

# 上市公司管理层修正公告披露策略的市场反应

方先明, 高爽

**[摘要]** 伴随着业绩预告产生的业绩预告修正公告,是上市公司信息披露制度的重要组成部分。上市公司管理层会利用信息优势在制度容许的范围内有倾向性地选择业绩修正公告披露策略,以趋利避害;处于信息劣势的市场投资者会对管理层业绩修正公告披露策略进行自行解读,并借助交易行为引发股价波动。论文基于2007—2016年中国上市公司业绩修正公告,对管理层业绩修正公告披露策略及市场反应展开研究。结果发现:相较于之前的业绩预告,若修正公告为好消息,管理层倾向于尽早发布高精度的修正公告;反之,则倾向于延迟发布低精度的修正公告。当修正公告为好消息时,预计业绩精度下降或在次年1月后公布会削弱市场对正向修正的反应;当修正公告为坏消息时,预计业绩精度下降或在会计年度结束后发布会增强市场对负向修正的反应。进一步的研究还发现,管理层倾向于在“利好减弱”的坏消息情况下提高预计业绩精度,在“利空减弱”的好消息情况下延迟公布修正公告。基于此,提出了完善我国资本市场业绩预告修正公告制度的政策建议。

**[关键词]** 管理层; 业绩预告; 修正公告; 披露策略; 市场反应

**[中图分类号]**F832 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2018)02-0176-17

## 一、问题提出

上市公司业绩预告修正公告作为业绩预告制度不可或缺的组成部分,能够有效提高上市公司业绩预计公告的准确度,同时有助于降低公司内外信息不对称(Ajinkya and Gift, 1984),为上市公司投资者的行为决策提供参考。美国等西方国家上市公司的业绩预告并无强制规定,以自愿为主,而主动进行业绩预告修正的上市公司少之又少(Rogers and Stocken, 2005)。与美国业绩预告制度不同的是,中国早在1998年年底就已确立了强制性的业绩预告制度。伴随着强制性业绩预告制度的是,因后续可能业绩与先前预告业绩出现较大差异而必须第一时间披露的业绩预告修正公告。本质上,管理层业绩预告修正公告的“纠偏”性质会降低市场对于业绩预告的信任度,因此,市场对其更为敏感(罗玫和宋云玲, 2012)。

尽管上市公司业绩预告修正的披露具有强制性,但是监管部门仅要求预计业绩精度的区间范

**[收稿日期]** 2017-07-07

**[基金项目]** 国家社会科学基金一般项目“‘影子银行’交叉传染风险度量及控制机制研究”(批准号14BGL031)。

**[作者简介]** 方先明,南京大学商学院教授,南京大学企业生态研究中心研究员,博士生导师,管理学博士;高爽,南京大学商学院硕士研究生。通讯作者:方先明,电子邮箱:fxmfxm@nju.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

围不得大于50%,且业绩预告修正于应预告年度次年1月31日前公布,因而管理层的信息披露具有较大的自主选择弹性空间(高敬忠等,2013)。在极大化自身利益目标的驱使下,管理层会利用业绩预告修正精度和公告时间的“软约束”,挖空心思粉饰业绩修正公告。例如,九龙山(600555.SH)2007年度业绩预告修正公告“姗姗来迟”,于2008年4月7日才公布,距离规定时限1月31日已逾期两个多月,且修正公告中仅以“亏损”二字概括了一年的业绩。从2008年4月13日公布的年度报告可以发现,其2007年度业绩出现了大幅下降,亏损近1.30亿元。注意到,公司2007年度经营活动早已完成,却在次年4月7日才表明了巨额亏损的迹象,其拖延并含糊披露“业绩亏损”信息的用心昭然若揭。反观南岭民爆(002096.SZ),其于2008年10月发布了坏消息的业绩公告,但由于土地估值溢价,预期业绩好转,当年12月31日就迫不及待地发布较上年净利润增长25%的修正公告。点值类修正公告多于次年1月31日后发布,像南岭民爆这样早在12月底就发布高精度点值公告的现象极为罕见,足以见其尽早挽回业绩亏损印象的良苦用心。在中国的资本市场中,尽管可能会遭到监管部门的问询,然而许多公司仍披着“合法”的外衣,深耕于监管的灰色地带,利用信息优势竭尽所能地极大化自身利益。这不仅会提高投资者的信息获取成本,而且会使投资者产生认知偏差,由此引起市场的不同反应。在信息不对称的条件下,管理层如何利用制度的有限约束选择修正公告披露策略?投资者能否识破管理层披露策略的用意,并借助股价的波动得以体现?对此问题的研究,有助于完善业绩预告修正公告制度,提高股票市场配置资源效率。

与现有文献不同,本文从修正公告精度和修正公告时间两个维度研究了管理层业绩修正公告披露策略的倾向性,进而检验市场对于不同披露策略的反应。研究的边际贡献:一是鉴于业绩预告修正公告是一种具有纠偏性质的“特殊”业绩预告,其比业绩预告本身具有更丰富的信息含量,本文以业绩预告修正公告披露策略的市场反应为研究对象,这不同于既有研究的视角;二是将管理层业绩预告修正公告披露策略与市场对此的反应纳入统一的分析框架,形成了完备的管理层与市场间借助修正公告进行信息传递的分析机制;三是逐条查阅并手工收集整理了2007—2016年间业绩预告修正公告中预计业绩精度与修正公告时间的信息,检验管理层披露策略如何影响市场对于修正公告的反应,丰富了相关的研究成果;四是加入“修正公告违约日”虚拟变量,以检验市场对违规发布的修正公告的反应,同时对细分样本下的管理层披露策略以及由此引发的市场反应进行检验,拓展了现有研究的思路。

本文余下部分的结构安排如下:第二部分为政策背景与相关文献回顾,介绍管理层业绩预告及业绩预告修正公告披露的制度背景,并对相关研究成果进行系统的梳理。第三部分为理论分析与研究假设,根据理论分析提出管理层业绩修正公告披露策略倾向性及市场反应的假设。第四部分为模型设定与样本选择,构建检验研究假设的实证模型并进行样本的筛选与描述。第五部分为实证检验结果,基于2007—2016年中国上市公司业绩预告修正公告披露的实际状况,利用所构建的计量检验模型对研究假设进行了检验。第六部分为研究的主要结论与相关政策建议。

## 二、政策背景与文献回顾

### 1. 政策背景

纵观中国上市公司业绩预告制度发展历程,强制性的业绩预告制度在1998年确立。但从2002年度起,业绩预告公司范围逐步扩大,从只针对预亏公司的强制性业绩预告,发展成为囊括预亏、预增以及预减(相较于上年净利润增减50%及以上)公司的业绩预告制度,2006年扭亏公司也纳入了中

国证券监督管理委员会业绩预告监管范围<sup>①</sup>。截至 2007 年,中国业绩预告制度渐趋稳定,此后无较大变化。若上市公司后续可能的业绩与先前预告的业绩预告存在较大差异,按规定公司应当及时披露业绩预告修正公告,并且业绩预告修正公告不得迟于次年的 1 月 31 日<sup>②</sup>。业绩预告修正公告中,预计业绩为归属于上市公司股东的净利润。早期净利润形式较为多样化,包括定性和定量估计的形式,而定量的形式又可以划分为点值、闭区间以及开区间的形式,精确程度为由高到低<sup>③</sup>。定量形式多用相对上年净利润的增长比率或直接的数值这两种表示方式。随着业绩预告制度的标准化,预计业绩也要求采用较为精准的点值和闭区间的定量形式,且预计区间范围不得大于 50%<sup>④</sup>。此外,业绩预告修正公告中还包括会计师审计情况以及修正原因等文字性信息。尽管中国实行强制性的业绩预告制度,然而管理层对于业绩预告修正公告披露的精度及披露时间的选择依然有较大的自主权。在非完美市场中,由于信息不对称的客观存在以及参与者的认知偏差,对于管理层不同的业绩预告修正公告披露策略,市场会有不同的反应。

