

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 34020051301037

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国证券投资基金正反馈交易行为及其对
股票收益动量影响的实证研究

The Empirical Study on the Positive-Feedback Trading of
Security Funds and its Impact on Stock Return Momentum
in China Stock Market

李 雪 娜

指导教师姓名: 陈 国 进 教 授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2 0 0 8 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，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

摘要

证券投资基金作为我国证券市场最大的机构投资者，其正反馈交易行为一直是学界研究的热点。目前对我国证券投资基金正反馈交易行为的研究主要集中在基金正反馈交易行为的存在性、正反馈交易行为对基金业绩的影响、以及基金正反馈交易行为对市场的影响三个方面。这些研究主要从两个角度展开，一是单只基金对所持股票的正反馈交易；二是整体基金对所有持股的正反馈交易。这些研究在分析基金的正反馈交易行为时，没有充分考虑股票受到正反馈交易程度的异质性。事实上，基金很可能对股票区别对待，采取不同强度的正反馈交易行为，因此本文从整体基金对单只股票的正反馈交易的新角度进行研究。

利用Shu(2007)提出的正反馈交易行为衡量指标和研究方法，本文首次系统地从事整体基金对单只股票的正反馈交易的角度，研究中国整体证券投资基金的正反馈交易行为，并且全面地检验基金正反馈交易行为对股票收益动量的影响。这一研究有助于我们了解中国证券投资基金是否具有影响股票收益的能力，了解基金的正反馈交易行为是否会增加股票价格波动，这种波动是否在某种程度上增强了股票收益的动量。最后，本文对证券投资基金的正反馈交易行为是否提高或降低股票市场的效率进行初步探讨，这一初步探讨可以让我们了解中国证券投资基金是否如人们所期望的能够稳定市场，提高股票市场的效率，有着重要的现实意义。

本文以2002年第一季度至2007年第二季度中国证券投资基金重仓持有的股票为研究对象，进行实证分析。发现，整体证券投资基金对不同股票采取不同强度的正反馈交易行为；整体证券投资基金对所有股票平均来看采取显著的正反馈交易行为；证券投资基金在熊市的正反馈交易行为比牛市时更为强烈；证券投资基金倾向于对小规模、低账面市值比的股票进行正反馈交易；证券投资基金正反馈交易行为会显著增强股票收益动量，并且基金正反馈交易行为降低了股票市场的效率。

关键词：正反馈交易；收益动量

Abstract

Security funds are the largest institutional investors in China stock market. The positive-feedback trading of security funds has always been a heated topic in academic research. Up to now, the studies on China security funds' positive-feedback trading are concentrated on three main fields, the existence of positive-feedback trading, the impact of security funds' positive-feedback trading on funds' performance and the influence of security funds' positive-feedback trading on stock market. These researches are mainly conducted from two perspectives, the first one is to focus on the behavior of individual fund and the second one is to study security funds in aggregate. These researches treat stocks as homogeneous group. However, security funds may treat different stocks with different degree of positive-feedback trading.

Based on the positive-feedback trading measure and methodology proposed by Shu(2007), we analyze comprehensively the positive-feedback trading of security funds across individual stock and study the impact of security funds' positive-feedback trading on stock return momentum in China stock market for the first time. This research helps us understand the role of security funds in China; especially whether security funds have the power of intensifying the stock return momentum. Finally, discussion on the impact of security funds' positive-feedback trading on stock market efficiency promotes us to know whether institutions are capable of improving market efficiency while engaging in momentum trading.

In this paper, we choose stocks which are heavily held by security funds from the first quarter of 2002 to the second quarter of 2007 in China stock market as our sample and empirically analyze positive-feedback trading of security funds towards individual stock. We find security funds in aggregate indeed take positive-feedback trading in different degree towards different stocks and have more serious positive-feedback trading in bear market than in bull market. Finally, the positive-feedback trading of security funds in aggregate intensifies the stock return momentum, which hampers the efficiency of security market.

Key Words: Positive-Feedback Trading; Return Momentum.

