

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

李学峰, 张 舰, 茅勇峰

(南开大学 金融学系, 天津 300071)

摘 要:文章通过修改 GTW 模型,从惯性和反转交易策略的角度对我国证券市场上开放式基金与合格境外机构投资者的交易策略选择进行了实证检验,并对实证结果作了动态比较分析。研究发现,这两类机构投资者总体上都采取了惯性交易策略,只是境外投资者的惯性交易策略的程度低于境内投资者。境外机构投资者对稳定市场虽然起到了积极作用,但作用有限。

关键词:开放式基金;QFII;交易策略;比较

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)03-0073-09

一、引 言

自 2001 年 9 月我国第一只开放式证券投资基金——华安创新基金成立以来,开放式基金管理的资产规模不断扩大,截至 2006 年底,其管理的资产净值达 5676.83 亿元,成为中国证券市场最大的机构投资者。而自 2002 年开始实行合格境外机构投资者准入制度以来,截至 2006 年底,合格境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investors,以下简称 QFII)合计持有 A 股市值达 971 亿元,成为仅次于开放式基金的中国证券市场的第二大机构投资者。那么,我国证券市场上的 QFII 采取的是怎样的交易策略?它们与开放式基金在交易策略的选择上有哪些异同?对这些问题的研究和回答不仅有助于我们考察引入 QFII 的制度成效、提升对其行为监管的针对性和有效性,而且有利于进一步揭示开放式基金的行为特征,为我国机构投资者制度的进一步完善提供理论依据。本文即从惯性和反转交易策略的角度,对开放式基金与 QFII 的交易策略进行实证分析和比较研究。

收稿日期:2007-09-11

基金项目:国家社科基金重大研究课题(06&ZD030)和韩国高等教育财团与南开大学亚洲研究中心资助项目(AS0714)

作者简介:李学峰(1965—),男,天津人,南开大学金融系副教授;

张 舰(1983—),男,天津人,南开大学金融系硕士研究生;

茅勇峰(1983—),男,江苏苏州人,南开大学金融系硕士研究生。

二、文献综述和问题的提出

考察机构投资者行为的一个重要角度是其交易策略的选择,即是惯性交易策略(Momentum Strategy)还是反转交易策略(Contrarian Strategy)。前者是指投资者在进行投资时倾向于买入表现好的股票,卖出表现差的股票;后者是指投资者卖出表现好的股票,买入表现差的股票。这方面国外代表性的文献大致分为两条主线:(1)对机构投资者交易行为的研究。Lakonishok, Shleifer 和 Vishny (1992)通过他们所建立的 LSV 方法发现基金在投资小公司股票时表现出惯性交易策略,在投资大公司股票时则没有表现出惯性交易策略;Grinblatt, Titman 和 Wermers(1995)采用 GTW 模型,研究发现基金的购买行为同时基于历史收益(即惯性或反转策略)和羊群效应;Pinnuck(2004)运用多元回归模型分析影响机构投资者持股比例的因素,并通过对澳大利亚证券投资基金的实证研究,发现基金偏好持有规模大、流动性好、波动性低和过去业绩表现好的股票,即采用了惯性交易策略。(2)不同类型(机构)投资者交易策略的比较。Hyuk Choe, Bong-Chan Kho 和 Stulz(1998)对比了韩国境内外投资者的交易策略,通过分析 1997 年经济危机前后机构投资者的交易数据,发现境外投资者在经济危机之前采取了惯性交易策略;Nofsinger 和 Sias(1999)比较了机构投资者与个人投资者的交易策略,发现机构投资者的持股比例与股票收益之间显著正相关,比个人投资者更容易采取惯性交易策略;Grinblatt 和 Keloharju(2000)亦从国籍上区分投资者,运用一阶自回归模型对其交易行为进行研究,发现境外投资者多采取惯性交易策略,而境内投资者多采取反转交易策略。

在上述研究的基础上,近年来我国学术界也开始关注对本国证券市场上机构投资者交易策略和行为特征的研究,其中较有代表性的成果为,吴世农、吴育辉(2003)利用改进的 GTW 模型构造“赢家组合”和“输家组合”,发现我国股票市场上存在“赢家变输”和“输家更输”的现象,其原因在于证券投资基金对于表现好和表现差的股票分别采取了反转交易策略和惯性交易策略;黄静和高飞(2005)以及谢赤、禹湘和周晖(2006)则认为我国证券投资基金基本上采用了惯性交易策略,而且在基金新买入股票时惯性交易策略最显著;通过对 QFII 投资组合数据的统计分析,孙立、林丽(2006)认为,由于对我国的股票市场环境持谨慎态度,QFII 总体上坚持价值投资和长线投资;耿志民(2006)也发现 QFII 投资行为具有长期性、进攻性、全面性和均衡性的特征。

