文章编号: 1005-0523(2004)06-0067-04

中国股市“规模效应”的实证综述及原因分析

邹洪梅, 欧阳令南

(上海交通大学 安泰管理学院, 上海, 200030)

摘要:探讨了我国股市“规模效应”的存在与否及其原因. 通过回顾文献, 概括了国际学术界对于成熟股票市场“规模效应”的证明和各种解释. 综述国内学者不同时期、不同样本所做的实证研究, 得出结论, 中国股票市场也存在“规模效应”. 针对我国股票市场的特殊背景, 本文对我国股票市场“规模效应”的成因进行了探讨.

关键词:有效市场假设; 市场异象; 小盘股; “规模效应”流动性

中图分类号: F

文献标识码: A

1 引言

“规模效应”是指股票投资收益率随公司相对规模的上升而下降, 尤其是市值较小的公司股票投资收益率超过市场平均水平的现象, 又称为“小公司效应”(small firm effect). “季节效应”是指股票价格在一月份通常存在一个急剧上涨的趋势, 一月份的收益率显著高于其他 11 个月的平均收益率, 通常也称为“1 月份效应”. 通过对一月份股票市场走势的具体分析, 西方学者发现 1 月份小规模公司的表现要强于其他公司. 所以“规模效应”和“季节效应”具体又表现为“小公司一月份效应”.

大量实证研究表明, 股票市场的“规模效应”和“季节效应”, 是大多数西方工业化国家股票市场和某些新兴股票市场长期普遍存在的一种现象. 它们作为最重要的“市场异象”对现行的资产定价模型和市场有效性假设构成了挑战, 受到金融界研究者的广泛关注.

我国近年来对中国股票市场的有效性也展开了积极的研究, 纵观国内学者实证研究的结果, 可以得出结论, 我国股市也存在“规模效应”. 本文试

图通过对这些实证研究的综述, 对照国际金融界对于成熟股市异象性的解释, 进一步探讨我国股市“规模效应”产生的特殊背景和原因.

2 成熟市场的研究结果

Banz (1981)首次提出“规模效应”, 他将纽约股票交易所的上市公司股票按公司规模大小分为 5 类, 发现最小一类的公司股票平均收益率要高出最大一类股票平均收益率达 19.8%. 由此, Banz 提出, 总收益率和风险调整后的收益率都有随着公司的相对规模(由其现有资产净值的市值表示)的上升而下降的趋势.

1983 年, M·N·哥尔太肯、B·N·哥尔太肯发表《股票市场的季节性: 国际实证》指出, 日本、新加坡、美国、加拿大、澳大利亚、英国、德国、法国、意大利、丹麦、挪威、瑞典、荷兰、比利时、奥地利、瑞士和西班牙全世界 17 个国家主要股市在 1959 年 1 月—1979 年 12 月的 20 年间, 以市场指数为基础计算出来的平均收益率在 1 月份都异常的高, 而 1 月份小公司对股票收益的贡献率最大. 从而得出结论, 认为整体而言“小公司 1 月份效应”是全球主要股市一

收稿日期: 2004-09-08

作者简介: 邹洪梅(1979-), 女, 湖北省十堰市人, 上海交通大学硕士研究生.

种带有规律性的倾向.

对于亚洲股市,也有一些关于小盘股效应的研究.Wong与Lye(1990)发现股票规模是仅次于P/E比率影响股票收益率的另一重要因素;张仁良、胡斌(1997)对香港股市1980—1993年普通股交易数据进行研究后,同样发现小盘股收益高于市场平均水平,并存在明显的超额收益.

3 我国的实证研究结果

90年代中期,国内学者开始针对我国证券市场有效性以及规模效应展开研究.由于我国深沪两地证券市场的交易规则和运作机制相同、市场背景和投资者构成又极具共性,大多数实证研究均假设上海市场的研究应该能够反映中国股市的整体状况.

