

年报中的叙述性披露对公司价值的多维度影响

——学海拾珠系列之二百三十一

报告日期: 2025-04-10

分析师: 骆昱杉

执业证书号: S0010522110001

邮箱: luoyushan@hazq.com

分析师: 严佳炜

执业证书号: S0010520070001

邮箱: yanjw@hazq.com

主要观点:

本篇是学海拾珠系列第二百三十一篇, 文章以越南上市公司为样本, 考察了叙述式披露对公司价值的多维度影响, 研究发现乐观语调和前瞻性陈述显著提升公司价值, 信息复杂性则与公司价值无显著关联, 提示投资者需更关注内容倾向而非技术性难度。

● 年报基调与公司价值之间存在正相关

叙述式信息披露的基调与公司价值存在稳健的正相关关系。这表明, 对年报充满信心的公司往往具有更高的公司价值, 这很可能是因为这些信息披露增强了投资者对未来业绩的看法, 降低了预期风险。

● 前瞻性陈述与公司价值之间存在正相关关系

前瞻性声明都会对托宾 Q 值产生积极影响。前瞻性信息的加入预示着公司的前瞻性战略和增长潜力, 这可能会增强投资者的信心, 进而提升公司价值, 结果与信号理论相吻合。

相关报告

- 《“知识”嵌入型深度强化学习在多元资产配置中的应用 ——“学海拾珠”系列之二百三十》
- 《分解动量: 被遗忘的成分 HTP ——“学海拾珠”系列之二百二十九》
- 《基于树模型的有效前沿扩展 ——“学海拾珠”系列之二百二十八》
- 《使用深度强化学习解决高维多期环境下的组合配置 ——“学海拾珠”系列之二百二十七》
- 《风险规避型强化学习模型在投资组合优化中的应用 ——“学海拾珠”系列之二百二十六》
- 《贝塔异象的波动性之谜 ——“学海拾珠”系列之二百二十五》
- 《ETF 的资产配置与再平衡: 样本协方差对比 EWMA 与 GARCH 模型 ——学海拾珠系列之二百二十四》

● 年报的复杂性一般对公司价值有负面影响估

叙述性披露的复杂性对投资回报率有微弱的负面影响, 表明过于复杂的披露可能会妨碍投资者的理解或信心, 导致资产效率降低。这种微弱的负相关关系强化了一个概念, 即复杂的信息披露可能会混淆或疏远投资者, 从而可能导致资产利用效率降低。

● 文献来源

核心内容摘选自 Thai Hoang Nguyen、Lien Phuong Thi Vu、Anh Ngoc Mai b、Tuyen Quang Tran 于 2025 年 03 月 05 日在 International Review of Financial Analysis 上的文章《Do narrative-related disclosures in the annual report enhance firm value? New evidence from an emerging market》。

● 风险提示

文献结论基于历史数据与海外文献进行总结; 不构成任何投资建议。

正文目录

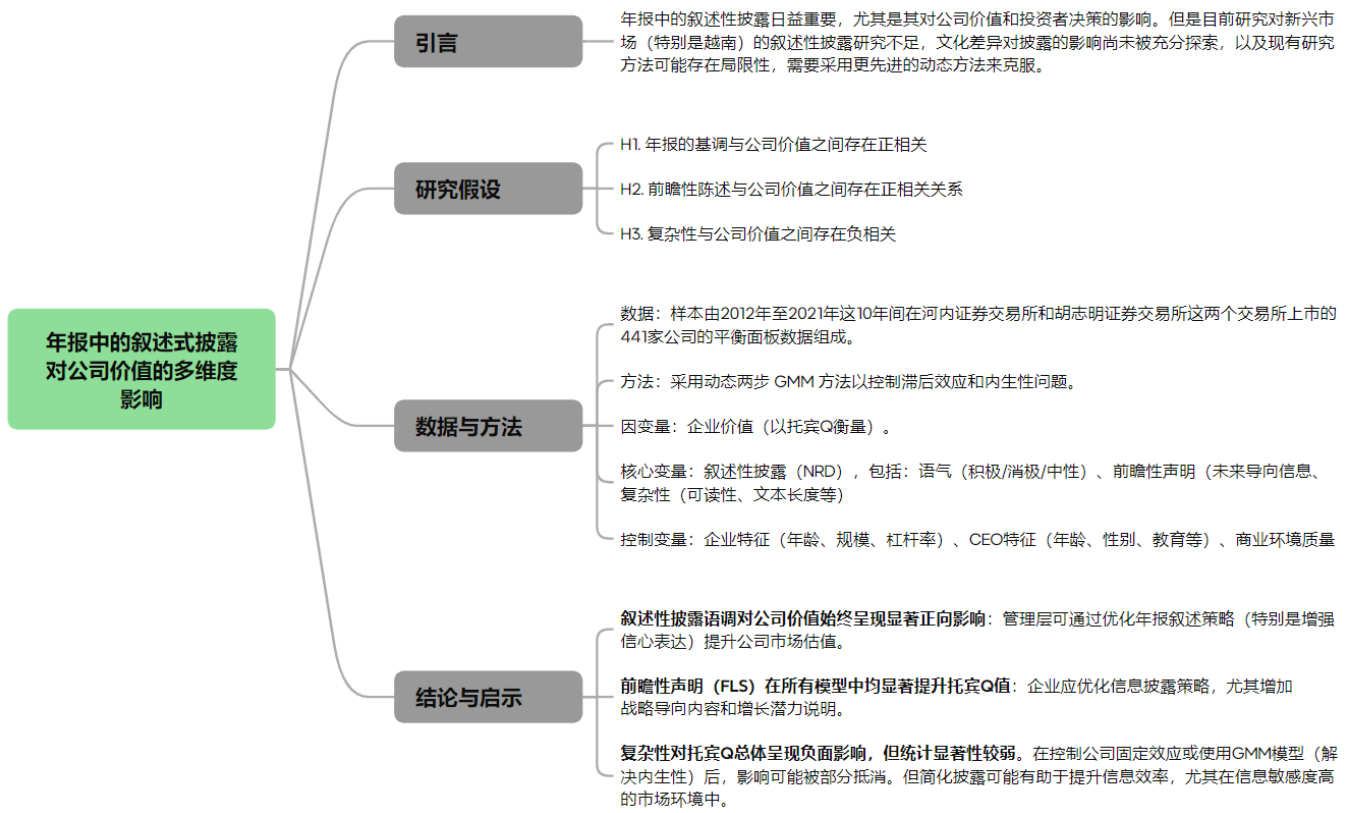
1 引言	4
2 理论背景和假设	5
3 数据和方法	7
3.1 数据来源	7
3.2 方法	7
4 结果与讨论	11
5 结论和政策启示	16
风险提示:	17

图表目录

图表 1 文章框架-----	4
图表 2 年报中的叙述性披露和商业环境质量对企业价值的影响-----	12
图表 3 年报中叙述性披露、业务质量按地区/行业对企业价值的影响-----	14
图表 4 年报中叙述性披露的影响机制，业务质量对公司价值的影响-----	15

