

中国证券市场过度反应研究

赵振全, 丁志国, 苏 治

(吉林大学数量经济研究中心 吉林 长春 130012)

摘要: 过度反应(Overreaction Hypothesis, ORH)作为行为金融的重要命题和“反转交易策略”(Contrarian Strategy)的理论基础, 由De Bondt and Thaler(1985)提出, 引起了学术界的广泛关注, 并对市场有效理论(Efficient Market Hypothesis, EMH)构成了严峻的挑战。我国学者针对中国证券市场是否存在过度反应进行了大量实证检验, 所得出的结论却存在着较大的分歧。本文认为分歧主要源自对超常收益率(Abnormal Return)度量方法的差异和数据选取的敏感性。本文的结论是中国证券市场长期存在过度反应, 但是, 不具有对称性; 短期输家组合存在反转, 而赢家组合则表现为反应不足, 拒绝中国市场弱式有效假设。

关键词: 过度反应; 市场有效; 行为金融

中图分类号: F224.0

文献标识码: A

1 引言

上个世纪后期, Fama(1970)提出的有效市场理论(EMH)在现代金融学中占据着统治地位, 认为证券价格总是可以充分体现可获得信息变化的影响, 股票的价值等于其“内在价值”, 即预期未来现金流的折现价值。按照Fama的理论, 市场有效性可以用下面公式表示:

$$E(\tilde{R}_{jt} - E_m(\tilde{R}_{jt} | F_{t-1}^m) | F_{t-1}) = E(\tilde{\mu}_{jt} | F_{t-1}) = 0 \quad (1)$$

式中: F_{t-1} 表示在t-1期的完全信息集

\tilde{R}_{jt} 表示在第t期第j个证券的实际收益率

$E_m(\tilde{R}_{jt} | F_{t-1}^m)$ 是在市场信息集 F_{t-1}^m 基础上 \tilde{R}_{jt} 的条件期望

$E(\tilde{\mu}_{jt} | F_{t-1})$ 在t-1期的完全信息集下, 证券j的超常收益率的期望

其经济学含义为: 市场中的股票完全反映了所有的信息, 所有股票的超常收益率的期望为零, 市场是有效的。

但是, De Bondt与Thaler(1985,1987)提出了过度反应假说(Overreaction Hypothesis, ORH)对有效市场理论构成了严峻的挑战。过度反应是指事件引起股票价格剧烈变动, 超过预期的理论水平, 然后再以反向修正的形式回归到其应有的价位上的现象。即赢家组合的未来超常收益率小于零, 而输家组合的超常收益率大于零。

$$E(\tilde{\mu}_{wt} | F_{t-1}) < 0 \text{ 和 } E(\tilde{\mu}_{lt} | F_{t-1}) > 0 \quad (2)$$

由上面的定义可以得到过度反应的两层含义: 一是反向修正; 二是反转的对称性。

De Bondt 和Thaler(1985)利用芝加哥大学CRSP数据库提供的美国NYSE的交易数据, 对1926年1月至1982年12月美国证券市场的过度反应问题进行了系统的研究。将整个样本区间划分为16个

子区间，每个子区间又分为两段：排序期和检验期。首先，以排序期所有股票的累计超常收益率（Cumulative Abnormal Return, CAR）为标准进行排序，前10%的股票构成赢家组合（Winner Portfolio），后10%的股票构成输家组合（Loser Portfolio）。然后，分别计算在检验期内赢家组合和输家组合的超常收益率。最后，将16个子区间的赢家组合和输家组合的超常收益率分别取平均值，得到两类组合的平均超常收益率，检验赢家组合和输家组合平均超常收益率之间的差异，判断市场是否存在过度反应现象。过度反应理论认为，当市场存在过度反应现象时，应该有平均超常收益率小于零的赢家组合和平均超常收益率大于零的输家组合，这样才能反映出反向修正的趋势。过度反应理论还认为股票异常波动的幅度越大，在其后的反向修正中幅度也越大，即对称性。

