

基金持股如何影响市场信息效率

新疆财经大学工商管理学院 王海芳 许莹^① 姜道平 王明涛

【摘要】结合股票市场中的“同涨同跌”现象,以及亟待提高的资本市场信息效率,探究证券投资基金持股对资本市场信息效率的影响。以2009—2019年我国沪深A股上市公司为样本,探讨了基金持股对资本市场信息效率的影响及作用机制,研究发现基金持股增加有助于降低个股股价同步性,提升市场信息效率,一系列稳健性检验后该结论依然成立。基金持股对市场信息效率的影响,通过影响分析师研报关注这一中介路径来实现。进一步研究发现,分析师研报关注的中介作用受到营商环境的调节。研究结论丰富和拓展了基金持股与股价同步性相关领域的文献,对进一步理解机构投资者持股行为及其如何影响市场信息效率带来一定的启示。

【关键词】基金持股; 分析师研报关注; 股价同步性; 市场信息效率; 营商环境

【中图分类号】F832.51;F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-5937(2022)07-0031-08

一、引言

历经四十多年的改革与发展,我国经济呈现持续、稳定增长,在经济转轨阶段提高资本市场信息效率至关重要。“新兴加转轨”是我国资本市场的特征,我国资本市场存在股票市场信息效率较低的问题^[1],呈现出个股股价随市场整体股票价格同步波动^[2],即股价同步。全球股价同步性研究分析显示,各国上市公司的股价存在“同涨同跌”现象,相对于成熟的欧美股票市场,中国作为新兴市场,股价同步性明显较高,排名第二^[3]。徐硕正和张兵发现由于交易双方信息不对称,股价表现出上市公司间严重的同质化。投资者无法有效参照股价衡量公司价值,真正有融资需求且本身内在价值较高的企业,可能无法高效获取投资,进而影响市场资源的配置效率^[2]。“十九大”提出增强金融服务实体经济能力,促进多层次资本市场健康发展。因而,探寻诱发股价同步性的治理因素,增加公司信息透明度,减小投资者与上市公司之间的信息鸿沟,逐步让特质信息融入价格^[4],促进资源流入效益较高的主体,对提高市场信息效率具有现实意义。

那么,哪些因素会对股价同步性产生影响?现有学者基于信息的传递与披露,从三个视角展开了深入探讨。第一,正

向影响股价同步性视角:股票分析师的羊群行为^[5];第二,负向影响股价同步性视角:基金股权关联分析师关注程度^[1]、证券投资基金持股^[6]等;第三,对股价同步性影响呈现非线性“U”型:杨洁等从媒体报道等信息披露视角进行了探讨。然而,现有研究大多将各类机构投资者视作整体,从总体上衡量机构投资者的信息传递价值,讨论其整体影响力,鲜有学者从证券投资基金视角进行细化研究。本文将探讨基金持股是否在市场上提供了更有价值的信息,其与股价同步性的作用机理是什么,有一定的理论意义。

近年来,我国机构投资者的规模及影响力逐步扩大,据中国证券投资基金业协会统计,截至2019年底基金资产规模达52.23万亿元,占沪深A股总市值的88.1%,占当年GDP总额的52.71%。毋庸置疑,以证券投资基金为主体的机构投资者发展速度快,正逐渐成为我国资本市场的主导力量。基金等机构投资者的投资理念更专业、成熟,更接近于Fama提出的“理性的投资者”,同时具备资金、信息收集与处理等方面的优势,因此,基金持股行为吸引着其他投资者的目光。Bartov等发现在成熟的资本市场中,基金等机构投资者作为出色的信息交易者,具有稳定市场、提高市场信息效率的作用,并引起广泛关注。在新兴

【基金项目】新疆维吾尔自治区社会科学基金项目“‘一带一路’背景下新疆能源企业实施绿色IS战略的对策研究”(19BGL107)

【作者简介】王海芳(1977—),女,新疆乌鲁木齐人,博士,新疆财经大学工商管理学院教授、博士生导师、教务处副处长,研究方向:财务管理;许莹(1995—),女,四川宜宾人,新疆财经大学工商管理学院硕士研究生,研究方向:财务管理;姜道平(1997—),男,山西太原人,新疆财经大学工商管理学院硕士研究生,研究方向:财务管理;王明涛(1996—),男,河北邯郸人,新疆财经大学工商管理学院硕士研究生,研究方向:财务管理

