

年报语调、分析师跟踪与股价同步性

余海宗 朱慧娟

【摘要】股价同步性是衡量金融市场资源配置效率的重要指标。中共十九大报告指出,要“增强金融服务实体经济能力”。在这一具体要求下,如何提高股价中公司特质信息含量、降低股价同步性,对于提高金融市场资源配置效率具有重大意义。以2007-2019年A股上市公司为样本,结果发现年报语调可以降低股价同步性,提高资本市场定价效率,且这种影响在分析师跟踪越多的情形下越明显。进一步讨论中发现越优质的公司,年报语调和股价同步性的关系越显著,此外还发现年报语调能提高分析师盈余预测准确性,也侧面验证了年报语调的积极作用。该结论为完善年报语调行为、改善资本市场信息环境和提高资本市场资源配置效率提供经验证据。

【关键词】年报语调;股价同步性;分析师跟踪;分析师预测

【作者简介】余海宗,西南财经大学会计学院教授,博士生导师;朱慧娟,西南财经大学会计学院博士生(成都 611130)。

【原文出处】《现代经济探讨》(南京),2021.10.59~67

一、引言

自2000年Morck等人首次提出股价同步性概念以来,相关研究层出不穷。股价同步性即股价“同涨同跌”的现象,是指个股股价变动与市场平均变动的关联性,是当前财务界和金融界研究的热点问题之一。由于它反映的是公司层面信息融入股价的多寡,因此常用股价同步性来衡量资本市场定价效率。而现有文献普遍认为,中国的股价同步性偏高,资本市场定价效率不高,因此研究中国资本市场的股价同步性具有重要意义。十九大报告明确指出,新时代中国金融发展与建设的方向为“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力”。只有当公司层面信息充分融入股价时,金融市场才能充分优化资源配置从而为实体经济提供服务。因此,当前形势下如何降低股价同步性以提高资本市场定价效率对于助力金融改革、促进资本市场健康发展具有重要意义。

近年来,随着数据挖掘和信息处理技术的进一步提高,越来越多的学者开始关注文本信息对资本市场的影响。年报作为上市公司对外信息披露的重

要载体,是投资者做出价值判断和投资决策的重要来源,不仅披露了企业的经营成果和财务状况等数字信息,也包含了管理层对过去工作的总结和对未来展望等文本信息。相比于年报中标准化的数字信息,文本信息在对外信息披露中占比较大,具有多种传播渠道以及丰富的信息含量。文本信息不仅包含企业运营和未来发展的信息含量(Li, 2008),也可以提供预测公司未来盈余以及股价的相关信息。研究发现文本信息重要特征之一的文本语调可以有效预测企业未来业绩,为投资者提供决策有关的增量信息,且具有一定的可信度和信息含量(谢德仁、林乐, 2015)。但近年来也有文献发现,管理层可能出于自利动机进行语调管理,从而加剧上市公司与投资者间的信息不对称。基于此,本文以文本信息中的语调维度为视角,检验年报语调究竟是将更多公司特质信息融入股价,降低股价同步性,还是管理层隐瞒公司表现、进而减少股价中的公司特质信息,提高股价同步性呢?结果发现,年报语调可以降低股价同步性,提高资本市场定价效率,且这种影响在分析师跟踪越多的情形下越明显。进一步讨论中发现越优

质的公司,年报语调和股价同步性的关系越显著,此外还发现年报语调能提高分析师盈余预测准确性,也侧面验证了年报语调的积极作用。

本文可能的贡献:首先,以往多集中于年报定量财务信息的研究上,仅有少数文献讨论了年报语调这种定性信息经济后果(曾庆生等,2018;周波等,2019)等,因此本文结论拓展了年报语调的相关研究。其次,以往关于股价同步性的影响因素多集中于上市公司信息披露质量如信息透明度(辛清泉等,2014)、资本市场信息中介如媒体报道(黄俊、郭照蕊,2014)或政府行为(陈冬华、姚振晔,2018)等,但少有探讨年报语调对股价同步性的影响,因此,本文从股价同步性角度验证了年报语调的积极作用,有助于文本语调的深入研究,也拓展了股价同步性影响因素的相关研究。最后,本文结论表明分析师有助于将这些信息融入股价,也拓展和丰富了分析师的相关研究,对于认识中国证券市场中分析师的作用具有重要意义。

二、文献回顾与假设提出

1. 相关文献回顾

(1)股价同步性研究。Roll(1988)研究发现只有少量的市场因素或者行业因素可以解释个股收益率波动,进而指出公司特质性信息或者其他偶发狂热因素可能导致股价同步性(又称 R^2)^①不同。随后,国内外大量学者在此研究的基础上展开了大量关于股价同步性的研究,主要形成“信息效率观”和“噪音基础观”两种观点。