De Bondt 和Thaler的检验结果表明，在样本期间内，输家组合和的平均累积超常收益率在未来3-5年较赢家组合高24.6%($t=2.2$)。改变投资组合的形成期的长度，形成期越长反转现象越明显。同时，在既定的形成期下，投资组合中股票数量的减少，使反转现象更加明显。Zarowin(1989)利用样本公司前5年的平均非正常利润与其标准差的系数为标准划分赢家组合与输家组合，得到了证券市场对非正常盈利信息存在过度反应现象。Chan, Hamao,和Lakonishoik(1991)对东京股票交易所（TSE）的股票，Tseijken(1995), Capaul(1993), Gishan R.Dissanaike(1996), Strong 和Xu (1997), Levis 和Liodakis (1999)以及Gregory, Harris和Michou (2001)对伦敦证券交易所（LSE）的股票进行了类似的研究，证明了过度反应现象的存在。以过度反应为理论依据，反转交易策略(Contrarian Strategy)成为金融市场中的重要交易策略。反转交易策略是指购买过去几年内表现糟糕的股票（输者），并卖出过去表现出色的股票（赢者），从而获得超常收益的交易策略。

与此相反，Jegadeesh and Titman (1993)发现了反应不足现象（Underreaction）和惯性交易策略(Momentum Strategy)，在3-12个月的短时期内，存在相当程度的收益惯性，即购买过去几个月中表现良好的股票，同时卖出表现糟糕的股票可以获取超常收益。

过度反应对市场有效理论和CAPM模型提出了严峻的挑战，但是学者们并未就过度反应超常收益的产生原因形成一致的观点。传统金融学把过度反应和反应不足看作“异象”。Fama和French(1998)认为它们不是普遍现象，而是偶然结果。超常收益来源于风险的补偿，并引入了新的因子来刻画风险，即三因子模型，但是，这种解释被越来越多的人所怀疑。更为可信的解释来自行为金融学，Barberis, Shleifer 和Vishny (1996)假定投资者在进行投资决策时存在两种偏差，其一是代表性偏差（Representative Bias），即基于近期数据或者模式的相似性来获得对未来的预测，对近期信息和异常信息给予过高的权重；其二是保守性偏差（Conservatism Bias），即不能及时根据变化了的情况修正预测。代表性偏差会造成投资者对新信息反应过度，认为股票近期的变化反映了未来的变化趋势，从而错误地对价格变化进行外推，导致过度反应。在上面的BSV模型中投资者没有认识到公司盈利是遵循随机游走规律的，而是认为世界是在两个模型之内来回运动的，模型I中，盈利围绕均值上下波动（保守式偏差）；模型II中，盈利呈现趋势性特点（表征性启发式偏差）。对于过度反应的一个自然而然的解释是：在一连串正向冲击之下，公司股票的盈利平均水平低于一连串负向冲击之后的盈利水平。事实上，投资者在看到一连串正向冲击之后，认为当前公司的盈利模式在很大程度上由模型II决定，再加上相信状态转移的概率极小，所以认为下期公司的盈利在很大程度上由模型II产生。由于公司盈利遵循随机游走过程，下期是升是降，概率相等。如果上升，投资者收益不会很大，因为投资者已经预期了这种上涨；如果下跌，投资者的收益很大，但是为负值。在一连串正向冲击之下，投资者的平均收益为负值，而在一连串负向冲击之下，平均收益为正值。两种情况下收益正好相反，说明过度反应确实存在。Daniel, Hirshleifer 和 Subramanyam (1998)提出了一个过分自信的噪音交易者模型，这些噪音交易者在评估自身业绩时会受到有偏自我归因（Biased Self-Attribution）的影响。Hong and Stein (1999)曾经分析过一个市场模型，在其中不同类型的投资者关注不同种类的信息：一些人注意的是基本价值的信息，而另外一些人则关心过去价格的变动趋势。这些模型均可以用于解释过度反应现象的存在。

