



南开大学211工程——经济学系列丛书

投资者行为选择 与资本市场发展

Choice and Capital Market
Development

李学峰◎著



中国财政经济出版社

南开大学 211 工程

经济学系列丛书

投资者行为选择与 资本市场发展

李学峰 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者行为选择与资本市场发展/李学峰著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.7

(南开大学 211 工程经济学系列丛书)

ISBN 7-5005-9178-0

I. 投… II. 李… III. 证券交易-资本市场-研究-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 067666 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

【版权所有 翻印必究】

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 6.75 印张 169 000 字

2006 年 7 月第 1 版 2006 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 20.00 元

ISBN 7-5005-9178-0/F·7976

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

前 言

一般而言，股市博弈是上市公司、投资者、市场监管者三方之间在信息不对称情况下的动态博弈。从这种意义上看，资本市场的发展取决于参与方各自的行为选择。从理论上讲，资本市场的两大主体是上市公司和投资者，而现实中（尤其在中国）上市公司又总是由大股东（或者巨型投资者）操控的。因此，我们认为，包括大股东在内的投资者行为是决定资本市场发展最根本的因素。

目前，我国学者对投资者行为，特别是中国资本市场上决定投资者行为选择的根本因素的研究还远远不够。在现代金融理论中，有效市场假说（EMH）、资产组合理论和资本资产定价模型（CAPM）的有关研究，开创了投资者行为研究的理论先河，至今仍是我們进行投资分析的标准理论和工具。但是，以有效市场假说和理性人假设为前提的现代金融理论对投资者行为的界定是在标准的新古典理论的基础上进行的，即认为（或假定）投资者是理性的，其投资决策是厌恶风险的等。也正因为如此，它对金融市场的大量“异象（anomalies）”无法给出圆满的解释，表明了标准金融学理论的局限性。正是在这一背景下，以更为接近真实市场行为为理论特色的行为金融学（Behavioral Finance）在20世纪80年代后得到了迅猛的发展。

行为金融学放宽了根植于新古典金融理论中的非现实假设，通过引入心理因素使之更加现实，其理论和方法给新古典金融理论带来的冲击影响深远，以行为资产定价模型和行为金融资产组合理论

为代表的用行为金融学观点来补充、重构现代金融理论模型的趋势已逐渐显现。然而，尽管行为金融学集中研究了股票投资者的行为特征，并揭示了投资者的损失厌恶、羊群效应等行为特征对市场运行及资产定价的影响，但这些研究并没有揭示影响投资者心理因素的根源。

将上述理论应用于对中国股票投资者行为的研究，也证明了中国股市中中小投资者羊群行为的存在，如宋军和吴冲锋（2001）以及孙培源和施东晖（2002）的有关研究。但是，在对其原因的阐释中，大多数研究要么将其归因为新兴资本市场共有的不成熟性，要么将其概括为投资者的非理性所致，或者将投资者的投机行为归结为心理因素。如果上述观点正确，那么我们还需追问，为什么新兴资本市场会有此共性？进一步而言，我们没有理由将投资者普遍的行为选择都武断地归结为投资者的非理性，即使如“囚徒困境”所揭示的“个体的理性行为可能会导致集体的非理性”，那么也需要进一步揭示中国股市中投资者个体的理性行为是什么，并需要研究它是如何导致集体的非理性状态的。同时，即使是心理因素在决定投资者行为，正如上文分析中所指出的，也需要阐明影响投资者心理因素的根源。这样才能使我们对投资者行为给予更深入的理论研究，从而才有可能提出真正有价值的针对中国股市问题的治理对策。

进一步看，至今的研究大都集中于对流通股持有者（或中国股市中的中小股东）的行为研究，而并没有关注大股东（特别是中国这样的持有大量非流通股的大股东）的行为方式及其产生的原因，这也导致已有的研究只是证实和揭示了大股东存在侵害行为的现实，而没有从理论上解释其产生的根本原因，当然也就直接限制了我们提出有针对性的治理对策。