目录

第一章 引言	1
第一节 研究的背景和意义	1
第二节 研究的问题	3
第三节 研究的创新点	4
第四节 研究的框架和主要内容	4
第二章 正反馈交易行为的概述	5
第一节 正反馈交易行为的概念	5
第二节 正反馈交易行为的心理学基础	5
第三节 正反馈交易行为的形成机制	6
第四节 对机构投资者正反馈交易行为的各种解释	7
第三章 机构投资者正反馈交易行为的相关研究	9
第一节 国外相关研究	9
第二节 对国外相关研究的评述	14
第三节 国内相关研究	14
第四节 对国内相关研究的评述	19
第四章 中国证券投资基金正反馈交易行为的实证分析	20
第一节 整体证券投资基金正反馈交易行为指标的构造	20
第二节 研究思路和方法	23
第三节 数据	24
第四节 实证分析的结果	25
第五节 进一步检验证券投资基金正反馈交易行为与股票特征的关系	28
第五章 机构投资者正反馈交易行为对股票收益动量的影响	32
第一节 机构投资者正反馈交易与股票收益	32
第二节 中国证券投资基金正反馈交易对股票收益动量影响的实证检验	34
第三节 初步探讨证券投资基金正反馈交易行为对市场效率的影响	43
第六章 研究结论	46

第一节 研究的主要结论.....	46
第二节 政策建议.....	47
第三节 研究的不足之处.....	47
参考文献.....	49
致谢.....	52

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter One	Introduction	1
Section One	Background and Purport	1
Section Two	Questions Discussed in this Paper	3
Section Three	Innovation	4
Section Four	Framework and Main Content	4
Chapter Two	Summary of Positive-Feedback Trading	5
Section One	The Concept of Positive-Feedback Trading	5
Section Two	The Psychological Basis of Positive-Feedback Trading	5
Section Three	The Formation Mechanism of Positive-Feedback Trading	6
Section Four	The Explanations of Institutional Positive-Feedback Trading	7
Chapter Three	Research on Institutional Positive-Feedback Trading	9
Section One	Foreign Research	9
Section Two	Summary of Relevant Foreign Research	14
Section Three	Domestic Research	14
Section Four	Summary of Relevant Domestic Research	19
Chapter Four	Empirical Study on the Positive-Feedback Trading of Security Funds in China	20
Section One	The Construction of Positive-Feedback Trading Measure	20
Section Two	Methodology	23
Section Three	Data	24
Section Four	Results of Empirical Study	25
Section Five	Empirical Study on the Relationship between Security Funds' Positive-Feedback Trading and Stock Characteristics	28
Chapter Five	The Impact of Institutional Positive-Feedback Trading on Stock Return Momentum	32

Section One Institutional Positive-Feedback Trading and Stock Return ...	32
Section Two Empirical Study.....	34
Section Three The Impact of Institutional Positive-Feedback Trading on Market Efficiency.....	43
Chapter Six Conclusion.....	46
Section One Main Conclusion	46
Section Two Proposal for China Stock Market	47
Section Three Shortages	47
References.....	49
Acknowledgement.....	52

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

第一章 引言

第一节 研究的背景和意义

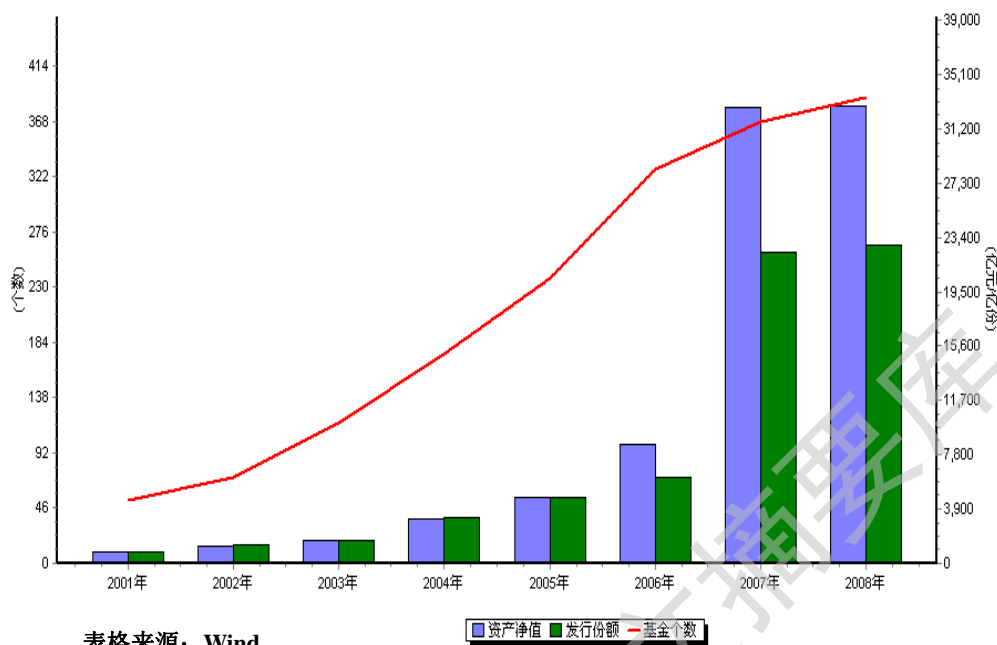
在证券市场发展初期,市场参与者主要是个人投资者^①。上世纪 70 年代以来,西方各国证券市场出现了证券投资机构化的趋势,机构投资者^②逐渐发展壮大,扮演着越来越重要的角色。中国资本市场自 2001 年开始超常规发展机构投资者以来,机构投资者的数量以及在资本市场中的比重都迅速增加,至今已经成为证券市场一支非常重要的力量。机构投资者持有股票占A股流通市值的比重由 2003 年的 4.61%上升至 2007 年的 44%,在由全国社保基金理事会主办的“2008 年养老金国际研讨会”上,中国证监会副主席姚刚在发表主题演讲时表示,目前各类机构投资者持股比重已占A股流通市值近 50%,作为资本市场重要参与者,机构投资者在改善投资主体结构,稳定市场,活跃交易,推进公司治理乃至促进金融体系竞争与效率等方面都起到了举足轻重的作用^[1]。

