
机构投资者持股与股市稳定

——基于泡沫、崩溃的视角与微观数据的实证研究

JIGOU TOUZIZHE CHIGU YU GUSHI WENDING

陶 可 陈国进 © 著



中国金融出版社

机构投资者持股与股市稳定

——基于泡沫、崩溃的视角与
微观数据的实证研究

陶 可 陈国进 著



中国金融出版社

责任编辑：贾 真

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者持股与股市稳定：基于泡沫、崩溃的视角与微观数据的实证研究 (Jigou Touzizhe Chigu yu Gushi Wending: Jiyu Paomo、Bengkui de Shijiao yu Weiguan Shuju de Shizheng Yanjiu) / 陶可, 陈国进著. —北京：中国金融出版社, 2012. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6233 - 1

I. ①机… II. ①陶… ②陈… III. ①企业—股份制—研究 ②股票市场—研究 IV. ①F276.6②F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 000701 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11.5

字数 200 千

版次 2012 年 3 月第 1 版

印次 2012 年 3 月第 1 次印刷

定价 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6233 - 1/F. 5793

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本著作得到了江苏省重点建设学科“金融学科建设项目”、江苏省六大人才高峰项目“江苏新型农村金融机构发展与风险管理研究”、江苏省高校哲学社会科学研究重大项目（2011ZDAXM020）、江苏高校哲学社会科学研究重点项目（2010ZDIXM034）、江苏省“青蓝工程”科技创新团队“区域金融创新项目”和江苏高校哲学社会科学重点研究基地“南京审计学院金融风险管理中心”的资助，是国家自然科学基金项目“我国股市投机性泡沫识别和投资者骑乘泡沫行为研究”（71071132）的部分研究成果。

前言

股票市场的发展关系到国家经济发展的战略布局，也关系到投资者的直接收益得失、企业的发展壮大以及质量提高。股票市场是否能够长期稳定发展一直是管理层面对的复杂难题。目前，投资主体机构化已经成为国际证券市场的发展趋势。自股权分置改革以来，中国股票市场出现了两个明显变化：过山车似的暴涨暴跌过程，机构投资者迅猛发展。伴随着 2006 年至 2008 年股市的泡沫、崩溃，机构投资者能够稳定市场的结论在我国受到普遍质疑。因此，研究机构投资者持股行为与股价的关系，从机构投资者持股和波动、泡沫、崩溃、信息之间的关系上深入探讨机构投资者与股市稳定之间的关系，不仅能丰富机构投资者相关理论研究，而且对监管层如何实施有效监管、如何规范发展机构投资者具有重要启示。

一般研究多从静态角度论证机构投资者导致股市波动增加或减少，但实际上机构投资者对市场的作用十分复杂，很难用积极和消极作用这样的二分法简单概括。本书作者选择从动态视角，探讨机构投资者和股市稳定之间的关系是否一成不变，有怎样的规律性，产生原因是什么。实证研究从动态角度进行分析，摒弃了前人研究的静态观点，对辨明长期存在的简单化思维定式具有一定的启发。

从现实来看，中国股票市场的机制尚不完善，投资者行为的理性程度较低，即使是机构投资者也难以稳定市场。2007 年到 2008 年中国股市出现暴涨暴跌现象，很多资深市场人士都意识到机构投资者在其中起到推波助澜的作用，比如市场对蓝筹股泡沫的激烈讨论就折射出市场对机构投资者会产生什么作用上的分歧。本书研究紧密结合现实，提出令人深思的问题：如果机构投资者不能稳定股市，那么机构投资者能否导致泡沫，甚至崩溃？如果结论成立，那么其内在机制是什么？本书通过建立符合中国市场的理论模型，首先从理论上探讨机构投资者和股市泡沫、崩溃之间的关系；然后进一步通过实证研究，深入论证机构投资者与蓝筹股泡沫之间的关系，论证机构投资者



