

投资者实地调研能够影响供应商的 授信决策行为吗?*

——基于商业信用的视角

张 勇

〔摘 要〕利用深交所网站披露的投资者对上市公司实地调研的数据,本文基于企业商业信用融资视角考察了投资者实地调研活动是否会影响上游供应商的授信决策行为。研究发现,投资者对企业的实地调研活动会显著提升其商业信用融资水平。进一步研究证实,企业的产权性质、市场地位特征会显著影响投资者实地调研在提升企业商业信用融资水平中的作用效率,表现在投资者实地调研活动对商业信用融资的正向影响只存在于非国有企业及市场地位低的企业中。在以高铁开通作为工具变量控制内生性问题等一系列稳健性检验之后,本文研究结论依然成立。本文的理论分析和经验发现不但丰富了既有为数不多的投资者实地调研经济后果的研究文献,而且能够从实践和政策层面为企业管理层、资本市场监管者加强投资者实地调研活动管理提供启示。

关键词:实地调研 商业信用融资 产权性质 市场地位

JEL 分类号:G14 G23 G32

一、引 言

目前,欧美资本市场不予保留和披露投资者对上市公司实地调研的数据(Cheng et al.,2016),而我国深交所则要求上市公司在其网站“互动易”中的“投资者关系”平台及时披露投资者实地调研信息,这为考察投资者实地调研的经济后果提供了独特的研究机遇。根据《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》的相关规定,投资者实地调研活动在上市公司投资者关系管理工作中占据着十分重要的地位,上市公司应妥善安排投资者、证券分析师等现场参观企业或募集资金项目所在地,使其深入了解企业的生产经营情况。与定期财务报表披露的正式、规范化的硬信息(hard information)相比,在实地调研活动中,通过亲身参观考察公司生产设施和产品研发中心、“投资者提问、高管答复”的面对面互动沟通等方式,机构投资者、分析师等调研主体可以深入了解到企业现阶段一线生产经营情况、新产品研发进展、发展战略规划、所在行业经营状况及国内外宏观经济形势等大量定期公开财务报表以外的非财务软信息(soft information)。机构投资者、分析师可以利用其专业特长将上述实地调研获得的大量私有信息传递到资本市场,并且应深圳证券交易所监管的要求,自2012年起,深市上市公司需将时间、地点、参加人员、调研问题及答复情况等投资者对上市公司实地调研的详细情况在深交所网站“互动易”中的“投资者关系”平台及时向外部资本

* 张勇,南京林业大学经济管理学院,副教授,硕士生导师,会计学博士。本文是教育部人文社会科学研究青年基金项目“投资者实地调研对企业投融资活动的影响研究:基于深交所‘互动易’平台的经验证据”(项目编号:19YJC630223)的阶段性成果。

市场公开发布,从而有效降低企业与其利益相关者之间的信息不对称程度。此外,既往文献证实机构投资者、分析师等调研主体能够监督、约束管理层的信息披露行为(Yu,2008;薄仙慧和吴联生,2009;李春涛等,2014),从而使得投资者实地调研具有公司治理功能,可以有效提升企业财务会计信息披露质量(王珊,2017;李昊洋和程小可,2017;张勇,2018),这也有利于缓解企业与利益相关者之间的信息不对称问题。

作为上述企业外部重要的非财务利益相关者之一,上游供应商对下游企业提供的各类信息在数量和质量上均有较高的需求,以便正确做出各类决策,供应商的商业信用授予决策便是其中最为重要的一类。理论与实务界普遍认为,商业信用和银行借款都是相关债权人(供应商、客户或银行)根据企业生产经营状况和财务状况而做出的授信决策。现实经济生活中,供应商利用企业财务报表中的盈利能力、成长能力、现金持有量、可担保资产等财务信息,对商业信用申请企业的信用品质进行定量分析,进而做出相关授信决策。除上述财务信息能够影响供应商的商业信用授予决策行为之外,诸多经验证据表明企业的经营战略、内部控制、社会责任等非财务信息也被供应商用于制定商业信用政策(郑军等,2013;张正勇和邓博夫,2018)。从上述逻辑来看,有利于降低供应商与企业之间信息不对称程度的机制理应可以促进企业的商业信用融资。

鉴于上述投资者实地调研面向资本市场及时释放了大量公开财务报表之外的非财务软信息,同时投资者实地调研的公司治理功能显著改善了企业的财务信息质量,那么由此产生了本文的研究主题:投资者实地调研活动能否影响商品市场中供应商的商业信用授予决策行为?进一步地,在企业产权性质、市场地位不同的情境下,投资者实地调研对供应商的商业信用授予决策行为的影响是否存在显著差异?

本文为既有投资者实地调研和商业信用融资的相关研究做出了以下增量贡献:(1)将研究场景从传统资本市场转移至商品市场,从而实质性拓宽了投资者实地调研经济后果研究的视角。限于数据的可得性,现阶段投资者实地调研的理论与实务研究成果非常匮乏。既有少量国内外文献均将研究场景设置于资本市场,从资本市场反应、投资者决策、盈余管理、会计信息可比性以及证券分析师盈余预测精确度的影响视角考察了投资者实地调研的经济后果(Cheng et al.,2016;谭松涛和崔小勇,2015;贾琬娇等,2015;肖斌卿等,2017;王珊,2017;张勇,2018)。与上述文献不同,本文则将研究场景转移至商品市场,基于商业信用视角考察了投资者实地调研对企业重要的非财务利益相关者上游供应商授信决策行为的影响,这与既往仅从公司管理层信息披露行为、投资者反应及证券分析师预测视角检验投资者实地调研活动经济后果的研究有着明显的区别。(2)丰富了国内外既有商业信用融资影响因素研究文献。既有文献普遍基于企业定期公开披露的财务会计信息,从财务特征视角考察影响企业商业信用融资能力的因素。本文则关注由机构投资者、分析师作为调研主体的实地调研活动及其披露的及时、非财务信息能否对供应商的商业信用授予决策产生影响,这极大地拓展了既有的商业信用融资理论分析框架。

二、文献回顾

前已述及,欧美资本市场目前不予保留和披露投资者对上市公司实地调研的数据。自2012年起,应深交所监管的要求,我国深市上市公司须将时间、地点、参加人员、调研问题及答复情况等投资者对上市公司实地调研的详细情况在深交所网站“互动易”中的“投资者关系”平台及时向外部资本市场公开发布。因此,限于数据的可得性,现阶段投资者实地调研的理论与实务研究成果非常匮乏,既有少量国内外文献的经验研究样本也均取自我国深市上市公司披露的投资者关系活动记录。从研究对象上来看,现有文献从投资者实地调研的经济后果和影响因素两个视角展开研究,且

以经济后果研究为主。

就投资者实地调研的经济后果研究而言,主要集中在三个方面:(1)对调研实施主体的影响。例如,对分析师盈余预测行为、基金公司超额收益和业绩的影响。既有经验研究表明,参与实地调研活动能够帮助分析师获取大量的公司公开信息以外的私有信息,从而提高对被调研公司盈余预测的精确程度(Cheng et al.,2016;Han et al.,2018;贾琬娇等,2015)。然而,谭松涛和崔小勇(2015)却发现,投资机构的实地调研活动提高了分析师预测的乐观程度,由此导致预测精确的下降。基金是参与上市公司实地调研的主体之一,唐松莲等(2017)研究证实基金公司联合开展的实地调研活动有助于增强基金公司的信息优势,从而使其获得超额收益。Hong et al. (2019)也发现对冲基金参与的公司实地调研活动越多,其业绩越好。肖斌卿等(2017)研究发现,分析师的实地调研报告因具有一定的信息含量而对投资者的投资决策有价值,有助于投资者获得超额收益。(2)对被调研企业的影响。既有研究证实,投资者实地调研活动具有公司治理功能。例如王珊(2017)、李昊洋和程小可(2018)以及张勇(2018)的经验证据表明,投资者实地调研能够有效抑制被调研企业的盈余管理程度,提高其会计信息可比性,即实地调研对企业会计信息质量具有治理效应。此外,投资者实地调研的治理功能还体现在能够促进企业创新(Jiang and Yuan,2018)、提高投资效率(Cao et al.,2017),抑制企业避税行为(李昊洋等,2018)。谭劲松等(2019)则从机构投资者实地调研的信息挖掘功能出发,证实机构投资者实地调研在有效降低公司权益资本成本上具有显著的治理效应。(3)对资本市场的影响。现有文献主要基于实地调研是投资者获取私有信息重要渠道这一视角考察实地调研是否影响了资本市场信息效率和资本市场定价效率。例如,曹新伟等(2015)基于分析师实地调研强度与公司股价同步性之间的显著负相关关系这一检验结果证实了分析师实地调研有助于提高资本市场的信息效率。李昊洋和程小可(2017)研究证实,投资者实地调研频度与被调研企业盈余的会计信息价值显著正相关,由此推断出实地调研可以提升我国资本市场的定价效率。

