

摘要

当前我国股票市场普遍存在“同涨同跌”现象，个股股票收益的变动与整个市场和行业股票收益平均变动之间的关联性较高，即股价同步性较高。尽管学术界对于股价同步性的成因尚未达成一致观点，但普遍认为股价同步性反映了股价中融入的公司特质信息含量，股价同步性的高低常被作为衡量资本市场信息效率的标志之一。过高的股价同步性表明股票价格中包含的公司特质信息较少，包含的市场层面和行业层面的信息较多，加大了投资者通过股价变动甄别出不同资质公司的难度，不利于实现股票价格的发现和筛选功能。因此，研究影响股价同步性的因素对于提高我国资本市场定价效率和资源配置效率具有重要意义。

自从我国全面实施创新驱动策略以来，创新被摆在了国家发展全局的核心位置。在国家积极出台各种政策鼓励研发创新的背景下，上市公司紧随国家政策，纷纷加大了创新投入强度。但是，由于创新投入具有高度不确定性和复杂性，导致外部投资者难以判断创新投入所隐含的未来收益和风险，同时我国关于上市公司创新投入的公开信息披露机制尚不完善，上市公司较高的创新投入可能会引发投资者与公司之间严重的信息不对称问题，减少股价中的公司特质信息含量，导致我国股价同步性提高。而媒体和 QFII 作为资本市场的重要参与者，对于监督和解读上市公司特质信息披露发挥着重要作用，可以有效缓解投资者与公司之间的信息不对称问题，降低股价同步性。

本文以我国沪深 A 股上市公司 2012 年至 2021 年的年度数据为样本，研究了公司创新投入对股价同步性的影响，以及媒体关注和 QFII 持股对二者关系的调节效应。本文以股价同步性为被解释变量，以公司创新投入为解释变量，引入媒体关注和 QFII 持股作为调节变量，通过固定效应多元回归模型和调节效应模型进行实证检验。本文的研究结果表明，在样本范围内，公司创新投入与股价同步性存在显著的正相关关系，说明我国上市公司创新投入的提高会加剧投资者与公司之间的信息不对称，减少股价中融入的公司特质信息含量；随着媒体关注的提高和 QFII 持股的增加，公司创新投入对股价同步性的正向影响会被抑制，说明媒体关注和 QFII 持股可以有效缓解公司提高创新投入引发的信息不对称问题，增加股价中的公司特质信息含量。

本文的研究具有一定的理论意义和实践意义。理论上，本文验证了公司创新投入对股价同步性的正向影响，并发现了媒体关注和 QFII 持股对二者关系的负向调节作用；实践上，本文的研究结论表明，公司创新投入的提高会加剧投资者与公司之间的信息不对称问题，减少股价中的公司特质信息含量，而作为资本市场重要参与者的媒体和 QFII 可以有效抑制公司创新投入与股价同步性的正相关关系，本文的研究结论对提高上市公司信息披露水平以及加强资本市场外部监督并降低股价同步性提供了一定思路。

关键词：公司创新投入、股价同步性、媒体关注、QFII 持股、信息不对称

Abstract

Stock price synchronicity refers to the correlation between the changes of the company's stock returns and the changes of the average market returns. It is generally believed that stock price synchronicity is closely related to the content of company characteristic information in the stock price. High stock price synchronicity indicates that company characteristic information is less integrated into stock price through trading, which leads to the inability of investors to identify companies with different qualifications through the change of stock price, and impairs the efficiency of the capital market. Therefore, it is of great significance to study the factors that affect stock price synchronicity to improve the efficiency of capital market.

China has actively issued various policies to encourage R&D, and listed companies have increased the intensity of R&D investment following the national policies. However, due to the high uncertainty and complexity of R&D investment, the external investors do not know enough about the future benefits and risks implied by R&D investment, and the public information disclosure mechanism of R&D investment in China is not perfect, high R&D investment of listed companies in China may cause serious information asymmetry problems, resulting in the improvement of stock price synchronicity. As important participants in the capital market, the media and QFII play an important role in interpreting and analyzing the company characteristic information, which can effectively reduce information asymmetry between listed companies and investors, thus reducing stock price synchronicity.

This paper takes the data of all A-share listed companies in China from 2012 to 2021 as the sample, explores the impact of R&D investment on stock price synchronicity, as well as the regulatory role of media attention and QFII shareholding on the relationship between the two. This paper takes stock price synchronicity as the explanatory variable, takes the R&D investment as the explanatory variable, introduces media attention and QFII shareholding as the

adjusting variable, carries out fixed effect multiple linear regression analysis. The results shows: within the scope of this sample, there is a significant positive correlation between the R&D investment and stock price synchronicity, indicating that the increase of R&D investment will aggravate the information asymmetry, and reduce the content of company characteristic information in stock price. This paper introduces media attention and QFII shareholding as adjusting variables. It is found that with the improvement of media attention and the increase of QFII shareholding, the positive impact of R&D investment on stock price synchronicity will be inhibited, indicating that media attention and QFII shareholding can effectively alleviate the information asymmetry caused by R&D investment and increase the content of company characteristic information in stock price.

This paper has certain theoretical and practical significance. In theory, this paper discusses the relationship between R&D investment and stock price synchronicity, and verifies the negative regulatory effect of media attention and QFII shareholding; In practice, this paper shows that the higher the R&D investment, the higher the stock price synchronicity, and the media and QFII can alleviate the positive correlation between the two. The research conclusion provides some ideas for listed companies to improve the level of information disclosure and reduce stock price synchronicity.

Key words: R&D investment, stock price synchronicity, media attention, QFII, information asymmetry

目录

1. 绪论1

1.1 研究背景 1

1.2 研究目的与意义 4

1.3 研究内容与方法 5

1.3.1 研究内容 5

1.3.2 研究方法 6

1.4 本文可能存在的创新之处 7

2. 文献综述 8

2.1 关于公司创新投入的研究 8

2.1.1 影响公司创新投入的因素 8

2.1.2 公司创新投入对公司绩效的影响 10

2.2 关于股价同步性的研究 10

2.2.1 关于股价同步性的两大观点 11

2.2.2 影响股价同步性的因素 14

2.3 公司创新投入对股价的影响研究 18

2.3.1 公司创新投入对股价波动的影响 18

2.3.2 公司创新投入对股价崩盘风险的影响 18

2.3.3 公司创新投入对股价同步性的影响 19

3. 理论基础与研究假设 20

3.1 理论基础 20

3.1.1 有效市场假说 20

3.1.2 信息不对称理论 21

3.1.3 委托-代理理论和信号传递理论 21

3.2 研究假设 22

3.2.1 公司创新投入对股价同步性的影响 22

3.2.2 媒体关注对公司创新投入与股价同步性的调节效应 24

3.2.3 QFII 持股对公司创新投入与股价同步性的调节效应 26

4. 研究设计 28

4.1 样本选择与数据来源 28

4.2 变量选择与度量 28

4.2.1 被解释变量：股价同步性的度量 28

4.2.2 解释变量 29

4.2.3 调节变量 29

4.2.4 控制变量 30

5.1 描述性统计分析	34
5.1.1 变量的总体情况	34
5.1.2 不同年度的股价同步性	35
5.1.3 不同产权性质上市公司的股价同步性	36
5.1.4 不同上市年限上市公司的股价同步性	37
5.2 相关性分析	38
5.3 实证检验及结果分析	39
5.3.1 公司创新投入对股价同步性的影响	39
5.3.2 媒体关注对公司创新投入与股价同步性的调节效应	42
5.3.3 QFII 持股对公司创新投入与股价同步性的调节效应	44
5.4 稳健性检验	46
5.4.1 工具变量法	46
5.4.2 倾向匹配得分法	48
5.4.3 子样本检验法	50
5.4.4 控制省份和城市固定效应	51
5.5 本章小结	55
6. 结论与建议	56
6.1 研究结论	56
6.2 相关建议	57
6.2.1 营造良好的信息环境	57
6.2.2 加强资本市场外部监督	57
6.2.3 加快资本市场的对外开放	58
6.3 不足与展望	58
6.3.1 变量选取及度量	58
6.3.2 本文存在的内生性问题	59
6.3.3 中介变量有待于进一步发掘	59
6.3.4 其他外部监督力量	59
参考文献	60
致谢	70

1. 绪论

1.1 研究背景

2013 年，十八届三中全会历史性地提出“使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用”，标志着社会主义市场经济发展进入了一个新阶段。市场经济的重要特征之一就是充分发挥价格的发现和筛选功能，资本市场也不例外。股票价格是否能够及时、灵活、准确地反映出上市公司当前的经营业绩以及投资者对其未来的预期等全部信息，是资本市场制度是否健全、功能是否有效、运转是否良好的重要体现，也是资本市场能否利用股票价格的信号机制实现资源最优配置的重要前提。股票价格反映信息的能力是衡量一国资本市场运行效率的重要标志，保障资本市场运行效率对优化资源配置水平有着举足轻重的作用。在一个高效运行的资本市场上，股票价格不仅能够充分反映出市场和行业层面的信息，还可以充分反映出上市公司标的资产的内在价值即公司层面的特质信息。

我国资本市场在上世纪九十年代初上交所和深交所相继开业后逐步建立起来，并在而后的三十多年间取得迅速发展，有序性和规范性不断提高。国务院在 2014 年明确指出要加快建设高效率的股权市场，“到 2020 年基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系”¹。然而，相对于欧美国家发展历史较长且各方面已经较为成熟的资本市场，我国资本市场起步较晚，目前还存在诸多问题：我国资本市场的信息披露机制、产权保护机制等各项机制不够完善，制度建设水平和司法效率均有待提高，散户投资者比例较大导致投资者结构不均衡，信息传递效率与成熟的资本市场相比存在较大差距。这些问题导致我国资本市场的股票价格难以真实反映公司的特质信息，存在着显著的“板块联动”、“抱团股效应”和“指标股效应”等同涨同跌现象。