## 2. 文献综述

鉴于资本市场较为发达的国家多采用自愿性的业绩预告制度,发布业绩预告修正公告的现象极为少见,因此,国外的相关文献多集中于研究业绩预告及其所引发的市场反应(Pownall et al., 1993; Baginski and Hassell, 1997; Baginski et al., 2002; Ng et al., 2006),针对业绩预告修正公告策略的专门研究有限。然而,中国资本市场建立相对较迟,市场发育程度也不高,由于委托—代理机制下管理层与所有者的目标发生背离的现象时有发生,而信息不对称的客观存在又为管理层追求自身利益,可能采取增加普通投资者信息挖掘成本的行为提供了现实条件。在此背景下,为保护投资者(特别是中小投资者)的利益,监管当局出台了强制性的业绩披露制度,主要政策措施是要求上市公司发布业绩预告,以及当可能的业绩与先前预告业绩存在明显偏差时上市公司管理层需要发布具有“纠偏”性质的业绩预告修正公告,以此增强市场的透明度,期望推动市场逐步趋于有效,这就使得业绩修正公告倍受投资者关注。业绩修正公告的信息含量不仅体现在其对于上市公司经营业绩的表述上,更体现在与先前预告业绩的差异上(刘婷和昝玉宇,2012),因为先前预告业绩与上年

① 1998 年年底,在《关于做好上市公司 1998 年年度报告有关问题的通知》中,中国证券监督管理委员会首次规定亏损的上市公司及时披露业绩。2001 年,中国证券监督管理委员会发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 13 号内容与格式特别规定》,要求上市公司若预测全年经营成果可能为亏损或者与上年相比发生大幅度变动,即净利润与上年同期相同指标相比上升或下降 50% 或 50% 以上,应及时予以警示。2006 年 5 月,上海证券交易所与深圳证券交易所发布的《股票上市规则》中,首次将扭亏为盈的上市公司也纳入了强制性业绩预告范围。

② 自 2006 年起,证券交易所每年都会对披露时间做出补充规定。例如,2007 年上海证券交易所《关于做好上市公司 2007 年年度报告工作的通知》第五条和深圳证券交易所《关于做好上市公司 2007 年年度报告工作的通知》第四条中均规定,上市公司应当及时披露业绩预告公告或业绩预告修正公告,公告的披露时间最迟不得晚于 2008 年 1 月 31 日。

③ 定性形式指净利润并未采用数值形式,而是使用“亏损”或“盈利”等较为宽泛的表达;定量形式指使用数值来预计利润;点值指净利润为固定值,如盈利 1500 万元;闭区间指预计的业绩同时包括上下限,如净利润在 1000 万元到 1500 万元之间;开区间估计的净利润只有上限或下限,如业绩超过 1500 万元。

④ 在 2012 年修订的《临时公告格式指引——第二十七号上市公司业绩预增(预减)公告》中要求准确披露预增或预减比例,且区间范围不得大于 50%。《临时公告格式指引——第二十八号上市公司业绩预盈(预亏)公告》中要求披露预盈(预亏)金额或预盈(预亏)金额区间 XXXX 万元到 XXXX 万元(-XXXX 万元到 -XXXX 万元)。

业绩的差异已被股价充分吸收。无论具有纠偏性质的业绩预告修正公告对于投资者而言是利空还是利好,从理性经济人的角度出发,在信息占优的条件下,管理层会选择对于自己有利的披露策略。通常管理层有倾向性的业绩修正披露策略可以借助业绩修正公告精度以及修正公告披露时间的选择来实现(李常青和滕明慧,2013;张馨艺等,2012),因为监管当局关于业绩预告修正公告的披露规定中虽对披露精度与披露时间进行了一定程度的规范,但仍然给予管理层较大的自主选择权,这也是由资本市场运行的现实特征所决定的。当管理层业绩预告发布为坏消息时,其会尽力摆脱经营困境,以希望业绩修正公告为好消息,向市场传递积极信号,但是在当期回天无力的情况下,管理层倾向于发布更坏的业绩修正公告,以为下期的局势扭转储备利润;如果首次业绩预告为好消息,即使随后的利好程度加大,为了不给市场留下不严谨的印象,管理层并不倾向于大幅修正盈利水平,而将当期利润平滑到下期(胡志颖等,2011)。当有好消息需要发布时,管理层更倾向于披露高精度的预计业绩,以向股东与投资者传递积极的信号(李常青和滕明慧,2013);反之,当必须要发布的信息对于市场而言存在负面影响时,管理层常会采用较为宽泛的口径或者相对笼统的措词(胡威,2011)。对于业绩预告披露时间的选择,管理层更倾向于在交易日披露好消息,以期市场做出积极的反应;在非交易日披露坏消息,让时间消磨市场的负面情绪,以此抵补坏消息对股价的利空影响(Penman,1987;薛爽,2001)。此外,如果管理层持股比例和持股价值越高,越倾向于及时发布业绩预告(高敬忠和周晓苏,2013)。

对于管理层在倾向性策略支配下所发布的业绩修正公告,为了尽可能最大化自身收益(或规避损失),投资者必然会从自身的角度对业绩修正公告所披露信息的精度及披露时间进行解读,并通过在股票市场中的实际操作引发股价波动。研究表明,尽管业绩修正公告与业绩预告均属于业绩披露的范畴,但两者的信息含量并不完全相同,所引发市场的反应也不尽相同。由于不同阶段的预测业绩向市场释放出不同的信号,因此反应理应不同(周洋和李若山,2007)。不过,有研究发现上市公司管理层业绩修正公告并没有完全实现其借助该渠道向市场传递盈余信息的目的(杨德明和林斌,2006;李琪琦,2008)。如果业绩修正公告所发布的业绩信息在盈利或者亏损表述方面与先前的业绩预告相同,则在短窗口内市场会做出更为强烈的与消息同向的反应,不过此后会做出适当调整。进一步的研究还发现,对于业绩修正公告所发布的好坏消息的反应呈现出不对称的特征(刘婷和管玉宇,2012)。当业绩修正公告与先前业绩预告偏差越大时,市场反应越强烈;而管理层业绩预告修正次数越多,市场对先前业绩预告信任度越低;修正公告对于先前业绩预告可信度的影响与两次公告间的时间长度成反比(罗玫和宋云玲,2012;李姗姗,2015;Akihiro,2016)。由此可见,对于管理层不同的业绩修正公告披露策略,市场会做出不同的反应。总体来看,市场对于管理层所发布信息精度的反应有三种:主流观点认为,精确程度越高,投资者越会认为该预告信息的可信度高,从而股市反应越强烈(Baginski et al.,1993;杨德明和林斌,2006;王玉涛和王彦超,2012);细分的研究则发现,好消息时高精度的信息预告市场反应更强,坏消息时低精度的信息预告反应更显著(胡威,2011);然而,也有少数研究认为投资者的行为决策事实上并不依赖于信息预告的形式,因而股市对信息预告形式的反应并不强烈(Hirst et al.,1999)。而对管理层业绩预告披露时间的市场反应进行研究则表明,越迟披露的业绩公告,距离年度报告的时间越近,信息含量越高,从而市场反应越强烈(张梦梦和李月娥,2015),且在会计年度结束后发布的业绩预告更加可信(罗玫和宋云玲,2012)。此外,也有文献研究了市场对于业绩修正原因的反应。如果将业绩预告修正的原因细分为宏观因素、会计政策因素、会计记账错误、一次性收益与支出、重大事件和其他可控经营性原因这六大类,对于由前三种原因造成的业绩预告修正,股市对好消息反应更加强烈,同时还能削弱坏消息的影响程度,而市

