

# 创新监管方式:分行业监管如何影响股价信息含量

贺湘,汪伟,陈菁

(江西师范大学 财政金融学院,江西 南昌 330022)

**摘要:**分行业监管是监管机构创新监管方式、完善一线监管职能的重要举措。以2010—2019年沪深A股非金融类上市公司为样本,在分行业监管政策实施背景下,构建双重差分模型,实证检验了分行业监管对股价信息含量的影响及其作用机制。研究显示,分行业监管实施后,上市公司股票中的价格信息含量提升较为显著。究其机制,分行业监管提高了上市公司信息披露质量,表现为在会计盈余质量低的上市公司中,分行业监管对股价信息含量的提升效果更加明显。进一步分析则发现,分行业监管的政策效果受到同为外部监督机制的分析师以及媒体报道的影响,同时也受限于企业内部控制质量和两权分离度。实证结果说明,分行业监管的治理效应对股市具有积极影响,既丰富了监管机构一线监管的研究以及股价信息含量的影响因素研究,又为监管机构持续深化分行业监管、不断创新监管方式提供了理论支撑。

**关键词:**分行业监管;一线监管;信息披露质量;股价信息含量

**中图分类号:**F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**2095-0098(2022)05-0046-13

## 一、引言

深化证券市场改革,将原由政府牵头的证券市场监管模式转变为市场监管为主,这是中共十八届三中全会关于完善资本市场的重要方针。中共十九大报告指出,要“转变政府职能,创新监管方式”,表明我国证券市场以及监管机构深化改革体制已是必然的要求和趋势。在事前监管转变为事中及事后监管的转型背景下,交易所也在多方面进行变革,一是强化一线监管职能,二是深化监管职责意识,三是细化信息披露准则。2013年和2014年,针对上市公司信息披露事项,沪深两交易所以直通车方式开通相关业务。2015年,两所发布公告,正式调整上市公司信息披露监管模式,将原辖区监管模式调整为分行业监管模式,这是证券市场监管转型的重大变革性实践。

分行业监管要求交易所以问题为导向,根据各公司所处的行业特征安排监管人员,以增强监管能力。同时,要求上市公司注重投资者需求,从行业角度出发,披露更多具有自身特性和行业共性的信息,以确保围绕信息披露的监管政策落到实处。而且,在调整监管模式的同时,证监会还根据行业重要性以及风险特征等制定了房地产等19个重点监管行业,这些行业在国民经济发展中具有重要地位,还制定了现场检查指引。该模式重点突出以行业为维度进行监管,强化同业企业的信息披露质量,以提高信息披露的标准。

分行业监管的目的在于改善上市公司信息披露质量,促进投资者高质量投资。股价作为投资者关注的重点,其中蕴含的信息是众多投资者进行投资的衡量标准之一,分行业监管对股价信息含量又会产生什么影响呢?首先,分行业监管要求上市公司结合所在行业的经营特征披露信息,且要针对经营模式以及关键指标

**收稿日期:**2022-01-29

**基金项目:**国家社会科学基金项目“媒体报道与审计监督协同提升地方政府债务信息披露质量研究”(19CGL012);江西省高校人文社科项目“基于媒体治理视角的地方政府债务信息披露质量研究”(GL19224)

**作者简介:**贺湘(1964—),女,江西永新人,副教授,研究方向为企业财务管理。

进行分析(黄昊和赵玲,2021)<sup>[1]</sup>,如此一来,投资者获取的信息也更透明,上市公司的会计信息可比性也得到提高(林钟高和李文灿,2021a)<sup>[2]</sup>,而上市公司会计信息可比性的提高,可增加公司股价中私有信息含量,从而降低股价同涨同跌的趋势,提高股价信息含量(袁媛等,2019)<sup>[3]</sup>。然而,分行业监管要求上市公司以投资者需求为导向披露信息,并及时披露,其公告中的信息与年报中的信息可能就会重复,股价中由于融入了重复信息,其信息含量也便降低了。再者,分行业监管可能会引发同业企业的相互模仿(黄昊和赵玲,2021)<sup>[1]</sup>,同业企业信息趋向同质化,信息披露内容缺乏特征,质量下降,导致股价信息含量不升反降。因此,分行业监管政策实施下股价信息含量如何变化是一个具有对立性的实证问题。

研究样本采用沪深A股2010—2019年的上市公司,通过构造双重差分模型,实证检验了分行业监管对上市公司股价信息含量的影响及机制。研究发现:分行业监管的实施可显著提高上市公司股价信息含量;其背后机制是分行业监管促进上市公司提高自身信息披露质量,具体体现为在盈余质量低的公司中,分行业监管对股价信息含量的提升作用更显著;作为政策外部治理机制之一,分行业监管在上市公司其他治理机制作用下可能会表现出不同的治理效果。具体来讲,从外部治理机制上,上市公司分析师关注程度可强化分行业监管对股价信息含量的提升作用,而分行业监管与上市公司的媒体关注度之间则存在替代关系;在内部治理方面,上市公司良好的内部控制程度则弱化了分行业监管的政策效应,而在两权分离度更高的上市公司中,分行业监管对股价信息含量的提升作用更为显著。

全文主要的贡献如下:

一是借助分行业监管一线监管模式变更的自然实验,丰富了交易所一线监管的文献。当前对一线监管模式的研究文献较少,大多集中在监管问询函这一监管模式上,研究内容主要包括问询监管有效性、高管薪酬、审计以及盈余管理等(于孝建和郑嘉榆,2020;何慧华和方军雄,2021;胡定杰和谢军,2021;陈运森等,2018;梅蓓蕾等,2021)<sup>[4-8]</sup>。笔者则以分行业监管为切入点,既丰富了一线监管政策的学术研究,又为一线监管的作用发挥提供了学术证据。

