



上海证券交易所高级论丛 张育军 主编

投资者行为与市场波动

朱伟骅 廖士光 著



 上海人民出版社



上海证券交易所高级论丛 张育军 主编

投资者行为与市场波动

朱伟骅 廖士光 著

图书在版编目(CIP)数据

投资者行为与市场波动/朱伟骅,廖士光著. —上海:上海人民出版社,2012

(上海证券交易所高级论丛/张育军主编)

ISBN 978-7-208-10351-1

I. ①投… II. ①朱… ②廖… III. ①投资行为-关系-资本市场-研究 IV. ①F830.59②F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 217255 号

责任编辑 龚 权
封面装帧 王小阳

投资者行为与市场波动

朱伟骅 廖士光 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 16.5 插页 4 字数 317,000

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-10351-1/F·2070

定价 38.00 元

丛书总序

当前,在经济金融化与金融全球化的背景下,各国资本市场和金融中心的竞争日益加剧,资本市场的竞争力和发达程度已经成为一个国家竞争力的重要组成部分,国家层面的竞争更多体现为资本市场的竞争。在传统大国崛起的过程中,资本市场扮演着重要的角色,强大的资本市场是成熟市场经济国家在全球范围内争夺生产要素、配置经济与金融资源的重要平台。

21 世纪是充满挑战的新纪元。全球资本市场竞争空前激烈,正进入一个重新整合的大变革时代。全球各大证券交易所在改制并上市后纷纷加大了市场拓展和购并结盟的力度,对中国资本市场的未来发展构成了严峻的挑战。目前,欧美地区交易市场的整合已经基本完成,纽约—泛欧交易所、纳斯达克—OMX 交易所、伦敦—意大利交易所、德国交易所这四大交易所集团的股票市值与成交金额已占据全球资本市场的半壁江山,初步形成了对全球资本市场的垄断局面,对其他区域性、地区性中小型股票交易市场构成了严重的威胁,使其在竞争中处于更加不利的地位。

21 世纪又是充满机遇的新纪元。近年来,受美国次贷危机影响,全球金融市场正进入重新整合阶段,中国作为世界金融格局中最有活力与最具成长性的新生力量正在迅速崛起。在全球金融秩序重塑的背景下,无论从全球竞争角度考察,还是从国家战略层面来看,中国资本市场都应该有所作为。我们要从战略高度重新评估中国资本市场的定位,建设一个与整体经济实力相匹配、具有全球影响力的资本市场是中国经济融入世界与实现崛起的重要战略环节。

在中国资本市场的发展与崛起过程中,上海证券交易所担负着非常重要的历史使命。经过多年的持续快速发展,上海证券交易所已经成为一个粗具规模的现代资本市场,有望发展成为全球资本市场中除北美、欧洲之外的第三极。我们的长期发展目标是要建设成为世界一流交易所,成为全球资本交易中心、资产配置中心和风险管理中心,成为全球资本市场的核心力量。要实现这一战略目标,上海证券交易所需在很多方面进一步提升能力和影响。市场发展,研究先行。提升交易所的研究能力,建设一流的研究团队,就是其中重要一环。

上海证券交易所的研究工作始终秉持“严谨、前瞻、专业、开放”的原则,聚焦证券市场重大基础性与前瞻性制度、全球交易所发展战略、交易产品与交易机制创新以及

市场参与者行为等主要领域,对资本市场的相关重点与重大问题展开深入研究。为了更好地发挥交易所研究工作的独特优势,使其成为市场发展战略的“规划者”、先进金融知识的“传播者”与各类市场疑惑的“解惑者”,同时,为更好地向社会各界展示研究成果,我们组织一批谙熟证券市场的资深研究人员,精心撰写出这套证券金融系列丛书——上海证券交易所高级论丛。这套丛书的主要特点可以归纳为以下三个方面:

第一,开放性。在研究思路,丛书坚持多元化、开放式的分析思路,既有宏观研究,又有微观剖析;既有理论探讨,又有实证检验;既有横向比较,又有纵向梳理,从多维度、全方位深入研究资本市场相关重大问题,从而使丛书更具代表性。

第二,专业性。在研究方法上,丛书采取比较严谨规范的现代学术研究方法、研究工具,以及现代经济金融理论,对资本市场领域相关重点问题进行“抽丝剥茧”式的剖析与专业性研究,从而使丛书更具专业性和权威性。

第三,前沿性。在研究选题上,丛书着重研究资本市场领域的相关热点与重点问题,但又不拘泥于此类问题,丛书同时力图跟踪全球资本市场发展的前沿问题与最新动态,与全球资本市场的发展保持同步,从而使丛书更具前瞻性。

