

我国股市机构化背景下游戏驿站事件分析 ——基于行为金融学的视角

黄佳宁, 安佳琪

(南开大学 商学院, 天津 300071)

摘要: 基于行为金融学理论,从有限理性、羊群效应和过度自信的角度,通过对游戏驿站(GME)事件的梳理,分析了机构投资者与个人投资者行为之间的矛盾、影响及其启示。这场博弈扭曲了股价的意义,扰乱了资本市场的秩序。分析得出:公司基本面和发展潜力才是决定其发展的要素,要注重投资者教育,协调个人投资者和机构投资者的关系,增强社交媒体监管,对线上交易平台进行合理管控,正确引导网络时代的投资,正确认识投资者的影响和局限性,重视公司基本面。

关键词: 机构化; 游戏驿站; 投资者教育; 理性投资; 网络媒体

中图分类号: F832.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 2095-0098(2023)03-0028-10

一、引言

健康稳定的资本市场是服务实体经济、支持供给侧结构性改革的前提。2020年,证监会进一步要求加强资本市场投资端建设,提出促进居民储蓄向投资转化。鼓励居民投资不等于鼓励投机,而是为他们提供储蓄之外的选择,例如通过机构投资等。金融市场趋向成熟的表现之一即机构化。发挥机构专业性强、资金量大、信息充足、投资理性的优势,有利于维护资本市场稳定发展。机构化绝不是歧视或驱逐个人投资者,而是为部分投资者提供相对更理性、更专业的投资渠道。机构要把保护投资者利益放在重要地位,减少投资者的不必要损失。立足于我国股市机构化发展的背景,以游戏驿站(GME)事件为例,探究该事件对中国股市发展具有现实意义。

目前,部分学者从不同角度对GME事件展开研究,分析多基于行为金融学理论。黄世忠等(2021)^[1]描述了游戏驿站多空博弈的过程,并用行为金融学相关理论解释了机构与个人投资者的非理性行为。张馨和雒京华(2022)^[2]侧重在数字化时代视角下,结合行为金融学理论分析个人投资者的行动。尚德峰(2021)^[3]则侧重于机构与个人的博弈,分析了美国游戏驿站和白银期货交易的博弈异象。林建秀(2021)^[4]的侧重点在于事件中情绪演变的机制,分析了社交媒体加剧投资者有限理性行为的作用。相关研究应时、详细、全面,各有侧重,但偏向定性研究。

通过事件分析偏向定量地探究游戏驿站事件的影响和局限性,并与Hertz进行对比。此外,在研究视角上,侧重于机构投资者和个人投资者之间的“矛盾”,在以行为金融学理论为基础的同时,重点分析在我国股市机构化进程中,如何处理个人投资者和机构投资者的关系。

通过梳理游戏驿站事件发展的经过,探究该事件对游戏驿站股价的短期和中长期影响。个人投资者的聚集对股价产生显著影响,但这种影响不是万能的,GME“起死回生”事件只是个例,公司的中长期发展的关键还是自身竞争力,不能仅依赖投资者的“情怀”。基于有限理性、过度自信、羊群效应理论,深入分析该事

收稿日期: 2022-09-15

基金项目: 国家社会科学基金项目“金融创新背景下多目标公司治理投资支持实体经济研究”(18GBL063)

作者简介: 黄佳宁(1998—),女,河北沧州人,博士研究生,研究方向为金融创新、多目标决策。

件原因后认为:在事件中,个人投资者和机构投资者均表现出有限理性的特征,例如由于缺乏风险意识、专业知识或理性分析,存在明显的投机现象,这种不理性的行为本身就促进了二者的矛盾;双方的行为均体现了羊群效应,由于环境的煽动性或缺乏独立判断,跟风行为明显,强化了二者的矛盾;双方也都具有过度自信的特点,这是由于长期以来的市场地位、投资观念等所致,表现在双方激烈的态度和强硬的多空博弈上,激化了双方的冲突。这场博弈闹剧没有赢家,反而扭曲了股价,扰乱了资本市场秩序。

该事件对维护我国资本市场稳定有借鉴意义:首先,注重投资者教育,充分认识个人投资者的重要性,协调个人投资者和机构投资者的关系,摆正机构定位,加强监管。其次,增强网络媒体监管,正确引导网络时代的投资,利用好社交媒体的优势,发挥知识普惠功能和监督作用,尤其注重在论坛、股吧等进行专业知识科普,如开设辟谣板块等,加强对投资者情绪的关注。再次,加强对线上交易平台的监管,完善信息披露规则和监督体系,保护投资者利益,维护市场稳定。最后,关注投资者的影响和局限性,重视公司基本面的提升,维护市场秩序。

基于我国机构化的背景,通过事件分析探究游戏驿站事件的影响和局限性,并与 Hertz 进行对比,以 GME 事件为切入点,探究对机构投资者和个人投资者行为和矛盾的解釋,该事件对我国资本市场稳定发展的借鉴意义,如加强投资者教育、协调投资者关系、加强网络媒体监管、正确认识投资者的影响和局限性等。研究有利于保护我国投资者利益,协调化解在机构化发展过程中个人与机构投资者的矛盾冲突,并为促进投资活动有序、稳定发展提供借鉴。

