将投资者关注分为高关注组及低关注组, 对不同关注程度的两组股票在年报问询函事件日前后的累积异常收益进行比较, 结果如表3所示。从表3对比结果中可以看出, 高低水平的投资者关注(ASVI)给公司带来的事件窗口异常收益存在显著差异, 初步证实了前文的假设H₁。

表3 投资者关注的高低与年报问询函披露日附近累积异常收益

累积异常收益	平均值		T 检验	中值		MW 秩检验
	高关注	低关注		高关注	低关注	
CAR[-1, +1]	0.003	-0.017	-0.020***	-0.002	-0.014	6.569**
CAR[0, +2]	0.002	-0.023	-0.025***	-0.004	-0.012	5.136**
CAR[+1, +3]	0.004	-0.021	-0.025***	-0.004	-0.014	3.690*

续表 3

累积异常收益	平均值		T 检验	中值		MW 秩检验
	高关注	低关注		高关注	低关注	
$CAR[+2, +4]$	0.004	-0.011	-0.014 **	-0.002	-0.008	3.063 *
$CAR[-3, +3]$	0.006	-0.027	-0.033 ***	-0.004	-0.028	14.481 ***

注：***、**及*分别代表1%、5%和10%的显著水平

资料来源：本文整理

2. 多元回归结果

(1)在多元回归中,本文控制了公司层面的特征(模型(4))以及问询函层面的特征(模型(5))对前文假设 H_1 进行验证,结果如表 4 所示。

表 4 投资者关注与年报问询函的市场反应

变量	$CAR[-1, +1]$		$CAR[0, +2]$		$CAR[+1, +3]$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ASVHI</i>	0.035 ** (2.38)	0.030 ** (2.06)	0.048 *** (2.68)	0.041 ** (2.33)	0.054 *** (3.02)	0.048 *** (2.65)
<i>Size</i>	-0.004 (-1.19)	-0.002 (-0.56)	-0.004 (-1.12)	-0.001 (-0.18)	-0.007 * (-1.89)	-0.001 (-0.28)
<i>ROA</i>	0.003 (0.08)	0.014 (0.36)	0.025 (0.48)	0.036 (0.70)	0.027 (0.63)	0.038 (0.89)
<i>Lev</i>	0.016 (1.02)	0.020 (1.21)	0.011 (0.54)	0.014 (0.66)	-0.003 (-0.15)	-0.004 (-0.21)
<i>Growth</i>	-0.002 (-0.71)	-0.001 (-0.40)	-0.003 (-1.16)	-0.003 (-0.95)	-0.002 (-0.76)	-0.001 (-0.66)
<i>InsHold</i>	-0.093 (-1.48)	-0.067 (-1.08)	-0.113 (-1.43)	-0.073 (-0.90)	-0.097 (-1.32)	-0.055 (-0.72)
<i>Independent</i>	-0.040 (-0.66)	-0.062 (-0.99)	-0.148 * (-1.93)	-0.165 *** (-2.12)	-0.118 (-1.61)	-0.124 * (-1.68)
<i>Dual</i>	0.011 (1.32)	0.010 (1.23)	0.018 * (1.81)	0.018 * (1.76)	0.019 * (1.85)	0.020 ** (1.97)
<i>Loss</i>	0.003 (0.33)	0.006 (0.73)	-0.003 (-0.25)	-0.001 (-0.06)	-0.003 (-0.31)	-0.007 (-0.65)
<i>Viola</i>	0.003 (0.38)	0.006 (0.87)	-0.000 (-0.00)	0.003 (0.37)	-0.006 (-0.65)	-0.004 (-0.52)
<i>SOE</i>	0.004 (0.48)	0.007 (0.85)	0.010 (1.03)	0.012 (1.24)	0.020 * (1.88)	0.020 * (1.96)
<i>Ln(Wordsnum)</i>		-0.024 *** (-3.33)		-0.027 *** (-3.04)		-0.021 ** (-2.25)
<i>Ln(Analyst)</i>		0.001 (0.16)		-0.005 (-0.90)		-0.011 ** (-2.08)
<i>InternalCon</i>		-0.029 (-1.58)		-0.027 (-1.33)		-0.037 (-1.44)