我希望,以这套丛书的出版为契机,上海证券交易所的研究团队能够继续坚持“选题前瞻、方法专业、思想开放”的研究风格,在更广阔的领域、更深层次上取得更加丰硕的研究成果,为中国资本市场的快速崛起,为上海证券交易所世界一流交易所目标的早日实现,提供强有力的智力支持。

张育军

上海证券交易所总经理

2010年10月

目录

1 丛书总序

1 第一章 研究问题与研究框架

20 第二章 投资者行为演进与特征

48 第三章 投资者交易行为的市场影响

83 第四章 机构投资者交易行为与市场波动

112 第五章 机构投资者交易策略与市场异动

140 第六章 重大事件与市场异动

168 第七章 投资者情绪与市场波动

199 第八章 投资者情绪与投机泡沫持续性

215 第九章 投资者情绪与市场波动预警

232 第十章 基本结论与相关建议

242 参考文献

256 后记

第一章 研究问题与研究框架

一、引言

（一）研究问题

在现阶段,金融市场微观结构理论日益得到学术界和实务界的重视,使得人们把关注焦点集中在市场运行以及具体交易过程的微观层面。一般认为,市场微观结构是资产交易价格的形成过程和运作机制,具体为证券价格形成过程中的微观因素,包括交易品种、证券市场参与者构成、交易场所构成以及参与者行为所遵循的市场交易制度,整个证券市场的微观结构设计对市场波动性存在显著的影响。

本书所重点研究的问题就是从投资者行为出发,从证券市场微观层面的参与者来探讨股市波动背后的机制,并注重从行为金融视角切入来探讨波动性,全面探讨投资者行为与市场波动,以及投资者情绪对投资者行为的影响所导致的相应的资产价格形成机制。不论是国内着重区分的个人投资者,还是基金、保险以及券商等机构投资者,都是国内证券市场中重要的参与者,本书注重通过微观层面各类投资者的交易数据来探讨投资者间的博弈所产生的相应波动性的影响,来更好地阐述投资者行为与市场波动之间的关系。

不论是个人投资者还是机构投资者的自身局限性都会导致非理性交易行为,这也增强了证券市场监管的必要性。投资者的认知偏差不仅会损害个人的利益,而且投资者间的互相传染往往会引发出乎意料的金融危机。因此,对于监管层来说,一个非常重要的问题就是投资者认知偏差的系统表现怎么样,是否能够通过政策、规则等对这些行为进行规范。证券市场过去的监管体系都是出于直接保护投资者的目的而设立,要求上市公司详尽的、及时的信息披露。随着对投资者认知与行为体系的进一步认识,我们可以构建新的投资者保护框架,通过对投资者进行分类监管,来减缓投资者的集体非理性行为对市场的负面冲击,甚至是减少金融危机发生的频数,而这种投资者监管可以通过针对不同投资者的产品设计和限制市场进入来实现。这样通过投资者的分类监管来实现对投资者更好的保护,也即作为投资者保护制度建设的重

要配套,而不是单纯的为投资者保护而进行保护。

国外学者对共同基金、对冲基金等专业性大型投资者的行为及其监管研究进行了广泛探讨。美国在监管实践中对共同基金要求十分高,但是对于对冲基金是采取自由主义监管模式,没有将其真正纳入监管制度体系中。但是从趋势来看,在美国发生金融危机之后,美国等证券监管部门面对着一个是否要将对冲基金等大型投资者纳入监管体系的困境,面临如何在市场自由与有效监管之间权衡的问题。

由于对冲基金作为重要的系统性投资手段的出现,大部分原因在于它们的运作可能会导致金融资产急速的降价销售(超短期交易、流动性需求)。由于利用财务杠杆进行金融衍生品对冲交易操作,在微观上加大了对冲基金的获利能力,在宏观上扩大了信用规模,促使信用膨胀,加大了金融风险。一旦市场条件变化或对冲操作失误,风险即刻显现。对冲基金难以归还信用放款,进而引起了金融市场的连锁反应。而金融全球化又加大了市场风险的溢出效应。^①在海外金融危机激荡的背景下,对冲基金的种种行为以及多家海外大型金融机构的破产倒闭,很容易触发对大型投资者的监管问题,应该如何避免专业性的大型投资者成为金融危机的传导机制,如何对专业性大型投资者的交易策略的潜在风险进行未雨绸缪,都是监管部门应该好好思考的问题,加强监管机构投资者的非法交易行为或对市场有严重负面冲击的行为,来降低金融危机发生的概率。

