

教育部人文社会科学青年基金项目(05JC790101) 资助
南开大学经济实验教学中心专项经费

中国机构投资者交易 行为与股市稳定性

基于实验与行为金融理论的分析

■ 秦海英 著

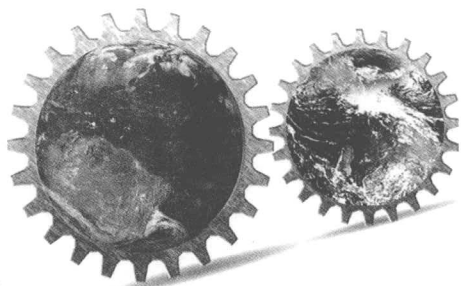


An Experimental and
Behavioral Study
on Institutional Investors
Trading Behavior and Stock
Market Stability in China



中国市场出版社
China Market Press

教育部人文社会科学青年基金项目(05JC790101) 资助
南开大学经济实验教学中心专项经费



中国机构投资者交易 行为与股市稳定性

基于实验与行为金融理论的分析

An Experimental and Behavioral Study
on Institutional Investors Trading Behavior and Stock
Market Stability in China

■ 秦海英 著



中国市场出版社
China Market Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国机构投资者交易行为与股市稳定性: 基于行为金融理论的分析 / 秦海英著. —北京: 中国市场出版社, 2011.10
ISBN 978-7-5092-0813-7

I. ①中… II. ①秦… III. ①股票市场—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字 (2011) 第209466号

中国机构投资者交易行为与股市稳定性

秦海英 著

责任编辑: 郝向前 (haoxiangqian@163.com)

出版发行:  中国市场出版社
China Market Press

地 址: 北京市西城区月坛北小街2号院3号楼 (100837)

电 话: 编辑部 (010) 68032104 读者服务部 (010) 68022950

发行部 (010) 68021338 68020340 68053489

68024335 68033577 68033539

经 销: 新华书店

印 刷: 河北省高碑店市鑫宏源印刷包装有限责任公司

规 格: 880×1230毫米 1/32 11印张 300千字

版 本: 2011年10月第1版

版 次: 2011年10月第1次印刷

书 号: ISBN 978-7-5092-0813-7

定 价: 30.00元

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究意旨	1
1.2 研究的架构及主要内容	8
1.3 研究方法	10
1.3.1 行为金融理论分析	11
1.3.2 实证分析方法	11
1.3.3 比较分析方法	12
1.4 创新之处和有待进一步研究的问题	12
第 2 章 行为金融关于股票市场及投资者行为的分析	16
2.1 行为金融对有效市场假说的质疑	16
2.1.1 有效市场假说 (EMH) 的理论基础	16
2.1.2 有效市场假说的实证检验	19
2.1.3 有效市场假说的含义	21
2.2 行为金融理论述评	24
2.2.1 行为金融学的概念性框架	24
2.2.2 对理性人假设的置疑	28
2.2.3 行为金融学对有效市场假说的挑战	48
2.3 行为金融学的主要理论模型	54
2.3.1 DSSW 噪声交易模型	54
2.3.2 投资者心态模型	57
2.3.3 羊群行为模型	64

第3章 机构投资者概述及其在中国的发展研究	66
3.1 机构投资者及其特征	66
3.1.1 机构投资者的概念与定义	66
3.1.2 机构投资者的特征	70
3.1.3 机构投资者的分类	71
3.2 中国机构投资者现状	77
3.2.1 中国发展机构投资者的历程	77
3.2.2 中国股票市场中的主要机构投资者	78
3.3 中国股票市场的非理性	87
3.3.1 中国股票市场现状	87
3.3.2 中国股票市场过度投机严重	88
3.3.3 中国股票市场中噪声交易过度	93
3.3.4 中国股票市场非理性泡沫非常严重	95
3.3.5 中国股票市场资源配置功能减弱	96
第4章 机构投资者对股票市场稳定性影响的理论研究	100
4.1 机构投资者投资行为特征	100
4.1.1 机构投资者的投资特征	100
4.1.2 机构投资者的有限理性投资特征	102
4.1.3 行为金融关于机构投资者行为特征的分析	107
4.2 机构投资者与股票市场稳定性关系概述	109
4.2.1 股票市场稳定性与波动性的概念及其辨析	109
4.2.2 国内外关于机构投资者的相关研究	111
4.2.3 国内外对于机构投资者与股票市场稳定性的研究	119
4.3 机构投资者与股票市场稳定的实证研究	126
4.3.1 中国股市稳定性判别指标选择及总体特征	126