1 引言

图表 1 文章框架



资料来源：华安证券研究所整理

年报中的叙述性披露在公司报告中的重要性日益凸显，尤其是对公司价值和投资者决策的影响。一直以来，投资者主要依靠盈利、收入和现金流等量化指标来评估公司的业绩和财务健康状况（Bloomfield, 2002; Feldman 等, 2010）。然而，最近投资者行为的转变凸显了叙述性披露中的定性要素对预测公司未来盈利潜力的日益重要的意义（Loughran 和 McDonald, 2011）。

这种关注点的变化凸显了叙述式披露在年报中管理层讨论与分析部分的关键作用。这些披露旨在减少公司内部人员与外部市场之间的信息不对称（Feldman 等, 2010; Li, 2010）。因此，人们越来越关注披露的语言、语气和战略见解，因为它们提供了有关长期战略、风险因素以及管理层对即将到来的机遇和挑战的评估的潜在信号（Kiesel, 2016）。因此，叙述式披露现在被视为深入了解公司前景的必要条件，它提供了传统财务指标所无法提供的见解。

叙述性披露的基调在形成投资者认知和影响市场反应方面发挥着重要作用。具体而言，这些信息披露所传达的乐观或悲观情绪会影响投资者的信心和决策（Davis & Tama-Sweet, 2012; Loughran & McDonald, 2011）。研究表明，与业绩不佳的公司相比，业绩强劲的公司倾向于更多地强调正面信息，从而产生一种偏差，影响股票价格和投资者情绪（Chiu & Wang, 2015）。反之，谨慎或消极的语气可能预示着潜在的挑战或不确定性，促使投资者对公司前景采取更为保守的看法。由于其解释性，语气微妙但有力地影响了投资者的预期，使其成为叙述性关闭的关键因素（Demers & Vega, 2011）。根据 Minutolo 等（2019a, 2019b）的观点，这

种选择性强调反映了一种管理倾向，即控制信息披露的基调以增强企业吸引力，从而可能淡化不利信息并导致战略不透明。

此外，**前瞻性声明提供了管理层对未来预期和目标的宝贵见解**，包括对增长、收入、市场扩张和预期挑战的预测。这些声明对分析师和投资人非常有益，他们利用这些声明预测未来收益并相应调整投资策略（Feldman 等，2010；Healy & Palepu，2001）。通过概述未来目标和战略，前瞻性声明减少了管理层与外部利益相关者之间的信息不对称，提高了公司运营和战略规划透明度（Clarkson 等，2008 年）。

然而，复杂的叙述性披露，包括冗长或可读性较低的内容，也可能成为管理者控制年报信息流的工具。**过度复杂可能会掩盖不利细节，削弱投资者有效处理和解读财务数据的能力**（Lehavy 等，2011；Li，2008a，2008b）。缺乏清晰度会导致市场反应迟缓，需要进行更广泛的尽职调查，最终增加投资风险（You & Zhang，2009）。

尽管叙述式披露非常重要，但学术研究对美国或英国等发达市场的叙述式披露进行了深入分析，因为这些国家的强制披露水平很高，减少了自愿披露的差异（Lopes & de Alencar，2010）。然而，在披露水平差异巨大的发展中国家，人们对叙述式披露对公司价值的影响知之甚少（Lopes & de Alencar，2010）。这一差距在新兴市场尤为明显，因为那里的公司治理结构和市场动态与发达经济体大相径庭。此外，文化差异--如越南的集体主义取向与西方文化的个人主义性质相比--可能会影响人们对披露的看法和沟通方式（Dang 等，2024；Feldman 等，2010 年；Jensen & Meckling，1976 年；Lim 等，2007）。

此外，以往的研究往往只关注叙述性信息披露的一个方面，而**本研究则根据三个关键指标（基调、前瞻性声明和复杂性）深入研究不同的信息披露策略如何影响越南企业的价值**。此外，以往的研究通常依赖于静态面板数据估计方法（如固定效应、随机效应），这可能会因自变量的内生性而导致结果偏差，而本研究则采用动态两步 GMM 方法来克服这些局限性，并提供更稳健的见解。

本文分为四个部分。第 2 节介绍理论背景和假设的提出，第 3 节概述数据和方法。第 4 节是实证结果和讨论，第 5 节是总结和政策影响。

2 理论背景和假设

公司年报中的叙述性披露与公司价值之间的关系日益引起学术界的关注。根据**代理理论**，由于现代公司所有权和控制权的分离，股东（委托人）和经理（代理人）之间会产生冲突（Jensen & Meckling，1976）。这种情况表明，全面、透明的信息披露有助于缓解股东与经理之间的信息不对称，从而降低代理成本。通过提供清晰、详细的叙述性信息披露，说明其决策过程和管理风格，管理者可以帮助股东更好地理解他们的选择，并让他们确信管理活动与股东利益是一致的（Healy & Palepu，2001）。此外，积极的财务报告基调也能增强投资者的信心。Oyelere 等（2003 年）认为，盈利公司的高管倾向于向投资者披露更多信息，以此来展示他们的有效业绩，并维持他们在公司中的利益。同样，Davis 等（2012）的研究表明，业绩良好的公司会强调好消息，在其披露的信息中，正面信息多于负面信息。根据 Huang 等（2014）的研究，高绩效组织的管理者会使用更乐观的语言。

相反，业绩不佳的公司则会将注意力从负面信息上移开。根据 Loughran 和 McDonald（2011 年）的研究，业绩较差的公司会使用较少的正面语言来降低投资

者的预期。此外，这些公司的管理者可能会使用相对含糊的语言来掩盖业绩不佳。Sydserff 和 Weetman (2002a, 2002b) 断言，业绩不佳公司报告的表述方式会造成读者与信息内容的不匹配。根据 Minutolo 等 (2019a, 2019b) 的观点，业绩不佳公司的管理层可能会试图通过关注其他问题（如目标市场和环境）来转移读者对其负面业绩的注意力。他们还可能利用情绪对抗来代替提供有关程序和绩效指标的信息。

此外，管理者的认知偏差和管理印象的必要性也在很大程度上影响着公司报告中信息的呈现方式 (Kahneman, 2003)。出于个人声誉和经济激励等各种原因，管理者通常会优先考虑正面信息，而淡化或隐瞒负面信息 (Huang 等, 2014 年)。这种选择性披露的做法不仅是为了优化薪酬和确保管理职位，也是为了塑造特定的企业形象，尽管这种描述与企业价值的未来改善之间缺乏直接关联。因此，我们提出第一个假设。

H1. 年报的基调与公司价值之间存在正相关。

信号理论探讨了管理者如何传递信息，以塑造外部投资者和分析师对公司价值和未来前景的看法 (Spence, 1973)。叙述性信息披露就像信号一样，提供了对公司未来潜力和相关风险的定性洞察。通过自愿分享超出法律要求的信息，公司可以表达对未来业绩的信心，从而可能影响投资者的预期和市场估值。例如，详细披露计划中的市场扩张和增长战略可能会被解释为增强投资者信心的积极信号，并可能推动股价上涨 (Healy 和 Palepu, 2001)。

