



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, 现有的研究从内部因素 [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 [14] 衡量披露水平, 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关注的重点。本文从自愿性信息披露角度探讨股价同步性, 为降低股价同步性提供新的思路。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。

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 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)	Lnna	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
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

(1994—2014) 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、研发投入规模三个角度探讨了企业异质性的调节效应。首先, 企业异质性的调节效应分析如下。

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 定价与信息披露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、行业特点等. 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话题. 根据 Hanley 等^[76] 的研究, 第一重要的讨论话题是“——”⁴, 我们统计了被试者打分情况, 结果发现会议商讨论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







