

企业未来产业布局与股价崩盘风险

程 宇

广州大学管理学院, 广东 广州

收稿日期: 2026年8月19日; 录用日期: 2026年8月31日; 发布日期: 2026年9月23日

摘 要

在培育新质生产力与防范资本市场风险并重的背景下, 厘清企业未来产业布局的资本市场后果具有重要意义。文章基于2015~2024年沪深A股上市公司数据, 通过年报文本构建企业未来产业布局指标, 考察其对股价崩盘风险的影响及作用机制。研究发现, 未来产业布局显著降低股价崩盘风险, 在增加固定效应、替换核心解释变量、剔除特殊时期样本及采用工具变量后, 结论依然稳健。机制分析表明, 未来产业布局通过抑制管理者短视和提高媒体关注度, 减少坏消息积累与信息隐藏, 进而降低股价崩盘风险。异质性分析表明, 上述作用在大企业及管理层具有研发背景的企业中更为稳健。文章拓展了未来产业布局经济后果及股价崩盘风险影响因素的相关研究, 并为统筹未来产业培育与资本市场稳定提供了微观证据。

关键词

未来产业布局, 股价崩盘风险, 管理者短视, 媒体关注

Corporate Positioning in Future Industries and Stock Price Crash Risk

Yu Cheng

School of Management, Guangzhou University, Guangzhou Guangdong

Received: August 19, 2026; accepted: August 31, 2026; published: September 23, 2026

Abstract

Against the backdrop of fostering new quality productive forces while safeguarding capital market stability, understanding the capital market consequences of corporate positioning in future industries is of considerable practical importance. Using a sample of Chinese A-share listed firms from 2015 to 2024, this study constructs a firm-level measure of future-industry positioning based on annual report text and examines its impact on stock price crash risk and the underlying mechanisms. The

文章引用: 程宇. 企业未来产业布局与股价崩盘风险[J]. 现代管理, 2026, 16(9): 195-205.

DOI: 10.12677/mm.2026.169214

results show that corporate positioning in future industries significantly reduces stock price crash risk. This finding remains robust after controlling for additional fixed effects, replacing the key explanatory variable, excluding observations from the exceptional period, and addressing potential endogeneity using an instrumental-variable approach. Mechanism analyses indicate that future-industry positioning mitigates stock price crash risk by curbing managerial myopia and increasing media attention, thereby reducing the accumulation and concealment of bad news. Heterogeneity analyses further show that the risk-reducing effect is more robust among larger firms and firms whose managers have R&D backgrounds. This study extends the literature on the economic consequences of corporate positioning in future industries and the determinants of stock price crash risk, while providing micro-level evidence for coordinating future-industry development with capital market stability.

Keywords

Future-Industry Positioning, Stock Price Crash Risk, Managerial Myopia, Media Attention

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言与文献综述

未来产业是前沿技术创新实现产业化的重要载体，也是培育新质生产力和塑造长期竞争优势的重要支撑。与成熟产业相比，未来产业多源于颠覆性技术突破，技术验证和商业化周期较长，技术路线、市场需求与盈利模式具有较强不确定性[1]-[3]。这一特征决定了未来产业发展既需要企业持续投入，也依赖与之适配的资本供给和制度环境。在此背景下，企业加快未来产业布局将如何影响股价极端下行风险，成为连接未来产业培育与资本市场稳定的重要问题。

现有研究主要从技术、要素和制度三个方面解释未来产业的形成与发展。颠覆性技术创新以及技术、组织和应用场景的深度耦合，是新技术跨越产业化边界的重要基础[4] [5]；资本、人才、数据、算力基础设施及数字创新生态的协同集聚，为技术迭代和商业化提供要素支撑[6]-[8]；未来产业较长的培育周期和较强外部性，则进一步凸显长期投入、创新生态建设和多主体协同的重要性[9]。研究视角也逐步由产业层面延伸至企业布局行为。未来产业投资具有前期投入高、研发周期长、资产专用性强和收益不确定等特点，较高的不确定性可能提高投资等待价值并导致投资不足[10]-[12]。长期资金供给、外部创新资源以及管理层长期导向因而成为企业进入未来产业的重要条件。已有研究发现，政府引导基金能够通过资金供给、信号认证和投后治理缓解企业未来产业投资面临的融资与信息约束[13]。现有文献由此较好解释了“企业为何布局未来产业”，但对布局之后的经济后果关注仍相对有限，特别是其对资本市场风险的影响尚缺乏系统证据。

