

中国股票市场“聪明投资者”行为研究

徐龙炳, 张大方

(上海财经大学金融学院, 上海 200433)

摘要:“聪明投资者”是根据投资绩效来界定投资者的一种新方法,在最新投资实践中有应用,但学术研究却十分缺乏。其意义在于,不同于“选股”,这是一种“选人”的新投资思路,即找出“聪明投资者”,并跟随其投资,便可以获取超额收益。文章首次提出了“聪明投资者”概念,并剖析了策略获得盈利的原因。研究发现,按历史投资绩效可以界定出“聪明投资者”;“聪明投资者”既不同于理性投资者也不同于机构投资者,说明未来研究应重视这一分类;“聪明的个人”比“聪明的机构”绩效更好,偏好差异是造成这种差异的原因,“个人聪明投资者”的目标公司主要以资本运作方式来提高收益(因而超额收益更高),而“机构聪明投资者”的目标公司除了资本运作外更多地依靠自身经营来提高绩效。文章拓展了投资者行为研究的思路,揭示了“另类投资者”研究的重要性,且与国际上“聪明钱效应”的研究相衔接,未来资本市场与实体经济的相互影响也可从“聪明投资者”角度进行研究。文章的研究结果还可用于制订有效的投资策略。

关键词:聪明投资者;聪明钱效应;股东积极主义;投资策略

中图分类号:F832.48 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2017)04-0096-13

DOI:10.16538/j.cnki.jfe.2017.04.008

一、引言

投资者的传统划分方法一般以其身份属性分为机构投资者和个人投资者,并认为前者更加理性,而后者的理性程度较低。而学术研究和投资实务关注到这种划分有局限性,在投资行为、投资绩效、投资策略等研究中,这种划分并不一定能够区分投资能力。理论和实践中逐渐出现了“聪明投资者”(Sophisticated investors)这一表述,这是从投资绩效(后果)来界定投资者的类型。本杰明·格雷厄姆(1949)在《聪明的投资者》一书中提出“聪明投资者”应该明确投资的预期收益和风险。“聪明投资者”具有更好的专业知识来有效获取和处理信息(Feng等,2014),能够获取“聪明钱”(Smart money)(Gruber,1996;Zheng,1999;Muñoz等,2014)。Kalay(2015)认为不能简单地将机构投资者归类为“聪明投资者”。以投资绩效来界定“聪明投资者”在投资实务中已有应用。与传统投资方法寻找具有超额收益的证券不同,新型投资方法并不寻找“证券”,而是寻找“人”,这些人具有获取超额收益的能力,追随这

收稿日期:2016-12-27

基金项目:国家自然科学基金项目“基于投资者非理性的财富掠夺及其监管研究”(71272009);国家自然科学基金项目“行为信号对市场化资源配置的影响及其监管研究”(71473157)

作者简介:徐龙炳(1964—),男,江苏丹徒人,上海财经大学金融学讲席教授,博士生导师;
张大方(1977—),男,福建闽侯人,上海财经大学金融学院博士研究生。

些人的投资可以获取超额收益,这些人即“聪明投资者”。

为了更好地理解什么是“聪明投资者”,下面举例说明。假设一只股票的基本面价值为 50 元,而当前股价为 60 元(基于某种非理性),理性投资者此时不会继续买入(因为价格已超过价值)。不过,这只股票此时正有某种利好消息(如符合产业政策引导方向、公司分红派息等),一些“聪明投资者”知道市场非理性心理仍将推动股价进一步偏离价值,如预期股价还将上涨至 80 元。此时,“聪明投资者”选择继续买入,这种行为可以获得“聪明钱”。可见,这些人既与理性人有区别(理性人此时应该卖空),但又不是非理性的。这类特殊的现象非常有趣,国外相关讨论多见于基金研究,而且在我国投资实践中也十分普遍,尤其是在股票市场中(中国股票市场的投资者结构与美国等发达市场不同)应用很多,因此需要进一步研究。

然而,学术界罕有专门研究“聪明投资者”的文献。不过,“聪明投资者”往往在其投资绩效,即“聪明钱效应”(Smart money effect)研究中出现。Gruber(1996)研究发现,有资金净流入的共同基金要比其他基金在未来有更好的业绩表现,他将这种现象称之为“聪明钱效应”,认为这些投资者具备一定的基金选择能力,将他们称之为“聪明投资者”。Zheng(1999)认为有资金净流入且规模较小的基金在未来具有更好的业绩表现。Muñoz 等(2014)发现基金的净资金流入与未来的收益成正比,证明了存在“聪明钱效应”,并说明这些投资者具有较强的择时能力。Sapp 和 Tiwari(2004)则将“聪明钱效应”归因于动量效应,认为如果控制了动量因子,这种效应将会消失。然而,Gharghori 等(2007)在控制了动量因子后,发现澳大利亚基金市场依然存在“聪明钱效应”。以上研究说明了“聪明钱效应”的存在性,而产生“聪明钱效应”的人即为“聪明投资者”。

“聪明投资者”的界定并没有明确和统一。一些研究直接将机构投资者界定为“聪明投资者”。例如,Keswani 和 Stolin(2008)以及 Feng 等(2014)将投资者分为机构投资者和个人投资者来研究基金市场“聪明钱效应”,认为机构投资者比个人投资者要聪明。Keswani 和 Stolin(2008)研究了英国共同基金中机构投资者和个人投资者的资金净流入和净流出,发现不管是机构投资者还是个人投资者都存在“聪明钱效应”。Feng 等(2014)研究了中国基金市场“聪明钱效应”,发现机构投资者显示出一定的“聪明钱效应”,个人投资者则显示出“愚蠢钱效应”(Dumb money effect)。而 Kalay(2015)认为不能简单地将机构投资者归类为“聪明投资者”,他利用个股期权分红日未平仓合约数与分红日前几日累计未平仓合约数的比值来度量投资者的“聪明”程度,这一比值越低说明投资者越“聪明”。他从信息获取和处理的角度的比较,发现投资者的“聪明”程度与机构投资者持有之间呈现较弱的相关性。