二是以股价信息含量为研究基点,探析分行业监管对股价信息含量的影响。当前关于分行业监管的研究还较少,如提高企业的税收遵从度(黄昊和赵玲,2021)<sup>[1]</sup>,提高企业的会计信息可比性和会计稳健性(林钟高和李文灿,2021a,2021b)<sup>[2,9]</sup>。但股票市场信息效率是影响实体经济的重要因素(Morek et al., 2020)<sup>[10]</sup>,目前却较少有文献研究分行业监管如何影响股价信息含量。

三是投资者的需求问题是分行业监管实施的重要依据,而上市公司股价信息含量正是投资者投资的重要影响因素,因此本文的研究结论是一线监管模式变更后交易所监管政策有效性的重要印证,具有重要的现实意义和启示。沪深两所应进一步深化该监管模式,不断创新和完善新的监管方式,更好地贯彻落实党的十九大报告“创新监管方式”的核心精神。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)制度背景

信息披露制度是保证资本市场良性运转的重要制度,更是维持经济良性循环的基石。我国资本市场中一直存在着市场参与主体信息掌握不一致、不对等的问题,在信息输出与接受上也存在双重障碍(郭雳,2020)<sup>[11]</sup>,加之我国经济增长迅速,行业多元化与信息多元化一同摆在市场参与主体面前,市场参与主体难以获取有效信息。为促进上市公司披露更多有效且精准的信息,2015年沪深两所发布公告,信息披露监管方式迎来重大变革,辖区监管落下帷幕,分行业监管登上舞台。该变革要求上市公司以投资者需求为导向披露更多有效信息,也从多角度揭示了上市公司投资价值。

分行业监管改革后,交易所以投资者需求及问题为导向,对上市公司信息披露提出一系列要求,核心要求是从行业角度出发,结合所处行业的经营特征等进行信息呈现,而且也要增加个性化信息的披露,同时要对自身的经营方式以及关键性指标进行实质性分析。以上交所房地产行业为例,分行业监管要求该行业上市公司披露出行业状况及地位的相关信息,如主要经营地区的行业状况、房产储备详情、经营业态、行业地位等情况,对公司的经营模式、会计政策、销售、行业相关财务数据等都做了较为细致的要求。为了确保上市公

司信息披露满足真实性、准确性等要求,证监会还选取了房地产等19个行业为重点监管行业,针对重点行业特征制定现场检查指引,以关注监管中常见问题,及时提出应对方法。

推进分行业监管,提升上市公司监管效能是一线监管职能改革的重要举措。然而,目前鲜有分行业监管的监管效果文献。因此,以股价信息含量为切入点,尝试考察分行业监管对上市公司股价信息含量的影响,以期分为行业监管的有效性以及该监管政策的发展和完善提供理论支撑和经验证据。

## (二)理论分析与研究假设

沪深两所以投资者需求与问题为导向变更上市公司信息披露监管模式,并设定重点监管行业,必然会对上市公司的各项行为产生影响,进而导致股价信息含量处于动态变化中,影响投资者行为。根据以往研究,采用股价同步性指标测度上市公司股价信息含量。股票价格中的信息包含两个层面——公司和市场,股价同步性指标则是由包含着两个层面的信息之间相对含量决定(Roll,1988)<sup>[12]</sup>。随着股价中公司层面信息的积累增多,公司的价值信息也越能被市场和投资者知悉(钟覃琳和陆正飞,2018)<sup>[13]</sup>。分行业监管对上市公司股价信息含量的影响从以下两方面展开。

第一,分行业监管下,公司的信息环境和治理能力有所改善,股价信息含量也因此产生变化。

首先,从公司信息环境角度出发,分行业监管注重上市公司信息披露的简明和全面,也驱使上市公司从投资者角度出发,披露更多便于决定投资方向的信息,从而提高会计信息质量,进而提高股价信息含量。具体来讲,分行业监管要求上市公司结合行业特征来强化相关经营性信息披露,降低了信息搜集成本,便于外部信息使用者比较不同企业的会计信息,从而提升了会计信息的可比性(林钟高和李文灿,2021a)<sup>[2]</sup>。

其次,从监管角度出发,一线监管提高了上市公司面临的监管压力,引起媒体等的监督,公司的信息不对称水平得到缓解,提高了会计信息可比性(袁蓉丽等,2021;吕敏康和陈晓萍,2018;林钟高和李文灿,2021a)<sup>[14-15,2]</sup>。会计信息可比性是会计信息质量的重要体现,二者之间具有正相关关系,可比性提高,便会强化质量,而高质量的会计信息可以减少投资者的信息获取成本,还能避免外部投资者的逆向选择行为,让更多公司特征信息在股价中体现,进而提高公司的股价信息含量(袁媛等,2019;黄政和刘怡芳,2016)<sup>[3,16]</sup>。

最后,从公司治理角度出发,分行业监管的高质量信息披露要求对企业的管理层具有监督约束作用,公司治理能力因此提高(林钟高和李文灿,2021b)<sup>[9]</sup>。Grossman & Stiglitz(1980)指出,良好的公司治理可以促进更多公司私有信息流入股价中(Grossman & Stiglitz,1980)<sup>[17]</sup>,一是因为良好的公司治理水平可以强化对管理层的监督,阻碍内部人侵占行为,因此外部投资者可以在知悉情况下,降低交易成本,增加交易收益(Fishman & Hagerty,1992)<sup>[18]</sup>。二是公司治理的优化可强化私有信息质量、提高披露水平,进而弱化公司信息的获取成本和难度(Karamanou & Vafeas,2005)<sup>[19]</sup>。

根据上述分析可看出,分行业监管可以改善上市公司信息披露环境,提高会计信息质量,强化公司治理水平,进而促进更多公司私有信息而不是行业及市场信息纳入股价中,从而提高股价信息含量。

