

STOCK

STOCK

STOCK

中国股票市场 资产增长效应研究

张腊凤 著

STOCK

STOCK

STOCK

STOCK

STOCK



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

中国股票市场 资产增长效应的研究

张腊凤 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国股票市场资产增长效应的研究/张腊凤著. —武汉:武汉大学出版社, 2015. 9

ISBN 978-7-307-16565-6

I. 中… II. 张… III. 股票市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 196624 号

责任编辑:辛 凯 责任校对:李孟潇 版式设计:马 佳

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件:cbs22@whu.edu.cn 网址:www.wdp.com.cn)

印刷:虎彩印艺股份有限公司

开本:787×1092 1/16 印张:8.25 字数:196千字 插页:1

版次:2015年9月第1版 2015年9月第1次印刷

ISBN 978-7-307-16565-6 定价:28.00元

版权所有,不得翻印;凡购买我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

金融是经济的核心，股票市场作为金融体系的重要组成部分，其对经济发展的作用日益重要因而备受关注，近年来，越来越多的学者研究公司资产的变化对股票收益的影响，资产增长效应已成为理论界探讨的热点问题。我国股票市场是继财政、银行之后，第三条为国有企业输血的渠道，是以现代化为目标的转轨中实施经济体制改革的产物。伴随着经济体制改革的深化，我国国民经济取得了快速发展，股票市场逐步发展壮大，顺应国有企业改革的步伐，上市公司不断调整发展战略，兼并重组频繁进行。为了实现转型发展，上市公司或增发股票或向银行申请贷款，不断扩大其投资规模、投资领域，公司的资产规模快速扩张。因此，在国民经济轰轰烈烈发展，上市公司转型发展不断推进的背景下，研究资产增长效应更具有代表性，更具有现实意义。

本书以货币金融学、新制度经济学以及行为金融学等理论为依托，使用逻辑推理法、数理分析法以及比较研究法等多种方法，对中国股票市场的资产增长效应进行了规范与实证相结合的研究，得出了一些对我国股票市场发展具有理论和现实指导意义的结论。

尽管资产增长效应已是国外金融市场普遍存在的一种异象，但是关于我国股票市场资产增长效应的研究却很少，而且结论存在很多分歧，因此，本书从我国股票市场是否存在资产增长效应着手。研究中发现，尽管有多种资产增长度量指标，但无法确定到底哪一个指标可以作为资产增长的代表性指标，为此，本书提出了一个新的资产增长度量指标——经营资产增长率，并将该指标与其他指标进行了实证比较，研究结果表明经营资产增长率既剔除了资产中的噪音增长成分，又尽可能多地综合了与未来股票收益负向相关的资产成分，是最具有代表性的资产增长度量指标。在此基础上，进一步发现上市公司的资产增长和股票收益之间存在显著的负相关关系，即我国股票市场存在显著的资产增长效应。

资产增长效应的存在意味着我国股票市场有效性相对较低，然而追求效率是股票市场发展的核心问题，因此，本书研究的重点是深入剖析资产增长效应产生的原因。股票市场简单地说是股票发行和流通的场所，但实质上是资金需求者和资金供给者之间通过股票交易融通资金的市场，股票市场产生和发展的根本动力在于减少资金供给者与资金需求者之间的信息不对称，这也就是说股票市场的发展与演进都是围绕这两大主体开展的，因此，资产增长效应不仅与资金需求者上市公司有关，而且与资金供给者投资者以及他们之间的相互作用有关。

在上市公司诸多的经营行为中，投资是最主要的活动之一，然而，投资是经理人决策的结果。现代企业制度的建立实现了企业所有权和经营权的分离，掌握着经营权的经理人与拥有所有权的股东的效用函数往往不一致，为了追求利益最大化，经理人倾向于大规模投资，甚至投资于一些净现值为负的项目，导致投资过度。然而，投资者并不能对此作出

正确的判断，他们往往低估经理人过度投资建立企业王国的欲望，从而导致了资产增长效应的存在。实证结果也表明过度投资的公司资产增长和股票收益之间存在显著的负相关关系，而投资不足的公司资产增长和股票收益之间的负相关关系不显著，因此过度投资是我国股票市场资产增长效应存在的主要原因。为了协调经理人和股东之间的关系，上市公司逐步完善公司治理结构，良好的制度安排，促使经理人投资决策更加科学，过度投资减少，股票市场的资产增长效应就会减弱。实证结果表明治理水平高的公司资产增长和股票收益之间的负相关关系不显著，而治理水平低的公司资产增长和股票收益之间的负相关关系显著，因此，完善公司治理结构，提高公司治理水平，是逐步消除资产增长效应，提高市场有效性的根本。

过度投资引起公司资产增长，由于投资者存在认知偏差，在对股票估值时，过度外推公司过去的表现，错误理解了资产增长对公司未来收益的影响，对资产增长信息反应过度，导致市场错误定价的存在。实证结果也表明正是由于投资者的过度反应，对资产增长率高的股票组合的收益形成高估，导致股票价格高于其基本价值，而对资产增长率低的股票组合的收益形成低估，致使股票价格低于其基本价值。虽然市场错误定价为套利者创造了诱人的投资机会，但是现实中市场充满了摩擦，套利风险和套利成本的存在使套利交易受到限制，有限的套利行为，延迟了市场错误定价的纠正过程，导致资产增长效应在较长时间段内存在。实证结果表明，特质波动率计量的套利风险，买卖价差和价格冲击计量的交易成本对资产增长效应都具有解释能力。因此，正是由于投资者对资产增长的信息反应过度，再加上套利行为的有限性导致了资产增长效应的存在。

