

第10卷 第3期
(总第29期)
Vol. 10 No. 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2012 · 9

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学

吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学

刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

编辑部

岳 衡/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

编辑部 IT 事务

曾建光

编务助理

湛嘉席

hh hh

北京 529 室
(邮编 62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室
(邮编:100871 电话:010-62750037 传真:010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 10 卷. 第 3 期/王立彦主编.—北京:北京大学出版社,
2012.9

ISBN 978-7-301-21374-2

I. ①中… II. ①王… III. ①会计-中国-丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 238435 号

书 名: 中国会计评论(第 10 卷第 3 期)

著 作 责 任 者: 王立彦 主编

责 任 编 辑: 李 娟 谌嘉席

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-21374-2/F·3364

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电 子 信 箱: em@pup.cn

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 9 印张 173 千字

2012 年 9 月第 1 版 2012 年 9 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: \$30.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
重庆大学	刘 星
对外经济贸易大学	汤谷良
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	张兆国
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	陈 晓
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	陈汉文
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

特邀理事

IASB 国际会计准则理事会	张为国
中国会计学会	刘玉廷
中国注册会计师协会	陈毓圭

中国会计评论

第 10 卷 第 3 期

(总第 29 期)

2012 年 9 月

目 录

文 章

公允价值计量与股价同步性研究

——基于资本市场和个股层面的分析 … 谢成博 张海燕 何 平(233)

产权性质、公司治理与真实盈余管理 …… 顾鸣润 杨继伟 余怒涛(255)

签字会计师的执业特征与审计质量 …… 原红旗 韩维芳(275)

股价计算区间选择与会计数据价值相关性 … 丁 戊 黄 欢 陈信元(303)

产权性质、风险业绩和薪酬粘性 …… 步丹璐 张晨宇(325)

关联交易与薪酬契约 …… 张圣利(347)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 10 No. 3

Sep, 2012

CONTENTS

Articles

- Fair Value Accounting Rule and Comovement of Equity Price:
Analysis at the Aggregate and Individual Level
..... Chengbo Xie, Haiyan Zhang and Ping He(233)
- The Nature of Ownership, Corporate Governance and Real Earnings
Management Mingrun Gu, Jiwei Yang and Nutao Yu(255)
- Individual Auditor's Characteristics and Audit Quality
..... Hongqi Yuan and Weifang Han(275)
- The Choice between Different Stock Return Calculating Intervals in Value
Relevance Studies Wu Ding, Huan Huang and Xinyuan Chen(303)
- Nature of Controlling Shareholder, Risk-Based Performance and
Compensation Stickiness Danlu Bu and Chenyu Zhang(325)
- Related Party Transactions and Compensation Contract ... Shengli Zhang(347)

公允价值计量与股价同步性研究 ——基于资本市场和个股层面的分析

谢成博 张海燕 何 平*

摘 要 本文以 2002—2011 年我国 A 股上市公司为样本,运用基本 CAPM 模型的总体可决系数 R^2 的演化指标(以下表示为 SYN_MAR)和股价波动同步性(以下表示为 SYN_RATIO)两种指标来衡量资本市场同步性和个股层面的同步性,以期系统分析公允价值计量模式对宏观(即资本市场)和微观(即个股)层面同步性的影响。我们发现,2007 年新准则实施后公允价值计量模式的推行,会显著增加资本市场的同步性。同时,在个股层面的研究结果指出,公允价值计量模式的推行显著降低微观层面的同步性,有助于公司特质信息的传递。在此基础上,我们分析宏观和微观层面结果分歧的内在原因,并将样本按照市值高低分成 10 组分别展开研究。结果发现,市值较低组公司同步性会随着公允价值计量模式的推行而减小,而市值较高组公司的同步性会随着公允价值计量模式的推行而变大。由于市值最高的一组公司占到了资本市场总市值的 50% 以上,因此按照市值进行加权后,资本市场总体的同步性是上升的。本文的研究表明,公允价值计量模式的大力推行,虽然有助于中小规模上市公司特质信息的传递并提高市场有效性,但是会加剧大型上市公司股价的同质化波动,弱化资本市场的信息传递功能,对于资本市场整体的资源配置角色有负面影响。这意味着,公允价值计量模式在大型上市公司中推行时,更应该关注和监管相关公允价值的计量、披露与会计核算,以提高资本市场有效性,使得该模式顺利推广。