中国的股票市场已经经历二十多年的发展,已经取得长足的进步,特别在股权分置改革之后,整个证券市场有了质的变化,不过我国许多个人投资者的投资理念并没有随着市场深化而成熟,投资风格和风险意识并没有得到质的改变。尤其是中小投资者在交易中表现出明显的短视行为,忽略公司远期的盈利以及持续成长的能力,过分追求短期内的资本利得,偏好追涨杀跌、跟风与追求所谓的“内幕传闻”消息,加上电子化时代带来的消息传播迅速与网络交易便捷,其交易频繁的特征很容易造成股价异常波动,这些都为内幕交易与股票操纵提供了庇护的便利条件,也为促成市场投机性泡沫提供了微观基础。而作为机构投资者也会表现出频繁交易的短期主义(short termism)行为,这是由于部分基金经理过分追求短期业绩表现与薪酬,承受短期业绩考评的压力,这会导致一些基金经理的资产组合买卖换手率很高,追求考评期间持股价差利得,机构投资者这种短期主义行为更加加剧其持股价格的异常波动。

^① 在1998年,由于LTCM在金融衍生工具上使用,将美国绝大多数金融机构串联到一个链条上,LTCM通过层层复杂的合约,其衍生债务的规模接近1万亿美元,所以一旦LTCM崩盘,会使得整个交易链条断裂,引起多米诺骨牌效应,导致整个金融系统崩溃。美联储判断LTCM的运作对金融体系的稳定构成了威胁,并最终会危及全球经济的健康发展,最终出手救援LTCM。但是LTCM事件引起了美国监管部门针对对冲基金传统观点的重新评估,认为对冲基金行业蕴含着金融系统性风险的巨大诱因。

而且国内证券市场存在大量的违规交易行为也对市场波动产生着影响,市场间或出现散布不实信息或利用内幕信息配合二级市场炒作的案件使得股票异常波动,这些都成为了全流通时代证券监管的难题。

同时,伴随着中国居民财富持续增长,普通投资者对投资产品与金融创新的需求在持续增加,加上监管部门的推动,国内机构投资者呈现规模化、集中发展趋势,机构投资者类型也随着资本市场发展、投资者需求而逐渐多元化。对应的国内投资者结构正在发生着重大的变化,尤其是随着证券市场基金等理财产品的发展正在挤压出部分中小投资者进入基金等风险较小的投资领域,预期这将促使国内投资者行为模式发生变化。而且国内证券市场已经进入了全流通时代,中国金融生态环境发生了重大变化,包括并购重组、回购、股权激励等围绕着“大小非”的重大事件会越来越多,“大小非”作为具有明显信息优势的一类投资者加入了二级市场。那么,加强投资者分类监管与合格投资者制度建设是监管部门亟需提上议程的重要课题。在此背景下,证券监管部门对应的监管意识与监管对策具备了进一步改善的空间。

特别是面对机构投资者在资本市场中实力的持续增强,监管层面临着一个机构投资者“双刃剑”效应的悖论,既要机构投资者起到稳定市场、防止市场过度波动的效用,又要预防机构投资者利用资金实力采取不当行为侵害市场利益,因为这会加剧市场股价异动,促成市场泡沫。而一旦产生金融资产泡沫,整个经济就蕴涵了很大的内在风险,2007年爆发的美国次级债导致的信用危机,充分说明泡沫破裂的负面影响。因为支撑现代金融体系最重要的基础不完全是实体资产,而是人们对于虚拟经济体系本身可以持续运行下去的信心,信心一旦动摇,再高的金融大厦、再大的泡沫也会在顷刻之间轰然坍塌。从整体上看,投资者的心理状态对金融市场的影响是随着预期的质变而迅速逆转。在处于资产泡沫崩溃的阶段,投资者情绪会从一个极端狂热走向另一个极端恐惧,机构投资者也难以幸免。鉴于在次贷危机中美国市场中机构投资者的表现,特别是对冲基金利用各类金融工具大肆做空大型金融机构或者进行套利,导致雷曼等大型投行的破产,进一步引爆金融危机,使得这次金融风险的扩散对实体经济造成很大的负面冲击,甚至放大了冲击力度(对冲基金存在部分不道德的交易行为导致市场异动),这也是需要对具备资金实力的机构投资者加强监管的动因之一。

尽管现阶段国内证券市场监管层暂不允许保险资金、阳光私募和社保基金进入股指期货交易,随着国内股指期货等衍生品市场与融资融券做空机制等金融创新活动的展开,在理论上存在着做空等平抑市场波动的机制。但是机构投资者存在利用资金与信息优势来负面利用这些金融工具时,就容易引发金融风险。机构投资者的

一些交易策略特别是程序交易等在一定条件下会触发股市异动,甚至系统性风险,国内众多个人投资者的跟风更会加重市场波动,监管部门需要对此有所警惕。如何避免这些机构投资者的非法行为对证券市场造成的冲击,这是金融监管部门需要密切关注的问题。

