

# 上市公司信息披露与股价崩盘风险：一个文献综述

对外经济贸易大学金融学院博士生 赵文耀

**摘要：**上市公司信息披露与股票市场的互动关系，长期以来是学术研究和实践领域的热点话题。本文首先从财务信息、非财务信息、信息披露质量和信息披露策略四个方面阐述了上市公司信息披露的相关文献；同时从信息不对称、代理问题和避税行为三个方面介绍了股价崩盘风险的形成机理；并基于此，进一步梳理了针对上市公司信息披露与股价崩盘风险的已有研究；最后，对已有文献进行评述。本文所综述的理论观点和已有文献有助于厘清信息披露和股价崩盘风险的影响机制，同时对于防范化解金融风险、维护资本市场更好服务实体经济具有重要的参考价值。

**关键词：**上市公司信息披露，股价崩盘风险，财务信息披露，非财务信息披露

## 一、引言

金融市场的平稳运行对于保护投资者利益、稳固实体经济、维护金融安全具有重要意义然而近年来，我国资本市场个股崩盘、大起大落的现象频发，甚至在2015年我国股票市场一度出现“千股涨停”和“千股跌停”的罕见现象；2018年长生生物因爆发“疫苗”案连续32个交易日跌停，刷新了A股市场个股最长跌停记录；2020年初新冠疫情爆发，美国道琼斯指数在短短2周内4次熔断，美国标普500指数多次“跳水”，“多米诺”效应迅速蔓延至全球资本市场（Carmen R, 2020）。我国A股市场也受到美国股市的影响，出现一定幅度的震荡。得益于我国监管部门出台的各项有效措施，疫情得到有效的防控，我国资本市场迅速修复、回归正轨。

当前，新冠疫情在其他国家仍在持续蔓延，为全球资本市场和实体经济带来了较强的不确定性，我国资本市场的外围系统性风险仍未缓解。我国股市依旧面临着疫情导致的经济低迷和不确定性的影响，上市公司面临股价剧烈波动的风险更强。此外，我国资本市场以个人投资者为交易主体，其非理性特性进一步加深了市场的不稳定。在疫情仍未结束、资本市场不确定性仍持续蔓延的当下，对诱发资本市场波动、引发股价崩盘风险的各种因素展开深入分析，对于识别资本市场风险因素、预防金融市场系统性风险、推动实体经济高质量发展、稳定国家金融安全，具有重要的理论价值和现实意义。

引发股价崩盘风险的主要原因是上市公司与投资者之间的信息不对称以及由此引发的信息披露操纵行为。出于职业规划、业绩考核、薪酬激励等获取私利

的动机，管理层倾向于隐藏不利于自身利益和公司未来发展的负面信息（Kothari等，2009），而公司与资本市场之间的信息不对称为管理层的自利动机提供了有利条件。然而坏消息的隐藏并非永无止境，当管理层隐藏的坏消息积累到一定程度并超过可隐瞒的极限时，有效的资本市场会识别到坏消息一次性的集中披露并在股票价格上对这一信息作出及时反应，表现为股票价格急剧下降，甚至引发股价崩盘（Jin和Myers，2006）。

基于以上理论框架，之后有关股价崩盘风险的相关研究分别从会计信息质量（Hutton等，2009；Kim和Zhang，2014；肖土盛等，2017）、管理层特征（梁权熙和曾海舰，2016；孙淑伟等，2017；孟庆斌等，2017）、股权结构（王化成等，2015；谢德仁等，2016；姜付秀等，2018）、内部控制（张瑞君和徐鑫，2017；黄政和吴国萍，2017）和外部监督（江轩宇，2013；王化成等，2014；褚剑和方军雄，2016；叶康涛等，2018）等角度展开。由此可见，股价发生大幅波动甚至暴跌崩盘的根源是上市公司内外部信息不对称，而上市公司的信息披露是向外界传递公司内部信息的重要途径，同时也是保护投资者利益、提升资源配置效率、服务实体经济发展的主要方式。

信息披露是上市公司向外界传递有效信息的主要方式，也是决定上市公司股票价格和市场价值的主要因素。而发生股价暴跌现象的原因归根结底是上市公司与资本市场之间的信息不对称。上市公司信息披露与股票市场的互动关系，长期以来是学术研究和实践领域的热点话题。本文拟从财务信息（研发投入）、非财务信息（社会责任）和外部监管信息（违规处罚）三类信息入手，对上市公司的信息披露与股价崩盘风险的研究进行回顾和梳理。

本文剩余部分内容安排如下：第二部分阐述了上市公司信息披露的研究现状，分别从财务信息、非财务信息、信息披露质量和信息披露策略进行了综述；第三部分对股价崩盘风险的研究现状进行了综述，并从信息不对称、代理问题和避税行为三个方面综述了影响股价崩盘风险的渠道；第四部分对上市公司信息披露与股价崩盘风险的文献进行了综述，并研究财务信息披露、非财务信息披露、信息环境、信息披露策略四个方面，研究了上市公司信息披露对股价崩盘风险的影响；第五部分对已有研究进行评述。

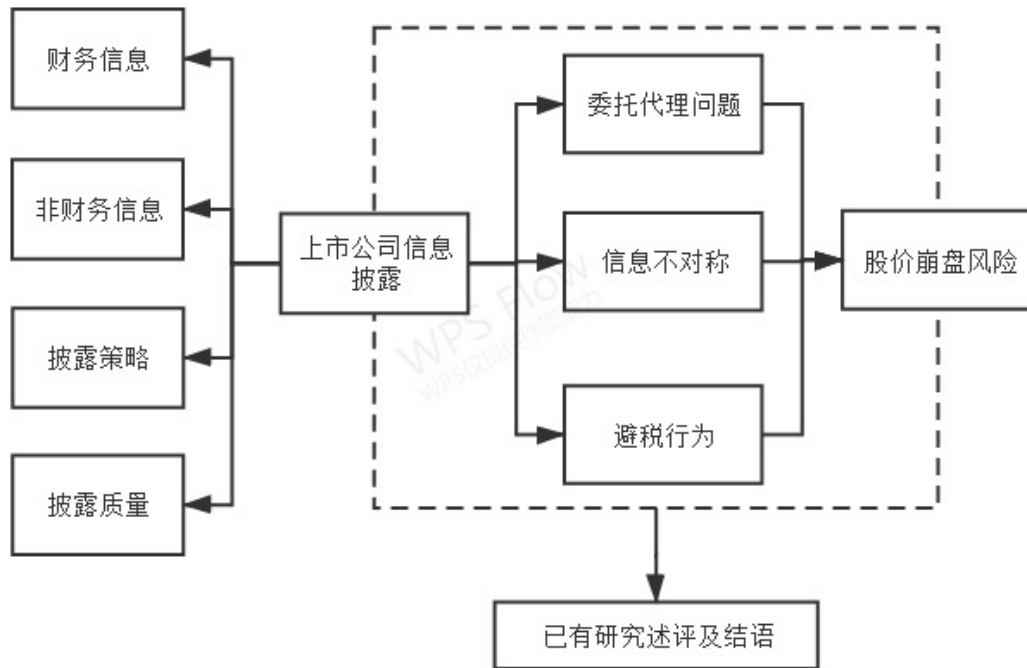


图1 文献综述框架

## 二、关于上市公司信息披露的研究

针对已有研究上市公司信息披露的文献进行梳理，大致可以将这些文献归纳为四类，分别是：财务信息披露、非财务信息披露、信息披露质量和信息披露策略，本文接下来的内容将对此进行更为详细的综述。

### （一）财务信息披露研究

目前关于财务信息披露的已有研究，主要集中在上市公司财务信息的影响因素方面，并分别从公司内部特征和外部政策环境两个方面展开研究。

#### 1. 内部公司特征与财务信息披露

Dechow等（2010）从上市公司盈余信息的角度展开研究，发现公司高质量的盈余信息向外界传递了更多企业内部的真实信息，可以帮助投资者作出价值判断和投资决策；方红星和金玉娜（2011）针对上市公司的内部控制信息展开研究，结果发现当上市公司高质量的内部控制，可以改善上市公司的盈余信息质量，并且当上市公司对外披露内部控制鉴证报告的行为，能够进一步提高内控质量的盈余质量提升效应；随后，雷英等（2013）的研究验证了这一研究结论；Li和Zhang（2015）从代理问题的角度展开研究，发现上市公司的管理层出于晋升、激励等自利原因具有很强的动机来提升公司在股票市场上的表现，因此他们会选择性的披露财务信息，以维持上市公司在二级市场的股价（Healy和Palepu，2001）；黄

海杰等（2016）研究了上市公司独立董事的作用，结果发现当上市公司的独立董事具有会计的专业背景时，其财务信息质量会显著较高，且这一效应在内部治理质量和外部治理环境较低的上市公司中更加显著；姜付秀等（2016）从董秘财务经历的信息披露效应这一角度出发展开研究，得出结论：当董事会秘书具有从事财务工作的经历时，会具有更强的动机通过披露高质量的盈余信息来降低上市公司与资本市场的信息不对称程度，并进一步对渠道机制展开研究，结论表明，具有财务从业经验的董事会秘书通过更多的分析师跟踪这一渠道，来提升信息披露质量；罗棫心等（2020）的研究发现，当审计委员会中有更多的退休独立董事，由于退休的独立董事有更多的时间和精力用于监督上市公司，因此此类上市公司的财务信息质量显著较高。

