

投资者对待公司财报措辞变化的惰性

——“学海拾珠”系列之四十一

报告日期: 2021-05-06

分析师: 严佳炜

执业证书号: S0010520070001

邮箱: yanjw@hazq.com

分析师: 朱定豪

执业证书号: S0010520060003

邮箱: zhudh@hazq.com

联系人: 吴正宇

执业证书号: S0010120080052

邮箱: wuzy@hazq.com

相关报告

1. 《股利是否传递了有关未来盈利的信息? ——“学海拾珠”系列之三十三》
2. 《基金规模和管理能力的错配——“学海拾珠”系列之三十四》
3. 《分析师重新覆盖对市场的影响——“学海拾珠”系列之三十五》
4. 《基金买卖决策与其引导的羊群效应——“学海拾珠”系列之三十六》
5. 《历史收益的顺序能否预测横截面收益? ——“学海拾珠”系列之三十七》
6. 《基金经理个人投入度对业绩的影响——“学海拾珠”系列之三十八》
7. 《现金流能比利润更好地预测股票收益率吗? ——“学海拾珠”系列之三十九》
8. 《处置偏差视角下的基金经理行为差异——“学海拾珠”系列之四十》

主要观点:

本篇是“学海拾珠”系列第四十一篇,本期推荐的海外文献研究了投资者对财报措辞变化的“惰性”,以及年报措辞的变化所包含的信息。研究表明**企业财报语言和结构的变化,会对公司的未来股票收益和基本面有很强的预测能力**。回到 A 股市场,报告措辞是一个相对于财务数据更“鲜活”的研究对象,通过文本分析区别正面和负面的措辞变化,相应构建因子值或事件冲击类策略,总体而言具有较大的研究价值。

● 公司财报措辞的变化对股票未来收益具有预测能力

本文采取四种方式衡量了上市公司财务报表的同比相似程度。发现财报的变化与**负面情绪、不确定性、诉讼的增加以及高管的频繁变动**有关。公司报告的变化主要集中在内容上最为灵活的**管理讨论与分析 (MD&A)** 部分。除此之外,风险因素部分的措辞变化也包含关于股票收益的大量信息。通过做多“财报不改变公司”和做空“财报改变公司”构建的多空投资组合,在下一年中获得了 34 到 58 个基点的月度收益,年化收益高达 7%。此外,这些超额收益不能用传统的风险因子、常用的收益预测因子、同期的新闻,以及财报相关的其他变量来解释。

● 公司财报措辞变化对未来公司实际经营具有预测能力

公司财报的变化对公司未来营业收入、净收入和销售额有很强的预测能力。财报变化预示着公司未来的实际经营业绩下降,驱动了股票收益的变化。措辞变化的信息最终反应在了股票价格中,没有发生反转。这些结果说明,企业报告中的细微变化包含了公司业绩和基本面变化的相关信息。

● 投资者对财报的关注程度会影响财报措辞变化的收益预测能力

本文通过公司财报的下载数据,捕捉了投资者对财报的关注程度。对财报变化程度和投资者关注度的交互效应进行检验,发现有更多投资者关注的公司,其收益预测性效果更弱。表明**投资者对财报越关注,他们更有可能发现企业报告的变化,并因此在今年的报告发布后更快地将这些信息进行定价,从而导致未来收益的可预测性降低**。

● 风险提示

本文结论基于历史数据与海外文献进行总结;不构成任何投资建议。

正文目录

| | |
|---------------------------|----|
| 1 简介 | 4 |
| 2 背景和文献综述 | 6 |
| 3 数据 | 7 |
| 4 报告变化的影响 | 9 |
| 4.1 分组组合收益 | 9 |
| 4.2 五分位数投资组合的特点 | 11 |
| 4.3 FAMA-MACBETH 回归 | 12 |
| 5 影响机制 | 12 |
| 5.1 年报变化的解释 | 12 |
| 5.2 分离年报中的关键部分 | 14 |
| 5.3 报告关键部分的收益预测能力 | 15 |
| 5.4 和投资者注意力的交互影响 | 15 |
| 5.5 公司实际经营的影响 | 17 |
| 6 结论 | 17 |
| 风险提示: | 18 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1 百特国际股票收益率的变化 | 5 |
| 图表 2 百特国际年报相关关键词频率统计 | 5 |
| 图表 3 描述性统计 | 9 |
| 图表 4 不同相似度指标分组收益统计 | 10 |
| 图表 5 投资组合的累计收益 | 11 |
| 图表 6 五分位数投资组合的特点 | 12 |
| 图表 7 控制其他变量的 FAMA-MACBETH 回归 | 12 |
| 图表 8 可能的影响机制 | 13 |
| 图表 9 财报的其他因素对收益的预测能力 | 14 |
| 图表 10 财报不同部分的相似程度 | 14 |
| 图表 11 财报不同部分的收益预测能力 | 15 |
| 图表 12 投资者注意力的交互影响 | 16 |
| 图表 13 比较性声明的影响 | 16 |
| 图表 14 公司实际经营的影响 | 17 |

1 简介

根据传统理论，投资者会从收集、处理信息，并对信息进行定价的过程中获得收益（Grossman 和 Stiglitz, 1976）。但是在过去的三十年里，信息生产和传播的成本已经大幅下降。随着成本的降低，产生的信息量也在增加，使得搜索和处理问题更加复杂。如果投资者没有跟上信息量和信息复杂度的变化，那么即使是最理性的投资者，也可能忽略公司披露的信息及其价值。

本文使用公司的年度报表来研究这种矛盾。以前的文献发现，虽然投资者一度对包含巨大变化的财务报表发布做出了及时的反应，但如今，这种报表产生的公告效应已经不太明显了（Brown 和 Tucker, 2011; Feldman 等人, 2010）。因此，这些文献认为随着时间的推移，公司报表的变化已经不再那么具有信息含量。虽然本文对上述结果进行了复现，但本文同时发现，这一结果忽略了这些报表措辞的变化会对资产价格产生的重要影响。

具体而言，公告效应的消失并不是因为财务报表随着时间的推移变得不那么有信息，而是因为投资者在年度报告发布时错过了这些微妙但重要的信号。这也许是由于报告的复杂性和长度增加了。当本文采取独特的方法分离出公司报告的变化时，本文发现公司报告的变化确实对股票价格有很大的影响，但它们是滞后的：投资者只是随着时间的推移逐渐发现报表变化中包含的信息价值，但最终这些信息还是完全被反应到股票价格和公司运营情况之中。因此，与之前的研究认为公司报告包含的信息量越来越少、价值越来越小的结论相反，本文的研究结果表明，公司年报包含了丰富的信息，但其中很大一部分信息没有被投资者及时的发现和利用。

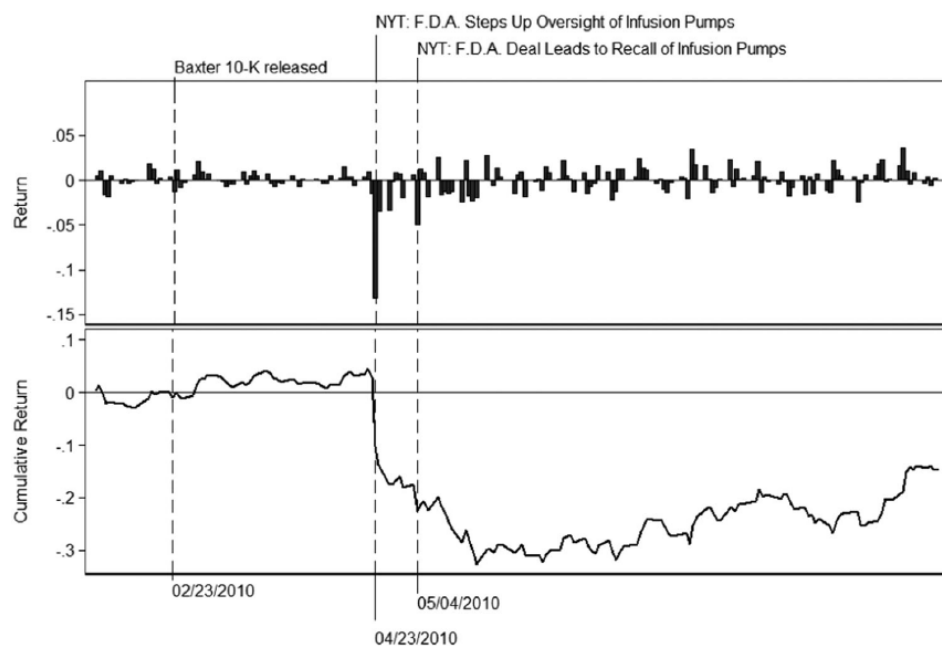
因此，本文的研究结果指出，投资者普遍不关注公司报告和其措辞的变化，而这些变化对未来的收益有很强的预测能力。

