

# 董事会独立性会影响公司股价同步性吗?

## ——基于法治环境的调节效应

方 略, 许晓芳

(华东交通大学经管学院, 江西 南昌 330013)

**摘 要:** 本文基于2008~2017年中国A股非金融类上市公司的年度数据, 研究了董事会独立性对公司股价同步性的影响, 以及法治环境的调节作用。研究发现, 董事会独立性会影响公司股价同步性, 且该作用受到法治环境的影响。董事会独立性的提升使得法治环境较差地区的公司股价波动与市场、行业波动更为一致, 表明董事会独立性可以在一定程度上弥补法律制度不足的治理效果。本文的研究不仅拓展了独立董事经济后果方面的研究, 丰富了股价同步性的影响因素方面的研究, 还有助于我们正确地认知公司治理内部与外部治理机制的关系, 为相关监管部门对独立董事制度的完善和监管工作的改进提供政策参考。

**关键词:** 董事会独立性; 法治环境; 股价同步性

**中图分类号:** G34; L26

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1004-4892(2020)02-0075-08

## 一、引 言

作为公司重要的监督者, 独立董事的独立性与公司治理作用之间的关系受到了广泛关注。现有文献主要是围绕董事会独立性对公司业绩(Hermanlin and Weisbach, 1998<sup>[1]</sup>; 王跃堂等, 2006<sup>[2]</sup>)、财务质量(Dechow et al., 1996<sup>[3]</sup>)和公司决策行为(Ahmed and Duellman, 2007<sup>[4]</sup>; 叶康涛等, 2011<sup>[5]</sup>)的影响而展开研究的, 但均未取得一致结论。可能原因在于, 独立董事在公司治理中能否以及会起何种作用, 可能会依赖于独立董事所处的履职环境(Coles et al., 2008<sup>[6]</sup>), 不同的履职环境, 对独立董事的行为及其后果的影响可能存在差异。因此, 在研究独立董事的治理作用, 可能需要考虑履职环境的影响。

近年来, 股价同步性问题也逐渐成为资本市场的重要研究话题。现有大多数文献集中于研究公司股价同步性的影响因素, 且从诸多角度对此进行了相关研究, 概括而言, 可以分为以下六方面: 宏观制度环境与股价同步性方面, 影响因素包括产业政策(陈冬华和姚振晔, 2018<sup>[7]</sup>)、制度环境(唐松等, 2011<sup>[8]</sup>), 等; 公司治理与股价同步性方面, 影响因素包括股权集中度(Gul et al., 2010<sup>[9]</sup>)、连锁董事(Khanna and Thomas, 2009<sup>[10]</sup>; 李留闯等, 2012<sup>[11]</sup>)、大控股股东(Boubaker et

收稿日期: 2019-08-23

基金项目: 教育部人文社科青年项目(17YJC630190); 江西省教育厅科技项目(GJJ170426); 江西省人文社科青年项目(GL18224; JJ19202); 江西省自然科学基金项目(20181BAA208034); 江西省社会科学规划项目(16ZK02)

作者简介: 方略(1985-), 男, 安徽南陵人, 华东交通大学经管学院讲师; 许晓芳(1986-), 女, 江西石城人, 华东交通大学经管学院副教授, 博士, 通讯作者。