作为一线监管重任的监管机构,需要把保护中小投资者利益和市场信誉放在首位,所以不希望大型的机构投资者利用自身优势获取非法超额收益。特别是面对机构投资者在资本市场中实力的持续增强,监管层面临着一个机构投资者“双刃剑”效应的悖论,既要机构投资者起到稳定市场防止市场过度波动的效用,又要预防机构投资者利用资金实力采取不当行为侵害市场利益,防止其行为会加剧市场异动。所以,需要构建科学的合格投资者制度以及投资者分类监管制度,来加强对会员与大型投资者的监管力度,从而为市场创造出持久的动力,为证券市场的下一步发展打开空间。在这个金融危机频发、流动性泛滥的发展阶段,随着上海市国际金融中心建设以及上海证券交易所未来要推出国际板,特别是面临着海外风险溢出的背景下,如何监管大型机构投资者行为,如何遏制部分专业性大型投资者(包括个人大户、对冲基金)的非理性行为带来的系统性风险,已经成为了监管的重中之重。而科学的监管理念就是在现有金融环境下既要进行适度监管,又要避免监管失灵与过度监管;既要维护投资者信心、保护中小投资者利益,又要同时防止大型机构投资者各类行为带来的负面市场冲击。

一般而言,在股市处于正常波动状态下,是不需要特别监管的,需要关注的是市场出现异常波动的情形。对于我国经历了二十年风雨的沪深股市,有着一个特别亟需解决的问题就是如何防止股市波动频繁出现暴涨暴跌,如何减缓系统性风险带来的负面冲击。由于国内股市“政策市”的特性在短期内难以改善,加上对冲机制缺失下基金产品同质,投资策略单一,部分机构投资者的“超级散户”行为以及个人散户盲目追涨杀跌,不论是个人投资者还是机构投资者,投资者的短期化行为导致了股票价格异常波动,而过高的波动性加剧了股价与股票内在价值背离程度,这些都负面地冲击了证券市场运行质量,那么整个股票市场的暴涨暴跌就难以避免。因此,我们需要通过投资者监管促进整个证券市场的效率与公平水平的提高,从而切实保障投资者的权益,实现对投资者的保护。

由于中国证券市场中的个人投资者占投资者总数的比例超过90%,加上国内证券市场高速发展导致投资者没有形成良好的价值投资理念。在这样的市场环境中如何实现证券市场的效率性和公平性,对中国的监管当局来讲是一个非常严峻的挑战。因此,我们更应学习行为金融的研究成果,设立相关证券法规,来保护那些专业分析能力较差、追逐市场传闻谣言、看重短线投机进出的个人投资者的利益,使得投资者

对证券市场的公平性与效率性深具信心,进而提升证券市场的广度与深度,健全金融发展。

鉴于投资者行为与市场波动之间的密切关系,本书将通过全面深入研究我国证券市场中各类投资者行为、策略以及投资者情绪对市场波动的影响,探讨投资者行为的分类监管制度建设,以及如何构建基于投资者行为的市场波动监控体系,减缓国内股市暴涨暴跌状况。在本书研究的市场波动中所探究的异常波动与暴涨暴跌情形^①,并不局限于交易所规则所规定的情形,还包括投资者交易过程或重大事件公告前后出现显著的价格收益变化,也将视作异常波动。

(二) 研究框架

本书研究框架如下,首先在本书第二章中要对国内投资者交易行为在定性与定量方面进行初步的概述分析。其包括对投资者类型以及投资者行为演进以及交易策略进行概述,对投资者分类的交易行为特征进行描述性统计分析,也从理论上初步探讨投资者交易行为对市场波动的影响。

第三章从理论与实证两方面分析了投资者交易行为对市场波动的影响,分别从投资者日常交易行为的整体市场影响以及微观层面的影响展开,主要是分析投资者日常的违规交易行为对股价波动的影响。在本章主要是对国内有一定资金实力与信息优势并具备自我保护能力的投资者的行为进行理论与数量化研究,探讨投资者过度投机对市场的负面冲击。

第四章与第五章着重分析机构投资者交易策略及其对市场的“双刃剑”效应。监管部门并不希望机构投资者利用自身优势获取非法超额收益。特别是面对机构投资者在资本市场中实力的持续增强,监管层面临着一个机构投资者“双刃剑”效应的悖论,既要机构投资者起到稳定市场防止市场过度波动的效用,又要预防机构投资者利用资金实力采取不当行为侵害市场利益,这反而会加剧市场异动。同时,会分析对机构投资者预期的监管目标与其真实行为的差异性所导致的投资短期化行为。并在第五章通过深入分析机构投资者行为“双刃剑”效应来探讨投资者分类监管,并初步构建基于投资者行为的监控体系。

