

言从众调： 上市公司年报语调行业同群效应研究

杨立成, 刘春林, 董文昊
(南京大学商学院, 南京 210093)

摘要:基于中国A股上市公司2007—2023年的非平衡面板数据,探究了上市公司年报语调行业同群效应的存在性、作用机制以及异质性特征。研究发现,上市公司年报语调之间存在显著的行业同群效应。机制分析表明,年报语调的行业同群效应既存在保持竞争地位的主动模仿动机,也存在维护企业形象的被动模仿动机。进一步分析表明,证监会年报问询压力以及公司治理水平能够有效抑制上市公司年报语调的行业同群效应。

关键词:年报语调;文本信息;同群效应;模仿动机

DOI:10.13956/j.ss.1001-8409.2025.05.13

中图分类号:F832.51;F275

文献标识码:A

文章编号:1001-8409(2025)05-0094-08

Does Peer Effect Exist in the Tone of Listed Companies' Annual Reports?

YANG Li-cheng, LIU Chun-lin, DONG Wen-hao
(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093)

Abstract:Based on the unbalanced panel data of China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2007 to 2023, this paper explores the existence, mechanism and heterogeneity of the industry peer effect of listed companies' annual report tone. The results show that there is a significant industry peer effect in the tone of listed companies' annual reports, and this is still valid after a series of robustness tests. The mechanism test shows that the peer effect of the tone of the boss's company's annual report includes both active imitations based on maintaining a competitive position and passive imitation based on maintaining the corporate image. Further analysis shows that the pressure from the CSRC's comment letters and the level of corporate governance can effectively mitigate the industry peer effects on the tone of listed companies' annual reports.

Key words:annual tone; text message; peer effect; imitation motivation

引言

近年来,年报文本信息的重要性受到学术界的广泛关注,其中语调作为文本信息最基本也是最重要的特征之一,逐渐成为焦点议题。已有关于年报语调的研究认为,年报语调与公司未来绩效具有显著的正相关关系^[1],因此可以为投资者预测公司未来发展提供增量信息^[2],并且资本市场也会对正面的年报语调做出积极反应^[3]。但也有文章提出,由于年报文本具有低规范性和弱监管性,即管理层在年报中多使用一些积极属性词语(如积极、进步等)或少使用消极属性词语(如低迷、不利等)是很难被审验的,因此上市公司具有较大的自由裁量权。管理层可能出于机会主义动机而存在退耦行为或形象管理行为等,如隐藏内部人股票卖出^[4]、负向盈余^[5]、股价崩盘风险^[6]等不良信息,以及通过积极语调释放“良好”信号来刻意误导投资者^[7]。

通过文献梳理不难发现,现有研究大多从企业内部特征出发分析上市公司语调管理的动因,却忽视了企业年报语调会受到同群其他企业语调情况的外部干扰。正如社会心理学研究发现,在经济社会领域广泛存在“同群效应”,即个体行为不仅会受其自身特征的影响,也会受到具有相同或类似地位的其他个体影响,其本质在于跟随模仿。有关企业同群效应的研究主要涉及企业投资决策^[8]、创新决策^[9]、并购决策^[10]、慈善捐赠^[11]等。如果说现有研究都是从企业行为层面探讨了同群效应的存在,那么尚未回答的问题是,语言作为易操作、低成本且能够传递更多隐含信息的工具,是否会受到同行业内其他企业年报语调的影响?其作用机制如何?

为回答以上问题,本文利用2007—2023年中国A股上市公司非平衡面板数据研究发现:第一,上市公司年报语调存在显著的行业同群效应,这一结论在一系列

收稿日期:2024-05-06

基金项目:国家自然科学基金项目(72072085);南京大学工商管理系博士研究生科研创新助飞计划项目(ZFJH202201);江苏省研究生科研创新计划项目(KYCX24_0027)

作者简介:杨立成(1994—),男,黑龙江齐齐哈尔人,博士研究生,研究方向为战略管理与公司治理;刘春林(1970—),男,安徽天长人,博士、教授,研究方向为战略管理与公司治理;董文昊(1996—),女,江苏常州人,博士研究生,研究方向为财务会计。

稳健性检验后依然成立。这说明,上市公司年报语调不仅与企业内部特征相关,也受外部同群企业年报语调的影响。第二,机制分析发现,上市公司年报语调的同群效应既存在基于保持竞争地位的主动模仿动机,也存在基于维护企业形象的被动模仿动机。这说明,年报语调并非完全反映了企业的实际经营状况,还是一种模仿同行的竞争性手段。第三,基于外部监管和内部治理的进一步分析表明,证监会问询函制度以及公司治理水平能够显著抑制上市公司年报语调的行业同群效应。这意味着可以通过加强上述领域的监管和治理,来有效缓解上市公司年报语调的行业同群效应。

