

摘 要

随着金融科技的发展和国内外政治经济格局的复杂变化,金融市场中专业化投资比例逐步提高,中小投资者面临的风险越来越大。很多中小投资者转而投资于指数型基金投资。作为一种“无为”的被动投资管理工具,ETF 一经推出便受到市场追捧。据统计,我国自 2004 年推出第一只 ETF 基金以来,经过将近 20 年的快速发展,ETF 基金管理总规模突破 1.6 万亿元,股票型 ETF 管理总规模已增至 1.24 万亿元(截至 2022 年底)。作为发展程度不足的新兴资本市场,我国股票市场中一直存在着“同涨同跌”现象,股价同步性水平较高,降低了金融市场的有效性。ETF 的快速发展是否影响我国金融市场的有效性?它对不同上市公司的股票会造成哪些影响?正确认识这些问题有助于 ETF 基金实现投资目标,同时有助于优化我国股票市场资源合理配置和推动我国股票市场的长期良好发展。

为此,本文以股价同步性度量个股的信息有效程度,研究 ETF 持股与股价同步性的关系,并进一步揭示其影响机理。通过梳理现有文献和相关理论,本文分析了 ETF 基金持股与股价同步性的关系,并基于 2011—2021 年我国 A 股上市公司交易数据构建模型,实证检验 ETF 持股对股价同步性的影响。另外,本文从股权集中度、股票流动性、公司规模等层面进一步分析了 ETF 基金持股对股价同步性影响的异质性规律,并使用机构投资者、股权制衡度和信息披露制度等渠道分析 ETF 持股对股价同步性的影响路径。研究结果发现:第一,ETF 基金持股比例的增加显著提高了股价同步性水平;第二,股权集中度水平越低、股票流动性越小、规模越大的公司,ETF 持股提升股价同步性的影响效果越强;第三,ETF 基金持股可以通过减小机构投资者持股比例、降低股权制衡度以及降低信息披露质量三条渠道从而对股价同步性起到提升作用。

最后,在对本文的实证结果进行内生性问题讨论,在一系列稳健性检验结果的基础上,得到本文的实证研究结果,并提出如下建议:(1)加强市场监管力度,健全、完善股票市场的信息披露制度;(2)合理控制指数类基金发展规模,推动机构投资者发展,发挥其正向影响作用;(3)普通投资者和个人投资者不应盲目迷信 ETF 指数基金,引导个人投资者理性投资。

关键词: ETF; 股价同步性; 被动型基金; 信息披露

Abstract

With the development of financial technology and the complicated changes in the political and economic structure at home and abroad, the proportion of specialized investment in the financial market has gradually increased, and the risks faced by small and medium-sized investors are increasing. Many small and medium investors turn to invest in index funds. As a passive investment management tool, ETF has been sought after by the market once it was launched. According to statistics, since China launched the first ETF fund in 2004, after nearly 20 years of rapid development, the total scale of ETF fund management has exceeded 1.6 trillion yuan, and the total scale of stock ETF management has increased to 1.24 trillion yuan (by the end of 2022). As an underdeveloped emerging capital market, there has always been a phenomenon of "rising together and falling together" in China's stock market, and the level of stock price synchronicity is high, which reduces the effectiveness of the financial market. Does the rapid development of ETF affect the effectiveness of China's financial market? What impact will it have on the stocks of different listed companies? A correct understanding of these problems is helpful for ETF funds to achieve their investment goals, and at the same time, it is helpful to optimize the rational allocation of resources in China's stock market and promote the long-term good development of China's stock market.

Therefore, this paper uses stock price synchronicity to measure the information effectiveness of individual stocks, studies the relationship between ETF holdings and stock price synchronicity, and further reveals its influence mechanism. By combing the existing literature and related theories, this paper analyzes the relationship between ETF holding shares and stock price synchronicity, and builds a model based on the transaction data of China's A-share listed companies from 2011 to 2021 to empirically test the influence of ETF holding shares on stock price synchronicity. In addition, this paper further analyzes the heterogeneity of the influence of ETF fund holding shares on stock price synchronicity from the aspects of equity concentration, stock liquidity and company size, and analyzes the influence path of ETF holdings on stock price synchronicity by using institutional

investors, equity balance and information disclosure system. The results show that: firstly, the increase in the shareholding ratio of ETF funds has significantly improved the level of stock price synchronicity; Second, the lower the level of equity concentration, the smaller the stock liquidity and the larger the scale, the stronger the influence of ETF holding on stock price synchronicity.; Thirdly, the increase of ETF's shares holding ratio will reduce institutional investors' shares holding ratio and equity balance, reduce the quality of information disclosure and improve stock price synchronicity.

