

新冠肺炎疫情下管理层业绩预告归因行为研究

宋云玲¹, 武浩¹, 常晓宇¹, 黄晓蓓²

(1. 内蒙古大学 经济管理学院, 内蒙古 呼和浩特 010021; 2. 北方工业大学 经济管理学院, 北京 100144)

[摘要] 基于 A 股上市公司 2020 年 1—4 季度业绩预告归因的研究发现, 公司将业绩变化归因于新冠疫情的概率呈现随季度下降的趋势, 坏消息归因于新冠疫情的概率显著高于好消息, 且这种差异未随季度发生显著变化。业绩预告归因反映了管理层自利性归因与新冠疫情的叠加影响, 且在特定情境下投资者能够识别自利性归因。研究结论从微观经济主体和利益相关者感知的角度展示了中国抗击新冠疫情的成效, 也为监管部门规范重大外生冲击下的信息披露操纵行为提供了借鉴。

[关键词] 新冠肺炎疫情; 业绩预告; 自利性归因; 市场反应; 分析师跟踪; 盈余管理

[中图分类号] F272 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2022)03-0083-12

一、引言

始于 2019 年末的新冠肺炎疫情(下文简称为“新冠 19”)迅速蔓延至全球, 并被世界卫生组织列为国际公共卫生紧急事件(PHEIC)^①, 对全球的经济发展造成了严重冲击^[1], 对我国大部分行业的企业也产生了负面影响^[2-3]。面对此次极具挑战性的疫情冲击, 党和国家高度重视, 坚持人民至上、生命至上, 全国上下一盘棋。在成功抗击武汉疫情之后, 又通过“及时发现、快速处置、精准管控、有效救治”的中国式防疫政策, 确保国内疫情形势保持总体的平稳, 成为第一个成功控制德尔塔病毒大爆发的国家^②。

中国宏观经济指标也随着疫情得到控制逐渐回暖: 2020 年第一季度 GDP 同比下降 6.8%, 第二季度、第三季度和全年 GDP 的同比增长率分别为 3.2%、4.9% 和 2.3%, 中国成为新冠 19 冲击下唯一实现 GDP 正增长的主要经济体。2021 年, 中国经济延续增长势头, 全年 GDP 同比增长 8.3%, 两年平均增长 5.1%。总的来说, 随着中国抗击新冠 19 的经验日趋成熟, 新冠 19 对中国社会和经济的的影响在逐步减弱。

从作为宏观经济晴雨表的股市来看, 新冠 19 的负面影响也应该逐渐减弱^[4]。宏观经济状况既会显著影响公司的业绩表现, 也会对公司信息披露中的归因行为产生显著影响^[5]。特别地, 公司管理层可能会利用宏观经济状况等外部因素进行自利性归因^[6-9]。不过, 相比信息披露透明度和公众关注度非常高的新冠 19, 以往研究所聚焦的外部因素往往处于相对模糊(ambiguous)的情境^[8,10]^③。在新冠 19 这个相对清晰(unambiguous)的情境下, 上市公司的业绩预告归因将如何反映新冠 19 的影响及其变动趋势? 新冠 19 归因是疫情真实影响的反映还是疫情与自利性归因的叠加效果? 业绩预告披露所引起的市场反应能否反映新冠 19 的影响及其变化趋势, 是否受到自利性归因的影响? 在何种情形下, 市场能够识别出自利性归因的存在? 本文将基于 A 股上市公司 2020 年 1—4 季度业绩预告对上述问题进行检验。

本研究可能存在以下三个方面的贡献: 第一, 从实体经济和投资者感知两个维度提供了中国疫情防控取得阶段性成功的证据, 丰富了有关新冠 19 经济后果的研究。第二, 从相对清晰情境和新兴资本市场视角丰富了有关自利性归因的研究。第三, 从提高公共信息透明度和利益相关者关注度的角度为提升上市公司信息披露质

[收稿日期] 2021-12-10

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71762023; 72072015); 大学生创新创业训练计划国家级项目(202108154)

[作者简介] 宋云玲(1978—), 女, 山东青岛人, 内蒙古大学经济管理学院教授, 硕士生导师, 从事财务会计与审计理论研究; 武浩(1996—), 男, 内蒙古鄂尔多斯人, 内蒙古大学经济管理学院硕士研究生, 从事财务会计与审计理论研究; 常晓宇(2000—), 女, 内蒙古赤峰人, 内蒙古大学经济管理学院本科生, 从事财务会计研究; 黄晓蓓(1985—), 女, 安徽阜阳人, 通讯作者, 北方工业大学经济管理学院副教授, 从事企业社会责任与业绩预告研究, E-mail: hberyl@163.com

① 人民网: 世界卫生组织将新型冠状病毒疫情列为 PHEIC (<https://baijiahao.baidu.com/s? id=1657204905837767537&wfr=spider&for=pc>)。

② 本土零新增, CNN: 中国可能成为第一个控制住德尔塔疫情的国家 (https://www.sohu.com/a/485245686_115479? ivk_sa=1024105d)。

③ 相较于新冠肺炎疫情, 对这些外部因素的解读需要拥有比较高的专业知识或比较深入的行业特有信息, 而且影响范围较小, 因此公众关注度较低。所以, 本文认为对普通投资者而言, 情境相对模糊。

量、完善证券市场监管提供了借鉴。

二、文献回顾

(一)新冠肺炎疫情的经济后果研究

现有研究主要探讨了新冠肺炎疫情初期的经济后果,数据集中在2020年上半年。在2020年的前5个月里,标准普尔500指数下降34%,巴西、香港、意大利和日本的股指分别下降了46%、25%、41%和31%^[1]。新冠肺炎疫情对各国股市的波动性和流动性均造成了巨大冲击^[11],显著影响了上市公司的投资、融资、股利政策和信息披露行为^[1,3,12-14]。

虽然疫情对大部分行业的影响是负面的,但市场普遍预期这种影响是暂时性的,即经济会出现V型复苏^[4,13]。Landier和Thesmar检验了疫情期间分析师预测的修正情况,发现分析师长期预测对疫情的反应远弱于短期预测,说明分析师感知到了危机的短期性^[15];Berkman和Malloch利用期权模型估计的结果显示,2020年前4个月13个国际市场市价变动的近40%可归因于短期贴现利率的变化^[13]。然而,这些研究都是基于预期去判断疫情好转之后的情形,有意或无意地忽略了中国在2020年已实现V型复苏的事实。2020年的武汉疫情、北京疫情和2021年初的石家庄疫情见证了中国抗击新冠肺炎疫情经验的日趋成熟,恰好覆盖了A股上市公司2020年1—4季度业绩预告披露时期,提供了通过业绩预告归因检验中国新冠肺炎疫情经济后果的理想数据。

(二)自利性归因研究

现有文献普遍发现,管理层更有可能将好消息归因于内部因素,而将坏消息归因于外部因素^[16-18]。这种自利性归因出现在成熟和新兴资本市场管理层的各种信息披露中,如致股东信、年报中的管理层讨论与分析、业绩说明会和管理层业绩预告等^[5-6,9-10,16-17,19]。

自利性归因源于管理层的自利性偏差和机会主义行为。前者反映了管理层错误的但发自内心的信念^[20],而且在清晰情境和模糊情境下均存在^[21];后者主要存在于模糊情境下,因为清晰情境下的机会主义行为很容易被识别^[22],此时管理层不会进行自利性归因。