股价崩盘风险为考察这一经济后果提供了合适视角。经典“坏消息隐藏”理论认为，管理层可能利用信息优势延迟披露不利信息，使负面信息持续累积，并在达到临界点后集中释放，进而引发股价极端下跌。相关研究据此从公司治理、管理者行为和外部监督等方面考察崩盘风险的形成机制。管理者短视、盈余粉饰和信息压制会加剧坏消息积累，而分析师、机构投资者和媒体监督则有助于改善信息环境。现有研究进一步表明，管理者短视、年报文本信息质量、ESG披露以及经营风险传递均会影响股价崩盘风险[14]-[17]。由此可见，经营基本面与信息环境的共同变化，是理解股价崩盘风险的重要维度。

未来产业布局恰好同时作用于上述两个方面：一方面，技术复杂度、投资不确定性和商业化风险可能扩大内外部信息差距，并产生新的负面经营信息；另一方面，较长的投资回收期 and 持续的战略投入要求管理层更加重视长期价值，有助于弱化短期主义和机会主义行为。未来产业较高的技术新颖性和市场关注度也可能增强外部监督，使企业信息更及时地进入资本市场。因此，未来产业布局究竟放大还是抑制股价崩盘风险，取决于经营不确定性 with 长期治理效应之间的相对作用，尚需进一步检验。

现有文献在未来产业与股价崩盘风险之间仍存在一定研究断点。未来产业研究更多关注产业形成和企业布局动因，对布局后的资本市场后果关注不足；股价崩盘研究则较少从企业长期产业战略视角考察风险形成。本文据此研究企业未来产业布局对股价崩盘风险的影响及其作用机制，既将未来产业研究由布局动因拓展至资本市场经济后果，也从前瞻性战略选择视角丰富股价崩盘风险研究，为理解未来产业培育与资本市场稳定之间的关系提供微观证据。

2. 理论分析与研究假说

2.1. 企业未来产业布局与股价崩盘风险

股价崩盘风险并非企业一般经营风险的简单映射，其形成更依赖负面信息的跨期积累与集中释放。信息不对称条件下，管理层出于薪酬、声誉和职业发展等考虑，可能利用信息优势延迟披露不利信息。当持续积累的坏消息超过企业内部能够继续隐藏的限度时，负面信息集中进入市场，进而引发股价大幅下跌。因此，企业经营战略如何影响股价崩盘风险，关键在于其是否改变了管理层隐藏坏消息的激励以及外部市场识别企业真实信息的能力。

未来产业虽然具有技术不确定性高、研发周期长和资本投入大等特征，但经营不确定性并不必然转化为股价崩盘风险。相较于一般投资活动，未来产业布局具有更强的长期性和战略承诺属性。技术研发、专业人才、专用资产以及产业协作网络需要持续投入，其价值往往在较长时期内逐步实现[2] [10]。随着企业未来产业布局不断深化，经营决策更加依赖技术积累和长期竞争优势，短期财务表现对战略选择的约束相对减弱。这种长期战略取向有助于降低管理层通过牺牲长期价值维持短期业绩的动机，使经营问题更多通过及时调整和持续投入加以解决，而非通过延迟披露加以掩盖。

与此同时，未来产业具有较强的技术新颖性、政策关联度和市场信息需求，其研发进展、技术突破和商业化过程更容易受到外部市场关注。企业经营活动进入公共信息体系的频率提高后，内部人对企业特质性信息的控制能力受到限制，负面信息被长期滞留于企业内部的空间随之收窄。长期战略约束与外部信息监督共同作用，有助于推动企业信息更加连续地进入股票价格，降低坏消息集中释放所形成的极端价格冲击。据此，提出如下假说：