股票市场是上市公司和投资者博弈的场所，一方面，经理人的过度投资带来公司资产增长，而投资者对资产增长信息反应过度，导致股票价格偏离其价值，同时套利风险和套利成本的存在阻碍了套利交易的顺利进行，有限的套利行为延迟了市场错定的纠正，导致资产增长效应在较长时间段存在；另一方面，投资者非理性行为导致股票价格偏离其价值，经理人就会利用这种错误定价，改变投资策略，以迎合投资者的情绪，使股价进一步偏离其价值，资产增长效应更显著。因此，资产增长效应就是在上市公司、投资者以及他们相互作用的过程中产生的。为了逐步消除资产增长效应，提高我国股票市场的有效性，首先，应完善公司治理结构，提高上市公司的投资效率；其次，应大力培育机构投资者，规范投资者的交易行为，促使市场交易趋于理性；最后，应加强金融监管，增强信息的透明度，减少市场的交易摩擦。

目 录

- 第 1 章 绪论..... 1
 - 1.1 研究的背景与意义 1
 - 1.1.1 研究背景 1
 - 1.1.2 研究意义 2
 - 1.2 文献综述 3
 - 1.2.1 市场有效性理论 3
 - 1.2.2 资产增长效应的发现及相关解释 4
 - 1.3 研究的主要内容与技术路线..... 18
 - 1.3.1 研究的主要内容..... 18
 - 1.3.2 研究的技术路线..... 19
 - 1.4 研究方法..... 20
 - 1.5 主要创新点..... 20
- 第 2 章 指标定义与相关理论 22
 - 2.1 资产增长度量指标..... 22
 - 2.2 相关理论..... 23
 - 2.2.1 有限套利理论..... 23
 - 2.2.2 过度反应理论..... 26
 - 2.2.3 委托代理理论..... 30
 - 2.3 资产增长效应产生原因的分析框架..... 33
- 第 3 章 资产增长的度量及资产增长效应 36
 - 3.1 经营资产增长率指标的提出..... 36
 - 3.2 我国股票市场的资产增长效应..... 37
 - 3.2.1 数据来源..... 37
 - 3.2.2 研究方法..... 38
 - 3.2.3 实证结果分析..... 39
 - 3.3 经营资产增长率指标与其他增长指标的比较分析..... 44
- 第 4 章 过度投资与资产增长效应 50
 - 4.1 理论分析与研究假设..... 50
 - 4.2 过度投资的估计..... 54

4.3 实证结果分析..... 55

4.3.1 过度投资的结果..... 55

4.3.2 公司治理的结果..... 59

4.3.3 融资约束的结果..... 66

4.3.4 稳健性检验..... 71

第5章 投资者行为与资产增长效应 78

5.1 投资者过度反应与资产增长效应..... 78

5.1.1 理论分析与研究假设..... 78

5.1.2 研究方法..... 79

5.1.3 实证结果分析..... 80

5.2 有限套利与资产增长效应..... 88

5.2.1 理论分析与研究假设..... 88

5.2.2 套利限制指标..... 90

5.2.3 实证结果分析..... 90

第6章 投资者行为对过度投资的影响与资产增长效应..... 101

6.1 理论分析与研究假设 101

6.2 相关指标的构建 103

6.2.1 投资者非理性指标的构建 103

6.2.2 投资者情绪指标的构建 103

6.3 实证结果分析 104

6.3.1 投资者非理性的实证结果 104

6.3.2 投资者情绪的实证结果 106

第7章 结论..... 111

7.1 结论 111

7.2 政策建议 113

7.3 研究展望 118

参考文献..... 119

致 谢..... 127

第1章 绪 论

1.1 研究的背景与意义

1.1.1 研究背景

如同资源配置效率是西方经济学研究的核心问题一样，追求金融效率也是股票市场发展的题中之意，著名数学家 Bachelier（1900）有关股票价格波动规律的研究中就蕴含了有效市场的思想，迄今为止，最经典的关于股票市场效率的分析，是 20 世纪 70 年代 Fama 提出的有效市场假说。该理论认为，如果市场中股票的价格能根据得到的信息完全、迅速地调整到位，股价能充分反映所获得的全部信息，那么市场就是有效的。在有效的市场中，股票不存在错误定价，投资者不可能找到任何一种好的方法来获取超额收益。依据这一理论，当上市公司增加或减少资产时，股票价格应迅速对这些信息作出反应，并且很快调整到位。然而，越来越多的实证研究表明，股票市场对公司资产运作的定价存在偏差。Asquith（1983）、Agrawal 和 Mandelker（1992）、Loughran 和 Vijh（1997）以及 Rau 和 Vermaelen（1998）研究发现收购事件发生后，公司未来的股票收益相对较低；Ibbotson（1975）、Loughran 和 Ritter（1995）的研究表明上市公司公开发行股票后，随后期间的股票收益相对较低；Speiss 和 Afflek-Graves（1999）认为公开发行债券后，公司股票的收益在未来一段时间相对较低；Bellet 等人（2006）的研究结果表明公司向银行借款后，随后的股票收益相对较低。与此相反，Cusatis 等人（1993）、McConnell 和 Ovtchinnikov（2004）研究发现公司拆分后，股票收益在随后一段时间内反而相对较高；Lakonishok 和 Vermaelen（1990）、Ikenberry 等人（1995）的研究结果表明公司回购股票后，随后期间的股票收益相对较高；Afflek-Graves 和 Miller（2003）认为公司提前偿还债务后，股票收益相对较高；Michaely 等人（1995）得出了公司分红后，股票收益在随后期间相对较高的结果。综上所述，当上市公司通过发行股票、发行债券、并购等方式扩张时，公司的股票在随后期间的市场表现相对较差，股票收益较低；当上市公司通过股票回购、拆分等方式实现战略收缩时，公司的股票在随后期间的市场表现相对较好，股票收益较高。然而，上述研究仅仅关注了部分投资或融资活动引起的资产变化对股票收益的影响，而忽略了总资产中其他资产成分以及各个资产成分之间的协同效应。于是，Cooper 等人（2008）提出了总资产增长率指标，依据这个指标形成的套利投资组合可以取得超额收益，人们把这种现象称为资产增长效应，此后，该问题就成为理论界研究的一个热点问题。

