涨跌幅限制下我国股票市场龙头股效应研究

——来自上证与深圳主板市场的经验证据

张绍合[1]　韩永辉[2,3]　李汉君[1]

（1. 广州商学院经济学院，广东　广州，511363；
2. 广东外语外贸大学广东国际战略研究院，广东　广州，510420；
3. 中国社会科学院世界经济与政治研究所，北京，100732）

［内容提要］　在涨跌幅限制下，龙头股价格走势更能影响对应市场、所属板块及个股的运行，并引发一系列交投热潮。本文以上证与深圳主板市场上5个交易日连续涨停的184家龙头股上市公司为研究样本，运用事件研究法，区分交易机会型与非交易机会型样本，实证检验我国上证与深圳主板股票市场龙头股效应。研究发现：（1）龙头股股价运行与跟随股存在正向联动效应，且有异质性，交易机会型相对于非交易机会型龙头股对跟随股的影响大，龙头股第3次涨停时与跟随股的联动效应最大；（2）龙头股股价运行对跟随股存在正向带动效应，且有异质性影响，交易机会型相对于非交易机会型龙头股对跟随股的影响更为显著；（3）在设定的时间窗口（1，5）内，不同类型龙头股与跟随股的日超额收益存在异质性；（4）基于龙头股联动效应与带动效应，构建出3种投资策略均能获得显著的日超额收益。上述结论为监管层科学监管龙头股股价运行及其影响、投资者参与龙头股与跟随股的交投提供了重要的决策依据。

［关键词］　涨跌幅限制；龙头股；联动效应；带动效应；事件研究法

［基金项目］　国家社会科学基金重大项目“全球产业链重构对全球经济治理体系的影响及中国应对研究”（21&ZD074）；国家自然科学基金项目“产业政策对参与全球价值链的影响研究：理论机制、实证识别与中国方案”（72073037）；广东省自然科学基金杰出青年项目“面向全球价值链的产业政策治理研究”（2022B1515020008）；广东省重点建设学科科研能力提升项目（2021ZDJS117）；广州市社科项目（2022GZGJ37）。

［作者简介］　张绍合，1979年生，男，湖南永州人，广州商学院经济学院副院长、教授；韩永辉（通讯作者），男，1986年生，广东佛山人，广东外语外贸大学广东国际战略研究院、广东省习近平新时代中国特色社会主义思想研究中心广东外语外贸大学基地教授、博士生导师；李汉君，1957年生，男，山东潍坊人，广州商学院校长助理、教授。

中国知网　https://www.cnki.net

一、引　　言

涨跌停板制度在我国股票市场实施已逾二十年。目前，我国 A 股不同市场板块存在不同的涨跌幅限制，不同涨跌停板限制的涨跌幅大小对不同市场板块个股当日价格波动的影响存在差异，表现为较小的涨跌幅限制致使个股价格具有更强的助涨助跌性，时常造成市场出现短期暴涨的个股。当某个股股价当日涨停，造成当日投资者交投不充分，次日买卖双方以高于今日收盘价对其进行交投的概率大；若某个股股价持续活跃且具有交投机会，其股价会在短期内连续涨停。我国股票市场上“妖股”层出不穷，股价在短期内暴涨暴跌的现象屡见不鲜（胡双发，2018）。数据显示，2016 年 1 月至 2019 年 1 月，我国股票市场频现因股价短期涨幅过大或股价异常波动被监管层实施“停牌自查”行为的上市公司 179 家，其停牌前 5 日内股价累计涨幅均值达 48.03%（张绍合，2020）。在涨跌幅为 10% 的涨跌停板制度下，上证与深圳主板市场某些个股短期内连续涨停，且其股价上涨具有持续性（连续上涨），成为当期引领市场炒作及涨幅巨大的龙头股，也沦为政策监管的重点对象。

短期涨幅巨大的龙头股存在对市场具有重要的影响：首先，龙头股股价当日率先涨停，对当日跟随股股价上涨形成刺激，导致当日跟随股与龙头股股价之间存在联动；其次，龙头股股价具有领先优势，龙头股来源于所属行业板块，一旦某行业板块中出现率先启动、短期涨幅巨大的龙头股，龙头股短期内超额收益的存在，会对其所属板块的其他个股价格走势产生带动，表现为与龙头股相同属性板块其他个股追随龙头股上涨；最后，龙头股股价短期大幅上涨且具有持续性。若投资者具有交投龙头股机会，一旦某龙头股股价运行在 t 时刻时间窗口（$t+5$ 日）内具有持续性，该时间窗口为投资者提供了较充分的买入该股票的时机，次日或随后的交易日内，该股股价的持续性为投资者提供了以高于其买入价卖出该股票的机会，投资者可以短期获利，不会面临套牢。

我国股票市场投资者结构以中小投资者为主，投资者有限的注意力倾向关注涨停频繁个股与偏好交投高收益股票。彭等（Peng et al.，2016）认为短期收益率高的股票会引起投资者关注进而实施买入行为。若投资者偏好短期投资，会更倾向于买入高收益率股票而卖出低收益率股票（郑睿和刘维奇，2020；李学峰等，2021）。在涨跌幅限制差异背景下，我国股票市场投资者面临不同涨跌幅股票的投资选择。龙头股作为短期内股票市场涨幅最大的股票，必然成为市场交投的焦点。

既有文献有关龙头股效应的研究较少，尤其缺乏龙头股与跟随股的联动与带动效应研究，基于龙头股与跟随股的联动与带动效应构建投资策略的文献几乎空白。基于此，本文以 2020 年 8 月 24 日至 2022 年 4 月 26 日中国 A 股

中国知网 https://www.cnki.net

上证与深圳主板市场曾在5个交易日内连续涨停的184只龙头股为研究样本，运用事件研究法，区分交易机会型与非交易机会型样本，实证分析设定时间窗口内龙头股股价运行与跟随股的联动效应及其异质性，探究了龙头股股价短期运行对跟随股的带动效应及其异质性，并拓展分析了龙头股与跟随股的日超额收益异质性，并利用龙头股的联动效应与跟随效应，构建出三种有效的投资策略，为监管层保障市场稳定运行、投资者参与龙头股与跟随股的交投等提供证据支持。

本文有如下三方面的边际贡献。一是从我国股票市场涨跌幅限制视角切入，探讨了上证与深圳主板市场龙头股股价与跟随股股价的联动效应及其差异，并有效甄别出龙头股与跟随股联动关系的时点特征，为投资者利用龙头股的联动效应参与跟随股的交投提供了证据支持，对现有龙头股股价的有关研究形成有益补充。二是实证分析了龙头股股价对跟随股股价的带动效应及其差异，为投资者把握龙头股对跟随股的带动效应参与跟随股的交投提供了证据。三是分析了龙头股与跟随股日超额收益率特征及其异质性，基于龙头股的联动效应与带动效应，构建出了三种有效的投资策略，为投资者择机参与交易型龙头股与跟随股的交投提供了有力证据。

