

金融证券 · 文章编号:1002-980X(2006)12-0115-07

中国证券市场反应偏差的研究

——基于股票股利的实证研究

金雪军, 徐宏伟

(浙江大学 经济学院, 杭州 310027)

摘要:采用1998年-2004年的A股上市公司作为样本,试图从行为金融的角度出发,立足于反应偏差的研究,对股票股利的股价效应及反应偏差演变进行研究,包含即对股票股利公告后股价在二级市场的反应以及从纵向的角度来看,分析反应偏差程度的演变规律。研究发现:对于股票股利公告在公告的当天对股票价格产生显著的正超额收益率,并且对于股票股利公告普遍存在反应偏差,反应偏差度也随着时间的推移逐步明显减小。

关键词:股价效应;反应偏差;反应偏差度

中图分类号:F833.5 **文献标志码:**A

行为金融理论发展至今,较为成熟的同时也是最受关注的的论点之一,就是市场反应偏差,也就是所谓的反应不足(Underreaction)和反应过度(Overreaction)。反应偏差是相对于正常反应而言,正常反应是指人们对事物的预期将依据到来的信息而改变,其改变的原则是依据贝叶斯法则^[1]。证券价格对新信息的反应速度和准确性是衡量市场效率的关键。

目前国内对由于股票股利引起的反应偏差的研究不是非常多,对股票股利引起的反应偏差程度的研究就更少了。国内的研究主要集中在是否存在股价效应,以及产生正的或负的股价效应的原因。本论文试图从行为金融理论的角度出发,对股票股利股价效应及反应偏差演变进行研究,即对股票股利公告后股价在二级市场的反应以及从纵向的角度来看,分析反应偏差程度的演变规律。通过对中国证券市场在相对较长的时间内的反应偏差度变动的研究,有助于我们了解投资者理性程度的演变,并对中国证券市场提出相关的理论和政策建议。

一、研究现状

从会计上讲,股票股利只是对股东权益组成项

目的调整,对公司的现金流量不产生影响,对股东财富也不产生影响,因此股票股利没有实质上的经济意义,通常意义上称这类事件为“非事件”。由于“非事件”不包含任何经济意义,也不向市场传递任何新的信息,理性的投资者不应该对这类“非事件”产生任何的反应。但股票股利通常会引起市场积极的股价反应,Fama等人^[2]实证研究发现股票股利宣告时发生的股价大幅上升。经济学家分别从信号传递理论、市场流动性等传统金融角度解释股票股利政策的性质、存在的原因及其效应,分别提出了留存收益理论(Retained Earning Hypothesis)^[3]、声誉模型(Reputation Hypothesis)理论、引起注意理论(Attention Hypothesis)和最佳价格理论(Optimal Price Hypothesis)^[4]。这些理论认为股票股利传递了公司现在、未来赢利信息这一重要事实,并不是股票股利的行为导致了股价的积极反应,市场是把股票股利行为看成公司较强赢利能力和较好收益,公司价值被低估的信号,正是这些信号传递的信息导致了股价的上升。

目前国内很多学者借助国外的研究方法对不同时期、不同市场的中国股利政策信息效应做了较为深入的研究。陈晓、陈小悦、倪凡^[5]在国内率先研

收稿日期:2006-09-20

作者简介:金雪军(1958-),男,浙江绍兴人,浙江大学经济学院副院长,博士生导师,教授,硕士,研究方向:金融学;徐宏伟(1970-),男,浙江桐乡人,浙江大学经济学院博士研究生,研究方向:公司金融。

究了我国首次股利的信息问题,研究发现:纯现金股利、股票股利和混合股利均能产生超额收益,具有信息传递效应,但现金股利效应的显著水平及超常收益低于混合股利和股票股利,在考虑交易成本后,现金股利信息传递效应所带来的超常收益几乎消失。都志灵、梁博、李晨辉^[6]的研究也表明:现金股利、股票股利和混合股利均能产生超额收益,具有信号传递效应,但现金股利效应的显著性水平及超额收益低于混合股利和股票股利。

陈伟、刘星和杨源新^[7]等发现:从整体来看,股利政策在宣告日前后的确存在异常收益率,从而证实沪市股利政策的信息传递效应确实存在;送股的累积异常收益率最大,反应了市场对送股的欢迎;股利的增加和股利的减少两类事件的信息传递效应存在差异,但并未出现国外股市常见的股利宣告当月股利增加股价升高股利减少股价降低的情形。

