

# 我国股票市场“价格惯性策略”和“盈余惯性策略”的实证研究

吴世农 吴超鹏

(厦门大学管理学院 福建 361005)

**摘要:** Jegadeesh 和 Titman(1993)的研究发现惯性策略可以获得显著的超常收益,这表明股票价格在较短期内存在继续朝同一方向变化的趋势,即存在“惯性现象”。对于这一现象,有效市场理论无法给出合理的解释。本文对1997—2002年我国上海股市342家上市公司发行的A股进行“价格惯性策略”和“盈余惯性策略”的实证研究,结果表明:样本股票价格同样也存在短期的惯性现象,因为采用价格惯性策略,即买入前6个月高收益率的股票组合而卖出前6个月低收益率的股票组合,在组合形成后一年内可获得显著的差额收益;采用盈余惯性策略,即买入意外盈利的股票组合而卖出意外亏损的股票组合,在组合形成后半年内可获得显著的差额收益。这些发现验证了行为金融学提出的“反应不足模式”,这可能是因为投资者存在“保守性心理偏差”而对与价格变化和盈余变化相关的“公开信息”反应不足,或是因为与价格变化和盈余变化相关的“私有信息”在投资者中“扩散缓慢”导致反应不足。

**关键词:** 行为金融学 价格惯性策略 盈余惯性策略

## 一、理论回顾

有关如何解释资本市场的行为历来是个有争议的问题。本质上,资本市场行为就是研究与资产相关的信息与其价格变动之间的关系。基于这一理解,在学术史上,我们可以将关于资本市场的理论发展划分为四种代表性流派:(1)以 Bachelier(1900)为代表的“随机游走理论”,实际上在于解释历史信息与资产价格变动之间的关系;(2)以 Roberts(1959)和 Fama(1965)为代表的“有效市场理论”,进一步拓展了随机游走理论,其力图解释历史信息、公开信息和内幕信息与资产价格变动的关系。他们认为,在严格和理想的假设条件下——“投资者理性”、“市场均衡和完备”和“信息对称”等,信息的出现将引起价格即时、充分和准确的反应,即市场处于“有效状态”,任何投资者,在任何时间,企图利用任何分析工具分析任何信息,都无法获得超常收益;(3)以 Peters(1990)为代表的“分形市场理论”,认为信息与资产价格的变动关系是“动态”而非“静态”,是“非均衡”而非“均衡”,是“非线性”而非“线性”,因此资本市场是一个复杂的进化的非线性系统,一个开放的非均衡的耗散结构;(4)以 DeBondt 和 Thaler(1985)、Barberis, Shleifer 和

Vishny(1998)和 Deniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam(1998)为代表的“行为金融理论”,应用心理学的研究成果来解释信息与资产价格的变动关系,心理实验证明了投资者在不确定条件下难免会作出一系列决策和判断偏差,即投资者并非理性,他们对信息时而反应过度,时而反应不足,或者先反应不足,后反应过度,这些对信息的“非理性”反应模式引起了资产价格偏离其内在价值,从而产生资本市场的一系列与有效市场理论相悖的“异象”。由此可见,只有当投资者“反应正常”时,“有效市场理论”才成立,在这一意义上,有效市场理论可视为行为金融理论所阐述的信息反应模式的一种特例。

股票价格的“惯性现象”就是投资者对信息“非理性”反应而引起的“异象”之一,它是指在较短时期内,股票价格有继续朝同一方向变化的趋势。Jegadeesh 和 Titman(1993)最早全面研究了这一“异象”,他们对美国证券市场 1965—1989 年的数据进行实证研究发现:以前 3—12 个月内收益率最高的股票(赢家组合)在接下来 3—12 个月内的收益率依然较高,相反,以前 3—12 个月内收益率最低的股票(输家组合)在接下来 3—12 个月内的收益率依然较低。依照这一“异象”他们构造了“买入赢家组合,卖出输家组合”的投资策略实现了年平均 12.01% 的超常收益,这一零成本的投资策略即所谓的“价格惯性策略”。Fama 和 French(1996)曾经试图用“三因素模型”来对价格惯性策略的赢家组合和输家组合收益率进行风险调整,结果发现前者的收益率依然显著地大于后者,说明赢家组合和输家组合所承担的风险与其收益仍不匹配,因此价格惯性策略的超常收益不能用“风险溢价”来解释。Chan, Jegadeesh 和 Lakonishok(1996)为了检验在意外信息公布后投资者是否因改变固有观念缓慢而导致对意外信息反应不足,构造了“盈余惯性策略”,即买入意外盈利较大的股票组合,卖出意外亏损较大的股票组合,他们发现在盈余公布后一年内,这种投资策略可以获得年平均 7.5% 的超常收益。价格惯性策略和盈余惯性策略的超常收益在一定程度上证明了股票价格并非“随机游走”的,而是由于投资者对信息的“非理性”反应而有向同一方向持续变化的“惯性”。

