

上市公司年报语调操纵、非效率投资与盈余管理

朱朝晖,许文瀚

(浙江工商大学 财务与会计学院,浙江 杭州 310018)

[摘要]基于行为财务理论和委托代理理论,研究了管理者文本信息操纵和数字信息操纵之间的关系。以我国2010—2016年间A股上市公司年报为研究对象,借助网络爬虫(Web Crawler)提取并分析年报中的管理层语调。研究发现:管理者在年报中的语调操纵对盈余管理起到了配合作用。进一步研究发现,语调操纵对盈余管理的配合效应将随着非效率投资程度的增加而增强。研究结论表明,管理者的数字信息操纵和文本信息操纵是相互配合的,它们共同起到了掩盖管理者动机的目的。

[关键词]行为财务;年报;文本信息;管理层语调;语调操纵;非效率投资;盈余管理

[中图分类号]F235.99 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2018)03-0063-10

一、引言

上市公司的盈余管理行为一直以来都受到学术界和实务界的密切关注。合理的盈余管理可以在一定程度上帮助企业实现特定价值,例如帮助处于IPO审核阶段的公司保证三年内平稳、持续地盈利^[1];但是过度的盈余管理却成了当权者谋取私利的工具。行为财务理论认为,盈余管理所制造的信息鸿沟可以帮助管理者掩盖他们的自利性行为,同时还会干扰投资者决策,损害投资者利益。由此可见,盈余管理行为是委托代理冲突和资本市场无效率的主要原因^[2]。

本文认为,在证监会不断加强对会计信息质量监管和中小投资者自我保护意识觉醒的背景下,上市公司对于盈余管理的使用将更加谨慎。Huang等调查发现,有80%的美国上市公司在盈余管理的同时也进行了针对年报文本信息的“语调操纵”^[3]。“语调操纵”顾名思义是指管理者通过对年报文本信息的篡改,使得年报整体出现或乐观或悲观的情感化表述,而这往往是偏离实际情况的夸大描述。Baginski等认为,管理者的这种操纵能力是源于监管部门对文本信息监管的空白和中小投资者对于文本信息的过度依赖^[4]。对于中小投资者而言,缺乏专业背景将使得他们难以理解会计信息的真实内涵与经济后果,此时,他们的决策将过多依赖于管理者的文字描述,即年报的文本信息,但是证监会尚未出台针对文本信息的披露规范。在这种情况下,Huang等认为,对年报文本信息所进行的语调操纵已经成为公司当权者侵害其他投资者利益的途径之一^[3]。

尽管现有的学者对上市公司语调操纵问题进行了一些研究,然而尚未有研究关注到其与盈余管理之间的联系。在管理者自利性动机的驱使下,这两种信息操纵方式将必然存在着某种关联,缺乏对两者相关性的研究使得现有的研究成果现实意义有限,这也是本文的写作动机所在。为了对该问题进行研究,本文样本选取了2010—2016年间在我国A股上市的企业,从数字和文字信息角度对它们的年报进行了分析,并对不同的非效率投资情形做了样本分组测试,结果发现年报文本信息的语调操

[收稿日期]2017-05-21

[基金项目]国家社会科学基金重点项目(13AGL002);浙江省自然科学基金项目(LY18G020028)

[作者简介]朱朝晖(1970—),女,浙江宁波人,浙江工商大学财务与会计学院教授,博士生导师,从事资本市场与行为财务研究;许文瀚(1988—),男,浙江宁波人,浙江工商大学财务与会计学院博士研究生,从事资本市场与行为财务研究。

纵程度越强,公司越有可能通过盈余管理来调整会计利润;公司的过度投资程度对两者的关系具有显著的正向调节作用;公司的投资不足程度对两者的关系亦具有显著的正向调节作用。

本文的潜在贡献价值体现在以下三个方面:第一,首次将上市公司管理者的两种信息操纵手段(盈余管理和语调操纵)纳入到同一理论框架下进行研究。第二,本文从管理者动机的视角对两种信息操纵手段之间的关系进行了讨论,这使得结论更具现实意义。第三,本研究从实证的角度上发现管理层语调不仅具备一定的信息含量,还成了管理者策略性披露的重要手段,是引发委托代理冲突的原因之一。

二、文献回顾

(一) 管理层语调的相关研究

管理层语调是指上市公司信息披露中文字部分的语言特征,主要包括语言的情感倾向和可理解性,近年来随着计算机文本分析技术的发展,有不少学者尝试对语言进行量化,期望达到对大样本管理层语调进行实证研究的目的。Li 和 Bloomfield 最早实现了对文本信息的量化,他们借助语言学中衡量语句难易程度的 Fox Index 和机器学习法计算出了上市公司年报的可理解性^[5-6]。此后 Demers、Davis、谢德仁等学者又通过统计词频的方法来计算上市公司信息披露中乐观、悲观词汇占比,从而推测文本整体的情感倾向^[7-9]。到目前为止,学者们正尝试借助更多的学科交叉研究法来进行上市公司文本信息的度量,这其中主要以语言学和心理学的方法为主。

