

The Performance of Institutional Investors

—Based on the Analysis of Chinese A Share Market

Chuanmei Zhang

The Graduate Department, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian
Email: zcm65@163.com

Received: Oct. 10th, 2013; revised: Oct. 24th, 2013; accepted: Oct. 29th, 2013

Copyright © 2014 Chuanmei Zhang. This is an open access article distributed under the Creative Commons Attribution License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. In accordance of the Creative Commons Attribution License all Copyrights © 2014 are reserved for Hans and the owner of the intellectual property Chuanmei Zhang. All Copyright © 2014 are guarded by law and by Hans as a guardian.

Abstract: This paper mainly focuses on the performance of institutional investors who invest in Chinese A share market during 2002 and 2012 by regarding all the institutional investors as a large group and classifying them into different groups, then study their aggregate returns which are total market capitalization weighted. Besides, this paper also makes comparisons among institutional investors, individual investors, the total A share market and the index, founding that only the institutional investors have an excessive return that is significantly above zero and that the fund and the general corporations perform better than other institutions. The result means that the institutional investors perform better than the individual investors. At the end of this paper, this paper tries to find the possible causes of institutional investors' excessive returns by CAPM model and Fama-French three-factor model.

Keywords: Institutional Investors; Performance of Investment; The Excessive Returns

机构投资者股票投资业绩研究

—基于中国 A 股的经验数据

张传美

东北财经大学研究生院, 大连
Email: zcm65@163.com

收稿日期: 2013 年 10 月 10 日; 修回日期: 2013 年 10 月 24 日; 录用日期: 2013 年 10 月 29 日

摘要: 本文主要研究机构投资者股票投资业绩, 以 2002 年 1 季度~2012 年 4 季度中国 A 股市场上所有机构投资者为研究对象, 以机构投资者所持有的投资组合的收益率衡量其业绩。首先将所有机构投资者看作一个整体, 比较其预期收益与市场预期收益以及个人投资者预期收益的差异; 然后将机构投资者分类分析, 分析不同机构投资者的业绩差异。研究结果表明机构投资者的业绩要高于市场指数收益和个人投资者的业绩, 基金和一般法人的业绩优于其他类型机构投资者的业绩。同时本文利用资本资产定价模型和 Fama-French 三因子模型对机构和个人投资的预期收益率进行分析, 并尝试找出两个投资群体不同收益率背后的原因。

关键词: 机构投资者; 投资业绩; 超额收益率

1. 引言

机构投资者从广义上讲是指用自有资金或者从分散的公众手中筹集的资金专门进行有价证券投资活动的法人机构。按照《新帕尔格雷夫货币与金融词典》的定义,机构投资者是指西方国家管理长期储蓄的专业化的金融机构。按照美国的《Black 法律词典》机构投资者是指大的投资者,例如共同基金、养老基金、保险公司以及用他人的钱进行投资的机构等。

西方最早的机构投资者可以追溯到 1868 年英国的“海外和殖民地政府信托”,并且在以后迅速发展起来,来自美国 CRSP(Center for Research in Security Prices)的统计数据显示,美国机构投资者的数量已经由 1980 年的 500 多个迅速整张到 2005 年的 2000 多个,持股比例也由 1980 年的 30% 增长到 2005 年的 90% 多。我国早期证券市场的参与者绝大部分是个人投资者,即以自然人身份参与证券买卖的投资者。自 1997 年中国证监会提出超常规发展机构投资者的战略之后,中国机构投资者迅速发展壮大起来,截止 2010 年 6 月所有机构投资者持有 A 股流通股的比例已经接近 40%,说明机构投资者已经成为资本市场的重要力量。

我国早期对机构投资者的研究也多集中在对基金的研究上,但是近年来机构投资者的结构正在发生重大变化,机构投资者种类日益呈现出多元化趋势。本次研究中所涉及到得机构投资者有基金、券商、券商理财产品、合格境外机构投资者(QFII)、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司、财务公司以及其他机构投资者。随着我国资本市场的逐步完善,国家对机构投资者的监管政策也逐渐放松,2012 年 4 月 3 日中国证监会分别批准了 QFII 和 RQFII 额度扩容 500 亿美元和 500 亿人民币,机构投资者对整个资本市场的作用越来越重要。

