

DOI:10.19473/j.cnki.1008-4940.2018.05.009

企业性质、公司治理与股价同步性

陈婵姁, 岳玉珠

(沈阳化工大学 经济与管理学院, 辽宁 沈阳, 110142)

[摘要] 以2008-2016年A股上市公司为样本经实证分析得出, 第一大股东持股比例与股价同步性的关系是非线性的。当企业为国有企业时, 该非线性关系为U型; 当企业为私营企业时, 该非线性关系为倒U型。当企业为国有企业时, 两权分离度(控制权和现金流权)与股价同步性负相关; 而在私营企业中, 两权分离度与股价同步性正相关。整体上看, 两权合一增加了股价中企业信息的含量, 降低了股价同步性, 但这一作用在国有企业中并不明显。无论在国有企业还是私营企业中, 股权制衡制度都可以有效降低股价同步性, 且私营企业中股权制衡作用效果更佳。独立董事占比与股价同步性的关系并不显著。

[关键词] 公司治理; 两权分离; 国有企业; 股价同步性

[中图分类号] F832.48

[文献标识码] A

[文章编号] 2096-3300(2018)05-0046-10

通常市场、行业以及企业特质信息均会影响股票价格, 当股票价格中企业特质信息含量较少时, 股票价格的波动就会更多地受到市场和行业基本面的影响, 此时会出现市场上不同个股价格同涨同跌的现象, 即股价同步性过高。股价同步性与多种因素相关, 如法律制度、机构投资者、董事会结构、股权集中度等。通过回顾文献, 发现大部分学者都认为国有企业的性质与股价企业信息含量负相关^[1-2], 鲜有文献涉及不同企业性质下公司治理各因素与股价信息含量的关系。众多学者在研究公司治理与股价同步性关系时出现了某些不一致的结果, 是因为其中含有企业性质的影响, 当企业性质不同时, 得出的公司治理与股价同步性关系很可能是不一致的。正确认识不同企业性质下公司治理与股价同步性的关系, 不仅有助于规范资本市场, 亦有利

于企业根据需求调整自身治理结构、优化融资环境。

一、文献回顾

股价同步性指的是企业的股价波动与市场整体平均股价波动之间“同涨同跌”的现象。股价波动不能完全由市场基本面的信息来解释, 这些不能完全解释的部分可能代表公司特质信息能够影响股票价格的波动, 如高的 R^2 值代表了市场信息很大程度上影响了股价波动, 低的 R^2 值则代表了企业特质信息或者噪音很大程度上影响了股价波动。纵观现有文献, 高的 R^2 代表的是股价波动中低企业特质信息或噪音含量还没有统一的定论, 一部分学者将低的 R^2 值看作股价中企业特质信息含量较高的表现, 持反对意见的学者则认为这代表个股股价中噪音含量较高, 也有学者认为这与资本市场信息环境有关。由于国内外大部分研究将低股价同步性视为高企业

收稿日期: 2018-07-07

作者简介: 陈婵姁(1988-), 女, 湖北大冶人, 硕士研究生, 研究方向: 金融学;

岳玉珠(1963-), 女, 黑龙江青冈人, 教授, 硕士, 研究方向: 金融学。

特质信息含量指标,本文也将基于该观点进行研究,并在此基础上控制周换手率,减少用股价同步性衡量企业特质信息时噪音的影响。

股权结构是公司治理的关键因素, Ferreira 和 Laux^[3]认为股权集中度与股价同步性正相关,但董事会相关因素对股价同步性影响不显著。Gul 等^[4]则发现第一大股东持股比例与股价同步性的关系为倒 U 型;李增泉^{[1]57-100}、袁知柱和鞠晓峰^{[2]17-29}也得出了相同的结论,并认为除第一大股东之外的其他大股东持股比例与股价同步性负相关。股权分散及管理专业化致使两权分离(控制权和现金流权)现象越来越多,王立章等^[5]的研究表明两权分离度与股价同步性正相关,国有控股降低了这种正相关现象;周林洁^[6]以股价同步性来衡量噪音含量,得出两权分离度与股价同步性之间负相关,且机构投资者加强了这种负相关。在两职合一(董事长兼任总经理)和董事会结构的研究中, Gul 和 Leung^[7]通过香港的 385 家上市公司的数据得出两职合一现象与较低的信息自愿披露水平相关;但袁知柱和鞠晓峰^{[2]17-29}的研究表明两职合一一对股价波动中企业信息含量的影响并不显著,且独立董事比例越高股价信息含量越高。就公司整体治理水平与股价同步性的关系来看,公司治理水平越高、治理机制越好,与之对应的股价同步性水平越低,股价信息含量越高。

