

股价同步性研究述评与展望 ——基于 R^2 的研究视角

胡才泓, 周文怡

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330022)

摘要: 股价同步性是衡量资本市场信息效率的重要指标,也是近年来国内外财务学研究的热点。围绕 R^2 的研究脉络展开,首先简述了 R^2 度量股价同步性的起源,其次结合不同的因素分别详细梳理了信息效率学派和非理性行为学派的相关研究,以期集中展示国内外不同学派的学者们对股价同步性产生原因的探索,而这也正是学术界关注和争议最大的焦点问题,最后对未来研究提出展望。

关键词: R^2 ; 股价同步性; 信息含量; 述评与展望

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2020)06-0040-09

一、引言

股价同步性(Comovement 或 Synchronicity)即“同涨同跌”现象,是指单个公司股票价格的波动与市场平均波动之间的关联性。股价同步性是当前实务界关注的热点和财务学研究的重要课题(许年行等, 2011)^[1]。

在中国A股市场,股价同步性现象十分突出。Morck等(2000)首次提出“股价同步性”的概念,并采用 R^2 度量股价同步性程度。作者发现,1995年美国、爱尔兰、加拿大等成熟市场 R^2 都低于0.10,而中国则高达0.45,位居世界第二,仅次于波兰^[2]。2006年Jin和Myers研究表明,全球40个国家中,中国股价同步性程度位居世界第一位^[3]。中国股票市场的股价同步性为什么如此之高?这些跨国研究从理论高度上点燃了一盏明灯,近年来指引着国内的学者们积极探索和思考,其中也不乏真知灼见。

股价同步性反映的是公司特质信息融入股价的程度,是资本市场信息效率的重要体现。当前学术界度量股价同步性最为广泛的指标为 R^2 ,但在 R^2 反映的是“信息”还是“噪音”这个基本问题上,却存在“信息效率观”和“非理性行为观”两种截然不同的观点,还远未达成一致的意見。同时,是什么因素或者基于什么路径影响股价同步性也尤为重要。因此,本文围绕 R^2 的研究脉络展开梳理,首先简述了 R^2 度量股价同步性的起源,其次结合不同的因素或路径分别详细阐述了国内外信息效率学派和非理性行为学派的研究,最后是研究展望。

二、 R^2 度量股价同步性的起源

在国内外文献中,对股价同步性的度量通常采用资本资产定价模型(CAPM)对个股收益与市场收益回归模型的拟合优度(R^2)来度量。 R^2 越大,表明个股收益波动被市场收益波动所能解释的部分越大,股价同步性越高。该方法由Morck等(2000)作为股价同步性的概念正式提出,并秉承了French和Roll(1986)、Roll(1988)的研究思路^[2,4-5]。其通过下列简化的资本资产定价模型的拟合优度(R^2)来度量股价波动的同步

收稿日期: 2020-05-03

基金项目: 国家社会科学基金项目“有限关注的机构投资者行为与板块股价同步性研究”(15BGL050)

作者简介: 胡才泓(1971-),男,江西永修人,博士,副教授,研究方向为会计与行为金融学。

性:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 表示个股 i 第 t 期收益率; $R_{m,t}$ 表示市场第 t 期收益率; $\varepsilon_{i,t}$ 表示残差。由拟合优度(R^2)的计算方法可知,模型(1)的 R^2 越小,说明市场收益对个股收益的解释能力越小,股价波动的同步性程度越低,其股价波动所蕴含的公司特质信息则越多;反之亦然。因此,拟合优度(R^2)被学界作为衡量股价波动同步性程度的指标,同时也可以较好地反映个股价格波动所蕴含的公司特质信息含量的高低。

不仅考虑个股与市场之间的同步性,同时也考虑个股与所属行业之间的同步性,Durnev等(2003)在模型(1)中进一步引入行业收益率^[6]。其模型如下:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{I,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $R_{I,t}$ 表示个股 i 所属行业 I 的第 t 期收益率, $R_{i,t}$ 和 $R_{m,t}$ 的含义同上。从而,模型(2)的拟合优度(R^2)反映了在总的股票收益波动中,可由市场和行业层面所解释的那部分信息所占的比重,模型(2)是当前学术界度量股价同步性最为广泛的模型。 R^2 也从纯粹的计量经济学符号演变为度量股价同步性的指标,并与公司特质信息含量联系起来,被赋予了全新的内涵和生命力。

