

# 我国证券投资基金重仓持有股票的市场行为研究

吴世农 吴育辉

(厦门大学管理学院 361005)

**内容提要：**本文依据行为金融的理论和研究方法，以基金重仓持有的股票过去 6 个月的累积超常收益来构造赢家组合和输家组合，研究发现：首先，在未来的 12 个月，赢家组合发生了收益反转现象，而输家组合发生了收益惯性现象；其次，赢家组合和输家组合未来 12 个月的累积超常收益与组合形成期股票的流通股市值和基金持有该股票的比例成反比，但与公司每股收益成正比，存在显著的“规模效应”、“基金持股效应”和“EPS 效应”。笔者认为，导致“赢家变输”和“输家更输”这种现象的原因可能是基金基于市场上投资者“追涨杀跌心理”的“短期套利行为”和基金基于“自我控制心理”的“止损行为”。

**关键词：**惯性现象 反转现象 重仓股票 行为金融

## 一、文献回顾

近年来，随着研究的不断深入，越来越多的证据表明：股票价格对过去或公开的信息发生具有规律性的反应，因此根据过去和公开的信息可以预测未来收益的变动方向和趋势。总的来说，研究发现了通过对资本市场上资产按照某种相关信息进行分类，例如按照过去一段时期（形成期）的累积超常收益（CAR）或某一财务指标进行分类，此后的一段时期（检验期），分类资产的价格将发生二种规律性的变动：一种是“反转现象”，即资产的累积超常收益率“先升后降”或“先降后升”；另一种是“惯性现象”，即资产的超常收益率“继续上升”或“继续下降”。从投资实践的角度看，把握资产价格这些规律性的变动，可以给投资者带来超常收益；从理论研究的角度看，这些能给投资者带来超常收益的规律性现象是对传统资本市场理论，特别是“有效市场假说”（EMH）最大的挑战。

### 1. 对收益反转现象的研究

De Bondt 和 Thaler (1985) 发现了市场中股票组合的收益反转现象。他们研究了 1926 年至 1982 年间纽约证券交易所的股票数据，按照过去 3 年的累积超常收益率对所有上市公司进行排序，以 CAR 最高的 35 家公司的股票构成“赢家组合”，以 CAR 最低的 35 家公司的股票构成“输家组合”，检验在以后 3 年时间这二种组合收益的变化。结果表明，在过去半个多世纪，输家组合在以后 3 年时间取得的收益超过了市场平均收益的 19.6%，而赢家组合的收益却低于市场平均收益的 5%，也就是说，输家组合得到了超过赢家组合 24.6% 的收益。作者认为，导致“赢家变为输家、输家变为赢家”这种现象的主要原因是因为投资者对最近信息“反应过度”（Overreaction），并称之为“投资者反应过度的行为假设”（Behavioral Hypothesis of Investor Overreaction）。De Bondt 和 Thaler 的这篇文章在财务和金融学界影响深远。有些学者在对他们的研究结果表示认可的同时，也对他们的研究方法及解释提出了质疑。

De Bondt 和 Thaler (1987) 发现了影响赢家组合与输家组合收益反转现象的一个很重要的因素是“季节性的价格纠正”（Price Correction in Seasonality），特别是输家，几乎所有的反转都发生在 1 月份。Chan (1988) 指出收益的反转可能是由风险的变化引起的，并认为赢家组合和输家组合的风险并不是固定不变的，即赢家组合由于过去一段时间的超常收益，使得它们的贝塔值（ $\beta$ ）变小，风险变

小;反之,输家组合的风险却变大。这样一来,根据资本资产定价模型(CAPM),风险越大,收益也越大,因此,输家组合的收益就要高于赢家组合的收益。Zarowin(1989)则认为过度反应现象可能就是规模效应的一种表现形式。他通过对极端盈利年度之后 3 年的股票收益的研究发现,盈利极差的公司的股票收益在以后 3 年高于盈利极好的公司的股票收益 16.6%,但同时盈利极差的公司规模也显著小于盈利极好的公司规模。如果将公司按规模大小来配比,将发现二组公司的股票收益没有显著的差别。Kaul 和 Nimalendran(1990)却认为买卖价差(Bid-ask Error)是短期内价格反转的主要影响因素。他们对在 NASDAQ 上市的公司采用方差比率检验(Variance-ratio Test)的方法进行研究后发现,如果把买卖价差这个因素考虑在内,则没有证据表明市场存在收益反转的现象。

