

机构投资者的公司治理效应 与市场稳定作用研究

王谨乐/著



科学出版社

机构投资者的公司治理效应 与市场稳定作用研究

王谨乐 著

本书是国家自然科学基金（71702025；71471031；71772030）、国家社会科学基金重点项目（14AZD089）、教育部人文社会科学研究项目（17YJC790149；15YJC790041）、辽宁省教育厅科技平台项目（LN2016JD014）和东北财经大学校级青年培育项目（DUFE2016Q02）的研究成果。

科学出版社

北 京

内 容 简 介

近十年来,我国机构投资者的种类和规模都实现了跨越式的发展,发展机构投资者究竟带来了怎样的经济后果也逐渐成为管理层和学术界讨论的焦点。本书基于我国现实市场环境,通过理论分析与实证研究相结合,力求揭示我国机构投资者参与公司治理的路径和方式,明确机构投资者的治理行为和交易行为的各类经济后果,使人们能够更加清晰、准确地评估我国机构投资者在提升公司治理效率和促进市场稳定等方面所扮演的角色,并为今后其他学者的相关研究提供有价值的参考和借鉴。

本书可供相关专业科研工作者和大专院校金融专业师生参考阅读。

图书在版编目(CIP)数据

机构投资者的公司治理效应与市场稳定作用研究 / 王谨乐著. —北京: 科学出版社, 2018.1

ISBN 978-7-03-050456-2

I. ①机… II. ①王… III. ①金融机构—研究—中国 IV. ①F832.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 261843 号

责任编辑: 方小丽 李 莉 / 责任校对: 贾娜娜

责任印制: 徐晓晨 / 封面设计: 无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

北京京华虎彩印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2018 年 1 月第 一 版 开本: 720 × 1000

2018 年 1 月第一次印刷 印张: 9 1/4

字数: 181 000

定价: 62.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)



本书由

大连市人民政府资助出版

前 言

追溯至 19 世纪 60 年代末，英国“海外和殖民地政府信托基金”的成立可视为世界上第一个机构投资者的诞生，该基金采用契约型运作模式，支付给投资者固定收益。随着第一次世界大战的结束，世界经济开始全面复苏，投资需求和投资风险不确定性的增加促使证券投资基金迅速发展壮大。起初的证券投资基金大多为封闭式基金，1924 年在美国波士顿成立了世界上第一个公司型开放式基金“马萨诸塞信托投资基金”，也称共同基金。共同基金开启了一种利益共享、风险共担的集合投资模式，通过发行基金单位募集资金，由基金托管人统筹管理，从事证券市场投资，允许投资者进行不间断的申购和赎回，有效节约了交易成本和管理成本，提高了个体投资者的投资效率。

我国机构投资者的诞生起步于 20 世纪 90 年代初。上海证券交易所和深圳证券交易所于 1990 年成立，我国股票市场正式形成，为机构投资者的萌芽创造了先决条件。1991 年 7 月，规模达 6930 万元人民币的“珠信基金”成为我国第一只基金，随后的 1992 年、1993 年我国基金业迅猛发展，大量基金获准设立，截至 1993 年年底，全国共有基金约 70 家，市值达 40 亿元人民币。2004 年 1 月国务院出台《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，其中，第三条明确提出大力发展机构投资者是发展资本市场的重要战略任务，提高保险资金、社保基金、企业年金和商业保险资金投资资本市场的比例，逐步改善各类机构投资者发展不均衡的局面，进一步促进基金管理公司和保险公司等机构投资者成为资本市场的主导力量。该条例的提出为我国机构投资者的发展提供了强力的政策支持。同时，伴随着 2006 年我国股市进入牛市格局，中小投资者投资热情高涨也为我国机构投资者新一轮高速成长提供了良好的外部环境，促使我国各类投资主体的机构化得到进一步深入发展。在政策支持和市场力量的双重作用下，我国机构投资者队伍不断扩大，资产规模不断增加，据相关统计，在 2007 年 12 月末，我国各类机构投资者所持流通股市值占市场总流通市值的比例一度超过 50%。

国外经验表明，机构投资者在公司治理和市场稳定方面，均发挥着不可替代的正面作用。一方面，机构投资者作为一支重要的公司外部治理力量，不仅可以行使积极的股东权利，监督管理层的经营行为，以达到改善公司经营绩效的目的，还可以通过采取“用脚投票”的消极管理策略，直接卖出股票，以表达自身对公司治理状况和未来业绩的不满及负面预期。另一方面，机构投资者拥有比

