

合格境外机构投资者超额收益率与中小投资者保护

——基于中小投资者投资策略的视角

沈维涛, 朱冠东

(厦门大学管理学院 福建 厦门 361005)

内容提要:合格境外机构投资者(英文缩写 QFII)自 2003 年引入中国以来,其投资风格便一直是市场关注的焦点,尤其是不少中小投资者更是将 QFII 的投资行为奉为圭臬。但由于 QFII 信息披露的稀缺性和滞后性,使得 QFII 和中小投资者之间的信息不对称现象十分严重,这有意无意中误导了中小投资者的投资行为。本文利用我国 A 股市场 2007~2009 年连续 10 个季度的上市公司为研究样本,实证检验 QFII 在我国 A 股市场的超额收益率。本文静态研究设置全样本组和 QFII 持股组,研究结果表明,QFII 持股上市公司无法产生正的超额收益;动态研究设置全样本组、QFII 增仓组和 QFII 减仓组,研究结果表明,QFII 增仓上市公司产生显著为正的超额收益,而 QFII 减仓上市公司产生显著为负的超额收益。本文研究结论对证券监管部门规范 QFII 信息披露、引导中小投资者理性投资有一定的启示意义。

关键词:QFII; 超额收益率; 静态研究; 动态研究; 中小投资者保护

中图分类号:F830 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2011)07—0160—07

一、研究背景

Qualified Foreign Institution Investors (缩写为 QFII)即“合格境外机构投资者”,QFII 制度是一种有限度地引进外资、开放资本市场的过渡性制度。2002 年 11 月 5 日,中国人民银行和中国证监会联合下发了《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》;2002 年 11 月 28 日,国家外汇管理局制定发布了《合格境外投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》;同年 12 月 1 日,上海证券交易所与深圳证券交易所发布《实施细则》,这标志着被市场寄予厚望、有境外成功经验的 QFII 制度在中国资本市场正式进入实际操作阶段;2003 年 5 月,瑞银华宝成为第一家获得投资资格的 QFII,标志着符合条件的境外机构投资者正式在境内证券市场登台亮相。

自 2003 引入中国以来,QFII 经历了一个快速

发展的时期。QFII 由 2003 年的 12 家发展为 2010 年的 106 家,累计投资额度由 2003 年的 40 亿美元增至 2010 年的 206 亿美元,持股数量由 2003 年的 5.99 万股增加到 2010 年的 156.8 万股,持股总市值由 2003 年的 43.87 亿元人民币增长至 2010 年的 1266.82 亿元人民币,持股总市值占沪深两市总流通市值的比例由 2003 年的 0.34% 上升为 2010 年的 1.28% 如表 1 所示。

表 1 QFII 在我国的发展历程

	家数	累计额度 (万美元)	持股总数 (万股)	持股总市值 (万元)	占流通股比重 (%)
2003	12	408631	59896	438655	0.34
2004	26	496572	96598	469455	0.41
2005	33	564521	110400	669173	0.64
2006	51	904533	216702	7460004	0.71
2007	52	999526	323004	14250835	1.55
2008	74	1285529	1212872	8189307	1.83

收稿日期:2010-11-09

作者简介:沈维涛(1963-),男,福建龙岩人。教授,博士生导师,研究方向为公司财务与公司治理。E-mail: wtshen@xmu.edu.cn;朱冠东(1985-),男,山东临沂人。博士研究生,研究方向为公司财务与公司治理。E-mail: dong6101688@163.com。

	家数	累计额度 (万美元)	持股总数 (万股)	持股总市值 (万元)	占流通股比重 (%)
2009	93	1707864	1109265	13457626	1.46
2010	106	2059682	1086573	12668235	1.28

注:数据来源于中国证监会网站、沪深交易所网站、东方财富网、证券之星网等。表中持股总数、持股总市值和占流通股比重为手工计算得出。

目前,QFII在我国资本市场已经成为一支有着重要影响力和生命力的力量,它们有着庞大的研发团队,有着成熟市场的投资经验,有着敏锐的投资嗅觉,使得它们容易获得超额收益。同时,国内主流媒体对QFII的宣传大多强调QFII如何抄底成功,如何满载而归,鲜有媒体宣传QFII的投资失误,这使得很多中小投资者将QFII神圣化,认为效仿QFII投资策略就能获得超额收益。所以,很多中小投资者对QFII投资的股票趋之若鹜,结果不但没有获取超额收益,反而造成很大的投资损失。