本书第六章考察投资者行为在重大公告事件中对上市公司个股价格波动的影

^① 根据上海证券交易所交易规则,对于股票、封闭式基金竞价交易出现下列情形之一的,就可以认定为属于异常波动:1. 连续三个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到±20%的;2. ST 股票和 * ST 股票连续三个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到±15%的;3. 连续三个交易日内日均换手率与前五个交易日的日均换手率的比值达到 30 倍,并且该股票、封闭式基金连续三个交易日内的累计换手率达到 20%的;4. 交易所或证监会认定属于异常波动的其他情形。

响。在国内金融生态环境下,会结合交易所账户数据来探讨国内机构投资者与个人大户投资者股票异常波动的影响机制,重点在于挖掘出是否存在包括“爆炒”、“内幕交易”等违规行为的量价冲击方面的经验证据。

接下来第七章至第九章从行为金融层面分析了投资者心理因素的影响,分析投资者情绪产生对投资者交易行为的影响导致市场波动的机制。从理论与实证多角度阐述个人与机构投资者情绪与市场波动之间的关系,并构建基于投资者情绪指标的市场波动预警体系。

在第十章,本书根据全文所探讨的国内各类投资者交易行为与市场波动之间的关系,阐述本书的研究结论,并提出相应的政策建议。

值得一提的是,本书对投资者行为的研究对象主要是针对具备一定资金实力与信息优势的投资者群体,包括基金、保险公司、证券公司与 QFII 等机构投资者,以及部分具备资金实力的个人大户投资者,并试图把资本市场中非阳光的私募基金群体纳入研究中来,同时也对中小个人投资者交易行为进行相应的研究分析。研究对象中具备自我保护能力的投资者类型主要包括:2005—2008 年沪市 A 类账户中月末持仓超过 500 万元人民币以上的个人投资者;一般机构与法人的 B 类账户以及部分保险公司,其中上市公司的大小非全包含于企业法人账户(B 类)中;D 类账户,包括所有基金、QFII、券商自营与部分保险公司账户,在本书我们也统一称之为专业性投资者。^①

通过对国内各类投资者,特别是各类机构投资者、个人大户与非阳光私募等专业性大型投资者行为的深入研究,试图为监管部门提供一个相对有效的指标化分类监控框架。这将有益于为监管部门进行投资者分类的产品设计与投资者教育制度的建设提供参考,更好地实现中小投资者利益的保护,并更好地发挥机构投资者的积极影响;有利于监管部门针对性的提出减缓市场异常波动的措施,并为及时遏制投资者投机行为诱发系统性风险的潜在机制,为有效抵御金融危机带来的冲击提供参考建议。

二、文献评述

(一) 股市波动来源

股市波动一直以来都是金融经济学关注的焦点和热点。一般而言,长期内股票市场价格波动包括由于基础价值发生变化所导致的基本性价格波动,以及市场噪声

^① 专业性投资者中也可以划分大型与小规模的投资类型,在本书会多次谈及专业性大型投资者。

交易者所引起的随机性波动两类。而短期内的股票市场波动也可以划分为正常波动与跳跃性波动(Beckett and Sellon, 1989),正常波动是指股价的一般上升与下降情形,跳跃性波动是指偶发性的突然的价格极端变化。

机构投资者可以充分利用跳跃性波动来进行交易策略设计,跳跃性波动也有益于机构投资者的采用专业性技巧进行程序交易,而个人投资者则不具备类似的专业性技巧。在股指期货交易运行中,很容易出现跳跃性波动,而与现货市场的联动时,亦会导致部分权重股的跳跃性波动。股指期货正是由于可以作为一揽子股票的组合,而且存在杠杆,又低交易成本,所以有利于机构投资者等构建交易策略,这也增加了股指期货的投机性,从而最终导致股市容易出现跳跃性波动。其中程序交易是被视作增加了股票市场跳跃性波动的重要因素之一,一些学者认为跳跃性波动能够激起“瀑布效应”(cascade effect),当股市下跌,组合避险者卖出股指期货以降低持股比例,期货的卖压使股指低于理论价格,计算机程序认为有套利机会,进而买进股指同时卖出股票,致使股市再度下跌,继而又触发了避险者的期货卖压,如此恶性循环,终于使股市大跌。

