

机构投资者实地调研 有助于提升业绩预告精确度吗？

——基于盈余管理与市场化进程视角的经验证据

廖义刚 李玉昊 杨雨馨

摘要：本文以2010~2019年深市A股上市公司为研究样本，实证分析了机构投资者实地调研对管理层业绩预告精确度的影响。研究发现，机构投资者实地调研次数和参与机构数越多，管理层业绩预告的精确度越高，并且在盈余管理程度较高以及市场化程度较低的情况下，机构调研对业绩预告精确度的促进作用更显著。进一步区分业绩预告的类型后发现，机构投资者进行实地调研更有助于促进乐观业绩预告精确度的上升。本文从外部治理视角验证了机构调研对提升业绩预告精确度的积极作用，为更有效地理解业绩预告信息以及完善业绩信息披露提供了经验证据。

关键词：机构投资者实地调研；业绩预告精确度；盈余管理；市场化进程

中图分类号：F272 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2021)02-0040-11

一、引言

信息经济学认为，投资者依赖其所能获得的信息进行决策，市场中信息越充分，越有利于投资者作出准确的决策。机构投资者作为资本市场中一类特殊的投资者，一方面，其具备资金和专业优势，有能力对上市公司的信息进行搜集和分析；另一方面，由于机构投资者的大量持股，他们有动机通过积极行为获取更多信息以确保收益的稳定性。通常而言，除了上市公司公开披露的定期报告和临时公告，机构投资者还能够通过业绩说明会、电话会议或实地调研等方式了解上市公司的经营和财务状况。在众多信

息获取途径中，进行实地调研是机构投资者获取有价值信息的重要渠道。

机构投资者对上市公司进行实地调研由来已久。2003年10月，深交所发布《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》，该指引规定：“上市公司可尽量安排投资者、分析师及基金经理等到公司或募集资金项目所在地进行现场参观”。2006年8月，深交所发布《深圳证券交易所上市公司公平信息披露指引》，要求上市公司制定信息披露登记备查制度，对接受调研、访谈和采访等的信息予以详细登记，并在定期报告中将上述信息登记情况进行披露。这一强制披露政策的实施为研究机构投资者实地调研的经济后

收稿日期：2020-11-20

基金项目：国家自然科学基金项目(72072077, 71762015)

作者简介：廖义刚，江西财经大学会计发展研究中心/会计学院教授，博士生导师；

李玉昊，安徽省证监局；

杨雨馨，江西财经大学会计学院博士生。

果提供了契机。目前，针对机构投资者实地调研的研究主要集中在其与市场关系方面，认为机构投资者通过实地调研可以“眼见为实”，了解企业具体的、情境化的信息，提升机构投资者自身的盈利预测精确度。然而，机构投资者实地调研能否通过增加对内部人的监督，进而提升管理层业绩预告的精确度，现有文献较少涉及。

基于此，本文选取了2010~2019年深交所被机构投资者实地调研的上市公司为研究对象，实证分析了机构投资者实地调研对上市公司业绩预告精确度的影响。研究发现，随着机构投资者实地调研次数和参与机构数的增加，管理层业绩预告的精确度相对上年将显著提升，并且在盈余管理程度较高、市场化程度较低的情况下，实地调研与业绩预告精确度的关系更显著。进一步研究表明，机构投资者进行实地调研主要促进了乐观型业绩预告精确度的上升。

本文可能的贡献包括：第一，丰富了机构投资者实地调研的经济后果研究。既有文献主要考察了机构投资者实地调研对公司信息披露质量(陈宁等, 2018)、对冲策略(逯东等, 2019)、员工持股(刘倩茹和刘志远, 2020)等的影响，鲜有研究从管理层业绩预告视角考察机构调研的经济后果。本文通过分析机构投资者实地调研能否有效提升业绩预告的精确度，对机构调研相关研究进行了补充。第二，拓展了业绩预告精确度的外部治理研究视角。现有研究大多从企业内部视角探讨业绩预告精确度的治理方式，如代理成本(袁振超等, 2014)、高管薪酬(熊凌云, 2018)、公司战略变革(张艺琼等, 2019)等，本文从机构投资者的外部治理视角关注业绩预告精确度治理问题，对业绩预告相关研究进行了拓展。第三，揭示了外部治理与不同主体的财务预测精确度之间的关系。Cheng等(2016)的研究表明实地调研可以提升机构投资者自身对企业盈利预测的精确度。而本文的结论表明，外部治理方的实地调研，可通过发挥对内部人的监督作用，提升企业管理层业绩预告的精确度。

本文后续部分结构如下：第二部分为理论分析与假设发展；第三部分为研究设计；第四部分为实证结果与分析；第五部分为研究结论与启示。

二、理论分析与假设发展

(一) 机构投资者实地调研与业绩预告精确度

因公司所有权与经营权分离引起的信息不对称，会使股东和经理人之间产生委托代理问题(Jensen和Meckling, 1979)。机构投资者具备专业知识以及信息收集和分析能力

等优势，能够通过搜集各方信息实现对内部人的监督，通过改善公司治理水平进而提升信息披露的质量(谭劲松和林雨晨, 2016)。机构投资者获取公司信息的渠道通常包括以下两类：第一，搜集上市公司的公开信息，如查询公开披露的财务报告、监管机构发布的信息、媒体新闻等；第二，通过与高管会面、电话会议、实地调研等方式，取得有助于增强已获信息准确性的增量信息(Asquith等, 2002)。那么，实地调研作为机构投资者获取增量信息的重要方式之一，能否加强对被调研公司的监督并提高信息披露质量呢？

