

中国证券投资基金羊群行为实证研究

康国彬, 邱华政, 刘星

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 基于2003年3月-2005年3月之间中国开放式基金的投资组合的数据进行分析,运用Wermers(1999)对于LSV模型的羊群行为测度的修正方法,对基金持有的股票进行各种特征分类的羊群行为测度,得出中国存在比较严重的羊群行为。从对基金持有股票的特征分析得出羊群行为在高收益的小股票和上期回报率高、下期回报率高的股票上程度也比较明显。从基金成立日、投资类型分析得出新基金、股票型的基金的羊群行为程度高。而利用下期回报率对羊群行为的理性和非理性进行分析得出中国的开放式基金可能为假羊群行为的结论。

[关键词] 羊群行为;开放式基金;投资组合;LSV模型

[中图分类号] F832.5 [文献标识码] A [文章编号] 1673-5609(2006)04-0060-06

Empirical Study on Herd Behavior of China's Securities and Investment Funds

KANG Guo - bin, QIU Hua - zheng, LIU Xing

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Based on the data of the investment portfolios from March 2003 to March 2005, by using the Wermers (1999) modified LSV model, this paper measures the herd behavior in the stocks hold by the funds according to various sorted characteristics, and concludes that there is rather severe herd behavior. From analyses of the characteristics of the stocks hold by funds, it shows that herd behavior is obvious in the stocks with high earning, small cap, high previous return and high next return. From analyses of the date of foundation and types of investment, it shows that herd behavior in new and equity funds is in high degree. And from analyses of the rationality and irrationality of herd behavior by the next period return, the conclusion is that herd behavior in China's open funds may be not true.

Key words: herd behavior; open funds; investment portfolios; LSV model

一、引言

随着基金规模的日益扩大和数量的增加,基金的投资行为对于中国的股票市场的影响力也逐渐提升,而投资基金的羊群行为是这种影响的最主要测度,在金融市场中羊群行为是一种特殊的非理性行为,它是指投资者在信息环境不确定的情况下,在决策时易受到其他投资者的影响,而倾向于模仿他人决策,不考虑自己私有信息的行为。羊群行为表现

为许多投资者在同一时间对于某只股票或者某类股票采取相同的投资策略。羊群行为程度和股票价格波动之间形成一种正反馈机制,这使得许多学者认为羊群行为是导致市场价格波动过度的一个重要因素。Choe(1999)、Kaminsky和Schumkler(1999)在对东南亚爆发的金融危机的研究中,发现外国投资者的羊群行为对金融危机起了推波助澜的作用。因此,羊群行为引起了学术界和政府监管部门的广泛关注。

目前,中国共有基金219家,其中开放式基金

[收稿日期] 2006-02-16

[作者简介] 康国彬(1953-),男,福建厦门人,厦门大学经济学院金融系副教授,硕士生导师,嘉庚学院金融系主任,主要从事证券投资、银行会计、资本市场研究。

邱华政(1979-),男,福建石狮人,厦门大学经济学院金融系硕士研究生,研究方向:行为金融、公司金融、财务管理。

刘星(1982-),女,湖南湘潭人,厦门大学经济学院金融系硕士研究生,研究方向:投资银行、企业银行兼并收购。

165家,封闭式基金为54家,而相对于2004年的数据而言,增加的只有开放式基金,由原来的141家到现在的165家,而封闭式基金的数目不变。因此,开放式基金的重要性日益显著,本文利用2003年3月至2005年3月之间,46家中国开放式基金(除去货币型和偏债型,以及成立时间太短的基金,以2004年为基准)共跨度9个季度的投资组合进行分析。

二、数据和方法

(一)使用的数据来源

由于开放式基金成立的时间不长,成立时间短的基金的羊群效应并不明显,所以本文选择成立时间在2004年以前的46家基金,跨度为9个季度的基金组合进行分析。根据我国证券法的规定,每季度每个基金都要公布前10名的持有的股票的名称以及在基金资产中的比例,这些数据用来分析基金的羊群效应。

各个基金的每个季度末的资产组合公告数据来源于金融界网站的数据中心(<http://datacenter.jrj.com.cn/datacenter/Index.htm>),所有的数据都是经过作者加工处理的,不考虑基金在该季度购买的未上市的新股。本文删去参与买卖的基金数量太少的样本,如果参与买卖的基金数量少于5家,则删除该基金在该时期的数据,这是由于国际上的对羊群行为的研究通常是以5家为基准的,这样才具有可比性。虽然,这样处理,由于我国基金的数量并不是太多和成立时间并不太长,从而导致数据样本太小,但本文还是坚持采用国际标准来测量。因此,在样本中剔除少于被5家基金持有的股票。在取样期间同时被5家基金持有的股票数有191只。

