

股市行情对证券公司业绩的影响

——基于我国上市券商季度运行的实证分析

袁金宇(副教授)

(山东外贸职业学院财会金融系, 青岛 266000)

【摘要】 本文选择5家上市券商为样本,选取2007~2014年季度数据,运用Eviews软件进行Hodrick—Prescott滤波处理后,采用多元线性回归方法,研究股市行情对证券公司综合业务收入及各项业务净收益的影响。研究结果表明,我国上市券商业绩受股市行情影响较大,股市价格波动对代理证券买卖业务净收入、投资净收入、利息收入和证券发行承销业务净收入有正向影响,对证券公司资产管理业务有反向影响;股市震荡幅度对证券公司各业务净收入总体呈反向影响;交易规模变动正面影响资产管理与利息净收益。据此本文认为,摆脱股票市场行情影响,形成自身业绩增长模式,已成为证券公司发展的当务之急。

【关键词】 股市行情; 上市券商; 业绩; 季度数据

一、引言

我国证券业发展迅速,至2014年底全国已有证券公司120家,其中19家在沪深市场上市。近年来,证券业资产规模增速明显,截至2014年12月31日,所有证券公司总资产达4.09万亿元,净资产为9 205.19亿元,净资本为6 791.60亿元,分别比上年同期增长96.63%、22.1%、30.49%。

未经审计的证券公司2014年财务报表显示,全年营业收入达2 602.84亿元,119家公司实现获利,净利润达965.54亿元。证券公司各主营业务运营良好,代理买卖证券业务、证券承销与保荐业务、财务顾问业务、投资咨询业务、资产管理业务、证券投资收益净收入(含公允价值变动)、融资融券业务利息净收入分别为1 049.48亿元、240.19亿元、69.19亿元、22.31亿元、124.35亿元、710.28亿元、446.24亿元。其中融资融券业务、证券投资收益、承销与保荐业务三类业务净收入较2013年分别增长58.62%、56.98%、46.45%。

但综合2007年来我国券商情况(见图1)能发现我国证券公司经营业绩波动性较大。如2008年我国所有证券公司当年营业收入与利润分别下降55.6%、62.17%,而2009年又上升66.8%、88.9%,证券公司业绩十分不稳定。同时,我国股票市场也经历了大起大落。上证指数2008年全年暴跌65.4%,2009年暴涨80.1%,2010~2011年又下跌32.89%。从图1可以看出2007~2014年我国证券公司经营业绩与上证指数波动基本同步,当市场行情下跌时证券公司经营业绩下滑反之业绩上升。证券公司各业务与股市相关显而易见,但这种关系的强弱、是否存在持续性、

具备阻推差异均难以判断,对此进行研究对我国证券公司拓展业务、健康运营以及调整发展策略十分重要。

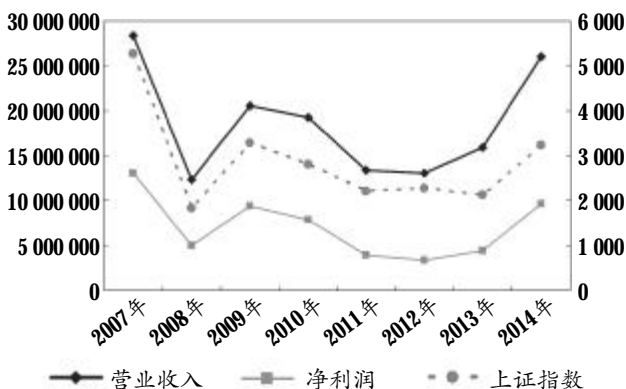


图1 2007~2014年我国证券公司营业收入、利润与上证指数

二、国内外研究现状

目前,国内外学者对证券公司业绩的研究成果不多,已有文献主要对证券公司经营风险、业务结构与业绩进行研究,围绕股票市场与证券公司两者关系进行研究的文献较少。Dolvin(2005)考察了上市公司整体质量与证券公司的经营风险的关系,认为良好的上市公司群体有助于证券公司的良性发展。Cummins从产品创新这一角度论述了证券公司风险控制问题,认为产品创新是证券公司发展的最好手段,但各种创新也使得证券行业的风险资产十分多,提出证券公司加强风险管理十分关键。

