

业绩说明会语调能提高资本市场信息效率吗？

——基于股价同步性的视角

刘瑶瑶 路军伟 李奇凤

(山东大学 管理学院, 山东 济南 250100)

摘要:本文基于2008~2019年我国A股上市公司年度业绩说明会的文本信息,研究管理层语调能否提高资本市场信息效率。研究发现,整体而言,管理层净语调与股价同步性显著负相关,即随着管理层净语调的提高,更多公司层面信息融入股价,资本市场信息效率提高。机制检验表明,信息不对称在管理层净语调与股价同步性之间发挥中介效应。进一步研究发现,在机构投资者持股比例较高、分析师关注度较高的公司中,管理层净语调对股价同步性的影响更加显著;而在信息质量较差的公司中,两者的关系被削弱。研究表明,业绩说明会语调具有信息含量,能够为信息使用者提供增量信息,从而提高资本市场信息效率。本文的研究发现在一定程度上证实了业绩说明会这一实践的可行性,为监管机构和上市公司改进信息披露方式提供了经验证据。

关键词:管理层语调;业绩说明会;资本市场信息效率;股价同步性;文本信息

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2021)05-0038-13

一、引言

信息披露是资本市场的核心问题,文本信息是信息披露的重要组成部分。其中,由积极和消极两种对立感觉构成的语调,是文本信息最基本且最重要的特征之一^[1],也是学术界日益重点关注的话题之一。近年来,业绩说明会作为年报信息披露的重要补充,为管理层与投资者、分析师等实时互动、开放交流提供了机会,业绩说明会中的管理层语调是否具有信息含量也逐渐引起了学者们的关注。研究发现,业绩说明会净语调能够预测公司未来业绩^[2]、影响分析师更新荐股行为^[3]、提高分析师预测准确性^[4]、化解股价崩盘风险^[5]等。这些研究给予我们一定启示,即业绩说明会语调可能会为投资

收稿日期:2020-09-25

基金项目:国家自然科学基金面上项目“我国强制性季报的政策效应及其作用机理研究”(72072102);国家自然科学基金面上项目“政府会计准则执行机制与执行效果:基于实验与实证的研究”(71572095);山东大学青年学者未来计划项目“政府会计与财务报告研究”(2016WLJH14)

作者简介:刘瑶瑶(1993—),女,山东潍坊人,山东大学管理学院博士生;

路军伟(1978—),男,江苏徐州人,山东大学管理学院教授,博士生导师;

李奇凤(1978—),女,山东潍坊人,山东大学管理学院讲师,博士,本文通讯作者。

者、分析师等信息使用者提供决策的增量信息。那么一个值得关注的问题是:业绩说明会语调所释放的信息能否充分反映至股价中,进而提高资本市场的信息效率呢?

在我国,资本市场表现出严重的股价同步性,公司特质信息无法充分反映在股价中,导致个股“同涨同跌”现象明显。过高的股价同步性致使资本市场无法有效引导资金流向高质量企业,降低了资本市场的资源配置效率^{[6][7]}。因此,探寻有效的信息披露方式,促进公司特质信息充分释放,对于我国资本市场信息效率的提高具有重要的理论和现实意义。近年来,信息披露的新形式不断涌现,业绩说明会凭借网络化、实时互动性和完全开放性等特点被越来越多的上市公司所使用(如图1),成为管理层与投资者等广大信息使用者“面对面”交流沟通的新渠道,也被监管部门视为提高公司投资者关系管理水平和信息披露透明度的重要途径。业绩说明会中投资者既可与管理层实时互动沟通,充分挖掘公司特质信息,还可通过感知管理层语调的积极情绪和消极情绪,对公司经营状况和发展前景作出基本判断。因此,无论管理层是否会主动利用问答来向市场传递信息,其回答以及语调本身都会有意无意地向市场传递具有一定信息含量的信息^[3]。在此基础上,业绩说明会语调所传递的公司特质信息能否充分反映至股价中,进而提高资本市场信息效率,便成为学术界和实务界共同关注的话题。对该问题的研究,将有利于完善资本市场信息披露,促进资本市场健康发展。

基于此,本文利用2008~2019年A股上市公司年度业绩说明会互动平台的相关文本信息,对上述问题进行研究,结果发现:整体而言,随着管理层净语调的提高,股价同步性显著降低,表明业绩说明会中的管理层语调是具有信息含量的,能够为信息使用者提供增量信息,提高资本市场信息效率。机制检验表明,管理层净语调通过缓解公司与投资者以及投资者之间的信息不对称,进而降低了股价同步性。进一步研究发现,在机构投资者持股比例较高、分析师关注度较高的公司中,管理层净语调对股价同步性的影响更加显著;而在信息质量较差的公司中,管理层净语调对股价同步性的抑制作用则被削弱。

本文的研究贡献在于:(1)从股价同步性视角,为我国上市公司业绩说明会信息披露制度的有效性提供了进一步的经验证据。研究发现,业绩说明会中的管理层语调能够促进公司特质信息充分反映在股价中,进而提高资本市场信息效率。研究还表明,业绩说明会是年报基础上的增量信息源,能够为广大信息使用者提供增量信息,这证实了业绩说明会实践的可行性和必要性。(2)从业绩说明会角度,丰富了文本信息和管理层语调的相关研究。既有研究认为管理层语调对预测未来业绩具有积极作用^{[2][8]},也有研究发现管理层出于自利动机可能会在年报中进行文本操控^[10]和语调管理^[1],以误导信息使用者决策。本文发现业绩说明会中的管理层语调具有信息含量,能够提高信息使用者的决策有用性,这为该领域相关研究提供了新的经验证据。(3)从业绩说明会语调角度,补充了股价同步性影响因素的相关文献。学术界先后从媒体治理^[11]、互联网沟通^[12]、网络新媒体^[13]等角度探讨了新形式的信息披露能否促进公司特质信息的释放,进而降低股价同步性。本文以业绩说明会为切入点,为相关研究提供了新的研究视角。