二、文献综述

在我国股市个人投资者居多的背景下,学者对机构和个人投资者的非理性行为进行了较为丰富的研究。梁昱和张伟强(2017)^[5]发现,我国个人投资者存在明显的博彩性投资偏好,且这种投资行为存在非理性偏误,机构投资者对博彩型股票的规避则可以使其从中获利。兰俊美等(2019)^[6]采用问卷数据实证发现,我国机构与个人投资者都存在非理性行为,个人投资者非理性程度更严重,在偏好逆转、证实性偏差、沉没成本、模糊厌恶等方面差异显著。张继海和刘雅玫(2020)^[7]发现机构和投资者情绪之间存在非对称的相互影响,主要是机构投资者情绪影响个人投资者情绪,后者更可能发生过度调整情况,受股市影响后行为更不理性。谢玲玲(2020)^[8]则据散户与机构投资者对分析师报告的反应差异,发现散户对于投资所需信息的认知和决策依据不如机构投资者准确、全面。

我国股市处于机构化进程中,机构投资者能够促进企业创新(张佩等,2020;齐岳和李晓琳,2019)^[9-10]、提高企业治理水平、维护股东利益等(马新智等,2020;梁勇和干胜道,2015)^[11-12],也可以减少股价暴涨暴跌的发生,发挥稳定市场的作用(高昊宇等,2017)^[13]。他们具备丰富经验和大量投资信息,是多层次资本市场的重要组成部分(冯燕妮和沈沛龙,2020)^[14]。李先科(2021)^[15]通过将股市2013年1月至2020年12月的月度数据带入VAR模型来实证分析投资者情绪与上证50指数表现之间的关系,结果表明我国过去投资者的市场交易行为相对理性,即股市整体机构化进程良好、稳定。然而,部分机构投资者并未发挥应有作用,王皓和朱明侠(2017)^[16]认为,追涨杀跌和短线操作行为使得机构投资者不仅未成为稳定市场的主力军,反而在一定程度上加剧了证券市场的波动。陶玲和朱迎(2016)^[17]提到,金融体系的道德风险是我国系统性金融风险产生的原因之一,金融机构存在过度从事高风险业务的冲动,社会公众风险意识薄弱。部分学者对机构投资者的监管提出建议。张桥云和段利强(2020)^[18]认为,监管部门应督促金融机构建立更加合理的内控体系,提高处罚的公信力与权威性,采取多种处罚方式增加违规成本,震慑违法违规行为。面对金融创新的发展和互联网的广泛应用,王心怡(2017)^[19]认为,在金融创新视角下对机构投资者的投资管理活动不应仅靠传统信义义务规范,而应引入调整机构投资者双重义务体系的尽责管理义务概念。武长海和刘凯全(2020)^[20]认为,监管者基于传统技术和金融模式所确立的监管规则与法律规制已不适应互联网金融的新特征,需要完善监管体系,更新信息披露制度等。

作为体现散户与机构冲突的重要事件,游戏驿站事件受到了学者的关注,学者多从行为金融视角进行分析,涉及的行为金融学理论主要有有限理性、过度自信、羊群效应等。

Simon(1947)^[21]首先提出了“有限理性”理论,认为个体投资者的理性受到自身知识水平和认知能力的限制,在决策时不可能做到完全理性,而是在掌握了一定信息的基础上取得的满意结果。Engelberg et al.(2012)^[22]则认为,在投资者注意力有限的情况下,投资者会对未获得完全信息的股票反应不足,而在过于关注股票特定事件时对股票过度反应。过度自信是指投资者低估他人所掌握的信息量和信息精度,高估自己掌握信息的分量和信息处理能力的一种心理。过度自信在市场中表现为过度交易,Barber & Odean(2008)^[23]认为,过度自信引起的过度交易会显著降低投资收益,而 Cheng et al.(2020)^[24]则认为存在高交易量、高盈利的投资者。一般来讲,由于存在信息优势和资本优势,机构投资者更易产生过度自信倾向,而忽视个人投资者的行为。但随着社交媒体大众化和整合作用的增强,个人投资者进行抱团,激发过度自信倾向。Banerjee(1992)^[25]发现,在信息不确定的情况下,金融市场上每个决策者往往会观察前人行为以获取信息,在此基础上做出最优抉择,导致决策抉择趋同,从而提出羊群效应理论。随着该理论不断发展,研究人员将其与有限理性相结合,发现资本市场中的羊群效应是投资者群体非理性状态下由投资者情绪的传染而形成投资者决策的模仿。Brown & Cliff(2004)^[26]认为,投资者情绪是市场参与者对个股的总体乐观或悲观的态度;李先科(2021)^[27]明确提出投资者情绪是模仿行为产生的重要因素。

学者基于行为金融学理论分析游戏驿站事件。黄世忠等(2021)^[1]从有限理性、过度自信、情感情绪、羊群行为、代表性偏差五个方面解释了机构投资者与个人投资者在游戏驿站事件中产生的非理性行为。张馨和雒京华(2022)^[2]从数字化时代的视角,依据行为金融理论分析了个人投资者的行为特征。尚德峰(2021)^[3]从信息不对称、过度自信、羊群效应、处置效益等分析了美国游戏驿站和白银期货交易的博弈异象。

