

# 从信息不对称角度看 境外机构投资者可能带来的负面影响

李晓峰 胡景芸 林晓慧

**摘要：**实行境外机构投资者制度是我国谨慎对外开放证券市场的重要步骤之一。但如果考虑到信息不对称的问题，则境外机构投资者可能产生的负面影响也是不容忽视的。主要是因为：首先，由于投资者与机构投资者之间、机构投资者与上市公司之间存在双重委托代理关系，结果可能导致机构投资者行为的非理性化。其次，由于新兴市场国家的金融市场还很不完善，境外机构投资者因存在着信息不对称而难于发挥其对新兴市场的积极作用。所以境外机构投资者的进入未必能促进新兴市场经济的增长和资源的有效配置；境外机构投资者的某些交易策略可能影响新兴市场国家证券市场的稳定。为此，就如何进一步完善我国的境外机构投资者制度，更好地发挥境外机构投资者对我国证券市场及经济发展的积极作用提出若干政策建议。

**关键词：**境外机构投资者 信息不对称 羊群效应 正反馈交易

20 世纪 90 年代初，韩国、中国台湾、巴西、印度等国家和地区相继实行了境外机构投资者 (Qualified Foreign Institutional Investors, QFII) 制度，引入了大量的境外机构投资者，目前，境外机构投资者已成为新兴市场中一支非常重要的力量。据保守估计，他们的交易份额已占新兴市场交易总量的 20 ~ 30 % 左右 (Frenkel ; Koblenz and Menkhoff, 2003)。因此，境外机构投资者对新兴市场的影响作用日益显著。从总体上来看，这些境外机构投资者为这些国家和地区引进了发展经济所需的外资，促进了它们长期价值投资理念的形成，并增加了股市中机构投资者的比重，减少了市场的投机行为。我国目前实行 QFII 制度主要也是基于上述优势的考虑。但是 QFII 制度成功与否与国内市场的完善程度及引进的境外机构投资者的性质有很大的关系，因此，加强对境外机构投资者的行为及其对市场的影响的研究具有重要的意义。本文试图从信息不对称的角度对境外机构投资者的引进可能带来的负面影响作初步分析。

## 一、对机构投资者的再认识

人们通常认为，机构投资者是投资专家，他们拥有比个人投资者更多的信息优势，再加上规模经济效益的作用，机构投资者的市场表现通常要优于个人投资者。所以，在一个以机构投资者为主的国家（发达国家），其证券市场的效率往往高于以数量众多的个人投资者为主的国家的市场效率（新兴市场国家

和地区）。但是，一些金融实证研究的结果 (Grinblatt ; Titman and Wermers, 1995) 却显示：机构投资者并不能战胜市场，获得超额收益率，在有些情况下甚至不能弥补其有关的成本支出。同样地，机构投资者对参与公司治理的积极性也不高，甚至出现了和公司合谋欺骗投资者的基金丑闻。那么是什么原因使机构投资者的表现不如人们所想象的那样呢？其主要原因是：机构投资者本身存在着双重委托代理关系：一是机构投资者本身与其委托人之间的委托代理关系，二是机构投资者与其所投资的公司之间存在的委托代理关系。这种双重委托代理关系的存在，使机构投资者的行为在实际运行中偏离人们预期的可能性大大增加。

从理论上说，在理想化的金融投资环境中，委托人应能毫无困难地观察到其代理人是否以最佳的方式来运用他们的资金。但是在现实中，代理人常常与委托人具有不同甚至相冲突的目标，加之市场的不完善性，委托人很难正确地理解其所接收到的关于代理人行为的信号。因此，委托人存在着如何对机构投资者的业绩进行评估的问题，而机构投资者自身也存在着如何参与所投资的公司治理的问题。

