

机构投资者概念股偏好与股市泡沫骑乘

陆 蓉, 孙欣钰

[摘要] 中国股市投资者热衷炒作吸引眼球的“概念股”,概念股与一般股票不同,价格脱离基本面,短期能获得高收益,具有彩票特性。本文用博彩偏好理论来研究概念股炒作行为的起因和后果。与一般理论研究揭示个人投资者具有博彩偏好、是概念股炒作的根源有所不同,本文根据理性投机理论证实机构投资者也存在博彩偏好,是导致概念股炒作层出不穷的真正根源。研究发现,机构制造概念的目的是泡沫骑乘,即买入价格高估股票且在泡沫破裂前卖出,这推动股市泡沫产生并引起市场剧烈波动。概念股高收益但低概率的彩票特性使得机构从中获益,个人投资者却沦为“韭菜”。研究还发现,博彩偏好强烈的机构投资者会买入更多概念股且能够获得更高收益,符合理性泡沫骑乘的行为表现和预期后果。异质性分析发现,机构的泡沫骑乘行为在市场错误定价更严重时,以及私有信息更高的机构投资者中更强烈。本文结果证实,机构投资者的博彩偏好虽然对其本身而言是提高业绩的“理性”行为,但对市场而言,则诱导了其他投资者热衷于股票的概念炒作而非关注基本面,导致资本市场脱离实体经济。本文还发现,长期机构投资者的博彩偏好并不显著,说明改善机构短期考核、鼓励长期投资的政策和机制有利于从源头上控制股市泡沫,促进价值发现,保护中小投资者利益。

[关键词] 机构投资者; 博彩偏好; 泡沫骑乘

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2021)03-0174-19

一、问题提出

中国资本市场的投资者热衷于追逐题材、炒作概念,一轮又一轮“概念股”层出不穷。一方面,资本市场脱离实体经济,备受责备;另一方面,多数投资者并未从中获利,反而被“割韭菜”,但始终热情不减。是什么造成了中国资本市场的这一特殊现象?又该如何治理呢?

相较于价格靠公司业绩支撑的普通股票,概念股依靠某种题材或故事吸引投资者聚集来支撑股价。概念股具有短期获得高收益的特点,投资者像买彩票那样追逐概念股,希望一夜暴富。但是他们只关注了彩票特性中的高收益,忽略了低概率,因此,实际获得收益的人并不多。谁会热衷这些概念股呢?大量文献证实股票市场中存在博彩偏好(Bali et al.,2011;Kumar et al.,2011;郑振龙和孙

[收稿日期] 2020-08-17

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“交易传染与非理性价格形成:基于投资者画像的精准识别”(批准号71773072);国家自然科学基金面上项目“信息型市场操纵经济后果及其监管研究”(批准号71773073)。

[作者简介] 陆蓉,上海财经大学金融学院教授,上海国际金融与经济研究院研究员,博士生导师,经济学博士;孙欣钰,上海财经大学金融学院博士研究生。通讯作者:孙欣钰,电子邮箱:flyaway_qianzi@163.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

清泉,2013;朱红兵和张兵,2020)。博彩偏好是指投资者特别热衷于购买像彩票一样的股票(例如概念股),这类股票收益高,但获得收益的概率低,投资者愿意为这类股票支付过高的价格(Mitton and Vorkink,2007;Barberis and Huang,2008)。现有研究普遍证实个人投资者有赌博的心态,会过度配置彩票型股票(Kumar,2009;Bali et al.,2017;廖理等,2016);且个人投资者的博彩行为被认为是高估小概率事件权重(Barberis and Huang,2008)、乐观主义(Brunnermeier et al.,2007)或有限关注(Barber and Odean,2008)等行为偏差造成的非理性行为,在积累系统性金融风险的同时也会损害自身收益(Kumar,2009;Bailey et al.,2011;梁昱和张伟强,2017)。因此,个人投资者具有博彩偏好是概念股炒作的基础。这是造成资本市场资源配置效率不高、市场波动过大等问题原因。

一个关联的问题随之产生,即概念股并非凭空诞生,是什么力量制造了这些概念股呢?现有文献并未提供这一问题的答案。本文通过剖析机构投资者的博彩偏好,揭示出部分机构投资者可能是造成股票市场概念股炒作的背后推动力。

文献一般认为机构投资者是扮演套利者角色的相对成熟投资者,能够利用并纠正非成熟投资者交易导致的错误定价,提高股价的信息效率(Nagel,2005;Boehmer and Kelley,2009)。因此,监管者对机构投资者寄予厚望并大力发展,希望理性的机构投资者成为抵消个人投资者博彩偏好的稳定力量,提高市场定价效率并减轻市场投机性。但也有研究指出,中国股票市场上的机构投资者不但没有消除炒小、炒新和炒差等各类投机行为,甚至可能参与其中(徐浩峰和朱松,2012;张宗新和杨通旻,2014)。最近的研究也发现,机构投资者并不会按照“异象处方”(卖出高估股票,买入低估股票)交易,甚至有强烈倾向买入价格高估的空头方股票(Edelen et al.,2016;Jang and Kang,2019)。这些发现说明,机构投资者也会配置风险更高的投机性股票。因此,本文推测机构投资者也可能存在博彩偏好。那么,机构投资者是否参与炒作概念股,其目的又是什么呢?

本文指出,作为理性投资者,机构投资者可能出于股市泡沫骑乘(Brunnermeier and Nagel,2004;Temin and Voth,2004)的动机来制造概念并参与投机。泡沫骑乘是指在价格上涨时继续买入高估股票,且在泡沫破裂前卖出以获取最大收益,其重要含义是理性投资者买入泡沫股票并从中获利。De Long et al.(1990a)、Abreu and Brunnermeier(2003)的理性投机理论认为,理性投资者投资于定价过高的资产并骑乘一段时间的泡沫是最佳选择,且理性投资者能够从泡沫骑乘中获利,即投机是“理性”的。因此,本文预测,机构投资者会制造并配置概念股进行股市泡沫骑乘而不是纠正错误定价,通过吸引非理性投资者的跟进而获利。本文发现,博彩偏好越严重的机构投资者会买入更多泡沫股票,获得更高利润,符合泡沫骑乘的行为表现和预期后果。机制检验发现,博彩偏好严重的机构投资者获益集中在对彩票性质强烈的概念股买卖中,说明与个人投资者不同,其能够准确把握概念股的买卖时机。时间序列和横截面上的异质性分析发现,市场错误定价更严重时期,以及拥有更多私有信息的知情机构投资者的泡沫骑乘行为更强烈。进一步考察机构投资者博彩偏好的社会后果,发现其重仓持有的概念股在未来股价波动更高。这说明一向被视为理性且稳定市场的机构投资者,由于对概念股的泡沫骑乘,反而助推了股市泡沫进一步膨胀,造成市场剧烈波动。本文同时发现,机构投资者的博彩偏好存在显著异质性,长期机构厌恶概念股,短期机构却会过度配置概念股。这些发现对于市场监管具有重要意义。

本文运用理性投机理论首次揭示了机构投资者具有博彩偏好,这可能是造成中国股票市场概念股炒作现象的推动力。本文研究可能具有一定的理论和实践贡献:①丰富了理论上对博彩行为的投资者研究。不同于已有对个人投资者博彩行为的研究,本文发现机构投资者也具有博彩行为,且机构的博彩偏好具有显著异质性,为个人投资者提供流动性。②揭示了博彩行为也具有理性动机。

传统研究认为,股市博彩行为是一种非理性行为,导致投资者财富受损。本文对机构博彩行为的研究揭示出,博彩行为也具有理性动机——泡沫骑乘,博彩偏好机构投资者通过泡沫骑乘获得更高利润。^③揭示了机构投资者的理性行为也可能是市场不稳定的一个原因。本文证实成熟机构投资者也可能不会纠正错误定价,反而会骑乘价格泡沫,助长价格进一步偏离基本面,使股价更加不稳定。^④揭示了中国股票市场概念股炒作的源头。本文从股市泡沫骑乘的视角证实,机构投资者为了利用个人投资者对题材和热点的偏好,会制造概念并从中渔利。

