

业绩说明会语调与分析师预测准确性*

钟 凯¹ 董晓丹¹ 陈战光²



(1. 对外经济贸易大学国际商学院,北京 100029;

2. 清华大学经济管理学院,北京 100084)

内容提要:本文基于业绩说明会这一双向互动实时的信息披露方式,深入研究管理层的情感语调信息是否能够提高分析师预测准确性。研究发现:业绩说明会净积极语调能够显著降低分析师预测偏差,而且对于降低分析师乐观偏差更加明显;进一步,在业绩可预测性较低、股价波动较高、业绩较差的公司样本中,业绩说明会语调更有助于提升分析师预测准确性,表明业绩说明会语调能够为分析师提供增量信息;考虑分析师信息处理能力的影响,发现声誉较高的分析师能够更好地利用业绩说明会语调信息,做出更为准确的盈余预测。本文研究表明,业绩说明会语调这种非内容性的情感信息能够为资本市场信息使用者提供增量信息。

关键词:业绩说明会 语调 分析师预测 信息含量 文本分析

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)08—0120—18

一、引 言

业绩说明会作为投资者与上市公司交流沟通的直接渠道,旨在提升信息披露质量与透明度,为资本市场提供更及时的增量信息。业绩说明会与年度报告等信息披露方式存在很大差异。前者不仅具有互动性,与投资者之间实现双向沟通交流,而且披露的信息具有一定开放性,回答投资者关心的重要问题。年度报告作为上市公司信息披露的主要方式,披露的文本信息较为模式化,不同年度披露的内容具有一定重复性。业绩说明会的互动性、开放性等特点使其成为年报信息披露的重要补充,不仅涉及管理层信息供给,还能更加全面地反映投资者等信息使用者对上市公司的信息需求。业绩说明会的参与者不仅能够获取关于公司发展情况的定量与定性信息,亦能够通过感知管理层在业绩说明会上的情感语调,判断管理层对公司未来发展状况的态度,从而进行投资决策。因此,探究业绩说明会上管理层的情感语调是提供增量信息,反映管理层对企业发展的信心,还是通过“唱高调”误导信息使用者,对于投资者如何结合业绩说明会信息提升投资决策效率具有一定参考价值。

中国上市公司召开业绩说明会的制度安排始于深交所中小板上市公司。2004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》,要求上市公司在年报披露之后召开年度报

收稿日期:2019-11-12

* 基金项目:国家自然科学基金项目“企业金融化与投资行为研究——基于产业公司设立私募基金的分析”(71902028);教育部人文社会科学基金项目“企业投融资期限结构错配的经济后果研究——基于企业风险视角的分析”(19YJC630232)。

作者简介:钟凯,男,讲师,博士,研究领域是会计信息与资本市场,电子邮箱:ytkai@126.com;董晓丹,女,硕博连读生,研究领域是会计信息与资本市场,电子邮箱:201910310787@uibe.edu.cn;陈战光,男,博士研究生,研究领域是公司治理与资本市场,电子邮箱:chenzg17@mails.tsinghua.edu.cn。通讯作者:陈战光。

告说明会,加强信息披露与投资者关系管理,并在随后一些政策^①中对此做出具体规定。之后,深交所也针对创业板发布了相应的政策^②。同时,上交所也鼓励上市公司召开业绩说明会,并且规定未达到现金分红要求的公司需要重点说明^③,以加强信息披露与投资者沟通。另外,证监会的一系列政策规定^④也对业绩说明会提出了相应要求,以促进上市公司提升信息披露质量与公平性,加强投资者关系管理。可见,监管部门对于业绩说明会这一信息披露方式十分重视,关于语调信息含量的研究能够为监管部门加强对上市公司业绩说明会信息披露的监管以及投资者保护提供相应的政策建议。

本文拟通过结合分析师盈余预测检验业绩说明会语调是否具有增量信息价值。之所以这样设计,一是因为,分析师作为重要的资本市场信息中介,是影响公司信息环境的重要因素,具有专业知识与较强的信息分析处理能力(Meng,2015^[1];Kothari等,2016^[2];张宗新和杨万成,2016^[3]),能够有效解读管理层在业绩说明会中所传递出的情感语调信息,并与自己已掌握的私有信息互相印证(Mayew等,2013)^[4],进而做出盈余预测,为投资者投资决策提供相应的信息支持,促进资本市场健康发展(辛清泉等,2014)^[5]。二是由于我国股票市场投资者主要以散户为主,通过市场反应来考察业绩说明会语调是否具有信息含量可能受投资者情绪等因素的影响,可靠性存疑。通过检验管理层业绩说明会语调与分析师预测偏差之间的关系,本文研究发现:管理层业绩说明会净积极语调能够显著降低分析师预测偏差;区分正面语调与负面语调之后,正面语调有助于降低分析师预测偏差,而负面语调则会加剧分析师预测偏差;业绩说明会语调对于分析师乐观偏差与悲观偏差均有抑制作用,但是对于乐观偏差的影响程度更大。进一步分析发现,对于业绩表现较差、分析师跟踪较少、股价波动较大的公司,业绩说明会语调更具有增量信息价值,分析师预测偏差下降程度更高,表明在信息环境较差时,业绩说明会语调更能够为分析师预测提供增量信息;当分析师声誉较高时,业绩说明会语调对提升分析师预测准确性的作用更加明显,表明高声誉分析师能够更好地解读业绩说明会语调所蕴含的增量信息。

本文预期在如下方面做出一定补充贡献:第一,本文丰富了业绩说明会语调信息含量的研究。已有研究结合未来业绩预测作用(谢德仁和林乐,2015)^[6]与股价反应(林乐和谢德仁,2016)^[7],支持业绩说明会语调具有信息含量;然而,也有研究(林乐和谢德仁,2017)^[8]发现,业绩说明会语调使分析师荐股更为乐观,加剧了分析师乐观偏差,一定程度上表明业绩说明会语调并不具有较高信息含量。本文是对业绩说明会语调信息含量研究的进一步补充。此外,已有研究表明,与分析师荐股相比,分析师预测偏差更可能导致分析师离职,说明分析师更加看重盈余预测准确性而非荐股(Mikhail等,1999)^[9]。Jung等(2012)^[10]发现,只有在分析师预测准确性较高时,投资者才会对分析师荐股做出强烈反应。可见,分析师预测作为一种定量信息,资本市场参与者对其重视程度明显高于荐股等定性信息,本文有助于从定量角度拓展林乐和谢德仁(2017)^[8]的研究,阐明业绩说明会语调是否具有增量信息价值。

第二,本文拓展了文本语调信息含量的相关研究。与已有研究(Li,2010^[11];Davis等,2012^[12];Feldman等,2010^[13];Tetlock,2007^[14];Tetlock等,2008^[15])中涉及的管理层披露、媒体报道文本信息语调不同,业绩说明会具有互动性、实时性、开放性等特点,不仅反映了管理层的信息供给,同时也反映了资本市场的信息需求,而且在业绩说明会中,管理层进行情感语调操纵的难度较大,以其

① 如深交所发布的《关于做好中小企业板上市公司2005年年度报告工作的通知》《关于中小企业板块上市公司举行网上年度报告说明会的通知》《中小企业板投资者权益保护指引》等政策规定。

② 有关政策包括《深圳证券交易所创业板股票上市规则》《深圳证券交易所中小企业板创业板上市公司规范运作指引》等。

③ 具体政策包括《上海证券交易所上市公司现金分红指引》《关于推进上市公司召开投资者说明会工作的通知》等。

④ 具体政策包括《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。

为研究对象,有助于更好地厘清文本语调是否具有增量信息。

第三,本文对于分析师预测影响因素研究具有补充贡献。关于分析师预测准确性的研究主要关注分析师预测中如何利用财务信息(Tan等,2011^[16];董小红等,2015^[17];杨有红和闫珍丽,2018^[18])与非财务信息(Simpson,2010^[19];Dhaliwal等,2012^[20];王雄元等,2017^[21]),以及资本市场制度变化对分析师预测的影响(Kross和Suk,2012^[22];黄俊等,2018^[23];褚剑等,2019^[24])。本文发现,非内容性的情感文本语调有助于提升分析师预测准确性,且在分析师声誉较高时更加明显,从而丰富了分析师预测影响因素的相关研究。

