

资本市场开放能否抑制管理层语调操纵？

——基于“陆港通”的准自然实验

钟慧洁, 章欣然

(中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073)

[摘要]借助“陆港通”这一准自然实验,立足于企业文本信息披露的视角,以2009—2020年沪深A股上市公司为样本,全面考察我国资本市场开放与管理层语调操纵程度之间的关系。研究发现:“陆港通”的开通对管理层的语调操纵行为具有抑制作用,有效提高了公司非财务信息的披露质量。进一步分析表明,其机制在于提高信息透明度、改善公司治理与缓解融资约束,且政策的积极作用在香港资金参与程度更深的公司中更为突出。研究为政府进一步推动资本市场开放进程和加强对语调操纵的监管提供了理论依据与政策参考。

[关键词]资本市场开放;陆港通;信息披露;语调操纵;文本分析;境外投资者;融资约束

[中图分类号]F831.5;F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)06-0080-11

一、引言

资本市场开放具有引进价值投资者、降低融资成本和提升企业价值等多重功效^[1-3]。伴随着全球范围内资本市场开放浪潮的推进,我国A股市场业已进入一个崭新的发展阶段。2014年11月17日,沪港股票市场交易互联互通机制(下文简称“沪港通”)正式开通。它的实施是我国资本市场开放的重要尝试,具有重大的现实意义。随后,深港股票市场交易互联互通机制(下文简称“深港通”)于2016年12月5日启动,进一步推进了资本市场双向开放的进程,提高了内地市场活跃度。

目前,学术界围绕“陆港通”^①的经济后果已展开了一系列的研究。然而,以往文献主要关注其对股价信息含量、股价异质性波动和现金股利等的影响^[4-6],对非财务信息披露质量的研究较少。在公司对外披露的各项文本中,年报无疑是最受关注的组成部分。它不但分析和总结了企业过去的经营状况,是企业对外递交的最重要的一份“答卷”,还传递了管理层对企业未来的预测与展望。但是,上市公司管理层常常会借助自由裁量权来有策略地渲染文本的语言基调^[7-8],进行语调管理,操纵投资者的认知,例如,增加积极词语的使用频率、粉饰和减少负面信息的披露,以实现配合大股东减持、提高自身声誉和保持职位稳定等自利性目的^[7-9]。本文将此种情况称为“语调操纵”。可以说,年报中大量表达形式多样的、本该用以降低内外部信息不对称的文本,已悄然成为机会主义的“温床”,沦为信息操纵的载体。

如前所述,对于促进我国金融体系成熟来说,资本市场开放意义非凡,具体到微观企业,其具有提高公司绩效、降低资本成本、改善公司治理水平等多种积极影响^[3,10-11]。特别地,阮睿等发现,“陆港通”能够影响企业的信息披露行为,提高年报的可读性^[12]。那么,资本市场开放是否也可以抑制管理层的语调操纵行为,结论尚且不得而知。

一方面,从“监督效应”角度看,香港资本市场中的境外投资者数目众多,且多为市场经验丰富的机构投资者,能够更有效地对企业的机会主义行为加以辨别,提高了上市公司管理层信息操纵的难度^[3]。

[收稿日期]2022-06-22

[基金项目]国家自然科学基金青年项目(71902186);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(202211137)

[作者简介]钟慧洁(1989—),女,山东聊城人,中南财经政法大学会计学院讲师,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司金融,通讯作者,邮箱812466144@qq.com;章欣然(2000—),女,安徽宣城人,中南财经政法大学会计学院硕士生,主要研究方向为公司金融。

①如无特别说明,在本文中,“陆港通”指“沪港通”与“深港通”。

另一方面,从“印象管理”角度看,出于美化公司形象和追逐短期利益等目的,资本市场开放可能反而会助长管理层的语调操纵行为。进一步地,如果“陆港通”可以抑制语调操纵程度,那么这种积极作用的潜在机制如何?反之,如果不可以,上市公司又是出于何种动因,在国际机构投资者和监管部门的高压之下,依然采取了自利性的机会主义行为?针对上述问题,本文将基于文本分析方法,运用多种因果识别策略,明确“陆港通”政策对语调操纵程度的影响,并进一步探讨其作用机制和结论的异质性。

本文可能的边际贡献在于:第一,从语调操纵角度拓展了资本市场开放影响微观企业行为的相关研究,提供了基于发展中国家制度背景的经验证据。第二,从“陆港通”制度角度丰富了语调操纵程度影响因素的相关研究。相较于国外研究,国内研究多聚焦于语调操纵现象及其各类经济后果^[13-15],本文则转换视角,对既有文献进行了有效补充。第三,为“陆港通”的作用提供了来自微观企业的实证证据,为推进资本市场开放进程,引导监管部门加强对信息披露质量的重视提供了理论支持与合理参考。

二、理论分析与研究假设

“陆港通”有效实现了内地与香港资本市场之间的互通互投。它的启动不仅为内地投资者提供了便捷的投资境外公司的方式,也吸引了众多的境外投资者参与到A股市场的交易中,从根本上改变了我国证券市场彼时封闭的状况。本文认为,“陆港通”制度可能会通过以下三种途径来抑制管理层语调操纵的程度,提高企业信息披露质量。

