

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 32120121150560

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

机构投资者博彩吗?

——来自持股偏好和基金业绩的证据

Are Institutional Investors Gambling?

——Evidence from Stock-holding Preference and  
Fund Performance

李媛媛

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2015 年 04 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

“以小博大”的博彩心理在人们心中根深蒂固，博彩行为也一直伴随着人类社会的发展。这种对小概率事件过度追逐的行为有悖于传统的风险规避经济学假设及期望效用函数理论。在投资决策中，决策者往往表现出对正偏性资产的偏好。鉴于此，关于博彩动机和市场赌博色彩的研究也就成为众多资本市场异象研究的切入点，更是近年来行为金融研究的热点。

我国股市 20 多年的成长中伴随着较强的投机与泡沫，加之我国博彩文化浓厚，股市似乎提供了一份天然的“试验田”，诸如“消灭低价股”、“概念炒作”等投机性事件频发，许多投资者寄望于快买快卖，以小博大，此类投机心理为整体资本市场的健康发展带来了隐患。这种非理性投资行为是出于怎样的动机？具有博彩特征的彩票类股票收益又有何特点？同时，近年来我国机构投资者发展迅猛，作为更专业的投资者，它们对于整体市场投资风格有着举足轻重的影响，而它们对于彩票类股票采取了规避还是参与的态度？长期持有彩票类股票又为各类机构投资者（如开放式基金）带来怎样的业绩影响？这些都是本文研究的核心问题。

本文利用 2003 年至 2014 年间中国沪深两市 A 股上市公司的日交易数据，以半年为度量区间，定义低股价、高特质偏度、高特质波动率的股票为彩票类股票，结合机构投资者半年度、年度持股报告中披露的数据，从个股被机构投资者持有及开放式基金长期持有（超过半年）的彩票类股票份额两个角度，实证研究了机构投资者对彩票类股票的持股偏好以及长期持有彩票股对其业绩影响，探析我国机构投资者的博彩偏好。研究发现：（1）我国股票市场中，彩票类股票当期超额收益率高于非彩票类股票，但长期来看收益优势不再显著；（2）与非彩票类股票相比，机构投资者较少倾向持有彩票类股票，表现的较为理性，在各类投资者中，券商的投机性相对较强；（3）长期持有彩票类股票显著降低了基金业绩，这对于基金经理遵循理性、稳健的投资原则提供了新的实证支持。

**关键词：**彩票类股票；机构投资者；持股偏好

## Abstract

Gambling and speculation play an important role in financial markets. This excessive preference for small probability event goes against the economic assumption of “risk aversion” and the expected utility function. Researches on how gambling affects stock markets have become an entry point to explain anomalies in capital market, and it has become a hot issue in behavioral finance as well.

During the past 20 years, China’s stock market has achieved great development with wild speculation and severe bubble. As gambling attains wider acceptability in China society and the stock market affords a natural test field. Speculative acts like eliminating penny stocks, boasting concept stocks, appear frequently on recent times. Many investors want to bid at low and ask at high or short swing trading. This phenomenon presents a strong preference for gambling in the market. What are the motives behind it? What characteristics does lottery-type stocks’ return show? Institutional investors develop fast in China recently. As professional investors, they play a decisive role on stock market. The primary objective of the study is to investigate whether institutional investors prefer to hold lottery-type stocks or not, and how lottery-type stocks affect their performance.

By using the daily trade data of China A-share listed companies from 2003 to 2014, regarding half a year as the time-lag, defining low price, high idiosyncratic skewness, and high idiosyncratic volatility as characteristics of lottery-type stocks, and based on the every six month’s stock holding data of institutional investors, the paper has conducted investigation on whether they have preference for lottery-type stocks. Based on that, the paper has analyzed how the participation in lottery-type stocks affects the performance of fund.

