

# 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

□林 乐 谢德仁

**摘要:**本文基于2005~2012年上市公司年度业绩说明会互动平台的相关文本信息研究发现,管理层净正面语调提高了分析师更新其荐股报告的可能性及更新人数比例,并会提高分析师荐股评级水平及其变动;而由于分析师乐观性偏差的存在,管理层正面语调对分析师荐股评级水平及其变动有显著正的影响,而负面语调则没有显著影响。本文进一步研究发现,业绩说明会与年报披露间隔时间、语调可靠性在一定程度上显著影响分析师利用管理层语调更新其荐股行为;经验丰富的分析师、非明星分析师、来自小券商和工作更为繁忙的分析师相对更充分或更有可能利用业绩说明会语调来更新其荐股行为。这些发现表明,业绩说明会管理层语调是有信息含量的,且分析师对此进行了一定程度的利用。

**关键词:**管理层语调 分析师行为 业绩说明会 文本分析 乐观性偏差

## 一、引言

分析师的信息获取和解读能力肯定会受到其可用的信息处理工具变迁的影响。随着计算机自然语言处理能力的快速发展和计算能力的提升,对文本信息的定量衡量方法日渐增多,这些方法的大量应用在对投资者信息获取、处理和解读的可能性和方式等方面产生重大影响的同时,自然这也会使得分析师的执业能力面临着更严峻的考验,分析师需要去努力学习文本信息应用方法和去收集与解读文本信息,以提供更高质量的预测报告。如国外已有的研究表明,上市公司的文本信息披露对分析师预测会产生影响,表明分析师对文本信息也有着关注和较好的处理与解释能力(Chen et al., 2014)。我们不由会问,虽然我国分析师职业发展还很不成熟,资本市场制度安排有待完善,上市公司信息环境还有待优化,但我国文化中有着“敲锣听声,听话听音”的语言交流习惯和环境,这是否会使得文本信息对我国分析师预测行为产生显著影响呢?无疑,我国上市公司已有包括年报在内的诸多文本信息披露渠道或工具,但很多时候是和定量信息结合在一起的,且定量信息更重要和更易于理解,检测这些混合着定量信息的文本信息对分析师的影响其实难以完全分离出纯粹文本信息的影响。幸运的是,我国上市公司所举行的年报业绩说明会(Earnings Communication Conference)则恰好以文本信息为主,给检验我国分析师是否及如何利用文本信息或受到其影响这一问题提供了非常好的研究机会。对于分析师来说,业绩说明会上的参会者实时互动(包括会议参与者自身之间的互动)的文本交流很可能会带来新的信息,同时可以观察投资者对特定公司当前的信息需求,从而发挥自身的专业特长去解读和提供特定信息,为市场提供更加有效和富有针对性的预测报告。谢德仁和林乐(2015)曾发现年报业绩说明会的管理层语调对公司未来业绩有一定的预测能力,从而说明管理层语调有一定的信息作用且以事后的角度验证了管理层语调的可信度。他们的发现为本文利用业绩说明会上的管理层语调这一文本信息来研究分析师是否及如何利用文本信息提供经验证据支持。而如后所分析的业绩说明会区别于其他信息披露渠道的其他重要特性,

\*感谢国家自然科学基金项目(71502116、71672098)和财政部“会计名家培养工程”的资助。

也可能促使分析师去利用业绩说明会中的文本信息。因此,本文就选定业绩说明会上的管理层语调这一文本信息为研究切入点,观察一定时间窗口下同一上市公司是否存在分析师更新其荐股报告、更新人数占比和分析师荐股水平及其变动是否及如何受到该管理层语调的影响,以检验和研究我国分析师是否及其如何利用文本信息。

本文用Perl抓取了2005~2012年全景网上所有上市公司的年度业绩说明会相关文本,选取管理层语调视角研究发现,管理层净正面语调可以提高分析师对上市公司更新其荐股报告的可能性以及更新人数占比,并会提高分析师荐股评级水平及其变动;且由于分析师乐观性偏差的存在,管理层正面语调对分析师荐股评级水平及其变动有显著正的影响,而负面语调则没有显著影响。进一步地,从公司截面差异来看,本文发现,更长的业绩说明会与年报披露间隔时间、可靠性更高的语调(即体现在:更好的业绩、更为一致的业绩与语调变动、更好的信息披露环境、不存在管理层动机等情况)均显著影响管理层语调与分析师荐股水平及其变动的正向关联关系。从分析师截面差异来看,本文发现,经验丰富的分析师显著区别于经验不足的同行和市场投资者,更能够将管理层语调充分反映在其荐股水平及其变动上,一定程度上体现了丰富研究经验有助于提升分析师的定性信息分析和处理能力。此外,非明星分析师、来自小券商和工作繁忙的分析师则更有可能利用业绩说明会语调来更新其荐股行为,体现了业绩说明会的低成本和便利特性带来的优势,对分析师参与上市公司实地调研有一定的替代性。最后,分析师利用管理层语调更新荐股报告有一定的投资价值,增加了投资回报。这些发现表明,业绩说明会管理层语调不但是有信息含量的,而且我国分析师对此进行了一定程度的利用,调整了自身的相关职业判断。

本文的研究贡献主要在于:第一,本文的研究结果从分析师视角为我国上市公司业绩说明会披露的有效性提供了进一步的证据。本文的研究结果表明业绩说明会的低成本和便利性为分析师提供了增量信息,对分析师提高预测效率有一定的帮助。第二,本文的研究结果为中文文本信息之重要组成部分的公司管理层语调这一研究领域提供了新的定量证据。第三,本文也为我国分析师利用管理层语调等文本信息及其利用能力和程度的差

异提供了新的经验证据。

除本节外,本文还包括5节。其中,第二节为文献简述,第三节论证提出研究假说,研究设计在第四节,第五节为实证结果与分析,最后是结论。

## 二、文献简述

国内外关于分析师的研究文献已非常丰富。综合来看,上市公司披露的公开信息是分析师进行盈余预测的重要信息来源(Schipper, 1991),分析师通过股票评级和盈利预测等方式向投资者提供信息(Grossman and Stiglitz, 1980)。有证据表明,分析师能够弥补财务报告信息量的不足(Frankel and Li, 2004; Barth et al., 2001),分析师提供了更多的增量信息(Kimbrough, 2007),提高资本市场的有效性(Lys and Sohn, 1990; Easley and O'Hara, 2004; 等)。与以美国为主的成熟资本市场分析师预测行为的有效性及其重要性不同,有关我国分析师预测有效性的相关研究结论是混合的。较多的研究结果表明国内券商分析师已经具备了一定的预测能力和市场影响力(林翔, 2000; 吴东辉、薛祖云, 2005; 方军雄, 2007; 朱红军等, 2007; 储一昀、仓勇涛, 2008; 岳衡、林小驰, 2008);然而,亦有一些研究表明分析师预测以及荐股行为存在不一致或无效问题(郭杰、洪洁瑛, 2009; 蔡庆丰、陈娇, 2011; 李丽青, 2012)。本文限于篇幅和研究主题,不针对这些文献以及其他更多的分析师研究文献进行一一综述,而是综述与本文研究主题直接相关的文献,即分别从分析师对文本信息的关注和处理能力,以及管理层语调对分析师预测的影响两方面来简要综述相关文献。

### (一)分析师对文本信息的关注和处理能力

有关分析师对上市公司披露的文本信息的关注和处理能力这一研究议题,已经受到诸多学者的关注和研究。与定量的盈余信息相比,文本信息或定性信息则具有相关性更强但可鉴证性较差的特点,使得文本信息的有用性备受争议。已有的研究表明非财务信息(Simpson, 2010)、前瞻性信息(Bozzolan et al., 2009)、研发投入(R&D)和广告费用(Barth et al., 2001)或研发活动(徐欣和唐清泉, 2010; Merkley, 2014)、经营相关披露(Chen, 2014)、社会责任报告(Dhaliwal et al., 2011, 2012; Cormier and Magnan, 2014; 何贤杰等, 2013)、公司会计政策披露(Hope, 2003)以及无形资产(蔡庆丰、杨侃, 2013; 黄霖、黄宇虹, 2013)等文本信息会更新分析

师的信念进而对分析师预测行为产生影响,较为一致地说明了上市公司披露的非财务信息或文本信息的有效性。

国际间与我国上市公司业绩说明会相类似的信息披露方式或平台是最早出现在美国的自愿性分析师盈余电话会议<sup>①</sup>。上市公司管理层在业绩说明会或盈余电话会议上披露的相关信息均以定性信息为主。Bowen等(2002)采用1995~1998年的数据研究发现,盈余电话会议提高(降低)分析师预测盈余精确度(分歧度),进一步地,以前预测业绩弱的分析师从盈余电话会议中获益更多。Kimbrough(2005)利用1994年第一季度~2000年第二季度的数据发现,盈余电话会议政策的启动与分析师预测误差的序列相关(用以衡量初始分析师的反应不足)显著减少,说明盈余电话会议增加了分析师用于下一期盈余的信息总量,以及盈余电话会议导致更及时的分析师反应。Bassemir等(2013)利用2004~2007年德国上市公司封闭式盈余电话会议数据研究发现,电话会议提高了分析师预测未来盈余精确度的能力。Lansford等(2009)利用2005会计年度的年报盈余电话会议数据研究发现,分析师对那些在电话会议上专门提供相对更多管理层预测的公司的盈余预测修订幅度相对更大。Black等(2014)利用2002~2006年19834个季度观测研究发现,经理人通过在盈余新闻发布和盈余电话会议上对模拟盈余之排除项的讨论可以影响分析师的盈余预测;以及分析师预测的盈余之事后修改更多可能与分析师对盈余新闻发布中的折旧与出售资产的利得或损失之排除的跟踪讨论相关。Irani(2004)利用1998年、1999年作为前Reg FD时期和2001年作为后Reg FD时期,基于First Call数据库数据研究发现,与前Reg FD时期相比,后Reg FD时期的季度盈余电话会议对于分析师的预测精确度和一致性有了显著的提高。Baik和Nam(2009)利用First Call数据库1995年1月~2003年12月公司举行的盈余电话会议数据研究发现,在前Reg FD时期举行盈余电话会议的公司更有可能引导分析师预测下调以此成功避免负的未预期盈余;但没有发现后Reg FD时期存在这种现象。Mayew(2008)就利用2002~2004年后Reg FD时期的盈余电话会议文字记录研究发现,相对于其他荐股变化活动,评级下调与电话会议期间分析师参与电话会议提问的减少有关联,而分析师的威望则会中和这些效应;利好和威望高的分析师相比利好但威望不高

的分析师有着更高的参与提问可能,评级下调导致分析师参与电话会议提问减少这一现象只在威望低的分析师中出现。Mayew等(2013)利用2002~2005年期间样本研究发现,相比于没有参加盈余电话会议的分析师,参加电话会议的分析师在电话会议之后发布的年度盈余预测会更加精确和及时。

近些年来随着计算机自然语言处理能力的快速发展和计算能力的提升,对文本信息的定量衡量方法取得较大的进展,从而促进了文本信息披露对分析师预测行为的相关研究。Mayew和Venkatachalam(2012)基于2007年1月1日~12月31日举行的盈余电话会议音频文件研究发现,当电话会议期间经理人被分析师辩驳时,经理人显示出来的正面的和负面的情感均对公司未来的财务前景有信息含量,但是分析师预测近期盈余时不会将这种信息考虑进去,只有当分析师对荐股做出变动时会考虑正面的而不考虑负面的情感影响,这与分析师预测行为的乐观性偏差是有关联的,本文亦有从这一角度对管理层语调和分析师预测行为间的关系展开相关研究。Lee(2014)以电话会议管理层展示部分为基准,将CEO回答问题所用的功能性单词与展示部分的相比较得到电话会议脚本相似度(即照本宣科程度),然后利用2002~2011年盈余电话会议数据研究发现,CEO的脚本相似度越高,随后的分析师预测向下更改、预测精确度越差,即分析师在电话会议之后下调他们的预期。Zhou(2014)基于文本分析的衡量方法对2003~2012年季度盈余公告的电话会议文本研究发现,高管的归责变量可以负向预测分析师荐股变动。可见,分析师对文本信息多个角度衡量所反映的披露动机做出相应的预测调整,其预测行为是相当有效的。目前,尚未搜索到对我国业绩说明会的文本信息对分析师预测影响的相关研究文献。

在我国,已有一些相关研究表明分析师对非财务信息进行了关注和处理。徐欣和唐清泉(2010)的研究表明,分析师跟踪企业的研发活动,提供了深层次信息,并且对研发活动具备相当的分析甄别能力,有利于资本市场对企业研发活动价值的认同。蔡庆丰和杨侃(2013)利用2005年3季度~2011年2季度的中国股市相关数据研究发现,证券分析师在评级调整和盈余预测时偏好非基本面的无形信息;而机构投资者同样关注无形信息的同时也关注反映公司内在价值及基本面的有形信息。进一步发现,机构持股有利于提高所持股票的信息含



量,而证券分析师并不能提高所关注公司的股价信息含量。何贤杰等(2013)发现,企业社会责任信息披露质量越高,其分析师盈余预测误差越低,同时预测分歧度也较小,表明企业社会责任信息为投资者提供了有用的信息,降低了信息不对称程度。黄霖和黄宇虹(2013)发现,分析师主要基于有形信息进行预测,股评、股评变化、盈余预测以及盈余预测变化均主要受到有形信息的影响,而无形信息对股评和股评变化的影响最显著,一定程度上验证了“过度自信”假说。上述文献的发现意味着,我国分析师会关注上市公司管理层披露的文本信息,这些信息经分析师解读后对分析师的预测行为产生了一定的影响。从另一方面来看,分析师会对其所跟踪的上市公司进行调研,在此类调研活动中,由于公平披露等规则的限制和相关法律风险的存在,公司管理层向分析师所披露的更多应该是文本信息,而非很具体的定量信息。这也使得分析师会去关注和解读管理层披露的文本信息。

#### (二)管理层语调对分析师预测的影响分析

国外已有一些文献研究了管理层语调对分析师预测的影响。Demers和Vega(2011)基于1998~2006年间公司季度盈余新闻发布文本数据研究发现,净正面语调和语言确定性与分析师预测变更呈显著正相关。Samuel B. Bonsall IV(2013)利用2004~2010年EDGAR 8-K盈余新闻发布稿中的项目202—经营结果和财务条件文本数据研究发现,随盈余发布一起的定性披露的乐观程度与下一季度盈余发布预测误差、盈余发布之后的分析师预测更改以及盈余发布窗口的异常市场回报呈正相关。Huang和Mamo(2014)基于2000~2010年美国公司新闻发布和个体卖方分析师的盈余预测研究发现,分析师更改方向和幅度均与新闻语调呈正相关。进一步地,更强的这种关联关系反映在负面新闻和包含公司基本面信息的新闻。以上3篇文章均验证了语调对分析师预测(包括荐股意见)的正向影响,结论是一致的。此外,以下两篇文章从分析师的经验丰富与否这一因素考察了其对分析师预测利用管理层语调的调节作用,较为一致地发现经验丰富的分析师更擅长于有效地利用管理层语调进行预测更新,展现出其卓越的信息处理能力,而经验不足的分析师对语调披露信息含量反应不足。具体地,Balakrishnan和Bartov(2011)利用1997~2005年IPO招股说明书风险因素分析部分的文本信息研究发现,未来盈余与风险因