Finally, we discuss the endogenous problems of the empirical results of this paper, and get the empirical research results of this paper on the basis of a series of robustness test results, and put forward the following suggestions: (1) market supervision should be strengthened , the information disclosure system of the stock marke should be improve; (2) control the development scale of index funds reasonably and promote the development of institutional investors for playing their positive role; (3) Ordinary investors and individual investors should not blindly believe in ETF but be guided to invest rationally.

Key words: ETF; Stock price synchronicity; Passive funds; Information disclosure

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	3
1.2.1 理论意义	3
1.2.2 现实意义	3
1.3 研究思路和研究方法	3
1.3.1 研究思路	3
1.3.2 研究方法	4
1.4 研究内容及框架	4
1.4.1 研究内容	4
1.4.2 研究框架	5
1.5 研究创新点	7
第 2 章 文献综述	8
2.1 股价同步性的影响因素	8
2.1.1 股价同步性的度量	8
2.1.2 股价同步性的“信息解释论”	8
2.1.3 股价同步性的“噪音解释观论”	9
2.2 机构投资者对股价同步性的影响研究	10
2.2.1 机构投资者降低股价同步性	10
2.2.2 机构投资者提升股价同步性	11
2.3 ETF 基金对股票市场的影响	12
2.3.1 积极影响	12
2.3.2 消极影响	13
2.4 文献述评	15
第 3 章 理论分析与研究假设	16
3.1 理论基础	16
3.1.1 有效市场假说	16
3.1.2 证券交易中的信息不对称	16
3.2 理论分析与假设	18
3.2.1 ETF 基金持股对股价同步性影响的理论分析	18

3.2.2 机构投资者和股权制衡度、ETF 持股与股价同步性	19
3.2.3 信息披露、ETF 持股与股价同步性	20
3.3 本章小结	21
第 4 章 研究设计	22
4.1 变量定义	22
4.1.1 被解释变量	22
4.1.2 解释变量	22
4.1.3 控制变量	23
4.1.4 其他变量	23
4.2 样本选择和数据来源	25
4.3 模型设计	25
4.4 本章小结	27
第 5 章 ETF 持股对股价同步性影响的实证分析	28
5.1 描述性统计与相关性分析	28
5.1.1 描述性统计	28
5.1.2 各个变量之间的相关性分析	28
5.2 基准回归结果与分析	29
5.3 ETF 基金持股能够提升股价同步性效果的差异性分析	29
5.3.1 股权集中度高低	31
5.3.2 流动性大小	32
5.3.2 公司规模大小	33
5.4 ETF 基金持股能够提升股价同步性效果的影响路径分析	35
5.4.1 降低机构投资者持股比例和股权制衡度	36
5.4.2 降低信息披露质量	36
5.5 稳健性检验	39
5.5.1 内生性检验	39
5.5.2 替换被解释变量	41
5.5.3 样本间替换检验	42
5.5.4 设置虚拟变量对照组	43
5.6 本章小结	45
第 6 章 研究结论与政策建议	46
6.1 研究结论	46

6.2 政策建议	47
6.3 研究展望	48
参考文献	49
致 谢	56

第 1 章 绪论

1.1 研究背景

ETF 基金（Exchange-Traded Funds, ETF）又称交易型开放式指数基金，是指为了实现与标的指数收益基本一致的目标，从而采用被动管理的方法复制或跟踪某一标的指数的创新型基金。ETF 在实质上是一种特殊的指数型基金。其特殊之处是，ETF 不仅拥有普通指数基金的优势而且还拥有自己的一些特点：可以像股票一样在二级市场上自由交易。该特点一方面可以为投资者使用 ETF 交易机制实现套利提供便利，另一方面能够以 ETF 为基础推出 ETF 衍生金融工具（如我国上证 50ETF 期权），丰富金融市场产品，提高金融市场的资源配置效率。

根据全球资产管理中心评价指数报告统计，近十年来世界范围内的资产管理资金呈现出一种趋势——由主动型产品流向被动型和非传统型产品。从 2019 年起，被动型投资超越主动型并在市场份额中保持持续领先地位，由于强劲的净流入和市场增长，年内全球管理资产规模增长了 17%，远远超过了主动型管理产品规模增长规模 11%，被动型资产实现史上最高增长，预计未来五年这一趋势将得以持续，年增长率为 9%。ETF 基金作为被动投资类型工具的典型代表，也在国内实现了快速发展。从 2004 年首次推出 ETF 基金至今，经过 18 年的发展我国国内全市场 ETF 基金数目已增至 760 只，ETF 基金管理总规模突破 1.6 万亿元，股票型 ETF 管理总规模已增至 1.24 万亿元（截至 2022 年底）。