相比于信息披露中的数字信息,管理层语调能够起到更好的解释说明作用,在向投资者传递管理层内部信息方面具有很高的效率,尤其是在广大中小投资者不具备专业财务分析能力的背景下^[4]。然而在可靠性方面,管理层语调并不受到信息披露规则和审计程序的制约,致使其可靠性较差,真实性容易受上市公司管理者动机的影响,因此 Demers 等认为管理层语调实质上是一种传递成本和违规成本很低的“廉价信息”^[7],在这种情况下,学术界对于管理层语调的有用性存在着较大的分歧。Li 通过研究年报的语调可理解性发现,未来盈利能力越差的企业,其年报的语调可理解性越低^[5],这说明管理层一方面迫于信息披露义务需要对未来公司经营情况进行客观展望,但另一方面又担心客观披露会造成公司投资者信心受挫、股价下跌等不良后果,因此在进行文字描述时,将尽可能使文本信息复杂化,让一般投资者难以理解,从而延长他们了解真实信息的时间。Huang 等从语调情感倾向的角度支持了 Li 的观点,他认为语调情感倾向应分为两部分,一部分是适应当前业绩水平的正常语调,另一部分是偏离实际业绩水平的夸张语调。通过残差法对正常语调和夸张语调进行分离,并将夸张语调定义为“语调操纵”,他发现语调操纵程度越高,未来的业绩水平也就越差^[3]。来自我国上市公司的研究结果显示,年报管理层语调的乐观程度与未来内部人交易具有显著的相关性:乐观的语调与内部人的股票减持量正相关;悲观的语调与内部人的股票增持量正相关^[10]。这说明上市公司管理者有意利用语调传递不真实信息,以误导投资者做出错误的投资决策。

(二) 盈余管理的相关研究

现阶段,学术界对于盈余管理存在两种截然不同的观点,有学者认为盈余管理是通过合法的会计政策选择使得公司价值最大化的一种正当行为^[11],还有一些学者认为盈余管理是管理者为获取个人利益而歪曲会计信息的行为^[12]。从有效契约观的角度上看,盈余管理能够保证会计盈余的稳健性,从而确保各项契约得以顺利进行^[13];盈余管理还可以用来调低利润,帮助管理者冷却“过热”的投资者情绪,从而达到传递信息、修正股票错误定价的目的^[14]。然而,盈余管理的这种正当性是建立在不损害相关方利益的基础之上的,若离开了这个前提,盈余管理就变成了管理者的机会主义行为。从投资者的角度来看,盈余管理减少了公司会计信息的可靠性,不利于他们判断公司的价值^[15];从监管者的角度来看,盈余管理将在短期内大幅改变公司实际利润,这不仅不利于实施监督,同时还有可能引发股价的过度波动^[16]。在股权集中度不高的公司,盈余管理行为还不利于股东对管理者的工作评价:盈余管理将使得短期内公司利润与现金流量发生背离,造成会计信息失真^[17-18]。总体而言,盈余

管理加剧了市场参与者之间的信息不对称,是造成委托代理冲突、资本市场无效率的根源。鉴于盈余管理的危害性,证监会将上市公司过度的盈余管理定性为财务舞弊行为,并逐年完善法规准则和加强执法力度。在过去的十年内,证监会就上千起上市公司财务舞弊案进行了处罚。在这种情况下,管理者对盈余管理的使用愈加趋于谨慎,有些上市公司为了达到调节利润,同时又免于被监管部门和投资者识破的目的,转而采用了以损害公司长期利益为代价的真实活动盈余管理^[19]。

(三) 非效率投资的相关研究

Jensen 等提出的自由现金流理论认为,管理者有动机将本该用于向股东分红的自由现金流用于净现值为负的投资项目上,去构建自己的“企业帝国”,使公司出现过度投资情形,而后管理者可以获得控制权扩大所带来的隐性收益,包括人事安排权、合作商选择权^[20]。陈冬华等结合我国企业产权性质的特点,认为除了前述两项之外,国企的高管还可以获得政治资本、社会地位和在职消费^[21]。对于企业来说,投资活动需要较高的初始投资和未来持续的现金流作为支撑,若所投资的项目净现值为负,企业的价值将逐渐降低,甚至提前破产。因此,管理者的过度投资是一种典型的逆向选择行为,但相比于这种激进的方式,Hope 和 Thomas 认为上市公司高管出于对自身地位和前途的考虑,对风险往往持谨慎态度,他们所追求的是薪酬效用的最大化^[22],通俗来说就是“拿多少钱,办多少事”,甚至尽可能地少办事(道德风险)。在这种情况下,一些管理者在面对投资机会时表现为“谨慎有余,魄力不足”,这使得他们会错过很多净现值为正、具有良好未来前景的投资项目。此时,公司将出现投资不足的情形。虽然投资不足并不直接占用向股东分红的自由现金流,但错过良好的投资机会同样会使企业蒙受损失,在未来的竞争中处于不利地位。从长期来看,过度投资和投资不足都会严重损害股东利益。

(四) 文献回顾总结

从以上的研究可以看出,学者们普遍认为管理层语调是经上市公司管理者操纵(语调操纵)后的产物,其传播的目的是为了实现管理者的个人动机。从这一点上看,语调操纵似乎与盈余管理具有一定相似性,所不同的是语调操纵其操纵的是文本信息,而盈余管理操纵的是数字信息(会计信息)。此外,学者们一致认为非效率投资是管理者与股东之间委托代理冲突的主要表现形式。管理者通过非效率投资可以实现其攫取股东利益的目的。然而现有研究未讨论这两种信息操纵方式之间的联系,亦未考虑以非效率投资为代表的管理者利益侵占动机对这两种信息操纵方式的调节作用。