本文的研究贡献与实际意义表现在:第一,发现了一种新的现象,即上市公司年报语调之间存在同群效应。已有关于上市公司年报语调的研究均基于企业独立性假设展开,本文首次研究了企业年报语调会受到同群其他企业年报语调的影响,并证明了上市公司会将年报语调作为一种竞争性手段,这有助于深入理解企业语调管理的动机,并对此类研究做出了增量贡献。第二,对同群效应研究做出了贡献。本文将企业同群效应的研究范围从行为层面的经营决策拓展到语言层面的文本语调,延展了同群效应的研究边界。第三,本文的研究结论对政策制定者以及投资者具有启示与警示意义,具体地,投资者在阅读或调查各行业上市公司的文本信息时,不可被虚假的“行业繁荣”所蒙蔽,要“听其言、观其行”;优化监管问询制度和提高公司治理水平可以成为政策制定者缓解年报语调同群效应的重要实践抓手。

1 文献评述与研究假设

1.1 文献评述

早期有关年报语调的研究更多探讨了其对投资者的重要性。例如,Loughran^[1]开发了金融文本词汇表并用来测量年报语调,研究发现投资者和分析师可以捕捉来自年报语调中隐含的业绩信息,并且利用这些信息帮助其预测未来股票收益。谢德仁和林乐^[2]也发现,公司业绩说明会的文本语调具有一定的信息含量,能够被用来预测企业的未来业绩。此后,学者们逐渐意识到,由于年报语调具有低规范和弱监管的特征,企业可能会出于自利性动机而进行语调管理。相关研究可分为两类:第一类,企业为了隐藏重要信息或者掩盖不良信息而存在退耦行为。Brockman等^[4]研究发现,管理层语调与内部人股票卖出具有显著的正相关关系,从而证明了年报语调会被企业用作隐藏信息的操纵性手段。类似地,林晚发等^[12]研究发现,与年报语调的增量信息相悖,上市公司披露的管理层异常积极语调与预警Z值负相关、与债务重组正相关。第二类,企业为了维护和稳定声誉而存在形象管理行为。Huang等^[5]研究发现,企业异常的积极语调与需要形象管理的事件(如再融资与并购、重述未来盈余等)之间具有显著正相关关系。类似地,原

东良等^[13]研究发现,当上市公司面临正绩效反馈时,企业会操纵语调进行积极型印象管理;当上市公司面临负绩效反馈时,企业也会操纵语调进行防御型印象管理。总之,近期文献集中探讨了企业内部特征与年报语调的关系,但并未关注外部同行企业的潜在影响。

另一类相关文献是上市公司同群效应的研究。近年来,上市公司的同群效应受到学者们的广泛讨论。例如,刘静和王克敏^[9]证明了上市公司创新决策存在明显的行业同群效应。江新峰和张敦力^[8]则发现,上市公司的投资决策也存在行业同群效应。彭镇等^[11]还发现,上市公司的慈善捐赠存在着行业同群效应。此外,也有学者从地区视角检验了同群效应的存在性。例如,李志生等^[14]研究发现,过度负债在中国上市公司之间存在地区同群效应。陆蓉和常维^[15]的研究显示,上市公司违规行为也存在地区同群效应。杨松令^[16]的研究进一步发现,控股股东的股权质押行为存在地区(和行业)同群效应。总之,有关同群效应的研究大多基于行为决策层面,尚未有文献将此类研究拓展到文本语调层面。

鉴于以上研究空白,本文试图探讨上市公司年报语调的同群效应,并进一步深入挖掘其作用机制和异质性特征,以期对上述两类文献做出增量贡献。

1.2 研究假设

年报语调为什么会影响投资者决策?心理学中框架效应理论可以对此做出解答,该理论认为,对于同一事物分别采用积极语言和消极语言描述会产生完全不同的效果^[17]。当面对积极语言描述时,人类大脑中有关积极属性和有利信息的编码会被激活,从而在大脑中形成更多正面形象,由此产生正面评价;反之,当面对消极语言描述时,人类大脑中有关消极属性和不利信息的编码则会被激活,从而在大脑中形成更多负面形象,由此产生负面评价^[18]。因此,上市公司年报语调会通过影响投资者心理感知,进而影响其行为决策。

既然年报语调与企业行为决策类似,都能够在资本市场产生重要影响,那么文本语调是否会与企业行为决策一样存在同群效应?正如前文所言,同群效应是指个体的行为决策除了受到自身特征的影响外,也会受到群体内其他个体影响,反映了模仿同群个体做出最优决策的现象^[19]。同群效应的核心内涵在于个体的模仿动机^[20],从而可能产生“牵一发而动全身”的社会乘数效应^[9],这也是同群效应与关联效应最本质的区别。Lieberman和Asaba综合组织行为学与社会心理学,将模仿动机分为基于竞争的模仿和基于信息获取的模仿两种作用机制,前者是指出于竞争需要而产生的反应行为,后者是指通过模仿获取更多有价值信息的行为^[10]。本文认为,上市公司年报语调的同群效应仅存在基于竞争的模仿机制而不存在基于信息获取的模仿机制。这是因为,如果上市公司年报语调能够影响投资者,那么

