

# 國立政治大學商學院 貝萊德永續專題研究獎學金 專題研究計畫書

**研究主題：機構投資人特質與市場定價效率：基於極端資訊訊號之實證研究**

## 一、研究動機與背景

近年來，環境、社會與公司治理（Environmental, Social, and Governance, ESG）已成為全球資本市場不可忽視的重要趨勢。隨著永續投資理念的普及，越來越多的機構投資人將 ESG 因素納入投資決策流程中。然而，機構投資人並非同質性的群體。過去文獻指出，機構投資人之交易行為與資訊處理能力，高度取決於其資金性質與投資期限（Investment Horizon）。資金具備長期承諾的機構，更有誘因進行基本面資訊的蒐集與分析；反之，短線交易者則容易表現出雜訊交易與獲利了結的特徵。

儘管現有文獻已分別探討了投資期限與 ESG 偏好對資產定價的影響，但鮮少有研究將兩者結合，探討其交乘特質如何實質改變資本市場的資訊環境。具體而言，當市場出現標準化未預期盈餘（Standardized Unexpected Earnings, SUE）或價格動量（Momentum, MOM）等極端之短期量化訊號時，具備「長線資金」且「偏好 ESG」的機構投資人，其交易反應是否與傳統短線資金截然不同？更重要的是，傳統微結構理論擔憂不積極套利的長線資金恐將阻礙價格發現，那麼，這些 ESG 機構的高持股集中度，究竟是加劇了市場的定價誤差（Pricing Errors），還是反而促進了定價效率？本研究試圖填補此一文獻缺口。

## 二、研究目的與預期貢獻

本研究旨在達成以下核心研究目的，並預期對學術與實務界產生具體貢獻：

### （一）研究目的

1. 建構機構投資人之雙維度分類框架：結合投資期限（長線與短線）與 ESG 偏好（社會責任型與傳統型），將市場上的機構投資人精確劃分為四類核心群體。

2. 檢驗機構投資人對市場訊號之交易反應：探討在 SUE 與 MOM 等資訊訊號發布後，各類機構投資人於次季之持股變動方向與幅度。
3. 評估機構投資人特質對市場定價效率之影響：分析特定機構群體之高持股水位，是否能顯著縮減 SUE 與 MOM 策略所產生之未來多空異常報酬利差。

## （二）預期貢獻

1. 學術文獻之拓展：首創結合「投資期限」與「ESG 偏好」的分析框架，解開了「不套利的機構為何對應高定價效率」之學術懸念。
2. 實證方法之嚴謹性：運用投資組合雙重排序法與 Fama-MacBeth 互動項兩階段迴歸模型，有效控制橫斷面相關問題，確保實證推論之強健性。
3. 實務投資與監理之啟發：證實 ESG 投資的高集中度確實能為資本市場資訊環境帶來正向外部性，為監理機關推動永續金融政策提供堅實的實證支撐。

## 三、文獻探討與假說推演

長線資本提供了分析長期基本面所需的耐心，而 ESG 偏好則賦予了機構更重視永續性與公司治理的風險評估架構。因此，當市場出現極端的短期量化訊號時，長線 ESG 機構基於其長期投資紀律，往往會展現出高度的「投資組合慣性（Portfolio Inertia）」；相反地，短線傳統型機構則容易進行積極的「獲利了結（Profit-taking）」。據此，本研究提出假說一：

假說一（H1）：在面對極端之標準化未預期盈餘（SUE）或價格動量（MOM）訊號時，長線社會責任型（Long\_SR）機構將展現「投資組合慣性」而不具備顯著之交易反應；相對地，短線傳統型（Short\_NonSR）機構則展現顯著為負之獲利了結行為。

進一步而言，受 Long\_SR 資金高度青睞之標的，往往具備極佳的市場能見度（Market Visibility）與分析師覆蓋率。這種由長線 ESG 資金集中度所形塑的「優良資訊環境」，極可能吸引市場外部之高頻量化資金迅速撫平錯價。據此，本研究提出假說二：

