

试析投资银行在中国经济转型中的金融效率状况

王 静

(浙江大学 经济学院, 杭州 310027)

摘要:投资银行的金融效率反映其在中国经济转型中所履行金融功能的状况。在宏观的储蓄—投资转化中,资本市场的贡献微弱。在中观的资本市场运行中,存在结构缺损、功能扭曲、竞争力不强等问题。而微观层次的投资银行经营效率高度受制于外部资本市场的效率。引致中国投资银行非效率状况的根源是制度缺陷,应以制度创新来提高投资银行及资本市场的金融效率。

关键词:投资银行;金融效率;经济转型;制度创新

中图分类号:F830 **文献标志码:**A

投资银行是以证券承销为本源业务、主要从事直接融资、活跃于资本市场的金融中介机构。中国的投资银行不是市场经济自然演进的结果,而是出于转型经济的需要人工栽培的一类金融中介机构,包括了证券公司、基金管理公司、金融资产管理公司、证券投资咨询公司等涉证金融组织。投资银行在经济社会发展中履行了融资中介、信息中介、配置中介、财富中介、市场培育等金融功能,其金融功能履行状况通过金融效率的高低来反映。中国投资银行在推进计划经济向市场经济转型进程中所具有的转型效率状况,通过宏观、中观与微观层次的金融效率得到体现。宏观层次的金融效率反映的是金融体系将闲散资金转化为投资的能力,表现为储蓄向投资转化效率的提高。中观层次的效率表现为金融市场的要素配置效率,是高度影响投资银行生存的外部环境。投资银行作为金融企业,其自身的经营效率状况反映的是微观层次的金融资源配置状况。

一、宏观效率分析:三种储蓄——投资转化机制的比较

在宏观层面,国内学者就中国金融发展与经济增长之间的关系进行了大量检验。韩春廷从金融发展影响经济增长的渠道入手^[1],将储蓄率、储蓄转化为投资的比例、资本的边际效率等作为影响经济增长的要素。结果表明,在不同的经济发展阶段,金

融深化程度对经济的影响不同,金融体系的效率和质量与金融发展的数量同等重要,技术进步与制度创新是中国经济长期增长的关键要素。沈坤荣等从金融发展视角,运用中国1978—2002年的数据进行计量检验^[2],研究结果显示,20世纪90年代后金融发展与经济增长的相关性增强,但金融体系对投资效率和储蓄转化效率的改善极其有限。范方志等从历史动态的角度,对中国金融抑制与经济发展进行实证分析^[3]。结果表明,虽然中国的现实与麦金农和肖的理论分析假定前提并不完全一致,但实证的结果支持麦金农和肖的结论,即金融抑制妨碍了储蓄从而资本的形成,因此一定条件下的适度放松金融抑制可以促进经济增长。总体而言,学者们并未将金融体系的储蓄投资转化效率划分为间接融资效率与直接融资效率来进行对比研究。

要在宏观层次判断投资银行及资本市场的金融效率,还需站在企业的角度,从几种主要融资方式的作用权重中寻找依据。除了企业和居民以直接投资方式将储蓄转化为投资之外,银行体系的信贷融资、资本市场的直接融资、财政融资等三种企业外部融资机制,在中国的储蓄——投资转化中发挥着主导作用。在中国经济社会转型中,上述三种储蓄——投资转化机制的效率状况可以通过历史数据进行实证分析(表1)。

