



2011年卷 第2辑 (总第20辑)
No.22011 (Sum.20)

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

2011年卷 第2辑 (总第20辑) No.2, 2011 (Sum.20)



Accounting Forum

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

会计论坛. 2011年卷. 第2辑: 总第20辑/中南财经政法大学
会计研究所编. —北京: 中国财政经济出版社, 2011.12

ISBN 978-7-5095-3327-7

I. ①会… II. ①中… III. ①会计学—文集

IV. ①F230-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第266952号

责任编辑: 张从发

责任校对: 余勇超

封面设计: 谢 晶

内文设计: 谢 晶

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010-88190406 销售电话: 027-88071749 88324370

华中科技大学印刷厂印刷 湖北南财文化发展有限公司经销

889 × 1194 毫米 16开 7.75印张 150千字

2011年12月第1版 2011年12月第1次印刷 定价: 16.00元

ISBN 978-7-5095-3327-7/F · 2817

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

会计论坛

Accounting Forum

2011 年卷 第 2 辑(总第 20 辑)

No. 2, 2011(Sum.20)

中南财经政法大学会计研究所编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

编辑:《会计论坛》编辑部

电话:(027)88386514

传真:(027)88386515

电子邮箱:kjlt@znufe.edu.cn

通讯地址:中国·武汉市·洪山区南湖南路 1 号

中南财经政法大学会计学院

文泉楼南 607 室

邮政编码:430073

本辑责任编辑:冉明东

顾问

葛家澍	王松年	冯淑萍
刘玉廷	陈毓圭	郭复初
于玉林	杨宗昌	毛伯林
易庭源	边恭甫	

编委会

主任:郭道扬

副主任:罗 飞 汤湘希 许家林

委员:

郭道扬	罗 飞	张龙平
夏成才	唐国平	许家林
汤湘希	高文进	张敦力
季小琴	王雄元	王清刚
王 华		

编辑部

主任:冉明东

编辑:许家林 康 均 唐本佑

目 录

股权分置改革、交叉持股与股价同步性	/3
雷光勇 王 文 霍 宁	
我国会计师事务所的扩张有效吗?	/18
刘启亮 刘波罗 何威风 谢获宝	
中国企业社会责任信息披露现状解析与思考	
——基于中国 95 家上市公司的经验证据	/32
许 慧 许家林	
上市公司盈余意外的市场反应研究	/55
王晶晶 李若山	
终极控制权、现金流量权与公司绩效	
——基于民营上市公司数据的实证研究	/69
康均 鲁露	
控制权性质、会计稳健性与权益融资成本	/82
李 琳	
上市公司 CEO 任期与业绩关系的实证研究	/95
李龙会 刘 行	
民营企业研发投入与企业绩效	
——基于深市中小板上市公司的实证研究	/106
杨德伟	

CONTENTS

Stock Structure Split Reform, Cross-Shareholdings and Stock Price Synchronicity	/3
<i>Guangyong Lei, Wen Wang, Ning Huo</i>	
Is the Accounting Firm Expansion Effective in China?	/18
<i>Qiliang Liu, Boluo Liu, Weifeng He, Huobao Xie</i>	
The Current Situation and Thinking of Corporate Social Responsibility Information Disclosure in China: Based on the Empirical Evidence from 95 Chinese Listed Companies	/32
<i>Hui Xu, Jialin Xu</i>	
The Research of Stock Market Reaction of Listed Company Earning Surprise	/55
<i>Jingjing Wang, Ruoshan Li</i>	
Ultimate Control Rights, Ultimate Cash Flow Rights and Corporate Performance: Empirical Research Based on Private-controlled Listed Companies	/69
<i>Jun Kang, Lu Lu</i>	
Nature of Ultimate Control Rights, Accounting Conservatism and Cost of Equity	/82
<i>Lin Li</i>	
Empirical Research on the Relationship between CEO Tenure and Performance	/95
<i>Longhui Li, Hang Liu</i>	
R&D Investment in Private Enterprise and Enterprise Performance: An Empirical Study Based on Listed Companies in ShenZhen SME	/106
<i>Dewei Yang</i>	

目 录

股权分置改革、交叉持股与股价同步性	/3
雷光勇 王 文 霍 宁	
我国会计师事务所的扩张有效吗?	/18
刘启亮 刘波罗 何威风 谢获宝	
中国企业社会责任信息披露现状解析与思考	
——基于中国 95 家上市公司的经验证据	/32
许 慧 许家林	
上市公司盈余意外的市场反应研究	/55
王晶晶 李若山	
终极控制权、现金流量权与公司绩效	
——基于民营上市公司数据的实证研究	/69
康均 鲁露	
控制权性质、会计稳健性与权益融资成本	/82
李 琳	
上市公司 CEO 任期与业绩关系的实证研究	/95
李龙会 刘 行	
民营企业研发投入与企业绩效	
——基于深市中小板上市公司的实证研究	/106
杨德伟	

