

分类号 F23/606
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 机构投资者调研、信息披露质量
与股价崩盘风险

研究生姓名: 王彦娣

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 财务会计理论与方法

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王彦娣 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 刘维东 签字日期： 2021.6.7

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王彦娣 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 刘维东 签字日期： 2021.6.7

Institutional Investor Research, Information disclosure quality and Risk of stock price crash

Candidate: Wang Yandi

Supervisor: Luo Jinghua

摘 要

机构投资者拥有丰富的风险投资基础、专业的投资分析人才以及广阔的风险评估信息收集和获取的渠道，监管部门普遍认为，机构投资者作为理性投资者的代表，有助于提高企业治理水平，促进资本市场的安全与稳定。调研是机构投资者通过在现场观察项目进度、公司日常生产状况、技术开发情况的方式来获取全面了解被调研公司信息的方式。机构投资者对公司展开的调研活动为其提供了一个进一步全面深入了解企业的良好机会，从而可以有效降低双方之间的信息不对称程度。作为一个新兴金融市场，我国股市的投资者群体结构仍然呈现以散户为主的特征再加上企业自身的问题，这导致我国股市一直存在较高的波动性，股价崩盘的现象层出不穷，股价崩盘不仅会导致投资者损失惨烈，降低投资信心，甚至还会威胁到国家金融体系的安全，阻碍实体经济的健康平稳发展。现有研究表明公司股价大幅下跌的风险主要是由于公司高管人员为了隐瞒公司的坏消息、掩盖自己的恶劣业绩而人为干预信息披露的全过程中所发生的一种自利性行为而导致的。那么，机构投资者是否能够通过调研对被调研对象的股价崩盘风险产生影响呢？

为了探究这个问题，本文以 2013—2018 年深交所 A 股上市公司为对象，通过检验得出结论：（1）机构投资者调研与股价崩盘风险负相关；（2）信息披露质量在机构投资者调研对股价崩盘风险的影响中存在部分中介效应。通过本文的研究证明了机构投资者调研作为外部治理的有效性，丰富了信息披露作为公司治理的中介效应途径有关的文献，这也正是文章的创新之处。同时，也为公司的股东提供了一种有效的公司治理机制，对公司管理层形成了一种弹性的约束和监督机制，对机构投资者实施更有针对性的调研以及调研信息的最大化利用等有一定的参考意义。

关键词： 股价崩盘风险 机构投资者调研 信息披露质量

Abstract

Institutional investors have a rich foundation of venture capital, specialized talents in risk assessment and analysis, also with extensive broad channels to collect and obtain risk assessment information. As representatives of rational investors, it is generally recognized by securities regulatory authorities that can contribute to elevate the criterion of corporate managerial hierarchy, facilitate the security and orderly of the capital market. Investigation is a way aimed to acquire an comprehensive understanding of company under investigation for institutional investors that includes on-site observation of project progress, daily current production of the firm and technology development circumstances. The research activities carried out by institutional investors provide a good movable platform and opportunity for them to further understand widely the enterprise comprehensively and in-depth knowledge, which could validly lower the extent of information asymmetry between the two sides. As a burgeoning financial market, the group of China's stock market investor is still gave first place to private investors, add to that the problems of the enterprise themselves, which has led to high variability, and the phenomenon of stock price collapse sharply has come out in an unending flow. The stock price collapse will not only give rise to tragic losses for investors, reduce investment confidence, but also will even imperil the safety of the national financial system and impede the healthy, smooth and steady development of substantial economy. The existing readily available research indicates that the share price fell is primarily resulted by the company executives intervene in the total process of information disclosure of the company's stock price, by way of concealing the bad news of the company and cover up their bad performance, which is a kind of self-interested behavior. In that manner, can institutional investors be in the position to influence the risk of stock price crash through dynamic investigation behavior?

For the sake of making a thorough inquiry of the problem, the paper comes to the following conclusions through empirical test based on the research specimen, which incorporate A-share listed companies in Shenzhen Stock Exchange from 2013 to 2018,

(1) Institutional investor research will drop the risk of stock price collapse; (2) Information disclosure quality has mediating effects in the inhibition of the two sides. The conclusion of this paper demonstrates that it plays a valid role in external supervision and administration, and enriches the literature related to information disclosure, which is also the innovation of this paper. Through the research of this paper, it proves the validity of institutional investor research as surface governance, enriches the literature on information disclosure as the intermediary effect. which is also the innovation of this article. Furthermore, it also supplies a resultful corporate management innovation mechanism for the shareholders of the company, forms a flexible restraint and supervision mechanism for the administration of the corporation. It has certain reference significance for institutional investors to implement more targeted research and maximize the use of research information.

Keywords: Stock Price Crash Risk; Institutional Investor Research; Information Disclosure Quality

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究内容及研究框架.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究框架.....	5
1.4 研究方法.....	6
1.5 研究的创新点.....	6
2 研究综述	7
2.1 股价崩盘风险的研究综述.....	7
2.1.1 股价崩盘风险的成因.....	7
2.1.2 影响股价崩盘风险的因素.....	8
2.1.3 股价崩盘风险的后果.....	12
2.2 机构投资者调研的研究综述.....	13
2.2.1 制度背景.....	13
2.2.2 影响机构投资者调研的因素.....	15
2.2.3 机构投资者调研对经济活动的影响.....	16
2.3 信息披露质量的研究综述.....	17
2.3.1 信息披露质量的度量.....	17
2.3.2 影响信息披露质量的因素.....	18
2.4 文献述评.....	19
3 理论基础和研究假设	21
3.1 概念界定.....	21
3.1.1 股价崩盘风险.....	21
3.1.2 机构投资者调研.....	21

3.1.3 信息披露质量.....	22
3.2 理论基础.....	22
3.2.1 信息不对称理论.....	22
3.2.2 委托代理理论.....	23
3.2.3 投资者关系管理理论.....	24
3.3 研究假设.....	25
3.3.1 机构投资者调研对股价崩盘风险的影响.....	25
3.3.2 信息披露质量的中介效应.....	27
4 研究设计.....	29
4.1 数据来源及样本选择.....	29
4.2 变量设置.....	29
4.2.1 被解释变量.....	29
4.2.2 解释变量.....	30
4.2.3 中介变量.....	30
4.2.4 控制变量.....	30
4.3 模型构建.....	31
4.3.1 机构投资者调研对股价崩盘风险影响的模型.....	31
4.3.2 信息披露质量的中介效应检验模型.....	31
5 实证分析.....	32
5.1 描述性统计分析.....	32
5.2 变量相关性分析.....	33
5.3 回归分析.....	36
5.3.1 机构投资者调研与股价崩盘风险.....	36
5.3.2 信息披露质量的中介效应.....	37
5.4 进一步分析.....	40
5.4.1 管理层自利行为的中介效应检验.....	40
5.4.2 考虑企业性质的检验.....	42
5.5 稳健性检验.....	44
5.5.1 替换解释变量的度量指标.....	44

5.5.2 内生性检验.....	46
6 研究结论、建议以及展望.....	48
6.1 研究结论.....	48
6.2 相关建议.....	48
6.3 研究不足与展望.....	50
参考文献.....	51
后 记.....	59

1 绪论

1.1 研究背景

我国股票市场自成立以来,在为企业带来广阔的融资渠道,促进市场经济发展的同时,也存在一些问题,诸如相关法律监督机制的不健全导致的信息披露质量不符合规定、高层管理人员的违规行为导致的股价波动幅度较大、企业社会责任的缺失导致的企业丧失社会信用等等,股价崩盘作为股价偏离正常水平的异常现象就是其中之一。股价崩盘风险包括两个方面,一是市场经济层面的股价下跌,二是个股股价下跌风险。前者主要是因为政治和经济大环境的变化以及低成本直接融资导致的经济泡沫所引起的,如我国 2015 年 A 股市场大盘指数从最高的 5178.19 点暴跌至 2850.71 点,暴跌近 45%,出现了千股跌停的局面,投资者损失惨烈。与市场性股价崩盘风险不同,个股的股价崩盘风险主要是因为上市公司自身的一些非系统性因素引起的,如公司高管与外部投资者合谋掏空上市公司的行为、内部机制的不健全导致的信息披露水平不符合相关的政策规定以及因为偷税漏税被相关部门采取强制执行措施等,当这些坏消息被集中释放到市场中时,所引起的股价急剧下跌最终演变为股价崩盘。例如 2018 年 7 月 15 日长生生物因为假病毒疫苗使用问题被媒体曝光,股价连续 32 个交易日大幅突破跌停,从 24.55 元暴跌至最低的 3.26 元,投资者损失惨重,信心受到猛烈打击。2020 年 4 月,瑞幸咖啡因为管理层对业绩进行粉饰的不当操纵行为被投资者获知后,股价暴跌愈 80%,市值损失约 300 多亿元,这样的案例不胜枚举。个股的股价崩盘不仅会对同行业或是上下游企业的正常经营造成严重影响,严重危害实体经济的健康发展,还可能会通过一系列的交叉传染进一步转化为系统性金融风险。因此,对股票市场的崩盘现象进行深入研究,不仅有利于保障上市公司利益相关者的投资利益,更是有利于发挥资本市场的资本配置作用,促进实体经济的进一步健康发展。

目前,关于股价崩盘风险影响因素的研究,学者们大多是从企业社会责任信息披露(权小锋等,2015)^[1]、客户集中度(褚剑,2016)^[2]、审计师的变更(耀友福等,2017)^[3]、高管海外经历(王德宏等,2018)^[4]、并购商誉减值(韩宏

稳等，2019）^[5]以及过度自信心理（Kim 等，2016）^[6]等角度展开的。也有学者开始重视机构投资者的持股行为与股价下跌风险之间的关系（曹丰等，2015）^[7]。但是，现有研究大多是从静态角度分析，如机构投资者是否持股以及持股比例等。但关于机构投资者的调研行为会如何影响股价崩盘风险，目前尚无学者对该论题进行深入探讨。相较于简单的持股，调研作为机构投资者一种动态的活动，直观地反映了机构投资者进一步了解公司内部消息的迫切需要与渴望。对上市公司调研能够帮助机构投资者进一步了解公司内部生产资源、经营管理方面的信息。那么，机构投资者开展调研能否起到监督治理的作用，提高信息披露质量，进而降低股价崩盘风险？这就成为本文想要探索的问题。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

第一，丰富了对影响股票价格崩盘因素的深入研究。目前，针对影响股价崩盘风险的研究主要包括管理层特征、公司治理水平高低、并购商誉、审计服务质量水平高低以及股权结构等多个方面，而关于机构投资者通过调研获取的特质信息是否会对被调研对象资本市场中的股价表现产生影响的研究相对较少，因此，本文将从机构投资者的动态调研的角度出发，深入地探讨其对股价暴跌产生的影响。同时，通过引进信息披露的质量方式来检验机构投资者调研对于股价崩盘风险的作用路径，增加了其对于上市公司的信息传递及其参与公司治理等相关证据的支撑。

第二，扩充了机构投资者调研经济后果研究。现有研究局限于其对信息披露质量、投资效率、公司避税、管理层盈余预测、业绩预告精确度和内部控制等方面，成果单一，缺乏多样性，缺乏机构投资者调研在风险防范中的作用分析。本文将其扩展至资本市场中的上市公司的股价表现，拓展了有关机构投资者的动态调研对于稳定资本市场重要意义和作用的深入分析，丰富了有关机构投资者的调研对经济活动的重要性影响分析研究，为资本市场的风险防范提供了进一步的经验证据。

1.2.2 现实意义

第一，为机构投资者调研方向提供借鉴意义。深交所“互动易”平台的开设虽然为广大投资者提供了一个进一步全面、系统了解上市公司的平台，但从目前已有的调研内容、交流次数及沟通效率等来看，还存在一些不足，如提出的问题过于笼统，不具有针对性，导致被调研对象无法做出及时有效的反馈与解答，本文将机构投资者调研的经济后果延伸至对资本市场的风险防范，探讨其对于企业的影响，从而更好地帮助调研机构在未来的调研中向被调研对象提出更多利于其充分发挥监督作用、促进被调研对象健康永续发展等有价值的问题提供参考。

第二，本文从股价崩盘风险的角度，研究机构投资者调研的监管治理作用，发掘机构投资者调研会促使公司改善哪些方面，进而影响资本市场中股价的表现。这有助于大力促进机构投资者利用调研的机会积极改善已投资或拟投资公司的盈利水平，从而判断被调研公司经营情况，对投资决策做出合理规划，以规避投资风险，这有助于机构投资者在被调研公司建立完善的公司治理结构体系以及提升企业的公司治理能力水平等方面起到积极的作用。同时还可以为倡导与监督对上市公司的关注和加强对投资者之间的关系治理工作提供依据，为提升公司的信息披露工作的质量提供了一条新思路。

1.3 研究内容及研究框架

1.3.1 研究内容

根据写作内容，本文共六章，具体的内容安排如下：

第一章：绪论。本部分针对文章的研究发展背景与其意义、所涉及的研究内容与框架以及其文章创新重点等方面进行了阐述，是对本文的总结性提炼与概述。

第二章：文献综述。本章主要通过对国内外有关研究主题的分析进行了深入的综述和总结，寻找到一个全新的研究方向，并为下文的研究假设与实证分析提供参考。

第三章：确立理论基础，就机构投资者调研对股价崩盘风险的影响进行逻辑

演绎，并据此提出相应的假设。

第四章：研究设计。介绍了样本的选择及其变量的定义和计算方式，并针对假设，构建模型。

第五章：实证检验。本章主要展示了模型的回归结果，利用最小二次乘法验证了机构投资者调研对于股价发生崩盘风险的遏制作用，以及信息披露质量的中介效应。另外，本章又进一步探讨了管理层自利行为的中介作用，以及根据被调研企业的产权性质做了分析。

第六章：本章首先总结了本文的研究结论，并根据研究结论对如何降低股价崩盘风险提出了相关建议，为监管部门规范资本市场信息披露政策提供了参考意见，同时阐述了文章的不足之处和未来可进行深度探讨的研究方向。