年报语调极有可能被作为一种在资本市场竞争的手段来吸引投资者,因此在这一方面文本语调与行为决策的同群效应一致,都会作为竞争手段而存在竞争机制;但是,行为决策的高成本、高风险、难操作特征,决定了企业需要通过模仿获取更多有价值的信息和经验从而降低决策的不确定性,而文本语调具有低成本、低风险、易操作的特征,这决定了是否进行语调管理并不在于是否需要获得更多信息和经验来降低不确定性,因此本文认为文本语调与行为决策的同群效应在该方面并不相同,不存在信息获取的作用机制。进一步地,本文认为年报语调同群效应的竞争性模仿动机可以被划分为如下两类:

第一,保持竞争地位的主动模仿。本文认为,企业为了在资本市场保持相对竞争地位或抵消同行企业的竞争压力,会密切关注同群企业发布的年报语调并及时做出反应。这是因为,在信息不对称的情况下,积极的年报语调能够影响投资者的投资决策^[12],上市公司极有可能将年报语调作为一种竞争手段,操控语调以影响投资者,争夺资本市场。当同群企业年报语调较高时,投资者会对其做出积极判断,导致投资决策会更加向这些企业倾斜^[21]。那么,焦点企业为了防止在资本市场上的竞争优势缺位,抵消来自竞争对手的威胁,可能会同样主动提高年报语调以防止投资者流失,甚至会主动模仿这一手段来争夺资本市场。另外,与同群企业保持同质化,也会缓解竞争不利地位,平抑资本市场波动^[22]。由此可见,上市公司会主动模仿同群企业年报语调以保持竞争地位。

第二,维护企业形象的被动模仿。本文认为,年报语调与企业形象休戚相关,为了维护良好形象,焦点公司会对同群企业的积极语调做出及时反应。其原因在于,心理学中框架效应理论指出,积极的语言描述会在人类的大脑中产生更多正面形象,而消极的语言描述则会产生更多的负面形象^[18]。这也就意味着,其他同群企业较高的年报语调会向该行业的投资者展现出更加积极的企业形象,这无形中是对焦点公司企业形象的损耗,而且当行业中同群企业的语调都普遍较高时,对焦点企业的形象损耗更为严重,这种犹如“不进则退”的“相对”现象在现实中非常常见。因此,为了不被比较“下去”,焦点公司很可能提高年报语调,以维护企业形象。并且,形象管理在有关上市公司年报语调的研究中被广泛印证^[23],也进一步佐证了年报语调对于维护企业形象的重要作用。由此可见,上市公司会被动模仿同群企业年报语调以维护企业形象。综上,本文提出假设:

H1:上市公司年报语调存在显著的行业同群效应。

2 样本选择与变量定义

2.1 样本选择

本文以 2007—2023 年 A 股上市公司为研究样本,

相关研究数据下载自 CNRDS 及 CSMAR 数据库,并进行了如下标准化处理:第一,剔除金融行业样本;第二,剔除 ST 样本;第三,剔除关键变量缺失样本。本文对所有连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。

2.2 变量定义

2.2.1 被解释变量

年报语调(Tone)。目前年报语调的衡量方式主要有两种:第一,定义语调 $\text{ToneLM1} = (\text{积极词汇数} - \text{消极词汇数}) / (\text{年报总词汇数})$ ^[5,23];第二,定义语调 $\text{ToneLM2} = (\text{积极词汇数} - \text{消极词汇数}) / (\text{积极词汇数} + \text{消极词汇数})$ ^[24]。本文以第一种度量方式来定义年报语调,并将第二种度量方式作为稳健性检验。积极词汇与消极词汇的界定主要是根据 Loughran^[1]提供的金融情感英文词汇列表(LM),再结合中文语境进行扩充和完善。本文还分别统计了上市公司年报中积极词汇数、消极词汇数占年报总词汇数的比重作为被解释变量的替代性测量,用于对语调变化做更加细致的分析,分别定义为 Positive、Negative。

2.2.2 解释变量

同群企业年报语调(Tonepeer)。参考万良勇等^[10]的研究,在将“行业”定义为同群的基础上,以行业内除焦点公司外其他公司 t 年年报语调的均值作为解释变量,年报语调的度量与“被解释变量”阐述的内容保持一一对应。为简便起见,在被解释变量对应符号前加 Peer 以表征各解释变量,如 PeerToneLM1。

2.2.3 控制变量

参考吴娜等^[19]的研究设计,本文选择了一系列控制变量,并在回归模型中对时间和行业进行了控制。本文主要变量具体含义如表 1 所示。

表 1 变量定义

ToneLM1	(积极词汇数 - 消极词汇数) / 年报总词汇数
PeerToneLM1	(积极词汇数 - 消极词汇数) / 年报总词汇数, 行业均值
Age	公司上市年限
Size	总资产取对数
Lev	资产负债率
Sep	两权分离率
Growth	可持续增长率
To - Q	市场价值
Indp	独立董事比例
Conc	第一大股东持股比例
Esh	管理层持股比例
ROA	企业绩效
PeerGrowth	同群企业可持续增长率
PeerROA	同群企业绩效 ^①
PeerTo - Q	同群企业市场价值

