

董事会秘书能够提高资本市场效率吗

——基于股价同步性的经验证据

罗进辉, 向元高, 金思静

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 利用2005~2011年中国A股上市公司8430个年度观察样本数据,从股价同步性视角实证分析了董事会秘书对资本市场效率的经验影响关系。结果发现:(1)与非金牌董秘相比,更加勤勉尽职的金牌董秘显著提高了上市公司的股价同步性;(2)随着证券分析师关注度的提高以及机构投资者持股比例的增加,金牌董秘对股价同步性的正向影响关系逐渐减弱。这些结果表明,董秘能够提升上市公司的信息透明度,进而提升资本市场效率。

[关键词] 董事会秘书; 资本市场效率; 股价同步性; 证券分析师; 机构投资者

[中图分类号] F239 F276

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2015)12-0080-11

Can Board Secretaries Improve the Capital Market Efficiency

--- Evidence from the Perspective of Stock Price Synchronicity

LUO Jin-hui, XIANG Yuan-gao, JIN Si-jing

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Using a sample of 8430 firm-year observations on Chinese A-share listed companies during the period of 2005-2011, we have empirically investigated how board secretary impact market efficiency from the perspective of stock price synchronicity. We find that compared with non-top secretaries, the top board secretaries that are more diligent and competent significantly increase listed companies' stock price synchronicity. However, this positive correlation gradually weakens as the analyst coverage and institutional ownership increases. These findings indicate that board secretary can improve listed companies' information transparency, thereby enhancing the market efficiency.

Key Words: board secretary; capital market efficiency; stock price synchronicity; financial analyst; institutional investor

一、引言

上市公司的董事会秘书(简称董秘)制度早在1994年即被引入到中国资本市场,历经20余年的探索和发展,该项制度已臻完善,其连接上市公司与资本市场的“桥梁”和“窗口”作用也逐渐得到了监管层和业界的普遍认可与肯定。除了负责信息披露事务,董秘的工作范围如今已涵盖公司治理、投资者

关系管理、投融资决策、危机公关处理等内容,尤其是移动互联网时代的到来改变了个体之间的联络方式和信息获取渠道,董秘还需时刻关注媒体对公司的报道并主动求证报道的真实性,从而及时做出积极回应。因此,在某种程度上,董秘扮演了连接上市公司与资本市场的重要信息纽带角色,对上市公司在资本市场中的表现起着重要作用。

[收稿日期] 2015-11-20

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目(71202061)和面上项目(71572160)

[作者简介] 罗进辉(1983-),男,福建连城人,厦门大学管理学院会计系副教授,管理学博士,主要研究方向是公司金融、公司治理、资本市场财务会计。

2005年新修订的《公司法》,更是从立法的高度将上市公司董秘界定为公司的高级管理人员,使得董秘这一职业群体逐步受到了社会各界和资本市场的重视。特别地,国内知名财经杂志《新财富》在同一年推出了上市公司“金牌董秘”的评选活动,邀请证券监管机构、基金经理、证券分析师、个人投资者以及财经媒体记者对上市公司的优秀董秘进行提名和投票。该项评选活动截至2014年已成功举办了十届,得到了中国资本市场和监管层的高度认可和支持,并逐渐成为了中国资本市场评价优秀董秘的一杆标尺。2014年,新浪财经也开始对上市公司的优秀董秘进行评选。由此可见,无论是上市公司、监管层抑或是资本市场,董秘这一职业群体都受到了越来越多的关注。

那么,作为连接上市公司与资本市场的重要信息纽带,董秘在资本市场中到底发挥了怎样的作用?是否有助于提高资本市场的效率?大量的既有文献主要分析了机构投资者、证券分析师、媒体报道等在传递信息及提高资本市场效率方面的作用(朱红军等,2007;王亚平等,2009;罗进辉和蔡地,2013),却鲜有文献关注上市公司董秘对资本市场效率的影响。鉴于此,本文基于股价同步性视角,以2005~2011年中国A股上市公司8430个年度观察数据作为研究样本,实证分析了董秘与资本市场效率之间的关系。研究发现:与非金牌董秘相比,更加勤勉尽职的金牌董秘显著提高了上市公司的股价同步性,意味着在噪音较大的中国资本市场,董秘有助于提高资本市场的信息效率;证券分析师关注度越高抑或机构投资者持股比例越大,金牌董秘对上市公司股价同步性的正向影响关系越弱,表明公司董秘与外部的证券分析师和机构投资者存在显著的交互影响关系。

本文可能的理论贡献。首先,现有文献从董秘的兼任和非正常离职等角度考察了董秘对信息披露质量、资本市场效率和公司业绩的影响关系(高强和伍利娜,2008;毛新述,2013;杜兴强等,2013),本文则首次以金牌董秘的评选结果为依据区分了不同公司董秘履职情况的优劣,从而对董秘的相关作用进行更一般性的实证检验,为该领域的研究提供了显著的增量贡献。其次,区别于盈余价值相关性、盈余公告后漂移现象和应计异象,本文从股价同步性视角考察了金牌董秘提高资本市场效率的作用,补充了董秘发挥相关作用的经验证据。再次,本文进一步考察了公司董秘与外部证券分析师和机构投资者在改善资本市场效率方面的交互影响关系,相关研究结论能够加深我们对内外部信息发布与沟通机制及其

作用的认识。

二、制度背景介绍

中国的资本市场建立于20世纪90年代初,相比于西方成熟的资本市场,中国的资本市场发展滞后且制度不完善,上市公司信息披露违规问题时有发生。为了规范上市公司的信息披露行为和改善资本市场的信息效率,促进上市公司与外部利益相关者之间的信息沟通,中国资本市场引入了董事会秘书制度,以期提高上市公司信息透明度和提升资本市场效率。

1993年深圳颁布的《深圳经济特区股份有限公司条例》中首次提到了董秘,1994年国务院针对赴境外上市公司颁布了《到境外上市公司章程必备条款》,专门对董秘做了规定。但是,上述有关董秘的规定只是为了满足境内公司赴境外上市的需要而制定,且对董秘职责的界定与普通秘书没有实质性差别。董秘制度真正在境内上市公司实施始于1996年3月上海证券交易所颁布的《关于B股上市公司设立董事会秘书的暂行规定》,该规定要求所有B股上市公司均应设立董秘,董秘负责信息披露事务和股东日常接待及信访等工作。同年8月,上海证券交易所颁布了《上海证券交易所上市公司秘书管理办法(试行)》,要求所有在上海证券交易所上市的公司均应聘任董秘,并对董秘的职责和任职资格进行了清晰的界定,明确董秘负责上市公司信息披露事务和投资者关系管理。1997年,中国证监会颁布的《上市公司章程指引》则要求所有上市公司都必须配备董秘,该指引作为上市公司的“根本法”真正确立了董秘在上市公司中的地位和作用。2002年,证监会颁布的《上市公司治理准则》再次重申了董秘负责上市公司的信息披露事项。2004年,上交所与深交所修订的《股票上市规则》中,增加了董秘应协助其他高级管理人员了解信息披露法规并促使董事会依法行使职权。2005年修订的《公司法》,则从立法的高度界定了董秘的职责和地位,即董秘负责公司的信息披露事务,属于公司的高级管理人员。《公司法》关于董秘的规定引起了全社会的关注。同年,财经杂志《新财富》适时推出了上市公司金牌董秘的年度评选活动,经过十余年的努力,该评选活动获得了资本市场和监管机构的高度关注和认可,并逐渐成为了中国资本市场评价优秀董秘的标尺。2008年,上交所与深交所修订的《股票上市规则》强调了董秘的“信息纽带”作用,董秘应协调上市公司与证券监管机构、投资者、证券中介机构、媒体等各方之间进行信息沟通,尤其是关注媒体报道并主动求证报道的真实性。同年,上交所发布的《上海证券交易所上市公