目前,对“聪明投资者”具体行为的研究也十分匮乏。我们没有检索到专门研究“聪明投资者”行为的文献。“聪明投资者”一般在基金选择(Gruber,1996;Zheng,1999)以及选股与择时能力(Muñoz 等,2014)研究中出现,但相关文献都未涉及“聪明投资者”为什么以及如何获取超额收益。而剖析“聪明投资者”的行为规律非常重要,这些人能够获取超额收益,因而其投资方法、资本运作手段、目标公司治理特征等广受关注。但又因“聪明投资者”身份难以捕捉,还存在许多待解之谜。

已有相关文献主要是研究基金市场的“聪明投资者”,本文则首次考察了股票市场的“聪明投资者”及其投资行为。首先,界定中国股票市场的“聪明投资者”,既然“聪明投资者”能够获取“聪明钱”,我们用真实的投资者交易行为后果(投资收益)来界定“聪明投资者”。其次,剖析“聪明投资者”的行为,揭示其获取超额收益的原因,具体包括以下内容:(1)“聪明投资者”能否获取超额收益,“聪明投资者”与通常意义上的机构投资者是否存在差异;(2)“聪

明投资者”会选择什么样的目标上市公司；(3)这些目标上市公司市场价值提升的来源是什么。系统剖析“聪明投资者”的行为特征及结果，可为这个领域的未来研究提供思路。

本文研究发现：(1)“聪明投资者”能够获取较高的超额收益，且不同于机构投资者，两者的获利能力显著不同。(2)“聪明的个人”比“聪明的机构”更聪明(从投资绩效考察)，不同类型的“聪明投资者”会选择不同的目标公司，“聪明的个人”会选择业绩相对较差的小盘股，而“聪明的机构”则会选择估值较低的大盘股。(3)不同类型的“聪明投资者”偏好不同，“聪明的个人”的目标上市公司更倾向于资本运作，而“聪明的机构”的目标上市公司除了资本运作外更倾向于改善自身的经营绩效，目标公司特征的差异是造成业绩差异的原因。

从理论上讲，本文可能的贡献是：首先，提出了中国股票市场“聪明投资者”概念，首次系统研究了“聪明投资者”的行为特征，为投资者行为领域的研究提供了重要补充，开创了一种“另类投资者”行为研究。本文与国际上“聪明钱效应”(Smart money effect)的研究相衔接，而该领域的研究应用非常广阔。其次，本文发现“聪明投资者”与机构投资者或理性投资者不同，两者在获取收益上存在显著差异，因此未来的研究应该重视“聪明投资者”这一分类。从实践上看，不同于从证券的角度(即“选股”)进行投资分析的思路，本文提供了从投资者的角度(即“选人”)进行投资分析的可能性。本文的研究结果也可用于制订有效的投资策略。

二、文献回顾与研究思路

(一)文献回顾

有关“聪明投资者”的直接研究非常匮乏，我们从“聪明投资者”的存在性与获利原因两个方面回顾已有文献。

1. “聪明投资者”存在性。“聪明投资者”的提法往往出现在“聪明钱效应”(Smart money effect)的研究中。“聪明钱”是指从投资绩效来看，一些资金总是能够获取超额收益。Gruber(1996)、Zheng(1999)、Sapp 和 Tiwari(2004)、Gharghori 等(2007)以及 Muñoz 等(2014)都证明了基金市场存在“聪明钱效应”。这说明有一些“聪明投资者”具有很强的基金选择能力，体现在择时和基金选择两个方面。廖理等(2014)发现，中国 P2P 网络借贷市场中的投资者能够利用借款人的公开信息来识别相同利率背后所包含的不同违约风险，说明他们是足够“聪明”的。

对于产生“聪明钱效应”的人，即“聪明投资者”的身份，学者存在不同的看法。一些研究根据传统的观点将投资者划分为机构投资者和个人投资者来研究“聪明钱效应”。Keswani 和 Stolin(2008)采用英国的共同基金市场数据，发现不论是机构投资者还是个人投资者都显示出“聪明钱效应”。而 Feng 等(2014)以同样的方式研究了中国基金市场“聪明钱效应”，发现机构投资者显示出一定的“聪明钱效应”，而个人投资者显示出“愚蠢钱效应”。林煜恩等(2014)验证了中国基金市场存在“聪明钱效应”，认为机构投资者持有份额越多，基金未来的绩效越好。而 Kalay(2015)采用真实的投资者交易行为来度量投资者的聪明程度，发现投资者的“聪明”程度与机构投资者持有之间呈现较弱的相关性，说明不能简单地将机构投资者归类为“聪明投资者”。

综上所述，已有研究通过“聪明钱效应”间接证实了基金等市场存在“聪明投资者”，但相关文献没有对“聪明投资者”概念进行明确界定，也没有分析“聪明投资者”的投资行为。

2. “聪明投资者”获利原因。由于缺乏对“聪明投资者”的直接研究，也没有直接讨论“聪明投资者”获利原因的文献。但现在比较流行的“机构投资者的积极主义行为”(Institutional

investor activism)研究可能与“聪明投资者”能够获利有关。“机构投资者的积极主义行为”指机构投资者积极行使股东权利,参与上市公司治理,改善公司经营绩效。Gillan 和 Starks (2000)提出“股东积极主义”,指出应利用股东权利对公司进行监督治理。Jamie(2005)认为“股东积极主义”应鼓励小股东积极参与改善公司治理结构,以提升公司价值。

