

年报语调与企业财务绩效:心口如一还是心口不一?

沈菊琴^a,李淑琴^b,孙付华^a

(河海大学 a. 农业科学与工程学院; b. 商学院, 江苏 南京 211106)

[摘要]将传统的管理学和文本分析方法相融合,基于信息经济学理论,以2011—2019年中国A股非金融企业为研究样本,采用OLS回归模型考察年报语调对财务绩效的影响。研究结果表明:年报语调与企业财务绩效之间存在显著的“倒U型”曲线关系,适度积极的年报语调能够显著提升企业的财务绩效,异常乐观的年报语调则不利于企业财务绩效的提升,并且这种关系在非国有、分析师关注度高以及处于初创期、增长期和衰退期的样本企业中更加显著。进一步研究发现,市场估值水平和经营不确定性会强化年报语调与企业财务绩效之间的“倒U型”关系。有关结论丰富和拓展了年报语调对企业经济后果影响的研究,可以为信息使用者合理利用文本信息做出科学决策提供重要的理论参考。

[关键词]年报语调;财务绩效;文本分析;分析师跟踪;信息效应;企业生命周期;调节效应

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2022)01-0069-12

一、引言

统计局官方数据显示,2020年我国国内生产总值比上年增长2.3%,增长速度较前五年急剧下降,新冠疫情的爆发给经济发展和企业存续带来了严峻挑战。面对更大的环境不确定性,缓解信息不对称是保证企业稳健经营的重要途径。信息集主要由财务信息和文本信息两部分组成,相较于客观量化的财务信息,文本信息逐渐受到社会各界的关注,主要原因在于两个方面:一是个体认知存在差异,信息的发布方、传递方和接收方对信息的理解不同,故文本信息比数字信息更具有弹性,框架效应理论也进一步表明,对相同问题的差异性语言描述会导致不同的决策判断;二是文本信息内含的增量信息可以为利益相关者更好地诊断企业经营风险、预测未来绩效提供支持^[1]。

年报是上市公司信息披露的重要途径,其文本信息可以反映公司经营状态、战略计划和发展方向,基于文本分析的年报语调实证研究也日益成为当前会计研究的新方向。年报语调是财务数据来源的重要解释和补充,是信息披露中文本叙述的情感表达,可以对利益相关者理解企业管理特征和未来决策起到不可估量的作用。管理层在披露公司信息时拥有较多的叙述性裁量权,如使用高级的语法和修辞描述经营情况,通过视觉、结构呈现主题信息,采用因果推理、归因模式、不同的业绩基准解释公司绩效^[2],等等。受到公司绩效或认知倾向的驱动,管理层会根据公司当前的业绩情况,夹杂着自己的主观倾向,以可取的方式撰写叙述性章节^[3]。

语调中的叙述性裁量权可以用两种竞争性的学派观点来解释:信息增量学派和印象管理学派。前者植根于代理理论,认为管理者不会受到经营环境的影响,客观使用叙述性裁量权披露信息有利于缓解公司内外部之间的信息不对称,投资者可以据此获得增量信息,评估企业价值,做出更加理性的决策;后者认为叙述性裁量权披露策略是一种机会主义行为,即管理者出于自身利益的考虑会有选择地披露信息,操纵公司文件中的信息内容,将负面信息归因于外部因素,而将利好信息归因于内部因素,以改善投资者对公司前景的看法^[4]。目前,国内外学者对企业披露信息语调的研究也形成了两种竞争性结论。多数学者从分析师跟踪^[5]、融资成本^[6]、危机预测^[7]、股票价格^[8-9]等层面肯定了语调对于公司发展的积极作用。然而,部分学者也研究发现,管理者基于利己主义的思想会对语调进行操控^[10],如为了树立良好的企业形象,在年报的管理层讨论与分析中采用异常乐观的

[收稿日期]2021-04-08

[基金项目]中央高校基本科研业务费项目(B200204019)

[作者简介]沈菊琴(1962—),女,江苏张家港人,河海大学农业科学与工程学院教授,博士生导师,从事环境会计与水资源经济研究;李淑琴(1993—),女,河南柘城人,河海大学商学院博士研究生,从事会计与财务管理研究,通讯作者,E-mail:lishuqin0506@163.com;孙付华(1984—),女,山东青岛人,河海大学农业科学与工程学院副教授,硕士生导师,从事环境会计与水资源经济研究。

语调来描述未来发展空间,同时采用模棱两可的语言来粉饰或者弱化负面信息,进而加剧了信息不对称程度,造成资本误定价^[11],导致未来经营风险的发生概率增加^[12],影响企业的可持续发展。综上所述,语调会对企业的风险预测、股票价格等经济后果产生向好或者负面影响,那么财务绩效作为经济后果的重要表现,年报语调会对其产生怎样的影响呢?内外部因素的差异又会对年报语调与财务绩效之间的关系产生怎样的影响呢?为了回答这些问题,本文从文本分析的语调层面出发,在信息经济学理论的基础上,考察年报语调对企业财务绩效的影响。

本文可能的边际贡献在于以下四点:第一,以往研究多数选择托宾Q值、资产收益率、息税前利润作为财务绩效的代理变量^[13],本文则采用剔除盈余管理之后的指标进行分析,并进一步采用剔除盈余重述后的数据进行稳健性检验,有效消除了盈余管理产生的“噪音”;第二,研究结论证实年报语调与财务绩效之间存在非线性关系,打破了文本信息两种竞争性观点的“唯一论”,为解释信息效应假说和机会主义假说的辩证统一提供了经验证据;第三,基于产权性质、分析师跟踪和企业生命周期三个维度进行异质性检验,基于市场估值水平和经营不确定性两个维度进行调节作用检验,充分探寻内外部因素对年报语调与企业绩效之间关系的影响,为文本信息的研究提供了新的视角;第四,研究结论对监管机构和外部投资者具有警示意义,即在进行投资或监管时,要准确把握上市公司信息披露的客观性,兼顾“听其言”和“观其行”,做出合理决策。

二、理论分析与研究假设

(一)年报语调与财务绩效的影响机理

基于信号传递理论,在资本市场中信息的供给方会向信息的需求方传递信号,以缓解信息不对称,促进市场交易环境的改善^[14]。作为资本市场的重要媒介,公司年报是从管理层视角向外界传递公司经营现状及战略规划等信息的途径,年报语调能够显著影响公司的股价波动和财务绩效。由于具有可选择性、可调节性等特征,不同的年报语调可能会对财务绩效产生不同的影响。当前相关研究存在两种争论:一是信息效应假说,二是机会主义假说。

1. 信息效应假说

信息效应假说认为积极的年报语调这一文本信息能够向资本市场传递管理层的增量信息,进一步畅通信息需求方和供给方之间的沟通渠道,降低资本误定价和企业风险的发生概率,有利于企业的存续和发展^[15]。从信息供给的视角来看,企业年报具有内容多样化的特点,管理层不仅要陈述公司过去的商业环境和经营业绩,还要向外界传递战略方向和未来规划,在撰写并披露年报的过程中,如果管理层关于企业发展的态度和认知能够采用积极的语调来表达,那么这些乐观情绪就可以通过融资成本、经营风险、企业形象等途径转化为资本市场上有价值的增量信息,进而有利于股票价格的提升,提高企业财务绩效。反之,如果语调过于悲观,外界会普遍认为是企业管理不善,面临较大的经营风险,则不利于财务绩效的提升。进一步地,基于信息需求方的视角,有效的公司估值是资本市场基于企业提供的所有信息集合计算而形成的未来收益折现值^[16]。非财务信息可以向外界传递公司运营、管理等方面的情况,在一定程度上弥补财务信息的局限,有利于改善信息需求方的信息环境。此外,也有研究发现,年报文本信息是企业信息集的重要组成部分,积极的语调有助于投资者根据年报中的文本信息来揣摩管理层的情感,对企业的未来发展进行预判,有助于降低会计信息错误定价,做出正确的投资选择^[17]。