除此之外,学者从多个角度对该事件进行分析。林建秀(2021)^[4]主要探究了社交媒体下情绪演变的机制,分析了社交媒体加剧投资者有限理性行为的作用,分析其对投资者注意力聚焦与行为传染的推动效果。李绍坤(2021)^[28]则结合社交媒体时代背景,探究股价波动的原因,剖析互联网平台下资本监管的漏洞。卧龙(2021)^[27]从股票市场投资的角度,完整梳理了游戏驿站公司从成立至今的历程,详细阐述了事件经过及股价变化。齐萌和徐承志(2021)^[30]从交易监管的角度,以游戏驿站事件为起点研究美国、欧盟等国家和地区的卖空监管规则。郑丽雅和易宪容(2021)^[31]从金融民主化的角度,梳理“游戏驿站”事件冲击市场的过程并挖掘事件理论根源及实质,认为投资大众化及金融民主化已经起步,监管思维等需要改变。

相关研究较为全面,但关于游戏驿站的研究多偏向定性分析。通过事件分析偏向定量地探究游戏驿站事件的影响和局限性,主要基于我国机构化背景,立足维护资本市场稳定的需求,分析游戏驿站事件中个人投资者和机构投资者的行为和矛盾可能为我国股市稳定带来的启发。探究个人投资者与机构投资者的行为差异并提倡理性投资,对保护投资者利益,维护市场秩序具有重要意义。

三、GME 事件梳理

游戏驿站公司是美国知名电子游戏零售商。在2021年发生GME事件前,该公司连年财务状况不佳,营业收入呈下降趋势,2018年降低3.06%,2019年降低21.96%,2020年降低21.28%。2018—2020年,虽净利润和基本每股收益有所增长,但仍处于持续亏损状态,其间的基本每股收益也出现负值,表明公司经营能力、盈利能力持续不佳,投资者难以得到分红。2020年4月,股票最低收盘价一度达到2.80美元/股。因财务数据低迷、线下游戏实体店失去优势等,游戏驿站成为做空机构的一大目标,做空比例一度达到140%。

表1 GME公司2016—2020年年报部分财务指标

	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入(亿美元)	79.65	85.47	82.85	64.66	50.90
营业收入增长率(%)	-14.94	7.31	-3.06	-21.96	-21.28
净利润(亿美元)	3.53	0.35	-6.73	-4.71	-2.15
净利润增长率(%)	-12.31	-90.18	-2039.48	30.03	54.28

	2016	2017	2018	2019	2020
基本每股收益(美元/股)	3.42	0.34	-6.59	-5.38	-3.31
基本每股收益增长率(%)	-10.00	-90.06	-2038.24	18.36	38.48

资料来源: GME 公司年报、同花顺。

2020年8月末开始,由于美国知名宠物用品电商 Chewy 创始人之一 RyanCohen 大量买入 GME 股票,股价逐渐上升并在 10 美元左右波动。2021 年 1 月 11 日,Cohen 被任命为游戏驿站董事。这一消息吸引了投资者,当日 GME 收盘价为 19.94 美元/股,14 日股价便升至 39.91 美元/股,几乎翻倍。仅 14 日当日,空头合计损失超 8 亿美元,但做空机构反而继续增加了头寸,多空博弈愈发激烈。19 日,知名空头机构香椽在社交媒体宣称游戏驿站的买家将是这场游戏中的输家,股价将快速回到 20 美元/股。21 日机构创始人 AndrewLeft 继续发布视频表示看空游戏驿站。

这引发了 Reddit 社区 Wall Street Bets(简称 WSB)论坛上散户的愤怒,他们集结了起来,试图推高 GME 的股价。WSB 论坛中,一位网名为 DFV 的用户不断晒出自己购买 GME 股票的截图并号召买入。1 月 22 日,股票收盘价达 65.01 美元/股,涨幅达 51.08%,最高价达 76.76 美元/股。26 日,知名投资人 Chamath Palihapitiya 在推特上宣布买入 5 万张行权价为 115 美元的 2 月看涨期权,股价涨至 147.98 美元/股,涨幅高达 92.71%。26 日收盘后特斯拉 CEO Elon Musk 也转发了 WSB 的推文,支持游戏驿站。27 日,Palihapitiya 在 CNBC 的采访中公开质疑对冲基金,支持散户对抗做空机构,并上升到“反抗华尔街精英阶层”的高度,引发 WSB 用户的强烈共鸣。此外,曾做空游戏驿站的对冲基金 Melvin Capital 进行了平仓,空头力量的退让更激发了多头的热情。当日 GME 盘前涨幅达 140%,开盘价 354.83 美元/股;最高价达 380 美元/股,收盘 347.51 美元/股,上涨约 135%。28 日,股价一度升至 483.00 美元/股,但收盘回落至 193.60 美元/股。当日,Robinhood 等交易平台宣布对 GME 股票限制购买,在引起股价下跌的同时带来强烈争议。1 月 29 日,交易平台取消限制,当日个人投资者拉高股价至 413.98 美元/股,以 325.00 美元/股收盘,上涨 67.87%。

之后,股价呈下跌趋势,一度跌至 40 美元/股以下。2 月 24 日,股价突然大幅上涨超过一倍,达 91.71 美元/股。这与 Ryan Cohen 在社交网络发布的“麦当劳冰欺凌”图片有关,该图片被认为释放了“像麦当劳修整冰欺凌机一样修整游戏驿站”的信号,引发了 Reddit 社区个人投资者的投资热情。此后,得益于游戏驿站宣布成立委员会加速向电商转型并由 Cohen 任主席,投资者对其持续增长预期,股价继续呈上升趋势。