续表 4

变量	CAR [-1, +1]		CAR [0, +2]		CAR [+1, +3]	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Qualopinion</i>		0.012 (1.20)		0.009 (0.78)		0.010 (0.78)
<i>Manufac</i>		-0.009 (-1.20)		-0.006 (-0.71)		0.002 (0.20)
<i>HBoard</i>		-0.017** (-2.18)		-0.023** (-2.29)		-0.022** (-2.30)
N	548	548	548	548	548	548
R ²	2.6%	6.7%	3.7%	7.1%	3.7%	6.6%

注:***、**及* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著水平^①

资料来源:本文整理

表 4 中列(1)和列(2)、列(3)和列(4)、列(5)和列(6)分别显示了不同窗口期的累积异常收益。可以看出,投资者关注(*ASVI*)与因变量 *CAR* 整体呈显著正相关关系,这验证了前文假设 H_1 ,即在价格压力假说或信息传递假说下,以网络信息搜索量作为替代变量的投资者关注与年报问询函的市场反应显著正相关。在控制了问询函特征及公司特征变量后,从列(2)、列(4)、列(6)的结果可以发现,年报问询函的复杂程度($\ln(\text{Wordsnum})$)与问询函披露时的市场反应显著负相关,这说明,对复杂程度越高(内容越丰富)的问询,市场对其消息的反应越大。同时,当窗口期为[+1, +3]时,分析师跟踪人数与市场反应显著负相关,说明分析师关注度越高的公司,问询函式监管事件导致的负面市场效应越显著;如果收到问询函的公司为国有或地方政府控股企业($SOE = 1$),处罚效应则相对较弱。在其他条件不变的情况下,两职合一($Dual = 1$)的上市公司也减弱了处罚效果,而沪市板块($HBoard = 1$)的公司则受到的负面效应较强。

(2)为检验假设 H_{2a} 与假设 H_{2b} ,本文对投资者关注对年报问询函事件披露日市场反应的影响做了反转效应检验(即模型(6)),回归结果如表 5 所示。

表 5 投资者关注与年报问询函的市场反应的反转检验

变量	<i>CAR_post</i>			
	<i>CAR</i> [2,5]	<i>CAR</i> [6,10]	<i>CAR</i> [11,15]	<i>CAR</i> [16,20]
<i>ASVI</i>	0.050*** (3.19)	0.007 (0.47)	-0.018 (-1.03)	-0.030 (-1.64)
公司特征	控制	控制	控制	控制
N	548	548	548	548
R ²	4%	1%	2.5%	2.3%

注:***、**及* 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著水平;控制变量结果省略,备索

资料来源:本文整理

表 5 中的四列分别显示了问询函披露日后短期窗口的市场反应与投资者关注的回归结果,本文分别计算了事件日后 2~5 天、6~10 天、11~15 天、16~20 天的累积异常收益,结果发现,*ASVI*的系数并未显著为负,说明投资者关注对年报问询函事件市场反应的影响并未出现反转,假设 H_{2b} 成立。这意味着,投资者关注(网络信息搜索)降低了市场的信息不对称程度,当监管层披露针对

^① 表中括号内为已经过怀特异方差修正的 *t* 值且所有回归系数的标准误都在公司层面上进行聚类处理。下文回归结果处理相同。

公司的监管信息时,市场负面效应相对得到减缓,证实了中国资本市场的个人投资者具有信息获取及解读信息的能力^①。

六、进一步分析

1. 信息传递路径:来自被动搜索的经验证据

在前文实证分析中,“信息传递”假设得到证实,同时,拒绝了投资者关注会给市场带来“价格压力”的假说。然而,前文检验中,假设年度财务报告披露前投资者没有获得关于公司的重大信息,因此,搜索量表达了投资者潜在的投资意愿。为了结论的稳健性,本文进一步设计投资者关注的“被动搜索”作为主要解释变量,对主假设 H₁ 进行验证,如模型(7)和模型(8)所示。