三、理论分析与研究假设

(一) 语调操纵与盈余管理

无疑,管理层具有多种盈余管理的动机。从债务融资的角度来看,一旦公司的经营业绩下滑,或是未能达到债务融资条款所规定的利润额度,公司将面临债务违约的风险,此时债权人有权要求公司追加担保。其结果是不仅额外增加了债务融资成本,还为日后的债务融资带来了障碍。从股权融资的角度来看,经营业绩的下滑将影响投资者信念,使得投资者降低对公司价值的估计,导致公司股价在短期内迅速下跌。这既严重影响了公司的声誉,还会降低公司通过增发所获取的融资量,迫使公司为了达到融资额度而转让更多的股权,导致大股东控制权的进一步流失,为公司增加被举牌的风险。从管理层利益的角度来看,经营业绩的下滑会直接或间接地影响管理层的薪酬,直接影响体现为绩效奖金与经营业绩挂钩;而间接影响体现为股权激励的价值会随着股价下跌而降低。除此之外,当公司本年度实现利润过高时,管理者也会为了平滑利润的需要去进行反向的盈余管理。

然而,随着审计制度的日趋完善和中小投资者对会计信息的解读能力逐渐加强,上市公司管理者对盈余管理的使用变得更为谨慎。为了降低盈余管理被识破的风险,现阶段上市公司的管理者在进行盈余管理的同时可能会进行针对年报文本信息的操纵,即通过文字所传递的信息来减轻投资者对会计信息操纵的怀疑。虽然有不少西方学者认为年报文本信息具有较低的可验证性,因此将其认为是“廉价信息”,但近年来,随着计算机文本分析技术在资本市场投资分析中的运用,有众多的学者通

过研究证实了年报中的文本信息与数字信息一样,具备信息含量,能够反映公司真实价值,同时也能够对股价波动起到解释作用。尽管如此,迄今尚未有任何国家的监管部门出台针对文本信息的监管措施。监管力度的缺失使得文本信息具有较低的违规披露成本,管理者可以利用语调所传递的错误信息来达到操纵市场的目的,从而配合其动机的实现。

从本质上看,语调操纵和盈余管理都是管理者对公司真实信息的歪曲,其原始动机具有一定的相似性。从内容上看,语调操纵的对象是文本信息;盈余管理的对象是数字信息,文本信息在年报中的目的是对数字信息进行解释和说明,因此语调操纵和盈余管理之间应该具有一定的相关性。从重要性的角度看,年报数字信息是公司订立各项契约的主要依据;而年报文本信息仅对投资者的决策起到一定的辅助作用,而这种辅助作用还要受到多种因素的影响。从监管的角度看,年报数字信息需要受到严格的审计与监管,而文本信息尚未纳入监管范围之内。因此,本文认为管理者所进行的语调操纵实际上是配合和掩护盈余管理行为的一种手段,根据拟态环境理论,信息发布者可以通过文字描述将信息接收者带入一个事先设置的拟态环境当中,从而使得信息接收者更加认同信息发布者的观点。管理者通过语调操纵可以让投资者对其所公布的业绩数值更加认同,从而减少投资者对盈余管理行为的警惕。为了验证以上推断,本文提出以下假设。

假设 1:年报文本信息的语调操纵与公司的盈余管理呈正相关关系。

(二) 语调操纵、非效率投资与盈余管理

随着上市公司内部治理机制和经理人市场的逐渐成熟,管理者的非效率投资行为若被识破,将影响管理者声誉,管理者甚至于面临被解聘、被法律诉讼的风险。因此管理者需要通过信息操纵的方式来为非效率投资寻求合理化依据。这其中就可能包括针对文本信息的语调操纵和针对数字信息的盈余管理。如图 1 所示,当公司在本会计年度发生了过度投资时,管理者需要通过正向盈余管理的方式来调节公司利润,使大股东和投资者相信公司所新增的投资额度是适应当前经营情况的合理行为。即为了满足新增市场占有率的需要,公司需要实行扩张型战略,因此公司应增加对外投资额度。而随着大股东财务解读能力的提高和公司内部控制制度的完善,正向盈余管理具有较高的被识破风险(递延所得税等项目的异常变动),管理者需要通过对其业绩进行更为乐观的描述来强化大股东和投资者对良好业绩的信念,从而降低被大股东和投资者识破的风险。本文推断当公司存在过度投资时,年报当中语调操纵对盈余管理的影响将更为强烈。相反,当公司存在投资不足的情形时,管理者为了掩饰自己的“偷懒”与不作为,同时又为了确保自身的地位与薪酬,将尽可能地通过盈余管理来平滑当期的会计利润,使大股东和投资者相信当前公司的经营情况和市场形势严峻,公司应该实行紧缩型战略,即削减对外投资额度以保留大量现金,维持较高的财务柔性以应对风险。与此同时,为了降低反向盈余管理被识破的风险,他们可以在年报中运用悲观化的语调操纵来传递信息,强化大股东和投资者对公司内外部形势不利的信念,从而支持管理层的紧缩型战略。因此本文认为,当公司存在投资不足时,年报当中的语调操纵对盈余管理的影响也将更加强烈。为了验证以上推断,本文提出以下假设。

假设 2a:当公司存在过度投资时,年报语调操纵对盈余管理的影响更强。

假设 2b:当公司存在投资不足时,年报语调操纵对盈余管理的影响更强。

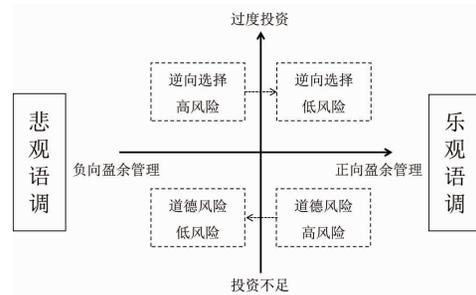


图 1 理论分析模型

四、数据与方法

(一) 样本

本文的研究样本包括 2010—2016 年间在我国 A 股上市公司所公布的年度财务报告,我们排除了

金融类、存在 ST 等特殊处理的上市公司,最终得到了 10281 个观测样本。本文使用的所有数据来自 CSMAR 数据库、同花顺 iFind 数据库和巨潮信息网。