伴随着指数投资思想的普及和 ETF 基金的快速发展，有关 ETF 对股市影响问题的探讨也日渐激烈，尤其是关于影响股票市场的信息效率及股价同步性方面。股票市场的信息效率是指股票价格对公司层面的特质信息的反映程度，它会影响股票价格的未来走势、股价所反映的信息含量以及个股股价和市场整体股价的未来趋同程度等。在股票市场具有较高效率的时候，股票价格能更多地反映公司层面的特质信息，此时的股票表现出可预见性的价格走势。但当股市的有效性不高，也就是股价对市场的反应大于对企业自身特征的反应，就会出现个股与个股、个股与整个市场的“同涨同跌”，即股价同步性现象。而作为衡量资本市场效率高低与否的关键指标，股价同步性已然成为学术界的重点研究对象。中国证券市场从建立之初就存在着严重的投机性，经历了几次大幅上涨和下跌的过程。由于我国的金融市场属于新兴的非成熟资本市场，股

价信息效率不高，股价同步性水平较高，对抗外部冲击的能力较弱，因此股票价格的反复震荡极易引起股灾现象，严重危害资本市场的稳定性和有效性。

尽管与国内相比，国外学者在 ETF 方面的研究更为成熟，但是在 ETF 交易对标的股票信息效率的影响方面，学术界尚无定论。一方面，ETF 是可以在交易所上市的、交易标的是一篮子股票的金融理财产品，因此具有透明性高、可充分分散风险的特征。ETF 的出现能让更多的投资者拥有对一篮子股票进行交易的能力，而不是单一的个股，这就能够让新的信息能够更快地被反映到整体的股票基本面上，提高股票价格的信息效率。此外 ETF 基金作为被动投资指数的一种，其持股份额的增长也会对外界环境造成影响，如市场监督、信息披露质量和媒体关注等等。因此有些学者认为 ETF 可以显著提升股价的信息效率。

从另一方面来看，ETF 总是被动地复制或跟踪指数，使很多投资者对个股的关注度降低，因而极有可能会忽略单只股票对整个一篮子股票的极端影响。如果遇到单只股票与整个标的指数对市场信息的敏感程度相差较大的时候，也会使新信息无法及时地被反映到股价中。而且，ETF 基金的投资行为可能会对基本面造成冲击，比如与行为有关的错误定价、吸引了大批非知情交易者进行交易等，导致股票价格脱离基本面大幅波动，加剧了市场波动性和系统性等风险。因此也有些学者认为 ETF 损害了股价的信息效率。

国内对于 ETF 的研究主要集中于 ETF 的套利行为、对股票流动性的影响以及防范风险等方面，并且侧重单只 ETF（如上证 50ETF）的影响。对于 ETF 整体持股行为对股票市场尤其是对股价同步性的影响的研究几乎空白。在 ETF 飞速发展的背景下，ETF 持股行为与股价信息效率两者之间的关联性也在逐步增强，研究 ETF 持股对股价同步性的影响显得愈发重要。ETF 等指数类基金成立的初衷就是一种“无为”的被动投资管理工具，飞速发展的 ETF 等指数基金类产品是否会对股价信息含量带来影响？如何影响股票市场的信息效率？ETF 的成长影响市场信息效率的机制是什么或者呈现出什么样的异质性特征？

回答这些问题，对 ETF 基金持股行为对整个股票市场层面的影响进行系统的分析，对于政策的制定、投资者的决策以及监管机构的决策都具有十分重要的理论与实践价值。为此，本文将以我国 A 股市场中的股票型 ETF 成分股为研究对象，在前人研究的基础上，采用理论与实证相结合的方法，系统地探讨 ETF 持股与股价同步性的关系。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

第一，丰富了 ETF 基金对股票市场影响的相关研究。自 2004 年推出第一只 ETF 基金以来，其份额和规模一直飞速发展，对市场的影响程度逐步加深。然而，学术界对于 ETF 基金持股行为如何影响股票市场的研究十分有限，且主要集中在对股票的流动性和市场的波动性方面，鲜有文献进一步研究 ETF 持股对股价信息效率及股价同步性方面的影响。本文从股价同步性的影响角度，考察了 ETF 对股票市场的影响及其背后的影响机制，有助于丰富 ETF 类被动投资者与股票价格效率关系的相关理论，同时有助于理解作为金融创新型产品的 ETF 基金对股票市场的影响。