$$CAR = \phi_0 + \phi_1 \times ASV1 + \phi_2 \times Size + \phi_3 \times Lev + \phi_4 \times Growth + \phi_5 \times ROA + \phi_6 \times InsHold + \phi_7 \times Independent + \phi_8 \times Dual + \phi_9 \times Loss + \phi_{10} \times SOE + \gamma \quad (7)$$

$$CAR = \eta_0 + \eta_1 \times ASV1 + \eta_2 \times Size + \eta_3 \times Lev + \eta_4 \times Growth + \eta_5 \times ROA + \eta_6 \times InsHold + \eta_7 \times Independent + \eta_8 \times Dual + \eta_9 \times Loss + \eta_{10} \times SOE + \eta_{11} \times Ln(Wordsnum) + \eta_{12} \times Ln(Analyst) + \eta_{13} \times InternalCon + \eta_{14} \times Qualopinion + \eta_{15} \times Manufac + \eta_{16} \times HBoard + \mu \quad (8)$$

其中,CAR为年报问询函披露日附近窗口的累积异常收益,取值窗口为[0,+1],[0,+2],[0,+3];ASV2表示问询函披露公布前一周投资者超额信息搜索量指数(即投资者已获取公司年报信息);控制变量与模型(4)和模型(5)一致。回归结果如表6所示。

表6 投资者关注与年报问询函的市场反应(“被动搜索”)

变量	CAR [0, +1]		CAR [0, +2]		CAR[0, +3]	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ASV2	0.030** (2.49)	0.028** (2.30)	0.033** (2.16)	0.028* (1.84)	0.039** (2.08)	0.032* (1.73)
公司特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制
问询函特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	548	548	548	548	548	548
R ²	3.1%	6.3%	3.2%	6.7%	3.3%	6.5%

注:***、**及*分别代表1%、5%和10%的显著水平;控制变量结果省略,备索

资料来源:本文整理

表6中列(1)和列(2)、列(3)和列(4)、列(5)和列(6)分别显示了不同窗口期的累积异常收益。可以发现,与模型(4)和模型(5)类似,投资者关注(ASV2)与年报问询函披露日附近的累积超额收益显著正相关。结果说明,当公司披露年报信息后,投资者进一步通过网络搜索对相关公司证券进行了信息搜寻,增加了市场的信息含量,降低了市场信息不对称程度。当年报问询函披露时,由于信息传递,市场已消化了部分信息,那么,在受到处罚影响的市场负面效应相对减缓。这证实了前文信息传递结论的稳健性,即投资者在收到一定信息后,搜寻信息活动越活跃,上市公司在受到监管部门问询时的处罚(“坏消息”)效应越弱。

^① 考虑到上市公司可能存在年报预披露,引起投资者关注从而产生投资者信息搜索反向因果作用的内生性问题,本文对未存在年报预先披露的子样本(373个)进行了检验,结论仍保持一致。为节省篇幅不再赘述,回归结果备索。

2. 投资者关注与被问询公司的信息补救成本

基于前文理论分析及实证检验, 本文认为, 两条路径均证实了投资者关注行为增加了市场的信息含量, 即投资者关注降低了市场信息不对称程度。本文借鉴以往研究 (Cassell 等, 2013)^[5], 从公司对负面信息补救的角度对研究问题进行进一步探索。Cassell 等 (2013)^[5] 认为, 回复函所需的时间越长, 代表公司对监管层提出的问题所需要的“信息修复/补救成本”越多。基于前文的理论分析, 当投资者的关注增加时, 市场信息含量增加, 信息不对称程度降低, 会降低公司管理层的信息修复或补救成本。本文将公司收到函件后的回函时间天数的自然对数 ($LnTimecost$) 与超过回函要求时间的逾期天数的自然对数 ($LnOverdue$) 作为公司修复/补救成本的衡量变量 (因变量), 将投资者关注 ($ASVI$) 作为自变量, 同时, 控制了上市公司基本特征 ($Controls$) 建立模型 (9) 进行回归, 结果如表 7 所示。

