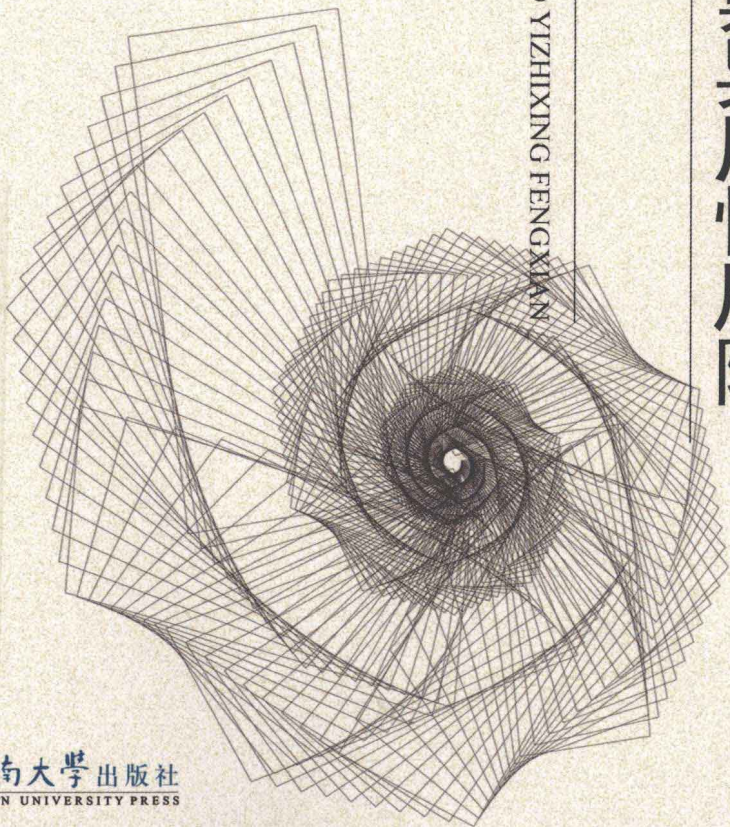


产品市场竞争与股票异质性风险

理论模型和实证

CHANPIN SHICHANG JINGZHENG YU GUPIAO YIZHIXING FENGXIAN
LILUN MOXING HE SHIZHENG

吴昊旻◎著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

产品市场竞争与股票异质性风险

理论模型和实证

CHANPIN SHICHANG JINGZHENG YU GUPIAO YIZHIXING FENGXIAN
LILUN MOXING HE SHIZHENG

吕昊昱 著



本书获

石河子大学『211工程』重点学科（兵团经济社会发展与区域合作研究）建设项目资助
石河子大学哲学社会科学优秀学术著作出版资金专项资助



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

产品市场竞争与股票异质性风险: 理论模型和实证/吴昊旻著. —广州: 暨南大学出版社, 2012. 9

ISBN 978 - 7 - 5668 - 0111 - 1

I. ①产… II. ①吴… III. ①产品—市场竞争—研究
IV. ①F713.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 022508 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学

电 话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85228292 (邮购)

传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

邮 编: 510630

网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 广州市天河星辰文化发展部照排中心

印 刷: 佛山市浩文彩色印刷有限公司

开 本: 890mm × 1240mm 1/32

印 张: 10.25

字 数: 276 千

版 次: 2012 年 9 月第 1 版

印 次: 2012 年 9 月第 1 次

定 价: 25.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

序 一

日益关注公司财务与宏微观制度环境（尤其是法与金融、公司治理）的互动关系，以及采用行为的方法和基于市场结构、产业组织等理论来研究公司财务问题，已然成为近三十年来现代财务学研究的主流和热点（Ritter, 2005）。经济的发展模式是计划的还是市场的，市场主体的博弈是倾向竞争的还是受到管制的，行业结构是集聚的还是分散的，一直是各国社会和市场经济发展优先关注的战略问题，也是现代经济管理学研究的基本命题。受现代西方经济学理论的“鼓吹渲染”，以及发达市场经济体系国家势力的“物质感召”，近半个世纪以来，通过鼓励或引导以形成激烈的竞争，一直被认定为是推进公司及行业（产业）绩效提升的有效乃至唯一的路径。比较优势原理表明，国家发展需依其资源禀赋，公司壮大则赖其竞争优势。但新的经济变迁背景以及特定制度环境之下的公司经营实践却表明，公司的竞争优势并非一定得由激烈的竞争才能获得。基于经济增长、产业组织、竞争优势以及市场结