The conclusions are as follows, first, the current returns of lottery-type stocks are higher than non-lottery type, but the long term return advantage is not significant. Second, institutional investors hold less lottery-type stocks than non-lottery type, which indicates that they are more rational on gambling. Further, holding lottery-type



stocks long time significantly reduces the performance of fund which provides new support for fund managers to follow the principles of rational investment.

**Key Words:** Lottery-type Stock; Institutional Investor; Stock-holding Preference

厦门大学博硕士论文摘要库



## 目 录

<b>第一章 绪论 .....</b>	<b>1</b>
1.1 选题背景 .....	1
1.2 选题意义 .....	3
1.3 研究方法与内容 .....	4
1.3.1 研究方法 .....	4
1.3.2 结构设计 .....	6
1.4 研究贡献 .....	7
<b>第二章 文献回顾 .....</b>	<b>9</b>
2.1 博彩偏好的行为金融解释 .....	9
2.1.1 前景理论 .....	10
2.1.2 基于前景理论的其他解释 .....	11
2.2 博彩型资产收益特征 .....	13
2.3 机构投资者持股偏好及投资行为特征 .....	15
2.3.1 机构投资者持股偏好 .....	16
2.3.2 异质机构投资者持股偏好 .....	18
2.3.3 机构投资者的投机动机 .....	18
2.3.4 机构投资者的博彩偏好 .....	20
<b>第三章 理论分析和研究设计 .....</b>	<b>21</b>
3.1 理论分析 .....	21
3.1.1 彩票类股票收益特征分析 .....	21
3.1.2 机构投资者博彩偏好分析 .....	21
3.1.3 基金持有彩票类股票对其业绩影响分析 .....	22
3.2 关键变量定义 .....	23
3.2.1 彩票类股票定义 .....	23

3.2.2 基金业绩定义 .....	24
<b>3.3 模型设计 .....</b>	<b>26</b>
3.3.1 彩票股收益特征模型构建 .....	26
3.3.2 机构投资者持股偏好模型构建 .....	26
3.3.3 长期持有彩票股对基金业绩影响模型构建 .....	29
<b>3.4 研究样本与数据来源 .....</b>	<b>31</b>
<b>第四章 实证分析与检验 .....</b>	<b>32</b>
4.1 彩票类和非彩票类股票特征统计 .....	32
4.1.1 描述性统计与相关性分析 .....	32
4.1.2 彩票类股票的收益特征 .....	34
4.2 个股被机构投资者持有影响因素 .....	36
4.3 长期持有彩票类股票对基金业绩影响 .....	40
<b>第五章 稳健性检验 .....</b>	<b>43</b>
5.1 重新度量彩票类股票 .....	43
5.2 重新度量基金业绩 .....	44
5.3 采用新的计量方法 .....	45
<b>第六章 结论与不足 .....</b>	<b>47</b>
6.1 主要研究结论 .....	47
6.2 研究不足与未来方向 .....	48
<b>参考文献 .....</b>	<b>50</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>58</b>
<b>攻读硕士学位期间主要研究成果 .....</b>	<b>59</b>

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Research Motivation.....</b>	<b>3</b>
<b>1.3 Research Method .....</b>	<b>4</b>
1.3.1 Research Method .....	4
1.3.2 Structure Design .....	6
<b>1.4 Contributions .....</b>	<b>7</b>
<b>Chapter 2 Literature Review. ....</b>	<b>9</b>
<b>2.1 Behavioral Finance Explanations on Gambling .....</b>	<b>9</b>
2.1.1 Prospect Theory .....	10
2.1.2 Other Explanations Based on Prospect Theory .....	11
<b>2.2 Characteristics of Lottery -type Stock Return .....</b>	<b>13</b>
<b>2.3 Institutional Investors' Stock-holding Preferences and Investment Behavior .....</b>	<b>15</b>
2.3.1 Stocking Holding Preferences .....	16
2.3.2 Stocking Holding Preferences Between Different Institutional Investors .....	18
2.3.3 Speculative Motive .....	18
2.3.4 Preference for Gambling.....	20
<b>Chapter 3 Theoretical Analyses and Research Hypotheses.....</b>	<b>21</b>
<b>3.1 Theoretical Analysis .....</b>	<b>21</b>
3.1.1 Return of Lottery-type Stocks.....	21
3.1.2 Institutional Investors' Prefenceren for Gambling.....	21
3.1.3 Lottery- type Stocks' Effect on Fund Performance .....	22

