

投资者需求而进行自愿性信息披露。与企业年报等强制性信息披露相比,自愿性信息披露在披露内容、披露频率等方面呈现出多样化的特征,其中电话会议已经成为国外发达资本市场中企业进行自愿性信息披露的重要方式。例如,在实施“公平披露”法案(Fair Disclosure Act, FD 303a)之后,公开电话会议成为美国资本市场中企业进行自愿性信息披露的主要方式。相比国外完善的信息披露制度,中国上市公司的信息披露类型主要是强制性信息披露,自愿性信息披露程度较低。但随着中国资本市场信息披露制度的不断完善,投资者信息需求多元化以及企业管理者对资本市场理解程度的加深,中国上市公司的自愿性信息披露行为逐渐增多,这同时催生了学术界关于电话会议信息披露的讨论。

传统文本信息披露中,信息唯一的来源是文本内容。而电话会议中,信息不仅来自文本内容,也来自电话会议媒介的高管语言,现有研究发现,高管语言特征能够预测企业未来经营业绩(Cheng and Warfield, 2005)。同样内容的信息通过文本方式和电话会议方式进行信息披露的市场反应具有显著差别(Cheng and Warfield, 2005),其重要原因之一就是电话会议的说服力具有显著影响。作为电话会议中的主讲者,高管的语言风格如声音、语调等会影响信息披露的效果以及投资者的市场反应。本文将从电话会议中高管的声音特征、语言能力和表达语气三个维度,分析高管语言风格对信息披露效果的影响。从现有文献来看,大部分文献集中于对电话会议文字内容的分析,少数文献开始关注电话会议声音特征对信息披露的影响,但未有研究从听众的角度分析高管语言特征对信息披露效果的影响。正如王敦(2008)所言,听众的感知与思维是分析声音传播问题的关键。

格)是影响电话会议信息披露效果的特殊因素。少数研究分析了电话会议中高管声音特征的信息披露效果(曹廷求和张光利,2014),但这些研究并没有涉及高管语言特征对信息披露效果的机制分析。基于心理学的相关理论和研究方法,本文研究了高管语言特征影响信息披露的研究。

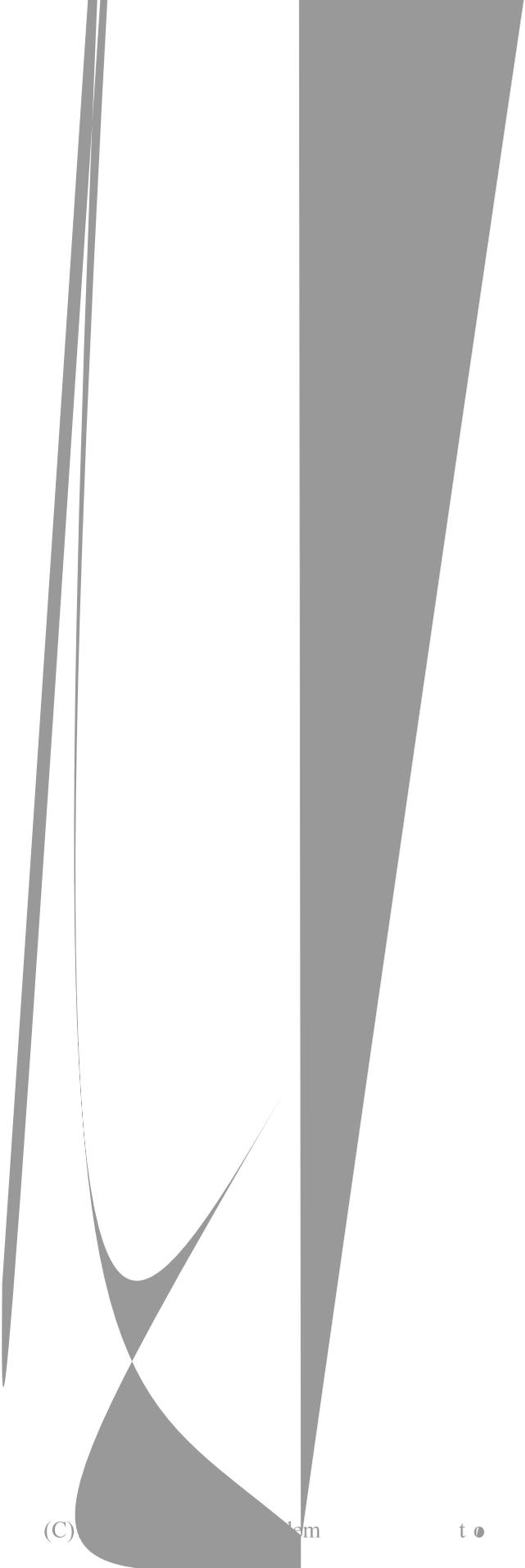
后文安排如下:第二部分为文献评述与理论分析,第三部分为变量定义与计量模型,第四部分为实证分析,第五部分为通过实验法分析的高管语言风格与投资决策的结果,第六部分为应用市场交易数据分析的高管语言风格与投资者反应的结果,第七部分为结论。