上述成果为我们进一步研究机构投资者的行为及交易策略提供了重要的理论基础与实践经验。与此同时我们也看到,国内外的相关研究还存在着如下不足:一是在研究方法方面,如著名的 GTW 模型(Grinblatt, Titman 和 Wermers;1995),以股票占投资组合市值比例的变动来衡量投资者的交易行为,这在实证过程中可能会导致错误的判断,原因在于某只股票占投资组合总

市值比例的变动,并不一定是由投资者对这只股票的交易行为引起的,即使投资者没有增持或减持该股票,仅仅由于该股票(基于价值的)价格变动以及投资组合中其他股票和证券市值的变动等,就可以造成其占投资组合总市值比例的变化,以该比例的变动衡量交易行为就会出现失真。二是国内的有关研究尚处于起步阶段,对 QFII 交易策略和行为特征的研究还仅限于简单的统计分析和定性的概括,缺少以行为金融学的理论和方法进行深入的实证研究。由于将 QFII 与开放式基金的交易策略进行比较,对进一步完善我国的合格境外机构投资者制度,促进机构投资者的健康和规范发展,以及稳步推进资本市场的开放等,无疑都具有重要的理论和现实意义,因此本文从机构投资者的交易策略入手,通过构建更为科学并适合我国市场条件的研究方法和模型,对开放式基金与 QFII 的交易行为进行比较分析。

三、研究方法与设计

根据上文所述交易策略的定义,要判断投资者采取的是惯性交易策略还是反转交易策略,首先应给出衡量整个股票市场表现的指标,作为判断单个股票表现的基准。我们以包括沪深 A 股在内的市场基准组合收益率($R_{m,k}$)作为衡量股票市场表现的指标,用加权平均方法计算第 k 期市场基准组合收益,即 $R_{m,k} = (\text{深证 A 股指数涨跌幅} \times \text{深市平均 A 股总市值} + \text{上证 A 股指数涨跌幅} \times \text{沪市平均 A 股总市值}) / (\text{深市平均 A 股总市值} + \text{沪市平均 A 股总市值})$ 。其中,深市平均 A 股总市值 = (期初深市 A 股总市值 + 半年后深市 A 股总市值) / 2; 沪市平均 A 股总市值 = (期初沪市 A 股总市值 + 半年后沪市 A 股总市值) / 2。为了衡量单个股票 i 的表现,就需要先确定其在第 k 期内的收益率 $R_{i,k}$,即 $R_{i,k} = (\text{期末股票复权价格} - \text{期初股票价格}) / \text{期初股票价格}$ 。将两式结合在一起,股票 i 的表现即可定义为 $(R_{i,k} - R_{m,k})$,该值大于零时,定义为表现好的股票,反之,定义为表现差的股票。

其次,需要判断投资者的交易行为,即增持或减持。正是由于前文中指出的目前主流研究方法中所存在的问题,我们选取的度量指标是“持有股票数量占该股流通股份总数的比例”,该比例直接反映了投资者的交易行为,克服了股票价格等因素变化对指标的影响。据此以 $H_{i,k}$ 作为第 k 期期初投资者持有股票 i 的数量占该股流通总数的比例,即 $H_{i,k} = \text{某机构投资者在第 k 期初持有股票 i 的股份数} / \text{第 k 期初股票 i 的流通股份数}$; 并以 $H_{i,k'}$ 作为第 k 期期末投资者持有该股数量占流通股数的比例,即 $H_{i,k'} = \text{该机构投资者在第 k 期末持有股票 i 的股份数} / \text{第 k 期末股票 i 的流通股份数}$ 。 $(H_{i,k'} - H_{i,k})$ 即为判断投资者在第 k 期内交易行为的指标,该值为正时表示增持;反之则表示减持。

在上述基础上,就可以得出用以判断、衡量投资者惯性和反转交易策略的指标 IM,即: $IM = (H_{i,k'} - H_{i,k}) \times (R_{i,k} - R_{m,k})$ 。当投资者增持表现好的股票

或减持表现差的股票时, $IM > 0$, 表明对该股采取了惯性交易策略; 当减持表现好的股票或增持表现差的股票时, $IM < 0$, 表明对该股采取了反转交易策略。单只股票交易策略的判别标准如表 1 所示。