<b>3.2 Definition of Critical Variables .....</b>	<b>23</b>
3.2.1 Lottery- type Stocks.....	23
3.2.2 Fund Performance.....	24
<b>3.3 Model Design.....</b>	<b>26</b>
3.3.1 Model for Return of Lottery-type Stocks .....	26
3.3.2 Model for Institutional Investors' Prefenceren for Gambling.....	26
3.3.3 Model for Lottery- type Stocks' Effect on Fund Performance .....	29
<b>3.4 Sample and Source of Data.....</b>	<b>31</b>
<b>Chapter 4 Empirical Results Analysis .....</b>	<b>32</b>
<b>4.1Characteristics of Lottery-type Stocks and Non-lottery Type Stocks...32</b>	
4.1.1 Descriptive Statistics of Main Variables.....	32
4.1.2 Lottery -type Stock Return .....	34
<b>4.2 Factors of Institutional Investors Decide on Stock Holding.....36</b>	
<b>4.3 Effect to Fund Performance by Long Holding Lottery- type Stocks...40</b>	
<b>Chapter 5 Robustness Test.....</b>	<b>43</b>
<b>5.1 Remeasure Lottery-type Stocks.....</b>	<b>43</b>
<b>5.2 Remeasure Fund Performance.....</b>	<b>44</b>
<b>5.2 Robustness Test Based on New Method .....</b>	<b>45</b>
<b>Chapter 6 Conclusion and Limitation .....</b>	<b>47</b>
<b>6.1 Main Research Conclusions.....</b>	<b>47</b>
<b>6.2 Research Limitation and Prospects .....</b>	<b>48</b>
<b>Reference .....</b>	<b>50</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>58</b>

## 图表目录

图 1-1	机构投资者持股占 A 股流通市值比（2005-2013）	2
图 1-2	本文研究思路	5
图 1-3	基本研究框架	7
图 2-1	前景理论价值函数示意图	10
图 2-2	前景理论决策权重函数示意图	10
图 4-1	个股被机构投资者持有比重统计	38
图 4-2	长期持有的彩票股流通市值占基金股票资产比重	41
表 3-1	彩票类股票定义指标	24
表 3-2	常用基金业绩评价指标	25
表 3-3	基金业绩指标说明	26
表 3-4	假设 2 变量表	28
表 3-5	假设 2 控制变量说明	29
表 3-6	假设 3 变量表	30
表 3-7	假设 3 控制变量说明	31
表 4-1	彩票类股票占比	32
表 4-2	分类描述性统计	33
表 4-3	彩票类、非彩票类股票收益率统计	34
表 4-4	彩票类、非彩票类股票超额收益率统计	35
表 4-5	当期超额收益率 T 检验	36
表 4-6	下期超额收益率 T 检验	36
表 4-7	个股被机构投资者持有比重统计	37
表 4-8	个股被机构投资者持股影响因素分析	39
表 4-9	个股被不同类型机构投资者持股影响因素分析	40
表 4-10	长期持有的彩票股流通市值占基金股票资产比重	41
表 4-11	基金业绩影响因素回归分析结果（Jensen）	42
表 5-1	股票被机构投资者持股影响因素分析（稳健性检验）	43
表 5-2	基金业绩影响因素稳健性检验分析结果（Jensen）	44

图表目录

表 5-3	基金业绩影响因素回归分析结果 (Sharpe)	45
表 5-4	基金业绩影响因素回归分析结果 (Treydor)	45
表 5-5	模型二稳健性回归 (Logistics)	46

厦门大学博硕士学位论文摘要库



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