2. 机会主义假说

机会主义假说认为年报语调这一文本信息容易被管理层操纵,进一步加大信息不对称程度,影响外界对企业的经营认知,恶化市场交易和竞争环境,影响企业的健康发展。现阶段,中国的资本市场处于成长和发展时期,市场化程度有待提高,与投资相关的法律制度不健全,信息披露环境仍然存在“报喜不报忧”的缺陷^[18]。年报语调通常包含管理层的主观观点,出于机会主义动机他们倾向于有选择地描述良好结果而掩饰负面信息,影响信息使用者的认知和决策。一方面,管理层利用叙述性裁量权故意隐瞒或遗漏有关业绩、挑战和机会的负面信息,影响投资者对企业的客观评估;另一方面,管理层通过语法或修辞等手段强化利好信息,扭曲利益相关者对公司业绩和发展前景的看法,可能会产生“掩饰效应”,对财务绩效产生消极影响。另外,基于信息需求方的视角,管理层会通过语调操纵来粉饰盈余管理活动,干扰分析师预测,进而导致投资者的非理性交易,给企业经营带来更大的损失风险^[19]。此外,也有学者研究发现,语调越积极,企业管理层卖出股票的规模越大,这进一步说明管理层存在“口是心非”的操纵嫌疑^[20]。

综上所述,两种假说在年报语调方面的观点各有道理,但其作用发挥可能存在一个范围或度的界限,在一定的范围或度之内,信息效应假说成立,即当管理层采用积极的语调反映年报的文本信息时,企业的财务绩效会得到显著提升。然而,如果超过这个度,就是机会主义假说的结果,即异常乐观的语调反而会使信息失真,降低企业的财务绩效。因此本文认为,年报语调与财务绩效之间可能并不是一般的线性关系,适度积极的年报语调会促进财务绩效的提升,异常乐观的年报语调反而会抑制财务绩效的提升。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:适度积极的年报语调对企业财务绩效具有促进作用,异常乐观的年报语调对企业财务绩效具有负面影响,即两者之间呈现“倒U型”关系。

(二) 产权性质、年报语调与财务绩效

在我国现行的社会主义市场经济环境下,对于不同产权性质的企业而言,年报语调对财务绩效的影响可能存在较大差异。首先,与非国有企业相比,国有性质的企业在市场上处于优势地位,主要原因是国有企业以国家声誉为背书,政治关联度较强,更有可能获得稀缺的资源^[21],如政府补贴、税收减免、融资贷款、特许经营权、经济救助等^[22]。此外,也有研究发现,出于政治风险的考虑,国有企业管理层操纵信息披露的动机较弱。非国有企业先天的风险较大^[23],在市场上常常处于劣势地位,更容易受到信息披露的影响,因此,为了获得利益相关者的信任,降低信息不对称程度,树立良好的企业形象,非国有企业有更大的动机关注年报信息质量。其次,国有企业拥有的资源优势和政府隐性担保通常会软化其存在的预算约束,可以减少其经营存续过程中的障碍和市场规律的束缚,与之相比,非国有企业则面临更大的环境不确定性,承担着更高的财务风险和经营风险^[24]。因此,当企业的文本信息被操纵时,非国有企业会受到更为严重的经营冲击。以上两方面原因都会使得非国有企业更加关注年报语调,即年报语调传达出的情绪对非国有企业的财务绩效有着更大的影响。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H2:相较于国有企业,非国有企业的年报语调与财务绩效之间的“倒U型”关系更加显著。

(三) 分析师跟踪、年报语调与财务绩效

分析师作为资本市场的信息中介,具有较强的信息分析及处理能力,能够运用丰富的知识储备有效解读上市公司年报中传达的情感语调信息,并与自身掌握的情报相匹配,进而对企业的发展和盈余进行预测^[25-26],为投资者提供决策支持,降低决策失误概率,促进资本市场的良性发展^[27]。分析师跟踪、年报语调与财务绩效的关系可以从两个方面进行解释:一是分析师跟踪数量多的企业会受到较多的关注,为了更好地传递企业经营良好的业绩信息,管理层倾向于采用更加积极的语气撰写年报等信息,可能会将更多的主观感受带入文本信息的编写中,放大年报语调中的叙述性裁量权,进而传递到资本市场上对企业的经营状态和投资者决策产生影响;二是分析师跟踪数量少的企业缺乏外在的刺激和激励,管理层不关注企业文本信息的表达,弱化了文本信息的有用性和有效性,从而导致年报语调与财务绩效之间的关系不显著。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H3:相较于低分析师跟踪的企业,高分析师跟踪企业的年报语调与财务绩效之间的“倒U型”关系更加显著。

(四) 企业生命周期、年报语调与财务绩效

在企业生命周期的各个阶段,其战略规划、治理结构、决策方法和和发展潜力会存在显著差异^[28]。公司基本面的动态会随着时间发生变化,并影响商业战略,进而影响投资决策。此外,财务绩效被视为市场条件与战略规划相结合的过程结果^[29],可以反映公司定性披露内容及语气变化的情况。因此,基于生命周期理论实证检验年报语调对财务绩效的影响是合理且必要的^[30]。相比较而言,处于初创期和成长期的企业由于进入市场的时间较短,对市场规则及信息披露机制还没有充分了解,这一时期可能会为了公司的长期运营和发展,更加关注企业价值提升和形象树立,有更大的动机对文本信息加以关注,降低信息不对称程度,最终作用于企业财务绩效。处于成

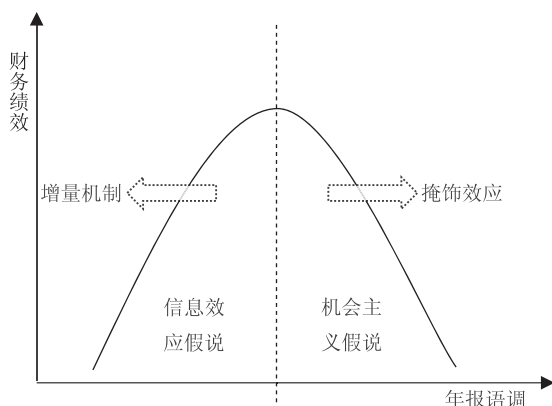


图1 年报语调与财务绩效的影响机理

成熟期的企业,其产品、技术、组织、管理已经走向正轨,企业形象较好,外部竞争压力较小,管理层缺乏动机去过多关注文本信息,处于该时期的企业其年报语调与财务绩效之间的关系不显著。处于衰退期的企业有更多的时间了解生存法则,为了防止企业进一步的衰败,会通过年报语调向外界传递利好信息,进而对企业绩效产生影响。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H4:相较于成熟期的企业,处于初创期、成长期和衰退期的企业其年报语调与财务绩效之间的“倒U型”关系更加显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2011—2019年A股上市公司的年度财务报告作为研究对象,分析年报语调对企业财务绩效的影响。年报语调和盈余重述数据来源于中国研究数据服务平台(CNRDS),产权性质数据来源于色诺芬数据库(CCER),Z值来源于万得数据库(Wind),其他数据来源于国泰安经济金融研究数据库(CSMAR),数据的筛选和处理采用Excel和Stata.15软件。基于研究需要,本文对样本进行如下处理:(1)剔除金融、保险、资本市场服务行业的样本;(2)剔除被ST的样本公司;(3)剔除数据存在缺失的样本公司;(4)对所有连续变量进行1%、99%水平上的Winsorize处理。

