

管理层业绩预告区间存在放大效应吗*

马丽莎

[摘要]区间预告已成为中国上市公司业绩预告披露的主要形式。本文以2008~2012年度发布区间业绩预告的A股上市公司为样本,实证检验管理层区间业绩预告的决策行为。研究表明,管理层在进行区间业绩预告时并不遵循区间估计原理,区间均值并不能成为管理层区间业绩预告的预期。在不同的损益范围内,管理层业绩预告区间存在非对称的放大效应,在利空消息下存在负向放大效应即实际业绩趋近于预测区间的上限,在利好消息下存在正向放大效应即实际业绩趋近于预测区间的下限,而信息环境的差异会在一定程度上增加不同损益框架下的放大效应。进一步研究结果表明,预测区间的程度非对称性并不显著,但在确定信息环境下披露的业绩预告属于利空消息呈现出更大的放大程度。本文研究结论有利于加强对管理层业绩预告披露行为的认识,为投资者基于区间业绩预告信息投资决策以及监管者的监管决策提供理论支持和实际证据。

关键词: 区间业绩预告 放大效应 非对称

JEL 分类号: G10 G30 G32

一、引言

自从1998年我国强制实施业绩预告制度以来,业绩预告信息披露制度备受关注。在会计年度报告正式发布之前发布业绩预告信息,能够有效降低股票市场的信息不对称问题,从而保护中小投资者的利益。目前,管理层业绩预告的披露方式可分为定性预告和定量预告,而其中定量预告又可以分为点预告^①和区间预告。图1给出了2008~2012年中国上市公司披露年度业绩预告所采用形式的趋势图。从图中可以看出,定性预告和点预告形式所占比重逐年降低,而区间预告形式所占比重由2008年约40%增长到2012年超过80%,区间预告形式的增长幅度超过两倍,表明区间预告已成为我国上市公司披露业绩预告的主要形式。因此,研究管理层区间业绩预告披露行为具有重要现实意义。

上市公司管理层在披露业绩预测时是如何确定预测区间的?由统计学区间估计理论可知,区间估计是在相应的置信系数

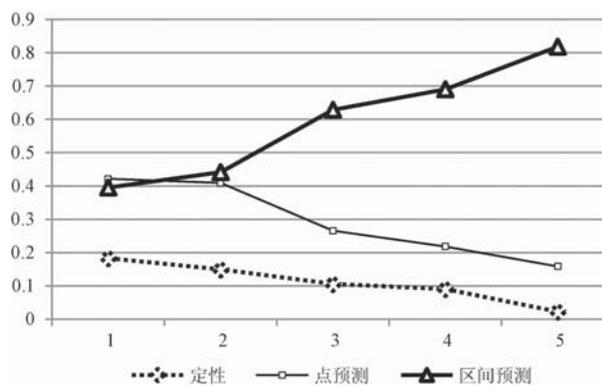


图1 不同类型业绩预告形式年度分布图

数据来源:根据金融界网站业绩预告数据手工整理得出,其中点预告包括单一数值点预告和开区间预告(最大值、最小值预告),区间预告仅包括闭区间预告即有明确上限和下限的区间预告。

* 马丽莎,成都理工大学商学院,副教授,西南交通大学经济管理学院,博士研究生。本文受到成都理工大学中青年骨干教师培养计划资助项目(JXGG201419)支持。

① 本文将单一数值点预测和开区间预测(最大值、最小值)统一归类为点预测,区间预测定义为闭区间预测。

下以均值作为点估计值来确定置信区间的上限和下限(Neyman,1937)。从区间估计理论出发,管理层在业绩预告中对业绩进行区间预测时,则需要确定某一业绩点(点估计)从而确定估计预测区间的上限和下限。管理层在业绩预告时确定的某一业绩点可以视为管理层对业绩的一种预期。根据拇指原则(Rule of thumb)(Kahneman et al.,1982),区间均值则被认为是区间预测的有效估计。

区间均值是否可以作为管理层业绩区间预测有效预期的实证研究结论尚存争议。一方面, Baginski et al.(1993)认为区间均值可以作为管理层区间预测的预期,继而采用区间均值作为区间业绩预测的测度被学者运用于后续研究中(Hirst et al.,1999;Libby et al.,2006)。另一方面,Ciconte et al.(2013)则认为区间均值并不能作为管理层区间预测的有效测度。

与国外的业绩预测制度相比,中国的业绩预测制度存在不同之处:中国上市公司披露的业绩预测更多是一种业绩预告行为,即当管理层预计企业业绩触及监管部门规定条件时需要披露业绩预告信息。也就是说,中国上市公司的业绩预告更多是一种强制性信息披露行为。而这种强制性披露行为使得业绩预告披露时间与国外的业绩预测信息披露时间存在明显不同。国外的业绩预测披露时间更多为年初对当年度的业绩进行预测,而中国的业绩预告信息披露则一般为当年度报告期前后。从业绩不确定视角来看,上述特征的存在使得中国上市公司管理层披露的业绩预告面临的不确定性更低,管理层的业绩预告值更趋近于实际业绩值。此外,虽然业绩预告披露动机受限(强制性),但管理层的控制权或者说是策略选择行为可以更多体现在业绩预告的区间上(Hirst et al.,2008)。那么在我国证券市场中,管理层在进行区间预测时是否遵循拇指原则?即区间均值是否可以作为管理层区间业绩预测的预期水平?