就投资者实地调研的影响因素研究而言,目前相关文献并不多见,并且大多在考察实地调研经济后果的研究中提及。Cheng et al. (2016,2019)的研究证实,公司规模、是否盈利、资产负债率、分析师跟踪人数、机构投资者持股等因素能够显著影响投资者是否会对上市公司开展实地调研活动。徐媛媛等(2015)的经验研究表明,具有盈利能力强、信息披露质量高、企业规模大、经营不确定性程度高以及机构投资者关注度高等特征的公司,往往会吸引更多的投资者开展实地调研活动。

关于商业信用融资的影响因素研究,既有文献主要基于企业定期公开披露的财务报表信息,从诸如企业资产规模、资产负债状况、盈利能力、成长性、供应链集中程度、市场地位等财务特征和生产经营特征视角考察影响企业商业信用融资能力的因素(陆正飞和杨德明,2011;张新民等,2012;马黎珺等,2016)。近年来,公开年报披露的公司治理特征,包括第一大股东持股比例、产权性质、董事会独立性、审计质量等(陈运森和王玉涛,2010;陆正飞和杨德明,2011;王化成等,2016;马黎珺等,2016)也被纳入商业信用影响因素研究的范畴。此外,外部宏观经济环境如货币政策、经济政策不确定性(饶品贵和姜国华,2013;王化成等,2016)也被证实对企业商业信用融资具有重要影响。近期,包括企业经营战略、内部控制、社会责任等非财务信息也被证实用于供应商的商业信用政策制定(郑军等,2013;张正勇和邓博夫,2018;方红星和楚有为,2019)。

从上述既有的投资者实地调研经济效应的相关文献来看,其研究机理在于投资者实地调研面向资本市场及时释放了大量公开财务报表之外的非财务信息,是相对于公开财务报表的私有信息,同时实地调研具有公司治理功能,可以显著改善企业的财务信息质量。而上述实地调研通过释放非财务信息、提升财务信息质量方式能够有效缓解企业与外部利益相关者之间的信息不对称问题,

故理应会对供应商的商业信用授予决策产生影响,这也符合当前商业信用融资影响因素研究逐步转到企业非财务信息上来的趋势。从这个角度来说,本文拓展了既有投资者实地调研经济后果研究的视角,也丰富了目前商业信用融资影响因素研究的内容。

三、理论分析与研究假设

(一)投资者实地调研活动与商业信用融资

本文的主旨在于从商业信用视角考察投资者实地调研能否影响企业上游供应商的授信决策行为。因此,本文将商业信用定义为企业在购买商品或劳务时采取延期付款方式所占用的供应商资金,实务中体现为企业财务报表列示的应付账款、应付票据。对于处在转型经济、正规金融体系尚不健全的中国而言,供应商提供的商业信用一直被视为除银行短期借款之外的企业最为重要和普遍的经营性融资来源(陆正飞和杨德明,2011;张新民等,2012)。理论和实务界普遍认为,商业信用和银行借款都是相关债权人(如供应商、客户及银行)根据企业生产经营状况和财务状况而做出的授信决策。实务中,基于企业财务报表中的盈利能力、成长能力、现金持有量、可担保资产等信息,供应商使用“5C”信用评价体系定量分析、判断商业信用申请企业的信用品质,进而做出相关授信决策。具体来说,上述“5C”信用评价体系包括品质(character)、能力(capacity)、资本(capital)、抵押(collateral)及条件(conditions)等五个方面,主要体现为财务信息在商业信用授予决策中的应用。近年来,企业经营战略、内部控制、社会责任等非财务信息也被证实用于供应商的商业信用政策制定(郑军等,2013;张正勇和邓博夫,2018)。前文述及,投资者实地调研面向资本市场及时释放了大量公开财务报表之外的非财务信息,同时投资者实地调研的公司治理功能显著改善了企业的财务信息质量。因此,投资者实地调研活动会正向影响供应商的授信决策行为,进而有助于企业获得商业信用融资。具体地,本文将投资者实地调研对企业商业信用融资的影响机理总结如下。

一是投资者实地调研活动直接释放了大量的及时性非财务信息,形成信息溢出效应,有效缓解了供应商与企业之间的信息不对称程度,这有利于供应商做出商业信用授予决策。作为商业信用债权人,上游供应商允许企业延缓付款需要承担诸如挤占经营活动所需资金、丧失良好投资机会、应收款项管理及坏账等成本或可能发生的损失。由此可见,商业信用政策制定的恰当与否直接关系到供应商的整个营运资金链条能否安全、高效运转。既有文献证实,面对竞争日益激烈的市场环境,企业随时面临着因经营不善而导致无法偿还债务的风险,财务信息和非财务信息是反映企业经营状况的“晴雨表”。基于这个逻辑,为了能够及时、足额地收回账款,供应商制定商业信用政策、做出授信决策时的信息需求包括财务和非财务两个层面,从而呈现出多元化特征(郑军等,2013;张正勇和邓博夫,2018)。投资者实地调研的内容恰好可以满足供应商对企业定期财务年报或季报以外的生产经营、发展战略、研发等非财务信息的需求。理由是,本文通过查看深交所网站“互动易”中的“投资者关系”平台所发布的投资者实地调研详细信息后发现,亲身实地考察公司的生产经营场所、新产品研发中心是投资者对上市公司开展实地调研的重要内容;通过“投资者提问、高管答复”的面对面互动沟通交流这一方式,投资者可以深入了解到企业一线生产经营情况、产品研发情况、业务开展和行业分布情况、未来战略发展规划、所处行业经营状况、国内外宏观经济情况等等,这些问题和答复的详细内容均可通过平台查询。供应商可以直接、快速、实时地从上述平台获取年报或季报未予以披露的大量有关企业生产经营、战略及研发的特定非财务信息,形成对年报或季报财务信息的有益、必要的补充,做到财务、非财务信息相互印证,这无疑会提高供应商在商业信用授予决策中为评估企业信用风险而需要的企业相关信息的数量和质量,并且在此过程中因直接从“互动易”平台获取实地调研内容,因此供应商搜寻和处理信息的成本相对较低。上述丰富

的、低成本的非财务信息有利于供应商深入了解企业所处行业的整体状况和企业相对于行业竞争对手的优势、特质,从而快速、精准地识别和比较众多商业信用申请企业的经营状况和发展前景,使其能够准确地通过前文“5C”信用评价体系就商业信用授予对象、信用条件、信用额度及期限等方面做出高效率的决策。此外,投资者实地调研内容中有关企业成长性、发展战略和研发情况的信息甚至管理层语调也可以增强供应商对企业未来前景的乐观预期,这也会增强供应商对企业偿债能力的信心。综上所述,投资者实地调研活动相关信息的发布有利于缓解供应商和企业之间的信息不对称问题,提高供应商的商业信用授予决策效率,增加双方的信任程度,从而有助于企业获得更多的商业信用融资。

二是投资者实地调研活动具有公司治理功能,可以有效提升企业会计信息披露质量,这间接缓解了供应商和企业之间的信息不对称程度,从而促进企业顺利开展商业信用融资。实务中,机构投资者和证券分析师占据了投资者实地调研主体的绝大部分比例。诸多经验证据表明,作为企业外部监督机制的重要组成部分,上述机构投资者和分析师具有公司治理功能,能够有效约束管理层的信息披露行为(Kim et al.,2011)。理由是:(1)机构投资者为缓解其投资企业与外部利益相关者之间的信息不对称程度,使资本市场潜在投资者能够在诸多备选企业中充分认识、比较和评估本企业价值,拉升企业价值和股票价值,有着强烈的动机凭借其巨大的信息优势、专业优势和资金优势积极参与公司治理,有效监督、约束管理层的信息披露行为。例如,既有文献证实,机构投资者对企业的盈余质量、管理层盈余预告的精确性与及时性、盈余管理的程度及会计信息的可比性均具有积极的治理作用(夏冬林和李刚,2008;薄仙慧和吴联生,2009;高敬忠等,2011;张勇,2018)。(2)为了提高其盈利预测的准确性,分析师对高质量的财务会计信息也有着较高的需求,此时分析师可以凭借其财务会计、金融及所跟踪行业专业知识等巨大优势监督公司管理层的信息披露行为,促使企业对外披露高质量的会计信息。Yu(2008)、李春涛等(2014)的研究表明,分析师跟踪可以抑制企业盈余管理行为,提升企业信息透明度。(3)投资者实地调研活动的开展时间大多均匀地分布于每年的各个月份。从这个角度来看,机构投资者、分析师等调研主体实施的调研活动对上市公司管理层的信息披露行为实际上形成了一种长期、持续的监督,迫于该监督压力,管理层也会自我约束、规范其信息披露机制。综上所述,实地调研活动中,机构投资者、分析师等调研主体可以利用其资金、行业专长等优势,通过实地参观考察生产经营场所、与高管面对面沟通交流等方式,甄别企业管理层在其信息披露过程中是否存在机会主义行为,进而约束其信息披露行为、提高其对外发布财务会计信息的质量。王珊(2017)和张勇(2018)研究证实,投资者实地调研具有公司治理功能,可以有效抑制企业盈余管理行为,提升企业会计信息可比性。鉴于财务信息在前述供应商授信决策所采用的“5C”信用评价体系中的核心基础作用,本文认为,具有公司治理功能的投资者实地调研活动可以通过改善企业对外公开披露的财务会计信息质量来帮助企业提升商业信用融资水平。综上,本文提出第一个研究假设:

