

经济管理评论

ECONOMICS AND MANAGEMENT REVIEW

第1卷 第1辑 2009年8月 Volume 1 Number 1 August 2009

黄志刚 主编



经济科学出版社
Economic Science Press

经济 管理 评论

ECONOMICS AND MANAGEMENT REVIEW

第 1 卷 第 1 辑 2009 年 8 月

Volume 1 Number 1 August 2009

黄志刚 主编

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

经济管理评论. 第1卷. 第1辑/黄志刚主编.
—北京: 经济科学出版社, 2009. 8
ISBN 978-7-5058-8498-4

I. 经… II. 黄… III. 经济管理-文集
IV. F2-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 145058 号

责任编辑: 吕 萍 周秀霞
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 代小卫
技术编辑: 邱 天

经济管理评论 (第1卷第1辑)

黄志刚 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

德利装订厂装订

787×1092 16 开 13.75 印张 250000 字

2009 年 8 月第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5058-8498-4 定价: 24.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

沪深 A 股上市公司股利政策的实证研究	曾五一	许永洪	1
中国股市“申购日效应”的实证研究	吕江林	童红坚	10
混业经营下的金融产业生态系统稳定机理及其 实现条件研究	余金凤	汤兵勇	27
股价波动综合模型及其参数对风险预测的意义	邹辉文		37
我国税收征管改革的矛盾分析	王 刚		46
中、美经济周期波动的动态关联性 ——基于合成指数的实证研究	王金明	高铁梅	55
中国消费和储蓄的国际比较分析 ——基于动态面板模型的经验研究	吴相波	叶阿忠	66
基于家庭养老角度看家庭子代死亡风险变化对 经济增长的影响	刘永平	黄丽珍	79
金融发展、人力资本投资与中国的经济增长	刘生龙		92
中国对外贸易环境效应的实证分析 ——基于规模、技术和结构三种效应的考察	庄惠明	赵春明	107
经营者激励与盈余管理之关联及其治理研究	陈少华	江百灵	116
广告倒计时对受众心理及行为影响的实证研究	卢长宝	傅璞璞	124
基于品牌认知的网络口碑传播研究	龚伟勋	陈章旺	138
基于内隐胜任力的 B 类员工招聘	谢雅萍	周 芳	150
加强信用风险管理 控制我国外贸商业信用逆差	万晓兰	林晓怡	161
基于外部诱因的供应链危机管理思路、框架探索	王海燕	张岐山	171
基于灰靶理论的区域自主创新能力动态 评价分析	李美娟	陈国宏	185
基于系统动力学的再制造闭环供应链研究	强 瑞	贾 磊	198
制造业技术创新的投入优化研究	邓乔国	李 军	205

CONTENTS

An Empirical Study on Dividend Policy of a Share Listed Company	<i>Zeng Wu-yi Xu Yong-hong</i>	9
A Positive Study on the Date Effect of Subscription to New Issues in China	<i>Lü Jiang-lin Tong Hong-jian</i>	26
Study on the Stability Mechanism and Its Realization Condition of the Financial Industry Ecosystem under Mixed-industry Operation	<i>She Jin-feng Tang Bing-yong</i>	36
Synthetical Models of Stock Prices Volatility and the Significance of a Synthetical Model Parameter for Risk Forecasting	<i>Zou Hui-wen</i>	45
Analysis on Chinese Reform of Tax Collection and Management	<i>Wang Gang</i>	54
Dynamic Correlations of the Business Cycles of China and U. S. : Evidence Based on Coincident Index	<i>Wang Jin-ming Gao Tie-mei</i>	65
The International Comparison of Consumption and Save in China: Based a Dynamic Panel Data Model	<i>Wu Xiang-bo Ye A-zhong</i>	78
The Impact of Offspring' Mortality Change on the Economic Growth Based on the Point of Household Old-age Support	<i>Liu Yong-ping Huang Li-zhen</i>	91
Financial Development, Human Capital Investment and China's Economic Growth	<i>Liu Sheng-long</i>	106
Empirical Analysis of Environmental Caused by Effects Foreign Trade-Based on Scale Effects, Composition Effects and Technological Effects	<i>Zhuang Hui-ming Zhao Chun-ming Zheng Wei-teng</i>	115
Relevance between Management Incentives and Earnings Management and the Solution to the Earnings Management	<i>Chen Shao-hua Jiang Bai-ling</i>	123
An Empirical Research on How Count-down of Advertising Affects the Psychology and Behaviors of Audience	<i>Lu Chang-bao Fu Ying-ying</i>	137
Research on the Internet Word of Mouth Communication on the Basis of Brand Cognition	<i>Gong Wei-xun Chen Zhang-wang</i>	149