二、文献述评

1. 情感语调信息含量的相关研究

上市公司披露的文本信息主要指信息披露中关于定性信息的语言文字表达,按内容可以区分为内容性文本信息与非内容性文本信息。内容性文本信息主要是针对企业经营状况与未来发展规划的具体说明;非内容性文本信息主要指对企业经营状况与未来发展规划阐述过程中所采用的修饰性表述。情感语调作为情绪和态度的反映,是非内容性文本信息的重要组成部分,体现了企业管理层在信息披露过程中的内心活动与信心。已有研究主要结合年报、管理层讨论与分析、盈余公告等定期报告的文本信息,以及媒体报道的文本信息,考察情感语调是否具有信息含量。

结合年报、管理层分析与讨论、盈余公告等管理层披露的文本语调,既有研究支持管理层披露的情感语调具有信息含量,能够预测未来盈余(Li,2010^[11];Davis等,2012^[12]),降低会计信息误定价(Li,2010^[11];Feldman等,2010^[13]),表明情感语调能够向资本市场传递可靠信息,提升财务信息可信度。可是,也有研究认为,代理问题会导致管理层操纵情感语调信息的动机增加,以掩饰其机会主义行为。Davis和Tama-Sweet(2012)^[25]发现,管理层会通过操纵情感语调,以引导分析师预测,避免企业盈余无法达到分析师预测;Huang等(2014)^[26]发现,情感语调操纵与盈余管理之间显著正相关,表明管理层有动机通过操纵文本语调以掩饰盈余管理行为。结合内部人交易的研究,曾庆生等(2018)^[27]发现,年报语调越正面,内部人卖出公司股票的规模越大,表明管理层通过情感语调管理以攫取私有收益;Baginski等(2018)^[28]发现,情感语调操纵会导致投资者非理性交易,一定程度上说明管理层有动机操纵情感语调侵害投资者利益,以攫取私有收益。此外,Rogers等(2011)^[29]发现,正面语调会导致企业诉讼风险提高,也表明管理层存在操纵情感语调的机会主义动机。

结合媒体报道文本语调的分析,Tetlock(2007)^[14]和Tetlock等(2008)^[15]发现,媒体报道文本语调能有效预测未来公司业绩,并且,市场会对媒体报道文本语调进行反应。但是,Gurun和Butler(2012)^[30]则发现,媒体也存在操纵情感语调的动机,当地媒体针对当地企业的报道更少采用负面语调,以获取当地公司更多的广告收入;汪昌云和武佳薇(2015)^[31]发现,媒体负面语调与IPO抑价率、IPO超募资金比例以及承销商费用显著负相关,而且,发行企业与承销商有动机通过媒体报道情感语调影响资本市场投资者情绪,表明媒体报道情感语调也存在操纵行为。

需要注意的是,年报、盈余公告等定期报告在信息披露中具有模式化特点,媒体报道则更多体现为外部利益相关者的判断,情感语调是否具有信息含量需充分结合信息披露载体的特点与属性进行深入分析;而且研究中需关注股票市场投资者结构与投资者情绪等因素的影响,还可进一步考虑投资者之外的其他信息使用者,比如分析师、审计师、信用评级机构等,深入挖掘情感语调是否能够为用户提供增量信息。

2. 业绩说明会信息含量相关研究

国外上市公司的盈余电话会议是与我国业绩说明会类似的信息披露方式。关于自愿性盈余电

话会议是否具有信息含量的研究,主要围绕股票市场对盈余电话会议召开的反应以及盈余电话会议的信息披露形式能否提供增量信息等方面展开。

关于自愿性盈余电话会议是否具有信息含量,基于分析师视角,已有研究发现,盈余电话会议有助于提升分析师盈余预测准确性并降低预测分歧度(Bowen 等,2002^[32];Kimbrough,2005^[33]),而且,买方分析师也更愿意参加盈余电话会议,尤其在信息环境较差时,参与盈余电话会议的动机更强(Jung 等,2018)^[34];结合资本市场反应的分析,盈余电话会议能够降低信息不对称(Brown 等,2004)^[35],提高个人投资者的知情交易行为(Bushee 等,2003)^[36],缓解盈余漂移现象(Kimbrough,2005)^[33],并购宣告的市场反应也更加积极(Kimbrough 和 Louis,2011)^[37]。此外,Brochet 等(2018)^[38]发现,盈余电话会议具有溢出效应,会引起同业公司股价同向变动,表明盈余电话会议能够为资本市场信息使用者提供增量信息。

关于盈余电话会议的信息披露形式,Hollander 等(2010)^[39]发现,管理层在盈余电话会议中沉默会被投资者视为管理层隐藏坏消息。进一步, Lee(2016)^[40]发现,盈余电话会议中,仅依据事前准备的材料而缺乏实时自发性的管理层回复与较差的未来绩效显著正相关,并且,分析师和投资者会对此做出负面反应。进一步考虑管理层与分析师讨论内容的信息含量,Matsumoto 等(2011)^[41]则发现,盈余电话会议讨论部分能够向资本市场传递更多消息;Mayew 等(2013)^[4]发现,分析师参与盈余电话会议以验证其私有信息的可靠性,间接表明盈余电话会议讨论部分具有信息含量。

此外,还有研究则聚焦于盈余电话会议的情感语调,发现情感语调是影响股票回报的因素之一(Price 等,2012)^[42],卖空投资者也会利用语调信息寻找做空标的(Blau 等,2015)^[43]。Chen 等(2018)^[44]通过分析管理层与分析师在盈余电话会议中的语调,发现投资者更加重视分析师语调;Allee 和 Deangelis(2015)^[45]则关注文本信息的结构,发现与语调信息集中披露相比,分析师与投资者对于分散于文本中的语调反应更为强烈。另有研究则结合盈余电话会议实时开放难以被管理层操纵的特性,通过盈余电话会议文本信息,构造 CEO 诚实水平的代理变量,发现不诚实的 CEO 会引起市场负面反应(Larcker 和 Zakolyukina,2012)^[46],且“大洗澡”(Big Bath)会加剧信息不对称(Hope 和 Wang,2018)^[47]。

与盈余电话会议不同,中国的业绩说明会属于半强制披露,虽然监管部门并未对业绩说明会具体披露的信息做出详细要求,但是上市公司需要强制召开,其信息披露动机与经济后果很可能与自愿环境有所不同。研究发现,业绩说明会语调能够有效预测未来业绩(谢德仁和林乐,2015)^[6],并且投资者的投资决策与分析师荐股更新也利用业绩说明会语调信息(林乐和谢德仁,2016^[7];2017^[8])。本文试图结合分析师预测准确性这一定量信息,进一步深入分析半强制环境下业绩说明会语调是否具有增量信息价值,以期为已有研究做出补充贡献。

三、理论分析与研究假设

已有研究一定程度表明,业绩说明会语调具有信息含量(谢德仁和林乐,2015^[6];林乐和谢德仁,2016^[7];2017^[8])。分析师作为资本市场的重要信息中介,其盈余预测是影响股价波动的重要因素(Larocque,2013^[48];朱红军等,2007^[49]),分析师荐股更新受分析师乐观偏差与利益关系的影响,可能无法有效阐明业绩说明会语调是否具有增量信息。因此,有必要结合分析师盈余预测准确性分析语调的信息含量。

