

中国股票市场及上市公司 治理研究

高 雷 著
何少华

上海三联书店

中国股票市场及上市公司 治理研究

高 雷 著
何少华

上海三联书店

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股票市场及上市公司治理研究 / 高雷著. —上海:

上海三联书店, 2006.2

ISBN 7-5426-2261-7

I. 中... II. 高... III. ①股票—资本市场—研究

—中国②上市公司—企业管理—研究—中国

IV. F832.51②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 013086 号

中国股票市场及上市公司治理研究

著 者 / 高 雷 何少华

责任编辑 / 朱慧君

装帧设计 / 李人范

监 制 / 林信忠

责任校对 / 张大伟

出版发行 / 上海三联书店

(200031) 中国上海市乌鲁木齐南路 396 弄 10 号

<http://www.sanlian.com>

E-mail: sanlian@yahoo.com.cn

印 刷 / 江苏海信印务有限公司

版 次 / 2006 年 7 月第 1 版

印 次 / 2006 年 7 月第 1 次印刷

开 本 / 880 × 1194 1/32

字 数 / 130 千字

印 张 / 5.875

ISBN7-5426-2261-7

F·449 定价: 15.00

作者简介

高雷,男,1977年生,汕头大学商学院特聘教授,德国弗莱堡大学经济学学士,德国法兰克福大学金融学硕士,德国汉诺威大学金融学博士,德国图宾根大学博士后,德国波恩大学泽尔滕实验室博士后,香港中文大学客座助教授。论文发表在 *Journal of Financial Markets*, *Journal of International Financial Markets*, *Institutions and Money*, *Journal of Behavioral Finance*, *Emerging markets Review*, *Annals of Economics and Finance*, *China Accounting and Finance Review*, 《金融研究》、《经济学特刊》、《管理工程学报》、《数量经济技术经济研究》、《经济理论与经济管理》、《财经科学》、《保险研究》、《财经研究》、《中国金融学》等国际著名专业杂志。在著名的德国柏林出版社和中国科学技术出版社出版英、中文专著各一本。此外,还有多篇重要的国际会议论文被 SCI/EI/ISTP 检索。受英国牛津大学、德国图英根大学、德国汉诺威大学、德国沃尔茨堡大学、德国基尔大学、德国法兰克福大学、德国波恩大学泽尔滕实验室、香港中文大学、台湾东吴大学、复旦大学、上海交通大学、同济大学、南开大学、中山大学、中山大学岭南学院、电子西南大学、西南交

通大学、北德意志中央银行、中国建设银行浙江省分行等之邀作学术报告逾三十次。

何少华,男,1981年生,中国地质大学(武汉)管理学学士,汕头大学经济学硕士研究生。在 *China Accounting and Finance Review*,《经济学》(季刊)、《金融研究》、《经济理论与经济管理》等优秀期刊发表论文多篇。

献给我们的亲人：高燕飞 石 欣(博士)

何维周 胡翠英

前 言

金融全球化正在广泛推进,中国的股票市场也必将更快和更广泛地融入世界经济体系中。但是,目前我国处在金融体制转轨的特定时期,股票市场和上市公司治理存在许多急需解决的实践问题。

本书有两大特点。一是原创。本书正文十章,每章皆是原创性研究结果,每章都处于学术研究前沿。二是理论联系实际。本书参考了上千份国外文献,且把这些前人理论运用到了我国股票市场的实践中。

本书主要贡献包括:解释了我国的股票市场的月效应、周效应、星期一效应;调查了股票市场的动量策略和反转策略;研究了B股开放对人民币汇率的影响;探讨了股票市场对不同性质、不同特征的股权转让的不同反应;发现了我国基金管理人的持股偏好;找到了我国上市公司资金侵占与第一大股东持股比例之间的关系;论证了公司治理机制对资金侵占的作用;检验了公司治理机制对代理成本的影响;从公司内部治理安排与外部治理环境的角度讨论了上市公司现金持有量的决定因素。

本书的研究工作受到了德国国家学术交流中心、德国弗利德里希·弗利克基金会、中国国家留学基金委、教育部国际合作

与交流司、香港研资局及汕头大学出版基金的资助,亦有幸获得了1994年诺贝尔经济学奖得主德国波恩大学莱茵哈德·泽尔滕教授、荷兰乌特瑞特大学古哈德·科林教授、香港中文大学吴毓武教授、汕头大学商学院黄志忠教授、汕头大学商学院殷树喜博士和武汉大学张蕾博士的指点与斧正。完成此书之际,作者谨致以最衷心的感谢。另外,朱慧君编辑为本书的编辑做了大量的工作,在此一并谢过。