第二，进一步细化关于引起股价同步性变动的因素研究。现有研究基金持股变动和股价同步性的关系的文献中，基金指数大多为全部基金，而少有文章对其进行进一步细分，研究 ETF 等被动类指数投资基金与股价同步性两者之间的关系。本文寻找到一种新的股价同步性的影响因子，并对其内在机理进行了探讨。具体来说，本文实证检验了 ETF 基金持股对股价信息含量和股价同步性的影响，在此基础上，本文进一步地探讨了 ETF 基金影响股价同步性的作用机制。研究 ETF 基金持股对股价同步性的作用机制，细分和填补了现有文献对股价同步性的相关研究内容。

1.2.2 现实意义

本文为投资者、金融监管者以及中国股票市场都提出了可行性的建议。股票市场中较高的股价同步性会降低股价的信息效率，减弱资源的配置效率，大大降低股市的稳定性。本文研究 ETF 持股对股价同步性的影响，并在此基础上进一步厘清其作用机制。这对于金融监管者而言，有助于其更好地监督和管理 ETF 这类金融产品；对于广大投资者而言，有助于其认清 ETF 基金产品对股票市场的影响，引导个人投资者理性投资；对于相关市场部门而言，可以提供政策性理论支持，合理控制指数类基金发展规模，防范化解证券市场的异常波动、促进证券市场的良好发展，因此具有重要的实践意义。

1.3 研究思路和研究方法

1.3.1 研究思路

本文拟解决以下两个问题：1、ETF 基金持股能否影响股价信息含量，影响股价同步性，以及有何异质性特征？2、厘清 ETF 持股影响股价同步性的影响机制有哪些。

首先对国内外有关股价同步性、ETF 基金与股票市场的关系等研究进行梳理，在此基础上提出文章涉及的基础理论以及 ETF 基金持股对股价同步性之间的作用机制，并基于此提出研究假设。然后，构建计量模型并实证检验 ETF 基金持股和股价同步性之间的关系，通过实证研究来检验本文的研究假设：一是构建面板数据，控制年份和行业效应进行固定效应混合回归进行基准回归分析，二是区分股权集中度高低、流动性大小及公司规模大小进行差异性检验丰富研究结论，三是基于机构投资者、股权制衡度和信息披露质量来探讨 ETF 持股对股价同步性影响的路径分析，四是对本文的实证研究成果进行了稳健性检验。最后得出本文最终结论并提出相关建议。

1.3.2 研究方法

1.文献分析法。在阅读了国内外已有的相关文献之后，并对它们进行了梳理、比较及述评，比较完整地归纳并分析了 ETF 持股对股价信息效率和股价同步性的研究方向和方法。在此基础上，对论文的选题进行了一定的借鉴，发现了当前研究中存在的缺陷和论文的创新点；同时，也为论文的写作提供了理论基础。

2.实证分析法。本文以 2011—2021 年 A 股上市公司的股票交易数据为研究样本，构建面板数据，采用固定效应混合模型实证检验 ETF 持股和股价同步性之间的关系，对其分类进行异质性分析，并探究其作用机制。同时，采用缩尾处理变量数据，剔除与金融危机和中国股市崩盘有关的年份，对所得到的数据进行稳健性分析，最终得到结论。

1.4 研究内容及框架

1.4.1 研究内容

本文着眼于被动投资行为角度，通过理论分析和实证分析法，剖析 ETF 基金持股是否会对股价同步性产生影响并探究其背后的影响路径机制。

研究内容分布为下：

第一章为绪论，包括本文的研究背景、研究意义、研究内容、研究方法、研究思路与创新之处等，作为本文的大体框架。

第二章为文献综述,首先对国内外股价同步性影响因素的文献综述进行梳理概括与总结,其次整理有关机构投资者对股价同步性因果关系的文献综述,以及 ETF 基金对股票市场的产生的双面效应,最后基于相关文献进行文献述评,找到目前研究缺失部分作为本文的立足点。

第三章是理论分析和假设,从基础理论出发,揭示 ETF 基金持股可能对股价同步性产生的影响,进一步分析 ETF 对股价同步性的作用渠道,提出本文研究的假设。

第四章为研究设计,主要包括对样本选取与数据处理,以及模型构建等方面。本文以我国 A 股上市公司 2011—2021 年数据,测算被解释变量即股价同步性的代理变量,并对解释变量和相关控制变量进行定义,在此基础上,列出本文所需的实证模型,利用实证模型来验证之前提出的假设。