余文安排如下：第二部分在界定本文研究的龙头股定义与分类的基础上，对现有文献进行回顾并提出研究假设；第三部分介绍研究设计和样本选择；第四部分深入分析了涨跌幅限制下龙头股效应的实证结果，并构建三种投资策略且验证了策略的效果；第五部分进行总结并提出对应政策建议。

二、文献综述与研究假设

现有对龙头股的有关研究中，对龙头股的定义也不尽相同。有的学者认为，龙头股应是机构投资者持有较多，个股信息决定其股价的股票（宋逢明和唐俊，2002）；有的学者根据设定的时间窗口，将窗口期内平均换手率较高者称为龙头股（刘煜辉和熊鹏，2004）。根据本文研究需要，按照设定的时间窗口内个股股价的运行特征，对龙头股与跟随股作如下定义：龙头股是指在同一行业板块中，在某 t 日率先涨停，且在时间窗口（t，$t+5$）内连续涨停且涨幅最大的个股，同时，该股 t 日率先涨停时，与该股相同属性行业板块中不存在2次及以上连续涨停的个股。本文将满足前述条件个股定义为龙头股。跟随股是指在龙头股涨停时设定的时间窗口（t，$t+5$）内，与龙头股所属同一行业板块中除龙头股之外的其他个股。即龙头股是指在相同时间窗口内同一行业板块中，率先涨停且涨幅最大的个股，同一板块中除去龙头股以外的其他股票被称为跟随股。

根据本文进一步研究需要，通过观测龙头股在设定时间窗口（t，$t+5$）内的股价运行特征，按照投资者在设定时间窗口（t，$t+5$）内是否具有正常

中国知网 https://www.cnki.net

获得参与（买入）龙头股的交易机会，对龙头股进一步做交易机会型与非交易机会型的区分，便于后文研究假设的提出。

（1）交易机会型龙头股。交易机会型龙头股是指，在设定的时间窗口（t，$t+5$）内，上市公司股价运行呈现连续涨停，此间投资者能正常获得参与该股交投（买入）机会的上市公司样本。

（2）非交易机会型龙头股。非交易机会型龙头股是指，在设定的时间窗口（t，$t+5$）内，上市公司股价受自身重大利好消息（收购、资产注入、重组等）的影响，股价运行呈现连续一字涨停，此间投资者无法正常获得参与该股交投（买入）机会的上市公司样本。

大量学者在龙头股股价、板块指数、跟随股股价等领域研究做出了有益探索，一般认为龙头股股价与行业板块指数走势存在联动效应，而与跟随股股价存在领先滞后关系。

（一）龙头股与行业板块指数的联动性研究

股价联动效应常用来分析不同市场、同一市场的不同板块或同一板块中不同个股的收益率的关系。国内外学者对股价联动或同步性进行了研究，发现个股股价运行与市场、板块指数走势存在不同程度的联动。莫克尔等（Morck et al.，2000）最早提出股价同步性概念，发现我国股票市场价格波动的同步性位居世界第二，80%以上的深沪两市股票波动与大盘具有相同特征。同时，我国股票市场价格走势受国家宏观政策影响较为显著，具有明显的“政策市”特征，相较于西方成熟资本市场更具股价同步性现象（胡金焱，2002）。现有研究认为，过高的股价同步性会损害资本配置效率，不利于资本市场发挥资源配置功能（伊志宏等，2019；袁蓉丽等，2022）。同一行业板块的个股价格运行往往具有相同的走势（何诚颖，2001；秦宛顺和刘霖，2001），且从理论上看，我国证券市场的确存在“板块轮动”现象。陈梦根和曹凤岐（2005）通过研究我国不同行业板块之间的股价冲击传导效应，发现股价波动的市场性显著地超过了不同板块个股的独立性。余秋玲等（2014）通过研究发现，我国不同行业间的股价联动存在差异。

在涨跌停板制度下，龙头股短期内股价上涨方式极端，呈现出连续涨停的态势，具有独立于市场指数的价格走势。在我国股票市场中，市场指数与个股股价的联动性，表现为个股股价的涨跌与对应市场指数的涨跌不完全同步。宋逢明和唐俊（2002）认为，我国股票市场多数股票的价格有同向运动的特点，而龙头股与市场组合的相关系数较小。同时，我国股票市场上同一行业板块中个股股价走势普遍存在一定的联动性，主要表现为同一行业板块中当日龙头股现象。通过观测同一行业板块中当日龙头股价格运行与板块其他个股股价的走势，可以发现，受股票市场上市公司重大利好消息、市场热点等因素影响，导致投资者交投涌入某一行业板块，当此板块当日有一只股

中国知网 https://www.cnki.net

票率先涨停时，该板块中当日尚未涨停的其他个股有跟随龙头股上涨现象，进而导致该板块股票中涨停的股票数量增多，当日率先涨停股随后大概率成为引领行业板块上涨的龙头股。龙头股来自所属行业板块，龙头股短期内超额收益的存在对其所属板块的其他个股价格走势产生影响，表现为与龙头股相同属性板块的其他个股跟随龙头股同步上涨，从而造成龙头股股价运行与跟随股存在联动。基于上述分析，本文提出以下假设。

假设1：龙头股股价运行与跟随股存在正向联动效应，且交易机会型相对于非交易机会型龙头股对跟随股的影响大。

（二）龙头股与跟随股的领先与滞后关系研究

现有有关龙头股与跟随股的股价关系研究，主要聚焦在龙头股与跟随股股价领先滞后关系上。国内外诸多学者通过构建不同规模个股的投资组合作为龙头股与跟随股的替代样本，从公司规模、行业属性、投资者交投等方面，开展对龙头股与跟随股股价的领先滞后关系研究。部分学者通过区分公司规模，发现规模大的组合收益率领先规模小的组合收益率，并且认为市值大的行业领先滞后效应更强，投资者可以利用大公司组合的回报率预测小公司组合的回报（Kanas，2004；Haque，2011；Drakos，2016）。刘煜辉和熊鹏（2004）研究认为，市场走势对不同规模股票的领先滞后关系有影响，高交易量的股票领先于低交易量的股票。侯（Hou，2007）研究认为，竞争性弱的行业中更容易出现领先滞后关系。胡特和阿伯格尔（Huth and Abergel，2014）利用领先滞后比率指标，发现法国股票市场中存在交易持续期短和波动性小的资产领先于其他资产的现象。刘莎莎和孔高文（2017）通过对送转类股票的异象研究，发现个人投资者交易行为造成低价股（除权后）领先于高价股（除权前）的收益率。

