

基于信息披露的 QFII 超额收益率与中小投资者保护

沈维涛, 朱冠东

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 本文研究了 QFII 机构 2007-2009 年投资我国 A 股市场的超额收益率, 静态分析结果表明 QFII 持股上市公司无法产生正的超额收益; 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, 而 QFII 减仓上市公司产生显著为负的超额收益。另外, 通过问卷调查法获取中小投资者的投资弱点, 从 QFII 机构信息披露的角度研究如何保护中小投资者利益, 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, 以及保护中小投资者利益等方面均有一定的启示意义。

关键词: QFII; 超额收益; 静态分析; 动态分析; 中小投资者保护

中图分类号: F830 **文献标识码:** A

The Excess Return of QFII from the Angle of Information Disclosure and Protection of Small Investors

SHEN Wei-tao, ZHU Guan-dong

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

Abstract: This paper studies the excess return of QFII in China's A share market from 2007 to 2009. Static analysis results show that QFII-holding listed companies cannot generate positive excess return. Dynamic analysis results show that QFII-increasing listed companies can have a significant positive excess return, while QFII-reducing listed companies have a significant negative excess return. In addition, this paper gets the weaknesses of small investors through questionnaires and studies how to protect small investors from the angle of information disclosure. 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.

Key words: QFII; excess return; static analysis; dynamic analysis; protection of small investors

一、引言

(一) QFII 在我国的发展

Qualified Foreign Institutional Investors (缩写为 QFII), 即“合格境外机构投资者”, 是一种有限度地引进外资、开放资本市场的过渡性制度。在 QFII 制度下, 允许经核准的合格境外机构投资者, 在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金, 并转换为当地货币, 通过严格监管的专门账户投资当地证券市场, 其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出。

QFII 自 2003 年引入中国后, 经历了一个渐成

规模、市场影响力不断扩大的过程, QFII 制度也从资质要求较高的试行阶段发展到目前的资格条件比较宽松的成熟阶段。QFII 家数由 2003 年的 12 家发展为 2009 年的 93 家; QFII 的累计投资额度由 2003 年的 40 亿美元增至 2007 年的 300 亿美元; QFII 的持股数量由 2003 年的 5.99 万股, 增加到 2009 年的 110.9 万股; QFII 的持股总市值由 2003 年的 43.87 亿人民币, 增长至 2009 年的 1345.76 亿人民币。QFII 对我国证券市场影响力逐渐增强, 促进了我国证券市场的规范发展, 并在我国证券市场与国际资本市场接轨的过程中, 发挥着越来越重要的作用。

收稿日期: 2010-11-16

作者简介: 沈维涛 (1963-), 男, 福建龙岩人, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师, 研究方向: 公司财务与公司治理; 朱冠东 (1985-), 男, 山东临沂人, 厦门大学管理学院博士研究生, 研究方向: 财务管理。

(二) 中小投资者保护

QFII 在我国资本市场是一支有着重要影响力和生命力的力量，但它的信息披露问题却存在很大的争议。公开信息表明 QF II 披露的信息或可以公开采集到的信息不足基金的 5%，同时 QF II 投资更为隐蔽，而且其资金规模只有国内基金的 1/7，其资金调整的灵活性更强。另外，QFII 没有年终季节性赎回的压力，没有业绩考核排名的压力，没有来自管理层经常授意的干扰，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。由于国内证券和基金等机构投资者的信息披露是整个组合的净值、持股以及持券明细的定期全部公布，这显然和 QFII 有巨大差别；同时，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。以沪市为例，截

至 2008 年 7 月 31 日，中国沪市股票投资者共开设 6 329.06 万个投资账户，其中中小投资者占 6 298.3399 万户，而机构投资者仅 30.7125 万户。我国证券市场在很长的一段时间内，中小投资者都将占有相当大的比例。这些中小投资者的投资素质和资金实力不高，所投资金大多来源于其多年的积累储蓄。所以，保护中小投资者利益至关重要，关系到广大人民群众切身利益。

