

QFII在我国的实践效果评析

李光青 ☎: (8610) 8357 1404

✉: liguangqing@chinastock.com.cn

郭树清主席在中国证监会党委 2011 年 12 月 14 日召开的中心组(扩大)学习会议上强调,应加大力度培育机构投资者队伍,研究加大鼓励各类长期资金投资股票市场的政策措施,适当加快引进合格境外机构投资者(QFII)的步伐,增加其投资额度,尽快出台人民币回流资本市场(RQFII)的 implements 措施,逐步扩大港澳地区投资沪深股市的实际规模。紧接着,2012年4月3日,中国证监会、中国人民银行及国家外汇管理局决定分别新增 QFII、RQFII 投资额度 500 亿美元及 500 亿人民币。周小川在第三十七届国际证监会组织年会上强调,中国人民银行将加强与中国证监会及其他金融监管机构协调配合,积极推动债券市场发展,促进资本市场全方位开放,适时推出双向跨境 ETF,逐步扩大 QFII、RQFII 额度。监管层频频强调扩大 QFII 额度,说明 QFII 在不断得到监管当局及其它运营主体的肯定,同时也表现出监管层期望通过加快引进 QFII 进一步提高中国证券市场质量的殷切期望,然而 QFII 是否真正能够满足监管层的心愿积极发挥其正面作用却尚未定论。自 QFII 制度引入以来,国内实务界和学术界对于其的研究探讨络绎不绝,涉及到 QFII 的方方面面,从 QFII 制度的经验借鉴到 QFII 本身投资特征,从 QFII 对股市发挥的正面或负面作用到对 QFII 制度建设及发展的诸多建议等等。笔者认为实证文章一定程度上具有“事实说话”的作用,因此本文借助大量学者近期已有的实证文献对 QFII 在我国的实践效果进行了梳理,以期能够较为全面的了解 QFII 在我国的发展状况,为监管当局进一步发展完善 QFII 提供一点帮助。

通过对 QFII 投资行为的实证文献梳理我们发现,在 QFII 的选股策略方面,虽然大部分学者支持 QFII 的价值投资理念,认为 QFII 选股具有自己的投资策略,偏向于收益性高和成长性好的股票,且持股具有连续性和一致性等(徐新阳,2007;王伟,2010;黄斌,2011等),

但是也有学者发现 QFII 具有投机性，尤其是后金融危机时代，QFII 出现了短期性和保守性等特征（孙立和林丽，2006；赵珺，2009；李青霞和郭玉洁，2010 等）；在 QFII 交易行为特征方面，大部分学者发现 QFII 具有明显的羊群效应（范立强，2007；邢学艳和曹阳，2008；肖迎春，2008；李学峰、符琳杰和苏伟，2008 等）且交易倾向于采用正向反馈交易策略（邢学艳和曹阳，2008；李学峰，张舰和茅勇峰，2008a；李学峰，张舰和茅勇峰，2008b；许少强和金强，2012 等），但是也有部分学者进一步研究发现 QFII 的羊群效应和正向反馈交易策略行为主要出现在金融危机前，指数整体处于上涨阶段，而金融危机后 QFII 的羊群效应减弱且正向反馈策略行为消失或转变为逆向反馈策略（胡阳和吴俊，2009；杨娟，2009；葛永波和张萌萌，2009；阮明峰和陈燕，2009；许少强和金强，2012 等）；在 QFII 投资绩效方面，部分学者实证研究发现 QFII 的增仓和减仓分别可以产生超额的正收益和超额的负收益（沈维涛和冠东，2011 等）；通过对 QFII 对中国股票市场质量的影响相关的实证文献梳理我们发现，实务界更多的将注意力集中在了 QFII 对我国证券市场波动性的影响方面，但是就 QFII 与股票收益率波动性的关系并没有形成一致意见，部分学者认为 QFII 的引入减少了市场波动（范立强，2007；李锋，2009；邓学斌，2009；杨日红，2010 等），另一部分学者却恰恰相反认为 QFII 的引入加剧了市场波动（王之剑，2008；张佑辉、李延喜和高锐，2008；卢李和苏畅，2008；孙磊，2009；商敬博，2010 等），还有部分学者发现两者的关系受研究样本、研究区间等不同的影响而表现出不一致现象或根本无显著的相关关系（殷红和蓝发钦，2007；廖玉成，2008；陈泽慧，2011；陈晶璞和靳洁，2011；曾伟，2011；王麟乐、张一和卢方元，2011 等）；除了波动性方面，证券市场质量的好坏还主要表现在流动性和有效性方面，对此方面的研究主要采取了间接的研究方法，主要集中在研究 QFII 对我国股市联动性及其公司治理作用等方面，研究一致发现 QFII 引入后促进了中国股市与国际股市的联动性（周珺，2007；潘文荣和刘纪显，2010；陈王、魏宇、淳伟德和侯县平，2011 等），但是在公司治理方面的作用却出现了分歧，部分学者发现 QFII 在提高公司股利水平、提高公司薪酬业绩敏感度、提高信息披露质量和改善公司绩效等方面起到了一定的公司治理作用（高培涛，2010；杨世勇，2011；吴卫华、万迪昉和蔡地，2011；周红和谭凤，2012 等），但也有部分学者确认为 QFII 并没有发挥应有的公司治理作用（董先锋，2007；叶丹，2009 等）。

