



经济管理学术文库·经济类

公司治理环境、产品市场竞争与 股票特质性波动

Corporate Governance Environment, Product
Market Competition and Stock
Idiosyncratic Volatility

吴昊旻 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

国家自然科学基金项目 (71262006)
中国博士后科学基金面上—等资助项目 (2014M560822)
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



经济管理学术文库·经济类

公司治理环境、产品市场竞争与 股票特质性波动

Corporate Governance Environment, Product
Market Competition and Stock
Idiosyncratic Volatility

吴昊旻 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理环境、产品市场竞争与股票特质性波动/吴昊旻著. —北京: 经济管理出版社, 2017. 12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 5574 - 0

I. ①公… II. ①吴… III. ①公司—企业管理—产品管理—影响—股票市场—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 314007 号

组稿编辑: 曹 靖

责任编辑: 杨国强 张瑞军

责任印制: 司东翔

责任校对: 张晓燕

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 8.25

字 数: 152 千字

版 次: 2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 5574 - 0

定 价: 58.00 元



· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前言

国内外诸多研究表明，产品市场的激烈竞争会加剧公司的特质性回报波动（IR），并导致其与回报的普遍背离。本书基于产品市场竞争（PMC）的中宏观视角，在“竞争—风险”关联中首次纳入公司治理（环境）考量，以中国工业企业及沪深 A 股上市公司 2000 ~ 2013 年数据为样本，从公司微观治理机制（包括股权/控制权结构、公司内部的整体治理水平 CGI）及其所在的中宏观治理环境（行业的国有股比重 ROG、市场化程度）两大层面，纵深考察“治理—竞争—波动”关联。

本书研究发现：中国资本市场的特质性风险已处于较高水平，且具有明显的阶段波动特征；产品市场竞争与特质性波动呈显著的非线性关系（倒 U 形），产品市场的适度竞争（行业结构相对集中、公司市场势力更为显著时）能有效缓解特质性波动；弱化的公司治理（环境）在加剧竞争的同时，还会加剧特质性回报波动，特别是在国有股比重（ROG）更大的行业，其回报波动更为显著，我国以国企为主体的上市公司间竞争以及以国有经济为主导的行业竞争格局“畸形”依旧；成长性差异是影响“竞争—风险”关系及其治理的重要环境因素，在政府更倾向于优先支持“国字号、规模大、势力强、成长快、技术新”特征企业的“理性”偏好背景之下，高成长性（机会）成为国企巩固其已有优势的更有利基础（相对于民企）；更好的公司治理（环境）能够有效抑制市场的过度竞争及其引致的显著特质性波动（即会弱化“竞争—风险”正相关关系），进而有效提升产品市场竞争的质量或效率（可为 PMC 设置“效率边界”，以使竞争效率不至于“倒 U 形”递减）。

本书的研究不仅为市场的过度竞争及其引致的特质性回报波动的有效治理提供了经验证据，同时也从产品市场竞争的中宏观视角“重申”了国企的“双重



效率损失”（国企的日益做大，“双向加剧”了行业的行政性垄断与无序竞争，进而引致显著的特质性波动），为中国行业“双低并存”的畸形竞争格局以及各行业“国企独大”的双重危害提供了基于产品市场竞争（PMC）之传导路径的可信解释。

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与问题提出	1
1.2 主要研究结论	3
1.3 主要研究贡献与启示	4
1.4 研究的结构安排	5
第 2 章 相关研究	6
2.1 “PMC—风险”关联	6
2.2 “竞争—治理”的效率互动	8
2.3 “治理—风险”关联	9
第 3 章 理论模型：产品市场的激烈竞争有损公司绩效	11
3.1 产品市场竞争与公司绩效：理想模型	12
3.2 产品市场竞争与公司绩效：考虑（债务） 融资约束的一个拓展的现实模型	14
3.3 激烈的产品市场竞争有损公司/行业绩效	28
第 4 章 制度背景、理论分析与研究假说	31
4.1 低效的竞争源于弱化的公司治理（环境）	32
4.2 高成长压力：竞争加剧效应与治理优化效应	35
4.3 更好的公司治理（环境）可以为竞争设置一个“效率边界”	36

