

会计稳健性、信息透明度与股价同步性

沈华玉¹ 郭晓冬² 吴晓晖²

(1.华北电力大学 经济与管理学院,北京 102206 2.厦门大学 管理学院,福建 厦门 361005)

[摘要] 以我国2003—2015年的上市公司为样本,研究了会计稳健性、信息透明度对股价同步性的影响。结果表明:会计稳健性与股价同步性显著负相关,这支持了“信息效率”说;信息透明度与股价同步性显著正相关,这支持了“非理性噪音”说;会计稳健性和信息透明度对股价同步性的影响存在替代效应。进一步的研究显示,在国有企业及业绩较差或治理水平较低的样本组中,会计稳健性对股价同步性的负向影响更为显著,而信息透明度及其与会计稳健性的交互效应对股价同步性的正向影响在各组中都很显著。

[关键词] 股价同步性;会计稳健性;信息透明度

[中图分类号] F276

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2017)12-0114-11

Accounting Conservatism, Information Transparency and Stock Price Synchronicity

SHEN Hua-yu¹, GUO Xiao-dong², WU Xiao-hui²

(1. School of Economics and Management, North China Electric Power University, Beijing 102206;

2. School of Management, Xiamen University, Xiamen 310005, China)

Abstract: Taking listed companies in China from 2003 to 2015 as the sample, this paper discusses how the accounting conservatism and information transparency affect stock price synchronization. The results confirm some hypothesis as follows. Firstly, accounting conservatism has a significant negative correlation with stock price synchronization, which supports the concept of "information efficiency". Secondly, information transparency has a significant positive correlation with stock price synchronization, supporting the concept of "non-rational noise". Thirdly, there is a substitution effect on the interaction of accounting conservatism and information transparency. Further study finds that, the negative effect of accounting conservatism on the stock price synchronicity is more significant in state-owned enterprises and other enterprises with poor performance or low-level governance. However, the positive effect of information transparency and its interaction with accounting conservatism are both remarkable in all samples.

Key Words: stock price synchronicity; accounting conservatism; information transparency

一、引言

股价同步性是指股票价格波动与市场平均波动的相互关系,即“同涨同跌”。我国资本市场的股价同

步性较高(Morck等,2000)^[1],而较高的股价同步性可能意味着股票市场的信息效率较低,从而影响公司的投资效率、研发水平等(Durnev等,2004;Chan

[收稿日期] 2017-11-09

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71572167)

[作者简介] 沈华玉(1982-),男,湖北随州人,华北电力大学会计学博士后,副教授,会计学博士,主要研究方向是公司财务与资本市场;郭晓冬(1985-),男,贵州六盘水人,厦门大学管理学院财务学系博士研究生,主要研究方向是公司财务与企业创新;吴晓晖(1971-),男,福建漳州人,厦门大学中国企业成长研究中心主任,厦门大学管理学院教授,博士生导师,管理学博士,主要研究方向是公司财务与创业金融。

等 2006)^[2,3]。因此,分析股价同步性的影响因素,寻找降低股价同步性的途径是非常必要的。

股价同步性具有双重性,即“信息效率”和“非理性噪音”,学者们从这两个对立的角进行了研究(Chan等 2006;Ferreira和Laux 2007)^[3,4]。“信息效率”是指股价同步性越低,股价中包含的公司特质信息就越多,股票市场的信息效率也越高。“非理性噪音”是指新兴资本市场中的股票价格不能有效反映公司的特有信息,其包含了很多的“噪音”,因而股价同步性越低,“噪音”就越多,股票市场的信息效率也越低。

近年来,有关会计稳健性经济后果的研究引起了学术界的关注。会计稳健性是会计实践应遵循的原则,它能抑制管理层的盈余管理动机,提高公司未来盈余的确定性,降低公司内外部信息的不对称程度,从而使更多的公司特质信息融入股票价格中,而“信息效率”的提高又会使股价同步性降低。信息透明度关系到有多少公司特质信息可以融入股票价格中。在“非理性噪音”较少的资本市场(如发达资本市场),信息透明度较高,公司特质信息会较多地融入股票价格中,股票价格随市场的波动较少,股价同步性也较低。相反,在“非理性噪音”较多的资本市场(如新兴资本市场),由于公司特质信息较少融入股票价格中,信息透明度降低了公司未来的风险,减少了“噪音”对公司股票价格的影响,股票价格随市场而波动,股价同步性提高。可见,在两种不同的视角下,公司信息透明度与股价同步性的关系是不同的。那么,会计稳健性和公司信息透明度是否会同时影响股价同步性?两者对股价同步性的影响是替代效应还是互补效应呢?

本文以我国 2003—2015 年的上市公司为样本,研究了会计稳健性、信息透明度对股价同步性的影响,并对会计稳健性与信息透明度的交互效应进行了考察。结果表明:会计稳健性与股价同步性显著负相关,说明会计稳健性越高,融入股价的公司特质信息就越多,这支持了“信息效率”说;信息透明度与股价同步性显著正相关,这支持了“非理性噪音”说;会计稳健性与信息透明度对股价同步性的影响存在交互效应,随着公司信息透明度的提高,会计稳健性对股价同步性的负向影响减弱,即会计稳健性和信息透明度对股价同步性的影响存在替代效应。进一步的研究显示,在国有企业、业绩较差及公司内部治理水平较低(董事长与总经理两职合一)的样本组中,

