

基于行为金融理论的中国股票市场行为的实证分析

夏 明 杨春甫

[摘 要] 运用“噪声交易”、“过度自信”、“羊群行为”、“惯性反转”、“规模效应”等行为金融学原理,对个人投资者、机构投资者及股票市场的各种“非理性”行为进行分析发现,中国证券市场“以人为本”将作为股票市场政策制定的理论源泉,“自发秩序”应成为其重要思路,“法制”与“服务”应作为其主要内容。

[关键词] 行为金融;中国股市;行为分析;政策建议

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2009)04-0472-05

从 1990 年末上海证券交易所开盘以来,中国股票市场已走过了近 20 年,指数也完成了从最初的 96 点到 6000 点的跨越,对资源的有效配置起到了越来越重要的作用。据来自新华网证监会提供的数据表明:截至 2007 年 11 月底止,中国股票市场境内上市公司已达 1 532 家;股票市价总值达到 29 万亿元;筹资金额达到 18 189 亿元;投资者开户数达到 1.36 亿户。就一个新兴市场而言,这样的总量水平走过了西方发达国家百余年的历程。正因为股市对中国国民经济的发展日显重要,投资于股市的股民比例日益提高,对于中国股市运行规律的研究正成为学界关注的焦点。特别是从 2005 年 6 月 6 日,上证指数从见底的 998 点开始一路飙升,直到 2007 年 10 月 16 日到顶的 6124.04 点,然后又一路下滑,“跌跌不休”,一度在 2008 年 10 月 28 日跌至 1664.93 点。“过山车”般的中国股市在近 3 年多的时间里,可谓跌宕起伏、惊心动魄。在吸引全世界眼球的同时,呈现出明显的“非理性”。显然,基于理性人假设和有效市场假说建立起来的标准金融理论,已无法解释中国股票市场的种种“异常现象”。本文将运用行为金融学的基本原理,从个人投资者、机构投资者及市场异象行为的心理和文化层面,通过实证研究的结论,分析中国股票市场的种种“非理性”行为,试图从微观到宏观描摹出中国股市的“人格化”特征,为监管当局和各类投资者提供政策指导。

一、股票市场中个人投资者行为分析

传统金融理论认为,风险、收益和对风险的态度构成影响投资人决策的基本因素。从此观点出发,先后有 Markowitz(1952)的均值——方差模型、Tobin (1958)模型、Black 模型以及 Dyl 模型等等。这些模型的核心是一致的,都是用均值——方差标准来选择组合的有效边界,然后根据投资人的效用无差异曲线(Markowitz 模型),引进投资人可以无限制地以无风险利率进行借贷而得出的资本市场线(Tobin 模型),以及在此基础上施加卖空的保证金限制,并放开 Markowitz 模型的证券权重非负性约束(Black 模型),从而得出投资人的最佳投资组合。在这里均假定投资者是完全理性的投资人,权衡风险与收益而实现效用最大化的思想贯穿始终。然而在现实中,当投资人刚刚进入股票市场时,总是采取跟随战略,模仿他人开展投资活动,积累一定经验后才开始寻找比他人具有更多投资收益的空间与机会,再加上市场信息的不充分、

收稿日期: 2009-03-15

作者简介: 夏 明,湖北经济学院会计学院副教授;湖北 武汉 430205。

杨春甫,湖北经济学院管理技术学院讲师。

基金项目: 湖北省教育厅科学研究项目(B20081907),湖北省教育厅人文社科研究项目(2008Y262)

不对称,投资人对信息与盈利机会总是期望私自占有的本能心理以及社会各种信息的影响,投资人在股票市场上采取的往往是非理性的投资行为。行为金融学认为这种“非理性”的投资行为,其根源一是来源于投资者自身的认知不确定性,二是来源于股票市场本身的不确定性。股票市场瞬息万变,这种客观的不确定性不需赘言;主观的不确定性,即投资者本身的认知偏差则是本文重点探讨的。