个股股票收益的变动与整个市场股票收益平均变动之间的关联性即为股价同步性，描述了资本市场普遍存在的“同涨同跌”现象。Morck et al. (2000)

¹ 资料来源：国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见，国发〔2014〕17 号，http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-05/09/content_8798.htm。

基于产权保护角度对全球 40 多个国家和地区的股价同步性进行研究考察，发现我国资本市场的股价同步性仅次于荷兰，高居世界第二。此后 Jin & Myers（2004）基于公司信息不透明角度，研究发现中国资本市场的股价同步性位于研究所涉及的 40 个市场之首。Eun et al.（2015）统计了 47 个国家资本市场 1993 年至 2013 年间的股价同步性，同样发现中国资本市场的股价同步性位列样本国家之首，高达 0.549。我国资本市场过高的股价同步性表明我国上市公司特质信息较少通过交易融入到股票价格中，使得股票价格的信号传递功能受限、上市公司之间的特质化差异降低，加大了投资者通过股票价格的变动甄别出不同资质公司的难度，从而造成股票价格的发现和筛选功能迟缓或失灵，最终损害我国资本市场配置资源的效率。因此，研究影响股价同步性高低的因素对提高我国上市公司信息披露水平、完善我国资本市场的价格发现和筛选功能以及提高我国资本市场运行效率有着重要意义。

多年来，学术界对股价同步性的形成机制和影响因素展开了深入的研究，目前主要形成了“信息效率观”和“噪声交易观”两大主流学派。本文的研究基于“信息效率观”，认为上市公司披露的特质信息数量和质量是影响股价同步性的主要因素。上市公司披露的特质信息反映了公司当前的经营业绩并为投资者对其未来的预期提供依据，是市场各方参与者包括监管方的重要信息来源。完善高效的信息披露机制有利于让更多的公司特质信息融入股价中，缓解投资者和公司之间的信息不对称，降低个股股价波动与市场平均波动之间的关联性，提高资本市场的运行效率以实现资源的有效配置。

自从十八大提出“科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑”并全面实施创新驱动策略以来，创新被摆在了国家发展全局的核心位置。党的十九大指出“创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系战略支撑”，党的二十大进一步指出“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，加快实现高水平科技自立自强，加快建设科技强国”。据国家统计局公布的《2021 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2021 年我国研究与试验发展（R&D）经费支出 27864 亿元，比上年增长 14.2%；据国家统计局初步测算，2022 年我国研究与试验发展（R&D）经费支出 30870 亿元，首次突破 3 万亿大关，比上年增长 10.4%。企业是将科学技术转化为实际生产力的主要

力量，我国的创新驱动发展战略把企业作为各类创新主体的排头兵，而上市公司作为我国企业的先锋力量，一直走在科技发展的最前端。据证券时报数据显示，我国 A 股上市公司 2022 年的研发投入总支出达 1.59 万亿元，创历史新高²。在此趋势下，我国上市公司关于创新投入的信息能否有效地传递到资本市场上并反映在股价中，对提高我国上市公司信息披露水平以及资本市场运行效率有着重要的意义。

由于上市公司创新投入具有高度不确定性和复杂性，导致外部投资者难以准确判断公司创新投入所隐含的未来收益和风险，且我国关于公司创新投入的公开信息披露机制尚不完善，较高的公司创新投入可能会引发投资者和公司之间严重的信息不对称问题。一方面，创新是一项高投入且未来收益具有不确定性的活动，管理层为了避免创新活动的潜在风险影响到自己的薪酬水平和声誉，可能会对研发信息进行选择性披露，加大投资者完整获取关于公司创新活动真实风险信息的难度。此外，为了对研发细节和有关新技术的信息保密，创新投入越高的上市公司向市场披露的具体信息越少，这也会加剧投资者和公司之间的信息不对称（Kim & Zhang, 2016）。另一方面，由于我国现行会计准则关于研究阶段和开发阶段的划分并不明确、关于研发投入资本化的条件规定尚不清晰，创新投入越高的公司，其管理层越有可能利用研发投入资本化进行盈余管理，从而降低公司会计信息质量和信息透明度。

我国资本市场的运行受国家和政策的影响很大，使得我国投资者对国家宏观经济和政治政策以及相关产业政策关注过多。媒体作为资本市场传递信息的重要桥梁，丰富了投资者获取信息的方式，使得投资者可以更便捷并以更低成本获取公司特质信息并对公司形成更加全面和充分的认识，从而降低投资者与公司之间的信息不对称。一方面，媒体搜集、筛选、挖掘公司特质信息，并将这些信息传递给投资者，他们既起到了公开信息的作用，也起到了预测市场变化的作用，对提高资本市场的定价效率具有重要意义。另一方面，媒体对上市公司进行舆论监督，可以提高上市公司信息披露水平，减少公司对外部投资者可能的利益侵害，发挥着公司治理功能。媒体的正面报道可以吸引投资者投资，提升上市公司股价，对上市公司形成正面激励；媒体的负

² 资料来源：《占全国比例首超 50%，A 股研发支出创历史！计算机行业最舍得投入，34 家公司拿出超一半营收搞研发》，证券时报，2023 年 5 月 1 日，<http://www.stcn.com/article/detail/856576.html>。

面报道会导致投资者抛售，并引起监管部门的关注，促使上市公司改正违规行为、努力提升经营业绩，从而提升公司治理水平。因此，理论上媒体关注可以有效降低股价同步性。

QFII 制度是在全球一体化的背景下，我国为寻求更加安全高效的资本市场对外开放模式，而在 2002 年引入的一种过渡性制度。QFII 制度允许合格的境外机构投资者在通过我国相关监管部门的审核后，将一定额度内的外汇资金汇入并兑换为我国货币，投资于我国的证券市场。作为我国资本市场对外开放最重要、最早的制度安排，QFII 制度实现我国有序稳妥开放证券市场的特殊通道。相对于个人投资者而言，QFII 拥有专业的研究分析团队和科学严谨的交易策略，能够快速有效地识别风险，挖掘潜在投资机会；相对于境内机构投资者而言，QFII 通常注重宣扬价值投资理念，对上市公司的特质信息进行更加充分的挖掘。因此，理论上 QFII 持股可以有效缓解投资者与公司之间的信息不对称。

基于以上背景，本文从公司创新投入的角度研究了影响股价同步性高低的因素，考察公司创新投入与股价同步性之间的相关关系，并先后加入媒体关注和 QFII 持股作为调节变量，考察媒体关注和 QFII 持股对二者的相关关系具有怎样的调节作用。在我国上市公司创新投入力度不断加强、资本市场股价同步性较高的背景下，研究公司创新投入对股价同步性的影响，对提高我国上市公司信息披露水平和我国资本市场运行效率具有积极的现实意义。

1.2 研究目的与意义

本文的研究目的与意义可以分别从理论和实践两个方面进行阐述。首先，理论意义上，学术界对股价同步性的成因和影响因素等相关研究已经形成了较为完善和系统的框架，但将公司创新投入与股价同步性联系起来的学者较少。公司创新活动的高投入和高风险特征加剧了投资者和公司之间的信息不对称，不利于我国资本市场价格发现功能的实现和运行效率的提高。本文从股价同步性出发，以公司创新投入为研究角度，验证了上市公司创新投入对股价同步性的正向影响，不仅对有关股价同步性影响因素的研究具有一定的文献边际贡献，而且从股价同步性这一角度论证我国上市公司创新投入对公司信息披露水平的影响，同时丰富了对公司创新投入与股价之间关系的认识。

此外,本文引入媒体关注和 QFII 持股作为调节变量,验证了媒体关注和 QFII 持股对公司创新投入与股价同步性之间关系的负向调节作用。本文的研究结果论证了股价同步性的“信息效率观”,具有一定的理论创新,对扩充相关研究的理论基础具有积极意义。

从实践意义来说,目前我国仍在不断完善资本市场的运行机制和信息披露机制,引导资本市场价格发现功能的充分发挥,让市场在资源配置中起决定性作用。我国过高的股价同步性使得股票价格的信号传导机制作用受限,加大了投资者通过股票价格的变动甄别出不同资质公司的难度,导致股票价格难以反映出公司个体的差异化信息,不利于资本市场价格发现功能的发挥,降低了资本市场的资源配置效率。因此,研究影响股价同步性的因素对完善我国资本市场运行机制、提高我国资本市场资源配置效率十分重要。同时,公司创新投入是影响公司特质信息披露水平的重要因素,讨论我国上市公司创新投入对股价同步性的影响以及媒体关注、QFII 持股对二者关系的调节作用,可以从不同于当前已有研究的角度讨论提高上市公司信息披露水平、降低公司股价同步性的有效方式。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文关于公司创新投入对股价同步性的影响研究一共分为六个部分,每个部分的主要内容如下:

第一部分为绪论。该部分对本文的研究背景做了简要介绍并引出了本文的研究对象,即公司创新投入和股价同步性以及媒体关注和 QFII 持股,随之从理论和实践两个层面明确了本文的研究目的与意义,然后阐述了研究内容与框架,说明了研究方法以及可能存在的创新之处。

第二部分为文献综述。该部分分别梳理了关于公司创新投入的研究、关于股价同步性的研究以及关于公司创新投入对股价的影响研究。

第三部分为理论基础与研究假设。该部分对本文研究涉及的相关理论基础结合研究对象进行了梳理,包括有效市场假说、信息不对称理论、委托-代理理论以及信号传递理论,并基于这些理论基础和已有研究结论提出了本文的三个研究假设。