第5章 研究设计	41
5.1 样本与数据	41
5.2 变量设置	42
第6章 实证结果分析	45
6.1 描述性统计分析	45
6.2 多元回归分析	55
第7章 研究结论与启示	72
7.1 研究结论	72
7.2 研究启示与政策建议	73
附 录	76
产品市场竞争、成长性与股票特质性波动 ——基于中国上市公司的经验证据	78
由《乡土与城邦》反思现代学术研究的取向	108
参考文献	117

第1章 绪 论

1.1 研究背景与问题提出

关于股票特质性风险 (Idiosyncratic Risk) 或其回报波动 (Idiosyncratic Volatility) 的研究一直是现代公司财务的经典命题。特质性风险可以作为股票回报中的公司特征性信息或股价信息含量、资本配置效率、投资决策质量乃至资本市场效率水平以及公司治理环境好坏的一个有效度量 (Durnev et al., 2004a, 2004b; Ferreira and Laux, 2007)。国外诸多研究表明, 欧美发达资本市场上的股票特质性风险在近几十年来均呈显著增加的趋势^①, 而其典型的经济后果是公司产品市场竞争 (PMC) 业绩与其股票市场绩效的关联性下滑 (Gaspar and Massa, 2006; Brown and Kapadia, 2007; Peress, 2010; Giroud and Mueller, 2011); 而且, 世界范围内普遍存在着高特质性波动公司具有更低回报的异常现象 (Ang et al.,

① 长期看, 特质性风险的变化趋势存在时期差异也是“自然现象” (Pástor and Stambaugh, 2012)。Brockman 和 Yan (2006) 基于 1926 ~ 1962 年近 40 年保留样本的重新检验发现: 特质性波动呈显著下降趋势, 平均特质性波动与市场超额回报间并无显著关联, 但特质性波动与横截面股票收益率之间仍呈非常显著的反比关系。Brandt 等 (2010) 的研究亦显示, 2003 年的特质性风险又回至 20 世纪 90 年代前的水平, 而 Campbell 等 (2001) 所谓的增加趋势以及随后的反转多集中在那些股价较低和散户居多的公司, 这说明 20 世纪 90 年代特质性风险的增加并非持续的时间趋势, 而可能只是一种突发现象, 至少部分与散户投资者交易有关。而 Thesmar 和 Thoenig (2009) 的均衡模型和实证检验甚至指出: 是资本市场参与度及国际资本市场整合度的增加, 使公众公司和私企的特质性风险呈相反变化趋势, 而产品市场规模及其竞争程度、上市公司比重、总波动的下降等相对静态的变化并不能完全解释这种趋势。



2009; Fu, 2009; Dasgupta et al., 2011; Panousi and Papanikolaou, 2012; Grullon et al., 2012)。这两种显著的趋势已日益引起学界重视, 不一而同, 更多的学者将其归咎于产品市场上日趋剧烈的竞争。吴昊旻等(2012)的研究发现, 中国上市公司特质性风险水平虽然较低但其增加趋势显著, 特质性风险与其(过高的)市场风险明显相“背离”, 中国资本市场的投机市或政策市特征依然明显。

公司治理是影响股票特质性风险的重要环境因素, 更好的公司治理往往对应着适度较高的特质性风险和更活跃的(知情)交易, 股价中更多的公司特征性信息能促进更高效的公司投资。各国普遍存在的低回报与更高特质性波动显著关联的结果, 意味着许多更广且不易分散的因素在背后起作用。所以, 对于特质性风险变化及其内涵的考察, 还应扩及到经济环境变迁与制度背景差异的更深层面, 即须在公司所处的治理环境中寻求新的解释。代理问题对于公司/行业的竞争政策、创新与增长及其绩效具有广泛重要影响, 考察股票回报的任何系统性影响因素, 须将投资者预期或信息与公司治理规则相关联。企业微观层面的代理冲突具有其显著的制度渊源, 缓解代理问题及其引致的消极后果, 须从完善公司微观治理机制及其所在的治理环境两方面着手(吴昊旻和王华, 2010)。上述关于“治理—风险”与“PMC—风险”的基本证据与国内外制度环境尤其是公司竞争绩效和资本市场效率水平的现实差异、经验研究以及新政取向相吻合。那么, 中国总体向好但仍相对滞后的公司治理(环境)是不是导致特质性风险水平“过低”及其与市场风险明显相“背离”的原因? 竞争促进了信息的充分流动进而又推升了特质性风险水平, 但日趋激烈的竞争可能加剧风险与回报的日益背离, 那么, 更好的公司治理(环境)是否能有效缓解产品市场竞争过度引致的负面效应, 进而为竞争设定一个“效率边界”? 中国高成长背景下的产品市场竞争又是否已经真的“过度”?

