

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：15620091151753

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国股票脆弱性及股价波动关系实证研究

——基于 A 股市场基金投资现金流视角

The Empirical Study of the Relationship between Stock

Fragility and Stock Price Volatility ——Based on Fund

Cash Flow in Chinese A Share Market

薛涛

指导教师姓名：赵向琴 副教授

专业名称：金 融 学

论文提交日期：2012 年 4 月

论文答辩时间：2012 年 月

学位授予日期：2012 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2012 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

摘要

股票价格除了受到基本面因素，例如宏观经济因素、公司层面的微观经济因素的影响外，还受到非基本面因素的影响。我们将股票受到与基本面无关的交易需求的波动称为股票脆弱性,如果一只股票易于遭受与基本面无关的需求波动，则该股票就具有较高的脆弱性。证券投资基金作为我国股票市场上占据着重要地位的投资主体，其交易行为会对股票价格产生显著的影响。基金的羊群行为、正反馈交易行为以及由投资现金流驱动的交易都会导致股票脆弱性，进而影响股票价格的波动。现有的研究主要从羊群行为和正反馈交易行为的角度研究基金的交易行为对股票价格波动的影响，本文则从基金的投资现金流驱动的交易需求对股票价格波动影响的角度展开了研究。

利用 Greenwood 和 Thesmar (2011) 构建的脆弱性指标，本文从基金投资现金流的角度，分析了股票脆弱性对股票价格波动的影响。这一研究有助于我们分析和衡量投资者交易需求的波动以及其对股票价格波动的影响。本文的研究结果显示股票的脆弱性越高，股票收益率的波动越大，表明基金投资现金流的波动越大，其导致的股票脆弱性越大，对股票价格的影响就越大，也证明了股票脆弱性对未来股票价格的波动具有一定的预测作用。在脆弱性的基础上，本文又将单个股票的脆弱性扩展至股票间的关联脆弱性以分析股票价格间的联动现象，研究结果表明股票间的关联脆弱性越强，股票价格间的联动越明显。

关键词：股票脆弱性；基金现金流；股票价格波动

Abstract

Besides the fundamental factors such as macroeconomic factor and the microeconomic factor of the companies, stock price is also affected by non-fundamental factors. We define stock fragility as the extent to which an asset's price will be affected by trading demand unrelated to non-fundamental risks. If a stock is susceptible to no-fundamental shifts in demand, then it has a high fragility. Investment funds play an important role in China's security market, their trading behavior will have an obvious influence on stock prices. The herding behavior and positive feedback trading as well as the trading demand driven by investment cash flow will induce the fragility of stocks and further affect the stock price. While the existing research mostly study the influence of funds' trading behavior on stock price from the aspect of funds' herding behavior and positive feedback trading, this paper study the influence on stock price variation caused by fund's investment cash flow.

Based on the fragility indicator proposed by Greenwood and Thesmar (2011), we analyze the influence on stock price variation caused by stock fragility from the aspect of investment cash flow of funds. The study is helpful for the analysis and measure the variation of investors' trading demands and the influence on stock price caused by the shift of trading demands. The study indicates that the higher the fragility is, the bigger the volatility of stocks' return is. The study also suggests that the more volatile the funds' cash flow, the higher the fragility is and the greater the influence on stock price caused by the fragility is, which also documents that on some extent stock fragility can predict the variation of future stock price variation. On the basis of fragility, we then extend stock fragility to the co-fragility between stocks and use it to analyze the comovement of stock prices. The study demonstrates that the greater the co-fragility of stocks is, the more obvious the stock price comovement is.

