

沪深 A 股市场惯性效应和 反转效应异象研究

许拯声(教授)

(东华大学旭日工商管理学院 上海 200051)

【摘要】 本文通过对比分析国内外惯性效应和反转效应异象的研究现状及研究思路,阐述了导致我国沪深A股市场存在惯性效应和反转效应异象的原因。

【关键词】 惯性效应 反转效应 信息不对称性 行为金融

近年来,关于惯性效应和反转效应异象的实证检验和形成机理的研究直接推动了证券市场微观理论及行为金融理论的发展。研究过度反应和反应不足现象的存在性,一方面有助于验证市场有效性假设的正确性,另一方面可以指导投资者选择更有效的投资策略,通过惯性投资策略或反转投资策略进行套利活动。

一、国内外研究现状述评及研究意义

现代金融理论关于金融资产的定价、市场效率以及市场运行机制等诸多问题的研究,都是建立在市场有效性假设(EMH)的基础之上,而有关价格反映市场信息的程度更是金融资产配置过程中的核心问题之一。

作为针对价格反映市场信息的理论,市场有效性假设主要研究的问题集中在价格对影响价格的各种信息的反映能力、反映程度以及反应速度的解释上,即市场的效率问题。如果市场是有效的,那么价格反映的信息对于交易者或投资者来说应该具有完全性的特点,即市场上没有其他可用的有效信息。20世纪50年代中期和60年代早期,许多学者都在不同条件和范畴下对理性预期价格反映的信息的完全性进行了论证,并进行了有关股票和其他投机类资产价格行为的研究,为价格行为能被一种随机游走的行为所近似作了部分的证据积累。而这类证据促使经济学家们进行了一系列理论化的探讨,最终形成了用随机游走行为来描述市场价格行为的有效市场理论。

股票市场有效性假设认为,如果股票价格能充分反映所有的市场信息,则股市达到有效状态。根据市场有效性假设,在一个有效市场中,股价已经完全迅速地反映了该股票所涉及及上市公司的所有信息(如公司的盈利状况、行业信息、国家重大政策等所有可能影响该股票走势的宏观信息和微观信息),股价能根据所获得的信息迅速调整,使投资者只能获得正常的投资回报率,而不能获得非正常的投机回报率。

自20世纪70年代以来,随着金融计量技术的发展,大量新识别出的“异象”(anomalies)使一些金融学家开始怀疑EMH,其中惯性效应和均值反转异象尤其引人注目。关于资产定价

和市场有效性的大量实证研究发现,股票收益率存在一定程度的可预测性。特别是在对股价短期行为的研究中发现,股价的惯性效应甚至可以为市场预测股价趋势。许多学者在研究中不仅发现了有关股价存在长期和短期的过度反应的新证据,还发现了股价中长期内存在反应不足的现象。随后,这一现象在许多国家的股市中得到确认,成为学术研究热点并直接促进了行为金融理论的发展。

近年来,因我国股市发展的需要,我国学术界也兴起了对股市的有效性及其异象研究的热潮。但国内研究主要还是对股市有效性和异象的实证检验,对其形成机理的研究甚少。此外,国内研究中始终将沪深A股市场作为整体进行研究。事实上,随着证监会对沪深股市的不同定位,应该对沪深A股市场是否存在惯性效应及反转效应异象分别进行实证检验,以分析两个市场的反应差异性,并探讨形成该异象的内在机理。一方面,有助于认清我国证券市场的自身结构特征、市场交易机制、市场参与者行为以及交易价格形成机制等影响证券市场行为的微观层面问题。从价格形成内部机制角度揭示该异象的形成机理,以进一步深入地探讨市场有效性假说的正确性,推动行为金融理论和证券市场微观结构理论的发展。另一方面,如果沪深A股市场确实存在惯性效应和反转效应异象,则说明面对股票市场纷繁复杂、瞬息万变的股价走势,投资者可以通过采取惯性投资策略和反转投资策略对股票收益进行一定程度的预测以获取低成本甚至是零成本的收益。因此,对指导投资我国证券市场的投资者选择更有效的投资策略,通过反转投资策略或惯性投资策略进行套利活动也具有现实指导意义。

二、研究的主要内容、基本思路和方法

制度经济学提出了人类行为的机会主义倾向假定,除人的自私本能外,客观上存在的信息不对称和信息不完全也是重要因素。而信息经济学则把机会主义行为和动机归结为信息不对称。信息不对称既可能发生在签约之后,也可能发生在签约之前,于是就产生了机会主义行为的典型表现形式:道德风险和逆向选择。从非对称信息发生的时间角度看,道德风险

属于事后非对称信息的博弈模型,而逆向选择属于事前非对称信息的博弈模型。二者都属于局中人的机会主义行为,但道德风险是局中人隐藏行动,而逆向选择是局中人隐藏信息。因此,关于惯性效应和反转效应异象的研究应主要是基于有关价格反映市场信息的相关理论,以及投资者行为理性偏误研究的相关理论。

首先,从揭示沪深A股市场客观存在的异象特征及其不同程度入手,分析导致这一异象存在的信息不对称因素及其现状;然后,分析不同投资者心态对这一异象的影响,以及影响投资者心态导致信息不对称现状的制度和文​​化因素;最后,揭示这一异象的形成机理。

研究的基本思路、方法和主要观点如下:

