

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620071151453

UDC _____

廈門大學

硕士学位论文

机构投资者是否提高了市场的定价效率?
——基于中国数据和实际案例的研究

Have Institutional Investors Improved Market Pricing
Efficiency?

-An In-depth Study Based on Chinese Data and Case Study

宋友勇

指导教师姓名: 潘越 副教授

专业名称: 投资学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2010年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

直接受益于管理层大力扶持和发展机构投资者的积极政策,我国机构投资者纷纷崛起,并逐渐成为了市场的主导力量。市场也已逐渐告别了散户与庄家间博弈的时代,跨入到了机构与机构间、机构与散户间博弈的新时代。本文运用面板数据模型,研究2004年第2季度到2008年第3季度各类机构投资者在不同发展阶段和不同的牛、熊市场周期时对市场定价效率的影响。实证研究发现:无论是在机构投资者缓慢发展阶段,还是在跨越式发展阶段;无论是在牛市,还是在熊市,除了对非机构重仓股影响不明显外,各类机构投资者均未能有效地提高机构重仓股的定价效率。特别地,机构投资者中占比最高的证券投资基金始终扮演着降低机构重仓股定价效率的负面角色。在此基础上,本文针对我国机构投资者发展过程中存在的突出问题,提出相应的对策建议。

本文的主要贡献在于:第一,基于面板数据模型,以2004年第2季度到2008年第3季度上市公司股票的海量成交数据,分别从机构投资者不同的发展阶段、不同的牛熊市场周期、不同类型的机构投资者、是否为机构重仓股等角度出发,全面、细致地定量研究了各类机构投资者的发展对我国股票市场定价效率的影响。第二,以大量翔实的案例、数据深刻剖析了我国机构投资者发展过程中存在的突出问题,并提供了相应的解决对策。本文努力做到定量研究与定性研究相结合,理论探讨与实际案例研究相结合。突出以事实说话的研究方法。

关键词: 机构投资者; 定价效率; 面板数据

Abstract

Directly benefited from the management's active policy to greatly develop institutional investors, China's institutional investors have risen sharply and gradually become the dominant force in the equity market. As a result, the market has also said goodbye to the old game era between individual investors and big players, entering into a new game era among different institutional and individual investors. This thesis focuses on several kinds of institutional investors' affecting on the market pricing efficiency during different development periods and different market stages based on the panel data from the second quarter of 2004 to the third quarter of 2008. Our empirical study shows that those institutional investors actually all failed to improve market pricing efficiency whenever in the slower development phase or the leapfrog development period; whenever in the bearish market or in the bullish market. Especially, the mutual funds, which account for the largest share of all institutional investors, have all the way played a negative role in market pricing efficiency. After that, this thesis conducts an in-depth analysis on the reasons why institutional investors all fail to improve market pricing efficiency and then provides several corresponding policy suggestions at the end of the paper.

The major innovations and contributions of this thesis are as follows:

Firstly, with the mass transaction data of Chinese listed companies from Q2 2004 to Q3 2008, the thesis has conducted a comprehensive and in-depth quantitative study on the relation between different institutional investors and market pricing efficiency, from the different aspects of different development stages of institutional investors, different market cycles, and different types of institutional investors.

Secondly, through enormous detailed case studies and in-depth data analysis, the thesis tries to detect the underlying reasons and provide several corresponding countermeasures.

Key Words: Institutional Investor; Market Pricing Efficiency; Panel Data

目录

第一章	导论	1
第一节	研究背景和问题的提出	1
第二节	研究思路、主要内容与研究框架	2
第三节	研究的改进和主要创新	5
第二章	文献综述	6
第一节	国外相关研究综述	6
第二节	国内相关研究综述	9
第三章	中国机构投资者发展概况与存在的问题	12
第一节	中国机构投资者的发展概况	12
第二节	中国机构投资者发展过程中存在的问题	16
第四章	机构投资者与市场定价效率：基于面板数据的检验	23
第一节	时间的分界和样本的选取	23
第二节	变量的选取和模型的构建	23
第三节	稳健性检验	32
第五章	主要结论、政策建议和未来研究的方向	33
第一节	主要研究结论	33
第二节	政策建议	34
第三节	本文的不足和后续研究展望	38
	参考文献	39
	致谢	43

