

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2021.04.007

答非所问与市场反应：基于业绩说明会的研究^①

卞世博¹，管之凡¹，阎志鹏²

(1. 上海财经大学统计与管理学院，上海 200433；

2. 新泽西理工学院 Martin Tuchman 管理学院，美国 纽瓦克 NJ 07102)

摘要：对上市公司业绩说明会中投资者与管理层问答互动中管理层答非所问的现象进行了研究。本文以中小板和创业板上市公司召开的业绩说明会作为研究样本，利用文本分析方法对业绩说明会中管理层在回答投资者提问时答非所问的程度进行度量，进而实证分析了管理层的答非所问与市场反应和公司未来业绩表现之间的可能关联。结果发现：在控制其它因素之后，管理层的答非所问与市场反应之间呈现显著的负相关关系，即公司管理层的答非所问程度越高，随后公司股票的市场表现则就会越差，并且对于那些低分析师关注的公司尤为明显；而在公司未来业绩表现方面，管理层答非所问的程度越高，则公司未来的业绩表现则会越差。

关键词：业绩说明会；答非所问；市场反应；未来业绩

中图分类号：F830.9 **文献标识码：**A **文章编号：**1007-9807(2021)04-0109-18

0 引言

为了加强上市公司与中小投资者的沟通和交流，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》要求“上市公司应在每年年度报告披露后举行年度报告说明会”。自2005年起，在中小板上市的公司每年均需在年度报告披露后面向投资者召开业绩说明会。2009年，随着创业板的推出，深交所也在创业板上市公司中引入了强制性要求召开业绩说明会的制度安排。在业绩说明会中，投资者与公司管理层之间通过问答的形式开展交流，投资者通过提问意在获取自己感兴趣的信息，而公司管理层则透过回答向投资者传递有用的信息。

业绩说明会这一制度安排主要是参照了欧美上市公司定期召开的盈利电话会议(earnings conference call)。在欧美等发达资本市场，上市公司管理层(CEO、CFO及一些重要业务负责人)通常

在季报或年报公布的当日或次日，组织召开盈利电话会议。虽然所有投资者都可以接入并聆听电话会议，但通常只有券商分析师和重要的机构投资者才有机会提问。

与欧美等资本市场所不同，中国的中小投资者可以在网上参与上市公司年度业绩说明会，并有机会就关心的事项进行提问。由于券商分析师和机构投资者有其它的方式和渠道与公司沟通，并且专业分析师为方便深入了解公司业务和经营，往往需要和公司管理层保持良好的关系，因此在提问时会有更多的顾虑。而中小投资者则不一样，他们所关心的问题、对公司业务的理解程度、提问质量的高低等都和券商分析师有重大差异；并且中小投资者很可能从未和公司管理层打过交道，未来也不准备打交道，他们往往用脚投票，用持有或抛售股票来表达自己的态度。所以，他们的问题可能会更为直接，也可能更加尖锐。

当投资者的问题令公司管理层感到很难回

① 收稿日期：2019-03-25；修订日期：2020-07-08。

基金项目：国家自然科学基金资助项目(71701118)；上海财经大学创新团队支持计划项目(2020110930)。

作者简介：卞世博(1981—)，男，河北石家庄人，博士，副研究员，博士生导师。Email: bian.shibo@mail.sufe.edu.cn

答,又或如若直接如实回答则会传递出一些于公司不利的信息时,公司管理层可能会选择拒绝回答问题,但这并非明智之举,这一举动会被投资者理解为公司可能面临着很大的困境^[1].因此,公司管理层往往会采取顾左右而言他、答非所问的回应策略,以比较委婉的方式来进行应对.例如,如下一组问答.

问:“公司的核心竞争力?”

答:“企业未来的发力肯定是围绕品牌和渠道发力,品牌又是重中之重.”

在上面这组问答中,投资者想了解公司的核心竞争力,但可能是由于公司在市场竞争中还没能形成有效“护城河”的缘故,管理层为了不直接表达出这一负面信息,故而选择了答非所问的回应策略.那么在业绩说明会中,投资者是否可以察觉到公司管理层在答非所问?在这之后股票市场会对此如何反应?以及公司管理层在回答投资者问题时频繁使用答非所问的策略,是否预示着公司的经营存在着某些会影响到未来业绩表现的隐忧?这都是本文所关心的重要问题.

本文尝试通过文本分析并结合实证检验的方式,对以上问题进行解答.具体而言,通过网络爬虫技术收集了2006年~2016年中小板和创业板上市公司在全景网^②上召开的业绩说明会文本,并利用文本分析方法对业绩说明会中公司管理层在回答投资者提问时答非所问的程度进行度量,进而实证分析了公司管理层的答非所问与公司股票的市场表现以及公司未来业绩的关系.结果发现:在控制其它因素之后,公司管理层的答非所问与公司股票的市场表现之间呈现显著的负相关关系,并且对于那些低分析师关注的公司尤为明显;而在公司未来业绩表现方面,实证结果表明,公司管理层的答非所问程度越高,则公司未来的业绩表现则会越差.本文的研究结论表明,管理层的答非所问是上市公司业绩说明会的一个重要信息特征,对市场反应及公司未来的业绩表现有着较好的解释能力.

本文的贡献主要表现在如下几个方面:第一,以往国内外对上市公司盈利电话会议进行研究时,大多研究管理层讲话或分析师和管理层问答

中所隐含的信息,而没有或无法研究管理层和投资者,特别是中小投资者之间的互动交流.与已有研究不同,本文将重点关注业绩说明会中管理层和投资者之间的互动所产生的信息及其特征,从而为上市公司包括强制性业绩说明会在内的信息披露的相关研究提供了新的视角.

第二,以往的研究发现管理层披露信息的语调^[2-8]、管理层的声情绪^[9]以及管理层信息披露的主动性^[10,11]等是业绩说明会的重要信息特征,市场会对这些特征做出反应.本文则发现管理层与投资者交流时答非所问的程度同样也是业绩说明会的一个重要信息特征,市场对此也会做出反应.

第三,本文的实证研究发现,管理层在投资者提问时频频的答非所问预示着公司未来的业绩可能较差,对投资者来说是一个负面信号,市场对此会做出负向的反应.所得到的结论不但对实际投资有着重要的指导意义,而且从市场监管角度来看,本文的研究显示强制性网上业绩说明会在实践中是一种有中国特色的、有价值的信息披露方式.目前,强制性网上业绩说明会仅限于中小板和创业板上市公司,主板上市公司在地方证监局的牵头下参与集体业绩说明会则属于半强制性制度安排.本文的研究意味着强制性要求所有上市公司在年报甚至季报公布后不久召开网上业绩说明会也许不失为一项有价值的信息披露方式.

1 文献综述与研究假说的提出

1.1 文献综述

如前所述,自2005年起,我国上市公司就开始成规模地召开业绩说明会.经过十余年的发展,业绩说明会已经成为投资者了解公司生产经营情况的重要渠道,同时也是公司管理层与投资者沟通交流的重要平台.但是,目前我国学者对上市公司业绩说明会的研究却相对匮乏,仅有谢德仁和林乐^[6]、林乐和谢德仁^[7,8]分别研究了业绩说明会上的管理层语调与公司未来业绩、投资者反应以及分析师推荐之间的关系.

^② 目前所有中小板和创业板公司的业绩说明会都在全景网上召开.