1. 信息效应假说

信息效应假说主要指业绩说明会语调这一非内容性的文本信息能够为资本市场传递管理层私有信息,提供增量信息,促进分析师预测准确性提升。

基于分析师预测的信息供给视角,已有研究(Bowen 等,2002^[32];Kimbrough,2005^[33])表明,盈

余电话会议能够提供增量信息,提高分析师预测准确性。业绩说明会这种信息披露方式具有互动交流实时性、参与主体广泛性、信息披露开放性等特点,因此,其语调信息可能更有助于向资本市场传递更多管理层私有信息,具有一定增量信息价值。一是业绩说明会中管理层披露的信息具有非结构化与多样性的特点,业绩说明会召开过程中,管理层不仅需要陈述公司经营业绩、战略方向、发展状况、未来规划等信息,还需要回答参会者提出的各种问题。在这种非结构化信息披露方式中,管理层关于企业未来发展的态度与判断很可能蕴含在情感语调中(Li,2010^[11];Davis等,2012^[12];谢德仁和林乐,2015^[61])。二是在业绩说明会中,管理层需要实时回答参与者提问,较难操纵语调信息。不少研究也利用盈余电话会议中的语调信息来判断CEO的诚实水平(Larcker和Zakolyukina,2012^[46];Hope和Wang,2018^[47])。这一定程度上表明,业绩说明会语调被管理层操纵的可能性较低。另外,业绩说明会主要是管理层与参与者之间的互动交流,Chen等(2018)^[44]发现,在盈余电话会议中,投资者更加关注管理层与分析师互动交流中的信息,而对管理层陈述没有显著反应。这一定程度上表明,业绩说明会中,管理层与参与者之间的提问交流更加具有信息含量。

结合分析师预测的信息需求视角,分析师有动机通过关注语调信息,对公司未来发展情况进行判断,并依此印证其私有信息的有效性,增加盈余预测的准确性。首先,业绩说明会作为管理层与资本市场双向沟通的信息披露方式,能够降低分析师的信息搜集获取成本(Jung等,2015)^[50]。已有研究也发现,分析师更倾向于参加盈余电话会议,关注其中的文本信息(Huang等,2018)^[51],以获取关于公司层面的增量信息(Jung等,2018)^[34],为其已掌握的私有信息提供可靠性支持(Matsumoto等,2011^[41];Mayew等,2013^[41])。这一定程度表明,信息搜集与获取成本下降,有助于分析师利用业绩说明会中管理层的情感语调信息。其次,由于分析师具有很强的信息搜集与分析处理能力(张宗新和杨万成,2016)^[3],通过私有信息形成优势是分析师树立自身行业声誉的有效手段(Meng,2015^[1];Han等,2018^[52])。为印证分析师所掌握私有信息是否可信,分析师有动机关注业绩说明会中管理层的情感语调信息,进而更可能做出准确的盈余预测。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H₁:业绩说明会语调有助于提升分析师盈余预测准确性。

2. 机会主义假说

机会主义假说主要指业绩说明会语调这一非内容性的文本信息会被管理层操纵,而分析师也有动机迎合管理层,从而导致分析师预测准确性下降。

结合分析师预测的信息供给视角,管理层有动机通过操纵业绩说明会语调信息,以掩饰其机会主义行为,并且通过情感语调信息影响市场情绪。第一,业绩说明会是对企业过去业绩与未来发展的说明,管理层有动机通过在业绩说明会中披露积极的情感语调,以掩饰盈余管理等机会主义行为。结合年报语调信息的研究,Davis和Tama-Sweet(2012)^[25]发现,管理层通过披露更多消极语调,引导分析师降低盈余预测,从而满足市场预期;利用中国上市公司年报语调信息的研究也发现,管理层存在通过语调信息以掩饰其盈余管理(王华杰和王克敏,2018)^[53]与内部人交易(曾庆生等,2018)^[27]等机会主义行为。第二,管理层可能通过操纵业绩说明会语调来影响市场情绪。Huang等(2014)^[26]发现,管理层通过操纵盈余公告语调信息,影响投资者情绪,导致错误定价;Chen等(2018)^[44]进一步发现,分析师情绪也会受管理层盈余电话会议语调的影响。已有实验研究(Hales等,2011^[54];Tan等,2014^[55])也发现,生动的文本语言信息或情感语调信息会影响投资者判断。此外,Rogers等(2011)^[29]发现,管理层发布积极语调并且伴随着内部人交易时,更可能引发诉讼风险,一定程度也表明,管理层有动机通过操纵语调以影响投资者情绪。

结合分析师预测的信息需求视角,由于分析师存在乐观偏差,并且有动机迎合管理层,业绩说

明会中管理层的积极语调更可能导致分析师盈余预测偏差的增加。首先,分析师乐观偏差会使得分析师更加注重积极信息而忽视负面信息(Mayew 和 Venkatachalam,2012)^[56],这既可能是源于分析师通过发布积极报告或荐股,可增加市场交易,提升证券公司佣金,也可能是源于证券公司自营业务会导致分析师有动机发布积极盈余预测,以稳定或提升股价(赵良玉等,2013)^[57]。其次,由于分析师存在迎合管理层的动机,业绩说明会中管理层语调越积极,分析师越可能做出更为乐观的盈余预测以迎合管理层,导致分析师预测偏差增大。一方面,分析师通过发布更有利于管理层需求的盈余预测,从而可以接近管理层,获取更多私有信息,形成分析师自身的信息优势(Mayew,2008)^[58];另一方面,为获得更多投行等咨询服务收入,分析师会做出更为乐观的盈余预测以帮助公司提升股价(Huyghebaert 和 Xu,2016)^[59]。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H₂:业绩说明会语调会导致分析师预测准确性下降。

四、研究设计

1. 数据来源

本文研究以 2008—2016 年间召开业绩说明会的公司为研究对象,业绩说明会语调信息数据来自中国研究数据平台(CNRDS);分析师预测数据样本区间为 2009—2017 年,分析师预测数据与相关财务数据来源于国泰安 CSMAR 数据库。而后对样本进行如下筛选:剔除金融行业样本;剔除分析师预测缺失的数据样本;剔除净资产为负的样本;对连续型变量进行前后 1% Winsorize 处理,最终得到 21627 个“公司-年-分析师”层面的观测样本。

2. 变量定义

(1) 业绩说明会语调。与已有研究(Feldman 等,2010^[13];Huang 等,2014^[26];Allee 和 Deangelis,2015^[45];Davis 等,2015^[60];谢德仁和林乐,2015^[6];林乐和谢德仁,2016^[7];2017^[8])一致,CNRDS 数据库提供的业绩说明会语调数据也是参照 Loughran 和 McDonald(2011)^[61]的词汇字典,以《哈佛词典(第 4 版)》为基础开发的专门用于会计和金融领域的《金融情感词典》,而后由英文《金融情感词典》翻译的中文词典结合中文语境进行扩充判断正面词汇与负面词汇。本文利用如下方法构建业绩说明会语调(TONE):

$$TONE = (POSPCT - NEGPCT) / (POSPCT + NEGPCT) \quad (1)$$

其中,POSPCT 是业绩说明会中管理层回答问题的信息中积极情感语调的词汇数比例,NEGPCT 是消极词汇数比例,TONE 表示净积极语调,取值范围是[-1,1],TONE 越大,表明业绩说明会中管理层语调越积极。

(2) 分析师预测准确性。由于一家证券公司可能存在多个不同的分析师团队跟踪同一家公司,因此,本文对同一家公司某一年份分析师预测值的确定以证券公司为筛选标准,选取了每家证券公司在年报披露之前最近的一次盈余预测作为分析师预测值,而后计算分析师盈余预测与实际盈余之差的绝对值作为分析师预测偏差(ABSFE)的代理变量,如模型(2),ABSFE 越小,表明分析师预测准确性越高。如若预测值高于实际值,则表明存在乐观预测;如若预测值低于实际值,则表明是悲观预测。

$$ABSFE = | \text{预测 ROA} - \text{实际 ROA} | \quad (2)$$

(3) 控制变量。本文借鉴林乐和谢德仁(2017)^[8]等研究,选取如下控制变量:公司规模(SIZE)、机构投资者持股比例(INSSHR)、盈利能力(ROE)、市值账面比(MB)、市场回报波动率(MRETWD)、是否“四大”事务所审计(BIG4)、资产负债率(LEV)。考虑分析师个体层面对分析师预测准确度的影响,本文还补充选取了分析师所在证券公司净资本(NETCAP)、分析师所在证券公司明星分析师数量

