

中国证券投资基金行为及其 市场影响研究

Researches on the Behaviors and its' Market Effect
of the Security-Investing Fund of China

汤大杰/著

经济科学出版社

责任编辑：张和群 夏 红

责任校对：张长松

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

中国证券投资基金行为及其市场影响研究

汤大杰/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天宇星印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.75 印张 220000 字

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7339 - 1/F · 6590 定价：18.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

摘要

我国证券市场自诞生以来，散户一直居于主导地位。在市场成立的初期，我国股市经历了多次大起大落。一般认为，缺少机构投资者是我国股市高波动的原因，学者和业界人士认为证券投资基金的发展对于股市的稳定至关重要。近十年来，我国证券投资基金得到了极大发展，现在已经成为资本市场的主体。证券投资基金到底对市场产生了什么影响，是否稳定了市场？回答这个问题具有重要意义。

本书从证券投资基金的羊群行为和反馈交易行为出发，深入分析证券投资基金的市场行为对市场的影响，并用实证的方式检验证券投资基金的入市是否发挥了稳定市场的功能，验证证券投资基金的何种行为增强了市场的稳定。最后，提出规范基金行为，促进市场稳定的对策。

本书以行为金融学和信息经济学为基础，采用了规范分析和实证分析相结合、定量分析和定性分析相结合的研究方法。在羊群行为分析方面，本书使用 LSV 模型，利用证券投资基金的公告数据检验证券投资基金在买入和卖出操作上的羊群行为。在反馈交易行为的实证检验上，本书基于条件异方差模型，在回归模型中引入条件异方差来解释反馈交易行为随市场波动的变化而变化。本书运用事件研究方法，考察在证券投资基金进入前后，市场表现出来的反馈交易行为是否发生变化，并以此来判断证券投资基金等机构投资者和个人投资者在反馈交易行为上的差异。本书最后运用最新的

GARCH 事件模型，考察证券投资基金在进入市场以后，市场的波动率是否发生跳跃性变化。这个变化就是证券投资基金对市场波动的影响。

在对基金的羊群行为检验中发现：证券投资基金存在明显的羊群行为，羊群行为系数为 4.2%，高于美国的 3.4%；其行为特征在所投资股票的流通股规模大小、上市时间长短上存在较大差异。在大盘股上主要表现出卖出羊群效应；在中小盘上主要表现出买入羊群行为。在上市时间短的股票上主要表现出买入羊群行为；在上市时间长的股票上，主要表现出卖出羊群行为。

本书研究发现，市场普遍表现出正反馈的交易行为。证券投资基金和个人投资者相比，在反馈交易行为上没有显著差异。说明单纯从反馈交易行为的角度来讲，证券投资基金没有对市场发生显著影响。

在市场波动与证券投资基金关系的检验中发现，证券投资基金进入市场以后，上海市场和深圳市场的波动性都发生了结构性降低。证券投资基金发挥了稳定市场的功能。

由于基金存在两种可能对市场的波动性发生影响的行为，但是本书没有发现证券投资基金的反馈交易行为对市场波动性有显著影响，所以本书研究结果认为基金的羊群行为加速了股价的调整过程，从而促进了市场稳定。这一结论与国外部分实证研究发现有所差异。

Abstract

The individual investors have been playing a dominant role in the market ever since the stock market appears in our country. In the early days, the stock market fluctuated acutely. It is thought that lacking of institutional investors result in the high volatility of our stock market, and both scholars and market participators think that the development of security-investing funds are crucial to the stabilization of the stock market. During the recent 10 years, the security-investing funds have developed dramatically, and they gradually become the main body of the market. What's the effect of security-investing funds on the stock market? Do they stabilize the market? The answers of these questions are significant.

From the points of herding behavior and feedback trading behavior of security-investing funds, this paper deeply analyze the effect of security-investing funds' market behaviors on the market and testify whether the introduce of security-investing funds will stabilize the market or not. This paper also approves which behavior will stabilize the market.

Based on the behavioral finance and the information economics, this paper investigates the above issues by using the normative and the positive methods simultaneously, and using the qualitative and the quantitative methods simultaneously. In the aspect of the herding behavior analysis, this paper verifies the buying and selling herding behaviors according to the bulletin data by using the LSV model. In the aspect of testing the

feedback trading behavior, this paper introduces the volatility into the regression model to interpret the change of feedback trading behavior aroused by the market volatility. By using the EVENT research method, this paper also approves whether the market feedback trading behavior changes or not before and after the security-investing funds enter the market. At last, by making use of the latest GARCH event model, the paper testifies that there are jumping changes in the market volatility after the security-investing funds enter the market. These changes are the factors affect the market volatility aroused by the security-investing funds.