资本市场环境中，由于代理问题，管理层可能会策略性地披露盈余信息，即管理者为满足自身或其他利益相关者的需求，利用自身的自由裁量权和信息优势，有目的地干预公司盈余的产生和披露过程，该过程使得盈余预测的精确度大大降低。例如，Choi等(2010)发现，当预告坏消息时，管理层预测的精确度更低。袁振超等(2014)发现，代理成本越高时，业绩预告的精确度越低。由此，较低的业绩预告精确度自然会受到机构投资者的关注和监督。此时，机构投资者深入公司进行实地调研，可通过以下途径制约管理者的机会主义行为。

首先，与其他方式不同，实地调研是机构投资者前往上市公司并与公司有关人士进行面对面的直接交流。在交流过程中，机构投资者不但能够通过关注交流时的用词、语气、面部表情、肢体动作等捕捉公司尚未明确披露的信息(Hollander等, 2010)，还可借助实地观察公司厂房和设备的生产运营情况，与公司中低层员工近距离接触，获取与公司生产经营相关的第一手资料。在将实地调研获得的信息与公开信息有效结合的基础上，机构投资者可以加深对公司的认识，对管理层实施更有效的监督(王珊, 2017)。随着实地调研次数的增加，暗示着机构投资者对投资公司的重视程度较高，迫于这种外部监督压力，管理层可能会提高业绩预告精确度。

其次，参与调研的机构既有可能已经持有该上市公司的股票，也可能是有投资意向进行前期调查的潜在投资者。潜在投资者的投资决策存在对公司治理水平的偏好(谭劲松和林雨晨, 2016)。为了吸引更多潜在投资者，管理层将尽可能提高业绩预告精确度，以满足外部投资者对信息的需求。

然后，根据深圳证券交易所的要求，上市公司应制定信息披露备查登记制度，对接受或邀请特定对象的调研、沟通、采访等活动予以详细记载，并且在定期报告中予以披

露。调研信息的披露提高了信息可得性,削弱了管理层的信息优势,从而可能会抑制管理层出于自利动机的战略性盈余预测方式选择,提高盈余预测的精确度(程小可等,2017)。

最后,由于机构投资者在信息收集、处理方式、选择偏好等方面存在异质性,因此,随着参与调研的机构数的增加,一些被部分机构投资者忽视的信息,可能被其他机构投资者关注并挖掘,这将进一步加强监督作用,进而提高业绩预告的精确度。基于以上分析,提出本文的假设1:

H1:在其他条件一定的情况下,随着机构投资者实地调研次数和参与机构数的增加,上市公司业绩预告精确度会显著提高。

(二)盈余管理对机构投资者实地调研与业绩预告精确度的影响

尽管通过调研获取的额外信息与公开信息之间存在互补关系(曹新伟等,2015),但额外信息产生增量补充作用的强弱,很大程度上取决于上市公司本身的信息环境。会计盈余是公司重要的特质信息,不同程度的盈余管理会导致差异化的公司信息透明度(Hutton等,2009),进而使机构投资者实地调研对业绩预告精确度产生差别化影响。对于盈余管理程度较低的公司,其信息透明度通常较高,机

构投资者通过公开途径获取的信息更加真实、准确(王亚平等,2009),此时,通过实地调研获取的额外信息就比较有限,产生的增量作用也相对较小。而对于盈余管理程度较高的公司,其信息透明度通常较低,从而使机构投资者获取的公开信息缺乏信息含量,此时,通过实地调研获取的额外信息产生的增量作用会更大。基于以上分析,提出本文的假设2:

H2:在其他条件不变的情况下,盈余管理程度越高,机构投资者进行实地调研更能促进业绩预告精确度的提升。

(三)市场化进程对机构投资者实地调研与业绩预告精确度的影响

改革开放四十多年来,我国整体市场化进程显著提高,但是不同地区之间的市场化进程仍不平衡,具体表现在政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度、市场中介组织发育以及法律制度环境等方面(樊纲等,2011)。例如,在市场化程度高的地区,法律法规的完善程度也较高、中介组织更成熟,因此对投资者的保护力度也更强。在此环境中,公司在信息披露上的不规范行为更容易引起来自各方的压力与约束,

表1 主要变量定义

变量符号	变量名称及解释
width	业绩预告精确度,定义为业绩预告的区间宽度 $width = \text{abs}\{(\text{upper} - \text{low}) / [(\text{upper} + \text{low}) / 2]\}$
in_num	参与实地调研的机构数
r_num	机构投资者实地调研次数
DA	应计盈余管理,基于修正的Jones模型进行测度
market	市场化进程,采用王小鲁等(2019)编制的市场化指数综合得分
size	公司规模,总资产的自然对数
roa	资产收益率,净利润/总资产
lev	资产负债率,总负债/总资产
loss	是否亏损,如果当年亏损为1,否则为0
ocf	经营活动产生现金流量,经营活动产生现金流量净额/营业总收入
big4	是否四大,如果为国际“四大”审计为1,否则为0
independ	独立董事比例,独立董事人数/董事总人数
manager	管理层持股比例,管理层持股数量/总股本
pay	高管薪酬激励,管理层薪酬/营业收入
analyst	分析师关注,当年分析师追踪人数加1取对数
share10	股权集中度,前十大股东持股数量/总股本
horizon	预测时差,盈余预测公告发布日-当期会计年度截止日
year	年份哑变量,用于控制年度因素的影响
Industry	行业哑变量,用于控制行业因素的影响