Implicit-competence Based Recruitment of B	
Category Staff	<i>Xie Ya-ping Zhou Fang</i> 160
Strengthening Credit Risk Management, Control the Commercial	
Credit Deficit	<i>Wan Xiao-lan Liu Xiao-yi</i> 170
Management Idea and Framework of Supply Chain Crisis Induced	
by Exterior Factors	<i>Wang Hai-yan Zhang Qi-shan</i> 184
Dynamic Evaluation and Analysis on Regional Technology Innovation Capability	
Based on Grey Target	<i>Li Mei-juan Chen Guo-hong Zhuang Hua</i> 197
Study on Closed-loop Supply Chain with Product Remanufacturing Based	
on System Dynamics	<i>Qiang Rui Jia Lei</i> 204
The Study of Input Optimization of Technological Innovation in	
Manufacturing	<i>Deng Qiao-guo Li Jun</i> 212

沪深A股上市公司股利政策的实证研究*

曾五一 许永洪**

摘要: 本文针对以往研究的不足, 提出组合运用 Probit 模型和 Tobit 模型来研究上市公司是否派送股利和股利派送数量两个层面的问题, 通过利用 2007 年沪深 A 股上市公司的财务数据进行实证分析, 本文找出影响上市公司现金股利和股票股利政策的主要因素, 并建立了相应的预测模型。

关键词: 股利政策 现金股利 股票股利 Probit 模型 Tobit 模型

中图分类号: F830

文献标识码: A

0 问题的提出

股份公司通常在年终结算后, 将盈利的一部分作为股利按比例分配给股东。目前, 我国上市公司的股利主要采取现金股利和股票股利两种基本形式。

关于上市公司派发股利行为的解释, 信号传递理论和代理理论颇为流行: 信号传递理论认为, 在信息不对称的情况下, 上市公司可以通过股利政策向市场传递有关公司未来盈利能力的信息, 从而影响公司的股价; 代理理论认为, 股利政策有助于减缓管理者与股东之间的代理冲突, 股利政策是协调股东与管理者之间代理关系的一种约束机制。但是, 我国的环境与这些理论提出的基础存在诸多不同, 2005 年股权分置改革以前, 由于大股东股份不能上市流通, 大股东无法从股价上涨中获利, 自然没有释放未来盈利能力信号的动机; 并且对于中国大多上市公司而言, 大股东通常直接控制管理层, 所有者与管理者之间冲突不具有普遍性。

由于国外主流股利理论存在适用性的问题, 国内的研究更多从数据表现的角度, 实证探索影响上市公司股利政策的因素, 相关的研究主要从两个层面进行了探讨。

* 收稿日期: 2009-04-01; 修订日期: 2009-05-01。

** 曾五一, 厦门大学经济学院, 厦门 361005, 教授, E-mail: wyzeng@xmu.edu.cn。许永洪, 厦门大学经济学院, 厦门 361005。

0.1 哪些方面的因素影响上市公司股利政策的制定

刘星、李豫湘、杨秀苔（1997）运用典型相关分析法得出影响现金股利政策的主要因素重要性排序为：公司投资价值因素、公司盈利能力因素、公司长远发展信心因素、公司资产流动性因素；影响股票股利的因素重要性排序为：公司投资价值因素、公司长远发展信心因素、公司资产流动性因素、股市风险变化因素。吕长江、王克敏（1999）利用1997~1998年3个年度的372个样本公司的数据，运用因子分析法证明了上市公司股利分配政策主要受公司规模、股东权益、盈利能力、流动能力、代理成本、国有、法人股及负债率等方面因素影响。这一层面的研究比较宽泛，但是为第二层面的探讨提供了变量选择的基础。