H1：企业未来产业布局能够显著降低股价崩盘风险。

2.2. 管理者短视主义的作用机制

未来产业布局降低股价崩盘风险，可能首先表现为对管理者短期导向的约束。管理者短视主义反映管理层在跨期决策中过度重视近期收益、忽视长期价值的行为倾向。短期业绩权重过高时，管理层更容易围绕当期利润和市场评价配置资源，并在经营结果偏离预期时采取盈余管理或信息压制等方式维持暂时的业绩表现。此类行为虽然能够推迟负面信息进入市场，却使经营问题在企业内部持续积累，最终增加集中释放的可能。

未来产业的价值实现具有明显的长期性。技术研发、成果转化和市场培育具有连续投入要求，频繁压缩长期投资或依据短期业绩调整战略容易损害前期技术积累。随着未来产业布局深入，企业沉淀于研发、人才和专用资产中的资源不断增加，战略调整成本随之上升，管理层需要以更长的时间跨度评价经

营决策。企业绩效评价的关注重点也由当期收益更多转向技术进展、创新能力和长期竞争优势，短期财务指标对管理层决策的牵引作用相对下降。长期决策权重提高后，管理层通过隐藏不利信息维持短期表现的必要性随之减弱。对于研发失败、项目延期和阶段性亏损等问题，管理层更有动力进行及时识别和战略调整，而非通过信息管理将其递延至未来。负面信息能够较早被确认并逐步释放，企业内部坏消息的累积程度由此下降。管理者短视主义受到抑制，因而构成未来产业布局降低股价崩盘风险的重要内部机制。据此，提出如下假说：

H2：企业未来产业布局通过降低管理者短视主义，进而降低股价崩盘风险。

2.3. 媒体关注的作用机制

未来产业布局还可能通过提高媒体关注度改善企业外部信息环境。股价崩盘的发生不仅需要管理层具有隐藏坏消息的动机，也取决于其能否长期维持信息优势。媒体作为资本市场重要的信息中介，能够搜集、加工和传播企业经营信息，并通过公开报道提高企业经营活动的可观察性。持续的媒体关注使管理层更难独占企业特质性信息，增加负面信息被外部识别和传播的概率，从而形成对内部信息控制行为的外部约束。

未来产业尤其容易产生较高的信息需求。其技术路线和商业模式尚处于持续演化过程中，传统财务信息难以充分反映项目真实价值，投资者需要借助技术进展、产业合作、研发成果和应用场景等增量信息判断企业发展前景。企业未来产业布局程度越高，战略调整和技术活动的信息价值越突出，媒体对企业相关活动的跟踪和报道需求也越强，企业由此获得更高的外部可见度。

媒体关注提高后，负面信息的隐藏成本和被发现概率同时上升。媒体对研发进展、经营异常和项目实施情况的持续追踪能够补充企业正式披露的信息，并促使投资者和其他市场主体进一步搜集和验证相关信息。管理层利用信息优势延迟披露坏消息的空间因此受到压缩，经营中的有利与不利信息能够更加连续地进入市场。股票价格对企业基本面的调整更加及时，负面信息长期积累并最终集中释放的可能性相应下降。媒体报道数量增加意味着企业受到更持续的公共信息监督，这种信息环境改善有助于削弱内部人的坏消息隐藏能力。据此，提出如下假说：

H3：企业未来产业布局通过提高媒体关注度，进而降低股价崩盘风险。

3. 研究设计

3.1. 样本选取

本文选取 2015~2024 年沪深 A 股上市公司为研究对象，并对样本做如下处理：1) 剔除样本期内 ST、*ST 企业。2) 剔除样本内金融行业。3) 剔除数据内关键变量具有缺失值的样本。4) 剔除单一观测样本。5) 对样本内的连续变量进行 1%和 99%的缩尾处理以降低异常值的影响。最终获得 32,825 个样本观测值。此外，本文所有的数据均源于 CSMAR 数据库、WIND 数据库与上市公司企业年报。

