

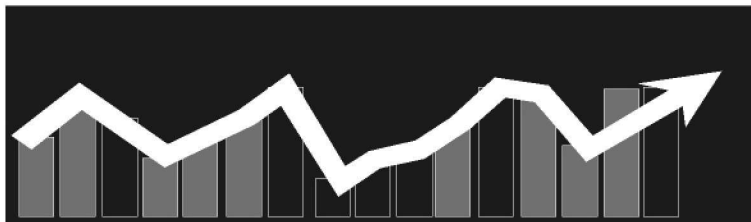
机构投资者与股票市场 稳定性研究

王立文 著

西北大学出版社



机构投资者与 股票市场稳定性研究



JIGOUTOUZIZHEYUGUPIAOSHICHANGWENDINGXINGYANJIU

王立文 著



西北大学出版社
NORTHWEST UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者与股票市场稳定性研究 / 王立文著. — 西安: 西北大学出版社, 2013. 3

ISBN 978-7-5604-3182-6

I. ①机… II. ①王… III. ①金融机构—金融投资—研究—中国
②股票市场—稳定性—研究—中国 IV. ①F832. 48②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 036999 号

机构投资者与股票市场稳定性研究

作 者: 王立文 著

出版发行: 西北大学出版社

地 址: 西安市太白北路 229 号

邮 编: 710069

电 话: 029-88303313

经 销: 全国新华书店

印 装: 陕西向阳印务有限公司

开 本: 889 毫米 × 1194 毫米 1/32

印 张: 7. 5

字 数: 181 千字

版 次: 2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5604-3182-6

定 价: 25.00 元

摘 要

上市公司的现金股利政策,直接影响着资本市场投资者的收益模式。而机构投资者收益模式的不同必然决定其表现出不同的投资行为,进而对资本市场的稳定和价格波动产生不同的影响。中国上市公司不分红和分红少的现实背景,严重扭曲了机构投资者长期持有股票的价值投资行为取向,并影响了机构投资者稳定资本市场功能的有效发挥。换句话说,上市公司的现金股利政策对机构投资者是否能够稳定资本市场发挥着重要的调节作用。本书理论推演了现金股利政策对机构投资者持股与股票市场稳定性间关系的影响,并利用 2005—2009 年中国 A 股上市公司的年报数据实证检验了现金股利政策对机构投资者稳定市场功能的调节作用。与国内外现有的相关文献相比,本书的创新性工作主要体现在以下四个方面:

(1) 分析指出现金股利政策对机构投资者稳定市场的功能具有关键性的调节作用。上市公司现金股利政策的不同,直接决定了机构投资者选择不同的收益模式并表现出不同的投资行为。具体地,当投资于(持续)发放现金股利的上市公司股票时,机构投资者可以通过现金分红获取稳定的投资收益,从而鼓励机构投资者长期持有公司股票,起到稳定市场的作用;而当投资于(持续)不发放现金股利的上市公司时,机构投资者要获得投资回报只能通过买卖股票的价差来实现,因而扭曲了机构投资者的长期价值投资行为,迫使其进行短期频繁的投机炒作,助

长了市场的剧烈波动。基于这一理论分析观点,笔者通过区分上市公司的现金股利政策——发放现金股利和不发放现金股利两类进行实证检验,结果表明,机构投资者持股对股票市场稳定性的影响因现金股利政策的不同而表现出显著的差异,机构投资者仅能显著降低发放现金股利的上市公司的股票换手率、股票收益波动率和股价同步性,而这些指标都反映了股票市场的不稳定性。这些研究结果向我们重新诠释了机构投资者与股票市场稳定性间的影响机理及其影响关系,特别是为目前较为含混的相关研究结论提供了一种合理的理论解释。

(2) 首次同时使用股票换手率、股票收益波动率、股价同步性等三个依次递进的维度来综合度量股票市场的稳定性,且相关的实证研究取得了一致性的结果。以往关于股票市场稳定性的研究都仅以投资者的行为结果——股票收益波动率来反映。本书认为,作为投资者行为结果的股票收益波动率是由投资者的具体投资行为决定的,而衡量这一具体投资行为的较好指标是股票换手率。股票换手率作为标准化后的股票交易量指标,能够衡量股票交易的活跃程度,因而可以反映上市公司股票在二级市场的短期交易和投机炒作情况。进一步地,单个公司股票的高换手率和高收益波动率并不能引起市场的整体波动,而只有当大多数股票都表现出高换手率和高收益波动率时才会导致市场的整体剧烈波动和不稳定。本书从市场层面的角度出发,将反映市场“同涨共跌”现象的股价同步性作为反映市场稳定性的更合理指标,同时使用股票换手率、股票收益波动率、股价同步性三个依次递进的维度来综合度量股票市场的稳定性,这对有关股票市场稳定性度量的研究具有重要的借鉴与参考价值。