0.2 哪些具体变量影响上市公司的股利政策？如何建立股利政策的预测模型

刘星、李豫湘（1998）调查和访问了8家上市公司，选择了上海证券交易所的30家上市公司（10家只有股票股利、13家只有现金股利和7家既有现金股利又有股票股利），运用灰色关联度方法对影响股利决策的因素进行了研究，研究认为，影响现金股利分配率的主要因素依次是：法人股比率、每股净资产、市盈率、行业平均股利分配率、净资产收益率、资产负债率；影响股票股利分配率的因素依次是：法人股的比率、国有股的比率、每股盈利、每股市盈率、速动比率、每股净资产。杨淑娥、王勇、白革萍（2000）选取1997年的100组数据，运用多元回归的方法进行了研究，并认为现金股利主要受货币资金余额和可供分配利润两个因素影响，股票股利主要受总股本大小、流通股比率和可供分配的利润三个因素影响。陈国辉、赵春光（2000）同样利用多元回归的方法对这一问题进行了研究，发现净资产收益率、利润增长率和股票市价对现金股利有解释作用，股本总额、净资产收益率、每股净资产和在建工程对股票股利有解释作用。刘孟晖、沈中华（2008）和付连军（2008）利用Tobit模型分别拟合了2005年与2006年我国上市公司现金股利的数据，并讨论了现金股利的拟合模型和影响因素。

以往的成果，一般只考虑发放现金或股票股利的上市公司，并在此基础上建立模型用于预测整个市场，这样的方法明显存在不足。上市公司股利政策是两个层面的问题：是否派发和派发多少？前者是上市公司决策层的二元选择，后者是决策层受限选择问题。基于这样的认识，本文将利用二元选择Probit模型和受限因变量Tobit模型，研究上市公司现金和股票股利决定因素与预测模型。

1 变量和数据

1.1 指标选择

参考刘星、李豫湘、杨秀苔（1997）和吕长江、王克敏（1999）等人的研

究成果,本文选取表1所示的指标作为建模的基础指标。

表1

变量选择

变 量	说 明
是否派发现金股利	1表示是,0表示否
股息收益率	每股股息与股价的比值
是否派发股票股利	1表示是,0表示否
每股净利润	盈利能力
每股经营性净现金流	派现能力
每股净资产	资产结构
每股未分配利润	派现能力
每股资本公积金	派股能力
每股未分配利润加公积金	支付股利能力
资产净利率	投资能力
速动比率	资产结构
资产负债率	偿债能力
流动资产周转率	经营能力
总股本	自然对数形式,度量权重效应
总市值	自然对数形式,度量权重效应
省内上市公司数	对数表示的省内公司数量,度量集群效应

省内上市公司数指上市公司所在的省(市、自治区)的上市公司的数量,该变量设立主要是用于考察上市公司经营管理间是否存在集群效应,上市公司数量多与上市公司少的省份是否存在股利行为的差异。

考虑到行业之间可能存在股利发放规律的差异,本文根据证监会对股市的行业划分,设置虚拟变量D1~D12,分别用于捕捉其他12行业与采掘业间可能存在的股利规则差异,这12个行业分别是传播与文化产业、电力煤气及水的生产与供应业、房地产业、建筑业、交通运输仓储业、农林牧渔业、批发和零售贸易、社会服务业、信息技术业、制造业和综合类。

1.2 数据选取

本文数据来源Wind资讯数据库,财务资料以沪深A股上市公司2007年度报告为准。根据法律法规对股票股利和现金股利的发放限制,在研究现金股利政策时,我们剔除每股净资产小于1、每股收益小于0和每股未分配利润小于0的上市公司;在进行股票股利研究时,剔除每股净资产小于1和每股资本公积金小于0的上市公司。此外,我们剔除暂停上市和终止上市的公司,因为这类公司大多通过资产重组获取重新上市的资格,资产重组获得的收益非经常性收益,无规律可循。金融行业无法计算速动比和流动资产周转率,分别以1与市场中位数补齐。

