

电话会议与中国上市公司股价同步性

简晓彤¹, 张光利¹, 高皓²

(1. 中央财经大学 商学院, 北京 100081; 2. 清华大学 五道口金融学院, 北京 100083)

摘要 作为上市公司自愿性信息披露的重要渠道, 电话会议扮演至关重要的角色. 此研究从信息不对称的视角, 实证检验了电话会议对股价同步性的影响. 研究发现, 公开召开电话会议有助于降低企业股价同步性水平, 二者关系在控制内生性的前提下依然成立. 随着问答环节时长占比的增加, 电话会议对股价同步性的约束效果更明显. 从企业个体特征来看, 当企业信息披露质量较高, 机构投资者持股比例低, 会计稳健性较低, 研发投入较高时, 电话会议能够更加有效降低股价同步性. 此外, 文章从高管语言特征, 会议主题两个视角展开, 探究了电话会议对股价同步性的影响机制. 此研究为中国资本市场公开召开电话会议的信息披露效果提供了系统性证据.

关键词 自愿披露; 电话会议; 股价同步性

Conference call and Chinese listed company stock price synchronization

JIAN Xiaotong¹, ZHANG Guangli¹, GAO Hao²

(1. School of Business, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;
2. PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing 100083, China)

Abstract Conference call is an important part for the voluntary information disclosure in the listed companies. From the perspective of information asymmetry, this paper studies the impact of the conference call on stock price synchronization of the Chinese listed companies. The results of the study show that the conference call can alleviate the synchronization of stock prices even controlling the endogeneity problem. We find that the longer the Q&A session, the more stronger effect of the conference call on the stock price synchronization. From the perspective of the company's characteristic, we also find that the conference call shows a more significant impact on stock price synchronization in companies with higher information disclosure quality, lower accounting robustness, higher R&D investment, lower institutional investor holding. In addition, we study the influence mechanism of the conference call on stock price synchronization from two perspectives including the executive language characteristics and conference topics. This study provides systematic evidence for the information disclosure effect of the conference call in Chinese capital market.

Keywords voluntary disclosure; conference call; stock price synchronization

收稿日期: 2020-08-03

作者简介: 简晓彤 (1996-), 女, 汉, 四川德阳人, 博士研究生, 研究方向: 公司金融, E-mail: 18428340286@163.com; 张光利 (1987-), 男, 汉, 山东潍坊人, 副教授, 研究方向: 公司金融, 商业银行, E-mail: guanglizhang1987@126.com; 通信作者: 高皓 (1982-), 男, 满族, 辽宁朝阳人, 清华大学五道口金融学院全球家族企业研究中心主任, E-mail: gaoh@pbcfsf.tsinghua.edu.cn.

基金项目: 教育部人文社会科学青年项目 (18YJC790214); “中央高校基本科研业务费专项资金” 和 “中央财经大学科研创新团队支持计划”; “中央财经大学商学院研究生重点选题支持计划”; 国家自然科学基金面上项目 (71974219); 中央财经大学金融可持续发展研究团队

Foundation item: Humanities and Social Sciences Foundation of Ministry of Education of China (18YJC790214); The Fundamental Research Funds for the Central Universities & Program for Innovation Research in Central University of Finance and Economics; Key Topic Selection Support Program in the business school of Central University of Finance and Economics; National Natural Science Foundation of China (71974219); Financial Sustainable Development Research Team of CUFE

中文引用格式: 简晓彤, 张光利, 高皓. 电话会议与中国上市公司股价同步性 [J]. 系统工程理论与实践, 2021, 41(11): 2786–2805.

英文引用格式: Jian X T, Zhang G L, Gao H. Conference call and Chinese listed company stock price synchronization[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2021, 41(11): 2786–2805.

1 引言

作为资本市场有效运行的基石——信息披露,不但是提升资本市场信息效率的重要措施,也是保护中小股东利益的重要制度。信息披露按照企业是否自愿可划分为强制性和自愿性信息披露,目前,中国证券市场的信息披露大部分仍停留在强制性信息披露阶段。外部投资者运用企业公开披露的信息来评估上市公司的经营状况、企业价值。这意味着企业信息披露质量会对股价波动产生影响^[1]。2020 年新版《证券法》实施之前,虽然监管部门对企业信息披露做出详尽规定,但由于处罚力度有限,企业未被强制要求做出整改等原因,上市公司违规信息披露的事件屡见不鲜。例如吉鑫科技,瑞幸咖啡等公司特质信息较少,内外部投资者之间信息不对称程度较大,信息披露质量低,股价同步性非常高。由于企业对公司层面的特质信息披露较少,企业高管与投资者之间信息不对称程度较大^[2],所以产生了较高的股价同步性^[3]。

自愿性信息披露和强制性信息披露均在信息环境形成中扮演重要角色^[4]。强制性信息披露是指对“硬信息”(hard information)的披露,具体形式有年度财务报表,定期财务报表,临时财务报表,上市公司招股说明书,盈余预测报告等,这类信息易量化,易获取。但由于我国资本市场发育不完善,投资者需求日益增加,管理层与投资者交流时面临一些限制等原因^[5]，“硬信息”很难迎合投资者对信息披露的要求。随着监管规则的细化以及信息沟通媒介的发展,形式多元化的自愿性信息披露成为管理层和外部投资者进行信息沟通的重要渠道^[6,7]。越来越多的上市公司愿意选择电话会议¹进行自愿性信息披露,由于自愿性信息披露的“自我服务”意识很强,受公司自身利益的驱动,自愿性信息披露发生选择性披露,虚假披露等情况的几率较高^[8]。中国资本市场中的电话会议能否提高企业信息披露水平,降低信息不对称是本文研究的主要问题,本文将从股价同步性展开视角,实证检验电话会议的信息披露效果。

此研究尝试从企业层面寻找自愿披露影响的证据,厘清自愿披露影响资本市场信息效率的作用机制,以期更好的理解上市企业的自愿披露行为。从国外召开电话会议的发展历程来看,其对电话会议研究开展较早,我国对于电话会议的普及较晚。作为企业进行自愿披露的重要媒介,电话会议通常包括问答环节和陈述环节,其中陈述环节内容包括高管对公开披露信息的补充说明,如对财务报表的解释,对企业利润的预测等。在电话会议问答环节中,投资者可对陈述环节高管提供的信息予以质询。区别于其他信息披露渠道,电话会议是投资者与公司高管沟通交流的直接媒介,能减少高管与投资者之间信息不对称程度,特别是电话会议的问答环节,能赋予投资者质疑披露信息的权利。可以说,电话会议将披露更具体的公司层面的增量特质信息供外部投资者使用。电话会议能否降低股价同步性、提升股价信息含量是此文探讨的主要问题,现有学者关于股价同步性影响因素的研究中,大部分从强制性信息披露视角出发,鲜有文献关注自愿性信息披露尤其是电话会议对股价同步性的影响,从这个角度来看本文具有一定的理论意义。

此研究以 Wind 数据库中的 3C 电话会议作为电话会议的数据来源,使用该数据库的原因有以下两点:第一,作为电话会议披露最具重要性和影响力的平台,Wind 数据库为投资者提供了专业的数据服务,该数据库从 2012 年开始提供电话会议的平台服务。第二,Wind 数据库中保留了电话会议的音频记录,基于此本研究可以从多个维度刻画分析电话会议的特征。样本期间为 2012-2018 年,研究对象为 Wind 数据库在 3C 电话会议平台公开披露的 A 股上市公司,此文实证分析了电话会议对中国上市公司股价同步性的影响,得到以下结论:1) 召开电话会议能对中国上市公司股价同步性起到约束作用,该结论在控制自选偏差等内生性问题的情况下依旧成立;2) 由于问答环节比陈述环节的信息含量更丰富,因此电话会议陈述环节时长越长,电话会议对股价同步性的约束作用越强;3) 在信息披露质量高的样本组,电话会议与股价同步性之间的负向作用更明显,在信息披露质量低于均值的样本组,股价同步性没有发生显著变化;4) 当企业会计稳健性较低时,电话会议对股价同步性的降低效应越显著;5) 研发投入越高的公司,说明公司从事不确定性强,风险高的经济活动,高管与外部投资者之间信息不对称程度更高,公开召开电话会议有助于降低企业股价同步性水平;6) 在机构投资者持股比例低于均值的样本组,二者之间的负相关关系更强;7) 电话会议中不同的高管语言特征和会议商讨主题对股价同步性形成了异质性影响。

此研究的理论创新主要体现在:第一,虽然国外对于电话会议的普及较早^[9],但在中国对电话会议研究

1. 电话会议分为公开电话会议和非公开电话会议,本文关注的是公开电话会议,后文统称为电话会议。

才刚刚兴起. 本研究首次关注了中国上市公司公开召开电话会议的效果研究, 并采用实验的方法研究了电话会议对企业股价同步性的潜在影响机制. 第二, 此研究丰富了关于股价同步性影响因素的研究, 现有的研究大多从公司治理^[10,11], 外部投资者持股^[12], 制度环境^[13]等角度展开, 虽然已有研究运用 AIMR 披露得分来衡量自愿披露水平, 研究自愿披露与股价信息含量的关系^[14], 但鲜有文献关注电话会议对股价同步性的影响. 本文从电话会议视角补充了股价同步性的影响因素研究. 第三, 中国上市公司股价同步性向来处于较高水平, 如何提升股价信息含量, 降低股价同步性水平进而提升资本市场信息效率一直是学者们热议的重点. 此研究从自愿性信息披露角度探讨股价同步性, 为降低股价同步性水平, 提升股价信息含量提供了新的思路, 对于投资者分析, 挖掘公司信息有一定借鉴意义, 同时也能促进资本市场资产合理配置.

后文的结构安排如下: 第二部分是理论基础与研究假设; 第三部分是研究设计与实证结果分析; 第四部分是影响机制分析与稳健性检验; 第五部分是此研究的研究结论.