关键词 公允价值, 计量资本, 市场同步性, 个股同步性, 公司特质信息, 市场有效性

一、引 言

资本市场的运行过程,就是信息的发布、传递、收集、处理、运用和反馈的过程。因此,信息质量,尤其是会计信息的质量,对资本市场的运作机制至关重要。高质量的会计信息,是资本市场健康良性发展的前提,也是市场经济资源有效配置的必要环节(Hellström, 2005)。如果会计信息被过分粉饰而失去透

* 清华大学经济管理学院。谢成博, E-mail: xiechb. 06@sem. tsinghua. edu. cn; 张海燕(通信作者), E-mail: zhanghy@sem. tsinghua. edu. cn; 何平, E-mail: heping@sem. tsinghua. edu. cn。

明度和公平性,那么投资人将难以依据信息做出合理的投资决策,股票价格也难以反映公司的潜质。由此,作为普遍影响上市公司会计结果的计量模式,对资本市场的影响也不可小觑。鉴于公允价值计量模式是对传统历史成本计量模式的挑战,本文试图依据该计量模式的推行对资本市场的影响来探讨公允价值计量模式的利弊。

资本市场的质量或者成熟度如何衡量? Morck, Yeung and Yu (2000)对全球的资本市场进行全面分析后指出,股价同步性是衡量资本市场成熟度的标志之一。他们的研究发现,我国股票市场股价同步性全球第二,属于信息传递功能极弱的类别,资本市场整体质量亟待提高。2007年新会计准则的成功推出,意味着我国会计准则与高质量国际会计准则的趋同,也意味着公允价值计量模式在上市公司中的大力推广。一个重要的问题就是,这种计量模式如何影响资本市场的信息传递,如何影响资本市场的质量,具体来讲,是否改善或者恶化我国资本市场的同步性状况?

会计准则中,历史成本法或公允价值法,是计量领域的永久性话题。自古以来,会计就是在如实记录已经发生的企业交易,事后可随时核查和监督,客观性是会计的生命。但是随着市场经济的发展,资本市场的波动日益频繁,历史成本法无法准确反映市场的变化。尤其在金融领域,人们对于未来预测信息的考察比对历史信息的核实更加重视。更重要的是,随着金融衍生产品的发展,许多企业都已开始采用衍生产品进行投资或保值。这类投资往往只需极低的历史成本(甚至为零),但在未来可能获得极高的收益或者蒙受巨额损失。投资者更希望会计信息能够真实反映衍生产品的价值波动,而历史成本法对此无能为力。

虽然公允价值计量模式具有时效性和前瞻性的优势,但也不是毫无弊端。关于公允价值计量最常见的指责之一就是“顺周期”效应。当经济繁荣时,金融产品的价值被高估,企业的未实现收益增大,企业可以根据公允价值计价来确认这部分收益,向市场传递更多的利好信息,使得价值进一步被高估;当经济萧条时,金融产品的价值被低估,企业未实现的亏损增多,企业不得不根据公允价值计价来确认相应亏损,进而向市场传递更多的负面信息,使得价值进一步被低估,甚至引发短期的恐慌性抛售,导致恶性循环。Allen and Carletti (2008)指出,公允价值计量具有潜在的传染效应(contagion effect),并可能引发顺周期效应。Wallison (2008)指出,公允价值计量在经济萧条时造成资产价格的非理性下跌,而在经济繁荣时制造资产泡沫,具有明显的顺周期效应。Matherat (2008)也研究了公允价值会计准则在经济繁荣和萧条时期对宏观经济波动性的影响,并呼吁各国央行主动作为,协调会计准则、监管要求和风险管理的差异。

那么,公允价值计量模式推行的效果如何?对我国资本市场质量的影响到底怎样?是否有助于改善我国资本市场的信息传递功能?我们是否应该顺应

国际市场潮流大力推行公允价值模式?是否有必要对其进行一定的管制和干预?目前相关的文献较多,基本上是从公司特质信息层面展开的分析,大多指出公允价值计量模式有助于丰富公司特质信息,但从资本市场整体层面的研究不多,且鲜有一致性的结论。尤其是针对我国发展中的资本市场,引入公允价值会计准则的影响到底如何?中国的上市企业相互持股是一个普遍现象,公允价值会计准则的引入必然带来企业业绩的联动。同时,公允价值可能带来会计信息质量的变化,改变市场价格中包含的私有信息量,这也会影响企业市场价格的同步性。有鉴于此,本文将同时探讨并对比公允价值计量对资本市场同步性以及个股同步性的影响,据以分析公允价值模式推行的效果,并提出相应的政策建议。