第二,分行业监管模式下,上市公司的新旧信息交杂,信息重复度增加,也会影响股价信息含量。

Tetlock(2011)认为,与先前披露的信息存在重复性的信息即为旧信息(Tetlock,2011)<sup>[20]</sup>。上市公司披露信息的途径包括年报、公告等多种途径,分行业监管要求上市公司及时披露与自身经营相关的信息,而年报中不可能包含全部信息。因此,许多信息便会在各种公告中披露,甚至被要求多次重复披露以提高投资者的关注度,之后在年报中再次重述。如此一来,上市公司的新信息与旧信息便同时存在,造成信息重复。而信息重复会造成信息冗余,加剧投资者获取有效信息的难度,进一步阻碍公司基本面信息流入股价,股价信息含量自然也就下降了(韩春生和石水平,2010;熊浩和钱润红,2022)<sup>[21-22]</sup>。

再者,分行业监管模式下,各公司按照行业类别进行信息披露,那么处于同一行业的公司的信息披露决策便会受到其他公司影响(黄昊和赵玲,2021)<sup>[1]</sup>,尤其是当有龙头企业或者第一家公司披露分行业监管要求下的信息时,可能会引起其他公司效仿,由此导致行业同质化信息增加,投资者便可能会在对同行业信息甄别时出现混乱,投资时可能就会随大流,导致出现股价同涨同跌现象,此时上市公司按照分行业监管进行信息披露反而不能发挥出预期的作用,股价的信息含量也因此降低。

最后,分行业监管政策实施中存在部分条款不够完善,使得公司信息不能尽快融入股价中。陈蔚恒和李

杲(2018)指出深交所在执行该政策过程中,仍有不少各行业的上市公司在鼓励性披露条款、关键经营数据以及行业模式等方面披露不充分,而且“不披露即解释”这一开创性原则也没有发挥出预期的效果,上市公司常用商业秘密、数据获取困难等理由搪塞交易所(陈蔚恒和李杲,2018)<sup>[23]</sup>。政策条款的不完善以及上市公司执行意识不强等问题,导致上市公司在监管下本应披露的关键信息却并未披露,从而造成股价中公司特征信息含量较低。

根据上述分析结果提出如下竞争假说:

假设 1a:分行业监管提高了上市公司股价信息含量;

假设 1b:分行业监管降低了上市公司股价信息含量。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

以 A 股上市公司为样本,研究期间为 2010—2019 年,并对样本进行筛选:(1)剔除金融行业上市公司;(2)剔除 ST、PT、B 股以及数据缺失的上市公司;(3)由于分行业监管政策于 2015 年实行,因此剔除 2015 年及以后上市的公司。研究数据来自数据库及笔者整理,数据库包括国泰安和 CNRDS,为降低数据极端值影响,对所有连续变量进行上下 1% 缩尾处理,并对公司层面数据采用 cluster 聚类处理。最后得到 15308 份样本观测值。

#### (二)模型设定与变量定义

解释变量为股价信息含量,参考 Roll(1998)和朱红军等(2008)<sup>[12,24]</sup>的研究,用下列回归模型的决定系数  $R^2$  衡量股价信息含量:

$$R_{it} = \alpha + \beta \times R_{mt} + \varepsilon \quad (1)$$

表 1 变量定义

变量	名称	符号	定义
因变量	股价信息含量	SIC	上市公司股价信息含量
自变量	重点监管	Treat	重点监管行业则为 1,否则为 0
	分行业监管	Post	2015 年及以后为 1,否则为 0
	公司规模	Size	总资产取自然对数
	资产收益率	ROA	净利润/总资产
	资产负债率	LEV	总负债/总资产
	营业收入增长率	Growth	(期末营业收入 - 期初营业收入)/期初营业收入
	上市时间	Age	公司上市至今年数
控制变量	企业股权性质	SOE	国有企业为 1,否则为 0
	第一大股东持股	Top1	第一大股东持股比例
	独立董事比例	IND	独立董事人数/董事会人数
	董事会规模	Board	董事会人数 + 1 取自然对数
	机构持股	IISR	机构投资者持股比例
	账面市值比	Bktomk	资产总额/市值
	换手率	Turn	月换手率平均值
	“四大”事务所	Big4	会计师事务所为国际四大则为 1,否则为 0
	两职合一	Dual	董事长兼任总经理则为 1,否则为 0
	行业规模	IndNum	行业内上市公司数量取自然对数

模型(1)中, $R_{it}$ 和 $R_{mt}$ 分别是研究期间第 $t$ 个交易日公司收益率和市场收益率,市场收益率则分别用两所的综合指数收益率衡量。上述模型的决定系数 $R^2$ 为公司股价变动被市场波动所解释的部分,( $1 - R^2$ )是未被解释部分,为公司的特质风险。由于 $R^2$ 的值处于 $0 \sim 1$ 之间,不便于实证分析,因此参考李增泉(2005)的做法<sup>[25]</sup>,对 $R^2$ 进行对数化处理:

$$SIC = \log \frac{R^2}{1 - R^2} \quad (2)$$

$SIC$  的值越大,说明股价信息含量越低。

为检验假设,参考袁媛等(2019)、钟覃琳和陆正飞(2018)等的研究<sup>[3,13]</sup>,设计如下双重差分模型:

$$SIC = \alpha_0 + \alpha_1 Treat + \alpha_2 Post + \alpha_3 Treat \times Post + \sum Control + \sum Industry + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