国外与我国上市公司年度业绩说明会相类似的制度安排和实践主要是欧美上市公司定期召开的盈利电话会议。2000年美国证监会颁布了公平披露法规(regulation fair disclosure)。该法规要求,上市公司所有的非公开信息披露均需向公众开放,这其中就包括上市公司召开的盈利电话会议的文本记录。自此,国外学者开始对盈利电话会议展开研究。早期的文献如 Frankel 等^[12]、Bowen 等^[13]以及 Kimbrough^[14]等,通过实证研究发现,分析师进行预测时,会利用电话会议中的信息,而且这些信息也会反映在投资者的市场交易当中。但他们仅仅对电话会议中的财务数据进行提取,并没有涉及电话会议中的文本信息。

此后,随着文本分析在金融研究领域的不断应用^[15-20],电话会议中的文本信息开始被学者们不断研究。Price 等^[2]、Doran 等^[3]、Davis 等^[4]对电话会议的语调进行了度量,并发现电话会议的语调越正面,公司股票的超额收益率越高,公司未来的意外盈余越高,未来的业绩越好。Allee 和 Deangelis^[5]还对电话会议的语调分散性(tone dispersion)进行了度量,他们发现分散的语调会扩大好消息或坏消息的效果。Chen 等^[21]发现电话会议语调对日内交易也会产生影响。Cicon^[10]、Lee^[11]则对电话会议中管理层主动披露的增量信息进行了研究,发现市场对其也会有一定的反应。Dzielinski 等^[22]、Zhou^[23]发现在电话会议中管理层披露的定量信息越多,公司未来的业绩可能就越越好,市场对此也会有正向反应。此外,Hassan 等^[24]利用电话会议文本来度量企业所面临的政治风险,发现面临政治风险的公司会减少招聘和投资,以及积极游说并进行政治捐款。

以上的研究均将电话会议与季报、年报等公司披露的其它信息同等对待,而忽视了电话会议中特有的问答互动特征。事实上,季报、年报等上市公司信息披露方式,是一个公司管理层主动给予、分析师和投资者被动接受的过程;而在电话会议中,分析师可以和管理层通过问答来进行互动交流,并主动挖掘出自己感兴趣的信息,这也是电话会议最大的特点^[25]。Brockman 等^[26]同时分析了分析师提问的语调和管理层回答的语调,他们发现管理层语调比分析师语调更加正面,但投资者却更加关注分析师的语调。Brockman

等^[27]发现在电话会议中公司管理层也会从分析师提问的语调中捕捉信息,用来调整自身对公司股票的交易策略。

Brockman 等^[26]和 Brockman 等^[27]的研究虽然对电话会议中管理层和分析师之间的互动有所涉及,但其仅以语调来研究文本可能会丢失很多有用的信息(Cicon^[10]指出利用词典法构建的语调仅能利用文本中不到5%的信息),因而也无法分析问答互动中出现的非常重要的一种现象——回答者的答非所问。本文则尝试利用全文本对管理层的答非所问进行度量,并进一步分析投资者对管理层的答非所问将作何反应,以及管理层的答非所问是否预示的其公司的生产经营情况存在某种隐忧。

1.2 研究假说的提出

尽管对于中小板和创业板的上市公司来说,召开年度业绩说明会属于强制性的制度安排,但监管机构并没有对管理层在业绩说明会上披露信息的范围和内容做出规定。因此,业绩说明会上的信息披露属于管理层自愿披露的范畴。由于管理层可以自主决定在业绩说明会上披露信息的范围和内容,因此其会尽量避免披露负面消息,因为披露负面消息不但会影响公司的股价,而且会对管理层的个人声誉、薪酬产生不利影响^[28-31]。

在业绩说明会中,投资者通过提问来获取对自己有用的信息,投资者的问题和信息需求不是事先设定的,而是在业绩说明会的进行中随机提出的。当投资者的问题涉及到管理层掌握的负面私有信息,如产品故障或订单被取消、即将发生不利诉讼、会计盈余不可持续等,由于管理层存在避免披露负面信息的动机,其会本能地选择回避问题。管理层可以选择直接拒绝回答投资者的提问,但这并非明智之举,因为频频拒绝回答投资者的提问,将影响业绩说明会召开的效果,而且这一举动也会被投资者理解为“没有消息即是坏消息”——公司可能面临着很大的困境^[1, 32]。因此,管理层通常会以比较委婉的方式来应对,对于那些如果直接如实回答则会披露出公司负面信息的问题,由于存在延迟披露负面信息的动机^[1, 11],本能地采取顾左右而言他、答非所问的回应策略^[33]。

我国的资本市场已经发展多年,投资者和上

上市公司管理层之间的互动经验业已比较丰富. 张继勋和韩冬梅^[34]对深交所的“互动易”和上交所的“e 互动”互动平台上投资者与公司管理层的问答互动交流数据进行分析,发现管理层回答投资者提问时的及时性和明确性会对投资者的投资决策产生影响. 丁慧等^[35, 36]利用管理层回答的字数来度量互动性,发现上市公司和投资者之间互动性的提升可以提高投资者的信息获取和解读能力,这有助于纠正盈余预期偏差,抑制盈余公告期的信息不对称,降低股价崩盘风险. 卞世博和阎志鹏^[33]研究发现在 IPO 网上路演中公司管理层回答投资者提问时答非所问的程度越高,则 IPO 首日收益率越低. 而且,由于中国是一个高语境传播社会^[37],在这种语境中成长起来的投资者对文本信息往往都很重视且有较好的解读能力,林乐和谢德仁^[7]就发现我国投资者会“听话听音”,会对在业绩说明会上管理层的负面语调做出负向反应.

综上所述,在业绩说明会上,如果公司管理层对投资者的提问频频采取答非所问的回应策略,则预示着公司的生产经营情况可能存在着一些隐忧,公司未来的业绩可能会比较差;而这也将会被已经具备丰富互动经验的投资者所发现,并且投资者则会视业绩说明会上管理层的答非所问为一种负面的信号,进而对公司的股票做出负向反应. 基于此,下面提出本文研究的假设:

假设 1 投资者会视业绩说明会上管理层的答非所问为一种负面的信号,对管理层的答非所问做出负向反应.

假设 2 业绩说明会上管理层答非所问的程度越高,公司未来的业绩表现越差.

2 答非所问的度量

在自然语言处理领域,学者们常常利用回答与问题之间的文本相似度来对回答的质量进行评价,回答与问题之间的相似度越高,回答与问题就越契合,回答的质量也就越高^[38-40],文本相似度

在金融领域也被广泛的应用^[11, 33, 41-44]. 因此,本文将借鉴自然语言处理领域的研究成果,利用软余弦相似比 (soft cosine similarity) 来度量管理层回答与投资者提问的相关度,在此基础上得出管理层答非所问的程度. 具体如下:

将每一个业绩说明会文档分成投资者提问部分和管理层回答部分,并利用 Python 软件工具包结巴 0.36 对文档进行分词,进而利用向量空间模型 (vector space model, VSM) 将经过预处理后的文档向量化,得到

$$\mathbf{Q} = (q_1, q_2, \dots, q_n) \quad (1)$$

$$\mathbf{A} = (a_1, a_2, \dots, a_n) \quad (2)$$

其中 \mathbf{Q} 和 \mathbf{A} 分别为投资者提问和管理层回答的向量, n 为投资者提问和管理层回答中出现的重复的词的个数,向量中的元素 q_i 和 a_i 是每个词在文档中出现的频率, $i \in [1, n]$.

利用余弦相似比来度量管理层回答向量 \mathbf{A} 与投资者提问向量 \mathbf{Q} 的相似程度. 余弦相似比的计算公式如下

$$\text{cosinesimilarity} = \cos(\theta) = \frac{\mathbf{Q} \times \mathbf{A}}{\|\mathbf{Q}\| \|\mathbf{A}\|} \quad (3)$$

其中 θ 是 \mathbf{Q} 和 \mathbf{A} 之间的夹角, (\cdot) 是点乘, $\|\mathbf{Q}\|$ 是向量 \mathbf{Q} 的长度, $\|\mathbf{A}\|$ 为向量 \mathbf{A} 的长度.

从式可以发现,当问题和回答中没有相同的词语时, *cosinesimilarity* 将为零. 但事实上,在回答问题时可能并不是简单的重复问题中的词语,而是给出一系列与问题相关的词语来回答问题^[40]. 因此,还需要对问题和回答中各个词语之间的相关性进行建模,在此基础上对式进行修正,以更好地度量回答和问题之间的相关程度^[40].