第一,“陆港通”的开通提高了公司信息透明度,增加了语调操纵的风险和成本。伴随着“陆港通”的实施,大量的境外投资者涌入内地资本市场。而相较于内地投资者,这些境外投资者以机构投资者居多,具有更为丰富的资源网络、成熟的投资策略和专业的分析技能^[4],且独立性较强,较少受到管理层的制约^[16-17],能够更好地扮演监督者的角色^[18],发挥信息优势,提高上市公司的信息透明度。Boone和White的研究也验证了这一点,他们发现,机构投资者的持股比例越高,越能降低企业的信息不对称,信息披露质量改善的幅度也就越大^[19]。此外,境外机构投资者的积极作用还体现在分析师跟踪数量的增加上^[19]。“陆港通”开通后,标的名单中的企业会受到分析师们的广泛关注,而分析师的监督作用可以有效减少委托代理问题^[20],降低公司的信息不对称^[21],增加管理层所面临的语调操纵风险和边际成本。一旦公司的异常行为被发现,在企业形象受损之余,管理层还需承担严重的声誉损失,给个人的职业生涯造成巨大的负面影响。因此,在权衡语调操纵的成本和收益后,上市公司管理层可能会倾向于降低对年报语调的操纵程度,提高信息披露的质量。

第二,“陆港通”的开通能够通过改善公司治理水平,抑制语调操纵的程度。根据公司治理理论,公司的外部投资者具有“用手投票”和“用脚投票”双重治理机制。前者即运用投票权参与决策制定,直接对管理层的机会主义行为进行监督。后者则是通过市场交易施以间接影响。当境外机构投资者大规模抛售所持股票时,会对外传递出消极的信号,造成公司股价的下跌,从而形成对管理层的威慑,约束其不当行为。Gillan和Starks发现,与本国机构投资者相比,境外的机构投资者更能提高公司治理水平^[22]。其后,诸多研究均得到了类似的结论,为境外机构投资者的治理作用提供了强有力的佐证^[16]。毫无疑问,公司治理水平会直接影响其信息披露质量,而完备的治理机制则可以促进上市公司信息披露质量的优化^[23]。除此之外,公司治理水平的改善还有助于进一步强化对管理层的监督,进而抑制语调操纵程度,降低管理层损害股东利益的可能性。

第三,“陆港通”的开通能够发挥融资效应,削弱管理层语调操纵的动机。我国总体的金融发展程度并不高^[24],企业获取外部融资的难度较大,融资约束困境较为普遍。既有研究表明,上市公司管理层进行语调操纵的重要动机之一在于印象管理^[8]。而与坏消息相比,企业披露的“好消息”能够显著降低融资的资本成本^[25]。在这一逻辑下,管理层常常会利用积极的语调来误导市场投资者对公司基本面的判断^[7],以降低融资约束。资本市场开放能够吸引境外资金流入,增加企业外源融资的供应量,降低融

资成本^[2],帮助上市公司拓宽融资渠道,从而一定程度上弱化管理层信息披露的机会主义动机。

综上,本文提出以下假设:

H1:资本市场开放能够抑制管理层的语调操纵程度。

中国资本市场是一个处于转型经济中的新兴市场,虽发展迅速,但仍然不够成熟。“陆港通”未必能如预期所想那样改善上市公司的信息披露质量,为我国资本市场带来积极的影响。

在“陆港通”交易制度中,由于存在对境外投资者持股比例的限制,境外投资者参与公司治理的可能性并不高。既有研究表明,持股比例与交易限额均会削减境外投资者参与公司治理的积极性^[1]。另外,“陆港通”采取名义持有人制度,由香港中央结算有限公司代行股东权利,进一步弱化了其参与公司治理的途径。这两项制度设计直接导致了新进入内地市场的境外投资者较难行使股东权利,公司内部治理作用较弱^[26]。

除了治理效应,“陆港通”开通后,机构投资者监督效应的有效性也存在争议。一方面,与内地的投资者相比,境外投资者天然地缺乏本地信息,且跨境投资也会增加境外投资者的信息获取成本^[27],使他们在信息上进一步陷入劣势。因此,受地理距离、语言和文化等因素的限制,上市公司所披露的信息并不能得到高效传递,反而会使境外投资者们需要投入更多的精力、借助更多的方式来获取并分析信息。上述观点在分析师层面也得到了验证。Bae 等的研究表明,境外分析师对企业盈余情况的预测不如本地分析师准确^[28]。因此,境外投资者与分析师可能并不能有效发挥外部监督作用,管理层的语调操纵行为依然相当隐蔽。另一方面,在投资实践中,机构投资者扮演的常常是短视主义者的角色,而不是监督者。他们推崇的是利用“热钱”迅速攫取高额资本利得,较少关注企业的长期健康发展。这一投资理念无疑会增加管理层的短期业绩压力,促使管理层实施机会主义行为。因此,可以预想,为了实现吸引境外资金的目标,管理层很可能会向上操纵文本语调,对企业经营状况进行修饰和包装,美化企业形象。

基于上述分析,本文提出以下对立性假设:

H2:资本市场开放会加剧管理层的语调操纵程度。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2009—2020 年沪深 A 股上市公司为初始研究样本,使用多时点双重差分法考察了资本市场开放对管理层语调操纵程度的影响。根据研究的需要,在样本筛选过程中,我们依次剔除了金融行业、样本区间内被 ST、发行 H 股、经营异常、数据缺失和中途调出“陆港通”标的名单的上市公司样本。语调操纵程度基于样本公司年报人工计算得到,其他数据均来自 Wind 与 CSMAR 数据库。为减少极端值的影响,本文还对回归模型中各连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:语调操纵程度。在测度管理层语调操纵的程度时,我们以 Loughran 和 McDonald 提供的金融情感字典为基础^[9],同时结合姜富伟等对 LM 金融字典的汉化、修正及拓展^[29],以改良后的中文金融情感字典作为语调计算的词库,使用 Python“Jieba”分词模块对管理层讨论与分析(Management's Discussion & Analysis, MD&A)部分的文本依次进行分词和去停用词处理,并进一步统计词频、计算文本对应的语调值。