收稿日期:2006-08-21

作者简介:王静(1966—),女,浙江衢州人,教授,浙江大学博士生,浙江金融职业学院金融系主任,主要从事金融创新、金融市场、区域金融研究。

表 1 1985 - 2004 年中国储蓄 - 投资的融资规模及比重

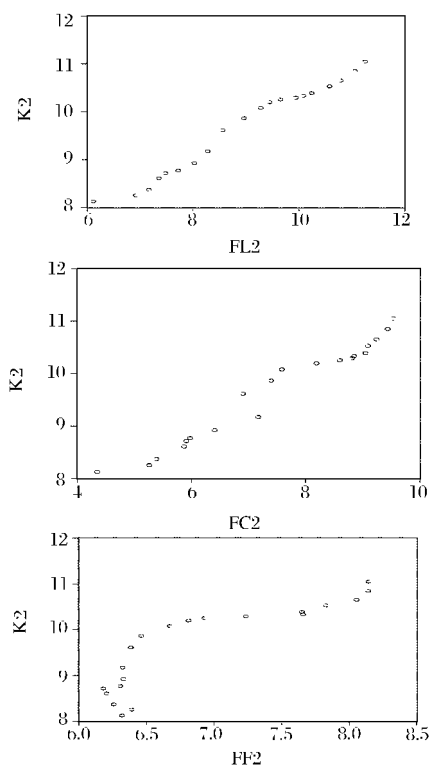
年份	融资规模(亿元)			比重(%)		
	中长期信贷	资本市场	财政	中长期信贷	资本市场	财政
1985	451.7	77.21	554.56	41.69	7.13	51.18
1986	1005.9	192.51	596.08	56.05	10.73	33.22
1987	1286.8	216.87	521.64	63.54	10.7	25.76
1988	1559.2	354.18	494.76	64.75	14.7	20.55
1989	1776	366.45	481.7	67.68	13.96	18.36
1990	2245.8	392.28	547.39	70.5	12.32	17.18
1991	3044.4	603.12	559.62	72.36	14.34	13.3
1992	3924.6	1293.58	555.9	67.97	22.4	9.63
1993	5197.2	992.62	591.93	76.64	14.64	8.73
1994	7774.9	1626.08	639.72	77.43	16.19	6.37
1995	10,699.3	1,961.98	789.22	79.55	14.59	5.87
1996	12,672.6	3,611.97	907.44	73.71	21.01	5.28
1997	15,468.7	5,424.34	1,019.5	70.59	24.75	4.65
1998	20,717.8	6,748.41	1,387.74	71.8	23.39	4.81
1,999	23,968.3	6,918.65	2,116.57	72.62	20.96	6.41
2000	27,931.2	8,488.08	2,094.89	72.52	22.04	5.44
2001	39,238.1	8,873.34	2,510.64	77.51	17.53	4.96
2002	48,642.04	10,296.05	3,142.98	78.35	16.58	5.06
2003	63,401.4	12,557.25	3,429.3	79.86	15.82	4.32
2004	76,702.9	13,770.54	3,437.5	3,437.5	14.66	3.66

资料来源:根据相关年份的《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》、《中国证券期货统计年鉴》数据计算和整理而得。

在 1985 至 2004 年的 20 年时间里,间接融资、直接融资、财政融资这三种融资形式的规模变化迥然不同。银行信贷间接融资与资本市场直接融资的规模增长迅速,而财政融资的增长较缓慢。信贷融资从 1985 年的 451.7 亿元增加到 2004 年的 76,702.9 亿元,,在整个外部融资中的比重从 41.69 %上升到 81.68 %。资本市场融资规模从 77.21 亿元增加到 13,770.54 亿元,在整个外部融资中的比重从 7.13 %上升到 14.66 %。而财政融资的规模从 554.56 亿元增至 3,437.5 亿元,其比重则从 51.18 %降至 3.66 %。这种变化是与中国改革开放以来投融资体制的变革方向相一致的。资本市场的直接融资规模与比重虽然有大幅度上升,但是与银行信贷间接融资比较,其发展还比较滞后。

银行信贷间接融资、资本市场直接融资、财政融资这三种转化机制对投资的影响是不同的。本文选择了支出法计算的 GDP 中的资本形成总额代表国内总投资额 K 作为因变量,信贷融资 (FL)、资本市场融资 (FC,主要是指股票融资和债券融资之和)、财政融资 (FF) 作为自变量,建立线形回归模型。

首先,本文将因变量和三个自变量分别去对数为 K2、FL2、FC2、FF2,并画出其散点分布图(如下):



从图形可知资本形成与中长期信贷以及资本市场基本符合线形分布,而财政融资的人为影响因素较大,因此有一定的偏离,但总体而言也基本符合。其次,本文取 1985 - 2004 年的样本数据来进行

分析,得到回归方程:

$$\ln K = 4.824967 - 0.210368 \ln FF + 0.689474 \ln FL + 0.015667 \ln FC \\ (11.04004) \quad (-1.825516) \quad (3.663895) \quad (0.100303) \quad (1)$$

$$R^2 = 0.979836, R_a^2 = 0.976055, DW = 0.902656, F = 259.1644$$

所以,从(1)式回归结果来看,第一,在统计意义上,方程的拟合优度较好,说明样本回归直线与我们选取的样本观测值之间拟合程度较好;常数项C和中长期信贷FL的回归系数均通过5%的显著性检验,财政融资FF则通过10%的显著性检验;从方程的F值来看,也说明了方程的显著性通过检验。而同时从回归结果中可以看到,资本市场融资FC明显没有通过显著性检验,说明市场机制的贡献从1985年以来一直很微弱。第二,在经济意义上,可以看到财政融资在这20年的发展中,基本上对资本形成总额有一定程度的“挤出效应”,而中长期信贷则起着最为主要的推动作用,资本市场融资的贡献几乎可以忽略不计。