(二) 模型设定与变量定义

1. 盈余管理程度的度量

本文使用可操纵性应计项目来衡量上市公司的盈余管理程度。在计算方法上采用了修正 Jones 模型,使用每家上市公司上一期的业绩数据用以进行盈余管理程度的测算。此外,本文同时采用了经营活动现金流量的双 D 模型来测算上市公司盈余管理程度。两个模型的计算公式如下所示。

修正 Jones 模型:

$$TA_{it}/A_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 A_{it-1}^{-1} + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) \times A_{it-1}^{-1} + \beta_3 PPE_{it} \times A_{it-1}^{-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在修正 Jones 模型中, TA_{it} 是由 t 期经营利润减去为经营活动现金流量而得到的总应计数, A_{it-1} 为 $t-1$ 期的期末总资产, ΔREV_{it} 为 t 期与 $t-1$ 期的主营业务收入之差, ΔAR_{it} 为 t 期与 $t-1$ 期的应收账款的变化额, PPE_{it} 为 t 期期末固定资产原值, ROA_{it-1} 为 $t-1$ 期的总资产收益率。

双 D 模型:

$$TA_{it}/A_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it-1} \times A_{it-1}^{-1} - 2 + \beta_2 CFO_{it} \times A_{it-1}^{-1} + \beta_3 \Delta REV_{it} \times A_{it-1}^{-1} + \beta_4 PPE_{it} \times A_{it-1}^{-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在双 D 模型中, CFO_{it-1} 和 CFO_{it} 是 $t-1$ 期和 t 期的经营活动现金流量。

将修正 Jones 模型和双 D 模型分别按年度和行业进行回归,所得到的各公司回归结果的残差值 Da 即为盈余管理程度,残差值符号为正代表正向的盈余管理;残差值为负代表负向的盈余管理。

2. 非效率投资程度的度量

本文使用 Richardson 模型来度量公司的非效率投资程度,基本方法如下所示。

$$\text{Richardson 模型: } Inv_{it}/A_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Cash_{it-1}/A_{it-2} + \alpha_4 Age_{it-1} + \alpha_5 Size_{it-1} + \alpha_6 Ret_{it-1} + \alpha_7 Loss_{it-1} + \alpha_8 Inv_{it-1}/A_{it-2} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

在模型(3)中, Inv_{it} 为 t 期投资量占期初总资产比; $Growth_{it-1}$ 为 $t-1$ 期企业主营业务收入增长率; Lev_{it-1} 为 $t-1$ 期财务杠杆率; $Cash_{it-1}/A_{it-2}$ 为 $t-1$ 期现金持有量占期初总资产比; Age_{it-1} 为公司年龄; $Size_{it-1}$ 为 $t-1$ 期公司总资产的自然对数; Ret_{it-1} 为 $t-1$ 期公司股票年度收益率; $Loss_{it-1}$ 为 $t-1$ 期公司是否亏损的哑变量,若亏损取 1,否则取 0; Inv_{it-1}/A_{it-2} 为 $t-1$ 期投资量占期初总资产比。将上述模型进行回归,所得到的各公司回归结果的残差值即为非效率投资程度,残差值为正代表过度投资,为负代表投资不足。为了分别度量过度投资与投资不足的程度,本文对两者均做了绝对值处理。

3. 管理者语调操纵的度量

本文使用谢德仁等的方法来度量年报中的管理层语调:文本信息中的乐观情绪词语总数减去悲观情绪词语总数再除以总的情绪词语数^[9]。在文本信息的提取方法上,本文使用了 Python3.6 编程软件所编写的网络爬虫(Web Crawler)程序来自动抓取巨潮资讯网上的年报,通过批量解析网站上的年报下载地址,发起网络请求将 PDF 格式的报告下载至本地文件中,再通过解析 PDF 文件使之转化为 TXT 格式,并通过 Python 的语言分析模块统计文中的关键词频率,最后导出到 Excel 表格中。其中,管理层语调的计算公式为:

$$Tone = (\text{乐观词语数} - \text{悲观词语数}) / (\text{乐观词语数} + \text{悲观词语数}) \quad (4)$$

为了分离管理层语调中的正常情感倾向和夸张情感倾向,本文参考 Huang 等的研究:若年报中的管理层语调是对公司实际经营情况和未来发展前景的客观反映,则它应该满足以下数量关系^[3]:

$$Tone_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

^①本文参照谢德仁等的研究,将乐观词语定义为如增加、增长、上升、提高等表示增长的词语;将悲观词语定义为如降低、下降、减少、下滑等表示减少的词语^[9]。但由于研究手段的限制,现有研究尚未考虑到这些词语与会计科目进行搭配以后是否会出现相反的含义,未来研究将从此处展开。

其中, *Tone* 是年报中的管理层语调, *EPS* 是每股收益, ΔEPS 是每股收益变化量, *ROE* 是净资产收益率, *LEV* 是资产负债率, *Size* 是公司规模, *Age* 是上市年限, *Growth* 是主营业务收入增长率, *LOSS* 为是否亏损的哑变量。该方程残差项即为年报的“语调操纵”(*ABtone*), 即管理层语调中的夸张情感倾向。此外, 根据读者的阅读习惯, 他们在接受文字信息和数字信息时的方式是不同的。对于文字信息, 读者往往是一扫而过地判断文本的情绪倾向, 通过统计数量的方式所得到的语调操纵可能是有偏的, 可能高估或低估文本信息对于信息接受者的作用。因此, 本文还另外使用了一种方式来度量“语调操纵”, 当年报语调操纵 *ABtone* 的取值大于 0 时, 我们将该年报定义为进行过正向语调操纵的年报, 取 1 值, 反之则取 0 值, 用这种方法所得到的 *ABtone* 的哑变量 (*ABtone2*) 作为本文辅助的度量方式。

