

银行业上市公司股价与业绩相关性研究

曹湘平,王敏

(湖南工业大学 财经学院,湖南 株洲 412007)

[摘要]选取银行作为研究对象,进行相关性实证分析;通过对“股价背离业绩”的上市公司进行分析,找出银行业出现背离现象的原因,即实体经济层面因素、虚拟经济层面因素和其他相关因素;最后提出政府资金的稳定机制、大盘股发行、个人住房贷款、地方债务等10个方面的改进措施与建议。

[关键词]股价背离业绩;股票价格;公司业绩

[中图分类号]F830.9

[文献标识码]A

[文章编号]1674-117X(2015)01-0039-06

Correlation Research between Stock Price and Performance of Listed Company of Bank

CAO Xiangping, WANG Min

(School of Economics and Finance, Hunan University of Technology, Zhuzhou, Hunan, 412007, China)

Abstract: Currently, the stock price and the performance of phase deviates, which is performing frequently and makes majority of investors feel at a loss. By conducting the existing research, it chooses typical bank industry to research. Firstly, we aim to reveal correlation circumstances between stock price and performance of the listed company bank by empirical analysis. Secondly, we select these listing corporations of stock price deviating the performance to research, trying to find out reasons leading to this phenomenon and analyze why not banking stock prices reflect listing corporation performance, which including the entity economic reasons, the virtual economic reasons and the others. Finally, some suggestions and measures are put forward to curb that phenomenon, which include the stability mechanism of government funds, large-caps issuing, individual housing loans, local debt, so on.

Key words: the deviation between stock price and the performance; stock price; company's performance

一 研究背景

有效市场假说(EMH)是由尤金·法玛于1970年深化并提出的。该假说认为,在有效的资本市场中,金融产品的市场价格包含了所有的市场信息,无论何时,金融产品的交易价格都应该能真实反映其投资价值。股票市场是资本市场的重要组成部分,如果将有效市场假说运用到股票市场中,那就是说,股票市场的有效性取决于股票的市场价格能

否真实反映上市公司的权益价值。^[1]

上市公司的权益价值来源于公司的经营业绩,因此,在有效的股票市场中,上市公司的股票价格能够真实反映公司的经营业绩。基于此,上市公司的股票价格与其经营业绩高度正相关才是有效的股票市场应该呈现的。显然,这已在西方成熟的股票市场得到了验证。针对我国上市公司股票价格与公司业绩的相关性问题,国内学者也进行了大量研究。然而,众多学者的研究却表明,在目前我国

收稿日期:2014-04-29

作者简介:曹湘平(1963-),男,湖南资兴人,湖南工业大学教授,研究方向为企业财务会计;王敏(1989-),女,河南周口人,湖南工业大学硕士生,研究方向为金融业上市公司股价与业绩相关性。

的股票市场中,上市公司股票价格与公司业绩并非高度正相关,而是相关性不明显或是出现了背离,且“股价背离业绩”这一现象表现明显。

针对这一研究结果,国内一些学者对其原因进行了进一步的研究,比如:孙磊、王孝忠(2004)^[2]通过统计分析发现我国股票市场出现了股价与公司业绩背离的现象,孙磊认为:上市公司业绩飙升的同时流通市值却大为缩水,其原因要么是原来的泡沫过多,要么是供给远远超过需求;王孝忠认为:压制股价上行的种种因素里,有部分源于投资者对境内上市公司评价的偏见。晏艳阳、胡俊(2006)^[3]对股票价格与公司业绩的关系进行了实证研究,实证结果有悖于“股票价格的变化与公司业绩之间存在正相关关系”这一理论分析结论,他们认为相悖的原因可以从以下两个角度来分析:从上市公司业绩的角度来看,一方面是政府对证券市场功能定位的扭曲所导致的企业上市依据的不合理性,另一方面是上市公司业绩的逐渐缩水;从证券市场的角度来看,是由于我国证券市场尚不成熟。证监会上市公司监管部副主任赵立新表示:提高资本市场的有效性是市值管理的前提,上市公司市值不可能长期背离企业价值,企业可以通过有效的市值管理来使企业市值真实反映上市公司价值。^[4]贺宛男(2008)^[5]通过对上市公司发布的业绩公告进行统计分析,发现2007年上市公司在业绩大丰收的同时股价不但没涨反而跌了,他研究认为:此现象出现的原因在于上市公司的业绩高增长源自于一些靠不住的非经常性因素,也即是说2007年的业绩高增长很可能是一个峰值。人民日报相关人士发现,不少上市公司2009年年报很出色,而股价却不断走低,其中银行业等上市公司表现最为明显,他们认为,银行板块之所以跑输大盘,尤其是2010年上半年出现加速下跌,与地产调控政策有关,过快增长的地产类贷款加重了投资者对银行未来资产质量的担忧。^[6]

