

# 企业管理层语调的价值相关性研究

朱 康<sup>1</sup>, 唐 勇<sup>2</sup>

(1. 福州理工学院 商学院, 福建 福州, 350506;

2. 福州大学 经济与管理学院, 福建 福州, 350116)

**【摘 要】**企业管理层语调的价值相关性是当前财务会计领域研究的热点话题。以 2015—2020 年我国上市公司年度报告的文本数据为研究样本, 运用中介效应模型和 Bootstrap 方法实证分析企业管理层语调的价值相关性及其传导机制, 并进一步分析产权性质差异和地区差异的调节作用。结果表明: 企业管理层的积极语调既能通过信号传递机制提高公司股价, 也能通过提振投资者信心间接促进企业市场价值, 一系列的稳健性检验亦证明了结论; 民营企业以及东部企业更能凸显投资者信心在企业管理层语调与企业市场价值间的中介效应。监管机构要规范文本信息披露制度, 企业亦要做好文本信息披露策略, 投资者需要更好地理解企业管理层语调所代表的信息内涵。

**【关键词】**管理层语调; 投资者信心; 价值相关性; 产权性质; 地区差异

**【中图分类号】**F272.93 **【文献标识码】**A **【文章编号】**2096-3300(2022)03-0050-09

## 一、文献综述

企业管理层语调的价值相关性及其作用路径是当前行为金融与企业管理交叉学科的热点研究话题。上市公司管理层的语调信息能否提升企业市值以及如何提升企业市值, 不仅反映出管理层语调对资本市场的决策效用, 还关系到企业语调披露策略的选择。相比标准化的财务数字信息, 文本信息披露并未得到监管机构的强制性规定, 因而具有一定的可操控性, 管理层可能出于某种目的提供信息增量或误导性信息。基于文本分析的会计实证研究随着计算机技术的发展逐渐成为当前公司金融研究的一个新方向, 尤其是针对文本信息情绪表达的经济作用研究。已有研究表明这些定性披露的文本语调可以影响投资者对公司价值的评估, 亦会影响分析师、

审计机构等中介机构的分析判断<sup>[1]</sup>。这也就说明了文本语调可以直接或间接地在信息传递过程中影响信息接受者的行为。

目前文本语调研究大多着眼于分析企业管理层语调如何影响资本市场价值和公司治理结构。如王嘉鑫<sup>[2]</sup>等基于上市公司年度报告文本信息构建管理层语调指标, 发现公司管理层披露异常积极的语调可能是为了掩盖坏消息, 从而给审计机构带来错报风险, 增加了审计收费; 高雅<sup>[3]</sup>等发现上市公司管理层在编制年报时倾向采用积极语调会误导投资者, 致使公司资产价值发生严重偏离; 唐少清<sup>[4]</sup>等将业绩说明会的语调定义为管理层语调, 并发现业绩说明会语调具有增量信息价值, 能够提高公司绩效; 钟凯<sup>[5]</sup>等发现业绩说明会的语调信息能够显著降低

收稿日期: 2022-04-01

基金项目: 国家社会科学基金项目“公共数据资产市场化配置研究”(21BJY033)。

作者简介: 朱 康(1992-), 男, 安徽安庆人, 助教, 硕士, 研究方向: 公司金融;

唐 勇(1970-), 男, 江苏淮安人, 教授, 博士, 研究方向: 风险管理。

分析师预测偏差。已有研究关注到企业管理层语调在信息不对称方面的作用,却鲜有学者着眼于管理层语调对资本市场投资者行为的影响。在资本市场的信息使用者中,投资者对上市公司管理层语调蕴含的价值尤为关注。信号理论认为管理层对外发布企业未来发展前景向好的积极语调,是向外界释放公司乐观估计的信号,因而管理层语调具有信息导向作用。而根据框架效应理论,同一事实的不同表达方式会影响个体行为。对于上市公司披露的文本信息而言,管理层可能为了达到自身的目的对文本语调进行策略性操控<sup>[6]</sup>。那么值得探讨的是:上市公司披露的信息语调是否会影响资本市场上的企业市场价值,也即企业管理层语调的价值相关性问题。倘若企业管理层语调确实能够影响企业市场价值,那么又是以何种途径产生作用?