al., 2014<sup>[12]</sup>)、交易信贷(Liu and Hou, 2019<sup>[13]</sup>)等内部治理特征与机制,以及外部分析师(Jiang et al., 2019<sup>[14]</sup>)、外部审计师及审计报告(王木之和李丹, 2019<sup>[15]</sup>)、机构投资者(李志生等, 2015<sup>[16]</sup>)、投资者保护(Porta et al., 2002<sup>[17]</sup>)等外部治理特征与机制;财务报告、公司信息披露、准则实施与股价同步性方面,影响因素包括信息透明度(Hutton et al., 2009<sup>[18]</sup>;王亚平等, 2009<sup>[19]</sup>)、新会计准则实施(金智, 2010<sup>[20]</sup>)等;管理层激励、管理层特征与股价同步性方面,影响因素包括金牌董事会秘书(罗进辉等, 2015<sup>[21]</sup>),独立董事专长(张斌和王跃堂, 2014<sup>[22]</sup>)等;资本市场与股价同步性方面,影响因素包括资本市场信息含量(Morck et al., 2000<sup>[23]</sup>)、衍生工具应用(王晓珂, 2018<sup>[24]</sup>)等;非正式的制度机制与公司股价同步性方面,影响因素包括社交网络(刘海飞等, 2017<sup>[25]</sup>)、政治关联(唐松等, 2011<sup>[8]</sup>)等。

但鲜有文献关注公司独立董事独立性对公司股价同步性的影响。尽管少量文献研究了独立董事行业专长与股价同步性的关系(张斌和王跃堂, 2014<sup>[22]</sup>),但主要是从独立董事行业专长的角度出发,并将其作为业务复杂度与股价同步性关系的调节变量进行的研究;尽管也有少量文献关注了董事与公司股价的关系(Khanna and Thomas, 2009<sup>[10]</sup>;李留闯等, 2012<sup>[11]</sup>),但研究的对象为共享董事,且均表明共享或连锁董事会因为淡化了公司边界、共享了更多的市场与行业信息而使得所在公司的股价同步性增高。可见,鲜有文献基于独立董事的独立性研究其对公司股价同步性的影响,以及该影响在不同的制度环境下的差异。本文利用2008~2017年间中国A股非金融类上市公司的年度数据,对董事会独立性与股价同步性的关系以及制度环境的调节作用进行研究,发现在董事会独立性会影响公司股价同步性,而在法治环境较差的地区,董事会独立性会促进公司股价与市场、行业更趋一致。本文的研究不仅拓展了独立董事经济后果方面的研究,有助于我们更好地理解和评价独立董事的治理作用及其实现条件,也丰富了股价同步性的影响因素方面的研究,对于我们正确地认知公司治理内部与外部治理机制的关系具有重要意义,同时,对于相关监管部门完善独立董事制度体系、加强对独立董事行为的监管也具有重要的参考价值和政策意义,表明在我国法治环境较差的地区,提高董事会独立性将具有更为重要的现实意义。

## 二、理论分析与研究假说

### (一)董事会独立性与股价同步性的关系

已有文献表明,股价同步性越高,股价信息效率越高(Morck et al., 2000<sup>[23]</sup>; Kelly, 2005<sup>[26]</sup>)。尤其是在噪音较大的我国新兴资本市场,公司股价同步性代表了公司个股与市场股价的同步性,反映了较高的信息质量。例如,王亚平等(2009)<sup>[19]</sup>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,资本市场的信息效率越好;金智(2010)<sup>[20]</sup>研究也发现,会计信息质量与股价同步性正相关;罗进辉等(2015)<sup>[21]</sup>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,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。

一般而言,董事会独立性通过影响个股信息环境,进而影响其股价同步性。公司董事的行为会对公司股价的同步性产生影响(Khanna and Thomas, 2009<sup>[10]</sup>;李留闯等, 2012<sup>[11]</sup>),而影响股价同步性增加还是降低,取决于两大方面:一方面,取决于作用于公司股价的公司治理行为是否通过独立董事而获得了趋同信息,从而受到了来自公司外部行业中、市场上其他公司的影响,另一方面,取决于公司内部信息是否能够有效通过独立董事而向外释放至投资者,并被投资者所接受。