H1:投资者对企业的实地调研活动会显著提升其商业信用融资水平。

(二)产权性质、投资者实地调研活动与商业信用融资

产权性质已被诸多经验研究证实能够显著影响企业的债务融资能力。在现阶段以国有银行为主的我国金融体系中,具有天然政治背景的国有企业因政府作为其无形的“担保人”,能够使银行更加信任其还款意愿和偿债能力。即便国有企业陷入财务困境而无力偿还贷款,出于“父爱效应”,政府也会采取追加投资、提供补贴及其他优惠政策来帮助企业偿还银行贷款(Allen et al.,2005;谢德仁和陈运森,2009),这进一步强化了国有企业的信贷优势。既有研究表明,上述企业的国有产权性质降低了会计信息在银行信贷决策中的作用(孙铮等,2006;徐玉德等,2011)。同时,理论和实务界普遍认为,商业信用和银行借款都是相关债权人(如供应商、客户及银行)根据企业

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

生产经营状况和财务状况而做出的授信决策。基于这个逻辑可以推断,与银行借款类似,商业信用融资理应也会受到企业产权性质的影响。一般来说,国有企业规模较大且具有强大的政府背景,这使其在供应链伙伴中具有较高的信任度,而商业信用产生的基础便是信任(朱慈蕴和王莉萍,2004)。实务中,供应商也普遍预期,面临财务危机的国有企业可以凭借银行信贷方面的巨大优势维持生产经营活动的正常运转,甚至可以使用银行借款偿还商业信用。因此,就债务履约能力而言,国有企业更容易获得供应商的信任,企业的国有产权性质也被经验研究证实会正向促进其商业信用融资效率(张新民等,2012;王化成等,2016)。在此情况下,供应商在对国有企业的商业信用授信前审查和授信后监管过程中,不再过度使用投资者实地调研活动所释放的非财务信息及其治理功能所改善的会计信息来缓解供应商、企业间的信息不对称程度和对企业授信资质的评估,即企业的国有产权性质降低了投资者实地调研活动在供应商授信决策中的作用。相反,非国有企业对于供应商则不具备较高的信任度,在非国有企业遭遇财务危机而无法偿还债务时,很难及时得到政府的救助。出于规避商业信用风险考虑,供应商会更加依赖上述投资者实地调研释放的非财务信息及其治理功能所改善的高质量财务信息对非国有企业的资质进行更为严格的授信前审查和授信后监管,此时投资者实地调研在供应商授信决策中起着十分重要的作用。从这个角度来看,产权性质会显著影响投资者实地调研在提升企业商业信用融资水平中的作用效率。藉此,本文提出第二个研究假设:

H2:相比国有企业,非国有企业的投资者实地调研活动对其商业信用融资的正向影响更强。

(三)市场地位、投资者实地调研活动与商业信用融资

商业信用竞争性假说和既有的经验证据均显示,行业中处于较高的市场地位使得企业在商业信用融资方面具有巨大的优势(Giannetti et al.,2010;张新民等,2012;应千伟和蒋天骄,2012)。概括来说,其影响机理在于:市场地位高的企业在产业价值链中往往生产规模较大,其抵御外部市场风险、维持生产经营活动正常运转的能力也较强(Datta et al.,2013),这使得供应商对企业及时、足额偿还商业信用具有较高的预期,进而愿意提供更多的信用额度;另一方面,市场地位高也意味着企业在同行业中占据着较大的市场份额,是上游供应商销售业务中最为依赖的重要客户。利用较强的议价、谈判能力(如采取威胁变更原材料供应商等手段),市场地位高的企业可以迫使供应商批准其商业信用申请额度、时限等条款。最后,因市场地位高的企业具有较大的市场份额,故供应商与之交易的几率和频率也较高。此时,供应商与企业之间的信息不对称程度在长期频繁的业务往来中得到了极大的缓解。根据上述分析,面对市场地位高的企业,供应商往往自愿或被迫提供商业信用,对投资者实地调研所释放的非财务信息及其治理功能所改善的会计信息需求和依赖程度并不高,即企业较高的市场地位降低了投资者实地调研活动在供应商授信决策中的作用。相反,市场地位低的企业,往往生产规模较小,抵御市场风险能力较弱,供应商需要更多的信息来判断企业的偿债能力;较小的市场份额导致其议价、谈判能力普遍较弱,无法强迫供应商同意赊欠货款。此外,市场地位低企业的信息不透明程度更高,与利益相关者间的信息不对称问题也更为严重(林毅夫和孙希芳,2005)。在此情况下,供应商授予企业商业信用的决策依据会更少。为了安全收回货款,供应商会更多地依赖投资者实地调研所释放的非财务信息及其治理功能所改善的高质量会计信息来评估市场地位低的企业授信资质。此时,投资者实地调研所包含的企业生产经营、研发等内容对供应商的授信决策更具有信息含量,发挥着更为重要的作用,其信息溢出效应也更为明显。由此可见,市场地位会显著影响投资者实地调研在提升企业商业信用融资水平中的作用效率。综上,本文提出第三个研究假设:

H3:相比市场地位高的企业,市场地位低的企业其投资者实地调研活动对商业信用融资的正向影响更强。

四、研究设计

(一) 变量定义与回归模型设定

1. 投资者实地调研活动特征的度量

在参考既有文献(曹新伟等,2015;谭松涛和崔小勇,2015)做法的基础上,本文将投资者对上市公司的实地调研特征定义为调研频度、广度及深度等三个维度,从而全方位度量企业当年被投资者实地调研的情况。指标设计的详细过程是:(1)实地调研频度 $Visit_fre$ 。这里以调研次数 $Visit_num$ 度量,即会计年度内企业被投资者实地调研的次数加1,然后对其取自然对数。(2)实地调研广度 $Visit_scope$ 。实证检验中以两个子指标度量:一是参与实地调研的机构数量 $Visit_ins$,即会计年度内参与企业实地调研活动的机构数量加1,然后对其取自然对数;二是参与实地调研的人员数量 $Visit_peo$,即会计年度内参与企业实地调研活动的人员数量加1,然后对其取自然对数。(3)调研深度 $Vist_depth$ 。这是本文设计的具有创新性的指标。投资者对企业生产经营情况了解的深度可以通过投资者面向高级管理者直接提问的数量、提问的长度及高管针对提问做出答复的长度来表示。这里以三个子指标度量:一是将会计年度内参与实地调研的投资者所提问题数量加1,并对其取自然对数,记为调研问题数量 $Quest_num$;二是将会计年度内参与实地调研的投资者所提问题的长度(文本字符数)加1,并对其取自然对数,记为调研问题长度 $Quest_len$;三是将会计年度内接待实地调研的企业高管就投资者提问做出答复的长度(文本字符数)加1,并对其取自然对数,记为调研问题答复长度 $Answe_len$ 。

2. 企业商业信用融资水平的度量

借鉴石晓军和张顺明(2010)、马黎珺等(2016)诸多学者的做法,本文以应付账款除以年末总资产衡量企业年度商业信用融资水平 $Credit$ 。后续本文将采取其他度量方式进行稳健性检验。

3. 企业产权性质的度量

根据既有研究的普遍做法,本文以最终控制人类型代表企业产权性质 $State$,若企业为国有控股则赋值为1,否则为0。

4. 企业市场地位的度量

参照张新民等(2012)的度量方式,本文以企业当年营业收入总额在该年度行业内所有企业营业收入总额中所占的比率 $Ratio_firm$ 、该指标年度行业内全部样本的中位数 $Ratio_median$ 作为度量基础,定义企业市场地位 MP 。若 $Ratio_firm$ 小于或等于 $Ratio_median$ 则 MP 取值为1,表示企业市场地位低;否则 MP 取值为0,表示企业市场地位高。

5. 回归模型

本文构建下面的模型(1)检验投资者实地调研活动对企业商业信用融资的影响(假设一),预期实地调研特征各个指标的回归系数符号显著为正。为了进一步检验在不同的产权性质和市场地位下,实地调研对企业商业信用融资的影响是否存在差异(假设二、假设三),本文利用企业产权性质 $State$ 、市场地位 MP 将研究样本分别划分为国有产权组与非国有产权组、市场地位低组与市场地位高组。本文分组检验的预期是,在国有产权组、市场地位高组,投资者实地调研活动对企业商业信用融资的正向影响要显著小于非国有产权组、市场地位低组,表示产权性质、市场地位会显著影响投资者实地调研在提升企业商业信用融资水平中的作用效率。

$$Credit = \alpha + \beta \times Visit_fre/Visit_scope/Vist_depth + \sum \lambda_i \times Control_i + \varepsilon \quad (1)$$

根据上述投资者实地调研活动特征的定义方式,本文利用模型(1)进行回归分析时,以调研次数 $Visit_num$ 度量调研频度 $Visit_fre$;以两个分项子指标,调研机构数量 $Visit_ins$ 、人员数量 $Visit_peo$

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

分别度量调研广度 *Visit_scope*;以三个分项子指标,调研问题数量、问题长度及问题答复长度 *Quest_num*、*Quest_len*、*Answe_len* 分别表示调研深度 *Vist_depth*。上述多维度指标从多个角度验证本文研究结论。

