

卷一
 一
 二
 三
 四
 五
 六
 七
 八
 九
 十
 十一
 十二
 十三
 十四
 十五
 十六
 十七
 十八
 十九
 二十
 二十一
 二十二
 二十三
 二十四
 二十五
 二十六
 二十七
 二十八
 二十九
 三十
 三十一
 三十二
 三十三
 三十四
 三十五
 三十六
 三十七
 三十八
 三十九
 四十
 四十一
 四十二
 四十三
 四十四
 四十五
 四十六
 四十七
 四十八
 四十九
 五十
 五十一
 五十二
 五十三
 五十四
 五十五
 五十六
 五十七
 五十八
 五十九
 六十
 六十一
 六十二
 六十三
 六十四
 六十五
 六十六
 六十七
 六十八
 六十九
 七十
 七十一
 七十二
 七十三
 七十四
 七十五
 七十六
 七十七
 七十八
 七十九
 八十
 八十一
 八十二
 八十三
 八十四
 八十五
 八十六
 八十七
 八十八
 八十九
 九十
 九十一
 九十二
 九十三
 九十四
 九十五
 九十六
 九十七
 九十八
 九十九
 一百

[illegible][illegible][illegible]

机构投资者

行为及政策引导研究

——以证券投资基金为例的实证研究

黄佐钊 著

图书在版编目(CIP)数据

机构投资者行为及政策引导研究:以证券投资基金为例的实证研究/
黄佐铎著. —上海:上海财经大学出版社, 2012. 4

ISBN 978-7-5642-1273-5/F · 1273

I. ①机… II. ①黄… III. ①机构投资者-投资行为-研究 ②机构投资者-投资政策-研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 275385 号

□ 责任编辑 陈 明

□ 封面设计 张克瑶

□ 责任校对 施春杰

JIGOU TOUZIZHE XINGWEI JI ZHENGCE YINDAO YANJIU

机构投资者行为及政策引导研究

——以证券投资基金为例的实证研究

黄佐铎 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竟成印务有限公司印刷装订

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 7 印张 194 千字

定价: 28.00 元

内容简介

本书在评述现有文献的基础上,对证券投资基金、保险基金、QFII、券商、社保基金、信托投资、财务公司七大机构投资者的资金来源、投资理念、投资风格、投资行为进行分析,构建了机构投资者投资行为的机理模型。之后,本书选择证券投资基金作为机构投资者的代表,对基金管理公司及旗下基金的投资行为进行统计分析和实证研究,并以某基金管理公司为例,深入研究证券投资基金的投资行为。在总结美国机构投资者演进路径的基础上,本书结合中国的市场制度、社会文化、信息披露制度,对中国机构投资者投资行为的演变进行了分析。最后,本书对如何建立基于激励相容的机构投资者行为监管体制、加强对新型证券操纵行为的监管等提出相应的政策建议。

本书的主要结论是:

1. 构建了机构投资者投资行为的机理模型,即“资金来源→委托代理关系→投资决策规则→投资理念→投资风格→投资行为→投资业绩”。

2. 传统的羊群行为测度方法低估了基金的羊群行为,本书对此进行了改进。基金管理公司及基金卖出股票比买入股票时表现出更强的羊群行为。在大跌行情中,基金公司的总体羊群行为和买方羊群行为最小;在小跌行情中,总体羊群行为和买方羊群行为上升,但卖方羊群行为下降;在小涨行情中,基金的羊群行为最大;在大涨行情中,基金的羊群行为有所下降。

3. 某基金管理公司采用最多的是持有型交易策略,其次才是追涨型交易策略。交易策略的变动趋势表明:上证综指涨幅越大,该基金公司股票交易中追涨意愿越强烈;在上证综指下跌过程中,没有表现出杀跌的交易策略,反而在某些上涨行情中表现出一定的杀跌特征;高抛交易策略在上证综指下跌过程中比上涨过程更明显。