会计稳健性对股价同步性的负向影响更为显著,而信息透明度对股价同步性的正向影响在各组中都很显著,会计稳健性与信息透明度对股价同步性的交互效应在各组中也很显著。

本文的主要贡献在于:(1)对于股价同步性所具有的“信息效率”和“非理性噪音”双重性,已有文献仅对某一种属性进行了探讨,而本文从会计稳健性和信息透明度的角度出发,实证检验了股价同步性的双重性,拓展了股价同步性的相关研究;(2)已有文献对会计稳健性的影响因素进行了较多研究(Lafond等 2008;Lara等 2009;Ahmed等 2013)^[5-7],对会计稳健性经济后果的研究也主要集中在融资成本(Li 2015;Gigler等 2009)^[8,9]、投资效率(Balakrishnan等 2016;Francis等 2015)^[10,11]等方面,而对会计稳健性与股价同步性关系的研究较少,本文丰富了会计稳健性经济后果的相关研究。

二、理论分析与研究假设

(一)股价同步性相关文献回顾

近几年,国内外学者对股价同步性影响因素的研究主要集中在两个方面,即信息不对称和内外部治理水平。Morck等(2000)^[1]对世界各国资本市场的股价同步性进行了对比研究,发现中国资本市场的股价同步性很高,在各国中排名第二。Hutton(2009)^[12]、Chan等(2006)^[13]以发达资本市场为样本进行了研究,发现信息不对称与股价同步性显著正相关。王亚平等(2009)^[14]以中国资本市场为样本进行的研究却显示,信息不对称与股价同步性显著负相关。他们认为,中国资本市场“噪音”较多,股价同步性更多地反映的是市场“噪音”,而不是公司特质信息。但也有学者发现,中国资本市场的股价同步性能够反映公司特质信息,因而信息不对称与股价同步性是显著正相关的。史永等(2014)^[15]发现,XBRL的使用能够降低股价同步性。胡军和王甄(2015)^[16]认为,上市公司利用微博进行信息披露能够降低股价同步性。此外,很多学者从公司内外部监督及治理的角度对股价同步性的影响因素进行了研究。Gul等(2010)^[17]研究发现,股权集中度会显著影响股价同步性,外资持股比例与股价同步性显著负相关,审计质量也与股价同步性显著负相关。王亚平等(2009)^[14]、饶育蕾等(2013)^[18]发现,机构投资者持股比例、QFII持股比例与股价同步性显著负相关。周铭山等(2016)^[19]认为,明星分析师跟踪能够降低股价同步性。朱红军等(2007)^[20]发现,分析师的搜寻活动能够降低股价同步性。黄俊

等(2014)^[21]发现,新闻媒体报道与股价同步性显著负相关。周林洁(2014)^[22]发现,公司治理水平与股价同步性显著正相关,说明我国资本市场的“噪音”较多。王立章等(2016)^[23]认为,两权分离度与股价同步性显著正相关。

(二)研究假设

根据“信息效率”原则,会计稳健性主要通过非对称确认和非对称信息披露发挥作用(王冲和谢雅璐,2013)^[24]。非对称确认要求上市公司对损失及时确认,对收益谨慎确认(周玮和吴联生,2015)^[25],以避免管理层的盈余操纵或过度投资等自利行为,使上市公司未来的盈余可以预测,其股价中融入更多的公司特质信息,从而减少股价随市场的波动,降低股价同步性。非对称信息披露则要求上市公司对“坏消息”及时披露,对“好消息”谨慎披露,避免管理层通过操纵信息披露影响会计信息质量,以降低公司信息不对称程度,使更多的公司特质信息融入股价中,从而减少股价随市场的波动,降低股价同步性。基于以上分析,本文提出如下假设 H1:

H1:当其他条件相同时,会计稳健性与股价同步性显著负相关。

根据“非理性噪音”假说,在“噪音”较少的资本市场,信息透明度越高,融入股价中的公司特质信息就越多,从而使股价波动减少,股价同步性降低(胡军和王甄,2015)^[16]。相反,在“噪音”较多的资本市场,公司股价受“噪音”的影响较大,信息透明度越高,公司未来的不确定性就越低,从而减弱“噪音”对股价的影响,增大股价的波动性,提高股价同步性(王亚平等,2009)^[14]。由于我国资本市场起步较晚,还处于完善之中,相对于发达资本市场而言,我国市场中的“噪音”较多(王亚平等,2009)^[14]。基于以上分析,本文提出如下假设 H2:

H2:当其他条件相同时,信息(不)透明度与股价同步性显著正(负)相关。

作为公司特质信息的源头,会计稳健性会影响股价同步性,而信息透明度作为信息传播媒介也会影响股价同步性。那么,这两者对股价同步性的影响是否存在交互效应呢?如果存在交互效应,其是替代还是互补效应?基于此,本文提出如下假设 H3:

H3:会计稳健性与信息透明度对股价同步性的影响存在交互效应。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取 2003—2015 年的中国上市公司作为

研究样本,在剔除金融保险与 ST 公司(这两类上市公司在财务、流动性等方面与其他公司差异较大,可能会影响实证结果)、某年度中同行业上市公司数目少于 15 家的样本观测值以及各项指标缺失的样本观测值后,得到 12 695 个年度-公司样本观测值。同时,为了避免极端值对实证结果的影响,本文对所有连续变量进行了 1%水平的缩尾处理。本文的数据均来自于 CSMAR 和 WIND 数据库,有些数据经过相关计算得到。

(二)变量定义

1. 股价同步性。借鉴 Jin 和 Myers(2006)^[26]的研究,本文利用模型(1)计算出的个股收益率对市场平均收益率回归得到的拟合度即 R^2 衡量股价同步性。

$$r_{a,t} = \alpha + \beta * r_{m,t} + \lambda * r_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

式中 $r_{a,t}$ 表示公司 a 第 t 周的收益率, $r_{m,t}$ 表示市场第 t 周的平均收益率, $r_{i,t}$ 表示公司 a 所在行业所有上市公司股票第 t 周的平均收益率, R^2 即为模型(1)的拟合度。

