

企业社会责任报告语调与分析师预测：信号还是迎合？

刘建秋,尹广英,吴静桦

(湖南工商大学 会计学院,湖南 长沙 410006)

[摘要]运用文本分析方法提取了 2010—2018 年上市公司社会责任报告的文本语调信息,基于信号理论和迎合理论探讨企业社会责任报告语调对分析师预测的影响。研究发现,企业社会责任报告的净正面语调降低了分析师预测偏差和分析师预测分歧度,并且在分析师预测存在乐观偏差时这种作用更加显著。进一步分析发现,企业社会责任报告语调对分析师预测的积极作用仅发生在强制披露和不遵守可持续发展报告指南的企业中以及经验较少、非明星分析师中。经济后果检验发现,社会责任报告语调通过降低分析师预测偏差和分歧度缓解了公司股价崩盘风险。研究结论不仅有助于丰富非财务信息披露经济后果和分析师预测影响因素两个领域的学术文献,而且可以为监管部门合理规范企业社会责任报告披露和投资者有效利用企业社会责任报告中的语调信息提供有益借鉴。

[关键词]社会责任报告;文本语调;信号理论;迎合理论;分析师预测;非财务信息披露;股价崩盘风险

[中图分类号]F230 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2022)03-0062-11

一、引言

随着社会责任活动日益受到企业利益相关主体的重视,越来越多的公司发布了社会责任报告。《2021A 股上市公司企业社会责任报告研究》显示,我国 A 股上市公司在社会责任报告(以下简称为 CSR 报告)披露数量方面呈明显的上升趋势。例如:2019 年度 992 家 A 股上市公司披露了 CSR 报告,比 2018 年增加了 50 家,增长率为 5.3%,而 2010—2019 年这十年间,CSR 报告数量年均增长率为 9.54%。然而,由于企业社会责任报告缺乏强制性的披露框架^[1],在语言的运用和报告形式方面并未做出统一规定,上市公司在企业社会责任报告披露的语言运用和披露形式方面具有较大的自主选择权,因此不同公司的 CSR 报告包含的信息数量和语言形式各不相同,公司披露 CSR 报告的语调可能比较客观中立,也可能比较主动积极。有研究发现,不同的语调会给信息使用者带来不一样的感受,最终使得文本语调既可以用来传播有用的增量信息,又可以通过战略部署影响使用者的感知即印象管理^[2]。

从理论上讲,在 CSR 报告中,管理层既可能为了迎合市场利益相关者,利用文本语调夸大企业的社会责任和发展前景,体现企业迎合投资者的“印象管理行为”,也可能基于真实的经济活动,利用文本语调揭示财务数据无法表达的特有信息,给资本市场提供增量信息,体现一种真实的“信号传递活动”。目前,关于语调是否会影 响企业社会责任报告可信度和资本市场影响力的深入研究尚缺乏。分析师是资本市场上最专业的信息分析与加工主体,他们有更强的能力和动机去识别企业社会责任语调披露到底是“信号传递”还是“需求迎合”。因此,考察 CSR 报告语调对分析师预测的影响可以较好地甄别企业社会责任报告语调的信息含量,对规范社会责任报告披露和改善我国资本市场信息环境具有重要意义。

目前,关于分析师预测影响因素的研究主要集中在分析师个人特征与企业信息披露质量两个方面。一方面,分析师预测准确度受其专业胜任能力、相关从业经验、能够获得的资源以及分析师个人声誉或风险承受能力的影响^[3];另一方面,证券分析师在资本市场收集和加工信息时,不仅会利用企业的财务信息,还会利用非财务信息^[4]。已有研究发现,企业财务信息披露质量越高,信息披露越透明,分析师在预测过程中越能获得真实公允

[收稿日期]2021-10-27

[基金项目]国家社会科学基金项目(18BGL098);湖南省教育厅重点项目(20A126);湖南省研究生科研创新项目(CX20211104)

[作者简介]刘建秋(1972—),男,湖南桃江人,湖南工商大学会计学院院长,教授,博士(后),从事企业社会责任会计研究,E-mail:544486757@qq.com;尹广英(1999—),女,湖南常宁人,湖南工商大学会计学院硕士研究生,从事企业社会责任会计研究;吴静桦(1988—),男,湖南吉首人,湖南工商大学会计学院讲师,博士,从事公司财务、企业社会责任研究。

的信息,从而能够提高预测准确性^[5]。同时,高质量的前瞻性非财务信息披露也能提高分析师预测的准确度,如企业社会责任信息、业绩说明会和管理层讨论与分析的情感语调信息等^[4-8]。然而,虽然已有文献发现 CSR 报告有助于提高分析师预测的准确度^[4],但没有考虑 CSR 报告语调对分析师预测的影响及其作用机制。

基于上述分析,本文考虑 CSR 报告中存在的客观披露和印象管理两种行为,运用信号理论和迎合理论研究 CSR 报告语调对分析师预测的影响。本文的潜在贡献可能体现在以下几个方面:首先,本文拓展了 CSR 报告语调经济后果的研究。本文将 CSR 报告语调与市场信息环境效率(以分析师为代表)联系起来,从分析师预测视角阐明 CSR 报告语调对市场信息环境的直接影响,对目前 CSR 报告语调披露的监管政策制定具有重要借鉴作用。其次,本文对文本信息含量方面的研究具有增量贡献。已有研究涉及盈余报告语调^[9]、媒体报道语调^[10]等,但对企业社会责任报告语调的研究甚少,因此本文对文本信息含量的研究具有补充作用。最后,本文丰富了分析师预测的影响因素研究。现有文献主要从企业信息质量^[7-8]和分析师个人能力^[3,11]两个方面对分析师预测的影响进行了研究,缺乏单独研究企业社会责任报告语调对分析师预测结果影响的文献。语调信息是社会责任报告文本中一种特殊的信息,隐含了管理层的情感基调和对企业社会责任承担的价值判断以及与之相关的可能经济后果,本文单独研究企业社会责任报告语调对分析师预测结果的影响,挖掘社会责任报告语调等非业绩信息对分析师预测的价值。

二、理论分析与研究假设

(一)基于信号理论的分析

真实披露假说认为管理者可以使用积极或消极的词汇来传达私人的和难以量化的信息,以表明其对企业未来财务表现的期望^[10]。Larcker 等研究发现,在季度业绩说明会上,企业高管叙事中所使用的语调比基于任意应计的模型更能预测盈余管理,同样管理层讨论与分析中的积极语调与未来收益也正相关,这说明企业披露的语调是传达公司基本面信息的一种信号^[12-13]。与财务信息不同,企业社会责任信息在很大程度上依赖定性的文本描述,再加上目前缺乏统一的报告框架,因此企业管理人员更有可能在社会责任报告中使用语调来传达难以量化的信息。

