

中大管理研究

China Management Studies

2014年 第9卷 (3)



经济科学出版社

第9卷 (3) 第9卷 (3) 第9卷 (3)

中大管理研究

China Management Studies

第9卷 (3)



经济科学出版社

2014年

图书在版编目 (CIP) 数据

中大管理研究.2014.第9卷.3/李新春主编. --北京: 经济科学出版社, 2014.9

ISBN 978-7-5141-5088-9

I. ①中… II. ①李… III. ①企业管理-文集 IV. ①F270-53

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第239419号

责任编辑: 文远怀

责任印制: 邱 天

中大管理研究 (2014年第9卷-3)

李新春 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲28号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京万友印刷有限公司印装

787×1092 16开 10.75印张 168 000字

2014年9月第1版 2014年9月第1次印刷

ISBN 978-7-5141-5088-9 定价20.00元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《中大管理研究》学术委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈工孟	上海交通大学
陈信元	上海财经大学
Michael Firth	香港岭南大学
黄俊英	高雄 中山大学
贾建民	香港中文大学
李维安	天津财经大学
刘常勇	高雄 中山大学
陆正飞	北京大学
毛蕴诗	广州 中山大学
钱共鸣	香港中文大学
Joachim Schwalbach	柏林洪堡大学
王重鸣	浙江大学
汪寿阳	中国科学院
吴世农	厦门大学
张 华	香港中文大学
赵曙明	南京大学

《中大管理研究》编辑委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈志祥

韩小芸

李广众

李新春

梁琦

刘静艳

刘运国

林斌

王海忠

辛宇

张书军



管理學院
SUN YAT-SEN BUSINESS SCHOOL
SYSBS



CSSCI来源集刊

中大管理研究

2014年 第9卷 (3)

主 编 李新春
副 主 编 (按姓氏拼音字母排序)
韩小芸 张书军

《中国学术期刊网络出版总库》及CNKI系列数据库全文收录

《中文科技期刊数据库》全文收录

《华艺线上图书馆》全文收录

目 录

- 1 制度变革、财务私有信息与我国资本市场定价效率
陈 旻 曲晓辉
- 25 公司治理改进了智力资本的价值创造效率吗?
——基于我国A股上市公司的分位数回归估计
傅传锐
- 56 机构投资者影响了控制权的转移和公司绩效吗?
——基于内生性的分析
陈玉罡 李亚军
- 73 情绪劳动与顾客价值共创行为的作用关系: 基于中国文化情境视角的研究
杨 勇 马钦海 张俊秀 何春晖
- 96 知识共享一定能改善团队绩效吗?
——团队成员相互依赖的调节效应
周 浩 龙立荣
- 111 自我领导、组织自尊与员工创新行为关系研究
——基于电子通讯制造企业的数据库
陶建宏 师 萍 段伟宇
- 131 威权领导、遵从权威取向对员工沉默行为的影响
易 明 刘巨钦
- 151 资源、网络及新创企业动态能力
——以中国广东阳江五金刀剪产业集群的数据为例
任荣伟 余 雷 林显沃
- 187 农民创业研究: 一个文献综述
危旭芳 罗必良

CONTENTS

- 1 Institutional Reform, Financial Private Information and Capital Market Pricing Efficiency
Chen Min Qu Xiaohui
- 25 Does Corporate Governance Improve the Value Added Efficiency of Intellectual Capital? A Quantile Regression Analysis on China's A-share Listed Firms
Fu Chuanrui
- 56 Do Institutional Investors Affect the Transfer of Corporate Control and Performance? Analysis Based on the Endogenous
Chen Yugang Li Yajun
- 73 Relationship between the Multi-perspectives of Emotional Labor and Customer Value Co-creation Behavior: Based on Chinese Culture Context Research
Yang Yong Ma Qin Hai Zhang Junxiu He Chunhui
- 96 Relationship between Knowledge Sharing and Team Performance: Moderating Effect of Interdependence
Zhou Hao Long Lirong
- 111 Self-leadership, Organization-based Self-esteem and Employee Innovational Behavior: An Empirical Study in Electronic Communications Manufacturing Companies
Tao Jianhong Shi Ping Duan Weiyu
- 131 The Influences of Authoritarianism Leadership and Obedience-to-authority Orientation to Employee Silence
Yi Ming Liu Juqin
- 151 Resources, Network and the Dynamic Capabilities of New Ventures in China: Take the Penal Data of Yangjiang Knife-scissor Industrial Cluster for Instance
Ren Rongwei Yu Lei Lin Xianwo
- 187 Farmer Entrepreneurship: A Literature Review
Wei Xufang Luo Biliang