参考 Price 等的方法^[30],本文首先利用模型(1)计算得到管理层净乐观语调 *TONE*,该变量的数值越大,管理层语调越积极。模型(1)中,*Positive* 为上市公司年报 MD&A 中积极词语的个数,*Negative* 则为对应的消极词语个数。

$$TONE = (Positive - Negative) / (Positive + Negative) \quad (1)$$

在计算得到净语调 *TONE* 后,为了有效量化语调操纵的程度,本文借鉴 Huang 等的研究^[8],将语调

TONE 分解为正常语调与异常语调。前者是对公司基本面的中性表述,后者则是管理层对文本信息人为修饰的体现,是语调操纵的结果。通过计算下列语调分解模型(2)与模型(3)^①的回归残差,以模型残差项的大小来测度管理层语调操纵程度的高低。

$$TONE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 RET_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BTM_{i,t} + \beta_5 STD_RET_{i,t} + \beta_6 STD_DROA_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 DROA_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$TONE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 RET_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BTM_{i,t} + \beta_5 STD_RET_{i,t} + \beta_6 STD_ROA_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 DROA_{i,t} + \beta_{10} FROA_{i,t+1} + \varepsilon \quad (3)$$

2. 解释变量:陆港通。如前所述,考虑到“陆港通”名单平均每半年进行一次动态调整,我们构建的是多时点 DID 模型,而非单一时点下的 DID 模型。在这一设定下,外生政策不再仅发生在固定年份,各样本公司可以于多个时点进入处理组。虚拟变量 HSGTPOST 即为本文所关注的核心变量,如样本公司 i 在第 t 年位于“陆港通”标的名单中,则该变量于下一年度取 1,其余情况均为 0。

3. 控制变量:本文控制了财务状况(公司规模 $Size$ 、资产负债率 Lev 、资产收益率 ROA 、托宾 Q 值 $Tobin\ Q$)和公司治理(董事会规模 $Board$ 、独董占比 $Indep$ 、第一大股东持股比例 $Top1$ 、两职合一 $Dual$)两方面的变量。

各变量定义如表 1 所示。

(三) 模型构建

“陆港通”交易机制的开通为本文的研究提供了一个较为理想的外生冲击,基本排除了反向因果问题。此外,政策“渐进式”开放的特点还有利于我们对实验组和控制组样本加以区分,降低了测度资本市场开放程度的误差。因此,借助这一自然实验平台,本文构建了如下的多时点 DID 模型,以检验“陆港通”与管理层语调操纵程度之间的关系。

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HSCPOST_{i,t} + \gamma X_{i,t} + Firm_{F.E.} + Year_{F.E.} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $Y_{i,t}$ 为管理层语调操纵程度, $HSCPOST_{i,t}$ 为模型中的关键解释变量, $X_{i,t}$ 为一系列控制变量, $Firm_{F.E.}$ 与 $Year_{F.E.}$ 分别为公司固定效应和年度固定效应。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

本文关键变量的描述性统计结果如表 2 所示。测度管理层语调操纵水平的变量 $ABTONE$ 与 $ABTONE_FE$ 在均值、方差等各项指标的数值上都较为接近。在本文的数据样本中,不同上市公司年报语调操纵程度存在一

表 1 变量定义表

类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	语调操纵程度	$ABTONE$	语调分解模型(2)的残差
		$ABTONE_FE$	语调分解模型(3)的残差
解释变量	陆港通	$HSGTPOST$	如公司 i 在第 t 年位于“陆港通”标的名单中,则该变量于下一年度取 1
控制变量	企业规模	$Size$	总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	负债总额/期末资产总额
	资产收益率	ROA	净利润/期末总资产
	托宾 Q 值	$Tobin\ Q$	股票市值/期末总资产
	董事会规模	$Board$	董事会成员人数的自然对数
	独立董事比例	$Indep$	独立董事人数/董事会总人数
	第一大股东	$Top1$	第一大股东持股比例
	两职合一	$Dual$	虚拟变量。如董事长兼任总经理,则该变量为 1

表 2 关键变量的描述性统计结果

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$ABTONE$	18999	-0.006	0.125	-0.322	-0.005	0.306
$ABTONE_FE$	16492	-0.006	0.126	-0.319	-0.004	0.308
$HSGTPOST$	18999	0.191	0.393	0.000	0.000	1.000

^①在模型(2)与模型(3)中, $TONE$ 为管理层净乐观语调; ROA 为企业的当期业绩,即 t 期净利润/ $t-1$ 期总资产; RET 为 12 个月的持有到期收益率; $SIZE$ 为企业规模; BTM 为市账比; STD_RET 为股票月收益率的标准差; STD_ROA 为过去五年业绩的标准差; AGE 为企业上市年限的自然对数; $LOSS$ 为哑变量,若企业在第 t 年亏损,则该变量取 1,反之取 0; $DROA$ 为 t 期净利润与 $t-1$ 期净利润之差,再除以 $t-1$ 期总资产; $FROA$ 为 $t+1$ 期净利润与 t 期总资产之比。

定差异,以 *ABTONE* 为例,该变量的最大值为 0.306,最小值仅 -0.322。需要说明的是,由于年报语调中可能包含了管理层对未来业绩的预测,故模型(3)在模型(2)的基础上额外控制了公司未来一期的业绩 ($FROA_{i,t+1}$),这也直接导致变量 *ABTONE_FE* 缺少 2020 年的数据,样本观测值有所下降。