3.2. 变量衡量

3.2.1. 核心被解释变量

借鉴现有相关文献，本文采用负收益偏态系数(NCSKEW)与收益上下波动率(DUVOL)衡量企业股价崩盘风险。

3.2.2. 核心解释变量

本文参考徐朝辉等[13]的研究，通过统计未来产业文本词频在企业年报 MD&A 部分的数量加一取对数来衡量企业未来产业布局水平。具体做法如下：首先，以《工业和信息化部等七部门关于推动未来产

业创新发展的实施意见》¹为核心依据，围绕未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向，结合政策文件，初步构建未来产业关键词库。其次，依据产业归属、词义明确性和表述代表性进行筛选，剔除已较为成熟、含义过于宽泛或存在重复表述的词汇，最终保留 101 个有效关键词。最后，利用 Python 的“jieba”分词工具，将关键词导入自定义词典，对上市公司年报进行分词与词频统计，以提高专业复合词的识别准确率。在此基础上，以未来产业关键词总词频加 1 后取自然对数构建企业未来产业布局指标(*Futurep*)。

3.2.3. 控制变量

为有效缓解可能存在遗漏重要变量问题，本文引入一系列控制变量：企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、盈利能力(*ROA*)、公司成长性(*Growth*)、董事规模(*Board*)、独立董事比例(*Indep*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、企业年龄(*FirmAge*)、管理层持股比例(*Mshare*)、大股东资金占用(*Occupy*)。具体见表 1 变量定义。

Table 1. Variable definitions

表 1. 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
盈利能力	<i>ROA</i>	净利润/总资产平均余额
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产取对数
公司成长性	<i>Growth</i>	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事人数
董事规模	<i>Board</i>	董事会人数取自然对数
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
企业年龄	<i>Firmage</i>	当年年份减公司成立年份加一取对数
管理层持股比例	<i>Mshare</i>	管理层持股数据/总股本
大股东资金占用	<i>Occupy</i>	其他应收款/总资产

3.3. 基准回归模型构建

为有效检验未来产业布局对企业股价崩盘风险的影响，本文构建模型(1)与模型(2)进行实证检验：

$$NCSKEW_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Futurep_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$DUVOL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Futurep_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，*NCSKEW* 与 *DUVOL* 表示被解释变量，*it* 表示 *i* 企业未来产业在 *t* 年的企业股价崩盘风险；*Futurep* 为企业未来产业布局水平解释变量，*it* 表示 *i* 企业在 *t* 年为处理组还是对照组；*Controls* 为解释变量合集； μ_i 为企业固定效应； λ_t 为时间固定效应； ε_{it} 为随机误差项。

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计分析

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。样本共包含 32,825 个公司年度观测值。企业未来产业布局水平的均值为 0.889，标准差为 1.073，表明不同企业在未来产业布局方面存在较大差异。股价崩盘风险

¹https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202401/content_6929021.htm

指标 *NCSKEW* 和 *DUVOL* 的均值分别为-0.296 和-0.183，标准差分别为 0.720 和 0.471，说明样本企业的股价崩盘风险具有较为明显的横截面差异。其余控制变量的分布总体合理，且均表现出一定程度的样本变异，为后续实证检验提供了良好的数据基础。

Table 2. Descriptive statistics of the main variables
表 2. 主要变量描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Futurep</i>	32,825	0.889	1.073	0.000	4.127
<i>NCSKEW</i>	32,825	-0.296	0.720	-2.458	1.676
<i>DUVOL</i>	32,825	-0.183	0.471	-1.323	1.024
<i>Size</i>	32,825	22.330	1.274	20.067	26.220
<i>Lev</i>	32,825	0.417	0.202	0.061	0.893
<i>ROA</i>	32,825	0.034	0.067	-0.219	0.206
<i>Growth</i>	32,825	0.126	0.336	-0.535	1.700
<i>Board</i>	32,825	2.097	0.194	1.609	2.565
<i>Indep</i>	32,825	0.379	0.054	0.333	0.571
<i>Top1</i>	32,825	0.326	0.145	0.085	0.721
<i>FirmAge</i>	32,825	3.030	0.291	2.197	3.584
<i>Mshare</i>	32,825	0.145	0.193	0.000	0.677
<i>Occupy</i>	32,825	0.013	0.021	0.000	0.125