本文将运用大样本统计分析方法,以2002—2011年我国A股上市公司为样本,运用基本CAPM模型的总体可决系数 R^2 的演化指标SYN_MAR及股价波动同步性SYN_RATIO两种指标来衡量资本市场同步性和个股层面的同步性,以期系统分析公允价值计量模式对宏观和微观层面同步性的影响。我们发现,2007年新准则实施后公允价值计量模式的推行,会显著增加SYN_MAR,也会显著增加SYN_RATIO,亦即公允价值计量模式会增加资本市场的同步性。同时,在个股层面的研究结果指出,公允价值计量模式的推行,会显著减少SYN_MAR和SYN_RATIO,意味着公允价值计量模式会显著降低微观层面的同步性,有助于公司特质信息的传递。

在此基础上,我们试图分析在宏观和微观层面结果分歧的内在原因,并将样本按照市值高低分成10组分别展开研究。结果发现,市值较低组公司同步性会随着政策的实施而减小,而市值较高组公司的同步性会随着政策的实施而变大。由于市值最高的一组公司占到了资本市场总市值的50%以上,因此按照市值进行加权后,资本市场总体的同步性是上升的。本文的研究表明,公允价值计量模式的大力推行,虽然有助于中小规模上市公司特质信息的传递,但是会加剧大型上市公司股价的同质化波动,并弱化资本市场的信息传递功能,对于资本市场的资源配置角色有负面影响。本文的研究在传统微观层面同步性研究的基础上,展开了宏观资本市场层面的同步性研究,并指出了二者之间结果差异的原因,具有一定的理论和实际政策意义。

本文后续的结构如下:第二部分是文献回顾与问题提出,第三部分是研究方法与研究模型的构建,第四部分是样本选取和描述性统计,第五部分是研究结果和分析,第六部分是结论及政策意义。

二、文献回顾与问题提出

自2007年新准则将公允价值正式引入我国计量模式以来,对于其利弊分析一直是学术界和实务界关注的焦点。最基本的问题是相对于传统的历史成

本计量模式而言,公允价值计量对会计信息质量的影响。公允价值计量是否增加了透明度和公平性,是否能够更好地反映企业的内在价值,等等。此外,一些研究关注公允价值对资本市场整体运作趋势的影响,是否会加大顺周期效应,是否增加市场的波动性和风险等问题。我们将从公允价值的计量属性、股价同步性研究以及公允价值与同步性关系三个层面来分析当前的文献。

(一) 公允价值计量属性

关于公允价值计量属性的研究非常多,主要是基于公允价值与历史成本计量模式的比较研究。比较有代表性的是 Barth (1994) 的文章,她比较了 1971 年至 1990 年美国银行所投资证券的公允价值和历史成本与股价的相关性,发现证券投资的公允价值与股价的相关性显著高于历史成本与股价的相关性,并且对历史成本有增量解释能力。国内的研究也非常多,如罗婷、薛健和张海燕(2008)对比了新旧准则下会计信息质量的差异,王玉涛和石晓乐(2008)从金融资产的角度考察了会计信息的价值相关性在新准则下是否得到改善,方军雄(2008)、赵春光和邓传州(2008)则从公司盈余管理空间的角度研究了新准则下会计信息质量的改善程度。总之,相关研究普遍认为公允价值计量有助于提高会计信息质量。

但是也有大量研究指出公允价值计量模式容易导致顺周期效应,误导投资人对公司基本价值的判断。理论研究方面,Cifuentes, Ferrucci and Shin (2005) 研究相互交叉持有资产的金融机构群体,发现在非流动性资产需求不是完全弹性的市场中,当金融机构为了遵循偿付规定售卖资产时,资产的价格会下跌,公允价值法计量模式下的资产减值损失,促使相关机构进一步出售资产,产生“传染”(contagion)效应。实证研究方面,Allen and Carletti (2008)指出,金融危机中资产的价格更可能反映流动性需求而不是未来收益能力,在这种情况下公允价值计量并非很好的计量方法,相反,历史成本法有助于银行顺利度过危机并偿付未来债务。类似的研究还有 Heaton, Lucas and McDonald (2008) 以及 Plantin, Sapra and Shin (2008) 等,他们均指出了公允价值计量相对于历史成本模式的弊端。