为研究上述问题,以2015—2020年我国沪深市场上A股上市公司年报文本信息为样本,构建企业管理层语调指标,实证分析企业管理层语调的价值相关性,并进一步探究投资者信心在两者间的中介效应。本文从上市公司定期年度报告文本信息这一视角出发,丰富了关于上市企业市场价值增值方面的动因研究;并拓展了投资者信心的分析边界,从行为金融角度为上市公司提供积极的文本信息给出了新的合理解释,强调了投资者信心在股价波动过程中的外部贡献。

## 二、理论分析与研究假设

信息披露是上市公司对外交流的重要组成部分,它既是维护资本市场三公原则的体现,也是吸引市场参与者了解公司价值并进行投资决策的法宝。比起篇幅较少的财务数据信息,文本信息具有丰富和易于理解的特点,大多学者亦通过对公司披露文本信息的分析来研究管理层语调的信息增量。如林乐<sup>[7]</sup><sup>28</sup>等利用业绩说明会上的管理层语调进行文本分析,证明了管理层语调具有信息增量,投资者会对管理层的语调做出相应的反应;林煜恩<sup>[8]</sup>等论证了在信号理论机制下,管理层语调与企业创新正相关。上市企业向外界传递企业经营绩效较好和未来发展前景广阔的信号,有助于行为人预测企业未来业绩和发展趋势等。这种乐观信号向市场展示了企

业在公司治理、制度建设、研发投入等方面的经营活动和投资效率等,传递了企业良好发展的预期。企业管理层的语调越积极,越能引导投资者乐观估计企业未来投资价值,因而会推高股票价格,提升公司市场价值。另一方面,从交易成本视角出发,积极语调的公开披露缓解了企业内外部投资者之间的信息不透明,减少了投资者从其他渠道获取信息的成本费用,从而增加市场对公司股票的需求,供需关系的不平衡抬升了股票价格。因此,提出假设:

H1: 企业管理层语调具有价值相关性,即公司年报中的文本语调越积极,其市场价值越高。

投资者信心是行为人的一种主观心理状态,可以理解为投资者对所做投资未来盈利的乐观估计。当投资者认为所做的投资将来不会发生意外的损失,或者未来的盈利回报有保证时,投资者会对所投资企业拥有足够的信心。万鹏<sup>[9]</sup>等研究发现,信息不对称程度较高的公司的管理层可能由于利己动机而做出损害投资者利益的决策,这会抑制投资者信心;雷光勇<sup>[10]</sup><sup>80</sup>等研究发现,公司治理机制产生于解决代理问题的内在需求,治理水平越高,外界投资者信心越强。现有研究大多认为代理成本(主要表现为信息不对称)是影响投资者信息的重要因素之一,当投资者发现企业代理成本较高时,其认为权益会受到管理层的损害,投资可能会出现较大风险,因而投资者信心受到打击;反之则投资者信心增强。从理论上讲,上市公司释放乐观的积极信号,应该引起正向的市场反应<sup>[7]</sup><sup>33</sup>。乐观语调水平越高,说明企业未来发生财务危机的概率越低,也就越能增强投资者的投资信心<sup>[11]</sup>。因此,提出假设:

H2: 企业管理层的语调与投资者信心正相关,即企业发布的年报语调越积极,投资者信心越强。

刘仁和<sup>[12]</sup>等提出的现代行为金融理论认为,人类的经济行为会受到心理因素的影响,这些心理因素影响人们的市场行为。在资本市场股票交易中,投资者信心是不可小觑的影响因素。它可以通过改变投资者投资信念和行为偏好来影响公司股票交易量,进而影响公司市值。投资者若对企业充满信心,将以买入股票来表现其心态,股价由此上升;相反,投资者感到信心不足时,将会选择“用脚投票”,

从而造成股价下跌。雷光勇<sup>[10]81</sup>等指出证券市场的繁荣发展离不开投资者信心的推动作用。企业向外部投资者发布积极语调有助于信息使用者乐观估计企业未来盈利等,激发投资者对企业的投资欲望,增强投资信心,进而促使投资者做出积极正向反应,比如购买公司股票等。当投资者积极买入公司股票,一方面市场供需关系会造成股价上涨,企业市场价值增加;另一方面,会引导更多的资金流向企业内部,企业就会有充足的资金扩大生产经营,这亦会增加企业的市场价值。因此,提出假设:

H3: 投资者信心在企业管理层语调与企业市场价值之间发挥中介作用,即企业管理层的积极语调通过提振投资者信心进而促进企业市场价值的提升。

### 三、模型构建和实证分析

#### (一) 数据来源

选取2015—2020年我国A股非金融类上市公司为研究样本,剔除相关变量数据缺失的公司,最终用于实证回归的样本有9365个。为减少极端值的影响,对所有变量中的连续变量进行1%缩尾(Winsorize)处理。具体变量说明如下:

1. 市场价值(Lnclo)。借鉴傅传锐<sup>[13]</sup>等的研究,选取上市公司次年4月30日的收盘价取对数作为度量公司市场价值的指标,如果当天因故休市,则顺延取随后第一个交易日的收盘价。

2. 企业管理层语调(Tone)。选取年度报告的语调作为企业管理层语调的代理变量,年报语调数据来自年度报告文本语气数据库。该数据库通过翻译Loughran<sup>[14]</sup>等提供的金融情感英文词汇,保留与该英文词汇表达的中文情感最相近的中文消极和积极词汇,得到文本情绪指标。分析上市公司年报文本信息,根据中文语调研究成果,将年报语调定义为:  $Tone = (\text{积极词汇数} - \text{消极词汇数}) / (\text{积极词汇数} + \text{消极词汇数})$ , Tone值越大,表示企业管理层的语调越积极。

3. 投资者信心(Confid)。目前较多的研究采用资本市场股票换手率来度量投资者信心,但该变量度量方式噪声较大,因此将主营业务增长率(Growth)、市净率(PB)与年换手率(Turnover)进行主成分分析得到衡量投资者信心的综合测度指

标:  $Confid = 0.4138 \times Growth + 0.3309 \times PB + 0.2553 \times Turnover$ 。该值越大,表明投资者信心越强。为保证研究结果的合理性,仍采用股票换手率进行稳健性检验。

4. 控制变量。借鉴相关研究,选取如下控制变量: 资产收益率(Roa)、真实盈余管理(Rem)、财务杠杆(Fl)、托宾q值(Q)以及资本支出(Exp)。同时控制了行业效应和年份效应。财务数据均来自于CSMAR数据库,统计软件采用STATA14,具体变量定义见表1。

表1 相关变量

Tab. 1 Correlated variables

变量类型	变量名称	变量符号	定义
因变量	市场价值	Lnclo	次年4月30日收盘价取对数
自变量	企业管理层语调	Tone	年报中(积极词汇数 - 消极词汇数) / (积极词汇数 + 消极词汇数)
中介变量	投资者信心	Confid	主成分分析指数
	资产收益率	Roa	净利润/总资产
	真实盈余管理	Rem	异常经营现金流 - 异常生产成本 - 异常酌量性费用
	财务杠杆	Fl	期末总负债/期末总资产
控制变量	托宾q值	Q	市值/资产
	资本支出	Exp	经营租赁所支付的现金 + 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其它长期资产而收回的现金净额

#### (二) 模型设计

为验证上述假设,构建如下模型:

$$Lnclo_t = \alpha_1 + \alpha_2 Tone_{t-1} + \alpha_3 Rem_t + \alpha_4 Roa_t + \alpha_5 Fl_t + \alpha_6 Q_t + \alpha_7 Exp_t + \varepsilon \quad (1)$$

$$Confid_t = \beta_1 + \beta_2 Tone_{t-1} + \beta_3 Rem_t + \beta_4 Roa_t + \beta_5 Fl_t + \beta_6 Q_t + \beta_7 Exp_t + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{Lncl}_i = \gamma_1 + \gamma_2 \text{Confid}_i + \gamma_3 \text{Tone}_{i-1} + \gamma_4 \text{Rem}_i + \gamma_5 \text{Roa}_i + \gamma_6 \text{Fl}_i + \gamma_7 Q_i + \gamma_8 \text{Exp}_i + \varepsilon \quad (3)$$

其中, 模型 (1) 分析管理层语调价值相关性, 由假设 H1 推断模型 (1) 的回归系数  $\alpha_2$  显著为正, 以此说明企业管理层的积极语调促进了企业市场价值, 即企业管理层语调具有价值相关性。模型 (2) 衡量企业管理层语调与投资者信心的相关性, 如果  $\beta_2$  显著, 则说明企业管理层的积极语调可以提振投资者信心。模型 (3) 衡量企业管理层语调对企业市场价值的中介效应, 如果  $\gamma_2$  不显著而  $\gamma_3$  显著, 意味着投资者信心在企业管理层语调对企业市场价值的影响中存在完全中介效应; 如果  $\gamma_3$  和  $\gamma_2$  均显著且  $\gamma_3$  数值显著小于模型 (1) 中的  $\alpha_2$  数值, 意味着投资者信心在企业管理层语调与企业市场价值间发挥了部分中介作用。此外, 使用 Bootstrap 方法检验中介效应的显著性。