素部分的定性的向下盈余风险信息有关,而分析师盈余预测与之无关。同时还发现,风险因素部分的定性负面盈余信息可以预测分析师预测误差,这种预测能力会因分析师经验而非分析师隶属关系而变。Druz等(2013)利用S&P500上市公司2004~2009年季度盈余电话会议数据研究发现,语调负面性和搪塞与更高的分析师预测波动性、更多的修改以及分析师荐股意见对电话会议的更慢反应相关,以及分析师预测没有充分考虑管理层语调,即当未预期语调可以预测未来业绩时,经验不足的分析师对管理层展示(回答)部分的未预期语调过度反应(反应不足),而经验丰富的分析师做出适当反应。目前国内尚未出现上市公司管理层披露语调对分析师预测影响的相关文献。

### 三、研究假说

#### (一)业绩说明会的制度背景与特点分析

早在2000年,就有少数主板上市公司(如万科)开始自愿召开业绩说明会<sup>②</sup>,但我国上市公司成规模地召开业绩说明会这一现象始于2005年,主要因深交所对中小板上市公司后又对创业板的强制性规定<sup>③</sup>而起。自2009年以来,相继有陕西、宁夏、山西等地方证监局借助“全景网互动平台”积极召集所管辖地域的上市公司开展集体业绩说明会,从我们收集的数据来看,这些地方证监局所管辖的上市公司基本上都参与了这种集体业绩说明会,其中包括诸多的主板上市公司。正是相当一部分的上市公司参与地方证监局召集下的在特定同一时间举行的集体业绩说明会,因此,使得这些上市公司年报披露时间与业绩说明会召开时间间隔较大且不同的公司之间存在较大的时间差异,这为我们展开不同时间窗口下的分析师预测行为的事件研究提供一定程度的因果关系的保障。此外,证监会除了鼓励上市公司举行业绩说明会之外,业绩说明会作为上市公司和投资者等进行沟通的一种重要方式,在证监会对信息披露公平性方面的规定中均有涉及。需要指出的是,尽管业绩说明会制度安排在我国是强制或半强制性的,但监管机构并没有对具体说明范围和内容等做出强制规定,全部由上市公司和投资者自主决定,业绩说明会的披露内容实则属于管理层自愿披露的范畴。因此,举行业绩说明会本身虽然可能是公司管理层出于应对监管压力之需,但就业绩说明会的内容而言,则不是公司管理

层在应对监管压力,而完全是由投资者等提出的问题所驱动的,即业绩说明会中的问题完全是隐名的投资者等参会者主动提出的,公司管理层只能去回答这些无法完全事先预知的问题,无论公司管理层是否主动利用对这些问题的回答来向市场传递信息,这些回答及其内含的语调本身都会有意无意地向市场传递着具有一定信息含量的信息。这一点已为谢德仁和林乐(2015)的发现所证实。

与其他披露方式或披露渠道相比,业绩说明会具有其自身独特的特点<sup>④</sup>:(1)实时互动性。不同于上市公司定期报告或临时报告等来自公司管理层单方面的披露,业绩说明会则具有实时互动性,且这一实时互动性特点提供了沟通过程和内容的灵活性,其灵活性表现在参与业绩说明会的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举行随机展开的,管理层则需要针对提问者的具体问题进行回答,这对于管理层而言可能是被动乃至突然的,其回答很可能会带来新的信息<sup>⑤</sup>。换言之,实时互动可能会影响信息披露过程的动态发展,特别是,这种互动性可以使得业绩说明会成为在它之前的盈余公告基础上的信息增量源(Roelofsen, 2010)。业绩说明会参与者(提问方)可能从管理层那里引出管理层不能自发提供的信息,扮演了揭开信息的角色,促使形成更丰富的信息环境。当然,这种实时互动性的好处不仅仅体现在管理层与外部提问者的实时互动<sup>⑥</sup>,还在于外部参与者之间的相互学习和信息获取<sup>⑦</sup>。其实投资者提出的各类问题本身也是带有信息含量的,投资者之间可以通过提出问题来实现彼此间的互动<sup>⑧</sup>。业绩说明会的实时互动性这一特性带来的上市公司新的信息来源以及资本市场对该上市公司的信息需求,正是分析师关注且有可能参与业绩说明会的主要原因之一。(2)完全开放性。我国上市公司业绩说明会不但具有网络化、实时互动性特点,而且是完全开放的。换言之,业绩说明会并不对期望参与者提出资格要求与限制(如真实股东身份等),只要是对某家上市公司感兴趣的投资者(哪怕是潜在投资者)、分析师或其他人(如供应商、客户乃至竞争对手、媒体记者),都可以匿名登录相关网络平台去参加该公司的业绩说明会,去提出自己关心的问题。可以看出,包括股东大会、机构投资者或分析师的调研在内的诸多信息披露平台的开放性都比不上业绩说明会。如股东大会必须是真实股东持身份证件等才能参与,机构投资者或分析

师对公司的现场调研是不会开放给普通投资者参与的,尽管这些会议也具有较好或很好的实时互动性。因此,与其他分析师参与的高管会见场合相比,我国业绩说明会的开放性降低了分析师对公司关注点的提问以及获得有效回答的效率,导致分析师参与业绩说明会的可能性有所下降,但业绩说明会的开放性从另一个角度反映出投资者对上市公司的信息需求情况,业绩说明会的参与度在一定程度上让分析师看到其预测报告的受众基础的广泛性,可以帮助分析师更加有效地行使信息解释这一信息中介角色。此外,业绩说明会与年报披露间隔时间的不及时性则有可能使业绩说明会变为一次新的信息披露源,这会增加分析师参与的可能性。(3)投资者参会的低成本、隐名化和公平性保障。业绩说明会的网络化、实时互动性和完全开放性,使得普通投资者(包括潜在投资者)不需要飞抵上市公司所在地去公司现场调研,故都可以低成本地参与会议,提出自己关心的问题。且由于提问者可以隐名化(无需显示自己的真实身份),回答问题的公司管理层一般不知道提问者的具体身份,不会去选择性挑选提问者及其问题来回答,从而实现了普通投资者和机构投资者得到公平对待。提问者的隐名化还有助于克服投资者怕因提出的问题被别人认为幼稚而丢面子的胆怯心理,从而可更积极地参与会议。投资者参会的低成本、隐名化和公平性保障有助于提高投资者参会的广泛性,使得投资者个体可能拥有的更多的私人信息得以在此平台上被更多人更快地交流和分享,这也有助于改善公司的信息环境。自然,对于公司而言,业绩说明会给投资者提供答疑的机会也能降低公司的信息披露成本和投资者关系管理成本,且有助于公司遵守公平披露规则。这一特点也有可能成为处在工作强度较高的分析师用之补充实地调研的一种有效途径。

此外,业绩说明会还具有网络性、与其要说明的年报相比更具有信息及时性、其披露内容的自愿性对强制性披露有一定的替代性和非正式性,以及一定程度的管理层可见性等特点。综上,业绩说明会的信息及时性和可替代性给管理层在披露时间上和披露方式上披露新的信息的可能性,同时,业绩说明会的实时互动性和完全开放性不仅仅体现在管理层对披露信息动态过程的非事先给定和安排可能带来新的信息,还体现在资本市场不同投资者之间对管理层信息披露的解读和学习可能增加



了信息含量。从数据统计来看,76%的上市公司有总经理参与,72%的上市公司有董事长参与业绩说明会(谢德仁、林乐,2015),可见上市公司业绩说明会高管参与程度很高,在一定程度上保证业绩说明会信息披露渠道的正规性。参与集体说明会的上市公司是在地方证监局的主持下召开,会受到一定的监督约束作用,且有“一损皆损”的联动效应,因此可以说上市公司的业绩说明会信息披露有信息含量的可能性与可信度均有一定程度的保证。

上述具体特点分析说明上市公司业绩说明会与其他信息披露渠道(如定期报告、业绩预告、各种临时公告乃至官方微博等)有着显著区别,这些特点体现了业绩说明会这一披露渠道的相对重要性及选取这一渠道进行研究的意义所在,并可作为下文提出管理层语调对分析师预测更新决策的研究假设奠定制度基础。

#### (二)研究假设

##### 1. 管理层语调与分析师预测行为

分析师会关注并利用包括管理层语调在内的业绩说明会文本信息吗?我们相信,无论是作为信息解读者,还是作为信息发现者或创造者,我国的分析师都会去关注包括管理层语调在内的业绩说明会上的文本信息,并因此调整自己的预测行为。具体理由如下。

首先,从业绩说明会这一端来看,上市公司披露的公开信息是分析师进行盈余预测的重要信息来源(Schipper, 1991),分析师似乎有处理公共信息的卓越能力(Chen et al., 2014)。在我国,这种公开信息来源自然就包含了业绩说明会。如前所述,我国上市公司业绩说明会的互动性和开放性等特点会直接或间接地给分析师带来一定的资本市场信息需求及其定位等相关的信息,以及业绩说明会相对于年报披露来说的信息及时性会产生新的上市公司的信息来源,使得分析师愿意去关注业绩说明会并解读其中的信息。李翔和冯峥(2006)在对证券研究人员的问卷调查中,从对当前信息披露渠道的重要性评估发现,“公开披露信息”和“管理层沟通”占据了最重要的地位。这两种信息来源方式均可以在业绩说明会中有所体现。而文本信息乃至语调对分析师信息处理和利用的收益主要体现在:对于经济不确定性方面,分析师可以通过有关研究开发工程、产品市场分布、雇员竞争性和产品质量提供的有预测价值的信息以降低不确定性(Aerts

et al., 2007);而关于公司治理实践的信息也可以帮助分析师评估公司业绩披露的可靠性(Bushman and Smith, 2003)。我国上市公司业绩说明会上,管理层基于参与者的提问所形成的动态披露内容就包含了这些信息,由这些内容提取的管理层语调也是其中一种重要的反映。此外,年报业绩说明会是许多公司年报信息披露之后较长时间段中的最新信息披露渠道。因此,从业绩说明会本身的内容来看,会吸引分析师积极参加或至少事后积极阅读业绩说明会上的文本信息,分析并利用业绩说明会上管理层语调。

其次,从分析师自身这一端来看,业绩说明会是一种与管理层沟通的便捷方式,对分析师来说不仅节省调研成本,节省时间,还可以听取他人的意见,关注到公司可能存在的更多问题,有助于分析师研究公司的年度报告和撰写其研究报告<sup>⑨</sup>。正如蔡庆丰和陈娇(2011)所指出,我国证券研究行业的工作强度过大,每家券商都对自己的分析师下达诸多任务指标,要求他们在规定时间内完成规定数量的研究报告,并以此作为考核依据。据测算,2010年大券商所属的证券分析师人均发布26~37篇研究报告,而中小券商所属的证券分析师平均写超过110份研究报告。如此高的撰写频率,其研究报告质量与调研深度令人堪忧,这也可能使得大量研究报告并不是建立在实地调研基础上,而是建立在市场信息的简单重复再处理上。此外,分析师到上市公司调研频次的增加会增加券商研究所的运行成本,加上研究所也没有足够的激励和资源去支持分析师们尽量多地对上市公司进行实地调研。更甚者,即便证券分析师去上市公司做调研,可能只是停留在听取上市公司高管介绍公司情况的层面上,因为从公平信息披露规则要求来看,分析师难以得到想到的新信息。因此,业绩说明会给分析师创造了不需要亲临现场却又能与管理层互动的机会。此外,即使分析师没有时间及时参与业绩说明会,但其也可以在业绩说明会结束后去阅读网络上的相关会议记录以获取和解读信息,并可能据之调整自身的预测。

上述分析告诉我们,分析师会关注并利用业绩说明会上的文本信息。具体到业绩说明会上的管理层语调来看,我们相信,这类文本信息也一定会被分析师关注和利用。因为正如谢德仁和林乐(2015)所指出的,业绩说明会上的管理层语调具有信息含量,是通过其与盈余数字的互替或互补关系

对证券的市场定价产生影响。业绩说明会上的管理层语调具有比较大的信息含量已被谢德仁和林乐(2015)所证实,如他们发现,业绩说明会管理层语调能够预示公司的未来业绩,具有较好的信息含量。根据 Bayesian 学习模型,不管是软信息还是硬信息,只要有信息增量,就会被定价,只不过对于分析师来说,可能会因为其自身存在的动机对它们进行有选择性地利用,即作为市场中信息获取和解读的专业户来说,分析师肯定会把管理层语调所包含的新信息体现到他们的盈余预测和荐股报告中去。因此,无论是现场参与业绩说明会的分析师还是事后阅读业绩说明会资料的分析师都会关注和解读业绩说明会上的管理层语调及其可能包含的信息,并对自身关于公司的预测做出必要的调整。

分析师荐股更新反映了分析师对公司价值的新评估不同于当前股票市场价格(Bradshaw, 2004),即当分析师对公司的估值与市场当前的价值有所不同时,分析师就会更新他们的股票推荐评级。分析师对其跟踪的上市公司是否更新其荐股报告这一决策往往受其自身精力、利益相关以及我国资本市场的卖空限制(使得卖出或减持评级的价值空间变小)等方面的影响。如 McNichols 和 O'Brien(1997)指出,分析师精力有限,更愿意将精力分配至一些他们认为利好前景的公司而减少或停止对前景不佳公司的跟踪。管理层语调所含的新信息对分析师是否更新其荐股报告<sup>⑥</sup>之可能性的影响主要体现在:若上市公司管理层净正面语调相对正面,反映未来公司业绩预期有所提高,以至于分析师对上市公司未来业绩预期发生改变,那么分析师就可能更新其研究报告,这时分析师进行荐股更新的可能性相对来说会有所增加,这表现为对上市公司跟踪的分析师群体荐股更新的可能性及人数占比均有一致增加;而当管理层净正面语调相对负面时,反映未来公司业绩预期有所下降,降低了分析师对上市公司未来业绩预期,但由于我国股市长期以来所存在的卖空限制等原因,客观上造成我国分析师很少撰写发布卖出或减持建议的研究报告(赵良玉等, 2013),这种情况下分析师可能选择用脚投票,而不是去更新其研究报告。为此,可以预期,管理层净语调对上市公司是否存在分析师荐股更新以及更新人数比例的影响为正。

进一步地看,若分析师确实因管理层语调所包含的新信息而更新其荐股报告,那么,由于管理层净正

面语调预示着未来公司业绩提高,即管理层净正面语调包含着对未来业绩的有利消息(谢德仁、林乐, 2015),因此就会提高分析师对公司未来业绩的预期,这时,分析师就会提高荐股评级,反之,则降低荐股评级。基于此,提出下述待检验的研究假说1和2。

H1:在其他条件相同的情况下,管理层净正面语调与业绩说明会之后分析师的荐股更新可能性及更新者占比呈正相关关系。

H2:在其他条件相同的情况下,管理层净正面语调与业绩说明会之后分析师的荐股评级水平及其变动呈正相关关系。

## 2. 管理层语调的细分与分析师荐股水平变动: 基于分析师乐观性偏差的分析

众多研究表明,由于存在各种利益冲突,分析师向市场传递的信息存在严重的选择性偏差,表现在他们倾向于发布乐观的盈余预测与股票评级,即发布正面信息而忽视负面信息(Francis and Philbrick, 1993; Easterwood and Nutt, 1999; O'Brien et al., 2005; Mola and Guidolin, 2009; 曹胜、朱红军, 2011; 原红旗、黄倩茹, 2007)。现有文献对分析师乐观性动因主要提出了4种观点(赵良玉等, 2013),分别为:(1)佣金压力动因,即为所在券商获得更多交易佣金;(2)投行业务动因,即为所在券商获得投行业务或者促进正在开展的投行业务;(3)自营业务动因,即有动机吹捧所在券商重仓的股票;(4)取悦上市公司高管以获取私有信息。