2 理论基础与研究假设

2.1 股价同步性影响因素研究

股价变化与公司未来收益有关信息联系紧密^[15]. 然而, 由于信息成本, 套利交易的限制等因素, 股价并不能反映所有信息^[10,16]. 当公司层面特质信息缺乏时, 投资者的风险承担能力会受到影响, 并且只能依赖公开信息(如产业层面, 市场层面)等低成本信息^[17]. 然而, 过于依赖公开信息会导致个股与市场同步波动^[18]. 为衡量单个股票相对于市场股票的波动程度, Roll^[19]首次提出股价同步性的概念, 即个股“同涨同跌”的程度.

大部分学者们主张股价同步性负向影响信息效率, 即股价同步性与信息不对称程度之间存在正向关联, 低水平的股价同步性意味着公司层面的特质信息含量越多, 信息效率越高. 基于这一观点大量文献从信息披露^[20]、制度环境^[13,21]、外部投资人持股^[12,22]、公司治理^[10,11]等视角研究股价同步性的产生机制, 以期寻找增加公司特质层面信息, 降低个股与市场同步波动程度, 提升股价信息含量和信息效率的途径. 信息披露方面, 很多学者认为强制性信息披露会对股价信息含量产生影响. 具体而言, Loureiro 和 Taboada^[23]认为采用国际财务报告准则的公司, 股价同步性水平往往低于其他公司, 原因在于这类公司财务报告透明度高, 股价信息含量高. Yu 等^[20]研究发现过于乐观的财务报告意味着高管将会隐藏坏消息, 加速好消息的传播, 进而加大中小投资者与大股东之间的代理冲突, 使得投资者保护力度减弱, 公司层面信息透明度降低, 股票信息含量低, 股价同步性高. 王木之和李丹^[24]建立了 DID 模型, 认为新审计报告实行能缓解股价同步性.

除强制性信息披露外, 媒体报道, 企业社会责任披露, 微博等自愿性信息披露对股价同步性的影响也逐渐受到来自国内外学者的普遍关注. 比如 Li 等^[25]研究发现 CEO 媒体报道使得外部投资者获得更多公司层面特定信息, 促进股价信息含量的提升, 降低股价同步性. Kim 等^[26]认为随着媒体报道的增加, 知情交易概率增加, 进而降低股价同步性. 田高良等^[27]发现上市公司对网络舆情的投入能降低股价崩盘风险和股价同步性. Dai 等^[28]认为作为传递上市公司非财务信息的重要方式, 企业社会责任的披露越多, 股价信息效率越高, 股价同步性越低, 信息不对称程度越低^[29]. 总的来看, 许多国内学者的研究都聚焦于强制性信息披露如何作用于股价同步性, 鲜有学者关注电话会议等自愿性信息披露对股价同步性的作用机理.

2.2 电话会议的影响因素和效应研究

国外学者关于电话会议的研究成果丰硕. 作为自愿披露的主要指标^[6,30], 电话会议已经成为公司传递与公司价值相关信息的重要媒介^[31], 是企业与外部投资者之间沟通的关键渠道^[32], 能降低信息不对称程度. 电话会议是管理者与分析师, 投资者之间进行沟通交流的有效信息中介^[30], 为探索管理层语音语调内容和财务绩效之间的联系提供良好的介质, 电话会议会披露更多细节性, 公司层面的信息^[33], 为上市公司提供特质, 增量信息, 为未来财务绩效提供重要线索.

从电话会议的影响因素来看, 研究表明有更好披露政策的公司^[34,35], 规模更大的企业^[36], 被分析师关注度越高的企业^[37], 高新技术企业, 更高的销售增长率^[6], 财务报告信息透明度更低^[38]的公司更容易召开电话会议. 从电话会议产生的信息披露效果来看, 电话会议能在投资者和公司之间建立重要的沟通交流渠道, 缓解二者之间的信息不对称, 提升信息透明度. 具体来讲, 投资者的行为和判断会因为电话会议披露信息不同而发生改变. 电话会议对管理者和投资者提供重要的窗口, 投资者能通过对电话会议的关注表达他们

关于当前绩效和未来绩效的意见^[39]。Blau 等^[40]认为电话会议提供了一个动态的信息环境, 即投资者可以对公司公开披露的信息进行讨论并提出质疑。电话会议披露的信息使得投资者能及时对线索作出回应^[41], 帮助投资者更好地理解财务绩效, 增加投资者信心。

除此之外, 电话会议还与公司价值、市场反应、股票流动性产生联系。Borochin 等^[30]发现电话会议与公司价值不确定性呈负相关, 若电话会议中传递乐观信号, 会更进一步降低公司价值不确定性。Kimbrough 等^[31]用分析师预测偏差来衡量市场反应不足, 研究发现电话会议能缓解由于信息不对称造成的市场反应不足现象和盈余公告后产生的漂移现象。电话会议帮助投资者加深对财务报表的理解, 帮助分析师形成更准确的盈余预测报告^[42], 缓解盈余公告发布之后产生的漂移现象。电话会议释放了更多关于企业的信息, 提高了分析师对企业盈利的预测能力^[43], 降低了预测偏差, 特别是对于预测能力较差的分析师而言, 电话会议对于提高分析师的预测能力作用更强^[44]。

2.3 研究假设

关于电话会议的信息披露效果, 学者们积累了丰硕的研究成果。Price 等^[37], Demers 和 Vega 等^[45]发现相比“硬信息”, 电话会议所披露的“软信息”中的信息含量更丰富, 会提供更多关于股价预测的信息, 能反映特质收益率和反常收益率。Irani^[46]发现电话会议披露之后的信息含量比电话会议之前披露的信息含量更多。Kimbrough 等^[33]也认为相比财务报表等强制性信息披露, 电话会议会提供更多有良好市场反应的信息如与公司未来收益有关的信息, 与公司风险相关的特质信息^[31]。从现有学者们的研究中可以看出, 电话会议的信息含量非常丰富。

电话会议增加企业层面的特质信息, 降低股价同步性的途径主要有以下三个方面。第一, 电话会议具有成本低, 时效性强以及灵活度高等特点, 这极大地降低了信息搜寻成本^[47], 提高了企业信息获取量, 有助于降低信息不对称程度^[48]。电话会议的及时、快捷、便利使得公司的信息能够迅速在上市公司和具有信息需求的投资者之间传播。

第二, 电话会议增加了信息的可理解性。为对强制性信息披露更好地进行解释说明和提供增量信息, 大部分公司选择在强制性信息披露(如年报、季报等定期报告或临时报告)后公开召开电话会议, 电话会议缓解由于信息不对称导致的投资者过度反应的现象, 这提高了强制性信息的可理解性, 一些研究也发现电话会议中披露了更多财务报表中未披露的细节信息, 这些增量信息能够缓解盈余公告披露之后的价格漂移现象^[32,49]。

第三, 电话会议披露更多企业特质信息。电话会议通常包括两个环节: 高管陈述和投资者问答。电话会议的陈述环节主要包括公司基本面分析, 公司高管对公司前瞻性信息的公开, 如高管对盈余的预测, 对企业所处竞争环境以及核心竞争力的分析, 对财务报表等以及公开披露信息的进一步解读等, 这类“软信息”相比年报等强制信息披露手段的信息含量更丰富; 电话会议的问答环节为投资者提供对公开披露信息的质疑, 进一步促进投资者与企业高管之间的沟通交流, 为投资者提供更多来自管理层的特质信息^[31,50]。因此, 相比强制性信息披露行为, 电话会议所披露的信息更具特质性, 在电话会议中投资者可以根据企业特质深度挖掘企业的特质信息。

股价同步性的变动原因并非是产业或市场层面的信息发生变化造成的, 而是由公司层面特质信息的改变或噪声交易造成。股价的波动不能仅根据市场, 产业层面的信息来解释^[51], 更需要依据公司特质信息来解释^[52]。但信息获取具有较高成本, 这抑制了部分投资者对信息的需求^[14], 这不利于公司层面特质信息的扩散, 提高了投资者与企业之间信息不对称程度^[16,53], 这也将提高个股与市场“同涨同跌”的程度, 即股价同步性。电话会议从信息搜寻成本, 信息内容结构等维度提高了企业层面特质性信息的传播, 这将显著降低企业股价同步性特征。基于此, 本研究提出主要假设。

研究假设: 电话会议能显著降低股价同步性。

3 研究设计与实证结果

3.1 样本数据及变量定义

此研究选取沪深 A 股 2012–2018 年上市公司样本数据。其中, 电话会议数据来自 Wind 数据库手工整理, 本研究整理了是否召开电话会议, 一年内召开电话会议的次数, 问答环节时长, 电话会议问答环节时长与

总时长的比值等数据. 其他数据均来自于国泰安数据库. 本研究剔除了金融业企业和 ST 股, 参考已有文献, 我们还剔除了同年度交易周数小于 30 的样本. 为降低变量异常值对实证结果的影响, 此研究对模型中的连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行了 Winsor 处理.

3.1.1 股价同步性

借鉴现有文献^[21,54,55], 以下为此研究关于股价同步性的计算过程. 股票 i 的周收益数据回归为:

$$R_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中, $R_{i,j}$ 为第 t 年单个股票 i 考虑现金红利再投资的周个股回报率; $R_{m,t}$ 为沪深 A 股所有公司考虑现金红利再投资的综合周市场回报率 (根据流通市值加权平均法), 行业标准以证监会 2012 年分类标准为准, 计算得到 R^2 . 计算出 R^2 后, 对 R^2 进行对数化处理, 得到是股票 i 在第 t 年的股价同步性指标 SYNCH₁:

$$\text{SYNCH}_{i,t} = \ln(R_{i,j}^2 / (1 - R_{i,j}^2)). \quad (2)$$

3.1.2 电话会议

在衡量电话会议时, 本研究选用上市公司是否召开电话会议 (Call_dummy), 电话会议在同年度召开次数 (Call_num) 作为电话会议的替代指标. 电话会议分为陈述环节和问答环节, 现有文献表明电话会议的问答环节比陈述环节信息含量更丰富^[51], 因此我们在进一步讨论中, 加入问答环节电话会议时长和问答环节电话会议时长占比进行回归.