接下来以百特国际公司为例，来说明本文采用的方法。百特是一家生物科学和医疗产品公司，总部位于伊利诺伊州的迪尔菲尔德。该公司成立于 1931 年，在纽约证券交易所交易（股票代码：BAX），是标准普尔 500 指数的一员。该公司的年度报告在历史上一直是相似的，但在 2009 年发生了一些变化，其同比相似度得分下降。

在 2010 年 2 月 23 日，百特国际公司发布 2009 年年报表之后的几个月里，一些媒体都有相关的报道。例如，《纽约时报》2010 年 4 月 24 日发表的一篇文章报道称，美国食品和药物管理局（FDA）正在对医疗设备（特别是用于输送食物和药物的自动静脉泵）进行打击。文章里提到：“最大的输液泵制造商包括伊利诺伊州迪尔菲尔德的百特……”文章还引用 FDA 的一位官员，报道称更严格的新规将延缓 FDA 对自动泵的审批过程。然后，在 5 月 4 日（仅仅 10 天后），《纽约时报》报道说，FDA 对百特公司实施了大规模的召回，“根据与联邦监管机构达成的协议，百特国际公司正在从美国市场召回其输液泵，该协议旨在解决电池故障和软件错误等问题”。

围绕《纽约时报》的文章，百特国际的股票收益率出现了大幅波动。在文章前后的两周时间里，百特的价格下跌了超过-20%。这在图 1 中有所描述，图中还显示价格一直处于低迷状态，在随后的 6 个月内没有回调。相比之下，本文观察到百特在 2010 年 2 月 23 日，也就是新闻报道发表前的近两个月，对其自己披露的年报没有明显反应。

图表 1 百特国际股票收益率的变化



资料来源：华安证券研究所整理

这两个信息发布是否有关联呢？也就是说，关于百特年报的变化（两个月前的报告）是否暗示了关于自动泵存在的问题。图 2 提供了一些这方面的提示性证据。图 2 显示了百特年报中与美国食品和药物管理局的取缔行动和百特输液泵的召回相关关键词的发生频率。相对于前几年，百特在 2010 年的报告中对这些词的使用激增。特别是，百特在 2009 年的报告中提到的“FDA”增加了 71%，“Recall”增加了 50%，而“ColleaguePump”则增加了 182%。从 2009 年与 2008 年的报告中可以看出，百特增加了对这些术语的使用。例如，百特将 2008 年的报告中“在未来时期可能需要与 COLLEAGUE 有关的额外费用”改为 2009 年的“在未来时期可能需要与 COLLEAGUE 有关的大量额外费用，包括重大资产减值”。百特还在其 2009 年年报中增加了以下内容。“我们产品的销售和营销，以及我们与医疗机构的关系正受到联邦、州和外国政府机构越来越多的审查。美国食品和药物管理局（FDA）、监察局（OIG）、司法部（DOJ）和联邦贸易委员会分别加大了执法力度……。”

图表 2 百特国际年报相关关键词频率统计

| Word counts | 2007 10-K | 2008 10-K | 2009 10-K |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|
| <i>FDA</i> | 33 | 28 | 48 |
| <i>Recall</i> | 16 | 20 | 30 |
| <i>Colleague Pump</i> | 29 | 28 | 79 |

资料来源：华安证券研究所整理

回过头来看，关注百特年报中的变化是否会对该公司的投资者产生影响？从图 1 来看，答案似乎是肯定的。百特的价格不仅在 2009 年年报公开提交前后（2010 年 2 月 23 日）没有任何变动，而且在接下来的两个月里也没有任何变动，直到 4 月

23 日《纽约时报》的新闻报道。通过在《纽约时报》文章之前的两个月中的任何時候做空百特，阅读这些负面变化并做出反应，将使投资者在新闻发布后的一个月內获得超过 30% 的收益。

本文的结果表明，这种行为模式、投资者的反应、后续事件和收益率的演变在 1995 年至 2014 年所有的美国上市公司中是普遍存在的。

本文首先表明，**年报发生大幅改变的公司未来的股票收益率明显较低**。具体而言，通过做多“财报不改变公司”和做空“财报改变公司”构建的多空投资组合，在接下来的一年中每月获得了显著的超额收益，34 到 58 个基点，年化收益高达 7% ($t=3.59$)。这些收益将持续到 18 个月，并且没有回撤。这意味着这些变化远不是过度反应，而是公司的真实基本信息，这些信息在报告变化后的几个月內才逐渐被反应在资产价格中。

本文证明，这些超额收益不能用传统的风险因子、常用的收益预测因子或与这些公司披露的时间相吻合的新闻发布来解释。此外，本文发现在全样本中，公告日的收益在经济和统计意义上都是零。这与信息逐渐扩散的理论解释相反，这种理论与许多其他规律性的实证结果（例如，财报公布后的漂移、动量等）是一致的。在这种情况下，一个大的市场即时反应之后，紧跟的是温和但持续的同方向变动。相反，本文发现的结果更符合投资者只是没有考虑或没有注意到公司年报的变化中所包含的信息的情况。

接下来，本文探讨这些超额收益结果背后的机制。本文表明，公司报告的变化主要集中在**管理讨论与分析 (MD&A)** 部分，这是管理层在内容上拥有最大自由裁量权和灵活性的部分。虽然 MD&A 部分措辞的变化确实能显著地预测到较高的超额收益，但风险因素部分的措辞变化包含关于股票收益的信息量更大。例如，依据风险因素部分构建投资组合的五因子阿尔法每月超过 188 个基点 ($t=2.76$)，年化收益超过 22%。此外，本文发现，提及高管 (CEO 和 CFO) 团队或诉讼、官司的措辞变化特别有参考价值，就像增加使用所谓的“负面情绪”词汇一样。诉讼和官司的措辞增加会使收益少 71 个基点，年化收益少 8.5% ($t=3.29$)。

本文进一步对公司实际经营的进行衡量，并表明年报的变化可以预测公司未来的收益、盈利能力、未来的新闻公告，甚至未来公司的破产。对公司年报措辞变化的方向进行区分，发现**积极的变化能正向预测未来的收益，负面的变化能预测未来的负收益**。由于年报变化中以负面变动为主，所以总体而言，**年报措辞的变动负向预测了未来的收益**。

由于这些结果，从某种意义上说，需要投资者对文本与财务报表的不同部分和内容有不同程度的“懒惰性”。只有通过对比以往公司年报，发现年报措辞的变动，才能发现年报中关于公司未来运营的信息。基于此，本文深入的对投资者的行为进行了研究，发现当更多的投资者比较年报并“关注”其变化时，他们就会发现相关的信息，所以本文记录的收益可预测性效应就会减弱。