In the test of funds' herding behaviors, this paper finds that herding behaviors obviously exist in the security-investing funds. And the coefficient of herding behaviors is 4.2%, higher than that of USA which is 3.4%. There is much difference in the scale and the time of security which the funds buy and sell. There is selling herding behavior mainly in the large scale stocks and buying herding behavior mainly in the small scale stocks. There is buying herding behavior mainly in the stock traded publicly early and selling herding behavior mainly in the stocks traded lately.

This paper finds that positive feedback trading behavior exists ubiquitously in the stock market. Comparing with the individual investors, the institutional investors have the same direction and the same degree of feedback trading behavior. This fact shows that there is no remarkable influence of security-investing funds on the market only from the point of feedback trading behavior.

In the test of the relation between market volatility and security-investing funds, the paper discovers that the market volatility in both Shanghai market and Shenzhen market falls down structurally after the entry of security-investing funds. The funds stabilize the market.

There are two behaviors of funds that might influence the market vol-

atility. But this paper does not find any evidence that the feedback trading behavior has a remarkable effect on the market volatility. Therefore it is concluded that the herding behavior of funds accelerates the adjusting of the stocks price, and accordingly these funds and their herding behaviors stabilize the market. This conclusion differs from the ones draw in some oversea's research.

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 基本概念界定	1
1.2.1 投资基金的市场行为	1
1.2.2 羊群行为	2
1.2.3 行为金融与反馈交易策略	3
1.2.4 基金的市场影响	4
1.3 相关文献综述	4
1.3.1 羊群行为的根源及其分类	4
1.3.2 羊群行为经验验证及其难点	12
1.3.3 股票市场上广泛存在羊群行为吗	13
1.3.4 新兴市场国家股票市场上的羊群行为	19
1.3.5 羊群行为文献研究的简单结论	20
1.3.6 反馈交易行为（机制）的文献综述	21

1.3.7 基金（机构投资者）行为市场影响的文献评述	22
1.4 研究目的、思路、方法与结构安排	24
1.4.1 研究目的	24
1.4.2 研究思路	24
1.4.3 研究方法	25
1.4.4 研究重点	26
1.4.5 结构安排	26
1.5 本书主要创新	27
第2章 投资基金行为与市场影响	28
2.1 行为金融学	28
2.1.1 行为金融学的理论基础	28
2.1.2 投资基金中的委托—代理	34
2.2 有效市场理论	37
2.2.1 有效市场假说	37
2.2.2 有效市场假说面临的挑战	39
2.3 基金行为对金融市场的影响	43
2.3.1 基金行为	43
2.3.2 市场影响含义	45
2.3.3 市场影响评估与测定	46
2.3.4 基于市场影响优化的行为治理	48
第3章 中国证券投资基金羊群行为的实证检验	50
3.1 研究方法、模型与数据	51
3.1.1 研究方法 与模型	51
3.1.2 数据描述	53
3.2 实证结果	54

3.2.1	基金羊群行为的整体水平	54
3.2.2	羊群行为和股票上市年龄	57
3.2.3	羊群行为和上市公司规模	59
3.3	结论	63
第4章 中国证券投资基金反馈交易 行为实证研究		
4.1	反馈交易理论模型	65
4.2	经济计量模型	67
4.2.1	模型选择	67
4.2.2	参数估计与假设检验	69
4.3	数据与实证分析	72
4.4	结论	75
第5章 中国证券投资基金的市场影响 实证研究		
5.1	证券投资基金作为机构投资者与市场波动的关系	77
5.2	投资基金作为机构投资者发展的背景与前提假定	79
5.3	经济计量方法	81
5.3.1	GARCH 事件模型	81
5.3.2	反馈交易的事件计量模型	83
5.4	数据与检验结果	84
5.5	结论	90
第6章 证券投资基金的国际发展与基金行为状况： 来自美国的经验借鉴		
6.1	美国证券投资基金的历史演变与现状	95
6.1.1	历史演变	95
6.1.2	开放式基金现状：资产规模	100

6.2	基金存在羊群行为吗	102
6.3	基金的行为对金融市场产生的影响	106
6.3.1	家庭（居民）资产与开放式基金	106
6.3.2	开放式基金与退休市场的关系	111
6.3.3	开放式基金与股票市场的关系	121
6.4	小结	137