具体地,一方面,独立董事往往因其独立性而会同时在多个公司任职,从事多份职位,扮演不同角色,往往是一些社会地位、学识水平较高的见多识广者,具有较强的协作精神,在不同的公司中发挥的作用显著不同(Coles et al., 2008<sup>[6]</sup>),且能够将同行业或市场中其他公司的一些优质资源与做法带入所任职企业,加强企业的行为学习、共享信息与资源共享等,学习其他公司投资决策、并购、期权激励计划等行为和战略(Bizjak et al., 2009<sup>[27]</sup>),并不断加速信息向企业传播与相关行为的学习(Davis, 1991<sup>[28]</sup>),从而使得所在企业的基础特征会与行业、市场上其他公司更为趋同,导致公司信息中反映公司个体特征的成分减少(Khanna and Thomas, 2009<sup>[10]</sup>; 李留闯等, 2012<sup>[11]</sup>),提高公司股价同步性。因此,当公司董事会独立性越强,即公司独立董事占比越大、规模越大时,受到来自公司外部行业中、市场上其他公司的影响越多,公司股价信息中反映的公司个体特征成分越少,越能使得公司股价与市场股价波动的同步性,从而提高噪音驱动的我国资本市场公司信息质量;另一方面,独立董事往往由于具有较高的职业操守精神而不会将公司一些特有信息尤其是非公开信息对外释放,且他们往往因为在多个公司兼职而可能会使得所在公司间组成企业网络,从而不断淡化企业边界(李留闯等, 2012<sup>[11]</sup>),遏制了公司寻找网络外新交易伙伴的动机而形成一种排外的封闭网络(Khanna and Thomas, 2009<sup>[10]</sup>),使得所在公司的信息透明度降低,提升外部的套利投资者获取公司独有信息的成本更高,从而导致公司对外释放的特有信息减少,降低了公司股价中对公司特有信息含量,提高了股价同步性。因此,尽管随着公司董事会独立性的增强,即公司独立董事占比与规模提高时,并不会必然导致公司对外释放的特有信息的增加而降低公司股价与市场股价的同步性。

鉴于此,提出本文的研究假说 H1,具体如下:

H1: 董事会独立性越高,股价同步性越高。

## (二)法治环境对董事会独立性与股价同步性关系的影响

法治环境作为正式制度,会通过投资者保护而影响到企业行为与经济后果(Porta et al., 2002<sup>[17]</sup>),也会对董事会独立性与股价同步性关系产生重要影响。具体地,当法治环境较好时,往往会具有较为充分的产权保护、较有约束力的合同执行,使得控股股东侵占中小股东的行为、管理者机会主义行为等代价较大,从而使得公司经营更为规范,业绩更为凸显,更可能成为别的地区尤其是法治环境等正式制度较为落后导致公司经营不善地区的学习对象,从而弱化独立董事向所在企业输入“行为学习、共享信息与资源共享”的行为,即弱化董事会独立性与股价同步性之间的正相关关系。此外,在法治环境较好时,公司信息透明度往往较高,从而弱化了独立董事建立的企业间的封闭网络,使得企业向市场投资者释放更多的特质信息,降低公司股价同步性。公司信息透明度越高,公司股价同步性越低这一现象也与信息观预测一致(李留闯等, 2012<sup>[11]</sup>)。可见,在法治环境较好时,董事会独立性与公司股价同步性之间的正相关关系可能会被弱化。

相反,在法治环境较差时,控股股东侵占中小股东的行为、管理者机会主义行为等代价较小,从而使得公司可能存在较多的盈余管理行为和利益侵占行为,决策行为与战略部署可能较其他法治环境较好地区的公司更不理性,尤其是在公司业绩不佳时,独董会更可能公开质疑管理层行为(叶康涛等, 2011<sup>[5]</sup>),从而使得独立董事更倾向于向所在企业输入“行为学习、共享信息与资源共享”的行为。可见,在法治环境较差时,独立董事促进公司股价波动与市场、行业波动的作用会更为明显。

鉴于此,提出本文的研究假说 H2,具体如下:

H2: 董事会独立性与股价同步性的正相关关系在法治环境较好时较弱,在法治环境较差时较强。

### 三、研究设计

#### (一) 变量与模型

##### 1. 股价同步性的衡量

首先,借鉴 Morck et al. (2000)<sup>[23]</sup>、Gul et al. (2010)<sup>[9]</sup> 等方法,运用股票的周收益率进行模型(1)的回归,从而计算出模型的拟合优度  $R^2$ 。

$$r_{i,w,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{m,w,t} + \beta_2 r_{I,w,t} + \beta_3 r_{m,w-1,t} + \beta_4 r_{I,w-1,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $r_{i,w,t}$  为第  $t$  年第  $w$  周的个股收益率, $r_{m,w,t}$  为第  $t$  年第  $w$  周的经流通市值加权平均的市场收益率, $r_{I,w,t}$  为第  $t$  年第  $w$  周的经流通市值加权平均的行业收益率(不包含本公司),是按照中国证监会行业分类标准进行行业分类的,对行业内除本公司意外的其他公司的  $r_{i,w,t}$  根据流通市值权重而加权平均计算出来的指标; $R_i^2$  为模型(1)经调整的拟合优度。为保证回归估计的有效性,在回归过程中,我们删除了年交易周数少于30周的公司年度观测。为保证指标的正态性,运用等式(2)对  $R^2$  进行对数化处理,最后得到的指标  $SYNCH$ ,即公司股价同步性指标。该值越大,说明公司股票价格包含了越少的公司特质信息的信息,同步性越大。

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

##### 2. 回归模型

本文构建了模型(3),以检验本文的研究假说:

$$SYNCH = \beta_0 + \beta_1 Indir + \beta_i Control\_Variables + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)中, $SYNCH$ 衡量了股价同步性,由公式(2)计算而来。 $Indir$ 衡量了董事会独立性,本文采用两种方法进行衡量, $Indir$ 等于独立董事占董事会总人数的比例, $Indir2$ 等于独立董事人数的自然对数,二者值越大,均表示董事会独立性越高。 $Law$ 衡量了公司所处地区的法治环境,具体地,我们使用樊纲等(2017)<sup>[29]</sup>提供的“市场中介组织发育和法律制度环境”指数,该指数是综合考虑了市场中介组织的发育、对生产者合法权益的保护和知识产权保护3个方面的因素编制而成的指标,该指数得到了大量学者的认可,被许多文献用来衡量中国各地区法治化水平,如刘慧龙和吴联生(2014)<sup>[30]</sup>等。根据其计算方式<sup>①</sup>,该指数数值越大,表示法治化水平越高。参照现有文献,我们还设置了  $NSOE$ 、 $First$ 、 $Bsize$ 、 $Avgdturn$ 、 $Size$ 、 $MB$ 、 $Lev$ 、 $ROA$ 、 $Firmage$  等控制变量。主要变量具体含义见表1。

表1 主要变量定义表

符号	变量名	说明
$SYNCH$	股价同步性	具体算法见正文和公式(2),该值越大,说明公司股票价格包含了越少的公司特质信息的信息,同步性越大
$Indir$	董事会独立性	独立董事占董事会总人数的比例,其值越大,表示董事会独立性越高
$Indir2$	董事会独立性	独立董事人数的自然对数,其值越大,表示董事会独立性越高
$Law$	法治环境	樊纲等(2017)提供的“市场中介组织发育和法律制度环境”指数,该值越大,表示法治环境越好
$NSOE$	所有权性质	公司为非国有企业,则等于1,否则等于0
$First$	股权结构	公司第一大股东持股比例
$Bsize$	董事会规模	公司董事会人数的自然对数
$Avgdturn$	股票年平均换手率	表示一年内日均转手买卖的频率。该值 = $\left[ \sum (\text{单个交易日成交量(手)} * 100 / \text{当日股票流通股总股数}) * 100\% \right] / \text{区间交易日期数}$

① 具体计算方法参见樊纲等(2017)的介绍。由于樊纲等(2017)提供的指数截止年份为2014年,而本文的样本期间为2008~2017年,对于2015~2017年的  $Law$  指标,我们采用前三年  $Law$  指标平均增长率作为下一年的增长率进行  $Law$  指标的计算。