^①许莹为通讯作者。

资本市场上,作为重要机构投资者的基金持股,提供信息的价值及其对股价同步性的传导路径等都有待探究。本文尝试进一步探讨基金持股对企业股价同步性的影响及中间机制。

基于此,本文以基金持股作为切入点,使用股价同步性作为资本市场信息效率的代理变量,选择2009—2019年沪深A股非金融上市公司数据,探究基金持股对股价同步性的影响及其内在机理。实证研究发现,基金持股有助于降低股价同步性。进一步分析发现:基金持股通过吸引更多分析师研报关注这一路径,降低股价同步性,提高资本市场信息效率;分析师研报关注的中介作用受到营商环境的调节,营商环境起到了有调节的中介作用。稳健性检验后结论依然成立。

本文可能的边际贡献在于:第一,拓展了机构投资者与股价同步性领域的相关文献。以往文献研究了机构投资者对股价同步性的影响,少量文献关注基金持股对股价同步性的影响,本研究拓展了基金持股带来的治理作用,也是对市场信息效率影响因素方面文献的有益补充。第二,探讨了基金持股影响股价同步性的传导路径,即基金持股主要通过分析师研报关注来影响股价同步性。分析师挖掘更多公司特质信息,通过研究报告传递出各类信息有助于降低股价同步性。第三,探讨了营商环境的调节作用。营商环境在分析师研报关注影响基金持股与股价同步性过程中发挥了有调节的中介作用,为理解资本市场信息效率的影响因素提供了新视角。

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述

1.股价同步性

Fama最早在阐述有效市场假说(EMH)时提出市场信息效率。Roll以 R^2 测度股价同步性。此后大量文献将股价同步性作为代理变量,以此测度市场信息效率^[2-3]。Roll发现拟合优度 R^2 反映了个股股价中市场信息量的多少,其仅占10%~30%时,市场回报率不能完全解释股价,股价受到公司特质信息的影响。Hutton和Marcus发现信息是影响股价同步性的重要因素。随着特质信息融入价格,双方的信息鸿沟缩小,股价同步性才能有效降低^[4]。Jin和Myers发现股价包含的公司层面的特质信息越多,其随市场价格波动程度较低,市场信息效率越高。

现有研究对股价同步性的影响因素以及经济后果展开了深入探讨。(1)股价同步性的影响因素。研究发现声誉和利益驱动的分析师羊群行为^[5]会正向提高股价同步性。也有学者认为分析师的文本信息补充了数字式的特质

信息“空白”^[7],证券投资基金借助资金优势进行规模化投资,其持股比例、数量及稳健性均有助于削弱噪音比重^[6],XBRL通过金融数据标准化与机器可读使投资者更易识别公司多元化业务收益的潜在价值^[8]。上市公司自愿披露SASB认定的重要的可持续信息,会提供市场信息增量^[9],进而减轻股价间的同步性。杨洁等发现媒体报道贫乏的股票,噪音会引起其股价波动,对股价同步性的影响呈现出非线性“U”型。(2)股价同步性的经济后果。邓伟等认为股价中包含公司内部基本面信息,以及外部对公司前景的预判,有助于提升投资效率。张军等认为较高的股价同步性会加剧市场资源错配,而管理层会有较强的隐瞒坏消息的动机,进而引发股价崩盘风险。

综上,现有文献对股价同步性的研究非常多元,从多种视角探讨了其影响因素。虽然已有文献探讨了证券投资基金行为影响股价同步性,但是并没有探讨基金持股影响股价同步性的作用路径。

2.证券投资基金持股

现有研究已对证券投资基金持股行为、影响因素及其经济后果进行分析。目前对证券投资基金的研究较全面,从四个方面展开了深入探讨。(1)基金持股行为的研究:基金持股的“羊群行为”^[10]。(2)对股市作用效果:第一类研究认为基金持股能有效稳定市场,第二类研究认为基金持股会加剧市场波动,第三类研究认为基金持股对市场作用效果不确定。(3)对公司治理的影响:从盈余管理^[11]、公司价值^[12]等方向进行研究。(4)经济后果研究:Boehmer和Kelley发现股票被持股越多,对应的价格更服从随机游走,持有量增加有助于信息效率的提高,能让所有市场参与者从更有效的价格中受益,而交易最活跃的机构对信息效率的影响最明显。潘宁宁和朱宏泉^[13]认为基金的交易行为有助于股价吸收公司特有信息。基金持股越集中,其运用专业知识、激励措施来监控公司的动机越显著。减少两权分离引起的代理问题,发挥外部公司治理作用,促进公司治理与高质量信息披露,可以改善信息环境,进而降低股价同步性。但上述研究均未讨论证券投资基金传导路径,因此,本文在已有研究的基础上,丰富了基金持股影响股价同步性可能的传导路径,并探讨了营商环境有调节的中介作用。