二、理论分析

1. 博彩偏好的投资者研究

博彩偏好对投资决策影响的研究由来已久,博彩偏好的投资者会热衷于购买像彩票一样的股票,如概念股。实证研究普遍认为博彩偏好所有投资者类型中并非一致,如 Kumar(2009)、Bailey et al.(2011)、Bali et al.(2017) 提供证据说明个人投资者对彩票型股票的偏好比机构投资者更强烈。廖理等(2016)、梁昱和张伟强(2017)实证发现,中国个人投资者由于博彩心理更倾向于购买彩票型股票。相比个人投资者,机构投资者更成熟、更不容易受认知偏差的影响(Grinblatt and Keloharju,2001),且倾向于持有大型、充分分散化的投资组合,因此,机构投资者应该不具有博彩偏好,如 Kumar(2005,2009)、Alldredge(2020)揭示出机构投资者相比个人投资者对彩票型股票更加厌恶。但一些研究提示机构投资者的博彩偏好可能具有异质性。Kumar(2005)指出,小型、分散化程度低的机构投资者对彩票型股票表现出类似个人投资者的偏好。孔高文等(2014)指出,整体层面上基金是博彩规避的,但同时持有彩票型股票的份额在基金之间差异较大,个别基金具有强烈的博彩偏好。最新的研究中,Alldredge(2020)发现,机构投资者在市场情绪低落时期会减轻对彩票型股票的规避,这是为了抢先个人投资者进行交易,并随着市场情绪升温推动股价上涨以从彩票型股票的交易中获得利润;朱红兵和张兵(2020)发现,中国A股市场存在显著的MAX异象,投机性特征越强,内在价值越低的股票异象越显著,即机构投资者并未能纠正中国股市中彩票型股票的错误定价现象。这些研究说明机构投资者也可能存在博彩偏好。

以往文献多数认为博彩偏好是一种非理性行为,会导致投资者财富受损。Brunnermeier et al.(2007)的最优期望理论中显示,投资者为了最大化当前效用,会高估未来良好结果的概率。Barberis and Huang(2008)基于累积前景理论,证明投资者会高估低概率事件的决策权重。这两个模型均预计投资者会对具有彩票特征的资产过度需求并愿意支付过高价格,导致这些资产相对较低的平均回报。Kumar(2009)证明,个人投资者的博彩偏好有损其财富。梁昱和张伟强(2017)发现,个人投资者在资产组合中过度配置彩票型股票损害了自身投资收益。针对机构投资者的研究中,孔高文等(2014)发现,博彩持股有损基金业绩,但这一研究结论尚存疑点,既然彩票型股票的价格被高估,且持有彩票型股票会使其业绩受损,机构投资者又为何持有呢?作为“聪明投资者”,机构投资者拥有更多投资技能且更少受到认知偏差的影响,应该知晓长期存在的彩票性异象,因此,简单根据行为偏差解释机构投资者的博彩行为不能使人信服。同理,机构投资者的博彩偏好也不能简单归结为非理性的博彩偏好。

2. 机构投资者的股市泡沫骑乘

机构投资者为何会持有价格高估股票而不是纠正错误定价,这是过去几十年一个重要的不解之谜。高估股票的价格存在泡沫,泡沫是指资产价格超过基本面价值(Xiong and Yu,2011)。价格泡沫往往伴随着之后的泡沫破裂和股价崩盘(Bhattacharya and Yu,2008),造成市场不稳定和投资者

利益受损。经典理论认为,机构投资者推崇价值投资和长期投资理念,会通过套利行为抑制股市泡沫的生成和膨胀。套利限制理论认为机构投资者并不能完全消除错误定价,理性的做法是等待泡沫的不断膨胀和最终破裂而不介入其中,如 De Long et al.(1990b)、Shleifer and Vishny(1997)分别将机构投资者在高估股票上的持仓与噪音交易者风险和份额赎回联系起来。尽管套利限制理论能够解释机构投资者为何不愿意做空高估股票来彻底消除错误定价,但不能解释机构投资者买入价格高估股票的行为。

机构投资者买入价格高估股票的做法与理性投机理论的预测一致,理性投机理论认为与泡沫“共舞”直至泡沫破裂前退出市场是最优策略,这种情况下机构投资者会成为市场暴涨暴跌的助推器。De Long et al.(1990a)证明存在噪音交易者的正反馈交易时,理性套利者不会采取反向交易而可能买入并哄抬价格至基本价值以上,因为正反馈交易者可能在下一期以更高价格买入。Abreu and Brunnermeier(2003)认为,理性套利者知道市场泡沫最终会破裂,但不知道其他套利者何时会卖出,而只有当套利者协同卖出时价格泡沫才会破裂,因此,随着泡沫变大套利者不会立即按照和错误定价相反的方向进行交易,而会选择骑乘泡沫进而获得高收益。这些理论一致暗示,对理性投资者而言,与错误定价反向交易并不总是最优的。已有研究发现大量机构投资者骑乘股市泡沫以获利的证据。Brunnermeier and Nagel(2004)证明,对冲基金在技术泡沫期间并没有对股价施加纠正力量,反而大量投资于科技股并从中获利。Temin and Voth(2004)对南海泡沫事件的研究得到了类似结论,机构投资者知道资产价格已被高估,但仍选择与泡沫共舞并从中赚取超额收益。Jang and Kang(2019)发现,机构投资者会持续买入被高估的高暴跌概率股票直至价格下跌前卖出,说明成熟交易者也可能不会卖空高估股票,而选择骑乘泡沫以获得最大收益。国内研究中也有不少机构投资者骑乘股市泡沫的证据。陈国进等(2010)发现,机构投资者会利用市场投资者的行为金融偏差进行主动的泡沫骑乘行为,成为股市暴涨暴跌的助推器。陈国进和马柯(2012)指出,中国证券市场上的精明投资者具有骑乘泡沫的动机,而且骑乘泡沫也是投资者面临泡沫时的理性行为。蔡庆丰和杨侃(2013)指出,投机氛围浓厚且业绩评价短期化的投资环境下,中国的机构投资者是追求短期交易收益、偏好题材故事和内幕信息的理性投机者。周为(2019)证明中国股市泡沫产生期间机构投资者存在显著的泡沫骑乘行为,没有消除价格偏差反而进一步推动了股市泡沫的产生和膨胀。这些研究都支持机构投资者会持有高估股票进行泡沫骑乘以获利。

3. 假说提出

受上述文献启发,本文从理性投机理论的视角解释机构投资者的博彩偏好行为,探讨机构投资者的概念股炒作是否为理性投机动机下的泡沫骑乘。如果机构投资者的博彩偏好是泡沫骑乘行为,那么重仓持有概念股的机构投资者会买入而不是卖出价格高估的泡沫股票,且能够凭借对泡沫时机的准确把握从概念股的买卖中获利(Brunnermeier and Nagel,2004;Temin and Voth,2004)。据此,本文提出:

假说 1: 博彩偏好越强烈的机构投资者会买入更多泡沫股票,且能够获得更高投资收益。

传统金融理论认为,在市场错误定价更严重时,机构投资者更应该和错误定价反向交易以获取高额套利收益,因此,可以预计市场错误定价更严重时机构投资者不会买入泡沫股票。但如果机构投资者的概念股炒作是由理性投机动机驱动的,那么在市场错误定价更严重时,机构投资者更可能买入泡沫股票进行泡沫骑乘(陈国进等,2010),因为此时个人投资者对未来有更大的不确定性,更容易追随机机构投资者进行非理性交易行为(Pástor et al.,2017)。据此,本文提出:

假说 2: 若机构投资者的博彩偏好是泡沫骑乘行为,在市场错误定价更严重时,泡沫骑乘的动

机会更强烈。

机构投资者通过泡沫骑乘获利的能力不同,拥有更多私有信息的机构投资者相对其他投资者而言有更高的比较优势,更有能力利用噪音交易者的非理性行为获利。此外,拥有更多私有信息的机构投资者对股票的内在价值和错误定价程度有更准确的认知,更不可能因缺乏对股票的深入研究而无法区分价格暂时和永久变化,因此,不会基于短期内股价上涨而过度配置泡沫股票(Kacperczyk et al.,2005;Boehmer and Kelley,2009;Cremers and Petajisto,2009)。综上,如果机构投资者的博彩偏好是为了利用非理性投资者行为偏差的主动泡沫骑乘行为,那么拥有更多私有信息的知情机构投资者会更有意愿买入泡沫股票,更可能通过泡沫骑乘获利。据此,本文提出:

假说3:如果机构投资者的博彩偏好是泡沫骑乘行为,那么拥有更多私有信息的机构投资者泡沫骑乘的动机会更强烈,且能够通过泡沫骑乘获得更高利润。

三、研究设计

1. 样本与数据

本文选取开放式的股票型和混合型普通(非分级)基金为样本作为机构投资者的代表,剔除指数基金、QDII、ETF、LOF,共计2008只基金。样本区间为2005年1月至2020年6月。计算基金的风险调整后收益,需要至少24个月的历史净值数据,此外剔除没有详细和规范披露半年报和年报的基金,最终得到1472只样本基金。本文中样本股票为上证A股、深证A股、创业板和科创板市场正常交易的股票,剔除ST、*ST、PT股票和上市时间不足一年的股票,剔除6个月内有效交易日不足80天的股票。为避免IPO对股票收益等造成的影响,不考虑上市第一年内的交易数据,得到3682只样本股票。数据均来自CSMAR数据库。

