

专著 资助项目
ZIZHU XIANGMU

ZHUANZHU

中国机构投资者行为研究

谭松涛 著

ZHUANZHU

西北工业大学出版社

本书由“北京高等学校青年英才计划项目”资助。

中国机构投资者行为研究

谭松涛 著

西北工业大学出版社

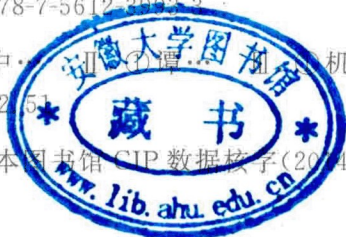
【内容简介】 本书利用机构投资者持股和交易数据对机构投资行为进行了研究,希望通过对机构数据的分析和挖掘,探讨机构投资者的持股和交易行为以及这些行为背后的动因。全书对机构投资者的发展历程与现状进行了介绍,对机构投资者的相关研究进行了综述,此外,还深入分析了上市公司股权激励与机构持股行为之间的关系,机构投资者对市场信息效率的影响,机构投资者的交易行为与资产价格波动间的关系,机构交易对资产价格水平的影响等问题。本书所阐述的理论与分析具有一定的学术价值,对中国股市的实际投资行为也有一定的借鉴意义。

图书在版编目(CIP)数据

中国机构投资者行为研究/谭松涛著. —西安:西北工业大学出版社,2014.6
ISBN 978-7-5612-3993-3

I. ①中… 中国机构投资者—行为—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第114453号



出版发行:西北工业大学出版社
通信地址:西安市友谊西路127号 邮编:710072
电 话:(029)88493844 88491757
网 址:www.nwpup.com
印 刷 者:北京京华虎彩印刷有限公司
开 本:727 mm×960 mm 1/16
印 张:8.125
字 数:102千字
版 次:2014年6月第1版 2014年6月第1次印刷
定 价:25.00元

前言

20 世纪 80 年代以来,以基金、券商和保险公司为代表的机构投资者的快速发展改变着整个资本市场投资主体的格局。机构投资者逐渐取代了个体投资者,成为资本市场最大的投资主体。与后者相比,机构投资团队更加专业,投资行为更加理性。更为关键的是,在信息不对称的市场中,机构投资者有更大的积极性去挖掘上市公司的相关信息,并对公司经营活动进行监督。这些因素使得机构投资者能够从资产定价、公司治理和交易行为等多个角度对整个市场发挥积极的作用。

中国证券市场自 1991 年成立起就被深深地打上了新兴市场和转轨经济所特有的烙印。但整体上看,政府主导下的证券市场经历了一个快速成长的过程。尤其是随着中国经济在过去二十多年的高速发展,证券市场的规模以前所未有的速度增长着。与之相比,市场参与者的素质并没有能够同步提升。于是,就有了 2001 年证监会提出的“超常规发展机构投资者”的战略方针,就有了 2004 年国务院提出的“通过机构投资者的介入改善我国股票市场投资者结构”的政策。在这种市场背景和政策引导下,中国机构投资者获得了一个跨越式发展的十年黄金时期。无论是机构投资者的数量,还是机构投资者管理资产的规模都以几何速度增长。

然而,我们必须看到,一个市场的发展必然是上市公司、投资者、监管制度和市场文化协调发展的结果。政策的力量可以在短期内使得上市公司的数量急剧扩张,也可以使得投资者结构迅速优化,但这些毕竟都是表象的东西。在监管制度体系、诚信文化、参与者素质没有同步发展的情况下,这些短板最终决定了市场的发展水平和成熟度。这也是中国证券市场很多问题的根源所在。中国证券市场最终还是要回到“协调发展”这四个字上面的。但是,从学术研究的角度看,中国证券市场这种特殊的制度背景给了我们一个研究机构投资行为的良好试验场。毕竟,中国市场的这些问题是西方成熟市场中所没有的。在这种情况下,机构投资者行为究竟遵循着什么特征是西方经典文献中没有给出答案的问题。因此,我们需要

针对中国机构投资者行为的原创性研究,从而为我们深入了解中国证券市场本质、发掘市场中存在的问题提供理论支持。

本书从机构投资者的持股和交易行为入手,考察了机构投资者对证券市场以及相关资产价格的影响。希望书中阐述的理论与分析将机构投资者的真实行为特征反映出来,从而使得人们能够更加清晰地认识到机构投资者在中国证券市场中发挥的作用,进而为政策制定提供一些实证研究方面的参考。