信息效率观主要以Morck等(2000)等人为代表。Morck等(2000)等人结合四十多个国家的数据发现,发达市场和新兴市场的股价同步性有所差别,前者低于后者,主要是因为投资者保护程度不同所致,发达市场的投资者保护较为健全,促进信息交易者的交易进而降低股价同步性。Durnev(2003)等人发现在 R^2 越低的企业中,其股票收益率与企业未来盈余的关系越显著,即股价中包含了企业未来盈余的相关信息。与以上研究类似,基于“信息效率观”一股价同步性反映公司特质信息多少的思路,出现了大量其他影响企业股价同步性的研究,包括分析师(朱红军等,2007)、政府行为(陈冬华、姚振晔,2018)、信

息透明度(辛清泉等,2014)、媒体报道(黄俊、郭照蕊,2014)等。噪音基础观以West(1988)等人的研究为代表,认为公司基本层面信息并非引起个股波动率的主要原因,噪音、泡沫、投资者情绪等与公司基本面无关的非理性行为是引起个股波动率的主要原因。Kelly(2005)研究发现 R^2 越低的企业分析师跟踪以及机构持股比越少,且信息交易较少、交易费用较高。

简言之,“信息基础观”认为 R^2 反映的是公司层面信息融入股价的多少, R^2 越低,越多的公司特质信息融入股价,信息效率越高;“噪音基础观”认为 R^2 反映的是噪音以及噪音交易引起的非理性行为的多少。相比于后者,“信息基础观”更多被接受,即认为股价同步性反映的是信息效率的高低,因此,股价同步性逐渐成为衡量资本市场定价效率的重要指标之一(陈冬华、姚振晔,2018)。

(2)语调相关研究。文本语调作为文本信息披露的重要内容,在资本市场发挥着重要作用。研究发现文本语调可以有效预测企业未来业绩,为投资者提供决策有关的增量信息,且具有一定的可信度和信息含量(谢德仁、林乐,2015)。文本语调的积极程度能有效预测公司未来业绩并影响股价,意味着文本语调确实包含了额外的增量信息,是对数字信息的重要补充。其他相关研究尽管从不同角度出发,但得出一致结论,即净积极语调与企业未来业绩呈正相关关系(Li,2008;谢德仁、林乐,2015)。以上研究表明管理层语调可以作为盈余信息的补充或者替代,从而有效预测未来业绩,提高资本市场定价效率。然而,近年来也有文献表明,管理层可能出于自利动机进行语调管理(周波等,2019),进而加剧上市公司与投资者间的信息不对称。

综合现有研究发现,目前关于股价同步性的影响因素多集中于上市公司信息披露质量如信息透明度(辛清泉等,2014)、资本市场信息中介如媒体报道(黄俊、郭照蕊,2014)或政府行为(陈冬华、姚振晔,2018)等,而只有少部分文献探讨了年报语调经济后果的研究,主要包括预示公司未来业绩(谢德仁、林乐,2015)、对资本市场反应(林乐、谢德仁,2016)、以及对股价崩盘的影响(周波等,2019)等,但少有探讨年报语调对股价同步性的影响,基于此,本文

将以年报语调为视角,检验其是否会对股价同步性产生影响。

2. 研究假设的提出

(1)年报语调与股价同步性。近年来,随着数据挖掘和信息处理技术的进一步提高,越来越多的学者开始关注文本信息对资本市场的影响。年报作为上市公司对外信息披露的重要载体,是投资者做出价值判断和投资决策的重要来源。相比于标准化的数字信息,文本信息在年报信息披露中占比较大,具有丰富的表达形式和信息含量,特别是在中国这样高语境传播环境中,文本信息更具研究意义。其中,语调是文本信息研究中最重要最基本的特征之一。

大量文献表明文本语调具有积极的信号作用。管理层语调可以为信息使用者提供预测性的增量信息。积极的文本语调可以有效预测企业未来业绩,为投资者提供决策有关的增量信息,且具有一定的可信度和信息含量(谢德仁、林乐,2015)。此外,管理层语调还会显著引起资本市场反应,说明投资者对管理层语调的积极性是有感知的,投资者是会听话听音的(林乐、谢德仁,2016)。因此,本文认为如果积极的年报语调提供了更多的公司层面信息,那么股价中被公司特质信息解释的部分就越大,股价同步性越低。据此提出假设:

H1a:年报语调与股价同步性负相关。

然而,近年来也有文献表明,管理层可能出于自利动机进行语调管理(周波等,2019),进而加剧上市公司与投资者间的信息不对称。因此,积极的管理层语调也有可能是管理层粉饰业绩、隐瞒公司的表现,由此加剧上市公司与投资者间的信息不对称,投资者无法得知更多公开信息以外的公司层面信息,使得公司层面信息进入股价的信息含量减少,股价同步性越高(Roll,1988),由此提出一个竞争性假说:

H1b:年报语调与股价同步性正相关。

(2)年报语调如何进入股价。年报中的数字化信息具有相同或者相似的衡量指标,投资者可以在同一时间不同企业之间或者同一企业不同时间之间进行比较。而年报语调中所含的信息缺乏一定的标准,投资者对定性信息的分析和判断常常不够准确,可能存在漠视和低估。Tversky和Kahneman(1974)认

为人们在做决策时往往无法掌握全面的信息,只会选择更快更方便的信息进行决策,而不是去搜集更多相关信息。因此,人们对不了解的事物可能会选择漠视或低估,投资者对年报语调就可能存在这种偏差。Sinha(2010)研究发现,股价并未对新闻中的定性信息做出充分反应,投资者也可能对年报语调反应不足。

综上,投资者可能存在对年报语调漠视低估或者反应不足的现象,当对这类信息的判别存在偏差时,依靠投资者本身可能无法将更多的信息融入股价。此外,相比于数字化信息,文本信息具有一定的专业性,当年报语调提供了更多的公司层面信息时,投资者对具有专业信息分析与解读能力的分析师的需求随之增加。分析师具有专业的信息搜集和信息处理能力,通过对年报语调信息的解读,将公司特质信息传递到市场上,使投资者获得更多增量信息,提高股价信息含量(朱红军等,2007)。据此提出假设:

H2a:分析师跟踪越多,年报语调和股价同步性的负相关关系越强。

H2b:分析师跟踪越多,年报语调和股价同步性的正相关关系越弱。

三、研究设计

1. 样本选择及数据来源

本文选择2007-2019年所有A股上市公司,剔除金融行业、剔除ST/*ST/PT、剔除每年交易周数小于30样本。年报语调数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS数据库),其他数据来自国泰安数据库(CSMAR)。

2. 模型设计与变量定义

本文采用模型(1)来检验年报语调与股价同步性间的关系,用模型(2)来检验分析师跟踪对二者关系的影响。

$$SYN_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 TONE_{i,t} + CONTROL_{i,t} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$SYN_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 TONE_{i,t} + \alpha_2 ANALYST_{i,t} + \alpha_3 ANALYST_{i,t} \times TONE_{i,t} + CONTROL_{i,t} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(1)股价同步性(SYN_{i,t})。参考罗进辉等(2015)的做法,用以下方法衡量股价同步性。

$$R_{i,w,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,w,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $R_{i,w,t}$ 表示股票 i 第 t 年第 w 周考虑现金红利再投资的周个股回报率, $R_{m,w,t}$ 表示第 t 年第 w 周流通市值加权平均收益率, 模型(3)回归得到的 R^2 再按照式(4)进行对数处理, 得到股价同步性指标 $SYN_{i,t}$ 。

$$SYN_{i,t} = \ln(R^2 / (1 - R^2)) \quad (4)$$

(2) 年报语调^②。本文年报语调参照曾庆生等(2018)的做法用积极词汇数和消极词汇数之差占年报词汇数的比例(TONE1)衡量年报净语调, TONE1 值越大, 表示年报文本信息语气越积极。具体变量定义以及其他控制变量定义如表1所示。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

本文对主要的连续型变量进行统计, 结果如表2所示, 可以看到: 股价同步性指标(SYN)均值和标准差分别是-0.8028、1.106, 最大值1.1472, 最小值-4.7975, 说明不同上市公司间的股价同步性差异较大。年报语调TONE1均值和中位数分别是0.0022、0.0021, 说

明就上市公司整体而言年报语调是偏积极的。

2. 实证结果

本文首先用积极词汇数和消极词汇数之差占年报词汇数的比例衡量年报净语调TONE1, 对模型(1)进行回归, 检验年报语调与股价同步性间的关系, 结果如表3列(1)所示, 可以看到, TONE1系数在1%水平上显著为负, 说明年报语调越积极, 股价同步性越低, 验证了本文假设H1a。此外, 经济意义上也具有显著性, 表明年报语调积极性增加1个百分点, 股价同步性降低3.141个百分点。