国内鲜见“聪明投资者”行为的研究,相关文献多数集中于讨论机构投资者持股比例与公司业绩的关系。一些研究认为机构投资者具有较强的价值选择能力。吴晓晖和姜彦福(2006)、石良平和李洋(2007)、李维安和李滨(2008)以及穆林娟和张红(2008)均发现,机构投资者持股比例与公司业绩、市场价值等指标显著正相关。也有学者认为机构投资者积极参与上市公司治理可以改善公司绩效,具有一定的价值创造能力。李维安和李滨(2008)发现,机构投资者在提升上市公司治理水平方面发挥了重要作用,降低了上市公司的代理成本;唐跃军和宋渊洋(2010)认为机构投资者持股变动对公司业绩有显著影响,其中 QFII 具有较强的价值选择能力,而公募基金表现出一定的价值创造能力;李蕾和韩立岩(2014)认为 QFII 扮演着“价值投资者”的角色,而国内机构投资者是提升公司业绩的“价值创造者”。

关于投资者参与公司治理渠道的研究对于本文的研究设计有启发。Bethel 等(1998)认为,对冲基金积极参与公司治理并没有显著改善公司的经营绩效,但是他们的积极主义行为体现在通过资产剥离、股份回购以及并购重组等资本运作方式来提升公司的市场价值并获取超额收益,同时他们通常参与的是业绩相对较差的上市公司。Klein 和 Zur(2009)也认为对冲基金参与公司治理并没有显著改善公司业绩,只是通过促使目标公司更多举债来满足对冲基金的红利要求。但是 Brav 等(2008)认为对冲基金能够积极参与上市公司的治理,并改善公司绩效,而且对冲基金参与的上市公司在信息披露以后具有正的超额收益,这些超额收益主要来源于资本运作指标、经营绩效指标和费用控制指标。

回顾已有研究发现,关于“聪明投资者”的研究大多集中在共同基金市场,通过“聪明钱效应”间接证明“聪明投资者”的存在性。几乎没有文献直接对股票市场的“聪明投资者”行为进行研究。讨论“聪明投资者”获利原因的文献多集中于机构投资者参与公司治理与公司经营业绩改善方面。

(二)“聪明投资者”界定与研究思路

1. “聪明投资者”界定。兼顾盈利和稳健性考虑,我们从投资策略的角度将“聪明投资者”界定如下:过去 3 年里投资超过 5 家上市公司,投资准确率超过 60%,且进入十大股东或十大流通股名单后 6 个月内平均累计超额收益率超过 20%的股东。^①如果在这些投资者进入上市公司后,股价表现出超额收益,则存在“聪明钱效应”,那么这些投资者可以确定为“聪明投资者”。

本文选择的样本为十大股东或十大流通股,其范围覆盖整个市场,因此不存在样本选择性偏差。另外,在界定“聪明投资者”时,本文是根据某个时点之前的投资绩效来界定,再分析该时点之后的行为特征,从而也避免了样本选择性问题。

本文对于“聪明投资者”的定义按从严原则,如果个人投资者名字一样,不管是否同一个人,都认定为一个投资者集合,并且该同名集合满足“聪明投资者”收益率要求时认定为“聪明

^①需要注意的是,“聪明投资者”的界定并不唯一。本文之所以这样界定,是因为“聪明投资者”是从其投资绩效来界定的,使“选人”这一交易策略能够获取超额收益,而本文的划分方法能够获取相对更大的收益。此外,本文的研究目的是分析这一类“聪明投资者”的总体特征,因而界定方法并不影响对这些特征的总体把握。以绩效来确定“聪明投资者”的思路可为后续研究提供借鉴。

投资者”，这比单个人认定为“聪明投资者”要求更为严格。对于一些投资者未进入前十大股东列表，或其他投资者的持股比例变化使十大股东列表发生改变的，一律按从严原则，只有进入前十大股东列表且收益率满足要求的才认定为“聪明投资者”。这样一些投资者可能在收益率上满足要求，但并未被本文定义为“聪明投资者”。

为进一步研究“聪明投资者”获取收益的来源，本文还将“聪明投资者”细分为“个人聪明投资者”和“机构聪明投资者”。“个人聪明投资者”为自然人股东，“机构聪明投资者”为公募基金股东。样本中不包括财务投资者或产业投资者，如果这些投资者以自然人或公募基金身份投资并进入十大股东，则纳入样本。按照“聪明投资者”的界定，每个季度最后一天提取一次，并列入“聪明投资者”数据库。

2. 研究思路。Brav 等(2008)发现，上市公司在宣布存在对冲基金投资时，20 天的窗口中会出现 5%—7% 的超额收益，并且目标企业在对冲基金的推动下出售企业(资产)或者调整战略时超额收益更高。Bethel 等(1998)以及 Klein 和 Zur(2009)都认为对冲基金可以获得超额收益。这提示具有最强收益能力的可能是对冲基金而非共同基金。

与国外对冲基金一般归入“机构投资者”不同，中国的对冲基金(即私募基金)可能以自然人身份进行操作，所以中国的“聪明投资者”身份可能不同。此外，报道也揭示中国股票市场中具有最强超额收益能力的投资者往往并非机构而是个人。这提示研究“聪明投资者”应该区分不同的类型以明确盈利能力差异。中国股票市场的股权分置改革、公募基金治理问题(李科和陆蓉，2011)等使自然人成为上市公司大股东。有些自然人总是出现在大幅上涨股票的股东行列，通常被称为“牛散”(本文称之为“个人聪明投资者”)，被媒体广泛关注。^①投资实务中，跟踪“牛散”已经成为一种投资策略。因此，本文首先研究有关“聪明投资者”的身份特征和超额收益能力问题：中国股票市场“聪明投资者”是否可以获得超额收益，“聪明投资者”与机构投资者是否存在差异；如果将“聪明投资者”区分为“聪明的个人”和“聪明的机构”，他们的盈利能力是否不同。

Bethel 等(1998)认为对冲基金往往会选择业绩相对较差、股权相对集中、规模相对较小的上市公司进行资本运作；而 Klein 和 Zur(2009)认为对冲基金并不是选择业绩相对较差的小盘股，而是选择市盈率低且盈利和财务状况良好的公司。中国股票市场则一直存在经营业绩较差的小盘股具有较好市场表现的异象，被称为“ST 异象”(这些 ST、*ST 股票因资产注入、借壳上市等原因而遭到爆炒的现象)。为了区分不同类型“聪明投资者”的目标公司差异，本文接着剖析以下问题：明确不同类型的“聪明投资者”(个人和机构)对不同特征(规模和业绩)公司的不同偏好，以便进一步剖析这些特征公司的盈利来源。

