

学校编码: 10384  
学 号: 32120141150666

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕士学位论文

相得益彰抑或欲盖弥彰?

——管理层语调管理与分析师预测行为的实证研究

A Complementary Cooperation or A Meaningless Cover-up?

——An Empirical Research on the Relationship between  
Tone Management and Analysts' Forecasts Behavior

裴蓓

指导教师姓名: 游家兴教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2017 年 月

论文答辩时间: 2017 年 月

学位授予日期: 2017 年 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2017 年 5 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 裴蓓

2017年5月18日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：裴蓓

2017年5月18日

## 摘要

作为专业的信息挖掘、加工和传递者，证券分析师的盈利预测质量直接影响着投资者对公司价值的判断。而财务信息作为分析师预测公司未来业绩的重要依据，其质量好坏直接影响分析师的预测精度。然而，随着产品和商业模式的不断创新以及公司外部环境的瞬息万变，传统的财务信息越来越不能全面反映公司的实际经营业绩，分析师对非财务信息和前瞻性信息的需求越来越强烈。非财务信息提供了公司的战略规划、竞争格局、研发情况、品牌声誉等信息，可对财务信息形成有力解释和补充。前瞻性信息叙述了公司未来的发展前景，有助于分析师预测公司未来盈余。因此，作为披露非财务信息和前瞻性信息的重要载体，随公司年报同时公布的董事会工作报告自然成为分析师可资利用的重要信息来源之一。

本文结合中文表达习惯和财经词汇惯常用语，构建了 1425 个正面词汇和 1583 个负面词汇。在此基础上，本文以 2002 年-2014 年全部 A 股上市公司为研究样本，运用词频分析法提取各个年度董事会报告字里行间所传递的语调，通过构建语调的多元回归模型计算出残差项（即异常积极语调）作为管理层语调管理的代理变量，进而探究异常积极语调对证券分析师预测行为的影响。实证研究发现，异常积极语调与证券分析师跟踪团队数量显著正相关，与分析师预测误差以及分歧度显著负相关。然而，文本信息不受严格的披露限制，管理层可以通过语调管理提供更多价值相关信息，也可以用来掩盖当前的劣绩误导投资者。为明确异常积极语调对分析师预测行为的影响机制，本文将样本分为优质公司组和劣质公司组进一步研究，结果显示优质公司组的董事会报告异常积极语调越高，分析师对公司未来一期的盈余预期越乐观，且预测误差和预测分歧度均显著降低，说明优质公司的管理层通过语调管理提供了价值相关的增量信息；劣质公司组的异常积极语调越高，分析师对公司未来一期的盈余预期越悲观，且预测准确度在一定程度上有所提高，但不显著，预测分歧度显著降低，说明劣质公司管理层为掩盖当前的劣绩操纵语调，却被具备财务专业知识的证券分析师识破。

本文的研究贡献主要在于：

(1) 董事会报告文本具有较高信息含量，能够对财务信息起到有力解释和补充作用。以往国内对会计文本的研究多采用问卷调查或实验法，本文借鉴英文文

本研究方法，较早进行国内大样本下会计文本的实证检验，运用文本分析方法对会计文本的语调特性进行量化并深入分析，丰富了管理层信息披露领域文本分析的研究。

(2) 本文是国内首例界定、衡量和实证检验董事会报告语调管理的文献，在控制了公司真实经营业绩、成长性等基本面因素后，将文本净积极语调中与定量信息不相称的成分提取出来，研究异常积极语调的信息效应，为学术界深入探讨管理层语调管理提供了新的视角。

(3) 本文实证结果显示董事会报告的异常积极语调会显著影响分析师的盈余预测行为，文本信息具有一定的使用价值，有助于推动学术界开展证券分析师如何对文本信息进行解读的研究。

**关键词：**董事会报告；文本分析；分析师预测

## ABSTRACT

Securities analysts play an key role on information mining, processing and delivering, the quality of their earnings forecast directly affects investors' value judgment on the company. Financial information is an important source for analysts' earnings forecast, its quality directly affect the analysts' forecast accuracy. However, with the innovation of products and business models, financial information can't fully reflect the company's actual operating performance, analysts need more non-financial and forward-looking information.

Non-financial information provides the company's strategic planning, competitive landscape, research and brand reputation information, which can interpret and supply financial information. Forward-looking information describes the future prospects of the company, which can help analysts to predict the company's future earnings better. The director's report reveals non-financial and forward-looking information, naturally becomes an important source for analysts' earnings forecast.