进一步地,我们对方程进行修正,剔出资本市场融资FC,只保留财政融资FF和中长期信贷FL,则得到:

$$\ln K = 4.804408 - 0.213956 \ln FF + 0.7075964 \ln FL \\ (13.85368) \quad (-2.012613) \quad (12.82582) \quad (2) \\ R^2 = 0.979823, R_a^2 = 0.977450, DW = 0.895426, F = 412.7783$$

从(2)式可以知道,方程的拟合优度较高,FF和FL分别以10%和5%的显著性通过t检验,方程本身的显著性也通过检验。

从上述宏观层面的分析中可以看出,在20年的储蓄—投资转化中,中国资本市场及其投资银行的市场贡献微弱。如果要比较深入地说明投资银行的金融效率及功能状况,还须把实证分析的视角缩小,锁定中观层次的资本市场。

二、中观效率分析: 中国资本市场的运行状况

资本市场作为宏观调控主体与微观运行主体之间的介质,其绩效反映的是中观层次的金融效率状况,属投资银行的外在效率。中国资本市场正处于一个高速成长的量变过程,证券市场以1300余家上市公司、约4万亿人民币市价总值而成为亚太地区规模仅次于日本的第二大市场。沪深两个交易所用10年左右的时间达到1000家上市公司,而伦敦交

易所、纽约交易所、东京交易所大约分别用了190年、165年、100年才使上市公司数量达到这个规模。从铺摊子的效率来看,显然政府推动型的强制性金融制度变迁比市场自然演化的诱致性制度变迁更有优势。它克服了纯粹市场机制的某种低效率,这对追赶型经济社会把握发展机遇而言尤为重要。不过与发达国家(地区)相比,大陆的资本市场规模太小,上市公司的数量较少且规模小,股市综合发展水平与欧美等国的差距很大。以证券化率对比来看,中国证券市场的市值占的比重不仅低于发达国家,也低于一些新兴的市场国家。更为突出的是,中国资本市场存在结构缺损与功能扭曲问题。

(一) 市场与产品的结构性缺损

1. 资本市场层次结构缺损。1998年中国证监会取消包括STAQ、NETS在内的全国26家证券交易中心,将股票交易集中于沪深两个交易所,从而形成了统一标准、方便监管、单一层次的全国资本市场。各地虽然建立了许多产权交易中心,但因前提条件制约(企业法人治理结构尚未真正建立)而使大多数中心处于有场无市状态。做一横向比较,资本市场发展状态良好的国家及地区都有多层次的资本市场体系,包括几家证券交易所(美、日在7家以上)、覆盖全国的场外交易系统、以私下交易为主要内容的无形市场等。筹资者与投资者层次的多元化及其需求的多样性,客观上要求有多层次的资本市场来提供立体化的金融服务。从经济社会运行的诸要素看,国内的商品市场、技术市场、劳动力市场等均已发展为多层次的市场体系。一个层次单一、机制单向的资本市场显然无法履行其应有的金融功能,遁论浸润于其中的证券市场与投资银行业。

2. 资本市场品种结构失衡。在国外成熟资本市场中,债券市场的融资规模通常是股票融资额的数十倍,而且企业的债券融资达到其股票融资额的3~10倍。从发展的角度看,公司债券作为介于国债(低风险、低利率)和股票(高风险、高收益)之间的基础性证券,是实现货币市场与资本市场连接的有效工具。我国的资本市场不仅债权融资比例很低,而且债券品种的结构失衡,企业债券市场严重滞后(图1)。畸形发展的引致原因,就是中国资本市场的初始定位及功能性缺陷^[4]。