而股市暴涨暴跌现象就属于由于投资者非理性行为所所致的大范围内的随机跳跃性波动。在这个方面,美国行为金融学家席勒(Shiller)做出了许多开创性的工作。(Shiller, 1987)在1987年10月19日股市振荡的当天就对个人和机构投资者发放了问卷,询问他们在当时的心理认知与投资行为。问卷调查的结果得出了很多一般经典分析没有得到的结果。这些结论包括:股市振荡当天,没有什么新的消息和谣言对投资者的行为产生影响,投资者对各种消息的重要程度的认知也仅仅对他们的买卖行为有微弱的关系。投资者有很大部分的焦急和情绪,并没有通过当天的成交量表现出来。同时,在股灾爆发的那天,很多的投资者都认为他们能够预测市场的走势,而且买卖力量双方都认为市场估值已经偏高。绝大多数投资者将股市的振荡归因于其他投资者的心理因素,并且很多人都受到了技术分析的影响。组合保险只占到了止损行为的一小部分。

关于股市波动的影响来源,在现有围绕关于股票市场波动的文献进行综述中主要沿着下面两个视角展开。^①一般认为造成股市波动主要有两个方面的因素:一是市场交易机制,即基于微观市场结构对不同交易机制对股市波动的影响,由于市场交易机制一般都是由专家设计,国外学者称之为“专家效应”;二是市场中的信息对投资者交易行为的影响,进而影响股市波动,被称为“信息效应”(Barnea, 1974)。

^① 本部分文献参考了2008年上海证券交易所高级金融专家李心丹出站报告《股市振荡、风险特质与投资者行为》中的部分内容。

现有文献研究股市波动的两种视角,如图 1.1 所示。

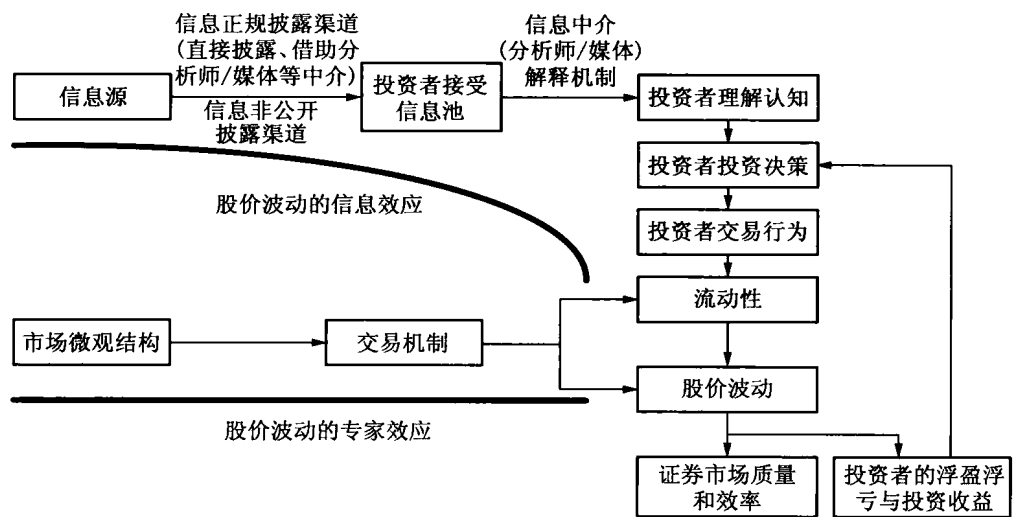


图 1.1 现有文献研究股市波动的两种视角

专家效应的研究主要是基于市场微观机构下对市场交易制度、交易程序以及不同专家效应相互影响对市场波动的影响。最典型的是美国在对 1987 年 10 月 19 日“黑色星期一”股市崩溃的原因进行调查后形成的《布雷迪报告》(Brady, 1988)提出的,1987 年 10 月的股市崩溃主要是由指数套利(一般设计为程式交易)和组合保险这两类交易在股票指数期货和现货市场相继推动而造成的。劳特巴赫等人(Lauterbach et al., 1993)也以 1987 年 10 月的股灾为对象,对这种剧烈振荡行情做出了研究。他的研究以交易机制为出发点,指出了证券交易中投资者的程式交易是股灾的主要成因。然而,卡尔普(Culp, 1988)认为,这些把 1987 年的原因归结于期货市场的看法并不符合事实,把原因归为期货市场甚至会对股票市场稳定产生威胁。事实上,巴森等人(Bassen et al., 1989)和哈里斯(Harris, 1989)以及莫里亚蒂等人(Moriarty et al., 1990)的研究也都表明期货市场没有将股票市场带低,这次股灾是因为股票交易中的限制和延迟。不管结论如何,这些研究都是从“专家效应”出发来研究股市大跌的。尽管在这个方面的研究还有很多,但是众多学者得到的研究似乎没有找到确实让人信服的原因。

从投资者行为角度出发,研究投资者的决策规律、偏差,以及内在决定机制对股市大跌的影响,由于其研究视角的新颖且更切合股市现实,已经成为学术界关注的热点。从“信息效应”角度来看,投资者是股票市场重要参与者和证券买卖的直接操作者,不论基本面的信息还是不同时期其他各种外在因素的汇总,其作用的终端都是投