#### 四、全样本回归分析

##### (一) 变量的描述性统计

表 2 是所选变量的全样本描述性统计。可以看出, 2015—2020 年企业管理层语调 (Tone) 的均值为 0.002, 说明样本公司年度报告的语调普遍呈现积极语气; 但是其最小值为 -0.339, 说明亦存在部分企业情绪较为消极, 其年度报告文本中积极词汇数量小于消极词汇数。投资者信心 (Confid) 的最小值为 -0.732, 最大值为 1.630, 说明样本区间内投资者信心程度有明显差异。

表 2 描述性统计分析

Tab. 2 Descriptive statistical analysis

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Lncl	9 365	2.449	0.726	2.419	0.077	7.143
Tone	9 365	0.002	0.065	0.004	-0.339	0.303
Rem	9 365	-0.011	0.242	0.001	-6.794	7.128
Roa	9 365	0.048	0.041	0.038	-0.015	0.526
Fl	9 365	1.748	25.03	1.088	-81.34	2 403
Q	9 365	2.175	2.195	1.668	0.692	92.25
Exp	9 365	18.73	1.888	18.75	0	26.51
Confid	9 365	-0.119	0.420	-0.214	-0.732	1.630

##### (二) 相关系数检验

表 3 为主要变量间的相关系数检验, 上三角为 Pearson 系数, 下三角是 Spearman 相关系数。可以看出企业管理层语调 (Tone) 与企业市场价值 (Lncl) 的相关系数 (0.213、0.179) 均在 1% 的水平上显著为正, 说明在不考虑其他因素的情况下, 企业管理层语调可以提升企业的市场价值, 初步验证了假设 H1; 企业管理层语调 (Tone) 与投资者信心 (Confid) 的相关系数 (0.110、0.094) 亦在 1% 的水平上显著为正, 说明在不考虑其他因素的情况下, 企业管理层语调提振了投资者信心, 验证了假设 H2; 控制变量的相关系数大多通过了显著性检验, 说明所选控制变量较为合理, 而且相关系数未超过 0.5, 说明变量间不存在明显的多重共线问题。

表 3 相关系数分析

Tab. 3 Correlation analysis

变量	Lncl	Confid	Tone	Rem	Roa	Fl	Q	Exp
Lncl	1	0.317***	0.179***	-0.209***	0.401***	-0.201***	0.399***	-0.038***
Confid	0.160***	1	0.094***	0.082***	-0.076***	0.004	0.173***	-0.207***
Tone	0.213***	0.110***	1	-0.110***	0.125***	-0.163***	0.097***	-0.005
Rem	-0.177***	0.050***	-0.072***	1	-0.460***	0.164***	-0.173***	-0.029***
Roa	0.425***	-0.064***	0.125***	-0.362***	1	-0.356***	0.265***	0.075***
Fl	-0.016	-0.002	-0.007	0.011	-0.030***	1	-0.149***	0.085***
Q	0.304***	0.038***	0.060***	-0.080***	0.184***	-0.009	1	-0.357***
Exp	-0.055***	-0.248***	0.023**	-0.040***	0.028***	-0.001	-0.290***	1

注: \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%、5% 与 10% 水平上通过显著性检验, 表 4 ~ 表 8 同。