表 1 交易策略判别标准

衡量指标 IM	股票表现	操作	交易策略
$IM > 0$	$R_{i,k} > R_{m,k}$ (好)	$H_{i,k'} - H_{i,k} > 0$ (增持)	惯性交易策略
	$R_{i,k} < R_{m,k}$ (差)	$H_{i,k'} - H_{i,k} < 0$ (减持)	
$IM < 0$	$R_{i,k} > R_{m,k}$ (好)	$H_{i,k'} - H_{i,k} < 0$ (减持)	反转交易策略
	$R_{i,k} < R_{m,k}$ (差)	$H_{i,k'} - H_{i,k} > 0$ (增持)	

最后, 为从总体上衡量一个机构投资者的惯性和反转交易策略, 需要综合考虑其投资组合中所有股票的交易策略, 因而需要将衡量单个股票交易策略的指标 IM 进行加总, 并附以一定的权重。我们采用单个股票的市值占投资组合总市值的比例作为权重, 得出全面衡量投资者交易策略的综合指标和判定标准

$M: M = \sum_{i=1}^n P_{i,k'} \times (H_{i,k'} - H_{i,k}) \times (R_{i,k} - R_{m,k})$ 。其中, $P_{i,k'}$ 表示第 k 期末持有股票 i 的市值占投资组合总市值的比例, 即 $P_{i,k'} = \frac{\text{第 } k \text{ 期末机构投资者所持股票 } i \text{ 的市值}}{\text{该投资者第 } k \text{ 期末投资组合总市值}}$ 。如果 $M > 0$, 表明投资者整体上采用惯性交易策略, 即在整个投资组合中采取惯性交易策略的股票多于采取反转交易策略的股票, 投资者的行为表现为“追涨杀跌”, M 越大, 投资者采用惯性交易策略的程度越强, 追涨杀跌行为越明显。如果 $M < 0$, 表明投资者整体上采用反转的交易策略, 即在整个投资组合中采取反转交易策略的股票多于采取惯性交易策略的股票, M 越小, 投资者采用反转交易策略的程度越强。

四、实证研究

(一) 研究时期和样本的选取

1. 研究时期的选取。QFII 自 2003 年进入我国, 最初数量和投资规模都比较小, 但截至 2004 年末其总数增加至 27 家, 已经基本满足选取样本的需要。因此, 本文选取 2004 年末至 2006 年上半年作为考察期, 以保证能够有足够的研究样本来全面考察我国境外机构投资者的行为。同时, 2005 年至 2006 年我国股市经历了下跌和上涨两个不同的阶段, 因而将整个考察期分割为 2005 上半年、2005 下半年和 2006 上半年三个子考察期, 以便对不同市场环境下的机构投资者交易策略进行动态分析。

2. 研究样本的选取。根据上市公司 2005 年度报告和 2006 年中期报告, 有 21 家 QFII 在这两个时期均持有股票, 因而选取这 21 家 QFII 作为我国股票市场上境外投资者的代表(见表 3)。其数据资料来源于“Wind”数据库。

在选择作为样本的开放式基金时, 本文遵循以下原则: 被选取的基金成立于 2004 年末以前, 以保证在进入本文的考察期时, 这些基金已经完成建仓并

且投资过程连续；被选取的基金规模相对较大，以保证具有代表性；由于本文是研究机构对股票的交易策略，因而选取股票型开放式基金。这样，共挑选出 30 只开放式基金作为境内机构投资者的代表，如表 2 所示。该数据资料来源于“聚源”数据库。

投资组合中股票样本的选取。本研究以上述两类机构投资者持有的前十大重仓股作为主要的研究对象，这是因为前十大重仓股在机构投资者的股票投资组合中占据很大比重，足以代表其持仓状况，从而对这些股票的交易策略基本可以反映投资者总的交易策略。不过，在研究十大重仓股的同时，考虑到投资者持仓情况的动态变化，考察对象可能多于十只个股，因而对机构投资者的持股明细也要纳入考察视野。该类样本数据来源于“Wind 数据库”。

