



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

## 期刊文章选登

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《世界经济》2005年第10期

[\[PDF全文下载\]](#)

股票分拆与并股对收益率波动性的影响：对香港股票市场的研究

周开国

[内容提要] 本文运用香港股票市场的数据，研究股票分拆与并股对股票的收益率波动性和交易活动性的影响，并调查收益率波动性的变化与股票的交易活动性之间的关系，试图用交易活动性的变化来解释收益率波动性的变化。结果表明股票的收益率波动性在股票分拆后增大，而在并股后减小。拆股后收益率波动性的增大是由小额交易的数目变化导致，而并股后收益率波动性的减小归因于总交易的数目变化。

[关键词] 股票分拆 并股 收益率波动性 交易活动性

[作者简介] 周开国：中山大学岭南学院广州市新港西路135号 电话：020—84113869 电子信箱：

[zhoukg@lingnan.net](mailto:zhoukg@lingnan.net)。

## 一 引 言

现代金融理论告诉我们，公司股权的市场价值独立于流通股的股数。这一理论的一个明显的含义就是股票的收益率独立于流通股的股数。所以从理论上讲，在拆股或并股的前后股票的收益率不应该出现显著的变化。然而，一些经验研究证实了在拆股公告日期间存在着显著的超常收益率(abnormal return)。具有代表性的如Grinblatt等(1984)、Brennan和Copeland (1988)及Ikenberry等(1996)。从理论上讲，收益率波动性在拆股或并股前后不会有显著的不同。而且，拆股(并股)的生效日在公告发出之后是可以预测到的，因此在生效日期间应该没有信息内容可言。然而，大量的经验研究产生了与此相矛盾的结果。自从Ohlson和Penman (1985)第一次证实了股票的收益率波动性在拆股之后增大，随后有大量的研究都得出了一致的结论。另一方面，也有一些研究提供证据表明收益率波动性在并股之后减小。Ohlson和Penman (1985)的研究中的样本仅包括大幅度的拆股(拆股比例大于或等于21)，Dravid (1987)扩展了Ohlson和Penman的工作，其样本不仅包括了大幅度的拆股，还包括了小幅度的拆股(拆股比例小于21)，结果表明不论是大幅拆股还是小幅拆股，收益率方差在拆股生效日之后都显著增大，于是确定了Ohlson和Penman (1985)的结论。Dravid (1987)还利用纽约证交所上市的57个并股构成的样本，提供了关于并股的证据，结果表明收益率方差在并股生效日之后显著减小。另外，还有其他一些研究也证实了收益率波动性在拆股后增大(Conroyet al., 1990; Dubofsky, 1991; Kryzanowski and Zhang, 1993)。Peterson和Peterson (1992)证实了收益率波动性在并股后减小，与Dravid (1987)的结论一致。

文献中有些研究指出，由买卖价差和价格离散性引起的度量偏差可能是导致收益率波动性变化的因素。然而，运用大量的买卖报价数据，Koski (1998)检验了度量偏差与拆股生效日后的收益率方差之间的关系，得出的结论是，买卖报价偏差与价格离散性不能解释拆股后收益率波动性的大幅增加。

另外一个研究线索是依赖于交易活动性变化来解释随拆股后收益率波动性的增大。Jones等(1994)发现收益率波动性

与发生交易的数目正相关。遵循这一讨论，Desai等(1998)预期在拆股后交易发生的数目变化与波动性变化之间正相关。这一预期得到了经验分析结果的支持。但是他们没有区分交易的大小。而且，Black (1986)提出，散户数目(noise traders)在拆股后增加，由于他们偏好于购买低价股而不是高价股，并且散户数目的增加导致了波动性的增加。根据这一讨论，Kamara和Koski (2001)调查了拆股后波动性的增加到底是与总的交易数目增加有关，还是与小额交易的数目增加有关。结果表明，波动性的增加与小额交易的数目增加有关，而与其他(大额)交易的数目无关。然而，运用美国存款收据(American Depository Receipts, ADR)拆股的样本，Jiang等(2002)证明了波动性的增加与小额交易的数目增加无关，而与总的交易数目的增加高度相关，与Kamara和Koski (2001)得出的结论矛盾。