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research Background and Presentation of the Questions	1
Section 2 Research Idea, Major Contents and Research Framework.....	2
Section 3 Innovations and Contributions of this Thesis	5
Chapter 2 Literature Review	6
Section 1 Review of Relevant Foreign Literatures	6
Section 2 Review of Relevant Domestic Literatures	9
Chapter 3 Development Process of China’s Institutional Investors	12
Section 1 Introduction of China’ Institutional Investors’ Development	12
Section 2 Problems of China’ Institutional Investors’ Development	16
Chapter 4 An Empirical Study Based on Panel Data Model	23
Section 1 Choosing of Data Samples	23
Section 2 Variables and Model Construction	23
Section 3 Robustness Test	32
Chapter 5 Major Conclusions and Policy Proposals	33
Section 1 Major Conclusions of Empirical Study.....	33
Section 2 Policy Proposals	34
Section 3 Limitations of this thesis and Suggestions for Further Research.....	38
Reference	39
Acknowledgements	43

第一章 导论

第一节 研究背景和问题的提出

2001 年中国证券监管当局提出了“超常规发展机构投资者”的发展思路，但在随后的 5 年熊市中，机构投资者的发展速度相对缓慢。进入 2006 年以来，随着股市的暴涨，强大的财富效应激发了我国居民的投资意识和投资热情。家庭部门出现了规模巨大的“资产替代”行为——大量的居民储蓄由银行流出，涌入股票市场和基金市场。机构投资者的规模也随之迅速膨胀，截至 2007 年底，机构投资者持股市值达到峰值 3.5 万亿元，占 A 股流通市值的比例接近 40%，真正实现了监管当局所期望的“超常规发展”。以开放式基金为例，其数量由 2002 年 1 月的 3 只发展到 2008 年 3 月份的 356 只，相应地，基金资产净值也由 2001 年底的 118 亿元发展到 2007 年底顶峰时的 30423 亿元。与此同时，保险公司、养老基金（包括社保基金和企业年金）以及 QFII 等机构投资者的资产规模也迅速扩大。但是，我国机构投资者在实现跨越式发展的过程中，也暴露出一系列突出的问题，如机构投资者发展呈现结构失衡局面、公募基金人才流失严重、基金经理更替过于频繁等。

管理层引进机构投资者的初衷是“提高市场定价效率”和“理性投资”，那么，在经过了十多年的大力发展后，中国的机构投资者是否真的不负管理层的厚望，有效地提高了市场的定价效率呢？

本文将主要围绕这个核心问题，尝试从实证和案例研究的角度出发，具体探讨以下内容：

（1）中国各类机构投资者的发展轨迹如何？在他们实现跨越式发展的过程中，存在着哪些突出问题？

（2）中国各类不同的机构投资者对市场定价效率的影响是怎么样的？对于不同的牛、熊市场周期、不同的机构投资者发展阶段，以及机构重仓股、非重仓股之间的不同，这种影响又会导致怎样具体的不同结果？

（3）针对我国机构投资者发展过程中所暴露出来的突出问题，今后又该如何规范发展呢？

这些问题都迫切需要学术界展开深入的研究。并且，现有关于机构投资者的研究大都以发达国家的资本市场为例，较少涉及新兴市场。而随着中国的崛起，中国的资本市场无论是在中国经济体中，还是在国际资本市场大舞台上都日益发挥着越来越重要的角色¹，因此以中国股票市场为背景，研究机构投资者对中国市场的影响，不仅能丰富已有的学术研究，还能为监管层提供现实的政策建议，具有重要的理论价值和实际意义。