在涨跌停板制度下，普通投资者当日无法交投已涨停的龙头股，同时，个股股价当日变动并不能对所有信息作出反映，致使龙头股与跟随股股价的运行存在差异，主要表现为龙头股与跟随股股价的领先和滞后关系。龙头股具有收益率的示范性与领先性，龙头股股价对跟随股存在重要影响，龙头股短期内的涨幅高度会引起跟随股股价形成效仿，即龙头股股价的领先上涨会带动跟随股随后进行跟涨。我国股票市场中短期连续涨停的龙头股主要表现为两类情形：一是由公司利好消息引起的个股一字连续涨停现象，普通投资者缺乏买入机会；二是由投资者市场交投引起的换手连板个股，市场投资者具有交投机会。龙头股一旦具有交易机会，将吸引较多投资者关注并参与龙头股交投，直至涨幅达到涨停板价格上限涨停价。当龙头股涨停时，投资者因丧失买入机会，便会选择龙头股所属板块尚未涨停的其他个股进行交投。由此，区分交易机会型与非交易机会型龙头股，对投资者来说具有重要的意义。即正常交投涨停的龙头股具有买入机会，龙头股股价的短期持续上涨给

中国知网 https://www.cnki.net

参与其交投的投资者带来巨大收益，从而得到市场投资者更多关注。一字连续涨停的龙头股由于缺乏交易机会，普通投资者难以参与其交投。因此，交易机会型相对于非交易机会型龙头股对跟随股具有更大的影响力。基于上述分析，本文提出以下假设。

假设 2：龙头股股价运行与跟随股存在正向带动效应，且交易机会型相对于非交易机会型龙头股对跟随股的影响大。

三、研究设计

（一）事件研究法

事件研究法旨在统计与计算样本龙头股股价的涨幅、启动价、换手率、流通股本规模、每股收益、净利润增长率等指标值，为本文实证分析提供样本与数据来源。同时事件研究法用于分析突发事件，数据具有较好的外生性，基于事件研究法的实证结果拥有良好的稳健性（Kothari and Warner，2007；Kruger，2015）。为对龙头股效应做进一步分析，结合龙头股样本的分类，在设定的时间窗口内，通过选取样本龙头股的累计涨幅、跟随股涨停数量、对应市场与所属板块的累计涨幅等指标来观测不同类型龙头股样本对应市场、所属板块的影响效果，并对龙头股与跟随股的短期超额收益率及其异质性等方面进行了拓展分析。

1. 窗口时间的界定与说明

本文设定一个事件窗口，设龙头股首次涨停日为第 1 日，龙头股首次涨停日的前一日为 -1。现有研究发现，我国 A 股市场仅存在周度及以下频率的短期动量效应（朱战宇等，2003），且个股的动量效应不具有较长的持续期（高秋明等，2014）。考虑到既有研究结论，结合龙头股股价短期走势特点，故将本文龙头股样本的时间窗口值设为 5 日较为合理。理由如下：一是个股保持短期 5 日内连续涨停已属非常强势，若做过长的时间窗口设置，选择满足条件的上证与深圳主板龙头股样本将变得异常困难；若做过短的时间窗口设置，满足连续涨停条件的上证与深圳主板龙头股样本将陡增，多数该类样本难以达成率先涨停与涨幅最大的本文龙头股设定条件；二是将时间窗口期设为 5 日，为投资者提供了充分介入股价具有持续性的龙头股的交易机会。基于上述分析，结合本文的研究需要，将龙头股上涨时间窗口确定为（1，5），调整时间窗口确定为（6，10）。

2. 相关指标值的计算与说明

根据研究需要，后续将使用某些相关的指标来进行实证分析，现对相关

中国知网 https://www.cnki.net

指标的选取与计算作出简要说明。

（1）股价涨幅。$R_{IT}=\frac{P_{IT}-P_{IT-1}}{P_{IT-1}}$，用来衡量个股股票 I 在 T 日的涨幅率，股价涨幅可以累计。

其中，P_{IT}、P_{IT-1}分别表示股票 I 在 T 日、$T-1$ 日的收盘价格。

（2）启动价。根据前述所设定的时间窗口（1，5），计算 -1 日上市公司的收盘价，并将此价格视为启动价。其中，若股票的交易时间是非连续的，即上市公司在所设定的时间窗口内，该股票处在停牌期间，则取离“停牌日”最临近的 -1 日的收盘价。

（3）个股换手率。$Q_{IT}=\frac{Q_{ITB}+Q_{ITS}}{Q_{ITC}}$。其中，$Q_{ITB}$、$Q_{ITS}$、$Q_{ITC}$分别表示股票 I 在 T 日的买盘数量、卖盘数量、流通股本量；$Q_{IT}=\frac{Q_{ITB}+Q_{ITS}}{Q_{ITC}}$，衡量个股股票 I 在 T 日的换手率，换手率可以累计。

（4）流通股本规模。选取上市公司在 t 时间窗口（1，5）的流通股本规模（亿股）。

（5）每股收益。选取上市公司在 t 时间窗口（1，5）的该股公布的最邻近的年报指标值。

（6）净利润增长率。选取上市公司在 t 时间窗口（1，5）的该股公布的最邻近的净利润增长率指标值。

（7）对应市场涨幅。取 t 时间窗口个股对应市场的累计涨幅值，用以衡量个股对应市场的涨跌。本文以上市公司所属指数板块涨幅为比较基准，如上证指数、深圳综合指数。

（8）所属板块涨幅。取 t 时间窗口个股所属行业板块的累计涨幅值，用以衡量个股所属板块的涨跌。

其中，上市公司股价涨幅、对应市场涨幅、板块涨幅、启动价、流通股本规模等统计指标值，利用中投证券行情软件的区间统计功能，并结合设定的时间窗口，经整理、计算所得；上市公司经营业绩中的每股收益、净利润增长率，通过手工查询东方财富网提供的业绩数据整理得到。

（二）样本选择与数据

1. 样本选择

自 2020 年 8 月 24 日创业板注册制改革以来，我国股票市场上个股存在两种不同的涨跌幅限制。科创板与创业板个股的涨跌幅为 20%，上证与深圳主板市场个股的涨跌幅为 10%。在涨跌幅限制差异背景下，不同市场个股股价短期走势存在差别：在同一交易日内，科创板与创业板（涨幅 20%）当日涨

