

流动性对预期收益影响的实证研究

陈莉¹,胡奕明²

(1.上海财经大学 会计学院 上海 200433; 2.上海财经大学 会计与财务研究院 上海 200433;)

摘要: 流动性是资产收益的一个重要影响因素, 本文的目的是, 通过流动性与预期收益的关系研究, 尝试了解证券市场股票定价中的一些规律。本文数据来自上海股票市场, 采用相对交易量和换手率两个指标衡量流动性。研究发现, 无论是单变量模型还是多变量模型, 在控制了 BETA、规模和 B/P 之后, 相对交易量和换手率都对预期股票收益表现出显著的解释能力, 两者与预期股票收益之间呈正相关关系。

关键词: 流动性; 预期股票收益; BETA; 规模; B/P

中图分类号: F8 **文献标识码:** A

1 研究的问题

流动性是证券市场的生命所在, 是证券市场的一切。Amihud 和 Mendelson 曾指出“在持有现金和投资证券之间作出选择的投资者, 无论何种原因都将估价流动性的价值并且愿意为流动性而付费”(杨之曙和吴宁玫, 2000)。传统的资产定价模型和相关理论通常是建立在完全市场和投资者行为假设之上的, 往往忽略了流动性。这一理论认为, 风险回避的投资者总是希望能获得更多的收益来弥补他们持有该项资产所承担的风险。但流动性偏好理论认为, 投资者会偏好流动性好的资产, 因为投资者通常都比较关注流动性的代价——交易成本。流动性好的资产容易实现交易且交易成本低, 当然投资者从中获得的收益也低。流动性差的资产必须能够带来更高的收益才能吸引投资者。因此总的说来, 资产的预期收益是风险的增函数, 流动性的减函数。

Mehra和Prescott (1985) 指出风险不是影响资产预期收益的唯一因素。Amihud和Mendelson(1986)认为流动性能影响资产的收益, 买卖价差较大的股票交易成本高, 持有它们的投资者会要求更高的收益。

如果以年换手率来衡量流动性, 我国的流动性显著高于其他发展中国家, 远远高于发达国家。根据上海证券交易所统计年鉴的数据, 上海证券交易所1997年至1999年的年换手率分别为425.72、297.04和361.91, 其中A股的年换手率更高, 分别为534.99、355.30和421.56, 而根据香港联交所的统计, 1992年至1994年国际证券交易所联合会成员交易所平均年流动速度, 最高的为台湾281.04, 最低的卢森堡仅为2.16, NASDAQ的年平均流动速度为169.44, 纽约交易所的是50.28¹。在一个流动性如此之高的市场, 流动性与预期股票收益是否有联系, 流动性对资产收益有何种影响作用值得我们关注。

国内对于流动性的关注只是在最近几年, 而且研究多集中在流动性与证券市场微观结构的关系或流动性的影响因素上, 如靳云汇、杨文(2002)等。而对于CAPM的检验研究, 都未把流动性作为预期股票收益的影响因素来进行分析。本文运用上海股票市场的数据, 采用相对交易量和换手率两个流动性衡量指标, 对股票流动性与预期股票收益之间的关系进行分析。我们发现, 无论是单变量模型, 还是多变量模型, 在控制了BETA、规模和B/P之后, 相对交易量和换手率都对预期股票收益表现出显著的解释能力。两者基本与预期股票收益之

间呈现正的相关关系。

和以前的研究相比，本文的拓展主要表现在：

1.1 分析了流动性和预期股票收益之间关系

本文不仅对流动性变量（相对交易量和换手率）和预期股票收益之间的关系进行了单因素模型的检验，同时将流动性变量和 BETA、规模、B/P 等影响股票预期收益的因素一起进行了多因素模型的检验，来研究流动性对预期股票收益的影响。