(二)实证检验。首先，根据 $R_{m,k}$ 和 $R_{i,k}$ 的计算公式，结合“金融界”网站公布的有关深证 A 股指数、上证 A 股指数和股票价格等数据，计算市场基准组合收益率和单只股票收益率。其次，根据 QFII 和开放式基金的每期末股票持仓明细，计算前十大重仓股持有量占此股票流通股比例的变动，并判断两类机构投资者对该股票采取的交易行为（增持或减持）。最后，计算衡量单只股票交易策略的指标“IM”，以及期末各股票分别占两类机构投资者投资组合市值的比重“ $P_{i,k}$ ”。然后加权平均分别得到衡量开放式基金和 QFII 总体交易策略的指标“M”。计算结果见表 2 和表 3。

表 2 开放式基金各期 M 值

基金简称	2006 (上)	2005 (下)	2005 (上)	2005(上)至 2006(上)	基金简称	2006 (上)	2005 (下)	2005 (上)	2005(上)至 2006(上)
南方稳健	4.943	0.155	-0.050	5.047	易基积极	1.080	0.099	0.024	1.202
国泰金鹰	-0.103	0.108	0.078	0.083	融通行业	-0.112	1.224	0.047	1.159
国泰精选	-0.023	0.021	-0.001	-0.002	招商股票	0.166	-0.011	0.041	0.195
国泰金马	-0.221	0.369	0.019	0.166	合丰成长	0.753	-0.127	0.192	0.817
华夏成长	0.841	0.077	0.304	1.221	合丰周期	0.162	0.023	0.034	0.218
华夏回报	0.095	0.055	0.500	0.650	合丰稳定	0.260	0.051	0.026	0.337
华夏大盘	0.399	0.097	0.014	0.510	荷银精选	0.287	0.171	0.131	0.589
博时价值	-0.128	-0.037	-0.027	-0.192	华宝策略	0.161	0.025	-0.015	0.171
博时精选	0.908	0.004	0.031	0.942	景顺股票	0.187	-0.013	0.054	0.229
嘉实成长	0.842	0.166	0.263	1.270	景顺增长	0.882	-0.006	-0.104	0.772
嘉实服务	0.742	0.005	0.193	0.939	广发聚富	0.181	0.058	0.113	0.352
大成价值	0.259	0.017	0.050	0.326	泰信先行	-0.171	-0.058	0.132	-0.097
大成蓝筹	0.077	0.012	0.082	0.171	量化核心	0.040	0.004	0.001	0.045
富国天益	0.319	-0.004	-0.124	0.191	上投优势	0.022	0.316	0.140	0.478
易基策略	1.231	0.223	-0.004	1.450	中海成长	-0.058	0.085	0.018	0.045

注：数据来源于“聚源”数据库。

表 3 QFII 各期 M 值

QFII 名称	2006(上)	2005(下)	2005(上)	2005(上)至 2006年(上)
瑞士银行有限公司	-0.102	0.410	0.029	0.336
花旗环球金融有限公司	-0.316	-0.032	-0.201	-0.549
摩根士丹利国际有限公司	-0.265	0.362	-0.049	0.048
高盛公司	-0.438	-0.095	0.032	-0.502

续表 3 QFII 各期 M 值

QFII 名称	2006(上)	2005(下)	2005(上)	2005(上)至 2006 年(上)
德意志银行	0.556	0.544	-0.017	1.083
香港上海汇丰银行有限公司	0.210	0.275	0.757	1.243
摩根大通银行	-0.586	-0.038	—	-0.625
瑞士信贷(香港)有限公司	0.970	0.375	-0.173	1.172
渣打银行香港分行	1.008	-0.382	0.156	0.782
日兴资产管理有限公司	1.299	1.168	0.529	2.995
美林国际	0.302	-0.142	0.262	0.422
恒生银行有限公司	0.009	-0.056	0.022	-0.026
大和证券 SMBC 株式会社	-0.258	0.010	-0.037	-0.285
雷曼兄弟国际公司(欧洲)	0.453	-0.294	—	0.160
比尔及梅林达—盖茨基金会	0.040	0.453	0.440	0.934
景顺资产管理有限公司	0.950	-0.031	—	0.919
荷兰商业银行	-0.406	0.058	0.097	-0.251
巴克莱银行有限公司	0.144	-0.044	—	0.099
富通银行	0.417	0.059	—	0.476
法国巴黎银行	1.068	-0.577	-0.022	0.469
东方汇理银行	0.042	-0.463	—	-0.420