1.3.2 研究框架

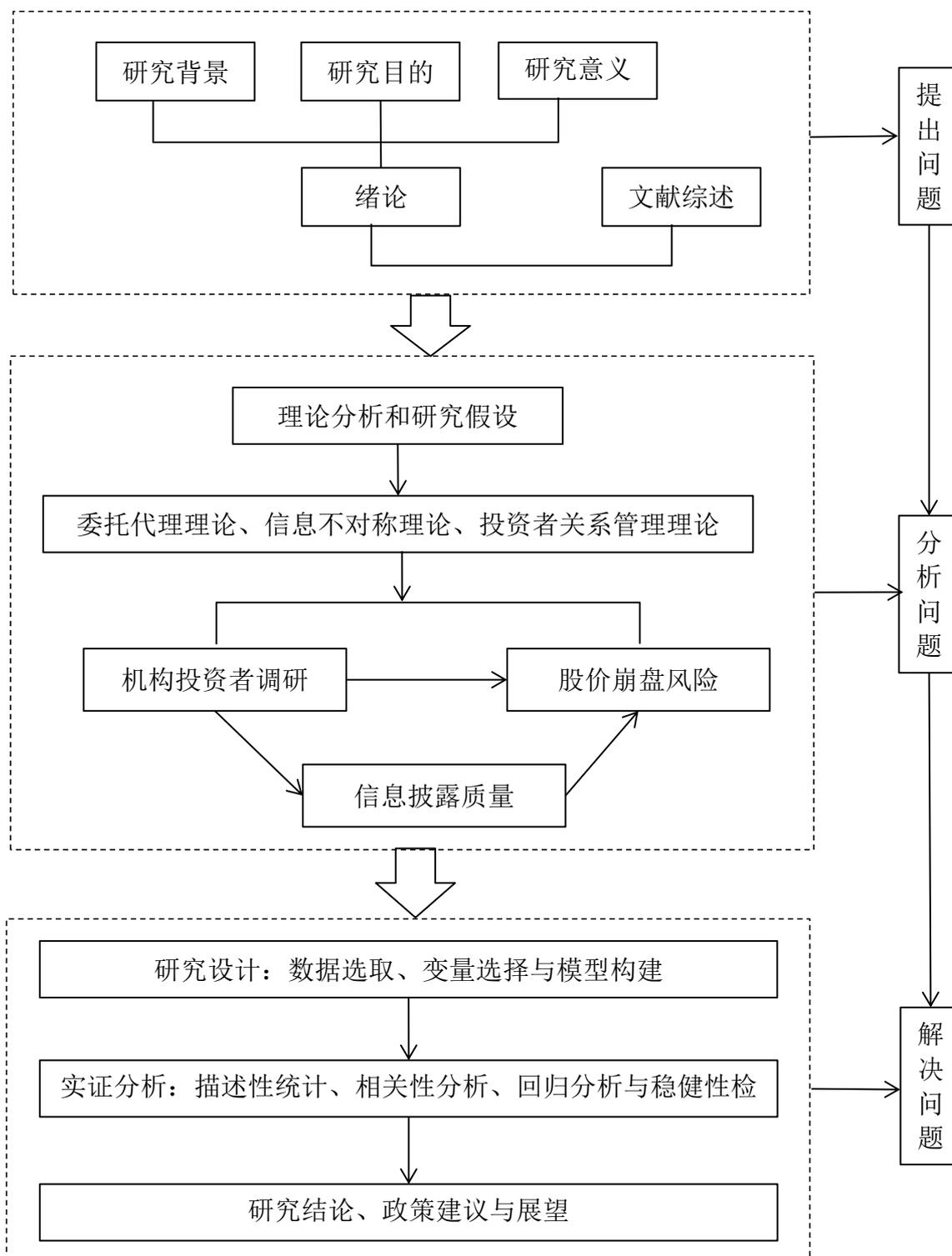


图 1.1 研究框架图

1.4 研究方法

（1）规范分析法

本文采用规范性研究的方法提出研究假设。通过文献梳理，提出了关于机构投资者的动态调研行为是否可能会通过改善信息披露的质量而进一步抑制股价崩盘风险发生的问题并进行了深入探讨。最后讨论三者之间的关系，提出本文的研究假设，最终获得研究结论。

（2）实证分析法

本文运用实证研究法验证研究假设。首先选取样本，并通过样本数据的筛选、变量的选取、多元回归模型的构建，具体而言，遵循的实证分析思路：变量选择→数据处理→描述统计→相关性分析→回归分析→稳健性检验。

1.5 研究的创新点

本文的创新之处体现在以下两个方面：

第一，研究视角的创新。相对于以往研究普遍采用的机构投资者简单的持股行为（曹丰等，2015）^[7]，本文采用的是机构投资者对上市公司进行调研这一动态的行为来衡量其主动了解公司信息、直接监督公司、介入公司治理的意愿更为准确和可靠，具有一定前瞻性。

第二，研究内容的创新。现有直接研究机构投资者的动态调研行为对被调研对象信息披露质量影响的成果不多，而对于机构投资者调研对股价崩盘风险影响的经验证据较少，并且鲜有学者将三者纳入一个框架讨论。本文在检验机构投资者的动态调研行为延伸到了被调研对象在资本市场中股价的表现，这可以为企业改善治理结构、管理层的自我约束、股价的稳定措施以及监管者的信息披露政策的制定提供一定的借鉴。

2 研究综述

2.1 股价崩盘风险的研究综述

2.1.1 股价崩盘风险的成因

从现有文献来看,关于股价崩盘风险成因的研究成果主要是市场层面和公司层面两方面。

(1) 市场层面的形成原因

二十世纪七八十年代,国外一些经济学者已经逐渐开始高度重视并从市场经济层面的分析股价大幅暴跌及其产生的根本原因。Black et al. (1976) 通过提出股票杠杆波动效应的假设模型,对股票市场层面的股价大幅度的波动甚至暴跌后的现象进行了系统阐述和分析解释^[8]。并且提出股价的下跌会导致企业融资成本的上升,进而使得企业面临更大的风险溢价,再加上投资者的理性预期,则会使股价面临更大的下跌风险而非上涨,从而导致股价崩盘风险的发生。该假说对为什么股价大多是下跌而不是上涨作出了科学的解释,但是对股票收益的不对等性以及股价下跌的传染性并未作出合理的解释。在此基础上,Pindyck et al. (1984) 通过提出了波动比率反馈的理论假说,从而解释了股价波动为什么呈现非对等性波动的原因,他认为,股价波动比率的上涨会引起投资者在预期中的风险溢价增大,而这种上升的风险溢价又会放大一些负面的信息对于股价所造成的损失产生影响,这会导致利好消息对股价产生的上涨效应会被负面消息所带来的下跌效应所稀释,由此则进一步导致股价的收益率呈负偏分布的不对称现象,极大地增加了股价崩盘风险发生的可能性^[9]。

(2) 公司层面的形成原因

由于早期市场层面的股价崩盘风险的成因无法解释同一资本市场中不同上市公司发生股价崩盘的可能性不同的原因。因此,之后的学者们打破了早期的理论框架,开始研究整体股票市场平稳健康运行的前提下,公司层面的个股股价暴跌的现象。Jin & Myers (2006) 的“信息隐藏假说”,认为即管理者隐匿消息的行为导致公司对外披露的信息透明度降低,但是当负面消息累积到公司所能承载

的最大范围后，负面信息会在资本市场迅速蔓延，导致股价急剧下跌最终产生崩盘^[10]。Hutton et al. (2009) 在此基础上，选择公司的可操纵的应计利润作为公司信息透明度的度量变量，通过对美国资本市场相关数据进行研究，结果表明，外部投资者与上市公司之间的信息不对称导致的持股人的大量抛售行为是造成股价大幅波动的最主要原因。也就是说，管理层的不作为或者机会主义自利行为会导致公司信息透明度的下降，会进一步加剧股价的不稳定^[11]。这一研究结果和 Jin & Myers 的“信息隐藏假说”的结果一致。此后，学者们普遍接受了这一假说，认为管理层的不当信息隐瞒行为导致的股价信息含量低以及信息透明度低导致的外部利益相关者无法及时了解公司的真实业绩情况形成的股价泡沫，是导致公司股价不稳定以及可能崩盘的主要原因。

2.1.2 影响股价崩盘风险的因素

(1) 公司内部因素

管理层行为及特征。管理层的性别、年龄、相关背景特征以及减持行为等都会对其在公司日常经营和管理中的决策行为产生影响。李小荣等 (2012) 认为女性高管相比男性高管具有更高的道德标准以及谨慎、保守的性格使得代理成本更低，更强调团结沟通使得信息透明度更高，更倾向于风险规避而较少作出激进决策，因此女性 CEO 可以显著抑制公司股价崩盘风险^[12]。根据高层梯队理论 (Hambrick & Mason, 1984) 表明管理层的背景特征等会对公司的经营业绩以及战略规划等都产生一定的影响^[13]。在此理论基础上，Kothari et al. (2009) 的研究表明，公司管理层对增加薪酬、职位晋升、商业帝国的构建以及增加闲暇时间等自身利益的考虑，会使得他们在披露相关信息的时候，也会有一定的倾向性，即会优先披露利好消息，而会延迟甚至不披露负面消息，进而加大了未来股价崩盘的可能性^[14]。Kim & Zhang (2011) 认为管理层会出于对自身利益最大化的考虑，比如，为使自己所持股权价值最大化，他们会选择隐瞒部分负面消息，这导致公司未来股价波动较大^[15]。Kim 等 (2016) 研究表明，管理层过度自信的严重程度相对越高，公司未来几年股价持续下跌或股市崩盘的巨大风险就可能越大。这主要是因为过度自信的管理层存在低估投资项目的运营成本而高估投资项目的预期收益的问题，他们也常常会选择掩饰自己观察到的不利于企业发展的负面

反馈，导致净现值为负的投资项目的影晌时间持续存在直到被集中释放到市场中，从而导致产生股价崩盘^[6]。Andreou（2017）研究发现当公司的管理层是中国共产党成员可以显著降低公司股价崩盘风险^[6]。郑建明等（2018）通过研究分析发现，CEO的学历水平越高，就能够有效地缓解盈余管理质量给公司股价波动带来的负向影响，这主要是因为高学历的CEO，更能理解不当的盈余管理行为给公司带来的负面效应远远大于其带来的短暂利润，甚至可能会导致企业破产和强制退市等严重后果，采取不恰当手段进行的盈余管理会降低企业的盈余管理质量，进而可能会导致未来股价崩盘。此外，进一步的研究表明拥有海外留学和工作背景的CEO，他们会更注重企业创新以及企业长久战略目标的实现^[7]。蒋德权等（2018）研究发现，公司财务管理总监的主要地位等级越高，股价未来出现大幅崩盘的主要风险就越低，原因是拥有更多权力的财务总监不仅能够通过监督公司决策行为来减少坏消息的产生，而且能够通过提高财务报表质量来减少坏消息的隐瞒^[8]。曹雅楠等（2020）研究发现拥有从军经历的高管会进一步稳定股价，因为拥有从军经历的高管，其道德水准更高，会更加积极履行社会责任，重视公司声誉，从而减少自己的不当信息操纵行为。此外，也有学者发现高管的减持行为也会对股价崩盘发生产生影响^[9]，易志高等（2019）认为高管减持行为越集中，公司股价崩盘风险越大，主要是因为高管的减持行为会给市场传递出一种公司经营不稳定的负面信息，会对投资者产生负面预期，这不利于股价的稳定^[20]。

股权特征。合理的股权结构对公司长期的经营发展具有监督作用。谢德仁等（2016）发现，当股票价格与控股股东的利益更加相关的时候，控股股东会更加努力地去争取降低股价崩盘的巨大风险。他们发现进行股权质押以后的主要公司控股人和股东，为了避免股价下跌造成其财富的大量损失或失去其对公司的控制权，控股股东将更加努力地发挥自己的影响力以降低股价崩盘风险^[21]。但是也有一些专家学者观点得出了完全相反的观点，认为相对于控股主体股东未及时进行对持有股权全额质押的公司，控股主体股东及时进行对其持有股权全额质押的公司股价不稳定性更高（夏常源等，2019）^[22]。还有学者研究控股股东控制权的大小对股价崩盘风险的影响。姜付秀等（2018）通过研究分析发现多个大股东都可以有效地监督控制股东的机会主义行为，减少他们对负面信息的隐瞒以及延迟披露的行为，从而有效抑制了未来市场股价下跌或崩盘的风险^[23]。除了大股东以外，

独立董事等也可以加强对高级管理层的监督。独立董事对公司的监督能够降低高级管理层谋取私利的可能，并通过影响公司决策减少坏消息的产生与隐瞒，从而降低股价崩盘风险（梁权熙等，2016）^[24]。

内部控制信息披露。完善的内部控制信息披露机制体现了较高质量的内部治理水平，有利于信息环境的改善，使得公司管理层的举动可以很快反应到股票市场中去，提升投资者的投资预期。叶康涛等（2015）的研究表明，高质量的企业内控信息披露机制会对管理层的不当自利行为形成监督，进而抑制股价的大幅波动^[25]。宫义飞（2020）通过实证分析研究发现，内部管理机制如果出现了缺陷，公司将面临的股价崩盘风险较大，因为如果出现了缺陷的内部管理机制，将会大大降低整个公司运营的效率，并且可能会纵容管理层不当的盈余管理行为^[26]。郝东洋等（2020）发现CEO任期在刚开始会抑制股价波动，但是随着其任期时间越长，反而会加剧股价的波动，即两者之间呈U型关系，因为CEO任期越长，越可能会作出损害企业发展的不当行为，如投资不足以及投资过度导致的企业错过最佳投资时机或者现金储存成本太高，进而使得企业负面消息居多^[27]。会计稳健性作为提高企业信息披露工作质量的重要参照和标准，一般而言，高质量的企业会计稳健性将会降低了管理层进行盈余操纵和延迟披露负面消息的概率，进而降低了公司股价出现崩盘事件发生的概率和可能性（王冲等，2013）^[28]。此外，也有部分学者研究发现企业是否披露社会责任信息也会影响股价稳定性，管理层不及时披露企业社会责任的相关信息很可能会导致投资者信心的下降，进而可能导致股价急剧下跌（权小锋等，2015）^[1]。

（2）公司外部因素

机构投资者方面。机构投资者作为上市公司不可或缺的监督股东，会对公司内部管理层的自利行为有一定的约束作用。曹丰等（2015）通过研究发现，认为在我国机构投资者与管理层合谋所获得的利益远远大于他们作为外部监督者积极参与公司治理所得到的收益，这就会导致他们对公司管理层的监督动机相对较弱，再加上有些心思不纯的机构性投资者往往会与公司管理层之间进行合谋套利与内幕交易，而不是在市场中积极地发挥自己作为外部治理者的监管作用^[7]。许年行等（2013）研究表明机构投资者的“羊群行为”体现了投资者的不理性投资行为，这会导致信息透明度的进一步减弱，会导致出现投资者的大量抛售行为对

股价造成的巨大冲击，这为未来股价的大幅波动埋下了隐患^[29]。但也有学者的观点与此相反，高昊宇等（2017）研究认为机构投资者具有资金优势，为了获取更多特质信息，可以通过提高持股比例增大话语权，参与企业监管，积极发挥监督作用，会降低所持股公司股价发生大幅波动的概率^[30]。

审计收费。审计方作为独立的第三方，审计收费可以从侧面反映出公司所披露信息真实性的高低，审计师往往会对信息披露不合格或者披露质量低的审计对象收取更高的审计费用，并且审计师在审计结束之后所出具的审计报告可以为外部投资者提供更客观的参考信息。万东灿（2015）研究表明，越高的审计费用可以对股价的暴跌起到抑制作用，因为较高的审计费用为审计师进行更多等全面的调查活动提供了足够的经济支持，在一定程度上确保了审计质量的提高，从而使其出具的审计报告更客观真实，进而提高外部治理质量和股价信息含量^[31]。审计师的行业专长也会影响股价崩盘风险（熊家财，2015）^[32]，此外，独立审计也被认为可以起到外部的监督和指导作用，对于股价大幅波动产生影响（田昆儒等，2015）^[33]。

证券分析师。证券分析师出具的分析报告是投资者获取更多信息的重要来源，同时，证券分析师为了向投资者提供更加科学、真实以及全面的信息，也会对公司管理层不作为或者其他阻碍企业发展的不利行为进行及时的监督。An et al.（2013）认为，分析师会出于对自身决策以及所获取的信息真实性的考虑，一方面会积极行使自己作为外部监督者的监督作用；另一方面，也会积极解读改善公开发布的信息，增强其信息解读能力^[34]。但是一些证券分析师出于对自身业绩和市场压力的考虑，为了能够吸引到更多的投资者购买该公司的股票，会存在一定的乐观投资偏差，这样就会直接导致公司的股价远远偏离其内在的价值，形成较大的股价泡沫，为未来股价崩盘埋下了一定的隐患（许年行等，2012）^[35]。同时，分析师推荐评级越高，说明分析师非常看好该公司，向市场传递一种公司经营稳定以及发展前景好的消息，但这会导致投资者更高的期望值，进而使得公司面临的违约风险大，股价暴跌的可能性大幅增加（张丹妮，2020）^[36]。

媒体报道。在新闻媒体发达的今天，媒体报道作为第三方监督，可以通过曝光公司潜在的负面消息，来倒逼企业改善治理水平。罗进辉等（2014）认为媒体对公司违规行为和隐藏的坏消息的曝光，减少因为投资者的大量抛售而造成的股

价大幅波动，缩小了公司管理层隐藏“坏消息”的空间，并对公司股东和管理层的不作为造成一定的舆论压力，减少他们的不作为^[37]。但也有时，机构投资者会为了进行断线炒作，而选择用媒体报道制造信息噪音，进而对市场导向产生不利的影 响，获取一定的股票超额收益，但是，这种投机行为会增加其出售股票后股价下跌的可能性（逯东等，2016）^[38]。