罗健梅、黎春、刘煜^[8]选取1998年进行分配的公司为样本,并将样本分为按照送股和派现分为两组。其中,派现(现金股利)的公司有68家,送股(股票股利)的公司有28家。通过实证分析发现:在我国,股利政策具有明显的信号传递作用,股市能较快反映送配信息;股市信息披露渠道不够规范且投机性较强;现金股利效应的超额收益低于股票股利所带来的超额收益。

罗庆、王平平、范庆军^[9]选取在深圳证券交易所、上海证券交易所上市且目前仍挂牌交易的上市公司在1997年至2003年的股票股利分配方案中进行如下筛选,选取股票股利分配方案有所变化的161个事件作为本研究的样本,研究发现:股利分配方案在未公告前,对股价已经有影响,说明投资者的信息占有存在不对称、不均匀分布的迹象,投资者可能通过内部信息获取超额收益;股票股利增加会引起股票股价的上涨;股票股利减少会引起股票股价的下跌,说明股票股利信号具有传递性。

何涛和陈小悦利用logit模型,结合中国的实际情况,提出了“价格幻觉假设”,认为送股(转增)使原有股东的持股数增加,股票价格下降,干扰了投资者的正常判断,间接提高了公司的市场价值。何涛和陈小悦研究发现在中国不存在“留存收益假说”所预示的情况,送股并没有更多地预示上市公司经理人的乐观预期。^[10]

俞乔和程滢^[11]研究1992~2001年间所有上市公司股利事件,对股利公告的股价和交易量反应进行了详尽的考察,发现不论是首次分红还是一般的

年度分红,股价和交易量都做出了显著的反应,结果证实了市场存在股利的宣告效应的研究也认为出于投机的利益驱动,市场投资者对通过送股(转增)方式增加低成本持股量有特殊偏好。

陈浪南、姚春正^[12]发现在初步控制盈余信息的情况下,市场对股票股利具有较强的正向反应,而对单纯的现金股利则不太敏感,出于希望资本利得的回报而偏好送股(转增)方式。

由于中国上市公司的运行机制、市场特点、发展阶段都有别于市场经济成熟的国家,这些特殊的条件导致我国上市公司股利政策同经济发达国家不同的特点。从发放的成本和发放时的会计处理方式上来看,股票股利更具有易模仿性:发放现金股利必须有现金流出企业,而股票股利只需转帐;发放现金股利的企业再投资时会发生筹资成本;我国对股票股利的会计处理采取的是面值法,不是市价法,从而导致绩差公司也可以发放股票股利;我国的上市公司股利政策相当不稳定,大多数公司没有明晰的股利政策目标,因此在股利政策的制订和实施上缺乏长远的打算,带有很大的盲目性和随意性;从我国目前现状来看,对经理层股利政策不当造成的损失尚无有效的惩罚机制,当公司业绩下滑时,经理层可以改变股利政策或通过资产重组的方式改变不利状况,而经理层本身的利益没有多少损失。所以,绩差公司可以模仿绩优公司的股利政策,从而使市场无法判断企业到底传递了什么信息;我国的证券市场股价的无序波动掩盖了由正常途径传递的有用信息对价格的真实影响,股价对股利宣告事件的反应,与企业利用资源的效率并不一致。西方学者提出的留存收益理论、声誉模型理论、引起注意理论和最佳价格理论金融理论在解释中国证券市场股票股利效应时缺少理论基础,因此很难解释中国证券市场存在的股价效应及反应偏差现象。

二、反应偏差及反应偏差度

按照有效市场理论,面对新信息的冲击,投资者总是能够对资产投资做出合理反应,使得资产价格能够迅速逼近并达到合理水平。但在实际中与此相去甚远,投资者在面对新信息的冲击时,往往会表现出系统性的认知偏差,从而表现出反应偏差,也就是所谓的反应不足(Underreaction)和反应过度(Overreaction)。

一般来说,证券市场的反应偏差现象都是投资者情绪的表现,根源于投资者的锚定和调整启发式

以及代表性启发式思考方式。这两种启发式在对待新的信息上表现得截然相反,前者由于过于重视过去信息所形成的信念,所以会表现出对新信息的反应不足;而后者则由于更加注重最近发生的信息,而容易对新信息表现得反应过度。