三、信息效率学派的研究

信息效率学派的代表性人物为 Morck, Morck(2000)认为股价的波动很大程度上可以被公司特有信息所解释,即股价同步性可以反映公司私有信息或特质信息纳入股价的程度。股价同步性越高,说明公司私有信息或特质信息越少,股票的个体波动跟随系统性波动程度越大^[2]。

信息效率学派的概念和观点得到了理论界普遍地采用,也获得了许多实证研究的支持。依据研究的侧重点不同,将国内外信息效率学派的文献进行归纳,可以分为国家、市场和公司三个层面。

(一) R^2 与国家制度建设

学者们集中研究了 R^2 与产权保护产业政策、会计制度和法制环境等国家制度建设的关系。

1. R^2 与产权保护产业政策。Morck等(2000)发现发达国家市场的 R^2 较低,而新兴国家市场的 R^2 则普遍较高, Morck等据此得出,产生这种差异是由于发达国家市场与新兴国家市场之间的投资者产权保护程度的不同。产权保护较差的国家,投资者会面临着较高而难以预测的政治风险,同时金融体系不完善而导致的内部人对外部人利益侵害的事件也较多,由此会提高信息收集的成本使得投资者不愿意参与套利活动。因为套利活动是基于私人信息的交易活动,会增加股价波动中有关公司私有信息或特质信息的含量^[2]。Fox等(2003)认为,在投资者产权保护较差的国家,政府经常干预企业的具体业务运作;结果会增加信息交易者的套利风险,使得噪声交易者成为市场主导,从而会减少股价波动中特质信息含量,呈现出较高的股价同步性^[7]。陈冬华和姚振晔(2018)以我国产业政策实施的影响为切入点,发现在特定的条件下,政府行为也可能会提高股价中的特质信息含量,从而降低股价同步性。^[8]朱滔(2020)则以我国2017年政府补助准则修订为准自然实验,研究发现在信息不对称更加严重、受产业政策支持的样本中,准则修订能更好地发挥强化公司异质性信息传递的作用^[9]。

2. R^2 与会计制度。基于中国市场的数据,史永和张龙平(2014)研究发现我国XBRL财务报告格式的披露有助于降低股价同步性^[10]。Dong等(2016)也发现可扩展商业报告语言(Extensible Business Reporting Language, XBRL)报告披露的财务报告,有利于投资者利用计算机进行信息搜集和处理,可降低信息处理的成本, XBRL财务报告格式促进了公司特质信息在股价中的反映,进而降低了股价波动的同步性^[11]。王木之和李丹(2019)通过构建双重差分模型,考察了财政部在2016年12月批准印发的《在审计报告中沟通关键审计事项》等注册会计师审计准则(“新审计报告”)和股价同步性之间的关系,检验发现新审计报告的实施降低了股价波动的同步性^[12]。

3. R^2 与法制环境。游家兴等(2006)承袭 Morck等(2000)的思路和研究方法,发现伴随着我国制度建设的推进和不断完善的过程,股价同步性趋向减弱,股票价格包含的公司特质信息越来越丰富^[13]。袁柱和鞠晓峰(2009a)以2000-2005年中国上市公司的数据研究表明,在制度环境(区域制度环境与双重上市)较

好的省市, 股价信息含量也较高^[14]。官峰等(2018)以2005–2011年我国24位省部级以上落马高官有关联的企业为样本, 研究了政商关系的外生变化对分析师行为和股价同步性的影响。结果发现反腐能够提高分析师传递信息的效率, 进而可以降低股价波动的同步性^[15]。唐松等(2011)则考察了我国民营A股上市公司的政治关系与股价同步性之间的关系, 发现有政治关系的上市公司股价同步性显著较高^[16]。

(二) R^2 与市场有效性

学者们主要从资源配置效率和资本预算效率等方面展开研究。

1. R^2 与资源配置效率。Wurgler(2000)采用弹性系数法从产业角度测算了65个国家的资源配置效率, 发现资源配置效率与该国的股价同步性显著负相关。即与较高 R^2 的国家相比, 较低 R^2 国家的金融市场更倾向于引导资源从低效率行业流向高效率、高成长性行业, 呈现出更高的资源配置效率; 而过高的股价同步性会阻碍金融市场有效引导资源流向高质量、高效率企业, 损害资源配置效率^[17]。游家兴(2008)以 R^2 作为市场信息效率衡量指标, 发现随着市场信息效率的提高, 资本更快地实现由低效率领域向高效率领域的转移, 资源配置效率得以有效提高^[18]。袁知柱等(2012)指出, 中国股票市场信息效率与国家资源配置效率显著正相关, 且这种正相关关系在效率上行行业与效率下行行业之间没有显著差别^[19]。

