

政治关联与机构投资者的本地偏误*

石 阳 李 曜

〔摘要〕“本地偏误”是投资者行为异象中的经典问题。本文从基金公司股权关系出发,以基金公司第一大股东所在省份作为本地,使用2002~2012年中国公募基金季度投资组合数据,分析了机构投资行为中存在的本地偏误倾向问题。实证发现:首先,中国的公募基金在投资中存在显著的本地偏误,但本地偏误程度随时间推移在不断降低。其次,中国基金并没有因为拥有信息优势而从本地偏误行为中获得超额收益,反而在政治关联的影响下,在本地投资中遭受了超额损失。结果反映了基金存在的代理问题,并且地方政府对基金起到了“掠夺之手”的作用。

关键词:机构投资者 本地偏误 政治关联

JEL分类号:G11 G23 O17

一、引言

伴随着近年来机构投资者在中国资本市场中地位的迅速提高,机构的投资行为已成为目前学术研究的重要内容(刘京军和徐浩平,2012)。机构的投资行为不但是市场的重要“风向标”,影响着大量普通投资者的证券交易,而且对于中国资本市场的健康、有效运行具有重要意义。

French and Poterba(1991)首次指出投资者在股票组合中存在过度配置本土股票的倾向,即存在“本地偏误”(Home bias)。随后的文献发现,本地偏误不但会在个人投资者中出现,更广泛存在于各类机构投资者中(Chan et al., 2005; Hau and Rey, 2008)。相对于跨市场间的本地偏误,Coval and Moskowitz(1999)、Huberman(2001)等发现一国市场内存在的本地偏误更令人惊异。之后,针对本地偏误的研究大放异彩,不仅为信息不对称理论、行为金融等学术理论的研究提供了素材,更加深了人们对于投资者投资行为、市场运行的现实认识。

国内文献只有极少数涉及到投资者的本地偏误,并且主要集中于散户投资者,少见针对机构投资者的分析。公募基金是中国证券市场中规模最大的机构投资者,基于以下两方面原因,很有必要从本地偏误角度分析基金投资行为:首先,中国金融市场效率低于欧美成熟市场,基金经理投资行为更易偏离经典资产组合理论。其次,中国国内存在严重的地域市场分割问题(甚至被称为诸侯经济),地方保护主义下的地方政府更倾向于扶持本地企业以解决财政收入与就业等问题(行伟波和李善同,2009)。中国公募基金的注册地主要集中于北京、上海与广东,但不同基金管理公司的大股东来自全国各地,大部分具有国有股权背景。那么,作为对基金能够施加重大影响的大股东,是否会利用其对于基金管理公司的控制权,使得基金投资于控股股东所在省份的公司?

Hochberg and Rauh(2013)从政治关联角度对本地偏误给出了最新的解释,将美国机构投资者的投资行为与政治关联结合了起来。而政治关联在中国可能程度更甚,公司业绩、获取银行贷款、融资成本、投资活动、薪酬激励等方面均会对企业产生重要影响(邓建平和曾勇,2009;杜兴强等,

* 石阳,西北大学经济管理学院,讲师,经济学博士;李曜,上海财经大学金融学院,副院长,教授,经济学博士。作者感谢南开大学第七届公司治理国际研讨会与会专家的建议。基金项目:教育部人文社会科学基金项目“收购型股权投资基金引入国有企业重组转型”(12YJA790074)。

2009; Xu et al., 2010; 刘慧龙等, 2010)。因此, 假设中国基金投资存在本地偏误, 那么在中国特殊的政治经济环境下, 政治关联很可能在其中扮演更重要的角色。

本文试图根据 2002~2012 年中国公募基金季度资产组合数据, 首先检验基金投资是否存在本地偏误。如果存在本地偏误现象, 再进一步分析其产生的主要原因。文章的贡献主要体现在以下三个方面: (1) 研究中国本地偏误的文献较少, 并主要从贸易投资、个人投资者等方面进行分析。本文将国内对于本地偏误的研究扩展到了基金投资领域, 丰富了对于基金投资行为的研究。(2) 在政治关联方面, 现有研究主要从一般实业公司的角度进行说明, 其中一个重要的争论是政治关联到底是“帮助之手”还是“掠夺之手”, 本文从新的角度——金融行业的基金公司的政治关联角度, 对这个问题进行了新的研究。(3) 之前文献较少讨论基金大股东对于基金的影响, 本文以基金公司大股东所在地作为本地(home), 将基金公司控股股东与基金行为问题联系起来, 为公司治理以及公募基金领域的后续研究提供了一个新方向。

文章其它部分安排如下: 第二部分在回顾本地偏误文献的基础上, 结合中国实际提出研究假说; 第三部分报告本文使用的样本、变量和实证模型; 第四部分为实证检验结果与分析; 第五部分是稳健性检验; 最后是本文的结论。

二、文献综述与研究假说

经典金融理论认为资产组合应当足够分散, 以达到风险与收益的最佳平衡。但 French and Poterba (1991) 以及 Tesar and Werner (1995) 发现, 上世纪 90 年代初时美国与日本的投资者均会将 90% 的股票投资投入本国市场, 英国投资者购买英国股票的比例也超过了 80%。他们将这种投资者过度配置本土资产的异象, 称作“本地偏误之谜”。

因为实证结果与经典理论不相符, “本地偏误之谜”引起了学者们的浓厚情绪。Cooper and Kaplanis (1994) 将研究扩展到了主要的西欧发达国家, 发现德国、法国、意大利、西班牙以及瑞典等国投资者也存在强烈的本地偏误。Kang and Stulz (1997) 使用日本市场上非日本投资者的数据, 证明了境外投资者同样具有本地偏误。随后, 学者们对投资者进行了细分, 发现本地偏误现象广泛存在于多种不同类型投资者以及行为中, 包括机构投资者 (Coval and Moskowitz, 2001; Baik et al., 2010)、个人投资者 (Ivkovich and Weisbenner, 2005)、并购活动 (Kang and Kim, 2008)、分析师跟踪 (Malloy, 2005; Bae et al., 2008)、员工养老计划 (Benartzi, 2001) 等。