个体在不同的损益框架和信息环境下行为决策存在差异(Kahneman and Tversky,1979)。因此,管理层的区间业绩预告行为会受损益框架和信息环境的影响,而目前对管理层业绩预告区间在不同信息环境和损益框架内决策行为的差异性研究尚为缺乏。一方面,不同的损益框架和信息环境下区间决策行为的差异性可以为区间均值是否可以作为管理层业绩区间预测有效预期的研究争议提供合理解释,不同的损益框架和信息环境下的非对称决策行为可能是导致这一争议的主要因素;另一方面,对不同的损益框架和信息环境下管理层区间业绩预测行为的研究,可以加深对管理层业绩预测区间披露行为的了解,对投资者基于业绩预测信息的投资决策行为以及监管机构的监管决策提供实证和理论支持。

基于中国证券市场2008~2012年度业绩预告数据,本文研究我国上市公司区间业绩预告行为。实证研究发现:(1)我国上市公司管理层进行区间业绩预告时并不遵循中点预测原则,这与Ciconte et al.(2013)的研究结论相一致;但是我国上市公司实际业绩值更靠近管理层业绩预告区间的下限,这与Ciconte et al.(2013)基于美国证券市场的数据认为实际业绩更靠近管理层业绩预测区间上限的研究结论相反。(2)在不同的损益内,管理层区间业绩预告行为呈现放大效应,并且这种放大效应呈现非对称性。若为利空消息时实际业绩更靠近业绩预测区间的上限,说明管理层在区间决策时呈现负向放大效应;而在利好消息时实际业绩更靠近业绩预测区间的下限,说明管理层在区间决策时呈现正向放大效应。(3)在不同的损益下的放大效应会受到信息环境差异的影响,管理层若面临较为确定环境则在披露利空消息时会增强负向放大效应,而管理层若面临不确定环境则在披露利好消息时会增强正向放大效应。本文研究结论对认识管理层业绩预告披露行为、投资者基于区间业绩预告信息的投资决策行为以及监管者的监管决策行为具有重要意义。

本文的可能贡献在于:(1)本文研究发现,管理层区间业绩预测存在非对称的放大效应,这一非对称的放大效应不仅体现在方向的非对称上还体现在放大程度的非对称上,丰富了管理层区间业绩披露决策行为的理论研究。(2)基于中国证券市场的研究,本文认为区间均值不能作为管理层区间业绩预测的有效预期。区间均值是否可以作为管理层区间业绩预测的有效预期研究结论尚存

争议,而本文则从新兴经济体资本市场角度对这一研究结论进行补充解释,丰富管理层区间业绩预告披露行为研究。(3)在区间业绩预告形式成为中国上市公司业绩预告披露方式主流的背景下,本文研究结论为投资者的投资决策和监管者的监管决策提供重要理论依据和实证支持。

二、文献评述

(一)管理层业绩预测及其经济后果研究评述

在投资者关注的会计信息中,管理层业绩预告信息所占的比重高达 55%(Beyer et al.,2010)。管理层业绩预告信息也被运用于管理者预测误差行为(Soffer et al.,2000;Rogers and Stocken,2005;Gong et al.,2009)、分析师预测行为(Libby et al.,2006;王玉涛和王彦超,2012)以及投资者的市场反应(Baginski et al.,1993;王振山等,2010;罗玫和宋云玲,2012)等研究中。因此,管理层业绩预测在资本市场中扮演着重要角色。

管理层也具有通过业绩预测来影响市场预期(Rogers and Buskirk,2009)、便利股权融资(Frankel et al.,1995)以及盈余管理(Call et al.,2014)的动机。对区间业绩预告的研究主要集中于区间预测准确性、可信度(Soffer et al.,2000;Rogers and Stocken,2005;罗玫和宋云玲,2012)以及区间预测的准确性如何影响外部投资者决策(Hirst et al.,1999;Libby et al.,2006;王玉涛和王彦超,2012)等两方面。在区间预测准确性方面,Baginski and Hassell (1997)在对影响管理层业绩预测的因素进行研究发现,在管理层业绩的定量预测形式中,单点数值预测形式的准确度最高,最大值、最小值预测形式的准确度最低,区间预测形式的准确度则趋于两者之中。Du et al.(2011)研究发现,公司经营风险越高则采用区间预测形式发布业绩预告的可能性越高,区间预测的宽度随经营风险的增加而增加。杨萍(2010)对我国上市公司业绩预告的准确度进行了研究,结果表明业绩预告的精确度和及时性相互制约,精确度的提升导致及时性降低,并且自愿性业绩预告的精确度低于强制性业绩预告的精确度。对业绩预告的可信度研究结论尚存争议。一方面,由于业绩预告内容可以通过经审计的正式报告加以辨别从而影响管理者的信誉(Lev and Penman,1990),此外信息披露需要支付一定成本(竞争压力、监管压力等),这都会加强管理层业绩预测的可信度(Hayes and Lundholm,1996)。因此,管理层的信息优势以及信息披露成本使得管理层业绩预测与实际业绩无偏差,而且预测准确度高于同期分析师的预测准确度(Hassell and Jennings,1986)。另一方面,外部监管压力、获取股票内幕交易收益、掩盖不利经营状况以及外部竞争威胁等动机会促使公司发布不实业绩预告(Rogers and Stocken,2005)。罗玫和宋云玲(2012)研究发现,由于我国监管规定的要求,公司业绩预告的修正行为导致业绩预告的可信度受到质疑。

会计信息是外部投资者进行投资决策重要信息来源(Beyer et al.,2010)。管理层业绩预测的准确性能增强投资者的投资信心(Hirst et al.,1999;Libby et al.,2006)。业绩预告信息具有显著的信息含量(王振山等,2010),业绩预告精度越高其超额累积收益越高(杨德明和林斌,2006)。业绩预告精确度也影响分析师预测行为(Baginski et al.,2011;王玉涛和王彦超,2012)。Baginski et al.(2011)发现,业绩预测精确度越高,分析师进行业绩预测修正的次数越多。王玉涛和王彦超(2012)发现,业绩预告形式和质量都会影响分析师预测行为,预测精度越高则分析师跟踪人数越多,预测误差以及分歧度越低。