场对后三者原因造成的业绩修正反应较弱(罗玫和魏哲,2016)。

综上所述,关于管理层信息披露策略及其所引发市场反应的国内外研究更多地集中于业绩预告,虽有少数文献开始关注中国管理层业绩预告修正公告问题,但集中于修正公告可信用度、修正原因等方面,相关研究还需细化。鉴于业绩修正公告特殊的“纠偏”性质,在管理层明显信息占优的条件下,如何进行业绩预告修正公告的披露,而其披露策略又会如何影响市场对修正公告的反应?本文在现有研究的基础上,通过对管理层可能利用预计业绩精度和修正公告时间的选择极大化自身利益问题进行分析,提出研究假设,并构建模型对管理层业绩预告修正公告披露策略及市场反应进行检验,以期完善中国管理层业绩预告修正公告制度提供经验证据。

### 三、理论分析与研究假设

#### 1. 管理层的披露策略

在强制性的业绩预告制度安排下,管理层业绩预告后如出现实际业绩与先前业绩预告的变动方向不一致,实际业绩与先前业绩预告变动幅度差异超过50%,以及其他重大差异情况<sup>①</sup>,需要发布业绩预告修正公告。显然,相较于市场投资者而言,管理层对于公司的经营状态有更为全面和客观的认识,且对业绩预告修正公告的“纠偏”程度实质上也“了然于胸”。在委托—代理机制下,为了极大化自身利益,管理层极易产生与市场博弈的动机,中国资本市场中现行业绩预告修正制度的软约束又给了管理层自由裁量的空间。具体地,管理层业绩修正公告披露策略表现为业绩预计精度以及公告发布时间的选择。通常,以修正公告所预计业绩区间的宽度来衡量预计业绩精度,区间宽度越宽,业绩精度越低;修正公告是否及时(以下称为修正公告时间),则以修正公告发布日距会计年度结束日的时间长度来表示。基于理性经济人假设,管理层会充分利用信息优势,当修正公告对于市场而言为利好消息时,倾向于发布宽度较窄(甚至是点估计)的业绩修正公告,以向市场传递明确且积极的信号,给投资者此次业绩修正公告更为可靠的感觉;而当修正公告对市场而言为利空消息时,管理层则会采取相反的策略,发布预计业绩较为模糊(甚至边界不清)的修正公告,以免业绩预计向利空方向修正过于明显从而失信于投资者。根据消息的“好”、“坏”,管理层精心选择信息披露精度已为业绩预告的相关研究所证实(Graham et al.,2005;Karamanou and Vafeas,2005)。在业绩预告修正公告发布时间选择方面,管理层也会表现出明显的趋利避害的行为特征。当修正公告正向“纠偏”时,管理层倾向于尽快公布,以及早挽回此前业绩预告所造成的股价损失(或股价上升不足);而对属于坏消息的修正公告,管理层则会采取完全相反的策略,更倾向于延迟公布,以尽量避免利空消息长时间作用于市场,并期望短时间内通过自身努力提升预计业绩,用及早发布的下一年度第一季度报告利好消息冲抵坏消息的负面影响。从管理层“精致的利己主义者”的视角,本文提出:

H1:管理层会根据业绩预告修正公告的内容有倾向性地选择预计业绩精度与修正公告时间。

具体包括以下两个子假说:

H1(a):相对于坏消息的修正公告,管理层倾向于在好消息时发布更高精度的修正后预计业绩。

H1(b):相对于坏消息的修正公告,管理层倾向于在好消息时更早发布业绩预告修正公告。

#### 2. 市场对业绩预告修正的反应

投资者的信念受到投资者自身特质和外界信息冲击的影响,反映到投资策略上会作用于市场(张宗新和王海亮,2013)。现有研究发现,市场对业绩预告修正的反应显著(罗玫和宋云玲,2012;罗

<sup>①</sup> 详细细则参考《深圳证券交易所上市公司信息披露工作指引第1号——业绩预告和业绩快报》第六条,2006年7月10日。

玫和魏哲,2016)。在信息不对称的环境中,投资者信念受到管理层修正公告披露策略的影响,具体表现为投资者对修正公告的信任度,即投资者总是对修正公告持批评与怀疑的态度,这种信念会导致股票市场做出反应。根据预期理论(Prospect Theory),投资者的行为决策受到参照依赖、敏感性递减和损失规避效应的多重影响(Kahneman and Tversky,1979)。具体地,投资者从业绩修正公告披露精度与披露时间两个维度来解析管理层的披露策略,进而挖掘出自认为“好”或“坏”的消息,以指导自己的投资决策。“心理账户”与“精神会计”认为坏消息要比相同程度的好消息带来的心理效用更大,且坏消息的主观影响约为好消息的两倍(Tversky and Kahneman, 1992)。因此,修正公告的“好”、“坏”消息属性导致了投资者信念的差异,进而引发“好”、“坏”消息不对称的市场反应。在经历与管理层的多次信息解读博弈后,投资者尽管处于信息劣势,但也能够在一定程度上理解管理层业绩修正公告披露策略选择的用意(Baginski et al.,1993)。如果是高精度的“好”消息,则投资者会倾向于选择信任,或者说高精度的“好”消息能够在一定程度上弱化投资者对于管理层“不良动机”的怀疑。然而,如果是低精度的“坏”消息,则必然会强化投资者对于管理层利用“政策许可的精度范围”模糊业绩的想法(胡威,2011),因此,投资者更愿意认为公司真实业绩逼近区间下限,导致低精度的业绩修正引发更加激烈的市场负向反应。对于业绩预告修正公告披露时间,若在预告的会计年度结束(12月31日)后,则公司当年全部经济活动已经完成,此时发布的业绩预告修正公告应当更加可信,市场对修正公告的反应相应更强烈(罗玫和宋云玲,2012)。相较于12月末,1月31日是一个更加矛盾的时间点。一方面,1月31日更靠近财务报告的公告日,所发布的业绩更加准确,与最终年度报告的业绩差距更小,市场对修正公告的反应应当更加强烈,好消息更加“利好”同时坏消息更加“利空”;另一方面,1月31日后修正公告的发布过迟,违反了监管部门的相关规定,上市公司的修正公告迟迟不肯发布,可能会给投资者以上市公司花费大量时间来粉饰修正公告的印象,从而促使坏消息更加“利空”、好消息的利好程度减弱。综合来看,对于1月31日后发布的修正公告,坏消息时市场对修正公告的反应更加剧烈,而好消息时的反应则不确定,需由违约性与准确性相权衡来确定。基于信息不对称条件下的博弈理论,本文提出:

H2:管理层披露策略显著影响市场对业绩预告修正的反应。

具体包括以下两个子假说:

H2(a):随着业绩预告修正预计业绩精度下降,好消息下市场对正向修正的反应得到削弱,坏消息下市场对负向修正的反应得到增强。

H2(b):在应预告年度次年1月内发布的修正公告,市场对修正公告的反应都更加强烈;在应预告年度次年1月31日后发布的修正公告,坏消息下市场对负向修正的反应更加剧烈,好消息下市场对正向修正的反应并不确定。

#### 四、模型设定与样本选择

##### 1. 累积超额收益率与未预期盈余

(1)累积超额收益率(CAR)。累积超额收益率(CAR)用以衡量业绩修正公告的短期股票市场反应程度,计算窗口期为修正公告发布的前一天至后两天,即 $[-1,2]$ 。 $CAR_i = \sum_{t=-1}^{+2} AR_{it}$ ,其中, $AR_{it}$ 为样本公司*i*在*t*日的股票超额回报率。具体计算方法为:采用市场模型计算方法,市场模型的设定形式为 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ , $R_{it}$ 为该公司股票*t*日的收益率, $R_{mt}$ 为市场收益率。由于样本中同时包含沪深两市的公司,因而采用沪深300指数收益率代替市场收益率。用修正公告日前60天至前30天

(即 $[-60, -30]$ )的数据估计出各公司的 $\alpha$ 值和 $\beta$ 值,并以此为基础计算出各公司在 $[-1, +2]$ 的窗口期中每日不发生修正公告条件下的正常收益率。 $AR_{it}$ 为 $t$ 日公司股票实际收益率减去正常收益率,逐日相加即为该公司的累积超额收益率( $CAR$ )。 $CAR$ 绝对值越大,意味着修正公告发布前后市场反应越强烈,该修正公告信息含量越高。

