

股票收益区域联动实证检验：以中国市场为例

司徒健彬^{1,2}, 莫紫莹², 林文斯²

(1.珠海城市职业技术学院经济管理学院, 珠海 519000; 2.澳门科技大学商学院, 澳门 999078)

【摘要】 本文运用2003~2013年上海及深圳A股上市公司样本数据,验证了中国股票市场同省份的上市公司存在强烈的股票收益同向联动情况。这种股票收益同省份联动现象并不能由公司利润的同省份联动来解释。公司基本因素以及地区经济因素均显著影响收益同省联动的程度。规模较小、杠杆较低、市净率低、股东数量少和流通股比例低的公司有更高程度的收益同省联动倾向。省份人均GDP正向影响收益同省联动,区域内大公司数量增加可以吸引更多非本地投资者,而小规模公司则更可能吸引本地投资者。本文的研究结论在融资成本、公司治理、信息披露和投资者行为等方面均有一定的参考意义。

【关键词】 区域联动; 区域偏好; 信息不对称; 固定效应模型

一、引言

现代投资理论认为,合理的分散投资能有效降低投资风险,甚至通过分析股票的收益和风险,结合无风险投资工具,投资者能够构建出最优市场组合,所有投资者均应该通过持有最优市场组合获得收益(Markowitz, 1952)。尽管通过分析历史数据得到的最优市场组合会随着股票的价格变动而不断变化,对投资者而言,随时改变他们持有的投资组合将会产生巨大的交易成本,但投资者依然

可以买进与他们本身持有的投资组合低度相关甚至负向相关的股票来获得更大效用。通过投资不同地区,甚至不同国家的股票,也是投资者避免风险过于集中的方式。

在过去二十年中,大量文献却表明投资者仍然存在倾向于投资本地股票的趋势,这种现象被定义为区域偏好(Local Bias)。French和Poterba(1991)估计美国、日本和英国投资者分别持有93%、98%及92%的本国股票,这个比例与合理的资产配置比例并不相符。他们的研究还发现

链企业的融资还会受到金融机构风险控制的制约。因此加入金融机构风险控制的因素是本文未来研究的方向,将研究其是否对供应链金融工具的选择结果产生相应的影响。

主要参考文献

Heaton J. B.. Managerial optimism and corporate finance[J]. Financial Management, 2002(2).

余明桂,夏新平,邹振松.管理者过度自信与企业激进负债行为[J].管理世界, 2006(8).

刘彦文,郭杰.管理者过度自信对企业融资次序的影响研究[J].科研管理, 2012(11).

赵道致,吕昕.随机需求下基于供应商过度自信的VMI模型[J].系统工程, 2011(8).

袁胡骏,高冬,杜少甫.过度自信报童背景下的供应链优化[J].经营管理者, 2012(16).

周永务,刘哲睿,郭金森,李绩才.基于报童模型的过度自信零售商的订货决策与协调研究[J].运筹与管理, 2012(3).

石岩然,周扬,蒋凤.考虑零售商过度自信的供应链决

策与协调[J].工业工程, 2014(3).

徐玉发,刘哲睿,王海娟.信息不对称下具有过度自信零售商的供应链激励契约研究[J].运筹与管理, 2014(3).

李占雷.行为公司金融理论与实证[M].北京:中国经济出版社, 2010.

戚拥军,冯楚立,尹开国.管理者过度自信、公司治理与过度投资行为[J].财会通讯, 2015(3).

黄秋萍,赵先得等.供应链管理视角下的企业预付款融资采纳研究[J].商业经济与管理, 2014(8).

【基金项目】 国家社会科学基金项目“社会主义和谐企业运行机制研究”(项目编号:10BKS025);河北省社会科学基金项目“供应链金融生态系统及其资金流协调决策”(项目编号:HB11GL041);河北省教育厅人文社会科学研究重大课题攻关项目“物流金融与河北省物流产业商业模式升级路径研究”(项目编号:ZD201442);河北省科技厅计划项目“物流企业资金运营模式创新与营运资本协同管理研究”(项目编号:15457613D);邯郸市科技计划项目“邯郸市物流业与制造业关系实证研究”(项目编号:1434201079-5)