### (三) 多元回归分析

表 4 报告了中介效应模型的回归结果。模型 (1) 的回归结果显示, 企业管理层语调的回归系数为 0.875, 且在 1% 的水平上显著, 说明企业管理层语调对企业市场价值具有促进作用, 验证了假设 H1。模型 (2) 结果显示, 企业管理语调对投资者信心的回归系数为 0.929, 亦在 1% 的水平上显著, 说明企业管理层的积极语调提振了投资者信心, 假设 H2 得到验证。模型 (3) 中投资者信心与企业管理层语调的估计系数值 (0.185、0.703) 均在 1% 的水平上为正, 且企业管理层语调的回归系数小于模型 (1) 中的回归系数。这表明: 在控制了管理层语调后, 作为中介变量的投资者信心对企业市场价值的影响为正, 且大小为 0.185; 在控制了中介变量投资者信心后, 企业管理层语调对企业市场价值的直接影响为正, 且大小为 0.703。从 Bootstrap 检验结果看, 间接效应和直接效应的  $P$  值均在 1% 的水平上显著, 且置信区间均未包含 0。综合说明, 企业管理层语调既可以直接对企业市场价值产生正向的影响, 也可以通过投资者信心对企业价值施加正向的间接效应, 即投资者信心在管理层语调与企业市场价值的关系间发挥了部分中介作用, 假设 H3 得到支持。

### 五、稳健性检验

为保证研究结论的可靠性, 进行了以下稳健性检验。

#### (一) 内生性检验

考虑模型可能面临内生性问题, 即本身规模较大, 盈利较多, 成长性较高、市场化进程较快地区的公司可能倾向于发布较为积极的语调, 因此利用处理效应模型进行内生性检验。第一阶段选取企业管理层积极语调作为处理变量, 即管理层语调大于及等于中位数的赋值 1, 其他赋值 0; 选取公司规模、资产收益率、财务杠杆、盈余管理和市场化进程等为协变量进行回归得到  $\Lambda$  值。第二阶段是将估计误差  $\Lambda$  作为控制变量带入中介效应方程的回归中。回归结果如表 5 所示, 可以看出模型 (1) - (3) 的回归结果与原结论无实质性差异。

表 4 实证结果

Tab. 4 Empirical results

变量	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)
	Lncllo	Confid	Lncllo
Confid			0.185*** (0.009)
Tone	0.875*** (0.101)	0.929*** (0.118)	0.703*** (0.098)
Rem	-0.080** (0.037)	0.007 (0.039)	-0.081** (0.036)
Roa	5.286*** (0.202)	-1.986*** (0.226)	5.653*** (0.203)
Fl	-0.045*** (0.006)	0.028*** (0.007)	-0.050*** (0.006)
Q	0.157*** (0.006)	-0.026*** (0.007)	0.162*** (0.006)
Exp	0.030*** (0.004)	-0.141*** (0.005)	0.056*** (0.004)
Constant	1.312*** (0.092)	8.959*** (0.114)	-0.344*** (0.119)
年份及行业	控制	控制	控制
N	9 365	9 365	9 365
R <sup>2</sup>	0.372	0.303	0.402
Bootstrap 检验			
效应类别	P 值	置信区间	
		下界	上界
直接效应	0.000	0.010	0.016
间接效应	0.000	0.155	0.185

注: 系数下方数据为稳健性标准误, 表 5 ~ 表 8 同。

表 5 处理效应模型

Tab. 5 Treatment effect model

变量	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)
	Lncllo	Confid	Lncllo
Confid			0.169*** (0.009)
Tone	0.998*** (0.109)	0.790*** (0.121)	0.864*** (0.108)
Rem	-0.053 (0.036)	0.017 (0.033)	-0.056 (0.037)
Roa	6.332*** (0.283)	-1.914*** (0.224)	6.657*** (0.297)
Fl	-0.001 (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001 (0.000)
Q	0.057*** (0.015)	-0.022*** (0.005)	0.061*** (0.016)
Exp	0.012** (0.005)	-0.137*** (0.004)	0.035*** (0.006)
Lambda	-1.641*** (0.179)	-4.189*** (0.419)	-1.117*** (0.141)
Constant	1.562*** (0.139)	8.315*** (0.120)	0.154 (0.176)
年份及行业	控制	控制	控制
N	9 365	9 365	9 365
R <sup>2</sup>	0.323	0.299	0.348



本文还采用倾向得分匹配方法进行内生性检验。即为每一个企业管理层积极语调实验样本找到一个配对样本,进行1:1最邻近匹配,样本的平衡性检验结果<sup>①</sup>显示匹配前对照组和处理组之间变量偏差范围为-27.9%~23.8%,而匹配后样本变量偏差范围为-1.0%~2.4%,说明匹配后样本协变量的偏差显著缩小了,该匹配合理。

匹配成功后,剔除未匹配的样本最终得到4629个样本数据。将剩余数据进行中介模型检验,回归结果(表6)表明基于匹配后样本数据的回归结果与原结论并没有较大的实质性差异,因此假设均得到验证。