式(3)中, $SIC$  为被解释变量,为上市公司股价信息含量。证监会选取了房地产等 19 个行业为重点监管行业,以检验分行业监管的政策效果,而重点监管与非重点监管之间的政策效果则会存在不同; $Treat$  为证监会重点监管行业虚拟变量,当上市公司是重点监管行业上市公司时, $Treat$  为 1,非重点监管则  $Treat$  为 0; $Post$  是政策实施时间的虚拟变量,2015 年以前为 0,2015 年以后为 1; $Control$  为控制变量,具体参照变量定义表; $Industry$  和  $YEAR$  分别为行业及年度固定效应; $\varepsilon$  为残差。此外,本文还对模型在公司层面采取了  $cluster$  聚类处理。

## 四、实证结果

### (一)描述性统计

表 2 呈现了变量的描述性统计结果,股价信息含量均值为  $-0.937$ ,最小值  $-8.601$ ,最大值  $1.394$ ,中位数  $-0.738$ ,标准差  $1.182$ ,表明我国上市公司间的股价信息含量差异较大。 $Treat$  均值为  $0.393$ ,表明上市公司中有  $39.3\%$  的公司属于重点监管行业。 $Post$  均值为  $0.525$ ,

表 2 描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
SIC	15308	-0.937	1.182	-8.601	-0.738	1.394
Treat	15308	0.393	0.488	0	0	1
Post	15308	0.525	0.499	0	1	1
Size	15308	22.320	1.298	19.52	22.170	26.450
ROA	15308	0.036	0.065	-0.627	0.035	0.208
LEV	15308	0.444	0.207	0.035	0.443	0.912
Growth	15308	0.200	0.481	-0.597	0.119	5.263
Age	15308	10.750	6.800	0	9	27
SOE	15308	0.362	0.481	0	0	1
Top1	15308	0.343	0.147	0.084	0.320	0.754
IND	15308	0.374	0.054	0.300	0.333	0.600
Board	15308	2.144	0.195	1.609	2.197	2.708
HSR	15308	0.407	0.231	0.001	0.416	0.911
Bktomk	15308	0.623	0.245	0.069	0.626	1.240
Turn	15308	5.458	4.184	0.341	4.253	25.550
Big4	15308	0.064	0.245	0	0	1
Dual	15308	0.256	0.437	0	0	1
IndNum	15308	8.607	1.099	5.361	9.046	9.705

表 2 表明在政策实施前后,研究样本处于较为均匀的分布状态。其余控制变量描述性统计结果和前人研究相似。

### (二)主回归分析

分行业监管实施后,对上市公司股价信息含量会产生何种影响呢,为检验这一问题,按照模型(3)进行

回归,回归结果见表3。可以看到, $Treat\_Post$ 的系数值为 $-0.090$ , $t$ 值为 $-2.596$ ,在1%置信水平下显著,表明分行业监管模式变更后,上市公司股价同跌同涨现象显著降低,股价信息含量显著提升。该结果支持假设1a,分行业监管提高了上市公司股价信息含量。

### (三)稳健性检验

为验证结论的稳健性,采取如下方法检验。

#### 1. 平行趋势假设检验

通过交易所一线监管模式变更构建双重差分模型,则平行趋势是必须要满足的假设。参考郑建明和孙诗璐(2021)<sup>[26]</sup>,设置了以下虚拟变量,即 $pre\_4$ 、 $pre\_3$ 、 $pre\_2$ 、 $current$ 、 $post\_1$ 、 $post\_2$ 、 $post\_3$ 、 $post\_4$ ,分别为分行业监管实施的前四年及以前年度、前三年、前两年、当年、后一年、后两年、后三年、后四年及以后年度,并将以上八个虚拟变量分别与 $Treat$ 交乘。为避免多重共线性对模型造成干扰,未设置代表政策实施前一年的虚拟变量。回归结果见表4列(1), $pre\_4$ 、 $pre\_3$ 、 $pre\_2$ 与 $Treat$ 的交乘项回归系数均不显著,表明政策实施前,上市公司的股价信息含量变化并未受到冲击,平行趋势检验通过。

表3 分行业监管与股价信息含量

	(1)
	SIC
Treat	-0.069 (-1.626)
Post	0.876*** (24.070)
Treat_Post	-0.090*** (-2.596)
Size	-0.036*** (-2.752)
ROA	0.404*** (2.938)
LEV	-0.274*** (-4.634)
Growth	-0.187*** (-10.229)
Age	0.005*** (2.736)
SOE	0.221*** (9.516)
Top1	0.032 (0.465)
IND	0.090 (0.502)
Board	0.113** (2.132)
IISR	-0.484*** (-9.471)
Bktomk	1.320*** (23.411)
Turn	-0.057*** (-21.459)
Big4	-0.046 (-1.194)
Dual	-0.008 (-0.416)
IndNum	0.122 (0.547)
常数项	-1.300 (-0.883)
Industry/ Year	控制
N	15308
adj. R <sup>2</sup>	0.410
F	171.398

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平下显著,括号内为t值。

## 2. PSM - DID 检验

为控制样本选择性偏差可能导致的内生性问题,先使用 PSM 进行匹配,再回归模型(3)。以 Treat 为解释变量,运用 pselect 进行一阶筛选,选取 Size、ROA、LEV、Age、SOE、Top1、Board、HISR、Bktomk、Big4 以及 Dual 作为协变量,进行 Logit 回归,由计算出的倾向得分值按照最近核匹配原则进行回归。表 4 列(2)是 PSM - DID 回归结果,可以看到,Treat\_Post 的系数在 1% 置信水平下显著为负,证明分行业监管对股价信息含量的提升结论依然成立。

## 3. 安慰剂检验

除上述检验外,还进行了安慰剂检验。以 2013 年为政策发生虚拟时间,研究年限为 2010—2015 年,按照模型(3)进行回归。回归结果见表 4 列(3),列(3)中,Treat\_Post 的回归系数并不显著,进一步表明上市公司股价信息含量的提升效果是由分行业监管政策实施引起的。

