

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: B200342019

UDC _____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

代理投资、道德风险与市场效率

Delegated Investment, Moral Hazard and Market Efficiency

蔡庆丰

指导教师姓名: 张亦春 教授

专业名称: 金 融 学

论文提交日期: 2006 年 04 月

论文答辩时间: 2006 年 06 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 04 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，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的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

论文摘要

随着越来越多的个人投资者通过共同基金、养老基金和保险基金等机构投资者的代理投资间接参与金融市场，机构投资者已取代个人投资者成为金融市场的投资主体。代理投资的盛行意味着影响资产定价和市场效率的主要是代理人（机构投资者或投资经理）的目标函数，而非委托人（投资者）的效用函数。代理投资模式下，投资经理的投资决策不仅受行为金融学所揭示的各种“有限理性”的约束，还可能受委托代理结构下投资经理追求自身利益最大化的道德风险行为的影响。代理投资的道德风险不仅直接损害委托人的利益，也会对市场效率产生深刻且复杂的影响，对于这一问题的研究具有理论和现实意义。

与个人投资者相比，机构投资者更接近有效市场假说中的“理性经济人”假设，但这是否就意味着随着机构投资者的代理投资成为市场的主导，市场将实现有效？论文对这一问题进行了系统深入的研究和探讨。笔者通过模型构建系统分析投资者和投资经理之间的委托代理结构以及由此引发的道德风险、羊群行为和有限套利对提高市场信息效率的制约机制和消极影响。在此基础上，论文对机构投资者实现市场有效性的三个减弱的假设提出了质疑。

在探讨了代理投资对市场信息效率和定价效率影响的基础上，笔者将研究视角转回国内，探讨随着以证券投资基金为代表的机构投资者的迅速发展，中国资本市场的运行特点和功能效率有了怎样的变化？在考察我国证券投资基金道德风险行为的具体表现及其市场影响的基础上，笔者通过模型构建，分析我国基金投资者的短期行为和基金经理的短期行为之间的相互制约机制及其对市场稳定的影响。而股改过程中所出现的“投票门”事件也让笔者对机构投资者监控并减少控股股东和公司经理的控制权私人收益，改进公司治理以提高市场企业监控效率的命题产生质疑。论文通过模型分析，探讨投资经理和公司经理的非合谋与合谋的策略选择及其对公司内部人控制权私人收益的影响，并在此基础上提出相应的对策。代理投资的道德风险无疑会对市场的信息效率和功能效率带来负面影响，为了维护金融市场的有效运行，可以通过契约设计和基金治理来降低机构投资者的委托代理问题，论文最后笔者探讨如何改进我国基金治理机制和完善基金管理费设计，以减弱投资基金这一代理投资模式的道德风险对我国市场效率的消极影响。

关键词：代理投资；道德风险；市场效率

Abstracts

As there are more and more investors in financial markets investing indirectly through mutual fund, pension fund and insurance fund, institutional investors have replaced the role of individual investors to become the dominant investors in financial markets. An accompanying change of the preponderance of delegated investing is that agent's (institutional investors or investment managers) objective function plays a more important role in asset pricing and market efficiency than individual investor's utility function. That is to say: the investment decisions made by investment managers are not only restricted by bounded rationality as referred in behavioral finance, but also influenced by moral hazard caused in delegated investments when investment managers pursue the maximization of their personal benefits. Moral hazard in delegated investments badly hurts principals directly as well as brings profound and complex influence to market efficiency. Therefore, it is both theoretically and practically meaningful to study this issue.

Compared with individual investors, institutional investors behave more consistently with the assumption of "rational investor" in Efficient Market Hypothesis. However, does it mean the financial market will become more efficient since institutional investors become the mainstream in the market? The dissertation conducts a systematic study into this question. It constructs models to fully analyze the restriction mechanism and negative influence on improving the market information efficiency imposed by principal-agent structure between investors and investment managers and the moral hazard, institutional herding and limited arbitrage arising in delegated investments. Based on this analysis, this dissertation questions the three efficiency-reducing assumptions about the role of institutional investors on market efficiency.