个人投资者更多的信息获取渠道，投资理念和投资技术也更为专业，所以被认为是理性的交易者。秉承价值投资理念的机构投资者经常买入价值被低估的股票，卖出价值被高估的股票，通过套利交易行为冲销市场中的非理性交易，从而降低了噪声交易的占比，在理论上可以起到稳定股价的作用。

经过 20 多年的快速发展，我国机构投资者在公司治理与市场稳定方面究竟发挥了怎样的作用也逐渐成为管理层和学术界关注的焦点。本书基于我国现实市场背景，将理论分析与实证研究相结合，系统探讨机构投资者对公司治理和市场稳定的影响，揭示我国机构投资者参与公司治理的方式和路径，明确相应的经济后果，并分析这些经济后果如何依赖于机构投资者的持股决策和治理选择行为。本书拓展了机构投资者研究领域的经验证据，丰富了公司治理问题的研究范畴，对于推动我国机构投资者与公司治理的规范化发展，促进上市公司治理效率的提高和金融市场长期、稳定、健康发展具有重要的理论价值与现实意义。

本书获得大连市人民政府资助出版。

王谨乐

2017 年 12 月

目 录

1	绪论	1
2	机构投资者的行为特征与研究方法	6
2.1	行为特征	6
2.2	研究方法	10
3	机构投资者对公司价值的影响	14
3.1	理论分析与研究假说	14
3.2	研究设计	18
3.3	实证检验	23
3.4	稳健性分析	43
3.5	小结	46
4	机构投资者对融资约束的影响	47
4.1	理论分析与研究假说	47
4.2	研究设计	53
4.3	实证检验	58
4.4	稳健性分析	69
4.5	小结	70
5	机构投资者对公司高管变更的影响	72
5.1	理论分析与研究假说	72
5.2	研究设计	78
5.3	实证检验与稳健性分析	87
5.4	小结	95
6	机构投资者对股价波动的影响	97
6.1	理论分析与研究假说	97
6.2	研究设计	104
6.3	实证检验	109
6.4	稳健性分析	120
6.5	小结	128
	参考文献	129

1 绪 论

国外成熟市场发展经验表明,资本市场的运行效率与投资者结构密切相关。在诸如英国、美国等国家的一些市场中,以机构投资者为交易主体的股票市场已经成功代替了传统银行,从而成为新的资本市场中枢。针对机构投资者的主流研究观点,学术界认为,机构投资者的发展壮大能够对上市公司的治理效率和金融市场的稳定发挥出积极的作用。这是因为:一方面,凭借其专业优势和大股东地位,机构投资者能够及时对公司管理层的错误决策或私利行为提出警告,监督并促使经理人始终以股东利益最大化为经营目标,从而在增加公司信息透明度的同时优化公司的微观治理结构、缓解代理冲突并提高公司价值;另一方面,相对于普通中小个体投资者而言,机构投资者更加理性、专业和成熟,其所擅长的套利交易策略能够纠正股票价格的错误偏离,抵消市场中的非理性情绪,降低资产价格的波动幅度,从而在提高市场资源配置效率的同时降低金融系统的运行风险。事实上,从全球金融市场的演进规律来看,机构投资者能否在一个区域的市场中占据投资者结构的主导地位,已然成为体现该市场金融成熟度的一个重要标准。因此,在经济全球化的大背景下,很多新兴市场和经济转轨国家也开始将大力发展机构投资者列为自己国家的市场经济建设工作的核心内容。

中国证券市场形成于 20 世纪 90 年代初。受制于管理层政策和市场监管等方面因素,证券公司充当了当时首批非严格意义上的机构投资者。根据 1997 年年底的市场统计数据,当时全国共有基金 78 只,基金类凭证 47 只,募集资金规模合计为 76 亿元。起步阶段的机构投资者市场占比很低,在上海证券交易所登记的股票账户(个人+机构)总数为 1713 万户,其中机构投资者账户数不足 0.3%,而个人账户占比则高达 99.7%;深圳证券交易所股票账户的投资者结构分布也大抵相当。