借鉴陈运森和王玉涛(2010)、陆正飞和杨德明(2011)、王化成等(2016)关于商业信用融资水平影响因素的研究,本文在上述模型中设置了反映企业财务状况和公司治理特征的控制变量 (*Control*)以及年度、行业虚拟变量。详细变量定义过程参见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
频度	调研次数	<i>Visit_num</i> Ln(会计年度内企业 <i>i</i> 被调研的次数+1)
广度	调研机构数量	<i>Visit_ins</i> Ln(会计年度内参与企业 <i>i</i> 调研的机构数量+1)
	调研人员数量	<i>Visit_peo</i> Ln(会计年度内参与企业 <i>i</i> 调研的人员数量+1)
	调研所提问题数量	<i>Quest_num</i> Ln(会计年度内调研的投资者向企业 <i>i</i> 高管所提问题的数量+1)
深度	调研所提问题长度	<i>Quest_len</i> Ln(会计年度内调研的投资者向企业 <i>i</i> 高管所提问题的长度+1)
	调研问题答复长度	<i>Answe_len</i> Ln(会计年度内企业 <i>i</i> 高管就投资者提问做出答复的长度+1)
商业信用融资水平	<i>Credit</i>	应付账款/年末总资产
控制人类型	<i>State</i>	国有为1,否则为0
市场地位	<i>MP</i>	详见前文定义
资产负债率	<i>Lev</i>	<i>t</i> 年末总负债/总资产
总资产报酬率	<i>Roa</i>	<i>t</i> 年末营业利润/总资产
成长性	<i>Growth</i>	[<i>t</i> 年末营业收入-(<i>t</i> -1)年末营业收入]/(<i>t</i> -1)年末营业收入
银行融资	<i>Bank</i>	<i>t</i> 年末短期借款/总资产
现金持有量	<i>Cash</i>	<i>t</i> 年末货币资金/总资产
公司规模	<i>Size</i>	<i>t</i> 年末总资产自然对数
两职合一	<i>Dual</i>	若企业董事长与总经理为同一人,则赋值为1;否则取0
董事会规模	<i>Board</i>	<i>t</i> 年末董事会总人数
董事会独立性	<i>Indepen</i>	<i>t</i> 年末董事会中独立董事人数
第一大股东持股比例	<i>Shr1</i>	<i>t</i> 年末第一大股东的持股比例衡量
管理层持股	<i>Msh</i>	<i>t</i> 年末高管人员持股比例
年度哑变量	<i>Year</i>	设 <i>n</i> -1个年度哑变量(<i>n</i> 为样本区间)
行业哑变量	<i>Industry</i>	设20个行业哑变量(按证监会行业分类,样本分布于21个行业)

(二)数据来源与样本选择

本文投资者对上市公司的实地调研情况数据来自于深交所网站“互动易”中的“投资者关系”平台。考虑到大样本数据的可得性(2012年只发布了下半年调研情况数据)和数据收集的成本约束等问题,本文将研究区间置于2013至2016年度。根据研究设计需要,本文收集了各个上市公司(鉴于行业特殊性,剔除金融保险业)发布的投资者关系活动记录表中的调研单位名称及人员姓

名、时间、地点、上市公司接待人员姓名、投资者关系活动主要内容介绍(包括了投资者提问、高管答复的具体情况)等文本资料。除了判断企业产权性质的最终控制人类型数据来自于色诺芬 CCER 经济金融数据库之外,本文其他指标计算所需的原始数据取自国泰安 CSMAR 数据库。本文剔除了后续实证检验所需相关财务、公司治理特征等数据缺失的年度观测样本。在后续实证检验中,参与回归的连续变量均经过了上下 1% 的缩尾处理。

五、实证检验与结果分析

(一) 主要变量的描述性统计与相关性分析

如表 2 所示,上市公司商业信用融资水平 *Credit* 的均值为 0.089,这表明样本期间内我国上市公司的应付账款金额较大,接近总资产的十分之一。就投资者对上市公司的实地调研特征而言,2013 年至 2016 年,每家上市公司平均被投资者调研约为 5 次,参与调研的机构数量平均约为 21 家,实地调研的人数平均约为 37 人,机构投资者、分析师等调研主体向上市公司所提问题的数量平均约为 34 个,这些调研问题的长度平均约为 1578 个字符(为 789 个汉字),公司高管针对调研问题给予答复的内容长度平均约为 9136 个字符(为 4568 个汉字)。主要因变量、自变量及调节变量间的相关系数显示,商业信用 *Credit* 与代表投资者实地调研频度、广度及深度的各个指标均在 1% 水平上显著正相关,这说明随着投资者实地调研活动的开展,企业的商业信用融资规模也不断增长。此外,产权性质 *State* 与商业信用 *Credit* 显著正相关,其显著性水平达到了 1%。这说明,与非国有企业相比,国有企业更容易得到供应商的信任,进而获取更多的商业信用融资额度。市场地位 *MP* 与商业信用 *Credit* 显著负相关,这表明与市场地位高的企业相比,市场地位低的企业更难从供应商那里获取商业信用。

表 2 主要变量描述性统计与相关系数表

变量	均值	中值	最小值	最大值	<i>Credit</i>	<i>Visit_num</i>
<i>Credit</i>	0.089	0.073	0.002	0.334	1	
<i>Visit_num</i>	1.249	1.386	0	3.434	0.046***	1
<i>Visit_ins</i>	2.077	2.303	0	4.949	0.061***	0.926***
<i>Visit_peo</i>	2.374	2.639	0	5.746	0.060***	0.929***
<i>Quest_num</i>	2.451	2.833	0	5.583	0.065***	0.962***
<i>Quest_len</i>	5.148	6.556	0	9.416	0.075***	0.927***
<i>Answe_len</i>	6.429	8.333	0	11.19	0.074***	0.921***
<i>State</i>	0.248	0	0	1	0.161***	-0.286***
<i>MP</i>	0.502	1	0	1	-0.290***	0.002

变量	<i>Visit_ins</i>	<i>Visit_peo</i>	<i>Quest_num</i>	<i>Quest_len</i>	<i>Answe_len</i>	<i>State</i>
<i>Credit</i>						
<i>Visit_num</i>						
<i>Visit_ins</i>	1					
<i>Visit_peo</i>	0.987***	1				

续表

变量	<i>Visit_ins</i>	<i>Visit_peo</i>	<i>Quest_num</i>	<i>Quest_len</i>	<i>Answr_len</i>	<i>State</i>
<i>Quest_num</i>	0.930 ***	0.938 ***	1			
<i>Quest_len</i>	0.918 ***	0.929 ***	0.981 ***	1		
<i>Answr_len</i>	0.916 ***	0.927 ***	0.968 ***	0.993 ***	1	
<i>State</i>	-0.305 ***	-0.304 ***	-0.311 ***	-0.320 ***	-0.320 ***	1
<i>MP</i>	0.008	0.001	0.032 ***	0.048 ***	0.046 ***	-0.177 ***

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

(二)多元回归分析

表3是利用模型(1)对投资者对企业的实地调研活动会显著提升其商业信用融资水平这一研究假设进行回归检验的结果。如表所示,在其他条件相同的情况下,第(1)列中,调研频度 *Visit_num* 与商业信用 *Credit* 在1%水平上显著正相关,这说明随着投资者对上市公司实地调研次数的增加,企业的商业信用融资规模不断增长。从调研频度视角来看,上述回归结果有效地验证了前文提出的假设 H1。第(2)、(3)中,调研机构数量 *Visit_ins*、人员数量 *Visit_peo* 的回归系数分别为0.0011、0.0008,且至少在5%水平上显著。这证实,针对企业生产经营情况开展实地调研的机构数量、人员数量越多,上游供应商为企业提供的商业信用也越多。可见,投资者实地调研广度越高,企业当年获得的商业信用融资水平也越高。因此,从调研广度来讲,假设 H1 再次得以验证。第(4)、(5)、(6)列是基于投资者实地调研深度视角对假设 H1 检验的结果。可以发现,调研问题数量 *Quest_num*、调研问题长度 *Quest_len* 及问题答复长度 *Answr_len* 的回归系数均显著为正,也就是说上述三个指标所代表的投资者实地调研深度与商业信用 *Credit* 在1%水平上呈显著的正相关关系。该结果说明,投资者对上市公司生产经营情况的实地调研深度越是增加,其商业信用融资水平也就越高。显然,假设 H1 在实地调研深度视角下也获得了经验证据的支持。综合上述实证检验结果,本文从投资者对上市公司的实地调研频度、广度及深度三个视角有效验证了前文提出的假设 H1,也就是说投资者对企业开展的实地调研活动会显著提升其商业信用融资水平。

表3 投资者实地调研与企业商业信用融资

变量	因变量: <i>Credit</i>					
	调研频度		调研广度		调研深度	
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0020 *** (3.341)					
<i>Visit_ins</i>		0.0011 *** (2.835)				
<i>Visit_peo</i>			0.0008 ** (2.415)			
<i>Quest_num</i>				0.0012 *** (3.557)		