(二) 融资功能的扭曲与弱化

中国的上市公司存在着反“融资定律”现象,表现为股权融资—短期债务融资—长期债务融资—内源融资的顺序,有明显的股权融资偏好,那些未分配

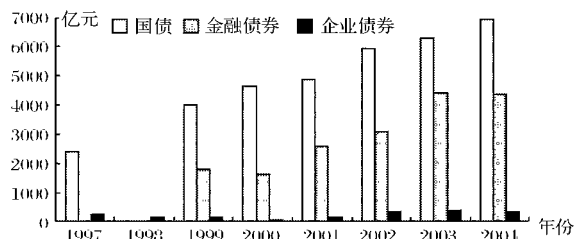


图 1 1997 - 2004 年中国三类债券发展状况比较

资料来源:中国债券信息网 www.chinabond.com.cn

利润为负的上市公司,更是完全依赖外源融资。从一般缘由看,是上市公司出于对融资成本高低的考虑,因为上市公司单位资本的融资成本不仅低于企业的债券利率,更低于银行的贷款利率。从较深层次分析,是因为国家信用提供的无限担保而使融资者可以轻易得到“无成本资金”,股权融资的全过程有公信在保驾。股市风险一部分由政府信用承担,自然提高了企业股权融资的实际收益;市场退出机

制的不畅,更助长了上市公司的机会主义倾向。而投资银行则在上市前的“尽责调查”中就已经使自己的信息筛选、择优推荐功能打了折扣。资本市场的融资功能扭曲导致投资银行融资功能的衰退。股市与持续增长的经济走势出现反差,股票总市值/GDP 从 2000 年的 48.5 % 下降到 2005 年底的 17.8 % (流通市值仅占 GDP 的 5.8 %) (表 2,图 2)。而以世界银行 2002 年数据,世界各地股市市值平均占 GDP 的比重为 93 %,发达国家该比例高达 130 %。与此同时,在金融系统的融资结构中,直接融资相对于间接融资也呈下降趋势。股票市值/M2 的比例从 2000 年的 35.72 % 降至 2005 年底的 10.95 %,而 M2/GDP 的一路走高折射出融资结构畸形状况及所导致的金融风险向银行业集中趋势更甚。虽然,股市从 2006 年开始有所回暖,一度交投相当活跃,但高起的换手率说明股市的活跃有相当成分是游资的作用。资本市场及投资银行的融资功能弱化趋势尚未得到扭转。

表 2 1998—2005 年股市价值与宏观经济金融主要指标对比 (单位:亿元,%)

项目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
国内生产总值 (GDP)	84,402	89,677	99,215	109,655	120,333	135,823	159,878	182,321
GDP 增长率	7.8	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	9.9
货币供应量 (M2)	104,498.5	119,897.9	134,610.3	158,301.9	185,007	221,222.8	254,107	296,040.1
M2 增长率	15.3	14.7	12.3	14.4	16.8	19.6	14.6	17.6
股市市价总值	19,505.6	26,471.2	48,090.9	43,522.2	38,329.1	42,457.7	37,055.6	32,430.3
股市市价增长幅度	11.27	35.71	81.67	- 9.5	- 11.93	10.77	- 12.72	- 12.48
M2/GDP	123.8	133.7	135.7	144.4	153.7	162.9	158.9	162.4
股市总值/GDP	23.1	29.5	48.5	39.7	31.9	31.3	23.2	17.8
股市总值/M2	18.7	22.1	35.73	27.5	20.7	19.2	14.6	10.95

资料来源:国家统计局、中国人民银行、上海证券交易所、深圳证券交易所

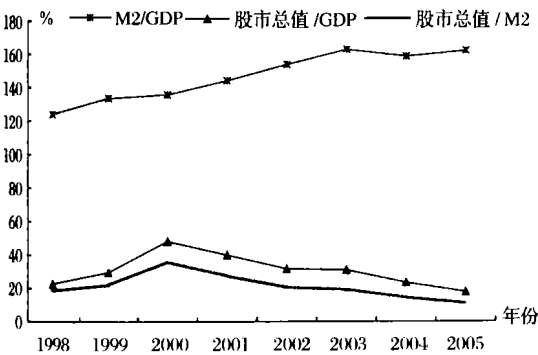


图 2 1998 - 2005 年股市价值与 GDP、M2 走势反差图

(三) 竞争力不强

结构单一、功能扭曲的资本市场不能满足多层次筹资者与投资者在金融产品与服务需求上的多样性。根据瑞士洛桑管理学院 (IMD) 对世界 49 个经济体的竞争力排名,中国金融效率竞争力不理想,尤其是涉及资本市场及股市效率状况的指标处于中等偏后位置 (表 3)。而在中国金融腐败指数 (FCI) 系列中^[6],证券业的腐败指数高达 7.27,又从另一个角度折射出中国资本市场的非效率状况。