投资者对于投资本国股票的收益显得更为乐观。Tesar和Werner(1995)发现外国股票的投资比例从1970年到1990年有了明显的上升。直到1990年,英国投资者持有32%的外国证券,相比之下,日本和德国投资者持有11%及10%的外国证券比例,而美国和加拿大投资者的资产组合中仅有2%至3%的外国证券,这样的比例仍远远低于这些国家的对外国证券投资的限制。Cooper和Kaplanis(1994)通过分析1987~1989年的数据,发现美国、法国及荷兰等10个国家的机构投资者的资产组合中,均存在严重的本地偏向。例如,美国基金投资者中97%的资产为本国资产,同期的美国市场份额约占全球市场份额的34%,而63%的差距则表明美国基金投资者的本地投资倾向。Chan, Covrig和Ng(2005)对全世界48个国家的20 000支共同基金进行研究,发现从1990~2000年间,样本中所有国家都存在偏向投资本国股票的情况。Baltzer, Stolper和Walter(2013)研究德国的个人投资者,证明了地域偏好并不仅仅局限在本国,甚至对邻近国家资本投资中也会出现。Froot和Dabora(1999)对三家大型跨国公司进行研究,发现“双胞胎公司”(如联合利华N.V.和联合利华PLC)的股票在不同国家的证券交易所上市,股价和交易量均会受到区位因素的严重影响。Ayers等(2011)发现公司与机构投资者之间的地理距离影响了监管成本,导致不同地区对财务报告的判断出现系统性差异。地域偏好并不仅仅存在于证券投资方面,McCallum(1995)研究发现在对外贸易中也存在地域偏好。在加拿大的货物运送中,以本省为目的地的货物占44%,运至本国其他省份和美国的比例分别为23%及24%,而运送世界其他地区的货物仅占9%。

中国股票市场在最近十年发展速度很快,已经成为世界资本市场的重要组成部分,但对中国股票市场区域偏好的情况仍了解不多。赵静梅等(2012)对中国开放式基金的研究显示,北京和上海的基金并没有表现出地域偏向,而深圳的基金投资者表现出来一定的地域偏向。三个地区的基金投资者在获得本地上市公司私人信息方面均存在优势,尤以北京基金投资者获取本地上市公司信息能力最强。Liao等(2012)则发现中国投资者更愿意购买在距离较近的交易所上市的股票,但他们并没有获得超额收益,表明他们没有在投资距离接近的交易所上市的股票中得到信息优势。

而研究中国市场的重要性至少体现在三个方面:第一,中国各个省份发展的不平衡使得研究不同省份的上市公司发展与宏观经济发展的关系更具意义。在中国,省内的上市公司往往极力与本省政府建立密切的联系,而政府在推动GDP发展的过程中也不同程度地表现出地方保护主义。因此,中国的市场就像是各省控制的相对独立的分割区域。第二,中国的资本市场仍然处于发展阶段,上市公司在信息披露和公司治理方面仍然有很多不足,

缺乏完善的法律制度也降低了对投资者的保护力度,投资者在进行决策时需要尽可能搜集更多的信息,以获得高于平均的收益。第三,中国上市公司的股权结构带有明显的国家控股的特征。中国政府控制着大约三分之二的上市公司,因而产生了数量众多的非流通股份。在2005年股权分置改革以前,中国的股票市场是高度分离的。中国政府对外来资本的严格控制也使得境外投资者没有太多机会进入中国的股票市场(Li等,2014)。

本文在过往研究的基础上,尝试通过同省份股票收益的联动效应进行研究,丰富地域偏好方面在中国资本市场中的研究,同时能更深刻地了解新兴市场中资本定价的区域因素作用。本文的主要贡献有下面三点:第一,目前区域偏见方面的研究主要集中在欧美国家,但对新兴市场比如中国等国家的情况的了解仍不清晰。本研究对于中国市场各省份的区域偏好研究正好可以填补这方面的空缺。与发达国家不同,中国在信息披露、公司治理和法制系统等方面还有很多的不足,中国上市公司大部分股权均为国家控制,我们认为这些特征将会使中国的区域偏好情况与美国有所不同。第二,过去对中国股票市场的研究都以市场整体作为研究对象(赵静梅等,2012),本文对中国股票市场上不同板块的上市公司进行分析,以更好地了解不同板块的企业受地域偏好影响的程度差异。理论上而言,在主板上市的公司知名度更高,受到更多投资者的关注,会计信息披露水平也相对更好,更能够吸引省外投资者。相反,中小板和创业板的上司公司规模较小,信息披露和公司治理水平相对较低,产品销售的地域也更集中于本省,本省投资者更可能获得“本地”信息。第三,本研究运用较新的数据,以更长时间观察在股权分置改革完成和2008年金融危机以后的投资者行为。2008年中国股票指数出现了大幅下跌,大量投资者也承受了损失,但区域偏好仍然普遍存在,投资者并没有表现出强烈的多样化投资分散风险的倾向。

本研究后续部分结构如下:第二部分介绍了对地域偏好形成原因的理论解释和以往学者对地域偏好问题的研究发现,第三部分说明了本文使用数据的情况和计量模型的回归结果,第四部分是从实证结果中引出的结论和建议。

二、文献综述

由于地域偏好的现象与长期以来被认为行之有效的多样化投资理论并不相符,投资者为何会放弃可以使风险降低的机会,而倾向集中投资于本地或是距离较近地区的股票呢?大量的文献对地域偏好的形成提出了各种不同的表述,这些表述主要可以归类为四个方面:

(一) 额外交易成本

French和Poterba(1991)认为地域偏好的形成存在着制度性因素,比如境外投资的限制、高额的境外投资税收

负担以及境外投资的额外交易费用等。投资境外股票会产生更高的交易成本,结果将导致本国投资的净收益将高于外国投资。

以中国为例,境外投资的超额交易成本说法不无道理。中国投资者无法直接投资外国证券,仅能通过QDII基金投资外国证券市场。而QDII基金的申购费用和运作费用等普遍高于非QDII基金,更高的费用则会造成投资者的净收益率下降。然而,Tesar和Werner(1995)则认为从20世纪80年代开始,国际市场投资的门槛已经降低,证券交易量出现大幅增长,交易成本并不能完全解释地域偏好的现象。Cooper和Kaplanis(1994)以及Christelis和Georgarakos(2013)同样认为额外的交易成本并不能完全解释地域偏好。

本文研究中国投资者对不同省份的股票是否存在地域偏好,这样来看,额外的投资成本在本研究中并不会出现。对中国投资者来说,投资不同省份的股票并不会存在交易费用的差异或是资本流动的限制,也不会面临如汇率风险、文化差异或是税收方面的问题。在排除了交易成本差异的因素后,我们可以更纯粹地研究投资者对于不同区域股票的投资倾向。

(二)信息不对称

投资者会更多地投资于他们能获得更完善信息的资产,而回避他们不熟悉的资产,因为更多的信息有助于降低收益的不确定性,减少投资的失误。Coval和Moskowitz(1999,2001)发现美国基金经理有投资本地公司股票的倾向,并且这些基金经理平均都获得了更高的回报。尤其对于规模小、高杠杆和生产不可交易产品的公司来说,本地投资者具有更大的信息优势。Ivkovic和Weisbener(2005)的研究同样发现个人投资者在投资本地股票可以获得比投资非本地股票高的年收益,表明投资者能够获得更有价值的本地上市公司信息。当他们投资不属于指数样本股的本地股票时,甚至能获得更高的超额收益(非指数样本股一般被认为信息不对称程度更高)。Bae,Stulz和Tan(2007)运用32个国家的数据样本验证了本地优势,并指出本地优势在盈余管理较多、公司信息公开较少、公司自身因素对股票收益影响较小的国家更为明显。本地优势与境外投资者的参与程度反向相关,而与公司内部持股的程度正向相关。Baik,Kang和Kim(2010)以及Van Nieuwerburgh和Veldkamp(2009)也证实了信息不对称是导致地域偏好的原因。Ahearn,Griever和Warnock(2004)以及Beneish和Yohn(2008)认为使用统一的会计标准可以有助于降低信息不对称问题,但并不能完全消除地域偏好的现象。

使人惊讶的是,在信息技术已经高度发展的现代,获取公开信息的费用成本和时间成本大大降低,由于地域造成信息流动的阻碍几乎已不复存在。在这种情况下,信

息不对称问题的产生则是由于一部分投资者能够获得更多的非公开信息。投资者更愿意购买本地股票,是否由于他们认为对本地股票的了解更多,而无法了解非本地股票的一些信息?中国上市公司在信息披露方面仍有不完善的地方,投资者的地域偏好行为则很可能是对普遍存在的内幕交易做出的反应(赵静梅等,2012)。

(三)公司治理

公司治理在一定程度上也被不少研究认为与地域偏好存在相关关系。Dahlquist等(2003)指出投资者保护程度较低的国家往往存在公司由大股东控制的情况,只有一部分股票可供投资者进行交易。大股东控制情况越普遍的国家,更容易表现出地域偏好的现象。Alam等(2014)研究显示区位因素是影响公司董事会结构的重要方面,因为公司董事与公司总部之间的地理距离与公司董事获取信息的成本之间存在正向关系。Chhaochharia,Kumar和Niessen-Ruenzi(2012)则认为本地的机构投资者扮演着公司行为监管者的角色。公司有更多的本地股东时,将有更高的内部治理水平和更强的盈利能力。他们还发现本地机构更倾向于运用股东提议和减低过度的CEO薪酬。

公司股权结构是公司治理的一个重要内容,公司股权结构影响着信息的传递与披露,从而影响股票收益的同区域联动。中国政府是大量上市公司的控股股东,那么一个很重要的问题就是中国政府既在资本市场中扮演监管者的角色,也在扮演参与者的角色,这种中国特色的情况是否会影响公司信息的真实披露?投资者又如何看待国有控股企业的信息?这是一个值得我们研究的问题。

(四)投资行为

投资者在很多时候并不是理性的,他们在投资的时候会产生各种投资偏见。Tversky和Kahneman(1973)认为人们在评估事情发生的可能性时,会过度依赖自己感受到的相似经验进行判断,因而投资者在选择股票时有可能将公司所在地的经济条件作为其选择的标准。French和Poterba(1991),Strong和Xu(2003)从行为的角度分析了地域偏好的原因,两篇文献分别对个人投资者和基金经理进行了调研,发现投资者对本地股票收益持有更“乐观”的态度。投资者因为对外地股票熟悉程度较低而感觉到投资外地股票将承受更高的风险。Huberman(2001)发现,在考虑了交易成本和信息不对称等因素以后,地域偏好仍然存在,他认为投资者的地域偏好正是由于他们更愿意投资到自己熟悉的资产。