个人投资者投资行为的过程,实际上就是社会经济的环境变量引起机体变量(需要、动机)不断的兴奋,从而引起投资行为反应的循环周转的过程。投资人进入股票市场也就是进入一个心理王国。大量调查表明,投资者所犯的错误有70%是由心理因素引起的,尤其在中国这种特殊的股票市场环境下,心理因素更是成为个人投资行为的“无形之手”。譬如,金融市场中的“噪声”交易是作为理性交易的对立面而出现的,它是非理性交易者以“噪声”而不是以“信息”为基础进入的交易。实证研究表明,中国股票市场存在着相当程度的“噪声交易”。许小年(1996)指出,中国股票市场中价格的信息含量只有40%^[1](第16-19页);张屹山和马洪潮(1997)也指出,中国股市的价格中只有30%左右反映的是公司基本面情况^[2](第77-80页)。而从股票市场的流动性指标“换手率”来看,中国沪深两个市场的年平均换手率是中国台湾地区的2倍,是东京市场的18倍,流动性居全球证券市场之首。而这种高换手率没有放缓的趋势。每年近500%的换手率意味着,50个交易日左右全体流通股股东就要进行一次“大换班”。如此高的交易频率,很难想象有多少交易决策是在理性状态下做出的。以上均表明中国个人投资者的投资表现正符合噪声交易的行为特性。这种行为特征深刻反映了中国市场个人投资者认知偏差的深重和心理层面的脆弱。他们其中的大部分人并不具备投资的专业知识,热衷于打探消息,但又没有获得内幕信息的渠道;由于其自身的预测和分析能力有限,因而他们的投资决策在很大程度上受各种“消息”的影响。尽管他们也通过各种渠道来了解市场的相关信息,但由于势单力薄,一般也只能从市场“价格”的涨落中进行信息的判断,而由此得到的信息相当大的一部分是“噪声”,所以其交易行为具有很大的盲目性。一系列实证检验结果还说明,中国个人投资者的交易频率随政策的出台与导向明显相关,具有典型的“政策依赖性”偏差,而在具体投资行为方式上又存在着“过度自信”与“过度恐惧”偏差。“暴富心理”、“从众心理”、“情感依托”、“锚定心理”等行为偏差在当下中国特殊文化背景下,具有典型的“中国特色”,它们与投资者的行为交互作用,导致中国股票市场上的个人投资者行为普遍存在“非理性”倾向。

二、股票市场中机构投资者行为分析

“非理性”并非完全丧失理性,而是指人的理性有限。行为金融揭示这种非理性或曰有限理性的形成是从三个方面着手的:其一是从投资者的人类思维特性着眼;其二似从投资者投资需求目标而言;其三是从市场整体角度来考虑。毋庸讳言,股票市场的参与者中绝大部分都是非理性的投资者,他们有其相应的生存机制,而非完全的竞争恰恰是非理性交易者在中长期生存的一个重要因素,他们的存在又反过来刺激市场的股票价格,影响理性投资者的实际决策过程,从而导致整个市场呈现出非理性或有限理性的特征。

机构投资者相对于个体投资者而言,一般更具有理论基础和实践经验,同时也拥有更多的信息,因此,人们通常认为机构投资者较个体投资者更为“理性”。其实不然,首先,机构投资者的投资行为最终要落实到一个个具体的“操盘手”即个人投资者身上,因此,作为人类共有的天然心理偏差不可避免地也存在于机构投资者之中。其次,作为代表机构投资者履行投资行为的个人投资者,凭借机构拥有的雄厚资金实力和信息优势,加之自身的专业知识,常常表现为“过度自信”。表现在股票市场上,“过度自信”必然导致对有利于自己投资策略的信息过度反应,对不利于自己投资策略的信息或别人的或别的方面的信息反应不足。急于发财、自以为是、近视保守、盲目固执等人性弱点都与投资行为中程度不同的过度自信有重要的联系。而持续性的过度自信偏差必将导致投资者主动承担更大的风险,从而表现出“非理性”倾向。中国股票市场的实证研究表明:中国个人投资者(包括机构投资者)总体上存在过度自信的认知偏差,机构投资者过度自信的程度远远大于普通投资者;但在受过度自信偏差影响的过度交易中,