国内学者关于过度反应的研究主要集中在对中国证券市场是否存在过度反应现象的实证检验方

面。张人骥、朱平方和王怀芳（1998）对上海证券交易所48家上市公司在1993年6月至1996年4月期间的722个交易日数据进行了过度反应的实证检验，利用CAPM对超常收益率进行了估计，结论拒绝了上海证券市场过度反应假设。赵宇龙（1998）根据上海证券交易所123家上市公司1993年至1996年会计盈余数据的分析，得出结论：上海证券市场对好消息存在过度反应现象，而对坏消息存在反应不足现象。吴世农、沈艺峰（1999）根据中国证监会1996年1月27日公布的《关于1996年上市公司配股工作的通知》对1995年1月2日至1996年12月27日期间的深圳市场的数据进行了实证检验，结论是拒绝过度反应假设。王永宏和赵学军（2001）对深沪两地1993年以前上市的所有股票1993年—2000年的所有数据进行了实证检验，结论是深沪市场存在着明显的过度反应现象，但是没有发现明显的反应不足现象。何德旭，王秩强和王洁（2002）针对我国上市公司信息披露预警制度进行了实证检验，得出我国股票市场存在过度反应现象。肖军，徐信忠（2004）利用CAPM和Fama-French三因子模型对1992年—1999年的财务数据进行了研究，证明了中国股票市场存在明显的过度反应现象。

本文以中国深沪A股市场为对象，就这一问题进行研究。本文的重要贡献在于以下几个方面：

(1)放弃把过度反应作为事件检验，用于检验半强式有效假设的做法，而是，进行未来股票价格的可预测性检验，即股票市场弱式有效的检验。

(2)采用相互叠加的排序期和检验期数据，从而剔除了特殊时间段异常收益率的影响。

(3)充分讨论了累积异常收益率计算方法的差异，以及其对结论的影响。

(4)对方法论和数据的敏感性，进行了充分的研究，避免了因为方法和数据选择所导致的结论偏差。

2 方法论与样本数据选取

过度反应的检验方法主要源自De Bondt 和Thaler（1985，1987），但是，他们的检验方法中关于累积异常收益率的计算存在着明显的问题。

De Bondt 和Thaler给定的单一股票排序期和检验期累积超常收益率的算法分别为：

$$CAR_i^R = \sum_{t=-T}^0 (R_{it} - R_{mt}) \quad \text{和} \quad CAR_i^T = \sum_{t=1}^T (R_{it} - R_{mt}) \quad (3)$$

$$R_{it} = 1 + \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}, \quad R_{mt} = 1 + \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \quad (4)$$

其中： CAR_i^R 是证券i排序期的累积超常收益率

CAR_i^T 是证券i检验期的累积超常收益率

T 是排序期或检验期长度

P_{it} 是股票i在时间t的价格

P_{mt} 是指数在时间t的价格

显而易见，该定义下的CAR不具有对称性。例如，两只股票都经历了两阶段价格变动，起始价格均为100，A股票先上涨50，然后又回到125；B股票先下跌了50，回到75。如图：

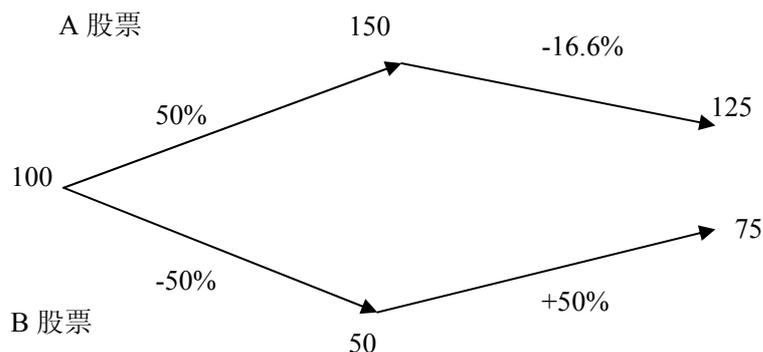


图1: 来源: Gishan Dissanaik,1996,pp:192

投资者在期间内持有A股票和B股票的真实收益分别为+25%和-25%，但是，由De Bondt 和 Thaler给定的加法模型，A股票将产生+33.4%的累积收益，而B股票累积收益则为0，这与事实明显不符。因此基于以上模型所得到的结论也将缺乏可信度（Gishan Dissanaik,1993）。

