

厦门大学会计学

研究生系列教材

# 经验会计研究文献回顾

*Literature Reviews*

*on Empirical Accounting Research*

杜兴强 主 编

雷 宇

修宗峰 副主编

聂志萍

教育部新世纪优秀人才计划 (NCET-04-0596) 资助

厦门大学会计学

研究生系列教材

# 经验会计研究文献回顾

*Literature Reviews*

*on Empirical Accounting Research*

杜兴强 主 编

雷 宇

修宗峰 副主编

聂志萍



厦门大学出版社 国家一级出版社  
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

## 图书在版编目(CIP)数据

经验会计研究文献回顾/杜兴强主编. —厦门:厦门大学出版社,2011.11  
(厦门大学会计学研究生系列教材)

ISBN 978-7-5615-3771-8

I. ①经… II. ①杜… III. ①会计学-研究生-教材 IV. ①F230

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 249568 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

[xmup@public.xm.fj.cn](mailto:xmup@public.xm.fj.cn)

厦门集大印刷厂印刷

2011 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月第 1 次印刷

开本:720×970 1/16 印张:24.25

字数:450 千字 印数:1~3 000 册

定价:43.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

# 前 言

经验会计研究,在西方主流学术期刊及第一流学者广泛、深刻的影响下,目前已经逐渐成为国内青年学者的主流研究范式。

进行经验会计研究,若要“产出”高质量的、得到认可的研究成果,全面的文献阅读、检索和文献综评必不可少。经验会计研究文献,若不是浩如烟海,至少可以称之为“汗牛充栋”。要在有限的时间内对经验会计研究的文献进行有效的吸收,谈何容易,特别是对初学者更是如此!为此,接受厦门大学出版社陈丽贞编辑的委托,我们着手编写这本《经验会计研究文献回顾》的教材。本教材在文献的选择方面,着力参考了国外和中国香港特别行政区一些著名高校的“财务会计理论”课程的 Seminar 文献目录,并考虑我国高校的实际情况,加以梳理和整合。最终,本书形成了四个大的专题或领域,包括 17 个专题[章]进行文献回顾<sup>①</sup>。本书各个专题或章节采取的阐述模式大致有二:第一,先采取综述的方式,对特定专题国内外的典型文献进行综评,然后针对典型的文献进行内容的重点导读;第二,直接以重点文献导读的方式展开。值得说明的是,本书属于文献综评和回顾的领域,所以不拟涉及相关的、经验研究的数理基础,这一部分的内容[譬如概率统计基础、回归分析、假设检验、乃至包括 SAS 编程等]希望读者自行阅读。

但是,我们仍然建议读者应该首先阅读以下一些经典的文献,至少以其为重要的参考文献,然后再开始本书的阅读:

(1) Ball and Smith. *The Economics of Accounting Policy Choice*. McGraw-Hill Co, 1992;

(2) Beaver, W. *Financial Reporting: An Accounting Revolution* (third edition). Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1997(东北财经大学出版社,薛云奎主译);

---

<sup>①</sup> 部分专题的文献略有交叉,但这是考虑到这些文献的贡献是多方面的。尽管如此,这些在两个或两个以上领域出现的文献,我们在不同专题和章节里综评和回顾的侧重点各有不同。

(3) Bushman. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31;

(4) Campbell, J., Lo, A., A. MacKinlay. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, 1997. Chapters 1—4 (中译本由上海财经大学出版社出版);

(5) Kothari, S. P. Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31, 105—231;

(6) Kinney, W. Empirical Accounting Research Design for Ph. D. Students. *The Accounting Review*, April 1986: 338—350;

(7) Philip Brown. 资本市场会计研究导论, 中国人民大学出版社, 2004;

(8) Schwert. *Empirical Research in Capital Markets*. McGraw-Hill Co, 1992;

(9) Watts and Zimmerman. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Co., 1986; 中译本《实证会计理论》(陈少华等译), 由东北财经大学出版社1999年出版。