(二) 双重差分检验结果

表 3 列示了模型(4)的双重差分检验结果。其中,*HSGT-POST* 的回归系数为负,且均在 1% 的水平上显著。这一结果表明,“陆港通”交易机制的开通降低了年报的语调操纵程度。假设 H1 得到支持。该结果也意味着,虽然中国资本市场是处于转型中的新兴市场,机构投资者的监督和治理效应也可能不完善,但“沪港通”带来的资本市场开放抑制了管理层的机会主义行为,降低了年报的语调操纵程度,提高了信息披露质量。

为了证明多时点 DID 方法的有效性,本文借助动态效应法对平行趋势假设进行验证。在回归模型中保留政策前四期 d_1 、 d_2 、 d_3 、 d_4 (政策实施前超过四年的合并到政策前第四年)、当期 *Current* 和政策后五期 $d1$ 、 $d2$ 、 $d3$ 、 $d4$ 和 $d5$ (政策实施后超过五年的合并到政策后第五年)。本文以 d_1 作为基期,同时为避免多重共线性的影响,将其从回归模型中剔除。检验结果见表 4。从动态效应的检验结果来看,在政策实施前,回归系数均不显著,“陆港通”标的企业与非标的企业在语调操纵程度上没有显著差异,平行趋势假设成立。而政策实施后,回归系数显著为负。随着时间的推移,资本市场开放对语调操纵行为的抑制作用逐渐显现,且该影响具有持续性。

(三) PSM-DID

在上文的检验过程中,控制组样本包括所有未纳入“陆港通”名单的上市公司。在这一划分方法下,处理组和控制组样本在企业规模、盈利能力和公司治理等多方面均存在差异,如果直接使用全样本进行双重差分检验,可能会对研究结论造成影响。因此,为了缓解样本选择偏差问题,本文采用倾向得分匹配法(PSM)来重新筛选控制组样本。

本文首先选取公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、资产收益率(*ROA*)、独立董事比例(*Indep*)、是否两职合一(*Dual*)、第一大股东比例(*Top1*)、市账比(*BM*)、是否四大审计(*Big4*)和营业收入增长率(*Growth*)作为匹配协变量,同时以 Logit 模型计算倾向得分,然后设定卡尺范围为 0.01,采用最近邻匹配法进行 1:1 匹配,从而构造新的控制组样本并进行双重差分检验。

PSM 匹配前后处理组与控制组的核密度图如图 1 所示。可以发现,控制组与处理组的核密度函数在匹配前存在着十分明显的差异,而匹配后,两组的核密度函数比较接近,处理组与控制组的特征已基本相似。而各变量匹配前后的均衡性检验结果表明^①,匹配后,各协变量的 t 值均不显著,处理组与控制组之间无明显差异。且匹配后各协变量的偏差大幅减少,标准化差异均小于 10%,整体匹配效果较好。

表 3 多时点 DID 回归结果

	(1) <i>ABTONE</i>	(2) <i>ABTONE_FE</i>
<i>HSGTPOST</i>	-0.028*** (0.004)	-0.027*** (0.004)
<i>-cons</i>	-0.075 (0.071)	-0.118 (0.075)
<i>Controls/Year/Firm</i>	控制	控制
聚类层次	企业	企业
观测值	18999	16492
Adj R ²	0.467	0.463

注:括号中为标准误,***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平。下同。

表 4 平行趋势检验结果

	(1) <i>ABTONE</i>	(2) <i>ABTONE_FE</i>
d_4	0.001 (0.006)	0.007 (0.006)
d_3	-0.004 (0.005)	0.000 (0.005)
d_2	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.004)
<i>Current</i>	-0.000 (0.003)	0.005 (0.004)
$d1$	-0.008** (0.004)	-0.003 (0.004)
$d2$	-0.036*** (0.005)	-0.034*** (0.005)
$d3$	-0.037*** (0.005)	-0.038*** (0.005)
$d4$	-0.046*** (0.006)	-0.039*** (0.008)
$d5$	-0.044*** (0.008)	-0.042*** (0.008)
<i>-cons</i>	-0.088 (0.073)	-0.136* (0.077)
<i>Controls/Year/Firm</i>	控制	控制
聚类层次	企业	企业
观测值	18999	16492
Adj R ²	0.469	0.465

①限于篇幅,未报告结果,资料备索。

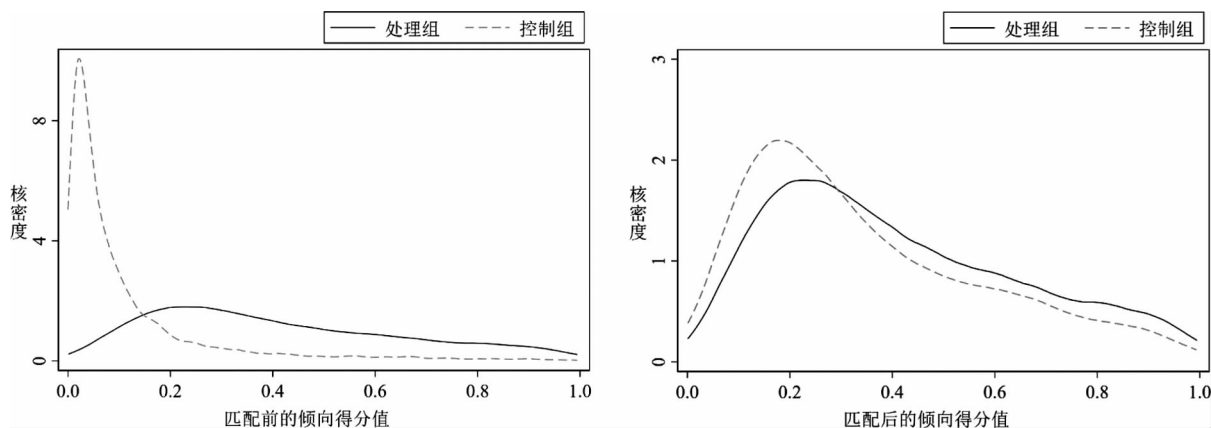


图1 处理组与控制组匹配前后的核密度图

PSM-DID 的回归结果见表 5。由回归结果可见,无论是截面匹配还是逐期匹配, *HSGTPOST* 的系数均在 1% 的水平上显著为负,与前文结果一致,“陆港通”的开通有效降低了上市公司管理层语调操纵的程度。