4.2. 基准回归

表 3 报告了企业未来产业布局与股价崩盘风险的基准回归结果。列(1)和列(3)未加入控制变量时，*Futurep* 的回归系数分别为-0.0214 和-0.0184，均在 1%的水平上显著；在进一步加入控制变量后，列(2)和列(4)中 *Futurep* 的回归系数分别为-0.0225 和-0.0170，仍均在 1%的水平上显著为负。上述结果表明，企业未来产业布局水平越高，其股价崩盘风险越低，且这一关系不因控制企业特征而发生实质性变化。采用 *NCSKEW* 和 *DUVOL* 两种股价崩盘风险衡量指标所得结论保持一致，说明基准回归结果具有较好的稳健性。由此，本文的核心研究结论得到初步支持，H1 得到验证。

Table 3. Baseline regression results
表 3. 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NCSKEW</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>DUVOL</i>
<i>Futurep</i>	-0.0214*** (-3.0024)	-0.0225*** (-3.1381)	-0.0184*** (-7.2348)	-0.0170*** (-3.6243)
<i>Size</i>		0.0559*** (4.0021)		0.0139 (1.5164)
<i>Lev</i>		-0.1995*** (-3.7999)		-0.1159*** (-3.3664)

续表

ROA		-0.4141*** (-4.0919)		-0.3439*** (-5.3053)
Growth		-0.0142 (-0.9999)		-0.0230** (-2.5023)
Board		-0.0261 (-0.4807)		0.0072 (0.2001)
Indep		0.1065 (0.6594)		0.1227 (1.1360)
Top1		0.2706*** (2.8214)		0.1332** (2.0962)
FirmAge		-0.1724 (-1.4593)		-0.2121*** (-2.6372)
Mshare		0.3371*** (4.9968)		0.2414*** (5.4638)
Occupy		0.0560 (0.1823)		-0.1231 (-0.6242)
_cons	-0.2768*** (-37.3106)	-1.0256** (-2.1678)	-0.1670*** (-48.5145)	0.0880 (0.2752)
Year FE	YES	YES	YES	YES
Stkcd FE	YES	YES	YES	YES
N	32,825	32,825	32,825	32,825
adj. R ²	0.0543	0.0568	0.0281	0.0691

注：括号内为稳健标准误下的 t 值，*、**、***分别代表在 10%、5%和 1%水平上显著。下表同。

4.3. 稳健性与内生性检验

4.3.1. 替换解释变量

表 4 列(1)与(2)在基准模型基础上进一步控制行业固定效应。结果显示, *Futurep* 的回归系数分别为 -0.0222 和 -0.0171, 均在 1%水平上显著为负, 表明在进一步控制行业层面不可观测因素后, 企业未来产业布局对股价崩盘风险的抑制作用依然成立。

4.3.2. 更换模型设定

考虑到企业 MD&A 主要反映管理层对企业未来战略、经营计划和发展前景的主观判断, 具有较强的战略叙事特征; 相比之下, 涵盖主营业务、研发创新、重大项目、风险因素等更丰富的信息, 能够从更广泛的经营活动和战略安排中识别企业未来产业布局。因此, 本文进一步基于年报全文构造 *A_Futurep* 进行替代检验, 以降低结果对单一文本来源的依赖, 检验基准结论的稳健性。结果如表 4 列(3)可见, 其系数为 -0.0080, 符号均与基准回归一致, 在 10%水平上显著。尽管显著性有所减弱, 但总体结论未发生实质性改变。

4.3.3. 排除特殊时期干扰

2020 年的特殊外部冲击可能同时改变企业战略行为与资本市场表现。为避免该因素对估计结果造成

干扰，本文剔除 2020 年样本重新回归。表 4 列(4)与(5)中，*Futurep* 的系数分别为-0.0233 和-0.0169，均在 1%水平上显著为负，表明本文结论并非由特殊时期样本所驱动。