Brav 等(2008)认为对冲基金能够积极参与上市公司的治理从而改善公司绩效，超额收益主要来源于战略性指标(资本运作指标)、经营绩效指标和价值剥夺指标(费用控制指标)的改善。而 Bethel 等(1998)认为对冲基金积极参与公司治理并没有显著改善公司的经营绩效，但是他们的积极主义行为体现在通过资产剥离、股份回购以及并购重组等资本运作方式来提升公司市场价值并获取超额收益。中国股票市场中一些规模较小、业绩较差的公司热衷于“讲故事”、“谈概念”，如“更名效应”、“高送转”、资产注入、资产剥离、兼并重组等概念层出不穷，而大盘蓝筹股往往能够实现稳定的分红增长(上交所《沪市上市公司 2013 年度现

^①国内多家财经媒体对我国股票市场的“牛散”进行了报道，如《第一财经日报》2008 年 12 月报道了“最牛散户”刘芳出现在连拉 42 个涨停的 *ST 金泰股东名册；《理财周刊》2015 年 4 月 13 日报道了“中国股票市场十大牛散”，他们或倾向于持有 ST 股票炒作重组题材，或倾向于参与定向增发。

金分红专题分析报告》)。因此,本文最后研究不同类型“聪明投资者”目标公司的盈利模式。我们猜测“聪明投资者”的超额收益主要来源于目标上市公司进行资本运作或者自身经营业绩改善,最终明确不同类型“聪明投资者”获取超额收益的根本原因。

三、研究设计

(一)样本选择

本文以 2004—2014 年所有 A 股上市公司为样本,遵循研究惯例,剔除金融行业以及财务数据缺失的上市公司样本,获得 26 844 个观测值。为了控制异常值,所有变量均进行了 1%截尾(*Winsorize*)处理。上市公司的行情和财务数据来自 CSMAR 数据库,部分缺失的指标参考了 WIND 数据库。

根据样本期 A 股公司所有定期报告中披露的十大股东、十大流通股东以及行情数据,按上文分析,以投资绩效界定“聪明投资者”,并将其细分为“个人聪明投资者”和“机构聪明投资者”。样本中“个人聪明投资者”参与的上市公司 3 353 人次,“机构聪明投资者”参与的上市公司 6 631 人次。

本文采用超额收益率来定义“聪明投资者”,即相对于同期沪深 300 指数的超额收益率,相当于控制了系统性风险,因而不存在牛市与熊市中“聪明投资者”的“聪明”程度差异。

(二)模型与变量设定

本文采用层层递进的方式展开实证分析,首先分析“聪明投资者”投资的上市公司是否存在超额收益,然后探讨何种上市公司会受到“聪明投资者”的青睐,最后对上市公司业绩指标进行细化分类,研究“聪明投资者”超额收益的来源。具体研究设计为:

1. 检验“聪明投资者”是否具有超额收益,与机构投资者是否存在显著差异。在每一个季度末滚动计算并得出“聪明投资者”,形成“聪明投资者”数据库。在季报披露后,计算“聪明投资者”进入的目标上市公司在未来一年每隔 20 个交易日相对于沪深 300 指数的累积超额收益(本文计算超额收益时采用 WIND 数据库中复权收益率,超额收益中包含了分红因素),并与对照组(全部机构投资者参与的目标上市公司)的业绩进行比较。如果存在显著的累积超额收益,那么本文“聪明投资者”的界定是合理的。

本文选择计算未来一年每隔 20 个交易日的超额收益,而不是投资者卖出时的超额收益,主要原因是:本文希望剖析“聪明投资者”择股的动机,因而需要研究被“聪明投资者”选中公司的中长期特征(价值变化)。以投资者卖出时点来取样计算可能造成一个结果,即难以区分投资者是否因具有信息或操纵优势而在持有期内获取超额收益。本文的取样方法或许对“聪明投资者”择股动机的研究更具说服力。此外,本文后续回归模型中的收益率均取上市公司财务信息披露 6 个月后的收益率或超额收益率,这也反映了“聪明投资者”目标公司的中长期价值变化。

股票收益率的上升可能来自股票风险的增加,为了控制风险对投资组合的贡献,本文接下来利用 *CAPM*、*Fama-French* 三因子以及 *Carhart* 四因子模型对“聪明投资者”目标公司未来 6 个月收益率进行风险与收益分析,以判断控制相关风险后“聪明投资者”的超额收益情况。其中,市场风险溢价 *RMRF*、市值因子 *SMB* 与账面市值比因子 *HML* 数据来自 CSMAR 数据库;跟随 *Carhart*(1997)构建动量因子 *UMD*,计算 A 股 $t-7$ 月至 $t-1$ 月收益率,并从高到低排序,最高 30%投资组合收益率减去最低 30%投资组合收益率为动量因子。

2. 检验不同类型“聪明投资者”所选择目标上市公司差异。这是为了探寻何种上市公

司会受到“聪明投资者”的青睐,个人和机构“聪明投资者”选择的目标上市公司有何区别。我们采用 *Probit* 回归模型对目标上市公司特征进行分析。在所有上市公司样本中剔除被个人和机构“聪明投资者”都选择的样本,模型设定如下:

$$\begin{aligned}
 Probit(Target = 1) = & \alpha + \beta_1 Ln_BValue + \beta_2 Roa + \beta_3 BM + \beta_4 Profit_inc \\
 & + \beta_5 Debt + \beta_6 Cash + \beta_7 Turnover + \beta_8 Hold_Ratio \\
 & + year_dum + industry_dum + \epsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

