

广东高校优秀青年创新人才培育项目（育苗工程项目）：
行为金融视角下的盈余惯性研究

信息披露、 投资者行为与市场回报

针对盈余惯性与价格惯性的研究

杨德明 著



经济科学出版社

信息披露、投资者行为 与市场回报

——针对盈余惯性与价格惯性的研究

杨德明 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

信息披露、投资者行为与市场回报：针对盈余惯性与价格惯性的研究 / 杨德明著. —北京：经济科学出版社，2009.3

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8019 - 1

I. 信… II. 杨… III. 证券投资 - 监督管理 - 研究 - 中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 031303 号

责任编辑：文远怀 黄双蓉

责任校对：徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

信息披露、投资者行为与市场回报

——针对盈余惯性与价格惯性的研究

杨德明 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.75 印张 210000 字

2009 年 3 月第 1 版 2009 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8019 - 1 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

本书基于我国特殊的制度背景分析,结合行为金融有关理论,研究信息披露环境、投资者行为对盈余惯性与价格惯性的影响,以及盈余惯性与价格惯性之间的关系,进而分析信息披露环境、投资者行为对市场有效性的影响。

法玛(1998)认为,盈余惯性与价格惯性是仅有的两个对有效市场假说形成真正威胁的、持续的、稳健的市场“异象”。我国资本市场是世界上最重要的新兴资本市场,我国市场的一些特征使其成为行为金融学研究的一个独特案例(张峥和徐信忠,2006)。本书研究将会计学研究与财务学研究结合在了一起,针对我国市场特征从信息披露环境和投资者行为等角度分析研究盈余惯性与价格惯性问题,在一定程度上弥补了理论研究的空白,为国际行为金融学领域研究提供了补充证据。本书研究从行为金融的视角研究了盈余信息、股价历史信息对未来回报的影响,以及行为金融学研究会计信息的有用性问题,这相对国内会计学研究具有一定的创新意义。

本书先从制度层面分析了我国股市信息披露环境与投资者行为。由于现有制度安排排斥高质量会计信息,市场缺乏对高质量信息披露的需求,证券市场外生的制度安排诱发了盈余管理行为,加之对信息披露操纵的成本很低,故从整体上看,上市公司信息披露质量不高,上市公司泄露信息、配合庄家进行内幕交易的行为普遍存在。以散户为主的投资者,由于无法辨别信息质量,无法进行准确估价,其理性行为就应当是更相信宏观经济政策、对行业相关政

策等市场公开信息，而不相信（或不太相信）个股信息。这使得投资者行为表现出诸多非理性的一面。

在制度背景分析基础上，本书通过修正噪声交易模型（DSSW模型）来论证在我国的市场环境下，信息披露环境（信息披露质量与信息泄露）与投资者行为（主要是非理性投资者行为）会对盈余惯性与价格惯性产生显著的影响。

关于盈余惯性的实证研究发现：我国市场与美国等成熟市场的盈余惯性特征既存在共同点，也存在一定的差异：由于我国市场同样存在错误估计未预期盈余的自相关结构的问题，故在短窗口整体样本上表现出惯性特征，未预期盈余为正的公司在较长窗口也表现出惯性特征。我国市场与成熟市场的差异表现在，未预期盈余为负的公司未表现出惯性特征。我国市场投资者的一些非理性投资行为显著地影响了盈余惯性问题，信息泄露显著地影响了盈余惯性，但盈利质量对盈余惯性问题影响不显著。

关于价格惯性的实证研究发现：投资者非理性行为对价格惯性产生了显著的影响，这表现为，高机构集合具有更明显的惯性特征； β 值越高，惯性特征越不明显；但换手率高低对价格惯性影响不显著，这是因为投资者的投机行为（表现为交易量的放大）对股价会产生影响，但这种影响可能会相互抵销。盈利质量对价格惯性影响不明显，这主要与我国市场投资者无法识别盈利质量有关。信息泄露程度越高，价格惯性特征越强。