由于 R^2 取值在 0~1 之间,不符合正态分布的原则,不适合直接进行面板回归,因此,本文对 R^2 进行了对数处理,见模型(2),最终得到股价同步性指标,记为 Syn_a 。

$$Syn_a = \ln\left(\frac{R_a^2}{1-R_a^2}\right) \quad (2)$$

2. 信息透明度。借鉴 Hutton 等(2009)^[12]的研究,本文选取公司可操纵性利润的绝对值作为公司信息透明度的衡量指标。为了保证该指标的稳健性,本文采用了过去三年的利润总和,详见模型(3)。

$$Opaq = Abacc_{t-1} + Abacc_{t-2} + Abacc_{t-3} \quad (3)$$

其中,操纵性利润的绝对值($Abacc$)根据修正的 Jones 模型计算得到。

利用模型(4),本文计算了总应计利润。

$$TA_{it} = (NI_{it} - CFO_{it}) / Assets_{it-1} \quad (4)$$

利用模型(5),本文计算了非可操纵性应计利润。

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * 1 / Assets_{it-1} + \beta_2 * [(\Delta NR_{it} - \Delta TR_{it}) / Assets_{it-1}] + \beta_3 * PPE_{it} / Assets_{it-1} + \varepsilon \quad (5)$$

式中, ΔNR_{it} 为公司 i 第 t 期的净营业收入增加额, ΔTR_{it} 为公司 i 第 t 期的应收账款增加额, PPE_{it} 为公司 i 第 t 期的的固定资产。

本文利用上市公司数据对模型(5)进行回归,将得到的系数代入模型(6),求出不可操纵性应计

利润。

$$NDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * 1/Assets_{it-1} + \beta_2 * [(\Delta NR_{it} - \Delta TR_{it}) / Assets_{it-1}] + \beta_3 * PPE_{it} / Assets_{it-1} \quad (6)$$

利用模型(7),本文计算得出可操纵性应计利润。

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad (7)$$

式中,DA_{it}为公司i第t期的可操纵性应计利润,其取绝对值即为Abacc的值。

3.会计稳健性。借鉴Khan和Watts(2009)^[27]的研究,本文将利用其模型计算出的C-Score作为会计稳健性的衡量指标。

借鉴Basu(1997)^[28]的研究,本文建立了逆回归模型,见模型(8)。

$$EPS_{it}/P_{i(t-1)} = \alpha_1 + \alpha_2 * D_{it} + \alpha_3 * R_{it} + \alpha_4 * D_{it} * R_{it} + \varepsilon \quad (8)$$

式中,EPS_{it}/P_{i(t-1)}为公司i第t年每股收益除以上一年年末的股价,R_{it}为股票i第t年的回报率,D_{it}为虚拟变量(R_{it}大于0赋值为0,否则为1),α₃为“好消息”的敏感系数,α₄为“好消息”与“坏消息”之间增量的敏感系数,α₄即为本文所要计算的会计稳健性。

根据模型(8),本文定义了G-Score和C-Score,见模型(9)和模型(10)。

$$G-Score = \alpha_3 = \mu_1 + \mu_2 * Size_{it} + \mu_3 * MB_{it} + \mu_4 * LEV_{it} \quad (9)$$

$$C-Score = \alpha_4 = \gamma_1 + \gamma_2 * Size_{it} + \gamma_3 * MB_{it} + \gamma_4 * LEV_{it} \quad (10)$$

将模型(8)和模型(9)代入模型(10),可以得到模型(11)。

$$EPS_{it}/P_{i(t-1)} = \alpha_1 + \alpha_2 * D_{it} + R_{it} * (\mu_1 + \mu_2 * Size_{it} + \mu_3 * MB_{it} + \mu_4 * LEV_{it}) + D_{it} * R_{it} * (\gamma_1 + \gamma_2 * Size_{it} + \gamma_3 * MB_{it} + \gamma_4 * LEV_{it}) + \varepsilon \quad (11)$$

式中,Size_{it}为公司i第t年的公司规模(取总资产的对数),MB_{it}为公司i第t年的账面市值比,LEV_{it}为公司i第t年的资产负债率。

本文将系数代入上述模型进行分年度回归,得到每个公司的会计稳健性指标,即C-Score的值。

4.其他变量。借鉴Gul等(2010)^[17]、王立章等(2016)^[23]的研究,本文选取滞后一期月平均超额换手率、市值账面比、公司规模、资产负债率、机构投资者持股比例、资产收益率、分析师跟踪数量、审计质量(是否为四大会计事务所)作为控制变量,同时控制了行业和年度,详见表1。

表1 变量说明

变量	名称及计算说明
Syn	股价同步性,算法参见模型(1)、(2)
Cscore	会计稳健性,算法参见模型(8)至模型(11)
Opaq	信息不透明,算法参见模型(3)至模型(7)
Ulmturn	月平均超额换手率,即第t年股票i的月平均换手率-第t-1年股票i的月平均换手率
Size	公司规模,即股票i第t年总资产的自然对数
Roa	资产收益率,即净利润/平均资产总额(平均资产总额=资产合计数期末余额)
Debt	资产负债率,即负债总额/资产总额
MB	市值账面比,即股票i第t年的市值A/资产总计
Iholder	股票i上一年年末机构投资者持股比例总和
Anum	股票i分析师跟踪数量
Big4	股票i的审计机构是否为四大,是为1,否为0
Shrcr1	股票i上一年年末第一大股东持股比例
Board	股票i第t年的董事会规模
Indep	独立董事比例,其大于行业年度独立董事比例均值时为1,否则为0
Dual	是否两职合一,是为1,否为0
Year	年度控制
Ind	行业控制