本文的其余部分安排如下：第二节简要介绍了背景和文献回顾；第三节描述了数据；第四节研究了公司财报变化的影响；第五节探讨了结果背后的机制；第六节是结论。

2 背景和文献综述

本文对几类研究方向做出了贡献，包括(i)股票价格反应不足和投资者注意力缺乏的影响，(ii)金融和会计中文本分析的使用，以及(iii)公司披露选择的信息内容。

本文的收益可预测性结果为现有的股票价格反应不足和注意力不集中的研究增

加了新的证据。正如 Tetlock (2014) 的评论文章中所描述的, 当投资者没有注意到信息内容时, 反应不足的程度是最大的。Tetlock (2011) 构建了对“陈旧”新闻的衡量标准, 并证明了投资者对陈旧信息反应过度, 对新信息反应不足。Da、Engelberg 和 Gao (2011) 使用谷歌搜索的信息来确定散户投资者的注意力, 而 Ben-Raphael、Da 和 Israelson (2017) 使用彭博搜索的信息衡量机构注意力。后者显示, 机构关注度最低的股票, 其股价漂移最为明显。另一个衡量注意力的新方法是 Engelberg、Sasseville 和 Williams (2012), 他们表明在 Jim Cramer 的“Mad Money”节目中, 电视收视率的飙升 (可能是由散户投资者推动的) 与节目中推荐的公司的股票价格的过度反应有关。本文的证据表明, 对投资者来说, 重要的不仅仅是定量和定性信息之间的差异 (如 Engelberg, 2008), 还有定性信息的构建和呈现方式。

在识别的文本措辞变化时, 本文也为庞大且快速发展的文本分析领域做出了贡献。由于计算能力的提高和 NLP 领域的进步, 最近的许多论文都试图采用自动化的文本分析形式来解决金融和会计的重要问题; Loughran 和 McDonald (2016) 对其中一些论文进行了研究。Li (2010) 发现, 企业在 MD&A 部分的前瞻性声明语气可以预测未来的超额盈利。同时, Nelson 和 Pritchard (2007) 探讨了旨在援引《1995 年私人证券诉讼改革法案》下的安全港条款警示性语言的使用情况, 发现受到诉讼风险增加的公司相对于前一年更大程度上会改变其警示性语言, 但在诉讼风险减少后未能删除以前的警示性语言。此外, Feldman 等人 (2010 年) 发现, MD&A 部分的积极口吻与同期和未来的收益率有一定的关系, 而消极的语气与同期的收益率有一定的关系。

最后, 还有一些论文在研究不同类型的公司披露的影响时, 探讨了公司年报的其他方面特征。例如, Lee (2012) 发现, 对于季报较长或可读性较差的公司来说, 在季报提交后的三天内, 与收益相关的信息被纳入公司的股价中的情况较少。同时, Dyer、Lang 和 Stice Lawrence (2017) 表明, 年报变得更长、更复杂, 并研究了这些趋势背后的一些原因。也许与本文最接近的是 Brown 和 Tucker (2011), 他们专注于 MD&A 部分文本的同比变化, 并发现该部分的变化与未来的经营变化有关 (例如, 基于会计的业绩指标以及流动性措施)。他们还发现, 年报申报日期前后的同期收益率在 MD&A 的变化中是增加的。本文的研究结果表明, 年报和季报的信息量远没有像过去文献显示的那样变少, 而是时至今日仍然有很大的作用。然而, 这些财报中的丰富信息以及所传递信息的变化, 似乎在很大程度上被投资者所忽略。

3 数据

本文首先从美国证券交易委员会 (SEC) 的网站上下载了 1995 年至 2014 年的所有完整的公司年报和季报。本文使用证券价格研究中心 (CRSP) 的月度股票收益率, 以及 Compustat 的公司股本账面价值和每股收益。本文还从机构经纪人评估系统 (I/B/E/S) 中获取分析师数据, 并从 Loughran 和 McDonald (2011) 的主词典中获取情绪类别标识。

本文使用语言学、文本相似性和 NLP 文献中的四种相似性指标来捕捉季报和年报之间的季度相似性: (i) 余弦相似度, (ii) Jaccard 相似度, (iii) 最小编辑距离, 和 (iv) 简单相似度。

第一种度量指标被称为余弦相似度。这个衡量标准也被 Hanley 和 Hoberg (2010) 用在金融文献中, 计算两个文件—— D_1 和 D_2 的相似度。让 DS_1 和 DS_2 分别为 D_1 和 D_2 中出现的术语集合。定义 T 为 DS_1 和 DS_2 的并集, 让 t_i 为 T 的第 i 个元素。定义 D_1 和 D_2 的术语频率向量为:

$D_1^{TF} = [nD_1(t_1), nD_1(t_2), \dots, nD_1(t_N)]$ and $D_2^{TF} = [nD_2(t_1), nD_2(t_2), \dots, nD_2(t_N)]$,
 其中 $nD_k(t_i)$ 为 t_i 在 D_k 中出现的数量, 两文件之间的余弦相似度定义如下:

$$Sim - Cosine = \frac{D_1^{TF} \cdot D_2^{TF}}{\|D_1^{TF}\| \times \|D_2^{TF}\|}$$

其中 \cdot 表示内积, $\| \cdot \|$ 表示向量的欧式范数。

第二种相似性度量为 Jaccard 相似性度量, 使用与余弦相似性度量相同的术语, 定义为:

$$Sim - Jaccard = \frac{|D_1^{TF} \cap D_2^{TF}|}{|D_1^{TF} \cup D_2^{TF}|}$$

换句话说, Jaccard 相似度的计算方法是用交集的大小除以两个词频集的并集的大小。请注意, Jaccard 度量是二进制的(每个词在一个给定的集合中只被计算一次), 而余弦相似度量包括频率(包括每个词的计数)。

本文采用的第三个相似性测量方法, *Sim - MinEdit*, 是通过计算将一个文件转化为另一个文件所需的最小操作数来计算的。

最后, 本文的第四种相似性测量方法, *Sim - Simple*, 使用了一种简单的比较方法。具体来说, 本文使用 Microsoft Word 中的 "跟踪修改" 功能或 Unix/Linux 终端中的 "diff" 功能来比较旧文件 D_1 和新文件 D_2 。本文首先确定在比较旧文件和新文件时的变化、增加和删除。为此, 本文计算这些变化、增加和删除的字数, 并通过旧文件 D_1 和新文件 D_2 的平均大小将总计数标准化。

$$c = \frac{[additions + deletions + changes]}{\left[\frac{Size D_1 + Size D_2}{2} \right]}$$

为了得到一个数值在 $[0, 1]$ 之间的相似性度量, 其中 1 意味着两个文档是相同的, 与之前的三个相似性度量一样, 本文再通过缩放 c 来归一化, 计算 *Sim - Simple* 为:

$$Sim - Simple = [c_{max} - c]$$

图表 3 列出了本文最终数据集的汇总统计, 其中包括 1995 年至 2014 年从美国证券交易委员会 EDGAR 网站下载的所有年报和季报。在 A 表中, 财报大小是每份报告的字数, 变化大小是相对于前一份报告的变化字数(如果是年报, 变化是相对于前一年的年报衡量的, 如果是季报, 变化是相对于前一年同一季度的季报衡量的)。本文发现, 年报平均包含 44,430 个字, 而季报平均包含大约三分之一的字数 (15,724)。