表 4 稳健性检验

	(1) 平行趋势	(2) PSM - DID	(3) 虚拟时间:2013	(4) 更换解释变量	(5) 更改样本区间
	SIC	SIC	SIC	SIC1	SIC
Treat	-0.017 (-0.215)	-0.068 (-1.618)	-0.152*** (-3.105)	0.075* (1.908)	-0.063 (-1.357)
Post		0.876*** (24.044)	0.725*** (18.279)	0.462*** (14.637)	0.853*** (22.435)
Treat_Post		-0.090*** (-2.591)	0.056 (1.440)	-0.134*** (-4.848)	-0.108*** (-2.860)
pre_4_Treat	-0.105 (-1.339)				
pre_3_Treat	-0.062 (-0.772)				
pre_2_Treat	-0.012 (-0.141)				
current_Treat	-0.089 (-1.083)				
post_1_Treat	-0.171* (-1.943)				
post_2_Treat	-0.268*** (-2.911)				
post_3_Treat	-0.036 (-0.430)				
post_4_Treat	-0.144* (-1.705)				
常数项	-1.351 (-0.921)	-1.301 (-0.884)	-1.076 (-0.604)	-1.080 (-0.739)	-0.499 (-0.319)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制
N	15308	15277	8856	15308	12677
adj. R <sup>2</sup>	0.410	0.410	0.453	0.299	0.427
F	149.595	171.191	114.130	132.062	162.905

注:\*、\*\*和\*\*\*分别表示 10%、5%和 1%水平下显著,括号内为 t 值。

## 4. 更换解释变量和样本区间

为提升结论稳健性,按照根据 Durnev et al. (2003)的研究<sup>[27]</sup>,重定义股价信息含量,另外在将样本区间缩短为 2011—2018 年,按模型(3)进行回归,结果见表 4 列(4)和(5)。可以看到,列(4)和(5)的结果都是显著为负,而且显著性都在 1% 水平上,与主回归结果保持一致。

## 五、机制与进一步分析

### (一) 机制分析

根据上述主回归分析和稳健性检验,可以验证分行业监管会显著提升上市公司股价信息含量,对属于重点监管行业上市公司而言更是如此。由前文理论分析,分行业监管提高了对上市公司的监管强度,也强化了对管理层的监督,而自身信息质量低的上市公司迫于压力,会更加有动机提高股价信息含量(林钟高和李文灿,2021a,2021b)<sup>[2,9]</sup>。为检验该影响机制,重点考察在会计盈余质量低的上市公司中,分行业监管是否可以更显著的提升股价信息含量。

会计盈余质量是会计信息质量的重要体现,良好的会计信息质量,可以提高会计信息可比性和稳健性,使得公司会计信息环境对外部投资者而言更加透明,管理层进行盈余管理的成本也更高,但收益的增加程度很可能比成本增加程度低,因此管理层便会减少盈余管理相关行为(胥朝阳和刘睿智,2014)<sup>[28]</sup>。当盈余管理行为被抑制后,上市公司的盈余水平也更接近真实情况,也就降低了公司管理层对公司层面信息控制和隐藏的可能性,其股价信息含量自然也就较高(黄政和刘怡芳,2016)<sup>[16]</sup>。而不同的公司,管理层对盈余管理的态度存在较大差异,盈余管理程度也因此有较高差异度,会计盈余质量也便如此。由上述分析推断,在会计盈余质量高的上市公司中,分行业监管的治理作用可能不能有效发挥,而在会计盈余质量低的上市公司中,分行业监管便能有效发挥其治理能力,促进上市公司股价信息含量的提高。

表5 机制分析

	(1)	(2)
	SIC	SIC
	会计盈余质量低	会计盈余质量高
Treat	-0.062 (-0.984)	-0.051 (-0.864)
Post	0.946*** (18.177)	-0.286*** (-5.128)
Treat_Post	-0.162*** (-3.525)	-0.022 (-0.440)
常数项	-5.802*** (-2.592)	-0.943 (-0.434)
控制变量	控制	控制
Industry /Year	控制	控制
N	7357	7356
adj. R <sup>2</sup>	0.400	0.415
F	84.642	82.314

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平下显著,括号内为t值。

为验证上述机制分析,根据陆建桥(1999)的方法<sup>[29]</sup>,采用可操控性应计盈余的绝对值作为会计盈余质量计量指标,该指标值与会计盈余质量呈负相关关系,该值越大,盈余质量越低。利用该值按中位数分组进行回归,考察两组中分行业监管对股价信息含量的影响差异,回归结果见表5列(1)和列(2)。根据结果,在会计盈余质量低组,Treat和Post的交乘项Treat\_Post为负,通过了1%显著性检验,在会计盈余质量高组,Treat\_Post的回归系数为负且不显著。该结果表明,分行业监管对股价信息含量的提升效应确实是存在于会计盈余质量低的公司中,验证了本文的机制。

### (二) 进一步分析

分行业监管实施以来,其作用发挥就受到多方面影响,一方面是与分行业监管同属性的其他外部监督机制,可能与分行业监管相互影响,另一方面是内部治理与分行业监管之间也可能存在一定关联。从外部监督

和内部治理两个角度分析分行业监管在不同环境下对股价信息含量会有怎样的影响,以进一步探析分行业监管的政策治理效应。

### 1. 外部监督

分析师是资本市场的重要参与者,不仅具有外部监督作用,还能作为信息传播中介,向资本市场传递专业的、富有价值的信息(Huang et al., 2016)<sup>[30]</sup>。根据当前研究,分析师可通过自身的的信息传递能力,提高股价信息含量,一方面,因为分析师对信息不对称具有抑制作用,使得股价中的公司层面私有信息的趋向饱和,提高股价信息含量(朱红军, 2007; Jiang et al., 2016)<sup>[24,31]</sup>;另一方面,分析师通过信息挖掘和加工活动,抑制了投资者由于过度自信引起的的非理性行为,公司股价因此更接近真实价值,股价信息含量提升(金大卫和冯璐茜, 2016)<sup>[32]</sup>。那么,分行业监管作为上市公司信息披露的直接引导政策,在分析师的关注下,其对股价信息含量的影响又会有怎样的变化呢?