中国知网 https://www.cnki.net

停的个股数量要小于上证与深圳主板（涨幅 10%）个股涨停的数量；在连续数个交易日内，科创板与创业板（涨幅 20%）连续涨停的个股数量远小于上证与深圳主板（涨幅 10%）连续涨停个股数量。从不同市场板块个股股价走势看，科创板与创业板市场股价短期内（5 日）呈现连续涨停的个股数量极少，上证与深圳主板市场频现股价短期涨幅过大或股价交易异常波动的上市公司，股价短期内（5 日）以极端方式上涨——连续涨停，成为引领市场的风向标。此类上市公司股价运行的典型特征就是股价短期具有持续性，且其股价在当时短期市场涨幅最大，成为名副其实的龙头股。

鉴于科创板与创业板呈现出连续涨停 5 次的个股极少，龙头股的样本选择异常困难，过少的龙头股样本数量不能代表科创板与创业板市场，也难以与上证、深圳主板市场龙头股进行比较。故本文选取上证与深圳主板市场上连续 5 个交易日涨停的 184 家龙头股上市公司为研究样本，上证市场 84 家，深圳主板市场 100 家。其中，剔除了 ST、*ST、退市类股票、IPO 上市新股。实证分析上证与深圳主板市场龙头股与跟随股的联动、带动效应及其特征等。区分龙头股与跟随股，旨在考察龙头股对跟随股的影响及其异质性。

本文的龙头股样本数据来自同花顺 iFinD 金融终端，并通过中投证券行情软件手工整理补充完成所有样本。选取时间为 2020 年 8 月 24 日至 2022 年 4 月 26 日，涵盖了上证指数与深圳综合指数向上、区间震荡与下行运行区间，具有典型的代表意义，龙头股样本亦能满足本文研究需要。

2. 样本分类

根据前文对交易机会型与非交易机会型龙头股的分类，本文进一步将上证与深圳主板市场 184 家龙头股样本，区分为交易机会型样本 145 家，非交易机会型样本 39 家。区分交易机会型与非交易机会型龙头股，旨在考察不同类型样本龙头股对跟随股的联动、带动效应及其异质性。

3. 样本数据

龙头股特征的相关指标变量的描述性统计结果见表 1。可以看出，184 家样本龙头股在设定的时间窗口（1，5）内，样本个股累计平均涨幅均值为 61.1%，标准差为 0.002，说明龙头股短期涨势极端且涨幅巨大；样本个股累计换手率均值为 44.1%，标准差为 0.417，说明龙头股交投活跃且不同龙头股交投有较大差异；样本个股启动价均值为 8.21 元，标准差为 6.358，说明龙头股短期极端上涨时启动价低，不同龙头股的启动价有较大差异；样本个股流通股本规模均值为 6.35 亿股，标准差为 5.023，说明龙头股的流通股本规模相对适中且有差异；样本个股每股收益均值为 0.18 元，净利润增长率均值为 226.97%。据此可以认为，样本龙头股普遍具有启动价较低、短期涨势极端且涨幅大等显著特征。同时，龙头股的交投、流通股本规模、经营业绩等

中国知网 https://www.cnki.net

存在显著异质性。

表 1 龙头股相关变量指标值的统计性描述

变量	观测值	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
涨幅/%	184	60.60	62.10	61.10	61.10	0.002
累计换手率/%	184	0.70	197.60	44.10	30.00	0.417
启动价/元	184	1.74	51.42	8.21	6.65	6.358
流通股本规模/亿股	184	0.20	25.60	6.35	4.80	5.023
每股收益/(元/年)	184	-1.05	1.74	0.18	0.05	2.327
净利润增长率/%	184	-5602	9226	266.97	20.85	14.069

数据来源：经手工整理 184 家龙头股相关指标，计算所得。

(三) 模型与变量

为验证假设 1，当日龙头股率先涨停，龙头股股价决定了当日跟随股的股价表现，跟随股可用龙头股所属行业板块之外的其他股票组合来衡量，基于龙头股与跟随股在同一交易日内两者股价运行的联动关系，本文构建模型(1) 验证龙头股股价运行与跟随股的联动效应及差异。

$$BP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{i,t} + \alpha_2 TS_{i,t} + \alpha_3 Y_{i,t} \times TS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，$Y_{i,t}$表示 t 时间窗口龙头股 i 的累计涨幅(%)；$BP_{i,t}$为 t 时间窗口除龙头股 i 之外的行业板块的累计涨幅(%)；$TS_{i,t}$为龙头股虚拟变量，若其为交易机会型，$TS_{i,t}$取值为 1，否则取值为 0；交叉项 $Y_{i,t} \times TS_{i,t}$用来观测不同类型龙头股的联动效应差异；$\varepsilon_{i,t}$为随机扰动项；α_0 表示常数，α_1、α_2、α_3 表示待估系数。假设 1 要求系数估计值 α_1、α_3 显著大于 0。

为进一步检验假设 1，对 184 家龙头股分样本进行异质性分析，对于设定的时间窗口，通过统计不同类型龙头股不同时刻涨停，相同属性跟随股涨停数量，作图揭示不同类型龙头股不同涨停时刻，当日跟随股涨停数量的一般规律，实证结果进一步支持假设 1 成立。

为检验假设 2，验证龙头股股价运行对跟随股的带动效应及其差异，参照(宋逢明和唐俊，2002) 的研究，认为行业板块中龙头股当期收益率的一阶滞后项对跟随股当期收益率具有较强的解释力。根据本文对龙头股的界定，龙头股率先涨停，股价领先于跟随股，当期龙头股股价决定了后期跟随股的股价表现，跟随股可用龙头股所属行业板块之外的其他股票组合来衡量，基于龙头股与跟随股存在领先-滞后关系，本文构建模型(2) 验证龙头股股价运行对跟随股的带动效应及其差异。

中国知网 https://www.cnki.net

$$BP_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Y_{i,t} + \beta_2 TS_{i,t} + \beta_3 Y_{i,t} \times TS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，$Y_{i,t}$表示 t 时间窗口龙头股 i 的累计涨幅（%）；$BP_{i,t+1}$为 $t+1$ 时间窗口内除龙头股 i 之外的行业板块的累计涨幅（%）；$TS_{i,t}$为龙头股虚拟变量，若其为交易机会型，$TS_{i,t}$取值为 1，否则取值为 0；交叉项 $Y_{i,t} \times TS_{i,t}$用来观测不同类型龙头股的带动效应差异；$\varepsilon_{i,t}$为随机扰动项；β_0 表示常数，β_1、β_2、β_3 表示待估系数。假设 2 要求系数估计值β_1、β_3显著大于 0。