表2 主要变量描述性统计

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
width	2 869	0.1882	0.1290	0.2580	0.0000	2.0000
in_num	2 869	38.7379	23.0000	47.3144	1.0000	264.0000
r_num	2 869	4.8564	3.0000	4.9856	1.0000	28.0000
size	2 869	21.8092	21.5984	1.1526	19.5932	25.1992
roa	2 869	0.0535	0.0528	0.0609	-0.3263	0.2327
lev	2 869	0.3537	0.3247	0.1968	0.0425	0.9498
loss	2 869	0.0627	0.0000	0.2425	0.0000	1.0000
ocf	2 869	0.0904	0.0898	0.1785	-0.6985	0.6428
big4	2 869	0.0244	0.0000	0.1543	0.0000	1.0000
independ	2 869	0.3808	0.3636	0.0550	0.3333	0.5714
manager	2 869	0.1979	0.1738	0.1895	0.0000	0.6812
pay	2 869	0.0059	0.0042	0.0061	0.0001	0.0401
analyst	2 869	2.9302	3.0445	0.8222	0.6931	4.5850
share10	2 869	0.5882	0.6015	0.1246	0.2343	0.8736
horizon	2 869	281.1250	281.3103	59.5095	98.0000	454.6667

即较高的市场化程度本身具有一定的监督作用，因而机构投资者的治理作用很可能并不明显。相反，在市场化程度较低的地区，法律法规不够完善、市场中介组织不太成熟，使投资者受保护的相对较弱，此时，机构投资者进行实地调研可能发挥更大的治理作用。基于以上分析，提出本文的假设3：

H3：在其他条件不变的情况下，市场化程度越低，机构投资者进行实地调研更能促进业绩预告精确度的上升。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取2010~2019年我国深市A股上市公司作为研究样本。选取深市上市公司为研究样本的原因在于：深交所于2008年便开始强制要求上市公司公开披露投资者调研相关信息，而上交所于2013年才开始通过“上证e互动平台”发布有关上市公司和投资者等各市场参与主体之间的沟通信息，为了确保在研究期间能够搜集到较为完整的样本数据，本文使用深市上市公司作为研究样本。此外，选择2010年作为样本期间的起始点主要为了消除全球金融危机可能带来的异常样本影响。本文对样本进行如下筛选：(1)剔除金融行业、ST和*ST的公司，获得17 251个初始样本；(2)剔除在两个连续年度都没有披露机构实地调研的上市公司，获得9 117个样本；(3)剔除业绩预告精

确度与控制变量相关数据缺失的上市公司，获得最终2 869个样本。此外，本文对所有连续变量在1%和99%的水平上进行了Winsorize处理。机构投资者实地调研情况的数据和其他数据均来源于万得(Wind)数据库和国泰安(CSMAR)数据库。本文所使用的数据处理软件为STATA 15.0。

(二) 模型设计

为考察机构投资者实地调研与业绩预告精确度的关系，构建回归模型如下：

$$\begin{aligned} \text{width} = & \beta_0 + \beta_1 \text{in_num} + \beta_2 \text{size} + \beta_3 \text{roa} + \beta_4 \text{lev} + \beta_5 \text{loss} + \beta_6 \text{ocf} \\ & + \beta_7 \text{big4} + \beta_8 \text{independ} + \beta_9 \text{manager} + \beta_{10} \text{pay} + \beta_{11} \text{analyst} \\ & + \beta_{12} \text{share10} + \beta_{13} \text{horizon} + \Sigma \text{Industry} + \Sigma \text{year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{width} = & \beta_0 + \beta_1 \text{r_num} + \beta_2 \text{size} + \beta_3 \text{roa} + \beta_4 \text{lev} + \beta_5 \text{loss} + \beta_6 \text{ocf} + \beta_7 \text{big4} \\ & + \beta_8 \text{independ} + \beta_9 \text{manager} + \beta_{10} \text{pay} + \beta_{11} \text{analyst} + \beta_{12} \text{share10} \\ & + \beta_{13} \text{horizon} + \Sigma \text{Industry} + \Sigma \text{year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

(三) 变量定义

1. 业绩预告精确度

本文借鉴王玉涛和王彦超(2012)、周楷唐等(2017)的研究，以业绩预告的区间宽度作为业绩预告精确度的度量指标，用符号width表示。具体计算公式如下：

$$\text{width} = \text{abs}\{(\text{upper} - \text{low}) / [(\text{upper} + \text{low}) / 2]\}$$

其中，upper为闭区间上限，low为闭区间下限，区间宽度越大，精确度越低。若管理层业绩预告为点估计，则

表3 主要变量相关性分析

	width	in_num	r_num	size	roa	lev	loss	analyst	share10	horizon
width	1									
in_num	-0.0963***	1								
r_num	-0.0606***	0.4032***	1							
size	-0.0464***	0.2208***	-0.0019	1						
roa	-0.1931***	0.2172***	0.1288***	-0.0434***	1					
lev	0.0545***	0.0001	-0.0767***	0.4633***	-0.3883***	1				
loss	0.1259***	-0.0790***	-0.0619***	-0.0262***	-0.6707***	0.2410***	1			
analyst	-0.0862***	0.3450***	0.2037***	0.2869***	0.1950***	-0.0300***	-0.1166***	1		
share10	-0.0896***	0.0049	0.0671***	-0.0287***	0.2847***	-0.2035***	-0.1849***	0.0242***	1	
horizon	0.0870***	-0.0523***	-0.0519***	0.0767***	-0.1917***	0.0745***	0.1387***	0.0621***	-0.0865***	1