(二)变量说明

1. 被解释变量

财务绩效:传统的做法通常采用息税前利润、净资产收益率和托宾Q值作为财务绩效的代理变量,未曾考虑指标中可能存在的盈余管理“噪音”,影响了实证结果的客观性和准确性。为了消除盈余管理“噪音”的影响,本文借鉴张兆国等的研究方法^[31]来衡量财务绩效指标。首先,按照Jones模型(1)对正常的应计利润率进行估计;其次,计算操纵的应计利润率即模型(1)的残差——实际的应计利润率减去正常的应计利润率,如模型(2)所示;最后,计算剔除“噪音”后的总资产息税前利润率——实际的总资产息税前利润率减去操纵的应计利润率,如模型(3)所示。

$$\frac{\widehat{TA}_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{Sales_{i,t} - Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (1)$$

$$DA = \frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \frac{\widehat{TA}_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (2)$$

$$UnEBIT_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - DA \quad (3)$$

其中,TA表示应计利润,用净利润与经营活动现金流净额的差值计算;Asset表示企业总资产;Sales表示年度销售收入;PPE表示厂房、机器设备等固定资产;DA表示操纵的应计利润率;EBIT表示息税前利润率;UnEBIT表示剔除盈余管理“噪音”后的总资产息税前利润率。

2. 解释变量

年报语调:参考Price等^[32]、林乐和谢德仁^[25]对语调的相关研究,本文根据上市公司年度财务报告,以Loughran和McDonald提供的LM词典^[33]为基础,计算年报文本中的年报词汇数、积极词汇数和消极词汇数,并采用公式计算年报文本语调: $Tone1 = (\text{积极词汇数} - \text{消极词汇数}) / \text{年报词汇数}$,Tone1为正向指标,取值为[-1,1],该值越大,表示年报文本信息语调越积极。

3. 分类变量

(1)产权性质:为了便于计量和分析,参照中国经济金融数据库(CCER)的分类标准,本文将研究样本分为国有企业和非国有企业两类。

(2)分析师跟踪:年度内分析师(团队)对该公司进行跟踪分析的数量,并以中位数为界,分为分析师关注度高和分析师关注度低两组。

(3)企业生命周期:现金流量生命周期衡量标准既能克服常用盈利能力计量的片面性,又能规避行业固有的差异干扰,具有较强的客观性和可操作性。为了便于分析,本文参考刘诗源等的做法^[34],按照经营、投资、筹资活动现金流净额的正负组合将企业生命周期分为四个阶段:初创期、增长期、成熟期和衰退期,如表1所示。

4. 调节变量

(1) 市场估值水平:参考张子健的研究方法^[35],本文选择市盈率和托宾 Q 值作为该指标的代理变量,市盈率和托宾 Q 值越大,市场估值水平越高。

(2) 经营不确定性:Z 值是被广泛用来衡量企业破产风险的方法,本文选择 Z 值作为经营不确定性的代理变量,该指标值越大,表明企业风险越低,经营不确定性越小。

5. 控制变量

本文选择的控制变量包括公司规模(*Asset*)、成长性(*Cigr*)、杠杆率(*Lev*)、现金流量水平(*Cash*)、上市年龄(*Age*)等反映公司基本面情况的变量和独立董事占比(*Inbr*)、股权集中度(*H3r*)、两职合一(*Tjio*)、董事会规模(*Board*)、高管持股比例(*Toer*)等反映公司治理水平的变量。此外,本文还设置了年份(*Year*)、行业(*Industry*)(依据 2012 版证监会行业分类标准设定)两个虚拟变量。具体理由如下:(1)公司规模。国内外学者关于公司规模与企业财务绩效的关系有大量研究,如唐少清等通过对 2014—2019 年创业板上市公司的分析发现,公司规模对财务绩效具有显著的促进作用^[36]。(2)成长性。已有研究表明,成长性对企业财务绩效具有正向调节作用^[37]。(3)杠杆率。企业的负债比重越高,资产误定价的可能性越大,将会对企业经营和绩效产生不利影响。(4)现金流量水平。企业留存过多的现金会在一定程度上影响投资支出,进而对企业经营绩效产生负面影响。(5)上市年龄。处于不同年龄的企业其发展模式、外部环境、市场份额等均会存在显著差异,进而会对企业绩效产生影响。(6)独立董事占比。张兆国等以我国 2007—2011 年 A 股上市公司为样本研究发现,独立董事占比的提高不利于企业绩效的提升^[31]。(7)股权集中度。股权集中度高的企业,需要支付更多的股利,虽然可以避免过度投资带来的风险,但在一定程度上也会影响企业绩效的增长。(8)两职合一。当董事长兼任总经理即两职合一时,可以大大减少决策等相关成本,从而有助于提升绩效水平。(9)董事会规模。杜勇等研究发现,董事会规模对企业财务绩效具有显著的负向驱动效应,即董事会规模越大,企业绩效越不理想^[38]。(10)高管持股比例。“管理者壁垒”假说认为,高管持股比例过高会降低其外部控制水平,产生一系列的经营风险,进而对企业绩效产生不利影响^[39]。

变量的具体说明和计算详见表 2。

(三) 模型构建

根据前文提出的假说,本文对刘逸爽和陈艺云所采用的回归模型^[14]进行改进,引入年报语调的二次方项,构建如下回归模型:

$$UnEBIT = \alpha_0 + \alpha_1 Tone1^2 + \alpha_2 Tone1 + \sum_{i=3}^n \alpha_i Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (4)$$

其中,被解释变量为 *UnEBIT*,解释变量为 *Tone1*, α_0 是截距项, α_1 是年报语调二次项对财务绩效的影响系数, α_2 是年报语调一次项对财务绩效的影响系数, α_i 是各个控制变量的回归系数, ε 为扰动项。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

为了避免数据异常值的影响,表 3 汇报的是经过 Winsorize 处理的主要变量描述性统计结果。从表 3 中可以

表 1 不同生命周期的衡量标准

	初创期	增长期	成熟期	衰退期			
经营现金流净额	-	+	+	-	+	+	-
投资现金流净额	-	-	-	-	+	+	+
筹资现金流净额	+	+	-	-	+	-	+

表 2 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
财务绩效	<i>UnEBIT</i>	剔除盈余管理“噪音”后的总资产息税前利润率
年报语调	<i>Tone1</i>	(积极词汇数 - 消极词汇数)/年报词汇数
产权性质	<i>State</i>	国有企业赋值为 0,非国有企业赋值为 1
分析师跟踪	<i>Tra</i>	以中位数为界,超过中位数赋值为 1,否则为 0
生命周期性	<i>Life</i>	初创期、成长期、成熟期、衰退期
市场估值水平	<i>Mel</i>	托宾 Q 值(<i>Tobin</i>)、市盈率(<i>Per</i>)
经营不确定性	<i>Z</i>	Z 值
独立董事占比	<i>Inbr</i>	独立董事人数/董事会人数
股权集中度	<i>H3r</i>	前三大股东持股数/公司总股数
公司规模	<i>Lnsiz</i>	总资产的自然对数
成长性	<i>Cigr</i>	采用综合收益增长率作为代理变量
杠杆率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
现金流量水平	<i>Cash</i>	现金资产/总资产
两职合一	<i>Tjio</i>	董事长兼任总经理赋值为 1,否则为 0
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数
高管持股比例	<i>Toer</i>	高管持股数量/股本总数
上市年龄	<i>Age</i>	上市年限
年份	<i>Year</i>	属于该年度赋值为 1,否则为 0
行业	<i>Industry</i>	属于该行业赋值为 1,否则为 0