## 2. 外部政策环境与财务信息披露

张璇等（2016）的研究发现，卖空机制政策的实施是提升融券标的公司的财务信息的有效制度，并且卖空机制的实施还可以降低财务重述的概率；王晓珂和黄世忠（2017）从衍生工具的角度研究了上市公司的财务信息披露质量，结果表明当上市公司应用衍生工具时，会显著增加其操纵性应计利润，进而降低其财务信息披露质量，同时市场会作出负面反应，这一效应主要存在在内部治理质量较差的企业中；李延喜等（2019）从审计的角度研究财务信息质量，结果表明沟通关键审计事项显著提升了上市公司的盈余信息披露质量；孙坚强等（2019）选择了更加微观的个人视角，从公众的学习效应视角处罚，研究了公众对上市公司盈余信息以及通胀预期等宏观经济指标的作用机制；雷新途和汪宏华（2019）考察了政府反腐治理对企业盈余信息披露质量的作用影响，发现政府的反腐治理显著提升了上市公司的应计盈余质量，但真实盈余质量显著降低，本质上并未提升其信息质量，只是转换了上市公司盈余操纵的方式。

### （二）非财务信息披露研究

目前关于非财务信息披露的已有研究，主要集中在非财务信息的影响因素和经济后果两个方面。

#### 1. 非财务信息披露的影响因素

毕茜等（2015）从传统文化的角度展开研究，认为在传统文化较风靡的地区，当地上市公司会选择披露更多的环境信息，且这一效应与正式的环境制度存在互补关系，即：相对于正式制度不完善的地区，当所在地区的正式制度较完善时，传统文化与上市公司环境信息披露水平的正向关系会显著较小；程新生等（2015）研究了高管薪酬对上市公司战略信息披露的影响，结果发现为了使自己获得超额薪酬看起来更加合理，高管会在获得超额薪酬时，会选择将更多的战略信息这一非财务信息向外界传递，而且这一效应在央属企业、较低的机构投资者持股的上

市公司中更加显著；程新生等（2015）的研究发现，为了隐瞒自身的盈余管理行为，上市公司的高级管理者会披露更多的管理层讨论与分析这一类的非财务信息，而且当上市公司有股权激励时，高管的这一动机会显著更强；苑泽明和王金月（2015）从碳排放制度的信息披露效应展开研究，结论表明：当所在地区的碳排放制度较完善时，当地上市公司会披露显著更多的碳信息，而且当上市公司所处行业为重污染行业时，碳排放制度与上市公司碳信息披露之间的关系更加显著；汤晓建（2016）从内部控制的角度展开研究，发现当上市公司具有较高的内控质量时，其社会责任信息披露的也会显著越高；郑建明等（2017）从放松卖空管制角度展开研究，发现：当放松卖空管制时，上市公司会披露更高质量的环境信息，同时，当大股东持股比例较高时，放松卖空管制对环境信息质量的正面影响会更加显著，且当上市公司所处地区的环境制度较弱时，也会进一步加强卖空管制的环境信息披露效应。

## 2.非财务信息披露的经济后果

Hadlock和Pierce（2010）从融资约束的角度展开研究，认为：作为非财务信息之一，上市公司披露社会责任信息会向外界传递更多的企业内部信息，使得投资者对上市公司有更准确的价值判断，同时社会责任信息披露会提升上市公司的声誉，通过信息渠道和声誉渠道的共同作用，缓解了上市公司的融资约束；王艳艳等（2014）从股价同步性角度展开研究，研究结果显示当上市公司向外界披露社会责任报告的行为，能够引起分析师的关注，进而提升了上市公司的股价信息含量，而且当上市公司第一次披露社会责任信息时，其股价同步性会显著下降；张继勋等（2016）从负面信息披露的角度展开研究，发现当上市公司向资本市场传递负面消极的社会责任信息时，如果上市公司对负面信息作出解释，资本市场会对这样的行为做出相对正面且积极的反映，在一定程度上抑制了股票价格的下降趋势；钱明等（2016）从融资约束的角度出发，发现履行社会责任的行为可以改善上市公司的融资约束状况，并且上市公司的会计稳健性会增强社会责任信息对融资约束的负面影响的效应，且当上市公司所在地区经济发展水平较高时，会计稳健性与社会责任信息之间的替代作用会更强；与钱明等（2016）的角度相同，吴红军等（2017）也从融资约束的角度展开研究，但其研究对象是更微观的环境信息，而不是钱明等（2016）研究的社会责任信息，发现当上市公司披露更多的环境信息时，会降低自身的融资约束，而且当公司的财务信息质量较差时，上市公司环境信息缓解融资约束的效应会更加显著，这表明环境信息与财务信息对于融资约束的影响存在互补关系；张继勋等（2019）从信息语调的角度展开，认为当上市公司向资本市场披露社会责任信息时的语调较为积极时，投资者会对此类公司做出较为正面的判断，有利于其股票价格的提升，进一步研究表明，当上市

公司的财务信息披露质量较高时，社会责任信息的正面市场反映会更加显著；齐岳等（2020）从更直接的市场反应的角度展开研究，发现当上市公司发布社会责任报告时，可以得到显著更高的资本市场认可程度，而且当上市公司的内部控制质量较高时，这一效应会更加显著。

### （三）信息披露质量研究

Elyasiani等（2010）从机构投资者角度的展开研究，发现机构投资者持股可以有效改善上市公司的信息披露质量，造成此效应的机制在于机构投资者的监督能力可以改善公司的委托代理问题；Boone和White（2015）进一步展开研究，发现较高比例的机构投资者持股具有更强的动机来约束经理人的信息披露行为，因此具有较高比例机构投资者持股的上市公司，其信息质量和流动性显著较强，同时也有显著更高的分析师关注度；王生年和尤明源（2015）从薪酬激励的角度展开研究，发现管理层薪酬激励程度从较低水平缓慢增加时，上市公司的信息披露质量会随之而显著提升，然而当管理层薪酬激励程度超出一定水平后反而会显著降低上市公司信息披露质量，此研究结果表明上市公司管理层的薪酬激励是有效缓解管理层与股东之间的委托代理问题的有效途径，但管理层可能会出于自身利益，而进行选择性披露，导致上市公司所披露的信息质量降低；高凤莲和王志强（2015）从董事会秘书的社会资本视角展开研究，发现当上市公司的董事会秘书具有较高的社会资本时，其信息披露质量显著较高，当上市公司所处地区的制度环境较差时，董秘社会资本的信息质量提升效应显著更大；谭劲松和林雨晨（2016）研究了机构投资者持股对上市公司信息披露质量的影响，结果显示当上市公司的机构投资者持股比例较高时，可以显著提高公司的信息披露质量，且这一效应主要通过实地调研提升公司治理水平发挥作用；Pukthuanthong等（2017）从诉讼的角度展开研究，发现当机构投资者对上市公司管理层提出诉讼时，上市公司的信息披露质量会显著提升，这表明机构投资者诉讼是有效的监督机制；李春涛等（2018）从QFII持股的角度展开研究，发现当上市公司的QFII持股比例较高时，其信息披露质量会显著较高，且QFII的信息质量提升效应主要通过分析师跟踪和高管业绩敏感性两个作用渠道发挥作用；黄敏等（2018）从银行风险承担的角度展开研究，发现当银行披露更高质量的信息时，其银行风险承担水平会显著较低，且当银行的资本充足率较低时，信息披露的抑制风险承担效应会更加显著；薛健和汝毅（2020）从媒体新闻报道的角度展开研究，发现当上市公司与媒体具有关联关系时，关于上市公司的新闻报道会具有显著更多、更详细的内容，但却具有显著更低的信息含量。

### （四）信息披露策略研究

Healy和Palepu（2001）的研究认为，管理层有出于职业晋升、薪酬激励或商

业帝国等动机，往往会选择最有利于自身利益的会计政策和会计信息披露策略；在此基础上，张馨艺等（2012）对管理层的具体信息披露策略展开研究，发现当上市公司在做信息披露决策时，会选择在交易日披露公司内部正面积积极的信息，在休息日披露负面消极的信息，且当高管持股比例较高的上市公司中这一效应更加显著；温日光（2015）从投资者行业晕轮的角度展开研究，发现当投资者行业晕轮效应较大时，也就是当投资者更容易受到行业其他公司信息披露的影响而作出以偏概全的决策时，上市公司为了最大程度的降低行业晕轮效应对自身股票价格的负面影响，会选择显著更早的时机进行信息披露；余玉苗等（2016）从年报预约的角度出发展开研究，发现当上市公司预约披露年报的时间较晚时，上市公司的审计质量会显著较低，可能的原因是：审计师越推后年报披露日期，受到截止日期的压力越大，因此会不可避免的影响审计质量；钱爱民和张晨宇（2018）从股权质押的角度出发展开研究，发现当上市公司处于股权质押时期时，上市公司具有更强烈的动机和更显著的行为来披露好消息、隐藏坏消息，且这一效应在股市周期的不同阶段和产权属性的不同而存在显著差异；Jebran等（2019）从盈余预测的角度展开研究，发现管理层具有强烈的动机进行信息披露管理，当上市公司内部有坏消息时，为了最大程度降低坏消息披露对自身利益的影响，管理层往往会选择减少盈余预测的发布或选择发布更加正面积积极的盈余预测报告。