据赵良玉等(2013)统计,自2004~2011年间我国所有分析师共发布的155006份评级报告中,只有1359份给予“卖出”或“减持”建议,仅占0.8%,而“买入”和“增持”评级的比例却高达82.4%,可见我国分析师存在很大的乐观性偏差。其主要原因除了上述的4类动机外,还有我国股市存在卖空限制这一特殊的股市交易背景。具而言之,一方面,我国多数分析师受雇于综合类证券公司,面临着严重的利益冲突,致使乐观偏差较为严重(原红旗、黄倩茹, 2007; 曹胜、朱红军, 2011)。吴超鹏等(2013)发现,证券分析师为了维护与基金等机构投资者以及公司内部投资银行部门的关系,倾向于发布偏乐观的盈余预测和股票评级;声誉较高的分析师也同样不能在各种利益关系的漩涡中保持独立。曹胜和朱红军(2011)从国内券商的自营业务收入出发研究发现,分析师总体上对所属券商已重仓持有的股票更加乐观,且乐观性体现在投资评级上;投资者



短期未能识别此类分析师乐观性,然而长期非独立分析师的“买入”评级会带来更差的超额报酬,说明对乐观型的干扰给市场造成了噪音,损害了市场有效性。Gu等(2012)基于中国的数据研究发现,券商为了吸引机构投资者在自己的席位上交易,会对基金重仓持有的股票发布更为乐观的投资评级,而且投资评级的乐观程度与机构投资者给的交易佣金成正比关系。我国分析师还可能为了取悦上市公司高管以获取私有信息而发布偏于乐观的研究报告。如赵良玉等(2013)针对上市公司公开增发配股、大股东减持事件的实证检验发现,在上市公司需要时发布乐观评级报告的分析师,其后的盈余预测更准确;进一步分析表明,以乐观报告换取私有信息现象主要存在于私有信息价值更高的上市公司中,说明分析师在一定条件下会在乎发布有偏报告对其声誉的影响。另一方面,我国股市存在卖空限制,看涨的研究报告能够刺激交易,为了获得更多佣金分成,分析师必须提供更多“买入”评级的报告(Jackson, 2005),因而在推荐股票和盈余预测方面普遍表现得更为乐观。Firth等(2013)利用中国数据研究发现,当基金为分析师所在机构的客户并且持有某家公司股票时,该分析师将发布更为乐观的投资评级,并且基金持股比例越高,分析师的评级越乐观。陈维等(2014)发现利益相关的分析师通过发布有利于利益相关公司的分析报告为内部人特别是高管在股份减持时获得更高超额收益出具过于乐观的评级。

另外,对于分析师如何处理负面软信息,已有研究表明,当面临负面的软信息时,分析师不愿意修正预测或荐股水平(Mayew and Venkatachalam, 2012; McNichols and O'Brien, 1997; O'Brien et al., 2005等)。而增加了的分析师跟踪,尤其是正面的荐股意见,将会吸引更多的机构投资者和机构投资者对股票的交易(Jung et al., 2014)。Mayew and Venkatachalam(2012)的研究验证了这一点,即分析师荐股变动会考虑盈余电话管理层音频反映出来的正面的而忽略负面的情感影响。因此,面对管理层正面语调和负面语调时,尽管负面语调比正面语调更加可信,但存在着乐观性偏差的分析师更有可能只考虑正面语调信息而忽略负面语调信息。基于此,若把管理层语调区分成正面语调和负面语调,本文前述研究假说H2更可能存在于管理层正面语调研究之中,故提出下述待检验的研究假说H3。

H3:在其他条件相同的情况下,只有管理层正面语调与业绩说明会之后分析师荐股评级变动呈正相关关系。

## 四、研究设计

### (一)管理层语调的衡量

同谢德仁和林乐(2015),本文利用已有的分词技术用Python开放源“结巴”中文分词模块对本文所用到的文本进行自动分词,然后进行词频统计。由于国内还缺乏像国外的General Inquirer这样较为公认的情感词库或文本情感分析程序(乐国安等, 2013),比较常见的中文情感词典有台湾大学情感词典、HOWNET情感词典等(赵妍妍等, 2010;魏韡等, 2011)。对于HOWNET情感词典,统观下来,本文认为并不适合应用到财经领域的语调分析<sup>⑩</sup>。因此,本文首先将所有本文研究的文本词语进行了统计列表,参照了Loughran和McDonald(2011)、Henry(2008)等单词列表,根据汉语用词习惯和可能的用语语境,从所有词语中手工选出正面和负面的情感语调词语,总共获得4096个正面情感语调词语和4107个负面情感词语。

鉴于绝大部分已公开发表论文或工作论文对于金融财务领域文本分析的主要做法都是直接用易于理解的简单比例加总权重,故本文亦用简单比例加总权重的方法作为主要衡量方法,而利用计算机检索或文本分析领域常用的逆文档频率权重方法(TF-IDF)来做稳健性检验。借鉴Henry(2008)、Henry和Leone(2009)、Price等(2012)、Brockman等(2013)、Gordon等(2013)等的做法,本文构建上市公司业绩说明会管理层语调(TONE)如下:

$$TONE = (POSPCT - NEGPCT) / (POSPCT + NEGPCT)$$

其中,POSPCT是*t*年上市公司业绩说明会管理层回答所用的正面语调词语数目占管理层回答词语总数的比例;NEGPCT则是相应的负面语调词语数目占管理层回答词语总数的比例。TONE表示净正面语调的概念,  $-1 \leq TONE \leq 1$ , POSPCT相对NEGPCT越多, TONE越大,说明管理层用词越积极正面。另外,我们还将把TONE还原成POSPCT和NEGPCT,将POSPCT和NEGPCT同时放在模型里回归,以测试各自的影响。

### (二)样本与数据

本文研究采用的主要数据来自于全景网投资



者关系互动平台(<http://irm.p5w.net/gszl/>),用Perl网页抓取算法编程下载了2005~2012年所有公司的年度业绩说明会的全部内容,去除掉针对业绩年度为ST的公司,删去针对IPO前一年度召开的业绩说明会以及管理层一个问题都没有回答的,共得到3149个公司一年观测。根据业绩说明会的制度安排,其中有39个观测可以判断为自愿召开业绩说明会。本文研究所需的其他数据来源于CSMAR数据库和锐思数据库。在研究中,对所有连续变量上下1%进行了winsorize,以避免异常值产生的影响。统计分析用SAS软件,回归分析用STATA软件。

### (三)研究模型与变量

依据理论和借鉴白晓宇(2009)、王玉涛和王彦超(2012)、吴超鹏等(2013)、曹胜和朱红军(2011)等文献,建立如下的模型(1)~(4):

$$\begin{aligned} \text{Logit}(RVSIF) = & \theta_0 + \theta_1 TONE + \theta_2 SIZE \\ & + \theta_3 |SUE| + \theta_4 MB + \theta_5 FSHR + \theta_6 INSSHR \\ & + \theta_7 ROE + \theta_8 MRETSTD + \theta_9 BIG10 \\ & + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} RVSPCT = & \alpha_0 + \alpha_1 TONE + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 |SUE| \\ & + \alpha_4 MB + \alpha_5 FSHR + \alpha_6 INSSHR + \alpha_7 ROE \\ & + \alpha_8 MRETSTD + \alpha_9 BIG10 + \sum IND \\ & + \sum YEAR + \epsilon \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} REC(RECCHG) = & \beta_0 + \beta_1 TONE + \beta_2 SIZE \\ & + \beta_3 |SUE| + \beta_4 MB + \beta_5 FSHR + \beta_6 INSSHR \\ & + \beta_7 ROE + \beta_8 MRETSTD + \beta_9 BIG10 \\ & + \beta_{10} RECRIVS + \beta_{11} RECB4 + \sum IND \\ & + \sum YEAR + \epsilon \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} REC(RECCHG) = & \rho_0 + \rho_1 POSPCT + \rho_2 NEGPC \\ & + \rho_3 SIZE + \rho_4 |SUE| + \rho_5 MB + \rho_6 FSHR \\ & + \rho_7 INSSHR + \rho_8 ROE + \rho_9 MRETSTD \\ & + \rho_{10} BIG10 + \rho_{11} RECRIVS + \rho_{12} RECB4 \\ & + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon \end{aligned} \quad (4)$$

本文主要考察管理层语调对业绩说明会后的分析师的荐股更新行为(包括上市公司是否有分析师荐股更新、荐股更新分析师人数占比)和分析师荐股评级水平及其变动的影 响,故选取了(0,90)窗口下分析师是否有荐股更新(RVSIF)、或分析师荐股更新人数占(-180,0)窗口下荐股分析师总人数的比例(RVSPCT)以及(0,90)窗口下分析师荐股水平或其变动(REC或RECCHG)作为上述模型的因变量。另外,本文还将选取更短的窗口(0,60)和更长的窗口(0,T+1年年报披露当天)作为稳健性检验。上述模

型中的解释变量为TONE(或POSPCT、NEGPC)。由假说H1可以预测TONE对RVSIF和RVSPCT的回归系数均为正;由假说H2可预测TONE对REC(RECCHG)的回归系数也为正;由假说H3可预测POSPCT对REC(RECCHG)的回归系数为正。借鉴上述文献的一般做法,控制变量主要选取T年末公司规模(SIZE)、T年末预期盈余绝对值(|SUE|)、T年末第一大股东持股比例(FSHR)、T年末机构持股比例(INSSHR)、T年公司业绩(ROE)、T年公司成长性(MB)、T年市场回报波动率(MRETSTD)、T年年报审计师是否属于前十大会计师事务所(BIG10),另外在模型(3)和(4)里还控制了业绩说明会之前的荐股评级水平(RECB4)和所选取的荐股窗口内分析师平均更新次数(RECRIVS),最后控制了年度哑变量(YEAR)和21个行业哑变量(IND)。

## 五、检验结果及分析

### (一)描述性统计

表1给出了主要变量的描述性统计。表1显示,90天窗口内跟踪分析师有荐股更新(RVSIF)的上市公司观测比例达62.6%。90天窗口内分析师荐股更新人数占比(RVSPCT)均值(中值)为0.6467(0.5)。90天窗口内分析师荐股水平(REC)均值(中值)为4.2272(4.25),最大值为5(买入),最小值为3(中性),基本可以说明分析师荐股平均来说偏乐观。分析师荐股变动(RECCHG)均值(中值)为0.0276(0),从标准差与均值的相对比来看,分析师荐股变动比分析师荐股水平的变化差异较大。管理层语调(TONE)均值(中值)为0.4559(0.4677),最小值-0.0513,最大值0.8202;管理层正面语调(POSPCT)均值(中值)为0.0720(0.0717),管理层负面语调(NEGPC)均值(中值)为0.0272(0.0256),正面语调是负面语调的3倍之

表1 描述性统计

	N	均值	标准差	最小值	中值	最大值
RVSIF	3149	0.6259	0.4840	0	1	1
RVSPCT	1838	0.6467	0.05012	0.0769	0.5	3
REC	1098	4.2272	0.3904	3	4.2500	5
RECCHG	1027	0.0276	0.3204	-0.7917	0	1
TONE	3148	0.4559	0.1823	-0.0513	0.4677	0.8202
POSPCT	3148	0.0720	0.0132	0.0396	0.0717	0.1049
NEGPC	3148	0.0272	0.0107	0.0080	0.0256	0.0615
SIZE	3131	21.0237	0.9903	19.3358	20.8584	24.5416
SUE	3092	0.6531	1.4374	0.0001	0.2980	10.9600
MB	3147	2.9098	1.6852	0.9371	2.4301	9.9659
FSHR	3149	36.8701	14.5484	9	35.605	73.87
INSSHR	3149	0.1610	0.1712	0	0.1053	0.7328
ROE	3148	0.1069	0.0877	-0.2543	0.1053	0.3689
MRETSTD	3149	0.1337	0.0487	0.0566	0.1231	0.2994
BIG10	2992	0.4168	0.4931	0	0	1
RECB4	1851	4.1353	0.4143	3	4.1905	5
RECRIVS	1098	1.2692	0.3323	0.8333	1.2	3

多。前荐股水平(*RECB4*)均值(中值)为4.1353(4.11905), 90天窗口内分析师平均荐股变动次数均值(中值)为1.2692(1.2)。

从主要变量的相关性分析(表格备索)可以看出,因变量*REC*与*RVSPCT*、*RECCHG*显著正相关,语调(*TONE*、*POSPCT*、*NEGPCT*)与因变量(*RVSIF*、*REC*)有显著相关,与因变量(*RVSPCT*、*RECCHG*)不显著相关。自变量之间的相关性系数均不超过0.60,共线性问题不大。

## (二)多元回归检验结果与分析

表2和表3给出了所有建立的模型的相关检验结果,模型(1)用Logit回归,其余模型用OLS多元回归。所有回归结果中的 $z/t$ 值均是在公司以及年度两个层面上聚类调整的。从中可见:

第一,由表2可知,管理层净正面语调(*TONE*)对业绩说明会之后的90天窗口内分析师是否有荐股更新行为(*RVSIF*)的回归系数为1.369( $z$ 值为6.38),在1%水平下显著。管理层净正面语调(*TONE*)对业绩说明会之后的90天窗口内分析师荐股更新人数占比(*RVSPCT*)的回归系数为0.182( $t$ 值为3.86),在1%水平下显著。故假说H1得到支持,管理层净正面语调会显著提高分析师更新荐股可能性以及更新人数占比。

管理层净正面语调(*TONE*)对90天窗口内分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为0.117( $t$ 值为2.77),在1%水平下显著,对90天窗口内分析师荐股变动(*RECCHG*)的回归系数为0.112( $t$ 值为2.58),在5%水平下显著。故H2能够通过检验,管理层净正面语调会显著提高分析师荐股评级水平及其变动。

第二,由表3可知,将管理层净正面语调(*TONE*)分成管理层正面语调(*POSPCT*)和管理层负面语调(*NEGPCT*)后,单独放在模型里考察的回归结果(见表3第(1)~(4)列)是,管理层正面语调(*POSPCT*)对分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为1.668( $t$ 值为4.33),在1%水平下显著;对分析师荐股变动(*RECCHG*)的回归系数为1.533( $t$ 值为3.89),在1%水平下显著。管理层负面语调与分析师荐股水平(*REC*)和荐股变动(*RECCHG*)没有显著关联关系,尽管回归系数均为负。将管理层正面语调和负面语调一起放在模型里考察,管理层正面语调(*POSPCT*)对分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为1.579( $t$ 值为3.38),在1%水平下显著;对分析师荐股变动(*RECCHG*)的回归系数为1.442( $t$ 值为2.94),在1%水平下显著。管理层负面语调与分析师荐股水平(*REC*)和荐股变动(*RECCHG*)没有显著关联关系,尽管回归系数均为负。上述检验结果支持了假说H3,管理层正面语调对分析师荐股评级及变动呈显著正