四、GME 事件的行为金融学理论解释

(一) 基于有限理性看个人投资者和机构投资者的行为

自 1980 年行为金融理论兴起以来,资本市场定价受到了行为金融学的影响,学者从行为金融学的角度解释市场异象。以往的资产定价理论认为,投资者完全理性,资产的价格应该等于内在价值而不受投资者非理性行为影响。但行为金融理论假设投资者存在非理性行为,且投资者的非理性预期可以影响资产价格。有限理性介于非理性和绝对理性之间,投资者的行为有意识地理性,但这种理性是有限的。

GME 事件明显体现了个人投资者和机构投资者的有限理性特征。从个人投资者看,很大一部分投资者的行为明显是投机,他们寄希望于“一夜暴富”,或单纯寻求赌博的刺激。WSB 论坛中的发帖显示,部分投资者也许并不了解该股票,却“疯狂”地为其投入全部资产,这种行为无疑是不理性的。不少参与其中的投资者只看到了股价的涨跌和赚快钱的机会,忽视了取得收益要承担的风险,也缺乏投资分析意识和专业投资知识。此外,相对机构投资者,个人投资者的投资决策受理性因素之外的影响较大,比如他们愿意为“情怀”投资,游戏驿站在许多美国电子游戏迷的观念中占据重要地位,便成为他们的投资目标,这也是有限理性的一种体现。

从机构投资者看,部分机构投资者没有恰当地运用自身信息优势、专业素养和相对集中的资本,投机行为明显。比如,部分空头机构在未进行基本面分析时,就以知名对冲基金的行为为依据,投入大量资金,然而专业、理性、具备充足信息的投资者本应基于自身对宏观环境、行业发展、公司基本面等的判断进行投资决

策。此外,GME事件中出现的140%的异常做空比例,是不理性的投资,无疑是对资本市场规则的冲击。相对地,由于机构投资者具备明显知识、信息源和资本优势,其非理性行为更易产生严重后果。

双方的有限理性在GME事件中体现明显。个人和机构的非理性行为,比如投机行为,反映了双方对通过这只股票获利的不正常疯狂,反映着理性的缺失,也助长了二者在此事件中的矛盾。总体来看,数量极多的个人投资者和具有庞大资金量的机构投资者的投机行为,都成了搅乱市场秩序的利器。

(二) 基于羊群效应看个人投资者和机构投资者的行为

羊群效应通常指由于个体的跟风心理,其观念和行为将与大众趋同。在有限理性下,由于信息不对称,投资者的行为互相影响并引发模仿。

对于个人投资者,大部分投资者属于跟风投资,并跟风“逼空”。专业投资知识的缺乏让他们更容易跟随其他投资者的行动,虽有部分投资者尝试进行对GME公司的分析,但由于知识和经验不足,难以独立判断,最终仍追随他人的行动。

众多个人投资者活跃的投资论坛WSB也体现了极高的自由度和易煽动性。论坛充斥着寻求刺激的风气和狂热的投资氛围,人们总是自嘲,大多数人都像在“玩弄”手中的资产而不顾风险。论坛中也存在专业细致的分析和独到的思考,但占比较小。WSB的特有风格和语言像是生成了一个好赌的圈子,作为“圈内人”的用户更容易被煽动,盲从主流意见。

在事件中,具有知名度的个体更体现了强大的号召力和感染力,引发大范围模仿。GME事件中,WSB用户“DFV”起到了重要作用。早在2019年6月,他在论坛发布了自己购买GME股票和看涨期权的信息并笃定股价回升,在不断更新收益的同时始终保持买入,这一坚持带动了部分个人投资者的购买行为。股价飙升期间,他在WSB上展示的财富对论坛用户形成了强烈刺激,他被推上神坛,WSB论坛形成“他在投,我就要投”的跟风热潮。具备影响力的投资者在社交媒体的言行迅速得到了人们的信任和效仿,形成了明显的羊群效应。

投资机构的行动也体现了羊群效应,有一部分机构投资者跟随知名对冲基金的行动,看空GME并投入大量资金。机构投资者应该是市场中具备较高理性的参与者,由于其专业性和资金集中性,本应承担较大一部分维护市场秩序的责任,应基于独立的思考和充足的分析进行决策。仅凭知名基金的投资而跟随投资,这是盲从,也是对应有职责和角色的忽视。

从双方来看,这种羊群效应也使得双方矛盾加剧。个人投资者在WSB论坛中展现了对“投资领袖”的狂热,在这个圈子里的很大一部分投资者缺乏独立判断,出于跟风以及对圈子氛围的顺从,他们进行投资、“逼空”和“对抗机构”;机构投资者未有充分展现专业素养并承担在自己的责任,而是跟随行业领头者压制散户,这就进一步强化了二者的冲突。

(三) 基于过度自信看个人投资者和机构投资者的行为

过度自信指投资者相信自己的能力能够应对不确定性事件,认为自己掌握的信息具备比实际更高的准确性,高估了自己的能力。

在事件中,Chamath Palihapitiya代表散户向机构公开发问:为何认定对冲基金的判断要优于散户?为何一些对冲基金不按规则投资却不会受到指责?个人投资者与华尔街精英对抗的同时,也抨击着机构的过度自信。

