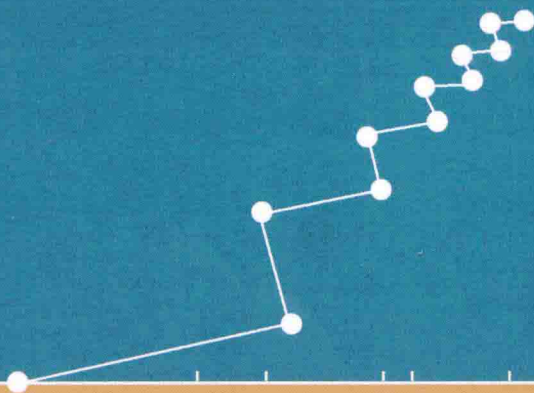


业务复杂度对 股价同步性影响之研究

——基于中国上市公司的经验证据

张斌 著



Operation Complexity and
Stock Price Comovement:

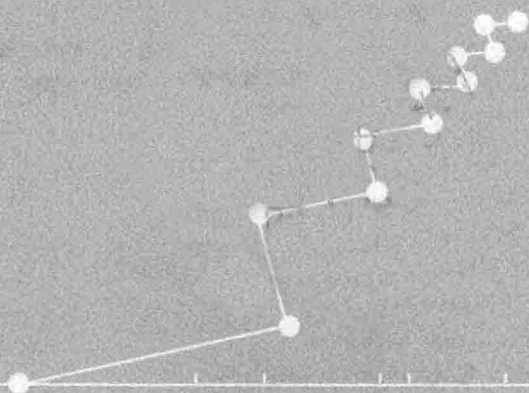
Empirical Evidences from Chinese Listed Companies

本书由扬州大学出版基金

业务复杂度对 股价同步性影响之研究

——基于中国上市公司的经验证据

张斌 著



Operation Complexity and
Stock Price Comovement:

Empirical Evidences from Chinese Listed Companies

 江苏大学出版社
JIANGSU UNIVERSITY PRESS

镇江

图书在版编目(CIP)数据

业务复杂度对股价同步性影响之研究：基于中国上市公司的经验证据 / 张斌著. —镇江：江苏大学出版社，2012.12

ISBN 978-7-81130-421-3

I. ①业… II. ①张… III. ①股票价格—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 311524 号

业务复杂度对股价同步性影响之研究：基于中国上市公司的经验证据
Yewu Fuzadu Dui GuJia Tongbuxing YingXiang zhi YanJiu: JiYu Zhongguo
Shangshi Gongsì de Jingyan Zhengju

著 者/张 斌

责任编辑/吴昌兴 仲 蕙

出版发行/江苏大学出版社

地 址/江苏省镇江市梦溪园巷 30 号(邮编：212003)

电 话/0511-84446464(传真)

网 址/<http://press.ujs.edu.cn>

排 版/镇江文苑制版印刷有限责任公司

印 刷/虎彩印艺股份有限公司

经 销/江苏省新华书店

开 本/890 mm×1 240 mm 1/32

印 张/6.5

字 数/181 千字

版 次/2012 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 978-7-81130-421-3

定 价/28.00 元

如有印装质量问题请与本社营销部联系(电话：0511-84440882)

摘 要

证券市场承担着价格发现、资源配置、风险管理和改善公司治理结构等功能,而这些功能通过股票价格的信号机制加以实现。信息在股票定价中扮演着重要角色,是股票定价的关键性因素。影响股票价格的信息可以划分为三个层次:市场信息、行业信息和公司特质信息(firm-specific information)。其中公司特质信息是股票价格波动的根本原因,是判断股票内在价值的主要依据。股价同步性(comovement)是指个股价格变化与市场平均价格变化之间的关联度,即所谓的股票价格“同涨同跌”现象。高股价同步性意味着股票在定价过程中较少地吸收了公司特质信息,其后果是削弱了股票价格对公司价值的甄别、筛选和反馈功能,破坏了公司股价信号的传递机制,弱化了证券市场通过价格来进行资源配置的效率。因此,对股价同步性的成因及应对成为研究的热点问题,现有研究分别从产权保护、信息披露、分析师以及一些治理因素等宏观、微观视角研究了它们与股价同步性之间的关系。

企业多元化经营已经成为一种常态,多元化提升了公司的业务复杂度。业务复杂度对股价同步性潜在的影响在于:首先,业务复杂度越高,其投资价值越接近市场组合,公司股票价格可能更多地反映了市场层面的信息,公司特质信息传递不充分,导致股价同步性提高;其二,公司业务复杂度提升了信息发掘的难度,从而使得公司特质信息流出减少,导致股价同步性提高;第三,业务复杂度为大