4. 机构投资者发展到一定阶段后,为了自身利益,必然要积极介入上市公司的治理。

序

黄佐铨是我指导的博士后研究人员,他的博士后出站报告经过了上海理工大学管理科学与工程博士后科研流动站专家们的严格评审,应当说他对该报告从构思、选题、数据收集、实证研究、写作等各个环节都进行了细致的反复思考与修改,因此这是一份很好的研究成果,对相关研究人员具有相当的参考价值。

该报告总体来说属于行为金融研究范畴。目前,行为金融研究的主题大致可分为三个层次:第一层次,投资者的个体行为,侧重于分析投资者个体行为;第二层次,投资者的群体行为,主要研究投资者之间行为的相互影响而导致的市场整体表现出的行为方式偏差;第三层次,有限套利和非有效市场,主要集中于对市场异象的挖掘及深层次原因的分析。行为金融学研究的两条路线:一条是“行为—市场”研究路线,另一条是“心理—行为”研究路线。这两条研究路线分别对应着“非理性投资行为”与“金融市场异象”之间的因果关系和“决策心理机制”与“非理性投资行为”之间的因果关系。本书在研究中主要采用“行为—市场”研究路线,即根据机构投资者的市场表现来反推机构投资者的行为。

在政府超常规发展机构投资者的战略指导下,我国各类机构投资者得到迅速发展。不同机构投资者在投资行为上会有一定的差异,要在一篇博士后出站报告中对所有的机构投资者行为进行详细研究是不现实的。所以只能在研究的“广度”和“深度”上进行取舍,尽可能在两者间找到一个合理的平衡点。本书的研究步骤为“机构投资者行为机理→证券投资基金投资行为→某基金管理公司投资行为→机构投资者

行为动态演化→政策引导”，研究的广度为“宽→窄→宽”，研究的深度为“浅→深”。在研究方法上，本书主要采用逻辑演绎和归纳总结相结合，即“一般→特殊→一般”。通过这种层层剥笋的方法，对机构投资者的行为进行深入细致的研究。

本书的研究着眼于机构投资者行为产生机理和行为规律的研究，通过层层深入的方法，由表及里、由浅入深地探索机构投资者行为产生的微观机理，对机构投资者行为规律进行归纳和总结。证券投资基金是我国发展最快、也是目前市场上入市规模最大的机构投资者，由于其集合理财的特性，管理层对证券投资基金投资组合的信息披露要求较高，能够方便地获取证券投资基金的投资组合数据，据此反推证券投资基金的行为成为可能。

本书的特色主要有：

第一，对现有国内外文献进行了较为详尽的综述，可以为广大证券期货从业人员了解行为金融发展的动态提供一个理论脉络。

第二，本书对证券投资基金、保险机构、QFII、信托投资、券商、社保基金、财务公司七类机构投资者的资金来源、投资理念、投资风格、投资行为进行了详细的分析，在此基础上建立了机构投资者投资行为的机理模型。

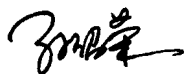
第三，资料丰富、数据翔实，对基金管理公司及旗下基金的投资行为进行了详细的统计分析和实证研究，对广大的投资者系统地了解基金如何运作、基金在不同的市场环境中可能出现哪些投资行为，提供了丰富的数据资料和分析结论。

第四，选取我国成立早、资产规模大、业务齐全的某基金管理公司作为案例，对该公司旗下基金的资产配置、行业配置、券种组合、持有权证情况、持有自家基金情况、投资风格、在小盘股和新股申购中的扎堆现象，进行了详细的分析，从中可以推测出基金的投资理念、操作思路、投资组合的变化。对该基金公司收益来源、投资回报、风险收益指标和择时选股能力的分析可以为投资者选择基金提供一定的参考。对基金管理公司交易策略的实证研究，可以为投资者推测基金的操作策略提