2. 变量构造

(1)基金博彩偏好。郑振龙和孙清泉(2013)研究A股市场彩票类股票交易行为,将低股价、高历史日收益率和高换手率股票定义为彩票型股票,本文将这三个指标作为股票的彩票性测度。为更准确度量股票的彩票性强弱,借鉴陈文博等(2019)、Liu et al.(2020)计算每一期样本股票的彩票性指数。

按照过去6个月每日股价中位数 $P_{i,T}$ 、五个最大日收益率的均值 $R_{i,T}$ 、每日换手率中位数 $T_{i,T}$ 对每只股票进行独立排序,即分别将所有股票按照 $P_{i,T}$ 从大到小排序,依次赋值为 $1,2,\dots,P_N,\dots,N$, N 表示该期的股票总数;按照 $R_{i,T}$ 、 $T_{i,T}$ 从小到大排序,同样依次赋值为 $1,2,\dots,R_N,\dots,N;1,2,\dots,T_N,\dots,N$ 。然后求出每只股票在三个变量上的平均排序数,作为该股票的彩票性指数 $Lottery$,该值越大,说明股票的彩票性质越强烈:

$$Lottery_{i,T} = \frac{1}{3} (P_N/N + R_N/N + T_N/N) \quad (1)$$

公募基金在半年报和年报中披露全部持股明细,借鉴孔高文等(2019),根据基金持仓和股票的彩票性指数计算基金博彩偏好测度 LP ,该值越大,说明基金持有更多彩票性强烈的股票,即基金的博彩偏好越强:

$$LP_{j,T} = \sum_{i=1}^{N_{j,T}} Lottery_{i,T} \times Port_{i,j,T} \quad (2)$$

其中, $Port_{i,j,T}$ 为基金 j 在 T 期末持有股票 i 的市值占基金资产净值的比重。

(2)基金泡沫骑乘。文献中常用股票的市盈率(PE)、市净率(PB)和市销率(PS)反映股价泡沫程

度(Dass et al.,2008;潘越等,2011;刘京军等,2018),本文计算每一期所有样本股票的PE、PB和PS并按从小到大排序等分为五组,将第五组股票定义为泡沫股票。为衡量基金对泡沫股票的买入程度,计算每一期基金对泡沫股票的净买入价值占全部持仓股票买入卖出价值的比例:

$$NB_Bubble_{j,T} = \frac{\sum_{i \in Bubble_T} (N_{i,j,T} - N_{i,j,T-1}) P_{i,T}}{\sum_{i \in P} |N_{i,j,T} - N_{i,j,T-1}| P_{i,T}} \quad (3)$$

其中, $Bubble_T$ 是根据过去6个月的PE、PB和PS被定义为泡沫股票的股票集, P 是投资者 j 在 T 和 $T-1$ 时点持有的股票组合, $N_{i,j,T}$ 代表基金 j 在 T 期持有的股票 i 经过调整后的股数, $P_{i,T}$ 代表股票 i 在 T 期的复权后股价。

(3)控制变量。为控制其他特征变量对基金泡沫骑乘行为和基金业绩的影响,参考以往研究,从基金交易特征、资金流动和投资策略三方面选取控制变量,并对基金规模(Size)、基金家族规模(Family)和基金年龄(Age)进行控制,对基金个体和时间采用固定效应控制。基金交易特征方面,选取持股久期(Duration)、主动份额(AS)、跟踪误差(TE)、基金收益的总波动(TV)、总偏度(TS)、特质波动(IV)、特质偏度(IS)、系统偏度(SS)、基金原始收益(Return)、换手率(CR)分别衡量基金的持股时间、主动管理、风险偏好、职业忧虑、过度自信;资金流动方面,选取基金流动(FF)衡量投资者的申购赎回;基金投资策略方面,选取市值偏好(MV)、价值偏好(BM)、动量交易策略(Mom)、持股集中度(Con)、持股数量(Number)、平均持股比例(HO)衡量基金对不同类型股票和不同持股策略的偏好^①。

3. 模型构建

为检验机构投资者的博彩偏好是否属于泡沫骑乘行为,分别从行为和后果建立模型(4)和模型(5)检验假说1,分析机构投资者博彩偏好与泡沫股票净买入和基金业绩之间的关系:

$$NB_Bubble_{j,t} = \alpha + \beta LP_{j,t} + \gamma Controls_{j,t-1} + \eta Fund_j + \lambda Time_t + \varepsilon_{j,t} \quad (4)$$

$$Fund_Perform_{j,t} = \alpha + \beta LP_{j,t} + \gamma Controls_{j,t-1} + \eta Fund_j + \lambda Time_t + \varepsilon_{j,t} \quad (5)$$

其中,解释变量LP为本文构建的基金博彩偏好测度,被解释变量NB_Bubble为基金的泡沫骑乘行为测度,被解释变量Fund_Perform为基金业绩,包括原始收益和经风险因子调整之后的超额收益^②。根据本文研究假说, β 估计值应显著为正。

为检验市场错误定价程度对泡沫骑乘行为的强化机制,即假说2,建立模型(6)分析市场错误定价程度对机构投资者博彩偏好与泡沫股票净买入之间关系的影响:

$$NB_Bubble_{j,t} = \alpha + \beta_1 LP_{j,t} + \beta_2 MisPricing_t + \beta_3 LP_{j,t} \times MisPricing_t + \gamma Controls_{j,t-1} + \eta Fund_j + \lambda Time_t + \varepsilon_{j,t} \quad (6)$$

其中,MisPricing代表市场错误定价哑变量,交乘项 $LP \times MisPricing$ 的系数 β_3 表示市场错误定价如何改变博彩偏好基金的泡沫骑乘行为。根据本文研究假说, β_3 估计值应显著为正。

为进一步证明机构投资者的博彩偏好是理性的泡沫骑乘行为,检验私有信息对泡沫骑乘行为和后果的强化机制,即假说3,建立模型(7)和模型(8)检验机构投资者私有信息对博彩偏好与泡沫股票净买入和投资业绩之间关系的影响:

$$NB_Bubble_{j,t} = \alpha + \beta_1 LP_{j,t} + \beta_2 Private_{j,t} + \beta_3 LP_{j,t} \times Private_{j,t} + \gamma Controls_{j,t-1} +$$

① 控制变量的具体定义和计算方法详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 基金 j 在 t 月的原始收益为考虑分红拆分再投资的基金复权单位净值月增长率。基金 j 在 t 月的超额收益为经CAPM、Fama-French三因子、Carhart四因子、Fama-French五因子调整之后的超额收益。具体计算过程详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

$$\eta Fund_j + \lambda Time_i + \varepsilon_{j,i} \quad (7)$$

$$Fund_Perform_{j,i} = \alpha + \beta_1 LP_{j,i} + \beta_2 Private_{j,i} + \beta_3 LP_{j,i} \times Private_{j,i} + \gamma Controls_{j,i-1} + \eta Fund_j + \lambda Time_i + \varepsilon_{j,i} \quad (8)$$

其中, *Private* 代表私有信息哑变量, 交乘项 $LP \times Private$ 的系数 β_3 表示机构投资者私有信息如何改变博彩偏好基金的泡沫骑乘行为和后果。根据本文研究假说, β_3 估计值应显著为正。

四、实证结果

1. 机构投资者概念股持仓的总体分析

为了研究机构投资者概念股持仓的总体情况, 比较每一期市场组合和所有样本基金的全部股票资产中概念股市值所占比例^①。结果表明, 除个别时间点外, 基金股票资产中的概念股占比都低于市场组合中概念股占比, 即总体看基金并没有明显的博彩偏好。但机构投资者的博彩偏好存在异质性, 部分基金会过度配置概念股。除了 2006 年 12 月, 样本基金中每一期都有部分基金的概念股配置比例高于市场组合^②, 并在 2018 年 6 月出现最大值, 有超过 600 只基金过度配置了概念股, 而在 2013 年 6 月、2015 年 12 月和 2016 年 6 月都有一半以上的样本基金过度配置了概念股。

2. 描述性统计

根据主要变量描述性统计结果, 基金博彩偏好测度 (*LP*) 的最小值和最大值之间差距较大, 四分之三分位数和最大值之间的差距大于其他几个四分位数之间的差距, 说明有少部分基金的博彩偏好较为强烈, 存在过度配置概念股的行为。控制变量中, 样本基金的平均持股时间 (*Duration*) 约为 3.54 个月, 最长约为 25.95 个月; 平均主动份额 (*AS*) 为 85.82%, 即样本基金只有 14.18% 的持仓与基准指数重合; 样本基金 6 个月累计原始收益 (*Return*) 平均为 8.10%, 且有负偏度 (*TS*); 样本基金平均来看更偏好持有大盘股 (*MV*) 和具有成长性的股票 (*BM*); 样本基金持有一只股票的市值占股票流通市值的比例 (*HO*) 平均为 0.42%。