制度政策。国家相关制度与政策的出台很可能会对管理层隐藏或者延迟披露负面消息的行为产生影响。王化成等（2014）认为，高质量的投资者保护水平，会压缩企业管理层实施粉饰业绩这种不当行为的空间，减少违法违规操作，有利于股价的稳定^[39]。Zhang 等（2017）的研究分析结果表明，投资者个人权益风险保护管理体系越健全完善，企业的经营管理层对其实施私人自利投资行为的可能空间就可能会越小，治理规范程度和服务水平也就越高，股价持续下跌甚至崩盘的风险就可能会越低^[40]。Callen & Fang（2017）以投资公司是否具有宗教笃信度作为一个主要衡量风险的指标，发现投资公司的总部地址位于或者设立在具有宗教信仰笃信程度较高的地区和国家，其公司股价的持续崩盘下跌风险明显要远低于公司总部地址位于或者设立在具有宗教信仰笃信严重程度较低的地区和国家。究其原因，他们普遍认为虽然宗教信仰制约了许多股票市场经营者的“自利”投资行为，在一定很大程度上却也减少了股价出现崩盘的可能性^[41]。此外，Ni 等（2016）^[42]、Bhargava（2017）等^[43]、李梦雨等（2019）^[44]和江轩宇（2013）^[45]分别深入地分析研究了卖空的基本机制、收购保护、市场操纵和税收征管对于股价持续下跌导致的股市崩盘的直接影 响和作用，为进一步深刻认识和正确理解导致股价崩盘风险的主要基本影响因素和基本机制关系提供了正确的理论思路。

2.1.3 股价崩盘风险的后果

目前关于股价崩盘风险的后果研究主要包括收入差距、现金调整、投资水平、资本成本、股份回购决策、CEO 更换的可能性和审计调整等多角度。杨棉之等（2015）研究结果表明权益资本受到企业股价崩盘风险的正向影响，而债务资本却不受影响^[46]。而胡松明等（2019）则认为，股价的未来波动不确定性的上升将会同时导致公司的权益性资本成本和债务资本成本的增加^[47]。宋光辉等（2018）通过对 29 个省份宏观数据的研究发现，股价崩盘风险越大，收入差距越大^[48]。

白旻等（2018）发现企业股价越有可能发生暴跌，企业的现金调整速度越快^[49]。股价暴跌可能性的大小同时也会对企业投资水平（付璠洁等，2020）^[50]以及审计师向下的审计调整（李伟等，2020）^[51]产生影响，长期来看，股价崩盘风险与投资水平会呈倒 U 型关系；与审计师向下的审计调整正向关。严丹良（2020）发现，股价崩盘风险越高，可能越会引发企业面临财务困境，面临的融资约束更严重，为了维持股价的稳定，管理层越会通过宣告股份回购计划向外界传递公司“正常经营”的利好消息^[52]。此外，还有学者的研究显示股价崩盘风险还会对企业的财务杠杆率调整速度（Zhe An, etc. 2015）^[53]以及 CEO 更换的可能性等产生影响（秦璇等，2019）^[54]。

2.2 机构投资者调研的研究综述

2.2.1 制度背景

在当前我国的资本市场中，高质量的投资者关系管理是保障投资者利益的一个重要手段。近年来，越来越多利益相关者逐渐认识到机构投资者的重要性，证监会也开始将投资者关系管理工作质量的高低作为评价企业的一项指标强制引入（权小锋等，2016）^[55]。这不仅能够促进我国上市公司严格地按照政策相关信息来披露公司治理相应的信息，同时也充分体现了机构投资者们自身参与公司治理的主动积极性。近年来，机构投资者积极开展对上市公司的市场调研活动，以建立和规范对上市公司投资者关系的监督管理，促进上市公司内部治理体系结构改善，进一步推动资本市场的健康有序地发展。为此，2003 年《上市公司投资者关系管理指引》文件中，对具体的调研活动做了进一步的划分。为了更进一步地完善对投资者之间关系的监督管理制度，2011 年，“互动易”平台的推出，进一步完善了调研信息披露制度。《投资者关系活动记录表》中对于调研过程中提出的具体的问题、参与调研单位和相关负责人员、投资者活动类别、被调研对象的负责接待人员、调研行为的活动地点及时间和被调研对象的回复内容及方式等主要内容做了详细的记录。

机构投资者的调研活动不仅能为自身获取私有信息，还有利于降低信息不对称，促进市场信息质量的提升，随着政策鼓励以及自身对高质量信息的追求，机

构投资者调研的积极性也在持续增长。从图 2.1 可以看出，2013-2018 年间机构投资者对调研的次数呈直线增长的趋势，在 2016 年达到了 72798 次的高峰，这可能是因为 2015 年牛市的出现导致的投资者热情空前高涨，所以，机构投资者展开了更多次的调研，以获取更多有关信息。

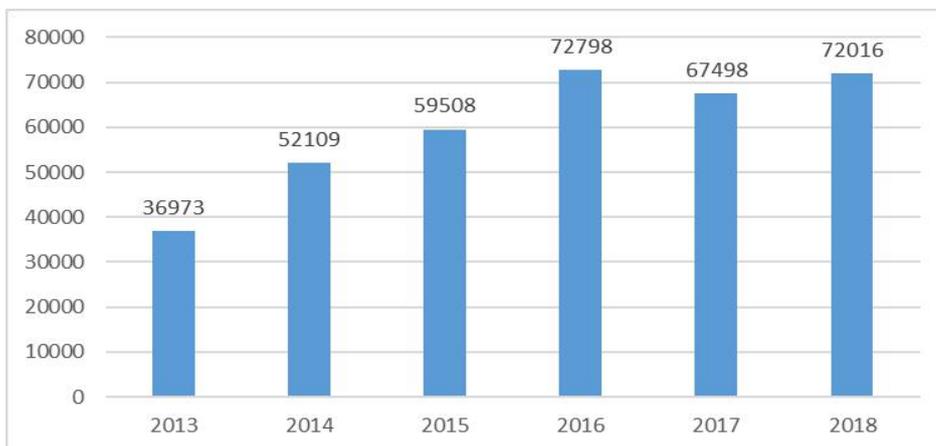


图 2.1 2013-2018 年机构投资者调研总次数

数据来源：东方财富网 Choice 数据库

表 2.1 显示，从参与调研的机构投资者的类型来看，证券公司、基金公司、私募公司最为活跃，2018 年，三类机构投资者调研次数分别为 18841 次、13168 次和 10698 次，合计达到了全年调研频次的 59.3%。证券公司作为向市场上的投资者传递消息的中介机构，需要通过更多的调研来获取更多更有效的信息，传递给市场中的散户投资者以帮助他们做出更理性的决策，所以，证券公司的调研次数相对其他机构是最多的。银行以及财务公司的调研次数相对较少，表明这两类机构作为服务类机构，获取信息满足的大多是自身的需求，更多关注的是上市公司公开披露的信息数量的多少以及公开披露信息质量的高低，而对于非公开信息的需求不是很强烈，所以，未来调研机构中可以多增加这两类机构，进一步增加所获取信息的多样性与分析数据的科学性和准确性，进一步提高调研信息的利用程度。同时，从增长趋势来看，私募公司、保险公司以及信托公司的调研次数增长也较快，表明这些机构也在努力获取更多有助于自己决策的信息，提高自身的决策效率。

表 2.1 2013-2018 年各机构投资者调研频次情况：按机构类型

	证券	基金	私募	财务	银行	保险	信托	资管	其他
2013	14435	11379	4328	59	171	686	249	2509	3157
2014	18172	14999	7488	73	302	1135	396	4610	4934
2015	15332	14179	8974	78	400	1207	426	6435	12477
2016	18897	14045	11530	102	674	1481	801	8455	16813
2017	19502	12190	10318	62	580	1529	820	7957	14540
2018	18841	13168	10698	60	621	1577	643	8993	17415

数据来源：东方财富网 Choice 数据库

2.2.2 影响机构投资者调研的因素

目前关于机构投资者调研影响因素的研究主要集中在被调研对象的信息披露质量、内部治理、公司规模、异常审计费用以及盈利状况等方面。在信息披露质量方面，Kim & Shi（2012）认为被调研对象的投资信息公开披露服务质量指数越高，越会引起机构投资者的关注^[56]。内部治理方面，董事会的成员规模与对公司管理层的内部薪酬待遇激励都能够有效地帮助提高上市公司的内部信息公开披露的服务质量，进而影响到机构投资者调研对象的选择（徐鑫等，2016）^[57]。在公司规模方面，王宇超等（2012）研究表明，相较于规模小、回报及盈余系数小以及披露信息量少的企业，分析师更愿意选择公司规模大、投资者关系处理的较好的上市公司作为自己的调研对象^[58]。孔东民等（2015）通过实证检验，显示被访问对象的规模越大、市场价值越高，其被访问与调研的概率也越高^[59]。在异常审计费用方面，异常审计费用低所代表的也就是一个低质量的财务分析报告，大大减少了企业实现盈利的最大可能性和持久期，更容易引起分析师的关注（高瑜彬等，2017）^[60]。在公司盈利方面，Cheng et al.（2016）通过研究发现投资者的调研具有明显的倾向性，相比其他公司，他们更愿意选择业绩好、市场占有率更高和公司所在地经济基础好的企业作为自己的调研对象^[61]。徐媛媛等（2015）也对分析师跟踪的原因进行了研究，结果显示公司的盈利能力越高，越容易引起利息相关者的关注^[62]。宋玉等（2017）通过对手工整理的深交所上市公司的调研数据进行研究，上市公司的财务信息公开披露数据质量越高，代表了公司拥有更好的发展前景，也越容易受到机构投资者的关注^[63]。

2.2.3 机构投资者调研对经济活动的影响

目前关于机构投资者调研对经济活动的影响包括信息披露质量、盈余管理、公司避税、创新、内部控制有效性和大股东掏空行为等角度。

在信息披露质量方面，谭劲松等（2016）认为，机构投资者通过调研，一方面可以获取更多信息，也代表了其积极参与公司治理的决心和具体作为，以及其积极履行监督职责的能力得到了体现，提升了被调研公司的治理能力和服务水平；另一方面，机构投资者调研活动结束后，按照监管部门的要求所出具的调研报告也会倒逼管理者努力促进信息环境的改善^[64]。实地调研在所有的调研方式中对被调研企业信息披露的治理作用更为显著，且这种关系在调研机构为券商与基金时更显著。李昊洋（2018）研究发现，投资者调研活动可以有效促进被调研企业及时发布盈余预测报告与年报，并且能够有效提高被调研企业的盈余质量与持续性，进而促进资本市场信息效率的提升^[65]。Qiang Cheng&Fei Du（2016）通过对深交所上市公司调研数据的分析发现，调研机构往往能挖掘到更多更深入的关于被调研公司的信息，其中关于未来收益的有效信息最显著^[66]。盈余管理方面，王珊（2017）的研究结果表明，机构投资者调研通过调研所获取的关于被调研企业生产经营状况、管理风格等详细信息，为投资者多方面了解企业提供了机会和平台，使得企业的盈余管理行为面临更多方面的监督^[67]。公司避税方面，李昊洋等（2018）的研究结果表明，机构投资者对企业的调研活动越多，被调研企业的避税活动越少，而且，被调研企业的信息披露质量在其中起到了部分中介作用。因为机构投资者调研通过调研所获取的内部信息会传递到市场的投资者，这会促使他们加紧对公司的关注，使得企业管理层通过避税行为攫取私利的行为面临较大的监管压力^[68]。企业创新方面，杨鸣京等（2018）的研究表明，被相关机构投资者和参与调研的机构家数越多，代表了投资者越是更加关注被调研的企业，在一定意义上可以有效缓解被调研企业的技术与融资压力，为企业继续进行更多的科学技术研发服务活动提供了资金保障，进而使得创新绩效越高^[69]。内部控制有效性方面，杨侠等（2020）的研究结果表明，参与调研的机构投资者数量越多，被调研公司的内部控制有效性越高^[70]。大股东掏空行为方面，大股东掏空行为方面，杨侠等（2020）通过对实证研究可以发现被调研公司投资者的调研可以通过改善被调研公司的信息环境以及约束管理层与其他股东之间合谋自利的行为，积

极发挥了外部监督作用,促进了被调研对象信息环境的改善以及管理层自利行为的减少,进而有效抑制控股股东的掏空行为^[71]。

2.3 信息披露质量的研究综述

2.3.1 信息披露质量的度量

目前关于信息披露质量的度量方法包括以下三种:

(1) 采用权威机构的评价结果

2008年,我国深交所正式公布的文件《上市公司信息披露考核办法》,从六个主要维度明确了考核上市公司全年信息披露工作质量的标准,考核的具体结果按照由高从中到低分别依次划分优秀、良好、合格、不合格四个考核层次(从2011年5月开始,考核的具体结果依次简化为A、B、C、D四个层次,信息披露考核质量由A到D依次逐步下降)。国内不少专家和学者通过深交所的数据分析考评结果来度量其信息公开披露的质量,高凤莲等(2015)^[72]、谭劲松等(2016)^[64]、李英利等(2019)^[73]等,具体的操作原理就是对数据分析考评的结果A、B、C、D分别赋值为4、3、2、1。因为深交所对上市公司进行的全年跟踪,使得这种方法得到的评价结果更加全面客观。

(2) 学者自建的信息披露质量评价体系

崔学刚(2004)在41条关于自愿性披露信息条目的基础上,分别按其标准进行打分,最后将其所得的分值进行汇总,核算出来的结果即为该公司信息披露指数^[74]。马忠等(2007)以家族所有权和控股的上市企业为样本,从终极控制者的角度建立了一种收益分析的模型,用于度量信息披露的成本^[75]。

(3) 信息披露质量的替代变量

也有部分学者选择了某些能反映公司信息环境好坏的指标作为信息披露质量的替代变量。Bhattacharya等(2003)^[76]、周晓苏等(2013)^[77]以及李晓慧等(2015)^[78]将信息披露质量定义为公司对外公开披露的信息对企业真实经营状况的反映程度,并提出收益激进度、损失规避度和收益平滑度衡量信息披露质量。此外,还有学者采用分析师的跟踪数量、审计事务所的选择与审计费用的高低等作为信息披露质量的代理变量(吴育辉等,2017)^[79]。

2.3.2 影响信息披露质量的因素

上市公司信息披露质量低的原因主要是内部激励等治理结构与外部监督等治理机制的不完善。由此，信息披露质量影响因素的相关文献可以分为两类：第一，从改善内部激励等治理结构角度研究信息披露质量的文献；第二，从改善外部监督等治理机制角度研究信息披露质量的文献。

（1）公司内部治理结构

对于公司内部治理相关研究主要集中在公司的股权结构、企业盈利能力和资产负债能力、董事会规模和组织结构以及两职合一等多个方面，这些方面共同影响着公司与其他行业之间的代理利益冲突，并对行业中管理人员的信息披露战略及其他行业中所揭示的信息质量产生影响。股权结构方面，一方面，股权集中度越高，表示大股东受到的制约越少，这会导致他们越有可能和动机侵害中小股东的利益；另一方面，这也可能会使大股东可能会无视自己所应承担的监督职务，反而会追求自身利益的最大化，进而滥用管理权、操纵资本利润。所以为了隐藏自己违法违规的自利行为就会通过信息操纵导致披露质量的降低（Fan&Wong, 2002）^[80]。Antonio（2014）认为股权制衡度越高，股东之间处于分权而立的状态，可以很好起到监督作用，越有利于减少控股股东对业绩信息的粉饰行为，进而使得可以大幅度地提升其对外的信息披露质量^[81]。公司盈利能力和负债能力方面，Gentzkow（2016）通过实证分析结果表明，企业的盈利能力将促使其信息披露服务质量的改善和提高^[82]，因为盈利能力越强的公司，为了展示其企业自身优势、向市场传递一些利好消息以及股价上涨等目标，信息披露的意向就越高（Allegrini, 2013）^[83]。但是王斌等（2008）的研究结果表明，上市公司的信息公开披露服务质量和独董董事比例、股权资金集中管理程度之间没有明显的相关性^[84]。董事会规模和结构方面，Fama & Jensen（1983）认为董事会规模的扩大不仅不能够提高其监督管理的能力，反而会导致机构臃肿，不利于决策效率的提升，由此导致公司监管水平的降低，扩大了管理层信息操纵的空间，导致信息披露质量的降低^[85]。因为如果若公司董事会规模太大，相关人员之间的利益冲突就可能会增加，所以，为了能够保证公司董事会稳定运作，往往会选择牺牲一些外在参与者的权益，在公司内部信息审批中通过一定的手段，对财务报表进行粉饰，从而直接导致信息披露工作质量的降低。同时，何平林等（2009）认为董事的海外