相关关系,而负面语调则没有产生显著影响,表明管理层净正面语调会显著提高分析师荐股水平(变动),其主要表现在分析师对管理层

表2 管理层净正面语调对90天窗口分析师荐股更新预测行为

	<i>RVSIF</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>
<i>TONE</i>	1.369*** (6.38)	0.182*** (3.86)	0.117*** (2.77)	0.112** (2.58)
<i>SIZE</i>	0.774*** (9.91)	-0.015 (-0.74)	0.017 (0.91)	0.016 (0.83)
<i>ISUE</i>	-0.027 (-0.87)	0.019 (1.21)	0.009 (0.80)	0.010 (0.91)
<i>MB</i>	0.290*** (5.72)	-0.029*** (-4.28)	0.002 (0.36)	0.002 (0.40)
<i>FSHR</i>	-0.006*** (-2.62)	0.000 (0.20)	-0.000 (-0.25)	-0.000 (-0.17)
<i>INSSHR</i>	1.223*** (5.11)	0.038 (0.67)	0.049 (0.48)	0.045 (0.45)
<i>ROE</i>	7.833*** (8.44)	-0.407*** (-2.75)	0.297*** (3.25)	0.267*** (2.90)
<i>MRETSTD</i>	-0.054 (-0.04)	-0.041 (-0.10)	-0.028 (-0.17)	-0.050 (-0.28)
<i>BIG10</i>	0.164 (1.23)	0.042 (1.63)	-0.040* (-1.90)	-0.040* (-1.93)
<i>RECB4</i>			0.548*** (8.56)	-0.430*** (-7.21)
<i>RECRIVS</i>			0.220*** (15.24)	0.212*** (12.76)
_CONS	-18.791*** (-11.80)	1.728*** (5.01)	1.151*** (3.38)	1.115*** (3.15)
IND/YEAR	✓	✓	✓	✓
N	2916	1710	945	945
Chi <sup>2</sup> /F	408.39***	3.06***	16.02***	6.15***
Pseudo/adj_R <sup>2</sup>	0.177	0.043	0.400	0.205

注: $z$ 和 $t$ 值经公司层面和年度层面cluster调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。

表3 管理层正面语调和负面语调对90天窗口分析师荐股更新预测行为的影响

	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>
<i>POSPCT</i>	1.668*** (4.33)		1.533*** (3.89)		1.579*** (3.38)	1.442*** (2.94)
<i>NEGPCT</i>		-1.147 (-1.09)		-1.137 (-1.03)	-0.813 (-0.72)	-0.831 (-0.69)
<i>SIZE</i>	0.014 (0.69)	0.016 (0.84)	0.012 (0.62)	0.015 (0.77)	0.015 (0.79)	0.014 (0.73)
<i>ISUE</i>	0.008 (0.70)	0.009 (0.75)	0.009 (0.81)	0.009 (0.87)	0.009 (0.76)	0.009 (0.88)
<i>MB</i>	0.002 (0.34)	0.002 (0.37)	0.002 (0.38)	0.002 (0.42)	0.002 (0.33)	0.002 (0.38)
<i>FSHR</i>	-0.000 (-0.19)	-0.000 (-0.20)	-0.000 (-0.10)	-0.000 (-0.12)	-0.000 (-0.25)	-0.000 (-0.16)
<i>INSSHR</i>	0.047 (0.46)	0.045 (0.44)	0.043 (0.43)	0.042 (0.41)	0.048 (0.48)	0.045 (0.45)
<i>ROE</i>	0.302*** (3.39)	0.296*** (3.15)	0.271*** (3.00)	0.266*** (2.81)	0.301*** (3.35)	0.270*** (2.98)
<i>MRETSTD</i>	-0.033 (-0.20)	-0.029 (-0.18)	-0.056 (-0.31)	-0.051 (-0.29)	-0.027 (-0.16)	-0.049 (-0.27)
<i>BIG10</i>	-0.040* (-1.89)	-0.041* (-1.91)	-0.039* (-1.92)	-0.040* (-1.95)	-0.040* (-1.88)	-0.039* (-1.91)
<i>RECB4</i>	0.549*** (8.22)	0.552*** (8.67)	-0.428*** (-6.85)	-0.426*** (-7.22)	0.547*** (8.49)	-0.431*** (-7.18)
<i>RECRIVS</i>	0.222*** (15.18)	0.220*** (15.79)	0.214*** (12.83)	0.211*** (13.39)	0.222*** (15.42)	0.213*** (12.94)
_CONS	1.192*** (3.81)	1.239*** (3.71)	1.157*** (3.58)	1.199*** (3.45)	1.180*** (3.63)	1.145*** (3.40)
IND/YEAR	✓	✓	✓	✓	✓	✓
N	945	945	945	945	945	945
F	16.21***	15.81***	6.21***	6.08***	15.80***	6.04***
adj_R <sup>2</sup>	0.400	0.398	0.205	0.203	0.400	0.205

注: $t$ 值经公司层面和年度层面cluster调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。

正面语调的吸收,并没有将管理层负面语调所表达的负面信息反映到他们的荐股评级中去。

### (三)稳健性检验

本文还作了多种稳健性检验,均与主回归结果一致(结果表格备索),基本支持了研究假说H1~H3。具体结果如下。

#### 1. 用更短的时间窗口来观察分析师行为

采用业绩说明会后(0,60)的窗口作为稳健性检验,结果有:管理层净正面语调(*TONE*)对业绩说明会之后60天内分析师是否有荐股更新行为(*RVSIF60*)的回归系数为1.428(*z*值为10.48),在1%水平下显著;对60天内分析师荐股更新人数占比(*RVSPCT60*)的回归系数为0.045(*t*值为1.29),不显著。管理层净正面语调(*TONE*)对业绩说明会之后60天内分析师荐股水平(*REC60*)的回归系数为0.127(*t*值为3.04),在1%水平下显著;对对应的分析师荐股变动(*RECCHG60*)的回归系数为0.121(*t*值为2.67),在1%水平下显著。将管理层净正面语调(*TONE*)拆分成正面语调(*POSPCT*)和负面语调(*NEGPCT*)后,正面语调对分析师荐股水平(*REC60*)的回归系数为2.250(*t*值为3.07),在1%水平下显著;对荐股变动(*RECCHG60*)的回归系数为2.151(*t*值为2.78),在1%水平下显著;负面语调对*REC60*和*RECCHG60*的回归系数均不显著。上述这些结果与主回归结果一致,验证了研究假说H1~H3。

#### 2. 用更长的时间窗口来观察分析师行为

本文还把时间窗口放宽为业绩说明会之后一直到T+1年年报披露当天(因变量的命名方式以L作为后缀),结果有:管理层净正面语调(*TONE*)对长窗口下的分析师更新荐股报告与否(*RVSIFL*)的回归系数为2.045(*z*值为5.05),在1%水平下显著;对对应的分析师荐股变更人数占比(*RVSPCTL*)的回归系数为0.408(*t*值为3.23),在1%水平下显著。管理层净正面语调(*TONE*)对长窗口下的分析师荐股水平(*RECL*)的回归系数为0.083(*t*值为1.78),在10%水平下显著;对相应的荐股变动(*RECCHGL*)的回归系数为0.082(*t*值为1.72),在10%水平下显著。将管理层净正面语调(*TONE*)拆分成正面语调(*POSPCT*)和负面语调(*NEGPCT*)后,正面语调(*POSPCT*)对分析师荐股水平(*RECL*)的回归系数为0.804(*t*值为1.68),在10%水平下显著;对分析师荐股变动(*RECCHGL*)的回归系数为0.889(*t*值为1.97),在5%水平下显著。负面语调(*NEGPCT*)对

分析师荐股水平(*RECL*)与荐股变动(*RECCHGL*)的回归系数均不显著。以上这些结果也基本与主回归结果一致,验证了研究假说H1~H3。

#### 3. 采用特征权重来衡量管理层语调

本文还采用特征权重来衡量管理层语调以作稳健性检验,结果有:管理层语调(*TONEW*)对90天窗口内分析师荐股更新与否(*RVSIF*)的回归系数为0.943(*z*值为7.99),在1%水平下显著;对分析师荐股更新人数占比(*RVSPCT*)的回归系数为0.155(*t*值为4.20),在1%水平下显著;对分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为0.088(*t*值为2.15),在5%水平下显著;对分析师荐股变动(*RECCHG*)的回归系数为0.084(*t*值为1.97),在5%水平下显著。将管理层语调(*TONEW*)拆分成正面语调(*POSW*)和负面语调(*NEGW*)后,正面语调(*POSW*)对分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为0.002(*t*值为4.44),在1%水平下显著;对分析师荐股变动(*RECCHG*)的回归系数为0.002(*t*值为4.63),在1%水平下显著。负面语调(*NEGW*)对分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为-0.003(*t*值为-1.86),在10%水平下显著;对分析师荐股变动(*RECCHG*)的回归系数不显著。以上这些发现基本支持研究假说H1~H3。

#### 4. 删去纯粹自愿性召开业绩说明会的观测

基于业绩说明会是强制或半强制的制度安排,本文将自愿召开业绩说明会的少数观测去掉,重新进行OLS回归,结果有:管理层净正面语调(*TONE*)对业绩说明会之后90天内分析师是否有荐股更新行为(*RVSIF*)的回归系数为1.328(*z*值为6.09),在1%水平下显著;对90天内分析师荐股更新人数占比(*RVSPCT*)的回归系数为0.180(*t*值为3.77),在1%水平下显著。管理层净正面语调(*TONE*)对业绩说明会之后90天内分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为0.119(*t*值为2.70),在1%水平下显著;对对应的分析师荐股变动(*RECCHG*)的回归系数为0.114(*t*值为2.51),在5%水平下显著。将管理层净正面语调(*TONE*)拆分成正面语调(*POSPCT*)和负面语调(*NEGPCT*)后,正面语调(*POSPCT*)对分析师荐股水平(*REC*)的回归系数为1.699(*t*值为3.58),在1%水平下显著;对荐股变动(*RECCHG*)的回归系数为1.553(*t*值为3.16),在1%水平下显著;负面语调(*NEGPCT*)对*REC*和*RECCHG*的回归系数为负,均不显著。将正面语调(*POSPCT*)和负面语调(*NEGPCT*)单独放进模型,结果依然是显著正相关



和不显著的负相关。上述这些结果与主回归结果一致,验证了研究假说H1~H3。

### 5. 控制年报的信息含量

由于业绩说明会与年报披露等定期报告时间间隔较近,本文用年报披露[-3,3]累计超额收益(ACAR)以控制年报MD&A语调对本文的结果影响,以及进一步加入ACAR与语调的交叉项以检验两者之间的交互影响,结果(表格未列出,备索)有:加入ACAR后,管理层语调(TONE、POSPCT和NEGPCT)的结果依然与本文的主要结果一致,假说H1和H2依然成立,ACAR系数除了对是否更新(RVSIF)的回归是正显著(在1%水平下显著),对荐股水平及其变动均为负显著(均在1%水平下显著);ACAR与管理层语调的交叉项回归系数均不显著异于0。本文的主要结论依然成立。

## 六、进一步分析

### (一)中介调节变量对分析师利用语调荐股的影响

分析师对公开文本信息的处理和利用主要取决于两个方面:(1)上市公司文本信息的信息增量。进一步可分为相对于定量盈余信息之外的“未预期”部分和信息相对精度(包括文本信息的可靠性、与定量信息的相互关系)(林乐和谢德仁,2016)。本文将从业绩说明会与年报披露的间隔时间、盈余好坏、业绩说明会管理层语调与定量信息是否一致的、公司信息披露环境(可以反映管理层的披露习惯以及披露声誉)、管理层当前动机(比如有股权激励、减持变动预期、股权再融资预期等)等方面来考察语调的可靠性及其信息增量作用对分析师利用语调更新其荐股行为的影响;(2)分析师的能力和动机。分析师能力可分为获取信息的能力和處理信息(包括文本信息)的能力,后者主要从分析师经验、精力、可用资源(所在券商大小)等方面来衡量;而前者,主要体现在私有信息获取的相对能力,私有信息与公开信息可能存在一定的替代关系,私有信息渠道部分归结在所在券商、社会关系等可用资源的差异上,部分可归结在动机方面。因此,在动机方面,分析师特有的乐观性偏差(见本文的假说H3),一定程度上可以捕捉分析师与管理层维系良好关系以获取私有信息的途径和能力。本节主要从分析师短时期利益相关(所在券商同是上市公司近期承销商)等方面进一步考察存在这类动

机对分析师利用语调更新荐股的影响。

### 1. 语调的信息增量

业绩说明会是针对当期业绩向投资者进行说明的,可见,业绩说明会(包括管理层回答问题的语调)是否在定期财务报告之外具有信息增量,进而这种信息增量是否影响分析师预测更新,是个待检验的问题。由于我国业绩说明会制度的安排,本文用业绩说明会召开时间距离年报披露时间的间隔天数(INTER),将 $INTER \leq 5$ (5是INTER的Q1值)定义为间隔时间较短(1)组,相反则为间隔时间较长(0)组,来检验上述问题。

可以推测,当业绩说明会距离年报披露时间较短时,业绩说明会披露的信息将与年报上披露的信息有较高的重合度,或者业绩说明会更多地是对年报披露的一种补充,使得业绩说明会管理层语调的信息含量相对较低;另外,短时间间隔也可能使得分析师愿意花更多的时间去解读年报而忽视业绩说明会管理层语调反映的增量信息,这时候,业绩说明会管理层语调对分析师预测行为产生的影响相对变弱;相反,当业绩说明会距离年报披露间隔较长的时间时,在这一段时间里公司相关信息将有所累积,投资者在业绩说明会提及的问题会因为时间的推移而对近段时间以及未来一段时间公司相关业绩等方面的情况,此时管理层语调将包含新的以及更多的信息含量,管理层语调的增量信息由于信息在特定时间段内的可能稀缺性被分析师关注和利用,这就体现为业绩说明会距离年报披露的间隔时间越长,更强地影响分析师利用业绩说明会管理层语调来更新其荐股行为。至于分析师的乐观性偏差,较长的时间间隔带来的增量信息,照样被分析师充分为其自身利益服务,只利用管理层正面语调来更新其荐股水平及其变动。

表4验证了上述推论。业绩说明会距离年报披露的间隔时间(INTER)越长,有助于分析师将管理层净正面语调(TONE)应用到荐股更新中去,提高其荐股水平(REC)及其变动(RECCHG),但对于分析师更新荐股报告的可能性(RVSIF)以及更新荐股报分析师告比例(RVSPCT),则不存在这种调节效应。另外,分析师利用管理层正面语调(POSPCT)形成的乐观性偏差只存在于业绩说明会距离年报披露的间隔时间较长那组。以上结果表明,业绩说明会与年报披露的间隔时间对分析师利用管理层语调的增量信息来更新其荐股行为有着重要的影

响,这也反映出由于公平信息披露原则的存在,在公司披露的定量信息之外,分析师也不太可能得到额外的定量信息,故对于分析师而言,基于他们卓越的信息处理能力以及敏锐的信息嗅觉来对利用好上市公司文本信息也是非常重要的。

## 2. 从业绩看语调可靠性

正如 Baginski 等 (2012) 指出,文本信息(如,管理层语调)和数字信息(如,公司业绩)两个信号相互验证支持,要比相互冲突的信号引起更显著的预期调整。当业绩表现较好以及业绩与语调能够较为一致时,体现了这两种盈余信号是相互支持的,会增加管理层语调的可信度,则更有可能被分析师用来更新相应的荐股行为。而当业绩较差或业绩与语调较为不一致时,意味着这两种盈余信号的相互冲突,分析师对管理层语调的可信度将大打折扣,不被其用来更新荐股行为是有可能的。