陈道江(2005)针对我国证券公司经营风险进行研究,认为证券公司经营模式单一,对佣金收入依赖较大,

创新型与延伸型业务领域贡献进展不大,使得证券公司经营风险增大。伍兵(2005)、刘国成、许志安(2010)、李孝鹏(2011)、童元松(2013)关注了证券公司以外的因素对其经营的影响。伍兵针对2002~2005年我国证券市场的运行情况分析了证券市场对证券公司的影响,认为我国股票市场与债券市场发展的严重失衡是导致当时证券公司全行业亏损的重要原因。刘国成、许志安以沪深两市8家证券公司作为研究对象,分析了2006~2008年我国股市行情对8家证券公司经营回报的影响,认为行情决定证券公司经营业绩,并提出证券公司要重视行情预测、做好风险控制。李孝鹏运用OLS方法针对2001~2009年证券行业的统计数据进行分析,认为影响佣金收入的几个因素依次是成交股数、换手率和股票均价。童元松以2009~2012年数据为基础研究股市波动对证券公司业绩的影响,分析结果表明股市对证券公司业绩影响十分显著,并且股市涨幅和成交额与证券公司业绩显著正相关,振幅对证券公司业绩有一定的负面影响。

以上文献均围绕证券市场与证券公司进行研究,但存在些许不足。如已有研究大多选取年度数据进行实证研究,忽略了证券市场波动对证券公司经营的影响;变量选择上也未针对近年来证券公司业务构成和业务贡献的变化进行,仍集中于经纪业务和自营业务等传统主流业务进行研究,这与证券公司业务多元发展的实际状况相偏离;忽略变量在研究时间范围内自身的发展趋势与周期,直接进行研究,导致结论失真、拟合度不高等结果。本文采用典型证券公司作为代表样本,运用2007年2季度~2014年3季度数据,通过Hodrick—Prescott滤波处理剔除季节因素影响后分析股市价格涨跌、指数波动、交易规模对证券公司各项业务的影响程度,力求获取符合实际的精确结论。

三、股市行情对证券公司业绩影响的实证分析

1. 变量选择及数据说明。股票市场行情主要通过大盘指数涨幅与波动幅度、成交规模等指标反映,本文选取上证综合指数波动幅度与涨跌的幅度两个指标作为解释变量,另外考虑到我国证券公司经纪业务收入占比较大,股市交易规模对证券公司经营业绩有较大影响,在前面两个指标的基础上选取上海证券交易所交易规模作为另一个解释变量。

从财务分析角度看衡量公司经营业绩的指标主要包括基本每股收益、净利润、营业总收入等等。本文选取营业收入作为公司业绩的主要指标,指证券公司在一定会计期间内日常各项证券业务经营过程中所取得的经济利益总流入。依据证券公司业务特点在总体指标下分别再选取“代理买卖证券业务净收入”、“证券承销业务净收入”、“委托客户资产管理业务净收入”、“利息净收入”、“投资收益”等五个指标反映证券公司各项业务利润水

平,共6个指标作为被解释变量(见表2)。

依据数据的完整性与业务全面性、地域代表性在沪深两市19家上市证券公司中选取季度数据完整业务类型全面的5家证券公司(见表1)作为研究样本,以2007年2季度~2014年3季度为分析区间,分析证券市场波动对证券公司经营业绩的影响。各变量数据由证券分析软件数据进行计算所得,其中证券市场数据来自于“通达信”证券分析软件中上证综合指数季度数据,5家证券公司的数据来自于“同花顺”行情分析软件F10上市公司基本情况中的财务分析数据。考虑到本文主要分析股市行情对上市证券公司业绩的影响,所以略去公司个性差异直接对5家样本公司综合数据进行分析,即对来自于分析软件中的各被解释变量加总。

表1 证券公司样本情况 单位:万元

证券公司	长江证券	东北证券	国金证券	国元证券	宏源证券
上市日期	1997.7	1997.2	1997.8	1997.6	1994.2
注册地	湖北	吉林	四川	安徽	新疆
2013年营业收入	270 640	151 651	146 340	170 544	366 908
2013年净利润规模	100 523	45 146	30 726	55 115	104 801
2013年总资产规模	2 916 837	1 885 553	1 263 030	2 863 623	3 211 771