为了检验本文的研究假说 H2，根据 *Law* 的中位数，将全样本划分为法治环境较好（大于 *Law* 的中位数）和法治环境较差（小于或等于 *Law* 的中位数）两个子样本，分别进行回归。

## （二）样本选择与数据来源

本文样本期间为 2008 ~ 2017 年，之所以以 2008 年作为样本选择起始年度，主要是因为樊纲等 (2017)<sup>[29]</sup> 提供 *Law* 指标是从 2008 年开始，所有数据以 2008 年为基期进行了调整，且与樊纲等之前提供的 *Law* 指标未能直接衔接。本文所使用的数据，除了“市场中介组织发育和法律制度环境”指数数据来自樊纲等 (2017)<sup>[29]</sup>、股票一年内平均换手率数据来自 wind 数据库以外，其他数据均来自 CSMAR 数据库。本文对初始样本及变量进行了如下处理：（1）删除了数据存在缺失的样本；（2）对连续变量 *MB*、*Lev* 和 *ROA* 在 1% 和 99% 分位上进行了 Winsorize 处理。经过上述处理以后，得到 18153 个样本观测值。

# 四、实证结果与分析

## （一）变量描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。 $R^2$  的均值、中位数、最小值、最大值和标准差分别为 0.419、0.424、0、0.913 和 0.193，说明我国股票市场的个股收益率能被市场和行业层面因素解释的部分约为 42%，与金智 (2010)<sup>[20]</sup> 样本均值较接近，表明中国上市公司的股价同步性较高，且不同公司之间存在较大差异。*SYNCH* 的最小值为 -7.926，最大值为 2.348，标准差为 1.024，说明中国上市公司个股股价同步性存在较大差异。*Indir* 的均值和中位数分别为 0.370 和 0.333，表明中国上市公司独立董事占董事会总人数的比例平均约为三分之一左右。*Law* 的均值、中位数、最小值、最大值和标准差分别为 9.065、8.130、-0.700、23.530 和 5.446，说明地区之间的法治环境好坏存在较大差异。

表 2 主要变量描述统计结果

变量	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
$R^2$	18153	0.419	0.424	0	0.913	0.193
<i>SYNCH</i>	18153	-0.429	-0.307	-7.926	2.348	1.024
<i>Indir</i>	18153	0.370	0.333	0.091	0.800	0.055
<i>Indir2</i>	18153	1.163	1.099	0	2.079	0.186
<i>Law</i>	18153	9.065	8.130	-0.700	23.530	5.446
<i>NSOE</i>	18153	0.509	1	0	1	0.500
<i>First</i>	18153	0.360	0.341	0.003	0.900	0.156
<i>Bsize</i>	18153	2.166	2.197	1.099	2.944	0.200
<i>Avgdturn</i>	18153	2.743	2.131	0.009	20.184	2.203

## （二）主要回归结果

表 3 报告了本文的主要回归结果，其中，（1）~（3）中的董事会独立性 (*Indir*) 采用独董人数占董事会人数的比例表示，（4）~（6）中的董事会独立性 (*Indir2*) 采用独董人数的自然对数表示。从（1）和（4）的全样本回归结果来看，*Indir* (*Indir2*) 的回归系数为 0.303 (0.134)，在 5% (1%) 的置信水平上显著为正，说明董事会独立性越高，股价同步性越高，支持了本文的研究假说 H1，而 *Law* 的回归系数不显著异于 0，说明没有证据表明法治环境会对公司的股价同步性产生显著影响；而从子样本回归结果中，（2）和（5）中，*Indir* (*Indir2*) 的回归系数均不显著大于 0，说明当法治环境较好时，没有证据表明董事会独立性的提高会增加公司股价同步性。（3）和（6）中，*Indir* (*Indir2*) 的回归系数为 0.339 (0.144)，在 10% (5%) 的置信水平上显著为正，说明在法治环境较差时，董事会独立性越高，股价同步性越高，表明在法治环境较差时，独立董事可能会通过向企业输入“行为学习、共享信息