二 文献综述与理论分析

(一) 文献综述

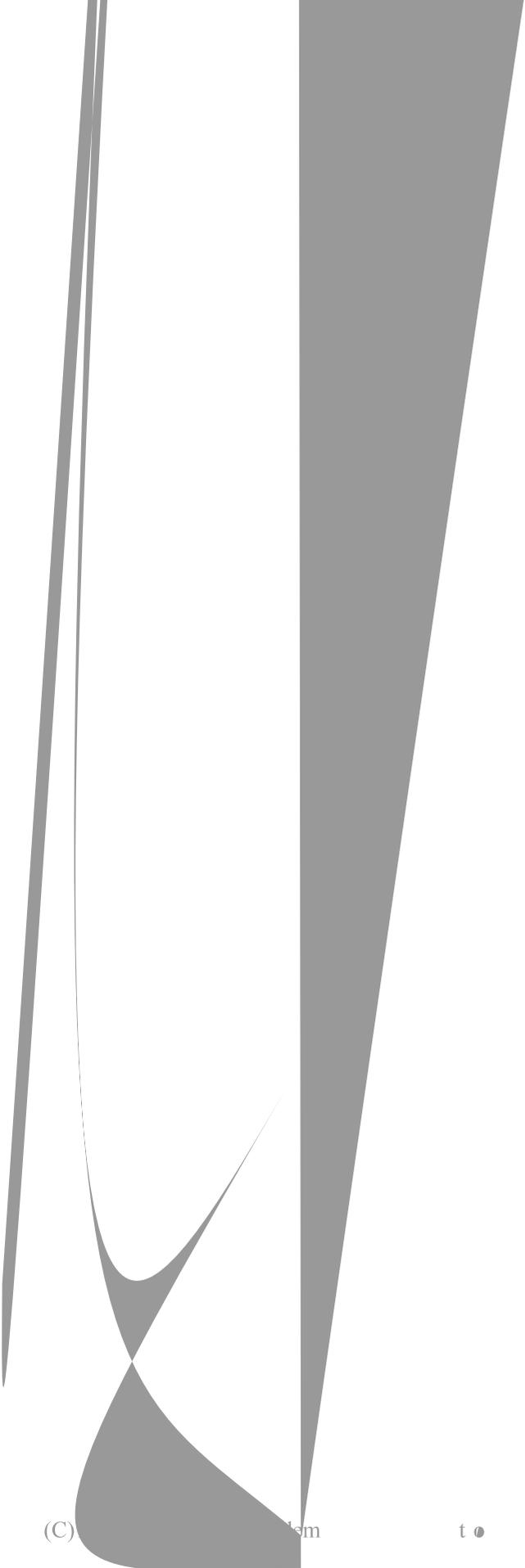
语言风格是指人们在交际过程中表现出来的语言特征和语言风格。词汇特征和内容词汇特征是刻画语言风格的两大主要维度(曹廷求,2014)。现有关于这两种特征的研究都非常丰富,与本文相关的主要是关于词汇特征的研究。曹廷求(2014)将语言风格界定为能够改变信息表达意图的一系列语言特征(曹廷求,2014),语言风格不改变语言的内容词汇,但却能够影响信息的主观感知。从词汇量来看,尽管语言风格的词汇仅占所有词汇的10%,但常用词汇的比例高达30%。因此,语言风格对沟通效果受到多个领域的关注。心理学、认知语言学、语言分析与传播学等领域从不同角度发现语言风格能够代表人们的关注焦点、情感状态、思维逻辑、个人特征等(曹廷求,2014;曹廷求,2014;曹廷求,2014),而且研究发现性别、诚实等是决定语言风格的个人特征(曹廷求,2014)。其他文献则聚焦于语言风格的影响,从理论来看,语言风格可以通过影响听众对陈述者个人特征(可信程度、聪明程度等)和信息内容特征的主观感受进而影响到信息的传递效果(曹廷求,2014)。从计量研究来看,现有研究发现语言风格的词汇特征正在表达人们的想法和感受方面与内容词汇具有同样的作用(曹廷求,2014)。语言风格中的具体性、准确性、交互性以及积极性特征能够影响到陈述人对投资者的说服程度(曹廷求,2014)。

语言风格与电话会议信息披露效果。电话会议是企业自愿性信息披露的重要方式,从电话会议的影响来看,召开电话会议能够显著降低企业信息不对称程度(曹廷求,2014)和企业的资本成本(曹廷求,2014)。相比年报等文本信



(C) dem to h l r p: n

我们预期高管语言风格可以影响听众对会议内容的主观评价,有利于信息沟通的高管语言风格可以提高听众对电话会议的主观评价。另外, @4Q3P130C5L Q3M <HQ5T((!"") 基于现有研究总结了语言风格在说服过程中的三种作用: 一是, 在说服过程中, 语言风格是构成说服力的要素; 二是, 语言风格可以使听众对信息进行有偏处理, 形成说服力的有利支撑, 特别是在信息比较模糊的环境下, 这种作用更加明显; 三是, 语言风格可以通过影响听众对已有观念的感知, 使听众判断这种观念在决定其主观态度上的适用性, 从而影响了听众的主观态度。另外, 还有研究发现语言风格不仅能够影响听众对信息内容的信任程度, 而且也影响其对陈述人的主观感知(i 24ITHQY10 Q3M UQ0PJ ,"&&&) , 这两种路径最终都影响了陈述者在信息沟通中的说服能力。企业通过电话会议进行信息披露的目标是说服听众相信其信息的真实性, 因此, 高管具有通过语言风格说服听众的动机。



(C) dem to h l r p: n

语言风格对信息传递效果的影响。我们从两个维度衡量被试者的反应,一是被试者对高管的评价,从被试者对高管的喜欢程度($W\#3\&'$)和总体印象($F@/$)两个角度来刻画;二是被试者对电话会议效果的评价,从电话会议对提升公司正面形象的作用($F@''^*,/$)、对公司前景看好的程度($W^/,5\&/$)和对公司的投资意愿($F\#H,LC'$)三个角度来衡量。在电话会议反应方面,我们采用市场模型计算了 $[I',']$ 的累积异常收益率($;VE$)和 $["',\#"]$ 。

(* 主要解释变量) 现有文献并没有提出如何度量语言风格的权威指标体系,大部分文献主要基于对高管语言风格进行量化分析。结合已有文献,本文从声音特征、表达能力和表达语气三个方面形成了度量电话会议中高管的语言风格指数。声音特征方面,借鉴B11420、@4Q3P10L22H、C"B/(!"")提出的声音度量指标体系(\131YQ D2561 V1H61LI523:6047)的指标体系从音高(4%56)、音量(1&(-)、语调(>&(-)、语速($E''C,$)、清晰程度和粗糙程度($E\&(*6$)、尖锐程度($J6''D/$)和稳定程度($JC''SB,$)'个维度刻画声音特征。表达能力度量了高管对企业信息的表述能力,选取高管语言的普通话程度($pY\&'$)、流利程度($!B(,\#5'$)和逻辑程度($1\&*$)这3个指标度量高管的表达能力,指数越高意味着高管语言表达能力越有利于信息沟通;本文采用高管乐观情绪(4%56)和负面词语使用量($\&D-L/$)来度量高管语言表达语气,另外,我们在实验过程中还控制了高管不确定性词语使用量($\&D-L\#$)的情况,并将其作为衡量高管语言表达语气的一种指标。