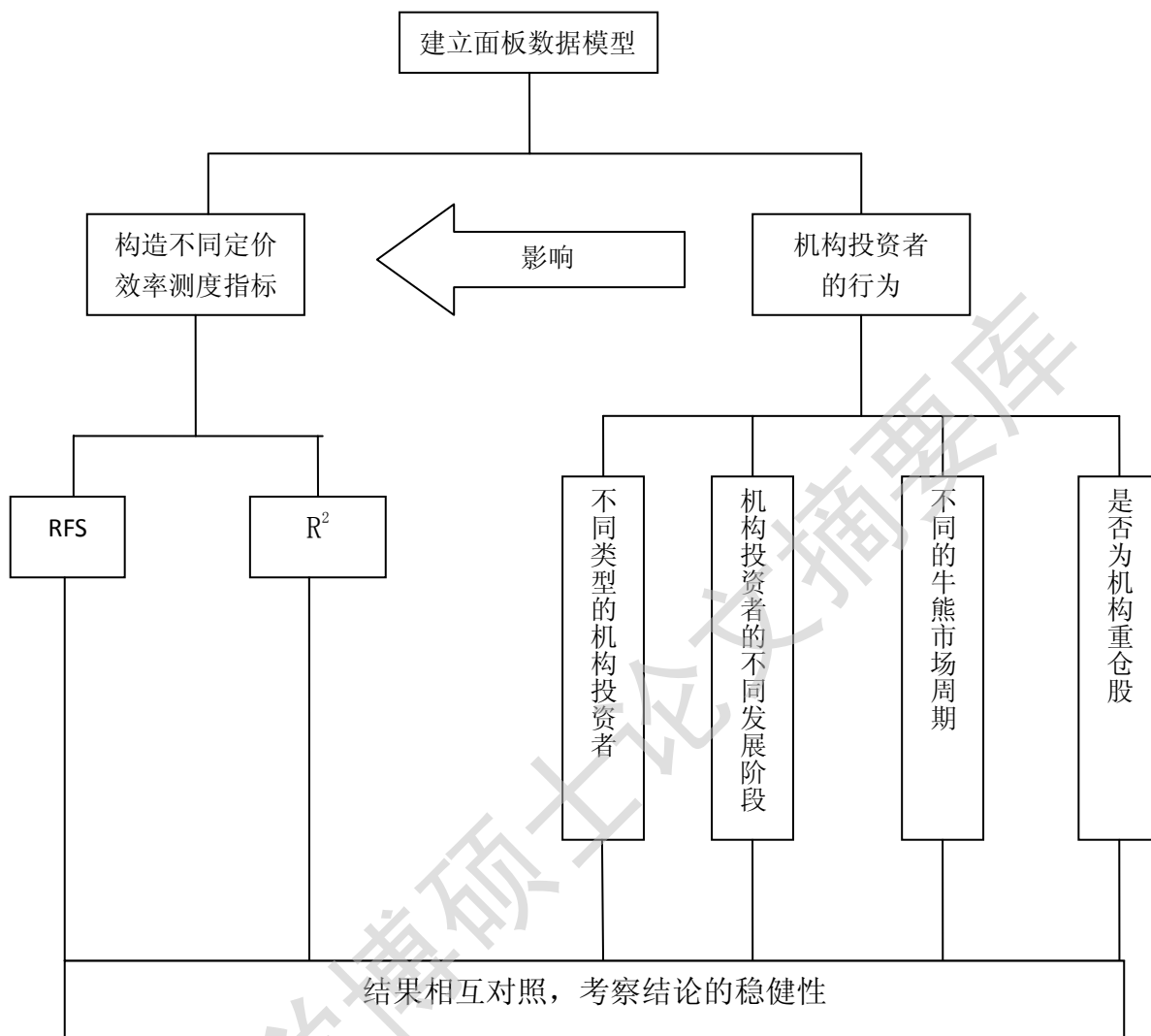
第二节 研究思路、主要内容与研究框架

一、研究思路

本文的核心部分是在对国内外学术界的相关研究成果进行系统回顾和梳理的基础上，采用实证研究的方法，来考察我国各类机构投资者对市场定价效率的影响。

首先，本文通过借鉴Boehmer 和Kelley (2009)^[1]，Teoh, Yang 和 Zhang (2006)^[2]等人的研究成果，构造出衡量市场定价效率的测度指标：“相对定价效率指标RFS”和“CAPM模型的R²”。然后，通过建立面板数据模型来量化分析各类不同的机构投资者的行为对市场定价效率的影响。而在面板数据模型的设定过程中，本文还具体区分了不同类型的机构投资者、机构投资者的不同发展阶段、不同的牛熊市场周期、是否为机构重仓股等几种情况。不同定价效率测度指标之间、不同模型设定之间的实证研究结果相互对照，以更好地保证结果的稳健性和可信性。本文的研究思路如下图所示：