伴随着经济体制改革的深化，我国经济快速发展，国内生产总值由 1978 年的

3645.22 亿元增长到 2013 年的 568845.21 亿元，尤其是从 1978 年到 2008 年保持了 30 年 10% 以上的增速，尽管近年来经济增长速度有所放缓，但是仍然是世界上经济增速最快的国家，是全球第二大经济体。在拉动经济增长的“三驾马车”中，投资是我国经济增长的引擎，1980 年，全社会固定资产投资总额仅为 910.9 亿元；2013 年，全社会固定资产投资总额高达 447074.36 亿元，然而，企业是微观经济的主体，是投资的实际执行者，固定资产投资规模的不断扩大，意味着各类企业不断发展壮大，资产规模不断增大，于是在股票市场中时常有上市公司增发股票、获得银行贷款、资产注入、兼并重组以及整体上市等重大事项的发生。以万科为例，1991 年末，公司的总资产仅为 5.24 亿元，上市以后，万科增发股票两次，募集资金总额 142 亿元，先后收购了深圳海神公司等 14 个重大项目，2013 年末，资产规模达到 3788 亿元，增长了近 722 倍。自股票市场成立以来，上市公司在 A 股市场增发了 1362 次，募集资金总额为 20682 亿元，而且增发的次数逐年上升，仅 2013 年就有 200 家上市公司增发，筹集资金总额为 2107.44 亿元，股票对企业融资的作用逐步增大。为了提高竞争能力，增强企业的经济实力，上市公司采用兼并重组的发展战略，截至 2013 年末，各种方式的重大兼并重组事项共 39957 项，其中，资产收购案例有 14532 项，成功地实现吸收合并式重组 364 项，采用要约收购方式的实例有 48 项，资产剥离案例 9775 项。2014 年，最典型的并购案例就是中国北车与中国南车合并，合并后的公司资产规模超过 3000 亿，成为国内乃至国际最大的高铁建设企业集团，综合竞争实力不断增强。因此，在国民经济轰轰烈烈发展，上市公司转型发展不断推进的背景下，研究资产增长效应更具有代表性，更具有现实意义。

1.1.2 研究意义

尽管我国股票市场起步较晚，但是伴随着经济的快速发展取得了长足的进步，而且与西方发达市场在基本经济制度、经济运行环境、发展的路径、所处的发展阶段、市场制度建设以及运作机制等方面都存在显著差异，因此对我国股票市场资产增长效应的研究，为资产增长效应理论的发展提供了来自新兴市场的经验证据，具有重要的理论意义。

资产增长效应的存在有悖于市场有效性理论，意味着股票市场存在错误定价，股票价格未能反映其实际价值，价格信号失真，不能有效地引导、调节市场中资金的流量与流向，导致金融资源配置效率低。不仅如此，而且伴随着金融深化的发展，金融资源已成为其他资源的源头，金融资源的流量、流向决定着经济资源的分配与使用，金融资源配置效率低严重影响全社会的资源配置效率。因此，对我国股票市场资产增长效应的研究，不仅有利于提高我国股票市场的有效性，而且有利于全社会资源配置效率的提高。

尽管资产增长效应是股票市场的一种异象，但股票市场是经济的晴雨表，资产增长效应是上市公司运作行为的市场反映，与上市公司的投资决策高度相关。目前许多上市公司盲目地追求规模的扩大，公司资产快速扩张，但是后续的发展能力越来越弱，因此，对我国股票市场资产增长效应的研究，有利于上市公司加强公司治理，增强投资决策的科学性，合理安排投资规模，遏制过度投资，提高投资效率，从而促进企业的可持续发展。

股票市场资产增长效应的存在意味着市场的有效性相对较低，因此，对我国股票市场资产增长效应产生的原因及诸多影响因素的深入研究，可以为监管部门的制度设计、政策

安排提供可供借鉴的具有针对性的建议，从而有利于监管效率的提高，改善市场运行环境，促进股票市场稳健发展。

投资者参与股票市场的主要目的是实现资金的保值增值，投资者需要对复杂多变的经济因素、政策因素、市场因素以及上市公司本身等诸多因素统筹考虑，制定投资策略，对资产增长效应的研究表明依据资产增长率形成的套利投资组合可以取得超额收益，因此为投资者提供一个相对简便易行的新的决策依据，有利于投资者投资回报的增加。