上述两类研究对公允价值计量模式的评价貌似矛盾,但其实是从不同角度展开的分析。会计信息质量的研究,关注公司特质信息层面。这类研究指出公允价值计量确实丰富了公司个体信息集,增进了投资人对公司的了解,进而提高信息质量。顺周期效应的研究,则更加关注公允价值计量在资本市场中传递信息的角色,偏向于行业和市场层面的信息。这类研究意味着,公允价值计量会加速行业信息和市场信息在公司间的传递,一旦市场处于危机状态,这种传递机制的负面效应就会更加明显。

我国学者在公司特质信息层面研究公允价值计量模式的文章较多,而且基本上是正面结论,指出公允价值确实能够改善会计信息质量。至于公允价值模

式是否增加了行业信息和市场信息的传递,是否存在顺周期效应或者传染效应等方面,当前基本上是规范研究,直接的实证研究尚不多见。为此,本文将从资本市场整体性质的角度来分析公允价值计量的影响。

(二) 股价同步性

King (1966)是股价同步性领域的创始研究之一,该研究发现个股收益率与市场回报率及行业回报率之间存在显著的相关性,指出公司股价中包含了市场和行业层面的相关信息。随后,Roll (1988)利用日度数据对CAPM模型进行回归得到的 R^2 来衡量股价同步性,并指出,除市场和行业层面的信息之外,公司特质信息同样对股价波动具有十分重要的影响。Roll (1988)认为,导致 R^2 下降的因素要么是公司特质信息,要么是噪音。Romer (1993)进一步的研究表明,公司特质信息通过两种方式并入股价:一种是公开披露,另一种是基于私有信息的交易。Durnev, Morck, Yeung and Zarowin (DMYZ, 2003)的研究表明,低 R^2 主要是由于私有信息并入股价所致,而非噪音交易所引起。冯用富等(2009)以我国上市公司为研究对象,通过逻辑演绎的方法也推导出,我国上市公司的 R^2 主要受私有信息交易的影响。

当前也有少量文献涉及制度规范对股价同步性的影响。Morck, Yeung and Yu (2000)基于全球资本市场的分析发现,产权保护程度会影响股价同步性。产权保护越强的国家,投资人更愿意花成本搜集私有信息,从而减弱股价波动的同步性。相反,对于产权保护弱的国家,搜集公司特质信息的动机也越弱,股票价格基本上随着大势而上下浮动。游家兴、张俊生和江伟(2006)从我国资本市场信息披露制度建设的角度,研究了我国资本市场1996—2004年间信息披露相关制度的变迁对股价同步性的影响。结果发现,随着制度建设不断完善,股价同步性渐趋减弱。

(三) 公允价值与股价同步性

直接研究公允价值与股价同步性的研究尚不多见。Grossman and Stiglitz (1980)指出,投资者总是不断地从市场中获取私有信息,以期通过私有信息交易获取超额回报。当私有信息获取的边际成本越高,搜集私有信息的投资者就越少,直到获取私有信息的边际收益超过边际成本时,才会有更多投资者开始搜集私有信息,并通过交易将之融入股价。那么,会计信息质量将如何影响私有信息融入股价呢?

盈余信息是会计信息最重要的组成部分,盈余质量直接决定会计信息质量。会计盈余能够传递有关现金流量和公司价值的信息(Watts and Zimmerman, 1986)。公司盈余信息质量越高,管理层对外的信息披露越公正透明,投资者越能直接根据盈余信息准确地预测未来现金流和判断公司价值,使得投资人误判公司价值的可能性降低,股价大起大落的可能性减少,股价同步性下降。

当管理者出于私利隐藏公司的相关信息时,资本市场投资人能够接触到的公司特质信息减少,导致公司股价交易的同步性 R^2 上升(Jin and Myers, 2006)。类似的, Hutton et al. (2009)指出,管理层隐藏的负面信息越多(比如,管理层为防止股价下跌、保住职位而刻意隐藏负面消息),公司的会计信息披露越不透明,一旦负面消息被揭露,就可能出现股价暴跌甚至崩盘(crash risk)。Hutton et al. (2009)认为,管理层的这种选择性披露行为,不仅会导致股价上涨与下跌态势的不对称,也会抬高 R^2 。

三、研究方法与研究模型构建

(一) 研究方法

资本市场同步性的核心就是个股收益与市场收益率之间的关联性。统计上讲,市场收益率对个股收益的解释程度越高,同步性就越高。CAPM 模型的总体可决系数 R^2 , 就是衡量同步性的理想指标。为使变量的分布正态化,我们将股价波动同步性 SYN_MAR 取值等于 $\ln[R^2/(1-R^2)]$ 。同时,我们还用股票在一段时期内与市场指数的同向涨跌率作为度量同步性的一个指标,记作 SYN_RATIO。考虑到一些财务数据和宏观要素的可得性,所有的变量将采用季度数据。下面我们将对两种衡量同步性的变量分别加以阐述。