还应该特别指出的是，迄今为止的有关研究，大多是从微观层面或某一个具体方面（如投资者行为对市场有效性的影响、对资产

定价的影响等)进行的研究,而没有全面研究投资者行为选择对整体资本市场发展的影响。

当然,我们并不否认上述理论和有关文献的贡献及其基本原理的适用性,而且,本书的许多部分都大量地运用了现代金融学和行为金融学的理论方法或研究思路。本书的目的是在克服上述已有的研究或理论不足的同时,深入研究和揭示投资者行为选择与资本市场发展关系中的一些深层次的理论和实践问题。

首先,本书提出并论证了投资者投票权的完备与否是决定股市投资者行为选择的根本性因素之一,并明确给出了投资者投票权完备性的含义及其衡量标准。在此基础上,我们从理论上证明了投资者投票权非完备性的可能性,以及中国股市中投资者投票权非完备性的必然性。

其次,本书证明了中国股票市场中中小股东投机的一致性和大股东侵害中小股东权益的行为选择,其根源都在于中国股市投资者投票权的非完备性。这里我们还以证券投资基金为例,首次研究和揭示投资者行为成熟度和规范性的量化标准。

最后,本书从中小股东的行为选择和大股东行为选择两个角度,全面研究和考察了投资者行为选择对市场均衡状态、资源配置效率、资本市场的经济增长功能,以及资本市场的制度深化功能等的影响,不仅深入揭示和解释了我国资本市场运行中存在的一些深层问题和原因,而且为我们进一步据此提出有针对性、可操作的政策建议提供了新的思路。

作者

2006年2月

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 本书的研究对象与研究假设	(5)
第三节 本书的研究方法与主要内容	(7)
第二章 投资者行为研究的文献综述	(12)
第一节 现代金融理论的有关研究与评价	(12)
第二节 行为金融理论的有关研究与评价	(17)
第三节 对中国股市投资者行为的已有研究与评价	(22)
第三章 制度变迁、投资者行为选择与资本市场发展:	
本书的研究框架	(28)
第一节 制度变迁与投资者行为选择	(29)
第二节 制度变迁与资本市场发展	(32)
第三节 投资者行为选择对资本市场发展的影响	(40)
第四章 股东投票权完备性	
——本书投资者行为研究的理论视角	(44)
第一节 现代企业理论综述	(45)
第二节 投票权完备性视角的提出与中国上市公司投资者投票权的非完备性	(50)

第五章 中国股市投资者的行为特征	(54)
第一节 股权结构与投资者分类	(54)
第二节 大股东的行为特征	(57)
第三节 中小投资者的行为特征	(63)
第六章 大股东投票权非完备性与其行为选择	(68)
第一节 侵害行为的可能性：一个博弈模型	(68)
第二节 中国资本市场中发生侵害行为的必然性	(73)
第七章 中小投资者投票权的非完备性与其行为选择	(80)
第一节 中小投资者投票权非完备性的可能性与必然性	(81)
第二节 中小投资者投票权非完备性条件下的行为选择	(84)
第八章 中小投资者的行为选择：以基金为例的进一步研究	(88)
第一节 问题的提出与研究设计	(89)
第二节 证券投资基金投资组合与投资策略匹配性的实证检验	(95)
第三节 对检验结果的进一步分析与小结	(99)
第九章 投资者行为选择对资本市场发展的影响：	
市场均衡状态	(104)
第一节 资本市场的均衡条件与投资者行为选择	(105)
第二节 投资者的行为选择与资本市场均衡：以证券投资基金为例的实证研究	(111)

第三节 投资者的行为选择与资本市场均衡:

以基金为例的进一步研究.....	(115)
------------------	-------

第十章 投资者行为选择对资本市场发展的影响:

资源配置效率.....	(122)
第一节 文献综述.....	(122)
第二节 研究模型与实证检验.....	(125)
第三节 模型分析.....	(129)