用业绩与语调的不一致性(*SHOCK*,定义为业

绩变动与语调变动乘积,该值小于0时*SHOCK*为1,其余为0)、年收益率(*YRET*)、业绩好坏(*ROE*)、业绩变动大小(*DROE*)、未预期盈余幅度(*ISUEI*)对样本分组,结果见表5。表5的结果较好地支持了上述论证。结果表明,业绩与语调较为一致、年收益率高、业绩好、业绩变动小以及未预期盈余幅度小的那些组均有(净)正语调显著提高分析师预测行为(指预测更改、更改比例、荐股水平及其变动,下同),说明业绩、业绩变动以及其预期与语调方向更为一致时,语调的可靠性越高,有助于分析师利用语调来更新其预测行为。可见,管理层语调作为一种盈余信号,与定量业绩信息相互补充、相互验证,能够为分析师对语调信息可靠性的判断提供依据,基于此判断来更新其荐股行为,反映出分析师是能够合理解读和适当运用管理层语调信息的,而不是不加区分地利用管理层语调信息或者不利用管理层语调信息。

## 3. 从公司信息披露环境看语调可靠性

分析师预测更新和业绩说明会管理层语调的可靠性均受公司信息披露环境的影响。当公司信息披露环境较透明较好时,其管理层语调可信度较高,较为可靠,因此更有可能被分析师利用其更新预测。从可能对分析师预测有影响的公司信息披露环境因素出发,选取上市公司上一年度的分析师跟踪人数(*AFNUM*)、预测精度(*PRECISION*)与离散度(*DISP*)、产权性质(*SOE*)、上市年限(*AGE*)、樊纲市场化指数(*FGindex*)、行业竞争程度(*HHI*)、审计师(*BIG10*)等方面对样本进行分组回归,结果见表6。结果表明,分析师跟踪人数多、分析师预测离散度小、上市年限久、非国有、市场化程度高,以及行业竞争高的那些组均有(净)正语调显著提高分析师预测行

表4 业绩说明会距离年报披露间隔时间的调节效应

INTER≤5	0	1	0	1	0	1	0	1
间隔时间	长	短	长	短	长	短	长	短
	<i>RVSIF</i>	<i>RVSIF</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>TONE</i>	1.447*** (4.70)	1.038*** (2.81)	0.241*** (4.11)	0.091 (1.26)	0.202*** (2.90)	-0.063 (-0.83)	0.193*** (2.87)	-0.060 (-0.79)
<i>N</i>	1986	930	1133	577	621	324	621	324
<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.216	0.221	0.032	0.090	0.379	0.455	0.255	0.106
INTER≤5	0	1	0	1	0	1	0	1
间隔时间	长	短	长	短	长	短	长	短
	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>POSPCT</i>	1.986** (2.13)	-0.357 (-0.80)	2.148** (2.49)	-0.474 (-1.22)	1.872** (2.09)	-0.525 (-1.40)	2.029** (2.49)	-0.609* (-1.97)
<i>NEGPCT</i>	-1.927 (-1.10)	0.746 (0.53)		-2.256 (-1.36)	0.856 (0.64)	-1.857 (-1.05)	0.531 (0.37)	
<i>N</i>	621	324	621	324	621	324	621	324
<i>R<sup>2</sup><sub>A</sub></i>	0.378	0.453	0.377	0.455	0.375	0.455	0.253	0.106

注:*z*和*t*值经公司层面和年度层面cluster调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。

表5-1 从业绩看语调可靠性:*TONE*对分析师预测更新的影响

分组变量	0	1	0	1	0	1	0	1
	<i>RVSIF</i>	<i>RVSIF</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>SHOCK</i>	0.851*** (2.70)	2.177*** (2.61)	0.141*** (3.32)	0.226* (1.74)	0.228*** (6.83)	-0.077* (-1.75)	0.216*** (6.19)	-0.075* (-1.71)
<i>N</i>	1831	1085	1070	640	584	361	584	361
<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.168	0.224	0.036	0.075	0.359	0.463	0.235	0.148
<i>YRET</i>	1.136*** (3.13)	1.344*** (3.08)	0.168* (1.69)	0.184 (1.51)	0.066 (1.22)	0.122*** (3.37)	0.049 (0.91)	0.123*** (3.44)
<i>N</i>	1457	1459	753	957	372	573	372	573
<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.159	0.208	0.072	0.039	0.319	0.426	0.184	0.222
<i>ROE</i>	1.745*** (10.99)	0.959** (2.43)	-0.030 (-0.28)	0.271*** (2.79)	-0.090 (-0.95)	0.184** (2.40)	-0.092 (-0.93)	0.177** (2.25)
<i>N</i>	1173	1743	491	1219	205	740	205	740
<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.139	0.169	-0.008	0.070	0.411	0.379	0.064	0.243
<i>DROE</i>	1.229*** (2.78)	1.792*** (4.21)	0.258** (2.03)	0.088 (0.96)	0.098* (1.76)	0.092 (1.24)	0.096* (1.68)	0.093 (1.26)
<i>N</i>	1116	1106	625	684	334	409	334	409
<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.223	0.194	0.076	0.081	0.414	0.408	0.095	0.255
<i>ISUEI</i>	0.923*** (2.17)	1.525*** (4.14)	0.217*** (4.67)	0.111 (1.55)	0.192*** (3.48)	0.053 (0.67)	0.189*** (3.40)	0.051 (0.66)
<i>N</i>	1478	1438	968	742	553	392	553	392
<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.168	0.196	0.063	0.059	0.396	0.433	0.219	0.226

注:*z*和*t*值经公司层面和年度层面cluster调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。控制变量结果未列出。

## 分析师荐股更新利用管理层语调吗？

### 中国上市公司研究

为,以上这些因素说明上市公司的信息披露环境相对较好,语调可靠性越高,有助于分析师利用较为可靠的语调来更新预测。

此外,本文还选取上市公司的机构持股比例(*INSSHR*)分组回归。一方面,诸多研究表明机构持股比例与上市公司的信息披露环境和透明度呈正相关(叶建芳等,2009;陆瑶等,2012),对公司治理产生积极作用(张敏等,2011;夏冬林、李刚,2008;江向才,2004),这表明对于机构持股比例较高的上市公司来说,其信息披露质量相对较高(信息透明度较高),这对于分析师来说,意味着有信息增量的管理层语调的可信度及其质量较高,分析师将更有可能利用管理层语调更新荐股报告;另一方面,分析师和机构投资者有着密不可分的联系,在很大程度上,分析师为机构投资者提供相应的信息咨询服务而收取较高的服务费,或者分析师提供的报告是券商业务中相关的隶属服务而有关联关系,更甚者,机构投资者处于自身利益还会向分析师施压而出具对其有利的预测报告(官峰等,2015)。这种利益相关将对分析师利用管理层语调产生乐观性偏差,即表现为利用正面语调

表6-1 从公司信息披露看语调可靠性:TONE对分析师预测更新的影响

分组变量		0	1	0	1	0	1	0	1
		<i>RVSIF</i>	<i>RVSIF</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>AFNUM</i>	<i>TONE</i>	1.624*** (6.34)	0.877* (1.68)	0.070 (0.53)	0.158** (1.98)	0.231 (1.40)	0.115** (2.07)	0.213 (1.32)	0.111* (1.89)
	<i>N</i>	1139	1531	499	1185	159	784	159	784
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>	0.110	0.201	0.007	0.047	0.443	0.393	0.357	0.157
<i>DISP</i>	<i>TONE</i>	1.165*** (2.58)	0.638 (1.56)	0.239*** (2.63)	0.086 (1.27)	0.094 (1.31)	0.105*** (5.61)	0.088 (1.25)	0.102*** (5.41)
	<i>N</i>	1277	1296	852	839	493	452	493	452
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>	0.166	0.163	0.049	0.034	0.361	0.448	0.270	0.150
<i>SOE</i>	<i>TONE</i>	1.362*** (3.99)	1.156** (2.12)	0.222*** (4.16)	0.076 (0.41)	0.164*** (5.42)	-0.119** (-2.23)	0.155*** (4.87)	-0.125** (-2.48)
	<i>N</i>	2157	743	1272	432	681	260	681	260
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>	0.161	0.258	0.037	0.072	0.409	0.441	0.199	0.302
<i>AGE</i>	<i>TONE</i>	0.537 (1.25)	1.696*** (4.48)	0.169** (2.55)	0.216** (2.05)	0.108*** (3.76)	0.103* (1.90)	0.099*** (3.22)	0.104* (1.92)
	<i>N</i>	1437	1475	875	835	472	473	472	473
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>	0.150	0.228	0.046	0.060	0.376	0.435	0.174	0.248
<i>FGINDEX</i>	<i>TONE</i>	1.601*** (2.83)	1.176*** (3.47)	0.098 (0.88)	0.201*** (4.08)	0.160 (1.21)	0.085 (1.30)	0.165 (1.22)	0.083 (1.30)
	<i>N</i>	682	2218	394	1316	227	718	227	718
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>	0.231	0.175	0.043	0.046	0.422	0.399	0.216	0.211
<i>HHI</i>	<i>TONE</i>	1.531*** (4.54)	0.839 (1.49)	0.221** (2.10)	0.118 (0.92)	0.096* (1.83)	0.118*** (2.24)	0.094* (1.75)	0.105** (2.47)
	<i>N</i>	2041	875	1170	540	634	311	634	311
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>	0.174	0.207	0.038	0.036	0.391	0.465	0.188	0.281
<i>BIG10</i>	<i>TONE</i>	1.642*** (4.45)	0.806* (1.76)	0.113* (1.91)	0.243** (2.20)	0.039 (0.53)	0.164*** (4.68)	0.037 (0.52)	0.161*** (4.84)
	<i>N</i>	1701	1215	959	751	517	428	517	428
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>			0.035	0.068	0.400	0.404	0.221	0.183
<i>INSSHR</i>	<i>TONE</i>	1.647*** (5.26)	0.974*** (3.21)	0.181* (1.75)	0.150 (1.41)	-0.038 (-0.24)	0.178** (2.26)	-0.035 (-0.22)	0.170** (2.20)
	<i>N</i>	1453	1463	740	970	340	605	340	605
	<i>R<sup>2</sup>_p/a</i>	0.175	0.216	0.024	0.062	0.409	0.391	0.255	0.185

注:*z*和*t*值经公司层面和年度层面 cluster 调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。控制变量结果未列出。

表5-2 从业绩看语调可靠性:POSPCT&NEGPT对分析师预测更新的影响

分组变量		0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1
		<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>SHOCK</i>	<i>POSPCT</i>	2.400*** (3.19)	-0.115 (-0.16)	2.615*** (4.19)	-0.276 (-0.40)			2.332*** (3.04)	-0.410 (-0.56)	2.530*** (4.03)	-0.541 (-0.77)		
	<i>NEGPT</i>	-2.216* (-1.74)	1.490* (1.94)			-2.689** (-2.29)	1.514* (1.97)	-2.042 (-1.51)	1.209 (1.40)			-2.502** (-2.03)	1.293 (1.52)
	<i>N</i>	584	361	584	361	584	361	584	361	584	361	584	361
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.359	0.461	0.358	0.462	0.354	0.463	0.236	0.146	0.234	0.147	0.230	0.148
<i>YRET</i>	<i>POSPCT</i>	1.414 (1.25)	1.605** (2.06)	1.395 (1.26)	1.703*** (2.62)			1.184 (1.17)	1.432* (1.79)	1.152 (1.16)	1.550** (2.30)		
	<i>NEGPT</i>	0.183 (0.19)	-0.972 (-0.75)			-0.083 (-0.10)	-1.315 (-1.19)	0.308 (0.31)	-1.163 (-0.90)			0.086 (0.09)	-1.469 (-1.34)
	<i>N</i>	372	573	372	573	372	573	372	573	372	573	372	573
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.318	0.426	0.320	0.427	0.318	0.424	0.183	0.222	0.185	0.222	0.183	0.220
<i>ROE</i>	<i>POSPCT</i>	1.803 (1.27)	1.354** (2.50)	1.743 (1.23)	1.654*** (3.13)			1.556 (1.04)	1.222*** (2.58)	1.498 (1.02)	1.520*** (3.26)		
	<i>NEGPT</i>	2.832** (2.29)	-2.154 (-1.39)			2.764** (2.04)	-2.533 (-1.63)	2.735** (2.16)	-2.145 (-1.33)			2.677* (1.95)	-2.486 (-1.55)
	<i>N</i>	205	740	205	740	205	740	205	740	205	740	205	740
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.413	0.378	0.412	0.376	0.414	0.377	0.067	0.241	0.066	0.239	0.069	0.240
<i>DROE</i>	<i>POSPCT</i>	2.615*** (3.28)	0.586 (0.68)	2.549*** (3.41)	0.710 (0.79)			2.304*** (2.81)	0.541 (0.62)	2.264*** (3.04)	0.673 (0.74)		
	<i>NEGPT</i>	0.633 (0.43)	-0.943 (-1.11)			0.076 (0.05)	-1.070 (-1.14)	0.380 (0.24)	-0.991 (-1.19)			-0.111 (-0.07)	-1.109 (-1.20)
	<i>N</i>	334	409	334	409	334	409	334	409	334	409	334	409
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.417	0.406	0.419	0.407	0.412	0.407	0.099	0.252	0.101	0.253	0.093	0.254
<i>ISUEI</i>	<i>POSPCT</i>	1.910*** (2.98)	1.332 (1.33)	2.181*** (3.53)	1.313 (1.27)			1.836*** (2.70)	1.142 (1.27)	2.106*** (3.45)	1.133 (1.22)		
	<i>NEGPT</i>	-1.942 (-1.51)	0.252 (0.21)			-2.485* (-1.92)	0.082 (0.07)	-1.940 (-1.36)	0.124 (0.10)			-2.461* (-1.76)	-0.022 (-0.02)
	<i>N</i>	553	392	553	392	553	392	553	392	553	392	553	392
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.395	0.433	0.394	0.434	0.392	0.432	0.218	0.225	0.217	0.228	0.215	0.226

注:*z*和*t*值经公司层面和年度层面 cluster 调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。控制变量结果未列出。



提高其荐股水平及其变动而忽视负面语调的影响。表6相应的表格结果部分验证了这一论述。相较于机构持股比例低的公司,机构持股比例高(*INS-SHR\_MED*=1)的公司分析师利用管理层净正面语调(*TONE*)、正面语调(*POSPCT*)和负面语调(*NEG-PCT*)更新预测,并没有表现出一定的乐观性偏差(即只利用正面语调忽视负面语调),反而表现出稳健性预测的文本信息利用,与高机构持股比例公司其信息披露环境较好,对分析师利用语调的影响产生调节作用这一论断较为吻合。

#### 4. 从管理层动机看语调可靠性

一方面,管理层动机会降低其披露的信息质量,尤其是对于当前存在需要积极的正向市场反应

来达成的管理层动机来说,其业绩说明会的语调变得不可信,降低了语调的可靠性;但另一方面,若分析师为讨好管理层反而利用这一情况下的语调,会表现出无差别对待,或者只利用管理层正面语调。本文从上市公司是否存在股权激励(*EI*)和股权再融资需求(*SEOINC*)两方面分组回归,结果见表7。结果表明,在没有股权激励和没有股权再融资那组,分析师显著利用语调提高其预测行为,说明分析师能够认知到因管理层股权激励和公司股权再融资等动机可能导致的管理层语调可靠性下降,从而规避这类预测风险。这一实证结果不支持分析师因讨好管理层这一动机下的预测行为结果,显示了分析师对待文本信息的谨慎性。