制度变革、财务私有信息与 我国资本市场定价效率

陈 旻 曲晓辉^①

摘 要：新制度经济学认为制度变迁是为了提高效率。作为一种强制性制度变迁，检验会计准则国际趋同是否促进资本市场效率提升具有重要意义。股价同步性反映了资本市场定价效率。考虑到会计准则国际趋同与股权分置改革时间重叠带来的制度噪音，本文试图控制制度变革因素，检验财务私有信息与股价同步性的关联关系的变化。研究发现随着我国市场化改革的不断深入，利用财务私有信息套利的空间逐渐被压缩，但资本市场仍未能对财务私有信息有效定价。股权分置改革能促进股价同步性的降低，但会计准则国际趋同才是压缩财务私有信息套利空间的主导制度变革因素。

关键词：股权分置改革、会计准则国际趋同、财务私有信息、资本市场定价效率

中图分类号：F23、F83、F20

^① 陈旻，集美大学工商管理学院；曲晓辉，厦门大学财务与会计研究院。基金项目：本文受国家自然科学基金重点项目（13AJY005）、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目（12JJD790030）、福建省社科规划项目（2012B140）、福建省中青年教师教育科研项目（JA13176S）、集美大学科研基金（Q201312）资助。作者在此特别感谢刘志远教授、陈冬华教授和肖虹教授在博士论文答辩过程中所提的宝贵意见，以及匿名审稿人提的中肯修改意见。对于文中可能存在的错误和疏漏作者文责自负。

一、引言

新制度经济学认为制度变迁是为了提高效率。本文旨在检验,作为一种强制性制度变迁,会计准则国际趋同是否促进资本市场效率的提升。

资本市场效率取决于资本资产价格对信息吸收的深度和广度(Fama, 1970)。基于CAPM模型的可决系数 R^2 除受系统性风险、行业归属、噪音交易等因素影响外,还反映了公司特质信息(Roll, 1988), R^2 越低意味着股价波动与市场波动同步程度越低,表明股价中蕴含了更多的公司特质信息(Morck、Yeung and Yu, 2000)。

莫克、杨和于(Morck、Yeung and Yu, 2000)研究发现在新兴市场经济国家存在明显的股价同步性(Synchronicity)现象。国内学者对于资本市场定价效率的研究结论表明,我国资本市场普遍存在私有信息套利(冯用富、董艳、袁泽波等, 2009),定价效率走势出现反复(游家兴、张俊生和江伟, 2006; 廖士光, 2010)。公司基本面指标、机构投资者持股比例、国有产权性质等因素对股价同步性的显著影响得到了证实,但财务透明度与股价同步性的关联关系的研究结论仍不一致(游家兴、张俊生和江伟, 2006; 王亚平、刘慧龙和吴联生, 2009; 金智, 2010)。

本文试图结合制度背景分析,检验以操纵性应计利润衡量的财务私有信息(即以非公开信息计量的财务透明度)与股价同步性的关联关系的变化。研究发现随着我国市场化改革的不断深入,利用财务私有信息套利的空间逐渐被压缩,但资本市场仍未能对财务私有信息有效定价。股权分置改革虽然能促进股价同步性的降低,但会计准则趋同才是压缩财务私有信息套利空间的主导制度因素。

本文以下内容安排如下:第二部分以新制度经济学为基础进行理论分析,对资本市场定价效率文献进行评述,并提出研究假设;第三部分介绍研究设计;第四部分分析实证结果;第五部分进行全文总结。

二、理论基础、文献回顾与研究假设

(一) 理论基础

新制度经济学认为,环境的变动和不确定性导致了制度不均衡与低效率,对利益最大化的追逐诱发了效率更高的新制度对旧制度的替代。制度变迁存在纯粹自愿到完全政府控制两个极端形式,即诱致变迁和强制变迁,在两个极端形式之间还存在着半自愿半政府结构(戴维斯和诺斯,1994)。诱致性制度变迁,由对与经济增长相联系的更为有效的制度绩效的需求所引致(拉坦,1994)。然而,仅靠诱致性变迁创新制度,社会中的制度安排将满足不了需求,需要国家干预以弥补制度安排供给的不足,由政府命令或法律引入和实行强制性制度变迁(林毅夫,1994)。强制性制度变迁是为了保证并提高经济体制运行效率,那么制度变迁后有必要检验强制性制度变迁的结果。