第十一章 投资者行为选择对资本市场发展的影响:

经济增长效应.....	(139)
第一节 文献综述与问题的提出.....	(140)
第二节 从消费支出角度对中国股票市场经济增长效应的实证研究.....	(156)
第三节 股票市场发展与经济增长——从企业投资支出角度的研究.....	(161)

第十二章 股票市场发展与经济增长:进一步的研究..... (168)

第一节 对中国股票市场财富效应的进一步研究.....	(168)
第二节 对中国股票市场财富效应微弱的成因分析.....	(172)
第三节 对投资启动作用微弱的理论分析.....	(178)

第十三章 投资者行为选择对资本市场发展的影响:

制度深化功能.....	(182)
第一节 资本市场制度深化功能的进一步研究.....	(182)
第二节 中国资本市场中的公司治理与产权交易.....	(189)

第十四章 研究启示与投资者功能定位..... (191)

4 投资者行为选择与资本市场发展

第一节 研究启示.....	(191)
第二节 投资者行为选择的功能定位.....	(196)
参考文献.....	(198)
后 记.....	(203)

第一章

导 论

作为本书的开篇，本章将主要从理论和实践两个角度论证本研究的必要性，并就本书的研究对象、基本概念以及本书的主要内容与研究方法给以说明和阐述。

第一节

问题的提出

一、现有理论研究的不足

一般而言，股市博弈是上市公司、投资者、市场监管者三方之间在信息不对称情况下的动态博弈。从这一角度看，资本市场的发

展取决于参与方各自的行为选择。也正因如此，对投资者行为的研究一直是金融经济学所关注的焦点问题之一。

目前，对投资者行为进行的研究大致可分为两大类：一是现代金融理论的有关研究；二是行为金融学的研究。

在现代金融理论中，有效市场假说（EMH）、资产组合理论和资本资产定价模型（CAPM）的有关研究，开创了投资者行为研究的理论先河，而且至今它还是我们进行投资分析的标准理论和工具。随着研究的深入，人们发现现代金融理论模型与投资者在证券市场中的实际投资决策行为并不完全相符。正是在这一背景下，以更为接近真实市场行为为理论特色的行为金融学在 20 世纪 90 年代后得到了迅猛的发展。

行为金融学放宽了根植于新古典金融理论中的非现实假设，通过引入心理因素使之更加现实，其理论和方法给新古典金融理论带来的冲击影响深远，以行为资产定价模型和行为金融资产组合理论为代表的用行为金融学观点来补充、重构现代金融理论模型的趋势已逐渐显现。这其中特别是 Kahneman 和 Tversky（1979）通过实验对比发现，大多数投资者并非是标准金融投资者而是行为投资者，他们的行为并不总是理性的，也并不总是规避风险的。

我们并不否认上述理论的贡献及其基本原理的适用性，而且，本书的许多部分的有关研究中都大量地运用了上述的理论方法或其研究思路。但首先，正如第三章的研究所表明的，至今的研究大都集中于对流通股持有者（或中国股市中的中小股东）的行为研究，而并没有关注大股东（特别是中国这样的持有大量非流通股的大股东）的行为方式及其产生的原因，这也就使我们无法从理论上解释本书第五章所揭示的产生大股东侵害行为的根本原因，当然也就直接限制了我们提出有针对性的治理对策。

其次，特别是对中国股市而言，至今的研究大多证实了中国股市中“羊群”效应的存在，但并没有揭示投资者选择投机行为（或

“羊群”行为)的原因所在。退一步说,即便我们将投资者的投机行为归结为心理因素,也需阐明影响投资者心理因素的根源。

再次,迄今为止的研究大多集中于投资者行为选择本身,即回答的是投资者的行为选择是什么的问题,而较少论及投资者行为选择的影响是什么。而在这本来就较少的对投资者行为选择的影响问题的研究中,更多的是关注其行为选择对市场有效性的影响,而没有足够重视投资者行为选择对市场均衡、资源配置效率、经济增长等更为深层问题的研究。