①已排除焦点企业。

3 实证分析

3.1 描述性统计

表 2 为相关变量的描述性统计结果。ToneLM1 的均值为 0.0010,表明上市公司年报语调整体呈现积极面,这与周波等^[25]的研究结果相似。其余变量的描述性统计与现有文献类似,不再赘述。

表 2 描述性统计结果

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
ToneLM1	46728	0.0010	0.0096	-0.0227	0.0254
PeerToneLM1	46728	0.0010	0.0045	-0.0089	0.0132
Age	46728	2.0239	0.9436	0.0000	3.3673
Size	46728	22.2216	1.4335	19.2306	27.0743
Lev	46728	0.4258	0.2128	0.0564	0.9296
Sep	46728	4.4116	7.1182	0.0000	26.6268
Growth	46728	0.0458	0.1176	-0.5424	0.8089
To - Q	46728	1.9869	1.2284	0.8551	7.8222
Indp	46728	0.3809	0.0723	0.1429	0.6000
Conc	46728	34.2373	15.0010	8.5000	75.1600
Esh	46728	0.0759	0.1418	0.0000	0.6021
ROA	46728	0.0373	0.0622	-0.2335	0.2720
PeerGrowth	46728	0.0495	0.0371	-0.5424	0.3675
PeerROA	46728	0.0390	0.0205	-0.2335	0.2014
PeerTo - Q	46728	1.8766	0.5175	0.0000	7.8222

3.2 上市公司年报语调的同群效应检验

表 3 列(1)为基准回归结果,变量 PeerToneLM1 的系数为 0.0716,在 1% 水平上显著,表明上市公司年报语调之间存在显著的同群效应,本文的 H1 得到验证。

一般而言,上市公司可以通过两种路径提高年报语调,一是增加年报中积极词汇,二是减少年报中消极词汇。表 3 的列(2)与列(3)显示,PeerPositive 对焦点企业积极词汇的影响系数为 0.1519,在 1% 上显著;对焦点企业消极词汇的影响系数为 0.0080,不显著。这说明,语调的同群效应体现为,当同群企业年报中运用更多积极词汇时,焦点企业也会增加积极词汇的运用。

3.3 内生性检验

上述研究结论可能存在两方面内生性问题:一是遗漏变量导致的内生性问题;二是焦点企业年报语调有可能会反过来影响同群企业的年报语调。为此,本文参考过往研究,采用工具变量法、企业固定效应模型以及差分模型进行处理。

3.3.1 工具变量

参考近期研究,本文采用同群企业的平均股票特质收益率作为工具变量^[8,19]。这是因为,股票特质收益率仅与企业自身的经营特征相关,在同群企业之间没有相关性,并且同一企业在不同时期的股票特质收益率也是序列不相关的^[26]。这表明,企业的股票特质收益率既无法预测自身未来的股票特质收益率,也无法预测其他公司的股票特质收益率。同时,股票特质收益率能够反应

企业自身经营状况,因此会与企业的年报语调相关。

本文参考吴娜等^[19]的测算方式,计算同群企业的平均股票特质收益率(IV)。两阶段最小二乘回归结果如表 4 所示,列(1)回归结果表明,同群企业平均股票特质收益率(IV)与同群企业平均年报语调(PeerToneLM1)显著负相关;列(2)结果表明,同群企业平均年报语调(PeerToneLM1)与焦点企业年报语调(ToneLM1)仍显著正相关。并且,第一阶段 F 值大于经验值 10,且均通过了不可识别检验与弱工具变量检验。可见,在考虑内生性问题后本文结论依然成立。

表 3 基准回归

	(1)	(2)	(3)
	ToneLM1	Positive	Negative
PeerToneLM1	0.0716 *** (0.0276)		
PeerPositive		0.1519 *** (0.0155)	0.0080 (0.0137)
Age	-0.0022 *** (0.0001)	-0.0008 *** (0.0001)	0.0013 *** (0.0001)
Size	0.0005 *** (0.0001)	-0.0004 *** (0.0001)	-0.0009 *** (0.0001)
Lev	-0.0041 *** (0.0006)	-0.0008 ** (0.0004)	0.0032 *** (0.0004)
Sep	-0.0000 *** (0.0000)	-0.0000 (0.0000)	0.0000 *** (0.0000)
Growth	0.0011 (0.0010)	0.0009 (0.0006)	-0.0001 (0.0006)
To - Q	0.0000 (0.0001)	-0.0000 (0.0000)	-0.0000 (0.0000)
Indp	0.0047 *** (0.0009)	0.0018 *** (0.0006)	-0.0028 *** (0.0006)
Conc	-0.0000 *** (0.0000)	-0.0000 * (0.0000)	0.0000 *** (0.0000)
Esh	0.0047 *** (0.0006)	0.0017 *** (0.0004)	-0.0030 *** (0.0004)
ROA	0.0149 *** (0.0021)	0.0068 *** (0.0013)	-0.0084 *** (0.0013)
PeerGrowth	-0.0013 (0.0032)	0.0012 (0.0022)	0.0033 (0.0021)
PeerROA	0.0073 (0.0066)	-0.0010 (0.0044)	-0.0103 ** (0.0042)
PeerTo - Q	0.0001 (0.0002)	0.0002 (0.0001)	0.0002 (0.0001)
时间	yes	yes	yes
行业	yes	yes	yes
样本量	46728	46728	46728
R ²	0.3080	0.1847	0.3522