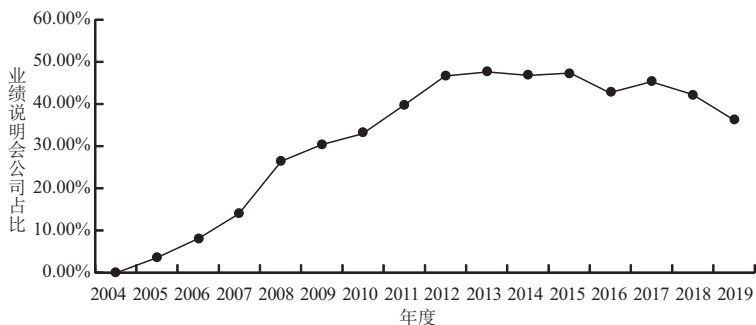


图1 业绩说明会公司所占比例的时间趋势图^①

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述与制度背景

1.业绩说明会制度背景。我国的业绩说明会制度始于2004年,是指上市公司在年报披露以后召开年度报告说明会,以加强信息披露和投资者关系管理。这一制度最先应用于中小板,后又扩展至创业板,并逐渐延伸到主板^②。无论交易所还是证监会,皆鼓励上市公司召开业绩说明会,但相关机构并未对业绩说明会的披露内容做出强制规定,因此业绩说明会的信息披露实则属于自愿披露范畴。与其他信息披露方式相比,业绩说明会具有以下特点:第一,实时互动性强。投资者的问题和信息需求不是事先给定的,而是随着业绩说明会的进行随机展开,管理层需即时回答相关问题,某些问题甚至会经过多轮重复博弈。可见,“一问一答”的实时互动,有利于投资者挖掘更多关于公司的特质信息,业绩说明会自然也就可能成为年报基础上的增量信息源。第二,开放性强。业绩说明会以网络形式召开,无论投资者、债权人、供应商等利益相关者,还是分析师、审计师等中介机构,抑或是监管者、媒体记者等,都可以匿名登录相关网络平台参加业绩说明会。即使因故未能及时参加,他们也可在会议结束后在网络上阅读会议记录。业绩说明会的开放性特征,在很大程度上保障了信息使用者在任何时间、任何地点获取公司特质信息。

通过对比可以发现,不同于年报等单向信息披露,业绩说明会的信息交流互动性更强,有利于投资者挖掘更多公司特质信息。而与股吧、网络新媒体等相比,业绩说明会中的问答是实时性的,管理层无法预知参会者的信息需求并提前准备,因此管理层的回答及其内含语调很可能体现了其对公司经营状况及未来发展前景的客观评价。不难看出,业绩说明会凭借网络化、实时互动性和完全开放性等优势,更有可能向资本市场传递增量信息,这也体现出其作为信息披露渠道的相对重要性,由此本文对其进行研究也将兼具理论和现实意义。

2.管理层语调与信息含量。随着计算机文本分析技术的发展以及数据处理能力的提升,基于文本分析的实证研究逐渐成为当前会计研究的一个新方向^[1]。与标准化的财务数字信息相比,非标准化的文本信息表达形式更为丰富、传递渠道更为多样,通常具有财务数字信息难以体现的丰富内涵。由积极和消极两种对立感觉构成的语调,是文本信息最基本且最重要的特征之一,越来越受到学术界的关注。目前国内外学者已对年报、季度盈余公告中的管理层语调展开了一系列研究。既有研究印证了管理层语调对预测未来业绩具有积极作用^{[2][8]},表明管理层语调会向资本市场提供关于公司未来经营业绩的增量信息。也有不少学者发现,管理层语调可能包含刻意误导投资者的有偏信息^{[14][15]},以配合内部人交易^[1]、辅助盈余管理^[16]等,而这最终将损害管理层语调对未来业绩的预测价值^[17]。总的来看,关于管理层语调究竟能否提高资本市场信息效率,学术界并未达成一致结论。

近年来,交易所、证监会等监管部门积极探索公司与投资者信息沟通的新渠道,业绩说明会就被相关部门视为提高上市公司投资者关系管理水平和信息披露透明度的重要途径。因此,业绩说明会及其管理层语调是否具有信息含量便逐渐引起学术界关注。谢德仁和林乐(2015)发现,业绩说明会中的管理层语调能够提供关于公司未来业绩的增量信息^[2],进而从事后验证的角度表明管理层语调具有较高的可信度。在此基础之上,学者们相继发现业绩说明会的净语调能提高分析师更新荐股报告的可能性及更新人数比例,提高分析师荐股评级水平及其变动^[3];降低权益资本成本,提高资本市场的定价效率^[19];提高分析师预测准确性,降低分析乐观偏差^[4];修正投资者情绪偏差,化解股价崩盘风险^[5]等。这些研究表明,业绩说明会语调可为信息使用者提供决策有用的增量信息,那么这些信息能否顺利反映到股价中,进而提高资本市场信息效率,便是值得进一步探讨的话题。

3.信息披露与股价同步性。信息效率是资本市场运行的基础,而股价同步性往往会降低资本市场的信息效率^{[6][7]},因此,学术界对股价同步性的影响因素进行了大量研究。不少学者认为,股价同步性形成的一个重要原因是上市公司与投资者之间存在信息不对称,资本市场无法获取可靠的公司特质信息。可见,降低股价同步性的关键在于加强信息披露,促进公司特质信息的充分释放。随着新

闻媒体报道、互联网沟通、网络新媒体等信息披露形式的不断涌现,学术界逐渐将目光转移至互动信息披露的作用上。黄俊和郭照蕊(2014)发现,随着媒体报道的增多,更多公司层面信息融入股价,股价同步性降低^[11]。谭松涛等(2016)发现,深交所“互动 e”网络平台改善了投资者获取信息的准确性,进而提高了市场信息效率^[12]。刘海飞等(2017)则发现,随着社交网络信息质量水平的提升,股价同步性逐渐降低到最小值而后又逐渐提高,从而肯定了微博等网络新媒体在释放公司特质信息、提高资本市场信息效率方面的积极作用^[13]。可见,探寻有效的信息披露方式,让更多公司特质信息充分释放并融入股价,对于提高我国资本市场信息效率意义重大。

通过以上文献综述,我们发现:(1)学术界已经达成共识,加强信息披露是降低股价同步性的重要途径。因此,探寻有效的信息披露方式以降低股价同步性是一项重要且迫切的任务,关系到资本市场能否有效发挥资源配置功能。(2)业绩说明会为管理层与投资者“面对面”沟通交流提供了便利,理论上,管理层语调将可能为信息使用者决策提供增量信息,进而提高资本市场信息效率。然而在现实情境中,管理层往往会出于自利动机而在公司定期报告中进行语调管理,以误导投资者决策。因此,业绩说明会中的管理层语调究竟能否真实地传递公司特质信息,进而提高资本市场信息效率,仍然是一个亟待研究的开放性问题。

(二)研究假设

业绩说明会实时性、互动性、开放性的信息披露方式,为管理层与投资者搭建了“面对面”沟通的桥梁。因此,本文将从信息挖掘、信息解读两个角度,分析业绩说明会及其管理层语调能否促进公司特质信息的释放,并将公司特质信息充分反映至股价中,进而提高资本市场信息效率。