3.1.3 控制变量

参考 Jin 和 Myers^[18], 张斌等^[56], 胡军等^[57] 等人的文献, 此研究在控制变量中加入以下控制变量进行回归, 具体控制变量名称和定义如表 1 所示, 此外, 本研究在回归分析中还控制了行业效应和年度效应.

3.2 统计分析

表 2 展示的是基准回归中变量的描述性统计结果. 衡量股价同步性指标 SYNCH₁ 均值是 -0.973, SYNCH₁ 的中位数是 -0.805, 这与同样采取模型 (1) 估计个股的 R^2 的相关研究保持一致^[55,58]. 但是 SYNCH₁ 的最大值和最小值相差较大, 说明 A 股不同上市公司的股价信息含量差距较大. 公司举办电话会议的 Call_dummy 均值是 0.061, 一年内召开电话会议数量 Call_num 的均值是 0.048. 公司财务杠杆 Lev 的均值为 0.423, 资产负债率 Lev 中位数为 0.413, 但 Lev 的最值相差较远. 第一大股东持股比例 Share 均值为 14.4%, 说明 A 股上市公司“一股独大”的现象仍然屡见不鲜. 但最值分别为 0 和 0.810, 也就是说上市公司的股权集中度差异性较高. 其他变量均在合理范围之内.

3.3 计量结果分析

此研究采用如下计量分析模型, 其中被解释变量是股价同步性, 解释变量是电话会议虚拟变量, 一年内召开电话会议数量, 电话会议问答环节时长等. 本研究控制了财务杠杆 (Lev), 资产规模 (Lna), 市值账面比

表 1 变量名称及定义

变量名称	变量类型	变量符号	变量表示定义
股价同步性	被解释变量	SYNCH1	股价同步性的计算指标
电话会议虚拟变量	被解释变量	Call_dummy	是否召开电话会议
电话会议数量	解释变量	Call_num	一年内召开电话会议的数量
财务杠杆	控制变量	Lev	资产负债率
资产规模	控制变量	Lna	企业年末总资产对数
市值账面比	控制变量	Mb	市值/账面价值
是否四大	控制变量	Big4	审计师是否来自为四大会计师事务所
股票交易量	控制变量	Lnquality	年个股流通市值的对数
第一大股东持股比例	控制变量	Share	第一大股东持股比例的平方
总资产收益率	控制变量	Roa	总资产收益率
上市年限	控制变量	Lnlist	上市年限的对数
是否为国有企业持股	控制变量	Soe	是否为国有企业持股
行业总数量	控制变量	Insize	同一年度同行业数量
行业总规模	控制变量	Innum	同行业资产规模数
市场类型	控制变量	MarketType	市场类型

表 2 描述性统计²

变量名称	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
SYNCH1	17775	-0.973	-0.805	1.130	-4.500	2.071
Call_dummy	17775	0.061	0.000	0.240	0.000	1.000
Call_num	17775	0.048	0.000	0.200	0.000	1.950
Lev	17775	0.423	0.413	0.212	0.007	0.998
Lna	17775	22.090	21.900	1.333	15.720	28.520
Mb	17775	2.180	1.550	2.220	0.055	27.670
Big4	17775	0.054	0.000	0.226	0.000	1.000
Lnquality	17775	15.300	15.200	1.070	12.200	21.300
Share	17775	0.144	0.108	0.121	0.000	0.810
Roa	17775	0.036	0.035	0.070	-0.927	0.590
Lnlist	17775	7.600	7.605	0.004	7.600	7.610
Insize	17775	6.380	7.326	1.490	1.100	7.660
Innum	17775	29.500	30.300	1.340	21.900	30.400

(Mb), 是否四大 (Big4), 股票交易量 (Lnquality), 第一大股东持股比例 (Share), 总资产收益率 (Roa), 上市年限 (Lnlist), 此研究还控制了行业总规模 (Innum) 和行业公司数量 (Insize), 还控制了行业效应和年度效应。

$$\text{SYNCH}_{i,t} = \alpha + \beta_1 x_{i,t} + \beta_2 \text{Lev}_{i,t} + \beta_3 \text{Lna}_{i,t} + \beta_4 \text{Mb}_{i,t} + \beta_5 \text{Big4}_{i,t} + \beta_6 \text{Lnquality}_{i,t} + \beta_7 \text{Share}_{i,t} + \beta_8 \text{Roa}_{i,t} + \beta_9 \text{Lnlist}_{i,t} + \beta_{10} \text{Soe}_{i,t} + \text{YearEffect} + \text{IndustryEffect} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

3.3.1 基准回归结果

在基准回归分析中, 此研究分析了是否召开电话会议对股价同步性的影响。表 3 中的 (1) 列和 (3) 列是电话会议与股价同步性单变量的检验结果。(2) 列和 (4) 列是加入控制变量后的回归结果。单变量和多变量实证结果均表明, 是否召开电话会议 (Call_dummy) 和电话会议数量 (Call_num) 与股价同步性均在 1% 显著性水平下存在负相关关系。这意味着上市企业召开电话会议能显著降低股价同步性, 支持了此研究的主要研究假设。电话会议能提供更多细节信息^[33] 以及难以量化的公司特质信息^[59], 投资者对公开披露信息的依赖程度会因此降低, 股价同步性水平也会降低^[18,60]。

控制变量方面, 研究结果表明资产负债率的提升 (Lev) 与股价同步性在 1% 的显著性水平上负相关。这是由于财务杠杆越高, 负债在总资产中占比越高, 公司需要承担更大的风险, 个股相对市场波动程度越高, 投资者对财务杠杆 (Lev) 高的公司有更高的信息披露需求, 这与胡军等^[57] 中的研究一致。此外, 规模越大的公司 (Lna) 股价同步性越高。市值账面比 (Mb) 与股价同步性负相关, 市值账面比 (Mb) 高的公司经营状况更好, 股价同步性越低。股票交易量 (Lnquality) 也对股价同步性有明显约束作用。上市年限 (Lnlist) 也与股价同步性呈现负相关关系。原因可能是上市时间越长, 公司信息披露也更加充分、全面, 投资者能从更多渠道获取公司信息, 因此股价同步性低。第一大股东持股比例 (Share) 越高, 股价同步性水平也越低, 为第一大股东的“监督效应”提供了依据。行业总规模 (Insize) 与行业总数量 (Innum) 也与股价同步性呈现显著负相关关系。其他控制变量对股价同步性指标无显著关系。

3.3.2 电话会议时长结构对股价同步性的影响

电话会议分为两个阶段: 陈述环节和问答环节。陈述环节为电话会议定了基调, 为管理者提供“先动优势”, 高管在陈述环节向投资者提供公司基本面分析, 其中包括对经营状况的描述, 财务报表的解读, 盈余预测等对公开披露内容的补充说明。问答环节的管理层语调可能与陈述环节存在较大差异^[61,62]。问答环节赋予投资者对陈述环节内容和其他公开披露信息质询的机会, 这是公司高管与投资者交流的重要渠道。

Matsumoto 等^[50] 发现电话会议的问答环节比陈述环节信息含量更丰富, 因此, 如果电话会议能增加特质信息披露, 进而降低股价同步性水平, 那么我们预期不同的电话会议结构会对股价同步性产生不同的影响, 具体来看问答环节时间占比越高, 披露的增量信息越多, 股价同步性越低。通过收听 Wind 数据库中的 3C 平台的音频, 我们人工识别整理了电话会议的时间结构, 采用电话会议问答环节时长的对数 (Time_long) 和电

2. 限于篇幅, 所有变量的描述性统计结果并未全部附上, 感兴趣的读者可向作者索取。

话会议问答环节占总时长的比例 (Time_ratio) 刻画其信息含量, 探究电话会议结构对股价同步性的异质性影响. 表中 (1), (2) 列表示电话会议问答环节时长的对数, 表中 (3), (4) 列表示问答环节时长占比, 由于在电话会议结构与股价同步性的回归中, 由于剔除了音频不能听的电话会议, 因此样本量小于基准回归样本量. 表 4 中单变量回归结果和加入控制变量后回归结果都证实了我们的预期, 即电话会议的问答环节时间长度 (Time_long) 和问答环节时长占比 (Time_ratio) 均与股价同步性有负相关关系. 这是因为电话会议问答环节为分析师或其他利益相关者提供对陈述环节信息的沟通交流机会^[63]. 给外部投资者提供质疑陈述环节披露信息或者其他渠道公开披露信息的机会, 这对外部投资者深度挖掘企业特质信息起到极大促进作用, 同时提高了信息披露的数量和质量^[37,42]. 因此, 电话会议的问答环节能够披露更多企业层面特质信息, 这有利于降低股价同步性.

3.4 进一步讨论

为了分析电话会议对股价同步性影响的稳健性和影响条件, 此研究进行内生性分析以及调节效应分析. 首先, 为解决回归中存在自选择偏差, 本研究运用 Heckman 两步法进行了内生性讨论. 另外, 我们从信息不对称以及信息披露质量两个维度分析电话会议对股价同步性影响机制的调节效应.