本文主要研究机构投资者本身的投资行为,与以往研究不同的是,本文不是选取某些代表性的机构投资者作为样本,而是以所有的机构投资者作为研究对象。首先将所有的机构投资者看作一个整体,并将它们持有的所有股票视为一个投资组合,通过这个投资组合的预期收益状况评价机构投资者整体的绩效。同时,本文将所有机构投资者分类进行绩效分析,将不同类型的机构投资者持有的股票分类汇总为不同的

组合,比较不同类型的机构投资者的绩效。

2. 文献综述

对机构投资者的研究主要有两个方面,一方面是对机构投资者本身投资行为的研究(如机构投资者的羊群效应的研究),另一方面是研究机构投资者与其他金融现象之间的关系(例如与公司治理的关系)。但是,这些研究主中涉及到的机构投资者多为某一类型的机构投资者(如开放式基金或养老基金等),或者某行业内机构投资者的作用(如金融行业),而对机构投资者整体的投资行为缺少综合性的分析。

2.1. 国外研究

国外对机构投资者投资行为的研究起步较早,研究方法和研究结果因学者而异,但是不论选取何种方法,研究者都要选择一个比较基准来衡量机构投资者的业绩。

一部分学者选择了代表资本市场的某种收益率作为比较基准,如市场指数或者按照资产定价模型计算出的收益率,衡量机构投资者收益是否显著高于比较基准。运用这种方法得出的结论多认为机构投资者的业绩平平,跟市场平均水平没有什么显著差别。Jensen(1968)在研究共同基金业绩时,提出了衡量共同基金业绩的两种方法,即通过预测证券未来的收益增加投资组合的收益的能力和降低不确定性风险的能力,因此共同基金的绩效好坏重点在基金经理的预测能力(predictive ability)上。Jensen 主要借助资本资产定价模型(CAPM)比较了共同基金持有的投资组合与市场组合在收益和风险上的差别,研究结果并没有证明机构投资者的绩效高于市场。由于 Jensen 选取的样本是 1955-1964 年的年度数据,相当于每个共同基金持有投资组合的期限为 1 年,而现实中受短视损失厌恶、羊群效应等的影响,共同基金的持有期未必能有 1 年之长^[1]。Gruber(1996)研究积极管理型的共同基金的研究时发现,这些基金的表现甚至不如市场指数;Gruber 运用了三种方法衡量共同基金的业绩,分别与市场、单一指数和多种指数收益率比较,发现共同基金的收益率并不但不显著高于市场或者指数,甚至要比市场或者指数低^[2]。

Lewellen(2011)对所有机构投资者持股情况汇总后,计算机构投资者的收益率与无风险利率的差异并

与资本资产定价模型和 Fama-French 三因子定价模型的超额收益率进行对比, 研究结果并不能证明机构投资者的业绩明显高于其他投资者。Lewellen 又按照上市公司横截面性质进行分析, 试图分析选择不同特点股票的机构投资者的收益的差异, 但检验结果与市场基准的收益仍然没有显著差异。Lewellen 在研究在分析方法和样本选择上都是很全面的, 其中样本包括了所有机构投资者, 在横截面分析时分类变量多达 11 个, 对整个上市公司的状况进行了比较全面的分析^[3]。本文主要借鉴了 Lewellen 的研究方法研究中国股票市场上机构投资者的业绩, 同时由于本文主要关注机构投资者的业绩, 在后期本文不涉及上市公司横截面分类, 而是将机构投资者进行分类, 比较不同类型的机构投资者的业绩表现。

另一部分学者则侧重分析机构投资者能否持续保持良好的业绩。他们通过比较不同机构投资者投资绩效的变动, 机构投资者业绩随时间的变化状况以及不同机构投资者业绩的差异。Grinblatt 和 Titman (1992), 在衡量共同基金绩效时得出了相反的结论, 他们通过对比共同基金不同时期的收益率, 发现某些共同基金的业绩总保持较高水平。而且 Grinblatt 和 Titman 认为出现这种结果与上市公司规模、红利等信息没有关系, 但共同基金收取的费用以及管理相关^[4]。Hendricks, Patel 和 Zeckhauser (1993)^[5], 以及 Goetzmann 和 Ibbotson (1994)^[6]等人对共同基金的研究却得出了肯定的结论, 即机构投资者能够保持较好的业绩。

