

外國機構投資人交易及其對股票價格之影響

The Behavior of Foreign Institutional Investors and its Impacts on Stock Price

計畫編號：NSC 87-2416-H-004-005

執行期限：86年8月1日至87年7月31日

主持人：吳啟銘 國立政治大學財務管理學系

一、中文摘要

在外資機構投資人持有個股的特性上發現，外資持有個股有集中在少數的現象，且傾向持有公司規模較大、市值較大、成交量大、貝它值大、平均日報酬率較大，以及上市年數較久的個股。外國機構投資人在整個交易完成所需天數和交易金額上，發現外資交易行為極少在一天完成，通常持續數日到十天以上；在交易期間的交易金額上，絕大多數的資金(約60%以上)集中在市值較大的個股，且發現市值越小的個股，交易完成時間明顯較大型股為短。

實證結果也發現，外資機構投資人在交易行為上有正向回應的情況產生，即購買交易前股價已上漲、賣出交易進行前股價已下跌的個股，並且在買的交易行為上尤為明顯。

對於外資機構投資人交易對個股的衝擊上發現，外資在買進時會造成買進個股股價上漲，在賣出時亦會造成個股股價持續下跌。在外資機構投資人交易完成後，會產生短暫的價格回復現象，尤其以買的交易行為較為明顯；此外，不論買或賣的交易完成後五天，其交易個股的報酬率皆不甚理想，

關鍵詞：市場衝擊、正向回應、外資機構投資人

Abstract

The foreign institutional investors

tend to hold stocks of large firms and those with large trading volumes, high beta, high average returns, and long listed years. The foreign institutional investors spend usually more than one day to finish their trading and spend more time on trading large stock than trading on small stocks.

The study discovered that the foreign institutional investors tend to have positive feedback trading behaviors, that is, to buy stocks with rising trend and sell stocks which perform poorly recently. Especially their buying behaviors reveal strong positive feedback effects.

The study also discovered that the prices of individual stocks, which the foreign institutional investors continue buying, tend to rise during the period and tend to fall during the period they continue to sell. After the foreign institutional investors finish trading, the price of stocks they traded, tend to have price reversal effects. The price reversal effect is strong especially after buying trading. The prices of most stocks tend to fall after foreign institutional investors finish trading.

Keywords: Positive Feedback, Price Reversal, Foreign Institutional investor

二、緣由與目的

自民國七十九年底政府開放外國機構投資人投資國內股市，以及政策不斷放寬後，外資匯入的金額逐年上升，且佔我國股市總交易量的比重也不斷增加，由於外資給一般投資人的印象，常是比較正面的，通常會肯定其在股票投資的專業分析能力，也因此每日公佈的外資買賣超及買進賣出股票明細內容，就常被投資人當作投資及選股的重要依據。然而，由於外國機構投資人進出的金額大，其交易行為對股本相對較小的台灣股市所造成的衝擊，正是證券主管機關基於股市穩定性考量所擔憂的。

因此，在我國期許成為亞太金融中心之時，相信金融市場應是越來越開放，不論是外資或是機構法人的投入金額及比重，預期必會逐年攀升，究竟外國機構投資人交易策略如何、外資交易行為會對我國股市產生什麼樣的衝擊，以及國內股票市場外資持股的股票價格，股價是否為未來走勢的領先指標，是值得探討的課題。

研究目的與重要性：

本研究欲了解下列幾個重課題：

1. 國外機構法人的持有個股的特性：本研究參考Badrinath, et al(1995)，以了解外國機構投資人的投資標的特性，是否傾向於持有大型週轉率高、負債比率低、貝它係數高與股利率高的股票，以供國內投資人參考，如果有助提昇國內股市投資人選股的技巧，則對國內股票市場的效率性將有所助益。

2. 交易方式：參考Chan & Lakonshok(1995)的交易期間概念，研究外國機構投資人是否有持續買進或賣出現象，持續天數有多長？研究結果將有助於了解外國機構投資人的交易策略，亦可隱

含推測其交易行為所產生的市場衝擊大小。

3. 是否具有正向回應(Positive Feedback)行為 -- 研究外國機構投資人交易是否有買進交易進行前股價持續上漲個股，或是賣出股價持續下跌個股的行為，若有，則隱含外資交易策略可能存在著一窩蜂的現象。

4. 外資進出對股票價格的影響

(A) 交易期間的市場衝擊-- 目的在於了解外資進出對股市穩定性的影響，進而推論國內股票市場流動性大小；其次，可了解市場衝擊效果是否如同國外實證結果，發現買賣行為是不對稱的(買進所造成的效果大於賣出的效果)。

(B) 交易期間後的股價現象 - 目的在於研究外國機構投資人在停止交易後，是否有價格回復現象(price reversal)，以驗證市場衝擊的大小和我國股市的短期流動性；其次，將觀察期間加長，則可研究外國法人的短期選股能力優劣。

一、結果與討論

在外資機構投資人持有個股的特性上發現，外資持有個股有集中在少數的現象，且傾向持有公司規模較大、市值較大、成交量大、貝它值大、平均日報酬率較大，以及上市年數較久的個股。可能原因是在風險程度和資訊取得程度的考量，以及欲模擬台股指數等因素，而有如此的選股標準。