第四部分为研究设计。该部分首先根据本文的研究内容确定了样本范围，即 2012 年至 2021 年十年间沪深全部 A 股，然后参照相关文献确定了股价同步性和公司创新投入的度量方式、选取了相应的控制变量和调节变量，最后基于本文的三个研究假设和选取的变量构建了三个实证模型。

第五部分为实证检验与结果分析。该部分首先对本文的解释变量即公司创新投入、被解释变量即股价同步性、调节变量即媒体关注和 QFII 持股以及选取的控制变量进行了描述性统计分析，并针对股价同步性做了分类描述性统计分析；然后完成了变量之间的相关性分析，确定变量间不存在严重的多重共线性；随之根据前文构建的三个实证模型完成了实证检验，观察了回归结果并做出相应分析；最后通过稳健性检验以进一步说明和检验实证结果。

第六部分为结论与建议。该部分对实证分析得到的结果做了简要总结，随后结合本文的研究结论提出了具体的政策建议，最后阐述了本文可能存在的问题与不足。

1.3.2 研究方法

本文主要采用的是文献研究法和实证研究法。

（1）文献研究法

关于公司创新投入的研究，本文主要梳理了公司创新投入的影响因素以及公司创新投入对公司绩效的影响两个方面的相关文献；关于股价同步性的研究，本文搜集、阅读和归纳了国内外关于股价同步性成因及影响因素的研究成果；关于公司创新投入对股价的影响研究，本文主要总结了公司创新投入对股价波动、股价崩盘风险、股价同步性的影响三个方面的已有文献。通过对本文研究对象相关文献的梳理，从中寻找本文研究相关的理论基础并总结研究现状，本文确定了具体的研究内容，构建了分析框架，为提出本文的研究假设奠定基础。

（2）实证研究法

在已有文献和相关理论的基础上，本文以我国 2012 年至 2021 年沪深全部 A 股上市公司的公开数据为样本，构建固定效应多元回归模型对公司创新投入和股价同步性的关系进行实证分析，随后加入媒体关注和 QFII 持股作为调节变量通过调节效应模型探讨其调节效应，论证本文基于理论基础提出的

合理假设，总结研究结论。

1.4 本文可能存在的创新之处

与已有研究相比，本文可能在以下三个方面存在创新之处：

第一，丰富了股价同步性的影响因素研究。已有研究较少在讨论股价同步性的影响因素时考虑到公司创新投入这一变量。本文以公司创新投入作为解释变量，股价同步性作为被解释变量，得出了在本文样本期间内公司创新投入与股价同步性呈正相关关系的结论，从新的视角探究了影响股价同步性的因素并论证了股价同步性的“信息效率观”。

第二，从股价同步性角度拓展了公司创新投入对股价的影响研究。过去关于公司创新投入对股价的影响研究主要关注了公司创新投入对股价波动和股价崩盘风险等方面的影响，探讨公司创新投入对股价同步性的影响的相关文献较少。

第三，不同于许多文献将分析师关注或机构持股比例作为股价同步性相关研究的调节变量，本文选择媒体关注和 QFII 持股作为调节变量，得出了在样本期间内媒体关注和 QFII 持股对公司创新投入和股价同步性的正相关关系具有负向调节作用的结论，丰富了这一领域的研究成果。

2. 文献综述

2.1 关于公司创新投入的研究

受我国创新驱动发展战略的影响，我国上市公司的创新投入屡创新高，相应地越来越多的学者开始对公司的创新活动展开研究。学术界在研究相关问题时主要围绕创新投入和创新产出两个维度展开，创新投入体现了公司对创新活动的重视程度，而创新产出如专利等体现的更多的是企业将创新投入转化为实际成果的能力。创新产出具有确定性，关于创新产出的信息披露多为强制性要求，且上市公司为了向市场传递积极信号会更充分地披露创新产出的相关信息，而创新投入不确定性较高，相关信息披露难度更大，因此本文在研究时选择从公司创新投入角度展开。

2.1.1 影响公司创新投入的因素

（1）内部因素

现有文献主要从公司规模、所有权结构、管理层特征和公司治理等方面研究了影响公司创新投入的内部因素。国内外学者对影响公司创新投入的内部因素研究最早从公司规模开始。Schumpeter（1942）提出创新活动与公司规模呈显著的正相关关系。一方面，这是由于金融市场存在规模经济，相比于小公司，大公司进入金融市场的难度更低、在金融市场上的借贷能力更强，因此大公司获得融资并开展创新活动的能力更强；另一方面，这是由于公司的研发支出同样存在规模经济，公司开展的创新活动种类越多，公司承担的由创新失败导致的风险就越小，因此大公司相比小公司往往拥有多样性更高的创新活动。Gonzalez & Jaumandreu（1998）以及周黎安和罗凯（2005）的研究同样得出了创新水平与公司规模呈显著正相关关系的结论。

所有权结构方面，Lotta et al.（2003）研究发现研发投入与员工持股比例和管理层持股比例之间分别呈现倒 U 型和正 U 型的非线性关系，王宇峰等（2012）研究发现研发投入与社保基金、证券投资基金以及保险基金持股比例呈正相关关系。管理层特征方面，Barker & Muller（2002）研究发现，CEO 的年龄越大，企业的研发投入越少，而 CEO 的任期越长，企业的研发投入越

多；Dalziel et al. (2011) 研究发现，企业的研发投入与董事会的受教育程度、技术经历以及董事会的内部关联呈显著的正相关关系。刘婷等 (2019) 的研究认为，女性高管比例的增加对提高企业创新投入具有显著作用。公司治理方面，Ojok & Okema (2016) 研究了上市公司的董事会构成对创新投入的影响，他们的研究表明，董事会的规模和任期以及年龄和性别差异、董事会连锁以及独立董事都会对创新投入产生影响，其中董事会连锁与创新投入的负相关关系是显著的，而其他特征与创新投入的负向关系并不显著。王营和张光利 (2018) 研究了董事网络的作用，发现董事网络为企业提供了融资方面的便利，从而能够为企业创新提供资金来源，此外董事网络还为企业提供了一定的专利知识参考，有利于企业提高创新质量。

(2) 外部因素

现有文献主要从金融发展、制度环境和财税政策等方面探讨了影响公司创新投入的外部因素。金融发展方面，Hsu 等 (2014) 的研究结果表明，企业的创新水平与股票市场的发展程度成正比，而与信贷市场的发展程度成反比。他们还发现，在新兴国家、实行普通法的国家、股东保护力度更强以及债权人保护力度更弱的国家，以上两种关系更为显著。孙晓华等 (2015) 的研究认为，金融深化对提高企业的研发投入水平具有正向影响，这是因为金融深化可以拓宽企业的融资渠道。

制度环境方面，Campello et al. (2010) 研究表明，由金融危机引发的信贷约束将会对研发投入产生负面影响。Spulber (2013) 提出，在不完善的知识产权保护制度下，市场中的竞争对手模仿或者征用本公司的知识产权会削弱公司的创新动力，因此有效的知识产权保护制度可以促进创新。

财税政策方面，Czarnitzki et al. (2011) 以加拿大市场为样本进行研究，发现加拿大政府已经将税收抵免作为支持企业创新技术项目的最重要的手段，得到税收抵免的企业不仅完成了更多的产品创新，也实现了更高的创新产品销量。冯海红等 (2015) 以我国市场为样本进行研究，发现我国的税收优惠政策可以显著提高企业的研发投入水平，他们还发现，当具体的政策力度过大时，税收优惠对企业创新的促进作用会减弱甚至出现反转。

2.1.2 公司创新投入对公司绩效的影响

大部分学者认为公司创新投入对公司绩效的影响是正面的。杜跃平和王良（2011）以我国深市 118 家中小板高科技成长型上市公司为样本，在探讨研发投入对企业绩效的影响过程中引入企业生命周期理论，他们发现研发投入越高，企业绩效越高，且这一正面影响会随着企业生命周期的变化而产生差异。Yoo et al.（2019）研究发现，公司增加研发投入可以提高生产技术从而降低成本，并最终对未来的公司绩效产生正面影响。张完定等（2021）以我国 600 多家高新技术上市公司为样本，研究发现随着研发投入规模的提高，企业可以获得更多的新技术和新资源，从而提升市场竞争力并改善企业绩效。

部分学者认为公司创新投入对公司绩效的影响是负面的。Hall（1993）认为，高创新投入公司的市场价值会被低估，因为投资者往往是短期逐利的，从而会忽视公司长期战略上的创新投入。Chan et al.（2001）同样认为，由于创新投入不确定性高、难以量化、无法被准确反映在资产负债表上等特点，投资者可能会低估公司的市场价值。我国学者胡志颖等（2015）研究发现，对于未上市的公司，创新投入的增加会导致公司 IPO 时产生更严重的抑价。

部分学者认为公司创新投入对公司绩效的影响会随时间发生变化，即存在滞后性。Cohen et al.（2013）研究发现，虽然在短期内市场无法及时充分地认识到创新投入的价值，但是在长期内，投资者对高创新投入公司的投资可以获得超过市场平均的收益。李建英和高燕（2015）以我国 2009 年至 2013 年京津冀三个地区的上市公司为样本，研究发现公司创新投入对公司绩效的影响在当年是负面的，在下一年则转为正面影响。

此外，少部分学者认为公司创新投入与公司绩效不存在显著相关关系。王烨和游春（2009）以每股收益和净资产收益率作为衡量公司绩效的指标，研究发现公司研发投入与这两个指标并不存在显著相关关系或者滞后效应，即使是在高新技术企业的样本下，这一结论依旧成立。Paula et al.（2018）的研究发现无论是公司的内部研发活动还是外部研发活动，都不会对样本公司的短期财务绩效产生影响。