CONTENTS

Stock Structure Split Reform, Cross-Shareholdings and Stock Price Synchronicity	/3
<i>Guangyong Lei, Wen Wang, Ning Huo</i>	
Is the Accounting Firm Expansion Effective in China?	/18
<i>Qiliang Liu, Boluo Liu, Weifeng He, Huobao Xie</i>	
The Current Situation and Thinking of Corporate Social Responsibility Information Disclosure in China: Based on the Empirical Evidence from 95 Chinese Listed Companies	/32
<i>Hui Xu, Jialin Xu</i>	
The Research of Stock Market Reaction of Listed Company Earning Surprise	/55
<i>Jingjing Wang, Ruoshan Li</i>	
Ultimate Control Rights, Ultimate Cash Flow Rights and Corporate Performance: Empirical Research Based on Private-controlled Listed Companies	/69
<i>Jun Kang, Lu Lu</i>	
Nature of Ultimate Control Rights, Accounting Conservatism and Cost of Equity	/82
<i>Lin Li</i>	
Empirical Research on the Relationship between CEO Tenure and Performance	/95
<i>Longhui Li, Hang Liu</i>	
R&D Investment in Private Enterprise and Enterprise Performance: An Empirical Study Based on Listed Companies in ShenZhen SME	/106
<i>Dewei Yang</i>	

股权分置改革、交叉持股与股价同步性*

雷光勇 王 文 霍 宁

【摘 要】交叉持股在我国上市公司中非常普遍。股改后股东公司持有的非流通股具备流通能力,而现行企业会计准则要求以公允价值模式计量流通股,使公司享受因公允价值变动带来的投资收益,从而股东收益与被持股公司的股价密切相关。交叉持股公司股价波动是否存在同步性?股改对交叉持股同步性是否产生影响?本文选取沪深有交叉持股现象的公司为样本,采用两阶段回归模型对交叉持股、股价同步性、股改三者间关系进行考察。结果表明,交叉持股上市公司股价波动存在同步性,且交叉持股程度与股价同步性之间存在正相关关系;股改后交叉持股上市公司的股价同步性有所下降,表明股改对股价同步性有一定影响。

【关键词】股权分置改革 交叉持股 股价同步性 公司透明度

一、引言

交叉持股指两家或两家以上公司相互持有对方的股权。交叉持股有广义和狭义之分。广义的交叉持股指三家以上公司之间相互出资从而形成三角形或环形的相互持股关系,也称环形相互持股、间接相互持股、复合型相互持股;狭义交叉持股指两公司单纯互相持有对方股份,也称为直接相互持股或单纯相互持股。已有研究表明,一方面公司间交叉持股可降低商贸伙伴的欺骗行为带来的风险,抵制

收稿日期:2011-10-18

作者简介:雷光勇,男,博士,对外经济贸易大学国际商学院教授,博士生导师。

王文,女,对外经济贸易大学国际商学院博士研究生。

霍宁,女,对外经济贸易大学国际商学院硕士研究生。

*本文研究得到国家社会科学基金项目(10BGL017)、对外经济贸易大学“211 工程”项目(73200032)和学术创新团队项目的支持。

敌意收购,稳定股价,避免管理层的无效率行为等;另一方面,交叉持股会虚增公司资本,导致内部人控制,产生股价泡沫,损害投资者权益。交叉持股现象在我国上市公司中非常普遍,沪深两市交叉持股公司有293对,涉及近400家企业。另外,公司参股上市及非上市金融企业的现象非常明显。WIND统计数据显示,上市公司参股银行361例,参股综合类券商270例,参股保险公司68例,参股信托公司68例,参股基金公司20例,参股经纪类券商8例。

2005年,为解决长期困扰股市健康发展的股权分置问题,我国开始股改。公司非流通股东以向流通股股东支付对价方式,取得所持非流通股份的流通权,但自股改方案实施后的首个交易日起,该取得流通权的股份有一年或两年的限售期,经过限售期后才可逐步上市流通。2006年底,股改工作初步完成,证券市场中几乎所有非流通股均转为限售A股,并随着时间推移逐步具备流通能力。2007年实施的企业会计准则,对交叉持股或参股企业的股权投资计量方法有重大影响。股东公司持有的对方公司股权,按《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》的规定,可确认为交易性金融资产或可供出售金融资产,初始确认时以公允价值计量,资产负债表日同样按照公允价值计量,公允价值变动计入当期损益或所有者权益。由此,上市公司的持股损益与对方公司的股价波动息息相关,由此有可能产生交叉持股公司股价之间的“同涨共跌”现象,即股价同步性。

我们认为,我国股权分置改革和企业会计准则(2006)的实施,为研究交叉持股公司间的股价波动关系提供了难得契机与平台。交叉持股的上市公司是否如上分析存在股价波动的同步性?我国特有的股权分置改革对这种股价波动关系是否会产生影响?这是本文研究的两个重要问题。