(三)模型设计

为了检验假设 H1、H2、H3, 本文构建了模型(12)、(13)、(14)。

$$\text{Syn} = \alpha_1 + \beta_1 * \text{Cscore} + \beta_4 * \text{c variables} + \text{year} + \text{ind} + \varepsilon \quad (12)$$

$$\text{Syn} = \alpha_1 + \beta_1 * \text{Cscore} + \beta_2 * \text{Opaq} + \beta_4 * \text{c variables} + \text{year} + \text{ind} + \varepsilon \quad (13)$$

$$\text{Syn} = \alpha_1 + \beta_1 * \text{Cscore} + \beta_2 * \text{Opaq} + \beta_3 * \text{Cscore} * \text{Opaq} + \beta_4 * \text{c variables} + \text{year} + \text{ind} + \varepsilon \quad (14)$$

模型中, Syn 表示股价同步性, Cscore 表示会计稳健性, Opaq 表示信息不透明度, c variables 是本文所有的控制变量, year 和 ind 用于控制年度和行业。根据假设 H1、H2, β_1 、 β_2 应该显著为负, β_3 也应该显

著,但正负尚不能确定。

四、实证结果

(一)描述性统计分析

表 2 是变量的描述性统计分析。结果显示, 股价同步性 Syn 的均值为 -0.800, 比傅鸿震等(2016)^[29]计算的均值(-0.401)略小, 说明近年来我国资本市场股票同步性的总体水平在降低, 而标准差为 1.1, 说明股票之间的同步性差异较大; 会计稳健性 Cscore 的均值为 0.140, 与袁卫秋(2016)^[30]计算的均值(0.16)较为接近; 信息不透明度 Opaq 的均值为 0.110, 略小于王冲等(2013)^[24]计算的 0.205。其他控制变量的均值、方差、极值等分布较为合理。

表 2 描述性统计分析

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25 分位	中位数	75 分位	最大值
R ²	12695	0.350	0.180	0.0100	0.210	0.350	0.480	0.750
Syn	12695	-0.800	1.100	-5.010	-1.310	-0.610	-0.070	1.100
Cscore	12695	0.140	0.0600	0	0.110	0.140	0.170	0.350
Opaq	12695	0.110	0.110	0	0.0400	0.0800	0.140	0.680
Ulmturn	12695	0	0	-0.0200	0	0	0	0.0100
Size	12695	22.03	1.210	19.81	21.17	21.86	22.70	27.30
Roa	12695	0.0500	0.0500	-0.110	0.0200	0.0400	0.0700	0.200
Debt	12695	0.460	0.200	0.0500	0.310	0.470	0.620	0.940
MB	12695	1.980	1.760	0.130	0.810	1.470	2.500	10.18
Iholder	12695	0.0800	0.110	0	0.0200	0.0500	0.100	0.630
Anum	12695	2.350	1.100	0.690	1.390	2.300	3.220	5.390
Big4	12695	0.0500	0.220	0	0	0	0	1

(二)Pearson 和 Spearman 相关关系分析

从表 3 给出的 Pearson 和 Spearman 相关系数来看, 股价同步性(Syn)与会计稳健性(Cscore)、信息不透明度(Opaq)在 0.01 的水平上显著负相关, 说明若不考虑其他因素的影响, 会计稳健性显著降低了股

价同步性, 而信息透明度显著提高了股价同步性, 这验证了假设 H1 和 H2。另外, 除机构投资者持股比例(Iholder)与股价同步性在 0.05 的水平上显著相关外, 其他控制变量与股价同步性均在 0.01 的水平上显著相关。

表 3 变量的 Pearson 和 Spearman 相关系数

	Syn	Cscore	Opaq	Ulmturn	Size	Roa	Debt	MB	Iholder	Anum	Big4
Syn	1	-0.294***	-0.0527***	-0.0554***	0.214***	-0.122***	0.134***	-0.338***	-0.102***	-0.0652***	0.0537***
Cscore	-0.281***	1	0.0679***	-0.0449***	-0.807***	0.369***	-0.686***	0.900***	0.0664***	-0.0701***	-0.213***
Opaq	-0.0747***	0.111***	1	-0.00264	-0.0428***	0.00840	0.0499***	0.0786***	-0.0138	-0.0484***	-0.0194*
Ulmturn	-0.0445***	-0.0793***	0.0172	1	0.0883***	-0.0992***	0.0989***	0.0281**	-0.0000553	-0.0964***	0.0266**
Size	0.199***	-0.753***	-0.0491***	0.108***	1	-0.103***	0.468***	-0.548***	0.0409***	0.317***	0.248***
Roa	-0.0947***	0.342***	0.0933***	-0.0898***	-0.0664***	1	-0.461***	0.463***	0.207***	0.388***	0.00714

(续表3)

Debt	0.132***	-0.629***	0.0758***	0.151***	0.442***	-0.438***	1	-0.617***	0.00748	-0.0719***	0.0582***
MB	-0.289***	0.901***	0.145***	-0.0123	-0.426***	0.392***	-0.481***	1	0.140***	0.118***	-0.127***
Iholder	-0.0260**	-0.00103	-0.00925	0.0351***	0.0412***	0.108***	0.0191*	0.0253**	1	0.300***	-0.0638***
Anum	-0.0679***	-0.0687***	-0.0518***	-0.0763***	0.351***	0.377***	-0.0708***	0.117***	0.115***	1	0.0874***
Big4	0.0569***	-0.217***	-0.0179*	0.0259**	0.339***	0.00373	0.0643***	-0.103***	-0.00675	0.0909***	1