表6-2 从公司信息披露环境看语调可靠性: *POSPCT* & *NEG-PCT* 对分析师预测更新的影响

分组变量		0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1
		<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>AFNUM</i>	<i>POSPCT</i>	2.635 (1.29)	1.577*** (3.63)	2.779 (1.31)	1.672*** (4.38)			2.235 (1.22)	1.451*** (3.16)	2.376 (1.24)	1.548*** (3.97)		
	<i>NEG-PCT</i>	-1.617 (-0.63)	-0.861 (-0.71)			-2.123 (-0.80)	-1.185 (-1.04)	-1.591 (-0.61)	-0.878 (-0.67)			-2.020 (-0.76)	-1.176 (-0.96)
	<i>N</i>	159	784	159	784	159	784	159	784	159	784	159	784
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.440	0.394	0.443	0.394	0.438	0.392	0.352	0.157	0.356	0.157	0.352	0.154
<i>DISP</i>	<i>POSPCT</i>	1.848** (2.02)	0.758 (1.20)	1.900** (1.99)	0.831 (1.42)			1.751** (1.98)	0.611 (0.89)	1.795** (1.98)	0.690 (1.09)		
	<i>NEG-PCT</i>	-0.364 (-0.27)	-0.968 (-1.55)			-0.875 (-0.62)	-1.075** (-1.98)	-0.313 (-0.22)	-1.042 (-1.58)			-0.796 (-0.56)	-1.129** (-1.99)
	<i>N</i>	493	452	493	452	493	452	493	452	493	452	493	452
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.362	0.446	0.364	0.446	0.360	0.446	0.271	0.146	0.273	0.148	0.268	0.148
<i>SOE</i>	<i>POSPCT</i>	0.675 (1.24)	2.237*** (2.63)	1.025*** (2.09)	1.971** (2.48)			0.530 (1.02)	2.070** (2.31)	0.872* (1.96)	1.808** (2.21)		
	<i>NEG-PCT</i>	-2.652*** (-3.13)	4.497*** (4.87)			-2.819*** (-3.67)	4.211*** (5.28)	-2.593*** (-2.77)	4.420*** (4.69)			-2.724*** (-3.24)	4.156*** (5.16)
	<i>N</i>	681	260	681	260	681	260	681	260	681	260	681	260
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.408	0.455	0.405	0.444	0.408	0.450	0.198	0.317	0.194	0.304	0.199	0.312
<i>AGE</i>	<i>POSPCT</i>	1.223 (1.23)	1.738*** (4.29)	1.356 (1.58)	1.765*** (4.85)			1.073 (1.01)	1.606*** (3.81)	1.201 (1.35)	1.645*** (4.29)		
	<i>NEG-PCT</i>	-1.327 (-0.90)	-0.235 (-0.22)			-1.621 (-1.25)	-0.567 (-0.57)	-1.275 (-0.76)	-0.350 (-0.34)			-1.534 (-1.04)	-0.657 (-0.68)
	<i>N</i>	472	473	472	473	472	473	472	473	472	473	472	473
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.375	0.435	0.376	0.437	0.375	0.433	0.173	0.248	0.174	0.250	0.174	0.246
<i>FGINDEX</i>	<i>POSPCT</i>	1.893 (1.05)	1.397*** (3.03)	1.920 (1.06)	1.453*** (2.86)			1.758 (0.98)	1.278*** (3.00)	1.790 (1.00)	1.342*** (2.93)		
	<i>NEG-PCT</i>	-1.132 (-0.61)	-0.420 (-0.32)			-1.210 (-0.71)	-0.796 (-0.60)	-1.345 (-0.68)	-0.485 (-0.36)			-1.418 (-0.78)	-0.829 (-0.61)
	<i>N</i>	227	718	227	718	227	718	227	718	227	718	227	718
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.420	0.400	0.422	0.400	0.419	0.399	0.213	0.211	0.215	0.212	0.212	0.209
<i>HHI</i>	<i>POSPCT</i>	1.603*** (4.94)	1.340 (1.13)	1.643*** (5.20)	1.443 (1.32)			1.417*** (4.02)	1.379 (1.11)	1.469*** (4.41)	1.440 (1.28)		
	<i>NEG-PCT</i>	-0.427 (-0.45)	-0.799 (-0.69)			-0.707 (-0.76)	-1.164 (-1.17)	-0.553 (-0.55)	-0.476 (-0.41)			-0.801 (-0.81)	-0.852 (-0.93)
	<i>N</i>	634	311	634	311	634	311	634	311	634	311	634	311
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.391	0.464	0.392	0.465	0.390	0.464	0.188	0.279	0.190	0.281	0.187	0.279
<i>BIG10</i>	<i>POSPCT</i>	-0.094 (-0.14)	3.045 (1.63)	0.002 (0.00)	3.083* (1.79)			-0.219 (-0.36)	2.935 (1.59)	-0.113 (-0.17)	2.974* (1.75)		
	<i>NEG-PCT</i>	-0.965 (-0.83)	-0.380 (-0.23)			-0.945 (-0.77)	-0.943 (-0.69)	-1.052 (-0.89)	-0.390 (-0.24)			-1.005 (-0.81)	-0.934 (-0.68)
	<i>N</i>	517	428	517	428	517	428	517	428	517	428	517	428
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.399	0.409	0.399	0.410	0.400	0.399	0.220	0.189	0.220	0.191	0.221	0.177
<i>INSHR</i>	<i>POSPCT</i>	1.594 (1.20)	1.195*** (3.52)	1.440 (1.09)	1.503*** (2.94)			1.293 (0.99)	1.124*** (2.91)	1.160 (0.89)	1.420*** (2.66)		
	<i>NEG-PCT</i>	2.239 (0.78)	-2.365 (-1.65)			2.020 (0.72)	-2.670* (-1.79)	1.928 (0.68)	-2.268 (-1.58)			1.750 (0.63)	-2.555* (-1.73)
	<i>N</i>	340	605	340	605	340	605	340	605	340	605	340	605
	<i>R<sup>2</sup>_A</i>	0.411	0.390	0.410	0.387	0.410	0.389	0.256	0.183	0.256	0.180	0.256	0.183

注: *z*和*t*值经公司层面和年度层面 cluster 调整过的, \*, \*\*, \*\*\* 分别是 10%、5% 和 1% 显著水平。控制变量结果未列出。

### 5. 分析师个体处理信息的能力

由分析师预测行为体现出来的分析师个体处理和利用信息的能力是多方面的。已有的文献 (Balakrishnan and Bartov, 2011; Druz et al., 2013) 研究表明经验丰富的分析师确实要比经验不足的分析师在处理语调信息方面有更卓越的能力, 主要表现在对正面语调信息和负面语调信息的处理会有所不同, 即经验丰富的分析师会更倾向于充分利用正面语调信息和负面语调信息, 而经验不足的分析师仅仅对负面语调做出恰当的反应。基于我国业绩预告说明会管理层正面语调和负面语调都可以显著预测上市公司的未来业绩 (谢德仁、林乐, 2015), 因此, 正面语调和负面语调均有信息增量的作用, 分析师都可以加以利用, 但负面语调更加可信使得市场投资者对负面语调有更加及时的反应 (林乐、谢德仁, 2016), 因此, 可以预测, 对于负面语调的分析和处理, 经验丰富与经验不足的两类分析师不会对其利用负面语调来更新预测造成显著的差异; 而对于正面语调的分析和利用, 有经验的分析师对其更加自信, 多年的跟踪经验帮助其多角度验证正面语调的可信度, 则更有可能及时恰当地将正面语调运用于更新荐股水平及其变动上; 而经验不足的分析师对正面语调可能反应不足或者不够及时性, 表现出与市场对正面语调的反应一致 (林乐、谢德仁, 2016)。

此外, 正如假说论证中所述, 我国分析师每年需要撰写大量的预测报告, 占用较多的精力, 对深入调研缺乏时间和精力, 以及所在的规模较小的券商可能对分析师调研等投入不足, 均会影响分析师获取信息的来源选择和处理信息的能力, 若业绩说明会管理层语调是有信息增量的, 它的低成本和便利性有助于那些没有时间去实地调研的分析师可以利用其来更新预测。

本文从分析师的经验 (*EXP*, 用从业年限衡量)、明星分析师 (*STAR*)、行业经验 (*PORT*, 用分析师跟踪上市公司家数来衡量)、券商规模 (*BKSIZE*)、精力或繁忙程度 (*RPTNUM*, 用每年撰写的预测报告数来衡量) 等方面来衡量分析师个体处理信息的能力。利用分析师—公司一年的样本观测进行 Logit 或有序 Logit 回归, 对模型做相应的改变, 控制变量继续保留公司特征变量以及行业、年度哑变量, 对分析师之前荐股的控制变量 (*RECB4*、*RECRIVS*) 改成分析师个体的前一次荐股水平 (*LAGREC*) 以及事件窗口内的荐股更改次数 (*RIVSNUM*), 另加入分析师当年跟踪的上市公司家数 (*COVER*)、分析师从业年限 (*EXPYEAR*)、分析师所在券商规模 (*BKSIZE*), 券商当年营业收入取自然对数等控制变量, 对新的控制变量进行上下 1% winsorize, 在 Logit 回归中对 *z* 值进行分析师层面和年度层面的 cluster 调整, 在有序 Logit 回归中对 *z* 值进行分析师—年度层面的

表 7-1 从管理层动机看语调可靠性: *TONE* 对分析师预测更新的影响

分组变量		0	1	0	1	0	1	0	1
		<i>RVSIF</i>	<i>RVSIF</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>RVSPCT</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>EI</i>	<i>TONE</i>	1.365*** (4.48)	1.541* (1.82)	0.161** (2.34)	0.269*** (2.71)	0.108** (2.30)	0.144** (2.13)	0.105** (2.15)	0.144** (2.13)
	<i>N</i>	2537	362	1429	281	759	186	759	186
	<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.175	0.181	0.050	0.031	0.370	0.468	0.202	0.209
<i>SEOINC</i>	<i>TONE</i>	1.364*** (4.58)	2.024** (2.07)	0.202*** (4.05)	0.010 (0.04)	0.155*** (2.93)	-0.087 (-0.34)	0.149*** (2.74)	-0.088 (-0.35)
	<i>N</i>	2573	338	1480	230	815	130	815	130
	<i>R<sup>2</sup><sub>p/a</sub></i>	0.186	0.173	0.042	0.235	0.404	0.288	0.222	-0.011

注: *z* 和 *t* 值经公司层面和年度层面 cluster 调整过的, \*, \*\*, \*\*\* 分别是 10%、5% 和 1% 显著水平。控制变量结果未列出。

表 7-2 从管理层动机看语调可靠性: *POSPCT* 与 *NEGPT* 对分析师预测更新的影响

分组变量		0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1
		<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>REC</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>	<i>RECCHG</i>
<i>EI</i>	<i>POSPCT</i>	1.771** (2.27)	-0.664 (-0.65)	1.819*** (2.65)	-0.089 (-0.11)			1.614** (1.99)	-0.664 (-0.65)	1.668** (2.35)	-0.089 (-0.11)		
	<i>NEGPT</i>	-0.589 (-0.39)	-2.443 (-1.65)			-0.887 (-0.64)	-2.204* (-1.72)	-0.668 (-0.42)	-2.443 (-1.65)			-0.939 (-0.64)	-2.204* (-1.72)
	<i>N</i>	759	186	759	186	759	186	759	186	759	186	759	186
<i>SEOINC</i>	<i>POSPCT</i>	2.047*** (3.53)	-0.851 (-0.51)	2.214*** (3.95)	-0.782 (-0.50)			1.934*** (3.39)	-1.138 (-0.65)	2.098*** (3.93)	-1.075 (-0.67)		
	<i>NEGPT</i>	-1.299 (-1.13)	2.567 (0.60)			-1.808 (-1.63)	2.526 (0.60)	-1.279 (-1.04)	2.359 (0.57)			-1.760 (-1.49)	2.304 (0.56)
	<i>N</i>	815	130	815	130	815	130	815	130	815	130	815	130
<i>SEOINC</i>	<i>R<sup>2</sup><sub>A</sub></i>	0.405	0.284	0.405	0.287	0.401	0.291	0.223	-0.016	0.223	-0.011	0.219	-0.008

注: *z* 和 *t* 值经公司层面和年度层面 cluster 调整过的, \*, \*\*, \*\*\* 分别是 10%、5% 和 1% 显著水平。控制变量结果未列出。

的 cluster 调整。分组回归结果见表 8, 结果表明: 与经验不足的分析相比, 经验丰富 (从 *EXP* 和 *PORT* 来看) 的分析师会利用管理层语调来更新预测行为, 尤其是对于正面语调 (*POSPCT*), 经验丰富的分析师要比经验不足的分析显著地利用正面语调来提高其荐股水平 (*REC*) 及其变动 (*RECCHG*)。这意味着经验丰富的分

析师显著区别于经验不足的同行和市场投资者,将正面语调充分反映在其荐股水平及其变动上,一定程度上体现了丰富研究经验所带来的定性信息分析和处理能力的卓越性,与已有的文献发现结果一致。此外,在非明星分析师(明星分析师占比22.46%)、券商规模小以及工作较繁忙的情况下,这类分析师更有可能利用语调更新其预测行为,一定

表8-1 分析师个体处理信息的能力:  
TONE对分析师预测更新的影响

分组变量		0	1	0	1	0	1
		RVSIF	RVSIF	REC	REC	RECCHG	RECCHG
EXP	TONE	0.432** (2.49)	0.547*** (4.40)	0.717* (1.85)	0.674* (1.93)	0.908* (1.95)	0.918** (2.16)
	N	6318	5621	1797	1850	1779	1848
	R <sup>2</sup> _p	0.012	0.018	0.448	0.421	0.135	0.164
BKSIZE	TONE	0.372 (1.42)	0.512*** (3.98)	1.227** (1.98)	0.534* (1.76)	1.661** (2.32)	0.697* (1.93)
	N	2849	9091	676	2971	667	2960
	R <sup>2</sup> _p	0.013	0.012	0.355	0.464	0.188	0.137
STAR	TONE	0.454*** (3.57)	0.708** (2.53)	0.648** (2.25)	0.908 (1.28)	0.871** (2.50)	1.114 (1.38)
	N	10158	1781	2978	669	2959	668
	R <sup>2</sup> _p	0.011	0.028	0.414	0.531	0.135	0.211
PORT	TONE	0.676*** (4.03)	0.327** (2.03)	0.379 (0.97)	0.955** (2.55)	0.589 (1.28)	1.223*** (2.65)
	N	5733	6205	1679	1968	1672	1955
	R <sup>2</sup> _p	0.013	0.015	0.415	0.456	0.164	0.137
RPTNUM	TONE	0.602** (2.40)	0.458*** (3.50)	0.337 (0.49)	0.687** (2.30)	0.657 (0.81)	0.888** (2.48)
	N	2474	9453	576	3071	575	3052
	R <sup>2</sup> _p	0.012	0.012	0.369	0.450	0.179	0.141

注:z值经分析师层面和年度层面cluster调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。控制变量结果未列出。