### (一) 机构投资者与其委托人之间的委托代理问题

目前，影响基金业绩的因素越来越复杂，直接对基金经理的业绩进行评估存在着许多困难。因此，委托人通常采用两种方法来维护自己的利益：一是

通过定期评估其代理人在短期内的投资成果,来确定代理人的业绩;二是将资金分散投资到不同的基金,根据不同基金的获利情况来判断机构投资者的经营业绩,并相应地增加对经营业绩较好的机构投资者的投资份额,减少对经营业绩较差的机构投资者的投资份额,以获得更好的回报。由于基金的委托人仅仅根据机构投资者的短期表现来评价他们的业绩,并以此为依据来选择其代理人,结果,机构投资者的成功主要取决于其是否表现得比整个市场好或者是比其竞争对手好,因此,机构投资者的行为被迫非完全理性化,即以短期的“满意利润”而不是以长期的“最大利润”为目标。这种追求短期“满意利润”目标的行为严重地束缚了机构投资者对投资策略的选择,很多基金经理并不是根据其掌握的信息来进行投资,而是采取“消极投资战略”(即构造与某种指数相同权重的投资组合)来获得平均市场收益。基金在信息披露日公布的投资头寸安排会表现出一定的趋同性,基金经理们都会倾向于对其投资头寸进行一定程度的包装和修饰。由于机构投资者之间存在着潜在的竞争,他们都十分关注自身的职业声誉,很多人都采取追随其他机构投资者的投资策略,即使本身有回报更好的投资策略,但出于对自身信誉、风险及收入的关注,可能采取从众的投资决策,而不是追求其最优回报的策略(Schafstein and Stein, 1990)。机构投资者经常采取“正反馈”的交易策略(即买入前期价格上涨的证券,卖出前期价格下跌的证券),由此可能导致证券价格距离基本面越来越远,最终使资本市场出现动荡。

## (二) 机构投资者与其所投资的公司之间的委托代理问题

从整体上讲,在决定是否参与公司治理的问题上,机构投资者主要是从能否为其委托人带来收益的角度来考虑问题的,当然,还取决于其将这种做法视为其本职责的程度。在新兴市场中进行投资的国外机构投资者大部分是开放式的共同基金,投资者随时可以赎回其投资,因此对流动性要求较高。共同基金基于短期压力的考虑,一般不愿意参与公司治理,因为改进公司治理机构在短期内并不会提高股票的价值,而机构投资者却要为此付出成本,迫于竞争的压力,机构投资者更倾向于频繁的买卖以赚取股票价差收益,尤其在公司出现危机时,机构投资者更倾向于抓准机会把股票卖掉,而不是试图去行使监督权利。此外,如果机构投资者对公司治理进行积极的干预,反对管理层的决议,则管理层可能就不会向其证券分析师提供那些非公开的、内幕的、对机构投资者分析有意义的“软信息”。在高度竞争的市场中,当机构投资者因为缺乏这样的软信息而表现得比其他竞争者差时,就会面临投资者的赎回

要求。

综上所述,由于在投资者与机构投资者之间、机构投资者与上市公司之间存在的多重委托代理关系,可能导致机构投资者行为的非理性化。

## 二、境外机构投资者的进入可能带来的负面影响

人们通常认为,境外机构投资者具有先进的信息加工和使用能力,能够通过对上市公司所披露的信息进行分析,做出较为理性的投资决策。新兴市场经济国家和地区引入境外机构投资者,将有助于建立良好的投资理念,减少投机活动。然而,我们应该看到:境外机构投资者信息处理方面技术优势的发挥必须具备一定的前提条件,只有在其拥有比当地投资者更好、更全面的信息基础上才能反映出来。但是,由于新兴市场经济国家和地区的金融市场还很不完善,普遍缺乏成熟的市场机制,信息的可靠性和透明度还十分欠缺,证券市场上的信息更多来自于个人的经验判断和一些非正式公布的信息。因此,境外机构投资者可能由于文化、地域等因素的限制,难以获得全面、正确的当地信息,所以境外机构投资者的技术优势不仅没能发挥出来,反而和当地投资者相比变成了劣势,境外机构投资者在新兴市场中只能是拥有较差信息的一类投资者。近年来出现的各种关于当地和境外投资者之间信息不对称的研究都一致认为:境外机构投资者对新兴市场的影响是值得怀疑的。新兴市场信息制度的不同可能会导致引进境外机构投资者产生的效果和预期的一致,可能会给新兴市场带来一些不利的影响。