谭松涛

2014年3月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究思路与框架	3
第 2 章 机构投资者发展历程与现状	5
2.1 机构投资者概述	5
2.2 国外机构投资者的发展情况	13
2.3 中国机构投资者的发展历程与现状	22
第 3 章 机构投资者行为研究文献综述	33
3.1 机构投资者对宏观资本市场的影响	33
3.2 机构投资者对公司运营管理相关问题的影响	37
第 4 章 管理层激励与机构投资者持股行为研究	47
4.1 引言	47
4.2 研究方法 with 模型设定	49
4.3 数据描述	52
4.4 检验结果	53
4.5 结论与意义	56
第 5 章 媒体报道、机构投资者交易与股价的波动性	58
5.1 引言	58
5.2 文献回顾	61
5.3 研究假设	69
5.4 研究设计	71

5.5 数据描述及实证检验结果	74
5.6 稳健性检验	80
5.7 研究结论与启示	86
第6章 媒体报道、机构投资者交易与股价反应	88
6.1 引言	88
6.2 事件研究法介绍	88
6.3 实证研究设计	95
6.4 数据描述与实证结果	97
6.5 研究结论	107
第7章 总结与展望	109
7.1 总结	109
7.2 机构投资者行为研究展望	109
参考文献	111

第 1 章 导 论

机构投资者是金融领域的一支永恒的力量,它们将以现在的步伐或者更快的步伐成长。支持它们成长的基础远非暂时的,有些只是刚刚开始发挥作用。因此,机构投资者的行为将成为国际金融市场中日益重要的决定性因素。

——国际清算银行,1998 年

1.1 研究背景与意义

自 20 世纪 80 年代以来,随着各国金融产品的丰富和金融市场的发展,市场投资主体也出现了结构性的变化。以共同基金、养老基金、保险公司为代表的机构投资者逐渐取代了个人投资者,成为金融市场的主导力量。它们从资产价格、公司治理、交易行为等角度对整个资本市场产生了深刻的影响和变革。

一般认为,机构投资者拥有丰富的投资经验,他们能够对资产价值做出更加准确的判断,从而在市场中往往扮演着理性投资者或者套利者的角色。一方面,当资产价格由于个体投资者的非理性交易产生偏差的时候,机构投资者能够通过套利行为纠正市场的错误价格,抵消个体投资者的非理性交易对资产价格造成的影响,进而使得资产价格更接近其价值水平。另一方面,机构投资者作为上市公司的大股东,能够通过积极参与上市公司的经营决策,改善上市公司的治理水平。这些都是机构投资者对证券市场发挥的积极作用。然而,随着对机构投资者行为研究的深入,尤其是近些年行为金融的兴起,人们对机构投资者的认识也更加全面。无论是机构投资者的羊群行为,还是正反馈交易策略,以及数量化交易给市场带来的

波动都让人们开始重新审视机构投资者的作用。

中国证券市场自 1991 年成立以来,经历了一个快速成长的过程。尤其是 2001 年以来,中国证监会提出“超常规发展机构投资者”的战略方针。2004 年,国务院又进一步指出,要通过机构投资者的介入改善我国股票市场投资者结构。这些政策为大力发展机构投资者铺平了道路,使得我国机构投资者在最近十多年的时间里得到了迅速发展。机构投资者无论是从数量还是从管理资产规模都出现了大幅提升。然而,一方面由于中国证券市场发展时间太短,另一方面由于中国证券市场本身新兴加转轨的特征,我们无论是从市场参与还是从监管者的角度看,都存在很多不成熟的地方。这使得中国机构投资者在过去二十多年时间的发展过程中也经历了一些反复。无论是 20 世纪 90 年代中期机构投资者的混乱发展局面,还是 2000 年 10 月《财经》杂志关于“基金黑幕”的报道,都给机构投资者的市场作用抹上一层阴影。2006 年,伴随着中国证券市场一次波澜壮阔的牛市行情,机构投资者获得了一次跨越式发展的机会,机构投资者的资产管理规模和市场占比都出现了大幅增长。但是,机构投资者在 A 股市场的作用并没有得到证实。一些研究甚至发现,机构投资者存在一些内幕交易的行为,有些甚至与上市公司进行合谋侵害中小股东的利益。而且,机构投资者稳定市场的作用也并不是在所有情况下都能够实现的。有些时候,机构投资者的交易行为加大了市场的波动。因此,虽然我们承认机构投资者是中国证券市场的重要参与者,承认机构投资者的行为对整个证券市场的成熟和发展具有重要意义,但是,对于其市场作用我们还需要进行更加深入的分析和研究。