表8-2 分析师个体处理信息的能力:POSPCT&NEGPT对分析师预测更新的影响

分组变量		0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1
		REC	REC	REC	REC	REC	REC	RECCHG	RECCHG	RECCHG	RECCHG	RECCHG	RECCHG
EXP	POSPCT	0.543 (0.12)	12.161*** (2.58)	2.777 (0.62)	12.435*** (2.69)			0.232 (0.04)	16.453*** (2.74)	3.203 (0.61)	16.867*** (2.88)		
	NEGPT	-14.057* (-1.93)	-2.151 (-0.36)			-14.222** (-2.00)	-5.285 (-0.90)	-18.285** (-2.02)	-2.931 (-0.40)			-18.357** (-2.10)	-7.705 (-1.07)
	N	1797	1850	1797	1850	1797	1850	1779	1848	1779	1848	1779	1848
	R <sup>2</sup> _A	0.449	0.422	0.448	0.422	0.449	0.420	0.135	0.167	0.133	0.166	0.135	0.163
BKSIZE	POSPCT	20.076*** (2.75)	3.236 (0.85)	20.914*** (2.86)	4.289 (1.15)			24.404*** (2.85)	4.983 (1.08)	26.076*** (3.09)	6.343 (1.42)		
	NEGPT	-5.393 (-0.49)	-7.568 (-1.40)			-12.322 (-1.13)	-8.426 (-1.59)	-9.371 (-0.71)	-9.401 (-1.42)			-18.863 (-1.46)	-10.783* (-1.68)
	N	676	2971	676	2971	676	2971	667	2960	667	2960	667	2960
	R <sup>2</sup> _A	0.358	0.464	0.358	0.463	0.353	0.464	0.192	0.137	0.192	0.137	0.184	0.137
STAR	POSPCT	7.657** (2.13)	-2.460 (-0.32)	8.515** (2.42)	1.027 (0.13)			9.881** (2.24)	-3.391 (-0.34)	11.136*** (2.60)	1.779 (0.19)		
	NEGPT	-6.423 (-1.23)	-18.685 (-1.60)			-8.451* (-1.65)	-17.801 (-1.50)	-9.058 (-1.40)	-23.783* (-1.68)			-11.788* (-1.88)	-22.338 (-2.14)
	N	2978	669	2978	669	2978	669	2959	668	2959	668	2959	668
	R <sup>2</sup> _A	0.414	0.531	0.414	0.530	0.413	0.531	0.136	0.212	0.135	0.208	0.135	0.212
PORT	POSPCT	4.832 (1.04)	8.518* (1.82)	5.188 (1.11)	10.346** (2.28)			8.001 (1.43)	9.783* (1.65)	8.535 (1.54)	12.459** (2.21)		
	NEGPT	-3.304 (-0.48)	-11.218* (-1.66)			-4.415 (-0.65)	-13.811** (-2.10)	-4.553 (-0.54)	-15.358* (-1.78)			-6.565 (-0.79)	-18.564** (-2.25)
	N	1679	1968	1679	1968	1679	1968	1672	1955	1672	1955	1672	1955
	R <sup>2</sup> _A	0.415	0.456	0.415	0.455	0.415	0.455	0.165	0.138	0.165	0.136	0.164	0.136
RPTNUM	POSPCT	13.288* (1.69)	5.276 (1.43)	12.857 (1.61)	6.570* (1.82)			18.587** (2.07)	6.728 (1.49)	18.236** (2.00)	8.523* (1.95)		
	NEGPT	3.936 (0.35)	-8.948* (-1.67)			1.199 (0.11)	-10.459** (-1.99)	2.939 (0.21)	-11.722* (-1.77)			-1.517 (-0.11)	-13.769** (-2.14)
	N	576	3071	576	3071	576	3071	575	3052	575	3052	575	3052
	R <sup>2</sup> _A	0.371	0.450	0.371	0.450	0.369	0.450	0.183	0.141	0.183	0.140	0.178	0.140

注:z值经分析师层面和年度层面cluster调整过的,\*、\*\*、\*\*\*分别是10%、5%和1%显著水平。控制变量结果未列出。

程度上支持分析师因为业绩说明会的便捷性和低成本,会利用业绩说明会语调来更新预测这一说法,与蔡庆丰和陈娇(2011)指出的当前我国分析师存在的不足现状较为一致,展现出分析师尽最大努力充分利用上市公司披露的公开信息来提高其预测效率。

本文还对分析师个体动机,如近3年所在券商有无承销业务的利益相关等方面进行考察(结果未列出),以及上述的管理层动机、机构持股比例等结果,均较不支持分析师利用管理层语调来达成其预测动机。可能的解释是管理层语调是软信息,比较考验分析师对这类信息可靠性等的判断,再综合考虑为讨好管理层等发布乐观评级报告换取私有信息的价值衡量(赵良玉等,2013),分析师出于声誉的考虑对业绩说明会管理层语调的利用比较谨慎。

综上,业绩说明会与年报披露间隔时间越长,分析师对语调的信息增量的关注和解读会越强烈;上市公司信息披露质量越高,管理层语调越可靠,使得分析师更有可能利用管理层语调更新其荐股行为;而经验丰富可以帮助分析师充分利用管理层正面语调更新其荐股行为,与经验不足的分析师以及市场投资者对正面语调的利用之间产生显著不同,也在一定程度上体现了经验丰富的分析师分析



和处理管理层语调等定性信息的卓越能力。隶属于小券商、非明星以及需要撰写较多预测报告的分析师,更有可能利用业绩说明会来更新预测,一定程度反映出业绩说明会语调的信息增量作用,可以部分替代实地调研,帮助分析师提高其预测效率。从分析师个体的能力和动机结果来看,反映出分析师对软信息的信息增量(包括可信度)的判断与权衡,以及其自身预测经验、资源受限等对这类判断的影响存在显著的差异。

## (二)分析师利用语调荐股的投资价值

最后,本文检验了分析师利用管理层语调更新荐股这一行为的投资价值,即是否增加投资回报。对管理层语调(*TONE*、*POSPCT*或*NEGPCT*)和分析师荐股行为(*RVSIF*或*REC*)做2×2双重排序(double sorting),对业绩说明会的*CAR*[0, 90](1% winsorize后)做单边均值检验,结果见表9:管理层语调*TONE*、*POSPCT*越高或*NEGPCT*越低,有更新预测(*RVSIF*)或者荐股水平(*REC*)越高,*CAR*[0, 90]显著越高,说明分析师根据语调荐股更新行为对投资者是有投资价值的,能增进投资回报。本文还做了3×3 double sorting,结果依然成立(结果表格备案)。

## 七、结论

随着计算机自然语言处理能力的快速发展和

表9 2×2 double sorting后的[0, 90]CAR单边均值检验

	<i>RVSIF</i>	0		1		T 值
		N	Mean	N	Mean	
<i>TONE</i>						
1		378	-0.0164	639	0.0203	-2.8041***
2		366	0.0301	765	0.0713	-3.3370***
T 值		-3.6525***		-4.5406***		
<i>POSPCT</i>						
1		387	-0.0062	675	0.0363	-3.2180***
2		357	0.0202	729	0.0591	-3.1486***
T 值		-2.0602**		-2.0243**		
<i>NEGPCT</i>						
1		371	0.0328	765	0.0707	-3.0737***
2		373	-0.0198	639	0.0211	-3.1112***
T 值		4.1455***		4.4148***		
<i>REC</i>						
1		165	0.0069	189	0.0772	-3.1092***
2		193	0.0492	234	0.1267	-3.7083***
T 值		-1.8742**		2.3553***		
<i>POSPCT</i>						
1		173	0.0148	206	0.0854	-3.0773***
2		184	0.0371	218	0.1278	-4.4157***
T 值		-1.0006		-2.0109**		
<i>NEGPCT</i>						
1		192	0.0469	237	0.1273	-3.8520***
2		167	0.0152	185	0.0710	-2.4523***
T 值		1.3898*		2.6923**		

计算能力的提升,对文本信息的定量衡量方法日渐增多,这些技术的发展将彻底改变人们对信息的获取、处理和利用,同时对分析师这一专业解读和生产信息的行业也产生重大的影响。业绩说明会借助于当前先进的信息披露技术,具有网络互动实时性,不仅使得上市公司信息披露实践贴合时代发展,更深层次地,这种上市公司互动式的动态信息披露实践也对分析师预测行为产生重要的影响。本文选取管理层语调这一视角,研究业绩说明会披露的信息如何影响拥有信息卓越分析能力的分析师挖掘和利用到自身的预测行为中。实证研究结果显示,管理层净正面语调可以提高分析师对上市公司荐股报告的更新可能性及更新人数比例,并会提高分析师荐股评级水平及其变动;进一步地,由于分析师乐观性偏差的存在,管理层净正面语调会显著提高分析师荐股水平(变动),其主要表现在分析师对管理层正面语调的吸收,并没有将管理层负面语调所表达的负面信息反映到他们的荐股评级中去。从公司截面差异来看,更长的业绩说明会与年报披露间隔时间、可靠性更高的语调(即体现在:更好的业绩、更为一致的业绩与语调变动、更好的信息披露环境、不存在管理层动机的情况下等)均显著影响管理层语调与分析师荐股水平及其变动的正向关联关系。从分析师截面差异来看,从业经验丰富的分析师显著区别于经验不足的同行和市场投资者,更能够将管理层语调充分反映在其荐股水平及其变动上,一定程度上体现了丰富研究经验所带来的定性信息分析和处理能力的卓越性。此外,非明星、来自小券商和工作繁忙的分析师则更有可能利用业绩说明会语调来更新其荐股行为,体现了业绩说明会的低成本和便利特性带来的优势,对分析师参与上市公司实地调研有一定的替代性。最后,分析师利用管理层语调更新荐股报告有一定的投资价值,增加了投资回报。这些发现进一步表明,业绩说明会管理层语调是有信息含量的,且分析师对此进行了一定程度的利用,调整了自身的相关预测行为。这些发现也在一定程度上表明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实践提供了经验证据。这些结果还说明了分析师对上市公司管理层语调的利用能力和程度存在差异。当然,本文关于分析师利用了业绩说明会中的管理层语调这一文本信息的结论,并不能说明公司本身提供的信息总量及其定

量信息与文本信息之结构是否适度,也不能说明公司文本信息是否会被资本市场利益相关者充分使用,且本文的研究也没有考虑公司管理层是否及如何对业绩说明会中的管理层语调进行了“管理”。这些有趣的问题值得未来展开进一步研究。

(作者单位:林乐,首都经济贸易大学会计学院;谢德仁,清华大学经济管理学院;责任编辑:尚增健)

#### 注释

①它与业绩说明会的主要区别体现在:盈余电话会议是自愿性、季度性,其主要提问对象是分析师,并存在提前预约提问的可能,与定期报告的披露间隔时间短,管理层通过语音、视频表现的可见度高,以及存在一定的法律风险。

②从2005~2012年上市公司在全景网召开年度业绩说明会的统计数据来看,纯粹自愿召开业绩说明会的上市公司仅有39个公司年观测。

③比如,深交所于2004年发布《深圳证券交易所中小企业上市公司诚信建设指引》、《关于做好中小企业上市公司2005年年度报告工作的通知》、《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》等文件中均有规定。

④业绩说明会的很多特点可能与“网上投资者接待日”相同,但其强调的“业绩”很大程度上区别于投资者接待日。

⑤Frost和Pownall(1994)、Botosan和Harris(2000)以及Chen等(2002)等发现投资者对信息的需求会使得公司有更多的自愿性披露。

⑥这种互动的好处体现在:理论研究表明,经理人在进行投资决策时会征求市场参与者的反馈(Dye and Sridhar, 2002; Langberg and Sivaramakrishnan, 2010)。业绩说明会管理层与(潜在)投资者的互动意味着经理人有一个宝贵的机会来收集对他们未来决策有用的即时反馈。

⑦在金融市场上,投资者网络(Investor Network)对于信息的传播起着重要的作用。投资者不但从市场资产价格中学习,而且通过观察网络中其他人的行为和结果、彼此之间的交流,并通过理性的推断或心理偏爱影响自己的投资决策。投资者网络的存在性(Cohen et al., 2008; Hong et al., 2005; Ozsoylev et al., 2014; Pareek, 2012; 肖欣荣等, 2012),并被用以解释投资者的行为与资产价格的“异象”。

⑧投资者之间的社会互动与信息交流对其投资行为会产生影响(Shiller and Pound, 1986; Hong et al., 2004; Ivkovic and Weisbenner, 2007; 李涛, 2006a、2006b; 周铭山等, 2011)。

⑨也许有人会指出,由于业绩说明会中提问者的匿名化,难以找到直接证据表明是分析师在提问,但从一些问题表达的专业程度,很可能是分析师所提出的。且如后面分析的,即使分析师因故不能即时参与,事后也会及时去阅读和分析业绩说明会中的信息。

⑩由于管理层语调对分析师盈余预测(模型)的具体影响机制尚不清晰,故本文选取管理层语调对分析师荐股更新这一预测行为的影响。此外,管理层语调对分析师更新盈余预测报告的可能性及占比的相关回归结果与其对荐股报告更新的相关结果一致(结果表格备取)。

⑪将业绩说明会管理层回答内容文本的所有词语列表与HowNet情感词典进行匹配,发现HowNet情感词典上的词语出现在管理层用语中不多,匹配度很差。

#### 参考文献

(1)白晓宇:《上市公司信息披露政策对分析师预测的多

重影响研究》,《金融研究》,2009年第4期。

(2)蔡庆丰、陈娇:《证券分析师缘何复述市场信息——基于市场反应的实证检验与治理探讨》,《中国工业经济》,2011年第7期。

(3)蔡庆丰、杨侃:《是谁在“捕风捉影”:机构投资者Vs证券分析师——基于A股信息交易者信息偏好的实证研究》,《金融研究》,2013年第6期。

(4)曹胜、朱红军:《王婆卖瓜:券商自营业务与分析师乐观性》,《管理世界》,2011年第7期。

(5)陈维、陈伟、吴世农:《证券分析师的股票评级与内部人交易——我国证券分析师是否存在道德风险?》,《证券市场导报》,2014年第3期。

(6)储一昀、仓勇涛:《财务分析师预测的价格可信吗?——来自中国证券市场的经验证据》,《管理世界》,2008年第3期。

(7)方军雄:《我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测》,《金融研究》,2007年第6期。

(8)官峰、靳庆鲁、张佩佩:《机构投资者与分析师行为——基于定向增发解禁背景》,《财经研究》,2015年第6期。

(9)郭杰、洪洁瑛:《中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究》,《经济研究》,2009年第11期。

(10)何贤杰、肖土盛、朱红军:《所有权性质、治理环境与企业社会责任信息披露的经济后果:基于分析师盈利预测的研究视角》,《中国会计与财务研究》,2013年第2期。

(11)黄霖、黄宇虹:《有形信息,无形信息与分析师行为》,《中国会计评论》,2013年第3期。

(12)江向才:《公司治理与机构投资者持股之研究》,《南开管理评论》,2004年第7期。

(13)乐国安、董颖红、陈浩、赖凯声:《在线文本情感分析技术及应用》,《心理科学进展》,2013年第10期。

(14)李丽青:《分析师盈利预测能表征“市场预期盈利”吗?——来自中国A股市场的经验证据》,《南开管理评论》,2012年第6期。

(15)李涛:《社会互动,信任与股市参与》,《经济研究》,2006年第1期。

(16)李涛:《社会互动与投资选择》,《经济研究》,2006年第8期。

(17)李翔、冯峥:《会计信息披露需求:来自证券研究机构的分析》,《会计研究》,2006年第3期。

(18)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》,《财经研究》,2016年第7期。

(19)林翔:《对中国证券咨询机构预测的分析》,《经济研究》,2000年第2期。

(20)陆瑶、朱玉杰、胡晓元:《机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究》,《南开管理评论》,2012年第1期。

(21)王玉涛、王彦超:《业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗》,《金融研究》,2012年第6期。

(22)魏韡、向阳、陈千魏:《中文文本情感分析综述》,《计算机应用》,2011年第12期。

(23)吴超鹏、郑方镗、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?》,《经济学(季刊)》,2013年第3期。

(24)吴东辉、薛祖云:《财务分析师盈利预测的投资价值:来自深沪A股市场的证据》,《会计研究》,2005年第8期。

(25)夏冬林、李刚:《机构投资者持股和会计盈余质量》,《当代财经》,2008年第2期。

(26)肖欣荣、刘健、赵海健:《机构投资者行为的传染——基于投资者网络视角》,《管理世界》,2012年第12期。

(27)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》,《会计研究》,2015年第2期。

(28)徐欣、唐清泉:《财务分析师跟踪与企业 R&D 活动——来自中国证券市场的研究》,《金融研究》,2010年第12期。

(29)叶建芳、李丹蒙、丁琼:《真实环境下机构投资者持股与公司透明度研究——基于遗漏变量与互为因果的内生性检验分析视角》,《财经研究》,2009年第1期。

(30)原红旗、黄倩茹:《承销商分析师与非承销商分析师预测评级比较研究》,《中国会计评论》,2007年第3期。

(31)岳衡、林小驰:《证券分析师 Vs 统计模型: 证券分析师盈余预测的相对准确性及其决定因素》,《会计研究》,2008年第40期。

(32)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》,《管理世界》,2013年第4期。

(33)赵妍妍、秦兵、刘挺:《文本情感分析》,《软件学报》,2010年第8期。

张敏、冯虹茜、张雯:《机构持股,审计师选择与审计意见》,《审计研究》,2011年第6期。

(34)周铭山、孙磊、刘玉珍:《社会互动,相对财富关注及股市参与》,《金融研究》,2011年第2期。

(35)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》,《金融研究》,2007年第2期。

(36)Aerts, W., Cormier, D. and Magnan, M., 2007, "The Association between Web-Based Corporate Performance Disclosure and Financial Analyst Behaviour under Different Governance Regimes", *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), pp. 1301~1329.