(二)管理层区间业绩预告行为研究评述

从以上研究文献可知,管理层业绩预测具有显著经济后果。既然管理层业绩预测影响外部投资者投资决策和分析师预测行为,因而研究管理层业绩预测的决策行为显得尤为重要。根据管理层业绩预测内容发布形式,可以将其分为定性描述和定量描述两种形式。定性描述业绩预告则仅

对业绩情况进行文本描述,而无任何定量描述内容(仅预告业绩预亏或者预盈)。定量描述的业绩预告则对业绩信息进行定量描述(如公告期内业绩取值范围)。定量描述业绩预告又可以分为点预测和区间预测两种形式^①。点预测包括了单一点预测、最小值预测以及最大值预测三种,区间预测则为闭区间包含区间上限和区间下限的预测形式。区间预测已经成为管理层业绩预告发布的重要形式(Choi et al.,2010;王玉涛和王彦超,2012;Ciconte et al.,2013)^②。

拇指原则影响人们的重要决策过程,而区间均值也成为这一原则的重要运用(Kahneman et al.,1982)。区间均值这一拇指原则已被运用于存货评估(Oliver,1972)以及不确定环境下偿债能力的估计上(Kennedy et al.,1998)。一方面,对于管理层区间预测而言,如果损失函数在管理层高估和低估业绩的条件下是对称的,管理层没有动机去进行有偏预测,则区间均值是管理层区间业绩预告的合理测度(Ciconte et al.,2013)。因此,区间预测中区间均值可以被投资者来预期管理层的预期水平(Baginski et al.,1993)。另一方面,管理层过度自信(Hilarya and Hsu,2011)、管理层的自利动机(Cheng et al.,2013)以及预期管理行为(Athanasakou et al.,2011)均会影响管理层的业绩预告行为。Ciconte et al.(2013)发现,在非对称的损失函数下区间均值并不能作为管理层区间业绩预告的预期值,实际业绩更靠近管理层区间业绩预告的区间上限,拇指原则并不能被有效运用于管理层业绩区间预测中。区间均值是否可以作为管理层区间业绩预告预期的研究结论尚存争议,而在我国证券市场中,区间预告已成为最主要预告形式(见本文图1统计结果)。在我国管理层业绩预告可信度备受质疑以及监管制度日益加强的背景下,研究管理层区间预测决策行为显得尤为重要。

在对称损失函数条件下,区间上限和下限是以区间均值为轴心对称变化,而个体的决策行为并不经常遵循统计决策理论。O'Connor et al.(2001)研究发现,人们在进行区间预测时置信区间存在非对称变化特征。根据前景理论,人们在面临损失时更偏好风险而在收益时更趋于保守(Kahneman and Tversky,1979)。Ciconte et al.(2013)认为管理层心理因素以及自利因素导致非对称的损失函数。在不同损益条件下,管理层如何进行区间预测?目前尚未有相应研究结论。

三、研究假设

区间预测中的点估计值即区间均值是常用的拇指原则。对于管理层区间预测而言,区间预测中区间均值可以被投资者用来估计管理层的预期水平(Baginski et al.,1993)。但Ciconte et al.(2013)发现,在非对称的损失函数下区间均值并不能作为管理层区间业绩预告的预期值,实际业绩更靠近管理层区间业绩预告的区间上限,拇指原则并不适应于管理层业绩区间预测。此外,管理层具有运用业绩预告来迎合或者打败市场预期(Meeting or Beating Benchmark)的动机(Bartov et al.,2002),如果管理层意识到外部信息使用者将使用拇指原则来预期其发布的区间业绩预告,那么管理者就可以通过区间业绩预告的策略选择来迎合或者打败市场预期。Gong et al.(2009)发现,如果当期的盈余水平较高(低)管理层则会倾向于更加乐观(悲观)地进行下一年度的盈余预测。因此,本文提出研究假设:

H1: 区间均值不能作为管理层区间业绩预告的预期。

既然区间均值不能作为管理层区间预测的预期,那么,实际业绩更趋近于区间下限还是更趋

^① 本文定义的区间预测仅包括闭区间预测,最大值预测和最小值预测形成的开区间预测将其归类为广义的点预测中。

^② 在对美国资本市场的统计中,区间预测形式所占的比重由2000年的40%上升到2004年的82%(Choi et al.,2010),而2010年这一比例上升到87.5%(Ciconte et al.,2013);从王玉涛和王彦超(2012)对中国资本市场管理层业绩预告形式的统计中,区间预测(闭区间)所占的比重由2001年的30.52%上升到2007年的61.2%,这一比例到2012年则超过80%(见本文图1统计结果)。

近于区间上限就成为一个问题。前景理论认为,人们决策行为因损益框架不同而存在差异(Kahneman and Tversky, 1979)。不同的损益框架下行为决策机制的差异,使得管理层进行区间业绩预测的锚定点不同,从而导致在不同预告类型下业绩预测的决策行为存在差异性。过度自信是人们普遍存在的心理特征(Weinstein, 1980)。过度自信会影响管理层业绩预测行为(Hilarya and Hsu, 2011),成功的经历更能促使管理者产生过度自信的心理(姜付秀等, 2009)。因此,当企业公告期内业绩呈现利好时,管理者的过度自信导致其在进行区间预测时会夸大区间上限。在利好消息这一框架内,锚定效应使得管理者的关注点集中于预期业绩增长可能达到的最大值。相反,在利空消息的框架内,锚定效应使得管理者的关注点集中于预期业绩降幅可能达到的最大值上。此外,在面临不确定的经营环境下,管理层通过最大化的估计可以有效进行预期管理,既可以有效引导投资者对业绩估计的预期,同时也可以避免业绩估计误差带来的监管压力。O'Connor et al.(2001)研究表明人们在进行区间决策时存在非对称变化特征。因此,本文提出以下研究假设:

H2: 相比于总体样本而言,在利好消息下业绩的实际值更倾向于预告区间的下限;