司董事会秘书资格管理办法》和深交所发布的《深圳证券交易所上市公司董事会秘书及证券事务代表资格管理办法》，对董秘的任职资格做了进一步的规范，要求上市公司聘任的董秘必须经过交易所的专业培训并取得董秘资格证书，使得董秘成为唯一需要进行资格认证的高管职务，充分反映了该职务的专业性。

由此可见，中国资本市场引入董秘制度的主要目的，是为了改善上市公司信息披露质量，促进上市公司与资本市场之间的信息沟通，从而提升上市公司信息透明度，改善资本市场效率。本文的研究目的，主要是从股价同步性的视角考察董秘是否真的发挥了相关作用从而提升资本市场效率。

三、理论分析与假设提出

资本市场是信息的市场，信息引导着投资者的决策，进而引导着资本市场的资源配置。通常而言，投资者拥有的信息越及时充分，则其投资决策越准确合理，从而越有利于资本市场实现资源的有效配置。然而，管理层与外部投资者之间的信息优势悬殊以及相互冲突的利益动机，有可能导致资本市场丧失优化资源配置的功能(Akerlof, 1970)。因此，资本市场产生了对信息披露监管、信息中介服务和公司投资者关系管理等多方面的需求，同时也催生了董事会秘书制度。董秘作为上市公司的高级管理人员，是连接上市公司与外部利益相关者的信息纽带，对提高上市公司的信息透明度有着重要影响。

总体而言，当前上市公司董秘的主要职责可分为三个方面(杜兴强等 2013)。

其一，完善公司内部治理。董秘是上市公司治理结构中非常重要的一环(高强和伍利娜 2008)。在以董事会为核心的内部治理结构中，董秘作为一种完善上市公司治理结构的制度安排，能够促进董事会运行效率的提升，其职责主要是提供董事会成员所需要的信息，协助董事会完善公司治理，协助公司的决策制定和风险管理(杜兴强等 2013)。在现代公司董事会会议事日程日趋复杂和信息传播愈加迅速的背景下，董秘所起到的信息过滤和信息沟通作用将更有利于提升董事会的运行效率。因此，董秘作用的有效发挥将有助于公司内部治理功能的实现。杜兴强等(2013)针对 IPO 公司董秘非正常离职现象的研究发现，上市公司董秘在公司成功 IPO 之后“功成身退”会导致董秘在公司治理中的作用丧失，致使上市公司会计业绩显著下滑，公司违规概率增加。进一步地，由于公司治理水平与信息透明度息息相关，良好的公司治理结构能够有效降低盈余管理水平，提高会计信息质量，并减少公司基本面的不确定性(高雷

和宋顺林 2007；王斌和梁欣欣 2008；伊志宏等，2010)。因此，勤勉尽职的董秘能够通过完善公司内部治理进而提高公司的信息透明度。

其二，投资者关系管理。投资者关系管理能够提升公司在资本市场中的信息透明度，增进社会公众对公司的了解，吸引更多的证券分析师和机构投资者的关注(Chang 等 2013)，而董秘在上市公司与外部利益相关者之间发挥着非常重要的信息沟通桥梁作用。具体地，董秘作为连接上市公司与外部利益相关者的信息纽带，通过接听投资者咨询电话、接待来访投资者和机构研究员、定期(不定期)组织召开投资者见面会、新闻发布会以及采用路演等方式，协调公司与证券监管机构、投资者、证券分析师、证券中介机构、媒体之间的信息沟通。尤其在当今信息流转迅速的互联网时代，媒体对上市公司的不实报道往往会对上市公司的经营造成巨大影响，因此，董秘还肩负着时刻关注媒体报道并求证媒体报道的真实性，以及对不实报道做出正面回应的责任。董秘所起到的这种信息沟通作用对提升上市公司的信息透明度具有重要的促进作用。张宏亮和崔学刚(2009)研究发现，良好的投资者关系管理能降低投资者与管理者之间的信息不对称风险，从而降低公司的权益资本成本，提升公司价值。杜兴强等(2013)也指出，上市公司董秘的非正常离职将使得董秘的“投资者关系管理”功能缺失，导致上市公司信息透明度下降，进而引发投资者和管理层之间的代理成本上升。毛新述等(2013)研究了 CFO 兼任董秘对信息传递有效性的影响，发现由 CFO 兼任董秘能够有效地向投资者解释公司战略信息和经营管理信息，从而提高公司盈余价值的相关性。由此可见，董秘在投资者关系管理中具有重要作用，勤勉尽职的董秘能够通过促进上市公司与外部利益相关者间的信息沟通，提升公司的信息透明度。

其三，信息合规披露。董秘的主要职责还包括负责信息披露事务，具体包括协调公司与监管机构的信息沟通、协助公司高管及时了解监管信息、确保公司对外信息的合规披露等内容(杜兴强等 2013)。因此，董秘对上市公司信息披露的合法合规性具有直接影响。杜兴强等(2013)研究发现，上市公司董秘在公司 IPO 成功后获利离场会增加上市公司的“信息合规披露”风险，增大上市公司违反外部监管机构规定的概率。除了保证信息披露的合法合规性，董秘对上市公司的信息披露质量亦有影响。周开国等(2011)对 2006 年新《公司法》的实施进行研究后发现，在新《公司法》从立法的高度界定了董秘的职责和地位后，上市公司的信息披露质量得到了显著提

高。高强和伍利娜(2008)研究了董事或副总兼任董秘对上市公司信息披露质量的影响,发现由公司副总兼任董秘可以提高信息披露质量。类似地,毛新述等(2013)以上市公司财务总监(CFO)兼任董秘这一独特视角为切入点,考察了董秘作为信息发布者对资本市场效率的影响,发现 CFO 兼任董秘可以确保公司信息披露的完整性以及信息解释的专业性、可信性和可理解性,增强投资者对公司信息披露的满意度,具体表现为 CFO 兼任董秘的公司,盈余价值相关性更高,盈余公告后漂移现象更低,投资者不存在对盈余组成信息的错误定价。因此,现有研究表明,董秘在上市公司信息披露中具有重要作用,其职责的有效履行不仅可以确保上市公司信息披露的合法合规性,还能提高信息披露质量,对于提升上市公司的信息透明度具有积极影响。

基于上述分析,董秘职责的有效履行有利于完善公司的内部治理、加强投资者关系管理和信息合规披露,促进上市公司信息透明度的提升。信息透明度的提升将增进投资者对上市公司的了解,使投资者做出更准确合理的投资决策,进而表现为公司股价信息含量的提升。股价同步性作为一个反映资本市场效率的指标,可以较好地刻画股价信息含量,因而,本文接下来从股价同步性的视角具体分析董秘影响资本市场效率的逻辑与路径。