自利性归因的主要目的是让利益相关者感知到坏(好)消息较弱(强)的持续性,缓解坏消息的消极市场反应,增强好消息的积极市场反应^[5]。但是,利益相关者对自利性归因的依赖度取决于他们的先验判断,也可能根据其他相关信息修正预期,即归因的可信度成为影响利益相关者感知的重要因素,一个极端是他们会完全不相信管理层^[19],而另一个极端则可能是完全相信^[17]。Bettman和Weitz根据归因理论框架指出,在相关可比群体的业绩较差时自利性归因的可信度更高^[6],Kimbrough和Wang的经验研究也证实了这一点^[8]。不过,以往的经验研究主要基于模糊情境,其特点有两个:第一,管理层使用的归因往往因可视性差而不可验证;第二,即使这些归因可观测,利益相关者往往也难以验证它们与公司绩效之间的因果关系^[8]。新冠19的可视性极高,其与公司绩效之间的因果关系也相对清晰^[1,3,23]。在这种相对清晰情境下,自利性归因被识别的可能性较高,那么管理层是否还会进行自利性归因?如果是,投资者能否有效识别?对该问题的回答能够与Kimbrough和Wang等基于模糊情境的归因研究^[8]形成有效互补。

三、理论分析与研究假设

(一)业绩预告中新冠疫情归因的整体变动趋势

2020年第一季度,武汉尚未解封,全国其他地区也基本上处于一级响应状态,除了信息技术和医疗部门外,中国的大部分公司都受到新冠疫情的负面影响^[3]。2020年第二季度,武汉解封,全国各地的复工复产稳步进行。蔡昉等的跟踪调查数据显示,从业者复工率从2020年3月初的63.1%提高到6月中旬的84.2%,截至11月底恢复到89.7%^[24]。2020年1—4季度的GDP增长率分别为-6.8%、3.2%、4.9%和6.5%,在第二季度即成功实现了V型反转。微观经济主体的市场业绩与宏观经济增长密切相关^[7]。在新冠19引起的不确定性逐步下降以及宏观经济实现V型反转的情况下,新冠19对企业业绩的影响也应该呈现出逐渐减缓的趋势。基于如实反映这一会计信息质量的基本要求,上市公司的信息披露应如实反映这种影响趋势。也就是说,随着新冠19对实体经济影响的减弱,上市公司将业绩或业绩变动归因于新冠19的倾向也应逐渐减弱。据此,本文提出H1。

H1:随着中国防控新冠19取得阶段性成功,上市公司将业绩或业绩变动归因于新冠19的倾向将逐渐减弱。

2. 业绩预告“坏消息”归因于新冠19的变动趋势

部分行业因新冠19而受益^[3],这意味着业绩预告好消息和坏消息都有可能归因于新冠19。不过,本文预期坏消息归因于新冠19的概率显著高于好消息,原因在于两个方面:一是新冠19对经济的整体冲击是负面的,即坏消息的实际比例高于好消息^[3];二是根据自利性归因理论,管理层更有可能将好消息归因于内部因素,而将坏消息归因于外部因素^[5,9,16,18]。此外,新冠19在地域层面和行业层面的聚集性影响为管理层将坏消息归因于外部因素提供了便利^[3,8,23]。因此,仅仅依据坏消息归因于新冠19的概率显著高于好消息不能有效区分是新冠19的实际影响,还是新冠19与管理层自利性归因叠加效果的影响。

不过,中国防控新冠19的季度变化趋势给本文提供了检验机会,虽然新冠19对大部分上市公司的冲击是负面的,但其影响在逐渐减弱。一个佐证是:下文表2中坏消息样本所占比例逐渐下降;2020年度业绩预告中坏消息样本占比为43.24%,与鲁桂华等的研究结果41.1%接近^[25]①。在此背景下,如果管理层在进行业绩预告归因时不存在自利性动机,那么坏消息归因于新冠19的倾向也应随季度而逐渐减弱;反之,如果管理者存在自利性归因动机,则坏消息归因于新冠19的倾向不会因中国新冠19防控取得阶段性成功而出现显著变化^②。基于以上分析,本文提出H2。

H2:在其他条件相同时,坏消息归因于新冠19的倾向显著高于好消息,并且坏消息归因于新冠19的倾向不会因中国新冠19防控取得阶段性成功而显著减弱。

3. 业绩预告中新冠疫情归因的市场反应

业绩预告归因并不是“洪水猛兽”。Baginski等研究发现,归因可提高管理层业绩预告的精度或可信度^[10,16]。但是,自利性归因的可能性给信息使用者带来了挑战,因为归因可能提供了无偏信息,也可能反映了管理层的心理偏差或机会主义行为^[8]。管理层对坏消息进行自利性归因的主要目的是影响利益相关者的感知,缓解坏消息所引起的负面反应^[5,8-9]。但是,Barton和Mercer的研究结果表明,当信息使用者能够判断归因的可信性时,他们不会对自利性归因做出反应^[22];Kimbrough和Wang研究发现,当较多的同行业公司披露了坏消息或者公司的盈余与行业和市场层面的盈余有较高的相关性时,坏消息的自利性归因可以显著缓解负面市场反应^[8]。

新冠19的特殊性使得坏消息的自利性归因既可能缓解负面市场反应,也可能无显著影响。一方面,新冠19的负面影响具有较强的地域或行业聚集特征^[3,23],这意味着同地区或同行业公司同时披露坏消息的可能性非常大,盈余相关性也较高。在此情况下,坏消息的自利性归因可以缓解负面市场反应^[8];另一方面,利用新冠19进行自利性归因不一定能达到预期目的,公司层面的一些特征(现金持有、CSR和股权结构等)会显著影响其对疫情负面冲击的免疫能力^[1,26-28]。最重要的是,新冠19影响的透明度远高于其他外部因素。自利性归因可以影响信息使用者的原因在于:一是管理层所利用的外部因素的可视性较差;二是信息使用者难以有效判断外部因素与公司业绩之间的因果关系^[8]。在我国,从中央到地方,新冠19相关信息的透明度都达到了前所未有的高度,每一次疫情从初起到清零都得到了媒体的广泛报道,成为“热搜”的概率也非常高,因此新冠19这一外部因素的可视性非常高。信息使用者虽然不能完全判断该外部因素与公司业绩之间的关系,但是各地疫情的严重程度以及全国疫情的整体变化趋势是不争的事实,罔顾这些事实而进行的自利性归因很容易被识别,进而不会缓解坏消息引发的负面市场反应。

基于以上分析,本文提出如下两个竞争性假说:

H3a:其他条件相同时,坏消息归因于新冠19可以减弱其引发的负面市场反应。

H3b:其他条件相同时,坏消息归因于新冠19不会显著影响其引发的负面市场反应。

①根据WIND数据库,2018年度和2019年度闭区间和点估计业绩预告中,“坏消息”所占比例分别为38.06%和38.88%;2018年和2019年第一季度闭区间和点估计业绩预告中,“坏消息”所占比例分别为38.55%和43.13%。对比表2数据,2020年第一季度“坏消息”所占比例远高于以往年度,而2020年度业绩预告中“坏消息”所占比例虽然高于以往年度,但差别并不是太大。

②现有的研究设计只能证明在考虑新冠19实际影响之后仍存在自利性归因现象,但无法将新冠19的实际影响和管理层自利性归因的影响区分开来,即本文只能证实业绩预告坏消息的新冠19归因并不完全是疫情的实际影响,而是疫情与管理层自利性归因的叠加效果。

四、研究设计

(一) 样本选取

本文以 2020 年所有闭区间和点估计业绩预告为基础^①,删除金融业、资不抵债以及相关数据缺失的样本,最终得到 5014 个观测值。本文对所有连续变量按照上下 1% 进行缩尾处理,以排除异常值的干扰。本文所用业绩预告数据来自 WIND 数据库,并人工识别公司在业绩预告中是否将业绩变动归因于新冠 19,其他数据来自 CSMAR 数据库。

(二) 变量选择

本文根据业绩预告中关于业绩变动原因的陈述,人工判断管理层是否将业绩变动归因于新冠 19,如果有明确的表述将业绩变动归因于新冠 19,则 *COVID* 取值为 1,否则 *COVID* 取值为 0。本文将略减、首亏、续亏和预减界定为业绩预告坏消息,*BadNews* 取值为 1;将略增、扭亏、续盈和预增界定为业绩预告好消息,*BadNews* 取值为 0^[14]。