H3: 相比于总体样本而言,在利空消息下业绩的实际值更倾向于预告区间的上限。

信息环境影响人们行为决策,管理层的业绩预测行为会因信息环境的差异而不同。相比于确定的信息环境,在不确定的信息环境下,人们的决策行为呈现更大的非理性,导致管理层对会计的估计更为保守,从而使得业绩实际更趋于预测区间的上限。另一方面,管理层会利用投资者对拇指原则的运用来进行预期管理。因而,在确定的信息环境下,实际业绩更趋近于管理层预测区间的下限。因此,本文提出以下研究假设:

H4: 相比于总体样本,在确定的信息环境下业绩的实际值更倾向于预告区间的下限;

H5: 相比于总体样本,在不确定信息环境下业绩的实际值更倾向于预告区间的上限。

四、研究设计

(一)样本选择

管理层区间业绩预告中,业绩值披露形式可以分为两类:一为绝对数值的业绩预告,即净利润预计 a 至 b 万元;二为相对数值的业绩预告,即净利润增长幅度预计 a%至 b%。对于绝对数值的业绩预告,实际业绩值数据采用相对应业绩预告值样本进行匹配。对于相对数值业绩预告,实际业绩值数据包括了业绩预告当期的实际年报数据和滞后一期的年报数据值。此外,如果同时存在绝对数值的业绩预告和相对数值的业绩预告,则采用绝对数值的业绩预告值进行匹配。

本文所研究的区间业绩预测是具有区间上限和区间下限的业绩预告形式。本文从 Wind 数据库获取 2008~2012 年度业绩预告数据,剔除业绩预告形式为点预测(单一点预测、最大值预测和最小值预测)、定性预测的预告样本,最后得到区间业绩预告样本 3369 个。公司特征数据来源于 Wind 数据库,分析师预测数据来源于 CSMAR 数据库。为了避免异常值的影响,文中对连续变量进行 1%的 winsorize 处理。

(二)变量定义

业绩预测区间中值(MID)。业绩预测区间中值通过业绩预测区间上限和下限来计算得出:

$$MID=0.5 \times (FC_{low} + FC_{up}) \quad (1)$$

其中, FC_{low} 为业绩预测区间的下限, FC_{up} 为业绩预测区间的上限。

实际业绩值(ACT)。由于披露业绩值形式差异,ACT 的取值值为:当披露的业绩预测值为绝对值时,ACT 的取值则为相对应的净利润;当披露的业绩预测值为相对值时,ACT 的取值则为相应的实际增长值(通过当期和滞后一期的数值计算得出);若同时披露绝对值和相对值则 ACT 根据

绝对值指标进行计算。

为了测度管理层业绩预告区间是否遵循拇指原则,本文通过对比实际业绩值与业绩预告区间值的差距来构建原始精度指标,然后以该精度指标与相应控制变量进行回归后得到的回归残差作为最终精度指标。首先,借鉴 Ciconte et al.(2013)的研究,本文构建原始精度指标(Accuracy),其计算公式为:

$$Accuracy = \frac{ACT - MID}{0.5 \times (FC_{low} + FC_{up})} \quad (2)$$

其中,ACT为实际业绩值,MID为区间预告的中值,FC_{low}为业绩预告区间的下限,FC_{up}为业绩预告区间的上限。根据上述公式可知,当实际业绩值(ACT)等于区间预告中值(MID)时,Accuracy取值为0;当实际业绩值(ACT)趋向于区间预告下限(FC_{low})时,Accuracy取值趋近于-1;当实际业绩值(ACT)趋向于区间预告上限(FC_{up})时,Accuracy取值趋近于1。

然后,借鉴 Rogers and Stocken(2005)、Gong et al.(2009)对业绩预测行为影响因素的研究,本文对原始精度指标与相应控制变量进行回归,最终将回归残差作为最终检验指标。回归模型如下:

$$Accuracy_{i,t} = \alpha + \beta_1 FC_Diff_{i,t} + \beta_2 FC_News_{i,t} + \beta_3 Zscore_{i,t} + \beta_4 Roa_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 Dfinance_{i,t} + \beta_7 Return_{i,t} + \beta_8 Year_{i,t} + \beta_9 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中:Accuracy为区间业绩预告的原始精度值;回归残差项 ε 则为本文最终的精度检验变量即ACT_Accuracy;FC_Diff为信息环境类型变量。借鉴 Rogers and Stocken(2005)的研究,本文采用分析师预测值标准差测度管理层进行业绩预告所面临的信息环境。首先计算分析师对样本公司当年度发布的业绩预测的标准差,然后,如果样本公司的分析师预测标准差大于样本均值取则FC_Diff取值为1,反之为0。FC_News为损益类型的测度。本文采用业绩预告的变动幅度来测度区间业绩预告的损益类型。如果业绩预告的变动幅度为正,则标明为利好消息相应的FC_News的取值为1,反之为0。

此外,借鉴 Rogers and Stocken(2005)、Gong et al.(2009)的研究,其他控制变量还包括:Zscore,即Altman's Z-score值;Roa,即盈利能力;成长能力(M/B),即市值与账面值的比值;Dfinance,即融资动机,如果样本公司当年度进行股权融资则取值为1,反之为0;Return,即股票收益,按样本公司当年度股票收益平均值计算;Year和Ind,分别为年度虚拟变量和行业虚拟变量。

五、实证分析

(一)样本分布及描述性分析

表1给出了管理层区间业绩预告在不同预告类型和信息环境下的样本分布结果。从表1中可以得到,在样本区间内的3369个总样本中,属于好消息的样本(FC_News=1)为2253个,约占总样本的66.87%;属于坏消息的样本(FC_News=0)为1116个,约占总样本的33.13%,表明上市公司有披露好消息的偏好。总样本中,归类为不确定信息环境下进行业绩预告的样本为850个,约占总样本25.23%;而归类为较为确定信息环境下进行业绩预告的样本为2519个,约占总样本74.77%。总体上来看,我国上市公司的管理层进行区间业绩预告呈现出偏好披露利好消息并且披露环境较为确定时才进行披露两大特征。