## 2. 对收益惯性现象的研究

Jegadeesh 和 Titman(1993)以 1965—1989 年纽约证券交易所及美国证券交易所的股票数据为样本,以前期超常收益率为分组标志,研究了短期内(3 至 12 个月)买入前期价格持续上升的股票而卖出前期价格持续下降的股票这种“追涨杀跌”策略所获得的收益。结果表明,短期内“追涨杀跌”能获得显著的超额收益。不仅如此,这一策略的成功并非由于它的系统性风险过高或股票价格对市场的公共因素的滞后反应造成,而是因为股票价格对公司特殊信息的滞后反应造成的。

Chan, Jegadeesh 和 Lakonishok(1996)则以会计盈余为分组标志,建立了“盈余惯性策略”(Earnings Momentum Strategy),即买入“意外盈利”较高的股票组合,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。这一结果说明股票价格对会计盈余信息“反应不足”(Underreaction),因此基于会计盈余信息的盈余惯性策略可以为投资者获取超常收益。

究竟是什么因素导致了这种短期惯性现象和长期反转现象的发生呢?证据表明,投资者心理和情绪的变化是导致这种现象发生的主要因素。

心理学家从实验和调查的方法得出的结论证明:许多行业的从业者普遍存在过度自信(Overconfidence)的心理,投资者也不例外。他们或者对自己的知识和能力过度自信,如高估自己对某一事件做出正确判断的概率(Fischhoff, Slovic 和 Lichtenstein, 1977);或者对私有信息的准确性过度自信,而忽视公开信息的影响(Daniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam, 1998)。Odean(1998)的研究表明:当一般交易者(Price Takers)、内幕交易者(Insiders)和做市商(Market Makers)都存在过度自信时,整个市场的交易量就会放大,同时也将增加市场的波动;当过度自信的交易者低估新信息时,会导致市场的反应不足,从而产生惯性现象;当过度自信的交易者高估新信息时,会导致市场的反应过度,从而产生反转现象。

此外,“代表性心理”(Representativeness)和“保守性心理”(Conservatism)也是导致惯性现象和反转现象发生的二种心理因素。代表性心理由 Tversky 和 Kahneman(1974)提出,它是指人们在对某一未知事件 A 发生的概率进行估计时,往往将其与另一类已知事件 B 的特征进行比较,根据 A 与 B 相似程度,来估计事件 A 发生的概率。换句话说,这种心理将使人们在做出决策时,过度重视对 A 与 B 的特征比较,而忽略了导致未知事件 A 发生客观存在的概率以及 A 所属的样本大小,从而导致决策上的偏误(Bias)。保守性心理是指人们在面对新证据时,总是缓慢地改变他们的信念(Beliefs)。Edwards(1968)通过实验表明人们虽然能对新证据做出正确方向的反应,但反应的程度

---

与 DeBondt 和 Thaler(1985)的 24.6%有较大差距,主要原因是 DeBondt 和 Thaler(1985)的赢家组合和输家组合各只有 35 家,而本文的这二重组合却超过 100 家,因此这二种组合的收益差额将变小。

如投资银行家(Stael von Holstein, 1972)、工程师(Kidd, 1970)、律师(Wagenaar and Keren, 1986)、管理者(Russo and Schoemaker, 1992)等。

总是过小。Barberis, Shleifer 和 Vishny(1998) 根据投资者普遍存在的这二种心理,对惯性现象和反转现象进行了研究。研究中假定投资者认为公司盈利总是在二个阶段——盈利反转 (Mean-reverting) 阶段和盈利持续 (Trending) 阶段中变动。当投资者认为自己处在盈利反转阶段时,一旦公司宣告的盈利信息没有反转,投资者的“保守性心理”就会认为这个信息只是暂时的,因此仍然保留对以前信息的估计,从而造成对该信息的反应不足。随着时间的推移,投资者才慢慢接受这个信息,进而反映到股票的价格上;当公司在过去几年公布的盈利消息一直都很好时,投资者就会认为自己处在盈利持续阶段,其“代表性心理”就会认为公司将来的盈利也会很好,从而乐观地估计了股票的价格。一旦公司宣告的盈利信息没有达到投资者的预期时,股价就会下跌。简单地说,“保守性心理”导致了股票收益的惯性现象;而“代表性心理”则导致了股票收益的反转现象。

在国内,对我国股市是否存在过度反应和不足反应的研究才刚刚起步。张人骥等人(1998)对上海证券市场是否存在过度反应进行了实证研究。他们修正了 De Bondt 和 Thaler(1985, 1987)的研究方法,对收益率与股价的异方差进行调整,得出拒绝接受过度反应假设的结论。沈艺峰和吴世农(1999)则严格遵守 De Bondt 和 Thaler(1985)的研究方法,同样得出我国证券市场不存在过度反应的结论,不足之处是该研究的样本太少。王永宏和赵学军(2001)同时对深沪股市作“惯性策略”和“反转策略”的研究,结果发现存在明显的收益反转现象,但没有明显的收益惯性现象。吴世农和吴超鹏(2003)分别对上海股市做“价格惯性策略”和“盈余惯性策略”进行研究,却发现存在短期的惯性现象的结论。