1.2 将相对交易量和换手率与股票的各个特性，例如 BETA 系数、规模、B/P 之间进行回归分析，研究了流动性与股票特性之间的关系

2 文献回顾

Amihud 和 Mendelson 是最早研究流动性和资产收益之间关系的学者。他们在 1986 年就提出交易成本模型，投资者有着不同的流动性偏好，理性的投资者选择资产的目标是为了持有收益的最大化，因此计划持有资产时间更长的投资者更偏好于价差较大的资产，预期收益随着买卖价差增加而增加，且预期收益是买卖价差的凹函数。交易成本模型中，假设未来交易成本的现值都反映在资产的价格中，买卖价差反映了资产的交易成本，买卖价差大的证券交易成本更高，持有他们的投资者因此要求更高的收益。基于 Merton (1987) 修订的 CAPM 模型，Amihud 和 Mendelson(1989)提出了检验模型，模型的四个变量为 BETA、股票的市值（股票价格与流通股数量的乘积）、CAPM 模型回归的标准差、买卖价差（bid-ask spread）。BETA 衡量股票的系统风险；规模是股票的市值计量；CAPM 模型回归标准差计量残余风险；买卖价差不仅代表交易成本，同时还计量信息的公开性。研究发现，纽约证交所的股票在 1961 年到 1980 年期间买卖价差和 BETA 与股票收益之间为显著的正相关关系，和假设一致，而残余风险和规模对股票收益的解释作用不显著。Eleswarapu 和 Reinganum(1993)采用买卖价差作为流动性的衡量指标，研究 1961 年至 1990 年的数据，发现流动性与股票收益之间的正相关关系只存在一月份。Eleswarapu (1997) 认为 Nasdaq 内部价差比 NYSE 的报价差更能体现真实的交易成本，采用 Nasdaq 的内部价差为流动性指标，来验证 Amihud and Mendelson (1986)模型，研究得出了和 Amihud and Mendelson 同样的结论，即价差与预期收益之间为正相关关系。

对于流动性的衡量指标，早期的文章一般是采用价差来研究流动性与预期股票收益之间的关系。随后一些学者考虑到价差不能很好的体现真实的交易成本和交易量数据可得性更强等原因，他们开始采用以交易量为基础的流动性指标进行研究。Brennan, Chordia and Subramanyam (1996)、Haugen 和 Baker (1996)、Teh 和 De Bondt (1996) 发现交易活动越为频繁的股票收益率越低(Shing-yang Hu,1997)。Shing-yang Hu (1997) 以股票换手率代替价差作为股票流动性的衡量指标，利用 1976-1993 年东京股票市场的数据，研究股票流动性对资产定价的影响。其研究发现，从横截面分析来看，换手率高的股票，预期收益较低。同时统计结果还表明，预期收益与换手率是非线性关系，预期收益是换手率的凹函数。这和 Amihud and Mendelson 的交易成本模型结论一致。Datar、Naik 和 Radcliffe(1998) 也发现换手率对横截面的股票收益有显著的解释作用，即便是在控制了 Fama-French 因素，比如规模、净值市价比和 BETA 系数以后，换手率的解释作用仍然很显著。Brennan and Subrahmanyam (1996)还采用市场深度作为流动性衡量指标发现流动性和预期收益负相关关系。

3 样本及方法

3.1 样本

我们研究的样本总体为 2001 年 7 月 1 日以前在上海证券交易所上市的全部 A 股上市公司，研究的区间为 1998 年 7 月 1 日至 2001 年 6 月 30 日。本文数据源取自世华数据库和巨灵证券信息系统，并对股票分割、发放股息、送股配股情况进行了处理。由于估计各公司的 BETA 系数需要一定的估计期，因此研究样本要求样本至少要有 40 周的历史交易数据。根据这一原则，本文从总体中选取了符合条件的观测样本计 1142 家，其中 1998 年 339 家，1999 年 384 家，2000 年 419 家。

3.2 模型设计与检验

3.2.1 以各股周收益率 (R) 为因变量，分别以相对周交易量 (RV)、换手率 (TURN) 为自变量建立单因素模型 (5)

$$R_j = \gamma_{j,0} + \gamma_{j,1}V_j + \varepsilon_j, V \text{ 表示相对周交易量或换手率} \quad (1)$$