为什么QFII本身能够获取超额收益,而跟随它们的中小投资者却屡屡遭受损失呢?这与QFII的信息披露制度有关,公开信息表明,QFII披露的信息或可以公开采集到的信息不足基金的5%,QFII投资更为隐蔽,资金调整的灵活性更强,通过公开信息无法定期获知QFII的持仓结构和QFII操作策略中关于买入/卖出的时点、交易的频率、每次成交量的大小等信息。这使得投资者无法获得QFII的实时投资信息。

与国外成熟的证券市场不同,我国的证券市场是以中小投资者为主体的市场。以深市为例,截至到2010年12月31日,股票投资者共开设9433.56万个投资账户,其中中小投资者有9402.68万户,而机构投资者仅30.88万户。我国证券市场在未来很长的一段时间内,中小投资者都将占有相当大的比例,它们的投资理念还不成熟,很容易受QFII等机构投资者和媒体宣传的误导,所以保护中小投资者利益至关重要。本文拟对QFII的投资行为进行全面分析,客观呈现QFII的投资收益,以期为中小投资者提出一些投资建议,从而保护中小投资者利益。

二、文献综述

一般认为,QFII的引入能够稳定新兴国家的证券市场,对保护投资者利益有一定的积极作用。

Chen Yea-Mow (2003) 利用 Granger VAR 模型对 QFII、本土机构投资者和股票价格进行了相关性分析,发现 QFII 是股票价格的正向反应购买者,即股票价格的上涨将带来 QFII 投资的增加;而本土的机构投资者又是 QFII 的正向反应者,在 QFII 进行购买或者抛出的 2 天后,本土的机构投资者也会进行同样的操作;Lin & Chen (2006) 的研究表明,QFII 的引入对稳定证券市场有一定的积极作用,同时也能提升投资者的投资收益。巴曙松(2003)借鉴台湾引入 QFII 的市场进程,探讨了 QFII 对我国证券市场的可能影响;孙丽和林丽(2006)的研究发现,QFII 在我国证券市场有独特的投资风格,在确保资产安全性与稳定性的主基调下,实行组合投资、主动投资与被动投资相结合的策略。遵循价值投资理念,但又存在不断适应境内市场而频繁换股的倾向。平均投资期限较长,但也不乏短线进出的个案;陈峥嵘(2007)借鉴了韩国和台湾等的经验,定性分析了 QFII 作为一种过渡性制度对一国经济金融带来的积极影响表现在给证券市场带来的持续不断的增量资金、优化机构投资者结构、引导价值投资的理念的建立,且有利于改善公司治理结构等方面;殷红、蓝发钦(2007)基于 GARCH 族模型,对 QFII 进入我国股市以来的重仓股行业指数收益率及其波动性水平进行实证分析,认为在短期内 QFII 制度对我国证券市场的影响,会受到我国证券市场内在缺陷的限制;董先锋(2007)从实证研究出发,认为 QFII 作为我国资本市场的主要机构投资者,在促进资本市场稳定发展方面发挥着相当重要的作用,但在目前 QFII 参与公司治理的积极性不高;李学峰、符琳杰和苏伟(2008)通过完整应用 LSV 与 PCM 方法,推导并建立动态衡量机构投资者羊群行为的一系列指标,对 QFII 与封闭式基金在我国证券市场上所表现出的羊群行为度进行实证检验,发现上述两类机构投资者总体上有显著的且较为趋同的羊群行为,但他们在买和卖两个方面的羊群行为却表现出很大的差异,从而对稳定市场起到了不同的作用。

目前关于 QFII 的超额收益率的实证研究比较少,研究 QFII 超额收益的文献大多是选取某家或某几家 QFII 机构持股公司的几个月的收益率数据进行纵向分析。众所周知,QFII 重视价值投资,其投资风格与国内机构投资者差异很大,所以,通过选

取某家或某几家 QFII 机构持股公司短期内的数据根本无法完整呈现 QFII 在我国的投资策略和投资收益。所以 本文选取了连续 10 个季度的 QFII 投资信息来分析 QFII 投资我国股票市场的收益率,以完整呈现 QFII 的总体投资收益,为中小投资者提出正确的投资策略,避免中小投资者被个别 QFII 误导。