从以上的研究我们发现,对过度反应和不足反应的研究方法主要是先对整个市场的股票按照某一标志(如超常收益、会计盈余等)排序,选择高低二端的股票构造赢家组合和输家组合,并分析这二种组合在未来一段时间的平均累积超常收益的情况,最后用行为金融的一些理论来解释实证结果。作者认为,由于资产价格对不同的信息将发生不同的反应,同时由于不同的资产其价格对同类信息也将产生不同的反应,因此本文基于行为金融理论和研究方法,选择基金重仓持有的股票为研究对象,根据对这些股票过去一段时期的累积超常收益进行分组,分别构造赢家组合和输家组合,研究其未来一段时期的累积超常收益的变化趋势,进而分析未来一段时期赢家组合和输家组合的超常收益与前期或组合形成期的换手率、流通股市值、基金持仓比例、每股收益(EPS)、净资产收益率(ROE)等指标之间的关系,借此研究影响超常收益的因素。

本文不同于前人的研究,一是研究对象不同。本文以基金重仓持有的股票为研究对象,这是因为基金的投资决策是市场发展趋势的方向标,仅 2002 年我国就有 54 只封闭式基金中 41 只的业绩落后于市场基准组合,48 只发生基金净值大幅缩水;开放式基金也面临较大的赎回压力。国内学者对基金的业绩表现、管理能力、管理成本、投资风格、稳定市场的功能褒贬不一(沈维涛等,2001;吴冲锋等,2001;汪光成,2002,2003;吴世农等,2002)。二是研究内容有所拓展。本文不仅研究赢家组合和输家组合是否存在收益的惯性或反转现象,而且进一步分析了影响赢家组合和输家组合未来一段时期超常收益的主要因素。

## 二、研究设计

### 1. 样本选择

根据中国证监会 1999 年 3 月 10 日发布的《证券投资基金管理暂行办法实施准则第五号 证券

转引自 Barberis, Shleifer 和 Vishny(1998)。

有关基金问题研究的综述,可参见胡大存等:《我国证券投资基金绩效综合评价指标研究》,《深圳证券交易所第五届会员单位、基金管理公司研究成果》,2003。

投资基金信息披露指引》的规定,基金管理人应该在每个季度的公告截止日后 15 个工作日内编制完投资组合公告,并经基金托管人复核后予以公告。基金公告的内容包括按市值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票明细,即股票名称、数量、市值、占基金资产净值比例(%)。我们将上述的前十名股票定义为“基金重仓持有的股票”,并以其作为研究的样本,样本以半年为间隔,时间跨度从 1999 年 7 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日。

由于我国上市公司数量不多,且基金的投资风格差异不大,因此在这些基金重仓持有的股票当中,有很多股票是由不同的基金共同持有的,我们将这些股票进行合并。另外,为了更完整地观察样本的表现,我们要求每个样本都要有从形成期到检验期共 18 个月的连续交易时间,其中形成期设定为 6 个月,检验期设定为 12 个月,那些在这 18 个月内没有连续交易数据的股票已从样本中剔除。通过以上的筛选,我们得到的有效样本见表 1。

表 1 1999—2001 基金数及基金重仓持有的股票数一览表

时间	封闭式基金		开放式基金	基金重仓持有的股票数	有效样本(股票数)
	上海证券交易所	深圳交易所			
1999 年 12 月 31 日	11	7	0	95	83
2000 年 06 月 30 日	12	13	0	123	110
2000 年 12 月 31 日	16	17	0	143	119
2001 年 06 月 30 日	17	19	0	173	156
2001 年 12 月 31 日	23	25	2	196	185

## 2. 变量计算

在本文中,我们采用形成期的累积超常收益(CAR)作为选择赢家组合和输家组合的排序标志。但由于我们研究的对象是基金重仓持有的股票,我们认为基金的行为将影响到股票价格的变动。另外,上市公司的规模和业绩也是影响股票价格变动的重要原因,因此,在接下去的研究中,我们加入了基金持股比例、股票在形成期的换手率、公司规模、公司的 EPS 及 ROE 等指标对股票价格未来的变动做进一步的研究。这些变量的计算如下:

(1) CAR 的计算:计算超常收益的方法主要有三种,它们分别是:市场调整超常收益(Market-adjusted Excess Return)、市场模型(Market Model)以及 Sharpe-Lintner 的资本资产定价模型(CAPM)。De Bondt 与 Thaler(1985)的研究认为,在实证分析中这三种方法得出结论是很相近的。但是,与后二种方法相比,采用市场调整超常收益的方法可以避免贝塔估计的不稳定性,因此我们选择市场调整超常收益的方法计算 CAR。由于本文的样本总共有 5 期,我们还要对累积超常收益进行平均,得到平均累积超常收益(ACAR)。以赢家组合为例,CAR 和 ACAR 的具体计算过程如下:

首先,计算每支股票的月超常收益率,如公式(1)所示,其中  $AR_{i,t}$  表示第  $i$  支股票在第  $t$  个月的超常收益率; $R_{i,t}$  表示第  $i$  支股票在第  $t$  个月的实际收益率; $R_{m,t}$  表示第  $t$  个月的市场收益率,我们用不考虑现金再投资的月市场回报率(等权平均法)来表示;

其次,采用 CAR 对样本进行排序,取 CAR 最高的 30 支股票作为赢家组合,计算组合的月超常

有些基金在季度结束前上市,但并没有披露该季度末的持股情况,而是从下季度才开始披露。因此,该表的基金数与该季度前已上市的基金数略有不同。

指基金持有的股票的市值占该股票流通股市值的比例,该指标反映了基金对该股票价格的影响程度。

由于基金的重仓持有,该股票在该期间的换手率在很大程度上是由基金的交易造成的。

该数据可直接从数据库《股票市场交易数据库查询系统 CSMAR Trading IQS V2》中取得。

收益率,如公式(2)所示,其中 $\overline{AR_{W,t}}$ 表示赢家组合的平均超常收益率;

第三,计算赢家组合在 T 个月的累积超常收益,如公式(3)所示,其中 $CAR_{W,n,T}$ 表示赢家组合在第 n 期 T 个月的累积超常收益率;

最后,计算赢家组合的平均累积超常收益,如公式(4)所示, $ACAR_{W,T}$ 表示赢家组合在 N 次检验期中 T 个月的平均累积超常收益。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

$$\overline{AR_{W,t}} = \frac{1}{30} \sum_{i=1}^{30} AR_{W,t} \quad (2)$$

$$CAR_{W,n,T} = \sum_{t=1}^T \overline{AR_{W,t}} \quad (3)$$

$$ACAR_{W,T} = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N CAR_{W,n,T} \quad (4)$$

输家组合的 CAR 与 ACAR 计算方法类似赢家组合,其中公式的下标用 L 来表示。

(2) 基金持股比例的计算:基金披露的信息中有一栏为持有股票的市值,我们将不同基金持有的相同股票的市值相加,再除以该股票在该时点的流通市值,就得到基金持股比例。该指标以每个季度最后一个交易日的股票价格及股票流通股数作为计算基础。

(3) 换手率的计算:我们以股票过去 6 个月的总换手率作为影响股票未来价格的因素之一,首先计算个股当月的换手率,然后进行累加,计算公式如下:

$$\text{个股月换手率} = \frac{\text{个股月交易金额}}{\text{个股月流通市值}} \quad (5)$$

$$\text{过去 6 个月的个股总换手率} = \sum_{t=-6}^{-1} \text{个股月换手率} \quad (6)$$

(4) 公司规模:由于基金持有的股票都是流通股股票,因此我们以公司的流通股市值为基础,对公司检验期前 1 个月的平均流通股市值取自然对数,作为影响股票价格变动的因素之一。

(5) EPS 的计算:以过去 6 个月的 EPS 作为影响因素,如果公司披露的是半年报,则直接将披露的 EPS 作为影响因素;如果公司披露的是年报,则将年报的 EPS 减去上半年的 EPS,得到下半年的 EPS,作为影响因素。

(6) ROE 的计算:以过去 6 个月的 ROE 作为影响因素,根据证监会发布的《公开发行证券公司信息披露编报第 9 号规则——净资产收益率和每股收益的计算及披露》的规定,

$$\text{全面摊薄净资产收益率} = \text{报告期利润} \div \text{期末净资产} \quad (7)$$

由于上市公司根据公式(7)披露上半年和全年的 ROE,对下半年的 ROE 的计算如公式(8)所示:

$$\text{下半年的 ROE} = \text{全年的 ROE} - \text{上半年的 ROE} \quad (8)$$

### 3. 数据来源

本文研究中所需的交易价格数据来源于深圳市国泰安信息技术有限公司制作的《股票市场交易数据库查询系统 CSMAR Trading IQS V2》,基金投资组合数据来源于天和网(www.thsec.com),财务数据来源于证券之星网站(www.stockstar.com)。