1.2 文献综述

市场有效性理论是现代金融市场的理论基石之一，资产增长效应正是由于有悖于该理论基础，才成为学者们关注的热点问题。

1.2.1 市场有效性理论

如同资源配置效率是西方经济学的核心问题一样，追求金融效率也是股票市场发展的题中之意，迄今为止，第一次论述市场有效性问题的是 Gibson（1989），他曾经在《伦敦、巴黎和纽约股票市场》一书中描述了这一假说的大致思想。随后，Bachelier（1900）利用数学工具来研究股票价格波动的波动规律，描述和检验了股票价格波动的随机游走模型，在模型的假设中蕴涵了有效市场理论。但是，遗憾的是 Bachelier 的超前思想当时并没有得到认可，直到计算机出现后，金融资产价格行为的研究才有了新的进展。Kendall（1953）研究了 19 种英国工业股票价格指数以及芝加哥、纽约商品交易所的小麦、棉花即期价格变化规律，在作了大量的序列相关性分析之后，发现股价序列就像在随机漫步一样，下一周的股价等于前一周的股价加上一个随机数。在此基础上，Robert（1959）解释了这些金融市场分析与研究的结论中隐含的意义。但是，不管是 Kendall 的研究，还是 Robert 的探索，都建立在观察的基础上，而未对这些假设作出合理的经济学意义上的解释。直到 Samuelson（1965）和 Mandelbrot（1966）认真研究了随机游走的理论后，才揭示了有效市场假说中期望收益模型包含的公平游戏原则。Fama（1970）系统地总结了上述关于有效市场的研究成果，并形成了完整的理论框架。

有效市场假说认为股票价格波动符合随机游走过程，所以难以通过数据测算预测价格走势。市场中存在大量的投资者时时刻刻都在发掘一切可能的信息，寻求一切可能的盈利机会，因此，在有效的市场中，股票价格能根据所得到的信息完全、迅速地调整到位，股价能反映所获的全部信息。依据 Robert（1959）设计的信息分类方法以及市场对不同层次信息的不同反应，Fama 进一步将市场分为弱势有效市场、半强势有效市场以及强势有效市场。

弱势有效市场（Weak Form Efficient）指的是当前的股票价格充分反映了所有能从市场交易数据中获得的信息，主要包括：过去的股价、成交量、卖空金额等。因为现在的股价充分反映了历史的交易信息，所以投资者不可能通过对股价时间序列的分析获得风险调整后的超额收益，即技术分析无效。

半强势有效市场（Semistrong Form Efficient）指的是当前的股票价格充分反映了所有

的公开信息，主要包括：公司财务报表、股息变动、股票拆分以及经济运行状况等信息；在这样的市场中，一旦新信息公开，股票价格就会立即调整，该信息就会被股价反映，因此投资者不可能凭借任何公开信息获得超额收益，即基本面分析无效。

强势有效市场（Strong Form Efficient）指的是当前的股票价格充分反映了所有信息；既包括过去的、现在的，也包括未来的信息；既包括公开的，也包括内部的信息，信息集是完全的，因此投资者不可能利用任何一种方法在市场中取得超额收益。

有效市场理论的提出对资本市场的研究产生了深刻影响，许多的研究成果都与市场有效性假设紧密联系，还有一些是在其前提下得到的，其中，最典型的是资本资产定价模型（CAPM）、套利定价模型（APT）、三因子模型以及 Black-Scholes 的期权定价模型等。这些理论的形成凝聚了 Markowites（1952）、Tobin（1958）、Sharp（1964）、Lintner（1965）、Mossin（1966）、Black（1972）、Merton（1973）、Ross（1976）以及 Black 和 Scholes（1973）等众多学者的研究成果。

1.2.2 资产增长效应的发现及相关解释

资产是企业拥有或控制的预期会给企业带来经济利益的资源，企业资产变动状况会影响企业的经营绩效，进而影响股票价格，因此，越来越多的学者研究公司资产的变化对资产定价的影响，即资产增长效应。这个效应反映的基本规律是资产增长和未来的股票收益之间呈负相关关系，即资产增长率较高的股票，随后期间的股票收益较低，资产增长较低的股票，随后期间的股票收益较高。伴随着研究的深入，学者们将所有关于资产变化对股票收益影响的研究都纳入这个范畴，同时，将研究从美国市场拓展到全球金融市场。到目前为止，关于资产增长效应的研究主要集中在以下三个方面：一是资产增长的度量；二是资产增长效应的存在性；三是如何解释资产增长效应。

1. 资产增长度量指标

资产增长效应研究中首先要解决的问题是如何度量资产变化状况，在研究不断推进的过程中，出现了多种多样的资产增长度量指标，这些指标大致可分为三类。第一类是净经营资产增长指标，指的是 Whisenant 等人（2003）提出的净经营资产增长率和长期净经营资产增长率。第二类是投资增长指标，这类指标相对较多，一是 Titman 等人（2004）提出的异常投资增长率指标，该指标以公司前三年资本性支出的平均值为基准，考察当年的投资是否产生了异常变化；二是 Anderson 和 Garcia-Feijoo（2006）提出的投资增长率指标，这个指标主要衡量公司连续两年投资累计的变动状况；三是 Lyandres 等人（2008）提出的投资资产增长率指标，该指标主要考察固定资产、存货的增量相对于前一年总资产的变化；四是 Xing（2008）提出的资本性支出的年增长率和资本性支出与年初固定资产净值的比率两个指标，这两个指标关注的重点是与前一年相比，公司投资活动当年发生的变化。虽然上述指标研究问题的角度不同，考察的重点也不同，但是都反映了公司投资的变动状况。第三类指标是总资产增长率指标。主要包括 Cooper 等人（2008）提出的总资产增长率指标以及 Fama 和 French（2008）提出的每股总资产增长率指标。与前两类指标不同，总资产增长指标考虑了全部的资产成分，兼顾了各个成分之间的协同效应，因此，很多的研究中都使用总资产增长率指标作为资产增长的代表性指标。