从信息挖掘角度来看,业绩说明会中管理层与投资者的实时互动,有利于投资者充分获取公司特质信息。首先,业绩说明会中,管理层需就公司经营情况、财务状况等事项与投资者进行一对一沟通。投资者随时提问,管理层即时答复,甚至某一问题需经多轮问答,“多问多答”的交流模式将导致螺旋式的信息披露^[19],促使公司特质信息不断释放。其次,业绩说明会并未限制参会人员资格,因此分析师、机构投资者等专业的信息使用者也可参与其中。他们通常具备雄厚的资金实力和专业的队伍,信息深度挖掘优势明显^{[20][21]}。此外,他们往往已经掌握一定数量的公司私有信息,需要管理层进一步披露更加详细的信息以佐证和补充其私有信息,这也将导致公司特质信息的持续释放^{[22][23]}。再者,业绩说明会的互动性并不仅仅局限于管理层与投资者之间,投资者之间也可相互学习、相互启发,通过提出问题的方式实现彼此互动,增强信息挖掘的溢出效应。总而言之,业绩说明会中,无论是管理层与投资者之间的互动,还是投资者之间的互动,都将有利于投资者对公司特质信息的挖掘,缓解公司内外部信息不对称。

从信息解读角度来看,业绩说明会中管理层的回答内含丰富的语调,将增强投资者的信息解读能力。一般而言,诸如年报等单向信息披露,往往涉及较为专业的财务数字信息和晦涩难懂的定性信息,投资者可能要花费较长的时间和巨大的精力来解读信息。但在业绩说明会中,董事会秘书、财务负责人等专业的财务信息知情者将以更加通俗的语言为投资者解答疑惑,帮助投资者更加深入地理解相关信息^③。其次,即问即答的互动交流模式,一定程度上保障了管理层回答及其内含语调的真实性^{[2][4][5]}。积极语调更可能是具有信息优势的管理层对公司良好业绩的有效预测^{[2][8]},而消极语调则可能是公司经营形势不乐观的先兆信号。投资者通过解读管理层语调中的积极情绪和消极情绪,可以对公司经营状况和发展前景作出基本判断。再者,分析师、机构投资者等专业信息使用者对管理层语调的解读,也可产生信息溢出效应,从而进一步加深投资者对信息的理解。因此从信息解读角度来看,业绩说明会中投资者在充分挖掘公司特质信息的同时,还可以通过感知管理层的情感语调,加深对已获取信息的理解,进而将有效信息融入股价,降低股价同步性。

综上所述,从信息挖掘角度来看,业绩说明会将促使投资者充分获取公司特质信息;从信息解读角度来看,投资者通过感知管理层语调的积极情绪和消极情绪,可以有效理解和消化所获取信息,并将其充分反映至股价。这也就是说,业绩说明会中的管理层语调将有利于降低上市公司的股价同步

性,进而提高资本市场信息效率。

既然业绩说明会语调能够为投资者提供增量信息,那么积极语调和消极语调的信息含量是否存在差异呢?这主要取决于投资者对积极语调和消极语调所内含信息的挖掘和解读能力是否存在差异。从信息挖掘角度来看,积极语调相较于消极语调所传递出的公司特质信息可能更多。根据业绩说明会的实际问答情况,当管理层掌握的私有信息较为正面时,管理层语调更为积极,回复内容也较多,投资者可对信息进行深度挖掘,从而促进正面信息的充分释放;但当管理层掌握的私有信息较为负面时,出于维持股价、稳定投资者情绪等考量,管理层不可能将全部负面信息和盘托出,而是倾向于以消极的语调简短回复,避重就轻甚至避而不谈,这将阻碍投资者对负面信息的继续挖掘,进而阻碍负面信息的及时释放^④。从信息解读角度来看,投资者对积极语调和消极语调的解读能力也存在非对称性。积极语调往往代表管理层对未来经营业绩乐观的有效预测,因此在相对积极的语调下,投资者对未来经营状况的判断相对容易;反之,在相对消极的语调中,投资者根据管理层释放的有限的负面信息,难以对未来经营状况进行有效判断,自然也就无法将负面信息反映至股价。Tetlock等(2008)、林乐和谢德仁(2016)先后证实,相较于消极语调,投资者对积极语调的反应更加强烈^{[8][19]}。至于更加专业的信息使用者如分析师等,在业绩说明会中也更加关注管理层的积极语调,而非消极语调^[3]。由此我们推测,尽管业绩说明会中的管理层积极语调和消极语调都能为投资者提供增量信息,但当管理层语调相对积极时,将释放较多的公司正面特质信息,而当管理层语调相对消极时,将释放较少的公司负面特质信息。换言之,当语调相对积极时,将更有利于提高资本市场的信息效率,而当语调相对消极时,管理层语调对资本市场信息效率的促进效应将可能被削弱。因此可以合理预期,随着业绩说明会中管理层净语调的提高,资本市场的信息效率也会相应提高。基于此,本文提出如下假设:

H1:控制其他因素,业绩说明会中的管理层净语调与资本市场信息效率呈正相关关系。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文从全景网投资者关系互动平台(<http://rs.p5w.net/>),获取了2008~2019年A股上市公司业绩说明会中管理层与参会者之间的问答内容,共计640110条记录,涉及2317家公司。其他数据如股票交易数据、财务数据等均来源于CSMAR数据库。本文对初始样本进行以下处理:(1)删除金融行业样本;(2)删除问答数据缺失样本;(3)删除数据异常或缺失样本;最终得到9894个公司一年度观测值。为剔除异常值影响,本文对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。业绩说明会问答数据抓取工具为Python2.7,数据处理软件为Stata15.0。

(二)变量定义

1.资本市场信息效率。资本市场的基本功能是利用股价的信号机制实现资源的最优配置,而股价引导资源配置作用的发挥取决于其反映公司真实信息的能力^{[11][22]}。股价同步性是公司特质信息反映至股价速度和程度的体现。高度的股价同步性说明公司特质信息难以反映到股价中,使个股呈现相似的波动规律,进而降低资本市场信息效率^{[6][7]}。因此,本文参照钟覃琳和陆正飞(2018)等的研究^[24],以股价同步性衡量资本市场信息效率。借鉴Morck等(2000)、Gul等(2010)的做法^{[25][26]},构造模型(1)计算股价同步性:

$$R_{i,w,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{M,w,t} + \alpha_2 R_{M,w-1,t} + \alpha_3 R_{i,w,t} + \alpha_4 R_{i,w-1,t} + \epsilon_{i,w,t} \quad (1)$$