宽度为0。

2. 机构投资者实地调研

借鉴向锐和李琪琦(2006)、许年行等(2013)的研究,设置以下指标度量机构投资者实地调研:参与实地调研的机构数(in_num)和机构投资者实地调研的次数(r_num)。其中,in_num越大,表明当年的实地调研机构数量越多;r_num越大,表明机构实地调研次数越多。

3. 盈余管理和市场化进程

(1) 盈余管理

借鉴李春涛等(2018)的研究,以应计盈余管理作为公司盈余管理程度的衡量指标,使用修正的Jones模型来测度应计盈余管理,具体计算如下:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,TA_{i,t}为公司i在t年的总应计盈余,A_{i,t-1}为公司i在第t-1年的年末总资产,ΔREV_{i,t}为营业收入变化值,ΔREC_{i,t}为应收账款变化值,PPE_{i,t}为年末固定资产。模型(3)的残差项即为公司i在第t年的可操纵性应计盈余DA_{i,t}。鉴于本文主要关注盈余管理的大小而非方向,故用DA_{i,t}的绝对值|DA_{i,t}|作为盈余质量的代理指标。

(2) 市场化进程

市场化进程(market)表示企业注册地所在省份的市场化推进程度,数据来源于王小鲁等(2019)编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》中全国各省份每年市场化指数的综合得分。

4. 控制变量

参考Cheng等(2015)、程小可等(2017)的研究,本文选取了公司规模(size)、资产收益率(roa)、独立董事比例(indepen)、分析师关注(analyst)、是否亏损(loss)、经营活动产生现金流量(ocf)、是否四大(big4)、资产负债率(lev)、股权集中度(share10)、预测时差(horizon)、管理层持股比例(manager)和高管薪酬激励(pay)等作为控制变量。变量的具体定义见表1。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表2为主要变量的描述性统计。由表2可知,业绩预告精确度(width)的均值为0.1882,标准差为0.2580,表明不同样本公司的业绩预告精确度存在较大差异。参与实地调研的机构数(in_num)的均值为38.7379,标准差为47.3144;机构实地调研次数(r_num)的均值为4.8564,标准差为4.9856,说明样本公司之间机构投资者实地调研差异较大。在控制变量方面,资产负债率(lev)的均值为

0.3537, 说明样本公司资产负债率较低; 是否亏损(loss) 的均值为0.0627, 说明样本中发生亏损的公司较少。

(二)相关性分析

表3列示了主要变量的Pearson相关性检验结果。结果显示, 业绩预告精确度(width)与机构投资者实地调研机构数(in_num)、机构投资者实地调研次数(r_num)均在1%水平上显著负相关, 符合文章假设。另外, 业绩预告精确度与其他主要控制变量也存在显著的相关关系, 且主要变量之间的相关系数绝对值基本小于0.5, 说明模型不存在严重的多重共线性问题。

(三)多元回归分析

1. 机构投资者实地调研与业绩预告精确度

表4列示了机构投资者实地调研与业绩预告精确度的回归结果。所有变量的vif都小于3, 表明变量之间不存在严重共线性问题。结果显示, 机构投资者实地调研次数和参与机构数与业绩预告精确度的回归系数显著为负, 表明机构投资者实地调研次数和参与机构数越多时, 管理层的业绩预告精确度越高, 假设1得证。

2. 盈余管理对机构投资者实地调研与业绩预告精确度的影响

表5列示了机构投资者实地调研、盈余管理与业绩预告精确度的检验结果。具体而言, 按照应计盈余管理的中位数进行分组, 结果显示, 在盈余管理程度较低的情况下, 机构投资者实地调研次数和参与机构数与业绩预告精确度未表现出显著相关关系; 在盈余管理程度较高的情况下, 机构投资者实地调研次数和参与机构数均与业绩预告精确度显著负相关。同时, 组间系数差异检验结果显示, 两组系数均存在显著差异(P=0.0776、P=0.0760)。所以, 公司盈余管理程度越高, 机构投资者进行实地调研将更有助于促进业绩预告精确度的上升, 假设2得证。

3. 市场化进程对机构投资者实地调研与业绩预告精确度的影响

表6列示了机构投资者实地调研、市场化进程与业绩预告精确度的回归结果。具体而言, 按照市场化程度综合得分的中位数进行分组, 分别进行回归分析。表6的前两列结果显示^①, 相对于市场化程度较高组, 当市场化程度较低时, 业绩预告精确度与机构投资者实地调研机构数的负

表4 机构投资者实地调研与业绩预告精确度

	width	width
in_num	-0.0002** (-2.50)	
r_num		-0.0015** (-2.26)
size	-0.0128 (-1.61)	-0.0146* (-1.85)
roa	-0.7360*** (-5.53)	-0.7481*** (-5.65)
lev	0.0176 (0.46)	0.0187 (0.49)
loss	0.0474 (0.94)	0.0472 (0.94)
ocf	0.0206 (0.59)	0.0202 (0.58)
big4	0.0009 (0.04)	-0.0007 (-0.03)
independ	-0.1209 (-1.43)	-0.1222 (-1.45)
manager	0.0369 (1.23)	0.0377 (1.25)
pay	2.3484 (1.62)	2.2943 (1.58)
analyst	-0.0127* (-1.66)	-0.0138* (-1.81)
share10	0.0080 (0.20)	0.0090 (0.23)
horizon	0.0003*** (3.00)	0.0003*** (3.03)
Constant	0.4834*** (2.75)	0.5247*** (3.01)
Industry/year	控制	控制
N	2 869	2 869
R-squared	0.084	0.083
F	9.73	8.71