然而,股票价格的惯性到底是由投资者对信息产生的哪一种“非理性”反应模式引起的,行为金融学家并未达成一致意见,各自提出自己的理论解释:

(1)反应不足模式。投资者对信息的反应不足引起信息缓慢地反映到股票价格中,公布利好信息的股票价格慢慢上涨,公布利空信息的股票价格慢慢下跌。研究者认为,投资者对“公开信息”和“私有信息”反应不足的背后原因是不同的:对公开信息的反应不足是由于投资者在决策过程中存在保守性心理偏差,即他们在获得新的公开信息时,难于更新原有的观念,从而忽略新的公开信息的重要性而对其反应不足(BSV, 1998);对私有信息的反应不足是由于私有信息在投资者中缓慢传播,投资群体逐渐获得私有信息而逐渐对其作出反应(Hong 和 Stein, 1999)。<sup>①</sup>

(2)过度反应模式。DHS(1998)认为投资者对私有信息的精确度“过度自信”,且当股价变动正如他们所预料的一样时,投资者“自我实现”的心理会促使他们对私有信息进一步地“过度自信”,从而引起对私有信息的过度反应,导致股票价格持续地上涨或下跌。

(3)正反馈模式。DeLong, Shleifer, Summers 和 Waldman(1990)提出,前期价格上涨的股票和价格下跌的股票会在投资者“买涨杀跌”的正反馈交易下继续上涨和下跌,“赢家‘继续’赢”,“输家‘继续’输”。

<sup>①</sup> BSV(1998)和 HS(1999)都还对过度反应现象作出解释,但本文只引用了其对惯性现象的解释。

上述三种反应模式及其理论解释的区别在于:反应不足模式预测短期内存在股票价格的惯性,而随着持有期间的延长,惯性现象会消失;而后两种模式则认为短期内股票价格的惯性是股价偏离其基本价值的泡沫,长期内股价会因为泡沫破裂而发生“反转”,即原来的股价下跌的输家组合收益率反而显著地高于原来的股价上涨的赢家组合。

在我国,对惯性策略的研究逐渐受到理论界的重视。王永宏,赵学军(2001)采用 Jegadeesh 和 Titman(1993)的研究方法,对 1993—2000 年间深沪两市 1993 年前上市的全部股票进行价格惯性策略的实证分析发现:在所有的检验期间“赢者和输者组合都没有表现出相应的收益惯性,而表现出一定程度的反转”,所以惯性投资策略无利可图。然而,在将上述二篇论文的研究方法相比较后发现:二者在研究方法上存在明显的不同。前者采用的抽样方法,组合形成期间是非重叠的,而后者采用了重叠组合形成期间的抽样方法,对每一月份都加以检验。因此,我们认为:两者在研究方法方面的差异可能导致得出“惯性投资策略无利可图”的结论。周琳杰(2002)根据 Jegadeesh 和 Titman(1993)提出的重叠组合形成期间的抽样方法对 1995—2000 年深沪两市的所有上市公司进行价格惯性策略<sup>①</sup>的实证分析发现,组合形成期和持有期皆为一个月的价格惯性策略获利性最为显著,但随着持有期的延长,买入赢家组合,卖出输家组合的差额收益率呈明显的下降趋势。

区别于国内目前的研究,本文以 1997—2002 年公布中报的 342 家上市公司为样本,根据 Chan, Jegadeesh 和 Lakonishok(1996)的研究方法,同时研究和检验在 2000—2002 年期间价格惯性策略和盈余惯性策略是否存在获利性,由于两种惯性策略所利用的信息集是不同的,所以本文接着对比二种策略获利的差异并分析其成因。

在我国深入研究惯性策略并探讨其获利原因具有重要的理论意义和应用价值。具体地说:(1)我国资本市场的股票价格行为是与有效市场理论描述的相符,还是与行为金融学所描述相符?行为金融学所提出的用于解释惯性现象的三种假说中哪一种能更合理地解释我国股票市场惯性策略的实证结果?对这些问题的探讨极具理论价值。(2)惯性策略的研究对投资者应用这一投资策略进行正确的投资决策,防范投资风险具有现实指导意义。(3)了解投资者对信息的反应模式对政府制定监管制度和交易所制定交易规则也具有重要影响和参考价值。