表2 变量介绍及解释

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明	数据来源
解释变量	上证综合指数波动幅度	FLU	(季度最高价-季度最低价)/上季收盘价	由TDX行情分析软件导出计算获得
	上证综合指数涨跌幅度	IND	(当季收盘价-上季收盘价)/上季收盘价	
	交易规模增长率	VOL	上海证券交易所季度交易量总和	
被解释变量	营业收入增长率	TR	根据手续费及佣金净收入、利息净收入、投资收益、公允价值变动收益、汇兑收益、其他业务收入等项目的合计所得	增长率=(本期水平-前期水平)/前期水平 由同花顺行情分析软件导出
	代理买卖证券业务净收入增长率	ATI	代理机构与个人进行证券买卖净收入	
	证券承销业务净收入增长率	SUI	证券承销、保荐、财务顾问等服务净收入	
	受托客户资产管理业务净收入增长率	AMI	集合资产管理业务和定向资产管理业务净收入	
	利息净收入增长率	RI	存放同业、融资融券等业务利息收入减支出,转融通环节和融资融券环节的利息差	
	投资收益增长率	II	证券自营、期货、股权投资等净收入	

在数据处理上,考虑到上证指数涨跌幅度、波动幅度与交易规模及营业收入等被解释变量之间存在量纲差异,需对数据进行处理。本文通过计算出VOL、TR、ATI、SUI、AMI、RI、II各项业务的增长率避免量纲差异。为避免变量符号加多,各变量在进行增长率转化后仍沿用原符号进行后面分析,但表示各被解释变量的增长幅度。

2. Hodrick—Prescott滤波处理。由于经济活动往往具有一定周期,见图2(1)和(2),且对季节依赖性较强,在对数据进行分析前需进行季节调整,把握各变量的整体趋势。**Hodrick—Prescott**滤波是一种广泛用于考虑数据长期趋势的方法,其含义可以简单地概括如下:假设 $\{y_t\}$ 是包含了波动成分和趋势成分的时间序列, $\{y_t^T\}$ 是其趋势成分, $\{y_t^C\}$ 是其波动成分, $T=y_t^T+y_t^C(t=1,2,3,\dots,T)$ 。通过求 $(y_t - y_t^T)^2 + \lambda [c(L)y_t^T]^2$ 的最小化解,可得趋势 $\{y_t^T\}$ 。

当进行季度数据分析时, $\lambda=1\ 600$,采用EViews6.0软件对所有变量数据进行**Hodrick—Prescott**滤波处理后结果如图2(3)、(4)所示。

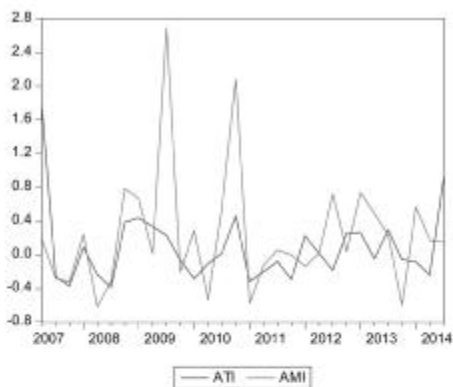


图 2(1)

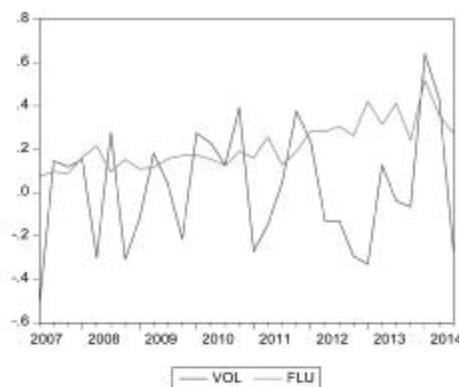


图 2(2)

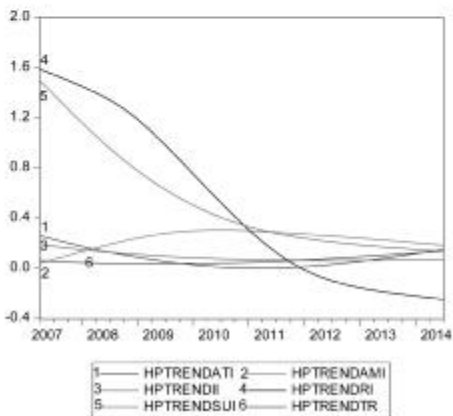


图 2(3)