除去煽动等因素,从投资者地位看,长期以来,机构投资者在资本市场上地位更高、获利优势更明显。持续处于资本市场上风的“优越感”、更强的专业性、更充分的信息和更多的资金,使得金融机构通常自视为主流价值观,坚信自己在市场上拥有更强实力和更高地位,总能成为投资的赢家。GME事件中出现的140%的异常做空比例、机构及相关人员称买入者是“输家”“傻子”等激烈的言论,加之对自己一定“优于散户”的坚信,都是这种“优越感”的体现,也是过度自信的表现,同时加重了个人投资者的不满。作为散户集中地的线上券商Robinhood限制GME买入更激化了矛盾,也有机构联合削弱散户利益之嫌,引起散户强烈声讨。

个人投资者也明显将机构放到了对立面,并将此事件上升到双方“对抗”的高度,部分个人投资者把“逼空”简单看作一场压倒权威并获取利益的运动。GME事件中,从个人投资者因机构看空言论集结,再到推高

股价不过短短几日,而股价却以成倍速度增长,更助长了他们的自信。但他们没有意识到,或者低估了机构投资者持续做空的实力,在双方的持续博弈下,股价大涨又大幅回落,部分个人投资者只看到股价上升,认为已经赢得胜利,实际最终并未获利。这也挑战了资本市场的秩序,大幅哄抬股价不利于市场稳定,Robinhood限制GME买入也是监管机构对此事件的管控。

总体来看,这种过度自信激化了双方的矛盾。长期以来机构投资者对个人投资者的态度是双方矛盾的一个重要来源,他们过于相信自己具备的优势,并对个人投资者言辞激烈甚至持有蔑视态度,机构投资者这种长期的优越感在GME事件中体现得尤为明显,也更加激化和个人投资者的矛盾。而个人投资者的过度自信则促进了他们做多和对抗机构的行动,但实际上他们其中的一大部分投资者可能并未获利。

综上所述,机构投资者与个人投资者都存在非理性行为,且均具有羊群效应和过度自信的现象。对于股价本身而言,股价本应反映公司的内在价值,GME价格飙升和骤降则远离了公司真实价值,纯粹成了多空博弈的赌注。对于公司而言,投资者能够改变短期股价走向,但公司想要长期生存还需自身基本面的改善,GME公司是否能获得良好发展仍不得而知,这场博弈闹剧本身并不能给公司带来质的改变。对于市场而言,股价的大幅涨跌也不利于资本市场的稳定,容易诱发系统性金融风险。这场博弈可能促成了暂时的赢家,却扭曲了股价的意义,扰乱了资本市场的秩序。

五、GME事件中投资者对股价的影响和局限性

(一)对个人投资者聚集影响股价的事件研究

在GME事件中,在网络媒体的推动下,个人投资者集中交易“游戏驿站”股票引发市场大幅波动,挑战了美国个人投资者较少参与股票交易的传统共识。因此,利用事件研究定量分析网络媒体下投资者尤其是个人投资者聚集对GME股价的影响。以2021年1月21日为事件发生日,即机构投资者发表看空视频引发WSB论坛上个人投资者大规模“号召”反击的当日。需要注意,这段时间事件发生较为密集,都可能对股价产生一定影响。此外,没有个人投资者聚集的具体标志,WSB论坛只显示发帖在“几个月前”而没有具体日期,故难以严格选择事件发生日期,事件研究结果只是具有一定启发意义,但读者在推广时还需要谨慎参考。根据收集到的信息,认为1月21日能够较好地反映投资者在社交媒体发表言论并采取大规模行动,从而影响股价的现象,可作为事件发生日。此外,选择其他日期如2021年1月19日、1月22日等也获得了显著结果。在此仅汇报将1月21日作为事件发生日的结果。

事件窗口设定为 $[-3, 3]$ $[-1, 1]$ $[-1, 3]$ $[-1, 5]$ $[0, 1]$ $[0, 3]$ $[0, 5]$;估计窗口设定为 $[-264, -4]$ 。根据股价计算收益率的方法如公式(1):

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

运用市场模型估计GME在事件窗口期的预期收益率:

$$R_{gt} = \alpha_g + \beta_g R_{mt} + \varepsilon_{gt} \quad (2)$$

式(1)~式(2)中, t 属于估计窗口期, R_{gt} 表示GME在 t 期的收益率, R_{mt} 表示市场组合在 t 期的收益率,以道琼斯工业指数作为市场组合。选取估计窗口内的GME收益率和市场收益率数据进行回归,得到参数的估计值 $\hat{\alpha}_g$ 与 $\hat{\beta}_g$,估计事件窗口期内的GME预期收益率,如式(3):

$$\hat{R}_{gt} = \hat{\alpha}_g + \hat{\beta}_g R_{mt} \quad (3)$$

式(3)中, t 属于事件窗口期, \hat{R}_{gt} 是估计的GME在事件窗口期的预期收益率, \hat{R}_{mt} 是市场组合在事件窗口期的收益率。接下来计算GME在事件窗口期的异常收益率:

$$AR_{gt} = R_{gt} - \hat{R}_{gt} \quad (4)$$

累计收益率为:

$$CAR_g = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{gt} \quad (5)$$

式(5)中, t_1 和 t_2 为窗口的始末。

结果如表 2 所示。事件窗口得到的 p 值均显著小于 0.01, 表示该事件对 GME 股价起到了显著影响。这说明投资者和网络媒体在 GME 股价上升的过程中起到了重要作用。