1. 基于可决系数 R^2 计算而得的同步性指标 SYN_MAR

Roll (1988)认为,股价会对新的信息做出反应,市场层面或者宏观经济层面的信息可能会带来系统性的波动(systematic variation),而公司层面的信息则更可能与特质波动(firm-specific variation)相关联。Morck, Yeung and Yu (2000)则利用系统性波动和特质波动的相对比例来衡量证券市场的信息含量,他们发现,特质波动的程度越高,股票价格的信息含量越大,证券市场也越成熟。与此类似,Chen, Goldstein and Jiang (2007)也选用非系统性波动的程度来衡量股价的信息含量。通过分析投资决策与股价特质波动性的关系,他们发现,特质波动性越强的公司,股价蕴涵的投资信息越强,股价涨跌越能够引导管理层的投资策略。这些研究均将公司层面的信息和特质波动挂钩,同时将市场层面的信息与系统性波动对应。

据此,公允价值计量模式如果能够改善资本市场的资源配置功效,该模式实施的结果之一,就是资本市场波动格局的变化——特质波动程度的改变。参考 Roll (1988), Morck, Yeung and Yu (2000)以及 Chen, Goldstein and Jiang (2007)的研究方法,我们选用基本的 CAPM 模型来衡量股票回报的波动规律,估计出模型的可决系数 R^2 。模型如下式(1):

$$r_u = \beta_i r_m + \varepsilon_u, \quad (1)$$

其中, r_i 和 r_m 都是调整了红利再投资的超额收益率(已经减去无风险收益率)。

我们采用普通最小二乘法(OLS)来估计模型(1)中的 R^2 。我们选择了上证A股股票及上证A股指数的日收益率数据,每家公司每个季度做一次回归,得到的 R^2 值作为该公司当季度估计值。我们预测,公允价值计量方法的推广会增加行业和市场层面信息的传递,增加企业业绩的同步变动,加剧资本市场的同质化波动, R^2 应该有减小的趋势。

参考Piotroski et al. (2004)、Gul et al. (2010)和许年行等(2011)的研究,考虑到 R^2 为大于零小于1的数据,为使变量的分布正态化,我们将 R^2 变量取自然对数,设股价波动同步性SYN_MAR取值等于 $\ln[R^2/(1-R^2)]$ 。模型(1)回归后的拟合优度 R^2 反映了市场信息对企业日收益率的解释程度,体现了股价中蕴涵的市场信息的多少,而 $\ln[R^2/(1-R^2)]$ 则反映了股价信息中市场信息与企业特质信息的比例。SYN_MAR数值越大,说明股价波动被市场信息所解释的比例越高,也意味着个股收益率与市场收益率之间同涨同跌的现象更明显。

2. 基于交易数据直接计算而得的同步性指标 SYN_RATIO

该衡量同步性的方法也受到了Morck, Yeung and Yu (2000)的启发。针对每一只股票,我们统计该股票在每一季度内与市场指数同向涨跌的比例。具体来说,在每一个交易日,如果收盘时个股涨(或跌)与大盘涨(或跌)方向一致,则该交易日记为1。统计出该季度内与指数同向涨跌的交易日天数,除以该季度的总交易天数,就得到了另一个同步性指标SYN_RATIO。相对于SYN_MAR指标,该指标更加直观简洁,也可起到稳健性检验的作用。

本文的研究包括宏观和微观两个层面。上述1和2介绍的是个股微观层面的SYN_MAR和SYN_RATIO变量计算方式。宏观层面关注的是资本市场整体同步性的变化趋势。为此,在个股同步性指标的基础上,我们选取每季度初所有样本公司的市值作为权重,计算出加权平均值作为该季度资本市场总体同步性的衡量指标。这种加权平均的计算模式,较之于常规的平均方法,更能够体现不同市值规模公司对资本市场整体质量的影响。

(二) 模型设计

本文模型的因变量为资本市场的同步性,将分别用上述宏观和微观层面的SYN_MAR和SYN_RATIO来衡量。公允价值模式推行是关键自变量,我们将用公允价值计量模式的推出时间为界限来衡量——2007年1季度前为0,2007年1季度及以后取值为1。由于影响资本市场交易特性的因素很多,我们尚需考虑其他的控制变量,下面将分别探讨宏观层面和微观层面研究对应的控制变量。