在机构投资者的本地偏误方面, Coval and Moskowitz (2001) 指出虽然公募基金经理存在一定的指数投资目标, 但仍然具有 13% 的本地偏误。Baik et al. (2010) 使用美国 SEC 的数据研究后发现, 除公募基金外, 投资顾问、保险公司、银行、捐赠基金、养老金也存在一定的本地偏误。这些机构投资者的平均偏误高达 24%。

大量文献研究了美国投资者在不同州之间的投资行为, 发现本地偏误现象不但存在于国与国之间的金融市场间, 一国市场内部的本地偏误现象更令人惊异 (Coval and Moskowitz, 1999; Huberman, 2001)。由于一国市场内部基本不存在资本流动限制、税收差异、投资者文化差异等干扰因素, 以同一国家不同地区间的投资者行为为研究对象, 能够更清晰地分析本地偏误现象。针对美国市场的研究, 基本以州为单位进行划分 (Brown et al., 2011; Hochberg and Rauh, 2013)。

作为最大的新兴市场国家, 中国市场中的投资者行为引起了学者们的广泛关注, 但对于是否存在本地偏误异象的研究却很少见。董大勇和肖作平 (2011) 使用网络股吧发帖数据, 对四川和辽宁两地的个人投资者行为进行了研究, 发现个人投资者更倾向于关注本省股票, 并且这种关注最终提高了对本省股票的需求。他们的研究并未涉及中国机构投资者, 而机构投资者才是整个市场

的主导力量。既然发达国家市场中的机构投资者存在本地偏误倾向,那么中国机构投资者也有这种倾向吗?

同发达国家金融市场相比,中国市场具有以下特点:首先,中国市场效率较低,与经典资产组合理论的有效市场假设偏离较大。同一地区的信息传播有利于机构建立自身的本地信息优势,进而利用市场低效率获得超额收益。其次,中国股市波动性高。Sercu and Vanpee(2007)研究发现,在具有较剧烈波动性股市的国家中的投资者,往往具有更强的本地投资偏好。第三,中国国内市场存在较为严重的市场分割。财政分权制度导致了严重的地方保护主义,地方政府倾向于扶持本地企业以解决财政收入和居民就业等问题(行伟波和李善同,2009)。社会政治资源不但会影响一般企业的经营发展,对于机构投资者乃至职业基金经理人的未来发展也具有重要意义,因此,地方市场分割会渗透入投资领域。第四,中国机构投资者发展迅速,但相比发达国家,还不够成熟。一方面,欧美盛行的量化交易在中国才刚刚起步;另一方面,中国市场可供投资者选择的投资工具种类不多,机构投资者对冲风险的手段较少。因此,国内机构投资者更多依靠个人主观信息与投资经验选择资产,容易产生各种不够精确的偏误。第五,中国重视乡土人情。在同一地区机构、企业、政府等容易建立起较为紧密的信息传递机制。

基于以上分析,中国机构投资者在进行资产组合配置时,很可能具有偏好本地企业的倾向,这得到了本文的第一个假说 H1:

H1:中国机构投资者投资存在本地偏误现象。

本地偏误是投资者放弃最优投资组合、放弃分散风险的机会,而选择地域性投资的行为。对于本地偏误产生的原因,现有文献从多个方面进行了解释:

首先,外地投资存在壁垒。早期文献集中于这种解释,认为国际投资、国际资本流动存在较高的限制与成本(Stulz,1981;Errunza and Losq,1985)。这种解释主要针对在不同国家进行投资时的偏误问题,在一国之内表现较弱,并且 Warnock(2001)的实证检验结果发现交易成本并非本地偏误的主要原因。

其次,基于行为因素的解释。部分学者认为熟悉性(familiarity)导致了投资者偏好购买本国、本地公司股票(Ackert et al.,2005;Ivkovic and Weisbenner,2005)。这里的熟悉性并不意味着投资者拥有信息优势,只表明投资者单纯地对公司名称较为了解,是一种非理性的选择行为。行为因素在个人投资者中较为常见,但机构投资者往往拥有丰富的投资经验,不容易被熟悉性所影响(DeMarzo et al.,2004)。

第三,信息不对称。对本地偏误原因的讨论中,最广为流传的解释为信息不对称因素,即本地投资者对于本地企业具有信息优势,进而偏好本地投资(Sercu and Vanpee,2007)。例如,Coval and Moskowitz(2001)发现存在本地偏误的美国基金取得了显著高的正超额收益;Grote and Ueber(2006)指出美国最成功的并购交易都伴随着强烈的本地偏误。如果具有本地偏误行为的投资者拥有信息优势,那么他们的投资行为能够带来超额收益(Dvorak,2005;Choe et al.,2005)。相对于个人投资者,机构投资者具有强大的研究分析能力与社会资源网络,容易取得信息优势,因此,在一段时间内信息不对称假说是对本地偏误现象的最主要的解释。

除以上几种解释外,最新的文献开始从一个新的视角解释本地偏误之谜——政治关联视角(Sercu and Vanpee,2007)。地方政府官员存在代理问题,他们为了自身政治利益,可能会通过管制、税收等手段损害投资者利益(Stulz,2005)。Lerner et al.(2007)指出部分地方机构投资者可能面临来自州政府的压力,进而在降低投资收益的基础上投资并支持本州企业。Dziuda and Mondria(2012)与 Hochberg and Rauh(2013)的实证结果支持了上述观点,发现与州政府具有政治关联的机构投资者存在本地投资倾向,但它们不但没有获得超额收益,反而遭受了相对损失,并且这种现

象在腐败程度高的州中更为明显。

本地偏误现象是多种因素共同作用的结果(Sercu and Vanpee, 2007),关键是要找出起决定性作用的因素。一方面,中国市场中的信息不对称程度较高。相对于普通个人投资者,机构往往是占据信息优势的一方,具有利用信息获取超额收益的能力。另一方面,政治关联、政府干预对中国企业、市场具有巨大影响。政治关联已经渗透到了公司金融研究的各个领域:公司业绩(胡永平和张宗益, 2009)、融资活动(罗党论和甄丽明, 2008)、投资活动(杜兴强等, 2011)、公司治理(游家兴等, 2010; 吴超鹏等, 2012)等。作为拥有大量资金资源的机构投资者,难免不会受到政府政治意图的影响,特别是多数基金管理公司的大股东本身即拥有政府背景。

因此,如果中国机构投资者存在偏好本地股票的行为,那么既有可能是信息不对称因素主导的,也有可能是政治关联因素起主要作用。进而,本文提出了两个相对立的假说:

H2a: 中国机构投资者的本地偏误现象,主要源自本地机构拥有信息优势。

H2b: 中国机构投资者的本地偏误现象,主要源自机构投资者受地方政治关联的影响。

三、研究设计

(一)样本选择

本文从CSMAR数据库选取2002~2012年所有股票型基金和混合型基金披露的季度股票资产组合数据^①。各地区市场化指数来自历年樊纲、王小鲁的《中国市场化指数》。基金公司大股东地理位置、产权性质数据通过手动整理获得。其他数据均来源于CSMAR数据库。

样本分为两种不同的选取方式。第一种为基金个体的季度层面样本,用于分析基金样本是否存在投资偏误。第二种为基金具体所持股票的被投资个体数据,用于检验基金本地偏误的原因。

(二)核心变量计算

1.本地偏误

首先对“本地”进行定义。本文以国家省级行政区划作为区域划分的基础。中国基金公司的注册地主要集中于北京、上海与广东三个金融业高度发达的地区,但大量基金公司与外省地方企业或地方政府有着千丝万缕的紧密股权联系:例如,长盛基金、华富基金注册地分别位于北京与上海,它们均为隶属于安徽省国资委控股的证券公司(分别为国元证券和华安证券)所控制;兴业全球人寿基金总部设在上海,而其主要创始人和控股股东兴业证券位于福建,并持有基金公司51%的股份;宝盈基金注册于广东深圳,其第一大股东衡平信托地处四川,拥有基金公司49%的股份。中国企业的股权集中度普遍较高,大股东拥有公司控制权,对公司的各项决策具有决定性影响,因此,我们以基金公司第一大股东所在省份作为基金的本地省份。相比于基金注册地主要只集中在三个地区,按基金公司大股东度量“本地”共得到21个省级行政区划^②,能够更加清晰地识别基金投资选择受地缘因素的影响。

上市公司的“本地”以公司注册地所在省份为准。如果基金本地与上市公司本地为同一省份,则哑变量 $Homepro$ 取1,表示基金进行了本地投资;反之, $Homepro$ 取0,表示基金进行了异地投资。

^① 基金公司第一、三季度披露持股前10名的股票,第二、四季度披露全部持股组合。前10名的持股对基金最为重要,为保证数据选择的一致性,本文的主要实证部分使用基金各季度的前10名持股数据,然后在稳健性检验部分使用第一、三季度前10名与第二、四季度全部持股数据进一步验证。

^② 具体包括:安徽、北京、福建、甘肃、广东、广西、海南、河北、湖北、湖南、吉林、江苏、内蒙古、山东、山西、陕西、上海、四川、天津、浙江和重庆。

本文采用 Hochberg and Rauh(2013)的研究方法来测度本地偏误程度指标 *Homebias*。其基本思路为,以本省股票市值占整个股票市场市值的比例作为基准,如果本省基金投资于本省股票的比例超过基准,则表现为本地偏误。具体方法如下:

第一步,计算在时间 t 投资每个省的股票的基准:

$$Benchmark_{i,t} = \sum_j (Pmv_{i,j,t}) / Tmv_t \quad (1)$$

其中, $Benchmark_{i,t}$ 表示 t 时刻属于省份 i 的上市公司的流通市值占沪深总流通市值的比例; $Pmv_{i,j,t}$ 为本省上市公司 j 的流通市值; Tmv_t 为沪深总流通市值。

第二步,计算基金在本省的实际投资额:

$$Homeinvest_{k,t} = \frac{\sum_m Homesr_{k,m,t}}{\sum_m Homesr_{k,m,t} + \sum_n Outs_{k,n,t}} \quad (2)$$

式(2)中, $Homeinvest_{k,t}$ 表示 t 时刻基金 k 实际投资于本省股票的比例; $Homesr_{k,m,t}$ 为基金 k 投资于本省的股票 m 占其资产组合的比例; $Outs_{k,n,t}$ 为基金 k 投资于外省的股票 n 占其资产组合的比例;

第三步,用实际的本省投资额减去本省基准,得到基金的本地偏误指标 $Homebias_{k,t}$:

$$Homebias_{k,t} = Homeinvest_{k,t} - Benchmark_t \quad (3)$$

2. 风险调整收益

未经风险调整的基金投资收益中包含着风险因素,基金投资获得的高收益可能来自于承担的高风险,因此需要控制投资风险。本文使用 CAPM 模型控制市场风险:

$$Alpha = R_i - [R_f + Beta \times (R_m - R_f)] \quad (4)$$

在模型(4)中, R_i 表示基金个股的实际投资收益率; R_f 为无风险利率; $Beta$ 是个股的系统风险系数, R_m 为股市收益率。因此,经过 CAPM 风险调整的收益率 $Alpha$ 为个股实际投资收益率与正常预期投资收益率的差。

3. 政治关联

本文使用两种指标衡量基金的政治关联。首先,具有政治关联的基金公司高管占高管总人数的比 $Pcshare$ 。文献通常使用上市公司董事会或高管成员的政治身份作为企业政治关联的代理变量(邓建平和曾勇,2009;罗党论和唐清泉,2009;刘慧龙等,2010;于蔚等,2012)。我们对基金公司高管的个人简历进行了搜索并筛选,包括董事会成员、监事会成员、总经理、副总经理、财务总监、投资决策委员会成员。如果高管曾在政府部门、党委或大型国企党委担任领导干部职务,认为其具有政治关联背景,否则认为没有。

其次,基金公司第一大股东是否为地方政府控制 $Lgov$ 。除高管的政治关联外,基金公司的股权结构、股权性质直接决定着基金是否与政府具有紧密联系。由于本文主要分析区域性政治关联是否影响基金的地域投资选择。因此,考虑基金与地方政府的股权关系,如果基金公司第一大股东为地方政府或由地方国资委控制的企业,则 $Lgov$ 取 1;反之, $Lgov$ 取 0。

(三) 实证模型

假说 H1 检验机构投资者是否存在本地投资偏好。本文同时使用均值 t 检验、中位数 Wilcoxon 检验分析 $Homebias$ 是否显著异于零。如果 $Homebias$ 大于零,表示机构投资者存在本地投资偏好。为说明结果的稳健性并进行详细分析,我们进一步分年度、分省份对假说 H1 进行检验。