构等宏微观理论视角的诸多研究表明，公司竞争优势的获取必须依赖更低的成本、更高的效率、更强的市场势力甚或更为集中的行业结构。

现代经济学理论尤其是新制度经济学和产业组织理论等，很早就已认识到“结构”之于组织绩效的关键性作用，如经济学家贝恩（Bain, 1951）提出的“SCP”范式、熊彼特（Schumpeter, 1912; 1942）的“创造性破坏”思想以及管理学家迈克尔·波特（Porter, 1988）发展的“竞争优势”理论等，均将“结构”（Structure）作为影响企业所在的行业（产业）乃至一国（地区）经济绩效重要的、基础性的因素。新制度经济学和产权理论的代表人物德姆塞茨（Demsetz, 1973）等指出，效率或竞争优势才是衡量行业结构优劣的关键，过于分散的竞争会有损效率（Stigler, 1968; Gale, 1972）；科斯（Coase, 1981）也常发出“我被反垄断法烦透了”的批评，垄断很可能正是竞争的自然结果（张五常, 1999）。后续一系列的实证研究亦为此提供了经验证据——正如本书文献述评和理论分析部分所展示的结果：存在显著的产品市场势力（Product Market Power）或垄断势力（Monopoly Power）或相对集中（More Concentrated）的行业结构，即不完全竞争的产品市场（PM）有助于缓解公司证券市场（SM）的低效率；公司的产品市场竞争与其证券市场的效率因其关联和互动，故其对于公司的价值亦必具有“互为表里”甚或“此消彼长”的联动效应。

异质性风险（Idiosyncratic Risk）也称特质性风险或异质性回报波动（Idiosyncratic Return Volatility），是影响公司股票预期回报的重要特征性因素。风险与收益实时共存，作为异质性风险的度量，异质性波动如能被定价，则股票的预期回报与预期的异质性波动应该正相关，但鉴于预期回报与预期的异质性风险均不可观察，故实务中常用已实现回报作为截面回归中的替代应变量，它等于预期回报与随机偏误的和（Fu, 2009）。股票预期回报的异质性风险包含着公司未来收益及对其产生冲击性影响的相



关信息，故异质性风险表示的是一种对未来回报不确定性的投资风险（Wei and Zhang, 2006）。所以，异质性风险可以作为公司的股票市场的效率高低的一个替代，而整个上市公司的异质性风险水平则可以反映或透视出一国（地区）证券（股票）市场的效率水平。这也是国外关于公司所在的产品市场竞争（Product Market Competition）如何影响其证券市场效率（Stock Market Efficiency）的最新研究所遵循的一个基本逻辑（Gaspar and Massa, 2006; Irvine and Pontiff, 2009; Kale, 2010; Brown and Kapadia, 2007）。

进入 21 世纪，尤其是 2008 年金融危机以来，世界经济格局正在或者已经发生了重大变革。面对频发的金融甚或经济危机，世界各国尤其是以美国、欧洲各国为代表的发达市场经济体，在危机前后不断采取一系列弱化竞争、加强政府干预的应对措施，如政府收购困境公司、强化金融管制、实施贸易壁垒等。在危机来临之前，为加强公司财务安全、避免危机恶化，我国（国资委等）亦要求从政策层面强化“现金为王”策略，避免盲目地多元化扩张，进一步做大做强主业，同时推进行业的优化集中与放开准入，力主依托结构化调整，更加重视和凸显企业及行业竞争的效率，并相继取得显著成效。这些现实的背景变迁表明：产品市场上的过度竞争往往会损害其证券市场的效率，降低资源（资本、信息等）的配置效率，加剧要素（产品、资本等）市场上的信息不对称，并最终引致公司回报的频繁波动、更高的风险和更差的事后收益。这与国外学者基于美国等发达经济体上市公司样本的“竞争—绩效”关联的系列研究成果相一致。在此背景之下关注我国公司的产品市场竞争与其证券市场效率之互动关联及其公司价值效应，无疑具有显著的理论及应用价值。

吴昊旻博士的这部著作以产品市场竞争与异质性风险为主题，主要沿着产业组织理论的“SCP”范式以及市场结构理论的“效率—结构”（Efficiency - Structure）假说的逻辑框架，同时结