3. 机构投资者特征与博彩偏好^③

为了研究不同博彩偏好机构投资者的其他特征, 进行单变量分析, 即每一期将样本基金根据博彩偏好测度 *LP* 从低到高分分为五组, 计算每组基金的其他特征的等权平均数, 求时间序列上的平均值并比较 *LP* 最高组和最低组之间的差别。结果可见, 随着基金的 *LP* 单调递增, 基金股票资产中概念股市值所占比例逐渐增大。博彩偏好越强的基金, 投资期限更短, 主动管理程度、风险偏好程度和换手率更高, 更可能持有小市值股票和财务困境股票, 更倾向于采取趋势交易策略, 前十大重仓股

① 借鉴郑振龙和孙清泉(2013), 在每年 6 月末和 12 月末根据前 6 个月股票日收盘价的中位数、五个最大日收益率的平均值、日换手率的中位数, 将股价低于 50 分位数并且历史最大日收益率和换手率高于 50 分位数的股票定义为概念股。

② 样本基金的股票资产中概念股市值占比平均为 4.24%, 中位数为 2.23%, 最大值为 60.73%, 这说明平均看基金持有概念股的意愿并不高, 但不排除有部分基金持有较高比例的概念股。与市场组合进行比较, 关于(基金概念股占比-市场组合概念股占比)/市场组合概念股占比, 平均而言, 样本基金的股票资产中概念股市值占比接近但低于市场组合中概念股市值占比, 均值为-7.38%, 中位数为-50.51%, 但最大值说明部分基金的资产中概念股市值占比高出市场组合中概念股市值占比的 17.65 倍。因此, 总体看基金的概念股偏好不明显, 但是基金间的个体差异很大。

③ 机构投资者概念股持仓的总体分析、描述性统计、机构投资者特征与博彩偏好的相关结果详见《中国工业经济》网站 (<http://ciejournal.ajcass.org>) 附件。

的持股集中度更高且持有股票的数量也更多,而且对单只股票的持有比例也更高。此外,将滞后一期的机构投资者特征与博彩偏好进行回归分析,发现投资期限和博彩偏好显著负相关,主动管理、风险偏好和小市值偏好与博彩偏好显著正相关。

基金特征与博彩偏好之间的单变量分析和回归分析都表明,投资期限是机构投资者博彩偏好的重要影响因素,持股时间越短的机构投资者博彩偏好越强烈。鉴于以往文献指出投资期限是机构投资者异质性的一个重要维度(Yan and Zhang,2009;Cella et al.,2013),而且理性投机理论揭示投资期限会影响机构投资者的投资行为^①,本文将机构投资者根据持股时间分组,发现短期机构存在显著的博彩偏好而长期机构不存在,这说明鼓励机构长期投资的政策和机制有利于控制机构投资者的股市泡沫骑乘行为。

4. 顺水推舟的泡沫骑乘表现

泡沫骑乘的投资者即使意识到股价被高估也不会反向交易,而是选择继续买入高估股票并在泡沫破裂前卖出以博取最大收益。这里从行为方面论证机构投资者的博彩偏好是一种泡沫骑乘行为,证明博彩偏好强烈的机构投资者会买入更多泡沫股票,即表现为骑乘式的顺水推舟而非逆势而行。表1中自变量 *LP* 为基金博彩偏好测度,因变量 *PE*、*PB* 和 *PS* 分别代表基金对三种定义下泡沫股票的净买入比率 *NB_Bubble*,该值越大说明机构投资者净买入更多泡沫股票。由表1可见,博彩偏好越强烈的机构投资者会买入更多泡沫股票,符合泡沫骑乘的行为表现。控制基金的主动管理程度、风险偏好程度、资金流动和投资策略等之后,基金博彩偏好与泡沫骑乘行为之间的正相关关系稳健。这说明博彩偏好强烈的机构投资者会买入更多价格高估的泡沫股票,且这种行为不能被风险追逐、基金持有人申购赎回或者基金的投资风格所解释,更可能是机构投资者预计到泡沫股票的价格会继续上涨而选择继续买入的知情且故意的主动行为。

表1 博彩偏好与泡沫股票净买入

	(1)	(2)	(3)
	<i>PE</i>	<i>PB</i>	<i>PS</i>
<i>LP</i>	0.1877*** (13.6300)	0.4235*** (13.4742)	0.3515*** (14.6168)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>FUND/TIME</i>	控制	控制	控制
N	12700	12700	12700
R ² -Adj	0.2008	0.3674	0.2857

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%水平下显著,括号内为稳健 *t* 统计量;省略了控制变量及常数项的回归结果,完整的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。以下各表同。

5. 理性的泡沫骑乘后果

这里从后果方面论证机构投资者的博彩偏好是一种理性的泡沫骑乘行为,证明博彩偏好强烈的机构投资者投资收益更高,说明区别于个人投资者,机构的博彩偏好是理性的。表2中因变量为基金在 *T* 期 6 个月内原始收益和超额收益的累计收益率。表中控制了基金上一期的投资期限、主动

① De Long et al.(1990a)指出,当预测到噪音交易者存在正反馈交易时,对短期套利者而言和错误定价同方向交易比等待噪音交易者信念回归均值更有吸引力。因此,关注短期收益的短期机构投资者相比长期机构投资者,更倾向于通过预测市场上其他投资者的交易行为而不是根据长期基本面价值进行交易。

管理、风险偏好、基金业绩、换手率、资金流动、持股偏好、持股集中度等可能影响本期基金业绩的变量。由表中结果可知,博彩偏好越强烈的基金业绩越好,且不受风险因素的影响。这说明配置更多概念股的基金能够取得更好的投资业绩。表1和表2的结果证明了假说1,即博彩偏好的机构投资者的确会买入更多价格高估的泡沫股票,而且能够获得更高的投资收益,符合机构投资者博彩偏好的泡沫骑乘说。

表2 博彩偏好与基金业绩的回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Raw</i>	<i>CAPM</i>	<i>FF3</i>	<i>Carhart4</i>	<i>FF5</i>
<i>LP</i>	0.2764*** (15.3502)	0.2889*** (18.6085)	0.2581*** (18.7163)	0.2263*** (16.8053)	0.2477*** (17.7498)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>FUND/TIME</i>	控制	控制	控制	控制	控制
N	12757	12757	12757	12757	12757
R ² -Adj	0.7885	0.5181	0.4027	0.2697	0.3136

上述结果能够解释A股市场机构投资者为何热衷概念股炒作。机构投资者在短期业绩排名锦标赛的压力下制造概念股吸引非理性投资者参与,非理性投资者的跟风买入会支撑价格进一步上涨。

6. 博彩偏好与股票投资收益

本部分检验机构投资者通过泡沫骑乘获利的内在机制。基金业绩还包括基金在其他资产上的投资收益,或者是对冲策略产生的高收益,因此,博彩偏好越强烈的基金业绩越好并不一定代表是通过骑乘泡沫并在泡沫破裂前卖出获得更高利润的。为排除其他投资收益对基金业绩的影响,并更准确衡量基金通过骑乘价格泡沫获利的能力,这里研究不同程度博彩偏好的基金通过买卖股票获利的能力,并观察该能力在彩票性强和弱股票之间的差别。

为测度基金买卖股票的投资收益,计算基金在当期净买卖股票的加权平均收益:

$$NB_R_{j,T} = \sum_{i=1}^p \left\{ Stock\ Return_{i,T} \times \frac{(N_{i,j,T} - N_{i,j,T-1})P_{i,T}}{\sum_{i \in p} [N_{i,j,T} - N_{i,j,T-1}]P_{i,T}} \right\} \quad (9)$$

其中, $Stock\ Return_{i,T}$ 代表股票*i*在*T*期6个月内原始收益和风险调整后收益的累计收益率^①。权重项 $\{(N_{i,j,T} - N_{i,j,T-1})P_{i,T}\} / \{\sum_{i \in p} [N_{i,j,T} - N_{i,j,T-1}]P_{i,T}\}$ 中变量的具体含义与式(3)相同,代表基金*j*在*T*期对股票*i*的净买入价值占基金*j*在*T*期对全部持仓股票买入卖出价值之和的比重。式(9)反映基金*j*在*T*期买卖股票的加权平均收益,该值越大代表基金*j*在*T*期买卖股票的收益越高。

表3中,每一期将样本基金根据基金博彩偏好测度*LP*由低到高分五组,比较每组基金在全部持仓股票上的净买卖收益,见第(1)列。进一步在每一期将样本股票根据股票彩票性指数*Lottery*由低到高分五组,计算基金在每组股票上的净买卖收益。由表3可见,博彩偏好越强烈基金的股票投资收益越高,且呈单调递增态势,其中博彩偏好最高组和最低组之间股票投资收益的差值显著大于0,这一现象在全部样本股票和彩票性指数由低到高的五组股票中都成立,而且博彩偏好最高