4.3.2 中国股市稳定性的分时段计量检验	135
4.3.3 基金指数与大盘指数的格兰杰因果关系检验 ...	150
第5章 机构投资者噪声交易行为与中国股市泡沫	
实证研究	158
5.1 噪声交易理论概述	158
5.1.1 引论	158
5.1.2 国内外研究现状	160
5.2 噪声交易与噪声交易模型	166
5.2.1 噪声交易者模型	166
5.2.2 扩展的噪声交易者模型	168
5.2.3 非理性泡沫的确定	170
5.2.4 泡沫的持续	173
5.3 中国股票市场噪声交易现状及其特征的模型构建 ...	178
5.3.1 噪声交易现状和成因分析	178
5.3.2 噪声交易价格正反馈模型的建立	184
5.3.3 实证检验	188
第6章 机构投资者的正反馈交易行为对股票市场	
波动性的影响分析	192
6.1 股票市场的正反馈交易概述	192
6.1.1 正反馈交易的概念	192
6.1.2 正反馈交易的形成机制	197
6.2 机构投资者的正反馈交易对股价波动的影响	201
6.2.1 正反馈交易对股票市场股价异常现象的解释 ...	201
6.2.2 机构投资者的正反馈交易与股价波动	204
6.3 中国证券投资基金正反馈交易的实证分析	206
6.3.1 中国证券投资基金正反馈交易的超额需求实证	
分析	206

6.3.2	中国证券投资基金正反馈交易的 ITM、 HR 实证分析	212
6.3.3	结论及建议	219
第 7 章 机构投资者“羊群行为”对股票市场波动性影响		221
7.1	股票市场羊群行为的有关研究综述	221
7.1.1	“羊群行为”的概念	221
7.1.2	国外关于羊群行为的研究概况	223
7.1.3	国内关于羊群行为的研究概况	232
7.1.4	证券投资基金“羊群行为”的检验方法	233
7.2	基于 LSV 方法的对中国证券投资基金 “羊群行为”的实证研究	238
7.2.1	中国证券投资基金集中持股情况	238
7.2.2	基于 LSV 方法的实证研究	250
7.3	中国股票市场“羊群行为”的成因与对策	253
7.3.1	中国股票市场“羊群行为”的成因探讨	253
7.3.2	减少中国股票市场“羊群行为”的对策	258
第 8 章 股票市场中机构投资者的信息效率实验分析		263
8.1	研究背景	263
8.2	实验设计	265
8.3	实验结果	268
8.3.1	信息完全对称条件下的实验	268
8.3.2	内幕人环境下的实验检验	270
8.4	实验结论与政策建议	272
8.4.1	实验结论	272
8.4.2	政策建议	275

第9章 股票市场价格泡沫实验	284
9.1 证券泡沫实验研究现状	284
9.1.1 有关信息结构的实验研究	284
9.1.2 有关交易制度的实验研究	287
9.1.3 有关风险偏好的实验研究	290
9.1.4 有关价格对预期的反馈的实验	291
9.2 股票市场泡沫实验研究的一般方法	292
9.3 实验目的与思路	294
9.3.1 实验目的	294
9.3.2 投资者类型和证券估值	296
9.3.3 逆推推理的困难	297
9.4 实验设计与实施	298
9.4.1 基础实验设置：长期和短期投资者	298
9.4.2 实验程序	299
9.4.3 实验设计的辅助检验	300
9.5 实验结果与启示	301
9.5.1 实验结果	301
9.5.2 实验结果对我们的启示	303
9.5.3 实验可以拓展的方面	305
第10章 对中国机构投资者发展的政策建议与展望	314
10.1 股票市场的完善	314
10.1.1 严格股票上市准入，从源头上控制 上市公司质量	314
10.1.2 完善股票市场的制度建设	316
10.1.3 加快发展机构投资者 应对股权分置 改革的需要	317