关于盈余惯性与价格惯性关系的研究发现：盈余惯性仅能有限地解释价格惯性策略所产生的超额收益，而价格惯性无法解释盈余惯性策略所产生的超额收益。我们的研究部分支持 Chordia 和 Shivakumar (2006) 提出的“噪声代理变量”假说，而未支持哈恩等 (Chan, 1996) “多种信息源”假说。

总体上来说，我国市场盈余惯性与价格惯性现象均不如美国等成熟市场明显，但这并不能得出市场有效的结论。这是因为：(1) 部分拥有信息优势的投资者还是可以利用盈余惯性策略或价

格惯性策略去赢得超额回报；(2) 市场存在错误估计未预期盈余的自相关结构的问题，市场并不能迅速对盈余公告做出反应；(3) 投资者的非理性行为显著影响了盈余惯性与价格惯性。

Abstract

Our paper investigates how information disclosure and investors' behavior affect earnings momentum and price momentum with the theory of behavioral finance, how the relation between earnings momentum and price momentum, and how information disclosure and investors' behavior affect market efficiency.

Fama (1998) concedes that two robust and persistent anomalies pose challenges to efficient market, these two anomalies are earnings momentum and price momentum. There are some characters in our country, which made our country be particular case in behavioral finance. Our investigation contacts accounting and finance, investigates how information disclosure and investors' behavior affect earnings momentum and price momentum with our country's market characters, which complements blankness of theory. Our paper investigates the accounting information's usefulness from the angle of behavioral finance, which has some obvious innovation.

First, we analyses the environment of information disclosure and investors' behavior in Chinese securities market. Because of the system excluding high quality accounting information, and the exogenous system tempting earnings managements, so the quality of listed firms' information disclosure is widely low. There are much information leak in many listed firms. Individual investors can't distinguish the quality of information, can't accurately value listed firms' share price, so they should be

more trusting the macroscopical information and industry information. These makes investors' behavior much reasonless.

Second, our paper demonstrates the environment of information disclosure and investors' behavior in Chinese securities market should affect earnings momentum and price momentum with the model of DSSW.

Our paper investigates earnings momentum with the sample of performance forecast. Our investigation finds that there are some difference and some sameness in Chinese and USA market. Our market also has mistook earnings autocorrelation, so earnings momentum being some coincident with USA market. The difference incarnate that the sample of $UE < 0$ has no earnings momentum. Investors' reasonless behavior significantly affects the earnings momentum, and information leak significantly affects the earnings momentum, but earnings quality hasn't obviously affects the earnings momentum.

The investigation of price momentum finds that investors' reasonless behavior significantly affects the price momentum. The momentum should be more strong with high β . The volume hasn't obviously affects the price momentum because the effect of volume may cancel one another. Earnings quality hasn't obviously affects the price momentum because investors can't identify earnings quality. With the high information leak, price momentum should be more strong.

The investigation of relation between of earnings momentum and price momentum finds that earnings momentum can limited interpret the excess return of price momentum strategy, but price momentum can't interpret the excess return of earnings momentum strategy. Our investigation partially supports the hypothesis of "noisy proxy", but can't supports the hypothesis of "many information".

In all, the phenomenon of earnings momentum and price momentum in USA market is more obvious than Chinese stock market. Our investiga-

tion can't gain the conclusion of supporting EMH, because: (1) the investors with preponderant information can earn excess return with the strategy of earnings momentum and price momentum; (2) Chinese stock market also has mistook earnings autocorrelation; (3) investors' reasonless behavior significantly affects earnings momentum and price momentum.