机构投资者主要包括证券投资基金、社会保障基金、保险资金、企业年金、QFII 等。截至 2007 年底,我国已有基金公司 59 家,管理基金 346 只,资产管理规模为 22339 亿份,基金净值为 32762 亿元,基金持股市值占流通市值的比重达到 28%;保险资金、社保基金、企业年金持股市值约占流通市值的 3.34%^[1]。截至 2008 年 1 月底,我国已经有 52 家境外金融机构获批 QFII 资格,核准外汇额度 99.95 亿美元,QFII 持股市值占股票流通市值的比重约为 1.7%^[1]。证券投资基金已成为我国机构投资者的主要力量,是具有代表性的机构投资者。

证券投资基金作为我国机构投资者的主力军,在近年取得了巨大发展。图 1.1 描述了 2001 年以来中国证券投资基金发展的概况。2001 年中国资本市场上共有 53 只基金,到 2008 年中国资本市场上已经有 388 只基金。与此同时,基金资产净值也从 818.0259 亿元增长到 32825.6868 亿元,基金份额从 803.9897 亿份增长到 22876.6721 亿份。

^① 个人投资者是指以自然人身份从事有价证券买卖的投资者。

^② 机构投资者是指符合法律法规规定可以投资证券投资基金的注册登记或经政府有关部门批准设立的机构。



表格来源: Wind

图 1.1: 中国证券投资基金发展概况

基金的正反馈交易行为^③一直是学界研究的热点，一方面因为人们关注正反馈交易行为是否有助于提升基金业绩，另一方面因为基金的大笔交易可能直接导致股价波动，给股票市场带来巨大影响。目前，对证券投资基金正反馈交易行为的研究主要其中在正反馈交易行为的存在性，正反馈交易行为对基金业绩的影响，以及正反馈交易行为对市场的影响三个方面。现有国内研究主要采用Grinblatt, Titman和Wermers(1995)^[2]构建的基金动量交易行为衡量指标，或在其基础上改进的Badrinath和Wahal(2002)^[3]提出的基金动量交易行为衡量指标分析基金是否采取动量交易行为（即正反馈交易行为）。这类研究主要分析每家基金的动量交易行为，以及这类交易是否有利于基金提升业绩。如，游智贤和姚瑜忠(2000)^[4]，方军雄(2002)^[5]，徐妍、林捷和裘孝锋(2002)^[6]，黄静和高飞(2005)^[7]，谢赤、禹湘和周晖(2006)^[8]，徐捷和肖峻(2006)^[9]等。还有部分学者把证券投资基金视为一个整体，采用Lakonishok, Shleifer和Vishny(1992)^[10]的方法研究基金是否对股票采取正反馈交易行为。如施东晖(2001)^[11]，张羽和李黎(2005)^[12]等。这些研究主要从两个角度展开，一是单只基金对所持股票的正反馈交易；二是整体基金对所有持股的正反馈交易。这些研究在分析基金的正反馈交易行为时，没有充分考虑股