(3) 首次全面分析了中国机构投资者异质性对其稳定市场

功能的影响差异。实证研究发现,在中国股票市场上不同类型机构投资者稳定市场的功能存在非常大的差异,当然也可能是因为相关类型机构投资者的规模还比较小的缘故。具体地,证券投资基金、社保基金、保险公司、政府事业机构等类型机构投资者持股都有利于显著降低发放现金股利的上市公司的股票换手率、股票收益波动率和股价同步性,但没有发现一般法人、投资与咨询公司、企业年金、信托公司、财务公司、银行等类型机构投资者对股票市场稳定性存在显著影响的经验证据。这些研究结果综合表明,由于资金来源、风险承受能力、收益结构、资产安全性要求、资产变现要求等多个方面的不同,中国股票市场不同类型机构投资者的投资行为及其稳定市场的作用存在较为显著的差异。

(4) 首次把现金股利政策的调节作用引入机构投资者与公司价值的影响关系中,发现机构投资者是否能够提高公司的市场价值取决于上市公司的现金股利政策。具体地,机构投资者持股对于不进行现金分红的上市公司的市场价值不存在显著的影响关系,但却与现金分红上市公司的市场价值显著正相关。这些研究结果肯定了近年来中国证监会关于上市公司再融资的强制性现金分红政策的积极作用。上市公司的现金分红行为,矫正了机构投资者原已扭曲的资本市场投资收益模式,有利于发挥机构投资者的长期价值投资和稳定市场的功能,最终促进中国资本市场良性健康发展。

此外,本书还进一步分析讨论了互为因果和遗漏变量的内生性问题以及主要变量的度量问题等可能对本书研究结论的可靠性产生的不利影响,结果表明本书的研究结论是稳健可靠的。

关键词: 机构投资者; 现金股利政策; 股票市场稳定性; 机构投资者异质性; 公司价值

论文类型: 应用基础研究

ABSTRACT

In stock market, cash dividend policy directly influences investors' income pattern. Institutional investors' different income patterns inevitably determine that they will behave differently, and then have different impact on the stability of stock market and price volatility. For Chinese listed companies, they pay no cash dividend or low cash dividend. This fact seriously distorts the behavior orientation of institutional investors' long-term investment and influences institutional investors playing a well role on remaining market stable. In other words, cash dividend policy plays an important moderating role on the relationship between institutional ownership and the stability of stock market. As a result, this dissertation theoretically deduces the potential impact of cash dividend policy on the relationship between institutional ownership and the stability of stock market, and then use a panel data of Chinese A share listed companies during year 2005—2009 to empirically examine the moderating effect of cash dividend policy. Relative to related literature home and abroad, this dissertation has conducted four aspects of research work and drawn related findings and innovations as follows.

First, this study points out that cash dividend policies have an important moderating effect on the role of institutional investor to stabilize the stock market. Different cash dividend policies directly influence institutional investors' choosing different income patterns

and behave differently. Specifically, if listed companies pay cash dividend, institutional investors can get stable investment income in the pattern of cash dividend. This may incentive institutional investors to keep their shares long and then remain the market stable. While if listed companies do not pay cash dividend, institutional investors can only get investment income through stock trading in the way of buying low and selling high. This may distort institutional investors' long-term value of the investment behavior, and then compel institutional investor to take short-term speculation behavior, leading severe market volatility. Based on this view, this paper divides the listed companies into two categories (i. e. , companies that pay cash dividend and companies that do not pay cash dividend) . The empirical results show that institutional investors' shareholding has different effects on different kinds of companies. In particular, institutional investors' shareholding can only significantly reduce the first category companies' stock turnover, stock return volatility and stock price synchronicity, which are important indicators of stock market stability. This results reinterpret the internal influence mechanism and relationship between institutional investor and stock market stability, which provide a new reasonable explanation for present confused research conclusions.