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 研究问题	(1)
1.2 研究背景与研究意义	(3)
1.3 研究技术路线	(5)
1.4 本书框架与章节安排	(8)
第 2 章 制度背景分析	(10)
2.1 引言	(10)
2.2 制度安排与上市公司信息披露	(11)
2.3 制度安排、信息披露对投资者行为的影响	(38)
2.4 本章小结	(51)
第 3 章 理论分析	(52)
3.1 引言	(52)
3.2 理论背景	(54)
3.3 DSSW 模型的分析	(59)
3.4 理论预期的形成	(68)
3.5 本章小结	(75)
第 4 章 盈余惯性的实证研究	(78)
4.1 引言	(78)

4.2	文献述评	(79)
4.3	研究设计	(86)
4.4	盈利质量、投资者非理性行为与盈余惯性	(95)
4.5	信息泄露、处置效应与盈余惯性	(112)
4.6	稳健性检验	(119)
4.7	本章小结	(122)
第 5 章	价格惯性的实证研究	(125)
5.1	引言	(125)
5.2	文献述评	(126)
5.3	研究设计	(136)
5.4	投资者行为与价格惯性	(141)
5.5	盈利质量与价格惯性	(149)
5.6	信息泄露与价格惯性	(151)
5.7	稳健性检验	(154)
5.8	本章小结	(154)
第 6 章	盈余惯性与价格惯性的关系研究	(155)
6.1	引言	(155)
6.2	文献述评	(157)
6.3	研究设计	(163)
6.4	实证检验	(169)
6.5	结论的解释：基于制度背景的分析	(185)
6.6	本章小结	(187)
第 7 章	研究结论与讨论	(189)
7.1	主要结论	(189)
7.2	市场有效性的讨论	(191)
7.3	政策建议	(193)

7.4 本书的贡献与局限性	(193)
附录 1: 上市公司信息披露操纵与庄家操纵关系的证明	(195)
附录 2: 有关理论预期的推导: 基于 BSV 模型的分析	(204)
参考文献	(207)
后记	(229)

第1章 导 论

1.1 研究问题

本书基于我国特殊的制度背景分析,结合行为金融有关理论,研究信息披露环境、投资者行为^①对盈余惯性(earnings momentum),也称之为盈余漂移(post-earnings announcements drift, PEAD)与价格惯性(price momentum)的影响,以及盈余惯性与价格惯性之间的关系,进而分析信息披露环境、投资者行为对市场有效性的影响^②。

盈余惯性的研究始于波尔和布朗(1968)的经典文献。盈余惯性是指盈余公告后,持有未预期盈余为正的组合将在未来一段时间内获得正的累计超额回报,而持有未预期盈余为负的组合将在未来一段时间内获得负的累计超额回报。与盈余惯性有关的一个概念是盈余惯性策略(earnings momentum strategy),盈余惯性策略是指

① 与之相关的两个概念则是“投资者理性行为”与“投资者非理性行为”。根据施莱费尔(Shleifer, 2000)的分析,理性的投资者能够确定出每种股票的基本价值,即股票的未来现金流收入的净现值。当理性投资者知道各种股票的基本价值后,他们会对影响股价的各种信息做出迅速反应。非理性的投资者则是指努力做好决策,但受能力、信息等方面影响,对风险资产的未来收益形成错误理念的投資人。如无特别说明,本书所分析的投资者行为均指“投资者非理性行为”。此外,本书将“投资者行为”界定在投资者如何对信息做出反应的范围,这与刘煜辉等(2003)所讨论的“信息反应模式”基本一致。

② 根据翟林瑜(2004)的分析,信息与投资者行为是影响市场有效性的的重要因素。

买入未预期盈余最高的组合，卖出未预期盈余最低的组合的投资策略。价格惯性由 Jegadeesh 和 Titman (1993) 正式提出，是指买入近期业绩较好的组合，卖空近期业绩较差的组合，将获得正的超额回报。盈余惯性的存在意味着未预期盈余具有一定的预测股票未来回报的能力。与价格惯性有关的一个概念是价格惯性策略 (price momentum strategy)，也简称为惯性策略 (momentum strategy)，价格惯性策略是指买入近期回报最高的组合，卖出近期回报最低的组合的投资策略。