二、理论分析与研究假设

股权集中度的高低对股价同步性的影响一般从两个方面来讨论,分别是“利益趋同效应”和“壕沟防守效应”,单独来看这两个效应会得出两个相反的结论。在“利益趋同效应”视角下,高度集中的股权可以作为大股东不侵占其他股东利益的可信承诺,大股东的利益与公司利益趋于一致,从而会趋向减少侵害其他中小股东及投资者利益的行为,更多地市场上公开披露与公司相关的信息,使个股股价企业特质信息含量变多,减少非效率投资,股价同步性降低。即在“利益趋同效应”的视角下,高度集中的股权与股价同步性负相关。在“壕沟防守效应”视角下,股权越集中,大股东对企业

的控制力越强,来自其他股东以及外部的约束越弱,此时大股东为追求个人利益容易牺牲外部股东利益,在信息市场上采取虚报、谎报、不报的行动,导致信息透明度降低,内外信息的不对称导致代理问题严重,股价同步性升高,即高度集中的股权与股价同步性正相关。

本文认为两种效应均可能对股价同步性产生影响,当股权集中度升高时,股价同步性如何变化取决于哪种效应占优势,结合前文推断第一大股东持股比例与股价同步性的关系是非线性的。企业为国企时,政府可能就维持社会稳定、促进就业等目的与追求利益最大化的投资者发生冲突,若最初占优势的是“利益协同效应”,当股权集中度提高到一定水平时,意味着分出去的股份越来越少,政府为达成政策目标更容易侵犯其他中小股东的利益,国企更易作为政策工具使用而非追求效益最大化,即股权集中度越高“壕沟防守效应”越占优势;而当企业非国企时,股权集中度越高,第一大股东的利益与整个企业的利益联系越紧密,“利益趋同效应”越明显占优。据此提出第一个假设:

H1: 第一大股东持股比例与股价同步性的关系是非线性的。当企业为国企时,该非线性关系为 U 型;当企业非国企时,该非线性关系为倒 U 型。

通过第二部分文献回顾可以看出,学者们在股权制衡与股价信息含量的关系上得到了基本一致的意见,即股权制衡提高了股价企业特质信息含量,故本文认为除第一大股东之外的其他大股东持股比例与股价同步性负相关,这点在国企和非国企中区别应该不大。据此提出以下假设:

H2: 第二至第十大股东的持股比例之和越高,股价同步性越低,股价企业特质信息含量越高;

H3: 第一大股东与第二大股东持股比例之比越高,股价同步性越高,股价企业特质信息含量越低;

H4: 第一大股东与第二至第十大股东的持股比例之比越高,股价同步性越高,股价企业特质信息含量越低。

研究表明两权分离度(控制权和现金流权)越

高,实际控制人更易对公司的资产采取“掏空”的行为。但国有企业性质特殊,大部分是国家剥离出经营性资产上市的,两权分离度相对较低,国企强调国有经济的主导作用体现在控制力上,在保证控制权的基础上,减少持股比例更有益于融资、掏空风险较私营企业低。即国有企业中两权分离度提高,股价同步性越低,个股股价企业特定信息含量越高。相对于国有企业,私人企业若两权分离度过大,处于塔顶的实际控制人可以凭借少量所有权牢牢控制整个企业,道德风险激增,金字塔持股结构更容易发生挪用和掏空问题。此时,控制人会更少发布真实企业特质信息,甚至发布扭曲失真信息,个股股价企业特质信息含量较低,股价同步性偏高。据此提出以下假设:

H5: 当企业为国企时,两权分离度与股价同步性负相关;当企业为私企时,两权分离度与股价同步性正相关。

在公司治理的研究中对两职合一有两种看法:从管理理论上讲,两职合一有利于企业管理;但从代理理论看,两职合一可能会导致董事会监督功能减弱。虽然此前 Gul 和 Leung^{[7]351-379}通过香港的 385 家上市公司的数据得出两职合一现象与较低的自愿披露水平相关,但袁知柱和鞠晓峰^{[2]17-29}的研究表明两职一对股价波动中企业信息含量的影响并不显著。香港市场与我国内地资本市场的区别较大,本文认为我国内地资本市场可能与香港资本市场情况相反,两职合一可能会有利于企业管理,降低股价同步性。而独立董事比例越高越能够增强对企业管理层的监督效果,股价信息含量越高。据此提出以下假设:

H6: 董事长兼任总经理时,股价同步性越低;

H7: 独立董事占比越高,股价同步性越低。

三、模型设计

(一) 数据来源

本文数据均来源于锐思数据库和国泰安数据库,以 2008 年至 2016 年的 A 股上市公司为样本,剔除了金融行业以及 ST 与 * ST 的公司,并对搜集到的

数据进行了剔除空白值样本和删除个股一个自然年度中周观测值不足 30 的样本的操作,得到了共计 10 646 个观测值。

(二) 变量设定

股票换手率是投资者的关注和情绪的显著表现,是投资者异质性信念波动程度的代理变量,能够控制一部分噪音的影响。在提取股价同步性时,为减少噪音的影响,控制了个股股票周换手率这个变量,具体模型设定如下:

$$r_{(i,w,y)} = \alpha_{(i,w,y)} + \beta_{(i,w,y)} r_{(m,w,y)} + \gamma_{(i,w,y)} r_{(j,w,y)} + \varphi_{(i,w,y)} \text{TURN}_{(i,w,y)} + \varepsilon_{(i,w,y)} \quad (1)$$

其中, i 表示企业, j 表示行业, w 表示周, y 表示年, $r_{(i,w,y)}$ 为企业的个股股票周收益率, $r_{(m,w,y)}$ 为流通市值加权市场周收益率, $r_{(j,w,y)}$ 为企业所在行业的周收益率, $\text{TURN}_{(i,w,y)}$ 为个股对应的周换手率。按年回归,得出每个企业每年对应的回归方程的调整拟合系数 R^2 来衡量对应企业股价中反映的企业特定信息含量。 R^2 越小,股价企业特质信息含量越高。为符合 OLS 的要求,因此对 R^2 做以下转换:

$$\text{SYN} = \ln \left(\frac{R^2}{1 - R^2} \right) \quad (2)$$

其他解释变量和控制变量详情见表 1。

(三) 模型设定

为研究公司治理和股价同步性之间的关系,本文建立如式 (3) 的模型。根据假设得知,企业性质不同时,公司治理与股价同步性的关系可能并不一致,故将用三种不同类别的样本利用式 (3) 的模型进行回归,这三种样本为全样本 (10 646 个观测值)、国有企业样本 (5 276 个观测值) 以及民营企业样本 (5 370 个观测值)。

$$\text{SYN} = \alpha + \beta \text{governance} + \gamma \text{control} + \sum \text{year} + \varepsilon \quad (3)$$

其中 governance 代表公司治理的各个变量,包括股权结构的 4 个变量、两权分离度、两职合一以及独立董事占比共计 7 个变量 (详见表 1),分别将这 7 个变量代入 governance 进行 7 次回归。 control 指的是企业规模、国企与否、净资产收益率和年份

表 1 变量汇总表
Tab.1 Summary of variables

变量	符号	说明
被解释变量	SYN	由公式 (2) 得出, 衡量股价企业特质信息含量, SYN 越高股价企业特质信息含量越低
解释变量	TOP	第一大股东持股比例
	SNEG	第二大股东至第十大股东持股比例之和
	ZNEG	第一大股东与第二大股东持股比例之比
	TNEG	第一大股东与第二至第十大股东的持股比例之比
控制变量	两权分离度	两权分离度 (控制权和现金流权)
	两职合一	董事长兼任总经理时取值为 1, 否则为 0
	独立董事占比	独立董事在董事中的人数比例
	企业规模	企业年流通市值的自然对数
控制变量	国企与否	虚拟变量, 是国企取值 1, 否则取值 0
	净资产收益率	反映公司盈利水平
	年份	虚拟变量

这 4 个变量, 当样本为全样本时, 4 个控制变量均代入回归方程; 当样本为分类别回归样本时, 去掉国企与否这个控制变量, 仅代入企业规模、净资产收益率和年份这 3 个控制变量。