After discussing the influence of delegated investment on market efficiency and pricing efficiency, this dissertation shifts to focus on China's capital market. Since the institutional investors like securities investment fund develop so fast in China, what has changed to China's capital market operation, function and efficiency? This dissertation

examines the forms of moral hazard in securities investment fund and its influence on market efficiency, builds models to analyze the vicious circle of the mutual influence between short-termism of the fund investors and short-termism of the fund managers. The voting scandals in the process of stock structure reform made people to doubt about the proposition that institutional investors are capable of monitoring and reducing the private benefits of control held by controlling shareholders and corporate managers so as to enhance corporate governance and improve monitoring efficiency. Through model analysis, this dissertation presents the collusion and non-collusion strategies by investment manager and corporate manager and its respective influence on private benefits of control of corporate. And the dissertation proposes some measures to this problem. While the moral hazard in delegated investments brings negative influence on the information efficiency and function efficiency of the market. In order to maintain the orderly operation of the financial market, we can deal with the agency problem through contract design and fund governance. The last part of this dissertation discuss about how to improve fund governance mechanism and fund management fees designing so as to reduce the negative influence of moral hazard brought by investment fund on the financial market efficiency.

Keywords: Delegated Investment; Moral Hazard; Market Efficiency

目 录

导 言	1
第一节 选题背景	1
一、代理投资的兴起：国际趋势与中国现状	1
二、投资主体的转变对金融市场的影响：从个人投资者到机构投资者	3
三、代理投资对现代金融理论体系的修正要求：以资产定价为例	5
四、代理投资的道德风险：更值得关注的“后天的有限理性”	7
五、代理投资的道德风险正深刻影响我国的市场运行效率	8
第二节 研究思路和论文结构	9
一、研究视角的选择	9
二、论文的框架结构	11
三、需要特别强调的分析逻辑和观点	14
第三节 论文的理论基础、主要贡献与进一步研究的方向	15
一、论文的理论基础和技术路线	15
二、论文的主要贡献	16
三、值得进一步研究的问题	17
第一章 代理投资对金融市场效率的影响：理论综述	19
第一节 代理投资对资产定价的影响	19
一、代理投资、道德风险与资产泡沫	19
二、代理投资模式下的资产定价模型	20
三、异质信息下最优契约与资产定价的动态模型	21
第二节 代理投资对市场微观结构的影响	22
一、代理投资对市场波动率的影响	22
二、代理人的过度自信对市场波动率的影响	23
三、代理投资对市场交易量和流动性的影响	23
第三节 代理投资对市场信息有效性的影响	24
一、代理投资与市场信息效率	24
二、代理投资与市场定价偏差	25
三、国内相关的研究：一个简要的概述	27
第二章 代理投资的兴起与代理投资的道德风险	29

第一节 代理投资的兴起与机构投资者的优势	29
一、代理投资的盛行：国际发展趋势	29
二、代理投资的兴起：理论解释与历史背景	33
三、机构投资者的优势：信息处理优势与规模经济效应	35
第二节 代理投资的委托代理问题：从基金投资业绩说起	36
一、代理投资的投资业绩：以美国基金业为例	36
二、代理投资的代理问题	40
三、代理投资模式下机构投资者与投资经理的投资行为	42
四、代理投资对金融市场的影响	45
第三章 代理投资对市场信息效率和定价效率的影响	48
第一节 代理投资对市场信息搜集的影响	48
一、金融市场的信息效率与投资经理的信息搜集	48
二、信息搜集激励的基础模型	50
三、投资经理信息搜集的激励问题	51
四、由投资经理信息搜集激励模型所引发的若干思考	54
第二节 代理投资对市场信息反映的影响	55
一、信息反映模型的基本假设	56
二、投资经理的投资策略与风险资产的均衡价格	57
三、DSSW 模型的验证和进一步解释	60
第三节 代理投资对资产定价的影响	61
一、代理投资中盈亏不对称的薪酬激励及风险转嫁问题	61
二、代理投资与资产泡沫的模型分析	63
三、代理投资对定价偏差纠正的影响	65
四、代理投资与资产泡沫：新经济泡沫的反思	67
第四章 代理投资对市场有效性的影响：羊群行为和有限套利	69
第一节 代理投资与羊群行为	69
一、机构投资者的羊群行为：诱发原因与实证研究	70
二、代理投资的薪酬激励和声誉机制	72
三、代理投资、声誉机制和羊群行为	74
四、代理投资、薪酬激励和羊群行为	75
五、机构投资者的羊群行为对市场的影响	78