最后,我们还需要指出的是,上述有关研究不约而同地忽视了制度变迁因素对投资者行为选择以及对资本市场发展的影响。如果发达的资本市场中可以暂且不考虑这一影响因素的话,那么,研究正处于制度变迁与制度深化过程中的中国资本市场,则必须考虑制度变迁因素(或者说制度的不完备性因素)对投资者行为选择的影响。然而,令人遗憾的是,迄今为止对中国股票投资者行为的研究,要么是照搬国外的研究模型和方法,而根本没有涉及或考虑制度因素的影响;要么则将制度及其不完备性因素当做一个背景点到为止,没有加以深究;或者,研究中没有将制度因素与投资者行为选择有机地结合到一起,出现了制度因素与投资者行为选择“两张皮”的现象。

二、实践的需要

1991年上海、深圳两个证券交易所的建立,标志着我国股票市场的正式诞生^①。在十余年的发展历程中,我国股票市场日益发展壮大,在国民经济中的地位日益重要(见表1-1)。由表1-1可

^① 从历史上看,我国的股票市场可追溯到清朝末年的洋务运动,从那时起一直到1949年建国初,我国股市断断续续已有百年历史。但本书将主要以改革开放后的股份制与股票市场作为研究对象。

见,经过十几年的发展,中国股市市值占 GDP 的比重已由 1991 年的 0.5% 上升到 2004 年底的 27.15%。随着股票市场的发展,我国股市的筹资功能也得到了较充分的发挥,这从表中的股票发行总额一栏中即可见之。

表 1-1 1991—2004 年中国股票市值总值、发行额与名义 GDP*

年份	股票市价总值 (亿元)	股票发行总额 (亿股)	名义 GDP (亿元)	市值/GDP (%)
1991	109.18	6.29	21617.8	0.50
1992	1048.10	73.51	26638.1	3.91
1993	3531.02	357.59	34634.4	10.20
1994	3690.62	639.47	46759.4	7.89
1995	3474.28	828.04	58478.1	5.94
1996	9842.38	1110.36	67884.6	14.50
1997	17529.24	1771.22	74462.6	23.54
1998	19505.64	2345.35	78345.2	24.9
1999	26714.17	2908.85	81910.9	31.8
2000	48090.94	2069.50	75983.7	58
2001	53630.58	748.78	81918.3	65.47
2002	38329.13	134.19	102397.9	37.43
2003	40846.15	97.31	117251.9	34.85
2004	37055.57	76.37	136515	27.15

*注:2002 年以后股票市值与 GDP 的比值大幅下降,其主要原因是 2002 年之后股票价格的大幅下跌,以及中国宏观经济运行摆脱通货紧缩后 GDP 的稳定增长。这在一定程度上反映了中国股市与宏观经济运行的背离。本书第十章和第十一章的有关研究对此给予了解释。

资料来源:根据深圳证交所网站 (<http://www.sse.org.cn>)、国研网数据中 (<http://drcnet.com.cn/>)、巨灵信息 (<http://www.genius.com.cn/>)、中国证监会网站 (<http://www.csrc.gov.cn>) 有关数据计算整理而得。

然而，随着我国股票市场的发展，一则我们发现我国股票市场中出现了大量的投机和泡沫问题，同时又伴随着大股东对中小股东权益的不断侵害（详见第五章）；二则大量的研究揭示我国股票市场与宏观经济运行和经济增长关系微弱、资源配置效率低下（见本书第九章和第十章）。那么，上述问题产生的根源是什么？特别是股票市场发展与投资者行为选择之间的关系是什么？这些问题都需要我们给以更为深刻的理论和实证分析。

综合以上分析，现有理论上的缺陷需要突破和创新；中国股票市场的现实需要理论的关注与解释。从而，从理论和实证的角度深入研究投资者行为选择与资本市场发展的关系这一选题，即成为满足理论与现实两方面需求的一个有效供给。