2.2 关于股价同步性的研究

股价同步性是指单个上市公司股票价格波动与市场整体价格波动的关联

性。当前学术界关于股价同步性的研究主要集中在其成因和影响因素上。关于股价同步性的成因，国内外学者形成了“信息效率观”和“非理性行为观”两种对立的观点；关于股价同步性的影响因素，现有文献主要从制度和政策、市场、公司三个层面展开研究。

2.2.1 关于股价同步性的两大观点

Roll(1988)通过对美国市场的实证研究发现，资本资产定价模型(CAPM)对个股回报率的拟合优度 R^2 很低，模型的解释力度十分有限。他提出 R^2 的高低是由基于公司特质信息的套利交易决定的，认为个股股价不仅包含了宏观层面的信息，还包括了公司层面的特质信息。随着相关研究的不断深入，Morck et al. (2000) 第一次提出了股价同步性的概念，此后国内外学者对股价中公司特质信息的含量与股价同步性的关系展开了长期的探索，目前主要形成了“信息效率观”和“非理性行为观”两种对立的观点。

(1) 信息效率观

“信息效率观”认为，资本资产定价模型(CAPM)对个股回报率的拟合优度 R^2 反映的是股票价格中的公司特质信息含量，个股价格的波动与证券市场的整体波动越相似，股票价格中包含的公司特质信息越少，以 R^2 度量的股价同步性越高。Morck et al. (2000) 是信息效率观的代表性人物，他们对比全球 40 多个不同的国家和地区发现，低收入国家的股价同步性显著高于高收入国家，其原因并不在于市场规模的大小，也不在于经济体规模的大小，而在于低收入国家不完善的产权保护制度抑制了公司特质信息融入股价的过程。他们开创性地提出用资本资产定价模型(CAPM)的拟合优度 R^2 来衡量股价同步性，个股股价波动与市场整体波动的关联性越高，即 R^2 越高，表明个股股价反映了更多市场层面和行业层面的信息，而对公司特质信息的反映较少，对应的股价同步性越高。

在 Morck et al. (2000) 从产权保护制度的角度研究影响股价同步性的因素之后，越来越多的学者加入了对股价同步性的研究和讨论。Wurgler (2000) 和 Durnev et al. (2004) 从资本配置效率的角度着手、Li et al. (2004) 和 Bae et al. (2006) 从资本市场开放程度的角度着手、Chan & Hameed (2005) 从分析师的角度着手、Piotroski et al. (2004) 从机构投资者的角度着手以及 Jin &

Myers（2004）从公司信息透明度的角度着手，分别实证检验了公司特质信息含量与股价同步性的关系，他们的结论均支持了“信息效率观”。

国内的相关研究起步相对较晚，但同样有许多学者得到了支持“信息效率观”的结论。市场制度方面，游家兴等（2006）梳理了我国股票市场制度建设的相关进程，以我国股市六个具有代表性的政策事件为时间节点，研究发现我国的股价同步性随着制度建设的逐步推进与不断完善而呈现减弱趋势。公司治理方面，王立章等（2016）研究了不同股权结构下公司的股价同步性高低，发现国有性质、控制权和现金流权两权分离度高以及股权制衡度低的上市公司具有较高的股价同步性，这是因为具有这些股权结构特征的上市公司信息透明度较低，其股价中包含的公司特质信息含量较少。伊志宏等（2019）从分析师角度着手，研究发现投资者对公司的关注与分析师报告中包含的公司特质信息成正比，而投资者对公司的关注越多，公司的股价同步性越低。王木之和李丹（2019）研究了我国 2016 年新印发的审计准则对股价同步性的影响，发现新审计报告的实施降低了股价同步性，且公司披露的关键审计事项越多、非行业共有事项越多，公司的股价同步性越低。

以上国内外的相关文献从多个角度研究了股价同步性与股价中公司特质信息含量的关系，发现无论是增加股价中的公司特质信息的数量抑或是提高股价中的公司特质信息的质量，都可以显著降低股价同步性，从而论证了股价同步性的“信息效率观”。

（2）非理性行为观

与“信息效率观”不同，“非理性行为观”认为，个股股价的波动偏离证券市场的整体波动是由市场上产生的噪声导致的，这些噪声是指市场泡沫、羊群效应、追涨杀跌等非基本面因素导致的投资者非理性行为。因此，股价同步性的提高表明市场中的非理性行为减少，而股价同步性的降低表明市场中的非理性行为增加，从而导致个股股价偏离市场平均波动。

West（1988）是最早提出“非理性行为观”的学者，他的研究指出，股价波动超出收益期望现值的部分可能是由市场上的噪声交易者、资产泡沫和非理性投资者做出的决策引起的。因此他认为资本资产定价模型的拟合优度 R^2 反映的是交易噪声，以 R^2 度量的股价同步性越高，股价中包含的公司特质

信息数量越多、交易噪声越少。Barberis et al. (2005) 研究发现将部分股票纳入（或剔除）标普 500 指数以后，这些公司的内在价值虽然并无本质波动，但其股价走势却与大盘出现了一致性。这种现象仅仅依靠“信息效率观”显然无法得到合理解释。由此基于行为金融学角度的“非理性行为观”受到越来越多的关注，并且主要从两个方面展开研究。

一是通过检验 R^2 与金融异象之间的关系，间接说明市场噪声对股价同步性的影响。Yong & Zhang (2006) 的研究得出了与“信息效率观”相悖的结论，他们发现 R^2 越低，即股价同步性越低，市场的金融异象越显著。Hou et al. (2013) 的研究发现，投资者在处理信息的过程中如果发生偏误，将会直接影响到 R^2 的大小，且 R^2 的大小与惯性效应、反转效应等金融异象的显著程度呈负相关关系。

二是通过研究 R^2 与市场摩擦、投资者情绪之间的关系，直接说明市场噪声对股价同步性的影响。Barberis et al. (2005) 研究了投资者竞价过程中的非效率投资行为，发现市场摩擦和投资者情绪对股价同步性产生了显著影响。Kumar & Lee (2006) 研究发现“羊群效应”使得投资者热衷于同时交易某一标的股票，使得该股票的价格走势偏离市场整体走势，表现出更低的股价同步性。Chue et al. (2019) 发现股价同步性会随着投资者情绪的高涨而显著提高，并且公司规模、收益率稳定性和账面市值比等公司特质能够影响股价同步性和投资者情绪之间的关系。我国学者以 A 股市场为样本展开研究，也得出了与“信息效率观”大相径庭的结论。孔东民和申睿 (2008) 的研究认为 R^2 越低的公司具有越差的信息环境，且 R^2 越低的公司对信息的反应更缺乏效率。他们通过实证检验证明了我国资本市场上噪音成分的存在，发现个体投资者的交易行为体现出明显的“追涨杀跌”特征，个体投资者的交易决策并非以股票的基本价值为参考。王亚平等 (2009) 研究发现，上市公司的股价同步性会随着公司信息透明度的提高而提高，原因在于公司信息透明度的提高降低了投资者搜集公司信息的成本，从而减少了噪声交易行为以及由噪声引起的股价异质性波动。许年行等 (2011) 提出了基于信息与心理互动的新解释，研究指出影响我国股价同步性的因素除了公司特质信息被纳入股价的程度以外，还包括不同的情绪下信息传递的不同方式等非基本面因素。

综上所述，虽然学术界关于股价同步性的成因还未得出一致结论，但正如 Morck et al.（2013）提出股价同步性与信息效率的关系并非是单一的而是相辅相成的，公司的特质信息和市场中由非理性行为导致的噪声都被包含在个股的股票价格中。因此无论是“信息效率观”抑或是“非理性行为观”，在实际的研究过程中，都需要根据具体的研究对象及其影响股价同步性的经济学原理来进行理论分析和实证检验。本文的研究对象为公司层面的创新投入指标，该指标主要是对公司的特质信息披露产生影响，因此本文研究假设的理论基础从“信息效率观”出发。

2.2.2 影响股价同步性的因素

现有文献对于股价同步性影响因素的研究涵盖多个方面，已经形成了较为完善的研究框架和较为广泛的研究成果。通过梳理国内外学者的相关研究，本文将影响股价同步性的因素分为制度和政策、市场、公司三个层面。

（1）制度和政策层面

对于影响股价同步性的制度和政策层面的因素，国内外学者主要探讨了政府行为、产权保护制度、产业政策以及会计制度政策等方面。Morck et al.（2000）研究发现高收入国家的股价同步性显著低于低收入国家，并提出一种可能的影响机理，即高收入国家相对完善的产权保护制度起到了促进信息传递并鼓励合理套利的的作用，这使得更多公司特质信息资本化。Fox et al.（2003）的研究从政府对公司和市场的干预角度出发，发现产权保护力度越弱的国家其政府的干预行为越多，导致市场中的交易噪声越多、股价同步性越高。我国学者陈冬华和姚振晔（2018）以 A 股市场为研究样本，探讨了我国产业政策对股价同步性的影响，得出了与 Fox et al.（2003）相反的结论，他们认为政府行为可能会增加股票价格中的信息含量从而降低股价同步性。Jin & Myers（2004）研究认为不同国家采用的会计准则存在差异，由此导致了不同国家资本市场中会计透明度的差异，使得股价同步性也呈现出相应差异。史永和张龙平（2014）检验了我国沪深 A 股上市公司实施 XBRL 财务报告的效果，研究发现尽管上交所和深交所在实施 XBRL 财务报告时采用的方式和提供的应用服务有所不同，但都起到了显著降低股价同步性的作用，这是因为 XBRL 财务报告的实施可以降低投资者处理信息的成本，增加股票价格中的

