

# 外国机构投资者能提升股价效率吗

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: *Review of Financial Studies*, 2021 年 3 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 1)。在中国股票市场, 也发生了一系列的变化, 包括中国 A 股纳入 MSCI (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。

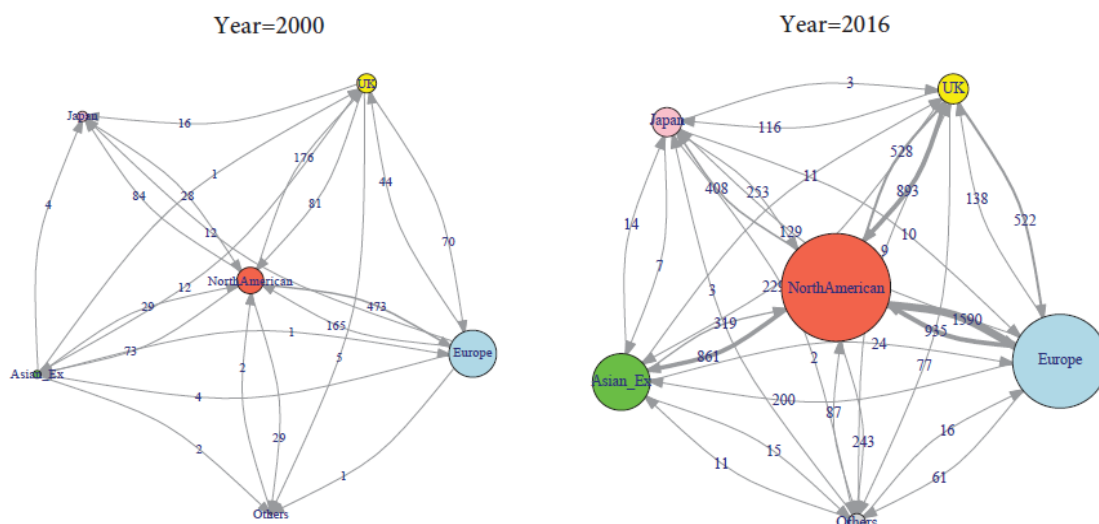


图 1 2000 年与 2016 年跨国股票投资规模对比 (单位: 10 亿美元)

## 信息劣势 or 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（Home Bias），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 Melitz（2003）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 1:** 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 2:** 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）的作用更加明显。

## 机制检验：信息优势

为了验证信息优势渠道，首先需要检验外资机构的收益回报。实证结果发现外国机构对其投资组合的修正可以正向预测其组合资产中的未来股票收益率，意味着外国机构的投资能力优于其取代的本国个人投资者。另外，历史绩效好的外国机构显著地预测其在本国投资比例增加，说明这类投资者具备信息优势或进入成本低，从而使得他们可以克服信息劣势而进入本土市场。

另外，外资持股会改善股票的信息环境。结果表明，外资持股比例的增加导致：市场流动性增加；更多的分析师覆盖和信息产出；更好的市场风险分担，表现为资本成本下降。三种效应在统计和经济意义上都显著。进一步表明，外国投资者交易中所包含的信息与本国投资者的并不相同，而且可能与公司管理者的内在信息也不同。说明本国与外国机构都能显著提升股价信息含量，这也印证了研究假设二。进一步研究表明，本文的发现与公司的管理层治理效率变化无关。

## 投资者及市场异质性

股票市场对外开放的文献认为经济增长改善的主要原因之一是资本约束放松。鉴于这种限制主要发生在新兴市场，因此一般认为发展中经济体中外国资本的影响应该更强。然而本文发现，发达经济体实际上比发展中经济体对外国机构的资本流动更敏感，但所有国家对来自于发达经济体的资本流动比来自发展中经济体的资本流动更敏感。后一个结果与梅利茨模式（Melitz-style）的经济直觉一致：发达经济体成熟投资者更多，对股价效



率的影响更大。前一个结果让人有点惊讶。一种解释是，发达经济体具备更成熟的市场制度和结构，从而能更好地将交易的信息纳入股票价格。

### 研究启示

以往观点认为外国投资者会造成金融市场不稳定，所以对外资的流动有相对严格的监管，现在该观点可能需要重新审视。由于天然存在的信息劣势（信息不对称和本土偏好等），理性的外国投资者只有当潜在的收益大于成本的情况下才会进入本土市场，这种机制对进入外国市场的机构起到了正向筛选的作用，即进入本土的外资机构往往都是比较优秀的机构，其持股期限长，价值发现能力强，综合回报高。从这个意义上说，促使或者抑制外国金融机构进入的政策不都是必要的，政策制定方面不可一刀切。这些问题留待未来的详细研究。（王天宇为清华大学经管学院金融系助理教授。原论文《外国机构投资者能提升股价效率吗》（*Do Foreign Institutional Investors Improve Price Efficiency*）由作者与 *Marcin T. Kacperczyk*、*Savitar Sundaresan* 合作完成，刊发于《金融研究评论》（*Review of Financial Studies*）2021 年 3 期。）

供稿：科研事务办公室 编辑：高晨卉 责编：吴淑媛 赵霞