De Bondt 和 Thaler^[1]所做的经验研究发现,大多数投资者对于一些未预期到的重大信息或事件呈现出反应过度状态,也就是说股票市场存在反应过度(Overreaction)效应。Bernard^[3]的研究说明了美国证券市场关于公司赢利的消息是慢慢被考虑到公司股价中去的。Jegadeesh 和 Titman^[4]的研究同样发现信息是被逐渐地考虑到定价中去的,也就是对信息反应不足(Underreaction)。虽然行为金融理论的研究在国内还处在刚刚起步阶段,但国内也有许多学者对中国证券市场的反应偏差进行了研究,张人骥等^[5]验证了中国上海证券市场不存在反应过度;赵宇龙^[6]的研究表明上海证券市场对预期的好消息存在反应过度,对坏消息反应不足,刘立、陈兴珠^[7]利用中国证券市场 1993 - 2000 年的数据均支持反应过度。

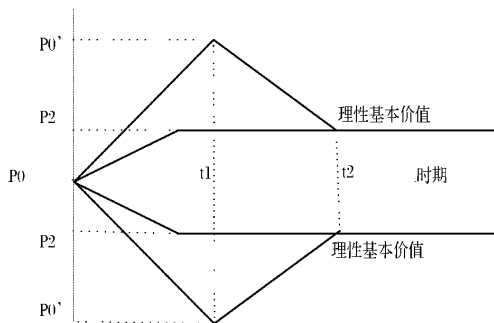


图 1

如上图所示,我们定义反应过度偏差度为:

$$\eta = (P_2 - P_0) / P_0 \times 100 \quad (1)$$

其中:

P_0 代表在没有受到公告信息的影响时的价格;

P_2 代表由于信息公告后,股票的理性基本价值;

P_0' 代表由于信息公告后,由于投资者认知偏差导致反应过度而形成的反应过度价格。

同时,我们把整个事件期(如上图)分为几个阶段,其中价格 P_0 由至 P_0 的阶段为过度反应期, P_0' 至 P_2 为反向修正期。在考察反应过度偏差度时,所采用的价格都必须采用是可比的价格,也就是说要消除市场因素对个股股价的影响。

我们把事件期的初始价格 P_0 作为基准可比价

格,于是时间中任何一天的可比价格可以表示为(扣除市场因素的影响,即扣除指数影响):

$$P_{t+1} = P_0 \{ 1 + \sum_{i=0}^t [(P_{i+1} - P_i) / P_i - (I_{i+1} - I_i) / I_i] \} = P_0 (1 + \sum_{i=0}^t AR_i) = P_0 (1 + CAR_t) \times 100 \% \quad (2)$$

我们就得到反应过度偏差度新的表达式为:

$$\eta = (P_2 - P_0) / P_0 \times 100 \% = (CAR_{t2} - CAR_{t1}) \times 100 \% \quad (3)$$

也就是在达到理性预期价格后的累积异常收益率 (CAR_{t2}) 与过度反应期中的累积异常收益率最低值 (CAR_{t1}) 之差。

在通过累积异常收益率 (CAR) 计算反应偏差度的时候,为简便起见,我们将最大偏差幅度与接受消息冲击之前的价格进行比较,也就是说在事件窗口中选择事件对风险资产价格尚未产生影响的阶段的平均值为参照。在此阶段,经过单样本检验,应该接受 $AR = 0$,即消息对股价并未产生影响。

三、实证研究及结果

(一) 研究模型及样本选择

在研究中我们采用事件研究法,事件研究法是实证分析中最常用的方法之一,主要是借助金融市场数据,探讨当某一事件发生时(如公司股利宣告或盈余发布等事件)是否会引起股价的异常变动,因而产出异常报酬率(Abnormal Returns, AR),此信息可以用来了解市场证券价格与特定事件是否有关联性。

我们定义股票 i 在 t 日的异常收益率为:

$$AR_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - \left(\frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} \right) \quad (4)$$

其中 $P_{i,t}$ 为股票 i 在 t 日的收盘价, $I_{i,t}$ 为指数在 t 日的收盘价。

在此基础上,以 N 表示股票总数,分别计算所有涨跌停股票的平均异常收益率,以及累积异常收益率

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (5)$$

$$CAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{\tau=1}^t AR_{i,\tau} \quad (6)$$

CAR_t 表示事件窗口开始到事件日后交易日的累积异常收益率。

我们选择 1998 - 2004 年在上海、深圳证券交易

发生送股(转增)的公司为样本,剔除了在事件期内有多次分红、送股(转增),增发(配股)、资产重组及对公司经营有重大影响事件发生的公司样本,1998 年共计 164 个样本,1999 年共计 156 个样本,2000 年共计 176 样本,2001 年共计 194 个样本,2002 年共计 164 个样本,2003 年共计 149 个样本 2004 年共计 235 个样本,考察这些样本在事件窗口期内的股价效应及反应偏差。