4.3.4. 工具变量法

针对可能存在的反向因果和遗漏变量问题，本文以 *Futurep* 的滞后两期值作为工具变量。第一阶段中，*l2.Futurep* 与当期 *Futurep* 显著正相关，表明工具变量具有较强的相关性；第二阶段估计显示，*Futurep* 对 *NCSKEW* 的影响系数为-0.1483，并在 1%水平上显著。由此可见，在考虑潜在内生性后，企业未来产业布局降低股价崩盘风险的结论依然成立。

Table 4. Results of robustness and endogeneity tests
表 4. 稳健性与内生性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	股价崩盘风险	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>Futurep</i>	<i>NCSKEW</i>
<i>Futurep</i>	-0.0222*** (-3.0957)	-0.0171*** (-3.6343)		-0.0233*** (-3.1034)	-0.0169*** (-3.4092)		-0.1483*** (0.068)
<i>A_Futurep</i>			-0.0080* (-1.7076)				
<i>l2.Futurep</i>						0.1394* (0.010)	
KP LM 统计量							213.024
KP Wald F 统计量							192.451
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Stkcd FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>ind FE</i>	YES	YES	NO	NO	NO	NO	NO
<i>N</i>	32,825	32,825	32,794	29,483	29,483	22,344	22,344
<i>adj. R²</i>	0.0567	0.0691	0.0688	0.0552	0.0658		

4.4. 机制检验

首先，本文借鉴胡楠等[18]的做法，利用短视关键词数量与总词数的比值衡量管理层短视。机制检验结果如表 5 所示，未来产业布局能够通过影响管理层决策取向和企业外部信息环境发挥作用。列(1)中，*Futurep* 对管理层短视的回归系数为-0.0031，并在 1%水平上显著，表明企业未来产业布局能够显著抑制管理层短视。未来产业布局通常存在投入周期长、前期资本投入较大以及收益实现具有滞后性等特征，企业持续推进研发创新、人才储备和专用资产投入，需要管理层更加注重企业长期价值和战略目标，从而弱化短期财务绩效对管理层决策行为的影响。列(2)进一步将管理层短视纳入股价崩盘风险，结果显示，管理层短视的回归系数为 0.0804，并在 5%水平上显著，说明管理层短视程度越高，企业股价崩盘风险越大。与此同时，*Futurep* 的回归系数为-0.0217，并在 1%水平上显著。其原因在于，管理层短视程度下降后，管理者通过盈余管理、选择性披露或信息压制等方式维持短期业绩表现的动机相应减弱，从而减少负面信息在企业内部的持续积累及集中释放风险。由此可见，未来产业布局能够通过抑制管理层短视，进而降低企业股价崩盘风险，管理层短视在未来产业布局影响股价崩盘风险的过程中发挥了部分中介作

用。因此，H2 得到验证。

此外，本文还参考王福胜等[19]的做法，采用公司被媒体报道次数加一取对数衡量媒体关注度。列(3)的结果显示，*Futurep* 对媒体关注度的回归系数为 0.0336，并在 1%水平上显著，表明未来产业布局能够显著提高企业的媒体关注度。未来产业具有较强的技术前沿性、创新性和信息不确定性，传统财务信息往往难以充分反映其潜在价值及发展前景。因此，企业在技术研发、产业合作、项目建设和应用场景拓展等方面的动态更容易受到媒体持续关注。列(4)进一步将媒体关注度纳入股价崩盘风险模型，结果显示，媒体关注度的回归系数为-0.0251，并在 1%水平上显著，说明其提高能够有效降低企业股价崩盘风险；与此同时，*Futurep* 的回归系数为-0.0211，并在 1%水平上显著。媒体关注能够强化企业经营活动的外部监督和信息传播，提高企业信息透明度，压缩管理层利用信息优势隐瞒或延迟披露坏消息的空间，使相关信息更加及时、连续地进入资本市场，从而降低负面信息长期累积并集中释放所引致的股价崩盘风险。因此，未来产业布局能够通过提升媒体关注度改善企业外部信息环境，进而降低股价崩盘风险，媒体关注度在未来产业布局影响股价崩盘风险的过程中发挥了部分中介作用，假说 H3 得到验证。