显然，这两类“惯性”的存在有悖于有效市场假说 (efficient market hypothesis, EMH)：根据法玛 (1970) 对弱式有效市场的定义，所有历史价格或收益的信息应当迅速地反应在股票价格之中。詹森 (1978) 则将市场有效假设归纳为，“若根据一组信息从事交易而无法赚取经济利润，那么资本市场便是有效的”。而盈余惯性的存在意味着未预期盈余具有一定的预测股票未来回报的能力，价格惯性的存在则意味着历史回报具有一定的预测股票未来回报的能力。这两类“惯性”的存在意味着盈余信息或股价历史信息可以预测股票未来回报，盈余信息或股价历史信息并未迅速地反应在股票价格之中，这违背了法玛 (1970) 关于弱式有效市场的定义。这两类“惯性”的存在意味着利用市场有关信息 (盈余信息或股价历史信息) 可以赚取超额回报，这显然无法达到詹森 (1978) 所讨论的有效市场的状态。法玛 (1998) 在反驳近年来发现的各种有违“有效市场假说”的“异象”后，也不得不承认盈余惯性与价格惯性至今仍是难于否定的“异象”。根据法玛 (1998) 的分析，盈余惯性与价格惯性才是有效市场假说强有力的挑战者。

之所以对盈余惯性与价格惯性现象做联合检验与分析，主要是考虑这两类惯性具有许多共性：(1) 盈余惯性与价格惯性现象的存在意味着盈余信息与历史信息可以预测未来回报，这显然与有效市场假说不符 (Bernard & Thomas, 1989、1990; Chan et al.,

1996; Jegadeesh & Titman, 1993)。(2) 对盈余惯性与价格惯性现象的解释基本相同, 支持有效市场的学派认为未考虑某些风险溢价或交易成本是二者存在超额回报的原因 (Lesmond et al., 2004; Bhushan, 1994; Ball et al., 1988; Sadka, 2006 et al.), 反对有效市场的学派则认为投资者的某种心理偏差导致了反应不足是盈余惯性与价格惯性产生的原因 (Chan et al., 1996; Zhang, 2006; Frazzini, 2006 et al.)。(3) 盈余惯性与价格惯性的产生都与信息环境有关^①, 信息不确定性越高, 采取盈余惯性策略与价格惯性策略所获取的超额回报也就越高 (Zhang, 2006; Jiang et al., 2005)。(4) 盈余惯性与价格惯性与投资者如何使用信息有关, 即与投资者行为有关 (Chan et al., 1996; Skin, 2006; Shivakumar, 2006; Frazzini, 2006)。(5) 近年来, 一些研究 (Chordia & Shivakumar, 2002、2006; Ahn et al., 2003; Avramov & Chordia, 2005) 从宏观经济变量的角度解释盈余惯性与价格惯性, 研究结论也基本一致。

1.2 研究背景与研究意义

法玛 (1970) 对有效市场的理论和实证作了第一个完整的总结, 他在结尾处指出: “总之, 支持有效市场模型的证据是广泛的, 而反对的证据则是罕见的。”詹森 (1978) 则进一步指出: “我相信不存在另外的经济学命题能够比有效市场假说得到更多的实证支持。对这个假说的检验, 很少有例外……”然而, 随着行为金融研究的兴起, 一些有悖于有效市场假说的市场“异象”^②陆续被发现。这些市场“异象”的存在构成了对有效市场假说的极大挑战。