$$\begin{aligned} LnTimecost/LnOverdue = & \lambda_0 + \lambda_1 \times ASVI + \lambda_2 \times Size + \lambda_3 \times Lev + \lambda_4 \times Growth \\ & + \lambda_5 \times ROA + \lambda_6 \times InsHold + \lambda_7 \times Independent + \lambda_8 \times Dual \quad (9) \\ & + \lambda_9 \times Loss + \lambda_{10} \times SOE + \delta \end{aligned}$$

为了更好地检验投资者关注对上市公司所需信息补救成本的影响作用, 本文在模型 (9) 中针对是否亏损/违规的公司进行了分组回归。其中, 表 7 列 (1) ~ 列 (4) 显示了公司当期年报是否亏损 ($Loss$) 的分组回归结果; 列 (5) ~ 列 (8) 显示了公司当期是否存在违规处罚 ($Viola$) 的分组回归结果。从列 (1)、列 (2) 显示的结果中可以看出, 当投资者对亏损公司关注度较高时, 其所需的回函时间更短; 而对于非亏损公司, 没有发现显著的关系。列 (3)、列 (4) 显示的结果表明, 亏损样本公司的回函逾期时间与投资者关注负相关。列 (5) ~ 列 (8) 显示了公司是否受到违规处罚的子样本回归结果。其中, 列 (5) 与列 (7) 结果表明, 年报当期受到处罚的公司, 投资者关注程度与问询函导致的信息修复成本显著负相关。表 7 的结果说明, 在公司所需信息补救成本较高时, 投资者关注显著降低了管理层的信息补救/修复成本。

表 7 投资者关注与信息修复/补救成本

变量	$LnTimeCost$		$LnOverdue$		$LnTimeCost$		$LnOverdue$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$Loss = 1$	$Loss = 0$	$Loss = 1$	$Loss = 0$	$Viola = 1$	$Viola = 0$	$Viola = 1$	$Viola = 0$
$ASVI$	-0.485***	0.055	-0.535**	-0.064	-0.385**	-0.156	-0.565*	-0.191
公司特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	302	253	302	253	195	360	195	360
R^2	6.2%	4.3%	5.2%	7.0%	4.6%	3.6%	6.0%	6.1%

注: ***、** 及 * 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著水平; 控制变量结果省略, 备索

资料来源: 本文整理

七、结论与讨论

以我国资本市场证券交易所的一线监管公告披露为研究事件背景, 本文通过手工收集 2015—2017 年沪深交易所披露的年报问询函并计算百度搜索指数的超额搜索量, 对投资者关注对问询函事件市场反应的影响进行了理论分析及实证检验。研究结果发现, 投资者的网络超额信息搜索量与被问询公司监管公告披露事件窗口的累计超额收益显著正相关, 并在公告披露日后短期内并未出现反转, 这支持了投资者关注能够降低市场信息不对称因而减弱了年报问询函的市场负面效应。本文的研究结论具有一定的理论及现实意义。

理论上, 国内鲜有研究将投资者行为纳入到资产定价的理论框架中进行分析, 本文对此进

行了初步尝试。以往文献中,对于投资者关注的理论框架主要基于价格压力假说及信息传递假说两种理论。一方面,个人投资者(“散户”)被认为是资本市场的“噪音交易者”,注意力有限且注意力代表投资意愿(Barber和Odean,2008)^[2],因而,导致股价上涨的正向压力;而另一方面,投资者具有信息搜取能力,例如投资者的信息传递行为被证实具有“群体智慧”(金德环和李岩,2017)^[37],网络搜索行为具有信息解读能力(冯旭南,2014)^[4]。本文从资本市场监管层非处罚性监管事件入手,对投资者关注行为对市场的影响机制进行分析,发现投资者的信息搜索通过降低市场信息不对称,不仅缓解负面信息对公司股价的冲击,也降低了管理层的信息补救成本,理论分析及结论为投资者行为研究提供了新的视角。