看出,衡量财务绩效变量的平均值为 0.057, 25%分位数、50%分位数和 75%分位数分别为 0.013、0.058 和 0.106,说明企业剔除盈余管理“噪音”之后的总资产息税前利润率均匀分散。年报总词数包括积极词汇和消极词汇,其均值分别为 3321.138 和 3296.229,说明我国上市公司年报中的积极词汇数量略多于消极词汇,而积极词汇的标准差小于消极词汇的标准差,这在一定程度上说明积极词汇更加稳定。年报语调的平均值和中位数均为 0.005,标准差仅为 0.067,说明企业年报语调数据较为稳定集中,悲观和乐观程度“势均力敌”。

(二) 回归结果分析

为了验证假设 H1,本文采用模型(4)进行回归,具体实证结果如表 4 所示。控制行业和年份的回归结果显示, $Tone1^2$ 和 $Tone1$ 的系数分别为 -0.485、0.056,并且均在 1%的水平上高度显著,这表明年报语调与企业财务绩效之间呈现“倒 U 型”的非线性关系,即适度积极的年报语调有利于财务绩效的提升,异常乐观的年报语调会降低企业的财务绩效。基于信号传递理论和心理学的框架效应,适度积极的语调能传达出管理层对未来经营的真实情感,异常乐观的语调可能是管理层为了维持良好的形象和掩饰负面消息而营造的企业繁荣的假象。

关于控制变量与财务绩效之间的关系,具体而言,反映公司基本面情况的公司规模、成长性和现金流量水平可以显著促进企业财务绩效的提升,这说明强大的资本支持是企业实现盈利的基本保障。此外,杠杆率的系数为 -0.017,与财务绩效在 1%的水平上显著负相关,说明负债占比较高的企业面临更大的风险,会对企业的发展 and 盈利产生不利影响。股权集中度的系数为 0.037,且在 1%的水平上显著,这是因为出于股东财富最大化的考虑,大股东为了实现自身的既得利益,通常会加强公司治理,助力企业财务绩效。高管持股比例与财务绩效之间呈现负相关关系,说明高管持股越多,企业的财务绩效越差。控制变量对财务绩效的影响结果与赵宇亮的研究结论^[6]基本一致。

(三) 异质性分析

1. 产权性质

为了研究不同产权性质样本公司的年报语调对财务绩效的异质性影响,本文将样本分为国有企业和非国有企业,分组回归的结果如表 5 中的列(1)和列(2)所示。结果显示,国有企业组别中 $Tone1^2$ 的系数未通过检验,说明在国有企业样本中年报语调与财务绩效的“倒 U 型”关系不成立。非国有企业组别中 $Tone1^2$ 和 $Tone1$ 的系数分别为 -0.642 和 0.069,且均在 1%的水平上显著,说明在非国有企业样本中年报语调和财务绩效之间存在“倒 U 型”关系。此外,在国有企业样本中,年报语调对财务绩效的影响显著为正,但平方项的回归系数均不显著,说明在这些企

表 3 变量的描述性统计结果

变量	N	Mean	Sd	Min	P25	P50	P75	Max
财务绩效	20421	0.057	0.091	-0.318	0.013	0.058	0.106	0.331
年报总词数	20421	47852.91	12333.24	26343	39006	46308	54856	85311
积极词汇	20421	3321.138	896.076	1750	2677	3202	3844	5974
消极词汇	20421	3296.229	918.547	1682	2647	3208	3800	6057
年报语调	20421	0.005	0.067	-0.162	-0.041	0.005	0.050	0.186
独立董事占比	20421	0.375	0.054	0.333	0.333	0.333	0.429	0.571
股权集中度	20421	0.163	0.116	0.012	0.074	0.135	0.225	0.562
公司规模	20421	22.177	1.323	19.299	21.246	22.002	22.908	27.053
成长性	20421	-0.267	3.752	-23.91	-0.350	0.064	0.394	13.063
杠杆率	20421	0.422	0.208	0.049	0.255	0.411	0.578	0.969
现金流量水平	20421	0.162	0.126	0.010	0.072	0.125	0.212	0.619
两职合一	20421	1.724	0.447	1	1	2	2	2
董事会规模	20421	8.583	1.705	4	7	9	9	20
高管持股比例	20421	0.106	0.175	0	0	0.001	0.167	0.823
上市年龄	20421	9.941	7.181	0	3	8	16	29

表 4 基准回归结果

变量	(1) <i>UnEBIT</i>	(2) <i>UnEBIT</i>	(3) <i>UnEBIT</i>	(4) <i>UnEBIT</i>
$Tone1^2$	-0.461 *** (-4.934)	-0.496 *** (-5.482)	-0.569 *** (-6.295)	-0.485 *** (-5.370)
$Tone1$	0.098 *** (9.562)	0.046 *** (4.468)	0.017 * (1.650)	0.056 *** (5.345)
<i>Inbr</i>		-0.016 (-1.231)	-0.022 * (-1.666)	-0.019 (-1.446)
<i>H3r</i>		0.042 *** (7.500)	0.033 *** (5.850)	0.037 *** (6.564)
<i>Asset</i>		0.009 *** (15.105)	0.012 *** (19.289)	0.010 *** (15.878)
<i>Cigr</i>		0.004 *** (22.044)	0.004 *** (21.575)	0.004 *** (22.153)
<i>Lev</i>		-0.034 *** (-8.999)	-0.026 *** (-6.697)	-0.017 *** (-4.296)
<i>Cash</i>		0.127 *** (23.787)	0.122 *** (22.310)	0.135 *** (24.410)
<i>Tjio</i>		0.001 (0.788)	0.001 (0.487)	0.002 (1.360)
<i>Board</i>		-0.000 (-0.225)	-0.001 *** (-3.128)	-0.001 (-1.634)
<i>Toer</i>		-0.013 *** (-3.000)	-0.001 (-0.126)	-0.008 * (-1.803)
<i>Age</i>		-0.000 (-0.012)	0.000 (0.545)	-0.000 (-0.706)
<i>_cons</i>	0.033 *** (3.498)	-0.173 *** (-13.033)	-0.200 *** (-12.213)	-0.196 *** (-11.973)
<i>N</i>	20421	20421	20421	20421
<i>Year</i>	控制	控制	不控制	控制
<i>Industry</i>	控制	不控制	控制	控制
<i>Adj_R²</i>	0.0472	0.0972	0.1107	0.1233

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著,括号内为 t 值。下同。

业样本中年报语调和财务绩效之间存在线性关系,原因可能是国有企业以国家声誉为背书,政治关联度较强,相较于非国有企业受到政府的管控较多,管理层操纵文本信息的成本较大,从而机会主义倾向较弱,信息效应显著。