股东和管理层的机会主义行为提供了便利,而机会主义行为可能导致信息透明度降低,会削弱特质信息的传递效率,从而引起股价同步性提高。

作为新兴证券市场,中国股市高股价同步性得到了国内外众多证据的支持。同时,我国上市公司业务复杂度普遍较高,经营涉及2个或2个以上行业的上市公司超过了三分之二,这一背景为本书从业务复杂度视角检验股价同步性的成因提供了研究机会。

本书主要针对以下三个方面进行研究:

第一,研究业务复杂度与股价同步性之间的关系。本书以我国上市公司经营所涉及的行业数、分部数、赫芬达尔指数来表征业务复杂度,检验其与股价同步性之间的相关关系。结果表明,业务复杂度与股价同步性具有显著的正相关关系,即业务复杂度越高,股价同步性越高,故业务复杂度是股价同步性的决定因素之一。本书还进一步区分了国有背景公司和民营背景公司,检验不同最终控制人对业务复杂度与股价同步性关系的影响,结果表明民营背景公司中,业务复杂度与股价同步性之间的正相关关系更强,即业务复杂度对特质信息传递效率的削弱更为明显。

第二,研究会计盈余质量对业务复杂度与股价同步性之间关系的调节效应。本书首先检验了会计盈余质量与股价同步性之间的关系,发现两者之间存在显著的正相关关系,即盈余质量越高,股价同步性越高;接着检验了会计盈余质量对业务复杂度与股价同步性关系的调节效应,研究发现,随着会计盈余质量的提高,业务复杂度对特质信息传递效率的削弱更为明显。

第三,研究独立董事制度对业务复杂度与股价同步性关系的调节效应。本书引入独立董事比例、行业独立董事两个变量来检验独立董事制度对业务复杂度与股价同步性关系的调节效应。结果表

明,独立董事制度对业务复杂度与股价同步性的关系具有调节效应,尤其是行业独立董事的引入对其具有显著效应,具体表现为行业独立董事的存在显著削弱了业务复杂度与股价同步性的正相关关系;进一步的研究表明,当行业专家具有政治关系时,其对业务复杂度和股价同步性的调节效应被显著削弱。

本书将业务复杂度因素引入股价同步性研究,丰富了股价同步性决定因素的文献;基于所有权性质、会计盈余质量和独立董事制度对业务复杂度影响股价同步性的调节效应研究,不仅使业务复杂度影响股价同步性的研究更为深入,同时也有助于理解我国制度背景下产权性质、独立董事制度的经济后果,所得出的结论对深入理解我国资本市场的运行效率、制定相关信息披露政策具有启示意义。

ABSTRACT

Security market takes the role of allocating resource, discovering prices, managing risks and improving corporate governance. These functions are achieved by the changing of stock prices. Information places a very important role in price determination. Information that may influence stock price can be divided into three levels: market information, industrial information and firm-specific information. Firm-specific information, which determines the intrinsic value of stock, is the fundamental factor that causes the fluctuation of stock price.

Stock price comovement says that individual stock price moves in the same direction with the market average prices. When the value of stock price comovement is high, it implies that firm-specific information is not fully absorbed into stock prices. This phenomenon not only eliminates the value difference among companies, but also decreases the resource allocation efficiency of the security market. Therefore, the causes of stock price comovement and its implications are becoming popular research areas.

Corporate diversification becomes very common and it has a lot of influences: First, the higher of operation complexity, the closer the market value of its investment portfolio. Company stock prices may be more relevant to market information. Second, exploring information becomes difficult because of operation complexity, resulting in less high quality firm-specific information and higher stock price comovement. Third, the operational complexity

provides a convenient for the company management's opportunistic behavior which may lead to reduce information transparency and weaken the transfer efficiency of firm-specific information, causing stock price comovement increased.

As an emerging stock market, Chinese high-stock price comovement has been supported by substantial evidence. Meanwhile, more than two-thirds of China's listed companies involve 2 or more than 2 industries. Based on existing literature, this paper mainly from the perspective of the operation complexity systematically analyzes the cause of formation of the comovement, which provides empirical evidence and theoretical support for China's security market.

This paper study three problems as follows:

First, this paper study the relationship between operation complexity and stock price comovement and find that there is a significant positive correlation between the operation complexity and the stock price comovement. This paper also find that the stock price comovement of non-government controlled companies is higher than the government controlled companies.