表1 上市公司信息披露研究

研究主题	相关文献
财务信息披露研究	Dechow 等, 2010; Li 和 Zhang, 2015; 黄海杰等, 2016; 姜付秀等, 2016; 雷新途和王宏华, 2019; 罗棧心等, 2020
非财务信息披露研究	Hadlock 和 Pierce, 2010; 程新生等, 2015; 苑泽明和王金月, 2015; 张继勋等, 2016; 郑建明等, 2017; 张继勋等, 2019; 齐岳等, 2020
信息披露质量研究	王生年和尤明源, 2015; 谭劲松和林雨晨, 2016; Pukthuanthong 等, 2017; 李春涛等, 2018; 薛健和汝毅, 2020
信息披露策略研究	Healy 和 Palepu, 2001; Della 和 Pollet, 2009; 温日光, 2015; 余玉苗等, 2016; 钱爱民和张晨宇, 2018; Jebran 等, 2019

### 三、关于股价崩盘风险的研究

股价崩盘风险是学术界和资本市场利益相关者研究和关注的风险。2015年我国股票市场的暴跌，不仅对投资者的利益造成了负面冲击，也不利于我国资本市场的稳定发展，此外实体经济的运行也受到了极大的负面影响。在此背景下，股价崩盘风险的形成机理成为市场和学术界关注的焦点问题之一，已有文献从股价崩盘产生的前提条件（信息不对称）、形成动机（委托代理问题）和隐藏手段（避税行为）三个方面展开研究。

#### （一）信息不对称

信息不对称理论认为,上市公司与投资者之间的信息不对称为管理层的机会主义提供了前提条件,当上市公司的信息不透明程度较高时,管理层具有更强的隐藏公司负面信息的动机,但公司内部隐藏负面消息的能力和空间不是无止尽的,当管理层无法继续对坏消息隐藏时,坏消息的集中释放会引起市场的大幅度负面反应,导致投资者做出负面价值判断和投资决策,导致股价发生暴跌崩盘。基于信息理论, Jin和Myers(2006)研究了国家信息环境对上市公司股价崩盘风险的影响,结果发现当某一国家的信息环境质量较低,即信息不对称程度较高时,当地的上市公司未来发生股价崩盘的风险显著更高;随后, Hutton等(2009)从微观的企业财务信息角度展开研究,发现当上市公司的盈余信息质量较低时,其股价崩盘风险会显著较高,从微观企业的角度验证了股价崩盘的信息不对称形成机理。

此后,学者们从内部控制信息披露制度和外部监督机制两个角度出发,进一步检验股价崩盘风险的信息不对称形成机制:一方面,在内控制度方面, Zhou(2013)从内控质量的角度展开研究,发现当上市公司的内控质量较高时,未来股价发生暴跌的概率显著较低;叶康涛等(2015)进一步发现相对于内控质量,上市公司主动披露自身内部控制的内容越多、信息含量越大,其未来股价发生崩盘的风险越低,且当公司的信息不对称程度较高、盈利能力越差对其内控信息的股价崩盘风险效应抑制能力越强;黄政和吴国萍(2017)从内控质量的角度出发,得出与Zhou(2013)一致的结论,结果发现上市公司高质量的内控信息披露,能够显著降低其未来发生股价崩盘的概率,并进一步验证了信息披露质量和代理成本这两个渠道的有效性;另一方面,在外部监督方面,罗进辉和杜兴强(2014)从媒体报道的角度展开研究,发现当上市公司的新闻媒体报道数量较高时,自身未来发生股价崩盘风险的风险会显著较低,验证了媒体对上市公司的信息传递和监督治理的效应;DeFond等(2015)从会计政策效应的角度展开研究,发现当上市公司被强制要求采用IFRS会计政策时,其未来发生股价崩盘的风险显著较低,且当上市公司所处地区的信息环境较差时,国际会计准则对崩盘风险的治理效应会更加显著;林乐和郑登津(2016)从退市监管的角度展开研究,发现当退市新规开始实施之后,存在退市风险的上市公司所披露的信息质量更高,而其股价崩盘风险显著更低,该结论有效验证了退市监管对上市公司治理效应的有效性;褚剑和方军雄(2016)从卖空机制的角度展开研究,发现在实施卖空机制之后,并没有对相关上市公司的股价崩盘风险起到显著抑制的作用,而是产生了加剧风险的负面影响,原因主要是融资融券样本的选择问题和机制的设计问题;史永和李思昊(2020)从关键审计事项的角度展开研究,发现当审计报告中关键审计事项部分披露的信息越多,上市公司未来风险股价崩盘的风险越小,且这一效



应在聘请审计质量较高会计师事务所的上市公司中更加显著。

## （二）代理问题

股价崩盘的另一原因是公司内部的委托代理问题。关于第一类委托代理问题，管理层出于对职业规划、商业帝国、薪酬激励等自身利益的考量，具有隐藏负面信息的动机（Graham等，2005；Kothari等，2009），然而当积累的负面消息达到一定程度无法再继续隐瞒时，负面信息在短时间内集中释放会对上市公司的股票价格产生强烈的负面影响，导致股价崩盘（Jin和Myers，2006；Hutton等，2009）。关于第二类委托代理问题，由于大股东出于自身利益的考量利用控制权优势来操纵上市公司的信息披露决策，当负面信息无法继续隐藏集中披露时会导致股价崩盘风险，而这样了损害小股东的利益。基于代理问题，学者们分别从管理层特征和股权结构等角度研究了上市公司的股价崩盘风险的影响因素。

关于管理层特征，梁权熙和曾海舰（2016）通过实证验证了上市公司独立董事制度对其崩盘风险的影响，结果显示：相较于没有独立董事制度的上市公司，拥有独立董事制度的上市公司股价崩盘概率更低，其结论有效验证独立董事制度对股价崩盘风险存在治理效应；李小荣和刘行（2012）从管理层的性别角度展开研究，结果发现当上市公司女性的CEO其具有更强的沟通能力、风险规避能力和较少的机会主义行为，因此相较于雇佣男性CEO的上市公司，雇佣女性的上市公司未来发生股价崩盘的风险显著更低；孙淑伟等（2017）从高管持股的角度展开研究，发现当上市公司的高管出于自身利益的考虑，其坚持股票的行为会增加上市公司的崩盘风险，而造成这种现象的原因在于管理层会进行信息披露操纵，导致上市公司坏消息的不断积累，最终引发股价崩盘风险；易志高等（2019）从高管减持效应的角度展开研究，发现当上市公司的高管选择减持时，其他高管也会跟着进行减持，这一同伴效应会显著增加股价崩盘风险，而且在减持期间，公司高管具有利用自身信息优势进行选择披露，以最大化其所得财富。

关于股权结构，王化成等（2015）针对大股东持股展开研究，发现当大股东持股比例可以对上市公司未来发生股价崩盘的风险产生显著的抑制作用，基于此进一步验证了大股东对上市公司的监督效应和更少掏空效应；谢德仁等（2016）从股权质押角度展开研究，发现当具有控股权的大股东质押自身所持股票后，上市公司会更加谨慎的管理自身的信息披露，这一行为会显著降低股价崩盘风险；Hong等（2017）从两权分离的角度展开研究，发现当大股东的控制权与现金权的分离度比较高时，会显著抑制上市公司未来发生股价崩盘的风险，而且当信息质量较差时，两权分离的股价崩盘风险效应会显著更高；姜付秀等（2018）从上市公司股权结构展开研究，具有多个大股东的上市公司未来发生股价崩盘的风险会显著较低，这验证了多个大股东在抑制股价崩盘风险方面的监督效应；吴晓晖

等（2019）的研究发现机构投资者的抱团程度会导致上市公司未来发生股价崩盘的概率上升，同时当上市公司的产权为非国有的产权性质时，代理成本较高、投资者保护制度越完善的地区，该地区上市公司的机构投资者提升股价崩盘风险的效应显著更高；不同于谢仁德等（2016）在控股股东股权质押期间公司机会主义的“排雷”视角，夏常源和贾凡胜（2019）从股权质押比例这一角度展开研究，发现当上市公司的控股股东的质押比例较高时，其未来发生股价崩盘的风险显著更高，原因可能在于较高的市场不透明程度导致了投资者恐慌并做出负面决策，进而影响了未来发生股价崩盘的风险。