第二节 代理投资与有限套利	80
一、套利及导致有限套利的制约因素	80
二、代理投资对有限套利的影响	83
三、机构套利者委托代理关系下的有限套利	85
四、机构套利者的有限套利：理论分析和经典案例	86
五、对开放式投资基金模式的反思	89
第三节 代理投资提高市场信息效率的局限性	91
一、有效市场假说及其逐渐弱化的三个假设	91
二、众多市场“异象”对有效市场假说提出质疑	92
三、行为金融学对有效市场假说的三个质疑	94
四、行为金融学的局限与代理投资的道德风险	95
五、代理投资提高市场信息有效性的三个局限性	96
第五章 代理投资及其潜在的道德风险对我国资本市场的影响	99
第一节 我国机构投资者的道德风险行为及其市场影响	99
一、我国机构投资者的发展及其交易行为	99
二、我国机构投资者的道德风险行为	103
三、我国机构投资者道德风险行为的市场影响	109
第二节 基金投资者和基金经理的短期行为及其市场影响	110
一、我国开放式投资基金投资行为的短期化	111
二、导致我国投资基金投资行为短期化的原因	112
三、基金投资者的短期行为导致了我国基金经理的短期行为吗？	115
四、基金投资者和基金经理投资行为的短期化对市场效率的影响	118
五、机构投资者稳定中国股市的再思考	119
第三节 代理人的合谋与市场的企业监控效率损失：由股改“投票门”想起	122
一、机构投资者改进公司治理结构的制约因素	123
二、投资经理和公司经理之间的合谋：以股改“投票门”事件为例	124
三、控制权私人收益、代理人合谋与市场效率损失：模型分析	125
四、对代理监督模式的反思	132
第四节 代理人主导的资本市场：如何从信息有效到经济效率	134
一、投资经理和公司经理主导的资本市场	134
二、资产价格的信息结构：Dow 和 Gorton（1997）的分析	135
三、市场信息有效性的两种均衡	136

四、激励投资经理与公司经理之间的良性互动	137
五、对我国股市效率的反思	138
第六章 代理投资的契约设计和治理机制	140
第一节 代理投资最优契约设计：基本分析框架及理论研究进展	140
一、代理投资的契约设计：基于委托代理理论的基本分析框架	141
二、代理投资治理机制和契约设计的改进：基于模型的若干思考	145
三、代理投资最优契约设计的理论研究进展	148
第二节 基金管理费设计：美国经验与中国实践	150
一、美国共同基金的管理费设计及其演进	150
二、我国证券投资基金的费率结构和业绩报酬设计：演进与缺陷	154
三、我国基金管理费制度设计的改进	157
第三节 加强我国投资基金业的治理机制	160
一、引入大型基金投资者以改善基金内部治理	160
二、引入投票权代理和强化基金托管人的监督职责	165
三、借鉴美国基金治理结构，积极发展公司型基金及独立董事制度	166
四、完善我国证券投资基金业的外部治理和第三方治理	171
参考文献	173
攻读博士学位期间发表的学术论文	187
后 记	188