二、文献综述

(一)交叉持股

交叉持股行为对公司治理、股价与财务行为均有重要影响。交叉持股既是资本运作手法,又是对外扩张的手段。交叉持股是各国资本市场上普遍存在的现象。在日本,交叉持股虽然达到了防止恶意收购和巩固与银行关系的目的,但同时也削弱了股东对管理层的控制。20世纪80年代,日本货币供应过量,流动性泛滥使国内资产价格迅速攀升,产生股市泡沫。交叉持股在日本公司资产重估过程中发挥巨大作用,交叉持股公司间股价形成互动性上涨关系,助推股市走向泡沫性牛市的巅峰。

交叉持股动机归纳为规避商贸风险、抵御敌意收购、公司治理手段、稳定股价及获取垄断利润(储一昀,2007)。交叉持股能否提升运营效率、防止恶意收购等,已有研究却并未给出一致答案。Klein、Crawford和Alchain(1978)及Williamson(1979)表明,公司间交叉持股目的是为降低其商贸伙伴的欺骗行为带来的风险。Joskow(1985)和Tirole(1988)认为交叉持股有利于缓解长期合同上存在的风险。Gilson和Roe(1993)认为交叉持股能够抵制合同机会主义。Bradbury和Calderwood(1988)阐述20世纪80年代新西兰的兼并收购浪潮时认为,交叉持股有利于抵制敌意收购。Sinha(1998)研究表明,交叉持股并不能给初始投资者和管理层带来扩大规模的好处,交叉持股仅可避免管理层的无效率行为。冯震宇(1999)认为,在公司股价出现暴跌时,母公司可通过子公司收购自己发行在外的流通股,减少市场上股票供给,从而提升股价达到护盘目的。Amundsen和Bergman(2002)通过研究北欧能源市场中大型发电站之间交叉持股行为,发现交叉持股是为了提高垄断价格,获得垄断利润。Clayton和Jorgensen(2005)研究交叉持股比例的均衡问题,认为当前市场中的交叉持股非纳什均衡,有些公司并未获得最高利润。

相反观点认为,交叉持股虚增公司资本,导致内部人控制,产生股价泡沫,损害债权人及股东利益。Ferguson 和 Hitzig(1993)认为,交叉持股是管理层操纵公司规模、自我膨胀的表现,同时因为交叉持股具有虚增资本的可能,参与交叉持股的公司价值等于公司总市价减去交叉持股中投资的市值。Bernet(1993)表明,公司集团“市场价值”等于“公司集团中所有公司的市值之和”减去“集团内部公司间交叉持股的市值”。杨萍(2007)在分析交叉持股风险时认为,交叉持股具有财富放大效应,在牛市中,若公司自身资产实现了增值,同时意味着其持有的其他公司股权也在升值,进而刺激自身股价上涨,从而形成互动性上涨关系,即形成泡沫牛市机制。王荭、赵扬(2003)认为,交叉持股具有危害资本充实、违背公平理念和扰乱证券市场正常交易秩序等劣势,会影响公司持续、健康地发展,他们还进行了举例分析,结果表明:如果A、B两家公司交叉持股达50%,当A公司经营上多赚了100元时,B公司可多得利润50元(50%),而A公司又因而多得利润25元(50%),B公司再多得12.5元,呈现一个无穷的几何级数,结果是A公司多赚的100元则被放大为A公司多赚了133.3元,而B公司多赚了66.7元,乘数效应达到2倍之多。王宾容、王云芳(2003)指出,公司间相互持股会虚增公司资本,违背资本真实原则,导致债权人利益无法保障,为解决资本虚增问题,我国必须立法要求上市公司对交叉持股相关信息进行披露。吕光磊、徐华(2006)从股份性质入手,分析全流通后由于投资目的不同,导致公司交叉持股现象对市场机制正常运行的影响,揭示了全流通并不能完全解决股份制的深层次问题。杨萍(2007)回顾了交叉持股的起源及发展,分析了交叉持股可能造成的股市泡沫,并指出目前我国证券市场中交叉持股普遍存在,股市泡沫正在加大。陈政(2007)分析交叉持股给上市公司带来的财富放大效应,告诫投资者须审慎对待交叉持股产生的利润。

可见,交叉持股有利也有弊。随着交叉持股在我国的兴盛,需要从我国的实际出发,对交叉持股实施的利弊做出判断,本文致力于交叉持股对股价同步性的影响研究。

(二)股价同步性

股价同步性指单个公司股价变动与市场平均变动之间的关联性,即“同涨共跌”现象。股价同步性已成为资本市场有效性研究的重要领域。现有文献对股价同步性持两种不同观点。一是“信息效率观”认为, R^2 大小反映股价中包含公司特质信息的程度, R^2 越小,有越多公司特质信息被纳入到股价中,股价同步性越低;二是“定价无效观”认为, R^2 反映的是股票收益中的噪音、泡沫、狂热等与公司基本因素无关的投资者非理性行为,股价受噪音、泡沫以及非理性行为因素影响越大,股价同步性越低。