虽然，后续学者在采用上述模型时，用对数收益率替代了差分收益率，即

$$R_{it} = 1 + (\ln P_{it} - \ln P_{i,t-1}), \quad R_{mt} = 1 + (\ln P_{mt} - \ln P_{m,t-1}) \quad (5)$$

加法对数累积超常收益率解决了原来加法差分累积超常收益率非对称的问题，但是也只是真实累积超常收益率的一种近似估计，并且，对数收益率总是小于真实收益率，

因为：差分收益率： $r_D = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$,

$$\text{对数收益率： } r_L = \ln\left(\frac{P_{t+1}}{P_t}\right) = \ln\left(\frac{P_{t+1} - P_t + P_t}{P_t}\right) = \ln(1 + r_D) \quad (6)$$

在 $r_D < 1$ 时，将（6）按照泰勒公式展开：

$$r_L = r_D - \frac{1}{2}r_D^2 + o(r_D^2) < r_D \quad (7)$$

采用对数收益率必然导致对排序期输家组合累积超常收益率的夸大和对赢家组合累积超常收益率的低估。

上例中，A股票两阶段和的对数累积收益率分别为+40.5%,-18%和+22.3%；而B股票分别为-69%，+40.5%和-28.8%。同样存在着明显的误差（Gishan Dissanaik,1996）。

如何对“买入-持有”某一股票（Buy and Hold, BH）的累积超常收益率进行计算？本文采用 Cambridge 的年轻学者 Gishan Dissanaik（1993）在其博士论文中给出的乘法差分模型来计算单一证券的累积超常收益率。

$$CAR^R_i = \prod_{t=-T}^0 (R_{it} - R_{mt}) \quad \text{和} \quad CAR^T_i = \prod_{t=1}^T (R_{it} - R_{mt}) \quad (8)$$

其中： $R_{it} = 1 + \frac{P_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$, $R_{mt} = 1 + \frac{P_{mt} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$

针对投资组合检验期的平均累积超常收益率为：

$$ACAR_{BH} = \frac{1}{N} \sum_i^N \left(\prod_{t=1}^T (R_{it} - \prod_{t=1}^T R_{mt}) \right) \quad (9)$$

不同累积超常收益率的计算方法，对实证检验结果的具体极大的影响，甚至会产生完全相反的结论。

本文样本选自1996年1月31日前在深沪两地上市交易的所有A股公司的月交易数据，时间区间为1996年1月至2003年12月，其中剔除了2003年12月31日前已经停止交易的股票数据，共包括298只股票96个月的交易数据。数据来自深圳市汇天奇电脑有限公司的《分析家》专业版软件数据库。

国内外关于过度反应的研究，主要集中为事件检验，用以检验半强有效假说(Zarowin(1989), 沈艺峰和吴世农(1999)曹红辉(2002))，并且多数采取的是数据不相重叠的期间划分方法(Werner F.M.De Bondt and Richard H.Thaler(1987), Tow Siew Mark Hon (2001))。本文是在所选取的样本区间内进行过度反应的检验，而不是针对某一具体事件进行检验，目的是检验在样本区间内，是否可以简单地根据过去的价格信息对未来的价格趋势进行预测，即对市场是否满足弱式有效假说进行检验。本文所采用的是子区间相互重叠的方法，解决了我国证券市场时间短数据资源有限的问题，更主要是避免了特殊时间段异常收益率(Temporal Anomalies)的影响，如一月效应(The January Effect)(Werner F.M.De Bondt and Richard H.Thaler(1987))。

为了研究不同排序期长度对结论的影响(数据选取的敏感性)，本文对1996年1月至2003年12月的96个月的数据进行了充分的挖掘，对排序期由3个月到36个月的五种组合，进行了实证检验。检验过程中，在对极端组合(赢家组合和输家组合)进行检验的同时，也对过度组合(排在第二到第九的组合)进行了检验。对检验期每三个月的平均累积超常收益率都进行计算，用于研究它们随时间推移的变化情况。