1997 年 11 月国务院发布的中国历史上第一个机构投资者管理法规《证券投资基金管理暂行办法》,才为中国机构投资者的主力军——证券投资基金的发展壮大提供了必要的法规基础,从此,中国机构投资者正式进入初步发展阶段。1998 年第一季度,基金金泰作为中国第一只证券投资基金正式面世。根据当年年底市场数据,中国全部上市的证券投资基金的发行总份额达到 100 亿份,共同管理资金规模约为 62 亿元。1999 年第四季度,中华人民共和国保险监督管理委员会(简称中国保监会)公布了《保险公司投资证券投资基金暂行管理办法》,由此,保险公司所管理的资金被获准通过购买证券投资基金的方式间接入市。2001 年,中

国证券监督管理委员会（简称中国证监会）提出了“超常规发展机构投资者”的战略方针，并将其作为改善我国资本市场投资者结构的首要措施。2002年年底，我国证券市场开始对部分符合条件的境外投资者放开，合格的外国机构投资者（qualified foreign institutional investor, QFII）制度正式进入我国。QFII 大多属于资产管理规模比较大，且具有良好社会声誉的境外机构投资人，其坚持长期投资、价值投资的交易理念和交易风格均为国内机构投资者的发展起到了较好的示范作用。2004年，政府相关监管部门相继颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》和《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》等重要指引文件，明确提出继续大力发展证券投资基金，并决定允许保险公司以多种方式直接参与股市，要将证券投资基金和保险公司培育成我国机构投资者的中坚力量。

从2002年年初到2005年年底，虽然市场整体处于持续低迷的环境之中，但是管理层出台的一系列市场化改革措施仍然极大地推动了我国机构投资者的发展，开放式基金逐步取代了封闭式基金成为我国股票市场中的主流机构投资者，而由全体基金所持有的市场份额也从5%增长到将近20%（基金行业的资金规模由800亿元上升到5000亿元）。2006年，伴随着市场整体牛市格局的到来，投资者信心逐步恢复，基金业的同期市场份额也获得了跨越式的高速增长，全行业当年新募集基金4028亿元，几乎等于过去八年新募集基金规模的总和。到2007年年底，我国基金行业的资产规模总和已经达到3.3万亿元，全国59家基金管理公司中有近一半属于外资参股型公司。国外资本和先进管理经验的引入有效提升了本土基金业的运作流程和管理水平，丰富了基金市场的投资品种和经营风格，同时也促进了我国机构投资者结构的改善与优化，形成了境内独资公司、境外独资公司（QFII）及境内外合资公司相互竞争的市场格局。

经过十多年的发展，我国机构投资者数量 and 市场份额虽然实现了跨越式的增长，但与国外成熟市场相比仍有较大差距，尤其是伴随着2007年上市公司股权分置改革（简称股改）完成之后法人股的陆续解禁，以及2008年之后我国市场进入长期低迷，机构投资者的市场持股份额从历史高位开始不断下滑。在2011年年底，我国机构投资者的市场持股份额占比仅为15.6%，而在国外一些成熟的资本市场中，机构投资者的这一比例大多长期稳定在60%以上。另根据我国证券登记结算有限公司统计数据，截至2014年2月，A股自然人持仓账户数约为5300万个，机构持仓账户约为8万个，机构账户占比约为0.1%。从账户的流通市值来看，流通市值小于10万元的账户比例超过84%，而流通市值小于50万元的账户比例则高达97%^①，我国股市又有重回“散户集中营”的态势。

我国证券市场中的机构投资者虽然只经历了短短十来年的发展时间，但其规

① 数据来源：中国证券登记结算有限公司2014年2月统计月报。

模和各类主体的发展速度却相当于国外证券市场近百年的演化过程。但不可否认,当前我国投资者结构中专业的机构投资者比例依旧较低,且机构投资者的内部组成结构也非常不均衡,代表长期价值投资型机构投资者的保险资金和养老金规模依旧偏小,相关配套政策和管理条例也不够健全,占据绝对市场份额的证券投资基金依旧是我国机构投资者的主力。

与英国、美国等国家机构投资者的自然发展历程不同,我国机构投资者的跨越式发展主要得益于管理层的政策推动,而非市场需求导向。此外,我国市场基础、制度架构、法制环境与西方资本主义国家也存在较大差异。同时,通过回顾历史不难看出,牛市中,我国基金业蓬勃发展,一片向好,而熊市中,本应该起到中流砥柱作用的机构投资者,其市场份额却不升反降,这也反映出我国真正意义上从事长期投资的价值型机构投资者的极度缺失。因此,在这样快速却有失均衡的发展背景下,我国机构投资者是否能够发挥出管理层所期望的职能作用非常值得本书深入检验与探索。