### （三）避税行为

当企业实施避税行为时，会通过将本应上缴国家的资源保留在企业中，因此会进一步增加企业的盈余表现，提升企业价值（江轩宇，2013）。但与此同时，避税行为会增加上市公司的信息不透明程度，这可能会进一步诱发管理层的隐藏负面信息行为（Desai和Dharmapala，2006；廖歆欣和刘运国，2016），进而导致其未来发生股价崩盘的风险增加。此外，若上市该公司的避税行为被监管部门查处并对外披露，这一负面信息通过声誉损失渠道使得投资者作出消极负面的投资决策，这也会导致公司未来发生股票价格的暴跌、崩盘。Kim等（2011）从实证研究的角度展开验证，发现当上市公司实施避税行为时，由于避税行为的复杂属性和不透明属性，为管理层实施更多的机会主义行为提供了良好的条件，从而加剧了上市公司未来发生股价崩盘的可能性。

总之，以上关于股价崩盘风险的相关研究认为，内外部环境的信息不对称是上市公司未来发生股价崩盘的前提条件，而上市公司发生股价崩盘风险的根源在于管理层自利动机导致的机会主义行为，内外部治理机制是上市公司未来发生股价崩盘风险的重要约束，而避税行为的复杂属性为提升公司内外部的不透明度、隐藏管理层的信息操纵行为提供了庇护，以上因素共同增加了未来发生股价崩盘的概率。

表2 股价崩盘风险研究

形成机理	研究方向	相关文献
信息不对称	财务信息与股价崩盘风险	Jin 和 Myers, 2006
	内控质量与股价崩盘风险	黄政和吴国萍, 2017; 叶康涛等, 2015
	外部监督与股价崩盘风险	史永和李思昊, 2020; DeFond 等, 2015; 褚剑和方军雄, 2016
代理问题	管理层的隐藏坏消息动机	Graham 等, 2005; Kothari 等, 2009
	管理层与股价崩盘风险	孙淑伟等, 2017; 易志高等, 2019
	股权结构与股价崩盘风险	吴晓辉等, 2019; 夏常源和贾凡胜, 2019; Hong 等, 2012; 王化成等, 2015; 谢德仁等, 2016; 姜付秀等, 2018
避税行为	避税行为与股价崩盘风险	Desai 和 Dharmapala, 2006; Hanlon 和 Heitzman, 2010; Kim 等, 2011a; 江轩宇, 2013; 廖歆欣和刘运国, 2016

## 四、关于上市公司信息披露与股价崩盘风险

已有文献关注了信息披露与股价崩盘风险之间的关系，这部分文献总体可以归纳为以下四个大类：财务信息披露、信息环境、非财务信息披露和信息披露策略，本文接下来的内容将对此展开详细综述。

### （一）财务信息披露与股价崩盘风险

Hutton等（2009）从财务信息质量的角度展开研究，发现当上市公司的财务信息不透明程度越高、信息质量越差，上市公司未来发生股价崩盘的风险会显著较高，同时公司的避税行为为管理层操纵负面信息的披露提供了有利条件；Kim等（2011）从避税程度的角度进一步展开研究，上市公司的避税行为会显著增加其未来股价崩盘的风险；Kim和Zhang（2016）的实证研究结果表明，当上市公司实施稳健的会计政策时，管理层的机会主义会得到有效抑制，上市公司的崩盘风险也会受到会计政策的影响，显著降低；肖土盛等（2017）的研究结果发现，当上市公司被深交所认为信息披露质量较高时，未来发生股价崩盘的可能性会显著较低，在此基础上验证了分析师所发挥的渠道作用机制：当信息披露质量被深交所认定为较高时，会显著提升分析师的准确程度，进而降低股价崩盘风险；周波等（2019）从年报语调的角度展开研究，发现：总体而言，上市公司年报披露的积极程度并不会显著影响未来崩盘风险，但语调真实度会显著影响两者之间的作用机制：当语调真实度较低时，上市公司积极披露年报的行为会被投资者认为是在进行信息操纵，因此会采取消极负面的投资决策，提升公司的未来崩盘风险；钟宇翔和李婉丽（2019）的研究发现，上市公司的财务信息平滑管理的行为，可以降低其未来发生股价崩盘的风险，然而上市公司所实施的机会主义盈余平滑行为却会增加其股价崩盘的风险，这表明上市公司不同的财务平滑行为对其崩盘风险的影响机制存在差异。

### （二）非财务信息披露与股价崩盘风险

Kim等（2014）从社会责任信息披露的角度展开研究，发现当公开披露社会责任信息时，上市公司未来发生股价崩盘风险的概率会显著较低；权小峰等（2015）从非对称风险的角度展开研究，得出了不同于已有文献的研究结论，他们发现当上市公司履行社会责任时，会降低自身的投资效益和信息透明度，而这会导致公司未来股价崩盘的显著增加；叶康涛等（2015）选择从内部控制这一非财务信息披露的角度展开研究，结果发现上市公司较高质量的内部控制披露行为可以显著降低其未来发生股价崩盘的风险的概率；基于此，权小峰和肖红军（2016）从会计稳健性的角度进一步展开研究，发现当上市公司披露社会责任信息时，会显著影响管理层选择的会计政策，进而影响其未来的股价崩盘风险，验证了会计政策的渠道机制；宋献中等（2017）发现当上市公司披露社会责任信息

时，上市公司的信息质量和声誉价值会显著提升，进而会显著降低未来发生股价崩盘的风险，同时相对于强制披露的信息，未来发生股价崩盘的风险会在自愿性披露社会责任信息的上市公司概率显著更小。

### （三）信息环境与股价崩盘风险

Hutton等（2009）和潘越等（2011）从内部环境角度展开研究，发现当上市公司的信息环境质量较低时，由于投资者无法获得上市公司的真实有效信息，因此往往会做出负面消极的投资决策，显著提升了公司未来发生股价暴跌的概率；孔东民和王江元（2016）从竞争环境的角度展开研究，发现当上市公司的机构投资者之间进行信息竞争时，会产生差异化的投资信息和投资行为，而这显著提升了公司未来发生股价崩盘的风险和概率；褚剑和方军雄（2017）从政府审计的角度展开研究，发现当政府审计已上市的中央企业时，会向资本市场释放出“提升企业内部信息质量”的积极信号，因此可以显著降低其股价崩盘风险。同时，由于溢出效应，未经政府审计的中央企业也会呈现出较低崩盘风险的特征；李沁洋和许年行（2019）从资本市场开放的角度展开研究，发现当沪港通政策实施之后，标的上市公司的信息透明度有显著提升，这会进一步降低未来发生股价崩盘的风险；鄢翔和耀友福（2020）从利率管制的视角展开研究，发现当实施放松利率管制的政策时，银行债券对上市公司的治理效应会得到显著提升，且这一效应对于长期贷款的监督中更加显著。

### （四）信息披露策略与股价崩盘风险

Jin和Myers（2006）采用信息模型的方法展开研究，发现出于职业规划、薪酬激励等动机，管理层存在操纵公司负面信息披露的动机，当积累的负面信息过多超出承受范围之后，负面信息在短期内的集中释放会显著影响资本市场的价值判断，进而导致股价崩盘；谢盛纹和陶然（2017）从年报预约披露这一角度展开，发现当上市公司推迟了自身的年报披露时间时，资本市场往往会作出负面判断，因此未来发生股价崩盘的风险显著较高，但在分析师关注度较高的上市公司中，这一效应显著较弱，验证了分析师关注缓解年报披露推迟对股价崩盘的负面影响。

表3 上市公司信息披露与股价崩盘风险研究

研究主题	相关文献
财务信息披露与股价崩盘风险	周波等，2019；钟宇翔和李婉丽，2019；Kim 和 Zhang，2016；肖土盛等，2017
非财务信息披露与股价崩盘风险	陶春华等，2015；叶康涛等，2015；宋献中等，2017
信息环境与股价崩盘风险	李沁洋和许年行，2019；鄢翔和耀友福，2020；Hutton 等，2009；潘越等，2011；孔东民和王江元，2016；褚剑和方军雄，2017
信息披露策略与股价崩盘风险	Jin 和 Myers，2006；谢盛纹和陶然，2017

## 五、已有研究评述

目前针对上市公司信息披露的内容、信息披露质量和信息披露策略的研究已较丰富，针对股价崩盘风险的形成机理研究也基本达成共识，同时国内外很多学者就上市公司信息披露与股价崩盘风险之间的关系展开实证研究。上市公司的股价发生暴跌崩盘的根源是资本市场的信息不对称，而信息披露是资本市场获取其内部信息的有效途径，而我国作为发展中国家，上市公司信息披露的相关制度和政策正逐步趋于完善，那么上市公司的信息披露行为如何影响其未来在资本市场上的股价波动是个值得探讨的问题。与此同时，探讨这一问题也有利于拓展已有对上市公司股价崩盘风险影响因素的相关研究，为理解上市公司的信息披露行为以及股价崩盘风险提供了新的视角，也对于监管部门完善政策法规具有一定的借鉴意义。

