

年报语调在国内外资本市场应用的研究进展

张雨茜

湖北经济学院, 湖北 武汉

收稿日期: 2022年4月7日; 录用日期: 2022年5月9日; 发布日期: 2022年5月17日

摘 要

上市公司对外披露的信息分为数据信息与文本信息, 数据信息简单、直接地向外界传递了企业经营现状, 因此早已得到了信息使用者的高度关注。那么, 文本信息是否有用? 本文梳理了国内外研究现状, 发现年报文本信息不仅仅在国外资本市场有显著作用, 在国内资本市场同样也有较大影响程度。

关键词

语调, 投资者交易, 资产误定价

Research Progress on the Application of Annual Report Tone in Capital Markets at Home Abroad

Yuxi Zhang

Hubei University of Economics, Wuhan Hubei

Received: Apr. 7th, 2022; accepted: May 9th, 2022; published: May 17th, 2022

Abstract

The information disclosed by listed companies is divided into data information and text information, and the data information simply and directly conveys the current situation of enterprise operation to the outside world, so it has long been highly concerned by information users. So, is text message useful? This paper sorts out the current research status at home and abroad, and finds that the text information of the annual report not only has a significant role in foreign capital markets, but also has a greater degree of influence in the domestic capital market.

Keywords

Tone, Investor Trading Behavior, Asset Mispricing

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

在我国资本市场高速发展的大环境下，上市公司的财务信息被相关利益者高度重视。但是，仅仅是通过每年度定期与不定期发布的财务信息，已经不满足各方相关利益者的需求，他们需要更多的资料或者是信息作为决策依据。况且，各方利益者能够获取的信息有限，获取渠道较少，这就造成了上市公司与相关利益者之间的信息不对称。在这种大前提下，年报的文本信息进入到人们的视线之中。在上市公司每年定期发布的年度财务报告中，除了直截了当揭示企业经营现状的财务信息以外，还有大量篇幅的文本信息。通过对文本信息的分析，提取文本信息的语调，判断管理层对企业当前发展状况的消极与否，判断管理层对企业未来发展趋势的预期，以此来扩充其进行决策的信息范围。基于此，不少学者发现了年报语调与资本市场中的各种因素都有关联。因此，年报语调也成为当前资本市场的研究热点，本文将对国外与国内的研究现状进行分析。

2. 国外研究现状

早在上世纪 80 年代，国外就有了关于年报文本信息的研究，Copeland (1978)提出了叙述性信息同样也是能够影响决策的重要信息。此后，很多学者展开了对年报文本信息的研究[1]。通过建立理论模型，Glosten 和 Milgrom (1985)发现证券市场的买卖价差受到很多参数的影响，最重要的影响因素就是相关信息[2]。要想减少这种买卖价差，就应该披露更多的信息，以此降低企业经营者与相关利益方之间的信息不对称。因此，非财务信息也是上市公司向外界传递信息的重要信号，都有被相关利益方作为决策依据的研究价值。而且，Amir 和 Lev (1996)通过对美国通信行业上市公司的研究，明确指出了公司价值与非财务信息有着显著的相关性[3]。同时，强调了非财务信息的重要性。Tetlock 等人(2008)更是直接认同文本信息对于评估企业价值的重要性[4]。另外，MD&A (管理层讨论与分析，Management Discussions and Analysis)的披露的全面性，也与公司业绩有着一定的关联(Clarkson 和 Richardson, 2010) [5]。Davis 等人(2012)为年报文本信息的有用性也提供了重要的研究证据。据他们的研究表明，上市公司所披露的文本中，语气、语调都与资本市场所反映的现象有着显著关系[6]。Li (2010)将 MD&A 中的披露信息作为研究对象，发现了其与企业未来盈余之间有着显著相关性。基于这些学者的研究，越来越多的学者注意到了年报语调的影响，发现了年报语调在资本市场中所表现出来的重要影响[7]。Loughran 和 McDonald (2011)认为股票收益波动率会受到 MD&A 的负面语调影响，通过年报向外传递的负面语调将会促进市场的交易[8]。Fildman (2010)相信短期市场的超额收益会受到 MD&A 文本信息的语调的影响，这种影响在信息不对称程度高的市场中越为明显[9]。