四、实证结果

（一）龙头股股价运行与跟随股的联动效应分析

为验证假设 1，表 2 展示了不同类型龙头股股价与跟随股股价联动效应的回归估计结果。结果表明，不同检验形式非交易机会型（1）、交易机会型（2）、全样本（3）、（4）中因变量龙头股累计涨幅（$Y_{i,t}$）系数均在 10% 以上水平统计显著为正，充分表明龙头股股价与跟随股股价存在正向的联动效应。从全样本（4）中不同样本类型（$TS_{i,t}$）系数的大小看，交易机会型样本相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股的影响大 1.3%。全样本（5）中交叉项（$Y_{i,t} \times TS_{i,t}$）系数在 10% 以上水平统计显著为正，表明交易机会型样本相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股存在更为显著的正向联动影响。综上所述，假设 1 成立。这说明，龙头股股价运行与跟随股有联动效应且存在异质性，交易机会型相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股的联动效应大。

表 2　不同类型龙头股股价运行与跟随股的联动效应分析

变量	（1）非交易机会型 $BP_{i,t}$	（2）交易机会型 $BP_{i,t}$	（3）全样本 $BP_{i,t}$	（4）全样本 $BP_{i,t}$	（5）全样本 $BP_{i,t}$
$Y_{i,t}$	0.029* （1.681）	0.042*** （4.361）	0.038*** （4.489）	0.04*** （4.707）	0.016 （1.114）
$TS_{i,t}$				0.013* （1.812）	0.008 （1.516）
$Y_{i,t} \times TS_{i,t}$					0.027* （1.768）
常数项	-0.007 （-0.814）	0.001 （0.265）	-0.001 （-0.02）	-0.012 （-1.558）	0.001 （0.071）
R^2	0.079	0.109	0.096	0.111	0.111
F 值	2.771*	19.016***	4.322**	11.837***	11.748***

注：括号内为 t 检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平下显著。
资料来源：笔者计算。

中国知网 https://www.cnki.net

为进一步验证假设1，对184家龙头股区分交易机会型与非交易机会型样本，讨论不同类型龙头股与跟随股的联动效应。表3展示了全样本与分样本龙头股不同时刻涨停，与龙头股具有相同行业属性跟随股涨停数量的描述性统计结果。首先，当全样本龙头股依次出现涨停时，与样本属性相同的跟随股涨停的数量均值分别为：5.07、4.64、5.51、5.07、5.14；分样本来看，当交易机会型龙头股依次出现涨停时，与样本属性相同的跟随股涨停的数量均值分别为：5.24、4.98、5.81、5.71、5.86；当非交易机会型龙头股依次出现涨停时，与样本属性相同的跟随股涨停的数量均值分别为：4.29、3.06、4.12、2.12、1.77。其次，通过比较全样本跟随股涨停数量值的大小发现，当全样本龙头股第3次涨停时，跟随股涨停的数量最大。最后，通过比较分样本跟随股涨停数量值的大小发现，当交易机会型龙头股依次出现涨停时，跟随股涨停的数量呈现出稳健上升的趋势；当非交易机会型龙头股依次出现涨停时，跟随股涨停的数量呈现出逐渐下降的趋势，交易机会型相对于非交易机会型龙头股对跟随股涨停的联动效应大（见图1）。综上所述，不同类型龙头股依次涨停对跟随股涨停数量的影响存在异质性。交易机会型相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股联动效应的影响更大，上述结论进一步支持假设1成立。

表3　样本龙头股不同涨停时刻相同属性跟随个股涨停情况表

样本类别	涨停板数/次	观测值/家	相同属性个股涨停数量/家				
			最大值	最小值	平均值	中位数	标准差
全样本	1	184	31	0	5.07	3.5	5.768
	2	184	26	0	4.64	3	4.797
	3	184	26	0	5.51	3.5	5.521
	4	184	24	0	5.07	3	5.248
	5	184	26	0	5.14	3	5.99
交易机会型	1	145	31	0	5.24	4	5.687
	2	145	26	0	4.98	4	4.99
	3	145	26	0	5.81	4	5.612
	4	145	24	0	5.71	4	5.442
	5	145	26	0	5.86	4	5.638
非交易机会型	1	39	24	0	4.29	3	6.253
	2	39	12	0	3.06	2	3.473
	3	39	17	0	4.12	2	4.999
	4	39	9	0	2.12	1	2.803
	5	39	6	0	1.77	2	1.855

资料来源：根据归集样本，经计算、整理得到。

中国知网 https://www.cnki.net

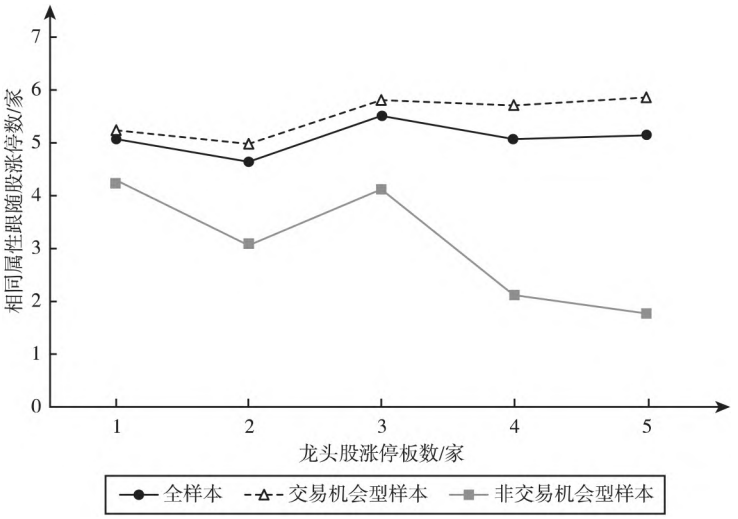

图 1　龙头股与跟随股的联动效应分析

资料来源：笔者绘制。

（二）不同类型龙头股股价对跟随股的带动效应分析

不同类型龙头股股价对跟随股的带动效应的回归估计结果见表 4。从全样本检验结果看，全样本式（3）、式（4）、式（5）中因变量龙头股累计涨幅（$Y_{i,t}$）系数均在 5% 以上水平统计显著为正，充分表明龙头股股价对跟随股股价的正向带动效应。式（5）中交叉项（$Y_{i,t} \times TS_{i,t}$）系数在 10% 以上水平统计显著为正，表明交易机会型样本相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股存在更为显著的正向带动影响。从分样本检验结果看，交易机会型（2）中因变量龙头股累计涨幅（$Y_{i,t}$）系数在 5% 以上水平统计显著为正，非交易机会型（1）中龙头股累计涨幅（$Y_{i,t}$）系数未通过显著性检验，表明龙头股股价运行对跟随股有带动效应且存在异质性。综上可知，假设 2 成立。这说明，龙头股股价运行对跟随股有带动效应且存在异质性，交易机会型相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股的带动效应大。