10.2	加强对机构投资者监管	318
10.2.1	建立权变管理监管体制模式	318
10.2.2	逐步完善信息披露制度和规范上市公司信息 披露体系	319
10.2.3	建立机构投资者行业的自律监管机制	327
10.3	构造合格的机构投资者队伍	328
10.3.1	合理培育扶持市场力量	328
10.3.2	机构投资者要健全内控机制 完善自身 治理机构	328
10.3.3	机构投资者投资理念的自我完善	329
10.3.4	机构投资者必须建立风险评估机制	329
10.3.5	机构投资者必须建立有特色的投资经营板块	330
	参考文献	332

第 1 章 | 导论

1.1 研究意旨

20 世纪 60 年代以来，全球主要股票市场的投资主体结构中，机构投资者的比重不断增加，带来了资本所有权、控制权的日益集中，并且随着股票市场成熟化程度的提高，投资机构化的发展趋势也越发显著。以养老基金、保险基金、投资基金为代表的机构投资者的兴起和发展是金融业社会分工的重要标志与进步，其自身的相关特点与优势不仅满足了提高信息使用效率、实现投资管理规模经济效益的要求，而且在事实上形成了对中小投资者的强势和挤压，因而是股票市场发展的自然选择和结果。

经济实践是推动经济理论研究的动力，也是经济理论研究的源泉与归宿，经济理论研究的核心价值在于认识经济实践活动的规律，并利用规律指导经济实践。本书选择机构投资者行为对中国股票市场稳定性的影响为论题的主要原因如下：

(1) 机构投资者的迅猛发展作为近二十年来全球金融体系的一种重要特征，使传统的以银行为主要中介的金融体系发生深刻的变迁。

对个人和家庭而言，根据自己的偏好进行自由选择投资基金类的收益凭证，兼顾其资产的流动性、收益性和安全性，正在日趋成为个人、家庭资产的主流管理方向。而基金等机构的发展则正是可以满足投资者对收益风险组合的各种偏好，因而，机构投资者的存在与发展在中国人均收入水平不断提高的过程中适应了人们对金融资产多样化的需求，其发展速度的进一步提升几乎可以称为定论。

不仅如此,市场化的金融管理体制意味着一定程度的管制放松或消除管制,这就意味着机构投资者的自由化会进一步加剧。从保险公司、养老基金到投资基金,所管理资产的来源限制逐步减少,可投资的范围逐步放宽。从固定收益证券、权益类证券到衍生证券,在基金等资产管理机构的激烈竞争中,银行利润的传统渠道——转贷业务被削弱,迫使银行采取更有利可图的赢利渠道。银行已经大规模进入证券业、保险业和资产管理业,这也从另外一个侧面壮大了机构投资者的队伍。

从客观效果来看,基金等机构投资者对资产管理业的变革和迅猛发展产生了不容忽视的影响。由专业人士管理的基金在运作上有着相同的技术特色,但是每个具体机构的投资组合和持有策略以及具体目标各有不同,因而满足了不同投资者的投资偏好,因而基金管理业的发展是机构投资者投资策略不断复杂化的一种重要驱动力。个人投资者和非基金机构投资者越来越多地将他们的有价证券交给专业基金管理人员操作。在西方股票市场上养老基金、保险基金和投资基金是最重要的三类机构投资者,三类机构投资者的资产增速很快。基金的管理成本下降,而且更为高效可靠的结算和支付系统、用于风险管理的复杂的新型金融产品的发明和应用、整合型金融服务的扩展等都支持机构投资者管理资产的拓展,尤其是投资基金资产获得了惊人的发展。主要工业国家机构投资者的资产见表1-1。

表1-1 主要工业国家机构投资者的资产

单位:千万美元

年份	保险公司	养老基金	投资公司	其他形式的投资者	所有投资者
1990	4 757 326	3 639 420	2 241 082	1 498 791	12 136 618
1991	5 195 558	4 131 617	2 542 830	1 635 506	13 505 510
1992	5 482 751	4 321 339	2 856 636	1 659 460	14 320 186
1993	6 327 824	4 914 347	3 538 368	1 756 169	16 536 707
1994	6 980 087	5 178 974	3 802 444	1 850 264	17 811 768