本书是集体劳动的产物, 由厦门大学杜兴强教授担任主编, 雷宇(广东商学院会计学院, 原厦门大学会计系博士生)、修宗峰(中南大学商学院, 原厦门大学会计系博士生)、聂志萍(河海大学, 原厦门大学会计系博士生)担任副主编。其中, 雷宇做了大量的补充、校核和修改任务。于竹丽、陈政、王丽华、李宜、占美松、肖迪、杜颖洁等参与了本书部分章节的编写。具体分工如下:

章节	参与编写者
第一章	肖迪
第二章	占美松、杜颖洁、刘舫
第三章	雷宇、杜兴强
第四章	修宗峰、杜兴强
第五章	肖迪
第六章	王丽华
第七章	聂志萍
第八章	王丽华
第九章	李宜
第十章	雷宇、杜兴强
第十一章	陈政、杜兴强
第十二章	占美松

第十三章	修宗峰、杜兴强
第十四章	修宗峰、杜兴强
第十五章	于竹丽
第十六章	肖迪
第十七章	王丽华

本书能够得以完成和出版,我们需要特别感谢的是由葛家澍教授、黄世忠教授和杜兴强教授形成的共同导师组所带的2005、2006、2007和2008届博士生们,正是在对他们讲授“财务会计理论:经济学分析与经验研究”课程中,形成了本书书稿的雏形。我还要感谢厦门大学会计系2005、2006、2007和2008届的硕士研究生,感谢他们在厦门大学硕士生学位课程“财务会计理论研究”、“会计理论研究方法”中,各负其责、高质量地完成了文献阅读的小组作业,既使我们通过教学相长加深了对相关问题的理解,也为本书的编写提供了重要的参考资料。假若本书能够对读者的教学和研究工作哪怕有一丝的帮助,那么就首先请记住这些博士生和硕士生吧,尤其感谢于竹丽、聂志萍、李宜、张金若、王丽华、陈政、修宗峰、占美松、雷宇、郭剑花、肖迪、周泽将、叶丰滢、杨宇、徐跃、陈秧秧等博士生默默无闻的基础工作。

我还要感谢国内诸多从事经验会计研究的学者们,正是他们科学严谨的研究成果和富有启发性的研究著述<sup>①</sup>,使得本书可以站在一个较好的基础和起点上进行编著。感谢厦门大学出版社的陈丽贞编辑,本书的完成与她的支持、督促和最终严谨的编辑风格直接相关。

当然,由于受到编著者的学术水平制约,再考虑到时间、精力和禀赋方面的局限性,使得本书的完成既显得“拖沓”,又可能存在着一定的错漏<sup>②</sup>、文献的检索有所遗漏、对国内外文献的重要性认识有所偏颇等,恳请使用者不吝指出,以便本书再版时能够及时进行修正。本书涉及的几乎所有的相关英文文献,均备有电子版,迫切需要的读者可联系本书作者。

本书作者  
2011年8月

<sup>①</sup> 譬如陆正飞、姜国华、张然. 会计信息与证券市场投资实证研究. 中国人民大学出版社, 2008年。

<sup>②</sup> 本书最初开始于2005年,涉及的文献截至2006年底或2007年初。其间,部分专题已经对文献进行了更新,但是本书仍然可能出现未能够及时跟进的情况,特此说明。

# 目 录

## 第一篇 市场效率、财务报告与分析师预测

<b>第一章 市场效率检验</b> .....	(2)
1. 市场异常现象.....	(3)
2. 市场异常现象的研究模型 .....	(10)
3. 市场异常现象的原因 .....	(12)
4. 国内相关研究 .....	(16)
<b>第二章 财务报告的比较分析</b> .....	(24)
1. 引言 .....	(24)
2. 文献综述 .....	(25)
3. 典型文献介绍 .....	(31)
<b>第三章 自愿披露</b> .....	(40)
1. 概述 .....	(40)
2. 自愿披露的动机、可信性和经济后果.....	(41)
3. 盈利预测的市场反应 .....	(48)
4. 公司信息披露与分析师行为 .....	(51)
5. 自愿披露与资本成本 .....	(52)
6. 非财务信息的价值相关性 .....	(55)
7. 自愿披露的博弈研究 .....	(56)
<b>第四章 分析师盈利预测研究</b> .....	(61)
1. 引言 .....	(61)
2. 证券分析师盈利预测统计特征的研究 .....	(62)
3. 分析师盈利预测精确度影响因素研究 .....	(64)
4. 证券分析师盈利预测的市场反应研究 .....	(68)
5. 证券分析师盈利预测行为动机研究 .....	(69)