另外, Daniel, Grinblatt, Titman 和 Wermers (1997) 利用 1974 年 12 月到 1994 年 12 月的季度数据, 研究结果表明机构投资者具有明显的选股能力(但没有明显的选时能力)^[7], Gompers 和 Metrick(2001) 通过增加控制公司特征的变量发现机构具有选股能力^[8]; Cohen, Gompers 和 Vuolteenaho (2002) 认为机构投资者选择的收益主要来自于个人投资者^[9]。

2.2. 国内研究

国内机构投资者的兴起时间比较晚, 对机构投资者行为的研究起步也较晚, 研究方法多参照西方研究者的方法, 早期的研究多关注基金的业绩。

彭晗(2002)应用 Treynor-Mazuy 模型和 Bhattacharya-Pfleiderer 模型对我国 22 家证券投资基金的选

股能力和择机能力进行实证研究, 研究结果表明基金总体上具有较好的市场择机能力, 但却没有对基金的选股能力提供有力的支持^[10]。此外王金田, 陆旭先(2004) 也做了类似的研究, 得出相似的结论^[11]。唐松莲(2009) 利用中国非金融类上市公司 2004-2007 年间 16 个季度中机构持股数据研究, 发现我国机构投资者基于信息优势具有一定的选股能力^[12]。缪世岭(2011) 选取我国 A 股上市公司的数据为样本, 利用 2007 年 1 季度~2008 年 3 季度数据, 构建季度时间窗下机构投资者行为效应的回归模型, 研究机构投资者持股变动与不同期超额回报的关系, 发现机构投资者的超额收益平均数和中位数都为正, 而且显著大于 0, 说明机构整体业绩较好^[13]。

虽然很多研究将机构投资者的选股行为分为选股能力和选时能力研究, 但是实践中很难完全将这两种能力区分开来, 因为选股能力与选时能力往往是交织在一起的。本文不再区分两种能力, 而将重点放在对收益的研究上, 并以机构投资者的收益衡量其投资绩效。

3. 样本与数据

本文主要研究中国 A 股市场上的机构投资者的业绩, 与大多数研究者一样, 本文以机构投资者的收益率与市场收益之差来衡量机构投资者的业绩。另外, 本文还应用资本资产定价模型和三因子模型分别对机构投资者和个人投资者的收益率进行回归分析, 试图寻找投资者业绩不同的原因。

3.1. 样本说明

本文对机构投资者的研究分为两个层次。首先, 研究机构投资者整体业绩。这一层次样本选择为 2002 年 1 季度~2012 年 4 季度中国 A 股市场上所有机构投资者的业绩。第二, 分类研究机构投资者的业绩。这一层次的样本选择为 2002 年-2012 年中国 A 股市场上所有基金、券商、社保基金、QFII 以及其他机构投资者(多为一般法人)的业绩。同时选取这一时间内个人投资者的收益率、A 股整体收益率(按总市值加权)以及沪深 300 指数的收益率作为比较基准。

3.2. 数据与计算说明

本文运用的原始数据有: 所有机构投资者持有 A

股的比例、个人投资者持股比例、各种类型的机构投资者持有 A 股的比例、所有 A 股的市值、A 股市场上所有股票的收益率、沪深 300 收益率、A 股市场三因子数据、整个 A 股市场收益率(按总市值加权)以及无风险利率。本文所用的数据均为季度数据。

本文所有数据均来自 RESSET 金融研究数据库 (www.Resset.cn), 本文在处理数据时用到的软件主要为 SAS 和 Excel。

具体数据计算以及处理过程如下:

为保证研究结果的准确性和有效性, 本文对原始数据做了如下处理: 1) 剔除所需指标变量为缺失值的数据(按时间和股票代码匹配数据时, 当变量缺失时无法计算, 则予以剔除); 2) 由于不同类型机构投资者在资本市场上出现的时间不同, 如中国 A 股资本市场上基金出现的比较早, 而 QFII 出现的相对晚, 在对比时选取的时间段的起点有所不同。

3.2.1. 机构与个人投资者的预期收益率

本文机构投资者整体的收益率以及各种类型的机构投资者的收益率均通过按其持有的股票总市值加权计算得到, 其中总市值为季末总市值, 即:

$$E(R_{t+1}) = \frac{\sum [w_i(t) * v_i(t)]}{\sum w_i(t) * v_i(t)} * E[R_i(t+1)] \quad (1)$$