为探析上述疑问,将分析师关注度定义为分析师跟踪人数,并按该指标中位数将样本分为两组,分别回归模型(3),回归结果见表6列(1)和列(2)。根据结果,分行业监管对股价信息含量的提升作用在分析师关注多的组别中显著,为5%水平下显著,而在分析师关注少的组别, Treat\_Post 的回归系数并不显著。结果表明,分析师关注强化了分行业监管对股价信息含量的提升作用,形成互补。

表6 外部监督

	(1)	(2)	(3)	(4)
	SIC	SIC	SIC	SIC
	分析师关注多	分析师关注少	媒体关注多	媒体关注少
Treat	-0.101*	-0.032	-0.107*	-0.027
	(-1.940)	(-0.491)	(-1.698)	(-0.523)
Post	0.903***	0.851***	-1.059***	0.946***
	(17.456)	(16.648)	(-18.095)	(18.889)
Treat_Post	-0.125**	-0.063	-0.036	-0.146***
	(-2.521)	(-1.355)	(-0.728)	(-3.158)
常数项	-0.857	-2.525	-2.991**	0.332
	(-0.383)	(-1.308)	(-2.090)	(0.130)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Industry /Year	控制	控制	控制	控制
N	8117	7191	7766	7456
adj. R <sup>2</sup>	0.414	0.418	0.414	0.414
F	100.657	78.594	89.233	87.116

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平下显著,括号内为t值。

资本市场上,媒体作为另一种信息传播媒介,在信息输出、解读以及传播方面也同样发挥着关键作用(吕敏康和陈晓萍, 2018)<sup>[15]</sup>。当前也有众多学者从媒体关注视角研究股价信息含量。一是媒体关注的增加可以改善公司信息披露质量,提高公司基本面信息决策的有用性,让股价中的公司自身特征信息增多,提高股价信息含量(Rupley et al., 2012; 黄俊和郭照蕊, 2014; 肖奇和沈华玉, 2021)<sup>[33-35]</sup>。二是媒体关注的增加可以降低公司代理成本,提高公司治理水平(醋卫华和李培功, 2012; 罗进辉, 2012)<sup>[36-37]</sup>,高水平的公司治理,可引导更多公司私有信息流入股价中(Grossman & Stiglitz, 1980)<sup>[17]</sup>,提高股价信息含量。那么推断,在媒体关注更高的公司中,分行业监管对股价信息含量的提升效应可能并不显著,即高媒体关注在一定程度上会弱化分行业监管的治理作用,二者之间存在替代关系。

以媒体报道数量衡量上市公司受到的媒体关注度,将该指标按中位数分组,分别回归模型(3),结果见表6列(3)和列(4)。可以看到, Treat\_Post 的系数在媒体关注高组并不显著;然而, Treat\_Post 的系数在低媒体关注组中呈现为在1%置信水平下显著为负。该结果验证了本文预期,即媒体关注这一外部监督机制与分行业监管之间存在替代关系,高度的媒体关注可以弱化分行业监管的监督治理作用,导致股价信息含量在该组别中不能作出显著反应。

## 2. 内部治理

公司内部治理机制中,内部控制是遏制财务风险、保证信息披露质量的重要制度(黄政等,2017)<sup>[38]</sup>。良好的内部控制是企业高质量信息披露的保证,并通过抑制企业内部人侵占等不利行为而减少特质信息交易,提高股价信息含量(刘晓和刘洋,2016)<sup>[39]</sup>。此外,高质量的内部控制可以降低外部投资者对公司经营行为和财务信息的解读偏差,促使投资者合理投资,从而促使公司股价折射出更多公司真实情况,以提升股价信息含量(黄政等,2017)<sup>[38]</sup>。由此推断,当公司具有良好的内部控制时,分行业监管对股价信息含量的提升作用可能并不明显,即高质量的内部控制对分行业监管提升股价信息含量的治理效应具有一定抑制作用。

采用迪博内控指数作为上市公司的内部控制质量度量指标,根据该值中位数将样本分组进行回归,以验证上述推论,回归结果如表7列(1)和列(2)。根据结果,内控质量高组, Treat\_Post 的系数虽然为负,但 t 值仅为 -1.329,并未通过显著性检验;内控质量低组, Treat\_Post 的系数值为负, t 值为 -2.212,表明通过了 5% 水平的显著性检验。该结果为上述推论提供了坚实的证据,表明企业高质量内部控制确实会弱化分行业监管对股价信息含量的提升作用,二者之间存在替代关系。

两权分离是公司内部治理的又一衡量指标,其对股价信息含量的影响途径有两种,一是影响代理成本,二是改变信息透明度。两权分离状态下,引发的代理问题主要为第二类,两权分离度越高,终极控股股东便能以较小成本而获取较高的公司利益。股东作为“理性经济人”,便可能实施一系列侵占外部投资者的利益的行为,当两权分离度增高时,股东实施侵占的可能性也越高,代理成本也随之变大(洪昀等,2018;Liang et al.,2020)<sup>[40-41]</sup>。另外,两权分离度变高的情况下,终极股东便可能进行盈余管理、减少信息披露等,会计信息透明度也较低(苏坤和孟源,2021)<sup>[42]</sup>。由两权分离引致的代理成本增加和信息不透明度增加,会降低会计信息质量,从而导致公司层面的特征信息难以较快在股价中得以体现,股价信息含量降低(王立章等,2016;杜媛和狄盈馨,2020)<sup>[43-44]</sup>。

那么,在分行业监管下,两权分离又会怎样影响到分行业监管政策的发挥呢?