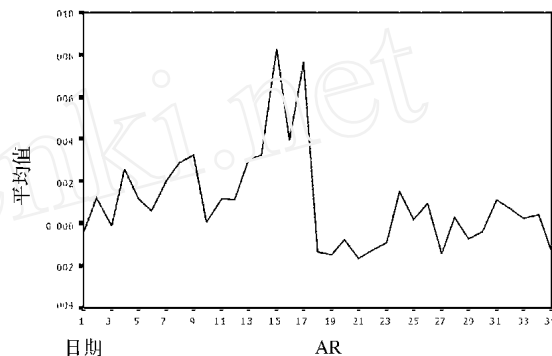
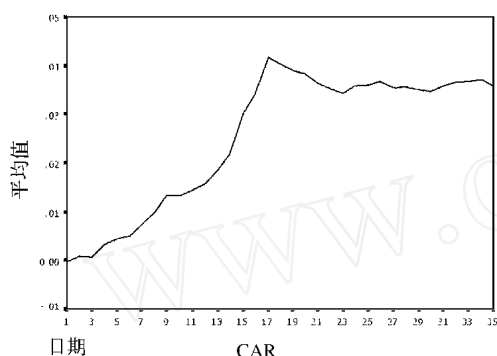
我们的研究以送股(转增)董事会公布日期为事件日,主要原因是董事会公布的预案是首次公告公司的分配消息,信息含量最大。以董事会通过分配

方案的公告日为事件日,可以较好地考察市场对送股(转增)的反应。

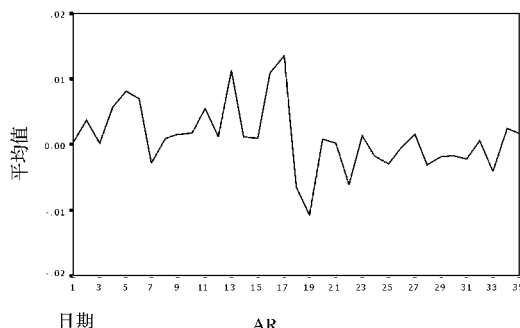
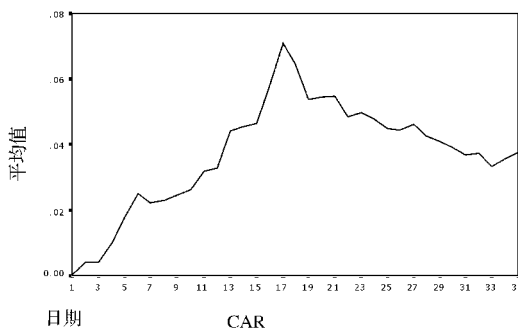
研究中所有涉及到的股票价格和大盘指数均采用当期收盘价,数据均来自于中国股票市场交易数据库系统(CSMAR),数据处理均采用 SPSS 11.0 统计软件处理。

(二)实证结果

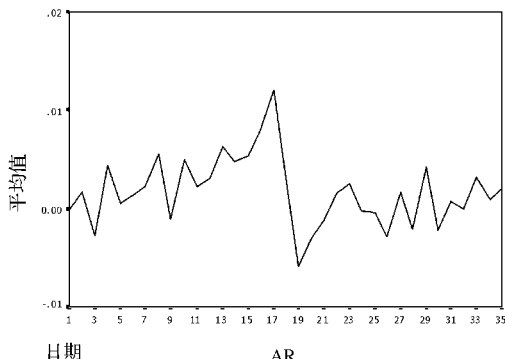
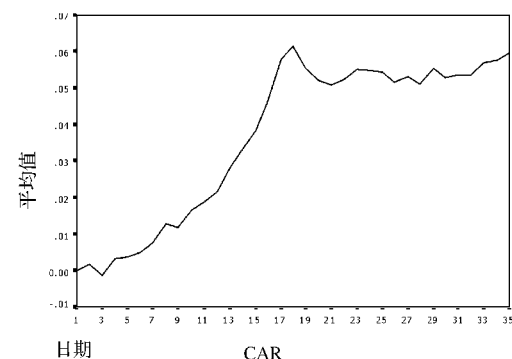
1. AR 及 CAR 结果。下面各图分别表示 1998 年 - 2004 年的送股(转增)公告事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图。