如果机构投资者确实存在本地投资偏好,假说 H2 验证这种现象究竟主要源自哪种原因——

信息不对称解释或政治关联解释？若信息不对称假说占主导地位，机构投资者拥有更有利的信息而投资本地企业，那么机构从本地投资中应当获得高于其他投资的超额收益；若政治关联假说起到主要作用，机构投资者屈从于地方政府支持本地企业的意图，则本地投资收益应当显著低于其他投资的收益(Hochberg and Rauh, 2013)。我们采用模型(5)，检验机构投资者本地投资是获得了超额收益，还是遭受了超额损失。

$$\begin{aligned} \text{Alpha}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Homepro}_i + \alpha_2 \text{Performance}_i + \alpha_3 \text{Lgov}_i + \alpha_4 \text{Share}_i + \alpha_5 \text{Year}_i + \\ & \alpha_6 \text{Industry}_i + \alpha_7 \text{Province}_i + \alpha_8 \text{Fund}_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

其中， Alpha 代表在使用 CAPM 控制了风险因素后的基金投资超额收益。 Homepro 为基金本地投资哑变量，是这里的关键解释变量。若 Homepro 系数为正，表明本地投资具有超额收益，支持信息不对称假说；若系数为负，表明政治关联假说占优。参考了 Hochberg and Rauh(2013)的研究，控制变量的选择主要为基金特征指标与区域特征指标：基金业绩指标 (Performance)；被投资公司产权性质 (Lgov)；基金持股比例 (Share)；年度哑变量 (Year)；行业哑变量 (Industry)；地区哑变量 (Province)；基金哑变量 (Fund)。

如果检验发现政治关联假说占据主导地位，我们进一步通过两项后续检验以支持结论。首先，分析基金本地偏误与政治关联的关系：

$$\begin{aligned} \text{Homebias}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pcshare}_i + \alpha_2 \text{Lgov}_i + \alpha_3 \text{Performance}_i + \alpha_4 \text{Largeshare}_i + \\ & \alpha_5 \text{Marketindex}_i + \alpha_6 \text{Year}_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

其中， Homebias 为机构投资者的本地偏误程度。 Pcshare 与 Lgov 分别代表基金公司高管政治关联比例与是否地方政府控股，是主要解释变量。如果 Pcshare 与 Lgov 系数显著为正，则表明政治关联程度越高，机构投资者的本地偏误越严重。控制变量为：基金业绩指标 (Performance)；基金公司第一大股东比例 (Largeshare)；市场化指数 (Marketindex)；年度哑变量 (Year)。

其次，检验基金本地投资与企业融资成本之间的关系：

$$\begin{aligned} \text{Equitycost}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Homepro}_i + \alpha_2 \text{Size}_i + \alpha_3 \text{Lev}_i + \alpha_4 \text{History}_i + \alpha_5 \text{Pay}_i + \alpha_6 \text{Seperation}_i + \\ & \alpha_7 \text{Shrcr}_i + \alpha_8 \text{Soe}_i + \alpha_9 \text{Year}_i + \alpha_{10} \text{Industry}_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (7)$$

其中， Equitycost 为企业股权融资成本，由曾颖和陆正飞(2006)的做法计算得到； Homepro 为是否本地投资哑变量；控制变量包括：企业资产规模的自然对数 Size ；资产负债率 Lev ；公司成立年限 History ；高管薪酬 Pay ；两权分离度 Seperation ；股权集中度 Shrcr ；股权性质 Soe ；年度哑变量 Year 以及行业哑变量 Industry 。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 1 为本文主要变量的描述性统计结果，分为基金层面与投资组合层面两部分。A 部分是基金层面的变量，以基金季度数据为样本，样本量为 4126。其中，本地投资比例 Homeinvest 的均值、中位数分别为 0.181 与 0.216，表明基金将 20%左右的资金投入本地省份。地方政府控制哑变量 Lgov 的均值为 0.561，说明有大约一半的基金样本存在着与地方政府的紧密关系。基金公司高管政治关联比例 Pcshare 的上下四分位数分别为 0.259 与 0.476，表明政治关联高管在基金公司中占据了不小的比例。基金业绩 Performance 的标准差是均值的 4 倍，意味着不同基金之间存在着较大的业绩差异。基金第一大股东持股比例 Largeshare 的上下四分位数分别为 0.4 与 0.51，较为接近，说明大部分基金公司大股东拥有较为强大的控制权。

表1的B部分是基金投资组合层面的主要变量,以所持股票的季度数据为样本,样本量为50945。投资收益R的中位数、均值分别为0.02与0.037,说明中国基金平均来看取得了正投资收益。但在控制风险后的Alpha收益却平均为-0.045,意味着中国基金虽然取得了名义上的正收益,但在考虑其所承担的风险后,基金表现实际上差强人意。本地投资哑变量Homepro的均值为0.12,表示基金平均有12%的投资项目为本地投资。

表1 主要变量的描述性统计结果

A部分:基金层面						
变量名称	观测值	中位数	平均值	标准差	25%	75%
Homeinvest	4126	0.181	0.216	0.147	0.099	0.288
Lgov	4126	1	0.561	0.496	0	1
Pcshare	4126	0.373	0.375	0.132	0.259	0.476
Performance	4126	0.102	0.083	0.338	-0.150	0.320
Largeshare	4126	0.490	0.496	0.172	0.400	0.510
B部分:投资项目层面						
变量名称	观测值	中位数	平均值	标准差	25%	75%
R	50945	0.020	0.037	0.093	-0.020	0.083
Alpha	50945	-0.045	-0.043	0.102	-0.099	0.017
Homepro	50945	0	0.120	0.324	0	0

(二)对H1的实证检验

表2为对假说H1的实证检验结果。从A部分可以看到,机构投资者实际投资于本地省份的平均比例为21.6%,而其所在省份的平均投资基准为16.3%。二者的差异非常显著,绝对本地偏误为5.2%。相对本地偏误为31.9%,高于美国机构投资者的平均相对偏误^①。表2的B部分使用Wilcoxon秩检验对假说H1进行了中位数验证:机构实际投资于本地省份的中位数为18.1%,显著高于12.2%的基准比例5.9个百分点。