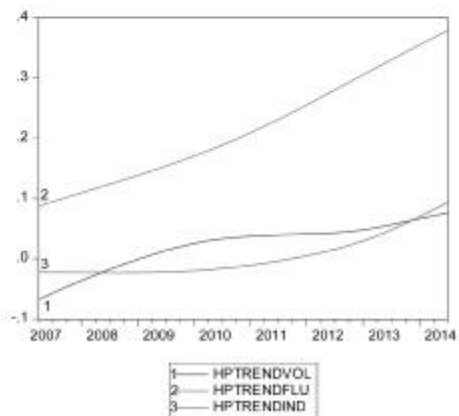


图 2(4)

图 2 变量 Hodrick—Prescott 滤波处理前后对比图

从上图可知,在长期趋势上被解释变量VOL、ATI、SUI、AMI、RI、II与解释变量FLU、IND、VOL具有较强的相关性,这反映股市价格涨跌与股市波动幅度对证券公司各项业务净收入与综合营业收入有较大的影响。

3. 证券市场行情对上市券商业绩影响实证分析结果。为进一步考察股市行情对上市券商业绩影响的大小,在前面变量基础上建立多元线性回归模型: $Y_i = \alpha + \beta_1 * HP-trendIND + \beta_2 * HP-trendFLU + \beta_3 * HP-trendVOL + \varepsilon_i$ 分别代表TR、ATI、AMI、II、RI、UI等6个被解释变量。

用**Hodrick—Prescott**滤波处理后的数据进行分析,研究结果见表3。

表3充分说明了股市行情对上市券商的影响,且各被解释变量回归估计结果**R-squared**均大于**0.99**,拟合优越极高,所有方程均通过**T**检验,**Prob(F-statistic)**值均接近“0”,这说明回归分析结果较好地反映了市场实际情况。

四、研究结论

1. 我国股票市场行情对上市券商营业收入有一定影响,但效果微弱,当上证指数涨跌、指数波动幅度和成交规模变动幅度**1%**使上市券商营业收入变动分别为**0.687%**、**0.215 8**和**0.414 2**,这与我国证券公司经营业务逐步扩大,业务收入日益多元的现实状况一致。从长期趋势

来看也说明我国证券公司营业收入逐步摆脱对证券市场价格走势的依赖。回归结果说明交易规模的变动对营业收入的影响为负,这一方面与近年来我国证券公司经纪业务领域的佣金下调紧密相关。成交规模变动幅度对代理证券买卖业务收入的影响为**-1.9756**也证明了这一情况。另一方面是由于我国证券市场新股上市发行实行审批制,国家进行强制管理,甚至关闭新股发行,导致证券公司一级市场业务发展极不均衡。

2. 股市大盘指数波动、指数振幅与交易规模增长对证券公司代理买卖业务收入(ATI)影响分别为**3.341 5**、**-0.688 2**、**-1.975 6**,这说明股票市场价格走势对代理证券买卖收入影响较大,股市上涨**1%**直接使

证券公司代理证券买卖业务增长**3.341 5%**;大盘巨幅波动会导致本部分业务净收入小幅下降,下降幅度为市场振幅的**68.82%**;但交易规模的增长反而使得代理买卖证券业务收入下降,表面上看这不符逻辑,因为一般看来交易

表3 股市行情与上市券商业绩多元线性回归分析结果

被解释变量	hptrendtr	hptrenddati	hptrenddami	hptrenddii	hptrenddri	hptrenddsui
	系数(t值)	系数(t值)	系数(t值)	系数(t值)	系数(t值)	系数(t值)
hptrendind	0.687 047 (21.27)	3.341 576 (41.66)	- 1.795 566 (- 16.74)	0.856 143 (20.67)	15.635 58 (10.75)	6.849 879 (37.98)
hptrendflu	0.215790 (10.73)	- 0.688 285 (- 13.77)	- 0.309 423 (- 4.63)	- 0.312 208 (- 12.10)	- 13.112 55 (- 14.47)	- 3.488 218 (- 31.05)
hptrenddvol	- 0.414 230 (- 16.476 45)	- 1.975 637 (- 31.63)	3.035 819 (36.36)	- 0.853420 (- 26.46)	1.001631 (0.88)	- 7.731 783 (- 55.06)
常数项	0.026 287 (7.01)	0.258 785 (27.80)	0.239 305 (19.23)	0.175 727 (4.43)	3.269 750 (19.37)	1.422 338 (67.95)
观测值	30					
R- squared	0.997 741	0.997 472	0.995 215	0.997 520	0.990 139	0.999 603
Prob (F- statistic)	0.000 000	0.000 000	0.000 000	0.000 000	0.000 000	0.000 000