续表

变量	因变量: <i>Credit</i>					
	调研频度	调研广度		调研深度		调研问题 答复长度
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提 问题数量	调研所提 问题长度	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
<i>Quest_len</i>					0.0006*** (3.305)	
<i>Answe_len</i>						0.0004*** (3.160)
<i>State</i>	0.0134*** (8.975)	0.0134*** (8.906)	0.0133*** (8.846)	0.0136*** (9.027)	0.0135*** (8.993)	0.0135*** (8.968)
<i>MP</i>	-0.0256*** (-16.607)	-0.0257*** (-16.635)	-0.0257*** (-16.639)	-0.0257*** (-16.628)	-0.0257*** (-16.652)	-0.0257*** (-16.655)
<i>Lev</i>	0.1456*** (27.733)	0.1454*** (27.689)	0.1453*** (27.659)	0.1458*** (27.771)	0.1458*** (27.751)	0.1458*** (27.738)
<i>Roa</i>	0.0247* (1.884)	0.0241* (1.838)	0.0248* (1.892)	0.0243* (1.857)	0.0246* (1.881)	0.0248* (1.898)
<i>Growth</i>	0.0012 (0.822)	0.0012 (0.788)	0.0012 (0.799)	0.0012 (0.809)	0.0012 (0.814)	0.0012 (0.818)
<i>Bank</i>	-0.1584*** (-20.520)	-0.1585*** (-20.528)	-0.1585*** (-20.525)	-0.1585*** (-20.543)	-0.1587*** (-20.563)	-0.1587*** (-20.571)
<i>Cash</i>	-0.0192*** (-3.954)	-0.0193*** (-3.958)	-0.0192*** (-3.939)	-0.0195*** (-4.005)	-0.0193*** (-3.963)	-0.0191*** (-3.939)
<i>Size</i>	-0.0083*** (-9.862)	-0.0083*** (-9.855)	-0.0083*** (-9.848)	-0.0083*** (-9.848)	-0.0082*** (-9.826)	-0.0082*** (-9.830)
<i>Dual</i>	-0.0026* (-1.899)	-0.0027* (-1.944)	-0.0027* (-1.928)	-0.0026* (-1.902)	-0.0027* (-1.911)	-0.0027* (-1.919)
<i>Board</i>	0.0015*** (2.925)	0.0015*** (2.950)	0.0015*** (2.981)	0.0015*** (2.927)	0.0015*** (2.948)	0.0015*** (2.957)
<i>Indepen</i>	-0.0042*** (-2.834)	-0.0042*** (-2.848)	-0.0042*** (-2.864)	-0.0042*** (-2.829)	-0.0042*** (-2.829)	-0.0042*** (-2.834)
<i>Shr1</i>	0.0002*** (4.801)	0.0002*** (4.805)	0.0002*** (4.791)	0.0002*** (4.806)	0.0002*** (4.776)	0.0002*** (4.777)
<i>Msh</i>	0.0001 (1.481)	0.0001 (1.515)	0.0001 (1.574)	0.0001 (1.398)	0.0001 (1.429)	0.0001 (1.455)
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.2019*** (11.465)	0.2024*** (11.485)	0.2025*** (11.490)	0.2012*** (11.434)	0.2006*** (11.403)	0.2008*** (11.412)
<i>N</i>	6221	6221	6221	6221	6221	6221
<i>r2_a</i>	0.363	0.363	0.363	0.363	0.363	0.363
<i>F</i>	114.454	114.298	114.208	114.379	114.232	114.223

注:括号内为 t 值并经过公司层面的聚类(cluster)调整;***、**、* 分别为 1%、5%、10% 水平上显著。

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

表4给出了利用模型(1)对假设H2的检验结果,即在考虑了企业不同产权性质的情况下,投资者实地调研活动对企业商业信用融资影响的差异。国有产权组(Panel A)的第(1)列中,在控制其他相关因素后,实地调研频度 *Visit_num* 对商业信用 *Credit* 的回归系数虽然为正,但不显著;相反,在非国有产权组(Panel B)的第(1)列中,调研频度 *Visit_num* 的回归系数为0.0032,且在1%水平上显著。与此类似,国有产权组的第(2)至(3)列显示,代表实地调研广度的调研机构数量 *Visit_ins*、人员数量 *Visit_peo* 的回归系数也不显著,而在非国有产权组,上述实地调研广度指标的回归系数均在1%水平上显著为正。国有产权组的第(4)至(6)列回归结果表明,较高的投资者实地调研深度并没有对企业的商业信用融资产生显著影响。相反,非国有产权组的第(4)至(6)列中,调研问题数量、长度及问题答复长度 *Quest_num*、*Quest_len*、*Answe_len* 对商业信用 *Credit* 的回归系数均显著为正,即在控制其他相关因素后,投资者实地调研深度与企业获得的商业信用 *Credit* 在1%水平上呈显著的正相关关系。上述回归结果证实,产权性质的确会显著影响投资者实地调研在提升企业商业信用融资水平中的作用效率,即相比国有企业,非国有企业的投资者实地调研活动对其商业信用融资的正向影响更强。因此,本文提出的假设H2得以验证。

表4 产权性质、投资者实地调研与企业商业信用融资

Panel A: 国有产权组, 因变量 <i>Credit</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研深度		
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0001 (0.048)					
<i>Visit_ins</i>		0.0008 (0.891)				
<i>Visit_peo</i>			0.0004 (0.504)			
<i>Quest_num</i>				0.0004 (0.518)		
<i>Quest_len</i>					0.0002 (0.592)	
<i>Answe_len</i>						0.0002 (0.623)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.2181*** (8.032)	0.2179*** (8.024)	0.2181*** (8.027)	0.2178*** (8.032)	0.2175*** (8.028)	0.2175*** (8.027)
N	1454	1454	1454	1454	1454	1454
r2_a	0.417	0.417	0.417	0.417	0.417	0.417
F	64.229	64.385	64.362	64.332	64.394	64.418

续表

Panel B: 非国有产权组, 因变量 <i>Credit</i>						
变量	调研频度		调研广度		调研深度	
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0032 *** (4.695)					
<i>Visit_ins</i>		0.0016 *** (3.780)				
<i>Visit_peo</i>			0.0014 *** (3.620)			
<i>Quest_num</i>				0.0018 *** (4.824)		
<i>Quest_len</i>					0.0009 *** (4.512)	
<i>Answe_len</i>						0.0007 *** (4.324)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.1808 *** (7.509)	0.1818 *** (7.541)	0.1820 *** (7.546)	0.1797 *** (7.465)	0.1787 *** (7.424)	0.1791 *** (7.438)
N	4767	4767	4767	4767	4767	4767
<i>r2_a</i>	0.323	0.322	0.322	0.323	0.323	0.323
F	63.290	62.884	62.734	63.280	62.940	62.913

注:限于篇幅,本表仅列示自变量与因变量之间的回归结果,控制变量同上文。

括号内为 t 值并经过公司层面的聚类(cluster)调整;***、**、* 分别为 1%、5%、10% 水平上显著。以下余表相同。

表 5 是利用模型(1)对假设 H3 的检验结果,即考虑了企业在行业内处于不同市场地位的情况下,投资者实地调研活动对企业商业信用融资影响的差异。在市场地位低组(Panel C)的第(1)列中,实地调研频度 *Visit_num* 的回归系数为 0.0034,且在 1% 水平上显著,即在市场地位低的企业中,投资者实地调研频度越高,企业的商业信用融资规模也就越大。而对于市场地位高组的企业(Panel D),第(1)列显示实地调研频度 *Visit_num* 的回归系数虽然为正,但不显著,这说明在市场地位高的企业中,较高的投资者实地调研频度并没有显著提升企业的商业信用融资水平。对于投资者实地调研广度,市场地位低组(Panel C)的第(2)、(3)列回归结果表明,调研机构数量 *Visit_ins*、人员数量 *Visit_peo* 对商业信用 *Credit* 的回归系数均在 1% 水平上显著为正。相反,市场地位高组(Panel D)的第(2)、(3)列显示,投资者实地调研广度与企业商业信用融资规模之间并没有显著的相关关系。与上述结果类似,第(4)至(6)列的市场地位低、高分组检验结果证实,投资者实地调研深度与商业信用融资规模之间的显著正相关关系也只存在于市场地位低的企业组

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

中。综合以上回归结果可以得知,投资者实地调研对企业商业信用融资的正向促进作用会显著受到企业在行业内所处市场地位的影响,表现在相比市场地位高的企业,行业中所处市场地位低的企业其投资者实地调研活动对商业信用融资的正向影响更强。因此,前文提出的假设 H3 获得了经验证据的支持。

表 5 市场地位、投资者实地调研与企业商业信用融资

Panel C: 市场地位低组, 因变量 <i>Credit</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研深度		
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0034*** (4.003)					
<i>Visit_ins</i>		0.0016*** (3.143)				
<i>Visit_peo</i>			0.0015*** (3.230)			
<i>Quest_num</i>				0.0020*** (4.355)		
<i>Quest_len</i>					0.0011*** (4.676)	
<i>Answ_len</i>						0.0009*** (4.858)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.1709*** (6.399)	0.1700*** (6.354)	0.1704*** (6.364)	0.1707*** (6.403)	0.1710*** (6.415)	0.1718*** (6.442)
N	2977	2977	2977	2977	2977	2977
r ² _a	0.251	0.250	0.250	0.251	0.252	0.252
F	32.488	31.975	32.015	32.558	32.609	32.747
Panel D: 市场地位高组, 因变量 <i>Credit</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研深度		
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0009 (1.031)					
<i>Visit_ins</i>		0.0005 (0.920)				