式(1)中, $R_{i,w,t}$ 为股票*i*第*t*年第*w*周考虑现金红利再投资的个股回报率; $R_{M,w,t}$ 为第*t*年第*w*周经流通市值加权后的市场回报率; $R_{i,w,t}$ 为股票*i*所在行业(股票*i*除外)第*t*年第*w*周经流通市值加权后的行业回报率。对模型(1)回归计算公司一年度的拟合优度 $R_{i,t}^2$,根据模型(2)对 $R_{i,t}^2$ 进行对数化处理, $SYNCH_{i,t}$ 即股票*i*第*t*年股价同步性指标,其值越大,表明股价同步性越高,资本市场信息效率越低。

$$SYNCH_{i,t} = \ln\left(\frac{R_{i,t}^2}{1-R_{i,t}^2}\right) \quad (2)$$

2.业绩说明会净语调。借鉴 Huang 等(2014)、林乐和谢德仁(2017)等的做法^{[17][3]},构建以下模型度量业绩说明会中的管理层净语调:

$$TONE = (POSPCT - NEGPCT) / (POSPCT + NEGPCT) \quad (3)$$

式(3)中,POSPCT 是指业绩说明会中管理层回答所用的积极语调词汇数目占管理层回答词汇总数的比例;NEGPCT 则是管理层回答所用的消极语调词汇数目占管理层回答词汇总数的比例。TONE 表示净语调的概念,取值范围为-1 到 1 之间。TONE 越大,说明业绩说明会语调越积极。

利用 Python 中文分词模块对业绩说明会问答中的文本进行自动分词并统计词频,运用词库构建法区分积极词汇和消极词汇。词库中积极词汇和消极词汇的判断,主要参考曾庆生等(2018)的做法^[1],以 Loughran 和 McDonald(2011)金融情感英文词汇列表为基础^[9],依据有道词典和金山词霸对上述英文词汇进行翻译,若一个英文词汇对应多个中文单词都予以保留,以最大限度涵盖中文语境中的语调情感词汇。这一做法既保证了词性判断的权威性,又符合中文的特殊语法结构。在稳健性检验中,我们还参照王华杰和王克敏(2018)的研究^[16],使用台湾大学构建的《中文情感极性词典》对积极词汇和消极词汇进行判断。

3.控制变量。借鉴黄俊和郭照蕊(2014)、钟覃琳和陆正飞(2018)等的做法^{[11][24]},本文控制了影响股价同步性的其他因素,具体包括:公司规模(SIZE)、盈利能力(ROA)、盈余波动性(SDROA)、成长性(GROWTH)、财务杠杆(LEV)、市账比(BM)、换手率(TURNOVER)、董事会规模(BOD)、两职合一(DUAL)、股权集中度(TOP1)、四大审计(BIG4)、产权性质(SOE)、上市年限(AGE)等。为控制业绩说明会其他文本特征的影响,还将业绩说明会问答数量(NUM)作为控制变量。各变量具体定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
SYNCH	股价同步性	定义详见上文
TONE	业绩说明会净语调	定义详见上文
SIZE	公司规模	总资产的自然对数
ROA	盈利能力	净利润/总资产
SDROA	盈余波动性	总资产收益率最近三年的标准差
GROWTH	成长性	(当年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
LEV	财务杠杆	总负债/总资产
BM	市账比	总市值/总资产
TURNOVER	换手率	以流通股数计算的月均股票换手率
BOD	董事会规模	董事会成员人数
DUAL	两职合一	若董事长和总经理两职兼任则取值为 1,否则取值为 0
TOP1	股权集中度	第一大股东持股数/股本总数
BIG4	四大审计	若为四大会计师事务所审计则取值 1,否则取值为 0
SOE	产权性质	若为国企则取值为 1,否则取值为 0
AGE	上市年限	上市年限加 1 的自然对数
NUM	问答数量	业绩说明会问答数量/总资产(单位:百万)

(三)研究模型

为检验业绩说明会中的管理层净语调与资本市场信息效率之间的关系,本文利用固定效应(FE)模型进行回归分析,模型设定如下:

$$SYNCH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TONE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 SDROA_{i,t-1} + \beta_5 GROWTH_{i,t-1} + \beta_6 LEV_{i,t-1} + \beta_7 BM_{i,t-1} + \beta_8 TURNOVER_{i,t} + \beta_9 BOD_{i,t-1} + \beta_{10} DUAL_{i,t-1} + \beta_{11} TOP1_{i,t-1} + \beta_{12} BIG4_{i,t-1} + \beta_{13} SOE_{i,t} + \beta_{14} AGE_{i,t} + \beta_{15} NUM_{i,t} + IND + YEAR + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

业绩说明会是在年报披露之后召开,因而报告年度相对于业绩说明会年度滞后一年。将年报相关变量如 SIZE、ROA、SDROA、GROWTH、LEV、BM,公司治理变量如 BOD、DUAL、TOP1,以及审计变量 BIG4 均取滞后一期变量。本文主要关注回归系数 β_1 ,若 β_1 显著为负,则研究假设得以验证。

四、实证结果

(一)描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计结果。SYNCH 的均值为-0.185,标准差为 0.809,说明不同公司之间的股价同步性存在较大差异。TONE 的均值为 0.452,表明管理层在业绩说明会中更加倾向于用积极语调回答问题,以传递正面信息。控制变量的分布特征与前人研究基本一致,此处不再赘述。此外,SYNCH 与 TONE 的 Pearson 和 Spearman 相关系数分别在 10%的水平上显著为负,表明业绩说明会净语调与股价同步性存在显著的负相关关系;各变量的方差膨胀因子(VIF)平均为 4.09,说明变量之间不存在严重的多重共线性问题,模型设定较为合理(篇幅所限,未列示相关系数表)。

表 2 描述性统计表

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
SYNCH	9894	-0.185	0.809	-2.440	-0.141	1.550
TONE	9894	0.452	0.189	-0.137	0.476	0.810
SIZE	9894	21.600	0.991	19.800	21.500	24.800
ROA	9894	0.045	0.055	-0.214	0.044	0.193
SDROA	9894	0.024	0.030	0.001	0.014	0.191
GROWTH	9894	0.218	0.370	-0.453	0.155	2.120
LEV	9894	0.364	0.192	0.042	0.345	0.828
BM	9894	2.170	1.260	0.958	1.770	8.040
TURNOVER	9894	0.344	0.230	0.047	0.287	1.150
BOD	9894	8.410	1.530	3.000	9.000	18.000
DUAL	9894	0.350	0.477	0.000	0.000	1.000
TOP1	9894	0.340	0.138	0.100	0.320	0.705
BIG4	9894	0.023	0.148	0.000	0.000	1.000
SOE	9894	0.164	0.370	0.000	0.000	1.000
AGE	9894	7.040	3.890	2.000	6.000	29.000
NUM	9894	0.032	0.041	0.000	0.019	0.745