1. 宏观层面

在宏观的回归模型中,我们需要控制影响资本市场交易特性的一系列变量:

(1) 市场集中度

当市场里只有一只股票时,股票自身就是市场,同步性达到最大。以此类推,当整个市场的集中度越高时,少数股票在市场中占的份额也大,那么总体的同步性也会增加。但是,随着市场中股票数目增加,集中度逐步变小时,同步性的影响则比较复杂。如果在股票数目比较稳定时,保持个体同步性不变而使得集中度变小,那么此时总体同步性应该会变小。也就是说,市场集中度会影响资本市场的整体特性。我们采用 Herfindahl Index 来度量市场集中度。Herfindahl Index 的计算公式如下:

$$HI = \sum w_i^2, \quad (2)$$

其中, w_i 是整个市场市值占前 50 名的市值权重,其平方和就是 Herfindahl Index (HI)。HI 值越大,则说明市场集中度越大。为与前面变量的研究区间相匹配,我们将求取市场集中度的季度值,并以每季度第一个交易日为样本来计算该季度的市值权重。

(2) 市场收益率的绝对值

当前大量的经验研究表明,市场在上涨阶段和下跌阶段对个股的影响是不同的。坏消息对市场的影响往往比好消息更大,类似的,坏消息对个股的影响也可能更大。为控制这种不对称因素,我们将市场季度收益率的绝对值纳入模型。季度收益率大于 0 的为一个变量,记为 r^+ ; 小于 0 的为另外一个变量,记为 r^- , 分别放入回归模型,据以分析市场的不同涨跌态势对个股收益率的潜在影响。

(3) 宏观经济因素

由于本文关注的重点之一是资本市场的整体质量,凡是能够影响市场收益率的因素都可能会影响到同步性的变化。因此,我们选择了一组数据来反映宏观经济对同步性的影响。我们选择了工业增加值(INV)、消费者物价指数(CPI)、货币供应量的变化(ΔM_2)等指标来反映宏观经济因素的影响。

(4) 负债率

总体负债率也是影响资本市场的一个很重要的因素。在本文中,我们采用(负债总额/资产总额)来衡量负债率,记作 B/S 。该指标的计算方法如下,首先获取每家公司的负债率,再按照市值进行加权平均得到资本市场总体的负债率。此外,我们还将控制各个因变量自身的滞后项,以控制要素之间的序列相关性对结果的影响。本文宏观层面的基本模型如式(3),其中因变量(DEP)将分别用 SYN_MAR 和 SYN_RATIO 来衡量。表 1 汇总列示了全部相关变量并加以说明。

$$\begin{aligned} DEP_t = & \beta_0 + \beta_1 DEP_{t-1} + \beta_2 D_t + \beta_3 HI_t + \beta_4 r_{mt}^+ + \beta_5 |r_{mt}^-| \\ & + \beta_6 INV_t + \beta_7 CPI_t + \beta_8 \Delta M_2 + \beta_9 \Delta(B/S)_t + \epsilon_t. \end{aligned} \quad (3)$$

2. 微观层面

在微观模型中,我们去掉与个股同步性不相关的市场收益率等因素,并用公司个体的负债率替换总体负债率。同时,为了控制公司个体层面的因素,我们参考了前人的文献(例如 Hutton et al. (2009)等),增加了公司规模(SIZE)、市净率(MtoB)、净资产收益率(ROE)以及市场指数的季度方差(VAR)。本文微观层面的基本模型如下式(4),其中因变量(DEP)将分别用 SYN_MAR 和 SYN_RATIO 来衡量。关于各变量的详细说明,请参见表 1。

$$\begin{aligned} \text{DEP}_t = & \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 \text{SIZE}_t + \beta_3 \text{MtoB}_t + \beta_4 \text{ROE}_t + \beta_5 \text{VAR}_t \\ & + \beta_6 \text{LEV}_t + \beta_7 \text{HI}_t + \beta_8 \text{INV}_t + \beta_9 \text{CPI}_t + \beta_{10} \Delta M_2 + \epsilon_t. \end{aligned} \quad (4)$$