表 4　不同类型龙头股股价对跟随股的带动效应分析

变量	（1）非交易机会型 $BP_{i,t+1}$	（2）交易机会型 $BP_{i,t+1}$	（3）全样本 $BP_{i,t+1}$	（4）全样本 $BP_{i,t+1}$	（5）全样本 $BP_{i,t+1}$
$Y_{i,t}$	0.589 （0.116）	4.521** （2.141）	4.018** （2.079）	3.974** （2.046）	3.967** （2.042）
$TS_{i,t}$				0.005 （0.511）	0.006 （0.592）

中国知网　https://www.cnki.net

续表

变量	(1) 非交易机会型 $BP_{i,t+1}$	(2) 交易机会型 $BP_{i,t+1}$	(3) 全样本 $BP_{i,t+1}$	(4) 全样本 $BP_{i,t+1}$	(5) 全样本 $BP_{i,t+1}$
$Y_{i,t} \times TS_{i,t}$					0.009* (1.771)
常数项	-0.341 (-0.021)	-2.738** (-2.122)	-2.432** (-2.06)	-2.409** (-2.031)	-2.405** (-2.027)
R^2	0.001	0.056	0.044	0.047	0.047
F 值	0.909	4.582**	4.322**	2.278***	2.276***

注：括号内为 t 检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平下显著。
资料来源：笔者计算。

（三）龙头股与跟随股超额收益率异质性分析

龙头股源于所属行业板块，短期内涨势极端且涨幅巨大，成为市场炒作的风向标。龙头股短期存在的超额收益，不仅对市场与跟随股股价存在影响，而且也会影响投资者决策。因此，结合本文对龙头股的不同分类，基于事件研究，根据本文所设时间窗口，参照（石阳等，2019）对个股日均超额收益率的检验方法与步骤，对 184 家龙头股及其相同属性的跟随股在时间窗口（1，5）、（6，10）的日均超额收益率进行 t 检验，据此观测龙头股对应市场、所属板块以及跟随股在所设时间窗口内日超额收益率特征及其异质性，便于进一步构建有效的投资策略。

1. 龙头股超额收益率异质性分析

（1）龙头股与对应市场的超额收益率异质性分析。时间窗口（1，5）和（6，10）内，全样本与分样本龙头股对应市场日均超额收益率 t 检验结果见表 5。首先，无论从全样本，还是分样本，不同类型龙头股在同时间窗口（1，5）内相对于对应市场均存在显著的日均超额收益；其次，不同类型龙头股在时间窗口（6，10）内，除第 6、第 7 日外，相对于对应市场的日均超额收益不再显著。综上，说明不同类型的龙头股在不同时间窗口对应市场的超额收益存在异质性，为投资者在时间窗口（1，5）内参与不同类型的龙头股交投提供了证据。

中国知网 https://www.cnki.net

表 5 龙头股对应市场不同时间窗口日均超额收益率 t 检验

样本类型（龙头股）	观测项目	时间窗口									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
全样本（184）	P 值	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0.2	0***	0.161
	t 值	99.68	113.28	113.51	12.75	97.34	5.98	3.12	1.31	-2.48	-1.41
交易机会型（145）	P 值	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0.03**	0.2	0***	0.011**
	t 值	89.02	102.67	102.86	9.75	85.6	4.77	2.2	1.3	-3.04	-2.57
非交易机会型（39）	P 值	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0.86	0.75	0.06*
	t 值	46.46	48.47	48.21	55.21	46.45	3.78	3.51	0.17	0.32	1.94

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平下显著。

资料来源：笔者计算。

（2）龙头股与所属板块的超额收益率异质性分析。时间窗口（1，5）和（6，10）内，全样本与分样本龙头股所属板块日均超额收益率 t 检验结果见表 6。首先，无论从全样本，还是分样本，龙头股在同时间窗口（1，5）内相对于所属板块均存在显著的日均超额收益；其次，龙头股在同时间窗口（6，10）内，除第 6 日外，龙头股相对于所属板块的日均超额收益不再显著。综上说明，不同类型的龙头股在不同时间窗所属板块口的超额收益存在异质性，为投资者在时间窗口（1，5）内参与不同类型的龙头股交投提供了证据。

表 6 龙头股所属板块不同时间窗口日均超额收益率 t 检验

样本类型（龙头股）	观测项目	时间窗口									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
全样本（184）	P 值	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0.26	0.8	0.19
	t 值	59.48	61.67	65.2	69.95	56.13	6.24	3.06	-1.14	0.56	-1.33
交易机会型（145）	P 值	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0.11	0.19	0.61	0.11
	t 值	52.07	56.29	60.59	66.28	49.67	5.15	1.59	-1.3	0.51	-1.59
非交易机会型（39）	P 值	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0***	0.99	0.61	0.07*
	t 值	28.57	25.56	25.73	26.41	29.98	3.63	3.7	0.02	0.52	1.88

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平下显著。

资料来源：笔者计算。

中国知网 https://www.cnki.net

2. 跟随股超额收益率异质性分析

表 7 提供了时间窗口（1，5）、（6，10）内，与龙头股相同属性的跟随股相对于对应市场日均超额收益率 t 检验结果。由表 7 可知，首先，无论是全样本，还是分样本，与龙头股相同属性的跟随股在同时间窗口（1，5）内，第 1、第 2、第 3 日相对于对应市场均存在显著的日均超额收益，其中交易机会型第 4 日，非交易机会型第 4、第 5 日不存在显著的日超额收益；其次，与龙头股相同属性的跟随股在同时间窗口（6，10）内，相对于对应市场的日均超额收益不再显著。综上说明，与龙头股相同属性的跟随股在不同时间窗口相对于对应市场的超额收益存在异质性，为投资者在时间窗口（1，5）内参与不同类型的跟随股交投提供了证据。

表 7　　跟随股对应市场不同时间窗口日均超额收益率 t 检验

样本类型（龙头股）	观测项目	时间窗口									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
全样本（184）	P 值	0***	0***	0***	0.39	0***	0.66	0.11	0.06*	0.28	0.34
	t 值	7.99	5.15	5.41	-0.85	4.66	-0.45	1.59	1.87	-1.07	0.96
交易机会型（145）	P 值	0***	0***	0***	0.33	0***	0.29	0.11	0.07	0.29	0.35
	t 值	7.64	4.19	4.53	-0.99	5.49	-1.06	1.62	1.84	-1.06	0.94
非交易机会型（39）	P 值	0.01**	0***	0***	0.15	0.4	0.18	0.81	0.4	0.37	0.56
	t 值	2.59	3.08	3.01	1.48	-0.86	1.38	-0.24	0.85	-0.9	0.59