Lipson 等人 (2011) 利用 Fama-MacBeth (1973) 横截面回归的方法和分组的方法对上述指标中除了净经营资产增长率、长期净经营资产率以外的其他指标进行了综合分析, 研究结果表明, 总资产增长率吸收了其他度量指标对股票收益的解释能力, 再次证明总资产增长率是度量资产增长的代表性指标。但是, 这篇文章没有考虑总资产增长率与净经营资产增长率以及长期净经营资产增长率之间的关系, Cao (2011) 在这方面作了一定的探索。Cao (2011) 认为总资产增长率仅仅考虑了资产或负债中各个组成成分的协同效应, 忽略了资产与负债之间的相互联系, 以及这种关系对未来股票收益的影响, 而净经营资产增长率考虑了资产负债之间的相互影响, 获得了增量信息, 因此净经营资产增长率是度量资产增长的代表性指标。实证结果表明, 在控制了总资产增长率之后, 净经营资产增长效应仍然存在; 而控制了净经营资产增长率后, 总资产增长效应不复存在。这就是说, 净资产增长效应吸收了总资产增长效应, 因此, 净经营资产增长率才是资产增长的最稳健的代表。

尽管上述各个指标各有侧重, 但是从构成来看, 有的是对总资产作了适当调整, 有的是总资产中部分组成成分的增长, 包含的经济内容有交叉、有重叠, 有很强的相关性和可替代性。在研究中使用的相对较多的是总资产增长率, 尤其是 Lipson 等人 (2011) 实证比较了各个指标之后, 该指标的使用频率就更加高了, 叶建华、于国安 (2012), 叶建华、韩鹏 (2012), 黄迈、董志勇 (2012), 尚尔霄、赵世媛 (2013), 叶建华、周铭山 (2013), 缪雪梅 (2014) 以及叶建华、彭韶兵等人 (2014) 研究中都是使用了总资产增长率指标来衡量资产增长, 谭跃、夏芳 (2008)、Fama 和 French (2015) 使用总资产增长率来衡量投资的变化。但是, Cao (2011) 却认为净资产增长效应吸收了总资产增长效应, 净经营资产增长率才是资产增长的最稳健的代表。因此, 究竟哪个指标能有效地度量公司的资产变动状况, 充分反映股票市场的资产增长效应, 截至目前, 学者们还未形成一致的认识, 然而, 这个问题却是很重要的, 因为使用的资产增长度量指标不同, 得出的结论也有可能不同。Fama 和 French (2008) 之所以得出了美国股票市场不存在资产增长效应的结论, 就是因为研究中使用了每股资产增长率指标, 实证结果表明资产增长效应仅存在于微型股票中, 而占总市值 90% 的大规模股票中不存在资产增长效应, 而且认为这种效应不重要。黄迈、董志勇 (2012) 研究发现如果使用总资产增长率、投资增长率度量资产增长, 资产增长效应能被 Q 理论解释, 符合理性定价的解释, 但是如果使用投资资产增长率、净经营资产度量资产增长, Q 理论对于资产增长效应就不具备解释能力。此外, 在一些综合性研究中需要控制资产增长对股票收益的影响时, 到底选用哪个指标来代表资产增长也是困扰广大学者的一个难题。基于此, 研究尝试着探寻一个能全面衡量资产增长, 反映资产增长效应的度量指标, 以期对上述问题的解决作出有意义的探索。

2. 资产增长效应的存在性

由于资产项目众多复杂, 学者们对于资产变化对股票收益影响的研究也是逐步深入的, 起初关注一些重要资产运作事件的发生对股票收益的影响, 然后考察持续的投资活动以及部分资产成分的变化对股票收益的影响, 近期研究总资产的变化对股票收益的影响。

(1) 与资产运作事件相关的增长效应。

在企业发展过程中, 往往要根据客观实际审时度势, 采取适度扩张和收缩的战略, 为

了实现扩张的目的,有的企业采用并购其他企业的方式,有的企业通过在证券市场公开发行股票或债券融资,还有的则从银行获得贷款支持;为了实现战略收缩,企业有时实施拆分措施,有时回购股票,有时提前偿还债务。这些资产运作行为对企业的经营状况将产生深刻的影响,股票价格将迅速对这些信息做出反应。于是,很多学者研究了特定资产运作事件对股票收益的影响,即资产运作的增长效应。

公司并购后,股票收益的市场表现。Agrawal 等人(1992)研究了公司发生并购事件后股票收益的表现,研究结果表明在公司并购事件发生后的5年内,股票持有者要遭受大约10%的损失。Loughran 和 Vijh(1997)使用1970—1989年期间947次并购事件,研究发现兼并后5年公司的股票收益比规模和账市比相同的匹配公司的股票收益低15.9%,其中,股权式兼并后公司的股票收益比匹配公司股票收益低25%。Rau 和 Vermaelen(1998),Moller 等人(2005),Dutta 和 Jog(2009)也都认为并购事件发生后,随后期间的股票收益较低。借鉴国外学者的研究,朱滔(2005)以1998—2002年我国股票市场中发生的1415次并购事件为样本,考察了并购公司长期的股价表现,发现50%的并购公司在并购后的1年取得的累计收益比基准收益低3.6%,在并购后的2年取得的收益比基准收益低7.9%。李善民、朱滔(2006),仲怀公(2013)的研究结果都表明并购对公司股票收益产生了负效应。