① 盈余惯性与盈余公告信息披露有关, 而价格惯性则与历史回报信息有关。

② 标准金融框架下最主要的“异项”可以分为两类: 一类是关于时间序列收益的可预测性; 另一类是关于横截面收益的可预测性 (陆家溜, 2004、2005)。

针对行为金融的研究,法玛等学者作出了回应。法玛(1998)从两个角度反驳历年来发现的各种违背有效市场假说的“异象”: (1) 这些异象主要与投资者反应不足或反应过度有关,法玛认为反应不足或反应过度的随机出现并未违背股价随机游走的假设,即并未违背有效市场假说。(2) 针对这些影响的研究在方法上存在问题,例如采用 Fama-French 三因素模型后,德邦特和泰勒(DeBondt & Thaler, 1985、1987)所发现的股价反转现象就消失了。根据法玛(1998)的总结,新股发行异象(Loughran & Ritter, 1995)、并购异象(Asquith, 1983; Agrawal et al., 1992)、股票分割异象(Desai & Jain, 1997; Ikenberry et al., 1996)、股票重构异象(Lakonishok & Vermaelen, 1990)、交易所异象(Dharan & Ikenberry, 1995)、发放股利异象(Michaely et al., 1995)、将子公司股票分配给母公司股东所引发的异象(Cusatis et al., 1993)、控制权争夺的异象(Ikenberry & Lakonishok, 1993)等均不能构成对有效市场假说的挑战。然而,法玛也不得不承认,盈余惯性与价格惯性至今仍是难以否定的“异象”。

由于我国处于转型经济阶段,资本市场的历史较短,我国市场的一些特征使其成为了行为金融学研究的一个独特案例(张峥和徐信忠,2006)。首先,我国股市个体投资者(散户)数量巨大,而机构投资者发展不充分,市场信息披露混浊,政策制定和实施缺乏连贯性,市场与投资者的不成熟可能使投资者行为偏差的影响更为突出。其次,我国股市不允许卖空,也没有衍生金融工具的交易,上市公司的股票发行与回购受到了政府严格地控制,这限制了投资者套利行为(张峥和徐信忠,2006)。国内的研究主要限于检验中国股市是否存在盈余惯性与价格惯性现象,研究两类惯性策略之关系的文献更是罕见。本书的研究通过深入研究盈余惯性与价格惯性,并结合我国信息披露环境与投资者行为分析其成因,具有很强的理论意义与现实意义。

(1) 本书研究了法玛(1998)承认的两类构成对有效市场假

说巨大挑战的市场异象——盈余惯性与价格惯性。我国资本市场是世界上最重要的新兴资本市场，我国市场的一些特征使其成为行为金融学研究的一个独特案例（张峥和徐信忠，2006）。本书将会计学研究与财务学研究结合在了一起，从信息披露环境和投资者行为等角度分析市场有效性问题，在一定程度上弥补了理论研究的空白。考虑我国市场的特殊性，研究盈余惯性与价格惯性，可以为国际行为金融学领域研究提供补充证据。

（2）在国内，许多学者研究了信息披露的市场反应（信息含量）问题，其研究方法与研究理论主要是建立在有效市场假说之上的^①。而本书的研究从行为金融研究视角，研究涉及盈余有用性（主要是盈余与股票回报的关系），相对以往的研究具有一定的创新，也更加贴近实际情况。

（3）哪些因素影响了市场效率？信息披露环境与投资者行为是否是影响市场效率的重要因素？本书将通过有关实证研究给出一些答案。本书的研究有助于从微观层面分析市场效率问题。

（4）盈余惯性与价格惯性的研究对投资者应用这一策略进行正确投资，防范投资风险具有很现实的意义。通过惯性策略的研究，可以进一步研究投资者信息反应模式，这为监管制度和交易所制定交易规则提供了很好的依据。

1.3 研究技术路线

从理论上来看，针对两类惯性的研究大致可以分成两个学派：一是支持有效市场假说的学派。该学派认为惯性策略之所以可以获得超额收益，其原因在于承担了额外风险或额外的交易成本。二是反对有效市场的学派，该学派认为这是投资者的

^① 关于市场反应的研究主要采用事件研究法，该方法是建立在法玛等（1969）的理论基础之上，即“股价服从随机游走，新的信息出现会迅速地融入股价”。