表 1 变量说明表

1. 被解释变量(宏观层面)	
SYN_MAR	资本市场同步性指标。选择上证 A 股股票及上证 A 股指数的日收益率数据,每家公司每个季度对模型(1)进行回归,得到 R^2 值,进行对数变换 $\ln[R^2/(1-R^2)]$ 后即为公司当季度估计值。然后,以该季度初每家公司的市值作为权重,进行加权平均,即求得该季度资本市场宏观层面的 SYN_MAR 值。
SYN_RATIO	另一种资本市场同步性指标。针对每一只股票,统计该股票在每一季度内与市场指数同向涨跌的交易天数,再除以该股在该季度的总交易天数,计算得出每只股票的同向涨跌率。然后,以季度初每家公司的市值作为权重,进行加权平均,即求得各季度资本市场宏观层面的 SYN_RATIO 值。
2. 被解释变量(微观层面)	
SYN_MAR	个股同步性指标。选择上证 A 股股票及上证 A 股指数的日收益率数据,每家公司每个季度对模型(1)进行回归,得到 R^2 值,进行对数变换 $\ln[R^2/(1-R^2)]$ 后即为公司当季度估计值。
SYN_RATIO	另一种个股同步性指标。针对每一只股票,统计该股票在每一季度内与市场指数同向涨跌的交易天数,再除以该股在该季度的总交易天数,计算得出该股票该季度的估计值。
3. 解释变量	
FVDummy	公允价值计量模式实施的政策变量,代表会计准则前后的漂移变化,2007 年 1 季度前为 0,2007 年 1 季度及以后为 1。
4. 控制变量(宏观层面)	
DEP _{t-1}	因变量自身滞后项。
HI	市场集中度 Herfindahl Index,每季度初的市值前 50 只股票的权重平方和,计算如文中的式(2)所示。
r^+	每季度市场收益率大于等于 0 时取值为市场收益率,小于 0 时取值为 0。
r^-	每季度市场收益率大于等于 0 时取值为 0,小于 0 时取值为市场收益率的绝对值。
INV	每季度工业增加值增长率。
CPI	每季度物价指数同比变化率。
ΔM_2	货币供应量的变化,计算当季度货币量的自然对数,减去上季度货币量的自然对数。
B/S	负债率,作为总体变量时市场负债率由全部上证 A 股公司的负债率加权得到,而每家公司的负债率计算为负债总额除以资产总额。
5. 控制变量(微观层面)	
SIZE	公司规模变量,计算为季度初市值取自然对数。
MtoB	市净率,计算为季度初股票价格除以每股净资产。
ROE	净资产收益率,计算为每季度净利润除以所有者权益总额。
VAR	市场指数的波动率,计算为各季度市场指数日收益率的方差。

四、样本选取及描述性统计

我们选取 2002 年到 2011 年所有 A 股上市公司为研究对象,市场交易数据来源于 CSMAR,其他数据来源于 Wind 数据库。根据研究数据的可获得性,数据截止于 2011 年 12 月。2007 年年初新准则的推行,是公允价值计量模式正式实施的起点。因此,我们将公允价值正式实施的界限定在 2007 年 1 月,实施前后各有 5 年的时间,足以分析相关的差异。下面的表 2 分别列示了相关变量在样本期内的描述性统计情况。该表有 3 个栏目,A 栏列示了宏观层面相关变量的情形,B 栏则列示了微观层面相关变量的描述性统计结果,C 栏则列示了宏观层面同步性指标在公允价值计量模式推出前后的变化情况。

由于 SYN_MAR 是演化的可决系数指标,为了直观可比,我们在该表的第一行列示了可决系数 R^2 的描述性统计结果。从表 2 的 A 栏可见,在全部 40 个季度的观察值中,可决系数 R^2 的均值达到了 0.457,中位数为 0.416,说明我国资本市场的变化能够解释超过 40% 的个股价格波动,与 Morck, Yeung and Yu (2000) 的研究结果基本一致。相对于其他国家而言,这种可决系数是相当高的(发达国家资本市场的可决系数基本上都低于 20%,美国、日本等 10 家发达国家资本市场的可决系数位于 10% 以下)。此外,在这 40 个季度的观察值中,SYN_RATIO 变量的均值和中位数分别为 0.732 和 0.734,说明资本市场上个股同向涨跌的比例高达 73%,与 Morck, Yeung and Yu (2000) 的研究结果也基本一致,后者以 1995 年的 308 家上市公司为样本研究发现,中国资本市场上 80% 的股票是同涨同跌的。相对于其他国家而言,这种同步性也是相当高的(发达国家资本市场中股票同涨同跌的比例基本上都在 60% 左右,美国、加拿大、法国等发达国家资本市场的同向涨跌率位于 60% 以下)。两个同步性指标均远远高于成熟资本市场的状况,说明市场信息对收益率的解释程度较高。