Combining with the Chinese habits and financial terms, I summarize 1425 positive words and 1583 negative words. Using the director's report of all A-share listed companies from 2002-2014, this paper applies textual analysis to estimate abnormal positive tone, ABTONE, of each report, as a measure of tone management from residuals of a tone model that controls for firm quantitative fundamentals such as performance, risk, and complexity. I find ABTONE is significantly positively associated with the number of analysts following, and is negatively associated with the analysts' forecast error and divergence. Then I divide the whole sample into high quality company group and inferior company group to study the influence mechanism of ABTONE on analysts' forecast behavior. My study finds that for the high quality companies, ABTONE will lead to more positive and accurate forecasts, the analysts' diverge is narrower, indicating that a positive bias in tone used by managers is to signal the private information. But for the inferior companies, ABTONE will lead to more negative and accurate forecasts, the analysts' diverge is narrower, indicating that a positive bias in tone used by managers is to mask poor current performance.

The contribution of this paper lies in:

(1) The director's report contains rich information, can interpret and supply financial information better. The previous domestic researches on accounting text generally adopt questionnaire survey or experimental method, this paper does empirical research under large sample, by using textual analysis to quantify the tone feature, which enriches the field of textual analysis research.

(2) This paper is the first case to define, measure and empirical test the tone management of the director's report. Under the control of the company's operating performance, growth and other fundamental factors, this paper studies the information effect of ABTONE, which provides a new perspective for academic study.

(3) The empirical result shows that ABTONE of the director's report will affect analysts' earnings forecast behavior significantly, the accounting text with information is valuable, this find helps to study how securities analysts interpret the textual information.

**Keywords:** Director's Report; Textual Analysis; Analyst Forecasts

## 目录

<b>第一章 绪论</b> .....	<b>1</b>
<b>第一节 研究背景及意义</b> .....	<b>1</b>
<b>第二节 研究思路与方法</b> .....	<b>2</b>
<b>第三节 研究框架</b> .....	<b>4</b>
<b>第四节 研究贡献与局限</b> .....	<b>6</b>
<b>第二章 文献回顾</b> .....	<b>7</b>
<b>第一节 会计文本分析方法的发展</b> .....	<b>7</b>
一、会计文本分析文献回顾.....	7
二、会计文本的特征分析.....	8
三、文本分析方法.....	9
<b>第二节 会计文本信息披露的决策有用性</b> .....	<b>10</b>
<b>第三节 会计文本信息的披露动机</b> .....	<b>12</b>
一、信息供给动机.....	12
二、信息模糊动机.....	13
<b>第四节 分析师预测行为文献综述</b> .....	<b>14</b>
一、分析师信息来源的文献回顾.....	15
二、证券分析师关注度的文献回顾.....	15
三、分析师盈利预测质量的文献回顾.....	16
<b>第五节 文献评述与本文立意</b> .....	<b>18</b>
<b>第三章 理论分析与研究假设</b> .....	<b>19</b>
<b>第一节 相关理论简介</b> .....	<b>19</b>
一、有效市场理论.....	19
二、信息不对称理论.....	20
三、信号传递理论.....	20
<b>第二节 研究假设</b> .....	<b>21</b>
<b>第四章 研究设计</b> .....	<b>23</b>

<b>第一节 样本选择与数据来源 .....</b>	<b>23</b>
<b>第二节 变量定义 .....</b>	<b>24</b>
<b>第三节 实证模型构建 .....</b>	<b>27</b>
一、计算异常积极语调的模型构建.....	27
二、第一组假设的检验模型.....	28
三、第二组假设的检验模型.....	29
<b>第五章 实证结果与分析 .....</b>	<b>30</b>
<b>第一节 描述性统计 .....</b>	<b>30</b>
一、语调模型变量的描述性统计分析.....	30
二、回归分析主要变量的描述性统计分析.....	31
<b>第二节 相关性分析 .....</b>	<b>34</b>
一、语调模型变量的相关性分析.....	34
二、主回归变量的相关性分析.....	34
<b>第三节 回归结果分析 .....</b>	<b>37</b>
一、语调模型回归分析.....	37
二、异常积极语调对分析师预测行为影响的回归分析.....	38
三、异常积极语调对分析师行为影响机制的检验.....	41
<b>第四节 稳健性检验 .....</b>	<b>45</b>
<b>第六章 结论与建议 .....</b>	<b>49</b>
<b>第一节 研究结论 .....</b>	<b>49</b>
<b>第二节 政策建议 .....</b>	<b>50</b>
<b>第三节 研究展望 .....</b>	<b>51</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>53</b>
<b>致谢.....</b>	<b>59</b>