首先,由于信息环境的不确定性,利益相关者有必要依赖额外的企业社会责任信息来评估和感知企业的合法性。已有研究表明,社会责任信息的披露可以为企业带来资本市场效益,如降低股权资本成本、提升分析师预测准确性等^[14-15],因此,如何真实、有效、准确地传达企业社会责任等复杂的多维信息对企业和投资者都具有重要意义。准确地传递企业社会责任信息要求企业明确报告项目,使用具体的语言和定量的方法对非财务信息进行可比和可核实的描述^[16]。语调表达了定性的信息,而有关业务表现的定量信息可能无法显示,语调可以作为通过公司信息披露获得的数字信息内容的补充。文本语调是识别定性披露内容的一个显著因素,有研究发现,对文本语调的测量可以将市场模型的解释力提高 62% 以上^[17],报告语调在一定程度上能够带来增量信息^[9],积极的正面语调反映了管理层对企业未来发展的信心,会提高分析师对企业未来业绩预测的准确性,减少预测偏差^[15]。同样,在定性化、文本化的企业社会责任报告中,管理者更有可能使用积极语调来传递企业社会责任信息,帮助分析师和投资者更好地预测企业社会责任表现的相关价值,从而使分析师的预测更加准确。

其次,虽然诚实和机会主义披露动机可能在企业社会责任报告中并存^[18],但需要指出的是,在企业社会责任报告中,利益相关者不仅可以获得公司发布的社会责任报告,还可以获得独立第三方提供的各种企业社会责任信息,如润灵环球、和讯网以及 KLD 的企业社会责任评级、《新闻周刊》的绿色排名、大众媒体机构的新闻报道等。这些第三方信息中介机构限制了管理人员的机会主义披露动机,可以阻止管理者扭曲信息的行为。因此,社会责任报告语调在一定程度上传递了企业当前及未来社会责任表现是否良好的信号,分析师可以利用报告语调提高盈余预测准确度。

最后,从信息的乐观与悲观角度来看,结合年度报告中的管理层讨论与分析部分(MD&A)和盈余公告,乐观或悲观的语调能较好地预测企业未来财务业绩和投资收益^[13]。企业社会责任报告与 MD&A 和盈余公告披露类似,因为这些报告中的文本披露都没有严格的标准,但披露的语调、可读性和内容表明了披露的质量^[19]。因此,语调积极的社会责任报告可能具有更多的信息含量和更高的质量,会减少管理者和投资者之间的信息不对称,分析师也能够更好地预测企业社会责任活动的结果,进而提高其盈余预测的总体准确性。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H_{1a}: 社会责任报告净正面语调减少了分析师预测偏差,降低了分析师预测分歧度。

(二) 基于迎合理论的分析

战略性报告研究结果表明,当财务报告表现良好时,管理层往往更愿意披露信息,但当财务报告表现不佳时,管理层有动机模糊信息以迎合信息使用者^[20]。Huang 等研究发现,盈利预测发布会中的异常积极语调与企业未来的盈利和现金流呈反向关系,说明管理者会投机性地利用披露语调来影响投资者对公司基本面的看法^[21]。在企业社会责任披露报告中,当管理者预期企业社会责任未来表现不佳时,也可能存在模糊企业社会责任表现信息以迎合分析师的动机。

首先,利益相关者对企业社会责任的积极表现反应积极,对企业社会责任的消极表现反应消极。企业承担社会责任能够积累道德资本,提高企业财务绩效,社会责任履行良好有助于企业获得合法地位,并从媒体和监管机构那里获得更好的待遇^[22]。此外,企业社会责任还可以充当保险作用,有助于降低企业经营风险。因此,存有机会主义动机的管理者可能会操纵企业社会责任报告语调,误导投资者对企业社会责任未来表现的看法^[23],这在某种程度上说明,语调较积极的企业社会责任报告可以通过改变信息使用者的情感认知来掩盖企业未来表现不佳的坏消息,未来表现不佳的企业也有动机发布语调较为积极的社会责任报告,以便从各种利益相关者那里获得善意和相关的商业利益。因此,迎合理论假说认为,积极的社会责任报告语调成为企业管理者掩盖坏消息以迎合信息使用者(包括分析师)的工具。

其次,与年报相比,企业社会责任报告是自愿且未经审计的,对语调的监管更是处于严重的缺乏状态。有研究发现,公司披露的文本语调确实具有信息价值^[9,13],并且市场参与者(包括投资者、分析师和审计师)会对文本语调这一确定性信息做出反应^[24]。文本语调可以反映管理层对企业未来盈利的态度,但当对公司业绩的描述与当前的企业基本面不一致时,就会出现文本语调的操纵行为,从而出现管理者行为偏差。行为金融研究结果表明,管理者行为偏差是市场中普遍存在的问题,包括过度自信和归因偏差,特别是当信息被自愿披露时,这些偏差可能会被放大^[21]。我国的投资者主要是缺乏金融知识的散户,他们在理解会计信息方面存在困难,投资者在收集公司信息时通常存在“搭便车”行为,他们往往根据分析师的预测进行跟踪和模仿,进而做出投资决策。因此,管理层可能会故意扭曲文本语调,形成过于乐观或悲观的盈利预期以迎合投资者,甚至影响分析师的预测。有研究发现,文本语调的扭曲不仅会影响普通投资者的决策,还会影响消息灵通投资者的决策,如机构投资者和市场分析师^[25]。也就是说,当存在信息不对称和激励冲突时,管理者更有动机对企业社会责任报告语调进行操纵,以迎合投资者和分析师。

最后,前景理论研究结果表明,分析师在进行研报分析与业绩预测时,往往存在选择性偏差,倾向于对利好消息反应过度,而对不利消息反应不足^[26]。因此,管理者很有可能对社会责任报告语调进行操纵,放大分析师的这一认知偏差,以改变分析师的盈余预测,增大分析师预测偏差和分歧度。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H_{1b}: 社会责任报告净正面语调增大了分析师预测偏差,提高了分析师预测分歧度。

三、研究设计

(一) 样本筛选与数据来源

本文以 2010—2018 年公布的我国上市公司及其对应的企业社会责任报告(报告所属年度为 2009—2017 年)为研究对象,研究企业社会责任报告语调与分析师预测之间的关系。企业社会责任报告语调数据先是利用 Python 软件爬取上市公司企业社会责任报告,然后利用 Python 的“Jieba”中文分词模块进行词频统计得到,其他数据均来源于 CSMAR 数据库。同时,本文根据研究所需剔除以下观测值:(1) ST 类公司;(2) 银行和保险等金融类公司;(3) 相关数据缺失的公司。另外,为减少异常数值对回归结果的影响,本文对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理,并在所有回归分析中控制了年度固定效应和行业固定效应(其中制造业控制二级行业代码,其他行业控制一级行业代码)。

