

同济大学经济与管理学院资助出版



新常态下的 中国金融市场发展

吴静娴 等著

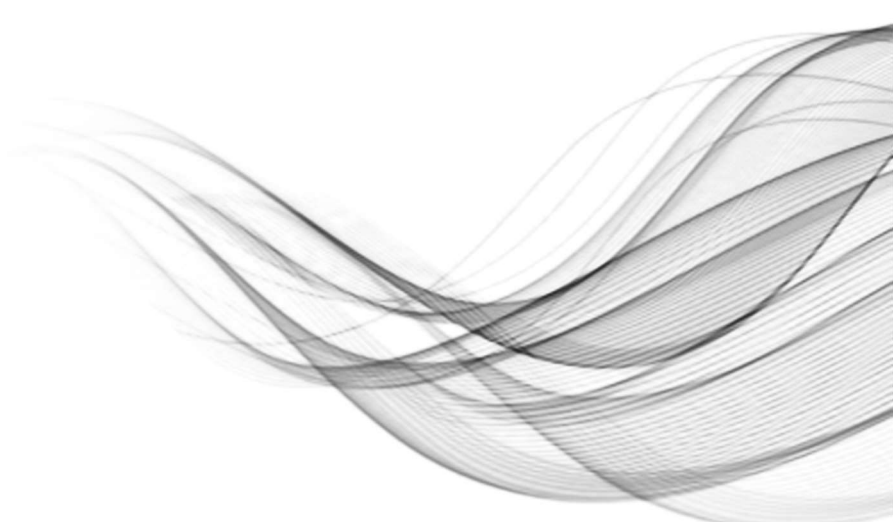


同济大学经济与管理学院资助出版



新常态下的 中国金融市场发展

吴静娴 等著



图书在版编目(CIP)数据

新常态下的中国金融市场发展 / 吴静娴等著. —上海: 同济大学出版社, 2019.1

ISBN 978-7-5608-8355-7

I. ①新… II. ①吴… III. ①金融市场—研究—中国
IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 297916 号

新常态下的中国金融市场发展

吴静娴 等 著

出 品 人 华春荣 策 划 吕 炜 陆克丽霞 责任编辑 熊磊丽 陈红梅
责任校对 徐春莲 封面设计 陈益平

出版发行 同济大学出版社 www.tongjipress.com.cn

(地址:上海市四平路 1239 号 邮编:200092 电话:021-65985622)

经 销 全国各地新华书店、网络书店

排版制作 南京展望文化发展有限公司

印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司

开 本 710 mm×1000 mm 1/16

印 张 13

字 数 260000

版 次 2019 年 1 月第 1 版 2019 年 1 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5608-8355-7

定 价 68.00 元

本书若有印装质量问题, 请向本社发行部调换 版权所有 侵权必究

前言

FOREWORD

中国经济步入新常态发展趋势,金融作为现代经济的核心,是适应我国经济新常态发展的排头兵。在我国“新常态经济”这一大背景下,需要从多维度、新角度分析我国金融市场改革与开放面临的实际问题。本书由几名经济金融领域的研究者共同编写完成,收录了同济大学经济与管理学院学生的最新学术研究成果。从上市企业投融资效率、投资者特征影响金融产品定价和企业投资效率、投资者决策行为的影响因素、人民币国际化与国际货币稳定性等多视角分析中国金融市场改革与开放。

全书由五篇组成,第一篇由同济大学经济与管理学院金融硕士(专业学位)毕业生吴静娴撰写。吴静娴从股权的二重性角度出发,研究机构异质性的内生驱动因素;并借助牛建波的变量设计,针对机构持股波动从时间、行业两个维度进行分类,构建模型基础。对于持股波动较大、持股比例较低的机构,将其划分为交易型,其行为特征隐含了较弱的治理意愿和对短期收益、流动性的偏好,看重股权的收益性,难以约束非效率投资;反之则为稳定型机构,较小的持股波动表明其重视长期投资、价值投资,较大的持股比例存在流动性风险,限制了短期操作的可能性,只能通过发挥股权的支配性实现获利,反而能够约束非效率投资。在实证分析部分,她选取了2010—2015年中国A股民营制造企业为样本,借鉴Richardson模型度量非效率投资,在此基

础上验证了机构持股抑制企业非效率投资和机构异质性治理效应不同的研究假设。研究结论表明：机构整体与非效率投资显著负相关，其中稳定型机构充分发挥了治理效应，而交易型机构的治理效应不明显。