综观现有文献,关于股价同步性如何反映股价信息含量,国内外学者持有两种不同的观点。一种观点认为,股价的特质信息含量越高,公司股价与市场回报的同步性越低。例如,Durnev 等(2003)研究发现,股价对未来盈余预测能力越强,股价同步性越低,即股价同步性与股价信息含量负相关。Jin 和 Myers(2006)的跨国研究也表明,股价同步性与国家的产权保护水平和信息透明度密切相关,信息不透明会导致外部投资者更多地以市场平均收益对公司股价进行预期,使得股价反映的公司特质信息减少,进而提高股价同步性。Hutton 等(2009)通过对同一市场内不同股票的股价同步性的研究,同样发现股价反映公司的特质信息越多,股价同步性越低。然而,这种观点主要是以美国等发达国家资本市场为研究对象所得到的结论,忽视了不同国家或地区的市场环境差异。近年来,不少学者在考虑市场环境差异影响的基础上提出了另一种观点,认为在市场噪音较大的新兴资本市场上,股价信息含量越高,其股价同步性应该也越高。Lee 等(2011)通过构建一个带有噪音的多期理性模型,理论推演了股价的个体波动与股价信息含量之间的关系,发现股价的个体波动与股价信息含量呈 U 型曲线关系。当股价主要

由噪音驱动时,股价信息含量与股价同步性正相关;当市场噪音减弱,股价主要由公司特质信息驱动时,股价信息含量则与股价同步性负相关。特别地,作为一个典型的新兴资本市场,中国的资本市场在法律监管、信息透明度、投资者结构等方面与发达资本市场均存在一定差距,公司股价更容易受到噪音的影响。王亚平等(2009)基于中国股票市场数据的实证研究发现,上市公司的股价同步性与其信息透明度显著正相关,信息透明度越高,股价同步性越高,即在中国,股价同步性正向反映了资本市场的信息效率。Hu 和 Liu(2013)的研究亦表明,在中国股票市场上,较低的股价同步性代表着更多的噪音成分和较少的股价信息含量。

因此,在中国特定的制度背景下,股价同步性正向反映了资本市场的效率。既然勤勉尽职的董秘通过完善公司的内部治理、加强投资者关系管理和确保信息合规披露,有利于提升上市公司的信息透明度,那么就有利于投资者的科学决策和提高资本市场的效率,进而表现为公司股价具有较高的信息含量,股价同步性随之上升。据此,本文提出第一个假设。

假设 H1:同等条件下,勤勉尽职的董事会秘书会提高上市公司的股价同步性。

需要指出的是,上述假设成立的前提条件是,中国资本市场中存在噪音并且噪音是影响股票价格的主要因素。根据 Lee 等(2011)的理论观点,当股价主要受噪音影响时,信息透明度与股价同步性正相关,而当噪音减弱时,信息透明度与股价同步性的正相关关系会减弱甚至出现反转。因此,噪音的多寡严重影响着董秘与股价同步性间的关系性质和关系强度。

证券分析师作为资本市场中重要的信息中介,是股价中噪音含量的重要影响因素。由于其特有的专业性,证券分析师具有较强的信息收集能力和分析解读能力,通过深度挖掘并传播上市公司信息,证券分析师能够提高公司的信息透明度,增加股价信息含量(Arya 和 Mittendorf 2007)。因此,更多的分析师关注意味着更高的股价信息含量和更少的噪音。在中国,证券分析师行业发展较晚,虽然有部分学者质疑证券分析师的信息中介作用(李春涛和张璇 2011;冯旭南和李心愉 2011),但更多的经验研究表明证券分析师关注确实提高了中国上市公司的股价信息含量。朱红军等(2007)研究发现,证券分析师通过搜寻和加工信息的行为,减弱了盈余公告后漂移现象并使当期股票价格能够反映更多的未来有关盈余信息。姜超(2013)通过采用个股“股价同步性”以及累计超额收益率两种指标度量上市公司股

价中的特质信息含量,经验检验了证券分析师对股价特质信息含量的影响,发现两种指标的分析结果均表明中国证券分析师能够增加股价信息含量,提升资本市场效率。因此,在中国资本市场上,证券分析师对上市公司的关注度越高,个股股价包含的公司特质信息就越多,包含的噪音成分相对越少,董秘与股价同步性的正向影响关系则会在一定程度上相对减弱。据此,提出本文的第二个假设。

假设 H2:证券分析师关注度越高,董事会秘书对股价同步性的正向影响越弱。

除了证券分析师,机构投资者作为资本市场上的专业投资主体,也是影响股价中噪音含量的重要力量(王亚平等,2009)。一般而言,相比于散户投资者,机构投资者既拥有明显的资金优势和专业分析能力,又因持有大额股份而具有较强的动机搜集上市公司的经营管理信息甚至参与到公司治理中,因而更能基于公司的基本面信息做出理性的投资决策,从而提高公司股价的特质信息含量。例如,在欧美发达资本市场上,相关研究发现,机构投资者能更好地解读盈余操纵行为,其持有的股票不存在“功能锁定”的现象,并且机构投资者持股比例较高的公司具有更弱的应计异象问题和更少的投机性交易(Hand,1990;Balsam等,2002;Collins等,2003;Brandt等,2009)。在中国,虽然中小投资者仍然占有很大比重,但2005年股权分置改革以来机构投资者队伍已经有了长足发展。当然,与发达资本市场相比,中国的机构投资者在专业能力、人才优势、投资理念等方面还存在不小的差距。尽管如此,中国的机构投资者在改善资本市场效率方面仍起到了非常重要的作用。基于中国资本市场数据的相关研究发现,机构投资者持股比例越高,公司的应计盈余管理活动越少,盈余信息真实性越强,股票市场的定价效率和稳定性则越好,而机构投资者的交易则显著增加了公司股价中的特质信息含量(程书强,2006;侯宇和叶冬艳,2008;王亚平等,2009;王永梅和王亚平,2011)。可见,在中国的资本市场上,机构投资者能够促进资本市场效率的提升。机构投资者持股比例越高的股票,其股价受噪音的影响程度越低,董秘与股价同步性之间的正相关关系也会相应降低。据此,提出本文的第三个假设。

假设 H3:机构投资者持股比例越高,董事会秘书对股价同步性的正向影响越弱。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选择2005~2011年中国沪深两市A股上市公司作为研究对象。之所以选择2005~2011年作

为考察区间,主要有两点考虑。(1)2005年修订的《公司法》首次从立法的高度明确了董秘作为公司高级管理人员的地位,这一修订提升了董秘在上市公司的相关作用。(2)《新财富》杂志从2005年开始推出“金牌董秘”评选活动,本文采用“金牌董秘”的评选结果作为评价董秘是否“勤勉尽职”的标准。特别地,根据《新财富》杂志公布的上市公司“金牌董秘”名单,2005~2011年所评选的“金牌董秘”均按董秘评分进行了排名,但2012年及以后年度评选的“金牌董秘”不再区分名次差别。因此,为了更好地考察董秘勤勉尽职程度与资本市场效率之间的关系,本文分别选取2005年和2011年作为样本选择的起始年份和截止年份。具体地,本文得到的初始研究样本共计12510个,在此基础上对初始样本进行了如下筛选:(1)剔除ST、*ST公司样本1325个;(2)剔除发行B股或H股的交叉上市公司样本919个;(3)剔除金融业公司样本117个;(4)剔除资不抵债公司样本1167个;(5)剔除年交易周数少于30周的公司样本143个;^①(6)剔除数据缺失的公司样本409个。最终,本文得到的有效观察样本共计8430个,样本的年度和行业分布情况如表1所示。