参照 Charlet 和 Damnati^[40], 首先利用 Word2Vec 模型^③将所有的词语向量化,并计算各个词语之间的相关程度,得到词语相关性矩阵 \mathbf{M} , \mathbf{M} 中的元素 m_{ij} 为

$$m_{ij} = \max(0, \text{cosinesimilarity}(v_i, v_j))^2 \quad (4)$$

其中 v_i 为词语 w_i 经过 Word2Vec 模型转化成的 300 维的词向量. 利用 \mathbf{M} 矩阵对式进行修正即可以得到软余弦相似比

③ Word2Vec 模型是近年来在自然语言处理中比较常用的模型,与向量空间模型将文档向量化不同的是,Word2vec 模型是将词语向量化,有关 Word2vec 模型的详细介绍可参见 Mikolov 等^[45, 46].

$$\begin{aligned}
 \text{softcosinesimilarity} &= \frac{\mathbf{Q}^T \mathbf{M} \mathbf{A}}{\sqrt{\mathbf{Q}^T \mathbf{M} \mathbf{Q}} \times \sqrt{\mathbf{A}^T \mathbf{M} \mathbf{A}}} \\
 &= \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n q_i m_{ij} a_j}{\sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n q_i m_{ij} q_j} \times \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_i m_{ij} a_j}} \quad (5)
 \end{aligned}$$

由于 $\text{softcosinesimilarity} \in [0, 1]$ ，因此，定义答非所问为

$$\text{IrrelevantAnswer} = 1 - \text{softcosinesimilarity} \quad (6)$$

其中 $\text{IrrelevantAnswer} \in [0, 1]$ ， IrrelevantAnswer 越大说明管理层的回答与投资者的问题越不相关，即答非所问的程度越高。

下面将通过具体的例子对答非所问度量方法

的合理性进行验证，表 1 中的问答 1 至 8 均是摘自业绩说明会中的投资者提问与管理层回答的真实例子。通过人工阅读不难发现在问答 1 至 4 中，公司管理层显然并没有直接地回答投资者的提问，而是采用了答非所问的回应策略；在问答 5 至 8 中，公司管理层则有效地回答了投资者的提问。利用本文的度量方法，计算出问答 1 至 4 的答非所问程度分别为 0.920、0.898、0.880、0.869，而问答 5 至 8 的答非所问程度为分别为 0.457、0.431、0.424、0.414，可以发现该度量方法能够对实际问答中管理层的答非所问程度进行有效地区分，这也可以说明本文给出的答非所问的度量方法是合理的。

表 1 业绩说明会问答实例

Table 1 Q & A examples of performance briefings

序号	问答内容	答非所问值
问答 1	问：“目前民航业不景气，贵公司打算采取什么策略度过目前的行业不景气状况？” 答：“随着社会经济的发展、民用机场布局规模不断扩大，以及航空网络逐步拓展完善，航空运输日益成为人们日常经济生活中最重要的交通运输方式之一。”	0.920
问答 2	问：“公司的核心竞争力？” 答：“企业未来的发力肯定是围绕品牌和渠道发力，品牌又是重中之重。”	0.898
问答 3	问：“公司今年研发投入预算是多少？公司 2012 年主动辞职员工是多少？高管辞职几个？今年裁员吗？如裁，裁多少？” 答：“目前公司经营正常，会切实提升开发效率，增强技术储备。”	0.880
问答 4	问：“公司最近应收款有加速扩大的趋势，是什么原因，如何控制风险？” 答：“应收账款是企业之间正常的往来，也是公司开展业务，拓展收入的需要。”	0.869
问答 5	问：“公司未来还会向其他行业扩张吗？” 答：“公司将围绕节能、环保、新能源领域，通过内生和外延并重的增长方式，积极向其他行业扩张。”	0.457
问答 6	问：“公司的行业竞争优势是什么？” 答：“公司在行业内具有较强的规模优势和技术研发优势，PVC 片板材产销总量已达 2 万吨，国内市场份额约为 12.50%，在行业中名列前茅，作为我国重要的塑料包装生产企业，在未来几年内将有较高的发展速度。”	0.431
问答 7	问：“公司收入仅小幅增长，但三费却大幅增长，具体原因是什么？” 答：“公司的三费增长主要原因是固定资产投入使用以及人力成本的增长，属于刚性增长。”	0.424
问答 8	问：“目前公司经营面临的主要风险是什么？” 答：“公司经营面临的主要风险包括宏观经济政策风险、成本上升风险、市场竞争加剧风险、管理风险、应收账款风险和新产品新技术开发风险，公司已就上述风险制定相关应对措施，详情可查阅公司定期报告。”	0.414

3 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

利用 Python 编写的爬虫程序抓取了 2006 年 ~ 2016 年中小板和创业板上市公司在全景网 (http://irm.p5w.net/rsc/) 召开的年度业绩说明会的文本信息. 根据研究需要做如下筛选: 1) 考虑行业特殊性, 剔除银行、保险等金融类上市公司; 2) 若同一年度召开多次年度业绩说明会, 只保留了该公司最早的那次说明会数据; 3) 剔除相关数据缺失的样本. 最终以 1 114 家上市公司召开的 5 082 次年度业绩说明会作为研究样本. 如表 2 所示, 从行业分布来看, 样本主要集中在制造业、信息技术和农林牧渔等行业; 从年度分布来看, 2006 年 ~ 2008 年上市公司召开的业绩说明会较少, 直到 2009 年创业板开市, 上市公司召开的业绩说明会逐年增加. 上市公司其它的相关数据来自国泰安经济金融研究数据库 (CSMAR) 和万得数据库 (Wind).

3.2 模型与变量

为了分析管理层的答非所问与市场反应及公司未来业绩表现之间的关系, 本研究所采用的实证模型分别如式和式所示

$$CAR(0,1) = \alpha_0 + \alpha_1 IANSWER + \alpha_j \sum CONTROLS + YEAR + INDURTRY + \varepsilon \quad (7)$$

$$SURP_{q+1} = \beta_0 + \beta_1 IANSWER + \beta_j \sum CONTROLS + YEAR + INDURTRY + \mu \quad (8)$$

在上述模型中, 用公司股票经 Fama-French 三因子模型调整的累计超额回报 ($CAR(0,1)$, 时间窗口为 $[0, 1]$) 来度量市场反应; 参照 Price 等^[2] 和 Brockman 等^[26], 用业绩说明会召开后一季度的意外盈余 $SURP_{q+1}$ 来度量公司的未来业绩, $SURP_q$ 的计算公式如下

$$SURP_q = \frac{EPS_q - EPS_{q-4}}{STOCKPRICE_{q-4}} \quad (9)$$

其中 EPS_q 为 q 季度的每股收益, EPS_{q-4} 为 $q-4$ 季度 (上年同一季度) 的每股收益, $STOCKPRICE_{q-4}$ 为 $q-4$ 季度末的股价.

表 2 样本的行业分布及年度分布

Table 2 Sample distribution by industry and by year

Panel A: 行业分布		
行业	样本数	占比
农林牧渔	280	5.51%
制造业	3 865	76.05%
水电煤气	31	0.61%
批发零售	111	2.18%
运输仓储	41	0.81%
住宿餐饮	13	0.26%
信息技术	423	8.32%
房地产	76	1.50%
商务服务	84	1.65%
科研服务	48	0.94%
公共环保	51	1.00%
卫生	18	0.35%
文化传播	41	0.81%
合计	5 082	100.00%
Panel B: 年度分布		
年度	样本数	占比
2006 年	31	0.61%
2007 年	48	0.94%
2008 年	95	1.87%
2009 年	196	3.86%
2010 年	266	5.23%
2011 年	349	6.87%
2012 年	637	12.53%
2013 年	861	16.94%
2014 年	887	17.45%
2015 年	818	16.10%
2016 年	894	17.59%
合计	5 082	100.00%

注: 行业参考证监会一级行业分类标准.

本文重点关注的解释变量为管理层的答非所问 $IANSWER$, 如果公司管理层的答非所问预示着公司未来的业绩可能会比较差, 那么投资者会视管理层的答非所问为负面信号, 进而对公司的股票做出负向反应, 则 $IANSWER$ 与 $CAR(0,1)$ 及 $SURP_{q+1}$ 均负相关, 即 α_1 和 β_1 应取负值.