背景也同样会对公司内部治理和信息披露的质量产生显著的正向影响,并且内部治理和信用考核评估机构能够通过使用内部治理和信用披露的数据来提高内部治理和信用披露的质量和考核的准确性和可信度^[86]。

(2) 公司外部监督

除了建立完善的公司内部控制机制之外,还可以充分利用一些外部控制力量来抑制管理层的自利动机,如产品市场竞争、外部审计以及法律制度等因素。产品市场竞争方面, Schmidt (1997)^[87]、Giroud&Mueller (2010)^[88]和任宏达等 (2019)^[89]的研究表明市场竞争的程度会促进信息环境的改善进而提高信息披露质量,因为激烈的产品市场竞争会使公司和管理层感受到巨大的外部压力,进一步重视对企业的管理,进而加大对信息披露质量的关注,以提升自己在市场中的竞争力。与前述观点相反, La Porta (2013) 基于巴西制造业上市公司的研究表明产品市场竞争与信息披露质量负相关,他认为处于高度竞争的行业中,企业会倾向于选择较少的披露会计信息^[90]。媒体监督方面, Bushee (2010) 的实证结果证明,当上市公司的公告获得更多媒体的公开报道时,可以降低关于盈利公告的买卖差价导致的信息不对称,促使信息披露质量的提高^[91]。陈红等 (2014) 在“大数据”的背景下深入探讨了新闻媒体的影响以及公司治理效果,发现新闻媒体的报道可以有助于提高信息披露的质量^[92]。孙蕾 (2017) 认为媒体监督对公司信息披露质量有正向的提升作用,并且这种正向关系在不同制度的环境下是不同的^[93]。外部审计方面,代彬等 (2011) 研究发现外部审计质量与信息披露质量正相关,揭示了独立审计在外部治理中确实起到了有效的监督作用^[94]。同时, Hales (2018) 认为,如果国家对于投资者的保护程度越好,那么该国企业的信息披露会有越好的质量^[95]。

2.4 文献述评

从以上的研究文献梳理中,我们可以总结出以下三点:

第一,对于股价崩盘风险主要影响因素的研究虽然已经非常广泛与深入,但从机构投资者调研的角度来看,关于股价崩盘风险主要影响因素的相关文献仍然相对较少。

第二，部分学者研究机构投资者调研经济后果。如盈余管理、公司避税、创新、信息披露质量、内部控制有效性和大股东掏空行为等方面。但是鲜少有学者将机构投资者调研与上市公司在资本市场中股价的表现联系起来，探索其对上市公司政策制定到实现经营目标过程的影响。

第三，对信息披露质量的研究由来已久，主要包括度量方式和影响因素两个方面，目前，信息披露质量的度量方式缺乏统一明确的标准，同时，也少有研究将信息披露质量作为某个关系的一个中介变量来进一步探讨其影响因素和对经济活动的影响。

基于以上文献的回顾，提出本文研究的可行性：

第一，机构投资者以其技术和资金优势所获取的关于上市公司更全面深入的信息将会对公司未来股价产生怎样的影响，目前鲜有文献探究。

第二，目前关于机构投资者调研对股价崩盘的影响路径与作用机理，学术界尚未有定论。通过对相关文献进行梳理，考虑到机构投资者能够通过市场调研来了解被调研对象的经营情况，获得更多具有特质性的信息，减少了大股东和企业管理人员的利己行为，在一定程度上有效缓解了内部委托和代理的问题，提升了信息披露的质量。因此，本文从这一角度展开了进一步的研究。

3 理论基础和研究假设

3.1 概念界定

3.1.1 股价崩盘风险

股价崩盘风险的具体表现主要有两种：一是整体股票市场泡沫的突然破裂；二是正常股价市场的个股证券市场价格大幅度下跌，在很短时间内下降了一个巨大的幅度。当一段时间内现有投资者全部被套牢，又没有新投资者入场时，资金出现套牢，现有投资者只能通过“割肉”来止损。如果投资者不想购进该公司的股票，这就会导致产生一个恶性循环，使得股价持续下跌进而引发崩盘。导致股票市场泡沫的突然破裂有许多直接原因，但至少必须满足以下条件之一：一个国家的宏观经济基础严重恶化，该国上市公司的经营运作变得极度困难；“低效”融资和“低效”经济导致的投机盛行；泡沫管理大规模发生，股价被高估，证券市场的投资者出现心理恐慌，无法正常运行。正常股价市场的个股证券市场价格大幅度下跌引发的崩盘主要是上市公司自身的不当行为导致的，如高层管理人员的违规行为导致的股价波动幅度较大、企业社会责任的缺失导致的企业丧失社会信用等，进而使得投资者面临的投资环境变差，投资信心受损，出现的大量为了止损而抛售的行为。因此，监管部门应当进一步完善信息管理机制，加强披露，防止出现“股价泡沫”；同时上市公司自身还应该积极健全管理体系，努力加强对大股东以及管理层的高度监督，防止他们的不当行为引发股价大幅持续暴跌。

3.1.2 机构投资者调研

机构投资者的调研行为体现了其追求高质量信息的决心，是一种重要的公司数据收集和整理分析的有效渠道。具体是指机构投资者充分利用其充沛的资金实力、广阔的数据整理渠道以及有效专业的数据分析程序，在此基础上，组织相应的有经验、有技术的调研人员通过与被调研对象的交流，主要方式体现为观察、询问、面谈等，针对公司目前发生的一些重大事件以及外界投资者最关注的难题进行询问和了解，以便及时准确获取第一手信息。在这一过程中，调研方可以就被调研对象重大交易事项等做进一步的了解，并且有机会可以现场参观被调研对象的项目进展情况、公司日常存货状况以及技术研发进度等。相对于从上市公司

公告和媒体报道中获取信息，调研因其参与主体的自主性、参与方式的特殊性以及获取信息的及时有效性，使得投资者更青睐通过这种方式获取到的信息。通过与被调研对象管理层以及一线员工的交流，调研方可以对被调研对象的库存产品、投资项目的运营情况以及客户资源等有一个清晰的认知，更容易理解管理层所做出的战略决策的用意和目的，这是对公开信息以外的有效补充。随着交通的发达、科技的便利和经济业务的复杂，分析师和机构投资者对上市公司采用调研方式的现象越来越普遍。

3.1.3 信息披露质量

信息披露是指上市公司依据相关政策规定，依法向股东以及外界市场投资者及时公开公司经营、财务以及其他与之决策相关的信息的一种报告方式。以便更好接受其监督。信息披露质量的高低反应了公司管理层信息披露的意愿、内部控制运行的有效性以及高管决策的有效性和针对性，同时，这也是外部市场进行资源配置的重要参照标准。较高的披露质量体现了管理层的诚实经营以及披露信息意愿相对较好、内部控制机制的健全合规以及运行有效。而较低的披露质量则反映了公司治理运行机制的不健全不完善以及职业经理人的职业操守的缺失。信息披露质量是反映信息披露内容是否与市场投资者需求和相关监管部门的要求是否相吻合的综合表现。上市公司信息披露质量包含两方面内容，一是披露内容的合法性、准确性、真实性；二是披露行为方式的及时性以及有效性。

3.2 理论基础

3.2.1 信息不对称理论

“信息不对称”理论，主要是指在同一市场中，不同的参与者由于认知水平、职业背景、资源差异等导致他们在面对同一交易时拥有和掌握的公开信息不相同，进而致使他们面临的收益和风险也不同。拥有信息优势的交易方会尽可能利用自己所掌握的特有信息进行自利行为，导致信息劣势方面临的风险更大，收益和风险更加不对等。信息是决策的基础，交易方所做出的决策质量是不会高于他所掌握的信息的质量的。为了解决信息不对称所导致的风险和收益不对称的问题，需要更为及时有效的监督体系和更为健全的信息披露机制。其实，信息不对

称的现象无处不在，在资本市场中，特别是那些经营管理机制和监督机制不健全的上市公司资本市场，上市公司的高管及其他一些可以直接掌握公司信息优势的利益相关方，他们往往更加了解和熟悉公司的生产运营、财务等各个有关公司价值的各个方面，使得他们能够拥有高质量和更加全面客观的资料，相比之下，投资者则是处于一种信息上的劣势，这可能会导致他们误判形势，做出错误的决策和判断，因为投资者所掌握的信息往往是片面、低质量的。

由于信息不对称的存在，所以管理层往往对公司现金流、偿债能力、项目风险等信息了解得更清楚，再加上外部投资者资金以及信息分析能力有限。这导致外部投资者处于信息劣势的地位。同时，管理层处于对自己职位的晋升、薪资待遇、闲暇时间以及商业帝国等诸多方面因素的考虑，往往会选择推迟公司信息披露或隐瞒自己公司负面消息，这样就会进一步严重加剧了这二者之间的信息不对称，导致了信息披露工作质量的大幅度降低。随着公司的持续经营，积累的负面消息最终会被投资者获知，当负面消息集中瞬间传递到市场中则会导致股价的大跌（Bleck & Liu, 2007）^[96]。信息不对称的存在则为机构投资者对被调研公司实施调研行为提供了可能，对于被调研公司的实际经营状况掌握的更加准确，在介入公司治理时能提出更切合公司实际的政策建议。

3.2.2 委托代理理论

委托代理理论主要是指公司制下，拥有股本资金以及承担财务风险的主体和负责公司日常经营管理的主体并非同一主体，由此出现的所有权和经营权的分离，但是，代理人可能有较强的动机为最大限度追求个人收益而做出不利于委托人的决策行为。这就是我们平常所说的第一类委托代理问题，所以为了激励企业代理人为所有者的利益进行服务，对于企业所有者来说，制定良好的薪酬契约是其非常重要也必须解决的一个问题。委托代理理论构建有两个前提条件，一方面，随着社会生产力水平发展和科技技术不断提高，企业所有者面对日益复杂的经营管理难免觉得力不从心，所以职业经理人出于自身能力的局限性和为适应企业发展的需要，会让渡公司经营权；另一方面，资源掌握程度、个体认知水平以及背景特征等的不同不可避免造成了个体间获取信息能力的差异，拥有信息量少的一方做出错误决策的可能性越大，加剧信息不对称现象。

近年来,学者们还发现在一些股权集中程度较高的上市公司,尤其特别是我国等资本市场机制不够健全完善的国家,普遍出现了有关大股东侵占中小股东利益的第二类代理问题。具体来说,大股东会通过其在董事会上的绝对话语权,通过多种手段阻止中小股东参与企业经营管理,方便自己通过各种手段转移公司资源,显然,代理人的动机和利益目标与企业内部治理机制密切相关。为了解决这一问题,股东需要设计科学合理的激励契约等治理机制把股东和经理人的利益目标统一起来。从而促使管理层积极认真工作,减弱其寻租动机,有效保证会计信息质量和企业价值的提高;另一方面也要靠完善市场信息披露政策来加强外部硬性约束。

3.2.3 投资者关系管理理论

投资者关系管理(IRM)最早起源于西方资本市场,IRM包括多方利益主体的管理工作。IRM的主要目的就是通过投资者之间的信息沟通交流,推动企业与投资者之间的关系,倡导理性投资的同时在市场上树立公司的合法性和诚信程度。当对投资者之间的关系管理妥当时,能够有效地实现投资者与其他企业双方的合作和共赢。IRM创建了一个促使上市企业公司和外部投资者之间积极沟通交流的平台,基于良好的沟通,可以重建投资者对上市公司的投资信心,从而为公司建立了长期稳定的客户资源,其实质在于“营销公司”。良好的IRM会规范资本市场运作,降低市场中的信息不对称程度,缓解监管机构的压力。

在我国的资本市场中,IRM仍需进一步的发展。近年来,监管部门努力推进IRM使得上市公司逐渐认识到IRM的重要性,即通过良好的IRM可以大幅增强投资者对于上市公司未来健康发展的自信心,降低企业的融资成本,提升企业整体收益;同时也能够降低股东和投资者之间信息不对称情况,从而做出更加科学理性的投资决策。近年来研究表明,参与调研的机构数显著增加(李昊洋,2018)^[65],并且参与调研的机构投资者当中以券商和基金参与次数最多。这也说明随着上市企业越来越注重IRM,上市公司的高管也更积极主动地与其他投资者进行沟通和交流,以了解其需求。

3.3 研究假设

3.3.1 机构投资者调研对股价崩盘风险的影响

“信息隐藏假说”（Jin & Myers, 2006）明确指出外部的专业投资者与上市公司的经营管理者之间所掌握的信息不对等^[10]，即大多数外部的投资者均被认为公司的实际经营业务和整体经营发展状况等信息掌握地并不确切的非知情交易者，但是公司管理者往往会利用这一不知情，出于对自身股权价值、薪酬水平、声誉职位晋升、诉讼风险的降低和商业帝国的构建等（Ball, 2009）^[97]，倾向于选择性对外披露公司信息。然而，随着时间的推移和公司的持续经营，当隐匿的坏消息越积越多且无法及时反馈到市场，而外部投资者会错误地高估公司股价，对基本面预期上升，但是当坏消息超过上市公司对坏消息的隐瞒阈值时，积攒的负面消息将顷刻间释放在外部市场，造成股价的大幅波动，最终导致股价崩盘。

调研活动是指机构投资者在资本市场中积极主动地参与到对公司的监管中，发挥其监督治理功能的另一种方式。通过调研，机构投资者不仅有机会可以与高管进行实地交流，还可以有机会现场参观企业的厂房、生产资料的状况等，考察企业的真实生产能力与技术水平，来进一步获取无法从公司公开披露的信息中无法获得的特质信息，同时，投资者还能对已披露信息的细节问题进行追问，从而使机构投资者可以对上市公司的经营状况、发展前景以及可能面临的经营风险等有一个大致的把握（Jiang&Yuan, 2018）^[98]。而且，不同的多家机构投资者同时对一家上市公司的调研，还可以听取互相的问答，这会进一步促进他们所拥有的不同信息可以最大范围地流动与传递（Cheng 等, 2019）^[99]。此外，机构投资者还能获取管理层对自己所提出的问题的回复态度以及回复意愿等，这些信息也可以为他们撰写有价值的调研分析报告等提供一些启示（Lu 等, 2018）^[100]。因此，本文认为，机构投资者调研可能从两个方面影响股价崩盘风险。

一是从信息环境的角度。信息环境差导致公司的管理层不当行为面临无完善健全机制的监督以及负面信息无法及时反馈到资本市场中的股价上，这是造成股价崩盘风险的一个重要原因，信息环境差会使得公司内部信息无法及时反馈到股价中。机构投资者调研对被调研企业信息环境改善主要体现在：一方面，调研让自己能够更进一步地直观了解自己企业的整体生产和经营情况，通过与企业管理

层的交谈和提问从而更好地获得了报表上未包含的信息（谭松涛等，2015）^[101]，这些都将会为调研结束后的分析报告的正确撰写提供大量的数据和支撑，同时，企业也为应对外界监督，也主动地提高了信息披露的程度，进而在增加披露信息数量的同时确保了披露质量能被外界专业投资者认可和接受；另一方面，机构和投资者在进行调研之后，根据深交所的政策以及相关法律规定，要及时地对外披露调研活动，同时也会根据自己的调研情况撰写并发布调研分析报告等，因此，机构投资者通过调研所获取的信息不仅有助于提高自己的投资决策质量，降低投资损失，同时相关调研活动以及调研报告的及时披露也会给市场中的其他投资者带来有利信息（Jiang&Yuan, 2018）^[98]。总之，调研不仅能够使机构投资者获得更多报表上没有的信息（崔玉英等，2014）^[102]，还可以作为信息中介，利用自身专业知识优势将大量私人信息加工处理为优质公共信息，传递给处于信息劣势的投资者和股东，这都会促使信息环境的改善，进一步降低股价大幅波动的风险。