财务报告与披露制度对于上市公司经营、资本市场发展乃至经济体制运行至关重要,属于“基础设施建设要求(infrastructure requirements)”(Ball, 2001)。伴随着跨境融资规模持续上升,资本市场国际联系越来越紧密,国际社会越来越重视会计信息全球可比性。经济全球化深刻地改变着世界经济格局,也悄然推动了经济领域运行规则的国际化进程。会计准则国际化经历了由国际比较、国际协调到国际趋同与等效的逐次递进的历程。不论从国际范畴还是从国内范围,会计准则国际趋同均体现了强制性的制度替代、转换过程,旨在通过提高会计信息可比性,促进资本跨国流动,提升资本市场效率。检验会计准则国际趋同背景下的资本市场效率变化显得尤为重要。

(二) 文献回顾

1. 国外资本市场定价效率研究

有效市场假说(efficient market hypothesis, 简称EMH)认为,资本市场效率取决于证券价格对市场信息吸收的深度和广度,据此将资本市场分为弱式有效、半强式有效和强式有效三种(Fama, 1970)。通过检验股票市场回报可预测性验证弱式有效假设(Fama and French, 1988; Ferson and Harvey, 1991);通过事件研究法检验股票价格对公开信息的反应速度(Fama, Fisher, Jensen, et al., 1969; Firth, 1975)验证半强式有效假设;通过检验有能力接触到内幕信息、或私有信息的投资者的投资回报验证强式有效假设(Jaffe,

1974; Seyhun, 1988; Ippolito, 1989; Lin and Howe, 1990)。

罗尔 (Roll, 1988) 在 CAPM 模型基础上控制行业变量, 进一步剔除公司特质信息公告日的数据, 发现回归模型的可决系数 R^2 均无显著提高, 因此认为股价波动可能受私有信息或噪音交易影响。虽然罗尔 (Roll, 1988) 未能区分私有信息、噪音交易的影响, 但其开创性的研究赋予了 R^2 新内涵, R^2 在金融学研究中得以更为广泛的应用。

莫克、杨和于 (Morck, Yeung and Yu, 2000) 认为 R^2 越高意味着股价波动与市场波动同步程度越高, 而较低的 R^2 表明股价中蕴含了更多的公司特质信息。通过将股价同步性指标解构为市场回报波动与公司特质回报波动的差额, 解释了高股价同步性源于公司特质信息引致的公司特质回报波动小。莫克、杨和于 (Morck, Yeung and Yu, 2000) 发现在世界 40 个主要经济体中, 新兴市场经济国家存在明显的股价同步性现象, 认为导致经济欠发达地区股价同步性高的根源在于投资者保护的法律制度因素。

莫克、杨和于 (Morck, Yeung and Yu, 2000) 的研究是对罗尔 (Roll, 1988) 研究的拓展, 随后很多学者沿着其思路研究资本市场定价效率。坎贝尔、莱图、麦基尔等 (Campbell, Lettau, Malkiel, et al., 2001) 发现 1960 年至 1997 年间, 美国资本市场的 R^2 呈现下降的趋势, 说明美国资本市场经历了一个逐渐发展与成熟的过程。杜尔涅夫、莫克和杨 (Durnev, Morck and Yeung, 2004) 研究证实公司特质回报波动大, 融入股价中的公司特质信息迅速而准确, 意味着股票的定价效率高, 将促成更有效的资本投资决策。

除了法律制度因素 (Morck, Yeung and Yu, 2000), 现有文献进一步研究股价同步性的影响因素: (1) 信息透明度, 信息越不透明, 外部投资人无从了解公司, R^2 越高, 股价同步性越高, 股票定价中特质信息含量越少 (Jin and Myers, 2006; Hutton, Marcus and Tehranian, 2009)。(2) 公司财务信息, 操纵性应计利润、财务杠杆、盈利能力和市账比等公司基本面财务指标与股价同步性显著相关 (Hutton, Marcus and Tehranian, 2009)。(3) 公司治理结构指标, 机构持股有助于提高公司特质信息含量 (Piotroski and Roulstone, 2004)。(4) 市场指标, 个股市值、交易量、个股回报波动 (Chan and Hameed, 2006)、个股回报的峰度和偏度 (Jin and Myers, 2006) 与股价同步性相关。各影响因素与股价同步性的关联关系如表 1 所示。

