

研究成果: Do Foreign Institutional Investors Improve Price Efficiency

作者: Marcin T. Kacperczyk, Savitar Sundaresan, 王天宇

发表期刊: , 00 年 期

导语: 过去几十年中, 证券投资全球化趋势明显, 跨国投资呈现爆发式增长。外国投资者会否影响本土资产价格的效率和信息含量? 本文利用公司层面的国际数据研究外国机构投资者对股票价格信息含量的影响, 发现外资持股增加可以提升股价的信息含量, 这在发达经济体中尤为明显。

投资全球化及其影响机制

过去几十年中, 证券投资全球化趋势明显, 跨国投资呈现爆发式增长(如图)。在中国股票市场, 也发生了一系列的变化, 包括中国股纳入(明晟)指数, 沪港通和深港通的设立等。那么, 外国投资者会否影响本土资产价格的效率和信息含量? 关于股票市场开放的众多文献指出, 外国投资者的引入可以促进本国投资与经济增长。文献提到的一种主要机制是, 不知情的外国投资者平滑了不同国家资产收益的波动, 从而改善了风险分担。另一种主要机制是, 知情的外国投资者增加了股价信息含量, 从而提高资本配置的效率。两种机制的影响效果在实证上是未知的, 本文主要检验信息机制。

图 0 年与 00 年跨国股票投资规模对比(单位: 亿美元)

信息劣势 信息优势

过往一些研究认为信息不对称会阻止外资从投资中获利，另一些研究认为知情投资者为充分利用信息优势应该会出现本土偏好（ I ），这两者都会使得外国机构投资者不愿意进入本土市场。本文认为，某些投资壁垒低的本国股票会吸引知情外国投资者的关注，而这些投资者是否进入本国市场，取决于利用信息交易获利的能力（信息优势）。由于外资进入有摩擦成本，信息优势必须能补偿进入成本，这类似于（ O ）贸易模型的直觉。然而，外国机构持股增加也意味着其他投资者持股会减少。本文提出并检验了两个假设：**假设**：若外国机构投资者取代的是知情程度较低的个人，而非知情程度较高的本国机构投资者，则能观察到很大的信息效应；**假设**：若外国机构投资者的信息集与本国机构的是互补的（而非替代的），则能观察到本国股价很大的信息效应。

外国机构投资者持股与股价信息含量

本文实证框架建立在微观基础上，用股价与未来公司基本面的指标来度量价格信息含量（定义为当前市场价格对未来公司盈利、投资支出和研发支出的预测性）。本文首先检验股票层面的外国机构投资者持股与股价信息含量的关系，发现外资持股比例与股价信息含量呈现显著正相关关系。这种现象无论短期还是长期，都具有显著的统计与经济意义。本国的机构投资者也对股价信息含量有显著的正向影响，只是外资持股效应相对更大。另外，相较于被动型投资者（指数基金、银行、保险公司等），主动型投资者（公募基金、对冲基金等）量 信息 本文