此外，管理者还利用前瞻性声明来表达他们对公司未来的乐观态度，从而将公司与前景不佳的竞争对手区分开来 (Salama et al.) 积极的前瞻性声明可以刺激投资，提高股票价格。不过，它们也可能会引起投资者的高度关注，并提高预期 (Campbell, 2001)。有关市场反应的定性信息对股票价格的影响是持久的，其预测力在盈利公布后的几个季度内都会持续 (Kiesel, 2016)。这表明，陈述语气的影响不是短暂的，而是会对投资者对公司价值的看法和评价产生持久的影响。

此外，前瞻性声明将注意力引向未来事件，提供有关长期目标、预期困难和预测财务结果的具体信息。Jensen 和 Berg (2012) 认为，清晰简洁的声明对于勾勒组织的未来发展方向至关重要。它们为利益相关者提供了关于可能的发展道路的重要信息，有助于做出明智的决策。

通过整合公司业绩的历史和未来两个方面，年报中包含的信息促进了跨父母关系，并培养了利益相关者的信心 (Higgins 等, 2014 年)。商业报告中的前瞻性陈述是战略沟通的重要组成部分。它们提供了管理层对未来经济状况、运营战略和财务业绩预测的宝贵信息 (Aljifri & Hussainey, 2007; Jensen & Berg, 2012)。这些声明在降低公司未来的不确定性、使投资者的预期与管理层的战略意图保持一致方面发挥着至关重要的作用 (Clarkson、Kao 和 Richardson, 1999 年)。对这些信息类别的深刻理解凸显了年报作为有效企业沟通和治理的关键工具的内在价值。因此，第二个假设如下。

H2. 前瞻性陈述与公司价值之间存在正相关关系。

最后，信息披露篇幅和可读性的这种复杂性成为管理者掩盖不利信息的有力工具，从而使他们能够控制年报中的叙述，并有可能影响利益相关者的看法和决策过程。这凸显了公司沟通的多面性，并强调了年报透明度作为公司治理和投资者关系基本方面的重要意义。语言复杂的后果是多方面的，会影响所提供财务信息的清晰度和可理解性 (Bloomfield, 2002 年)。语言复杂的年报会妨碍投资者有效处理和解释所披露数据的能力，从而可能提高投资决策的相关风险。

此外，必须承认可读性的影响延伸到一系列公司价值变量，包括公司业绩（如 Alduais, 2022 年）和随后的股票估值（Cotra & Jacobson, 2014 年）。这种考虑强调了语言复杂性的后果超越了投资者关系，影响到公司业绩评估、股票价格预测、股票流动性和交易量，突出了语言复杂性对金融市场各个方面的总体影响。这一点凸显了理解和管理年报语言复杂性的重要性，它是金融领域企业沟通和管理的一个重要方面。有鉴于此，我们有理由提出一个假设，即年报语言的复杂性与公司的未来收益之间存在负相关关系。

H3. 复杂性与公司价值之间存在负相关。

3 数据和方法

3.1 数据来源

本研究的数据主要来自两个方面。首先，从河内证券交易所和胡志明证券交易所上市企业 2012 年至 2021 年的年报中精心提取了财务和会计数据，以及对本研究至关重要的企业特征。公司层面的公司治理结构信息也是从这些年报中人工收集的。根据越南河内证券交易所和胡志明证券交易所提供的年报，计算了每个财政年度与叙述相关的停业情况。最终，样本由 2012 年至 2021 年这 10 年间在这两个交易所上市的 441 家公司的平衡面板数据组成。

本研究的第二个数据来源是衡量越南商业环境质量的 PCI 数据集。越南省级竞争力指数（PCI）由越南工商会（VCCI）在美国国际开发署（USAID）的协助下自 2007 年起每年编制一次，包括十个组成部分指数，对地方治理的各个方面进行评估。这些指数包括进入成本、土地获取、透明度和信息获取、监管合规费用、非正式成本（腐败）、政策偏差、省级领导举措、企业支持服务、劳动力培训和法律框架。

3.2 方法

Wintoki 等（2012）进行的实证研究为建立模型规格以评估与叙述相关的信息披露对公司价值的影响提供了宝贵的指导。先前的研究（如 Schultz 等，2010；Wintoki 等，2012）表明，评估公司价值影响因素的适当实证模型应该是动态的，将滞后续效作为解释变量之一，而不是依赖静态模型。具体来说，该模型概述如下：

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 * FV_{it-1} + \beta_2 * NRD_{it} + \beta_3 * CEO_{it} + \beta_4 * Firmsize_{it} + \beta_5 * Firmage_{it} + \beta_6 * Leverage_{it} + \beta_7 * BE_{jt} + \epsilon_{it}$$

在本研究中，指数 i、j、t 分别代表企业、省份和年份。根据以往的研究（如 Bebchuk 和 Fried, 2009; Gompers 等, 2003; Wu 等, 2021），本研究采用托宾 Q 值来衡量企业价值。控制变量集包括公司特征，如年龄、规模和杠杆比率。CEO_{it} 考虑了 CEO 的特征，包括年龄、性别、经验和教育程度。此外，本研究还对商业环境（BE）的质量进行了控制，因为商业环境是企业价值的重要指标（例如，Tuyen 等，2016; Van Vu 等，2018）。

NRD_{it} 表示第 i 家公司在第 t 时间的年报中与叙述相关的披露内容，包括语气、前瞻性陈述和报告复杂性，这些是主要的关注变量。这些变量的测量方法如下。首先，在构建语气变量时，我们采用了两个阶段的框架：（1）评估报告中每个句子所传达的语气；（2）将各个句子的语气汇总，得出报告的整体语气。

在第一阶段，我们还使用了一种基于关键词的过滤方法对于其进行英文翻译。

这种方法可以系统地识别和评估文本中的特定关键词，从而确定文本的整体情感或基调。我们目前应用这种方法的主要区别在于我们用于分析的关键词集。关键词的选择至关重要，因为它直接影响到我们对语气评估的准确性和可靠性。通过精心选择和完善关键词集，我们可以更有效地捕捉和解读文本语气的细微差别，从而能够对文本的整体情感做出更全面、更准确的评估，从而确保我们的分析具有洞察力和可靠性。

在对年报叙述中的语气进行深入研究的过程中，本研究采用了一种全面、细致的方法来制定语气变量，从而促进了方法论框架的完善。首先，通过 Python 脚本收集在河内和胡志明证券交易所上市的公司年报，并将其转换为文字文件。随后，在文本分析中采用了一种广受认可的**基于字典的方法**，即**自动程序根据预先定义的字典对单个单词进行系统分类**。尽管这种方法在以往研究中很普遍（Loughran & McDonald, 2011; Tetlock 等, 2008）因此，我们使用专门的语言工具，将所有年报从越南语细致翻译成英语。这种战略性的语言翻译是在认识到英语词典系统的细致、准确构建的情况下进行的，从而确保在整个语言转换过程中保持内容的完整性。