CONTENT

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>Section1 Research Background and Significance .....</b>	<b>1</b>
<b>Section2 Research Idea and Methodology .....</b>	<b>2</b>
<b>Section3 Research Framework .....</b>	<b>4</b>
<b>Section4 Contributions and Limitations .....</b>	<b>6</b>
<b>Chapter 2 Literature Review .....</b>	<b>7</b>
<b>Section1 Development of Textual Analysis Method in Accounting .....</b>	<b>7</b>
1. Literature Review of Textual Analysis in Accounting .....	7
2. Features of Accounting Textual .....	8
3. Methodology for Textual Analysis .....	9
<b>Section2 The Decision Usefulness of Accounting Disclosures .....</b>	<b>10</b>
<b>Section3 The Motivations of Accounting Disclosures .....</b>	<b>12</b>
1. Information Supply .....	12
2. Information Confusion .....	13
<b>Section4 Literature Review of Analysts Forecasts Behavior .....</b>	<b>14</b>
1. Literature Review of Information Sources for Analysts .....	15
2. Literature Review of Analysts Attention .....	15
3. Literature Review of the Quality of Analysts Earnings Forecast .....	16
<b>Section5 Idea of this Paper Based Literature Review .....</b>	<b>18</b>
<b>Chapter 3 Theoretical Analysis and Hypothesis .....</b>	<b>19</b>
<b>Section1 Related Theory Introduction .....</b>	<b>19</b>
1. The Efficient Market Theory .....	19
2. Asymmetric Information Theory .....	20
3. Signaling Theory .....	20
<b>Section2 Hypothesis .....</b>	<b>21</b>
<b>Chapter 4 Research Design .....</b>	<b>23</b>

<b>Section1 Samples and Data Sources .....</b>	<b>23</b>
<b>Section2 Variables Defination .....</b>	<b>24</b>
<b>Section3 Empirical Models Design .....</b>	<b>27</b>
1.Model of Abtone .....	27
2.Model of the First Group .....	28
3Model of the Second Group .....	29
<b>Chapter 5 Empirical Results and Anaysis .....</b>	<b>30</b>
<b>Section1 Descriptive Statistics .....</b>	<b>30</b>
1.Discriptive Statistics of Tone Model.....	30
2.Discriptive Statistics of Main Variables.....	31
<b>Section2 Correlation Analysis .....</b>	<b>34</b>
1.Correlation Analysis of Tone Model.....	34
2.Correlation Analysis of Main Variables .....	34
<b>Section3 Empirical Results Analysis .....</b>	<b>37</b>
1.Empirical Results of Tone Model .....	37
2.Empirical Results of ABTONE's Effects on Analyst .....	38
3.Test for How ABTONE Affects Analyst's Behavior.....	41
<b>Section4 Robustness Tests .....</b>	<b>45</b>
<b>Chapter 6 Conclusions and Recommendations .....</b>	<b>49</b>
<b>Section1 Conclusions .....</b>	<b>49</b>
<b>Section2 Policy Suggestions.....</b>	<b>50</b>
<b>Section3 Prospects.....</b>	<b>51</b>
<b>References .....</b>	<b>53</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>59</b>

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景及意义

随着中国经济的飞速发展和竞争环境的日趋激烈,企业越来越重视产品和商业模式的创新,有的企业不惜重金研发新的产品,有的企业为推广新的商业模式耗费巨资,单纯的财务报告越来越不能够全面描述公司实际的经营情况和综合竞争实力。为了降低公司内部管理者与投资者之间的信息不对称,企业开始重视对非财务信息的披露,通过文字叙述向市场传递公司的战略规划、竞争优势、研发产出、品牌声誉以及目前问题的应对之道等能彰显自己实际竞争实力的信息。为了进一步提高信息披露质量,满足投资者对企业价值相关信息和未来导向信息的需求,我国证监会在 2002 年正式引入“管理层讨论与分析”(即 MD&A)信息披露制度,提供管理层关于企业过去经营情况的评价总结和未来重大事项的前瞻性判断。董事会报告作为披露非财务信息和前瞻性信息的重要载体,饱含信息含量,是企业年报的核心价值部分。通过阅读董事会报告,利益相关者可以了解公司当前业绩的形成原因,重大风险事件的影响程度以及未来发展前景的预测基准。但是由于我国缺乏对定性信息披露的统一标准,文本信息也不是第三方审计的关注点,董事会报告中管理层运用文字修辞的自由裁量权较大。