资者。各种信息以信号或预期的形式反映到投资者的行为上,产生买、卖或观望行为。投资者固有的偏好及信念是他们所独有的,或者推动或者抑制股市波动。众多学者(如 Santoni, 1988; Flood and Hodrick, 1990; Peck and Shell, 1991; Russell, 1988; Shiller, 1988, 1981 等)正是从个体投资者层面将股市崩溃解释为个体投资者的偏好和信念反复多变的结果。由此可见,投资者行为是股市波动主要来源之一。

(二) 投资者行为与市场波动

1. 关于个人投资者与市场波动

首先是噪音交易者所引发的股价波动。由于一般中小投资者属于噪音交易者,格罗斯曼与斯蒂格利茨(Grossman and Stiglitz, 1980)提出的噪音理性期望模型认为由于非知情交易者的个人具有理性预期,因而能够从股价变化中获得某些回报,所以市场参与者既会基于私人信息,也基于价格进行投资决策。德朗等人(De Long, Shleifer, Summers and Waldmann, 1990)的 DSSW 模型将预测噪音交易者需求的套利者与正反馈交易策略采用者结合起来,解释正反馈交易者的加入如何使市场价格变得不稳定。席勒(Shiller, 1990)构建的反馈模型分析了股票交易者的狂热行为,并得出结论价格上升并不自动导致交易者需求上升,这表明实际交易当中,交易者对于价格变动的响应行为与模型测度的是有偏差的。在 DSSW 模型的基础上,学术界提出了行为联动性理论。芭伯里斯等人(Barberis, Shleifer and Wurgler, 2005)认为,投资者的交易模式也会通过引发对某些证券需求的相关变动,给这些证券的收益之间带来联动。

其次,投资者之间的信息交流与社会接触,会促成和加剧投资者羊群效应与短期主义行为,羊群效应模型认为投资者羊群行为是符合最大效用准则的,是“群体压力”等情绪下贯彻的非理性行为。席勒(Shiller, 1984)指出群体内部的信息传导机制导致了投资者不完全理性的羊群效应,这是投资者在某一特定区间对某一特定股票有集中倾向于买方或卖方的一种跟随群体的非理性行为,当这些非理性的投资者的行为社会化或都听信相同的谣言时,这个现象会更加明显。席勒(Shiller, 2001)进一步指出由于人们注意力的限制,只能关注那些热点信息,并形成相似的信念,产生认知的系统偏差,而人们的交流以及媒体的宣传使得这些信念得到进一步加强。当然也有不同观点,勒克斯(Lux, 1995)模拟了羊群行为,认为投资者跟随公众的意愿是取决于变量实际收益,并认为投机者并不盲目,只是对其他投资者行为作出迅速反应以避免错失盈利机会。施莱弗等人(Lakonishok, Shleifer and Virsny, 1992)提出的检验羊群行为的经典方法(LSV 方法)可以测度出基金经理对于每一时期末的每只股票在市场同一方向交易相对于独立交易的偏离程度,并对美国 789 家养老金的行为进行检验并

未发现明显的羊群行为。斯坦等人(Hong, Kubik and Stein, 2004)发现投资者之间的社会接触,对投资者决策意见有着很重要的影响,甚至发现同城市的基金经理更加有可能持有相同的股票。

加贝克斯等人(Gabaix etc., 2005)建立了在相对非流动性的市场中,大投资者的交易所引起的过度波动理论。一些经济学家(Kee-Hong Bae, Takeshi Yamada, Keiichi Ito, 2006)对日本东京证券交易所的市场流动性供求投资者进行了实证研究,并对分类投资者行为对市场波动产生的影响进行了分析。渡边(Masahiro Watanabe, 2008)研究了异质投资者与多个证券的迭代模型,在理论上分析了信息不对称下,信息占劣投资者的趋势投资策略与信息占优投资者的反向策略,引致了市场波动。

阿格里与米德(Agry and Mead, 1996)认为投资者的短期行为的一个来源是“媒体对短期指标和问题的过分渲染”,他们将短期主义归因于一系列影响经济主体的决策和偏好因素。尽管从表面来看,用交易者短视行为来解释交易量和股价变化是有意义的,但现在这方面的实证研究很少。西蒙·海斯(Simon Hayes etc., 1997)对英国证券市场的实证结果表明投资者在对资产定价时候轻视未来远期的分红,给予很少的权重,只是关注近2年的分红予以贴现,存在显著短期化行为特征。