本文用累计超额回报率(*CAR*)来衡量市场反应。具体而言,本文以业绩预告发布日作为事件日,选取事件日前后各一个交易日共 3 个交易日作为事件窗口,采用市场调整模型估计股票超额回报。

(三) 模型设定

为了检验 H1,本文构建模型(1)进行 Logit 回归:

$$Pr(COVID = 1) = \alpha_0 + \alpha_1 Season2 + \alpha_2 Season3 + \alpha_3 Season4 + Controls + \varepsilon \quad (1)$$

为了考察新冠 19 防控进展对业绩预告归因的影响,本文以第一季度为基准设置季度虚拟变量。具体而言,对第二季度样本 *Season2* 取值为 1,其他样本取值为 0;对第三季度样本 *Season3* 取值为 1,其他样本取值为 0;对第四季度样本 *Season4* 取值为 1,其他样本取值为 0。*Controls* 为控制变量,同时控制了行业和省区市固定效应。

为了检验 H2,本文构建模型(2)进行 Logit 回归,控制变量同模型(1)。

$$Pr(COVID = 1) = \beta_0 + \beta_1 BadNews + \beta_2 (BadNews \times Season2) + \beta_3 (BadNews \times Season3) + \beta_4 (BadNews \times Season4) + \beta_5 Season2 + \beta_6 Season3 + \beta_7 Season4 + Controls + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验 H3,本文进一步构建模型(3)进行 OLS 回归,控制变量除了模型(1)中的部分变量外,还包括盈余管理程度(*Abs_da*, *Rem*)和分析师跟踪数量(*Coverage*)。

$$CAR = \lambda_0 + \lambda_1 BadNews + \lambda_2 COVID + \lambda_3 (BadNews \times COVID) + Controls + \varepsilon \quad (3)$$

变量的具体定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
因变量	<i>CAR</i>	累计超额回报率	在 $[-1, +1]$ 窗口内根据市场调整模型估计的个股日超额回报率之和
	<i>COVID</i>	是否归因于新冠	若将业绩变动归因于新冠 19,取值为 1,否则为 0
自变量	<i>BadNews</i>	是否为坏消息	若为业绩预告坏消息,取值为 1,否则取值为 0
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	资产负债率	期初总负债与总资产的比值
	<i>Growth</i>	成长性	期初营业收入增长率
	<i>BHR</i>	购买持有收益率	业绩预告各季报前一年的持有回报
	<i>Severe</i>	疫情严重程度	各省区市各季度累计确诊人数的自然对数
	<i>Risk</i>	企业风险承担水平	经行业均值调整过的总资产收益率波动性
	<i>Opinion</i>	审计意见类型	若上一期末被出具非标审计意见,取值为 1,否则取 0
	<i>Big4</i>	国际四大	上一期末的会计师事务所是否为国际四大,是取 1,否取 0
	<i>ChiNext</i>	是否为创业板	若上市板块属于创业板,取值为 1,否则为 0
	<i>SME</i>	是否为中小板	若上市板块属于中小板,取值为 1,否则为 0
	<i>Abs_SA</i>	融资约束	SA 指数 ^[29] 的绝对值,值越大,融资约束程度越大
	<i>EDF</i>	违约风险	根据 Bharath 和 Shumway 的模型 ^[30] 计算得到的违约概率,值越大,违约风险越高
	<i>Abs_da</i>	应计盈余管理	经修正的 Jones 模型计算得到的期初可操纵应计绝对值
	<i>Rem</i>	真实盈余管理	真实活动盈余管理水平
<i>Coverage</i>	分析师跟踪	期初分析师跟踪数量的自然对数	

①针对同一预测期间发布多次业绩预告的,以最新一次业绩预告为准。

(四)描述性统计

1. 样本分布

表2列出了样本的分布情况。样本中坏消息有76.25%被归因于新冠19,而好消息只有8.33%被归因于新冠19。进一步地,对消息类型与新冠19归因进行联合检验的 $\chi^2 = 2300$,在1%水平下显著,表明坏消息归因于新冠19的倾向显著高于好消息。此外,好消息和坏消息的归因倾向都随季度变化而逐渐下降,表明新冠19对我国实体经济的影响在逐渐减弱,这证实了我国疫情防控的成功,H1得到初步支持。

2. 主要变量的描述性统计

表3为主要变量的描述性统计。*BadNews*的均值为0.533,表明有约53.3%的样本为坏消息,比鲁桂华等的研究结果41.1%^[25]略高,说明新冠19确实对上市公司业绩造成了较大的负面影响。*COVID*的均值为0.446,说明有44.6%的样本在业绩预告中将业绩变动归因于新冠19。*CAR*的均值为0.003,中位数为-0.002,标准差为0.065,表明在事件窗口期不同样本的累计超额回报率存在较大差异。

相关性分析结果(未列示,备索)显示,*BadNews*与*COVID*的Pearson相关系数为0.682,在1%水平下显著,表明坏消息归因于新冠19的倾向显著高于好消息。*BadNews*与*CAR*的Pearson相关系数为-0.314,在1%水平下显著,说明坏消息会引起显著为负的市场反应。此外,模型中各变量的VIF值均小于5,说明不存在严重的多重共线性问题。

表2 样本分布

	1 季度	半年度	3 季度	年度	合计
好消息	401	487	444	1008	2340
其中:归因于新冠样本	64	54	24	53	195
占比	15.96%	11.09%	5.41%	5.26%	8.33%
坏消息	958	539	409	768	2674
其中:归因于新冠样本	823	423	290	503	2039
占比	85.91%	78.48%	70.90%	65.49%	76.25%
合计	1359	1026	853	1776	5014
其中:坏消息占比	70.49%	52.53%	47.95%	43.24%	53.33%

表3 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>COVID</i>	5014	0.446	0	0.497	0	1
<i>BadNews</i>	5014	0.533	1	0.499	0	1
<i>CAR</i>	5014	0.003	-0.002	0.065	-0.159	0.211
<i>Size</i>	5014	22.140	22.010	1.149	19.970	25.870
<i>Lev</i>	5014	0.436	0.425	0.200	0.069	0.918
<i>Growth</i>	5014	0.090	0.049	0.378	-0.654	2.287
<i>BHR</i>	5014	0.200	0.074	0.526	-0.550	2.379
<i>Severe</i>	5014	4.357	4.654	1.993	0	7.315
<i>Risk</i>	5014	0.034	0.024	0.032	0.004	0.201
<i>Big4</i>	5014	0.037	0	0.190	0	1
<i>ChiNext</i>	5014	0.300	0	0.458	0	1
<i>SME</i>	5014	0.381	0	0.486	0	1
<i>Abs_SA</i>	5014	3.922	3.913	0.222	3.421	4.511
<i>EDF</i>	5014	0.061	0	0.216	0	0.998
<i>Opinion</i>	5014	0.090	0	0.286	0	1
<i>Abs_da</i>	5014	0.062	0.039	0.067	0.001	0.332
<i>Rem</i>	5014	-0.015	-0.011	0.147	-0.465	0.465
<i>Coverage</i>	5014	1.862	1.792	1.377	0	4.500

五、实证结果及分析

(一)业绩预告归因于新冠19的概率

本部分首先检验了业绩预告归因于新冠19的概率是否随着季度而发生变化。表4中列(1)显示,季度虚拟变量*Season2 - Season4*的估计系数分别为-0.967、-1.214和-1.402,均在1%的水平下显著,且系数绝对值逐渐增加,各估计系数间存在显著差异(*Season2*和*Season3*的估计系数差异检验的 $p = 0.014$; *Season3*和*Season4*的估计系数差异检验的 $p = 0.046$; *Season2*和*Season4*的估计系数差异检验的 $p = 0.000$)。这表明随着我国疫情防控经验的积累和日益成功的动态清零事实,业绩预告归因于新冠19的概率呈现随季度逐渐下降的趋势,从微观经济主体的感知角度证实了我国疫情防控的阶段性成功,H1得到验证。