5. 国内相关研究 .....	(70)
<b>第五章 事件研究 .....</b>	<b>(74)</b>
1. 概要 .....	(74)
2. 事件研究法的程序 .....	(75)
3. 事件研究法在金融及财务中的应用 .....	(81)
4. 结论 .....	(83)

## 第二篇 会计盈余

<b>第六章 盈余的信息含量问题研究 .....</b>	<b>(86)</b>
1. 引言 .....	(86)
2. 会计盈余的信息观 .....	(86)
3. 对于盈余各组成部分信息含量的研究 .....	(93)
4. 盈余信息公告对于其他公司股价的影响 .....	(96)
5. 对于证券价格所包含信息含量的研究 .....	(98)
6. 有关盈余信息含量的其他观点 .....	(102)
7. 国内相关研究 .....	(103)
<b>第七章 会计盈余与股票价格 .....</b>	<b>(106)</b>
1. 引言 .....	(106)
2. 变量的度量 .....	(107)
3. 模型的选择 .....	(110)
4. 具体文献介绍 .....	(112)
5. 国内研究 .....	(118)
6. 小结 .....	(120)
<b>第八章 及时性、稳健性及报酬—盈余关系 .....</b>	<b>(123)</b>
1. 有关及时性的研究 .....	(123)
2. 有关稳健性的研究 .....	(132)
3. 国内部分 .....	(153)
<b>第九章 期后盈余公告的漂移性与盈余的非线性特征 .....</b>	<b>(158)</b>
1. PEAD 异象 .....	(158)
2. 验证是否存在 PEAD 现象 .....	(159)
3. 对 PEAD 现象进行解释 .....	(162)
4. 具体文献介绍 .....	(164)
5. 盈余和报酬之间非线性关系 .....	(173)



<b>第十章 盈余反应系数(ERCs)、信息反应和基本分析</b> .....	(181)
1. 引言 .....	(181)
2. 盈余反应系数的推导及其影响因素 .....	(185)
3. 盈余一股价关系的形式 .....	(192)
4. 盈余反应系数偏小的原因 .....	(195)
5. 基本面分析 .....	(197)
6. 信息传递 .....	(198)
7. 信息不对称与盈余 .....	(200)
8. 国内的相关研究及思考 .....	(202)
<b>第十一章 盈余管理</b> .....	(205)
1. 引言 .....	(205)
2. 盈余管理的动机 .....	(207)
3. 盈余管理的手段与检验方法 .....	(217)
4. 总结及研究展望 .....	(235)
 <b>第三篇 财务报告模式与价值相关性</b>  	
<b>第十二章 现行财务报告模式分析</b> .....	(244)
1. 引言 .....	(244)
2. 财务报告的相关性 .....	(244)
3. 财务报告越来越稳健了吗? .....	(250)
4. 现行财务报告模式在中国的研究 .....	(252)
<b>第十三章 价值相关性</b> .....	(256)
1. 引言 .....	(256)
2. 价值相关性的分类 .....	(260)
3. 价值相关性研究的内容 .....	(264)
4. 价值相关性研究的模型应用 .....	(275)
5. 小结 .....	(283)
<b>第十四章 剩余收益计价</b> .....	(290)
1. 引言 .....	(290)
2. 剩余收益估价: Ohlson 模型的前身 .....	(291)
3. Ohlson 模型及其对估价理论的贡献及局限性 .....	(293)
4. 与剩余收益估价模型相关的经验证据 .....	(300)