与资源共享”的行为而帮助企业借鉴市场、行业中其他公司行为、制度与战略，从而使得公司与市场、行业更为趋同，股价同步性提升。支持了本文的研究假说 H2。

表 3 董事会独立性、法治环境与公司股价同步性回归结果

变量	(1) 全样本	(2) 法治环境较好	(3) 法治环境较差	(4) 全样本	(5) 法治环境较好	(6) 法治环境较差
Indir	0.303 ** (2.39)	0.211 (1.12)	0.339 * (1.95)			
Indir2				0.134 *** (2.64)	0.103 (1.36)	0.144 ** (2.09)
Law	0.002 (1.24)			0.002 (1.24)		
NSOE	-0.117 *** (-7.91)	-0.111 *** (-4.90)	-0.122 *** (-6.12)	-0.117 *** (-7.91)	-0.111 *** (-4.90)	-0.122 *** (-6.12)
First	-0.174 *** (-4.05)	-0.225 *** (-3.62)	-0.129 ** (-2.15)	-0.174 *** (-4.05)	-0.225 *** (-3.63)	-0.129 ** (-2.15)
Bsize	0.058 (1.56)	0.045 (0.83)	0.048 (0.96)	-0.073 (-1.55)	-0.052 (-0.75)	-0.093 (-1.42)
Avgdturn	-0.068 *** (-20.21)	-0.056 *** (-12.14)	-0.083 *** (-16.75)	-0.068 *** (-20.20)	-0.056 *** (-12.14)	-0.083 *** (-16.75)
Size	0.048 *** (6.81)	0.049 *** (4.86)	0.047 *** (4.55)	0.048 *** (6.81)	0.048 *** (4.84)	0.047 *** (4.55)
MB	-0.108 *** (-25.39)	-0.121 *** (-19.01)	-0.099 *** (-17.08)	-0.108 *** (-25.42)	-0.121 *** (-19.04)	-0.099 *** (-17.09)
Lev	-0.512 *** (-13.51)	-0.496 *** (-8.76)	-0.546 *** (-10.51)	-0.512 *** (-13.51)	-0.495 *** (-8.75)	-0.546 *** (-10.51)
ROA	-0.353 *** (-3.14)	-0.378 ** (-2.24)	-0.320 ** (-2.09)	-0.351 *** (-3.12)	-0.375 ** (-2.23)	-0.319 ** (-2.08)
Firmage	-0.006 *** (-5.16)	-0.008 *** (-4.39)	-0.006 *** (-3.22)	-0.006 *** (-5.15)	-0.008 *** (-4.38)	-0.006 *** (-3.21)
年度/行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Constant	-1.751 *** (-6.59)	-0.073 (-0.19)	-0.047 (-0.15)	0.287 (1.12)	0.104 (0.28)	0.218 (0.70)
F 值	288.7	145.3	154.4	288.8	145.4	154.4
Adj. R2	0.363	0.367	0.363	0.363	0.367	0.363
观测值数量	18, 153	8, 733	9, 420	18, 153	8, 733	9, 420

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

### (三) 稳健性检验结果

为保证本文研究结论的稳健性，本文进行了一下稳健性检验<sup>①</sup>：

1. 更换因变量衡量方式。前文计算 *SYNCH* 指标时，根据回归模型(1) 调整的  $R^2$  进行计算，因此，使用未经调整的  $R^2$  计算 *SYNCH* 指标进行稳健性测试，*Indir*(*Indir2*) 的回归系数在全样本和法治环境较差的子样本中，分别在 1% 和 5% 的置信水平上显著，与前文回归结果一致，研究结论保持不变。