三、实证研究设计

1、样本选取与数据来源

本文选取 2007 ~ 2009 年连续 10 个季度的 QFII 持股公司和 A 股全部上市公司为研究样本,并按时间顺序分别以 Q1、Q2、Q3、Q4、Q5、Q6、Q7、Q8、Q9、Q10 来表示这 10 个季度。上市公司的月度收益率数据来自 RESSET 数据库和国泰安公司 CASMAR 数据库;上市公司的季度收益率按照月度收益率数据手工计算得到;QFII 持股信息以及变仓信息来自东方财富网 <http://www.stockstar.com/>和证券之星网 <http://www.stockstar.com/>。

2、变量定义

(1) \tilde{r}_{mp} : 第 m 家公司第 p 个季度的季度收益率。计算公式如下:

$$\tilde{r}_{mp} = \prod_{q=1}^3 (1 + \hat{r}_{mq}) - 1$$

其中 \hat{r}_{mq} 表示第 m 家上市公司在第 p 个季度内第 q 个月的月收益率 $q=1$ 或 2 或 3。

(2) \hat{r}_{mij} : 第 m 家公司第 i 季度到第 j 季度的收益率。计算公式如下:

$$\hat{r}_{mij} = \prod_{p=i}^j (1 + \tilde{r}_{mp}) - 1$$

其中 \tilde{r}_{mp} 表示第 m 家公司第 p 个季度的季度收益率。

(3) \bar{R}_{Qi-Qj} : 所研究的公司第 i 季度到第 j 季度收益率的均值。计算公式如下:

$$R_{Qi-Qj} = \frac{\sum_{m=1}^n \hat{r}_{mij}}{n}$$

其中 \hat{r}_{mij} 表示第 m 家公司第 i 季度到第 j 季度的收益率。

(4) \hat{R}_{Qi-Qj} : 所研究的公司第 i 季度到第 j 季度收益率的中值,由数据统计直接得出。

3、研究方法

本文研究方法分为静态分析和动态分析两种。

静态分析只考虑 QFII 持股公司的超额收益率,而不考虑 QFII 变仓公司的超额收益率;动态分析重点考察 QFII 变仓公司的超额收益率。我们分别对不同期间的 QFII 公司与全样本公司的收益率的均值和中值进行差异性检验,以全面考察 QFII 公司的超额收益率状况。

四、静态视角下 QFII 超额收益率的实证检验

静态研究部分将单季度持股视为短期持股,将连续两个季度持股视为中期持股,将连续四个季度持股视为长期持股。

单季度 QFII 持股组和全样本组收益率的差异性检验结果如表 2 所示。单季度 QFII 持股组的收益率仅在 Q5 和 Q7 两个期间显著大于全样本组的收益率,而在其他八个期间中两者收益率没有显著差别。此外,单季度 QFII 持股组在六个期间有正的超额收益,在四个期间则是负的超额收益,这说明单季度 QFII 持股组并不能产生更高的收益率,QFII 持股组有时候能超越市场,有时候却落后于市场。

表 2 单季度 QFII 持股组和全样本组 收益率检验结果

	均值检验			中值检验		
	全样本	QFII 持股	T 检验值	全样本	QFII 持股	K-W 检验值
Q1	0.453	0.435	0.589	0.466	0.445	0.897
Q2	0.011	-0.001	0.828	0.012	-0.002	1.623
Q3	-0.186	-0.181	0.203	-0.176	-0.175	0.105
Q4	-0.299	-0.291	0.076	-0.303	-0.322	0.765
Q5	-0.224	-0.197	-2.009**	-0.253	-0.196	-5.246***
Q6	-0.047	-0.063	0.899	-0.046	-0.062	1.235
Q7	0.385	0.474	-3.675***	0.412	0.486	-7.465***
Q8	0.231	0.197	1.254	0.242	0.222	1.031
Q9	-0.003	0.008	-0.844	-0.005	0.007	-0.765
Q10	0.316	0.322	-0.223	0.325	0.328	-0.133

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; t 检验为均值差异性检验, K-W 检验为中值差异性检验。