## 二、研究设计

### 1. 样本筛选与数据处理

由于 1997 年以前有公布中报的沪市上市公司数目很少,所以本文研究样本取

自有公布 1997 年中报的沪市发行 A 股的上市公司 364 家,为剔除异常的样本公司,设定三个标准:(1)自 1997 年以后中报、年报的公告齐全;(2)去掉全部 PT 公司或曾被 PT 处理的公司;(3)剔除缺所需要的日交易数据。根据这三个标准进行筛选后,样本总数为 342 家,样本的筛选见表 1。

为研究价格惯性策略,本文采集了 342 家沪市上市公司自 2000 年 2 月 29 日到 2002 年 11 月 18 日之间所需要的交易日的“复权收盘价格”及该日的上证综合指数收盘值,数据来源于《钱龙行情数据传输系统》。

<sup>①</sup> 周琳杰(2002)的“动量策略”即本文的“价格惯性策略”。

表1 样本筛选一览表

(单位:家)

公布 1997 中报的沪市发行 A 股的公司	364
减:缺 1998 年中报	4
PT 公司或曾被 PT 处理的公司	10
缺所需要的日交易数据	8
筛选后的样本数	342

为研究盈余惯性策略,收集了 342 家沪市上市公司 1997 年—2001 年的中报和年报的每股收益(EPS),中报的上半年每股收益 EPS 需要用年末的总股本进行调整, EPS 数据与总股本变动数据均来源于中国财经信息网,股本调整公式如下:

$$EPS_{\#}^* = EPS_{\#} \frac{G_{\#}}{G_{\#}} \quad (1)$$

其中:  $EPS_{\#}$ ,  $EPS_{\#}^*$  分别为调整前和调整后的中报的上半年每股收益 EPS;  $G_{\#}$  表示中报上公布的上半年末的总股本;  $G_{\#}$  表示年报上公布的年末的总股本。

下半年的 EPS 需要用年报的全年每股收益 EPS 减去调整后的中报的上半年每股收益  $EPS_{\#}^*$ 。

## 2. 变量的定义与计算

参照 CJL(1996)的定义:以过去 6 个月<sup>①</sup> 的购买—持有收益率 R6 对样本股票进行排序,买入过去 6 个月收益率最高的组合,卖出过去 6 个月收益率最低的组合,我们将这种惯性策略称为“价格惯性策略”;以标准化未预期盈余 SUE(Standardized Unexpected Earnings)对样本股票进行排序,买入 SUE 最高的组合,卖出 SUE 最低的组合,我们将这种惯性策略称为“盈余惯性策略”。两种惯性策略的排序变量 R6, SUE, 检验期购买—持有收益率和市场收益率的计算方法如下:

(1) 价格惯性策略的排序变量:过去 6 个月的购买—持有收益率 R6

$$R6 = \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}} \quad (2)$$

其中,  $P_{i0}$ ,  $P_{it}$  分别为期初,期末股票 i 的日加权收盘价格,期间长度 t 为 6 个月。检验期购买—持有收益率的度量与 R6 的计算公式(2)相同。

(2) 盈余惯性策略的排序变量:标准化未预期盈余 SUE

未预期盈余的计算中本文隐含假设盈余变动遵循随机游走模型,即用盈余变动来作为未预期盈余的估计值。Foster, Olsen 和 Shevlin(1984)曾经检验了各种不同盈余预期模型,用这些模型计算出未预期盈余来解释盈余公布后股票收益的波动,发现随机游走模型所得出的未预期盈余的解释能力并不比其它复杂的盈余预期模型逊色。