Table 5. Mechanism analysis

表 5. 机制检验

变量	(1)	(2)	(2)	(2)
	管理层短视	股价崩盘风险	媒体关注度	股价崩盘风险
<i>Futurep</i>	-0.0031*** (-2.6437)	-0.0217*** (-3.0334)	0.0336*** (3.3205)	-0.0211*** (-2.9517)
管理层短视		0.0804** (2.1380)		
媒体关注度				-0.0251*** (-5.4201)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Stkcd FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	32,825	32,825	32,825	32,825
<i>adj. R²</i>	0.4847	0.0567	0.5597	0.0576

4.5. 异质性分析

4.5.1. 企业规模异质性

企业规模反映了企业的资源禀赋与战略承载能力，而未来产业布局具有投入规模大、培育周期长等特征，其风险治理效应可能因企业规模不同而存在差异。因此，本文按总资产年度行业中位数将企业划分为大企业与中小企业进行异质性分析。列(1)至(4)显示，大企业样本中 *Futurep* 对 *NCSKEW* 和 *DUVOL* 的系数均在 1%水平上显著为负；中小企业组中，仅 *DUVOL* 在 5%水平上显著。这说明未来产业布局对股价崩盘风险的抑制作用在大企业中更为稳健，可能是因为其具备更强的资金、人才和组织保障，能够更有效地将长期战略布局转化为治理改善。

4.5.2. 高管背景异质性

管理层研发背景会影响其对技术创新规律和长期战略价值的认知，因而可能影响未来产业布局的实

际效果，具体回归结果见表6。列(5)至(8)表明，具有研发背景的企业中，*Futurep* 对两项股价崩盘风险指标均在 1%水平上显著为负；无研发背景组中，仅 *DUVOL* 在 10%水平上显著。该结果表明，研发背景有助于管理层更充分理解未来产业的长期性和不确定性，降低对短期业绩的过度关注，从而强化未来产业布局的风险抑制作用。

Table 6. Heterogeneity analysis
表 6. 异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	大企业		中小企业		有研发背景		无研发背景	
	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
<i>Futurep</i>	-0.0306*** (-3.2151)	-0.0180*** (-2.8596)	-0.0178 (-1.4528)	-0.0163** (-2.0688)	-0.0225*** (-2.9650)	-0.0167*** (-3.3749)	-0.0488 (-1.5461)	-0.0402* (-1.9335)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Stkcd FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	17,569	17,569	14,768	14,768	29,670	29,670	2840	2840
<i>adj. R²</i>	0.0584	0.0639	0.0641	0.0823	0.0573	0.0674	0.0850	0.1101

5. 研究结论与建议

5.1. 研究结论

本文以 2015~2024 年沪深 A 股上市公司为研究样本，考察企业未来产业布局对股价崩盘风险的影响及其作用机制。研究发现，企业未来产业布局能够显著降低股价崩盘风险。无论采用 *NCSKEW* 还是 *DUVOL* 衡量股价崩盘风险，*Futurep* 的估计系数均显著为负；进一步增加固定效应、替换核心解释变量、剔除 2020 年特殊时期样本以及采用工具变量法后，结论仍然成立，表明研究结果具有较好的稳健性。

机制检验表明，未来产业布局通过抑制管理者短视和提高媒体关注度降低股价崩盘风险。前者有助于强化企业长期经营导向，减少坏消息隐藏与累积；后者能够改善外部信息环境，压缩管理层的信息优势。异质性分析进一步发现，该作用在大企业以及管理层具有研发背景的企业中更为稳健，表明资源禀赋和管理层专业能力有助于提升未来产业布局的风险治理效应。