表 1 股价同步性的影响因素

影响因素	文献	关联关系
法律制度因素	Morck、Yeung and Yu (2000)	-
	Jin and Myers (2006)	
信息透明度	Jin and Myers (2006)	-
	Hutton、Marcus and Tehranian (2009)	
盈利能力	Hutton、Marcus and Tehranian (2009)	+
公司规模	Chan and Hameed (2006)	+
机构持股	Piotroski and Roulstone (2004)	-
市场交易量	Chan and Hameed (2006)	+
市账比	Hutton、Marcus and Tehranian (2009)	+
峰度	Jin and Myers (2006)	-
	Hutton、Marcus and Tehranian (2009)	
偏度	Jin and Myers (2006)	-
	Hutton、Marcus and Tehranian (2009)	
市场波动	Jin and Myers (2006)	+
	Chan and Hameed (2006)	

2. 我国资本市场定价效率研究

国内学者对中国资本市场定价效率问题的研究也是从检验有效市场假说开始，目前仍有学者认为我国股市还未达到半强式有效（张月飞、史震涛和陈耀光，2006；范旭东，2010）。

近年，基于 R^2 的公司特质信息含量研究也日渐得到关注。游家兴、张俊生和江伟（2006），廖士光（2010）研究表明我国资本市场定价效率走势出现反复。冯用富、董艳和袁泽波等（2009）的研究表明我国资本市场私有信息套利严重，我国资本市场不具有强式效率。

在股价同步性影响因素方面，国内研究同样发现公司规模、盈利能力和市账比等公司基本面指标（侯宇和叶冬艳，2008）、机构投资者持股比例（侯宇和叶冬艳，2008；王亚平、刘慧龙和吴联生，2009）、国有产权性质（李增泉，2005）均显著影响股价同步性，但财务信息透明度与股价同步性的关联关系的研究结论仍不一致。

游家兴、江伟和李斌（2007）以 2001~2004 年的数据为样本，以经营活动现金流量与利润的差异、变异程度比衡量财务信息模糊度（财务信息透明度反向指标），研究发现财务信息模糊度与股价同步性正相关，说明财务信息透明度越低，股票价格所反映出的公司特质信息的含量越低，股价波动的同步性越强。王亚平、刘慧龙和吴联生（2009）以 2004~2007 年的数据为样

本,金智(2010)以2004~2008年的数据为样本的研究,均以操纵性应计利润衡量财务信息模糊度,却发现操纵性应计利润与股价同步性负相关。

(三) 研究假设

国外文献研究表明,信息越透明,股价同步性越低,资本市场效率越高(Jin and Myers, 2006; Hutton、Marcus and Tehranian, 2009)。国内文献关于财务信息透明度与股价同步性的关联关系的研究结论不一致可能源于财务透明度代理变量的不同。

金和迈尔斯(Jin and Myers, 2006)以审计师人数市值比、会计准则指数、普华永道全球不透明指数、分析师预测差异等衡量广义的信息透明度。哈顿、马克斯和特瑞尼安(Hutton、Marcus and Tehranian, 2009)则以盈余管理指标——三年操纵性应计利润项目绝对值的均值——聚焦于财务信息透明度。游家兴、江伟和李斌(2007)的研究除了财务信息透明度,还以多元化程度、子公司数量多少衡量组织结构透明度,支持了国外股价波动的信息含量差异源于公司透明度差异的论点。王亚平、刘慧龙和吴联生(2009),金智(2010)以操纵性应计利润衡量财务信息透明度,结论却相反。

进一步分析,公司特质信息有些被对外披露成为公开信息,如经营活动现金流量与利润均是公开披露的财务报表信息。有些公司特质信息则仅为少数人知情,即所谓私有信息。私有信息难以量化,冯用富、董艳和袁泽波等(2009)的研究也没有能明确私有信息的代理变量。操纵性应计利润一般作为盈余管理程度的衡量指标,然而操纵性应计利润具备两个特征可作为财务私有信息的代理变量:首先,内部人士知情,操纵性应计利润是管理层通过会计政策、会计估计差异化选择隐藏的公司盈利的特质信息;其次,外部人士难以观测,操纵性应计利润测算需要行业数据配比,非专业人士没有数据库信息难以完成。