合企业战略管理以及“创造性破坏”思想的最新成果，运用理论模型和实证检验方法，从产品市场竞争（PMC）影响之“正反两种路径”及其与公司证券（股票）市场效率（SME）关联之“三大作用渠道”（信息、风险及结构化视角）和“四个重要关切点”（行业聚散结构、市场竞争强度、异质性风险与公司绩效）的多维纵深视角，系统考察了近十年来我国上市公司所在行业的结构及其市场竞争程度与其证券（股票）市场效率的内在关联，得出了一系列有价值的研究证据和颇具启发意义的研究结论。当然，受到我国证券市场的发展历程及其水平、上市公司相关数据的限制以及研究方法与假设等诸多局限，书中的很多结论还需要进一步验证。然而，瑕不掩瑜，考虑到上述经济环境变迁之大背景，以及此类研究在国内尚属少有，故其“抛砖引玉”之意义自然不言而喻。

暨南大学管理学院历来鼓励和推动此类具有创新性尝试和启发性意义的研究，并注重倡导博士生奠定彰显思想的深厚理论基础、进行严密不懈的理论分析（包括数学建模或逻辑推理）和严谨求实的实证检验并重的系统性规范研究，我想这也应该成为我国最高学历层次教育的一个原则和方向。吴昊旻博士是石河子大学经济与管理学院的青年教师，他能够如期顺利取得博士学位，并在国内重点刊物（CSSCI 来源刊）上发表了数篇代表性研究成果，在读期间还成功中标 2010 年教育部人文社会科学研究项目，这既受惠于暨南大学管理学院的优良学风，也得益于石河子大学经济与管理学院扎实的硕士研究生教育。作为他的导师，我乐意为本书作序，并由衷祝愿他在今后的教学和研究道路上能够再接再厉，更上一层楼。

暨南大学管理学院教授、博士生导师 广东商学院院长

辛卯年仲秋于暨南大学苏州苑

序 二

结构化分析是现代经济学理论尤其是新制度经济学和产业组织理论的一个惯常路径甚或逻辑起点，“结构”（Structure）影响已经成为制度环境分析及其效率改善的关键。正如产业组织理论的“SCP”范式（Bain, 1951）、“创造性破坏”思想（Schumpeter, 1912; 1934）以及现代企业战略管理（强调竞争合作）和竞争优势理论（Porter, 1988; Moore, 1996）所指出的那样，结构在很大程度上决定着经济主体的行为选择及其绩效，结构是——并且始终是——影响组织经济绩效以及创新动力的主要因素之一。也正如本书第2章至第4章的文献述评和理论分析部分所作的详尽阐释与理论透视那般，提醒或倡导弱化市场的过度激烈的竞争以有助于形成更具效率优势的企业市场势力（Market Power）和行业竞争结构的国外最新研究，与上述经典理论的观点和逻辑一脉相承、互为表里。组织的效率和竞争优势才是衡量行业结构优劣的关键，过于分散的竞争将有损绩效（Demsetz, 1973; Stigler, 1968）。



本书的研究结果亦证实了上述经典理论预期或国外最新实证研究的结论：存在显著的产品市场势力（Product Market Power）或垄断势力（Monopoly Power）或相对集中（More Concentrated）的行业结构，即不完全竞争的产品市场（PM）有助于缓解公司证券（股票）市场（SM）的低效率；公司的产品市场竞争（Product Market Competition）与其证券市场效率（Stock Market Efficiency）因其关联和互动，故其对于公司的价值亦必具有“互为表里”甚或“此消彼长”的联动效应。异质性风险（Idiosyncratic Risk）反映了公司的特有风险或其证券（股票）预期回报的波动（Idiosyncratic Return Volatility），表示的是一种对未来回报不确定性的投资风险（Wei and Zhang, 2006；Fu, 2009），故其可以反映公司证券投资或其证券（股票）市场效率的高低，而整个上市公司的异质性风险水平则可透视出一国（地区）证券（股票）市场的效率水平。近几年来，越来越多的研究表明，美国乃至全球资本市场上公司异质性风险或其回报波动在近几十年来均呈现显著增加的趋势，而其典型的经济后果是公司产品市场竞争业绩与其证券市场绩效的关联性下滑。诸多学者将其归咎于经济领域内日趋激烈的竞争（Campbell et al., 2001；Comin and Philippon, 2006；Chemmanur et al., 2006；Gaspar and Massa, 2006；Tookes, 2008；Hoberg and Phillips, 2010；Irvine and Pontiff, 2009；Peress, 2010），从异质性风险入手关注公司的产品市场竞争与其证券市场的效率互动，也因此成为相关研究的一个基本逻辑。

结合全球经济变迁背景，尤其是 2008 年金融危机以来美国等发达经济体适时强化国家干预、优化市场竞争结构，以及我国针对企业规模和行业（产业）结构调整采取的一系列措施及其新政取向特征，本书以 2000—2010 年我国上市公司为样本，综合产业组织理论、市场结构理论以及企业战略管理理论等理论的最新框架和研究成果，运用理论模型和实证检验相结合的规范研究方