Contents

Introduction	1
1. About the Topic.....	1
2. Logic and Structure	9
3. Theoretical Basis, Contributions and Further Research.....	15
Chapter 1 Influence of Delegated Investment on Financial Market	
Efficiency: Literature Review	19
1.Delegated Investment’s Influence on Asset Pricing	19
2.Delegated Investment’s Influence on Market Microstructure.....	22
3.Delegated Investment’s Influence on Informational Efficiency.....	24
Chapter 2 The Expansion of Delegated Investment and its Moral	
Hazard	29
1. The Expansion of Delegated Investment and the Advantages of Institutional Investors	29
2.The Agency Problem of Delegated Investment: Starting from the Performance of Fund Investment	36
Chapter 3 Delegated Investment’s Influence on Information Efficiency	
and Pricing Efficiency.....	48
1 Delegated Investment’s Influence on Information Collection	48
2.Delegated Investment’s Influence on Information Reflection	55
3.Delegated Investment’s Influence on Asset Pricing	61
Chapter 4 Delegated Investment’s Influence on Market Efficiency:	
Institutional Herding and Limites to Arbitrage.....	69
1 Delegated Investment and Institutional Herding.....	69
2.Delegated Investment and Limits to Arbitrage	80
3.Limitation of Delegated Investment’s on Improving Market Information Efficiency.....	91
Chapter 5 The Influence of Delegate Investment and its Potential	
Moral Hazard on China’s Capital Market	99
1.Moral Hazard of Institutional Investor in China and its Influence on Market	99
2.Short-termism of Fund Investor and Fund Manger and its Influence on Market.....	110
3.The Collusion of Agency and Loss on Corporate Monitoring Efficiency of	

Market: Reflections on the Voting Scandals of Financial Market in China.	122
4.Capital Market Dominated by Agencies: How to Transfer from Information Efficiency to Economic Efficiency?	134
Chapter 6 Contract Design and Governance Mechanism in Delegated Investment.....	140
1.Optimal Contract Design in Delegated Investment: Basic Analysis Structure and Theoretical Study	140
2.Fund Management Fees Design: Experience from America and Practice in China	150
3.Enforcing the Fund Governance of China.....	160
References	173
Postscript.....	188

厦门大学
博士学位论文
摘要

图表目录

图 0-1 美国家庭参与股市投资的方式.....	1
图 0-2 共同基金占美国家庭金融资产总额的比例.....	2
图 2-1 1970-2004 年间美国股票基金投资收益与市场平均收益的比较	38
图 2-2 资产价格反映信息流程图.....	55
图 4-1 美国开放式基金和封闭式基金的数量及资产规模比较.....	90
图 5-1 我国股票型基金投资集中度变化图.....	101
图 5-2 我国大盘基金平均股票周转率.....	101
图 5-3 我国 2004 年股票型开放式基金的股票换手率.....	112
图 5-4 我国离任基金经理任职时间分布图.....	113
图 5-5 代理监督及其代理成本.....	133
图 5-6 代理人主导的资本市场.....	135
图 6-1 美国共同基金持有费率的演变.....	151
图 6-2 我国基金资产规模及管理费收入情况.....	158
图 6-3 各洲（国）占全球共同基金资产总额的比例.....	167
表 2-1 G7 集团家庭部门资产负债表.....	30
表 2-2 美国股权持有分布情况.....	31
表 2-3 G7 集团机构投资者债权占其本国 GDP 的比例	32
表 2-4 G7 集团银行与机构投资者的中介比例变化.....	32
表 2-5 美国截至 2004 年初投资收益低于 S&P500 指数的大盘股股票基金的比例此	37
表 2-6 美国指数基金投资收益与所有股票基金平均收益的比较.....	37
表 2-7 基金业绩的非可持续性.....	39
表 2-8 1945-2004 年间美国共同基金股票投资换手率的变化.....	44
表 4-1 羊群行为的分类及其代表性文献.....	71
表 4-2 美国机构投资者羊群行为的实证研究结果.....	72