受学术界对年报语气研究的启发（Altman 和 Hotchkiss, 2010; Balcaen 和 Ooghe, 2006），我们精心建立了一个初始词表。根据 Loughran 和 McDonald（2011）提出的“词袋法”，年报被解析为一个由单词和单词数向量组成的矩阵。与之前有关报告语气的研究（如 Lee & Park, 2019）的先例一致，**本研究选择了 Tim 和 Bill（2016）的词表作为衡量报告语气的指标**。这一方法的选择与 Tim 和 Bill（2016）对特定主题词表的强调相一致，从而确保了衍生词表与本研究的独特语言细微差别的语境相关性。

这些学者认识到字典方法的固有局限性，尤其是它无法解释完整句子或段落中的**语境细微差别**（Hildebrandt & Snyder, 1981），因此**强调语境在阐明语言中蕴含的情感微妙之处方面的关键作用**。这项研究与 Pennebaker 等（2003）的观点不谋而合，即文本分析中的字数可能无法充分反映上下文错综复杂的相互作用以及词语所传达的多重含义。为了应对这一公认的制约因素，本研究引入了一种细致入微的方法，即**如果肯定词语前面有否定词语，则将其理解为否定词语**。这种慎重的考虑还延伸到**从一个有感情色彩的词语向后探测一到两个位置，以识别更多的否定词语**，从而提高所构建变量中固有的置信度情感测量的精确性和可靠性。这种复杂的方法改进确保了对年报叙述语气的评估更加稳健和细致入微。此外，这种创新方法还增强了研究设计对语言复杂性的敏感性，从而强化了研究的分析框架。

在报告中的**句子层面使用奈伊夫贝叶斯算法**，需要加入一组预先加密的句子（称为训练样本），以促进计算模型的训练过程。在本研究中，**每个单独的句子都要经过人工编码，系统地将其归入三个不同的语气类别之一：积极、消极或中性**。在操作上，如果一个句子具有积极的内涵，则将其定为“积极”；如果一个句子具有消极的情感，则将其定为“消极”；如果一个句子的含义无法归类为积极或消极，则将其定为“中性”。相应的编码值分别为 1、-1 和 0。

在彻底的人工编码过程之后，策划好的训练样本在训练计算机方面发挥了关键作用，构成了实施奈伊夫贝叶斯算法的一个关键阶段。在这一训练阶段，**计算机自主加密样本报告中的每个句子，从而量化每份报告中与每个情感类别相对应的句子数量**。在从训练样本中获得的知识的指导下，这种自动加密有效地增强了计算机的能力，使其能够根据句子的语言基调（无论是积极、消极还是中性）对句子进行辨别和分类。重要的是，训练过程为计算模型带来了深度理解，增强了其解读句子中细微语言表达的能力，并提高了后续分析中情感分类的整体准确性。

第一阶段结束后，我们分别得到了正和负的关键词集。如果一个句子包含的特定语气关键词多于其他语气关键词，我们就将其归入该语气。否则，我们将该句子归类为中性语气。

在第二阶段，我们利用下面的公式进行汇总，以确定报告中句子的整体语气。

$$TONE_{it} = \frac{1}{K} \sum_{k=1}^K tone_{kit}$$

变量 $tone_{kit}$ 表示 i 公司 t 财年年报中特定句子 (k) 的基调。参数 K 表示整个年报中包含的句子总数。必须强调的是，变量 $tone_{kit}$ 是单个句子所传达的情感基调的量化表示，有助于对年报叙述中普遍存在的情感进行细致入微的理解。此外，变量 K 囊括了年报中句子的整体范围，确保在后续分析中对文件的文字内容进行整体考量。

为了构建一个精心策划的训练样本并减少潜在的编码错误，我们认真执行了一系列严格的步骤。首先，随机抽取了 100 份报告，对每份报告进行了彻底检查。对于编码不一致的情况，进行审慎的审查和重新核对，以纠正任何不一致的地方，确保获得一个连贯可靠的训练样本。这种方法上的改进对于建立一个编码员之间意见一致的培训样本是不可或缺的，它反映了财务报告中蕴含的微妙语言。

报告整体基调 (Tone) 的确定取决于报告中正面、负面和中性句子的相对比例。如果语气是积极的，则表示积极句子的比例超过了消极句子，从而表明管理者更加乐观。因此，较高的“基调”值有助于深入了解报告中弥漫的整体积极情绪，从而有助于细致入微地理解管理人员在数字化转型讨论中的态度和观点。

尽管如此，必须认识到，鉴于个人在语言中表达积极性的普遍倾向，略微积极的音调可能并不强烈地表明管理者的乐观态度。为了解决这一潜在的局限性，并确保对乐观态度进行细致入微的评估，我们引入了分层机制。在这种情况下，“音调”被划分为四分位，最高的四分位代表乐观的管理者，称为“乐观度”。因此，如果 $Tone$ 属于最高四分位数，则“乐观度”的值为 1，否则为 0。

其次，由于前瞻性声明变量的构建是为了衡量每份报告中面向未来的信息，因此我们采用了一个两阶段框架：(1) 我们识别报告中包含某些前瞻性声明的句子；(2) 我们将识别出的句子汇总，形成报告中面向未来信息的整体变量。

在第一阶段，我们再次将基于关键词的过滤方法应用于英文翻译。正如之前的研究（如 Hassanein 等，2019；Hassanein & Hussainey，2015；Li，2010）所证明的那样，这种方法有助于对相当数量的报告样本进行编码，从而促进结果的推广并提高推论的可靠性。利用句子而非单个词语作为编码分析单位的决定符合方法论的严谨性，确保了对数据集特定方面的关注稳健、全面且有意义。

在 Hassanein 和 Hussainey (2015) 研究的基础上，我们的研究纳入了 33 个与未来相关的关键词。此外，我们还使用 QSR 编码软件包来完善这些关键词的结构。这包括使用更复杂的关键词形式，将时间指示形容词与时间指示词结合起来考虑，并纳入动词变位以减轻对已识别动词的名词形式的潜在捕捉 (Muslu 等，2015)。

为确保内容分析过程的可靠性和有效性，我们采取了一些具体措施。我们开发了明确的编码工具，以尽量减少差异并确保客观性。从数据集中随机抽取了 100 份年报，以评估面向未来的信息得分的可靠性。这些分数由作者手工计算，然后通

过 QSR 编码软件包进行计算机化处理，并对结果进行系统比较，以找出潜在的分歧。

在衡量前瞻性陈述 (FLS) 的水平时，本研究采用了以下披露指数，作为评估年报中未来导向信息程度的综合指标。

$$FLS_{it} = \frac{1}{S} \sum_{s=1}^s fls_{kit}$$

用 fls_{kit} 表示的变量表示 i 公司 t 财年年报中某句 (k) 的前瞻性声明。为了说明问题，如果在该句的上下文中存在前瞻性声明，变量 fls_{kit} 的值为 1，否则为 0。参数 K 表示整个年报中包含的句子总数。必须强调的是，变量 fls_{kit} 是单个句子所传达的前瞻性声明的量化表示，有助于对年报叙述中普遍存在的情绪进行细致入微的理解。