第7章 中国证券投资基金行为实践的展望：

开放条件下的资产配置策略趋势

7.1	对外开放条件下的中国资本市场的风险分析	139
7.1.1	境外投资者入市对股市风险的影响机制	141
7.1.2	境外投资者入市对中国股市市场风险的影响	147
7.1.3	在 QFII 基本政策框架下如何防范外资入市的市场风险	154
7.2	中国宏观经济开放与资产配置	159
7.2.1	中国宏观经济开放与资产配置	159
7.2.2	中国宏观经济演变和资产配置展望	167
7.3	小结	192

第8章 中国投资基金行为优化与资本市场发展

8.1	基金组织、激励体制的完善与市场稳定	193
8.1.1	基金组织形式、治理结构改善与行为优化	193
8.1.2	经理人激励相融与短期市场行为的规避	196
8.2	市场深化与基金稳定市场作用的发挥	198
8.2.1	金融市场深化与基金稳定市场作用的经验	198
8.2.2	我国金融市场体系健全与基金行为规范	201
8.3	基金投资理念的引导与资产配置行为优化	202
8.3.1	引导基金资产配置和投资行为优化	202
8.3.2	鼓励长期投资者入市	206

8.4 完善立法和基金监管体制	213
8.4.1 明确政府监管定位	214
8.4.2 基金业监管创新	215
第9章 结论	216
参考文献	218
后记	227

第 1 章

导 论

1.1

问题的提出

投资行为特征一直是基金研究领域的热点，投资行为特征直接导致基金对资本市场产生稳定或不稳定的影响。中国投资基金发展蓬勃，系统研究投资基金行为，对于认识基金的市场功能、分析市场波动原因，推进资本市场快速、稳定发展具有重要意义。

1.2

基本概念界定

►► 1.2.1 投资基金的市场行为

行为金融学认为，机构投资者的市场行为有多种，如羊群行为、反馈交易、过度交易，等等，但主流观点认为，羊群行为、反

债交易两种市场行为就概括了全部机构投资者的行为。

►► 1.2.2 羊群行为

羊群行为，也叫从众行为，最开始是生物学用于研究动物群聚特征，后来被用于分析人类行为，表示人们采用同样的思维活动、进行类似的行为，在心理上依赖于大多数人的行为，以减少损失、获得尽可能多的收益。“跟风”、“随大流”更能通俗地描述羊群行为。进一步延伸至金融市场上，则指在信息不确定的情况下，投资者行为相互影响，个体行为更容易受到群体行为倾向的左右，个人私有信息和分析可能被投资者群体“共有信念”所取代，结果可能导致金融市场系统性风险增加，市场不稳定性增强。

Banerjee (1992) 认为，羊群行为是一种“投资者模仿他人的行为，即使他们自己的私有信息表明不应该采取该行为”，即投资者不顾私有信息，采取与别人相同的行动。Shiller (1995) 指出，羊群行为是一种社会群体中相互作用的人们趋向于相似的思考和行为方式。Avery 和 Zemsky (1998) 则将羊群行为定义为“市场使得私人信息与之相悖的投资者选择跟从”。Bikhchandani 和 Sharma (2000) 指出如下行为可称为羊群行为，即如果一个投资者在不知道别人投资决定的情况下，独立做出决策，但是当他发现别人不这样做时，他会仿效并不做投资。也就是说，别人的投资决策的信息改变了他自己投资的决策，强调了羊群行为主观上的有意识模仿。

羊群行为的文献对于羊群行为给出了很多解释 (Bikhchandani and Sharma, 2001; Hirshleifer and Teoh, 2001; Devenow and Welch, 1996)，大致可以分为理性行为和非理性行为两类。

对羊群行为的深刻认识，有必要区别虚假的羊群行为和真正的羊群行为。“真”的羊群行为是投资者以明显的意图对别人投资行为复制的结果，应与虚假的羊群行为相区别。后者一般是指针对共同的信息冲击，投资者作出类似的行为及其调整是面对共同的信息

源而做出的。例如，如果利率提高，投资者预期股票市场价格下降，会减少投资组合中股票的比重，投资者这一行为并不是真正的从众，不是相互模仿，而是针对利率变化共同做出的调整。

虚假的羊群行为还可能因为不同的投资者所面临的投资机遇约束不同而发生，用以下简单模型说明。

假定有两类投资者，国内市场的投资者（D）和国外市场的投资者（F），由于资本项目可兑换的限制，D类投资者只能投资于国内股票市场（ S_d ）和国内债券市场（ B_d ），F类型投资者投资于国内股票市场和债券市场，同时还投资于国外股票市场（ S_f ）和国外债券市场（ B_f ）。