(二)回归结果

1.业绩说明会净语调与股价同步性。表 3 第(1)列的实证结果用以验证本文假设。由表 3 可知,TONE 的系数为-0.098,且在 5%的水平上显著为负,说明业绩说明会净语调与股价同步性存在显著的负相关关系。该结果表明,业绩说明会中的管理层净语调内含丰富的信息含量,有利于降低股价同步性,提高资本市场信息效率,本文假设得以验证。

2.积极语调 VS 消极语调。上文已述,投资者对积极语调与消极语调内含信息的挖掘能力和解读能力存在非对称性,会导致两种语调的信息含量可能存在差异。对此,本文区分积极语调(POSPCT)和消极语调(NEGPCT),分别研究两者对股价同步性的影响。结果如表 3 第(2)~(4)列所示,第(2)列是积极语调的回归结果,POSPCT 系数为-0.447,在 10%的水平上显著为负,表明积极语调会降低股价同步性。第(3)列是消极语调的回归结果,NEGPCT 系数为 0.859,在 10%的水平上显著为正,表明消极语调会提高股价同步性。第(4)列是同时将积极语调和消极语调纳入模型进行回归的结果,POSPCT 和 NEGPCT 的系数和显著性未发生明显变化。

该结果与理论推导的逻辑相互印证。一方面,管理层信息披露存在趋利避害的策略选择,当掌握的信息较为正面时,将以积极语调充分披露正面信息,而当掌握的信息较为负面时,将以消极的语调简短回复,阻碍了负面信息的释放。另一方面,投资者、分析师等可能更加擅长对积极语调所内含的信息进行挖掘和解读。因而,相较于消极语调,积极语调更能作为信息使用者提供增量信息,从而提高资本市场信息效率。

(三)稳健性检验^⑤

1.替换被解释变量。为控制变量度量误差的影响,本文首先替换股价同步性(SYNCH)的度量方

法进行稳健性检验,实证结果并未发生显著改变。股价同步性的度量借鉴 Roll(1988)和朱红军等(2007)的方法^{[27][22]},如模型(5)和(6)所示。 $R_{i,d,t}$ 和 $R_{M,d,t}$ 分别为第t年第d个交易日的个股回报率 and 市场回报率, $R_{i,t}^2$ 为模型(5)公司一年度层面的拟合优度。

表 3 业绩说明会净语调、积极语调、消极语调与股价同步性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH	SYNCH	SYNCH	SYNCH
TONE	-0.098** (-2.14)			
POSPCT		-0.447* (-1.66)		-0.367* (-1.65)
NEGPT			0.859* (1.96)	0.786* (1.78)
SIZE	0.114*** (4.63)	0.094*** (4.30)	0.115*** (4.66)	0.107*** (4.42)
ROA	0.227(1.07)	0.162(0.86)	0.227(1.07)	0.196(0.93)
SDROA	0.091(0.28)	-0.034(-0.12)	0.090(0.27)	-0.009(-0.03)
GROWTH	-0.042* (-1.91)	-0.044** (-2.27)	-0.042* (-1.93)	-0.047** (-2.16)
LEV	-0.226*** (-2.63)	-0.220*** (-2.87)	-0.227*** (-2.65)	-0.231*** (-2.73)
BM	0.005(0.56)	-0.002(-0.23)	0.005(0.56)	0.004(0.56)(0.44)
TURNOVER	-0.832*** (-17.72)	-0.735*** (-17.40)	-0.832*** (-17.72)	-0.823*** (-17.55)
BOD	0.005(0.50)	0.004(0.53)	0.004(0.49)	0.004(0.46)
DUAL	-0.005(-0.19)	-0.010(-0.44)	-0.004(-0.17)	-0.009(-0.37)
TOP1	-0.589*** (-4.08)	-0.545*** (-4.24)	-0.588*** (-4.07)	-0.587*** (-4.12)
BIG4	-0.081(-0.81)	-0.066(-0.74)	-0.083(-0.83)	-0.086(-0.87)
SOE	-0.048(-0.53)	-0.057(-0.72)	-0.048(-0.53)	-0.085(-0.96)
AGE	-0.107*** (-14.31)	-0.100*** (-14.87)	-0.107*** (-14.21)	-0.106*** (-14.24)
NUM	0.142(0.45)	0.099(0.36)	0.145(0.46)	0.160(0.52)
常数项	-1.061* (-1.79)	-0.836* (-1.79)	-1.169** (-1.97)	-1.073** (-2.07)
行业/年度	控制	控制	控制	控制
样本量	9894	9894	9894	9894
R ²	0.326	0.326	0.326	0.323
F 值	86.650	153.100	86.620	144.900

注:括号内是t值;***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平;下表同。

$$R_{i,d,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{M,d,t} + \epsilon_{i,d,t} \quad (5)$$

$$SYNCH_{i,t} = \ln\left(\frac{R_{i,t}^2}{1 - R_{i,t}^2}\right) \quad (6)$$

2.替换解释变量。本文还改变业绩说明会净语调(TONE)的计量方法进行稳健性检验。参照王华杰和王克敏(2018)的研究^[16],使用台湾大学制作的《中文情感极性词典》,对业绩说明会问答的情感语调进行判断。重复主检验,实证结果仍然稳健。

3.更换研究模型。为了解决潜在的模型设定偏误,本文使用 OLS 模型进行稳健性检验,并在公司层面进行聚类(Cluster)处理。实证结果未发生实质改变。

4.控制年报的信息含量。业绩说明会须在年报公告以后召开,导致业绩说明会语调对资本市场信息效率的促进效应,很可能受到年报信息含量的影响。为此,本文将年报中的管理层语调(MDA-TONE)作为控制变量,重复检验模型(4)。结果显示,TONE的系数仍然在5%的水平上显著为负,表明本文研究结论并未受到年报管理层语调的干扰。MDATONE的系数并不显著,表明业绩说明会是年报基础上的增量信息源,发挥着年报无法替代的作用。这可能是因为:年报管理层语调很可能被任意操控,未能为信息使用者提供增量信息,而业绩说明会的管理层语调具有一定可信度,从而促进了真实的公司特质信息释放。该结果既呼应了上文逻辑,也证实了业绩说明会这一实践的可行性和必要性。

(四)内生性检验

1.Heckman 两阶段模型。业绩说明会语调与股价同步性之间可能存在样本自选择导致的内生性问题,为此本文借助 Heckman 两阶段模型解决该问题。实证结果显示,TONE的系数仍然在5%的水平上显著为负,表明业绩说明会净语调与股价同步性的关系仍然稳健。逆米尔斯比率 IMR 的系