(二) 变量定义及衡量

1. 被解释变量

分析师预测偏差(*FERROR*)是指分析师的盈余预测值与实际盈余值的平均偏差,而分析师预测分歧度(*FDISP*)是指每个分析师最近一次盈余预测值的标准差。本文参考周国开等的度量方法^[27],首先剔除了分析

师预测公布日晚于年报公布日(晚于次年4月30日)的样本,如果同一分析师在一年内对同一家公司发布了多份预测,则仅保留该分析师在那年的最后一次预测值样本;其次剔除了每股实际收益和每股预测收益缺失的样本;最后运用公式(1)度量分析师预测分歧度,运用公式(2)度量分析师预测偏差。

$$FDISP_{it} = \frac{Std(FEPS_{it})}{Abs(MEPS_{it})} \quad (1)$$

$$FERROR_{it} = \frac{Abs[Mean(FEPS_{it}) - MEPS_{it}]}{Abs(MEPS_{it})} \quad (2)$$

其中, $FEPS_{it}$ 为当年跟踪 i 公司所有分析师在上年年报公布日之后最后一次预测的每股盈余的平均值; $MEPS_{it}$ 为 i 公司当年的实际每股盈余。

2. 解释变量

社会责任报告语调是指企业描述社会责任报告的语气与情感,具体指积极正面词汇与消极负面词汇,积极语调可以传递出管理层对公司未来经营状况的判断及乐观态度。借鉴林乐和谢德仁的度量方法^[28],本文先利用 Python 软件爬取上市公司社会责任报告,然后利用 Python 的“Jieba”中文分词模块进行词频统计,分词依据主要为 Loughran 和 McDonald 的单词列表、知网词典、清华大学李军中文褒贬义词典、Bosen 情感词典,为保证词典的全面性,本文利用有道词典将英文词汇翻译成中文,并将所有词汇保留整合成一个词典。最后,本文根据公式(3)度量社会责任报告的净正面语调($TONE$,利用 $t-1$ 年社会责任报告数据计算得到),其中 $POSPCT$ 为文本正面语调词语数目占词语总数目的比例, $NEGPCT$ 为文本负面语调词语数目占词语总数目的比例。

$$TONE = \frac{POSPCT - NEGPCT}{POSPCT + NEGPCT} \quad (3)$$

3. 控制变量

根据研究所需,本文对一些可能混淆企业社会责任报告语调和分析师预测之间关系的变量进行了控制。分析师跟踪人数($ANALYST$)可以用来表示分析师面临的竞争和激励程度,更强的竞争和更高的激励有助于提高分析师预测准确性^[29]。 $OPAQUE$ 是信息透明度指标,具体表示为企业过去三年操控性应计项目绝对值之和,企业信息透明度越低,分析师预测的准确度就越低^[4]。本文还控制了企业财务报告是否由四大会计师事务所审计这一指标($BIG4$),分析师认为具有足够外部保证的企业社会责任报告更可信^[15],因此对经四大事务所审计过的公司的预测准确度更高,分歧度更小。另外,本文还控制了一些公司特征变量,如企业规模($SIZE$)、收益波动性($RETVOL$)、独立董事比例($INDEP$)、大股东控股(TOP)、研发占比(RD)、机构持股比例($INSHR$)、产权性质(SOE)、上市年限(AGE)和账面市值比(BM)。同时,本文还控制了行业和年度固定效应。

变量的具体定义见表1。

(三)模型构建

为了检验企业社会责任报告语调对分析师预测的影响,本文采用语调变量的滞后项,以与分析师预测决策的时机保持一致,并构建以下模型:

$$FDISP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TONE_{i,t-1} + \alpha_2 ANALYST_{i,t} + \alpha_3 RETVOL_{i,t} + \alpha_4 INDEP_{i,t} + \alpha_5 RD_{i,t} + \alpha_6 INSHR_{i,t} + \alpha_7 TOP_{i,t} + \alpha_8 SOE_{i,t} + \alpha_9 SIZE_{i,t} + \alpha_{10} OPAQUE_{i,t} + \alpha_{11} BM_{i,t} + \alpha_{12} AGE_{i,t} + \alpha_{13} BIG4_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	分析师预测分歧度	$FDISP_{it}$	分析师预测分歧度,见前文变量说明
	分析师预测偏差	$FERROR_{it}$	分析师预测偏差,见前文变量说明
解释变量	净正面语调	$TONE_{t-1}$	净正面语调,见前文变量说明
控制变量	分析师跟踪人数	$ANALYST_{it}$	分析师跟踪人数+1取对数
	收益波动性	$RETVOL_{it}$	前三年年个股回报率标准差
	独立董事比例	$INDEP_{it}$	独立董事人数与董事会人数的比值
	大股东控股	TOP_{it}	第一大股东控股比例
	研发占比	RD_{it}	研发支出占营业收入的比例
	机构持股比例	$INSHR_{it}$	机构投资者持股比例
	产权性质	SOE_{it}	国有控股取1,否则取0
	企业规模	$SIZE_{it}$	期末总资产取对数
	信息透明度	$OPAQUE_{it}$	过去三年操控性应计项目绝对值之和
	上市年限	AGE_{it}	公司上市年限+1取对数
	账面市值比	BM_{it}	账面价值与市场价值之比
	是否四大审计	$BIG4_{it}$	是否由四大事务所审计,是取1,否取0
	年份	$Year$	年度虚拟变量
	行业	$Industry$	行业虚拟变量

$$FERROR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TONE_{i,t-1} + \beta_2 ANALYST_{i,t} + \beta_3 RETVOL_{i,t} + \beta_4 INDEP_{i,t} + \beta_5 RD_{i,t} + \beta_6 INSHR_{i,t} + \beta_7 TOP_{i,t} + \beta_8 SOE_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} OPAQUE_{i,t} + \beta_{11} BM_{i,t} + \beta_{12} AGE_{i,t} + \beta_{13} BIG4_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