第二节

本书的研究对象与研究假设

一、研究对象

总体而言，本书以制度变迁为背景，研究了中国股票市场中投资者行为选择与资本市场发展的关系。就一般意义上看，一方面，现代金融理论和行为金融学研究了投资者行为选择的效用或心理因素，而制度变迁或新制度经济学则分析了影响经济人行为选择的制度因素。也就是说，新制度经济学和有关金融理论分别从各自的角度提出了影响投资者行为选择的动力与条件。而本书的研究对象，则是打通上述理论的“割据”与“片面”，直接研究制度因素对投资者行为选择的影响。

另一方面，正如上文的研究所揭示的，现有的理论与实证研究，要么探讨是什么因素影响投资者的行为选择，要么关注资本市

场发展的状态如何。本书则将两者结合到一起,研究投资者行为选择对资本市场发展的影响。

本书的研究对象是制度变迁过程中投资者行为选择的决定因素,及其对资本市场发展的影响。

二、研究假设

本书全文的研究都建立在三个基础性假设的基础上,它们分别是:

假设一:所研究的经济为封闭型经济。虽然资本市场全球化已成现实,且随着我国加入 WTO,我国资本市场的对外开放也已成必然趋势,但到目前为止,我国股票市场还基本处于与国际资本市场割裂的状态^①,而且就我们的研究主题而言,本书主要研究的是投资者行为选择对资本市场发展的影响,但迄今为止,我国资本市场中外国投资者的数量及其所投入资金的规模还相当有限,从而其对我国资本市场发展的影响是相当有限的。因此,本书的研究将基本不考虑国际资本市场的影响因素。

假设二:政府因素给定。虽然政府也通过交易税、印花税等从股票市场上获取税收收入,但从各国情况来看,这一税收收入只占政府整体税收来源的极小一部分,从而其对政府支出的影响是极为有限的;另一方面,虽然政府的监管(特别是对发展中国家而言)对资本市场的健康发展具有重要意义,但就资本市场(股票市场)本身的运行而言,政府行为可视作一外生变量(政府本身并不参与市场交易,而且不是市场主体),因此本书的研究一般情况下将政府的经济行为(税收收入和支出)和监管行为视为给定因素,不做专门探讨。

^① 虽然我国早已有 B 股市场,但其规模有限;另外, QFII 制度至今为止的影响也十分有限。这些对我们的研究主题而言可忽略不计。

假设三：资本市场发展对投资者行为选择的影响是既定的。理论研究表明，资本市场的发展状态是投资者行为选择的影响因素之一。本书一方面坚持这一结论（书中的一些研究结果即源于此结论）；另一方面，又将此结论作为一个既定因素，而着重于研究投资者行为选择对资本市场发展的影响。也就是说，本书的研究中所提到的投资者行为选择与资本市场发展的关系，主要指投资者行为选择的决定因素及其对资本市场发展的作用与影响，而假设资本市场发展对投资者行为选择的影响是既定的。

第三节

本书的研究方法与主要内容

一、本书的研究方法

本书主要以实证性理论研究与经验研究相结合为研究方法。首先，本书力求对各种理论假说给予数学推导，从而使理论本身更为严密、表述更为规范。这里实际上涉及到经济学研究方法论的问题，笔者认为，无论从何种角度分析，经济学的研究都离不开数学工具的支持，这应该是一个不争的事实。但是，我们在进行经济研究过程中，一定要注意克服或批判两种倾向，即数学化倾向和复杂化倾向。所谓数学化倾向，即是将经济研究中是否应用了大量的数学公式作为研究成果优劣的评判标准。实际上，这一倾向已产生了一个极具讽刺性的事实：2001年度诺贝尔经济学奖得主阿克洛夫（Akerlof），其代表性论文是1970年发表于《经济学季刊》上的关于柠檬市场（逆向选择）的模型。然而，就是这篇使他获得诺贝尔经济学奖的论文，却曾遭遇两次拒稿，第一次是《美国经济评论》，