供一定的指导。

第五,对机构投资者投资行为的动态演化和机构投资者投资行为的监管及政策引导的研究,可以为监管部门更好地监管证券投资基金等机构投资者提供一定的理论指导。

总之,这是一本对研究行为金融与投资行为的广大学者具有很好的参考价值的著作。在本书得以出版之际,我首先向黄佐铨表示祝贺,也期待该书在相关研究领域发挥应有的影响。



2012年1月5日

目 录

内容简介	(1)
序	(1)
第 1 章 绪论	(1)
1.1 研究背景.....	(1)
1.2 研究目的和研究意义.....	(3)
1.3 相关概念的界定.....	(4)
1.4 文献综述.....	(8)
1.5 本书采用的研究方法.....	(38)
1.6 本书研究的主要内容及技术路线.....	(40)
第 2 章 机构投资者投资行为的产生机理	(43)
2.1 机构投资者的定义及分类.....	(43)
2.2 各类机构投资者的行为研究.....	(47)
2.3 机构投资者投资行为的机理模型.....	(75)
第 3 章 基金管理公司及基金投资行为实证分析	(80)
3.1 基金管理公司组织结构.....	(81)
3.2 基金管理公司资产管理概况.....	(85)
3.3 基金管理公司的投资行为分析	(105)
3.4 基金管理公司及基金羊群行为研究	(116)
3.5 基金经理投资行为与基金业绩关系研究	(126)

第 4 章 案例研究	(135)
4.1 某基金管理公司的投资行为分析	(135)
4.2 某基金管理公司的投资业绩	(148)
4.3 某基金管理公司的交易策略分析	(156)
第 5 章 机构投资者投资行为的动态演化	(167)
5.1 美国机构投资者的演进路径	(167)
5.2 市场制度和社会文化对机构投资者行为的影响	(175)
5.3 证券市场信息披露制度对机构投资者的影响	(178)
5.4 机构投资者积极介入上市公司的治理	(180)
5.5 证券投资基金投资行为的演化	(184)
第 6 章 机构投资者投资行为的监管及政策引导	(188)
6.1 建立激励相容的机构投资者行为监管体制	(188)
6.2 加强对机构投资者新型证券操纵行为的监管	(195)
第 7 章 结论与展望	(204)
7.1 本书主要结论	(204)
7.2 本书的创新之处	(205)
7.3 进一步研究的方向	(206)
主要参考文献	(207)
后记	(209)

图目录

图 1-1	本书研究的技术路线图	(42)
图 2-1	机构投资者的投资行为机理模型	(79)
图 3-1	契约型基金的三级委托代理关系	(84)
图 3-2	基金管理公司资产净值变化率(2006 年上半年).....	(89)
图 3-3	基金管理公司总份额变化率(2006 年上半年).....	(89)
图 3-4	基金管理公司资产净值变化率(2006 年下半年).....	(91)
图 3-5	基金管理公司总份额变化率(2006 年下半年).....	(91)
图 3-6	基金管理公司资产净值变化率(2007 年上半年).....	(93)
图 3-7	基金管理公司总份额变化率(2007 年上半年).....	(93)
图 3-8	基金管理公司资产净值变化率(2007 年下半年,不含天弘)	(95)
图 3-9	基金管理公司总份额变化率(2007 年下半年,不含天弘)	(95)
图 3-10	基金管理公司资产净值变化率(2008 年上半年)	(97)
图 3-11	基金管理公司总份额变化率(2008 年上半年)	(97)
图 3-12	基金管理公司资产净值变化率(2008 年下半年)	(99)
图 3-13	基金管理公司总份额变化率(2008 年下半年)	(99)
图 3-14	基金管理公司资产净值变化率(2009 年上半年).....	(101)
图 3-15	基金管理公司总份额变化率(2009 年上半年).....	(101)
图 3-16	份额变化率、净值变化率与上证综指变化率折线图	(103)
图 3-17	基金总体羊群行为、买方和卖方羊群行为	(121)

