

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 27720071152255

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

噪声交易者风险存在性与补偿性：
基于中国封闭式基金市场的实证分析

Existence and Pricing of Noise Trader Risk:
Empirical Analysis of Closed-end Fund Market in China

王 建 军

指导教师姓名: 任宇 助理教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2010年4月

论文答辩时间: 2010年5月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010年4月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

噪声交易能够增加资产的流动性，但是噪声交易过度会造成资产价格的过分波动。如果一个金融市场中的噪声交易泛滥，那么该金融市场中的投资者在投资交易时将可能面临一种新的风险，即噪声交易者风险。本文以中国封闭式基金市场为研究对象，探讨了这种新风险在中国金融市场的存在性和补偿性。统计数据显示，在2002年前中国封闭式基金持有人以个人投资者为主，在2002年后机构投资者迅速成为新的主要持有人，而且沪市和深市封闭式基金市场的换手率、贴水率和持有人结构都存在一定的差异。因此本文在实证分析时把封闭式基金市场分为四部分，1999年1月至2001年12月的沪市和深市封闭式基金市场，以及2003年1月至2009年8月的沪市和深市封闭式基金市场。为了分析噪声交易者风险的存在性，本文先引用GJR-GARCH(1,1)-M模型检验了封闭式基金市场是否支持时变理性假说，然后利用封闭式基金样本检验了基金价格的过度波动现象和均值回归效应。两个实证结果显示，第一，虽然两个时间段的封闭式基金持有人结构有显著的差别，但是两个时间段的封闭式基金市场都存在噪声交易者风险；第二，2003年1月至2009年8月的沪深封闭式基金价格的过度波动现象比1999年1月至2001年12月更为显著，这意味着机构投资者可能存在非理性交易行为；第三，同一时间段的沪市和深市封闭式基金市场的检验结果无明显差异。在实证分析的最后部分，基于风险补偿与收益率之间的关系，本文探讨了噪声交易者风险的定价问题。结果显示，两个时间段的沪深两市封闭式基金市场的投资者没有因为承受噪声交易者风险而获得相应的风险补偿。

关键词：噪声交易；封闭式基金；GJR-GARCH-M

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Noise Trade increases the liquidity of financial assets, and also the volatility of assets' price. Theoretically, under some conditions, Noise trade will create a new risk in financial market. The risk is called noise trader risk. In this thesis, existence and pricing of the risk are discussed with closed-end fund market in China. The data shows that the individual-holding ratio, exchange ratio and discount ratio of closed-end fund are significantly different between the period from 1999.1 to 2001.12 and the period from 2003.1 to 2009.8, and the three ratios also different between closed-end fund in Shanghai stock market and in Shenzhen stock market. Hence, the data of closed-end fund used in the thesis is divided into four parts. The four parts are the data of closed-end fund in Shanghai stock market and in Shenzhen stock market from 1999.1 to 2001.12, and the data of closed-end fund in Shanghai stock market and in Shenzhen stock market from 2003.1 to 2009.8. As for the discussion about the existence of noise trader risk, the model GJR-GARCH(1,1)-M is used to test the time-varying rational expectation in four closed-end fund market, the testing of excess volatility and mean reversion of price too is used during the discussion. The results are as follows: first, there is noise trader risk in four closed-end fund markets; second, there is more excess volatility in the closed-end fund market from 2003.1 to 2009.8 than the period from 1999.1 to 2001.12, which means that institute investors are possible to do irrational trades; third, no significant difference is found between the closed-end fund in Shanghai stock market and in Shenzhen stock market in the same period. In the last part of empirical analysis, based on the relationship between risk and return, pricing of noise trader risk is discussed. The result implies that noise trader risk is not priced in the four Chinese closed-end fund markets.

Key Words: Noise Trade; Closed-end Fund; GJR-GARCH-M

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 引言	1
1.1 研究背景、目的和意义.....	1
1.2 研究对象	3
1.3 研究方法和内容	4
第二章 文献综述	7
第三章 噪声交易者风险存在性的实证分析	11
3.1 噪声交易与金融市场	11
3.1.1 噪声交易者风险存在的关键条件分析	11
3.1.2 噪声交易与资产价格	13
3.2 噪声交易者风险存在性检验.....	14
3.2.1 封闭式基金市场的时变理性假说检验	14
3.2.2 噪声交易与过度波动和均值回归.....	28
3.3 实证检验小结	35
第四章 噪声交易者风险定价分析	39
第五章 结论	43
参考文献	45
附录 A 附表	49

附录 B GJR-GARCH(1,1)-M模型约束推导 59

致谢 63

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

1 Introduction	1
1.1 Background and implication	1
1.2 Research object	3
1.3 Framework	4
2 Literature review	7
3 Empirical analysis: existence of noise trader risk	11
3.1 Noise trade and financial market	11
3.1.1 Four keys for existence of noise trader risk	11
3.1.2 Noise trade and capital price	13
3.2 Existence test for noise trader risk	14
3.2.1 Time-varying rational expectation test	14
3.2.2 Noise trade and excess volatility with mean reversion	28
3.3 Summary for the empirical analyses	35
4 Empirical analysis: pricing of noise trader risk	39
5 Conclusion	43
Reference	45
Appendix A Tables	49
Appendix B Derivation of constraint in GJR-GARCH(1,1)-M model	59
Acknowledgements	63