¹ 根据中国证监会统计，截至 2009 年 7 月底，沪深股市总市值 23.57 万亿元，流通市值 11.67 万亿元，全球排名第三。



二、研究的主要内容与框架

本文研究的主要内容阐述如下：

第一章为本文的导论部分，主要对论文进行简要介绍，具体包括研究背景、研究问题的引出、研究思路、研究的主要内容、研究的框架，以及本文的研究改进和主要创新。

第二章为文献综述，主要是对国内外学术界的相关研究成果进行系统的整理和归纳。

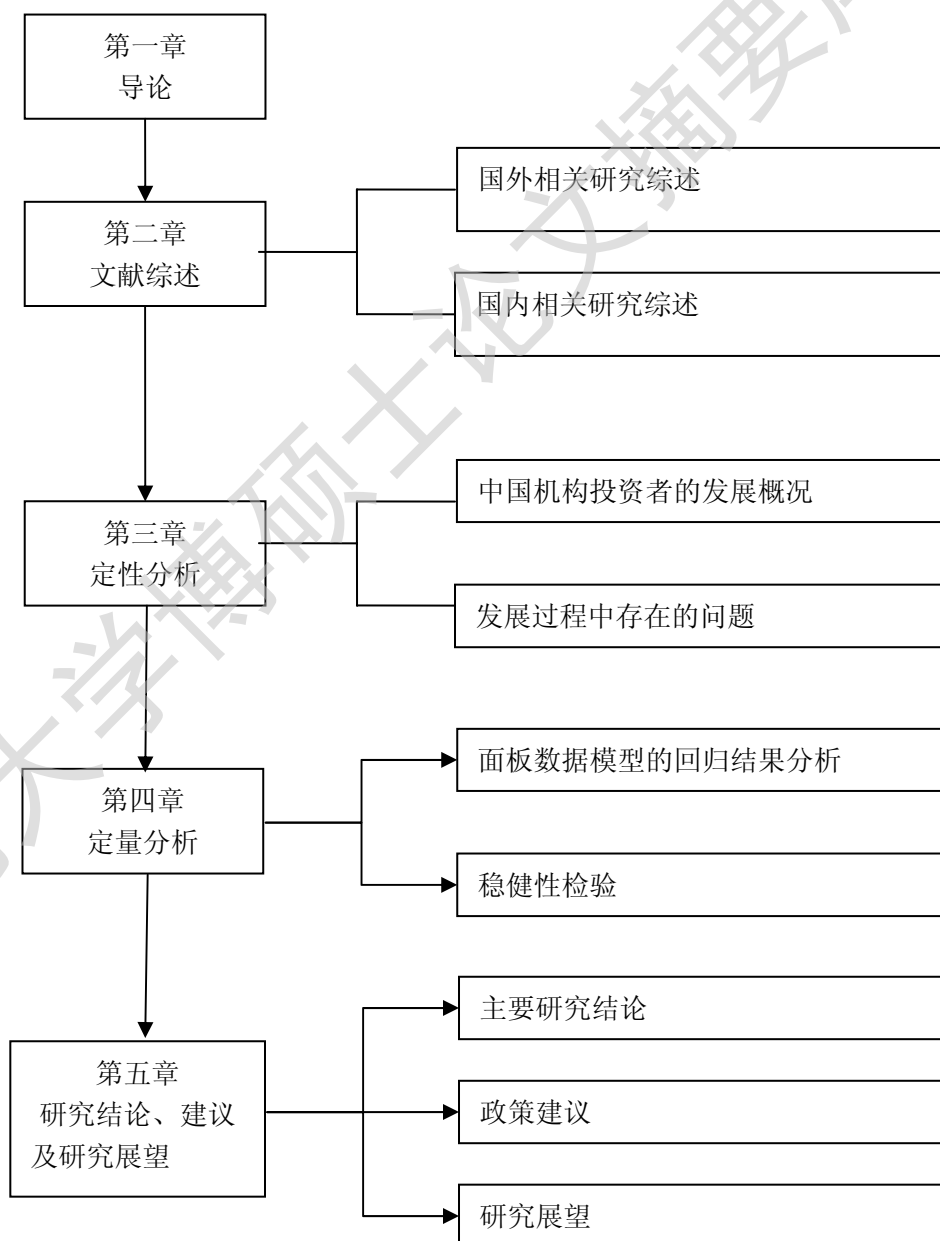
第三章在具体展开分析我国各类机构投资者的发展轨迹后，重点分析了各类机构投资者在实现跨越式发展的过程中，所暴露出来的突出问题。