由于已有研究发现市场会对管理层回答的语调 $TONE$ 做出反应^[7, 26], 因此将 $TONE$ 加入控制变量, 语调 $TONE$ 的计算公式如下

$$TONE = \frac{POSITIVE - NEGATIVE}{POSITIVE + NEGATIVE} \quad (10)$$

其中 *POSITIVE* 为文档中正面词数的数量, *NEGATIVE* 为文档中负面词汇的数量^④。

此外, 参照 Brockman 等^[26]、林乐和谢德仁^[7], 控制变量还包括: 业绩说明会中管理层回答的字数 (*WC*), 投资者提问的数量 (*QUES*), 业绩说明会与年报披露的间隔时间 (*LAG*), 管理层年龄 (*AGE*), 管理层学历 (*EDUCATION*), 管理层性别

(*GENDER*), 账面市值比 (*BM*), 公司规模 (*SIZE*), 杠杆率 (*LEV*), 总资产收益率 (*ROA*), 意外盈余 (*SURP*), 前期累计超额受益率 (*CAR*(-60, -2)), 波动率 (*VOLATILITY*), 分红 (*DIVIDEND*), 机构投资者持股比例 (*INSTITUTION*), 分析师人数 (*ANALYST*)。本文还控制了年度 (*YEAR*) 和行业 (*INDUSTRY*) 固定效应。具体变量的定义详见表 3。

表 3 变量定义

Table 3 Variable definitions

变量符号	变量名称	变量定义
<i>CAR</i> (0, 1)	累计超额收益率	经 Fama-French 三因子模型调整的累计超额回报, 时间窗口为 [0, 1]
<i>SURP</i> _{<i>q</i>+1}	下一季度意外盈余	按照式计算出业绩说明会召开后一季度的意外盈余
<i>IANSWER</i>	管理层的答非所问	按照式和式计算出管理层答非所问的程度
<i>TONE</i>	管理层回答语调	对于管理层的回答, 统计其包含的正面词汇数及负面词汇数, 并由式计算其语调
<i>WC</i>	管理层回答字数	管理层回答字数的自然对数值
<i>QUES</i>	问题数量	业绩说明会中投资者提问的数量
<i>LAG</i>	间隔时间	业绩说明会与年报披露的间隔时间
<i>AGE</i>	管理层年龄	管理层年龄的平均值
<i>EDUCATION</i>	管理层学历	管理层学历的平均值, 定义: 大专及大专以下 = 1, 本科 = 2, 硕士研究生 (MBA) = 3, 博士研究生 = 4
<i>GENDER</i>	管理层性别	管理层中女性占比
<i>BM</i>	账面市值比	账面价值/市场价值
<i>SIZE</i>	公司规模	公司市场价值的自然对数值
<i>LEV</i>	杠杆率	总负债/总资产
<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润/总资产
<i>SURP</i>	意外盈余	<i>t</i> 年每股收益与 <i>t</i> -1 年每股收益的差值除以 <i>t</i> -1 年末股价
<i>CAR</i> (-60, -2)	前期累计超额受益率	业绩说明会召开前 2 至 60 个交易日的公司股票累计超额回报
<i>VOLATILITY</i>	波动率	业绩说明会召开前 10 至 90 个交易日的公司股票日收益率的标准差
<i>DIVIDEND</i>	分红	公司分红的虚拟变量, 分红取 1, 否则取 0
<i>INSTITUTION</i>	机构投资者持股比例	上一年末, 机构投资者的持股占公司总股本的比例
<i>ANALYST</i>	分析师人数	上一年末, 公司跟进的分析师人数

4 实证结果分析

4.1 变量描述性统计

各变量的描述性统计结果如表 4 所示。可以看出, 上市公司业绩说明会召开后, 其股票的累计

超额收益率的平均值为 0.000 8, 中位数为 -0.000 3, 最大值为 0.232, 最小值为 -0.227, 从中可以看出各公司召开业绩说明会后其股票的市场表现差异很大, 既有连续两天涨停的, 也有连续两天跌停的。业绩说明会召开后一季度意外盈余的平均值为 -0.001, 中位数为 -0.001, 最大值为

④ 本文利用卞世博等^[47]构造的中文财经情感词典来筛选正面词汇及负面词汇。

0.295, 最小值为 -0.146.

在业绩说明会上, 管理层答非所问程度 *IANSWER* 的均值为 0.443, 中位数为 0.439, 最大值为 0.841, 最小值为 0.154; 从图 1 可以发现, 各个业绩说明会中的 *IANSWER* 差异性比较大, 它们

的分布非常接近于正态分布. 管理层回答语调的均值为 0.831, 中位数为 0.856, 比较偏正面; 投资者平均会提 60.72 个问题, 最多的提问有 268 个, 最少的仅有 3 个; 业绩说明会与年报披露平均间隔时间约为 10 天.

表 4 统计性描述

Table 4 Summary statistics

	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>CAR</i> (0,1)	0.0008	-0.003	-0.227	0.232	0.039
<i>SURP</i> _{<i>q</i>+1}	-0.001	-0.001	-0.146	0.295	0.013
<i>IANSWER</i>	0.443	0.439	0.154	0.841	0.099
<i>TONE</i>	0.831	0.856	-0.027	1	0.119
<i>WC</i>	8.197	8.206	5.697	10.142	0.519
<i>QUES</i>	60.72	55	3	268	27.05
<i>LAG</i>	9.538	9	0	132	5.340
<i>AGE</i>	47.446	47.412	37.417	58.308	3.084
<i>EDUCATION</i>	2.273	2.286	1	3.667	0.390
<i>GENDER</i>	0.181	0.167	0	0.550	0.103
<i>BM</i>	0.600	0.479	0.024	12.05	0.541
<i>SIZE</i>	22.12	22.039	19.61	25.89	0.875
<i>LEV</i>	34.29	31.939	0.752	107.4	19.15
<i>ROA</i>	6.921	6.3639	-55.59	59.99	6.326
<i>SURP</i>	-0.003	-0.003	-0.490	0.453	0.0303
<i>CAR</i> (-60,-2)	0.096	0.0728	-0.978	1.257	0.201
<i>VOLATILITY</i>	0.032	0.030	0.012	0.091	0.009
<i>DIVIDEND</i>	0.799	1	0	1	0.401
<i>INSTITUTION</i>	5.159	3.429	0	67.35	6.272
<i>ANALYST</i>	8.299	5	0	53	8.706

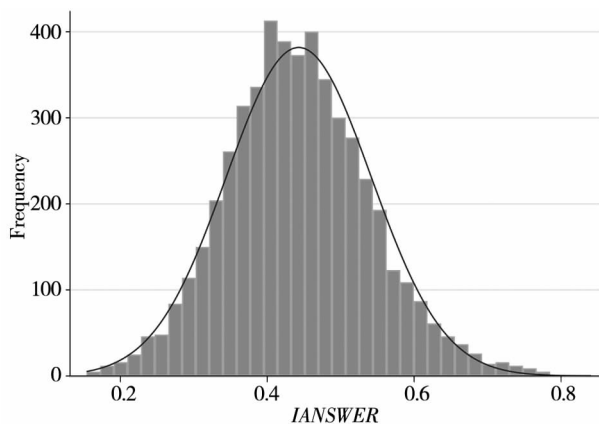


图 1 业绩说明会的 *IANSWER* 频率分布图

Fig. 1 The distribution of *IANSWER*

本文对各变量间的相关性进行了分析, 结果如表 5 所示. 其中显示管理层的答非所问与市场反应以及公司未来业绩均呈负相关关系, 这表明管理层的答非所问程度越高, 市场反应越消极, 公司未来业绩表现越差; 管理层回答的语调与市场反应以及公司未来业绩均呈正相关关系, 这表明管理层的语调越正面, 市场反应越积极, 公司未来业绩表现越好, 这与本文的预期也是一致的. 此外, 变量之间的相关系数的绝对值均小于 0.7, 说明控制变量间不存在严重的多重共线性.