骑乘泡沫现象，并且在成功逃顶后导致市场状态发生转变。本研究逻辑严谨，有理有据，有较强的现实意义。

以上研究使用的理论模型其实已经表明，机构投资者不仅具有非理性的行为，同时也具有一定的理性意识，武断认为机构投资者非理性或理性都过于极端，机构投资者实际上具有有限理性特征。因此，后续研究将注意力切换到机构投资者的有限理性特征分析上。本研究分别从实证和理论的逻辑分析两个方面展开。实证分析一方面从横截面角度论证机构投资者的理性特征，另一方面从纵向时间序列角度论证机构投资者的非理性特征。与其他研究不同的是，本书相关研究均是通过机构投资者和个人投资者之间的横向对比来论证，避免了纵向研究的分歧，说服力较强。理论的逻辑分析也很具新颖性，将 AB 模型의思想和有限理性实现程度较好地结合起来，深入探讨了机构投资者的有限理性特征，对于澄清常见模糊认识具有不可低估的意义。

本书最后提出机构投资者发展的若干中肯建议，比如通过对机构投资者的行为进行分析，作者认为养老保险基金入市是稳定股市的重要举措，而这正是目前政府试图实行的战略决策。诸多结论和建议都是建立在深入分析之上，本研究体现出了作者较强的理论和实证功底，以及独立思考的能力。本书的出版，对正确认识我国机构投资者的作用以及机构投资者的规范发展具有一定的积极意义。

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与研究意义	2
一、研究背景	2
二、研究意义	3
第二节 概念说明	4
一、机构投资者	4
二、泡沫	5
三、崩溃	5
第三节 研究思路及框架	5
第四节 研究内容	7
第五节 主要创新	8
第二章 机构投资者持股与股价稳定理论述评	10
第一节 机构投资者持股与股价波动	11
一、国外研究	11
二、国内研究	13
三、简要述评	14
第二节 机构投资者与股市泡沫、崩溃	16
一、国外理论研究	16
二、国外实证研究	18
三、国内研究	19
第三章 美、中机构投资者发展历程与股市典型泡沫、崩溃现象	21
第一节 机构投资者发展历程	22
一、美国机构投资者发展历程	22



二、中国机构投资者发展历程	24
第二节 美、中股市典型泡沫、崩溃过程	29
一、美国股市的泡沫、崩溃过程	29
二、中国股市的泡沫、崩溃过程	33
第三节 美、中机构投资者诸多差异比较	39
一、中国机构投资者结构单一化	39
二、中国机构投资者换手率高	41
三、中国基金投资者成熟度低	42
第四章 机构投资者持股对股价波动影响的非对称性	45
第一节 前言	46
一、研究方法问题	46
二、研究视角问题	47
三、研究范畴问题	47
第二节 机构投资者对股价宏观波动影响的非对称性	48
一、数据与方法	48
二、实证分析	52
三、结论	60
第三节 机构投资者对股价微观波动影响的非对称性	60
一、变量设置与研究方法	60
二、实证分析	61
第四节 机构投资者持股和股市波动性溢出效应分析	70
一、主要研究方法	70
二、数据描述与诊断检验	72
三、实证研究	75
四、结论	78
第五章 机构投资者与股市泡沫、股市崩溃的理论、实证研究	79
第一节 机构投资者的拥挤效应与蓝筹股泡沫	80
一、模型设定	81
二、模型求解	82
三、经验分析	87
四、结论与思考	91
第二节 套利者的一致售卖与股市崩溃	92



一、模型内容	93
二、经验分析	97
三、结论与思考	101
第六章 机构投资者的羊群行为、反馈行为	104
第一节 机构、个人投资者羊群行为差异研究	105
一、相关文献	106
二、研究设计	107
三、实证分析	111
四、结论	116
第二节 机构投资者持股与收益关系再研究： 基于协方差分解的视角	119
一、相关文献	119
二、研究设计	123
三、实证分析	126
四、结论	135
第七章 机构投资者与有限理性	136
第一节 理性与有限理性	137
一、经济学理性概念	137
二、理性分类	138
三、机构投资者与有限理性	140
第二节 机构投资者的有限理性实现程度	143
一、“何文”研究路径与评述	143
二、股票市场悖论	145
三、投资者的有限理性实现程度与股票市场	146
四、结论	151
第八章 主要结论与政策建议	152
第一节 主要结论	153
第二节 相关启示与政策建议	154
第三节 研究局限与研究展望	157
参考文献	158
后记	170

第一章

导 论

第一节 研究背景与研究意义

一、研究背景

次贷危机以来，金融安全已经成为全球关注的焦点。作为金融市场重要组成部分的股票市场，其发展关系到国家发展的战略布局，也关系到投资者的直接收益得失、企业的发展壮大以及效率质量的提高，股票市场是否能够长期健康稳定发展一直是管理层面对的复杂难题。