(*STARANAL*)、每家公司的跟踪分析师数量(*ANALNUM*)作为控制变量。此外,本文补充了与中国企业特征一致的公司治理结构变量作为控制变量:控制权与现金流权分离程度(*SEP*)、第一大股东持股比例(*SHARE1*)等。本文还加入行业和年度虚拟变量,以控制行业和年份固定效应。

本文所涉及主要变量定义如表 1 所示。

表 1 本文主要变量说明

变量	变量说明
<i>ABSFE</i>	预测 <i>ROA</i> - 实际 <i>ROA</i>
<i>TONE</i>	净积极语调 = (积极词汇数比例 - 消极词汇数比例) / (积极词汇数比例 + 消极词汇数比例)
<i>POSPCT</i>	业绩说明会上,管理层回答问题所用的积极语调词汇数目占词汇总数的比例
<i>NEGPCT</i>	业绩说明会上,管理层回答问题所用的消极语调词汇数目占词汇总数的比例
<i>SIZE</i>	总资产自然对数,反映公司规模
<i>INSSHR</i>	机构投资者持股比例
<i>ROE</i>	净资产收益率
<i>MB</i>	市值账面价值比
<i>MRETWD</i>	一年中月个股回报率的标准差,反映股票回报波动率
<i>BIG4</i>	是否“四大”事务所审计,若为“四大”审计, <i>BIG4</i> = 1,否则为 0
<i>LEV</i>	总负债与总资产之比,反映资产负债率
<i>NETCAP</i>	分析师所在证券公司净资本,取自然对数
<i>STARANAL</i> ^①	\ln (分析师所在证券公司的明星分析师数量 + 1)
<i>ANALNUM</i>	每家公司的跟踪分析师数量
<i>SEP</i>	两权分离程度,实际控制人拥有上市公司的控制权比例减去分红比例
<i>SHARE1</i>	第一大股东持股比例
<i>ACCOUNTING</i>	CEO 具有会计或财务背景时, <i>ACCOUNTING</i> = 1,否则为 0
<i>IND</i>	行业虚拟变量,行业分类依据证监会 2012 版《上市公司行业分类指引》
<i>YEAR</i>	年度虚拟变量

资料来源:本文整理

3. 实证模型

为检验业绩说明会语调与分析师预测准确性之间的关系,本文利用模型(3)进行回归分析:

$$\begin{aligned}
 ABSFE_{it+1} = & \theta_0 + \theta_1 TONE_{it} + \theta_2 SIZE_{it} + \theta_3 MB_{it} + \theta_4 INSSHR_{it} + \theta_5 ROE_{it} + \theta_6 MRETWD_{it} \\
 & + \theta_7 BIG_{it} + \theta_8 LEV_{it} + \theta_9 NETCAP_{it} + \theta_{10} STARANAL_{it} + \theta_{11} ANALNUM_{it} \\
 & + \theta_{12} SEP_{it} + \theta_{13} SHARE1_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (3)$$

本文主要关注系数 θ_1 , 如若 θ_1 小于 0, 则表明业绩说明会语调有助于降低分析师预测偏差, 支持假设 H_1 ; 如若 θ_1 大于 0, 则表明业绩说明会语调会增加分析师预测偏差, 支持假设 H_2 。

五、实证结果

1. 描述性统计

本文有关变量的描述性统计结果如表 2 所示。分析师预测偏差(*ABSFE*)的均值(中值)为 0.01(0.01)。管理层净积极语调(*TONE*)均值为 0.42(0.43), 表明管理层在业绩说明会中

① 由于明星分析师原始数据在模型中回归系数过小,对明星分析师数量做自然对数处理。

更倾向于使用积极词汇来回答问题,传达正面的信息;将净语调区分为积极语调和消极语调之后来看,管理层积极语调是负面语调的近 3 倍,说明管理层更偏好使用积极词汇。

表 2 有关变量的描述性统计

变量	样本量	均值	方差	最小值	p25	p50	p75	最大值
<i>ABSFE</i>	21627	0.0126	0.0005	0.0000	0.0020	0.0060	0.0146	0.2623
<i>TONE</i>	21627	0.4201	0.0388	-0.2622	0.2901	0.4340	0.5634	0.8347
<i>POSPCT</i>	21627	0.1247	0.0012	0.0321	0.1007	0.1231	0.1469	0.2481
<i>NEGPCT</i>	21627	0.0422	0.0005	0.0039	0.0277	0.0381	0.0521	0.1750
<i>SIZE</i>	21627	21.8881	1.0746	19.2521	21.1828	21.7491	22.3866	27.1464
<i>INSSHR</i>	21627	0.0638	0.0032	0.0000	0.0173	0.0502	0.0966	0.3194
<i>ROE</i>	21627	0.1135	0.0071	-0.6750	0.0670	0.1063	0.1551	0.4779
<i>MB</i>	21627	3.1481	5.2179	0.1202	1.6723	2.5885	3.9318	20.7922
<i>MRETWD</i>	21627	0.1559	0.0072	0.0419	0.1054	0.1354	0.1790	1.2352
<i>BIG</i>	21627	0.0255	0.0248	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>LEV</i>	21627	0.3548	0.0334	0.0274	0.2105	0.3347	0.4847	0.9381
<i>NETCAP</i>	21627	23.3378	1.1107	13.3136	22.6650	23.3469	24.1507	25.2613
<i>STARANAL</i>	21627	1.7070	2.3873	0.0000	0.0000	1.7918	3.0910	4.1744
<i>ANALNUM</i>	21627	11.8955	50.4825	1.0000	6.0000	11.0000	16.0000	35.0000
<i>SEP</i>	21627	0.0451	0.0053	0.0000	0.0000	0.0000	0.0749	0.3087
<i>SHARE1</i>	21627	0.3434	0.0199	0.0804	0.2315	0.3282	0.4376	0.7584

资料来源:本文整理

2. 回归检验结果

(1) 业绩说明会语调与分析师预测准确性。业绩说明会语调与分析师预测准确性之间的回归分析结果如表 3 第(1)列所示:业绩说明会中,管理层净积极语调(*TONE*)对分析师预测偏差(*ABSFE*)的回归系数均在 1% 水平显著为负,支持假设 H_1 ,即业绩说明会管理层语调会显著降低分析师预测偏差,一定程度上表明业绩说明会语调具有增量信息价值。

表 3 业绩说明会语调对分析师预测偏差的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ABSFE</i>	<i>ABSFE</i>	乐观 <i>ABSFE</i>	悲观 <i>ABSFE</i>
<i>TONE</i>	-0.0045 *** (-5.9698)	—	-0.0055 *** (-5.3791)	-0.0015 ** (-2.1465)
<i>POSPCT</i>	—	-0.0162 *** (-3.8792)	—	—
<i>NEGPCT</i>	—	0.0156 ** (2.2809)	—	—
<i>SIZE</i>	-0.0004 * (-1.8369)	-0.0004 * (-1.7790)	-0.0007 ** (-2.1039)	-0.0001 (-0.3256)
<i>INSSHR</i>	0.0044 (1.5720)	0.0042 (1.5015)	0.0022 (0.5870)	0.0045 * (1.8102)
<i>ROE</i>	-0.0074 *** (-3.6139)	-0.0076 *** (-3.6654)	-0.0135 *** (-4.6983)	0.0065 *** (3.6713)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ABSFE</i>	<i>ABSFE</i>	乐观 <i>ABSFE</i>	悲观 <i>ABSFE</i>
<i>MB</i>	0.0014 *** (15.2035)	0.0014 *** (15.1770)	0.0018 *** (13.7983)	0.0003 *** (3.6292)
<i>MRETWD</i>	0.0032 (1.4765)	0.0031 (1.4212)	0.0062 ** (2.0422)	0.0014 (0.7494)
<i>BIG4</i>	0.0003 (0.2876)	0.0004 (0.3808)	0.0004 (0.2501)	-0.0001 (-0.1322)
<i>LEV</i>	-0.0010 (-0.9523)	-0.0010 (-0.9281)	-0.0010 (-0.6688)	-0.0013 (-1.3169)
<i>SEP</i>	-0.0027 (-1.3275)	-0.0029 (-1.3911)	-0.0031 (-1.0825)	-0.0020 (-1.1039)
<i>SHARE1</i>	-0.0001 (-0.1138)	-0.0001 (-0.1035)	0.0001 (0.0735)	0.0007 (0.7724)
<i>ANALNUM</i>	-0.0004 *** (-17.0818)	-0.0004 *** (-17.2008)	-0.0005 *** (-15.2988)	-0.0001 *** (-4.1143)
<i>NETCAP</i>	0.0000 (0.1582)	0.0000 (0.1561)	0.0001 (0.3925)	0.0000 (0.2869)
<i>STARANAL</i>	-0.0001 (-1.1532)	-0.0001 (-1.1792)	-0.0001 (-0.4557)	-0.0002 * (-1.7595)
<i>CONSTANT</i>	0.0410 *** (6.1371)	0.0405 *** (6.0490)	0.0483 *** (5.1521)	0.0198 *** (3.4613)
<i>IND/YEAR</i>	√	√	√	√
样本量	21627	21627	14765	6862
调整 R ²	0.0572	0.0566	0.0693	0.0386
<i>p-value for Diff (TONE)</i>	—	—	0.0015	