日益重视和推动经济增长方式战略性调整和产业结构转型升级, 已成为新时期中国经济持续健康发展的必然选择。结合中国资本市场 20 多年的发展历程以及当前的经济形势, 尤其是自 2010 年起中共中央明确并继续将“稳增长、调结构、增质量、重效益”作为中国今后经济工作的重心, 强调“要充分利用国际金融危机形成的倒逼机制, 把化解产能过剩矛盾作为工作重点”、通过“着力增强创新驱动发展新动力”等战略举措“加快调整产业结构, 提高产业整体素质”, 进而“实现尊重经济规律、有质量、有效益、可持续的发展”。高质量的竞争始终是创新、增长和经济绩效的最有效驱动力量, 产品市场竞争具有显著的



公司治理效应，而公司治理环境的改善无疑能促进更高质量的竞争。在此背景之下，受产业组织和市场结构理论等多维视角及其最新研究启发，本书拟围绕上述研究关切及其现实背景，基于产品市场竞争的中宏观视角，并在“PMC—风险”关联中首次纳入公司治理（环境）考量，为产品市场竞争的加剧及其引致的显著特质性波动的有效治理提供经验证据和可信解释。这不仅有助于整合“PMC—风险”与“治理—风险”关联视角的相关研究及其解释分歧，亦有助于从治理环境的“宏大或系统完善处”着眼持续推进产品市场竞争的质量或效率，同时又能从股票特质性风险的“小”视角“反观”中国资本市场乃至公司治理环境的效率水平，故具有重要的理论及应用价值。

1.2 主要研究结论

本书基于 2000 ~ 2013 年中国工业企业及沪深 A 股上市公司样本，实证检验公司治理环境如何影响“竞争—风险”关联，研究表明，中国上市公司的特质性风险已处于较高水平，且具有明显的阶段性波动特征；“竞争—风险”呈显著的非线性关系（倒 U 形），即适度的产品市场竞争（行业结构相对集中、公司市场势力更为显著时）能有效缓解特质性波动；弱化的公司治理（环境）在加剧产品市场竞争的同时，还会加剧特质性波动，特别是在国有股比重（ROG）更大的行业，其波动更为显著；成长性差异是影响“竞争—风险”关系及其治理的重要环境因素，在政府更倾向于优先支持“国字号、规模大、势力强、成长快、技术新”特征企业的“理性”偏好背景之下，高成长性（机会）成为国企巩固其已有优势的更有利基础（相对于民企）；更好的公司治理（环境）能够有效抑制产品市场的过度竞争及其引致的显著特质性波动，有助于提升产品市场竞争的质量或效率。



1.3 主要研究贡献与启示

本书的主要贡献体现在：

其一，从产品市场竞争（PMC）的中宏观视角关注股票特质性风险，为中国公司特质性风险的变化、内涵及其经济后果提供了来自全行业样本的经验证据。

其二，在“PMC—风险”关联中首次纳入公司治理（环境）考量，在公司治理环境的宏微观层面纵深而系统地考察“PMC—风险”正向关联的起因及其有效治理，提出良好的治理环境能够为产品市场竞争设定一个“效率边界”，使竞争和风险均回归其适度或效率水平，使竞争效率不至于“倒U形”递减，这符合西方发达市场经济国家的市场化治理路径。

其三，在 Gaspar 和 Massa（2006）等研究基础上，进一步发现了“PMC—风险”的非线性关联（倒U形），这为着力提升产品市场竞争质量即保持市场的适度竞争何以能有效缓解特质性波动（IR）提供了进一步证据。