数并不显著,一定程度上也表明本文不存在严重的样本选择偏误问题。

2.工具变量法。业绩说明会语调与股价同步性之间还可能存在着互为因果的内生性问题,为此本文使用工具变量法解决此类内生性问题。借鉴曾庆生等(2018)的做法^[1],选择同行业同年度公司(除本公司外)业绩说明会净语调的均值作为工具变量。实证结果显示,TONE的系数仍然在1%的水平上显著为负,表明本文结论不受此类内生性问题的影响。

五、进一步研究

(一)机制检验

根据理论推导,信息挖掘和信息解读是业绩说明会语调影响股价同步性的重要且必要的路径。业绩说明会管理层语调所内含的信息,通过投资者的信息挖掘和信息解读释放到资本市场,将有效地缓解公司与投资者以及投资者之间的信息不对称,提高资本市场信息效率。因此,业绩说明会语调对股价同步性的抑制效应,很可能是因为打通了公司与投资者以及投资者之间的信息壁垒。已有研究证实,信息不对称的缓解的确有助于抑制股价同步性。苏冬蔚和熊家财(2013)发现,上市公司可通过提高股票流动性,引导投资者深入挖掘公司层面的特质信息,促使股价信息含量上升^[28]。而学术界普遍认为,股票流动性较高公司中投资者之间的信息不对称程度较低,因此股票流动性往往被视为信息不对称的代理指标^{[29][30]}。也就是说,苏冬蔚和熊家财(2013)的研究为本文的作用机制检验提供了思路^[28],对此我们进一步检验信息不对称的中介效应。

参照 Van Buskirk(2012)、Kajüter 等(2019)的研究^{[29][30]},以股票流动性衡量信息不对称。借鉴 Amihud(2002)、苏冬蔚和熊家财(2013)的方法^{[31][28]},构建非流动性指标 ILLIQ 来衡量股票流动性,如模型(7)所示:

$$ILLIQ_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \left(\frac{|r_{iid}|}{v_{iid}} \right) \times 100 \quad (7)$$

式(7)中 r_{iid} 和 v_{iid} 分别为股票 i 第 t 年第 d 天考虑现金红利再投资的股票回报率和交易金额(单位:百万元), D_{it} 为当年交易总天数。ILLIQ 值越大,表示单位成交金额对价格的冲击越大,股票流动性越低,信息不对称程度也就越高。考虑到 ILLIQ 是衡量股票流动性的反向指标且偏度较大,本文对该指标进行对数转换和反向化处理,即 $LIQ = -\ln(1 + ILLIQ)$ 。经处理后,LIQ 取值越大,股票流动性越强,信息不对称程度也就越低。

中介效应检验结果如表 3 第(1)列和表 4 所示。表 3 第(1)列为第一步回归的结果,TONE 系数显著为负,表明业绩说明会净语调与股价同步性显著负相关。表 4 第(1)列为第二步回归结果,TONE 的系数为 0.005,且在 10%的水平上显著为正,表明业绩说明会净语调越高,股票流动性越高,信息不对称程度越低。表 4 第(2)列为第三步的回归结果,LIQ 的系数在 1%的水平上显著为负,表明股票流动性越高,即信息不对称程度越低,股价同步性也就越低;TONE 的系数不再显著,证实信息不对称在业绩说明会净语调与股价同步性之间发挥了完全中介效应。

表 4 机制检验结果

变量	(1)	(2)
	LIQ	SYNCH
TONE	0.005* (1.84)	-0.068(-1.47)
LIQ		-0.637*** (-3.32)
常数项	-0.701*** (-19.87)	-2.401*** (-3.90)
控制变量	控制	控制
行业/年度	控制	控制
样本量	9894	9894
R ²	0.501	0.300
F 值	183.700	76.820

接下来,本文分别从机构投资者持股、分析师关注度和信息质量三个维度,探讨信息环境能否影响业绩说明会语调的信息效率。

(二)机构投资者持股的影响

机构投资者是资本市场重要的投资主体,也是个人投资者获取信息、解读信息的重要媒介。作为专业投资人,他们具有强大的资金、专业和人才优势,信息收集和信息的优势明显^[20]。侯宇和叶冬艳(2008)发现,机构投资者增加了股价中的公司特质信息含量,提高了资本市场信息效率^[23]。在业绩说明会中,机构投资者既可对公司特质信息进行深度挖掘,也可利用已掌握的私有信息甄别管理层语调所内含的有效信息。可以合理预期,当机构投资者持股比例较高时,管理层语调所内含的信息将被更加充分地挖掘和解读,投资者之间的信息不对称程度较低,股价同步性也就较低。

因此,将样本划分为机构投资者持股较高组和较低组,进行分组检验。若机构投资者持股比例高于行业年度中位数则归类为较高组,否则为较低组。实证结果如表 5 第(1)(2)列所示,持股较高组中,业绩说明会净语调与股价同步性依然负相关,而在持股较低组这一关系不存在。经检验,TONE 的系数组间差异显著($\chi^2=2.93, p=0.087$),符合预期。

(三)分析师关注度的影响

分析师是资本市场重要的信息中介,其主要职能是通过发布研究报告,向资本市场提供有价值的信息^[21]。理论上,分析师具备信息挖掘和信息解读的专业能力,通过向资本市场传递有价值的公司特质信息,能够降低公司和投资者之间的信息不对称,使股价能够反映其特质信息,进而降低股价同步性^[22]。这也意味着,当分析师关注度较高时,通过分析师对管理层语调内含信息的充分挖掘和解读,业绩说明会的信息效率也会较高,对股价同步性的抑制效应也将更加明显。

因此,将样本划分为分析师关注较高组和较低组,进行分组检验。当分析师跟踪人数大于行业年度中位数时,归类为较高组,反之为较低组。实证结果如表 5 第(3)(4)列所示,TONE 的系数在分析师关注度较高组中显著为负,而在较低组不显著。经检验,TONE 的系数组间差异显著($\chi^2=3.54, p=0.060$),这一结果也与预期相符。

表 5 按机构投资者持股、分析师关注度、信息质量分组回归的结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	机构持股较高 SYNCH	机构持股较低 SYNCH	分析师关注较高 SYNCH	分析师关注较低 SYNCH	信息质量较高 SYNCH	信息质量较低 SYNCH
TONE	-0.182** (-2.23)	-0.082(-1.18)	-0.147** (-2.20)	-0.022(-0.32)	-0.159** (-2.20)	-0.097(-1.38)
常数项	-5.968*** (-5.42)	-1.905** (-1.97)	-0.908(-0.88)	-1.232(-1.30)	-2.496** (-2.17)	-1.111(-1.16)
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	4953	4941	5156	4738	4884	4891
R ²	0.077	0.346	0.358	0.328	0.358	0.323
F 值	8.563	39.930	49.830	36.580	43.990	37.670