借鉴B11420、@4Q3P10L22H、C"B/(!"")等文献的研究方法,本文通过主成分方法计算了高管语言风格的各项指标。首先,我们以陈述环节和问答环节的时间长度作为权重计算了各项指标在整个电话会议期间的数值,然后采用主成分法选取累积方差贡献率高于85%的因子,最后以各自的方差贡献率为权重进行加权得到高管声音特征($\&D-L/$)、表达能力($pVS\%''$)和表达语气($p9\&#,$)3个语言风格分指数,并基于此形成了电话会议中高管语言风格的总指数($p1\#\%*(\%C\%)$)。语言风格指数取值越高,代表高管语言风格越有利于信息沟通。由于电话会议分为陈述和问答两个阶段,我们也对高管语言风格分为两个阶段进行评价,陈述环节和问答环节的高管语言风格分别以 $<$ 和 $<$ 开头标示,比如陈述环节高管声音的音量为 $Jp1\&(-$,问答环节的高管声音的音量为 $p1\&(-$ 。

* 其他变量 基于现有文献,我们在分析投资者决策行为的过程中,除了控制电话会议召开时上季度公司的资产收益率($E\&''$)和杠杆率水平($1,H$)之外,我们还控制了被试者个人特征对被解释变量的影响,个人特征包括被试者的性别($7,\#-,D$)、年龄

(43 **,)、消费支出(43 5&#L(@,)、受教育水平(>"LC,D、46-)、健康状况(O,"BC6)、是否有投资经验(F#H,LCp,^/)、风险偏好(E%Tp/D,)。另外,我们在实验中还控制了电话会议和高管个人特征,会议时长是衡量电话会议信息量的重要指标,我们通过电话会议时间总时长度量电话会议的时间长度(9%@,);由于有些电话会议是多位高管共同参与,我们在计量过程中控制了电话会议中高管的平均年龄(V*,p"H,)和平均受教育水平(W-(p"H,)。

在分析投资者市场反应的过程中,我们还控制了市场层面和公司层面的相关影响因素。企业股票的市场特征方面,我们控制了电话会议前""'个交易日股票平均交易量的对数(Y&&)、平均换手率(9(D#&H,D)、价格波动率(40%,pLC-)和平均收益率(E,[C(D#);企业财务特征方面,我们控制了电话会议召开时上季度公司的资产收益率(E&"')、公司市值的对数(>H)、杠杆率水平(1,H)、电话会议召开前%年的平均营业收入增长率(7D&K6),另外,本文还控制了公司的上市年龄(O%pF4R)。具体变量定义如表"所示。

表"

变量定义

含义	变量名	计算方法
----	-----	------

含义	计算方法
控制变量	
年龄	被试者年龄的对数
消费支出	被试者每月消费支出的对数
受教育水平	当被试者为硕士研究生时, >"LC,D 取值为 " ,否则取值为 ! 当被试者为博士研究生时 ,46- 取值为 " ,否则取值 !
健康状况	被试者的健康状况 ,分为健康、正常、不太健康三种类型 ,取值分别为 "、(、%
投资经验	当被试者有投资经验时 F#H,LCp,^/ 取值为 " ,否则取值为 !
被试风险偏好	如果有一笔资产 ,您愿意选择哪种投资项目: "" 不愿意承担任何风险; (* 略低风险、略低回报的项目; %* 平均风险、平均回报的项目; ,* 略高风险、略高回报的项目; +* 高风险、高回报的项目 ,分别取值为 " # +
会议时长	电话会议时间总时长
平均年龄	H, 电话会议中高管的平均年龄
平均受教育水平	"H, 电话会议中高管的平均受教育水平
股票平均交易量	#B 电话会议前 ""' 个交易日股票平均交易量的对数
股票平均换手率	#&H,D 电话会议前 ""' 个交易日股票平均换手率
股票价格波动率	5,pLC- 电话会议前 ""' 个交易日股票价格波动率
股票平均收益率	,C(D# 电话会议前 ""' 个交易日股票平均收益率
公司市值	>H 电话会议召开时上季度公司的市值
营业收入增长率	7D&K6 电话会议召开前三年的平均营业收入增长率
上市年龄	0%pf4R 截止至电话会议召开时的公司上市年数

(二) 计量模型

基于以上理论,我们将采用模型(1)分析高管语言风格对被试者主观偏好和投资决策的影响。模型中被解释变量包括被试者的主观评价:对高管声音的喜欢程度($W\#&'$)、对高管的总体印象($F@/$)、认为电话会议对提升公司正面形象的作用($@"* ,/$)、对公司未来经营预期向好的程度($W^/,5C/$) ,同时还包括被试者对公司的投资意愿($F#H,LC'$)。主要解释变量5包括高管的声音特征、表达能力和表达语气指数,还包括度量高管语言风格的综合指标。控制变量如上文所述。

表 () 高管声音特征的描述性统计!

变量名	均值	标准差	最小值	最大值	中值	样本量
Jp4%56	!* (&%	!* , %"	# !* , (,	"" \$! \$!* ()%	%\$
Jp1&(-	!* ,)&	!* , \$'	# !*)\$+	"" (' "	!* + \$"	%\$
Jp>&- (!* %!%	!* , , ,	# !* \$! \$	"" (' "	!* %%%&	%\$
JpE"t,	!* ()'	!* , \$'	# !* +, +	"" +%"	!* ('+	%\$
JpV0%5(!* ++'	!* \$)\$	# !* &"("")+'	!* , \$(%\$
JpE&(*6	# !* , !+	!* %\$'	# "" , (,	!* , ! \$	# !* %) &	%\$
JpJ6"D/	# !* ""!)	!* , &&	# !*)+'	"" %(,	# !* (, %	%\$
JpJt"SB,	!* \$' (!* %)'	# !* " ,)	"" %& ,	!*)"")	%(
; p4%56	!* (\$&	!* % , (# !* (&+	"" "(('	!* (& ,	%&
; p1&(-	!* ,)&	!* %&&&	# !*)\$+	"" (\$,	!* , &"	%&
; p>&- (!* %%%&	!* %&'	# !* (, %	"" (, \$!* %\$+	%&
; pE"t,	!* ("%"	!* , "(# !* , (("" , , ,	!* "' +	%&
; pV0%5(!* +\$(!*)(&	# "" , % ,	"" &! "	!* \$+	%&
; pE&(*6	# !* %) \$!* (&(# "" !!!	!* %!)	# !* %' &	%&
; pJ6"D/	# !* "+&	!* , (!	# !* ' ' '	"" ") ,	# !* "" &(%&
; pJt"SB,	!* \$' ,	!* , , %	# !* + ("" , + \$!*)"")	%+
) pY&5,	!* !!!	!* &&+	# "" % , +	(*) ++	# !* ! , '	%+