为探究上述问题,借鉴 La Porta et al. (1999)做法,通过股权控制链计算两权分离度,随着该值的增大,两权分离度也逐渐变大(La Porta et al.,1999)<sup>[45]</sup>。按该指标的中位数分组回归,表6列(3)和(4)显示:在两权分离度高组, Treat\_Post 的回归系数数值在 1% 水平下显著为负,而在两权分离度低组,交乘项 Treat\_Post 的回归系数数值为负但并不显著。表明了分行业监管对于高两权分离度的公司的股价信息含量政策效果更为明显。

表7 内部治理

	(3)	(4)	(5)	(6)
	SIC	SIC	SIC	SIC
	内控质量高	内控质量低	两权分离度高	两权分离度低
Treat	-0.175*** (-3.171)	0.033 (0.514)	-0.048 (-0.877)	-0.043 (-0.660)
Post	0.877*** (16.346)	-0.426*** (-7.632)	-0.998*** (-18.984)	-0.236*** (-3.604)
Treat_Post	-0.066 (-1.329)	-0.108** (-2.212)	-0.172*** (-3.835)	-0.008 (-0.136)
常数项	-1.819 (-0.964)	-2.770 (-1.317)	-1.318 (-0.735)	-1.967 (-1.559)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
N	7211	7208	9270	5664
adj. R <sup>2</sup>	0.415	0.407	0.408	0.416
F	88.779	81.098	108.732	86.857

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示 10%、5%和 1% 水平下显著,括号内为 t 值。

## 六、结论与建议

中共十九大提出“转变政府职能,创新监管方式”,这是资本市场改革的趋势所在。分行业监管正是响应中共十九大精神的体现,是创新资本市场监管方式、强化上市公司监管力度的重要政策,对完善信息披露方式、提升披露质量,促进资本市场持续高质量发展具有突出贡献。当前对创新监管方式的研究主要集中于交易所问询监管,分行业监管却没有引起学术界重视。监管模式由辖区到行业,会引起资本市场如何变动呢?

从股价信息含量的研究视角,研究样本为沪深 A 股 2010—2019 年非金融类上市公司,通过实证方式检验了分行业监管如何影响股价信息含量。研究发现,分行业监管的实施,对提升上市公司的股价信息含量具有显著作用,其背后的机制是分行业监管改善了上市公司信息披露质量,表现为在会计盈余质量更低的公司中,分行业监管对股价信息含量的提升作用更明显。进一步分析发现,分行业监管与同为外部监督治理机制的分析师与媒体报道分别具有互补和替代作用,而完备的内部控制与较高的两权分离度则分别弱化或强化了分行业监管的监督治理效应。

研究结论贡献于交易所一线监管和股价信息含量的影响因素研究,其所具有的政策启示作用如下:

首先,我国资本市场的信息披露相关制度与政策等相较西方资本市场较为完善的国家还有一段距离,分行业监管的实施是我国资本与国际接轨的重要举措,其带来的政策效应,则表明在逐步完善的监督治理机制下,我国资本市场也能绽放出精彩的故事。因此,证监会以及交易所应持续强化和完善分行业监管,并不断创新监管方式,为强化信息披露精准有效,促进证券市场高质高效发展,并为我国经济保持高质、稳步提升提供坚实支撑。

其次,在分行业监管下,要不断探索不同内外部治理机制与分行业监管之间的配合机制,以引导这些治理机制互相配合,发挥出一加一大于二的作用。

最后,上市公司要不断完善自身内控体系和降低自身两权分离度,深化信息披露流程以提高披露质量,以揭示自身投资价值,促进投资。

### 参考文献:

- [1] 黄昊,赵玲. 分行业信息披露、同侪压力与企业税收遵从——基于准自然实验的研究[J]. 当代财经,2021(5):40-51.
- [2] 林钟高,李文灿. 监管模式变更有助于提高会计信息可比性吗?——基于信息披露分行业监管视角的经验证据[J]. 财经理论与实践,2021(4):58-65.
- [3] 袁媛,田高良,廖明情. 投资者保护环境、会计信息可比性与股价信息含量[J]. 管理评论,2019(1):206-220.
- [4] 于孝建,郑嘉榆. 证交所问询监管有效性研究——基于问询函的实证检验[J]. 金融监管研究,2020(12):15-31.
- [5] 何慧华,方军雄. 交易所问询函监管会影响高管薪酬业绩敏感性吗[J]. 经济管理,2021(8):177-192.
- [6] 胡定杰,谢军. 非处罚性监管、审计师辞聘及后任审计师行为——基于年报问询函证据的分析[J]. 南京审计大学学报,2021(4):41-50.
- [7] 陈运森,邓祎璐,李哲. 非行政处罚性监管能改进审计质量吗?——基于财务报告问询函的证据[J]. 审计研究,2018(5):82-88.
- [8] 梅蓓蕾,郭雪寒,叶建芳. 问询函的溢出效应——基于盈余管理视角[J]. 会计研究,2021(6):30-41.
- [9] 林钟高,李文灿. 监管模式变更影响会计稳健性吗?——基于信息披露分行业监管视角的经验证据[J]. 财务研究,2021(4):22-31.
- [10] Morck 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(1):215-260.