QFII 制度的引入和实施作为我国外汇非自由交换条件下的一种过渡性制度安排，是我国借鉴其他新兴市场经济国家资本市场改革经验的基础上提出的，其目的不仅是为繁荣低迷的证券

市场,也希望 QFII 制度能对我国上市公司治理的完善提供外部压力和导引动力。从理论上和其他国家成功的经验来看,引入 QFII 制度,对提升上市公司质量,改善公司治理结构,提高公司信息披露质量,促使上市公司价值管理理念的形成等确实能起到带动作用,对提高证券市场质量能起到较大的引导作用。但是,我们通过对实证文章的梳理却发现,QFII 引入后其交易行为受我国特定制度环境的影响并没有表现出应有的规范性,其投资行为也并没有完全体现价值投资的理念反而夹杂着投机性的一面,虽然已经在降低股市波动性、提高股市有效性和流动性方面发挥了一定的作用,但是作用较为有限,也表现出了加剧市场波动、消极参与公司治理的负面影响。由于一项制度的有效实施需要相关制度的良好配合,且其积极作用的发挥往往需要一段时间的过渡,因此应该避免简单地认为只要大力发展 QFII 就可以促进我国证券市场健康发展的认识误区,实时跟踪观察 QFII 的实施效果,不断发觉并完善所需的配套制度,为其有效发挥作用促进证券市场质量而保驾护航,这是本文的用意,也是我们当前应该努力的方向。

参考文献

- [1] 陈晶璞,靳洁. 基于GARCH模型的QFII投资行为稳定性分析[J]. 统计与决策,2011,(23).
- [2] 陈王,魏宇,淳伟德,侯县平. 中国股市与周边股市波动风险传导效应研究[J]. 中国管理科学,2011,(6).
- [3] 陈泽慧. QFII对证券市场行业收益波动率影响研究[J]. 石河子大学学报(哲学社会科学版),2011,(2).
- [4] 邓学斌. 机构投资者与股价波动——以社保基金和QFII资金为例[J]. 海南金融,2009,(2).
- [5] 董先锋. QFII与我国上市公司治理研究[D]. 浙江大学: 浙江大学,2007.
- [6] 范立强. 机构投资者行为研究[D]. 华东师范大学: 华东师范大学,2007.
- [7] 高培涛. 机构投资者参与我国上市公司治理的理论与实证研究[D]. 山东大学: 山东大学,2010.
- [8] 葛永波,张萌萌. QFII与我国开放式基金交易策略的比较分析[J]. 上海金融学院学报,2009,(2).
- [9] 胡阳,吴俊. 全球金融危机下中国市场QFII的投资行为研究——基于危机前后反馈策略和羊群行为程度的变化分析[J]. 山东经济,2009,(6).
- [10] 黄斌. QFII在中国A股市场持股特征研究[J]. 统计与决策,2011,(24).
- [11] 李锋. QFII制度对沪深股市日收益率波动性影响的实证研究[J]. 生产力研究,2009,(15).
- [12] 李青霞,郭玉洁. 后金融危机时代的QFII投资行为分析[J]. 中国市场,2010,(48).
- [13] 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]. 世界经济与政治论坛,2008,(4).