Cohen(2009)研究显示在进行资产组合构建的决策中,忠诚也会影响投资者的选择。他发现独立企业的雇员比集团企业的雇员购买更大比例的本公司股票,尽管对雇员来说,忠诚的成本将使他们损失接近20%的退休收入。Morse和Shive(2011)则假定国家主义至少能解释一部

分的地域偏好,因此国家意识更高的国家将表现出更高层次的地域偏好。

我们在回顾了区域偏好不同的理论解释后,运用实证方法验证过往文献提出的观点,验证中国市场的股票是否存在股票收益同省份同向联动的效应,并探查收益同省联动的原因。

三、数据及模型

(一)面板数据

本研究的样本包括上海证券交易所A股主板、深圳证券交易所A股主板、中小板和创业板全部上市公司。面板数据(Panel Data)的时间如下:上海及深圳A股主板数据从2003~2013年,中小板数据从2005~2013年(2005年为中小板首个完整交易年度),创业板数据从2010~2013年(2010年为创业板首个完整交易年度)。上市公司的收益数据来自CSMAR数据库。

在对地域的划分方式上,众多学者使用了不同的方法进行了估计和测量。Coval和Moskowitz(2001)及Ayers等(2011)利用经纬度计算基金所在地与股票所在地的地理距离,并定义与基金所在地距离少于100公里的股票为本地股票;Seasholes和Zhu(2010)以及Ivkovic和Weinsbenner(2005)使用相同的方法计算对个人投资者与股票所在地间的距离,以半径250英里的距离作为判断本地与外地持股的标准。更多学者则以股票所在地位于本国、本区域或本省(州)作为本地公司的标准(Diyarbakirlioglu, 2011; Baik, Kang和Kim, 2010; Chan, Covrig和Ng, 2005; Ahearne, Griever和Warnock, 2004等)。本文同样按照公司所在省份划分区域,公司所在地数据来自上海及深圳证券交易所。

表1提供了中国证券市场A股分板块的上市公司数量的省份分布数据,样本包含了2003~2013年在上海主板、深圳主板、中小板和创业板交易的上市公司,共有2412家,其中891家来自上海主板,465家来自深圳主板,701家来自中小板,355家来自创业板。上市公司共来自31个不同省份(包括北京、上海、天津、重庆四个直辖市),其中广东省在全部省份中有最多的361家上市公司,上市公司数量较多的省份或直辖市还包括浙江、北京、江苏、上海和山东。青海和西藏分别有10家上市公司,为拥有上市公司最少的地区。

表1 统计摘要

	上市公司数	省份数	每个省份拥有上市公司数量			
			平均数	中位数	最小值	最大值
上海主板	891	31	29	19	4	142
深圳主板	465	31	15	11	2	97
中小板	701	31	23	7	1	145
创业板	355	28	13	6	1	76

(二)模型表述

地域偏好的测量也是大量研究关注的问题。Coval和Moskowitz(2001)使用基金持有的本地股票市值比例与本地股票市值的占市场资本总额比例的差值作为地域偏好的量度,该差值越大表明地域偏好程度越高。Pardawa(2008)在此基础上,又以基金持有某一特定股票作为地域偏好的判断标准。Seasholes和Zhu(2010)使用相同方法对个人投资者的地域偏好进行了计算。Baltzer, Stopler和Walter(2013)以及Diyarbakirlioglu(2011)将本地投资比例与CAPM模型计算的有效比例的差值作为地域偏好的计算标准。Hong, Kubik和Stein(2008)建立了RATIO变量来测量地域偏好,RATIO等于总部在本地的全部公司的账面总价值除以当地家庭总收入。Suh(2005)使用《Economist》上发表的季度资产组合投票数据对地域偏好进行分析,《Economist》通过对基金经理发放问题得出数据,数据显示基金经理的证券推荐仍然偏向本国市场。

本文参考Prinsky和Wang(2006)及Li等(2014)的模型,首先建立省份收益指数,并对样本中的股票运用面板数据固定效应进行分析:

$$R_{i,t}^S = \alpha_1 + \beta_1 R_{i,t}^L + \beta_2 R_{i,t}^M + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$R_{i,t}^S = \alpha_1 + \beta_1 R_{i,t}^L + \beta_2 R_{i,t}^M + \beta_3 R_{i,t}^I + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $R_{i,t}^S$ 表示个体股票的年收益率; $R_{i,t}^L$ 表示省份指数收益,即同省份全部股票收益率的加权平均数,权重为个体股票流通股市值占同省份流通股市值的比例; $R_{i,t}^M$ 表示选取板块样本全部股票收益的加权平均数,权重为个体股票流通股市值占样本全部股票比例。

四、回归结果

(一)股票收益同省联动

本文将全部样本按板块划分为四部分,即上海A股主板、深圳A股主板、中小板和创业板,并分别使用面板数据的固定效应模型对各板块进行回归分析。表2为股票收益同省联动,对模型(1)及模型(2)面板数据进行回归分析,并按不同板块分别估计。