在对基金羊群行为特征进行分析时,我们使用了深沪两地所有上市公司的价格、规模(包括总市值、流通市值以及总股本、流通股本)、回报率、市盈率、基金成立时间、投资风格等数据。数据来源于wind资讯平台(通过wind.net信息终端接收),行业分类信息来源于由香港理工大学中国会计与金融研究中心和深圳市国泰安信息技术有限公司联合开发的《中国股票市场研究数据库》(China Stock Market & Accounting Research,简称CSMAR)。所有的数据通过excel编程处理和spss分析而得出的结论。

(二)使用的方法

对于羊群行为的实证检验考察机构投资者是否彼此跟随进行交易,Lakonishok,Shleifer and Vishny基于美国股票市场上769家养老基金的研究得到的结论是:不存在显著的羊群行为;机构投资者采取广泛的投资风格和策略,而这些不同的投资风格和策略

的效果彼此抵消。Wermers发现系统性羊群行为的实证证据是不显著的。这些研究用的都是LSV(1992)的方法,此方法基于的观点是:如果机构投资者在同一时期彼此跟随买卖股票,那么在此时期机构投资者将大部分是买方或者卖方。Sias(2004)则采取了不同的方法,他们度量机构投资者在相邻时期彼此跟随投资的程度,其结果却揭示了显著的羊群行为的证据。

国内对羊群行为的实证研究主要是以整个股票市场为研究对象,通过对股票收益分散度等指标的回归分析来判断整个市场是否存在羊群行为,而对某些特定的投资者群体的研究却比较少。施东晖基于1999-2000年基金公布的季度投资组合,利用简单的羊群行为指标,最早研究了基金的羊群行为。袁克等利用1999-2003年基金季度投资组合十大重仓股数据研究了基金的羊群行为。宋军、吴冲锋运用1998年10月至2000年9月的基金季度投资组合,利用经Wermers修正后的LSV模型进行羊群测度。但这些都是对封闭式基金的测度,而对开放式基金的测度,可以说是非常少的,到目前为止,只有伍旭川、何鹏对从2001年12月-2004年4月间的中国开放式基金的季度投资组合进行测度。本文正是基于这点而产生的,采用Wermers修正后的LSV模型进行测度。

目前,对羊群行为的测度的模型比较常见有两种:

1. 简单模型

$H_{i,t} = \max(H_{i,t}^b, H_{i,t}^s) / (H_{i,t}^b + HH_{i,t}^s)$ 其中, $H_{i,t}^b$ 为 t 季度买入股票 i 的基金数, $H_{i,t}^s$ 为 t 季度卖出股票 i 的基金数。

2. Wermers 修正后的 LSV 模型

$$HM_{it} = |q_{it} - E(q_{it})| - AF_{it}$$

$$BHM_{it} = HM_{it} | q_{it} > E(q_{it})$$

$$SHM_{it} = HM_{it} | q_{it} < E(q_{it})$$

其中, HM_{it} 代表对羊群行为的测度(Herding Measure); q_{it} 表示在季度 t 对于第 i 只股票买方基金的比例; $E(q_{it})$ 代表在该季度中买方基金的预期比例,在某个季度中为常数。 AF_{it} 是一个调整因子, $AF_{it} = E(|q_{it} - E(q_{it})|)$ 代表假设基金买卖股票的行为相互独立(即不存在羊群行为的情况下)的零假设下, $|q_{it} - E(q_{it})|$ 可能不为零,即有可能偏离其期望值,这里的 $E(q_{it})$ 同上代表的一样。通过仿真方法得到每个季度每只股票的 AF_{it} ,对每只股票的 AF_{it} 仿真10次,取平均值。(具体过程可以参照 wermers 的文章的 appendixB)

把测度的买方(多方)和卖方(空方)来区分每个季度每个基金羊群行为的大小。当某个股票在该季度的羊群值大于该季度的平均值,则为买方 HM 值,即 $BHM_{it} = HM_{it} | q_{it} > E(q_{it})$,而如果某个股票在该季度的羊群值小于该季度的平均值,则为卖方 HM 值,即 $SHM_{it} = HM_{it} | q_{it} < E(q_{it})$ 。

三、实证研究的结果

(一) 基金羊群行为的整体水平

表 1 和表 2 分别给出了基金羊群行为的总体样本和以季度为基础的羊群值, HM 值、BHM 值、SHM 值。T 值是对于 HM 值、买方 HM 值、卖方 HM 值显著大于零的单尾检验。羊群值右上角有星号的表示在一定的范围内拒绝原假设。

