

QFII 对中国股市的稳定作用研究

商敬博

(上海交通大学安泰经济与管理学院, 上海 200030)

摘要 诸多文献研究表明机构投资者可以起到稳定股市的作用。在我国,作为第二大机构投资者的 QFII 是否也能发挥稳定股市的作用是研究核心。对 2007 年—2010 年上半年间 QFII 持股的相关数据进行了实证分析,研究结果发现 QFII 持股比例越高的股票,其股价波动性越大。这说明 QFII 的参股会增大股票的波动性,QFII 在我国无法起到稳定股票市场的作用。研究对我国证券市场投资者发展政策和制度制定具有一定的参考意义。

关键词 合格的境外机构投资者 股价波动 稳定股市

中图法分类号 F830.91; **文献标志码** A

QFII(Qualified Foreign Institutional Investors) 合格的境外机构投资者,是指经核准拥有境内投资资格的外国专业投资机构。

我国实施 QFII 制度至今,获得资格的境外投资机构已经达到 96 家,所持有的 A 股市值占全部流通 A 股总市值的 3.9% 左右,已成为 A 股市场中仅次于基金的第二大机构投资者。

早在 1995—1996 年,世界银行在《中国:新兴的资本市场》中指出,中国证券市场低流动性、高波动性现象的原因之一在于投资者的特点——散户投资者居多。长期以来,无论是理论界还是实物界,都普遍认为机构投资者具有稳定股市的作用。

QFII 在中国虽然是新兴的机构投资者类型,但随着国家对于 QFII 开放额度的增大,QFII 的影响力也越来越强。那么作为我国第二大机构投资者的 QFII,是否发挥了稳定市场的作用?这是本文所要检验的问题。

1 文献综述

1.1 国外研究文献回顾

国际上关于机构投资者对股价波动影响的实证研究有两种不同的结论:一种是支持机构投资者

稳减小价格波动。Lakonishok, Shleifer 和 Vishny^[1]指出,机构投资者不存在羊群效应和正反馈交易现象,因而机构投资者的存在至少不会导致市场的不稳定。Bohl 和 Brzeszczynski^[2]运用波兰的数据证明了机构投资者持股比例的增加会减少股票指数收益的自相关性和收益波动,因而没有增加股价的波动。

另一种是支持机构投资者增加股价波动。Sias^[3]以 1977 年至 1991 年纽约交易所所有上市公司为样本,分析了股价波动与机构投资者持股比例的关系。在控制公司规模的情况下,机构投资者持有比例与股价波动存在正相关,并且进一步得出机构投资者持有比例的增加导致了股价波动的增加。Chiyachantana 等^[4]利用 37 个国家的机构投资者在 1997 年第 4 季度和 1998 年第 1 季度及 2001 年前 3 个季度的交易数据研究了机构投资者的交易对价格的影响,结果发现机构投资者对价格的影响与市场状况有关。

1.2 国内研究文献回顾

国内也有不少专家学者利用国内市场数据就机构投资者对股市波动的影响进行了研究。孙立和林丽^[5]对 QFII 投资的金融产品结构、投资特征等方面做了描述性的统计分析,认为 QFII 遵循价值投资理念,但也存在不断适应境内市场而频繁换股的倾向。何佳和何基报等^[6]研究了以基金为代表的

机构投资者对股价波动的影响,发现基金的行为有时增加股价波动,有时减少波动,没有一致性结论。张佑辉、李延喜和高锐^[7]通过 spearman 系数检验和多元回归的方法,对 QFII 持股的相关数据做了实证研究,结果发现 QFII 持股比例与股价波动率存在正相关关系,这说明 QFII 并未起到稳定资本市场的作
用,而且其持股可能还会加剧股价波动。

国内外已有的研究多数选取基金为机构投资者代表来检验其对股市的影响。在为数不多的 QFII 研究文献中,也主要集中于描述性或综述性的研究,实证研究并不多见。通过选取 2007 年—2010 年上半年的最新数据,控制了各种宏观、微观因素,就 QFII 对股市的稳定作用做了新的检验和分析,希望通过此研究为我国资本市场建设以及金融监管提供更多及时有利的依据。