关于股价同步性成因,已有研究主要从投资者行为、信息环境和制度建设三个视角展开。投资者是股票市场的行为主体,其行为选择和交易活动对股票价格有着最为直接的影响。Grossman和Stiglitz(1980)证明,交易者的交易活动不仅推动股价对私人信息的吸收,提高股价对其真实价值的反映程度,而且市场上信息交易者数量越多,股票价格越接近于公司实际价值。因而,信息交易者数量的增加将减弱股价“同涨共跌”现象。另外,De Long、Shleifer、Sumers和Waldmann(1990)证明,由于噪音交易者存在,使得股价偏离基本价值,换言之,参与者的构成及其相应的交易行为将对股价波动的特征产生显著影响。

Jin和Myers(2006)在Morck、Yeung和Yu(2000)基础上发展出模型,说明控制权和信息透明度是如何影响公司风险在内部人和外部人间的分配。内部人掏空行为不易被外人察觉,因此有强烈动机利用内部信息来谋取私利,从而减少外部人获得的公司特质信息;而外部人由于透明度不够,只能依据市场平均收益来预期公司价值,从而使股价波动更多表现出与大盘一致性。但Kelly(2005)认为,公司信息环境与股价同步性呈正相关关系,即信息环境越差,股价波动反映出的公司特质信息含量越高,股价同步性越低。Lee和Liu(2007)研究股票特质波动率与价格信息含量之间的关系,发现当信息环境相

对比较好时, R^2 随股价信息含量增加而减小;当信息环境比较差时, R^2 随股价信息含量的增加而加大,与 West 和 Kelly 的结论相符,即 R^2 与价格信息含量之间的存在一种 U 型关系。

Morck 等(2000)发现,人均 GDP 较低国家的政府对投资者保护状况比发达国家差,由于缺乏对投资者强有力保护,这些国家发生的政治事件、内幕交易不仅给套利交易者带来较大的、难以预测的风险,且这些风险不能通过套利交易规避,使得套利交易者不愿意进行基于私人信息的套利活动,降低股价波动中特质信息的含量,这些国家资本市场的同步性指标 R^2 明显高于发达国家市场的 R^2 。游家兴等(2006)承袭 Morck 等(2000)的思想及研究方法,从我国证券市场制度环境的发展过程角度,研究股票信息含量与市场 R^2 的关系。发现伴随着制度建设的逐步推进、不断完善的历史过程,市场的平均 R^2 逐渐降低,股价波动的同步性趋向减弱,股票价格所反映出的公司特质信息越来越丰富。

三、制度背景

(一)股权分置改革

股权分置曾被普遍认为是困扰中国股市健康发展的重大难题。流通股和非流通股产生了同股不同权,导致市场供需失衡、股东利益冲突及控制权僵化等问题,造成股市恶性圈钱、市盈率过高、定位模糊,使我国资本市场不能有效与国际接轨。股改是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡机制,消除 A 股市场股份转让制度性差异的过程。2004 年 1 月 31 日,国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,明确提出了“积极稳妥解决股权分置问题”。经国务院批准,中国证监会于 2005 年 4 月 29 日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布启动股改试点工作。截至 2006 年底,股改基本完成,为建立全面市场化的机制奠定了基础。

股改完成的公司原来的非流通股取得流通权,但为更好地保护流通股股东利益,证监会对非流通股的上市交易作了期限和比例限制。如《上市公司股权分置改革管理办法》第 27 条规定,改革后公司原非流通股股份的出售,应当遵守下列规定:(1)自改革方案实施之日起,在 12 个月内不得上市交易或者转让;(2)持有上市公司股份总数 5% 以上的原非流通股股东,在前项规定期满后,通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份,出售数量占该公司股份总数的比例在 12 个月内不得超过 5%,在 24 个月内不得超过 10%。

这种股改后取得流通权的非流通股,由于受到流通期限和流通比例限制,称之为限售股。限售股将在 2005 年股改开始后至 2014 年之间逐步解禁到市场上进行流通,从而实现我国股票市场真正意义上的全流通。到 2010 年底,两市无限售条件股份的市值将达到 20.39 万亿元,限售股份市值为 2.64 万亿元,仅占 A 股总市值的 11%,这意味着 A 股市场到 2010 年底将接近于全流通状态。

(二)交叉持股现状

国有及国有控股企业之间的交叉持股现象,起源于政府和理论界的推动和倡导,目的在于深化国有企业改革,并将交叉持股视为一种加强企业之间联合和协作关系的手段,以克服我国经济中存在“小而全”、“大而全”、重复建设、缺乏协作和规模效应等问题。目前,交叉持股现象在我国已非常普遍。本文对 2002 ~ 2008 年沪深两市所有 A 股公司进行分析,共得到 293 对存在交叉持股现象的公司,涉及的公司有 386 家。293 对存在持股现象的公司中,持股比例不到 1% 的有 94 家,占有交叉持股样本约