4. 基本回归模型

为了验证前文中的假设, 本文构建如下回归模型:

$$\text{假设 1: } Da_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ABtone_{it} + Controls_{it} + \sum YEAR + \sum Ind + \varepsilon_{it}$$

$$\text{假设 2a: } Da_{it} = \beta_0 + \beta_1 ABtone_{it} + \beta_2 OverIn_{it} + \beta_3 Tone_{it} \times OverIn_{it} + Controls_{it} + \sum YEAR + \sum Ind + \varepsilon_{it}$$

$$\text{假设 2b: } Da_{it} = \theta_0 + \theta_1 ABtone_{it} + \theta_2 UnderIn_{it} + \theta_3 Tone_{it} \times UnderIn_{it} + Controls_{it} + \sum YEAR + \sum Ind + \varepsilon_{it}$$

式中, 若假设 1 成立, 则 α_1 系数应显著为正; 若假设 2a 成立, 则 β_3 系数应显著为正; 若假设 2b 成立, 则 θ_3 系数应显著为正。

(三) 描述性统计

表 2 列出了主要变量的描述性统计结果。从中可以看出, 两种盈余管理估计方法所得到的盈余管理 (*Da*) 平均值分别为 0.012 和 0.031, 这说明上市公司普遍进行了正向的盈余管理。语调操纵 (*ABtone*) 的均值为 0.259, 标准差为 0.645, 这说明管理者普遍倾向于对业绩进行乐观化的描述, 但具体的乐观程度差异性较大。过度投资 (*OverIn*) 的均值为 0.060, 标准差为 0.104; 投资不足 (*UnderIn*) 的均值为 0.057, 标准差为 0.080, 这说明上市公司的非效率投资现象较为普遍。

由表 3 的组间均值差异检验结果可知, 在年报中进行了正向语调操纵的样本组中, 正向盈余管理的均值更高。与负向语调操纵的样本相比, 均值差异在 1% 的水平上显著, 这一结果初步证实了假设 1。

表 1 变量定义表

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	盈余管理 1	<i>Da1</i>	修正 Jones 模型下所计算出的盈余管理
	盈余管理 2	<i>Da2</i>	双 D 模型下所计算出的盈余管理
	语调操纵 1	<i>ABone</i>	Huang 模型的残差值
	语调操纵 2	<i>ABtone2</i>	Huang 模型残差值大于 0 取 1, 反之取 0
自变量	过度投资	<i>OverIn</i>	Richardson 模型残差值大于 0 保留, 小于 0 取 0
	投资不足	<i>UnderIn</i>	Richardson 模型残差值小于 0 保留取绝对值, 大于 0 取 0
控制变量	净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/所有者权益总额
	资产负债率	<i>LEV</i>	负债总额/资产总额
	公司成长性	<i>Growth</i>	主营业务收入增长率
	公司规模	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数
	上市年限	<i>Age</i>	公司上市年限的自然对数
	产权性质	<i>SOE</i>	国有企业取 1, 否则取 0
	CEO 背景	<i>Background</i>	CEO 接受高等教育的年限
	股权集中度	<i>FSHR</i>	第一大股东持股比例
	CEO 性别	<i>Gender</i>	CEO 为男性取 1, 为女性取 0
	两职合一	<i>Duality</i>	董事长是否兼任 CEO, 若兼任则取 1, 反之取 0

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最大值	中位数	最小值
<i>Da1</i>	10281	0.012	0.086	0.462	0.009	-0.687
<i>Da2</i>	10281	0.031	0.102	0.256	0.014	-0.393
<i>ABtone</i>	10281	0.259	0.645	0.816	0.184	-0.506
<i>OverIn</i>	10281	0.060	0.104	0.764	0.000	0.000
<i>UnderIn</i>	10281	0.057	0.080	0.469	0.014	0.000

当样本按照非效率投资情形来分组时,我们可以发现过度投资的样本组与投资不足的样本组相比具有更高的正向盈余管理程度;同时还具有更乐观化的

表3 组间均值比较结果

分组/变量	语调操纵			盈余管理			非效率投资		
	乐观 (N = 6736)	悲观 (N = 3545)	Diff	正向 (N = 7373)	负向 (N = 2307)	Diff	过度 (N = 5526)	不足 (N = 3751)	Diff
<i>Da</i>	0.027	-0.016	0.04***	0.037	-0.047	0.09***	0.034	-0.020	0.05***
<i>ABtone</i>	0.558	-0.308	0.87***	0.335	0.083	0.25**	0.402	-0.117	0.52***
<i>OverIn</i>	0.069	0.042	0.03**	0.072	0.035	0.04***	0.311	0	0.31***
<i>UnderIn</i>	0.048	0.074	-0.03*	0.051	0.091	-0.04*	0	0.156	-0.16***

注:***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。

语调操纵程度,样本组间的差异均在1%的水平上显著,该结果初步证实不同的非效率投资情形致使管理者的信息操纵手段具有差异,然而具体的内容还需要通过回归分析来做进一步验证。