3. 国内研究现状

虽然国内关于年报文本信息的研究起步较晚，但是针对这一方面的研究已然受到不少学者的重视。

“MD&A 文本信息对于投资者有着一定程度的有用性，甚至是至关重要的。”这一观点是周勤业在 2003 年提出的[10]。随后，李翔和冯铮(2006)也通过研究证实了上市公司公开披露的文本信息有较大的分析价值[11]。李峰森与李常青(2008)则是着重强调了年报语调的有用性，并指出在预测企业的未来发展趋势时，从年报文本信息中所提出的语调有较大的参考价值[12]。对于投资者与利益相关者而言，文本信息存在较大分析价值；对于企业与管理层而言，同样有利用价值。此时，赵亚明(2006)发现了我国的 MD&A 所披露的信息质量不高，其原因无外乎是相关制度不够完善，而通过 MD&A 的信息披露在一定程度上能够保证股价的稳定性[13]。这一观点得到了李艳缓和李晓东(2009)的支持[14]。他们比较了国外有关 MD&A 相关制度，发现我国有关 MD&A 的法律法规存在漏洞，影响了信息披露的质量。

在经过了国内许多学者对于年报文本信息与文本信息语调的研究后，再三证实了年报文本信息与其所披露出的语调的有用性同样适用于国内资本市场，也证明了其研究价值较大，这样一来则引发了国内其他学者的思考。薛爽、肖泽忠和潘妙丽(2010)提出 MD&A 作为年报重要信息之一，能够帮助利益相关者预测上市企业未来的盈利能力[15]。谢德仁和林乐(2015)通过对上市公司 2005~2012 年度业绩说明会所披露的文本信息进行研究发现了管理层语调与公司下一年度的业绩存在显著相关性[16]。同时，于 2016 年还指出了投资者会对 MD&A 语调做出相应的反应[17]。高雅和刘嫦(2020)认为资产定价受年报语调积极程度影响，语调越积极，误定价程度越高[18]。类似地，许晨曦等人(2021)则是提出年报超额净乐观语调在一定程度上会损害资本市场的定价效率[19]。周波等人(2019)表明，在年报语调真实程度较低时，语调的积极程度与年报公布后股价崩盘风险呈正相关关系，但是语调真实程度较高时，这一相关关系则会受到抑制[20]。这一观点得到了姚加权与冯绪等人(2021)的印证，他们认为年报语调与社交媒体情绪均能预测股价崩盘风险[21]。同时，符号亮、厉克奥博和陆音(2021)还指出年报语调与股价崩盘风险之间的相关程度还受到机构持股比例影响[22]。

除了上市公司股价以外，财务领域也发现了年报语调的影响。陈艺云(2019)将因财务状况异常而被特殊处理的上市公司作为研究对象，发现年报文本信息语调确实能够提升财务困境模型的预测能力[23]。朱朝晖和许文瀚(2018)将 2010~2016 年间的 A 股上市公司作为研究对象，其年报作为数据样本进行研究，发现年报语调配合了企业的盈余管理[24]。李秉承、苗霞和聂梓(2019)利用实证研究证实了年报语调能够提升财务危机的预测能力[25]。李世刚和蒋尧明(2020)提出审计意见同样也受到年报文本信息语调的影响，语调越积极，越能降低审计师出具非标准审计意见的可能性[26]。王嘉鑫与张龙平(2020)则提出建议，审计师应该贵年报文本信息的语调保持职业谨慎[27]。

4. 文献评述

在多样性与复杂性并存的大背景下，资本市场受到越来越多的因素影响，这些因素也在不断地被发现、被研究。上市公司对外披露的年报文本信息语调无形之中向外部报告使用者传递了一些信息，外部报告使用者从中可以领悟到管理层对企业未来经营状况的态度与企业未来发展的走势。年报文本信息语调就是在这样的背景下被学者们挖掘出来，并吸引了更多的学者来研究。

在信息披露过程中，上市公司应该综合考虑语言的多样性与丰富性，尽可能披露真实的信息。不仅年报中的文本信息，业绩说明会、社会责任报告等其他对外披露的文本信息都应该如此。