Key Words: Stock Fragility; Fund Cash Flow; Stock Price Volatility

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

1 绪论	1
1.1 选题的背景和意义	1
1.2 本文的结构安排	3
1.3 本文的创新和不足	4
2 文献综述	5
2.1 机构投资者对股票波动性的影响	5
2.2 股票价格的联动性	9
2.3 股票市场脆弱性和股票脆弱性	11
2.4 对国内外相关研究的评述	12
3 股票脆弱性指标的选取与理论分析	13
3.1 变量设定与说明	13
3.2 股票脆弱性的理论分析	15
3.3 股票脆弱性对股价波动率的影响	16
4 基于 A 股市场基金投资现金流的股票脆弱性和股价波动关系的实证研究	24
4.1 样本选择和变量描述	24
4.2 股票脆弱性和非基本面风险	27
4.3 回归结果的稳健性检验	31
4.4 回归结果的比较分析	34
5 关联脆弱性和股票价格联动关系的分析研究	37
5.1 关联脆弱性的定义	37
5.2 关联脆弱性和股价联动关系的实证检验	38
6 结论	42
6.1 研究的主要结论	42
6.2 未来研究方向	42
参考文献	44
致谢	47

Contents

1 Introduction	1
1.1 Background and Purpose	1
1.2 Framework	3
1.3 Innovation and Insufficiency	4
2 Literature Review	5
2.1 The Impact of Institutional Investor on Stock Price	5
2.2 Stock Price Comovement.....	9
2.3 The Fragility of Stock Market and Stock Price	11
2.4 The Review on Domestic and Foreign Study	12
3 Stock Fragility Selection and Theoretical analysis	13
3.1 Variable Setting.....	13
3.2 The Theoretical Analysis of Stock Fragility	15
3.3 The Influence of Stock Fragility on Stock Price Variation	16
4 The Empirical Study of Stock Fragility and Stock Price Volatility Based on Fund Cash Flow in Chinese A Share Market	24
4.1 Sample Choosing and Variable Description.....	24
4.2 Stock Fragility and non-Fundamental Risk	28
4.3 Robust Test	31
4.4 Comparison and Analysis of Regression	35
5 The Study and Analysis of Co-fragility and Stock Price Comovement	37
5.1 The Definition of Co-fragility	37
5.2 The Empirical Study of Stock Price Comovement and Co-fragility	38
6 Conclusion	41
6.1 Main Conclusions	41
6.2 Future Study Direction.....	41
Reference	44
Acknowledgement	47

1 绪论

1.1 选题的背景和意义

在传统的资产定价理论中，市场是有效的，即市场不存在摩擦，投资者是理性的，资产的价格是由未来现金流量的贴现所决定，资产的所有权结构并不会影响未来的收益率和风险。如果资产的持有者由于流动性等方面的原因出售所持有的资产，交易会立即达成，不会对资产的价格产生影响。但是越来越多的实证研究发现，与资产基本面无关的交易需求会对资产的价格产生影响。所以通过研究资产的所有者是否会面临与基本面无关的流动性冲击对预测资产的非基本面风险有很大的帮助。由于预测流动性冲击存在一定的困难，我们可以转而预测基于投资者先前行为的流动性冲击的波动率。

我们将股票的与基本面无关的需求波动定义为股票脆弱性，如果一只股票易于遭受与基本面无关的需求波动，则该股票就具有较高的脆弱性。假如一只股票仅拥有很少的持有者，但每个持有者都拥有较大的份额，若其中的一位持有者面临流动性需求的冲击，他的交易冲击被其他所有者抵消的可能性就较小，这只股票的与基本面无关的需求波动就较高，即脆弱性较高。相反，若一只股票拥有很多的持有者，例如大盘蓝筹股，单个投资者的流动性需求对价格造成的冲击可能会被其他投资者的交易所抵消。然而如果股票持有者的流动性需求的相关性较高时，所有权结构比较分散的股票也有可能面临较高的脆弱性。

股票作为一种投资工具，已经被越来越多的投资者当作重要的资产投资渠道。在证券市场发展的初期，个人投资者是市场的主要参与者，随着证券市场的不断发展，机构投资者逐渐发展壮大，在市场上扮演着越来越重要的角色。自 1998 年第一支基金设立以来，基金的规模和数量不断增长。由于我国股市的投机氛围浓厚，股票价格大涨大落，监管层为倡导理性投资、稳定股市，于 2001 年推出了开放式基金，着手大力发展机构投资者。截至 2011 年 12 月 31 日，市场上共有 1019 只基金，资产净值为 2.19 万亿元，其中股票投资方向的基金资产