二是从管理层的角度。管理层的不当机会行为导致的外部投资信心下降所引起的“割肉”式的止损抛售是造成股价崩盘的又一个重要原因，管理层一方面可能会通过对自身利益的考虑，如股权价值、职位晋升以及薪酬水平等，会选择性披露公司信息，隐瞒一些负面信息，另一方面也可能通过与大股东的合谋等对公司进行掏空，加大了股价崩盘发生的概率。而对机构投资者进行调研一方面能够有效地发挥其监督作用，识别出管理层潜在的一些信息隐瞒行为或者是管理层的不作为（王珊，2017）^[67]，同时，也可能抑制管理层会出于其履行监督职能所带来的收益远远小于其与控股股东合谋掏空上市公司所带来的超额利润，进而损害投资者利益的合谋和掏空行为（杨侠等，2020）^[71]。因此，机构对投资者所实施的调研，将有可能缩小管理层的自利行为空间，使得合谋掏空的不良行为被外界发现的概率大幅增加。这样就致使其所面临的声誉成本也会加大，所以管理层出于对理性经济人的考虑，往往会选择尽量减少自利行为，减少对负面信息的隐瞒；另一方面，机构投资者的调研也会让管理层感到外部监督的力量，这对他们的自利行为会造成一定的震慑，所以他们会主动减少对坏消息的隐瞒或者延迟披露相关信息的行为，也会及时主动地披露相关信息，使得股价反映了更多公司的非公开信息，有助于股价的稳定。

综上所述，调研可以帮助机构投资者获得更多更全面的信息，改善被调研公

司的信息环境；同时，也可以约束被调研对象管理层的自利行为，使得更多利益相关方都参与到对管理层不当行为的监督当中来，加了对管理层的监督，增加了其隐匿坏消息的难度，从而抑制了未来股价可能存在的持续暴跌而引起的股价崩盘。根据以上分析，提出假设 H1：

H1：机构投资者调研可以降低股价崩盘风险。

3.3.2 信息披露质量的中介效应

机构投资者调研对股价崩盘风险的影响机制是一个复杂的过程，其间可能存在着较多的传导路径。机构投资者调研能够直接影响到企业的信息披露质量，信息披露质量的改善和提升可以降低股价崩盘风险。据此推断机构投资者的调研能够通过改善企业的信息披露质量，从而有效地降低了股价发生崩盘的风险。

从中介效应的分析来看，首先是机构投资者的动态调研行为与股价稳定性之间的关系。如前文所述，一方面机构投资者通过调研获取的非公开信息不仅有助于自身的决策，也会对其他利益相关方产生一定的影响，使处于信息劣势得投资者可以获取关键信息。同时，若公司当年被多个机构投资者调研时，不同的机构投资者将从不同的角度、不同方面来考察公司的情况，对管理层提出相应的问题，因此更容易发现其披露信息的不合规之处，产生的监督作用也就越强，这更有助于被调研对象信息环境的改善。另一方面，机构投资者作为上市公司重要的外部管理和监督机制，也有可能为了自身利益以及外部的利益相关者的诉求积极参与到对公司的治理当中，进而推动和促进其治理水平的提高（韩晴等，2014）^[103]，这就使得管理层的自利行为面临着更多方面的约束和监督，使得他们可以通过对在职消费和过度的投资等途径损害公司权益的违规行为大大降低，降低了代理成本，对于股价的稳定有一定的促进作用。

其次是机构投资者调研和信息披露质量之间的关系。如前文所述，机构投资者的调研活动其实是对高质量信息的追求，通过调研所得到的特质信息以及调研后相关调研活动记录的披露等不仅可以增加机构投资者对现有信息的解读，进一步验证公开信息的真实性和可靠性等，还可以缓解投资者的信息劣势，这都可以改善被调研对象的信息环境，增加信息披露数量，提升信息披露质量（谭劲松等，2016）^[64]。此外，若公司当年机构投资者调研的次数较多，则意味着公司在一年

中的不同季度、不同月份都要接受机构投资者长期、持续、不定期的监督，因此公司在一年中的每个时段都难以通过违规披露的方式隐瞒或欺骗投资者而不被察觉，进一步减少了企业的违规操作，提升了对外披露信息质量。

最后是信息披露质量与股价崩盘风险之间的关系。Helwege（2012）发现了高质量信息的监督功能，指出信息披露质量的提高，可以对管理者起到一定的威慑作用，进而能够约束他们的决策和减少他们的机会主义行为，最终使投资者合理评估管理者的努力程度，优化和完善公司内部的激励机制^[104]。一方面，机构投资者的调研活动可以获取更多的私有信息，已有研究支持私有信息在股价中的反映程度对股价崩盘风险有显著的负向影响，伊志宏等（2019）发现分析师报告中公司特质信息越高则股价同步性越低^[105]。另一方面，在被调研公司信息环境较差的情况下，外部投资者无法通过已经被粉饰的财务报告获取关键信息，也无法采取措施制止管理层的自利行为；相反，若公司的信息披露质量较高的话，即使管理层有不当行为，利益相关者也可以及时获知，以便他们及时采取制止措施，防止管理层做出过度投资或者放弃利好项目等不利于公司持久发展的不当行为，提高股价信息含量，这有助于股价的进一步稳定（董建萍，2016）^[106]。

综上所述，机构投资者的调研可以积极地发挥其治理功能，促进被评估和调研对象的信息环境的改善，提升信息披露的质量；同时，信息披露质量也会影响股价崩盘风险（肖土盛，2017）^[107]。因此，当机构投资者通过调研所获取的特质信息对股价崩盘风险产生抑制作用时，除了直接作用于股价崩盘风险外，很可能还有一部分是由于机构投资者调研通过信息披露质量而对股价崩盘风险产生影响的。据此，提出假设 H2：

H2：机构投资者调研通过提高信息披露质量进而降低股价崩盘风险。

4 研究设计

4.1 数据来源及样本选择

本文选取 2013-2018 年深交所 A 股上市公司为研究样本。实证数据中，机构投资者调研数据来自 Choice 数据库，其余数据来自 CSMAR 数据库。同时剔除：（1）金融保险公司；（2）上市不满一年的公司；（3）ST、*ST 的公司；（4）数据缺失的公司。最终得到 3125 个观测值。为了避免极端值对结果的影响，本文对连续变量在 1%和 99%分位数上进行了 Winsorize 缩尾处理。本文所有数据处理工作均在 STATA 中完成。

4.2 变量设置

4.2.1 被解释变量

本文采用负收益偏态系数 NCSKEW 和股票周收益率上下波动比率 DUVOL 衡量股价崩盘风险（王化成等，2015）^[108]。具体步骤如下：

第一步，利用（1）进行回归：

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在（1）中， $r_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 周的收益率， $r_{m,t}$ 为市场在第 t 周经流通市值加权后的收益率， $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。

第二步，自（1）中得出 $\varepsilon_{i,t}$ ，然后利用（2）计算个股特有的周收益率 $W_{i,t}$ 。

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

第三步，利用 $W_{i,t}$ ，计算 NCSKEW 和 DUVOL，具体计算方法如（3）和（4）所示：

$$NCSKEW_{i,t} = -[n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

其中， n 代表股票 i 年交易周数。

$$DUVOL_{i,t} = \ln \left\{ \frac{[(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2]}{[(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2]} \right\} \quad (4)$$

其中， n_d 表示小于年平均值的周数， n_u 表示大于年平均值的周数。

4.2.2 解释变量

本文选取机构调研次数加 1 再取自然对数作为机构投资者调研的衡量指标（谭劲松等，2016）^[64]，同时，在稳健性检验中，选取与参与调研的机构数量加 1 再取自然作进一步的检验。

4.2.3 中介变量

本文采取深交所公告的考评结果作为信息披露质量的测度指标（谭劲松等，2016）^[64]，依据其考评等级 A、B、C、D 分别将 Tran 赋值为 4、3、2、1。

4.2.4 控制变量

根据现有文献（王化成，2015；杨侠等，2020）^{[108] [71]}，选取相关控制变量。具体相关变量定义如表 4.1 所示：

表 4.1 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
股价崩盘风险	NCSKEW	负收益偏态系数
	DUVOL	收益率上下波动比率
机构投资者调研	CV	$\ln(1 + \text{该公司当期投资者调研次数})$
信息披露质量	Tran	深交所公告的考评结果
超额股票换手率	Dturn	月平均换手率 - 上一年月平均换手率
周收益率标准差	Sigma	特有周收益率的标准差
平均周收益率	Ret	股票 i 第 t 年内的平均周收益率
成长能力	Growth	营业收入增长率
账市比	BM	权益/总市值
第一大股东持股比例	Top1	年末第一大股东持股比例

续表 4.1

变量名称	变量符号	变量说明
财务杠杆	Lev	负债/资产
公司年龄	Age	Ln（上市年数）
净资产收益率	Roe	净利润/总资产
行业	Industry	行业虚拟变量
年度	Year	年度虚拟变量

4.3 模型构建

4.3.1 机构投资者调研对股价崩盘风险影响的模型

为检验本文所提假设 1，构建模型 1，检验机构投资者调研对股价崩盘风险的影响：

模型 1：

$$NCSKEW_{i,t+1} / DUVOL_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CV_{i,t} + \alpha_2 Dturn_{i,t} + \alpha_3 Sigma_{i,t} + \alpha_4 Ret_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 Top1_{i,t} + \alpha_8 Lev_{i,t} + \alpha_9 Age_{i,t} + \alpha_{10} Roe_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

4.3.2 信息披露质量的中介效应检验模型

为检验本文所提假设 H2，借鉴温忠麟等（2004）^[109]的中介效应检验程序，构建以下模型：

模型 2：

$$Tran_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CV_{i,t} + \beta_2 Dturn_{i,t} + \beta_3 Sigma_{i,t} + \beta_4 Ret_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Top1_{i,t} + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 Age_{i,t} + \beta_{10} Roe_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

模型 3：

$$NCSKEW_{i,t+1} / DUVOL_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 CV_{i,t} + \lambda_2 Tran_{i,t} + \lambda_3 Dturn_{i,t} + \lambda_4 Sigma_{i,t} + \lambda_5 Ret_{i,t} + \lambda_6 Growth_{i,t} + \lambda_7 BM_{i,t} + \lambda_8 Top1_{i,t} + \lambda_9 Lev_{i,t} + \lambda_{10} Age_{i,t} + \lambda_{11} Roe_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

如果模型 2 的系数 β_1 和模型 3 中的系数 λ_1 与 λ_2 均显著，则说明信息披露质量发挥了中介效应。

5 实证分析

5.1 描述性统计分析

本文描述性统计结果如表 5.1 所示。从表中可知，NCSKEW 和 DUVOL 的均值分别为-0.361 和-0.309，与已有研究类似(王化成, 2015)^[108]。同时，NCSKEW 和 DUVOL 的标准差分别为 0.739 和 0.698，这表明不同样本公司由于管理层自利空间大小不同再加上管理机制等的不同，使得未来股价暴跌导致的崩盘风险的可能性存在较大差异，公司管理层应该对此加以重视，积极采取措施进一步改善这种情况，防止未来股价暴跌造成的一系列连锁反应。CV 的均值为 3.209，表明我国深交所 A 股上市公司每年要平均接受 3.209 次机构投资者调研；标准差为 1.212，说明机构投资者参与调研的情况波动较大，并不平均，即可能机构投资者更偏爱某些行业集中调研，所以，为了使机构投资者调研的益处惠及更多利益相关方，应积极出台相关举措规范机构投资者调研的这种倾向性。Tran 的平均数为 3.162，这说明大部分深市 A 股公司信息考评结果是良好；标准差为 0.604，这体现了不同样本公司信息披露质量差异较大，监管部门应进一步出台规定加大信息披露的规范性要求。Dturn 标准差为 0.368，表明样本公司股票之间的流动性差异适中，这可能是由于我国上市公司更容易受到经济、政策大环境这种系统性因素的影响，非系统性因素导致的股票流动性高只是极个别公司。Sigma 的均值为 0.07，标准差为 0.024，说明样本公司股价波动性的差异不大，这可能是由于深市 A 股上市公司面临的整体风险较为一致，即系统性风险，公司更容易受到经济政策大环境的影响。Ret 的均值为 0.002，标准差为 0.012，表明市场相对比较稳定。Growth 标准差为 0.332，说明公司成长性差异较大，公司应该注重永续健康发展潜力的长久考虑与培养。Top1 的均值为 0.335，说明第一大股东持股股数比例较高，股权普遍掌握在极少数股东手里，需要进一步改善治理结构，以促进各利益相关方共同致力于公司的发展。样本公司的 Lev 为 41.7%，中位数是 41.3%，整体处于一个较合理的水平。Roe 的均值为 0.075，说明样本企业的盈利状况相对较弱，盈利能力还有待进一步的改善。另外，所有变量的平均数和中位数差别不大，说明不存在严重的左偏或右偏现象。

表 5.1 描述性统计分析

变量	N	均值	最小值	中位数	标准差	最大值
NCSKEW	3125	-0.361	-2.340	-0.372	0.739	1.686
DUVOL	3125	-0.309	-1.928	-0.341	0.698	1.750
CV	3125	3.209	0.693	3.296	1.212	5.762
Tran	3125	3.162	1	3	0.604	4
Dturn	3125	-0.081	-1.580	-0.062	0.368	0.976
Sigma	3125	0.070	0.033	0.064	0.024	0.141
Ret	3125	0.002	-0.029	0.002	0.012	0.027
Growth	3125	0.194	-0.441	0.128	0.332	2.635
BM	3125	0.410	0.068	0.351	0.242	1.389
Top1	3125	0.335	0.093	0.317	0.137	0.738
Lev	3125	0.417	0.061	0.413	0.184	0.847
Age	3125	10.19	1	8	6.228	24
Roe	3125	0.075	-0.285	0.070	0.070	0.308

5.2 变量相关性分析

本文主要变量的相关性系数如表 5.2 所示。可以看出，NCSKEW 和 DUVOL 之间的相关系数为 0.930，表明这两者之间存在着较强的合理性。CV 与股价崩盘风险的系数分别为-0.061 和-0.064，均在 1%水平上显著相关，表明在不控制其他影响因素的情况下，当企业被机构投资者调研时，企业发生股价持续暴跌引起的崩盘风险较小，符合本文的理论预期，初步验证本文假设 1。

在控制变量中，Dturn 与股价崩盘风险的相关系数分别是 0.156 和 0.107，且均显著，较高的超额换手率意味着目前公司的经营处于极不稳定的状态，很有可能面临着破产清算等严重风险，加剧了股价的不确定性，股价未来暴跌的可能性也随之上升。Sigma 与 NCSKEW 和 DUVOL 的相关系数为-0.285 和-0.195，符合理论预期。Growth 与 NCSKEW 和 DUVOL 的相关系数为-0.050 和-0.058，表明企业成长性越好，其发展潜力也越大，投资者会大量买进并长期持有该上市公司的股票，使得股票换手率低，减少了大量的抛售导致的股价不稳定，股价更加稳定；Lev 与 NCSKEW 和 DUVOL 的相关系数并不显著，很可能是因为目前公司

负债率的高低对股价波动性的影响不是很大。其他各个控制变量与 NCSKEW 和 DUVOL 以及变量之间的相互关系也都符合预期。本文还计算了各变量的 VIF 值，具体结果见表 5.2，各个变量的 VIF 值均小于 1.5，说明变量之间无严重的共线性问题。