### 4. 研究程序

虽然我国现在也要求上市公司披露季报,但该项规定只是在近两年才开始实施,且披露的季报无须会计师事务所审计,可能存在较大水分,故本文采用半年的 EPS。

我们首先对有效样本按照过去 6 个月的累积超常收益进行排序,选择累积超常收益最高和最低的各 30 支股票作为赢家组合和输家组合,并观察这二种组合在未来 12 个月内的累积超常收益情况,判断其是否有显著的惯性现象或者反转现象。根据 De Bondt 和 Thaler(1985)的研究,判断惯性现象的标志是检验期的  $ACAR_{W,T} > 0$  且  $ACAR_{L,T} < 0$ ;同理,判断反转现象的标志是检验期的  $ACAR_{W,T} < 0$  且  $ACAR_{L,T} > 0$ 。值得指出的是,事实上,赢家组合和输家组合未来 12 个月期间的 ACAR 存在四种可能性:一是赢家组合和输家组合的 ACAR 均发生惯性现象;二是赢家组合和输家组合的 ACAR 均发生反转现象;三是赢家组合的 ACAR 发生惯性现象,而输家组合的 ACAR 发生反转现象;四是赢家组合的 ACAR 发生反转现象,而输家组合的 ACAR 发生惯性现象。因此,笔者将分别对赢家组合和输家组合未来 12 个月期间的 ACAR 是否存在惯性或反转现象进行检验。

接着,我们对赢家组合和输家组合未来的累积超常收益情况做进一步的分析。我们采用多因素分析的方法,研究过去 6 个月的累积超常收益、公司规模、换手率、基金持股比例、每股收益(EPS)及净资产收益率(ROE)等因素对未来 12 个月的累积超常收益的影响程度,即

$$R_{i,t+12} - R_{m,t+12} = a_0 + a_1 \cdot (R_{i,t-1} - R_{m,t-1}) + a_2 \cdot Turnover + a_3 \cdot Size + a_4 \cdot Ratio + a_5 \cdot EPS + a_6 \cdot ROE + \quad (8)$$

其中:  $R_{i,t+12} - R_{m,t+12}$  表示股票未来 12 个月的累积超常收益;  $R_{i,t-1} - R_{m,t-1}$  表示股票过去 6 个月的累积超常收益; Turnover 表示股票过去 6 个月的换手率; Size 表示公司规模,用流通股市值的自然对数表示; Ratio 表示基金持有该股票流通股的比例; EPS 表示公司过去 6 个月的每股收益; ROE 表示公司过去 6 个月的净资产收益率。

### 三、实证结果及分析

按照研究设计,我们得到赢家组合和输家组合在过去 6 个月(形成期)的累积超常收益和未来 12 个月(检验期)的累积超常收益如表 2 所示。

从表 2 我们可以看出,赢家组合在形成期的累积收益高出市场平均收益 33.08%,输家组合在形成期的累积收益却低于市场平均收益 19.68%,二者相差了 52.76%。而在以后的 1 年检验期,赢家组合的平均累积超常收益跌至 -10.74%,但输家组合的平均累积超常收益却仍然只有 -11.34%,二者仅相差 0.6%。由此可见,赢家组合的超常收益由正转负,而输家组合的超常收益仍然是负数,但负收益的程度略有减弱。

表 2 赢家输家组合累积超常收益的比较

时点 (形成期与检验期的中点)	赢家组合的累积超常收益		输家组合的累积超常收益	
	形成期	检验期	形成期	检验期
1999 年 12 月 31 日	26.48 %	- 10.39 %	- 15.87 %	- 15.99 %
2000 年 06 月 30 日	62.02 %	- 34.80 %	- 16.04 %	- 10.81 %
2000 年 12 月 31 日	28.72 %	- 11.93 %	- 25.56 %	- 13.80 %
2001 年 06 月 30 日	24.46 %	- 7.17 %	- 22.41 %	- 11.19 %
2001 年 12 月 31 日	23.70 %	10.55 %	- 18.48 %	- 4.87 %
平均	33.08 %	- 11.34 %	- 19.68 %	- 10.74 %

接下来,我们对二种组合在检验期内平均累积超常收益的显著性进行检验(参见表 3 和表 4)。采用 t 检验后的结果表明,在未来的 3 个月以后到未来的 12 个月之间,输家组合的 ACAR 都显著地小于零,由此可见,输家组合发生了收益的惯性现象;而赢家组合从未来的 5 个月以后到未来的 12