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 引言

1.1 研究背景、目的和意义

在日常生活当中，人们经常遭受“噪声”的侵扰，以致于不能很好的休息和工作。同样，当投资者们想在金融市场进行投资交易的时候，也面临“噪声”干扰的问题。很显然，投资者们涉及的“噪声”与日常生活中的“噪声”是不同的。

那么，什么是股票市场中的“噪声”？这种“噪声”又是如何影响人们的投资交易决策的呢？

众所周知，投资者的投资交易是以获利为最终目的。金融市场的收益率与商业银行提供的存款利率相比显得更高一些，当然也面临更高的风险。为了谋求丰厚的回报，许多投资者愿意承担一定的风险而投资金融市场。然而投资金融市场以图可观的收益并不容易，投资者们为此须要很好地把握国内外宏观政治经济及金融市场动态，也须要对自己所选择的投资目标有比较深的了解，比如对于股票而言，包括股票对应的公司的背景、过去财务状况、主营业务的前景等等。所有这些所谓的把握和了解归根到底是为自己的投资交易决策寻找依据和支撑。这里就出现问题了，这种把握和了解与现实(即金融学上所谓的基本面信息)相符吗？经济学家为了回答这一问题，提出了“噪声”(Noise)这么一个概念，以便描述这种与基本面信息不相符的，投资者却认为能够反映基本面信息而作为投资交易决策依据的“把握和了解”，把“信息”(Information)当作“噪声”的对立面，描述这种与现实相符的“把握和了解”(Black(1986))，用“噪声交易者”描述以“噪声”作为投资决策依据的投资者，用“噪声交易”描述噪声交易者参与的交易。由于“噪声”不能反映“资产”的基本面信息，因此投资者在“噪声”的影响下，会过度地估高或估低资产价格，从而影响自己做出正确的投资交易决策。

无论是哪个投资者，都希望自己得到的是“信息”，而不是“噪声”，以便为自己的投资交易提供可靠的决策依据。然而实际情况是，要想获得所谓的“信息”，并非轻而易举。投资者为此得支付成本，包括时间、人力、物力(主要是资金)等。

部分投资者由于投资分析技术不够成熟，对消息的处理能力有限，同时又

缺乏搜集“信息”的渠道，再加上向咨询机构购买信息比较昂贵，因此基本上没有足够的实力获得“信息”，不能很好地排除“噪声”的干扰。

另一部分投资者有些特殊，这类投资者知道“信息”，但是他们为了掩盖自己真实的交易意图和交易量，采取“噪声交易”策略，实现自己投机和操纵市场的目的(Vitale(2000))。

心理学的研究进展表明，人类的理性是有限的，人们往往在现实生活中不依照贝叶斯法则进行决策。贝叶斯法则是概率统计中应用所观察到的现象对有关概率分布的主观判断(即先验概率)进行修正的标准方法。行为经济学家发现，人们在决策过程中会给予最近发生的事件和最新的经验以更多的权值，在决策和做出判断时过分看重近期的事件。面对复杂而笼统的问题，人们往往走捷径，依据可能性而不是根据概率来决策。这种与贝叶斯法则的系统性偏离称为“偏差”。由于心理上这种偏差的存在，投资者在做决策时并非绝对理性，这就为噪声交易的存在提供了心理学方面的基础(贺学会(2003))。

可以这样认为，非理性交易为噪声交易，而噪声交易未必为非理性交易。

无论是国内还是国外，股票市场中存在噪声交易已经得到广泛的共识。噪声交易在学术界也承担着越来越重要的角色，自Kyle Albert(1985)以后，噪声交易成为以研究交易行为为核心的市场微观理论的一块基石；它能够合理的解释某些金融市场异象，比如股票价格相对于单位内在价值的异常波动和正反馈效应(De Long等(1990a); Shleifer 等(1990))，封闭式基金折价之谜(De Long等(1990b); Lee等(1991))。另外噪声交易理论也是行为金融的重要组成部分。

噪声交易的存在能够增加资产的流动性，因而有其积极的一面，但是过多的噪声交易会造成资产价格更大程度的波动，导致市场运行效率降低，不利于金融市场的稳定，金融市场应有的价值发现和资本合理配置功能也将因此大打折扣。(Black(1986))把噪声交易对金融市场的影响精简地表述为“噪声使金融市场成为可能，但也会使它变得不再完美”。

中国的金融市场是一个皆有新兴和转轨特征的金融市场。单单就股票市场而言，个体投资者占的比重甚大。截止2009年5月底，个人股票账户累计达67,893,708户，约占总户数的99.5%，而机构股票账户仅322,789户，仅占总户数0.5%。^① 机构投资者人际关系广，背后有一支专业的投资队伍，因而在

^① 数据来源于上海证券交易所《上证统计月报》(2009年05月刊)。网址：<http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/yjcb/sztjyb.shtml>

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