2000年及以前的国内研究,以宋颂兴和金伟根(1995)、周文和李友爱(1999)、陈君宁和马治天(2000)为代表.他们通过不同时期不同样本的统计分析,得出沪(深)市存在规模效应的结论.但由于市场发展本身的限制,这些统计样本的数量、期限和选择标准均不尽完善,实证结论的统计缺乏稳定性和可靠性.

2000年以后的研究中,杨朝军、蔡明超、傅继波(2001)对1993年至1998年的沪市进行资本资产定价的横截面研究;陈收、陈立波(2002)采用CSMAR数据库系统自1992年起共8年的数据进行分析;汪炜、周宇(2002)以沪市股票为对象建立小公司资产组合,分析这一资产组合在1997—2001年中的股价变动情况;这些研究得出共同的结论:我国证券市场存在显著的小公司超额收益.

张祥建、谷伟、郭岚(2003)选择沪市所有A股为样本,以流通市值来衡量公司的规模,检验得出1997年1月至2002年12月间沪市股票(组合)的平均收益与公司规模之间具有明显的负相关关系.通过逐月横截面回归分析进一步检验了公司规模对股票收益的解释能力,证明了沪市“规模效应”的稳健性.

刘蕾、马栋(2004)通过对1997~2002年上海股市收益率数据分别按照 β 、规模、账面/市值比进行排序、分组,并进行横截面回归检验,发现 β 与股票组合收益之间缺乏显著的相关性,相反流通市值和账面/市值比这两个易于测度的变量对收益率变化具有显著的解释作用,收益率与规模强负相关,与账面/市值比强正相关,这一结论也说明上海股市

存在规模效应.

纵观以上研究成果,我们可以看出,我国股市的规模效应是长期、显著存在的.其强度在张祥等(2003)的研究成果中得到了较可靠的分析结论.衡量“规模效应”的主要指标是“规模溢价”(size premium),即小公司股票组合的平均收益率和大公司股票组合的平均收益率之差.表1中将样本股按照流通市值从大到小进行排序,并将所有样本股票分为5组,使每一组的市值总和占当月所有样本股票市值总和的20%.组合数越大,市值越小.通过表1的计算可知,1997年1月至2002年6月上海股票市场的规模溢价为2.13%,并且最小规模股票组合的平均收益率大大超过前4个股票组合的收益率.即说明上海股票市场具有明显的“规模效应”.

表1 股票组合平均收益率与规模的关系

	组合1	组合2	组合3	组合4	组合5	总和
平均收益率(%)	0.25	0.80	1.07	1.39	2.38	1.67
标准差(%)	7.81	8.36	8.34	8.33	9.07	8.94
平均规模(万元)	413.761	185.931	120.651	83.433	46.560	99.968
平均股票个数	21	45	70	102	185	424

资料来源:张祥建、谷伟、郭岚(2003)上海股票市场“规模效应”的实证研究及原因探析

4 原因分析

4.1 关于“忽略效应”

西方金融界针对股票市场持续存在的“规模效应”,最为普遍的解释是“忽略效应(the neglected firm effect)”.机构投资者通常只关注大公司,而较少研究小公司,所以市场参与者对于小公司的生产、管理及市场销售等情况存在信息不完全性.信息越不对称,风险也就越大,因此小公司的超额收益也就越大.然而这种解释的市场背景在中国并不存在.考察中国股票市场的实际情况,小公司股票历来是市场追捧的热点,其活跃程度超过大公司,应该不会存在被遗忘的现象.