2. R^2 与资本预算效率。Durnev等(2004b)以行业作为研究对象, 以托宾 Q 的边际比率相对行业最优水平的偏离程度作为投资效率指标, 考察了股价同步性与资本预算效率之间的关系。结果发现在 R^2 较低的行业, 其托宾边际 Q 值越大, 即 R^2 越低, 其资本投资决策的效率越高。他们指出, 偏高的股价同步性会降低资本预算效率, 无法有效抑制管理层进行无效率、盲目的投资倾向, 从而促使资本预算偏离公司价值最大化的目标^[20]。

(三) R^2 与公司治理

学者们对这部分的研究主要从投资者保护、信息透明度和微观治理等方面展开。

1. R^2 与投资者保护。De Fond和Hung(2004)对33个国家的CEO变更进行了研究, 发现在投资者保护力度越弱的国家, 股价波动的同步性越高的上市公司, CEO因业绩下滑而被变更的可能性越小。而过高的股价同步性使得识别和变更因业绩表现较差的CEO的可能性降低, 从而影响公司治理的效率^[21]。Ferreira和Laux(2007)发现, 较少的反并购条款能够带来更高水平的特质波动风险, 使股票价格中蕴含更多未来会计盈余信息^[22]。于忠泊等(2013)研究发现会计稳健性能够抑制管理者的机会主义, 降低管理者与投资者的信息不对称风险, 股价中包含更多公司层面私有信息^[23]。

2. R^2 与信息透明度。Jin和Mayers(2006)与Morck等(2000)思想上一脉相承、内容上也遥相呼应, 其通过国别之间的横向比较, 认为单纯从投资者产权保护的角度并不能完全解释市场之间股价同步性差异。因为内部人掏空行为的严重程度不仅取决于司法保护体系的完善程度, 还取决于外部投资者的监督, 即公司信息的透明程度。他们通过建模实证指出, 信息透明度与股价同步性负相关, 即信息透明度越高, 股价反映公司特质信息越多, 股价同步性越低, 进一步补充了Morck等(2000)的结论^[2, 3]。许多研究将Jin和Mayers(2006)的研究从国别比较拓展至公司微观层面, 从不同角度证实了信息透明度的提高会显著降低股价波动的同步性, 如盈余质量(Hutton等2009; Peterson 2015)、市场微观结构(肖浩等2011)、会计稳健性(于忠泊等2013)等等。然而, 研究发现并非一边倒的局面, 王亚平等(2009)、金智(2010)基于中国市场的研究发现, 公司透明度越高, 股价波动的同步性反而越高, 并不支持Jin和Mayers(2006)的研究结论^[3, 23–28]。

3. R^2 与微观治理。Chen等(2007)认为公司股价同步性水平在很大程度上反映了市场对其基本价值的判断, 从而使得管理层在作投资决策时会更为慎重^[29]。蒋海等(2010)利用相关和回归分析, 发现上市公司的微观治理机制越好, 其股价同步性越低^[30]。李留闯(2012)等从公司透明度和趋同性两方面着手分析, 发现拥有连锁董事的上市公司的股价同步性更高^[31]。Gul等(2010)、Li等(2015)、王立章等(2016)从所有权安排、审计质量、两权分离(控制权和现金流权)等公司治理变量进行研究, 证实了良好的公司治理会降低股价波动的同步性^[32–34]。

四、非理性行为学派的研究

基于理论和实证研究的结果, 有学者开始质疑股价信息含量的解释, 认为 R^2 反映的是噪声而非信息。

非理性行为学派的代表人物为 West, West(1988)发现股票价格的变化远远超过公司基本面信息所能解释的程度,认为 R^2 反映的是股价中的噪声、泡沫、投资者情绪、投资者心理偏见以及其他非基本面因素的非理性行为和因素,因此该学派认为 R^2 越小,公司特质信息含量会越少,而噪声却更多^[35]。