连续两个季度 QFII 持股组与全样本组收益率的差异性检验结果如表 3 所示。连续两个季度 QFII 持股公司在五个期间有正的超额收益,四个期间有负的超额收益,而且在全部九个期间内,没有一个期间的超额收益率是显著为正的。这说明连续两个季度 QFII 持股公司也无法产生超额收益。

表3 连续两个季度 QFII 持股组与全样本组
收益率检验结果

	均值检验			中值检验		
	全样本	QFII 持股	T 检验值	全样本	QFII 持股	K-W 检验值
Q1 - Q2	0.463	0.416	1.234	0.465	0.422	1.365
Q2 - Q3	-0.173	-0.183	0.716	-0.182	-0.196	0.866
Q3 - Q4	-0.431	-0.55	1.562	-0.424	-0.562	1.863
Q4 - Q5	-0.456	-0.436	-1.353	-0.458	-0.433	-1.026
Q5 - Q6	-0.260	-0.252	-0.417	-0.256	-0.258	-0.465
Q6 - Q7	0.318	0.325	-0.105	0.322	0.328	-0.654
Q7 - Q8	0.707	0.722	-0.286	0.725	0.736	-0.686
Q8 - Q9	0.226	0.211	0.478	0.217	0.208	0.985
Q9 - Q10	0.314	0.361	-1.505	0.325	0.358	-1.652

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; t 检验为均值差异性检验, K-W 检验为中值差异性检验。

连续四季度 QFII 持股公司与全样本公司收益率的差异性检验结果如表 4 所示。连续四个季度 QFII 持股公司在三个期间有正的超额收益, 在四个期间是负的超额收益, 且其中两个期间是显著为负的超额收益。我们对 QFII 连续六个季度和连续八个季度持股公司进行了研究, 发现了类似的结论。这说明 QFII 长期持股公司不但不能产生超越市场的收益率, 反而有表现劣于市场的倾向。

表4 连续四个季度 QFII 持股组与全样本组
收益率检验结果

	均值检验			中值检验		
	全样本	QFII 持股	T 检验值	全样本	QFII 持股	K-W 检验值
Q1 - Q4	-0.164	-0.324	-5.747***	-0.175	-0.328	-6.338***
Q2 - Q5	-0.551	-0.573	-0.988	-0.556	-0.567	-0.889
Q3 - Q6	-0.578	-0.569	0.429	-0.582	-0.558	0.685
Q4 - Q7	-0.282	-0.213	1.845	-0.296	-0.224	1.986
Q5 - Q8	0.262	0.315	1.069	0.275	0.323	1.286
Q6 - Q9	0.619	0.505	-1.918*	0.626	0.528	-2.369*
Q7 - Q10	1.238	1.137	-0.974	1.245	1.132	-1.089

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; t 检验为均值差异性检验, K-W 检验为中值差异性检验。

静态分析结果表明, QFII 无论是短期持股还是中长期持股, 均无法获取正的超额收益率, 这与投资者的日常观念有些不同。QFII 拥有实力雄厚的研究团队和敏锐的投资嗅觉, 为什么却产生不了超越市场的超额收益率呢? QFII 更重视价值投资和长期投资, 对上市公司的基本面要求更高, 但是, 连续四个季度或更长的时间应该足以产生超额收益了, 可为什么事实却并非如此呢? 我们认为可能有如下原因: 一方面, 无论是机构投资者还是中小投资者, 大部分注重短期投机而忽视长期投资, 这导致很多基本面好的公司股票不会产生超额收益, 反而是那些有题材有炒作价值的股票会有很好的收益率; 另一方面, 我国证券市场运行规则和成熟市场的运行规则存在差异, 我国证券市场内幕交易盛行, 使得 QFII 的价值投资理念孤掌难鸣。此外, 静态分析主要考虑 QFII 持股情况下的收益率, 没有考虑 QFII 变仓情况下的收益率, 这可能也是导致 QFII 没有产生超额收益的原因之一。所以, 基于 QFII 短期持股信息、中期持股信息和长期持股信息都没有理想中的投资参考价值, 中小投资者在决定自身的投资策略时仅关注 QFII 的持股信息并盲目追进是不明智的选择。

