

公司特质风险研究

——基于中国股票市场的视角

花冯涛◎著



安徽师范大学出版社

国家社科基金青年项目

“基于信息不确定性视角下的中国股票市场公司特质风险研究”
(13CGL026) 成果之一

公司特质风险研究

——基于中国股票市场的视角

花冯涛◎著



安徽师范大学出版社

· 芜湖 ·

图书在版编目(CIP)数据

公司特质风险研究:基于中国股票市场的视角 / 花冯涛著. — 芜湖:安徽师范大学出版社, 2018.2

ISBN 978-7-5676-3378-0

I. ①公… II. ①花… III. ①公司 - 风险管理 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第034774号

公司特质风险研究——基于中国股票市场的视角

GONGSI TEZHI FENGXIAN YANJIU

——JIYU ZHONGGUO GUPIAO SHICHANG DE SHIJIAO

花冯涛◎著

责任编辑:王一澜

装帧设计:任 彤

出版发行:安徽师范大学出版社

芜湖市九华南路189号安徽师范大学花津校区

网 址:<http://www.ahnupress.com/>

发 行 部:0553-3883578 5910327 5910310(传真)

印 刷:虎彩印艺股份有限公司

版 次:2018年2月第1版

印 次:2018年2月第1次印刷

规 格:700 mm × 1000 mm 1/16

印 张:12.25

字 数:218千字

书 号:ISBN 978-7-5676-3378-0

定 价:42.80元

如发现印制质量问题,影响阅读,请与发行部联系调换。

作者简介

花冯涛，博士，安徽师范大学经济管理学院副教授。主持国家社科基金青年项目一项，发表学术论文六篇。

目 录

第一章 导 论 / 001

第一节 研究背景与问题的提出 / 002

一、研究背景 / 002

二、研究问题的提出 / 003

第二节 研究思路和技术路线 / 006

一、研究思路 / 006

二、技术路线 / 008

第二章 公司特质风险研究的理论基础与中国股票市场制度建设背景 / 010

第一节 公司特质风险概述 / 010

一、公司特质风险的概念 / 010

二、公司特质风险与资本市场发展 / 012

三、公司特质风险的信息内涵 / 013

四、公司特质风险定价行为与影响因素 / 015

第二节 公司特质风险研究的相关理论 / 033

一、有效市场假说理论 / 034

二、股票价格的形成机制——基于信息和“噪声”的角度 / 035

三、公司治理机制 / 038

四、机构投资者行为 / 039

五、行为金融学 / 042

第三节 中国股票市场制度建设背景 / 045

一、上市企业信息披露质量现状 / 047

二、投资者群体发展现状 / 048

三、公司治理结构现状 / 049

第三章 公司特质风险测度与特征分析 / 051

第一节 公司特质风险测度方法的构建 / 051

一、公司特质风险测度方法的文献回顾 / 051

二、非资产定价模型测度法 / 059

第二节 个股波动特征分析 / 062

一、统计结果描述 / 062

二、各层面波动的趋势分析 / 068

三、公司特质波动特征分析 / 074

第三节 公司特质风险的定价性质分析 / 079

一、理论模型与数据选择 / 079

二、检验结果与研究结论分析 / 082

第四章 公司特质风险与会计信息质量的相关性研究 / 086

第一节 理论分析与研究假设 / 086

一、理论分析 / 086

二、研究假设 / 089

第二节 研究设计与实证分析 / 093

一、研究设计 / 093

二、实证分析 / 100

第五章 股权集中度、产品市场竞争与公司特质风险的相关性研究 / 110

第一节 理论分析与研究假设 / 110

一、理论分析 / 111

二、研究假设 / 112

第二节 研究设计与实证分析 / 116

一、研究设计 / 116

二、实证分析 / 118

第六章 公司特质风险与机构投资者的相关性研究 / 129

第一节 理论分析与研究假设 / 129

一、理论分析 / 129

二、研究假设 / 132

第二节 研究设计与实证分析 / 133

一、研究设计 / 133

二、实证分析 / 135

第七章 公司特质风险与宏观经济稳定的相关性检验 / 142

第一节 理论分析与研究假设 / 142

一、理论分析 / 142

二、研究假设 / 147

第二节 研究设计与实证分析 / 150

一、研究设计 / 150

二、实证分析 / 155

第八章 真实盈余管理和环境不确定性 / 156

第一节 理论分析与研究假设 / 156