非理性行为学派主要从信息含量、金融“异象”、投资者情绪和投资者行为等四个方面进行研究。

(一) R^2 与信息含量

孔东民和申睿(2007, 2008)发现,在中国证券市场, R^2 更大程度上反映的是噪声而非信息效率^[36-37]。Wang等(2009)分析了中国证券市场公司投资与股票价格的关系,发现高 R^2 组与低 R^2 组之间并没有显著的信息含量差别^[38]。林忠国等(2012)发现越低股价同步性公司具有越强的盈余公告后漂移,且股价较少反映当期和未来盈余信息,因此认为不能简单地将股价同步性视为公司层面信息的度量^[39]。Li等(2014)实证研究发现,低 R^2 与知情者交易概率、买卖价差、价格延迟等信息环境代理指标负相关,支持了噪声的解释^[40]。Chan和Chan(2014)以股票增发定价事件为切入点检验股价同步性与信息含量之间的关系,结果发现二者之间存在显著的负相关,与基于特质信息含量的解释不符^[41]。

(二) R^2 与金融“异象”

Hou等(2006)发现交易越频繁的股票越能吸引投资者的注意力,当一只股票被关注度不高的时候,投资者不太可能交易;而当被关注度过高的时候,一些诸如过度自信等的行为偏差会给投资者带来更多的交易行为。因此他们认为 R^2 与投资者信息处理行为的偏差有关,其实证结果也证实,公司股票的 R^2 与股价走势的惯性显著负相关,即 R^2 越低,惯性和反转却越显著,说明 R^2 代表定价的无效率^[42]。Teoh等(2008)通过四个违反有效市场假设(EMH)的检验和 R^2 与盈余反应系数(Earnings Response Coefficient)关系的直接检验,发现 R^2 与证券市场异象呈负相关关系,即 R^2 越低,异象却越显著,从而与“信息效率观”不符^[43]。

(三) R^2 与投资者情绪

投资者情绪与股票收益(股价)关系的研究文献很丰富,学者们集中研究了投资者情绪与股票短、中、长期收益,以及与股票横截面收益之间的关系(林翔, 2000; Kumar和Lee, 2006; 杨晓兰等, 2016; 陈其安和雷小燕, 2017; 石善冲等, 2018)等^[44-48]。投资者情绪与股票收益(股价)关系研究的结论有两种,一种是投资者情绪与股票收益显著相关,另一种是不相关,争议较大。

近些年来,随着股价同步性的研究成为财务学研究的热点,投资者情绪与股价同步性的研究也逐渐成为研究的重点。Barberis等(2005)、Greenwood和Sosner(2007)发现投资者情绪与市场摩擦会影响股价波动的同步性^[49-50]。其他许多学者,从个人投资者情绪(Kumar和Lee, 2006)、股票拆分和公司总部搬迁事件(Kumar等, 2013)等方面证实了投资者情绪会显著影响股价波动的同步性^[45, 51]。国内学者也得到了一致的结论,许年行等(2011)认为投资者的心理偏差是影响股价同步性的重要因素之一^[1]。夏芳(2012)发现盈余管理使得股价同步性降低,而投资者情绪使得股价波动的同步性上升^[52]。胡才泓和梅国平(2014)在构建中国机构投资者情绪综合指数的基础上,研究了该综合情绪指数对股价同步性的影响以及机构投资者持股在两者关系中所起的作用。结果表明机构投资者情绪与股价同步性之间存在非线性的“倒U型”关系^[53]。Chen等(2019)研究了中国股市互联网金融投资者情绪指数(IFIS)与股价同步性之间的关系,结果发现其对市场规模更大的公司的股价同步性具有显著的增量解释能力^[54]。

(四) R^2 与投资者行为

从行为金融学的视角,围绕机构投资者与股价同步性的有关方面问题,近年来非理性行为学派的许多学者做了不少工作,大多以实证研究为主,归纳起来主要包括以下四个方面。

1. 证券分析师对股价同步性的影响。证券分析师对股价同步性的影响主要存在两种截然相反的观点,争议较大。一种观点认为,证券分析师有利于特质信息融入股价中,降低股价波动的同步性。朱红军等(2007)的研究表明,随着证券分析师跟进的增强,更多的公司特质信息被纳入股价中,从而降低股价同步性^[55]。Xu等(2013)也得出明星分析师能够显著降低股价同步性的结论^[56]。伊志宏等(2015)发现与男性相比,女性分析师关注与股价同步性的负向关系更显著^[57]。伊志宏等(2019)进一步借助支持向量机的文本分类方法,研究了证券分析师报告内容对股价同步性的影响,结果也发现分析师报告中公司特质信息含量与

所关注公司的股价同步性负相关^[58]。其他周铭山等(2016)、官峰等(2018)也得到了类似的结论^{[59][15]}。另一种观点则认为证券分析师提高了股价波动的同步性。Chan 和 Hameed(2006)、冯旭南和李心愉(2011)都指出证券分析师较少反映公司特质信息,而更多反映来自市场层面的信息^[60-61]。