公司特质信息含量。徐硕正和张兵（2020）的研究发现，自从新审计报告在 2018 年开始实施以后，我国上市公司的股价同步性显著降低，表明新审计报告能显著增加股价中的公司特质信息含量。

此外，Eun et al.（2015）研究了文化因素对股价同步性的影响，发现集体主义盛行和文化紧密性高的国家具有更高的股价同步性，这是因为文化因素可以显著影响投资者的交易活动和国家信息环境的相关性；官峰等（2018）以我国 2005 年至 2011 年由于国家反腐行动导致高管落马的企业为样本，发现随着分析师对高管落马企业的关注增加，上市公司的股价同步性有所降低；巫岑等（2022）研究了注册制溢出效应对股价同步性的影响，发现注册上市过程使得同行其他上市公司的股价同步性显著下降，并且行业内注册上市公司的数量越多或者规模越大，这一影响越强。

（2）市场层面

影响股价同步性的市场层面因素既包括机构投资者、证券分析师和媒体等外部利益相关者，也包括市场噪声和投资者情绪等非理性行为。

相较于个人投资者，机构投资者在许多方面具有明显优势，他们不仅拥有更雄厚的资金实力、更专业的投资知识、更多维的信息渠道，还拥有更完善的交易系统以及更丰富的投资经验。Piotroski & Roulstone（2004）研究发现，在西方发展已经较为成熟的资本市场中，股票价格所包含的公司特质信息含量会由于内部投资者和机构投资者的存在而显著提高。An & Zhang（2013）认为机构投资者通过缓解委托-代理问题可以显著降低股价同步性，因为职业经理人利用执业便利侵占企业现金流的行为会受到机构投资者的有效监督和制约，使得企业公告的信息含量提高。潘婉彬等（2013）的研究发现在公司 IPO 后前五年，证券分析师、机构投资者和公司内部人员都会对公司股价同步性产生影响，其中机构投资者对股价同步性的影响最为显著。机构投资者的交易在公司 IPO 后前五年能够明显提高股价调整和吸收新信息的速度从而减弱 A 股市场的同涨同跌现象。黄俊和郭照蕊（2014）研究发现新闻媒体增加对公司的报道可以有效降低公司股价同步性，而机构投资者对二者的负相关关系具有显著的负向调节作用。

作为资本市场上重要的参与主体，证券分析师在提高公司信息透明度方

面发挥着与机构投资者类似的作用，他们不仅可以通过更多维的信息渠道和更专业的信息解读能力提高上市公司特质信息披露水平，还可以通过发布的证券研究报告发挥公司治理的功能。因此，从理论上来说，证券分析师对上市公司的关注越多，上市公司的股价同步性越低。朱红军等（2007）考察了我国证券分析师对资本市场运行效率的影响，发现证券分析师对信息的搜寻和加工活动使得更多的公司基本面信息融入股价中，有效减少了盈余公告后股价漂移的现象，提高了股价及时反映未来盈余信息的能力，从而起到降低股价同步性的作用。伊志宏等（2015）研究了女性分析师对股价同步性的影响，发现女性分析师与股价同步性的负向关系更加显著。周铭山等（2016）探讨了我国明星分析师对股价同步性的影响，研究发现我国的明星分析师可以显著降低股价同步性，这是因为我国股市的个人投资者对明星分析师报告的过度反应会加剧股价波动，而非明星分析师则不然。Jiang et al.（2016）研究发现与基金存在利益关联的分析师关注人数越多，股价同步性越低。

然而，一些学者通过实证研究认为证券分析师会提高股价同步性。Piotroski & Roulstone（2004）研究发现，公司的股价同步性会随着跟踪公司的分析师数量增加而提高，因为分析师对公司的跟踪使得更多行业层面的信息融入股价中。他们认为归属于某一特定行业的分析师在解读和传播该行业的信息时具有显著优势，从而会增加市场中该行业的信息含量，最终提高该行业中上市公司的股价同步性。Chan & Hameed（2005）以包括我国在内的25个新兴市场国家为样本，研究发现新兴市场中的分析师挖掘的更多的是低成本的宏观信息而非高成本的公司特质信息，因此在新兴市场中分析师跟踪与股价同步性呈显著正相关关系。冯旭南和李心愉（2011）通过对我国证券市场的研究得出了类似的结论，他们发现在我国证券市场仍处于新兴加转轨阶段的背景下，我国上市公司的信息透明度较低，证券分析师为降低信息成本更倾向于提供市场和行业层面的信息，因此随着分析师跟进人数的增加，上市公司之间的股价联动性更强，体现为更高的股价同步性。

相较于机构投资者和证券分析师，市场中的个人投资者普遍存在专业性低、信息渠道少以及资金规模小等问题，他们更容易受市场噪声、情绪等非理性因素驱动而做出不合理的投资决策。Barberis et al.（2005）研究发现，虽

然公司的内在价值并未发生改变，但当公司股票被纳入或剔除标普 500 指数时，投资者情绪会导致公司的股价同步性显著提高。Kumar & Lee（2006）研究了 1991 年至 1996 年间 185 万多个散户投资者的相关交易数据，发现他们的交易行为呈现出明显的追涨杀跌和羊群效应特征，而散户投资者的非理性交易行为显著推高了股价同步性。许年行等（2011）基于信息与心理互动的角度，研究了我国股市惯性效应和反转效应与 R^2 之间的关系，他们将投资者的心理偏差分为“狂热型”和“恐慌型”两种，进而分析不同心理偏差下的信息传递模式，发现股价同步性的生成机理在不同的市场态势下有所不同。

（3）公司层面

近年来，越来越多的国内外学者从公司层面的微观特性来探究影响股价同步性的因素，主要包括上市公司信息透明度和公司治理两个方面。

上市公司信息透明度方面，Jin & Myers（2004）的研究指出，公司信息透明度的降低会加大外部投资者搜集公司特质信息的难度和成本，从而减少股价中的信息含量，导致更高的股价同步性。游家兴等（2007）拓宽了公司信息透明度的概念，构建了衡量公司组织结构透明度的评价指标，研究发现提高公司组织结构透明度有利于提高股价中的公司特质信息含量，从而显著降低股价同步性。此外，Hutton et al.（2009）从盈余质量角度、Gul et al.（2010）从国有股权性质角度、李增泉等（2011）从关联交易角度、王艳艳等（2014）从非财务信息披露角度、王立章等（2016）从两权分离角度、王木之和李丹（2019）从审计质量角度，分别通过实证研究说明了公司信息透明度与股价同步性的负相关关系。

公司治理方面，周林洁（2014）以南开治理指数和配对方法构建度量公司治理水平的综合指标，基于“非理性行为观”研究发现，公司的治理水平越低，公司基本面的不确定性越高，从而导致股价中的噪声越多，股价同步性越低。此外，刘飞等（2018）和施艳皎（2019）分别检验了董事和 CFO 的性别特征对股价同步性的影响，研究发现女性董事和女性 CFO 可以显著降低公司的股价同步性。冯晓晴等（2020）实证检验了控股股东股权质押与股价同步性的关系，研究发现由于控股股东股权质押加剧了大小股东之间的代理冲突，从而提高了股价同步性。

2.3 公司创新投入对股价的影响研究

2.3.1 公司创新投入对股价波动的影响

已有研究普遍认为公司创新投入与股价波动正相关，但随着相关信息披露水平的提升，二者间的正相关关系会减弱。Fung（2006）研究发现，企业研发活动的高度不确定性导致其未来收益的高度不确定性，从而导致企业的股价波动加剧，而企业信息环境的改善可以提高信息披露程度从而降低股价波动。Xu（2006）通过对生物科技行业的上市公司进行实证分析，研究发现由于研发项目的推进和深入降低了公司研发投入的不确定性，投资者对研发项目的信心会逐步增强，公司的股价波动也会随之降低。罗婷等（2009）以我国主板上市公司 2002 年至 2006 年的相关数据为样本，检验了研发投入的市场估值效应，发现研发投入对公司股价波动的影响具有滞后性，即研发投入会正向影响公司未来一年的股价波动，而对当年的股价波动不存在显著影响。王新红和杨惠瑛（2010）通过分析我国中小板块上市公司的研发信息披露现状，提出上市公司对创新活动相关信息的充分披露能够增进投资者对公司的认识，从而使投资者更准确地判断公司未来价值，避免股价过分波动。姚靠华等（2013）以我国创业板上市公司为样本，研究发现公司研发投入越高，其未来股价波动越大，而公司披露的关于研发项目进展的信息越多，其未来股价波动越小。冯仕聪（2019）研究认为，企业研发投入与股价波动显著正相关，并且媒体关注度和环境不确定性的提升会加剧二者的正相关关系。

2.3.2 公司创新投入对股价崩盘风险的影响

关于公司创新投入对股价崩盘风险的影响，现有研究存在一定分歧。一些学者认为，由于创新投入的风险较高，管理层不愿意过多披露相关信息，且公司的创新投入往往反映了公司未来的战略方向，管理层为了避免泄露相关机密，会对公司创新投入的具体信息进行选择性披露，因此公司创新投入的增加可能会加剧投资者与公司之间的信息不对称，使得公司未来发生股价崩盘风险的可能性变大。Kim & Zhang（2016）将研发投入作为公司信息不对称的代理变量，研究发现公司研发投入越高，其股价崩盘风险越高。杨鸣京等（2019）的研究显示，上市公司研发费用的增加会显著提高企业未来的股价崩盘风险，且二者的正相关关系是由管理层基于代理问题的机会主义导致