其中 $E(R_{t+1})$ 为投资者第 $t + 1$ 期末的预期收益, $w_i(t)$ 为投资者在第 t 期末持有的股票 i 的比重, $v_i(t)$ 为第 t 期末持有的股票 i 的总市值, $E[R_i(t+1)]$ 为股票 i 在第 $t + 1$ 期的预期收益率。个人投资者和各类机构投资者的收益率也按同样的方法计算。

3.2.2. 利用资本资产定价模型(CAPM) 检验机构投资者的选股能力

资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model 简称 CAPM) 是由美国学者夏普(William Sharpe)、林特尔(John Lintner)和莫辛(Jan Mossin) 等人在资产组合理论的基础上发展起来的, 是现代金融市场价格的支柱, 广泛应用于投资决策和公司理财领域。计算方法为:

$$E(R_i) - R_f = \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (2)$$

其中 $E(R_m)$ 为市场预期收益率, β_i 为股票 i 的系统性风险。本文利用 2002 年 1 季度~2012 年 4 季度的市

场收益率、无风险利率、以及计算出来的机构的收益率, 按照 CAPM 方法做回归, 回归方程为:

$$E(R_{inst}) - R_f = \alpha + \beta_{inst} [E(R_m) - R_f] + \xi \quad (3)$$

通过该回归方程, 计算机构的超额收益 α 以及投资组合的系统风险 ξ , 如果 α 显著大于 0, 那么说明机构投资者具有超额收益率, 反之则不能证明投资组合具有超额收益率; 而且 β_{inst} 可以反映机构投资者的风险偏好特点。该回归方程同样适用于个人投资者。

3.2.3. 利用 Fama-French 三因子模型检验机构投资者的选股能力

Fama 和 French(1992) 对美国股票市场决定不同股票回报率差异的因素的研究发现, 股票的市场的 β 值不能解释不同股票回报率的差异, 而上市公司的市值、账面市值比、市盈率可以解释股票回报率的差异。Fama 和 French 认为, 上述超额收益是对 CAPM 中 β 未能反映的风险因素的补偿。利用市场因素、公司规模以及账面市值比建立三期因素模型:

$$E(R_i) - R_f = b_i [E(R_m) - R_f] + s_i (\text{SMB}) + h_i (\text{HML}) \quad (4)$$

其中 R_i 、 R_m 分别是股票收益率与市场收益率, R_f 是无风险收益率, SMB(small minus big) 是由于公司规模不同所造成的收益率差异(Fama 和 French 将构造的投资组合中的所有股票按公司规模划分为不同的小组, 由于“小公司”效应的存在, 持有小规模公司股票获利的可能性会更高, SMB 即小公司投资组合的月收益率与大公司投资组合的月收益率之差), HML (high minus low) 是由于账面市值比不同产生的收益率差异(Fama 和 French 将构造的投资组合按照公司账面市值比分为不同的小组, HML 即高账面市值比因子的投资组合月收益率与低账面市值比因子的投资组合月收益率之差)。

本文利用收集到的 A 股市场 2002 年 1 季度-2012 年 4 季度的 $(R_m - R_f)$ 、SMB 以及 HML 数据按 Fama-French 模型的方法做回归分析, 回归方程如下:

$$R_{inst/indi} - R_f = \alpha + b [E(R_m) - R_f] + s (\text{SMB}) + h (\text{HML}) + \xi \quad (5)$$

其中 $R_{inst/indi}$ 分别为机构或者个人所持有的投

投资组合的收益率(按流通市值加权), α 为相应的超额收益率, 通过检验 α 是否显著大于零判断机构的选股能力。

4. 实证研究——以机构投资者整体为研究对象

4.1. 数据的描述统计

表 1 为根据机构投资者、个人投资者以及沪深 300 指数、A 股市场和 A 股市场的三因子季度收益率数据得出的描述统计的结果。Inst_market、indi_market 分别代表机构投资者、个人投资者与整个 A 股市场的收益率之差, Inst_hs300、indi_hs300 分别代表机构投资者、个人投资者与沪深 300 指数的收益率之差。

从表 1 中可以看出, 机构投资者与市场的收益率之差显著高于其他投资组合与市场的收益率之差, 机构投资者高于市场 2 个多百分点, 高于沪深 300 指数也接近 2 个百分点。在 95% 的置信区间内, 机构投资者的收益显著高于市场, 而个人投资者的收益与市场收益并没有显著区别。从标准差来看, 机构投资者的标准均小于个人投资者, 说明机构投资者的风险偏好要小于个人投资者。