注: *、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平; 括号内为t值; 下同

相关关系更显著; 表6的后两列结果则显示, 当市场化程度较低时, 业绩预告精确度与机构投资者实地调研次数显

①为了使回归结果更加直观地呈现分组差异, 借鉴连玉君和廖俊平(2017)的做法, 在进行市场化程度分组回归前, 先对解释变量与被解释变量进行中心化(Center)处理去除个体效应, 再进行分组回归及组间差异比较, 下同。

表5 机构投资者实地调研、盈余管理与业绩预告精确度

	width 盈余管理 程度高	width 盈余管理 程度低	width 盈余管理 程度高	width 盈余管理 程度低
in_num	-0.0003** (-2.20)	-0.0001 (-0.89)		
r_num			-0.0025*** (-2.74)	-0.0003 (-0.24)
size	-0.0108 (-1.00)	-0.0179 (-1.64)	-0.0132 (-1.25)	-0.0186* (-1.73)
roa	-0.5055*** (-3.19)	-1.3266*** (-5.61)	-0.5190*** (-3.32)	-1.3387*** (-5.69)
lev	0.0062 (0.11)	-0.0088 (-0.18)	0.0085 (0.15)	-0.0078 (-0.16)
loss	0.0533 (0.85)	0.0830 (0.97)	0.0531 (0.85)	0.0830 (0.97)
ocf	0.0821** (2.08)	-0.0954 (-1.30)	0.0789** (2.01)	-0.0936 (-1.28)
big4	0.0392 (1.07)	-0.0594** (-2.07)	0.0395 (1.02)	-0.0601** (-2.09)
independ	-0.0634 (-0.56)	-0.2167* (-1.82)	-0.0689 (-0.60)	-0.2154* (-1.82)
manager	0.0752* (1.81)	0.0151 (0.37)	0.0778* (1.87)	0.0149 (0.37)
pay	1.9118 (0.97)	2.2650 (1.20)	1.8356 (0.93)	2.2323 (1.19)
analyst	-0.0166 (-1.52)	-0.0040 (-0.40)	-0.0179 (-1.65)	-0.0048 (-0.49)
share10	-0.0208 (-0.41)	0.0382 (0.68)	-0.0174 (-0.34)	0.0375 (0.67)
horizon	0.0000 (0.41)	0.0005*** (3.34)	0.0001 (0.45)	0.0005*** (3.35)
Constant	0.4903** (2.20)	0.5934** (2.33)	0.5483** (2.49)	0.6105** (2.43)
Industry/year	控制	控制	控制	控制
N	1 455	1 413	1 455	1 413
R-squared	0.073	0.127	0.073	0.127
F	5.43	8.54	4.57	8.33
组间系数 差异检验	chi ² = 3.11 P= 0.0776		chi ² = 3.15 P= 0.0760	

表6 机构投资者实地调研、市场化进程与业绩预告精确度

	width 市场化 程度高	width 市场化 程度低	width 市场化 程度高	width 市场化 程度低
in_num	-0.0002* (-1.83)	-0.0007*** (-3.05)		
r_num			-0.0006 (-0.51)	-0.0046** (-2.53)
size	-0.0069 (-1.12)	-0.0118 (-1.38)	-0.0074 (-1.21)	-0.0128 (-1.48)
roa	-0.1745 (-1.19)	-0.5992** (-2.57)	-0.1865 (-1.27)	-0.6066*** (-2.62)
lev	-0.0100 (-0.36)	0.0104 (0.18)	-0.0096 (-0.35)	0.0084 (0.15)
loss	0.1531*** (2.82)	-0.0304 (-0.43)	0.1530*** (2.83)	-0.0304 (-0.42)
ocf	0.0471 (1.41)	0.0967 (1.56)	0.0486 (1.45)	0.0990 (1.59)
big4	-0.0060 (-0.31)	0.0206 (0.99)	-0.0069 (-0.35)	0.0185 (0.88)
independ	-0.0283 (-0.38)	-0.0330 (-0.25)	-0.0291 (-0.39)	-0.0320 (-0.24)
manager	0.0358 (1.62)	-0.0133 (-0.34)	0.0355 (1.60)	-0.0137 (-0.35)
pay	2.1389* (1.82)	-1.4081 (-0.87)	2.1189* (1.80)	-1.4419 (-0.90)
analyst	0.0078 (1.32)	0.0093 (0.63)	0.0074 (1.26)	0.0103 (0.70)
share10	0.0099 (0.30)	0.0320 (0.56)	0.0111 (0.34)	0.0309 (0.54)
horizon	0.0002** (2.16)	0.0003 (1.45)	0.0002** (2.19)	0.0003 (1.47)
Constant	0.0475 (0.35)	0.1774 (0.95)	0.0583 (0.43)	0.1991 (1.05)
Industry/year	控制	控制	控制	控制
N	2 067	800	2 067	800
R-squared	0.049	0.027	0.048	0.025
F	3.49	2.79	3.43	2.69
组间系数 差异检验	chi ² = 4.12 P= 0.0425		chi ² = 3.95 P= 0.0470	