目前,有关我国上市公司股价背离公司业绩原因的文献还比较少,针对银行业上市公司“股价背离业绩”这一现象研究的相对更少,仅有的一些研究也大多比较片面,以较短时期内的数据为依据说服力欠佳,对原因的探析明显不够全面、深入,没有提出该现象产生的深层原因。这也正是笔者试图通过本文来阐明的問題。

二 实证分析

(一)选取银行业为研究对象的依据

近年来,银行业上市公司的发展越来越强劲,在股票市场中的地位也越来越重要。从盈利方面看,2013年上市公司半年报数据显示,2467家上市公司共计实现净利润11392亿元,同比增长11%。其中,数量占比仅为2.15%的金融企业实现净利润6767.84亿元,占比高达59.4%,其上市银行的净利润规模更是占到了总利润的54.3%,银行业上市公司在股市中的地位由此可见一斑。^[7]基于此,本文选取银行业进行研究,以期探究出银行业“股价背离业绩”现象的深层原因。

(二)研究指标的选取

本文选取银行业上市公司作为研究对象,虽然银行业相比于一般行业而言有很大的特殊性,但是对于一般股民来说,关注点仍然集中于上市公司的盈利能力、成长能力、资产管理能力、股本扩张能力、主营业务鲜明状况等几个方面。基于此,本文在选取研究指标时尽量选取能够综合表示上述方面的指标。

在公司业绩方面,净资产收益率对于股权投资者而言,具有非常好的代表性和综合性,概括反映了公司的经营成果和股东投入资本的获利能力,因此,文章选取净资产收益率作为金融业上市公司的业绩衡量指标;在股票价格方面,考虑到净资产收益率是一个比率指标,直接选取公司股价会违反一致性原则,在众多反映公司股价的比率指标中,市净率反映普通股股东愿意为每1元净资产支付的价格,说明市场对公司资产质量的评价。

(三)数据的选取

本文中所用到的原始财务数据均来源于新浪财经网站股票行情中心数据库。净资产收益率和市净率是将相关样本公司数据代入各自公式取得。同时,为了保证研究的客观性、有效性,我们对样本进行了一些筛选,尽可能规避那些可能削弱研究结果证明力的样本。具体处理如下:(1)选取2010年12月31日以前上市的公司,样本的研究区间为2010年至2012年;(2)剔除有重大变故或者数据缺损的上市公司。

表1 样本期内银行业上市公司数目

名称	2012	2011	2010
银行业	15	15	14

(四) 相关性实证研究及结果分析

1. 相关性实证研究

根据银行业上市公司净资产收益率和市净率在 2010 - 2012 年的样本观测值,运用 SPSS 22.0 对各个公司相应指标进行相关性分析,分析结果如下:

表 2 银行业上市公司相关性分析结果

名称	正相关	负相关
浦东银行	0.924(0.25)	
华夏银行		-0.882(0.312)
民生银行	0.293(0.811)	
招商银行		-0.999*(0.022)
南京银行		-0.843(0.362)
兴业银行	0.375(0.755)	
北京银行		-0.44(0.71)
农业银行		-0.359(0.766)
交通银行		-0.998*(0.044)
工商银行		-0.199(0.872)
建设银行		-0.936(0.228)
中国银行	0.991(0.085)	
中信银行	0.45(0.703)	
宁波银行		-0.963(0.174)

注: * 表示在 0.05 水平上显著

2. 实证结果分析

综合分析 14 个样本行相关性分析结果,在 14 个上市银行中,净资产收益率与市净率呈现负相关关系的银行高居 9 个,其中招商银行和交通银行更是在 0.05 水平上显著负相关,“股价背离业绩”现象表现异常明显。