图表 3 描述性统计

| Panel A: Summary Statistics of Document Characteristics | | | | | | |
|---|------------|-------------|-------------|------------|-----------|-----------|
| | Count | Mean | SD | 1% | 50% | 99% |
| Document Size—10-K | 86,965 | 44,508.81 | 36,479 | 7,573 | 35,787 | 180,388 |
| Document Size—10-Q | 258,271 | 15,805.9 | 20,542.78 | 1,327 | 10,674 | 97,521 |
| Sentiment of Change | 345,639 | 0.07736 | 0.0179074 | 0 | 0.000146 | 0.003503 |
| Uncertainty of Change | 345,639 | 0.0005234 | 0.0110212 | 0 | 0.0001286 | 0.0026464 |
| Litigiousness of Change | 345,639 | 0.0009594 | 0.016019 | 0 | 0.0000668 | 0.0051982 |
| Change CEO | 345,639 | 0.0556158 | 0.2291785 | 0 | 0 | 1 |
| Change CFO | 345,639 | 0.0242542 | 0.1538377 | 0 | 0 | 1 |
| Panel B: Summary Statistics of Similarity Measures | | | | | | |
| | Count | Mean | SD | 1% | 50% | 99% |
| Sim_Cosine | 327,130 | 0.8721032 | 0.1910398 | 0.1367042 | 0.947125 | 0.9951641 |
| Sim_Jaccard | 327,130 | 0.3948525 | 0.190596 | 0.0364943 | 0.4108108 | 0.765858 |
| Sim_MinEdit | 327,130 | 0.3763384 | 0.1714118 | 0.0516403 | 0.3927964 | 0.7649283 |
| Sim_Simple | 327,130 | 0.1464663 | 0.0927251 | 0.0427717 | 0.1171773 | 0.4283921 |
| Panel C: Correlation | | | | | | |
| | Sim_Cosine | Sim_Jaccard | Sim_MinEdit | Sim_Simple | | |
| Sim_Cosine | 1.0000 | | | | | |
| Sim_Jaccard | 0.6049 | 1.0000 | | | | |
| Sim_MinEdit | 0.5031 | 0.7921 | 1.0000 | | | |
| Sim_Simple | 0.2076 | 0.4815 | 0.5834 | 1.0000 | | |

资料来源：华安证券研究所整理

在 A 表中，情绪的变化是按变化规模归一化的负面词汇数量，“不确定性的变化”和“诉讼性的变化”分别是按变化规模归一化的“不确定性”和“诉讼性”的词汇数量。最后，本文解析年报和季报中提到的 CEO 或 CFO 的更替，并将 Change CEO 和 Change CFO 定义为指标变量，如果年报或季报中提到了 CEO 或 CFO 的更替，则该变量等于 1。该表显示，平均约有 2%至 5%的报告提到 CEO 和 CFO 的变化。

B 表列出了四种相似性测量的汇总统计。每个衡量标准的范围都是从 0 到 1，但四个衡量标准的分布不同。例如，Sim - Cosine 的分布相当狭窄，平均值为 0.87，标准差为 0.20，而 Sim - Simple 的分布则集中在一个更低的水平，平均值为 0.15，标准差为 0.10。回顾一下，较高的数值表明年报（或季报）不同年份之间的相似度较高，而较低的数值表明不同报告之间的变化较大。

C 表报告了这些测量方法之间的相关性。所有这四种测量方法都是强烈的正相关，尽管 Sim - Simple 和 Sim - Cosine 之间的相关性只有 0.19，但这四种测量方法之间的其他相关性都超过了 0.5。

4 报告变化的影响

本文检验了公司改变 SEC 财报措辞及结构的影响，包括对公司未来行为及经营结果的影响。本文首先分析了显著改变财务报告的公司与其未来股票收益之间关系。

4.1 分组组合收益

对于每个相似性指标，本文根据前一个月股票的相似性得分计算股票的分位数。相似性指标根据当期报告与去年同期报告相比计算。股票在财务报告公开发布后的下一个月进入组合，在本文的检验中，组合中的公司均持有 3 个月。组合每月调仓，图表 4 展示了组合的平均月度收益。

图表 4 不同相似度指标分组收益统计

| Panel A: Equally Weighted | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------|-------------|---------|---------|--------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | Sim_Cosine | | | | | | Sim_Jaccard | | | | | |
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 |
| Excess return | 0.63* | 0.72* | 0.72** | 0.85** | 0.92*** | 0.31*** | 0.59 | 0.67* | 0.69* | 0.82** | 0.98*** | 0.38*** |
| | (1.68) | (1.96) | (2.11) | (2.59) | (2.80) | (3.13) | (1.48) | (1.74) | (1.89) | (2.35) | (3.01) | (2.65) |
| Three-factor alpha | -0.15** | -0.08 | -0.05 | 0.09 | 0.18*** | 0.34*** | -0.16** | -0.10 | -0.06 | 0.08 | 0.28*** | 0.44*** |
| | (-2.19) | (-1.10) | (-0.72) | (1.21) | (2.66) | (4.45) | (-1.99) | (-1.22) | (-0.81) | (1.05) | (3.47) | (4.56) |
| Five-factor alpha | -0.12* | -0.05 | -0.04 | 0.10 | 0.21*** | 0.32*** | -0.14* | -0.07 | -0.06 | 0.09 | 0.28*** | 0.42*** |
| | (-1.75) | (-0.74) | (-0.53) | (1.29) | (3.28) | (4.21) | (-1.84) | (-0.98) | (-0.86) | (1.19) | (3.57) | (4.31) |
| | Sim_MinEdit | | | | | | Sim_Simple | | | | | |
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 |
| Excess return | 0.61 | 0.66* | 0.70* | 0.86** | 0.99*** | 0.36*** | 0.72* | 0.79** | 0.82** | 0.90*** | 0.90*** | 0.18 |
| | (1.60) | (1.78) | (1.94) | (2.58) | (3.36) | (2.69) | (1.87) | (2.12) | (2.34) | (2.73) | (3.04) | (1.20) |
| Three-factor alpha | -0.19** | -0.14* | -0.10 | 0.10 | 0.30*** | 0.48*** | -0.08 | -0.02 | 0.03 | 0.14** | 0.20** | 0.28*** |
| | (-2.56) | (-1.91) | (-1.52) | (1.37) | (4.00) | (5.96) | (-1.09) | (-0.21) | (0.38) | (2.01) | (2.57) | (3.22) |
| Five-factor alpha | -0.15** | -0.11 | -0.08 | 0.12* | 0.30*** | 0.45*** | -0.06 | 0.03 | 0.04 | 0.16** | 0.21*** | 0.27*** |
| | (-2.14) | (-1.59) | (-1.31) | (1.70) | (4.11) | (5.46) | (-0.89) | (0.37) | (0.63) | (2.30) | (2.68) | (3.01) |
| Panel B: Value Weighted | | | | | | | | | | | | |
| | Sim_Cosine | | | | | | Sim_Jaccard | | | | | |
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 |
| Excess return | 0.43 | 0.47 | 0.55* | 0.73** | 0.78** | 0.34** | 0.23 | 0.32 | 0.48 | 0.61* | 0.79** | 0.56** |
| | (1.32) | (1.45) | (1.74) | (2.35) | (2.40) | (2.53) | (0.64) | (0.88) | (1.33) | (1.84) | (2.47) | (1.83) |
| Three-factor alpha | -0.15* | -0.15* | -0.04 | 0.10 | 0.20* | 0.35*** | -0.32*** | -0.21 | -0.09 | 0.07 | 0.23** | 0.54** |
| | (-1.84) | (-1.79) | (-0.49) | (1.17) | (1.97) | (2.63) | (-2.97) | (-1.30) | (-0.73) | (0.60) | (2.01) | (3.92) |
| Five-factor alpha | -0.12 | -0.19** | -0.06 | 0.12 | 0.23** | 0.34** | -0.23** | -0.17 | -0.07 | 0.13 | 0.23** | 0.45** |
| | (-1.38) | (-2.13) | (-0.64) | (1.36) | (2.23) | (2.53) | (-2.20) | (-1.04) | (-0.59) | (1.18) | (2.11) | (3.39) |
| | Sim_MinEdit | | | | | | Sim_Simple | | | | | |
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q5 - Q1 |
| Excess return | 0.42 | 0.45 | 0.62* | 0.76** | 0.83*** | 0.39** | 0.24 | 0.61* | 0.77** | 0.78** | 0.74** | 0.50** |
| | (1.25) | (1.38) | (1.88) | (2.42) | (2.92) | (2.31) | (0.69) | (1.88) | (2.45) | (2.53) | (2.48) | (1.79) |
| Three-factor alpha | -0.18** | -0.16* | -0.01 | 0.17* | 0.28** | 0.46*** | -0.39*** | 0.02 | 0.18* | 0.19* | 0.19* | 0.37** |
| | (-2.29) | (-1.91) | (-0.14) | (1.74) | (2.49) | (3.06) | (-3.89) | (0.18) | (1.87) | (1.88) | (1.45) | (3.24) |
| Five-factor alpha | -0.17** | -0.14* | 0.00 | 0.17* | 0.21* | 0.37** | -0.36*** | 0.05 | 0.18* | 0.18* | 0.15 | 0.32** |
| | (-2.02) | (-1.67) | (0.04) | (1.78) | (1.84) | (2.45) | (-3.49) | (0.66) | (1.78) | (1.71) | (1.15) | (3.24) |