注:下三角区为 Pearson 相关系数,上三角区为 Spearman 相关系数,*、**、*** 分别表示在 0.01、0.05、0.1 的水平上显著

(三)回归分析

为了进一步验证研究假设,本文采用回归分析方法进行检验,结果见表4。从模型(1)和模型(2)固定效应模型的回归结果来看,在控制了其他因素的影响后,会计稳健性与股价同步性在 0.01 的水平上显著负相关,信息不透明度与股价同步性在 0.001 的水平上显著负相关,即信息透明度与股价同步性显著正相关。会计稳健性与信息不透明度的交互项与股价同步性也在 0.001 的水平上显著正相关,即信息不透明度越高,会计稳健性对股价同步性的负向影响就越显著。从模型(3)和模型(4)随机效应模型的回归结果来看,其与固定效应模型的结果保持一致。由此,假设 H1、H2、H3 得到了验证。从控制变量来看,股价同步性与月平均超额换手率、Roa、资产负债率、机构投资者持股比例、分析师跟踪数量等显著负相关,这与已有的研究结论基本一致(王亚平等,2009)^[14]。

表4 回归分析结果

	固定效应模型		随机效应模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Syn	Syn	Syn	Syn
Cscore	-4.199** (-2.23)	-5.822*** (-3.04)	-6.262*** (-4.24)	-7.676*** (-5.15)
Opaq	-	-1.348*** (-7.10)	-	-1.496*** (-9.14)
Cscore* Opaq	-	6.056*** (5.22)	-	6.705*** (7.02)
Ulmturn	-33.11*** (-13.01)	-33.01*** (-13.01)	-21.70*** (-9.80)	-21.96*** (-9.95)
Size	0.0577* (1.72)	0.0516 (1.53)	0.0403 (1.42)	0.0218 (0.76)
Roa	-0.873*** (-3.44)	-0.621** (-2.42)	-0.359* (-1.73)	-0.160 (-0.77)

Debt	-0.962**** (-8.38)	-0.956**** (-8.27)	-0.811**** (-10.14)	-0.802**** (-9.93)
MB	-0.0727* (-1.71)	-0.0597 (-1.41)	-0.0304 (-0.93)	-0.0224 (-0.69)
Iholder	-1.173**** (-8.64)	-1.161**** (-8.57)	-0.555**** (-6.50)	-0.561**** (-6.61)
Anum	-0.0452*** (-3.60)	-0.0486**** (-3.88)	-0.0715**** (-7.54)	-0.0740**** (-7.80)
Big4	-0.0305 (-0.49)	-0.0238 (-0.38)	-0.123*** (-2.78)	-0.121*** (-2.76)
Constant	-0.415 (-0.44)	-0.0335 (-0.04)	-0.0675 (-0.08)	0.582 (0.72)
控制年度	YES	YES	YES	YES
控制行业	YES	YES	YES	YES
N	12695	12695	12695	12695
Adj(Within) -R ²	0.422	0.425	0.201	0.251

注:*、**、***、**** 分别表示在 0.001、0.01、0.05、0.1 的水平上显著

(四)进一步的分析

由于会计稳健性、信息不透明度在公司业绩、企业性质及治理水平不同的公司中可能存在差异,为了验证盈利水平、产权性质、治理水平对实证结果的影响,本文根据 Roe 高低、是否为国有企业、董事长与总经理是否两职合一,对样本进行了分组检验。表5的结果显示:在业绩较差企业、国有企业及非两职合一的样本组中,会计稳健性与股价同步性显著负相关,而在其他样本组中,两者的关系并不显著;在所有样本组中,信息不透明度与股价同步性显著负相关,且信息不透明度与会计稳健性存在交互效应。这说明在国有企业以及业绩较差或治理较好的公司中,会计稳健性释放出的公司特质信息更多(周林洁,2014)^[22],股价同步性更低。

表5 分组检验结果

	Roe 高	Roe 低	国有	非国有	两职合一	两职不合一
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Syn	Syn	Syn	Syn	Syn	Syn
Cscore	-4.623 (-1.44)	-9.503*** (-3.13)	-8.215*** (-3.08)	-3.824 (-1.33)	-6.833 (-1.55)	-5.021** (-2.11)
Opaq	-1.321*** (-4.28)	-1.129*** (-3.92)	-1.462*** (-5.26)	-1.135*** (-3.82)	-1.124** (-2.00)	-1.257*** (-5.53)
Cscore* Opaq	6.181*** (3.61)	4.779** (2.41)	6.957*** (3.60)	4.876** (2.93)	5.534* (1.88)	5.457*** (3.77)
UImturn	-25.75*** (-6.84)	-37.43*** (-9.28)	-41.23*** (-10.02)	-26.81*** (-7.96)	-27.35*** (-4.82)	-31.59*** (-10.44)
Size	0.0106 (0.19)	0.0285 (0.56)	0.0512 (1.13)	-0.00750 (-0.14)	-0.0209 (-0.23)	0.0376 (0.93)
Roa	-0.917* (-1.85)	-0.516 (-1.10)	-1.340*** (-3.80)	0.452 (1.14)	-0.648 (-0.82)	-0.421 (-1.38)
Debt	-1.044*** (-5.52)	-1.111*** (-6.20)	-1.223*** (-7.30)	-0.810*** (-4.77)	-1.301*** (-4.32)	-0.876*** (-6.13)
MB	-0.0970 (-1.38)	0.0507 (0.74)	-0.0380 (-0.63)	-0.0945 (-1.50)	-0.00709 (-0.07)	-0.0816 (-1.54)
Iholder	-1.100*** (-5.25)	-1.076*** (-5.16)	-0.828*** (-5.11)	-1.790*** (-6.92)	-0.928** (-2.04)	-1.358*** (-8.39)
Anum	-0.0368* (-1.80)	-0.0569*** (-3.03)	-0.0367** (-2.14)	-0.0422** (-2.21)	-0.0617* (-1.72)	-0.0498*** (-3.43)
Big4	-0.0924 (-1.05)	0.0697 (0.66)	0.00657 (0.09)	-0.121 (-1.04)	0.210 (0.94)	0.0383 (0.51)
Constant	0.941 (0.59)	0.828 (0.57)	0.675 (0.52)	0.912 (0.61)	0.883 (0.37)	0.391 (0.34)
控制年度	YES	YES	YES	YES	YES	YES
控制行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	6394	6301	5993	6702	2421	9573
Adj-R ²	0.433	0.430	0.378	0.485	0.507	0.416