表 3 2002 年中国资本市场国际竞争力排名

观测项目	名次	判别依据	比较
股票市场	29	股票市场为公司提供资金的充足程度,5.05 分(2002 年)	第 1 名美国,8.74 分
股票市场筹资额	11	股票市场筹资额 5810 亿美元(2000 年)	第 1 名美国,151040 亿美元
股票市场交易额	35	股票市场交易额人均 566 美元,	第 1 名美国,人均 112497 美元
国内上市公司	8	国内上市公司数目 1086 个(2000 年)	第 1 名美国,7524 个
股票市场指数	43	指数的变化率 %,-25.80(2001 年)	最高俄罗斯,102.90
股东权利和义务	46	股东权利和义务明确程度,4.79 分	第 1 名芬兰,8.65 分
金融机构透明度	45	金融机构透明度高度发达 3.60 分	第 1 名芬兰,8.34 分
内幕交易	43	内幕交易在股票市场不普遍,4.05 分	第 1 名丹麦,8.18 分
风险资本	43	企业发展的容易获得程度,2.99 分,	第 1 名美国,8.21 分
企业家精神	47	企业家精神的普遍程度,4.61 分	第 1 名美国,9.11 分
股东价值	36	是否有效地管理股东价值,4.85 分	第 1 名芬兰,7.64 分

资料来源:根据 IMD《世界竞争力年鉴 2002》整理。

三、微观效率分析：
中国投资银行的经营效率

在中国经济社会的转型过程中,投资银行与资本市场一起成长,并对经济社会产生越来越大影响力。与效率状况相关的一系列指标变化(表 4),反

映出金融体系推进经济增长的进程中投资银行履行了应有的金融功能。在中国经济持续稳定增长中,有越来越多的企业(上市公司)与居民(投资者)参与了证券市场的融资与投资活动,投资银行自身体系也在不断壮大。

表 4 中国投资银行效率状况相关的若干总量指标变化

年份	上市公司家数	投资者帐户(万户)	股市总值(亿元)	股票发行金额(亿元)	企业债融资额(亿元)	投资银行家数 ^①
1997	745	3,480.3	17,529.2	933.8	35	90
1998	851	4,259.9	19,505.6	803.6	42	96
1999	949	4,810.6	26,471.2	897.4	167	104
2000	1,088	6,123.2	48,090.9	1,541.0	83	114
2001	1,160	6,898.7	43,522.2	1,053.8	147	128
2002	1,224	6,841.8	38,329.1	779.8	325	150
2003	1,287	6,981.2	42,457.7	823.1	336	167
2004	1,377	7,215.7	37,055.6	1,504.0	327	176
2005	1,381	7,336.1	32,430.3	1,884.0	2010	175

资料来源:中国证监会网、中国人民银行网相关数据整理

然而,置身于中国转型经济条件下的投资银行,作为一个发展不足 20 年的新兴行业,其内在经营效率高度受制于外部资本市场的效率。作为证券市场最重要中介机构的证券公司,其经营与业绩状况可以用来反映中国投资银行业的效率状况。证券公司

的整体数据变化(表 5),折射出投资银行与宏观经济的持续稳定增长形成明显对比的效率变动状况。以 2000 年股市“由牛转熊”为界,此前中国投资银行业的经营绩效呈上升态势,之后则处于持续恶化状态。

表 5 1998—2004 年中国投资银行业基本情况

年 份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
证券公司数	90	84	101	110	130	131	129
纳入统计的证券公司数	90	83	98	97	122	122	114
全行业注册资本(亿)	223.42	347.08	814.15	971.15	1,041.29	NA	1,248.91
全行业利润总额(亿元)	78.79	83.35	241.00	64.99	-25.93	NA	-103.64
全行业利润净额(亿元)	53.10	62.68	162.02	37.00	-30.15	-62	-149.93
平均每家净利润额(亿元)	0.59	0.75	1.65	0.38	-0.25	-0.51	-1.32