(二)研究假设

市场微观结构理论揭示了信息融入股价,进而影响价格的动态调整过程。熊德华和张圣平发现价格调整的过程表现为新信息的获取会转化为新价格,此时的价格成为新一轮的信息,影响交易者不断动态调整其交易行为,进而间接对价格产生影响。证券投资基金发展速度快,正逐渐

成为我国资本市场的主导力量。证券投资基金作为规模不断扩大的机构投资者,其具备的各项优势,以及专业化的分析能力,在获取各类有效的特质信息方面发挥重要作用,有助于其进行价值投资。基金持股能起到稳定市场的作用,通过其监督提高公司治理效能,促进盈利水平提升^[11]。基于市场微观结构理论,基金等机构投资者作为市场参与人和出色的信息交易者,资金与信息方面的优势能帮助其发掘出有发展潜力、内在价值较高的公司进行价值投资,避免短视行为,从而起到稳定市场的作用。基金持股行为能起到参与和监督公司治理的作用,促进信息披露,减少信息不对称,利于更多公司基本面信息融入股价,降低个股间的股价同步。黄治蓉和白羽轩^[10]研究发现基金持股比重较高时,股价中的私有信息量会增加,但此类私有信息不会借助网络传染,削弱“真羊群”效应。杨竹清认为证券投资基金能利用专业能力,结合经济形势,采用多元化的投资策略。而且其受托人的角色影响着投资决策的慎重程度,持股比例、数量及稳健性,有助于降低股票市场中的噪音比重^[6],股价吸收了公司特有信息,股价间联动下降,提升市场信息效率^[13]。基金持股数目和持股比例的增加都有助于降低股价同步性。基于上述分析,提出如下假说:

假设 1:给定其他条件不变,基金持股增加有助于降低个股股价同步性,提高市场信息效率。

证券分析师作为市场信息中介,通过投行、投资与经纪三大业务收取佣金。而佣金分成是与市场交易量挂钩的,相比个人投资者,基金等机构投资者的交易量大,基金持股比例越高对应的支付佣金比例会越高,因此,这部分成为证券分析师服务费的主要来源。基于迎合理论,分析师存在迎合证券投资基金等机构投资者的动机。当证券投资基金大量持股某一个股,分析师了解到这类偏好,就会吸引其加大对该领域的关注,并撰写相关领域的研报。研报的利好投资评级会吸引更多的投资者进入,股价提升使基金持股的收益增加。基金等机构投资者也希望获得真实有效的信息,因此会监督并提高上市公司信息披露质量,从而为分析师预测提供更全面的信息,降低预测乐观偏差,提高其预测的准确性。O'Brien 和 Bhushan 发现机构投资者的跟进会吸引分析师跟踪。许年行等发现对机构投资者重仓持有的股票,分析师会提高跟踪频率并出具更乐观的研究报告。黄永安和曾小青以基金持有公司的股份比率来衡量机构投资者持股,其持股比例与分析师关注正相关。基金调研也提供了市场信息增量,通过披露活动、调研

纪要的方式传递出去,研究市场获取到这些信号,便会吸引大量的分析师关注被调研企业,并投入时间、精力撰写研究报告^[14]。因此,基金持股会吸引分析师的研报关注。

基于信号传递理论,在企业内外信息不对称的情况下,分析师的研报关注是一种文本信息信号。个股的研报作为其向市场传递信息的方式,投资者关注到这类特质信息,并基于此进行投资判断,股价中融入大量公司层信息,降低个股与行业股价的同步性,有融资需求的企业才能从股票市场获取融资。朱红军等认为分析师的信息搜寻与加工使股价反映出更多未来盈余信息。伊志宏等认为女性分析师的海外经历与女性特有的个性特征,会促进其提供更多公司层的增量信息。随着基础设施的完善,分析师开展实地调研更加便利,能获取更多私有信息,提高公司评级准确性^[15],尤其是分析师研究报告中积极的文本语调,向市场提供了增量信息^[7]。分析师研报关注增加,会降低公司内外部信息不对称,表现为个股同步性下降。因此,分析师研报关注的增加有助于降低股价同步性。