Second, this paper study the the quality of accounting earnings how to effect the relationship between the operation complexity and stock price comovement. On one hand, the paper examines the relationship between the quality of accounting earnings and stock price comovement and find that there exists a significant relationship between them, resulting in a different conclusion from foreign countries. On the other hand, because of operation complexity of a greater impact on the quality of accounting information, this paper examining the quality of accounting earnings how to effect the relationship between the operation complexity and stock price comovement and find that the quality of accounting earnings further enhance the positive relationship

between the two.

Finally, this paper study the independent director system how to effect the the relationship between the operation complexity and stock price comovement. This paper introduce two factors; one is the proportion of independent directors and the other is independent directors of the industry in order to examine whether they affect the relation between the operation complexity and stock price comovement. This paper finds that the proportion of independent directors and independent directors of the industry do not directly affect the stock price comovement. This paper also find that independent directors have a regulatory effect, especially the industry's independent directors having a significant effect. The industry independent directors can significantly weaken the positive relationship between operation complexity and stock price comovement. Further verification indicated that when industry experts had political background, their adjusting effect on business complexity and stock price comovement was significantly impaired.

This book will put the factor of business complexity into the research of stock price comovement, rich literature of determinants of stock price comovement; and based the nature of ownership, earnings quality and the system of independent directors on the regulation effect of business complexity to stock price synchronicity, not only make the study of business complexity effect on stock price synchronicity more thorough, but also expand the related research to the nature of ownership, earnings quality, independent directors, the conclusions have certain enlightenment significance for further understanding the operating efficiency of the capital market of our country and formulating relevant policy of information disclosure.

目 录

第 1 章 导 论 001

1.1 研究背景 001

- 1.1.1 信息流动和资本市场的资源配置 001
- 1.1.2 本土市场信息系统的建设 001
- 1.1.3 基于信息披露监管的公司治理改革 002
- 1.1.4 股价同步性日受关注 004

1.2 研究动机 006

- 1.2.1 信息传递问题的紧迫性 006
- 1.2.2 新兴市场下的高股价同步性问题 007
- 1.2.3 现代企业制度:公司业务的复杂性和价值
评估 008

1.3 研究问题 009

- 1.3.1 业务复杂度如何影响股价同步性 009
- 1.3.2 相关因素对业务复杂度与股价同步性关系的
调节 009
- 1.3.3 分析框架 011

1.4 研究贡献 012

- 1.4.1 丰富股价同步性决定因素文献 012
- 1.4.2 所有权性质对业务复杂度影响股价同步性的
调节效应 013
- 1.4.3 从信息角度评价独立董事制度效应 013
- 1.4.4 为中国会计信息披露提供参考 013

第2章 业务复杂度研究视角的理论分析 014

- 2.1 股价同步性的本质与模型介绍 014
 - 2.1.1 股价同步性的本质:特质信息的传递 014
 - 2.1.2 股价同步性的模型介绍 015
- 2.2 股价同步性的决定因素:成熟市场的一般性框架 019
 - 2.2.1 产权保护 019
 - 2.2.2 公司信息透明度 021
 - 2.2.3 分析师 024
 - 2.2.4 其他治理因素 025
- 2.3 基于中国制度背景的分析框架 028
 - 2.3.1 已有的研究积累 028
 - 2.3.2 文献评价 034
 - 2.3.3 嵌入业务复杂度的必要性 036
 - 2.3.4 业务复杂度产生的影响 041

第3章 业务复杂度对股价同步性的影响 043

- 3.1 股价同步性 043
 - 3.1.1 高股价同步性的后果 043
 - 3.1.2 股价同步性领域的研究重点 044
- 3.2 业务复杂度影响股价同步性的理论分析 045
 - 3.2.1 业务复杂性带来特质信息传递效率的降低 045
 - 3.2.2 业务复杂度与股价同步性关系的假设 046
- 3.3 研究设计 047
 - 3.3.1 样本选择与数据来源 047
 - 3.3.2 股价同步性的衡量 047
 - 3.3.3 主要解释变量 048
 - 3.3.4 主要控制变量 051
 - 3.3.5 研究模型 055

3.4	实证分析	056
3.4.1	业务复杂度的描述性统计	056
3.4.2	变量相关性分析	063
3.4.3	回归结果	067
3.5	进一步分析:不同最终控制人的影响	068
3.5.1	最终控制人的调节作用	068
3.5.2	样本检验	068
3.6	研究结论	076
第4章	盈余质量对业务复杂度与股价同步性关系的影响	077
4.1	会计信息对股价同步性的影响	077
4.2	理论分析与研究假设	078
4.2.1	会计盈余质量与股价同步性	078
4.2.2	业务复杂度、会计盈余质量与股价同步性	080
4.3	研究设计	080
4.3.1	样本选择与数据来源	080
4.3.2	会计盈余质量的衡量	080
4.3.3	研究模型	081
4.4	实证分析	083
4.4.1	描述性统计	083
4.4.2	相关性分析	085
4.4.3	回归结果	092
4.5	研究结论	096
第5章	独立董事对业务复杂度与股价同步性关系的影响	097
5.1	独立董事制度是否具有其他效应	097
5.2	理论分析及研究假设	098
5.2.1	业务复杂度与独立董事治理	098
5.2.2	业务复杂度与基于独立董事背景的治理	100
5.2.3	业务复杂度、独立董事与股价同步性	102