接下来,本文探讨管理层是否会利用新冠疫情进行自利性归因。在表4的列(2)中,*BadNews*的估计系数为3.539,在1%的水平下显著,表明坏消息更倾向于归因于新冠19,这初步验证了自利性归因存在的可能性。在列(3)控制了季度虚拟变量的回归结果中,*BadNews*的估计系数为3.526,在1%的水平下显著,这与列(2)的结果一致,说明在控制了季度趋势之后,坏消息仍然更倾向于归因于新冠19。在列(4)中,*BadNews*的估计系数为3.517,在1%的水平下显著,交互项*BadNews × Season2*、*BadNews × Season3*和*BadNews × Season4*的估计系数均不显著区别于0,说明坏消息归因于新冠19的倾向显著高于好消息,而且在新冠19对实体经济的影响逐渐减弱的情况下,这种差异并没有发生显著变化。这表明坏消息业绩预告的新冠19归因并不完全是新冠19的真实影响,而是新冠19与管理层自利性归因的叠加效果,H2得到证实,即管理层在利用新冠19进行归因时具有明显的自利性动机。

表4 新冠疫情进展与业绩预告归因的回归结果

变量	(1) COVID	(2) COVID	(3) COVID	(4) COVID
<i>BadNews</i>		3.539*** (37.47)	3.526*** (36.92)	3.517*** (20.40)
<i>Badnews</i> × <i>Season2</i>				-0.147(0.59)
<i>Badnews</i> × <i>Season3</i>				0.237(0.81)
<i>Badnews</i> × <i>Season4</i>				0.029(0.12)
<i>Season2</i>	-0.967*** (6.70)		-0.229 (1.19)	-0.130(0.51)
<i>Season3</i>	-1.214*** (8.18)		-0.674*** (3.48)	-0.853*** (2.84)
<i>Season4</i>	-1.402*** (10.90)		-0.887*** (5.27)	-0.907*** (3.71)
<i>Size</i>	0.051 (1.44)	0.083* (1.81)	0.081* (1.74)	0.081* (1.73)
<i>Lev</i>	-0.238 (1.21)	-0.287 (1.12)	-0.286 (1.11)	-0.283 (1.10)
<i>Growth</i>	-0.433*** (4.52)	-0.160 (1.39)	-0.189 (1.63)	-0.192* (1.66)
<i>BHR</i>	-0.989*** (11.06)	-0.360*** (3.93)	-0.295*** (3.09)	-0.289*** (3.00)
<i>Severe</i>	0.077** (2.23)	0.249*** (9.75)	0.115*** (2.60)	0.115*** (2.63)
<i>Risk</i>	-0.609(0.55)	-3.167** (2.22)	-2.869** (2.05)	-2.911** (2.08)
<i>Big4</i>	-0.331* (1.75)	-0.404* (1.66)	-0.412 (1.64)	-0.411 (1.64)
<i>ChiNext</i>	0.152 (1.46)	0.559*** (4.02)	0.425*** (3.03)	0.423*** (3.01)
<i>SME</i>	0.176** (2.00)	0.333*** (3.02)	0.199* (1.75)	0.199* (1.75)
<i>Abs_SA</i>	0.406** (2.57)	0.400** (1.97)	0.352* (1.71)	0.352* (1.72)
<i>EDF</i>	0.397** (2.17)	0.161 (0.82)	0.192 (0.96)	0.193 (0.97)
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-2.001* (1.84)	-6.718*** (4.80)	-5.281*** (3.67)	-5.271*** (3.64)
<i>Season2 = Season3</i>	0.014**			
<i>Season3 = Season4</i>	0.046**			
<i>Season2 = Season4</i>	0.000***			
<i>BadNews</i> × <i>Season2 = BadNews</i> × <i>Season3</i>				0.200
<i>BadNews</i> × <i>Season3 = BadNews</i> × <i>Season4</i>				0.470
<i>BadNews</i> × <i>Season2 = BadNews</i> × <i>Season4</i>				0.473
Pseudo R ²	0.132	0.417	0.425	0.425
N	5011	5011	5011	5011

注:括号内为z值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著。

(二)业绩预告归因的市场反应分析

表5 报告了业绩预告的市场反应分析结果。在列(1)中,*BadNews* 的估计系数为-0.042,在1%水平下显著,表明业绩预告坏消息会引起显著的负面市场反应,与现有研究结果相一致^[31]。在列(2)中,*COVID* 的估计系数为-0.012,在1%水平下显著,说明新冠19对实体经济的整体冲击是负面的。交互项 *COVID* × *Season3* 的估计系数为0.026,在1%的水平下显著;交互项 *COVID* × *Season4* 的估计系数为0.008,在10%的水平下显著,这表明在相关业绩预告披露的2020年10月至2021年1月,新冠19对实体经济产生负面冲击的投资者预期在逐渐减弱,这与中国在同一时期不断动态清零的防疫结果保持一致,体现了资本市场对我国疫情防控成功的感知。上述结果与表4中列(1)的归因结果也基本一致。

在列(3)中,交互项 *BadNews* × *COVID* 的估计系数为0.015,在1%的水平下显著,表明将坏消息归因于新冠19确实可以显著

表5 市场反应分析

变量	(1) CAR	(2) CAR	(3) CAR
<i>BadNews</i>	-0.042*** (22.74)	-0.042*** (16.43)	-0.045*** (15.54)
<i>BadNews</i> × <i>COVID</i>			0.015*** (2.66)
<i>COVID</i>		-0.012*** (3.41)	-0.013** (2.56)
<i>COVID</i> × <i>Season2</i>		0.004 (0.85)	
<i>COVID</i> × <i>Season3</i>		0.026*** (5.50)	
<i>COVID</i> × <i>Season4</i>		0.008* (1.66)	
<i>Season2</i>		-0.004 (1.01)	
<i>Season3</i>		-0.021*** (5.63)	
<i>Season4</i>		-0.017*** (4.95)	
<i>Size</i>	-0.000 (0.42)	-0.001 (0.50)	-0.001 (0.43)
<i>Lev</i>	0.002 (0.33)	0.003 (0.46)	0.001 (0.25)
<i>BHR</i>	-0.007*** (3.28)	-0.006*** (2.62)	-0.007*** (3.40)
<i>ChiNext</i>	-0.005* (1.91)	-0.008*** (2.80)	-0.004 (1.61)
<i>SME</i>	0.002 (0.91)	0.000 (0.10)	0.002 (0.96)
<i>Opinion</i>	-0.003 (0.75)	-0.002 (0.58)	-0.002 (0.73)
<i>Risk</i>	0.029 (0.83)	0.028 (0.81)	0.033 (0.95)
<i>EDF</i>	-0.005 (1.09)	-0.005 (0.99)	-0.005 (1.07)
<i>Abs_da</i>	0.015 (1.02)	0.014 (0.97)	0.014 (0.95)
<i>Rem</i>	-0.021*** (3.01)	-0.020*** (2.92)	-0.021*** (3.06)
<i>Coverage</i>	0.001 (1.40)	0.001 (1.19)	0.001 (1.32)
行业 & 省区市	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.015 (0.56)	0.031 (1.17)	0.016 (0.62)
Adj. R ²	0.114	0.123	0.115
N	5014	5014	5014

注:括号内为经White修正标准误计算的t值的绝对值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著。