式(1)中变量包括公司规模、总资产收益率、账面市值比、净利润增长率、债务比率、现金比率、换手率、持股集中度,并控制了年度和行业变量,变量说明见表 1。

如果公司被“聪明投资者”选择,则 *Target* 为 1,否则为 0。两个回归样本中第一个样本为被“个人聪明投资者”选择而未被“机构聪明投资者”选择的目标上市公司;第二个样本为被“机构聪明投资者”选择而未被“个人聪明投资者”选择的目标上市公司。

表 1 变量说明

变量属性	变量名称	符号	具体描述
被解释变量	超额收益率	$Alpha_{it+6m}$	目标上市公司财务信息披露后 6 个月的超额收益率,包括 <i>Carhart</i> 四因子模型、 <i>CAPM</i> 模型以及 <i>Fama-French</i> 三因子模型超额收益率
	目标上市公司	<i>Target</i>	“聪明投资者”选择取值为 1,否则为 0
解释变量	账面价值	Ln_BValue	t 季度上市公司账面价值取对数
	总资产收益率	<i>Roa</i>	t 季度净利润与资产总额之比,反映公司业绩
	账面市值比	<i>BM</i>	t 季度市净率的倒数,反映公司股价是否便宜
	净利润增长率	$Profit_inc$	$t-3$ 季度至 t 季度净利润之和相对于 $t-7$ 季度至 $t-4$ 季度净利润之和的增长率,反映公司过去利润的增长情况
	债务比率	<i>Debt</i>	t 季度负债与账面价值之比
	现金比率	<i>Cash</i>	t 季度现金与账面价值之比
	换手率	<i>Turnover</i>	过去 3 个月平均值,反映股票的交易活跃程度
	股权集中度	<i>Hold_Ratio</i>	t 季度前十大股东合计持有比例
	股份变动	$Shares_chg$	资本运作指标, $t+2$ 季度总股本相对于 t 季度总股本的变化率
	总资产周转率	$Asset_turnover$	营运及盈利能力指标, $t+1$ 季度至 $t+2$ 季度总资产周转率相对于 $t-1$ 季度至 t 季度总资产周转率的变化率
	权益乘数	$Equity_mul$	营运及盈利能力指标, $t+2$ 季度权益乘数相对于 t 季度权益乘数的变化率
	主营业务利润	$Profit_margins$	营运及盈利能力指标, $t+1$ 季度至 $t+2$ 季度主营业务利润相对于 $t-1$ 季度至 t 季度主营业务利润的变化率。
	财务费用	$Fiancial_fee$	费用控制指标, $t+1$ 季度至 $t+2$ 季度财务费用相对于 $t-1$ 季度至 t 季度财务费用的变化率
管理费用	$Manage_fee$	费用控制指标, $t+1$ 季度至 $t+2$ 季度管理费用相对于 $t-1$ 季度至 t 季度管理费用的变化率	
控制变量	年度控制变量	$year_dummy$	设 8 个年度虚拟变量
	行业控制变量	$industry_dummy$	设 28 个行业虚拟变量

3. 检验不同类型“聪明投资者”目标公司盈利模式的差异,即分析超额收益的来源。*Brav* 等(2008)以及 *Bethel* 等(1998)认为公司绩效可能来自资本运作和营运效率的提高,也可能来自财务费用和管理费用的控制,参考 *Brav* 等(2008)的研究,模型设定如下:

$$\begin{aligned}
 Alpha_{it+6m} = & \alpha + \gamma_1(\text{资本运作指标}) + \gamma_2(\text{营运及盈利能力指标}) + \gamma_3(\text{费用控制指标}) \\
 & + \beta_1 \times Ln_BValue_{it} + year_dummy + industry_dummy + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

其中,下标 i 表示股票, t 表示时间。被解释变量为目标上市公司财务信息披露后 6 个月

Carhart 四因子模型的超额收益率。解释变量包括资本运作指标、营运及盈利能力指标、费用控制指标,主要反映上市公司 $t+1$ 季度至 $t+2$ 季度相对于 $t-1$ 季度至 t 季度相关指标的变化,即“聪明投资者”进入后公司的变化。根据 Brav 等(2008)以及 Bethel 等(1998),资本运作包括资产剥离、股份回购以及并购重组等。鉴于资本运作一般都会涉及股份的变动,资本运作指标用总股本变动来表示。营运及盈利能力指标用总资产周转率、主营业务利润率以及权益乘数来表示。费用控制指标包括财务费用和管理费用。控制变量包括账面价值对数值及年度、行业变量。

四、实证结果分析

(一)“聪明投资者”的超额收益

根据上市公司季报披露信息,选择“聪明投资者”参与的目标上市公司,检验这些目标上市公司在未来一年每隔 20 个交易日相对于沪深 300 指数的累计超额收益。按上述研究设计的计算结果见图 1。首先,“聪明投资者”与一般机构投资者在收益能力上存在显著差异。季报信息披露以后,“聪明投资者”参与的目标上市公司在未来一年内持续存在超额收益。在季报披露 180 个交易日后,“机构聪明投资者”可以获得 8.38% 的累计超额收益,“个人聪明投资者”可以获得 11.89% 的累计超额收益。在季报披露 240 个交易日后,“机构聪明投资者”可以获得 10.98% 的累计超额收益,“个人聪明投资者”可以获得 17.01% 的累计超额收益。整体来看,“聪明投资者”参与的上市公司的市场表现要好于全部机构投资者参与的上市公司。这与 Kalay(2015)的结论一致,即“聪明投资者”与机构投资者持有呈现较弱的相关性,不能简单将机构投资者归类为“聪明投资者”。