### (一) 境外机构投资者的进入未必能促进经济的增长和资源的有效配置

通常人们认为,境外机构投资者的引进,将带来大量的外资,扩大了潜在的可获得的资本量,降低了资本的价格,有利于经济的发展。但是应当看到的是,由于新兴市场经济国家和地区市场监管体系不完善、投资项目的信息不充分,一些境外投资资金的进入所带来的可能是建立在非充分信息基础上的盲目投资兴盛,由此带来的经济增长更多的是与投资增长和股票市场扩容有关,因而经济增长的动力基本上是由于投入要素的增多,而不是要素生产效率的提高所致,这种增长的结果只会使得经济体系变得更为脆弱。Fuchs - Schundeln 和 Funke (2001) 考察了部分新兴市场经济国家和地区实行资本自由化后 5 年时间内的经济增长情况,结果显示这些国家和地区的经济增长先是急速上升,然后在第三或第四年出现停止。Chari 和 Henry (2001) 考察了资本账户的开放对公司股本增长率的影响,结果显示资本自由化之后,公司股票价格的变化与公司所面临的系

统性风险的变化并没有显著相关性,公司股价的上升并不是系统风险的减少引起的,此时公司进行投资的决策并不是最优的。这就说明:境外机构投资者不仅没有足够的信息和能力对资源进行有效地重新配置,反而可能阻碍资本的有效配置。因此不能排除观察到的经济增长只是一种错觉的可能,因为增加的投资并没有被有效地配置和利用到本国国内经济发展急需的行业上去。

## (二) 境外机构投资者的某些交易策略可能影响发展中国家和地区证券市场的稳定

1. 由于境外机构投资者拥有相对较少的信息,可能影响相关产品的定价和交易

境外机构投资者的操作理念、方式、做法等和国内投资者存在着差异,再加上由于地域、文化的原因,缺乏市场上所有公司的准确、全面的信息,对于同一家上市公司,他们的评价可能和国内投资者存在着差异,他们进入新兴市场进行相关股票的买卖,市场上相关产品的价格和交易会在一定程度上受到影响。

例如,1995年墨西哥金融危机之后, Frankel 和 Schmukler (1996) 将三个在纽约上市的墨西哥国家基金(面向美国投资者)的价格和相应的净资产价值(面向墨西哥国内投资者)的价格进行了比较,实证结果表明:国家基金的价格和净资产价值的差异是长期存在的,偶尔出现短期的调整,净资产价值引导着国家基金价格的变动。其主要原因在于墨西哥国内投资者拥有较好的基础资产的信息,外国投资者(即美国投资者)则因受自身信息劣势和收益不确定性的影响,对同种墨西哥资产通常只愿意支付较低的价格。此外,在不同的时期,国家基金的正常折扣会因他们所获得的信息是否更接近于当地投资者或者外国投资集团的信息而变动。而且在1994年底墨西哥发生金融危机的时候,基金价格的下跌速度比净资产价值慢,说明国内投资者比国外投资者对金融危机有着更好的预期。Chan 和 Menkveld 等人(2003)对我国B股折价问题进行了研究。实证结果显示:A股价格(面向国内投资者)引导着B股价格(面向国外投资者)的变动。2001年3月,B股市场向国内投资者开放后,B股折价从3月以前的平均72%下降到43%,主要是由于处于信息优势的国内投资者进入B股市场引起的。

2. 境外机构投资者可能存在投资行为短期化的倾向

由于境内外信息不对称的存在,进入新兴市场的初期,很多境外机构投资者可能采取短期化的投资策略,他们可能倾向于持有高流动性的组合证券,其结果可能导致金融市场的高换手率,由此可能对当地金融市场的稳定性造成不利影响。

例如,韩国在金融市场对境外机构投资者开放前,股市的换手率基本上保持在70%以下。从1985年11月起允许外国人通过购入国内一流企业发行的可兑换债券、信用债券、保证债券直接向韩国证券市场投资。1992年开始对境外投资者实行有限制的开放。从此以后,股市年换手率迅速提高,1997年达到137.2%的水平。1998年全面开放证券市场后,股市的换手率又大幅度升高,1998年和1999年分别达到273.6%和466.9%,2001年甚至达到了599%。如此之高的换手率在一定程度上刺激了韩国证券市场的活跃程度,但同时也说明机构投资者的行为具有短期化的倾向。他们主要通过频繁的买卖股票,以套取股票价差来获利,而不是通过长期持有公司的股票,促进公司治理结构的改善来逐步解决信息不对称的问题。这种短期化的投资行为可能会加剧发展中国家股市价格的波动,对这些国家的金融稳定产生不利影响。