假如国外市场利率下降或出现与公司盈利有关的悲观预期，那么，对于投资者F来说，他将在投资组合中相应增加 S_d 和 B_d 资产，这样，F类投资者在购进资产行为上将反映出对D类投资者的从众，但是，D和F两类投资者都购买国内投资组合的行为实际上是个体决定，不是仿效；同样，在资本项目可兑换约束解除条件下，D类投资者行为也会表现出对F类投资者的仿效，但实际上这是基于共同信息源、结合个体风险收益而作出的自主决定，表现为虚假的羊群行为。

►► 1.2.3 行为金融与反馈交易策略

在资本市场上存在这样一类交易者，他们根据资产过去的价格而不是对未来价格的预期来构建投资组合。这类投资者在行为金融学中称为反馈交易者，根据对过去价格的不同反应分为正反馈交易者和负反馈交易者。在资本市场上存在“追涨杀跌”和“低买高卖”说法，前者对应于正反馈交易，后者对应于负反馈交易。羊群行为是对投资者之间从众特征的一种描述，而反馈交易则是对投资者相对于股价在买卖行为上的一种描述，两种行为特征结合在一起，全面界定了投资者的投资倾向。

►► 1.2.4 基金的市场影响

基金作为机构投资者，其具有特殊的交易行为特征，羊群行为、反馈交易是最常见的两种交易倾向。许多人认为，机构投资者由于是着眼于中长期投资，而不像散户投资者那样频繁交易，因此，有人认为机构投资者的壮大，能降低市场波动性，有利于市场的稳定。对基金的市场影响的研究，实际上就是考察其到底助长了股市波动，还是降低了波动，从而有利于市场稳定发展。

1.3

相关文献综述

文献综述将主要从羊群行为、反馈交易行为和基金（机构投资者）的市场稳定性影响方面进行。

►► 1.3.1 羊群行为的根源及其分类

羊群行为一般分为理性的和非理性的。Shleifer 和 Waldman (1990), Froot、Scharfstein 和 Stein (1992), Lun Marchesi (1999) 对非理性所导致的羊群行为进行了研究，认为导致羊群行为的典型非理性投资行为是动量策略（momentum investment strategy），也被称为正反馈交易策略（positive-feedback strategies）。动量策略是一种重要的投资策略，指的是基于股票以往回报进行现时交易的策略，例如，买涨杀跌。Titman 和 Wermers (1995), Froot et. al. (1998), Choe et. al. (1999), Kim Wei (1999a, 1999b) 分别对通过动量策略所引致的羊群行为进行过研究。在有效市场假设前提下，价格充分反映了可得信息，动量策略是非理性行为，可能扩大市场价格波动。

理性的羊群行为的潜在原因有很多，但最重要的原因在于不完全信息、声誉和利益补偿等。

1. 基于信息串联（信息不完全）的羊群行为（information-based herding behavior）

Banerfee（1992）提出了最基本的模型，Bikhchandani, Hirshleifer（1992）和 Welch（1992）做了扩展，Avery 和 Zemsky（1998）对模型做了修正并用于股票市场羊群行为分析。综合以上多人的模型，现简单描述如下。

如果个体投资者在特定的环境中，面临着相同的投资决策，拥有关于投资过程的不完全私人信息，私人信息可能是个人研究的结果。所有与投资相关的信息都是公开的，但个体投资者并不能确定信息的质量好坏。个体投资者只能观察到其他人的行为结果而不能获知其私人信息。在这样的环境中，就会发生基于信息不完全和信息串联（information cascade）的羊群行为。但是，这种羊群行为是非常脆弱的，如果有任何新的信息介入，就会打破投资者之间的跟风。综合 Banerfee（1992），Bikhchandani, Hirshleifer（1992）和 Welch（1992）的思想，用以下模型详细描述。

假定几个投资者先后决定是否投资于某一股票，每一投资者的利益补偿由其投资盈利状况决定。

V 代表每个投资者的盈利，可能是 $+1$ ，也可能是 -1 ，二者几率相等；每个投资者能观察到之前投资者盈利的私人信号，要么是 G (Good)，要么是 B (Bad)。

如果 $V = +1$ ，那么， G 的概率等于 p ，则 $B = 1 - p$ ， $0.5 < p < 1$ ；同理，如果 $V = -1$ ，则 $B = p$ ，而 $G = 1 - p$ 。每个投资者掌握的信息包括两部分：一是自己的私人信息；二是观察到的之前的投资者的决策。应用贝叶斯规则（Bayes' Rule），在观察到 G 后，后来投资者的盈利 $V = +1$ 的几率表示如下：