注:括号中为聚类到企业层面的稳健标准误;* P < 0.1, ** P < 0.05, *** P < 0.01;下同

表4 工具变量回归结果

	(1) 第一阶段	(2) 第二阶段
IV	-0.0006 *** (0.0001)	
PeerToneLM1		0.8865 * (0.5290)
控制变量	yes	yes
时间	yes	yes
行业	yes	yes
样本量	46728	46728
第一阶段 F 值	25.8500 ***	—
Kleibergen - Paap rk LM statistic		23.2020 ***
Kleibergen - Paap rk Wald F statistic		25.8550

3.3.2 公司固定效应模型

本文在模型中加入了公司固定效应以控制不随时间变化的企业异质性可能引起的结果偏差。回归结果如表5列(1)所示,变量 ToneLM1 的系数为 0.2122,在 1% 水平上显著,表明本文结论具有可靠性。

3.3.3 差分模型

本文还参考曾庆生等^[23]的研究设计,利用差分模型进行回归分析。表5列(2)显示,经过一阶差分处理的解释变量 D. PeerToneLM1 对经一阶差分处理的被解释变量 D. ToneLM1 的影响系数为 0.0935,在 1% 水平上显著,表明上市公司同群企业年报语调的变动值与焦点企业年报语调的变动值存在显著的正相关关系,与本文结论一致。

3.4 稳健性检验

3.4.1 替换语调的度量方式

第一,基于 LM 的金融情感英文词汇列表,以(积极词汇数 - 消极词汇数)/(积极词汇数 + 消极词汇数)来测量上市公司年报语调^[24],定义为 ToneLM2。表6列

(1)列示了回归结果,变量 PeerToneLM2 的系数为 0.0794,在 1% 上显著,即结果不变。

第二,基于台湾大学制作的《中文情感极性词典》,分别以(积极词汇数 - 消极词汇数)/(年报总词汇数)和(积极词汇数 - 消极词汇数)/(积极词汇数 + 消极词汇数)对上市公司年报语调进行重新测量,分别定义为 PeerToneTail、PeerToneTai2。表6列(2)、列(3)列示了回归结果,变量 PeerToneTail1、PeerToneTai2 的系数分别为 0.1119、0.0495,分别在 1%、5% 水平上显著,结果不变。

第三,由于年报中的“管理层讨论与分析”部分涉及更多关于公司经营管理等方面的分析讨论,因此本文利用年报中“管理层讨论与分析”部分的(积极词汇数 - 消极词汇数)/(总词汇数)和(积极词汇数 - 消极词汇数)/(积极词汇数 + 消极词汇数)作为上市公司年报语调的替代性测量,分别定义为 PeerToneMan1、PeerToneMan2。表6列(4)、列(5)列示了回归结果,变量 PeerToneMan1、PeerToneMan2 的系数分别为 0.1766、0.0876,且均通过 1% 显著性水平检验,再次证明了本文结论。

表5 缓解内生性问题回归结果

	(1) ToneLM1	(2) D. ToneLM1
PeerToneLM1	0.2122 *** (0.0239)	
D. PeerToneLM1		0.0935 *** (0.0137)
控制变量	yes	yes
时间	yes	yes
行业	yes	yes
公司	yes	—
样本量	46722	40274
R ²	0.7169	0.1009

表6 替换变量回归结果

	(1) ToneLM2	(2) ToneTail1	(3) ToneTai2	(4) ToneMan1	(5) ToneMan2
PeerToneLM2	0.0794 *** (0.0299)				
PeerToneTail1		0.1119 *** (0.0141)			
PeerToneTai2			0.0495 ** (0.0228)		
PeerToneMan1				0.1766 *** (0.0264)	
PeerToneMan2					0.0876 *** (0.0242)
控制变量	yes	yes	yes	yes	yes
时间	yes	yes	yes	yes	yes
行业	yes	yes	yes	yes	yes
样本量	46728	46728	46728	46728	46728
R ²	0.3122	0.4790	0.3451	0.1657	0.2145

3.4.2 排除竞争性解释

本文以是否处于同一行业作为识别同群企业的标准,然而处于同一地区的企业之间也会由于竞争压力和制度环境的类似而可能在年报语调上产生相互影响。为了排除这种竞争性解释,本文构建了年报语调的城市同群变量,定义为 PeerToneCity。表 7 显示,变量 ToneLM1 的系数为 0.0689,在 5% 水平上显著,表明在排除竞争性解释后,本文结论依然存在。