表2 本地偏误检验结果

A部分					
	Homeinvest	Benchmark	差异	t值	样本量
均值检验	0.2158	0.1634	0.0524***	20.71	4126
B部分					
	Homeinvest	Benchmark	差异	z值	样本量
中位数检验	0.1809	0.1219	0.0590***	19.81	4126

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%水平显著。

^① 相对偏误由绝对偏误Homebias除以基准Benchmark得到。Baik et al.(2010)的研究发现美国机构投资者平均相对偏误为24%。

为了进一步验证假说 H1 的稳健性,我们在图 1 和图 2 中描绘了分年度、分省份的机构投资本地偏误情况。从图 1 中可以看到,首先,2002~2012 年间机构投资者持股均存在正向的本地偏误倾向。其次,中国机构投资者的本地偏误倾向随着时间的推移,在逐渐降低:从 2002 年的超过 20% 降低到 2012 年的约 2%。上述结果表明中国机构投资者存在着本地投资偏好倾向,但这种倾向随着资本市场制度建设的完善和基金市场的发展,在逐步减弱。

图 2 绘制了各省份的机构投资者本地偏误情况。可以看到,除北京、上海外其他 18 个省或地区的投资者本地偏误程度均超过了 5%,其中甘肃、广东、河北、江苏、内蒙古和山东高达 10% 以上。上海作为全国金融中心,机构投资者的本地偏误程度为 4.4%,低于大部分地区。表明上海投资者具有较强的全国投资视野,但依然存在本地投资偏误。北京在所有地区中是一个特例,唯一一个本地偏误数值为负的地区,即存在偏好外地投资的倾向,这与其全国政治中心的地位密不可分。作为国家首都,北京具有辐射全国的能力和 requirement。与其他地区相比,北京的机构投资者大多和央企、中央政府关系密切,在获取信息、政治资源等方面均存在优势,更容易进行全国性的投资。

由以上结果可见,不论从整体来看,还是区分不同年份或不同地区,中国机构投资者均存在显著的偏好本地投资的倾向。那么,这种本地偏误究竟源自何种解释?是信息优势,还是政治关联造成的?我们在下一部分对此进行分析。

(三)对 H2 的实证检验

如果假说 H2a 成立,那么机构投资者利用信息优势,应当能够通过本地投资获得超额收益。表 3 通过 t 检验分析了机构本地投资与外地投资的收益情况。在使用未控制风险因素的原始收益进行对比后,发现机构本地投资遭受相对损失:公募基金投资本地企业获得 3.3% 的原始收益,投资外地企业则获得了更高的 3.7% 的收益。在使用 CAPM 控制风险后,中国公募基金投资于本地省份公司的收益为-5.6%,投资于外地省份公司的收益为-4.1%。二者之差为-1.5%,并且高度显著。这表明机构投资者投资本地公司,不但没有获得超额收益,反而遭受了超额损失。

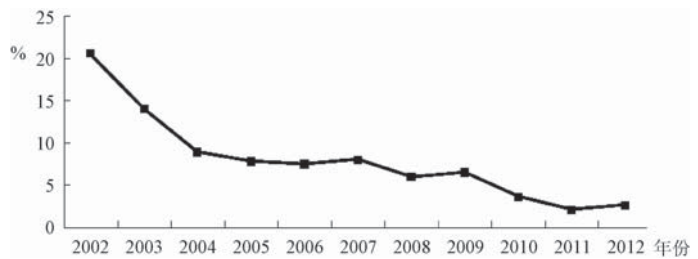


图 1 分年度本地投资偏误 Homebias

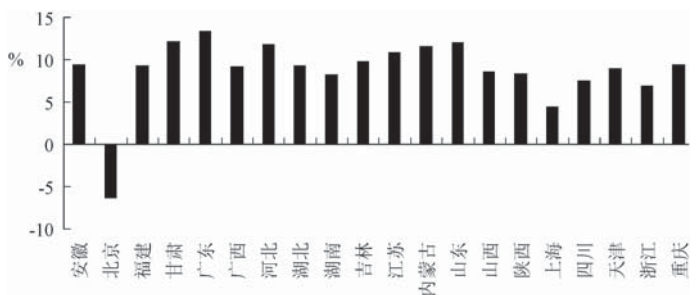


图 2 分地区本地投资偏误 Homebias

表 3 本地、异地投资收益比较

	同省份投资收益 (Homepro=1)	外省份投资收益 (Homepro=0)	差异	t 值	样本量
Alpha	-0.058	-0.041	-0.015***	12.55	50945
R	0.033	0.037	-0.004***	3.35	50945

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5%和 10%水平显著。

表4使用模型(5),通过回归分析进一步检验了机构本地投资与外地投资的差异。回归(1)、(2)的结果显示,机构本地投资与控制风险后的投资收益在1%水平显著负相关。如果机构投资于本地省份公司,每项投资每季度将会遭受约0.7%的超额损失。

表4 检验信息优势假说的计量结果

被解释变量	回归(1)		回归(2)	
	超额收益 Alpha		超额收益 Alpha	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>Homepro</i>	-0.0073***	-6.44	-0.0073***	-6.49
<i>Performance</i>	0.0029	1.61		
<i>Lgov</i>	-0.0100***	-3.21		
<i>Largeshare</i>	-0.0002***	-3.68		
<i>Share</i>	0.0003	1.25		
<i>Cons</i>		Yes		Yes
<i>Year dummy</i>		Yes		Yes
<i>Industry dummy</i>		Yes		Yes
<i>Province dummy</i>		Yes		Yes
<i>Fund dummy</i>		Yes		Yes
<i>White Robust</i>		Yes		Yes
R^2		0.2560		0.2556
样本量		50945		50945

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%水平显著;t值由稳健方差得到。下同。

在控制变量方面,*Performance*的系数显著为正,意味着基金整体业绩与其单项投资收益呈正向关系。*Lgov*的系数在1%水平显著为负,表明如果基金公司由地方政府控制,投资收益会显著低1%。*Largeshare*系数数值较小,但依然显著为负,说明大股东对基金公司的控制程度会负向影响投资收益。回归的 R^2 超过了25%,表明回归结果较好拟合了数据样本。

以上结果与假说H2a并不相符:如果机构投资者因为拥有对于本地企业的信息优势而投资本地企业,那么机构应当从本地投资行为中获得更高的收益,但实际情况却是机构的本地投资只取得了显著更低的收益。既然假说H2a并不是机构本地投资偏好的主要解释,那么在本地偏误中起到了主要解释作用的应当为假说H2b。