三 银行业上市公司“股价背离业绩”现象原因探析

在有效的股票市场中,上市公司股票价格与其业绩高度正相关。结合上述实证研究结果,本文选取股价背离业绩的上市银行进行研究,对该现象产生的原因进行深入分析,提出针对性的建议,以期给投资者一指导。笔者认为导致上述现象的因素中有行业层面的,也有上市银行层面的,有实体经济方面的,也有虚拟经济方面的。针对这些因素,接下来本文将依次从以下方面来阐述:

(一) 实体经济层面因素

1. 宏观因素。银行业上述现象表现异常明显,这是因为相比其他行业,银行业更易受到相关宏观经济因素和政策的影响。笔者认为,影响当前

银行股价的主要矛盾是宏观经济走势而非单纯的公司基本面,即问题出在 DDM 模型的分母而非分子。较中小投资者而言以下两因素影响较大:

(1) 房地产开发及个人住房贷款政策带来的风险。近年来,在房地产市场快速发展的带动下,个人住房贷款也获得了迅猛发展。个人住房贷款规模在银行资产中的比重迅速上升,会给银行带来流动性风险。同时,考虑到房地产行业是一个典型的资金密集型行业,对于融资的依赖程度相对较高,因此房地产开发贷款的风险也相对较高。伴随着众多专家对房地产泡沫的呼声越来越高,银行业所承受的风险也越来越大,美国次贷危机的风暴似乎还没有过去,投资者内心依然充满恐惧。股价下跌证明了投资者对银行股的未来缺乏信心。

(2) 地方债务危机带来的风险。从法律意义上讲,中国地方政府是不允许向银行借贷的,然而,开展市政建设、地方基础设施建设需要大笔资金,政府就通过设立融资平台公司,以政府财政作为担保向银行借款,这一模式在 2009 年政府采取 4 万亿刺激经济的举措时,几乎被所有地方政府所效仿。

国家审计署 2013 年 6 月 10 日在其官网上公布了对 36 个地区地方政府本级政府性债务的审计结果。审计结果显示,36 个地区 2012 年底债务余额共计 3.85 万亿元,比 2010 年增加 4 409.81 亿元,增长了 12.94%。地方政府债务增加了,可财政收入却下降了。一般情况下,地方政府的收入主要包括两部分:一是财政收入,二是出卖土地收入。随着宏观经济的疲软,这两项收入均不乐观,地方政府的财政收入面临下滑局面。

政府债务的膨胀和财政收入的萎缩,促使大部分地方政府发行新债来偿还旧债,此种方式只会导致地方政府债务像滚雪球一样越滚越大,最终有可能导致银行业甚至整个金融行业的危机。

2. 微观因素。“业绩涨股价反跌”现象的出现同样受银行业自身经营状况和行业特点影响。经过深入研究,笔者认为银行业业绩大涨股价反跌的现象,主要源于投资者对银行上市公司的悲观预期。

(1) 投资者预测银行上市公司蕴藏着巨大的经营风险:

其一,2005 - 2011 年中国银行业业绩的闪亮,相当程度上依赖于向中国楼市投放的巨额信贷资金。中国银行业畸形化的信贷结构,给依靠银行

信贷的楼市留下了较深的烙印,广大投资者预期中国楼市去泡沫化的过程会给银行业带来巨大风险。也就是说,在投资者看来,现有的业绩是过去和现在的反射,并不能代表未来,利好兑现银行业的即时数据再闪亮,那也是过去式,受未来楼市泡沫破裂的影响,未来的业绩数据或许会非常糟糕。

其二,不良贷款率提高。出现“股价背离业绩”现象的9家上市银行中,仅有3家不良贷款率有略微下降,分别是农业银行、工商银行和建设银行,而下降百分比也只有零点几,其余6家上市银行的不良贷款率均出现了上涨。不良贷款率是指银行不良贷款占总贷款金额的比重。不良贷款率上升说明银行收回贷款的可能性降低,风险加大。