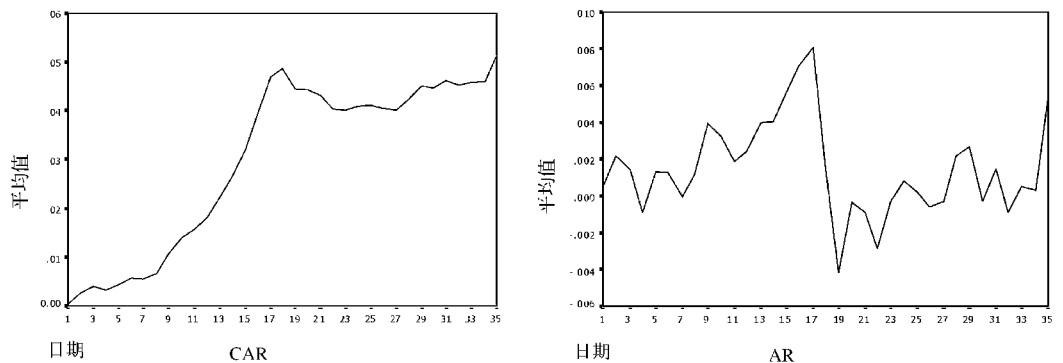
1998 年事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图



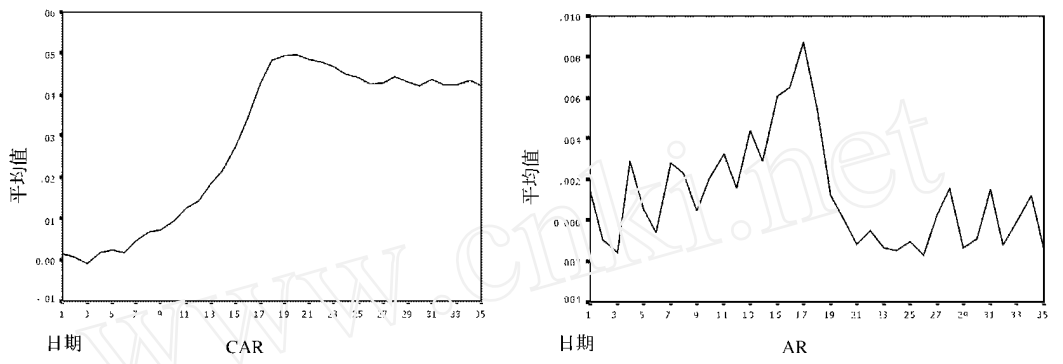
1999 年事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图



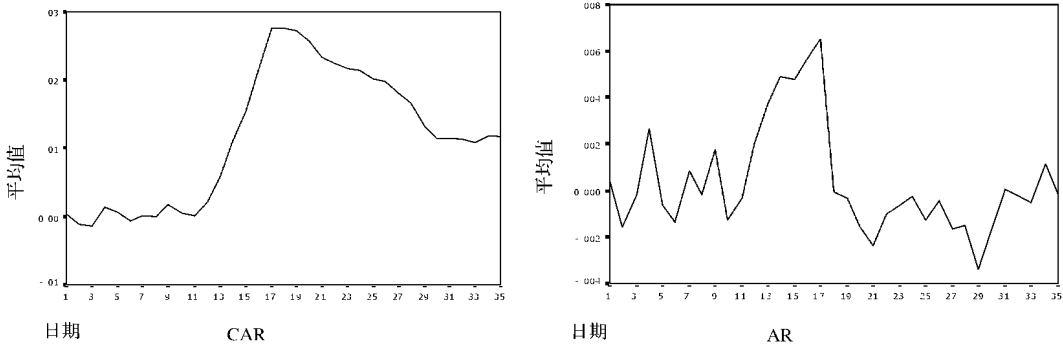
2000 年事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图



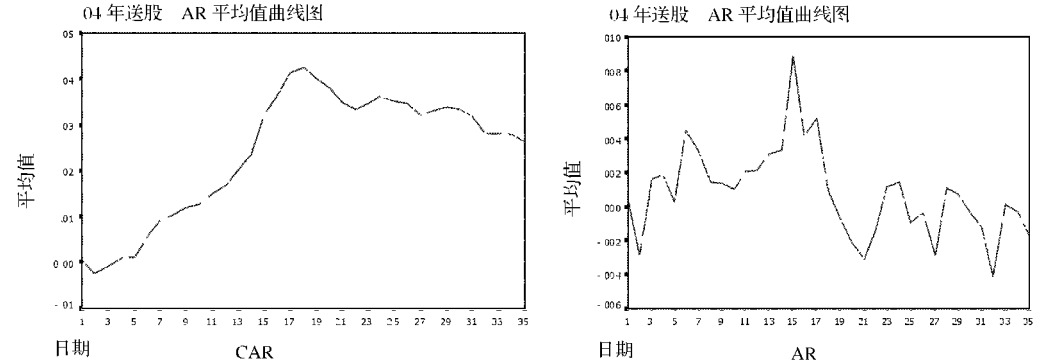
2001 年事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图