表2显示了固定效应模型的系数和t统计量。模型(1)的实证结果显示4个板块的股票收益率均存在区域联动效应。在控制了市场总体收益率的情况下, β_1 系数在4个交易板块中均为正数并在1%的统计区间内显著。其中创业板中区域联动性程度最强,当区域收益率上升1%时,个体股票收益率可上升1.9%。实证结果表明规模较小的创业板股票收益率对区域收益的变化最为敏感,与Coval和Moskowitz(2001)的研究结果相符,他们认为规模较小的公司本地信息优势更为明显。而中小板的企业对于地域的敏感度是所有板块中最低的,原因可能与中小板的交

表 2 回归分析

	Intercept	β_1	β_2	β_3
模型(1)				
上海主板	-0.01*** (-2.82)	0.92*** (11.97)	0.08 (1.03)	
深圳主板	-0.01 (-0.81)	1.02*** (5.90)	0.03 (0.17)	
中小板	0.01 (1.18)	0.72*** (3.73)	0.18 (0.89)	
创业板	0.03* (1.71)	1.90*** (4.83)	-0.12 (-0.29)	
模型(2)				
上海主板	-0.01** (-2.39)	0.87*** (11.32)	-0.66*** (-6.13)	0.80*** (10.07)
深圳主板	-0.01 (0.47)	0.92*** (5.54)	-1.01*** (-4.49)	1.13*** (8.92)
中小板	0.01 (1.36)	0.57*** (3.00)	-0.75*** (-3.36)	1.07*** (9.01)
创业板	0.02 (1.14)	1.35*** (3.61)	-0.70 (-1.63)	0.96*** (4.22)

注:括号内为t统计量,***表示P<0.01,**表示P<0.05,*表示P<0.10,下同。

易规则不同有关,中小板在交易日中会出现两次集合竞价(主板只有一次),并且对于异常交易的监管更为严格,这些措施都增加了中小板股票交易的透明度。

在中国证券市场,上市公司股票价格很容易受到行业政策的影响,往往会出现同行业的股票收益率同向变动的状况。本研究同时考虑了行业股票收益,增加了行业收益指数变量,行业分类的方法根据《中国证监会上市公司行业分类指引》划分为13个行业。从模型(2)的回归结果可以看出,在全部4个板块中 β_3 均在1%的统计区间内显著为正,结果也证明了行业收益联动效应的存在。而在控制了市场总体收益和行业收益后, β_1 的系数和t统计量对比模型(1)的结果有所下降,但依然在1%的统计区间内显著,表明相同地区股票收益的联动效应依然显著。在加入了行业收益指数后,市场总体收益的系数 β_2 从不显著变为显著且系数为负,表明行业收益指数对市场收益指数有调节作用。回归分析结果与Prinsky和Wang(2006)对美国市场研究的结论相符。

(二)公司利润同省联动

大量文献认为,公司利润是影响股票收益的重要因素(Sadka, 2007; Doyle, Lundholm 和 Soliman, 2006; He 和 Hu, 2014)。如果股票收益出现了同区域联动的效应,而股票价格联动又是由于公司基本因素引起的,则公司的利润也有可能存在同区域联动的现象。大量中国公司,尤其是中小企业,都存在本地经营的情况,同地区企业容易受到共同的宏观经济条件的影响,使得这些企业的利润出

现同向变动的情况。本文利用CSMAR数据库中的上市公司年度资产收益率(ROA)作为衡量公司盈利的变量。与模型(1)和模型(2)结构相同,模型(3)和模型(4)以ROA替代了股票收益变量,以检验ROA的同省联动效应。

$$ROA_{i,t}^S = \alpha_i + \beta_1 ROA_{i,t}^L + \beta_2 ROA_{i,t}^M + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ROA_{i,t}^S = \alpha_i + \beta_1 ROA_{i,t}^L + \beta_2 ROA_{i,t}^M + \beta_3 ROA_{i,t}^I + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

表3对模型(3)及模型(4)的系数进行了估计,回归结果显示仅有创业板的公司资产收益率有同区域联动的效应,且系数 β_1 为负。在控制了市场盈利指数和行业盈利指数后,也仅有上海主板和创业板的系数 β_2 和 β_3 统计显著。统计结果表明同地区的企业盈利并没有出现高度联动的现象,因此,股票收益的同省联动并不是由于企业利润的同省联动造成的。

表 3 回归结果

	Intercept	β_1	β_2	β_3
模型(3)				
上海主板	0.02*** (8.03)	0.00 (0.36)	0.37*** (7.23)	
深圳主板	-0.04 (-1.28)	2.51 (1.57)	-0.53 (-0.42)	
中小板	0.06*** (34.01)	0.01 (1.48)	0.05 (1.34)	
创业板	0.07*** (12.79)	-0.02** (-2.21)	0.08 (0.86)	
模型(4)				
上海主板	0.02*** (7.95)	0.00 (0.42)	0.30*** (5.23)	0.08*** (2.80)
深圳主板	-0.05 (-1.37)	2.46 (1.63)	-4.94 (-1.13)	4.81 (1.32)
中小板	0.06*** (33.61)	0.01 (1.47)	0.07* (1.66)	-0.01 (-1.11)
创业板	0.06*** (11.21)	-0.02** (-2.56)	0.25** (2.04)	-0.09*** (-3.19)