表 4-3 三个经典案例中套利者所面临的风险.....	88
表 5-1 中国 1998 年-2005 年各年基金募集设立情况.....	97
表 5-2 2004 年 4 季度末我国基金核心重仓股.....	100
表 5-3 我国开放式基金与封闭式基金持有公司的特征比较.....	104
表 5-4 美国基金投资者的年赎回率和股票型基金的换手率 (1945-2004)	115
表 6-1 美国各类型基金的持有费用比较.....	151
表 6-2 基金景阳与基金汉鼎 2002 年管理费提取情况比较.....	156
表 6-3 1993 年至 2002 年美国各类基金的管理费率及换手率比较.....	157
表 6-4 美国公司型共同基金董事会结构及独立董事情况.....	169

厦门大学博硕士学位论文摘要

厦门大学博硕士学位论文摘要库

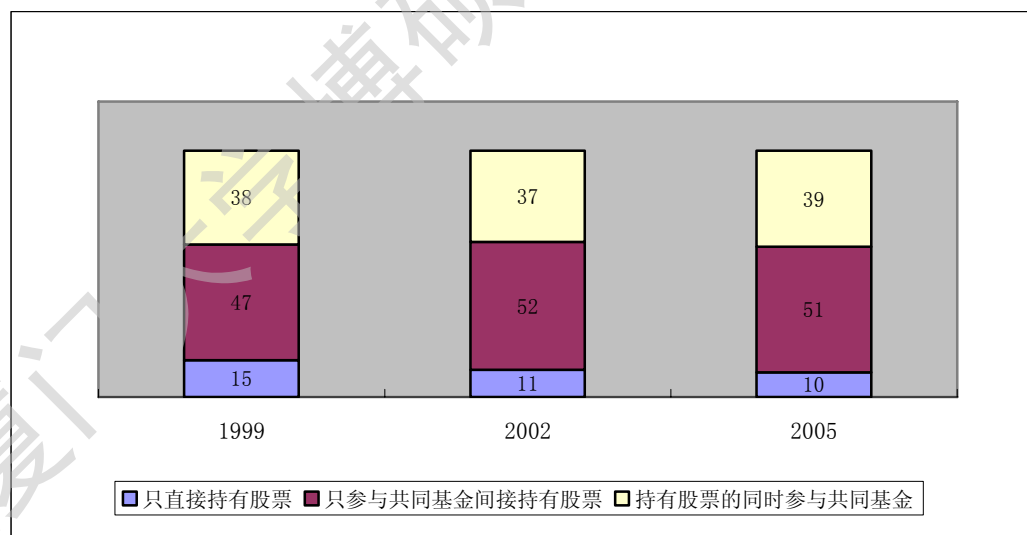
导言

第一节 选题背景

一、代理投资的兴起：国际趋势与中国现状

20 世纪 70 年代以来，机构投资者迅速崛起，并逐渐成为金融市场投资的主导力量^①。越来越多的家庭通过共同基金、养老基金和保险公司等机构投资者的代理投资（Delegated Investment）间接地参与金融市场。根据美国投资公司协会（Investment Company Institute，简称 ICI）2005 年的一份调查报告显示，2005 年只有 10% 的参与股市投资的美国家庭自己直接购买股票，而高达 51% 的参与股市投资的美国家庭只通过购买共同基金的形式间接参与金融市场的投资，剩余的 39% 的家庭在直接购买股票的同时也参与共同基金投资（参见图 0-1）。

图 0-1 美国家庭参与股市投资的方式（单位：%）



资料来源：Investment Company Institute, Equity Ownership in America, 2005, www.ici.org

在美国，共同基金在家庭金融资产总额中所占的比重也是逐年上升，已由 1990 年的 6.8% 上升到 2004 年的 19.5%（参见图 0-2）。除了共同基金外，2004 年美国

^① 根据李季和王宇（2002）的界定，机构投资者可以定义为特殊的金融机构，代表中小投资者管理他们的金融资产，在可接受的风险范围内，使收益最大化，以及到期收回债权。

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