按照陈述环节和问答环节 我们分别统计了高管语言表达能力和表达语气的特征 , 而且基于分指标我们构建了高管语言表达能力() pVS%%%') 和表达语气() p9&# ,) 的主成分指标。如表 % 所示 我们发现陈述环节高管的普通话水平(Jp>"#-"D##) 均值(!* \$' ") 要低于问答环节的均值(!* \$' &度0.285715 0 0 10.285715 0 -8.742857 Tm 43.985829.46.327417 TD () T

变量名	最小值	最大值	中值	样本量	
Jp>"#-"D%#	# !* ', ,	"" &, "	!*)+'	%\$	
Jp! B(, #5'	# !* ', ,	(* !+&	!* +, +	%\$	
Jp1&*	# !* %' ("" ' '(!* &\$&	%\$	
; p>"#-"D%#	# "" "+((* !&"	!*)()	%&	
; p! B(, #5'	# "" (, ("")+'	!* +, +	%&	
; p1&*	# "" ""'	"" &)	"" ""'	%&	
) pVS%%'	# %*, "+	(* (++)	# !* !+&	%&	
Jp4&L%#H,	# !* "' ((* !%	"" ((,	%\$	
Jp) &D-L/	# !* ' "'	(* !%	!* &(%	%\$	
Jp) &D-L#	# "" %!%	!* \$&)	# !*)()	%\$	
; p4&L%#H,	!* +(%	!* (!\$	(* ()%	"" , , "	%&
; p) &D-L/	!* +))	# !* , (,	"")()	!* &&&	%&
; p) &D-L#	!* , \$&	# "" !&"	!* +, +	# !* ++&	%&
) p9&#,	"" (+&	# (* , ! \$	(* ("&	!* %, '	%&

(* 电话会议高管语言风格与投资者反应^{\$}。电话会议是降低企业信息不对称程度的重要传播方式,企业信息通过高管陈述以及高管与投资者沟通的过程进行传播,如果会议时间越长,会议披露的信息量将越多,特别是当陈述环节的信息量不足时(8Q10EF21)。我们统计了样本中电话会议时间长度与股票异常收益率的关系,发现电话会议时间长度的增加,股票异常收益率出现上升的趋势。电话会议时间越长披露的信息量越大,投资者反应程度越强。按照电话会议两个阶段,我们分析了两个阶段中高管语言的声音特征、表达能力和表达语气对投资者市场反应的影响。结果显示,陈述环节高管声音特征与累积异常收益率没有明显的正相关关系,而问答环节高管声音特征与累积异常收益率存在较为明显的正相关关系。此外,无论在问答环节还是陈述环节,高管语言表达能力强,表达语气越积极,投资者市场正向反应程度越大。

! 在%&个总样本中,有%个样本没有陈述环节。

\$ 受篇幅所限,电话会议时长与投资者市场反应图和高管语言风格与投资者市场反应图可参见《世界经济》网站([... * 0. 12... 1' 63](#)) (2011年第 期, 期本文附加材料)。

语言风格与投资决策: 结果与机制分析

本文从声音特征、词汇使用、句法结构、语用功能、表达能力和表达语气 6 个维度刻画了高管语言风格, 并在此基础上形成了度量高管语言风格的综合指数 (LCS), 该综合指数从不同维度反映了高管语言风格的信息。本部分将采用实验数据分析高管语言风格对投资者投资决策行为和意愿的影响结果和影响机制。

(一) 高管语言风格对投资者投资决策行为的影响

参考现有文献, 本研究将电话会议中的陈述环节、问答环节高管语言风格以两个阶段的时间长度作为权重结合语音特征指标和词汇使用指标计算了电话会议中高管语言风格 (LCS) 和表达语气 (AG)。同样基于 6 项语音特征指标和 6 项表达语气指标, 采用主成分的方法构建了综合指数 (LCS)。LCS 的指标取值越高, 代表着高管语言风格越有益于信息沟通。在实验部分, 我们收集了电话会议对被试者投资意愿影响的数据, 具体问题为“如果给你 100 万元, 是否愿意投资该公司”。我们预期电话会议中高管的声音特征指数、表达语气指数和表达语气指数将显著提高被试者的投资意愿。我们将结果放入表 1, 可以看出体现高管语言风格的三种指数都显著提高了被试者的投资意愿。实验结果还显示电话会议中高管语言风格综合指数也显著提高了被试者投资意愿, 这支持了本文的研究假说, 意味着电话会议中高管有利于信息沟通的语言风格将显著提高听众投资本企业的概率。

表 1 高管语言风格与被试者投资决策行为

	() F#H, LC'	() F#H, LC'	(%) F#H, LC'	(,) F#H, LC'
) pY&% ,	!* + " , *** (! * ! ' ")			
) pVS%&%'		!* + ' (*** (! * ! % ,)		
) p9&# ,			!* ' \$) *** (! * ! , ()	
) p1%#* (% LC%)				!* (, ! *** (! * ! " +)
控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	"" + \$	" (' ' "	" (' \$	"" + \$
?(!* " %)	!* (&)	!* % \$,	!* (+)

说明: 括号内数字为标准误; *, **, *** 分别表示在 10%、5% 及 1% 的水平下显著。后表同。

(二) 高管个人主观评价

投资者的投资决策会受到其主观意识影响,正如理论机制分析中所述,高管语言风格可以通过两种途径影响投资者的主观状态,进而影响其投资决策行为:第一,电话会议中高管的语言风格会影响高管个人的主观评价,进而影响了其决策行为,如较差的语言风格容易引发负面情绪,会降低听众对高管的主观偏好程度,这导致高管的说服能力降低,从而降低其在投资者投资企业的概率;第二,高管语言风格能够影响听众对会议内容质量的主观评价,高质量的语言风格将提高听众对讲话内容的信任程度,提高会议内容的可信度,从而提高了听众投资企业的概率。相关文献的结论也间接支持了这两种机制,如P0106C040F(!"())发现高管的语言风格暗含了企业经营的“软信息”,能够影响投资者对企业的偏好程度,进而影响投资者的交易行为和股价波动;@4Q3P10L2发现投资者对高管个人的主观感受也会影响投资者的行为,进一步改变企业股价的估值。基于此,我们计划从两个视角分析高管语言风格对被试者主观评价的影响机制:对高管个人主观评价和对会议内容的主观评价。

关于被试者对高管个人主观评价方面,我们从听觉者对高管声音(W#3&')和总体印象(F@/)两个维度进行刻画。从表+中(")#(%)列的结果可以看出,电话会议中高管的)pY&%,()p9&#,都显著提高了被试者对高管声音的喜欢程度;而从第(+)#()列的结果可以看出,高管的三种语言风格指标都显著提高了被试者对高管的总体印象。第(,)和(')列是高管语言风格总指数影响被试者对高管主观评价的影响结果,可以看出,电话会议中高管语言风格越有利于信息沟通,被试者对高管的主观评价越高,与分指标的回归结果保持一致。