机构投资者不仅是股票市场不可或缺的组成部分，更是部分机构以及中小个人投资者与股票市场联系的中介，是机构和中小投资者的重要投资渠道。目前，投资主体机构化已经成为国际证券市场的发展趋势。机构投资者管理的资产规模急剧增大，所占市场比重不断增加。以美国为例，20 世纪 70 年代后机构投资者步入高速发展阶段，个人直接持股比例从 1980 年的 47.9% 下降到 2007 年的 21.5%，与此同时，开放式共同基金的比例从 1980 年的 4.6% 上升到 2007 年的 32.4%（French, 2008）。由逻辑推演可自然地得出如下结论：当机构投资者达到一定规模以后，机构投资者对市场的影响越来越大，机构投资者将能承担稳定市场的责任。但事实上，即使比较成熟的美国股市也难逃脱暴涨暴跌的怪圈，1987 年的暴跌与 2000 年的网络泡沫都可以看到机构投资者的身影，如著名的老虎基金因坚持价值投资，不跟风买入网络股票以致损失惨重而最终破产（Abreu 和 Brunnermeier, 2003），管理层期待的机构投资者稳定市场的作用一度受到广泛质疑。

中国股票市场建立时间短暂，至今不过 20 个年头，尽管市场制度建设有了长足发展，但中国股票市场依然难逃“圈钱”的嫌疑，上市公司质量不够高、市场机制不够健全、投资者理性不足等诸多问题依然突出。自股权分置改革以来，中国股票市场出现了两个明显变化。一是过山车似的暴涨暴跌过程。上证综指从 2005 年 6 月 6 日的 998 点位置在两年左右的短暂时间里迅速冲到 2007 年 10 月 16 日的 6 124 点，然后急转直下，到 2008 年 11 月 4 日跌至 1 706.7 点，只剩下高点市值的 28%，尽管中国股票市场在 20 世纪 90 年代也曾出现过大幅波动现象，却从来没有此次动荡如此惊心动魄。二是机构投资者迅猛发展。2000 年监管层提出超常规发展机构投资者的思路后，机构投资者规模迅速增加，机构投资者在证券市场中的地位逐渐显现，对证券市场的影响日益显著。截至 2008 年 12 月 31 日，仅开放式基金资产净值已经占流通市值的 42.02%，真正成为市场中的重要力量。



伴随着 2006 年至 2008 年股市的泡沫、崩溃过程，机构投资者能够稳定市场的结论受到普遍质疑。这促使我们深入思考：机构投资者真的能稳定市场吗？机构投资者和市场稳定之间存在什么样的内在联系？进一步机构投资者能否成为市场泡沫以致崩溃的幕后推手？其中的作用机制又是什么？机构投资者到底是理性投资者还是非理性投资者呢？机构投资者对有效信息的利用程度如何？这一系列问题并非没有人提出，但相关的研究却基本停留于表面，囿于数据的粗糙，未能做进一步分析，或者仅有文字表述，或者仅有简单的计量结论，多流于猜测和静态分析。本书最大的特色在于使用日度数据对相关问题进行探讨，从机构投资者持股变化上直接度量机构投资者对股价的影响，深入揭示机构投资者的行为特征，这对投资者的投资决策和风险管理，对加强股票市场有效监管、维持股市的健康发展具有重要意义。

二、研究意义

目前，国内关于机构投资者行为的研究多侧重于整个时期的研究，实证得出的结论无非是机构投资者能够稳定市场，或者破坏市场稳定，实际上这样的分析无疑过于简单化。从常理角度理解，机构投资者不仅具有理性的一面，肯定也具有非理性的一面，特别是对建立时间还不长的中国股票市场来说，简单的二分法并不符合事物发展的辩证规律。而本书侧重于从不同的市场状态，特别是从泡沫、崩溃的视角，结合国外最新理论动态，并和个人投资者的交易行为进行对比，深入分析了机构投资者的微观交易行为以及对市场的影响变化，从而揭示机构投资者的微观动态特征，进一步丰富机构投资者相关理论研究。