本文采用标准化未预期盈余 SUE 来度量意外盈余,股票 i 在当前半年度  $q=0$  的标准化未预期盈余  $SUE_{iq}$  定义为:

$$SUE_{iq} = \frac{EPS_{iq} - EPS_{iq-2}}{\sigma_{iq}} \quad (3)$$

其中:  $EPS_{iq}$  表示股票 i 在当前半年度  $q=0$  的每股收益;  $EPS_{iq-2}$  表示股票 i 在 2 个半年以

① 过去购买—持有收益率的期间长度为 6 个月是为了与盈余惯性策略相匹配,盈余惯性策略中每股收益(EPS)也是半年的每股收益。

前,即半年度  $q = -2$  的每股收益;那么  $(EPS_{iq} - EPS_{iq-2})$  就代表股票  $i$  在当前半年度  $q = 0$  的未预期每股收益。 $\sigma_{iq}$  表示股票  $i$  在半年度  $q = 0$  之前 5 个半年,即  $q$  在区间  $[-6, -1]$  中的 5 个半年度的未预期每股收益  $(EPS_{iq} - EPS_{iq-2})$  的标准差。

用  $\sigma_{iq}$  来标准化未预期每股收益的目的在于:剔除以前未预期盈余波动对本期末预期盈余的影响。 $\sigma_{iq}$  中  $(EPS_{iq} - EPS_{iq-2})$  个数的选取越多,对以前未预期盈余波动的计量越全面、准确,但是由于我国股市发展历史太短,我们的数据不足,所以我们只能选取 5 个  $(EPS_{iq} - EPS_{iq-2})$  来计算以前未预期盈余的标准差。

(3) 市场收益率  $R_m$  用“上证综合指数收益率”来表示:

$$R_m = \frac{I_t - I_0}{I_0} \quad (4)$$

其中:  $I_0$ 、 $I_t$  分别为期初,期末上证综合指数日收盘值。期间长度  $t$  为 6 个月。

### 3. 研究程序

为便于价格惯性策略和盈余惯性策略的对比分析,我们将研究程序设计如下:

(1) 2000—2002 年,我们选取了四个中报和年报进行检验,它们是:2000 年中报,2000 年年报,2001 年中报,2001 年年报。以法定中、年报的最后一个公告日(中报 8 月 31 日,年报 4 月 30 日)作为组合形成期(也称排序期)的最后一天,间隔五个交易日后的第一天作为检验期的起点。<sup>①</sup>

(2) 遇周末等非交易日顺延一天,下同。

(3) 在四个中报和年报的排序期中,用公式(2)计算出样本中每只股票的过去 6 个月购买一持有收益率  $R_6$ ;用公式(3)计算出样本中每只股票的标准化未预期盈余  $SUE$ 。分别以  $R_6$  和  $SUE$  对 342 只样本股票进行升序排列,由低到高依次等分为 9 个投资组合,每个组合各 38 只股票, $R_6$  或  $SUE$  最低的 38 只股票称为输家组合  $P_1$ , $R_6$  或  $SUE$  最高的 38 只股票称为赢家组合  $P_9$ ,组合中所有股票在计算收益率时一律等权重。

(4) 在检验期开始时买入赢家组合,卖出输家组合,构造零投资套利组合,用公式(2)分别计算出其后四个连续的半年期间内赢家、输家组合的购买一持有收益率,以及零投资套利组合的收益率  $(P_9 - P_1)$ ——我们称之为“惯性策略差额收益率”。四个中报和年报各自的检验期间如表 2 所示。

表 2 样本的检验期间

观测对象	检验期间			
	第一个半年(2000. 9. 8—2001. 3. 8)	第二个半年(2001. 3. 9—2001. 9. 10) <sup>(1)</sup>	第三个半年(2001. 9. 11—2002. 3. 11)	第四个半年(2002. 3. 12—2002. 9. 12)
2000 年中报				
2000 年年报	第一个半年(2001. 5. 15—2001. 11. 15)	第二个半年(2001. 11. 16—2002. 5. 16)	第三个半年(2002. 5. 17—2002. 11. 18)	—
2001 年中报	第一个半年(2001. 9. 10—2002. 3. 11)	第二个半年(2002. 3. 12—2002. 9. 12)	—	—
2001 年年报	第一个半年(2002. 5. 15—2002. 11. 15)	—	—	—

<sup>①</sup> 序期与检验期间隔五个交易日主要是因为连续期间的收益率可能因为买卖价差而产生伪相关,因而对价格惯性策略的检验会有影响。为了使价格惯性策略和盈余惯性策略有可比性,所以两种惯性策略都间隔五个交易日再开始检验。

### 三、实证结果及分析

#### 1. 价格惯性策略

以过去 6 个月购买一持有收益率  $R_6$  对所有样本进行排序, 形成 9 个组合, 给出每个组合中 38 只股票的  $R_6$  的平均值, 以及第一个半年, 第二个半年, 第三个半年, 第四个半年, 四个检验期间内各组合的购买一持有收益率和市场收益率; 最后, 检验赢家组合与输家组合的差额收益率是否显著大于零。