- [14] 李学峰,张舰,茅勇峰. QFII与国内封闭式证券投资基金交易策略比较研究[J]. 金融发展研究,2008,(6).
- [15] 李学峰,张舰,茅勇峰. 我国开放式证券投资基金与QFII行为比较研究——基于交易策略视角的实证研究[J]. 财经研究,2008,(3).
- [16] 廖玉成. QFII持股对股票收益波动性影响研究[D]. 浙江工商大学: 浙江工商大学,2010.
- [17] 刘成彦,胡枫,王皓. QFII也存在羊群行为吗?[J]. 金融研究,2007,(10).
- [18] 卢李,苏畅. QFII投资行为对中国证券市场稳定性影响分析[J]. 湖北经济学院学报(人文社会科学版),2008,(12).
- [19] 潘文荣,刘纪显. QFII及QDII制度引入后的中美股市联动性研究[J]. 江西财经大学学报,2010,(1).
- [20] 阮明峰,陈燕. 关于A股市场中QFII交易策略的实证研究[J]. 消费导刊,2009,(21).
- [21] 商敬博. QFII对中国股市的稳定作用研究[J]. 科学技术与工程,2010,(31).
- [22] 沈维涛,朱冠东. 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[J]. 经济管理,2011,(7).
- [23] 孙磊. 从QFII的投资行为看次贷危机对我国股市的风险溢出效应[J]. 生产力研究,2009,(21).
- [24] 孙立,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).
- [25] 王麟乐,张一,卢方元. QFII制度对中国证券市场波动的影响研究[J]. 经济经纬,2011,(1).
- [26] 王伟. 从行业配置和个股选择看QFII选股偏好[J]. 现代管理科学,2010,(4).
- [27] 王之剑. 引入QFII对我国股票市场价格收益率波动影响的研究[D]. 上海社会科学院: 上海社会科学院,2008.
- [28] 吴卫华,万迪昉,蔡地. 合格境外机构投资者:投资者还是投机者?[J]. 证券市场导报,2011,(12).
- [29] 肖迎春. 中国A股市场境外机构投资者(QFII)羊群行为研究[J]. 企业家天地,2008,(4).
- [30] 邢学艳,曹阳. 合格境外机构投资者投资行为的实证分析[J]. 经济经纬,2008,(5).
- [31] 徐新阳. QFII股票投资行为的特征分析与对策研究[J]. 浙江金融,2007,(8).
- [32] 许少强,金强. QFII在中国A股市场交易策略的实证研究[J]. 上海金融,2012,(4).
- [33] 杨娟. QFII投资策略研究——次债危机前后对比研究[J]. 现代经济信息,2009,(13).
- [34] 杨日红. QFII扩容效应实证分析——基于中国股票市场日收益率波动性的视角[J]. 经营管理者,2010,(17).
- [35] 杨世勇. 制度约束、大股东代理与机构投资者持股选择[D]. 中国矿业大学: 中国矿业大学,2011.
- [36] 叶丹. QFII持股与上市公司绩效相关性研究[J]. 财会月刊,2009,(9).
- [37] 殷红,蓝发钦. 行业视角下QFII影响中国股市的实证研究[J]. 国际金融研究,2007,(10).
- [38] 曾伟. 中国A股市场异常波动机理及波动抑制研究[D]. 重庆大学: 重庆大学,2011.
- [39] 张佑辉,李延喜,高锐. QFII与我国上市公司股价波动率关系研究[J]. 大连理工大学学报(社会科学

版), 2008, (2).

- [40] 赵珺. 金融危机影响下QFII投资行为分析[J]. 经济研究导刊, 2009, (34).
- [41] 周红, 谭凤. QFII持股对信息披露质量影响的实证研究[J]. 中国证券期货, 2012, (3).
- [42] 周珺. 我国大陆股票市场与周边主要股票市场的联动分析[J]. 企业经济, 2007, (1).

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: 010-83571403

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>