的。他们在进一步的研究中发现，管理层持股比例和外部信息不对称程度对二者的正相关关系分别具有负向和正向的调节作用。李佳意和方壮志（2019）研究发现投资者关注和委托-代理问题会显著增强研发投入与公司未来股价崩盘风险的正相关关系，这是因为投资者对高研发投入公司的非理性追捧会推高股价，当研发项目出现负面信息时，高管会隐瞒负面信息，加剧信息不对称，当负面消息累积到最后并释放时，公司股价便快速下跌。

周铭山等（2017）基于我国创业板上市公司的实证研究得出了不一样的结论，他们用百度指数来衡量投资者关注，研究发现公司创新投入的增加有利于提高投资者关注从而提高市场解读和传递公司特质信息的效率，降低公司的股价崩盘风险。冯正华（2018）以我国 A 股市场 2006 年至 2016 年的数据为样本，研究发现由于公司创新可以显著提升公司业绩和公司价值，从而有助于提升公司股价并缓解股价崩盘风险。

2.3.3 公司创新投入对股价同步性的影响

现有文献分别对公司创新投入和股价同步性进行了深入研究，但是把两者结合起来研究的文献还比较少。胡玉明和刘旭（2018）以我国 2007 年至 2015 年 A 股市场的相关数据为样本，研究发现研发投入与股价同步性呈显著负相关关系，且分析师关注会增强二者的负相关关系，从而论证了股价同步性的“非理性行为观”，即认为股价同步性反映的是噪声。他们提出，投资者获取和分析上市公司特质信息的难度会随着企业研发投入的提高而增加，且我国投资者追捧“高新技术股”“研发密集股”的行为会提高股价异常波动的可能性，因此研发投入越高的企业其股价中的噪声越高，而我国分析师的跟踪会进一步增加交易噪声，最终导致股价同步性的降低。信春华等（2022）同样基于“非理性行为观”，研究发现企业的绿色创新可以降低企业经营风险、改善环境信息披露，增加投资者的理性决策与交易信心，减少股价中的噪声，从而提高企业的股价同步性。韦琳和肖梦瑶（2022）认为，研发投入和专利等定量信息难以反映出公司创新活动的具体情况，而公司年报文本中的描述性创新信息可以有效弥补上市公司创新信息披露的不足。他们通过实证检验，发现描述性创新信息对于降低股价同步性和提高资本市场运行效率具有显著作用，从而论证了股价同步性的“信息效率观”

3. 理论基础与研究假设

3.1 理论基础

根据本文第二部分文献综述，目前学术界对于股价同步性反映的是公司特质信息还是噪声尚未得到一致结论。“信息效率观”认为，股价同步性反映了股价中融入的公司特质信息含量，无论是公司信息透明度的提高还是公司治理的完善，都会导致股价中公司特质信息的数量增加、质量提高，从而降低股价同步性；“非理性行为观”认为，股价同步性反映了股价中的泡沫和噪声，投资者的非理性行为会导致股价同步性的降低。本文考察公司创新投入对股价同步性的影响，没有涉及具体的市场交易行为，并且主要基于信息不对称理论、委托-代理理论和信号传递理论展开分析，因此本文的假设均基于股价同步性“信息效率观”的解释。

3.1.1 有效市场假说

根据有效市场假说，有效市场中的股价能够及时、准确、充分地反映当前可以获得的所有信息，包括市场、行业和公司三个层面的信息。根据股价所反映出的信息涵盖范围，有效市场被分为弱式有效、半强式有效和强式有效三种类型，股价中所包含的信息含量在这三种市场类型中依次递减。有效市场假说依赖于众多前提，包括市场参与主体都是理性人、信息在市场中随机出现且其流动不存在摩擦、证券卖出不受限制且交易成本很低、市场处于充分竞争状态等。但是在现实情况中，市场中的投资者并非完全理性，且信息的传递不仅存在摩擦还存在传递成本。大部分学者认为，我国资本市场相对于欧美发达国家资本市场起步较晚、信息披露机制不完善、投资者素质参差不齐，目前属于半强式有效市场类型，即只有未公开的内幕消息才可能使投资者获得超额收益。

公司有关创新活动的信息可以通过公告或者财务报告等方式传递给投资者，投资者可以根据相关信息调整对公司股价的预期，然后根据预期做出交易决策，从而将公司披露的有关创新活动的信息反映到股价中。如果公司能够如实、持续、完整地披露有关创新活动的信息，那么创新投入对企业价值

的影响就可以反映到股价中去；如果公司对创新活动的相关信息进行选择性地披露，那么股价就难以真实有效地反映创新投入对企业价值的影响。

3.1.2 信息不对称理论

信息不对称是指由于市场中不同的交易主体掌握着具有不同数量和质量的信息，可能导致在信息获取上具有优势的一方利用其优势谋求自身利益而损害交易对手的利益。交易前的信息不对称体现为逆向选择，即信息优势方为了自身利益最大化而隐瞒对交易对手不利的消息，使得交易对手难以做出最优选择；交易后的信息不对称体现为道德风险，即在交易协议达成后，掌握信息主动权的一方由于自身目标函数与交易对手不一致而做出损人利己的决策。在资本市场中，作为卖方的上市公司掌握着更多关于公司发展现状、经营业绩和未来预期等方面的公司特质信息，而作为买方的投资者只能通过上市公司公告和财务报告等公开渠道了解相关信息，他们获取公司特质信息的难度较大、成本较高，从而导致较为严重的信息不对称问题。相较于公司特质信息，投资者更容易获取市场层面和行业层面的信息并对这些信息达成共识，最后基于这些信息做出交易决策，因此可能会使得上市公司的股价在一定程度上与市场和行业的变化产生较大关联性。

上市公司的创新活动具有高度不确定和复杂性，而财务报告对创新活动相关信息的披露更多体现在研发投入、专利等定量指标上，对创新活动的具体研发进展和细节等非财务信息披露较少，对创新活动隐含的内在价值披露不完全（徐欣和唐清泉，2010）。因此研发投入、专利等定量指标成为外部投资者了解公司创新活动的主要途径，然而这些定量指标存在较大局限性。以研发投入为例，这一定量指标反映了上市公司能够被货币化的创新活动，无法反映创新活动的具体过程和进展。由于不同公司的创新活动存在较大差别，很难找到参照系，且研发投入并不能像有形资产一样在市场中交易，导致外部投资者对公司创新活动隐含的未来收益和风险缺乏了解，最终可能引发较为严重的信息不对称问题，且研发投入越高的公司，这一问题越严重。

3.1.3 委托-代理理论和信号传递理论

现代公司制度下，控制权和经营权的分离导致了委托-代理问题。投资者作为委托人，主要关注公司本身的盈利能力和未来发展，而公司的经营者作

为代理人，可能更多地会将个人薪酬福利、职业晋升、声誉和闲暇享受等因素考虑在内。委托人和代理人作为独立理性的市场参与主体，各自追求着自身利益的最大化。在委托-代理问题下，公司的经营者可能会为了自身利益最大化而做出不利于企业价值提升和未来长期发展的行动，同时他们作为信息优势方掌握着更多公司特质信息，从而可能会利用自身优势损害外部投资者的利益。信号传递理论认为，上市公司管理层在对公司进行日常经营管理的过程中，掌握了更多关于公司发展现状、经营业绩和未来预期等方面的特质信息，为了在一定程度上影响投资者的投资决策，他们可以通过多种方式主动向外部投资者传递信息。因此，为了让投资者能够合理评估公司的内在价值，上市公司需要规范及良好的信息披露制度。

在公司的创新活动中，创新投入越高的公司面临着越大的不确定性，而管理层拥有关于创新投入的更多更详细的信息，当相关项目推进过程中出现了负面消息时，在委托-代理问题下，管理层可能会为了职业晋升、声誉等一己私利对相关消息进行隐瞒，从而加剧信息不对称问题；在信号传递理论下，管理层为了避免丧失投资者信心，可能会自愿披露创新活动的相关信息以减少投资者对公司未来风险的忧虑，从而缓解信息不对称问题。

3.2 研究假设

3.2.1 公司创新投入对股价同步性的影响

“信息效率观”认为，股价同步性反映了股价中融入的公司特质信息含量，股价同步性越高表明股价中包含的公司特质信息含量越少。由于公司创新投入具有高度不确定性和复杂性，可能会加剧投资者和公司之间的信息不对称问题，减少股价中包含的公司特质信息含量，导致股价同步性提高。

相比普通的投资或生产经营活动，上市公司的创新活动在多个方面具有特殊性。首先，公司的创新活动通常会经历开始—失败—突破—新技术诞生—专利权—产品化—市场化等一系列过程（Kelm et al., 1995），具有周期长、风险大和失败概率高等特点。Kothari et al.（2002）研究指出，创新投入产生的未来收益不确定性大概是一般固定资产投资的三至四倍。因此公司的创新投入越高，未来收益的不确定性越大，管理层越有可能对公司创新活动中产生的信息进行选择性披露，他们有动机隐瞒创新活动中的负面消息而加速公

布甚至夸大创新活动中的正面消息（杨鸣京等，2019）。其次，不同公司的创新投入具有不同特点，即创新投入具有资产专用性，创新投入产生的价值往往依附于公司具体的生产经营活动，外部投资者在评估时很难获取有效参考以做出类推，因此难以有效识别不同研发阶段的风险点和风险程度，导致投资者获取到的公司特质信息数量减少（Aboody & Lev, 2000）。此外，公司的厂房、设备等有形资产可以进行有组织有市场的交易，从而让投资者通过交易价格了解到资产的价值信息，而公司的创新投入则无法在有形的市场中通过交易表现出价值与产出的变化，使得投资者缺乏相关的市价信息（唐清泉和徐欣，2010）。最后，在激烈的市场竞争下，公司往往会加强对创新活动相关信息的保密，对具体信息的披露较为谨慎。为了防止泄露研发细节和有关新技术的信息，上市公司向市场披露的信息往往与创新投入成反比（Kim & Zhang, 2016）。