参考现有文献做法, 分别用发布预测报告的分析师人数(ANALYST1)和用发布预测报告的机构数(ANALYST2)来衡量分析师跟踪人数, 实际回归中将其加1, 再取自然对数, 结果如表3列(2)、(3)所示, 结果表明分析师跟踪与年报语调的交乘项(TONE1×ANALYST1、TONE1×ANALYST2)显著为负, 说明分析师跟踪越多, 年报语调与股价同步性的负相关关系越显著, 验证了本文假设H2a。

3. 稳健性检验

(1) 替换股价同步性指标。参考伊志宏等(2019)的做法用以下方法衡量股价同步性。

$$R_{i,w,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,w,t} + \beta_2 R_{i,w,t} + \beta_3 R_{m,w-1,t} + \beta_4 R_{i,w-1,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $R_{i,w,t}$ 表示股票 i 第 t 年第 w 周考虑现金红利再投资的周个股回报率, $R_{m,w,t}$ 表示第 t 年第 w 周流通市值加权平均收益率, $R_{i,w-1,t}$ 表示股票 i 第 t 年第 w 周所在行业 I 剔除股票 i 后的其他股票流通市值加权平均收益率。模型(5)回归得到的 R^2 再按照式(4)进行对数处理, 得到股价同步性指标 $SYN1_{i,t}$, 然后按照模型(1)、(2)进行回归, 结果如表4所示, 列(1)所示, 可以看到, TONE1系数显著为负, 说明年报语调越积极, 股

表1 变量定义

| 变量 | 定义和说明 |
|---------|----------------------|
| SYN | 股价同步性, 由式(4)所得 |
| TONE1 | (积极词汇数-消极词汇数)/年报总词汇数 |
| BIG4 | 四大事务所审计为1, 否则为0 |
| SIZE | 企业市值取自然对数 |
| LEV | 总负债除以总资产 |
| ROA | 总资产收益率, 净利润除以总资产 |
| H1 | 第一大股东持股比 |
| OPINION | 审计意见, 非标审计意见为1, 否则为0 |
| B | 有AB股交叉码为1, 否则为0 |
| H | 有H股交叉码为1, 否则为0 |
| H2 | 第一大股东持股比的平方 |

表2 描述性统计

| 变量 | Mean | SD | Min | Median | Max |
|-------|---------|-------|---------|---------|---------|
| SYN | -0.8028 | 1.106 | -4.7975 | -0.6369 | 1.1472 |
| TONE1 | 0.0022 | 0.010 | -0.0204 | 0.0021 | 0.0260 |
| SIZE | 15.6456 | 0.958 | 13.8083 | 15.5392 | 18.5114 |
| LEV | 0.4337 | 0.205 | 0.0529 | 0.4305 | 0.8795 |
| ROA | 0.0409 | 0.058 | -0.2360 | 0.0390 | 0.1948 |
| H1 | 0.3330 | 0.145 | 0.0857 | 0.3098 | 0.7402 |
| H2 | 0.1320 | 0.112 | 0.0073 | 0.0960 | 0.5479 |

表3 回归结果

| 变量 | SYN | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 模型(1) | 模型(2) | |
| | (1) | (2) | (3) |
| TONE1 | -3.141*** (-3.10) | 2.639 (0.90) | 2.150 (0.75) |
| ANALYST1 | | 0.005 (0.48) | |
| TONE1× ANALYST1 | | -2.119** (-2.11) | |
| ANALYST2 | | | 0.002 (0.14) |
| TONE1× ANALYST2 | | | -2.341** (-1.98) |
| BIG4 | -0.002 (-0.04) | 0.001 (0.03) | 0.001 (0.02) |
| SIZE | -0.006 (-0.47) | -0.008 (-0.55) | -0.005 (-0.38) |
| LEV | 0.077 (1.47) | 0.076 (1.46) | 0.077 (1.47) |
| ROA | -0.007 (-0.04) | -0.019 (-0.10) | -0.013 (-0.07) |
| H1 | 0.238 (0.96) | 0.234 (0.94) | 0.237 (0.95) |
| OPINION | -0.296*** (-4.36) | -0.293*** (-4.32) | -0.293*** (-4.32) |
| B | 0.019 (0.33) | 0.018 (0.30) | 0.017 (0.28) |
| H | -0.007 (-0.11) | -0.006 (-0.09) | -0.006 (-0.10) |
| H2 | -0.418 (-1.26) | -0.409 (-1.23) | -0.419 (-1.26) |
| _CONS | 0.132 (0.65) | 0.142 (0.65) | 0.116 (0.53) |
| N | 11830 | 11826 | 11830 |
| 调整 R ² | 0.29 | 0.29 | 0.29 |
| 行业固定效应 | | 控制 | |
| 年度固定效应 | | 控制 | |