显著相关。组间系数差异检验结果显示，两组系数均存在显著差异(P=0.0425、P=0.0470)。以上结果表明，当公司所处地区市场化程度较低时，机构投资者进行实地调研更有

助于提升业绩预告的精确度，假设3得证。

(四) 进一步分析——区分乐观与悲观的业绩预告

根据预测值相对于实际值的偏离方向，业绩预告可

以分为乐观(高估)与悲观(低估)两类。乐观业绩预告是指预告业绩高于期末实际业绩,悲观业绩预告是指预告业绩低于期末实际业绩。鉴于业绩预告存在的不同类型,管理层发布业绩预告消息时,也可能有策略地选择不同精确度的业绩预告(Kim和Shi, 2011)。当公司财务状况较好时,管理层会倾向于提高乐观业绩预告的精确度,以吸引更多投资者的关注,从而对股票价格产生正面影响。当公司财务状况不佳时,试图隐瞒“坏消息”的管理层很可能依然会发布乐观业绩预告,但同时会倾向于降低乐观业绩预告的精确度,从而为自己争取更多的补救时间(Rogers和Stocken, 2003)。当机构投资者实地调研提高了公司信息透明度后,管理层更可能发布悲观的业绩预告,同时,为了缓解悲观预测对股价造成的负面影响,管理层将倾向于采取较为模糊的方式进行预测(程小可等, 2017)。那么,机构投资者实地调研作为有效的外部治理机制,对于乐观和悲观披露策略下的业绩预告精确度是否会产生不同效果?

基于以上分析,本文将样本分为乐观和悲观两组分别进行回归。由表7可知,业绩预告精确度与参与实地调研机构数、调研次数的显著负相关关系主要出现在乐观组。同时,组间系数差异检验结果显示,两组回归系数均存在显著差异($P=0.0503$, $P=0.0961$),表明当管理层选择乐观的业绩预告披露政策时,机构投资者实地调研对业绩预告精确度的影响更加明显,即机构调研更有助于阻止那些试图隐瞒“坏消息”的管理层发布精确度较低的乐观业绩预告。

(五)稳健性检验

1. 替换被解释变量与解释变量

为了增强结论的稳健性,本文借鉴王玉涛和王彦超(2012)、周楷唐等(2017)等研究,将被解释变量业绩预告的区间宽度替换为业绩预告精确度的年度变化值(dwidth),定义为当年的业绩预告精确度减去上一年业绩预告精确度。dwidth越大,说明本年业绩预告的区间宽度相对上年而言范围更大,即当年的业绩预告相比上年精确度更低。同时,借鉴蔡庆丰等(2011)的研究,将解释变量替换为(1)机构实地调研次数的变化值(vis),定义为当年的实地调研次数减去上年实地调研次数;(2)参与实地调研机构数的变化值(ins),定义为当年的实地调研机构数减去上年的实地调研机构数。

选取机构投资者实地调研次数变化值(vis)以及参与实地调研机构数变化值(ins)进行稳健性测试主要基于以

表7 区分乐观与悲观的业绩预告

	width 乐观组	width 悲观组	width 乐观组	width 悲观组
in_num	-0.0002*** (-3.06)	-0.0010 (-0.94)		
r_num			-0.0009* (-1.76)	0.0068 (0.73)
size	-0.0067 (-1.16)	-0.0081 (-0.16)	-0.0068 (-1.18)	-0.0085 (-0.17)
roa	0.2220*** (3.03)	-1.2262 (-1.07)	0.2164*** (2.95)	-1.3147 (-1.15)
lev	0.0079 (0.31)	-0.2947 (-1.20)	0.0080 (0.32)	-0.2976 (-1.20)
loss	0.0369 (1.19)	0.1962 (1.32)	0.0376 (1.21)	0.1856 (1.27)
ocf	0.0526*** (2.65)	0.3332* (1.73)	0.0531*** (2.67)	0.3597* (1.86)
big4	0.0229* (1.78)	-0.1055 (-1.00)	0.0219* (1.71)	-0.0790 (-0.75)
independ	0.1171** (2.19)	0.5655 (0.93)	0.1150** (2.15)	0.5644 (0.90)
manager	0.0022 (0.12)	0.3834 (1.44)	0.0025 (0.13)	0.3907 (1.46)
pay	-0.2823 (-0.37)	-5.2133 (-0.93)	-0.2617 (-0.35)	-5.1642 (-0.91)
analyst	0.0235*** (4.38)	-0.0218 (-0.41)	0.0231*** (4.31)	-0.0246 (-0.46)
share10	0.0000 (0.51)	0.0003 (0.42)	0.0000 (0.52)	0.0004 (0.56)
horizon	0.0122 (0.42)	0.2079 (0.74)	0.0130 (0.45)	0.2383 (0.83)
Constant	-0.0605 (-0.50)	0.2194 (0.21)	-0.0561 (-0.46)	0.1998 (0.19)
Industry/year	控制	控制	控制	控制
N	1 880	185	1 880	185
R-squared	0.075	0.087	0.073	0.086
F	4.40	2.15	4.15	2.18
组间系数 差异检验	chi ² = 3.83 P= 0.0503		chi ² = 2.77 P= 0.0961	

下两点原因:第一,已有研究发现,我国机构投资者存在羊群行为和短期套利行为(蔡庆丰等, 2011),若只是采用当年机构实地调研次数(r_num)和参与实地调研机构数