中国证券市场起步较晚,发展还不成熟,市场上充斥着大量投机主义的个人投资者,很多个人既没有专业知识也缺乏信息收集分析能力,他们需要专业的证券分析师替他们梳理信息,提供可信用度较高的信息服务。分析师作为资本市场上既充当信息提供者,又扮演信息使用者的重要信息媒介,及时高质的信息服务是他们的核心竞争力。他们必须竭尽全力搜集相关信息,充分占有信息并运用自己的专业知识和分析能力筛选出高质量的信息才能做出准确评价。在以往关于分析师预测信息来源的研究中, Buzby 在 1974 年通过问卷调查发现公司年报是分析师最重要的信息来源。胡奕明等(2003)<sup>[1]</sup>发现证券分析师非常重视上市公司公开披露的信息,而且对年报信息的分析处理能力在不断增强,对会计信息和管理信息的使用频率都有所增加,特别对于管理信息,分析师的关注面在逐渐拓宽。胡奕明等(2003)<sup>[2]</sup>还认为证券分析师不仅要有能力看懂财务数据,透视数据背

后的经济实质，还要有能力剖析会计收益和经济收益之间的差距及原因，并能判断企业盈利能力的虚实，探究盈利增长的持续性。分析师要做到这些，紧依靠财务报表及附注信息是无法实现的，必须结合董事会报告中的非财务信息和前瞻性信息综合判断。

谢德仁等（2015）<sup>[3]</sup>认为文本信息可以通过对公司经营活动的描述，管理者自己对公司状况的解读提供更多信息帮助投资者全面评估公司业绩。近些年，随着计算机数据处理能力的提升和文本分析技术的发展，国外大样本下的管理层语调研究迅速发展（Davis 等，2012<sup>[4]</sup>；Price 等，2012<sup>[5]</sup>），很多学者认为管理层会通过公开披露的文字信息的语调管理（对定性文本语调水平的选择与同时存在的定量信息不相称）来影响投资者的认知。那么，管理层语调管理究竟是出于“信息供给”动机，有意识地披露更多价值相关的增量信息来降低信息不对称，引导投资者正确研判公司价值，还是出于“信息模糊”动机，通过过分积极的语调掩盖当前不好的业绩或盈余可持续性来加重信息不对称，误导投资者做出错误的投资决策呢？学术界并没有统一的认识。

董事会报告的净积极语调由公司基本面因素和管理层动机共同决定，也就是说净积极语调可以分解为由公司真实业绩、经营风险、成长机会、业务复杂性等基本面因素决定的不可自由裁量成分和管理层关于未来基本面有偏估计的可自由裁量成分（Huang 等，2014<sup>[6]</sup>）。由经济基本面因素决定的净积极语调部分已经通过定量信息得到彰显，与财务数据等定量信息不匹配的净积极语调部分则由异常积极语调度量。管理层策略性运用异常积极语调可能是为了提供有价值的私人信息，也可能是为了掩盖当前不好的业绩，因此本文将异常积极语调代理语调管理作为研究的核心变量，探讨其对分析师预测行为的影响。

## 第二节 研究思路与方法

本文整体采用定量分析与定性分析相结合、理论分析与实证分析相结合的方式展开研究。在理论分析部分，本文首先介绍了有效市场理论、信息不对称理论和信号传递理论，阐述完善公开信息披露制度，改善信息传输途径，提升信息解读和运用能力对降低信息不对称，提高资本市场效率有重要作用。董事会报告作为公开信息披露中最有价值的会计文本，其语调特征蕴含信息含量，分析师作为

资本市场专业的信息传递者，对管理层披露信息的敏感性更高，语调传达的乐观情绪和悲观情绪比较直观，分析师会据此判断管理层表达的情绪与公司实际经营情况是否一致并做出相应反应，其预测行为必然会受到董事会报告异常积极语调的影响。基于此，本文提出第一组假设，检验异常积极语调对分析师关注度和预测质量的影响。