注:***、**、*、分别表示在0.001、0.01、0.05、0.1的水平上显著

五、稳健性检验

(一)内生性问题

尽管本文的自变量与控制变量都采用了滞后一期数据,可以在一定程度上减轻内生性问题,但为了确保结果的稳健性,本文进一步采用工具变量(两阶段回归)进行检验。本文采用年度行业(Opaqyi)和年度地区(Opaqyr)其他上市公司信息不透明度的均值

作为本公司信息不透明度的工具变量。两个工具变量应与信息不透明度具有相关性,因为同行业或同地区的上市公司在信息不透明度方面有较高的相似性。表6的结果显示,两个工具变量在0.01的水平上显著正相关。此外,两个工具变量具有一定的外生性,即没有证据表明同行业和同地区其他上市公司的信息透明度会影响本公司的股价同步性。

表6 工具变量检验(固定效应模型)

	第一阶段	第二阶段
	(1)	(2)
	Cscore*Opaq	Syn
Cscore*Opaqyi	2.126*** (0.037)	
Cscore*Opaqyr	3.222*** (0.041)	
Cscore	0.056*** (0.005)	-6.242*** (-3.26)
Opaq	0.031*** (0.000)	-1.541*** (-7.83)
Cscore*Opaq		7.343*** (6.06)
UImturn	0.017*** (0.006)	-33.00*** (-13.03)
Size	0.000 (0.000)	0.0481 (1.43)
Roa	0.002*** (0.001)	-0.622** (-2.43)
Debt	0.001** (0.000)	-0.969*** (-8.39)
MB	-0.001*** (0.000)	-0.0558 (-1.32)
Iholder	0.000 (0.000)	-1.157*** (-8.55)
Anum	0.000 (0.000)	-0.0485*** (-3.88)
Big4	-0.000 (0.000)	-0.0227 (-0.37)
N	12436	12436
Year fixed effects	YES	YES
Industry fixed effects	YES	YES
Adj-R ²		0.425

(续表6)

识别不足检验(Anderson)	0.0000
弱工具变量检验(CD-Wald)	54457.68
过度识别检验(Sargan)	0.8001

注:***、**、*、.分别表示在0.001、0.01、0.05、0.1的水平上显著,模型(1)括号中的数值为该变量的稳健性标准误,模型(2)括号中的数值为该变量的t值

固定效应模型的两阶段回归结果见表6。第一阶段的回归结果显示,公司信息不透明度与年度行业及年度地区其他上市公司信息不透明度在0.01的水平上显著正相关,这符合相关性。第二阶段的回归结果显示,会计稳健性与股价同步性在0.01的水平上显著负相关,信息不透明度与股价同步性在0.001的水平上显著负相关,而两者的交互项与股价同步性在0.001的水平上显著正相关,这支持了假设H1、H2、H3。另外,本文对工具变量的识别不足检验、弱工具变量检验和过度识别检验显示,两个工具变量不存在识别不足、弱工具变量和过度识别等问题,说明工具变量的选取是合适的。总之,在进行了两阶段回归后,本文的结果依然稳健。

(二)遗漏变量考察

考虑到实证结果可能会受到遗漏变量的影响,根据前人的研究(周林洁,2014)^[22],本文在原有模型中加入了可能影响股价同步性的四个变量,即第一大股东持股比例(Shrcr1)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、是否两职合一(Dual),回归结果见表7。从模型(1)和模型(2)固定效应模型以及模型(3)和模型(4)随机效应模型的回归结果来看,会计稳健性与股价同步性显著负相关,信息不透明度与股价同步性显著负相关,而两者的交互项与股价同步性显著正相关。总之,遗漏变量检验表明,本文的结果依然稳健。

表7 考虑遗漏变量的回归结果

	固定效应模型		随机效应模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Syn	Syn	Syn	Syn
Cscore	-6.033*** (-3.14)	-4.853** (-2.42)	-8.288*** (-5.50)	-7.629*** (-4.97)
Opaq	-1.337*** (-7.02)	-1.188*** (-5.98)	-1.497*** (-9.10)	-1.395*** (-8.22)
Cscore*Opaq	5.985*** (5.13)	5.140*** (4.26)	6.711*** (6.98)	6.096*** (6.20)

UImturn	-32.64*** (-12.85)	-32.09*** (-12.29)	-22.01*** (-9.93)	-21.75*** (-9.60)
Size	0.0452 (1.34)	0.0369 (1.06)	0.0150 (0.52)	0.0204 (0.70)
Roa	-0.682*** (-2.65)	-0.486* (-1.77)	-0.147 (-0.70)	0.0216 (0.10)
Debt	-0.982*** (-8.47)	-0.895*** (-7.30)	-0.831*** (-10.19)	-0.808*** (-9.62)
MB	-0.0540 (-1.27)	-0.0751* (-1.70)	-0.00863 (-0.26)	-0.0189 (-0.56)
Iholder	-1.165*** (-8.58)	-1.336*** (-8.87)	-0.567*** (-6.66)	-0.596*** (-6.63)
Anum	-0.0502*** (-4.00)	-0.0501*** (-3.81)	-0.0761*** (-7.96)	-0.0789*** (-8.04)
Big4	-0.0178 (-0.28)	0.0352 (0.50)	-0.131*** (-2.97)	-0.117** (-2.45)
Shrcr1	1.313*** (2.68)	1.013* (1.86)	0.602** (2.24)	0.522* (1.87)
Board		0.0190** (2.07)		0.0118** (2.15)
Indep		-0.191 (-0.78)		-0.175 (-1.02)
Dual		-0.0297 (-0.88)		-0.0749*** (-3.43)
Constant	-0.179 (-0.19)	-0.174 (-0.17)	0.727 (0.90)	0.610 (0.73)
Year fixed effects	YES	YES	YES	YES
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES
N	12674	11944	12614	11944
Adj-R ²	0.426	0.432	0.398	0.401