通过广泛的问卷调查，可以得出我国中小投资者在投资过程中的一些显著特点。如表 1 和表 2 所示，我国中小投资者容易受外界影响、交易过于频繁，直觉判断比例过高，而且很容易受机构投资者（QFII、基金、社保等）行为的影响。本文正是基于中小投资者近年来对 QFII 投资的狂热追捧，从静态和动态两个角度客观呈现 QFII 的真实收益状况，并对中小投资者提出几点投资建议。

表 1 中小投资者常用的分析方法

分析方法	基本面分析	技术分析	基本面分析加技术分析	心理分析	直觉判断
占比(%)	24.67	7.49	39.21	9.25	18.94

资料来源：厦深证券队暑期实践调查问卷数据统计。

表 2 中小投资者受周围环境影响程度

受影响程度	受影响程度较小	受影响程度一般	受影响程度很大
占比(%)	36.1	17.56	45.37

资料来源：厦深证券队暑期实践调查问卷数据统计。

二、文献回顾

(一) QFII 研究文献

国外文献主要从不同角度对 QFII 进行研究。Stiglitz (1998) 的研究发现境外机构投资者对于新兴市场证券市场的发育有着显著的影响，而且随着国际间的资本流动的障碍的逐步减少，这种影响呈上升的趋势。Wang 和 Shen (1999) 认为境外机构投资者的引入，增加了台湾证券市场股票收益率的波动性，不利于证券市场的稳定发展。Lin 和 Chen (2006) 的研究表明，QFII 对台湾证券市场的发展起到积极的作用，能提升投资者的投资收益。

国内文献主要从理论视角对 QFII 进行分析，实证方面的文献比较少。孙丽和林丽 (2006) 研究的发现 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。刘成彦和胡枫等 (2007) 发现 QFII 之间具有较明显的羊群行为，特别是进入股权分置改革之后，其羊群行为更加明显。

从 QFII 研究文献回顾发现，目前关于 QFII 的超额收益率的实证研究在国内非常少。现有的研究一般是选取几家 QFII 机构，追踪它们的投资轨迹，计算它们的超额收益；有的是选取某家 QFII 机构一两个月的日数据进行时间序列分析，这样根本无法完整呈现 QFII 在我国的投资策略和投资收益。基于此，本文用连续十个季度的数据，从静态和动态两个角度分析 QFII 机构的超额收益，以完整呈现 QFII 机构在我国的投资成果。

(二) 中小投资者保护研究文献

国外有关中小投资者保护的文献浩如烟海。Healy 和 Palepu (2001) 认为，由于信息不对称对投资者带来的潜在损害，引出了投资者保护中需要解决的两个主要问题：信息问题和代理问题。Heflin 等 (2005) 使用分析师对披露政策的评级衡量公司披露的质量，检验结果表明较高的披露质量能够缓解信息不对称。Franco 等 (2007) 考察分

析师误导性公告带来的财富转移，他们收集了事后确认的 50 个事件作为样本，并区分了个人投资者和机构投资者。检验结果表明，在考察事件的时间窗内，个人投资者的损失是机构投资者的损失的 2.5 倍左右。这意味着由于证券分析师的误导性行为，导致财富从个人投资者转移到机构投资者。

国内关于中小投资者保护的文献也很多，王琨、肖星（2005）实证研究发现机构投资者持股能有效降低上市公司资金被关联方占用的程度，这意味着我国的机构投资者已经参与到公司治理中，客观上起到保护投资者权益的功能。乔旭东（2003）的研究结果表明，当公司具有好消息或较佳的经营绩效时，公司管理层披露预测信息的意愿较高；中国上市公司的自愿披露信息的程度与公司盈利能力正相关，认为信号理论在中国股票市场上有一定的适用性。尤其是我国投资者的非