### 3. 容易引发新兴市场的“金融危机传染”

首先,由于机构投资者经常会采取“正反馈”交易策略,因此易产生“羊群效应”,从而导致金融产品价格的超调。同时由于发展中国家证券市场的市场结构相似性较高,加剧了金融危机传染效应。因此,当一国出现集体抛售行为时,其他国家也可能出现迅速抛售的“多米诺骨牌”效应。

如前所述,相对于国内机构投资者而言,大部分境外机构在发达的国际市场投资中具有明显的优势,他们熟悉国际市场和国际投资规则,具有无可比拟的研究能力、投资理念和资金实力。而在对发展中国家的证券投资上处于劣势,他们在把握其国内政策变化、上市公司情况以及国内的投资规则等方面尚缺乏足够的经验。当境外机构意识到自己处于信息相对劣势地位时,采取“正反馈”交易策略的可能性进一步加大。在国内投资者买入股票,股价上升时,他们可能跟随买入;而在国内投资者卖出股票,股价下跌时,他们也跟随卖出。这种投资策略将在一定程度上加大国内股市波动的幅度。尤其是当国内资本市场出现重大变动或出现危机的时候,境外机构采取这种策略的倾向性尤其明显。Kim 和 Wei (1999) 利用韩国1996年12月-1998年6月的统计资料对境外机构投资者的行为进行的研究证明了这一点。该研究发现:(1)境外机构投资者在危机发生前即采取“正反馈”交易策略,而在危机发生后,具有更大的动力继续采取这种策略;(2)境外机构投资者比境内机构投资者更具有“从众”行为倾向,尤其在危机发生过程中更是如此。

其次,由于境外投资者对于国际市场上的信息获取较国内投资者直接而全面,而对国内信息的获取则相对间接而零散。因此他们对国际市场上的风

吹草动反应十分迅速,当一国出现金融动荡的时候,境外机构投资者往往会将该国经济状况恶化的情况推及其他类似的发展中国家,并迅速在其他国家采取同样的抛售行为,由此出现金融危机的传染效应。而机构投资者自身存在的“羊群效应”倾向也会加剧危机的传染。20世纪90年代以前的金融危机虽然也具有传染效应(如1982年的债务危机),但是这种传染基本上局限在一个国家或一个地区。而90年代以来的金融危机普遍具有更强的“溢出效应”。Kaminsky等人(2000)的研究显示,共同基金的行为和危机的传染有关。例如在东南亚金融危机中,当泰铢出现大幅度贬值以后,很多共同基金都减少在发展中国家的资产,不仅收缩了在东南亚各国的资产,而且相应减少拉美国家和东欧国家的资产。如:在危机爆发后的两个季度内,共同基金在哥伦比亚的资产减少了6%,捷克减少了4%。1997年的东南亚金融危机同时也引发了阿根廷、智利、墨西哥等拉丁美洲国家的金融困境。在1998年的俄罗斯金融危机中,这种现象更为明显,半数以上的发展中国家的市场都经历了共同基金10%以上的非正常的资产出售。在马来西亚的共同基金出售了30%的资产,在哥伦比亚的共同基金出售了8%的资产。由此可见,在90年代爆发的几次金融危机中,由于境外机构投资者的“正反馈策略”、“羊群效应”和跨境的风险对冲行为,使一些经济基本面并没有恶化的国家也面临大量的外资抽逃的局面。因此,境外机构投资者所引起的种种负面影响应当引起我们的高度重视。

### 三、对我国实施 QFII 制度的若干政策建议

综上所述,我们可以看到,由于发展中国家和地区存在的大量信息不对称、不透明的现象,使境外机构投资者的引入,未必能如我们所预期的那样,对市场产生很多的正面效应,甚至可能存在一些负面效应。因此,我们在看到中国台湾、韩国等国家和地区实行 QFII 制度引进境外机构投资者所产生的积极效应的同时,应该辩证地看到境外机构投资者可能给我国证券市场带来的冲击,相应地加强和完善我国的证券市场,提高信息的质量和透明度,并对机构投资者的投资行为加以合理的引导和监管。