表2给出了实际业绩落入管理层业绩预告区间的分布统计。从表2中Panel A可知,在总样本中,ACT_Meet=-1(43.57%)、ACT_Meet=-2(0%)、ACT_Meet=0(0.03%)、ACT_Meet=1(28.47%)和ACT_Meet=2(0%)样本数之和占比为74.07%,表明实际值落入管理层业绩预告区间的比例为

表 1 样本分布统计结果

		<i>FC_News</i> =0	<i>FC_News</i> =1	Total
<i>FC_DIF</i> =0	样本数	817	1702	2519
	百分比	32.40%	67.60%	100%
<i>FC_DIF</i> =1	样本数	299	551	850
	百分比	35.20%	64.80%	100%
Total	样本数	1116	2253	3369
	百分比	33.13%	66.87%	100%

74.07%,我国上市公司区间业绩预告的可信度为 74.07%。实际值小于区间业绩预告下限 ($ACT_Meet=-3$) 占比为 15.29%,而实际业绩值大于区间上限 ($ACT_Meet=3$) 的占比为 12.64%。 $ACT_Meet=0$ 样本数为 0.03%,表明实际业绩仅有 0.03%落入区间业绩预告中点,表明管理层并未采用区间业绩预告均值作为业绩预告的预期值。 $ACT_Meet=-2$ 或者 $ACT_Meet=2$ 的样本数均为 0,表明实际业绩并未落入区间业绩预告的下限值或者上限值上。相比于 $ACT_Meet=1$ 的占比为 28.47%, $ACT_Meet=-1$ 占比为 43.57%,表明管理层区间业绩预告预期更多处于区间均值与下限值构成的区间内,即管理层区间业绩预告预期值更倾向于区间业绩预告的下限。

表 2 中 Panel B 给出了在不同业绩预告类型下实际业绩落入预告区间的分布统计结果。表中

表 2 实际业绩落入预告区间门槛的分布统计

		<i>ACT_Meet</i> =-3	<i>ACT_Meet</i> =-2	<i>ACT_Meet</i> =-1	<i>ACT_Meet</i> =0	<i>ACT_Meet</i> =1	<i>ACT_Meet</i> =2	<i>ACT_Meet</i> =3	Total
Panel A: 总样本下实际业绩落入预告区间门槛的分布									
总样本	样本数	515	0	1468	1	959	0	426	3369
	百分比	15.29%	0	43.57%	0.03%	28.47%	0	12.64%	100%
Panel B: 不同业绩预告类型下实际业绩落入预告区间门槛的分布									
<i>FC_News</i> =0	样本数	247	0	507	0	241	0	121	1116
	百分比	22.13%	0	45.43%	0	21.59%	0	10.84%	100%
<i>FC_News</i> =1	样本数	268	0	961	1	718	0	305	2253
	百分比	11.90%	0	42.65%	0.04%	31.87%	0	13.54%	100%
Panel C: 不同信息环境下实际业绩落入预告区间门槛的分布									
<i>FC_DIF</i> =0	样本数	395	0	1069	1	725	0	329	2519
	百分比	15.68%	0	42.44%	0.04%	28.78%	0	13.06%	100%
<i>FC_DIF</i> =1	样本数	120	0	399	0	234	0	97	850
	百分比	14.12%	0	46.94%	0	27.53%	0	11.41%	100%

注: ACT_Meet 为分级指标,通过对比实际业绩值(ACT)落入业绩预告区间的门槛值(下限、中值和上限)来确定。如果 $ACT < FC_{low}$ 则 ACT_Meet 取值为-3;如果 $ACT = FC_{low}$ 则 ACT_Meet 取值为-2;如果 $FC_{low} < ACT < MID$ 则 ACT_Meet 取值为-1;如果 $ACT = MID$ 则 ACT_Meet 取值为 0;如果 $MID < ACT < FC_{up}$ 则 ACT_Meet 取值为 1;如果 $ACT = FC_{up}$ 则 ACT_Meet 取值为 2;如果 $ACT > FC_{up}$ 则 ACT_Meet 取值为 3。

Panel B 可以看出,在业绩预告类型为坏消息($FC_News=0$)时,实际业绩落入管理层业绩预告区间占比为 67.02%,在业绩预告类型为好消息($FC_News=1$)时,实际业绩落入管理层业绩预告区间占比为 74.56%,坏(好)消息的准确度高(低)于总体平均水平(74.07%)。相比于坏消息,管理层区间业绩在好消息时的预告更为准确,表明管理层区间业绩预告在不同业绩预告类型下可能会存在差异。Panel C 给出了在不同信息环境下实际业绩落入预告区间的分布统计结果。从表中 Panel C 可以看出,在不确定的信息环境下($FC_Diff=1$)时,实际业绩落入管理层业绩预告区间占比为 74.47%,在确定的信息环境下($FC_Diff=0$)时,实际业绩落入管理层业绩预告区间占比为 71.26%。综合表 2 中 Panel A、B 和 C 的结果可以得知,实际值更大比例落入区间均值(即以 $ACT_Meet=0$ 为分界点)的下半区,描述性统计结果表明管理层区间业绩并不遵循中点预告的原则,并且呈现过度乐观(实际值小于区间预告值的中点)的特征。

表 3 给出了主要变量的描述性统计结果,从表中可以看出,原始精度指标 *Accuracy* 的均值为 -0.0987,表明实际值更趋近于预告区间的下限,但由于可能有其他因素影响预告精度,因而,需要控制其他因素的影响。