基于上述分析,本文认为基金持股降低了股价同步性,其作用路径为:基金持股向市场传递出行为信号,分析师存在迎合证券投资基金等机构投资者的动机,从而吸引分析师进一步研究;根据信号传递理论,分析师通过研报关注披露更多公司特质信息,降低信息不对称,股价中融入更多公司层面信息,进而降低股价同步性,提高市场信息效率。据此,提出如下假说:

假设 2:给定其他条件不变,分析师研报关注在基金持股影响股价同步性中发挥重要的中介作用。

基于交易成本理论,营商环境是企业经营的重要外部制度环境。从地区发展来看,各地营商环境优化程度是不均衡的。营商环境较好的地区,中介市场服务水平、行业协会完善程度都较高,有更多的分析师能够投入跟踪研究,通过更优质的研报向市场传递出更精准的信息,进而降低股价同步性。袁知柱和鞠晓峰认为良好的区域制度环境和完善的内部治理机制会提高股价信息含量值。熊家财等发现在异质机构投资者行为与股价信息含量之间,制度环境起调节作用。黄政和刘怡芳发现在地区、公司两个层面,良好的市场环境表现为投资者保护水平与信息披露质量更高,股市信息含量越有助于提升资本配置效率。根据生态系统理论,外部环境被视为一种社会性的生态系统。对分析师而言,能更全面地分析单个企业相关因素。尤其是将金融市场、市场环境等企业面临的因素看作一个综合性的

生态系统^[16-17]。良好的营商环境下,中介市场服务水平高,并拥有行业协会支持,能获取更全面的信息,弥补信息“空白”。基于上述分析,根据交易成本理论与生态系统理论,不断优化的营商环境调节分析师研报关注的中介作用。据此,提出如下假说:

假设 3:给定其他条件不变,分析师研报关注的中介作用受到了营商环境的调节。

三、研究设计

(一)数据与变量

1.样本选择

本文选取 2009—2019 年沪深 A 股上市公司为研究样本,参照现有文献对研究样本进行筛选:(1)剔除数据缺失的样本;(2)剔除 A 股 ST 样本,仅保留非 ST 公司样本;(3)剔除金融类样本公司;(4)剔除 IPO 不足一年的公司,即 2009 年后上市不满一年的样本;(5)剔除数据异常样本公司。本文对所获取的所有连续变量在 1%和 99%的水平上进行 Winsorize 处理,减轻极端数据值对分析结果的影响。通过数据筛选,共搜集到 3 329 个样本公司,获得 2009—2019 年 24 668 条上市公司样本观测值。本文所使用的市场化指数选自王小鲁(2018)《中国分省企业经营环境指数报告》,由于数据中各省份排名变动相对稳定,借鉴唐松等、江伟等^[18]的研究,采用近似代替的方法补齐缺失年份的数据。其他数据均从国泰安(CSMAR)数据库中获取。

2.变量定义

(1)股价同步性

借鉴 Piotroski 和 Roulstone^[2]、Morck 等^[3]的研究,使用股价同步性作为资本市场信息效率的代理变量。基于以下两点考虑:第一,股价同步性指标可以测度个股交易中整合的公司特质性信息^[3],便于探究基金持股作为机构投资者能否传递出更多有价值的特质信息,并充分发挥稳定市场、传递市场信息等功能。第二,基金持股跟踪上市公司时,会覆盖较长的时间,股价同步性是市场类指标中能涵盖长时间跨度影响的最佳选择,并且能精确地截取研究所需的市场交易时段进行计算。结合王亚平等、Gul 等^[19]的研究,运用模型(1)估计拟合优度 R^2 ,其中 R^2 在 $[0, 1]$ 间取值,这样的取值不满足 OLS 的回归要求,为有效进行回归,参考 Gul 等^[19]的研究方法,采用取对数的方式进行变量转化,运用模型(2)将 R^2 转化为连续变量。

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{mt} + \beta_2 R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{SYN}_i = \ln\left(\frac{R^2}{1-R^2}\right) \quad (2)$$

其中, R_{it} 为 i 股在 t 时期的个股收益率, R_{mt} 为 m 市场类型下 t 时期的市场收益率, R_{it} 为 l 行业下 t 时期的行业收益率(l 行业参照证监会 2012 版行业分类), ε_{it} 为随机扰动项, R^2 为模型(1)的拟合度。