32.08%; 持股比例介于1%和2%之间的有49家, 占总样本的16.72%; 持股比例介于2%至3%, 3%至4%, 4%至5%的分别有16, 21, 17家, 各占比5.46%, 7.16%, 5.80%。经过简单加总可知, 持股比例小于5%的样本占总体样本的67%, 小于20%的样本占总体样本的86%, 小于50%的样本占总体样本的95%, 大于50%的样本占总体样本的比重约为5%。

与日本不同, 中国公司参股金融企业较普遍, 而日本企业更多的是集团内部子公司相互持股, 企业持银行股比例较低, 而银行持企业股比例较高。在我国金融行业领域, 企业持银行股的现象比较普遍, 但是持股比例比较低, 多在0.1%以下。这是因为银行股股本巨大, 而参股企业的股本较小, 但是这些股本已足够对上市银行产生一定的影响。相对来说, 企业对证券公司和保险公司的参股比例比较高。虽然大部分证券和保险公司并未上市, 这部分股权在活跃市场中没有报价, 将以成本法计算, 但这些金融企业处于高速成长期, 因此参股这些金融企业的上市公司会获得较高的资本增值, 其投资收益率体现在财务指标上就是净资产回报率较高。一旦股权转让或投资标的实现上市, 这部分股权计入投资收益, 将会大大提高其每股收益。同理, 投资于其它优秀企业的上市公司也是这种情况。

从我国证券市场的行情中可以看出, 在牛市中, 许多公司因所持有的其他公司业绩表现良好而股价上升。如太极集团曾因为桐君阁、西南药业的第一大股东而出现涨停; 华资实业曾因持有大量华夏银行法人股而涨幅居前; 两面针、雅戈尔曾因是中信证券的法人股东而出现躁动; 百联股份、大众交通、交大南洋、特变电工、烟台冰轮等都曾经因为持有其它上市公司的股权而股价走强。由于我国上市公司参股金融机构较普遍, 若银行、证券等金融类上市公司股价出现巨幅提升, 势必将连锁引发相关上市公司的价值重估。这种情况下就会出现大批交叉持股的公司股价的“同涨”现象, 进而推动整个市场走红。反之亦然。可见, 交叉持股引起的股价同步波动对整个市场动荡具有加速与放大作用。

中国作为一个新兴经济体, 制度安排不完善, 证券市场不成熟, 股价同步性较高, “同涨共跌”现象较严重。在Morck等(2000)研究中, 中国股价波动同步性仅次于波兰位居世界第二; 在Jin和Myers(2006)考察的40个国家中, 中国股价同步性位居第一。另外, 游家兴(2007)承袭Morck等(2000)的方法对我国资本市场的股价同步性进行调查。在3190个交易日中, 我国股价同步平均水平达到75.81%, 即有75.81%的股票是同涨或共跌的, 其中同步性达到80%、90%、95%、99%以上的交易日分别占比42.07%、23.01%、13.67%、4.73%。在采用周收益率计算的同步性2中所示, 在666个交易周里, 我国平均有77.20%的股票是同涨或共跌的。股价同步性的均值、中位数、标准差等指标与采用日收益率时的结果均无明显差异, 再次验证我国证券市场具有很高的股价同步性。采用经典的和经过修正的资产定价模型, 并分别代入日收益率数据和周收益率数据, 得到四组同步性的均值都大于0.4, 这与前文Morok等(2000)对中国市场的考察结果是一致的(参见表1)。

表1 中国股价波动同步性描述统计——基于R²的分析方法

	样本数	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
同步性1	8277	0.427	0.425	0.889	0.000	0.185
同步性2	8277	0.443	0.444	0.961	0.001	0.181
同步性3	8293	0.433	0.429	0.957	0.000	0.211
同步性4	8293	0.467	0.469	0.966	0.000	0.205

结合前文分析的股价同步性成因, 我们可对我国资本市场如此高的股价同步性进行简单分析。第一个原因是中小投资者理性程度不高。在我国证券市场上, 中小投资者在数量上占据多数且文化水平普遍较低, 其中大部分个人投资者的入市原因是为了通过买卖股票的价差获利, 他们的股票投资知识

来源于非正规教育。机构投资者通常会基于信息进行套利行为,而中小投资者分析判断能力有限,投资理念不成熟且非理性,信息获取渠道极其有限,投资技巧相对匮乏,其交易行为往往类似于噪音交易,容易使证券市场上的金融资产定价机制发生异化,偏离理性预期的定价要求。价格作为信息传递机制经常发生扭曲并出现噪音,从而引起与公司特质信息无关的整个市场的股价波动,造成较高的股价同步性。

第二个原因是中国公司透明度普遍较低(Jin和Myers,2006)。当公司信息透明度低,公司外部人获取信息的成本过高,处于信息劣势的投资者将不再花费过多精力和成本搜集公司的基本面信息,而是将坏公司和好公司混同对待,并将整个市场的平均质量纳入其对单个公司的价值判断之中。由此,股价波动不再反应公司基本面的特质信息变化,而是整个市场的信息变化,最终导致股价中特质信息含量减少,股价运动呈现出较高的同步性。

