

政府行为必然会提高股价同步性吗？ ——基于我国产业政策的实证研究

陈冬华 姚振晔

解读：王梦涵

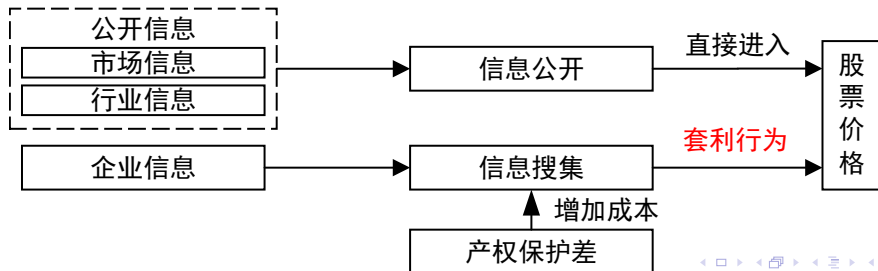
2024 年 9 月 25 日

股价同步性

- **股价同步性**被用于衡量公司股价变动与市场平均变动之间的关系

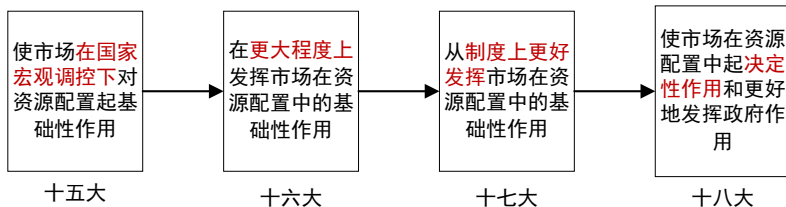
$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times R_{Mt} + \alpha_2 \times R_{It} + \epsilon_{it}, \quad SYNCH_i = \log\left(\frac{R_i^2}{1 - R_i^2}\right)$$

- R_{it} 为第 t 日的个股收益率, R_{Mt} 和 R_{It} 分别为当天市场和行业的平均收益率
- Morck et al.(2000):



研究动机

- 我国政府在经济发展中的角色不断演进，以寻求促进经济发展的均衡定位



- 政府行为的影响不容忽视，但如何影响尚无定论（尤其是微观层面）
 - 降低信息效率：政府行为的存在可能会降低市场的套利交易 (Morck et al.,2000)
 - 提高信息效率：产业政策的执行可以发挥引导作用，纠正市场失灵 (林毅夫,2007)
- 从股价同步性的形成机制看，产权保护差时政府行为会提高股价同步性

研究问题

- 政府行为真的会进而提高股价同步性吗？
 - 不会，产业政策导致股价同步性显著下降
- 政府行为真的会抑制信息套利行为吗？
 - 不会，上述影响主要存在于分析师跟踪较多、机构投资者持股比例较大、媒体报道较多的公司中，表明政府行为促进了信息套利行为的发生

研究贡献

- 关于探究降低股价同步性渠道的文献
 - 现有文献多从信息披露，公司治理和信息中介等角度展开
简晓彤等（2021）、吴武清等（2020b）、周林洁（2014）
 - 本文给出了政府行为影响股价同步性的直接证据
- 关于股价同步性的“信息效率观”解释
 - Morck et al.(2000): 产权保护差时政府行为会提高股价同步性
 - 产权保护差时某些政府行为可以提高股价同步性
- 将产业政策和信息领域结合，丰富了这两类领域的文献

研究假设

- 其他因素不变的情况下，与未获取产业政策支持的公司相比，获取产业政策支持的公司股价同步性可能会下降
 - 中国独特地“自上而下”产业政策实施保证了政策对企业影响的效力
 - 国家产业政策对微观企业个体存在异质性（行业，地区，力度）
 - 产业政策影响的异质性会带来企业真实活动的变化，企业层面会进一步产生新的公司层面的特有信息
 - 企业主体生产经营活动的变化会导致更多信息的披露
 - 投资者信息需求提升，进而增加对市场信息中介的需求

数据来源和指标构建

- 产业政策：“十一五”计划、“十二五”计划及“十三五”计划产业政策，**选取计划宣告前后 [-30,30] 交易日窗口作为样本时间区间**
 - IP*: 产业政策支持与否，五年计划文件中存在“鼓励”“支持”等字眼的行业为支持性行业，赋值为 1，否则为 0
 - POST*: 虚拟变量，产业政策宣告之前赋值为 0，反之为 1
- 资本市场：沪深 A 股（共计 8404 个样本）
 - 被解释变量：股价同步性 (SYNCY)
$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times R_{mt} + \epsilon_{it}, \quad SYNCH_i = \log\left(\frac{R_i^2}{1 - R_i^2}\right)$$
 - R_{it} 为第 t 日的个股收益率， R_{mt} 为第 t 日流通市值加权平均同行业收益率
 - 控制变量：财务杠杆，公司规模，市值账面比，审计师事务所，市场活跃度，盈利能力，上市年限，行业总规模，行业总数量