笔者主要从两个角度对机构投资者的行为进行研究。一是考察上市公司经营管理与机构投资者持股行为之间的关系。二是考察机构投资者如何对媒体报道进行反应,以及这种反应对资产价格的影响。

本书是国内首部将媒体报道、机构投资者交易与资产价格三者放在同一框架下进行研究的著作。这一研究为我们理解和认识机构投资者的媒

体反应提供了一些经验证据。同时,笔者从不同的角度给出了机构投资者对资产价格波动性以及市场信息效率的影响。这些结论对于全面认识机构投资者角色具有一定的帮助。

1.2 研究思路与框架

第1章,导论。本章主要介绍选题背景和研究意义,以及全书的研究思路与框架。

第2章,机构投资者发展历程与现状。本章主要对机构投资者的概念进行定义,对美国等西方国家机构投资者的发展历程、种类和现状进行介绍;对中国机构投资者的发展阶段和发展状况进行描述。

第3章,机构投资者行为研究文献综述。本章主要从宏观和微观两个层面对机构投资者相关研究进行了梳理和总结。宏观方面,介绍了机构投资者的行为对资本市场稳定性、市场信息披露的影响。微观方面,主要介绍了机构投资者的行为对公司治理、公司财务以及公司研发创新行为的影响。

第4章,管理层激励与机构投资者持股行为研究。本章主要是从公司治理的角度考察在股权分置改革过程中,上市公司股权激励方案对机构投资者行为的影响。通过研究发现,虽然在股权分置改革之后,机构投资者对上市公司的持股比例都增加了,但是机构投资者对那些实施股权激励制度的上市公司的增持幅度更大。换句话说,机构投资者更加倾向于持有那些治理水平较高的公司。

第5章,媒体报道、机构投资者交易与股价的波动性。本章考察了机构投资者和个体投资者对媒体报道的不同交易反应,以及这种反应对股票价格波动性的影响。研究发现,首先,无论是机构投资者还是个体投资者的交易行为都会受到媒体报道的影响。但是,与个体投资者相比,机构投资者的交易行为对媒体信息的反应更加及时。其次,机构投资者和个体投

投资者的交易行为都会加大市场波动。但是,在剔除公司信息驱动的交易行为之后,机构投资者的交易行为降低了价格波动,而个体投资者的交易行为对价格波动率的影响依旧为正。本章研究表明,与个体投资者相比,机构投资者通过交易更快地对市场公开信息做出了反应,降低了资产价格波动,这意味着机构投资者在促进市场信息效率方面发挥了积极的作用。

第6章,媒体报道、机构投资者交易与股价反应。本章用事件研究法考察了在媒体报道发生后,机构投资者是否出现了异常交易行为,以及这种异常交易行为是否导致了股价出现异常反应。研究发现,媒体报道的发生导致机构投资者会出现显著异常的净买入水平。这一现象在媒体报道发生后2~4个交易日更为明显。如果进一步将媒体报道的内容进行区分,可以看到,当媒体出现正面报道的时候,机构投资者净买入量超过历史平均净买入水平;当媒体出现负面报道的时候,机构投资者净买入量低于历史平均净买入水平。此外,从回归结果可以看到,机构投资者的净买入伴随着资产收益率的下跌,而机构投资者的总交易量越高则收益率越高。

第7章,总结与展望。这一章对本课题的研究进行了总结,并对未来的研究方向进行了展望。

第2章 机构投资者发展历程与现状

本章介绍了机构投资者的发展历程与现状。首先,对机构投资者的基本情况进行了概述,包括机构投资者的定义、分类,然后介绍了典型的机构投资者,包括证券公司、保险公司、证券投资基金、养老基金等,进而总结出了机构投资者的特征。其次,从国际视角介绍了国外机构投资者的发展情况。最后,介绍了中国机构投资者四个发展阶段的基本情况及各阶段的主要特征,以及中国主要机构投资者——证券投资基金、保险公司、社保基金和合格境外投资者——的现状。

2.1 机构投资者概述

早在1998年,国际清算银行(Bank for International Settlements)就在其年度报告中指出:“机构投资者是金融领域的一支永恒的力量,它们将以现在的步伐或者更快的步伐成长。支持它们成长的基础远非暂时的,有些只是刚刚开始发挥作用。因此,机构投资者的行为将成为国际金融市场日益重要的决定性因素。”恰如国际清算银行所料,这十余年中机构投资者迅猛发展,成为推动金融市场发展的重要力量。