2 实证分析

2.1 现金股利实证

研究是否进行现金股票派发使用 Probit 模型, 现金股利的数量预测选用 Tobit 模型。在变量的选择与删除上, 遵循两点原则: 一方面是要保证整体模型的统计性质显著, 在此基础上, 逐步删除统计性质不显著的变量, 力求变量与模型整体的都具有优良统计性质; 另一方面使 Probit 模型和 Tobit 模型在变量上尽量保持一致, 保持两个模型间的内在联系。

(1) Probit 模型。表 2 给出了利用 Eviews 估计的反映公司是否进行现金分红的模型。从模型系数来看, 除 D3 外, 其他变量在 10% 的显著性水平下通过检验, 模型 LR 统计量为 343.6761, LR 检验统计量的 P 值得小于 0.0001, 说明整体模型通过检验, 模型拟合效果比较好, 可以作为公司是否派发现金股利的预测模型。

表 2 现金股利的 Probit 模型

变 量	系数	标准差	P 值
常数	-1.6188	0.2856	<0.0001
每股净利润	-0.6277	0.2570	0.0146
每股净资产	0.6400	0.0774	<0.0001
每股资本公积金	-0.5927	0.0798	<0.0001
净资产收益率	0.0115	0.0069	0.0979
资产负债率	-0.0049	0.0023	0.0326
省内上市公司数	0.2139	0.0513	<0.0001
总股本	-0.2667	0.1050	0.0111
总市值	0.4830	0.1041	<0.0001
D2	0.4427	0.1923	0.0214
D3	-0.2428	0.1860	0.1918
D5	0.4210	0.2050	0.0400
D10	-0.2831	0.1680	0.0920
D12	-0.3315	0.1889	0.0792
Log likelihood	-704.4142		
LR statistic	343.6761		
P (LR stat)	<0.0001		

从影响因素看, 每股收益、每股资本公积金、资产负债率和总股本四个因素与上市公司派发现金股利的决策呈负相关。资产负债率高的企业, 现金相对稀缺, 派发现金股利的意愿自然不强, 但是, 每股净利润和每股资本公积金本本该

是上市公司派现能力的表现,实证结果的负相关颇出人意料。通过统计,笔者发现,2007年我国上市公司中每股收益超过0.5元但是未派现的公司有62家,占未派现比例的13%,这些公司中,不乏吉林敖东、东北证券、中国重汽和小商品城等每股净利润超过2元的高利润公司;相反,沙河股份、深天地、飞亚达A等一些每股收益低于0.3元的企业却有比较好的派现传统。每股净利润指标在数据上与分红概率之间的负相关,说明绩优上市公司在现金分红上并没有表现出更高的意愿,甚至比业绩一般公司在分红选择上更加“吝啬”。也正是因为绩优公司分红上意愿的不强,使得这些公司公积金积累通常比较多,从而不难解释公积金变量的负向关系。总股本与分红概率的负相关主要受中小板影响,2007年末,深圳中小板共有202家上市公司,142家公司进行了现金股利派送,比率高达71%,远高于A股市场59%的整体派现比率。

每股净资产、净资产收益率和总市值三个变量与派发现金股利的概率呈正相关关系,说明每股净资产高、净资产获利能力强和总市值大的企业更有可能采取现金股利方式回馈股东。省内上市公司数的正向相关关系证明了上市公司间集群效应存在,在上市公司多的城市,上市公司间容易形成参照或者学习效应,使得它们的行为表现出一定的一致性,并且数量越多的省份,上市公司更加愿意以现金形式回报股东。

虚拟变量D2和D5大于零,说明在同等条件下,电力煤气及水的生产与供应业、交通运输仓储业类上市公司现金分红意愿高于采掘业;D3、D10和D12小于量,说明房地产业、信息技术业和综合类上市公司现金分红的意愿低于采掘业,除此之外的其他行业在分红意愿与采掘业不存在显著差异。

(2) Tobit模型。表3的Tobit模型用于预测股票的股息收益率,表3左边部分是极大似然估计方法估计的模型参数,右边部分是Heckman二阶段估计方法估计的结果。从模型来看极大似然估计的模型的统计性质优于Heckman二阶段估计,并且系数的符号与Probit模型比较一致。Heckman二阶段估计在此没有体现出明显优势,本文认为极大似然估计的结果更适合建立现金股利数量的预测模型。