现实意义上,与行政监管和一般的自律监管不同,我国法律赋予交易所的监管职能具有广泛性及多样性,使其能在监管过程中提高监督的有效性,更好地实现市场运行的目标和方向。虽然已有研究发现,交易所披露的问询函公告对上市公司起到了重要补充约束作用(陈运森等,2018)^[6],但在以散户比重较大的中国资本市场,投资者的信息搜索行为是否会对非处罚性监管信息披露的市场反应存在影响尚未得到证实。本文以沪深交易所公布的年报问询函为研究事件,证实了投资者关注能够降低市场信息不对称,支持了信息传递假说。在进一步分析中,本文从被问询的公司微观层面进行研究发现,对于亏损及受违规处罚的公司样本,投资者关注会显著降低公司对年报问询函件的信息补救或修复成本,补充说明了投资者信息搜索缓解市场的信息不对称,改善了信息环境。这说明,在当前市场不断完善监管环境的背景下,引导上市公司做好投资者关系管理,持续做好投资者服务,增加信息披露透明度,是提高公司价值和市场资源有效配置的重要途径。

本文的研究不足之处在于:一是研究样本有限,由于问询式监管近年来才逐步公开披露(且已披露的公告中并未包括全部收到函件的公司),在研究设计时受到样本配对检验的限制;二是在设计事件窗口时,只从公司证券短期市场反应进行了研究,未来研究可从长期经济后果角度对问询函事件进一步考察,但如何控制噪音较少的投资者关注行为及事件反应是可能面对的难题;三是个人投资者与其他市场参与者之间的行为关系无法严格控制,可能存在潜在遗漏变量;四是尚未建立投资者关注在资本市场中的严谨理论模型,将行为金融学融入资产定价仍是未来研究值得关注的问题。本文研究结论旨在为建立健全的年报问询函等监管函件及公司回复等对外公开机制,有序扩大公开披露范围,探索信息披露考核等方面提供经验性证据支持,并为投资者行为及市场监管有效性等研究领域提供新的研究方向。

参考文献

- [1] Simon, H. A. Applying Information Technology to Organization Design [J]. Public Administration Review, 1973, 33, (3): 268 - 278.
- [2] Barber, B. M., and T. Odean. All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors [J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21, (2): 785 - 818.
- [3] 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.
- [4] 冯旭南. 中国投资者具有信息获取能力吗? ——来自“业绩预告”效应的证据 [J]. 北京: 经济学(季刊), 2014, (3): 1065 - 1090.
- [5] Cassell, C. A., L. M. Dreher, and L. A. Myers. Reviewing the SEC's Review Process: 10 - K Comment Letters and the Cost of Remediation [J]. The Accounting Review, 2013, 88, (6): 1875 - 1908.
- [6] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 非处罚性监管具有信息含量吗? ——基于问询函的证据 [J]. 北京: 金融研究, 2018, (4): 155 - 171.
- [7] 李晓溪, 杨国超, 饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗? ——基于并购重组报告书的文本分析 [J]. 北京: 经济研究, 2019, (5): 181 - 198.
- [8] Da, Z., J. Engelberg, and P. Gao. In Search of Attention [J]. Journal of Finance, 2011, 66, (5): 1461 - 1499.