表 1 基金羊群行为的总体样本

| 样本数 | Mean | Median | Std. Deviation | Minimum | Maximum |
|-----|---------|---------|----------------|---------|---------|
| 191 | 0.05476 | 0.03766 | 0.1245 | -0.16 | 0.46 |

表 2 基金羊群行为以季度为基础的羊群值

| 季度 | HM | BHM | SHM |
|-------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| 1(t) | 0.01138(0.269) | -0.014982(-0.449) | 0.0773(0.54) |
| 2(t) | 0.07714 *** (2.622) | 0.03884(1.565) | 0.1346 *(2.281) |
| 3(t) | -0.00510(-0.263) | 0.00126(0.034) | -0.01056(-0.539) |
| 4(t) | 0.08285 *** (2.540) | 0.05276 *(1.736) | 0.1297 *(1.896) |
| 5(t) | 0.1097 *** (3.659) | 0.1170 *(1.927) | 0.1031 *** (4.425) |
| 6(t) | 0.007505(0.451) | -0.00831(-0.381) | 0.03177(1.233) |
| 7(t) | 0.05137 *** (2.427) | 0.06140 *** (2.628) | 0.03966 *(1.049) |
| 8(t) | 0.04867 *** (2.088) | 0.04543 *(1.766) | 0.05397 *(1.61) |
| 9(t) | 0.06726 *** (2.676) | 0.05161 *(1.966) | 0.08423 *(1.880) |
| Total(t) | 总样本数 | 0.05476 *** (6.079) | 191 |
| 0.04290 *** (4.5) | 108 | 0.07018 *** (4.246) | 83 |

注: *, **, *** 分别代表差异在 10%、5%、1% 的水平上显著。

根据以上表格给出的信息,可以得出,中国开放式基金的羊群效应的总体平均值 HM、BHM、SHM 分别为:0.05476、0.04290、0.07018。在 t 检验下,都显著拒绝原假设。这个数值比其他学者用同样方法测量的封闭式基金的值较小,比伍旭川、何鹏用简单模型得出的认为中国存在严重羊群效应的值小很多(程度上而言,实际值是不具有可比性的),原因是中国开放式基金成立的时间比较短,用这种方法并不能很准确的测量出羊群行为值,也导致了一些季度的 t 值检验结果不是很显著,这一点也影响到以后的一些分类检验的 t 值不显著。但是,我们应该看到的是这样的一个数值还是大于西方国家一些学者对基金的羊群值的测量,如:wermers 的测量值为 0.034,这证明了我国的基金还是存在着比较严重

的羊群行为。另外,本文得出的一个有意思的结论是卖方羊群值(SHM)大于买方羊群值(BHM),这在我国的学者对基金的羊群值检验中是从没有出现过的,但是,跟 wermers 的结论却是一致的,他的三个值 HM、BHM、SHM 分别为 0.034(109486)、0.0298(55038)、0.0373(54448),更有意思的是他的买方样本基金数也是大于卖方的样本基金数,而羊群值却是小于。这些都充分证明了本文的实证的可靠性和真实性,并且在他的文章中也不乏有羊群值为负值,这在中国一些相关的实证研究中也是没有出现的,这一点说明了,经过因子调整,出现负值是符合实证研究的。

依据 HM 的定义,0.05476 意味着如果期望的净买入概率为 0.5,即 $q = 0.5$,则约有 55% 的基金沿着相同的方向买入或者卖出股票。更为一般的说法,对于股票 i 在时期 t 中,如果有 100 家基金参与交易,那么相比于相互独立随机交易情况下(零假设)所期望的同方向交易的基金数目,大约多出了 5 家。这个指标高于美国市场的基金羊群行为水平 0.034。wermers(1999)依据美国共同基金的研究得出的指标值为 0.034,而更早的 LSV(1992)依据美国养老基金的研究得出的水平为 0.027。

在不存在羊群行为的零假设下,本文采用 wermers 文章中的 MonteCarlo 仿真方法得到了在零假设下的 HM 值的分布。图 1、2、3 分别给出了实际值、仿真值、和总体仿真值的图形。可以清楚地看到,实际的 HM 值分布的平均值和中位数远远大于在零假设下的羊群行为值的分布。