注:表中“—”是由于所对应的 QFII 进入我国证券市场较晚,导致在该时期的投资组合数据不可得。

五、对实证结果的分析

在上述实证研究结果的基础上,我们可以从两个角度对开放式基金和 QFII 的交易策略进行比较。(1)比较两者总体的交易策略,即比较两者各自交易策略 M 值的平均值和中位数。根据本文第二部分给出的交易策略度量模型,如果平均数或中位数为正,则说明该类投资者总体上采用了惯性交易策略;如果为负,则采取了反转交易策略。(2)比较两类投资者内部个体在交易策略上的“趋同”程度,即利用 t 统计检验和符号检验分别对 M 值的均值和中位数进行显著性检验,检验越显著,说明个体之间交易策略的“趋同”程度越高;检验越不显著,说明个体之间交易策略的“分化”程度越高。统计结果如表 4 所示。

表 4 开放式基金和 QFII 交易策略指标统计结果表

机构类型	开放式基金		QFII	
	均值	中位数	均值	中位数
2006 上半年	0.467(0.011)	0.184(0.005)	0.242(0.061)	0.144(0.189)
2005 下半年	0.103(0.023)	0.038(0.005)	0.074(0.397)	-0.031(1.000)
2005 上半年	0.071(0.004)	0.037(0.005)	0.121(0.100)	0.029(0.607)
2005 上至 2006 年上	0.642(0.001)	0.344(0.000)	0.403(0.039)	0.336(0.189)

注:各均值后面括号内的值为 t 检验得到的“均值为 0 的概率”;各中位数后面括号内的值为符号检验得到的“中位数为 0 的概率”。概率小于 10% 则认定被检验数据的显著性较强。

由表 4 可见,就总体的交易策略而言,首先,在总考察期内,开放式基金和 QFII 的 M 值的均值和中位数均为正值,说明两者总体上都采取了惯性交易策略,即“追涨杀跌”,两者总体的交易策略是趋同的。同时,其“追涨杀跌”的

程度也存在一定差异,表现为开放式基金的 M 值均值和中位数分别比 QFII 高出 60.0%和 2.7%,反映了境外投资者比境内投资者更加追求价值投资和长线交易。其次,在各子考察期内,开放式基金 M 值的均值和中位数逐期增大,说明其惯性策略有逐步强化的趋势,而 QFII 没有表现出这一趋势,其惯性交易策略的程度具有一定的波动性。另外,可以结合市场行情进行分析,将收益率颇高的 2006 上半年视为上涨行情,将市场波动趋势不明朗的 2005 下半年视为震荡行情,将收益率为负的 2005 上半年视为下跌行情。观察发现,2005 上半年,开放式基金 M 值的均值小于 QFII,但中位数大于 QFII,表明下跌行情中两类投资者总体上均采取了惯性策略,且程度不相上下;2005 年下半年,开放式基金 M 值的均值和中位数均大于 QFII,同时 QFII 的中位数出现了负数,表明在行情趋势不明朗的阶段,开放式基金仍在采取“追涨杀跌”的交易策略,且程度高于 QFII;2006 年上半年的上涨行情中,两类机构均采取“追涨”的行为,但是开放式基金“追涨”的程度仍高于 QFII。

就个体之间的“趋同”程度来看,在总考察期内,开放式基金的均值和中位数的显著性高于 QFII,说明总考察期内开放式基金内部个体交易策略较为趋同,而 QFII 内部的分化程度则高于开放式基金。在各子考察期内,开放式基金所有的均值和中位数均通过了 10%的显著性检验,可见其内部交易策略的趋同程度非常高,而 QFII 只有 2006 年上半年的均值通过了检验,反映了其内部个体之间在交易策略选择上出现了较大分歧。

六、结论及启示

本文以我国的开放式基金和 QFII 为研究样本,通过构建新的衡量投资者交易策略的指标 M,对 2005 年初至 2006 年上半年这两类机构投资者的惯性和反转交易策略进行了总体评价和动态的比较分析。

本研究带给我们的启示在于:首先,开放式基金作为我国证券市场上最具影响力的机构投资者之一,坚持着惯性交易策略,即“追涨杀跌”,而严重的“追涨杀跌”可能加剧市场波动。历史上我国股票市场的剧烈波动在很大程度上也是由于投资者存在较严重的“追涨杀跌”行为所导致的。从这个角度来讲,开放式基金并没有充分发挥机构投资者应有的稳定市场的作用。因此,为稳定我国股票市场,促进证券市场的健康发展,应对开放式基金投资的行为加强监管和引导。其次,我们也应注意到,虽然 QFII 的“追涨杀跌”行为的程度弱于开放式基金,但从总体的交易策略上看,随着时间的演进,QFII 的交易策略选择出现了与开放式基金趋同的迹象,说明 QFII 制度未能带来我国证券市场投资策略和投资理念的有效转变。导致这一情况的直接原因有二:第一,QFII 在我国证券市场上势单力薄,其价值投资理念的发挥受到限制,只能对境内机构的投资习惯有所妥协;第二,我国证券市场上 QFII 的主体是国际投