4.2 关于“壳资源”优势

在中国股市,虽然“忽略效应”的解释不成立,然而上市公司的特征之一——“壳资源”却有着更重要的特殊性.在我国经济转型、结构调整的大背景下,重组题材始终是市场主流题材.上市公司的壳资源是稀缺资源,小盘股的壳资源价值较高,易于重组.尤其,许多民营企业往往通过买壳上市,而小企业则往往成为买壳上市的目标.买壳上市对壳

公司的股价有明显的推动作用,刺激壳公司股价飞速上涨。所以,小公司的超常表现与小公司经常作为买壳上市的对象不无关系。

4.3 关于市场操纵及“流动性效应”

除“壳资源”因素以外,国内学者普遍认为,由于我国股市发展时期较短、监管不够完善,市场操纵也是形成“规模效应”的重要原因。机构投资者凭借其资金实力,可在重仓持有某只股票后,采用资产重组、关联交易、投资高成长性产业等方式,改变该股基本面信息,最终影响其价格并获取超额受益。股票流通市值越小,越容易操作,而且信息不易扩散,从而机构投资者越容易获取高收益率。直观上看,这种“操纵论”是形成“规模效应”的重要、直接原因。但本质上,市场操纵只是形成非流动性溢价(illiquidity premium)的主要原因之一。要分析小盘股的超额收益,就必须重视股票市场的“流动性效应”。

1) “流动性效应”的提出

Yakov Amihud 和 Haim Mendelson (1986) 在对股票市场的流动性问题进行精确分析以后,提出了对市场异象的新的解释。“流动性效应”认为:由于小公司的股票交易相对于大公司的股票要清淡得多,影响了小公司股票流动性,为弥补可能出现的变现损失,投资者将要求一种收益升水以对需要较高交易成本的低流动性股票进行投资。因此,非流动性溢价会体现在每一种股票的价格中。Yakov Ami-

hud 和 Haim Mendelson 对股票流动性价值的研究,为我们解释我国股市“小公司效应”存在的内在原因提供了有力的分析工具。

2) 流动性的判定标准——深度和紧度一致

关于流动市场的定义可表述为:如果交易者能够在其认可的价格水平上,以较低的交易成本迅速地大量买进或卖出某种金融资产,并且对该项资产的价格产生较小的影响,即可认为该市场具有流动性。对市场流动性的考察通常包括深度、紧度、弹性、即时性四个方面。深度(depth)是人们在描述市场流动性时最容易观测的因素,它是由当前价格水平上的交易量来刻画的。目前,对市场深度的研究国内外学者普遍采用的是“换手率”指标;市场紧度(tightness)考察交易价格与有效价格(市场中间价格)的偏离程度。“买卖价差”指标反映了由紧度所产生的边际交易成本的静态信息,而市场紧度在动态中则表现为一种“市场冲击成本”,它是交易执行以后市场价格发生的变化,即市场吸收交易的能力;此外,弹性(resiliency)和即时性(immediacy)则分别用以衡量由交易引起的价格波动的收敛性和交易完成的持续时间。市场流动性的上述四个方面互相关联、互为影响,一个“流动市场”一般应具有较大的深度、较密的紧度、较强的弹性和较高的即时性;而流动性差的市场则相反。

3) 我国股市的流动性的表象

表2 1994~2001年中国A股市场与纽约证券市场换手率比较

		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A股市场	交易股数换手率(%)	825.83	520.52	759.65	534.99	355.30	360.40	409.79	216.36
	交易金额换手率(%)	1197.20	580.14	723.34	582.07	432.33	409.50	380.87	232.59
深圳A股市场	交易股数换手率(%)	523.29	614.55	1106.01	579.38	334.00	332.44	436.84	189.95
	交易金额换手率(%)	692.71	309.55	949.64	662.34	411.14	371.65	396.48	193.02
	NYSE市场交易金额换手率(%)	54.16	57.95	61.16	67.76	71.6	76.25	91.09	88.94

资料来源:仲黎明,刘海龙,吴冲锋(2003)《中国股票市场流动性:过高还是过低》

考察我国股票市场流动性的构成诸要素,参见表2,我们可以看到:近年来,我国沪深股市的换手率指标一直处于远远高于纽约证券市场的换手率。一般认为,成熟的无过度投机的股市年换手率为30%左右,而2003年沪市A股市场换手率仍高达245%,2004年上半年A股换手率为214%。在此基础上,北京色诺芬信息服务公司的研究(2003)表明我国股市小盘股的换手率远远高于市场平均水平。