理性与短期行为，使得上市公司更多地谋求短期盈利，披露近期利好消息，使资本市场充满噪音。

从国内外投资者保护文献可以发现，关于中小投资者保护的研究，大多集中于研究法律保护以及对控股股东的约束等，从信息披露角度研究中小投资者保护也大多强调上市公司对自身信息的披露，而像本文一样从二级市场机构投资者持股信息披露的角度研究投资者保护的文献相对较少。本文正是从一个全新的角度，研究二级市场上的信息披露对中小投资者的保护。

那么到底 QFII 有没有超额收益呢？如果 QFII 有超额收益，这种超额收益究竟有多大呢？中小投资者如何分析和跟进 QFII 的投资行为，以避免媒体和其他机构投资者的误导呢？证券监管部门应该如何规范 QFII 的信息披露行为，以保护中小投资者的利益呢？以上这些问题都是本文要回答的内容。

表 3 单季度和连续两季度 QFII 持股公司超额收益率检验结果

单季度	R(QFII 持股)	R(Non-QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1	0.44	0.43	0.01	0.56	0.51
Q2	-0.00	0.01	-0.01	0.83	0.41
Q3	-0.18	-0.16	-0.02	0.32	0.93
Q4	-0.29	-0.31	0.02	1.02	0.18
Q5	-0.19	-0.22	0.03	-1.96*	0.06
Q6	-0.06	-0.05	-0.01	0.92	0.38
Q7	0.47	0.41	0.06	-3.8***	0.00
Q8	0.19	0.23	-0.04	1.27	0.22
Q9	0.01	-0.01	0.02	-0.81	0.35
Q10	0.32	0.29	0.03	-0.22	0.82
两个季度	R(QFII 持股)	R(Non-QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1-Q2	0.42	0.46	-0.04	1.25	0.25
Q2-Q3	-0.18	-0.18	0	0.75	0.48
Q3-Q4	-0.55	-0.44	-0.11	1.56	0.18
Q4-Q5	-0.44	-0.47	0.03	-1.38	0.26
Q5-Q6	-0.25	-0.26	0.01	-0.48	0.86
Q6-Q7	0.33	0.35	-0.02	-0.16	0.93
Q7-Q8	0.72	0.71	0.01	-0.45	0.63
Q8-Q9	0.21	0.23	-0.02	0.48	0.67
Q9-Q10	0.36	0.31	0.05	-1.58	0.17

注：(1) * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01; (2) 表中 t 检验为双尾 t 检验。

三、样本数据、变量定义和实证分析

(一) 样本选取

QFII 持股信息的披露是以季报的形式，故本文选取了 2007 - 2009 年连续十个季度的数据来研究。具体包括 2007 年的三季度和四季度，2008 年的四个季度以及 2009 年的四个季度。本文的后续

内容分别按时间顺序以 Q1、Q2、Q3、Q4、Q5、Q6、Q7、Q8、Q9、Q10 来表示这十个季度。其中 Qi 表示第 i 个季度，Qi - Qj 表示从第 i 季度到第 j 季度。本文同时选取对照组，对照组公司与样本组公司同时期、同行业且规模最相近，对照组公司为非 QFII 持股公司。以对照组公司的收益率作为正常收益率，研究 QFII 持股上市公司是否有超越非

QFII 持股公司的超额收益。

(二) 数据来源及处理

1. 上市公司的月度收益率数据来自 RESSET 数据库和国泰君安 CASMAR 数据库。

2. 上市公司的季度收益率按照月度收益率手工计算得到。

3. 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/>。

4. 剔除数据缺失和数据不完整的样本。

(三) 变量定义

1. QFII 持股上市公司从第 i 季度到第 j 季度的平均收益率 R_{Qi-Qj} (QFII)。

2. 非 QFII 持股上市公司第 i 季度到第 j 季度的平均收益率 R_{Qi-Qj} (Non-QFII)。

3. QFII 持股上市公司的超额收益率 $BHAR = R_{Qi-Qj}$ (QFII) - R_{Qi-Qj} (Non-QFII)。

(四) 实证分析

实证过程包括静态分析和动态分析两大部分, 静态分析考虑 QFII 的持股信息, 动态分析考虑

QFII 的变仓信息。静态分析设置 QFII 持股组和对照组, 检验两组上市公司收益率是否有显著性差异。动态分析设置 QFII 增仓组、QFII 减仓组和对照组, 分别检验对照组和其他两组的收益率是否有显著性差异。