5.2.4	研究假设	104
5.3	研究设计	104
5.3.1	样本选择和数据来源	104
5.3.2	研究模型	105
5.4	实证分析	107
5.4.1	描述性统计	107
5.4.2	相关性分析	112
5.4.3	回归结果	119
5.5	进一步分析	126
5.5.1	政治关联型行业专家对特质信息效应的影响	126
5.5.2	业务波动率对特质信息效应的影响	129
5.5.3	业务集中度对特质信息效应的影响	131
5.5.4	公司现金流权和投票权的分离度对特质信息效应的影响	134
5.5.5	差分模型测试	136
5.6	研究结论	139
第6章	研究结论与启示	140
6.1	研究结论	140
6.2	启示与展望	141
附录1	深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法	142
附录2	关于发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的通知	151
附录3	企业会计准则第35号——分部报告	157
参考文献		162
索引		191
后记		193

第 1 章 导 论

1.1 研究背景

1.1.1 信息流动与资本市场的资源配置

资本市场被赋予风险管理、价格发现、资源配置和促进公司治理结构改善等功能,其中股票价格的信号机制使证券市场的资源配置功能得以实现。信息在证券定价中承担着极其重要的角色,对证券市场的价格决定发挥着关键性的作用。股票价格能够反映企业真实的经营状况,一个健全的证券市场能够充分利用上市公司股票价格的信号机制实现财务资源的优化配置,引导稀缺资源实现投资回报最大化,进而促进国民经济快速发展(Levine, 2000; Rajan 和 Zingales, 1998; Beck 等, 2000)。

1.1.2 本土市场信息系统的建设

1.1.2.1 会计制度建设

随着我国国有企业改革的深入和资本市场的建立和完善,建立一套高质量的会计准则已经成为理论界和实务界的共识(冯淑萍, 2001; 葛家澍, 2002)。1992 年,财政部颁布了《股份制试点企业会计制度》,由此我国会计制度实现了从以计划经济为基础的苏联会计模式逐渐向以市场经济为基础的国际会计准则的转变(冯淑萍, 2001)。我国 1998 年颁布实施的《股份有限公司会计制度》和 2000 年颁布的《企业会计制度》表明了我国会计准则与国际会计准则的进一步协调。2006 年 2 月 15 日,我国颁布的《企业会计准则》标志着我国会计准则与国际会计准则实现了实质性趋同(楼继伟, 2006)。

1.1.2.2 审计制度建设

1996年,我国开始实行第7号审计具体准则《审计报告》;2003年7月1日,开始实行经财政部修订后的《审计报告》准则和《中国注册会计师执业规范指南第5号——审计报告(试行)》指南;2007年1月1日,开始实行2006年2月15日颁布的新《审计报告》等一系列审计准则。由此,我国审计准则与国际审计准则实质趋同,这表明我国的会计界致力于提高信息透明度和遵循高质量执业准则。一方面,这有利于整个会计行业的发展;另一方面,也有利于中国经济的健康运行。

1.1.2.3 信息披露制度建设

由于上市公司特有的社会责任,监管层对上市公司的信息披露规定较为严格。及时、充分的信息披露能够有效防止证券市场的欺诈行为,实现证券市场的公开、公平、公正,进而提升投资者的信心。在成熟的证券市场中,上市公司披露的信息是上市公司、投资者和监管者的主要交流媒介。投资者通过阅读公司披露的信息,了解公司的财务状况和经营成果,从而做出理性的投资选择。

就立法层次而言,我国有关信息披露的制度包括以下几个层次:第一层次,最高立法机关(全国人大)制定的证券基本法律,如《公司法》《证券法》等;第二层次,政府(国务院)制定的证券基本法规,如《股票发行与交易管理暂行条例》《股份有限公司境内上市外资股的规定》等;第三层次,中国证监会发布的规章,如《禁止证券欺诈行为暂行办法》《证券市场禁入暂行规定》《公开发行股票公司信息披露实施细则》;第四层次,自律性规则,如《股票上市规则》及相关的通知、指引等。