五、稳健性检验

为验证结论的稳健性,我们综合考虑了 QFII 持股与政策实施当年的影响,并使用安慰剂检验等多种方法,为本文结论提供进一步证据^①。

(一) 排除境外投资者持股(QFII)的影响

我国资本市场开放具有“渐进式”的特征。早在 2003 年,中国证监会便开启了合格境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investor,以下简称 QFII)试点。这一开拓性制度的实施为我国资本市场注入了新鲜血液,也使得境外投资者能够顺利参股内地上市公司,进而有效发挥监督作用。诸多研究业已证实,境外投资者持股能够显著改善公司治理水平^[3],并提高企业的信息披露质量^[21]。因此,为了排除 QFII 持股的影响,本文在将 QFII 持股的样本剔除后,对模型(4)重新回归。从回归结果可以看出,交互项 *HSGTPOST* 的系数依然显著为负,进一步验证了前文结论的稳健性。

(二) 安慰剂检验

本文通过随机生成处理组来进行安慰剂检验,以进一步验证因果关系。首先随机生成处理组和控制组,然后在此基础上重复回归 1000 次。随机化处理组后“伪政策虚拟变量”的回归系数与 t 值均集中在 0 附近,这表明“陆港通”对语调操纵程度的抑制作用并非由某些不可观测的因素所驱动。

(三) 其他稳健性检验

1. 替换语调的度量方法

在上文的基准回归部分,我们选取了年报中的“管理层讨论与分析”(MD&A)章节作为文本来源,事实上,企业年报中的其他章节也包含了大量且丰富的文本信息,这些文本同样极易成为管理层语调操

表 5 PSM-DID 回归结果

	截面 PSM		逐期 PSM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	ABTONE	ABTONE_FE	ABTONE	ABTONE_FE
<i>HSGTPOST</i>	-0.026 *** (0.007)	-0.024 *** (0.007)	-0.030 *** (0.009)	-0.035 *** (0.011)
<i>-cons</i>	0.131 (0.190)	0.037 (0.190)	-0.225 (0.149)	-0.292 * (0.163)
<i>Controls/Year/Firm</i>	控制	控制	控制	控制
聚类层次	企业	企业	企业	企业
观测值	3319	3319	4953	4441
Adj R ²	0.545	0.550	0.449	0.436

注:在逐期 PSM 的方法下,由于 *ABTONE_FE* 缺少 2020 年的数据(即缺少 2020 年这一截面),故样本量由 4953 下降至 4441 个公司-年度观测。

^①限于篇幅,未报告结果,资料备案。

纵的载体。另外,前文在计算语调时,使用的是较为常规的字典法,以改良后的 LM 金融字典作为词库。但不可避免的是,该方法具有一定的主观性,最终计算出的语调数值与所使用的字典类型息息相关。因此,综合以上两点,本文将文本拓展至年报全文,并使用 Wingo 财经文本数据库中通过机器学习法得到的年报全文语调值来量化管理层净语调,依照相同方法对文本语调进行分解,从中拆分出异常积极语调。替换语调度量方法后的检验结果显示, *HSGTPOST* 的回归系数依然显著为负,本文结论保持不变。

2. 排除政策实施当年的影响

由于“沪港通”和“深港通”分别于 11 月和 12 月正式交易,较难界定政策是否在企业纳入标的的名单的当年就已产生实质性影响。因此,一方面,本文将冲击发生当年也纳入受政策影响的年度范围内,另一方面,剔除进入标的的名单当年的样本观测后重新回归。两种方法下,本文研究结论均未发生变化。

六、进一步分析

(一) 机制检验

前文的实证结果表明,资本市场开放能够降低语调操纵程度,切实保护中小股东的利益。那么,这一积极政策效应产生的渠道是什么? 为了进一步考察“陆港通”抑制管理层语调操纵的作用机制,下文将遵循假设提出部分的逻辑推导过程,分别从信息效应、公司治理和融资压力三方面展开研究。

1. 提高信息透明度

如前所述,资本市场的开放会吸引众多的境外投资者进入内地证券市场。而与本土投资者相比,境外投资者更为理性和成熟,且更有意愿和能力对公司管理层进行监督^[17-18],因而能更及时地将相关信息反映到股票价格中,提高股价信息含量^[4]。除此之外,被纳入“陆港通”标的名单内的上市公司还将受到更多的分析师关注,有效提高了企业的信息透明度。事实上,如果上市公司的信息透明度较高,投资者将能够充分利用各种公开信息对年报文本中的异常积极语调加以识别,管理层语调操纵的风险、成本和难度都将增大,最终导致语调操纵程度的下降。因此,可以预计:资本市场开放可以通过提高上市公司的信息透明度来抑制管理层的语调操作行为。