排序周期	3个月	6个月	12个月	24个月	36个月
检验周期	60个月	60个月	60个月	48个月	36个月
期数 Q	34期	31期	25期	25期	25期

实证检验过程按照以下五个步骤进行(以排序期为36个月为例)：

- (1) 子区间的划定：将整个期间划分为25个子区间， $Q_{36}=1, Q_{36}=2 \dots Q_{36}=25$ ，其中， $Q_{36}=1$ 的 $t=0$ 点为1998年12月，即排序期为1996年1月至1998年12月(共36个月)，检验期为1999年1月至2001年12月(共36个月)； $Q_{36}=2$ 的 $t=0$ 点为1999年1月，即排序期为1996年2月至1999年1月(共36个月)，检验期为1999年2月至2002年1月(共36个月)；依此类推， $Q_{36}=25$ 的 $t=0$ 点为2000年12月，即排序期为1998年1月至2000年12月(共36个月)，检验期为2001年1月至2003年12月(共36个月)。
- (2) 组合确定：对25个子区间($Q_{36}=1 \dots Q_{36}=25$)分别利用公式(8)计算各个股票排序期的累积超常收益率CAR，根据CAR进行排序，并分别划分成十个组合，由降序分别命名为赢家组合、组合二、...组合九和输家组合
- (3) 平均累积超常收益率计算：根据公式(9)分别计算25个子期间的平均累积超常收益率ACAR。
- (4) 多期总平均累积超常收益率计算：利用下面公式计算多期总平均累积超常收益率，得

到赢家组合、输家组合以及其他八个组合的多期总平均累积超常收益率。

$$GACAR = \frac{1}{Q} \sum_{q=1}^Q ACAR_q \quad (10)$$

- (5) 统计量显著性检验：需要计算累积超常收益率CAR的整体方差和两个组合（赢家和输家）样本的t统计量，以判断实证检验结果的显著性。累积超常收益率CAR的整体方差为：

$$S^2 = \left[\sum_{q=1}^Q (CAR_{Wq} - ACAR_W)^2 + \sum_{q=1}^Q (CAR_{Lq} - ACAR_L)^2 \right] / (2Q - 1) \quad (11)$$

由于两个组合样本中Q的数量相等，样本均值的方差为 $2S^2/Q$ ，因此，t统计量为：

$$t = [ACAR_L - ACAR_W] / \sqrt{2S^2 / Q} \quad (12)$$

3 实证检验结果分析

按照以上步骤，对我们选定的298只股票的96个月的数据，进行各期平均累积超常收益率进行计算得到实证结果，列示于表1：

表 1：平均累积超常收益率 ACAR						
		T=12	T=24	T=36	T=48	T=60
Q3	L	0.050	0.177	0.425	0.652	0.489
	W	0.142	0.063	0.205	0.182	0.062
	L-W	-0.093	0.114	0.221	0.470	0.427
	t 值	-0.699	1.584 ⁺	1.736 [*]	3.230 ^{**}	3.620 ^{**}
Q6	L	0.136	0.316	0.510	0.694	0.534
	W	0.002	0.021	0.050	0.003	-0.070
	L-W	0.134	0.294	0.460	0.691	0.604
	t 值	3.075 ^{**}	3.895 ^{**}	4.818 ^{**}	5.343 ^{**}	5.490 ^{**}
Q12	L	0.227	0.426	0.711	0.726	0.518
	W	-0.011	-0.007	-0.008	-0.089	-0.149
	L-W	0.238	0.433	0.720	0.815	0.667
	t 值	5.457 ^{**}	5.377 ^{**}	5.823 ^{**}	6.045 ^{**}	7.712 ^{**}
Q24	L	0.092	0.252	0.363	0.244	
	W	0.136	0.029	-0.060	-0.106	

	L-W	-0.044	0.223	0.423	0.350	
	t 值	-0.462	2.918**	4.164**	5.063**	
Q36	L	0.169	0.263	0.212		
	W	0.017	-0.109	-0.167		
	L-W	0.152	0.372	0.379		
	t 值	3.266**	8.006**	11.893**		