2. 分析师跟踪

为了研究分析师跟踪对年报语调和财务绩效之间关系的影响,本文按照分析师跟踪的中位数将样本分为分析师关注度高和分析师关注度低两组,分组回归的结果如表5中的列(3)和列(4)所示。结果显示,分析师关注度低组未通过显著性检验,分析师关注度高组中 $Tone1^2$ 和 $Tone1$ 的系数分别在1%、5%的水平上显著,说明分析师关注度高组中年报语调和财务绩效之间的“倒U型”关系更为显著。有趣的是,在分析师关注度低的样本中,年报语调和回归系数为0.054,在5%的水平上显著,说明年报语调和财务绩效的提升,这可能是因为分析师关注度较低的企业更倾向于本分经营,通过操纵年报语调和去获得利益的倾向较低,信息效应反而较显著。

3. 企业生命周期

表5中的列(5)至列(8)为不同生命周期阶段企业年报语调和财务绩效的回归结果,可以发现,成熟期年报语调和平方项的系数未通过显著性检验,但年报语调和的系数为0.040,且在5%的水平上显著,说明在该阶段年报语调和与企业财务绩效之间呈现线性关系。初创期、增长期年报语调和的二次项系数分别为-0.450、-0.727,且均在1%的水平上显著,表明在这两个阶段年报语调和财务绩效之间呈现“倒U型”的非线性关系,处于该时期的企业为了长期发展和维护良好的企业形象,管理层更倾向于采用积极的语调和传递信息,进而作用于财务绩效的提升。衰退期 $Tone1^2$ 的系数为-0.668,在1%的水平上显著,表明该阶段年报语调和财务绩效之间呈现“倒U型”的非线性关系,这可能是因为企业在发展的后期,管理层比较熟悉公司的运作模式和经营结构,有更大的动机去“操纵”信息,从而导致年报语调和的敏感性更强。此外,我们还发现,成熟期样本企业中年报语调和的系数通过了显著性检验,说明处于这一阶段的企业年报语调和与财务绩效之间呈现线性关系,原因可能是成熟期企业的规章制度比较完善,内部管控比较到位,缺乏语调和操纵的动机,信息效应显著。

表5 异质性回归结果

变量	产权性质		分析师关注度		企业生命周期			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国有企业	非国有企业	关注度低	关注度高	初创期	增长期	成熟期	衰退期
$Tone1^2$	-0.087 (-0.639)	-0.642*** (-5.286)	-0.166 (-0.732)	-0.335*** (-2.731)	-0.450*** (-4.040)	-0.727*** (-3.190)	-0.234 (-1.630)	-0.668*** (-5.590)
$Tone1$	0.044*** (2.688)	0.069*** (4.873)	0.054** (2.024)	0.031** (2.180)	0.043*** (3.303)	0.022 (0.822)	0.040** (2.253)	0.026** (1.973)
$Inbr$	-0.046** (-2.299)	0.005 (0.252)	0.004 (0.110)	0.000 (0.013)	-0.033** (-1.969)	-0.015 (-0.457)	0.022 (1.060)	-0.038** (-2.218)
$H3r$	0.028*** (2.986)	0.052*** (6.989)	-0.009 (-0.588)	0.006 (0.743)	0.032*** (4.676)	0.005 (0.372)	0.060*** (6.192)	0.030*** (4.276)
$Asset$	0.009*** (10.009)	0.011*** (12.979)	0.006*** (3.997)	0.001 (1.148)	0.006*** (7.341)	0.013*** (8.524)	0.005*** (3.870)	0.006*** (6.827)
$Cigr$	0.003*** (11.159)	0.004*** (19.130)	-0.000 (-1.157)	0.002*** (9.966)	0.005*** (20.475)	0.004*** (11.994)	0.005*** (9.535)	0.003*** (19.576)
Lev	-0.005 (-0.716)	-0.023*** (-4.514)	-0.006 (-0.525)	0.029*** (5.049)	0.033*** (6.453)	0.004 (0.477)	-0.046*** (-6.072)	0.002 (0.535)
$Cash$	0.172*** (17.223)	0.129*** (19.084)	-0.018 (-1.015)	0.139*** (17.134)	0.103*** (15.608)	0.161*** (13.591)	0.137*** (15.229)	0.122*** (17.617)
$Tjio$	0.003 (0.935)	0.003* (1.737)	0.008** (2.283)	-0.002 (-1.161)	-0.001 (-0.768)	-0.004 (-1.071)	-0.002 (-0.865)	0.005*** (2.726)
$Board$	-0.001 (-1.495)	0.000 (0.326)	0.002 (1.543)	-0.001** (-2.107)	-0.002*** (-4.554)	-0.000 (-0.100)	-0.001 (-1.309)	-0.001 (-1.198)
$Toer$	-0.055*** (-3.475)	-0.006 (-1.267)	-0.022** (-2.022)	0.011* (1.907)	-0.005 (-1.055)	0.006 (0.565)	-0.028*** (-4.012)	-0.003 (-0.571)
Age	0.000 (1.116)	0.000 (0.911)	0.000 (0.471)	-0.000 (-0.147)	-0.000* (-1.893)	0.000 (0.396)	0.001*** (4.328)	-0.000** (-2.111)
$_cons$	-0.173*** (-7.512)	-0.252*** (-10.320)	-0.194*** (-4.003)	0.004 (0.174)	-0.032 (-1.571)	-0.306*** (-8.041)	-0.080*** (-2.698)	-0.109*** (-5.082)
N	6805	13616	2727	6455	7402	3837	7118	13303
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.1360	0.1332	0.0440	0.1207	0.1703	0.1532	0.1737	0.0949

五、稳健性检验与内生性处理

(一) 稳健性检验

1. 替换自变量

为了更好地验证模型的稳定性,参考王华杰和王克敏的研究成果^[40],本文结合词典中的积极词汇和消极词汇来构建年报语调,采用以下三种方式来替换变量:(1)以台湾大学出版的《中文情感极性词典》为基础,具体计算公式为年报语调($Tone2$) = (积极词汇数量 - 消极词汇数量)/(积极词汇数量 + 消极词汇数量), $Tone2$ 值越大,表示年报文本信息语调越积极。(2)以 LM 词典为基础,具体计算公式为年报语调($Tone3$) = (积极词汇数量 - 消极词汇数量)/年报词汇数量, $Tone3$ 值越大,年报文本信息语调越积极。(3)以台湾大学出版的《中文情感极性词典》为基础,具体计算公式为年报语调($Tone4$) = (积极词汇数量 - 消极词汇数量)/年报词汇数量, $Tone4$ 值越大,年报文本信息语调越积极。

检验结果如表中 6 的列(1)、列(2)和列(3)所示,年报语调二次项的系数均与财务绩效在 1% 的水平上显著正相关,符合“倒 U 型”的模型拟合曲线,这进一步证明了本文结论的可靠性。

2. 替换因变量

资产收益率(ROA)是衡量企业盈利能力的重要指标,该指标值越大,表明企业的资产利用效率越高,财务绩效越好。本文将 ROA 作为企业财务绩效的代理变量进行回归分析,检验结果如表 6 中的列(4)所示, $Tone1^2$ 与财务绩效仍然在 1% 的水平上高度显著,说明本文模型具有较好的稳定性。

3. 剔除盈余重述“噪音”

盈余重述能够反映上市公司在内部控制方面存在的问题,旨在发现并纠正前期差错时,重新复述以前公布的报告行为,通常会因为会计差错调整而导致盈余变更,对年报语调产生影响。为了剔除盈余重述“噪音”的影响,本文选择删除 2011—2019 年存在盈余重述的公司之后的样本进行回归检验,结果依旧稳健。