2002 年事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图



2003 年事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图



2004 年事件期内的平均异常收益率(AR)和平均累积异常收益率(CAR)分布图

图 2 1998 年 - 2004 年 AR 和 CAR

从上面的一系列图(1998 年 - 2004 年),我们可以清楚地看到,对于送股(转增)这一类股票股利,投资者对其公告效应存在着明显地反应偏差,许多投资者对最新信息都显得过分重视,而对一些基础数

据又显得不够重视。由于锚定和调整启发式以及代表性启发式思考方式等因素,使得噪音交易者对基本因素的冲击形成非理性预期,从而在与理性套利者的博弈过程中,造成了股价的过度反应(Overreaction)。

2. 检验结果及反应偏差度。同样,我们对 1998 年 - 2004 年的样本数据进行分析,主要考察反应过度期和反向修正期的平均值以及单样本 T 检验的 sig 值,并且利用反应过度偏差度的表达式,如下所示,计算了反应偏差度,得到表 2 如下。

$$\eta = (P_2 - P_0) / P_0 \times 100 \% = (CAR_{t2} - CAR_{t1}) \times 100 \%$$

表 2

	1998 年		1999	
	反应过度期	反向修正期	反应过度期	反向修正期
期间	(- 13,1)	(2,7)	(- 13,1)	(2,13)
AR 平均值	0.002954	- 0.001246	0.00470	- 0.00244
T 检验	0.00 *	0.00026 *	0.006 *	0.029 *
η	3.5783		3.4188	
	2000 年		2001	
	反应过度期	反向修正期	反应过度期	反向修正期
期间	(- 12,1)	(2,8)	(- 11,1)	(2,10)
AR 平均值	0.004428	- 0.002296	0.003913	- 0.001125
T 检验	0.0003 *	0.049 *	0.00016 *	0.047 *
η	1.029		0.8293	
	2002 年		2003 年	
	反应过度期	反向修正期	反应过度期	反向修正期
期间	(- 11,2)	(3,9)	(- 6,1)	(2,11)
AR 平均值	0.003417	- 0.000991	0.003924	- 0.001107
T 检验	0.00019 *	0.008 *	0.004 *	0.00069 *
η	0.757		0.7245	
	2004 年			
	反应过度期	反向修正期		
期间	(- 11,1)	(2,18)		
AR 平均值	0.003182	- 0.00085		
T 检验	0.0002 *	0.041 *		
η	0.578			

*表示在 95 %以上置信 **表示在 90 %以上置信

我们分别列出了上面从 1998 年 - 2004 年的反应偏差度的数值,从下图可以明显的看到,从 1998 年 - 2004 年,反应偏差度逐步下降。

四、研究结论

通过上述实证分析,我们得出如下结论:

股票股利公告对股票价格产生显著的正超额收益率,说明证券市场的参与者对股票股利持欢迎态度。同时证明我国股市具有一定的信息效率性,这

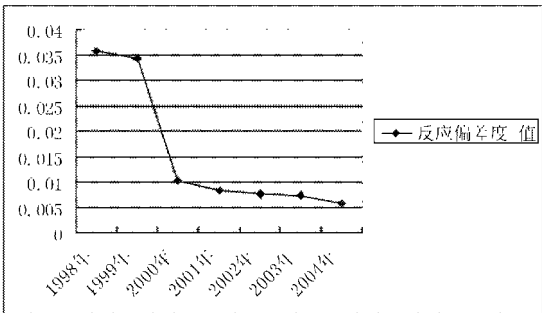


图 3 1998 年 - 2004 年反应偏差度变化
与国内绝大多数学者,如俞乔^[11]等所做的研究结果相同,这也说明我国证券市场的参与者并非仅仅关注、炒作外部公共政策变化而忽视反映企业基本面的信息,上市公司股票股利与发达国家成熟市场相似,能够向投资者传递企业内部管理的有效信息;
从 1998 年 - 2004 年的样本数据来看,股票股利公告在公告日以前对股价已经产生显著的正的超额收益率,也就是说,股票股利这类信息在公告之前市场已经有所反应,表明我国股市存在内幕信息泄露,并且从 2004 年的样本来看,内幕信息泄露程度非常严重。

由于投资者认知的偏差,导致投资者对于股票股利公告普遍存在反应偏差。从 1998 年 - 2004 年的样本数据来看,中国证券市场投资者对股票股利公告存在反应过度现象。