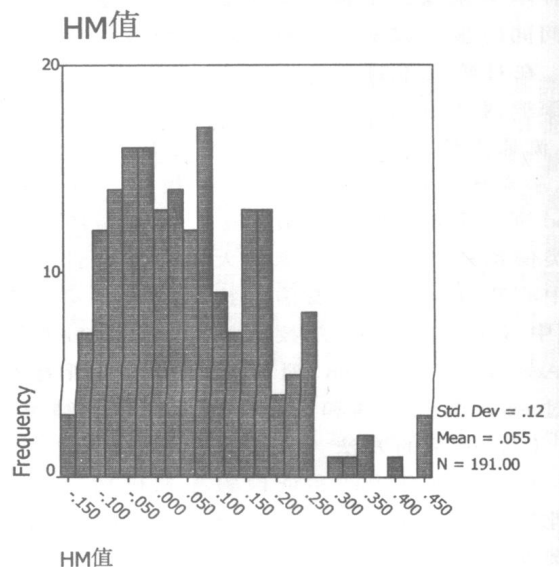


图 1 实际的 HM 值的分布直方图

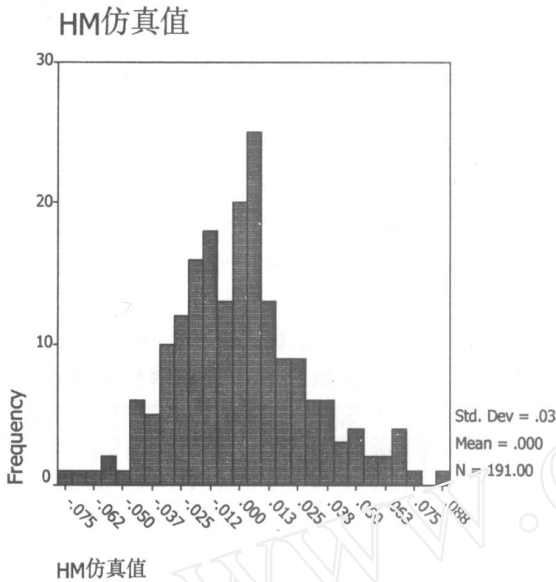


图 2 仿真的 HM 值的分布直方图

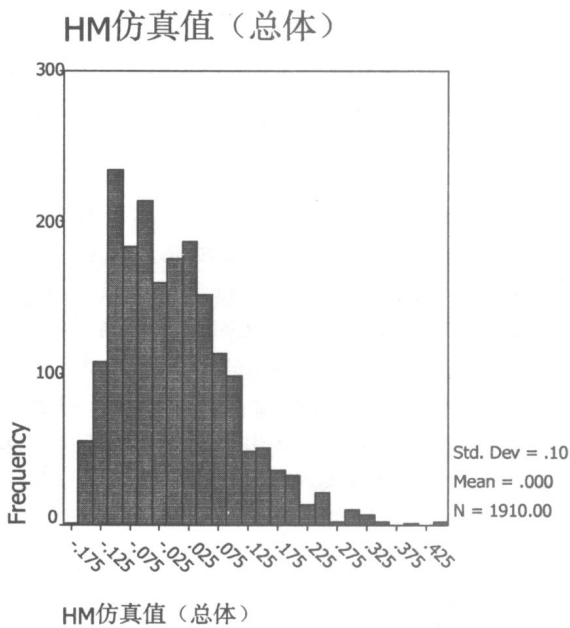


图 3 总体仿真的 HM 值的直方图

通过以上的比较可以看出,如果羊群行为严重的话,参与的基金数目会增加,但零假设和实证的结果是:随着参加交易的基金的数目的增加,羊群行为的程度是降低的。

(二) 基于行业分类的羊群行为测度

在处理股票行业分类问题时,我们采用的是 CSRC 行业分类,共分为 24 类,并且有其各自的代码,分别表示如下:A - 农、林、牧、渔业;B - 采掘业;C - 制造业;C₀ - 食品、饮料;C₁ - 纺织、服装、皮毛;

C₂ - 材料、家具;C₃ - 造纸、印刷;C₄ - 石油、化学、塑胶、塑料;C₅ - 电子;C₆ - 金属、非金属;C₇ - 机械、设备、仪表;C₈ - 医药、生物制品;D - 电力、煤气及水的生产和供应业;E - 建筑业;F - 交通运输、仓储业;G - 信息技术业;H - 批发和零售业;I - 金融、保险业;J - 房地产业;K - 社会服务业;L - 传播与文化产业;M - 综合类。按照得出的 HM 值,对符合条件的样本股票依据行业分类进行分类计算。由于,本文样本空间比较小,所以,一些行业并没有相应的股票,有的行业也没有得出相应的羊群行为值,但是,这些不足随着时间的推移,可以逐渐完善的。