本文选用上海证券交易所 A 股指数来计算作为市场收益率。市场收益率 (RM) 和股票的收益率 (R) 计算公式分别是：

$$RM_t = LN(AINDEX_t) - LN(AINDEX_{t-1}) \quad (2)$$

$$R_t = LN(P_t) - LN(P_{t-1})$$

其中 LN 表示自然对数，AINDEX 指上海证券交易所 A 股指数，P 指股票的收盘价。

基于我国上海股票证券市场是竞价市场，因此本文选用以交易量为基础的股票流动性指标。本文设计了两个变量：相对交易量 (RV) 和换手率 (TURN) 来检验沪市股票的流动性对股票收益的影响。相对交易量是交易量的增量占原交易量的比例。换手率为交易量除以总流通股数。计算公式如下：

$$RV = (V_t - V_{t-1}) / V_{t-1} \quad (3)$$

$$TURN = V_t / NSHARE_t$$

其中 V_t 为 t 期交易量， V_{t-1} 为 t-1 期交易量，NSHARE 表示流通股股数。

3.2.2 考虑其他影响股票收益的因素，建立一个包含交易量、BETA、规模、B/P 的多元回归模型(6)

$$R_j = \gamma_{j,0} + \gamma_{j,1}V_j + \gamma_{j,i}X + \varepsilon_j, X \text{ 表示 BETA、规模或 B/P} \quad (4)$$

将 BETA、规模和 B/P 依次放入回归方程，观察各个变量对股票收益的解释作用。

BETA 系数的预测能力是理论界争论的一个热点。近年来，我国不少学者对 CAPM 模型做了许多检验，研究结论各不相同。杨朝军、邢靖 (1998) 发现 1993 年股票的系统性风险对股票收益解释作用显著，但 1994 和 1995 年，BETA 没有表现出解释作用。陈浪南和屈文洲 (2000) 发现 BETA 对市场风险的度量有较为显著的作用，但作用不稳定。陈小悦和孙爱军 (2000)、陈信元、张田余和陈冬华 (2001) 研究发现 BETA 不具备解释作用。本文仍然把 BETA 作为回归中的一个变量。

本文将所有符合条件的估测样本按照时间分为 3 组，第一组从 1998 年 7 月 1 日到 1999 年 6 月 30 日；第二组从 1999 年 7 月 1 日到 2000 年 6 月 30 日；第三组从 2000 年 7 月 1 日到 2001 年 6 月 30 日。本文从每年的 7 月 1 日分组是希望能避免或者减轻年报公布对研究结果的影响。采用周收益率来估计 BETA 系数，估计期为每组所有期间前 40 周到 50 周。BETA 的估计公式如下 (5)：

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j RM_t + \varepsilon_{j,t} \quad (5)$$

式中 BETA 系数用 β 表示。

规模是每周末股票流通市值的自然对数。Banz(1981) 是最早发现“规模效应”的。他发现市场权益 (market equity, 简称 ME, 股票价格与流通股数量的乘积) 对于市场 BETA 所提供的截面平均收益有解释能力, ME 与收益负相关。Fama 和 French(1992)、Shing-yang Hu(1997)和陈信元等 (2001) 也有同样的发现, 他们发现随着公司规模增加, 股票收益下降。

净值市价比是每股净资产与股票价格的比值。Stattman(1980)、Rosenberg, Reid 和 Lanstein(1985)、Chan, Hamao 和 Lakonishok(1991)、Fama 和 French(1992)、Shing-yang Hu(1997)、和陈信元等 (2001) 的研究都发现股票收益和 B/P 正相关。

规模、净值市价比计算公式如下 (6):

$$\begin{aligned} SIZE &= LN(NSHARE_t \times P_t) \\ B/P &= BV_t/P_t \end{aligned} \tag{6}$$

其中 BV 表示每股净资产。

流通股数量应为每周的流通股数量, 但因为无法获得股票股本详细的变化数据, 因此流通股数量按照每年 6 月 30 日的数据计算。每股净资产按照每年年末数计算。

3.2.3 对相对交易量 (换手率)、BETA、规模、B/P 之间建立模型进行回归, 观察股票流动性与股票特性之间有没有联系 (7)。

$$V_j = \gamma_{j,0} + \gamma_{j,1}X + \varepsilon_j, \quad X \text{ 表示 BETA、规模或 B/P} \tag{7}$$