机构投资者却低于普通投资者,显示出机构投资者的谨慎和专业;同时两者均反映出高交易率的交易账户所获的净利润要低于低交易率的交易账户^[3](第 243-250 页)。第三,机构投资者尽管在资金实力、分析手段与信息获得与把握上较之与普通投资者占有优势,但近几年来,随着中国证券市场的不断规范与完善,个人投资者队伍日益扩大,已成为中国股票市场的主力军,他们的交易行为在很大程度上决定了市场的发展状况,其决策行为的“非理性”不仅严重导致了市场的不稳定性,也对机构投资者的投资理念和投资策略产生愈来愈大的影响。实证研究表明,在中国股票市场中,个人投资者与机构投资者的相互博弈,由初期的个人投资者追随机构“跟强庄”、“坐轿子”等行为,已逐渐呈现出博弈双方的相互对弈、相互揣摩、相互“抬庄”的过程。亦即双方均表现出一种“非理性”的“羊群行为”。作为弱势群体的个人投资者具有“羊群行为”不足为奇,但在中国的股票市场上,机构投资者也存在着相当程度的“羊群行为”。譬如,职业经纪人他们有时会选择其他经理人买入的股票组合,以免落在别人后面,给人以无能的印象;他们会在投资组合中人为增加近期表现不错的股票,抛出那些表现欠佳的,以便在年终提供组合报告时留给投资者以能干的印象。从基金 2007 年上半年大量持有大盘蓝筹股来看,集中度非常高,往往一只个股会有很多基金同时持有,并且持仓成本也较高,这种现象是明显的机构“羊群行为”。宋军、吴冲锋(2001)实证研究表面:中国股票市场的“羊群行为”程度远远高于美国股票市场,其原因就在于中国的机构投资者也程度不同地存在着这种“非理性”的羊群行为^[4](第 23-27 页)。

三、股票市场中各种“异象”行为分析

“异象”(Anomalies)主要指股票市场的异常现象,其实证结果很难得到合理解释或只是通过一些难以置信的假设前提才能对其加以解释。实证研究表明,异常现象存在于有效市场假设的任何形式之中,对“有效市场假设”产生了极大的冲击。首先来看弱式有效市场,其假设为“投资者无法利用过去的价格信息获得超额利润”。Shiller(1981)是对 EMH 最早提出质疑者之一,他发现股票市场价格波动的幅度远远不是简单模型所谓的“价格等于未来预期红利的净现值”所能解释的,即所谓“股价波动过度”之谜。大量的异常现象都表明“股票价格存在着系统性的过度反应”,若这一事实成立的话,那么仅仅根据历史数据就可以预测股票在未来的表现,或“惯性”增减或“反转”轮回,从而股价的历史数据将对其未来的走势具有预测能力。价格的“惯性”与“反转”在全球各主要的股市中表现得十分明显,中国股票市场也不例外。王永宏和赵学军(2001)实证结果显示:深沪股票市场存在明显的收益反转现象,但没有发现明显的收益惯性现象^[5](第 56-61 页)。概括地说,中国股票市场惯性现象的广泛性和显著程度相对较低,采用“追涨杀跌”的策略获得超额收益的概率较小,但均值反转现象比惯性现象更加显著。总体而言,中国股票市场具有高收益和高波动的特征。其次来看半强式有效市场,其假设为“投资者不仅无法从历史信息中获得超额利润,而且也无法通过分析当年的公开信息获得超额利润”。但“公司规模效应”和“日历效应”等“异象”的出现严重冲击了以上假说。Debondt(1981)最早提出了“公司规模效应”概念并对其进行研究。研究发现:规模与收益率之间具有统计重要性和经验相关性,亦即市场经常出现“市场价值总额小的公司股票平均收益率明显大于市场价值大的股票平均收益率”的现象,换言之,投资于小市值股票所获收益要比投资于大市值股票高。研究进一步发现,不仅小公司股票的超额收益率大部分集中在每年的 1 月,而且市场中一月份的股票收益率要高于其他月份;除此之外,与时间相关的超额收益率还包括周末效应、节日效应以及开盘、收盘效应,统称为“日历效应”。在 Debondt 之后,许多经济学家对各主要发达国家的股票市场进行了广泛检验,除了加拿大和法国外,绝大多数国家存在“规模效应”和“日历效应”。近几年来,中国许多学者对此也进行了研究。宋颂兴和金伟根(1995)最早研究了“规模效应”,他们发现上海股市中,股本规模最大的一组承担相同的风险时,表现最差;股本规模最小的一组表现最好^[6](第 107-128 页)。“日历效应”的研究对徐剑刚(1995)最具代表性,他用 GARCH 模型研究沪深两市股票报酬率,结果表明:在 1992 年 5 月 2 日至 1995 年 6 月 30 日期间,沪深两市平均股票报酬在一周各交易日的表现均不相同,其中周一的平均股票报酬较一周中其他交易日的报酬都低,周四平均股票报酬较一周中其他交易日的报酬都高^[7](第 74-78 页)。公司