机构投资者的行为关系到股票市场的稳定，如果机构投资者能够导致市场泡沫、崩溃，那么机构投资者对市场的破坏将是巨大的，不利于股票市场的长期发展。市场经济本身也有失灵的时候，即使是信息高度流动的股票市场也不例外。因此，那种认为有了机构投资者就可以高枕无忧、机构投资者是“万能钥匙”的观点是极其有害的。当机构投资者成为市场的主导力量，个人投资者的力量不足以和机构投资者抗衡时，如果机构投资者缺乏内在均衡机制，那么机构投资者本身并不一定能够稳定市场，加强市场环境建设才是发挥机构投资者积极作用的关键因素。同时，当机构投资者具有明显推动股市泡沫的迹象时，监管层一定要适时采取措施以规范机构投资者的行为，及时稳定市场。监管层不仅要“有为”，而且只有正确的“有为”才能有效防范泡沫和崩溃的发生、发展。相信随着时间推移，监管层对机构投资者的认识将逐步深入，并会就如何有效管理机构投资者不断积累经验。



股票市场中个人投资者一般处于劣势，无论是信息收集能力还是专业择股能力。个人投资者最大的特点就是受市场情绪影响大，容易追涨杀跌。那么利用个人投资者的弱点，机构投资者的交易行为很容易导致市场更大波动，从而给个人投资者造成更大的损失。因此，加强对机构投资者行为的研究，有利于个人投资者识别机构投资者所设置的陷阱，增强警惕意识，防范市场风险，提高判断分析能力，增强投资选择的能力和水平。

第二节 概念说明

一、机构投资者

实务领域和学术界对机构投资者的定义既有描述法也有列举法，并没有统一和广泛被接受的界定，不同国家、不同组织的认识也不同。续芹（2008）认为，采用严格的归纳法来定义一个不断发展变化的范畴是不大可取的，应该首先抓住本质内涵“市场势力”，再具体用列举法和描述性的方式来界定具体外延比较合理。不过从多数研究看，机构投资者有广义、狭义之分。宫玉松（2004）认为，从广义看机构投资者包括政府、企业、金融中介机构，从狭义看机构投资者是指那些专门投资于证券市场的投资中介。耿志民（2002）认为，在证券市场理论研究中，机构投资者是指运用自有资金或通过各种金融工具筹集资金进行投资管理的金融机构，包括投资中介机构、契约型储蓄机构、存款机构，这一定义侧重于狭义含义。申屹（2005）的总结与耿志民（2002）类似，他还认为，不论是广义还是狭义的机构投资者，它们区别于个人投资者的主要特点是资金的所有权和管理权分离、资金量大、专家专职管理运作。

在中国股票市场上，开放式投资基金占有股市的绝对比例，因此，实际上国内多数研究中使用的机构投资者概念还要更狭窄些，主要是指开放式投资基金，宽泛点就是加入封闭式投资基金，即以整个证券投资基金为研究对象。当然，国内也有专门论述国外机构投资者或者其他中介行为的少量研究。由于本书在实证中使用的机构投资者日持股这一独特数据是由上海证券交易所制定的，因此，只能按照数据的来源来界定本书研究的范围。该数据将投资者分成三部分：机构、法人、个人，因此机构投资者是指除了法人、个人以外的投资者。显然这包括了能够在股市中投资的所有机构，比如社保基金等。但由于除了开放式投资基金外其他机构所占份额极小，本书中的机构投资者实际仍以开放式投资基金为主，因此对投资者的行为分析基本只适合于



开放式投资基金。

二、泡沫

本书主要涉及股市泡沫这一概念。国内外的相关表述角度不尽相同,综合来看,泡沫的定义离不开以下关键词:预期、投机、向上偏离、破裂,分别侧重于原因、过程、结果。本书斟酌王子鸣(2002)与董贵昕(2005)各自的定义并进行整合,将股市泡沫的定义表述如下:股市泡沫是股票价格向上偏离基础价值的市场失衡现象,它产生于与预期相关的基础价值高估或过度投机行为,从而导致价格出现急剧攀升和下降。张晓蓉(2007)将泡沫分成三类:小而不扩张的泡沫、大而不扩张的泡沫、扩张的泡沫。那么,本书对股市泡沫的定义实际上是指最后一种泡沫,这种泡沫被人们日常所谈论和公认,也可称为投机性泡沫。

本书一方面侧重从理论上探究股市泡沫产生、膨胀的内在机制,另一方面侧重分析机构投资者的交易行为变化,实际上是把股价处于泡沫期间看做已知。因此本书并不试图对泡沫程度进行测定。考虑到中国股市现实情况,在2007年5月31日调高印花税时,管理层实际上认为市场已经出现泡沫,那么将此后一直到2007年10月16日这段时间称为泡沫期间应少有争议。