为验证第一大股东持股比例与股价同步性的非线性关系, 本文同样针对三个样本分别建立以下模型:

$$SYN = \alpha + \beta TOP + \gamma TOP^2 + \delta control + \sum year + \varepsilon \quad (4)$$

根据假设, 也可能出现即使企业性质不同但公司治理和股价同步性的关系一致的现象, 为进一步比较企业性质在公司治理和股价同步性中的不同作用, 本文还将引入交互项 STATE* governance, 以便更好地对比研究国企和非国企之间公司治理和股价同步性的关系, 模型如下:

$$SYN = \alpha + \beta governance + \gamma STATE * governance + \delta control + \sum year + \varepsilon \quad (5)$$

同前文所述, governance 代表的是 7 个变量, 故对每个变量均引入一个相应交互项, 分别进行回归。

四、实证分析

(一) 描述性统计

对数据进行描述性统计发现 (描述性统计表未列出, 如有需要, 可向作者索取), 我国股价同步性 (R²) 的极值相差极大, 无论在国企还是私营企

业中均是如此, 但企业间股价同步性的波动较平缓、标准差较小。第一大股东持股比例 (TOP) 极值上, 三个样本都表现出极值间相差较大, 均值上看国企的第一大股东持股比例相对私营企业较高。国有企业和私营企业第二大股东至第十大股东持股比例之和 (SNEG) 的均值相近, 但国有企业第一大股东与第二大股东持股比例之比 (ZNEG) 和第一大股东与第二至第十大股东的持股比例之比 (TNEG) 的均值均比私营企业高, 可见这主要是由于国企的第一大股东持股比 (TOP) 均值较高造成的。通过国企和私营企业的两职合一 (DUAL) 均值比较可以发现, 国企中两职合一现象极少, 其均值仅为 0.085; 而私营企业的两职合一均值达 0.313。国有企业和私营企业两权分离度 (SPR) 的极值和均值均有一定差别, 私营企业的两权分离度最高达到 53.46、均值为 7.14, 而国有企业最高值为 43.34、均值为 4.61, 可见私营企业的两权分离度较大。国有企业和私营企业的独立董事在董事中的人数比例 (INDEP) 相差不大。

(二) 多重共线性和异方差性

若自变量之间多重共线性严重, 可能会导致回归方程参数估计值标准误增大, 促使显著性检验的 t 值变小。本文所有回归模型解释变量的最大方差膨

胀因子 VIF 均小于 10, 且解释变量平均方差膨胀因子 VIF 不明显大于 1, 不存在严重的多重共线性。虽然最小二乘估计在存在异方差性时仍然是无偏且一致的, 但不再拥有 BLUE 的性质, 为了得到具有 BLUE 性质的估计仍需考虑异方差的情形。为此, 本文回归方程的输出标准误均经过怀特异方差修正, 为异方差稳健标准误。

(三) 回归结果

由表 2 的全样本回归结果可以得知, 第一大股

东持股比例的平方项 (TOP²)、第二至第十大股东持股比例之和 (SNEG)、第一大股东与第二大股东持股比例之比 (ZNEG)、第一大股东与第二至第十大股东的持股比例之比 (TNEG) 的系数在 0.01 的水平下是显著的, 两职合一 (DUAL) 的系数在 0.05 的水平下是显著的, 但两权分离度 (SPR) 和独立董事占比 (INDEP) 的系数并不显著。而各个回归方程中可以看出国企与否 (STATE) 一项的系数均在 0.01 的水平下显著为正, 可见当企业为国企时, 股价同步性水平明显增高。从显著的几个解释变量系数估计值看, 假设 H2、H3、H4 及 H6 均得

表 2 公司治理与股价同步性回归结果 (全样本)