回归设计

- 双重差分法:

$$SYNCY = \alpha_0 + \alpha_1 \times IP + \alpha_2 \times IP \times POST + \alpha_3 \times POST + \sum Control + \epsilon$$

- $SYNCY$ 为股价同步性
 - IP 为产业政策支持与否 (1 or 0), $POST$ 为产业政策宣告与否 (1 or 0)
 - $Controls$ 为控制变量
 - ϵ 为残差项
- 若 $IP \times POST$ 的系数显著为负, 则说明产业政策支持的公司股价同步性下降

基准检验-产业政策会降低支持组公司股价同步性吗？

股价同步性 SYNCH			
IP		0.087* (1.730)	0.131*** (2.706)
POST		-0.250*** (-8.799)	-0.250*** (-8.792)
IP×POST		-0.106*** (-2.837)	-0.0.106*** (-2.835)
Controls	Y	N	Y
Observations	8,404	8,404	8,404
R-squared	0.197	0.159	0.221

- 相比未获得政策支持公司，获得政策支持公司在事件宣告之后同步性显著下降

基准检验-产业政策支持力度差异对股价同步性的影响？

自变量	因变量: 股价同步性 <i>SYNCH</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>IPA2* POST</i> 一般支持(IPA2):五年计划中 出现"支持","鼓励"等字眼 <i>IPA2</i>	-0.032 (-0.654)		-0.032 (-0.656)
	0.104* (1.678)		0.089 (1.637)
<i>IPA3* POST</i> 重点支持(IPA3):五年计划中出 现"重点","大力","首位"等字眼 <i>IPA3</i>		-0.145*** (-3.441)	-0.145*** (-3.446)
		0.053 (0.777)	0.155*** (2.900)
<i>POST</i>	-0.250*** (-8.762)	-0.250*** (-8.780)	-0.250*** (-8.791)

- 获得一般支持公司股价同步性下降较未获得支持组公司无显著差异
- 获得重点支持公司股价同步性相较未获得支持公司显著降低

政府行为必然会提高股价同步性吗

进一步分析：基于分析师视角的分析

自变量	因变量: 股价同步性 <i>SYNCH</i>					
	分析师机构数量		分析师数量		分析师报告数量	
	低	高	低	高	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>IP* POST</i>	0.002 (0.037)	-0.234 *** (-4.313)	0.007 (0.128)	-0.232 *** (-4.317)	-0.009 (-0.163)	-0.215 *** (-4.008)
<i>IP</i>	-0.004 (-0.056)	0.226 *** (3.065)	0.004 (0.056)	0.219 *** (3.023)	0.020 (0.305)	0.203 *** (2.844)
<i>POST</i>	-0.322 *** (-7.901)	-0.161 *** (-3.837)	-0.313 *** (-7.501)	-0.177 *** (-4.262)	-0.311 *** (-7.446)	-0.179 *** (-4.342)

- 分析师跟踪越多，信息进入股价越充分，股价同步性降低越明显

进一步分析-基于机构投资者视角的分析

自变量	因变量: 股价同步性 <i>SYNCH</i>							
	机构投资者		证券投资基金		社保保险证券等		合格的境外投资者	
	低	高	低	高	低	高	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>IP* POST</i>	0.003 (0.051)	-0.229*** (-4.364)	-0.056 (-1.022)	-0.161*** (-3.042)	-0.010 (-0.172)	-0.208*** (-3.936)	-0.106*** (-2.645)	-0.077 (-0.607)
<i>IP</i>	0.033 (0.514)	0.182** (2.490)	0.129* (1.928)	0.140* (1.911)	-0.008 (-0.120)	0.214*** (3.029)	0.092* (1.823)	0.487*** (3.325)
<i>POST</i>	-0.343*** (-8.191)	-0.144*** (-3.555)	-0.286*** (-6.971)	-0.209*** (-5.070)	-0.306*** (-7.229)	-0.189*** (-4.661)	-0.267*** (-8.723)	-0.104 (-1.083)

- 产业政策降低股价同步性的实证结果主要存在于较高机构投资者持股样本中
- 机构投资者之间关于产业政策的信息传递效应存在异质性

结论 & 政策建议

- 结论
 - 相比未获得政策支持的企业，获得政策支持的企业股价同步性会下降
 - 上述影响的异质性表明产业政策影响股价同步性的现象是有效的信息套利行为
- 政策建议
 - 同时加强机构投资者等信息中介机构以及中小投资者对产业政策信息制定的参与度，维护中小投资者利益与证券市场的公平性。
 - 强产业政策披露后资本市场中介机构的沟通与分析
 - 在公司年报自愿性披露部分，增加关于产业政策影响公司前景与未来的专门讨论

思考

- 非常好的视角，与直觉相反的结论
- 渠道检验部分太弱，信息中介参与程度提高和噪声交易减少其实有很多后果可以进行检验
 - 分析师报告的数量、机构投资者交易、媒体报导数量
 - ...
- 股价同步性与信息效率的关系备受争议，可以采取其他信息效率的指标进行交叉检验（信息不对称、非流动性水平，买卖价差...）
- 不同的信息中介影响的机制是否不同？