由信号传递理论可知，优质公司管理层更愿意主动披露更多价值相关的增量信息来帮助投资者正确判断公司的真实价值，劣绩公司管理层为迷惑市场也会披露更多信息来掩盖公司不好的业绩或炒作未来的发展前景来影响投资者对公司未来业绩表现的认知。具有专业优势的证券分析师应该具备足够的能力对优质公司的信息显示做出正确判断，给业绩表现好的公司未来一期更积极的盈余预测，并且识破劣绩公司管理层策略性运用语调的伎俩，对其未来一期业绩表现做出更消极的预期。基于此，本文将研究对象以当期基本每股收益的中位数为标准，分为优质公司组和劣质公司组分别研究并其管理层语调管理对分析师预测行为的影响，并提出第二组假设。为了进一步验证证券分析师不是因为刻板印象对优质公司盲目乐观，对劣绩公司盲目悲观，本文还分别对两组公司进行第一组假设的回归检验。

在实证分析部分，本文选取 2002 年至 2014 年期间全部 A 股上市公司作为研究对象，从每家公司每年的年报中手工摘取董事会报告部分，建立专门的董事会报告数据库。经过人工阅读部分董事会报告，结合中文表达习惯和财经词汇惯常用语，本文构建了 1425 个积极词汇和 1583 个消极词汇，分别计算每家公司董事会报告中积极词汇字数占文本总字数的频率和消极词汇字数占文本总字数的频率。根据以往研究文献，本文用积极词汇字数占文本总字数的频率减去消极词汇字数占文本总字数的频率构建净积极语调指标，并借鉴 Huang 等（2014）<sup>[6]</sup>构建语调模型的方法，以净积极语调为因变量，以反映公司真实业绩、经营风险、成长性、业务复杂性、市场表现、公司规模的因素为自变量构建语调模型，计算出残差值作为异常积极语调，以此来量化董事会报告中管理层的语调管理，然后通过实证检验异常积极语调对证券分析师预测行为的影响来证实异常积极语调具有信息含量，继而以当期基本每股收益的中位数为标准将每年的所有研究对象分为优质公司组和劣质公司组，分组验证管理层进行语调管理究竟是出于“信息

供给”动机传递更多价值相关的私人信息来降低信息不对称，还是出于“信息模糊”动机掩盖较差的业绩或盈余持续性，操纵投资者感知来增加信息不对称？

最后，本文董事会报告数据的处理主要使用 SAS 统计分析软件，分析师数据的处理以及并表操作、描述性统计分析、相关性分析和回归结果分析使用 STATA 软件。

### 第三节 研究框架

围绕上述思路，本文将内容安排为如下六个部分：

第一章，绪论。本章主要阐述文章的研究背景及意义、研究思路和框架，并指出本文研究的贡献和存目前研究存在的局限。

第二章，文献回顾。本章首先梳理了会计文本分析文献，通过介绍会计文本特征说明会计文本的语调具有信息含量，有助于降低信息不对称程度，引导信息使用者正确研判公司价值，进而做出恰当的决策。接着，提出由于会计文本的可操控性较强，当公司业绩表现较好或预期未来发展前景一片光明时，管理层自然有动机通过文本叙述提供更多增量信息，但当公司业绩表现不好或预期未来发展前景一片惨淡时，管理层则有很强的信息模糊动机来掩盖当前不好的业绩或炒作未来的发展预期。最后，回顾了影响分析师预测行为的文献，总结影响分析师关注度和预测质量的因素，并提出本文立意。

第三章，理论分析与研究假设。本章首先说明有效市场假说是管理层自愿披露信息的前提，信息不对称理论和信号传递理论提供了信息披露的推动力。而且国内外众多实证研究表明会计文本特别是 MD&A 具有价值相关的信息含量，基于此提出本文第一组假设来探讨证券分析师的预测行为是否会受董事会报告中管理层的异常积极语调影响。接着，本章阐述了为避免信息不对称引起的逆向选择现象，优质公司管理层有动机向市场释放更多真实信号，劣绩公司为混淆视听也会披露更多不相关信息或直接操纵信息。为进一步明确异常积极语调影响分析师预测行为的具体机制提出本文第二组假设。

第四章，研究设计。首先阐述本文研究的样本来源、数据来源，然后介绍主要解释变量、被解释变量以及涉及到的控制变量的定义，最后针对各个研究假设设计检验模型。

第五章，实证结果与分析。首先，本章对所涉及的变量进行描述性统计，并进一步通过分组分析了解各组变量数据之间的数据特点及差异。其次，对主要变量进行相关性分析，排除各控制变量之间的多重共线性问题。继而，对各实证检验模型进行回归分析，本部分先对全样本进行第一组假设回归分析，证实董事会报告的异常积极语调对证券分析师关注度和预测质量的影响。然后，将全部研究对象按当期业绩表现分为优质公司组和劣质公司组，分别探究异常积极语调对分析师预测行为的影响机制。最后，本章用 TONE 替换 ABTONE 进行稳健性检验。