第五章为实证结果。首先,对本文主要变量进行描述性统计与相关性检验。通过基准回归分析 ETF 持股与股价同步性之间的因果关系。其次进行影响差异分析,分别基于股权集中度水平高低、公司流动性大小、公司规模等特征,分析 ETF 持股对股价同步性影响的差异效果。再次,从机构投资者、股权制衡度和信息披露质量角度探究 ETF 影响股价同步性的路径机制。最后对实证结果进行稳健性检验,通过工具变量 IV 法、替换相关变量、排除特殊年份和政策干扰等方式检验本文结果的稳健程度,证明本文那结果的稳健性。

第六章为本文的总结和建议,在以上分析的基础上,给出了全文的主要结论,并给出了相应的建议,并对本论文的未来进行了展望。

1.4.2 研究框架

基于上文的研究思路,本文的研究框架图如下所示:

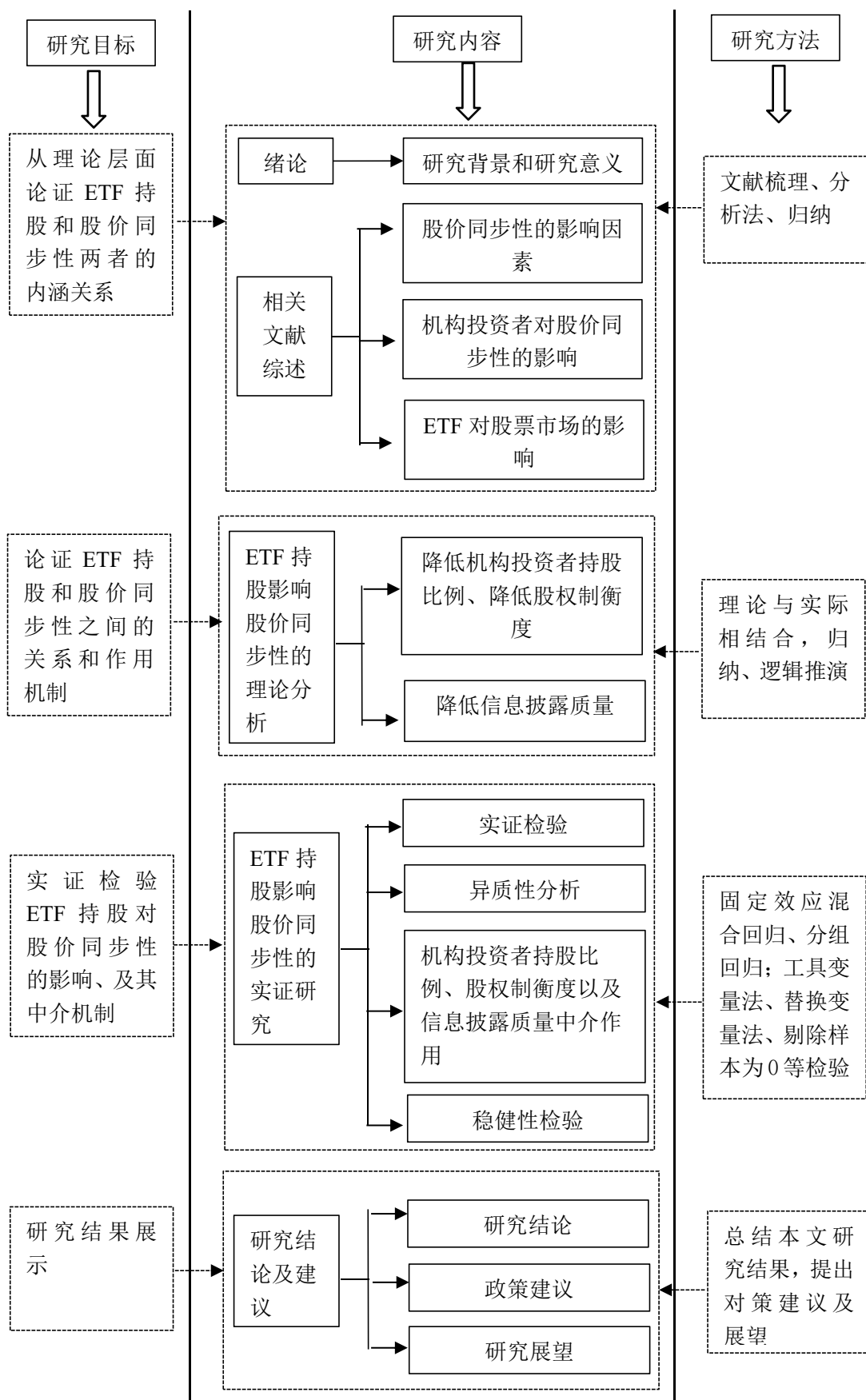


图 1-1 研究框架图

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/166114014143010202>