表 3 基于行业分析的羊群行为测度

| 行业代码 | HM | BHM | SHM |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| B(t) | 0.0657 ** (2.222) | 0.09184 * (2.143) | 0.03374 (0.85) |
| C ₀ (t) | 0.06343 ** (2.303) | 0.1150 *** (3.782) | - 0.03110 (- 1.154) |
| C ₄ (t) | 0.08766 * (1.632) | 0.05527 * (1.521) | 0.2010 * (1.6223) |
| C ₆ (t) | 0.03789 * (1.667) | 0.04620 (1.345) | 0.02792 (0.931) |
| C ₇ (t) | 0.07404 ** (2.113) | 0.04851 (1.32) | 0.09531 ** (1.96) |
| C ₈ (t) | 0.05423 ** (2.256) | 0.07404 * (1.695) | - 0.07579 (NA) |
| D(t) | 0.02438 * (1.983) | 0.00468 (1.032) | 0.0525 ** (2.013) |
| F(t) | 0.0498 ** (2.824) | 0.02598 * (1.884) | 0.1055 ** (2.532) |
| I(t) | 0.07648 * (1.650) | - 0.00424 (- 0.076) | 0.1058 * (1.804) |
| J(t) | 0.05354 (1.026) | 0.06060 (0.996) | 0.04647 (0.503) |
| Total(t) | 0.05476 *** (6.079) | 0.0429 *** (4.5) | 0.07018 *** (4.246) |

注: *, **, *** 分别代表差异在 10%、5%、1% 的水平上显著。

由表 3 可以看出,C₄ - 石油、化学、塑胶、塑料的羊群行为测度均值最高(0.08766),I(t) - 金融保险次之(0.07648)。D - 电力、煤气及水的生产和供应业的羊群行为测度均值最低(0.02438),C₆ - 金属、非金属次之(0.03789)。因此,我们可以得出这样的结论:高增长型、高风险和新兴产业股票(成长型)的羊群行为比较明显,而对于增长速度慢、成长相对缓慢的股票(价值型)行业羊群行为并不十分明显,这主要是因为投资者可以从成长型的股票中获得更多有关股票将来的信息。可见,基金还是热衷于投资增长性比较好的股票,而不看好有潜力的冷门股(价值型)。这个结论跟国外的一些学者的分析是一致的,如:wermers (1999) 对美国共同基金的观察、以及 Falkenstein (1996) 对美国基金的羊群行为的分析。

(三) 基于股票规模(流通股本)分组的羊群行为的分析

表 4 基于流通股本的分析

| 流通股本分组 | HM | BHM | SHM |
|--------|--------------------|--------------------|-------------------|
| 1(t) | 0.0625 *** (2.932) | 0.05791 ** (2.317) | 0.06663 * (1.942) |
| 2(t) | 0.03495 * (1.828) | 0.00809 (0.368) | 0.06479 * (2.072) |
| 3(t) | 0.06379 ** (2.736) | 0.03911 ** (2.302) | 0.1336 * (1.820) |

| | | | |
|-------|---------------------|--------------------|--------------------|
| 4(t) | 0.02199(1.309) | 0.02017(1.164) | 0.02595(0.664) |
| 5(t) | 0.08944 *** (4.789) | 0.1131 *** (4.671) | 0.07298 ** (2.732) |
| Total | 0.05476 | 0.04290 | 0.07018 |

注：*，**，*** 分别代表差异在 10%、5%、1% 的水平上显著。

1 代表股本数为 $5E+09 - 18E+09$ 股, 2 代表 $18E+09 - 30.2E+09$ 股, 3 代表 $30.2E+09 - 58.8E+09$ 股, 4 代表 $58.8E+09 - 158.5E+09$ 股, 5 代表 $> 158.5E+09$ 股。

在基金选取股票的过程中, 对于股票的流通市值是很看重的, 因此对于以股票的流通市值为特征的羊群行为分析, 受到许多学者的重视。在中国, 股票分为流通股和非流通股, 非流通股对于基金可操作性不高, 因此, 本文只考虑流通股。有的文章也考虑总股本, 由于总股本得出的结论和流通股得出的结论是类似, 因而, 本文也不予考虑。对于股票的流通股本的分类, 本文采用每个区间有相同数量的股票数进行分类, 这是由于所获取的股票样本太小, 这样分类显示出了合理性。