已有关于上市公司信息披露的研究，主要从财务信息披露、非财务信息披露、信息披露质量、信息披露策略四个方面展开，侧重于从上市公司整体信息内容、质量和策略方面，但对某类具体信息的披露行为研究较少。

已有关于上市公司股价崩盘风险的研究，主要从管理层特征（李小荣和刘行，2012；曹丰等，2015；孙淑伟等，2017）、股权结构（许年行等，2013；王化成等，2015；权小锋等，2016；谢德仁等，2016；姜付秀等，2018）、内部控制环境（张瑞君和徐鑫，2017）和外部监督机制（江轩宇，2013；叶康涛等，2018）等角度出发，对股价崩盘风险展开深入研究，并归纳为信息不对称、代理问题和避税行为三个形成机理，目前学术界也达成共识。

已有关于上市公司信息披露与股价崩盘风险的研究，主要从财务信息披露、非财务信息披露、内外部信息环境、信息披露策略四个方面展开，主要集中在公司整体的信息披露质量和披露策略方面，但对某类具体的信息披露行为及其对股价崩盘风险影响的研究较少，如从上市公司的研发活动和违规处罚这两类信息的披露角度研究股价崩盘风险；而关于社会责任的非财务信息披露的经济后果，尽管有学者（Kim等，2014；权小峰等，2015；宋献中，2017）对此进行了探讨，但研究结论仍存在一定的争议。

基于以上关于文献研究的回顾和评述，本文认为未来研究可聚焦在上市公司某类具体的信息披露方面，如研发信息披露、企业社会责任信息披露和违规处罚信息，不仅可拓宽至企业的内部的研发信息，更拓展至内外部信息兼顾的社会责任信息、以及外部监管的违规处罚信息，旨在深入研究不同类型信息披露对股价崩盘风险的影响及其渠道机制，在丰富相关学术研究的同时，对于上市公司作出信息披露决策、投资者充分理解资本市场中的各类信息、监管部门完善信息监管制度、资本市场的平稳运行以及实体经济的高质量发展，具有重要的意义。

## 六、结语

作为国家核心竞争力和现代经济体系的重要组成部分，资本市场的平稳运行对于保护投资者利益、稳固实体经济、维护金融安全具有重要意义。然而近年来，我国资本市场个股崩盘、大起大落的现象频发，甚至在2015年我国股票市场一度出现“千股涨停”和“千股跌停”的罕见现象；2018年长生生物因爆发“疫苗”案连续32个交易日跌停，刷新了A股市场个股最长跌停记录；2020年初新冠疫情爆发，美国道琼斯指数在短短2周内4次熔断，美国标普500指数多次“跳水”，“多米诺”效应迅速蔓延至全球资本市场（Carmen R, 2020）。我国A股市场也受到美国股市的影响，出现一定幅度的震荡。得益于我国监管部门出台的各项有效措施，疫情得到有效的防控，我国资本市场迅速修复、回归正轨。当前，新冠疫情在其他国家仍在持续蔓延，为全球资本市场和实体经济带来了较强的不确定性，我国资本市场的外围系统性风险仍未缓解。我国股市依旧面临着疫情导致的经济低迷和不确定性的影响，上市公司面临股价剧烈波动的风险更强。此外，我国资本市场以个人投资者为交易主体，其非理性特性进一步加深了市场的不稳定。在疫情仍未结束、资本市场不确定性仍持续蔓延的当下，对诱发资本市场波动、引发股价崩盘风险的各种因素展开深入分析，对于识别资本市场风险因素、预防金融市场系统性风险、推动实体经济高质量发展、稳定国家金融安全，具有重要的理论价值和现实意义。

引发股价崩盘风险的主要原因是上市公司与投资者之间的信息不对称以及由此引发的信息披露操纵行为。出于职业规划、业绩考核、薪酬激励等获取私利的动机，管理层倾向于隐藏不利于自身利益和公司未来发展的负面信息（Kothari等，2009），而公司与资本市场之间的信息不对称为管理层的自利动机提供了有利条件。然而坏消息的隐藏并非永无止尽，当管理层隐藏的坏消息积累到一定程度并超过可隐瞒的极限时，有效的资本市场会识别到坏消息一次性的集中披露并在股票价格上对这一信息作出及时反应，表现为股票价格急剧下降，甚至引发股价崩盘（Jin和Myers，2006）。基于以上理论框架，之后有关股价崩盘风险的相关研究分别从会计信息质量、管理层特征、股权结构、内部控制和外部监督等角度展开。由此可见，股价发生大幅波动甚至暴跌崩盘的根源是上市公司内外部的信息不对称，而上市公司的信息披露是向外界传递公司内部信息的重要途径，同时也是保护投资者利益、提升资源配置效率、服务实体经济发展的主要方式。而鉴于我国资本市场仍处于外部系统性波动和内部结构性脆弱的后疫情时期，研究上市公司的信息披露及其对股票市场的崩盘效应具有一定的必要性和重要性，也为降低上市公司与投资者之间的信息不对称、稳定股票市场、进而更好的保护投资者利益提供了新的思路，同时对于金融风险的防范与化解、推动资本市场的良

性发展具有重要的参考价值。

## 参考文献

- [1] 巴曙松,朱虹. 融资融券、投资者情绪与市场波动[J]. 国际金融研究,2016,(08):82-96.
- [2] 毕茜,顾立盟,张济建. 传统文化、环境制度与企业环境信息披露[J]. 会计研究,2015(03):12-19+94.
- [3] 卜君,孙光国. 投资者实地调研与上市公司违规:作用机制与效果检验[J]. 会计研究,2020,(05):30-47.
- [4] 曹春方,周大伟,吴澄澄,张婷婷. 市场分割与异地子公司分布[J]. 管理世界,2015,(09):92-103+169+187-188.
- [5] 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.
- [6] 曹海敏,孟元. 企业慈善捐赠是伪善吗——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 会计研究,2019,(04):89-96.
- [7] 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.
- [8] 沈华玉,吴晓晖,吴世农. 控股股东控制权与股价崩盘风险:“利益协同”还是“隧道”效应?[J]. 经济管理,2017,39(04):65-83.
- [9] 沈华玉,吴晓晖,吴世农. 控股股东控制权与股价崩盘风险:“利益协同”还是“隧道”效应?[J]. 经济管理,2017,39(04):65-83.
- [10] 沈弋,徐光华,王正艳. “言行一致”的企业社会责任信息披露——大数据环境下的演化框架[J]. 会计研究,2014,(09):29-36+96.
- [11] 陈德球,李思飞,王丛. 政府质量、终极产权与公司现金持有[J]. 管理世界,2011(11):127-141.
- [12] 陈丽蓉,韩彬,杨兴龙. 企业社会责任与高管变更交互影响研究——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2015,(08):57-64+97.
- [13] 陈钦源,马黎珺,伊志宏. 分析师跟踪与企业创新绩效——中国的逻辑[J]. 南开管理评论,2017,20(03):15-27.
- [14] 陈荣达,林博,何诚颖,金骋路. 互联网金融特征、投资者情绪与互联网理财产品回报[J]. 经济研究,2019,54(07):78-93.
- [15] 陈运森,邓祎璐,李哲. 非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据[J]. 金融研究,2018,(04):155-171.
- [16] 陈运森,邓祎璐,李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据[J]. 管理世界,2019,35(03):169-185+208.
- [17] 程新生,刘建梅,陈靖涵. 才能信号抑或薪酬辩护:超额薪酬与战略信息披露[J]. 金融研

- 究,2015(12):146-161.
- [18] 程新生,刘建梅,程悦.相得益彰抑或掩人耳目:盈余操纵与 MD&A 中非财务信息披露[J]. 会计研究,2015(08):11-18+96.
- [19] 褚剑,方军雄.政府审计的外部治理效应:基于股价崩盘风险的研究[J].财经研究,2017,43(04):133-145.
- [20] 褚剑,方军雄.中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J].经济研究,2016,51(05):143-158.
- [21] 褚剑,方军雄.中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J].经济研究,2016,51(05):143-158.
- [22] 戴小勇,成力为.财政补贴政策对企业研发投入的门槛效应[J].科研管理,2014,35(06):68-76.
- [23] 戴亦一,潘越,冯舒.中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗?——来自市委书记更替的证据[J].经济研究,2014,49(02):74-86.
- [24] 杜瑞,李延喜.企业研发活动与盈余管理——微观企业对宏观产业政策的适应性行为[J].科研管理,2018,39(03):122-131.
- [25] 方红星,金玉娜.高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J].会计研究,2011(08):53-60+96.
- [26] 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.
- [27] 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.
- [28] 高敬忠,周晓苏.管理层持股能减轻自愿性披露中的代理冲突吗?——以我国 A 股上市公司业绩预告数据为例[J].财经研究,2013,39(11):123-133.
- [29] 高利芳,盛明泉.证监会处罚对公司盈余管理的影响后果及机制研究[J].财贸研究,2012,23(01):134-141.
- [30] 顾小龙,辛宇,滕飞.违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性[J].南开管理评论,2016,19(05):41-54.
- [31] 顾小龙,张霖琳,许金花.证券监管处罚、公司印象管理与 CEO 过度投资[J].经济管理,2017,39(02):66-84.
- [32] 郭白滢,李瑾.机构投资者信息共享与股价崩盘风险——基于社会关系网络的分析[J].经济管理,2019,41(07):171-189.
- [33] 何轩,朱丽娜,马骏.中国上市公司违规行为:一项以制度环境为视角的经验性研究[J].管理工程学报,2019,33(04):61-73.
- [34] 胡志颖,李瑾,果建竹.研发投入与 IPO 抑价:风险投资的调节效应[J].南开管理评