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平下显著。

资料来源：笔者计算。

（四）基于龙头股联动效应与带动效应的投资策略构建

基于前述分析，龙头股在时间窗口（1，5）内存在显著的联动效应、带动效应，且交易机会型龙头股对跟随股的联动效应、带动效应大。同时，不同类型龙头股、跟随股在时间窗口（1，5）内的日超额收益存在异质性。因此，本文尝试基于龙头股的联动效应及带动效应，构建三种不同的投资策略，并从单次策略交易的胜率、日超额收益显著性（t 检验）、日均超额收益率，验证不同策略的效果。在拟构建的投资策略中，鉴于投资者缺乏对非交易机会型龙头股的买入机会，交易机会型龙头股成为投资者交投的重点对象。这里需要强调两个重要方面，一是交易机会型龙头股 t 时刻率先涨停，被投资者识别的同时，投资者同样缺乏对其交易机会，需 $t+1$ 日才有机会对该龙头股

中国知网 https://www.cnki.net

实施买入；在 t 时刻交易机会型龙头股率先涨停时，投资者有机会在 t 时刻对该龙头股属性相同的跟随股实施买入。基于上述认识，构建 3 种投资策略 A、B 和 C，其中，策略 A、B 基于龙头股联动效应进行构建，策略 C 基于龙头股的带动效应构建，具体构建方法如下：

策略 A：买入交易机会型龙头股，卖出该龙头股对应市场指数（上证指数或深圳综指）。第 $t+1$ 日择机买入交易机会型龙头股，第 $t+4$ 日收盘时卖出，交易价差记为龙头股收益率 R_{L1}；在第 $t+1$ 日，买入交易机会型龙头股的同时，卖出该龙头股对应市场指数（上证指数或深圳综指），第 $t+4$ 收盘时买入龙头股对应市场指数，交易价差记为对应市场指数收益率 R_{S1}；总收益率记为 $R_1 = R_{L1} - R_{S1}$。

策略 B：买入交易机会型龙头股，卖出该龙头股所属板块指数（行业板块指数）。第 $t+1$ 日择机买入交易机会型龙头股，第 $t+4$ 日收盘时卖出，交易价差记为龙头股收益率 R_{L2}；在第 $t+1$ 日，买入交易机会型龙头股的同时，卖出该龙头股所属板块指数（行业板块指数），第 $t+4$ 日收盘时买入龙头股所属板块指数，交易价差记为所属板块指数收益率 R_{B2}；总收益率记为 $R_2 = R_{L2} - R_{B2}$。

策略 C：买入交易机会型龙头股板块指数（行业板块指数），卖出该龙头股对应市场指数策略（上证指数或深圳综指）。第 t 日收盘价买入交易机会型龙头股所属板块指数，第 $t+4$ 日收盘时卖出，交易价差记为所属板块指数收益率 R_{B3}；在第 t 日，买入交易机会型龙头股板块指数的同时，卖出该龙头股对应市场指数，第 $t+4$ 日收盘时买入龙头股对应市场指数，交易价差记为对应市场指数收益率 R_{S3}；总收益率记为 $R_3 = R_{B3} - R_{S3}$。

本文构建的三种投资策略的交易结果见表 8。由表 8 可知，首先，从策略 A、B、C 的日超额收益率 t 检验结果看，策略 A、B、C 都能获得 10% 显著水平以上的日均超额收益，策略 A、B、C 的日均超额收益率分别为 9.52%、9.26%、0.43%；其次，从交易策略胜率看，策略 A、B、C 的胜率分别为 100%、100%、77%；最后，通过比较策略 A、B、C，发现策略 A 最优，策略 B 次之，策略 C 最差。综上可知，这为投资者在时间窗口（1，5）内利用龙头股联动与带动效应构建有效的投资策略进行获利，提供了证据支持。

表 8　不同交易策略结果一览表

策略类型	t 检验		观测值	
	P 值	t 值	胜率 /%	日均超额收益率 /%
策略 A：买入龙头股，卖出对应市场指数	0***	31.68	100	9.52
策略 B：买入龙头股，卖出板块指数	0***	102.57	100	9.26
策略 C：买入龙头股板块指数，卖出对应市场指数	0.08*	1.76	77	0.43

注：***、* 分别代表在 1%、10% 的水平下显著。

资料来源：笔者计算。

中国知网 https://www.cnki.net

五、结论与建议

本文重点研究了涨跌停板制度涨跌幅限制下的龙头股效应，运用事件研究法，以上证与深圳主板184家上市公司龙头股为样本，深入探讨了我国股票市场存在的龙头股效应及其影响。研究结果表明：（1）龙头股股价运行与跟随股存在正向联动效应，且联动效应在不同类型龙头股中存在差异，交易机会型相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股的影响大，龙头股第3次涨停时与跟随股的联动效应最大；（2）龙头股股价运行对跟随股存在带动效应，且存在差异，交易机会型相对于非交易机会型样本龙头股对跟随股的带动效应大；（3）在设定的时间窗口（1，5）内，不同类型龙头股、跟随股的超额收益存在异质性；（4）基于龙头股联动效应与带动效应构建的三种投资策略有效。本研究为监管层监管与干预龙头股股价行为，以及为投资者甄别与参与龙头股或跟随股的交投机会提供了重要的决策依据。

根据上述研究结论，本文提出以下政策建议。第一，龙头股股价短期涨势极端且涨幅巨大，形成于利好消息刺激或市场投资者交投。监管层要严格规范上市公司信息披露行为，尤其重点监管能显著影响公司股价的重大利好信息，严防大股东或内部人利用信息优势短期获取暴利。同时监管层应重点监控市场股价操纵行为，尽量减少对市场龙头股股价的干预（如“停牌自查”公告行为），避免影响投资者参与龙头股交投，维护市场交投公平。第二，龙头股启动价普遍低价，投资者应重点关注市场中低价的连板个股，尤其是弱势市场环境下行业板块中的强势个股。鉴于不同类型龙头股股价与跟随股之间存在联动，且龙头股第3次涨停时与跟随股涨停数量的联动效应最大，投资者应关注龙头股上涨时间窗口（1，5），并结合不同类型龙头股与跟随股联动的异质性，利用龙头股与跟随股股价的联动，酌情参与跟随股的交投。第三，投资者应明晰不同类型龙头股的联动、带动效应及其异质性，结合龙头股、跟随股在不同时间窗口（1，5）内的超额收益率异质性，构建有效的投资交易策略，择机参与交易机会型龙头股及其与交易机会型相同属性的跟随股的交投。

参考文献

[1] 陈梦根，曹凤岐．中国证券市场价格冲击传导效应分析［J］．管理世界，2005（10）：24－33.