(2)基金持股比例

借鉴龙雄伟^[6]、曾志远等^[12]的研究,本文设置了基金持股(FH)的衡量方式,即基金持有上市公司股份数量占 A 股流通股比例。综合以往研究方式,仅使用绝对数基金持股数进行比较不利于衡量基金持股占整个流通股的比重,将持股数进行转化,可以更加直观地反映基金持股的机构投资者行为。

(3)控制变量

借鉴伊志宏等^[1]、朱红军等的研究,选择控制影响股价同步性的因素,如表 1。

(二)研究模型

为了检验基金持股对企业股价同步性的影响,以及分析师研报关注的中介作用,构建模型(3)—模型(5),其中模型(3)检验基金持股对企业股价同步性的影响,模型(4)、

表 1 变量定义

变量	变量定义与说明
SYN	股价同步性指标,衡量资本市场信息效率,由模型(1)和模型(2)计算得到
FH	基金持股,即基金持有上市公司股份数量/A股流通股
Coverage	分析师研报关注,即一年内对 <i>i</i> 公司进行过跟踪分析的研报数量的自然对数
BE	地区营商环境指数,参见王小鲁(2018)《中国分省企业经营环境指数报告》
Top1	股权集中度,即上年末公司第一大股东持股比
SHN	控股股东,国有为 1,否则为 0
Size	公司规模,总资产的自然对数
Lev	资产负债率,即总负债比总资产,表示上市公司的财务杠杆,衡量上市公司的资本结构
MB	市值账面比,即总市值除以总资产,衡量公司的成长性
Dturn	换手率,即股票当年成交额除以当年末的总市值,衡量股票的流动性
Year	年份
Ind	行业

模型(5)检验分析师研报关注的中介作用。

$$SYN = \alpha_0 + \alpha_1 FH + \alpha_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$Coverage = \beta_0 + \beta_1 FH + \beta_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$SYN = \gamma_0 + \gamma_1 FH + \gamma_2 Coverage + \gamma_3 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (5)$$

如果模型(3)系数 α_1 显著为负,表明基金持股比例越高,个股股价同步性越低,市场信息效率越高。当模型(4)系数 β_1 显著为正,表明基金持股增加了分析师研报关注。模型(5)系数 γ_2 显著为负,表明分析师研报关注增加能降低个股股价同步性,提高市场信息效率。当 β_1 与 γ_2 均显著,则存在分析师研报关注中介效应(支持假设2)。如果 γ_1 显著为负,表明基金持股能直接降低股价同步性。如果 β_1 、 γ_2 的综合作用与 γ_1 对股价同步性的作用结果同号,存在基金持股通过分析师研报关注降低股价同步性的部分中介效应。

进一步检验营商环境影响基金持股与股价同步性关系的路径。借鉴温忠麟等^[20]有调节的中介模型,构建模型(6)一模型(9)。

$$SYN = c_0 + c_1 FH + c_2 BE + c_3 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (6)$$

$$Coverage = a_0 + a_1 FH + a_2 BE + a_3 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$SYN = c_0 + c_1 FH + c_2 BE + b Coverage + b_1 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (8)$$

$$SYN = c_0 + c_1 FH + c_2 BE + b Coverage + d BE \times Coverage + b_1 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_i \quad (9)$$

模型(6)一模型(8)是为检验营商环境调节模型(3)一模型(5)的中介模型。如果模型(6)中的 c_1 显著(支持假设1),同时模型(7)中的 a_1 显著、模型(8)中的 b 显著,表明有调节的中介模型成立(支持假设2)。通过模型(9)检验调节路径。如果模型(9)中的 d 显著,表明有调节的中介路径受到了影响(支持假设3),其中调节效应为 $b+d \times BE$ 。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

表2报告了主要变量的描述性统计,可以观察到样本SYN的均值和中位数相近,表明样本分布相对均匀。SYN的均值与兰秀文等^[21]披露的均值0.473接近,列报结果与已有研究差异不大,说明随着股票市场的发展,我国的股价同步性较前一阶段略微有所上升,且同步性稳定在较高水平上。样本选取期间为2009—2019年(包含2015年股价下跌的数据,会对结果有所影响)。基金持股(FH)均值为0.060,略低于杨竹清报告的7.058%。可能的原因是选取的样本区间及整体股票市场行情不同。BE值较大的差距表明我国各地区营商环境发展程度不平衡。其他变量均值都在合理波动水平范围内。

(二)相关性分析

在进行多元回归分析之前,进行变量之间的相关性分析。基金持股比例与股价同步性在1%显著性水平上负相关,相关系数为0.093,这说明两者之间存在负相关关系。相关性分析显示,各系数均未超过0.5。通过方差膨胀因子分析得到的VIF值小于10,说明不存在多重共线性的问题。本文选取的各变量均与因变量之间存在相关性,一定程度上反映出模型中的关系。