- 论,2015,18(06):113-124.
- [35] 黄海杰,吕长江,丁慧.独立董事声誉与盈余质量——会计专业独董的视角[J].管理世界,2016(03):128-143+188.
- [36] 黄金波,陈伶俐,丁杰.企业社会责任、媒体报道与股价崩盘风险[J].中国管理科学,2016,28(1):1-12.
- [37] 黄俊,郭照蕊.新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J].管理世界,2014,(05):121-130.
- [38] 黄敏,蒋海,杨子晖,苏亮瑜.资本监管、信息披露质量对银行风险承担的影响[J].国际金融研究,2018(11):56-66.
- [39] 黄伟,陈钊.外资进入、供应链压力与中国企业社会责任[J].管理世界,2015,(02):91-100+132.
- [40] 黄晓蓓,郑建明.媒体关注、分析师跟进与业绩预告违规[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2015,(03):141-150.
- [41] 黄晓蓓.上市公司业绩预告与分析师预测互动机制研究[D].对外经济贸易大学,2015.
- [42] 黄政,吴国萍.内部控制质量与股价崩盘风险:影响效果及路径检验[J].审计研究,2017(04):48-55.
- [43] 黄政,吴国萍.内部控制质量与股价崩盘风险:影响效果及路径检验[J].审计研究,2017(04):48-55.
- [44] 贾兴平,刘益.外部环境、内部资源与企业社会责任[J].南开管理评论,2014,17(06):13-18+52.
- [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] 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.
- [47] 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.
- [48] 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.
- [49] 姜付秀,石贝贝,马云飙.董秘财务经历与盈余信息含量[J].管理世界,2016(09):161-173.
- [50] 蒋殿春,王晓娆.中国 R&D 结构对生产率影响的比较分析[J].南开经济研究,2015(02):59-73.
- [51] 靳小翠.企业文化会影响企业社会责任吗?——来自中国沪市上市公司的经验证据[J].会计研究,2017,(02):56-62+97.
- [52] 孔东民,王江元.机构投资者信息竞争与股价崩盘风险[J].南开管理评论,2016,19(05):127-138.
- [53] 雷新途,汪宏华.政府反腐风暴提高企业盈余质量了吗?——来自中国上市公司的证据[J].会计研究,2019(12):40-45.
- [54] 雷英,吴建友,孙红.内部控制审计对会计盈余质量的影响——基于沪市 A 股上市公司的实证分析[J].会计研究,2013(11):75-81+96.

- [55] 李春涛,刘贝贝,周鹏,张璇.它山之石:QFII 与上市公司信息披露[J].金融研究,2018(12):138-156.
- [56] 李春涛,赵一,徐欣,李青原.按下葫芦浮起瓢:分析师跟踪与盈余管理途径选择[J].金融研究,2016,(04):144-157.
- [57] 李俊成.监管处罚能抑制上市公司违规吗?——一个反常规的经验证据[J].现代财经(天津财经大学学报),2016,36(06):66-79.
- [58] 李明辉,何海,马夕奎.我国上市公司内部控制信息披露状况的分析[J].审计研究,2003,(01):38-43.
- [59] 李明辉,王学军.上市商业银行内部控制信息披露研究[J].金融研究,2004,(05):53-63.
- [60] 李沁洋,许年行.资本市场对外开放与股价崩盘风险——来自沪港通的证据[J].管理科学学报,2019,22(08):108-126.
- [61] 李姝,谢晓嫣.民营企业的社会责任、政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据[J].南开管理评论,2014,17(06):30-40+95.
- [62] 李姝,赵颖,童婧.社会责任报告降低了企业权益资本成本吗?——来自中国资本市场的经验证据[J].会计研究,2013,(09):64-70+97.
- [63] 李四海,李晓龙,宋献中.产权性质、市场竞争与企业社会责任行为——基于政治寻租视角的分析[J].中国人口·资源与环境,2015,25(01):162-169.
- [64] 李小荣,刘行.CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J].世界经济,2012,35(12):102-129.
- [65] 李小荣,刘行.CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J].世界经济,2012,35(12):102-129.
- [66] 李延喜,赛赛,孙文章.在审计报告中沟通关键审计事项是否提高了盈余质量?[J].中国软科学,2019(03):120-135.
- [67] 李云鹤.公司过度投资源于管理者代理还是过度自信[J].世界经济,2014,37(12):95-117.
- [68] 李增福,汤旭东,连玉君.中国民营企业社会责任背离之谜[J].管理世界,2016,(09):136-148+160+188.
- [69] 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.
- [70] 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.
- [71] 梁上坤,徐灿宇,司映雪.混合所有制程度与公司违规行为[J].经济管理,2020,42(08):138-154.
- [72] 梁上坤,徐灿宇,王瑞华.董事会断裂带与公司股价崩盘风险[J].中国工业经济,2020,(03):155-173.
- [73] 廖歆欣,刘运国.企业避税、信息不对称与管理层在职消费[J].南开管理评论,2016,19(02):87-99.

- [74] 廖歆欣,刘运国.企业避税、信息不对称与管理层在职消费[J].南开管理评论,2016,19(02):87-99.
- [75] 林乐,郑登津.退市监管与股价崩盘风险[J].中国工业经济,2016(12):58-74.
- [76] 林乐,郑登津.退市监管与股价崩盘风险[J].中国工业经济,2016(12):58-74.
- [77] 刘波,李志生,王泓力,杨金强.现金流不确定性与企业创新[J].经济研究,2017,52(03):166-180.
- [78] 刘慧龙,王成方,吴联生.决策权配置、盈余管理与投资效率[J].经济研究,2014,49(08):93-106.
- [79] 刘丽华,徐艳萍,饶品贵,陈玥.一损俱损:违规事件在企业集团内的传染效应研究[J].金融研究,2019,(06):113-131.
- [80] 刘鑫,薛有志.CEO继任、业绩偏离度和公司研发投入——基于战略变革方向的视角[J].南开管理评论,2015,18(03):34-47.
- [81] 陆瑶,胡江燕.CEO与董事间“老乡”关系对公司违规行为的影响研究[J].南开管理评论,2016,19(02):52-62.
- [82] 陆瑶,李茶.CEO对董事会的影响力与上市公司违规犯罪[J].金融研究,2016,(01):176-191.
- [83] 陆瑶,朱玉杰,胡晓元.机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究[J].南开管理评论,2012,15(01):13-23.
- [84] 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.
- [85] 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.
- [86] 罗棫心,陆正飞,伍利娜.“退而不休”的独立董事发挥余热了吗?——审计委员会中退休独立董事对盈余质量的影响研究[J].会计与经济研究,2020,34(01):3-20.
- [87] 马梦迪,王玉涛,王菊仙.负面信息披露与分析乐观预测之谜:信息决策还是经济利益?[J].经济管理,2020,42(09):144-159.
- [88] 孟庆斌,杨俊华,鲁冰.管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究[J].中国工业经济,2017(12):132-150.
- [89] 孟庆斌,邹洋,侯德帅.卖空机制能抑制上市公司违规吗?[J].经济研究,2019,54(06):89-105.
- [90] 潘越,戴亦一,林超群.信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J].金融研究,2011(09):138-151.
- [91] 齐岳,廖科智,王治皓.市场关注度、治理有效性与社会责任信息披露市场反应[J].管理学报,2020,17(10):1523-1534.
- [92] 钱爱民,张晨宇.股权质押与信息披露策略[J].会计研究,2018(12):34-40.
- [93] 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,(05):9-17+95.
- [94] 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(05):9-17+95.
- [95] 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.
- [96] 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.
- [97] 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.
- [98] 权小锋,肖红军.社会责任披露对股价崩盘风险的影响研究:基于会计稳健性的中介机理[J].中国软科学,2016(06):80-97.
- [99] 史永,李思昊.披露关键审计事项对公司股价崩盘风险的影响研究[J].中国软科学,2020(06):136-144.
- [100] 宋献中,胡珺,李四海.社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J].金融研究,2017(04):161-175.
- [101] 宋献中,胡珺,李四海.社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J].金融研究,2017(04):161-175.
- [102] 宋岩,滕萍萍,秦昌才.企业社会责任与盈余管理:基于中国沪深股市 A 股制造业上市公司的实证研究[J].中国管理科学,2017,25(05):187-196.
- [103] 宋云玲,李志文,纪新伟.从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果[J].金融研究,2011,(06):136-149.
- [104] 孙坚强,赵允宁,蔡玉梅.公司盈余信息、适应性学习与通货膨胀预期[J].经济研究,2019,54(10):136-151.
- [105] 孙圣民,陈强.家庭联产承包责任制与中国农业增长的再考察——来自面板工具变量法的证据[J].经济学(季刊),2017,16(02):815-832.
- [106] 孙淑伟,梁上坤,阮刚铭,付宇翔.高管减持、信息压制与股价崩盘风险[J].金融研究,2017(11):175-190.
- [107] 孙淑伟,梁上坤,阮刚铭,付宇翔.高管减持、信息压制与股价崩盘风险[J].金融研究,2017(11):175-190.
- [108] 孙晓华,王昀.R&D 投资与企业生产率——基于中国工业企业微观数据的 PSM 分析[J].科研管理,2014,35(11):92-99.
- [109] 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.
- [110] 谭松涛,崔小勇,孙艳梅.媒体报道、机构交易与股价的波动性[J].金融研