缓解其所引发的负面市场反应,证实了 H3a,拒绝了 H3b,说明投资者可能会被管理层的操纵性信息披露误导,即管理层的自利性归因在一定程度上达到了预期目的。

(三)稳健性检验

1. 替换关键变量的分析

Kimbrough 和 Wang 的研究结果表明,投资者会依赖行业和公司特定的信息来评估归因的可信性^[8]。鉴于此,本文根据行业-季度业绩预告净利润的中位数重新定义了业绩预告消息类型变量 *BadNews*,若公司业绩预告净利润低于行业中位数,则定义为业绩预告坏消息,*BadNews* 取值为 1,否则取值为 0。回归结果(未列示,备索)与表 4 基本一致。

另外,本文采用市场模型法估计累计超额回报率 CAR,估计窗口为[-230, -31],共计 200 个交易日,对于不足 200 个交易日数据的观测,要求至少有 120 个交易日数据。回归结果(未列示,备索)与表 5 基本一致。

2. 新冠 19 归因的内生性问题

第一,本文采用 stata 的 heckprob 命令进行两阶段回归,检验可能存在的自选择偏差问题是否会显著影响本文结论。在主板公司执行明线监管的背景下,可能存在的自选择问题是受新冠 19 影响的样本更有可能发布业绩预告,所以第一阶段回归的因变量为是否披露业绩预告(*MF*)。在该回归中,本文设置是否达到明线监管标准(*Sig_Change*)、是否属于创业板样本(*ChiNext*)、是否属于中小板样本(*SME*)等变量来控制业绩预告制度的影响,同时控制 *Severe_Lev*、*Size* 以及行业和省区市固定效应。表 6 中 Panel A 报告的结果显示,可能存在的自选择偏差问题不会显著影响本文结论。

第二,坏消息归因于新冠 19 的概率显著高于好消息可能是因为两类样本存在系统性差异,而这些系统性差异恰好与公司能否免受或少受新冠肺炎疫情影响相关^[1,27-28]。因此,本文采用 PSM 倾向得分匹配法检验这一问题的潜在影响。具体而言,本文以坏消息样本作为处理组,以好消息样本作为控制组,选择上年同期的公司规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、盈利能力(*Roa*)、经营现金流(*CFO*)、成长性(*Growth*)以及上年末的第一大股东持股比例(*Top1*)和上市年龄(*Age*)为控制变量,根据 1:1 最近邻匹配得到 2462 个 PSM 样本进行归因分析。表 6 中 Panel B 报告的结果显示,在控制了两类样本的系统性差异后,表 4 的结果依然稳健。

表 6 新冠 19 归因的内生性检验

变量	Panel A: Heckprob 两阶段回归法				变量	Panel B: PSM 倾向得分匹配法			
	(1) <i>COVID</i>	(2) <i>COVID</i>	(3) <i>COVID</i>	(4) <i>COVID</i>		(1) <i>COVID</i>	(2) <i>COVID</i>	(3) <i>COVID</i>	(4) <i>COVID</i>
<i>BadNews</i>		2.073 *** (41.98)	2.061 *** (41.17)	2.103 *** (22.48)	<i>BadNews</i>		3.386 *** (26.71)	3.381 *** (26.64)	3.616 *** (14.68)
<i>BadNews × Season2</i>				-0.107 (0.79)	<i>BadNews × Season2</i>				-0.536 (1.55)
<i>BadNews × Season3</i>				0.055 (0.36)	<i>BadNews × Season3</i>				-0.229 (0.59)
<i>BadNews × Season4</i>				-0.078 (0.63)	<i>BadNews × Season4</i>				-0.209 (0.64)
<i>Season2</i>	-0.564 *** (6.58)		-0.115 (1.10)	-0.042 (0.31)	<i>Season2</i>	-0.893 *** (4.32)		-0.206 (0.74)	0.126 (0.36)
<i>Season3</i>	-0.712 *** (8.07)		-0.363 *** (3.42)	-0.395 *** (2.61)	<i>Season3</i>	-1.073 *** (5.04)		-0.576 ** (2.07)	-0.433 (1.11)
<i>Season4</i>	-0.828 *** (10.87)		-0.482 *** (5.24)	-0.425 *** (3.35)	<i>Season4</i>	-0.989 *** (5.40)		-0.577 ** (2.39)	-0.443 (1.32)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制变量	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制	行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-2.155 ** (1.97)	-12.788 *** (10.74)	-10.468 *** (8.48)	-10.451 *** (8.45)	<i>Constant</i>	-4.264 *** (2.77)	-7.154 *** (3.63)	-6.258 *** (3.13)	-6.496 *** (3.22)
Wald chi2	725.84 ***	2212.52 ***	2175.49 ***	2182.30 ***	Pseudo R ²	0.103	0.402	0.405	0.406
Test of Rho = 0	p = 0.000	p = 0.219	p = 0.257	p = 0.251	N	2462	2462	2462	2462
N	5007	5007	5007	5007					

注:括号内为 z 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

3. 业绩预告市场反应的内生性问题

第一,我们根据如下模型(4)的回归结果计算逆米尔斯比率(*IMR*),并将其代入市场反应分析模型中,报告结果见表 7 中的列(1)和列(2)。可以看出,在控制了可能存在的自选择偏差问题后,本文所得结论依然稳健。

$$Pr(COVID = 1) = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 Growth + \beta_4 BHR + \beta_5 Severe + \beta_6 Risk + \beta_7 Big4 + \beta_8 ChiNext + \beta_9 SME + \beta_{10} Abs_SA + \beta_{11} EDF + \sum Industry + \sum Province + \varepsilon \quad (4)$$

第二,本文以 COVID = 1 的样本作为处理组,以 COVID = 0 的样本作为控制组,根据模型(4)按照 1:1 最近邻匹配原则得到 2304 个 PSM 样本,用该样本重复进行市场反应分析,报告结果见表 7 中的列(3)和列(4)。可以看出,本文所得结论依然稳健。

六、进一步分析

表 4 的季度趋势分析结果显示,在新冠 19 实际影响逐步减弱的情况下,坏消息归因于新冠 19 的趋势并无显著变化,说明坏消息的新冠 19 归因并不只是疫情的真实影响效果,而是新冠 19 与管理层自利性归因的叠加效果。本部分将对此提供进一步的证据,并试图探讨在何种情形下投资者能够在一定程度上识别管理层利用新冠 19 的自利性归因。毕竟实验研究和经验研究均表明,在一定的情境下,信息使用者至少在在一定程度上可以识别自利性归因^[8,22]。

(一) 基于受新冠 19 影响程度的分析

第一,企业总部所在地受疫情影响程度会显著影响企业绩效^[23]。因此,如果坏消息归因于新冠 19 只是反映了疫情的真实影响效果,那么受疫情影响程度较低样本将坏消息归因于新冠 19 的概率应该显著低于受疫情影响程度较高的样本。反之,如果两组样本中坏消息归因于新冠 19 的概率无显著差异,则表明坏消息的新冠 19 归因并不只是疫情的真实影响效果,而是新冠 19 与管理层自利性归因的叠加效果。为此,本文根据上市公司所处省区市各季度新增确诊人数的中位数将样本分为受疫情影响程度较高组和受疫情影响程度较低组,分别对模型(2)和模型(3)进行分组回归,报告结果见表 8。

在表 8 Panel A 的列(1)和列(2)中, *BadNews* 的估计系数分别为 3.718 和 3.535,且均在 1% 水平下显著,组间系数差异检验的 $p = 0.431$,这说明坏消息归因于新冠 19 的概率不因地域层面受疫情影响程度的不同而存在显著差异,即坏消息的新冠 19 归因是疫情与管理层自利性归因的叠加效果,至少在受疫情影响程度较低样本中是如此。

在表 8 Panel B 的列(1)和列(2)中, *BadNews* × *COVID* 的估计系数分别为 0.026 和 0.012,且均在 5% 水平下显著,组间系数差异检验的 $p = 0.301$,这说明投资者难以根据地区受疫情影响的程度来有效识别自利性归因,其市场反应是疫情真实影响和管理层自利性归因的叠加效果。