(1) 由表 3 可见: 第一、第二个半年的检验期间的差额收益率分别为 4.85%、5.19%, 均通过 15% 水平的显著性检验, 且第二个半年对比第一个半年显著性有所提高, 第一个半年中, 75% 的观测结果是赢家组合收益率高于输家组合; 第二个半年中, 所有中报和年报的观测结果都是赢家组合收益率都高于输家组合, 由此我们可以认为收益率惯性在一年的检验期内持续增加, 呈现“赢家恒赢, 输家恒输”的现象。第三个半年期间, 虽然赢家组合和输家组合的差额收益率小于零, 但不显著异于零, 第四个半年只有一次观测值, 其差额收益率为 3.05%, 由此可知组合形成后两年内收益率没有发生明显的反转现象, 即“赢家转输, 输家转赢”的现象。

表 3 价格惯性策略: 赢家组合、输家组合和市场组合的购买一持有收益率(2000—2002)

R6 排序形成的组合 $P_i$	过去 6 个月购买一持有收益率( $R_6$ )	购买一持有收益率(BHR)			
		第一个半年	第二个半年	第三个半年	第四个半年
P1(输家组合)	-0.2251	-0.1207	-0.0475	-0.1052	-0.0144
P2	-0.1097	-0.1048	-0.0553	-0.1070	-0.0278
P3	-0.0470	-0.1075	-0.0169	-0.1170	0.0067
P4	0.0074	-0.0921	-0.0353	-0.0998	0.0173
P5	0.0512	-0.1079	-0.0235	-0.1000	0.0114
P6	0.0979	-0.0940	-0.0147	-0.1200	0.0474
P7	0.1509	-0.1039	-0.0190	-0.1132	0.0229
P8	0.2294	-0.1021	0.0178	-0.0987	0.0193
P9(赢家组合)	0.5872	-0.0722	0.0044	-0.1084	0.0161
$R_m$ (市场收益率)	—	-0.0953	-0.0515	-0.0797	-0.0054
$P_9 - P_1$ (差额收益率)	—	0.0485	0.0519	-0.0032	0.0305
$P_9 > P_1$ (%) <sub>(1)</sub>	—	75%	100%	50%	100%
T 检验值	—	1.265	1.647	-0.136	* <sup>(2)</sup>
对应 t 值的拒绝概率	—	0.1475	0.1205	0.4570	*

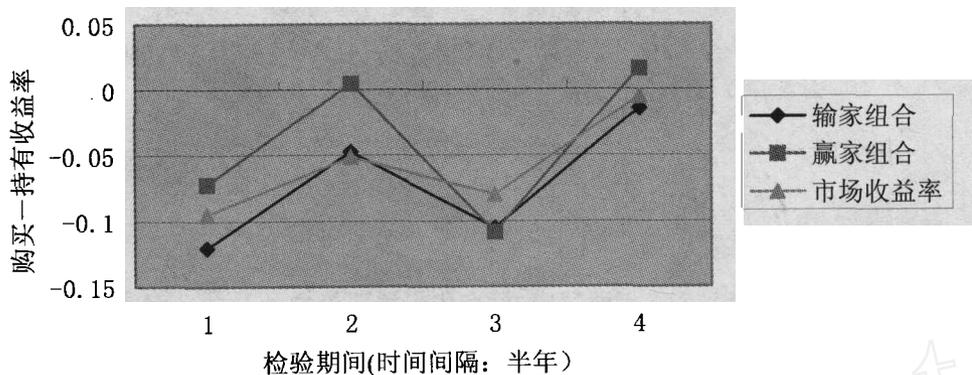
注: (1) 观测结果为赢家组合收益率高于输家组合的观测次数占全部观测次数的比例。

(2) 该检验期只有一次观测值, 没有 t 检验值。

(2) 由表 3 和图 1 还可以看出: 除第三个半年期间外, 所有检验期间的赢家组合购买一持有收益率都高于市场收益率; 除第二个半年期间外, 所有检验期间输家组合购买一持有收益率都低于市场收益率。作为一种投资策略, 我们还应该考察赢家组合和输家组合是否是根据过去 6 个月购买一持有收益率  $R_6$  排序所形成的 9 个组合中最优的和最劣的组合。在第一、第二个半年的检验期间内, 对 9 个组合的收益率由高到低进行排名, 收益率最高的组合排名第 1 位,