2. 采用工具变量法。为了尽可能消除内生性问题对文章结论的影响，采用同年度、同行业其他公司董事会独立性均值(*Average\_Indir*) 作为公司董事会独立性的工具变量(*Instrument\_Indir*)，用两阶段最小二乘法(2SLS) 重新估计回归结果。在全样本、法治环境较好和较差的子样本中，工具变量的 Cragg-Donald 值为分别为 49.74、7.97 和 33.78，拒绝弱工具变量假设，满足工具变量的相关性要求。

<sup>①</sup> 限于篇幅，稳健性检验结果略。作者备索。

只有在全样本和法治环境较差的子样本第二阶段回归中,工具变量(*Instrument\_Indir*)的回归系数分别在1%和5%的置信水平上显著为正,支持了本文的研究假设。在控制内生性问题后,本文的研究结论依然稳健。

3. 更换样本选择范围。中小板和主板上市公司可能由于板块特征不同而导致董事会独立性对股价同步性的影响存在差异,因此,只保留主板上市公司进行回归,*Indir*的回归系数在全样本中的*t*值为1.59,接近10%的置信水平上显著为正,在法治环境较差的子样本中,则在10%的置信水平上显著正;*Indir2*的回归系数在全样本和法治环境较差的子样本中,均在10%的置信水平上显著为正,与前文回归结果基本一致,研究结论保持不变。

## 五、研究结论

本文基于2008~2017年中国A股非金融类上市公司的年度数据,研究了董事会独立性对公司股价同步性的影响,以及法治环境的调节作用。研究发现,董事会独立性的提高会增加公司股价同步性,而该作用只有在法治环境较差的情况下明显,而在法治环境较好的情况下,未有证据表明董事会独立性的提升会增加公司股价同步性。该研究结论表明,独立董事对公司股价同步性的影响受到其履职环境的影响,公司独立董事比例和独立董事人数的增加,会使得法治环境较差地区的公司股价波动与市场、行业波动更为一致,支持了董事会独立性可以在一定程度上弥补法律制度不足的治理效果。

本文的研究一方面拓展了独立董事经济后果方面的研究,发现董事会独立性会影响公司股价同步性,而该影响作用的发挥依赖于履职的法治环境,从而有助于更好地理解 and 评价独立董事的治理作用及其实现条件;另一方面,丰富了股价同步性的影响因素方面的研究,发现董事会独立性是公司股价同步性的重要影响因素;此外,本文的研究结论对于正确地认知公司治理内部与外部治理机制的关系具有重要意义,对于相关监管部门完善独立董事制度体系、加强对独立董事行为的监管,也具有重要的参考价值 and 政策意义,表明在我国法治环境较差的地区,提高董事会独立性将具有更为重要的现实意义。

### 参考文献:

- [1] Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO [J]. *The American Economic Review*, 1998, vol. 88, no. 1, pp. 96-118.
- [2] 王跃堂, 赵子夜, 魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效? [J]. *经济研究*, 2006, (5): 62-73.
- [3] Dechow, P. M., Sloan, R. G. and Sweeney, A. P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC [J]. *Contemporary Accounting Research*, 1996, vol. 13, no. 1, pp. 1-36.
- [4] Ahmed, A. S. and Duellman, S. Accounting Conservatism and Board of Directors Characteristics: An Empirical Analysis [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2007, vol. 43, no. 2, pp. 411-437.
- [5] 叶康涛, 祝继高, 陆正飞, 等. 独立董事的独立性: 基于董事会投票的证据 [J]. *经济研究*, 2011, (1): 126-139.
- [6] Coles, J. L., Daniel, N. D. and Naveen, L. Boards. Does One Size Fit All? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 87, no. 2, pp. 329-356.
- [7] 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, 53(12): 112-128.
- [8] 唐松, 胡威, 孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据 [J]. *金融研究*, 2011, (7): 182-195.
- [9] Gul, F. A., Kim, J. and Qiu, A. A. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, vol. 95, no. 3, pp. 425-442.
- [10] Khanna, T. and Thomas, C. Synchronicity and Firm Interlocks in an Emerging Market [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, vol. 92, no. 2, pp. 182-204.
- [11] 李留闯, 田高良, 马勇, 李彬. 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, 25(6): 86-100.