因此,本书立足于我国金融市场当前“新兴+转轨”的大背景,旨在搭建一个描述机构投资者与公司治理和股票市场之间关系的理论框架,实证研究机构投资者如何影响代理成本、融资约束、高管变更及公司股票的市场表现。通过对上述问题的研究,力求揭示机构投资者参与公司治理的路径和方式,明确机构投资者的治理行为和交易行为的各类经济后果,使人们能够更加清晰、准确地评估我国机构投资者在提升公司价值、缓解信息不对称及稳定市场等方面所扮演的角色,且丰富和完善公司金融学、投资者行为学及金融市场学等学科的理论体系,为今后其他学者的研究提供有价值的参考和借鉴。

结合具体的研究成果,本书试图对“如何促进机构投资者参与公司治理”、“如何防范机构投资者加剧市场波动”及“如何引导机构投资者回归价值投资”等重大课题有一个清晰的解答,并为我国政府监管部门制定相关政策和法规提供可靠的微观基础和理论依据,最终,推动我国机构投资者的规范化发展进程,促进我国上市公司治理效率的提高和金融市场的健康发展。

由于市场制度和机构投资者发展成熟度等方面的差异,西方发达市场中的机构投资者与我国机构投资者的交易行为和公司治理作用并不完全相同。本书拟在文献综述和对我国相关制度背景分析的基础上,主要通过实证研究的方式,揭示我国机构投资者参与公司治理的路径和方式,并明确机构投资者的治理行为和交易行为对公司治理和公司股价等方面所带来的经济后果。

本书的实证研究主要包括以下四个具体专题:

专题一:机构投资者对公司价值的影响。本专题将重点研究以下问题:①公司价值和代理成本如何有效测度?②机构投资者对代理成本或公司价值有何影响?③不同类型的机构投资者(开放式基金、封闭式基金)的治理效果是否存在差

异? ④机构投资者参与公司治理的决策选择行为如何? 是否存在“搭便车”现象? ⑤机构投资者出现“搭便车”行为的临界点如何有效测度?

专题二: 机构投资者对融资约束的影响。本专题将重点研究以下问题:

①我国上市公司的现金持有量和负债水平与其所面临的融资约束之间存在怎样的关系? ②我国机构投资者是否能够缓解上市公司与投资人之间的信息不对称程度, 从而有效改善公司外部融资环境, 降低公司对内部现金的依赖? ③机构投资者对面临不同融资约束的公司所发挥的降低信息不对称程度的作用是否存在差异?

专题三: 机构投资者对高管变更的影响。本专题将重点研究以下问题: ①我国机构投资者是否能够影响高管变更, 如果有影响, 又是通过何种方式产生作用, “用脚投票”还是“用手投票”? ②机构投资者面对高管变更事件会做出何种反应, 是否会选择“增持”或“减持”? ③高管变更对公司股价的收益和波动会产生何种影响, 股价反应是否与机构投资者的交易行为相关?

专题四: 机构投资者对股价波动的影响。本专题将重点研究以下问题: ①机构投资者是否存在持股偏好? ②被机构投资者重仓持有的股票具有怎样的特征? ③机构投资者的交易行为和持有行为会对股票的波动性产生何种影响? 这种影响是否又会因为市场的不同行情阶段而存在差异? ④除了波动性, 机构投资者的交易行为和持有行为又会对股票的收益率或换手率产生何种影响, 这种影响是否会因为市场的不同行情阶段而存在差异?

有必要说明的是, 结合我国当前机构投资者的发展现状, 在本书的第3章至第6章的实证研究部分, 将主要以证券投资基金作为机构投资者代表^①。具体基于以下三点考虑: 其一, 证券投资基金与其投资组合中的公司没有商业联系, 属于压力不敏感型机构投资者(Brickley et al., 1988), 倾向于通过改善公司业绩提高资产收益, 因此可以推断, 我国的证券投资基金在公司治理方面应该发挥出更加积极的作用。其二, 证券投资基金所管理的资金规模巨大, 若频繁选择“用脚投票”这样比较消极的策略会引致较大的成本和风险, 所以会更倾向于选择“参与公司治理”这样积极的策略来提高投资回报。其三, 这也是最重要的一点原因。在现阶段, 证券投资基金在我国机构投资者结构中仍然处于绝对主导地位^②, 而诸如保险公司、银行、信托等其他机构投资者由于规模限制和利益导向(压力敏感)等原因, 相比庞大的证券投资基金群体而言, 它们在公司治理和稳定市场等方面所能发挥的影响作用是微乎其微的。