依次类推。结果发现第一个半年内,赢家组合在 9 个投资组合中收益率排名第 1,第二个半年排名第 2;输家组合则相反,第一个半年内,收益率在 9 个组合中排名第 9,第二个半年排名第 8。由此得出结论是:在组合形成后一年内,买入赢家组合,卖出输家组合是最好的投资选择。

图 1 价格惯性策略的赢家组合,输家组合与市场收益率对比(2000—2002)



## 2. 盈余惯性策略

主要的实证结果如表 4 和图 2 所示。排序变量为标准化未预期盈余 SUE。对盈余惯性策略的考察更进一步地证实了价格惯性策略研究中得出的如下结论。

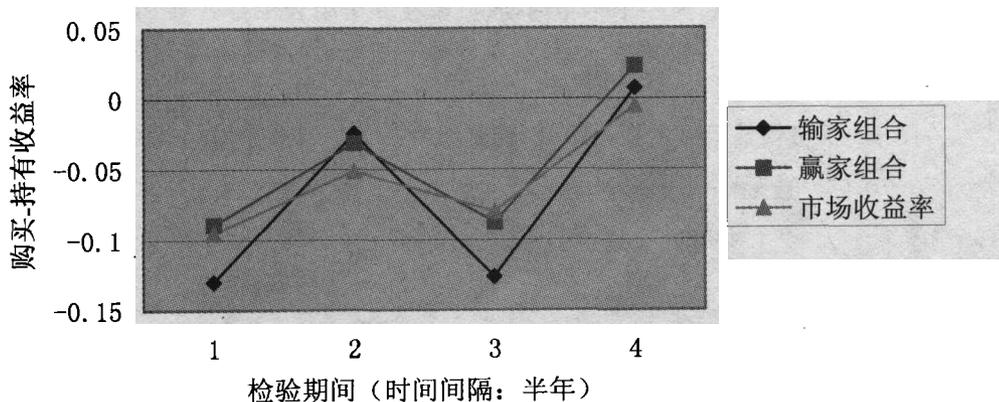
表 4 盈余惯性策略:赢家组合、输家组合和市场组合的购买一持有收益率(2000—2002)

SUE 排序形成的组合 $P_i$	标准化未预期盈余 (SUE)	购买一持有收益率(BHR)			
		第一个半年	第二个半年	第三个半年	第四个半年
P1(输家组合)	-1.9304	-0.1302	-0.0248	-0.1262	0.0075
P2	-1.1716	-0.1141	-0.0401	-0.1102	-0.0045
P3	-0.7281	-0.1001	-0.0270	-0.1151	0.0018
P4	-0.4542	-0.0878	0.0001	-0.1273	0.0379
P5	-0.2105	-0.1033	-0.0033	-0.1194	-0.0145
P6	0.0321	-0.0887	-0.0083	-0.0955	0.0314
P7	0.2978	-0.0950	-0.0323	-0.1060	0.0272
P8	0.6822	-0.0970	-0.0229	-0.0817	-0.0113
P9(赢家组合)	1.5063	-0.0892	-0.0315	-0.0877	0.0233
$R_m$ (市场收益率)	—	-0.0953	-0.0515	-0.0797	-0.0054
P9-P1(差额收益率)	—	0.0411	-0.0067	0.0385	0.0158
P9>P1(%) <sup>(1)</sup>	—	100%	33.30%	100%	100%
T 检验值	—	5.992	-0.517	2.076	* <sup>(2)</sup>
对应 t 值的拒绝概率	—	0.0047	0.3283	0.1429	*

(1)观测结果为赢家组合收益率高于输家组合的观测次数占全部观测次数的比例。

(2)该检验期只有一次观测值,没有 t 检验值。

图 2 盈余惯性策略的赢家组合、输家组合与市场收益率对比(2000—2002)



(1)由表 4 可见,在第一个半年期间内,标准化未预期盈余 SUE 最高的赢家组合与标准化未预期盈余 SUE 最低的输家组合的差额收益率为 4.11%,通过 1%水平的显著性检验。而且,四个中报和年报的观测结果都是赢家组合收益率高于输家组合,所以可以认为在第一个半年内赢家组合和输家组合都呈现显著的收益率惯性,“赢家恒赢,输家恒输”。在接下来的三个半年的检验期间内,除了第二个半年的差额收益率小于零外,其余都大于零,但第二个半年的差额收益率未通过显著性检验( $t=-0.517, p=0.328$ )。因此,还是没有明显的收益率反转现象。