2. 机构投资者持股对股价同步性的影响。机构投资者持股比例既反映了机构投资者对股票价格变动影响的大小,也反映了公司噪声的相对大小。因此,很多学者研究机构投资者与股价同步性之间的关系时,大都采用机构投资者持股比例这个变量进行分析,以专门研究机构投资者持股变量表征其交易行为对股价同步性的影响。He 等(2013)发现全球 40 个市场的大型外资持股与股价同步性之间显著负相关^[62]。国内的研究大多都支持机构投资者持股有利于公司特质信息的吸收,提高了股价的信息含量,降低了股价同步性程度(侯宇和叶冬艳 2008;尹雷 2010;游家兴和汪立琴 2012;张亦弛和乔海曙 2016)^[63-66]。潘宁宁和朱宏泉(2015)研究发现基金持股和交易都能降低股价同步性^[67]。与上述一边倒的结论不同,An 和 Zhang(2013)研究了美国机构投资者持股对股价波动的同步性和公司倒闭风险的影响,发现机构投资者长期价值投资降低了股价波动的同步性,而短期持股则增加了股价同步性^[68]。饶育蕾等(2013)分析了我国证券市场中 QFII 持股对股价同步性的影响,也得出了相似的结论^[69]。

3. 机构投资者持股与其他因素共同对股价同步性的影响。另一派研究机构投资者对股价同步性的影响,学者们一般利用机构投资者持股与其他因素相结合共同对股价同步性的影响展开研究。例如,王亚平等(2009)发现我国证券市场中上市公司信息透明度越高,股价同步性越高,股价同步性与信息透明度之间的正向关系随着机构投资者持股比例的提高而减弱^[27]。Gul 等(2010)研究了中国的股权集中度、外资持股和审计质量与股价同步性之间的关系,发现最大股东持股与股价同步性之间存在非线性关系^[32]。孔东民等(2015)考察了机构持股、流动性以及二者的交互项对信息效率的影响,发现机构持股比例的增加以及流动性水平的提高均会促进信息效率^[70]。

4. 机构投资者的某类交易行为对股价同步性的影响。国外文献较多从分类/偏好的视角研究机构投资者与股价同步性之间的关系。Kumar 等(2011)从股价和公司所在地区的角度为切入点,对美国个人以及机构投资者的交易与股价同步性关系进行研究,认为交易偏好相同的个人投资者增加了股价同步性,而作为信息交易者的机构投资者则降低了股价同步性^{[43][71]}。胡才泓(2015)使用低股价、高特质波动率和高特质偏度识别股票的彩票特性,利用 A 股市场的大样本数据,分析了机构投资者的博彩偏好对股价同步性的影响。发现我国机构投资者存在明显的博彩偏好,且这种博彩偏好会提高股价同步性^[72]。胡才泓和曾剑锋(2015)利用 2010-2012 年 A 股市场的面板数据,从机构投资者交易行为趋同的视角,对机构投资者趋同交易行为对股价同步性的影响以及机构投资者持股在其间所起的作用进行了研究。发现机构投资者的趋同交易行为与股价同步性之间存在非线性的“倒 U 型”关系,且二者之间的正向关系随着机构投资者持股比例的提高而减弱^[73]。Meng 等(2020)检验了中国 2008 年至 2014 年大宗交易对股价同步性的影响,结果表明,中国股市的大宗交易活动有助于将公司的特质信息传播到股票价格中^[74]。

五、研究展望

股价同步性会对公司财务、资本市场和经济政策等产生负面影响(许年行等 2011)^[1]。本文构建了未来股价同步性的研究思路,认为未来可以重点围绕以下几个方面展开研究:

(一) R^2 溯源研究: R^2 反映的到底是信息还是噪音?