五、结果与分析

(一) 年报语调操纵与盈余管理

从表4的回归结果可以看出,当*Da1*为被解释变量时,语调操纵*ABtone*对盈余管理*Da1*的回归系数为0.013($T = 4.90, P < 0.01$);当*Da2*为被解释变量时,语调操纵*ABtone*对盈余管理*Da2*的回归系数为0.010($T = 4.86, P < 0.01$)。这说明语调操纵与盈余管理呈显著正相关关系,即年报的情感倾向越乐观,公司越有可能进行了正向的盈余管理;情感倾向越悲观,公司越有可能进行了负向的盈余管理。这一回归结果支持了假设1,这意味着当高管意图通过盈余管理来调整企业报表利润时,他们会通过年报的文本信息制造假象,过度地渲染乐观或悲观的情绪,为其盈余管理行为提供掩护。

为了排除语调操纵的度量误差对结果产生的不良影响,本文使用了语调操纵的哑变量*ABtone2*进行了研究。由表4的回归结果可知,*ABtone2*对两种度量方式下的盈余管理*Da1*和*Da2*的回归系数分别为0.160($T = 4.77, P < 0.01$)和0.125($T = 4.46, P < 0.01$)。为进一步保证结果的稳健性,同时为了排除语调操纵与盈余管理之间可能存在的互为因果关系,本文还对回归模型进行了倾向得分匹配处理(PSM),结果如表5所示,对原模型进行了PSM处理后,自变量*ABtone2*的处理效应为0.017($T = 4.19, P < 0.01$),这说明原结论是可靠的。综上所述,在经过替换变量、倾向得分匹配处理后,假设1依然成立。

(二) 年报语调操纵、非效率投资与盈余管理

以上的回归结果表明,管理者文本信息操纵在一定程度上对数字信息操纵起到了配合的作用,那

表4 年报语调操纵与盈余管理回归结果

模型 因变量	假设1			
	<i>Da1</i>	<i>Da2</i>	<i>Da1</i>	<i>Da2</i>
<i>ABtone</i>	0.013*** (4.90)	0.010*** (4.86)		
<i>ABtone2</i>			0.160*** (4.77)	0.125*** (4.46)
<i>ROE</i>	1.155** (2.37)	0.381 (1.46)	1.153*** (2.96)	0.380 (1.42)
<i>LEV</i>	0.036 (0.90)	-0.007 (-0.35)	-0.002** (-1.98)	-0.003 (-0.14)
<i>Growth</i>	-1.053** (-1.99)	-0.185 (-0.78)	-0.002 (-1.21)	-0.233 (-0.96)
<i>Size</i>	0.025*** (4.98)	0.021*** (6.06)	-0.003** (-2.08)	0.020*** (5.40)
<i>Age</i>	0.000 (0.39)	0.003** (2.15)	0.000 (0.30)	-0.000 (-0.02)
<i>SOE</i>	-0.006** (-2.25)	-0.004* (-1.78)	-0.005** (-2.07)	-0.003 (-1.58)
<i>Background</i>	-0.003*** (-2.67)	-0.002** (-2.03)	-0.003*** (-2.67)	-0.002** (-2.04)
<i>FSHR</i>	-0.0003* (-1.75)	-0.012* (-1.89)	-0.004** (-2.06)	-0.003** (-2.26)
<i>Gender</i>	0.009 (0.86)	0.005 (0.62)	0.100 (0.98)	0.006 (0.74)
<i>Duality</i>	0.006 (0.69)	0.013 (1.39)	0.006 (0.69)	0.006 (1.41)
常数项	-0.534*** (-4.91)	-0.456*** (-6.25)	-0.486*** (-4.47)	-0.417*** (-5.69)
行业/年度固定效应	√	√	√	√
<i>N</i>	10281	10281	10281	10281
<i>Adj. R²</i>	0.071	0.067	0.069	0.063

注:***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号中的数字为*T*值。

么,在非效率投资的情况下,这种配合作用是否会受到影响呢?由表6的回归结果可知,当 $Da1$ 作为被解释变量时,过度投资 $OverIn$ 与语调操纵 $ABtone$ 交乘项的回归系数为 $0.055 (T = 3.69, P < 0.01)$; 当 $Da2$ 作为被解释变量时,过度投资 $OverIn$ 与语调操纵 $ABtone$ 的回归系数为 $0.050 (T = 3.60, P < 0.01)$ 。该结果说明当公司存在过度投资情形时,语调操纵对盈余管理的配合作用将加强,假设 2a 成立。当公司存在投资不足情形时,由表 6 可知,投资不足 $UnderIn$ 与语调操纵 $ABtone$ 的交乘项回归系数对两种方式下度量的盈余管理 $Da1$ 和 $Da2$ 的回归系数分别为 $0.103 (T = 3.12, P < 0.01)$ 和 $0.093 (T = 3.24, P < 0.01)$, 该结果说明当公司存在投资不足时,语调操纵对盈余管理的配合作用亦会加强,假设 2b 成立。

(三) 稳健性检验

在假设 1 的推导过程中,我们使用了替代变量法(哑变量)和倾向得分匹配法来排除由变量的度量误差、变量之间互为因果所产生的内生性问题,结果均达到了预期效果。为了进一步减少内生性问题对研究结果的影响,本文拟采用工具变量法对原模型进行处理。我们使用了市场与账面价值之比(MTB)、管理者权力($Power$)、管理者任期($Tenure$)对模型中的解释变量语调操纵($ABtone$)进行了工具化处理。选择这三个工具变量的原因在于:第一,在第一阶段回归中,工具变量对语调操纵($ABtone$)的回归系数在 1% 的水平上显著(结果略),说明工具变量与解释变量具有相关性。第二,工具变量对被解释变量的回归结果不显著,但经过工具变量处理后的解释变量对被解释变量的回归结果显著,说明工具变量满足外生性的条件。第三,在加入这三个工具变量后,弱工具变量检验 F 值在各模型中均大于 10,说明工具变量并非弱工具变量。