(2)未预期盈余( $UMF$ )。参照罗玫和宋云玲(2012)的方法,采用未预期盈余( $UMF$ )来衡量修正公告正向修正幅度与负向修正幅度,也可以理解为修正公告与此前业绩预告下总资产收益率的差值,即 $UMF=(\text{本次预计净利润}-\text{前次预计净利润})/\text{应预告年度上年年末总资产}$ <sup>①</sup>。未预期盈余的正值越大,说明此次修正公告正向修正幅度越大;反之,负值越大,则负向修正幅度越大。同时也可以利用未预期盈余的正负来判断业绩修正的“好消息”与“坏消息”属性。

## 2. 模型设定

为了检验假设1,构建模型(1)如下:

$$FACTOR = \alpha_0 + \alpha_1 GOOD + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 CR1 + \alpha_4 ROE + \alpha_5 PE + \alpha_6 STATE + \alpha_7 BIAS3 + \alpha_8 ACCOUNT + \alpha_9 FERROR + \alpha_{10} CONTROL + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)中被解释变量 $FACTOR$ 分别代表预计业绩精度( $WIDTH$ )和修正公告日( $DATE$ )。预计业绩精度( $WIDTH$ )代表所预计净利润的闭区间宽度,其宽度越大,精度越低<sup>②</sup>。修正公告日( $DATE$ )表示修正公告的及时性,其数值越小,修正公告越早发布。 $\alpha_1$ 为解释变量 $GOOD$ 前参数,其估计值用以区别“好”、“坏”消息类别对管理层披露策略选择的影响。若 $\alpha_1$ 显著小于0,则表明相对于坏消息,管理层倾向于在好消息时更早公布更加精确的修正公告, $H1(a)$ 和 $H1(b)$ 成立,反之不成立。

构建模型(2)以分别检验预计业绩精度和修正公告时间如何影响市场对修正公告的反应,构建模型(3)以综合检验管理层披露策略如何影响市场对修正公告的反应:

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 UMF + \beta UMF \times X + \alpha_2 WIDTH + \alpha_3 DATE1 + \alpha_4 DATE2 + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 CR1 + \alpha_7 ROE + \alpha_8 PE + \alpha_9 STATE + \alpha_{10} BIAS3 + \alpha_{11} ACCOUNT + \alpha_{12} FERROR + \alpha_{13} CONTROL + \varepsilon \quad (2)$$

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 UMF + \sum \beta_i UMF \times X_i + \alpha_2 WIDTH + \alpha_3 DATE1 + \alpha_4 DATE2 + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 CR1 + \alpha_7 ROE + \alpha_8 PE + \alpha_9 STATE + \alpha_{10} BIAS3 + \alpha_{11} ACCOUNT + \alpha_{12} FERROR + \alpha_{13} CONTROL + \varepsilon \quad (3)$$

模型(2)中, $X$ 分别代表预计业绩精度( $WIDTH$ )、修正公告时间( $DATE1$ 和 $DATE2$ )。在以未预期盈余( $UMF$ )和预计业绩精度( $WIDTH$ )为主要解释变量的回归模型中,引入交叉项 $WIDTH \times UMF$ , $\beta$ 为交叉项前参数,其估计值用于衡量预计业绩精度如何影响市场对业绩修正的反应。如果高精度的修正公告能够增强市场对修正公告的反应,那么 $\beta < 0$ ;如果低精度的修正公告能够增强市场对修正公告的反应,那么 $\beta > 0$ 。 $H2(a)$ 成立的条件则为坏消息下 $\beta$ 显著大于0且好消息下 $\beta$ 显著小于0。

当 $X$ 代表修正公告时间( $DATE1$ 和 $DATE2$ )时,模型(2)的主要解释变量为未预期盈余( $UMF$ )以及衡量修正公告时点的会计年度结束日( $DATE1$ )和修正公告违约日( $DATE2$ )这两个虚拟变量。模型(1)中采用的是修正公告日这一连续变量,而模型(2)中则根据12月31日与应预告年度次年1月31日,将公告时间划分为3个时间段,原因在于模型(2)中以投资者为主体,考察的是投资者

① 此处净利润均采用点值,闭区间净利润以上下限均值来表示。

② 当净利润为点值时,闭区间宽度为0。因净利润为开区间或定性描述的样本较少,予以删去不做考虑。

行为决策下修正公告的市场反应,相较于一连串连续的日期,投资者对特殊的时点更为敏感。引入交叉项  $UMF \times DATE1$  和  $UMF \times DATE2$ ,  $\beta_1$  和  $\beta_2$  为交叉项前参数,其估计值代表各修正公告时间段对修正公告市场反应的边际影响。若  $\beta_1 > 0$ ,则在应预告年度次年1月内发布的业绩预告修正公告更可信,H2(b)中关于次年1月内修正公告的假设成立。若在好消息和坏消息下  $\beta_2 > 0$ ,则相较于会计年度结束日前的修正公告,市场对次年1月31日后发布的公告反应更强烈,H2(b)中关于次年1月后修正公告的假设成立,且投资者主要关注于修正公告准确性;若在好消息下  $\beta_2 < 0$  且在坏消息下  $\beta_2 > 0$ ,则说明 H2(b)中关于次年1月后修正公告的假设成立,且在好消息下投资者关注焦点在修正公告违约性而非准确性上。

模型(3)进一步检验各种策略披露行为如何综合影响市场对修正公告的反应, $X$ 中同时包括预计业绩精度( $WIDTH$ )、会计年度结束日( $DATE1$ )和修正公告违约日( $DATE2$ ),其对交叉项前参数估计结果的解释与模型(2)中相一致。

模型(1)至模型(3)中变量定义见表1。

### 3. 样本筛选与描述

鉴于业绩预告制度从2007年起才基本稳定成熟,这里选取2007—2016年沪深两市所有业绩预告修正样本进行研究,共计1416个公司—年度样本,所有数据来自WIND数据库。在所有的1416个公司—年度样本中,开区间和定性样本比例较少,仅61例,且各年数量逐步下降,从2007年的12例到2016年的0例。点值样本比例也呈现逐步下降趋势,从2007年的27.59%降至2016年的14.49%,越来越多公司采用闭区间形式来进行业绩估计。

为保证结果的可靠性,实证检验时,对原始数据进行了相关处理:①剔除金融类公司、ST和\*ST类公司以及数据不全的样本;②为计算变量未预期盈余以及预计业绩精度,将开区间以及定性描述样本予以剔除;③剔除窗口期内发布重大事件公告的样本;④另有10家公司在同一年度内进行了二次修正,由于二次修正样本数量占比过低,为避免干扰一次修正的公司—年度样本,将这10个样本删去。最终得到940公司—年度业绩预告修正样本,其中359个样本为好消息样本,581个样本为坏消息样本,坏消息样本占60%以上。好、坏消息参照罗玫和宋云玲(2012)的划分方法,以本次业绩修正与此前业绩预告所述净利润为依据,倘若本次净利润大于前次,则为好消息,否则为坏消息(样本中不存在本次净利润与前次相等的情形)。为避免极端数据影响回归结果,按1%和99%的分位数对变量进行Winsor缩尾处理。

最终的940个样本中,2011年是年度业绩预告修正数量的分界点,2011年之前业绩预告修正数量基本维持在60—80个之间,而2011年后样本数量陡然上升至100以上。而每年于12月31日前发布修正公告的样本数量基本在10以下,于次年1月31日后发布的样本数量稍多,但仍少于20家,大多公司选择在次年1月内发布修正公告。值得注意的是,虽然于1月31日后发布修正公告属违规行为,但每年违规公司仍在10家左右,且无减少趋势。