续表

Panel D: 市场地位高组, 因变量 <i>Credit</i>						
变量	调研频度		调研广度		调研深度	
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_peo</i>			0.0002 (0.329)			
<i>Quest_num</i>				0.0005 (0.967)		
<i>Quest_len</i>					0.0001 (0.290)	
<i>Answe_len</i>						0.0000 (0.054)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.2271 *** (10.131)	0.2272 *** (10.149)	0.2282 *** (10.192)	0.2267 *** (10.124)	0.2279 *** (10.165)	0.2285 *** (10.190)
N	3244	3244	3244	3244	3244	3244
r2_a	0.402	0.402	0.402	0.402	0.402	0.402
F	80.676	80.885	81.096	80.916	81.449	81.622

(三) 稳健性检验

为了确保研究结论的稳健性, 本文进行了下列包括解决内生性问题在内的五项检验:

1. 考虑由反向因果导致的内生性问题。本文内生性问题的表现在于, 投资者实地调研与商业信用之间的显著正相关关系可能是由于上市公司所欠供应链伙伴的账款较多, 使得广大投资者出于关注企业财务健康状况的考虑而增加对该上市公司的实地调研行为, 这样会导致本文前述研究结论存在反向因果的内生性问题。为了缓解上述潜在的内生性问题, 参照既有研究的普遍做法, 本文使用工具变量法和两阶段最小二乘法 (2SLS) 加以处理。本文选择上市公司所在城市是否开通高铁 (GT) 作为工具变量。理由是, 实地调研要求投资者亲身前往上市公司所在地, 并参观企业的厂房设备。前往上市公司所在城市交通的不便利势必会增加投资者实地调研的各类成本 (如时间、旅途花费等)。而高铁的开通无疑打破了投资者所在地与企业所在地之间的地理分割, 从而降低了投资者实地调研的出行、时间成本 (陈婧等, 2019), 这会使得与所在城市未开通高铁的上市公司相比, 所在城市已开通高铁的上市公司其投资者实地调研的频度、广度和深度都会较高。但是, 上市公司所在城市是否开通高铁却不会影响供应链伙伴是否提供商业信用的决策, 因为供应链伙伴是否向上市公司提供商业信用, 主要还是依据上市公司的财务状况等情况。因此, 上市公司所在城市是否开通高铁应是合适的工具变量。具体地, 如果当年上市公司所在城市开通了高铁, 则 GT 赋值为 1, 否则为 0。高铁开通的时间数据来自于中国研究数据服务平台 (CNRDS)。如表 6 所示, 以高铁开通 (GT) 为自变量、实地调研为因变量的第一阶段回归结果显示, 高铁开通的确会促使投

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

投资者对上市公司进行实地调研。以第一阶段获得的实地调研预测值(P_Visit_fre 、 P_Visit_ins 、 P_Visit_peo 、 P_Quest_num 、 P_Quest_len 、 P_Answ_len)为自变量、商业信用为因变量的第二阶段回归结果显示,投资者实地调研与商业信用之间的显著正相关关系仍存在,这表明在控制内生性问题之后,本文研究结论依然成立。

表6 稳健性检验:考虑内生性问题(第一阶段,以高铁开通作为工具变量)

因变量:投资者实地调研频度、广度及深度						
变量	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	$Visit_fre$	$Visit_ins$	$Visit_peo$	$Quest_num$	$Quest_len$	$Answ_len$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GT	0.1156 *** (5.685)	0.2138 *** (6.577)	0.2176 *** (5.920)	0.1803 *** (4.825)	0.2578 *** (3.442)	0.2759 *** (2.963)
$controlvars$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$_cons$	0.1489 (0.568)	-0.1192 (-0.290)	-0.3035 (-0.647)	0.8455 * (1.801)	2.8642 *** (3.114)	3.2906 *** (2.870)
N	6193	6193	6193	6193	6193	6193
$r2_a$	0.189	0.229	0.229	0.216	0.218	0.215
F	82.260	102.933	102.131	99.120	104.073	103.585
第二阶段:投资者实地调研的预测值与商业信用						
因变量: $Credit$						
变量	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
P_Visit_fre	0.0372 *** (3.394)					
P_Visit_ins		0.0202 *** (3.347)				
P_Visit_peo			0.0195 *** (3.276)			
P_Quest_num				0.0259 *** (3.754)		
P_Quest_len					0.0177 *** (3.662)	
P_Answ_len						0.0156 *** (3.499)
$controlvars$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$_cons$	0.1985 *** (11.145)	0.2065 *** (11.665)	0.2099 *** (11.824)	0.1818 *** (9.676)	0.1528 *** (6.702)	0.1518 *** (6.501)

续表

第二阶段:投资者实地调研的预测值与商业信用
因变量:*Credit*

变量	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提 问题数量	调研所提 问题长度	调研问题 答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
N	6192	6192	6192	6192	6192	6192
r2_a	0.365	0.365	0.365	0.365	0.365	0.365
F	113.917	113.896	113.880	114.003	114.015	113.970

2. 考虑由样本选择偏差导致的内生性问题。投资者在选择实地调研公司时,可能存在一定的选择性偏误,由此导致内生性问题。为了克服样本选择偏差对研究结论的影响,本文采用 Heckman 两阶段回归来解决。在第一阶段中,本文构建上市公司是否被实地调研的概率模型(2),拟合后计算出 *IMR*(Inverse Mills Ratio)的估计值。

$$Pr(Visit_dum = 1) = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Roa + \beta_3 Growth + \beta_4 Lev + \beta_5 Intan + \beta_6 Ins + \beta_7 Analy + \beta_8 Disrank + \beta_9 State + \sum \beta_j Year + \sum \beta_k Industry + \varepsilon \quad (2)$$

其中被解释变量是 *Visit_dum*,若年度上市公司接待过投资者开展实地调研活动,将 *Visit_dum* 赋值为 1,否则为 0;模型右边是既有文献(Cheng et al.,2019;贾琬娇等,2015;徐媛媛等,2015;宋玉和陈岑,2017)证实能够影响投资者是否对公司开展实地调研的解释变量(均滞后一期):*Size* 为公司规模,取期末总资产自然对数;*Roa* 为总资产报酬,以营业利润/期末总资产表示;*Growth* 为企业成长性,以(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入度量;*Lev* 为资产负债率,以期末总负债/期末总资产表示;*Intan* 为企业经营不确定性,以无形资产占总资产的比例表示;*Ins* 为公司机构投资者持股比例;*Analy* 为分析师关注程度,以分析师跟踪数量加 1 取自然对数表示;*Disrank* 为公开信息披露质量,根据深交所信息披露考评等级 A(优秀)、B(良好)、C(合格)、D(不合格)分别赋值 1、2、3、4;*State* 为企业产权性质,国有为 1,否则为 0;*Year*、*Industry* 分别为年度、行业虚拟变量。

在第二阶段中,本文将由第一阶段得出的 *IMR*(Inverse Mills Ratio)放入原主回归模型中重新进行回归分析。如果 *IMR* 的回归系数显著不为 0,则表明存在自选择偏误。如表 7 所示,Heckman 两阶段回归结果表明,*IMR* 的回归系数显著为负,说明本文存在一定的自选择偏误问题。回归结果显示,在控制了自选择偏误的情况下,前文研究结论仍保持不变。

表 7 Heckman 两阶段回归:第二阶段(投资者实地调研与商业信用融资)

因变量:*Credit*

变量	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提 问题数量	调研所提 问题长度	调研问题 答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0020 ** (2.399)					

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

续表

因变量: <i>Credit</i>						
变量	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_ins</i>		0.0012 ** (2.151)				
<i>Visit_peo</i>			0.0008 * (1.684)			
<i>Quest_num</i>				0.0013 *** (2.655)		
<i>Quest_len</i>					0.0005 ** (2.097)	
<i>Answe_len</i>						0.0004 * (1.890)
<i>IMR</i>	-0.0164 *** (-4.207)	-0.0163 *** (-4.150)	-0.0171 *** (-4.389)	-0.0159 *** (-4.055)	-0.0167 *** (-4.248)	-0.0169 *** (-4.294)
<i>controlvars</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	0.3200 *** (12.082)	0.3200 *** (12.086)	0.3212 *** (12.123)	0.3184 *** (12.021)	0.3185 *** (12.013)	0.3190 *** (12.031)
N	5881	5881	5881	5881	5881	5881
<i>r2_a</i>	0.376	0.376	0.376	0.377	0.376	0.376
F	66.257	65.839	65.680	66.050	65.690	65.674

3. 重新度量投资者实地调研特征变量 *Visit_dum*。如果年度上市公司接待过投资者开展实地调研活动,将 *Visit_dum* 赋值为 1,否则为 0。将 *Visit_dum* 代入原模型进行回归检验,结果显示前文所取得的实证研究结论仍旧成立。实证检验结果见表 8。