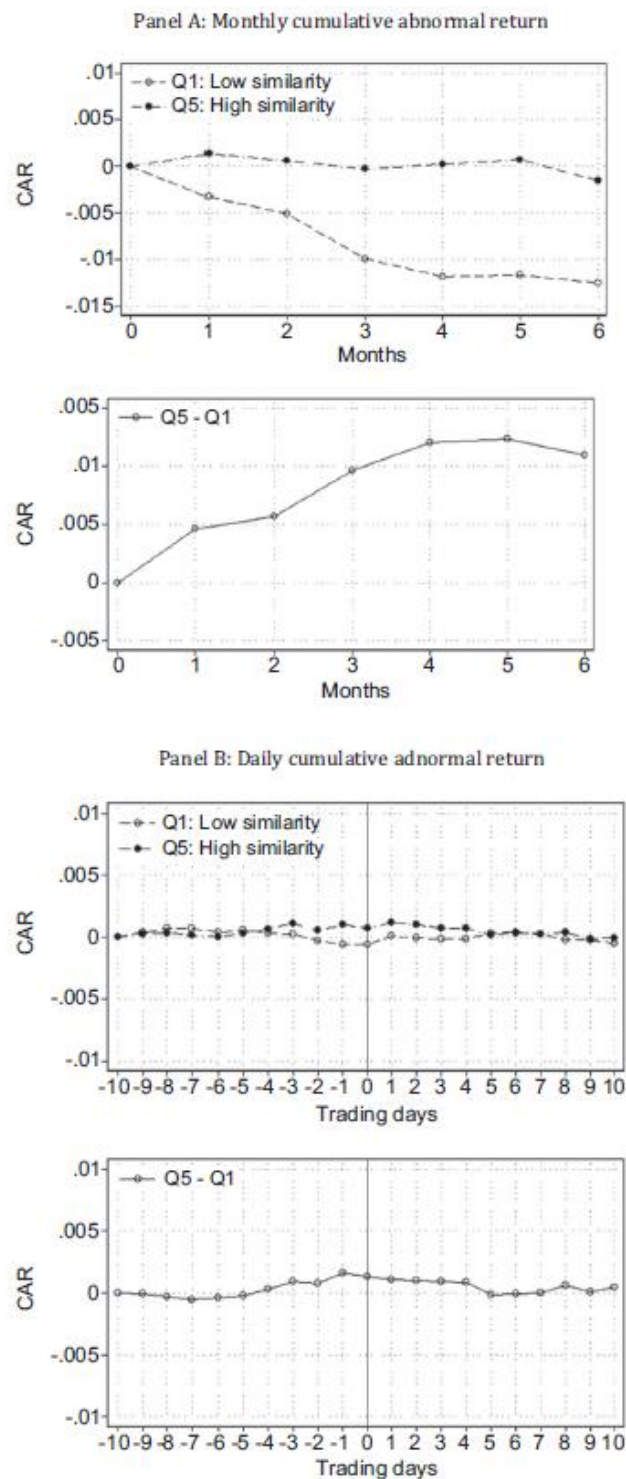
资料来源：华安证券研究所整理

A 表为等权的分组组合收益，第 1 分位数组（Q1）指本年度报告与去年报告相似性最低的组，因此该组合包含了**财务报告变化最大的股票**。第 5 分位数组（Q5）指两年中财务报告相似性最高的组，即几乎没有变化的股票。Q5 到 Q1 是指每月做多 Q5 和做空 Q1 的多空（L/S）组合。

结果表明多空组合能够取得显著的超额收益，月度收益在 0.18%到 0.45%之间。即使在控制了 Fama-French 三因子以及动量、流动性因子后，结果仍然没有受到影响。此外，四个指标均呈现出类似的结果，表明本文的结果的稳定性。这些结果表明，财报中发生重大变化的公司的未来收益更低，而没有变化的公司会有正向的超额收益。B 表为市值加权组合收益，结果与上文相似，L/S 组合的月度平均收益最高为 0.56%，多空两端的组合收益均有所增强。

图表 5 为投资组合的累计收益，可以看到在样本期内正向超额收益的分布均匀，表明本文所发现的超额收益并不是集中在部分季度或年度。从多头与空头收益变化来看，事件后 Q5 组合（即“没有变化”）的正向超额收益快速向 0 靠拢，而负向超额收益会持续至 6 个月，并且没有发生反转。从各分组的平均累计超额收益来看，在组合构建后 6 个月，L/S 组合的累积收益逐渐增加，并且没有发生反转。在报告公布窗口期内（ $t-10$ 至 $t+10$ ），报告的发布并没有带来显著的影响，而本文所观察到的效应却在之后的 6 个月中逐渐累积。**整体来看，公司显著改变其报告的决定会对公司价值产生长期影响，并且这种影响在公告发生时并没有出现，而是体现在长期的价格修复中。**

图表 5 投资组合的累计收益



资料来源：华安证券研究所整理

4.2 五分位数投资组合的特点

图表 4 和 5 中记录的很大一部分收益来自于**空头**，这一发现提出了关于 L/S 投资组合多空组成的特征的问题。例如，可能有出现卖空方仅仅包括一组很难做空的小公司的情况。或者，小市值或流动性差的股票没有大的交易量。

图表 6 五分位数投资组合的特点

This table reports mean *Market Value of Equity* (determined at the end of the months in which the quintile cut-off points are determined, in \$1,000 dollars), *Monthly Turnover*, *Shorting Fees*, and *Sentiment of Changes* of the five quintile portfolios.

| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>Market Value of Equity</i> | 3,507,587 | 3,219,430 | 2,829,955 | 2,504,717 | 2,464,603 |
| <i>Monthly Turnover</i> | 0.0663 | 0.0850 | 0.0804 | 0.0867 | 0.0706 |
| <i>Shorting Fees (bps)</i> | 71.6958 | 80.6361 | 92.0500 | 87.0690 | 73.5453 |
| <i>Sentiment of Changes</i> | 0.0016 | 0.0008 | 0.0006 | 0.0005 | 0.0004 |

资料来源：华安证券研究所整理

图表 6 列出了所有五分位投资组合的平均市值、成交量、做空成本(以基点计)和情绪的变化(如表一所定义)。正如可以看到的,几乎没有证据表明,空头上包含了不同寻常的公司。唯一显著的区别似乎是**两家公司的财报文本的情绪**,本文将在下面更详细地探讨这一发现。本文的样本包括了所有上市公司,因此每个五分之一的投资组合都是大型且分散化的,并且在接下来的六个月里收益增长缓慢,本文不认为套利限制会对观察到的收益有显著影响。