第四章是本文的实证研究部分，主要是通过构建面板数据模型来量化分析各类不同的机构投资者的行为对市场定价效率的影响。在具体的实证研究过程中，

本文还具体区分了不同的机构投资者类型、机构投资者的不同发展阶段、不同的牛熊市场周期、是否为机构重仓股等几种情况。着重突出考察了实证结果的稳健性和可信性。

第五章首先总结归纳了实证研究部分的主要结论。然后，针对我国目前存在的突出问题，逐一提出相应的解决对策。同时，也讨论了本文研究的不足，以及后续研究的方向。

全文的框架结构如下图所示：



第三节 研究的改进和主要创新

迄今为止，我国学术界对机构投资者的研究尚不充分。既有的关于机构投资者和市场定价效率之间关系的研究也主要以规范分析和逻辑推理为主。直接的实证研究也相对较少。基于这一不足，本文在对国外学术界相关研究成果进行系统回顾和整理的基础上，通过构造衡量市场定价效率的测度指标，来直接考察我国机构投资者的发展对市场定价效率的影响。

本文的学术贡献主要体现在以下两个方面：

第一，基于面板数据模型，以 2004 年第 2 季度到 2008 年第 3 季度上市公司股票的海量成交数据，分别从机构投资者不同的发展阶段、不同的牛熊市场周期、不同类型的机构投资者、是否为机构重仓股等角度出发，全面、细致地定量研究了各类机构投资者的发展对我国股票市场定价效率的影响。

第二，以大量翔实的案例、数据深刻剖析了我国各类机构投资者在跨越式发展过程中所产生的各种突出问题，并提供了相应的解决对策。本文努力做到定量研究与定性研究相结合，理论探讨与实际案例研究相结合。突出以事实说话的研究方式。

第二章 文献综述

第一节 国外相关研究综述

关于机构投资者在市场中所起的作用,国外学术界在内容上主要围绕着两个问题展开:一是机构投资者是否真的有能力影响股票市场;二是如果机构投资者有影响市场的能力,那么机构投资者是提高了还是降低了市场效率。而在具体的研究方法上,主要有以下两种:一是,通过研究机构投资者的投资行为与市场惯性、反转现象等金融异象的关系,来间接研究机构投资者与市场定价效率的关系;二是,通过构造市场定价效率指标,直接考察机构投资者对市场定价效率的影响。

一、 基于不同研究内容的划分

1. 机构投资者能否影响股票价格

学术界一般以机构投资者是否真正有能力影响股票价格为基础来考察机构投资者对证券市场的影响。但目前为止,国外学术界就这个问题并没有形成一致的结论。Barclay和Warne(1993)^[3]提出“隐蔽性交易”假说,认为中等规模交易量会造成与交易量不成比例的累计股价变动,Chakravarty(2001)^[4]选取在纽约证券交易所上市交易的公司数据考察股票交易量对股票价格的影响,结果符合“隐蔽性交易”假说,机构投资者能够影响股票价格。其他学者在此基础上做了进一步研究,得出结论机构投资者是知情交易者,能够通过中等程度的交易量显著影响股价走势。还有其他学者认为机构投资者要影响股票价格需要具备一定条件,比如Sias和Titman(2006)^[5]认为,机构投资者能影响股票价格要建立在以下三个假说之上:第一,机构投资者具备信息优势所以能够选择较好的时间进行交易,一般通过机构当季度的持股比例与下期机构收益正相关体现。第二,短期内,机构投资者是动量交易者。第三,总体上,机构投资者的交易行为可以影响同期的股票价格,但对下期股价的影响则不确定。他们还考察了股票机构季度持股比例与股票月度收益的协方差,证明了机构投资者的中等规模交易既能影响同期的股票价格,也能在长期内产生效应,而长期效应的强弱则与机构投资者掌握到的信息有关。