第二篇由同济大学经济与管理学院金融硕士(专业学位)毕业生朱丽蓉撰写。朱丽蓉利用 DEA 模型,实证分析了新三板创新层与基础层企业定向增发的融资效率研究。她选取了在分层落地前后均有进行过定向增发融资的 80 家创新层企业和 79 家基础层企业作为研究样本,对我国新三板市场的整体融资现状、创新层与基础层不同层级企业的融资效率差异、不同行业间的纯技术效率、规模效率、技术效率差异以及在分层推行前后企业融资效率发生的变化进行了实证研究。研究发现：① 新三板市场近些年总体融资效率低下,大量企业处于融资纯技术效率与规模效率非有效的状态,并且各个行业间的融资效率也存在较大差异；② 进一步横向比较不同层级间企业的融资效率,可以发现创新层企业的整体融资效率要高于基础层企业；③ 纵向比较来看,2016 年实施分层管理后,新三板市场整体融资效率较 2015 年有所下降；④ 从投入角度进行了 DEA 非有效分析,发现新三板创新层与基础层的资产负债率冗余量均值、财务费用冗余量均值都显著非零,表明其实际投入量相比最优投入有较严重的偏离,这些都在一定程度上降低了新三板企业的融资效率。

第三篇由同济大学经济与管理学院金融学专业毕业生郑莹撰写。郑莹运用拟合优度指标和 DCC-MGARCH 模型,以沪深股市 2006—2015 年的数据为样本进行研究,发现股票名称反映的行业信息会影响到股票与行业的同步性。这种影响表现在股票名称反映股票所在行业的信息会增强其与所在行业的同步性,反映其他行业的信息会降低其与所在行业的同步性。但是,名称与非所在行业的相似性并不能显著导致股价与该非所在行业同步性的提高。为此,上市公司在股票名称中反映行业信息有助于其引起关注行业层面消息的投资者的关注,使得其股价紧随行业趋势。

第四篇由同济大学经济与管理学院金融学专业毕业生曹梦雪撰写。曹梦雪研究了人民币国际化对国际货币稳定性的影响。通过建立动态面板数据回归模型,对美元、英镑、日元和欧元作为主要国际外汇储备货币所受的影响因素进行

了实证研究,证实影响国际储备货币的主要因素有经济规模、贸易重要性、币值稳定性、金融市场发达程度和历史惯性。同时预测了2025年在不同情景下人民币占国际外汇储备份额的大小以及人民币加入国际储备货币体系对该结构稳定性的影响,预测结果表明,如果人民币作为主要国际货币加入国际储备货币体系,其所占外汇储备份额可达到20%以上,其规模超过欧元,仅次于美元。并且,人民币的加入有利于增强国际储备货币组合稳定性,“美元-欧元-人民币三元体系”比现行的“美元-欧元二元体系”具有更小方差。

本书最后一篇由同济大学经济与管理学院金融学专业毕业生王亚琳撰写。王亚琳从投资者情绪与投资者异质性角度,研究了公司债券的合理定价。利用2013—2015年沪深交易所未到期的半年度公司债数据,借助固定效应模型和门槛回归模型等,从投资者情绪和投资者异质性两个角度研究了投资者特征对公司债信用利差的影响。研究发现:投资者情绪越高涨,投资者对公司债信用利差的要求越小;投资者之间异质性越大,公司债信用利差也会越大。另外,不同风险特征的公司债受投资者情绪和异质性的影响程度存在显著差异。情绪低落阶段,信用利差对异质性引起的市场波动较为敏感。这些发现有助于进一步分析公司债定价问题,并为债券发行和监管提供建议。

本书兼具理论研究和实际应用意义的特点,涵盖传统金融学和行为金融学等分析角度,丰富了我国金融市场的研究视角和研究思路,对金融市场的实践者和理论研究者具有较大的参考价值。

前 言

第一篇 机构投资者异质性与企业非效率投资的关系

——基于 A 股民营制造企业的分析 吴静娴 / 1

一、引言 / 3

(一) 选题背景和研究意义 / 3

(二) 文献综述 / 4

(三) 研究内容与方法 / 6

二、非效率投资的相关理论与机构投资者概述 / 9

(一) 非效率投资的相关理论 / 9

(二) 公司治理：非效率投资的约束机制 / 13

(三) 机构投资者概述 / 17

(四) 小结 / 21

三、机构通过公司治理约束非效率投资的机理分析 / 22

(一) 机构投资者参与公司治理的机理分析 / 22

(二) 机构投资者约束非效率投资的机理分析 / 29

(三) 小结 / 32

四、研究设计与实证分析 / 32

(一) 实证思路与研究假设 / 32

(二) 样本选择与数据来源 / 34

(三) 变量定义与模型设计 /	35
(四) 实证检验 /	39
(五) 结果分析 /	42
(六) 政策建议 /	43
(七) 小结 /	44
五、结束语 /	44
(一) 研究结论 /	44
(二) 创新及不足 /	45
(三) 未来研究方向 /	46
参考文献 /	47
附录 A 民营制造业样本企业信息 /	52
附录 B Stata 运行代码 /	55