## 第四篇 公司治理、绩效计量与管理当局激励

目 录	第十五章 应计制.....	(316)
	1. 1984 年以前的研究 .....	(316)
	2. 20 世纪 80 年代中后期至 90 年代初期的研究 .....	(318)
	3. 20 世纪 90 年代中后期的研究 .....	(321)
	4. 对操控性应计项目定价的研究 .....	(323)
	5. 以中国资本市场为背景的研究 .....	(324)
	6. 具体文献介绍 .....	(326)
	第十六章 绩效计量.....	(338)
	1. 绩效计量的发展过程 .....	(338)
	2. 备选业绩指标的研究背景 .....	(340)
	3. 对备选业绩指标的研究方向 .....	(340)
	4. 小结 .....	(349)
	第十七章 公司治理与管理当局激励.....	(351)
	1. 公司治理理论研究的回顾 .....	(351)
	2. 有关董事会治理的研究 .....	(352)
	3. 有关薪酬治理的研究 .....	(363)
	4. 有关管理层更换的研究 .....	(366)
	5. 国内相关研究 .....	(371)

## 第一篇

# 市场效率、财务报告与 分析师预测

## 第一章

## 市场效率检验

有效市场的思想最初出现在 Gibson(1889)的著作《伦敦、巴黎和纽约的股票市场》一书中,该书描述了市场有效性的思想并在当时产生了一定的影响。法国经济学家 Bachelier(1900)在其博士论文《投机理论》中首次研究了市场收益的随机游走现象,认为价格行为的基本原则是“公平游戏”。在此之后,经过 Working(1934)、Kendall(1953)、Osborne(1959)、Roberts(1959)、Samuelson(1965)等的发展,有效市场理论初具雏形。1965年 Fama 在经典文献“The behavior of stock-market prices”中提出了较系统的有效市场理论。而在 1970 年的经典文献“Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”中,Fama 对以往的有效市场研究进行了全面总结,并提出了有效市场研究的完整理论框架,这标志着有效市场理论(也称有效市场假说, Efficient Market Hypothesis, EMH)的正式确立。<sup>①</sup>

Fama(1970)给出的有效市场定义是:当价格始终完全反映(fully reflect)可获得的信息时,市场被称为是有效(efficient)的。根据可获得信息的不同,有效市场可以分为三种形式:如果可获得的信息仅为历史价格,则称为有效市场的弱势形式(weak form);如果可获得的信息包含明显公开的信息(如年度盈利公告、股票分割等),称为有效市场的半强势形式(semi-strong form);如果可获得的信息包含与价格形成有关的任何信息,则称为有效市场的强势形式(strong form)。有效市场假说建立在三个逐渐放松的假设之上:(1)假设投资者是理性的,因此他们可以理性评估资产价值;(2)即使存在非理性行为,由于他们的交易随机产生,交易相互抵消,不至于影响资产价格;(3)即使非理性行为并非随机而是相关的,但是市场中理性的套期保值者将抵消他们的

<sup>①</sup> 参见徐龙炳和陆蓉(2001),冉茂盛、张宗益和陈茸(2001),王智波(2007)。

影响。

EMH 为股票价格的形成机制和期望收益率构造了一个严密规范的模式。许多现代金融投资理论,如 CAPM(资本资产定价模型)、APT(套利定价理论)等,都是建立在市场有效性理论的基础上。但是随着金融市场的发展,EMH 在不断得到支持的同时,也面临着种种的挑战。比如 EMH 认为,如果证券市场上的证券价格能够充分地反映所有有关证券价格的信息,投资者就不可能利用某些分析模式和相关信息始终如一地在证券市场上获取超额利润。然而这却无法解释一些著名的异常现象(anomalies),如规模效应、日历效应等。资本市场上众多异象的存在对资本市场有效性假设提出了有力的挑战。