表 3 电话会议对股价同步性的基准回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
Call_dummy	-0.099*** (-2.81)	-0.059*** (-2.71)		
Call_num			-0.121*** (-2.87)	-0.072*** (-2.83)
Lev		-0.319*** (-9.56)		-0.319*** (-9.56)
Lna		0.099*** (14.40)		0.099*** (14.39)
Mb		-0.035*** (-11.70)		-0.035*** (-11.71)
Big4		-0.029 (-1.08)		-0.029 (-1.08)
Lnquality		-0.059*** (-5.83)		-0.059*** (-5.80)
Share		-0.112** (-2.27)		-0.113** (-2.28)
Roa		-0.045 (-0.48)		-0.045 (-0.48)
Lnlist		-23.369*** (-11.52)		-23.330*** (-11.49)
Soe		-0.014 (-1.01)		-0.014 (-1.00)
Innum		0.536*** (-7.90)		0.536*** (-7.90)
Insize		-0.114** (-2.53)		-0.113** (-2.51)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.967*** (-110.74)	177.032*** (11.42)	-0.967*** (-111.15)	176.716*** (11.39)
样本量	17775	17775	17775	17775
R ²	0.0004	0.3765	0.0005	0.3765

注: 括号中的数值为 t 值; *, ** 和 *** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著. 以下各表同.

3.4.1 内生性讨论

如果股价中企业异质性信息较低, 在电话会议中释放的大量信息会引起股票较大波幅变动. 所以本研究认为电话会议与股价同步性之间存在样本自选择问题, 即股价同步性较低的公司更可能召开电话会议来释放特质信息. 为降低样本自选择偏差对最终实证结果的影响, 采用 Heckman 两步法对估计结果进行修正. 在建立召开电话会议的选择模型, 计算出逆米尔斯比率 (Imr), 之后, 作者将逆米尔斯比率 (Imr) 代入电话会议与股价同步性的基准回归模型中, 将影响电话会议的其他因素作为控制变量. 借鉴 Bushee 等^[36] 和 Kimbrough 和 Louis^[33] 的做法, 此研究选取了账面市值比 (Mb)、企业有无配股 (Rights_off)、账面绩效变动 (G_Roa)、有无并购 (M&A)、发行债券与否 (Bond)、有无增发 (Seo)、债务比权益 (De)、股东基数 (Shareholders)、企业规模 (Size)、被分析师关注度 (Attention), 本公司举办电话会议的数量与同行业所有公司举办电话会议数量的比值 (Callratio) 作为影响企业是否召开电话会议 (Calldummy) 的因素, 如果企业当年存在配股、并购、发行债券等行为, 该虚拟变量取 1, 不存在上述行为则 0. 其次, 此文计算了逆米尔斯比率 (Imr), 并将该计算结果 Imr 放入基准回归模型 (1) 中, 从表 5 第 (2) 列的回归结果来看, Imr 在 1% 的检验水平上与股价同步性呈负相关关系, 电话会议与股价同步性之间的相关系数依然显著为负 (-0.340), 这说明在解决了内生性问题和自选择偏差问题后, 上市企业召开电话会议依然显著降低了股价同步性.

表 4 电话会议结构对股价同步性的影响回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
Time_long	-0.014*** (-2.61)	-0.008** (-2.41)		
Time_ratio			-0.126*** (-2.92)	-0.066** (-1.97)
Lev		-0.315*** (-9.43)		-0.316*** (-9.44)
Lna		0.097*** (14.15)		0.097*** (14.17)
Mb		-0.034*** (-11.64)		-0.034*** (-11.61)
Big4		-0.027 (-1.02)		-0.027 (-1.03)
Lnquality		-0.057*** (-5.62)		-0.058*** (-5.70)
Share		-0.112** (-2.26)		-0.110** (-2.22)
Roa		-0.057 (-0.60)		-0.056 (-0.59)
Lnlist		-24.544*** (-11.11)		-24.622*** (-11.15)
Soe		-0.015 (-1.08)		-0.015 (-1.06)
Innum		0.537*** (7.90)		0.601*** (8.38)
Insize		-0.118*** (-2.61)		-0.094** (-2.14)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.966*** (-112.70)	186.074*** (11.03)	-0.919*** (-132.80)	185.828*** (-11.02)
样本量	17688	17688	17688	17688
R ²	0.0003	0.375	0.0004	0.3752

表 5 内生性讨论

	(1)		(2)
	Call_dumy		SYNCH1
Rights_off	-0.28 (-0.20)	Call_dumy	-0.340*** (-3.22)
M&A	0.566*** (3.74)	Lev	-0.320*** (-9.60)
Bond	0.16 (1.05)	Lna	0.100*** (14.51)
Mb	0.001 (-0.35)	Mb	-0.035*** (-11.69)
Seo	1.26*** (4.69)	Big4	-0.027 (-1.04)
De	-0.013 (-0.90)	Lnquality	-0.058*** (-5.75)
G_Roa	0.525 (0.53)	Share	-0.115** (-2.33)
Shareholders	-0.007 (0.845)	Roa	-0.040 (-0.43)
Size	-0.017 (-0.51)	Lnlist	-23.287*** (-11.50)
Attention	0.860*** (19.43)	Soe	-0.014 (-1.00)
		Innum	0.537*** (7.91)
		Insize	-0.113** (-2.50)
		Imr	0.155*** (2.71)
行业效应	控制	行业效应	控制
年度效应	控制	行业效应	控制
常数项	-3.034*** (-5.19)	Constant	176.348*** (11.39)
样本量	3214	样本量	17775
R^2	-	R^2	0.3768
Chi2/F	695.61***	F	329.633

3.4.2 企业异质性的调节效应分析

信息披露效果受企业个体特征的影响非常明显^[64], 此研究也从企业信息披露质量、会计稳健性、研发投入规模三个视角, 讨论不同特征企业电话会议信息披露对其股价同步性的异质性影响。

1) 信息披露质量的影响

企业采用电话会议作为披露增量信息的原因如下: 首先, 公司不会面临为电话会议中披露信息负法律责任的风险; 其次, 电话会议披露了大量的“软信息”, 这提高了辨别真实性的难度。鉴于我国仍处于强制性信息披露阶段且以这类披露为主, 如果公司在这类披露中呈现出较差的信息披露质量, 投资者将很难信任这类企业在电话会议中所披露的信息^[65]。因此, 我们预计在公司信息披露质量低于均值的样本组, 股价同步性将不会产生显著变化。

上交所和深交所每年都会对企业信息披露质量进行评价³, 我们采用该评价指标作为信息披露质量的衡量指标, 数据期间为 2012 年 - 2018 年。作者将打分等级为“优秀 (A)”和“良好 (B)”的企业放入信息披露质量较好的样本组, 实证结果如表 6 中的 (1)(3) 列所示, 把“合格 (C)”和“不合格 (D)”的企业放入信息披露质量较差的样本组, 回归结果分布于表 6 的 (2)(4) 列。实证结果显示, 在信息披露质量较好的样本组, 电话

3. 交易所对企业信息披露质量的评定分为“优秀, 良好, 合格, 不合格”(2011 年以前)或“A, B, C, D”(2011 年以后), 数据来源于中国研究数据服务平台 (CNRDS)。

表 6 信息披露质量, 电话会议和股价同步性

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
Call_dummy	-0.078*** (-2.85)	0.003 (0.09)		
Call_num			-0.100*** (-3.06)	0.005 (0.13)
Lev	-0.400*** (-8.77)	-0.286*** (-5.88)	-0.400*** (-8.76)	-0.286*** (-5.88)
Lna	0.081*** (8.50)	0.145*** (13.61)	0.081*** (8.48)	0.145*** (13.61)
Mb	-0.031*** (-8.16)	-0.029*** (-6.34)	-0.031*** (-8.17)	-0.029*** (-6.34)
Big4	-0.053 (-1.39)	-0.004 (-0.13)	-0.053 (-1.39)	-0.004 (-0.13)
Lnquality	-0.088*** (-7.87)	-0.062*** (-4.78)	-0.088*** (-7.81)	-0.062*** (-4.78)
Share	-0.120* (-1.85)	-0.131* (-1.75)	-0.121* (-1.86)	-0.131* (-1.75)
Roa	-1.181*** (-6.93)	0.309*** (2.83)	-1.182*** (-6.93)	0.309*** (2.83)
Lnlist	-31.495*** (-11.07)	-21.488*** (-7.50)	-31.428*** (-11.04)	-21.495*** (-7.49)
Soe	-0.039** (-2.05)	-0.003 (-0.15)	-0.039** (-2.04)	-0.003 (-0.15)
Innum	0.819*** (7.55)	0.413*** (4.33)	0.818*** (7.55)	0.413*** (4.33)
Insize	-0.172*** (-2.76)	-0.071 (-1.00)	-0.170*** (-2.73)	-0.071 (-1.00)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	240.113*** (11.08)	161.019*** (7.33)	239.558*** (11.05)	161.076*** (7.33)
样本量	9666	8109	9666	8109
R ²	0.4492	0.2969	0.4492	0.2969

会议与股价同步性之间呈现显著的负相关关系, 对于信息披露质量较差的企业来说, 股价同步性无明显降低. 因此, 由于投资者更信任由信息披露质量更高的公司所披露的信息, 所以此时电话会议对股价同步性的约束作用也更强.