规模越大代理业务收入越多,但这与近几年来我国证券市场经纪业务佣金水平下降相一致。从2007年至今,我国代理买卖证券佣金费率由千分之三逐步下降为万分之三甚至更低,这直接使得证券公司代理买卖证券业务收入贡献率下降。

3. 股市大盘行情对证券公司投资收益(II)影响较大,股市大盘指数波动、指数振幅与交易规模增长三者影响分别为**0.885 6**、**- 0.390 94**、**3.035 8**。股市大盘行情向上时证券公司投资收益增加,但增加幅度小于股市价格涨幅,这说明我国证券公司投资水平一般,但市场交易规模的扩大**1%**却能使证券公司投资收益增长**3.035 8%**,说明证券公司投资收益也来自于频繁操作,即从逐步扩大的交易量中获益。证券市场波动幅度与投资收益呈反向关系,这主要是由于波动幅度增大使得市场风险增大导致投资受损,但证券公司由于波幅扩大受损不明显,市场波动**1%**,投资收益受损**0.390 9%**,说明上市券商具有一定抵御风险能力。

4. 股市大盘指数波动、指数振幅与交易规模增长对利息净收入(RI)的影响十分巨大,股市大盘指数波动、指数振幅对证券公司利息净收入影响达到了**15倍**和**13倍**,交易规模变化影响较小,仅发生同等变化。由于证券公司利息净收入主要来自于两融业务利息收入以及转融通环节和融资融券环节的利差收入,大盘指数的上升会强烈刺激投资者的融资热情利差收入增长,巨幅波动使投资风险增大,投资者融资融券极为谨慎使得利息收益大幅下降。

5. 股市大盘指数波动、指数振幅对证券公司资产管理业务(AMI)影响较微弱,且均呈负相关,大小分别为**- 1.795 5**、**- 0.309 4**。交易规模增长与证券公司资产管理业务(AMI)呈正相关,影响较大,达**3.035 8**。三者对证券承销业务净收入影响较大,分别为**6.849 8**、**- 3.488 2**、**- 7.731 7**。

五、相关建议

证券公司业绩受股市行情影响较大,如何摆脱股票市场行情影响形成自身业绩增长模式已成为证券公司发展的当务之急。

首先,紧跟市场步伐,加速业务创新,培育新的利润增长点。兴起于**2011**年的融资融券业务就是一个典型的例子,在此之前证券公司业务收入基本就是代理证券买卖收入、证券发行承销业务、投资收益三项,但融资融券业务放开后利润贡献增长十分迅速,**2013**年和**2014**年融资融券业务利息收入占营业收入比例分别达**11.59%**和**26.7%**。其次,紧跟

互联网金融形势,推广互联网证券平台。将现场交易上线,完成集中交易模式,通过集中托管、报盘、清算、管理等行为强化客户信息的集中管理,并据此降低经济业务成本冲抵经纪佣金水平下降和股票市场行情不利变动产生的负面影响。再次,强调客户资源的深度发掘,实现持续获利。上市券商业绩对股市行情依赖较大一定程度上通过客户的行为传导,证券公司在引导客户针对大市行情进行理性投资的同时需给客户多元服务,获取收益。例如当股市大盘下挫时,投资者一般是清仓出货、持币等待,此时若证券公司能针对本部分客户提供深度资产管理和两融业务服务就做到了客户的二次开发。最后,提高投资团队建设,加强自营业务管理,提高投资回报率。证券公司要准确把握股市中长期趋势变化、强化投资行业与公司的调查研究、合理进行投资资产配置确保投资的高收益,争取在中长期内跑赢大市。

主要参考文献

Dolvin, S.D. Market Structure, Changing Incentives, and under writer Certification [J]. Journal of Financial Research, 2005 (3).

Cummins, D.J. Convergence in Wholesale Financial Services: Reinsurance and Investment Banking [J]. Geneva Papers on Risk and Insurance, 2005 (2).

陈道江. 我国券商危机的现实分析与对策思考 [J]. 学术论坛, 2005 (10).

伍兵. 我国证券公司生存危机的外部制度与内部治理缺陷 [J]. 求索, 2005 (3).

刘国城, 许成安. 我国股票市场行情对证券公司经营回报的影响——来自深沪A股市场证券公司的经验数据 [J]. 财经问题研究, 2010 (12).

李孝鹏, 李丹丹. 我国股票佣金收入实证研究 [J]. 合作经济与科技, 2011 (15).