一、理论分析 / 156

二、研究假设 / 157

第二节 研究设计与实证分析 / 161

一、研究设计 / 161

二、实证分析 / 166

第九章 研究回顾与政策建议 / 177

第一节 研究回顾 / 177

第二节 政策建议 / 180

一、强化投资者保护意识 / 180

二、强化信息披露机制建设,完善公司治理机制 / 183

三、逐渐培育和发展成熟的机构投资者群体 / 186

主要参考文献 / 187

第一章 导 论

2008年美国次贷危机引发的国际金融危机,对世界范围的资本市场形成了剧烈的冲击,使各国意识到对金融市场监管调控的重要性。一般认为,系统风险是导致股票市场波动的主要因素,但这次危机后,人们渐渐意识到公司特质风险对于资本场所形成的冲击同样不容忽视,公司特质风险逐渐成为资产价格波动的重要组成部分和风险来源。Campbell等人以欧美发达国家证券市场为研究对象,运用资本资产定价模型(CAPM)模型,将股价波动按照市场、行业和公司三个层面分解为市场层面波动、行业层面波动和公司特质波动,发现前两者在1962—1997年的30多年间相对平稳,但公司特质波动却呈现出明显的上升趋势,并成为个股波动的主要构成部分。这一现象被称之为“特质风险”现象。同时,其他学者也发现特质波动的上升趋势对于公司的股利政策行为、公司投融资行为乃至整个宏观经济稳定存在显著的影响。另一方面,公司特质风险与市场收益、公司特质风险与个股收益在横截面上均存在显著的相关性,这与传统的金融学理论相违背。所以,有关公司特质风险的研究引起了学者广泛的关注,并成为金融学界的新兴研究领域。

目前,国内学者针对公司特质风险的研究刚刚起步,涉及公司特质风险定价、公司特质风险的影响机制,笔者通过搜集文献发现,除去笔者的成果以外,直接涉及公司特质风险的研究中,博士论文仅两篇,CSSCI级别期刊论文10篇,所以,有关公司特质风险的研究基础较为薄弱。根据传统微观金融理论,公司特质风险被完全分散掉,只有系统风险才能定价,但根据已有的文献研究结论,由于投资额限制、市场分割、投资者非理性等因素,公司特质风险实际上难以被分散掉,存在定价因素,同时对公司的经营行为乃至市场行为产生显著的影响。因此,有关公司特质风险的研究,有助于将研究视角从系统风险转移到非系统风险,对于认识股价波动的形成机制和影响因素、完善金融市场风险管理理论和发展资产定价理论具有重要作用。公司特质风险的信息内涵,是“股价信息含量”,还是“异质噪声”,一直以来存在争论,而对公司特质风险的影响因素研究有助于公司特质风险与市场信息环境的关系的分析。在金融市场实务方面,本研究有助于掌握证券市场波动的基

本规律,有助于了解证券市场发展成熟度和制度建设的完善程度,有助于改善投资者结构,培育成熟的投资群体,改善市场信息环境。本研究以中国股票市场深沪A股为研究对象,在分析公司特质风险特征规律的基础上,分析其影响因素和形成机制以及其经济后果,具有重要的理论意义和现实价值。

第一节 研究背景与问题的提出

一、研究背景

上海证券交易所和深圳证券交易所分别于1990年12月和1991年7月成立。20多年来,尽管经历波折,但无论规模还是种类,证券市场的发展速度超乎世人想象。证券市场成立之初,上市公司只有13家^①,截至2016年年底,深沪两市的上市公司总数3 052家、股票种类达到3 134家、总市值接近56万亿。在产品种类上,逐渐形成股票、基金、企业债券、国债等多种资产证券,为繁荣资本市场和国民经济发展起到了巨大的作用。但作为发展中的资本市场,我国股票市场无论在投资者结构、市场信息环境、上市公司质量等方面,与发达资本市场存在较大差异,具有典型的“新兴+转轨”特征。

首先,股价波动较为剧烈,远高于发达资本市场,市场投机性较为严重,资产价格经常出现异常波动。从2000年年初到2016年年底,标准普尔500指数的最低值为676.53点,最高值为2 395.96点,后者约为前者的3.54倍;而同期的深证综指的最低值为235.64点,最高值为3 156.96点,后者约为前者的13.4倍。用股价指数标准差来衡量,美国标准普尔500指数在这十几年间的股价波动率达到16.85%,即使波动性较高的纳斯达克指数,其收益波动率也从未超过28%,而上证综指和深证综指的收益波动率均超过70%。其次,我国上市公司盈利质量较低,资本市场泡沫严重。我国资本市场中的股价水平与上市公司的内在价值的偏离程度较大。以市盈率作为考察指标,从2000年至2015年,深沪A股的平均市盈率倍数超过30倍,而同时期的纽交所的市盈率倍数仅为18.24倍,香港联交所市盈率倍数仅为13.22倍,这说明我国上市公司的整体估值偏高。到目前为止,世界市值前十名的公司中有五家是我国内地企业。最后,市场投机现象严重,股价信息含量低,金融资源配置效率低。根据Morek等人的统计,我国资本市场的股价信息含量在新