2) 会计稳健性

企业会计稳健性高的企业意味着其在确认收入的过程中同时具备及时性和谨慎性^[66]. 它能够减少高管的机会主义行为例如粉饰财务绩效等, 会计稳健性与信息不对称程度存在显著负相关关系^[67]. 当会计稳健性较低时, 信息不对称程度高, 因此股价同步性越高. 因此, 当这类企业召开电话会议时, 电话会议对改善企业信息不对称问题的作用越强, 股价同步性的降低程度越显著. 参考钱明等^[68]的做法, 本文采用 C_SCORE 模型来度量会计稳健性. 其计算方式如模型 (4), (5), (6) 所示:

$$G_SCORE_i = \mu_0 + \mu_1 Size_i + \mu_2 Mb_i + \mu_3 Lev_i, \quad (4)$$

$$C_SCORE_i = \nu_0 + \nu_1 Size_i + \nu_2 Mb_i + \nu_3 Lev_i, \quad (5)$$

$$X_i = \gamma_0 + \gamma_1 D_i + R_i(\mu_0 + \mu_1 Size_i + \mu_2 Mb_i + \mu_3 Lev_i) + D_i R_i(\nu_0 + \nu_1 Size_i + \nu_2 Mb_i + \nu_3 Lev_i) + (\lambda_0 + \lambda_1 Size_i + \lambda_2 Mb + \lambda_3 Lev + \lambda_4 D_i Size_i + \lambda_5 D_i Mb_i + \lambda_6 D_i Lev_i) + \varepsilon_i. \quad (6)$$

模型 (4), (5), (6) $Size_i$ 代表 i 公司的资产规模, Mb 是 i 公司的市值账面比; Lev_i 是 i 公司的资产负债率. 模型 (5) 中 X 代表 i 公司的每股收益/上期 12 月 31 日的股价收盘价, R 代表 i 公司本年末后三季度与次年第一季度排除非经常性损益前的利润合计/公司总股数, D 为虚拟变量, 若 $R < 0$, 则 D 取 1, 反之则取 0. 通过模型 (6) 进行回归后, 得到的系数代入模型 (5) 中, 计算出 C_SCORE 值, 即为企业的会计稳健性结果.

表 7 中的奇数列表示会计稳健性小于均值样本的回归结果, 表 7(1) 列和 (3) 列的结果显示二者存在显著负相关, 这意味着当会计稳健性较低的企业召开电话会议时, 电话会议对改善企业信息不对称问题的作用越强, 股价同步性的降低效应越显著, 同时也进一步验证了我们的假设预期.

3) 企业研发投入

企业对新产品的开发是风险与收益并存的投资项目, 其主要特点周期长、难度大、风险高、不确定性强, 可能会使企业面临较大资金压力, 获取短时间收益的难度较大等问题^[69]. 高研发投入与高信息不对称程度息息相关^[70]. 因此, 研究规模的差异也是影响企业信息不对称程度的重要因素, 电话会议释放的各种“软信息”对于缓解高研发引致的信息不对称问题作用更强, 从而有效降低企业股价同步性. 因此在高研发投入的企业中, 电话会议对股价同步性的降低效应更明显. 参考陈三等^[71]的做法, 此研究运用研发投入与总营业收入占比作为度量指标, 验证具有不同研发投入占比的公司, 电话会议的信息披露效果是否存在差异. 表 8 中奇数列表示研发投入占比大于均值样本的回归结果, 偶数列表示研发投入小于均值样本的回归. 结果发

表 7 电话会议, 会计稳健性和股价同步性

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
Call_dummy	-0.052** (-2.32)	-0.067 (-1.64)		
Call_num			-0.079** (-2.20)	-0.068 (-1.48)
Lev	-0.182*** (-3.51)	-0.414*** (-7.99)	-0.182*** (-2.84)	-0.414*** (-7.73)
Lna	0.092*** (5.02)	0.109*** (9.93)	0.093*** (8.07)	0.108*** (9.39)
Mb	-0.039*** (-4.64)	-0.042*** (-9.85)	-0.039*** (-6.64)	-0.042*** (-8.57)
Big4	-0.033 (-1.10)	-0.039 (-0.77)	-0.033 (-0.97)	-0.036 (-0.69)
Lnquality	-0.097*** (-3.18)	-0.056*** (-3.33)	-0.098*** (-5.70)	-0.055*** (-3.23)
Share	-0.133** (-2.36)	-0.151* (-1.88)	-0.134* (-1.76)	-0.155* (-1.87)
Roa	0.019 (0.13)	-0.064 (-0.49)	0.000 (0.00)	-0.076 (-0.52)
Lnlist	-15.760*** (-6.97)	-33.586*** (-10.20)	-15.272*** (-4.75)	-33.345*** (-9.92)
Soe	0.008 (0.35)	-0.044* (-1.86)	0.005 (0.23)	-0.045* (-1.92)
Innum	0.953*** (3.37)	0.465*** (4.34)	0.859*** (6.20)	0.376*** (3.14)
Insize	-0.172 (-1.43)	-0.087 (-1.14)	-0.021 (-0.28)	0.026 (0.40)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	119.090*** (6.79)	254.135*** (10.10)	111.800*** (4.55)	249.699*** (9.73)
样本量	6508	11267	6508	11267
R^2	0.4161	0.3400	0.4139	0.3394

表 8 电话会议, 研发投入和股价同步性

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
Call_dummy	-0.109*** (-2.63)	-0.035 (-0.97)		
Call_num			-0.113*** (-2.66)	-0.063 (-1.60)
Lev	-0.385*** (-6.30)	-0.498*** (-8.19)	-0.323*** (-5.94)	-0.434*** (-8.05)
Lna	0.121*** (9.61)	0.116*** (9.39)	0.117*** (10.38)	0.107*** (9.70)
Mb	-0.032*** (-6.73)	-0.068*** (-9.58)	-0.027*** (-6.78)	-0.061*** (-10.00)
Big4	-0.028 (-0.59)	-0.043 (-0.95)	-0.027 (-0.62)	-0.040 (-0.99)
Lnquality	-0.066*** (-3.52)	-0.051*** (-2.82)	-0.078*** (-4.62)	-0.051*** (-3.16)
Share	-0.009 (-0.09)	-0.131 (-1.34)	-0.075 (-0.94)	-0.153* (-1.92)
Roa	-0.145 (-0.74)	-0.344* (-1.65)	0.098 (0.66)	-0.204 (-1.32)
Lnlist	-22.919*** (-5.84)	-30.912*** (-9.08)	-23.053*** (-6.53)	-27.901*** (-9.03)
Soe	-0.039 (-1.48)	-0.018 (-0.74)	-0.031 (-1.31)	-0.011 (-0.51)
Innum	0.808*** (7.73)	0.716*** (4.79)	0.735*** (7.79)	0.643*** (4.73)
Insize	-0.175** (-2.46)	-0.203** (-2.25)	-0.166** (-2.54)	-0.195** (-2.38)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	173.772*** (5.80)	235.794*** (9.04)	175.053*** (6.49)	213.110*** (8.99)
样本量	8045	9730	8045	9730
R ²	0.3764	0.3455	0.3906	0.3601

现, 在研发投入较高的样本组, 电话会议与股价同步性在 1% 的显著性水平下存在负相关, 研发投入较低的样本组, 电话会议对股价同步性没有显著的影响, 证实了预期。

3.4.3 外部监督的调节效应分析

除了企业自身特质能够影响企业信息不对称程度之外, 外部监督机制也是影响企业信息披露和传播的重要因素, 进而影响电话会议与股价同步性的关系。在众多外部监督机制中, 机构投资者是挖掘企业信息, 监督企业行为的重要治理机制^[72]。本部分致力于探究在不同监督机制下, 电话会议对股价同步性的影响是否存在明显差异。

机构投资者具有更强的处理软信息的能力^[40], 专业的职业能力和职业素养, 能更好的汇集、处理与股价有关的信息。同时也具备监督成本低、监督作用强、能减少企业道德风险的特点^[73], 能缓解企业信息不对称程度。因此, 当机构投资者持股比例较低的企业公开召开电话会议时, 电话会议对信息不对称的缓解程度更强, 对股价同步性的约束作用更强。

参考梁上坤^[74]的做法, 对于机构投资者持股比例的定义是用持股数量除以总股数。表 9 中 (1) 列和 (3) 列代表机构投资者持股比例小于均值的样本组, 第 (2) 列和 (4) 列代表机构投资者持股比例大于均值的样本组。表 9 中的回归结果显示, 当机构投资者持股比例较低时, 电话会议对股价同步性具有显著的约束作用。在

表 9 电话会议, 机构投资者和股价同步性

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
Call_dummy	-0.069** (-1.97)	-0.044 (-1.61)		
Call_num			-0.093** (-2.12)	-0.056 (-1.61)
Lev	-0.358*** (-6.93)	-0.334*** (-7.64)	-0.351*** (-6.80)	-0.339*** (-7.74)
Lna	0.125*** (9.32)	0.135*** (11.96)	0.109*** (9.49)	0.121*** (12.86)
Mb	-0.024*** (-6.13)	-0.046*** (-10.55)	-0.022*** (-5.46)	-0.042*** (-9.68)
Big4	0.184*** (2.99)	-0.021 (-0.74)	0.157** (2.52)	-0.046 (-1.57)
Lnquality	-0.060*** (-3.60)	-0.065*** (-5.45)	-0.066*** (-4.30)	-0.090*** (-7.86)
Share	-0.320*** (-3.57)	-0.005 (-0.08)	-0.348*** (-3.87)	-0.011 (-0.18)
Roa	-0.292* (-1.69)	0.102 (0.91)	-0.288* (-1.65)	0.173 (1.57)
Lnlist	-28.649*** (-7.70)	-19.414*** (-7.86)	-30.705*** (-8.21)	-22.316*** (-9.02)
Soe	-0.025 (-1.04)	-0.005 (-0.27)	-0.025 (-1.07)	-0.008 (-0.43)
Innum	0.773*** (5.28)	0.593*** (7.02)	0.724*** (5.06)	0.577*** (7.02)
Insize	-0.161** (-2.08)	-0.082 (-1.50)	-0.118 (-1.15)	-0.107 (-1.34)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	217.051*** (7.66)	145.204*** (7.69)	232.399*** (8.13)	168.846*** (8.89)
样本量	6797	10978	6797	10978
R ²	0.4248	0.3461	0.425	0.3475

机构投资者持股比例高于均值的样本组, 电话会议与股价同步性之间没有显著相关性. 这说明机构投资者持股比例较低时, 其对应的信息不对称程度较高, 电话会议会显著提升特质信息含量, 且更有力地约束股价同步性.

4 影响机制分析与稳健性检验

4.1 电话会议影响股价同步性的机制分析

与财务报表等文本信息不同, 电话会议等音频信息在信息载体、信息内容等方面均发挥着独特的作用. 不同特征的电话会议产生的信息披露效果也不同^[37]. 本研究从高管的语言特征和电话会议中的话题类型两个视角出发, 分析了电话会议对股价同步性影响机制.