图 3—18	基金管理公司羊群行为与上证综指涨跌幅折线图	(124)
图 4—1	某基金管理公司各行业投资比重	(138)
图 4—2	某基金管理公司平均每只股票上的基金数	(146)
图 4—3	交易策略变动趋势与上证综指涨跌幅	(165)
图 5—1	美国机构投资者演进路径	(170)

表目录

表 1-1	行为金融学与传统金融学的区别	(10)
表 2-1	七大机构投资者持股市值及占流通股比重	(44)
表 2-2	1998~2009 年我国证券投资基金数量和规模	(48)
表 2-3	我国开放式基金的投资风格(2003~2009 年)	(51)
表 2-4	基金的行业分布	(52)
表 2-5	基金的资产配置情况	(53)
表 2-6	我国保险费收入及增长率(1980~2008 年)	(55)
表 2-7	1999~2008 年以来保险资金资产配置情况	(57)
表 2-8	阳光私募基金净值表现(截至 2009 年 9 月 30 日)	(64)
表 2-9	券商集合理财收益情况(截至 2009 年 9 月 30 日)	(69)
表 2-10	2001~2007 年社保基金资产配置状况	(74)
表 3-1	基金管理公司基金规模	(85)
表 3-2	基金管理公司资产净值变化率、份额变化率与上证综指 的关系	(102)
表 3-3	基金管理公司的投资风格	(105)
表 3-4	基金公司的资产组合	(109)
表 3-5	基金管理公司持股的行业分布	(110)
表 3-6	基金管理公司持有的债券组合	(111)
表 3-7	基金公司持有权证(2005 年三季度到 2009 年二季度)	(112)
表 3-8	持有同一只股票的基金数	(113)
表 3-9	基金持股占流通股的比例	(113)
表 3-10	基金公司及其股东持有自家基金情况	(114)

表 3-11	现有 LSV 方法的缺陷	(118)
表 3-12	基金羊群行为计算结果	(119)
表 3-13	基金管理公司羊群行为计算结果	(122)
表 3-14	总体羊群行为、买入和卖出羊群行为与上证综指 涨跌幅的相关关系	(125)
表 3-15	上证综指各涨跌幅状态下的羊群行为	(125)
表 3-16	样本的统计描述	(131)
表 3-17	统计检验结果一	(132)
表 3-18	统计检验结果二	(132)
表 3-19	统计回归结果	(133)
表 4-1	某基金管理公司资产配置	(135)
表 4-2	某基金管理公司股票投资行业配置	(136)
表 4-3	某基金管理公司债券种组合(2003 年至 2009 年二季度)	(138)
表 4-4	某基金管理公司持有权证	(140)
表 4-5	某基金管理公司持有自家基金情况	(142)
表 4-6	某基金管理公司投资风格	(144)
表 4-7	某基金管理公司平均每只股票上的基金数	(145)
表 4-8	某基金管理公司及基金行业收益来源	(149)
表 4-9	某基金公司旗下基金的投资回报 (截至 2009 年 9 月 30 日)	(150)
表 4-10	某基金公司旗下基金的风险收益指标 (2002 年 1 月 1 日至 2009 年 9 月 30 日,分年)	(151)
表 4-11	某基金公司旗下基金择时选股能力	(155)
表 4-12	交易策略判别标准	(159)
表 4-13	某基金管理公司总体交易策略(2003 年一季度至 2009 年二季度)	(162)
表 4-14	某基金管理公司交易策略分解(2003 年一季度至 2009 年二季度)	(163)

第1章 绪 论

1.1 研究背景

中国证券市场经历了个人大户、券商机构和证券投资基金等机构投资者为主的三个发展阶段。1999年以来,为促进我国证券市场的快速成长和发展,管理层提出要超常规培育和发展机构投资者,将大力培育行为规范的机构投资者作为加强证券市场建设的重要内容。在超常规培育和发展机构投资者的战略指导下,中国证券市场的机构投资者队伍迅速壮大起来,参与资本市场投资运作的机构资金稳步增长,初步形成了各类机构投资者队伍协调发展的格局,机构投资者成为证券市场的主要参与者。机构投资者入市规模占流通股市值的比重从1999年的30%左右迅速提升至2009年7月的63.86%。