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平

资料来源：本文整理

(2) 区分积极语调与负面语调。考虑到资本市场信息使用者对于积极语调与消极语调的反应可能存在非对称性, 本文进一步将业绩说明会语调细分为积极语调与消极语调进行检验。已有研究发现, 投资者对于积极语调反应更加明显 (Tetlock 等, 2008^[15]; 林乐和谢德仁, 2016^[7]), 而且分析师也更关注积极语调, 而忽视消极语调 (林乐和谢德仁, 2017)^[8]。可见, 对于管理层披露的语调信息, 资本市场信息使用者可能更加关注积极语调, 而非消极语调。Tan 等 (2014)^[55] 研究也表明, 分析师对于管理层积极与消极语调的反应存在非对称性, 积极语调更易促使分析师形成一致预期, 而消极语调会导致分析师对于信息的分析处理存在较大差异。

结合前述信息供给与信息需求视角的理论分析, 在业绩说明会中, 管理层较难操纵语调信息。当管理层对于公司过去经营状况与未来发展充满信心时, 业绩说明会语调将更为积极; 而当管理层认为过去经营状况不利或对未来发展存在不确定性预期时, 则业绩说明会语调可能更加消极 (Mayew 和 Venkatachlam, 2012)^[56]。分析师作为信息需求方, 在分析管理层业绩说明会披露的信息时, 不仅关注定量财务信息, 还会通过考察管理层的情感语调, 判断管理层对于企业过去与未来

发展状况的信心。语调越积极反映管理层对于企业披露的相关信息与过去和未来发展状况的信心越强,分析师能够利用的可靠信息更加充分全面,有助于降低预测偏差;而语调越消极则可能说明管理层对于披露的信息缺乏自信,导致分析师对于企业发展状况的判断更加困难,从而对预测准确性产生不利影响。

将业绩说明会语调区分为积极语调与负面语调后,进一步考察业绩说明会语调对分析师预测准确性的影响,结果如表 3 第(2)列所示:业绩说明会上,管理层积极语调(*POSPCT*)与分析师预测偏差(*ABSFE*)的回归系数显著为负,且在 1% 水平显著;管理层负面语调(*NEGPCT*)与分析师预测偏差(*ABSFE*)的回归系数显著为正,且在 5% 水平显著,表明业绩说明会积极语调能够为分析师盈余预测提供增量信息,而负面语调却会导致分析师预测偏差增加,即分析师盈余预测更可能利用业绩说明会中管理层积极语调信息。

(3)区分乐观偏差与悲观偏差。本文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,以考察业绩说明会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 3 第(3)列和第(4)列所示。结果显示:无论乐观偏差样本还是悲观偏差样本,业绩说明会中管理层净积极语调(*TONE*)与分析师预测偏差(*ABSFE*)回归系数均显著为负;进一步,本文通过分样本系数差异检验,比较管理层净积极语调(*TONE*)系数在不同样本中的差异,结果显示:业绩说明会语调(*TONE*)回归系数在两组样本中存在显著差异(p -value 小于 0.01),表明与悲观偏差相比,业绩说明会净积极语调更有助于降低分析师盈余预测的乐观偏差。

六、进一步分析

1. 业绩可预测性

业绩可预测性有助于降低分析师的信息搜集与处理成本,使得分析师在盈余预测中对其他信息的依赖性下降。当业绩可预测性较低时,分析师需要进一步利用其他信息来源以增强对公司业绩的判断,从而提升盈余预测准确性。基于前述研究发现,业绩说明会语调具有增量信息价值,本文预期,在业绩可预测性较低时,业绩说明会语调所具有的增量信息作用更强,对于提升分析师预测准确性的影响更加明显。

本文利用业绩波动程度作为业绩可预测性的代理变量,业绩波动程度越大,业绩可预测的难度越高。按照中位数区分业绩可预测性高低之后的分样本回归分析结果如表 4 所示。结果显示:无论在业绩波动较高还是较低样本中,业绩说明会语调(*TONE*)与分析师盈余预测偏差(*ABSFE*)回归系数显著为负,且均在 1% 水平显著。进一步,分样本系数差异检验结果显示:业绩说明会语调(*TONE*)回归系数在两组样本中存在显著差异(p -value = 0.0790),表明业绩说明会语调在业绩可预测性较低时,能够为分析师盈余预测提供更多增量信息,提升分析师预测准确性。

表 4 业绩可预测性的影响

变量	(1)	(2)
	<i>ROA</i> 波动高 <i>ABSFE</i>	<i>ROA</i> 波动低 <i>ABSFE</i>
<i>TONE</i>	-0.0054 *** (-4.3759)	-0.0027 *** (-3.4729)
控制变量	控制	控制
<i>CONSTANT</i>	0.0538 *** (5.1109)	0.0339 *** (4.7432)

续表 4

变量	(1)	(2)
	ROA 波动高 ABSFE	ROA 波动低 ABSFE
IND/YEAR	√	√
样本量	11468	10159
调整 R ²	0.0684	0.0504
<i>p-value for Diff (TONE)</i>	0.0790	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平;限于文章篇幅,控制变量系数未列示,备索

资料来源:本文整理

2. 公司信息环境

公司信息环境是影响分析师预测的重要因素。在公司信息环境不利时,业绩说明会语调将成为分析师在盈余预测中更为重视的信息来源;而在公司信息环境较好时,分析师可利用的信息来源较多,对于业绩说明会语调等情感语调信息依赖性下降。对此,本文借鉴辛清泉等(2014)^[5]研究,利用股价波动作为公司信息环境的替代变量,公司较高的股价波动反映了信息透明度较差,可供投资者利用的信息相对较少。本文预期,在股价波动较高样本中,业绩说明会语调更有助于降低分析师预测偏差。

按照中位数区分股价波动高低之后的分样本回归分析结果如表 5 所示。结果显示:在股价波动较高的样本中,业绩说明会语调(TONE)与分析师盈余预测偏差(ABSFE)回归系数显著为负,在 1% 水平显著,而在股价波动较低的样本中,业绩说明会语调(TONE)与分析师盈余预测偏差(ABSFE)的回归系数不显著;进一步,分样本系数差异检验结果显示:业绩说明会语调(TONE)回归系数在两组样本中存在显著差异($p\text{-value} = 0.0006$),表明业绩说明会语调在公司信息环境较差时,能够为分析师盈余预测提供更多增量信息,提升预测准确性。

表 5 公司信息环境的影响

变量	(1)	(2)
	股价波动高 ABSFE	股价波动低 ABSFE
TONE	-0.0070 *** (-6.1564)	-0.0016 (-1.6402)
控制变量	控制	控制
CONSTANT	0.0329 *** (3.3766)	0.0416 *** (4.4726)
IND/YEAR	√	√
样本量	11455	10172
调整 R ²	0.0667	0.0547
<i>p-value for Diff (TONE)</i>	0.0006	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平;限于文章篇幅,控制变量系数未列示,备索

