

机构投资者视角下持股比例与股价同步性的关系研究

徐德洋

(贵州城市职业学院, 贵州 贵阳 550025)

【摘要】机构投资者以专业能力、资金等方面的优势被认为是证券市场良好发展的推动者; 股价同步性是衡量股价信息含量的重要指标。但已有研究表明机构投资者交易行为既可能是基于自身专业能力的价值投资, 也可能是基于信息噪音的炒作, 这两种行为都会降低股价同步性; 需考虑特质信息的作用——选取能体现公司价值的基本面特质信息质量作为变量指标, 同时也能够反应出信息的透明度程度。对数据分析研究后得出结论: 机构投资者的持股比例越大, 相对的其股价同步性程度越低; 进一步细分类型后, 针对不同类型的机构投资者有必要进行分类研究他们对股价同步性的影响, 不能一概而论。

【关键词】股价同步性; 机构投资者; 特质信息

一、股价同步性的概念以及分析

股价同步性, 一般公认的概念是单个公司的股价变动趋势和市场平均变动情况之间的关系情况。根据参考已有的一些文献, 大部分都认为股价同步性可以有有效的反映出股价当中包含的信息含量, 具体来说是指——机构投资者倘若是把个人掌握的相关特质信息以理性的投资交易行为方式反映到股价当中的, 相对应的公司股价反应出的波动性自然而然会和市场整体波动性在相关程度上存在一定的不一致性, 这种结果表示对于机构投资者是把更多的特质信息融入到了股价当中。

机构投资者是市场当中投资者非常重要的组成部分, 一般而言, 在市场中的占比普遍在 70% 以上。从专业性出发, 机构投资者由于经验丰富、获取信息渠道广, 其重要程度不言而喻。我国 2001 年才提出“超常规发展机构投资者”的战略, 发展迅速规模不断增加。但也正因发展较晚, 我国机构投资者在专业化能力和理念等方面与发达国家有一定差距, 而且机构投资者内部组成结构不均衡: 基金长期占据绝对优势地位, 其他机构投资者比例没有超过 20%, 基金以其规模在机构投资者中占有重要地位。Lee et al. (2007) 的研究结果发现: 当公司处于较差的信息环境当中时, 股价同步性与股价中的信息含量呈现正方向的走势关系。在现阶段对机构投资者的研究很有必要, 考虑机构投资者的异质性, 本文选取机构投资者总体、基金两个类型进行对比研究。

有效市场假说理论认为特质信息能够通过投资者的交易行为融入股价, 使证券市场的效率得到有效的提高。不过此理论能够成立的一个前提条件是投资者进行的交易行为是理性, 同时也要求其传递的

私有信息是有效的。一般情况下, 机构投资者获得相关信息主要是来自于公司的信息披露制度, 基本面特质信息能够通过该制度被机构投资者获得。

二、机构投资者的界定以及分析

广义范围的机构投资者是指通过相应的金融工具筹集到所需要的资金, 亦或是运用自有的资金来保障广大受益人、投资者的相关利益, 从而进一步进行大宗金融产品交易行为来使交易成本得到降低、交易效率进一步提升的金融机构。不过因为各个国家在历史因素、相应体制发展和经济制度等方面存在差异, 各个国家对机构投资者的定义并不完全相同。

2001 年时, 我国在“超常规培育和发展机构投资者”的强有力政策引导和积极推动下, 积极发展, 目前已经形成了比较稳定的基金、保险公司、QFII、企业年金等多样化的多元机构投资者结构形态。虽然机构投资者有较为丰富多元的种类, 但其在规模方面具有较大的不同和差距: 基金一直在证券市场中扮演领头者的作用, 近年来规模虽有下滑, 但依旧维持在 50% 左右; 保险的规模虽然有所上升, 但在 2013 年依旧小于 20%; 而其他分类的机构投资者规模较小, 都在 10% 以下, 因此本文的研究对象主要是机构投资者的两个主要类别: 机构投资者总体、基金两个方面来进行分析和对比。

基金: 广义的概念主要是指为了达成某种要求或者目的而设立的具有某些数量要求的资金; 不过从会计角度来进行分析的话, 基金就变成了一个狭义的概念, 仅仅是指具有某些特定用途、目的的对应资金。