净值占比 74.45%^①。然而，由于我国证券市场发展的时间还比较短，市场的制度和设施建设还不完善，投资者还没有形成理性投资的理念。在中国股票市场 20 年的发展历史上，股票价格频繁的大幅波动，暴涨暴跌的现象频繁发生。股票价格的适度、合理的波动有利于保持市场良好的流动性，也是股票市场健康发展的一个重要条件，而且股票价格的波动也促进了许多金融产品的创新和发展，丰富了市场的投资品种。而股票市场的过度波动会给投资者造成巨大损失，不利于市场投资者的培育和健康发展。

对于机构投资者是否具有平抑股市波动、稳定股市的作用，学术界一直存在着较大的争议。认为机构投资者具有稳定市场的观点大多把机构投资者视为长期投资者，会基于专业的分析做出理性的投资决策，更看重中长期的投资收益，这在客观程度上有利于股市的稳定。而基金作为一种投资工具，是以盈利为目的的，而且它也会受到投资者申购、赎回的影响，从而对股价造成一定的影响。在我国，由于投资者过分关注基金的年度收益排名，也使得部分基金出现追涨杀跌的现象和羊群行为，这直接导致了股价的大幅波动；另一方面，明星基金经理效应的存在，使得基金的买卖行为又间接影响着股价的波动。因此，研究基金的买卖行为所带来的流动性冲击在一定程度上有利于预测股票价格的波动，对证券市场的发展完善具有一定的参考价值。

我国股票市场除了存在大幅波动和暴涨暴跌现象外，还存在着明显的同涨同跌现象。对于股票价格的联动，传统的观点将其归因于影响资产价格的现金流和折现率等基本面因素，而其他观点则基于资产分类、投资者偏好等角度予以解释。当面临系统性风险时，股票价格的同步变动就具有一定的合理性，例如市场利率的变动或经济刺激政策的出台等就会对整个股票市场造成影响。除了影响股票价格共同变动的系统性因素外，关联投资资金流的冲击也会导致股票价格的同步变动。对于拥有相同所有者的股票来说，持有者可能面临流动性需求的冲击从而同时卖出或买进所持有的股票，进而对这些股票的价格造成同向的影响，这种现象在证券投资基金中就比较明显。此外，股票价格也会由于其所有者具有相关的交易需求而发生同步变动。在脆弱性概念的基础上，本文进一步引申出了关联

^① 数据来源于 Wind 数据库的基金统计资料。

脆弱的概念，即如果两项资产由具有相关交易需求的投资者持有，则这两项资产就存在关联脆弱性。

随着我国对以基金为首的机构投资者的大力发展，机构投资者的规模越来越大，他们的交易行为对市场产生了越来越大的影响，因此分析基金的交易行为对股票市场的影响就具有一定的现实意义。已有的大量研究从机构投资者的羊群行为和正反馈交易行为方面分析了基金的交易行为对股票市场的影响，本文则从基金现金流的角度分析了基金由现金流驱动的交易需求对股票价格波动的影响。在股票脆弱性的基础上，本文还通过分析基金的现金流动对股票价格同步性的影响，扩展了已有的对股票联动效应的研究。