表2给出了各连续变量的描述性统计结果(对各变量均值进行t检验,t检验原假设为变量均值等于0)。其中,第二列与第三列给出了“好”、“坏”消息子样本下的均值以及t检验结果,其后各列均为总体样本的描述性统计结果。由表2可知,好消息下CAR均值为正且显著,坏消息下CAR均值为负且显著,“好”、“坏”消息的修正公告均具有显著的信息含量。未预期盈余( $UMF$ )均值0.0019,说明平均来说正向修正幅度大于负向修正幅度。预计业绩精度( $WIDTH$ )均值为0.43,意味着预计业绩距离上年净利润平均有 $\pm 22\%$ 的浮动空间,且个别公司预计业绩精度过低,闭区间上下限之差达767%。“好”、“坏”消息下 $WIDTH$ 均值分别为0.37和0.47,这表明平均来说,坏消息的预计业绩精度



表 1 研究变量说明

变量名称	定义	计算方法
<b>A:被解释变量</b>		
预计业绩精度( <i>WIDTH</i> ) <sup>a</sup>	预计业绩相对上年净利润的估计宽度	$WIDTH = \left  \frac{\text{闭区间上限} - \text{闭区间下限}}{\text{上年净利润}} \right $
修正公告日( <i>DATE</i> )	修正公告日距应预告年度末的时间长度	<i>DATE</i> = 修正公告日 - 应预告年度 12 月 31 日(单位:月) <sup>b</sup>
累积超额收益率( <i>CAR</i> )	公司在业绩预告修正公告前后窗口期内的累积超额收益率	见变量定义部分
<b>B:解释变量</b>		
修正公告属性( <i>GOOD</i> )	虚拟变量,本次业绩预告修正公告是否为好消息	如果相对于此前的业绩预告,本次业绩预告修正为好消息,赋值为 1;如果为坏消息,赋值为 0
未预期盈余( <i>UMF</i> )	本次业绩预告修正公告净利润与此前业绩预告的偏离程度	见变量定义部分
预计业绩精度( <i>WIDTH</i> ) <sup>c</sup>	预计业绩相对上年净利润的估计宽度	$WIDTH = \left  \frac{\text{闭区间上限} - \text{闭区间下限}}{\text{上年净利润}} \right $
会计年度结束日( <i>DATE1</i> )	虚拟变量,是否在会计年度结束后公布	如果修正报告公布时间在应预计会计年度结束后、次年 1 月 31 日前(包括 1 月 31 日),赋值为 1,否则为 0
修正公告违约日( <i>DATE2</i> )	虚拟变量,是否在修正公告违约日后公布	如果修正报告公布时间在应预告期次年 1 月 31 日后,赋值为 1,否则为 0
<b>C:控制变量</b>		
公司规模( <i>SIZE</i> )	总资产	应预告期前一年总资产的对数
股权集中度( <i>CR1</i> )	第一大股东持股比例	
净资产收益率( <i>ROE</i> )	应预告期前一年加权平均净资产收益率	
市盈率( <i>PE</i> )	市价盈利比率	每股股价除以每股盈利
实际控制人性质( <i>STATE</i> )	虚拟变量,实际控制人是否为国有资产监督管理委员会	如果实际控制人为国有资产监督管理委员会,赋值为 1,否则为 0
会计师审计( <i>ACCOUNT</i> )	虚拟变量,是否经过会计师审计	如果修正报告经过会计师事务所审计,赋值为 1,否则为 0
与前三季度净利润偏离( <i>BIAS3</i> )	年度预计净利润相较应预告年度前三季度实际净利润的增幅	$BIAS3 = \frac{\text{预计净利润} - \text{前三季度净利润}}{\text{前三季度净利润}}$
之前预告误差( <i>FERROR</i> )	前两年公司预计业绩与实际业绩偏离程度	$FERROR = \frac{1}{2} \sum_{k=2}^{t-1} \left  \frac{\text{预计净利润}_k - \text{实际净利润}_k}{k-1 \text{ 年净利润}} \right $
行业和年度控制变量( <i>CONTROL</i> )	行业和年度分别用虚拟变量表示	对 2007—2016 年分设 9 个年度虚拟变量,按照中国证券监督管理委员会行业编码设置行业虚拟变量

注:a 此处被解释变量预计业绩精度(*WIDTH*)特指模型(1)中的被解释变量;b 例如,应预告年度 12 月 31 日公布的样本修正公告日值为 0,11 月 31 日公布的样本修正公告日为 -1,次年 1 月 31 日公告的样本修正公告日为 1;c 此处解释变量预计业绩精度(*WIDTH*)特指模型(2)和模型(3)中的解释变量。

表 2 变量描述性统计

变量	均值(好消息)	均值(坏消息)	均值(总样本)	标准差	最小值	最大值
<i>CAR</i>	0.0162***	-0.0158***	-0.0036	0.0663	-0.4829	0.2163
<i>UMF</i>	0.0442***	-0.0242***	0.0019	0.1679	-0.3017	4.7166
<i>WIDTH</i>	0.3712***	0.4673***	0.4306***	0.9894	0.0000	7.6734
<i>DATE</i>	0.7587***	0.9778***	0.8941***	0.6793	-2.3333	4.0333
<i>SIZE</i>	12.0953***	12.1025***	12.1000***	1.0143	9.5653	16.1464
<i>CR1</i>	0.3460***	0.3524***	0.3500***	0.1449	0.0431	0.8212
<i>ROE</i>	0.0663***	0.0859***	0.0784***	0.1323	-0.9480	0.6822
<i>PE</i>	0.1990***	0.1444***	0.1652***	0.4806	0.0113	3.3353
<i>BIAS3</i>	0.4920*	0.0424	0.2141	5.3073	-31.4093	20.5441
<i>FERROR</i>	2.5506***	2.8771***	2.7524***	7.2307	0.0544	51.3540

注:为避免极端数据影响回归结果,按1%和99%的分位数对变量进行Winsor缩尾处理。采用双尾t检验,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

低于好消息。而修正公告时间(*DATE*)虽多处处在次年1月,但最早于应预告年度的10月即有公司进行公告,最迟到次年4月才进行修正公告。“好”、“坏”消息下*DATE*均值分别为0.76和0.98,均在1%的水平下显著,说明坏消息的修正公告时间平均迟于好消息,且坏消息平均在截止日1月31日前三天内公布。

## 五、实证检验

### 1. 管理层业绩披露策略(H1)的检验

模型(1)用以考察管理层在预计业绩精度与修正公告发布时间上的策略选择,根据所确定的样本数据对模型(1)中的参数进行估计,结果列示于表3中。

由表3可知,模型(1)中解释变量*GOOD*前参数估计结果分别为-0.15和-0.21,均小于0且显著,表明相对于坏消息,当业绩预告修正为好消息时,管理层所发布的预计业绩宽度平均下降15.08%,且修正公告平均提前6天公布。这意味着管理层确实根据修正公告的“好”、“坏”消息属性倾向性地选择披露策略,由此证实了H1。即,相对于坏消息的修正公告,管理层倾向于在好消息时发布更高精度的预计业绩(由此证实H1(a));相对于坏消息的修正公告,管理层倾向于在好消息时更早发布修正公告(由此证实H1(b))。

### 2. 市场对业绩预告修正反应(H2)的检验

模型(2)用以检验预计业绩精度以及修正公告日如何影响市场对于修正公告的反应,模型(3)用以检验管理层披露策略的综合影响。考虑到修正公告性质不同,投资者的反应亦不尽相同,因而分好消息与坏消息两个子样本来进行回归分析,具体结果见表4。

表4中,第(1)列和第(4)列分别考察了“好”、“坏”消息下市场对修正公告的反应如何受预计业绩精度的影响。第(1)列的回归结果显示,在好消息子样本中,预计业绩精度(*WIDTH*)与未预期盈余(*UMF*)的交叉项前参数估计结果为-0.01,小于0且显著,这意味着预计业绩精度越低,投资者越怀