三、崩溃

Crash、Collapse、Slump都可以用来描述股票价格的大幅下降,但实际研究中Crash一词使用频率最高,经常和Bubble连用,通常被翻译为“崩溃”。若翻译为“暴跌”、“破裂”或者“萧条”,以此来描述泡沫破裂后的漫长过程都不甚妥当。但翻译为“崩溃”也将带来概念本身的问题,似乎崩溃就意味着消失或者一蹶不振。Tainter(1990)认为崩溃的含义有二:快速、实质性衰败。快速表示转折发生具有突发性,可能源于小的事件或者根本没有事件发生。实质性衰败是指股价下降幅度相当大,投资者损失严重,信心受到严重打击,并且股价短期内无法恢复到现有水平。本书主要是研究股价在泡沫、膨胀一定程度之后出现的崩溃现象,重点探讨崩溃产生的内在机制,因此也不试图界定股价究竟下降多少才能称为崩溃。但应该注意,泡沫并不必然意味着崩溃,崩溃也不必然意味着已经出现泡沫。

第三节 研究思路及框架

本书首先对机构投资者的发展历程和市场中的典型的泡沫、崩溃过程进



行梳理。一方面这是为了明确机构投资者发展壮大是大势所趋，是市场的发展方向。另一方面也是为了说明市场的泡沫、崩溃现象并没有消除。从而得到一个朴素的结论：机构投资者的发展未必能稳定市场，机构投资者不仅能够导致市场波动增加，在一定程度上甚至能够导致市场的泡沫与崩溃。

正是在以上分析基础上，本书首先研究机构投资者对股价波动的影响，这也是传统的研究内容。在研究中本书从宏观波动与微观波动两个方面对机构投资者对股价的影响进行全面分析。采取动态的研究视角，利用递归回归、滚动回归分析机构投资者影响股价波动的非对称性，拓展以往研究的范畴。首先分析机构投资者对股价宏观波动的影响，和以往研究不同的是，本书将波动率、收益变化并举，弥补了以往研究各执一面的不足，然后分析机构投资者对股价微观波动的影响。

仅分析机构投资者对股价波动的影响尚不足以揭示机构投资者交易的内在机制这一“黑箱”。因此本书进一步从泡沫、崩溃两个方面分析机构投资者对股市的影响。通过建立符合中国股票市场具体环境的新的理论模型，并利用日度微观数据进行实证研究，以论证机构投资者不仅导致蓝筹股泡沫，而且与股市崩溃之间存在密切联系，从而验证市场中广泛的猜测并非空穴来风。

既然机构投资者能够导致股市大幅波动，机构投资者无法稳定市场，这表明机构投资者理性程度尚不够高，对有效信息的吸收也有限。因此本书将从实证角度分析机构投资者和信息的关系。首先从横截面角度分析机构投资者和个人投资者的羊群行为差异，以对比机构投资者、个人投资者理性程度高低。然后从纵向时间序列角度，将机构持股与收益的协方差分解成过去、当期、未来三种关系，以分析机构投资者利用信息的程度。从而支持机构投资者具有有限理性这一特征。

然后本书对理论界多避而不谈的一个棘手问题进行探索，即机构投资者的理性问题。我们受到 2004 年第 4 期《中国社会科学》刊载的何大安所撰写的《行为经济人有限理性的实现程度》的启发，从有限理性实现程度的角度对机构投资者理性问题进行了初步探讨，以期望我们的阐释能自圆其说。