由以上的表格可以看出, 小股票和大股票的羊群行为测量值高, 说明, 基金在买进或者卖出小盘股和大盘股时, 会有比较严重的羊群行为。而从 BHM 来看, 对于大盘股的买方羊群行为程度很高, 这从侧面说明了, 由于中国这几年来, 股市下跌严重, 基金也是购买实力比较雄厚的股票, 以求稳定; 但是另外一方面, 为了业绩也会加大购买小盘股的数量, 因为小盘股不确定因素较多, 在购买时容易产生羊群行为。从 SHM 来看, 呈现中间高的趋势, 说明基金卖出不看好的股票, 或者可操作性低的股票。

(四) 基于股票价格的羊群行为分析

表 5 基于股票价格的羊群行为

| 股价分组 | HM | BHM | SHM |
|-------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 1(t) | 0.1001 *** (3.569) | 0.04663(1.597) | 0.1372 *** (3.369) |
| 2(t) | 0.05807 *** (4.736) | 0.04551 *** (3.552) | 0.07426 *** (3.277) |
| 3(t) | 0.02331 *(1.961) | 0.02772 ** (2.3113) | 0.01743(0.764) |
| 4(t) | 0.02796(0.944) | 0.03449 *(1.5222) | - 0.03079(NA) |
| 5(t) | 0.04342(0.87) | 0.1119(1.504) | - 0.02506(- 4.373) |
| Total | 0.5464 | 0.04259 | 0.07018 |

注：*，**，*** 分别代表差异在 10%、5%、1% 的水平上显著。

P 代表股价, 1 表示 $P < 5$, 2 表示 $5 < P < 15$, 3 表示 $15 < P < 25$, 4 表示 $25 < P < 35$, 5 表示 $P > 35$, 单位元(RMB)。

在分析基金对于股票价格的羊群行为时, 本文对于股价的分类, 也是采用了区间平等数量的方法, 对每个季度基金所持有的股票按照价格分为 5 组, 分别计算平均的 HM 值、BHM 值和 SHM 值, 由此,

得出表 5。从表 5, 可以清晰的看出, 基金对于低价格的股票的羊群行为程度明显的高于高价格的股票。在股价小于 15 时, 所得到的羊群行为值大于平均值, 而相对应的 t 检验也比较显著。这个现象主要是由 SHM 所形成的, 因为 HM 可以看成是 BHM 和 SHM 的加权平均。而对高价位的股票的羊群行为几乎没有, 也说明了, 对于高价的股票基金并没有太大的兴趣。这些结论和宋军、吴冲锋关于封闭式基金的结论类似。

(五) 基于上期回报率的羊群行为分析

表 6 基于上期回报率的羊群行为测度

| 上期回报率分组 | HM | BHM | SHM |
|---------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 1(t) | 0.03449 *** (2.040) | - 0.05349 (- 0.262) | 0.07876 *** (3.284) |
| 2(t) | 0.05624 *** (2.717) | 0.07238 *(1.864) | 0.04318 ** (2.061) |
| 3(t) | 0.03394 *(1.995) | 0.03316 *(1.8963) | 0.03489 ** (2.3001) |
| 4(t) | 0.07080 *** (3.304) | 0.05841 *** (2.911) | 0.08979 *(1.978) |
| 5(t) | 0.07771 *** (3.941) | 0.07799 *** (4.024) | 0.07730 *(1.927) |
| Total | 0.05476 | 0.04290 | 0.07018 |

注：*，**，*** 分别代表差异在 10%、5%、1% 的水平上显著。

R 代表回报率, 1 表示 $- 0.354 < R < - 0.047$, 2 表示 $- 0.047 < R < - 0.01$, 3 表示 $- 0.01 < R < 0.0474$, 4 表示 $0.0474 < R < 0.124$, 5 表示 $0.124 < R < 0.906$ 。

从表 6 可以很清晰的看出, 基于上期回报率的羊群效应的规律。上期回报率越低, 羊群行为越低, 而上期回报率越高, 羊群行为也越高。说明了, 基金对于近期高收益的股票的从众行为更严重。从 BHM 来看, 也是同样的规律, 上季度回报率越高, 羊群行为值也越高; 而对于 SHM 来说, 呈现了两头大, 中间小的形式, 可以得出这样的结论: 基金对于上期收益低和收益高的股票更倾向于卖出, 这也符合基金买卖的行为。另一方面, 由于近年来中国的股市, 一直低迷, 基金也严重亏损。因此, 一有风吹草动就很轻易的跟从, 从而表现出更高的卖出羊群行为效应。