Tab. 2 Corporate governance and stock price synchronization regression results (full sample)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
_cons	-3.8715 ^a (-19.16)	-3.9128 ^a (-19.33)	-4.3410 ^a (-22.41)	-4.0701 ^a (-21.00)	-4.0373 ^a (-20.80)	-4.1095 ^a (-21.31)	-4.0644 ^a (-20.96)	-4.1395 ^a (-21.09)
TOP	0.1700 ^a (3.58)	0.0698 (1.24)						
TOP ²		0.7244 ^a (3.08)						
SNEG			-0.5082 ^a (-6.17)					
ZNEG				0.0007 ^a (2.70)				
TNEG					0.0051 ^a (3.85)			
SPR						0.0001 (0.16)		
DUAL							-0.0464 ^b (-2.45)	
INDEP								0.0931 (0.64)
SIZE	0.2153 ^a (22.27)	0.2165 ^a (22.45)	0.2399 ^a (25.78)	0.2248 ^a (24.29)	0.2232 ^a (24.09)	0.2266 ^a (24.51)	0.2251 ^a (24.38)	0.2265 ^a (24.60)
STATE	0.1443 ^a (9.06)	0.1483 ^a (9.32)	0.1536 ^a (9.88)	0.1536 ^a (9.81)	0.1488 ^a (9.48)	0.1603 ^a (10.09)	0.1506 ^a (9.46)	0.1605 ^a (10.27)
ROE	-0.0029 ^a (-3.35)	-0.0030 ^a (-3.36)	-0.0029 ^a (-3.44)	-0.0029 ^a (-3.36)	-0.0029 ^a (-3.35)	-0.0030 ^a (-3.35)	-0.0030 ^a (-3.34)	-0.0030 ^a (-3.34)
year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	10646	10646	10646	10646	10646	10646	10646	10646
R ²	0.2632	0.2641	0.2652	0.2629	0.2634	0.2624	0.2628	0.2624

注: 括号中为 *t* 统计量, ^b表示 $p < 0.05$ 下显著, ^a表示 $p < 0.01$ 下显著。

到了验证,并初步验证了假设 H1,证明了第一大股东持股比例与股价同步性的关系是非线性的,但与此前学者们不同,本文从全样本得出的该非线性关系呈 U 型而非倒 U 型。

表 3 为国有企业样本下的回归结果。从表 3 可以看出,股权结构的几个变量中第一大股东持股比例的平方项 (TOP²)、第二至第十大股东的持股比例之和 (SNEG)、第一大股东与第二至第十大股东的持股比例之比 (TNEG) 的系数在 0.01 的水平下

依然是显著的,但第一大股东与第二大股东持股比例之比 (ZNEG) 此时并不显著,且第一大股东持股比例的平方项 (TOP²) 的系数显著为正,假设 H1 的一部分得到了验证。在全样本两职合一 (DUAL) 的系数变得不显著了,反而在全样本不显著的两权分离度 (SPR) 显著为负值。这说明当企业为国有企业时,两权分离度 (SPR) 与股价同步性负相关,假设 H5 的前半部分得到了验证。

表 3 公司治理与股价同步性回归结果 (国有企业)

Tab. 3 Corporate governance and stock price synchronization regression results (state-owned enterprises)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
_cons	-5.5823 ^a (-20.61)	-5.5037 ^a (-20.66)	-5.8810 ^a (-22.35)	-5.7195 ^a (-21.59)	-5.6959 ^a (-21.49)	-5.7219 ^a (-21.75)	-5.7263 ^a (-21.71)	-5.7552 ^a (-21.77)
TOP	0.1299 ^b (2.07)	-0.0522 (-0.64)						
TOP ²		0.9310 ^a (3.13)						
SNEG			-0.5002 ^a (-4.62)					
ZNEG				0.0005 (1.55)				
TNEG					0.0038 ^a (2.63)			
SPR						-0.0022 ^c (-1.69)		
DUAL							-0.0548 (-1.62)	
INDEP								0.0641 (0.30)
SIZE	0.2999 ^a (23.67)	0.2957 ^a (23.71)	0.3163 ^a (25.78)	0.3066 ^a (24.86)	0.3054 ^a (24.75)	0.3074 ^a (25.12)	0.3073 ^a (25.05)	0.3074 ^a (24.69)
ROE	-0.0022 ^a (-2.94)	-0.0022 ^a (-2.97)	-0.0022 ^a (-3.09)	-0.0022 ^a (-2.95)	-0.0021 ^a (-2.97)	-0.0022 ^a (-2.93)	-0.0022 ^a (-2.92)	-0.0022 ^a (-2.92)
year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5276	5276	5276	5276	5276	5276	5276	5276
R ²	0.2678	0.2694	0.2705	0.2676	0.2681	0.2676	0.2675	0.2672