4.1.1 高管语言特征

听众可以通过电话会议获取的信息来源于两个部分: 文字信息和企业高管的语言特征. 具体来看, 高管的语言特征(声音、情绪)在企业与投资者进行沟通交流的过程中扮演重要的角色, 他既能作为传达文字信息的媒介, 又涵盖了与企业经营有关的信息^[37]. 因此, 不同的高管语言特征的电话会议对股价同步性的影响也不同. 学者们主要采用文本分析方法探讨管理层语言特点(声音或情绪), 并且这些电话会议使用的语言大

部分为英文. 此外, 也有研究运用音频识别软件来刻画高管语言特征^[37], 然而, 运用软件识别高管特征的有效性受到众多语言学专家的质疑^[74]. 由于中文和英文文本识别上有明显不同, 用软件识别音频的方式具有缺陷, 本研究实行实验的方式要求被试者主观评判会议中管理层的语言特点, 研究高管语言特征如何作用于电话会议和股价同步性之间关系.

借鉴 Blankespoor 等^[75]的做法, 本研究将在读大学生作为实验被试者来评定电话会议的具体特征, 为确保能呈现稳健的实验结果, 来自南开大学商学院的泽尔腾实验室成员对该实验实施了严格控制. 两次实验依次开展于 2018 年 4 月和 10 月. 借鉴 Kimbrough 等^[33]的做法, 随机抽样和分层抽样 (每个行业抽取 10% 的样本, 不超过 1 家公司的按照 1 家计算) 是本文采取的主要实验方法, 我们分别从总体样本中抽取了 55, 50 个电话会议样本, 以确保在实验成本与实验科学性之间做出平衡. 两次实验最终获取 80 个有效样本, 为增加实验结果的可信度, 本研究确保每个会议音频文件的被试者数量均超过 30 人.

此研究从以下 6 个角度⁴ 衡量了电话会议中高管的声音特点, 分别是: 语言的流利程度 (FL), 普通话的标准程度 (SL), 高管的幽默程度 (HL), 高管的自信程度 (CL), 对高管声音的喜欢程度 (SF), 对高管的总体印象 (IE).

由表 10 的结果得知, 语言的流利程度 (FL) 和普通话的标准程度 (SL) 均显著降低了股价同步性. 高管的幽默程度 (HL), 高管的自信程度 (CL) 与股价同步性成显著负相关. 被试者对高管声音的喜欢程度 (SF) 以及对高管的总体印象 (IE) 也对股价同步性起到约束作用. 由此得出, 管理层的语言特征对股价同步性会产生异质性影响.

4.1.2 会议主题

学者们认为企业和投资者商议的不同话题类型会产生不同的披露效果. Hanley 等^[76] 在将 IPO 定价与招股说明书信息含量的关系作为研究对象, 按照主体不同将招股说明书中信息分为人事安排、企业融资、行业发展等九个类型. 借鉴该学者的做法, 本研究需要在校大学生作为被试在实验中识别电话会议的主要讨论主题类型, 回答“本电话会议第一重要的讨论话题是——”⁴, 我们统计了被试者打分情况, 结果发现会议商讨的主要话题聚焦于七个维度, 分别是: 财务绩效 (Performance)、产品与服务 (Product)、战略选择 (Strategy)、融资安排 (Finance)、人事安排 (Personnel)、行业特点 (Industry) 和公司财务 (Accounting). 按照这七个维度, 创建了七个虚拟变量. 若高管与投资者讨论了某一话题, 则对于虚拟变量取值为 1, 否则为 0. 从表 11 的研究结果可以看出, 当电话会议的商议主题为产品与服务 (Product) 时, 电话会议对股价同步性有明显约束作用. 但当会议的商议重点是财务绩效 (Performance), 人事安排 (Personnel) 和行业特点 (Industry) 时, 股价同步性水平将得到提升. 当会议的商议重点是战略选择 (Strategy), 融资安排 (Finance) 和财务问题 (Accounting) 时, 二者之间无显著相关关系. 因此, 本文认为召开电话会议时商议的不同主题类型会对股价同步性产生不同的影响.

4.2 稳健性检验

模型 (1) 是市场层面因素对股价影响的结果, 然而股价同步性还会受到行业层面因素的影响, 因此参考王亚平等^[77], 伊志宏等^[78] 等学者对股价同步性的衡量方式, 本部分的分析中纳入了行业影响因素. 首先运用模型 (6) 和 (7) 得出 R^2 , 再根据模型 (2) 对数字化处理后得到 SYHCH2 和 SYHCH3, 将其重新作为因变量进行回归, 表 11 中研究结果与基准回归结果研究一致.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{l,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (7)$$

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{l,t} + \beta_4 R_{l,t-1} + \varepsilon_{i,t}. \quad (8)$$

5 研究结论

投资者能通过自愿披露获取增量, 特质性信息. 常见的自愿披露形式有电话会议、微博披露、管理层讨论、企业社会责任披露^[79] 等. 随着企业信息披露形式的多元化, 电话会议逐渐成为上市企业进行信息披露

4. 六个指标对应的问题分别为: “整个会议中, 高管的普通话标准程度如何?”; “整个会议中, 高管语言的流利程度如何?”; “整个会议中, 高管的自信程度如何?”; “整个会议中, 高管的幽默程度如何?”; “你喜欢高管讲话声音的程度如何?”; “对高管的总体印象如何?”.

表 10 高管语言特征与股价同步性

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
FL	-0.593*					
	(-1.82)					
SF		-0.423*				
		(-2.01)				
IE			-0.431**			
			(-2.70)			
SL				-0.241*		
				(-2.14)		
CL					-1.042*	
					(-2.20)	
HL						-2.420***
						(-7.72)
Lev	-0.245	0.292	-0.079	0.327	0.283	0.713
	(-0.40)	(0.51)	(-0.14)	(0.48)	(0.25)	(0.64)
Lna	0.108	0.062	0.118	0.064	-0.384	-0.175
	(1.12)	(1.24)	(1.33)	(1.38)	(-1.19)	(-0.51)
Mb	-0.056	-0.029	-0.049	-0.025	-0.044	0.009
	(-0.54)	(-0.41)	(-0.45)	(-0.34)	(-0.29)	(0.08)
Big4	-0.122	0.025	-0.099	0.013	1.002	1.143
	(-0.23)	(0.07)	(-0.21)	(0.03)	(1.69)	(1.64)
Lnquality	-0.121	0.019	-0.147	0.002	0.511	0.309
	(-0.68)	(0.12)	(-0.82)	(0.01)	(1.56)	(1.14)
Share	0.544	0.457	0.403	0.410	-0.178	-1.583
	(0.80)	(0.16)	(0.61)	(0.15)	(-0.05)	(-0.34)
Roa	-0.820	0.624	0.587	0.476	-0.819	-0.849
	(-0.32)	(1.58)	(1.30)	(0.97)	(-1.03)	(-1.57)
Lnlist	57.242*	79.434**	60.702**	72.659**	106.408*	145.274**
	(2.16)	(3.23)	(2.25)	(2.55)	(2.31)	(3.66)
Soe	-0.054	0.012	0.017	0.003	-0.362	-0.304
	(-0.19)	(0.04)	(0.06)	(0.01)	(-1.16)	(-1.93)
Innum	0.129	0.156	0.095	0.151	-0.951	-0.595
	(0.23)	(0.33)	(0.18)	(0.30)	(-1.05)	(-0.94)
Insize	-0.199	-0.236	-0.180	-0.223	0.828	0.485
	(-0.37)	(-0.48)	(-0.35)	(-0.43)	(0.94)	(0.79)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-429.329*	-598.892**	-456.194*	-547.828**	-830.172*	-1117.705**
	(-2.08)	(-3.26)	(-2.18)	(-2.59)	(-2.31)	(-3.58)
样本量	80	80	80	80	46	46
R ²	0.5764	0.5699	0.5795	0.5653	0.6816	0.7324

的重要方式, 但它的信息披露效果仍有待考究. 作者手工整理 2012-2018 年 A 股上市公司举办电话会议的数据, 验证了电话会议的信息披露效果. 研究发现, 公开召开电话会议有助于降低企业股价同步性水平, 二者关系在控制内生性的前提下依然存在; 会议问答环节时长比率负向作用于二者之间关系. 本研究从企业异质性和外部监督机制两个维度研究电话会议对股价同步性的异质性影响. 研究结果发现信息披露质量较好, 会计稳健性较低, 企业研发投入较高时, 电话会议对股价同步性的约束作用更强. 另外, 此文运用实验的方法从高管的语言特征、电话会议的话题类型两个维度刻画电话会议特征, 研究其对二者关系的影响机制, 结果显示管理层普通话标准水平、幽默水平、被试者对高管声音的偏好程度以及被试者对高管声音的总体印象越好,

电话会议对于股价同步性的约束作用越显著, 当电话会议讨论的主题为产品时, 股价同步性显著下降. 当讨论财务绩效、人事安排、行业发展等主题时, 企业的股价同步性会提升. 基于此, 本研究认为整体而言, 中国的上市企业通过电话会议向投资者释放了前瞻性信息和企业特质信息, 能有效降低股价同步性水平.