这是一个根本性的大问题,也是本文按此脉络展开梳理的意义之所在。股价同步性研究的难点在于股价同步性到底是起源于“信息效率”还是“非理性行为”?对这个问题的回答直接导致了“信息效率观”和“非理性行为观”两大针锋相对的流派产生。现有文献基于股价同步性产生的机理和影响因素进行了全方位较为深入的研究,但远未达成一致性的结论。

(二) 结合我国的特殊国情,开展有中国市场特色的股价同步性研究

众所周知,涨跌停制度,“T+1”制度,“沪港通”、“深港通”等这些都是有中国特色的市场制度,在此基础上,以后“T+1”改为“T+0”,股票发行核准制改为注册制,这些制度实践会对我国证券市场的股价同步性

产生怎样的影响?同时,我国证券市场的股价同步性的表现形式也很有中国特色,例如更多地表现为板块(行业、地区、风格等)同涨同跌和板块轮动,这些课题都亟待于学者们展开深入的研究。

(三) 随着股价同步性研究的发展,逐渐出现了将“信息效率学派”与“非理性行为学派”融合的趋势

例如, Lee 和 Liu(2011) 把公司特质收益分成信息和噪声两部分建立一个带噪声的多期理论模型,实证上也证实了特质波动率与信息存在非线性关系,而与噪音存在线性关系,从而融合了“信息效率学派”和“非理性行为学派”的观点^[75]。国内学者许年行等(2011) 对股票收益的“惯性”和“反转”与 R^2 之间的关系进行了理论分析和实证检验,发现不同市态下股价同步性的生成机理不同。对此,作者提出要基于信息和心理行为互动关系进行解释^[1]。田高良等(2019) 既基于非理性行为假说,也纳入信息效率学派的信息透明度为切入点,实证检验了风险承担与股价同步性之间的关系^[76]。

参考文献:

- [1] 许年行,洪涛,徐信忠等. 信息传递模式、投资者心理偏差与股价“同涨同跌”现象[J]. 经济研究, 2011(4): 135-146.
- [2] Morck R, Yeung B, Yu W. The Information Content of Stock Market: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215-260.
- [3] Jin L, Myers S. R^2 around the World: New Theory and New Tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2): 257-292.
- [4] French K R, Roll R. Stock Return Variances: the Arrival of Information and the Reaction of Traders[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 17(1): 5-26.
- [5] Roll R. R^2 [J]. Journal of Finance, 1988, 43(2): 541-566.
- [6] Durnev A, Morck R, Yeung B, et al. Does Greater Firm-specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(5): 797-836.
- [7] Fox M B, Morck R, Yeung B. Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: the New Evidence [J]. Michigan Law Review, 2003, 102(3): 331-386.
- [8] 陈冬华,姚振晔. 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[J]. 经济研究, 2018(12): 112-128.
- [9] 朱滔. 政府补助准则修订降低了公司股价同步性吗? [J]. 证券市场导报, 2020(3): 49-57.
- [10] 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.
- [11] Dong Y, Li O Z, Lin Y, Ni C. Does Information Processing Cost Affect Firm-specific Information Acquisition?——Evidence from XBRL Adoption [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016, 51(2): 435-462.
- [12] 王木之,李丹. 新审计报告和股价同步性[J]. 会计研究, 2019(1): 86-92.
- [13] 游家兴,张俊生,江伟. 制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于 R^2 研究的视角[J]. 经济学(季刊), 2006, 6(1): 189-206.
- [14] 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, 2009a, 22(1): 17-29.
- [15] 官峰,王俊杰,章贵桥. 政商关系、分析师预测与股价同步性——基于腐败官员落马的准自然实验[J]. 财经研究, 2018(7): 114-125.
- [16] 唐松,胡威,孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格信息含量[J]. 金融研究, 2011(7): 182-195.
- [17] Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2): 187-214.
- [18] 游家兴. 市场信息效率的提高会改善资源配置效率吗——基于的研究视角[J]. 数量经济技术经济研究, 2008(2): 110-121.