规模效应和日历效应都是市场已知的信息,换言之,这些超额收益均是基于无时效的信息获得的,这些信息从未被人关注到,成为比市场风险指标更重要、更关键的基本分析指标,明显地违反了半强式有效市场假设。最后“价格无信息时不做出反应”的强式有效市场假设也受到了攻击。1987年美国股市的崩溃就是一个著名的案例。1987年10月19日,道琼斯工业平均指数下跌了22.6%,许多研究者试图找到造成股市崩溃的消息,但是并没有获得满意的结果。事实上,许多股价波动并没有明显的消息变化。国内外股票市场的大量事实表明,股价除了对影响基础价值的信息做出反映以外,大量的非信息因素或力量也会导致价格的显著波动和调整。按照行为金融学的观点,好的公司以后不一定就好,差的公司不一定以后就差。就中国目前的股票市场而言,现有上市公司财务数据只能反应公司目前的经营状况,而且只是公司经营的部分信息。未来股价的上涨说到底应由公司未来业绩的增长所决定。因此在中国股票投资中,各种财务分析要有发展眼光。例如,康赛集团、湖北兴化、深康佳等由当年的绩优股曾一度沦落为绩差公司;有些企业更由于企业财务造假,使得财务数据真实性大打折扣的同时,也使公司沦为问题公司,如银广厦、蓝田股份;但与此同时,有些公司目前业绩并不理想,但其股票却有突出的行情,甚至一些ST、PT类股票行情此起彼伏,其市场盈利机会有时大于有业绩支撑的“绩优股”。这一切均表明除了信息之外还有其他的力量在推动股市价格的变化。总而言之,上述的分析结果从不同的方面对EMH提出了质疑,也从理论和实证两个层面动摇了EMH在中国股票市场的霸主地位,异常现象的存在证明了中国股票市场的非有效和非理性。

四、结论及建议

中国股票市场是一个新兴市场,在许多方面都不成熟,其制度结构一直处在动态的变化之中。一个突出问题就是过度投机性,其产生的最主要原因就是投资者的非理性行为。从最初的艰难起步到尘嚣弥漫的“赌场论”;从国有股减持到股权分置改革;从持续数年的徘徊低迷到2007年的跨步跳跃又到最近的举步维艰。中国股市经历的这些波动起伏很难用传统金融理论来解释。相反,行为金融理论为我们更好地理解中国股市这种明显非有效市场提供了一个全新的视角和有力的工具。从投资者的实际决策出发,研究市场价格的发生机制,无疑要比凭空假设并做出一系列模型推导有意义得多。更为重要的是,由于否定了完全的理性人假设,行为金融理论不仅让我们看到了中国股票市场真实的人的行为和人性化的操作方式,而且重新回归到以“人”的自身规律为出发点的股市分析,更能切合目前中国的实际。中国金融理论研究的重大原创性成果可能出现于此,中国股票市场政策制定和制度设计的重新思考也可能发端于此。

(一)“以人为本”应成为股票市场政策制定的理论源泉

以EMH为代表的主流金融理论认为,在充斥着风险和不确定性的股票市场中,“信息”是决定股票产品价格形成的全部。因此,信息不仅是股票交易监管的核心内容,而且也是股票市场政策制定的重要依据。然而,行为金融理论认为,在由“有限理性”投资者参与的股票市场中,信息代表不了一切,价格水平绝不仅仅是经济信息的总和。进言之,行为金融认为投资者并非完全理性,作为一个整体,投资者的决策行为决定着股票交易市场价格的形成;若投资者广泛作出非理性投资行为时,紊乱的市场价格机制也反证了这一点。同时,行为金融理论还指出,不仅市场投资者或曰被监管者不完全理性,就是监管者,包括政府监管者和自律监管者由于其自身的“认知偏差”,也可能偏离理性的轨道,做出与监管目标最大化相悖的“非理性”行为^[3](第216-217页)。因此,股票市场所有参与者(投资者、监管者)普遍具备“有限理性”特征,这种行为特征既可能导致市场价格的失灵,也可能导致市场监管的失灵。为此,作为市场主体的“人”应作为股票交易监管的主要内容,以人为本,把“人”重新纳入研究的视野将成为股票市场政策制定的理论源泉。