表5 相关系数
Table 5 Correlations

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)	<i>CAR</i> (0,1)	1									
(2)	<i>SURP</i> _{<i>q</i>+1}	0.019	1								
(3)	<i>IANSWER</i>	-0.031	-0.033	1							
(4)	<i>TONE</i>	0.038	0.076	0.029	1						
(5)	<i>WC</i>	0.021	-0.024	-0.463	0.067	1					
(6)	<i>QUES</i>	-0.010	-0.002	-0.243	-0.114	0.571	1				
(7)	<i>LAG</i>	-0.003	-0.015	-0.028	-0.019	0.047	0.047	1			
(8)	<i>AGE</i>	-0.027	-0.006	0.038	0.000	-0.037	-0.023	-0.053	1		
(9)	<i>EDUCATION</i>	0.008	0.022	-0.045	0.108	0.085	0.009	0.011	-0.039	1	
(10)	<i>GENDER</i>	0.029	0.002	0.034	0.071	0.022	-0.026	-0.017	-0.111	-0.023	1
(11)	<i>BM</i>	0.021	-0.077	0.006	-0.156	0.043	0.067	0.005	0.076	-0.127	-0.082
(12)	<i>SIZE</i>	-0.037	0.033	0.065	0.170	-0.029	-0.039	-0.073	0.101	0.225	0.087
(13)	<i>LEV</i>	-0.006	0.045	0.034	-0.101	-0.010	0.027	-0.054	0.024	-0.073	-0.083
(14)	<i>ROA</i>	-0.036	-0.056	-0.124	0.181	0.086	0.098	-0.028	-0.035	0.035	0.067
(15)	<i>SURP</i>	0.000	0.107	-0.037	0.116	0.014	0.025	-0.014	-0.006	-0.001	0.015
(16)	<i>CAR</i> (-60, -2)	-0.018	0.123	-0.024	0.093	-0.038	-0.026	-0.105	0.001	0.026	-0.007
(17)	<i>VOLATILITY</i>	-0.020	0.055	0.053	0.014	-0.129	-0.113	-0.037	-0.019	0.059	0.052
(18)	<i>DIVIDEND</i>	-0.016	-0.040	-0.049	0.165	0.051	0.003	-0.007	0.034	0.033	0.044
(19)	<i>INSTITUTION</i>	-0.024	0.057	-0.086	0.045	0.016	0.035	-0.009	-0.003	0.135	-0.014
(20)	<i>ANALYST</i>	-0.020	-0.020	-0.105	0.090	0.094	0.086	-0.015	-0.069	0.177	0.052
		(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
(11)	<i>BM</i>	1									
(12)	<i>SIZE</i>	-0.267	1								
(13)	<i>LEV</i>	0.507	0.073	1							
(14)	<i>ROA</i>	-0.258	0.339	-0.197	1						
(15)	<i>SURP</i>	-0.117	0.061	-0.010	0.355	1					
(16)	<i>CAR</i> (-60, -2)	0.011	-0.049	0.030	-0.019	0.066	1				
(17)	<i>VOLATILITY</i>	-0.259	0.257	0.004	-0.092	0.011	0.117	1			
(18)	<i>DIVIDEND</i>	-0.092	0.121	-0.216	0.338	0.091	-0.010	-0.058	1		
(19)	<i>INSTITUTION</i>	-0.118	0.217	0.016	0.224	0.062	-0.006	0.011	0.096	1	
(20)	<i>ANALYST</i>	-0.149	0.474	-0.036	0.426	0.038	-0.053	-0.118	0.195	0.308	1

4.2 多元回归分析

4.2.1 答非所问与市场反应

表6给出了答非所问与市场反应关系的实证分析结果.其中,列(1)为*CAR*(0,1)与*IANSWER*之间关系的回归结果.结果显示,*IANSWER*的系数为-0.018,在5%的程度上显著,这表明投资者认为管理层的答非所问为负面信号,进而在股票市场上做出负向反应,*IANSWER*每增加一个标准差,*CAR*(0,1)将会下降0.0018.市场会对*TONE*做出显著的正向反应,这表明管理层回答的语调越正面,市场反应越积极,这与林乐和谢德仁^[7]的研究结果也是一致的.除此之外,实证结果还表明,其它控制变量中*SIZE*、*CAR*(-60,

-2)与*CAR*(0,1)显著负相关,这意味着公司规模越大,前期公司股票的超额累计收益率越大,*CAR*(0,1)越小,这与现有文献的发现也是一致的.其余的控制变量对*CAR*(0,1)均没有显著的影响.

将被解释变量*CAR*(0,1)换为*CAR*(2,30)和*CAR*(2,60),来检验市场对管理层答非所问的反应是否存在滞后效应,实证结果分别见表6中的列(2)和列(3).*IANSWER*与*CAR*(2,30)呈显著的负相关关系,与*CAR*(2,60)呈负相关关系,但不显著.这表明,在业绩说明会召开当天,市场对管理层答非所问的反应并不完全,存在一个慢慢消化的过程.

表 6 答非所问与市场反应

Table 6 *IANSWER* and market reaction

解释变量	(1)	(2)	(3)
	<i>CAR</i> (0,1)	<i>CAR</i> (2,30)	<i>CAR</i> (2,60)
<i>IANSWER</i>	-0.018 ** (-2.20)	-0.059 ** (-2.11)	-0.047 (-1.22)
<i>TONE</i>	0.017 *** (3.01)	0.022 (1.30)	0.064 *** (2.76)
<i>WC</i>	0.002 (1.01)	0.000 (0.02)	-0.005 (-0.51)
<i>QUES</i>	-0.000 (-0.95)	-0.000 (-0.16)	0.000 (0.55)
<i>LAG</i>	0.000 (0.21)	0.000 (0.44)	0.001 (1.43)
<i>AGE</i>	-0.000 (-0.99)	0.000 (0.15)	0.002 (0.95)
<i>EDUCATION</i>	-0.001 (-0.20)	-0.009 (-0.73)	0.001 (0.07)
<i>GENDER</i>	0.007 (0.60)	0.019 (0.48)	0.034 (0.65)
<i>BM</i>	-0.000 (-0.14)	0.007 (0.93)	0.009 (0.97)
<i>SIZE</i>	-0.004 * (-1.93)	-0.036 *** (-4.47)	-0.061 *** (-6.37)
<i>LEV</i>	0.010 (1.56)	0.021 (0.88)	-0.026 (-0.79)
<i>ROA</i>	-0.005 (-0.28)	0.000 (0.00)	0.001 (0.02)
<i>SURP</i>	-0.007 (-0.33)	0.026 (0.37)	-0.040 (-0.41)
<i>CAR</i> (-60,-2)	-0.008 ** (-2.05)	-0.019 (-1.34)	-0.032 * (-1.89)
<i>VOLATILITY</i>	0.059 (0.55)	1.423 *** (3.98)	2.369 *** (4.85)
<i>DIVIDEND</i>	-0.002 (-0.88)	0.004 (0.71)	0.005 (0.57)
<i>INSTITUTION</i>	0.000 (0.08)	0.000 (0.30)	-0.002 ** (-2.41)
<i>ANALYST</i>	-0.000 (-1.55)	-0.000 (-0.94)	-0.001 (-1.06)
<i>YEAR</i>	√	√	√
<i>INDUSTRY</i>	√	√	√
公司固定效应	√	√	√
<i>Constant</i>	0.078 (1.53)	0.665 *** (3.82)	1.056 *** (4.70)
<i>Observations</i>	5 082	5 082	5 082
<i>R</i> ²	0.016	0.039	0.057

注：(1) *INDUSTRY* 中的制造业控制到了二级行业；(2) 括号内为经公司聚类调整后的 *t* 值，*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

最后,分析了在不同的信息环境下,投资者对管理层答非所问的反应.利用分析师关注度作为公司信息环境的代理变量^[48],并将样本分为高分析师关注组(公司的分析师关注人数大于等于样本中位数)和低分析师关注组(公司的分析师关注人数小于样本中位数),利用前述实证模型分别对两个子样本进行回归.从表7的结果中可以发现,在高分析师关注组中虽然 IANSWER 的系数均为负值,但都不显著,而在低分析师关注组中

IANSWER 的系数均显著为负.这表明,对于高分析师关注组的公司,在多重信息渠道的覆盖下,其真实的情况会被更加全面地揭示和解读,管理者所试图掩盖的负面信息很可能已被提早挖掘,因而,投资者对管理层的答非所问以及语调的反应较为平淡.而对于低分析师关注组的公司,投资者特别是中小投资者获取公司信息的渠道极为有限,投资者将更为关注管理层在业绩说明会中传递的信息,因而,投资者对管理层答非所问的反应也就更为强烈.