表8 替换变量的稳健性检验

	dwidth 全样本		dwidth 盈余管理 程度高	dwidth 盈余管理 程度低	dwidth 盈余管理 程度高	dwidth 盈余管理 程度低	dwidth 市场化 程度高	dwidth 市场化 程度低	dwidth 市场化 程度高	dwidth 市场化 程度低
ins	-0.0004** (-2.42)		-0.0005** (-2.36)	-0.0002 (-0.63)			-0.0000 (-0.04)	-0.0007** (-2.25)		
vis		-0.0031*** (-2.89)			-0.0059*** (-2.66)	0.0001 (0.07)			0.0021 (0.92)	-0.0062*** (-2.64)
Constant	0.0225 (0.13)	0.0206 (0.12)	-0.1965 (-0.78)	0.1874 (0.55)	-0.1579 (-0.64)	0.1993 (0.58)	-0.5301 (-1.27)	0.1757 (0.50)	-0.5175 (-1.25)	0.1743 (0.50)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1 983	1 983	925	925	925	925	746	744	746	744
R-squared	0.04	0.04	0.03	0.09	0.04	0.09	0.11	0.05	0.12	0.05
F	2.44	2.70	1.60	2.06	1.88	1.95	2.40	1.07	2.42	1.34

表9 内生性检验结果

	第一阶段		第二阶段	
	in_num	r_num	width	width
highway	1.9545* (1.89)	-0.4194 (-1.20)		
average	4.7680*** (40.27)	0.3079*** (11.88)		
Lins	0.0573*** (2.75)	0.0077* (1.65)		
in_num'			-0.0003*** (-3.26)	
r_num'				-0.0045*** (-3.31)
Constant	-46.2063 (-2.75)	-5.8400 (-1.12)	0.5508** (2.24)	0.5361** (2.15)
Controls	控制	控制	控制	控制
Industry/year	控制	控制	控制	控制
N	1 527	1 527	1 527	1 527
R-squared	0.89	0.33	0.13	0.12

(in_num)这两个值来测量机构投资者实地调研,可能无法动态地反映机构投资者实地调研对业绩预告精确度的影响。第二,Cheng等(2015)利用2009~2011年我国深市上

市公司的数据发现,机构投资者更倾向于访问业务复杂度高、公司规模大、账面市值高、市场份额大、盈利状况良好的上市公司。因此,采用变化值衡量机构投资者实地调研,一定程度上可以缓解内生性问题,从而增强实证结果的稳健性。

表8的回归结果显示,无论是全样本还是分组样本,业绩预告精确度的年度变化值与机构投资者实地调研次数变化值、参与机构数变化值的回归结果与前文结果保持一致,验证了本文的结论具备稳健性。

2. 处理内生性问题

由于业绩预告精确度不高的公司可能会导致更多的机构投资者实地调研,因此本文可能存在反向因果的内生性问题。为此,本文使用工具变量法进行稳健性测试。具体而言,借鉴程小可等(2017)、杨青等(2019)的研究,以上市公司所在地是否开通高铁(highway)、机构调研次数除以上市公司所在行业平均机构调研次数(average)、滞后一期的机构调研次数(Lins)作为工具变量^②进行2SLS估计,以期缓解上述内生性问题。

表9的回归结果显示,在第一阶段回归中,上市公司所在地是否开通高铁(highway)、机构调研次数除以上市公司所在行业平均机构调研次数(average)、滞后一期的机构调研次数(Lins)与机构调研次数和参与机构数大多显

②上市公司所在地是否开通高铁可能对外部人员获取信息的能力产生正向冲击;采用机构调研次数/上市公司所在行业平均机构调研次数,可以避免受单个公司的管理层盈余预测行为影响;采用滞后一期的机构调研次数,是考虑到当年的机构调研次数可能会受上一年度的机构调研次数的影响。

著正相关；在加入第一阶段被解释变量的回归拟合值(in_num'和r_num')后，它们与业绩预告精确度(width)依然显著负相关，验证了本文研究结论的稳健性。

五、研究结论与启示

本文以2010~2019年深市A股上市公司为研究样本，实证分析了机构投资者实地调研是否会对管理层业绩预告精确度产生影响，以及盈余管理和市场化进程能否发挥一定的调节作用。研究发现：机构投资者实地调研次数和参与机构数越多时，管理层业绩预告的精确度越高，并且在盈余管理程度较高、市场化程度较低的情况下，上述关系更加显著；进一步区分业绩预告类型后发现，机构投资者实地调研次数和参与机构数越多，乐观型业绩预告的精确度越高。

根据本文的结论，可以得到以下启示：第一，由于盈余管理程度较高、处于市场化程度较低区域，以及倾向于发布较多乐观型业绩预告的公司，其业绩预告精确度的提升效应更明显，因而建议投资者在选择调研对象时可更多地关注以上几种类型的公司。第二，鉴于上市公司实地调研能更充分地发挥信息传递和外部监督作用，因而建议监管机构进一步完善上市公司实地调研信息披露的相关规定，从而更好地保护中小投资者的权益不受侵害。