第二篇 新三板创新层与基础层企业定向增发融资效率研究

——基于 DEA 模型的实证分析 朱丽蓉 / 57

一、引言 /	59
(一) 选题背景 /	59
(二) 研究意义 /	59
(三) 文献综述 /	60
(四) 研究内容与方法 /	65
(五) 创新与不足 /	66
二、融资效率的相关概念、理论与方法 /	66
(一) 融资效率的内涵分析 /	66
(二) 融资效率的影响因素 /	67
(三) 融资效率的 DEA 模型测度方法 /	69
三、新三板的分层管理机制与融资现状分析 /	73
(一) 新三板的发展历程回顾 /	74
(二) 新三板的分层管理机制 /	75

(三) 新三板市场融资方式及融资现状 /	79
四、基于 DEA 模型的新三板企业融资效率的实证研究 /	85
(一) 样本对象的选取 /	85
(二) 样本数据的来源及处理 /	86
(三) 投入与产出指标的选取 /	86
(四) 实证结果及分析 /	87
五、提升新三板企业融资效率的对策建议 /	107
(一) 企业微观管理对策 /	107
(二) 宏观政策建议 /	109
六、总结和展望 /	114
(一) 结论 /	114
(二) 进一步工作的方向 /	115
参考文献 /	116
附录 A 新三板 80 家创新层样本企业信息 /	118
附录 B 新三板 79 家基础层样本企业信息 /	119
附录 C Deap 2.1 运行代码 /	120
 第三篇 股票名称、行业同步性与非理性投资行为 郑莹 /	121
一、引言 /	123
(一) 研究背景及意义 /	123
(二) 文献综述 /	124
(三) 本文的研究内容 /	125
二、行业同步性影响因素分析 /	126
(一) 非理性投资心理与行业同步性 /	126
(二) 其他影响因素与行业同步性 /	127
三、模型设定与实证分析 /	128
(一) 实证模型 /	128
(二) 数据来源及处理 /	131

(三) 实证结果分析 /	133
(四) 稳健性检验 /	136
四、动态视角下的行业同步性分析 /	137
(一) 选用模型 /	137
(二) 数据来源与分析 /	138
五、结论与启示 /	142
参考文献 /	143

第四篇 人民币国际化对国际货币稳定性的影响研究 曹梦雪 / 147

一、引言 /	149
二、国际储备货币份额的影响因素：理论框架 /	150
(一) 货币国际化及其影响因素 /	150
(二) 国际储备货币的影响因素及量化指标 /	152
(三) 人民币国际化及国际货币体系稳定性 /	153
三、国际储备货币份额的影响因素：基于主要货币的检验 /	155
(一) 模型选取、变量选择 and 数据处理 /	155
(二) 实证检验 /	158
(三) 结果分析 /	160
四、人民币国际化预测分析 /	162
(一) 人民币占国际储备份额预测 /	162
(二) 国际储备货币结构稳定性预测 /	165
五、结语 /	166
参考文献 /	167

第五篇 投资者情绪、异质性与公司债券信用利差 王亚琳 / 169

一、引言 /	171
(一) 问题提出 /	171
(二) 文献回顾 /	172

(三) 研究思路与特色 /	174
二、理论分析 /	175
(一) 信用风险与信用利差 /	175
(二) 其他风险与信用利差 /	176
(三) 投资者特征与信用利差 /	176
三、实证模型与数据说明 /	178
(一) 实证模型 /	178
(二) 变量预期影响 /	180
(三) 数据来源与处理 /	182
四、实证结果与分析 /	184
(一) 相关性检验 /	185
(二) 投资者情绪、异质性对信用利差的影响 /	185
(三) 不同风险特征的公司债对投资者特征的敏感性 /	187
(四) 不同投资者情绪下异质性与信用利差的关系 /	190
五、结论与建议 /	192
参考文献 /	193

第一篇

机构投资者异质性与 企业非效率投资的关系

——基于 A 股民营制造企业的分析

吴静娴

一、引言

（一）选题背景和研究意义

1. 选题背景

近年来,投资作为“三驾马车”之首,强有力地支撑着中国经济的快速发展。尤其是 2008 年全球金融危机发生后,面对国际经济形势拖累进出口、国内实体经济疲软的局面,中国政府启动“四万亿投资计划”,刺激经济活力,平稳度过危机。然而,副作用不断显现:为保增长,货币超常规投放,大批投资项目匆促启动开展,反而造成重复建设、产能过剩,资本收益显著下降,降低了经济增长的质量。因此,要提升经济发展可持续性,关键在于提高投资效率。