与此同时，相关监管机构应该及时针对上市公司文本信息的披露进行规范管理，引导上市公司规范行为。并且，开展关于文本信息披露的监管，以防不轨之徒扰乱市场。

作为信息外部使用者，投资者应该学会“听话听音”，不被表面的文本信息所迷惑，应该深度挖掘、理智分析上市公司所披露的文本信息，做出合理的决策。

参考文献

- [1] Copeland, T. (1978) Efficient Capital Markets: Evidence and Implications for Financial Reporting. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 2, 33-48.
- [2] Glosten, L.R. and Milgrom, P.R. (1985) Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics*, 14, 71-100. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90044-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90044-3)
- [3] Amir, E. and Lev, B. (1996) Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 3-30. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2)
- [4] Tetlock, P.C., Saar-Tsechansky, M. and Macskassy, S. (2008) More than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals. *The Journal of Finance*, 63, 1437-1467. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01362.x>
- [5] Clarkson, P.M., Kao, J.L. and Richardson, G.D. (2010) Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) Is Part of a Firm's Overall Disclosure Package. *Contemporary Accounting Research*, 16, 111-134. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1999.tb00576.x>
- [6] Davis, A.K. and Isho, T.S. (2012) Managements' Use of Language across Alternative Disclosure Outlets: Earning Press Releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29, 804-837. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x>
- [7] Li, F. (2010) The Determinants and Information Content of the Forward-Looking Statements in Corporate Filings—A Naïve Bayesian Machine Learning Approach. *Journal of Accounting Research*, 48, 1049-1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- [8] Loughran, T. and McDonald, B. (2011) When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66, 35-65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- [9] Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., et al. (2010) Management's Tone Change, Post Earnings Announcement Drift and Accruals. *Review of Accounting Studies*, 15, 915-953. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1287083>
- [10] 周勤业, 卢宗辉, 金瑛. 上市公司信息披露与投资者信息获取的成本效益问卷调查分析[J]. 会计研究, 2003(5): 3-10.
- [11] 李翔, 冯峥. 会计信息披露需求: 来自证券研究机构的分析[J]. 会计研究, 2006(3): 63-68.
- [12] 李锋森, 李常青. 上市公司管理层讨论与分析的有用性研究[J]. 证券市场导报, 2008(12): 67-73.
- [13] 赵亚明. 2005 年深市“管理层讨论与分析”的执行情况[J]. 证券市场导报, 2006(7): 59-61.
- [14] 李燕媛, 李晓东. 管理层评论信息质量原则的国际比较与启示[J]. 会计研究, 2009(1): 54-59.
- [15] 薛爽, 肖泽忠, 潘妙丽. 管理层讨论与分析是否提供了有用信息?——基于亏损上市公司的实证探索[J]. 管理世界, 2010(5): 130-140.
- [16] 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+93.
- [17] 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, 42(7): 28-39.
- [18] 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, 39(1): 77-91.
- [19] 许晨曦, 杜勇, 鹿瑶. 年报语调对资本市场定价效率的影响研究[J]. 中国软科学, 2021(9): 182-192.
- [20] 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.
- [21] 姚加权, 冯绪, 王赞钧, 纪荣嵘, 张维. 语调、情绪及市场影响: 基于金融情绪词典[J]. 管理科学学报, 2021, 24(5): 26-46.
- [22] 符号亮, 厉克奥博, 陆音. 年报文本语调操纵与股价崩盘风险[J]. 财会通讯, 2021(17): 72-77. <https://doi.org/10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2021.17.014>
- [23] 陈艺云. 基于信息披露文本的上市公司财务困境预测: 以中文年报管理层讨论与分析为样本的研究[J]. 中国管理科学, 2019, 27(7): 23-34.
- [24] 朱朝晖, 许文瀚. 上市公司业绩预告文本信息、语言特征与市场反应[J]. 浙江工商大学学报, 2018(2): 73-84.
- [25] 李秉成, 苗霞, 聂梓. MD&A 前瞻性信息能提升财务危机预测能力吗——基于信号传递和言语有效理论视角的实证分析[J]. 山西财经大学学报, 2019, 41(5): 108-124.
- [26] 李世刚, 蒋尧明. 上市公司年报文本信息语调影响审计意见吗? [J]. 会计研究, 2020(5): 178-192.
- [27] 王嘉鑫, 张龙平. 管理层语调操纵、职业谨慎与审计决策——基于年报文本分析的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(4): 3-14+158.