① 该处理方式与国内大部分类似研究一致, 如姚颐和刘志远(2008)、胡金焱和开彬(2012)等。

② 例如, 在2011年, 我国沪市机构投资者交易额达7.8万亿人民币, 其中证券投资基金交易额为7.61万亿人民币, 占机构投资者总交易量的97.6%(数据取自2012年4月20日“上证第二届全球基金峰会”上海证券交易所副总经理(徐明)发言稿)。注: 本书研究样本数据截至2012年年末。

本书共 6 章：第 1 章为绪论，介绍本书的研究背景、研究内容、研究方法和创新性成果等。第 2 章为国内外相关文献综述，从机构投资者的行为特征、机构投资者对公司治理的影响及机构投资者对公司股票的影响三个方面归纳、总结国内外已有研究成果的基本情况并给予必要评述。第 3 章到第 6 章是本书的研究重点，由四个实证研究部分构成。其中，第 3 章从代理成本的视角研究了机构投资者对公司价值的影响，并从实证层面考察机构投资者的治理选择行为。第 4 章从现金价值的视角考察机构投资者对信息不对称和融资约束的影响。第 5 章研究机构投资者对高管变更的影响，并从投资者行为的视角深入探讨高管变更影响股价波动的作用机理。第 6 章检验机构投资者的持股行为和交易行为对股价波动率、收益率及换手率的影响。本书的具体研究框架如图 1-1 所示。

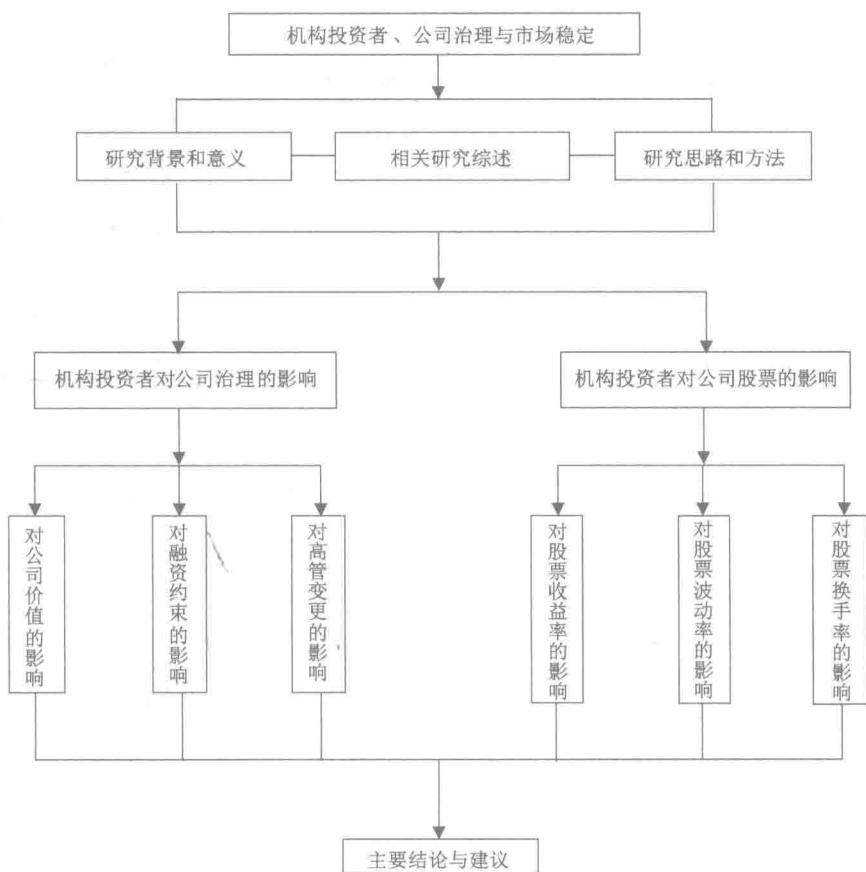


图 1-1 本书的研究框架

2 机构投资者的行为特征与研究方法

2.1 行为特征

2.1.1 机构投资者的公司治理行为

当公司股东对经理人的治理效率或经营决策产生质疑时，很可能会因为对公司未来业绩的负面预期而选择抛售股票。显然，集中抛售行为不但会导致公司股价出现明显下降，同时也增大了该公司被收购的风险。实际上，通过接管市场的收购事件来约束公司管理层的经营行为是英国、美国等国家提高公司治理效率的重要手段，该方法在一定程度上能够缓解经理人与股东之间的委托代理问题。然而，接管机制的有效运转对资本市场的成熟度要求较高，且由于其属于消极性的制约机制，会产生高昂的中间成本。显然，作为上市公司大股东的机构投资者，其投资收益与公司经营业绩直接相关，若频繁选择“用脚投票”的消极管理策略，无可避免地会产生大量的交易成本并导致惨重的资产缩水。