外國機構投資人在整個交易完成所需天數和交易金額上，發現外資交易行為極少在一天完成，通常持續數日到十天以上，可能有其交易成本上的考量；在交易期間的交易金額上，絕大多數的資金(約60%以上)集中在市值較大的個股，且發現市值越小的個股，交易完成時間明顯較大型股為短。

實證結果也發現，外資機構投資人在交易行為上有正向回應的情況產生，即購買交易前股價已上漲、賣出交易進行前股價已下跌的個股(Buying the winners,

selling the losers) , 似有所謂追漲殺跌的現象，並且在買的交易行為上尤為明顯。

對於外資機構投資人交易對個股的衝擊上發現，外資在買進時會造成買進個股股價上漲，在賣出時亦會造成個股股價持續下跌。這可以所謂的追隨群體效果、資訊傳導效果和流動性不足造成的價格壓力來解釋。對於政府當局來說，在階段性開放外資的時候，應該考慮外資進出確實會對我國股市造成不同程度的市場衝擊。

在外資機構投資人交易完成後，會產生短暫的價格回復現象，尤其以買的交易行為較為明顯；此外，不論買或賣的交易完成後五天，其交易個股的報酬率皆不甚理想，這似乎說明了外國機構投資人無法明確掌握我國股價短期的走勢，使得其交易進出的時點選擇不佳，若投資人單純以每日公佈的外資進出明細作投資決策依據，恐怕短期較難獲得滿意的報償。但換個角度思考，若能做到隨時監控外資買賣的進行時點，在外資一開始購買特定個股時，隨即跟進持有該股，因外資機構投資人交易存在著市場衝擊，因此在外資交易持續進行中，該股會有超額報酬，但若發現外資買進的動作一旦停止，應旋即賣出持股，因預期會有股價回復的情形發生，如此在短期內應可有不錯的表現；在賣的決策上亦然。

討論與建議

本研究所探討的為整體外資持有個股特徵分析，以及交易進行前、交易進行中和交易完成後股價表現情形，未來有興趣繼續研究者，除可研究後續期間外資買賣與個股表現之關係，探討長期績效及外資選股策略外，並且可以利用不同的指標或是標竿來衡量股價報酬表現，或針對外資持股超過公司資本額一定倍數以上的個股和不同的產業來作分析，以增加研究的可靠性。

除此之外，雖然本研究所針對的交易主體為外國機構投資人，但其中所利用的

交易期間觀念和一些實證的方法，皆可利用到其他交易主體上，包括自營商的交易行為或是投信基金的交易研究上以及對市場的衝擊程度，未來可以相同的研究方法，多種不同的研究主體，來分別檢視不同交易主體的交易行為，且比較其對市場所造成的不同影響。

二、計畫成果自評

五、參考文獻

中文部分：

1. 王之杰，「九〇%散戶懼怕三〇%外資——外資是股災的元兇？」，財訊月刊，1997年10月，第290頁。
2. 王馨逸，「外資法人——選股首重基本面」，錢雜誌，1997年3月，第66頁。
3. 江柏宣，「外資操盤花招大公開——透視外資進出表玄機」，財訊月刊，1996年5月，第325頁。
4. 林國德，「從歷年股市買賣，看外資最愛！——外資在台灣」，統領雜誌，1997年12月，第118頁。
5. 陳慧德，「外資是台股新興力量」，財訊月刊，1996年7月，第329頁。
6. 曾友弦，「外資買賣前後股價行為之研究」，國立中央大學財務管理學系碩士論文，1995年6月。
7. 經濟部，「今年僑外資來台投資創歷年新高」，工業投資簡訊，1997年9月，第2頁。

英文部分：

1. Badrinath, S. G., J. R. Kale, and T. H. Noe (1995) "Of Shepherds, Sheep, and the Cross-Autocorrelations in Equity Returns", *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 2, 401-430.
2. Berkowitz, S. A., D. E. Logue, and Eugene A. Noser, JR. (1988) "The Total Cost of Transactions on the NYSE", *The Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 1, 97-111.

- 3.Chan, L. K. C., and J. Lakonishok (1997) "Institutional Equity Trading Costs: NYSE Versus Nasdaq", *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2 , 713-735.
- 4.Chan, L. K. C., and J. Lakonishok (1995) "The Behavior of Stock Prices Around Institutional Trades", *The Journal of Finance*, Vol. L No. 4, 1147-1174.
- 5.Hirshleifer, D., A. Subrahmanyam, and S. Titman (1994) "Security Analysis and Trading Patterns When Some Investors Receive Information Before Others", *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, No. 5, 1665-1692.
- 6.Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1992) "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 23-43.
- 7.Long, J. B. D., A. Shleifer, L. H. Summers, and R. J. Waldmann (1990) "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation", *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 2.
- 8.Witt, S. F., and R. Dobbins (1983) "A Note on the Effect of Institutional Trading Activities on the Real Value of the Financial Times All-Share Index", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 10, 351-357.