- [9]肖奇,屈文洲. 投资者关注、资产定价与股价同步性研究综述[J]. 上海:外国经济与管理,2017,(11):120-137.
- [10]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):46-53.
- [11]Chemmanur, T., and A. Yan. Advertising, Attention, and Stock Returns [R]. Working Paper, Boston College and Fordham University, 2009.
- [12]Miller, E. M. Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion [J]. Journal of Finance, 1977, 32, (4): 1151-1168.
- [13]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.
- [14]McNichols, M., and B. Trueman. Public Disclosure, Private Information Collection, and Short-term Trading [J]. Journal of Accounting and Economics, 1994, 17, (1-2): 69-94.
- [15]王磊,孔东民. 盈余信息、个人投资者关注与股票价格[J]. 上海:财经研究, 2014, (11): 82-96.
- [16]刘莎莎,孔高文. 信息搜寻、个人投资者交易与股价联动异象——基于股票送转的研究[J]. 北京:金融研究, 2017, (11): 143-157.
- [17]Drake, M. S., D. T. Roulstone, and J. R. Thornock. Investor Information Demand: Evidence from Google Searches around Earnings Announcements [J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50, (4): 1001-1040.
- [18]Peng, L., W. Xiong, and T. Bollerslev. Investor Attention and Time-varying Comovements [J]. European Financial Management, 2007, 13, (3): 394-422.
- [19]Seasholes, M. S., and G. J. Wu. Predictable Behavior, Profits, and Attention [J]. Journal of Empirical Finance, 2007, 14, (5): 590-610.
- [20]Lou, D. Attracting Investor Attention through Advertising [R]. Working Paper, London Business of Economics, 2014.
- [21]金雪军, 周建锋. 投资者关注度与市场收益间动态关系研究——基于 Bootstrap 的滚动窗口方法[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2014, (6): 132-142.
- [22]Healy, P. M., and K. G. Palepu. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31, (1-3): 405-440.
- [23]Johnston, R., and R. Petacchi. Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters [J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34, (2): 1128-1155.
- [24]Sarbanes P. Sarbanes-oxley Act of 2002 [C]. The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act. Washington DC: US Congress, 2002.
- [25]Dechow, P. M., A. Lawrence, and J. P. Ryans. SEC Comment Letters and Insider Sales [J]. The Accounting Review, 2016, 91, (2): 401-439.
- [26]Hirshleifer, D., and S. H. Teoh. Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36, (1): 337-386.
- [27]Heese, J., M. Khan, and K. Ramanna. Is the SEC Captured? Evidence from Comment-letter Reviews [J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 64, (1): 98-122.
- [28]Securities and Exchange Commission (SEC). Putting Investors First; 2009 Performance and Accountability Report [EB/OL]. U. S. Securities and Exchange Commission. Jan. 1, 2009 (visited on Sep. 20, 2019). <https://www.sec.gov/reportspubs/annual-reports/aboutsepar2009.shtml>. html.
- [29]黄政, 吴国萍. 信息披露违规处罚的市场反应及其对投资者利益的影响[J]. 长春:东北师大学报(哲学社会科学版), 2013, (3): 66-71.
- [30]吴溪, 张俊生. 上市公司立案公告的市场反应及其含义[J]. 北京:会计研究, 2014, (4): 10-18.
- [31]李琳, 张敦力, 夏鹏. 年报监管、内部人减持与市场反应——基于深交所年报问询函的研究[J]. 南昌:当代财经, 2017, (12): 108-119.
- [32]杨海波, 李建勇. 问询监管的市场反应——基于深交所数据的实证分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2018, (2): 84-93.
- [33]Gietzmann, M. B., and A. K. Pettinicchio. External Auditor Reassessment of Client Business Risk Following the Issuance of a Comment Letter by the SEC [J]. European Accounting Review, 2013, 23, (1): 57-85.
- [34]Robinson, J. R., Y. Xue, and Y. Yu. Determinants of Disclosure Noncompliance and the Effect of the SEC Review: Evidence from the 2006 Mandated Compensation Disclosure Regulations [J]. The Accounting Review, 2011, 86, (4): 1415-1444.
- [35]赵龙凯, 陆子昱, 王致远. 众里寻“股”千百度——股票收益率与百度搜索量关系的实证探究[J]. 北京:金融研究, 2013, (4): 183-195.
- [36]Gervais, S., R. Kaniel, and D. H. Mingelgrin. The High-volume Return Premium [J]. Journal of Finance, 2001, 56, (3): 877-919.
- [37]金德环, 李岩. 群体智慧: 同伴观点与价值发现——来自社交媒体的经验证据[J]. 北京:经济管理, 2017, (12): 159-175.