(六) 基于下期回报率的羊群行为分析

表 7 基于下期回报率的羊群行为测度

| 下期回报率分组 | HM | BHM | SHM |
|---------|---------------------|---------------------|--------------------|
| 1(t) | 0.04551 ** (2.161) | 0.01702(0.689) | 0.08071 ** (2.319) |
| 2(t) | 0.04835 ** (2.513) | 0.05312 *** (3.034) | 0.04179(1.054) |
| 3(t) | 0.05141 ** (2.659) | 0.04028 *(1.904) | 0.0705 *(1.829) |
| 4(t) | 0.06577 *** (3.054) | 0.03837 *(1.877) | 0.09962 ** (2.473) |
| 5(t) | 0.06252 *** (3.81) | 0.06674 *** (3.054) | 0.05808(1.682) |
| Total | 0.05476 | 0.0429 | 0.07018 |

注：*，**，*** 分别代表差异在 10%、5%、1% 的水平上显著。

R 代表回报率, 1 表示 $- 0.223 < R < - 0.036$, 2 表示 $- 0.036 < R < - 0.01$, 3 表示 $- 0.01 < R <$

0.083,4表示 $0.083 < R < 0.138$,5表示 $0.138 < R < 2.906$ 。

表7也很明显的体现出:基金持有股票的羊群行为值关于下期回报率的分析得出,只要下期回报率高,羊群行为值也相应高。说明了,基金对于股票的操作性很强,当基金进行干预,对股票进行买进或者卖出时,下期的回报率明显增加,或者说基金对股市存在着哄抬价格的现象,这从上期的回报率的分析中也可以看出。在宋军和吴冲锋(2001)的文章中利用下期的回报率来检验羊群行为的真假性。真羊群行为,即直接跟从他人的投资,这使得决策对自己的福利产生消极影响,是一种非理性行为;反之,伪羊群行为是根据现有的信息,作出合理的判断,进行投资,是一种理性行为。他们得出的是:封闭式基金的相关交易行为从统计意义上来说更可能是真羊群行为。而本文上表得出的结论是:开放式基金的羊群行为是假羊群,因为基金买进的股票在下一个季度的收益率高于平均值,而在羊群行为中卖出的股票在下一个季度的收益率低于平均值。

(七) 基于基金成立日期的羊群行为分析

按照基金成立日期进行羊群行为分析,本文得出了很有意思的结论。本文是按照2003年6月以前成立的开放式基金管理公司作为老基金管理公司,这是因为考虑到,开放式基金成立的时间并不是很长,所以,真实的时间分隔并不是很明显,但是,得出的结论却是很令人满意的。如表8所示,新基金(即2003年6月以后成立的基金)表现出了更为严重的羊群行为值,其值高于平均值,而老基金的羊群行为值低于平均值。这说明了,新基金刚成立,对于自己的投资风格,投资的对象并不是很了解,只好从众而行,慢慢的才形成自己的风格、投资方式等等

表8 基于基金成立日时间的羊群行为测度

| 基金成立日分组 | HM | BHM | SHM |
|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| 1(t) | 0.0468 *** (2.892) | 0.02852 * (1.670) | 0.07023 ** (2.380) |
| 2(t) | 0.05968 *** (5.484) | 0.0517 *** (4.340) | 0.07015 *** (3.53) |
| Total | 0.05476 | 0.0429 | 0.07018 |

注:*,**,***分别代表差异在10%、5%、1%的水平上显著。

1代表2003年6月以前成立的开放式基金管理公司,2代表2003年6月以后成立的开放式基金管理公司。

(八) 基于基金投资类型的羊群行为值的分析

基金的投资风格可以分为:股票型、混合型、偏债型、货币型。由于本文只采用两种类型的基金,所以,只根据两类来分析。即分为股票型和混合型。

两种风格买的股票相差不多。因此,分析的效果显著。表9说明了,股票型的投资风格更容易产生羊群效应,而混合型的投资风格的羊群行为值比较低。原因在于,股票型受到股市以及其他基金的行为的影响比较严重,相反,混合型投资风格相对比较灵活,从而不会有太高的羊群行为。

表9 基于基金投资类型的羊群行为测度

| 投资类型分组 | HM | BHM | SHM |
|--------|---------------------|---------------------|--------------------|
| 1(t) | 0.07528 *** (5.047) | 0.04653 *** (3.446) | 0.1087 *** (3.967) |
| 2(t) | 0.03996 *** (3.629) | 0.04050 *** (3.078) | 0.03920 ** (2.046) |
| Total | 0.05476 | 0.0429 | 0.07018 |