① 股票超额收益率的具体计算过程详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

组和最低组之间股票投资收益的差值在彩票性质强烈的股票中更显著,即表3中Panel A和Panel B最后一行的值都显著大于0。这说明重仓持有概念股基金的优异业绩不是由其他产品投资收益造成的,这些基金通过买卖股票的确能够获得更高收益,而且这些基金在彩票性质强烈的股票上相比其他股票更能够获利。股票收益经CAPM调整之后,结果依然成立^①。此外,横向看,博彩偏好最强烈的基金在彩票性最强的第五组股票上获得的收益显著高于彩票性最弱的第一组股票,而博彩偏好不明显的其他基金在第五组股票上获得的收益和第一组股票上获得的收益不存在显著差别,甚至会显著低于第一组股票。

这些结果说明,重仓持有概念股的基金相比其他博彩偏好不明显的基金获得更高的股票投资收益,且该收益集中在彩票性质强烈的股票中,而彩票性越强的股票更具吸引力,其价格存在泡沫的概率和程度更高(Liu et al., 2020)。因此,重仓持有概念股的基金的确通过骑乘股票价格泡沫获得了更高收益,一定程度上说明这些基金有能力识别价格会继续增长的泡沫股票并持续买入直至价格下跌前卖出。

表3 博彩偏好与股票投资收益

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		<i>Lottery_1</i>	<i>Lottery_2</i>	<i>Lottery_3</i>	<i>Lottery_4</i>	<i>Lottery_5</i>	(6)-(2)
Panel A: Raw Return							
<i>LP_1</i>	0.0402	0.0085	0.0094	0.0061	0.0062	0.0100	0.0015
<i>LP_2</i>	0.0475	0.0150	0.0109	0.0064	0.0089	0.0063	-0.0087
<i>LP_3</i>	0.0775	0.0218	0.0163	0.0117	0.0138	0.0138	-0.0080
<i>LP_4</i>	0.0892	0.0179	0.0199	0.0132	0.0206	0.0177	-0.0002
<i>LP_5</i>	0.1360	0.0156	0.0264	0.0216	0.0344	0.0380	0.0224**
5-1	0.0958***	0.0071	0.0170**	0.0155**	0.0282***	0.0280***	0.0210**
T 值	(3.5526)	(0.9057)	(2.0582)	(2.6693)	(2.9229)	(4.8886)	(2.2749)
Panel B: CAPM							
<i>LP_1</i>	0.0348	0.0069	0.0086	0.0055	0.0056	0.0081	0.0012
<i>LP_2</i>	0.0418	0.0162	0.0097	0.0048	0.0066	0.0045	-0.0118***
<i>LP_3</i>	0.0529	0.0164	0.0103	0.0069	0.0091	0.0102	-0.0062**
<i>LP_4</i>	0.0706	0.0173	0.0150	0.0097	0.0149	0.0137	-0.0036
<i>LP_5</i>	0.0919	0.0137	0.0146	0.0131	0.0225	0.0280	0.0143***
5-1	0.0571***	0.0068***	0.0060***	0.0076***	0.0169***	0.0199***	0.0131***
T 值	(6.4157)	(3.0453)	(2.9369)	(3.4938)	(3.1902)	(7.6925)	(4.1163)

五、泡沫骑乘说的进一步检验

1. 异质性分析

为进一步证明机构投资者博彩偏好的泡沫骑乘说,这里对机构投资者博彩偏好与泡沫骑乘之

^① 股票经其他风险因子(Fama-French3、Carhart4、Fama-French5)调整后的具体结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

间的关系进行时间序列和横截面上的异质性分析,研究不同市场环境下和不同特征的机构投资者中泡沫骑乘行为和后果的差异。时间序列上,错误定价更严重时非理性投资者更易进行噪音交易,因此概念股的炒作行为会更严重;横截面上,私有信息更多的知情机构投资者更有能力制造概念以吸引非理性投资者进行交易,因此概念炒作会更严重。

(1)市场错误定价与泡沫骑乘。这里证明假说2,即市场存在更严重的错误定价时重仓持有概念股的机构投资者的泡沫骑乘行为会更强烈。用股市暴涨暴跌(*TB*)、横截面股票收益离散度(*Dis*)和市场非流动性(*Amihud*、*PS*)作为股票市场错误定价程度代理变量(Cella et al.,2013;Pástor et al.,2017)。股市暴涨暴跌时 *TB* 取值为1,否则为0;横截面股票收益离散度高于样本期中位数时 *Dis* 取值为1,否则为0;市场非流动性指标高于样本期中位数或流动性指标低于样本期中位数时 *Amihud* 和 *PS* 取值为1,否则为0。^①表4中自变量 *LP* 为基金博彩偏好测度,因变量分别为三种定

表4 市场错误定价与泡沫骑乘行为

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>PE</i>	<i>PB</i>	<i>PS</i>	<i>PE</i>	<i>PB</i>	<i>PS</i>
	Panel A:股市暴涨暴跌(<i>TB</i>)			Panel B:横截面股票收益离散度(<i>Dis</i>)		
<i>LP</i>	0.1902*** (13.6002)	0.4264*** (13.5437)	0.3549*** (14.7246)	0.1924*** (13.7926)	0.4285*** (13.5306)	0.3564*** (14.7101)
<i>Mispricing</i>	0.0062 (0.3413)	-0.0116 (-0.2646)	-0.0112 (-0.2992)	-0.0499*** (-3.1446)	-0.1650*** (-3.7436)	-0.1403*** (-3.6267)
<i>LP</i> × <i>Mispricing</i>	0.1421*** (3.7892)	0.1690*** (3.2727)	0.1970*** (4.1701)	0.1032*** (5.5412)	0.1092*** (2.6133)	0.1078*** (3.3199)
R ² -Adj	0.2031	0.3678	0.2867	0.2040	0.3678	0.2864
	Panel C: <i>Amihud</i> 非流动性(<i>Amihud</i>)			Panel D: <i>Pastor-Stambaugh</i> 流动性(<i>PS</i>)		
<i>LP</i>	0.1912*** (13.7944)	0.4322*** (13.5926)	0.3609*** (14.8226)	0.1879*** (13.6007)	0.4254*** (13.4492)	0.3539*** (14.6259)
<i>Mispricing</i>	-0.0006 (-0.0395)	0.0790* (1.7817)	0.0507 (1.3172)	0.0045 (0.3284)	0.0506 (1.2017)	0.0284 (0.7905)
<i>LP</i> × <i>Mispricing</i>	0.0927*** (4.7992)	0.2321*** (5.3892)	0.2485*** (6.8628)	0.0097 (0.5225)	0.0846** (2.0741)	0.1055*** (3.3823)
R ² -Adj	0.2027	0.3690	0.2890	0.2007	0.3676	0.2862
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>FUND/TIME</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	12700	12700	12700	12700	12700	12700

注:股市暴涨暴跌哑变量(*TB*)、横截面股票收益离散度哑变量(*Dis*)和市场非流动性哑变量(*Amihud*、*PS*)经过了去中心化处理。

① 横截面股票收益离散度即 *T* 期股票收益的横截面标准差。市场流动性用 *Amihud* 非流动性指标和 *Pastor-Stambaugh* 流动性指标反映。股市暴涨暴跌哑变量 *TB* 的具体计算步骤详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

义下的泡沫股票净买入。由 Panel A 和 Panel B 的结果可见,博彩偏好越强烈的机构投资者在股市暴涨暴跌时期和横截面股票收益离散度更高的时期会买入更多泡沫股票,由 Panel C 和 Panel D 的结果可见,博彩偏好越强烈的机构投资者在市场缺乏流动性时会买入更多泡沫股票,即机构投资者博彩偏好与股市暴涨暴跌哑变量、横截面股票收益离散度哑变量和市场非流动性哑变量的交乘项显著为正。这说明市场剧烈波动、意见分歧较大或流动性不足的错误定价更严重时,博彩偏好强烈的机构投资者会比正常市场情况下买入更多泡沫股票进行概念炒作,为市场的动荡起到“火上浇油”的作用。

(2)私有信息与泡沫骑乘。这里证明假说3,即拥有更多私有信息的知情机构投资者更愿意买入泡沫股票进行骑乘,也更能凭借泡沫骑乘获利。用基金隐形交易(UA)、基金收益与市场收益的同步性(RS)、基金选股能力($DGTW$)和基金股票交易业绩(TP)度量基金私有信息(Kacperczyk et al.,2005;Kacperczyk et al.,2008;Boehmer and Kelley,2009;Amihud and Goyenko,2013)^①。当隐形交易指标高于样本基金中位数时, UA 取值为1,否则为0;当机构投资者业绩与市场收益的同步性指标低于样本基金中位数时, RS 取值为1,否则为0;当选股能力高于样本基金中位数时, $DGTW$ 取值为1,否则为0;当机构投资者股票交易业绩高于样本基金中位数时, TP 取值为1,否则为0。表5中因变量为泡沫股票净买入,表6中因变量为基金超额收益率。由表5、表6中结果可见,机构投资者博彩偏好测度与隐形交易哑变量、收益同步性哑变量、选股能力哑变量和股票交易业绩哑变量的交乘项显著为正,即隐形交易更高、与市场收益同步性更低、选股能力更强、股票交易业绩更高的机构投资者相比其他投资者,会买入更多泡沫股票,且博彩偏好与投资业绩之间的正相关关系更强烈。这说明拥有更多私有信息的知情机构投资者相比其他投资者,有更高意愿买入概念股票进行骑乘,也能通过泡沫骑乘获得更高收益,符合理性投机理论下的泡沫骑乘说,再次证明机构投资者博彩偏好是知情、故意且能够获利的。