国内也有学者对国内投资者行为的基本性研究,陈彦斌(2005)在梅拉与萨(Mehra and Sah, 2002)对情绪波动研究的基础之上,更加全面地描述了投资者情绪波动,使用风险规避系数、跨期替代弹性和主观贴现因子三个投资者主观偏好参数的波动来描述投资者情绪波动。史永东(2005)在其博士论文《投机泡沫与投资者行为》中对投资者行为包括基金的羊群效应进行了实证分析。林树(2006)等对投资者“热手效应”与“赌徒谬误”的心理实验研究,其推论在中国投资者对股票的投资属于短期投资行为也即短期主义现象。孙培源、范利民(2004)研究了涨跌停发生时投资者是否存在过度反应,结论是涨停后次日的平均异常收益率显著为负,而跌停后次日的平均异常收益率显著为正,证实中国股市存在比较明显的过度反应现象。

关于具有中国股市特色的板块联动和轮动现象,国内的噪声交易者的非理性行为就是构成了板块轮动的最主要的原因。何诚颖(2001)对我国股市的板块现象进行了研究,就认为我国的板块现象是一种特殊的市场投机现象,其成因与我国证券市场的投资者行为特征有关。

2. 机构投资者与市场波动

机构投资者作为资本市场中的中坚力量,具备明显的资金优势与信息优势,不论是监管部门还是学术界都对机构投资者在市场波动中所起的作用存在分歧。不过在中国资本市场的发展进程中,机构投资者特别是公募基金是作为市场的稳定力量引入市场中。

这部分对国内外的相关研究的回顾主要是围绕着机构投资者行为是维护市场稳定、还是会引发市场波动展开的。

从微观层面来看,关于机构投资者行为与市场异常波动。施瓦茨与夏皮罗(Schwartz and Shapiro, 1990)对 NYSE 在 1989 年数据的研究发现约有 70% 的交易量是由机构投资者及其子公司交易的。机构投资者的交易行为会使得市场均价发生偏离,陈与拉格尼沙克(Chan and Lankonishok, 1993)证实机构投资者对市场优势价格有着显著的作用。

机构投资者交易策略引起波动。(1)对于机构投资者惯性操作策略进行趋势交易,利用噪音交易者追涨杀跌采用反转操作策略,德朗等人的(De Long, Shleifer, Summers and Waldmann, 1990)的 DSSW 模型解释了正反馈交易者的加入如何使市场价格变得不稳定。加贝克斯等人(Gabaix etc., 2005)建立了在相对非流动性的市场中,大型投资者(large investor)的交易所引起的过度波动理论。一些经济学家(Kee-Hong Bae, Takeshi Yamada, Keiichi Ito, 2006)对日本东京证券交易所的市场流动性供求投资者进行了实证研究,并对分类投资者行为对市场波动产生的影响进行了分析。渡边(Masahiro Watanabe, 2008)在理论上分析了信息不对称下,信息占劣投资者的趋势投资策略与信息占优投资者的反向策略,引致了市场波动。(2)机构投资者通过资本优势进行程序化方式交易,加上杠杆操作带来的市场冲击。肖恩·贝克蒂与丹·罗伯茨(Sean Beckett and Dan Roberts, 1990)认为由于股指期货可以作为一揽子股票的组合,而且存在杠杆,低交易成本,所以有利于机构投资者等构建交易策略,这也增加了股指期货的投机性,从而最终导致股市容易出现跳跃性波动。科撒(Kothare),劳克斯(Laux, 1995),赛厄斯(Sias, 1996)通过分析都推断拥有极大资产规模的机构投资者的算法交易就可能会造成市场价格更大的波动性。帕特里克·J. 丹尼斯(Patrick J. Dennis and Deon Strickland, 2002)对美国证券市场超过 2% 异常波动事件日中的机构投资者与个人投资者行为进行了比较分析,认为机构投资者特别是共同基金与养老金存在显著的正反馈效应,机构投资者持股占比越高,超额换手越高。

机构投资者由于主观因素引起的非理性行为导致股市异动。其中羊群效应模型认为投资者羊群行为是符合最大效用准则的,是“群体压力”等情绪下贯彻的非理性行为,即便基金等机构投资者作为理性交易者,其趋同效应导致了市场容易出现波动。拉格尼沙克等人(Lakonishok et al., 1992)就引用了 1989 年 10 月股灾后美国一名基金经理的观点,由于机构投资者存在从众羊群效应,他们都盯住相同的指标,或者看着同一份分析师的报告,所以就像旅鼠一样,在同一时间朝着同一方向运动。德邦特与塞勒(DeBondt and Thaler, 1985, 1987)认为在长期下,市场价格会有过度反应的现象,他们认为即便是投资专家与普通投资者一样也会有过度反应的现象。乔等