最后，我们将以下各章的结论结合起来，从多个方面就机构投资者如何稳定股市提出看法和建议。

本书研究框架如图 1-1 所示。

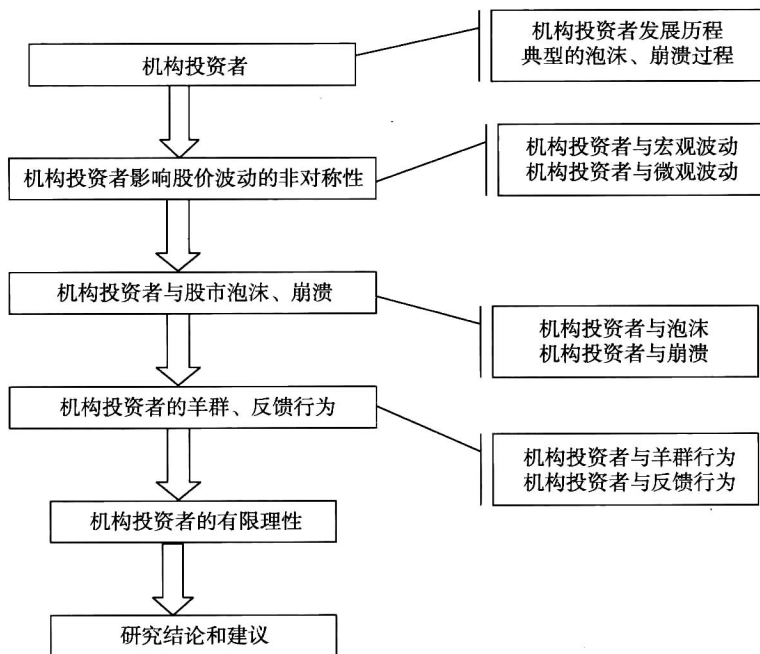


图 1-1 本书框架结构

第四节 研究内容

第一章是导论。

第二章分别从机构投资者持股与股价波动的关系，机构投资者与股市泡沫、崩溃的关系两个方面对国内外相关文献进行整理，并进行必要的评述。

第三章对美国以及中国机构投资者的发展历程进行梳理，从而了解机构投资者的发展脉络，明确未来发展的必然趋势；对股市发展过程中的典型泡沫、崩溃现象进行简要分析，探究市场演进中机构投资者的地位角色转变，以更明晰未来机构投资者对于市场的利害关系。

第四章分别从宏观波动、微观波动两个方面展开机构投资者持股影响股价波动非对称性的相关研究，揭示机构投资者持股在不同的市场状态下对股价波动影响的不同特征，并尝试从信息的角度对相关现象进行分析。

第五章从理论与实证两个方面论证机构投资者不仅可以导致股市泡沫，



而且能够导致股市崩溃。通过拓展 DSSW 模型,分析机构投资者导致蓝筹股泡沫的内在机制,并提供数据支持;通过拓展 AB 模型,从动态角度重新认识机构投资者与市场稳定之间的关系,并从实证上说明机构投资者和股市崩溃之间存在密切联系。

第六章分别从横截面和纵向两个方面分析机构投资者持股对股价的影响。从横截面角度通过构建新的羊群行为测度,重点分析机构投资者和个人投资者羊群行为差异;从纵向角度利用协方差分解的方法,分析当期交易、正反馈、未来预测之间的关系,同时阐释机构投资者对信息的有效利用程度。

第七章对机构投资者的有限理性程度进行了深入探讨。结合具体的市场环境,对备受争议的机构投资者理性问题,从有限理性实现程度的角度提供一个新的分析视角。

第八章结合以上各章节的结论,对如何规范发展机构投资者、如何发挥机构投资者的积极作用、监管层应该树立什么样的机构投资者发展理念、如何对机构投资者进行监管等进行了思考并提出了建议。

第五节 主要创新

本书的实证研究全部建立在个股的日度微观数据分析之上,提高了研究结论的准确度,并且分析机构投资者的具体买卖交易特征,深入揭示机构投资者的微观行为。主要的创新如下:

一是传统关于机构投资者对股价波动的影响只是静态的分析,本书在前人研究基础上拓展了研究范畴,首次从动态角度对机构投资者影响股价波动的非对称性进行分析。如果说前人的研究成果只是一个个孤立的相异点的话,本书研究结论则是将这些不同的点串联起来形成一条线。另外在研究的视角、研究的方法、研究内容上都有完善。

二是首次结合国内股市具体环境,对国外的理论模型进行修正,建立机构投资者与市场泡沫、崩溃的内在联系机制,然后从实证角度分析机构投资者与泡沫、崩溃的关系,从而对正确认识当前机构投资者对市场的作用有深刻启示。目前国内尚没有文献对蓝筹股泡沫产生的机制进行理论和实证分析,也没有文献从机构投资者的角度探讨股市崩溃的原因。

三是从羊群行为和反馈行为角度揭示了机构投资者利用信息的有限性,以论证机构投资者具有有限理性这一事实,然后在此基础上从新的视角对机构投资者的有限理性实现程度进行了逻辑探讨。本书利用新的羊群指标,对