5.2. 政策建议

第一，完善未来产业长期支持机制。加快发展长期资本和耐心资本，构建与未来产业培育周期相匹配的融资体系，增强企业持续投入能力，并引导企业由概念性布局转向实质性投入。

第二，强化长期导向的公司治理。适当延长管理层绩效评价周期，提高技术研发、创新能力和长期竞争力等指标权重，弱化短期业绩压力，减少管理层隐瞒负面信息的动机。

第三，改善未来产业信息环境。完善研发进展、资金投入、产业化进程及潜在风险等信息披露，发挥媒体等信息中介的外部监督作用，提高企业经营透明度，促进信息及时进入资本市场。

第四，提高政策支持的精准性。针对中小企业在资金、人才和组织能力方面的约束加强长期支持，同时优化管理团队专业结构，提升技术认知与战略执行能力，增强未来产业布局与企业资源条件的匹配度。

参考文献

- [1] 马涛. 2025 中国战略性新兴产业和未来产业发展报告: 培育壮大新兴产业和未来产业优化重大生产力布局[J]. 哈尔滨工业大学学报(社会科学版), 2026, 28(2): 144-160.
- [2] 李晓华. 未来产业的内涵、特征、难点及进路[J]. 新疆师范大学学报(哲学社会科学版), 2025, 46(3): 71-80+2.
- [3] 黄群慧, 贺俊. 赶超后期的产业发展模式与产业政策范式[J]. 经济学动态, 2023(8): 3-18.
- [4] 曲冠楠, 姜之琪, 关宏. 未来产业创新网络颠覆性技术创新分析: 理论基础与整合框架[J/OL]. 科学学与科学技术管理, 2025: 1-18. <https://doi.org/10.20201/j.cnki.ssstm.20250703.004>, 2026-08-25.
- [5] 尹西明, 陈锋, 吴善超. 技术-组织-场景(TOC): 培育未来产业的新理论[J]. 中国软科学, 2025(9): 42-54.
- [6] 周建平, 赵焯雯, 徐维祥. 算力基础设施对城市未来产业创新网络的影响[J]. 科学学研究, 2026, 44(7): 1361-1373.
- [7] 潘为华, 刘亚威, 潘红玉. 要素协同集聚赋能未来产业发展: 理论框架、内在机理与现实进路[J]. 湖南社会科学, 2025(4): 62-71.
- [8] 吴艳, 贺正楚, 邹彬. 驱动未来产业成长的机理与组态路径: 基于数字创新生态系统的视角[J]. 科学决策, 2025(4): 1-20.
- [9] 任保平, 张雪珂. 构建未来产业投入增长机制的战略要求与实现路径[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2025, 24(2): 26-37.
- [10] 韩文龙, 陈航. 未来产业投入增长机制与新质生产力培育[J]. 经济学动态, 2025(6): 5-21.
- [11] 杨德明, 卫晓明. 企业未来产业布局与审计定价[J]. 审计与经济研究, 2025, 40(2): 52-63.
- [12] Dixit, A. and Pindyck, R. (1994) *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press.
- [13] 徐朝辉, 程宇, 王满四. 政府引导基金如何影响企业未来产业布局? [J]. 证券市场导报, 2026(7): 60-71.
- [14] 张斯毓, 陆超, 祝天琪. 管理者有限视野与股价崩盘风险[J]. 系统工程理论与实践, 2026, 46(5): 1981-1997.
- [15] 薛菲, 许少山, 伊志宏. 年报文本管理与股价崩盘风险——基于文本异常相似度的研究[J]. 会计研究, 2025(11): 77-92.
- [16] 李政, 付明月, 武坤. 气候风险、供应链溢出与股价崩盘风险[J]. 南开经济研究, 2025(12): 37-56.
- [17] 席龙胜, 王岩. 企业 ESG 信息披露与股价崩盘风险[J]. 经济问题, 2022(8): 57-64.
- [18] 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界, 2021, 37(5): 139-156+11+19-21.
- [19] 王福胜, 王也, 刘仕煜. 媒体关注、管理者过度自信对盈余管理的影响研究[J]. 管理学报, 2022, 19(6): 832-840.