注: 括号中为 t 统计量, ^c表示 p < 0.1 下显著, ^b表示 p < 0.05 下显著, ^a表示 p < 0.01 下显著。

表4为私营企业样本下的回归结果。从表4可以看出,第二至第十大股东的持股比例之和(SNEG)、第一大股东与第二大股东持股比例之比(ZNEG)、第一大股东与第二至第十大股东的持股比例之比(TNEG)的系数均显著,且与全样本符号一致。私营企业样本下第一大股东持股比例的平方项(TOP²)

显著为负,呈倒U型,这与国有企业的结果完全相反,至此假设H1验证完毕。私营企业中两职合一(DUAL)的系数在0.01的水平下是显著为负,两权分离度(SPR)的系数在0.01的水平下显著为正,假设H5得到了验证。

表4 公司治理与股价同步性回归结果(私营企业)

Tab. 4 Corporate governance and stock price synchronization regression results (private enterprises)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
_cons	-1.7124 ^a (-5.99)	-1.4792 ^a (-5.02)	-2.2865 ^a (-8.42)	-1.9760 ^a (-7.50)	-1.9306 ^a (-7.27)	-1.9450 ^a (-7.38)	-1.9578 ^a (-7.39)	-2.0109 ^a (-7.34)
TOP	0.2285 ^a (3.14)	0.3115 ^a (3.97)						
TOP ²		-1.1236 ^a (-3.16)						
SNEG			-0.3413 ^a (-2.78)					
ZNEG				0.0016 ^b (2.10)				
TNEG					0.0091 ^a (2.65)			
SPR						0.0041 ^a (3.47)		
DUAL							-0.0598 ^a (-2.65)	
INDEP								-0.1044 (-0.53)
SIZE	0.1155 ^a (8.35)	0.1056 ^a (7.46)	0.1455 ^a (11.03)	0.1286 ^a (10.15)	0.1263 ^a (9.90)	0.1257 ^a (9.86)	0.1287 ^a (10.16)	0.1324 ^a (10.55)
ROE	-0.0048 ^a (-3.16)	-0.0045 ^a (-3.02)	-0.0050 ^a (-3.19)	-0.0049 ^a (-3.16)	-0.0048 ^a (-3.14)	-0.0051 ^a (-3.25)	-0.0049 ^a (-3.17)	-0.0050 ^a (-3.22)
year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5370	5370	5370	5370	5370	5370	5370	5370
R ²	0.2224	0.2238	0.2221	0.2222	0.2226	0.2226	0.2220	0.2210

注: 括号中为t统计量, ^b表示 $p < 0.05$ 下显著, ^a表示 $p < 0.01$ 下显著。

表5为引入了国企与否与公司治理交互项的回归结果,从结果中可以看出,全样本中国企和第一大股东持股比例(TOP)、第二至第十大股东的持股比例之和(SNEG)、两权分离度(SPR)交互项分别在0.05、0.01、0.01的水平下显著,这代表第一大股东持股比例(TOP)、第二至第十大股东的持股

比例之和(SNEG)、两权分离度(SPR)这三个因素对股价同步性的影响中,国企的调节效应明显、影响较大。且可以发现当企业是国企时,对前两者与股价同步性关系的调节作用为正方向,而对两权分离度(SPR)与股价同步性关系的调节作用为负向。

表5 引入交互项下公司治理与股价同步性回归结果(全样本)