(续表)

年份	保险公司	养老基金	投资公司	其他形式的投资者	所有投资者
1995	7 945 875	6 055 504	4 519 927	2 031 475	20 552 782
1996	8 264 802	6 661 102	5 333 092	2 135 438	22 394 435
1997	8 603 597	7 612 889	6 246 031	2 241 090	24 703 606
1998	9 709 053	8 482 303	7 838 161	2 508 626	28 538 142
1999	10 630 497	9 491 105	9 538 980	2 947 981	32 608 563
2000	10 229 091	9 200 590	9 613 105	2 976 936	32 019 722
2001	9 886 169	8 454 775	9 455 503	2 830 983	30 627 430

资料来源: OECD. Institutional Investor Claims As a Proportion of GDP [M]. *OECD Institutional Investes—Statistical Yearbook*, 2001.

统计数据表明, 发达国家特别是美国, 股票市场上机构投资者日益崛起, 表 1-2 即为佐证。美国的机构投资者资产在这 10 多年的大牛市中发展迅猛, 从 1990 年占国内生产总值的 79% 增长到 2000 年占国内生产总值的 162%, 比重翻了一倍。机构投资者急速膨胀的资产规模对美国 20 世纪 90 年代的大牛市贡献巨大, 也对美国这一轮长达 10 年的经济增长周期作出了一定贡献。

表 1-2 不同时期各国机构投资者资产占本国国内生产总值的比重 (%)

	1970 年	1980 年	1990 年	2000 年	1970—2000 年
United Kingdom	0.42	0.37	1.02	1.93	1.51
United States	0.41	0.47	0.79	1.62	1.21
Germany	0.12	0.20	0.33	0.84	0.71
Japan	0.15	0.21	0.58	1.03	0.88
Canada	0.32	0.32	0.52	1.10	0.79
France	0.07	0.12	0.52	1.20	1.13
Italy	0.07	0.06	0.15	0.76	0.69
G7	0.23	0.25	0.56	1.21	0.99

(续表)

	1970 年	1980 年	1990 年	2000 年	1970—2000 年
Anglo-Saxon	0.39	0.39	0.78	1.55	1.17
Europe and Japan	0.11	0.15	0.40	0.96	0.85

资料来源：OECD. Institutional Investor Claims As a Proportion of GDP [M]. OECD Institutional Investes—Staistical Yearbook, 2001.

(2) 由于经济全球化的影响, 机构投资者迅猛发展的趋势不仅出现在某些发达国家或地区, 而且以一种“先进制度”的面目为包括中国在内的新兴市场国家接受并效法。以新兴加转轨为市场特征的中国股票市场对此寄予无限厚望, 将其视为本国股票市场发展的一个重要战略步骤。

所谓机构投资者是指进行金融意义上投资行为的非个人化, 即职业化和社会化的团体或机构。它包括用自有资金或通过各种金融工具所筹资金并在股票市场对债权性工具或股权性工具进行投资的非个人化机构。在尚不成熟的中国股票市场, 机构投资者的发展道路是短暂而曲折的。在股票市场发展的早期, 国内机构投资者首先是以证券公司的出现为标志的。中国第一家证券公司是1987年建立的深圳经济特区证券公司; 1990年11月法国东方汇理银行在中国组建了“上海基金”; 1992年中国农村发展信托投资公司私募淄博基金成为第一家国内基金。此后由于基金设立不规范问题严重, 政府对基金发展实施了严格的限制, 从而自1994年到1997年间没有新的基金建立。1997年11月《证券投资基金管理暂行办法》的颁布实施为证券投资基金的规范发展提供了法律支持。此后政府对机构投资者的发展采取了超常规、创造性的发展战略, 不仅在存量上对现有机构投资者进行大规模的扩容(如证券投资基金、证券公司的增资扩股), 而且在增量上全方位引进新的机构投资者(如允许保险基金入市), 标志着中国股票市场改变以往投资分散化格局, 以机构投资者为投资主体的主要成分和资金来源的改革正式启动。2000年10月8日中国证监会发布实施《开放式证券投资基金试点办法》, 该《办法》的出