[2] 高秋明，胡聪慧，燕翔．中国A股市场动量效应的特征和形成机理研究［J］．财经研究，2014，40（2）：97－107.

[3] 何诚颖．中国股市“板块现象”分析［J］．经济研究，2001（12）：82－87.

中国知网 https://www.cnki.net

[4] 胡金焱．政策效应、政策效率与政策市的实证分析 [J]．经济理论与经济管理，2002（8）：49－53.

[5] 胡双发．“妖股”的特征，成因与防治 [J]．南方金融，2018（8）：43－48.

[6] 李学峰，迟宁，张亚涛．突出性思考，风险偏好漂移与追涨杀跌——理论分析和来自中国的证据 [J]．南开经济研究，2021（3）：66－85.

[7] 刘莎莎，孔高文．信息搜寻，个人投资者交易与股价联动异象——基于股票送转的研究 [J]．金融研究，2017（11）：143－157.

[8] 刘煜辉，熊鹏．中国市场中股票间领先－滞后关系的规模与交易量效应 [J]．世界经济，2004（8）：50－59.

[9] 秦宛顺，刘霖．中国股票市场协整现象与价格动态调整过程研究 [J]．金融研究，2001（4）：75－87.

[10] 石阳，刘瑞明，王满仓．上市公司随意停牌与投资者利益——来自中国资本市场的证据 [J]．经济研究，2019，54（1）：36－51.

[11] 宋逢明，唐俊．个股的信息来源与龙头股效应 [J]．金融研究，2002（6）：1－11.

[12] 伊志宏，杨圣之，陈钦源．分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究 [J]．中国工业经济，2019（1）：156－173.

[13] 余秋玲，朱宏泉．宏观经济信息与股价联动——基于中国市场的实证分析 [J]．管理科学学报，2014，17（3）：15－26.

[14] 袁蓉丽，王群，李瑞敬．证券交易所监管与股价同步性——基于年报问询函的证据 [J]．管理评论．2022，34（2）：281－290，352.

[15] 张绍合．上市公司“停牌自查”公告效应的实证分析——来自我国 A 股市场的证据 [J]．投资研究，2020，39（12）：64－83.

[16] 郑睿，刘维奇．“追涨杀跌”与“参照依赖”的相遇——股市风险收益研究的行为视角 [J]．山西财经大学学报，2020，42（5）：15－30.

[17] 朱战宇，吴冲锋，王承炜．不同检验周期下中国股市价格动量的盈利性研究 [J]．世界经济，2003（8）：62－67.

[18] DRAKOS A A. Does The Relationship Between Small and Large Portfolios´Returns Confirm the Lead-Lag Effect? [J]. Evidence from the Athens Stock Exchange. 2016，36（1）：546－561.

[19] HAQUE T. Lead-Lag Effects in Australian Industry Portfolios [J]. Asia-Pacific Financial Markets，2011，18（3）：267－290.

[20] HOU K. Industry Information Diffusion and the Lead-Lag Effect in Stock Returns [J]. The Review of Financial Studies，2007，20（4）：1113－1138.

[21] HUTH N，ABERGEL F. High Frequency Lead/Lag Relationships—Empirical Facts [J]. Journal of Empirical Finance，2014，26（1）：41－58.

[22] KANAS A. Lead-Lag Effects in the Mean and Variance of Returns of Size-Sorted UK Equity Portfolios [J]. Empirical Economics，2004，29（3）：575－592.

[23] KOTHARI S P，WARNER J B. Econometrics of Event Studies [J]. Handbook of Empirical Corporate Finance，2007，1（1）：3－36.

中国知网 https://www.cnki.net

[24] KRÜGER P. Corporate Goodness and Shareholder Wealth [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 115 (2): 304 - 329.

[25] MORCK R K, YEUNG B, WU W. The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1): 2 - 15 + 60.

[26] PENG D, RAO Y, MEI W. Do Top 10 Lists of Daily Stock Returns Attract Investor Attention? Evidence from A Natural Experiment [J]. International Review of Finance, 2016, 16 (4): 565 - 593.

[27] STONA F, CALDEIRA J F. Do U. S. Factors Impact the Brazilian Yield Curve? Evidence from A Dynamic Factor Model [J]. The North American Journal of Economics and Finance, 2019, 48 (4): 76 - 89.

Research on the Effect of Leading Stock in China's Stock Market Under the Limit of Increase or Decrease

—Empirical Evidence from the Main Markets of Shanghai and Shenzhen Stock Exchange

ZHANG Shaohe[1] HAN Yonghui[2,3] LI Hanjun[1]

(1. School of Economics, Guangzhou College of Commerce, Guangzhou 511363, China;
2. Guangdong Institute for International Strategies, Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510420, China;
3. Institute of World Economics and Politics Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732, China)

Abstract: Under the limit of rise and fall, the price trend of the leading stock can affect the operation of the corresponding market, the sector and the stock, and trigger a series of trading boom. This article takes 184 leading stock listed companies that have continuously raised their limit on the Shenzhen main board market for 5 trading days as research samples, Using the Event study method, distinguish between trading opportunity type and non trading opportunity type samples, and empirically test the leading stock effect of Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Main Board Stock Market in China. The results show that: (1) There is a positive linkage effect between the stock price movement of the leading stock and the following stock,

中国知网 https://www.cnki.net

and there is heterogeneity. Compared with the non-trading opportunity leading stock, the trading opportunity leading stock has a greater influence on the following stock, and the linkage effect between the leading stock and the following stock is the largest at the third trading limit. (2) The stock price operation of leading stocks has a positive driving effect on following stocks, and there is heterogeneity in the impact. Trading opportunity leading stocks have a more significant impact on following stocks compared to non trading opportunity leading stocks; (3) Within the set time window (1, 5), there is heterogeneity in the daily excess returns of different types of leading stocks and following stocks; (4) Based on the linkage effect and driving effect of leading stocks, constructing three investment strategies can achieve significant daily excess returns, all of which are effective. The above conclusions provide important decision-making basis for the regulatory authorities to scientifically monitor the stock price operation and its impact of leading stocks, and for investors to participate in the trading of leading stocks and following stocks.

Key Words: price limit; leading shares; linkage effect; driving effect; event study method

JEL Classification: G3, G14

中国知网 https://www.cnki.net