表1 样本的年度和行业分布情况

行业	会计期间							合计
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
A	25	25	26	25	27	30	38	196
B	24	22	24	28	30	32	37	197
C0	43	44	43	49	53	55	68	355
C1	36	37	41	45	46	47	58	310
C2	2	3	3	3	5	5	7	28
C3	20	17	19	22	25	28	35	166
C4	120	118	121	133	146	137	179	954
C5	35	37	38	50	60	62	98	380
C6	89	85	89	95	104	108	137	707
C7	145	144	147	171	191	206	287	1291
C8	79	79	75	75	77	80	107	572
C9	6	5	5	8	9	10	14	57
D	54	56	55	54	57	53	57	386
E	20	20	23	26	26	29	36	180
F	41	38	44	45	47	48	55	318
G	64	60	61	72	75	91	137	560
H	79	77	76	79	84	87	95	577
J	72	65	60	65	72	78	86	498
K	30	30	31	38	39	41	51	260
L	12	11	10	11	13	12	16	85
M	56	47	49	51	51	50	49	353
合计	1052	1020	1040	1145	1237	1289	1647	8430

注：行业代码 A-M 分别对应农林牧渔业 (A)、采掘业 (B)、食品与饮料业 (C0)、纺织服装皮毛业 (C1)、木材与家具业 (C2)、造纸与印刷业 (C3)、石油化学塑胶塑料业 (C4)、电子业 (C5)、金属与非金融业 (C6)、机械设备仪表业 (C7)、医药生物制品业 (C8)、其他制造业 (C9)、电力煤气及水的生产与供应业 (D)、建筑业 (E)、交通运输仓储业 (F)、信息技术业 (G)、批发与零售贸易业 (H)、房地产业 (J)、社会服务业 (K)、传播与文化产业 (L)、综合类 (M)。

本文的金牌董秘数据系笔者手工搜集整理得到,机构投资者持股数据来自 Wind 数据库,证券分析师数据和股票交易数据以及其他财务会计数据皆来自 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义与度量

1. 因变量——股价同步性。借鉴 Morck 等 (2000)、李增泉 (2005)、朱红军等 (2007) 的度量方法,本文采用回归模型 (1) 的拟合系数 R^2 衡量上市公司的股价同步性。

$$R_{i,t} = \alpha + \beta R_{m,t} + \varepsilon \quad (1)$$

其中 $R_{i,t}$ 为第 i 家公司股票第 t 期考虑现金红利再投资的周收益率, $R_{m,t}$ 为经流通市值加权平均计算的第 t 期 A 股综合市场周收益率。模型 (1) 的拟合系数 R^2 所表示的经济含义是公司的个股收益中被市场收益所解释的部分。由于 R^2 的取值范围为 (0, 1), 不满足回归分析的正态性要求, 因此本文对 R^2 进行了如式 (2) 的对数转换使之呈正态分布, 得到的 RSQ 即为本文所使用的股价同步性变量。

$$RSQ = \ln(R^2 / (1 - R^2)) \quad (2)$$

2. 自变量。如何准确客观地评价上市公司董秘的勤勉尽职程度, 是一个非常现实的难题。本研究中, 我们利用《新财富》杂志的“金牌董秘”评选结果来界定上市公司董秘履职情况的优劣, 因为该项评选活动截至 2014 年已成功举办了十届, 得到了中国资本市场各界的高度关注与认可, 并逐渐成为了中国资本市场评价优秀董秘的一杆标尺。具体地, 本文构建了一个金牌董秘哑变量 (SCERE), 若当年上市公司的董秘被《新财富》杂志评选为金牌董秘, 则取值为 1, 否则为 0。借鉴朱红军等 (2007) 的度量方法, 证券分析师关注度 (ANALY) 等于对每家上市公司进行跟踪分析的证券分析师人数加 1 后的自然对数值。考虑到本文的样本考察期间主要为股权分置改革后的全流通时期, 故借鉴王亚平等 (2009) 和罗进辉 (2013) 的做法, 机构投资者持股比例 (INST) 等于所有机构投资者持有股份总数与公司总股份数的比值。

3. 控制变量。参考 Jin 和 Myers (2006)、游家兴等 (2006)、朱红军等 (2007) 等关于股价同步性的相关研究文献, 本文还控制了国有性质 (STATE)、股权集

中度 (TOP1)、国际四大审计 (BIG4)、上市年限 (AGE)、总资产收益率 (ROA)、负债水平 (LEV)、市值账面比 (MTB)、股票换手率 (TUR) 等因素对上市公司股价同步性的系统影响。特别地, 我们引入了一个新会计准则实施变量 (NEW), 以控制 2007 年实施的与国际趋同的新会计准则可能对公司信息披露质量及其股价同步性的可能影响。此外, 我们还引入了年度哑变量 (Year) 和行业哑变量 (Industry) 以控制时间效应和行业效应。

所有变量的符号与具体定义如表 2 所示。

表 2 变量定义与度量

变量类型	变量符号	变量定义
因变量	R^2	市场指数回报对公司股价回报的解释能力, 由回归模型 (1) 得到
	RSQ	股价同步性, 具体计算方法参见公式 (2)。RSQ 越大, 公司股价走势与市场走势的同步性越高
自变量	SCERE	金牌董秘哑变量, 当公司的董秘被《新财富》杂志评为金牌董秘时, 取值为 1, 否则为 0
	ANALY	证券分析师关注, 等于对公司进行跟踪分析的证券分析师人数加 1 后的自然对数值
	INSTI	机构投资者持股, 等于公司所有机构投资者持有股份与总股份的比值
控制变量	STATE	国有哑变量, 当公司的终极控制人为国有单位或国有法人时, 取值为 1, 否则为 0
	TOP1	股权集中度, 等于公司第一大股东持有股份占总股份的比值
	BIG4	国际四大哑变量, 当公司聘请了国际四大会计师事务所提供审计服务时, 取值为 1, 否则为 0
	AGE	上市年限, 等于公司上市年数加 1 后的自然对数值
	ROA	总资产收益率, 等于公司净利润与总资产的比值
	LEV	负债水平, 等于公司总负债与总资产的比值
	MTB	市值账面比, 等于公司股票总市值与账面总资产的比值
	TUR	公司当年股票换手率, 等于当年内每个交易日的股票成交股数与当日股票流通股总数的比率之和除以当年交易日数
	NEW	新会计准则实施哑变量, 当公司样本来自 2007 年以及以后年度时, 取值为 1, 否则为 0
	Industry	行业哑变量, 根据中国证监会 2001 年关于上市公司的行业分类标准, 构建 21 个哑变量分别代表各个行业 (除金融业), 其中, 制造业根据二级代码划分为 10 个子行业
Year	年度哑变量, 构建 7 个哑变量分别代表 2005-2011 年。	