对于机构投资者规模的扩大是否能够对证券市场起到很好的稳定作用还没有定论, 国内外相关研究结论主要是以下三种: 第一种认为机构投资者有利于

证券市场稳定；第二种则是认为机构投资者普遍加剧了证券市场中的波动性；第三种结论是认为机构投资者的行为对证券市场波动的影响并不是简单的线性关系。

三、特质信息的分析

现有机机构投资者和股价同步性的研究大多关注机构投资者的投资行为或市场结果，然而机构投资者的投资行为往往是复杂的，很可能是价值投资和投机的混合体，带来的市场结果往往会有不一样的结论。所以，仅从投资行为或市场结果角度对机构投资者进行研究可能仅仅是从某个侧面对机构投资者的相应行为进行分析，并不能够完整的解释机构投资者的行为逻辑，以及其对市场带来的结果，也因此很容易得到不相同的结论。

基于以上的分析和研究结论，借鉴张宗新等（2014）对信息的分类方法，本文对信息进行分类：先在大的层面分为市场层面与行业层面的信息、公司层面的特质信息三类；再进一步细分公司层面的特质信息则又包含基本面特质信息和信息噪音。具体分类如下：

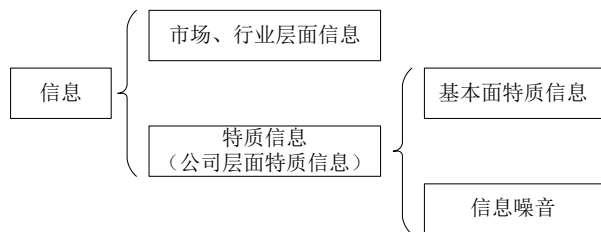


图 3-1 信息分类图

该分类方法与已有文献中信息分类方法最大区别在于特质信息的含义上，已有与信息有关的大部分文献都是把特质信息定义为没有噪音的有效信息也就是基本面特质信息，以此来研究机构投资者对股价同步性的影响，也有其道理，但王亚平等（2009）、Hu and Liu（2013）研究表明噪音与股价同步性有负相关关系的结论，所以借鉴张宗新（2014）的分类方法更加全面，因此本文以基本面特质信息来替代特质信息中与噪音无关的有效信息。

四、机构投资者持股与股价同步性研究分析

（一）机构投资者持股与股价同步性

从获取信息的成本来看机构投资者的持股也是有利于他们对证券市场的影响：任何信息的获取都需要成本，成本不仅限于金钱，当一件消息能够获得的利润小于付出的成本时会导致放弃获得该信息，而此时机构投资者能够通过增加持股来提高获得信

息的积极性，因为他们的持股越高，那么获得信息所付出的均摊成本就越少，相对来讲获得的利益更高。该结果反过来会刺激他们的积极性进而在选择股票的时候会更加理性、注重公司的发展潜力，还会通过相关信息进行综合分析得出独特的判断（Wilson，1975；张宗新等，2014）。

（二）基本面特质信息与股价同步性

在前文的文献梳理和理论基础上，可以知道较低的股价同步性代表了股票个股波动和市场整体走势上较大程度的背离，但这种不同步不一定代表着市场运行良好，也有可能是基于噪音的市场交易：（1）Ferreira et al.（2007）的研究，通过对数据的分析，发现公司特质性波动率与公司反收购约束之间的关系——反收购条款越少，那么对应的公司特质性的波动率就越大；（2）Kelly（2005）通过其数据研究发现股价同步性比较低的股票在通常情况下都是规模较小、而且上市时间也比较短；同时，通过对其其他主要变量的分析也发现相似的趋势：机构投资者的持股比例在数量上较少、同时另一个主要变量（参与追踪的分析师数量）也比较少；然而与之相对应的是这些公司在交易费用方面更高、信息不对称程度方面也更大、信息交易方面也更少。

导致出现这两种对立观点的一个重要原因可能是：证券市场上虽然有海量的有效信息，不过这些有效信息通常都无法直接度量，但是只要信息会对公司价值产生影响，那么这种影响的最终落脚点都会体现在公司的会计盈余上（张宗新等，2014）。