表3 现金股利的Tobit模型

变 量	极大似然估计			Heckman 二阶段估计		
	系数	标准差	P 值	系数	标准差	P 值
常数	-0.0071	0.0016	<0.0001	0.0007	0.0010	0.4756
每股收益	-0.0035	0.0011	0.0022	0.0040	0.0010	<0.0001
每股净资产	0.0038	0.0004	<0.0001	-0.0012	0.0005	0.0127
每股资本公积金	-0.0032	0.0004	<0.0001	0.0012	0.0005	0.0104
净资产收益率	0.0002	0.0000	<0.0001	<0.0001	0.0000	0.8128
资产负债率	-0.0001	0.0000	0.0001	<0.0001	0.0000	0.4053
省内上市公司数	0.0011	0.0003	0.0002	-0.0007	0.0002	0.0064

续表

变 量	极大似然估计			Heckman 二阶段估计		
	系数	标准差	P 值	系数	标准差	P 值
总股本	0.0024	0.0006	<0.0001	0.0045	0.0004	<0.0001
总市值	-0.0011	0.0006	0.0616	-0.0045	0.0005	<0.0001
D2	0.0024	0.0010	0.0184	-0.0011	0.0007	0.1352
D3	-0.0030	0.0010	0.0043	-0.0006	0.0007	0.3802
D5	0.0031	0.0010	0.0025	0.0003	0.0007	0.6812
D10	-0.0017	0.0010	0.0807	0.0010	0.0006	0.1016
D12	-0.0031	0.0012	0.0080	0.0003	0.0008	0.6888
λ	—	—	—	0.0170	0.0024	<0.0001
R2	0.1661			0.2299		
Adj R2	0.1570			0.2214		
Log likelihood	2374.735			5058.2730		
F	—			27.1254		

注： λ 表示 Probit 模型估计的现金股利派发概率预测值。

2.2 股票股利实证

表4是上市公司是否实施股票股利派发的估计模型。从系数的P值和LR检验的P值看,模型系数和预测方程统计性质良好,以表4系数建立起来的股票股利模型能够用于预测上市公司是否实施股票股利派发。

表4 股票股利的 Probit 模型

变 量	系数	标准差	P 值
常数	-2.1803	0.2697	<0.0001
每股净利润	-0.9449	0.2724	0.0005
每股经营性现金流净额	-0.1267	0.0375	0.0007
每股净资产	0.7145	0.0794	<0.0001
每股资本公积金	-0.4821	0.0861	<0.0001
净资产收益率	0.0193	0.0069	0.0055
省内上市公司数	0.2596	0.0534	<0.0001
总股本	-0.3550	0.1101	0.0013
总市值	0.5153	0.1090	<0.0001
D2	0.3478	0.1965	0.0767
D3	-0.3351	0.1950	0.0857
D5	0.8291	0.2398	0.0005
D10	-0.3719	0.1721	0.0307
D12	-0.3349	0.1916	0.0804
Log likelihood	-634.1494		
LR statistic	378.9623		
P (LR stat)	<0.0001		

从模型参数来看,每股净利润、每股经营性现金流净额、每股资本公积金、总股本四个因素表现为负值。每股净利润和每股资本公积金与实施股票分红之间的关系是对立的,沪深A股股票股利大多采取公积金转增股本的形式实施,对于偏好实施股票股利的上市公司,其每股净利润和每股资本公积金自然容易被过去年份的送股摊薄。每股现金流越小,说明上市公司现金越紧张,这样的企业为了避免现金分红,通常将送股作为股利实施方式。企业扩张到一定程度后,股东们通常不愿意扩大股本,企业的规模也开始从外延式转化为内涵式发展,因此,大股本企业实施股票股利的可能必然小于小股本企业。

每股净资产、净资产收益率、总市值和省内上市公司数四个变量系数为正值。说明每股净资产高,资产盈利能力强的上市公司和总市值大的上市公司偏向于实施股票股利。总市值的正向与总股本的负向关系,说明了选择股票股利的公司大多是高股价公司,实际上,高股价公司通常愿意实施股票股利,以降低股价。估计结果同时证明了在股票股利中,区域集群效应同样存在。