台是中国证券投资基金业乃至证券业发展史上的一个里程碑式的事件，标志着中国证券投资基金业作为机构投资者即将进入一个崭新的历史阶段。

至2001年中国股票市场机构投资者的数量和整体实力都已获得了实质性的进展，机构投资者的资金量的增加幅度更为明显，机构投资者之间博弈的市场格局已初步形成。2001年10月1日起颁布实行的《中华人民共和国信托法》进一步把机构投资者推向多元化。信托投资公司经过1988年开始的5次清理整顿工作，从此确立了信托投资公司作为机构投资者的法律地位，这在一定程度上增强了机构投资者整体力量。2001年12月11日中国正式加入世界贸易组织以后，为了迎接中国证券业将要面临的来自国际上的激烈竞争，政府加大了全方位促进机构投资者发展的力度。2002年10月26日起，逐步允许部分保险公司一定比例的资金间接入市。

2002年6月4日，中国证监会发布《外资参股证券公司设立规则》、《外资参股基金管理公司设立规则》，明确了外资参股证券公司和基金管理公司的设立条件及程序。两项《规则》的实施，标志着中国在履行世界贸易组织有关承诺方面迈出了重要一步，也是中国证券公司和基金管理公司等机构投资者国际化的重要举措。2002年11月7日，中国证监会与中国人民银行联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，允许合格的境外机构投资者（QFII）在一定规定和限制下通过专门账户投资境内股票市场。2003年5月26日，中国证监会批准瑞士银行有限公司和野村证券株式会社合格境外机构投资者（QFII）资格，这标志着中国股票市场对外开放又迈出了一大步。QFII的引入不仅可以增加市场资金供应、壮大机构投资者队伍、优化投资者结构，也将对市场投资理念产生积极影响，有利于中国机构投资者整体素质的提高。2003年10月28日，八届全国人大常委会第五次会议表决通过《中华人民共和国证券投资基金法》，该法于2004年6月1日起施行。它以法律形式确立了证券投资基金在股票市场中的地位，堪称中国证券投资基金发展的又一座重要里程碑。2003年6月2日，全国社保基金理事会与6家基金管

理公司签订相关授权委托协议，全国社保基金正式进入股票市场。在国外，社保基金是最为重要的机构投资者之一。中国社保基金的正式入市，拓展了股票市场的资金来源，对于中国机构投资者的发展来说具有特别的意义。

2004年2月1日，国务院发布了关于推进股票市场改革开放和稳定发展的九条意见。这份作为股票市场建设的纲领性文件明确要鼓励合规资金入市，继续大力发展证券投资基金，支持保险资金以多种方式直接投资股票市场，逐步提高社会保障基金、企业补充养老基金、商业保险资金等投入股票市场的资金比例。要培养一批诚信、守法、专业的机构投资者，使基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为股票市场的主导力量。2004年4月和10月《企业年金基金管理试行办法》、《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》相继出台，央行表示支持商业银行设立基金管理公司。券商基础规范制度建设得到加强，券商自营结算备付金账户与客户账户实施分离；采取扶优政策，推出创新试点制度；拓宽融资渠道，允许证券公司发行短期融资券等方式融通资金。机构投资者在股票市场上的话语权进一步加大：分类表决制度为机构投资者直接或间接参与上市公司治理，在制度上制约上市公司重大经营行为创造了条件；新股询价制度提高了机构投资者的价格决定权，强制分红制度为机构投资者获得中长期股利分红提供了制度保障。随着中国机构投资者数量的不断扩大、入市规模的逐步放宽以及整体质量的不断提高，按照目前的发展趋势，机构投资者在流通股比重中绝对超过散户的时机也为时不远了，股票市场投资主体的机构化将日益明显，这对中国股票市场尽快走向成熟也是意义重大的。

(3) 机构投资者的迅猛发展因其固有特征给各国的股票市场带来了巨大、迅疾和不确定性的影响。

机构投资者因其管理巨额资金，管理团队的高度专业化和自我的趋利本质，其迅猛发展给各国股票市场带来的这种变化巨大而迅疾，引起了理论界与金融证券行业的高度重视。由于国家之间，经济区域之间，在政治、经济、文化以及经济发展阶段和发