一、机构投资者的定义与特征

机构投资者的出现最早可以追溯到1868年英国的“海外和殖民地政府信托基金”。这在当时是一种新型的信托契约投资模式。信托基金由英国政府授权的专职经理人负责管理和运作。基金主要投资于南北美洲、中东、东南亚、意大利、葡萄牙、西班牙等地区、国家的公司债券。投资总额为48万英镑,投资期限为24年。基金公开向社会公众发售认股凭证,并通

过信托契约安排了投资者和代理人之间的权利和义务关系。信托基金持有人拥有获得分红和派息的权利,但不能退股,也不能将基金单位兑现。这样,由于基金投资标的比较分散,因此风险较低。从事后看,该基金年化收益率达到7%以上,比当时的英国政府债券利率高出了近4个百分点。

在之后的一百多年的时间里,机构投资者得到了快速的发展。但是,对机构投资者的定义无论是学界还是业界说法不一。例如,在《新帕尔格雷夫货币与金融词典》中,机构投资者的定义为“许多西方国家管理长期储蓄的专业化的金融机构投资者”。而美国的《Black 法律词典》将机构投资者定义为“大的投资者”。在学术界,Davis 和 Steil(2001)从运作原理的角度给出了机构投资者的定义:“机构投资者是一种特殊的金融机构投资者,为了特定目标,它将小投资者的储蓄集中在一起管理,并在可接受的风险范围和规定时间内,追求投资收益最大化。”

事实上,是否要把机构投资者的定义界定清楚本身并不重要。真正重要的,应该是了解机构投资者的特点,或者说,与个体投资者相比机构投资者的特点和优势。

笔者认为,机构投资者的特点首先体现在它专业化的投资管理能力上。与个体投资者相比,机构投资者能够在市场上雇佣具备专业投资技术的人员进行信息分析和投资管理,并通过完善的投资决策系统进行团队化的投资决策。团队通过专业化的分工在信息搜集、策略研究、决策制定和投资管理方面发挥着各自的优势。更为重要的是,团队分工使得机构投资者避免了很多在个体投资者身上发现的非理性交易行为。例如,与个体投资者相比,机构投资者较少受到因时间和精力限制导致的“有限关注”问题。这使得机构投资者能够比个体更快地掌握更多公司的信息,从而能够在更大范围内进行投资。同时,由于机构投资者的团队决策,他们也较少地受到非理性情绪的影响。例如,个体投资者存在的过度自信、损失规避等心理偏差在机构投资者身上出现的较少。这使得机构投资者的投资行为更为理性和专业。

第二,机构投资者更容易通过投资组合的构造进行分散化投资。对于个体投资者而言,受资金规模的限制,很难做到有效的分散化投资。按照 Goetzmann 和 Kumar(2004)的研究发现,在他们考察的 62 000 个投资账户中,超过 25% 的投资者只持有 1 只股票;超过 50% 的投资者持有不超过 3 只股票;只有不到 10% 的投资者持有超过 10 只股票。而根据 Campbell et al. (2001)的研究,如果随机抽取,需要 50 只股票才能做到一个完全分散化的投资组合。这表明,分散化投资不足对于个体投资者而言是一个普遍存在的现象。而机构投资者则可以依靠自身资金规模雄厚的优势规避这一问题。

第三,机构投资者拥有更加雄厚的资金实力,资金规模的差异使得机构投资者能够通过规模经济降低单位资金的投资成本。这主要体现在两个方面,一是机构投资者可以与证券经纪商就交易佣金进行谈判,从而能够以较低的佣金费率进行交易;二是机构投资者进行调研、信息搜集以及投资研究的成本平摊到单位资金上来看相对较低。此外,机构投资者在资金达到一定规模之后,能够投资于一些小资金无法投资的不宜分割的大型资产。例如,美国一些股票的价格高者能够达到数十万美元一股。对于这种证券,那些资金量较小的投资者很难直接购买,而机构投资者则较少存在这种问题。

第四,从公司治理角度看,机构投资者能够更好地发挥对上市公司管理层的监督作用,并通过参与上市公司经营决策影响公司业绩。我们知道,委托代理问题一直是股份制公司面临的重要问题。所有权和经营权分离,以及由此带来的信息不对称问题给管理层侵吞股东利益提供了可能。由于和个体投资者相比,机构投资者持有公司股票更多的份额,所以也更激励它去监督管理层行为,影响公司决策。