假說二 (H2)：在控制其他變數下，長線社會責任型 (Long\_SR) 機構之高持股水準，能顯著縮減 SUE 與 MOM 策略之次期異常報酬利差。此定價效率之提升源於其資金集中度所伴隨之「優良資訊環境」。

#### 四、研究方法與資料描述

##### (一) 資料來源與樣本選取

本研究整合四大金融資料庫：CRSP (月度報酬與股價)、Thomson Reuters 13F Filings (季度機構持股)、Compustat (季度財務數據) 以及 Refinitiv ESG Database (年度永續評分)。研究樣本為 2016 年至 2024 年之美國上市企業。

##### (二) 核心變數定義

1. 機構投資期限 (Churn Ratio)：依據機構過去四個季度之平均周轉率，進行橫斷面排序，劃分長線與短線機構。
2. ESG 偏好：計算機構投資組合之加權平均 ESG 分數，以中位數劃分為社會責任型 (SR) 與傳統型 (NonSR)。
3. 標準化非預期盈餘 (SUE)：當季每股盈餘與去年同期之差額，除以過去八季非預期盈餘之標準差。
4. 價格動量 (MOM)：個股從第 t-12 個月至第 t-2 個月之累計原始報酬率。

##### (三) 實證模型設計

本研究採用 Fama-MacBeth 兩階段迴歸模型。在探討定價效率時，估計次期報酬率對訊號、高持股虛擬變數及其交乘項之關聯，並使用 Newey-West 調整標準誤以解決時間序列自我相關與異質變異問題。

#### 五、初步實證結果分析

目前本專題已針對美國市場完成初步之量化實證，結果強烈支持本計畫提出之兩項核心假說。

首先，在行為機制分析（表 1）中，實證顯示 Long\_SR 機構在面對 SUE 訊號時，其持股變動極小且不具顯著性（差異僅 0.010%， $t=0.645$ ），展現極強的投資組合慣性。相對地，Short\_NonSR 機構則展現出極度顯著的負向反應（-0.188%， $t=-3.122$ ），符合獲利了結特徵。

機構類型	訊號	最強-最弱差異 (Diff)	t 統計值
Long_SR	SUE	0.010%	(0.645)
Long_NonSR	SUE	-0.022%	(-0.385)
Short_SR	SUE	-0.000%	(-0.004)
Short_NonSR	SUE	-0.188%	(-3.122)***

表 1：機構投資人對 SUE 訊號之交易反應（單變數排序法初步結果）

其次，在市場定價效率分析（表 2）中，實證結果推翻了長線 ESG 資金不作為會損害效率的傳統直覺。數據顯示，在 Long\_SR 機構高持股的樣本中，SUE 策略的多空異常報酬利差從 1.462% 大幅下降至 0.468%（縮減幅度達 -0.994%， $t=-2.490^{**}$ ）。價格動量策略（MOM）亦展現相同的效率提升。此證據強烈暗示，長線 ESG 資金的集中度實為「優良資訊環境」的代理變數，有效加速了定價誤差之收斂。

機構類型	訊號	低持股組利差	高持股組利差	差異 (High-Low)
Long_SR	SUE	1.462%	0.468%	-0.994%**
Long_SR	MOM	1.122%	0.395%	-0.727%***

表 2：市場定價效率分析（Long\_SR 持股水準對多空策略利差之影響）

## 六、後續研究進度與預期成效

基於上述堅實之初步實證結果，本專題後續將進行更深度的穩健性檢定

（Robustness Checks），包含加入公司規模、帳面市值比等特徵之 Fama-MacBeth 互動項迴歸，並針對機構持股之質性特徵進行探討。

本專題預期能產出一篇具備國際期刊發表水準之學術論文。研究成果不僅為學術界提供「ESG 資金集中度提升資本市場資訊環境」之量化依據，更對於國內推動永續金融政策，以及本土法人在面對極端市場訊號時的籌碼追蹤與量化策略優化，具備極高的實務指導價值。

## 七、參考文獻

Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.

Cao, J., Titman, S., Zhan, X., & Zhang, W. (2023). ESG preference, institutional trading, and stock return patterns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(5), 1843-1877.

Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance*, 74(6), 2789-2837.

Yan, X., & Zhang, Z. (2009). Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed?. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 893-924.