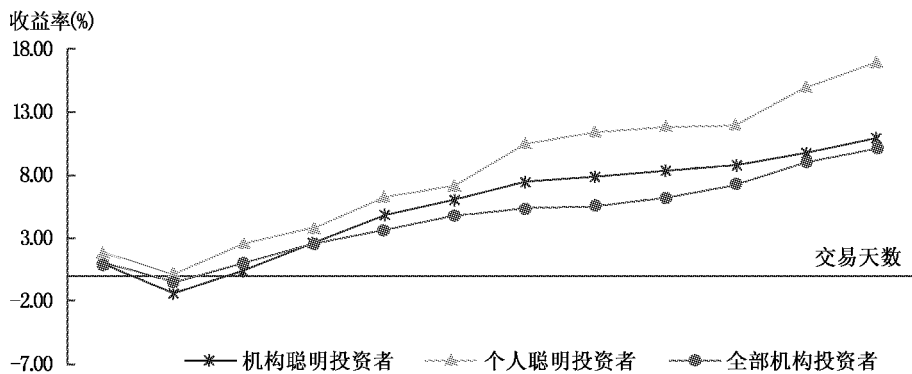


图 1 目标上市公司季报披露后 1 年相对于沪深 300 指数的累计超额收益

图 1 结果还显示,“个人聪明投资者”比“机构投资者”更聪明。“个人聪明投资者”参与的上市公司的市场表现要好于“机构聪明投资者”参与的上市公司,说明有必要进一步明确不同类型“聪明投资者”的获利机制。

表 2 使用“聪明投资者”进入目标公司后 6 个月收益率进行回归。“个人聪明投资者”在 CAPM、Fama-French 三因子以及 *Carhart* 四因子模型下超额收益率分别为 9.58%、14.5% 和 14%,“机构聪明投资者”在 CAPM、Fama-French 三因子以及 *Carhart* 四因子模型下超额收益率分别为 4.4%、6.91% 和 8.52%。这与图 1 结果一致,“聪明投资者”可以获取超额收益,且“个人聪明投资者”的超额收益要高于“机构聪明投资者”。

表 2 “聪明投资者”投资组合的收益与风险

	个人聪明投资者			机构聪明投资者		
	CAPM	FF	Carhart	CAPM	FF	Carhart
<i>Alpha</i>	0.0958*** (14.03)	0.145*** (8.26)	0.140*** (7.83)	0.0440*** (10.43)	0.0691*** (6.11)	0.0852*** (7.25)
<i>RMRF</i>	1.285*** (42.08)	1.096*** (35.26)	1.103*** (35.01)	1.098*** (68.90)	0.979*** (60.66)	0.966*** (59.17)
<i>SMB</i>		-0.788*** (-15.16)	-0.815*** (-14.73)		-0.597*** (-21.24)	-0.547*** (-18.30)
<i>HML</i>		0.197*** (2.89)	0.238*** (3.23)		0.142*** (3.53)	0.0736* (1.73)
<i>UMD</i>			0.0129 (1.44)			-0.0250*** (-4.93)
观测个数	3 353	3 353	3 353	6 631	6 631	6 631
R^2	0.346	0.41	0.41	0.417	0.467	0.469

注：括号内为 t 值，*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。下表同。

图 1 和表 2 结果说明，中国股票市场“聪明投资者”可以获得超额收益。“聪明投资者”的获利能力与传统意义上的机构投资者存在显著差异，且“个人聪明投资者”获取的超额收益要高于“机构聪明投资者”。

(二) 不同类型“聪明投资者”选择的目标上市公司差异

表 3 为“聪明投资者”选择目标上市公司影响因素的 *Probit* 回归结果，从中可见，“个人聪明投资者”公司规模 \ln_BValue 系数为 -0.200 且显著，“机构聪明投资者”公司规模 \ln_BValue 系数为 0.188 且显著，说明“个人聪明投资者”倾向于选择小盘股，“机构聪明投资者”倾向于选择大盘股。从公司绩效来看，“个人聪明投资者”的总资产收益率 Roa 系数为负，“机构聪明投资者”的总资产收益率 Roa 系数不显著，说明“个人聪明投资者”倾向于选择绩效较差的个股。从市场表现来看，“个人聪明投资者” BM 系数不显著，换手率 $Turnover$ 系数为负，“机构聪明投资者” BM 系数为正，换手率 $Turnover$ 系数不显著，说明“个人聪明投资者”倾向于选择换手率低的个股，“机构聪明投资者”倾向于选择估值低的个股。从股权集中度来看，无论“个人聪明投资者”还是“机构聪明投资者”都会选择股权集中度较高的上市公司。总之，“个人聪明投资者”倾向于选择业绩较差且换手率低的小盘股，“机构聪明投资者”倾向于选择估值低的大盘股。

表 3 “聪明投资者”选择目标上市公司的影响因素

	个人聪明投资者	机构聪明投资者
<i>Roa</i>	-0.0196*** (-7.10)	-0.0015 (-0.61)
<i>Profit_Inc</i>	0.0002 (0.41)	0.0008 (1.54)
<i>BM</i>	0.0001 (0.21)	0.0014*** (3.13)
<i>Turnover</i>	-0.0153** (-2.15)	-0.0032 (-0.56)
<i>Cash</i>	-0.0152* (-1.73)	-0.0057 (-0.32)
<i>Debt</i>	-0.0014 (-0.17)	0.0300*** (3.91)

续表3 “聪明投资者”选择目标上市公司的影响因素

	个人聪明投资者	机构聪明投资者
<i>Hold_Ratio</i>	0.0122*** (15.20)	0.0204*** (29.91)
<i>Ln_BValue</i>	-0.200*** (-13.82)	0.188*** (16.22)
年度	控制	控制
行业	控制	控制
观测个数	26 844	26 844

表3结果说明,不同类型的“聪明投资者”会选择不同的目标公司,其中“个人聪明投资者”倾向于选择业绩相对较差且换手率较低的小盘股,而“机构聪明投资者”则会选择估值较低的大盘股。

(三)不同类型的“聪明投资者”所选目标公司盈利模式差异

不同类型“聪明投资者”选择的目标公司特征不同,但都可以获得较高的超额收益。“个人聪明投资者”偏好绩效相对较差的公司,但比“机构聪明投资者”获得的超额收益更高。因此,需要进一步分析不同类型公司价值增长的渠道,以更好地探究“聪明投资者”的盈利来源。