- [19]袁知柱,吴粒,鞠晓峰.股票市场发展与国家资源配置效率:基于股市信息效率视角的研究[J].商业经济与管理,2012(2):76-89.
- [20]Durnev A,Morek R,Yeung B. Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-specific Stock Return Variation [J]. Journal of Finance 2004b,59(1):65-105.
- [21]De Fond M L,Hung M Y. Investor Protection and Cororate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turn-over [J]. Journal of Accounting Research 2004,42(2):269-312.
- [22]Ferreira M A,Laux P A. Corporate Governance,Idiosyncratic Risk and Information Flow [J]. The Journal of Finance 2007,62(2):951-989.
- [23]于忠泊,田高良,张咏梅,等. 会计稳健性与投资者保护:基于股价信息含量视角的考察[J]. 管理评论,2013(3):146-158.
- [24]Hutton A P,Marcus A J,Tehrani H. Opaque Financial Reports, R^2 and Crash Risk [J]. Journal of Financial Economics 2009,94(1):67-86.
- [25]Peterson K,Schmardebeck R,Wilks T J. The Earnings Quality and Information Processing Effects of Accounting Consistency [J]. The Accounting Review 2015(90):2483-2514.
- [26]肖浩,夏新平,邹斌. 信息性交易概率与股价同步性[J]. 管理科学,2011(4):84-94.
- [27]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.
- [28]金智. 新会计准则、会计信息质量与股价同步性[J]. 会计研究,2010(7):19-26.
- [29]Chen Q,Goldstein I,Jiang W. Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price [J]. Review of Financial Studies 2007,20(3):619-650.
- [30]蒋海,张博,王湛春. 公司治理与股价波动同步性研究[J]. 价格月刊,2010(4):22-24.
- [31]李留闯,田高良,马勇,等. 连锁董事和股价同步性波动:基于网络视角的考察[J]. 管理科学,2012(6):86-100.
- [32]Gul F A,Kim J B,Qiu A. Ownership Concentration,Foreign Shareholding,Audit Quality and Stock Price Synchronicity: Evidence from China [J]. Journal of Financial Economics 2010,95(3):425-442.
- [33]Li S,Brockman P,Zurbrugg R. Cross-listing,Firm-specific Information,and Corporate Governance: Evidence from Chinese A-shares and H-shares [J]. Journal of Corporate Finance 2015(32):347-362.
- [34]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.
- [35]West K. Dividend Innovation and Stock Price Volatility [J]. Econometrica,1988,56(1)37-61.
- [36]孔东民,申睿. 信息环境、 R^2 与过度自信:基于资产定价效率的检验[J]. 南方经济,2007(6):3-21.
- [37]孔东民,申睿. R^2 、异常收益与交易的信息成分[J]. 中大管理研究,2008,3(3):91-112.
- [38]Wang Y,Wu L,Yang Y. Does the Stock Market Affect Firm Investment in China? A Price Informativeness Perspective [J]. Journal of Financial Economics 2009,33(1):53-62.
- [39]林忠国,韩立岩,李伟. 股价波动非同步性——信息还是噪音? [J]. 管理科学学报,2012,15(6):68-81.
- [40]Li B,Rajgopal S,Venkatachalam M. R^2 and Idiosyncratic Risk are not Interchangeable [J]. The Accounting Review 2014(89):2261-2295.
- [41]Chan K,Chan Y. Price Informativeness and Stock Return Synchronicity: Evidence from the Pricing of Seasoned Equity Offerings [J]. Journal of Financial Economics 2014(114):35-53.
- [42]Hou K,Peng L,Xiong W. R^2 and Price Inefficiency [R]. The Ohio State University,Working Paper 2006.
- [43]Teoh S,Yang Y,Zhang Y. R-Square: Noise or Price Efficiency? [R]. University of California atIrvine, Working paper 2008.
- [44]林翔. 对中国证券咨询机构预测的分析[J]. 经济研究,2000(2):56-65.
- [45]Kumar A,Lee C. Retail Investor Sentiment and Return Comovements [J]. Journal of Finance 2006,61(5):