公司发行股票融资后,股票收益的市场表现。Loughran 和 Ritter(1995)研究发现1970—1990年发行股票的公司,无论是初次发行还是增发,对于投资者而言该公司的股票都是较长期限内较差的投资选择。Eckbo 等人(2000)的研究表明增发了股票的公司比它的匹配公司未来市场表现差,而且纳斯达克市场(Nasdaq)中增发了股票的公司比纽约证券交易(NYSE)和美国证券交易所(Amex)的增发了股票的公司表现更差。Li 等人(2013)研究发现股票发行后,随后期间的股票收益相对较低,并认为这主要是由于公司的最优投资决策决定的。Schultz(2003)、Lyandres 等人(2008)也认为公司发行股票后,未来的股票收益较低。与国外金融市场的研究结果类似,叶红雨、曾芒(2005)研究了我国A股市场1998—2004年期间增发了股票的上市公司的增发公告效应与中长期效应。研究结果表明,上市公司的股票增发公告存在5%~10%的负效应,随后的中长期效应也显著为负。秦楠(2005)研究也证明增发股票对二级市场股票价格产生了显著的负向影响。然而,武鑫等人(2013)在比较公开增发与定向增发的股票价格效应时,发现公开增发后的股票在1年内获得了正的累计平均异常收益,即公开增发股票产生了正的股价效应,得出了与前述研究相反的结论。

公司通过发行债券融资,随后期间股票收益的市场表现。Spiess 和 Affleck-Graves(1999)研究了1975—1989年间发行了普通债券和可转让债券的公司,在债券发行后的长期表现。研究发现在债券发行后的5年,发行普通债券的公司比规模和账市比相同的匹配公司收益低18.7%,发行可转让债券的公司比匹配公司的收益低19.78%,而且发现规模越小的、上市时间越短的以及在纳斯达克市场上市的公司,发行债券后,股票收益的变现更差。Lee 和 Loughran(1998),Lyandres 等人(2008)也都认为债券发行后,股票收益的表现较差。借鉴上述研究方法,付雷鸣等人(2010),谭跃、梁秀桓(2011)的研究结果表明债券发行公告日后的股票价格有负的市场反应。

公司获得银行资金支持,随后期间股票收益的市场表现。Billet 等人(2006)研究发现在公司向银行借款后,买进并持有该公司的股票3年获得的收益比类型相同但未向银行借款的匹配公司同期收益低27.2%,即公司向银行借款后,随后期间的股票收益表现较差。从长期来看,银行借款与股票增发以及债券发行没有差别。

公司拆分后,随后期间股票收益的市场表现。Cusatis(1993)研究发现公司拆分后3年,子公司和母公司都获得了显著的正收益。Desai 和 Jain(1999)研究了1975—1991年155个拆分案例,发现公司拆分后买入并持有该公司的股票3年取得的收益比同期匹配公司的收益高19.82%,即公司拆分后,未来股票相对较高。

公司回购股票后,随后期间股票收益的市场表现。Lakonishok 和 Vermaelen(1990)研究了1962—1986年股票回购后的价格异象。研究发现在整个样本期间,公司发布股票回购公告之后的第3个月买入该公司的股票并持有22个月获得的收益,比同时期市值权重的股票指数的收益高23.11%,而且这个效应在1962—1979年子区间比1980—1986年子期间更显著。Ikenberry 等人(1995)也认为公司回购股票后,该公司未来的股票收益相对较高。

上述研究均采用事件研究方法,研究结果表明,凡是资产扩张的运作,诸如发行股票融资、发行债券融资、获得银行信贷支持以及并购等,随后期间的股票收益较低;凡是资产收缩的运作,如股票回购、公司拆分等,随后期间的股票收益较高。

(2) 投资增长效应。

投资是企业主要的经营活动,于是很多的学者将研究的视角转向投资活动引起的资产变化对股票收益的影响。

Cochrane(1991)将以消费基础的资产定价模型中的消费者和消费效用函数分别用生产者和生产函数替代,提出了以生产为基础的资产定价模型。利用这个模型,他研究发现股票收益和投资收益应该是相等的,在回归中还发现当前投资不但与未来投资收益负相关,而且与未来股票收益之间存在负相关关系。Cochrane(1996)在原有研究的基础上,构建了一个投资因子定价模型,同样也得出了投资与未来的股票收益之间存在负相关关系的结论。借鉴Cochrane(1991, 1996)的研究思路,Liu 等人(2009)论证了投资决定理论即Q理论对股票收益的影响,推理过程中发现,t期的投资与t+1期的投资收益之间呈负相关关系,而t+1期的股票收益是t+1期投资收益与市场杠杆的函数,于是得出结论:投资与未来的股票收益之间呈负相关关系。并且认为这种关系产生的原因在于投资是边际Q的增函数,而边际Q是账市比的倒数,账市比与预期的股票收益呈正相关关系,因此,投资和预期的股票收益之间是负相关的。

Berk 等人(1999)使用一个动态模型,研究发现股票收益是公司现有资产的系统性风险、投资项目总数以及成长期权的函数,公司的最优投资决策,改变了公司现有资产的系统性风险,同时,也改变现有资产和成长期权的对比关系,进而影响公司的收益。依据上述理论分析,Anderson 和 Garcia-Feijoo(2006),Gomes 等人(2003)结合美国股票市场的实践,研究发现投资性支出增长越快的组合,随后期间的股票月平均收益越低,即投资增长和股票收益之间存在显著的负相关关系。Carlson 等人(2004)依托Berk 等人(1999)的做法将研究进一步深化,在投资决策中引入经营杠杆、可逆的实物期权、固定