价同步性越低,验证了本文假设H1a;列(2)、(3)中分析师跟踪与年报语调的交乘项(TONE1×ANALYST1、TONE1×ANALYST2)显著为负,说明分析师跟踪越多,年报语调与股价同步性的负相关关系越显著,验证了本文假设H2a。

(2)替换年报语调。本文借鉴谢德仁和林乐(2015)定义的净语调:(积极词汇数-消极词汇数)/(积极词汇数+消极词汇数)来衡量年报语调,TONE2越大,年报语调越积极。结果如表5所示,列(1)中TONE2系数显著为负,说明年报语调能降低股价同步性,验证本文假设H1a;列(2)、列(3)分别用发布预

表4 回归结果

| 变量 | SYN1 | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 模型(1) | 模型(2) | |
| | (1) | (2) | (3) |
| TONE1 | -1.391* (-1.69) | 5.965** (2.51) | 5.660** (2.44) |
| ANALYST1 | | 0.014 (1.53) | |
| TONE1× ANALYST1 | | -2.722*** (-3.36) | |
| ANALYST2 | | | 0.016 (1.53) |
| TONE1× ANALYST2 | | | -3.169* (-3.32) |
| BIG4 | -0.011 (-0.33) | -0.008 (-0.23) | -0.008 (-0.24) |
| SIZE | 0.038*** (3.89) | 0.032*** (2.89) | 0.033*** (2.95) |
| LEV | -0.014 (-0.33) | -0.017 (-0.41) | -0.016 (-0.39) |
| ROA | -0.286* (-1.94) | -0.317** (-2.14) | -0.320** (-2.16) |
| H1 | -0.150 (-0.74) | -0.161 (-0.80) | -0.156 (-0.78) |
| OPINION | -0.346*** (-5.92) | -0.342*** (-5.89) | -0.341*** (-5.87) |
| B | -0.040 (-0.84) | -0.043 (-0.90) | -0.042 (-0.88) |
| H | 0.027 (0.55) | 0.031 (0.63) | 0.030 (0.62) |
| H2 | -0.004 (-0.01) | 0.022 (0.08) | 0.011 (0.04) |
| _CONS | 0.178 (1.09) | 0.242 (1.38) | 0.235 (1.35) |
| N | 11350 | 11346 | 11350 |
| 调整 R ² | 0.33 | 0.33 | 0.33 |
| 行业固定效应 | | 控制 | |
| 年度固定效应 | | 控制 | |

测报告的分析师人数(ANALYST1)和机构数(ANALYST2)来衡量分析师跟踪人数对模型(2)进行检验,验证本文假设H2a,结果与前文基本保持一致。

为了避免行业以及年份等外部环境特征影响年报语调,本文借鉴周波等(2019)的做法,用经行业一年份中位数调整后的净语调检验模型(1)和模型(2),结果如表6所示,与前文结果基本一致,结果比较稳健。

4. 其他讨论

(1)按照业绩好坏分组。虽然年报语调可能存在误导性信息,但信息披露质量越高的企业其年报语调应该越能如实反映企业现状和有效预测企业未

表5 回归结果

| 变量 | SYN | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 模型(1) | 模型(2) | |
| | (1) | (2) | (3) |
| TONE2 | -0.430*** (-3.05) | 0.416 (1.03) | 0.365 (0.93) |
| ANALYST1 | | 0.005 (0.49) | |
| TONE2× ANALYST1 | | -0.309** (-2.23) | |
| ANALYST2 | | | 0.002 (0.15) |
| TONE2× ANALYST2 | | | -0.350** (-2.15) |
| BIG4 | -0.001 (-0.02) | 0.003 (0.06) | 0.002 (0.05) |
| SIZE | -0.006 (-0.46) | -0.007 (-0.52) | -0.005 (-0.35) |
| LEV | 0.078 (1.48) | 0.077 (1.46) | 0.077 (1.48) |
| ROA | -0.008 (-0.05) | -0.022 (-0.12) | -0.015 (-0.08) |
| H1 | 0.239 (0.96) | 0.234 (0.94) | 0.238 (0.95) |
| OPINION | -0.295*** (-4.35) | -0.292*** (-4.32) | -0.292*** (-4.31) |
| B | 0.019 (0.33) | 0.018 (0.30) | 0.016 (0.28) |
| H | -0.005 (-0.08) | -0.003 (-0.04) | -0.003 (-0.05) |
| H2 | -0.418 (-1.26) | -0.408 (-1.22) | -0.419 (-1.26) |
| _CONS | 0.130 (0.64) | 0.136 (0.62) | 0.110 (0.51) |
| N | 11830 | 11826 | 11830 |
| 调整 R ² | 0.29 | 0.29 | 0.29 |
| 行业固定效应 | 控制 | | |
| 年度固定效应 | 控制 | | |