资料来源:本文整理

3. 公司业绩

公司业绩是影响分析师关注程度的因素之一,当公司业绩不良时,分析师将会更加重视管理层

在业绩说明会中披露的信息,以探寻公司业绩下降的原因;同时,分析师也有动机通过分析管理层情感语调,判断管理层对公司未来发展的信心和态度。因此,本文预期,在公司业绩较低时,业绩说明会语调可能更具有增量信息价值,对分析师预测准确性的影响更大。

本文按照公司业绩相对于前一年的变化方向区分为业绩上升组和业绩下降组,并以业绩中位数区分公司业绩的高低。分样本回归的结果如表 6 所示,其中,表 6 中(1)和(2)列反映了按业绩上升与下降分组的回归结果,(3)和(4)列展示了按业绩中位数高低分组的回归结果。结果显示:业绩说明会语调(TONE)与分析师盈余预测偏差(ABSFE)的回归系数均显著为负,且至少在 10% 水平显著。进一步,分样本系数差异检验结果显示:业绩说明会语调(TONE)回归系数在业绩较好(即业绩上升或业绩高)与业绩较差(即业绩下降和业绩低)的样本组中均存在显著差异(p-value 分别为 0.0052 和 0.0004),表明在业绩较差时,分析师更可能关注业绩说明会中管理层的语调信息,并据此进行相应的盈余预测。

表 6 公司业绩的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	业绩上升 ABSFE	业绩下降 ABSFE	业绩高 ABSFE	业绩低 ABSFE
TONE	-0.0025*** (-2.7183)	-0.0072*** (-5.7464)	-0.0016* (-1.8141)	-0.0073*** (-6.0060)
控制变量	控制	控制	控制	控制
CONSTANT	0.0479*** (5.8785)	0.0405*** (3.5792)	0.0492*** (6.4965)	0.0202* (1.7380)
IND/YEAR	√	√	√	√
样本量	12262	9365	11310	10317
调整 R ²	0.0642	0.0606	0.0648	0.0722
p-value for Diff (TONE)	0.0052		0.0004	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平;限于文章篇幅,控制变量系数未列示,备案

资料来源:本文整理

4. 分析师声誉

语调作为一种非内容性情感文本信息,对其分析处理要求分析师具备较强的能力,为进一步验证分析师能够有效利用业绩说明会情感语调进行盈余预测,本文结合分析师声誉加以考察。当分析师声誉较高时,表明分析师具有较强的搜集处理分析能力,能够更好地利用业绩说明会语调信息,做出更加准确的盈余预测。

分析师预测来源于年报公告前证券公司发布的最后一次盈余预测。Ertimur 等(2011)^[62]以 Carter 和 Manaster(1990)^[63]提出的承销商声誉指数^①排名定义分析师声誉,而中国没有类似的指数排名,因此,本文借鉴赵岩和孙文琛(2016)^[64]的证券公司声誉评价方法,利用《中国证券业协会公布 2016 年度证券公司会员经营业绩排名情况》中证券公司总资产排名为依据(共 97 家)衡量分析师声誉,总资产排名越高,市场知名度相对越高,分析师预测不准所带来的声誉损失相对较高;定义分析师所在证券公司排名前 20 为高声誉分析师,其余为低声誉分析师。按照分析师声誉进行分

① 承销商声誉指数主要基于券商在 IPO 承销过程披露的提示公告(Tombstone Announcement)中承销比例的排名进行评分计算而得。

样本回归的分析结果如表 7 所示,结果显示:无论在分析师声誉高还是分析师声誉低样本中,业绩说明会语调 (*TONE*) 与分析师盈余预测偏差 (*ABSFE*) 回归系数显著为负,且至少在 5% 水平显著。进一步,分样本系数差异检验结果显示:业绩说明会语调 (*TONE*) 回归系数在两组样本中存在显著差异 ($p\text{-value} = 0.0626$),即声誉较高的分析师能够更好地分析处理业绩说明会中的非内容性情感文本信息,表明分析师利用业绩说明会语调信息可做出更准确的盈余预测。

表 7 分析师声誉的影响

变量	(1)	(2)
	声誉高 <i>ABSFE</i>	声誉低 <i>ABSFE</i>
<i>TONE</i>	-0.0056 *** (-5.8307)	-0.0026 ** (-2.1584)
控制变量	控制	控制
<i>CONSTANT</i>	0.0353 *** (3.6902)	0.0479 *** (4.4883)
<i>IND/YEAR</i>	√	√
样本量	11468	10159
调整 R^2	0.0684	0.0504
<i>p-value for Diff (TONE)</i>	0.0626	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平;限于文章篇幅,控制变量系数未列示,备索

资料来源:本文整理

5. 稳健性检验

本文采取多种方法进行了稳健性检验。一是按照产权性质进行分组,重新对模型(3)进行回归分析,表 8 列示了相应的检验结果。从表 8 可以看出,*TONE* 系数仍显著为负,且两组之间系数不存在显著差异 ($p\text{-value} = 0.9559$);二是剔除业绩说明会自愿披露样本之后,结果与前文一致;三是定义上市公司每年各证券公司最后一次盈余预测与实际盈余之间偏差的平均值,作为分析师预测偏差,对公司一年层面进行检验,回归结果与前文一致^①。

表 8 产权性质的影响

变量	(1)	(2)
	国有企业 <i>ABSFE</i>	非国有企业 <i>ABSFE</i>
<i>TONE</i>	-0.0047 *** (-2.8400)	-0.0046 *** (-5.5724)
控制变量	控制	控制
<i>CONSTANT</i>	0.0304 ** (2.3968)	0.0408 *** (5.0591)
<i>IND/YEAR</i>	√	√

① 限于文章篇幅,后两个稳健性检验结果未列示,备索。

续表 8

变量	(1)	(2)
	国有企业 <i>ABSFE</i>	非国有企业 <i>ABSFE</i>
样本量	2822	18805
调整 R ²	0.0720	0.0628
<i>p-value for Diff (TONE)</i>	0.9559	

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平；限于文章篇幅，控制变量系数未列示，备索

资料来源：本文整理

考虑研究中可能存在的内生性问题，本文利用工具变量法，借鉴 Davis 等 (2015)^[60] 的思路，利用 CEO 是否具有会计或财务背景 (*ACCOUNTING*) 作为工具变量，表 9 列示了工具变量两阶段检验结果。表 9 结果显示，*TONE* 系数仍显著为负，表明内生性问题并未影响前文研究结论。此外，为进一步排除内生性问题的干扰，本文还采用了固定效应模型，分别控制公司、年度的固定效应以及公司、年度、券商的固定效应，结果与前文一致，*TONE* 系数显著为负^①。

表 9 工具变量检验

变量	(1)	(2)
	第一阶段 <i>TONE</i>	第二阶段 <i>ABSFE</i>
<i>ACCOUNTING</i>	-0.0420 *** (-7.7756)	—
<i>TONE</i>	—	-0.0761 *** (-3.3423)
控制变量	控制	控制
<i>CONSTANT</i>	0.4716 *** (7.8973)	0.0746 *** (5.4189)
<i>IND/YEAR</i>	√	√
样本量	21479	21479
调整 R ²	0.0748	0.0553

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平；限于文章篇幅，控制变量系数未列示，备索

资料来源：本文整理

七、结论与讨论

1. 研究结论

本文基于业绩说明会这种独特的信息披露方式，结合分析师盈余预测，研究发现：业绩说明会语调能够显著降低分析师预测偏差，而且，分析师在盈余预测中主要利用积极语调以判断企业发展状况，表明业绩说明会语调具有增量信息价值，有助于提升分析师盈余预测准确性。进一步研究表明，在信息环境较差时，分析师更可能利用管理层披露的非内容性情感语调信息进行盈余预测；另外，声誉较高的分析师具有较强的信息分析处理能力，能够更好地解读业绩说明会语调信息，提升盈余预

① 限于文章篇幅，固定效应检验结果未列示，备索。

测准确性。本文研究阐明业绩说明会情感语调具有信息含量,能够为资本市场信息使用者提供增量信息,表明业绩说明会这一信息披露方式对于中国资本市场良好信息环境的形成具有一定积极作用。