的调整成本等因素，仍然认为投资将风险较大的扩张期权转化为风险较低的现有资产，降低了公司的风险，随后期间的股票收益降低。

Titman 等人（2004）依据异常投资增长率指标将样本股票分组，发现伴随着投资增长率的上升，组合平均的超额收益逐步下降，投资增长与未来股票收益之间存在负相关关系，而且现金流越充足、债务负担越少的公司，投资增长与未来股票收益之间的负相关关系越显著。Li 等人（2009）在使用 Q-理论模型解释外部融资异象时，研究发现投资与股票收益之间存在负相关关系。

Xing（2008）认为投资与未来股票收益之间存在负相关关系，而且这种关系是从边际 Q 与未来股票收益之间的关系中推出来的。假设股票未来的收益较高，意味着额外投资一单位资本未来的边际收益将以较高折现率折现，那么得到的 Q 值相对较低，Q 值较低意味着投资相对较低，因此投资与未来的股票收益之间呈反向相关关系。研究进一步表明，账市比是平均 Q 的倒数，因此可以用投资与股票收益之间的负相关关系来解释账市比和收益之间的正相关关系。

上述诸多研究都关注了投资引起的资产变化对未来股票收益的影响，研究结果表明投资与股票收益之间存在负相关关系，即存在投资增长效应。

（3）净经营资产增长效应。

Whisenant 等人（2003）研究发现应计不仅是盈利的一部分，而且还是净经营资产增长的一部分，正如可以把盈利分成经营现金流和应计，同样也可以把净经营资产增长分成长期净经营资产增长和应计，应计异象产生的原因是市场错误理解了净经营资产增长对一年后公司盈利的影响，导致市场中股票价格被高估，伴随着价格的逐步回归，随后期间的股票收益下降，应计异象产生。而且研究进一步表明，市场不仅对应计产生了错误理解，而且还对长期净经营资产增长也反应过度，对两者的错误定价程度不存在显著差异，这表明市场中不但存在应计异象，而且存在长期净经营资产增长异象，应计异象是更广泛的增长异象的一部分。Cooper 等人（2008）明确指出应计异象是净经营资产增长异象的一个子集。

（4）总资产增长效应。

Cooper 等人（2008）认为前期研究关注的焦点是部分投资或融资活动引起的资产变化对股票收益的影响，而忽略了各个资产成分之间的协同效应，于是提出了总资产增长率指标。使用这个指标，他们发现在美国股票市场中，资产增长对股票收益的影响比规模、账市比都稳健，资产增长效应不仅存在，而且持续到组合形成后的第 5 年。Fama 和 French（2008）对美国股票市场中存在的众多的异象进行了综合研究，也关注了资产增长异象，实证的结果表明资产增长效应仅存在于小规模股票中，在大规模股票中该效应不显著，因此，他们认为美国股票市场不存在资产增长效应。Fama 和 French（2008）之所以得出相反的结论，是因为使用的资产增长度量指标不同，对此 Lipson 等人（2011）进行了深入剖析。Lipson 等人（2011）认为 Fama 和 French（2008）所使用的每股总资产增长率指标，相当于对总资产增长率进行了每股标准化，这样做的结果将与股票发行融资相关的资产增长现象排除在外，因此，实证的结果不能说明美国股票市场资产增长与股票收益之间不存在显著的负相关关系，他们仍然坚持美国股票市场存在显著的资产增长效应。

Kumar (2011) 研究发现研发能力低的公司资产增长和股票收益存在负相关关系,即存在资产增长效应,而研发能力高的公司资产增长与股票收益之间不存在负向关系。另外, Titman 等人 (2009)、Li 和 Zhang (2010)、Lam 和 Wei (2011) 等人都认为资产增长和股票收益之间存在负相关关系,并从不同的角度出发来解释资产增长效应。

以上研究都是基于美国股票市场得出的结论,为了证明资产增长效应不是美国股票市场特有的现象, Gray 和 Johnson (2011) 研究了澳大利亚证券市场的状况,发现在澳大利亚股票市场中也存在资产增长效应,而且比较有意义的是在澳大利亚股票市场中,微型股票和大规模股票的资产增长效应都显著,而小规模股票不存在资产增长效应。Yao 等人 (2011) 研究了亚洲地区金融市场的资产增长效应,发现该地区金融市场中普遍存在资产增长效应,同时发现资产增长同质性越强,资产增长越多地依赖银行体系的国家或地区的金融市场的资产增长效应越弱。许多学者进一步将资产增长效应的研究拓展到国际金融市场中, Li 等人 (2012) 使用全球 23 个发达国家股票市场的交易数据和相关的财务数据,证明资产增长效应在上述绝大部分国家和地区的市场上都普遍存在,而且持续存在到组合形成后的 4 年。Watanabe 等人 (2013) 研究了全球 54 个国家和地区的金融市场,发现国际金融市场中存在资产增长效应,而且发达国家和地区金融市场的资产增长效应比发展中国家和地区的效应强。