表7 信息环境与答非所问的市场反应

Table 7 Information environment and market reaction of IANSWER

解释变量	高分析师关注组		低分析师关注组	
	CAR(0,1)	CAR(2,30)	CAR(0,1)	CAR(2,30)
IANSWER	-0.014	-0.008	-0.029*	-0.130***
	(-1.32)	(-0.22)	(-1.77)	(-2.66)
CONTROLS	√	√	√	√
YEAR	√	√	√	√
INDUSTRY	√	√	√	√
公司固定效应	√	√	√	√
Constant	0.040	0.834***	0.196**	1.263***
	(0.50)	(3.02)	(2.01)	(4.37)
Observations	2 786	2 786	2 296	2 296
R ²	0.028	0.084	0.032	0.038

注:(1)INDUSTRY中的制造业控制到了二级行业;(2)括号内为经公司聚类调整后的t值,*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平.

4.2.2 答非所问与公司未来业绩表现

表8给出了答非所问与公司未来业绩关系的计量分析结果.其中列(1)为SURP_{q+1}与IANSWER之间关系的回归结果.结果显示IANSWER的系数为-0.009,在1%的程度上显著,这表明在业绩说明会上管理层答非所问的程度越严重,公司未来的业绩表现也将越差,IANSWER每增加一个标准差,SURP_{q+1}将会下降0.0009.业绩说明会上管理层回答的语调对公司未来的业绩表现也有预测作用,管理层回答的语调越正面时,公司未来的业绩表现越好,这与谢德仁和林乐^[6]的研究结果也是一致的.

接下来,将被解释变量SURP_{q+1}换为SURP_{q+2},实证结果分别在表8中的列(2)中列出.IANSWER与SURP_{q+2}也呈负相关关系,但不显著.综上所述,在业绩说明会上公司管理层频频的答非所问预示着公司未来的业绩可能较差,市场对管理层答非所问作出的负向反应是理性的行为.

表8 答非所问与公司未来业绩表现

Table 8 IANSWER and future performance

解释变量	(1)	(2)
	SURP _{q+1}	SURP _{q+2}
IANSWER	-0.009***	-0.006
	(-2.84)	(-1.28)
TONE	0.014***	0.018***
	(5.23)	(5.56)
WC	-0.002***	-0.002*
	(-3.18)	(-1.83)
QUES	0.000**	-0.000
	(2.25)	(-0.14)
LAG	0.000	0.000
	(0.09)	(0.75)
AGE	-0.000	-0.000
	(-0.49)	(-0.24)
EDUCATION	-0.000	-0.001
	(-0.19)	(-0.46)

续表 8
Table 8 Continues

解释变量	(1)	(2)
	$SURP_{q+1}$	$SURP_{q+2}$
<i>GENDER</i>	0.001 (0.36)	0.016 ** (2.36)
<i>BM</i>	-0.006 *** (-5.30)	-0.007 * (-1.84)
<i>SIZE</i>	-0.001 (-1.28)	-0.000 (-0.00)
<i>LEV</i>	0.014 *** (3.66)	0.016 *** (3.15)
<i>ROA</i>	-0.067 *** (-5.72)	-0.089 *** (-5.89)
<i>SURP</i>	0.057 *** (2.74)	-0.016 (-0.55)
<i>CAR(-60, -2)</i>	0.008 *** (4.72)	0.011 *** (5.73)
<i>VOLATILITY</i>	0.051 (1.36)	0.022 (0.40)
<i>DIVIDEND</i>	-0.001 (-0.94)	-0.003 ** (-2.48)
<i>INSTITUTION</i>	0.000 ** (2.41)	0.000 *** (2.65)
<i>ANALYST</i>	-0.000 * (-1.88)	-0.000 *** (-3.31)
<i>YEAR</i>	√	√
<i>INDUSTRY</i>	√	√
公司固定效应	√	√
<i>Constant</i>	0.039 * (1.89)	0.015 (0.43)
<i>Observations</i>	4 947	4 886
R^2	0.099	0.101

注：(1) *INDUSTRY* 中的制造业控制到了二级行业；(2) 括号内为经公司聚类调整后的 t 值，*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

4.3 稳健性检验

4.3.1 答非所问与市场反应

业绩说明会在公司发布年报后召开，本文已经利用总资产收益率 *ROA* 和意外盈余 *SURP* 控制了业绩变化对市场反应的影响；为了进一步剔除年报的影响，利用业绩说明会与年报披露间隔 *LAG* 大于 2 天的子样本，检验答非所问与市场反应的关系。表 9 中 Panel A 的结果说明，*IANSWER* 与 *CAR(0,1)* 和

CAR(2,30) 之间仍呈显著的负相关关系。

管理层回答问题时的答非所问也可能基于管理层的个人说话方式（例如，某些人总是喜欢以云山雾罩，顾左右而言它的方式来回答问题），可能并不能一定反映管理层在隐藏负面信息，为了消除这一影响，参照 Lee^[11]、Zhou^[23]，利用 *IANSWER* 的一阶差分 $\Delta IANSWER$ 来度量管理层的答非所问。此外，为了控制年度和行业等公司外部的环境特征对管理层答非所问造成的影响，还参照曾庆生等^[49]，采用经当年同行业中位数调整后的答非所问作为异常答非所问 *IANSWER_abnormal*。将主要解释变量 *IANSWER* 换为 $\Delta IANSWER$ 和 *IANSWER_abnormal*，利用前述实证模型重新进行回归。表 9 中 Panel B 的结果说明 $\Delta IANSWER$ 、*IANSWER_abnormal* 和 *CAR(0,1)*、*CAR(2,30)* 之间均呈显著的负相关关系。

综上所述，通过截取样本、变换答非所问的度量方式等方法进行稳健性检验，其结果均显示管理层的答非所问与市场反应之间呈显著的负相关关系。因此，本文关于管理层的答非所问与市场反应的实证分析结果是稳健可靠的。

4.3.2 答非所问与公司未来业绩表现

靳庆鲁等^[50]的研究表明公司未来业绩会受到宏观经济的影响。为了剔除宏观经济对公司未来业绩的影响，参照林建浩等^[51]，选取 GDP 增长率、通货膨胀率、银行同业拆借利率以及 M2 增长率作为宏观因子，将公司未来业绩与宏观因子进行回归，并计算其残差 (e_SURP)，然后将残差作为被解释变量放入原有模型中进行回归^⑤。表 10 中 Panel A 的结果说明，*IANSWER* 与 e_SURP_{q+1} 之间呈显著的负相关关系。

此外，参照前述的作法，还将主要解释变量 *IANSWER* 换为 $\Delta IANSWER$ 和 *IANSWER_abnormal*，利用前述实证模型重新进行回归。从表 10 中 Panel B 的结果可以发现， $\Delta IANSWER$ 和 *IANSWER_abnormal* 与 $SURP_{q+1}$ 均呈显著的负相关关系。

综上所述，通过控制宏观经济因素、变换答非所问的度量方式等方法进行稳健性检验，其结果

⑤ 感谢审稿人的建议。

均显示管理层的答非所问与公司未来业绩之间呈显著的负相关关系. 因此, 本文关于管理层的答非所问与公司未来业绩的实证分析结果也是稳健可靠的.