2 研究假设

有关 QFII 对股市的影响一直存在两种观点,一种观点认为,由于目前符合条件入境交易的 QFII 均为大机构投资者,他们通常宣扬注重基本面分析、注重长期投资的投资理念,因此被市场视为富有理性且投资经验丰富的投资者,相信其起到了稳定市场的作用^[8]。另一种观点认为,外资的流入会托高股价,但其流出将拖低股票价格。如果没有严格监管,大量而突然的外资出入会加大股市的波动。而且 QFII 参股的股票往往受到更多的关注,中小投资者习惯跟风炒作,容易被利用来坐庄操控股市,对股市的稳定也非常的不利。

目前我国证券市场投资者的主要目标是通过短线操作获取二级市场价差,对股票价格的涨落关注过多,对上市公司本身的经营和效益则关心不够。由于我国资本市场的不成熟,以及现有市场制度的不完善,QFII 可能更倾向于追随国内投资者的投资方式,而并非采取国际主流的价值投资方式。这样一来,短线操作势必加大股市波动。

基于以上分析,提出如下假设。

假设:QFII 持股比例越高,其所持股票的波动

性越大,两者之间呈正相关关系。

3 样本选取与研究设计

3.1 样本选取与数据来源

本文以季度为单位,选取 2007 年—2010 年上半年间具有 QFII 持股的公司为研究对象,得到上市公司样本 723 家。在回归中,分别剔除数据不完备的公司以及当季度 QFII 未持股的公司。

所有基本数据均来自 Wind 金融数据库,其他数据均通过基本数据计算得出。

3.2 模型设定

根据提出的假设,建立如下检验模型。

模型 1:

$$V_{AR} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{FII} + \alpha_2 D_{VAR} + \alpha_3 R_{ETUREN} + \alpha_4 T_{URNOVER} \quad (1)$$

模型 2:

$$V_{AR} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{FII} + \alpha_2 D_{VAR} + \alpha_3 R_{ETUREN} + \alpha_4 T_{URNOVER} + \alpha_5 \ln(E_{QUITY}) + \alpha_6 E_{PSR} \quad (2)$$

变量解释如表 1 所示。

表 1 变量及其含义

变量	含义
V_{AR}	QFII 所持股票的季度波动率(该季度内的日对数收益样本方差)
Q_{FII}	QFII 所持股票占流通股本的比例
D_{VAR}	大盘指数波动率(该季度内的大盘指数日对数样本方差)
R_{ETUREN}	QFII 所持股票的季度平均收益(该季度内的日对数收益平均)
$T_{URNOVER}$	QFII 所持股票的季度平均换手率(该季度内的日换手率平均)
$\ln(E_{QUITY})$	QFII 所持股票在季度末的流通股本对数
E_{PSR}	QFII 所持股票上年度的每股收益率(用每股收益除以上年度末收盘价)

表 2 相关性检验

	V_{AR}	Q_{FII}	D_{VAR}	$R_{E\!TUR\!N}$	$T_{U\!RNO\!V\!ER}$	$\ln(E_{QUITY})$	E_{PSR}
V_{AR}	1						
Q_{FII}	0.037	1					
D_{VAR}	0.388(* *)	0.110(* *)	1				
$R_{E\!TUR\!N}$	-0.335(* *)	0.019	-0.385(* *)	1			
$T_{U\!RNO\!V\!ER}$	0.142(* *)	-0.116(* *)	-0.118(* *)	0.301(* *)	1		
$\ln(E_{QUITY})$	-0.108(* *)	-0.110(* *)	-0.060(* *)	-0.029	-0.293(* *)	1	
E_{PSR}	-0.082(* *)	0.060(* *)	-0.130(* *)	0.131(* *)	-0.060(* *)	0.043(*)	1

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著(双尾检验)。

模型 1 和模型 2 均控制了宏观因素(大盘指数波动率)和微观因素(股票平均收益和平均换手率)的影响,模型 2 在模型 1 的基础上还考虑了不同股票之间的差异。如果 QFII 确实加大了股票的波动性,那么以上两个模型中的 α_1 估计值应该显著为正。