控制变量方面,市场集中度(HI)均值为 0.027,中位数为 0.028,这意味着我国股票市场的集中度是比较小的。中石油、中石化等超级蓝筹股对整个资本市场的影响有限,说明资本市场的多元化程度较高。市场收益率的绝对值变量显示,市场上升收益率的绝对值(r^+)平均值为 0.082,高于市场下降的绝对值(r^-),后者均值仅为 0.059,说明资本市场在这 10 年间,上涨的幅度平均高于下跌的幅度,但是中位数的结果有细微差异,下跌幅度略高于上涨幅度。宏观经济因素方面,工业增加值增长率(INV)均值为 14.858、消费者物价指数变化率(CPI)均值为 102.415、货币供应量变化(ΔM_2)的均值为 0.043,说明样本期间内工业增加值、物价指数和货币供应量等宏观要素基本呈上升态势。最后,负债率(B/S)平均值和中位数都在 0.5 左右,与上市公司总体的资本结构一致。

表 2 描述性统计分析表

Panel A: 宏观变量								
变量	观测值	均值	标准差	最小值	第一四分位数 (P25)	中位数	第三四分位数 (P75)	最大值
R^2	40	0.457	0.143	0.185	0.340	0.416	0.576	0.765
SYN_MAR	40	-0.288	0.537	-1.429	-0.670	-0.387	0.101	0.857
SYN_RATIO	40	0.732	0.043	0.630	0.715	0.734	0.759	0.807
HI	40	0.027	0.011	0.013	0.017	0.028	0.033	0.056
r^+	40	0.082	0.129	0.000	0.000	0.000	0.114	0.527
r^-	40	0.059	0.084	0.000	0.000	0.009	0.085	0.340
INV	40	14.858	2.773	6.433	13.250	15.308	16.608	18.950
CPI	40	102.415	2.502	98.333	100.558	102.150	104.517	107.767
ΔM_2	40	0.043	0.017	0.008	0.035	0.041	0.048	0.110
B/S	40	0.517	0.051	0.420	0.478	0.535	0.562	0.575
Panel B: 微观变量								
变量	观测值	均值	标准差	最小值	第一四分位数 (P25)	中位数	第三四分位数 (P75)	最大值
SYN_MAR	27 162	-0.563	1.123	-13.925	-1.097	-0.439	0.134	2.575
SYN_RATIO	27 162	0.722	0.092	0.232	0.672	0.732	0.785	0.980
SIZE	27 162	21.972	1.203	18.896	21.163	21.775	22.562	29.243
MtoB	27 162	4.107	22.719	-1 019.000	1.961	3.006	4.692	2 142.000
ROE	27 162	0.034	1.732	-134.794	0.032	0.070	0.117	28.983
VAR	27 162	2.972	2.289	0.4710	1.394	1.902	4.405	9.568
Panel C: 关键宏观变量的变化								
变量	均值			中位数			标准差	
	2007 年前	2007 年后	t 检验	2007 年前	2007 年后	z 检验	2007 年前	2007 年后
R^2	0.375	0.538	6.802***	0.373	0.552	5.624***	0.112	0.123
SYN_MAR	-0.388	0.144	3.331***	-0.623	0.108	3.124***	0.563	0.439
SYN_RATIO	0.730	0.763	2.582**	0.733	0.764	2.150**	0.048	0.031

表注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著。

表 2 的 B 栏列示了微观层面公司特质信息的描述性统计情况。在此,公司特质的同步性变量与市场总体类似,不再赘述。公司规模(SIZE)、市净率(MtoB)、净资产收益率(ROE)等财务指标以及市场指数的波动率指标(VAR)等,均与当前的研究结果相一致,也不再赘述。表 2 的 C 栏列示了关键的同步性变量在政策实施前后的对比结果。从均值来看, R^2 从 0.375 上升到 0.538,均值差异在 1% 的水平上显著,意味着公允价值计量模式推行后市场因素对个股收益的解释力显著增强。类似的,SYMN_MAR 从 -0.388 显著上升到 0.144,也意味着个股收益受市场层面信息的影响更大。SY_RATIO 从 0.730 上升至 0.763,上升程度也在 5% 水平下显著,与 R^2 和 SYMN_MAR 的趋势一致,说明股价被市场信息解释的程度增加。中位数的结果显示, R^2 从 0.373 上升到 0.552,SYN_MAR 从 -0.623 上升到 0.108,SYN_RATIO 从 0.733 上升至 0.764,且三个变量的中位数检验均显著,体现了同步性的增加。

图 1 是资本市场层面两个同步性指标的时间序列图。从该图可见,我国资