在对语调操纵($ABtone$)进行工具化处理后,我们使用两阶段回归(2SLS)和广义矩估计(GMM)模型对假设 1 方程再次进行回归。由表 7 可知,在使用工具化处理

表 5 倾向得分匹配结果

因变量	样本	估计值	T 统计量
Da	<i>Unmatched</i>	0.031 ***	10.44
	<i>ATT</i>	0.017 ***	4.19
	<i>ATU</i>	0.025	—
	<i>ATE</i>	0.021	—

注:***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平,括号中的数字为 T 值。

表 6 年报语调操纵、非效率投资与盈余管理回归结果

模型 因变量	假设 2a		假设 2b	
	$Da1$	$Da2$	$Da1$	$Da2$
$ABtone$	0.015 *** (5.15)	0.013 *** (5.11)	0.006 ** (2.32)	0.004 ** (2.24)
$OverIn$	0.110 *** (4.17)	0.079 *** (3.80)		
$OverIn \times ABtone$	0.055 *** (3.69)	0.050 *** (3.60)		
$UnderIn$			0.050 ** (2.18)	0.079 ** (2.37)
$UnderIn \times ABtone$			0.103 *** (3.12)	0.093 *** (3.24)
ROE	1.202 ** (2.52)	0.419 * (1.66)	1.207 ** (2.54)	0.428 * (1.77)
LEV	0.045 (1.09)	-0.001 (-0.04)	0.035 (0.88)	-0.008 (-0.46)
$Growth$	-1.112 ** (-2.14)	-0.230 (-1.61)	-1.093 ** (-2.07)	-0.221 ** (-1.97)
$Size$	0.025 *** (4.96)	0.021 *** (6.03)	0.024 *** (5.00)	0.021 *** (6.11)
Age	0.000 (0.26)	-0.000 (-0.07)	0.000 (0.29)	-0.000 (-0.11)
SOE	-0.006 ** (-2.31)	-0.004 * (-1.82)	-0.006 ** (-2.26)	-0.004 * (-1.76)
$Background$	-0.003 *** (-2.75)	-0.002 ** (-2.10)	-0.003 ** (-2.45)	-0.001 * (-1.75)
$FSHR$	-0.001 * (-1.77)	-0.0002 * (-1.93)	-0.0003 (-1.60)	-0.0002 * (-1.69)
$Gender$	0.007 (0.75)	0.004 (0.52)	0.008 (0.84)	0.004 (0.55)
$Duality$	0.005 (0.62)	0.006 (1.31)	0.006 (0.73)	0.006 (1.46)
常数项	-0.526 *** (-4.86)	-0.450 *** (-6.17)	-0.525 *** (-4.95)	-0.455 *** (-6.35)
行业/年度固定效应	√	√	√	√
N	10281	10281	10281	10281
$Adj. R^2$	0.080	0.076	0.077	0.078

注:***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平,括号中的数字为 T 值。

之后,语调操纵对盈余管理的回归系数依然显著,且系数与原回归结果较为接近。这说明原方程回归结果是稳健的。此外,两阶段回归与广义矩估计的结果并无显著差异,说明模型不存在过度识别现象,因此回归结果较为稳健。

六、结论

本文以我国 2010—2016 年间上市公司年报为样本,实证检验了两类上市公司管理者信息操纵之间的关系,即针对文本信息的语调操纵和数字信息的盈余管理。研究结果发现,年报中的语调操纵与本企业会计年度所进行的盈余管理呈正相关关系;当公司存在非效率投资问题时,管理层更加有可能利用语调操纵来掩饰盈余管理行为。本文的研究结论表明,处于信息优势方的上市公司管理者会同时运用两种信息操纵方式来误导投资者,且这两种操纵方式是相互配合的。这意味着继盈余管理之后,语调操纵也成了导致委托代理冲突的主要原因,若任其发展,将严重损害中小投资者的正当利益,不利于我国资本市场的完善。

针对这一问题,本文认为应从以下两方面入手来进行改善:第一,从监管者的角度来看,我国证监会已经相继出台一系列针对会计数字信息披露的规范,并对涉及严重盈余管理甚至是财务舞弊的上市公司进行了警告、罚款和退市的处罚,这些举措的实施,加之审计制度的日趋完善,使得上市公司的会计信息质量越来越高。然而对于中小投资者而言,缺乏专业知识背景使得他们无法正确解读年报中的数字信息。他们为了弥补信息劣势,不得不依赖用以解释数字信息的文本信息,而处于监管空白地带的文本信息可能受到了管理者的操纵。因此本文认为证监会应尽快出台针对文本信息的规范,同时,在对上市公司年报进行审计时,注册会计师应对偏离公司实际情况的不实文本信息描述进行纠正。第二,从投资者的角度来看,广大投资者应提高对管理者信息操纵的警惕,在进行投资决策时宜从多方获取信息(包括新闻媒体和行业分析师),正确识别年报中偏离公司实际情况的夸大描述,以避免被具有自利性动机的管理者所误导。

参考文献:

[1]张菊香. 基于动机视角的盈余管理文献综述[J]. 审计与经济研究, 2007(6): 60-65.
 [2]Graham J, Harvey C, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 40(1): 3-73.