(2)由表 4 和图 2 还可见:考察赢家组合和输家组合是否是根据标准化未预期盈余 SUE 排序所形成的 9 个组合中最优和最劣的组合:在收益率惯性显著的第一个半年内,对 9 个组合的收益率由高到低进行排名,收益率最高的组合排名第 1,依次类推。结果发现:组合形成后第一个半年内,赢家组合收益率为 -8.92%,排名第 3,略高于市场收益率 -9.53%;输家组合收益率为 -13.02%,排名第 9,是收益率最低的组合,与市场收益率相差较大。盈余惯性策略第一个半年的检验结果给我们两点启示:一是在市场处于“熊市”的情况下,赢家组合下跌幅度比市场组合小,输家组合下跌幅度比市场组合大;二是赢家组合收益率略高于市场收益率,而输家组合收益率远低于市场收益率说明在“熊市”时投资者对意外坏消息的敏感程度高于对意外好消息的敏感程度。因此中报或年报公布后,每股收益 EPS 未预期减少幅度很大的输家组合股票应该尽早卖出。

### 3. 两种惯性策略的对比

对比表 3 和表 4 中的价格惯性策略和盈余惯性策略在四个半年期间的差额收益率可以看出:

(1)价格惯性策略的差额收益率在组合形成后第一、第二个半年内显著且持续增加,到第三个半年才转为负值;而盈余惯性策略的差额收益率只在组合形成后第一个半年内显著大于零,到第二个半年就转为负值。

(2)组合形成后第一、第二个半年内,价格惯性策略的差额收益率都大于盈余惯性策略。

### 4. 原因分析

上述的实证结果能否用行为金融学所提出三种“非理性”反应模式来解释是个值得探讨的问题。

(1)我国股票市场的惯性策略实证结果表明无论是价格惯性策略,还是盈余惯性策略,在检验期间内,赢家组合和输家组合收益率均表现出显著“赢家恒赢,输家恒输”的惯性现象,而

且随着检验期的延长,未出现明显的“赢家转输,输家转赢”的反转现象。由此可见,本文检验期内的实证结果表明并不存在“过度反应模式”和“正反馈模式”,因为按行为金融理论,这两种模式最终都将导致反转,因为股票价格的惯性是价格偏离其内在价值的泡沫,最终必定破裂而使得股价反转。

(2)本文关于价格惯性策略的实证结果验证了行为金融的“反应不足模式”。如何解释这一结果呢?按照行为金融理论的解释,价格变化可能包含着公开信息和私有信息,对于公开信息,我国投资者可能由于存在“保守性心理偏差”,难以更新原有的观念,因此在开始时对新的公开信息反应不足;对于私有信息,由于其在投资群体中缓慢地扩散,因此股价要充分反映信息需要一个过程。

(3)盈余公告属于“公开信息”而非“私有信息”,本文盈余惯性策略的实证研究结果表明,所有公司在中报或年报公布完毕的5个交易日后,再来买入意外盈利较大的赢家组合,卖出意外亏损较大的输家组合仍可以在接下来半年内获得显著的差额收益,这一实证结果亦验证了“反应不足模式”。由此可见,我国投资者可能由于存在“保守性心理偏差”,对意外盈余信息反应缓慢。

(4)两种惯性策略的对比表明:价格惯性策略的差额收益率大于盈余惯性策略,且持续较长的时间。根据CJL(1996)的解释,导致这样的实证结果的原因在于盈余惯性策略的排序变量——标准化未预期盈余SUE——只包含了公司的意外盈余信息,而价格惯性策略所利用的排序变量——过去六个月的购买—持有收益R6包括与公司股票未来回报密切相关的各种信息,因此R6的信息含量比SUE大。由此可见,我国股票市场对包含较多信息的R6“消化”比较慢,因此留下的套利空间也比较大。

#### 四、结论和启示

本文根据我国证券市场的实际情况借鉴了CJL(1996)的研究方法,对1997—2002年沪市342家上市公司发行的A股进行价格惯性策略和盈余惯性策略的实证研究得出以下几点结论和启示。