以公开披露信息衡量的财务信息不透明程度增加了股价同步性(游家兴、江伟和李斌,2007),意味着公开信息在我国股票市场已经无法获得异于市场的个股回报,反映出我国资本市场初步具备半强势有效的特征。如果以操纵性应计利润衡量的财务私有信息与股价同步性正相关,将说明在我国不可能通过操纵性应计利润获得异于市场的股票回报,将反映出我国资本市场具备强势有效市场的初步特征。然而,我国资本市场作为新兴市场,市场噪音大,私有信息套利现象比较普遍,操纵性应计利润与股价同步性负相关可能性更大,将从一个侧面说明我国资本市场还未达到强势有效。

研究结论的不一致也可能源于研究样本选择的差异。2004 年以来,中国股市由漫漫熊市扭转为 2007 年大牛市,又骤然历经 2008 年金融危机,市场大起大落,无疑增大了市场噪音,为我国新兴资本市场定价功能的发挥平添障碍。与此同时,作为转轨经济国家,我国不断稳步推进市场化改革,2005~2007 年股权分置改革^①、2007 年实施国际趋同的会计准则等强制性的制度变迁,这些举措预期均有利于促进资本市场定价效率的提高。股权分置改革后,公司透明度得到提高,投资者利益因此得到更有效保护提升资本市场效率,市场股价波动的同步性趋向减弱,公司特质信息将越来越丰富(刘维奇、牛晋霞和张信东,2010;雷光勇和赵永辉,2011)。会计准则的颁布、实施与股权分置改革有着时间上的重叠,必须控制股改的影响,才能甄别会计准则国际趋同与市场定价效率的关联。王亚平、刘慧龙和吴联生(2009),金智(2010)的研究未考虑强制性制度变革的时间重叠效应。

因此,本文不仅基于控制股改因素的全样本,而且基于完成股改的样本,先检验以操纵性应计利润衡量的财务私有信息与股价同步性的关联关系,提出两个互斥假设:

H1a: 我国资本市场中,以操纵性应计利润度量的财务私有信息与股价同步性存在显著正相关关系。

H1b: 我国资本市场中,以操纵性应计利润度量的财务私有信息与股价同步性存在显著负相关关系。

股改后大股东利益与中小股东利益趋于一致,公司治理结构的运行效率得以提高,预期有助于提高会计准则遵循度。然而,笔者认为股改通过促进公司治理改善影响财务信息质量是间接的,会计准则变革才是直接影响因素。因此,本文尝试控制股权分置改革的影响,检验准则趋同对市场定价效率的影响,提出第二个假设:

H2: 控制股权分置改革的影响,会计准则国际趋同是促使财务私有信息套利空间减少、资本市场定价效率提高的重要制度变革因素。

^① 截止 2006 年底,超过 90% 的上市公司完成了股权分置改革。截止 2007 年底,1254 家公司完成了股权分置改革,这些公司市值占同期资本市场市值的 97%。

三、研究设计

(一) 研究模型

1. 市场定价效率的测算

借鉴哈顿、马克斯和特瑞尼安 (Hutton、Marcus and Tehranian, 2009), 金智 (2010) 的做法, 基于 CAMP 模型, 考虑行业回报因素的影响, 取个股周回报数据对市场周回报、行业周回报数据进行回归, 获取可决系数 R_{it}^2 , 作为测算当年股价同步性和市场定价效率的基础数据。

$$CAMP: R_{it} = a_0 + a_1 R_{mt} + a_2 R_{ind,t} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式中, R_{it} 为 i 公司股票第 t 周个股周回报率, R_{mt} 为第 t 周市场周回报率, $R_{ind,t}$ 为 i 公司所属行业第 t 周回报率, ε_{it} 为残差项。

R_{it}^2 数值越大, 个股受大盘走势影响越大, 股价同步性越高。对可决系数 R_{it}^2 进行了对数处理, 据以度量股价同步性, 如式 (2) ①。股价同步性越高, 公司特质信息融入股价越少, 市场定价效率越低, R_{it}^2 数值越大。

$$\text{Syn}_{it} = \ln \frac{R_{it}^2}{1 - R_{it}^2} \quad (2)$$

2. 研究模型构建

莫克、杨和于 (Morck、Yeung and Yu, 2000) 发现了投资者保护的法律制度因素的影响, 国内研究范畴下, 法律制度因素可视为同质。哈顿、马克斯和特瑞尼安 (Hutton、Marcus and Tehranian, 2009), 侯宇和叶冬艳 (2008) 证实了公司基本面指标与股价同步性显著相关, 金和迈尔斯 (Jin and Myers, 2006), 哈顿、马克斯和特瑞尼安 (Hutton、Marcus and Tehranian, 2009) 研究信息透明度的影响, 皮奥特洛斯基和罗尔斯登 (Piotroski and Roulstone, 2004), 侯宇和叶冬艳 (2008) 以及李增泉 (2005) 揭示公司治理结构的影响。为了检验第一组互斥假设, 本文构建研究模型如式 (3)。

$$\text{Syn}_{it} = a_0 + a_1 |DA_{it-1}| + \sum Cntrl_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