1. 静态分析。表 3 给出了单季度和连续两季度 QFII 持股组和对对照组的差异性检验结果。表 4 给出了连续多个季度 QFII 持股组和对对照组的差异性检验结果。

如表 3 所示, 单季度 QFII 持股组在 Q1、Q4、Q5、Q7、Q9、Q10 六个季度有正的超额收益, 在 Q2、Q3、Q6、Q8 四个季度有负的超额收益; 在 Q5 和 Q7 两个期间, QFII 持股组的平均收益率显著高于对照组的平均收益率。同时, QFII 连续两季度持股上市公司在 Q4-Q5、Q5-Q6、Q7-Q8、Q9-Q10 五个期间内有正的超额收益, 在 Q1-Q2、Q2-Q3、Q3-Q4、Q6-Q7、Q8-Q9 四个期间内有负的超额收益, 而且没有一个期间的超额收益率是显著为正的。

表 4 连续多个季度 QFII 持股公司超额收益率检验结果

四个季度	R(QFII 持股)	R(Non-QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1-Q4	-0.32	-0.18	-0.14	-5.89***	0.00
Q2-Q5	-0.57	-0.55	-0.02	-0.98	0.35
Q3-Q6	-0.57	-0.59	0.02	0.46	0.68
Q4-Q7	-0.21	-0.28	0.07	2.38**	0.02
Q5-Q8	0.32	0.31	0.01	1.12	0.26
Q6-Q9	0.51	0.58	-0.07	-1.68	0.16
Q7-Q10	1.14	1.24	-0.1	-0.99	0.38
六个季度	R(QFII 持股)	R(Non-QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1-Q6	-0.48	-0.39	-0.09	-3.46***	0.00
Q2-Q7	-0.4	-0.42	0.02	0.18	0.91
Q3-Q8	-0.27	-0.28	0.01	0.43	0.73
Q4-Q9	-0.13	-0.11	-0.02	-0.19	0.79
Q5-Q10	0.54	0.68	-0.14	-1.57	0.11
八个季度	R(QFII 持股)	R(Non-QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1-Q8	-0.13	0.49	-0.62	-8.76***	0.00
Q2-Q9	-0.35	-0.25	-0.1	-1.35	0.19
Q3-Q10	-0.17	-0.05	-0.12	-1.37	0.16

注:(1) * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01;(2) 表中 t 检验为双尾 t 检验。

如表 4 所示, 首先 QFII 连续四个季度持股公司在 Q3-Q6、Q4-Q7、Q5-Q8 有正的超额收益, 在 Q1-Q4、Q2-Q5、Q6-Q9、Q7-Q10 有负的超额收益, 且在 Q1-Q4 期间有显著为负的超额收益, 在 Q4-Q7 期间有显著为正的超额收益。其次, QFII 连续六季度持股公司在 Q2-Q7、Q3-Q8

期间有正的超额收益, 在 Q1-Q6、Q4-Q9、Q5-Q10 期间有负的超额收益, 且在 Q1-Q6 期间超额收益显著为负。最后, QFII 连续八季度持股公司在全部三个期间均产生负超额收益, 且在 Q1-Q8 期间超额收益显著为负。

静态分析结果表明, 无论是单季度持股还是

连续两个季度、四个季度、六个季度、八个季度持股, QFII 持股上市公司均不能获得正的超额收益率。也就是说无论是短期投资、中期投资、长期投资还是超长期投资, QFII 均无法获得超额收益率, 而只能获得与市场相当的正常收益率。众所周知, QFII 拥有强大的分析团队和敏锐的投资嗅觉, 为什么却不能战胜市场呢? QFII 和国内证券投资基金不同, 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, 正常来讲连续几个季度的时间应该足以产生超额收益了, 可为什么结果却不是这样呢?