2. 管理启示

本文的研究结论具有如下启示:首先,业绩说明会可以作为上市公司管理层加强投资者关系管理的重要媒介。业绩说明会实时、开放、互动式的信息披露方式,搭建了投资者与上市公司管理层直接沟通的桥梁,上市公司管理层可以利用互联网技术的远程优势,与投资者进行近距离沟通,通过业绩说明会全面、及时了解并回复投资者对于上市公司发展所关切的问题,完善上市公司信息披露质量,加强投资者关系管理并保障中小投资者利益。

其次,监管部门需要加强业绩说明会信息披露监管,避免其流于形式。在我国,虽然业绩说明会属于半强制披露,但是,对其具体内容和范围并没有严格要求。未来,监管层可以要求上市公司针对诸如并购重组、现金分红、战略调整、债务重组、亏损、股权变动、违法违规等重大事项,在业绩说明会中进行解释说明。此外,监管层还应着重监督上市公司对于投资者提问的回复情况,并以此作为信息披露的评价依据,防止业绩说明会流于形式,而不真正回复投资者关切的问题。

第三,资本市场信息使用者可以充分利用上市公司业绩说明会提升决策效率。对于投资者而言,可以通过业绩说明会的互动方式深入了解公司经营状况以及管理层对公司发展的信心,获取投资决策所需相关信息,同时,反馈关切问题与利益诉求,参与公司治理;对于分析师等信息中介而言,可以通过参加业绩说明会进一步挖掘有关公司经营与管理层态度的信息,并与已掌握的私有信息相互印证,提升预测准确性,优化资本市场信息环境。

3. 研究局限与展望

本文还存在一定研究局限:一是本文主要借鉴 Loughran 和 McDonald(2011)^[61]的词汇字典选取情感语调词汇,但是,该词汇字典主要考虑英文表达环境下正面和负面语调情况,是否完全适用于中文表达环境与特点还有待进一步研究,未来研究可尝试构建中文语境下的情感词汇库,以更加准确地衡量管理层情感语调;二是本文主要基于特定词汇库中的关键字进行文本分析,然而,很多表述中即使没有正负面词汇也可能蕴含情感信息,未来研究可进一步结合大数据处理技术与机器学习,更全面地反映信息披露中的情感语调。

参考文献

- [1] Meng, X. Analyst Reputation, Communication, and Information Acquisition[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53, (1): 119 - 173.
- [2] Kothari, S. P., E. So, and R. Verdi. Analysts' Forecasts and Asset Pricing: A Survey[J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2016, (8): 197 - 219.
- [3] 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]. *北京: 经济研究*, 2016, (9): 104 - 117.
- [4] Mayew, W. J., N. Y. Sharp, and M. Venkatachalam. Using Earnings Conference Calls to Identify Analysts with Superior Private Information[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18, (2): 386 - 413.
- [5] 辛清泉, 孔东民, 郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. *北京: 金融研究*, 2014, (10): 193 - 206.
- [6] 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]. *北京: 会计研究*, 2015, (2): 20 - 27.
- [7] 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]. *上海: 财经研究*, 2016, (7): 28 - 39.
- [8] 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]. *北京: 管理世界*, 2017, (11): 125 - 145.
- [9] Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Willis. Does Forecast Accuracy Matter to Security Analysts? [J]. *The Accounting Review*, 1999, 74, (2): 185 - 200.
- [10] Jung, B., P. B. Shane, and Y. S. Yang. Do Financial Analysts' Long-Term Growth Forecasts Matter? Evidence from Stock Recommendations and Career Outcomes[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53, (1 - 2): 55 - 76.

- [11] 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.
- [12] Davis, A. K., J. M. Piger, and L. M. Sedor. Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29, (3): 845 - 868.
- [13] Feldman, R., S. Govindaraj, J. Livnat, and B. Segal. Management's Tone Change, Post Earnings Announcement Drift And Accruals [J]. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15, (4): 915 - 953.
- [14] Tetlock, P. Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market [J]. *Journal of Finance*, 2007, 62, (3): 1139 - 1168.
- [15] Tetlock, P., M. Saar-Tsechansky, and S. Macskassy. More than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63, (3): 1437 - 1467.
- [16] Tan, H., S. Wang, and M. Welker. Analyst Following and Forecast Accuracy After Mandated IFRS Adoptions [J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49, (5): 1307 - 1357.
- [17] 董小红, 李哲, 王放. 或有事项信息披露有利于分析师预测吗? [J]. *北京: 经济管理*, 2015, (10): 96 - 105.
- [18] 杨有红, 闫珍丽. 其他综合收益及其列报改进是否提高了盈余透明度? ——分析师行为及股价同步性的证据 [J]. *北京: 会计研究*, 2018, (4): 20 - 27.
- [19] Simpson, A. Analysts' Use of Nonfinancial Information Disclosures [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2010, 27, (1): 249 - 288.
- [20] Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yang. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure [J]. *The Accounting Review*, 2012, 87, (3): 723 - 759.
- [21] 王雄元, 李岩琼, 肖恣. 年报风险信息披露有助于提高分析师预测准确度吗? [J]. *北京: 会计研究*, 2017, (10): 37 - 43.
- [22] Kross, W. J., and I. Suk. Does regulator FD work? Evidence from Analysts' Reliance on Public Disclosure [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53, (1 - 2): 225 - 248.
- [23] 黄俊, 黄超, 位豪强, 王敏. 做空机制提高了分析师盈余预测质量吗——基于融资融券制度的经验证据 [J]. *天津: 南开管理评论*, 2018, (2): 135 - 148.
- [24] 褚剑, 秦璇, 方军雄. 中国式融资融券制度安排与分析师盈利预测乐观偏差 [J]. *北京: 管理世界*, 2019, (1): 151 - 166.
- [25] Davis, A. K., and I. Tama-Sweet. Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Release versus MD&A [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29, (3): 804 - 837.
- [26] Huang, X., S. H. Teoh, and Y. Zhang. Tone Management [J]. *The Accounting Review*, 2014, 89, (3): 1083 - 1113.
- [27] 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]. *北京: 管理世界*, 2018, (9): 143 - 160.
- [28] Baginski, S. P., E. Demers, A. Kausar, and Y. J. Yu. Linguistic Tone and the Small Trader [J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2018, (68 - 69): 21 - 37.
- [29] Rogers, J. L., A. Van Buskirk, and S. L. C. Zechman. Disclosure Tone and Shareholder Litigation [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86, (6): 2155 - 2183.
- [30] Gurun, U. G., and A. W. Butler. Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67, (2): 561 - 598.
- [31] 汪昌云, 武佳薇. 媒体语气, 投资者情绪与 IPO 定价 [J]. *北京: 金融研究*, 2015, (9): 174 - 189.
- [32] Bowen, R. M., A. K. Davis, and D. A. Matsumoto. Do Conference Call Affect Analysts' Forecasts? [J]. *The Accounting Review*, 2002, 77, (2): 285 - 316.
- [33] Kimbrough, M. D. . The Effect of Conference Calls on Analyst and Market Underreaction to Earnings Announcements [J]. *The Accounting Review*, 2005, 80, (1): 189 - 219.
- [34] Jung, M. J., M. H. F. Wong, and X. F. Zhang. Buy-side Analysts and Earnings Conference Calls [J]. *Journal of Accounting Research*, 2018, 56, (3): 913 - 952.
- [35] Brown, S., S. A. Hillegeist, and K. Lo. Conference Calls and Information Asymmetry [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 37, (3): 343 - 366.
- [36] Bushee, B. J., D. A. Matsumoto, and G. S. Miller. Open versus Closed Conference Calls: The Determinants and Effects of Broadening Access to Disclosure [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, 34, (1 - 3): 149 - 180.
- [37] Kimbrough, M. D., and H. Louis. Voluntary Disclosure to Influence Investor Reactions to Merger Announcements: An Examination of Conference Calls [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86, (2): 637 - 667.
- [38] Brochet, F., K. Kolev, and A. Lerman. Information Transfer and Conference Calls [J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 23, (3): 907 - 957.