本研究针对香港市场，以期对这两类事件的理论和经验分析结果提供更多的证据。本研究有两个目的，其一是针对一个股票市场同时考虑股票分拆和并股这两类事件。以前的研究一般只考虑其中一个事件，因而不能在同一市场上对这两类对立的事件进行比较。而且，以前的研究绝大多数都是研究拆股的，很少有研究并股的。Kamara和Koski (2001)也只是研究了拆股后收益率波动性与交易活动性之间的关系，而没有考虑并股的情况。第二个目的是运用来自香港股票市场的数据，为这两类事件的影响提供更多的新证据。本研究主要调查股票分拆和并股对收益率波动性的影响，同时也考虑波动性变化同交易活动性变化之间的联系。结果表明股票的收益率波动性在分拆后增大，但在并股后减小。波动性的变化不能归因于买卖价差和价格离散性引起的偏差。当所有交易被分为小额交易和大额交易后，我们发现分拆后波动性增强是因为小额交易的数目变化，而并股后波动性减弱归因于所有交易的数目变化。

本文以下部分安排如下：第二部分描述样本与数据；第三部分分析拆股与并股对收益率波动性的影响；第四部分分析拆股与并股对交易活动性的影响；第五部分考察波动性变化与买卖价差之间的关系；第六部分研究波动性变化与交易活动性变化之间的关系；第七部分是总结。

## 二 样本与数据

.....

## 三 收益率波动性的影响

.....

## 四 交易活动性的影响

.....

## 五 收益率波动性变化与价差之间的关系

.....

## 六 收益率波动性变化与交易活动性变化之间的关系

.....

## 七 结论与总结

本研究用香港股票市场的证据，主要调查拆股与并股对收益率波动性和交易活动性的影响。

关于拆股样本，不论用何种价格计算出的日收益率标准差在拆股之后均显著增大；并股样本日收益率标准差在并股之后显著减小。这与已有的文献中有关收益率波动性变化的结论是一致的。关于交易活动性的主要结果告诉我们，股票的交易在拆股后更加活跃，尤其是小额交易；而在并股后变得更加不活跃。由这些结果我们进一步分析，拆股(并股)事件所含的信息在公告日已经散布出去，所以在生效日应该不再包含这类信息。然而我们观察到在生效日之后波动率却发生显著变化，说明股价没有完全反映这类信息。由此我们可以得出一个推断：股票市场并非有效。

交易活动性的变化与收益率波动性的变化有关。回归结果告诉我们，对于拆股样本，收益率波动性在拆股后增大归因于小额交易的数目增加，而非大额交易的数目。同时，市场的收益率波动性变化也能部分解释个股的波动性变化。然而针对并股样本有不同的结论，收益率波动性在并股后减小归因于总交易数目的下降。此外，市场的收益率波动性变化和经调整的价格水平变化也能部分解释个股的收益率波动性变化。这些结论也告诉我们，拆股（并股）后波动率变化由系统性变化和非系统性变化两部分构成，其中非系统性变化占主导地位，也就是由拆股（并股）事件本身引起的波动率变化；系统性变化是由于整个市场的波动率在与拆股（并股）事件发生的同一时期也发生了变化。我们在研究波动率变化时不可忽略系统性变化。

为了便于将本文的结果与文献中其他发现进行比较，本文也调查了收益率波动性的变化是否可以归咎于买卖价差的变化。回归结果告诉我们，不论是拆股样本还是并股样本，收益率波动性的变化都与买卖价差的变化无关，这说明了买卖价差不是造成收益率波动性变化的原因，我们观察到的拆股（并股）后收益率波动性变化确实是由这类事件本身导致的。

最后需要指出的是，本文度量波动性用的是收益率标准差，是静态的度量，这也是文献中普遍采用的方法。其实，也可以进一步讨论收益率波动性的动态变化过程，这是今后值得研究的一个重要思路。

（截稿：2005年2月 责任编辑：宋志刚）

推荐好友

#### 相关文章

- 余永定撰文明确反对港股直通车 2007年11月21日人民网 (2007-11-27)
- 余永定 我支持叫停港股直通车 《金融时报》2007年11月20日 (2007-11-27)
- 谢建国、唐建平 中国股票上市发行监管制度变迁：一个博弈论解释 《世界经济》2005年第 (2007-1-4)
- 刘力、田雅静 中国A股市场股票名称变更事件的市场反应研究 《世界经济》2004年第1期 (2007-1-3)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-85126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号