对 EMH 的质疑动摇了其赖以存在的基础,行为金融理论的产生对 EMH 构成了最大的挑战。作为一个新兴的研究领域,行为金融理论是第一个比较系统地对 EMH 提出挑战并解释市场异象的理论。行为金融理论以心理学研究成果为依据,以人们的实际决策心理为出发点讨论投资者行为对市场价格的影响。宋军和吴冲锋(2001)将行为金融的发展分为三个阶段:第一阶段是早期行为金融研究,可以追溯到 19 世纪 LeBon 以及 Mackay 的研究,而 Burrell(1951)则是现代意义行为金融理论的最早研究者。第二阶段是心理学行为金融时期(1960 年至 80 年代中期),这时期的代表人物有 Kahneman 和 Tversky,他们于 1979 年共同提出的“期望理论”是行为金融研究史上的一个里程碑。第三阶段是金融学行为金融阶段(80 年代中期以后),在这一阶段行为金融研究进入黄金时期,市场中存在的大量异象引起了金融学家的注意,“期望理论”也得到了广泛认可,这一时期的代表人物有 Thaler 和 Shiller 等。

## 1. 市场异常现象

Journal of Financial Economics(《金融经济学》杂志)在 1978 年第 6 卷第 2—3 期专门集中刊登了 8 篇关于市场异常现象和市场有效性问题的研究。在为该期杂志所作的介绍性文章中,Jensen 开篇即指出,“我相信在经济学中没有任何其他命题比有效市场假说得到更多坚实的经验证据的支持”。有效市场假说在全世界不同的市场中得到了广泛的验证,只有极少数例外,这期专辑就集中刊登了这些异常现象。Jensen 指出,总体来看这些异象也应该引起人们对有效市场理论和研究方法的认真反思。

大多数检验市场效率的研究都是一种联合检验:既检验市场效率,同时又

检验两因素资产定价模型。因此,市场异常现象并不能表明究竟是这两方面中的哪一个出了问题。解决这些市场异常象将有助于人们发现更一般的市场效率理论和不确定环境下的资产定价模型。

该专辑中包括的 8 篇文献简要介绍如下:

(1)Ball(1978)考察了之前 20 项关于盈余公告后股价反应的研究,他发现盈余公告后一段时期内经风险调整的超额回报系统性地异于 0,这是与有效市场理论不一致的。Ball 认为其原因是两因素资产定价模型的不完备,而不是股票定价的低效率。他还提供了降低资产定价模型估计误差的方法建议。

(2)Watts(1978)按照 Ball(1978)建议的步骤进行研究之后仍然发现了统计上显著的超额回报。在此基础上,他第一次检验了这些超额回报是来自市场无效率还是资产定价模型错误。他的结论认为超额回报源于市场无效率,而不是资产定价模型错误。然而,这种无效率仅发生在 1962—1965 年这一期间,而没有发生在 1965—1968 年期间。在限定了交易成本之后,只有经纪人能够在 1962—1965 年期间赚得经济利润。

(3)Thompson(1978)根据封闭式基金折价发现了一个简单的交易策略,能够在 1940—1971 年期间每年赚到大约 4% 的超额回报,在这一期间结论十分一致。根据这一证据,Thompson 无法区分超额回报是由于市场无效率还是两因素资产定价模型的不完备。他认为超额回报可能是源于资产定价模型的不完备,而不是市场无效率,因为在整个期间,封闭式基金折价的数据是广泛可得的,并且被专业出版物广泛讨论。

(4)Galai(1978)进行了两个检验:①纽约证券交易所(NYSE)的股票价格与其在芝加哥期权交易所(CBOE)对应的看涨期权的价格行为是否同步;②利用看涨期权与对应股票的某种交易策略,是否能够获得收益。他发现这两个市场并不同步,利用某种交易策略可以获得正的利润(忽略风险差异)。然而,利润平均来看相对较小,而且大部分利润都可以被非会员交易者的交易成本抵消。

(5)Chiras 和 Manaster(1978)使用 Black-Scholes-Merton 期权定价模型和实际期权价格来计算未来股票回报的潜在变动。这种计算的预测能力好于基于历史股票价格的预测。之后,利用计算出的潜在变动信息构造的投资策略,产生了较高的超额回报。Chiras 和 Manaster 认为在数据期间,芝加哥期权交易所提供了赚取经济利润的机会,也就是说 CBOE 市场是无效率的。