(三)回归分析

1.基金持股与股价同步性回归结果

表3的回归结果显示,调整 R^2 为0.267、0.298、0.268,说明模型的拟合程度较好。模型(3)中SYN与FH显著为负,表明基金持股比例越高,个股股价同步性越低,市场信息效率越高,支持假设1。模型(4)中Coverage与FH显著为正,模型(5)中SYN与Coverage显著为负, β_1

表2 主要变量的描述性统计

	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
SYN	24 668	0.476	0.485	0.185	0.001	1.000
FH	24 668	0.060	0.022	0.091	0.000	0.455
Coverage	24 668	0.886	1.000	0.736	0.000	5.537
BE	24 668	7.954	8.310	1.798	-0.230	10.000
Top1	24 668	0.352	0.333	0.150	0.087	0.750
SHN	24 668	0.366	0.000	0.482	0.000	1.000
Size	24 668	9.615	9.537	0.564	8.562	11.340
Lev	24 668	0.431	0.424	0.210	0.051	0.914
MB	24 668	0.616	0.616	0.242	0.120	1.139
Dturn	24 668	0.476	0.315	0.473	0.029	2.547

显著为正与 γ_2 显著为负, 则存在分析师研报关注的中介效应, 支持假设 2。模型(3)—模型(5)中, 由 $\beta_1\gamma_2/\alpha_1$ 可知分析师研报关注中介效应占总中介效应的 4.37%。此外, 系数 γ_1 为 -0.153, 这表明基金持股存在直接降低股价同步性的作用路径, 同时, 基金持股也会通过分析师研报关注这一中介降低企业的股价同步性。基金持股作为机构投资者, 拥有丰富的投资经验和强大的资金实力, 被基金持股的上市样本公司能够降低其股价同步性。当证券投资基金大量持股某一个股, 就会吸引分析师加大对该领域的关注, 在企业内外信息不对称的情况下, 分析师针对个股所发布的研报作为文本信息信号, 使公司层信息融入股价中, 进而降低个股与行业股价的同步性。

2. 营商环境对基金持股与股价同步性的调节路径

表 4 显示基金持股与股价同步性有调节的中介效应模型。模型(9)显示分析师研报关注的中介作用受到营商环境的调节。模型(6)显示自变量基金持股和调节变量营商环境, 可以看到基金持股的系数为 -0.160, 且在 1% 的水平显著, 营商环境的系数为 -0.002, 且在 1% 的水平显著, 两者均可以降低个股股价同步性, 支持假设 1。模型(7)可以看到, 基金持股能够显著增强分析师的研报关注, 基金持股的系数为 0.695, 且在 1% 的水平显著。模型(8)在模型(6)的基础上加入了中介变量分析师研报关注, 其中, 中介变量与股价同步性在 1% 的水平显著负相关, 系数为 -0.010, 且增加中介变量后, 模型(8)的解释度较模型(6)有所提升。研究模型(8)发现, 中介变量加入后, 自变量基金持股与因变量股价同步性之间的关系仍显著, 说明分析师研报关注在基金持股与股价同步性间发挥了部分中介作用, 支持假设 2。模型(9)基于模型(8)添加了调节变量营商环境与中介变量分析师研报关注的交互项, 尽管加入交互项之后模型拟合度下降, 但交互项 ($BE \times Coverage$) 回归系数 -0.006 在 1% 的水平显著, 验证了营商环境的调节作用, 其中假设 3 的调节效应为 $0.038 - 0.006 \times BE$ 。由于主效应受到控制, 调节变量的影响程度都较小。Chaplin^[22]认为检验调节效应时, 即使

调节效应值较小, 采用大样本量且交互项显著, 也存在其理论贡献。借鉴温忠麟等^[20]的检验步骤, 结果均显著, 有调节的中介效应得到验证, 支持假设 3, 即分析师研报关注的中介作用受到营商环境的调节。

表 3 基金持股与股价同步性检验

	模型(3)	模型(4)	模型(5)
	SYN	Coverage	SYN
FH	-0.161*** (-13.50)	0.703*** (14.03)	-0.153*** (-12.82)
Coverage			-0.010*** (-6.05)
Controls	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制
Constant	0.944*** (34.62)	-6.803*** (-43.78)	0.873*** (29.79)
Observations	24 668	24 668	24 668
Adj_R ²	0.267	0.298	0.268
F	254.8	129.3	251