由于投资者对股票股利公告存在反应过度现象,所以我们通过引入反应偏差度的指标来衡量反应过度的程度,实证发现,反应偏差度总是存在,也就是说投资者的认知偏差作为一种行为现象在投资者的决策中总是存在,反应偏差度也随着时间的推移逐步明显减小。

在中国目前特有的制度背景下,投资者、管理者的非理性程度很大,股权分置造成的上市公司各行为主体的目标函数差距巨大,投资者对上市公司是否分红并不感兴趣,而是更加关心股票价格的上升。过去几年由于股市本身的迅速发展,投资者从股价的上涨中获得了巨大收益,而所谓具有良好资本运作的股票价格也迅猛上涨,这种经验效应在一系列案例中得到进一步放大和强化,导致投资者认为公司股价与公司分红政策和实际经营状况没有直接联系,加上个人投资者的信息获取渠道非常有限,难以看破上市公司送股、转增后的深层次动机,因此普遍看好股票股利以及之后的填权行情。行为金融理论认为,投资者对股利的偏好引导了公司的股利政策,或者说可以说公司管理者迎合投资者的股利偏好特征

而制定股利政策。Baker 和 Wurgler^[18]在此基础上提出了红利迎合理论 (Catering Theory Dividends), 他们认为, 投资者会将公司分为支付股票股利和不支付股票股利两种类型的公司, 出于投资者的认知偏差, 投资者对这两类公司的不同预期将对公司的股票价格产生不同的影响, 往往认为购买支付股票股利的公司能获得更大的收益。公司的管理者为了获得股票溢价, 通常会迎合投资者的股利偏好。上市公司通过这种几乎没有成本的方式干扰了投资者的正常判断, 间接提升了公司价值。可以这么说, 由于投资者的对时间的偏好、证实偏差、羊群行为等由心理偏差导致的行为使得中国投资者对股票股利的非理性偏好, 而这些非理性偏好又导致了实施该类股利政策的上市公司股价被高估而公司的管理者为了获得股票溢价, 甚至配合通常会迎合投资者的股利偏好由于受到市场的追捧, 市场会把公司股票股利作为利好, 从而市场对公司股票股利公告作出正面反应, 股价在公司股票股利公告后上涨。

同时, Barberis et al.^[19]以及 Campbell 和 Kyle^[20]等指出, 如果市场 (特别是股票市场) 的投机活动非常剧烈, 特别是类似中国的证券市场, 由于市场的不成熟, 噪音交易者占据了市场主流。导致市场价格主要是对有关基础价值的消息作出反应, 较少能对基础价值作出“基础”的判断, 许多投资者对最新信息都显得过分重视, 而对一些基础数据又显得不够重视。噪音交易者信心值以及信心值产生突然变化是形成反应过度的一个潜在原因, 特别是当噪音投资者对基础信息的变化显得过于乐观或过于悲观时, 使得风险资产价格暂时性从基础价值偏离。由于锚定和调整启发式以及代表性启发式思考方式等因素, 使得噪音交易者对象股票股利等基本因素的冲击形成不恰当的反应, 从而在与理性套利者的博弈过程中, 形成了股价反应的偏差, 具体地说也就是造成了股价的过度反应 (Overreaction)。

从实证来看, 我国证券市场反应偏差程度不断下降, 说明我国证券市场由于制度性缺陷及投资者认知偏差而造成的反应偏差的程度逐步下降, 在非理性因素对我国证券市场的影响日益减少, 也就是说中国的证券市场日益成熟显著提高, 市场结构日益深化以及投资者价值投资这一理念不断加强, 这