虽然假说H2a并不成立,但还需要进一步验证假说H2b以确保稳健性。我们根据模型(6),使用政治关联变量*Lgov*与*Pcshare*对机构本地偏误程度进行回归。回归(3)的结果显示,如果基金公司由地方政府控制,即*Lgov*等于1,那么基金的本地偏误会大幅度提高6.2%,且系数高度显著。*Pcshare*系数为5.9%,在1%水平显著异于0,表明随着有政治关联背景的基金公司高管的比例增加,基金倾向于提高本地投资偏好。控制变量*Performance*与*Marketindex*的系数并不显著;*Largeshare*在1%水平显著为负,意味着基金公司的大股东持股比例与基金本地偏误呈负向关系。回归(4)中的政治关联变量*Lgov*与*Pcshare*的系数均为正,并且高度显著,可见结果具有一定的稳健性。

由此可知假说 H2b 成立,政治关联是中国机构投资者本地偏误行为的主要解释。如果基金公司由地方政府控制,或具有政治关联背景的高管的比例越高,基金更倾向于投资本地省份的企业。

表 5 检验政治关联假说的计量结果

被解释变量	回归(3)		回归(4)	
	本地偏误程度 <i>Homebias</i>		本地偏误程度 <i>Homebias</i>	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>Lgov</i>	0.0619 ^{***}	11.6	0.0706 ^{***}	14.02
<i>Pcshare</i>	0.0586 ^{***}	3.32	0.0747 ^{***}	4.22
<i>Performance</i>	-0.0123	-0.93		
<i>Largeshare</i>	-0.0007 ^{***}	-4.12		
<i>Marketindex</i>	0.0023	1.32		
<i>Cons</i>		Yes		Yes
<i>Year dummy</i>		Yes		Yes
<i>White Robust</i>		Yes		Yes
R^2		0.0800		0.0743
样本量		4126		4126

(四)对假说 H2b 的进一步分析

政治关联解释背后的经济含义为:地方政府为了促进地方经济,而向机构投资者施加影响力或者压力,希望本省控制的机构投资者更大比例地投资于本地上市企业,以促进本地企业的发展。我们在这一部分从机构持股与企业股权融资成本的关系,对这个问题进行分析。

根据模型(7),使用机构与被投资企业是否属于同一省份的哑变量 *Homepro*,对企业股权融资成本 *Equitycost* 进行回归。结果见表 6,在回归(5)中可以看到 *Homepro* 的系数为 0.005,在 1%水平显著为正,表明机构投资本地公司与公司的股权融资成本正相关。也就是说,机构在投资本地企业时,会倾向于投资股权融资成本较高的本地“困难”企业,缓解本地企业的融资压力。

回归(6)与(7)分别使用国有企业样本与民营企业样本进行了再次检验。结果显示,如果企业为国有企业,*Homepro* 系数为 0.007,与公司股权融资成本显著正相关;如果企业为民营企业,*Homepro* 系数虽然依然为正,但却并不显著。因此,本地机构缓解本地企业融资压力的关系,在国有企业中更显著,在民营企业中不太明显。

在控制变量方面,公司规模 *Size*、高管薪酬 *Pay*、两权分离度 *Seperation* 与股权融资成本负相关;资产负债率 *Lev*、公司成立年限 *History*、股权集中度 *Shrcr* 与股权融资成本正相关。控制变量的结果基本符合理论,公司规模越大、杠杆越低、公司治理程度越好,融资成本越低。

由以上分析可知,基金偏好持有本地融资成本高的公司的股票,这种关系在国有企业中更为强烈。国有企业往往拥有较强的政治关联度,并且是地方政府最愿意支持的企业。我们可以认为机构投资者主动持有融资成本高的本地国企,是对本地企业的支持,并且与本地的政治关联密不可分,符合政治关联的假说 H2b。

五、稳健性检验

为了保证结果的稳健性,我们还从以下几个方面进行了检验:

表6 股权融资成本与基金本地投资的关系

被解释变量	回归(5)		回归(6)		回归样本(7)	
	全部样本		国有样本 $Soe=1$		民营样本 $Soe=0$	
	股权融资成本 $Equitycost$		股权融资成本 $Equitycost$		股权融资成本 $Equitycost$	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>Homepro</i>	0.0054***	2.81	0.0066***	2.70	0.0044	1.40
<i>Size</i>	-0.0096***	-9.58	-0.0097***	-8.09	-0.0097***	-4.06
<i>Lev</i>	0.0501***	8.03	0.0373***	5.16	0.0757***	6.18
<i>History</i>	0.0012***	4.61	0.0004	1.42	0.0019***	4.33
<i>Pay</i>	-0.0029***	-2.54	-0.0029**	-2.26	-0.003	-1.37
<i>Seperation</i>	-0.0004***	-3.94	-0.0004***	-3.45	-0.0005***	-2.43
<i>Shrcr</i>	0.0002***	2.62	0.0001	0.75	0.0003***	2.36
<i>Soe</i>	-0.0002	-0.07				
<i>Cons</i>	Yes		Yes		Yes	
<i>Year</i>	Yes		Yes		Yes	
<i>Industry</i>	Yes		Yes		Yes	
<i>White Robust</i>	Yes		Yes		Yes	
R^2	0.1917		0.21		0.2275	
样本量	2372		1569		803	

(1)改变研究样本。前文的分析中,为了保证样本选取的一致性,使用了基金各个季度前十大持仓股票数据。这里我们改为使用基金第一、三季度前十大持仓股数据与第二、四季度全部持仓数据^①。

(2)调整本地偏误指标的计算方式。前文在计算本地偏误指标过程中,使用股票的流通市值作为不同地区的投资权重。在中国股市股权分置改革前,流通股与非流通股存在巨大差异,因此我们使用总市值作为投资权重,重新计算了本地偏误指标,并进行了后续检验。

(3)内生性处理。本文实证研究中的解释变量主要为:基金与企业是否同省 *Homepro*、基金公司是否由地方政府控制 *Lgov* 以及基金公司高管政治关联比例 *Pcshare*。这些变量涉及基金与公司的地理位置、基金公司的股权关系以及基金高管的个人背景,本身具有较强的外生性。被解释变量 *Alpha* 与本地偏误程度 *Homebias* 对它们的反向影响较弱,所以在内生性处理方面我们使用解释变量的一阶滞后进行稳健性检验。