在微观层面上,作为价值创造和未来成长的主要动因,投资行为是企业经营管理的核心。然而,现代企业中所有权与控制权分离、信息不对称等问题天然存在,助涨了经理人的逆向选择和道德风险;同时,所有人和经理人的目标函数不一致、责任不对等,经理人的薪酬与企业规模正相关,而风险、收益由所有人承担。因此,掌握着直接控制权的经理人,面对自由现金流,有能力和动机采取机会主义行为,进行非效率投资,更多是过度投资,投向偏离企业成长机会,而符合经理人自身利益最大化的经营领域,制约着企业的可持续发展。另一方面,信息不对称还体现在控股股东与中小股东之间。中小股东的股权分散、力量不集中,高昂的监督成本对应的监督收益反而有限,“搭便车”的观望、侥幸心理助涨了控股股东的利益输送等自利行为。

有效的公司治理可以通过合理规范的制度设计,平衡委托代理关系中的利益冲突,保障投资决策的科学化和有效实施,防范非效率投资。治理的核心在于将剩余控制权和剩余索取权实现统一,机构投资者天然的规模、信息、人员优势可以填补这一角色,改善公司治理,进而约束非效率投资。Gillan 和 Starks (2007)研究显示,20 世纪 80 年代末期,美国敌意收购在政策压力下的“退烧”,迫使机构投资者在公司治理中发挥积极作用,从而在 2006 年末实现美国证券市场约 70%的市值掌握在机构投资者手中。Davis(2002)表示,在英国,这个数字

2000 年便达到了 80%。对照欧美经验,未来中国的机构投资者也将成为中坚力量。而目前,截至 2015 年末,自然人、一般法人、沪股通、专业机构的持股市值占比分别为 25.18%、59.83%、0.49% 和 14.49%,其中投资基金 2.93%。^① 虽然中国的机构投资者未来仍有很长的发展期,但关注公司治理的现象已层出不穷,激起了学术研究的热情。本文试图解释清楚机构投资者通过公司治理对非效率投资的治理机制,并探究其异质性的影响效应,试图为推进中国机构投资者发展提供有价值的参考建议。

2. 研究意义

从学术角度,美国资本市场的成熟推进了相关理论研究的发展,对于机构投资者的研究比中国早了一大步,中国囿于体制的不健全,起步晚,发展缓慢,仍在探索阶段,对于异质性的分析更是只停留在实证部分,理论研究较少。本文建立了对于“机构—公司治理—非效率投资”的逻辑思路,逐步深入分析,并关注股权二重性对机构异质性的内生驱动,可以从理论上丰富机构投资者这一领域的研究。

从现实角度,目前中国处于培育理性健全市场、发展机构投资者的关键阶段,2017 年初保监会的从严监管使我们看到,鼓励机构关注公司基本面的长期价值投资是未来发展的重点。因此,研究机构及其异质性具有一定的现实意义。同时,产能过剩是眼下全社会亟待解决的问题。机构投资者能否起到对于非效率投资的积极作用,通过实证检验回答这个问题,能够对防范非效率投资带来的过剩产能、资源浪费、收益下降现象提供帮助。

(二) 文献综述

1. 机构持股与非效率投资关系的文献综述

Cella(2012)基于 Bushee 的机构分类方式,研究认为,长期机构持有的所有权增加与企业过度投资水平的下降有关,而准指数和短期投资者没有这种激励作用。这是因为长期投资者几乎没有投资持股变化,不存在短期收益,所以更有动机来监测投资,获取长期利润。并且研究发现,长期机构善于收集有关企业管理的信息,帮助他们评估管理层是否会接受其影响力,然后相应调整其在企业中的地位。如果他们认为监督作用有助于管理层选择,长期机构会增加股权,更深入地介入公司治理。值得参考的是,Cella(2012)用标普 500 指数作为对机构投资

^① 数据来源:《上海证券交易所统计年鉴》2016 年卷。

者的外部震荡来解决内生性问题。

方红星等(2013)从内在形成机理角度,将非效率投资分类为意愿性和操作性两类,发现公司治理、内部控制分别对于这两类具有有效的治理作用。他认为,公司治理机制包括监督和激励两大体系,监督机制包含第一大股东比例、股权制衡、机构投资者持股比例等九大变量,通过主成分分析计算得出监督机制的度量指标。并证实包含机构持股比例的公司治理机制对于意愿性非效率投资影响显著为负。