^③ 正反馈交易是指投资者在当期买入过去表现好的股票，卖出过去表现不好的股票。正反馈交易行为也叫做动量交易或惯性交易。

票受到正反馈交易程度的异质性。

事实上，基金很可能对股票区别对待，采取不同强度的正反馈交易行为。利用Shu(2007)^[13]提出的正反馈交易行为衡量指标和研究方法，本文首次系统地从整体基金对单只股票的正反馈交易的角度，研究中国整体证券投资基金的正反馈交易行为，并且分析了证券投资基金的正反馈交易行为对股票收益动量的影响。目前，还没有文献系统研究在中国股票市场证券投资基金的正反馈交易行为是否会增强股票收益动量。对这一问题进行研究，具有重要意义。这一研究有助于我们检验中国证券投资基金是否具有影响股票收益的能力，中国证券投资基金的正反馈交易行为是否会增加股票价格波动，这种波动是否在某种程度上增强了股票收益的动量。最后，我们初步探讨证券投资基金的正反馈交易行为是否提高或降低股票市场的效率，这一初步探讨可以让我们了解中国证券投资基金是否如人们所期望的能够稳定市场，提高股票市场的效率，有着重要的现实意义。

第二节 研究的问题

首先，本文将采用Shu(2007)^[13]构建的正反馈交易行为衡量指标和研究方法，判断在中国股票市场上整体证券投资基金在研究期间对某只股票是否采取了正反馈交易行为。我们将分别检验以下几个研究假设：整体证券投资基金对不同股票采取不同强度的正反馈交易行为；在整个研究区间，整体证券投资基金对所有股票平均来看采取正反馈交易行为；在整个研究区间，整体证券投资基金对股票采取的反馈交易行为在时间上具有持续性；在整个研究区间，整体证券投资基金对所有股票平均来看更倾向于根据股票的近期表现来采取正反馈交易行为。

如果实证分析的结果表明：整体证券投资基金在研究期间内对不同股票会采取不同强度的正反馈交易行为。那么，整体证券投资基金倾向于对具有何种特征的股票采取正反馈交易行为呢？下面，我们对这个问题进行研究。我们研究的股票特征主要包括流动性（代理变量为Size, Turnover）、风险性（代理变量为股票收益波动率（Return Volatility））、账面市值比（ $(B/M)_{i,t}$ ）、股票的过去收益（Past Return）。

接下来，本文利用Shu(2007)^[13]的研究方法分别控制股票规模、账面市值比和换手率因素，分析整体证券投资基金的正反馈交易行为是否会增强股票收益的

动量，并且利用Fama三因素回归、ResMT、MTWO指标对研究结果进行稳健性检验。

最后，初步探讨整体证券投资基金的正反馈交易行为究竟是提高股票市场的效率，还是降低股票市场的效率。

第三节 研究的创新点

首先，本文利用 Shu(2007)^[13]构建的正反馈交易行为衡量指标首次系统分析中国整体证券投资基金对单只股票的正反馈交易行为，并且比较证券投资基金在熊市和牛市中正反馈交易行为强度的不同。

其次，以前对证券投资基金正反馈交易行为与股票特征的关系的研究，主要分析股票规模和股票过去收益两个股票特征，本文对证券投资基金正反馈交易行为与股票特征的关系进行更全面的分析，考虑更多的股票特征。

最后，利用 Shu(2007)^[13]的研究方法，本文全面地检验了中国证券投资基金正反馈交易行为对股票收益动量的影响和初步探讨了证券投资基金正反馈交易行为对股票市场效率的影响。

第四节 研究的框架和主要内容

本文分为六章，第一章为引言，提出了研究的背景和意义、研究的问题以及研究的创新之处；第二章对正反馈交易行为进行概述，介绍了正反馈交易行为的概念、心理学基础、形成机制，以及对机构投资者采用正反馈交易行为的各种解释；第三章对机构投资者正反馈交易行为的国内外相关文献分类进行了回顾；第四章对中国证券投资基金的正反馈交易行为进行实证检验；第五章就证券投资基金正反馈交易行为对股票收益动量的影响进行实证分析，并且初步探讨证券投资基金正反馈交易行为对股市效率的影响；第六章给出研究的主要结论、政策建议以及本研究的不足之处。