基于上述分析,本文参考 Morck 等的研究^[31],综合使用股价信息含量 (*PI*)、分析师跟踪人数 (*Analyst*) 和分析师盈余预测的准确性 (*Accuracy*) 作为上市公司信息透明度的代理变量。本文将基准模型(4)中的被解释变量分别替换为 *PI*、*Analyst* 和 *Accuracy*,重新进行双重差分检验。检验结果如表 6 所示, *HSGTPOST* 与股价信息含量、分析师跟踪人数和盈余预测准确性均显著正相关,即资本市场开放可以通过提高上市公司的信息透明度,进而抑制语调操纵程度,提高文本信息的披露质量。

表 6 机制检验结果——信息透明度

	(1) <i>PI</i>	(2) <i>Analyst</i>	(3) <i>Accuracy</i>
<i>HSGTPOST</i>	0.069 ** (0.034)	0.157 *** (0.032)	0.004 ** (0.002)
<i>_cons</i>	2.600 *** (0.483)	-7.915 *** (0.534)	-0.114 * (0.063)
<i>Controls/Year/Firm</i>	控制	控制	控制
聚类层次	企业	企业	企业
观测值	13839	18999	16081
Adj R ²	0.345	0.719	0.387

2. 改善公司治理

有效的治理机制能够制约管理层的利己主义行为。伴随着资本市场开放,大量境外机构投资者进入我国 A 股市场。已有研究表明,机构投资者能够发挥一定的外部监督效应,在公司治理中具有重要作用^[3]。而公司治理水平的改善有利于加强管理层监督,缓解信息披露过程中的代理冲突,降低管理层侵占所有者利益的可能性,从而提高信息的披露质量,降低语调操纵程度。基于以上分析,本文预计,“改善公司治理水平”是“陆港通”抑制语调操纵程度的作用机制之一。

在公司治理水平的测度上,一方面,本文参考张会丽等的方法^[32],使用主成分分析法,从激励、监督和决策三方面构造综合指标 *Gindex*。*Gindex* 越大,公司治理水平越高。另一方面,我们还以两权分离程度

SEP作为Gindex的补充,从现金流权与控制权分离的角度来量化样本企业的公司治理水平。两权分离程度SEP越高,公司的代理成本就越大,其对应的治理水平也就越低。从表7的机制检验结果可见,HSGTPOST与Gindex显著正相关,与SEP显著负相关,说明“陆港通”交易制度的开通有利于提高标的公司的治理水平,公司治理的改善是资本市场开放抑制语调操纵程度的潜在影响机制之一。

3. 缓解融资约束

实践中,上市公司管理层或出于短视主义追逐短期利益,或受限于绩效、行业竞争和融资等压力而从事机会主义披露的事例屡见不鲜。具体到本文所关注的语调操纵行为,管理层进行语调操纵的重要动机之一在于进行正面的印象管理^[8],发挥信号传递效应,吸引市场投资者,进而获得外部融资。因此,本文预计:当面临较大的融资困境时,为了实现掩盖负面消息、借助乐观的语调来向市场传递积极信号的目的,管理层操纵年报语调的动机会更加强烈;而当融资约束程度较低时,管理层语调操纵的动机和程度则会随之削弱。

本文选取KZ指数来测度上市公司所面临的融资约束程度^[33],并使用与前文相同的机制检验方法,将模型(4)中的被解释变量替换为KZ指数后重新进行回归。从表7列(3)可知,HSGTPOST的回归系数在5%的水平上显著为负,“陆港通”的开通有效减轻了管理层的融资压力,进而降低了语调操纵的动机。

(二) 异质性检验

1. 香港资金的活跃程度

诚然,“陆港通”的开通有助于降低管理层语调操纵的程度,但这一积极影响是否真的是由境外投资者的进入所引起的?下面本文首先结合香港资金参与内地上市公司的程度来展开进一步分析。

本文以“沪深港通十大活跃成交股”来对香港资金的活跃程度加以衡量。自“陆港通”制度开通后,香港联合交易所会对外披露每个交易日中成交量排名前十的股票,即“十大活跃成交股”。股票的成交量高意味着香港资金更活跃,参与程度更深,因而也更可能发挥境外投资者的积极作用。在“陆港通”政策实施后,如果上市公司至少有一天属于“十大活跃成交股”,则可认为在该上市公司中香港资金比较活跃,参与程度较高,我们将其划入活跃组($Active = 1$),反之则为香港资金参与程度较低的非活跃组($Active = 0$)。分组后,本文将该分组变量加入基准回归模型,采用三重差分法进行检验。由表8的回归结果可以发现,无论以何作为被解释变量,在主效应为负的前提下,三重交互项HSGTPOSTA的系数均显著为负,“陆港通”对语调操纵的抑制效应在香港资金参与程度较高的组中更加突出,验证了境外投资者的积极作用。

2. 企业业务范围

为进一步验证境外投资者的积极作用,本文根据公司的业务范围来对文章结论的异质性加以考察。已有研究表明,境外投资者的优势主要体现在获取国际市场的信息,且其更有可能投资拥有境外业务的国际化企业^[34]。对于香港资本市场而言,其投资者主要来自美国和欧洲等全球业务中心,对业务内容更为熟悉,能够以较低的成本获得企业的增量信息,从而更好地发挥境外投资者的监督和治理作用,降低语调操纵的程度。基于上述分析,如果企业存在境外业务收入,则为国际化企业($Global = 1$),反之则