异质性分析结果支持机构投资者博彩偏好的泡沫骑乘说,说明机构投资者在个人投资者更具信息劣势的股市异常波动时期、收益两极分化严重的市场割裂时期、套利成本更高的流动性短缺时期,比正常市场情况下更可能制造并炒作概念股;拥有更多私有信息、处于信息优势地位、且擅长选股的机构投资者也更可能制造并炒作概念股。

2. 泡沫骑乘与股市波动

如果机构投资者扮演理性套利者角色,积极纠正股票错误定价,那么机构投资者持有比例越高,股票未来的波动程度应该更低(高昊宇等,2017)。相反,如果机构投资者与错误定价同方向交易骑乘价格泡沫,那么机构投资者会加剧股票错误定价和市场波动(Brunnermeier and Nagel,2004;Allredge,2020)。这里检验机构投资者博彩偏好对未来股价波动性的影响,建立式(10)分析机构投资者博彩偏好和未来股价波动之间的关系:

$$Return\ Volatility_{i,t+1} = \alpha + \beta Stock_FL_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \eta Stock_i + \lambda Time_i + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

为测度股票的机构投资者博彩偏好程度 $Stock_FL$,第一种方法根据基金博彩偏好测度 LP 计算股票的加权平均机构投资者博彩偏好测度 FL 、 FL_Total ^②,该指标越大表示股票主要由博彩偏好强烈的机构投资者持有;第二种方法在每一期将样本基金根据博彩偏好测度 LP 的30%和70%分位数分为低、中、高三组,或者根据50%分位数分为低、高两组,分别计算每组基金对样本股票的持有比例。用 LLH 、 MLH 、 HLH 分别代表低、中、高博彩偏好基金持有股票 i 流通市值的比重,用 LLH_2 、

① 变量的具体构造详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 变量的具体计算方法详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 5 私有信息与泡沫骑乘行为

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>PE</i>	<i>PB</i>	<i>PS</i>	<i>PE</i>	<i>PB</i>	<i>PS</i>
	Panel A: 隐形交易 (<i>UA</i>)			Panel B: 与市场收益的同步性 (<i>RS</i>)		
<i>LP</i>	0.1739*** (11.4310)	0.3470*** (9.8015)	0.2787*** (10.2841)	0.1521*** (10.0262)	0.3185*** (8.9795)	0.2925*** (10.7095)
<i>Private</i>	-0.0010 (-0.1912)	0.0048 (0.3995)	-0.0082 (-0.8970)	-0.0144*** (-2.9472)	-0.0537*** (-3.9156)	-0.0336*** (-3.2516)
<i>LP×Private</i>	0.0206 (1.2264)	0.1038*** (2.7084)	0.1113*** (3.8651)	0.0584*** (3.6496)	0.1690*** (3.9633)	0.0939*** (2.9079)
N	12700	12700	12700	12700	12700	12700
R ² -Adj	0.2018	0.3740	0.2920	0.2020	0.3685	0.2863
	Panel C: 选股能力 (<i>DGTW</i>)			Panel D: 股票交易收益 (<i>TP</i>)		
<i>LP</i>	0.1823*** (11.7218)	0.3623*** (10.1283)	0.3220*** (11.8370)	0.1584*** (10.2571)	0.3177*** (8.9584)	0.2819*** (10.3165)
<i>Private</i>	-0.0071 (-1.4756)	-0.0382*** (-3.0796)	-0.0234** (-2.4118)	0.0004 (0.0672)	0.0094 (0.6486)	0.0138 (1.3080)
<i>LP×Private</i>	0.0141 (0.9192)	0.1222*** (3.1587)	0.0643** (2.1547)	0.0424** (2.3368)	0.1438*** (3.2287)	0.0879*** (2.6936)
N	12678	12678	12678	12693	12693	12693
R ² -Adj	0.2012	0.3673	0.2857	0.2050	0.3767	0.2947
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>FUND/TIME</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制

HLH_2 分别代表低、高博彩偏好基金持有股票 *i* 流通市值的比重。由表 7 可见, *FL*、*FL_Total* 和未来股价波动显著正相关, 即股票的机构投资者博彩偏好越强烈, 未来的股价波动越剧烈; *HLH*、*HLH_2* 和未来股价波动显著正相关, 而 *LLH*、*LLH_2* 和未来股价波动不存在显著相关性, 即博彩偏好强烈的机构投资者持有越多, 未来的股价波动越剧烈, 而博彩偏好不明显的机构投资者的持有不会影响未来股价波动。综上, 机构投资者的博彩偏好加剧了未来股价波动。

上述结果说明, 机构投资者对概念股的泡沫骑乘行为虽然对其本身而言是能够提高投资业绩的理性投机, 但对市场而言会加剧错误定价和股市波动, 不利于市场稳定。虽然个人投资者往往被作为噪音交易者的主要例子, 认为其由情绪驱动的非理性交易是造成市场错误定价的主要原因, 但事实上, 本应纠正错误定价的机构投资者助长并受益于情绪驱动的股票错误定价。

表6 私有信息与泡沫骑乘后果

	(1) <i>FF3</i>	(2) <i>Carhart4</i>	(3) <i>FF5</i>	(4) <i>FF3</i>	(5) <i>Carhart4</i>	(6) <i>FF5</i>
	Panel A: 隐形交易 (<i>UA</i>)			Panel B: 与市场收益的同步性 (<i>RS</i>)		
<i>LP</i>	0.2134*** (14.7880)	0.1682*** (12.4222)	0.1981*** (13.8267)	0.2250*** (14.5707)	0.1977*** (13.1595)	0.2124*** (13.2518)
<i>Private</i>	0.0428*** (10.0565)	0.0359*** (9.1544)	0.0426*** (9.8438)	0.0012 (0.2558)	-0.0026 (-0.5637)	-0.0013 (-0.2518)
<i>LP×Private</i>	0.0214 (1.5733)	0.0472*** (3.7262)	0.0286** (2.0747)	0.0591*** (3.6973)	0.0498*** (3.2210)	0.0621*** (3.7285)
N	12757	12757	12757	12757	12757	12757
R ² -Adj	0.4626	0.3487	0.3833	0.4099	0.2738	0.3203
	Panel C: 选股能力 (<i>DGTW</i>)			Panel D: 股票交易收益 (<i>TP</i>)		
<i>LP</i>	0.2083*** (13.8193)	0.1850*** (12.4229)	0.2050*** (13.3782)	0.2290*** (14.6856)	0.2102*** (14.0355)	0.2250*** (14.5643)
<i>Private</i>	0.0064 (1.3105)	0.0059 (1.2814)	0.0115** (2.3453)	-0.0194*** (-3.8224)	-0.0132*** (-2.6903)	-0.0161*** (-3.1489)
<i>LP×Private</i>	0.0742*** (4.8462)	0.0610*** (4.1234)	0.0591*** (3.8463)	0.0615*** (3.7825)	0.0360** (2.3101)	0.0485*** (3.0124)
N	12733	12733	12733	12750	12750	12750
R ² -Adj	0.4208	0.2858	0.3331	0.4034	0.2700	0.3141
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>FUND/TIME</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制

3. 稳健性检验^①

(1) 更换基金样本。机构投资者总体上并未表现出明显的博彩偏好,且部分基金完全不会配置概念股。这里剔除概念股配置比例为0的样本基金,研究配置了概念股的基金中博彩偏好与泡沫骑乘和投资绩效的关系。改变基金样本后本文主要结果保持不变,依然支持机构投资者博彩偏好的泡沫骑乘说。

(2) 更换彩票型股票的度量。Kumar(2009)将低股价、高特质偏度和高特质波动率股票定义为彩票型股票,因此,本文除了用郑振龙和孙清泉(2013)提出的低股价、高历史日收益率和高换手率,还考虑了股票的特质偏度和特质波动率,即按照过去6个月每日股价中位数、五个最大日收益率的均值、每日换手率中位数、日收益率的特质偏度和特质波动率定义股票的彩票性指数,计算该定义下基金的博彩偏好测度(*LP*)。改变彩票型股票度量方法后本文所有结果均与前文一致。