^① 上海证券交易所为8只股票,即所谓的“老八股”;深圳证券交易所上市交易的股票数量为5只。

兴市场倒数第四。这无疑削弱了股票价格对公司价值的识别和反馈功能,弱化了股票价格的信号传递机制,使得资本市场运行效率低下。这些特征严重威胁到我国金融市场整体的稳定性和可持续性。

股票市场的基本功能是通过股票价格信号机制实现的。按照传统金融学理论的核心——有效市场假说(EMH)的观点,股价信息尤其是公司层面特质信息是影响股价行为的重要因素。简而言之,股价波动依赖于信息驱动。随着金融实务和理论研究的不断深入,学者发现,市场投资者的“噪声交易”对于股价波动也产生显著的作用。这表明股价波动幅度的大小和股价信息含量的高低受到信息融入效率和“噪声交易”干扰的双重影响,并对于市场效率、市场功能、宏观经济波动产生重要影响。因此,股价波动是金融学研究的重中之重。根据标准金融学的观点,在完美的资本市场中,投资者最终持有的资产都是“市场组合”,包括了证券市场所有的证券种类和按照各自的市值比重构建的资产组合。在此背景下,公司特质风险即非系统风险被完全分散,只有系统风险能够被定价,因此,相关研究多是从系统风险的角度进行的。但标准金融学理论难以解释出现的诸多金融异象,从而使学者的目光逐渐转向非系统风险。Campbell等人研究发现,由于投资金额的限制、市场分割、投资者的非理性、交易成本的高昂,公司特质风险并不能被完全分散掉,并且在个股波动中逐渐居于主要地位,其幅度在较长的时间内呈显著上升趋势,即“特质风险现象”。公司特质风险的长期趋势,引发学者对于其一系列问题的关注。首先,在市场层面,平均公司特质风险与市场风险呈正相关性,这意味着公司特质风险非但不能分散,反而具有一定的定价功能。其次,在个股层面,公司特质风险与个股收益呈显著的负相关性,被学者称之为“特质波动之谜”现象,这对标准金融学理论形成强有力的冲击,以致学者将研究视角转向公司特质风险(非系统风险)。最后,公司特质风险的长期趋势也为资本市场带来显著的经济后果,Durnev等人认为公司特质风险的相对水平提高时,有利于市场资源配置效率的上升;但Panousi和Papanikolaou认为公司特质风险上升时,抑制了公司的投资行为;Portes和Ozenbas利用“金融加速器”原理,通过模拟检验,发现公司特质风险的上升降低了宏观经济的产出波动。基于此,公司特质风险的相关研究,有助于学者和实务界进一步加深对资本市场运行机制的了解和认知。

二、研究问题的提出

Campbell等人提出的“特质风险现象”说明,随着资本市场和经济环境

的变化,公司特质波动相对于市场层面波动和行业层面波动,呈现出不断上升的明显趋势,并成为个股波动的主要因素。因此,公司特质风险已经成为市场投资者和市场监管者不得不面对的风险因素,这种风险因素对于证券市场的发展有诸多影响。Campbell 等人认为,公司特质风险应该纳入资产定价的理论框架之中。随后,学者的研究支持了这一观点,如 Xu 和 Malkiel 发现证券市场的特质风险与市场预期收益间存在正相关性,说明公司特质风险能够被市场收益定价。那么,在中国股票市场上,公司特质风险的趋势特征是否和欧美发达国家市场具有类似性?在中国股票市场上,公司特质风险与市场收益是否具有相关性,能否被市场收益所定价?这是本书研究的第一个问题。