表 8 稳健性检验:上市公司是否被投资者实地调研与商业信用融资

因变量: <i>Credit</i>					
变量	全样本	国有产权组	非国有产权组	市场地位低组	市场地位高组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Visit_dum</i>	0.0040 *** (3.159)	0.0018 (0.739)	0.0061 *** (4.217)	0.0076 *** (4.646)	0.0001 (0.081)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.2001 *** (11.375)	0.2171 *** (8.013)	0.1781 *** (7.395)	0.1701 *** (6.382)	0.2284 *** (10.158)

续表

变量	因变量: <i>Credit</i>				
	全样本 (1)	国有产权组 (2)	非国有产权组 (3)	市场地位低组 (4)	市场地位高组 (5)
N	6221	1454	4767	2977	3244
r2_a	0.363	0.417	0.323	0.252	0.402
F	114.168	64.368	62.614	32.539	82.048

4. 参照张新民等(2012)的计算方法,重新度量企业市场地位 *MP2*。具体地,本文以企业 *i* 当年资产总额在该年度行业内所有企业资产总额中所占的比率 *SizeRatio_firm*、该指标年度行业内全部样本的中位数 *SizeRatio_median* 作为度量基础,定义企业市场地位 *MP2*。若 *SizeRatio_firm* 小于或等于 *SizeRatio_median*,则 *MP2* 取值为 1,表示企业市场地位低;否则,*MP2* 取值为 0,表示企业市场地位高。利用 *MP2* 对样本重新分组后检验发现,原有研究结论依然不变。实证检验结果如表 9 所示。

表 9 稳健性检验:市场地位(*MP2*)、投资者实地调研与企业商业信用融资

Panel C: 市场地位低组 (<i>MP2</i> = 1), 因变量 <i>Credit</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研深度		
	调研次数 (1)	调研机构数量 (2)	调研人员数量 (3)	调研所提 问题数量 (4)	调研所提 问题长度 (5)	调研问题 答复长度 (6)
<i>Visit_num</i>	0.0034*** (3.808)					
<i>Visit_ins</i>		0.0018*** (3.137)				
<i>Visit_peo</i>			0.0016*** (3.183)			
<i>Quest_num</i>				0.0020*** (4.100)		
<i>Quest_len</i>					0.0011*** (4.274)	
<i>Answe_len</i>						0.0009*** (4.411)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-0.0210 (-0.624)	-0.0232 (-0.690)	-0.0229 (-0.679)	-0.0207 (-0.619)	-0.0208 (-0.620)	-0.0203 (-0.604)
N	2942	2942	2942	2942	2942	2942
r2_a	0.283	0.283	0.283	0.284	0.284	0.284
F	38.219	37.899	37.901	38.285	38.363	38.545

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

续表

Panel D: 市场地位高组 ($MP2 = 0$), 因变量 <i>Credit</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研深度		
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0014 (1.289)					
<i>Visit_ins</i>		0.0008 (1.432)				
<i>Visit_peo</i>			0.0004 (0.928)			
<i>Quest_num</i>				0.0007 (1.468)		
<i>Quest_len</i>					0.0002 (0.827)	
<i>Answe_len</i>						0.0001 (0.584)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.0711 *** (2.995)	0.0713 *** (3.005)	0.0723 *** (3.046)	0.0707 *** (2.982)	0.0715 *** (3.011)	0.0721 *** (3.036)
N	3279	3279	3279	3279	3279	3279
r2_a	0.385	0.385	0.385	0.385	0.385	0.385
F	75.684	75.767	75.804	75.734	75.897	75.953

5. 与马黎珺等(2016)的计算方式一致,本文以资产负债表中的应付账款与应付票据之和除以总资产重新计算企业当年的商业信用融资水平 *Credit 2*,将其替代原商业信用 *Credit* 进行回归检验,发现研究结论保持不变。具体回归结果见表10、表11及表12。

表10 稳健性检验:投资者实地调研与企业商业信用融资(*Credit 2*)

因变量: <i>Credit 2</i>						
变量	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0039 *** (4.485)					
<i>Visit_ins</i>		0.0018 *** (3.297)				
<i>Visit_peo</i>			0.0015 *** (3.067)			

续表

因变量: <i>Credit 2</i>						
变量	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提 问题数量	调研所提 问题长度	调研问题 答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Quest_num</i>				0.0023 *** (4.796)		
<i>Quest_len</i>					0.0011 *** (4.499)	
<i>Answe_len</i>						0.0009 *** (4.299)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.2278 *** (9.110)	0.2286 *** (9.135)	0.2290 *** (9.148)	0.2263 *** (9.051)	0.2250 *** (8.993)	0.2253 *** (9.005)
N	5753	5753	5753	5753	5753	5753
r2_a	0.396	0.396	0.396	0.396	0.396	0.396
F	133.597	133.161	133.058	133.498	133.257	133.225

表 11 稳健性检验: 产权性质、投资者实地调研与企业商业信用融资 (*Credit 2*)

Panel A: 国有产权组, 因变量 <i>Credit 2</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研所提 问题数量	调研深度	调研问题 答复长度
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量		调研所提 问题长度	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0016 (0.909)					
<i>Visit_ins</i>		0.0019 (1.560)				
<i>Visit_peo</i>			0.0012 (1.149)			
<i>Quest_num</i>				0.0013 (1.320)		
<i>Quest_len</i>					0.0006 (1.253)	
<i>Answe_len</i>						0.0005 (1.204)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.2898 *** (7.694)	0.2894 *** (7.689)	0.2900 *** (7.699)	0.2888 *** (7.676)	0.2881 *** (7.660)	0.2883 *** (7.662)
N	1362	1362	1362	1362	1362	1362
r2_a	0.446	0.447	0.446	0.446	0.446	0.446
F	71.018	71.099	71.071	71.017	71.054	71.071

张勇:投资者实地调研能够影响供应商的授信决策行为吗

续表

Panel B:非国有产权组,因变量 <i>Credit 2</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研深度		
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0051 *** (5.189)					
<i>Visit_ins</i>		0.0022 *** (3.614)				
<i>Visit_peo</i>			0.0020 *** (3.655)			
<i>Quest_num</i>				0.0030 *** (5.421)		
<i>Quest_len</i>					0.0015 *** (5.147)	
<i>Answe_len</i>						0.0011 *** (4.936)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.1618 *** (4.645)	0.1631 *** (4.673)	0.1634 *** (4.683)	0.1596 *** (4.582)	0.1578 *** (4.526)	0.1584 *** (4.540)
N	4391	4391	4391	4391	4391	4391
<i>r2_a</i>	0.365	0.364	0.364	0.366	0.365	0.365
F	81.832	81.078	81.002	81.769	81.400	81.392

表 12 稳健性检验:市场地位、投资者实地调研与企业商业信用融资 (*Credit 2*)

Panel C:市场地位低组,因变量 <i>Credit 2</i>						
变量	调研频度	调研广度		调研深度		
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0044 *** (3.705)					
<i>Visit_ins</i>		0.0018 ** (2.501)				
<i>Visit_peo</i>			0.0017 ** (2.516)			
<i>Quest_num</i>				0.0026 *** (4.067)		

续表

Panel C: 市场地位低组, 因变量 <i>Credit 2</i>						
变量	调研频度		调研广度		调研深度	
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Quest_len</i>					0.0014 *** (4.325)	
<i>Answe_len</i>						0.0011 *** (4.288)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.1474 *** (3.895)	0.1448 *** (3.823)	0.1452 *** (3.827)	0.1468 *** (3.889)	0.1469 *** (3.892)	0.1473 *** (3.901)
N	2683	2683	2683	2683	2683	2683
r2_a	0.268	0.266	0.266	0.268	0.269	0.269
F	36.758	36.304	36.312	36.857	36.906	36.993
Panel D: 市场地位高组, 因变量 <i>Credit 2</i>						
变量	调研频度		调研广度		调研深度	
	调研次数	调研机构数量	调研人员数量	调研所提问题数量	调研所提问题长度	调研问题答复长度
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Visit_num</i>	0.0031 (0.957)					
<i>Visit_ins</i>		0.0014 (1.482)				
<i>Visit_peo</i>			0.0010 (1.537)			
<i>Quest_num</i>				0.0018 (0.628)		
<i>Quest_len</i>					0.0007 (0.933)	
<i>Answe_len</i>						0.0005 (0.772)
<i>controlvars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.2915 *** (9.240)	0.2934 *** (9.306)	0.2944 *** (9.340)	0.2899 *** (9.188)	0.2904 *** (9.181)	0.2910 *** (9.195)
N	3070	3070	3070	3070	3070	3070
r2_a	0.435	0.434	0.434	0.435	0.434	0.434
F	92.407	92.486	92.507	92.363	92.406	92.436

根据上述重新进行的实证检验结果,可以得知本文的研究结论十分稳健。

六、研究结论

与欧美等发达资本市场不予保留和披露投资者对上市公司实地调研的相关信息不同,我国监管机构要求上市公司及时将投资者实地调研的详细内容向外部资本市场发布。利用该契机,本文从深交所网站“互动易”中的“投资者关系”平台手工收集了2013年至2016年度上市公司的投资者实地调研相关信息,构建了投资者实地调研多维度计量指标,基于企业商业信用融资视角检验了投资者实地调研活动是否会影响上游供应商的授信决策行为。本文的实证检验结果表明,投资者针对上市公司生产经营情况所开展的实地调研活动的确会显著提升其商业信用融资水平。后续研究则证实,企业的产权性质、市场地位会显著影响投资者实地调研在提升企业商业信用融资水平中的作用效率。