表 2 给出了不同投资组合收益率之间的 Pearson 相关系数, 其中 inst、indi、market、hs300 分别代表机构投资者、个人投资者、整个 A 股市场和沪深 300 指数的收益率。整体看来, 各种收益率之间的相关系数在 99% 的置信区间下都是显著的, 而且非常接近于 1, 说明机构投资者、个人投资者和市场的收益率波动具有一致性

Table 1. Comparison result of institutional, individual investors return and market return

表 1. 机构、个人收益率与市场收益率对比结果

	Inst_market	Inst_hs300	Indi_market	Indi_hs300
有效值	44	40	44	40
均值	0.0217	0.0173	0.0112	0.0072
标准差	0.0513	0.0483	0.0590	0.0624
最小值	-0.0575	-0.1315	-0.1250	-0.2000
最大值	0.1833	0.1113	0.2647	0.2030
t 检验概率值	0.0075	0.0296	0.2132	0.4713

注: 其中 t 检验的置信区间为 95%。

Table 2. The Pearson Coefficient between different returns

表 2. 各种收益率 Pearson 相关系数

	inst	indi	market	hs300
inst	1	0.969**	0.961**	0.970**
indi		1	0.956**	0.952**
market			1	0.988**
hs300				1

注: ** 表示在 99% 的置信区间内是显著的。

4.2. 基于超额收益率的业绩比较

表 3 中第一组是按照资本资产定价模型对机构和个人持有的投资组合的收益率进行分析的结果, 第二组为按照 Fama-French 三因子模型进行回归, 具体回归方程参见前文数据与计算说明。

从表 3 显示的回归结果来看, 两组回归方程的拟合优度均非常高, 说明资产定价模型中各因子对投资者收益率的解释力比较强。两组回归方程中 α 均表示超额收益率, 从对 α 的 t 检验结果看, 两组检验中机构投资者的 α 均是显著大于零的, 但两组检验结果中个人投资者的 α 均与零无显著差异, 这也与数据描述统计的结果相吻合。

从回归方程中的系数 b 的大小来看, 个人投资者的 b 都要高于机构投资者, 说明个人投资者的风险偏好要高于机构投资者, 这与表 1 中对标准差分析得出的结论相似。

综合看来, 机构投资者整体业绩优于个人投资者, 机构投资者得风险偏好低于个人投资者。

5. 实证研究——以不同类型的机构投资者为研究对象

2001 年中国证监会提出超常规发展机构投资者的战略之后, 中国机构投资者迅速发展壮大起来。目前中国资本市场上主要的机构投资者有基金、券商、券商理财产品、合格境外机构投资者(QFII)、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司、财务公司以及其他由一般法人构成的机构投资者。本部分根据不同类型机构投资者在资本市场上的存在时间以及持股比例选取基金、养老保险、社保基金、QFII 以及其他由一般法人构成的机构投资者作为研究对象, 分析比较不同类型机构投资者的业绩。

Table 3. Regression of return
表 3. 收益率回归结果

	Portfolio	α	se(α)	t(α)	b	s	h	R ²	F
第一组	Indi	0.0103	0.0089	1.1617	1.0603			0.9151	452.8086(0.0000)
	inst	0.0218	0.0079	2.7754*	0.9932			0.9235	507.3367(0.0000)
第二组	indi	0.0022	0.0058	0.3759	1.0332	1.5133	0.4322	0.9686	411.6240(0.0000)
	inst	0.0192	0.0082	2.3816*	0.9852	0.3728	0.1865	0.9272	69.8028(0.0000)

注：1.*表示在 95%的置信区间内是显著的；2.F 值后的括号为 F 检验对应的概率 p 值。

5.1. 数据的描述统计

表 4 是分别将基金、社保基金、券商、QFII、以一般法人为代表的其他机构投资者的收益率与整个 A 股市场以及沪深 300 指数的收益率进行比较分析的结果。其中 fd-market、ss-market、sc-market、qfii-market、other-market 分别代表基金、社保基金、券商、QFII、以一般法人为代表的其他机构投资者与整个 A 股市场的收益率之差，fd-hs300、ss-hs300、sc-hs300、qfii-hs300、other-hs300 分别代表基金、社保基金、券商、QFII、以一般法人为代表的其他机构投资者与沪深 300 指数的收益率之差。