4.3 Fama-MacBeth 回归

本文使用未来个股收益对已知的收益预测因子以及本文中 4 个相似性指标进行回归。从图表 7 中可以看到,各相似性指标的回归系数都是显著为正向的,表明报告变化大的公司其未来收益更低。当自变量中增加收益预测因子(如标准化预期外盈利,规模,账面市值比,上月收益率, $t-12$ 至 $t-2$ 月涨跌幅)后,本结果仍然成立。

图表 7 控制其他变量的 Fama-MacBeth 回归

| | Ret | | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------------------|---------------------|---------------------|-------------------|---------------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
| <i>Sim_Cosine</i> | 0.45*** (2.65) | 0.31** (2.51) | 0.37** (2.18) | | | | | | | | | |
| <i>Sim_Jaccard</i> | | | | 0.82*** (3.26) | 0.66*** (3.82) | 0.59*** (3.41) | | | | | | |
| <i>Sim_MinEdit</i> | | | | | | | 0.54** (2.54) | 0.41*** (2.78) | 0.29** (2.00) | | | |
| <i>Sim_Simple</i> | | | | | | | | | | 0.04** (2.10) | 0.03** (2.25) | 0.03** (2.11) |
| <i>Size</i> | | 0.00 (0.11) | 0.00 (0.05) | | 0.01 (0.25) | 0.01 (0.11) | | 0.01 (0.26) | 0.01 (0.10) | | 0.01 (0.24) | 0.00 (0.05) |
| <i>log(BM)</i> | | 0.17* (1.89) | 0.16* (1.71) | | 0.17* (1.88) | 0.16* (1.70) | | 0.17* (1.90) | 0.16* (1.72) | | 0.17* (1.87) | 0.16* (1.70) |
| <i>Ret(-1,0)</i> | | -0.03*** (-3.93) | -0.02*** (-3.68) | | -0.03*** (-3.97) | -0.02*** (-3.70) | | -0.03*** (-3.97) | -0.02*** (-3.69) | | -0.03*** (-3.99) | -0.02*** (-3.71) |
| <i>Ret(-12,-1)</i> | | 0.64** (2.34) | 0.36 (1.25) | | 0.64** (2.34) | 0.36 (1.25) | | 0.64** (2.34) | 0.36 (1.24) | | 0.64** (2.35) | 0.37 (1.29) |
| <i>SUE</i> | | | 0.07*** (6.56) | | | 0.07*** (6.54) | | | 0.07*** (6.56) | | | 0.07*** (6.60) |
| <i>Cons</i> | 0.58 (1.45) | 0.58 (0.67) | 0.67 (0.57) | 0.64 (1.64) | 0.46 (0.52) | 0.69 (0.58) | 0.76** (1.98) | 0.57 (0.64) | 0.84 (0.71) | -0.02 (-1.31) | -0.02 (-1.02) | -0.01 (-0.71) |
| <i>R²</i> | 0.00 | 0.04 | 0.05 | 0.00 | 0.04 | 0.05 | 0.00 | 0.04 | 0.05 | 0.00 | 0.04 | 0.05 |
| <i>N</i> | 713,451 | 713,451 | 496,084 | 713,451 | 713,451 | 496,084 | 713,451 | 713,451 | 496,084 | 713,680 | 713,680 | 495,931 |

资料来源：华安证券研究所整理

5 影响机制

在本节中,本文将探讨关键收益结果背后的工作机制。

5.1 年报变化的解释

本文首先将上述相似性度量指标与描述公司年报的相关特征进行回归。目的是为了更好地了解哪些因素有助于解释公司年报相似度随时间的变化。

本文根据具体的词来构建衡量标准,以及根据现有的词典,特别是利用

Loughran 和 McDonald (2011) 主词典中的情感类别标识和词汇表 (例如, 负面词汇、不确定性、诉讼性等的衡量标准) 来构建情感类衡量标准。本文将“情绪的变化” (SentimentofChange) 构建为按变化规模归一化的负面词汇数量; 将“不确定性的变化” (UncertaintyofChange) 和“诉讼性的变化” (Litigiousness) 分别构建为按变化规模归一化的“不确定性”和“诉讼性”词汇数量; 将“变化 CEO”和“变化 CFO”作为指标变量, 如果年报或季报报告中分别提到 CEO 或 CFO 的变化, 则等于 1。

图表 8 显示了年报相似性 (这里用 *Sim - Simple* 衡量) 对公司年报的相关特征的面板回归结果, 包含了公司和时间的固定效应, 并在公司层面上进行了聚类。结果显示, 财报之间较少的相似性 (即更多的变化) 与更多的 (负面) 情绪、更高的不确定性、更多的诉讼以及更频繁地提及首席执行官和首席财务官的变化有关。这些结果都非常显著, 意味着本文识别的报告变化与有关公司的运营或前景的重大变化有关。

图表 8 可能的影响机制

| | (1) | (2) | <i>Sim_Simple</i> (3) | (4) | (5) |
|--------------------------------|----------------------|----------------------|--------------------------|---------------------|---------------------|
| <i>Sentiment of Change</i> | -2.49*** (-37.83) | | | | |
| <i>Uncertainty of Change</i> | | -3.57*** (-34.15) | | | |
| <i>Litigiousness of Change</i> | | | -0.12** (-2.11) | | |
| <i>Change CEO</i> | | | | -0.01*** (-7.10) | |
| <i>Change CFO</i> | | | | | -0.01*** (-5.75) |
| <i>Cons</i> | 0.18*** (28.52) | 0.19*** (17.40) | 0.18*** (17.25) | 0.18*** (17.31) | 0.18*** (17.29) |
| Firm fixed effects | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Time fixed effects | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>R</i> ² | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.06 |
| <i>N</i> | 338,138 | 338,138 | 338,138 | 338,138 | 338,138 |

资料来源: 华安证券研究所整理

在图表 9 中, 本文探讨了收益结果在多大程度上是由财报的其他方面驱动的, 而不是由财报同比相似性的变化导致的。例如, 低落的情绪、财报的长度或财报长度的变化都可能是预测收益更重要的因素。本文还将情绪的积极和消极部分分开。结果显示, 即使控制了上述财报层面的特征, 相似性仍然是未来收益的一个大的和显著的预测因素 ($t=3.82$)。仅仅是情绪的下降确实可以预测负面的收益, 财报长度的增加也是如此, 但这些变量都没有消除财报相似性的同比变化的收益预测能力。

图表 9 财报的其他因素对收益的预测能力

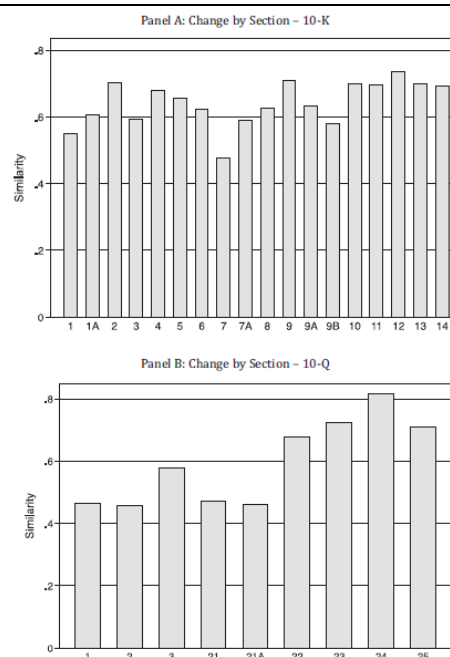
| | (1) | Ret (2) | (3) |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|
| <i>Sim_Jaccard</i> | 0.57*** (3.45) | 0.58*** (3.78) | 0.58*** (3.82) |
| <i>Sentiment of Change is Positive</i> | 0.19*** (3.85) | 0.21*** (4.21) | 0.21*** (4.33) |
| <i>Log(Document Size)</i> | | 0.01 (0.65) | 0.03 (1.40) |
| <i>Δ Log(Document Size)</i> | | | -0.41** (-2.30) |
| <i>Size</i> | 0.00 (0.10) | 0.00 (0.07) | -0.00 (-0.01) |
| <i>log(BM)</i> | 0.17 (1.64) | 0.16 (1.5858) | 0.16 (1.5471) |
| <i>Ret(-1,0)</i> | -0.03*** (-4.15) | -0.03*** (-4.19) | -0.03*** (-4.20) |
| <i>Ret(-12, -1)</i> | 0.74*** (2.71) | 0.74*** (2.70) | 0.74*** (2.69) |
| <i>Cons</i> | 0.55 (0.60) | 0.41 (0.48) | 0.25 (0.30) |
| <i>R²</i> | 0.0437 | 0.0445 | 0.0448 |
| <i>N</i> | 713,451 | 713,451 | 713,451 |