表 3 管理层业绩披露策略检验结果

	<i>WIDTH</i>	<i>DATE</i>
<i>GOOD</i>	-0.1508** (-2.43)	-0.2142*** (-4.90)
<i>SIZE</i>	0.0011 (0.03)	-0.0242 (-0.99)
<i>CR1</i>	-0.4756* (-1.94)	-0.0368 (-0.25)
<i>ROE</i>	-0.6855*** (-3.71)	-0.3611* (-1.70)
<i>PE</i>	0.2006 (1.18)	0.0368 (0.46)
<i>STATE</i>	0.0689 (0.81)	0.1285* (1.92)
<i>BIAS3</i>	-0.0025 (-0.22)	-0.0047 (-1.39)
<i>ACCOUNT</i>	-0.1077 (-0.40)	1.3789*** (6.60)
<i>FERROR</i>	-0.0008 (-0.23)	0.0064* (1.88)
<i>CONTROL</i>	控制	控制
<i>CONSTANT</i>	0.5243 (1.14)	1.1353** (2.13)
Observations	940	940
Adj-R <sup>2</sup>	0.0670	0.2494
F Value	3.9183***	4.8545***

注:为避免极端数据影响回归结果,按1%和99%的分位数对变量进行Winsor缩尾处理。括号中为t统计量值;\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。

疑修正公告的可靠性,市场对正向修正的反应得到削弱。而第(4)列的回归结果显示,在坏消息子样本中,交叉项参数估计值为0.39,大于0且显著,这说明预计业绩精度越低,市场对修正公告的反应越剧烈,由此验证了H2(a)中关于“好”、“坏”消息下假说的描述。同时,也从侧面说明了管理层在好消息时发布高精度的修正公告可以增强市场反应强度,而在坏消息时采用低精度修正公告的策略未能奏效,反而会加剧负向修正的市场反应。

第(2)列和第(5)列分别考察了“好”、“坏”消息下市场对修正公告的反应如何受修正公告时间的影响。第(2)列的回归结果显示,在好消息子样本下,交叉项  $UMF \times DATE1$  参数估计结果为0.12,大于0,但不显著。其符号符合H2(b)的设想,即应预告年度次年1月内修正公告的市场反应更加强烈,随着年报公告日的临近,投资者相对来说更加信任次年1月内的修正公告。而交叉项  $UMF \times DATE2$  参数估计结果为-4.13,在5%的水平下显著,这意味着次年1月后公布的修正公告,投资者认为其并不可靠。也从侧面证明了投资者在对准确性和违规性的权衡之中,“违规性”占上风,投资

表 4 市场对修正公告反应的检验(模型(2)和模型(3))

变量	好消息			坏消息		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>UMF</i>	0.1006** (2.37)	-0.1023 (-0.51)	-0.1113 (-0.55)	0.1143 (0.56)	-3.1172** (-3.09)	-3.4632*** (-3.44)
<i>UMF</i> × <i>WIDTH</i>	-0.0113** (-2.10)		-0.0130** (-2.14)	0.3934*** (3.69)		0.3976*** (4.08)
<i>UMF</i> × <i>DATE1</i>		0.1245 (0.61)	0.2253 (1.08)		3.3180*** (3.4)	3.5130*** (3.57)
<i>UMF</i> × <i>DATE2</i>		-4.1307** (-2.23)	-4.0920** (-2.22)		3.6621*** (3.63)	3.7933*** (3.78)
<i>WIDTH</i>	0.0038 (0.98)	0.0023 (0.46)	0.0044 (0.88)	0.0156** (2.52)	-0.0015 (-0.35)	0.0159*** (2.69)
<i>DATE1</i>	-0.0247* (-1.85)	-0.0300* (-1.92)	-0.0331** (-2.13)	-0.0150 (-0.55)	0.0603** (2.10)	0.0612** (2.14)
<i>DATE2</i>	-0.0361 (-1.18)	0.0205 (0.58)	0.0208 (0.60)	0.0189 (0.63)	0.1100*** (3.16)	0.1049*** (3.08)
<i>SIZE</i>	0.0078* (1.71)	0.0067* (1.88)	0.0069* (1.96)	0.0337* (1.84)	0.0238 (1.34)	0.0388** (2.10)
<i>CR1</i>	0.0119 (0.43)	0.0119 (0.47)	0.0083 (0.33)	-0.0745 (-0.64)	-0.1243 (-1.05)	-0.1215 (-1.05)
<i>ROE</i>	-0.0129 (-0.46)	-0.0039 (-0.14)	-0.0067 (-0.24)	0.0072 (0.13)	-0.0161 (-0.31)	0.0012 (0.02)
<i>PE</i>	-0.0166* (-1.95)	-0.0115 (-1.08)	-0.0174 (-1.59)	-0.0167 (-1.14)	-0.017 (-1.12)	-0.0182 (-1.21)
<i>STATE</i>	0.0039 (0.46)	0.0012 (0.15)	0.0025 (0.30)	-0.0340*** (-2.96)	-0.0317** (-2.59)	-0.0329*** (-2.69)
<i>BIAS3</i>	0.0000 (0.05)	-0.0000 (-0.01)	-0.0002 (-0.28)	-0.0007 (-0.69)	-0.0018** (-2.31)	-0.0015** (-2.12)
<i>ACCOUNT</i>	0.0030 (0.11)	0.0072 (0.26)	0.0082 (0.30)	0.0678 (1.62)	-0.071 (-0.90)	0.0555 (1.33)
<i>FERROR</i>	0.0003 (0.47)	0.0003 (0.54)	0.0002 (0.40)	-0.0002 (-0.32)	-0.0003 (-0.55)	0.0001 (0.16)
<i>CONTROL</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>CONSTANT</i>	-0.0641 (-1.21)	-0.0456 (-0.97)	-0.0471 (-1.01)	-0.4081* (-1.82)	-0.3232 (-1.48)	-0.5201** (-2.27)
Observations	359	359	359	581	581	581
Adj-R <sup>2</sup>	0.0779	0.0833	0.0958	0.2073	0.1935	0.2441

注:为避免极端数据影响回归结果,按1%和99%的分位数对变量进行Winsor缩尾处理。回归模型中固定了年度效应,此时CONTROL只代表年度控制变量;括号内为控制公司层面聚集效应的t值;采用双尾t检验,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

者并不信任次年1月后发布的修正公告,市场对修正公告的反应得到削弱。第(5)列的回归结果显示,在坏消息子样本下,未预期盈余(*UMF*)参数估计结果为-3.12,小于0且显著,这表明投资者并不信任会计年度结束前发布的修正公告。交叉项  $UMF \times DATE1$  参数估计结果为3.32,在1%的水平下显著,说明随着年报公告日的临近,投资者对次年1月内的修正公告更加信任,从而市场对坏消息下负向修正的反应得以增强。交叉项  $UMF \times DATE2$  参数估计结果为3.66,同样在1%的水平下显著。究其原因:一方面,源于修正公告准确性的提高,投资者对修正公告信息更加信任,从而负向修正的市场反应更加剧烈;另一方面,1月31日后公布修正公告属于违规行为,加剧了坏消息的利空程度,因而市场对负向修正的反应得到增强。综合来看,H2(b)可重新表述为:次年1月内发布的修正公告,市场对负向修正的反应更加剧烈,源于修正公告准确性的提高;次年1月后发布的修正公告,市场对好消息下正向修正的反应得到削弱,对坏消息下负向修正的反应得到增强,这是受到上市公司违规行为的影响,好消息的利好程度下降,而坏消息的利空程度增强。由此可以看出,管理层倾向于延迟公布坏消息修正公告的策略并不可取,相对于会计年度结束前,次年(尤其是1月31日后)发布的修正公告,市场对其负向修正的反应更加剧烈。

第(3)列和第(6)列分别考察了“好”、“坏”消息下市场对修正公告的反应如何受管理层披露策略的综合影响。各主要解释变量前参数估计结果的符号及显著性与前述回归相一致。