(37)Baginski, S., Demers, E., Wang, C. and Yu, J., 2012, "Managerial Incentives and the Language in Management Forecast Press Releases", Working Paper.

(38)Baik, B. and Nam, H., 2009, "The Effect of Regulation Fair Disclosure on Conference Calls: The Case of Earnings Surprises", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(6), pp.829.

(39)Balakrishnan, K. and Bartov, E., 2011, "Analysts' Use of Qualitative Earnings Information: Evidence from the IPO Prospectus' Risk Factors Section", Unpublished Working Paper.

(40)Barth, M. E., Kasznik, R. and McNichols, M. F., 2001, "Analyst Coverage and Intangible Assets", *Journal of Accounting Research*, 39(1), pp.1~34.

(41)Bassemir, M., Novotny-Farkas, Z. and Pachta, J., 2013, "The Effect of Conference Calls on Analysts' Forecasts—German Evidence", *European Accounting Review*, 22(1), pp. 151~183.

(42)Black, E., Christensen, T. E., Kiosse, P. V. and Steffen, T., 2014, "Does Management Discussion of Pro Forma Earnings in Press Releases and Conference Calls Influence Street Earnings Exclusions?", Working Paper.

(43)Bonsall IV, S., Bozanic, Z. and Fischer, P., 2013, "The Informativeness of Disclosure Tone", Available at SSRN 1598364.

(44)Botosan, C. A. and Harris, M. S., 2000, "Motivations for a Change in Disclosure Frequency and its Consequences: An Examination of Voluntary Quarterly Segment Disclosures", *Journal of Accounting Research*, 38(2), pp. 329~353.

(45)Bowen, R. M., Davis, A. K. and Matsumoto, D. A., 2002, "Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts?", *The Accounting Review*, 77(2), pp.285~316.

(46)Bozzolan, S., Trombetta, M. and Beretta, S., 2009, "Forward-Looking Disclosures, Financial Verifiability and Analysts' Forecasts: A Study of Cross-Listed European Firms", *European*

*Accounting Review*, 18(3), pp. 435~473.

(47)Bradshaw, M. T., 2004, "How Do Analysts Use their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations?", *The Accounting Review*, 79(1), pp. 25~50.

(48)Brockman, P., Li, X. and Price, S. M., 2013, "Do Managers Put their Money Where their Mouths are? Evidence from Insider Trading after Conference Calls", Working Paper.

(49)Bushman, R. M. and Smith, A. J., 2003, "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance", *Financial Accounting Information and Corporate Governance. Economic Policy Review*, 9(1), pp. 65~87.

(50)Chen, J. V., Nagar, V. and Schoenfeld, J., 2014, "Sources of Analyst Expertise", *Ross School of Business Paper*, (1197).

(51)Chen, S., Defond, M. L. and Park, C. W., 2002, "Voluntary Disclosure of Balance Sheet Information in Quarterly Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2), pp. 229~251.

(52)Chen, W., 2014, "Determinants and Consequences of Operations-Related Disclosures", The Hong Kong Polytechnic University Working Paper.

(53)Cohen, L., Frazzini, A. and Malloy, C., 2008, "The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns", *Journal of Political Economy*, 116(5), pp. 951~979.

(54)Cormier, D. and Magnan, M., 2014, "The Impact of Social Responsibility Disclosure and Governance on Financial Analysts' Information Environment", *Corporate Governance*, 14 (4), pp. 467~484.

(55)Demers, E. and Vega, C., 2011, "Linguistic Tone in Earnings Announcements: News Or Noise?", *FRB International Finance Discussion Paper*, (951).

(56)Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. and Yang, Y. G., 2011, "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting", *The Accounting Review*, 86(1), pp. 59~100.

(57)Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. and Yang, Y. G., 2012, "Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure", *The Accounting Review*, 87(3), pp. 723~759.

(58)Druz, M., Wagner, A. F. and Zeckhauser, R. J., 2013, "Tips and Tells from Managers: Between the Lines Inferences from Conference Calls", Working paper.

(59)Dye, R. A. and Sridhar, S., 2002, "Resource Allocation Effects of Price Reactions to Disclosures", *Contemporary Accounting Research*, 19(3), pp. 385~410.

(60)Easley, D. and O'Hara, M., 2004, "Information and the Cost of Capital", *The Journal of Finance*, 59(4), pp. 1553~1583.

(61)Easterwood, J. C. and Nutt, S. R., 1999, "Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?", *Journal of Finance*, 54(5), pp. 1777~1797.

(62)Firth, M., Lin, C., Liu, P. and Xuan, Y., 2013, "The Client is King: Do Mutual Fund Relationships Bias Analyst Recommendations?", *Journal of Accounting Research*, 51(1), pp. 165~200.

(63)Francis, J. and Philbrick, D., 1993, "Analysts' Decisions as Products of a Multi-Task Environment", *Journal of Accounting Research*, 31(2), pp. 216~230.

(64)Frankel, R. and Li, X., 2004, "Characteristics of a Firm's Information Environment and the Information Asymmetry



between Insiders and Outsiders", *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), pp. 229~259.

(65) Frost, C. A. and Pownall, G., 1994, "Accounting Disclosure Practices in the United States and the United Kingdom", *Journal of Accounting Research*, 32(1), pp. 75~102.

(66) Gordon, E. A., Henry, E., Peytcheva, M. and Sun, L., 2013, "Discretionary Disclosure and the Market Reaction to Re-statements", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41(1), pp. 75~110.

(67) Grossman, S. J. and Stiglitz, J. E., 1980, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *The American Economic Review*, 70(3), pp.393~408.

(68) Gu, Z., Li, Z. and Yang, Y. G., 2012, "Monitors Or Predators: The Influence of Institutional Investors On Sell-Side Analysts", *The Accounting Review*, 88(1), pp.137~169.

(69) Henry, E., 2008, "Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written?", *Journal of Business Communication*, 45(4), pp. 363~407.

(70) Henry, E. and Leone, A., 2009, "Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research", Available at SSRN 1470807.

(71) Hong, H., Kubik, J. D. and Stein, J. C., 2005, "Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers", *The Journal of Finance*, 60(6), pp. 2801~2824.

(72) Hong, H., Kubik, J. D. and Stein, J. C., 2004, "Social Interaction and Stock-Market Participation", *The Journal of Finance*, 59(1), pp. 137~163.

(73) Hope, O. K., 2003, "Accounting Policy Disclosures and Analysts' Forecasts", *Contemporary Accounting Research*, 20(2), pp. 295~321.

(74) Huang, A. G. and Mamo, K., 2014, "Do Analysts Read the News?", Working Paper.

(75) Irani, A. J., 2004, "The Effect of Regulation Fair Disclosure on the Relevance of Conference Calls to Financial Analysts", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22(1), pp. 15~28.

(76) Ivkovic, Z. and Weisbenner, S., 2007, "Information Diffusion Effects in Individual Investors' Common Stock Purchases: Covet Thy Neighbors' Investment Choices", *Review of Financial Studies*, 20(4), pp.1327~1357.

(77) Jackson, A. R., 2005, "Trade Generation, Reputation and Sell-Side Analysts", *The Journal of Finance*, 60(2), pp.673~717.

(78) Jung, M. J., Wong, M. F. and Zhang, X. F., 2014, "Analyst Interest as an Early Indicator of Firm Fundamental Changes and Stock Returns", *The Accounting Review*, 90(3), pp. 1049~1078.

(79) Kimbrough, M. D., 2007, "The Influences of Financial Statement Recognition and Analyst Coverage on the Market's Valuation of R&D Capital", *The Accounting Review*, 82(5), pp. 1195~1225.

(80) Kimbrough, M. D., 2005, "The Effect of Conference Calls on Analyst and Market Underreaction to Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 80(1), pp.189~219.

(81) Langberg, N. and Sivaramakrishnan, K., 2010, "Voluntary Disclosures and Analyst Feedback", *Journal of Accounting Research*, 48(3), pp. 603~646.

(82) Lansford, B., Lee, J. and Tucker, J. W., 2009, "Disclosure of Management Guidance in Conference Calls: Materiality, Determinants and Consequences", Available at SSRN 1270974.

(83) Lee, J. A., 2014, "Scripted Earnings Conference Calls as a Signal of Future Firm Performance", Available at SSRN 2426504.

(84) Loughran, T. and McDonald, B., 2011, "When is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries and 10-Ks", *The Journal of Finance*, 66(1), pp. 35~65.

(85) Lys, T. and Sohn, S., 1990, "The Association between Revisions of Financial Analysts' Earnings Forecasts and Security-Price Changes", *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), pp. 341~363.

(86) Mayew, W. J., 2008, "Evidence of Management Discrimination among Analysts During Earnings Conference Calls", *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp. 627~659.

(87) Mayew, W. J., Sharp, N. Y. and Venkatachalam, M., 2013, "Using Earnings Conference Calls to Identify Analysts with Superior Private Information", *Review of Accounting Studies*, 18(2), pp. 386~413.

(88) Mayew, W. J. and Venkatachalam, M., 2012, "The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance", *The Journal of Finance*, 67(1), pp. 1~43.

(89) McNichols, M. and O'Brien, P. C., 1997, "Self-Selection and Analyst Coverage", *Journal of Accounting Research*, 35(4), pp. 167~199.

(90) Merkley, K. J., 2014, "Narrative Disclosure and Earnings Performance: Evidence from R&D Disclosures", *The Accounting Review*, 89(2), pp.725~757.

(91) Mola, S. and Guidolin, M., 2009, "Affiliated Mutual Funds and Analyst Optimism", *Journal of Financial Economics*, 93(1), pp. 108~137.

(92) O'Brien, P. C., McNichols, M. F. and Lin, H., 2005, "Analyst Impartiality and Investment Banking Relationships", *Journal of Accounting Research*, 43(4), pp. 623~650.

(93) Ozsoylev, H. N., Walden, J., Yavuz, M. D. and Bildik, R., 2014, "Investor Networks in the Stock Market", *Review of Financial Studies*, 27(5), pp. 1323~1366.

(94) Pareek, A., 2012, "Information Networks: Implications for Mutual Fund Trading Behavior and Stock Returns", Available at SSRN 1361779.

(95) Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R. and Bliss, B. A., 2012, "Earnings Conference Calls and Stock Returns: The Incremental Informativeness of Textual Tone", *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp. 992~1011.

(96) Roelofsens, E. M., 2010, "The Role of Analyst Conference Calls in Capital Markets", Erasmus University Rotterdam Working Paper.

(97) Schipper, K., 1991, "Analysts' Forecasts", *Accounting Horizons*, 5(4), p.105.

(98) Shiller, R. J. and Pound, J., 1986, *Survey Evidence on Diffusion of Interest Among Institutional Investors*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.

(99) Simpson, A., 2010, "Analysts' Use of Nonfinancial Information Disclosures", *Contemporary Accounting Research*, 27(1), pp. 249~288.

(100) Zhou, D., 2014, "The Blame Game", Available at SSRN 2447042.

effect is widely distributed with 63.8% of the total effect being achieved within half-day economic distance and 85.4% in one-day. (3) from the spatial distribution, the spatial spillover effect was mainly achieved in regions located in different latitudes, and was insignificant between regions with similar latitudes, testifying the realistic character of agricultural mechanization service achieved among different latitudes in China. (4) from the time dimension, the spatial spillover effect of agricultural has increased by year from 2001 to 2014. The effect for 2011~2014 is 4.6 times that of 2001~2005, which is in line with the development trend of China's scale of cross-regional service of agricultural mechanization year by year.

### **From Self-interest to Virtuousness: A Study of the Change of Business Organizations' Institutional Logics**

*Liu Depeng and other authors*

In recent years, scholars are increasingly concerned with the "social disembeddedness" problem of business organizations. Despite many scholars have tried to seek the cause to the phenomenon from different perspectives, such discourses were mainly restricted to local reflections. Nonetheless, we believe that "social disembeddedness" of business organizations is rooted in its dominant logic of self-interest which is a global and fundamental issue. Thus, in this paper, we propose that the solution to this problem should be the replacement of self-interested institutional logic with virtue institutional logic. We first reviewed the literature on virtue in the domains of philosophy, positive organizational behavior and positive organizational scholarship. Then, we discussed the strengths that virtue institutional logic has over self-interested institutional and social responsibility institutional logics. We elaborated on the feasibility and reasonableness of urging organizations to replace their current self-interested institutional logic with virtue institutional logic. Finally, we built a multi-level and multi-process institutional logic change model to elaborate on the questions of "who will change", "how to change" and "why to change" in order to contribute to the current theoretical gap in institutional logic transformation literature.

### **Do Analysts' Recommendation Revisions Use Management Tones?**

#### **A Textual Analysis Based on Earnings Communication Conferences**

*Lin Le and Xie Deren*

Based on the related textual information of 2005~2012 earnings communication conferences of Chinese listed companies, we find that net positive management tones heightened the possibilities and proportion of analysts who revised their recommendations, and also raised levels and changes of analysts' recommendation revisions. While, as the result of analysts' optimistic bias, management positive tones had significantly positive impact on levels and changes of analysts' recommendation revisions while none for negative ones. The further study documents that both the time interval between the earnings communication conference date and annual report disclosure date and the reliability of management tones have significant effects on the analysts' recommendation revision behavior. More experienced analysts, non-star analysts, analysts of smaller securities companies and busier analysts could more fully make use of or be more probable to use the management tones to revise their recommendations. These findings suggest that, management tones of earnings communication conferences are informative and are used by analysts to some extent.