运用 T 检验来测试变量回归系数的显著性, 如果通过显著性检验, 则认为该变量具有解释能力。

4 回归检验结果

4.1 各变量与股票收益横截面回归检验结果

4.1.1 横截面单因素回归检验结果

表 1、总样本横截面单因素回归

RV	TURN	BETA	SIZE	B/P
0.01062 ^{1*}				
(59.438) ²				
	0.000185 [*]			
	(4.652)			
		-0.000403		
		(-0.48)		
			-0.00258 [*]	
			(-9.522)	

0.01886*

(6.829)

1 表示参数估计, 2 表示 T 检验值, * 表示在 0.01 的水平显著。

表 2、分期横截面单因素回归

年份	RV	TURN	BETA	SIZE	B/P
7/1/1998-6/30/1999	0.013* (37.032)	0.000718* (9.356)	0.000529 (0.377)	-0.00194* (-3.536)	0.01581* (3.143)
7/1/1999-6/30/2000	0.01038* (35.286)	0.000402 (-0.643)	0.000223 (0.125)	-0.00305* (-5.648)	0.01754* (3.901)
7/1/2000-6/30/2001	0.008543* (29.103)	-0.000104 (-1.37)	-0.00179 (-1.473)	-0.00354* (-8.685)	0.03484* (5.872)

总样本横截面单因素回归结果列于表 1。从表 1 中, 我们可以看到相对交易量、换手率、规模和 B/P 也通过了 0.01 显著水平的检验。BETA 没有通过检验, BETA 单独作为解释变量时没有解释预期股票收益的能力。相对交易量、换手率、B/P 与股票收益呈正的相关关系, 规模的参数估计为负值。

分期横截面单因素回归结果列于表 2。从表 2 中, 三期相对交易量、规模、B/P 都通过了 0.01 的显著性水平检验, 始终表现出对股票收益的解释作用, 与总样本单因素回归结果一致。换手率只有在 7/1/1998-6/30/1999 一期通过了 0.01 的显著性水平检验, 在 7/1/1999-6/30/2000、7/1/2000-6/30/2001 这两期, 换手率都没有通过显著性水平检验。单因素回归中, BETA 系数三期中一直没有表现出明显的解释作用。相对交易量、B/P 与预期股票收益一直保持正的相关关系, 规模和预期股票收益之间为负的相关关系。

4.1.2 横截面四因素回归检验结果

如表 3, 总样本横截面四因素回归检验中相对交易量、规模、B/P 通过 0.01 的显著性水平检验, TURN 通过了 0.1 水平的显著性检验, BETA 未能通过有效性检验。相对交易量、换手率、BETA 和 B/P 与股票预期收益之间为正的相关关系, 规模与预期股票收益之间呈负的相关关系。

表 4 为分期横截面四因素回归结果。三期样本回归结果和总样本的结果一致, 相对交易量、换手率、规模、B/P 都表现出显著的解释作用, 通过 0.01、0.05、0.1 的显著性检验, 而 BETA 始终没有通过检验。相对交易量和 B/P 与预期股票收益之间始终表现出正的相关关系。换手率参数后两期的参数估计中出现负值, SIZE 在第一期与换手率一起作多因素模型回归时表现为正值。

表 3、横截面四因素回归

RV	TURN	BETA	SIZE	B/P
0.01058*		0.0003485	-0.00182*	0.008777*
(59.242)		(0.428)	(-6.23)	(2.957)
	0.00007464***	0.0003605	-0.00204*	0.009146*
	(1.787)	(0.429)	(-6.513)	(2.986)

表 4、分期的横截面四因素回归

区间	RV	TURN	BETA	SIZE	B/P
	0.01298*		0.0008558	-0.00106***	0.009234***
7/1/1998	(36.964)		(0.634)	(-1.803)	(1.709)
-6/30/1999		0.0007094*	0.0009064	0.0002196	0.01175**
		(8.761)	(0.646)	(0.343)	(2.093)
	0.01034*		0.001522	-0.00231*	0.008860***
7/1/1999	(35.181)		(0.874)	(-0.4079)	(1.898)
-6/30/2000		-0.000148**	0.001586	-0.00305*	0.009552**
		(-2.287)	(0.881)	(-5.045)	(1.979)
	0.008499*		-0.000518	-0.00278*	0.01793*
7/1/2000	(29.001)		(-0.432)	(-6.531)	(2.822)
-6/30/2001		-0.000442*	-0.000289	-0.00389*	0.01963*
		(-5.345)	(-0.237)	(-8.227)	(3.017)