### 3. 稳健性检验

在前述对短期市场反应(H2)的实证检验中,被解释变量 *CAR* 的窗口期均为 $[-1,+2]$ 。为验证结果可靠性,进一步对 $[-2,+5]$ 窗口期内的 *CAR* 进行稳健性检验。主要解释变量前参数估计结果的正负号与表4中参数估计结果的符号相一致。尽管稳健性检验对好消息子样本的市场反应检验结果中,解释变量  $UMF \times DATE2$  参数估计结果的显著性下降,但其参数估计结果正负号与表4中一致。

### 4. 进一步的分析

现有研究大多着力于“好”、“坏”两类消息的角度(胡威,2011;张馨艺等,2012),这里的“好消息”与“坏消息”取决于修正公告与此前业绩预告的业绩对比,但考虑到修正公告远比比业绩预告信息含量丰富,其业绩的“利好”与“利空”不仅可对比于此前业绩预告,也可与上年业绩相比较。结合上年年度报告的业绩情况,可以将“好消息”细分为“更加利好”、“利空转利好”、“利空减弱”<sup>①</sup>;将“坏消息”划分为“利好减弱”、“利好转利空”以及“利空加剧”。其中,样本数量分别为256、42、61以及138、150、293。以“坏消息”为例,虽然细分的三类修正公告均负向修正了此前的业绩预告,但“利好减弱”下其年度业绩相对上年业绩仍为“利好”,只是利好程度有所下降;而“利好转利空”则是由此前预告的利好消息转变成了本次修正公告的利空消息,其对管理层以及市场的冲击不言而喻;“利空加剧”代表此前业绩预告与本次业绩修正相对上年业绩均是“利空”消息,且利空程度有所增加。显然,管理层与市场对好坏消息细分下不同修正公告性质的反应并不一致。因此,有必要在更加细分的修正公告性质下,考察管理层的披露策略与市场行为。

表5给出了“好”、“坏”消息细分下的管理层披露策略检验结果。除“利空减弱”外,其余5种修正公告属性均以虚拟变量表示。由表5回归结果可知,在对预计业绩精度(*WIDTH*)的回归结果中,

① “好消息”指本次修正公告对此前业绩预告的净利润进行了正向修正。在“好消息”下,可细分为以下三类:若此前业绩预告相对于上年业绩为利空消息,且本次修正公告相对上年业绩仍为利空消息,只是利空程度有所下降,则称为“利空减弱”;若此前业绩预告相对于上年业绩为利好消息,本次修正公告仍为利好消息,且利好程度上升,则称为“更加利好”;若此前业绩预告相对于上年业绩为利空消息,但本次修正公告为利好消息,则称为“利空转利好”。

“更加利好”、“利好转利空”与“利空加剧”参数估计结果分别为 0.16、0.24 和 0.41,均大于 0 且显著。这意味着相对于其他三种情形,管理层在“更加利好”、“利好转利空”与“利空加剧”的情况下更倾向于披露低精度的修正公告,且三者预计业绩精度由高到低。这说明相对于其他好消息的情形,管理层公布“更加利好”消息时的预计业绩精度稍低,这是因为此前业绩预告本就是好消息,管理层不需要用高精度去吸引投资者目光。同时可以关注到,“利好减弱”参数估计结果为 0.08,其预计业绩精度与“利空减弱”和“利空转利好”这两种“好消息”的情形无显著差异,说明虽然“利好减弱”也属于坏消息,但相对于上年业绩其仍属于利好消息,本质上与“利好转利空”和“利空加剧”的“坏消息”情形并不相同,这时管理层需要公布高精度的修正公告以博取投资者的信任。

在对修正公告日 (*DATE*) 的回归结果中,“更加利好”与“利空转利好”参数估计结果分别为 -0.17 和 -0.36,小于 0 且显著,而其他三个虚拟变量并不显著。这意味着好消息下管理层更早公布修正公告主要源于“更加利好”与“利空转利好”的情形,且管理层在“利空转利好”的属性下最积极地公布修正公告,以尽早挽回此前不利的业绩预告带来的股价负效应。而坏消息的三个细分属性前参数估计结果并不显著,所以管理层在做出修正公告披露时间的决策时,并没有将“利空减弱”的好消息与坏消息显著区分开来,这同样源于“利空减弱”的修正公告相对于上年业绩仍为利空消息。

综上所述,管理层的披露策略基本符合假说 1 的设想,即好消息下尽早披露高精度的修正公告,坏消息下延迟披露低精度的修正公告。但值得注意的是,“更加利好”情形下管理层并未有意提高预计业绩精度。同时,管理层倾向于在“利好减弱”的坏消息情况下提高预计业绩精度,倾向于在“利空减弱”的好消息情况下延迟公布修正公告。

表 5 细分公告性质下管理层业绩披露策略检验结果

	<i>WIDTH</i>	<i>DATE</i>
更加利好	0.1643** (2.31)	-0.1714* (-1.82)
利空转利好	0.2211 (1.53)	-0.3623*** (-2.73)
利好减弱	0.0820 (1.19)	0.1679 (1.64)
利好转利空	0.2411** (2.44)	0.0151 (0.15)
利空加剧	0.4093*** (4.40)	0.0616 (0.66)
<i>CONSTANT</i>	0.3024 (0.65)	0.9863** (2.29)
控制变量	是	是
<i>CONTROL</i>	控制	控制
<i>Observations</i>	940	940
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.0786	0.1296
<i>F Value</i>	2.251***	4.0894***

注:为避免极端数据影响回归结果,按 1%和 99%的分位数对变量进行 Winsor 缩尾处理。括号中为 t 统计量值;\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著。

## 六、结论及政策建议

### 1. 结论

业绩修正公告以其“纠偏”本质而区别于一般的业绩预告,具有丰富的信息含量。本文从管理层披露策略与修正公告的市场反应两个角度,分析了2007—2016年间沪深两市A股市场所有上市公司业绩修正公告的预计业绩精度与修正公告披露时间。研究表明,相对于坏消息的修正公告,管理层更倾向于在好消息时尽早发布高精度的修正公告。随着预计业绩精度的下降,好消息下市场对正向修正的反应得到削弱,坏消息下市场对负向修正的反应得到增强。对于次年1月内发布的修正公告,市场对正向修正的反应未有增强,但对负向修正的反应显著加强。对于次年1月后发布的修正公告,市场对正向修正的反应得到削弱,同时市场对负向修正的反应得到增强,这表明投资者关注于公司违规信息。进一步的研究还表明,“更加利好”情况下管理层对修正公告的精度策略关注稍低。同时,管理层对“利空减弱”、“利好减弱”类消息做出了特殊的披露安排,倾向于公布高精度的“利好减弱”类修正公告,延迟公布“利空减弱”类修正公告。

### 2. 政策建议

(1)完善业绩预告修正公告制度,细化精度与时间规则。现有对预计业绩精度以及修正公告时间的规定多存在于“指引”、“备忘录”当中,其有限的政策约束力使得管理层往往会利用精度以及时间的规则漏洞,谋求自身利益最大化,这必然会扰乱资本市场秩序,削弱股票市场资源配置效率,损害投资者的权益。不同于多在10月公布的业绩预告,修正公告一般于年末公布,此时管理层已对公司的年度业绩有了较为深入的了解,再以粗略的低精度来预计本年度业绩是极不适宜的。同时注意到,次年1月31日前3天是修正公告发布的高峰期,临近年报公告日才公布修正公告的违规现象仍旧屡屡发生。因此,监管当局应当进一步细化修正公告的相关规定,对上市公司业绩修正公告的披露精度提出更高的要求,增强披露时间节点的约束力,督促管理层以高精度及时披露上市公司的年度修正公告。