- 2451 – 2468.
- [46] 杨晓兰, 沈翰彬, 祝宇. 本地偏好、投资者情绪与股票收益率: 来自网络论坛的经验证据 [J]. 金融研究, 2016(12): 143 – 158.
- [47] 陈其安, 雷小燕. 货币政策、投资者情绪与中国股票市场波动性: 理论与实证 [J]. 中国管理科学, 2017(11): 1 – 11.
- [48] 石善冲, 朱颖楠, 赵志刚, 康凯立, 熊熊. 基于微信文本挖掘的投资者情绪与股票市场表现 [J]. 系统工程理论与实践, 2018(6): 1404 – 1412.
- [49] Barberis N, Shleifer A, Wurgler J. Comovement [J]. Journal of Financial Economics, 2005(75): 283 – 317.
- [50] Greenwood R, Sosner N. Trading Patterns and Excess Comovement of Stock Returns [J]. Financial Analysts Journal, 2007, 63(5): 69 – 81.
- [51] Kumar A, Page J K, Spalt O G. Investor Sentiment and Return Comovements: Evidence from Stock Splits and Headquarters Changes [J]. Review of Finance, 2013, 17(3): 921 – 953.
- [52] 夏芳. 盈余管理、投资者情绪与股价“同涨同跌” [J]. 证券市场导报, 2012(8): 49 – 56.
- [53] 胡才泓, 梅国平. 我国机构投资者情绪对股价同步性影响分析 [J]. 商业时代, 2014(19): 81 – 83.
- [54] Rongda Chen, Jingjing Yu, Chenglu Jin, Weiwei Bao. Internet Finance Investor Sentiment and Return Comovement [J]. Pacific – Basin Finance Journal, 2019(56): 151 – 161.
- [55] 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.
- [56] Xu N, Chan K, Jiang Y, et al. Do Star Analysts Know More Firm – specific Information? Evidence from China [J]. Journal of Banking and Finance, 2013, 37(1): 89 – 102.
- [57] 伊志宏, 李颖, 江轩宇. 女性分析师关注与股价同步性 [J]. 金融研究, 2015(11): 175 – 189.
- [58] 伊志宏, 杨圣之, 陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2019(1): 156 – 173.
- [59] 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(6): 49 – 71.
- [60] Chan K, Hameed A. Stock Price Synchronicity and Analyst Coverage in Emerging Markets [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(1): 115 – 147.
- [61] 冯旭南, 李心愉. 中国证券分析师能反映公司特质信息吗——基于股价波动同步性和分析师跟进的证据 [J]. 经济科学, 2011(4): 99 – 104.
- [62] He W, Li D, Shen J, et al. Large Foreign Ownership and Stock Price Informativeness around the World [J]. Journal of International Money and Finance, 2013, 36(9): 211 – 230.
- [63] 侯宇, 叶冬艳. 机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证 [J]. 金融研究, 2008(4): 131 – 145.
- [64] 尹雷. 机构投资者持股与股价同步性分析 [J]. 证券市场导报, 2010(3): 72 – 77.
- [65] 游家兴, 汪立琴. 机构投资者、公司特质信息与股价波动同步性——基于 R^2 的研究视角 [J]. 南方经济, 2012(11): 89 – 101.
- [66] 张亦弛, 乔海曙. 机构投资者持股对股价同步性的影响——基于上市公司现金股利政策的研究 [J]. 海南社会科学, 2016(3): 150 – 154.
- [67] 潘宁宁, 朱宏泉. 基金持股与交易行为对股价联动的影响分析 [J]. 管理科学学报, 2015(3): 90 – 103.
- [68] An H, Zhang J. Stock Price Synchronicity, Crash Risk and Institutional Investors [J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 21(6): 1 – 15.
- [69] 饶育蕾, 许军林, 梅立兴. 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.

- [70] 孔东民, 孔高文, 刘莎莎. 机构投资者、流动性与信息效率[J]. 管理科学学报 2015(3): 1 – 15.
- [71] Kumar A, Page J K, Spalt O G. Investor Clienteles and Habitat – Based Return Comovements [J]. Journal of Financial Economics 2011(102) : 671 – 708.
- [72] 胡才泓. 机构投资者的彩票类股票交易行为与股价同步性[J]. 金融教育研究 2015(1) : 14 – 18.
- [73] 胡才泓, 曾剑锋. 机构投资者的趋同交易行为与股价同步性[J]. 江西师范大学学报(自然科学版) 2015 (5) : 546 – 549.
- [74] Qingbin Meng, Xuan Song, Chunlin Liu, Qun Wu, Hongchao Zeng. The Impact of Block Trades on Stock Price Synchronicity: Evidence from China [J] International Review of Economics and Finance 2020(68) : 239 – 253.
- [75] Lee D W, Liu M H. Does More Information in Stock Price Lead to Greater or Smaller Idiosyncratic Return Volatility? [J]. Journal of Banking and Finance 2011 35(6) : 1563 – 1580.
- [76] 田高良, 封华, 张亭. 风险承担、信息不透明与股价同步性[J]. 系统工程理论与实践 2019(3) : 578 – 595.

The Review and Prospect of Stock Price Synchronization

——Based on the R^2 perspective

HU Caihong, ZHOU Wenyi

(School of Finance, Jiangxi Normal University, Nanchang, Jiangxi 330022, China)

Abstract: Stock price synchronization is an important index to measure the information efficiency of capital market and it is also a hot issue in finance at home and abroad in recent years. This paper surveys prior literature on the research context of R^2 . Firstly, we introduces the origin of R^2 to measure the synchronicity of stock price. Secondly, we systematically review the related research of information efficiency school and irrational behavior school in detail based on different factors, in order to show the scholars of different schools' exploration of the causes of the synchronicity of stock price, which is the focus of academic attention and controversy, then the future research is prospected.

Key words: R^2 ; Stock Price Synchronization; Stock Price Informativeness; Review and Prospect

(责任编辑: 罗序斌)