表4使用“聪明投资者”目标公司未来6个月 *Carhart* 四因子模型下的超额收益率对各相关指标进行回归。模型1用资本运作指标进行回归,模型2用经营绩效指标进行回归,模型3用费用控制指标进行回归,模型4包含这三类指标,增加或删除解释变量并没有改变回归系数的符号和显著性,说明解释变量之间不存在共线性问题。从模型4的回归结果看,股份变动和总资产周转率两个指标最为显著。“个人聪明投资者”的股份变动 *Shares_chg* 系数为0.235且显著,“机构聪明投资者”的股份变动 *Shares_chg* 系数为0.0989且显著,总资产周转率 *Asset_turnover* 系数分别为0.992和0.108且显著。回归结果中“个人聪明投资者”股份变动系数最大且显著,其次是总资产周转率,“机构聪明投资者”总资产周转率系数最大且显著,其次是股份变动。这说明资本运作与公司绩效改善是“聪明投资者”获取超额收益的两个原因,其中“个人聪明投资者”更倾向于进行资本运作的上市公司,而“机构聪明投资者”除了资本运作外更关注公司绩效的改善。

表4 “聪明投资者”目标公司特征分析(*Carhart* 四因子模型)

		个人聪明投资者				机构聪明投资者			
		模型1	模型2	模型3	模型4	模型1	模型2	模型3	模型4
资本运作	<i>Shares_chg</i>	0.232*** (14.76)			0.235*** (14.97)	0.0939*** (8.14)			0.0989*** (8.56)
经营绩效	<i>Asset_turnover</i>		0.0820*** (3.24)		0.0992*** (4.04)		0.102*** (6.49)		0.108*** (6.90)
	<i>Equity_mul</i>		-0.0001 (-0.70)		-0.0002 (-0.90)		0 (0.02)		0 (0.08)
	<i>Profit_margins</i>		-0.0001 (-1.05)		-0.0001 (-1.20)		-0.0013 (-0.38)		0.0011 (0.25)
费用	<i>Financial_fee</i>			0.0049 (1.18)	0.005 (1.24)			-0.0322 (-0.75)	-0.0459 (-1.07)
	<i>Manage_fee</i>			-0.0035 (-1.10)	-0.003 (-0.97)			-0.0221 (-1.40)	-0.0214 (-1.21)
控制变量	<i>Ln_BValue</i>	0.0045 (0.55)	0.0216*** (2.58)	0.0211** (2.52)	0.0046 (0.56)	0.0058 (1.55)	0.0066* (1.74)	0.0072* (1.92)	0.005 (1.34)
	年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
	行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

续表 4 “聪明投资者”目标公司特征分析 (Carhart 四因子模型)

	个人聪明投资者				机构聪明投资者			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
观测个数	3 353	3 353	3 353	3 353	6 631	6 631	6 631	6 631
R^2	0.089	0.033	0.03	0.095	0.06	0.057	0.051	0.067

表 4 结果说明,“聪明投资者”获取的超额收益来源于目标上市公司的资本运作和经营绩效的改善。“个人聪明投资者”更倾向于进行资本运作的上市公司,而“机构聪明投资者”除了资本运作外更倾向于经营绩效提升的上市公司。

(四)稳健性检验

1. 采用不同的变量度量方法,用总资产来衡量公司规模、净资产收益率 Roe 来衡量公司盈利能力、市盈率 PE 的倒数来衡量公司估值水平,重新进行检验,式(1)结果稳健。

2. 将式(2)中控制变量账面价值对数值改为市值对数值,两者都是反映公司规模的数量,再进行回归,依然得出相同结论。

3. 将式(2)中超额收益率分别改为“聪明投资者”目标公司未来 6 个月 CAPM 模型和 Fama-French 三因子模型下的超额收益率,对各相关指标进行回归,同样得出相同的结论。

五、结 论

本文根据投资实务中应用的“选人”(而非传统的“选股”)投资方法,从国际上“聪明钱效应”(Smart money effect)相关研究中梳理出“聪明投资者”(Sophisticated investors)概念,首次(相对于国内外研究)对这类投资者提出了界定方法,并系统分析了其行为特征。本文利用 2004—2014 年上市公司数据,按照“聪明投资者”怎样界定(what)、“聪明投资者”的超额收益情况(how)、“聪明投资者”获取超额收益的原因(why)这一思路进行研究设计,得到以下主要结论:

1. “聪明投资者”不同于机构投资者,具有显著的超额收益能力。追踪这类投资者所构建的投资策略比跟踪机构投资者的收益显著改善,说明这是一种值得关注的“另类投资者”分类方法。本文基于策略盈利及稳健性考虑,将“聪明投资者”界定为过去 3 年里投资超过 5 家上市公司,投资准确率超过 60%,且进入十大股东或十大流通股股东名单后 6 个月内平均累计超额收益率超过 20%的股东。虽然对“聪明投资者”的具体界定方法并不唯一,但界定的思路可以为未来研究提供借鉴。

2. “聪明投资者”能够获取较高的超额收益,且“聪明的个人”比“聪明的机构”绩效更好。在季报披露 180 个交易日后,“机构聪明投资者”可以获得 8.38%的累计超额收益,“个人聪明投资者”可以获得 11.89%的累计超额收益。在季报披露 240 个交易日后,“机构聪明投资者”可以获得 10.98%的累计超额收益,“个人聪明投资者”可以获得 17.01%的累计超额收益。使用 CAPM、Fama-French 三因子以及 Carhart 四因子模型调整投资组合风险后“聪明投资者”同样能够获得显著的超额收益。

3. 不同类型“聪明投资者”所选目标公司不同,“个人聪明投资者”倾向于选择业绩较差的小盘股,而“机构聪明投资者”则会选择估值较低的大盘股。

4. 偏好差异是造成不同类型“聪明投资者”业绩差异的原因。本文分别采用资本运作指标、经营绩效指标和费用控制指标来解释超额收益,发现资本运作与公司绩效改善是“聪明投资者”获取超额收益的两个原因,其中“个人聪明投资者”目标公司主要以资本运作方式