和大盘股,表现出持续的、异常的活跃程度。然而,据此推出我国股市具有充分流动性的结论则过于草率而有失偏颇。

国内有学者通过对1885—1993年道·琼斯指数和1992—1998年7月上证指数单日跌幅超过7%的次数进行统计分析,发现在超过一百年的时间中,道·琼斯指数单日跌幅超过7%的只有十五个交易日,而上证指数六年之内就有二十三个交易日跌幅

超过7%。而且,道指单日跌幅最大的日期集中分布在美国历史上两次股市大崩盘期间(1929—1931, 1987),上证指数单日跌幅最大的日期则分布于1992—1998年的各个年度之中。可见,我国股市价格的波动非常显著,这无疑又是市场缺乏流动性的表现。同时,通过对最小市值规模股票组合的相对收益率进行的统计分析进一步表明:虽然我国股市的市场层次较为单一,二级市场的交易者面对相同的显性交易成本(即佣金和印花税),但是小公司股票价格持续变化的剧烈程度却往往远超过市场指数和大盘股,从而显示其具有较高的综合交易成本,其中对高额的隐性交易成本,特别是市场冲击成本的补偿要求,成为维持小公司股价超额收益率的内在理由。可见,我国股市小公司股票的流动性问题显著存在,不容乐观。

4) 小盘股流动性的“二律背反”

上述分析揭示了我国证券市场,特别是小公司股票流动性问题中市场深度和紧度指标之间存在的独特关系。正常情况下,市场缺乏深度与缺乏紧度之间存在稳定的因果联系,正如 Amihud 的“流动性效应”所阐述的,交易清淡导致了小公司股票高昂的市场冲击成本和非流动性溢价的存在。然而,在我国股市,小公司股票的流动性却出现了“二律背反”的现象:一方面小公司股票的异常活跃、换手率极高(具有深度);而另一方面小公司股价的波动剧烈、价差明显(缺乏紧度)。

小盘股这一独特的流动性现象的存在有其复杂的市场原因和制度背景,而其中机构投资者或市场“庄家”的“操盘”、“做市”对小盘股价格“异动”的有着重大影响。与成熟市场大机构投资者的流动性偏好不同,从价格的可操纵性和操纵成本的角度出发,我国股市的所谓机构投资者或市场“庄家”偏好于选择小市值公司的股票,而大资金介入或撤离小公司股票必然面对高昂的市场冲击成本,因而导致股价操纵者的目标收益高启并推动股价持续走高。同时,为了尽快使高额市场冲击成本得到补偿并获取巨额操纵利润,机构投资者或市场“庄家”作为流动性的需求者自己还必须扮演流动性的供给者的角色,创造和保持小公司股票持续的、较高的活跃程度,以促使公众投资者形成“同构预期”并诱发“羊群效应”,从而造就了我国股市小公司股票“虚假的流动性”。

由此可以看出,小市值股票的流动性问题是导致其有超额利润的重要因素。

5 结 论

通过以上的讨论分析,我们发现中国股票市场存在显著的“规模效应”,对于造成小盘股超常收益的原因,我们有如下结论:

1) 我国股票市场的“规模效应”并不能很好的用国际上广泛讨论的“忽略效应”来解释。小盘股历来是我国市场追捧的热点,其活跃程度超过大公司,并没有被市场忽视。

2) 买壳上市对壳公司的股价有明显的推动作用,刺激壳公司股价飞速上涨。因此小盘股具有的壳资源价值是其超额收益的一个不可忽视的来源。

3) 我国股市上,小盘股的流动性却出现了“二律背反”的现象:一方面小盘股的交易异常活跃、换手率极高(具有深度);而另一方面小盘股股价的波动剧烈、价差明显(缺乏紧度)。复杂的市场结构和制度背景下,市场操纵导致小盘股高额隐性交易成本,特别是市场冲击成本,是形成规模效应的重要原因。