表6 基于匹配后样本数据回归结果

Tab. 6 PSM empirical results

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	Lnclco	Confid	Lnclco
Confid			0.173*** (0.012)
Tone	0.659*** (0.160)	0.630*** (0.169)	0.550*** (0.158)
Rem	-0.033 (0.044)	0.010 (0.044)	-0.035 (0.042)
Roa	6.311*** (0.365)	-2.018*** (0.292)	6.660*** (0.380)
Fl	-0.001 (0.004)	0.003* (0.001)	-0.001 (0.004)
Q	0.063*** (0.015)	-0.027*** (0.005)	0.068*** (0.015)
Exp	0.015*** (0.006)	-0.141*** (0.006)	0.040*** (0.006)
Constant	1.831*** (0.157)	8.945*** (0.159)	0.286** (0.196)
年份及行业	控制	控制	控制
N	4629	4629	4629
R <sup>2</sup>	0.318	0.299	0.344
Bootstrap 检验			
效应类别	P值	置信区间	
		下界	上界
直接效应	0.000	0.007	0.016
间接效应	0.000	0.158	0.207

## (二) 其他检验

本文还进行了如下稳健性检验:(1)替换解释变量度量方式,即将企业管理层语调定义为年报内积极词汇数与消极词汇数之差占年报总词汇数的比例;(2)替换解释变量数据,即使用台湾大学制作的《中文情感极性词典》,将“积极”“进步”“高效”等积极属性词语集作为积极情绪词语列表,将“低迷”“暗淡”“不利”等消极属性词语集作为消极情绪词语列表,基于该词语列表计算企业管理层语调;(3)替换被解释变量,即选取次年6月30日的收盘价取对数来度量企业市场价值;(4)替换被解释变量,即直接采用股票年换手率来衡量投资者信心。得到的结果均与原结论无实质性差异<sup>②</sup>,说明假设得到了证据支持。

## 六、横截面分析

### (一) 考虑产权性质差异

产权属性不同的公司在信息披露策略制定和投资者关系维护方面存在一定的差异。本文进一步通过区分产权性质来检验投资者信心在企业管理层语调与企业市场价值间的中介效应。表7的回归结果显示,模型(1)企业管理层语调价值相关性在民营企业中系数显著,在国企样本中不显著;此外模型(3)回归结果仅在民营企业样本中通过显著性检验。由此可见,相比国有上市公司,非国有上市公司中投资者信心在管理层语调与价值相关性间的中介作用更显著。究其原因,可能是民营企业与政府关联较少,在做出语调披露决策时更加注重考虑能否促进公司价值提升;而国有上市企业由于政治关联的缘故,企业经营者采纳价值增值政策的决策权会在一定程度上受到行政干预的影响,在披露企业积极信息时亦持谨慎态度。因此相较而言,投资者更倾向于采纳民营企业文本信息来寻觅投资机会。

### (二) 考虑地区发展差异

我国东西部地区的企业在管理结构、经营规模、政府干预程度以及制度创新等方面存在较大差异,资本市场上信息传递的有效性以及投资者对信息的利用效率也不尽相同。本文通过区分地区差异来检验投资者信心在企业管理层语调与企业市场价值间的中介效应。东部地区金融发展水平优于西部地区,

表 7 产权性质差异回归结果

Tab. 7 Regression results of differences in property rights

变量	国有企业			民营企业		
	模型 (1) Lncllo	模型 (2) Confid	模型 (3) Lncllo	模型 (1) Lncllo	模型 (2) Confid	模型 (3) Lncllo
Confid			0.189 (0.013)			0.168*** (0.012)
Tone	0.186 (0.151)	-0.682*** (0.197)	0.316 (0.145)	1.115*** (0.140)	1.207*** (0.148)	0.912*** (0.138)
Rem	-0.054 (0.063)	-0.068 (0.069)	-0.041 (0.061)	-0.098** (0.044)	0.081* (0.045)	-0.111** (0.044)
Roa	6.052*** (0.376)	-3.226*** (0.398)	6.664*** (0.375)	4.679*** (0.243)	-2.105*** (0.264)	5.033*** (0.247)
Fl	-0.033*** (0.008)	0.028*** (0.010)	-0.038*** (0.008)	-0.061*** (0.009)	0.015 (0.010)	-0.064*** (0.009)
Q	0.183*** (0.011)	0.021* (0.011)	0.179*** (0.010)	0.150*** (0.006)	-0.045*** (0.007)	0.158*** (0.006)
Exp	0.028*** (0.005)	-0.135*** (0.007)	0.053*** (0.005)	0.044*** (0.005)	-0.115*** (0.005)	0.063*** (0.005)
Constant	1.249*** (0.137)	8.749*** (0.169)	-0.408** (0.182)	1.110*** (0.124)	8.588*** (0.152)	-0.330** (0.159)
年份及行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3 460	3 459	3 459	5 906	5 906	5 906
R <sup>2</sup>	0.413	0.324	0.446	0.329	0.279	0.352