一系列措施对证券市场的发展起到了积极作用, 证券市场的效率得到了一定程度的提升。

参考文献

- [1] De Bondt Werner, Richard Thaler. Does the Stock Market Overreact? [J]. Journal of Finance, 1985 (40): 793 - 808.
- [2] Eugene F Fama, Lawrence Fisher, Michael C Jensen, Richard Roll. The Adjustment of Stock Price to New Information [J]. International Economic Review, 1969, 10: 1 - 21.
- [3] Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes [J]. American Economics Review, 1956, 46: 92 - 113.
- [4] 魏刚. 中国上市公司股利分配问题研究 [M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2001: 136 - 138.
- [5] 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究 [J]. 经济科学, 1998 (5).
- [6] 都志灵, 梁博, 李晨辉. 分配方案对股票价格影响的实证研究: 中国案例 [J]. 世界经济, 1999 (10): 3 - 9.
- [7] 陈伟, 刘星, 杨源新. 上海股票市场股利政策信息传递效应的实证研究 [J]. 中国管理科学, 1999, 7 (3): 56 - 62.
- [8] 罗健梅, 黎春, 刘煜. 上市公司股利政策信号传递效应的实证分析 [J]. 财经理论与实践, 2001, 22: 90 - 92.
- [9] 罗庆, 王平平, 范庆军. 股票股利变化市场反应的实证研究 [J]. 南华大学学报: 社会科学版, 2005, 6 (5): 27 - 30.
- [10] 何涛, 陈小悦. 中国上市送股、转增行为动机初探 [J]. 金融研究, 2003a (9): 44 - 56.
- [11] 俞乔, 程滢. 我国公司红利政策与股市波动 [J]. 经济研究, 2001 (4): 21 - 27.
- [12] 陈浪南, 姚春正. 我国股利政策信号传递作用的实证研究 [J]. 金融研究, 2000 (10).
- [13] Bernard V. Stock Price Reactions to Earnings Announcements [A]. In R. Thaler, (ed.), Advances in Behavioral Finance. New York: Russell Sage Foundation. 1992.
- [14] Jegadeesh N, Titman S. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implication for Stock Market Efficiency [J]. Journal of Finance, 1993, 48: 65 - 91.
- [15] 张人骥, 朱平芳, 王怀芳. 上海证券市场过度反应的实证检验 [J]. 经济研究, 1998 (5): 58 - 64.
- [16] 赵宇龙. 会计盈余披露的信息含量 [J]. 经济研究, 1998 (7): 41 - 49.
- [17] 刘力, 陈兴珠. 中国股市过度反应研究 [A]. 北京大学光华管理学院研究报告, 2001.
- [18] Baker Malcolm Jeffrey Wurgler. A Catering Theory of Dividends [J]. Journal of Finance, 2004, 59 (3).
- [19] Barberis Nicholas Shleifer A, Robert Vishny. A Model of Investor Sentiment [J]. Journal of Finance Economics, 1998, 49 (3): 307 - 343.
- [20] Campbell J Y, Kyle A S. Smart Money, Noise Trading and Stock Price Behavior [J]. Review of Economic Studies, 1993, 60 (1).

(下转第 128 页)

Try to Analyze the Financial Efficiency of Investment Bank in the Economy Transformation of China

WANG Jing

(College of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract : Financial efficiency of investment bank reflect its performing the financial function in the economy transformation of China. Capital market has weak contributions in macro 's deposit-investment transformation. Some problems existing on middle level constitutes of capital market, such as structural defect, functional twist, powerless competitive. And the running-efficiency of investment bank on micro level troubled outward effectiveness of capital market. The non-efficiency of China 's investment bank is caused by system defects, so the chosen way is system innovation to raise the financial efficiency of investment bank and capital market.

Key words : investment bank; financial efficiency; economy transformation; system innovation

(上接第 28 页)

Foreign Research on Women Entrepreneurship : Past Trend and Future Direction

WANG Hua-feng, LI Sheng-xiao

(School of Management Zhejiang University, Hangzhou 310058, China)

Abstract : The number of women starting and owning their own businesses has grown dramatically over the past decade. As a result, women entrepreneurship also has been a new and heatedly researched area. The research theme has expanded from individual characteristics and motivations in early stage to resource acquiring, entrepreneurship management, performance, social network and family-work conflict. In this article, the past trend of foreign research on women entrepreneurship are reviewed and divided into three periods: emerging research, laying the groundwork, and developing research. Then, current research is organized from personal unit, business unit and environment. Finally, future possible research directions are also discussed.

Key words : women entrepreneurship; past trend; future direction

(上接第 121 页)

A Study on the Reaction-Bias of Chinese Stock Market : An Empirical Analysis Based on Stock Dividends

JIN Xue-jun, XU Hong-wei

(College of Economy, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract : This paper in the behavioral finance paradigm mainly studies the announcement effect and reaction-biases caused by equity change, further introduces the concept of reaction-bias degree, introduces the theoretical calculation formula of reaction bias degree, presents a method of CAR calculating reaction-bias degree, analysts evolution of the reaction-biases degree. We take the company which Stock Dividends between 1998 and 2004 as sample to investigate stock price change before and after announcement day. Stock Dividends has positive one, besides, the announcement has obvious overreaction. Through calculating reaction bias degree by the method of CAR, we find that reaction bias exists, the degree of which trends downward.

Key words : overreaction; stock dividends; reaction-biases degree