(3) 更换基金博彩偏好的测度时间。为更清晰刻画机构投资者的泡沫骑乘行为,这里根据基金

① 稳健性检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 7 机构博彩偏好与未来股价波动

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Return Volatility</i>			
<i>FL</i>	0.0013*** (6.0667)			
<i>FL_Total</i>		0.1053*** (12.5314)		
<i>LLH</i>			-0.0015 (-0.7487)	
<i>MLH</i>			0.0051*** (4.2290)	
<i>HLH</i>			0.0065*** (5.5502)	
<i>LLH_2</i>				0.0004 (0.3008)
<i>HLH_2</i>				0.0069*** (7.6193)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>STOCK/TIME</i>	控制	控制	控制	控制
N	52165	52165	52165	52165
R ² -Adj	0.7050	0.7059	0.7048	0.7048

注:表中控制变量包括股票市值(*Size*)、价值性(*Value*)、成长性(*Growth*)、市场贝塔(*Beta*)、动量收益(*MOM*)、反转收益(*REV*)、非流动性(*Illiquidity*)、基金持有比例(*FO*)、分析师关注度(*Analyst*)、前五大流通股股东持股比例的平方和(*Con*)。还包括过去6个月股票日收益率的总波动(*TV*)、特质波动(*IV*)、总偏度(*TS*)、特质偏度(*IS*)、系统偏度(*SS*)、换手率(*Turnover*)、与市场收益的同步性(*RS*)。变量的具体定义详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

T 期初(即 *T*-1 期末)披露的持股明细计算基金博彩偏好测度(*LP*),反映基金在当期对已经持有的概念股的交易行为及其对基金业绩的影响。结果表明,事前测度下博彩偏好强烈的机构投资者在本期会卖出更多泡沫股票并获得更高利润,即机构投资者在股票价格下跌前卖出并获利,符合机构投资者博彩偏好的泡沫骑乘说。

(4)更换样本频率。公募基金只在半年报和年报中披露全部持股明细,因此,本文采用每半年的数据计算并定义彩票型股票,并据此计算基金的博彩偏好。这带来数据频率过低、时间跨度过长的问题;一方面,半年的时间跨度可能会稀释股票的特征;另一方面,半年的样本频率也无法捕捉基金交易行为。为减轻这些问题的影响,本文采用每季度的数据定义股票彩票性,并用基金季报披露的前十大重仓股明细计算基金博彩偏好。提高样本频率后本文主要结果依然保持不变。

(5)更换股票样本。前文研究机构投资者博彩偏好对未来股票波动的影响时,考虑了全部样本股票,包括不被样本基金持有的股票。为更准确测度机构投资者博彩偏好对未来股票收益波动性的影响,剔除样本基金持有比例为0的样本股票,结果证明持有股票的机构投资者博彩偏好越强烈,股票的未來收益波动率依然更高,机构投资者的博彩偏好不利于市场稳定。

六、结论与启示

1. 研究结论

本文揭示部分机构投资者可能是中国资本市场概念股炒作的源头。个人投资者具有博彩偏好、愿意为概念股支付过高价格,这一观点在大量文献中已经得到证实。本文发现,机构投资者可能受短期业绩排名锦标赛等压力影响,通过制造一轮轮概念吸引个人投资者,推高机构重仓持有的概念股股价。机构投资者不仅没有纠正错误定价,反而热衷于交易概念股,助推股市泡沫的产生和膨胀,导致个人投资者反复被“割韭菜”。投资者热衷于追逐概念而不关注价值,会使资本市场脱离实体经济,应该引起监管者注意。

与个人的博彩偏好来源于行为偏差并导致收益受损不同,本文发现,机构投资者的博彩偏好是理性的泡沫骑乘行为,能够准确捕捉概念股的买入卖出时机,获得显著的风险调整后收益。时间序列和横截面上的异质性分析发现,错误定价更严重时以及拥有更多私有信息的博彩偏好机构投资者有更强烈的泡沫骑乘行为。这说明机构投资者炒作概念股是知情、故意且能够获利的。此外,机构投资者的博彩偏好具有显著异质性,持股时间短的机构存在博彩偏好,而持股时间长的机构没有表现出博彩偏好,这说明鼓励机构长期投资有利于抑制概念股炒作。

2. 启示与建议

本文的研究具有拓展意义:①之前对投资者行为偏差的研究局限于个人投资者,认为其行为是非理性的。实际上,这些行为偏差并非只在个人投资者中存在,机构作为个人重要的流动性提供者,很有可能利用甚至会诱导这些行为偏差。理论上,各种行为偏差都具有在机构中探测出的可能性。只不过如果仅将机构投资者作为一个整体,巨大的异质性可能会掩盖这些专门利用个人行为偏差的机构行为。因此,有必要对机构投资者出现这些行为偏差的原因和对市场造成的影响进行深入研究。这一方向的研究不仅具有理论意义,而且对于市场管理和投资者保护的精准施策具有积极的现实意义。②之前对股票市场错误定价和收益异象的研究将所有机构投资者一视同仁,认为其都扮演减轻错误定价、消除收益异象的理性套利者角色,机构投资者持有比例通常被作为投资者成熟度、套利限制等的代理变量。但事实上机构投资者之间存在差异,部分机构投资者可能会利用收益异象并加剧错误定价,成为市场中的噪音交易者。本文发现,短期机构投资者非但不会纠正反而会进一步加剧错误定价。因此,将所有机构投资者都作为和错误定价反向交易的理性套利者会使得研究结论存在偏差。未来应该从更多维度对机构投资者进行细致的分类研究,考虑机构投资者交易的噪音,这对资产定价领域的研究具有重要意义。

2021年1月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《建设高标准市场体系行动方案》,强调培育资本市场机构投资者、完善投资者保护制度、加强资本市场监管,也提出要健全金融风险预防、预警、处置和问责制度。以往研究发现,个人投资者是股市泡沫的“源泉”;本文则发现,机构投资者并不总是对市场有稳定作用,很可能是股市泡沫“源泉”的“源泉”,即一些机构会利用个人投资者的非理性,诱发或加剧股市泡沫。因此,培育资本市场机构投资者的同时,应加强对机构投资者短期行为的监管。纠正资本市场概念股炒作,引导价值回归,健全资本市场服务实体经济的体制机制,还需要注意:

(1)改变外因,改良概念股炒作的“土壤”。本文发现,机构投资者制造概念是为了利用个人投资者对高收益但低概率、具有像彩票一样特性的这类股票的非理性追捧。在个人投资者非理性行为更严重的市场错误定价严重时,机构投资者的泡沫骑乘行为更强烈。因此,概念股炒作的土壤是投资

者结构问题。从流通市值持股结构看,A股市场中个人投资者占比约为机构投资者占比的3倍。在这样的投资者结构下,机构投资者纠正错误定价会面临巨大的噪音交易者风险和赎回风险,而诱导并利用个人投资者非理性行为短期看是一种更为明智的选择。所以,壮大机构投资者、优化A股投资者结构的目标仍需要坚持,这才能真正改善概念股炒作滋生的“土壤”。

(2)重视内因,重塑合理的业绩评价考核机制。本文发现,并非所有的机构投资者都会参与概念股的炒作。持股时间短的短期机构更倾向于制造概念、骑乘股市泡沫,而长期机构不存在这种偏好。这说明机构投资者概念股炒作的内在动因是对短期业绩的追逐。本文还发现,隐形交易更多、收益与市场不同步、持股短期收益更好的机构投资者,泡沫骑乘的动机更强烈。这说明这些机构投资者虽然有能力,但并没把精力放在钻研市场、行业和公司基本面的信息上,而是关注其他投资者短期交易的信息。因此,当前大力发展机构投资者的政策要求和监管举措,应健全完善各类专业机构投资者的长周期考核机制,突出长期业绩导向,弱化市场对机构投资者短期业绩排名的宣扬,才能从内因上纠正机构投资者对市场的不稳定影响,发挥机构投资者基本面信息挖掘的特长,促进资本市场的价值发现。

[参考文献]