个月之间,其 ACAR 也大多显著地小于零,因此,这表明赢家组合发生了收益的反转现象。

表 3 输家组合在检验期平均累积超常收益的显著性检验

检验期限(月)	输家组合	t 检验值	检验期限(月)	输家组合	t 检验值
1	0.25 %	0.137	7	- 6.82 %	- 3.202 *
2	- 0.13 %	- 0.056	8	- 7.13 %	- 2.954 *
3	- 1.73 %	- 1.692 *	9	- 7.76 %	- 4.025 *
4	- 2.90 %	- 3.171 *	10	- 9.45 %	- 3.748 *
5	- 5.41 %	- 2.957 *	11	- 10.74 %	- 5.905 *
6	- 6.06 %	- 3.034 *	12	- 11.33 %	- 6.066 *

注：\*表示  $ACAR_{L,t}$  的 t 检验值在 90 % 的水平上显著地小于零。

表 4 赢家组合在检验期平均累积超常收益的显著性检验

检验期限(月)	赢家组合	t 检验值	检验期限(月)	赢家组合	t 检验值
1	2.81 %	0.701	7	- 6.38 %	- 1.595 *
2	1.32 %	0.368	8	- 7.02 %	- 1.739 *
3	- 1.07 %	- 0.442	9	- 8.01 %	- 1.738 *
4	- 3.96 %	- 1.201	10	- 10.99 %	- 2.072 *
5	- 5.68 %	- 2.006 *	11	- 11.19 %	- 1.709 *
6	- 6.33 %	- 1.716 *	12	- 10.75 %	- 1.486

注：\*表示  $ACAR_{W,t}$  的 t 检验值在 90 % 的水平上显著地小于零。

从图 1 和图 2 我们可更清楚地看出,赢家组合在未来的 12 个月内表现出“收益反转”的现象,而输家组合却表现出“收益惯性”的现象。

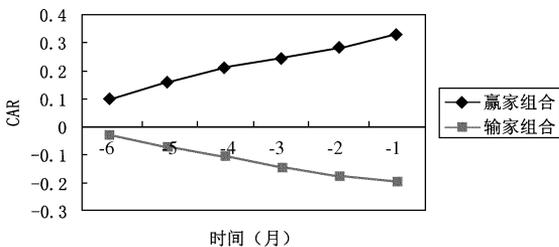


图 1 按累积超常收益排序的赢家  
和输家组合形成期表现

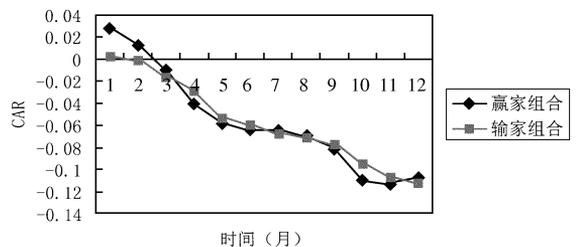


图 2 按累积超常收益排序的赢家  
和输家组合检验期表现

为了进一步探讨影响股票未来累积超常收益的原因,我们以股票未来 12 个月检验期的累积超常收益作为因变量,以组合形成期的累积超常收益、换手率、流通股市值、基金持仓比例、EPS、ROE 等作为自变量,建立一个多元回归分析模型,如公式(8),模型的拟合结果见表 5。

由表 5 可见,在控制了换手率、流通股市值、基金持仓比例、EPS、ROE 等变量以后,赢家组合检验期的 CAR 与组合形成期的 CAR 仍然成显著的反比关系,而输家组合检验期的 CAR 与组合形成期的 CAR 也仍然成正比关系,尽管统计上并不显著。这再次证明了赢家组合的收益反转现象和输家组合的收益惯性现象。

从表 5 还可看出,无论是赢家组合或输家组合,流通股市值、基金持股比例及公司的每股收益对未来 12 个月的累积超常收益都有重要的影响,但换手率和 ROE 的影响却不显著。具体来说,首

先,流通股市值与未来 12 个月的累积超常收益呈显著的反向关系,即流通股市值越大,未来 12 个月的累积超常收益越低,由此可见,“规模效应”不仅存在于赢家组合,也存在于输家组合;其次,基金对股票的持股比例也与未来 12 个月的累积超常收益呈显著的反向关系,即基金在前期持股比例越大,该股票未来 12 个月的累积超常收益越低,这很可能是基金在未来减持股票造成的结果;此外,公司过去的每股收益与未来 12 个月的累积超常收益呈显著的正向关系,即过去的每股收益越大,未来 12 个月的累积超常收益也越高,这说明基金在进行投资决策时,倾向于投资那些每股收益较高的公司;最后,公司过去的换手率和净资产收益率与未来 12 个月的累积超常收益无显著的相关关系,说明这二个指标对赢家组合和输家组合的累积超常收益并无影响。