其四，有别于刘瑞明和石磊（2010）、于良春和张伟（2010）等基于经济增长和行业行政性垄断视角的研究，本书从产品市场竞争的中宏观视角——并将高成长性作为影响竞争和治理的重要背景，“重申”了国企的“双重效率损失”，即各行业的“国企独大”不仅会通过强化垄断而导致福利损失，而且也会通过加剧竞争而误导资源配置，使竞争日益背离其市场化轨道，这为中国上市公司所在行业低效竞争与低效垄断“双低并存”的竞争格局，以及广大民企竞争实力持续弱化的现象提供了可信解释，同时也为刘瑞明和石磊（2010）等关于国企“双重效率损失”的渊源提供了基于产品市场竞争（PMC）的可信传导路径，为中国通过国企有效治理进而系统优化其产品市场竞争格局、推进产业结构的转型升级等提供了新的经验启示。



1.4 研究的结构安排

本书研究共分为7章，具体的结构安排如下：第1章为绪论；第2章为相关研究综述；第3章为理论模型构建；第4章为制度背景、理论分析与研究假设；第5章为实证研究设计；第6章为实证分析与稳健性检验；第7章为研究结论、研究启示与政策建议。

第2章 相关研究

自20世纪60年代中期以后,西方经济学界对于(新)凯恩斯主义(坚持政府干预经济)和新古典宏观经济学(奉行自由市场经济)的各自追捧和共同反思几乎是并行的,但由市场竞争主导经济发展的“金科玉律”已然定型^①,至20世纪80年代中期经济全球化趋势的形成和深化,各国及其跨国公司之间的竞争已日益激烈,国际竞争的传导与渗透,“配合着”各国尤其是新兴/转轨经济国家国内市场的激烈竞争及其高成长背景以及金融危机的频发等“有利/不利”的环境因素,在此背景之下,诸多研究开始集中关注产品市场竞争何以加剧及其显著经济后果的成因,同时亦开始寻求“政策依赖之外”的市场化治理路径。

2.1 “PMC—风险”天联

关于竞争结构与效率的关系, Demsetz (1973) 等早期经典研究指出,效率的高低或是否取得竞争优势才是衡量行业结构优劣的关键,不能只看其表面是竞争的或是集中的,过于分散的竞争有损效率,集中与分散的行业市场结构引致的(财务)政策高效率都是“有条件的”,如可能还要考虑规模等影响。Demsetz (1973) 通过分析和检验,进而提出如下质疑:诸如分散化或反并购的政策,是否也会因此导致更低的效率?上述质疑已陆续被一系列研究和实践所证实。

^① 虽然20世纪90年代中后期的亚洲金融危机尤其是2008年的世界金融危机促使“竞争 or 干预”的反思出现短暂的反复,但由市场主导资源配置的原则仍未动摇,我国新时期着重于转变经济发展方式和优化产业结构的战略总基调也同样坚持和深化市场主导原则。



Morck 等 (2000)、Campbell 等 (2001) 等关于美国因全球化和放松管制而导致的激烈竞争背景下的股票特质性波动大增的经验结果以及 Gaspar 和 Massa (2006)、Irvine 和 Pontiff (2009)、Peress (2010) 及 Kale (2011) 等直接关注“PMC—风险”关联的最新研究均表明:正是激烈的竞争弱化了股价的信息含量,并因此导致股票特质性风险或其回报波动的显著增加和更差的事后收益;显著的公司市场势力或适度集中的行业结构即不完全竞争的产品市场有助于缓解公司股票市场的低效率。因权益融资成本降低 (Fama and French, 2004) 和行业管制放松等市场因素或政策背景引致的各行业公司“数量和质量”的显著变化——即更多弱小 (Campbell et al., 2001; Bali et al., 2005; Fama et al., French, 2004, 2012; Chod et al., Lyandres, 2011) 或更具风险 (Brown et al., Kapadia, 2007; Lowry et al., 2010) 的新公司的迅速及大量上市——可能是导致行业竞争结构变迁的直接原因。产品市场与股票市场因其竞争互动,故其对于公司价值的影响效应亦必密切关联。这些研究成果首次建立起公司产品市场竞争与其股票市场的效率关联路径,并使之日益成为未来公司财务研究 (如资产定价等) 的一个新兴趋势^①。沿着上述路径并将行业竞争结构作为外生驱动因素,吴昊旻等 (2012) 首次基于产品市场竞争视角考察中国特质性风险显著增加的成因及其内涵,其基于“竞争结构—风险预期—回报波动”关联的理论分析与实证表明:中国上市公司的股票特质性风险——至少近十年来——也呈显著增加趋势,特质性风险与其市场风险的明显“背离”虽国内外皆然,但其背离的“性质”迥异,中国股市的“投机/政策市”特征更为明显;特质性风险的显著增加与产品市场竞争的加剧显著正相关;集中的行业结构与显著的公司市场势力能有效弱化特质性风险,稳定公司回报。与 Demsetz (1973)、Gaspar 和 Massa (2006)、Peress (2010) 等研究一脉相承,吴昊旻等 (2012) 指出的弱化激烈竞争进而缓解特质性波动的结论,其着重在于提升竞争的质量或效率。