注：X⁺，表示在10%的置信水平下显著大于零；

X^{*}，表示在5%的置信水平下显著大于零；

X^{**}，表示在1%的置信水平下显著大于零。

由表1中的t值，可以发现赢家组合与输家组合的累积超常收益率的差绝大多数显著大于零，按照De Bondt 和Thaler（1985）的标准，在所有的排序期下，过度反应在绝大多数情况下存在。但是，事实并非如此，因为显著大于零的累积超常收益率的差既可能来自于赢家组合与输家组合反转导致的差，同时也可能来自两者符号相同，但是数值差异比较大。这可以在下面的图中发现。

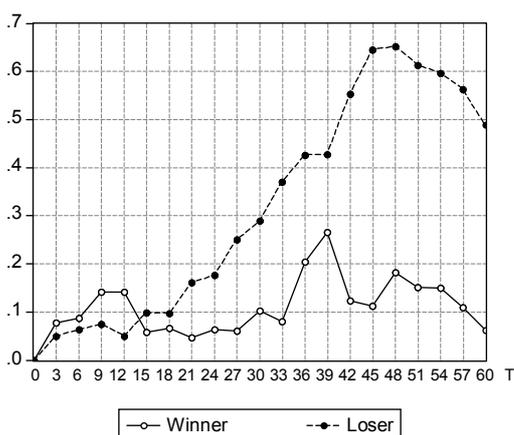


图 2：排序期三个月累积平均超常收益率

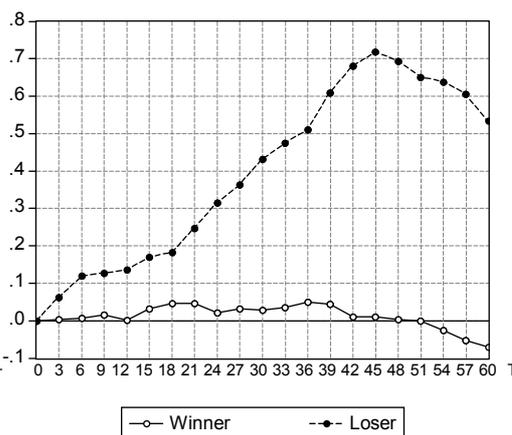


图 3：排序期六个月累积平均超常收

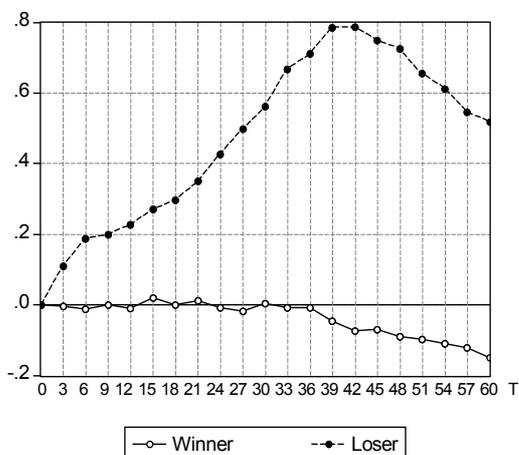


图 4：排序期十二个月累积平均超常收益率

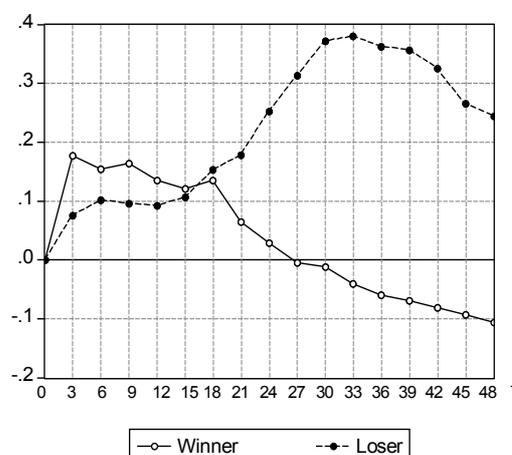


图 5：排序期二十四个月累积平均超常收