表+ 高管语言风格与被试者对高管的主观评价

	()	(%)	(,)	(+)	(\$)	()	(')
	W#3&'	W#3&'	W#3&'	F@/	F@/	F@/	F@/
) pY&%,				!*+!\$***			
) pVS%&'	!*)&***			(!*!)\$!*)',***		
) p9&#,	(!*!)(')	!*++&*** (!*!+!)			(!*!)()	!*)" &***	
) p1%#*(%C%&			!* ", " *** (!*!"\$)			(!*!, &)	!* " & &***
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	(+)	"('	"('\$	""+)	""+\$	"(')	"('+
?'	','	!* ,%)	!* "'&	!* (!+	!*)" %	!* , , (!* (')

被试者对电话会议中高管语言风格的主观评价方面,我们采用“电话会议对提升公司正面形象的作用”(F@"/,)和“电话会议中高管预期向好的程度”(W^/,5C/)两个变量衡量被试者对电话会议披露信息的主观评价。从表\$可以看出,在控制被试者个人特征和会议内容特征之后,我们发现电话会议中) pY&%、) pVS%&%、) p9&#, 以及) p1%#*(%LC%越高时,被试者认为电话会议越能够提高企业正面形象;同样,当电话会议中高管语言的四个指数取值越高时,被试者认为企业未来经营预期越好。综合表\$的回归分析结果,我们认为电话会议中高管的语言风格越有利于信息沟通,被试者对电话会议内容的主观评价越高,因此,我们的计量结果支持了高管语言风格对被试者主观评价的预期。

表\$ 电话会议中高管语言风格与被试者对企业的主观评价

	(%)	(,)	(+)	(\$)	())	(')
	F@"/,	F@"/,	W^/,5C/	W^/,5C/	W^/,5C/	W^/,5C/
) pY&%,			!* , +&*** (!*\$)			
) pVS%&%'				!* +", *** (!*\$)		
) p9&#,		!*)\$*** (!*\$, (!*' (%*** (!*\$)	
) p1%#*(%LC%			!* ("%*** (!*\$)			!* (" + *** (!*\$)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	"('	"('\$	""+)	""+\$	"('\$	"(',
?)	!*' \$!*%\$(!*%(,	!*", (!* (\$'	!*%&+

(三) 中介效应分析

上文的分析已经发现高管语言风格对被试者投资决策以及主观评价产生了影响,那么高管语言风格是否是通过影响被试者主观评价进而影响了其投资行为呢?参考QOH23 Q3M c ("&' \$)提出的中介效应检验三步法分析该问题。中介效应模型的前两步分析结果已经在表, #表\$中列出,本部分将高管语言风格和被试者的主观评价同时纳入解释被试者投资决策的模型中,进一步讨论高管语言风格对被试者投资决策的影响机制。结果如表)所示,我们发现将被试者对高管声音和总体印象的主观评

价放入模型后,电话会议中企业正面形象、表达能力、表达语气和高管语言风格总指数对被试者投资决策的影响仍然显著。同时被试者对高管声音和总体印象评价两个变量仍然显著提高了被试者对企业的投资倾向,而且通过 Sobel 中介变量检验方法得到:电话会议中企业正面形象、表达能力、表达语气和高管语言风格可以显著地影响被试者对高管个人的主观评价进而影响到被试者的投资决策。从高管语言风格对中介变量的回归系数以及显著程度来看,被试者对高管个人的主观评价在电话会议中企业正面形象、表达能力、表达语气和高管语言风格影响被试者投资决策的关系中具有部分中介效应。

表 3 电话会议中企业正面形象、表达能力、表达语气和高管语言风格对高管个人主观评价的中介效应分析

	(%)	(,)	(+)	(\$)	())	(')
	F#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'
W#&'	*** !*,!% ***	! * +!	(***			
F@/			!*)!, ***	!*\$!)***	!*+'', ***	!*\$%, ***
) pY&%,			(!*(O)	(!*(%)	(!*(&)	(!*(!%)
) pVS%&'			!*"++ **			
) p9&#,			(!*(!\$,)			
) p1%#*(%L%&				!*"!)* ***		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	"(' \$	"(',	""+\$	""++	"(' +	""++
?('	!*%)&	!*,)!	!*,"+	!*,'"	!*,\$&	!*+(, !*+!'
:2G14 检验	""*')! ***	!"*%(! ***	!"*,!! ***)*+,+ ***	"\$*,(! ***	""* \$+! ***

同样,我们将被试者对电话会议提升企业正面形象和未来预期的中介变量放入分析被试者投资决策的回归模型中,计量结果见表 3。F@""*/和 W^/,5C/ 两个中介变量显著提高了被试者对企业的投资决策,电话会议中) pVS%&')、p9&#,(和) p1%#*(%L%& 仍然显著提高了被试者对企业的投资倾向,但) pY&%,在中介效应模型中的系数不显著为正,这意味着两个中介变量对) pVS%&')、p9&#,(和) p1%#*(%L%& 与被试者决策倾向的关系具有部分中介效应,而对) pY&%,与被试者决策倾向的关系具有完全中介效应。

电话会议中高管语言风格对投资者市场反应

表	企业经营主观评价的中介效应分析						
	(%)	(,)	(+)	(\$)	())	(')	
	#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'	F#H,LC'	
F@"/,	!*	!*	!*	!*	!*	!*	
W^/,5C/				***!!\$!*')%***	!*'\$(\$***	!*&'%***
) pY&%,				(!*(%)	(!*((\$)	(!*((')	(!*((\$)
) pVS%%'				!*!+% (!*(!+)	!*'',*** (!*(!%)		
) p9&#,	!*%\$(*** (!*(!, \$)				!*'+,*** (!*(!, ")		
) p1#%*(%LC%&		!*!\$,*** (!*(!"+)				!*!(('*** (!*(!")(
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	
样本量	\$	"(',	""+\$	""+\$	"(' +	"(' %	""+\$
?(%'	!*+\$%	!*+)&	!*\$',	!*\$','	!*\$, \$!*\$'+
:2G14 检验	!	!*	!*	!*	!*	!*	!*