第三，年报的可读性是企业传播的重要组成部分，因为它影响着利益相关者对公司财务状况和战略的理解程度。清晰、直白的报告对于确保透明度和帮助人们做出明智决策是必不可少的。通过研究可读性，研究人员可以评估所提供信息的质量，并确定公司是否故意使用复杂的语言来隐藏负面信息 (Li, 2008a, 2008b)。因此，衡量可读性不仅可以评估文本的清晰程度，还有助于发现公司报告中可能存在的战略行为。

衡量年报可读性的常用方法有几种。一种简单的方法是测量文件的长度，使用页数、字数或文件大小等因素，其依据是报告越长越难读。以往的研究通常使用文件长度的自然对数作为衡量标准 (Cowen 等, 1987; De Franco 等, 2015)。虽然这种方法易于应用，但不能准确反映语言的复杂性或写作风格，而且会受到图表等非文本元素的影响，而这些元素并不能提高可读性 (Bonsall 等, 2017 年)。Loughran 和 McDonald (2014 年) 提出的另一种方法是使用文件大小作为可读性指标，文件越大可能表示文件越复杂、越长。然而，这种测量方法可能并不可靠，因为它包含了视觉和非文本内容，难以评估文本的真正复杂性 (Bonsall 等, 2017 年)。

此外，由 Gunning (1952 年) 提出的“雾指数”也是一种广泛使用的衡量文本可读性的方法，尤其是在金融和企业文件中。该指数旨在通过考虑两个主要因素来捕捉文本的复杂性：每个句子的平均单词数和复杂单词在文本中所占的百分比。复杂词的定义是包含三个或三个以上音节的词，不包括专有名词、由较短术语组成的复合词和常用缩写词。

要计算雾度指数，首先要确定段落中每个句子的平均单词数和复杂单词的比例。雾度指数的计算公式为

$$\text{Fog Index} = 0.4 \times (\text{Average words per sentence} + \text{Percentage of complex words})$$

然后根据具体的可读性类别对得出的分数进行解释。得分超过 18 分表示文本不可读，得分在 14 到 18 分之间表示文本较难阅读，12 到 14 分表示理想的可读性，10 到 12 分表示可接受的可读性，低于 10 分被认为处于基本或“幼稚”的可读性水平 (Ajina 等, 2016; Li, 2008a, 2008b)。

本研究利用“雾度指数”来衡量财务报告的可读性，但修改了计算复杂词语

的方式，以更好地反映会计和财务中使用的专业语言。本研究不再像传统的“雾指数”那样将复杂词定义为有三个或三个以上音节的词，而是将财务和审计中经常使用的专业术语视为复杂词。例如“应计”、“摊销”或“减值”等术语。之所以做出这样的调整，是因为在财务报告中，许多较短的词汇仍然具有很强的技术性，非专业人士难以理解。通过关注专业词汇而非音节数，本研究旨在更准确地捕捉财务文本的真实复杂性，确保可读性测量更贴近文件的预期受众和上下文。这种方法增强了“雾指数”在评估财务信息披露方面的适用性，并可能为专业商业沟通中的可读性提供更有意义的解释。

使用 OLS 或固定效应估计类似模型（1）的动态模型，可能会因内生性而产生有偏差和/或不一致的系数（Flannery & Hankins, 2013; Wintoki et al.）传统的工具变量方法往往被证明是不可行的，因为在估计过程中，所有自变量都可能被视为内生变量。为应对这些挑战，以往的研究（如 Wintoki 等，2012）建议采用 **GMM 方法的两步估计法**。Flannery 和 Hankins（2013）以及 Zhou 等（2014）等文献的多项研究都采用了这种方法。这些研究表明，Blundell 和 Bond 系统 GMM 是动态面板数据集最有效的估计方法（Blundell 和 Bond, 1998）。

4 结果与讨论

图表 2 列出了检验假设 H1 至 H3 的估计结果。为减少遗漏变量偏差和时变不可观测异质性带来的内生性问题，本研究采用了动态两步 GMM 方法。Hansen-J 检验结果表明，GMM 模型中使用的工具是有效的，P 值分别为 0.913 和 0.982，从而证明了这些估计值的可靠性。使用 GMM 模型对于解决潜在的内生性问题至关重要，这也是为什么从 OLS 或固定效应过渡到 GMM 时一些变量的显著性会发生变化的原因。

就与叙述相关的信息披露而言，图表 2 显示，在所有模型中，对这些信息披露的基调始终对公司价值产生显著正向的影响。这表明，对年报充满信心的公司往往具有更高的公司价值，这很可能是因为这些信息披露增强了投资者对未来业绩的看法，降低了预期风险。

图表 2 年报中的叙述性披露和商业环境质量对企业价值的影响

VARIABLES	OLS	FE	OLS	FE	GMM	GMM (exclude outliers)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Lag of TobinQ	0.2523+ (0.133)	0.0712+ (0.041)	0.2458** (0.008)	0.0706+ (0.040)	0.0802 (0.053)	0.0818 (0.054)
Tone	0.2309** (0.080)	0.2120** (0.070)	0.2877** (0.095)	0.2137** (0.069)	0.4108** (0.137)	0.4133** (0.135)
Forward looking statements (FLS)	0.0253** (0.007)	0.0247** (0.009)	0.0271** (0.008)	0.0250** (0.009)	0.0313* (0.016)	0.0315* (0.015)
Complexity of statements (CS)	-0.0137* (0.006)	-0.0006 (0.007)	-0.0103 (0.006)	-0.0013 (0.007)	-0.0106 (0.012)	-0.0095 (0.012)
CEOAge	0.0028** (0.001)	-0.0019 (0.001)	0.0022* (0.001)	-0.0020 (0.001)	0.0013 (0.002)	0.0014 (0.002)
CEOXperience	0.0024** (0.001)	0.0009 (0.001)	0.0022** (0.001)	0.0009 (0.001)	0.0051+ (0.003)	0.0049+ (0.003)
CEOEducaton	-0.0096 (0.015)	-0.0026 (0.021)	0.0019 (0.015)	-0.0035 (0.021)	-0.0725+ (0.042)	-0.0666 (0.041)
CEOGender	0.0558* (0.028)	-0.0363 (0.041)	0.0469+ (0.026)	-0.0358 (0.041)	0.0291 (0.079)	0.0379 (0.079)
Inage	0.1700** (0.054)	0.1017 (0.222)	0.1895** (0.040)	0.0939 (0.222)	0.2262* (0.099)	0.2292* (0.101)
Insize	0.0015 (0.006)	-0.0491+ (0.028)	-0.0008 (0.005)	-0.0498+ (0.028)	-0.0326 (0.027)	-0.0268 (0.027)
Leverage	0.1637** (0.048)	0.5530** (0.074)	0.1413** (0.034)	0.5511** (0.074)	0.0030 (0.185)	0.0057 (0.188)
Market access			-0.0000 (0.015)	0.0256* (0.011)	-0.0227 (0.018)	-0.0224 (0.018)
Land access			0.0285+ (0.017)	-0.0273 (0.017)	0.0518* (0.021)	0.0509* (0.020)
Transparency			0.0120 (0.019)	0.0200 (0.017)	0.0091 (0.024)	0.0090 (0.024)
Time cost			-0.0007 (0.016)	-0.0049 (0.013)	-0.0008 (0.020)	-0.0006 (0.020)
Informal cost			-0.0085 (0.019)	-0.0006 (0.017)	-0.0152 (0.025)	-0.0132 (0.025)
Equal competition			-0.0090 (0.014)	-0.0073 (0.010)	-0.0126 (0.015)	-0.0144 (0.015)
Leader's energy and trailblazing spirit			0.0335* (0.017)	0.0098 (0.018)	0.0581** (0.022)	0.0565* (0.022)
Supporting policies			0.0206 (0.014)	-0.0220 (0.020)	0.0401 (0.026)	0.0369 (0.027)
Labour training			-0.0539** (0.013)	0.0487+ (0.027)	-0.0639* (0.027)	-0.0640* (0.027)
Constant	0.0825 (0.170)	1.6131* (0.765)	0.0026 (0.260)	1.3915+ (0.793)	1.0293 (0.894)	0.0000 (0.000)
Observations	3876	3876	3876	3876	3876	3876
R-squared	0.259	0.180	0.270	0.184		
Hansen-J test of over-identification (P-value)					0.913	0.982
Number of panels		442		442	442	442