公司创新投入也可能通过提高公司的盈余管理水平降低公司披露的特质信息质量。2006 年以前，我国的会计准则规定将 R&D 支出作为管理费用，直接计入当期损益；2006 年我国颁布全新的 39 项企业会计准则并实施至今，其中《企业会计准则第 6 号—无形资产》对 R&D 支出的会计处理做出了重大调整，规定将企业的研发活动分为研究阶段和开发阶段，研究阶段的费用计入当期损益，开发阶段的费用在满足资本化条件的情况下转为公司无形资产，而在不满足相应条件时需要进行费用化处理（韩鹏和彭韶兵，2012）。我国的新会计准则允许企业将开发阶段符合条件的支出转为无形资产，在一定程度上增强了投资者对创新活动的信心，但是，对于企业应该以何种标准划分研究阶段与开发阶段、开发阶段的支出具体按照哪些条件进行资本化处理，新的会计准则并未做出详细明晰的规定。因此，企业对研究阶段和开发阶段的划分以及研发投入资本化率的确定具有较大的自主性，导致企业之间的可比性降低、企业操纵研发投入资本化率的动机提高（周铭山等，2017）。

研发投入资本化可以向市场参与者传递有关公司研发进展和成功概率的信息，是公司潜在价值提升的信号，有利于提高投资者对公司的估值。因此研发投入资本化的会计处理可以为公司带来超额收益（Shah et al., 2013），管理层可能会策略性地调整资本化率以提高公司短期业绩，导致我国现行会

计准则对研发活动的相关规定沦为管理层进行信息管理和盈余管理的工具。Markarian et al. (2008) 以及肖海莲和周美华 (2012) 的研究均发现, 公司创新投入越高, 管理层越有动机通过研发支出资本化进行盈余管理。盈余管理是反映公司会计信息质量的重要指标, Hutton et al. (2009) 和 Kim et al. (2011) 等学者在研究中直接将盈余管理作为公司信息透明度的代理指标。综上, 公司创新投入越高, 管理层利用研发支出资本化进行盈余管理的空间和可能性越大, 投资者获取到的公司特质信息质量越差。

为了缓解由创新投入导致的信息不对称问题, 让投资者及时获取公司创新活动的相关信息, 创新投入越高的企业也可能会通过更多的自愿披露提高公司信息透明度, 但是公司自愿披露的信息存在许多问题。第一, 公司在信息的自愿披露过程中, 大多报喜不报忧, 具有一定的引导性, 使得投资者难以获取具有价值的信息 (Campbell et al., 2020)。第二, 公司自愿披露的信息大多是未经审计的非财务信息, 投资者难以确认其真实性和可靠性 (Jones, 2007); 第三, 公司自愿披露的信息没有规范格式, 投资者可能会有所忽略, 即使关注到了相关内容, 投资者从中获取有效信息需要较高的专业能力和时间成本。第四, 尽管我国对创新信息的披露要求越来越严格, 但管理层在披露实务中有酌量选择权, 实质上仍是选择性披露 (李岩琼和姚颐, 2020)。

综合以上分析, 创新投入越高, 公司越有动机向市场披露数量更少、质量更差的公司特质信息, 导致公司较差的信息环境和较低的信息透明度, 加剧信息不对称问题, 提高公司的股价同步性。为了验证公司创新投入对股价同步性的影响, 基于股价同步性“信息效率观”, 本文提出假设 1:

H1: 其他条件不变的情况下, 上市公司创新投入越高, 股价同步性越高。

3.2.2 媒体关注对公司创新投入与股价同步性的调节效应

随着信息化时代的到来以及互联网的快速发展和普及, 媒体在当今社会中扮演着举足轻重的角色。媒体对社会生活中方方面面的关注和报道不仅在改善和扩大公共信息传播、约束和监督政府与企业行为、提高公众福利等方面发挥着重要作用, 在资本市场中对于缓解各交易主体之间的信息不对称也具有着重要意义。中国的资本市场受到国家宏观政策或政治事件的影响很大, 常被称为“政策市” (胡金焱, 2002), 有可能会对投资者对宏观经济和

政治政策以及相关产业政策的信息关注过多，而对公司层面的特质信息关注不够。游家兴和吴静（2012）、罗进辉和蔡地（2013）以及黄俊和郭照蕊（2014）等一些学者研究发现，我国的媒体报道能够有效促使更多的公司特质信息融入股价中，从而降低股价同步性。

媒体关注主要从发挥公司治理功能和扮演信息中介角色两个方面起到降低股价同步性的作用。一方面，媒体关注对上市公司管理层行为具有监督作用，可以有效提高公司会计信息质量和信息透明度。Dyck et al.（2008）的研究指出，媒体关注对公司的报道可以在社会上引发共鸣，对管理层施加舆论上的压力，从而有效缓解委托-代理问题，降低管理层为了自身利益最大化而谋取私利的可能性。管理层为了向社会公众树立优秀企业家的形象，会不断提高自己的经营能力，努力提升公司的经营业绩，通过媒体来维护自身在市场中的声誉。Joe et al.（2009）研究发现，媒体将尸位素餐的董事会予以曝光可以督促董事会反思改正，并为提高董事会运转效率而采取积极措施，提高公众对企业的评价。我国学者李培功和沈艺峰（2010）、柳木华（2010）、于忠泊等（2011）以及罗进辉（2012）等学者的研究同样表明，媒体报道通过曝光企业违规行为和引发社会公众舆论监督等方式可以显著减少上市公司的盈余管理、会计欺诈、财务重述等行为，有效缓解委托-代理问题，提高公司治理水平，加强投资者保护，从而降低股价同步性。另一方面，媒体可以通过扮演信息中介的角色来影响股价中公司特质信息的含量从而影响股价“同涨同跌”现象。Bushee et al.（2010）研究发现，媒体报道不仅可以通过对公司特质信息的挖掘和传递显著降低投资者获取相关信息的成本，还可以通过解读和包装信息来创造新的有助于投资者做出交易决策的信息，并通过自身公信力提高相关信息的可信度，让更多公司层面的特质信息融入股价中。杨玉龙等（2016）研究发现我国的中央媒体相比地方媒体在面对政治关联时更能保持客观公正，从而能够削弱政治关联对资本市场信息效率的负面影响。

总之，媒体作为资本市场重要的外部监督力量之一，能够发现上市公司经营管理过程中的负面信息，并将发现的负面信息对外传递，有效监督公司管理层，同时通过扮演信息中介的角色为市场提供更多公司层面的特质信息，有效缓解信息不对称问题，降低股价同步性。对于媒体关注较少的上市公司，

由于缺乏一定的外部监督和信息中介，创新投入对股价同步性的正向影响更为显著；而对于媒体关注较多的上市公司，创新投入对股价同步性的正向影响会被削弱。基于以上分析，本文选取媒体关注作为调节变量，考察媒体关注对公司创新投入与股价同步性的调节效应，提出假设 2：

H2：在其他条件不变的情况下，媒体关注度越高，公司创新投入对股价同步性的正向影响越弱。

3.2.3 QFII 持股对公司创新投入与股价同步性的调节效应

我国的机构投资者不仅包括社保基金、证券投资基金以及保险公司、证券公司、信托公司等境内机构，还包括合格的境外投资机构 QFII。作为外汇管制下资本市场制度创新的产物，QFII 大多是发达资本市场知名的专业投资机构和基金公司，他们不仅拥有专业的证券投资分析师团队，还拥有发达资本市场的价值投资理念，具有强大的信息获取和信息处理能力，因此可以将公司的特质信息合理地反映到股价中。

Kalok & Allqudeen（2006）的研究认为，QFII 拥有专业且具备多年从业经验的研究分析师，他们通过科学而严谨的交易策略积极挖掘潜在投资机会，选取高价值和成长性的股票，同时快速识别市场中的风险，因此可以将个股信息合理地反映到股价中去。此外，Stephen & Ferdinand（2009）的研究发现，QFII 持股可以明显改善公司的治理结构，使得公司制度更加健全、信息披露更加规范、董监高结构和人员以及任期年限设置更加合理。Schuppli & Martin（2010）以中国 A 股上市公司相关数据为样本，研究发现 QFII 具有稳定股市、提高资本市场效率的作用，QFII 持股的上市公司其股价同步性低于市场平均水平。饶育蕾等（2013）的研究探讨了个股的 QFII 持有期对股价同步性的影响，他们将 4 个季度及以下的持有期归为短期投资，将 5 个季度及以上的持有期归为长期投资，发现 QFII 的短期投资和长期投资分别对股价同步性产生了负面和正面的影响，并且这一结论受到市场和公司规模的影响。

由于 QFII 在信息获取和处理上的优势以及其专业的价值投资理念，对于 QFII 持股越多的上市公司，创新投入对公司特质信息数量和质量的影响会被一定程度的抑制，即 QFII 可能是创新投入与股价同步性正相关关系的抑制性调节变量，因此本文提出假设 3：

H3: 在其他条件不变的情况下, QFII 持股越多, 公司创新投入对股价同步性的正向影响越弱。

综上所述, 本文的理论分析与研究假设逻辑图如图 3-1 所示:

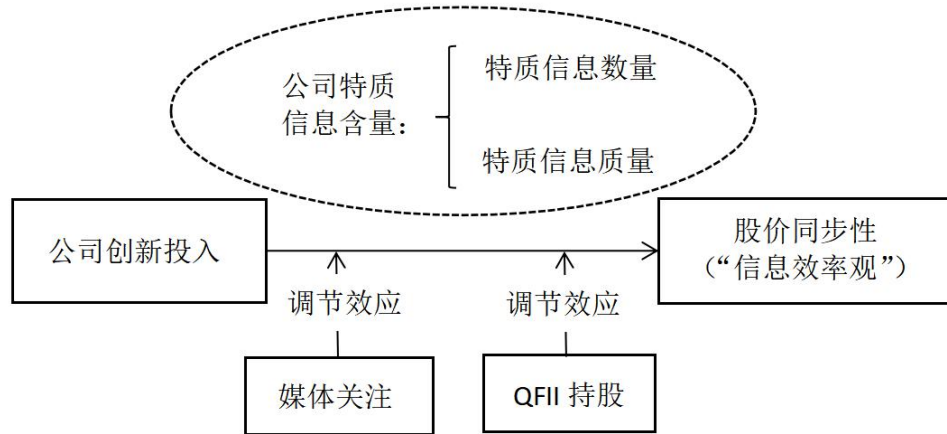


图 3-1 研究假设概念逻辑图

4. 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文选取中国沪深全部 A 股上市公司作为初始研究样本，样本期间为 2012 年至 2021 年，并按照以下程序对数据进行处理和筛选：

（1）考虑到金融行业上市公司的会计准则、现金流等方面与其他行业存在较大区别，本文将金融行业上市公司的样本剔除；

（2）为了避免退市和有退市风险（ST 或 ST*）的上市公司样本对本文研究结果的干扰，在数据处理过程中将 ST 或 ST*类上市公司样本剔除；

（3）参照许年行等（2011）的做法，在估计个股的年度股价同步性时将年度周收益率低于 30 个观测值的上市公司样本剔除；

（4）将相关变量数据缺失的观测值剔除。

经过上述处理和筛选，2012 年至 2021 年共得到基于假设 1 相关变量的 21924 个公司-年度样本值。本文各项指标的相关数据主要来自于 CSMAR 数据库，媒体关注数据来自于 CNRDS 数据库。本文的统计检验和回归分析由 STATA 完成。

4.2 变量选择与度量

4.2.1 被解释变量：股价同步性的度量

Roll（1988）的研究指出，市场、行业和公司三个层面的信息引起了上市公司股价同步性的变化。本文基于股价同步性的“信息效率观”，认为上市公司的信息环境和信息透明度等因素是影响股价同步性的主要因素，即认为股价同步性反映了股价中的公司特质信息含量。国内外学者主要通过股价特质性波动、内幕交易概率和市场收益模型三种方式来度量股价同步性，其中由 Morck et al.（2000）提出的市场收益模型是当前研究中应用历史最长、应用频率最高、应用范围最为广泛的度量方式。

本文借鉴许年行等（2011）的做法，通过市场收益模型（4-1）估计个股的年度 R^2 ，该模型中拟合优度 R^2 值越高，表明市场和行业收益率对个股收益率的解释力度越大，即股价同步性越高。

$$r_{it} = \beta_0 + \beta_1 * r_{mt} + \beta_2 * r_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4-1)$$

其中, r_{it} 为第 t 周的个股收益率, r_{mt} 为第 t 周的综合市场收益率, r_{It} 为第 t 周的个股 i 所属行业 I 的收益率, 以上收益率均为考虑现金红利再投资的收益率。 R^2 为模型 (4-1) 的拟合优度。计算综合市场周收益率和行业 I 的周收益率时均以流通市值为权重。对于股票 i , 在计算与之对应的行业 I 的加权平均周收益率的过程中, 为避免重复计算将股票 i 排除在外。本文使用周度数据计算年度股价同步性指标, 旨在对部分股票交易不活跃的问题加以缓解, 同时保证样本量。

由于式 (4-1) 的拟合优度 R^2 的值域为 $[0,1]$, 不符合计量经济学中的回归要求, 因此需要通过式 (4-2) 对 R^2 进行 Logistic 变换使之呈正态分布。

$$Syn = Ln \left(\frac{R^2}{1-R^2} \right) \quad (4-2)$$

在本文接下来的实证过程中, Syn 被作为股价同步性的度量指标, 其与 R^2 同向变动, Syn 越大, R^2 越大, 此时上市公司的股价波动在更大程度上可以被市场和行业中的信息所解释, 而股价中的公司特质信息含量就相对较低, 因此对应的股价同步性越高。

4.2.2 解释变量

本文的解释变量为公司创新投入, 参考唐清泉和徐欣 (2010) 以及周铭山等 (2017) 的方法, 采用企业研发投入占营业收入的比例来缓解公司规模产生的偏差。考虑到创新投入的滞后效应, 本文采用上一期创新投入对当期股价同步性进行回归的计量模型。

4.2.3 调节变量

本文引入了媒体关注和 QFII 持股作为调节变量。过去的许多学者选择用传统媒体报道作为数据来源以衡量媒体关注度, 如游家兴和吴静 (2012)、黄俊和郭照蕊 (2014) 等, 但是随着信息化时代的到来, 传统媒体纷纷转型, 社会大众的阅读习惯也从传统的纸质媒体转向线上阅读, 如今实体报刊的影响力和普及力都远不如网络报刊。因此, 本文使用 CNRDS 数据库中的网络财经新闻数据来衡量媒体关注, 具体地, 本文参考周开国等 (2014) 的研究, 使用内容中出现该上市公司名字的网络财经新闻总数加 1 后取自然对数来作为度量媒体关注的指标。此外, 本文将 QFII 持股数量加 1 后取自然对数作为对 QFII 持股的度量。

4.2.4 控制变量

参考前人研究,本文将以下控制变量加入回归模型中以尽可能避免由于遗漏变量而导致的内生性问题:

(1) 公司规模 (Size)

本文采用公司年末总资产的自然对数作为对公司规模的衡量。根据王亚平等(2009)、Gul et al.(2010)的研究结果,公司规模越大,上市公司的股价同步性显著越高,因为规模越大的上市公司对资本市场的影响力越大,其股价与市场 and 行业的波动关联性越高,即其股价波动与市场 and 行业更为趋同。但是规模越大的上市公司也面临着越严格的监管与社会舆论,其股价中的公司特质信息含量可能会越高,可能将降低其股价波动与市场 and 行业的趋同性。

(2) 财务杠杆率 (Lev)

财务杠杆率即公司的总负债与总资产的比值。财务杠杆率反映了公司所面临的财务风险,Malkiel et al.(2001)的研究表明公司财务杠杆率越高,公司经营的不确定性越高,投资者判断公司的未来收益并做出投资决策的难度越大,从而使得公司股价越容易偏离市场平均而产生异常波动。Hutton et al.(2009)的实证结果表明,财务杠杆率与股价同步性呈显著负相关关系。

(3) 账面市值比 (Bm)

账面市值比即公司的账面价值与总市值的比值。账面市值比反映了公司的成长性以及投资者对公司未来前景的判断,账面市值比越高的上市公司其成长性越高,越容易吸引更多投资者关注,从而对股价同步性产生影响。

(4) 净资产收益率 (Roe)

净资产收益率即公司的净利润与净资产的比值。净资产收益率反映了公司的盈利能力,Hutton et al.(2009)的研究指出,公司的净资产收益率过高或者过低都会使得公司的股价波动偏离市场整体波动。冯晓晴等(2020)、何瑛和马珂(2020)的研究则发现,上市公司股价受自身经营水平的影响程度与盈利能力显著正相关,因此盈利能力越强的上市公司其股价同步性越低。

(5) 营业收入增长率 (Growth)

营业收入增长率即公司的年末营业收入和年初营业收入之差与年末营业收入的比值。营业收入增长率反映了公司的成长性和发展能力,钟覃琳和陆

正飞（2018）的研究发现投资者会对高成长性的上市公司给予更多关注，从而起到积极挖掘公司特质信息的作用，使得股价同步性降低。

（6）机构投资者持股比例（Io）

机构投资者持股比例即机构投资者持股数量与公司总股数的比值。如本文第二章文献综述所述，与个人投资者相比，机构投资者在多个方面具有明显优势。一方面，机构投资者作为信息优势方可以提高公司特质信息的传递效率，改善公司信息环境并提高信息透明度，从而降低股价同步性（朱红军等，2007）。另一方面，机构投资者能够起到提高公司治理水平的作用（王琨和肖星，2005），机构投资者参与公司治理的程度越深，公司信息披露的水平也越高。

（7）股权集中度（Top）

本文以第一大股东持股数量与公司总股数的比值来衡量股权集中度。王亚平等（2009）提出，上市公司的股权结构会影响投资者的投资决策，他们的实证结果表明，第一大股东持股比例与股价同步性存在着一定的正相关关系，但二者关系并不显著。胡才泓和梅国平（2014）的研究则表明，第一大股东持股比例与股价同步性存在显著的负相关关系。

（8）公司上市年限（Age）

本文以上市公司上市年度距离窗口的间隔年度加 1 后取自然对数作为对公司上市年限的度量。理论上公司的上市时间越长，公司的信息披露越具有连贯性和稳定性，对应的股价同步性会越低。

（9）产权性质（Ctr）

本文将国有上市公司的 Ctr 赋值为 1，非国有上市公司的 Ctr 赋值为 0。Gul et al.（2010）、王立章等（2016）等学者在研究中，将上市公司的产权性质作为控制变量，发现国有上市公司的股价同步性明显更高，并分析这可能是由于国有上市公司具有特殊性且与政治相关联，因此更有动机降低信息披露的水平。

（10）换手率（Turnov）

本文的换手率指标以年个股交易金额占当年年末总市值的比例来衡量。换手率反映了股票在证券市场中的流动性，股票的换手率越高，股价中融入

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/665301332144011100>