上述实证结果表明,中国股票市场存在着强烈的同省联动效应,其程度之大并不能完全由同省公司利润联动所解释。在下文中,我们将结合多个公司层和地区层的因素,进一步研究导致股票收益同省联动的因素。

(三)同省联动的公司层决定因素

前文估计了不同交易板块股票收益同省联动的程度,我们选择了一系列被认为与地域偏好有关的公司层变量(Prinsky和Wang, 2006; Li等, 2014)进行更深入分析。公司层变量数据来源于CSMAR数据库,所选变量包括了:

(1)公司规模(Size)。公司股票市值的对数形式,本文

取前一年期末数据分析。

(2) 杠杆率(Leverage)。计算方法为公司负债除以公司资产的比例。

(3) 市净率(PTB)。计算方法为公司市场价值除以公司账面价值。

(4) 资产收益率(ROA)。计算方法为公司净利润除以公司总资产。

(5) 股东人数(NOS)。公司股东人数的对数形式。

(6) 股利分配率(Dividend)。公司股利分配占净利润的比例。

(7) 流通股比例(Tradeprop)。计算方法为公司流通股市值除以公司股票总市值。

本文以模型(1)中估计的地区 β_1 系数作为因变量,对上述公司层变量进行回归分析。运用时间固定效应模型对各版块面板数据分别进行估计,样本包括上海及深圳证券交易所A股各板块2003~2013年交易的股票,回归结果显示在表4中。

表4 回归结果

	上海主板	深圳主板	中小板	创业板
Intercept	0.02*** (4.13)	0.10*** (11.40)	0.09*** (5.32)	-0.16*** (-5.62)
Size	-0.00 (-0.69)	0.00*** (8.48)	-0.02*** (-15.01)	-0.12*** (-7.36)
Leverage	-0.01*** (-6.66)	-0.02*** (-7.24)	0.02*** (8.02)	-0.28*** (-3.70)
PTB	0.00** (2.35)	-0.03*** (-7.63)	0.01 (1.09)	-0.11*** (-4.26)
ROA	0.09*** (6.91)	-0.01*** (-7.31)	0.01*** (8.03)	-1.09*** (-3.71)
NOS	0.00*** (3.24)	-0.04*** (-2.91)	-0.01*** (-9.81)	0.01 (0.74)
Dividend	0.00*** (3.52)	0.00** (2.20)	-0.01 (-0.31)	0.00 (0.18)
Tradeprop	-0.01*** (-3.48)	-0.02*** (-7.08)	0.00*** (12.53)	-0.49*** (-7.61)
Adjusted R ²	0.48	0.56	0.55	0.58
Observations	3,734	1,652	1,586	840

由表4可知,公司规模(Size)在中小板和创业板中均显著为负数,与过往学者的结论相符,表明在这两个板块中小规模的公司有更强的同省联动效应。规模较大的公司有更高的知名度,也更能够吸引来自不同地区的投资者。而对于小规模公司,本地投资者则可能获得更大的信息优势。结果在一定程度支持了Coval和Moskowitz(1999,2001)的观点。深圳主板并没有出现这种“规模效应”,其结果显示规模较大的公司地区收益联动效应更强,但影响幅度并不具有足够的解释力。实证结果表明小规模公司更可能与地区收益指数有同向联动的情况。

杠杆率(Leverage)在上海主板、中小板及创业板均显著地负向影响区域联动,即公司负债比例上升时区域联动效应降低。Prinsky和Wang(2006)提出的一种解释为公司的举债行为增强了公司与资本市场的联系,因而提高了投资者对公司的可见性,减轻了收益区域联动的程度。

市净率(PTB)在深圳主板和创业板对收益同省联动有较明显负向作用,在上海主板则有轻微正向作用。高市净率表明投资者对上市公司有更高的估值,因而能吸引更多非本地投资者,降低区域联动效应。这一结果与Prinsky和Wang(2006)并不完全一致。

资产收益率(ROA)对区域联动的影响在不同板块有所差异,回归结果显示负向影响则更为显著,尤其在创业板中影响幅度最大。总体来说,公司盈利较低的公司有更强的收益同省联动倾向,这一结果进一步证明了盈利能力较强的公司受到更多关注,能够获得更多不同地区的投资。

股东人数(NOS)与区域联动呈负相关关系。这一结果符合预期,更多数量的股东,尤其是非本地股东的参与,能够降低同省联动的程度,结果与Prinsky和Wang(2006)结论相同。

股利分配率(Dividend)并未对区域联动产生明显作用。可能的原因是中国股票市场,上市公司发放股利比例较低,大量上市公司不发放股利,投资者在投资股票时更多地考虑股票的资本利得,对股利关注相对较少。这一结果与Prinsky和Wang(2006)相符,但并不支持Li等(2014)的实证结果。

流通股比例(Tradeprop)显示对联动效应有负向影响。更高比例的流通股意味着更透明的公司信息和更高的交易量,这些因素都有利于减少信息不对称,从而减低同省联动效应。