20 世纪 80 年代后期，以美国养老金为代表的机构投资者，开始采用“用手投票”的管理策略，以多种途径积极投身到公司治理中去，通过监督管理层的日常经营活动，发挥出提升公司治理效率和经营业绩的作用。从此，“股东积极主义”的浪潮开始兴起，这也标志着“股东说话”的时代真正到来，公司治理机制逐渐由之前不受外部监督的“高管层导向”朝着受到流通股大股东监督的“投资人导向”转变。近些年来，随着我国资本市场的发展与成熟，我国机构投资者也逐渐开始凭借其大股东地位，在公司的一些重大治理事件中行使表决权。例如，2012 年 5 月 25 日，在格力公司的股东大会上，持有该公司股票的基金管理者集体到场，联手否决了公司集团推荐的董事会候选人，并成功推举出更能代表股东利益的董事会候选人。

机构投资者是否选择参与公司治理，主要涉及治理成本和治理收益等多方面综合因素的考虑。其中，机构投资者的治理成本，是指其在监督公司的日常经营活动中所支付的相关费用，如基金管理团队的信息处理成本、时间成本、智力投入成本等。而机构投资者的治理收益，是指机构投资者在对目标公司实施了监督行为后，依据自身的持股比例所能分享的公司价值增值的部分。机构投资者作为理性经济人，其经济行为的基本出发点应当遵循利润最大化原则，即要求收益最

大和成本最低。显然,对于是否选择参与公司治理,其同样需要权衡治理收益与治理成本,只有参与治理的边际收益大于治理的边际成本,机构投资者才会在利益的驱动下行使股东权利,主动监督管理层的经营行为。

但在有些时候,机构投资者不仅需要考虑绝对收益,还需要考虑相对收益,即权衡参与公司治理所能获得的收益是否高于采取其他行动所产生的收益,如选择“搭便车”行为。依据 Wilson(1975)的研究观点,机构投资者的信息挖掘与处理成本在通常情况下都是固定不变的,但最终的收益却与其持股规模直接相关,因此,更高的持股份额能够有效地摊薄其在信息处理过程中所支付的固定成本,发挥出规模优势。所以,对于持股份额较小的机构投资者而言,参与公司治理的相对成本往往较高,选择“搭便车”显然是一种理性行为。相反,对于持股比例较大的机构投资者而言,由于监督成本相对较低,参与公司治理的收益也将大于“搭便车”的收益。因此,机构投资者在决定是否参与公司治理时,会更加注重相对收益,只有相对收益大于零时,选择参与公司治理才是一种理性的行为。

在实证研究方面,学者大多从机构投资者的不同特征出发,从不同视角看机构投资者的治理选择行为和治理效果,并得出了丰富成果。例如,其一,从机构持股比例的角度考察。Almazan 等(2005)从对管理层薪酬监督的角度,研究了机构投资者在不同持股比例下所发挥的治理作用。研究表明,机构投资者持股比例越高,其监督成本越低,越有动力去参与公司治理。Aggarwal 等(2011)的研究表明,机构投资者持股比例的变化先于公司治理状况的变化,且不存在反向关系。当一家公司的经营业绩不佳时,机构投资者持股比例越高,公司首席执行官(chief executive officer, CEO)被更换的可能性越大,从而证明了机构持股比例较高,其对公司管理者形成的监督较强。其二,从机构投资者持股期限的角度考察。Chen 等(2007)研究了不同投资期限的机构投资者对公司并购决策的影响作用,研究得出,基于长期投资策略的机构投资者更加注重投资组合的管理,而不是单纯的价差投机,其管理行为与公司并购后期的表现直接相关,对公司治理有着更加显著的影响力,而从事短期投资的机构投资者并不会对公司的并购事件产生影响。Gaspar 等(2005)实证得出,被短期机构投资者持有的公司更倾向于接受并购计划,且被收购价格比平均值低 3%。作者指出,这是源于短期机构投资者对公司监督力度不足,使得公司经理人或许出于私利而更容易接受一个不具备价格优势的并购提案。其三,从机构投资者与其所持有公司之间的利益关联来考察。Brickley 等(1988)的研究表明,按照机构投资者与其持股公司之间是否存在商业联系,可以将其分为压力敏感型机构投资者和压力不敏感型机构投资者两类。以银行和保险公司为代表的压力敏感型机构投资者注重短期收益,倾向于维护与公司之间的关系而大多支持公司的管理决