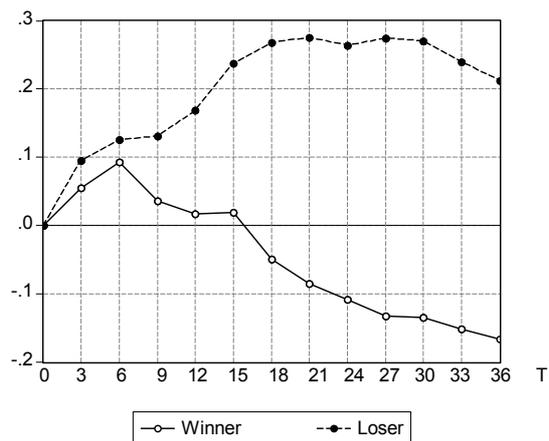
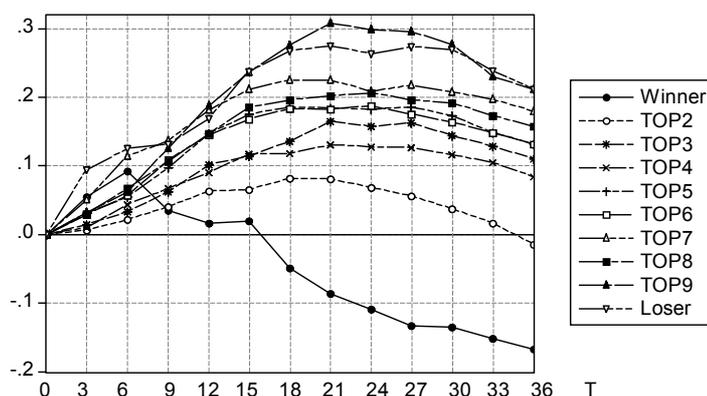


图 6: 排序期三十六个月累积平均超常收益率

在分析完极端（赢家和输家）组合之后，我们讨论过度组合的过度反应问题，仅以排序期长度为三十六个月（Q36）为例：



过度组合的实证检验结果基本上也体现出了“强的股票价格初始运动，必然伴随较大程度的反向修正”（De Bondt 和 Thaler, 1985）。同时，也表现出了中国证券市场的特点，即市场发展的初期，上市公司资源比较匮乏，庄家操纵行为严重，再加上中国独有的上市公司股本结构特点，多数组合具有显著的的正的平均累积超常收益率。

4 结论

综上所述，本文得出以下结论：

- (1) 中国证券市场长期存在过度反应，但是，不具有对称性；短期输家组合存在反转，而赢家组合则表现为反应不足。
- (2) 关于中国证券市场的实证检验结果的差异，主要源自方法论和数据选取的敏感性。
- (3) 中国证券市场拒绝弱式有效假设。
- (4) 市场的过度反应不仅可以用于行为金融学的认知偏差来解释，同时，还极有可能来自市场发展初期的庄家操纵行为。