来,这类企业往往不存在刻意隐瞒的现象,此时的年报语调更加可信。而业绩越好的企业,其年报语调往往是企业情况的真实反映,信息披露质量也较高。因此本文进一步按照企业业绩(ROA)中位数分为业绩较差和业绩较好的两组进行回归,结果如表7所示,在业绩越好组,年报语调和股价同步性的关系越显著,说明业绩越好的公司,年报语调越能如实反映企业状况、为投资者提供真实有效的预测性信息,降低股价同步性。

此外,本文进一步按照企业未来业绩($ROA_{i,t+1}$)是

表6 回归结果

| 变量 | SYN | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 模型(1) | 模型(2) | |
| | (1) | (2) | (3) |
| TONE3 | -2.900*** (-2.83) | 3.715 (1.19) | 3.332 (1.09) |
| ANALYST1 | | 0.003 (0.29) | |
| TONE3× ANALYST1 | | -2.431** (-2.25) | |
| ANALYST2 | | | -0.001 (-0.07) |
| TONE3× ANALYST2 | | | -2.759** (-2.16) |
| BIG4 | -0.002 (-0.05) | 0.002 (0.04) | 0.001 (0.03) |
| SIZE | -0.006 (-0.48) | -0.007 (-0.53) | -0.005 (-0.36) |
| LEV | 0.080 (1.53) | 0.079 (1.51) | 0.080 (1.53) |
| ROA | -0.012 (-0.06) | -0.032 (-0.17) | -0.026 (-0.14) |
| H1 | 0.240 (0.96) | 0.240 (0.96) | 0.242 (0.97) |
| OPINION | -0.295*** (-4.34) | -0.293*** (-4.33) | -0.293*** (-4.33) |
| B | 0.020 (0.34) | 0.017 (0.29) | 0.016 (0.27) |
| H | -0.008 (-0.13) | -0.007 (-0.12) | -0.008 (-0.13) |
| H2 | -0.418 (-1.26) | -0.416 (-1.25) | -0.425 (-1.27) |
| _CONS | 0.101 (0.50) | 0.124 (0.57) | 0.093 (0.45) |
| N | 11830 | 11826 | 11830 |
| 调整 R ² | 0.29 | 0.29 | 0.29 |
| 行业固定效应 | 控制 | | |
| 年度固定效应 | 控制 | | |

否高于同行业中位数进行分组回归,结果发现,在未来业绩较好组,年报语调与股价同步性的负相关关系越显著,说明当企业未来业绩较好时,积极的年报语调确实提供了未来业绩向好的增量信息,进而降低股价同步性,此时,积极的年报语调是管理层对企业未来业绩的真实预期,为投资者提供真实有效的预测性信息,降低股价同步性。

简言之,当企业年度业绩或者未来业绩高于行业水平时,即越优质的公司,年报语调与股价同步性的负相关关系越显著。

表7 回归结果

| 变量 | SYN | |
|-------------------|----------------------|----------------------|
| | 业绩较差组 | 业绩较好组 |
| TONE1 | -1.327 (-0.94) | -5.403*** (-3.63) |
| BIG4 | 0.108* (1.85) | -0.100 (-1.60) |
| SIZE | 0.048*** (2.63) | -0.026 (-1.50) |
| LEV | 0.076 (1.10) | -0.062 (-0.72) |
| ROA | 1.392*** (4.97) | -1.409*** (-3.65) |
| H1 | 0.537 (1.43) | -0.168 (-0.50) |
| OPINION | -0.209*** (-2.83) | -0.135 (-0.77) |
| B | -0.073 (-0.84) | 0.096 (1.25) |
| H | -0.080 (-1.03) | -0.007 (-0.08) |
| H2 | -0.773 (-1.49) | 0.100 (0.23) |
| CONS | -0.727** (-2.46) | 0.700** (2.51) |
| N | 5705 | 6125 |
| 调整 R ² | 0.28 | 0.30 |
| 行业固定效应 | 控制 | |
| 年度固定效应 | 控制 | |

(2)年报语调对分析师预测的影响。以上实证结果说明年报语调可以为企业提供增量信息,降低股价同步性,但也不能完全排除年报语调含有误导投资者的信息,从而带来噪音交易的可能性。为说明年报语调可以改善信息环境而不是增加噪音,本文进一步检验了年报语调对分析师预测准确性的影响,如果年报语调确实为投资者提供了增量信息,那么分析师应该有所反应,对其预测准确性有所改善,反之,若提供了误导性信息可能给分析师预测增加困难。结果如表9所示,列(1)是年报语调对分析师预测分歧度的影响,结果TONE1系数显著为负,说明年报语调能显著降低分析师预测分歧;列(2)是年报语调对分析师预测偏差度的影响,结果TONE1系数显著为负,说明年报语调能显著降低分析师预测偏差;以上结果说明年报语调确实能提高分析师盈余预测准确性,进一步说明了年报语调可以为企业提