(6)Long(1978)检验了 Citizens Utilities 公司两种股票的相对价格。除了股利支付不同外,该公司的这两种股票完全相同,其中一种股票仅支付股票

股利,另一种仅支付现金股利。在当时的法律制度下,股票股利是免税的。因此,该公司提供了独一无二的实验室,使我们能够观察市场对现金股利政策的反应。证据显示,相对于资本利得,市场对现金股利产生了微小的溢价。这一案例与MM的股利无关论不一致。此外,站在实务角度,大多数现金股利股票的持有者可以通过持有非现金股利股票实现完全相关但是更高的税后回报。也就是说,两种股票的价格差异与税收效应预测的方向相反。Long认为是两因素资产定价模型的不完备导致了这种现象。

(7)Charest(1978a;1978b)检验了与估计超额回报有关的方法问题。他将这些技术运用于股票分割的提议、批准和实现,以及现金股利变动公告。股票分割的研究显示存在一定的超额回报,但是这些超额回报对所用的估计技术以及特定的时间间隔十分敏感。Charest认为市场价格对股票分割的反应是与市场有效一致的。但是,市场对股票股利的反应与前者大不相同。他的证据显示在股利变动之后的数月存在显著的超额回报。与股票分割不同,这些超额回报对具体的估计程序不敏感。平均来看,NYSE对股利变动公告反应不足,特别是对股利降低的公告。这一证据也与有效市场的半强势形式和两因素资产定价模型不符,Charest也无法确定导致超额回报的准确原因。

尽管在Ball(1978)的回顾性文章中,他认为已经发现的与有效市场假说不一致的证据并不能说明什么,但是,越来越多的证据显示出与有效市场假说的矛盾,这些著名的“市场异象”引发了对有效市场假说更多的质疑。

### 1.1 价值异常现象(value/glamour anomaly)<sup>①</sup>

价值投资的理论基础在于对有效市场理论在现实中的否定。价值投资理论认为在现实中的资本市场中,有效市场是很难能达到的,价格不能反映所有可获信息,投资非理性的操作以及各种各样的投机行为,导致股票价格总是围绕内在价值上下波动,并且长期偏离其内在价值。所以价值投资理论实现的基础在于发现股票的内在价值(intrinsic value),即股票相对稳定的基础经济价值。某些股票普遍表现为不受市场潮流所追捧,公司缺乏良好的前景,有些股票的价格甚至因此而低于其内在价值或净资产,这类股票一旦市场条件得到改善并被投资者认同,价格将会大涨,那么超额回报也就由此而来。价值投资理论的支持者根据证券市场不断的变化,按照价值投资者的偏好不断完善内在价值的衡量标准。通常确定价值型股票的一般做法是依据指数把股票分

<sup>①</sup> 以下对市场异常现象的介绍参考了顾彦儒、黄伟杰、王先景、黄英、陈金燕,“市场非有效性文献综述”,2008.03。

成高市净率(成长性)与低市净率(价值性)两类,这种划分也可以用市盈率或某一指数作为标准。

Rosenberg, Kenneth 和 Lanstein(1985)发现市净率与股票收益负相关,通过买入 P/B 低的股票同时卖出 P/B 高的股票所构建的投资策略可以获得显著的高回报。研究的样本包含了来自纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克的 1 400 家大型公司自 1980 年到 1984 年的交易数据。研究的结论表明,真实市场中的价格还未达到有效,投资者可能获取更大的潜在收益。Basu(1977)发现市盈率可以预测未来的股票收益。在 1957 年 4 月至 1971 年 3 月期间,平均来看,投资于市盈率低的股票可以产生绝对的和经风险调整后的较高收益。这意味着市盈率所包含的信息并未充分反映到股票价格当中。Ou 和 Penman(1989)探讨了市盈率的预测能力,他们发现市盈率对股票收益的预测呈负相关,并把这种情况解释为“市场错误定价”:市盈率对股票收益的预测偏差说明市场未充分理解财务报告中关于未来盈余的信息。