(四)信息质量的影响

年报会计信息质量也有可能影响业绩说明会的信息挖掘和信息解读。业绩说明会是对年报的补充性说明,往往与年报定量业绩信息相互验证。倘若年报会计信息质量失真,为了与定量信息保持一致,管理层有可能会在业绩说明会中进行策略性披露,其语调未必是真实经营状况的客观反映。这将使得投资者的信息挖掘和信息解读受阻,公司真实的特质信息被刻意隐瞒也就无法充分反映至股价,导致资本市场信息效率的低下。

因此,将样本划分为信息质量较高组和较低组。根据修正 Jones 模型,若操控性应计利润的绝对值低于行业年度中位数,则归为会计信息质量较高组,反之则为会计信息质量较低组。实证结果如表 5 第(5)(6)列所示,TONE 的系数在会计信息质量较高组中显著为负,而在较低组不显著。这表明,会计信息质量失真将会阻碍投资者对公司特质信息的挖掘,并误导投资者对业绩说明会中管理层语调的解读。

六、研究结论与启示

(一)研究结论

信息披露制度是资本市场健康发展的基石。业绩说明会信息披露制度的建立,为上市公司与投资者搭建起“面对面”交流沟通的新渠道,也被监管部门视为提高信息披露透明度的重要途径。业绩说明会及其内含的语调究竟能否真实传递公司特质信息,将关乎资本市场信息效率的高低。本文以业绩说明会中管理层与投资者的问答文本信息为研究对象,对该问题进行了研究,结果发现:(1)整体而言,随着业绩说明会净语调的提高,股价同步性降低,资本市场信息效率提高;(2)积极语调相较于消极语调,更能抑制股价同步性,提高资本市场信息效率;(3)机制检验表明,业绩说明会净语调通过缓解公司与投资者以及投资者之间的信息不对称,进而降低了股价同步性;(4)进一步地,当机构投资者持股、分析师关注度和信息质量较高时,业绩说明会净语调对股价同步性的抑制效应更加显著。这些证据表明,业绩说明会中的管理层语调是具有信息含量的,能够为信息使用者提供增量信息,从而提高资本市场信息效率。

(二)研究启示与政策建议

本文研究结论具有一定启示:(1)业绩说明会是年报基础上的增量信息源,能够提高资本市场信息效率。因此,公司管理层在业绩说明会中应积极参与互动,尽可能地满足投资者的信息需求,提高个股的信息效率。(2)业绩说明会中管理层具有充分的文字裁量权,不排除会刻意传播误导投资者决策的有偏信息。从实际问答内容来看,管理层回答问题有时会避重就轻、避而不谈。因此,监管部门应进一步规范管理层答复内容的广度和深度,保障业绩说明会的有效性。(3)投资者、分析师等信息使用者可利用业绩说明会踊跃发声,深度挖掘公司特质信息,提高决策效率并优化信息环境。(4)业绩说明会制度对于促进资本市场健康发展,助力新时代中国的金融改革具有重大意义。党的十九大报告中明确提出“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力”,显然只有在股价充分反映公司特质信息时,资本市场才能合理配置资源,进而更好地服务于实体经济。因此在当前背景下,相关部门应鼓励并逐步推进上市公司召开业绩说明会。

(三)研究不足与展望

本文还存在一定不足:(1)中国为高语境传播环境,积极词汇可表达消极情感,消极词汇也可表达积极情感,甚至不借助积极、消极词汇也可表达情感信息^⑥。因此,未来可借助计算机机器语言学习,全面识别文本信息的情感语调。(2)业绩说明会即问即答的互动交流模式,在一定程度上保障了管理层回答及其内含语调的真实性,因此本文并未考虑管理层语调的操控问题^⑦。然而语调真实可靠地反映公司特质信息是提高资本市场信息效率的重要前提,未来可结合语调操控的具体动机开展相关研究,为该领域提供更加丰富的经验证据。(3)除管理层语调以外,业绩说明会的其他文本信息特征(文本可读性、文本相似度)有待挖掘。总的来看,这些有趣的问题值得未来展开进一步研究。

注释:

①自2004年施行业绩说明会制度以来,召开业绩说明会的公司比例逐年提高。值得注意的是,2019年度的业绩说明会比例稍有下降,很可能是受2020年初新冠疫情爆发的影响。

②2004年,深交所发布《深圳证券交易所中小企业板上市公司诚信建设指引》,要求中小板公司在年报披露之后召开年度业绩说明会。之后发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则(征求意见稿)》《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》等,对创业板的业绩说明会做出具体要求。2013年,上交所发布《关于推进上市公司召开投资者说明会工作的通知》,鼓励上市公司召开面向投资者的各类说明会,将该制度逐渐拓展至主板市场。证监会发布的相关政策如《上市公司信息披露管理办法》《上市公司与投资者关系工作指引》等,也都鼓励上市公司在定期报告后召开业绩说明会。

③2005年,深交所发布《关于做好中小企业板上市公司2005年年度报告工作的通知》中要求公司董事长(或总经理)、财务负责人、董事会秘书、独立董事(至少1名)、保荐代表人(至少1名)应当出席业绩说明会。2013年,上交所发布《关于推进上市公司召开投资者说明会工作的通知》,规定至少董事会秘书和财务负责人应当参与投资者说明会,鼓励董事长、总经理等高管及其他具体工作负责人出席会议。

④万科2015年度业绩说明会问答示例如下:问题1为“物业模式能否为万科带来新增长点,后期地铁建设需要大量资金,上市公司和深铁如何平衡利益。”回答1为“……公司与深铁之合作,有望实现‘土地资源+开发实力’的强强联合,实现双赢,通过物业的快速开发、资金回流,以及物业的高效运营,为地铁建设提供资金支持……。”问题2为“请问贵司引进深圳地铁是否有测算过会增厚每股收益多少?同时和深圳地铁的合作是在哪个层面?除了深圳之外在全国是否达成了战略合作意向?”回答2为“您好,目前签署的

备忘录并不包含这些细节,公司将按照规定,披露重组的有关信息。”两个问题虽同时涉及深圳地铁合作战略,但问题1的回答语调较为积极,内容涉及未来经营状况,而管理层对问题2却避重就轻选择模糊回答,语调也较为消极,未释放过多信息。