第二,基于投资者视角的经验证据表明,如果在本公司披露坏消息之前有较多的同行业公司披露了坏消息,则本公司将坏消息归因于外部因素的可信度较高,能够有效缓解其负面市场反应^[8]。据此本文推测在新冠 19 背景下,如果在本公司披露业绩预告之前有较多的同行业公司披露了坏消息,则说明本行业受新冠 19 的影响程度较高,本公司将坏消息归因于新冠 19 的概率显著高于具有相反特征的样本,可能反映了疫情的真实影响;反之,如果本行业受疫情影响程度较高组和较低组将坏消息归因于新冠 19 的概率无显著差异,则说明坏消息的新冠 19 归因是疫情与管理层自利性归因的叠加效果,至少在受疫情影响程度较低的样本中是如此。

为此,本文首先计算在公司披露业绩预告前已发布业绩预告坏消息的同行业公司占比,然后根据季度中位数将样本划分为受疫情影响程度较低组和较高组,分别对模型(2)和模型(3)进行分组回归,报告结果见表 8。在 Panel A 的列(3)和列(4)中, *BadNews* 的估计系数分别为 3.515 和 3.710,且均在 1% 水平下显著,组间系数差异检验显示无显著差异,这说明坏消息的新冠 19 归因是疫情与管理层自利性归因的叠加效果,至少在行业受疫

表 7 市场反应的内生性问题检验

变量	Heckman 两阶段回归法		PSM 倾向得分匹配法	
	(1) CAR	(2) CAR	(3) CAR	(4) CAR
<i>BadNews</i>	-0.042 *** (16.44)	-0.046 *** (15.75)	-0.037 *** (10.28)	-0.043 *** (10.32)
<i>BadNews</i> × <i>COVID</i>		0.015 *** (2.59)		0.021 *** (2.71)
<i>COVID</i>	-0.012 *** (3.43)	-0.014 *** (2.75)	-0.014 *** (2.82)	-0.021 *** (3.06)
<i>COVID</i> × <i>Season2</i>	0.004 (0.77)		0.003 (0.41)	
<i>COVID</i> × <i>Season3</i>	0.026 *** (5.46)		0.019 *** (2.87)	
<i>COVID</i> × <i>Season4</i>	0.008 (1.64)		0.010 (1.45)	
<i>Season2</i>	0.002 (0.31)		-0.001 (0.22)	
<i>Season3</i>	-0.016 *** (3.50)		-0.013 ** (2.46)	
<i>Season4</i>	-0.012 *** (3.07)		-0.016 *** (3.38)	
<i>IMR</i>	-0.013 ** (2.14)	-0.015 *** (3.77)		
<i>Constant</i>	0.042 (1.53)	0.033 (1.24)	0.063 * (1.68)	0.055 (1.45)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.124	0.117	0.121	0.117
N	5011	5011	2304	2304

注:括号内为经 White 修正标准误计算的 *t* 值的绝对值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

情影响程度较低组中是如此。在 Panel B 的列(3)中, $BadNews \times COVID$ 的估计系数为 0.028, 在 1% 水平下显著为正; 而在列(4)中, $BadNews \times COVID$ 的系数不显著区别于 0, 这一结果与 Kimbrough 和 Wang 的研究结果^[8]是相反的, 说明投资者难以根据行业信息有效识别自利性归因, 其市场反应是疫情真实影响和管理层自利性归因的叠加效果。

(二) 归因的动机和机会分析

自利性归因是一种信息披露操纵行为, 基于舞弊三角理论, 信息披露操纵行为的实现需要动机、机会和自我合理化。自我合理化是一个难以观测和度量的概念, 所以本部分主要对自利性归因进行动机与机会分析, 并预期在较强动机或适当机会的驱使下, 管理层进行信息披露操纵的可能性更高。这种分析既有助于进一步厘清管理层自利性归因的产生机理和作用条件^[8], 也有助于确认坏消息的新冠 19 归因是反映了疫情的真实影响还是疫情与管理层自利性归因的叠加效果。如果坏消息的新冠 19 归因只是反映了疫情的真实影响, 那么管理层自利性归因动机和机会的高低不会显著影响坏消息的新冠 19 归因; 反之, 如果管理层自利性归因动机和机会较高样本将坏消息归因于新冠 19 的概率显著高于其他样本, 则说明坏消息的新冠 19 归因是疫情与管理层自利性归因的叠加效果, 至少在管理层自利性归因动机和机会较高样本中是如此。

按照凸显理论, 在信息披露操纵动机与机会比较强烈进而自利性归因的可能性凸显的情形下, 投资者根据以往经验形成的先验判断会预期到较高的自利性归因概率, 进而降低对管理层所披露信息的信任程度^[8, 32-33]。因此, 坏消息归因于新冠 19 对投资者产生的影响可能会减弱甚至消失。

1. 归因的动机 (motivation/pressure) 分析

(1) 财务困境风险

处于财务困境的公司为缓解坏消息引发的负面市场反应和融资约束等问题更有动机进行自利性信息操纵^[34]。因此, 本文选取 Altman z 指数来度量企业是否处于财务困境, 并将 z 值小于 2.675 的样本定义为财务困境风险较高组, 其他样本定义为财务困境风险较低组, 然后进行分组回归, 结果如表 9 所示。

表 9 中 Panel A 的结果显示, 在列(1)和列(2)中, $BadNews$ 的估计系数分别为 4.240 和 3.510, 且均在 1% 水平下显著, 组间系数存在显著差异 ($p = 0.017$), 表明财务困境风险较高组将坏消息归因于新冠 19 的倾向显著更高。这说明坏消息的新冠 19 归因是疫情与管理层自利性归因的叠加效果, 至少在管理层自利性归因动机较高样本中是如此。

表 9 中的 Panel B 是对投资者反应进行分析的结果。在列(2)中, $BadNews \times COVID$ 的估计系数为 0.016, 在 1% 水平下显著为正; 在列(1)中, $BadNews \times COVID$ 的估计系数不显著区别于 0。对比 Panel A 的结果可见, 投资者在一定程度上能够预期到管理层的自利性归因动机对业绩预告归因的影响。

(2) 管理层解职风险

管理层的职业担忧会影响其业绩预告披露行为^[35], 那么管理层是否会出于职业担忧而进行自利性归因? 为对此进行检验, 本文借鉴魏哲等的研究^[9], 选取管理层持股和股票收益波动率来度量管理层的解职风险, 并按照是否高于行业 - 年度中位数将样本分为解职风险高和解职风险低两组。当管理层持股比例较低时, 因业绩不佳被解聘的可能性较高。较高的股票收益波动率可以降低离职对业绩的敏感性, 因此收益波动率较低组的解职风险更高。

表 8 基于受疫情影响程度的分析

	所在地受疫情影响程度		所在行业受疫情影响程度	
	(1) 较低组	(2) 较高组	(3) 较低组	(4) 较高组
Panel A: 管理层自利性归因分析	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>
<i>BadNews</i>	3.718 *** (18.17)	3.535 *** (32.05)	3.515 *** (25.42)	3.710 *** (22.86)
<i>Constant</i>	-7.666 *** (2.85)	-6.567 *** (4.01)	-3.381 (1.58)	-10.094 *** (4.85)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制
SUE test	$p = 0.431$		$p = 0.361$	
Pseudo R ²	0.434	0.425	0.445	0.386
N	1369	3642	2331	2317
Panel B: 投资者反应分析	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>
<i>BadNews</i>	-0.051 *** (9.44)	-0.044 *** (12.83)	-0.053 *** (11.69)	-0.035 *** (8.49)
<i>BadNews</i> × <i>COVID</i>	0.026 ** (2.24)	0.012 ** (1.99)	0.028 *** (3.67)	0.006 (0.53)
<i>COVID</i>	-0.021 ** (1.98)	-0.011 ** (2.19)	-0.018 *** (2.90)	-0.007 (0.73)
<i>Constant</i>	0.071 (1.32)	0.008 (0.24)	-0.037 (0.87)	0.016 (0.44)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制
SUE test	$p = 0.301$		$p = 0.080$	
Adj. R ²	0.132	0.110	0.115	0.094
N	1371	3643	2337	2317