Second, we use stock turnover, stock return volatility and stock price synchronicity at the same time to measure stock market stability in this paper. The empirical results are highly consistent for above three measurements. Past research about stock market stability only use one indicator, namely stock return volatility, to measure stock market stability. However, in our opinion, stock return volatility

only reflects one aspect of stock market stability. Stock return volatility is determined by investors' specific investment behavior, while stock turnover ratio is better to measure investors' specific investment behavior. This is because that stock turnover ratio, as standardized stock trading volume index, can measure the level of activity of stock trading and thus can reflect the situation of short-term trading and speculation on the secondary market. Furthermore, one stock's high stock turnover ratio and high stock return volatility can not cause severe market volatility. Only when most companies' stock are with high stock turnover ratio and high stock return volatility, the whole market will be not stable. Thus, from the perspective of the market level, this paper argues that stock price synchronicity is a more suitable indicator to measure stock market stability. We use stock turnover, stock return volatility and stock price synchronicity at the same time to measure stock market stability in this paper. This method has important reference value for studies about stock market stability.

Third, this dissertation comprehensively analyses the effect of the heterogeneity of institutional investor on the stock market stability. The results show that different types of institutional investor play different roles on the stock market stability. Specially, we find that institutional investors, such as securities investment funds, social security funds, insurance companies and government institutions, can help reduce stock turnover, stock return volatility and stock price synchronicity of listed companies that pay cash dividend. However, there is no evidence that other institutional investors, such as general legal person, investment and consulting firm, firm annuity, trust

company, finance company and commerce bank, can significantly increase stock market stability. These results indicate that because of the differences in sources of funding, risk tolerance, profit structure, asset security requirements, asset liquidity requirements and so on, different types of institutional investors have different investment behavior and play different roles in stock market stability.

Finally, this dissertation introduces the moderating effect of cash dividend policy into the influence relationship between institutional ownership and corporate value for the first time, and finds that whether institutional investors can remain stock market stable or not is determined by cash dividend policy. Specifically, institutional investors do not affect corporate value when listed companies do not pay cash dividend, while institutional ownership significantly increases corporate value when listed companies pay cash dividend. These findings provide empirical support for the positive effect of enforceable cash dividend payout policy for listed companies in China. Cash dividend policy adjusts institutional investors' original distorted income pattern of investment and is beneficial to institutional investors playing the role of long-term value investment and remaining market stable, and thereby promoting the healthy and stable development of China's stock market.

In addition, this dissertation further analyzes the problems that may reduce our findings' reliability, such as reverse causality, missing variables, and main variables measurement. After checking these potential problems, our hypotheses and conclusions are still well supported, and thus our findings in this dissertation are reliable and robust.

KEY WORDS: Institutional investors; Cash dividend policy;
The stability of stock market; The heterogeneity of institutional in-
vestors; Corporate value

TYPE OF DISSERTATION: Application Fundamentals

代序

长期以来,以散户为主的投资者结构一直被认为是中国资本市场短期投机行为过度、股价剧烈波动的根本原因,为此,中国证监会提出了“超常规发展机构投资者”的战略思路。在这种政策导向下,近几年来中国资本市场机构投资者获得了迅猛发展。然而,由于中国资本市场固有的制度缺陷以及机构投资者仍处于初级发展阶段等客观因素,机构投资者的实际运作与预期的长期价值投资、稳定市场的功能定位产生了很大程度的偏离。特别是,中国资本市场上证券投资基金普遍的“快进快出”“追涨杀跌”等短期炒作行为,一直以来都是证券投资基金稳定市场功能遭到质疑的主要原因,从而引起了监管当局、财经媒体和学术界的广泛关注和讨论。

王立文同志整理其博士论文形成的《机构投资者与股票市场稳定性研究》一书,从机构投资者内在的利益取向出发,深入分析上市公司现金股利政策影响机构投资者选择短期投机炒作还是长期价值投资进而影响机构投资者稳定市场功能的发挥的内在机理。该书综合运用公司金融、公司治理、财务管理等理论知识,以金融学、统计学和计量经济学为基础,分析论证机构投资者持股对股票市场稳定性的影响以及现金股利政策在其中扮演的重要调节作用。在论证过程中,该书采用了规范分析与实证检验相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法。在定性分析方面,该书通过系统梳理国内外相关机构投资者、现金股