限于作者的水平以及研究工作的局限性,特别是股票市场及上市公司治理本身正处于迅速发展之中,书中难免存在不足与错误,恳请广大读者批评指正。

汕头大学商学院 高雷

2006年2月

目 录

第一章 绪论	1
1.1 本书的研究背景	1
1.2 本书的目的和意义	1
1.3 本书的结构安排	2
1.4 小结	5
第二章 中国股票市场的日历效应	6
2.1 引言	6
2.2 中国沪深股市的月效应	7
2.3 中国股票市场收益的日效应	12
2.4 中国股票市场日历效应的解释	12
2.5 结论	13
参考文献	14
第三章 检验卡马拉对星期一效应的解释	17
3.1 引言	17

3.2 机构投资者的重要性	18
3.3 数据和描述性统计	19
3.4 实证分析	20
3.5 结论	22
参考文献	22
 第四章 中国股票市场动量策略和 反转策略实证研究	 25
4.1 引言	25
4.2 数据和方法	26
4.2.1 数据	26
4.2.2 检验方法	26
4.3 实证结果和解释	27
4.4 结论	31
参考文献	32
 第五章 B 股开放对人民币汇率的影响	 35
5.1 引言	35
5.2 B 股指数与人民币汇率之间的协整关系检验	37
5.3 B 股指数与人民币汇率之间的格兰杰因果关系 及领先滞后的引导关系检验	39
5.4 结论	40
参考文献	41
 第六章 股权转让、股份性质与市场反应	 43
6.1 引言	43

6.2 理论分析及假设	45
6.3 研究设计	48
6.3.1 数据来源和样本选择	48
6.3.2 变量定义及描述	49
6.3.3 实证模型	52
6.4 结果分析	53
6.6 结论	55
参考文献	57

第七章 中国基金管理人持股偏好研究 58

7.1 引言	58
7.2 理论分析	60
7.3 研究设计	63
7.3.1 研究变量	64
7.3.2 研究样本及数据来源	66
7.3.3 研究模型	66
7.4 经验分析与结果	68
7.4.1 基金持股与未持股样本特征差异的 单变量分析	68
7.4.2 基于面板数据的多变量回归分析	71
7.4.3 基于横截面数据的多变量回归分析	76
7.4.4 相关计量问题的讨论	79
7.5 结论与启示	80
参考文献	81

第八章 资金侵占与第一大股东持股比例 之间的关系 84

8.1 引言	84
8.2 理论假说	85
8.3 研究设计	86
8.4 实证结果分析	87
8.5 结论与启示	90
参考文献	91

第九章 公司治理与资金侵占 93

9.1 引言	93
9.2 理论假说	94
9.2.1 内部机制	95
9.2.2 外部机制	102
9.3 研究设计	104
9.3.1 研究变量	104
9.3.2 样本与数据	106
9.3.3 研究模型	107
9.4 模型回归结果	107
9.4.1 回归结果报告	107
9.4.2 实证结果分析	111
9.5 结论与启示	114
参考文献	116

第十章 代理成本与公司治理机制 119

10.1 引言	119
10.2 理论分析	123
10.2.1 所有权结构	123

10.2.2	资本结构	126
10.2.3	董事会	127
10.2.4	管理者报酬	129
10.2.5	其他治理机制	130
10.2.6	公司成长性	131
10.3	数据与方法	133
10.3.1	数据与样本	133
10.3.2	变量	133
10.3.3	方法	135
10.3.4	样本特征	135
10.3.5	自变量之间的相关分析	136
10.4	经验结果	138
10.4.1	横截面回归结果	138
10.4.2	敏感性分析	144
10.5	结论与启示	146
	参考文献	148

第十一章 公司治理、政府控制与现金持有 154

11.1	引言	154
11.2	理论回顾	156
11.2.1	均衡理论	156
11.2.2	信息不对称理论	156
11.2.3	代理理论	157
11.3	公司治理、产权与现金持有	158
11.3.1	所有权结构、代理成本与现金持有	159
11.3.2	外部治理环境、政府控制、成长性 与现金持有	161

11.4	研究设计	165
11.4.1	数据与样本	165
11.4.2	变量	165
11.4.3	方法	167
11.4.4	样本特征	167
11.4.5	主要自变量之间的相关分析	168
11.5	经验结果	169
11.6	结论	172
	参考文献	173