首先, 我国证券市场刚形成不久, 很多方面和

发达国家的成熟市场存在差距, 这使得 QFII 在发达国家成功的投资经验无法在我国复制, QFII 存在“水土不服”的情况。其次, 在我国, 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价值投资, 证券内幕交易盛行, 投机氛围强烈, 买卖消息的行为司空见惯, 这导致了很多基本面好的公司并不会产生超额收益, 反而是那些有题材有炒作价值的股票会有很好的收益率。最后, 本文的静态分析部分, 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 持股公司没有产生超额收益的原因之一。

表 5 QFII 持股公司的仓位变动率与个股收益率的相关性分析

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8	Q9	Q10
Spearman 相关系数	0.085	0.069	0.199	0.058	0.077	0.187	0.033	0.008	0.103	0.041

注:(1) QFII 持股公司仓位变动率数据来自东方财富网 <http://www.eastmoney.com/>。仓位变动率为正是加仓, 为负是减仓(2) 个股收益率原始数据来源于 CASMAR 数据库, 经手工计算而得。

表 6 单季度 QFII 变仓公司的超额收益率检验结果

单季度	R(QFII 增仓)	R(Non - QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1	0.46	0.45	0.01	-0.19	0.86
Q2	0.02	0.01	0.01	-0.46	0.68
Q3	-0.14	-0.18	0.04	-2.25**	0.03
Q4	-0.27	-0.29	0.02	-1.82*	0.08
Q5	-0.17	-0.22	0.05	-2.76***	0.00
Q6	-0.03	-0.04	0.01	-0.73	0.56
Q7	0.57	0.38	0.19	-4.86***	0.00
Q8	0.24	0.22	0.02	-0.19	0.89
Q9	0.03	-0.01	0.04	-2.01**	0.05
Q10	0.37	0.31	0.06	-2.26**	0.02
单季度	R(QFII 减仓)	R(Non - QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1	0.3	0.44	-0.14	2.36**	0.03
Q2	-0.04	0.02	-0.06	2.91***	0.01
Q3	-0.22	-0.18	-0.04	1.93*	0.06
Q4	-0.33	-0.31	-0.02	1.41	0.18
Q5	-0.24	-0.21	-0.03	0.46	0.63
Q6	-0.11	-0.05	-0.06	1.83*	0.09
Q7	0.37	0.38	-0.01	0.39	0.71
Q8	0.13	0.22	-0.09	3.52***	0.00
Q9	-0.05	-0.01	-0.04	2.07*	0.06
Q10	0.27	0.31	-0.04	1.98*	0.07

注:(1) * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; (2) 表中 t 检验为双尾 t 检验。

2. 动态分析。首先做一个 Spearman 相关系数分析, 对 Q1 - Q10 期间 QFII 持股公司的仓位变动率和个股收益率做相关系数分析。如表 5 所示,

QFII 持股公司的个股收益率和个股仓位变动率之间的 Spearman 相关系数均为正值, 而且在 Q3、Q6、Q9 三个期间的相关系数比较大, 说明个股收

益率和仓位变动率之间有一定的正相关关系。也就是说当个股仓位增加时,即 QFII 增仓时,个股收益率也很可能增加;当个股仓位减少时,即 QFII 减仓时,个股收益率也很可能减少。为了进一步验证我们的设想,进行了下面的动态分析过程。

表 6 给出了单季度 QFII 增仓公司与 QFII 减仓公司的超额收益率检验结果。如表 6 所示, QFII 单季度增仓的上市公司在全部十个季度内都有正的超额收益,而且在 Q3、Q4、Q5、Q7、Q9、Q10 六个季度有显著为正的超额收益; QFII 单季度减仓的上市公司在全部十个季度都有负的超额收益,而且在 Q1、Q2、Q3、Q6、Q8、Q9、Q10 七个季度有显著为负的超额收益。