据《证券时报》2003年1月对境外机构投资者所作的一份调查指出:目前,境外机构投资者认为进入我国进行投资的最大障碍是信息不对称,而不是A股市场市盈率过高,风险过大等问题。的确,我国目前的经济具有“新兴+转轨”的特征,我国证券市场在法律机制、会计标准、信息披露标准、证券交易清算系统、监管的手段和效率等方面都与国际先进

水平存在着较大的差距。如果我们只是单纯地从技术上加以模仿,而不注意解决信息不对称的问题,则可能出现引进境外机构投资者的效果并不一定能与我们的预期相吻合。因此,为避免出现上述问题,本文提出政策建议如下:

1. 积极推进上市公司法人治理结构的建设。在配合国有资产管理体制的改革的同时,解决国有控股上市公司中“所有者缺位”的问题;制定和完善相关的法律法规,明确董事会及董事长的职责,规范董事会的构成与议事程序,提高外部董事在董事会的比重,加强董事会对经理层的监督;同时强化上市公司及其高管人员的诚信责任,推出有关诚信评价制度和诚信记录;积极发展机构投资者,促进上市公司的公司治理等。

2. 制定合理的信息披露标准,增加市场上公开可获得的信息数量,并建立一整套完善的信息甄别机制,规范中介机构的行为,防止中介机构与证券公司和上市公司联手作弊,提供虚假信息。建立中介机构的资质认证与诚信评级制度以及违规处罚制度,促进会计、审计和信息公开等方面与国际接轨,使投资者能够获得更为可靠的信息,降低境内外机构投资者的信息不对称,使境外机构投资者能够根据国内上市公司盈利能力的持续性及现金分红能力做出投资决策。

3. 完善市场基础结构,推动证券交易和监管的相关制度和结构的建立和完善,在交易的形式、价格的决定、基金证券交易、新股东证券登记、股息支付及其他监管职能方面逐步与国际接轨。

4. 对流入的资本进行有效的调节。通过对单个和全体外资持股比例的限制,避免盲目的过度投资行为;提高证监会、外汇管理局的监管能力,充分发挥托管银行的协助监管功能,以确保境外资金运用动向处在严格的监管之中。此外,必须对资本流入加以适当限制,通过对投资者的筛选和投资额度的控制,有计划有步骤地引进信誉良好的、稳健的长期机构投资者,减少市场上的短期投机行为。

5. 在引进境外机构投资者的同时,应当考虑到国内投资者对外投资的热情,适当地鼓励境内投资者进行对外投资,分散投资风险。一个可能的方案就是实行国内机构投资者赴海外投资资格认定制度(Qualified Domestic Institutional Investor, QDII),通过诸如养老基金、保险公司等合格的机构投资者在境外金融市场进行分散化投资。此外,为了更好地了解和管理风险,在资本账户开放前,进行诸如建立有效规避风险的金融衍生市场,引入卖空机制等相关的制度建设是十分必要的,市场参与者应当意识到国际化带来的新风险以及对冲策略带来的新机会。

6. 在不断提高信息透明度的同(下转第80页)

融资能力低下,以至于企业不得不放弃净现值为正的投资项目。

值得注意的是,在集团性质明显的汽车制造行业,以上汽、一汽和东风三大汽车集团为首,真正纳入上市公司的多为一般性的零部件生产制造业务,盈利丰厚的优质资产包括中外合资经营企业部分并未纳入上市公司经营范围。主要是由于外方投资涉及股权问题未能公开上市。此种状况下,仅从上市公司公开的年度财务报告撮取的信息必然受到局限,未必能全面真实反映债务融资状况。

对样本公司报表分析发现,绝大多数样本公司的应付账款和预收账款科目余额 90%左右在一年以内,一年以上的归入其他应付款的较多,因此仍将应付账款和预收账款全部纳入短期融资数额的计算当中。其他应付款科目性质相对比较复杂,本文暂不深入研究。

以一年期和五年期银行存款利率之差以及以长短期的国债收益率之差分别进行测试,得出的结果仍不显著。Barclay 和 Smith(1995)以 6 月期和 10 年期的国债收益率之差估计期限结构。国内研究,以国债交易价格对我国的利率期限结构进行静态估计,得出的利率期限结构基本上是一条稍微向上的曲线,其中短期利率比较低,在 2%左右,长期利率比较高,在 3.5%左右,在中间期限还存在着一些波动(郑振龙、林海,2003)。

### 参考文献

1. Barclay, M. J. and Smith, C. W., 1995. "The Maturity Structure of Corporate Debt." *Journal of Finance*, 50, pp. 609 - 631.