在近十年时间里,发展最快、信息披露最完善的机构投资者是证券投资基金。1997年11月国务院颁布了《证券投资基金管理暂行办法》,为证券投资基金的规范发展奠定了法律基础。1998年,我国基金管理公司仅有5家,发起设立基金5只,管理基金份额100亿份;截至2009年9月30日,60家公募证券投资基金公司,管理的基金数达到529只,总资产达2.45万亿元。基金与流通市值的比重也由1998年的1.81%提高到2008年的28.83%。

1999年10月,中国证监会颁布《保险公司投资证券投资基金暂行管理办法》,允许保险资金通过投资证券投资基金间接入市,入市资金最高比例为上年末保险公司总资产的5%,之后这一比例逐渐提高,提升至20%。目前我国共有各类保险公司近230家,保险公司总资产达到3.38万亿元,保险公司可投入股市的资金上限达到6000多亿元。而且,随着我国资本市场的健康发展,保险公司入市资金的比例还有可能进一步提高。

券商作为我国最早的一类机构投资者,在经历了一段时间的规范整顿之后,数量和规模都迅速扩大,证券公司数量从最初的3家发展到2009年7月底的107家,资产规模从30亿元增加至2009年7月的2万亿元。随着证券公司的重组改制、增资扩股、上市流通,证券公司的融资能力大大增强。

2001年底中国加入WTO以后,外资机构开始通过各种方式进入我国证券市场,并逐渐成为我国证券市场一支重要的机构力量。截至2009年7月底,共设立9家合资证券公司、33家合资基金管理公司,还有113家境外证券经营机构、38家境外资产管理机构和8家境外证券交易所获准设立的驻华代表机构。截至2009年7月底,有86家境外机构获得QFII资格,5家外资银行获准开展QFII托管业务^①。

以上这些数据都表明,在政府超常规培育和发展机构投资者的战略指导下,我国各类机构投资者得到迅速发展。但是,机构投资者是否有起到稳定市场的作用,学术界有很多不同的争论。机构投资者的快速发展,充分体现了政府的制度安排对市场的影响。

① 潘圣韬. 超常规发展,机构投资者成证券市场主导力量[N]. 上海证券报,2009(9).

1.2 研究目的和研究意义

1.2.1 研究目的

本书旨在研究机构投资者的行为,并根据其中存在的问题,提出相应的政策引导措施。随着近年来监管层大力发展机构投资者,机构投资者在资金、股价的控制等方面处于主导地位,研究机构投资者的行为机理,总结其行为规律,对机构投资者行为进行政策引导,有利于我国证券市场的健康发展。

不同机构投资者在投资行为上会有一定的差异,要在本书中对所有的机构投资者行为进行详细研究不现实。所以本书只能在研究的“广度”和“深度”上进行取舍,尽可能地在两者之间找到一个合理的平衡点。本书的研究路径为“机构投资者行为机理→证券投资基金投资行为→某基金管理公司投资行为→机构投资者行为动态演化→政策引导”,研究的广度为“宽→窄→宽”,研究的深度为“浅→深”,在研究方法上,本书主要采用逻辑演绎和归纳总结相结合,即“一般→特殊→一般”。通过这种层层剥笋式的方法,对机构投资者的行为进行深入细致的研究。根据机构投资者的行为规律,从引导机构投资者理性投资、促进证券市场健康发展、防止股市暴涨暴跌的角度,提出相应的政策建议。

1.2.2 研究意义

长期以来,传统经济学研究通常将人看作是理性经济人,即能根据未来的价格变化预期和对未来风险的估计对自己的决策行为进行优化。传统金融理论认为:证券投资者应当是理性的,按照效用最大化原则进行个体的投资活动,并且具有风险厌恶的特质;证券产品的价格充分反映了投资者及全体市场参与者对信息的理解与认同,价格是随机漫步的,具有不可预测性,没有人能够持续获得利润。简而言之,传统