资料来源：华安证券研究所整理

5.2 分离年报中的关键部分

接下来，本文试图确定公司季报和年报哪些部分的同比相似度的降幅最大。

图表 10 财报不同部分的相似程度



资料来源：华安证券研究所整理

图表 10 的 A 列，显示了公司年报报告中不同项目的平均相似度，并显示 MD&A 部分的平均相似度明显低于其他类别。值得注意的是，这是年报中管理层对内容有最大决定权的部分。同样，图表 10 的 B 列报告了公司季报不同项目的平均相似度得分，并再次显示，与报告中的其他项目相比，MD&A 部分显示出最低的平均相似度。

5.3 报告关键部分的收益预测能力

在此节，本文进一步研究企业报告每个部分变化的收益预测能力。为此，本文只使用特定部分的文本，为年报的每个部分都构建了相似度测量。和前文一样，对于四种相似度衡量中的每一种，本文根据上一年所有股票的相似度分数的分布来计算五分位数。图表 11 报告了哪些关键部分具有最大的收益预测性以及相应的分组投资组合收益的证据。

图表 11 财报不同部分的收益预测能力

| | Panel A: Equally Weighted | | | | | |
|--|---------------------------|--------------------|-------------------|------------------|--------------------|-------------------|
| | Sim_Cosine | | | Sim_Jaccard | | |
| | Excess Return | Three-Factor Alpha | Five-Factor Alpha | Excess Return | Three-Factor Alpha | Five-Factor Alpha |
| Management's Discussion and Analysis | 0.13 (1.57) | 0.11* (1.66) | 0.12* (1.68) | 0.21** (2.51) | 0.22*** (3.15) | 0.20*** (2.81) |
| Legal Proceedings | 0.36** (2.24) | 0.37*** (3.09) | 0.33*** (2.70) | 0.28 (1.57) | 0.30** (2.36) | 0.25* (1.93) |
| Quant. and Qual. Disclosures about Market Risk | 0.69*** (2.75) | 0.68*** (2.69) | 0.68*** (2.65) | 0.20** (2.37) | 0.21*** (2.96) | 0.19*** (2.60) |
| Risk Factors | 1.14 (1.61) | 1.18 (1.63) | 1.18 (1.64) | 1.43** (2.13) | 1.44** (2.45) | 1.88*** (2.76) |
| Other Information | 0.20 (1.08) | 0.27 (1.47) | 0.36* (1.92) | 0.31* (1.78) | 0.37** (2.19) | 0.40** (2.30) |

| | Panel A: Equally Weighted | | | | | |
|--|---------------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| | Sim_MinEdit | | | Sim_Simple | | |
| | Excess Return | Three-Factor Alpha | Five-Factor Alpha | Excess Return | Three-Factor Alpha | Five-Factor Alpha |
| Management's Discussion and Analysis | 0.18* (1.95) | 0.22*** (3.16) | 0.19*** (2.67) | 0.19*** (2.67) | 0.19** (2.54) | 0.17** (2.32) |
| Legal Proceedings | 0.22 (1.27) | 0.25** (2.30) | 0.22* (1.93) | 0.13 (0.82) | 0.16 (1.41) | 0.12 (1.10) |
| Quant. and Qual. Disclosures about Market Risk | 0.16 (1.18) | 0.23* (1.74) | 0.22* (1.67) | 0.13 (0.16) | 0.11 (0.13) | 0.07 (0.08) |
| Risk Factors | 1.02 (1.19) | 1.85*** (2.77) | 1.38** (2.17) | 1.25* (1.93) | 1.54** (2.19) | 1.77** (2.12) |
| Other Information | 0.09 (0.58) | 0.14 (0.97) | 0.16 (1.05) | 0.22 (1.27) | 0.26** (2.31) | 0.22* (1.95) |

资料来源：华安证券研究所整理

图表 11 显示，管理层讨论与分析部分（MD&A）的变化对未来收益有显著的预测性，但这种预测能力的幅度（每月在 11 至 22 个基点之间）往往小于与法律诉讼部分、关于市场风险的定量和定性披露部分，特别是风险因素部分相关的影响。风险因素部分的变化，产生的 L/S 投资组合收益率（非变化者减去变化者），每月高达 188 个基点（ $t=2.76$ ），年化收益超过 22%。这些结果表明，年报某些部分的变化可能是相当微妙，市场难以察觉的，但它们可能对未来的收益有很大影响。

5.4 和投资者注意力的交互影响

为了进一步探索影响机制，本文接下来关注的是投资者更加关注企业报告的情况。在这些情况下，如果本文的收益可预测性结果主要是由投资者的不关注所驱动，那么本文的结果应该会被削弱。为了确定投资者注意力的变化，本文利用了一个新的数据库，即 SECEDGAR 流量日志下载文件，该数据库可以在非常细微的层面上捕捉到投资者的行为。这个数据库包含所有公司财报的下载记录，与下载代理/实体的 IP 地址相匹配（详见 Chen 等人，2017；Loughran 和 McDonald，2017）。为了检验拥有更多投资者“关注”的公司其收益预测效果更弱的假设，本文对单个公司层面的股票收益率与相似性度量进行了 Fama-MacBeth 截面回归，并加上了相似性度量与从 SEC 日志文件中计算的投资者关注度的交互项。本文认为如果投资者同时下载今年和去年的财报，他们更有可能发现企业报告的变化，并因此在今年的报告

发布后更快地将这些信息进行定价，从而导致未来收益的可预测性降低。

图表 12 投资者注意力的交互影响

| | Dependent Variable: Return | | | | | | | |
|------------------------------------|----------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|
| | Sim_Cosine | | Sim_Jaccard | | Sim_MinEdit | | Sim_Simple | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| Similarity | 0.44** (2.56) | 0.42** (2.37) | 0.78*** (2.90) | 0.84*** (3.08) | 0.65*** (2.70) | 0.73*** (2.94) | 0.06** (2.13) | 0.06** (2.30) |
| IPAccessMultiple Year × Similarity | | -0.27 (-0.65) | | -0.84** (-2.08) | | -0.79* (-1.73) | | -0.10** (-2.05) |
| IPAccessMultiple Year | | 0.11 (0.31) | | 0.15 (0.86) | | 0.11 (0.50) | | 0.08** (2.05) |
| Cons | 0.52 (1.16) | 0.54 (1.20) | 0.59 (1.36) | 0.57 (1.31) | 0.65 (1.50) | 0.63 (1.44) | -0.04 (-1.53) | -0.04* (-1.70) |
| R ² | 0.0006 | 0.0014 | 0.0016 | 0.0024 | 0.0017 | 0.0025 | 0.0019 | 0.0027 |
| N | 547,918 | 547,918 | 547,918 | 547,918 | 547,918 | 547,918 | 548,912 | 548,912 |