(二) 控制内生性问题

1. 固定效应

为了防止遗漏变量而造成的内生性问题,本文控制年度和公司个体效应进行回归检验,表 7 中的列(1)是固定年度和公司的回归结果,列(2)是在列(1)基础上进行的聚类分析。结果显示, $Tone1^2$ 的系数均为 -0.482 ,且均在 1% 的水平上显著,表明年报语调与财务绩效之间仍旧呈现“倒 U 型”的非线性关系,模型不存在较严重的内生性问题。

2. 工具变量法

为了消除年报语调和财务绩效交互跨期影响而产生的内生性问题,在控制年份和公司个体效应的基础上,本文采用工具变量法进行检验,借鉴范黎波和尚铎的做法^[41],选择滞后一期的年报语调作为工具变量,分别进行 GMM 回归和 2SLS 回归,具体估计结果如表 7 中的列(3)和列(4)所示。 $L. Tone1^2$ 的系数显著为负, $L. Tone1$ 的系数显著为正,这再次验证了年报语调与企业财务绩效之间存在的“倒 U 型”关系,在一定程度上弱化了内生性问题,保证了结果的稳健性。

六、进一步分析

前文的分析已经证实了年报语调与财务绩效之间存在“倒 U 型”的非线性关系,说明适度积极和异常乐观的年报语调会对财务绩效产生不同的影响。那么,年报语调与财务绩效之间的关系是否会受到资本市场和经营风险的干扰呢?对这一问题的探索将有助于进一步厘清年报语调发挥作用的具体情景和模式,接下来本文重点分析市场估值水平和经营不确定性对年报语调与财务绩效之间关系的调节效应。

(一) 市场估值水平、年报语调与财务绩效

作为评价管理层语调真实性的指标之一,市场估值水平是影响上市公司资源配置的重要因素。基于信息不对称理论,高质量的信息披露和真实的情感传达有利于解决企业与投资者之间的“逆向选择问题”。由于企业发展、权益价值、个人报酬与市场估值水平相关,因此公司管理层有足够的动机去操纵年报语调,这一现象在实施股票期权激励的公司中尤为明显。一般而言,市场估值水平较高的公司,管理层操纵文本信息的动机较

表 6 稳健性检验结果

变量	替换自变量			替换因变量	剔除噪音
	(1) <i>UnEBIT</i>	(2) <i>UnEBIT</i>	(3) <i>UnEBIT</i>	(4) <i>ROA</i>	(5) <i>UnEBIT</i>
<i>Tone2</i> ²	-0.230 *** (-3.603)				
<i>Tone2</i>	0.179 *** (3.406)				
<i>Tone3</i> ²		-24.505 *** (-5.361)			
<i>Tone3</i>		0.391 *** (5.260)			
<i>Tone4</i> ²			-44.554 *** (-6.747)		
<i>Tone4</i>			3.562 *** (6.433)		
<i>Tone1</i> ²				-0.271 *** (-5.564)	-0.489 *** (-5.346)
<i>Tone1</i>				0.069 *** (12.161)	0.055 *** (5.192)
<i>Inbr</i>	-0.019 (-1.423)	-0.020 (-1.476)	-0.019 (-1.436)	-0.024 *** (-3.338)	-0.023 * (-1.717)
<i>H3r</i>	0.037 *** (6.363)	0.037 *** (6.574)	0.037 *** (6.445)	0.041 *** (13.323)	0.037 *** (6.393)
<i>Asset</i>	0.010 *** (16.168)	0.010 *** (15.776)	0.010 *** (15.978)	0.009 *** (26.134)	0.010 *** (16.059)
<i>Cigr</i>	0.004 *** (23.062)	0.004 *** (22.097)	0.004 *** (22.958)	0.008 (87.750)	0.004 *** (20.998)
<i>Lev</i>	-0.021 *** (-5.222)	-0.017 *** (-4.232)	-0.021 *** (-5.229)	-0.086 (-40.170)	-0.018 *** (-4.453)
<i>Cash</i>	0.134 *** (24.141)	0.135 *** (24.406)	0.135 *** (24.403)	0.052 *** (17.562)	0.134 *** (23.983)
<i>Tjio</i>	0.002 (1.277)	0.002 (1.347)	0.002 (1.280)	0.000 (0.159)	0.002 (1.303)
<i>Board</i>	-0.001 (-1.546)	-0.001 * (-1.652)	-0.001 (-1.611)	-0.000 (-1.624)	-0.001 ** (-2.001)
<i>Toer</i>	-0.006 (-1.466)	-0.008 * (-1.803)	-0.006 (-1.332)	0.020 *** (8.674)	-0.008 ** (-1.969)
<i>Age</i>	-0.000 ** (-2.175)	-0.000 (-0.667)	-0.000 ** (-2.127)	-0.000 *** (-4.697)	-0.000 (-0.878)
<i>_cons</i>	-0.231 *** (-11.856)	-0.194 *** (-11.867)	-0.259 *** (-13.132)	-0.122 *** (-13.787)	-0.194 *** (-11.624)
N	20421	20421	20421	20421	19935
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.1217	0.1234	0.1232	0.4516	0.1218

表 7 内生性检验结果

变量	固定效应		工具变量法	
	(1) 固定年度和公司	(2) 聚类分析	(3) GMM 回归	(4) 2SLS 回归
<i>Tone1</i> ²	-0.482 *** (-5.331)	-0.482 *** (-3.947)		
<i>Tone1</i>	0.056 *** (5.352)	0.056 *** (4.080)		
<i>L. Tone1</i> ²			-0.379 *** (-3.294)	-0.378 *** (-3.298)
<i>L. Tone1</i>			0.035 *** (2.833)	0.035 *** (2.933)
<i>Inbr</i>	-0.019 (-1.435)	-0.019 (-1.082)	-0.022 (-1.519)	-0.022 (-1.539)
<i>H3r</i>	0.038 *** (6.596)	0.038 *** (4.113)	0.037 *** (5.447)	0.037 *** (5.815)
<i>Asset</i>	0.010 *** (15.886)	0.010 *** (10.253)	0.010 *** (12.701)	0.010 *** (14.104)
<i>Cigr</i>	0.004 *** (22.153)	0.004 *** (15.323)	0.004 *** (12.669)	0.004 *** (19.797)
<i>Lev</i>	-0.017 *** (-4.260)	-0.017 *** (-2.755)	-0.022 *** (-4.174)	-0.022 *** (-4.881)
<i>Cash</i>	0.135 *** (24.418)	0.135 *** (16.647)	0.146 *** (20.344)	0.147 *** (23.006)
<i>Tjio</i>	0.002 (1.377)	0.002 (1.013)	0.001 (0.352)	0.001 (0.327)
<i>Board</i>	-0.001 (-1.627)	-0.001 (-1.251)	-0.001 (-1.613)	-0.001 (-1.607)
<i>Toer</i>	-0.008 * (-1.855)	-0.008 (-1.407)	-0.000 (-0.048)	-0.000 (-0.094)
<i>Age</i>	-0.000 (-0.692)	-0.000 (-0.485)	-0.000 ** (-2.108)	-0.000 ** (-2.229)
<i>_cons</i>	-0.196 *** (-11.962)	-0.196 *** (-8.748)	-0.142 *** (-7.454)	-0.140 *** (-7.448)
N	20421	20421	15494	15494
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
Adj_R ²	0.1233	0.1277	0.1275	0.1285