四、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

变量的描述性统计结果如表 2 所示。分析师预测分歧度 $FDISP$ 的均值为 1.310, 标准差为 3.020, 最大值为 22.20, 最小值为 0, 说明分析师盈余预测分歧度较大。分析师预测偏差 $FERROR$ 的均值为 2.070, 标准差为 5.360, 最大值为 40.40, 最小值为 0.008, 说明分析师盈余预测存在较大的偏差, 准确性不高, 且容易产生向上预测误差。解释变量 $TONE$ 的均值为 0.497, 中位数为 0.502, 说明企业社会责任报告语调整体上比较积极, 反映了管理者能够运用语调等技巧来传达公司的积极信息。

我们按照 $TONE$ 的中位数将样本区分为报告语调积极程度较高组和积极程度较低组, 并对分析师预测分歧度 ($FDISP$) 和分析师预测偏差 ($FERROR$) 进行组间均值差异检验, 结果如表 3 所示。文本语调积极程度较高组的分析师预测分歧度、分析师预测偏差均显著低于积极程度较低组, 这表明企业社会责任报告语调对分析师来说是具有信息含量的, 可以降低分析师预测分歧度和预测偏差, 从而初步验证了本文的 H_{1a} 。

(二) 回归结果分析

1. 企业社会责任报告语调对分析师预测的影响

企业社会责任报告语调与分析师预测的回归结果如表 4 所示。社会责任报告中管理层净积极语调 ($TONE$) 与分析师预测分歧度 ($FDISP$)、分析师预测偏差 ($FERROR$) 的回归系数均在 5% 水平上显著为负, 假设 H_{1a} 得到支持, 即企业社会责任报告中的管理层正面语调会显著降低分析师预测偏差和预测分歧度, 表明企业社会责任报告语调具有增量信息价值, 是一种信号而不是管理层的有意迎合。控制变量的回归系数符号与 Dhaliwal 等的研究结果基本一致^[4]。分析师跟踪人数 ($ANALYST$) 与分析师预测分歧度 ($FDISP$)、分析师预测偏差 ($FERROR$) 均在 1% 的水平上显著负相关, 表明更多的跟踪人数和更大的竞争压力可以促使分析师降低预测偏差和分歧度^[22]。是否由四大会计师事务所审计 ($BIG4$) 的系数也显著为负, 表明经四大事务所审计过的公司的社会责任报告更可信, 此时分析师预测的准确度也更高, 分歧度也更小^[15]。公司上市年限 (Age) 和产权性质 (SOE) 的回归系数显著为负, 收益波动性 ($RETVOL$)、研发占比 (RD) 和账面市值比 (BM) 的回归系数显著为正, 说明成熟企业和国有企业相对稳定, 分析师的预测难度较低, 而收益波动性较高、研发占比较高和账面市值较大的企业, 分析师的预测难度较高, 因此分析师预测偏差和分歧度较大。

2. 区分分析师预测偏差方向的分析

正面语调是企业对社会责任履行程度和未来影响的积极评价, 如果正面语调是一种客观真实的增量信息, 准确表达了企业的社会责任良好履行状况以及未来企业发展的积极影响, 那么社会责任正面语调就能够准确提供企业社会责任方面的信息, 分析师就可以比较精确地判断企业未来业绩的真实情况, 对企业业绩的乐观预测就越客观, 乐观预测的偏差就越小。本文按照分析师预测盈余与实际盈余之间的偏差方向进一步区分乐观偏差样本与悲观偏差样本, 进行分组回归检验, 以考察企业社会责任报告语调对于分析师乐观偏差与悲观偏差的影响是否有所差异, 检验结果如表 5 所示。企业社会责任报告中的管理层净积极语调 ($TONE$) 仅在乐观偏差样本组中与分析师预测分歧度 ($FDISP$)、分析师预测偏差 ($FERROR$) 的回归系数显著为负, 这表明与悲观偏差相比,

表 2 变量的描述性统计

变量	N	Mean	P50	SD	Min	Max
$FDISP_t$	3473	1.310	0.410	3.020	0	22.20
$FERROR_t$	3473	2.070	0.505	5.360	0.008	40.40
$TONE_{t-1}$	3473	0.497	0.502	0.061	0.321	0.625
$ANALYST_t$	3473	2.050	2.200	1.080	0	3.850
$RETVOL_t$	3473	0.114	0.096	0.078	0.009	0.412
SOE_t	3473	0.612	1	0.487	0	1
RD_t	3473	2.460	1.160	3.460	0	20.10
$INSHR_t$	3473	38.20	41.30	22.80	0.140	84.80
$SIZE_t$	3473	23.20	23.10	1.340	20.30	26.90
$OPAQUE_t$	3473	0.163	0.134	0.113	0.022	0.588
AGE_t	3473	2.530	2.640	0.458	1.390	3.220
BM_t	3473	0.691	0.702	0.256	0.144	1.180
$BIG4_t$	3473	0.135	0	0.342	0	1
$INDEP_t$	3473	0.376	0.364	0.057	0.333	0.571
TOP_t	3473	37.20	36.50	15.70	7.840	75.50

表 3 主要变量的差异检验

变量	$TONE_{t-1}$		T 检验
	积极程度较高组	积极程度较低组	
$FDISP_t$	1.187	1.447	2.750***
$FERROR_t$	1.894	2.353	2.713***

企业社会责任报告的积极正面语调更有助于降低分析师盈余预测的乐观偏差,为分析师提供了反映企业实际情况的增量信息。

表 4 企业社会责任报告语调对分析师预测的影响

变量	$FDISP_t$	$FERROR_t$
	(1)	(2)
$TONE_{t-1}$	-1.970 ** (-2.31)	-3.106 ** (-2.06)
$ANALYST_t$	-0.312 *** (-5.40)	-0.979 *** (-9.56)
$RETVOL_t$	1.535 * (1.95)	3.534 ** (2.53)
SOE_t	-0.494 *** (-3.90)	-0.811 *** (-3.61)
RD_t	0.080 *** (3.91)	0.110 *** (3.03)
$INSHR_t$	-0.002 (-0.85)	-0.005 (-1.08)
$SIZE_t$	0.010 (0.14)	0.047 (0.40)
$OPAQUE_t$	0.704 (1.47)	1.091 (1.29)
AGE_t	-0.280 ** (-2.19)	-0.246 (-1.09)
BM_t	1.538 *** (4.57)	2.076 *** (3.48)
$BIG4_t$	-0.414 ** (-2.47)	-0.761 ** (-2.56)
$INDEP_t$	-0.120 (-0.13)	0.583 (0.36)
TOP_t	-0.002 (-0.56)	-0.007 (-1.05)
Constant	1.001 (0.49)	1.145 (0.32)
Year/Industry	YES	YES
N	3473	3473
adj_R ²	0.075	0.077
F	5.689	5.854