表 7 排除替代性解释与缓解内生性问题回归结果

	ToneLM1
	0.0689 **
PeerToneLM1	(0.0276)
	0.0090 ***
PeerToneCity	(0.0028)
控制变量	yes
时间	yes
行业	yes
样本量	46728
R ²	0.3087

3.4.3 其他稳健性检验

本文还进行了如下检验:第一,将被解释变量滞后一期;第二,参考李倩和焦豪^[27]的研究方法,利用 Stata 软件随机抽取 80% 样本后重新进行回归;第三,为避免新冠疫情冲击,排除 2019 年及之后的样本数据。表 8 依次列示了上述三种稳健性检验的回归结果,结果表明,本文的上述研究结论同样保持不变。

表 8 其他稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
	滞后一期	随机抽取 80%	2007—2018
PeerToneLM1	0.1220 *** (0.0393)	0.0708 ** (0.0292)	0.1407 *** (0.0408)
控制变量	yes	yes	yes
时间	yes	yes	yes
行业	yes	yes	yes
样本量	40274	37376	25691
R ²	0.2875	0.3089	0.3015

3.5 作用机制检验

3.5.1 保持竞争地位的主动模仿

正如前文所述,本文认为年报语调会被上市公司视为一种竞争性手段,当竞争对手的年报语调更加积极时,焦点企业也会有动机同样提高年报语调,以避免在资本市场的竞争优势缺位。另外,当同行业其他企业的年报语调均较高时,这在一定程度上表明了在资本市场上的激烈竞争,焦点企业也有动机提高年报语调来平抑资本市场波动,保持竞争地位。

为了验证上述推论的正确性,本文借鉴吴超鹏等^[28]的研究,将分析师评级作为资本市场竞争压力的衡量指标,定义为 AnaRank。具体地,将分析师评级建议的“强

烈卖出”“卖出”“持有”“买入”以及“强烈买入”分别赋值为 5、4、3、2、1,并对各上市公司不同分析师评级取均值,分值越高代表评级越低,上市公司感受到的在资本市场的竞争压力越大。表 9 列(1)显示,交互项 PeerToneLM1 × AnaRank 的系数为 0.0120,并且通过了显著性检验,表明当上市公司感受来自证券市场更大的投资压力时,年报语调的行业同群效应越明显,证明了上市公司年报语调的行业同群效应中存在基于保持竞争地位的主动模仿机制,从而进一步验证了本文主效应结论是成立的。

3.5.2 维护企业形象的被动模仿

上市公司通过语调操控进行形象管理的现象也被学者们广泛证实^[12]。当行业中其他企业通过在年报中运用更多积极词汇而向外界展示更加正面的形象时,无形中会降低焦点公司的企业形象,这种犹如“不进则退”的“相对”现象,导致企业不得不为了维护形象去模仿同群企业,通过提高年报语调防止对企业形象的损耗。那么可以预测,这种维护企业形象的动机会在受到更多关注的时候被强化。

为验证上述作用机制,本文借鉴方先明和那晋领^[29]的研究,以中国网络股吧论坛中上市公司发帖总量表征普通投资者的市场关注度,定义为 InvAtten。表 9 列(2)的回归结果显示,交互项 PeerToneLM × InvAtten 的系数为 0.0180,并且通过了显著性检验,表明当上市公司受到更多投资者关注时,年报语调的行业同群效应越明显,证明了上市公司年报语调的行业同群效应中存在基于维护企业形象的被动模仿机制,从而也进一步佐证了本文研究结论的成立。

表 9 机制分析

	(1)	(2)
	保持竞争地位	维护企业形象
	0.0120 *	
PeerToneLM1 × AnaRank	(0.0072)	
		0.0180 **
PeerToneLM × InvAtten		(0.0091)
	0.0364	-0.0757
PeerToneLM	(0.0351)	(0.0777)
	0.0005 ***	
AnaRank	(0.0000)	
		-0.0004 ***
InvAtten		(0.0001)
控制变量	yes	yes
时间	yes	yes
行业	yes	yes
样本量	46728	46728
R ²	0.3153	0.3088

3.6 进一步分析

上述结论意味着,上市公司的年报语调并非能够准

确反应其真实的经营状况。这引发了本文的进一步思考:哪些因素能够抑制上市公司年报语调的行业同群效应,从而促使中国资本市场的信息披露和年报信息传递更加准确和真实?为此,本文借鉴 Shen^[30] 从环境层面和企业层面寻找调节变量的思路,结合上市公司年报信息披露的影响因素,从环境层面的证监会年报问询函制度和公司层面的公司治理水平出发,尝试探讨二者能否抑制上市公司年报语调的行业同群效应。

3.6.1 证监会年报问询函制度

问询函作为一种信息披露的创新监管模式,是中国证监机构在汲取国外经验基础上所做的制度创新。该制度通过向上市公司发出问询函,要求其对年报中的模糊、不清晰或可能误导投资者的信息进行解释和澄清,从而提高年报的透明度和信息质量。研究表明,问询函对于被问询企业的信息披露质量具有显著促进作用^[31]。在这些结论基础上,本文认为中国证监会的年报问询函制度能够通过提升上市公司信息披露的质量与透明度,显著抑制年报语调的行业同群效应。