**表示 0.05 的显著性水平

4.2 相对交易量（换手率）与 BETA、规模、B/P 之间的联系

4.2.1 单变量回归检验结果

表 5 为相对交易量与 BETA、规模、B/P 单变量回归结果，表 6 为换手率与 BETA、规模、B/P 单变量回归结果。在总样本回归中，可以发现 B/P 与流动性指标为正的相关关系，规模和相对交易量、换手率之间为负的相关关系，两者都通过 0.01 的显著性水平检验。而 BETA 对相对交易量没有明显的解释作用，但与换手率之间呈显著的负相关关系，通过 0.01 的显著性水平检验。分期样本回归中，对于换手率指标，BETA、规模和 B/P 在三期中都表现出显著的解释作用。而相对交易量与各个因素的回归中，规模和相对交易量之间为负相关关系，BETA 对相对交易量没有显著的解释力，与总样本回归结果一致。B/P 回归结果如总样本略有差异，只有 7/1/1998-6/30/1999 该期对相对交易量表现出解释作用

表 5、相对交易量和 BETA、规模、B/P 之间单变量回归

区间	BETA	SIZE	B/P
总样本	-0.00995 (-0.508)	-0.0373* (-5.892)	0.197* (3.045)
7/1/1998	-0.0132 (-0.437)	-0.0334* (-2.844)	0.181*** (1.675)
-6/30/1999	-0.0172 (-0.395)	-0.0406* (-3.066)	0.169 (1.530)
7/1/1999	0.008321 (0.287)	-0.0281* (-2.892)	0.03914 (0.277)
-6/30/2000			
7/1/2000			
-6/30/2001			

表 6、分期换手率和 BETA、规模、B/P 之间单变量回归

区间	BETA	SIZE	B/P
总样本	-0.634* (-6.983)	-2.100* (-75.131)	9.749* (32.902)
7/1/1998	-0.365** (-2.552)	-2.243* (-42.329)	7.167* (14.059)
-6/30/1999	-0.762* (-3.588)	-2.327* (-37.525)	7.858* (14.736)
7/1/1999	-0.615* (-5.407)	-2.058* (-58.381)	17.628* (32.550)
-6/30/2000			
7/1/2000			
-6/30/2001			

4.2.2 三变量回归检验结果

表 7 为相对交易量与 BETA、规模、B/P 三变量回归结果，表 8 为换手率与 BETA、规模、B/P 三变量回归结果。从表 7 可以看出，总样本和各期样本回归结果基本一致，规模对相对交易量表现出显著的解释作用，而 BETA、B/P 都没有通过有效性检验。从表 8 得出，总样本回归中，规模、B/P 都表现出显著的解释作用，而 BETA 没有通过有效性检验。分期回归中，与总样本回归一致，规模、B/P 都表现出显著的解释作用；而 BETA 各期却分别通过了 0.05 或 0.1 水平的显著性检验，但 BETA 与换手率的关系不稳定。规模和相对交易量、换手率始终为负的相关关系，单变量回归结果一致。但 B/P 与换手率除在 7/1/1998-6/30/1999 该期出现负相关关系之外，其余都与正相关关系。

表 7、相对交易量与 BETA、规模、B/P 三变量回归

区间	BETA	SIZE	B/P
----	------	------	-----

总样本	0.001009 (0.051)	-0.0357* (-5.059)	-0.03901 (0.545)
7/1/1998	-0.011	-0.0308**	0.0531
-6/30/1999	(-0.365)	(-2.341)	(0.440)
7/1/1999	0.001251	-0.0383*	0.05343
-6/30/2000	(0.028)	(-2.667)	(0.451)
7/1/2000	0.01718	-0.0328*	-0.146
-6/30/2001	(0.589)	(-3.079)	(-0.942)