## 1.2 日历效应(calendar effect)

日历效应是指金融市场与日期相联系的非正常收益,主要包括季节效应、月份效应、星期效应和假日效应,其中对月份效应和星期效应的研究最为常见。星期效应是指证券市场在星期一的平均收益率比一周内其他任何一天的平均收益率要低得多,且在统计上显著为负,有时它也被称为“星期一效应”或“周末效应”;“月份效应”指证券市场在一月份的平均收益率比一年中其他任何月份的平均收益率要高得多,且在统计上显著为正,有时它也被称为“一月效应”。

Keim(1984)选用 1928—1982 年共 55 年的美国股票市场日收盘数据进行研究发现,星期一的收益最低,并且这种规律同样适用于按规模分组后的股票组合和场外交易市场。Kinney(1976)对月份效应做了系统的研究,发现 1904 年至 1974 年间纽约股票市场在一月份有超常的收益率和交易量,并明显地高于其余 11 个月。他们认为这种现象是由于投资者在上一年年末为了避税而抛售股票,然后在新年年初大量购入所致。除一月份效应外,日历效应还包括周末效应、节日效应以及开盘、收盘效应等。

除了美国的股票市场外,许多学者发现其他国家的股票市场也存在日历效应。Gultekin 等(1983)对 1959 年到 1979 年 17 个主要工业国的股市指数进行了研究,通过非参数检验证明,除了美国之外,其他工业国的股票市场收益率也存在一月效应。他们进一步研究了每个税收年度一月份的收益率,发现存在月份效应的 13 个国家中,除了澳大利亚以外,其余 12 个国家一月份的



收益率都比其他大多数月份的收益率要高。虽然他们不能肯定避税是月份效应的直接原因,但他们认为月份效应确实与税收有关。另外,他们的研究中使用的指数是按照公司市值为权数构成的,大公司的股票在指数中占的权数很大,但结果仍然表明大部分的工业国存在月份效应。这说明了公司规模并不是引起月份效应的主要原因。

### 1.3 规模效应(size effect)

规模效应也称小公司效应。Banz(1981)利用纽约股市 1936—1975 年间普通股票的数据,把所有在纽约证券交易所上市的股票按公司规模分成五组,结果最小规模组的平均年收益率比最大规模组的公司要高 19.8%,小公司比大公司具有较高的经过风险调整的收益,他发现总收益率和风险调整后的收益率都有随公司的相对规模(由其现有资产净值的市值表示)的上升而下降的趋势。

Fama and French(1992)把股票按市值大小和  $\beta$  分组,结果显示其他因素不变时, $\beta$  的变化并不能使收益率发生变化,而某些风险因素包括公司规模却与收益率紧密相关。Keim(1983)对澳大利亚、加拿大及墨西哥进行的小公司效应研究均发现规模变量对超额收益率有显著解释能力。Jaffe 等(1989)对美国股市的一月效应和公司规模的关系做了较为全面的研究。他将所有的公司以市值大小为标准构造了 5 个组合,每年初根据前一年末的数据更新一次。研究结果显示,相对于其他的 11 个月份,股票在一月份的日收益率明显高于其他月份;公司的规模大小与股票的收益率呈负相关;小公司的一月效应比大公司明显。

### 1.4 动量效应(momentum effect)

动量效应也被译成惯性效应,它一般指的是在过去较短时间内收益率较高的股票在未来的一段较短的时间内收益仍然会相对较高,反之亦然。

Jegadeesh 和 Titman(1993)利用美国股市在 1965 年至 1989 年股票收益数据,采用重叠采样的方法(overlapping method),根据股票在过去 3 个月、6 个月、9 个月、12 个月(这段时间被称为形成期)的超额收益进行排序,然后买进超额收益最高的 10% 的股票形成赢家组合,同时卖出超额收益最低的 10% 的股票形成输家组合,再将这个新的组合分别持有 3 个月、6 个月、9 个月和 12 个月(这段时间称为持有期),形成总共 16 种投资组合策略。研究结果表明所有的投资组合策略都取得了正的超额收益,而且除了形成期和持有期都为 3 个月的投资组合之外,其他的投资组合都在统计上显著。Rouwenhorst