^① 吴昊旻等 (2012) 将其概括为 PMC 之“内生互动影响” (包括“小公司”“新公司”“基本现金流波动”及“信息—风险”四类效应) 和“外生独立效应” (包括信息传播、自然保值和创新激励三种路径)。



2.2 “竞争—治理”的效率互动

可以说,上述基于“PMC—风险”关联的研究较好地解释了股票特质性波动的变化、成因及其内涵,并指出应保持产品市场的适度竞争以缓解股票风险与其回报的显著背离等负面经济后果。然而,这些研究并未就低效竞争(竞争失度)的“有效治理”提供清晰答案,且多诉诸(政府)政策推动的层面,并未就“政策之外”^①的市场化治理路径提供系统深入结论,故只能算作一种不完整的解释。产品市场竞争很早就被经济学家认为是一种重要的公司治理机制,而这一机制正日益受到国内外学界的高度重视。Ferreira 和 Laux (2007)等考察“治理—风险”关联的研究以及 Giroud 和 Mueller (2010, 2011)等关于公司治理、产品市场竞争与权益价格的相关成果,为后续关于产品市场竞争、公司治理(环境)与特质性风险的纵深研究,提供了颇有价值的启示。由上文“PMC—风险”关联以及下文“治理—风险”视角和“PMC—治理”互动效应的相关研究可见,在有效提升股价信息含量、缓解风险与回报的显著背离进而持续提升公司间竞争质量及其绩效方面,优化行业的竞争结构和培育公司显著的市场势力或竞争优势,实际上与完善公司治理“殊途同归”,保持适度竞争以使其发挥更高的效率(即为竞争设定一个“效率边界”),还须依赖公司治理环境的改善。

产品市场竞争具有显著的公司治理效应,能有效改进行业的信息披露并提高违约的概率(Guadalupe and Pérez - González, 2010),这有效抑制了管理层懈怠(Gompers et al., 2003; Giroud and Mueller, 2010),企业生产率、产品市场竞争与各种公司治理机制显著正相关(Jens et al., 2005)。经济学家通常认为管理层懈怠是非竞争行业中企业的首要问题,这意味着相对于非竞争行业,竞争行业中的企业可能从更好的公司治理中受益较少,因为竞争压力的缺乏无法有效约束管理层。与此相一致, Giroud 和 Mueller (2010, 2011)研究发现:弱的公司治理

^① 政策力量的结果并非一定助长政府干预(“政策之道”)或推动市场化的治理路径(“治理之道”),故要看其更容易倾向于哪一边。相对于弱化管制、放松准入及降低融资门槛等政府依赖倾向,这里的“政策之外”是指不单纯依赖政府政策或非政府主导的、符合市场化或“制度主义”演进逻辑的治理优化路径,也即淡化政府干预的市场化治理模式。



确实会导致更低的权益回报、更差的经营业绩以及更低的企业价值,但仅表现在非竞争行业(南开大学公司治理评价课题组,2010);究其原因在于,非竞争行业中公司治理弱化的企业其劳动生产率较低、投入成本更高或实施了更多有损公司价值的收购。这与 Guadalupe 和 Pérez - González (2010) 关于产品市场竞争与控制权私利(PBC)的负向关联在集中行业和弱法治国家更为显著的结论一致。因此,推进公司治理的相关政策应努力更多关注行业竞争结构的优化调整,特别是应在放松行政管制、抑制过度垄断以及加强法律保护等方面着力提升行业的竞争质量或效率(Cremers et al., 2009; 于良春等, 2010; 孙早和王文, 2011)^①,这也是中国自2009年起进一步明确强调和保持“调结构、增质量、重效益”的宏观经济政策总基调的经济实质所在。