表 5 区分分析师预测偏差方向的回归结果

变量	$FDISP_t$		$FERROR_t$	
	乐观偏差	悲观偏差	乐观偏差	悲观偏差
	$TONE_{t-1}$	-3.257 *** (-2.77)	0.035 (0.05)	-5.169 ** (-2.45)
$ANALYST_t$	-0.311 *** (-4.00)	-0.207 *** (-3.85)	-1.146 *** (-8.23)	-0.256 *** (-3.72)
$RETVOL_t$	2.053 * (1.94)	0.300 (0.42)	4.820 ** (2.54)	0.477 (0.52)
SOE_t	-0.567 *** (-3.30)	-0.192 * (-1.68)	-0.987 *** (-3.21)	-0.143 (-0.97)
RD_t	0.084 *** (3.16)	0.067 *** (3.10)	0.120 ** (2.54)	0.046 * (1.65)
$INSHR_t$	-0.003 (-0.83)	0.000 (0.05)	-0.005 (-0.79)	-0.002 (-0.80)
$SIZE_t$	0.048 (0.52)	0.075 (1.28)	0.138 (0.82)	0.051 (0.68)
$OPAQUE_t$	0.700 (1.09)	0.650 (1.49)	1.218 (1.06)	0.869 (1.55)
AGE_t	-0.235 (-1.36)	-0.291 ** (-2.54)	-0.214 (-0.69)	-0.222 (-1.51)
BM_t	1.925 *** (4.23)	0.161 (0.53)	2.582 *** (3.16)	0.255 (0.66)
$BIG4_t$	-0.541 ** (-2.23)	-0.018 (-0.14)	-1.088 ** (-2.51)	0.111 (0.65)
$INDEP_t$	0.042 (0.03)	-1.109 (-1.32)	1.351 (0.61)	-1.707 (-1.58)
TOP_t	-0.003 (-0.52)	-0.002 (-0.54)	-0.011 (-1.13)	-0.002 (-0.38)
Constant	1.598 (0.61)	0.342 (0.22)	6.090 (1.30)	0.702 (0.35)
Year/Industry	YES	YES	YES	YES
N	2455	1018	2455	1018
adj_R ²	0.067	0.073	0.072	0.046
F	3.935	2.384	4.161	1.841

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

(三) 内生性检验

1. 工具变量法

为了解决内生性问题,借鉴曾庆生等的方法,本文采用其他样本公司同年度净正面语调的均值($TONE1$)作为工具变量^[30],进行两阶段回归(2SLS)检验。工具变量与净正面语调在 1% 的显著性水平上正相关,且没有充分证据说明其他公司社会责任报告语调会受到本公司报告语调的影响,故我们选择此工具变量是合理的。如表 6 所示,社会责任报告净正面语调 $TONE$ 与分析师预测分歧度 $FDISP$ 、偏差 $FERROR$ 依旧显著负相关,这表明在使用工具变量控制内生性问题后,本文所得结论依然成立,即企业社会责任报告语调越积极,分析师预测分歧度和偏差越小,分析师预测准确度越高。

2. PSM 回归

本文的研究结果可能会受到自我选择偏误的影响,因为社会责任绩效高的公司可能会系统地区别于绩效低的公司。因此,借鉴黄萍萍和李四海的做法^[31],本文设置了一个虚拟变量,选取和讯网企业社会责任评分来划分样本,公司得分高于同行业同年度得分均值取 1,否则取 0,进而构造出实验组与对照组,然后采用 PSM 近邻 1:3 匹配法进行匹配。匹配后各匹配变量的标准化偏差均小于 10%,即处理组与控制组的匹配变量之间基本上不存在显著性差异,这表明匹配满足了平衡性假设,以此为基础的倾向得分匹配估计结果是可信的。匹配后的回归结果如表 7 所示,企业社会责任报告语调与分析师预测分歧度 $FDISP$ 、偏差 $FERROR$ 仍然在 1% 的显著性水平上负相关,假设 H_{1a} 得到了进一步支持。

表 6 工具变量法的回归结果

变量	$FDISP_t$ (1)	$FERROR_t$ (2)
$TONE_{t-1}$	-1.881 ** (-2.33)	-2.956 ** (-2.06)
控制变量	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes
N	3473	3473
adj_R ²	0.091	0.093
Wald chi2	350.60	402.79

表 7 PSM 回归结果

变量	$FDISP_t$ (1)	$FERROR_t$ (2)
$TONE_{t-1}$	-0.343 *** (-3.21)	-0.528 *** (-2.83)
控制变量	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes
N	3272	3272
adj_R ²	0.077	0.077
F	5.51	5.52

3. 固定效应模型

为了进一步控制变量的内生性问题,参考曾庆生等的做法^[30],本文控制公司个体固定效应模型并在企业层面进行聚类调整,对企业社会责任报告语调与分析师预测进行重新回归检验。由表 8 可知,社会责任报告净正面语调 $TONE$ 与分析师预测分歧度 $FDISP$ 、偏差 $FERROR$ 仍然显著负相关,说明在控制公司个体因素之后,企业社会责任报告语调仍为分析师预测提供了增量信息,有助于分析师预测准确性的提高,这进一步验证了本文结论的稳健性。

(四) 稳健性检验

1. 改变语调的衡量方法

为了控制语调衡量方法不同对结果造成的不同影响,参考李岩琼等的做法^[32],本文运用经当年同行业中位数调整后的语调(a_TONE)对分析师预测进行重新回归检验。表 9 的结果显示,在进行同行业中位数调整之后,企业社会责任报告语调与分析师预测分歧度和偏差仍然显著负相关,说明不同行业的分析师在进行预测决策时会分析企业社会责任报告的语调,以获得或验证其私有信息,进而提高预测准确性。

表 8 公司固定效应模型的回归结果

变量	$FDISP_t$ (1)	$FERROR_t$ (2)
$TONE_{t-1}$	-2.878 ** (-2.05)	-6.315 ** (-2.41)
控制变量	YES	YES
Code	YES	YES
Year/Industry	YES	YES
N	3473	3473
adj_R ²	0.196	0.173
F	8.17	5.30

表 9 改变语调衡量方法的回归结果

变量	$FDISP_t$ (1)	$FERROR_t$ (2)
a_TONE_{t-1}	-2.403 *** (-2.79)	-3.828 ** (-2.51)
控制变量	YES	YES
Year/Industry	YES	YES
N	3473	3473
adj_R ²	0.076	0.078
F	5.734	5.893