表8 回归结果

| 变量 | SYN | |
|-------------------|----------------------|----------------------|
| | 未来业绩较差组 | 未来业绩较好组 |
| TONE1 | -1.511 (-1.08) | -4.501*** (-3.05) |
| BIG4 | 0.107* (1.86) | -0.086 (-1.37) |
| SIZE | 0.054*** (3.01) | -0.042** (-2.47) |
| LEV | 0.090 (1.30) | -0.063 (-0.75) |
| ROA | 0.800*** (3.03) | 0.173 (0.56) |
| H1 | 0.686* (1.83) | -0.398 (-1.19) |
| OPINION | -0.265*** (-3.49) | -0.151 (-1.01) |
| B | -0.037 (-0.43) | 0.065 (0.83) |
| H | -0.081 (-1.03) | 0.007 (0.08) |
| H2 | -0.809 (-1.57) | 0.264 (0.60) |
| CONS | -0.764*** (-2.58) | 0.728*** (2.62) |
| N | 5947 | 5883 |
| 调整 R ² | 0.28 | 0.31 |
| 行业固定效应 | 控制 | |
| 年度固定效应 | 控制 | |

供有用的增量信息,从而降低股价同步性。

(3)考虑解释变量测量误差的影响。由于测量误差等问题的存在可能引起内生性问题,进而导致参数估计的有偏不一致,而解决内生性的办法就是利用工具变量估计。因此,本文借鉴曾庆生等(2018)做法,用同年度同省份其他公司年报语调均值(I-TONE1)作为年报语调(TONE1)的工具变量,此工具变量满足相关性(同省份企业面临相似的环境,因而语调具有相似性)和外生性(最小特征值F为134.760,远大于临界值10)。第一阶段和第二阶段回归结果如表10列(1)和列(2)所示,第一阶段回归中工具变量(I-TONE1)与年报语调(TONE1)显著正相关,满足相关性,第二阶段表明控制内生性问题以后,年报语调越积极,股价同步性越低,表明结果较为稳健。

五、结论及启示

股价同步性是衡量金融市场资源配置效率的重

表9 回归结果

| 变量 | 分析师预测分歧度 | 分析师预测偏差度 |
|-------------------|-----------------------|------------------------|
| | (1) | (2) |
| TONE1 | -8.010*** (-2.62) | -25.024*** (-4.44) |
| BIG4 | 0.018 (0.17) | -0.024 (-0.14) |
| SIZE | -0.057* (-1.68) | -0.424*** (-7.19) |
| LEV | -0.654*** (-3.67) | -1.323*** (-4.19) |
| ROA | -7.989*** (-14.64) | -17.300*** (-18.15) |
| H1 | -0.073 (-0.11) | 1.246 (1.06) |
| OPINION | -0.461* (-1.83) | -0.425 (-0.96) |
| B | -0.499*** (-4.92) | -0.478** (-2.03) |
| H | -0.365** (-2.44) | -0.295 (-1.05) |
| H2 | -0.939 (-1.10) | -2.891** (-2.01) |
| CONS | 3.465*** (5.53) | 10.655*** (10.53) |
| N | 14725 | 15640 |
| 调整 R ² | 0.05 | 0.06 |
| 行业固定效应 | 控制 | |
| 年度固定效应 | 控制 | |

要指标。十九大报告指出,要“增强金融服务实体经济能力”。在这一具体要求下,如何提高股价中公司特质信息含量、降低股价同步性,对于提高金融市场资源配置效率具有重大意义。相比于年报中标准化的数字信息,文本信息在对外信息披露中占比较大,具有多种传播渠道以及丰富的信息含量。文本信息不仅包含企业运营和未来发展的信息含量(Li, 2008),也可以提供预测公司未来盈余以及股价的相关信息。研究发现文本信息重要特征之一的文本语调可以有效预测企业未来业绩,为投资者提供决策有关的增量信息,且具有一定的可信度和信息含量(谢德仁、林乐,2015)。但近年来也有文献发现,管理层可能出于自利动机进行语调管理,从而加剧上市公司与投资者间的信息不对称。基于此,本文以文本信息中的语调维度为视角,检验年报语调究竟是将更多公司特质信息融入股价,降低股价同步性,还