- [1]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, (6):193-206.
- [2]陈国进,马柯. 投资者面临泡沫的理性行为:抛售、旁观还是骑乘[J]. 上海经济研究, 2012, (3):84-92.
- [3]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.
- [4]陈文博,陈浪南,王升泉. 投资者的博彩行为研究——基于盈亏状态和投资者情绪的视角[J]. 中国管理科学, 2019, (2):19-30.
- [5]高昊宇,杨晓光,叶彦艺. 机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用:基于中国市场的实证[J]. 金融研究, 2017, (2):163-178.
- [6]孔高文,胡林峰,孔东民,王琴. 基金持股的创新偏好与基金业绩研究[J]. 管理科学学报, 2019, (12):70-83.
- [7]孔高文,刘莎莎,孔东民. 博彩偏好是否影响了精明投资者绩效[J]. 投资研究, 2014, (10):87-103.
- [8]梁昱,张伟强. 博彩型股票与投资者的博彩性偏好——基于中国股票市场数据的实证研究[J]. 运筹与管理, 2017, (2):117-126.
- [9]廖理,梁昱,张伟强. 谁在中国股票市场中“博彩”?——基于个人投资者交易数据的实证研究[J]. 清华大学学报(自然科学版), 2016, (6):677-684.
- [10]刘京军,刘彦初,熊和平. 基金竞争与泡沫资产配置的模式行为研究[J]. 管理科学学报, 2018, (2):114-126.
- [11]潘越,戴亦一,陈梅婷. 基金经理的投资经验、交易行为与股市泡沫[J]. 中国工业经济, 2011, (1):120-129.
- [12]徐浩峰,朱松. 机构投资者与股市泡沫的形成[J]. 中国管理科学, 2012, (4):18-26.
- [13]张宗新,杨通旻. 盲目炒作还是慧眼识珠?——基于中国证券投资基金信息挖掘行为的实证分析[J]. 经济研究, 2014, (7):138-150.
- [14]郑振龙,孙清泉. 彩票类股票交易行为分析:来自中国A股市场的证据[J]. 经济研究, 2013, (5):128-140.
- [15]周为. 机构投资者行为与中国股票市场泡沫[J]. 经济学报, 2019, (2):217-238.
- [16]朱红兵,张兵. 价值性投资还是博彩性投机?——中国A股市场的MAX异象研究[J]. 金融研究, 2020, (2):167-187.
- [17]Abreu, D., and M. K. Brunnermeier. Bubbles and Crashes[J]. *Econometrica*, 2003, 71(1):173-204.
- [18]Alldredge, D. M. Institutional Trading, Investor Sentiment, and Lottery-Like Stock Preferences [J]. *Financial Review*, 2020, 55(4):1-22.
- [19]Amihud, Y., and R. Goyenko. Mutual Fund's R^2 as Predictor of Performance[J]. *Review of Financial Studies*, 190

- 2013,26(3):667-694.
- [20]Bailey, W., A. Kumar, and D. Ng. Behavioral Biases of Mutual Fund Investors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011,102(1):1-27.
- [21]Bali, T. G., N. Cakici, and R. F. Whitelaw. Mxing out: Stocks as Lotteries and the Cross-Section of Expected Returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011,99(2):427-446.
- [22]Bali, T. G., S. J. Brown, S. Murray, and Y. Tang. A Lottery-Demand-Based Explanation of the Beta Anomaly[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017,52(6):2369-2397.
- [23]Barber, B. M., and T. Odean. All That Glitters:The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors[J]. *Review of Financial Studies*, 2008,21(2):785-818.
- [24]Barberis, N., and M. Huang. Stocks as Lotteries:The Implications of Probability Weighting for Security Prices[J]. *American Economic Review*, 2008,98(5):2066-2100.
- [25]Bhattacharya, U., and X. Yu. The Causes and Consequences of Recent Financial Market Bubbles:An Introduction[J]. *Review of Financial Studies*, 2008,21(1):3-10.
- [26]Boehmer, E., and E. K. Kelley. Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices [J]. *Review of Financial Studies*, 2009,22(9):3563-3594.
- [27]Brunnermeier, M. K., and S. Nagel. Hedge Funds and the Technology Bubble[J]. *Journal of Finance*, 2004,59(5):2013-2040.
- [28]Brunnermeier, M. K.,C. Gollier, and J. A. Parker. Optimal Beliefs, Asset Prices, and the Preference for Skewed Returns[J]. *American Economic Review*, 2007,97(2):159-165.
- [29]Cella, C., A. Ellul, and M. Giannetti. Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks [J]. *Review of Financial Studies*, 2013,26(7):1607-1648.
- [30]Cremers, K. J. M., and A. Petajisto. How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance[J]. *Review of Financial Studies*, 2009,22(9):3329-3365.
- [31]Dass, N., M. Massa, and R. Patgiri. Mutual Funds and Bubbles:The Surprising Role of Contractual Incentives[J]. *Review of Financial Studies*, 2008,21(1):51-99.
- [32]De Long, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers, and R. J. Waldmann. Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation[J]. *Journal of Finance*, 1990a,45(2):379-395.
- [33]De Long, J. B.,A. Shleifer, L. H. Summers, and R. J. Waldmann. Noise Trader Risk in Financial Markets[J]. *Journal of Political Economy*, 1990b,98(4):703-738.
- [34]Edelen, R. M., O. S. Ince, and G. B. Kadlec. Institutional Investors and Stock Return Anomalies [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016,119(3):472-488.
- [35]Grinblatt, M., and M. Keloharju. What Makes Investors Trade[J]. *Journal of Finance*, 2001,56(2):589-616.
- [36]Jang, J., and J. Kang. Probability of Price Crashes, Rational Speculative Bubbles,and the Cross-Section of Stock Returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019,132(1):222-247.
- [37]Kacperczyk, M., C. Sialm, and L. Zheng. On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds[J]. *Journal of Finance*, 2005,60(4):1983-2011.
- [38]Kacperczyk, M., C. Sialm, and L. Zheng. Unobserved Actions of Mutual Funds [J]. *Review of Financial Studies*, 2008,21(6):2379-2416.
- [39]Kumar, A. Institutional Skewness Preferences and the Idiosyncratic Skewness Premium [R]. University of Notre Dame Working Paper, 2005.
- [40]Kumar, A. Who Gambles in the Stock Market[J]. *Journal of Finance*,2009,64(4):1889-1933.
- [41]Kumar, A., J. K. Page, and O. G. Spalt. Religious Beliefs, Gambling Attitudes, and Financial Market Outcomes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011,102(3):671-708.

- [42]Liu, B., H. Wang, J. Yu, and S. Zhao. Time-Varying Demand for Lottery:Speculation ahead of Earnings Announcements[J]. *Journal of Financial Economics*, 2020,138(3):789–817.
- [43]Mitton, T., and K. Vorkink. Equilibrium Underdiversification and the Preference for Skewness [J]. *Review of Financial Studies*, 2007,20(4):1255–1288.
- [44]Nagel, S. Short Sales, Institutional Investors and the Cross-Section of Stock Returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,78(2):277–309.
- [45]Pástor, L., R. F. Stambaugh, and L. A. Taylor. Do Funds Make More When They Trade More [J]. *Journal of Finance*, 2017,72(4):1483–1528.
- [46]Shleifer, A., and R. W. Vishny. The Limits of Arbitrage[J]. *Journal of Finance*, 1997,52(1):35–55.
- [47]Temin, P., and H. J. Voth. Riding the South Sea Bubble[J]. *American Economic Review*, 2004,94(5):1654–1668.
- [48]Xiong, W., and J. Yu. The Chinese Warrants Bubble [J]. *American Economic Review*, 2011,101 (6):2723–2753.
- [49]Yan,X., and Z. Zhang. Institutional Investors and Equity Returns:Are Short-Term Institutions Better Informed[J]. *Review of Financial Studies*, 2009,22(2):893–924.

Institutional Investors’ Preference for Concept Stocks and the Stock Market Bubble Riding

LU Rong, SUN Xin-yu

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433,China)

Abstract: Chinese stock market investors are keen to hype the eye-catching “concept stocks”. The concept stocks are different from the general stocks in that their prices are deviated from fundamental values and they can obtain high returns in the short term, that is, having characteristics of lottery. This paper uses the theory of gambling preference to study the causes and consequences of the speculation of concept stocks. Different from the general theory research that individual investors have gambling preference and they are the root of the speculation of concept stocks, we confirm that institutional investors also have gambling preference according to rational speculation theory, which is the real root of the endless speculation of concept stocks. We find that the purpose of institutions to create concept is bubble riding, that is, buying overpriced stocks and selling them before bubble burst, which promotes the stock market bubble to generate and causes the market to fluctuate violently. The lottery characteristics of concept stocks, that is high yield but low probability, make institutions benefit from it, while individuals turn to “leak”. We also find that institutions with stronger gambling preference buy more concept stocks and earn higher returns, consistent with behavior performance and expected consequence of rational bubble riding. Heterogeneity analysis confirms that institutions’ bubble riding behavior is stronger in periods with more serious market mispricing and in institutions with higher private information. This paper shows that institutions’ gambling preference is rational behavior for themselves to improve performance, but for market it induces other investors to hype the concept stocks, which leads to capital market to divorce from the real economy. The paper also finds that gambling preference of long-term institutions isn’t significant, indicating that policies and mechanisms to improve short-term assessment and encourage long-term investment are conducive to controlling stock bubbles from the source, promoting value discovery and protecting the interests of small and medium investors.

Key Words: institutional investor; gambling preference; bubble riding

JEL Classification: G11 G23 G41

〔责任编辑:覃毅〕