六、进一步分析: 高管语言风格与投资者市场反应

上文通过实验验证了电话会议中高管语言风格如何影响被试者决策,那么电话会议中高管语言风格能否影响投资者的真实决策行为呢?我们采用股票累积异常收益率(;VE)衡量投资者的真实决策,如果高管语言风格能够吸引投资者的决策,那么我们预期高管语言风格对股票累积异常收益率(;VE)存在显著正向影响。本部分将分析高管语言风格综合指数及基础指标对投资者行为的影响,以期为本文研究假设和上文实验结论提供更多证据。

(一) 高管语言风格与投资者市场反应

我们使用的样本研究估计窗口期为 [# " " " , # "] ,事件窗口期为 [! " ;] 。从表 6 中 (') # (,) 列结果可以看出,电话会议中 () pY&% , () pVS%% ' , () p9&# , 和 () p1#% * (% LC % & 显著提高了电话会议对应的股票累积异常收益率,这意味着有益于信息沟通的高管语言风格能够显著提高投资者对电话会议内容的正向反应程度,这支持了本文的假设 () ,同时也支持了实验过程中被试者的决策结果。

电话会议中高管声音特征对投资者市场反应

表 1		高管声音特征与投资者市场反应					
		(%)	(,)	(+)	(\$)	())	(')
		;VE	;VE	;VE	;VE	;VE	;VE
Jp4%56	(
Jp1&(-							
Jp>&- (!*,! **					
JpE"(),		(!*"')		!*, " **			
JpVDC% ((!*"')			
JpE&(*6				!*"'+ **			
JpJ6"D/				(!*\$)			
JpJc"SB,				!*"'			
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	% (% (% (% (% (% (%!
?	(\$&	!*%"	!*%, "	!*('+	!*(\$,	!*%\$!* , (

在问答环节中，高管声音特征对投资者市场反应的影响呈现出与陈述环节不同的特征。从表 1 中可以看出， $p > \&(-$ 、 $pVDC\%$ 和 $pJc"SB$ 仍然显著提高了投资者对电话会议的市场反应程度，但 $pE"()$ 对投资者市场反应没有显著影响。而且问答环节中高管声音的粗糙程度 ($pE&(*6$) 和尖锐程度 ($pJ6"D/$) 都显著降低了投资者的市场反应，声音粗糙程度容易引起听众的反感情绪，降低了投资者对高管个人和会议内容的主观评价，从而影响了信息沟通的效率，而且粗糙的声音容易提高信息的模糊程度，不利于信息不对称程度 ($@E0C11$, $c "B/,(! "'$)，这可能是导致投资者负向反应的原因。总而言之，本部分的计量结果表明高管声音中语调 ($>\&(-$)、语速 ($E"()$)、清晰程度 ($VDC\%$)、粗糙程度 ($E&(*6$)、尖锐程度 ($J6"D/$)、稳定程度 ($Jc"SB$) 是影响电话会议信息披露效果的重要声音特征，而音高 ($4\%56$)、音量 ($1\&(-$) 没有显著影响投资者对电话会议的市场反应。

！ 通过实验我识别了%&个电话会议的高管声音特征，其中有%个样本没有陈述环节，个样本交易日不满足事件研究法的要求，另有(个样本缺少声音稳定程度指标。

表 1	高管声音特征与投资者市场反应						
	(%)	(,)	(+)	(\$)	())	(')	
	;VE	;VE	;VE	;VE	;VE	;VE	;VE
; p4%56							
; p1&(-							
; p>&-(!*(+ **						
; pE"0,	(!*"!)	!*!%\$					
; pV00%5((!*!(!*!"', **			
; pE&(*6				(!*!!\$)			
; pJ6"D/					#!*!%, -		
; pJ0"SB,					(!*!"\$)		
控制变量	制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	+	%+	%+	%+	%+	%+	%
?	('	!*(' &	!*%"	!*%(!	!*(&'	!*%\$+	!*!,)

(三) 高管语言表达能力与投资者市场反应

除了高管声誉之外,高管表达能力也是影响信息披露效率的重要因素。@H26C11, C "B/ (!"\$) 发现,在作为交流语言的电话会议中,浮夸的语言和错误的表达降低了电话会议对投资者行为的影响,市场做负面反应。高管语言表达能力不仅准确地传递了企业信息,而且能够提高投资者对高管个人和其所述内容的信任程度。现有研究发现语言的表达能力如流利程度和听人传递信息的确定程度和说服力越强(8541H, C "B/,"&); @EHT223, C "B/,"&&!)。较强的语言表达能力能够提高听众对所述内容的主观偏好,而方向性偏好理论认为人们对信息偏好将提高其对信息内容的认可程度(WQ. 023, C "B/ ,(!!(; W5112, C "B/ , (!!%)。因此,我们预期高管较强的语言表达能力将显著提高投资者对电话会议的正向反应程度。表 1(中) #(%) 列为陈述环节的回归结果, (,) #(\$) 列为问答环节的回归结果。从结果可以看出,在电话会议两个环节中,高管语言的普通话程度、流利程度和逻辑程度都显著提高了股票累积异常收益率。较强的语言表达能力提高了投资者对高管个人和电话会议披露信息可信程度,从而提高了投资者对电话会议的市场反应程度。

(四) 高管语言表达语气与投资者市场反应

对于同样的信息内容采用不同的表达语气,信息披露效果存在很大差异。i Q410

研究发现,语调呆板的语言对投资者主观判断的影响更强。研究还发现,电话会议中高管积极的语调能够提高投资者的市场反应。研究还发现,高管语言中的情感状态传递了不确定性而影响了投资者的行为。可以预期,电话会议中高管表达语气的表现会影响会议信息披露的效果,当信息以乐观和确定程度更高的方式表达时,投资者对会议内容和会议内容更加信任,因此,投资者将对电话会议作出显著正向反应。研究结果可以看出,陈述环节的表达语气对投资者的市场反应并没有显著影响,而在问答环节中,高管的乐观情绪(4&L%#)显著提高了投资者的市场反应,而负面词语使用量() &D-L#)显著降低了投资者的市场反应,这与@H26PFQ3 11 Q4/ @H26PFQ3 ,C "B/ (!") 等文献的研究结果一致;不确定性词语使用量显著影响投资者的反应程度,这是由于高管语言表达中的不确定词语使用量越大,投资者对信息的不确定性感知越强,从而降低了投资者对信息的反应程度。而正面词语使用量并没有显著影响投资者的市场反应,这与8QJ1. Q3M D137 PQI06CQ4QF((!" 存在差异,该研究发现电话会议中正面词语使用量对累积异常收益率存在显著影响。陈述和问答环节高管表达语气指标对投资者行为的差异化影响也表明,将指标分为两个阶段来讨论具有必要性。

	()	(%)	(,)	(+)	(\$)
陈述环节:				问答环节 <	
	; VE	; VE	; VE	; VE	; VE
>"#-"D%#			!*!() ***		
1&*	!*!+ ' ***		(!*!!)	!*!%' ***	
!B(,#5'	(!*!!)	!*!%' **		(!*!!)	!*!(+ **
控制变量	控制	(!*!!+)	控制	控制	(!*!!')
样本量	% (% (%+	%+	%+
? (!*+!%	!* ,!	!*%+	!* ,%+	!*%\$!