弱,年报语调的真实性较高;市场估值水平较低的公司,管理层会为了短期利益而操纵文本信息,年报语调的可靠性降低。为了检验市场估值水平对年报语调与财务绩效之间关系的调节效应,本文采用市盈率(*Per*)和托宾 Q 值(*Tobin*)作为市场估值水平的代理变量,并构建如下模型:

$$UnEBIT = \beta_0 + \beta_1 Tone1^2 + \beta_2 (Tone1^2 \times per) + \beta_3 (Tone1 \times per) + \beta_4 per + \beta_5 Tone1 + \sum_{i=6}^n \beta_i Controls + Year + Industry + \theta \tag{5}$$

$$UnEBIT = \gamma_0 + \gamma_1 Tone1^2 + \gamma_2 (Tone1^2 \times Tobin) + \gamma_3 (Tone1 \times Tobin) + \gamma_4 Tobin + \gamma_5 Tone1 + \sum_{i=6}^n \gamma_i Controls + Year + Industry + \delta \tag{6}$$

市场估值水平调节效应的回归结果如表 8 中的列(1)和列(2)所示,两列中年报语调平方项的系数均显著为负,年报语调的平方项与市盈率、托宾 Q 值的交乘项均显著为负,这表明市场估值水平的提高会强化年报语调与财务绩效之间的“倒 U 型”关系。市场估值水平显示了企业占有的全部资产状况和整体获利能力,市场估值水平较高的企业其发展前景较好,拥有得天独厚的核心竞争力和更高效的管理团队,管理层有更多的时间和

精力去关注文本信息,导致年报语调的敏感性较高。若管理层采用适度积极的语调编写报告,投资者可以通过年报语调的增量信息了解企业的真实价值,做出科学的投资和融资决策,增加所有者财富,验证了信息效应假说的观点;若管理层采用过于积极的语调编写年度报告,则会造成信息失真和信息供需失衡,不利于企业的健康成长,则顺应了机会主义假说的观点。

(二)经营不确定性、年报语调与财务绩效

一方面,当公司面临较高的经营不确定性和风险时,企业价值难以判断,其基本面信息更多地由财务数据反映,文本信息的作用往往被忽视,投资者对“硬信息”的依赖程度更高。另一方面,当公司的经营不确定性较低时,企业经营状态良好、发展潜力较大,管理层和投资者重视文本语调所传递的信息,进而会对企业绩效产生影响。为了检验经营不确定性对年报语调与财务绩效之间关系的调节效应,本文采用衡量企业风险的 Z 值作为代理变量,并构建如下模型:

$$UnEBIT = \mu_0 + \mu_1 Tone1^2 + \mu_2 (Tone1^2 \times Z) + \mu_3 (Tone1 \times Z) + \mu_4 Z + \mu_5 Tone1 + \sum_{i=0}^n \mu_i Controls + Year + Industry + \sigma \quad (7)$$

经营不确定性调节效应的回归结果如表 8 中的列(3)所示,年报语调平方项的系数为 -0.184,且在 10% 的水平上显著为负,年报语调的平方项与 Z 值交乘项的系数为 -0.022,且在 1% 的水平上显著为负,说明 Z 值的升高即经营不确定性的降低会强化年报语调与财务绩效之间的“倒 U 型”关系,这可能是由于经营不确定较低的企业常处于开放健康的市场交易环境之中,面临较少的外部风险,为了获取独特的竞争优势会更加重视语调情绪的传达。此时,若管理层以乐观的心态根据企业真实的经营情况编写年报,这些增量信息的传递将会降低信息不对称程度,有利于企业可持续发展,符合信息效应假说的预期;若管理层为了维持企业的虚假繁荣而选择操纵年报语调,误导投资者的投资决策,则会对企业的发展产生负面影响,验证了机会主义假说的正确性。

七、结论性评述

在中国这种“听话听音”的高语境传播环境中,文本信息的重要性不言而喻。本文以 2011—2019 年上市公司的年报为研究对象,基于年报语调的特征,实证检验了年报语调对企业财务绩效的影响,结果与理论分析的预期一致,年报语调与财务绩效之间呈现“倒 U 型”的非线性关系,在进行更换变量和剔除盈余重述数据的稳健性检验和基于工具变量法的内生性检验之后,仍然发现适度积极的年报语调会促进企业财务绩效的提升,异常乐观的年报语调会降低企业的财务绩效。异质性检验发现,非国有、分析师关注度高以及处于初创期、增长期和衰退期的企业对环境变化有着更强的敏感性,年报语调和财务绩效之间存在更为显著和陡峭的“倒 U 型”关系。进一步研究发现,市场估值水平和经营不确定性会强化年报语调与企业绩效之间的“倒 U 型”关系。

本文为年报语调对公司经营产生的经济后果影响研究提供了一个全新视角,具有一定的现实意义。第一,

表 8 调节效应检验结果

变量	市场估值水平		经营不确定性
	(1) 市盈率	(2) 托宾 Q 值	(3) Z 值
$Tone1^2$	-0.167* (-1.672)	-0.259** (-2.203)	-0.184* (-1.680)
$Tone1$	0.031*** (2.783)	0.015 (1.123)	0.031** (2.641)
$Tone1 \times PER$	-0.000 (-1.311)		
$Tone1^2 \times PER$	-0.002*** (-5.553)		
PER	-0.000 (-0.731)		
$Tone1 \times Tobin$		0.005 (1.369)	
$Tone1^2 \times Tobin$		-0.039* (-1.737)	
$Tobin$		0.002*** (6.273)	
$Tone1^2 \times Z$			-0.022*** (-3.028)
$Tone1 \times Z$			0.002*** (2.745)
Z			0.001*** (5.225)
$Inbr$	-0.012 (-0.887)	-0.017 (-1.248)	-0.017 (-1.200)
$H3r$	0.036*** (6.241)	0.037*** (6.243)	0.037*** (6.350)
$Asset$	0.007*** (10.282)	0.009*** (12.765)	0.008*** (11.513)
$Cigr$	0.001*** (4.321)	0.001*** (4.490)	0.002*** (5.358)
Lev	-0.008 (-1.582)	-0.010** (-2.253)	-0.003 (-0.639)
$Cash$	0.139*** (24.339)	0.135*** (23.630)	0.136*** (23.614)
$Tjio$	0.001 (0.715)	0.001 (0.910)	0.001 (0.559)
$Board$	-0.001 (-1.342)	-0.001 (-1.286)	-0.001 (-1.186)
$Toer$	-0.012** (-2.824)	-0.008** (-1.961)	-0.013*** (-2.938)
Age	0.000 (0.775)	0.000 (0.120)	0.000 (0.985)
$_cons$	-0.125*** (-7.098)	-0.175*** (-9.784)	-0.154*** (-8.748)
N	18214	18214	17899
$Year$	控制	控制	控制
$Industry$	控制	控制	控制
Adj_R^2	0.1023	0.1067	0.1045

虽然中国证监会颁布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》等条例,明令禁止上市公司在披露文件时出现虚假记载或者误导性陈述的情况,但对于反映情绪、价值的年报语调并没有太多可操作性的有效指导。鉴于此,监管机构一方面应该完善和细化披露准则,将文本信息质量纳入审计范围,进一步提高文本信息的规范程度和可靠性;另一方面需要加强监管力度,鼓励和引导企业采用适度积极的语调披露相关信息,并形成奖惩并施的约束机制,防止异常乐观的语调扰乱市场。第二,适度积极的年报语调可以降低资本市场的信息不对称程度,而异常乐观的年报语调则会造成企业的虚假繁荣景象。所以,企业应该立足于真实的经营情况,重视文本信息的披露质量,把握好文本信息特别是年报的语气乐观程度,以增强投资者信心,进一步提高财务绩效和企业价值。第三,对于投资者而言,应该加强自身学习,不仅要关注企业发展经营的财务绩效等硬性信息指标,还要谨慎地理解和判断企业披露的文本等增量信息,提高自己预判风险的能力,避免在异常年报语调的误导下出现重大的决策失误。