表 7 给出了连续两季度 QFII 增仓公司与 QFII 减仓公司的超额收益率检验结果,由于 QFII 连续两季度增仓公司在全部九个期间都有正的超额收益率,且除了 Q6 - Q7 期间,其他期间均显著; QFII 连续两季度减仓公司在全部九个期间都有负的超额收益,且在所有期间均显著。

动态分析结果表明无论是单季度还是连续两个季度, QFII 增仓的上市公司都有显著为正的超额收益,而 QFII 减仓的上市公司也都有显著为负的超额收益。这说明 QFII 看好并增仓的上市公司与非 QFII 持股公司相比,有明显为正的超额收益,而 QFII 不看好并减仓的上市公司,会产生显著为负的超额收益。

表 7 连续两个季度 QFII 变仓公司的超额收益率检验结果

两个季度	R(QFII 增仓)	R(Non - QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1 - Q2	0.73	0.48	0.25	-2.27**	0.04
Q2 - Q3	-0.01	-0.18	0.17	-1.88*	0.09
Q3 - Q4	-0.36	-0.42	0.06	-1.92*	0.08
Q4 - Q5	-0.39	-0.46	0.07	-2.01**	0.02
Q5 - Q6	-0.14	-0.28	0.14	-1.96*	0.08
Q6 - Q7	0.35	0.33	0.02	-0.29	0.75
Q7 - Q8	0.87	0.72	0.15	-1.83*	0.1
Q8 - Q9	0.41	0.25	0.16	-1.98*	0.07
Q9 - Q10	0.49	0.32	0.17	-2.36**	0.02
两个季度	R(QFII 减仓)	R(Non - QFII)	BHAR	T 检验值	P 值
Q1 - Q2	0.14	0.47	-0.33	2.86**	0.03
Q2 - Q3	-0.26	-0.19	-0.07	2.47**	0.04
Q3 - Q4	-0.53	-0.44	-0.09	3.86***	0.00
Q4 - Q5	-0.61	-0.48	-0.13	2.01*	0.08
Q5 - Q6	-0.37	-0.25	-0.12	2.24**	0.04
Q6 - Q7	0.15	0.34	-0.19	3.07***	0.01
Q7 - Q8	0.36	0.76	-0.4	3.65***	0.01
Q8 - Q9	-0.00	0.23	-0.23	2.24**	0.03
Q9 - Q10	0.14	0.37	-0.23	1.99*	0.08

注:(1)* p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01;(2)表中 t 检验为双尾 t 检验。

由于样本量限制,无法对 QFII 连续四季度、六季度和八季度持股公司的超额收益率进行显著性检验,但是在以上三种情况下 QFII 增仓公司收益率的均值均大于非 QFII 持股公司,而 QFII 减仓公司收益率的均值均小于非 QFII 持股公司。

五、结论及建议

本文运用连续十个季度的数据为样本,根据不同时期的样本选取不同对照组,从静态和动态两个角度分析了 QFII 机构的超额收益率,结果表明:

1. 单季度和连续 N (N = 2、4、6、8) 个季度 QFII 持股上市公司无法产生正的超额收益率。
2. 单季度和连续 N (N = 2、4、6、8) 个季度 QFII 增仓上市公司有显著为正的超额收益率;单季度和连续 N (N = 2、4、6、8) 个季度 QFII 减仓上市公司有显著为负的超额收益率。

QFII 引入我国后,国内很多中小投资者将 QFII 的投资组合视为最佳组合并积极跟进,这体现了中小投资者对 QFII 投资能力的极大肯定。本文结论给中小投资者一定的启示:在研究 QFII 投资组合时,一定要从静态和动态两个角度分析,绝

不能只看静态的持股信息而不看动态的变仓信息。但是, QFII 的信息披露比较滞后, 而且信息含量较少, 投资者很难及时完整地获取 QFII 的变仓信息, 如果一味效仿不加分析则势必会造成投资损失。因此, 维护中小投资者利益, 需要证券市场各参与者共同努力。