参考文献:

- [1] 宋颂兴,金伟根.上海股市市场有效实证研究[J].经济学家,1995,(4):107—113.
- [2] 吴世农.我国证券市场效率的分析[J].经济研究,1996,(4):13—19.
- [3] 杨朝军,蔡明超,傅继波.上海股票市场资本资产定价的横截面研究[J].系统工程理论与实践,2001,(10):66—70.
- [4] 汪炜,周宇.中国股市“规模效应”和“时间效应”的实证分析[J].经济研究,2002,(10):16—21.
- [5] 陈收,陈立波.中国上市公司“规模效应”的实证研究[J].中国管理科学,2002,(6):8—12.
- [6] 陈君宁,马治天.股票市场规模效应的实证研究[J].华中科技大学学报,2000,(4):73—77.
- [7] 张祥建,谷伟,郭岚.上海股票市场“规模效应”的实证研究及原因探析[J].大连理工大学学报,2003,(4):24—28.
- [8] 仲黎明,刘海龙,吴冲锋.中国股票市场流动性:过高还是过低[J].当代经济科学,2003,(2):58—61.
- [9] 刘蕾,马栋.上海股市规模效应和价值效应实证分析[J].统计与信息论坛,2004,(5):81—86.
- [10] Rozeff, M. and W. Kinney, Capital market seasonality: the case of stock returns [J]. Journal of Financial Economics, 1976,(3), 379—402.

激励的力度必须与被激励者的贡献相一致,否则,如果激励力度大于员工贡献,容易使其他员工心理失衡并增加企业成本;如果激励力度过小,则对员工起不到激励的作用,很容易导致员工离职率的上升;其二,过程的公平,即薪酬激励的标准必须具有一致性.过程的公平是对内容公平的发展,在某种程度上具有比内容公平更重要的意义.它拓展了传统公平的内涵,具体是指在实际的薪酬管理中,赏罚要做到铁面无私,不论亲疏远近,一视同仁;不分

好恶恩仇,一样对待;不分上下左右,一个标准.薪酬方案内容的公平是薪酬制度公平公正的基础;但同时只有做到过程的公平,内容公平才能有保障.否则,如果陟罚臧否,稍有异同,再“公平”的激励方案,也如同虚设.

参考文献:

- [1] 谌新民, 武志鸿. 员工潜能激励[M]. 广州: 广州经济出版社, 2002.
[2] 刘昕. 薪酬管理[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002.

Analyzing of Compensation Encouraging in the Private Owned Enterprises of Nanchang

CHE Xiao-hua, DENG Hui-qun

(School of Economy and Management, East China Jiaotong University, Nanchang, 330013, China)

Abstract: Through analyzing the concrete characteristics of private owned enterprises in Nanchang and questions existing in the management of the compensation, when the private owned enterprises design their schemes of the compensation, the paper proposes a guideline of “pacifying the interior before resisting foreign aggression” and a guiding principle called “float compensation superior to the fixed compensation, encourage being better than the long-term encourage”

Key words: Nanchang; private owned enterprises; compensation encouraging

(上接第 70 页)

- [11] Barz, Rolf, “The Relationship between Return and Market Value of common Stocks” [J] Journal of Financial Economics, 1981, (9), 3-18.

Demonstration and Analysis of “Size Effect” in Chinese Stock Market

ZOU Hong-mei, OUYANG Ling-nan

(Antai Management College, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200030, China)

Abstract: “Size effect” is widely observed and verified in the western nation’s mature stock markets. This essay mainly focuses on whether the “size effect” also exists in China’s stock market and if so, what’s its reason. This essay surveys the main international academic researches in this field, examines various explanations in different period, and finally comes to the conclusion that size effect does exist in China’s market. Then, giving China’s special reality, this paper analyzes the size effect’s source.

Key words: efficient market hypothesis; market anomalies; small-firm effect; liquidity