稳健性检验结果列示于表7~9,实证结果没有发生较大变化。在表7中,可以看到,无论增加使用基金第二、四季度的全部持仓,或者以总市值作为投资权重进行计算,基金的本地投资比例均显著高于投资基准,表明中国基金投资确实存在显著的本地偏误现象。

表8检验基金的本地投资是否遭受了低收益。在改变研究样本、考虑内生性后,解释变量 *Homepro* 仍然显著为负,意味着基金投资与本地企业遭受了超额损失的结论较为稳健。

表9分析基金本地偏误程度与政治关联的关系。可以看到,在进行了三种稳健性调整后,政治关联变量 *Lgov* 与 *Pcshare* 的系数符号均未改变:地方政府控制的基金具有更强的本地偏误;基金公司政治关联高管比例越大,本地投资倾向越强。

① 我国现行的基金持股信息披露情况为:第一、三季度仅披露十大重仓股;第二、四季度披露全部持有股票。

表 7 本地偏误的稳健性检验

	实际投资本地的比例	应该投资本地的比例	差异	t 值	样本量
稳健性检验(1)	0.1670	0.1550	0.0120***	6.87	8256
稳健性检验(2)	0.2158	0.1804	0.0354***	12.08	4126

表 8 信息优势假说的稳健性检验

被解释变量	回归(8)		回归(9)	
	稳健性检验(1)		稳健性检验(3)	
	超额收益 α		超额收益 α	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>Homepro</i>	-0.0066***	-9.62	-0.0065***	-5.75
<i>Performance</i>	0.0149***	12.21	-0.0188***	-11.00
<i>Lgov</i>	-0.0092***	-5.07	-0.0068**	-2.27
<i>Largeshare</i>	-0.0003***	-9.94	0.0000	0.80
<i>Share</i>	-0.0022***	-14.20	0.0003	1.26
<i>Cons</i>	Yes		Yes	
<i>Year dummy</i>	Yes		Yes	
<i>Industry dummy</i>	Yes		Yes	
<i>Province dummy</i>	Yes		Yes	
<i>Fund dummy</i>	Yes		Yes	
<i>White Robust</i>	Yes		Yes	
R^2	0.1668		0.2514	
样本量	152050		50409	

表 9 政治关联假说的稳健性检验

被解释变量	回归(10)		回归(11)		回归(12)	
	稳健性检验(1)		稳健性检验(2)		稳健性检验(3)	
	本地偏误程度 $Homebias$		本地偏误程度 $Homebias$		本地偏误程度 $Homebias$	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>Lgov</i>	0.0541***	11.76	0.1183***	19.77	0.0645***	12.19
<i>Pcshare</i>	0.0388***	2.75	0.1190***	6.41	0.0608***	3.49
<i>Performance</i>	-0.0040	-0.33	-0.0184	-1.36	-0.0235**	-2.30
<i>Largeshare</i>	-0.0007***	-4.74	-0.0014***	-7.60	-0.0009***	-5.00
<i>Marketindex</i>	0.0048***	3.84	0.0273***	11.60	0.0051***	3.04
<i>Cons</i>	Yes		Yes		Yes	
<i>Year dummy</i>	Yes		Yes		Yes	
<i>White Robust</i>	Yes		Yes		Yes	
R^2	0.0763		0.1932		0.0935	
样本量	4837		4126		4120	

六、结 论

分析机构投资者的投资行为,是研究机构投资者特征和证券市场有效性的重要途径,也是规范证券市场、实现投资者权益保护的有效前提(杨墨竹,2008)。“本地偏误”作为投资者行为异象中的经典问题,特别是公募基金投资者的本地偏误现象,国内现有文献尚缺乏深入分析。

本文从基金公司股权关系出发,以基金公司第一大股东所在省份作为本地,使用2002~2012年中国公募基金的季度投资组合数据,分析了基金投资行为中存在的本地偏误倾向。实证结果发现:(1)基金在投资中存在显著的本地偏误,但本地偏误程度随年度时间推移在不断地降低。(2)基金并没有因为拥有信息优势而从投资本地偏误行为中获得超额收益,反而在本地投资中遭受了超额损失,这种现象的原因可能是因为基金公司 with 地方政府存在政治关联的前提下,基金的资产配置受到了政治关联的影响。

基于以上的实证结论,本文的启示在于:

(1)基金投资者存在本地偏误,未能发挥本地信息优势而获得超额收益,反而因地方政治关联等产生了超额损失。这表明基金管理者的利益与基金投资人的利益并没有很好地结合起来。因此,必须改善基金的业绩激励与考核机制,使得基金能够以投资人利益最大化为唯一目标进行投资和资产配置,回避多元化目标(包括维护地方经济利益和社会利益等),这样才有利于市场经济条件下基金确立本身的市场定位。

(2)学术研究表明,政府对企业的影 响既可能是“帮助之手”,也可能是“掠夺之手”(Frye and Shleifer, 1997)。本文的研究发现,地方政府通过股权关系、人事关系等可能影响到公募基金投资者的投资,使得基金投资中产生了本地偏误,进而造成了投资损失,这种现象说明地方政府出于服务于地方经济、扶持本地上市公司的干预行为,并不利于基金投资者的利益,政府对本地上市公司的“帮助之手”却是对基金投资者的“掠夺之手”。因此,为保护广大基金投资人的利益,促进基金业的长久健康发展,有必要建立一套长效的规范基金控股股东干预行为的机制。

(3)近年来,随着信息披露质量的提升、交易制度的完善以及股权分置改革等措施的实施,中国资本市场制度建设已有了大幅提高。在本文的研究主题上,机构本地投资偏误的程度不断降低,亦是对我国资本市场效率提升的一个侧面的证据。当然,本地偏误现象即使大幅降低,但目前依然存在,因此除规范基金公司控股股东行为、完善基金激励约束机制之外,还有必要进一步推动上市公司、基金投资等信息披露方面的制度建设,使得所有市场参与者均有机会获得同样的信息资源。