(2)加大违规行为惩处力度,监管当局可建立违规公司“黑名单”。监管当局设立业绩预告修正制度的初衷,是为了弱化管理层与投资者之间的信息不对称,增强上市公司信息透明度。然而,对于上市公司的违规行为,监管当局却未能出台相对应的惩戒措施,仅针对个别严重损害投资者利益的行为进行处罚,未能起到震慑作用(宋云玲等,2011)。在此背景下,尽管上市公司管理层能够意识到不同的业绩修正公告披露策略会引起市场的不同反应,但通过收益—成本的比较管理层还是会利用信息优势选择对自身有利的业绩修正公告披露策略。因此,惩戒机制的缺失助长了上市公司管理层信息披露违规现象的蔓延,这也是每年多家上市公司在信息披露过程中敢于违规的原因之所在。所以,监管当局应当强化对违规行为的事后惩戒机制,设立监管当局“黑名单”,将连续三年预计业绩与年度报告所公布真实业绩差异过大、修正公告披露迟于次年1月31日等行为纳入监管范围,增加上市公司信息披露违规成本,以监管的力量督促上市公司真实可信地披露业绩修正公告,强化上市公司合规自律意识。

(3)加强投资风险教育,提高投资者风险防范意识。管理层倾向性的披露策略使得修正公告信息质量下降,外界投资者难以通过修正公告甄别上市公司的真实业绩,更可能会对相关信息产生认知偏差,而造成其财富损失。因此,监管当局有必要在增强上市公司修正公告信息披露合规性的基础上,加强投资者的风险防范教育,利用理论传授与实际案例剖析相结合的手段,借助海报、宣传折页、投资者教育专栏与电子信息等传播方式,潜移默化地增强投资者的金融素养与信息判别能力。

逐步使投资者可以通过自身的理性分析,抽丝剥茧,对于真实的修正公告以正常的市场反应,而摒弃试图利用政策漏洞来牟利的公司股票,令上市公司股价能够反应其真实价值。通过投资者在资本市场中的行为选择,倒逼管理层依法合规地进行信息披露,从而提升资本市场的有效性。

#### [参考文献]

- [1]高敬忠,韩传模,王英允. 控股股东行为与管理层业绩预告披露策略——以我国 A 股上市公司为例[J]. 审计与经济研究, 2013,(4):75-83.
- [2]高敬忠,周晓苏. 管理层持股能减轻自愿性披露中的代理冲突吗?——以我国 A 股上市公司业绩预告数据为例[J]. 财经研究, 2013,(11):123-133.
- [3]胡威. 管理层盈利预测精确度影响因素及其经济后果研究——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 财经问题研究, 2011,(11):67-74.
- [4]胡志颖,卜云霞,刘应文. 业绩预告修正信息质量的实证研究——基于上市公司 2007—2009 年业绩预告修正的分析[J]. 中南财经政法大学学报, 2011,(4):135-140.
- [5]李常青,滕明慧. 并购公司管理层业绩预告的披露策略研究[J]. 投资研究, 2013,(5):94-107.
- [6]李琪琦. 上市公司管理层盈余预测的信息含量研究——来自沪深 A 股市场的经验证据[D]. 成都:西南财经大学, 2008.
- [7]李姗姗. 上市公司业绩预告制度合理性研究[J]. 上海金融, 2015,(9):60-63.
- [8]刘婷,咎玉宇. 我国上市公司业绩预告修正的市场反应[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2012,(10):58-66.
- [9]罗玫,宋云玲. 中国股市的业绩预告可信吗[J]. 金融研究, 2012,(9):168-180.
- [10]罗玫,魏哲. 股市对业绩预告修正一视同仁吗[J]. 金融研究, 2016,(7):191-206.
- [11]宋云玲,李志文,纪新伟. 从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果[J]. 金融研究, 2011,(6):136-149.
- [12]王玉涛,王彦超. 业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗[J]. 金融研究, 2012,(6):193-206.
- [13]薛爽. 预亏公告的信息含量[J]. 中国会计与财务研究, 2001,(3):117-176.
- [14]杨德明,林斌. 业绩预告的市场反应研究[J]. 经济管理, 2006,(16):26-31.
- [15]张梦梦,李月娥. 上市公司年度业绩预告的市场反应——基于 2011 年沪深 A 股上市公司经验数据的实证研究[J]. 财会通讯, 2015,(3):39-41.
- [16]张馨艺,张海燕,夏冬林. 高管持股、择时披露与市场反应[J]. 会计研究, 2012,(6):54-60.
- [17]张宗新,王海亮. 投资者情绪、主观信念调整与市场波动[J]. 金融研究, 2013,(4):142-155.
- [18]周洋,李若山. 上市公司年报“补丁”的特征和市场反应[J]. 审计研究, 2007,(4):67-73.
- [19]Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations[J]. Journal of Accounting Research, 1984,(2):425-444.
- [20]Akihiro, Y. Mandatory Management Forecasts, Forecast Revisions, and Abnormal Accruals[J]. Asian Review of Accounting, 2016,24(3):295-312.
- [21]Baginski, S. P., E. J. Conrad, and J. M. Hassell. The Effects of Management Forecast Precision on Equity Pricing and on the Assessment of Earnings Uncertainty[J]. The Accounting Review, 1993,(4):913-927.
- [22]Baginski, S. P., and J. M. Hassell. Determinants of Management Forecast Precision [J]. The Accounting Review, 1997,(2):303-312.
- [23]Baginski, S. P., J. M. Hassell, and M. D. Kimbrough. The Effect of Legal Environment on Voluntary Disclosure: Evidence from Management Earnings Forecasts Issued in U.S. and Canadian Markets [J]. The Accounting Review, 2002,77(1):25-50.
- [24]Graham, J., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005,40(1):3-73.
- [25]Hirst, D E., L. Koonce, and J. Miller. The Joint Effect of Management's Prior Forecast Accuracy and the



- Form of Its Financial Forecasts on Investor Judgment[J]. *Journal of Accounting Research*, 1999, (37):101–124.
- [26]Kahneman, D., and A. Tversky. Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk [J]. *Econometrica*, 1979, (47):263–291.
- [27]Karamanou, L., and N. Vafeas. The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: an Empirical Analysis[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, (3):453–486.
- [28]Ng, J., I. Tuna, and R. Verdi. Management Forecasts, Disclosure Quality, and Market Efficiency [R]. The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper, 2006.
- [29]Penman, S. The Distribution of Earnings News over Time and Seasonalities in Aggregate Stock Returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 1987, 18(2):199–228.
- [30]Pownall, G., C. Waslwy, and G. Waymire. The Stock Price Effect of Alternative Types of Management Earnings Forecasts[J]. *The Accounting Review*, 1993, 68(4):896–912.
- [31]Rogers, J. L., and P. C. Stocken. Credibility of Management Forecasts [J]. *The Accounting Review*, 2005, 80(4):1233–1260.
- [32]Tversky, A., and D. Kahneman. Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty[J]. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1992, 5(4), 297–323.

## Market Reaction of Management’s Disclosure Strategy of the Listed Company

FANG Xian-ming, GAO Shuang

(Business School of Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** Accompanied by the establishment of earnings forecast, the management earnings forecast revision is a crucial constitution of the information disclosure system of listed companies. The management has the tendency to select the disclosure strategy by the advantage of information within an allowable range. The investors with the disadvantage of information will read the strategy by themselves and make investment choices leading to price fluctuations. To this end, the paper studies the disclosure strategy and market reaction of management earnings forecast revision based on the practice of listed companies in China from 2007 to 2016. The results show that: when the forecast revision is a good news compared with the early forecast, the management inclines to release forecast revision of higher precision early, otherwise, the reverse. When the forecast revision is positive, the width of the earnings forecast has a negative effect on the market reaction of the forecast revision, and the market reaction of the forecast revision which releases later than January 1st is weaker. When the forecast revision is negative, the market reaction of the forecast revision with lower precision released after the end of the fiscal year is fiercer. Further study shows that, the management inclines to increase the precision of the disclosure of positive reductions, and release the news of negative reductions later. Based on these, the paper puts forward some suggestions to improve the management earnings forecast revision from the dimension of securities regulatory authorities.

**Key Words:** management; earnings forecast; forecast revision; disclosure strategy; market reaction

**JEL Classification:** G14 G34 M20

[责任编辑:姚鹏]