参考文献

- [1] Fama, Eugene F.. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work"[J]. Journal of Finance, 1970, 25 (5): 383-417.
- [2] Andrei Shleifer. "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance"[M]. Oxford University Press, 2000.
- [3] De Bondt, Werner F.M. and Thaler, R.. "Does the Stock Market Overreact?" [J]. The Journal of Finance, 1985, 40 (7): 793-805.
- [4] Zarowin P.. "Does the stock market overreact to Corporate Earnings Information" [J]. Journal of Finance, 1989, 12.
- [5] Chan, K., Y. Hamao, and J. Lakonishok. "Fundamentals and Stock Returns in Japan" [J]. Journal of Finance, 1991,1: 1-33.
- [6] Gishan Dissanaik. "Are Stock Price Reversals Really Asymmetric? A Note" [J]. Journal of Banking & Finance, 1996, 20: 189-201.
- [7] Jegadeesh, H, and S, Titman. "Return to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency" [J]. Journal of Finance, 1993, 48 (3): 65-91.
- [8] Fama, E. and K. French. "Value Versus Growth: The International Evidence" [J]. Journal of Finance,1998, 1: 55-85.
- [9] Barberis, Nicholas, Andrei Shieifer, and Robert Vishny. "A Model of Investor Sentiment" [J]. Journal of Financial Economics, 1998, 49 (9): 307-343.
- [10] Andrei Shleifer. "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance" [M]. Oxford University Press, 2000.
- [11] Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam. "Investor Psychology and Security Market Under- and Over- Reaction" [J]. Journal of Finance, 1998, 53 (12): 1839-86.
- [12] Hong Harrison, and Jeremy C. Stein. "A Unified Theory of Underreaction , Monmomentum Trading, and Overreaction in Asset Markets" [J]. Journal of Finance, 1999, 54 (12): 2143-84.
- [13] 张人骥, 朱平方, 王怀芳. 上海证券市场过度反应的实证检验[J]. 经济研究, 1998, 5: 58-64.
- [14] 赵宇龙. 会计盈余信息披露的信息含量—来自上海股市的经验数据[J]. 经济研究, 1998, 7: 41-49.
- [15] 沈艺峰, 吴世农. 我国证券市场过度反应了吗? [J]. 经济研究, 1999, 2: 21-26.
- [16] 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]. 2001, 6: 56-61.
- [17] 何德旭, 王秩强, 王洁. 上市公司信息披露预警制度进行了实证分析[J]. 当代经济科学, 2002, 5: 30-36.
- [18] 肖 军, 徐信忠. 中国股市价值反转投资策略有效性实证研究 [J]. 经济研究, 2004, 3: 55-64.
- [19] Gishan, Romesh, Dissanaik. "The Overreaction Hypothesis and Stock Market Efficiency" [M]. Thesis for PHD Degree for Cambridge University, 1993, 24.
- [20] M. Ameziane Lasfer, Arie Melnik, Dylan C. Thomas. "Short-Term Reaction of Stock Markets in Stressful Circumstances" [J]. Journal of Banking & Finance, 2003, 27: 1959-1977.
- [21] 曹红辉. “股票市场对国有股减持的过度反应分析” [J]. 中央财经大学学报, 2002, 3: 29-34.

[22] Werner F.M.De Bondt, Richard H.Thaler. "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality" [J]. The Journal of Finance, 1987, 42 (7): 557-581.

[23] Tow Siew Mark Hon. "Aspects of Market Efficiency: An Investigation of UK Equity Market" [M]. Thesis for PHD Degree in University of Bristol, 2001.

[24] De Bondt, Werner F.M. and Thaler, R.. "Does the Stock Market Overreact?" [J]. The Journal of Finance, 1985, 40 (7): 798.

[25] De Bondt, Thaler. "The more extreme the initial price movement, the greater will be the subsequent adjustment" [M]. 1985.

[26] 赵振全, 丁志国, 周佰成. 国有股流通与证券市场制度修正 [J]. 财经科学, 2001, 10.

Study in Overreaction Hypothesis in China's security markets

Zhao Zhenquan, Ding Zhiguo, and Su Zhi

(Jilin university Quantitative Economics Center 130012)

Abstract: As a very important issue of behavioral finance and theoretical foundation of contrarian strategy in security markets, Overreaction Hypothesis (ORH) continues to stimulate both insight and controversy, since it was addressed by De Bondt and Thaler in 1985, and stands in contradiction to the Efficient Market Hypothesis (EMH). Some work has been done relevant to empirical study of ORH in China. However, the results drew out were far away from each other. This paper states that the difference resulted from sensitivity of methods and data chosen. The results of this paper illustrated that long-term security markets overreacted and asymmetric in China during 1996-2003, short-term returns of loser portfolio had reversals and winner portfolio underreaction. Thus, weak-form efficient hypothesis could not be accepted.

Key words: Overreaction; Market efficiency; Behavioral Finance

收稿日期: 2004-5-12;

基金项目: 国家自然科学基金项目(70173043); 教育部重点项目(02JAZ790005); 教育部重大项目(02JAZJD790007)

作者简介: 赵振全(1943-), 男, 吉林大学数量经济研究中心主任、教授、博士生导师; 丁志国(1968-), 男, 吉林大学数量经济研究中心博士研究生; 苏治(1977-), 男, 吉林大学数量经济研究中心博士研究生。