2. 改变分析师预测的衡量方法

本文参照李岩琼等的做法^[32],先利用公式(6)计算基于个人层面的分析师相对预测偏差($PMAFE$),然后采集分析师个人层面的数据作为控制变量,具体包括是否为明星分析师、分析师所在券商规模(券商资产取对数)、分析师从业经验(分析师从业年数加 1 取对数)、分析师行业经验(分析师跟踪公司数加 1 取对数)、分析师研报经验(分析师发表研报数加 1 取对数)。通过进一步控制分析师层面的变量,本文对企业社会责任报告语调与分析师预测之间的关系重新进行回归检验。如表 10 所示,在分析师个人层面,企业社会责任报告正面语调依旧可以显著降低分析师个人预测偏差,表明本文研究结论是稳健的。

表 10 改变分析师预测衡量方法的回归结果

变量	$PMAFE_t$ (1)
$TONE_{t-1}$	-0.269 *** (-4.19)
控制变量	YES
分析师层面控制变量	YES
Year/Industry	YES
N	12172
adj_R ²	0.135
F	30.18

$$PMAFE_{it} = \frac{FE_{i,j,t} - AFE_{j,t}}{AFE_{j,t}} \quad (6)$$

其中, $FE_{i,j,t}$ 是分析师 i 对公司 j 在 t 年的预测偏差绝对值, $AFE_{j,t}$ 是公司 j 在 t 年所有分析师预测偏差绝对值的平均数。原始数据均来源于 CSMAR 数据库。

3. 控制管理层讨论与分析语调和年报语调的影响

由于企业社会责任报告与管理层讨论与分析报告或年报等定期披露报告的时间较为接近,因此分析师预测也可能会受到管理层讨论与分析语调或年报语调的影响。本文运用 CNRDS 数据库中管理层讨论与分析报告语调(*G*TONE)和年报语调(*N*TONE)数据来控制管理层讨论与分析报告和年报对研究结论的影响。需要指出的是,数据库中两个语调的均值都小于 0.05,为避免量化单位的影响,我们在回归分析中将该指标值扩大 100 倍。如表 11 所示,在控制管理层讨论与分析报告和年报语调的情况下,企业社会责任报告正面语调披露依旧可以显著地降低分析师预测分歧度和偏差。

表 11 控制管理层讨论与分析语调和年报语调的影响

变量	<i>F</i> DISP _{<i>t</i>}	<i>F</i> ERROR _{<i>t</i>}
	(1)	(2)
<i>T</i> ONE _{<i>t-1</i>}	-1.717 ** (-2.01)	-2.564 * (-1.70)
<i>N</i> TONE _{<i>t-1</i>}	-0.084 (-1.35)	-0.153 (-1.38)
<i>G</i> TONE _{<i>t-1</i>}	-0.223 *** (-3.86)	-0.510 *** (-4.99)
控制变量	YES	YES
<i>Year/Industry</i>	YES	YES
N	3414	3414
adj_R ²	0.081	0.087
F	5.860	6.227

五、进一步分析

(一) 报告特征

企业社会责任报告没有一致的披露框架,管理层在披露内容和形式上具有较大的自由裁量权。不同的报告特征会导致管理者语调具有不同的信息含量,强制披露企业社会责任报告会减少管理层的机会主义行为,其信息含量水平相比自愿披露而言较高^[33]。当前,尚未有文献研究 GRI(可持续发展报告指南)对企业社会责任报告语调信息含量的影响。GRI 准则的制定和实施为全球社会责任报告提供了一种共同语言,以向不同利益相关者传达公司与经济、社会和环境的影响有关的最重要事项,从而使得报告文本整体信息含量提高。分析师通过对报告文本的解读可以获得大量有用信息,所以此时对文本语调信息的解读运用程度可能并不高,且当企业发表报告被强制要求遵守 GRI 时,由于受到 GRI 披露制度的限制,企业部分私有信息可能无法通过能够表达语调、情感等的词语进行充分披露,此时企业社会责任报告语调也可能无法为分析师提供预测判断的增量信息。基于上述分析,本文讨论不同情况下报告特征对分析师预测的影响。

1. 是否为强制披露

相较于自愿披露的企业,强制披露的公司内部治理水平较高,外部监管压力和审核力度较大^[33],因此,强制披露的社会责任报告会更加真实和可靠,分析师对强制披露报告的利用程度也会更高。本文按照企业社会责任报告披露的形式区分为强制组和自愿组,并进行分样本回归,以检验报告披露形式是否会影响社会责任报告语调与分析师预测之间的关系。

表 12 报告是否为强制披露的回归结果

变量	<i>F</i> DISP _{<i>t</i>}		<i>F</i> ERROR _{<i>t</i>}	
	强制组	自愿组	强制组	自愿组
<i>T</i> ONE _{<i>t-1</i>}	-3.526 *** (-3.23)	-1.821 (-1.40)	-5.731 *** (-3.12)	-2.613 (-1.10)
<i>Control</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES
N	1528	1945	1528	1945
adj_R ²	0.103	0.060	0.094	0.061
F	4.202	3.100	3.876	3.147

表 12 的回归结果显示,只有在强制披露组中,净正面语调 *T*ONE 与分析师预测分歧度 *F*DISP、偏差 *F*ERROR 在 1% 的水平上显著负相关,而在自愿披露组中不再显著。由此可知,企业社会责任报告的强制披露在一定程度上有助于语调信息含量的提高,此时分析师对报告语调的信赖和利用程度较高,社会责任报告语调对分析师预测具有积极影响。

2. 是否遵守 GRI

与定量信息不同,企业社会责任报告本身的非财务性、文本性特征决定了管理者可能需要在报告中使用各种语调来传递难以量化的信息。当企业发布社会责任报告需要遵守 GRI 标准时,由于受到 GRI 披露制度的约束而无法用语调来表达财务数据难以量化的信息,这可能会降低报告语调中所包含的信息含量。同时,GRI 准则的制定和实施使得报告文本整体信息含量提高,分析师通过对报告文本的解读可以获得大量有用信息,此时对文本语调信息的解读运用程度可能并不高。因此,本文按照企业社会责任报告是否遵守 GRI 区分为不遵守组和遵守组,并进行分样本回归,以检验 GRI 是否会影响企业社会责任报告语调的信息含量,进而影响其与分析师预测之间的关系。表 13 的回归结果显示,仅在不遵守组中,社会责任报告净正面语调 *T*ONE 与分析师预测分歧度 *F*DISP、偏差 *F*ERROR 在 5% 的水平上显著负相关。由此可知,当企业社会责任报告没有遵照 GRI 披露要求时,