其三,总资产净利率过低。银行的净利润相当于总资产来说,实在太小。虽然银行利润绝对数额很大,利润增速也很快,可这些利润相对于如此庞大的资本金微乎其微。例如:据2012年工商银行年报报道,工商银行2012年净利润2385亿,而工商银行的总资产是175422亿。如果经济形势掉头向下,就算仅仅有1%的资产变成了坏账,1754亿利润将顷刻间化为乌有,这无疑也是投资者担心银行业上市公司的原因之一。

(2)银行上市公司利润过于依赖利差收入。在投资者眼中,中国银行业的利润长期依赖于利差收入,利差收入占到银行业利润的大部分,银行业创新不够,新业务支持的成长性不足,对银行股的未来不看好。而那些具有业务转型或业务创新的行业,往往受到股市投资者的青睐。如果某个行业或某个企业具有高成长性,具有高盈利模式,则这类行业或这家企业的股票会吸引大量的投资者前来。投资者认为中国的银行业过多依赖于利差收入,盈利模式相对单一,随着利率市场化的改革以及银行业上市公司竞争的加剧,银行上市公司未来的业绩存在很大的不确定性。

(3)投资者认为,随着中国股市的持续扩容预期,A股市场的增量资金会受到一定程度的抑制,而银行股基本上都是大盘股,与小盘股相比,股价上涨更难。

除此以外,上市银行业绩虚夸、经营管理制度不完善、管理层和管理当局对投资者利益长期缺乏重视等等因素也是导致投资者悲观预期的原因。

(二)虚拟经济层面因素

西方学者将资本市场按照有效性分为强势有

效、半强势有效和弱势有效。国内一些学者在研究完股价与公司业绩的相关性之后,发现二者相关性不明显甚至出现背离,一致认为我国的股票市场至多可称为弱势有效,这说明我国的股票市场尚不成熟。

截至2013年8月20日,沪深两市共有1083家上市公司发布了本年度业绩报告。在这些半年报中,不少公司业绩靓丽,净利润增长率高的惊人,可股价却跌的惨重。如:铁岭新城净利润大增29811%,股价跌7.8%;刚泰控股净利润大增5832%,股价跌10.9%;彩虹精化净利润大增3996%,股价跌1.8%;滨江集团净利润大增994%,股价跌3.8%;智云股份净利润大增824%,股价跌10.4%;茂化实华净利润大增590%,股价跌2.5%;蒙发利净利润大增507%,股价跌7.2%;中成股份净利润大增384%,股价跌5.2%等等。

上述公司涉及批发、科技、石油化工、机械、房地产、综合类等多个行业。由此可见,“股价背离业绩”现象并非仅出现于银行业,该现象在很多行业都已经出现。如此一来,对现象出现原因的探讨就不能仅停留在实体银行业这个层面,还应当从整个虚拟经济——资本市场这个更大的层面来考虑。

1. 资本市场结构不合理。我国资本市场结构不合理主要体现在以下几个方面:

(1)资本市场投资主体不合理。投资者以个人投资者为主,机构投资者相对缺乏,个人投资者较为投机的投资方式,致使资本市场投资欠缺理性。

(2)资本市场层次结构不合理。我国资本市场层次缺乏,资本市场较单一,欠缺能够适应市场需求的多层次市场体系。

(3)金融产品结构不合理。传统金融产品结构单一,衍生工具发展才刚起步,金融业电子化、信息化发展缓慢。

2. 资本市场资源配置效率低下。我国资本市场层次性缺乏,产权关系不明晰,缺乏内生性约束机制,政府行政干预过多。这种种因素导致我国资本市场资源配置效率低下。

3. 股票市场波动过于剧烈。中国股市波动剧烈主要体现在五个方面:股价指数和个股价格暴涨暴跌、股票交易量和换手率波动剧烈、股票发行和融资金额大起大落、新股发行市盈率高低差距过大和新股上市以后涨跌幅波动剧烈。

4. 非金融机构在银行业金融机构资产中所占

比重依然很低。据银监会统计,截至2013年8月,中国非银行金融机构总资产为415 995亿元,占银行业金融机构总资产的29.4%,虽然相比前几年占比有所提高,但是参考金融市场比较发达的美国,其非金融机构占总金融资产的75%左右,说明目前我国的非金融机构在银行业金融机构资产中占比依然太低,我国金融市场发展还有很长的路要走。