第二章 正反馈交易行为的概述

第一节 正反馈交易行为的概念

Delong, Shleifer, Summers 和 Waldmann(1990)^[14]将正反馈交易(Positive-Feedback Trading)定义如下:投资者在股价上涨时买入股票,股价下跌时卖出股票。并且在股价上涨越多时,投资者买入的股票也越多;在股价下跌越多时,投资者卖出的该股票也越多。Lakonishok, Shleifer 和 Vishny(1992)^[10]将正反馈交易定义为,买入过去表现好的股票卖出表现不好的股票(Buying Past Winners and Selling Past Losers)。正反馈交易行为也称为动量交易行为(Momentum Trading)^[3]、惯性交易行为^[15]。投资者基于股票过去一段时间的表现进行正反馈交易时,这个一段时间可长可短,可以是一天、一周,也可以是半年、一年。一般来说,投资者更倾向于根据股票较近期的表现来进行正反馈交易。因为采取正反馈交易行为的投资者关注股票的历史价格,而不是股票的基础价值和信息,正反馈交易者在本质上属于噪声交易(Noise Trader)^[14]。

正反馈交易行为是证券市场上一种普遍存在的投资行为。Andreassen和Kraus(1988)通过金融试验证明投资者经常会追逐价格变动趋势采取正反馈交易行为^④。Shiller(1988)^[16]在美国1987年股市崩溃后对投资者进行调查,发现许多投资者把股价下跌作为他们卖出股票的原因。谭中明和李庆尊(2005)^[17]认为散户投资者一般通过近期股价的走势来判断将来股价的走势,这就直接导致了散户投资者在牛市中持过分乐观情绪,而在熊市在持过分悲观情绪,具体反应到其投资行为中,就是散户投资者大多数是在进行一个正反馈交易,即追涨杀跌。

第二节 正反馈交易行为的心理学基础

正反馈交易行为得到了认知心理学研究成果的支持。李诗林(2005)^[18]指出人们在做出决策时,经常依靠代表性直觉(Representativeness Heuristic)即通过在过去所经历的情景中搜寻最接近的情景来预测未来,而并不仔细考虑与这种情景相匹配的可能性。同样地,人们在预期股票的未来价格时,倾向于选择那些明显

^④ 转引自《行为金融与证券投资行为分析》(李诗林 著)第六章第三节,153页。

的股价形态，例如异乎寻常的、持续的价格趋势，从而形成了正反馈交易行为的动力，即使从基本面来分析时，股价出现这种运动趋势的可能性很少见。

Daniel, Hirshleifer 和 Subramanyam(1998)^[19]的研究认为自我归因偏差(Biased Self-attribution)的心理规律也会导致正反馈行为。自我归因偏差是指人们把成功的事件归因于自己的能力，把失败的事件归因于坏运气和他人的阴谋。当人们存在自我归因偏差心理时，会产生过度自信，相信股价会继续上涨，从而采取正反馈交易行为。杨春鹏、吴冲锋(2005)^[20]的研究发现，投资者对价格变化信息的过度自信心理可以产生正反馈交易，具体来说，由于投资者对股票价格上涨信息的准确度存在过度自信，会导致投资者对这一股票的购买，从而正反馈交易行为产生。他们还发现对私有信息的过度自信和自我归因心理偏差也会导致正反馈交易行为。当投资者对私有信息过度自信时，会争相购买此股票，随着过度自信投资者对这一证券的购买，会使得这一股票的价格提高，如果投资者对此价格上涨产生过度自信，也会进行正反馈交易。

第三节 正反馈交易行为的形成机制

在现实投资活动中，存在很多导致投资者采取正反馈交易行为的因素。李诗林在其著作《行为金融与证券投资行为》中对这些因素进行了概括和总结，这些因素主要包括：羊群交易行为；采用外推预期方法进行组合选择的策略；止损交易指令的运用；采用保证金交易的投资（当价格下跌到一定程度时不得不关闭所持头寸）；采用类似“投资组合保险”的动态交易策略时，当投资组合价值下跌到一定阈值时，立即卖出证券；财富效应；金融市场上存在大量根本不分析任何基础资料，完全依靠图表技术分析确定交易策略的投资者，他们追循股票价格趋势^[18]。

羊群行为(Herd Behavior)是金融市场上普遍存在的一种非理性行为，它是指投资者在信息不确定的情况下盲目模仿他人的投资行为进行投资^[26]。当股价上涨时，各种传闻和媒体信息消除了人们对价格继续上涨的怀疑，人们跟风买入股票，形成了正反馈交易行为。外推预期方法是根据经济指标上一阶段的变化趋势进行外推预测下一阶段的经济指标，很常见的一种形式就是正反馈交易。止损交易指令和采用保证金交易的投资，会在股价下跌到一定程度时自动卖出股票，

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