二、机构投资者的分类

从范围上看,机构投资者有狭义和广义之分。狭义的机构投资者主要

包括各种证券中介机构投资者、保险公司、证券投资基金、养老基金和社会保险基金等；而广义的机构投资者除了包括上述金融中介外，还包括各种私人捐款基金会、社会慈善机构投资者等。当然，由于不同国家金融发展历史和制度环境存在一定的差异，机构投资者在不同国家指代的范畴也有所差异。如美国的机构投资者主要包括保险公司、共同基金、养老基金、各种投资公司、私人信托机构投资者以及由银行和基金会管理的基金等；英国的机构投资者则包括保险公司、信托投资公司、指数基金和养老基金等；而我国的机构投资者主要包括保险公司、证券投资基金、养老基金、社保基金等。

事实上，由于划分维度的不同，可以从很多角度对机构投资者的类型进行划分。从目前的文献中可以看到，不同的文献会依赖于自己的研究角度和内容将机构投资者划分成不同的种类。表 2-1 给出了一个简单的统计。

表 2-1 机构投资者的类型

提出或运用者	类 型
Brickley et al. (1988)	压力抵制型和压力敏感型
Bushee(1998)	短暂型、准指数型和专注型
Gillan et al. (2000)	按照机构投资者持股比例高低和持股机构投资者数目多少划分
Badrinath et al. (2002)	买入机构投资者、卖出机构投资者和调整持有的机构投资者
Chen et al. (2007)	独立长线高比例持股的机构投资者和其他机构投资者
Bushee et al. (2010)	治理敏感型机构投资者和治理不敏感型的机构投资者

第一种划分方式是由 Brickley et al. (1988)提出的。他们按照机构投

投资者是否与被投资公司之间存在或者潜在地存在一些商业关系将机构投资者划分成压力抵制型(Pressure Resistant)和压力敏感型(Pressure Sensitive)投资者。其中,压力抵制型机构投资者与上市公司只存在投资关系,他们往往会坚持自身的投资理念,着眼于长期投资回报,进而有动力监督管理层,获得其对公司的治理收益。而压力敏感型机构投资者对公司业务存在依赖关系,即投资活动与商业关系并存。这类投资者通常不愿意破坏其与被投资公司之间的商业关系,进而往往采取中庸或支持公司管理层决策的态度。

第二种划分方式由 Bushee(1998)提出。他根据机构投资者行为方面的三大类指标共九个变量(见表 2-2),为机构投资者打分。然后采用因子分析法对上述九个变量进行降维,再利用聚类分析,得到三种类型的机构投资者。之后, Bushee(2001)在其后续研究中,剔除了盈余敏感性指标,但同样也把机构投资者分为短暂型(transient)、准指数型(quasi-indexing)和专注型(dedicated)。^①

第三种是基于机构投资者持股比例效应,按照机构投资者持股比例高低和持股机构投资者数目多少进行划分。这种划分方式认为,随着机构投资者在上市公司的持股比例不断上升,他们的行为策略选择会发生一定的变化。比较典型的是, Gillan et al. (2000)按照机构投资者持股比例的高低,把研究样本分为机构投资者持股比例高的公司和机构投资者持股比例低的公司。

第四种是按照机构投资者的交易行为将其分为买入机构投资者、卖出机构投资者和调整持有的机构投资者(Badrinath et al., 2002)。该文根据 1 200 家机构投资者 8 年的交易行为,发现买入机构投资者具有明显的惯性交易特征,但卖出和调整持有的机构投资者则不然^②。

^① 参阅: Bushee B J. Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? [J]. Contemporary Accounting Research, 2001, 18(2): 207-246.

^② 参阅: Badrinath S G, Wahal S. Momentum trading by institutions[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(6): 2449-2478.

第五种则是按照机构投资者持股的仓位、独立性和机构投资者持股的时间将机构投资者分为独立长线高比例持股的机构投资者和其他机构投资者(Chen et al., 2007)。该文认为所有机构投资者都会对比成本与收益后,再决定是否行使监督职责。在这种情况下,可以将机构投资者分为独立长期型机构投资者和其他机构投资者。

表 2-2 Bushee(1998)分类法中的指标与变量

指 标	变 量
持股集中度	• 机构投资者的平均持股比例 • 该机构投资者持股占公司中机构投资者持股比例 • 机构投资者持股比例超过 5% 的持股之和 • 机构投资者在公司中持股比例二次方的对数
组合周转率	• 机构投资者持股时间超过两年的比例 • 机构投资者在季度间持股变化的绝对值与机构投资者持股之和的比
盈余敏感性	• 机构投资者在公司持股的季度间变化量和公司季报盈余变化之比 • 机构投资者持股比例增加公司平均盈余的变化与机构投资者持股比例减少公司平均盈余的变化间的差异 • 公司盈余为正的机构投资者持股比例的变化之和与公司盈余为负的机构投资者持股比例变化之和的差值

资料来源:Bushee(1998),经整理。