(二)“自发秩序”应成为股票市场政策制定的重要思路

中国股票市场的典型特征是个人投资者的“政策依赖”或曰政策对股票市场的过度干预。中国股票市场发展史表明,多次的巨幅震荡,大起大落的起因皆是政府监管部门干预的结果。按照金融噪声交易理论,政府监管有时会形成一种“流行的偏见”,其监管政策往往构成“噪声”作用于市场,容易激发投资者正

反馈行为,加剧市场投机氛围,并且其行为偏差有时会诱导市场作出过度反应,甚至形成恶性泡沫。股票市场是一个高度自由化和市场化的交易场所,股票的买入和卖出,证券价值大小的判断,纯粹是个人主观评估的结果。政府监管部门完全没有必要考虑个人进行什么样的选择,或者告诉投资者应该干什么。对于这些,投资者个人比政府管理部门更清楚。即使投资者犯了错误,也会在不断地学习中按照市场法则纠正偏差,逐渐向理性回归。文明与自由均依赖于维护一个自发的市场秩序。政府部门的主要作用是要划分个人选择和政府权利的边界问题,帮助市场逐步建立自恢复和自适应机制。因此,尊重并维护股票市场“自发秩序”应成为股票市场政策制定的重要思路

(三)“法治”、“服务”应成为股票市场政策制定的主要内容

尊重股票市场“自发秩序”,绝不意味着排斥市场的“法治秩序”。就中国目前的股票市场而言,树立法律的权威性,健全各项规章制度既是当务之急,也是为了保证更广泛的市场参与。但更需指出,当政府权利尚未完全撤离市场之前,政府应定位为一个市场参与者,而不是一个主导者。正如前述,政府对于股票市场任何主导行为,无论是介入或评价,也无论是打压或救市,都会给市场参与者带来新的不确定性,助长市场各种“非理性”行为的蔓延。为此,政府同市场的关系主要体现在两个方面:一是权威型依法行政;二是辅导性公平服务。对于前者,政府既是执法者,更是守法者。既代表法律权威型地对股票市场各种非法行为进行监管和裁决,更要遵守法律依法行政并在法律框架下接受舆论、市场和投资者的再监管。对于后者,政府提供真实可靠的信息是最重要的服务。只要政府真正扮演“守夜人”和“服务员”的角色,就有能力帮助投资者发现投资过程中的行为偏差,保持股票市场的良性发展,创造各方共赢的局面。因此,“法治”、“服务”应成为股票市场政策制定的主要内容。

[参 考 文 献]

- [1] 许小年:《信息、企业监控和流动性——关于发展我国证券市场的几个理论问题》,载《改革》1996年第4-5期。
- [2] 马洪潮、张屹山:《风险投资中的期权因素及决策方法》,载《吉林大学社会科学学报》1998年第1期。
- [3] 李心丹:《行为金融学》,上海:三联书店2004年版。
- [4] 宋 军、吴冲锋:《证券市场中羊群行为的比较研究》,载《统计研究》2001年第11期。
- [5] 王永宏、赵学军:《中国股市“惯性策略”和“反转策略”的实证分析》,载《经济研究》2001年第6期。
- [6] 宋颂兴、金伟根:《上海股市市场有效实证研究》,载《经济学》1995年第4期。
- [7] 徐剑刚:《上海和深圳股市股票报酬的条件异方差和周末效应》,载《统计研究》1995年第6期。

(责任编辑 于华东)

The Evidence-Based Analysis on the Chinese Stock Market Based on the Behavioral Finance Theory

Xia Ming, Yang Chunpu

(School of Accounting, Hubei University of Economics, Wuhan 430205, Hubei, China)

Abstract: The article uses behavioral finance theory like “noise trading”, “overconfidence”, “herd behavioral”, “momentum contrarian”, “scale effect” to clearly analyses each kind of “irrational” behaviors of individual investor, institutional investor and stock market. Finally the research results provide policy suggestion from three aspects such as theory, thinking, and contents for the Chinese Stock Market.

Key words: behavioral finance; Chinese stock market; behavior analysis; policy suggestion