5. 企业融资仍以间接融资为主。中国人民银行统计显示,截止2012年我国社会融资规模为15.76万亿元,其中,企业债券净融资和非金融企业境内股票融资分别为2.25万亿元和2 508亿元,以二者为代表的间接融资在社会融资规模中占比仅15.9%,虽然较2012年的3.4%和2011年的1.9%增长迅速,但是间接融资比重依然很低。

6. 资本市场供需比例严重失衡。价格的涨跌归根结底是由供需决定,这是一个永恒的规律。2011年出现“业绩涨股价反跌”现象的银行占全部样本银行的80%,可见投资者对上市银行股票的需求远远小于其供给。在供需比例严重失衡的情况下,股票的估值会打得很低,这是主要原因。

7. 资本市场中的投资者信心缺失。银行业利率市场化所带来的业绩压力以及不良贷款率激增所导致的坏账风险,引发投资者对银行资产质量的疑虑,加上房地产泡沫和地方债务危机所带来的风险,使投资者对银行业的未来丧失了信心。

此外,国人作为投资者还相当不成熟,他们想要的是实物资产的投资,对金融资产的投资尚缺乏深入了解。资本市场中信息不对称所导致的内幕交易和一系列违规违法交易等等因素也是导致上述现象产生的原因。

(三)其他相关因素

巴菲特曾说过,股价的长期走势与公司的内在价值增长密切相关。这里提到的是公司内在价值,而不是单纯的利润增长。如何衡量公司内在价值,当前股价究竟反映了多少内在价值才是关键,单纯的以为只要利润大幅增长,股价就应该上涨,是犯了一个巨大的错误。因此文章选取指标也存在片面化,不能真正反映出上市银行内在价值,研究结果会有些许偏差,这也是我们今后研究中关注的重点。

四 建议与对策

综上所述,我们提出了下列相关建议对策,以

期能够给广大投资者以指引,给银行业以启示。

1. 发挥政府资金的稳定机制。中国股市的博弈将不再是以散户与机构博弈为主,更多的体现为多方与空方的博弈。这种博弈本身具备一定稳定股市运行的机制,但问题的关键是,A股内外环境决定了A股空方胜算的概率高些。这就需要以政府资金为主的第三方资金进入股市,成为A股运行的稳定机制。

2. 应对大盘股的发行进行一定限制。银行股多是大盘股,投资者拉升股价比较费劲。这在一定程度上限制了银行股股价的飙升。即使在大牛市中,银行股的表现也不是十分抢眼,其部分原因在于银行股的盘子太大。未来A股市场应对大盘股有一定限制。

3. 个人住房贷款风险管理。为了化解个人住房贷款所带来的流动性风险,应积极鼓励商业银行采取市场化的手段转移风险,推进资产证券化市场的发展;鼓励房地产企业推行融资多元化;引入保险公司和担保公司,促进个人住房贷款风险的分散化;对个人住房抵押贷款实施一定的限制;政府应采取有效的措施遏制房价高涨,让群众买得起房。

我们看到,随着利率市场化的逐步推进,银行在贷款资源的配置上已经是有所改变,并且是越来越重视效益,截止2013年8月,广州就有9家银行停止房地产借贷,其中股份行占多数。这显然是银行应对风险的举措。

4. 创新政策思路,控制地方债务平台风险。针对融资平台债务带给银行业的风险,目前解决措施以金融为主,短期风险已相对可控。但是,这不能解决根本问题,只是将危机和风险推后了。为了解决中长期风险,要采取“财政为主,金融为辅”的政策,围绕投资者优化和中央与地方财政的重置来促进改革,使平台风险可控。

5. 减少不良贷款金额,降低不良贷款率。加快利率市场化改革的步伐,进一步放宽存贷款利率浮动范围,适当抬高风险大的民企贷款利率,同时,对于固定利率下过分注重贷款担保的贷款办法,银行要做出改变。在利率市场化的情形下,分析客户以自身现金流为表现的还款能力是银行贷款定价最好的依据。在进一步市场化的环境中,银行业要凭借自身经营能力降低不良贷款率。