(四)同省联动的公司层和区域层决定因素

Li, Richardson和Tuna(2014)认为对公司表现的预测需加入区域宏观经济条件,并且宏观经济条件的影响在纯本地经营的公司中更为明显。综合上述分析,本文加入了区域层变量以更进一步分析联动效应的决定因素。省份的区域层变量包括三个:

(1) 人均产值(GDPPC),省份人均GDP的对数形式,人均GDP是衡量一个地区经济发展水平的重要变量。数据来源于CEIC数据库。

(2) 企业数量(NOF),地区规模以上工业企业数的对数形式。数据来源于CSMAR数据库。

(3) 股票托管市值(Value),各省份股票托管总市值的对数形式,显示各省吸收股票投资的资金总值。数据来源于中国证券登记结算统计年鉴。

Levin, Lin和Chu以及ADF-Fisher面板数据单位根检验(Unit Root Test)显示三个区域层变量在全部板块均

存在单位根,需要对上述三个地区变量进行一阶差分变换,分别以dLnGDPPC、dNOF和dValue表示。

表5运用模型(1)各股票的区域联动估计系数作为因变量,使用时间固定效应模型对公司及地区变量进行回归,样本包括上海及深圳交易所A股各板块2003~2013年交易的股票。

	上海主板	深圳主板	中小板	创业板
Intercept	0.03*** (4.18)	0.12*** (5.01)	0.09*** (8.13)	-0.12*** (-5.62)
dLnGDPPC	0.00 (0.73)	0.04 (0.16)	0.00*** (5.99)	0.01** (2.11)
dNOF	-0.01*** (-2.86)	-0.01 (-1.54)	0.05*** (2.68)	0.03 (0.42)
dValue	-0.00 (-0.30)	0.00 (0.41)	0.02 (1.50)	0.00 (0.05)
Size	-0.00*** (-1.25)	0.02** (2.05)	-0.01*** (-19.81)	-0.10*** (-5.24)
Leverage	-0.01*** (-5.08)	-0.01** (-2.38)	-0.02*** (-10.58)	-0.28*** (-3.56)
PTB	0.00* (1.91)	-0.02*** (-11.21)	-0.05*** (-7.04)	-0.12*** (-4.28)
ROA	0.12*** (7.42)	0.02 (0.86)	-0.01*** (-11.67)	-1.02*** (-3.44)
NOS	0.00*** (4.80)	-0.04*** (-9.41)	-0.03*** (-5.51)	0.01 (0.74)
Divdend	0.00*** (3.92)	0.01*** (3.30)	0.07 (0.23)	0.00 (0.08)
Tradeprop	-0.01*** (-2.61)	-0.01** (-2.10)	-0.02*** (15.03)	-0.46*** (-6.61)
Adjusted R ²	0.32	0.39	0.38	0.55
Observations	3 370	1 466	1 582	840

表5报告了控制公司层因素后区域变量的时间固定效应模型结果。可以看出,在加入了区域变量以后,公司变量仍然显著。从人均GDP在中小板和创业板为正可以看出,区域联动效应与地区经济发展水平正向相关,表明富裕的投资者更愿意投资本地股票,也表明在中国存在着地域偏好的情况,而且这种地域偏好在中小企业中表现得更为突出。

公司数量(NOF)在上海主板负向影响区域联动,而在中小板情况则相反。结果表明本地大规模公司数量增加,能够吸引外地投资者;而本地中小企业增加,更容易吸引本地投资者。这种现象也从另一方面说明,大公司受到投资者关注更多,因而信息透明度更高,更能获得非本地投资者的青睐。

有趣的是,股票托管市值(Value)在全部板块中均不显著。潜在的解释可能是由于中国人口巨大的流动性,投

资者在一地开设股票交易户口,然而并未在同一地区工作,投资者对其工作地区的信息了解更多,投资工作地区的股票,因而造成地区托管市值与区域联动效应的关系不显著。

五、结论及建议

过往的研究更多侧重于公司股票与市场股票、行业股票收益的同向变动,本文尝试从地区方面探讨股票收益的联动效应。通过对中国股票市场不同板块的收益区域联动作用进行分析,本文验证了同省份的上市公司股票收益存在着较强的同向变动效应。为进一步了解联动效应,本文考虑了两方面的可能原因:公司盈利影响和地区分割因素。与股票收益并不一致的是,公司利润并没有表现出显著的区域联动现象。因而,公司利润区域联动并不是对股票收益区域联动的有力解释。

进一步研究显示,公司变量和省份变量都显著影响区域联动效应。比如,规模较小、杠杆较低、市净率低、股东数量少和流通股比例低的公司有更高的收益区域联动倾向。从地区方面来看,人均GDP与区域联动之间存在正向关系;大公司数量增加可以吸引更多非本地投资者,而小规模公司则更容易吸引本地投资者。