近 20 年来,中国股票市场的发展速度世人皆知,政府政策的干预、制度建设的不完善等因素,使得这个发展中的证券市场有诸多不尽如人意的地方,表现最为明显的是上市公司信息透明度低下,市场信息环境质量恶劣,存在严重的“齐涨同跌”“板块联动”现象,说明证券市场中的股价信息含量较低。那么,公司特质波动与股价信息含量是否存在关系?美国金融学会主席 Black 认为,特质风险的形成既可能与信息有关,也可能与“噪声”有关。这样便形成截然相反的两种理论:一种观点认为公司特质风险是公司层面特质信息通过私有信息套利交易融入股价的结果,是衡量股价信息含量程度的标准,即“股价信息含量说”;另一种观点则认为公司特质风险与公司信息融入股价行为无关,而是由于公司信息质量恶劣,由投机盛行和投资者的“噪声交易”所致,即当市场交易中的“异质噪声”成分上升时,公司特质风险会随之大幅增加,它与“股价信息含量论”反其道而行之。Hong 等人发现,当证券分析师预测分歧愈大、盈余波动越大时,特质风险也会越高。因此,他们认为公司特质风险反映了公司信息不确定性的变化程度。那么,在我国证券市场上,公司特质风险与股价信息含量是否存在内在的必然联系?这是本书研究的第二个问题。

投资者行为对于股价行为具有重要的影响,但不同类型的投资者,即散户和机构投资者在信息搜寻能力和专业判断能力等方面存在本质的差别,导致两者的投资行为截然不同,对股价行为的影响也不同,甚至是截然相反的。Brandt 等人的实证研究发现,在公司特质风险和机构投资者之间存在显著的负相关性,因为机构投资者作为知情交易者,对股价波动存在抑制作用,有助于降低股价波动中存在的“异质噪声”部分。而 Xu 和 Malikel 则提出不同的观点,即机构投资者是推动公司特质风险上升的重要力量。其理论

来源认为,机构持股同样存在“羊群效应”,出于维护声誉、搜寻成本等原因,也存在从众现象。因此,机构持股比例的上升,在一定程度上也会推动股价波动的加剧。那么,在我国股票市场上,机构投资者对于公司特质风险的影响作用是什么?两者的关系是否能够反映出公司特质风险的信息内涵?这是本书要研究的第三个问题。

公司治理水平作为企业制度的组成部分,对公司信息质量存在重要的作用,良好的治理机制有利于股东的知情权、投票权和收益权,改善公司透明度,企业经营信息融入股价的效率显著提高,能真实反映公司未来价值的变化。简而言之,公司治理机制的优化有助于股价信息效率的增进。李增泉的研究结果表明,股权结构安排对股价信息含量产生显著的作用,大股东持股行为、股权制衡度以及股权性质(即国有控股行为)均对股价波动存在显著的作用。袁知柱和鞠晓峰认为,内部治理因素机制的优化改善了公司信息质量,推动股价信息含量上升。蒋海和张博同样认为,产品市场竞争作为有效的外部公司治理手段,同样能够迫使上市公司为了维护自身良好的形象,尽量提高自身的信息披露行为,间接提升了公司信息质量。基于以上文献研究,公司内部治理和外部治理对于公司特质风险存在什么样的影响,其影响机制是什么?这是本书研究的第四个问题。

盈余管理分为两种方式:应计盈余管理和真实盈余管理。前者是基于财务报表的线上盈余操控行为,对公司信息披露的真实性存在直接的影响:盈余管理程度越高,公司透明度越低。众多学者将应计盈余管理看作衡量公司信息质量的重要指标。真实盈余管理是基于企业真实经营行为的线下盈余操控行为,改变了企业的经营轨迹,增加了企业的经营现金流波动性。不论哪种盈余管理方式,都对企业的信息环境产生了负面影响,降低了公开信息传播效率。另一方面,盈余管理程度增加,私有信息套利收益空间增加,刺激了套利效率的上升。从某种意义上讲,盈余管理程度的高低决定着股价融入私有信息程度的高低。但盈余管理对于公司会计信息的影响同样存在方向上的差别,即有正向盈余管理和负向盈余管理之分,两者对于私有信息交易存在一定差别。本书通过正、负盈余管理两种行为,分析私有信息交易对于公司特质风险的影响。我国从2010年开始引入卖空机制,由于市场存在卖空限制,通过其与公司特质波动的相关性分析公司信息质量对于公司特质风险的影响,是本书研究的第五个问题。