运用Jegadeesh和Titman模型实证检验对沪深A股市场存在惯性效应及反转效应异象以及异象存在的不同程度进行研究。我们的实证研究结论是:从市场趋势来看,我国沪深A股市场的走势具有很强的连动性,均表现为短期的惯性效应、中期的反转效应、长期的惯性效应;从市场表现来看,沪深两市均表现了“强者恒强,弱者恒弱”、“追涨杀跌”的态势,但深市比沪市表现出更强烈的惯性策略获利性并表现出不同的特点。

运用Hasbrouck模型,通过分析股票成交价、成交量之间的关系,检验沪深股市中价格包含的信息不对称性及其影响程度,对扩展金融微观结构理论运用范畴作有益尝试。我们的实证研究结论是:沪深A股市场中知情交易者掌握私有信息是导致两市股价惯性效应和反转效应异象的重要因素。因受我国沪深A股市场投资者结构特殊性的影响,Hasbrouck模型显示的沪深A股市场交易信息含量统计结果呈现两头不对称的哑铃形状,不同于美国纽约股票交易市场呈现的纺锤形状,由此可解释与成熟股市相比,我国沪深A股市场存在严重的信息不对称,“庄股”横行。

尝试采用投资者心态模型中的资产定价模型(BHS)来解释沪深A股市场惯性效应和反转效应异象形成的原因。目前,还没有一个投资者心态模型能比较充分地表达出交易者的真正交易心态,从而得到资产价格的定价,而基于期望理论的BHS能相对更好地解释证券市场的异象。

运用Collins、Maydew和Weiss(1997)模型,通过比较那些受证监会处分的公司在处分公告公布前后1周的股价变动,从财务信息的真实性角度说明会计信息的含量与股票价格之间的相互关系。运用Return模型和Ohlson模型,通过比较那些有“公允价值变动损益”的公司在2006年和2007年年报公布前后1周的股价变动,从财务信息的有用性角度说明公司的市场价值与会计盈余和净资产之间的相互关系。最后,结合唐勇(2001)的道德风险模型,揭示存在于沪深A股市场中股东和股份公司之间隐藏行动的道德风险。

尝试借鉴Kahneman、Daniel和Amos Tversky(1979)的期望理论实证研究的方法,通过设计《上市公司信息与股价变动关系调查问卷》的方式,采用贝叶斯行为理性偏误的分析研究理论,从投资者的文化和社会背景对投资行为理性与偏

好的影响(O’Barr和Conley,1992)和羊群行为效应(Bikhchandani和Sharma,2000),分析投资者行为理性偏误的程度和动因,以得到形成沪深A股市场惯性效应和反转效应异象的制度和文​​化机理。调查对象包括:国内证券公司,信托投资公司的证券部,基金管理公司的研究人员,上海、深圳两地的普通股民。实证研究主要包含以下内容:依据不同的群体特征进行分组对比实验;对实验结果进行对比统计分析和检验;进行贝叶斯行为理性偏误的分析研究;估计行为理性偏误的程度;对行为理性偏误进行多因素分析。

三、结论

综合以上文献研究发现,国内外学术界在验证证券市场有效性的过程中,越来越多的证据表明存在与市场有效性假设不相符的现象,主要表现为股价可能存在惯性效应和反转效应异象。许多学者在进一步深入研究中试图从证券市场的微观结构理论及行为金融理论解释该异象的形成原因。

根据笔者的研究,造成沪深A股市场异象及其差异的原因主要有:①由于投资者存在过度自信、代表性偏差、守旧性和表征性启发式思维方式,热衷于通过内幕信息获利等行为模式,使得投资者对股价的判断具有有限理性,导致股价的异常;②基于我国股票市场特有的制度和市场结构等因素,沪深股市主要以中小投资者为主,机构投资者所占比重很小,导致投资者存在对股票的“处置效应”;③由于委托代理关系的存在导致了股东和股份公司之间的信息不对称。笔者认为,与国外股票市场的异象相比,制度和文​​化因素是导致沪深A股市场异象及其差异产生的主要原因。

采用Hasbrouck模型从信息传播模式角度探讨了沪深A股市场惯性效应与反转效应异象的形成机理,发现沪深A股市场中知情交易者掌握的私有信息分别是导致两市股价惯性效应和反转效应异象的重要因素。受我国沪深A股市场投资者结构特殊性的影响,Hasbrouck模型显示的沪深A股市场的市场交易信息含量统计结果呈现两头不对称的哑铃形状,即交易信息含量比重高的股票比例大大小于交易信息含量比重低的股票比例,实证结果不同于美国纽约股票交易市场呈现的纺锤形状。由此解释了与成熟股市相比,我国沪深A股市场存在严重的信息不对称,“庄股”横行。另外,也说明我国证券市场的投资者投资技巧和研究水平与发达国家相比仍处于不成熟阶段,投资者更热衷于通过内幕信息获利,这是导致市场规范度低的原因之一。

以上实证检验结果一方面显示出我国以散户为主的市场结构对信息处理能力较弱,无法主动获得且无能力加工相应的市场信息,另一方面也显示出沪深A股市场上“庄家”凭借资金、人才等实力,对少数股票拥有内幕信息并以此获利的事实。同时,实证检验结果也说明了导致我国证券市场规范度低的原因之一是投资者投资技巧和研究水平还不够高,投资者更热衷于通过内幕信息获利。

主要参考文献

唐勇,施东晖,刘传葵等.证券投资基金行为研究.中国证券报,2001-8-17