2.3 “治理—风险” 关联

Ferreira 和 Laux (2007) 关注公司治理安排与知情交易的互动何以影响股价信息含量,其核心结果及其“交易关联”和“信息流”解释补充了 Jin 和 Myers (2006)、Durnev 等 (2004a) 等的研究。与 Cremers 等 (2005, 2009) 等研究一致, Ferreira 和 Laux (2007) 的研究表明,公司治理的某些特定方面如反接管条款——遥承并验证了 Demsetz (1973) 的质疑,与特质性风险度量的股价中的公司特征性信息含量显著负相关,他们将之解释为,开放的控制权市场下更强的投资者法律保护降低了公司内部人(控制性股东和管理层)侵占其外部投资者的可能性,此时,外部投资者权益将被支持或鼓励,故更少的接管限制促进了私有信息的收集和传播(动机)与外部投资者的(知情)交易。据此逻辑,更少的接管限制对于投资决策以及管理层激励等亦有其积极意义。因为有效的资本预算是优秀公司治理的反映,适度的特质性风险与投资决策质量的显著正相关(Dur-

^① 投资者保护与公司绩效的正向关系并非单调不变。考虑到更强的股东权利(尤其是大股东)会阻碍并购或接管的发生,故可能有损企业绩效。Cremers 等 (2005) 基于客户视角将股东权利、行业竞争结构与绩效相关联的研究表明,弱的股东权利更有利于竞争并能增进绩效,而这种关系在拥有更强股东权利的更集中行业(客户关系更长期)中更为显著,弱股权利引致更差公司绩效的结果仅出现在非竞争行业。



nev et al., 2004a), 实际上代表着公司治理与投资质量间的基本经济关系, 而接管限制会巩固当前的管控, 从而为低效的投资决策提供保障。通过将“治理—风险”关联纳入公司特质性风险与其投资决策质量关系的考察, Ferreira 和 Laux (2007) 的研究结果强化了特质性风险作为股价信息含量的度量指标的解释力。企业的投资决策及其效率与管理层行为直接关联, 给予管理层更多激励以促进其更大努力的同时, 也使管理层面临更高的风险, 故激励 (治理)、投资、风险确实需要“两两权衡” (Décamps et al., 2011)。Panousi 和 Papanikolaou (2012) 的研究关注了投资、特质性风险与所有权的关系, 发现管理层的“风险观” (受其持股差异影响) 显著影响“投资—风险”敏感性, 管理层的风险厌恶导致了“风险—投资”的负相关, 从而引致投资不足, 且此负向关联在管理层持有更多 (内部) 股份的公司中更为显著; 而当管理层拥有期权而非股份以及机构投资者比重更多时, 管理层风险厌恶的这种负面效应则会弱化。

股价效率依赖于私有信息的获取成本及其精确程度 (Morck et al., 2000; Durnev et al., 2004b; Peress, 2010)。相对于分散的中小股东, 大股东或机构投资者在私有信息获取成本及精确性方面具有明显优势, 而这种信息优势主要体现为股票回报中的公司特征性信息含量 (Piotroski and Roulstone, 2004; Foucault et al., 2011; Dasgupta et al., 2011)。已有研究证实: 大股东持股会增加特质性波动和知情交易的概率, 并缓解股票回报的同步性, 且该结果适用于公司内部和外部的的大股东 (Brockman and Yan, 2009; Jens et al., 2005); 而 Ferreira 和 Laux (2007) 还发现“治理—风险”关联在那些更易被机构投资者密集交易 (便于风险套利) 的公司中体现得更为显著, 控制权市场的开放与机构投资者知情交易的互动, 在精确性和及时性方面影响着股价信息含量。然而, 按照 Ferreira 和 Laux (2007) 的逻辑, 大股东及机构投资者持股比例的增加又可能同时强化接管限制。可见, 股权结构在塑造企业的信息环境方面具有重要影响, 大股东或机构投资者对于公司治理及回报波动的影响, 还须结合市场竞争、行业结构等治理环境及其动态变迁, 这与 Giroud 和 Mueller (2010, 2011)、Guadalupe 和 Pérez - González (2010) 等关于“PMC—治理”互动及其对股票回报的分别或叠加效应的相关研究一脉相承。关于特质性风险的动因、内涵及其经济后果的纵深研究, 必须综合考量产品市场竞争动态以及公司治理环境差异的影响。