表7 机制检验结果——公司治理与融资约束

	(1)Gindex	(2)SEP	(3)KZ
HSGTPOST	0.036 *** (0.013)	-0.568 ** (0.232)	-0.150 ** (0.065)
_cons	4.284 *** (0.300)	-5.048 (4.184)	2.588 * (1.531)
Controls/Year/Firm	控制	控制	控制
聚类层次	企业	企业	企业
观测值	18332	18253	18284
Adj R ²	0.467	0.745	0.591

表8 异质性检验——香港资金的活跃程度

	(1) ABTONE	(2) ABTONE_FE
HSGTPOSTA	-0.087 *** (0.019)	-0.071 *** (0.012)
HSGTPOST	-0.027 *** (0.004)	-0.024 *** (0.005)
_cons	-0.190 *** (0.067)	-0.260 *** (0.070)
Controls/Year/Firm	控制	控制
聚类层次	企业	企业
观测值	18999	16492
Adj R ²	0.461	0.455

为非国际化企业 ($Global = 0$)。从表 9 的回归结果中可知, $HSGTPOSTG$ 的系数显著为负,政策的积极作用在国际化企业中更加显著。

3. 产权性质

如前所述,“缓解融资约束”和“改善公司治理”是“陆港通”政策降低语调操纵程度的重要机制,但对于国有企业来说,其内部公司治理受外界干预的程度较小,且其所面临的融资约束程度也较小。因此,境外投资者在国有企业中所发挥的作用可能较为有限。我们根据产权性质对样本公司进行分类,如果企业为国有企业,则 $SOE = 1$,反之则为 0。检验结果如表 10 所示,在主效应为负的情况下,三重交互项的系数显著为正,“陆港通”的积极作用在非国有企业中更突出。

七、结论性评述

资本市场开放是一个十分重要的话题。“陆港通”作为我国资本市场双向开放的重要试点项目,其政策效应始终受到各界的关注。本文借助“陆港通”这一准自然实验,立足于上市公司非财务信息披露质量的视角,以 2009—2020 年沪深 A 股上市公司为研究样本,全面考察了我国资本市场开放与管理层语调操纵程度之间的关系,并进一步探究了其潜在机制和结论的异质性。结果显示,“陆港通”的实施有效提高了标的企业的文本信息披露质量,抑制了管理层语调操纵的程度。其作用机制在于提高信息透明度、改善公司治理与缓解融资约束。此外,异质性检验的结果显示,政策的积极作用在香港资金活跃、国际化和非国有上市公司中更为突出。

本文提出如下政策建议:第一,发挥市场“无形之手”的作用。应当在坚持渐进式开放原则的基础上,继续提高资本市场开放的深度和广度。“陆港通”机制的实施为我国证券市场注入了新的活力,从根本上打破了彼时内地资本市场相对封闭的局面。而这些新进的境外投资者不但能够帮助企业提高信息透明度,还可以改善公司治理与缓解融资压力,降低企业管理层对文本语调的操纵程度,有助于推动我国资本市场的成熟化与专业化发展。第二,补充政府“有形之手”的作用。相关部门要提高对上市公司所披露的公开信息的监管程度,不但要注意定量的数字信息的真实性,还要警惕管理层对定性的文本信息的操纵。应积极推进建立系统且合理的文本信息评价体系的进程,强调年报文本中叙述性语言的真实性与客观性。必要时可以通过问询和处罚等多种方式增加管理层语调操纵的风险和成本,约束上市公司对文本信息的机会主义披露行为。

参考文献:

[1] 李蕾,韩立岩. 价值投资还是价值创造? ——基于境内外机构投资者比较的经验研究[J]. 经济学(季刊),2014(1):351-372.
 [2] Bekaert G, Harvey C R. Foreign speculators and emerging equity markets[J]. Journal of Finance,2000,55(2):565-613.
 [3] Aggarwal R, Erel I, Ferreira M, et al. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors[J]. Journal of Financial Economics,2011,100(1):154-181.
 [4] 钟覃琳,陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“陆港通”效应的实证检验[J]. 管理世界,2018(1):169-179.
 [5] 钟凯,孙昌玲,王永妍,等. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“陆港通”的经验证据[J]. 金融研究,2018(7):174-192.

表 9 异质性检验——企业业务范围

	(1) ABTONE	(2) ABTONE_FE
$HSGTPOSTG$	-0.012* (0.006)	-0.013** (0.007)
$HSGTPOST$	-0.024*** (0.006)	-0.020*** (0.006)
_cons	-0.151** (0.067)	-0.220*** (0.071)
Controls/Year/Firm	控制	控制
聚类层次	企业	企业
观测值	18999	16492
Adj R ²	0.473	0.468

表 10 异质性检验——产权性质

	(1) ABTONE	(2) ABTONE_FE
$HSGTPOSTSOE$	0.015** (0.006)	0.013** (0.007)
$HSGTPOST$	-0.036*** (0.005)	-0.033*** (0.005)
_cons	-0.205*** (0.067)	-0.274*** (0.071)
Controls/Year/Firm	Yes	Yes
聚类层次	企业	企业
N	18999	16492
Adj R ²	0.463	0.457