1.2 本文的结构安排

本文主要从基金投资现金流的角度研究了股票脆弱性对股票收益波动率的影响，并利用股票间的关联脆弱性分析了股票价格间的联动性。本文的结构安排和主要研究内容如下：

第一章为导论，提出了本文的选题背景和研究意义，介绍了本文的主要研究内容以及创新之处和不足。

第二章为相关的文献综述，分别从机构投资者对股票市场的影响、股票价格联动、股票市场脆弱性和股票脆弱性三个方面回顾了国内外已有的研究，并做了相应的评述。

第三章介绍了股票脆弱性指标的构建方法，并从理论上分析了股票脆弱性对股票价格波动的影响。

第四章为实证研究，利用相关基金现金流和重仓股数据分析了投资现金流驱动的交易需求导致的脆弱性对股票价格波动的影响，并将本文的研究结果与已有的研究做了比较分析。

第五章为扩展性研究，在脆弱性的基础上，分析股票间的关联脆弱性对股票价格联动的影响。

第六章为结论部分，给出了本文的主要研究结论和相应的启示，并指出了未来可能的研究方向。

1.3 本文的创新和不足

在对机构投资者对股票价格波动的研究中，已有的研究大多是从机构投资者的持股比例、持股家数以及机构投资者的羊群行为和正反馈交易行为等方面分析其对股票价格波动的影响出发。本文引入了股票脆弱性的指标，并针对股票脆弱性的概念指出了影响股票脆弱性的因素，如投资者的羊群行为、正反馈交易行为以及投资资金流驱动的交易需求。利用 Greenwood 和 Thesmar (2011)^[1]构建的脆弱性指标，本文从机构投资者现金流驱动的交易导致的价格波动的角度展开了研究，分析了股票脆弱性对股票价格波动率的影响。

综上所述，本文的创新主要有：一、将股票脆弱性的概念引入到国内股票价格波动的研究中；二、在机构投资者的羊群行为和正反馈交易行为之外，从基金投资现金流驱动的交易需求出发分析该交易需求的波动对股票价格的影响；三、扩展了脆弱性指标，从基金投资现金流相关性的角度分析了投资现金流之间的相关性对股票价格联动性的影响。

根据证券投资资金的信息披露规定，基金在一季度和三季度只需要披露前十大重仓股的持股数据，尽管在半年报和年报中披露了全部的持股明细数据，但为了获取基金现金流变动的相对及时的数据以及确保数据的高频性，本文只选取了各个季度基金的前十大重仓股数据，然而重仓股的现金流变动并不能完全体现出流入一只股票的所有基金现金流对股票价格影响。此外，在驱动交易需求波动的所有现金流中，由于数据的可获得性，本文只选取了基金的投资现金流，这就低估了现金流驱动的交易需求对股价波动的影响。

2 文献综述

2.1 机构投资者对股票波动性的影响

对于机构投资者对股票市场波动性的影响，国内外学者已经做了大量的理论和实证研究，研究的结果也因研究方法和样本数据的不同而存在着一定的差异，已有的研究结果得出了以下三种不同的结论：促进论、促退论和不确定论。

促进论认为机构投资者的交易行为增加了股票市场波动性，Sias（1996）^[2]发现在控制了公司规模之后，机构投资者的持股比例和股票收益的波动率之间存在着显著的正相关性。接着他又检验了究竟是机构投资者持股比例的增加加大了股票的波动性，还是机构投资者倾向于选择波动性大的股票，检验结果表明机构投资者持股比例的增加导致了波动率的上升。刘奕均和胡奕明（2010）^[3]发现整体机构投资者持股显著地稳定了市场波动，但机构的交易行为会明显的加剧股价的波动，并且持有某只股票的机构数量越多该股票价格波动越剧烈。

对于机构投资者加剧股市波动的情况，理论界主要从机构投资者的羊群行为和正反馈交易行为两方面展开了研究。在金融市场中，羊群行为是指在信息环境不确定的情况下，投资者忽略自己所拥有的私有信息，而跟从市场中大多数人的决策的行为。Scharfstein 和 Stein（1990）^[4]指出，基金经理出于名声方面的考虑会跟随同行所做出的买卖决策，而不是根据自己所获得的信息进行决策。基金经理的这种羊群行为会放大股票市场的价格冲击，部分解释了股票市场的波动。Wermer（1999）^[5]研究了基金经理在股票交易中的羊群行为，发现在小市值股票和成长型基金中存在更高层次的羊群行为，在羊群行为中被买进的股票在接下来的6个月中的收益要高于被卖出的股票，而且这种差异是长期性的。从而得出结论认为基金经理的羊群行为加速了股价吸收信息的速度。Dennis 和 Strickland（2002）^[6]对1988-1996年间美国股市涨跌幅超过2%的交易日进行了研究，研究发现无论市场总体是上涨还是下跌，只要是在市场波动幅度较大的交易日，机构投资者的反应都会比个人投资者更加强烈，如果一只股票在某天大涨或大跌，并且伴随着很高的换手率，这通常是和机构投资者的交易行为密切相关。在