表 5 多元回归模型 (8) 的拟合结果

组合	截距	形成期 CAR ( $R_{i,t-1} - R_{m,t-1}$ )	形成期 换手率	流通 股市值	基金 持股比例	每股收益	净资产 收益率	R <sup>2</sup>
赢家 组合	2.487 (2.981) *	- 0.189 (- 2.378) *	- 0.133 (- 1.700)	- 0.223 (- 2.925) *	- 0.190 (- 2.538) *	0.289 (2.530) *	- 0.153 (- 1.362)	0.224
输家 组合	1.805 (2.912) *	0.074 (0.917)	0.112 (1.388)	- 0.268 (- 3.050) *	- 0.237 (- 2.961) *	0.237 (1.792)	- 0.147 (- 1.166)	0.137

注:括号内的数表示 t 检验值; \*表示在 95 % 的置信水平下显著。

通过以上的研究我们发现:在基金重仓持有的股票中,赢家组合在未来 12 个月的收益发生了显著的反转现象,而输家组合在未来 12 个月的收益却发生了显著的惯性现象。针对这二种现象,笔者认为可以通过基金的行为来解释。

(1) 对于输家组合出现的惯性现象,可能的解释是由于基金的自我控制 (Self-control) 行为而产生的。对基金这样的机构投资者来说,为了避免遭受更大的损失,往往对所投资的股票设置止损命令 (Stop-loss Order),一旦股票价格跌破预先设定的某一价格,止损命令将自动执行。此时,机构投资者将手中亏损的股票逐步卖出。这种自我控制行为在本研究中体现为,当基金重仓持有的股票在过去 6 个月的形成期内表现不佳时,对基金管理者来说,理性的做法可能是坚决把它抛售掉,而由于基金的重仓持有,其抛售行为将导致该股票价格的进一步下跌,从而表现出输家组合的负收益惯性现象。

(2) 对于赢家组合出现的反转现象,正如 De Long 等人 (1990) 所指出的,当市场上存在大量“追涨杀跌”的投资者时,理性投机者 (Rational Speculator) 将利用投资者的这种心理,在获得信息时尽量抬高股票价格,吸引这些投资者购买该股票,并在投资者购买该股票时抛售自己持有的股票,最终导致了股票价格的过度反应,并达到获取超常收益的目的。在本文中,基金管理者在组合形成期内抬高了股票价格,并在信息披露后吸引中小投资者的跟进,在获取目标的超常收益后则将其持有的股票卖出,由于基金对该部分股票的持仓比例较高 (样本数据表明基金重仓持有的股票占该上市公司流通股市值的 9.33 %),因此基金的抛售行为将导致该股票价格的下跌,这就产生了赢家组合的收益反转现象。

#### 四、结论和启示

本文以基金重仓持有的股票作为研究对象,研究这些股票是否存在收益的惯性现象和反转现象,并采用多因素分析的方法探讨了影响股票未来收益的因素,通过实证检验我们发现:

(1) 以过去 6 个月的累积超常收益作为分组标志而构造的赢家组合和输家组合,它们在未来 12 个月的平均累积超常收益均为负值,可见赢家组合发生了收益的反转现象而输家组合发生了收益

的惯性现象。由此可见，如果中小投资者试图根据基金披露的重仓持股这一信息进行投资，将无法获得超常收益。

(2) 影响赢家组合和输家组合未来 12 个月的超常收益的主要因素有公司的流通股市值、基金持有该股票的比例和公司过去 6 个月的每股收益。其中，前二个因素与公司未来 12 个月的超常收益呈显著的负相关关系，而后一个因素与公司未来 12 个月的超常收益呈显著的正相关关系，即形成期的股票流通市值越高，检验期的 ACAR 越低，反之越高；形成期的基金持股比例越高，检验期的 ACAR 越低，反之越高；形成期股票的每股收益越高，形成期的 ACAR 越高，反之越低。由此可见，赢家组合和输家组合未来的 ACAR 存在着显著的“规模效应”、“基金持股效应”和“EPS 效应”。

(3) 导致“赢家变输”和“输家更输”这种现象的原因可能是基金基于市场上投资者的“追涨杀跌心理”的“短期套利行为”和基金基于“自我控制心理”的“止损行为”。当基金获得某一上市公司的好消息时，通过抬高股票价格来吸引其他投资者的购买，在获取目标利润后抛售持有的股票，最终导致股票在基金公布其持仓信息前后发生了收益反转现象；当基金持有的股票表现不佳时，为了避免更大的损失，基金的“自我控制心理”就驱使其出售这些股票，从而导致了这些股票发生了负收益的惯性现象。