Investors' Attention and Market Reaction to Comment Letters on Annual Reports: Price Pressure or Information Transferring

HU Wei-jia^{1,2}, ZHANG Kai-yuan³

(1. School of Accounting, Jilin University of Finance and Economics, Changchun, Jilin, 130117, China;

2. School of Accounting and Finance, Hong Kong Polytechnic University, Hong Kong, 999077, China;

3. School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing, 100044, China)

Abstract: Investors' attention has been a hot topic in the research on capital markets in recent years. However, there is rarely literature focusing on how investors' attention impacts on market reaction to regulatory events. Prior studies provide us with two theoretical explanations of investors' attention. One is that investors' attention will bring the "Price Pressure" to the market therefore the price of securities with more attention paid will go up; the other is based on information asymmetry which indicates that investors' attention will enhance "Information Transferring". Using the issued comment letters on annual reports by stock exchanges in China as the research setting, measuring investors' attention by calculating the abnormal searching volume of Baidu Index, we examine the impact of investors' attention on market reaction to comment letters. We find that there is significantly positive relationship between investors' attention and the negative cumulative abnormal returns around the events of comment letters. This suggests that either "Price Pressure" or "Information Transferring" works, or both. We further test on reversal effect of investors' attention on the short-term ex post stage of issuance of comment letters and do not find any reversals. Therefore, investors' attention in Chinese capital market is mainly dominated by information transferring. Additional analyses on the impact of investors' attention on firm-level characteristics also find that firms with more attention paid by investors have lower cost of information remediation. The conclusions may be reference to further regulatory policies or future academic research. Since the reviewing process of inquiry letters has not been studied as extensively as other aspects of emerging capital markets regulations. We propose a novel dataset of sample firms that has been issued inquiry letters by Shanghai or Shenzhen stock exchanges to set up a special experimental setting with bad news.

Prior work has done bulk of research claiming that the traditional thoughts about investors were wrong. Instead of being rational individuals and investing passively, they behave very differently and have their attention focused on the stocks where their interests locate. In other words, investors do not focus all their attentions on the information they get access to. In most literature of "Attention Economy", attention is considered as a precious resource. With information overloaded in capital markets, the attention is what makes decisions to be made. Capital market participants have their own different ways of searching information for investment decisions, among which are individual retail investors. Unlike institutional investors who are more sophisticated with financial information analyses and more experienced in stock investment, the information seeking by individual investors are mostly through Google or other search engines. As a result, the searching trends or searching volume indexes have been widely used in the literature as measures of investors' attention (Da et al., 2011; Jun et al., 2018). However, most studies are focusing on the relationship between investors' attention and market reaction to positive signals or good news (IPO or earnings announcements).

Our contributions are as follows and might be of interest to both academic researchers and accounting professionals. First, our study contributes to the investor behavior literature (Da et al., 2011) by capturing the abnormal searching volume around two phases of information shocks. Second, this study contributes to the growing literature on how market responds to public news by specifically examining the regulatory oversight process like inquiry letters or comment letters (Cassell et al., 2013; Johnston and Petacchi, 2017). Using market-adjusted abnormal returns, we document the market reaction to inquiry letters is statistically and significantly negative over a couple of windows. Third, our study provides evidence to the nascent literature which examines the relationship between individual investors' attention and corporate reporting regulatory regime. Previous studies find that investor attention is significantly associated with firms' announcement of good news like earnings announcement or IPO events whereas how retail investors' attention impact the market reaction to bad news has been rarely done. Based on two mostly recognized mechanisms in the investor attention literature, we find that investor attention is significantly related to less negative market reaction. In additional tests, we also compliment Cassell et al. (2013) by testing whether investor attention lowers the costs of information remediation of reviewed firms and if investors focus more attention on firms with inferior information environment, and our results provide consistent evidence from emerging markets.

Key Words: investors' attention; comment letters; event study

JEL Classification: G14, G18, M48

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.10.010

(责任编辑:弘毅)