企业社会责任报告语调所包含的信息越多,分析师对语调的依赖程度越高,报告语调对分析师预测的积极影响越显著。

(二) 分析师特征

由前文的分析可知,分析师预测行为不仅受到企业信息环境的影响,还与分析师自身特征密切相关,但有关分析师自身特征的研究结果并不完全一致。李岩琼等指出,当分析师为非明星分析师、经验较少或无专长时,其会更加依赖文本信息来提高预测准确性^[32];钟凯等指出,相较于低声誉分析师,具有较高声誉的分析师会更加充分地利用报告文本信息来降低声誉风险^[7]。参照李岩琼等的做法^[32],本文基于分析师个人相对预测偏差(PMAFE)并控制分析师个人层面变量来研究分析师个人特征的影响。

1. 分析师经验

相较于经验较少的分析师,具有丰富经验的分析师有更多的途径获取企业的私有信息,而且更容易依靠其自身经验对企业进行评估和预测,对报告文本信息的利用程度较低^[34]。因此,本文预期:当分析师的经验较少时,企业社会责任报告语调对分析师预测的积极作用会更显著。我们采用分析师发表研报数加 1 取对数来衡量分析师过去的经验,按照分析师经验中位数将样本划分为经验较多组与经验较少组,并进行分组回归。由表 14 所示结果可知,企业社会责任报告语调有助于降低分析师预测偏差的积极作用在分析师经验较少的样本中更加显著。

2. 是否为明星分析师

相比非明星分析师而言,明星分析师在资本市场上具有信息优势,获得企业私有信息的机会更多^[35],因此他们对报告文本信息的利用程度可能较低。参考李岩琼等的研究方法^[32],本文以分析师年度排名作为划分明星分析师与非明星分析师的依据,其中排前五名的为明星分析师,否则为非明星分析师。分组回归的结果如表 15 所示,企业社会责任报告中的管理层净积极语调(TONE)仅在非明星分析师组中与分析师个人相对预测偏差(PMAFE)的回归系数显著为负,说明企业社会责任报告语调能为非明星分析师带来增量信息,降低其预测偏差,而在明星分析师组中这种作用不再显著。

(三) 经济后果分析

前文研究结果表明,企业社会责任报告的积极语调有助于降低分析师预测偏差和分歧度,提高分析师预测准确性。分析师预测越准确,资本市场定价效率越高,股价崩盘风险越低^[35]。因此,社会责任报告语调影响分析师预测的机制可能会提高市场定价效率,从而降低股价崩盘风险。本文拟在已有研究的基础上进一步分析企业社会责任报告语调对分析师预测的影响机制以及对市场产生的经济后果。我们采用股价崩盘风险(NCSKEW)作为经济后果的观测值,数据来源于 CSMAR 数据库中的负收益偏态系数,该指标值越大,股价崩盘风险越高。回归结果如表 16 所示,第(1)列和第(3)列报告了股价崩盘风险

表 13 社会责任报告是否遵守 GRI 的回归结果

变量	FDISP _t		FERROR _t	
	不遵守	遵守	不遵守	遵守
TONE _{t-1}	-2.394 ** (-2.39)	-1.919 (-1.00)	-3.843 ** (-2.13)	-3.062 (-0.97)
Control	YES	YES	YES	YES
Year/Industry	YES	YES	YES	YES
N	2738	735	2738	735
adj_R ²	0.081	0.057	0.079	0.062
F	5.040	1.810	4.880	1.880

表 14 区分分析师经验的回归结果

变量	经验较多 (1)	经验较少 (2)
	TONE _{t-1}	-0.195 (-2.37)
Control	YES	YES
Year/Industry	YES	YES
N	6267	5905
adj_R ²	0.096	0.157
F	11.22	17.94

表 15 区分是否明星分析师的回归结果

变量	明星分析师 (1)	非明星分析师 (2)
	TONE _{t-1}	-0.470 (-1.58)
Control	YES	YES
Year/Industry	YES	YES
N	395	11777
adj_R ²	0.139	0.135
F	2.080	29.63

表 16 企业社会责任报告语调与分析师预测的经济后果分析

变量	NCSKEW _t			
	(1)	(2)	(3)	(4)
PMAFE _t	0.093 *** (7.03)	0.491 *** (4.58)		
FDISP _t			0.001 (0.22)	0.075 * (1.72)
TONE _{t-1} × PMAFE _t		-0.803 *** (-3.74)		
TONE _{t-1} × FDISP _t				-0.156 * (-1.70)
TONE _{t-1}		0.349 ** (2.97)		0.275 (1.26)
Control	YES	YES	YES	YES
Year/Industry	YES	YES	YES	YES
N	12019	12019	3417	3417
adj_R ²	0.149	0.150	0.097	0.097
F	33.31	32.57	7.111	6.936

(*NCSKEW*)与分析师预测偏差(*PMAFE*)、分析师预测分歧度(*FDISP*)的回归结果,结果表明分析师预测偏差会提高企业股价崩盘风险;第(2)列和第(4)列中是将 *TONE* 与 $TONE \times PMAFE$ 、 $TONE \times FDISP$ 同时放入模型中进行回归,发现交乘项 $TONE \times FDISP$ 和 $TONE \times PMAFE$ 与股价崩盘风险(*NCSKEW*)显著负相关,说明企业社会责任报告语调可以对分析师预测偏差及分歧度与股价崩盘风险之间的关系产生负向调节作用,企业社会责任报告语调部分地通过降低分析师预测偏差及分歧度影响资本市场定价效率,降低了股价的大幅波动,有助于缓解股价崩盘风险。

六、结论性评述

本文基于信号理论和迎合理论探讨了企业社会责任报告语调对分析师预测的影响,结果表明企业社会责任报告净正面语调降低了分析师预测偏差和分析师预测分歧度,并且当分析师预测存在乐观偏差时,这种作用更加显著。进一步分析发现,在报告特征方面,企业社会责任报告语调对分析师预测的积极作用仅发生在强制披露和不遵守 GRI 组中;在分析师特征方面,企业社会责任报告语调的积极影响主要发生在经验较少、非明星分析师中。从经济后果来看,企业社会责任报告语调可以通过降低分析师预测偏差及分歧度来缓解公司股价崩盘风险。

本文结论具有较强的实践价值。首先,投资者可以借助分析师利用社会责任报告语调获取企业社会责任和未来发展的增量信息,以此来改善投资决策和投资组合。其次,对于企业而言,企业可以正确运用报告的语言披露方式来改善我国资本市场信息环境。最后,对于监管者来讲,由于目前社会责任报告中语调的披露没有统一标准,也没有纳入国家监管体系,因此监管机构应出台相关政策,规范社会责任报告的信息披露,特别要规范管理层对报告语调的运用,尽快把社会责任语调的监管纳入信息披露监管框架。

参考文献:

- [1] Campopiano G, De M A. Corporate social responsibility reporting: A content analysis in family and non-family firms[J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 129: 511 - 534.
- [2] Merkl-davies D M, Brennan N M. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management? [J]. *Journal of Accounting Literature*, 2007, 26(3): 116 - 196.
- [3] Clement M B. Analyst forecast accuracy: Do ability, resources and portfolio complexity matter? [J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1999, 27(3): 285 - 303.
- [4] Dhaliwal D S, Radhakrishnan S, Tsang A, et al. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 723 - 759.
- [5] Byard D, Shaw K W. Corporate disclosure quality and properties of analysts' information environment[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2003, 18(3): 355 - 378.
- [6] Vanstraelen A, Marilyn T Z, Sean W G R. Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European Countries [J]. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2003, 14(3): 123 - 143.
- [7] 钟凯,董晓丹,陈战光. 业绩说明会语调与分析师预测准确性[J]. *经济管理*, 2020(8): 120 - 137.
- [8] 林煜恩,李欣哲,卢扬,等. 管理层语调的信号和迎合: 基于中国上市企业创新的研究[J]. *管理科学*, 2020(4): 53 - 66.
- [9] 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, 29(3): 845 - 868.
- [10] Tetlock P, Saar-Tsechansky M, Macskassy S. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1437 - 146.
- [11] 李丽青. 《新财富》评选的最佳分析师可信吗? ——基于盈利预测准确度和预测修正市场反应的经验证据[J]. *投资研究*, 2012(7): 54 - 64.
- [12] Larcker D F, Zakolyukina A A. Detecting deceptive discussions in conference calls[J]. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(2): 495 - 540.
- [13] Li F. The information content of forward-looking statements in corporate filings—a naïve bayesian machine learning approach[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 5: 1049 - 1102.
- [14] Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(1): 59 - 100.
- [15] Muslu V, Mutlu S, Radhakrishnan S, et al. Corporate social responsibility report narratives and analyst forecast accuracy[J]. Springer Netherlands, 2019, 154(4): 1119 - 1142.
- [16] Zahrer K A, Arnold V, Roberts R W. Using CSR disclosure quality to develop social resilience to exogenous shocks: A test of investor perceptions[J]. *Behavioral Research in Accounting*, 2015, 27(2): 155 - 177.
- [17] Boudoukh J, Feldman R, Kogan S, et al. Which news moves stock prices? A textual analysis[J]. *National Bureau of Economic Research*, 2013, 22(3): 33 - 35.

- [18] Du S, Bhattacharya C B, Sen S. Maximizing business returns to Corporate Social Responsibility(CSR): The role of CSR communication[J]. International Journal of Management Reviews, 2010, 12(1): 8-19.
- [19] Muslu V, Radhakrishnan S, Subramanyam K R, et al. Forward-looking MD&A disclosures and the information environment[J]. Management Science, 2015, 61(5): 931-48.
- [20] Schrand C M, Walther B R. Strategic benchmarks in earnings announcements: The selective disclosure of prior-period earnings components[J]. The Accounting Review, 2000, 75(2): 151-177.
- [21] Huang X, Teoh S, Zhang Y. Tone management[J]. The Accounting Review, 2014, 89(3): 1083-1113.
- [22] Fombrun C J, Gardberg N A, Barnett M L. Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk[J]. Business and Society Review, 2000, 105(1): 85-106.
- [23] Godfrey P C, Merrill C B, Hansen J M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis[J]. Strategic Management Journal, 2009, 30(4): 425-445.
- [24] Mayew W J, Sethuraman M, Venkatachalam M. MD&A disclosure and the firm's ability to continue as a going concern[J]. The Accounting Review, 2014, 90: 1621-1651.
- [25] Xu W, Qi D P. Abnormal tone in management earnings forecast, media negative coverage and insider trading[J]. Journal of Accounting & Economics, 2020, 42(3): 223-253.
- [26] Abarbanell J S, Bernard V L. Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior[J]. Journal Financial, 1992, 47(3): 1181-1207.
- [27] 周开国, 应千伟, 陈晓娟. 媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度[J]. 金融研究, 2014(2): 139-152.
- [28] 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+188.
- [29] Lys T, Soo L. Analysts' forecast precision as a response to competition[J]. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 1995, 10(4): 751-765.
- [30] 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.
- [31] 黄萍萍, 李四海. 社会责任报告语调与股价崩盘风险[J]. 审计与经济研究, 2020(1): 69-78.
- [32] 李岩琼, 姚颀. 研发文本信息: 真的多说无益吗? ——基于分析师预测的文本分析[J]. 会计研究, 2020(2): 26-42.
- [33] 陈国辉, 关旭, 王军法. 企业社会责任能抑制盈余管理吗? ——基于应规披露与自愿披露的经验研究[J]. 会计研究, 2018(3): 19-26.
- [34] Du S L, Yu K, Bhattacharya C B, et al. The business case for sustainability reporting: Evidence from stock market reactions[J]. Journal of Public Policy & Marketing, 2017(2): 313-330.
- [35] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2012(7): 127-140.

[责任编辑: 王丽爱]

Corporate Social Responsibility Report Tone and Analyst Prediction: Signal or Pander?

LIU Jianqiu, YIN Guangying, WU Jinghua

(School of Accounting, Hunan University of Technology and Business, Changsha 410006, China)

Abstract: The text intonation information of Corporate Social Responsibility(CSR) reports of listed companies from 2010 to 2018 was extracted by text analysis method, based on signal theory and accommodation theory, this paper discusses the relevance value of CSR report tone to analysts' prediction. The study found that the net positive tone of CSR reports Reduced Analyst Forecast Bias and analyst forecast divergence, and this effect was more significant when analysts forecast an optimistic bias. Further analysis found that: based on reporting characteristics, the positive effect of CSR reporting tone on analysts' predictions only occurred in the group of mandatory disclosure and non-compliance with sustainability reporting guidelines; based on the characteristics of the analyst, the positive influence of intonation on the analyst's prediction mainly occurred among the less experienced and non-star analysts. The study of economic consequences found that the tone of social responsibility reports alleviated the risk of stock price collapse by reducing analyst forecast bias and divergence. This paper discusses the information content of the tone of CSR reports from the perspective of analyst prediction, which is not only helpful to enrich the academic literature on the economic consequences of non-financial information disclosure and the influential factors of analyst prediction, moreover, the disclosure of CSR reports should be standardized by the regulatory authorities, which can provide useful reference for investors to effectively use the tone information in CSR reports.

Key Words: social responsibility reporting; tone of text; signaling theory; ingratiation theory; analyst prediction; non-financial information disclosure; risk of stock price crash