表7 两阶段回归结果

变量 估计方法	Da1		Da2	
	2SLS	GMM	2SLS	GMM
<i>Ins_ABtone</i>	0.021 ** (2.07)	0.020 ** (2.11)	0.008 * (1.82)	0.008 * (1.77)
<i>ROE</i>	0.873 *** (3.62)	0.873 *** (3.63)	0.236 (0.77)	0.238 (0.78)
<i>LEV</i>	0.041 (1.09)	0.041 (1.09)	-0.03 (-0.32)	-0.03 (-0.32)
<i>Growth</i>	-1.243 ** (-2.14)	-1.242 ** (-2.15)	-0.113 ** (-2.07)	-0.112 ** (-1.97)
<i>Size</i>	0.025 *** (4.96)	0.021 *** (5.03)	0.019 *** (4.47)	0.019 *** (4.47)
<i>Age</i>	-0.000 (-0.06)	-0.000 (-0.07)	0.0003 ** (2.11)	0.0003 ** (2.11)
<i>SOE</i>	-0.002 ** (-2.11)	-0.003 * (-1.81)	-0.001 * (-1.86)	-0.001 * (-1.86)
<i>Background</i>	-0.013 ** (-2.37)	-0.013 ** (-2.37)	-0.002 ** (-2.05)	-0.001 * (-1.78)
<i>FSHR</i>	-0.001 * (-1.77)	-0.001 * (-1.78)	-0.010 * (-1.70)	-0.010 * (-1.69)
<i>Gender</i>	0.011 (0.55)	0.011 (0.55)	0.008 (0.64)	0.006 (0.65)
<i>Duality</i>	0.009 (1.12)	0.008 (1.12)	0.016 (0.73)	0.016 (0.76)
常数项	-0.473 *** (-3.16)	-0.454 *** (-3.21)	-0.365 *** (-4.75)	-0.365 *** (-4.72)
Sargan 检验	0.201	0.201	0.326	0.326
弱工具 F 检验	18.23	18.23	22.19	22.19
N	10281	10281	10281	10281
Adj. R ²	0.121	0.121	0.092	0.092

注:***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平,括号中的数字为 T 值。

- [3]Huang X, Teoh S, Zhang Y. Tone management[J]. *The Accounting Review*, 2014, 89(4): 1083-1113.
- [4]Baginski S, Demers E, Wang C, et al. Contemporaneous verification of language: evidence from management earnings forecasts[J]. *Review of Accounting Studies*, 2016, 21(1): 165-197.
- [5]Li F. The Information content of forward-looking statements in corporate filings—a native bayesian machine learning approach[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(2): 1049-1112.
- [6]Bloomfield J. Discussion of annual report readability, current earnings, and earnings persistence[J]. *Journal of Accounting Economics*, 2008, 45(2):248-252.
- [7]Demers E, Vega C. Understanding the role of managerial optimism and uncertainty in the price formation process: evidence from the textual content of earnings announcements[R]. SSRN,2014.
- [8]Davis A, Tama-Sweet I. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(3): 838-844.
- [9]谢德仁,林乐. 管理层语调能预示公司未来业绩吗?——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析[J]. *会计研究*, 2015(2):20-27.
- [10]曾庆生,周波,张程. 年报语调与公司内部人交易:表里如一还是口是心非? [C]. 第十五届中国实证会计国际研讨会论文集,2016.
- [11]Scott W, Correa H, Skovran M. Military applications of input-output analysis[J]. *Defense Security Analysis*, 1997, 13(2): 151-167.
- [12]Schipper K. Commentary on earnings management[J]. *Accounting Horizons*, 1989, 12(3): 339-356.
- [13]Lobo G, Zhou J. Disclosure quality and earnings management[R]. SSRN, 2001.
- [14]朱朝晖. 投资者情绪与上市公司投资决策——基于迎合渠道的研究[J]. *商业经济与管理*, 2013(6):60-67.
- [15]蔡志忠,李慧阳. 如何防范我国亏损上市公司盈余管理的泛滥[J]. *南京审计大学学报*, 2005(3): 35-38.
- [16]Ang J, Cole R, Lin J. Agency costs and ownership structure[J]. *The Journal of Finance*,2000, 55(1):81-106.
- [17]Cohen D, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. *Journal of Accounting Economics*,2010, 50(1):2-19.
- [18]池兆念. 盈余管理动机和现金流量操纵动机的融合与分离[J]. *南京审计大学学报*, 2012(4): 62-70.
- [19]曹国华,鲍学欣,王鹏. 审计行为能够抑制真实盈余管理吗[J]. *审计与经济研究*, 2014(1):30-38.
- [20]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*,1976, 3(4):305-360.
- [21]陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. *经济研究*, 2005(2):92-101.
- [22]刘慧龙. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. *经济研究*, 2014(8):93-106.

[责任编辑:高 婷]

Tone Management, Inefficient Investment and Earning Management

ZHU Zhaohui, XU Wenhan

(School of Accounting, Zhejiang University of Industry and Business, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Based on corporate behavioral finance theory and principal-agent theory, this paper studies the impact of language tone and inefficient investment on earning management. Using the data of listed company from 2010 to 2016, this paper finds that the optimism of language tone has a positive influence on the upward earning management; the pessimism of language tone has a positive influence on the downward earning management. Further study reveals that when company facing inefficient investment, the impact of language tone on earning management is stronger. The results of this study show that language tone, as a strategic disclosure method, deepens the agency conflict between major shareholders and normal shareholders, as well as shareholders and the managers.

Key Words: behavioral finance; annual report; textual information; language tone; tone management; inefficient investment; earnings management