表 3 主要变量的描述性统计结果

	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
<i>Accuracy</i>	-0.0987	-0.2248	2.4332	-10.4474	12.4606
<i>FC_Diff</i>	0.2500	0.0000	0.4340	0.0000	1.0000
<i>FC_News</i>	0.6700	1.0000	0.4710	0.0000	1.0000
<i>Roa</i>	7.6686	7.1752	5.9321	-10.8373	27.0617
<i>Zscore</i>	0.7258	0.6439	0.3952	0.1256	2.4634
<i>M/B</i>	2.2593	1.8324	1.5832	0.2779	8.9841
<i>Return</i>	0.1628	0.0000	0.7924	-0.7798	3.9913
<i>Dfinace</i>	0.0000	0.0000	0.0670	0.0000	1.0000
<i>N</i>	3369				

(二)区间业绩预告放大效应行为检验结果

表 4 给出了原始精度指标 *Accuracy* 与控制变量的回归结果,表 5 则是给出了采用回归残差进行区间业绩预告放大效应的检验结果。从表 5 中可知,在总样本下, $ACT_Accuracy$ 的值 (-0.0368)显著为负并异于 0,表明管理层在进行区间预告时并不遵循以区间均值作为拇指原则的决策行为。本文研究假设 H1 得到实证支持。管理层区间业绩预告的预期更倾向于高估了实际业绩(即预告的点估计值高于实际业绩),说明管理层进行区间业绩预告存在过度自信特征。从表 5 可以得到,在利好消息下($FC_News=1$), $ACT_Accuracy$ 的均值为 -0.0903 并且显著异于总样本下 $ACT_Accuracy$ 的均值(均值差异显著异于 0),表明相比于总样本,在利好消息下实际业绩值更趋近于区间业绩预告的下限,因而研究假设 H2 得到实证支持。在利空消息下($FC_News=0$), $ACT_Accuracy$ 的均值为 0.0711 并且显著异于总样本下 $ACT_Accuracy$ 的均值(均值差异显著异于 0),表明相比于总样本,在利空消息下实际业绩值更趋近于区间业绩预告的上限,因而研究假设 H3 得到实证支持。从表 5 中可知,在信息环境较为确定的情况下($FC_Diff=0$), $ACT_Accuracy$ 的均值为 -0.0189,但是并未显著异于总体样本下 $ACT_Accuracy$ 的均值,H4 并未得到实证支持。在信息环境不确定的情况下($FC_Diff=1$), $ACT_Accuracy$ 的均值为 -0.901,但是并未显著异于总体样本

下 $ACT_Accuracy$ 的均值, H5 并未得到实证支持。但是相比信息较为确定的环境下, 信息环境不确定下管理层业绩预告的精度更弱。

表 4 回归结果

	系数	标标准差	T 值	P 值
FC_Diff	-0.0807	0.0938	-0.8600	0.3900
FC_News	-0.1149	0.1011	-1.1400	0.2560
Roa	0.1169	0.0087	13.5100	0.0000
$Zscore$	0.1447	0.1116	1.3000	0.1950
M/B	-0.2085	0.0316	-6.6000	0.0000
$Return$	0.1507	0.0655	2.3000	0.0210
$Dfinace$	-0.6048	0.5981	-1.0100	0.3120
截距项	0.0079	0.5802	0.0100	0.9890
ind			Yes	
YEAR			Yes	
Adj-R ²			0.0837	
F 值			14.36	
N			3369	

表 5 管理层区间业绩预告行为检验结果

	N	Mean	N	Mean	Mean Difference
		Total	$FC_Diff=0$		
			2519	-0.0189	0.018
			$FC_Diff=1$		
			850	-0.0901	0.0532
$ACT_Accuracy$	3369	-0.0368*	$FC_News=0$		
			1116	0.0711	-0.1079***
			$FC_News=1$		
			2253	-0.0903	0.0535*

注:括号内为 T 值,***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平下显著(双尾检验)。

表 4 的检验结果表明,不同的损益和信息环境框架内管理层区间业绩预告行为存在一定程度的非对称放大效应。那么,不同的损益和信息环境交互作用下是否影响管理层区间业绩预告行为?表 6 给出了不同损益与信息环境交互效应下区间业绩预告行为检验结果。从表中可以看出,信息环境较为确定情况下披露的区间业绩预告若属于利空消息($FC_Diff=0*FC_News=0$), $ACT_Accuracy$ 的值为正(0.0771)并显著异于总样本下 $ACT_Accuracy$ 的均值,表明在信息环境较为确定情况下披露的区间业绩预告若属于利空消息,区间业绩预告行为存在放大效应,实际值更趋近于预告区间的上限;而在信息环境不确定情况下披露的区间业绩预告若属于利好消息($FC_Diff=1*FC_News=1$), $ACT_Accuracy$ 的值为负(-0.1685)并显著异于总样本下 $ACT_Accuracy$ 的均值,表明在信息环境不

确定情况下披露的区间业绩预告若属于利好消息,区间业绩预告行为存在放大效应,实际值更趋近于预告区间的下限。

综上所述,我国上市公司管理层进行区间业绩预告时并不遵循区间估计原理,并且预告区间在不同损益类型下存在非对称的放大效应。利好(空)消息的放大效应在信息环境(不)确定的条件下得到加强。上述研究结论表明,管理层业绩预告区间在不同信息类型下存在非对称的放大效应。资本市场动机可能是导致这一非对称放大效应的主要原因。若在利好消息框架内下,虽然实际业绩值趋向于预告区间的下限,并且低于市场预期(采用区间均值测度),但总体来讲,这种实际业绩值低于市场预期的状况还是处于利好消息框架内,因而管理层可以由于业绩预告区间放大而获取业绩预告披露时股价上涨带来的收益,而在实际业绩值披露时预期差距会因好消息损益框架存在而缓解下跌程度。同样,在利空消息框架内下,管理层披露利空消息时会导致股价下跌,但是当实际业绩值披露时,实际业绩值高于市场预期,从而会被市场解读为利好消息,使得管理层获取股价上涨的收益。