第六章，结论与建议。本部分总结了研究结论，并在此基础上提出政策建议，最后对此研究领域提出进一步可能的研究方向。

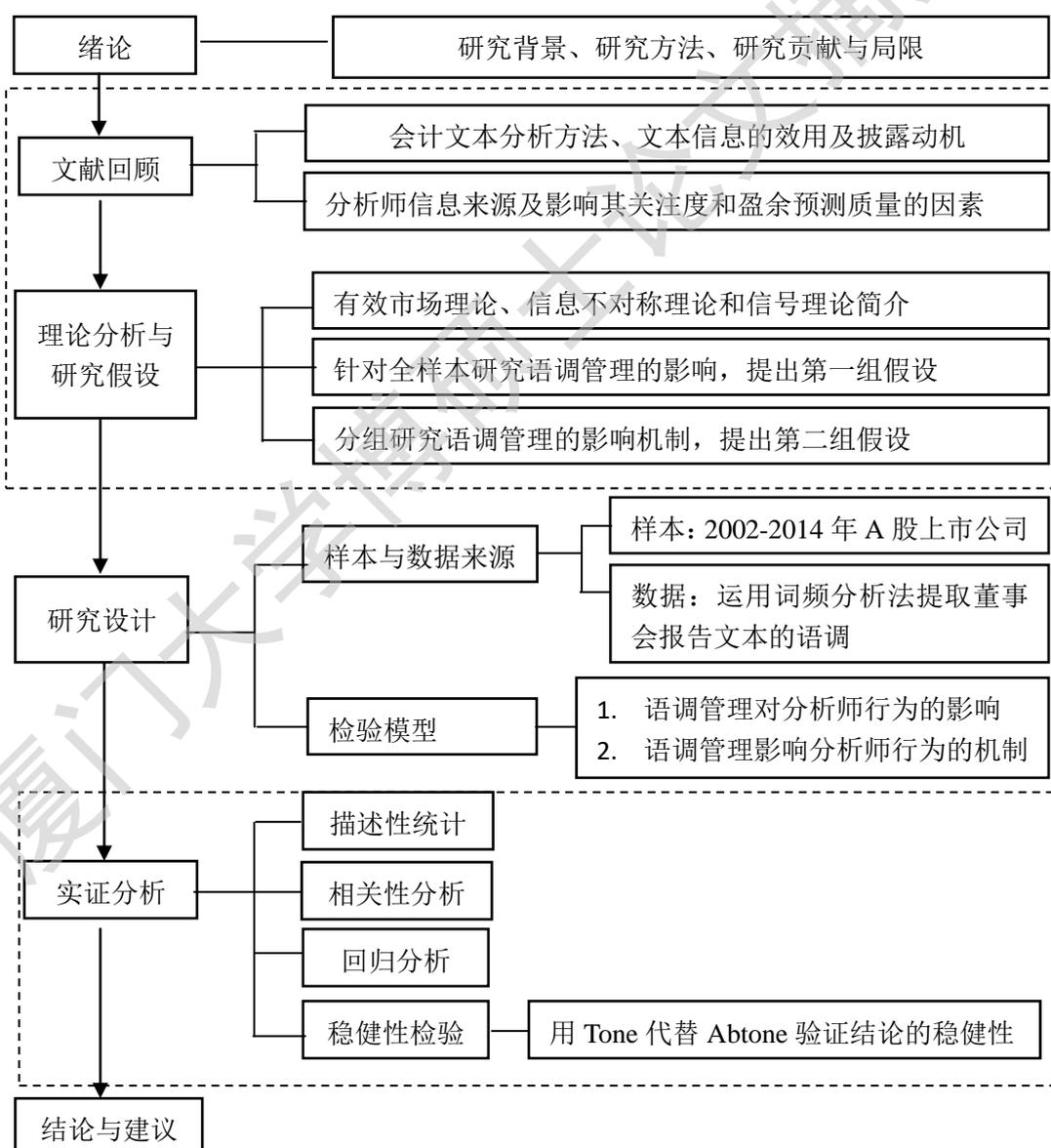


图 1：本文研究框架图

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库