在制度建设方面,中国司法体制尚不甚完备,治理环境较差。游家兴(2007)针对我国资本市场展开研究,引入中小投资者法律保护分值,并将其作为反映制度建设进程的代理变量,发现股价波动同步性与投资者法律保护分值存在显著的负相关关系。这表明,中国证券市场制度建设对股价波动同步性具有十分深刻的影响作用。伴随着中国涨跌停板制度的实施,《证券交易所管理办法》的发布,《证券法》实施,《上市公司信息披露准则》发布以及《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》发布等标志性事件的发生,我国的制度建设在逐步推进和渐趋完善之中,我国证券市场在提高上市公司信息披露和完善公司治理,保护投资者利益方面取得了长足发展,资本市场效率逐渐得以提高,股价波动的同涨共跌现象也稍得以遏制。但证券市场制度建设不可能一蹴而就,尽管随着立法进程的加快和制度建设的完善,股价波动所反映的公司特质信息含量有了很大提高,但股价波动“同涨共跌”的现象依然明显。因此,在投资者保护机制以及信息披露制度等方面应进一步加强法律保障。

四、实证研究

(一)研究假设

国内外交叉持股的文献中,大多对交叉持股的动机,引发的会计计量、财务问题及对公司治理的影响进行研究。在股价同步性文献中,多从宏观角度考察股市整体同步性,并试图找出股价同步性的影响因素,由此对资本市场效率进行分析。尚无文献对交叉持股的公司间股价的波动关系进行探究,本文在我国股改和企业会计准则(2006)实施的背景下对其展开研究。

在我国,会计准则对交叉持股或参股企业有重大影响,它决定企业以何种方式享受股权投资带来的收益。企业会计准则(2006)实施前,企业只能以分红和出售股份形式享有投资收益,二级市场的波动不能直接体现在盈利中。股改后,大小股东利益趋于一致,少数股东更有动力监督公司良性发展,并且随着准则实施,其限售股份的价值将直接体现在公司报表中,这就引发了股权投资的价值重估。股东公司对其他公司持股,按照比例和持有目的不同被确认为长期股权投资或金融资产。根据《企业会计准则第2号——长期股权投资》,长期股权投资将分为成本法和权益法计量。长期股权投资中,对企业有控制权及不具有共同控制或重大影响的,并且在活跃市场中没有报价的股权都将以成本法计量,否则将以权益法计量。根据本文统计,这意味着不少上市公司交叉持股股权将以权益法计量。在权益法下,长期股权投资账户随着投资公司在被投资公司中权益变动而加以调整。根据《企业会计准则第

22号——金融工具确认和计量》,对于交易性金融资产,取得时以成本计量,期末按照公允价值对金融资产进行后续计量,公允价值变动计入当期损益。按照此规定,上市公司进行短期股票投资,将不再采用原来的成本与市价孰低法计量,而将纯粹采用市价法,此举将使上市公司在短期证券投资上的损益浮出水面,也就意味着交叉持股公司面临价值重估机遇。

在有效市场假设下,交叉持股的公司,若被持股企业有利好(或利空)信息披露,会导致自身股价的大幅上涨(或下跌),在交叉持股按照公允价值计量的情况下,股东公司的预期收益会提高(或降低),从而使其股价相应上涨(或下跌),因此必然表现出上市公司交叉持股具有的财富放大效应。资本市场处于上升阶段时,交叉持股容易形成互动性上涨关系,形成“股价上涨——计入投资收益——股价上涨”的链条;当股票长期下跌时,这种持股会使持股企业陷入“股价下跌——计入资产损失——股价下跌”的恶性循环中。基于以上分析,提出研究假设1:

H₁:交叉持股的公司其股价存在同步性,且持股程度与股价同步性之间存在正相关关系。

股改前,沪深两市共有200家以上的公司持有其他公司的非流通股,这种现象带给股东公司的多是不利因素。由于交叉持有的股份是不流通的法人股,使股权投资变成长期投资,变现困难。而这些长期投资的股权只能通过分红获得收益,但被持股公司的分红情况却取决于其盈利能力、股利政策等多种因素,具有不稳定性。因而,对交叉持股公司股价之间变动的的影响不大。股改后,随着非流通股禁售期的结束,随之而来的是全流通时代。全流通对交叉持股的上市公司来说,将带来两大积极效应:一是资产盘活。在限售期满后,可以直接在二级市场变现,这有利于上市公司的财务管理,如资金紧张时可通过适度抛售其他公司股权来筹集资金。而且,流通的股权在银行质押等过程中,也可筹集更多资金;二是资产增值。股改后,其持有的上市公司股权将以二级市场价格作为定价依据,这些股权将大大增值,从而使相关上市公司的内在估值水平迅速提升。完成股改的公司,其部分非流通股禁售期不久就会结束。持股比例在5%以下的股东具有较强的减持套现愿望,而持有此类股权的相关上市公司,其当期投资收益会大幅提高。若股东公司选择继续持有解禁后的流通股,则其中以权益法计量的长期投资将享受因被持股公司收益变动而带来的投资收益,按照公允价值计量的金融资产将享受公允价值变动所带来的收益,从而增强了交叉持股公司间的股价波动的同步性。基于以上分析,本文提出研究假设2:

H₂:股改后相对股改前,具有交叉持股现象的上市公司间股价同步性增强。

(二)研究设计

1. 样本选取与数据来源。本文以2002年1月1日至2008年12月31日沪深两市所有A股上市公司为初始研究样本。样本公司所有研究数据来源于北京聚源锐思数据科技有限公司开发的RESSET数据库。由于交叉持股是本文的研究主题,因此我们首先提取出包含所有A股上市公司的股票代码与公司名称的模板,再从RESSET数据库中筛选出所有上市公司的前十大股东信息,然后将股东名称与模板中的公司名称相匹配,若相同的则说明该股东同为上市公司,则把公司与该股东的信息提取出来,作为一对交叉持股的公司。由此得到包含293对交叉持股的上市公司的总体。考虑到将采用周收益率数据计算 R^2 ,且上市公司可能存在由于公布业绩报告、召开股东大会、增资扩股、股改、股权变动、涉嫌违规、股票异常波动等多种情况导致停牌而缺乏收益率数据,为保证每对样本的周收益率数据个数大于30,本文剔除其中持股期间无收益率数据的样本和虽有收益率但持股时间在一年以下的样本,共剩余221对交叉持股样本,每对样本均包含存在持股关系的两个公司。

2. 股价同步性的度量。本文采用Morck等(2000)频数分析法公式和 R^2 法的变形来度量交叉持股

上市公司的股价同步性。

(1)频数分析法。设A为股东公司,B为被持股公司,下载并整理AB两公司在交叉持股期间的周收益率数据,分别用 $r_{j,A}$ 、 $r_{j,B}$ (j代表周数)。其中周收益率的计算公式如式1所示:

$$\text{周收益率}(r) = \frac{\text{本周五复权收盘价} - \text{上周五复权收盘价}}{\text{上周五复权收盘价}} \quad (\text{式1})$$

若 $r_{j,A}$ 与 $r_{j,B}$ 同正或同负,则表明在第j周,公司A与B的股价是同涨或共跌的。统计 $r_{j,A}$ 、 $r_{j,B}$ 同正或同负的周数,以及总周数,二者之比即为交叉持股的A与B两公司在持股期间股价有同涨共跌关系的周数所占比例,如式2所示:

$$f_{i,AB} = n_{i,AB} / N_w \quad (\text{式2})$$

式2中, $n_{i,AB}$ 代表第i对交叉持股的公司A与B股价同涨共跌的周数, $i=1,2,\dots,221$; N_w 代表A与B交叉持股期间的总周数; $f_{i,AB}$ 则表示频数分析法下,A与B的股价波动同步性。 $f_{i,AB}$ 值越大,表明A持有B股权期间,二者股价同向变动的比例越大,其股价同步性越高;反之亦然。需要说明的是,本文之所以采用周收益率,是考虑到若采用月收益率作为研究样本,会导致样本量过小,难以得到具有较高稳定性的估计结果;而若采用日收益率,虽然可以取得更多的观察值,但容易受到非同步交易等市场微观结构的影响(Scholes和Williams,1977),从而降低估计结果的准确性。因此,在本文研究中,仅在稳健性检验中采用日收益率计算股价波动同步性。

(2)资产定价模型法。Morck等(2000)对整个资本市场股价同步性的研究中,用市场收益对个股收益做出解释,回归方程的拟合系数 R^2 度量了股票价格波动中反映的信息含量的比例构成,以此衡量其股价波动同步性。 R^2 越大,表明该股票收益受市场影响越大,其股价波动所包含的公司特质信息越少,股价波动的同步性程度越高,反之亦然。本文所考察的并非是市场同步性,而是交叉持股的公司间股价波动的同步性,因此根据研究将在Morck等(2000)经典模型基础上作出适当修改。将其公式中市场收益率 r_{mt} 替换为被持股公司的收益率,用其解释股东公司的收益率,得出公式如式3所示:

$$r_{i,A} = \alpha_i + \beta_i r_{i,B} + \varepsilon_i \quad (\text{式3})$$

式3中, $r_{i,A}$ 表示第i对交叉持股样本中股东公司的周收益率, $i=1,2,\dots,221$; $r_{i,B}$ 表示相对应的被持股公司的周收益率; ε_i 表示残差,它捕捉了无法由被持股公司做出解释的收益率。回归方程的拟合系数 R^2 可以衡量A与B之间的股价波动同步性。 R^2 越大,表明A公司股票收益受其持股公司B的影响越大,二者股价波动同步性越高,反之亦然。