策。显然,由于监督上的缺失,这种做法并不利于保障其他中小股东利益和公司价值的提升。相反,以基金和私募为代表的压力不敏感型机构投资者则着眼于公司的长期发展,倾向于主动发挥公司治理效应,进而通过协助提升公司的经营业绩来获得超额回报。

2.1.2 机构投资者的交易行为

传统经济学认为,市场中的理性行为人可以依据全面的信息,从众多备选方案中选择出最优策略,继而获得最大化的效用。但在实际情形中,决策者由于信息不对称和个人能力等方面的限制往往并不能做到完全理性。诺贝尔奖获得者亚历山大·西蒙最先提出了“有限理性”的概念,他将不完全信息和信息处理成本引入经济分析范式,并指出,人们虽然在主观上追求效用最大化,但在客观上,其所能获得的信息是有限的,可供选择的决策方案及其对信息的处理能力也是有限的,所以在实际经济生活中,人们往往只能达到一个有限的局部最优效用,而无法做到如古典或新古典经济范式中所描述的全局最优。

机构投资者拥有比个人投资者更多的信息获取渠道,投资理念和投资技术也更为专业,所以其被认为是理性的交易者。机构投资者能够更加精确地测算股票的内在价值,经常买入价值被低估的股票,卖出价值被高估的股票,而这样的套利交易策略能够冲销市场中的非理性交易,同时还降低了噪声交易的占比,在理论上可以起到稳定股价的作用。但事实上,市场信息能否被广大投资者有效获取,主要与公司的信息透明度相关。如果公司不能公布完全信息,那么无论机构投资者处理信息的能力有多强,也无法避免存在需要借助主观判断来制定投资决策的情况。此外,无论是上市公司的经理人与股东之间,还是基金委托人与基金经理之间均存在着委托代理问题,当基金经理的个人利益与集体利益不能高度一致时,出于个人效用最大化的考虑,基金经理们的行为往往也将只能做到有限理性。不可否认,由于有限理性及套利成本的存在,机构投资者的交易行为同样充满了“情绪”色彩。基于已有研究发现,羊群行为和正反馈交易行为被认为是机构投资者非理性行为的两个主要特征。

2.1.2.1 羊群行为

羊群行为(herd behavior)也可称作投资者的群体心理,是指投资者在市场信息不确定的环境下,模仿和学习其他人的交易行为,过分依赖市场中的主流舆论和观点,而不能客观地根据自身拥有的信息独立制定投资决策的从众行为。

Scharfstein 和 Stein(1990)从行业名誉的视角分析了羊群效应的形成过程,结果表明,基金经理出于个人行业名誉的考虑,采取与其他同行相同的买卖行为是

一个相对合理的选择,这样至少可以保证其投资收益不会低于行业平均水平。Maug 和 Naik (1996) 的研究也得出了类似的结论,研究认为,由于担心自身业绩落后于同行,基金经理往往更加倾向于追随其他基金的交易策略,在相同的时间买入相同的股票,而且这种非理性的羊群行为会在短期内破坏市场流动性,进而加剧股价的波动。

但是,在不完全信息的现实市场环境中,对于羊群行为是否必然属于非理性行为尚存在争议。Froot 等 (1991) 指出,大多数专业机构投资者所使用的投资模型和信息处理技术具有高度的同质性,在面对同样的信息来源或分析师建议时,机构投资者之间往往会得出同样的交易策略,并在市场的整体交易活动中表现为羊群行为,所以从单个机构投资者的市场表现来看,羊群行为是理性的。此外,Lakonishok 等 (1992) 的研究也赞成上述研究论断,作者认为,由于多数机构投资者对相同的信息做出了同样的反应,才表现出羊群效应,而在这种情形下,机构投资者的集体行动可以加速股票价格对信息的吸收,提高市场中的信息效率,因此羊群行为也并不必然会加剧市场的波动。