#### 参考文献

- 沈艺峰、吴世农，1999：《我国证券市场过度反应了吗》，《经济研究》第 2 期。
- 王永宏、赵学军，2001：《中国股市惯性策略和反转策略的实证分析》，《经济研究》第 6 期，56—61。
- 吴世农、吴超鹏，2003：《我国股票市场“价格惯性策略”和“盈余惯性策略”的实证研究》，厦门大学管理学院财务与投资研究中心工作论文。
- 张人骥、朱平芳、王怀芳，1998：《上海证券市场过度反应的实证研究》，《经济研究》第 5 期。
- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1998, “A Model of Investor Sentiment”, *Journal of Financial Economics* 49, 307—343.
- Chan, Louis K. C., 1988, “On the Contrarian Investment Strategy”, *Journal of Business* 61, 147—163.
- Chan, Louis K. C., 1996, “Narasimhan Jegadeesh and Jakonishok Lakonishok, Momentum Strategies”, *Journal of Finance* 51, 1681—1713.
- Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avaniidhar Subrahmanyam, 1998, “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions”, *Journal of Finance* 53, 1839—1885.
- De Bondt, Werner and Richard Thaler, 1985, “Does the Stock Market Overreact?”, *Journal of Finance* 40, 793—805.
- De Bondt, Werner and Richard Thaler, 1987, “Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality”, *Journal of Finance* 42, 557—580.
- DeLong, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, and Robert J. Waldman, 1990, “Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation”, *Journal of Finance* 45, 379—395.
- Fama, Eugene F., 1998, “Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance”, *Journal of Financial Economics* 49, 283—307.
- Fischhoff, Baruch, Paul Slovic, and Sarah Lichtenstein, 1977, “Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence”, *Journal of Experimental Psychology* 3, 552—564.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman, 1993, “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency”, *Journal of Finance* 48, 65—91.
- Kaul, Gautam, and M. Nimalendran, 1990, “Price Reversals: Bid-ask Errors or Market Overreaction?”, *Journal of Financial Economics* 28, 67—93.
- Odean, Terrance, 1998, “Volume, Volatility, Price, and Profit when All Traders Are Above Average”, *Journal of Finance* 53, 1887—1934.
- Shefrin, Hersch, and Meir Statman, 1985, “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence”, *Journal of Finance* 40, 777—790.
- Tversky, Amos, and Daniel Kahneman, 1974, “Judgment under Uncertainty: Heuristics and biases”, *Science* 185, 1124—1131.
- Zarowin, Paul, 1989, “Does the Stock Market Overreact to Corporate Earnings Information?”, *Journal of Finance* 44, 1385—1400.

(责任编辑：石村)(校对：山)

## **An Empirical Study on the Twin Crises : Banking & Currency Crises**

Liu Liya & Ren Ruoen

(Shanghai University of Finance and Economics ; School of Economics and Management , Beihang University)

During the Asian financial crises the banking crisis and currency crisis happened simultaneously. The coincidence of banking and currency crises has drawn renewed interests to causal and common factors linking the two crises and raised issue that whether the coincidence of twin crises can be generalized. The theoretical analysis indicated the linkages between the banking and currency crises. In this paper , we conduct an empirical study , which investigates the causal linkages between banking and currency crises based on the data from industrial economies and emerging market economies. We adopt the frequency distribution , the noise - signal approaches , and bivariate and multivariate probit regression models to study joint occurrence between banking and currency crises. Our conclusion is that the strong contemporaneous correlation between currency and banking crises in emerging markets is robust and banking crises is a significant leading indicator of future currency crises , but not vice versa.

**Key Words:** Banking Crises ; Currency Crises ; Twin Crises ; Noise Signal Approach ; Probit Regression Models

**JEL Classification :** G100 , G140

## **A Study on Market Behavior of Stocks Heavily Held by Security Funds in China**

Wu Shinong & Wu Yuhui

(Management School ; Xiamen University)

This paper exams two portfolios , Winner and Loser , which are constructed via the past 6 - month CARs of the stocks heavily held by security funds in China. The study found that the trend of contrary happened to the winner while the trend of momentum occurred to the loser. The study also found that the future 12 - month CARs from the winner and the loser are negatively associated with the market value of tradable shares and the share - holding proportion of the security funds , while positively associated with the earnings per share. Thus , the authors pointed that there exist Size Effect , Effect of Share - holding by Security Funds and EPS Effect. The authors suggest that the reasons behind 'the loser to be more losing while the winner is changed to be loser' may be attributed to the two actions of the security funds in China , one is their speculations for short - term profit based on investors' following market , and the other is their self - controlling based on their stopping losing.

**Key Words:** Momentum ; Contrary ; Heavily Holding Shares ; Behavioral Finance

**JEL Classification :** G230 , G110 , G120