而且金融中介机构也较多，增强了信息的传递效率，企业信息能够较快地被投资者消化吸收，并“诱使”投资者迅速做出投资抉择。此外，陷于“西部较为贫困”的偏见，人们认为位于东部的企业更具有发展潜力和投资吸引力，投资者也愿意相信投资东部企业未来盈利可能更高。故投资者更愿意关注东部企业的经营管理信息，当东部企业表露积极的管理层语调时，投资者的投资信心进一步受到鼓励并做出投资行为，这促进了企业的价值增值。因此本文认为处在我国东部地区的管理层语调更能促进企业价值，并且投资者信心的中介效应更加显著。根据财政部预算司财政分析资料中的分类，东部省份包括北京、天津、辽宁、上海、江苏、浙江、福

建、山东、广东、河北、山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南、海南等 19 个省份，西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 12 个省份（不包括中国港澳台地区），选取企业注册所在地哑变量来度量东西部差异。由表 8 回归结果显示，在东部样本组中，模型（1）-（3）的回归系数均在 1% 的水平上显著；而在西部样本中，除模型（1）中企业管理层语调（Tone）的系数在 5% 的水平上通过显著性检验外，模型（2）（3）的系数均未通过显著性检验。由此可见，处于我国东部地区的公司的管理层语调更能促进企业市场价值，而且投资者信心在其中的中介作用更为显著。

表8 地区差异回归结果

Tab. 8 Regression results of differences in region

变量	东部地区			西部地区		
	模型(1) Lncl0	模型(2) Confid	模型(3) Lncl0	模型(1) Lncl0	模型(2) Confid	模型(3) Lncl0
Confid			0.147*** (0.010)			0.171 (0.016)
Tone	0.605*** (0.125)	0.743*** (0.148)	0.496*** (0.123)	0.574** (0.179)	0.732 (0.212)	0.449 (0.176)
Rem	-0.007 (0.043)	0.010 (0.048)	-0.009 (0.043)	-0.096 (0.069)	-0.036 (0.071)	-0.090 (0.069)
Roa	4.864*** (0.247)	-2.427*** (0.288)	5.221*** (0.249)	4.872*** (0.380)	-2.222*** (0.418)	5.251*** (0.390)
Fl	-0.049*** (0.008)	0.028*** (0.010)	-0.054*** (0.008)	-0.033*** (0.009)	0.020* (0.011)	-0.037*** (0.009)
Q	0.154*** (0.006)	-0.009 (0.008)	0.155*** (0.006)	0.173*** (0.010)	-0.030** (0.012)	0.179*** (0.010)
Exp	0.034*** (0.004)	-0.140*** (0.005)	0.055*** (0.004)	0.046*** (0.007)	-0.108*** (0.008)	0.064*** (0.007)
Constant	1.310*** (0.131)	8.996*** (0.163)	-0.0123 (0.164)	1.028*** (0.152)	8.380*** (0.182)	-0.403** (0.196)
年份及行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5 920	5 920	5 920	3 445	3 445	3 445
R <sup>2</sup>	0.381	0.319	0.401	0.421	0.252	0.445

## 七、结论与建议

以2015—2020年我国A股上市公司为样本,实证分析企业管理层语调的价值相关性及其传导机制。研究表明:企业管理层语调具有显著的价值相关性,即企业管理层语调越积极,其股票市场价值越高;企业管理层语调促进了资本市场上投资者信心,即上市公司释放积极信息,涵盖了企业业绩预测的向好趋势,提振了投资者投资信心;投资者信心在企业管理层语调与市场价值间发挥部分中介效应;进一步将样本按照产权性质和地区差异分组研究后发现,民营企业以及我国东部企业披露的积极语调更能提高企业市场价值,而且更能发挥投资者信心在管理层语调价值相关性中的中介效应。