表 2 对 GME 的事件研究结果

事件窗口	$[-3, 3]$	$CAR[-1, 1]$	$CAR[-1, 3]$	$CAR[-1, 5]$	$CAR[0, 1]$	$CAR[0, 3]$	$CAR[0, 5]$
CAR	164.5177%***	57.3364%***	166.4285%***	256.1318%***	59.7739%***	168.8660%***	58.5693%***
P 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注: *** p 值 < 0.01, ** p 值 < 0.05, * p 值 < 0.1; 资料来源: STATA 计算。

(二) 投资者改变股价走向的局限性

投资者能够改变短期股价走向, 网络社交媒体助推了投资者对股价的影响, 但他们不是万能的, 股价能否在中长期内保持上升, 公司基本面和发展潜力仍是关键因素。

以美国知名租车公司 Hertz 为例, 2020 年 5 月 22 日 Hertz 公司申请破产, 之后股价连续下跌, 甚至达到 0.56 美元/股, 然而自 6 月 4 日起, Hertz 的股价一路飙升, 三天内累计上涨 574%。通过查找 WSB 论坛发现, 自 6 月初起, 论坛上关于 Hertz 的讨论开始增加, 用户在 WSB 发帖号召投资 HTZ 股票并得到迅速响应。Robinhood 数据显示, 有 9.6 万人建仓 Hertz 股票, 6 月持股用户数增长近 3.3 倍, 持股者多为散户。然而, Hertz 虽股价飙升, 其基本面并不容乐观, 破产前一季度报告显示亏损持续扩大, 基本难以挽救。此外, GME 请来 Ryan Cohen 并采取了改革措施, 给了市场对 GME 未来的信心, 而 Hertz 也没有像 GME 一样引入能对未来发展有较大影响的重量级人物进行接管和改革。尽管散户集结拉高股价, 但 Hertz 仍没有逃离破产的命运, GME 事件更像一个特例, 中长期股价还需以公司实际发展潜力为支撑。

GME 公司 2022 年 1 月发布的年报显示, 其净利润仍未有起色, 处于亏损状态。其营业收入达 60 亿美元, 同比增长 18.09%。由于筹资活动产生了大量现金流, 其现金及现金等价物净增加额达 6.85 亿美元, 现金流充裕, 流动比率提升明显。观察其 2020 年 1 月 2 日至 2022 年 6 月 30 日的股价, 如图 2 所示, 可以发现 2022 年年初股价大幅提升后, 其股价大规模回落至 100 ~ 150 美元/股区间, 波动较大。游戏驿站公司的股价很大程度上取决于大众是否愿意继续支撑他们的“情怀”, 尽管公司自身积极寻求改变, 如聘请新董事等, 但若想持续发展仍需要进一步改善自身基本面。

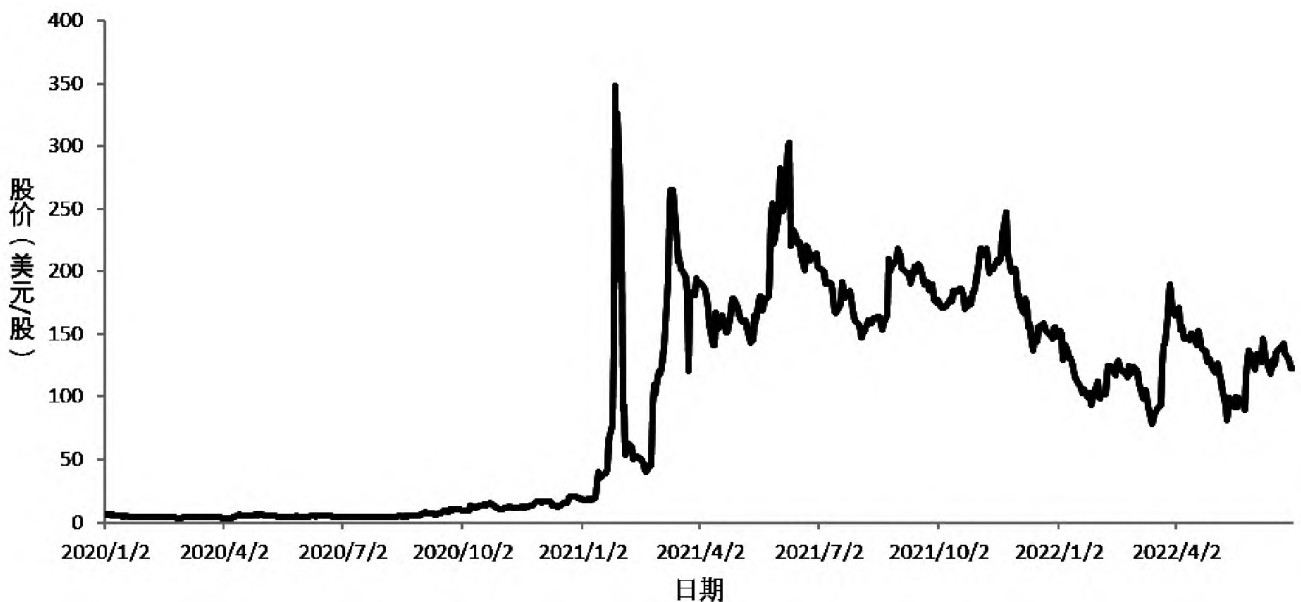


图 1 GME 公司 2020 年 1 月至 2022 年 6 月股价

六、从 GME 事件中得到的启示

当前我国股票市场尚处于“新兴+转轨”时期,以个人投资者为主的市场结构可能会延续相当长的时间,因此要维护市场稳定,既要健全市场制度,培育成熟的制度,又要不断引导个人投资者理性地参与到股市中来。特别是互联网已经成为国内投资者获取信息的主渠道,以雪球网、股吧为代表的投资类社交平台和以微博、微信为代表的新媒体平台,同时具备获取金融资讯与在线沟通的功能,使投资者在认知决策与行为模式方面均有较大改变,个人投资者在市场中的作用不可小觑。