主要参考文献：

- [1] 蔡庆丰, 杨侃, 林剑波. 羊群行为的叠加及其市场影响——基于证券分析师与机构投资者行为的实证研究[J]. 中国工业经济, 2011, (12): 111-121.
- [2] 曹新伟, 洪剑峭, 贾琬娇. 分析师实地调研与资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. 经济管理, 2015, (8): 141-150.
- [3] 陈宁, 陈海声, 王华宾. 机构调研、研发支出与信息披露质量[J]. 财会月刊, 2018, (22): 46-54.
- [4] 程小可, 李昊洋, 高升好. 机构投资者调研与管理层盈余预测方式[J]. 管理科学, 2017, 30(1): 131-145.
- [5] 樊纲, 王小鲁, 马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究, 2011, 46(9): 4-16.
- [6] 李春涛, 赵磊, 余金馨. 走马观花VS. 明察秋毫：机构调研与企业盈余管理[J]. 财经问题研究, 2018, (5): 52-60.
- [7] 李莉, 闫斌, 顾春霞. 知识产权保护、信息不对称与高科技企业资本结构[J]. 管理世界, 2014, (11): 1-9.
- [8] 连玉君, 廖俊平. 如何检验分组回归后的组间系数差异? [J]. 郑州航空工业管理学院学报, 2017, 35(6): 97-109.
- [9] 刘倩茹, 刘志远. 股票流动性、机构投资者实地调研与员工持股计划收益[J]. 当代财经, 2020, (1): 126-135.
- [10] 逯东, 余渡, 杨丹. 财务报告可读性、投资者实地调研与对冲策略[J]. 会计研究, 2019, (10): 34-41.
- [11] 谭劲松, 林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. 南开管理评论, 2016, 19(5): 115-126.
- [12] 王珊. 投资者实地调研发挥了治理功能吗?——基于盈余管理视角的考察[J]. 经济管理, 2017, (9): 180-194.
- [13] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [14] 王亚平, 刘慧龙, 吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 金融研究, 2009, (12): 162-174.
- [15] 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.
- [16] 向锐, 李琪琦. 中国机构投资者羊群行为实证分析[J]. 云南财经大学学报, 2006, (2): 120-126.
- [17] 熊凌云. 高管薪酬、机构投资者与业绩预告精确度[J]. 江西社会科学, 2018, 38(4): 196-206+256.
- [18] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2013, (7): 31-43.
- [19] 杨青, 吉赞, 王亚男. 高铁能提升分析师盈余预测的准确度吗?——来自上市公司的证据[J]. 金融研究, 2019, (3): 168-188.
- [20] 袁振超, 岳衡, 谈文峰. 代理成本、所有权性质与业绩预告精确度[J]. 南开管理评论, 2014, 17(3): 49-61.
- [21] 张艺琼, 冯均科, 彭珍珍. 公司战略变革、内部控制质量与管理层业绩预告[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(6): 68-77.
- [22] 周楷唐, 姜舒舒, 麻志明. 政治不确定性与管理层自愿业绩预测[J]. 会计研究, 2017, (10): 65-70.
- [23] Asquith, P., Mikhail, M. B., Au, A. S. Information Content of Equity Analyst Reports[C]. National Bureau of Economic Research, Inc, 2002.
- [24] Chen, X., Harford, J., Li, K. Monitoring: Which Institutions Matter? [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2): 279-305.
- [25] Cheng, M., Dhaliwal, D., Zhang, Y. Does Investment Efficiency Improve After the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting? [J]. Journal of Accounting & Economics, 2015, 56(1): 1-18.
- [26] Cheng, Q., Du, F., Wang, X., Wang, Y. Seeing is Believing:

- Analysts' Corporate Site Visits[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(4): 1-42.
- [27] Choi, J. H., Myers, L., Zang, Y., Ziebart, D. The Roles That Forecast Surprise and Forecast Error Play in Determining Management Forecast Precision[J]. Accounting Horizons, 2010, 24(2): 165-188.
- [28] Hollander, S., Pronk, M., Roelofsen, E. Does Silence Speak? An Empirical Analysis of Disclosure Choices During Conference Calls[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(3): 531-563.
- [29] Hutton, A., Marcus, A., Tehranian, H. Opaque Financial Reports, R^2 and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67-86.
- [30] Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Social Science Electronic Publishing, 1979, 3(4): 305-360.
- [31] Kim, J. W., Shi, Y. Voluntary Disclosure and the Cost of Equity Capital: Evidence from Management Earnings Forecasts[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2011, 30(4): 348-366.
- [32] Rogers, J. L., Stocken, P. C. Credibility of Management Forecast[J]. The Accounting Review, 2003, 80(4): 1233-1260.

Will Institutional Investors' Site Visits Help Improve the Accuracy of Performance Forecasts?

——Empirical Evidence Based on the Perspective of Earnings Management and Marketization Process

LIAO Yi-gang, LI Yu-hao, YANG Yu-xin

Abstract: This paper takes the A-share listed companies in Shenzhen from 2010 to 2019 as the research sample, empirically analyzes the impact of institutional investors' site visits on the accuracy of the performance prediction. It is found that the more times institutional investors conduct site visits and the number of participating institutions, the higher the accuracy of management performance forecast. And in the case of a higher degree of earnings management and a lower degree of marketization, institutional investors' site visits have a more significant role in promoting the accuracy of performance forecasts. After distinguishing the types of performance forecasts further, it is found that the site visits by institutional investors is more helpful to promote the increase in the accuracy of optimistic performance forecasts. This article confirms the positive effect of institutional investors' site visits on improving the accuracy of performance forecasts from the perspective of external governance, and provides empirical evidence for stakeholders to understand performance forecast information more effectively and improve performance information disclosure.

Key words: institutional investors' site visits; performance forecast accuracy; earnings management; marketization process

(责任编辑 杨亚彬)