从表 4 可以看出，各类机构投资者的收益与市场收益的差值的均值均大于零的，其中社保基金与整个 A 股市场收益的平均差值最大，接近 2.6 个百分点，从 t 检验的显著性看，在 95%的置信区间下，只有券商与 QFII 与市场收益率的差异是不显著的。检验结果表明社保基金与 QFII 的业绩较基金、社保基金和券商的业绩要差一些。

表 5 进一步检验了不同类型机构投资者收益率之间的 Pearson 相关系数。其中 wfdrate、wssrate、wscrate、wqfiirate、wotherrate 分别代表基金收益率、社保基金收益率、券商收益率、QFII 收益率以及以一般法人为代表的其他机构投资者的收益率。从 Pearson 系数来看，这些机构投资者的业绩之间是高度正相关的，机构投资者之间也可能存在着羊群效应。

5.2. 基于超额收益率的业绩比较

本部分方法与检验机构投资者整体收益率的方法类似，主要检验资本资产定价模型和 Fama-French 三因子模型下不同机构投资者的超额收益率 α 与零的关系。检验结果如表 6 所示。

按资本资产定价模型对不同类型机构投资者的收益率进行回归时，超额收益率 α 均大于零，对 α 显著性的 t 检验结果表明在 95%的置信区间下，只有券商的超额收益 α 与零没有显著性区别，其他机构投资者的超额收益 α 都显著大于零。从不同机构投资者的风险偏好来看，b 的值都非常接近 1，基金、QFII 和一般法人的风险偏好稍大一些。

按 Fama-French 三因子模型对不同类型机构投资者的收益率进行回归时，不同机构投资者的超额收益率表现不同。业绩表现较差的仍然是券商， α 值为负，但是由于 t 检验并不显著，因此券商的超额收益 α 与零并没有显著性差异。业绩表现较好的只有基金和一般法人代表的其他机构投资者，其超额收益 α 显著大于零，社保基金和 QFII 的超额收益均不显著。从市值因子和账面市值比因子的系数 s、h 来看，除了基金的 s、h 值均为负，社保基金的 h 值为负之外，其他均为正。而且，Fama-French 三因子模型的 R² 值要比 CAPM 的大。

综合来看，机构投资者中基金和一般法人的业绩较好，券商的业绩相对较差；QFII 的业绩并不比境内机构投资者优秀。

6. 结论与分析

6.1. 结论

以上对比了机构投资者以及市场上其他投资组合的收益率，并对可能的原因进行了回归分析，得到的结论可以归纳如下：

机构投资者整体的收益率显著大于市场，个人投资者收益率与市场收益没有明显的差别。因此，整体看来，机构投资者的业绩要优于个人投资者。但是值得关注的是，机构投资者与个人投资者业绩差距随着

Table 4. Comparison of different investor returns
表 4. 各类机构投资者收益率与市场收益率对比结果

机构投资者	ρ'	se(ρ')	t(ρ')	b	s	h	R ²	F (P)	
第一组	fd	0.0255	0.0090	2.8288*	1.0027		0.9032	392.1044(0.0000)	
	ss	0.0262	0.0110	2.3723*	0.9900		0.9098	312.9273(0.0000)	
	sc	0.0109	0.1040	0.7749	0.9770		0.7928	156.9031(0.0000)	
	qfii	0.0266	0.0123	2.1670*	1.0314		0.8982	273.5683(0.0000)	
	other	0.0245	0.0095	2.5681*	1.0208		0.9004	370.7950(0.00000)	
第二组	fd	0.0273	0.0096	2.8493*	1.0092	-0.2441	-0.1975	0.9048	126.6786(0.0000)
	ss	0.0199	0.0102	1.9596	0.9949	0.8242	-0.7121	0.9330	134.6990(0.0000)
	sc	-0.0003	0.0112	-0.0227	0.9334	1.8050	1.2346	0.8676	85.1923(0.0000)
	qfii	0.0185	0.0130	1.4242	1.0269	0.2544	0.4167	0.9010	87.9619(0.0000)
	other	0.0190	0.0092	2.0716*	0.9994	0.8831	0.6110	0.9191	147.6235(0.0000)

注：1.*表示在 95%的置信区间内是显著的；2.F 值后的括号为 F 检验对应的概率 p 值。

Table 5. The Pearson Coefficient between return of different investors
表 5. 不同类型的机构投资者收益率的 Pearson 相关系数

	wfdrate	wssrate	wscrate	wqfiirate	wotherrate
wfdrate	1. **	0.9674**	0.8568**	0.9624**	0.9725**
wssrate		1. **	0.9123**	0.9641**	0.9751**
wscrate			1. **	0.8853**	0.9188**
wqfiirate				1. **	0.9618**
wotherrate					1. **