当然,本研究还存在一定的局限性:(1)本文仅基于文本中的积极词汇和消极词汇数量构建语调指标,对年报文本信息缺乏进一步的分类和细化,且未能深入到词汇语义进行研究,以揭示不同类型的信息对企业财务绩效的影响。(2)本文从理论、异质性和调节效应三个层面分析了年报语调对财务绩效的影响,但未对其中可能存在的内在作用机制进行检验。后续研究可进一步探讨年报语调对财务绩效的影响机制,并细化文本信息的语义和语境模式,为投资者判断年报质量提供参考。

参考文献:

- [1] Rennekamp K. Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(5): 1319 - 1354.
- [2] Aerts W. Picking up the pieces: Impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes[J]. Accounting Organizations & Society, 2005, 30(6): 493 - 517.
- [3] Kang T, Park D H, Han I. Beyond the numbers: The effect of 10-k tone on firms' performance predictions using text analytics[J]. Telematics and Informatics, 2018, 35(2): 370 - 381.
- [4] Baginski S P, Hassell J M, Hillison W A. Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2000, 15(4): 371 - 389.
- [5] Allee K D, Deangelis M D. The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(2): 241 - 274.
- [6] 赵宇亮. 年报净语调对企业债权融资的影响研究[J]. 经济管理, 2020(7): 176 - 191.
- [7] 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[J]. 会计研究, 2015(2): 20 - 27.
- [8] Tetlock P C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(3): 1139 - 1168.
- [9] Ferris S P, Qing H G, Min-Yu L S. The effect of issuer conservatism on IPO pricing and performance[J]. Review of Finance, 2013(3): 993 - 1027.
- [10] Larcker D F, Zakolyukina A A. Detecting deceptive discussions in conference calls[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(2): 495 - 540.
- [11] 高雅, 刘嫦. 管理层讨论与分析披露语调对资产误定价的影响[J]. 投资研究, 2020(1): 77 - 91.
- [12] 苗霞, 李秉成. 管理层超额乐观语调与企业财务危机预测——基于年报前瞻性信息的分析[J]. 商业研究, 2019(2): 129 - 137.
- [13] 张国清, 陈晓艳, 肖华. 过程、结果维度的环境治理与企业财务绩效[J]. 经济管理, 2020(5): 120 - 139.
- [14] 刘逸爽, 陈艺云. 管理层语调与上市公司信用风险预警——基于公司年报文本内容分析的研究[J]. 金融经济研究, 2018(4): 46 - 54.
- [15] Li F. The information content of forward-looking statements in corporate filings—a naïve bayesian machine learning approach[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(5): 1049 - 1102.
- [16] 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[J]. 会计研究, 2019(11): 41 - 48.
- [17] Leung S, Parker L, Courtis J. Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports[J]. British Accounting Review, 2015(3): 275 - 289.
- [18] 王丽萍, 李淑琴, 李创. 环境信息披露质量对企业价值的影响研究——基于市场化视角的分析[J]. 长江流域资源与环境, 2020(5): 1110 - 1118.
- [19] Davis A K, Piger J M, Sedor L M. Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language[J]. Contemporary Accounting Research, 2012(3): 845 - 868.
- [20] 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.
- [21] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. 经济研究, 2007(12): 82 - 92.
- [22] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57 - 116.
- [23] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5): 52 - 63.
- [24] 底璐璐, 罗勇根, 江伟, 等. 客户年报语调具有供应链传染效应吗? ——企业现金持有的视角[J]. 管理世界, 2020(8): 148 - 163.

- [25] 林乐,谢德仁. 分析师荐股更新利用管理层语调吗? ——基于业绩说明会的文本分析[J]. 管理世界,2017(11):125-145.
- [26] Mayew W J, Sharp N Y, Venkatachalam M. Using earnings conference calls to identify analysts with superior private information[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18, (2): 386-413.
- [27] 张宗新,杨万成. 声誉模式抑或信息模式:中国证券分析师如何影响市场? [J]. *经济研究*, 2016(9):104-117.
- [28] 徐斌. 技术创新、生命周期与企业财务绩效[J]. *江海学刊*, 2019(2):109-114.
- [29] Bakarich K, Hossain M. Company life cycle: Different time, different Tone[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2019, 15(1):69-86.
- [30] Clarkson P M, Li Y, Richardson G D, et al. Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis [J]. *Accounting Organizations & Society*, 2008, 33(4-5):303-327.
- [31] 张兆国,靳小翠,李庚秦. 企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J]. *会计研究*, 2013(8):32-39.
- [32] Price M K, Doran J S, 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.
- [33] 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.
- [34] 刘诗源,林志帆,冷志鹏. 税收激励提高企业创新水平了吗? ——基于企业生命周期理论的检验[J]. *经济研究*, 2020(6):105-121.
- [35] 张子健. 管理层语调对“高送转”股利政策的影响[J]. *投资研究*, 2019(4):57-79.
- [36] 唐少清,詹细明,李俊林,等. 管理层语调与创业板上市公司业绩关系研究[J]. *中国软科学*, 2020(1):32-40.
- [37] 单春霞,仲伟周,张林鑫. 中小板上市公司技术创新对企业绩效影响的实证研究——以企业成长性、员工受教育程度为调节变量[J]. *经济问题*, 2017(10):66-73.
- [38] 杜勇,刘建徽,杜军. 董事会规模、投资者信心与农业上市公司价值[J]. *宏观经济研究*, 2014(2):53-62+122.
- [39] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2):301-325.
- [40] 王华杰,王克敏. 应计操纵与年报文本信息语气操纵研究[J]. *会计研究*, 2018(4):45-51.
- [41] 范黎波,尚锋. 管理层语调会影响慈善捐赠吗? ——基于上市公司“MD&A”文本分析的研究[J]. *经济与管理研究*, 2020(2):112-126.

[责任编辑:王丽爱]

Annual Report Tone and Corporate Financial Performance: Is It Appearance or Truth?

SHEN Juqin^a, LI Shuqin^b, SUN Fuhua^a

(a. School of Agriculture Science and Engineering; b. School of Business, Hohai University, Nanjing 211106, China)

Abstract: Combining traditional management and text analysis methods, taking the 2011—2019 annual report tone of a sample of China's A-share non-financial industry as the object, we make a survey of the impact of annual report tone on the financial performance based on the model of OLS regression. The results found that as the optimistic tone of the annual report increased, the financial performance of the company showed a trend of “increasing first and then decreasing”, that is, there is a significant “inverted U-shaped” relationship between the two, this relationship is more pronounced in sample companies that are not state-owned, tracked by high analysts, start-up, growth, and decline. Further research also found that the level of market valuation and operating uncertainty will strengthen the “inverted U-shaped” relationship between the tone of the annual report and the financial performance of the company. This article enriches and expands the research on the impact of annual report tone on the economic consequences of enterprises, and provides important theoretical references for information users to make rational use of text information to make scientific decisions.

Key Words: annual report tone; financial performance; text analysis; analyst tracking; information effect; enterprise life cycle; moderating effect