表 5.2 主要变量方差膨胀因子表

变量	VIF	1/VIF
BM	1.35	0.742193
Sigma	1.35	0.742915
Dturn	1.34	0.747695
Roe	1.25	0.799074
Age	1.21	0.829107
Ret	1.18	0.845203
Tran	1.16	0.863410
Lev	1.15	0.872428
CV	1.14	0.874596
Growth	1.07	0.935957
Top1	1.04	0.962015
Mean VIF	1.20	

表 5.3 变量相关性系数图

变量	NCSKEW	DUVOL	CV	Tran	Dturn	Sigma	Ret	Growth	BM	top1	Lev	Age	Roe
NCSKEW	1												
DUVOL	0.930***	1											
CV	-0.061***	-0.064***	1										
Tran	-0.066***	-0.065***	0.213***	1									
Dturn	0.156***	0.107***	0.001	0	1								
Sigma	-0.285***	-0.195***	0.042**	0.01	0.428***	1							
Ret	0.312***	0.252***	0.029	-0.004	-0.281***	-0.220***	1						
Growth	-0.050***	-0.058***	0.117***	-0.007	-0.051***	-0.049***	0.101***	1					
BM	0.162***	0.143***	-0.160***	-0.003	-0.047***	-0.278***	0.229***	-0.082***	1				
Top1	-0.032*	-0.019	-0.008	0.119***	0	0.033*	-0.027	-0.029	-0.018	1			
Lev	-0.031*	-0.025	-0.003	-0.109***	0.064***	-0.025	0.014	0.042**	0.221***	0.055***	1		
Age	-0.053***	-0.057***	-0.108***	-0.016	0.120***	-0.073***	0.078***	-0.046***	0.307***	-0.01	0.275***	1	
Roe	-0.034*	-0.039**	0.265***	0.295***	-0.051***	-0.006	0.090***	0.181***	-0.173***	0.128***	-0.076***	-0.008	1

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.3 回归分析

5.3.1 机构投资者调研与股价崩盘风险

表 5.3 报告了 H1 的回归结果。可以看出, CV 与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数在 1% 的显著性水平上分别为 -0.032 和 -0.031, 表明机构投资者调研与股价崩盘风险负相关, 支持了 H1, 这主要是由于随着机构投资者调研次数的增加, 一方面会促使被调研对象加紧信息披露, 增加了信息披露的数量, 促使公司信息披露环境的改善, 降低了其信息不对称的程度, 一方面也充分体现了机构投资者参与公司管理的主动积极性, 使得公司管理层感受到外部监督力量的存在, 进而会规范减少自己的自利行为, 及时披露信息, 稳定股价。

控制变量中, Dturn 与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数在 5% 水平上分别为 0.087 和 0.085, 说明股票的超额换手率越高, 会给投资者传递出一种公司发展不稳定的负面信息, 进而加剧了未来股价大幅波动的可能性。Sigma 与股价崩盘风险的系数在 1% 水平上分别为 -7.291 和 -4.499, 收益率标准差越高, 说明公司股价上下波动幅度大, 起伏明显, 股价不稳定。营业收入增长率 (Growth) 与 NCSKEW 和 DUVOL 的相关系数为 -0.182 和 -0.171, 说明公司的成长性越高, 其股价更稳定。公司年龄 (Age) 与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数分别为 -0.015 和 -0.016, 表明公司年龄在稳定股价方面的作用比较明显, 因为公司成立年限越久, 越会出于对自身名誉的长远考虑, 减少了违规操作, 提升盈余质量, 稳定股价。

表 5.4 H1 回归结果

变量	NCSKEW	DUVOL
CV	-0.032*** (-3.010)	-0.031*** (-3.001)
Dturn	0.087** (2.293)	0.085** (2.299)
Sigma	-7.291*** (-12.434)	-4.499*** (-7.824)
Ret	17.452*** (15.855)	14.002*** (12.973)
Growth	-0.182*** (-4.842)	-0.171*** (-4.645)
BM	0.213*** (3.606)	0.221*** (3.818)
Top1	-0.044 (-0.484)	-0.011 (-0.129)
Lev	-0.076 (-1.009)	-0.069 (-0.939)
Age	-0.016*** (-7.078)	-0.015*** (-7.023)
Roe	-0.181 (-0.962)	-0.181 (-0.977)
_cons	0.477*** (3.667)	0.269** (2.109)
N	3125	3125
Year/industry	控制	控制
AdjR-squared	0.179	0.116
F	27.172	16.745

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.3.2 信息披露质量的中介效应

为验证 H2。如前文所述，在模型 1 的基础上，构建模型 2 和 3。具体来说，

变量定义与模型 1 相同，以此构建模型 2，进一步的，在模型 1 的基础上放入信息披露质量（Tran）构建模型 3。若模型 3 内的 CV 系数与 1 相比，有所下降且仍显著，则说明 Tran 存在部分中介作用。

根据中介效应的检验程序，应先检验 CV 对 Tran 的影响，因此，依据模型 2 进行了回归，结果如表 5.5 所示。可以看出，机构投资者调研（CV）与信息披露质量（Tran）的相关系数为 0.086，在 1%水平上显著，表明机构投资者调研会促进被调研对象信息披露质量的提升。为进行中介效应的下一步检验提供了可能。因为机构投资者通过调研，会让被调研对象管理层进一步感受到外部监督压力的存在，进而促使管理层加紧对信息的及时披露，同时，调研结束后调研报告的出具还会降低外部投资者的信息劣势，使投资者更加关注公司，这些都会对促使信息披露质量的提升。

根据前面的回归结果及分析，中介效应检验的前两个步骤均符合温忠麟（2005）的检验标准，关键系数显著，下面进行中介效应第三步的检验，在探讨机构投资者调研次数（CV）与股价崩盘风险（NCSKEN 和 DUVOL）回归的模型 1 中加入信息披露质量（Tran）这一变量，得到模型 3，回归结果见表 5.5。从表 5.5 可以看出，在加入信息披露质量（Tran）这一变量后，机构投资者调研次数（CV）与股价崩盘风险的回归系数分别为-0.027 和-0.026，系数绝对值与表 5.4 的回归结果相较之下有所降低的同时仍显著，同时，新加入的变量信息披露质量（Tran）与 NCSKEN 和 DUVOL 的系数在 1%的水平上分别为-0.060 和-0.057，这与前面的理论分析一致，根据温忠麟的中介效应检验程序，信息披露质量在机构投资者调研对上市公司未来股价崩盘风险的影响中存在部分中介作用，H2 成立。因为随着机构投资者调研次数的增加，一方面会使管理层面临更多方面的监督与管制，会促使他们减少自身的自利行为，降低了管理层粉饰报表的可能，也增加了他们隐瞒坏消息的难度，促进了相关信息的及时披露；另外一方面机构投资者调研结束后相关调研分析报告等的及时发布也会降低信息不对称，改善被调研对象的信息环境，进而提升信息披露质量，这些都有助于股价的稳定。

表 5.5 H2 回归结果

	模型 2	模型 3	
	Tran	NCSKEW	DUVOL
CV	0.086*** (9.752)	-0.027** (-2.485)	-0.026** (-2.495)
Tran		-0.060*** (-2.799)	-0.057*** (-2.690)
Dturn	-0.006 (-0.201)	0.086** (2.285)	0.085** (2.292)
Sigma	0.399 (0.814)	-7.267*** (-12.405)	-4.477*** (-7.792)
Ret	-2.198** (-2.390)	17.320*** (15.738)	13.877*** (12.859)
Growth	-0.089*** (-2.845)	-0.187*** (-4.984)	-0.176*** (-4.781)
BM	0.231*** (4.679)	0.227*** (3.832)	0.234*** (4.034)
Top1	0.363*** (4.812)	-0.022 (-0.241)	0.009 (0.103)
Lev	-0.414*** (-6.616)	-0.100 (-1.333)	-0.092 (-1.250)
Age	0.001 (-0.68)	-0.016*** (-7.051)	-0.015*** (-6.997)
Roe	2.204*** (13.983)	-0.049 (-0.252)	-0.056 (-0.293)
_cons	2.478*** (22.8)	0.626*** (4.458)	0.410*** (2.974)
N	3125	3125	3125
Year/industry	控制	控制	控制
AdjR-squared	0.143	0.181	0.118
F	21.088	26.513	16.425

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.4 进一步分析

5.4.1 管理层自利行为的中介效应检验

如前文 3.1.1 所分析，机构投资者调研一方面可以通过改善被调研对象的信息环境，提升信息披露质量来降低股价崩盘风险，一方面也可以通过监督管理层促使他们停止自利行为来降低股价崩盘风险，即管理层的自利行为也可能在这个影响过程中存在中介效应。所以，为了进一步深入地进行研究和深入分析机构投资者的调研对于上市股价崩盘风险之间的影响机理，借鉴（韩岚岚等，2017）^[110]，用管理费用率（MFR）=管理费用/营业收入衡量管理层自利行为，该比率越高，表示管理者可能存在过度的在职消费，采取了越多伤害公司和投资者利益的不当自利行为。根据前文中介效应检验的步骤，构建如下模型：

模型 1：

$$NCSKEW_{i,t+1} / DUVOL_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CV_{i,t} + \alpha_2 Dturn_{i,t} + \alpha_3 Sigma_{i,t} + \alpha_4 Ret_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 Top1_{i,t} + \alpha_8 Lev_{i,t} + \alpha_9 Age_{i,t} + \alpha_{10} Roe_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

模型 4：

$$MFR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CV_{i,t} + \beta_2 Dturn_{i,t} + \beta_3 Sigma_{i,t} + \beta_4 Ret_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Top1_{i,t} + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 Age_{i,t} + \beta_{10} Roe_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

模型 5：

$$NCSKEW_{i,t+1} / DUVOL_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 CV_{i,t} + \lambda_2 MFR_{i,t} + \lambda_3 Dturn_{i,t} + \lambda_4 Sigma_{i,t} + \lambda_5 Ret_{i,t} + \lambda_6 Growth_{i,t} + \lambda_7 BM_{i,t} + \lambda_8 Top1_{i,t} + \lambda_9 Lev_{i,t} + \lambda_{10} Age_{i,t} + \lambda_{11} Roe_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

各个模型的回归结果如表 5.6 所示，模型 1 的回归结果和表 5.4 的基本一致。模型 4 的回归结果显示，CV 的回归系数为-0.002 且显著，表明机构投资者调研能够积极发挥监督作用，有效地制止了管理层的违法违规和自利行为。模型 5 的结果显示，在新加入管理层自利行为（MFR）这一变量后，CV 与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数在 1%的水平上分别为-0.028 和-0.029，但是系数的绝对值相较于模型 1 的回归结果变小了，新加入的变量管理层自利行为（MFR）与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数分别为 0.895 和 0.696，分别在 5%和 10%的水平上显著，这与前面的理论分析一致，根据温忠麟的中介效应检验程序，管理层的自利行为在机构投资者调研对股价崩盘风险的影响过程中存在部分中介作用。

表 5.6 管理层自利行为的中介效应回归结果

变量	模型 1		模型 4	模型 5	
	NCSKEW	DUVOL	MFR	NCSKEW	DUVOL
CV	-0.030*** (-2.961)	-0.031*** (-3.067)	-0.002*** (-4.750)	-0.028*** (-2.761)	-0.029*** (-2.907)
MFR				0.895** (2.240)	0.696* (1.757)
Dturn	0.068* (1.833)	0.074** (2.000)	-0.001 (-0.502)	0.069* (1.855)	0.074** (2.017)
Sigma	-6.883*** (-11.910)	-4.155*** (-7.259)	-0.017 (-0.670)	-6.867*** (-11.889)	-4.142*** (-7.240)
Ret	17.356*** (16.073)	13.952*** (13.046)	0.067 (1.378)	17.296*** (16.023)	13.906*** (13.003)
Growth	-0.195*** (-5.307)	-0.183*** (-5.036)	-0.005*** (-3.130)	-0.190*** (-5.175)	-0.180*** (-4.931)
BM	0.216*** (3.719)	0.229*** (3.983)	-0.020*** (-7.575)	0.233*** (3.990)	0.243*** (4.185)
Top1	-0.059 (-0.669)	-0.021 (-0.234)	-0.007* (-1.774)	-0.053 (-0.598)	-0.016 (-0.177)
Lev	-0.079 (-1.072)	-0.069 (-0.952)	-0.004 (-1.245)	-0.075 (-1.023)	-0.067 (-0.912)
Age	-0.015*** (-6.942)	-0.015*** (-6.962)	-0.000 (-1.020)	-0.015*** (-6.904)	-0.015*** (-6.931)
Roe	-0.157 (-0.848)	-0.158 (-0.865)	-0.076*** (-9.078)	-0.089 (-0.476)	-0.106 (-0.570)
_cons	0.441*** (3.459)	0.241* (1.907)	0.041*** (7.206)	0.404*** (3.144)	0.212* (1.666)
N	3108	3108	3108	3108	3108
Year/industry	控制	控制	控制	控制	控制
AdjR-squared	0.180	0.115	0.067	0.181	0.116
F	27.300	16.573	9.604	26.509	16.084

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.4.2 考虑企业性质的检验

国有企业在企业经营、管理层组织构成、面临的外部环境等各个方面均不同于非国有企业，同时，国有企业本身这种特殊的性质，往往直接导致大量的优质资源向国有企业倾斜，也在一定程度上决定了国有企业代表政府的形象，肩负着广大投资者的期望，无形中培养了国企高管的行为责任观，自利动机相对较小。梁上坤（2018）指出由于国家及政府对国有企业实施了过多的行政干预，使得国有企业的监督管理和公司治理具有一定的行政色彩^[111]。这使得国有企业本身股价相对稳定。温军等（2012）也指出机构投资者的监督作用在国有企业中不明显^[112]。相较于国有企业的社会责任导向，非国有企业更加倾向于利润导向，并且其高管薪酬波动幅度和渎职惩罚力度要强于国有企业（姜付秀等，2014），这在一定程度上增加了非国有企业高管为了个人私利进行捂盘行为的动机，增加了股价崩盘风险^[113]。另外，非国有企业的选人制度偏重于市场竞争，有利于机构投资者充分发挥其高管的自主特征而非国有企业的官僚层级体系更加显著，高管行为决策的操纵空间也受限（沈华玉等，2018），高管进行机会主义投资行为的操纵空间较小，此时机构投资者的监督作用无法得到充分发挥。进而使得机构投资者调研所获得的信息优势在国有企业中对股价发挥的稳定作用会被削弱^[114]。因此，本文将根据产权属性对样本公司进行分组，分别检验 H1，检验结果如表 5.7 所示。

从表 5.7 的回归结果可以看到，CV 与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数在非国有企业组中均在 1%的水平上分别为-0.061 和-0.057；而在国有企业组中，机构投资者调研（CV）的系数均为-0.019，但是并不显著，进一步支持了上述理论分析。

表 5.7 基于产权性质角度分析结果

变量	非国有企业		国有企业	
	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
CV	-0.061*** (-3.102)	-0.057*** (-2.975)	-0.019 (-1.461)	-0.019 (-1.523)
Dturn	0.129 (1.496)	0.109 (1.286)	0.069 (1.605)	0.074* (1.758)
Sigma	-7.714*** (-7.025)	-4.650*** (-4.309)	-6.797*** (-9.673)	-4.161*** (-6.045)
Ret	20.574*** (9.704)	16.386*** (7.865)	16.082*** (12.309)	12.969*** (10.133)
Growth	-0.243*** (-3.189)	-0.259*** (-3.456)	-0.161*** (-3.678)	-0.142*** (-3.319)
BM	-0.028 (-0.285)	-0.020 (-0.208)	0.367*** (4.862)	0.361*** (4.872)
Top1	0.016 (0.096)	0.036 (0.217)	-0.039 (-0.349)	-0.005 (-0.048)
Lev	0.117 (0.847)	0.166 (1.219)	-0.112 (-1.212)	-0.124 (-1.369)
Age	-0.012*** (-3.024)	-0.013*** (-3.154)	-0.016*** (-5.260)	-0.016*** (-5.183)
Roe	0.019 (0.055)	-0.078 (-0.235)	-0.180 (-0.791)	-0.149 (-0.668)
_cons	0.319 (0.993)	0.150 (0.476)	0.396*** (2.639)	0.203 (1.382)
N	868	868	2255	2255
Year/industry	控制	控制	控制	控制
AdjR-squared	0.208	0.131	0.163	0.107
F	10.503	6.434	18.600	11.757