注: Panel A 中括号内为 z 值, Panel B 中括号内为经 White 修正标准误计算的 t 值的绝对值; ***, **, * 分别为在 1%、5%、10% 的水平下显著。

表9中Panel A的结果显示,在列(3)和列(4)中,*BadNews*的估计系数分别为3.370和3.888,且均在1%水平下显著,组间系数差异检验的 $p=0.009$ 。在列(5)和列(6)中,*BadNews*的估计系数分别为3.332和3.867,且均在1%水平下显著为正,组间系数差异检验的 $p=0.008$ 。上述结果表明在管理层解职风险较高组中,坏消息归因于新冠19的倾向显著更高,这再次说明坏消息的新冠19归因是疫情与管理层自利性归因的叠加效果,至少在管理层自利性归因动机较高样本中是如此。

表9中的Panel B是对投资者反应进行分析的结果。在列(3)中,*BadNews* × *COVID*的估计系数为0.018,在5%水平下显著;在列(4)中,*BadNews* × *COVID*的估计系数不显著区别于0。在列(5)中,*BadNews* × *COVID*的估计系数为0.022,在5%水平下显著;在列(6)中,*BadNews* × *COVID*的估计系数不显著区别于0。对比Panel A的结果可见,投资者在一定程度上能够识别管理层出于自身解职风险考虑的自利性归因行为。

2. 归因的机会 (opportunity) 分析

当利益相关者识别信息披露操纵行为的难度较大时,公司更容易出现信息披露操纵行为,当信息透明度较低时,利益相关者识别信息操纵行为的难度会增大^[31]。那么,管理层是否会凭借拥有的信息优势而进行更多的自利性归因呢?为对此进行检验,本文借鉴江婕等的研究^[36],选取股价同步性来度量市场交易信息透明度,并根据行业中位数将样本分为高、低两组;选取交易所公布的信息披露考评结果来度量监管评价透明度,并将评级为A和B的样本定义为信息透明度较高组,将评级为C和D的样本定义为信息透明度较低组。

表10中Panel A的结果显示,在列(1)和列(2)中,*BadNews*的估计系数分别为3.363和3.865,且均在1%水平下显著,组间系数差异检验的 $p=0.010$ 。基于监管评价信息透明度的分组回归结果与市场交易信息透明度一致。上述结果表明在信息透明度较低组,坏消息归因于新冠19的倾向显著更高,这说明坏消息的新冠19归因是疫情与管理层自利性归因的叠加效果,至少在管理层自利性归因机会较高样本中是如此。

表10中的Panel B是对投资者反应进行分析的

表9 管理层自利性归因的动机分析

	财务困境风险动机		管理层解职风险动机			
	财务困境		管理层持股		收益波动率	
	(1)风险高组	(2)风险低组	(3)持股高组	(4)持股低组	(5)波动高组	(6)波动低组
Panel A:管理层自利性归因分析	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>
<i>BadNews</i>	4.240*** (14.72)	3.510*** (34.01)	3.370*** (26.47)	3.888*** (25.95)	3.332*** (25.64)	3.867*** (25.39)
<i>Constant</i>	-10.003** (2.48)	-7.189*** (4.55)	-6.454*** (3.12)	-7.472*** (3.68)	-5.624*** (2.73)	-7.985*** (3.92)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制	控制	控制
SUE test	$p=0.017$		$p=0.009$		$p=0.008$	
Pseudo R ²	0.476	0.425	0.416	0.451	0.417	0.439
N	1101	3897	2456	2542	2480	2520
Panel B:投资者反应分析	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>
<i>BadNews</i>	-0.049*** (8.08)	-0.042*** (12.62)	-0.047*** (10.86)	-0.042*** (10.62)	-0.052*** (10.78)	-0.037*** (10.79)
<i>BadNews</i> × <i>COVID</i>	0.002 (0.12)	0.016*** (2.60)	0.018** (2.39)	0.009 (0.98)	0.022** (2.51)	0.011 (1.58)
<i>COVID</i>	0.010 (0.82)	-0.018*** (3.27)	-0.015*** (2.53)	-0.009 (1.04)	-0.012 (1.64)	-0.015** (2.38)
<i>Constant</i>	0.066 (1.19)	0.023 (0.68)	-0.015 (0.35)	0.045 (1.27)	0.014 (0.31)	0.019 (0.58)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.185	0.127	0.139	0.130	0.126	0.152
N	1110	3900	2465	2545	2487	2523

注:Panel A中括号内为z值,Panel B中括号内为经White修正标准误计算的t值的绝对值;***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著。

表10 管理层自利性归因的机会分析

	基于市场交易信息的透明度		基于监管评价的透明度	
	(1)高组	(2)低组	(3)高组	(4)低组
Panel A:管理层自利性归因分析	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>	<i>COVID</i>
<i>BadNews</i>	3.363*** (25.73)	3.865*** (26.58)	3.471*** (33.72)	4.561*** (14.67)
<i>Constant</i>	-4.147** (2.11)	-10.193*** (4.76)	-4.718*** (2.83)	-15.621*** (4.92)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制
SUE test	$p=0.010$		$p=0.001$	
Pseudo R ²	0.414	0.451	0.432	0.456
N	2486	2520	3846	1161
Panel B:投资者反应分析	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>
<i>BadNews</i>	-0.054*** (12.98)	-0.036*** (9.00)	-0.046*** (13.64)	-0.042*** (6.96)
<i>BadNews</i> × <i>COVID</i>	0.029*** (3.63)	0.002 (0.25)	0.016*** (2.56)	0.010 (0.54)
<i>COVID</i>	-0.019*** (2.72)	-0.007 (0.88)	-0.014*** (2.64)	-0.007 (0.36)
<i>Constant</i>	0.021 (0.52)	0.016 (0.48)	0.008 (0.27)	0.049 (0.82)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业 & 省区市	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.147	0.129	0.130	0.145
N	2487	2523	3846	1164

注:Panel A中括号内为z值,Panel B中括号内为经White修正标准误计算的t值的绝对值;***、**、*分别为在1%、5%、10%的水平下显著。

结果。在列(1)中, $BadNews \times COVID$ 的估计系数为 0.029,在 1% 水平下显著;在列(2)中, $BadNews \times COVID$ 的估计系数不显著区别于 0;基于监管评价信息透明度的分组回归结果与市场交易信息透明度一致。对比 Panel A 的结果可见,投资者在一定程度上能够识别管理层利用信息不对称进行的自利性归因行为。

七、研究结论及启示

本文从业绩预告归因视角探讨了新冠 19 对实体经济的影响及其变动趋势。研究发现,相较于 2020 年第一季度,2—4 季度业绩预告归因于新冠 19 的概率存在明显的下降趋势,与中国防控新冠 19 取得阶段性成功的趋势保持一致。然而,坏消息业绩预告归因于新冠 19 的概率显著高于好消息,且这种差异未随季度发生显著变化,表明管理层存在利用新冠 19 进行自利性归因的现象。归因于新冠 19 的坏消息业绩预告可以显著缓解其负面市场反应,表明管理层的自利性归因达到了预期效果。基于受疫情影响程度的分析结果表明,新冠 19 归因是疫情真实影响与管理层自利性归因的叠加效果,无显著证据证明投资者能够有效识别其中的自利性归因。基于自利性归因的动机与机会的分析结果表明,坏消息归因于新冠 19 的现象在财务困境风险和管理层解职风险较高、信息透明度较低的子样本中更加显著,不过这些子样本将坏消息归因于新冠 19 并未显著缓解其负面市场反应,这反映出我国投资者对企业自利归因的不同动机和机会具有一定的先验判断和辨识能力。