注: *** 代表在 1% 的水平显著, 括号内数值为公司层面聚类调整后的 t 值(下表同)。

表 4 基金持股与股价同步性有调节的中介路径

	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)
	SYN	Coverage	SYN	SYN
FH	-0.160*** (-13.46)	0.695*** (13.91)	-0.153*** (-12.80)	-0.156*** (-13.03)
BE	-0.002*** (-3.06)	0.027*** (11.42)	-0.002*** (-2.63)	0.003*** (3.18)
Coverage			-0.010*** (-5.86)	0.038*** (4.87)
BE × Coverage				-0.006*** (-6.31)
Controls	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
Constant	0.952*** (34.85)	-6.915*** (-44.37)	0.882*** (29.98)	0.846*** (28.33)
Observations	24 668	24 668	24 668	24 668
Adj_R ²	0.267	0.301	0.268	0.269
F	248.5	127.7	244.8	241.3

(四)稳健性检验

1.替换变量

替换股价同步性,计算类比于模型(1)、(2),其中股价同步性的衡量结果受多种因素影响。因此,采用替换被解释变量的方式进行稳健性检验。结果如表5列(1)、列(2),基金持股的系数均为负,与表3分析结果一致,假设1可靠性得到验证。

替换基金持股,为了避免潜在的样本选择偏差,采用替换解释变量的方式进行稳健性检验。证券投资基金这类机构投资者倾向于持股更优质的公司,为了缓解选择偏差,考虑社保基金持股(SFP)的样本。结果如表5列(3),与股价同步性在1%显著性水平上负相关,结论具有稳健性。

2.调整样本期间

本文采用缩短时间窗口方式,删减2009年和2015年的数据,避开2009年金融危机余波及2015年股价下跌的影响。结果如表5列(4),基金持股与股价同步性在1%显著性水平上负相关,证实了前文的假设。

3.固定效应模型

降低样本个体差异,缓解遗漏变量产生的内生性问题。表5列(5)基金持股与股价同步性在1%显著性水平上负相关,结论具有稳健性。

4.滞后一期

考虑到可能存在基金持股对股价影响的滞后性,借鉴

李维安和李滨的处理方法,对基金持股进行滞后一期处理。回归结果见表5列(6),其中主要解释变量系数的方向和显著性程度未发生明显变化,结论具有稳健性。

五、研究结论与启示

我国股票市场价格呈现“同涨同跌”现象,反映出资本市场中存在问题,亟待解决。证券投资基金快速发展,逐渐升级为我国资本市场的主导力量。基金持股行为能起到参与和监督公司治理的作用,促进信息披露,改善信息环境,进而降低同步性。本文以基金持股作为切入点,使用股价同步性作为资本市场信息效率的代理变量,研究基金持股影响股价同步性的作用路径,发现基金持股通过吸引分析师研报关注进而降低企业个股的股价同步性。本文进一步探讨了营商环境对“基金持股—分析师研报关注—股价同步性”这一影响路径的调节作用,结果表明:基金持股对股价同步性具有显著的负向影响,分析师研报关注在基金持股与股价同步性之间发挥显著的中介作用。同时,分析师研报关注的中介作用受到营商环境的调节。以上研究说明,基金持股是降低股价同步性的一个值得关注的外部因素。分析师研报关注带来的公司层特质信息,在降低我国资本市场股价同步性中发挥了积极作用,一定程度上探究出基金持股影响股价同步性的作用路径。本文为证券投资基金持股影响股价同步性的研究提供了新视角,并在较

大程度上拓展和深化了人们对基金持股微观经济后果的理解。

基于此,本文提出以下政策建议:第一,完善金融市场服务体系,加大对证券投资基金的政策支持,充分发挥其促进市场健康发展的作用,提升被投资公司信息披露和治理水平,增强资本市场信息效率。第二,相关部门要加强对分析师行业的监管与引导,通过完善相关职业准则,促进行业逐

表5 稳健性检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SYN_Mdeq	SYN_Mdos	SYN	SYN	SYN	SYN
FH	-0.156*** (-13.14)	-0.140*** (-11.32)		-0.132*** (-9.82)	-0.127*** (-8.67)	
L.FH						-0.037*** (-3.06)
SFP			-0.007*** (-4.47)			
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.973*** (35.66)	-0.033 (-1.13)	1.124*** (19.35)	-0.095*** (-3.16)	1.021*** (17.95)	1.045*** (35.52)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	24 668	24 668	5 364	21 157	24 668	20 485
Adj_R ²	0.265	0.293	0.307	0.286	0.130	0.275
F	251.7	287.2	73.40	254.9	413.8	226.2