(三) 计量模型设定

为了检验本文提出的研究假设, 本文构建三个计量回归模型, 采用 OLS 多元回归估计方法, 检验

金牌董秘对公司股价同步性的经验影响关系以及证券分析师和机构投资者的相关调节作用。

$$RSQ_t = \beta_0 + \beta_1 SECRE_{t-1} + \beta_2 ANALY_{t-1} + \beta_3 INSTI_{t-1} + \beta_4 STATE_{t-1} + \beta_5 TOP1_{t-1} + \beta_6 BIG4_{t-1} + \beta_7 AGE_{t-1} + \beta_8 ROA_{t-1} + \beta_9 LEV_{t-1} + \beta_{10} MTB_{t-1} + \beta_{11} TUR_{t-1} + \beta_{12} NEW_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$RSQ_t = \beta_0 + \beta_1 SECRE_{t-1} + \beta_{11} SECRE_{t-1} \times ANALY_{t-1} + \beta_2 ANALY_{t-1} + \beta_3 INSTI_{t-1} + \beta_4 STATE_{t-1} + \beta_5 TOP1_{t-1} + \beta_6 BIG4_{t-1} + \beta_7 AGE_{t-1} + \beta_8 ROA_{t-1} + \beta_9 LEV_{t-1} + \beta_{10} MTB_{t-1} + \beta_{11} TUR_{t-1} + \beta_{12} NEW_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$RSQ_t = \beta_0 + \beta_1 SECRE_{t-1} + \beta_{12} SECRE_{t-1} \times INSTI_{t-1} + \beta_2 ANALY_{t-1} + \beta_3 INSTI_{t-1} + \beta_4 STATE_{t-1} + \beta_5 TOP1_{t-1} + \beta_6 BIG4_{t-1} + \beta_7 AGE_{t-1} + \beta_8 ROA_{t-1} + \beta_9 LEV_{t-1} + \beta_{10} MTB_{t-1} + \beta_{11} TUR_{t-1} + \beta_{12} NEW_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

其中, RSQ_t 代表股价同步性, $SECRE_{t-1}$ 代表金牌董秘哑变量。具体地, 根据假设 H1 的理论预期, 回归系数 β_1 应该显著为正, $SECRE_{t-1} \times ANALY_{t-1}$ 为 $SECRE_{t-1}$ 与 $ANALY_{t-1}$ 的交互项, 根据假设 H2, 该交互项的回归系数 β_{11} 应该显著为负, 根据假设 H3, $SECRE_{t-1}$ 与 $INSTI_{t-1}$ 的交互项 $SECRE_{t-1} \times INSTI_{t-1}$ 也应该得到显著为负的回归系数, 亦即 β_{12} 显著为负。特别地, 为了缓解因变量与自变量之间互为因果的内生性问题, 本文把所有自变量的取值都滞后了一期。同时, 为了控制异常数据的不利影响, 我们对所有连续型变量都进行了上下 1% 的 winsorize 缩尾处理。

五、实证分析结果与讨论

(一) 描述性统计分析结果

表 3 报告了本文主要变量的描述性统计结果。(1) R^2 的均值(中位数)为 0.400(0.398), 低于王亚平等(2009)所报告的 2004~2007 年间的 0.412(0.416), 但仍比 Jin 和 Myers(2006)所报告的绝大多数国家的 R^2 要高, 说明中国资本市场的股价同步性虽然有所下降, 但与发达资本市场相比, 股价同步性仍处于较高的水平。由 R^2 经公式(2)转换而来的 RSQ, 均值为 -0.475, 标准差为 0.804, 说明不同上市公司间的股价同步性存在明显差异。(2) SECRE 的均值为 0.051, 意味着每个年度约有 5.1% 的样本公司董秘被《新财富》杂志评为“金牌董秘”。(3) ANALY 的均值和标准差分别为 2.180 ($e^{1.157}-1$) 和 2.130 ($e^{1.141}-1$), 说明平均而言每家上市公司至少有 2 名证券分析师跟踪关注且不同公司的分析师关注度存在较大差异。(4) INSTI 的均值为 0.515, 意味着上市公司平均有半数以上的股票被机构投资者所持有, 机构投资者已经发展成为中国资本市场的中坚力量。

控制变量方面, STATE 的均值为 0.553, 表明

55.3% 的样本公司的终极控制人为国有单位或国有法人, TOP1 的均值和中位数分别为 0.379 和 0.361, 意味着上市公司“一股独大”的现象比较严重, BIG4 的均值为 0.035, 说明从已审计的公司数量看, 仅有 3.5% 的上市公司聘请了国际四大会计师事务所提供审计服务。此外, 其他有关公司特征的控制变量 AGE、ROA、LEV、MTB、TUR 的分布情况都不存在异常。

表 3 样本的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
R^2_t	8430	0.400	0.165	0.001	0.284	0.398	0.514	0.884
RSQ _t	8430	-0.475	0.804	-3.016	-0.927	-0.416	0.055	1.251
SECRE _{t-1}	8430	0.051	0.219	0	0	0	0	1
ANALY _{t-1}	8430	1.157	1.141	0	0	1.099	2.197	3.555
INSTI _{t-1}	8430	0.515	0.208	0.019	0.384	0.544	0.668	0.897
STATE _{t-1}	8430	0.553	0.497	0	0	1	1	1
TOP1 _{t-1}	8430	0.379	0.156	0.045	0.254	0.361	0.498	0.865
BIG4 _{t-1}	8430	0.035	0.185	0	0	0	0	1
AGE _{t-1}	8430	2.069	0.630	0.693	1.609	2.303	2.565	3.091
ROA _{t-1}	8430	0.068	0.060	-0.122	0.035	0.061	0.097	0.269
LEV _{t-1}	8430	0.470	0.190	0.052	0.334	0.487	0.618	0.840
MTB _{t-1}	8430	2.296	1.522	0.813	1.243	1.778	2.831	8.912
TUR _{t-1}	8430	3.414	2.513	0.452	1.602	2.783	4.535	14.265
NEW	8430	0.754	0.431	0	1	1	1	1

(二) 相关系数分析结果

表 4 报告了本文的 Pearson 相关系数分析结果。从表 4 可知, (1) 上市公司的股价同步性(RSQ)与金牌董秘(SECRE)的相关系数为 0.062, 且在 1% 的统计水平下显著, 意味着上市公司的股价同步性与董秘的勤勉尽职正相关, 初步支持了本文的研究假设 H1; (2) 金牌董秘(SECRE)与证券分析师关注度(ANALY)和机构投资者持股(INST)都在 1% 水平下显著正相关, 说明董秘勤勉尽职的上市公司会吸引更多的分析师关注和机构投资者投资, 这主要可能是因为勤勉尽职的金牌董秘加强了上市公司与资本市场间的信息沟通, 完善了投资者关系管理, 使得上市公司更容易吸引分析师和机构投资者的关注与投资; (3) 新会计准则的实施(NEW)与股价同步性(RSQ)在 1% 的统计水平下显著正相关, 说明 2007 年实施的新会计准则有利于提高上市公司的信息披露质量和信息透明度, 降低了噪音对股价的影响, 使得股价同步性得以提高, 这在一定程度上支持了新会计准则的积极意义。此外, 其他控制变量间的两两相关系数都远小于 0.5, 意味着把这些变量同时引入回归模型不会引起严重的多重共线性问题。