- 究,2014,(03):180-193.
- [111] 谭雪. 分析师关注的治理功用研究——基于两类代理成本的考察[J]. 证券市场导报,2016,(12):37-45.
- [112] 汤晓建. 内部控制、制度环境与企业社会责任信息披露质量[J]. 会计与经济研究,2016,30(02):85-104.
- [113] 陶春华,杨思静,林晚发. 公司治理、企业社会责任与股价崩盘风险[J]. 湘潭大学学报(哲学社会科学版),2015,39(06):50-56.
- [114] 滕飞,辛宇,顾小龙. 产品市场竞争与上市公司违规[J]. 会计研究,2016,(09):32-40.
- [115] 田利辉,王可第. 社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID-PSM 分析[J]. 管理世界,2017(11):146-157.
- [116] 王兵,何依,吕梦. CFO 薪酬溢价和公司财务违规[J]. 审计研究,2019,(02):73-81.
- [117] 王兵,李晶,苏文兵,唐逸凡. 行政处罚能改进审计质量吗?——基于中国证监会处罚的证据[J]. 会计研究,2011,(12):86-92.
- [118] 王海妹,吕晓静,林晚发. 外资参股和高管、机构持股对企业社会责任的影响——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2014,(08):81-87+97.
- [119] 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.
- [120] 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.
- [121] 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.
- [122] 王亮亮,王跃堂. 企业研发投入与资本结构选择——基于非债务税盾视角的分析[J]. 中国工业经济,2015(11):125-140.
- [123] 王生年,尤明渊. 管理层薪酬激励能提高信息披露质量吗?[J]. 审计与经济研究,2015,30(04):22-29.
- [124] 王霞,徐怡,陈露. 企业社会责任信息披露有助于甄别财务报告质量吗?[J]. 财经研究,2014,40(05):133-144.
- [125] 王晓珂,黄世忠. 衍生工具、公司治理和盈余质量[J]. 会计研究,2017(03):16-21+94.
- [126] 王新,李彦霖,李方舒. 企业社会责任与经理人薪酬激励有效性研究——战略性动机还是卸责借口?[J]. 会计研究,2015,(10):51-58+97.
- [127] 王艳艳,于李胜,安然. 非财务信息披露是否能够改善资本市场信息环境?——基于社会责任报告披露的研究[J]. 金融研究,2014,(08):178-191.
- [128] 王艳艳,于李胜,安然. 非财务信息披露是否能够改善资本市场信息环境?——基于社会责任报告披露的研究[J]. 金融研究,2014(08):178-191.

- [129] 魏芳,耿修林. 高管薪酬差距的阴暗面——基于企业违规行为的研究[J]. 经济管理,2018,40(03):57-73.
- [130] 温日光. 投资者行业晕轮效应与上市公司信息披露时机选择[J]. 中国会计评论,2015,13(01):31-52.
- [131] 温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(05):614-620.
- [132] 吴红军,刘啟仁,吴世农. 公司环保信息披露与融资约束[J]. 世界经济,2017,40(05):124-147.
- [133] 吴淑娥,仲伟周,卫剑波,黄振雷. 融资来源、现金持有与研发平滑——来自我国生物医药制造业的经验证据[J]. 经济学(季刊),2016,15(02):745-766.
- [134] 吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济,2019(02):117-135.
- [135] 伍燕然,江婕,谢楠,王凯. 公司治理、信息披露、投资者情绪与分析师盈利预测偏差[J]. 世界经济,2016,39(02):100-119.
- [136] 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.
- [137] 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.
- [138] 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.
- [139] 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.
- [140] 谢家智,刘思亚,李后建. 政治关联、融资约束与企业研发投入[J]. 财经研究,2014,40(08):81-93.
- [141] 谢盛纹,陶然. 年报预约披露推迟、分析师关注与股价崩盘风险[J]. 会计与经济研究,2017,31(01):3-19.
- [142] 辛云峰. 研发支出、企业绩效与市场反应[D]. 财政部财政科学研究所,2012.
- [143] 徐珊,黄健柏. 媒体治理与企业社会责任[J]. 管理学报,2015,12(07):1072-1081.
- [144] 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.
- [145] 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.
- [146] 薛健,汝毅. 信息披露业务关系与新闻报道质量[J]. 管理世界,2020,36(10):139-156.
- [147] 鄢翔,耀友福. 放松利率管制、银行债权治理与股价崩盘风险——基于中央银行取消

- 贷款利率上下限的准自然实验[J].财经研究,2020,46(03):19-33.
- [148] 严若森,叶云龙. 证券分析师跟踪与企业双重代理成本——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 中国软科学,2017,(10):173-183.
- [149] 杨力. 企业社会责任的制度化[J]. 法学研究,2014,36(05):131-158.
- [150] 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.
- [151] 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.
- [152] 叶康涛,刘芳,李帆. 股指成份股调整与股价崩盘风险:基于一项准自然实验的证据[J]. 金融研究,2018(03):172-189.
- [153] 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,(01):156-173.
- [154] 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.
- [155] 尹开国,施婷婷,汪莹莹. 利益相关者对企业社会责任信息披露影响研究[J]. 财会通讯,2015,(01):19-22+4.
- [156] 余玉苗,宋子龙,刘颖斐. 年报预约披露、时间压力传导与独立审计质量[J]. 审计研究,2016(02):58-65.
- [157] 袁蓉丽,王群,李瑞敬. 证券交易所监管与股价同步性——基于年报问询函的证据[J]. 管理评论,,:1-11.
- [158] 苑泽明,郭景先. 政府资助对创新投入的影响研究——基于创业板公司非效率创新投资的视角[J]. 证券市场导报,2015(11):31-36.
- [159] 苑泽明,王金月. 碳排放制度、行业差异与碳信息披露——来自沪市 A 股工业企业的经验数据[J]. 财贸研究,2015,26(04):150-156.
- [160] 张晨宇,武剑锋. 大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗? [J]. 外国经济与管理,2020,42(05):29-41.
- [161] 张继勋,蔡闫东,倪古强. 社会责任披露语调、财务信息诚信与投资者感知——一项实验研究[J]. 南开管理评论,2019,22(01):206-212+224.
- [162] 张继勋,贺超,韩冬梅. 社会责任负面信息披露形式、解释语言积极性与投资者投资判断——一项实验证据[J]. 南开管理评论,2016,19(06):133-140.
- [163] 张瑞君,徐鑫. 母子公司统一审计与股价崩盘风险[J]. 会计研究,2017(09):76-82+97.
- [164] 张馨艺,张海燕,夏冬林. 高管持股、择时披露与市场反应[J]. 会计研究,2012(06):54-60+93.
- [165] 张璇,周鹏,李春涛. 卖空与盈余质量——来自财务重述的证据[J]. 金融研

- 究,2016(08):175-190.
- [166] 张子余,李常安. 违规公司接受处罚后的内控有效性改善研究[J]. 山西财经大学学报,2015,37(03):82-90.
- [167] 赵汝为,熊熊,沈德华. 投资者情绪与股价崩盘风险:来自中国市场的经验证据[J]. 管理评论,2019,31(03):50-60.
- [168] 郑建明,许晨曦,张伟. 放松卖空管制与企业环境信息披露质量——基于重污染企业的准自然实验[J]. 中国软科学,2017(11):111-125.
- [169] 钟马,徐光华. 社会责任信息披露、财务信息质量与投资效率——基于“强制披露时代”中国上市公司的证据[J]. 管理评论,2017,29(02):234-244.
- [170] 钟宇翔,李婉丽. 盈余信息与股价崩盘风险——基于盈余平滑的分解检验[J]. 管理科学学报,2019,22(08):88-107.
- [171] 周波,张程,曾庆生. 年报语调与股价崩盘风险——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2019(11):41-48.
- [172] 周宏,建蕾,李国平. 企业社会责任与债券信用利差关系及其影响机制——基于沪深上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2016,(05):18-25+95.
- [173] 周开国,应千伟,钟畅. 媒体监督能够起到外部治理的作用吗?——来自中国上市公司违规的证据[J]. 金融研究,2016,(06):193-206.
- [174] 周泽将,刘中燕. 独立董事本地任职对上市公司违规行为之影响研究——基于政治关联与产权性质视角的经验证据[J]. 中国软科学,2017,(07):116-125.
- [175] 周泽将,卢倩楠,雷玲. 独立董事薪酬激励抑制了企业违规行为吗?[J]. 中央财经大学学报,2021,(02):102-117.
- [176] 周中胜,何德旭,李正. 制度环境与企业社会责任履行:来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学,2012,(10):59-68.
- [177] 朱沆, Eric Kushins, 周影辉. 社会情感财富抑制了中国家族企业的创新投入吗?[J]. 管理世界,2016(03):99-114.
- [178] 朱沛华. 负面声誉与企业融资——来自上市公司违规处罚的经验证据[J]. 财贸经济,2020,41(04):50-65.
- [179] 宗文龙,王睿,杨艳俊. 企业研发支出资本化的动因研究——来自 A 股市场的经验证据[J]. 中国会计评论,2009,7(04):439-454.
- [180] 邹洋,张瑞君,孟庆斌,侯德帅. 资本市场开放能抑制上市公司违规吗?——来自“沪港通”的经验证据[J]. 中国软科学,2019,(08):120-134.
- [181] Aboody, D., Lev, B.. Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains[J]. The Journal of Finance,2000, 55(6): 2747-2766.
- [182] Ali A , Li N , Zhang W . Managers Career Concerns and Asymmetric Disclosure of Bad