2. Brick, I. E. and Ravid, S. A., 1985. "On the Relevance of Debt Maturity Structure." *Journal of Finance*, 40, pp. 1423 - 1437.

3. Brick, I. E. and Ravid, S. A., 1991. "Interest Rate Uncertainty and the Optimal Debt Maturity Structure." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, pp. 63 - 81.

4. Flannery, M. J., 1986. "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice." *Journal of Finance*, 41, pp. 19 - 37.

5. Jensen, Michael C., 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review*, 76, pp. 323 - 339.

6. Kale, J. R. and Noe, T. H., 1990. "Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Equilibrium." *Journal of Financial Research*, 13, pp. 155 - 165.

7. Myers, S. C., 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147 - 175.

8. Kunt, A. D. and Maksimovic, V., 1999. "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity." *Journal of Financial Economics*, 54, pp. 295 - 336.

9. Aydin Ozkan, 1999. "An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure." Working Paper No. 9908, Department of Economics and Finance, University of Durham.

10. 郑振龙、林海:《中国市场利率期限结构的静态估计》,载《武汉金融》,2003(3)。

(作者单位:南京财经大学会计学院 210003)  
(责任编辑:Q)

(上接第 68 页)时,提高投资者的素质,防止境外机构投资者可能带来的金融危机传染效应。尤其是对有关宏观经济信息的披露显得十分重要,定期地披露有关货币政策等的操作信息,使人们形成对相关政策的稳定预期。

总之,在一定的制度条件下,境外机构投资者对一国的经济和金融发展是有利的。但问题的关键是:如何不断创造相应的制度条件,完善证券投资的环境,将境外机构投资者可能带来的不利影响降低到最低水平。

### 参考文献:

1. Borensztein, Eduardo R. and Gelos, R. Gaston, 2003. "A Panic - prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds." *IMF Staff Papers*, 50(1), pp. 43 - 63.

2. Chari, Anusha and Henry, Peter Blair, 2001. "Stock Market Liberalizations and the Repricing of Systematic Risk." NBER Working Paper, No. 8265.

3. Scharfstein, David and Stein, Jeremy, C., 1990. "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*, Vol. 80, pp. 465 - 479.

4. Frankel, and Schmukler, Sergio L., 1996. "Country Fund Discounts and the Mexican Crisis of December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?" *Open Economies Review*, Vol. 7, pp. 511 - 534.

5. Fuchs - Schndeln, Nicola and Funke, Norbert, 2001. "Stock Market Liberalizations: Financial and Macroeconomic

Implications." *IMF Working Paper*, No. 01/193.

6. Kaminsky, Graciela L.; Lyons, Richard K. and Schmukler, Sergio L., 2001. "Mutual Fund Investment in Emerging Markets: an Overview." NBER Working Papers, No. 7980.

7. Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan and Wermers, Russ, 1995. "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior." *American Economic Review*, 85(5), pp. 1088 - 1105.

8. Chan, Kalok; Menkveld, Albert J. and Yang, Zhishu, 2003. "Evidence on the Foreign Share Discount Puzzle in China: Liquidity or Information Asymmetry?" NBER Working Papers.

9. Kaminsky, Graciela; Lyons, Richard and Schmukler, Sergio, 2000. "Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets." NBER Working Paper, No. 7855.

10. Kim, Woochan and Wei, Shang - Jin, 2002. "Foreign Portfolio Investors before and during a Crisis." *Journal of International Economics*, 56(1).

11. Frenkel, Michael; Koblenz and Menkhoff, Lukas, 2003. "Are Foreign Institutional Investors Good for Emerging Markets?" NBER Discussion Paper, No. 283.

12. 李季、王宇 编著:《机构投资者:新金融景观》,大连,东北财经大学出版社,2002。

13. 孟昊:《境外机构投资者在资本市场发展中作用的理论模型与政策思考》,载《南开经济研究》,2003(2)。

14. 万辉:《机构投资者经济行为分析——基于信息不对称的视角》,载《市场周刊》,2003(2)。

(作者单位:厦门大学金融系 厦门 361005)  
(责任编辑:Q)