4 实证分析

4.1 相关性分析

通过对所有样本的各变量间 Pearson 相关性检验,得出表 2 的结果。从中可以看出:股价波动性与大盘指数波动率呈显著正相关,即大盘波动越大,股价的波动也越大;与股票平均收益呈显著负相关,这说明收益率越高的股票,波动性越小;与换手率呈显著正相关,因为换手率高的股票,流动性越大,波动性自然也越大;与流通股本对数呈显著负相关,这说明股本越大的股票,股价被操纵的可能性越小,价格稳定性越好;与上年度每股收益率呈显著负相关,这说明投资者对收益好的股票具有较强的信心,因此波动性也越小;股价波动性与 QFII 持股比例的相关关系并不显著,需要通过多元回归分析进一步检验。

4.2 回归结果分析

本文对模型 1 和模型 2 进行回归分析,结果如表 3 所示。

表 3 模型回归结果

变量	模型 1		模型 2	
	系数	T 统计值	系数	T 统计值
(Constant)	0.000 * *	2.450	0.001	1.190
Q_{FII}	1.98×10^{-5} * *	2.287	1.84×10^{-5} * *	2.100
D_{VAR}	0.017 * * *	15.117	0.017 * * *	15.019
$R_{E\!TUR\!N}$	-0.073 * * *	-14.759	-0.073 * * *	-14.681
$T_{U\!RNO\!V\!ER}$	0.016 * * *	14.301	0.016 * * *	13.302
$\ln(E_{QUITY})$			-2.05×-5	-0.849
E_{PSR}			0.000	0.588
R_2	0.258	0.258		
F	196.789	131.313		
Sig	0.000	0.000		

注:括号内数字为 T 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著(双尾检验)。

从回归结果中可以看出,在模型 1 和模型 2 中,QFII 的持股比例均与股价波动性呈显著正相关关系,这说明 QFII 的持股会增加股票的波动性,并没有起到稳定股票市场的作用,也部分说明 QFII 在中

国的投资可能追随中国本地操作方向——较为频繁的短线操作,并非如人们所想象的那样稳定与价值投资导向,并不一定倾向于波动性较小的股票。我们提出的假设基本得到验证。

5 结论

通过研究 QFII 持股与股价波动性之间的关系,来探讨 QFII 对中国股票市场的影响。研究结果发现,QFII 持股比例越高的股票,其股价波动性越大,这说明 QFII 的参股会加大股价的波动性,也间接说明 QFII 在我国无法起到稳定股票市场的作用。

本文结论对我国证券市场投资者发展政策和制度制定具有一定的参考意义:我国目前还处在资本市场建设的初期,在发展 QFII 来我国投资时,需要注重市场基础制度的建设,以及相关政策的配套(如监管)。通过发展广大的机构投资者来稳定市

场是需要有完善的市场基础作为前提条件的。我国在引进外资的同时,政策制定者应该通过市场基础和制度建设,通过建立相应的机制和提高监管的能力来维护市场的稳定,而不是指望机构投资者来维护市场的稳定。

参 考 文 献

- 1 Sias R. Volatility and the institutional investor. *Financial Analysis Journal*, 1996; 52(2):13—20
- 2 孙立,林丽. QFII 投资中国内地证券市场的实证分析. *金融研究*, 2006;(7):123—133
- 3 何佳,何基报,王霞,等. 机构投资者一定能够稳定股市吗? *管理世界*, 2007;(8):35—42
- 4 佑辉,李延喜,高锐. QFII 与我国上市公司股价波动率关系研究. *大连理工大学学报*, 2008;29(2):37—42
- 5 刘成彦,胡枫,王皓. QFII 也存在羊群行为吗? *金融研究*, 2007;(10):111—122

The Effect of QFII on the Stability of China's Stock Market

SHANG Jing-bo

(Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200030, P. R. China)

[Abstract] Most Literatures showed that the institutional investors could improve the stability of stock market. In China, QFII is the second largest institutional investors in terms of the market value of their portfolios. Whether or not could QFII stabilize the stock market of China is investigated. Under controlling several macro and micro factors, based on the data between 2007 and the first half of 2010, the higher the QFII holdings of stocks, the more volatile the stock price will be found. This means that QFII's investment will increase rather than decrease the volatility of the stock price, and QFII is unable to improve the stability of the stock market in China. Our research is of certain importance to the development of investors and legislation of market rules.

[Key words] QFII volatility stabilize the stock market