- Versus Good News[J]. Social Science Electronic Publishing, 2015.
- [183] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment and the cross - section of stock returns[J]. The journal of Finance, 2006, 61(4): 1645-1680.
- [184] Ball, R.. Market and Political/Regulatory Perspectives on the Recent Accounting Scandals[J]. Journal of Accounting Research,2009,47: 277-323.
- [185] Barnea A, Rubin A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders[J]. Journal of business ethics, 2010, 97(1): 71-86.
- [186] Baron, R.M., D.A. Kenny. The Moderator-mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic and Statistical Considerations[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51: 1173-1182.
- [187] Boone A L, White J T. The effect of institutional ownership on firm transparency and information production[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117(3): 508-533.
- [188] Boubaker S, Mansali H, Rjiba H. Large controlling shareholders and stock price synchronicity[J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 40: 80-96.
- [189] Bradley D, Gokkaya S, Liu X. Before an analyst becomes an analyst: Does industry experience matter?[J]. The Journal of Finance, 2017, 72(2): 751-792.
- [190] Brown,J. R., B.C. Petersen. Cash Holdings and R&D Smoothing[J]. Journal of Corporate Finance, 2011,17(3): 694-709.
- [191] Callen, J. L., X. Fang. Religion and Stock Price Crash Risk[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2015, 50(1-2):169-195.
- [192] Cefis, E., Marsili, O..Survivor: The Role of Innovation in Firms' Survival[J]. Research Policy, 2006, 35(5):626-641.
- [193] Chen J, Chan K C, Dong W, et al. Internal control and stock price crash risk: Evidence from China[J]. European Accounting Review, 2017, 26(1): 125-152.
- [194] Chen, S. Z. Sum, S. Tang. Government Intervention and Investment Efficiency : Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance,2011,17(2):259-271.
- [195] Choi J, Wang H. Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance[J]. Strategic management journal, 2009, 30(8): 895-907.
- [196] Claessens, S., S. Djankov, H. P. Lang. Separation of Ownership from Control of East Asian Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 81-112.
- [197] Darrough, M., Rangan, S.. Do Insiders Manipulate Earnings When They Sell Their Shares in An Initial Public Offering?[J].Journal of Accounting Research, 2005, 43(1):1-33.
- [198] Dechow P, Ge W, Schrand C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences[J]. Journal of accounting and economics, 2010,

50(2-3): 344-401.

- [199] DeFond M L, Hung M, Li S, et al. Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(1): 265-299.
- [200] Della V S, Pollet J M. Investor inattention and friday earnings announcements [J][J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(2): 709-749.
- [201] Desai M A, Dharmapala D. Corporate tax avoidance and high-powered incentives[J]. *Journal of financial Economics*, 2006, 79(1): 145-179.
- [202] Ding W, Levine R, Lin C, et al. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic[R]. *National Bureau of Economic Research*, 2020.
- [203] Elyasiani E, Jia J. Distribution of institutional ownership and corporate firm performance[J]. *Journal of banking & finance*, 2010, 34(3): 606-620.
- [204] Flammer C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach[J]. *Management Science*, 2015, 61(11): 2549-2568.
- [205] Friedman M. A theoretical framework for monetary analysis[J]. *journal of Political Economy*, 1970, 78(2): 193-238.
- [206] Graham S J H, Mowery D C. Software patents: good news or bad news?[J]. *Published as*, 2005: 45-80.
- [207] Graham, R., C. Harvey, and S. Rajgopal., *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, PP3-73.,2005.
- [208] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [209] Hanlon, M., Heitzman, S.. *A Review of Tax Research*[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(2): 127-178.
- [210] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of accounting and economics*, 2001, 31(1-3): 405-440.
- [211] Hemingway C A, Maclagan P W. Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility[J]. *Journal of business ethics*, 2004, 50(1): 33-44.
- [212] Hong H A, Kim J, Welker M. Divergence of cash flow and voting rights, opacity, and stock price crash risk: International evidence[J]. *Journal of Accounting Research*, 2017, 55(5): 1167-1212.
- [213] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R2, and crash risk[J]. *Journal of financial Economics*, 2009, 94(1): 67-86.
- [214] Jebran K, Chen S, Zhu D H. Board informal hierarchy and stock price crash risk: Theory

- and evidence from China[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2019, 27(5): 341-357.
- [215] Jensen, M. C., Meckling, W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [216] Jensen, M.C.. Agency Costs of Overvalued Equity[J]. *Financial Management*, 2005, (34): 5-19.
- [217] Jin L, Myers S C. R2 around the world: New theory and new tests[J]. *Journal of financial Economics*, 2006, 79(2): 257-292.
- [218] Jin L. and S. C. Myers.R2 around the World: New Theory and New Tests[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79:257-292.
- [219] Kim J B, Li Y, Zhang L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639-662.
- [220] Kim J B, Zhang L. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31(3): 851-875.
- [221] Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news?[J]. *Journal of Accounting research*, 2009, 47(1): 241-276.
- [222] Lach, S., M. Schankerman.Dynamics of R&D and Investment in the Scientific Sector[J]. *Journal of Political Economy*,1989,97(4):880-904.
- [223] Levy, D. M., Terleckyj, N. E.. Effects of Government R&D on Private R&D Investment and Productivity: A Macroeconomic Analysis[J]. *Bell Journal of Economics*, 1983, 14(2): 551-561.
- [224] Li, Y., and L. Zhang., Short Selling Pressure, Stock Price Behavior and Management Forecast Precision: Evidence from A Natural Experiment. *Journal of Accounting Research*, Vol.53,Jan.,PP 79-117.,2015.
- [225] Liang H, Renneboog L. On the foundations of corporate social responsibility[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 853-910.
- [226] Marian O. The state administration of international tax avoidance[J]. *Harv. Bus. L. Rev.*, 2017, 7: 1.
- [227] 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(1-2): 215-260.
- [228] Peloza J. Using corporate social responsibility as insurance for financial performance[J]. *California Management Review*, 2006, 48(2): 52-72.
- [229] Pistor K, Xu C. Governing stock markets in transition economies: Lessons from

- China[J]. *American Law and Economics Review*, 2005, 7(1): 184-210.
- [230] Porter M E, Kramer M R. The link between competitive advantage and corporate social responsibility[J]. *Harvard business review*, 2006, 84(12): 78-92.
- [231] Pukthuanthong K, Turtle H, Walker T, et al. Litigation risk and institutional monitoring[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 45: 342-359.
- [232] Robert E, Robert F, Jeffrey R. Measuring and modeling execution cost and risk[J]. *The Journal of Portfolio Management*, 2012, 38(2): 14-28.
- [233] Romer, P.M.. Endogenous Technological Change[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(5) :71-102.
- [234] Sun J , Lan L G . Does Female Directorship on Independent Audit Committees Constrain Earnings Management?[J]. *Journal of Business Ethics*, 2011, 99(3):369-382.
- [235] Warfield,T. D., Wild,J.J., Wild, K. L.. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1995, 20(1): 61-91.
- [236] Wei S J, Wu Y. Globalization and inequality: Evidence from within China[R]. National Bureau of Economic Research, 2001.
- [237] Xiao, G.. Legal Shareholder Protection and Corporate R&D Investment[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23: 240-266.
- [238] Xu, N., X. Li, Q. Yuan and K. C. Chan. Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 419-434.
- [239] Zhang A, Zhang Y, Zhao R. A study of the R&D efficiency and productivity of Chinese firms[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(3):444-464.
- [240] Zhang X., Bartol KM, Smith KG, et al.. CEOs on the Edge: Earnings Manipulation and Stock-Based Incentive Misalignment[J]. *The Academy of Management Journal*, 2008, 51(2): 241-258.