表4 主要变量的 Pearson 相关系数分析结果

	1	2	3	4	5	6	7
1 RSQ _t	1						
2 SECRE _{t-1}	0.062***	1					
3 ANALY _{t-1}	-0.026***	0.241***	1				
4 INSTI _{t-1}	-0.079***	0.115***	0.141***	1			
5 STATE _{t-1}	0.033***	0.026**	-0.110***	0.239***	1		
6 TOP1 _{t-1}	0.005	0.079***	0.103***	0.478***	0.213***	1	
7 BIG4 _{t-1}	0.029***	0.108***	0.114***	0.084***	0.010	0.103***	1
8 AGE _{t-1}	-0.007	0.037***	-0.219***	-0.023**	0.238***	-0.121***	-0.013
9 ROA _{t-1}	0.045***	0.160***	0.472***	0.157***	-0.119***	0.115***	0.060***
10 LEV _{t-1}	-0.019*	-0.003	-0.117***	0.069***	0.157***	0.008	0.004
11 MTB _{t-1}	-0.004	0.088***	0.298***	-0.046***	-0.199***	-0.066***	-0.038***
12 TUR _{t-1}	0.112***	-0.088***	0.147***	-0.253***	-0.217***	-0.074***	-0.067***
13 NEW	0.126***	0.056***	0.345***	-0.203***	-0.138***	-0.145***	-0.017
	8	9	10	11	12	13	
8 AGE _{t-1}	1						
9 ROA _{t-1}	-0.225***	1					
10 LEV _{t-1}	0.360***	-0.302***	1				
11 MTB _{t-1}	-0.197***	0.422***	-0.404***	1			
12 TUR _{t-1}	-0.423***	0.111***	-0.223***	0.380***	1		
13 NEW	0.089***	0.146***	-0.029***	0.338***	0.420***	1	

注：*、**、*** 分别表示双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%。

(三) 单变量差异分析结果

根据样本公司聘请的董秘是否被评为“金牌董秘”，把全样本划分为两个子样本——金牌董秘子样本(SECRE_{t-1}=1)和非金牌董秘子样本(SECRE_{t-1}=0)，进而分析两个子样本间存在哪些显著差异，结果如表 5 所示。从表 5 可知，无论是均值差异的 T 检验还是中位数差异的 Z 检验，金牌董秘子样本的股价同步性(RSQ)都在 1%的统计水平下显著大于非金牌

董秘子样本，与假设 H1 的预期相符。此外，与非金牌董秘子样本公司相比，金牌董秘子样本公司具有显著更高的证券分析师关注度，更高的机构投资者持股，更高的第一大股东持股，更高的概率是国有企业，更高的概率由国际四大提供审计服务，更长的上市年限，更高的盈利能力和发展能力，以及更低的股票换手率等特征，这可能意味着具有上述特征上市公司董秘更可能被评选为金牌董秘。

表5 分组差异分析结果

	SECRE _{t-1} =0 (N=8004)			SECRE _{t-1} =1 (N=426)			T/Z检验值
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差	
RSQ _t	-0.154	-0.121	0.751	0.059	0.042	0.711	-5.705***/-5.309***
ANALY _{t-1}	1.094	0.693	1.114	2.350	2.565	0.955	-22.831***/-21.136***
INSTI _{t-1}	0.509	0.539	0.207	0.618	0.657	0.200	-10.610***/-11.184***
STATE _{t-1}	0.550	1	0.498	0.608	1	0.489	-2.347**/-2.346**
TOP1 _{t-1}	0.376	0.358	0.155	0.432	0.450	0.170	-7.231***/-6.875***
BIG4 _{t-1}	0.031	0	0.173	0.122	0	0.328	-9.974***/-9.917***
AGE _{t-1}	2.063	2.303	0.633	2.170	2.303	0.547	-3.414***/-2.945***
ROA _{t-1}	0.066	0.059	0.059	0.109	0.097	0.059	-14.878***/-14.773***
LEV _{t-1}	0.470	0.488	0.190	0.467	0.472	0.182	0.283/0.510
MTB _{t-1}	2.265	1.759	1.489	2.879	2.207	1.969	-8.149***/-6.462***
TUR _{t-1}	3.465	2.826	2.545	2.458	2.091	1.524	8.087***/7.999***

注：*、**、*** 分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著(双尾检验)。

(四)多元回归分析结果

表6列示了本文的OLS多元回归分析结果。其中,模型1为仅引入控制变量的基础回归模型,模型2在模型1的基础上引入金牌董秘哑变量(SECRE)以检验假设H1,模型3和模型4分别引入交互项SECRE×ANALY和SECRE×INSTI以检验假设H2和假设H3,模型5则是本文的全回归模型。所有回归模型的F统计量都在1%的水平下显著,说明本文的计量模型总体上是有效的。回归模型的方差膨胀因子(VIF值)介于5.46~6.07之间,小于临界值10,意味着回归模型的多重共线性问题比较轻,不会影响本文的统计结论。

具体地,模型2的结果显示,金牌董秘哑变量(SECRE)得到了在5%统计水平下显著的正回归系数(系数=0.082, $t=2.045$),即如果上市公司聘请了更勤勉尽职的金牌董秘,其股价同步性会更高,从而支持了本文的研究假设H1。根据前述的理论分析,该结果表明,勤勉尽职的董秘能够更好地完善公司的内部治理、加强投资者关系管理和提升信息披露质量,进而促进上市公司信息透明度的提升,股价同步性随之提高。模型3的结果显示,证券分析师关注(ANALY)和金牌董秘哑变量(SECRE)的交互项得到了在5%统计水平下显著的负回归系数(系数=-0.073, $t=-2.110$),与研究假设H2的预期相符,表明证券分析师关注度会调减金牌董秘哑变量与公司股价同步性间的正相关关系,因为证券分析师能够提高股价的信息含量,降低股价中的噪音成分,从而减弱噪音市场中金牌董秘与股价同步性的正向影响关系。模型4的结果显示,机构投资者持股比例(INSTI)和金牌董秘哑变量(SECRE)的交互项得到了在1%统计水平下显著的负回归系数(系数=-0.506, $t=-2.693$),支持了假设H3的理论预期,亦即机构投资者作为更加理性的专业投资者,其持股比例的增加意味着股价受噪音的影响程度降低,因而金牌董秘与股价同步性的正向影响关系会减弱。

表6 多元回归分析结果

	因变量:RSQ _t				
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
SECRE _{t-1}		0.082** (2.045)	0.250*** (2.942)	0.392*** (3.313)	0.492*** (3.689)
SECRE _{t-1} × ANALY _{t-1}			-0.073** (-2.110)		-0.056(- 1.644)
SECRE _{t-1} × INSTI _{t-1}				-0.506*** (-2.693)	-0.458** (-2.458)
ANALY _{t-1}	-0.073*** (-7.721)	-0.076*** (-7.941)	-0.073*** (-7.492)	-0.076*** (-7.971)	-0.074*** (-7.586)