法，从行业的聚散结构及其市场竞争强度的多维结构化视角，系统考察我国上市公司产品市场竞争与其异质性风险的关系，关注是什么导致市场的激烈竞争，公司产品市场竞争的加剧是如何传导至其证券市场并导致其异质性风险或其回报的频繁波动，异质性风险更高但其超额回报却更低的现象何以普遍存在（Fu，2009），公司两大要素市场是否存在效率关联，竞争的加剧是否会破坏公司间日益重要的战略协作，上述关联的逻辑路径又如何等问题。虽然受制于市场发展、样本数据及方法假设等局限，但本书得出的研究结论显然仍具有重要的理论和应用价值并颇具启发意义（见第9章研究结论），为后续研究关于如何从行业竞争结构及其与公司证券市场的效率互动角度，系统推进我国企业的创新创造、竞争合作及其战略管理水平，并最终实现公司绩效的持续提升，提供了一个可行的研究“范式”。

与时俱进，现代的公司财务研究因相继吸收产业组织理论、新制度经济学（产权理论、交易成本、法律经济学）以及战略管理等经济与管理理论的最新养分，而得以不断地延展其研究视野、不断地扩充其理论内涵，并最终不断地提升其制度解释的能力，公司财务也得以由微观协调走向宏观治理层面。“结构化分析范式”和“制度主义”的兴起，使得现代公司财务与公司治理的相关研究甚至被称为“新制度财务学”。正如20世纪80年代以来随着产业组织理论与金融经济学交叉融合而兴起的产品市场竞争与公司融资、战略公司财务和行为金融等多元流派，已逐步成为新时期公司财务理论研究的新趋势那样，我相信，随着我国公司产品与资本市场的进一步发展以及上市公司数据等条件的更趋完善，旨在为公司两大分离之要素市场的效率互动构建理论与经验关联，亦必将成为——尤其是在金融危机之后——公司财务理论及其实践领域日益重要的命题。如上所言，本书的研究为此提供了一个新方向，并或可成为此类研究的一个可行“范例”。本书结构几称宏大，体系可堪严谨，论证亦近充实，我非常乐意



为吴昊旻博士的这本专著作序，并希望他能在这个领域的研究中作出更大的贡献。

石河子大学经济与管理学院常务副院长、教授、博士生导师

杨兴全

于石河子大学经济与管理学院

前 言

国外越来越多的研究将近几十年来美国乃至全球资本市场上公司股票异质性风险或其回报波动的显著增加，以及公司产品市场竞争（PMC）业绩与其证券市场效率（SME）的关联性下滑，直接归咎于经济领域内日趋激烈的竞争。本书关注我国资本市场是否也存在上述现象？我国上市公司异质性风险的显著增加（若有）及其绩效的关联性下滑，是否也应归咎于多因素导致的市场竞争的加剧？公司产品市场竞争的加剧是如何传导至其证券市场并导致其风险或回报的频繁波动，即公司两大要素市场是否存在效率关联或互动？行业竞争加剧的后果又有哪些？对于上述现象的解释中外有何差异？受产业组织、市场结构、企业战略管理和创造性破坏等相关理论以及国外最新研究启发，本书基于产品市场竞争之“内生互动效应”和“外生独立影响”正反两种路径及其“七类效应”的描述，对我国上市公司的产品市场竞争与其证券市场的效率关联或互动（“PMC - SME”）及其影响路径进行系统的逻辑