表 8、换手率与 BETA、规模、B/P 三变量回归

区间	BETA	SIZE	B/P
总样本	-0.0183 (-0.211)	-2.074* (-66.64)	0.581*** (1.84)
7/1/1998	-0.273**	-2.366*	-2.58*
-6/30/1999	(-2.006)	(-39.983)	(-4.742)
7/1/1999	0.346***	-2.301*	0.938***
-6/30/2000	(1.671)	(-34.197)	(1.690)
7/1/2000	0.187***	-1.881*	6.657*
-6/30/2001	(1.767)	(-48.791)	(11.893)

5 结论

通过对 1998 年 7 月 1 日到 2001 年 6 月 30 日之间 1142 个观测样本 53847 周的数据进行研究, 我们发现:

(1) 无论是单变量模型, 还是多变量模型, 在控制了 BETA、规模和 B/P 后, 相对交易量和换手率都对预期股票收益表现出显著的解释能力。两者基本与预期股票收益之间呈现正的相关关系, 这与 Amihud-Mendelson 的交易成本模型正好相反。在上海证券市场, 出现流动性越大的股票收益率越高的情况。该结论与 Brennan, Chordia and Subramanyam (1996)、Haugen 和 Baker (1996)、Teh 和 De Bondt (1996) 以及 Shing-yang Hu(1997) 的研究结果都相反。

(2) BETA 系数始终没有表现出显著的解释作用, 即是在单变量模型回归时, BETA 仍然没有通过有效性检验。在不同的模型中, 规模、B/P 在预测股票收益时都表现出显著的解释作用。这与 FF (1992)、陈小悦等 (2000)、陈信元 (2001) 等结论一致, 与陈浪南等 (2000) 研究结论矛盾。

(3) 规模和相对交易量、换手率之间始终呈负的相关关系, B/P 与换手率呈正的相关关系。这说明, 规模小、净值市价比高的股票流动性较好。BETA 与换手率之间的关系不稳定。

通过流动性与预期收益的关系研究, 尽管结论和国外学者研究结果不尽相同, 但支持了流动性对资产收益的影响作用。同时研究发现 BETA 系数没有对预期股票收益表现出解释能力, 而规模、B/P 和预期股票收益有着显著相关性。在我国的资本市场上, 流动性在预测股票收益中所起的作用不可忽视。流动性实际上就是投资者根据市场的基本供给和需求状况, 以合理的价格迅速交易一定数量资产的能力, 或者更简单地说, 流动性就是迅速执行一定数量交易的成本。投资者可以通过分散投资而降低风险, 却无法规避交易成本, 因为想要利用高价差证券获得高收益的投资者必须支付较高的买卖价差, 这导致他们收益的减少。

(Amihud 和 Mendelson, 1989) 因此投资者在选择股票的时候, 不能忽视流动性的影响。出现和西方成熟资本市场相反的结论, 可能与中国股市的特殊情况有关。中国股市信息不对称情况严重, 中小投资者在中国股票市场上占主导地位, 市场缺乏推出机制且受政府政策的巨大影响等情况都可能影响我们研究的结论。

本文存在的局限: (1) 研究的样本时间只有三年, 时间略短, 且样本集中在上海证券交易所 A 股; (2) 流动性指标局限在以数量为基础的衡量指标上等。在以下方面还可以做进一步研究: (1) 扩大研究样本和研究的时间, 不局限于沪市 A 股, 股票收益率不仅可采用周收益率, 也可采用月收益率来重新检验本命题; (2) 流动性指标还可以采用价格法、或者价量结合法的各个指标重新计量股票的流动性, 分析股票流动性与预期股票收益之间的关系; (3) 继续探讨中国股市与 Amihud-Mendelson 的交易成本模型结论相反的成因。