为此,本文参考耀友福和薛爽的研究设计^[32],以企业是否被交易问询作为代理变量(是 RI 为 1;否为 0)。表 10 列(1)中,交互项 PeerToneLM1 × RI 的系数为 -0.1404,且通过了显著性检验,说明证监会问询函制度能够显著抑制上市公司年报语调的行业同群效应。

3.6.2 公司治理水平

一般来说,公司治理水平越高,越能够充分发挥股东等利益相关者的监督机制,从而有效缓解管理层的代理问题^[33]。正是由于上述特征,当同群企业年报语调提高时,高公司治理水平的企业反而不会同样提高年报语调。这是因为,公司治理水平越高,股东等利益相关者对管理层的监管压力越大,当同群企业年报语调更加积极正面时,股东等更加关注焦点企业的实际经营情况,即股东们会更在意企业实质的财务数据表现。那么,在高监管压力下,如果管理层模仿同群企业提高年报语调,则可能进一步强化股东等利益相关者对于实质性财务数据的关注度。在这种情况下,如果股东等利益相关者认为企业的财务绩效表现没有达到预期,那么管理层通过提高年报语调营造的良好形象会产生严重的期望背离,使得股东等利益相关者对高层管理人员产生强烈的质疑和负面情绪,影响管理者职业发展。另外,公司治理水平越高,企业越注重提高信息披露质量^[34],希望通过高质量的信息披露降低与投资者之间的信息不对称,从而有效吸引投资者。

为此,本文参考严若森等^[33]的研究,测算公司治理水平(GovLevel)。表 10 列(2)中,交互项 PeerToneLM1

× GovLevel 的系数为 -0.0443,并且通过显著性检验,表明公司治理水平越高,上市公司年报语调的行业同群效应越弱。

表 10 异质性分析

	(1) 年报问询函制度	(2) 公司治理水平
PeerToneLM1 × RI	-0.1496 ** (0.0607)	
PeerToneLM1 × GovLevel		-0.0443 *** (0.0167)
PeerToneLM1	-0.2880 *** (0.0247)	-0.0551 ** (0.0279)
RI	-0.0011 *** (0.0002)	
GovLevel		-0.0005 *** (0.0001)
控制变量	yes	yes
时间	yes	yes
行业	yes	yes
样本量	32491 ^①	46728
R ²	0.2769	0.3090

4 研究结论与政策启示

本文研究发现,上市公司年报语调存在显著的行业同群效应。这意味着,年报语调不仅受企业自身特征的影响,还会受到外部同群企业年报语调的干扰。年报语调行业同群效应的作用机制在于焦点企业既存在保持竞争地位的主动模仿动机,也存在维护企业形象的被动模仿动机。另外,进一步分析表明,证监会问询函制度以及公司治理水平能够显著抑制上市公司年报语调的行业同群效应。这意味着可以通过加强上述领域的监管和治理,来有效缓解上市公司年报语调的行业同群效应。由此,尝试提出如下建议:

首先,在优化监管问询制度方面。①引入自动化监测系统。监管机构可以引入人工智能和自然语言处理等技术工具,对年报中过于乐观的文本表述进行筛查,快速发现潜在的同群效应或夸大信息等现象,从而帮助监管机构将非标准化的文本信息纳入监管范畴。②监管机构可以根据不同公司和行业的特性,设计更具针对性的问询机制。例如,对于财务状况波动较大或行业内竞争激烈的公司,问询函可以重点关注其年报中是否存在夸大经营业绩或模糊描述的倾向。这样的差异化监管能够提高问询的效率和有效性,防止公司模仿同群语调误导投资者。③增加问询机制的公开透明度。通过公开发布公司对问询函的回复内容,并适时公布处理结果,增强市场对公司信息披露的关注和监督。公开透明的监管流程将迫使公司的年报信息更加谨慎、真实。

^①2015 年,深交所发出了首份年报问询函^[35]。因此,本文沿用过往研究的起始年选择^[32,35],以 2015—2023 年作为样本区间进行调节效应分析。

其次,在提高公司治理水平方面。①进一步完善公司治理的规范框架。例如,监管机构可以通过颁布指南或条例,对上市公司治理提出更加细化和具有约束力的标准,并定期更新这些标准,以适应市场变化。②引入公司治理评估制度。监管机构可以引入一套标准化的公司治理评估体系,定期对上市公司治理水平进行评估打分,特别是在信息披露的透明度和文本信息真实性方面。将这些评估结果公开发布,并与公司评级、市场声誉、投资者信任度挂钩,从而提升公司的治理水平。

参考文献:

- [1] 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.
- [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+93.
- [3] Ferris S P, Hao Qing, Liao M Y. The Effect of Issuer Conservatism on IPO Pricing and Performance[J]. Review of Finance, 2013, 17(3): 993-993.
- [4] Brockman P, Li X, Price S M. Do Managers Put Their Money Where Their Mouths Are? Evidence from Insider Trading after Conference Calls[J]. SSRN Electronic Journal, 2013.
- [5] Huang X, Teoh S H, Zhang Y. Tone Management[J]. The Accounting Review, 2014, 89(3): 1083-1113.
- [6] Ertugrul M, Lei J, Qiu J, et al. Annual Report Readability, Tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2017, 52(2): 811-836.
- [7] 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.
- [8] 江新峰, 张敦力. 产业政策:一视同仁还是厚此薄彼——来自企业投资同群效应的证据[J]. 财贸研究, 2019, 30(3): 15-30.
- [9] 刘静, 王克敏. 同群效应与公司研发——来自中国的证据[J]. 经济理论与经济管理, 2018(1): 21-32.
- [10] 万良勇, 梁婵娟, 饶静. 上市公司并购决策的行业同群效应研究[J]. 南开管理评论, 2016, 19(3): 40-50.
- [11] 彭镇, 彭祖群, 卢惠薇. 中国上市公司慈善捐赠行为中的同群效应研究[J]. 管理学报, 2020, 17(2): 259-268.
- [12] 林晚发, 赵仲匡, 宋敏. 管理层讨论与分析的语调操纵及其债券市场反应[J]. 管理世界, 2022, 38(1): 164-180.
- [13] 原东良, 郝盼盼, 马雨飞. 积极型还是防御型:期望绩效反馈与年报印象管理策略——来自管理层语调向上操纵的证据[J]. 财贸研究, 2021, 32(7): 83-98.
- [14] 李志生, 苏诚, 李好, 等. 企业过度负债的地区同群效应[J]. 金融研究, 2018(9): 74-90.
- [15] 陆蓉, 常维. 近墨者黑:上市公司违规行为的“同群效应”[J]. 金融研究, 2018(8): 172-189.
- [16] 杨松令, 张秋月, 刘梦伟, 等. 控股股东股权质押“同群效应”与股价崩盘风险[J]. 经济管理, 2020, 42(12): 94-112.
- [17] Tversky A, Kahneman D. Rational Choice and the Framing of Decisions[J]. Journal of Business, 1986, 59(4): S251-S278.
- [18] Levin I P, Gaeth G J. How Consumers Are Affected by the Framing of Attribute Information Before and After Consuming the Product[J]. Journal of Consumer Research, 1988, 15(3): 374-378.
- [19] 吴娜, 白雅馨, 安毅. 主动模仿还是被动反应:商业信用同群效应研究[J]. 南开管理评论, 2022, 25(3): 149-161.
- [20] Ellison G, Fudenberg D. Rules of Thumb for Social Learning[J]. Journal of Political Economy, 1993, 101(4): 612-643.
- [21] Bochkay K, Levine C B. Using MD&A to Improve Earnings Forecasts[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2019, 34(3): 458-482.
- [22] Lieberman M B, Asaba S. Why Do Firms Imitate Each Other? [J]. Academy of Management Review, 2006, 31(2): 366-385.
- [23] 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, 34(9): 143-160.
- [24] Gordon E, Henry E, Peytcheva M, et al. Discretionary Disclosure and the Market Reaction to Restatements[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2013, 41(1): 75-110.
- [25] 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.
- [26] Leary M T, Roberts M R. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? [J]. The Journal of Finance, 2014, 69(1): 139-178.
- [27] 李倩, 焦豪. 高管团队内薪酬差距与企业绩效——顾客需求不确定性与企业成长性的双重视角[J]. 经济管理, 2021, 43(6): 53-68.
- [28] 吴超鹏, 郑方镛, 杨世杰. 证券分析师的盈余预测和股票评级是否具有独立性? [J]. 经济学(季刊), 2013, 12(3): 935-958.
- [29] 方先明, 那晋领. 创业板上市公司绿色创新溢酬研究[J]. 经济研究, 2020, 55(10): 106-123.
- [30] Shen L, Zhou K Z, Wang K, et al. Do Political Ties Facilitate Operational Efficiency? A Contingent Political Embeddedness Perspective[J]. Journal of Operations Management, 2023, 69(1): 159-184.
- [31] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据[J]. 管理世界, 2019, 35(3): 169-185+208.
- [32] 耀友福, 薛爽. 年报问询压力与内部控制意见购买[J]. 会计研究, 2020(5): 147-165.
- [33] 严若森, 钱晶晶, 祁浩. 公司治理水平、媒体关注与企业税收激进[J]. 经济管理, 2018, 40(7): 20-38.
- [34] 叶陈刚, 裘丽, 张立娟. 公司治理结构、内部控制质量与企业财务绩效[J]. 审计研究, 2016(2): 104-112.
- [35] 梅蓓蕾, 郭雪寒, 叶建芳. 问询函的溢出效应——基于盈余管理视角[J]. 会计研究, 2021(6): 30-41.

(责任编辑:秦 颖)