（三）研究数据来源

选取上交所 A 股 2013 年到 2016 年的机构投资者（总体）、基金相关数据作为研究样本，为了尽可能的使相关研究数据的结果准确，借鉴以往的相关研究，对数据处理按以下标准做筛选和处理：（1）在选取期间被 ST、PT 等的股票；（2）当年进行 IPO 的股票；（3）数据缺失的股票。为保证数据的合理性，同时消除极端值对回归结果造成的影响，对数据做了缩尾处理。数据主要来自 WIND 金融数据。

主要变量为股价同步性（Synch）、持股比例（ $INST_{i,t-1}$ ）、基本面特质信息质量（Opaque）、股票换手率（Turnover）、净资产收益率（ROE）、公司上市时长（Age）、公司的规模变量（TA）等变量进行控制，同时也对时间变量进行了控制。

对应的描述性统计具体结果见表 4-1。

表 4-1 报告了总样本相关变量的描述性分析。股价同步性 Synch 的平均值和中位数分别是 -0.4128 和 -0.4469，比史永等（2014）研究中使用的股价

表 4-1 机构投资者总样本相关变量的描述性统计

变量	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
SYNCH	-0.4128	-1.452	-0.4469	0.9656	0.599
INST	0.4702	0	0.4799	1.0244	0.2078
TURNOVER	0.0191	0.0001	0.0119	0.2432	0.0213
OPAQUE	0.0956	0.0073	0.1141	1.5698	0.1395
AGE	14.2567	1	15	26	5.3865
ROE	3.3596	-1137.11	3.062	548.25	21.331
TA	22.8117	18.1417	22.6465	28.5174	1.4395

同步性均值(-0.177)要小,但高出Piotroski等(2004)研究美国公司的均值(-1.4265)。INST的均值是47.02%,高于王立文(2011)的研究结果(37.3%),但远远低于Federal Reserve Flow of Funds Accounts显示的美国2014年机构投资者持股比例(81%),表明我国的机构投资者还有较大发展空间。

对数据回归分析后得到总体、基金的持股比例都在1%的水平上显著;该结果表明持股比例越大,相对应的机构投资者发挥的作用越显著。

基本面特质信息质量衡量指标(Opaque)在1%水平上显著正相关;又因为Opaque是一个反向指标,其值越大,代表基本面特质信息的质量越差,结合回归结果能够说明基本面特质信息的质量越好,融入到股价中有价值的信息越多,股价同步性越低。

五、结语

本文通过数据分析,研究机构投资者持股、基本面特质信息质量,这两个主要的变量对股价同步性的影响情况和程度。通过数据分析,本文的结果支持理性机构投资者的观点:从专业性方面,认为机构投资者是发挥了极其重要的作用;其高持股比例、高基本面特质信息质量,在市场中是能够有效降低股价同步性的。

从机构投资者持股、基本面特质信息这两个重要的变量对股价同步性有着重要的影响来看,能够反映证券市场的稳定性和信息环境水平。期望对机构投资者的相关研究考虑异质性的作用,以便更好的引导机构投资者多元化发展、提高基本面特质信息质量,

完善信息披露制度。

参考文献:

- [1] An H, Zhang T. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 21(1):1-15.
- [2] Bikhchandani S, Sharma S. Herd Behavior in Financial Markets[J]. Imf Staff Papers, 2000, 47(3):279-310.
- [3] 石玉峰, 张冰妍, 张宗新. 科创板IPO审核问询能否提升资本市场信息效率——基于股价同步性的文本分析视角[J]. 新金融, 2022(01):42-49.
- [4] 蔡庆丰, 杨侃. 是谁在“捕风捉影”:机构投资者VS证券分析师——基于A股信息交易者信息偏好的实证研究[J]. 金融研究, 2013(06):193-206.
- [5] 陈国进, 张贻军, 刘淳. 机构投资者是股市暴涨暴跌的助推器吗?——来自上海A股市场的经验证据[J]. 金融研究, 2010(11):45-59.
- [6] 陈立中, 赵萌. 证券投资基金的反馈交易行为:存在性检验及对股价波动的影响[J]. 金融经济研究, 2013, 28(01):94-107.
- [7] 陈新春, 刘阳, 罗荣华. 机构投资者信息共享会引来黑天鹅吗?——基金信息网络与极端市场风险[J]. 金融研究, 2017(07):140-155.

作者简介: 徐德洋(1990-), 男, 汉族, 河南省驻马店人, 硕士研究生, 从事大学财会管理类专业教学与研究, 现就职于贵州城市职业学院。