应该说,对于信息披露制度,我国已形成了较为系统、全面、完整的制度体系。

1.1.3 基于信息披露监管的公司治理改革

现代企业制度的优势是提供了一套相互激励、相互制约的治理机制。而我国企业公司治理机制还不够完善,存在不少问题。譬如,国有资本所有者“缺位”,国有股“一股独大”,股权制衡乏力;上

上市公司中小股东利益得不到充分保障;董事会议事规则和操作程序不规范;对公司高管人员的激励和约束制度不完善;信息披露不够完善;等等。

上述问题的出现,一方面是因为国家法律法规不完善及监管不到位;另一方面是因为企业公司治理结构不完善,缺乏有效的激励与约束机制。但其中关键的因素还在于缺乏权力制衡与问责机制,国有股股东和中小股东监督公司经营的动力不足。解决上述问题的方案是一个系统工程,宏观上需要健全法制,完善市场制度,强化监管;微观上需要健全公司治理机制,强化合法经营意识,完善激励与约束机制,以及加强企业内部控制;更为重要的是,需要从技术层面解决多层次的信息不对称问题,譬如公司股东与高管之间的信息不对称会大大降低及减弱公司治理的效率和效果。所以,通过包括财务信息和非财务信息在内的公司重要信息的及时、准确、有效传递,可以协调股东、高管层、董事会和公司其他相关利益者相互之间产生的具体问题,从而达到完善公司治理的目的。

2001年,我国证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》。根据这个规范性文件,上市公司应当建立独立董事制度,董事会成员中应当至少包括1/3的独立董事。独立董事对上市公司及全体股东负有诚信与勤勉义务,应认真履行职责,维护公司整体利益,特别是要使中小股东的合法权益不受侵害。《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》特别指出,独立董事中至少包括一名会计专业人士。独立董事除行使公司董事的一般职权外,还被赋予以下特别职权:(1)重大关联交易(指上市公司拟与关联人达成的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产值5%的关联交易)应由独立董事认可后,提交董事会讨论。独立董事做出判断前,可以聘请中介机构出具独立财务顾问报告,作为其判断的依据;(2)向董事会提议聘用或解聘会计师事务所;(3)向董事会提请召开临时股东大会;(4)提议召开董事会;(5)独立聘请外部审计机构和咨询机构;(6)可以在股东大会召开前公开向股东征集投票权。因此不难看出,对披露信息的审查是独立董事的重要

职责。

1.1.4 股价同步性日受关注

King (1966) 通过资本资产定价模型 (capital asset pricing model, CAPM) 检验发现, 个股收益率与市场收益率及行业收益率之间存在显著的正相关关系, 这表明公司的股票价格内含了行业层面和市场层面的信息。另外, King (1966) 还发现资本资产定价模型的解释能力随着时间的推移而逐渐衰减。Roll (1988) 发现, 市场收益率和行业收益率不能充分地解释个股收益率。因为不仅行业层面和市场层面的信息会影响股票价格波动, 公司特质信息也会对股票价格波动产生十分重要的影响。但是公司特质信息却未包括在资本资产定价模型中。根据经典的有效市场假说, 弱式有效市场、次强式有效市场、强式有效市场 (Fama, 1970, 1991) 的界定正是建立在证券价格反映可获得信息的基础上的, 一个公司的股价反映了公司层面、行业层面和市场层面的信息 (Campbell 和 Lettau, 1999; Campbell 等, 2001; Piotroski 和 Roulstone, 2004)。

从理论上讲, 公司层面、行业层面和市场层面的信息对市场交易的影响是有差异的, 投资者会做出差异性反应, 所采用的投资组合策略也不尽相同。市场信息是指那些对所有公司未来的经营状况都会产生影响的信息, 如法律颁布、宏观政治经济形势信息、政策信息等 (杨华蔚, 2008)。市场系统性风险通常无法通过同一个市场内的投资组合来进行规避; 行业层面的信息可以将不同行业股价波动的相关信息提供给投资者, 对投资者进行跨行业投资组合具有显著意义; 公司层面信息则可以反映市场对上市公司自身未来收益状况预期的变化, 譬如公司未来的现金流、资金成本率、净资产回报率及配股、增发、股利发放、并购等与公司价值有密切相关性的特殊事件, 这些信息被称为公司特质信息。总而言之, 市场层面和行业层面信息属于公共信息范畴, 与股票基本价值没有相关性, 而公司层面信息是判断公司股票内在价值的最主要依据, 决定公司股票价格波动的独立性高低 (Durnev 等, 2003; 陈梦根和毛小元, 2007)。股价所具有的公司特质信息的含量高低, 也就成为股价同步性的高低,