INSTI _{t-1}	-0.242*** (-4.827)	-0.244*** (-4.878)	-0.244*** (-4.873)	-0.219*** (-4.286)	-0.221*** (-4.329)
STATE _{t-1}	0.086*** (4.368)	0.085*** (4.329)	0.084*** (4.312)	0.084*** (4.309)	0.084*** (4.297)
TOP1 _{t-1}	0.132** (1.983)	0.129* (1.928)	0.129* (1.939)	0.128* (1.919)	0.128* (1.928)
BIG4 _{t-1}	0.152*** (3.248)	0.146*** (3.087)	0.151*** (3.202)	0.152*** (3.225)	0.155*** (3.299)
AGE _{t-1}	0.009 (0.499)	0.008 (0.410)	0.008 (0.404)	0.008 (0.438)	0.008 (0.430)
ROA _{t-1}	1.366*** (7.369)	1.351*** (7.291)	1.341*** (7.230)	1.359*** (7.337)	1.351*** (7.284)
LEV _{t-1}	-0.110** (-2.000)	-0.110** (-2.014)	-0.110** (-2.011)	-0.114** (-2.087)	-0.114** (-2.078)
MTB _{t-1}	-0.039*** (-4.987)	-0.040*** (-5.090)	-0.039*** (-5.066)	-0.040*** (-5.108)	-0.039*** (-5.087)
TUR _{t-1}	0.027*** (5.888)	0.028*** (6.031)	0.027*** (5.935)	0.028*** (6.075)	0.028*** (5.994)
NEW	0.248*** (10.014)	0.248*** (10.002)	0.249*** (10.043)	0.249*** (10.060)	0.250*** (10.086)
截距	-0.672*** (-6.554)	-0.662*** (-6.486)	-0.667*** (-6.542)	-0.678*** (-6.619)	-0.680*** (-6.650)
样本量	8430	8430	8430	8430	8430
F值	18.326***	17.871***	17.480***	17.499***	17.084***
调整R ²	0.059	0.059	0.059	0.060	0.060
VIF值	5.60	5.46	5.69	5.91	6.07

注(1)***、**、*分别表示双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%。(2)行业效应和年度效应均已控制。(3)括号内数字为经过异方差调整的T值。

控制变量方面,我们发现,国有性质(STATE)、第一大股东持股比例(TOP1)、聘请国际四大审计(BIG4)、总资产收益率(ROA)、股票换手率(TUR)都与股价同步性显著正相关,而负债水平(LEV)和市值账面比(MTB)与股价同步性显著负相关,这些结果与王亚平等(2009)^[2]的研究结论基本类似。特别地,新会计准则实施哑变量(NEW)得到了显著为正的回归系数,意味着与国际会计准则趋同的新会计准则的实施,通过提高上市公司的信息披露质量和信息透明度(张然和张会丽,2008^[34];毛新述和戴德明,2009^[35]),提升了噪音市场中上市公司的股价信息含量和股价同步性。

(五)稳健性测试

首先,在研究样本中,上市公司董秘被评为金牌董秘的样本仅占总样本的5.1%,意味着金牌董秘子样本和非金牌董秘子样本的占比严重失衡,这将使得本文研究结论对可能存在的样本选择性偏差问题变得非常敏感。为此,本文使用倾向得分匹配法(P propensity Matching Score, PSM)进行稳健性测试。具体地,第一步,结合表5的分组差异分析结果,以

金牌董秘哑变量(SECRE)为因变量,公司规模、负债水平、总资产收益率、市值账面比、股票换手率、市场化环境、国际四大审计、证券分析师关注度、机构投资者持股比例等公司特征变量为自变量,使用Logit逻辑回归模型估计出每个年度观察样本公司董秘被评为金牌董秘的倾向得分,第二步,根据得到的倾向得分,使用最邻近匹配法(nearest neighbor matching)为每一个金牌董秘实验样本找到一个配对样本,进而利用计量模型(3)回归分析实验样本和配对样本,得到的回归分析结果如表7所示。从表7可以看到,尽管在PSM模型下统计显著水平有所降低,但金牌董秘哑变量仍然得到了显著为正的回归系数(系数=0.097, $\mu=1.699$)。这一结果表明,样本的选择性偏差问题并没有影响本文相关研究结论的成立。

其次,为了更有效地控制“互为因果”的内生性问题,我们还使用了两阶段最小二乘估计方法(2SLS)。本文认为,除了公司层面的因素,董秘的个体特征是影响甚至决定其能否被评为金牌董秘的重要因素。更为重要的是,董秘的个体特征与其任职公司的股价同步性之间不存在直接的相关关系。因此,本文选取董秘的年龄和性别作为工具变量,据此得到的回归分析结果如表7所示。从表7可知,工具变量化的金牌董秘哑变量(instrumented SECRE)也得到了统计显著的正回归系数(系数=1.960, $\mu=1.828$),意味着在使用工具变量回归模型有效控制“互为因果”的内生性问题后,本文的相关研究结论仍然是稳健成立的。

表7 控制内生性问题的稳健性测试结果

	因变量 RSQ _t			
	PSM模型		2SLS工具变量模型	
SECRE _{t-1}	0.097*	(1.699)	1.960*	(1.828)
ANALY _{t-1}	-0.120***	(-3.725)	-0.137	(-1.636)
INSTI _{t-1}	-0.643***	(-3.960)	-0.364**	(-2.387)
STATE _{t-1}	0.088	(1.242)	0.030	(0.622)
TOP1 _{t-1}	0.262	(1.189)	0.097	(0.933)
BIG4 _{t-1}	0.034	(0.370)	0.005	(0.042)
AGE _{t-1}	0.088	(1.375)	0.111	(1.223)
ROA _{t-1}	1.285**	(2.064)	1.389***	(2.713)
LEV _{t-1}	-0.334*	(-1.651)	-0.128	(-1.360)
MTB _{t-1}	-0.082***	(-3.698)	-0.076	(-1.395)
TUR _{t-1}	0.070***	(3.071)	0.087	(1.506)
NEW	0.473***	(4.598)	0.105	(0.539)
截距	-0.558	(-1.432)	-0.837***	(-2.186)
样本量	786		3878	
F值/Wald Chi2值	5.974***		50.88**	
调整R ²	0.161		-	

注:同表6。

最后,在本文的样本考察期间2005~2011年,《新财富》杂志不仅会评选出金牌董秘总名单,还会根据评委的打分对金牌董秘进行排名。那么,一个有趣的问题是,金牌董秘的排名是否具有额外的增量信息呢?为此,我们重新构建了一个金牌董秘排名变量SECRE_rank,其值等于对应金牌董秘的排名名次。特别地,由于《新财富》杂志在2005~2007年间,每年评选出50名金牌董秘,在2008~2010年,每年评选出100名金牌董秘,在2011年评选出150名金牌董秘。为了使得不同年度间的金牌董秘排名具有更好的可比性,我们把2008~2010年金牌董秘的排名名次除以2后四舍五入取整数,把2011年金牌董秘的排名名次除以3后四舍五入取整数。经过这些转换后,每个年度金牌董秘排名名次的取值范围都处在1~50之间。最后,根据得到的金牌董秘排名变量在金牌董秘子样本中进行相关的回归分析,结果如表8所示。从表8可以看到,金牌董秘排名变量SECRE_rank、与证券分析师关注度的交互项SECRE_rank×ANALY、与机构投资者持股比例的交互项SECRE_rank×INSTI都没有得到一致显著的回归系数。这些结果说明,虽然金牌董秘间存在排名次序的差异,但他们带给上市公司股价同步性的经验影响却是类似的,不存在显著的强弱差异。这一结果也从一个侧面表明,《新财富》杂志的金牌董秘评选活动仅是对董秘勤勉尽职情况的定性评价。