另外一些研究并不认为机构投资者具备真正的能力影响股票价格。Gdffin,

Harris和Topaloglu(2003)^[6]选取2000年5月1日至2001年2月28日之间Nasdaq 100指数的所有股票为样本发现,日频率期间内,机构持股比例与收益具备很强的相关性,当收益上升1个标准差时,机构持股比例在次日将上升0.15个标准差,机构投资者只是以往趋势的追随者,其买卖股票呈现一定程度上的持续性,但无法通过这种持续性的交易行为预测机构的未来收益。同时,做市商为机构投资者堆积存货也不是大宗交易前股价发生波动的原因。

2. 机构投资者与市场效率

传统金融理论认为,相比个人投资者,机构投资者具有规模优势,这种优势不仅体现在资金上,也体现在信息的处理上面,机构的投资相比个人投资更加成熟和技术化。基于此,Edwards和Xing Zhang(1998)^[7]提出了信息优势假说。他们认为,机构投资者利用自身的优势发掘市场上价值被低估的公司,买进其股票并从中获利,通过持续跟踪,当公司股价高于公司的内在价值时,机构投资者就会选择卖出这些股票。通过低买高卖,机构投资者能够发现市场上价值被低估和高估的公司,通过交易行为一定程度上抑制了市场的非理性,改善了市场效率。其他很多学者也认为,机构投资者作为知情交易者,能够显著提高市场效率。Cohen, Gompers和Vuolteenaho(2002)^[8]将影响股票收益的因素分解为现金流信息和预期收益信息。结果表明,机构投资者预计面对正的现金流信息时,会选择从个体投资者手中买入股票。当预计面对负的现金流时,会选择向个体投资者出售股票。而在缺乏现金流信息的时候,机构投资者则通过股价的变动做出选择,上升时卖出,下跌时买进。Ke和Ramalingegowda(2005)^[9]发现,短线机构投资者利用上市公司盈余公告的漂移现象,每年可以获得22%的超额收益。这种套利行为客观上提高了市场对盈余公告的反应速度,使得股价更能反映公司价值,提高了市场效率。Grinblatt和Titman(1989, 1993)^{[10][11]}, Daniel(1997)^[12], Nofsinger和Sias(1999)^[13], Wermers(1999, 2000)^{[14][15]}, Bennett, Sias, 和Starks(2003)^[16]也通过研究支持上述观点,并且认为机构投资者在某种程度上可以预测到未来的获利情况。

另外的一些学者如Friedman(1984)^[17], Sias(1996)^[18]等人认为,机构投资者无法改善市场效率。特别地,机构投资的行为某些时候还会降低市场效率。Brunnermeier和Nagel(2005)^[19]通过研究美国因特网泡沫,发现机构投资者(文

章中研究的主要是对冲基金) 在面对泡沫时, 并没有选择刺穿泡沫, 反而让泡沫越吹越大。机构投资者虽然掌握了更多的信息, 却降低了市场效率。此外, 基金经理的从业年限会影响他们在泡沫当中的表现。Greenwood和Nagel (2009)^[20]发现, 年轻没有丰富经验的基金经理在泡沫时代持有更多的泡沫股, 由于资历欠缺经验尚浅, 他们容易助涨杀跌吹大泡沫, 而经验丰富的基金经理的表现则要好于年青经理们。