利政策、股票市场稳定性等研究文献,揭示出现有相关研究的不足和缺陷。在此基础上,运用“经济利益——行为选择——行为结果”这一内在的基本理论逻辑,深入讨论了上市公司现金股利政策影响机构投资者投资行为及其稳定市场功能发挥的作用路径和理论机理,从而形成本书的基本观点,并提出该书的基本研究假说。在定量分析方面,根据该书理论分析时提出的研究假设,通过手工收集整理上市公司的相关数据,运用科学的计量分析方法检验了上述研究假设。具体地,在实证研究中,大量使用了计量经济学方法,包括独立样本差异 T 检验、Mann - Whitney 非参数秩和检验、Pearson 相关系数分析方法、OLS 回归模型等。

该书对研究我国机构投资者与股票市场稳定性等方面做出了一定的理论贡献,具有一定的学术价值;同时对政府和金融机构相关决策部门与服务管理部门提供决策依据、强化管理职能,有一定的参考价值。该书出版可喜可贺,值得向广大读者推荐。同时,祝王立文同志以此为新的起点,今后发表更多更好的论著,以丰富中国经济学苑。

西北大学博士生导师、教授



2012 年 12 月 2 日

目 录

1	绪论	1
1.1	研究背景	1
1.1.1	现实背景	1
1.1.2	理论背景	9
1.2	研究问题	15
1.3	研究意义	17
1.4	研究方法	19
1.5	研究思路与内容	20
1.6	本书的创新点	22
2	相关文献综述	25
2.1	机构投资者研究综述	25
2.1.1	机构投资者的投资行为研究	25
2.1.2	机构投资者的治理效应研究	27
2.1.3	机构投资者的异质性研究	34
2.2	上市公司现金股利政策研究综述	36
2.2.1	现金股利的“信号传递假说”	37
2.2.2	现金股利的“自由现金流假说”	40
2.2.3	现金股利的“利益输送假说”	42
2.3	股票市场稳定性研究综述	47
2.3.1	反映股票市场稳定性的三个维度	48
2.3.2	机构投资者对股票市场稳定性的影响研究	50

2.3.3 现金股利政策对股票市场稳定性的影响研究	54
2.4 文献评述与小结	56
3 相关制度背景介绍	60
3.1 中国资本市场的发展历程和现状	60
3.1.1 中国资本市场发展历程简要回顾	60
3.1.2 当前中国资本市场的基本特征	63
3.2 机构投资者发展概况	66
3.2.1 国外机构投资者发展概述	66
3.2.2 中国机构投资者发展历程和现状	68
3.3 中国上市公司股利政策的历史和现状	75
3.3.1 股利支付意愿	75
3.3.2 股利支付方式	77
3.3.3 股利支付水平	81
3.3.4 股利支付连续性	84
3.4 本章小结	86
4 实证研究设计	88
4.1 理论逻辑关系和研究假设提出	88
4.1.1 本书的理论逻辑关系	88
4.1.2 研究假设提出	89
4.2 样本选取与数据来源	96
4.3 变量定义与度量	98
4.3.1 因变量	98
4.3.2 自变量	101
4.3.3 控制变量	102
4.4 研究方法	106
4.4.1 计量模型设定	106

4.4.2 计量方法选择	107
4.5 样本数据的初步分析结果	110
4.5.1 描述性统计分析结果	110
4.5.2 Pearson 相关系数分析结果	114
4.6 本章小结	117
5 实证分析结果与相关政策建议	118
5.1 机构投资者持股与股票换手率间影响关系的实证 分析结果	118
5.1.1 单变量方差分析结果	118
5.1.2 多元回归分析结果	120
5.1.3 稳健性检验	127
5.2 机构投资者持股与股票波动性间影响关系的实证 分析结果	137
5.2.1 单变量方差分析结果	137
5.2.2 多元回归分析结果	139
5.2.3 稳健性检验	145
5.3 机构投资者持股与股票同步性间影响关系的实证 分析结果	155
5.3.1 单变量方差分析结果	155
5.3.2 多元回归分析结果	155
5.3.3 稳健性检验	164
5.4 进一步分析	175
5.4.1 机构投资者异质性对股票市场稳定性的 影响	175
5.4.2 机构投资者持股对公司市场价值的影响	181
5.5 相关政策建议	188
5.6 本章小结	194