- [11] 郭雳. 注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善[J]. 商业经济与管理, 2020(9): 92 - 101.
- [12] Roll R. “R<sup>2</sup>”[J]. Journal of Finance, 1988(2): 541 - 566.
- [13] 钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界, 2018(1): 169 - 179.
- [14] 袁蓉丽, 王群, 李瑞敬. 证券交易所监管与股价同步性——基于年报问询函的证据[J]. 管理评论, 2022(2): 281 - 290 + 352.
- [15] 吕敏康, 陈晓萍. 分析师关注、媒体报道与股价信息含量[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2018(2): 75 - 84.
- [16] 黄政, 刘怡芳. 会计信息质量与股价信息含量——基于会计准则变革前后的比较研究[J]. 东北师大学报(哲学社会科学版), 2016(5): 97 - 104.
- [17] Grossman S. J., Stiglitz J. E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets[J]. The American Economic Review, 1980(3): 393 - 408.
- [18] Fishman M. J., Hagerty K. M. Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices[J]. The RAND Journal of Economics, 1992(1): 106 - 122.
- [19] Karamanou I., Vafeas N. The Association between Corporate Boards, Audit Committees and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis[J]. Journal of Accounting Research, 2005(3): 453 - 486.
- [20] Tetlock P. C. Giving Content to Investor Sentiment, The Role of Media in the Stock Market[J]. Journal of Finance, 2007(3): 1139 - 1168.
- [21] 韩春生, 石水平. 上市公司会计信息披露冗余研究[J]. 财会通讯, 2010(9): 14 - 16.
- [22] 熊浩, 钱润红. 年报篇幅与股价崩盘风险: 信息冗余还是信息传递[J]. 中南财经政法大学学报, 2022(1): 26 - 37.
- [23] 陈蔚恒, 李杲. 深市公司执行行业信息披露指引情况研究[J]. 证券市场导报, 2018(11): 60 - 65.
- [24] 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.
- [25] 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 - 82.
- [26] 郑建明, 孙诗璐. 税收征管与审计费用——来自“金税三期”的准自然实验证据[J]. 审计研究, 2021(4): 43 - 52.
- [27] Durnev A., Morck R., Yeung B., Zarowin, P.. Does Greater Firm - specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? [J]. Journal of Accounting Research. 2003(5): 797 - 836.
- [28] 胥朝阳, 刘睿智. 提高会计信息可比性能抑制盈余管理吗? [J]. 会计研究, 2014(7): 50 - 57 + 97.
- [29] 陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1999(9): 25 - 35.
- [30] Huang A. H., R. Leavy, A. Y. Zang, et al. Zheng. Analyst Information Discovery and Interpretation Roles: A Topic Modeling Approach[R]. Hong Kong University of Science and Technology, 2016.
- [31] Jiang X., N. Xu Q. Yuan, et al. Mutual - Fund - Affiliated Analysts and Stock Price Synchronicity: Evidence From China[R]. Central University Of Finance and Economics, 2016.
- [32] 金大卫, 冯璐茜. 过度自信、分析师跟进与资本市场定价效率——基于 R<sup>2</sup> 视角的实证研究[J]. 管理评论, 2016(12): 41 - 53.
- [33] Rupley K H, Brown D, Marshall R S. Governance, Media and the Quality of Environmental Disclosure[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2012(6): 610 - 640.
- [34] 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.
- [35] 肖奇, 沈华玉. 媒体关注、投资者异质信念与股价同步性[J]. 财贸研究, 2021(10): 99 - 110.

- [36] 醋卫华,李培功. 媒体监督公司治理的实证研究[J]. 南开管理评论,2012(1):33-42.
- [37] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究,2012(10):153-166.
- [38] 黄政,钟廷勇,刘怡芳. 内部控制质量、信息透明度与股价信息含量[J]. 中南财经政法大学学报,2017(3):14-23+158-159.
- [39] 刘晓,刘洋. 内部控制效率、信息披露质量与股价同步性[J]. 山东社会科学,2016(6):146-150.
- [40] 洪昀,李婷婷,姚靠华. 融资融券、终极控制人两权分离与大股东掏空抑制[J]. 财经理论与实践,2018(4):67-72+79.
- [41] Liang Q. X., D. H. Li, W. L. Gao. Ultimate Ownership, Crash Risk, and Split Share Structure Reform in China [J]. Journal of Banking & Finance, 2020(113):134-153.
- [42] 苏坤,孟源. 企业公司治理、金融市场化与股价崩盘风险研究[J]. 金融监管研究,2021(8):98-114.
- [43] 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.
- [44] 杜媛,狄盈馨. 双重股权结构、机构投资者权力与会计信息质量——基于“主动”和“被动”的两权分离[J]. 商业研究,2020(10):89-98.
- [45] La Porta R, Lopez - de - Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership around the World[J]. Journal of Finance, 1999(2):471-517.

## Innovative Regulatory Approaches: How the Regulatory Mode by Industry Affects the Informativeness of Stock Price

HE Xiang, WANG Wei, CHEN Jing

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

**Abstract:** The regulatory mode by industry is an important measure introduced by the supervisory agencies to innovate supervisory methods and to improve front-line regulatory functions. By using a sample of Shanghai and Shenzhen A-share non-financial listed companies from 2010 to 2019, a differential dual model is constructed under the background of the implementation of the regulation policies in different industries, and the effect of industry regulation on stock price information content and its mechanism is empirically examined. The Results shows that there is a significant improvement in the informativeness of stock price after the regulatory mode by industry. The mechanism lied behind that is the regulatory mode by industry improves the quality of information disclosure of listed companies and the effect of regulatory mode by industry on informativeness of stock price is more prominent among the listed companies with low accounting earnings quality. Further analysis shows that the policy effect of sector-specific supervision is influenced by the analysts and media reports of the same external supervision mechanism, and is also limited by the quality of internal control and the degree of separation of the two rights. Moreover, results show that the governance effect of regulatory mode by industry has a positive impact on the stock market. It not only enriches the research on the first line supervision of regulators and the influencing factors of stock price information content, but also provides theoretical support for regulators to continue to deepen the regulatory mode by industry and continuously innovating regulatory methods.

**Key words:** Regulatory mode by industry; Front-line regulation; Information disclosure quality; Informativeness of stock price

(责任编辑:黎芳)