表10 回归结果

| 变量 | (1) | (2) |
|---------|-----------------------|----------------------|
| | TONE1 | SYN |
| I-TONE1 | 0.536*** (14.56) | |
| TONE1 | | -20.008** (-2.25) |
| BIG4 | 0.002*** (6.81) | 0.040 (0.88) |
| SIZE | -0.000*** (-4.09) | -0.013 (-1.07) |
| LEV | -0.006*** (-16.13) | -0.041 (-0.50) |
| ROA | 0.020*** (15.49) | 0.352 (1.33) |
| H1 | -0.006*** (-3.29) | 0.099 (0.37) |
| OPINION | -0.003*** (-8.74) | -0.338*** (-4.72) |
| B | -0.003*** (-6.75) | -0.035 (-0.56) |
| H | 0.006*** (12.23) | 0.096(1.24) |
| H2 | 0.003 (1.299) | -0.329 (-0.97) |
| _CONS | 0.016*** (9.96) | 0.491* (1.79) |
| 行业固定效应 | 控制 | |
| 年度固定效应 | 控制 | |
| F | 134 | 760 |

是管理层隐瞒公司表现、进而减少股价中的公司特质信息,提高股价同步性呢?本文以2007-2019年A股上市公司为样本,检验年报语调能否改善资本市场信息环境。结果表明,年报语调可以降低股价同步性,提高资本市场定价效率,且这种影响在分析师跟踪越多的情形下越明显。进一步讨论中发现越优质的公司,年报语调和股价同步性的关系越显著,此外还发现年报语调能提高分析师盈余预测准确性,也侧面验证了年报语调的积极作用。这些结果说明年报语调具有一定的信息含量,能够改善资本市场信息环境。

本文的启示意义在于:提高股价中的信息含量,降低股价同步性,对于提高金融服务水平、促进金融体制改革具有重大意义。为保障资本市场的健康发展,各部门应该加强监管以促进公司特质信息融入股价。一方面,要加强完善上市公司的信息披露制

度,提高信息披露质量以保证投资者的相关权益。另一方面,由于分析师可以提高年报语调的定价效率,因此,要加强和完善分析师所在行业的法律法规,提高分析师的执业能力从而提高资本市场定价效率、改善资本市场信息环境。

注释:

① R^2 ,是个股收益率与市场收益率的回归拟合度,用来衡量股价同步性。

②积极语调和消极语调分别指积极词汇和消极词汇在年报文本中所占的相对比例。借鉴现有普遍做法分别用积极词汇量与消极词汇量之差除以年报词汇数(TONE1)、积极词汇量与消极词汇量之差除以积极词汇量与消极词汇量之和(TONE2)来衡量,该指标直接取自中国研究数据服务平台(CNRDS数据库)。该数据库的具体提取做法如下:以Loughran和McDonald(2011)提供的金融情感英文词汇列表为基础,依据有道词典和金山词霸对LM词典中的英文词汇进行了翻译,只保留与该英文词汇表达的中文情感最相关的中文词汇,最终的词汇列表包括2080个消极词,1076个积极词。由此计算TONE1、TONE2,二者值越大,表示年报文本语调越积极。

参考文献:

[1]Li, F. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(2-3): 221-247.

[2]Morck, R., B. Yeung, and W. Yu. The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous

Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 215-260.

[3]Roll, R. "R²". *Journal of Finance*, 1988, 43(3): 541-566.

[4]陈冬华、姚振晔:《政府行为必然会提高股价同步性吗?——基于我国产业政策的实证研究》,《经济研究》2018年第12期。

[5]黄俊、郭照蕊:《新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析》,《管理世界》2014年第5期。

[6]林乐、谢德仁:《投资者会听话听音吗?——基于管理层语调视角的实证研究》,《财经研究》2016年第7期。

[7]罗进辉、向元高、金思静:《董事会秘书能够提高资本市场效率吗——基于股价同步性的经验证据》,《山西财经大学学报》2015年第12期。

[8]谢德仁、林乐:《管理层语调能预示公司未来业绩吗?——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析》,《会计研究》2015年第2期。

[9]辛清泉、孔东民、郝颖:《公司透明度与股价波动性》,《金融研究》2014年第10期。

[10]伊志宏、杨圣之、陈钦源:《分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究》,《中国工业经济》2019年第1期。

[11]曾庆生、周波等:《年报语调与内部人交易:“表里如一”还是“口是心非”?》,《管理世界》2018年第9期。

[12]周波、张程、曾庆生:《年报语调与股价崩盘风险——来自中国A股上市公司的经验证据》,《会计研究》2019年第11期。

[13]朱红军、何贤杰、陶林:《中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据》,《金融研究》2007年第2期。