本文的研究结果对政策有一定的启示作用。首先,信息不对称是产生地域偏好的重要原因,要建立更有效率的市场需要提高公司信息披露的质量。公司治理水平同样与股东监管有密切的关系,地域多元化的股东可以更好地提高上市公司信息披露和公司治理水平。其次,加强不同地区之间公司的竞争,降低地方保护的力度,将更好地提高全社会企业的经营和治理水平,使投资者能在更广阔的范围选择优秀的公司,使社会资源得以更优配置。

对个人投资者来说,在投资决策中不仅要关注上市公司本身,还需要关注其所在的地区。由于各地的投资者均表现出强烈的地域偏好,收益区域联动无形中也增大了投资者们承担的风险。将资金分散到不同地区可以让投资者的资产相关度降低,减少股票收益区域联动的风险,也是在构建资产组合时应当考虑的因素。

上市公司融资决策也能从本研究中得到一些启示。如果区域因素对股票收益会产生影响,投资者在投资非本地股票时由于信息不对称,则可能会要求更高的收益。对上市公司来说,提高公司信息的披露水平,降低不同区域投资者的信息不对称程度,可以减少公司融资的资本成本,获得更广的资金来源。

对区域偏好更进一步的研究可以从以下三个方向进行:

第一,对中国股票市场各板块进行分时期的分析。中国股票市场近十年来有不少重要改革,比如股权分置改革使不流通股份得以流通;股指期货的推出完善了中国股票市场仅能在股价上升才能获利的情况;“沪港通”交

易使中国投资者更可能接触到境外的股票,也使境外投资者能够进入中国市场。资本市场的这些改革会改变投资者的观念,使投资者的投资方式在不同时期有所变化。

第二,新兴市场投资存在着投资本地股票的强烈倾向,本文从公司和省份情况因素证实了中国投资者对不同省份的股票存在区域偏好。然而这两方面因素仅仅是导致区域偏好的部分原因,文化差异、对外开放性和政治因素等同样会造成投资者的区域偏好。

第三,本文的研究以公司所在省份作为区域划分的方式,而中国为数众多的发展规划则是以经济区域的形式进行。如“长三角”经济区、“京津冀”经济区、“泛珠三角”经济区等,属于相同经济区的省份更可能受到相似的政策因素影响,因而同一区域的公司股票收益也被认为有同向联动的现象,后续研究可以尝试将公司所在区域扩展为经济区域的划分方式,观察其中的同区域联动效应。

从本研究的实证结果中,我们发现中国投资者仍然表现出强烈的省份偏好。持久的市场分割会降低市场进行资源配置的效率。要减少投资者区域偏好的不理行为,需要提升上市公司的信息披露水平,优化公司股权结构,从而提高市场资源配置效率,建立更统一的市场,也是中国证券市场发展的方向。

主要参考文献

赵静梅,吴风云,罗梅.投资决策中地区偏好与地区规避的实证研究[J].投资研究,2012(1).

Alam Z.S., Chen M.A., Ciccotello C.S., Ryan H. E.. Does the location of directors matter? Information acquisition and board decisions[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014(1).

Ayers B.C., Ramalingegowda S., Yeung P.E.. Home-town advantage: The effects of monitoring institution location on financial reporting discretion [J]. Journal of Accounting and Economics, 2011(1).

Bae K. H., Stulz R. M., Tan H.. Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts [J]. Journal of Financial Economics, 2008(3).

Baltzer M., Stolper O., Walter A.. Is local bias a cross-border phenomenon? Evidence from individual in-

vestors' international asset allocation[J]. Journal of Banking and Finance, 2013(8).

Beneish M. D., Yohn T. L.. Information friction and investor home bias: a perspective on the effect of global IFRS adoption on the extent of equity home bias[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2008(6).

Chan K., Covrig V., Ng L.. What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide [J]. Journal of Finance, 2005(3).

Christelis D., Georgarakos D.. Investing at home and abroad: different costs, different people? [J]. Journal of Banking and Finance, 2013(6).

Cooper I., Kaplanis E.. The implications of the home bias in equity portfolios[J]. Business Strategy Review, 1994(2).

Coval J. D., Moskowitz T. J.. Home bias at home: local equity preference in domestic portfolio [J]. Journal of Finance, 1999(6).

Diyarbakirlioglu E.. Domestic and foreign country bias in international equity portfolios [J]. Journal of Multinational Financial Management, 2011(5).

Doyle J. T., Lundholm R. J., Soliman M.T.. The extreme future stock returns following I/B/E/S earnings surprises [J]. Journal of Accounting Research, 2006(5).

Froot K. A., Dabora E. M.. How are stock prices affected by the location of trade? [J]. Journal of Financial Economics, 1998(2).

He W., Hu M.. Aggregate earnings and market returns: international evidence [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014(4).

Huberman G.. Familiarity Breeds Investment [J]. The Review of Financial Studies, 2001(14).

Ivkovic Z., Weisbenner S.. Local does as local is: information content of the geography of individual investors' common stock investments [J]. Journal of Finance, 2005(1).

Li D., Liao L., Luo Y., Zhang X.. Firm headquarters location, ownership structure, and stock return co-movements [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014(30).