步规范化,还应健全激励与培训机制,促进分析师职业能力与素养的全面提升,确保向市场提供高质量的信息服务。第三,国家应逐步加大营商环境建设力度,进一步提高总体市场化水平,完善各类中介服务及司法体系,为投资者、企业提供公平的市场环境,同时,促使企业积极对外发布公告,通过大量高频的公告披露,改善信息不对称。第四,通过政策颁布要求企业按规定披露信息,增强信息可比性,鼓励企业自愿披露特质信息,增加股价信息含量。监管者需要提供必要政策支持,引导市场向规范化方向发展。第五,引导和鼓励个体投资者从股票基本面、技术面等多方面分析,进行价值投资,减小个体投资者由于盲目、短视投资行为产生的投资风险,进而降低股价的“同涨同跌”。●

【参考文献】

- [1] 伊志宏,申丹琳,江轩宇.基金股权关联分析师损害了股票市场信息效率吗:基于股价同步性的经验证据[J].管理评论,2018(8):3-15.
- [2] PIOTROSKI J D, ROULSTONE D T. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices [J]. Accounting Review, 2004, 79(4): 1119-1151.
- [3] MORCK R K, YEUNG B, WU W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 2-15.
- [4] CHAN K, HAMEED A. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 80(1): 115-147.
- [5] 张大永,刘倩,姬强.股票分析师的羊群行为对公司股价同步性的影响分析[J].中国管理科学,2021(5):55-64.
- [6] 龙雄伟.证券投资基金持股对股价同步性的影响研究[J].价格理论与实践,2017(11):122-125.
- [7] 吴武清,赵越,闫嘉文,等.分析师文本语调会影响股价同步性吗?——基于利益相关者行为的中介效应检验[J].管理科学学报,2020(9):108-126.
- [8] DONG Y, LI O Z, LIN Y, et al. Does information-processing cost affect firm-specific information acquisition? Evidence from XBRL adoption [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016, 51(2): 435-462.
- [9] GREWAL J, HAUPTMANN C, SERAFEIM G. Material sustainability information and stock price informativeness [J]. Journal of Business Ethics, 2020, 171(3): 513-544.
- [10] 黄谄蓉,白羽轩.网络传染是“真羊群”还是“伪羊群”?——网络传染程度对资本市场定价效率的影响[J].中国管理科学,2021,29(9):12-24.
- [11] MA M. The impact of fund holdings on the real activities earnings management [J]. E3S Web of Conferences, 2021, 235(3): 03024.
- [12] 曾志远,蔡东玲,武小凯.“监督管理层”还是“约束大股东”?基金持股对中国上市公司价值的影响[J].金融研究,2018(12):157-173.
- [13] 潘宁宁,朱宏泉.基金持股与交易行为对股价联动的影响分析[J].管理科学学报,2015,18(3):90-103.
- [14] 肖欣荣,马梦璇.信息共享还是利益冲突?——基于买方单独调研与买卖双方联合调研的实证检验[J].金融研究,2019(8):171-188.
- [15] 魏泊宁.高铁开通对股价同步性的影响:基于分析师关注的中介效应研究[J].经济与管理,2020,34(2):66-76.
- [16] 李志军,张世国,李逸飞,等.中国城市营商环境评价及有关建议[J].江苏社会科学,2019(2):30-42,257.
- [17] 杜运周,刘秋辰,程建青.什么样的营商环境生态产生城市高创业活跃度?——基于制度组态的分析[J].管理世界,2020,36(9):141-155.
- [18] 江伟,孙源,胡玉明.客户集中度与成本结构决策:来自中国关系导向营商环境的经验证据[J].会计研究,2018(11):70-76.
- [19] GUL F A, KIM J B, QIU A A. Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: evidence from China [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 95(3): 425-442.
- [20] 温忠麟,张雷,侯杰泰.有中介的调节变量和有调节的中介变量[J].心理学报,2006(3):448-452.
- [21] 兰秀文,邬晗,张伟.社保基金持股对股价同步性的影响研究:基于A股上市公司的证据[J].会计之友,2020(22):105-112.
- [22] CHAPLIN W F. The next generation of moderator research in personality psychology [J]. Journal of Personality, 2010, 59(2): 143-178.