金融理论是以完全理性的投资交易行为和完美无瑕的市场基础为其理论假设的。

然而,在现实的证券市场活动中,大量有悖于传统金融理论的现象引发了经济学家、金融学家、心理学家、社会学家和其他行为科学家的关注和进一步探索。他们用心理学实验检验方法、基于投资者交易数据的实证检验和以计量经济学建立的投资者行为模型等手段,对证券投资者投资行为的发生、发展和演化的内在机制及深层次的因素进行了卓有成效的研究,大批研究成果相继问世。

证券投资基金是我国发展最快、也是目前市场上入市规模最大的机构投资者,由于其集合理财的特性,管理层对证券投资基金投资组合的信息披露要求较高,从而使我们能够较为方便地获取证券投资基金的投资组合数据,根据证券投资基金在市场上的表现来反推证券投资基金的行为成为可能。本书将对我国证券市场的主要机构投资者的资金来源、投资理念、投资风格和投资行为进行分析,建立机构投资者投资行为产生的机理模型。在此基础上,对基金管理公司及旗下基金的投资行为进行统计分析和实证研究,从中总结证券投资基金的投资行为规律,并选取国内某基金管理公司作为案例,分析其投资行为规律。

本书的研究着眼于机构投资者行为产生机理和行为规律的研究,通过层层深入的方法,由表及里、由浅入深地探索机构投资者行为产生的微观机理,再由特殊到一般,对机构投资者行为规律进行归纳和总结。本书从投资者行为研究的角度提出机构投资者行为的监管建议及政策引导措施,对促进证券市场的健康发展具有重要的社会经济价值。

1.3 相关概念的界定

1.3.1 有限理性的界定

1.3.1.1 有限理性的概念

诺贝尔经济学奖得主西蒙(Simon)首先提出了“有限理性”的概

念,他认为投资者具有“主观上追求理性,但客观上只能有限地做到这一点”的行为特征。人类的实际行为并不具备客观理性的特征,根据西蒙的有限理性理论,理性有如下三个限度:

第一,人类不具备无穷的计算能力,人类加工和贮藏的信息是有限的。按照理性的要求,行为主体应具备关于每种选择的后果的完备知识和预见。而事实上,人类对选择后果的了解总是零碎的。

第二,单个人所处环境的复杂性和不确定性。由于决策后果产生于未来,在给它们赋以价值时,就必须凭想象来弥补其所缺少的体验。然而,对价值的预见不可能是完整的。

第三,投资者仅仅有关于备选方案的不完全信息。按照理性的要求,行为主体要在全部备选行为中进行选择。但对真实行为而言,人们只能想到全部可行方案中的很少几个,在股市上,人们的注意力只能集中在很少的股票上。

投资主体在客观上通常不具备实现理性的条件,主观上又不具备完全计算的能力,导致投资决策的行为后果达不到其投资目的,甚至损害其经济利益,致使结果与目标偏离。根据前景理论(Prospect Theory),人们做出的决策与作为理性人按照效用最大化的理论做出的决策完全不同,大多数人所注重的并不完全是最终的结果,而是决策过程中的得失,即他们不是以保持财富效用最大化为目标,而是受到与得失相关的不合理情绪的影响。

1.3.1.2 投资者有限理性的表征

关于投资者有限理性及行为偏差的分析,行为金融理论做了很多研究,其中最突出的贡献来自于 Kahneman 和 Tversky,两人通过大量精心设计的社会学、心理学实验,识别出许多严重偏离个体理性的经验规则,取得了开创性成果。20 世纪 80 年代以后,众多学者开始研究这一领域,Shleifer、Shiller、Thaler、Statman 等人均做出了一定贡献。投资者有限理性的表征主要表现在:

第一,信念偏差。主要有:过度自信与信心不足、易得性偏差、代表性偏差、认知失谐、锚定与框架效应。