6. 逐步完善资本市场结构。发展机构投资者,打破个人投资者的主导地位,以应对投资主体

不合理问题;加快发展金融衍生产品,逐步完善金融产品结构,以应对金融产品结构不合理问题;优化资源配置,建设符合我国实际的多层次资本市场体系,以应对层次结构不合理问题。

7. 发展非金融机构,提高其在银行业金融机构资产中所占比重。完善非银行金融机构发展的制度安排,规范金融市场秩序;适时通过财政补贴、税收优惠等手段给非银行金融机构创造快速发展的机会;积极引导非银行金融机构金融服务向中小企业倾斜,进一步创新金融工具,通过财政资金实行担保建立非银行金融机构与中小企业的资金融通关系,完善贷款担保机构,组建多样化担保公司,以适应小企业抵押贷款的灵活性需要。

8. 进行制度创新和法规体系创新,加强教育和引导。对企业上市规定进行改革,优化上市企业质量,杜绝欺诈;加强监管,健全证券法规体系,打击违规违法行为;向管理当局强调保护投资者利益的重要性,真正为投资者谋福利;对投资者进行教育,提高投资者素质,减少各种投机行为的发生。

9. 对操纵市场的行为执行压制机制。在A股市场中,投资者操纵市场的行为并不鲜见。比如:某些投资者利用内部信息优势,在上市公司利好消息出台前夕,故意砸盘,导致散户恐慌性抛售,从中渔利。所以,要建立打压类似操纵市场行为的效率机制。

10. 优化业绩衡量指标体系。选取更加全面、更加合适的衡量银行业上市公司业绩的指标,使其能够反映上市银行的真正内在价值,将会促使股价与业绩的关系研究更加具有指导价值。

参考文献:

- [1] 李 礼,洪 源.我国上市公司业绩与股票价格之间关系的实证研究[J].经济问题探索,2005(9):113-115.
- [2] 孙 磊,王孝忠.股价与业绩相背离[N].中国证券报,2004-09-07.
- [3] 晏艳阳,胡 俊.股票价格与公司业绩关系的关联分析:对中国证券市场的研究[J].系统工程,2006,24(8):63-69.
- [4] 赵立新.市值不可能长期背离于企业的价值[N].新京报,2007-05-28(23).
- [5] 贺宛男.业绩大增股价却下跌,如何理解业绩和股价背离[N].新闻晨报,2008-02-04.
- [6] 人民日报.09年上市公司净利润增25%,业绩股价为何相背离[EB/OL]. [2010-04-30] <http://www.sina.com>.
- [7] 中国行业研究网.2013年上市公司半年业绩分析[EB/OL]. [2013-09-02] <http://www.chinairn.com>.
- [8] Fama. Efficient Capital Market: 11[J]. Journal Finance, 1991(5): 1575-1617.
- [9] Hussein A, Hassan Al - Tamimi, AliAbdulla Alwan A A. Abdel Rahman. Factors Affecting Stock Prices in the UAE Financial Markets [J]. Taylor&Francis, 2011, Vol. 16(1): 3-19.
- [10] 巴曙松,贾 蓓.个人住房贷款不是摇钱树,快速扩张勿忘风险管理[EB/OL]. [2004-04-06] <http://www.hexun.com>.
- [11] 杨 涛.化解地方债务风险的路径[N].中国证券报,2013-02-19.
- [12]《新财经》.地方政府的债务锁链:中国债务危机正式爆发[EB/OL]. [2012-10-08] 搜狐财经网.
- [13]《财经网》.地方债务有可能引发中国债务危机[EB/OL]. [2013-06-25] <http://www.21fd.cn>.
- [14] 夏宏涛.公司业绩与股票价格的相关性研究[D].大连:东北财经大学,2011:12.
- [15] 刘任重.银行股股价波动的影响因素分析[J].商场现代化,2010(5):140.
- [16] 方 静.现代会计准则下上市公司经营业绩的综合评估和实证分析[J].价值工程,2013(1):150-152.
- [17] 杨亦民,刘 星,李明贤.浅析我国资本市场的资源配置效率[J].金融问题研究,2006(7):71-73.
- [18] 胡双发.中国股市运行波动剧烈的现实表征[J].金融教学与研究,2013(3).

责任编辑:徐 蓓