⑤由于篇幅限制,未详细列报稳健性检验与内生性检验结果,相关内容备索。

⑥本文整体发现,业绩说明会净语调和积极语调都会抑制股价同步性,但消极语调却会增强股价同步性。这可能是因为管理层存在策略性表达,积极语调的回复较为具体,而消极语调则较为模糊。考虑到篇幅限制以及研究重心并不在此,本文未将情感语调与文本模糊性结合起来研究,未来可对此深入探讨。

⑦借鉴 Huang 等(2014)、王华杰和王克敏(2018)的研究,本文将语调区分为正常语调与操控语调,发现业绩说明会语调对股价同步性的抑制效应主要是正常语调带来的,操控语调并无显著影响。

参考文献:

- [1] 曾庆生,周波,张程,陈信元.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.
- [2] 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.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [5] 杨七中,章贵桥,马蓓丽.管理层语意与未来股价崩盘风险——基于投资者情绪的中介效分析[J].中南财经政法大学学报,2020,(1):26—36.
- [6] Wurgler, J. Financial Markets and the Allocation of Capital[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 58(1): 187—214.
- [7] Durnev, A., Morck, R., Zarowin, Y. P. Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(5): 797—836.
- [8] Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M., Macskassy, S. More than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals[J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1437—1467.
- [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] 王克敏,王华杰,李栋栋,戴杏云.年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J].管理世界,2018,(12):120—132.
- [11] 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[J].管理世界,2014,(5):121—130.
- [12] 谭松涛,阙铄,崔小勇.互联网沟通能够改善市场信息效率吗?——基于深交所“互动易”网络平台的研究[J].金融研究,2016,(3):174—188.
- [13] 刘海飞,许金涛,柏巍,李心丹.社交网络、投资者关注与股价同步性[J].管理科学学报,2017,(2):53—62.
- [14] Davis, A. K., Tama-Sweet, I. Managers' Use of Language across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases versus MD&A[J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 29(3): 838—844.
- [15] Tan, H. T., Wang, E. Y., Zhou, B. O. When the Use of Positive Language Backfires: The Joint Effect of Tone, Readability, and Investor Sophistication on Earnings Judgments[J]. Journal of Accounting Research, 2014, 52(1): 273—302.
- [16] 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.
- [17] Huang, X., Teoh, S. H., Zhang, Y. Tone Management[J]. The Accounting Review, 2014, 89(3): 1083—1113.
- [18] 甘丽凝,陈思,胡珉,王俊秋.管理层语调与权益资本成本——基于创业板上市公司业绩说明会的经验证据[J].会计研究,2019,(6):27—34.
- [19] 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[J].财经研究,2016,(7):28—39.
- [20] Bartov, E., Radhakrishnan, S., Krinsky, L. Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements.[J]. The Accounting Review, 2000, 75(1): 43—63.
- [21] 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[J].中国工业经济,2019,(1):156—173.
- [22] 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[J].金融研究,2007,(2):110—121.
- [23] 侯宇,叶冬艳.机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据[J].金融研究,2008,(4):31—145.
- [24] 钟覃琳,陆正飞.资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J].管理世界,

[25] Morck,R.,Yeung,B.,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—2):215—260.

[26] Gul,F.A.,Kim,J.B.,Qium,A.A.Ownership Concentration,Foreign Shareholding,Audit Quality,and Stock Price Synchronicity:Evidence from China[J].Journal of Financial Economics,2010,95(3):425—442.

[27] Roll,R.R²[J].Journal of Finance,1988,43(2):541—566.

[28] 苏冬蔚,熊家财.股票流动性、股价信息含量与 CEO 薪酬契约[J].经济研究,2013,(11):56—70.

[29] Van Buskirk,A.Disclosure Frequency and Information Asymmetry[J].Review of Quantitative Finance and Accounting,2012,38(4):411—440.

[30] Kajüter,P.,Klassmann,F.,Nienhaus,M.The Effect of Mandatory Quarterly Reporting on Firm Value[J].The Accounting Review,2019,94(3):251—277.

[31] Amihud,Y.Illiquidity and Stock Returns:Cross-Section and Time-Series Effects[J].Journal of Financial Markets,2002,5(1):31—56.

(责任编辑:胡浩志)

(上接第 37 页)

[13] Kim,J.B.,Zhang,L.Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk:Firm-level Analysis[J].Journal of Financial Economics,2011,100(3):639—662.

[14] Kim,J.B.,Wang,Z.,Zhang,L.CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk[J].Contemporary Accounting Research,2016,33(4):1720—1749.

[15] Kim,J.B.,Zhang,L.Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk:Firm-level Evidence[J].Contemporary Accounting Research,2016,33(1):412—441.

[16] Andreou,P.,Louca,C.,Petrou,A.P.CEO Age and Stock Price Crash Risk[J].Review of Finance,2017,21(3):1287—1325.

[17] 孙淑伟,梁上坤,阮刚铭,付宇翔.高管减持、信息压制与股价崩盘风险[J].金融研究,2017,(11):175—190.

[18] 蒋德权,姚振晔,陈冬华.财务总监地位与企业股价崩盘风险[J].管理世界,2018,(3):153—166.

[19] Hu,J.,Li,X.,Duncan,K.,Jia,X.Corporate Relationship Spending and Stock Price Crash Risk:Evidence from China's Anti-corruption Campaign[J].Journal of Banking Finance,2020,113(4):1—21.

[20] 邴杰,袁瑛,段培真,谢承进.A 集团内部资金金融通反避税案例分析[J].国际税收,2015,(3):76—78.

[21] 褚剑,秦璇,方军雄.经济政策不确定性与审计决策——基于审计收费的证据[J].会计研究,2018,(12):85—91.

[22] 徐细雄,李万利,陈西婵.儒家文化与股价崩盘风险[J].会计研究,2020,(4):143—150.

[23] 彭俞超,倪晓然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018,(10):50—66.

[24] 钱雪松,金芳吉.股权关联降低了企业间信贷的抵押要求吗?——基于中国上市公司委托贷款数据的经验分析[J].金融学季刊,2016,(4):31—56.

[25] 方红星,金玉娜.高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J].会计研究,2011,(8):55—62.

[26] Ashbaugh,H.,Collins,D.W.,Kinney,W.The Discovery and Reporting of Internal Control Deficiencies Prior to Sox-mandated Audits[J].Journal of Accounting and Economics,2007,44(1):166—192.

[27] 黄政,吴国萍.内部控制质量与股价崩盘风险:影响效果及路径检验[J].审计研究,2017,(4):48—55.

[28] Fang,L.,Peress,J.Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns[J].The Journal of Finance,2009,64(5):2023—2052.

[29] 许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013,(7):31—43.

[30] 罗进辉.媒体报道与高管薪酬契约有效性[J].金融研究,2018,(3):190—206.

(责任编辑:胡浩志)