- [6]陈运森,黄健峤,韩慧云. 股票市场开放提高现金股利水平了吗? ——基于“陆港通”的准自然实验[J]. 会计研究,2019(3): 55-62.
- [7]曾庆生,周波,张程,等. 年报语调与内部人交易:“表里如一”还是“口是心非”? [J]. 管理世界,2018(9):143-160.
- [8]Huang X, Teoh S H, Zhang Y. Tone management[J]. The Accounting Review,2014,89(4):1083-1113.
- [9]Loughran T, McDonald B. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks[J]. Journal of Finance, 2011, 66(1):35-65.
- [10]Mitton T. Stock Market liberalization and operating performance at the firm level[J]. Journal of Financial Economics, 2006,81(3): 625-647.
- [11]Henry P B. Do stock market liberalizations cause investment booms? [J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1):301-334.
- [12]阮睿,孙宇辰,唐悦,等. 资本市场开放能否提高企业信息披露质量? ——基于“陆港通”和年报文本挖掘的分析[J]. 金融研究,2021(2):188-206.
- [13]D'augusta C, Deangelis M D. Does accounting conservatism discipline qualitative disclosure? Evidence from tone management in the MD&A[J]. Contemporary Accounting Research, 2020,37(4): 2287-2318.
- [14]Lee J, Park J. The impact of audit committee financial expertise on management discussion and analysis (MD&A) tone[J]. European Accounting Review, 2019,28(1):1-22.
- [15]林晚发,赵仲匡,宋敏. 管理层讨论与分析的语调操纵及其债券市场反应[J]. 管理世界,2022(1):164-179.
- [16]Huang W, Zhu T. Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: Evidence of a split-share structure reform in China[J]. Journal of Corporate Finance,2015,32(5):312-326.
- [17]Tsang A, Xie F, Xin X. Foreign institutional investors and corporate voluntary disclosure around the world[J]. The Accounting Review,2019,94(5):319-348.
- [18]Bena J, Ferreira M A, Matos P, et al. Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership[J]. Journal of Financial Economics,2017,126(1):122-146.
- [19]Boone A L, White J T. The effect of institutional ownership on firm transparency and information production[J]. Journal of Financial Economics, 2015,117(3):508-533.
- [20]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
- [21]李春涛,刘贝贝,周鹏,等. 它山之石:QFII与上市公司信息披露[J]. 金融研究,2018(12):138-156.
- [22]Gillan S L, Starks L T. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective[J]. Journal of Applied Finance,2003,13(2):4-22.
- [23]Karamanou I, Vafeas N. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis[J]. Journal of Accounting Research,2005,43(3):453-486.
- [24]Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics,2005,77(1):57-116.
- [25]Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news? [J]. Journal of Accounting Research,2009,47(1):241-276.
- [26]连立帅,朱松,陈关亭. 资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 管理世界, 2019(8):136-154.
- [27]Chan K, Menkveld A J, Yang Z. Information asymmetry and asset prices: Evidence from the China foreign share discount[J]. Journal of Finance,2008,63(1):159-196.
- [28]Bae K H, Stulz R M, Tan H. Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts[J]. Journal of Financial Economics,2008,88(3):581-606.
- [29]姜富伟,孟令超,唐国豪. 媒体文本情绪与股票回报预测[J]. 经济学(季刊),2021(4):1323-1344.
- [30]Price M K, Doran J, Peterson D R, et al. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone[J]. Journal of Banking & Finance,2012,36(4):992-1011.
- [31]Morck R, Yeung B, and Yu W. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics,2000,58(1):215-260.
- [32]张会丽,陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界, 2012(3):141-150.

- [33] Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1): 169-215.
- [34] Ferreira M A, Matos P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(3): 499-533.

[责任编辑:黄燕]

Can Capital Market Opening Curb the Degree of Tone Management? —A Quasi-natural Experiment Based on Mainland-Hong Kong Stock Connect

ZHONG Huijie, ZHANG Xinran

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: We take Mainland-Hong Kong Stock Market Exchange Mechanism (hereinafter referred to as Mainland-Hong Kong Stock Connect) as quasi-natural experiment, and use data from A-share listed companies from 2009—2020 to examine the relationship between capital market opening and the degree of tone management. We find that Mainland-Hong Kong Stock Connect has a significant inhibitory effect on tone management, improving the quality of information disclosure effectively. Further analysis shows that its mechanisms lie in improving information transparency, improving corporate governance and easing financing constraints, and the policy effect is more obvious in companies with active funds in Hong Kong. This paper not only expands the relevant research on the influencing factors of tone management, but also provides a theoretical basis and policy reference for the government to further promote a new round of high-level capital market opening.

Key Words: capital market opening; Mainland-Hong Kong Stock Connect; information disclosure; tone management; textual analysis; extraterritorial investor; financing constraint

(上接第 41 页)

Can the Reform of Unified Management of Human and Financial Resources Improve Audit Quality in Guizhou Province? —An Empirical Study Based on Synthetic Control Method

HE Penghao, JIA Haibo, NAN Yongqing

(1. School of Government Audit, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China;

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

Abstract: Using the unified management reform of human and financial resources of sub-provincial local audit institutions implemented in 2015 as a quasi-natural experiment, the impact of the unified management reform of human and financial resources on audit quality is measured based on Chinese provincial panel data from 2007 to 2018, using synthetic control method to construct real reform pilot areas and synthetic reform areas. The study shows that (1) the reform can significantly improve audit quality in Guizhou province compared to unreformed provinces. Audit quality in Guizhou province improved by an average increase of 35,000 yuan per year from 2016 to 2018. The conclusion still holds after placebo test, ranking test, and mean square prediction error ratio test. (2) There is heterogeneity in the reform effect, with significant improvement in Guizhou, Shandong, Jiangsu, Zhejiang, and Guangdong provinces, some time lag in Chongqing municipality, and insignificant improvement in Yunnan province. (3) Compared with other pilot provinces, Guizhou province has the most thorough reform, and its reform experience has certain inspiration and guidance for further deepening the reform of audit management system and building a centralized, unified, comprehensive coverage, authoritative and efficient audit supervision system.

Key Words: national audit; unified management reform of human and financial resources; audit quality; synthetic control method; reform of the audit management system; national governance