注:*,**,***分别代表差异在10%、5%、1%的水平上显著。

1代表股票型,2代表混合型。

四、结论

本文运用wermers(1999)对于LSV模型的羊群行为测度的修正方法,基于2003年3月-2005年3月之间中国开放式基金的投资组合的数据进行实证分析,然后对基金持有的股票进行各种特征的分类的羊群行为测度,得出了以下的结论:

相对于国外的基金的数据,中国可以获取的相应数据是比较短缺的。但是,通过同样的方法可以得出:中国存在比较严重的羊群行为。从对基金持有股票的特征分析得出:羊群行为在高收益、小股票和上期回报率高、下期回报率高度的股票上程度也比较明显;而从基金成立日、投资类型分析得出了新基金、股票型的基金的羊群行为程度高。利用下期回报率对羊群行为的理性和非理性进行分析得出了,中国的开放式基金可能为假羊群行为。

[参考文献]

- [1] 施东晖. 证券投资基金的交易行为及其市场影响[J]. 世界经济, 2001, (10).
- [2] 宋军, 吴冲锋. 金融市场中羊群行为的成因及控制对策研究[J]. 上海交通大学学报(社科版), 2001, (6).
- [3] 宋军, 吴冲锋. 证券市场羊群行为的比较研究[J]. 统计研究, 2001, (11).
- [4] 伍旭川, 何鹏. 中国开放式基金羊群行为分析[J]. 金融研究, 2005, (5).
- [5] Bannerjee A. V. A Simple Model of Herd Behavior [J]. Quarterly Journal of Economics, 1992
- [6] Wermers R. Mutual fund herding and the impact on stock prices [J]. Journal of Finance, 1999.
- [7] Sias R. Institutional Herding [J]. The Review of Financial Studies, 2004. (下转第105页)

是把这几个经营性应收项目的期末余额相加,再将期初余额相加,然后一次抵减,如果期末数大于期初数则填负数,反之填正数。

[例 12] 企业本期收回甲公司货款 23400 元。会计分录为

借:银行存款 23400

贷:应收账款 23400

这笔业务增加了经营活动现金流量,不涉及净利润,使净利润小于经营活动现金流量,所以要把应收账款减少数加回。

13. 经营性应付项目的增加(减:减少)

本项目包括应付票据、应付账款、其他应付款、应付工资、应付福利费、应交税金和其他应交款,其填列方法与“经营性应收项目”相反。期末数大于期初数应填正数,反之填负数。实际工作中,把经营性应付项目涉及的账户期末余额相加,期初余额相加,再把期末合计数减期初合计数,如果期末大于

期初,填正数,期末小于期初填负数。

14. 其他

主要是调整涉及债务重组、非货币性交易存货及一些应收款项和应付款项等,当发生了需要调整的经济业务,而报表上又没有列示的相应项目,则应列入“其他”项目。

[参考文献]

- [1] 财政部会计司. 企业会计制度讲解[M]. 北京:中国财政经济出版社,2001.
- [2] 孙建国,吴少平. 企业会计准则全书[M]. 广州:广东经济出版社,2001.
- [3] 张学谦. 国际会计准则与惯例[M]. 北京:对外经济贸易大学出版社,2004.

[责任编辑:薛之]

[责任校对:兰柯]

(上接第 65 页)

- [8] Lakonishok J., Shleifer A., Vishny R. The impact of Institutional Trading on Stockprices [J]. Journal of Financial Economics,1992.
- [9] Shiller R. Stock Prices and Social Dynamics [C]. Brookings Paper on Economic Activity, 1984.
- [10] Carhart, Mark. On Persistence in Mutual Fund Performance[J]. Journal of Finance, 1997.
- [11] Weleh, Ivo. Herding Among Security Analysis [C]. Workingpaper, University of California, Los Angeles, 1996.
- [12] Lakonishok J., Shleifer A., Vishny R. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk [J]. Journal of Finance, 1994.
- [13] Scharftein D., Stein J. Herd Behavior and Investment [J]. The American Economic Review, 1990.
- [14] Grinblatt, Mark, Sheridan, Titman. Russ-

Wermers Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior [J]. American Economic Review, 1995.

- [15] Kaminsky G. Schmukler T. What triggers Market Jitters: A chronicle of the Asian crisis [J]. Journal of International Money and Finance, 1999.
- [16] Farrell, Joseph, Saloner, Garth. Standardization, Compatibility, and Innovation [J]. Rand Journal of Economics, 1985.
- [17] Bikhch, S Hirschleifer D., Welch I. A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades [J]. Journal of Political Economy, 1992.

[责任编辑:唐红祥]

[责任校对:冰之]