2.1.2.2 正反馈交易行为

当市场中的不同投资者之间存在认知偏差或情绪偏差时,资产的定价过程也会随之出现偏差,而当资产定价的偏差反向影响投资者的交易行为时,就形成了一种反馈机制。正反馈交易策略 (positive feedback strategy) 是一种依赖于过去股价表现而采取下一步交易行为的策略,具体形式表现为投资者追随价格趋势,在价格上涨时不断买进,在价格下跌时不断卖出,也可称作“追涨杀跌”。

正反馈交易策略与股市中普遍存在的动量效应密切相关。动量效应一般表现为,那些过去短期收益率较高的股票,在未来的中短期将继续维持较高的收益率,而那些过去短期内表现不佳的股票,在未来的一段时间内仍然继续维持较低的收益水平。一般来说,投资者存在认知偏差而对新信息反应不足或反应过度,是促成股价走势呈现出动量效应的直接原因。一方面,当投资者对价格变化存在“锚定心理”时,股票的近期价格会被赋予过高的权重,投资者对新到来的信息往往反应不足,股票价格吸收新信息的速度也随之变缓,因此,股价在未来的短期内将呈现出一个连续上涨或连续下跌的形态,从而产生动量效应。另一方面,当投资者对新信息赋予过高的权重时,往往会忽略更具广泛性的老信息,从而表现出反应过度,股票价格因此也会同样呈现出持续上涨或持续下跌的形态。

De Long 等 (1990) 较早对正反馈交易策略做出系统性研究,研究中所提出的 DSSW 模型认为,在有效市场中,股价显然已经充分涵盖了市场中所有的相关信息,而以一只股票过去一段时间的走势情况为依据的正反馈交易行为显然不是一

种理性行为,这种策略将会导致股票价格进一步大幅偏离其基础价值。Chan 等(1996)在实证研究中以股价过去 6 个月的收益情况为选择依据,做多过去 6 个月收益情况优良的股票组合,做空过去 6 个月收益情况最差的股票组合,实验证明,这种基于动量效应的正反馈交易策略能够获取超额回报。Jegadeesh 和 Titman(2001)的研究同样证实了自 20 世纪 90 年代以来正反馈交易策略一直都保持着长期的有效性。

由于正反馈交易策略在很长的一段时期里能为投资者带来稳定的超额回报,所以即便其是一种非理性的交易策略,也会被机构投资者广泛使用。例如, Lakonishok 等(1992)就曾指出,机构投资者在针对小规模公司的股票时,经常采用正反馈交易策略,买入过去一段时间持续上涨的股票,卖出过去一段时间持续下跌的股票。Nofsinger 和 Sias(1999)研究发现,无论是羊群行为还是正反馈交易行为,机构投资者都要强于普通个体投资者,并且羊群行为与正反馈交易之间还存在着互相影响的关系。

2.2 研究方法

本书综合运用了公司治理、金融市场和投资者行为等多个学科领域的经典理论与前沿分析模型,采用了理论与实证相结合的研究方法。

本书的第 1 章和第 2 章均属于理论分析范畴。其中,第 1 章和第 2 章通过对我国金融市场的结构变迁、机构投资者的发展历程、机构投资者的行为特征等方面的回顾与阐述,同时借鉴西方成熟市场的发展经验,分析得出我国发展机构投资者的重要性及其对公司治理和股价波动可能存在的影响作用。本书的第 3 章、第 4 章、第 5 章和第 6 章都属于实证研究范畴。即在理论分析的基础上提出相关研究假设,并采用合适的分析手段加以求证,目的在于从客观事实的角度探索我国机构投资者在影响公司治理和股价稳定等方面的一般规律,并试图作出具有普遍性效用的解释。本书实证研究部分所采用的研究模型和技术手段主要包括:面板回归模型(随机效应、固定效应)、面板门槛模型(panel threshold model)、倾向得分匹配(propensity score matching, PSM)方法、随机前沿分析(stochastic frontier analysis, SFA)方法、参数和非参数检验、普通最小二乘(ordinary least squares, OLS)模型、离散因变量回归(Logit 模型和 Probit 模型)等。

概括来说,上述研究方法均为社会科学领域的基本分析手段。理论研究侧重于回答“应该是什么”的问题,基本都是定性研究。实证研究则侧重于回答“到底是什么”的问题,以定量研究为主,也包括一定的定性研究。本书从理论和实证两个层面出发,将定量研究和定性研究相结合,力求得到更加稳健且具有说服力的结论。