注:***、**、*、.分别表示在0.001、0.01、0.05、0.1的水平上显著

(三)样本选择偏差检验

考虑到实证结果可能会受到样本选择偏差的影响,本文重新构建了一个子样本,即剔除创业板公司和当年上市的公司(这两类公司在会计稳健性和信息透明度方面与其他公司存在一定的差异)后重新对模型进行了检验(沈华玉等,2017)^[31]。从表8固定效应模型和随机效应模型的回归结果来看,本文的假设H1、H2、H3依然成立。

表8 子样本回归结果

	固定效应模型		随机效应模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Syn	Syn	Syn	Syn
Cscore	-7.860*** (-19.73)	-5.776*** (-3.00)	-5.896*** (-25.50)	-6.272*** (-4.23)
Opaq	-1.400*** (-7.24)	-1.415*** (-7.42)	-1.194*** (-7.26)	-1.512*** (-9.23)
Cscore*Opaq	5.679*** (4.75)	6.485*** (5.48)	3.766*** (3.91)	7.084*** (7.28)
UImturn		-33.07*** (-12.15)		-22.23*** (-9.26)
Size		0.0448 (1.34)		0.0225 (0.80)
Roa		-0.738*** (-2.85)		-0.371* (-1.78)
Debt		-1.021*** (-8.74)		-0.854*** (-10.64)
MB		-0.0766* (-1.79)		-0.0688** (-2.11)
Iholder		-1.095*** (-8.08)		-0.503*** (-6.32)
Anum		-0.0420*** (-3.28)		-0.0558*** (-5.81)
Big4		-0.0248 (-0.40)		-0.126*** (-3.04)
Constant	0.805*** (3.90)	0.192 (0.20)	0.286*** (3.10)	0.427 (0.53)
Year fixed effects	YES	YES	YES	YES
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES
N	11617	11617	11617	11617
Adj(Within)-R ²	0.385	0.411	0.355	0.412

注:***、**、*、分别表示在0.001、0.01、0.05、0.1的水平上显著

(四)组间效应、双向固定效应及因变量敏感性检验

为了减少模型差异和个体差异所带来的影响,本文采用组间效应模型和双向固定效应模型重新进行了检验。表9显示,在控制了模型差异和个体差异的影响后,本文的结果依然稳健。本文还用原始R²代替Syn重新进行了检验,结果见表9的模型(3)和

模型(4)。可以看出,无论是采用固定效应模型还是随机效应模型,会计稳健性与股价同步性均显著负相关,信息不透明度也与股价同步性显著负相关,而两者的交乘项与股价同步性显著正相关,这支持了假设H1、H2、H3。

表9 组间效应与双向固定效应

	组间效应	双向固定效应	固定效应	随机效应
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Syn	Syn	R ²	R ²
Cscore	-10.35*** (-3.69)	-5.623*** (-2.95)	-1.143*** (-3.65)	-1.249*** (-5.22)
Opaq	-1.760*** (-5.01)	-1.331*** (-7.03)	-0.240*** (-7.75)	-0.281*** (-10.58)
Cscore*Opaq	6.447*** (3.84)	6.017*** (5.20)	1.134*** (5.98)	1.350*** (8.75)
UImturn	-9.798** (-2.29)	-32.84*** (-12.96)	-5.924*** (-14.28)	-3.714*** (-10.32)
Size	-0.0747 (-1.36)	0.0527 (1.57)	0.0110** (2.01)	0.00677 (1.47)
Roa	0.443 (1.19)	-0.647** (-2.53)	-0.211*** (-5.04)	-0.0849** (-2.56)
Debt	-0.824*** (-6.06)	-0.951*** (-8.26)	-0.171*** (-9.06)	-0.143*** (-11.28)
MB	0.0606 (1.00)	-0.0641 (-1.52)	-0.00601 (-0.87)	-0.00501 (-0.96)
Iholder	-0.361*** (-2.68)	-1.153*** (-8.52)	-0.199*** (-9.00)	-0.0890*** (-7.05)
Anum	-0.0579*** (-3.52)	-0.0473*** (-3.79)	-0.00760*** (-3.71)	-0.0136*** (-9.10)
Big4	-0.129* (-1.66)	-0.0221 (-0.36)	-0.00413 (-0.41)	-0.0260*** (-3.92)
Constant	2.797* (1.79)	-0.286 (-0.31)	0.449*** (2.90)	0.500*** (3.86)
Year fixed effects	YES	YES	YES	YES
Industry fixed effects	YES	YES	YES	YES
N	12695	12695	12695	12695
Adj-R ²	0.543	0.424	0.438	0.441