伴随着资产增长效应研究的逐步深入,我国股票市场的资产增长效应也开始被关注,起初散见于一些综合市场的研究中。Yao 等人 (2011) 在研究亚洲地区金融市场的资产增长效应时,中国股票市场是其中一个重要的研究对象,研究的结果表明中国股票市场存在资产增长效应,而且这种效应持续到组合形成后的第三年。Watanabe 等人 (2013) 的研究中也包括了我国股票市场,从实证结果中可以看出,我国股票市场存在资产增长效应。随后出现了关于我国股票市场资产增长效应的专门性研究,叶建华 (2014) 对 1999—2012 年 A 股市场实证研究的结果表明我国 A 股市场存在显著的资产增长异象,在整体及个体层面不确定性较高的公司中该异象更显著。然而,选择 1999—2011 年的 A 股上市公司作为研究对象,叶建华等人 (2014) 的研究结果却显示投资者情绪高涨时期, A 股市场资产增长效应显著,且都集中在盈利低的公司中,而投资者情绪低迷时期,市场虽然存在资产增长效应,但是却很弱,因此,我国股票市场总体上存在较弱的资产增长效应。尚尔霄、赵世媛 (2013) 将总资产增长率分成预期的总资产增长率和未预期的总资产增长率两部分,研究结果表明在 1998—2010 年的全样本期间,预期的总资产增长率和未预期的总资产增长率对股票收益的影响都不显著。以股权分置改革为分界点,将样本期间分成两个子期间,研究发现在 2006—2010 年的子期间,未预期的总资产增长率与股票收益显著负相关,这表明股权分置改革后我国股票市场中存在资产增长异象,这种异象主要由未预期的资产增长引起的,缪雪梅 (2014) 研究却发现资产增长率不能解释横截面股票收益,表明我国股票市场不存在资产增长效应。与此相反,叶建华、于国安 (2012) 选取 2000—2009 年 A 股上市公司为样本,研究发现总资产增长率正向影响未来的股票收益,也就是说资产增长与未来股票收益之间呈正向相关关系,这一结果与通常所说的资产增长效应恰恰相反。叶建华、周铭山 (2013) 的研究成果也表明资产增长和股票收益之间呈正相关关系。黄迈、董志勇 (2012) 从理论上分析了资产增长效应产生的原因及投资成

本对资产增长效应的影响,研究结果表明总资产增长率、投资增长率对随后的股票收益有负向影响,然而投资资产增长率与随后股票收益之间的关系却是正向相关的,得出了相互矛盾的结论。

上述研究表明资产增长效应不是美国特有的现象,而是国外金融市场普遍存在的异象,然而有关我国股票市场资产增长效应的研究却很少,而且结论存在很多分歧。Yao 等人(2011)、Watanabe 等人(2013)、叶建华等人(2014)的研究表明我国股票市场中存在资产增长效应,尚尔霄、赵世媛(2013)研究表明资产增长效应仅存在于2006—2010年的子期间,这也就是说股权分置改革后我国股票市场才存在资产增长效应。然而,缪雪梅(2014)则认为我国股票市场不存在资产增长效应。与此相反,叶建华、于国安(2012),叶建华、周铭山(2013)的研究结果表明资产增长与未来股票收益之间呈正向相关关系。更为复杂的是,黄迈、董志勇(2012)的研究结果表明如果使用总资产增长率、投资增长率度量资产增长,资产增长对股票收益有负向影响,然而,如果使用投资资产增长率指标,却发现资产增长和股票收益之间的关系是正相关的。因此,到目前为止,在我国股票市场中资产增长和股票收益之间的关系究竟是什么样的,这种关系是否显著,我国股票市场中是否存在资产增长效应,学者们的认识存在很大差异,仍然值得探讨。

3. 对资产增长效应的解释

自从资产增长效应提出后,学者们就尝试使用各种理论、采用多种方法,从多个角度来解释该效应,争论的焦点就是资产增长效应究竟是市场无效即错误定价的表现,还是遵循有效性理论,是理性定价的结果。对于这个问题一直都有新的证据推出,至今学者们还争论不休。

(1) 基于错误定价的解释。

错误定价指的是股票的价格脱离其价值,要么是价格高估,要么是价格低估,而且这种偏离无法短时间消除,所以导致了异象的存在。由于引起错误定价的原因不同,因此就形成了对于资产增长效应不同的解释。

① 过度投资和经理人建立企业帝国。

Titman 等人(2004)认为资产增长效应是由于经理人过度投资,且投资者对经理人增加投资建立企业王国的行为反应不足造成的。他发现从1973年7月到1996年6月整个样本期间,资产增长率最低的组合与资产增长率最高的组合之间的月平均收益差距是0.168%;在1984—1989年的恶意收购期间,两个极端组合的收益差距却变成了负的,是-0.144;如果剔除了1984—1989年,则两个极端组合收益差距是0.277%,明显高于整个样本期间的研究结果。研究进一步发现,20世纪70年代资产增长效应强的原因是当时公司治理松散,而且收购威胁较弱,公司经理人为了实现建立企业帝国的目标,过度投资严重;1984年以后,由于企业面临严重的收购威胁,许多有过度投资倾向的公司要么被其他公司恶意收购,要么被迫提高经营效率去兼并其他的公司,不管是哪种情况,公司都会展现出正的收益;但是到了20世纪80年代后期,各种阻碍措施的引入,导致收购趋势减弱,于是经理人过度投资倾向复苏,投资的资产增长效应再次出现。Cooper 等人(2008)的研究结论与此一致。因此,过度投资是资产增长效应存在的主要原因。为了证实这一观点,文章研究还发现现金流充足,杠杆低的公司过度投资的倾向严重,股票收益的投资增