(五) 更换实验方式的稳健性分析

上文所用实验数据来自被试者对整段电话会议音频中高管语言风格的整体评价,这种实验方法的优点是可以提高对高管语言风格评价的全面性,但该方法也存在两方面的缺陷,第一,实验成本较高(包括时间成本和资金成本),第二是被试者听音频时

间越长,其对高管声音的主观判断越容易受到其他因素(如会议内容)的影响,其中后者将影响实验结果的有效性。为了确保本文估计结果的稳健性,参考@4Q3P10L22H,C "B/(!")的实验方法,我们通过对音频进行随机切片,每个切片音频需要有高管声音,每段音频切片的时间长度为(分钟。在实验中被试者对音频切片中的高管语言风格进行评价,降低被试者主观评价受其他因素影响的程度。同时,上文实验样本数量比较小,为了验证电话会议中高管语言风格对投资者行为的影响不受样本选择的影响,本部分的实验选取了新的,,个电话会议音频进行分析!,采用同样的实验问卷,我们度量了音频随机切片中高管的语言风格,并基于此分析高管语言风格对投资者行为的影响。

	(")	(())	(%)	(,)	(+)	(\$)
		陈述环节:			问答环节 <	
	; VE	; VE	; VE	; VE	; VE	; VE
4&L%#H,	!*!(, (!*!"")			!{*(+		
		{#				

有利于交流的...提高投资者对电话会议的市场反应。总体而言,我们
我们更换实验方...我们得到的计量结果与前文的基本保持一致,这意
味着我们前文的...强稳健性和可信度。

表",

V0314 K

随机切片样本分析结果

() (%) (,
W#3&' F@/

七 主要结论

媒介即是信息(麦克卢汉,1964),在音频信息中,语言作为文本信息的载体对信息披露效果具有重要影响,但现有研究往往忽略了媒介载体在信息传播中的作用(Chen et al., 2013)。本文以中国上市公司的公开电话会议作为分析对象,通过实验方法对电话会议中高管语言风格进行了系统性评估,并结合投资者交易的客观数据,计量分析了高管语言风格对投资者行为的影响。首先,我们采用实验经济学的研究方法,分析了电话会议影响投资者决策行为的中介效应模型,计量结果显示电话会议中高管有利于信息沟通的语言风格能够显著提高投资者对高管个人和企业的偏好程度,进而影响了其投资本企业的的市场可能性。其次,基于市场交易客观数据,我们发现如果高管语言的声音特征、表达能力和表达语气越有利于信息交流,投资者对电话会议正向反应的程度越大。最后,我们发现高管声音的语调、清晰程度和稳定程度是高管声音中正向影响投资者市场反应的重要因素,声音的尖锐程度显著降低了投资者的市场反应;在高管的表达能力方面,我们发现高管的普通话程度、流利程度和逻辑程度在电话会议的两个环节都显著提高了投资者对电话会议的市场反应。然而,电话会议中高管的表达语气对投资者的市场反应影响较弱,仅在问答环节,高管的乐观情绪显著提高了投资者的市场反应,但不确定性词语使用增加显著降低了投资者的市场反应。

基于本文的分析结果,我们认为公开电话会议不仅仅是信息披露的重要方式,同时也是企业管理投资者情绪和主观预期的重要渠道,有利于信息沟通的语言风格将显著提高信息披露的效果。因此,在电话会议信息披露的过程中,企业需要重视参与电话会议的高管在语言风格方面的特征,可以考虑对参会高管进行语言能力的专业训练。而且随着信息披露方式的多元化,企业未来直接面对投资者进行信息披露的机会越来越多,企业可以设置专业信息披露高管岗位,而这类高管的重要素质就是具备较强的信息沟通能力,这不仅影响到信息披露的效果,而且将对企业价值产生直接影响。

参考文献:

- 曹廷求、张光利(2013):《自愿性信息披露与股价崩盘风险:基于电话会议的研究》,《经济研究》第44期。
- 陈志霞(2009):《社会心理学》,北京:人民邮电出版社。
- 季凌霄(2013):《“声音景观”思考传播:声音、空间与听觉感官文化》。

王雄元(!!):《自愿性信息披露:信息租金与管制》,《会计研究》第,期。

周爱保、张荣华、马小凤、侯玲(!):《言语吸引力影响因素探索:物理属性和社会特征》,《心理学探新》第,期。

@a3b5T1H ,B* ; VQ114 ,;* Q3M : 6C1H1H ,c* ? “BC1 ?241 2N V1H615Y1M D2561 Q3M : L116C <CQH0611H501560 53 D26Q4 RF21523 <2FFE35601523? ”2&(D#”B &: =&#H,DS”B ? ,6”H%&D ,(! , , %’ (”) ,LL* %”#+(/

@QH23 ,? 8* Q3M c133J ,W* K* “BC1 82M1HQ12H781M5Q12H DQH5QG41 W5015361523 53 : 265Q4 VQJ6C242T56Q4 ?101QH6C: <2361LIE7 Q4 , : IHQ11T56 , Q3M : IQ150156Q4 <2305M1HQ15230? ”2&(D#”B &: 4,DL&#”B%’ ”#- J&5%”B 4L’56&8&8*’ ;&’\$,#”(\$) ,LL* ””)%#”””” (/

@4Q3P130C5L ,c* U* Q3M <HQ5T ,B* ’ * “UQ3TEQT1 q01 Q3M V1H0EQ0523: 8E415L41 ?2410 N2H U53TE50156 : IJ410? ” J&5%”B \ 4,DL&#”B%’ 4L’56&8&8*’ ; &@/”LL ,(! ””” ,+(,) ,LL* ”& ,#(! + /