总的来说,本文的理论分析和经验发现不但拓展了既有少量的投资者实地调研经济后果研究的视角,而且能够从实践和政策层面为企业管理层、资本市场监管者提供有价值的启示。一方面,本文研究证实,投资者实地调研能够显著提升非国有企业和市场地位低企业的商业信用融资水平,这为现实经济生活中上述企业普遍面对的融资难问题提供了一个可能的解决途径,即企业管理层应积极对待、重视投资者关系管理工作,提高实地调研信息披露的数量和质量,进而缓解融资过程中的信息不对称问题。另一方面,本文研究结论也提示政府相关部门应进一步加强对投资者关系管理的监管工作,以提高企业融资效率,引导资金达到最优配置。

参考文献

- 薄仙慧、吴联生(2009):《国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角》,《经济研究》,第2期。
- 曹新伟、洪剑峭、贾琬娇(2015):《分析师实地调研与资本市场信息效率》,《经济管理》,第8期。
- 陈婧、方军雄、秦璇(2019):《交通发展、要素流动与企业创新》,《经济理论与经济管理》,第4期。
- 陈运森、王玉涛(2010):《审计质量、交易成本与商业信用模式》,《审计研究》,第6期。
- 方红星、楚有为(2019):《公司战略与商业信用融资》,《南开管理评论》,第5期。
- 高敬忠、周晓苏、王英允(2011):《机构投资者持股对信息披露的治理作用研究》,《南开管理评论》,第5期。
- 贾琬娇、洪剑峭、徐媛媛(2015):《我国证券分析师实地调研有价值吗》,《投资研究》,第4期。
- 李春涛、宋敏、张璇(2014):《分析师跟踪与企业盈余管理》,《金融研究》,第7期。
- 李昊洋、程小可(2017):《投资者调研提升了资本市场定价效率吗》,《金融经济研究》,第1期。
- 李昊洋、程小可(2018):《投资者调研与创业板公司研发资本化选择》,《财贸研究》,第3期。
- 李昊洋、程小可、姚立杰(2018):《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》,《会计研究》,第9期。
- 林毅夫、孙希芳(2005):《信息、非正规金融与中小企业融资》,《经济研究》,第7期。
- 陆正飞、杨德明(2011):《商业信用:替代性融资,还是买方市场》,《管理世界》,第4期。
- 马黎珺、张敏、伊志宏(2016):《供应商—客户关系会影响企业的商业信用吗》,《经济理论与经济管理》,第2期。
- 饶品贵、姜国华(2013):《货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究》,《经济研究》,第1期。
- 石晓军、张顺明(2010):《商业信用、融资约束及效率影响》,《经济研究》,第1期。
- 宋玉、陈岑(2017):《基于上市公司信息环境的机构投资者实地调研行为研究》,《江西财经大学学报》,第4期。
- 孙铮、李增泉、王景斌(2006):《所有权性质、会计信息与债务契约》,《管理世界》,第10期。
- 谭劲松、林雨晨、张京心(2019):《机构投资者的信息功能与权益资本成本——基于机构投资者调研行为的证据》,《财务研究》,第3期。
- 谭松涛、崔小勇(2015):《上市公司调研能否提高分析师预测精度》,《世界经济》,第4期。
- 王化成、刘欢、高升好(2016):《经济政策不确定性、产权性质与商业信用》,《经济理论与经济管理》,第5期。
- 王珊(2017):《投资者实地调研发挥了治理功能吗》,《经济管理》,第9期。
- 夏冬林、李刚(2008):《机构投资者持股和会计盈余质量》,《当代财经》,第2期。

- 肖斌卿、彭毅、方立兵(2017):《上市公司调研对投资决策有用吗——基于分析师调研报告的实证研究》,《南开管理评论》,第1期。
- 谢德仁、陈运森(2009):《金融生态环境、产权性质与负债的治理效应》,《经济研究》,第5期。
- 徐玉德、李挺伟、洪金明(2011):《制度环境、信息披露质量与银行债务融资约束》,《财贸经济》,第5期。
- 徐媛媛、洪剑峭、曹新伟(2015):《我国上市公司特征与证券分析师实地调研》,《投资研究》,第1期。
- 应千伟、蒋天骄(2012):《市场竞争力、国有股权与商业信用融资》,《山西财经大学学报》,第9期。
- 张新民、王珏、祝继高(2012):《市场地位、商业信用与企业经营性融资》,《会计研究》,第8期。
- 张勇(2018):《投资者实地调研与企业会计信息可比性——来自深交所“互动易”平台的经验证据》,《证券市场导报》,第5期。
- 张正勇、邓博夫(2018):《企业社会责任货币政策与商业信用融资》,《科研管理》,第5期。
- 郑军、林钟高、彭琳(2013):《高质量的内部控制能增加商业信用融资吗》,《会计研究》,第6期。
- 朱慈蕴、王莉萍(2004):《“上市信用”是上市公司的特有信用》,《中国法学》,第1期。
- Allen, F., J. Qian and M. Qian(2005):“Law, Finance and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77, 57-116.
- Cao, S., G. Gong and H. Shi(2017):“Private Information Acquisition and Corporate Investment: Evidence from Corporate Site Visits”, *Social Science Electronic Publishing*.
- Cheng, Q., F. Du, B. Wang and X. Wang(2016):“Seeing is Believing: Analysts’ Corporate Site Visits”, *Review of Accounting Studies*, 21, 1245-1286.
- Cheng, Q., F. Du, B. Wang and X. Wang(2019):“Do Corporate Site Visits Impact Stock Prices?”, *Contemporary Accounting Research*, 36, 359-388.
- Datta, S., M. Iskandar-Datta and V. Singh(2013):“Product Market Power, Industry Structure, and Corporate Earnings Management”, *Journal of Banking and Finance*, 37, 3273-3285.
- Giannetti, M., M. Burkart and T. Ellingsen(2010):“What You Sell is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts”, *Review of Financial Studies*, 24, 1261-1298.
- Han, B., D. Kong and S. Liu(2018):“Do Analysts Gain an Informational Advantage by Visiting Listed Companies?”, *Contemporary Accounting Research*, 35, 1843-1867.
- Hong, X., Z. Zhuang, D. Kang and Z. Wang(2019):“Do Corporate Site Visits Impact Hedge Fund Performance?”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 56, 113-128.
- Jiang, X. and Q. Yuan(2018):“Institutional Investors’ Corporate Site Visits and Corporate Innovation”, *Journal of Corporate Finance*, 48, 148-168.
- Kim, J., Y. Li and L. Zhang(2011):“Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 100, 639-662.
- Yu, F. (2008):“Analyst Coverage and Earnings Management”, *Journal of Financial Economics*, 88, 245-271.

(责任编辑:罗 滢)

high-speed rail on China's capital market. The results show that the opening of the high-speed rail has reduced the stock price synchronization, and the above effects are more significant in companies with low information transparency, such as low institutional shareholdings and few analysts. Furthermore, the opening of the high-speed rail increases the number of analysts' field investigations, and the analysts play the role of information intermediary, which help to integrate the company's traits information into the stock price. The above results show that the opening of the high-speed rail has increased the flow of information and reduced the cost of investor information search, so that the company's idiosyncratic risk is reflected in the stock price.

Key Words: High-speed Railway; Stock Price Synchronization; Geographic Distance

JEL Classification: G11; G14; G30

Can Investors' Site Visits Influence the Trade Credit Assigning Strategy of Suppliers? ——An Analysis Based on MRIO Model

ZHANG Yong

(College of Economics and Management, Nanjing Forestry University, Nanjing, 210037, China)

Abstract: Using the dataset of investors' site visits disclosed by Shenzhen Stock Exchange website, this paper examines the effects of investors' site visits on the trade credit assigning strategy of suppliers. The study finds that investors' site visits can significantly increase the level of firms' trade credit financing. Further research finds that the nature of property right and market power can significantly affect the efficiency of investors' site visits in improving the level of firms' trade credit financing. That is, the positive impact of investors' site visits on the firms' trade credit financing only exists in the nonstate-owned firms and firms with low market power. This study enriches the literatures on economic consequences of investors' site visits. At the same time, this paper provides great referring significance for the firm's managers and supervision departments to strengthen the management of investors' site visits.

Key Words: Site Visit; Trade Credit Financing; Nature of Property Right; Market Power

JEL Classification: G14; G23; G32

Influence of Aging and Urbanization on the Ability of Payment for Urban Employees' Endowment Insurance

LI Xiaolin ZHANG Yuan ZHAO Yongya

(School of Economics, Qingdao Ocean University of China, Qingdao, 266100, China)

Abstract: Based on the panel data of 31 regions during 2005–2017, this paper investigates the influence mechanism and effect of aging and urbanization on the payment ability of urban employees' endowment insurance in China with