- [39] Hollander, S., M. Pronk, and E. Roelofsen. Does Silence Speak? An Empirical Analysis of Disclosure Choices During Conference Calls[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48, (3): 531 – 563.
- [40] Lee, J. Can Investors Detect Managers' Lack of Spontaneity? Adherence to Predetermined Scripts During Earnings Conference Calls [J]. *The Accounting Review*, 2016, 91, (1): 229 – 250.
- [41] Matsumoto, D., P. Pronk, and E. Roelofsen. What Makes Conference Calls Useful? The Information Content of Managers' Presentations and Analysts' Discussion Sessions [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86, (4): 1383 – 1414.
- [42] Price, S. M., J. S. Doran, D. R. Peterson, and B. A. Bliss. Earnings Conference Calls and Stock Returns: The Incremental Informativeness of Textual Tone [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36, (4): 992 – 1011.
- [43] Blau, B. M., J. R. Delisle, and S. M. Price. Do Sophisticated Investors Interpret Earnings Conference Call Tone Differently than Investors at Large? Evidence from Short Sales [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, (31): 203 – 219.
- [44] Chen, J. V., V. Nagar, and J. Schoenfeld. Manager-Analyst Conversations in Earnings Conference Calls [J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 23, (4): 1315 – 1354.
- [45] Allee, K. D., and M. D. Deangelis. The Structure of Voluntary Disclosure Narratives: Evidence from Tone Dispersion [J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53, (2): 241 – 274.
- [46] Larcker, D. F., and A. A. Zakolyukina. Detecting Deceptive Discussions in Conference Calls [J]. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50, (2): 495 – 540.
- [47] Hope, O., and J. Wang. Management Deception, Big-Bath Accounting, and Information Asymmetry: Evidence from Linguistic Analysis [J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2018, (70): 33 – 51.
- [48] Larocque, S. Analysts' Earnings Forecast Errors and Cost of Equity Capital Estimates [J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18, (1): 135 – 166.
- [49] 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]. *北京: 金融研究*, 2007, (2): 110 – 121.
- [50] Jung, M. J., M. H. F. Wong, and X. F. Zhang. Analyst Interest as an Early Indicator of Firm Fundamental Changes and Stock Returns [J]. *The Accounting Review*, 2015, 90, (3): 1049 – 1078.
- [51] Huang, A. H., R. Lehavy, A. Y. Zang, and R. Zheng. Analyst Information Discovery and Interpretation Roles: A Topic Modeling Approach [J]. *Management Science*, 2018, 64, (6): 2833 – 2855.
- [52] Han, B., D. Kong, and S. Liu. Do Analysts Gain on Informational Advantage by Visiting Listed Companies? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35, (4): 1843 – 1867.
- [53] 王华杰, 王克敏. 应计操纵与年报文本信息语气操纵研究 [J]. *北京: 会计研究*, 2018, (4): 45 – 51.
- [54] Hales, J., X. Kuang, and S. Venkataraman. Who Believes the Hype? An Experimental Examination of How Language Affects Investor Judgments [J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49, (1): 223 – 255.
- [55] Tan, H., E. Y. Wang, and B. Zhou. 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.
- [56] Mayew, W. J., and M. Venkatchalam. The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67, (1): 1 – 43.
- [57] 赵良玉, 李增泉, 刘军霞. 管理层偏好, 投资评级乐观性与私有信息获取 [J]. *北京: 管理世界*, 2013, (4): 33 – 47.
- [58] Mayew, W. J. Evidence of Management Discrimination among Analysts During Earnings Conference Calls [J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46, (3): 627 – 659.
- [59] Huyghebaert, N., and W. Xu. Bias in the Post-IPO Earnings Forecasts of Affiliated Analysts: Evidence from a Chinese Natural Experiment [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61, (2 – 3): 486 – 505.
- [60] Davis, A. K., W. Ge, D. Matsumoto, and J. L. Zhang. The Effect of Manager-Specific Optimism on the Tone of Earnings Conference Calls [J]. *Review of Accounting Studies*, 2015, 20, (2): 639 – 673.
- [61] Loughran, T., and B. McDonald. When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10 – Ks [J]. *Journal of Finance*, 2011, 66, (1): 35 – 65.
- [62] Ertimur, Y., J. M. William, and R. S. Stephen. Analyst Reputation and the Issuance of Disaggregated Earnings Forecasts to I/B/E/S [J]. *Review of Accounting Studies*, 2011, 16, (1): 29 – 58.
- [63] Carter, R. B., and S. Manaster. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation [J]. *Journal of Finance*, 1990, 45, (4): 1045 – 1067.
- [64] 赵岩, 孙文琛. 券商声誉、机构投资者持股与 IPO 抑价 [J]. *北京: 经济管理*, 2016, (12): 112 – 131.

The Tone of the Earnings Communication Conference and Analyst Forecast Accuracy

ZHONG Kai¹, DONG Xiao-dan¹, CHEN Zhan-guang²

(1. University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China;

2. Tsinghua University, Beijing, 100084, China)

Abstract: How to improve information disclosure of listed companies to satisfy the information needs of investors has always been the focus of capital markets and regulatory authorities. As a unique way of information disclosure, earnings communication conference is very different from the way of traditional information disclosure such as annual reports. Earnings communication conference serves as a direct channel for investors to communicate with managers of listed companies, aiming to provide more timely and incremental information for the capital market. China's earnings communication conference is a semi-mandatory, two-way interactive, and real-time information disclosure, which has its own unique institutional background. During earnings communication conference, participants could obtain quantitative and qualitative information about the firms' past and future development. We investigate whether the tone of managers, reflecting their attitude and confidence of firms past and future performance, disclosed in earnings communication conference will provide incremental information of information users, especially analysts.

This paper raises two competing hypotheses, the information effect hypothesis and the opportunistic effect hypothesis, to explain how the tone of earnings communication conference affects analysts' forecast accuracy with the supply-demand framework. Information effect hypothesis argues that the tone of earnings communication conference could increase analyst forecast accuracy because the tone may contain the attitude and confidence of managers for past and future development and is less likely to be manipulated due to its interactive and real-time communication in the supply side. Meanwhile, analysts have strong incentives to pay attention to the tone disclosed by managers to confirm whether their private information is credible in the demand side. However, opportunistic effect hypothesis argues that the tone of earnings communication conference may make analyst forecast biased because the tone could be manipulated so as to conceal the opportunistic behavior such as earnings management and mislead investor sentiment in the supply side. As well, analysts are optimistic bias and may have incentives to cater managers in demand side, resulting in less accurate analyst forecasts.

It is found that the tone of earnings communication conference could reduce analyst earnings forecasts errors, especially for the optimistic bias. Further study shows that the effect is more pronounced for firms with less predictable performance, higher stock return volatility, and poor financial performance. Analysts with high reputation, to proxy for information processing ability, could provide more accurate earnings forecasts with the tone of earnings communication conference. Our study suggests that the tone of earnings communication conference, a non-content textual information, could provide incremental information. It is inferred that earnings communication conference can serve as a channel to reflecting investors' information demand and enhancing investor relation management. Additionally, regulations on earnings communication conference is helpful to improve minority investor protection.

The contribution of this article lies in the following aspects: first, the positive association between the tone of earnings communication conference and analyst forecast accuracy suggests that earnings communication conference could provide incremental information to capital markets with the semi-mandatory regulation in China, which supplements prior studies about voluntary earnings conference call. Second, investigating the information content of the tone of earnings communication conference could expand textual analysis studies since most studies about textual analysis focus on annual reports, MD&A, and media coverage. Third, this study contributes to the determinants of analyst forecasts with the non-content textual information by showing that analysts could use the tone of earnings communication conference to confirm their private information while most studies discuss the impacts of financial and non-financial information on analyst forecast accuracy.

Key Words: earnings communication conference; tone; analyst forecasts; informativeness; textual analysis

JEL Classification: G24, M41, G14

DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2020.08.008

(责任编辑:弘毅)