参考文献

- [1] 杨之曙, 吴宁致. 证券市场流动性研究[J]. 证券市场导报, 2000(1)
- [2] 陈信元, 张田余, 陈冬华. 预期股票收益的横截面多因素分析: 来自中国证券市场的经验研究[J]. 金融研究, 2001, (6)
- [3] 上海交大-国泰君安课题组. 上海证券市场日内流动性与波动性研究[EB/OL]. 深圳证券交易所网站, 2002-10
- [4] 蒋涛. 中国沪深股票市场流动性研究[EB/OL]. 深圳证券交易所网站, 2002-10
- [5] 靳云汇, 杨文. 上海股市流动性影响因素实证分析[J]. 金融研究, 2002-6
- [6] 陈小悦, 孙爱军. CAPM 在中国股市的有效性检验[J]. 北京大学学报(哲学社会科学版), 2000(4)
- [7] 陈浪南, 屈文洲. 资本资产定价模型的实证研究[J]. 经济研究 2000(4)
- [8] 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)
- [9] 杨朝军, 邢靖. 上海证券市场 CAPM 实证检验[J]. 上海交通大学学报, 1998, 32(3)
- [10] Datar, V, Naik, N, Radcliffe, R. N Liquidity and Stock Return[J]. Journal of Financial Markets, 1998(1): 203-219
- [11] Eugene F. Fama, Kenneth R. French. The Cross-Section of Expected Stock Returns[J]. the Journal of Finance, 1992, 47 (2): 427-465
- [12] John Y. Campbell, Sanford J. Grossman, Jiang Wang, Trading Volume and Serial Correlation in

Stock Returns[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1993,108(4): 905-939

- [13]Lubos Pastor, Robert F. Stambaugh. Liquidity Risk and Expected Stock Returns[Z], working paper, 2001
- [14]Michael J. Brennan, Tarun Chordia, Avanidhar Subrahmanyam. Alternative Factor Specifications, Security Characteristics, and the Cross-section of Expected Stock Returns[J]. Journal of Financial Economics, 1998(49):345-373
- [15]Peter L. Swan, P. Joakim Westerholm. Asset Prices and Liquidity: The Impact of Endogenous Trading[Z]. working paper
- [16]Shing-yang Hu., Trading Turnover and Expected Stock Returns: The Trading Frequency Hypothesis and Evidence from the Tokyo Stock Exchange[Z]. working paper, 1997
- [17]Sanford J. Grossman, Merton H. Miller. Liquidity and Market Structure[J]. the Journal of Finance, 1988,43(3):617-633
- [18]Tarun Chordis Avanidhar Subrahmanyam, V. Ravi Anshuman. Trading Activity and Expected Stock Returns[Z]. working paper
- [19]Venkat R. Eleswarapu. Cost of Transacting and Expected Returns in the Nasdaq Market[J]. the Journal of Finance, 1997,52(5): 2113-2127
- [20]Venkat R. Eleswarapu, Marc R. Reinganum. The Seasonal Behavior of the Liquidity Premium in Asset Pricing[J]. Journal of Financial Economics, 1993,34: 373-386
- [21]Yakov Amihud, Haim Mendelson. Trading Mechanisms and Stock Returns: An Empirical Investigation[J]. the Journal of Finance, 1987,42(3): 533-553
- [22]Yakov Amihud, Haim Mendelson. The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns[J]. the Journal of Finance, 1989,44(2):479-486

A empirical study of the liquidity effect on the expected return

(Chen li; Hu Yiming)

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Liquidity is one of the important factors in assessing asset return. We tried to find some rules in the capital asset pricing through the study of the relationship between the liquidity and the expected return. All the data came from Shanghai stock market. And we used volume and changing-hand ratio to measure the liquidity. We found that the volume and changing-hand ratio could give a strong explanation to the stock expected return under the controlling of BETA, size and B/P, and the two probes are positive relative to the expected return.

Keywords: liquidity, expected return, BETA, size, B/P

收稿日期: 2003-06-11; 修回日期: 2003-9-18

作者简介: 陈 莉(1979-), 女(汉族), 上海财经大学硕士生。

胡奕明(1963-), 女(满族), 江西人南昌人, 上海财经大学大学大学教授, 博士生导师。

¹上海交大-国泰君安课题组, 《上海证券市场日内流动性与波动性研究》, 深圳证券交易所网站