参考文献

- 邓建平、曾勇(2009):《政治关联能改善民营企业的经营绩效吗》,《中国工业经济》,第2期。
- 董大勇、肖作平(2011):《证券信息交流家乡偏误及其对股票价格的影响:来自股票论坛的证据》,《管理世界》,第1期。
- 杜兴强、郭剑花、雷宇(2009):《政治联系方式与民营上市公司业绩:“政府干预”抑或“关系”?》,《金融研究》,第11期。
- 杜兴强、曾泉、杜颖洁(2011):《政治联系、过度投资与公司价值——基于国有上市公司的经验证据》,《金融研究》,第8期。
- 胡永平、张宗益(2009):《高管的政治关联与公司绩效:基于国有电力生产上市公司的经验研究》,《中国软科学》,第6期。
- 刘慧龙、张敏、王亚平、吴联生(2010):《政治关联、薪酬激励与员工配置效率》,《经济研究》,第9期。
- 刘京军、徐浩萍(2012):《机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?》,《金融研究》,第9期。
- 罗党论、唐清泉(2009):《政治关系、社会资本与政策资源获取:来自中国民营上市公司的经验证据》,《世界经济》,第7期。
- 罗党论、甄丽明(2008):《民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据》,《金融研究》,第12期。
- 吴超鹏、叶小杰、吴世农(2012):《政治关联、并购绩效与高管变更——基于我国上市公司的实证研究》,《经济学家》,第2期。
- 行伟波、李善同(2009):《本地偏好、边界效应与市场一体化——基于中国地区间增值税流动数据的实证研究》,《经济学(季刊)》,第4期。
- 杨墨竹(2008):《证券市场机构投资者投资行为分析》,《金融研究》,第8期。
- 游家兴、徐盼盼、陈淑敏(2010):《政治关联、职位壕沟与高管变更——来自中国财务困境上市公司的经验证据》,《金融研究》,第4期。

- 于蔚、汪淼军、金祥荣(2012):《政治关联和融资约束:信息效应与资源效应》,《经济研究》,第9期。
- 曾颖、陆正飞(2006):《信息披露质量与股权融资成本》,《经济研究》,第2期。
- Ackert, L., B. Church, J. Tompkins and P. Zhang (2005): "What's in a Name? An Experimental Examination of Investment Behavior", *Review of Finance*, 9, 281-304.
- Bae, K., R. Stulz and H. Tan (2008): "Do Local Analysts Know More? A Cross-Country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts", *Journal of Financial Economics*, 88, 581-606.
- Baik, B., J. Kang and J. Kim (2010): "Local Institutional Investors, Information Asymmetries, and Equity Returns", *Journal of Financial Economics*, 97, 81-106.
- Benartzi, S. (2001): "Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock", *Journal of Finance*, 56, 1747-1764.
- Brown, J., J. Pollet and S. Weisbenner (2011): "The Investment Behavior of State Pension Plans", Working Paper, University of Illinois.
- Chan, K., V. Covrig and L. Ng (2005): "What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias?", *Journal of Finance*, 60, 1495-1534.
- Choe, H., B. Kho and R. Stulz (2005): "Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea", *Review of Financial Studies*, 18, 795-829.
- Cooper, A. and E. Kaplanis (1994): "Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging, and International Capital Market Equilibrium", *Review of Financial Studies*, 7, 45-60.
- Coval, J. and T. Moskowitz (1999): "Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios", *Journal of Finance*, 54, 2045-2073.
- Coval, J. and T. Moskowitz (2001): "The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices", *Journal of Political Economy*, 109, 811-841.
- DeMarzo, P., R. Kaniel and I. Kremer (2004): "Diversification as a Public Good: Community Effects in Portfolio Choice", *Journal of Finance*, 59, 1677-1716.
- Dvorak, T. (2005): "Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia", *Journal of Finance*, 60, 817-839.
- Dziuda, W. and J. Mondria (2012): "Asymmetric Information, Portfolio Managers, and Home Bias", *Review of Financial Studies*, 25, 2109-2154.
- Errunza, V. and E. Losq (1985): "International Asset Pricing and Mild Segmentation: Theory and Test", *Journal of Finance*, 40, 105-124.
- French, K. and J. Poterba (1991): "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, 81, 222-226.
- Frye, T. and A. Shleifer (1997): "The Invisible Hand and Grabbing Hand", *American Economic Review*, 87, 354-358.
- Grote, M. and M. Ueber (2006): "Home Biased? A Spatial Analysis of the Domestic Merging Behavior of US Firms", Working Paper, Goethe University.
- Hau, H. and H. Rey (2008): "Home Bias at the Fund Level", *American Economic Review*, 98, 333-338.
- Hochberg, Y. and J. Rauh (2013): "Local Overweighting and Underperformance: Evidence from Limited Partner Private Equity Investments", *Review of Financial Studies*, 26, 403-451.
- Huberman, G. (2001): "Familiarity Breeds Investment", *Review of Financial Studies*, 14, 659-680.
- Ivkovich, Z. and S. Weisbenner (2005): "Local Does as Local Is: Information Content of the Geography of Individual Investors' Common Stock Investments", *Journal of Finance*, 60, 267-306.
- Kang, J. and J. Kim (2008): "The Geography of Block Acquisitions", *Journal of Finance*, 63, 2817-2858.
- Kang, J. and R. Stulz (1997): "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28.
- Lerner, J., A. Schoar and W. Wongsunwai (2007): "Smart Institutions, Foolish Choices: the Limited Partner Performance Puzzle", *Journal of Finance*, 62, 731-764.
- Malloy, C. (2005): "The Geography of Equity Analysis", *Journal of Finance*, 60, 719-755.
- Sercu, P. and R. Vanpepe (2007): "Home Bias in International Equity Portfolios: a Review", Working Paper, SSRN.
- Stulz, R. (1981): "On the Effects of Barriers to International Investment", *Journal of Finance*, 36, 923-934.
- Stulz, R. (2005): "The Limits of Financial Globalization", *Journal of Finance*, 60, 1595-1638.
- Tesar, L. and I. Werner (1995): "Home Bias and High Turnover", *Journal of International Money and Finance*, 14, 467-492.
- Warnock, F. (2001): "Home Bias and High Turnover Reconsidered", *Journal of International Money and Finance*, 21, 795-805.
- Xu, N., X. Xu and Q. Yuan (2010): "Political Connection, Financing Frictions, and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms", Working Paper, Chinese Renmin University.

(责任编辑:罗 滢)