表 9 稳健性检验——答非所问与市场反应

Table 9 Robust test: IANSWER and market reaction

Panel A				
解释变量	LAG > 2			
	CAR(0,1)		CAR(2,30)	
IANSWER	-0.017 ** (-1.97)		-0.055 * (-1.89)	
CONTROLS	√		√	
YEAR	√		√	
INDUSTRY	√		√	
公司固定效应	√		√	
Constant	0.063 (1.21)		0.591 *** (3.33)	
Observations	4 923		4 923	
R ²	0.017		0.039	
Panel B				
解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR(0,1)	CAR(2,30)	CAR(0,1)	CAR(2,30)
ΔIANSWER	-0.006 * (-1.68)	-0.035 * (-1.86)		
IANSWER_abnormal			-0.016 * (-1.93)	-0.058 ** (-2.03)
CONTROLS	√	√	√	√
YEAR	√	√	√	√
INDUSTRY	√	√	√	√
公司固定效应	√	√	√	√
Constant	0.061 (1.22)	0.629 *** (3.65)	0.071 (1.41)	0.646 *** (3.75)
Observations	5 064	5 064	5 082	5 082
R ²	0.015	0.039	0.016	0.039

注：(1)INDUSTRY 中的制造业控制到了二级行业；(2)括号内为经公司聚类调整后的 t 值，*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

表 10 稳健性检验——答非所问与公司未来业绩表现

Table 10 Robust test: IANSWER and future performance

Panel A	
解释变量	(1)
	e_SURP _{q+1}
IANSWER	-0.009 *** (-2.84)
CONTROLS	√
YEAR	√
INDUSTRY	√
公司固定效应	√

续表 10

Table 10 Continues

<i>Constant</i>		0.032
		(1.53)
<i>Observations</i>		4 947
R^2		0.090
Panel B		
解释变量	(1)	(2)
	$SURP_{q+1}$	$SURP_{q+1}$
$\Delta ANSWER$	-0.005 **	
	(-2.26)	
$ANSWER_{abnormal}$		-0.008 **
		(-2.47)
<i>CONTROL VARIABLES</i>	√	√
<i>YEAR</i>	√	√
<i>INDUSTRY</i>	√	√
公司固定效应	√	√
<i>Constant</i>	0.033	0.036 *
	(1.55)	(1.73)
<i>Observations</i>	4 929	4 947
R^2	0.097	0.098

注: (1) *INDUSTRY* 中的制造业控制到了二级行业; (2) 括号内为经公司聚类调整后的 t 值, *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

5 结束语

以 2006 年~2016 年中小板和创业板的 1 114 家上市公司召开的 5 082 次年度业绩说明会为研究样本,通过文本分析方法对业绩说明会上管理层答非所问的程度进行量化,进而实证分析了管理层的答非所问与市场反应和公司未来业绩表现之间的可能关联。实证结果表明,在控制其它因素之后,管理层的答非所问与市场反应之间呈现显著的负相关关系,并且对于那些低分析师关注的公司尤为明显;而在公司未来业绩表现方面,管理层答非所问的程度越高,则公司未来的业绩表现就会越差。本文的研究结论表明,管理层的答非所问是上市公司业绩说明会的一个重要信息特征,对市场反应及公司未来的业绩表现表现有着较好的解释能力。

本文的研究对上市公司相关信息披露的监管有着明确的政策含义:上市公司通过强制性的业

绩说明会和投资者进行直接沟通的信息披露实践在一定程度上是有效的,具有一定的存在价值。更重要的是,投资者能够甄别并捕捉业绩说明会的信息特征。特别当管理层在回答投资者提问时频频的答非所问,这预示着公司未来的业绩可能较差,对投资者来说是一个负面信号,投资者可以通过观测管理层在业绩说明会上答非所问的程度来调整自己的投资策略。

在考虑到词语之间相关性和相近性的基础上,利用词向量模型计算提问与回答之间的软余弦相似比以度量管理层的答非所问。但是,中文语言博大精深,完全利用计算机程序来度量答非所问的程度,终究可能会存在一定的偏误,这也是所有中文文本分析研究中面临的共同问题^[33]。此外,还需要指出的是,目前只是对业绩说明会的文本信息的解读进行了一些探索性的研究,囿于数据的可得性,关于管理层的答非所问对投资者产生影响的传导渠道或机制,本研究还无法给出进一步的详细解释,这需要在后续研究中进一步深入探讨。

参考文献:

- [1] Hollander S, Pronk M, Roelofsen E. Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls [J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(3): 531 – 563.
- [2] Price M K, Doran J S, Peterson D R, et al. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36(4): 992 – 1011.
- [3] Doran J S, Peterson D R, Price M K. Earnings conference call content and stock price: The case of REITs[J]. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2012, 45(2): 402 – 434.
- [4] Davis A K, Ge W, Matsumoto D, et al. The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls [J]. *Review of Accounting Studies*, 2015, 20(2): 639 – 673.
- [5] Allee K D, Deangelis M D. The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(2): 241 – 274.
- [6] 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, 36(2): 20 – 27.
Xie Deren, Lin Le. Do management tones help to forecast firm's future performance: A textual analysis based on annual earnings communications conference of listed companies in China[J]. *Accounting Research*, 2015, 36(2): 20 – 27. (in Chinese)
- [7] 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[J]. *财经研究*, 2016, 42(7): 28 – 40.
Lin Le, Xie Deren. Do investors listen for the meanings behind executives' words? An empirical analysis based on management tones[J]. *Journal of Finance and Economics*, 2016, 42(7): 28 – 40. (in Chinese)
- [8] 林 乐, 谢德仁. 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[J]. *管理世界*, 2017, 33(11): 125 – 145.
Lin Le, Xie Deren. Do analysts' recommendation revisions use management tones? A textual analysis based on earnings communication conferences[J]. *Management World*, 2017, 33(11): 125 – 145. (in Chinese)
- [9] Mayew W J, Venkatachalam M. The power of voice: Managerial affective states and future firm performance[J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(1): 1 – 44.
- [10] Cicon J. Say it again Sam: The information content of corporate conference calls[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2015, 48(10): 1 – 25.
- [11] Lee J. Can investors detect managers' lack of spontaneity? Adherence to predetermined scripts during earnings conference calls[J]. *Accounting Review*, 2016, 91(1): 229 – 250.
- [12] Frankel R, Johnson M, Skinner D J. An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium[J]. *Journal of Accounting Research*, 1999, 37(1): 133 – 150.
- [13] Bowen R M, Davis A K, Matsumoto D A. Do conference calls affect analysts' forecasts? [J]. *Accounting Review*, 2002, 77(4): 285 – 316.
- [14] Kimbrough M D. The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements[J]. *Accounting Review*, 2005, 80(1): 189 – 219.
- [15] Antweiler W, Frank M Z. Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1259 – 1294.
- [16] Tetlock P C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(3): 1139 – 1168.