##### 1、价格惯性策略和盈余惯性策略的研究都说明应用惯性策略于我国股票市场

具有获利性。即使在考虑交易成本后,买入赢家组合,卖出输家组合的零投资套利组合仍可以使价格惯性策略在一年内,盈余惯性策略在半年内获得差额收益。进一步将两种惯性策略的赢家组合、输家组合与市场收益率对比发现:价格惯性策略的一年内,盈余惯性策略的半年内,赢家组合收益率都高于市场收益率,大部分输家组合收益率都低于市场收益率,呈现“赢家恒赢,输家恒输”的惯性现象。两种惯性策略的对比分析还发现:价格惯性策略的差额收益比盈余惯性策略大且持续时间较长。但值得指出的是,价格惯性策略的差额收益通过15%水平的显著性检验;盈余惯性策略的差额收益通过1%水平的显著性检验,因此价格惯性策略的获利性较大,但也较不稳定。

2、我国股票市场惯性策略的实证结果验证了行为金融学所提出的投资者对信息的“反应不足模式”,也说明了我国投资者可能由于在投资决策过程中对新的、意外的公开信息具有“保守性心理偏差”和对私有信息的扩散比较缓慢,从而引起投资者对公开和私有信息的反应都不足。正因如此,有关信息要经过一段时间才能完全反映到股价中去,使得我国股票市场存在套利机会。

3、虽然本文的研究结果是,无论是价格惯性策略,还是盈余惯性策略,在组合形成后两年内收益率都没有发生明显的反转,即“赢家转输,输家转赢”的现象。但是,笔者认为,由于我国资本市场历史短,时间序列数据较少,本文的检验期间最长是2年,因此我们不能由此而断言我国股市不存在反转现象。正如 Jegadeesh 和 Titman(2001)的研究表明:在持有价格惯性策略组合4—5年后才发生明显的反转。因此,在我国股票市场上是否存在反转现象及其是否符合投资者对信息的过度反应模式和正反馈模式的解释,还有待于进一步观察和研究。

#### 参考文献:

- (1) 刘力:《行为金融理论对效率市场假说的挑战》[J],《经济科学》1999年第3期。
- (2) 王永宏,赵学军:《中国股市惯性策略和反转策略的实证分析》[J],《经济研究》2001年第6期。
- (3) 吴世农:《我国证券市场效率的分析》[J],《经济研究》1996年第4期。
- (4) 周琳杰:《中国股票市场动量策略赢利性研究》[J],《世界经济》2002年第8期。
- (5) Bachelier, L., 1900. "Theorie de la speculation. Annales de l'Ecole normale Supérieure", [M] 3rd series, 17, P21—86. Trans. by A. J. Boness in *The Random Character of Stock Market Prices*, ed. P. H. Cootner, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1967.
- (6) Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998. "A model of investor sentiment", [J] *Journal of Financial Economics* 49, P307—343.
- (7) Chan, L. K., Jegadeesh, N. and Lakonishok, J., 1996. "Momentum strategies", [J] *Journal of Finance* 51, P1681—1713.
- (8) DeBondt, W., and Thaler, R., 1985. "Does the Stock Market Overreact?", [J] *Journal of Finance* 40, P793—805.
- (9) DeLong, J. B., Shleifer, A., Summer, L. and Waldmann, R., 1990. "Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation", [J] *Journal of Finance* 45, P379—395.
- (10) Deniel, K., Hirshleifer D., and Subrahmanyam A., 1998. "Investor psychology and security market under— and over—reactions", [J] *Journal of Finance* 53, P1839—1886.
- (11) Fama, E. F., 1970. "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", [J] *Journal of Finance*, 25, P383—417.
- (12) Fama, E. F., and French, K. R., 1996. "Multifactor explanations of asset pricing anomalies", [J] *Journal of Finance* 51, P55—84.
- (13) Foster, G., Olsen, C., and Shevlin T., 1984. "Earning releases, anomalies, and the behavior of security returns", [J] *The Accounting Review* 59, P574—603.
- (14) Hong, H., and J. Stein, 1999. "A unified theory of under—react, momentum trading and overreaction in asset markets", [J] *Journal of Finance* 54, P2143—2184.
- (15) Jegadeesh, N., and Titman, S., 1993. "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency", [J] *Journal of Finance* 48, P65—91.
- (16) Jegadeesh, N., and Titman, S., 2001. "Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations", [J] *Journal of Finance* 56, P699—720.
- (17) Peters, E. E., *Chaos and Order in the Capital Markets*, [M] John Wiley & Sons, Inc. 1990.
- (18) Roberts, H., 1959. "Stock market 'patterns' and financial analysis: methodological suggestions", [J] *Journal of Finance* 14, P1—10.

(Y)