虚拟变量D2、D3、D5、D10和D12显著不为零,且符号与现金股利中一致,在股票股利在行业间的差异和现金股利以同样的形式存在,只是差异程度有所差别。

上市公司股票股利的预测更多在于预测发生的概率,上市公司股票股利政策持续性不如现金股利,企业高送股后,次年少送股或者不送股的可能性远大于再次高送股,股票股利的数量预测没有实际意义,因此,本文不讨论股票股利的Tobit预测模型。

3 小 结

通过实证研究,本文发现,每股净利润、每股净资产、每股公积金、净资产收益率、资产负债率、总股本和总市值这七个财务指标决定了上市公司是否进行现金分红和现金分红的数量;每股净利润、每股经营性现金流净额、每股净资产、每股资本公积金、净资产收益率、总股本和总市值这七个财务指标决定了上市公司是否实施股票分红的决策;不管现金分红还是股票分红,上市公司都存在集群效应,上市公司多的省份通常更倾向于分红与送股;在同等条件下,电力煤气及水的生产与供应业、交通运输仓储业类上市公司现金和股票分红的意愿均高于采掘业;房地产业、信息技术业和综合类上市公司现金和股票分红的意愿低于采掘业,其他行业在现金与股票分红意愿方面,与采掘业不存在显著差异。

本文找出了解释上市公司股利政策的合理因素,同时建立了现金与股票股利预测的3个模型。但是本文的研究仍然存在不足之处:首先,2005年起,绝大多数沪深上市公司都进行了股权分置改革,许多上市公司在股权分置改革中对未来几年的股利政策进行了承诺,本文的实证没有考虑这样的承诺,也没有考虑这些承诺对预测结果的影响;其次,本研究只是利用了2007年的截面数据,今后

还可利用更多年份的面板数据, 进一步深入研究沪深 A 股上市公司股利政策的动态演变。

参考文献

1. 刘星、李豫湘、杨秀苔:《影响我国股份公司股利决策的因素分析》, 载《管理工程学报》, 1997 年第 3 期。
2. 吕长江、王可敏:《上市公司股利政策的实证研究》, 载《经济研究》, 1999 年第 6 期。
3. 刘星、李豫湘:《灰色关联度评价法在股利政策相关因素中的应用》, 载《系统工程理论与时间》, 1998 年第 9 期。
4. 陈国辉、赵春光:《上市公司选择股利政策动因的实证研究》, 载《财经问题研究》, 2000 年第 5 期。
5. 杨淑娥、王勇、白革萍:《我国股利分配政策影响因素的实证研究》, 载《会计研究》, 2000 年第 2 期。
6. 刘淑莲、胡燕鸿:《中国上市公司现金分红实证分析》, 载《会计研究》, 2003 年第 4 期。
7. 付连军:《基于 Tobit 截取模型的分配现金股利分析》, 载《全国商情》, 2008 年第 20 期。
8. 刘孟晖、沈中华:《Tobit II 模型在上市公司现金股利决策中的应用》, 载《商场现代化》, 2008 年第 11 期。
9. 高峻:《股权结构与股利政策实证研究综述》, 载《武汉科技大学学报(社会科学版)》, 2007 年第 10 期。
10. 张涛:《我国上市公司股利政策实证研究文献综述》, 载《山东财政学院报》, 2006 年第 3 期。

An Empirical Study on Dividend Policy of a Share Listed Company

Zeng Wu-yi Xu Yong-hong

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: We point out the defects of the previous study on dividend policy of listed company in China, and suggest that Probit model and Tobit model must be more excellent to mode the binary selection and quantity decision in dividend policy of listed company. After doing empirical analysis on data of 2007, we find the determinants of dividend decision, and built three model for dividend policy forecasting.