五、动态视角下 QFII 超额收益率的实证检验

由于样本量的限制, 动态研究部分只研究单季度和连续两个季度 QFII 变仓组与全样本组收益率的差异性。单季度 QFII 变仓组与全样本组收益率的差异性检验结果如表 5 所示。单季度 QFII 增仓的上市公司在全部 10 个期间都有正的超额收益, 而且在其中六个期间有显著为正的超额收益; 单季度 QFII 减仓的上市公司在全部 10 个期间都是负的超额收益, 且其中七个期间有显著为负的超额收益。这说明 QFII 在季度内看好并增仓的上市公司与全部上市公司相比, 有显著为正的超额收益率, 而 QFII 在季度内不看好并减仓的上市公司会产生显著为负的超额收益率。

表5 单季度 QFII 变仓组与全样本组收益率检验结果

	全样本	QFII 增仓	QFII 减仓	T 检验值 1	K-W 检验值 1	T 检验值 2	K-W 检验值 2
Q1	0.453	0.459	0.304	-0.188	-0.468	2.382**	2.563**
Q2	0.011	0.020	-0.038	-0.449	-0.865	2.864***	3.557***
Q3	-0.185	-0.135	-0.221	-2.108**	-3.067***	1.955*	2.011*

	全样本	QFII 增仓	QFII 减仓	T 检验值 1	K-W 检验值 1	T 检验值 2	K-W 检验值 2
Q4	-0.299	-0.270	-0.325	-1.721*	-2.015**	1.430	1.833
Q5	-0.224	-0.166	-0.238	-2.749***	-3.482***	0.533	0.876
Q6	-0.047	-0.029	-0.110	-0.731	-0.882	1.751*	1.982*
Q7	0.385	0.526	0.372	-4.227***	-5.786***	0.375	0.560
Q8	0.231	0.236	0.125	-0.191	-0.862	3.347***	5.011***
Q9	-0.003	0.032	-0.052	-1.982**	-2.260**	2.001*	2.428*
Q10	0.316	0.367	0.272	-2.258**	-2.866**	1.916*	1.933*

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; T 检验值 1 和 K-W 检验值 1 分别是全样本组与 QFII 增仓组的均值和中值差异性检验; T 检验值 2 和 K-W 检验值 2 分别是全样本组与 QFII 减仓组的均值和中值差异性检验, 因篇幅所限表, 中只列出均值, 没有列出中值。

连续两个季度 QFII 变仓组与全样本组收益率的差异性检验结果如表 6 所示。QFII 连续两个季度增仓的上市公司, 在全部 10 个期间均有正的超额收益, 且其中九个期间有显著为正的超额收益; QFII 连续两个季度减仓的上市公司在全部九个期间均是显著为负的超额收益, 这说明 QFII 连续两个季度都看好并增仓的上市公司的市场表现比 QFII

单季度增仓的上市公司更好, 而 QFII 连续两个季度均不看好且持续减仓的上市公司的市场表现比 QFII 单季度减仓的上市公司更差。同时, 我们对 QFII 连续四个季度、六个季度和八个季度均增仓或减仓的上市公司(数量较少)进行了研究, 发现与单季度和连续两个季度的结论一致。

表 6 连续两个季度 QFII 变仓组与全样本组收益率检验结果

	全样本	QFII 增仓	QFII 减仓	T 检验值 1	K-W 检验值 1	T 检验值 2	K-W 检验值 2
Q1 - Q2	0.463	0.732	0.137	-2.371**	-4.021**	2.966*	3.551*
Q2 - Q3	-0.17	-0.01	-0.261	-1.865*	-2.077**	2.225**	2.665**
Q3 - Q4	-0.431	-0.355	-0.527	-1.966*	-2.251*	4.789***	7.591***
Q4 - Q5	-0.456	-0.386	-0.613	-2.413**	-2.121*	2.213*	2.234*
Q5 - Q6	-0.260	-0.141	-0.372	-1.937*	-2.422*	3.241**	4.022***
Q6 - Q7	0.318	0.351	0.152	-0.435	-0.688	3.54***	5.278***
Q7 - Q8	0.707	0.874	0.36	-1.79*	-1.99*	3.605**	2.886**
Q8 - Q9	0.226	0.414	-0.0004	-1.855*	-1.99*	5.24**	5.89***
Q9 - Q10	0.314	0.491	0.137	-2.309**	-2.828**	1.79*	1.98*