展路径上存在着巨大的客观差异，因此，机构投资者对各国股票市场的作用不存在无条件的定论。尽管主流经济学进行了大量的论证以证明其积极作用，但是经济实践是经济理论的最终归宿，就目前国内的股票市场实践而言，人们也并没有来得及彻底看清楚它的真实效用，对其作用的积极与与否尚待验证。中国的股票市场成立虽不过十几个年头，由于发展迅猛，已成为国民经济生活中不可或缺的重要组成部分。近年来股票市场上引人注目的是，在发达国家机构投资者快速发展的示范下，中国证监会提出了“超常规发展机构投资者”的战略构想，在这样的发展思路主导下，中国以证券投资基金为代表的机构投资者近年来得到快速发展。在政策面的强力推动下，机构投资者正在逐渐成为中国股票市场的主导力量，它对股票市场和整个金融体系的发展都将产生深远影响。

(4) 机构投资者的高速发展在各国股票市场产生了相当多的问题，而目前中国对机构投资者对股票市场的作用等系统、全面的研究并未全面展开。

就美国股市而言，从2000年开始的股市泡沫破灭以及经济的衰退促使人们不得不冷静下来去思考一些深层次问题：机构投资者对股票市场和经济发展的作用并非一成不变，动态地和辩证地看待机构投资者对股票市场和经济发展的作用才是科学的认识方法。对所谓国际惯例，我们理应理性观察而非顶礼膜拜。中国作为一个发展中国家，像其他国家一样，都有着自己的国情特殊性，股票市场不过才十几年的历史，与其他国家相比，各方面的经济、制度环境还很不相同；而且由于发展历史差异的原因，面临的难题也不尽相同，且差异甚大。目前市场长期盛行投机炒作，符合国情的正确的投资理念没有形成，在这种大背景下，我们超常规发展机构投资者，希望通过机构投资者的培育，来改变市场投机之风，甚至依靠机构投资者来为国企筹资接盘等，其动机与出发点无疑是美好的。但是从实际工作角度出发，在一定程度上，出现了简单拿来主义倾向，短时间内大规模的发展机构投资者是如此急迫，以至于没有来得及将它作一些深入的适应性修

改就在国内股票市场推行，从而产生了诸多问题。譬如政府大力培育的新机构投资者的代表——证券投资基金在发展过程中就暴露出种种问题，如基金黑幕事件、违规交易、操纵股价、高位接盘庄股等。除去这些问题暂时不谈，而仅从专家理财、发挥机构投资者本身的优势来说，基金的业绩表现也令人失望，从2001年开始的熊市至2005年，虽然基金的数量及其管理资金的规模大步跃进，但其经营业绩却步步下滑。这显示出中国发展机构投资者的政策与市场当前的内在要求并不相符，中国股票市场监管层对机构投资者的作用认识可能存在误区。

基于以上原因，我们不得不思考：机构投资者在中国的股票市场到底产生了何种效用？其是否真能够起到引导市场理性投资、稳定股票市场、对股票进行正确的定价、提高上市公司治理、优化资源的配置等作用？由此，科学评价机构投资者对股票市场的作用并分析其原因，从而引导机构投资者强化对股票市场的良性作用成为经济理论界和证券行业不能回避的问题。在此过程中，研究国外发达股票市场机构投资者的行为特征和过程，从中总结经验教训，并运用西方先进金融理论工具，系统研究中国机构投资者行为对股票市场稳定性的作用等问题，对于培育投资者理性投资理念，推动中国股票市场的完善与发展无疑具有十分重要的意义。

1.2 研究的架构及主要内容

本书以中国经济转型期机构投资者行为与股票市场稳定性研究为论题，运用行为金融学相关理论，依照一条行为金融一般理论—中国机构投资者行为特征分析—基于行为金融理论的中国机构投资者对股票市场稳定性作用的实证检验—政策建议的脉络层层展开分析，全书共分八章。

第1章导论就本书的研究背景、研究意义、主要内容、研究方法以及创新与不足之处等作一概括性论述，以便为全书的研究