资料来源：华安证券研究所整理

图表 12 显示，上述的情况和假说在数据中是存在的。相似性度量与投资者关注度交互项的系数一直是负的，而且对于四个相似度中的两个来说，回归结果在 5% 的水平上是显著的。在表八的第 (8) 列中，这个交互项的系数是负的，而且是显著的 ($t=-2.05$)。这意味着投资者关注度增加一个标准差，相似度的收益预测能力减少 -0.0136(或 22%)。本文认为这些结果表明投资者对同比公司财报的关注度较高时，本文记录的收益可预测性结果会略微减弱。

图表 13 比较性声明的影响

| Panel A: Alphas across Firms Making (Not Making) Explicit Comparison Statements in Year-over-Year Documents | | | | | | |
|---|---------------------------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| Explicit Comparative Statements | Five-Factor Alpha, Jaccard Similarity | | | | | |
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q5 | Q 5 - Q1 |
| Yes | 0.22 (1.04) | -0.24 (-0.84) | -0.06 (-0.29) | 0.22 (1.11) | 0.31 (1.54) | 0.09 (0.34) |
| No | -0.36*** (-3.39) | -0.07 (-0.57) | -0.07 (-0.59) | 0.06 (0.55) | 0.17 (1.57) | 0.53*** (3.51) |
| Panel B: Example Phrases Captured in 10-Ks and 10-Qs | | | | | | |
| Group A | + | | Group B | | | |
| Sales | | | Last year | | | |
| EBITDA | | | Prior year | | | |
| ROA | | | Previous year | | | |
| Operating income | | | Increase | | | |
| Net income | | | Decrease | | | |
| Earnings | | | Compared to | | | |
| Dividends | | | Compared with | | | |
| Revenue | | | | | | |

资料来源：华安证券研究所整理

在图表 13 中，本文更深入地研究了投资者关注度缺乏的性质，试图指出市场未能纳入定性而非定量信息的变化。为此，本文试图将那些在年度和季度报告中做出比较性声明的公司分离出来，并与没有这样做的公司进行比较。例如，本文分离出报告包括“与去年（季度）相比”或“相对于去年（季度）”这样的短语以及提及上一年情况的公司；本文采用的比较短语清单见 B 表。结果表明，大约有三分之一

的样本在其报告中进行了明确的比较性文字表述，而三分之二的公司没有。然后，以此作为样本分类的标准。

图表 13 显示，收益可预测性的主要结果是由那些**没有在报告中进行文字比较的公司所驱动的**。这些结果与行为学上的解释是一致的，即那些在报告中明确提及注意以前年份并积极促进投资者进行信息处理的公司，其报告中的变化更容易市场所注意。

5.5 公司实际经营的影响

本文还研究了财报相似度的变化在多大程度上预测了有关公司未来经营业绩的下降。在图表 14 中，本文提供了公司的相似性得分对未来营业收入、净收入和销售额的可预测性证据。所有的未来会计变量都是提前两个季度测量的。具体来说，本文定义了以下真实的业绩衡量标准。Oibdpq/L1atq 是折旧前营业收入 (Oidbpq) 除以滞后的总资产 (L1atq)，Niq/L1atq 是净收入 (Niq) 除以滞后的总资产 (L1atq)，Saleq/L1atq 是销售额 (Saleq) 除以滞后的总资产 (L1atq)。

与本文所述，收益效应是由有关公司的实际未来经营业绩下降所驱动的观点相一致，图表 14 显示，所有相似性指标都能显著预测这三个经营业绩指标（利润率、经营利润率和销售额）。相似度的降低（即企业报告变化更大）是未来营业收入、净收入和销售额降低的一个重要预测因素。这些发现强调了这样一个事实：**本文中识别的企业报告中的细微变化与这些公司业绩的基本面变化有关。**

图表 14 公司实际经营的影响

| | Oibdpq/L1atq | | | | Niq/L1atq | | | | Saleq/L1atq | | | |
|----------------|--------------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|-------------|---------|---------|---------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
| Sim_Coarse | 0.50* | | | | 0.48 | | | | 0.01* | | | |
| | (1.96) | | | | (1.44) | | | | (1.96) | | | |
| Sim_Accord | | 0.68*** | | | | 0.89*** | | | | 0.01*** | | |
| | | (10.68) | | | | (10.48) | | | | (7.83) | | |
| Sim_MicroEdit | | | 0.65*** | | | | 0.75*** | | | | 0.02*** | |
| | | | (12.48) | | | | (10.89) | | | | (14.46) | |
| Sim_Simple | | | | 0.51*** | | | | 0.71*** | | | | 0.01*** |
| | | | | (7.80) | | | | (8.41) | | | | (6.85) |
| Cons | -0.01*** | -0.40*** | -0.01*** | -0.02*** | -0.04*** | -0.04*** | -0.04*** | -0.04*** | 0.21*** | 0.22*** | 0.22*** | 0.19*** |
| | (-4.71) | (-3.05) | (-8.59) | (-6.33) | (-11.17) | (-24.97) | (-23.57) | (-12.76) | (27.33) | (61.47) | (53.73) | (27.67) |
| Mouth FEs | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry FEs | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Firm FEs | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| R ² | 0.0585 | 0.0116 | 0.2828 | 0.0658 | 0.0681 | 0.0649 | 0.2809 | 0.0588 | 0.0696 | 0.0562 | 0.287 | 0.2864 |
| N | 284,151 | 284,151 | 284,151 | 325,717 | 295,001 | 295,001 | 295,001 | 338,477 | 295,001 | 295,001 | 295,001 | 338,476 |

资料来源：华安证券研究所整理

6 结论

本文表明，企业向市场提供的最全面的年度信息——年度报告——随着时间的推移发生了巨大的变化。这些报告已经明显变得**更长、更复杂**。尽管过去的文献发现，与这些报表相关的公告效应一直在下降，从而得出结论，随着时间的推移，这些报表的信息量变小了，但本文的证据却指向一个不同的结论。本文发现，**报告的变化是未来公司业绩的一个强大而稳健的指标**。具体来说，当公司在其年度报告和季度报告中打破常规的措辞和内容时，这种变化对于未来的公司表现具有重要的信息含量，包括销售、盈利、破产概率等的预测能力。

然而，投资者对这些简单变化中的有价值信息并不重视。通过卖出年报、季度发生“变化”的公司、买入“无变化”的公司，在接下来的一年中每月可赚取 0.30-0.50% 的月度收益，收益持续累积到 18 个月，并且没有逆转。这表明这些收益的变化不是过度反应，而是反映了企业基本面的变化，只是在报告变化后的 12 到 18 个月内逐渐纳入资产价格。重要的是，这些收益模式对整个上市公司（因为上市公司被强制要求提交年度报告）都是成立的。此外，与其他传统的漂移规律（如收益动量、行业动量、盈利公告后漂移（PEAD））不同，这些财报变化没有伴随着显著的公告效应，因此与传统的反应不足效应不一致。相反，它们与投资者对丰富信息的注意力

缺乏的理论是一致的。事实上，当本文衡量投资者“比较”今年的财报和前几年的财报的倾向，从而明确克服本文中提出的懒惰/注意力机制时，本文发现收益被大大削弱了。

技术进步在降低信息生产及传播成本的同时，也使得投资者的工作变得更加复杂。虽然技术也能够辅助收集、处理信息，但是本文发现即使不使用复杂高级的方法，仅仅通过比较财报内容的变化也能够发现看上去被市场所忽视的有效信息。这种方法也可以用来分析公司所传递的其他信息。债券条款、租赁安排、证券发行文件、并购章程等，这些格式相对常规化并且重复出现的财报，都值得投资者进一步去探索。

文献来源：

本文核心内容摘选自 L & C & Q 在 Journal of Finance 上发表的论文《投资者对待公司财报措辞变化的惰性》

风险提示：

本文结论基于历史数据与海外文献进行总结；不构成任何投资建议。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。