公司特质风险从本质上反映了企业经营过程中的“现金流波动”和“资本成本冲击”,两者与环境的不确定性存在密切的联系。Cohen 和林永坚等

认为,较之应计盈余管理,真实盈余管理行为更具迷惑性和隐蔽性,因为管理层根据自身需要,在应计盈余管理和真实盈余管理之间进行相机抉择,使得市场监管面临新的挑战。顾明润发现,无论国内外,真实盈余管理对于公司的未来业绩存在长期的负面效应,降低了公司价值。真实盈余管理行为改变了公司经营现金流,其盈余水平所反映的信息偏离了自身真实的经营状况,影响了财务报告的可靠性。审计人员和公司监管者很难参与真实活动操控行为,这对于公司信息披露和传播效率存在影响。申慧慧等对于环境不确定性和盈余管理行为之间的联系进行深入分析,发现当企业经营环境的不确定性增加时,公司报告盈余波动随之上升,对公司价值存在负面影响,迫使管理者通过盈余管理降低其波动性,但以上研究仅限于应计盈余管理,尚无人对真实盈余管理和环境不确定性之间相关性进行分析。根据Zang的研究,与应计管理不同,真实管理活动通过盈余波动和资本成本变化对公司价值存在长期负面效应。这两个因素同样与环境不确定性密切相关,表明真实盈余管理与环境不确定性之间存在关系,厘清两者间的关系是解释真实盈余管理有关公司价值负面效应的关键所在。这是本书要研究的第六个问题。

基于“股价信息含量论”的观点,公司特质风险由公司特质信息融入股价的行为所驱动,特质风险越高,股价信息含量越丰富,对资本配置具有重要的作用。股价波动通过财富效应和企业投融资渠道效应对宏观经济存在影响。Durnev等人通过研究发现,公司特质波动与资本预算效率之间存在一定相关性。当公司特质波动水平较高时,意味着公司投资决策行为能够及时纳入股价波动之中,这样可以在某种程度上抑制公司管理层投资不足或过度投资的倾向,从而促使资本预算接近市场价值最大化的目标。

以上研究将学者的目光引向一个新的研究领域:公司特质波动的变动趋势是否会影响宏观经济以及如何影响宏观经济?这是本书要研究的第七个问题。

第二节 研究思路和技术路线

一、研究思路

中国股票市场由于上市公司信息质量低下、投资者不成熟等因素导致股价波动频繁,幅度较大,股价信息含量较低,导致股票价格偏离上市公司

内在价值,存在严重的股价偏差。有学者认为股价偏差是由公司特质波动所反映的信息不确定造成的,也有学者认为公司特质波动是反映公司特质信息纳入股价程度的高低,即股价信息含量的多寡。学者普遍认为公司特质波动对于股票市场的信息效率、资源配置效率、宏观经济稳定均具有重要的影响。本书在这样的研究背景下,沿着公司特质风险的信息内涵这条逻辑,通过测度中国股票市场中的公司特质风险,分析公司特质风险的特征、规律、影响因素,研究公司特质风险对于宏观经济稳定的影响机制。

第一,总结国内外学者对于公司特质风险的测度方法,在此基础上对直接分离法和间接分离法的优劣进行分析,并提出新的测度思路和方法。从欧美发达国家股票市场上存在的“特质风险现象”出发,全面了解公司特质风险的行为特征。从上市公司信息环境、投资者行为等对公司特质风险的影响因素进行文献回顾,从公司价值、股利政策等角度分析公司特质风险对于宏观经济稳定的影响,并为本书的进一步研究提供研究思路和研究框架。

第二,以深沪A股市场上上市公司作为研究对象,通过“非资产定价模型分解法”对于中国股票市场的公司特质风险进行测度,运用GARCH模型和滤波分析等手段对于公司特质风险的行为特征和波动特征进行分析。并在此基础上,对于公司特质风险与预期市场收益的关系进行实证。

第三,学者对于公司特质风险到底是由股价信息含量所推动的,还是由信息不确定性所决定的,争论纷纷,观点不一。为了检验其信息内涵的特征,本书从两个方面进行实证检验:一方面,就公司特质风险和上市公司信息质量的关系进行理论假设和实证分析;另一方面,从公司特质风险对于个股超额收益和未预期盈余相关性的影响进行实证分析,观察公司特质风险的变化是否能够影响盈余公告后漂移现象和价格引导盈余能力。

第四,公司特质风险受上市公司信息不确定性影响。作为上市公司信息环境的影响主体,投资者行为与公司特质风险之间存在相关性。本书运用机构投资者持股行为探讨两者间的相关性,以机构投资者持股比例和机构投资者跟随数量作为机构投资者持股行为代理指标,通过单变量和多变量模型对两者进行实证分析。