此外, 很多学者还研究了机构投资者羊群行为对市场效率的影响。认为如果羊群行为是基于客观真实的信息做出, 那么羊群行为可以改善市场效率。Wermers (1999)^[14]的实证研究证明了这一点。他选取 1975 年-1994 年间美国市场中基金的交易活动数据, 发现: 羊群行为易于发生在成长型基金在选择小股票时, 被买入的小型股票在接下来的半年内收益会高于被卖出的小股票。但是, 如果机构投资者羊群行为是基于非理性和非客观因素, 那么股票价格会进一步偏离内在价值, 容易形成泡沫。Brown, Wei和Wermers (2008)^[22]发现, 机构投资者的投资决策容易受到股票分析师的影响, 分析师的意见越统一, 羊群行为越严重。Puckett和Yan (2009)^[23]选取 1999 年-2004 年间美国市场上的 776 家机构投资者为样本研究发现, 机构投资者的短期羊群行为易受到行为因素的驱使, 使得股票价格偏离公司的内在价值。

二、 基于不同研究方法的划分

1. 间接的研究方法

对于间接的研究方法, 主要是通过研究机构投资者的投资行为与市场惯性、反转现象等金融异象的关系, 来间接研究机构投资者与市场定价效率的关系。除了上述提到的相关研究外, Friend, Blume和Crockett (1970)^[24]最早发现证券投资基金会在投资上倾向于模仿前期较为成功的同行, 从而表现出“追随领导者”的羊群行为。Lakonishok, Shleifer, Vishny (1992)^[25]对美国 1985-1989 年间 769 只基金的季度数据进行研究, 发现美国的基金业存在着显著的羊群效应。在后续的研究中, Wermers (1999)^[14], Nofsinger和 Sias (1999)^[13]通过采用不同的研究方法也都证明了机构投资者之间存在着明显的羊群效应。正如美国一位养老基金经理指出的那样:“机构投资者是羊群动物。我们观察着相同的目标, 听

着相同的预测。我们就像狸鼠一样，经常在同一时间朝同一方向运动。结果自然加剧了价格的波动。”（《Wall Street Journal》，1989年10月17日）。DeBondt, Thaler（1985）^[26]发现美国股市存在着3到5年的长期反转现象。Jegadeesh和Titman（1993）^[27]发现美国股市还存在着3到12个月的中期惯性现象。Grinblatt, Titman和Wermers（1995）^[28]则直接证明了证券投资基金在不同程度上都采用了惯性、反转投资策略。而Shiller, Fischer和Fridman（1984）^[29], Scharfstein, Stein（1990）^[30]的研究则进一步论证了证券投资基金的羊群行为、惯性和反转投资策略会导致资产价格泡沫的产生，增加价格波动与市场风险，从而降低市场定价效率。

2. 直接的研究方法

对于直接的研究方法，由于较难构建能很好衡量市场定价效率的测度指标，目前的研究成果较少。笔者查到的相关文献有：Boehmer和Kelley（2009）^[1]通过借助于Hasbrouck（1993）^[31]提出的相对定价效率指标（衡量股价走势对随机游走过程的偏离程度），利用1983年到2004年间纽约证券交易所的上市公司大样本数据进行实证研究发现：机构投资者持股比重较大的股票具有较高的定价效率。

第二节 国内相关研究综述

相比而言，目前国内对机构投资者的研究尚不充分，现有的研究主要涉及以下三个领域：机构投资者的行为研究、机构投资者对市场稳定性的影响和机构投资者对市场效率的影响。

1. 机构投资者的行为研究

在机构投资者行为研究方面，施东晖（2001）^[32]根据1999年1季度至2000年3季度间基金公布的投资组合季度数据，通过对市场和其交易行为的研究发现，国内基金存在较严重的羊群行为，并且在一定程度上加剧了股价波动。伍旭川和何鹏（2005）^[33]对2001年12月-2004年3月间我国开放式基金的季度投资组合数据进行分析，研究结果显示，我国开放式基金存在着较强的羊群行为并且这也对股票价格也形成了一定的影响。

徐捷和肖峻（2006）^[34]以1998年2季度至2004年2季度基金季报重仓股组

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库