资料来源：《Do narrative-related disclosures in the annual report enhance firm value? New evidence from an emerging market》，华安证券研究所

注：因变量是 Tobin's Q。括号中为稳健标准误。这些模型还控制时间虚拟变量。** p < 0.01, * p < 0.05, + p < 0.1。根据 Van Vu 等（2018）和 Wintoki 等（2012）的研究，在 GMM 估计中，公司存续年限和时间虚拟变量被视为外生的。

同样，在所有模型中，**前瞻性声明都会对托宾 Q 值产生积极影响**。前瞻性信息的加入预示着公司的前瞻性战略和增长潜力，这可能会增强投资者的信心，进而提升公司价值。这些结果与假设 1 和 2 一致，并与信号理论相吻合，该理论认为财务业绩良好的公司董事倾向于向投资者传播积极信号，作为有效业绩的指标，并保持其在公司中的地位（Oylerere 等，2003 年）。之前的多项研究（如 Aly 等，2018 年；Minutolo 等，2019a, 2019b；Platonova 等，2018 年）也支持这一结论。

相反，**报表的复杂性一般会对托宾 Q 值产生负面影响**。然而，这种影响可能会被未观察到的公司特定因素（在固定效应模型中）或在处理潜在内生性时（在 GMM 模型中）所调节。更复杂的叙述可能会掩盖关键信息或造成不确定性，从而可能导致公司价值降低。然而，微弱的显著性表明，复杂性并非在所有情况下都是主导因素。研究结果并不支持假设 3 或之前的研究，这些研究表明，业绩不佳公司的报告会分散读者或投资者对核心信息的注意力，从而最终降低公司价值（Minutolo 等，2019a, 2019b；Sydserrf & Weetman, 2002a, 2002b）。

关于 CEO 的特征，CEO 的教育程度和性别对公司价值的影响好坏参半，且大

多不显著。与此相反，CEO 的经验对公司价值始终具有显著的积极影响。经验丰富的 CEO 通常因其专业知识和技能而受到重视，这对公司业绩有积极的促进作用。

在研究企业特征时，历史较长的企业通常表现出较高的托宾 Q 值，这表明它们得益于已建立的声誉、稳定的运营和积累的经验，所有这些都对企业价值有积极的促进作用。相反，规模较大的公司不一定享有较高的公司价值，这可能是由于较大的经营规模往往伴随着复杂性和低效率。此外，较高的杠杆率可能预示着激进的增长战略，投资者可能会看好这种战略；然而，GMM 模型中缺乏显著性可能表明了对影响这种关系的内生性或其他特定公司因素的担忧。

关于商业环境变量，进入市场和获得土地对企业至关重要，因为这可以促进企业的增长和扩张，从而提高企业价值。此外，领导者的活力和创新精神对托宾 Q 值有积极影响，在所有模型中系数都很显著。这些结果表明，以活力和创新为特征的动态领导力在推动企业价值和塑造战略方向方面发挥着至关重要的作用。有趣的是，培训劳动与企业价值之间存在负相关关系。这可能表明，投入培训人力的短期成本可能超过了中介效益，或者反映了正在实施的培训项目效率低下。

图表 3 显示了不同地区和行业的叙述性披露变量--信心、前瞻性陈述 (FLS) 和陈述复杂性 (CS) --对公司价值的影响。如图表 3 所示，信心在南方地区以及采矿、制造和建筑等行业尤为重要。这表明，在这些情况下，自信的叙述性披露被视为公司稳定性和未来业绩的可靠指标，从而提升了公司价值。信心在影响公司价值方面的重要性可能因地区而异，这可能是由于不同地区的经济特征或投资者人口结构不同，这些地区优先考虑的是强大的领导团队和清晰的业务前景沟通。此外，在资本密集型行业，信心的表达可能表明公司有管理大型项目，从而吸引投资者的信任并对公司价值产生积极影响。

图表 3 的结果进一步显示，前瞻性状况在南方充满活力、面向未来的行业（包括信息技术、销售和服务业以及采矿业和制造业等传统行业）影响显著。这表明，在这些情况下，对未来的详细预测和预期可以极大地增强投资者的信心。前瞻性声明在特定地区和行业的积极影响强调了确立和传达未来目标的重要性，这可以让投资者确信公司的增长潜力。在对创新和市场扩张至关重要的行业，如信息技术和服务业，前瞻性声明对公司估值的形成起着至关重要的作用。

最后，虽然叙述性披露的复杂性一般影响较小，而且并不总是很显著，但它往往会对公司价值产生轻微的负面影响，尤其是在采矿业和制造业等行业。这可能是由于复杂的信息披露可能会使投资者难以解读，从而导致不确定性和信心下降。复杂性可能会掩盖重要信息，最终导致投资者信心下降，公司价值降低。

总体而言，分析表明，叙述性披露变量对公司价值的影响高度依赖于具体情况，在不同地区和行业之间存在差异。在某些地区，信心和前瞻性声明更受重视，而复杂性一般只有轻微的负面影响。这一分析凸显了根据公司所处的具体环境调整叙述性披露的重要性，因为不同地区和行业对这些因素的敏感度各不相同。