Tab. 5 Corporate governance and stock price synchronization regression results under the interaction item (full sample)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
_cons	-3.8932 ^a (-19.29)	-4.3594 ^a (-22.48)	-4.0681 ^a (-20.98)	-4.0365 ^a (-20.78)	-4.0857 ^a (-21.19)	-4.0675 ^a (-20.93)	-4.0623 ^a (-19.40)
TOP	-0.0704 (-0.98)						
TOP ²	0.4964 ^b (2.07)						
STATE* TOP	0.2966 ^a (3.36)						
SNEG		-0.7466 ^a (-6.21)					
STATE* SNEG		0.4149 ^a (2.60)					
ZNEG			0.0011 (1.56)				
STATE* ZNEG			-0.0005 (-0.60)				
TNEG				0.0056 ^c (1.74)			
STATE* TNEG				-0.0006 (-0.17)			
SPR					0.0024 ^b (1.97)		
STATE* SPR					-0.0048 ^a (-2.69)		
DUAL						-0.0416 ^c (-1.83)	
STATE* DUAL						-0.0183 (-0.45)	
INDEP							-0.0709 (-0.36)
STATE* INDEP							0.3349 (1.14)
SIZE	0.2177 ^a (22.57)	0.2424 ^a (25.80)	0.2246 ^a (24.23)	0.2231 ^a (24.00)	0.2246 ^a (24.25)	0.2252 ^a (24.36)	0.2257 ^a (24.35)
STATE	0.1480 ^a (9.31)	0.0988 ^a (3.80)	0.1525 ^a (9.62)	0.1485 ^a (9.33)	0.1614 ^a (10.15)	0.1532 ^a (8.91)	0.1609 ^a (10.29)
ROE	-0.0030 ^a (-3.35)	-0.0029 ^a (-3.41)	-0.0029 ^a (-3.35)	-0.0029 ^a (-3.35)	-0.0030 ^a (-3.34)	-0.0030 ^a (-3.34)	-0.0030 ^a (-3.33)
year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	10646	10646	10646	10646	10646	10646	10646
R ²	0.2648	0.2657	0.2629	0.2634	0.2628	0.2628	0.2625

注: 括号中为t统计量,^a表示p < 0.1下显著,^b表示p < 0.05下显著,^c表示p < 0.01下显著。

(四) 实证结果分析

根据前文分析可以看出国有企业和私营企业间,有关第一大股东持股比例、两权分离度与股价同步性之间的关系是完全相反的,这与本文的假设一致,主要是由国企的特殊性决定的。实证结果表明,在国有企业中,第一大股东持股比例与股价同步性的关系呈U型,最初占优的是“利益协同效应”,随着第一大股东持股比例的增加,“壕沟防守效应”逐渐占据优势;在私营企业中,第一大股东持股比例与股价同步性的关系呈倒U型,最初占优的是“壕沟防守效应”,随着第一大股东持股比例的增加,个人利益与企业利益紧密相连,“利益协同效应”逐渐占据上风。当企业为国有企业时,在保证控制权的基础上减少持股比例,两权分离度越大,对融资越有利,也有利于企业的经营管理,这也符合我国现阶段国企改革的大方向。国有企业中第一大股东与第二大股东持股比例之比(ZNEG)结果不显著,但第二至第十大股东的持股比例之和(SNEG)、第一大股东与第二至第十大股东的持股比例之比(TNEG)显著,结合描述性统计结果,本文认为这是由于较私营企业,国有企业中第一大股东持股比例高,第二大股东对第一大股东的制衡效果不明显,可见我国国有企业股权结构中一股独大现象较明显。两职合一(DUAL)在国有企业样本中也不显著,这与国有企业中个人利益成分小、国有企业中董事长和总经理等大多采取任命制有关。在股权制衡上看,私营企业股权制衡对股价同步性的抑制作用比国有企业大,股权制衡促使企业在资本信息市场上披露更多企业特质信息。在本文的研究中,独立董事占比(INDEP)始终不显著。由于本文10646个样本中有72个样本的独立董事占比(INDEP)的值小于三分之一,这并不符合我国法律的规定,故本文删除了这72个样本后重新进行回归,发现即使去掉这72个样本得到的回归结果依然显示独立董事占比(INDEP)不显著。

五、结论

本文研究发现,由于“利益协同效应”和“壕沟防守效应”的存在,第一大股东持股比例与股价

同步性的关系是非线性的,且不同性质的企业中这种非线性关系是不同的:当企业为国有企业时,该非线性关系为U型;当企业为私营企业时,该非线性关系为倒U型。由此可见,在国有企业中,第一大股东持股比例并不是越集中越好,也并非越少越好,应根据企业实际情况寻找一个最佳的平衡点,防止过度集中和控制无效。而私人企业中,第一大股东持股比例在两个极端点时,股价同步性较低。无论是国有企业还是私营企业,股权制衡制度都可以有效降低股价同步性,增加资本信息市场的信息透明度,提升该企业股价中企业特质信息的含量,而且这种中小股东对第一大股东的监督制衡作用在私营企业中更大,能有效降低个人的道德风险。鉴于股权制衡在私营企业中的作用较大,为建设更规范、更透明、更高效的资本市场,国家应鼓励私营企业针对股权治理结构进行调整,提高大股东间的股权分散度,减少大股东之间持股比例差距,促进形成制衡局面,这样可以降低个人道德风险,避免掏空现象发生,有效增加个股股价中企业特质信息的含量。