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.5 稳健性检验

5.5.1 替换解释变量的度量指标

本文使用机构投资者调研的其他度量方法重新进行上述检验，借鉴杨侠（2020）^[71]的研究，采用作为一年内参与调研的机构投资者的数量加 1 取自然对数（CV1）作为机构投资者调研的替代变量。根据新的机构投资者调研的衡量指标分别重新进行模型 1、模型 2、模型 3 的回归分析，表 5.8 为回归结果。CV1 与 NCSKEW 和 DUVOL 的估计系数显著为负，分别为-0.024 和-0.023，再次证明了机构投资者进行的调研能够有效抑制企业股价暴跌的风险，且参与调研的机构数量越多，其抑制作用就愈显著。CV1 与 Tran 的回归系数为 0.088，表明机构投资者实施的调研行为会显著提升被调研对象的信息披露质量。与前文回归结果一致。接着重新检验信息披露质量在参与调研的机构投资者数量（CV1）与股价崩盘风险之间的中介效应，从表 5.8 可以看出，在加入 Tran 这一变量后，参与调研的机构投资者的数量（CV1）与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数为-0.018 和-0.017，在 10%的水平上显著为负，但是系数的绝对值相较于假设 1 的系数变小了，新加入的变量信息披露质量（Tran）与 NCSKEW 和 DUVOL 的系数分别为-0.059 和-0.056，分别在 1%的水平上显著，这与前文的回归结果一致。

表 5.8 稳健性检验结果

变量	模型 1		模型 2	模型 3	
	NCSKEW	DUVOL	Tran	NCSKEW	DUVOL
CV1	-0.024** (-2.241)	-0.023** (-2.257)	0.088*** (9.68)	-0.018* (-1.726)	-0.017* (-1.755)
Tran				-0.059*** (-2.818)	-0.056*** (-2.743)
Dturn	0.075** (2.049)	0.075** (2.089)	-0.001 (-0.027)	0.075** (2.050)	0.075** (2.089)
Sigma	-6.793*** (-11.940)	-4.022*** (-7.223)	0.506 (1.028)	-6.764*** (-11.899)	-3.994*** (-7.178)
Ret	17.319*** (16.279)	13.935*** (13.382)	-1.868** (-2.030)	17.210*** (16.183)	13.831*** (13.287)
Growth	-0.192*** (-5.296)	-0.179*** (-5.052)	-0.090*** (-2.873)	-0.197*** (-5.441)	-0.184*** (-5.192)
BM	0.231*** (4.045)	0.248*** (4.432)	0.233*** (4.723)	0.244*** (4.273)	0.261*** (4.653)
Top1	-0.039 (-0.441)	0.000 (0.001)	0.384*** (5.088)	-0.016 (-0.183)	0.022 (0.252)
Lev	-0.084 (-1.159)	-0.074 (-1.048)	-0.395*** (-6.295)	-0.107 (-1.470)	-0.097 (-1.351)
Age	-0.015*** (-6.839)	-0.014*** (-6.769)	0.001 (0.687)	-0.015*** (-6.812)	-0.014*** (-6.742)
Roe	-0.235 (-1.297)	-0.240 (-1.351)	2.243*** (14.291)	-0.104 (-0.556)	-0.115 (-0.626)
_cons	0.407*** (3.227)	0.195 (1.579)	2.463*** (22.6)	0.551*** (4.054)	0.332** (2.498)
N	3116	3116	3116	3116	3116
Year/industry	控制	控制	控制	控制	控制
AdjR-squared	0.183	0.120	0.148	0.184	0.122
F	27.758	17.309	21.729	27.085	16.982

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.5.2 内生性检验

在本文研究中,可能存在机构投资者主动地选择信息披露违规情况较少以及内部控制制度健全的公司进行调研导致的内生性的出现,从而使本文的结论受到质疑。本文为进一步控制内生性问题,减少对实证结果的干扰,采用工具变量的方式对结果进行了稳健性检验。借鉴钟芳(2020)^[115]的研究,本文选取该公司所属行业所有公司接受调研次数的平均值(CV_m)和被调研公司所坐落城市的上市公司总数量(City)作为工具变量,接受调研次数的平均值(CV_m)越大,上市公司被调研的概率越大;目标公司所坐落城市的上市公司总数量(City)越多,会方便机构投资者对该城市的上市公司积极实施调研,因此被调研的概率也越大,如果公司所在城市上市公司数量少,机构投资者前去调研的难度和成本较大,故这些公司被机构投资者调研的几率较小。被调研公司所属行业的所有上市公司接受调研次数的平均值以及被调研公司所坐落在同一个城市上市公司总数量的平均值是比较理想的工具变量,因为它能够满足两个工具变量的必须条件:其一,被调研公司所属行业所有公司接受调研次数的平均值以及被调研公司所坐落城市的上市公司总数量与被机构投资者调研相关;其二,被调研公司所属行业所有公司接受调研次数的平均值以及被调研公司所坐落城市的上市公司总数量,与上市公司的股价表现不存在直接相关关系。

因此,采用2SLS法重新检验CV与NCSKEW和DUVOL的关系,检验结果如表5.9所示。从第一阶段回归结果可知,工具变量CV_m和City的系数分别为0.476和0.268,均在1%水平上显著为正。从表5.9第二阶段回归结果可知,采用两阶段最小二乘法(2SLS)的回归结果显示机构投资者调研次数(CV)与NCSKEW和DUVOL回归系数在1%水平上分别为-0.011和-0.010,表明控制内生性问题后前文假设仍然成立。

表 5.9 内生性检验结果

变量	第一阶段	第二阶段	
	CV	NCSKEW	DUVOL
CV		-0.011*** (-5.632)	-0.010*** (-5.458)
CV_m	0.476*** (3.184)		
City	0.268*** (7.393)		
Dturn	8.251*** (2.603)	0.175*** (2.657)	0.147** (2.344)
Sigma	-19.310 (-0.414)	-9.263*** (-9.871)	-6.340*** (-7.053)
Ret	4.186*** (3.500)	14.185*** (4.541)	9.641*** (3.248)
Growth	1.751 (0.568)	-0.184*** (-2.930)	-0.154*** (-2.690)
BM	-4.885 (-0.742)	-0.444*** (-3.434)	-0.442*** (-3.591)
Top1	-20.800*** (-2.765)	-0.210 (-1.432)	-0.167 (-1.186)
Lev	16.717*** (2.623)	0.336* (1.875)	0.329* (1.919)
Age	-0.645*** (-3.315)	-0.021*** (-3.674)	-0.020*** (-3.727)
Roe	9.846*** (12.992)	2.348*** (2.913)	2.074*** (2.707)
_cons	4.655 (0.442)	0.767*** (5.019)	0.558*** (3.684)
N	2286	2286	2286
Year/industry	控制	控制	控制
AdjR-squared	0.186	0.137	0.113

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

6 研究结论、建议以及展望

6.1 研究结论

本文的研究主题经过实证检验。得到如下结论：

第一，机构投资者调研与股价崩盘风险负相关。机构投资者通过调研活动中的沟通与交流，一方面能够使得机构投资者和被调研的对象之间所存在的信息不对称问题得以有效弱化，进而能够促使他们勤勉参与调研，进一步提高了所获得数据的质量与效率，同时使二者之间的目标一致性也取得了进益，促使被调研对象平衡好、维护好各利益相关者之间的关系，改善信息环境，提高信息披露数量与质量；另一方面机构投资者积极参与公司治理培养了被调研对象管理层的自律与高道德标准，从而能够减少高管的自利行为，构成一种内在约束进而提高公司信息透明度，进一步稳定了股价。

第二，机构投资者调研通过提高信息披露质量，进而降低股价崩盘风险。究其原因是机构投资者调研发挥了监督作用，在充分了解企业经营状况的情况下，通过提高现金利用率，在一定程度上缓解了大股东和管理层的投机行为和道德风险问题。机构投资者借助调研活动与上市公司进行交流沟通，了解到覆盖范围更广、更直观可靠、内容更加丰富的信息，还可以被调研对象以及行业的未来发展有个清晰的认知，上市公司与调研的机构投资者在调研过程中问答的内容将通过公开信息披露的方式扩散传播给其他投资者，公司如有信息披露违规的行为则很容易被广大投资者以及监管机构发现从而遭受相应的损失。对于公司而言，理性的选择是自主提高信息披露的质量，减少信息披露违规的行为。因此，机构投资者的调研对公司信息披露行为具有监督作用。进一步地，这种监督作用也会反应到股价的稳定性上。

6.2 相关建议

基于本文上述的研究结论，给出如下政策建议：

第一，鼓励机构投资者实施更加积极的动态调研行为，提升监督治理的作用空间。本文的研究结果表明，机构投资者调研能显著提升被调研对象的信息披露质量，影响管理者的行为选择，从而约束其不当行为，稳定了股价。此外，相较于散户持股投资者，机构投资者能更敏锐的察觉潜在风险，对公司高管行为产生有效的约束和警醒作用。并

且，由于开展调研活动具有亲临性，机构投资者本人可实地进入公司，深入了解资产分布、场所规模及生产水平等情况，从而判断企业的实况信息与公开披露信息的一致性。同时，通过与管理层的面谈沟通，不仅再次验证相关信息的真实性，还能透过此类非财务信息，增加对企业的了解程度。所以相关部门应提供更充分的政策基础、更完善的支持政策，来鼓励企业和投资者双方，以期建立良性循环的双向互动、长期持续的沟通机制和及时高效的反馈渠道。此外，公司管理层也应主动提升与不同类型投资者的交流频率，重视大型专业机构投资者的意见建议。

第二，引导上市公司高度重视对投资者关系管理工作。机构投资者的调研活动投资者、公司以及资本市场来说具有非常重要的意义。一方面，在实际调研的过程中，专业的机构投资者也扮演了监督者角色，治理效应明显。有关当局倡导支持调研，而一些大型的专业投资机构更可发挥带领的示范作用。另一方面，从公司视角来看，投资者调研活动是组成其投资者关系管理中的重要内容，投资者的投资导向和信息评价，也是公司传递自身优势信息、展示实力的重要渠道，所以，上市公司应当管理并完善公司自身与外部投资者之间的关系，增加披露数量，丰富披露种类，保证披露质量，为公司的可持续发展提供更深厚的基础，从而提升公司的长期价值。此外，上市公司还应该高度重视积极地鼓励和支持利益相关者，通过丰富调研手段、增加调研渠道等方式，对上市公司管理层的过度自利行为进行及时监督和反馈，这不仅体现广大投资者积极参与上市公司内部治理的主动和积极性，也是对其合法利益的重要保障方式。

第三，监管机构应当完善制度建设，加强对投资者调研信息披露的监管。投资者保护以保障投资者获取信息的及时性和准确性为基础，尽力清除信息中的冗余、虚假、误导性成分，杜绝隐瞒信息现象，这无疑对企业信息披露提出更全面更严苛的要求，在满足完整性、及时性和可理解性的基础要求上再提升。而调研信息作为公司信息披露的重要方面，为了最大化利用调研信息，监管机构可在披露准则、规范公司披露行为方面持续发力，从而优化机构投资者的调研活动的实践价值。但是，目前在网站上披露调研数据信息时仍然存在不少问题，如披露的调研企业名称不准、信息残缺、问答相似等，以及部分企业在年报中所披露的调研数据与其在“互动易”上公开的相关信息不一致，企业拥有披露信息的选择权和自主权，所以信息披露的偏向性较大，凡此种种都会严重地影响到信息的准确性。由于通过市场调研得到的具体特质资料，直接或间接干扰投资者在进行股票投资决策时的判断力，所以，相监管部门应加强对公司调研信息披露的管理，增加相关调研活动的随机抽查频率，在惩处力度和方式下功夫，在调研信息的披露

方式规定上,结合灵活性和多元性,如可以采取音频、视频等更加丰富、灵活、直观的形式来呈现,这也有助于利益相关者最大程度还原调研现场。

6.3 研究不足与展望

虽然本文较为系统地分析和检验了机构投资者调研、信息披露质量与股价崩盘风险的关系,有一定的创新之处,此外,本文由于相关文献较少、个人技能水平有限以及检验方式不够丰富等原因,本文仍存在不足,同时这也为未来的相关研究提供一个方向。

第一,样本范围有限。机构投资者调研的相关政策于2012年在深交所开始实施,因此本文选择2013-2018年这6年在深交所上市的A股公司数据进行研究,并未完全涵盖国内A股上市公司,研究结果不能代表我国所有上市公司的情况。

第二,变量度量方式的单一性。本文选取的度量机构投资者调研的指标,虽然在一定程度上反映了投资者调研的强度,但并未考虑参与调研的机构投资者的类别、所提出问题的长短以及被调研公司的答复语气与态度等,未来的研究可以将其作为切入点。

第三,本文对机构投资者调研的实施主体未作细分,简单地将所有机构投资者合为一体,并没有考虑调研机构异质性,不同类型的机构投资者之间可能存在一定调研偏好差异。因此未来研究可以将机构投资者的性质做进一步划分。从不同角度考察机构投资者是否偏好采取调研方式介入公司治理,以及对股价表现的影响。

参考文献

- [1] 权小锋,吴世农,尹洪英.企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究,2015,50(11):49-64.
- [2] 褚剑,方军雄.客户集中度与股价崩盘风险:火上浇油还是扬汤止沸[J].经济理论与经济管理,2016(07):44-57.
- [3] 耀友福,胡宁,周兰. 审计师变更、事务所转制与股价崩盘风险 [J]. 审计研究,2017(03):97-104.
- [4] 王德宏,文雯,宋建波.董事海外背景能否降低股价崩盘风险——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J].金融评论,2018,(3):52 - 69.
- [5] 韩宏稳,唐清泉,黎文飞.并购商誉减值、信息不对称与股价崩盘风险[J].证券市场导报,2019(03):59-70.
- [6] Kim J B,Wang Z,Zhang L. CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk[J].Contemporary Accounting Research,2016,33(06):1720-1749.
- [7] 曹丰,鲁冰,李争光,徐凯.机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J].会计研究,2015,(11):55-61+97.
- [8] Black,F. Studies of Stock Price Volatility Changes [C]. Meetings of the American Statistical Association, Business and Economics Section.1976,177-181.
- [9] Pindyck, R. S. Uncertainty in the Theory of Renewable Resource Markets [J]. The Review of Economic Studies.1984,51(02):289-303.
- [10] Jin L.and Myers S. C., R-Squared Around the World: New Theory and New Tests[J]. Journal of Financial Economics,2006,79(02):257-292.
- [11] Hutton, A. P., Marcus, A. J., Tehranian, H.Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk [J].Journal of Financial Economics.2009,94 (01):67-86.
- [12] 李小荣,刘行.CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J].世界经济,2012,35(13):102-129.
- [13] Hambrick D. C., Mason P. A. Upper Echelons. The Organizations as a Reflection of Its Top Managers[J]. Academy of Management Annual Meeting Proceedings,1984,9(02):193-206.
- [14] Kothari S. P.,Shu S. W, Wysocki P.D.Do Managers Withhold Bad News?[J].Journal of Accounting Research,2009,56(47):241-276.
- [15] Kim J B, Li Y, Zhang L. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes [J]. Journal

- of Financial Economics, 2011,101(03):713-730.
- [16] Andreou P C, Louca C, Petrou A P. CEO Age and Stock Price Crash Risk[J]. Social Science Electronic Publishing, 2017, 21(8): 1287-1325.
- [17] 郑建明,孙诗璐,靳小锋.盈余质量、CEO背景特征与股价崩盘风险[J].财经问题研究,2018,(12):82-89.
- [18] 蒋德权,姚振晔,陈冬华.财务总监地位与企业股价崩盘风险[J].管理世界,2018,34(03):153-166.
- [19] 曹雅楠,蓝紫文.高管从军经历能否抑制上市公司股价崩盘风险——基于高管人力资本与社会资本的视角[J].上海财经大学学报,2020,22(04):123-137.
- [20] 易志高,李心丹,潘子成,茅宁.公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究[J].经济研究,2019,54(11):54-70.
- [21] 谢德仁,郑登津,崔宸瑜.控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J].管理世界,2016(05):128-140+188.
- [22] 夏常源,贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].南开管理评论,2019,22(05):165-177.
- [23] 姜付秀,蔡欣妮,朱冰.多个大股东与股价崩盘风险[J].会计研究,2018(01):68-74.
- [24] 梁权熙,曾海舰.独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险[J].管理世界,2016(03):144-159.
- [25] 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,(02):192-206.
- [26] 宫义飞.内部控制缺陷及整改对股价崩盘风险的影响[J].中南财经政法大学学报,2020(01):37-45.
- [27] 郝东洋,史莹莹,张天西.CEO任职周期、内部控制与股价崩盘风险[J].中央财经大学学报,2020(08):45-60.
- [28] 王冲,谢雅璐.会计稳健性、信息不透明与股价暴跌风险[J].管理科学,2013,26(01):68-79.
- [29] 许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013(07):31-43.
- [30] 高昊宇,杨晓光,叶彦艺.机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用:基于中国市场的实证[J].金融研究,2017(02):163-178.