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; T 检验值 1 和 K-W 检验值 1 分别是全样本组与 QFII 增仓组的均值和中值差异性检验; T 检验值 2 和 K-W 检验值 2 分别是全样本组与 QFII 减仓组的均值和中值差异性检验, 因篇幅所限表中只列出均值没有列出中值; QFII 增仓组是指 QFII 连续两个季度均增仓的上市公司组合, QFII 减仓组是指 QFII 连续两个季度均减仓的上市公司组合。

动态分析结果表明, QFII 增仓上市公司可以产生显著为正的超额收益, QFII 减仓上市公司能够产生显著为负的超额收益。这一结论说明, QFII 增减仓投资策略具有重要参考价值, 中小投资者如能掌握这种信息, 对其确定正确有效的投资策略是有益的。

六、稳健性检验

动态分析部分只将 QFII 变仓组与全样本组的

收益率进行差异性检验, 而没有分析 QFII 变仓组之间的差异性状况。为了进一步研究 QFII 动态变仓情况下的收益率情况, 我们进行了稳健性检验。

表 7 和表 8 分别是单季度和连续两个季度 QFII 增仓组和 QFII 减仓组的差异性检验结果。单季度 QFII 增仓组的收益率在所有 10 个期间均显著高于 QFII 减仓组的收益率; 连续两个季度 QFII 增仓组的收益率在所有九个期间均显著高于 QFII 减仓组的收益率。值得注意的是, 此处的显著性水平

比动态分析中的显著性水平更高,说明 QFII 增仓的上市公司与 QFII 减仓的上市公司收益率的差距更大,这进一步验证了我们之前的结论。

表 7 单季度 QFII 变仓组收益率检验结果

	均值检验			中值检验		
	QFII 增仓	QFII 减仓	T 检验值	QFII 增仓	QFII 减仓	K-W 检验值
Q1	0.459	0.304	2.251**	0.511	0.323	2.862**
Q2	0.021	-0.038	2.582***	0.032	-0.029	2.765***
Q3	-0.135	-0.221	2.814***	-0.138	-0.226	3.033***
Q4	-0.272	-0.325	2.365**	-0.276	-0.331	2.757**
Q5	-0.166	-0.238	2.17**	-0.160	-0.232	2.564**
Q6	-0.029	-0.11	1.892*	-0.028	-0.112	1.998*
Q7	0.526	0.372	3.219***	0.538	0.364	7.556***
Q8	0.236	0.125	2.844***	0.252	0.136	3.667***
Q9	0.032	-0.052	2.853***	0.038	-0.051	3.021***
Q10	0.367	0.272	3.026***	0.387	0.262	5.424***

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; t 检验为均值差异性检验, K-W 检验为中值差异性检验。

表 8 连续两个季度 QFII 变仓组收益率检验结果

	均值检验			中值检验		
	QFII 增仓	QFII 减仓	T 检验值	QFII 增仓	QFII 减仓	K-W 检验值
Q1 - Q2	0.732	0.137	3.329***	0.746	0.158	10.883***
Q2 - Q3	-0.011	-0.261	2.674**	-0.012	-0.286	5.062***
Q3 - Q4	-0.355	-0.527	4.027***	-0.366	-0.576	4.967***
Q4 - Q5	-0.386	-0.613	2.015**	-0.365	-0.654	3.536***
Q5 - Q6	-0.141	-0.372	2.811**	-0.155	-0.388	2.665**
Q6 - Q7	0.351	0.152	2.301**	0.383	0.164	2.255**
Q7 - Q8	0.874	0.36	3.891***	0.826	0.343	7.582***
Q8 - Q9	0.414	-0.001	3.614***	0.445	-0.002	5.673***
Q9 - Q10	0.491	0.137	2.841**	0.428	0.151	3.065**

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; t 检验为均值差异性检验, K-W 检验为中值差异性检验; QFII 增仓组是指 QFII 连续两个季度均增仓的上市公司组合, QFII 减仓组是指 QFII 连续两个季度均减仓的上市公司组合。