@4Q3P10L22H ,R* ; i 13MH56P0 ,@* R* Q3M 85441H ,* : * “V1H61L15230 Q3M V1H561: RY5M1361 IH2F <R[V1H1013Q15230 Q1 9V[?2Q0MC2. 0? ”2&(D#”B &: V55&(#C%#* E,L, ”D56 ,(! ”) ,+(() ,LL* () + # % () /

@2120Q3 ,<* K* Q3M i QHH50 ,8* : * “8215YQ15230 N2H Q <CQ3T1 53 W506420EH1 >H1hE136J Q3M 910 <2301hE13610: K3 RZ7 QF53Q1523 2N D24E31QHJ sEQH1H1HJ : 1TF131 W506420EH10? ”2&(D#”B &: V55&(#C%#* E,L, ”D56 ,(! ! !) ,LL* %(&#%+%/

@H26C11 ,>* ; ; QHQ302 ,V* Q3M ’ E ,* “BC1 <QL51Q4 8QHP11 <2301hE13610 2N UQ3TEQT1 @QH51H0 53 IC1 <231H1361 <Q40 2N ; 237q: >5HF0? ”96, V55&(#C%#* E,H%K ,(! ”\$ &” (,) ,LL* ”! (% # ” ! , & /

@H26PFQ3 ,V* ; U5 ,r* Q3M V1H561 ,;* 8* c* “W5M1H13610 53 <231H1361 <Q4 B2310: 8Q3QT1H0 Y0? K3Q4J010? ” ! % # ” # 5 % ” B V#”B’ LQ 2&(D#”B ,(! ” +) ” (,) ,LL* ” # \$, /

@H26PFQ3 ,V* ; U5 ,r* Q3M V1H561 ,;* 8* “<231H1361 <Q4 B231 Q3M : I26P ?11EH30: RY5M1361 IH2F IC1 : I26P RZ6CQ3T1 2N i 23T c23T? ”VL% [4 ” 5 % ” 5 2&(D#”B &: ! % # ” # 5 % ” B JC(- % L ,(! ”) , \$ (+) ,LL* \$ \$) # \$ ’ + /

@H2. 3 ,;* ; i 5441T1501 ,;* K* Q3M U2 ,c* “<231H1361 <Q40 Q3M 93H2HFQ1523 KQJFF11HJ? ”2&(D#”B &: V55&(#C%#* ”#- W [5&#&@%L ,(! ! , %) (%) ,LL* % , % # % \$ \$ /

@EHT223 ,<* c* ; @5HP ,B* Q3M V1H561 ,8* “; 23Y1HGQ4 @1CQY52H0 , V1H0EQ0523 , Q3M <H1M561561J? ” O(@ ” # ; & @ @ (# % ” C % # E,L, ” D56 , ” & & ! ;) (”) ,LL* ” ! # ” \$ & /

@E0C11 ,@* _* ; \2. ,r* W* Q3M BQJ42H ,W* _* “U53TE50156 <2FL41Z51J 53 >5HF W506420EH10: [GH5E06Q1523 2H 93H2HFQ1523? * ” 2&(D#”B &: V55&(#C%#* E,L, ” D56 ,(! ” ” , +(”) ,LL* ’ + # ” (” /

<QM1 ,;* U* ; c22361 ,J* Q3M 9PEIQ ,c* “q053T D5M12 W506420EH1 2N >2H. QHM7J22P53T 93H2HFQ1523: BC1 R1M161 2N ; 237 D1HGQ4 <E10 23 93Y1012HOX _EMTF1310? ” ?1Y51. 2N K662E3153T : IEM510 ,(! (! , (,) ,LL* ” , , , # ” ,) , /

<CE3T ,<* c* Q3M V1331GQP1H ,<* S* “U53TE50156 93hE5HJ Q3M S2HM <2E31 (U9S<): V1H232E361M “UEP1 , ” * * * Q3M [IC1H q01NE4 >Q610? ” V / % - = ” C (D ” B 1 ” # * (” * , 4D&5,LL%#* : F- , # % ” % ” C % # # , F#H,LC% ” C % # # ” # - E, L&B(C % # # F7F 7B&S”B ,(! ” (! \$ # ((& /

W0. 023 ,R* ; \542Y56C ,B* Q3M ?1TQ3 ,W* B* “8215YQ11M ?1Q02353T Q3M V1H1H2HFQ361 23 IC1 S0Q23 : 14161523 BQ0P? ” 4,DL&#”B%’ ”#- J&5%”B 4L’56&8&8*’ ?(BB,C%# ,(! ! (,(’ (! !) ,LL* ” %) & # ” % ’) /

W5112 ,J* i * ; 8E3H2 ,* W* ; KLQ32Y516C ,K* 8* ; : 61LQ30PJ ,<* K* Q3M U26PCQH1 ,J* c* “: L231Q312E0 : P1L15650F: BC1 9311HL4QJ 2N 8215YQ1523 Q3M RZL161Q1523 53 ?10L23010 I2 >QY2HQG41 Q3M q3H1QY2HQG41 81M56Q4 W5QT32010? ” 4,DL&#”B%’ ”#- J&5%”B 4L’56&8&8*’ ?(BB,C%# ,(! ! , (& (&) ,LL* ” ” (! # ” ” % (/

>565QH2 ,;* K* Q3M UQ361 ,<* R* “9FL456Q15230 2N BCH11 <QE0Q4 82M140 N2H IC1 8100EH1F131 T122 499(E500M3) 700.D3(68700TD(i) Tj 0. 7125

"&! ") () LL* \$%,

B11426P ,V* <* "Y

(!) \$((%) LL* ""%

B11426P ,V* <* ; :

>E3MOF13IQ40 "2&(D#

BC2H3M5P1 ,R* U"

B2FQ ,<* U" Q3M

KMY561" "2&(D#"B &: 1

1315F13I: BC1 ?241 2I 81M5Q 53 IC1 : I26P 8QHP1" "2&(D#"B &: !%#"#5, ,

3Q60PQ00J ,;* "82H1 ICQ3 S2HMO: sEQ315UJ53T UQ3TEQT1 I2 8100EH1 >5HF0X

) LL* " ,%)"#", \$)/

UJ6C242T5604 ?QI53T0" "2&(D#"B &: E,C""%#* ,;&(! " (") LL* (+#(&/

BQ41 S2HMO: U53TE50156 <E10 q01M I2 93N1H IC1 RZL1H1501 2I [34531 81M56Q4

'56&&&* ,(!" + %, (") LL* (+#, +*

Executive Li in Conference Calls and Investors' Market Reactions

EQ3T45; U5Q3T B53T; \Q2 i Q2; rE1 i E545