资银行和商业银行,而不是 QFII 资产的真正管理者。

上述情况表明,在我们逐步扩大 QFII 的家数及其投资额度的同时,对 QFII 制度的完善和发展还应配合如下的制度调整:首先,可以从交易策略的角度来评价各 QFII 行为的合理性及其在维护市场稳定方面所起到的作用,并可以此为依据对采取不同交易策略的 QFII 分别进行有针对性的监管。其次,在 QFII 引入环节上,可降低国际投行和商业银行的比例,更多地引进独立管理资产的资产管理类机构,使 QFII 的行为由指令执行者转变为投资决策者,从而真正实现我们设立 QFII 制度的初衷——以其更为理性的投资行为、更为规范的投资操作和更为科学的投资管理,引导我国投资者、特别是机构投资者投资行为的成熟与规范,促进我国资本市场的健康稳定发展。

参考文献:

- [1]高飞,黄静.基金投资行为与投资绩效实证研究[J].证券市场导报,2005,(2):23—27.
- [2]耿志民.中国 QFII 的投资行为特征及其成因[J].统计与决策,2006,(8):114—115.
- [3]林丽,孙立.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.
- [4]吴世农,吴育辉.我国证券投资基金重仓持有股票的市场行为研究[J].经济研究,2003,(10):50—58.
- [5]谢亦,禹湘,周晖.证券投资基金惯性反转投资行为实证研究[J].财经研究,2006,(10):26—34.
- [6]Choe Hyuk Kho, Bong Chan, Stulz René M. Do foreign investors destabilize stock markets? [R]. The Korean Experience in 1997, 1998.
- [7]Grinblatt Mark, Titman Sheridan, Wermers Russ. Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: A study of mutual fund behavior[J]. American Economic Review, 1995, 85(5):1088—1105.
- [8]Grinblatt Mark, Keloharju Matti. The investment behavior and performance of various investor types: A study of finland's unique data set[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 55(1):43—67.
- [9]Lakonishok J, Shleifer A, Vishny Robert W. The impact of institutional trading on stock price[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 82:23—43.
- [10]Nofsinger John R, Sias Richard W. Herding and feedback trading by institutional and individual investors[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(6):2263—2295.
- [11]Pinnuck Matt. Stock preferences and derivative activities of australian fund managers [J]. Accounting and Finance, 2004, 44:97—120.
- [12]Sunstein Cass R, Kahneman Daniel, Schkade David. Assessing punitive damages (With notes on cognition and valuation in law) [J]. The Yale Law Journal, 1998, 107(7):2071—2153.
- [13]Tversky Amos, Slovic Paul, Kahneman Daniel. The causes of preference reversal[J]. The American Economic Review, 1990, 80(1):204—217.
- [14]Wermers R. Mutual fund herding and the impact on stock price [R]. Working Paper of Colorado University, 1998.

(下转第 94 页)

The results suggest that the marketability owns its value, and before SSR the marketability value is about 66%. The market liquidity, corporate scale, performance and dividend are the critical factors influencing marketability value, while the liquidity and price volatility of tradable shares have no effects on it. After SSR the marketability is about 56%, and the liquidity and price volatility of tradable shares do affect the marketability value.

Key words: marketability value; non-tradable shares; restricted shares; liquidity

(责任编辑 喜 雯)

(上接第 80 页)

A Comparative Research between the Behavior of Open-end Funds and QFII: An Empirical Analysis on Trading Strategy

LI Xue-feng, ZHANG Jian, MAO Yong-feng

(Department of Finance, School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Applying the modified GTW model, this paper makes an empirical study on the trading strategy choices of domestic open-end funds and qualified foreign institutional investors (QFII) from the perspective of momentum and contrarian strategy and further analyzes the results from a dynamic comparative view. We find that the institutional investors in our security market generally adopt momentum strategy, while the foreign investors' momentum strategy is less obvious than that of domestic investors. Although foreign institutional investors do play a positive role in the stabilization of the market, the positive effect they make is limited.

Key words: open-end funds; QFII; trading strategy; comparison

(责任编辑 喜 雯)