综合来看,GME事件对我国股市稳定发展提供了如下启示:

(一) 重视个人投资者作用,注重投资者教育,协调个人和机构投资者的关系

个人投资者占比较大是我国股市特征之一,要重视个人投资者在市场中的作用,对其投资教育要有足够重视。引导投资者树立正确的风险意识,明确高收益往往伴随高风险的事实,充分认识赌徒心态可能带来的后果,不可因冲动投资;引导投资者进行独立判断和自主分析,尽量理智面对他人煽动,减少从众行为。加强投资知识的普及教学,提供简明有趣的官方材料,增加投资者教育的层次性。除去基本知识的科普,可设置延伸和进阶教育。

证券市场趋向成熟的重要特征之一即投资者结构向以机构为主转变,这更要求摆正机构定位,加强对机构的监管。一方面需要明确机构和散户都是市场参与者,都应理性投资,机构更应作出表率,起到良好的引领作用。另一方面,机构虽有优势,但不能秉持“优越感”,要避免过度自信,应遵守资本市场规则,自觉维护市场秩序。监管部门需要明确机构行为的边界,反对机构操纵市场,支持良性竞争。我国制度虽不允许做空,但已开放部分A股融资融券,在未来市场完善过程中,也有可能引入做空机制。相关部门应依据国情制定完善的做空制度,加强日常监管和对异常交易的监管。

(二) 增强网络媒体监管,正确引导网络时代的投资

网络媒体的发展一方面能够加速信息传播,另一方面可能助推情绪煽动和矛盾激化。有关部门要利用社交媒体的优势,高效传播信息,比如利用社交媒体进行投资者教育宣传,或者形成对机构的舆论监督等。尤其是注重在论坛、股吧等进行专业知识科普,可开设辟谣板块和精华板块,发掘有价值的投资讨论,避免不实信息误导投资者;注重在线上投资平台的知识科普和风险承担能力测试,设置醒目投资者教育入口或者考虑在注册后强制要求学习。同时,重视投资者情绪的作用,加强对社交媒体上投资者情绪的关注,比如在股吧等平台收集投资者讨论的高频词汇,及时发现煽动因素并适当引导,维护市场稳定。

在互联网、金融创新迅速发展的当下,更需关注对线上交易平台的监管。事件中的Robinhood交易平台是美国散户的集中地,它不设资金门槛,也不收佣金,采取订单流付款(POF, Payment to Order Flow)模式,即Robinhood作为经纪商把散户的订单转交给做市商执行并从做市商那里获得补贴。然而,目前缺乏针对POF模式的明确完善的信息披露和监管体系,经纪商和做市商可能为避免公开市场竞争而进行非公开交易,降低做市商交易成本,增加经纪商的补贴,这些非公开交易是否会损害交易平台用户利益,是否会扰乱市场秩序,值得监管部门思考。同时,为获取更多订单,交易平台更希望用户频繁交易,而对于多数为非专业投资者的散户来说,这可能并非最佳选择。随着我国线上交易平台的发展,监管部门应针对其商业模式,完善信息披露规则和监管体系,提前制定应对措施,保护投资者利益,促进市场健康稳定发展。

(三) 认识到投资者影响的局限性,重视公司基本面提升

投资者能够改变短期股价走向,网络社交媒体能够助推这种影响,尤其是放大个人投资者的影响,但这不是万能的。除去政策、行业影响因素外,公司自身的偿债能力、盈利能力、营运能力、成长性等等才是决定其长期股价的重要因素。在重视投资者尤其是个人投资者可能产生的影响的同时,要注意其对公司影响的局限性,公司应重点提升自身基本面,才能具备长期发展的可能性。此外,如果投资者对股价产生了超出预期的影响,公司的市值将难以体现其实际价值,这也相当于对市场秩序的扰动,不利于市场稳定发展。

参考文献:

- [1] 黄世忠, 李诗, 于晓然. 游戏驿站股票现象的解析与启示——基于行为金融的视角[J]. 财会月刊, 2021(5): 3-9.
- [2] 张馨, 雒京华. 行为金融视角下数字化时代个人投资者行为分析——以美国股市“游戏驿站事件”为例[J]. 上海立信会计金融学院学报, 2023(1): 42-54.
- [3] 尚德峰. 行为金融学视角下“散户”与“机构”博弈分析——以美国资本市场游戏驿站与白银期货现象为例[J]. 财会通讯, 2021(18): 157-160+165.
- [4] 林建秀. 社交媒体时代投资者行为传染及其启示——以游戏驿站为例的事件分析[J]. 金融发展研究, 2021(8): 74-79.
- [5] 梁昱, 张伟强. 博彩型股票与投资者的博彩性偏好——基于中国股票市场数据的实证研究[J]. 运筹与管理, 2017(2): 117-126.
- [6] 兰俊美, 郝旭光, 卢苏. 机构投资者与个人投资者非理性行为差异研究[J]. 经济与管理研究, 2019(6): 16-33.
- [7] 张继海, 刘雅玫. 我国股票市场投资者情绪与市场收益研究——基于个人与机构的比较分析[J]. 山东社会科学, 2020(2): 81-86.
- [8] 谢玲玲. 散户与机构投资者差异及分析师报告策略——来自中国市场的经验证据[J]. 上海金融, 2020(10): 58-68.
- [9] 张佩, 彭斐然, 郝东洋. 机构投资者关注促进上市公司创新了吗? ——基于深交所“互动易”平台的经验证据[J]. 首都经济贸易大学学报, 2020(4): 103-112.
- [10] 齐岳, 李晓琳. 基金机构投资者对企业创新的影响研究——基于内生性视角的研究[J]. 华东经济管理, 2019(11): 163-171.
- [11] 马新智, 王丽增, 王丽娜. 媒体关注、机构投资者持股与内部控制有效性——基于 A 股上市公司的实证研究[J]. 会计之友, 2020(24): 84-91.
- [12] 梁勇, 干胜道. 机构投资者“社会责任”问题的思考[J]. 会计之友, 2015(9): 19-22.
- [13] 高昊宇, 杨晓光, 叶彦芝. 机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用: 基于中国市场的实证[J]. 金融研究, 2017(2): 163-178.
- [14] 冯燕妮, 沈沛龙. 我国多层次资本市场体系研究[J]. 经济问题, 2020(10): 46-52.
- [15] 李先科. 我国证券市场理性投资的实证检验: 基于投资者情绪的视角[J]. 金融教育研究, 2021(6): 23-31.
- [16] 王皓, 朱明侠. 中国证券市场波动成因及监管研究[J]. 中国人口·资源与环境, 2017(S1): 319-322.
- [17] 陶玲, 朱迎. 系统性金融风险的监测和度量——基于中国金融体系的研究[J]. 金融研究, 2016(6): 18-36.
- [18] 张桥云, 段利强. 金融机构违法违规的罚款定价影响因素与差异性研究[J]. 当代经济科学, 2020(6): 64-73.
- [19] 王心怡. 我国机构投资者信义义务体系的反思与重构——以尽责管理义务的引入为视角[J]. 法商研究, 2017(6): 126-136.
- [20] 武长海, 刘凯全. 科创板机构投资者的功能定位与监管制度的完善[J]. 江西社会科学, 2020(8): 200-212.
- [21] Simon H. A. Administrative Behavior [M]. New York: Macmillan, 1947.
- [22] Engelberg J., Sasseville C., Williams J. Market Madness? The Case of Mad Money [J]. Management Science, 2012(2): 351-364.
- [23] Barber B. M., Odean T. All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors [J]. The Review of Financial Studies, 2008(2): 785-818.

- [24] Cheng T. Y. ,Lee C. I ,Lin C. H. The Effect of Risk – taking Behavior on Profitability: Evidence From Futures Market [J]. Economic Modelling 2020(86) :19 –38.
- [25] Banerjee A. A Simple Model of Herd Behavior [J]. Quarterly Journal of Economics ,1992(3) :797 –817.
- [26] Brown G. W. ,Cliff M. T. Investor Sentiment and Asset Valuation [J]. The Journal of Business 2005(2) :405 –440.
- [27] 李先科. 我国证券市场理性投资的实证检验: 基于投资者情绪的视角 [J]. 金融教育研究 2021(6) :23 –31.
- [28] 李绍坤. 互联网时代投资者行为对市场监管的启示——基于游戏驿站的案例分析 [J]. 会计之友 2021(18) :25 –31.
- [29] 卧龙. 游戏驿站抱团大作战全解 [J]. 股市动态分析 2021(3) :12 –14.
- [30] 齐萌 徐承志. 卖空监管的法理逻辑与未来进路——以游戏驿站(GME) 事件为视角 [J]. 金融法苑 2021(1) :122 –135.
- [31] 郑丽雅 易宪容. 美股“游戏驿站”事件: 反思与镜鉴 [J]. 证券市场导报 2021(5) :56 –62.

Analysis of GameStop Event under the Background of the Institutionalization of China's Stock Market

——Based on the Perspective of Behavioral Finance

Huang Jianing , An Jiaqi

(School of Business ,Nankai University ,Tianjin 300071 ,China)

Abstract: Based on the theory of behavioral finance ,from the perspective of bounded rationality ,herd effect and overconfidence theory ,this paper analyzes the contradictions ,influences and implications between institutional and individual investors by analyzing the GameStop(GME) event. This game distorts the meaning of stock price and disturbs the order of capital market. The analysis shows that the fundamentals and development potential of a company are the factors that determine its development. It is necessary to focus on investor education ,coordinate the relationship between individual and institutional investors ,strengthen the regulation of social media ,conduct reasonable control over online trading platforms ,correctly guide investment in the network era ,pay attention to the influence and limitations of investors ,and to the fundamentals of a company.

Key words: Institutionalization; GameStop; Investor education; Rational investment; Online media

(责任编辑: 黎 芳)