3. 回归模型与变量定义。上面已对交叉持股的公司间股价同步性的关系做出考察,接下来将对持股程度与股价同步性是否存在正相关关系,及股改是否会提高交叉持股公司的股价同步性进行验证。首先搜集各公司股改时间的数据,以被持股公司股改完成时间为界限,将交叉持股样本组的周收益率数据分为股改前和股改后,剔除其中股改前或股改后收益率、总资产数据或净利润数据不全的样本,剩余样本156对。由此得到横截面数据和时间序列数据相结合的面板数据。建立固定时期效应模型如式4所示:

$$SYN_{k,t} = \mu + \beta_1 CHold_{k,t} + \beta_2 GG_{k,t} + \beta_3 X_{k,t} + \varepsilon_{k,t} \quad (\text{式4})$$

式4中:t的取值为0或1,t=0时表示股改前,t=1时表示股改后。 μ 表示截距。

$SYN_{k,t}$ 表示第k对样本公司股改前或股改后的同步性, $k=1,2,\dots,156$ 。对股改前后的收益率数据,分别套用公式(3)计算股价同步性得到 $R^2_{k,t}$ 。考虑到它的取值区间为[0,1],作为回归当中的因变量是不合适的。因此,本文参考Morck等(2000)及李增泉(2005)做法,采用一个标准计量经济学修正方法,对变量运用逻辑变换,如式5所示:

$$SYN_{k,t} = LOG \left(\frac{R_{k,t}^2}{1 - R_{k,t}^2} \right) \quad (\text{式 } 5)$$

在式 5 中, $SYN_{k,t}$ 将来自单位区间的 R^2 映射至 R , 从负无穷到正无穷的实数集合。

$CHold_{k,t}$ 表示第 k 对样本公司股改前或股改后的平均持股比例, 是持股程度的量化, 由分别对股改前后各样本中股东公司的持股比例进行平均得到。

$GG_{k,t}$ 是表示股改前后的虚拟变量, $GG=0$ 表示股改前, $GG=1$ 表示股改后。 β_2 表示与截面个体无关的随时间变化的因素对被解释变量的影响, 通过 β_2 我们可以很好地捕捉到股改因素对股价波动同步性的影响。 $\varepsilon_{k,t}$ 表示随时间和截面个体同时变化的剩余误差项。

为控制其他因素影响, 本文引入以下控制变量: (1) 总资产 (TAssets) 之比。分别计算每对样本公司在股改前和股改后的平均年末总资产, 以被持股公司平均总资产除以股东公司平均总资产。此变量意在反映两公司规模上的差异, 比值越小, 表明被持股公司规模相对于股东公司越小, 则它可能对股东公司的依赖性越强, 从而造成二者间较高的股价同步性, 因此我们预期该变量的回归系数符号为负。(2) 净利润 (NProfit) 之比。分别计算每对样本公司在股改前和股改后的平均年末净利润, 以被持股公司平均净利润除以股东公司平均净利润。此变量反映两公司盈利能力的差异, 比值越小, 表明股东公司相对于被持股公司的盈利能力越大, 所持股份带来的收益对股东公司的影响较小, 可能降低二者股价同步性。但从另一个角度考虑, 若比值越小, 被持股公司相对于股东公司的盈利能力越差, 可能对股东公司产生较强的依赖, 发展关联交易等行为, 从而导致二者同步性增强。因此, 我们不对此变量的回归系数符号做出预期。(3) 是否同行业 (SIndustry)。分别比较每对样本中股东公司和被持股公司的所属的证监会行业门类代码, 若相同则设为 1, 若不同则设为 0。属于同行业的两个公司, 会同时受到宏观经济状况、相关法律政策、行业周期波动等因素的影响而表现出较高的股价同步波动, 因此我们预期该变量的回归符号为正。

(三) 研究结果

1. 描述性统计分析。对周收益率数据, 用 Microsoft Visual C++ 编程完成公式 (1) 的计算, 得到频数分析法下的同步性 f , 用 SAS 进行分组回归得到资产定价模型法下的同步性 R^2 (参见表 2)。

表 2 两种方法度量的股价同步性描述统计

频数分析法 - 同步性 f		资产定价模型法 - 同步性 R^2	
样本数	221	样本数	221
均值	67.16%	均值	0.22
中位数	67.16%	中位数	0.21
最小值	33.33%	最小值	0.009
最大值	80.95%	最大值	0.62
标准差	5.91%	标准差	0.13
同步性 > 60%	202	同步性 > 0.2	118
(个数/百分比)	(91.40%)	(个数/百分比)	(53.40%)
同步性 > 70%	70	同步性 > 0.3	52
(个数/百分比)	(31.67%)	(个数/百分比)	(23.53%)
同步性 > 80%	1	同步性 > 0.4	20
(个数/百分比)	(0.45%)	(个数/百分比)	(9.05%)

表 2 所列示的是针对 221 对交叉持股的样本, 分别应用频数分析法和资产定价模型法所度量的股