表 11 不同主题的电话会议与股价同步性

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1	SYNCH1
Product	-0.528** (-2.40)						
Performance		0.589*** (4.13)					
Strategy			0.272 (0.54)				
Finance				0.458 (1.39)			
Personnel					1.080*** (4.17)		
Industry						1.680** (3.03)	
Accounting							-0.247 (-0.88)
Lev	0.215 (0.31)	0.470 (0.66)	0.340 (0.44)	0.408 (0.63)	-0.108 (-0.21)	0.390 (0.56)	0.396 (0.64)
Lna	-0.024 (-0.16)	0.069 (0.93)	-0.014 (-0.15)	0.007 (0.06)	0.079 (0.75)	0.117 (1.77)	0.016 (0.14)
Mb	-0.046 (-0.49)	-0.040 (-0.68)	-0.027 (-0.42)	0.005 (0.08)	-0.041 (-0.44)	-0.039 (-0.59)	-0.027 (-0.33)
Big4	0.669 (1.22)	0.451 (1.47)	0.422 (1.20)	0.506* (2.05)	0.289 (0.48)	0.299 (1.16)	0.390 (0.65)
Lnquality	-0.070 (-0.41)	-0.123 (-0.78)	0.038 (0.43)	0.032 (0.33)	-0.042 (-0.20)	-0.078 (-0.83)	0.078 (0.33)
Share	0.339 (0.21)	-0.294 (-0.15)	0.318 (0.17)	0.411 (0.19)	0.529 (0.79)	0.463 (0.18)	0.524 (0.65)
Roa	0.911 (0.77)	0.247 (0.27)	-0.423 (-0.11)	0.354 (0.65)	-0.654 (-0.22)	0.982 (0.29)	-1.007 (-0.36)
Lnlist	27.786 (0.60)	54.189* (1.96)	41.930** (2.46)	25.009 (0.87)	38.364* (1.88)	57.474*** (4.64)	58.871** (2.32)
Soe	-0.101 (-0.34)	-0.086 (-0.34)	-0.257 (-0.83)	-0.262 (-1.19)	-0.301 (-1.73)	-0.401 (-1.82)	-0.286 (-1.59)
Innum	0.513 (0.89)	-0.129 (-0.35)	0.049 (0.12)	-0.333 (-1.04)	-0.077 (-0.05)	-0.711** (-3.04)	-0.660 (-0.75)
Insize	-0.646 (-1.05)	0.029 (0.09)	-0.101 (-0.26)	0.221 (0.79)	0.001 (0.00)	0.573** (3.29)	0.520 (0.67)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-192.920 (-0.55)	-411.913 (-1.89)	-316.648* (-2.31)	-196.557 (-0.87)	-292.460* (-1.88)	-452.592*** (-4.82)	-461.812** (-2.27)
样本量	80	80	80	80	80	80	80
R ²	0.6396	0.5950	0.5686	0.5979	0.5813	0.6112	0.5827

表 12 稳健性检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SYNCH2	SYNCH2	SYNCH3	SYNCH3
Call_dummy	-0.030* (-1.66)		-0.035** (-1.97)	
Call_num		-0.053* (-1.79)		-0.057** (-2.14)
Lev	-0.310*** (-10.26)	-0.317*** (-10.35)	-0.266*** (-9.94)	-0.274*** (-10.00)
Lna	0.099*** (17.85)	0.115*** (18.24)	0.104*** (18.49)	0.107*** (18.59)
Mb	-0.023*** (-9.76)	-0.026*** (-9.53)	-0.022*** (-9.36)	-0.023*** (-9.41)
Big4	-0.043** (-1.99)	-0.051** (-2.06)	-0.051** (-2.30)	-0.052** (-2.30)
Lnquality	-0.005 (-0.59)	-0.013 (-1.42)	-0.019** (-2.31)	-0.020** (-2.44)
Share2	-0.068* (-1.68)	-0.063 (-1.37)	-0.076* (-1.90)	-0.077* (-1.87)
Roa	0.064 (0.89)	0.092 (1.12)	-0.003 (-0.04)	0.003 (0.05)
Lnlist	-15.956*** (-8.44)	-18.591*** (-9.86)	-14.106*** (-8.46)	-14.699*** (-8.73)
Soe	-0.015 (-1.25)	-0.015 (-1.17)	-0.017 (-1.47)	-0.018 (-1.49)
Innum	0.275*** (5.38)	0.323*** (5.61)	0.330*** (6.42)	0.339*** (6.47)
Insize	-0.055 (-1.01)	-0.07 (-1.14)	-0.083 (-1.54)	-0.087 (-1.59)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	119.727*** (8.28)	139.800*** (9.67)	106.454*** (8.33)	111.014*** (8.60)
样本量	17775	17775	17775	17775
R ²	0.2731	0.2749	0.2932	0.2936

参考文献

- [1] 李洋, 王春峰, 向健凯, 等. 交易者有限理性、信息披露质量与价格发现效率 [J]. 系统工程理论与实践, 2020, 40(7): 1682–1693.
Li Y, Wang C F, Xiang J K, et al. Limited rationality of traders, information disclosure quality and price discovery efficiency[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2020, 40(7): 1682–1693.
- [2] 赵志明, 李莎莎. 不完全信息下或有资本的定价与债券信用价差研究 [J]. 系统工程理论与实践, 2018, 38(12): 3010–3020.
Zhao Z M, Li S S. The study of contingent capital pricing and credit spreads of bonds under incomplete information[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2018, 38(12): 3010–3020.
- [3] Lin K J, Karim K E, Carter C. Why does China's stock market have highly synchronous stock price movements? An information supply perspective[J]. Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting, 2015, 31(1): 68–79.
- [4] Beyer A, Guttman I. Voluntary disclosure, disclosure bias and real effects[R]. Working Paper, 2010.
- [5] Li F. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45(2–3): 221–247.
- [6] 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.
- [7] Brown S, Hillegeist S A, Lo K. Conference calls and information asymmetry[J]. Journal of Accounting and Economics, 2004, 37(3): 343–366.

- [8] 王雄元. 自愿性信息披露: 信息租金与管制 [J]. 会计研究, 2005(4): 25–29.
Wang X Y. Voluntary information disclosures: Information rent and regulation[J]. Accounting Research, 2005(4): 25–29.
- [9] 曹廷求, 张光利. 自愿性信息披露与股价崩盘风险: 基于电话会议的研究 [J]. 经济研究, 2020, 55(11): 191–207.
Cao T Q, Zhang G L. Voluntary information disclosure and the risk of stock price crashes: The effects of conference calls[J]. Economic Research Journal, 2020, 55(11): 191–207.
- [10] Shleifer A, Vishny R W. The limits of Arbitrage[J]. Journal of Finance, 1997, 52(1): 35–55.
- [11] La Porta R, Lopezdesilanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113–1155.
- [12] Zou L, Wilson W, Jia S. Do qualified foreign institutional investors improve information efficiency: A test of stock price synchronicity in China?[J]. Asian Economic and Financial Review, 2017, 7(5): 456–569.
- [13] Chan K, Hameed A. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(1): 115–147.
- [14] Haggard K S, Martin X, Pereira R. Does voluntary disclosure improve stock price informativeness?[J]. Financial Management, 2008, 37(4): 747–768.
- [15] Hutton A P, Stocken P C. Prior forecasting accuracy and investor reaction to management earnings forecasts[R]. Working Paper, 2009.
- [16] Grossman S J, Hart O. Disclosure laws and takeover bids[J]. Journal of Finance, 1980, 35(2): 323–334.
- [17] 田高良, 封华, 张亭. 风险承担, 信息不透明与股价同步性 [J]. 系统工程理论与实践, 2019, 39(3): 578–595.
Tian G L, Feng H, Zhang T. Risk-taking, information opacity and stock price synchronicity[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2019, 39(3): 578–595.
- [18] Jin L, Myers S C. R2 around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2): 257–292.
- [19] Roll R. Presidential address: R2[J]. Journal of Finance, 1988, 43: 540–566.
- [20] Yu Z, Li L, Tian G, et al. Aggressive reporting, investor protection and stock price informativeness: Evidence from Chinese firms[J]. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 2013, 22(2): 71–85.
- [21] Morck R, Yeung B, Yu W. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements?[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215–260.
- [22] He W, Li D, Shen J, et al. Large foreign ownership and stock price informativeness around the world[J]. Journal of International Money and Finance, 2013, 36: 211–230.
- [23] Loureiro G, Taboada A G. The impact of IFRS adoption on stock price informativeness[R]. University of Tennessee Working Paper, 2012.
- [24] 王木之, 李丹. 新审计报告和股价同步性 [J]. 会计研究, 2019, 375(1): 88–94.
Wang M Z, Li D. New audit reporting and stock price synchronicity[J]. Accounting Research, 2019, 375(1): 88–94.
- [25] Li X, Qiao P, Zhao L. CEO media exposure, political connection and Chinese firms' stock price synchronicity[J]. International Review of Economics & Finance, 2019, 63: 61–75.
- [26] Kim J, Yu Z, Zhang H. Can media exposure improve stock price efficiency in China and why?[J]. China Journal of Accounting Research, 2016, 9(2): 83–114.
- [27] 田高良, 司毅, 秦岭, 等. 网络舆情及其应对与上市公司的信息效率 [J]. 系统工程理论与实践, 2018, 38(1): 46–66.
Tian G L, Si Y, Qin L, et al. Internet public opinions, response and listed firms' information efficiency[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2018, 38(1): 46–66.
- [28] Dai J, Lu C, Yang Y, et al. Is the social responsibility information disclosed by the companies really valuable? — Evidence from chinese stock price synchronicity[J]. Sustainability, 2018, 10(10): 3578.
- [29] 郭晔, 苏彩珍, 张一. 社会责任信息披露提高企业的市场表现了吗?[J]. 系统工程理论与实践, 2019, 39(4): 881–892.
Guo Y, Su C Z, Zhang Y. Does corporate social responsibility disclosure improve the company's market performance?[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2019, 39(4): 881–892.
- [30] Borochin P A, Cicon J E, DeLisle R J, et al. The effects of conference call tones on market perceptions of value uncertainty[J]. Journal of Financial Markets, 2018, 40: 75–91.
- [31] Kimbrough M D. The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements[J]. The Accounting Review, 2005, 80(1): 189–219.
- [32] Allee K D, Deangelis M D. The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion[J]. Journal of Accounting Research, 2014, 53(2): 241–274.
- [33] Kimbrough M D, Louis H. Voluntary disclosure to influence investor reactions to merger announcements: An examination of conference calls[J]. The Accounting Review, 2011, 86(2): 637–667.
- [34] Lang M, Lundholm R. Cross-Sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures[J]. Journal of Accounting Research, 1993, 31(2): 246–271.