图表 3 年报中叙述性披露、业务质量按地区/行业对企业价值的影响

VARIABLES	North	Central	South	Sales, services and information technology industry	Mining, manufacturing and construction industries
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
lagTobinQ	0.0389 (0.030)	0.6636** (0.145)	0.5867** (0.039)	0.6478** (0.053)	0.0582 (0.042)
Tone	-0.1743 (0.359)	0.6135 (0.913)	0.3320** (0.119)	0.2269 (0.247)	0.3746** (0.135)
FLS	0.0191 (0.028)	-0.1206 (0.164)	0.0331** (0.013)	0.0488* (0.020)	0.0257+ (0.015)
CS	-0.0032 (0.014)	-0.0354 (0.070)	-0.0055 (0.013)	-0.0075 (0.016)	-0.0215+ (0.012)
CEOAge	0.0008 (0.004)	0.0022 (0.009)	0.0015 (0.002)	0.0004 (0.003)	0.0002 (0.003)
CEOExperience	0.0066 (0.004)	0.0007 (0.009)	-0.0010 (0.002)	0.0006 (0.003)	0.0055+ (0.003)
CEOEducaion	-0.0798 (0.057)	-0.1770 (0.140)	0.0118 (0.039)	0.0236 (0.042)	-0.0782 (0.055)
CEOGender	-0.0372 (0.179)	-0.2017 (0.707)	0.0457 (0.072)	-0.0566 (0.105)	0.1321 (0.092)
lnage	0.1010 (0.124)	-0.2579 (0.511)	0.1659* (0.068)	-0.0932 (0.085)	0.3565** (0.098)
lnsize	-0.0192 (0.025)	0.0288 (0.044)	-0.0212 (0.019)	-0.0102 (0.025)	-0.0272 (0.024)
Leverage	0.3541 (0.238)	-0.2736 (0.286)	0.0598 (0.132)	0.0443 (0.150)	0.1277 (0.173)
Market access	-0.0021 (0.020)	-0.0872 (0.117)	0.0298 (0.021)	0.0009 (0.030)	-0.0298 (0.019)
Land access	-0.0031 (0.043)	-0.1720 (0.144)	0.0181 (0.022)	-0.0276 (0.034)	0.0427+ (0.022)
Transparency	-0.0968** (0.034)	0.0071 (0.155)	0.0373 (0.026)	-0.0327 (0.037)	0.0111 (0.025)
Time cost	-0.0316 (0.039)	0.0894 (0.126)	0.0154 (0.025)	-0.0342 (0.030)	0.0215 (0.022)
Informal cost	-0.0665+ (0.034)	-0.0028 (0.106)	0.0154 (0.020)	0.0139 (0.037)	-0.0200 (0.026)
Equal competition	0.0041 (0.024)	-0.0302 (0.064)	-0.0258 (0.017)	-0.0153 (0.027)	-0.0047 (0.016)
Leader's energy and trailblazing spirit	0.0766* (0.032)	-0.0253 (0.115)	0.0140 (0.024)	0.0708* (0.033)	0.0425+ (0.022)
Supporting policies	0.0089 (0.044)	0.0511 (0.163)	0.0151 (0.017)	0.0057 (0.035)	0.0515+ (0.031)
Labour training	-0.1641** (0.058)	-0.0266 (0.181)	-0.0058 (0.034)	-0.0776* (0.038)	-0.0567* (0.027)
Constant	2.6865** (0.931)	1.9939 (3.169)	0.0000 (0.000)	0.0000 (0.000)	0.0000 (0.000)
Observations	1476	449	1951	1217	2659
Hansen-J test of over-identification (P-value)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Number of id	168	52	222	140	302

资料来源：《Do narrative-related disclosures in the annual report enhance firm value? New evidence from an emerging market》，华安证券研究所

注：因变量是 Tobin's Q。括号中为稳健标准误。这些模型还控制时间虚拟变量** p < 0.01, * p < 0.05, + p < 0.1。根据 Van Vu 等（2018）和 Wintoki 等（2012）的研究，在 GMM 估计中，公司存续年限和时间虚拟变量被视为外生的。

图表 4 通过分析叙述性披露对各种财务业绩指标的影响，包括每股收益 (EPS)、股息率 (Div)、股息支付率 (DivP)、经营现金流与总资产比率 (OCF)、现金持有量 (Cash) 和资产回报率 (ROA)，探讨了叙述性披露影响公司价值的机制。考虑的主要叙述性披露变量是语气、前瞻性陈述 (FLS) 和陈述的复杂性。

首先，叙述性信息披露的语气会对每股收益产生积极影响，这表明此类信息披露可能会提高投资者对未来收益的预期，从而提高每股收益。自信的信息披露会极大地影响投资者的看法，尤其是关于盈利潜力的看法。充满信心的公司往往被认为更有能力实现强劲的财务业绩，这有助于提高每股收益。