表8 金牌董秘排名的稳健性测试结果

	因变量 RSQ _t				
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
SECRE_rank _{t-1}		0.004 (1.383)	0.009* (1.678)	-0.006 (-0.723)	-0.000 (-0.051)
SECRE_rank _{t-1} ×ANALY _{t-1}			-0.002 (-1.135)		-0.003 (-1.486)
SECRE_rank _{t-1} ×INSTI _{t-1}				0.015 (1.237)	0.020 (1.526)
ANALY _{t-1}	-0.156*** (-3.639)	-0.147*** (-3.389)	-0.072 (-0.948)	-0.144*** (-3.334)	-0.041 (-0.514)
INSTI _{t-1}	-0.492** (-2.323)	-0.514** (-2.383)	-0.533** (-2.465)	-0.894** (-2.417)	-1.024*** (-2.666)
STATE _{t-1}	0.122 (1.318)	0.123 (1.333)	0.125 (1.365)	0.121 (1.305)	0.124 (1.344)
TOP1 _{t-1}	-0.018 (-0.064)	0.009 (0.030)	0.001 (0.002)	0.049 (0.169)	0.049 (0.169)
BIG4 _{t-1}	-0.037 (-0.271)	-0.022 (-0.166)	-0.030 (-0.223)	-0.021 (-0.160)	-0.032 (-0.238)
AGE _{t-1}	0.196** (2.256)	0.199** (2.299)	0.204** (2.355)	0.198** (2.284)	0.204** (2.358)
ROA _{t-1}	2.050** (2.288)	2.166** (2.397)	2.158** (2.402)	2.119** (2.315)	2.095** (2.302)

(续表 8)

LEV _{t-1}	-0.461 (-1.608)	-0.426 (-1.495)	-0.427 (-1.501)	-0.417 (-1.462)	-0.415 (-1.463)
MTB _{t-1}	-0.094*** (-3.241)	-0.094*** (-3.239)	-0.095*** (-3.257)	-0.093*** (-3.182)	-0.093*** (-3.194)
TUR _{t-1}	0.077** (2.529)	0.072** (2.373)	0.073** (2.390)	0.069** (2.288)	0.069** (2.289)
NEW	0.635*** (4.905)	0.641*** (4.965)	0.640*** (4.939)	0.646*** (5.045)	0.645*** (5.042)
截距	-0.728* (-1.793)	-0.865** (-2.107)	-1.056** (-2.424)	-0.638 (-1.403)	-0.838* (-1.822)
样本量	426	426	426	426	426
F值	6.071***	6.043***	5.983***	5.851***	5.810***
调整R ²	0.191	0.192	0.192	0.192	0.193

注:同表 6。

六、研究结论与实践启示

(一) 研究结论

董事会秘书(简称董秘)是连接上市公司与外部利益相关者的重要信息纽带。然而,对于这个与资本市场联系如此密切的职业群体,目前却鲜有研究关注其与资本市场效率之间的影响关系。鉴于此,本文选取 2005~2011 年中国 A 股上市公司的相关数据,从股价同步性角度实证分析了上市公司董秘对资本市场效率的经验影响关系。结果发现,同等条件下,与非金牌董秘相比,更加勤勉尽职的金牌董秘有利于提高上市公司的股价同步性。进一步,证券分析师的关注度越高抑或是机构投资者的持股比例越高,金牌董秘对公司股价同步性的正向影响关系越弱。在经过对样本选择性偏差和“互为因果”的内生性问题等进行稳健性测试后,这些结论依然成立。

(二) 理论与实践启示

本文的研究结论表明,上市公司聘请勤勉尽职的金牌董秘,有利于更好地完善公司的内部治理、加强投资者关系管理和提高信息披露质量,从而促进上市公司信息透明度的提升。在噪音较大的中国资本市场,信息透明度的提升则会提高公司的股价同步性。证券分析师和机构投资者作为资本市场中两类重要的参与主体,具有较强的信息收集与分析能力,其参与度的提高能增加公司股价的信息含量,降低噪音对股价的影响,进而减弱了勤勉尽职的金牌董秘与股价同步性之间的正向影响关系。

本文的研究结论主要有两点实践启示。首先,建立高效透明的资本市场是中国市场化改革的重要一环,董秘作为连接上市公司与外部利益相关者的重要信息纽带,对提高资本市场效率具有积极影响。中国政府和资本市场监管部门应该加强对董秘这一特殊职业群体的监督管理和培训指导,通过加强职业

继续教育和完善考核标准体系,提升董秘群体的综合执业水平。特别是近年来优秀董秘已然成为了上市公司和拟上市公司竞相猎取的紧缺人才,在这样的背景下,加强董秘的职业教育与培训显得更加的重要和迫切。其次,随着中国资本市场的不断发展,证券分析师和机构投资者已经成为了市场的重要参与者,他们在提升资本市场效率方面发挥了积极作用。但是,证券分析师的非独立性及由此引发的利益冲突问题,以及机构投资者的短期频繁炒作和内幕交易等问题,在中国资本市场仍然时有发生。这就要求中国资本市场的相关监管部门应该进一步完善制度环境建设,在提高证券分析师职业能力的同时,更加注重其职业道德教育,引导机构投资者形成注重基本面分析的长期价值投资理念,最终促进中国资本市场的平稳健康发展。

(三) 研究的不足与展望

囿于“金牌董秘”评比的局限性,本文仅能对上市公司董秘的履职情况进行相对粗糙的定性刻画,而没能更科学客观地进行定量度量,这可能会在一定程度上影响本文研究结论的普适性,同时也阻碍了我们对相关问题进行更加细致的实证分析。随着企业界和学术界对董秘这一职业群体认识的加深和对相关职业要求的明晰与细化,未来在数据可获得的情况下值得对该领域的相关问题开展更进一步的研究。

注释:

① 本研究中使用个股的股价同步性来反映资本市场效率水平,而个股的股价同步性指标是指个股周回报率对市场周回报率进行回归分析所得到的拟合系数 R²。因而,根据统计回归分析的大样本要求,个股的年交易周数不能小于 30 周。

② 董事会秘书作为连接上市公司与资本市场的“桥梁”和“窗口”,发挥着越来越重要的作用,其承担的职业责任和所面临的经验与能力要求也越高。从社会学的角度,年龄、性别、教育背景等个体特征能够在一定程度上反映董秘的职业经验与工作能力。然而,由于董秘的教育背景信息缺失情况严重,故而本文仅选取年龄和性别作为金牌董秘的工具变量。

[参考文献]

[1] 朱红军,何贤杰,陶林.中国的证券分析师能够提高资本市场效率吗——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(02): 110-121.

[2] 王亚平,刘慧龙,吴朕生.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.

[责任编辑:冯霞]