- [31] 万东灿.审计收费与股价崩盘风险[J].审计研究,2015,(06):85-93.
- [32] 熊家财.审计行业专长与股价崩盘风险——基于信息不对称与异质信念视角的检验[J].审计与经济研究,2015,30(06):47-57.
- [33] 田昆儒,孙瑜.非效率投资、审计监督与股价崩盘风险[J].审计与经济研究,2015,30(02):43-51.
- [34] An H.,Zhang T.Stock Price Synchronicity, Crash Risk, and Institutional Investors[J].Journal of Corporate Finance,2013,21(01):1-15.
- [35] 许年行,江轩宇,伊志宏,徐信忠.分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J].经济研究,2012,47(07):127-140.
- [36] 张丹妮,刘春林.分析师推荐评级与股价崩盘风险——基于期望违背压力视角的思考[J].中国经济问题,2020(03):90-104.
- [37] 罗进辉,杜兴强.媒体报道、制度环境与股价崩盘风险[J].会计研究,2014,(09):53-59+97.
- [38] 逯东,付鹏,杨丹.机构投资者会主动管理媒体报道吗?[J].财经研究,2016,42(02):73-84.
- [39] 王化成,曹丰,高升好,李争光.投资者保护与股价崩盘风险[J].财贸经济,2014(10):73-82.
- [40] Zhang, H., Wang, M., Jiang, J. Investor Protection and Stock Crash Risk[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2017(43):256-266.
- [41] Callen,J.,Fang,X. Crash risk and the aditor-client relationship[J].Contemporary Accounting Research,2017 (3):1715-1750.
- [42] Ni, X., Zhu, W. Short-sales and Stock Price Crash Risk: Evidence from an Emerging Market[J]. Economics Letters, 2016,7(144):22-24.
- [43] Bhargava, R., Faircloth, S., Zeng, H. Takeover Protection and Stock Price Crash Risk: Evidence from State Antitakeover Laws, Journal of Business Research[J]. 2017,1(70):177-184.
- [44] 李梦雨,李志辉.市场操纵与股价崩盘风险——基于投资者情绪的路径分析[J].国际金融研究,2019,384(4):87-94.
- [45] 江轩宇.税收征管、税收激进与股价崩盘风险[J].南开管理评论,2013,16(05):152-160.
- [46] 杨棉之,谢婷婷,孙晓莉.股价崩盘风险与公司资本成本——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J].现代财经(天津财经大学学报),2015,35(12):41-51.

- [47] 胡松明,邓衢,江婕,郑飞虎.股价崩盘风险与企业资本成本——基于公司价值和破产风险的中介效应检验[J].金融论坛,2019,24(09):69-80.
- [48] 宋光辉,董永琦,肖万,许林.股价崩盘风险与收入差距——股价异常波动经济后果的分析[J].预测,2018,37(01):62-67.
- [49] 白旻,王仁祥.股价崩盘风险、信息环境与企业现金调整[J].审计与经济研究,2018,33(05):118-127.
- [50] 付璠洁,蒋艺翹,姚树洁.股价崩盘预期风险与企业投资动态关系[J].当代经济科学,2020,42(05):64-73.
- [51] 李伟,张敏,韩晓梅.股价崩盘风险与审计调整[J].审计研究,2020(06):106-113.
- [52] 严丹良,张桂玲,郭飞.股价崩盘风险影响公司股份回购决策吗[J].山西财经大学学报,2020,42(10):111-126.
- [53] Zhe An, Donghui Li, Jin Yu. Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment[J].Journal of Corporate Finance, 2015, 31(03):156-178.
- [54] 秦璇,方军雄,于传荣.股价崩盘与 CEO 变更[J].财务研究,2019,(02):45-59.
- [55] 权小锋,肖斌卿,吴世农.投资者关系管理能够稳定市场吗?——基于 A 股上市公司投资者关系管理的综合调查[J].管理世界,2016(01):139-152+188.
- [56] Kim J. B., Shi H., IFRS Reporting, Firm-specific Information Flows, and Institutional Environments: International Evidence[J]. Review of Accounting Studies,2012, 17(03):474-517.
- [57] 徐鑫,朱雯君.产品市场竞争、公司治理与分析师盈利预测质量[J].山西财经大学学报,2016,38(03):56-67.
- [58] 王宇超,肖斌卿,李心丹.分析师跟进的决定因素——来自中国证券市场的证据[J].南方经济,2012(10):88-101.
- [59] 孔东民,刘莎莎,陈小林,邢精平.个体沟通、交易行为与信息优势:基于共同基金访问的证据[J].经济研究,2015,50(11):106-119+182.
- [60] 高瑜彬,廖芬,刘志洋.异常审计费用与证券分析师盈余预测有效性——基于我国 A 股上市公司的证据[J].审计研究,2017(04):81-88.
- [61] Cheng M., Dhaliwal D. S., Zhang Y. Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control Over Financial Reporting? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 56(01):105-131.

- [62] 徐媛媛,洪剑峭,曹新伟.我国上市公司特征与证券分析师实地调研[J].投资研究,2015,34(01):121-136.
- [63] 宋玉,陈岑.基于上市公司信息环境的机构投资者实地调研行为研究——来自深市主板市场的经验证据[J].江西财经大学学报,2017,(04):45-55.
- [64] 谭劲松,林雨晨.机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J].南开管理评论,2016,19(05):115-126+138.
- [65] 李昊洋. 投资者调研与资本市场信息效率研究[D].北京交通大学,2018.
- [66] Qiang Cheng, Fei Du, Xin Wang, et al. Seeing is believing: analysts' corporate site visits[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(04):1245-1286.
- [67] 王珊.投资者实地调研发挥了治理功能吗?——基于盈余管理视角的考察[J].经济管理,2017,39(09):180-194.
- [68] 李昊洋,程小可,姚立杰.机构投资者调研抑制了公司避税行为吗?——基于信息披露水平中介效应的分析[J].会计研究,2018(09):56-63.
- [69] 杨鸣京,程小可,李昊洋.机构投资者调研、公司特征与企业创新绩效[J].当代财经,2018,(02):84-93.
- [70] 杨侠,马忠.机构投资者调研与上市公司内部控制有效性[J].中南财经政法大学学报,2020,(01):13-25+158.
- [71] 杨侠,马忠.机构投资者调研与大股东掏空行为抑制[J].中央财经大学学报,2020,(04):42-64.
- [72] 高凤莲,王志强.“董秘”社会资本对信息披露质量的影响研究[J].南开管理评论,2015,18(04):60-71.
- [73] 李英利,谭梦卓.信息披露质量与企业价值——基于生命周期理论的再检验[J].会计研究,2019,(10):27-33.
- [74] 崔学刚.公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验数据[J].会计研究,2004,(8):72-80.
- [75] 马忠,吴翔宇.金字塔结构对自愿性信息披露程度的影响:来自家族控股上市公司的经验验证[J].会计研究,2007,(01):44-50+92-93.
- [76] Bhattacharya U., Daouk H., Welker M..The World Price of Earnings Opacity[J]. The Accounting Review,2003,78(03):641-678.
- [77] 周晓苏,吴锡皓.稳健性对公司信息披露行为的影响研究——基于会计信息透明度的

- 视角[J]. 南开管理评论,2013,16(03):89-100.
- [78] 李晓慧,杨坤.媒体关注、审计意见与信息披露质量研究[J].中央财经大学学报,2015,(10):52-60.
- [79] 吴育辉,吴世农,魏志华.管理层能力、信息披露质量与企业信用评级[J].经济管理,2017,39(01):165-180.
- [80] Fan JPH, TJ Wong. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia[J]. Journal of accounting and Economics,2002,33(3):401-425.
- [81] Antonio F, Dalida K. Distracted Directors: Does Board Busyness Hurt Shareholder Value[J]. Journal of Financial Economics,2014,6(113):404-420.
- [82] Gentzkow M, and Shapiro J. . Media Bias and Reputation[J]. Journal of Political Economy, 2016,114(2),280-316.
- [83] Allegrini M., and Greco G. Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies. [J]. Journal of Management and Governance, 2013,17(1):187-216.
- [84] 王斌,梁欣欣.公司治理、财务状况与信息披露质量——来自深交所的经验证据[J]. 会计研究,2008,(02):31-38+95.
- [85] Fama EF, Jensen MC. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics,1983,26(2):301-325.
- [86] 何平林,孙雨龙,宁静,陈亮.高管特质、法治环境与信息披露质量[J].中国软科学,2019,(10):112-128.
- [87] Schmidt KM. Managerial Incentives and Product Market Competition[J]. Review of Economics Studies,1997(64):191-213.
- [88] Giroud X, HM Mueller. Does corporate governance matter in competitive industries? [J]. Journal of Financial Economics,2010,95(3):312-331.
- [89] 任宏达,王琨.产品市场竞争与信息披露质量——基于上市公司年报文本分析的新证据[J].会计研究,2019,(03):32-39.
- [90] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R.W. Law and Finance. [J]. Journal of Political Economy, 2013,106(6), 1113-1155.
- [91] Bushee. B. J, John E. Core, Wayne Guay, Sophio J.W. Do better governed firms

- enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms[J].*Corporate Governance*,2010,9(2):115-136.
- [92] 陈红,邓少华,尹树森. “大数据”时代背景下媒体的公司治理机制研究——基于信息透明度的实证检验[J].*财贸经济*,2014,(07):72-81.
- [93] 孙蕾.媒体监督、制度环境与信息透明度——基于我国资本市场的数据[J]. *财会通讯*, 2017, (03):17-19.
- [94] 代彬,彭程,郝颖. 国企高管控制权、审计监督与会计信息透明度[J].*财经研究*,2011, 37 (11):113-123.
- [95] Hales J., and Williamson M. Implicit Employment Contracts: The Limits of Management Reputation for Promoting Firm Productivity[J]. *Journal of Accounting Research*,2018, 48(1):147-176.
- [96] Bleck A,Liu X. Market Transparency and Accounting Regime[J].*Journal of Accounting Research*,2007,45(02):229-256.
- [97] Ball R. Market and political regulatory perspectives on the recent accounting scandals[J]. *Journal of Accounting Research*,2009,47(2):277-323.
- [98] Jiang X. Yuan Q. Institutional Investors' Corporate Site Visits and Corporate Innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*,2018,48(1):148—168.
- [99] Cheng Q , Du F , Wang B Y , Wang X . Do Corporate Site Visits Impact Stock Prices?[J].*Contemporary Accounting Research*,2019,36(1):359-388.
- [100] Lu X, Fung H, Su Z. Information Leakage, Site Visits, and Crash Risk: Evidence from China[J].*International Review of Economics & Finance*,2018,58(6):487—507.
- [101] 谭松涛,崔小勇.上市公司调研能否提高分析师预测精度[J].*世界经济*,2015,38(04):126-145.
- [102] 崔玉英,李长青,郑燕,长青.公司成长、盈余波动与财务分析师跟踪——来自中国证券市场的经验证据[J].*管理评论*,2014,26(04):60-72.
- [103] 韩晴,王华.独立董事责任险、机构投资者与公司治理[J].*南开管理评论*,2014,17(05):54-62.
- [104] Helwege,J.,Intintoli,V.J., Zhang,A.Voting with their feet or activism? Institutional Investors' impact on CEO turnover[J].*Journal of corporate finance*,2012,18(1):22-37.
- [105] 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.
- [106] 董建萍.机构投资者、信息披露质量与股价崩盘风险[J].会计之友,2016(05):81-86.
- [107] 肖土盛,宋顺林,李路.信息披露质量与股价崩盘风险:分析师预测的中介作用[J].财经研究,2017,43(02):110-121.
- [108] 王化成,曹丰,叶康涛.监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J].管理世界,2015(02):45-57+187.
- [109] 温忠麟,张雷,侯杰泰.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004,(5):614-626.
- [110] 韩岚岚,马元驹.内部控制对费用粘性影响机理研究——基于管理者自利行为的中介效应[J].经济与管理研究,2017,38(01):131-144.
- [111] 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(12):133-148.
- [112] 温军,冯根福.异质机构、企业性质与自主创新[J].经济研究,2012,47(03):53-64.
- [113] 姜付秀,朱冰,王运通.国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗?[J].管理世界,2014(09):143-159.
- [114] 沈华玉,吴晓晖.信息不对称、信息不确定与定向增发中的利润承诺[J].世界经济,2018,41(03):170-192.
- [115] 钟芳.机构投资者实地调研能缓解企业非效率投资吗?[J].财经问题研究,2020(04):56-65.

后 记

在金城九月至六月的时光轮回中，在宝塔山、五泉山、黄河河畔上的足迹中，三年的研究生求学之路转瞬即逝，求学之路有迷茫、艰辛等困难，也有学而得之、上下求索有小果时的喜悦与激动。在财大的生活如幻灯片一样一页一页的慢慢翻完，但是在这里的点点滴滴历历在目，成为我人生的宝贵财富。感谢学习生活中给予我帮助和动力的人，你们使我的青春更加饱满，也感谢那些深夜叨扰我睡眠和让我更加斗志昂扬的经历，让我更加百折不挠、锤炼学术研究的坚持。分别在即，纵有万般不舍，但仍心存感激。

首先，感谢导师的谆谆教诲。整个研究生三年，老师不仅重视培养我的学术能力，也在我的生活上给予我莫大的帮助。特别感谢您的指导和关心，您总是以身作则、严谨治学，工作再忙也耐心引导我们在学术的海洋里遨游和求知。那些深夜里您修改过的论文开题报告、论文一稿、二稿，那些您对我毕业论文逐字逐句斟酌时的疲劳，都是我毕业论文得以完成的基础。同时，您的鼓励和指导让我对毕业论文的写作充满了信心和动力，感谢您的辛勤付出。

其次，感谢同学和朋友的真诚陪伴。感谢我的同门同学和我的舍友，感谢同门师兄师姐们对我的引导。感谢他们在生活和学习的方方面面给予我的帮助和鼓励。

再次，感谢家人的无私支持。我的家人总是以各自的方式默默地无条件支持我，做我求学路上的最坚强后盾，让我有信心和力量度过一次次考验，一步步实现我的想法。他们的关怀和付出，我会永远铭记。

最后，感谢自己的乐观坚持。求学生涯有很多波折和挑战，感谢你每一次都选择了乐观面对、选择了“再坚持一下”。那些经历郁闷和苦恼后的又一次站起来，那些惋惜后的继续埋头苦读，全部都得到了回报，可以心满意足地对自己说：“你做得很不错”。

研究生学习只是人生的旅途中的一小段，但是正因为有这段刻骨铭心的经历，让我行稳致远。在往后的人生里，我将铭记各位老师、亲人和朋友们对我的指导和激励，继续脚踏实地，仰望星空，实现自己的梦想，走好自己的人生路。