注：**表示在 99%的置信区间内显著。

Table 6. Regression test on return of different investors
表 6. 不同类型机构投资者收益率回归检验结果

机构投资者	ρ'	se(ρ')	t(ρ')	b	s	h	R ²	F (P)	
第一组	fd	0.0255	0.0090	2.8288*	1.0027		0.9032	392.1044(0.0000)	
	ss	0.0262	0.0110	2.3723*	0.9900		0.9098	312.9273(0.0000)	
	sc	0.0109	0.1040	0.7749	0.9770		0.7928	156.9031(0.0000)	
	qfii	0.0266	0.0123	2.1670*	1.0314		0.8982	273.5683(0.0000)	
	other	0.0245	0.0095	2.5681*	1.0208		0.9004	370.7950(0.00000)	
第二组	fd	0.0273	0.0096	2.8493*	1.0092	-0.2441	-0.1975	0.9048	126.6786(0.0000)
	ss	0.0199	0.0102	1.9596	0.9949	0.8242	-0.7121	0.9330	134.6990(0.0000)
	sc	-0.0003	0.0112	-0.0227	0.9334	1.8050	1.2346	0.8676	85.1923(0.0000)
	qfii	0.0185	0.0130	1.4242	1.0269	0.2544	0.4167	0.9010	87.9619(0.0000)
	other	0.0190	0.0092	2.0716*	0.9994	0.8831	0.6110	0.9191	147.6235(0.0000)

注：1.*表示在 95%的置信区间内是显著的；2.F 值后的括号为 F 检验对应的概率 p 值。

时间的增长在逐渐缩小,可见随着中国资本市场的逐步完善,中国个人投资者越来越成熟。

不论利用资本资产定价模型还是三因子模型对收益率进行回归检验,机构投资者的 α 值都显著不为零,个人投资者的超额收益 α 则与零没有显著性差异,这说明出了三因素之外,还有别的因素导致机构投资者获得高收益率,本文会在后面部分对相关因素做推测。另一方面,机构投资者的风险偏好整体小于个人投资者。

不同类型机构投资者的业绩表现不同,基金和一般法人的业绩比较好,券商的业绩比较差,QFII的业绩不比境内机构投资者好。

6.2. 分析

本文对不同类型的投资者投资收益差异的原因做如下分析:

首先,从机构投资者与其他投资群体投资行为的不同点分析。机构投资者的行为具投资结构组合化和投资行为规范化的特点。机构投资者不仅拥有庞大的资金实力,还拥有很多专业的技术分析人员,他们依靠的是团体的力量,对整个资本市场的把握更全面、准确,因此构建的投资组合可以获得更高的收益率。相反,在众多的个人投资者中,同时熟悉中国资本市场状况和拥有雄厚资金实力的个人并不占主体,更多的个人投资者不是以投资股票为生,而仅仅是将可支配收入的一部份投资股票;个人投资者往往根据自己的主观偏好选择股票,而不是精心设计投资方案,盲目性必然会造成一定的损失,比如股市上普遍存在的羊群效应。

此外,不同机构投资者收益率的差异也与机构类型的特点相关。基金和一般法人是我国机构投资者的重要支柱,其资金规模大,出现的时间比较早,经验较其他类型的机构投资者丰富,因此业绩相对较好。QFII的资金规模受监管机构政策限制,构造投资组合缺乏一定的灵活性,业绩要落后基金和一般法人。

第二,从信息角度分析。机构投资者获取信息的途径比个人投资者要多,一方面机构投资者往往会购买专业的数据,这些数据有版权保护,往往是个人无法获得的。另一方面,面对同样的公开可获取的信息,机构投资者的整体捕捉能力要比个人投资者强。这也可能是本文利用三因子回归模型检验后机构投

资者的超额收益率仍然显著不为零的原因。很多学者的研究也证明了上市公司信息透明度是影响机构投资者投资选择决策的重要因素。唐松莲和胡奕明利用2004-2007年深交所的上市公司为样本从信息透明度角度检验机构投资者的选股能力的研究中发现,对于信息透明度评级较高的公司,机构持股比例会较高,持股机构数目也会较多;同时在信息透明度评级上升的公司,机构会调高持股比例和增加机构数目。