式中, $|DA_{it-1}|$ 为采用修订的 Jones 模型分行业调整测算的操纵性应计利润

① 值得注意的是, 哈顿、马克斯和特瑞尼安 (Hutton、Marcus and Tehranian, 2009) 文中的因变量是股价不同步性 $IDIOSYN = \ln(1 - r^2/r^2)$, 实证结果操纵性应计利润与 $IDIOSYN$ 显著负相关, 意味着操纵性应计利润与股价同步性是显著正相关。

的绝对值, 作为财务私有信息代理变量, 反映了财务信息模糊度 (不透明程度), $|DA_{it-1}|$ 越大, 说明盈余管理程度越严重, 财务信息越模糊 (不透明), 隐藏的财务私有信息越多。如果 $|DA_{it-1}|$ 与股价同步性负相关则意味着存在财务私有信息套利。

为了检验假设 H2, 本文构建研究模型如式 (4)。

$$\begin{aligned} \text{Syn}_{it} = & a_0 + a_1 |DA_{it-1}| + a_2 \text{Adopt}_{it} + a_3 \text{Adopt}_{it} \times |DA_{it-1}| + a_4 \text{EDR}_{it} \\ & + \sum \text{Cntrl}s_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{4}$$

式中, Adopt_{it} 为准则趋同哑变量, 遵循《企业会计准则 2006》 Adopt_{it} 为 1, 否则为 0; EDR_{it} 为股改哑变量, 完成股权分置改革 (Equity Division Reform) EDR_{it} 为 1, 否则为 0。不论操纵性应计利润与股价同步性的关联关系为正相关还是负相关, 若准则趋同能减少私有信息套利的空间, 提高市场定价效率, 预期交乘项与股价同步性 Syn 正相关。 $\sum \text{Cntrl}s_{it}$ 为各种控制变量指标, 主要包括现有文献证实的四大类影响因素: 第一类是公开的公司特质财务信息, 包括资产负债率 Lev 、总资产回报率 ROA 、以总资产自然对数 LnTA 衡量的公司规模等; 第二类是各种公司治理指标, 包括第一大股东持股比例 $\text{Top1\%}$ 、机构持股比例 $\text{Inst\%}$ 、国有控股 State 等; 第三类是各种市场信息指标, 包括市账比 BM 、个股回报偏度 Skew 、峰度 Kurt 和波动 $\sigma(R_i)$ 等; 第四类是行业效应控制变量和年度效应控制变量。各变量详见表 2 说明。

表 2 模型变量汇总表

变量符号	变量名称	变量定义
R_{it}	个股回报率	i 公司第 t 周考虑现金再投资的个股回报率。
R_{mt}	市场回报率	第 t 周考虑现金再投资的市场回报率。
$R_{ind,t}$	行业回报率	i 公司所属行业第 t 周考虑现金再投资的行业回报率, 以流通市值加权平均计算。
R_{it}^2	可决系数	考虑行业回报的修订的 CAPM 的可决系数 R^2 。
Syn_{it}	股价同步性	i 公司第 t 期股价同步性。
$ DA_{it-1} $	财务私有信息	操纵性应计利润, i 公司第 t-1 期的操纵性应计利润的绝对值, 由修正的 Jones 模型测算。
Adopt_{it}	准则趋同哑变量	i 公司第 t 期遵循《企业会计准则 2006》, $\text{Adopt}_{it}=1$, 否则为 0。
EDR_{it}	股改哑变量	如果 i 公司第 t 期完成股权分置改革 (Equity Division Reform), $\text{EDR}_{it}=1$, 否则为 0。
Lev_{it-1}	财务杠杆	i 公司第 t-1 期的资产负债率。
ROA_{it-1}	盈利能力	i 公司第 t-1 期的总资产报酬率。
LnTA_{it-1}	公司规模	i 公司第 t-1 期总资产的自然对数。