提高收益,而“机构聪明投资者”目标公司除了资本运作外更多依靠自身经营来提高绩效。资本运作往往与并购重组、资产剥离等相关,这些常常使公司经营发生质的变化,从而产生了更大的超额收益这与市场直觉也相符,市场中经常出现一些股票在并购重组等之后股价连续涨停的情况。

本文提出了投资者行为研究的新思路,未来可进一步拓展(横向)和深入(纵向)研究这种“另类投资者”行为。首先,本文所用数据均为市场公开数据,变量定义可根据需要灵活调整,“聪明投资者”的判定方法还可进一步研究;其次,区别于传统金融“选股”的思路,“聪明投资者”这一“选人”思路的交易策略值得广泛研究,这也为缺少其他信息来源的人提供了一种有效的投资手段;再次,“聪明投资者”获利来源应该再挖掘,本文发现“聪明投资者”会偏好某些类型的上市公司,但并未证明“聪明投资者”是否参与了这些上市公司的公司治理,而这方面的研究对明晰“投资者”在连接资本市场与实体经济中的作用非常重要;此外,“聪明投资者”持仓是否具有信息含量、剖析信息获取渠道以及是否存在价格操纵等问题对于监管也十分重要;最后,本文发现“聪明的个人”比“聪明的机构”还要聪明(按投资业绩检验),这是一种“异象”,还发现“聪明的个人”会偏好资本运作的上市公司,这可能为未来深入研究这种“异象”的原因提供了起点。

主要参考文献:

- [1]李科,陆蓉.投资者有限理性与基金营销策略——基金大比例分红的证据[J].管理世界,2011,(11):39-48.
- [2]李蕾,韩立岩.价值投资还是价值创造?——基于境内外机构投资者比较的经验研究[J].经济学(季刊),2014,(1):351-372.
- [3]李维安,李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{NS}的经验研究[J].南开管理评论,2008,(1):4-14.
- [4]廖理,李梦然,王正位.聪明的投资者:非完全市场化利率与风险识别——来自 P2P 网络借贷的证据[J].经济研究,2014,(7):125-137.
- [5]林煜恩,陈秀玲,池祥萱.共同基金流量具有信息内涵吗?[J].经济研究,2014,(1):176-188.
- [6]穆林娟,张红.机构投资者持股与上市公司业绩相关性研究——基于中国上市公司的经验数据[J].北京工商大学学报(社会科学版),2008,(4):76-82.
- [7]石良平,李洋.机构投资者介入公司治理的作用研究[J].上海经济研究,2007,(7):83-90.
- [8]唐跃军,宋渊洋.价值选择 VS.价值创造——来自中国机构投资者投资者的证据[J].经济学(季刊),2010,(2):609-631.
- [9]吴晓晖,姜彦福.机构投资者治理效率研究[J].统计研究,2006,(9):33-36.
- [10]Bethel J E, Liebeskind J P, Opler T. Block share purchases and corporate performance[J]. Journal of Finance, 1998, 53(2): 605-634.
- [11]Brav A, Jiang W, Partnoy F, et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance [J]. Journal of Finance, 2008, 63(4): 1729-1775.
- [12]Feng X, Zhou M, Chan K C. Smart money or dumb money? A study on the selection ability of mutual fund investors in China[J]. North American Journal of Economics & Finance, 2014, 30: 154-170.
- [13]Gharghori P, Mudumba S, Veeraraghavan M. How smart is money? An investigation into investor behavior in the Australian managed fund industry[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2007, 15(5): 494-513.
- [14]Gillan S L, Starks L T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 57(2): 275-305.

- [15]Kalay A. Investor sophistication and disclosure clienteles[J]. *Review of Accounting Studies*, 2015, 20(2): 976—1011.
- [16]Keswani A, Stolin D. Which money is smart? Mutual fund buys and sells of individual and institutional investors[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(1): 85—118.
- [17]Klein A, Zur E. Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(1): 187—229.
- [18]Muñoz F, Vargas M, Vicente R. Fund flow bias in market timing skill: Evidence of the clientele effect [J]. *International Review of Economics & Finance*, 2014, 33: 257—269.
- [19]Sapp T, Tiwari A. Does stock return momentum explain the “smart money” effect? [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(6): 2605—2622.
- [20]Zheng L. Is money smart? A study of mutual fund investors’ fund selection ability[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(3): 901—933.

Sophisticated Investors in China’s Stock Market

Xu Longbing, Zhang Dafang

(*School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Abstract: The concept of “sophisticated investors” is to classify investors based on their investment returns and has been applied to latest investment practice, but there is a shortage of academic research. Its significance lies in that different from stock picking, this is a new investment idea of investor picking, namely finding out “sophisticated investors”, following their investment and then obtaining excess returns. This paper puts forward the concept of “sophisticated investors” for the first time, and explores the reasons for profits from this strategy. It arrives at the conclusions as follows: firstly, “sophisticated investors” can be identified according to historical investment performance; secondly, “sophisticated investors” are differently from both of rational and institutional investors, showing future study should place emphasis on “sophisticated investors”; thirdly, the performance of “sophisticated individuals” is better than the one of “sophisticated institutions”, and preference differences account for this difference, namely target companies of “individual sophisticated investors” raise returns mainly through capital operation, thereby leading to higher excess returns, and target companies of “institutional sophisticated investors” rely more on their own business besides capital operation to raise their performance. It extends the idea of investor behavior research, reveals the importance of “alternative investors” and connects with international research of “smart money effect”. Future research of the interaction between capital market and real economy can also be from the perspective of “sophisticated investors”. The conclusions can be used to formulate effective investment strategies.

Key words: sophisticated investor; smart money effect; shareholder activism; investment strategy

(责任编辑 康健)