Key Words: Dividend Policy Cash Dividend Stock Dividend Probit Model Tobit Model

中国股市“申购日效应”的实证研究*

吕江林** 童红坚

摘要: 本文根据现代金融学理论,运用基于广义误差分布(GED)的ARMA(1,1)-GARCH(1,1)模型对我国股市“申购日效应”进行实证检验。研究结果表明:我国沪深两市都存在显著的负“申购日效应”这一“异象”;这种效应主要发生在新股发行规模不大的申购日;下跌走势阶段与上升走势阶段的“申购日效应”相比,前者的负效应比后者大;新股上市首日收益率与“申购日效应”发生概率以及负效应程度负相关。

关键词: 申购日效应 有效市场 ARMA(1,1)-GARCH(1,1)模型

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

0 引言

自Fama(1965)提出有效市场概念以来,各国学者都纷纷利用各国的证券市场数据对其进行实证检验。特别是20世纪70年代末之后,许多与有效市场理论相背离的事件被发现。Rozeff和Kinney(1979)发现,1904~1974年间纽约股票交易所的股价指数1月份的收益率明显高于其他11个月的收益率。Shiller(1981)研究发现,“股票价格由未来红利的预期净现值决定”并不能完全解释股价波动的幅度。DeBondt和Thaler(1985)则发现,买入过去收益率低的股票和卖出过去收益率高的股票,可以获得显著超额收益。随后,许多研究都发现了与有效市场理论相左的异象^①(Anomalies)。这些异象包括:小公司效应、市盈率效应、市净率效应、并购效应、一月效应、周末效应和节日效应等。这些效应,或者说这些“异象”证明了各国的股市并未真正达到有效,这些效应也意

* 收稿日期:2009-01-06;修订日期:2009-04-20。

** 吕江林,江西财经大学金融学院,南昌330013,博士、教授, E-mail: ljl5983@126.com。童红坚,江西财经大学金融学院,南昌330013。

① 经典金融理论所无法解释的现象。

味投资者可以运用恰当的投资策略而获得超额收益或规避风险。直观近年来我国股市的运行,似乎新股申购日容易产生负收益率,那么,在我国股票市场,是否还存在一个“申购日效应”呢?如果存在,便将意味投资者还可以运用特定的投资策略来针对此效应获得超额收益或规避风险。因此,研究这一效应是否存在,具有重要的现实意义。

我们对“申购日效应”作如下定义:在证券市场上,如果新股申购日那天的收益率与市场平均收益率有较大差异,并且统计上显著,那么我们就叫它为“申购日效应”。

我们将研究,在我国证券市场上,“申购日效应”是否真的存在?如果“申购日效应”真的存在,那么其作用是正向还是负向?“申购日效应”是否受其他效应的影响?其产生的原因又是什么?新股发行规模与“申购日效应”之间又有何关系?不同走势阶段对申购日的影响如何?我们将运用现代金融学和计量经济方法进行实证分析。本文第二部分为相关文献的回顾和研究假设;第三部分为数据与研究方法;第四部分为实证检验;第五部分为结论及启示。

1 文献回顾和研究假设

1.1 相关文献回顾

与“申购日效应”相关的研究文献包括:周历效应,月份效应,节日效应和规模效应等。

(1) 关于周历效应的相关文献。“周历效应”指,在证券市场上,一个星期某一天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(奉立城,2000)。从国外研究文献看,French(1980)利用1953年至1977年的标准普尔指数数据进行实证检验,发现纽约市场存在周末效应,周日的平均收益率最低,而且在统计上显著为负。Jaffe和Westerfield(1985)在英国和加拿大市场发现了同样的周末效应,但还发现在澳大利亚和日本,星期二的收益为负,并且比星期一低。Kato(1988)发现,日本和美国的周历效应具有相同的特征。随后很多学者对世界上各个证券市场进行了研究,发现普遍存在周历效应(Ho and Cheung, 1994; Choudhry, 2000; Barone, 1990, Kim, 1998等)。国内对“周历效应”研究的主要文献有:赵骏(1994)以1993年7月1日至1994年5月1日上海股市12种股票和上证综指为研究对象,发现周一收益率最低,且均值为负,周四收益率均值最高且为正。戴国强和陆蓉(1999)利用ARCH模型对上海和深圳股市1993年到1998年的每日股价指数进行了研究,发现深圳股市周一的报酬率显著为负,而周五报酬率最高,存在周末效应;上海股市则没有显著的周末效应。奉立城(2000)利用1992年到1998年的数据研究发现,上海股票市场存在着日平均收益率显著为负的“星期二效应”和显著为正