分析、理论建模和实证检验。

秉承本书理论分析提出的“SICP”范式及其“结构化分析”路径，即从“行业竞争结构—异质性风险—公司绩效”的关联视角出发，在系统验证“激烈的竞争有损公司绩效”的数理模型基础之上，本书以 2000—2010 年我国沪深 A 股上市公司为基本样本，对上述关联命题予以系统检验。本书基于我国上市公司的产品市场竞争（PMC）及其结构的多维度量，以及全行业样本、制造业（C）样本和区分证券市场（SM）之风险结构差异的多元分组样本的实证检验结果，显著支持了本书的理论预期，研究表明：我国上市公司的股票异质性风险水平——至少近十年来——确亦呈现出显著增加的趋势，异质性风险与其市场风险水平的明显“背离”虽国内外皆然，但其背离的“性质”却显著不同；公司异质性风险的显著增加亦应主要归咎于其产品市场竞争的加剧；过于分散的行业结构以及激烈的市场竞争将有损公司的整体绩效或风险回报；而相对集中的行业结构与显著的公司市场势力（MP）则有助于缓解公司证券市场的低效率，即其能够有效弱化公司的股票异质性风险或其回报波动、降低资本成本与信息不对称，并进而稳定和提升公司的绩效。这与 Demsetz（1973）、Campbell 等（2001）、Fama 和 French（2004）等早期经典研究以及 Gaspar 和 Massa（2006）、Brown 和 Kapadia（2007）、Irvine 和 Pontiff（2009）、Kale（2010）、Peress（2010）、Hoberg 和 Phillips（2010）等最新研究的基本结论相一致。本书的研究结果对于新时期我国上市公司的获利模式及其决策路径的研究与实践以及我国金融市场发展和产业结构调整等宏观政策的改革与创新，均具有重要的理论与应用价值。

PREFACE

Over the past few decades the volatility of the average stock return, or idiosyncratic risk, has drastically outpaced total market volatility in the U. S. and global capital markets. And the typical economic consequences of the dramatically volatility is the inter-related decline in firms' product market competition (PMC) performance and its stock market efficiency (SME) . Growing body of foreign literature has directly attributed the significant increasing trend of idiosyncratic return volatility to the increasingly fierce economy-wide competition. This paper focuses on whether our capital market also has such phenomenon? Whether the significant increasing trend of idiosyncratic risk of our listed companies (if) and its performance's inter-related decline should also attributed to the more intense economy-wide competition in China? How firms' intense competition in product market is to transfer to its securities market and lead to its risk or frequent fluctuations in return? Whether there exists the efficiency affiliated or interactions



between the two factors market, namely firms' product market and stock market? Based on the industrial organization, market structure, strategic management or the theory of creative destruction, and inspired by the latest research abroad, the theoretical model and empirical test of this paper systematically investigates the product market competition "endogenous interaction effect" and "exogenous independent effect".

Based on the basic sample of China's Shanghai and Shenzhen A shares of 2000 – 2010, and our listed company's product market competition's multi-dimensional measurement, the empirical results of the paper significantly support the theoretical expectations whatever in its total sample or its multiple sub-samples. The results of this study indicate that: at least over the past decade, the idiosyncratic risk level of listed companies' in China is also indeed showing a significant increasing trend. The paper argues that this finding is attributable to the more intense product market competition, the intense market competition among firms and the fragmented industry structure would be detrimental to the company's performance, and the more concentrated industry structure or firms' significant product market power (MP) can help to alleviate the low efficiency of the company's securities market, that is, they can effectively weaken the idiosyncratic return volatility, lower its cost of capital and information asymmetry, and thus stabilize and enhance the company's overall performance. These results are not only consistent with the early classic literature and recent research findings, but also consistent with the characteristics of the new policy orientation in China. These findings obviously have important theoretical and practical value in the research or practice of our listed companies' decision-making path, as well as China's financial market development and industrial structure adjustment and other macro-policy reform and innovation.

目 录

	序 一	(1)
	序 二	(1)
	前 言	(1)
	PREFACE	(1)
1	绪 论	(1)
	1.1 问题的提出	(1)
	1.2 研究的方法、内容及结构安排	(3)
	上编 相关研究的述评	
2	文献回顾	(9)
	2.1 行业结构、市场竞争与公司证券市场的效率： “信息渠道”	(12)
	2.2 行业结构、市场竞争与公司证券市场的效率： “风险渠道”	(21)
	2.3 公司产品市场竞争与其证券市场效率：特定的 制度环境影响	(25)



	2.4 公司产品市场竞争与其证券市场效率:“结构—风险—绩效”	(26)
3	国内外文献综评	(31)
	3.1 国外研究评析	(31)
	3.2 国内相关研究:现状与评析	(34)
	中编 理论分析、模型构建与制度背景	
4	理论分析:路径与机理	(40)
	4.1 视角概述	(41)
	4.2 公司特征性因素与其证券市场的效率 (SME)	(44)
	4.3 公司的行业竞争结构与其证券市场的效率 (SME)	(70)
5	理论模型构建	(101)
	5.1 竞争的加剧有损公司绩效	(101)
	5.2 产品市场竞争与公司绩效:无融资约束的模型	(102)
	5.3 产品市场竞争与公司绩效:面临(债务)融资约束的模型	(106)
	5.4 一个总结:剧烈的竞争有损公司/行业绩效	(125)
	附录 A-1	(128)
	附录 A-2	(128)