叶松勤等(2013)认为,大股东的“控制权私利”心理引发掏空行为,更易造成企业的非效率投资,受产权性质影响,这在国有控股企业中更严重。而当机构发现大股东利益侵占行为时,不可能贸然“用脚投票”,因为大量股份抛售引发的股价下跌反而使机构自己蒙受巨大损失,同时,机构受超常规发展战略保护,因此有能力和动力去改善投资效率,实证也证实机构确实能抑制大股东机会主义倾向下的非效率投资。但这种改善作用在存在行政干预的国有公司中难以发挥。

龚光明等(2014)意图了解会计信息质量与非效率投资的关系,并引入异质性机构投资者变量。结果表明,提高会计信息质量显著改善了非效率投资。龚光明等(2014)借鉴 Brickley 的分类方式,将机构划分为压力敏感和压力抵制型,区别在于前者与企业存在业务联系,而后者更具备独立性。进一步发现,压力抵制机构能够加强上述改善作用,压力敏感机构反而会削弱这种影响。

吴良海等(2017)与龚光明等(2014)的研究过程相似,区别在于吴良海等人是从会计稳健性视角研究非效率投资。他们通过理论分析认为,会计稳健性要求真实地反映企业价值,确认损失比确认收益更及时,这样一来,既降低了信息不对称性,又帮助债权人和中小股东约束了控股股东和代理人的机会主义行为,从而避免了非效率投资。其次借鉴牛建波的变量设计,将机构分类为稳定和交易型。研究发现,相比交易型,稳定型机构与自愿性信息披露显著正相关,能够加强上述会计稳健性的治理效应。

唐松莲等(2015)考察不同机构持股情景下,现金富余/短缺分别与投资过度/不足之间的关系。其观察的机构持股情景有三,首先基金/非基金,长线/短线以及持股比例高于/低于中值。综合三种情景,研究结果显示,基金投资者可缓解投资不足,但不能约束投资过度。后者主要受到持股期限的影响,因为长线型基金是可以约束投资过度的,问题在于短线型基金。研究还表明,整体机构持股比例较高时,基金/非基金的约束能力都可以得到加强,这是因为机构投资者之间存在交叉的关系网络,联合行动的整体谈判能力能提高其参与公司治理的

能力和意愿。

叶建芳等(2012)根据持股时间是否超过 2 个季度,将机构划分为长线和短线两种,认为长线机构为有效监督者,短线机构为利益攫取者,研究表明,长线型机构存在治理的意愿和动机,且具有实质的治理效果,即抑制过度投资,而这在短线型机构没有得到体现。

宋常等(2010)研究认为,机构持股可以在一定程度上弥补信息披露等级较低时的弱约束力,实现对过度投资的制约,但这种制约作用只在特定的样本环境下显著。

2. 文献评述

通过文献梳理发现:第一,国内对于机构与非效率投资的相关性研究以实证为主,理论分析均围绕代理矛盾、信息不对称角度展开,换言之,机构治理的动机在于管理人或控股股东的机会主义行为影响了机构利益。但对于非效率投资的形成机理,以及机构针对性的治理机理,这方面的详细理论研究偏少,不够突出。第二,在分析对于非效率投资的治理机理时,国内文献基于会计信息质量、会计稳健性视角,证明它们对非效率投资具有约束力,其次引入机构投资者变量,继续证明机构持股能强化这种约束力。但对于机构的治理路径并没有进行分析,即相当于表明机构能够规范公司治理,但无法充分体现机构更是一个“积极的股东”角色。第三,在研究机构异质性时,不同学者的划分依据不同,结果相近,即秉持长期价值投资理念的机构,更积极约束非效率投资。对于机构异质性的内生驱动研究偏少,不够深入。因此,虽然对于机构与非效率投资的关系,研究结果基本形成了共识,但理论研究空间仍然广阔。

(三) 研究内容与方法

1. 研究内容与框架

(1) 逻辑框架(图 1-1)

本文基于“机构—公司治理—非效率投资”的逻辑思路,首先详细阐述非效率投资的形成机理,委托代理矛盾隐含的代理人机会主义倾向和信息不对称是主要原因,进而指出有效的公司治理能通过股权结构、董事会等机制起到良好的约束作用。其次引入机构投资者概念,介绍机构的治理动机和优势,分析其针对代理矛盾有积极的改善效应,从而得出机构可通过公司治理对企业非效率投资进行有效约束,并进行机理分析。同时梳理机构异质性的分类方式,从股权二重性角度理解异质性对治理效应的影响。