大涨或大跌的交易日，机构投资者的持股比例和换手率均是正相关。但在大涨的交易日，机构投资者的持股比例和非正常收益率正相关；而在大跌的交易日，机构投资者的持股比例和非正常收益率为负相关，这表明在股价涨跌幅较大的交易日机构投资者对股价的波动起到了推波助澜的作用。导致这种情况发生的原因是由于共同基金频繁地受到业绩考核的制约，非常关注短期的业绩表现，因此有强烈的动机发生正反馈的羊群行为，进而导致市场更大的波动。

张羽和李黎(2005)^[7]的研究结果显示从整体上看我国基金的羊群行为导致了股价的波动，破坏了市场的长期稳定，不利于促进股价对新信息的吸收。他们进一步发现基金的卖出羊群行为并不破坏股市的长期稳定，相反却有利于股价趋向均衡价值，促进股价对新信息的吸收。然而，当基金产生买入羊群行为时，这种从众行为会破坏股市的长期稳定。他们认为卖出羊群行为的产生更有可能是对共同信息的理性反应从而加速了股价对新信息的吸收过程，而基金的买入羊群行为的产生更有可能是一种从众心理的非理性反应，从而破坏了股市的长期稳定。伍旭川和何鹏(2005)^[8]发现中国开放式基金在股票选择上具有较高的羊群行为，在小市值股票上的羊群行为大于大市值股票，在行业上的羊群行为大于单只股票。通过分析发现开放式基金在股票上的羊群行为与股票价格变化的方向一致，说明开放式基金在一定程度上具备了影响股价的能力。

正反馈交易主要表现在买入过去表现好的股票而卖出过去表现差的股票，从而拉升先前表现好的股票的价格而使得表现差的股票价格进一步下跌。Grinblatt, Titman 和 Wermers(1995)^[9]利用 1975-1984 年间的共同基金季度持股数据研究了基金的正反馈交易行为，研究结果表明共同基金存在着正反馈交易行为，即买入过去表现好的股票而卖出过去表现差的股票，而且采取正反馈交易策略的基金相对于其他基金有更好的表现，基金的表现与正反馈交易具有显著的相关性。方军雄(2002)^[10]采用 Grinblatt, Titman 和 Wermers(1995)^[9]的建模思路，构建了检验基金交易行为的衡量指标，研究发现绝大部分的基金经理倾向于根据本季度股票价格的变动同向调整投资组合的持股结构，即采取追涨杀跌的投资行为，这种正反馈行为加大了股市的波动。张羽和李黎(2005)^[7]研究了 1999 年—2003 年期间封闭式基金的交易行为，研究结果显示我国封闭式基金在整体上遵循了正反馈交易行为，但在小盘股上却没有表现出显著的正反馈交易倾向。并认

为基金的正反馈交易行为在整体上导致了股价的波动，破坏了市场的长期稳定。

促退论认为机构投资者相较于个人投资者而言，具有更加专业的知识、更低的信息获取成本，因而能够基于对公司的经营情况进行全面分析的基础上做出合理的买卖决策。而且机构投资者更注重长期的投资收益，在采取交易行为时更加理性，不会为了短期的差价而进行快速的买入卖出交易，从而起到了平抑股市波动的作用。

姚姬和刘志远（2005）^[11]运用 Fama-MacBeth 回归方法对 2001-2003 年各个季度基金持股比例与收益率、收益波动率和换手率的截面回归数据进行检验，发现基金持股比例越高的股票，其流动性和收益率越高、波动性越低，从而得出了基金作为机构投资者确实发挥了稳定的市场作用。此外他们还发现在大涨的交易日基金在借机出货，而在大跌的交易日基金又在奋力护盘，基金所采取的这种负反馈交易策略确实降低了股市的波动。