七、结论与建议

本文选取连续 10 个季度的 QFII 持股公司、QFII 变仓公司和全部 A 股公司为研究样本,实证检验了 QFII 投资的上市公司的超额收益率状况。静态分析结果表明,单季度和连续多季度 QFII 持股上市公司无法产生超越市场的收益率;动态分析结果表明,单季度和连续多季度 QFII 增仓上市公司能够产生显著的超越市场的收益率,单季度和连续多季

度 QFII 减仓的上市公司落后于市场的收益率。可见, QFII 投资的上市公司并不一定能获得超额收益,中小投资者盲目效仿其投资策略不一定成功,甚至造成损失。但是, QFII 的增仓减仓投资策略得到了验证,不过由于目前 QFII 信息披露的原因,中小投资者无法及时、全面、准确获得 QFII 的这种变仓信息。

从保护中小投资者利益出发,证券监管部门应加快完善 QFII 的信息披露制度,最好能通过官方网

站实时披露 QFII 的持股信息和变仓信息,将 QFII 的信息披露周期从每个季度缩短到每个月、每周甚至是每一天,使 QFII 的信息披露制度与国内证券投资基金的信息披露制度逐步接轨。中小投资者在跟踪 QFII 的投资行为时,不能只关注 QFII 的静态持股信息并盲目追进,更重要的是分析 QFII 的动

态变仓信息,对于 QFII 增仓的公司可以经过严格分析后跟进,对于 QFII 减仓的公司可以逐步减仓。证券监管部门应积极引导中小投资者理性投资和科学决策,使中小投资者少受非正规媒体和其他机构投资者误导,避免不必要的损失。

参考文献:

- [1]Chen Yea-Mow. Do Investors' Herding Behavior in Reaction to Foreign Trading [J]. San Francisco State University ,Working Paper 2003.
- [2]Lin ,A. and Chen ,C. The Impact of Qualified Foreign Institutional Investors on Taiwan's Stock Market [J]. Web Journal of Chinese Management Review 2006 (9) .
- [3]巴曙松. 借鉴台湾引入 QFII 的市场进程 [J]. 北京: 中国投资 2003 (8) .
- [4]陈嵘嵘. QFII 给国内证券市场带来什么样的影响 [J]. 北京: 中国证券期货 2007 (2) .
- [5]董先锋. QFII 与我国上市公司治理研究 [D]. 杭州: 浙江大学 2007.
- [6]李学峰 符琳杰 苏伟. QFII 与国内开放式证券投资基金的“羊群行为”比较研究 [J]. 南京: 世界经济与政治论坛, 2008 (4) .
- [7]刘成彦 胡枫 王皓. QFII 也存在羊群行为吗? [J]. 北京: 金融研究 2007(10) .
- [8]孙丽 林丽. QFII 投资中国内地证券市场的实证分析 [J]. 北京: 金融研究 2006 (7) .
- [9]殷红 蓝发钦. 行业视角下 QFII 影响中国股市的实证研究 [J]. 北京: 国际金融研究 2007 (10) .

The Abnormal Return Of QFII and Protection Of Small Investors

——Perspective On Investment Strategy of Small Investors

SHEN Wei-tao , ZHU Guan-dong

(School of Management , Xiamen University , Xiamen , Fujian , 361005 , China)

Abstract: Once QFII was introduced into China since 2003 ,it has been the focus of the market and much favored by investors ,especially those small investors ,they take investment behavior of QFII as a model. However ,because of the lag and scarcity of the disclosure of information of QFII ,QFII and small investors have serious information asymmetry ,which intentionally or unintentionally misled the investment behavior of small investors. Based on this ,the article use the data of 10 quarters in 2007 ~ 2009 to test the abnormal return of QFII in China's A share market. In this paper ,static analysis part set the whole sample group and QFII-holding group. Static analysis results show that QFII-holding listed companies can not generate positive abnormal returns. Dynamic analysis part set the whole sample group ,QFII-increasing group and QFII-reducing group. Dynamic analysis results show that QFII-increasing listed companies can have a significant positive abnormal return ,while QFII-reducing listed companies have a significant negative abnormal return. Results of this study can help securities regulatory authorities regulate disclosure of information of QFII and guide rational investment of small investors in order to protect the interests of small investors ,etc.

Key Words: QFII; abnormal return; static analysis; dynamic analysis; protection of small investors

(责任编辑:舟 山)