- [17] Henry E. Are investors influenced by how earnings press releases are written? [J]. *Journal of Business Communication*, 2008, 45(4): 363 – 407.
- [18] Kothari S P, Li X, Short J E. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis[J]. *Accounting Review*, 2009, 84(5): 1639 – 1670.
- [19] Hanley K W, Hoberg G. The information content of IPO prospectuses[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(7): 2821 – 2864.
- [20] Loughran T, Mcdonald B. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(1): 35 – 65.
- [21] Chen J V, Nagar V, Schoenfeld J. Manager-analyst conversations in earnings conference calls[J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 23(4): 1315 – 1354.
- [22] Dzielinski M, Wagner A F, Zeckhauser R J. Straight Talkers and Vague Talkers: The Effects of Managerial Style in Earnings Conference Calls[R]. Cambridge: NBER, Working Paper, 2017.
- [23] Zhou D. Do Numbers Speak Louder than Words[R]. Rochester: SSRN, Working Paper, 2018.
- [24] Hassan T, Hollander S, Van Lent L, et al. Firm-level political risk: Measurement and effects[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2019, 134(4): 2135 – 2202.
- [25] Matsumoto D, Pronk M, Roelofsens E. What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions[J]. *Accounting Review*, 2011, 86(4): 1383 – 1414.
- [26] Brockman P, Li X, Price M K. Differences in conference call tones: Managers versus analysts[J]. *Financial Analysts Journal*, 2015, 71(4): 24 – 42.
- [27] Brockman P, Cicon J, Li X, et al. Words versus deeds: Evidence from post-call manager trades[J]. *Financial Management*, 2017, 46(4): 965 – 994.
- [28] Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 241 – 276.
- [29] Roychowdhury S, Sletten E. Voluntary disclosure incentives and earnings informativeness[J]. *Accounting Review*, 2012, 87(5): 1679 – 1708.
- [30] Sletten E. The effect of stock price on discretionary disclosure[J]. *Review of Accounting Studies*, 2012, 17(1): 96 – 133.
- [31] Rogers J L, VanBuskirk A. Bundled forecasts in empirical accounting research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 55(1): 43 – 65.
- [32] 蔡向高, 邓可斌. 无消息即坏消息: 中国股市的信息不对称[J]. *管理科学学报*, 2019, 22(4): 75 – 91.
Cai Xianggao, Deng Kebin. No news is bad news: The information asymmetry in China's stock market[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2019, 22(4): 75 – 91. (in Chinese)
- [33] 卞世博, 阎志鹏. “答非所问”与 IPO 市场表现——来自网上路演期间的经验证据[J]. *财经研究*, 2020, 46(1): 49 – 63.
Bian Shibo, Yan Zhipeng. Irrelevant answers and IPO market performance: Evidence from IPO online roadshows in China [J]. *Journal of Finance and Economics*, 2020, 46(1): 49 – 63. (in Chinese)
- [34] 张继勋, 韩冬梅. 网络互动平台沟通中管理层回复的及时性、明确性与投资者投资决策——一项实验证据[J]. *管理评论*, 2015, 27(10): 70 – 83.
Zhang Jixun, Han Dongmei. The timeliness and definiteness of managers' reply in the network interactive platform based communication and investors' investment decisions: An experimental evidence[J]. *Management Review*, 2015, 27(10): 70 – 83. (in Chinese)
- [35] 丁 慧, 吕长江, 陈运佳. 投资者信息能力: 意见分歧与股价崩盘风险——来自社交媒体“上证 e 互动”的证据

- [J]. 管理世界, 2018, 34(9): 167 – 177.
- Ding Hui, Lü Changjiang, Chen Yunjia. Investor's information ability: Divergence of opinion and stock price crash risk: Evidence from SSE e-interaction[J]. Management World, 2018, 34(9): 167 – 177. (in Chinese)
- [36] 丁慧, 吕长江, 黄海杰. 社交媒体、投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证e互动”平台的证据[J]. 经济研究, 2018, 64(1): 153 – 168.
- Ding Hui, Lü Changjiang, Huang Haijie. Social media, investor sophistication, and earning expectation: Evidence from SSE e-interaction[J]. Economic Research Journal, 2018, 64(1): 153 – 168. (in Chinese)
- [37] Hall E T. Beyond Culture[M]. Harlow: Anchor Press, 1976.
- [38] Mihaylov T, Nakov P. Semantiez at Semeval-2016 Task 3: Ranking Relevant Answers in Community Question Answering Using Semantic Similarity Based on Fine-Tuned Word Embeddings[C]. San Diego: Proceedings of the 10th International Workshop on Semantic Evaluation (SemEval-2016), 2016.
- [39] Nakov P, Hoogeveen D, Arquez L M, et al. Semeval-2017 Task 3: Community Question Answering[C]. Vancouver: International Workshop on Semantic Evaluation, 2017.
- [40] Charlet D, Damnati G. Simbow at Semeval-2017 Task 3: Soft-Cosine Semantic Similarity Between Questions for Community Question Answering[C]. Vancouver: Proceedings of the 11th International Workshop on Semantic Evaluation (SemEval – 2017), 2017.
- [41] Brown S V, Tucker J W. Large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications[J]. Journal of Accounting Research, 2011, 49(2): 309 – 346.
- [42] Hoberg G, Phillips G M. Text-based network industries and endogenous product differentiation[J]. Journal of Political Economy, 2016, 124(5): 1423 – 1465.
- [43] Cohen L, Malloy C, Nguyen Q. Lazy prices[J]. Journal of Finance, 2020, 75(3): 1371 – 1415.
- [44] 赵子夜, 杨庆, 杨楠. 言多必失? 管理层报告的样板化及其经济后果[J]. 管理科学学报, 2019, 22(3): 53 – 70.
- Zhao Ziyue, Yang Qing, Yang Nan. The less said the better? Economic consequences of textual similarity in management discussion and analysis[J]. Journal of Management Sciences in China, 2019, 22(3): 53 – 70. (in Chinese)
- [45] Mikolov T, Chen K, Corrado G, et al. Efficient Estimation of Word Representations in Vector Space[R]. Ithaca: arXiv, Working Paper, 2013.
- [46] Mikolov T, Sutskever I, Chen K, et al. Distributed Representations of Words and Phrases and Their Compositionality[C]. Lake Tahoe: Advances in Neural Information Processing Systems, 2013.
- [47] 卞世博, 贾德奎, 阎志鹏. 招股说明书负面语调与IPO表现[J]. 系统管理学报, 2020, 29(6): 1025 – 1033.
- Bian Shibo, Jia Dekui, Yan Zhipeng. Negative tone of prospectus and IPO performance[J]. Journal of Systems & Management, 2020, 29(6): 1025 – 1033. (in Chinese)
- [48] Lang M H, Lins K V, Miller D P. ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the united states improve a firm's information environment and increase market value? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(2): 317 – 345.
- [49] 曾庆生, 周波, 张程, 等. 年报语调与内部人交易: “表里如一”还是“口是心非”? [J]. 管理世界, 2018, 34(9): 143 – 160.
- Zeng Qingsheng, Zhou Bo, Zhang Cheng, et al. The tone of the annual report and insider trading: “the same as what it says” or “duplicity”? [J]. Management World, 2018, 34(9): 143 – 160. (in Chinese)
- [50] 靳庆鲁, 李荣林, 万华林. 经济增长、经济政策与公司业绩关系的实证研究[J]. 经济研究, 2008, 54(8): 91 – 102.
- Jin Qinglu, Li Ronglin, Wan Hualin. An empirical study of the relation between economic growth, economic policies and

firm performance[J]. *Economic Research Journal*, 2008, 54(8): 91 – 102. (in Chinese)

[51] 林建浩, 胡毅, 马键, 等. FF 因子与宏观因子是潜在风险因子的良好代理吗? [J]. *系统工程理论与实践*, 2014, 34(S1): 83 – 91.

Lin Jianhao, Hu Yi, Ma Jian, et al. Are the Fama-French and macroeconomics factors good proxies for latent risk factors [J]. *Systems Engineering: Theory & Practice*, 2014, 34(S1): 83 – 91. (in Chinese)

Irrelevant answers and market reaction: Evidence from performance briefings

*BIAN Shi-bo*¹, *GUAN Zhi-fan*¹, *YAN Zhi-peng*²

1. School of Statistics and Management, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;
2. Martin Tuchman School of Management, New Jersey Institute of Technology, Newark 07102, U. S. A

Abstract: This paper examines the phenomenon that corporate executives tend to give irrelevant answers during performance briefings. Transcripts of performance briefings of companies listed on the SME and GEM are collected. Various textual analysis methods are used to measure the degree of management's irrelevant answers during performance briefings; and then the relationship between irrelevant answers and market reaction/the company's future performance is examined. The results show that after controlling other factors, there is a significant negative correlation between irrelevant answers and market reaction. For companies followed by fewer analysts, this negative correlation is more significant. Our findings also illustrate that providing irrelevant answers negatively affects a company's future performance.

Key words: performance briefings; irrelevant answers; market reaction; future performance