第一, 证券监管部门应加快完善 QFII 的信息披露制度, QFII 信息披露量应该在目前基础上扩大数倍, 并建立官方网站实时披露 QFII 的持股信息和变仓信息, 及时披露 QFII 机构的交易情况, 大力缩短 QFII 的信息披露周期, 使 QFII 的信息披露量与基金相当。(目前 QFII 的信息披露量仅为基金的 5% - 10%)。

第二, QFII 机构应从长远考虑, 积极配合监管部门建立稳定高效的证券市场, 及时、完整、主动地披露自身信息, 不散布虚假信息, 不操纵市场谋取暴利, 这样才能使我国证券市场更早成熟壮大, QFII 自身的投资理念也才能真正发挥优势。

第三, 证券监管部门可以适时引导中小投资者理性投资、科学决策, 使得中小投资者尽量少受非正规媒体和其他机构投资者的误导; 同时, 监管部门可以加强 QFII 知识教育, 使中小投资者对 QFII 有科学的认识和评价, 不要将其神圣化。

第四, 中小投资者在分析 QFII 投资组合时, 不应只看 QFII 的静态持股信息, 更应该分析 QFII 的动态变仓情况, 这样才可能客观追踪评价 QFII 的投资行为并取得超额投资收益。

六、未来研究方向

本文虽然选取了连续十个季度数据来分析 QFII 机构的超额收益, 但是并没有获取 QFII 的季度内数据(例如月数据、周数据和日数据)来分析 QFII 的超额收益, 这一方面是因为研究内容所限, 另一方面是数据获取的难度相当大。QFII 在我国进行长期价值投资的同时, 也会频繁换股进行价值投机, 这一方面是短期利润驱使, 另一方面也是适应我国证券市场的需要。未来的研究可以将连续几个季度的期间缩短, 重点研究月收益率, 周收益率甚至日收益率, 看 QFII 持股上市公司是否能获取超越市场的超额收益, 这将对短期投资者有更大的借鉴意义。当然, 这需要 QFII 机构及时、客观、全面的信息披露做支撑。

参考文献:

[1] Franco, G. D., H. Lu and F. P. Vasvari. The role of auditing in investor protection wealth transfer effects of analysts' misleading behavior [J]. Journal of Accounting Research, 2007

(45): 71 - 110.

- [2] Healy, P. and K. Palepu, Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001(31): 405 - 440.
- [3] Heflin, F., K. Shaw and J. Wild, Disclosure quality and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes [J]. Contemporary Accounting Research, 2005(22): 829 - 865.
- [4] Lin and Chen, The impact of qualified foreign institutional investors on Taiwan's stock market [J]. Web Journal of Chinese Management Review, 2006(9): 1 - 27.
- [5] Stiglitz, J., Boats, planes and capital flows [J]. Financial Times, 1998(3): 25.
- [6] Wang, L., and Shen, C., Do foreign investments affect foreign exchange and stock markets—the case of Taiwan [J]. Applied Economics, 1999(31): 1303 - 1314.
- [7] 刘成彦, 胡枫, 王皓. QFII 也存在羊群行为吗? [J]. 金融研究, 2007(10): 111 - 122.
- [8] 乔旭东. 上市公司年度报告自愿披露行为的实证研究 [J]. 当代经济科学, 2003(2): 74 - 77.
- [9] 孙丽, 林丽. QFII 投资中国内地证券市场的实证分析 [J]. 金融研究, 2006(7): 123 - 133.
- [10] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究 [J]. 南开管理评论, 2005(2): 27 - 33.

(责任编辑: 关立新)

投稿须知

外来语、缩略语的应用要求

1. 外来语、缩略语及新术语(含无合适汉字译文的术语), 在文稿中第一次出现时, 应在其后用括号注明其原文或译文。

2. 在文章题目中, 应避免使用非公知公用的缩略语、外来语及代号、符号、公式等。