- [35] Lev B, Penman S H. Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices[J]. *Journal of Accounting Research*, 1990, 28(1): 49–76.
- [36] Bushee B J, Matsumoto D A, Miller G S. Open versus closed conference calls: The determinants and effects of broadening access to disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, 34(1): 149–180.
- [37] Price S M, Doran J S, Peterson D R, et al. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(4): 992–1011.
- [38] Tasker S C. Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure[J]. *Review of Accounting Studies*, 1999, 3(1): 137–167.
- [39] Bushee B J, Matsumoto D A, Miller G S. Managerial and investor responses to disclosure regulation: The case of reg FD and conference calls[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(3): 617–643.
- [40] Blau B M, DeLisle J R, Price S M. Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 31: 203–219.
- [41] Mayew W J. Evidence of management discrimination among analysts during earnings conference calls[J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(3): 627–659.
- [42] Bowen R M, Davis A K, Matsumoto D A. Do conference calls affect analysts' forecasts?[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(2): 285–316.
- [43] 何琳洁, 伍以加, 戴娟. 低价揽客, 分析师盈余预测与审计质量 —— 基于中国资本市场的经验证据 [J]. *系统科学与数学*, 2020, 40(3): 469–484.
He L J, Wu Y J, Dai J. Lowballing, Analyst forecasts and audit quality — Evidence from the Chinese capital market[J]. *Journal of Systems Science and Mathematical Sciences*, 2020, 40(3): 469–484.
- [44] 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]. *Account*, 2009, 84(5): 1639–1670.
- [45] Demers E A, Vega C. Soft information in earnings announcements: News or noise?[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2008.
- [46] Irani A J. The effect of regulation fair disclosure on the relevance of conference calls to financial analysts[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2004, 22(1): 15–28.
- [47] Botosan C A. Disclosure level and the cost of equity capital[J]. *The Accounting Review*, 1997, 72(3): 323–349.
- [48] 林志炳. 信息不对称下的制造商返利策略研究 [J]. *系统工程理论与实践*, 2020, 40(2): 324–333.
Lin Z B. Research on manufacturer rebate strategy with information asymmetry[J]. *Systems Engineering — Theory & Practice*, 2020, 40(2): 324–333.
- [49] Matsumoto D, Pronk M, Roelofsen E. What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(4): 1383–1414.
- [50] Price S M, Salas J M, Sirmans C F. Governance, conference calls and CEO compensation[J]. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2015, 50(2): 181–206.
- [51] 孙亚菲, 王春艳, 苏木亚. 投资者情绪与股价崩盘风险 —— 基于企业过度投资的中介效应 [J]. *系统科学与数学*, 2020, 40(4): 657–685.
Sun Y F, Wang C Y, Su M Y. Research on the influence of investor sentiment on stock price crash risk — Based on the mesomeric effect of excessive investment by enterprises[J]. *Journal of Systems Science and Mathematical Sciences*, 2020, 40(4): 657–685.
- [52] 孙彦林, 陈守东, 刘洋. 基于股市和汇市成交量信息视角的股价波动预测 [J]. *系统工程理论与实践*, 2019, 39(4): 935–945.
Sun Y L, Chen S D, Liu Y. Forecast of stock price fluctuation based on the perspective of volume information in stock and foreign exchange market[J]. *Systems Engineering — Theory & Practice*, 2019, 39(4): 935–945.
- [53] Kyle A S. Continuous auctions and insider trading[J]. *Econometrica*, 1985, 53(6): 1315–1335.
- [54] Gul F A, Kim J, Qiu A A. Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 425–442.
- [55] 陈冬华, 姚振晔. 政府行为必然会提高股价同步性吗? —— 基于我国产业政策的实证研究 [J]. *经济研究*, 2018, 53(12): 114–130.
Chen D H, Yao Z Y. Will government behavior definitely increase stock price synchronicity? Empirical evidence from China's industrial policies[J]. *Economic Research Journal*, 2018, 53(12): 114–130.
- [56] 张斌, 王跃堂. 业务复杂度, 独立董事行业专长与股价同步性 [J]. *会计研究*, 2014(7): 36–42+96.
Zhang B, Wang Y T. Business complexity, industry expertise of independent directors and stock price synchronicity[J]. *Accounting Research*, 2014(7): 36–42+96.
- [57] 胡军, 王甄. 微博, 特质性信息披露与股价同步性 [J]. *金融研究*, 2015, 425(11): 194–210.
Hu J, Wang Z. Weibo, Firm-specific information disclosure and stock price synchronicity[J]. *Journal of Financial Research*, 2015, 425(11): 194–210.

- [58] 朱红军, 何贤杰, 陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗 —— 基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究, 2007(2): 110-121.
Zhu H J, He X J, Tao L. Can securities analysts improve the efficiency of capital market in China[J]. Journal of Financial Research, 2007(2): 110-121.
- [59] Tetlock P C, Saartsechansky M, Macskassy S A. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals[J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1437-1467.
- [60] Veldkamp L. Information markets and the comovement of asset prices[J]. The Review of Economic Studies, 2006, 73(3): 823-845.
- [61] Brockman P, Li X, Price S M. Differences in conference call tones: Managers versus analysts[J]. Financial Analysts Journal, 2015, 71(4): 24-42.
- [62] Chen J, Nagar V, Schoenfeld J. Sources of analyst expertise[R]. University of Michigan Working Paper, 2014.
- [63] Kartik N, Ottaviani M, Squintani F. Credulity, lies, and costly talk[J]. Journal of Economic Theory, 2007, 134(1): 93-116.
- [64] 叶康涛, 曹丰, 王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗?[J]. 金融研究, 2015(2): 192-206.
Ye K T, Cao F, Wang H C. Can internal control information disclosure reduce stock price crash risk?[J]. Journal of Financial Research, 2015(2): 192-206.
- [65] 廖明情, 凌冬宁, 邓路. 公司跨界经营, 信息披露与分析师预测 [J]. 系统工程理论与实践, 2019, 39(2): 330-345.
Liao M Q, Ling D N, Deng L. Transboundary, information disclosure and analyst forecast[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2019, 39(2): 330-345.
- [66] Basu S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24(1): 3-37.
- [67] LaFond R, Watts R L. The information role of conservatism[J]. The Accounting Review, 2008, 83(2): 447-478.
- [68] 钱明, 徐光华, 沈弋. 社会责任信息披露, 会计稳健性与融资约束 —— 基于产权异质性的视角 [J]. 会计研究, 2016(5): 9-17+95.
Qian M, Xu G H, Shen Y. Corporate social responsibility disclosure, accounting conservatism and financial constraints[J]. Accounting Research, 2016(5): 9-17+95.
- [69] Aghion P, Van Reenen J, Zingales L. Innovation and institutional ownership[J]. The American Economic Review, 2013, 103(1): 277-304.
- [70] Aboody D, Lev B. Information asymmetry, R&D, and insider gains[J]. Journal of Finance, 2000, 55(6): 2747-2766.
- [71] 陈三可, 赵蓓. 研发投入, 风险投资与企业融资约束 —— 基于中国制造业上市公司的实证分析 [J]. 管理评论, 2019(10): 110-123.
Chen S K, Zhao B. R&D Investment, venture capital and financial constraints: Evidence from the listed manufacturers in China[J]. Management Review, 2019, 31(10): 110-123.
- [72] 刘欢, 李志生, 孔东民. 机构持股与上市公司信息披露质量 —— 基于主动型和被动型基金影响差异的视角 [J]. 系统工程理论与实践, 2020, 40(6): 1520-1532.
Liu H, Li Z S, Kong D M. Active funds vs. Passive funds: The effects of institutional ownership on corporate information disclosure[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2020, 40(6): 1520-1532.
- [73] 卢文彬, 官峰, 张佩佩, 等. 媒体曝光度, 信息披露环境与权益资本成本 [J]. 会计研究, 2014(12): 66-71+96.
Lu W B, Guan F, Zhang P P, et al. Media coverage, information disclosure environment and equity cost[J]. Accounting Research, 2014(12): 66-71+96.
- [74] 梁上坤. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J]. 管理世界, 2018, 34(12): 133-148.
Liang S K. Will institutional investor ownership affect companies' stickiness of cost?[J]. Management World, 2018, 34(12): 133-148.
- [75] Blankespoor E, Hendricks B E, Miller G S. Perceptions and price: Evidence from CEO presentations at IPO roadshows[J]. Journal of Accounting Research, 2017, 55(2): 275-327.
- [76] Hanley K W, G H. The information content of ipo prospectuses[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(7): 2841-2864.
- [77] 王亚平, 刘慧龙, 吴联生. 信息透明度, 机构投资者与股价同步性 [J]. 金融研究, 2009(12): 162-174.
Wang Y P, Liu H S, Wu L S. On the informational transparency, institutional investors and stock price comovement[J]. Journal of Financial Research, 2009(12): 162-174.
- [78] 伊志宏, 杨圣之, 陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗 —— 基于研究报告文本分析的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2019(1): 156-173.
Yin Z H, Yang S Z, Chen Q Y, et al. Could analysts reduce stock price synchronicity — A textual analysis based on analyst report[J]. China Industrial Economics, 2019(1): 156-173.
- [79] 郭晔, 苏彩珍, 张一. 社会责任信息披露提高企业的市场表现了吗?[J]. 系统工程理论与实践, 2019, 39(4): 881-892.
Guo Y, Su C Z, Zhang Y. Does corporate social responsibility disclosure improve the company's market performance?[J]. Systems Engineering — Theory & Practice, 2019, 39(4): 881-892.