祁斌和黄明（2006）^[12]等在 Sias 和 Faugere 方法的基础上，采用规范的实证研究方法，利用 2001 至 2004 年间在上交所上市的 A 股每日机构投资者持股比例、流通市值和复权价格数据，对中国资本市场中机构投资者与股市波动性之间的关系进行了实证研究。研究结果发现，在控制了公司规模的前提下，机构投资者持股比例与股票波动率之间存在显著的负相关关系，支持了机构投资者具有稳定市场功能的观点。

不确定论则认为机构投资者在整体上对股票市场的影响是不确定的，有些机构对股票市场的波动起到抑制作用，而有些机构投资者对股票市场的波动具有推波助澜的作用。何佳和何基报等（2007）^[13]利用 2003-2007 年 4 年机构投资者的季度末持股和交易数据，对机构投资者是否起到了稳定股市的作用进行了实证研究。结果发现不同的机构投资者对市场波动的影响不同，以证券投资基金为代表的机构投资者对股价波动的影响随着市场和环境的变化而变化，在各个年份的情况均有所不同，即使在同一年份，价格向同一方向运动，基金的行为有时会增加股价波动，有时会减少波动，没有一致性的结论。因此他们得出结论认为机构投资者一定具有稳定市场、减少市场波动功能的观点是站不住脚的。刘奕均和胡奕明（2010）^[3]在对机构投资者的分类研究中发现保险、社保、信托、一般法人持股这些机构投资者显著的稳定了市场，而券商持股则加剧了市场波动，其它

机构持股对于股价波动的影响并不显著。

另一些持不确定论的研究者认为，在不同时期机构投资者对股票市场波动性的影响是不同的。李勇和王满仓（2011）^[14]认为机构投资者是否能够起到稳定股票市场的作用关键在于在面临来自于未来的信息，包括公司盈余指标、交易指标等变量的冲击时机构投资者羊群行为的大小。他们基于信息不对称的前提和扩展的 CAPM，运用 2005 年 1 月至 2009 年 12 月的相关数据，选择反映机构投资者逆向选择效应和道德风险效应的相应指标，利用固定效应模型和 TSLS 模型将机构投资者的逆向选择效应和道德风险效应结合起来综合考察机构投资者和股价波动率之间的关系。他们指出羊群行为和换手率效应与机构持股比率、公司规模等因素是相互影响的，传统的对羊群行为效应的检验由于过度识别机构投资者不可识别的道德风险效应可能会高估羊群效应、换手率效应和机构持股比率等因素对股价波动率的影响。他们的研究结果发现，牛市中机构投资者加剧了股票市场的波动，而熊市中机构投资者平抑了股票市场的波动，而且不同类型的机构投资者对市场波动率的影响也不同。

对于机构投资者对股票市场波动性的影响，还有部分学者从投资资金的流动对股票价格冲击的角度展开了研究。Edelen 和 Warner（1999）^[15]利用每日数据研究了同期的市场收益率和流入股票型基金中的总现金流量间的关系，发现它们之间有正的相关性。此外，他们还发现虽然流入基金的现金流对市场收益率有一定的影响，但现金流量的波动并不能很好的解释市场收益率的波动。并且发现现金流量与前一天的市场收益有显著的正相关性，并指出这可能是现金流对前一天的收益或者是驱动股票价格变动的信息做出了反应，但没给出具体的论证。

Coval 和 Stafford（2007）^[16]研究了 1980-2004 年间由现金流驱动的共同基金的交易对股票价格的影响，研究结果表明这种现金流驱动的交易会对市场产生显著影响，使股票价格偏离基础价值。他们指出，当基金的持有者面临流动性需求时，由于基金持有的现金储备有限，使得其不得不卖出资产组合中的股票来应对投资者的赎回需求。基金糟糕的表现会促使资金流出，使得基金降低现有的头寸，从而对股票价格造成打压。他们分析发现，投资现金流的流入和流出确实会迫使基金做出相应的交易，他们还发现这种现金流驱动的交易是可预测的，提前买进由现金流驱动而将被买入的股票而卖空可能被卖出的股票的交易策略能带

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.

厦门大学博硕士论文摘要库