第五,运用面板回归分析所有权结构、产品市场竞争和公司特质风险之间是否存在相关性,对其影响机制的形成进行实证检验和分析。所有权结构指标选取第一大股东、股权制衡度和国有股权比例三个变量,而产品市场竞争则选用上市公司的主营业务收入比重变量,分别构建与公司特质波动的面板回归模型,构建所有权结构和产品市场竞争的交互项,考察两者对公

司特质风险的联合影响。

第六,将公司特质风险作为衡量环境不确定性的代理指标,构建面板回归模型,考察真实盈余管理对环境不确定性的影响,考察真实盈余管理与公司信息质量的相关性,考察真实管理行为对公开信息传播效率的影响,将公司信息质量和公司特质风险构建交互项,据此考察公司信息质量对于真实盈余管理和环境不确定性之间的关系。

第七,运用结构向量自回归模型,构建动态一般均衡模型,考察公司特质风险变化对我国宏观经济稳定的影响机制,通过构建“非资产定价模型”对我国证券市场公司特质波动进行计算,进而构建特质波动和宏观经济产出波动之间的向量自回归模型。

二、技术路线

本书基于中国股票市场现实的环境和独特的制度背景,实证分析公司特质风险的信息内涵,并在此基础上探讨影响公司特质风险的影响因素。本书主要采用规范研究和实证研究两种方法,以实证研究为主。

(一)规范研究

规范研究是指以特定的价值判断和理论假设作为研究的出发点,根据设定的研究行为标准,针对所研究问题制定相应的分析方法和研究路径,探讨行为标准和理论假设在问题研究中的合理性。本书运用金融学、经济学等相关学科理论,对于公司特质风险的信息内涵、影响因素进行系统分析。

(二)实证研究

实证研究是针对研究问题进行观察、调查,从而获得客观数据和分析材料,并且在对所获资料不断实验、分析的基础上,从个别到一般,归纳出问题的本质属性和一般发展规律。实证研究是在对所获资源的不断深入剖析过程中,对规范研究的理论假定和观点的一种支撑。本书针对公司特质风险的实证研究,主要以我国股票市场中A股上市公司为研究对象,根据A股上市公司的交易数据和财务数据,运用面板回归分析、时间序列分析等计量方法,针对公司特质风险的信息内涵、影响因素进行多种角度的验证并取得相关结果。通过数据和计算方法的变换,确保实证结果具有相当的稳健性。如在公司特质风险的计算过程中,除采用“非资产定价模型”之外,还采用国外已有的间接分离法和直接分离法,以确保公司特质风险的时间趋势以及其影响因素和影响机制具有稳健性。

本研究的技术路线图如下:

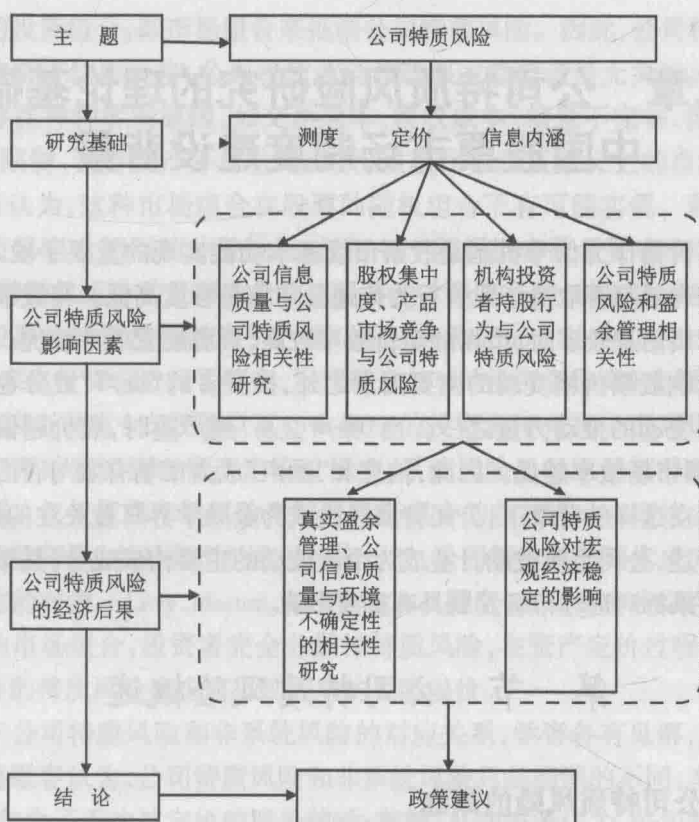


图 1.1 本研究的技术路线