- [12] Boubaker, S., Mansali, H. and Rjiba, H. Large Controlling Shareholders and Stock Price Synchronicity [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2014, vol. 40, no. 1, pp. 80–96.
- [13] Liu, H. and Hou, C. Does Trade Credit Alleviate Stock Price Synchronicity? Evidence from China [J]. *International Review of Economics and Finance*, 2019, vol. 61, pp. 141–155.
- [14] Jiang, H., Zhou, D. and Zhang, J. Analysts' Information Acquisition and Stock Price Synchronicity: A Regulatory Perspective from China [J]. *Accounting Horizons*, 2019, vol. 33, no. 1, pp. 153–179.
- [15] 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.
- [16] 李志生, 朱雯君. 信息含量、机构投资者与股价同步性——来自股票增发市场的经验证据 [J]. *中南财经政法大学学报*, 2015, (5): 62–71.
- [17] Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. *The Journal of Finance*, 2002, vol. 57, no. 3, pp. 1147–1170.
- [18] Hutton, A. P., Marcus, A. J. and Tehranian, H. Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, vol. 94, no. 1, pp. 67–86.
- [19] 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.
- [20] 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, 95.
- [21] 罗进辉, 向元高, 金思静. 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 [J]. *山西财经大学学报*, 2015, 37(12): 80–90.
- [22] 张斌, 王跃堂. 业务复杂度、独立董事行业专长与股价同步性 [J]. *会计研究*, 2014, (7): 36–42, 96.
- [23] Morck, R., Yeung, B. and Yu, W. The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, vol. 58, no. 1, pp. 215–260.
- [24] 王晓珂. 衍生工具应用与股价同步性 [J]. *厦门大学学报(哲学社会科学版)*, 2018, (2): 96–105.
- [25] 刘海飞, 许金涛, 柏巍, 李心丹. 社交网络、投资者关注与股价同步性 [J]. *管理科学学报*, 2017, 20(2): 53–62.
- [26] Kelly P. J. Information Efficiency and Firm-Specific Return Variation [J]. *Quarterly Journal of Finance*, 2014, vol. 4, no. 4, pp. 1450018.
- [27] Bizjak, J., Lemmon, M. and Whitby, R. Option Backdating and Board Interlocks [J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, no. 11, pp. 4821–4847.
- [28] Davis, G. F. Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercompany Network [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1991, vol. 36, no. 4, pp. 583–613.
- [29] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 经济科学出版, 2017.
- [30] 刘慧龙, 吴联生. 制度环境、所有权性质与企业实际税率 [J]. *管理世界*, 2014, (4): 42–52.

## Does Board Independence Affect Corporate Stock Price Synchronicity? ——Regulatory Effect of Law Environment

FANG Lve, XU Xiaofang

(School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang 330013, China)

**Abstract:** Based on the annual data of non-financial listed companies in China from 2008 to 2017, this paper studies the impact of board independence on stock price synchronicity and the regulatory effect of the law environment. It is found that board independence has a significant influence on corporate stock price synchronicity, and the effect is influenced by the law environment. In a poor law environment, the improvement of board independence makes the volatility of corporate stock price more consistent with that of the market and the industry, indicating that board independence can replace the governance effect of the legal system to a certain extent. This study not only expands the research on the economic consequences of independent directors, but also enriches the research on the factors that affect stock price synchronicity. It also helps us to correctly understand the relationship between the internal and the external governance mechanisms of corporate governance and provides policy reference for the relevant regulatory authorities to improve the independent director system and the supervision work.

**Key words:** Board Independence; Corporate Stock Price Synchronicity; Law Environment

(责任编辑: 赵 婧)