注:***、**、*、分别表示在0.001、0.01、0.05、0.1的水平上显著

六、研究结论与政策启示

(一)研究结论

本文以我国2003—2015年的上市公司为样本,研究了会计稳健性、信息透明度对股价同步性的影响,发现会计稳健性与股价同步性显著负相关,而信息透明度与股价同步性显著正相关,且会计稳健性与信息透明度对股价同步性的影响存在交互效应,随着公司信息透明度的提高,会计稳健性对股价同步性的负向影响减弱,即会计稳健性与信息透明度对股价同步性的影响存在替代效应。进一步的研究显示,在国有企业及业绩较差或治理水平较低(董事长与总经理两职合一)的样本组中,会计稳健性对股价同步性的负向影响更为显著,而信息透明度对股价同步性的正向影响在各组中都很显著,会计稳健性和信息透明度与股价同步性的交互效应在各组中也很显著。

(二)理论启示与政策建议

1. 会计稳健性能够降低股价同步性,提高股价的信息含量。从股价同步性的视角来看,会计稳健性对上市公司至关重要,它能提高我国资本市场的信息效率。因此,监管层应利用合理的制度引导上市公司提高会计稳健性,而上市公司管理层也应意识到

会计稳健性对于公司、投资者的重要性。

2. 会计稳健性会影响股价同步性,而信息透明度可以产生替代效应。因此,除了提高会计稳健性即保证信息源的质量外,监管层、上市公司还应重视信息传播媒介的质量,使上市公司的特质信息能够更多、更快地融入股价中,从而提升资本市场的信息效率。

3. 在国有企业及业绩较差或治理水平较低(董事长与总经理两职合一)的公司中,会计稳健性对股价同步性的负向影响更为显著。因此,对于国有企业、业绩较差及治理水平较低的公司来说,会计稳健性尤为重要,应引起上市公司管理层的高度重视。

(三)研究不足与展望

本文的不足之处在于:(1)研究视角局限于会计稳健性与信息透明度,今后应从其他视角拓展股价同步性影响因素的研究,如上市公司违规行为等;(2)没有深入研究会计稳健性影响股价同步性的机制,这也是今后的一个研究方向;(3)本文衡量公司信息不透明度的指标是过去三年可操纵性应计利润的绝对值,是否还有其他更合适的衡量指标,也是今后有待研究的问题。

[参考文献]

- [1] Morek R, Yeung B, Yu W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1): 215-260.
- [2] Durnev A, Li K, Morek R, et al. Capital markets and capital allocation: implications for economies in transition [J]. *Economics of Transition*, 2004, 12(4): 593-634.
- [3] Chan K, Hameed A. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(1): 115-147.
- [4] Ferreira M A, Laux P A. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(2): 951-989.
- [5] Lafond R, Roychowdhury S. Managerial ownership and accounting conservatism [J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(1): 101-135.
- [6] Lara J M G, Osma B G, Penalva F. Accounting conservatism and corporate governance [J]. *Review of Accounting Studies*, 2009, 14(1): 161-201.
- [7] Ahmed A S, Duellman S. Managerial overconfidence and accounting conservatism [J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51(1): 1-30.
- [8] Li X. Accounting conservatism and the cost of capital: an international analysis [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2015, 42(5/6): 555-582.
- [9] Gigler F, Kanodia C, Sapra H, et al. Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(3): 767-797.
- [10] Balakrishnan K, Watts R, Zuo L. The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2016, 43(5/6): 513-542.
- [11] Francis B, Hasan I, Park J C, et al. Gender differences in financial reporting decision making: evidence from accounting con-

servatism[J].Contemporary Accounting Research 2015 32(3) :1285-1318.

- [12] Hutton A P ,Marcus A J ,Tehrani H.Opaque financial reports ,R2 and crash risk [J].Journal of Financial Economics , 2009 ,94(1) :67-86.
- [13] Chan K ,Hameed A.Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets[J].Journal of Financial Economics , 2006 80(1) :115-147.
- [14] 王亚平,刘慧龙,吴联生.信息透明度、机构投资者与股价同步性[J].金融研究,2009(12):162-174.
- [15] 史永,张龙平.XBRL财务报告实施效果研究——基于股价同步性的视角[J].会计研究,2014(3):3-10.
- [16] 胡军,王甄.微博、特质性信息披露与股价同步性[J].金融研究,2015(11):190-206.
- [17] 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.
- [18] 饶育蕾,许军林,梅立兴,等.QFII持股对我国股市股价同步性的影响研究[J].管理工程学报,2013(2):202-208.
- [19] 周铭山,林靖,许年行.分析师跟踪与股价同步性——基于过度反应视角的证据[J].管理科学学报,2016,19(6):49-73.
- [20] 朱红军,何贤杰,陶林.中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J].金融研究,2007(2):110-121.
- [21] 黄俊,郭照蕊.新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J].管理世界,2014(5):121-130.
- [22] 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.
- [23] 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.
- [24] 王冲,谢雅璐.会计稳健性、信息不透明与股价暴跌风险[J].管理科学,2013(1):68-79.
- [25] 周玮,吴联生.管理层判断对会计稳健性的替代效应[J].会计研究,2015(5):3-12.
- [26] Jin L ,Myers S C.R2 around the world :new theory and new tests[J].Journal of Financial Economics 2006 79(2) :257-292.
- [27] Khan M ,Watts R L.Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism [J].Journal of Accounting and Economics 2009 48(2) :132-150.
- [28] Basu S.The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings [J].Journal of Accounting and Economics , 1997 24(1) :3-37.
- [29] 傅鸿震.董事会特征对环境信息披露的影响研究[J].南京财经大学学报,2016(6):43-50.
- [30] 袁卫秋,王海蛟.社会责任信息披露质量、交易成本与商业信用模式[J].南京财经大学学报,2016(6):51-62.
- [31] 沈华玉,吴晓晖.上市公司违规行为会提升股价崩盘风险吗[J].山西财经大学学报,2017(1):83-94.

[责任编辑:高巍]