表 6 不同损益框架与信息环境交互效应下放大效应检验结果

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Mean Difference</i>
			Total		
	817	0.0771			0.1139***
<i>ACT_Accuracy</i>	1702	-0.0650			-0.0282
			3369	-0.0368	
	299	0.0545			0.0913
	551	-0.1685			-0.1317***

注:括号内为 T 值,***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平下显著(双尾检验)。

六、进一步分析

上述研究结果表明,我国上市公司管理层对业绩区间进行预告时存在非对称的放大效应。管理层区间业绩预告的非对称放大效应是否仅体现在行为上,放大效应行为的程度是否也存在非对称性?也就是说,在不同损益和信息环境下存在的非对称放大效应,是否也体现在对预告区间的宽度上?正向放大效应与负向放大效应在程度上是否存在差异?为此,本节进一步分析管理层区间业绩预告的放大效应是否同样体现预告区间宽度上。

对于放大效应在程度上的非对称性,由于仅考察程度大小(精度)而不涉及方向判断,因此,我们采用 *ACT_Accuracy* 取绝对值后的指标进行分析。

表 7 和表 8 分别给出了不同损益和信息环境下业绩预告区间宽度的均值检验和两者交互作用下的均值检验结果。从表 7 中可以看出,总体上,在不同的损益和信息环境框架内,管理层业绩预告区间宽度不存在非对称性,即其与总样本下的均值差异检验均未存在显著差异。

表 7 不同损益和信息环境下业绩预告区间宽度非对称检验结果

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>mean</i>	<i>meandifference</i>
		Total		<i>FC_Diff=0</i>	
			2519	0.9395	-0.0093
				<i>FC_Diff=1</i>	
			850	0.9025	0.0276
$ ACT_Accuracy $	3369	0.9301***		<i>FC_News=0</i>	
			1116	0.9592	-0.0291
				<i>FC_News=1</i>	
			2253	0.9157	0.0144

表 8 给出了管理层区间业绩预告在不同损益和信息环境框架交互作用下的检验结果。从表 8 中可以得知,仅当信息环境较为确定且披露的区间业绩预告属于利空消息($FC_Diff=0*FC_News=0$), $|ACT_Accuracy|$ 的均值显著异于总样本下 $|ACT_Accuracy|$ 的均值,表明此时区间业绩预告区间宽度存在放大效应。

表 8 交互效应下的区间宽度非对称检验结果

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Mean Difference</i>
		<i>FC_Diff=0*FC_News=0</i>		total	
	817	0.9931			0.0630**
		<i>FC_Diff=0, FC_News=1</i>			
	17020	0.9137			-0.0164
$ ACT_Accuracy $		<i>FC_Diff=1, FC_News=0</i>	3369	0.9301	
	29	0.8666			-0.0635
		<i>FC_Diff=1, FC_News=1</i>			
	551	0.9220			-0.0081

注:括号内为 T 值,***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平下显著(双尾检验)。

七、研究结论

盈余信息在证券市场中扮演最重要角色。作为盈余信息披露中的重要一环,业绩预告信息已成为上市公司的重要信息披露内容。在各种预测形式中,区间预测已成为我国上市公司最为主要的业绩预告披露形式。现有研究对区间均值是否可以作为管理层区间业绩预告的预期尚存争议(Baginski et al., 1993; Ciconte et al., 2013)。不同损益和信息环境框架会影响人们行为决策,因而,管理层区间业绩预告行为也会受到不同损益和信息环境框架的影响从而呈现决策非对称性。

基于中国证券市场 2008~2012 年度业绩预告数据,本文研究了我国上市公司的区间业绩预告行为。实证研究发现:(1)我国上市公司管理层进行区间业绩预告时并不遵循中点预测原则,这与 Ciconte et al.(2013)基于美国证券市场的研究结论相一致;但是我国上市公司实际业绩更靠

近管理层业绩预告区间的下限,这与上述文献认为实际业绩更靠近管理层业绩预测区间上限的研究结论相反。(2)在不同的损益框架内,管理层区间业绩预告行为呈现放大效应,并且这种放大效应呈现非对称性。若业绩预告为利空消息时,实际业绩更靠近业绩预测区间的上限,说明管理层在区间决策时呈现负向放大效应;而在业绩预告为利好消息时,实际业绩更靠近业绩预测区间的下限,说明管理层在区间决策时呈现正向放大效应。(3)在不同损益框架下的放大效应会受到信息环境差异的影响。管理层若面临较为确定的信息环境,则在披露利空消息时会增强负向放大效应;管理层若面临不确定信息环境,则在披露利好消息时会增强正向放大效应。

本文的研究结论有利于加强对管理层业绩预告披露行为的认识,为投资者基于区间业绩预告信息的投资决策以及监管者的政策制定提供理论支持和实际证据。对于投资者而言,业绩预告信息已成为获取业绩信息的重要来源,并且区间预告成为主流形式。如何正确把握区间预告所反映的管理层实际预期,对于投资者的决策具有重要影响。本文的研究有助于外部信息使用者正确把握区间业绩预告所反映的管理层预期。对于监管者而言,业绩预告制度是设计用来缓解证券市场的信息不对称,而管理层区间业绩预告形式的选择对其有效监管提出了挑战。深圳证券交易所将业绩预告的准确度纳入其信息披露考评评价体系中,而本文的研究结论有助于为区间业绩预告准确度的考评提供理论支持。

本文对我国上市公司管理层区间业绩预测行为进行了初步探索,但仍有诸多问题亟待解决。从图1中可以看出,管理层区间业绩预测行为在2008年之后呈现大幅上升趋势,成为我国上市公司管理层业绩预告的最重要形式。那么,这种趋势的动因何在?既然管理层在进行区间预测时存在非对称放大效应,那么,投资者是否能够预知管理层的预期偏好?管理层的区间业绩预告行为会产生什么样的经济效应?这些问题都有待进一步研究。