第一章 绪 论

1.1 本书的研究背景

金融在经济发展中扮演着越来越重要的角色,股票市场在金融系统也发挥着越来越重要的作用。我国股票市场在上世纪 90 年代初再次开启之后取得了迅猛的发展。十五年间,它的市值、交易量、资金积累和上市公司数等增长迅速。现今,它是亚洲第二大、世界第九大的股票市场。我国的上市公司也从 1990 年的 8 家增长至 1200 多家。

然而,与西方成熟的股票市场相比,我国的股票市场及上市公司还存在许多问题。根据世贸协定,国内金融系统将于 2006 年底全面开放。因此,切合我国实际的股票市场及上市公司研究是我国目前经济学界、管理学界研究的热点问题。

1.2 本书的目的和意义

国内有关股票市场和上市公司原创性研究为数不多,而国外的研究又与我国实际严重脱节。

近年来,高雷博士一直从事股票市场和上市公司治理研究,获得了许多关于我国股票市场及上市公司治理的关键性研

究成果。

1.3 本书的结构安排

第二章 本章研究中国股票市场的日历效应。我们发现沪市存在 2 月效应和 11 月效应。2 月效应并未违背年底效应,因为我国农历的年底是在 2 月,类似于西方的 12 月。而年后的 3 月和 4 月的平均收益也像西方的 1 月那样高于其他月份。月效应随时间变化,如 1992 年深沪两市的年末效应非常强烈,但到了 2001 年就不再那么明显了。此外,本章还发现,在我国股票市场上,星期五收益特别高。我们认为这很可能是由于我国许多投资者是经常挪用公款进行短期投资的“业余投机者”,他们必须在下星期一还回公款,因此在周末前积极从事短期交易;他们只能在新年后才能拿到下一年度的公款,所以在 3 月和 4 月积极投资。

第三章 星期一效应是指周一的股市收益通常比周五低。卡马拉 Kamara (1997) 认为,是机构交易及衍生工具的使用导致了星期一效应的消失。由于在我国机构交易远没有像在西方成熟市场那么重要而且衍生工具的使用很有限,那么根据卡马拉的观点星期一效应就不应该消失。本章实证检验了这个问题,并以相反的结论推翻了卡马拉的观点。

第四章 本章研究中国股票市场的动量策略和反转策略。我们发现在中国股票市场上有 7 种能产生显著超额收益的长期反转策略,但没有有效的动量策略。

第五章 本章研究 B 股开放对人民币汇率的影响。通过对从 1994 年年初至 2003 年年底的相关时间序列进行分析,我们发现:沪市 B 股指数与美元兑人民币汇率之间的相关关系方向由开放前的正相关变成开放后的负相关;B 股开放后同等幅度

的人民币汇率变化较开放前导致沪深两市 B 股指数更大幅度的变化;滞后一期的沪市 B 股指数和滞后一期的深市 B 股指数在 B 股开放前分别是当期美元兑人民币汇率和人民币兑港元汇率的格兰杰之因,而开放后这种因果关系消失了;开放前 B 股指数与人民币汇率之间存在领先滞后的引导关系,开放后这种关系也消失了。

第六章 本章根据被转让的股权在转让前后的性质和特征将股权转让分类,然后研究市场对各类股权转让的短期反应。我们发现市场对不同性质的股权转让的反应是有显著差异的;同时还发现,对具备不同特征的股权转让,市场反应也不同。

第七章 本章研究中国基金管理人的持股偏好。发现基金管理人在择股时,既追求实现基金投资人利益的最大化,又有损害基金投资人利益的“道德风险”。基金管理人的持股偏好不仅受上市公司当期的治理、财务与股票特征影响,还受上市公司过去较长一段时期(2~3 年)的治理、财务与股票特征影响。随着基金行业内外部治理环境的改善,基金管理人的持股偏好日益以实现基金投资人的利益最大化为原则。

第八章 本章研究资金侵占与第一大股东持股比例之间的关系。我们发现在 1998 年二次曲线模型能够描述资金侵占与第一大股东持股比例之间的关系,且该模型既支持壕沟防御效应假说,也支持利益协同效应假说。在 1999 年、2001 年和 2002 年,幂函数模型能够描述资金侵占与第一大股东持股比例之间的关系,且这些模型仅支持壕沟防御效应假说,不支持利益协同效应假说。资金侵占与第一大股东持股比例之间的关系随时间变化而变化。

第九章 控股股东对上市公司资金的大量侵占是公司治理失败的一种表现。在我国到底是哪些治理机制失效了呢?哪些机制抑制了控股大股东的资金侵占?哪些机制加剧了控股大股东