本文的研究结论为上市公司信息披露制度的建立与规范化提供有益的启示。当前修订《证券法》信息披露专门章节、持续加强信息披露监管等市场改革措施已经逐步铺开,监督规范上市公司信息披露是第一要义。现有规范文件大多针对财务会计等

定量信息,而定性的文本信息则缺乏相关标准和规范。因此,监管机构应尽快完善上市公司本文信息披露的相关制度准则,规范上市公司本文信息披露方法,提高文本信息披露的规范化和准确性。同时建议监管机构可以鼓励和引导企业采用适度积极的语调披露相关信息,并形成监督约束机制,防范上市公司管理层语调披露的操纵行为,营造良好的信息披露环境。其次,对于企业尤其是东部及民营企业而言,管理层积极语调释放出的企业乐观信号对于提升资本市场股票吸引力具有重要作用。因此企业要立足于真实的经营情况,重视文本信息的披露质量,把握好文本信息特别是年度报告的语调乐观程度,以增强投资者信心,进一步提高企业市场价值。最后,对于投资者而言,其在利用上市公司披露的文本信息中,要加强自身学习,结合公司实际的经营情况来谨慎分析本文语调的信息增量,提高自己预判风险的能力,避免在异常语调的误导下出现重大的决策失误。



注释:

- ①限于篇幅,文中未列示平衡性检验结果,留存备案。  
②限于篇幅,文中未列示稳健性检验结果,留存备案。

参考文献:

- [1]HUANG X, TEOH S H, ZHANG Y L. Tone management [J]. *The Accounting Review*, 2014(4): 1083-1113.
- [2]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.
- [3]高雅,刘嫦. 管理层讨论与分析披露语调对资产定价的影响[J]. *投资研究*, 2020, 39(1): 77-91.
- [4]唐少清,詹细明,李俊林,等. 管理层语调与创业板上市公司业绩关系研究[J]. *中国软科学*, 2020(S1): 32-40.
- [5]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, 42(8): 120-137.
- [6]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.
- [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]. *财经研究*, 2016, 42(7): 28-39.
- [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*, 2010, 33(4): 53-66.
- [9]万鹏,陈翔宇. 代理成本、独立董事独立性与业绩快报自愿披露[J]. *财贸研究*, 2016, 27(4): 137-146.
- [10]雷光勇,王文,金鑫. 公司治理质量、投资者信心与股票收益[J]. *会计研究*, 2012(2): 79-86, 97.
- [11]苗霞,李秉成. 管理层超额乐观语调与企业财务危机预测——基于年报前瞻性信息的分析[J]. *商业研究*, 2019(2): 129-137.
- [12]刘仁和,陈柳钦. 股市投资者情绪及其预测[J]. *学术交流*, 2005(8): 110-113.
- [13]傅传锐,饶晓燕,朱康. 智力资本信息披露具有价值相关性吗[J]. *金融经济研究*, 2019, 34(3): 94-108, 160.
- [14]LOUGHRAN T, MCDONALD B. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks [J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(1): 35-65.

## Research on the Value Correlation of Corporate Management Tone

ZHU Kang, TANG Yong

- (1. School of Business, Fuzhou Institute of Technology, Fuzhou 350506, China;  
2. School of Economics and Management, Fuzhou University, Fuzhou 350116, China)

**Abstract:** The value relevance of corporate management tone is a hot topic in current research in the field of financial accounting. Taking the text data of the annual reports of listed companies in China from 2015 to 2020 as the research sample, the mediation effect model and Bootstrap method are used to empirically analyze the value correlation and transmission mechanism of corporate management tone, and further analyze the moderating effect of property rights differences and regional differences. The results show that the positive tone of corporate management can not only increase the company's stock price through the signaling mechanism but also indirectly promote the company's market value by boosting investors' confidence. A series of robustness tests also prove the conclusion. After grouping the samples according to the nature of property rights and regional differences, it is found that private enterprises and enterprises in eastern China can better highlight the mediating effect of investor confidence in the tone of corporate management and corporate market value. It is suggested that regulators should standardize the text information disclosure system; companies should also do a good job of text information disclosure strategies and investors need to better understand the information connotation represented by the tone of the company's management.

**Key words:** management tone; investor confidence; value correlation; property rights; regional differences

(责任编辑: 杨成平)