图表4 年报中叙述性披露的影响机制，业务质量对公司价值的影响

VARIABLES	Earnings per share (EPS)	Dividend Yield (div)	Dividend Payout (divp)	Ratio between operating cash flow and total assets (ocf)	Cash Holding (Cash)	ROAt
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Lag of EPS	0.2551** (0.032)					
Lag of div		-0.0445** (0.016)				
Lag of divp			-0.0441** (0.016)			
Lag of ocf				-0.2025** (0.036)		
Lag of Cash					0.4122** (0.033)	
Lag of ROA						0.0325+ (0.018)
Tone	0.8272* (0.392)	-0.1528 (2.123)	-0.0041 (0.022)	-0.0362 (0.053)	-0.0258 (0.028)	0.0722+ (0.042)
FLS	0.0221 (0.036)	-0.0162 (0.196)	-0.0001 (0.002)	-0.0043 (0.005)	0.0060* (0.003)	0.0036 (0.003)
CS	-0.0259 (0.033)	-0.0692 (0.178)	-0.0009 (0.002)	0.0034 (0.004)	-0.0003 (0.003)	-0.0046+ (0.002)
CEOAge	-0.0019 (0.007)	0.0097 (0.034)	0.0001 (0.000)	0.0007 (0.001)	0.0003 (0.001)	-0.0002 (0.001)
CEOExperience	0.0031 (0.006)	0.0408 (0.033)	0.0004 (0.000)	-0.0000 (0.001)	-0.0002 (0.001)	0.0005 (0.000)
CEOEducation	-0.2024+ (0.123)	-0.2673 (0.734)	-0.0032 (0.007)	0.0225* (0.011)	0.0376** (0.010)	0.0063 (0.008)
CEOGender	0.2560 (0.159)	-2.2149* (0.939)	-0.0222* (0.010)	-0.0138 (0.018)	0.0100 (0.019)	-0.0028 (0.020)
Inage	0.6718** (0.228)	0.9359 (1.181)	0.0085 (0.012)	0.0196 (0.023)	0.0060 (0.022)	0.0148 (0.016)
Insize	0.0954* (0.047)	0.0456 (0.300)	0.0007 (0.003)	-0.0001 (0.005)	-0.0077+ (0.004)	0.0105** (0.004)
Leverage	-1.3984** (0.376)	-0.4284 (0.261)	-0.0044+ (0.003)	-0.0205 (0.014)	-0.0219+ (0.012)	-0.0299* (0.012)
Market access	-0.0369 (0.042)	0.4961+ (0.263)	0.0050+ (0.003)	0.0000 (0.005)	-0.0122** (0.004)	-0.0024 (0.004)
Land access	0.0606 (0.054)	0.2220 (0.284)	0.0020 (0.003)	0.0136* (0.006)	0.0084 (0.005)	0.0096* (0.005)
Transparency	0.1717** (0.058)	0.6330* (0.277)	0.0063* (0.003)	0.0095 (0.008)	0.0013 (0.005)	0.0027 (0.004)
Time cost	0.0837 (0.055)	-0.3917 (0.318)	-0.0039 (0.003)	-0.0071 (0.006)	-0.0061 (0.005)	-0.0077 (0.005)
Informal cost	-0.0023 (0.057)	0.3244 (0.322)	0.0036 (0.003)	0.0025 (0.007)	0.0065 (0.005)	0.0026 (0.005)
Equal competition	0.0826+ (0.043)	-0.0727 (0.243)	-0.0008 (0.002)	0.0072 (0.005)	-0.0019 (0.004)	0.0044 (0.003)
Leader's energy and trailblazing spirit	-0.0416 (0.057)	-0.2969 (0.269)	-0.0032 (0.003)	0.0060 (0.006)	-0.0004 (0.005)	0.0043 (0.004)
Supporting policies	0.0529 (0.056)	0.1524 (0.273)	0.0016 (0.003)	0.0012 (0.007)	0.0056 (0.006)	0.0007 (0.004)
Labour training	-0.1462** (0.057)	-0.2125 (0.305)	-0.0021 (0.003)	-0.0095 (0.006)	-0.0065 (0.006)	-0.0048 (0.005)
Constant	0.0000 (0.000)	-4.0621 (11.192)	-0.0412 (0.110)	0.0000 (0.000)	0.3211* (0.151)	-0.2644* (0.126)
Observations	3326	3927	3930	3868	3868	3872
Number of panels	436	442	442	442	441	441
Hansen-J test of over-identification (P-value)	0.973	0.918	0.910	0.936	0.957	0.948

资料来源：《Do narrative-related disclosures in the annual report enhance firm value? New evidence from an emerging market》，华安证券研究所

注：因变量是 Tobin's Q。括号中为稳健标准误。这些模型还控制时间虚拟变量。** p < 0.01, * p < 0.05, + p < 0.1。根据 Van Vu 等（2018）和 Wintoki 等（2012）的研究，在 GMM 估计中，公司存续年限和时间虚拟变量被视为外生的。

此外，语气与现金持有量呈正相关，表明披露自信信息的公司可能会保留更多现金，这可能是为了确保流动性或传达财务稳健性。与自信披露相关的现金持有量增加可能反映了一种策略，即保持流动性以应对不确定性或抓住未来机遇，从而向投资者提供保证。这表明，公司应战略性地利用自信的叙述性披露来增强投资者对盈利和流动性的预期，从而表明财务稳定性和增长潜力，这可能会提高公司的估值。

前瞻性声明（FLS）对运营周转基金（OCF）有积极影响，表明提供前瞻性信息披露的公司有可能更有效地管理其运营和现金流，使其与未来预期保持一致。对 OCF 的有利影响表明，前瞻性声明有助于预测和管理未来现金流，这对维持运营和投资至关重要。尽管前瞻性声明对每股收益和股息等指标的直接统计影响在统计上

可能并不显著，但它们通过提供对未来增长和运营战略的清晰愿景，仍有助于塑造投资者的长期信心。因此，公司应继续将前瞻性声明纳入其披露内容，以阐明其未来战略和目标。

另一方面，**叙述性披露的复杂性对投资回报率有微弱的负面影响**，表明过于复杂的披露可能会妨碍投资者的理解或信心，导致资产效率降低。这种微弱的负相关关系强化了一个概念，即复杂的信息披露可能会混淆或疏远投资者，从而可能导致资产利用效率降低。为了维护投资者的信任并优化业绩，公司应优先考虑其沟通的清晰度。

鉴于复杂性通常会带来负面影响，公司应努力简化叙述性披露。清晰、直白的沟通可以增强投资者的理解和信心，最终改善财务结果，尤其是资产效率。

5 结论和政策启示

在本研究中，我们估算了 2012-2021 年间信息披露质量对公司价值的影响。同时，我们还捕捉到了文本变量对公司价值的间接影响。**相似性、负面语气、可读性和长度与公司价值负相关；正面语气与公司价值正相关。**分析表明，**叙述性披露的某些方面，如信心和前瞻性陈述，是公司价值的重要驱动因素。**然而，**CEO 特征和公司特定因素的影响则更为微妙。**

具体而言，研究结果表明，**对叙述式信息披露的信心水平与公司价值之间存在稳健的正相关关系。**对叙述式披露的信心可能反映了管理层对公司未来业绩的积极展望，投资者可能将其解读为风险降低和潜在回报增加的信号。公司应在年报中优先考虑清晰、自信的沟通，以积极影响投资者的看法，进而影响公司价值。此外，**前瞻性声明对公司价值也有积极而重要的影响。**前瞻性声明可能会受到重视，因为它们提供了对未来战略、发展机遇和潜在挑战的洞察力。投资者可将这些声明视为公司准备充分和战略远见的指标，从而吸引投资者。

此外，**报表的复杂性一般对托宾 Q 值有负面影响**，只有一个 OLS 模型的影响在统计上是显著的。我们注意到，**复杂的叙述性披露可能会掩盖关键信息，导致投资者的困惑或不确定性，从而可能降低公司价值。**然而，这种总体上微弱的显著性表明，复杂性本身可能并不是公司价值的主要决定因素。

上述结果表明，应将叙述式披露视为促进公司价值的工具。信心和前瞻性声明的持续积极影响凸显了信息披露作为战略工具在塑造投资者认知和影响公司价值方面的重要性。有效传达信心和未来潜力的公司很可能获得更高的市场估值。此外，尽管简洁性对公司价值的影响可能不那么直接和显著，但简洁性所起的作用一般是积极的。这些结果表明，**企业可以通过在年报中强调自信、前瞻性和清晰的沟通来提升自身价值。**

文献来源：

核心内容摘选自 Thai Hoang Nguyen 、Lien Phuong Thi Vu 、Anh Ngoc Mai b、Tuyen Quang Tran 于 2025 年 03 月 05 日在 International Review of Financial Analysis 上的文章《Do narrative-related disclosures in the annual report enhance firm value? New evidence from an emerging market》。

风险提示:

文献结论基于历史数据与海外文献进行总结; 不构成任何投资建议。

重要声明

分析师声明

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

免责声明

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

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

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

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