国有企业和私营企业中,两权分离度在股价企业信息含量中发挥的作用是截然不同的。当企业为国有企业时,两权分离度与股价同步性负相关,两权分离度越大,股价同步性越低,股价中企业特质信息含量越高;而在私营企业中,两权分离度与股价同步性正相关,两权分离度越大,股价同步性越高,股价中企业特质信息含量越低。国有企业可以放大两权分离度,在保证控制权的前提下,分散所有权,这样更有利于公司治理,增加股价中企业特质信息的含量,提升融资效率;而在私营企业中,两权分离度过高会使“掏空”风险激增,国家应对此进行适度调控。整体上看,两职合一增加了股价中企业信息的含量,但这一作用在国有企业中并不明显。可能是由于国有企业本身的特殊性及其任命制才使得两职合一的作用不明显,国有企业应适度放权,建立合理的监督和管理机制。

本文的实证研究中,独立董事占比与股价同步性的关系并不显著。这可能表明了我国独立董事制

度在影响股价信息含量上的作用有限、独立董事没有有效发挥其监督作用;但也可能是与独立董事相关的中介变量的正负影响相互抵消的结果,这有待未来进一步研究。值得注意的是,影响股价同步性的因素是复杂多样的,除了企业性质、公司治理与股价同步性关联度很高之外,机构投资者持股、分析师预测、审计质量等因素都被证实了与股价同步性息息相关。本文仅针对企业性质、公司治理与股价同步性进行了研究,没有剔除机构投资者持股、分析师预测等因素的影响,这是本文的主要不足之处。不同企业性质下,机构投资者持股、分析师预测等因素对股价同步性的影响是否有不同的影响也是未来可以探讨的方向之一。

参考文献:

[1]李增泉. 所有权结构与股票价格的同步性——来自中国股票市场的证据[J]. 中国会计与财务研究, 2005(3): 57

-60.

[2]袁知柱,鞠晓峰. 制度环境、公司治理与股价信息含量[J]. 管理科学, 2009, 22(1): 17-29.

[3]FERREIRA M A, LAUX P A, MARKARIAN G. Institutional trading, information and executive compensation [M]. New York: Social Science Electronic Publishing, 2008.

[4]GUL F A, KIM J B, QIU A A. Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: evidence from China [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95(3): 425-442.

[5]王立章,王咏梅,王志诚. 控制权、现金流权与股价同步性[J]. 金融研究, 2016(5): 97-110.

[6]周林洁. 公司治理、机构持股与股价同步性[J]. 金融研究, 2014(8): 146-161.

[7]GUL F A, LEUNG S. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures [J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2004, 23(5): 351-379.

Corporate Nature , Corporate Governance and Stock Price Synchronization

CHEN Chancha , YUE Yuzhu

(School of Economics and Management , Shenyang University of
Chemical Technology , Shenyang 110142 , China)

Abstract: Based on an empirical analysis of A-share listed companies from 2008 to 2016 , the relationship between shareholding ratio of the largest shareholder and stock price synchronization is nonlinear , and when the company is a state-owned enterprise , the nonlinear relationship is U-shaped; when the company is a private enterprise , the nonlinear relationship is inverted U-shaped. When the enterprise is a state-owned enterprise , the separation of powers (control rights and cash flow rights) is negatively related to the synchronization of stock prices; while in the private sector , the separation of powers is positively related to the synchronization of stock prices. On the whole , the integration of the two positions has increased the content of corporate information in the stock price and reduced the synchronization of stock prices , but this effect is not obvious in state-owned enterprises. Whether it is a state-owned enterprise or a private enterprise , the system of shareholding checks and balances can effectively reduce the synchronization of share prices , and the effect of shareholding checks and balances in private enterprises is better. The relationship between the proportion of independent directors and the synchrony of stock prices is not significant.

Key words: corporate governance; separation of powers; state-owned enterprises; stock price synchronization

(责任编辑: 杨成平)