7. 不足与展望

本文虽然在选择样本和对比分析上比以往的研究更全面,但是在一些具体的详细分析上仍然存在需要完善的地方。比如本文以预期收益率衡量投资者的业绩,相当于假定投资者在整个季度都持有季度初时选择的股票,这与现实是不相符的,机构投资者可能在一个季度中间某个特别好的时机买入或卖出股票,这样就有可能低估了业绩;在对机构投资者分类时,由于以一般法人为代表的其他机构投资者比重大,数量多,本文没有进一步细分,只是笼统的归为一类研究;此外在对机构投资者的 α 显著大于零的原因分析时,本文只是做出了可能的推测,或者借用以前研究的结果,并没有亲自进行实证研究。

在细节方面本文虽然有一定瑕疵,但是本文的研究结论具有重要意义,既可以为机构投资者自身的定位与发展提供参考,也可以为很多政策的制定和实施提供佐证,比如近期推出的养老保险账户入市和扩大境外合格机构投资者投资限额等。正是由于机构投资者具有较高的选股能力,鼓励机构投资者的发展才会更好引导资本市场。研究者既可以以本文结论为基础,探讨当前有关机构投资者政策的效果,也可以在本文的基础上进一步探讨机构投资者获得好的业绩的原因,比如按行业或者其他会计特征解析机构投资者投资组合的特征,从而逐步找出超额收益率背后的真正原因。

致谢

本次论文写作的各个阶段,都受到导师王志强老师的细心指导和热情帮助。由于我对当前学术研究的总体状况了缺乏全面的了解,正是在选题阶段受到王老师的指导,才避免了选题方向的错误;王老师在论文数据处理方法和论文整体的完整准确性上也为我

提出了宝贵的指导意见；另外，王老师实事求是的科学态度、严谨开明的学术风范、批判性思考的习惯以及独特敏锐的问题意识也深深的影响着我，特此感谢！

同时，还要感谢汪丁丁老师，在论文选题阶段为我们提供了大量学术前沿的文献资料，节约了我们许多宝贵的时间；感谢孙玉环老师为我提供了有关 SAS 软件的学习资料，帮助我在短时间内掌握了 SAS 软件处理数据的基本技巧；感谢童乙伦老师为我的论文大纲提供了宝贵的意见，在我动笔写作之间纠正了论文中可能存在模糊点；感谢在整个论文写作过程中一直关心和帮助我的同学和朋友们，为我的论文写作过程增加了欢乐和情趣

参考文献 (References)

- [1] Micheal, C.J. (1968) The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, **23**, 28-30.
- [2] Gruber, M.J. (1996) Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *Journal of Finance*, **51**, 783-810.
- [3] Jonathan, L. (2011) Institutional investors and the limits of arbitrage. *Journal of Financial Economics*, **102**, 62-80.
- [4] Grinblatt, M. and Sheridan, T. (1992) The persistence of mutual fund performance. *Journal of Finance*, **47**, 1977-1985.
- [5] Hendricks, D., Jayendu, P. and Richard, Z. (1993) Hot hands in mutual funds. *Journal of Business Finance & Accounting*, **20**, 93-223.
- [6] Coetzmann, W.N. and Roger, G.I. (1994) Do winners repeat: Predicting mutual fund performance. *The Journal of Portfolio Management*, **20**, 50-54.
- [7] Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S. and Wermers, R. (1997) Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *Journal of Finance*, **52**, 1035-1058.
- [8] Gompers, P. and Metrick, A. (2001) Institutional investors and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, **116**, 229-260.
- [9] Cohen, R., Gompers, P. and Vuolteenaho, T. (2002) Who underreacts to cashflow news? Evidence from trading between individuals and institutions. *Journal of Financial Economics*, **66**, 409-462.
- [10] 彭晗 (2002) 中国证券投资基金选股能力和择机能力的实证研究. *经济评论*, **4**, 91-94.
- [11] 王金田, 陆旭先 (2004) 证券投资基金选股和择机能力的实证分析. *统计与信息论坛*, **1**, 82-84.
- [12] 唐松莲, 胡奕明 (2011) 机构投资者关注上市公司的信息透明度吗?——基于不同类型机构投资者选股能力视角. *管理评论*, **6**, 31-40, 48.
- [13] 缪世岭 (2011) 基于季度时间窗的机构投资者行为效应研究. *经济研究导刊*, **8**, 111-114.