资料来源:根据中国证券业协会网站、《中国金融年鉴》相关数据整理

①包括证券公司、基金管理公司、金融资产管理公司,未包括证券投资咨询公司

与国内投资银行业及证券市场一路走低状况形成明显反差的,是中國大陸企业的巨大融资需求及给非本土投资银行所带来的丰厚利润回报。2003年开始,中国企业海外 IPO 的融资额连续几年远远超过境内 IPO 的融资额。2005年,中国在全球各大金融市场的 IPO 仅次于美国居第二,达到新上市 70 家、筹资金额约 212.3 亿美元;而同期的沪深交易所仅发行新股 15 只,筹资 57 亿元。中国公司海外 IPO 的保荐人与主承销商大多选择了外资投资银行。2006 年上半年,国内企业以更大能量在各金融市场融资,大陆成为亚太地区 IPO 龙头,巨额承销费的主要受益者仍然是各大著名外资投资银行。因此,即使国内券商的财务报告显示,经纪与自营业务已使许多券商盈利,实际上,国内投资银行业的靠天吃饭还比较严重,尚未真正走出困境。

四、中国投资银行非效率的制度根源

中国需要一个有效率的资本市场来保持经济的高增长,资本市场及投资银行真正重要的功能就是使储蓄可以流向最有效的投资,从而创造就业^[6]。通过微观层次的经营困境、中观层次的资本市场非效率、宏观层次的直接融资贡献微弱等,折射出中国投资银行在转型经济中的非效率状况。中国资本市场及投资银行的低效率根源在于制度缺陷,而赶超式发展战略是制度缺陷生成的主根源。制度缺陷根植于传统计划经济金融体制向市场经济金融体制过渡中产生的“制度错位”,它引致市场运行的扭曲化,无法实现信息的有效反映与传递,减弱了资本市场资源的内在配置能力。同时,依赖政府推进金融市场发展的体制性缺陷又成为资本市场寻租活动的制度根源。

中国投资银行与资本市场存在着较为严重的信用危机。金融体系的成长离不开信用体系的支撑,金融市场实际上是信用市场。西方投资银行与资本市场的成长依托公信与私信所共同构建之市场信用体系的支持,中国的赶超型发展战略选择了垄断性国家信用成为资本市场起步的推动力。在完整的市场信用体系无法一蹴而就的情况下,以国家信用替代了资本市场成长壮大进程中本应由市场信用来承担的作用,这在短期内是成本较小的发展模式。由

此而来,中国的资本市场出现了一种“诺思悖论”现象,“国家往往确定规则以使统治者及其集团的收入最大化,然后在一定约束下设计出降低交易费用的规则”^[7]。换言之,国家既要使统治者的租金最大化,又要降低交易费用以使全社会总产出最大化,政府的行为目标呈现双重性。政府以国家信用所提供的隐性担保与资本市场发展的路径依赖,不仅使市场风险转嫁给国家进而转化为系统性风险,而且也使中国资本市场出现一种体制性低效率。置身于低效率资本市场生存环境的投资银行,制度缺陷是其非效率状况的重要原因。

五、结束语

制度的演进是一个不断节约交易费用的过程,以制度创新化解制度风险,是提高资本市场及投资银行的金融效率,从而提高社会资源配置效率的必由之路。隔岸观索克斯法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002),已见美国的资本市场制度从强激励弱约束走向弱激励强约束格局,投资银行也在困境创新中重新显示出高效率。从中可以得到点滴启迪:在多种原因缠绕、问题重重的中国资本市场,尽管制度创新及信用制度转型是一个长期的系统性工程,不过,强调当事人的责任和义务,以制度化方式严厉约束欺诈行为,从根本上改变强激励弱约束的现行格局,对治理国内“股市综合症”还是有一定积极作用的。应以制度创新改善中国资本市场非效率状况,进而促使中国投资银行效率增进。

参考文献

- ① 韩春廷. 金融发展与经济增长:经验模型与政策分析[J]. 世界经济,2001(6).
- ② 沈坤荣,孙文杰. 投资效率、资本形成与宏观经济波动[J]. 中国社会科学,2004(6).
- ③ 范方志,赵明勋. 中国金融抑制与经济发展的实证分析[J]. 中国经济评论,2003(1).
- ④ 王静. 中外投资银行历史演进中的若干支持条件[J]. 金融研究,2005(8).
- ⑤ 谢平,陆磊. 中国金融腐败指数:方法论与设计[J]. 金融研究,2003(8).
- ⑥ 肖耿. 八亿农民与六千万股民的股市[N]. 南方周末,2006-01-19.
- ⑦ D C 诺思. 经济史中的结构与变迁[M]. 上海:三联书店,2002.

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