本文从动态视角丰富了有关新冠 19 经济后果的研究,也在更广义范畴上丰富了有关重大公共卫生冲击经济后果的研究。在现实意义上,本研究结果为中国动态清零政策提供了基于信息披露归因和感知的数据支持。同时,本文利用新冠 19 这一特殊情境拓展了自利性归因研究,检验了在新兴资本市场相对清晰情境下自利性归因的存在以及可能的识别途径,并发现投资者不能根据新的相关信息进行有效的贝叶斯修正,信息处理效率不高。因此,监管机构需要进一步强化投资者教育工作,提高其信息搜集和处理能力,充分发挥分析师与机构投资者的市场预期引导作用。此外,监管部门应该大力推动有关宏观经济政策和经济后果解读等的供给与宣传,并利用自身的信息优势,借助大数据尽可能早地识别管理层信息披露操纵的动机和机会,通过事前威慑、过程干预和事后处罚等措施减少突发事件下信息披露操纵行为的发生。

参考文献:

- [1] Ding W, Levine R, Lin C, et al. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 141(2): 802-830.
- [2] 郑联盛, 范云朋, 胡滨, 等. 公共卫生危机对就业和工资的总量与结构影响[J]. 财贸经济, 2021(4): 115-129.
- [3] Xue F, Li X, Zhang T, et al. Stock market reactions to the COVID-19 pandemic: The moderating role of corporate big data strategies based on Word2Vec [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2021, 68: 101608.
- [4] Hong H, Kubik J, Wang N, et al. Pandemics, vaccines and corporate earnings[R]. National Bureau of Economic Research, 2020.
- [5] 孙蔓莉, 蒋璐, 孙健. 业绩归因的自利性披露及市场反应研究——汇率单边升值情境下的纺织业表现[J]. 会计研究, 2013(4): 46-51+95.
- [6] Bettman J R, Weitz B A. Attributions in the board room: Causal reasoning in corporate annual reports[J]. Administrative Science Quarterly, 1983, 28(2): 165-183.
- [7] Bonsail S B, Bozanic Z, Fischer P E. What do management earnings forecasts convey about the macroeconomy? [J]. Journal of Accounting Research, 2013, 51(2): 225-266.
- [8] Kimbrough M D, Wang I Y. Are seemingly self-serving attributions in earnings press releases plausible? Empirical evidence[J]. The Accounting Review, 2014, 89(2): 635-667.
- [9] 魏哲, 罗婷, 张海燕. 管理层归因行为研究——基于业绩预告修正的分析[J]. 中国会计评论, 2016(4): 465-482.
- [10] Baginski S P, Hassell J M, Kimbrough M D. Why do managers explain their earnings forecasts? [J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42(1): 1-29.
- [11] Huang W, Chen S, Nguyen L T. Corporate social responsibility and organizational resilience to COVID-19 crisis: An empirical study of Chinese firms[J]. Sustainability, 2020, 12(21): 8970.
- [12] Huang H, Ye Y. Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19[J]. Accounting & Finance, 2021, 61(3): 4757-4788.
- [13] Berkman H, Malloch H. Stock valuation during the COVID-19 pandemic: An explanation using option-based discount rates[J]. Journal of Banking & Finance, 2021: 106386.
- [14] Chen H, Liu S, Liu X, et al. Opportunistic timing of management earnings forecasts during the COVID-19 crisis in China[J]. Accounting & Finance, 2021, forthcoming.
- [15] Landier A, Thesmar D. Earnings expectations during the COVID-19 crisis[J]. The Review of Asset Pricing Studies, 2020, 10(4): 598-617.

- [16] Baginski S P, Hassell J M, Hillison W A. Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2000, 15(4): 371-389.
- [17] Staw B M, McKechnie P I, Puffer S M. The justification of organizational performance[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1983, 28(4): 582-600.
- [18] Brochet F, Miller G S, Naranjo P, et al. Managers' cultural background and disclosure attributes[J]. *The Accounting Review*, 2019, 94(3): 57-86.
- [19] Hutton A P, Miller G S, Skinner D J. The role of supplementary statements with management earnings forecasts[J]. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(5): 867-890.
- [20] Otto P E, Bolle F. Exploiting one's power with a guilty conscience: An experimental investigation of self-serving biases[J]. *Journal of Economic Psychology*, 2015, 51(1): 79-89.
- [21] Wang X, Zheng L, Li L, et al. Immune to situation: The self-serving bias in unambiguous contexts[J]. *Frontiers in Psychology*, 2017: 00822.
- [22] Barton J, Mercer M. To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(3): 509-533.
- [23] Shen H, Fu M, Pan H, et al. The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2020, 56(10): 2213-2230.
- [24] 蔡昉, 张丹丹, 刘雅玄. 新冠肺炎疫情对中国劳动力市场的影响——基于个体追踪调查的全面分析[J]. *经济研究*, 2021(2): 4-21.
- [25] 鲁桂华, 张静, 刘保良. 中国上市公司自愿性积极业绩预告: 利公还是利私——基于大股东减持的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2017(2): 133-143.
- [26] 陈贇, 沈艳, 王靖一. 重大突发公共卫生事件下的金融市场反应[J]. *金融研究*, 2020(6): 20-39.
- [27] 肖土盛, 孙瑞琦, 袁淳. 新冠肺炎疫情冲击下企业现金持有的预防价值研究[J]. *经济管理*, 2020(4): 175-191.
- [28] Yi Y, Zhang Z, Yan Y. Kindness is rewarded! The impact of corporate social responsibility on Chinese market reactions to the COVID-19 pandemic[J]. *Economics Letters*, 2021, 208: 110066.
- [29] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [30] Bharath S T, Shumway T. Forecasting default with the Merton distance to default model[J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(3): 1339-1369.
- [31] Li Y, Zhang L. Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: Evidence from a natural experiment[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(1): 79-117.
- [32] Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Saliency in experimental tests of the endowment effect[J]. *American Economic Review*, 2012, 102(3): 47-52.
- [33] Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Saliency theory of judicial decisions[J]. *The Journal of Legal Studies*, 2015, 44(S1): S7-S33.
- [34] 王克敏, 王华杰, 李栋栋, 等. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J]. *管理世界*, 2018(12): 120-132+194.
- [35] Pae S, Song C J, Yi A C. Career concerns and management earnings guidance[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(3): 1172-1198.
- [36] 江婕, 王正位, 龚新宇. 信息透明度与股价崩盘风险的多维实证研究[J]. *经济与管理研究*, 2021(2): 53-65.

[责任编辑:王丽爱]

Research on the Attribution Behavior of Management Earnings Forecast Under the Settings of COVID-19 Pandemic

SONG Yunling¹, WU Hao¹, CHANG Xiaoyu¹, HUANG Xiaobei²

(1. School of Economics and Management, Inner Mongolia University, Hohhot 010021, China;

2. School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing 100144, China)

Abstract: Results based on the data of A-share companies in 2020 show that the trend companies attributing earnings changes to COVID-19 decreases with the passage of time. The probability of attribution to COVID-19 is significantly higher for bad news when compared to good news and this difference doesn't change over the quarters, indicating that COVID-19 attribution might be the combination of managements' self-serving attribution and the impacts of COVID-19. However, under specific circumstances, investors are able to, at least to some extent, identify management's self-serving attributions. The above results demonstrate the effectiveness of China's fight against COVID-19 from the perspective of micro economic entity and market perception, and provide insights into how to regulate management disclosure manipulation under major exogenous shocks.

Key Words: COVID-19 pandemic; management earnings forecast; self-serving attribution; market reaction; analyst following; earnings management