参考文献

- 姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东(2009):《管理者过度自信,企业扩张与财务困境》,《经济研究》,第1期。
- 罗玫、宋云玲(2012):《中国股市的业绩预告可信吗》,《金融研究》,第9期。
- 王玉涛、王彦超(2012):《业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗》,《金融研究》,第6期。
- 王振山、杨柔佳、李玉兰(2010):《上市公司年度业绩预告的信息效应研究》,《财经问题研究》,第10期。
- 杨德明、林斌(2006):《业绩预告的市场反应研究》,《经济管理》,第16期。
- 杨萍(2010):《基于上市公司业绩预告的盈余预测特征分析》,《西北工业大学学报(社会科学版)》,第2期。
- Athanasakou, V., N. Strong and M. Walker (2011): "The Market Reward for Achieving Analyst Earnings Expectations: Does Managing Expectations or Earnings Matter?", *Journal of Business Finance and Accounting*, 38, 58-94.
- Baginski, S. and J. Hassell (1997): "Determinants of Management Forecast Precision", *Accounting Review*, 72, 303-312.
- Baginski, S., E. Conrad and J. Hassell (1993): "The Effects of Management Forecast Precision on Equity Pricing and on the Assessment of Earnings Uncertainty", *Accounting Review*, 68, 913-927.
- Baginski, S., J. Hassell and M. Wieland (2011): "An Examination of the Effects of Management Earnings Forecast form and Explanations on Financial Analyst Forecast Revisions", *Advances in Accounting*, 27, 17-25.
- Bartov, E., D. Givoly and C. Hayn (2002): "The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations", *Journal of Accounting and Economics*, 33, 173-204.
- Beyer, A., D. Cohen, T. Lys and B. Walther (2010): "The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature", *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296-343.
- Call, A., S. Chen, B. Miao and Y. Tong (2014): "Short-term Earnings Guidance and Accrual-Based Earnings Management", *Review of Accounting Studies*, 19, 955-987.
- Cheng, Q., T. Luo and H. Yue (2013): "Managerial Incentives and Management Forecast Precision", *Accounting Review*, 88, 1575-1602.
- Choi, J., L. Myers, Y. Zang and D. Ziebart (2010): "The Roles that Forecast Surprise and Forecast Error Play in Determining Man-

agement Forecast Precision”, *Accounting Horizons*, 24, 165–88.

Ciconte, W., M. Kirk and J. Tucker (2013): “Does the Midpoint of Range Earnings Forecasts Represent Managers’ Expectations?”, *Review of Accounting Studies*, 19, 1–33.

Du, N., D. Budescu, M. Shelly and T. Omer (2011): “The Appeal of Vague Financial Forecasts”, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 114, 179–189.

Frankel, R., M. McNichols and G. Wilson (1995): “Discretionary Disclosure and External Financing”, *Accounting Review*, 70, 135–150.

Gong, G., L. Li and H. Xie (2009): “The Association between Management Earnings Forecast Errors and Accruals”, *Accounting Review*, 84, 497–530.

Hassell, J. and R. Jennings (1986): “Relative Forecast Accuracy and the Timing of Earnings Forecast Announcements”, *Accounting Review*, 61, 58–75.

Hayes, R. and R. Lundholm (1996): “Segment Reporting to the Capital Market in the Presence of A Competitor”, *Journal of Accounting Research*, 34, 261–279.

Hilary, G. and C. Hsu (2011): “Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts”, *Journal of Accounting and Economics*, 51, 300–313.

Hirst, D., L. Koonce and J. Miller (1999): “The Joint Effect of Management’s Prior Forecast Accuracy and the Form of Its Financial Forecasts on Investor Judgment”, *Journal of Accounting Research*, 37, 101–124.

Hirst, D., L. Koonce and S. Venkataraman (2008): “Management Earnings Forecasts: A Review and Framework”, *Accounting Horizons*, 22, 315–338.

Kahneman, D. and A. Tversky (1979): “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”, *Econometrica*, 68, 263–291.

Kahneman, D., P. Slovic and A. Tversky (Eds) (1982): *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press.

Kennedy, J., T. Mitchell and S. Sefcik (1998): “Disclosure of Contingent Environmental Liabilities: Some Unintended Consequences?”, *Journal of Accounting Research*, 36, 257–277.

Lev, B. and S. Penman (1990): “Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices”, *Journal of Accounting Research*, 28, 49–76.

Libby, R., H. Tan and J. Hunton (2006): “Does the Form of Management’s Earnings Guidance Affect Analysts’ Earnings Forecasts?”, *Accounting Review*, 81, 207–225.

Neyman, J. (1937): “Outline of A Theory of Statistical Estimation Based on the Classical Theory of Probability”, *Philosophical Transactions of the Royal Society of London, Series A, Mathematical and Physical Sciences*, 236, 333–380.

O’Connor, M., W. Remus and K. Griggs (2001): “The Asymmetry of Judgemental Confidence Intervals in Time Series Forecasting”, *International Journal of Forecasting*, 17, 623–633.

Oliver, B. (1972): “A Study of Confidence Interval Financial Statements”, *Journal of Accounting Research*, 10, 154–166.

Rogers, J. and A. Van Buskirk (2009): “Bundled Forecasts and Selective Disclosure of Good News”, Unpublished Paper Available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>.

Rogers, J. and P. Stocken (2005): “Credibility of Management Forecasts”, *Accounting Review*, 80, 1233–1260.

Soffer, L., S. Thiagarajan and B. Walther (2000): “Earnings Preannouncement Strategies”, *Review of Accounting Studies*, 5, 5–26.

Weinstein, N. (1980): “Unrealistic Optimism about Future Life Events”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806–820.

(责任编辑:程 炼)