

通，并完善相关规范，提升平台信息的可信度与治理水平。同时，可通过宣传推广，提高市场对这类平台的认知与使用意愿，促进信息中介体系的多元化与健康发展。

第三，引导上市公司完善自身治理机制，促进企业与资本市场的良性互动。良好的公司治理有助于增强投资者信心、优化资源配置并提升市场整体效率。建议通过发布治理指引、推广最佳实践等方式，为企业提供治理改进的参考。同时，可借助融资支持、政策激励等措施，引导并鼓励公司主动优化治理结构。此外，应健全监督机制，引导公众与媒体参与公司治理监督，构建多方协同的治理格局，实现实体经济与资本市场协同发展。

公募基金投资者与公司治理 ——基于社会和可持续发展偏好

赖勉珊 周 游 Philip Arestis

在全球可持续发展浪潮推动下，中国公募基金行业正迎来环境、社会与治理（ESG）投资的快速发展阶段。这种投资模式不仅提升了基金产品的市场吸引力，还为构建可持续金融体系注入了新活力。公募基金作为大众理财的重要渠道，其投资者行为直接影响资金流向和资源配置效率。良好的公司治理是企业稳健运营的基石，能够有效提升企业价值和绩效，通过规范风险管理和战略投资驱动公司增长。此外，机构投资者的积极参与以及对环境、社会责任的关注进一步巩固了治理对企业长期稳定发展的支撑作用。当前研究多聚焦于ESG整体对投资的影响，但对于治理维度的独立作用仍需进一步阐明。

本文基于中国公募基金市场的数据，系统考察投资者对基金投资组合治理水平的响应行为。研究样本涵盖2007年至2023年间1434只主动型股票和混合基金。核心变量为基金层面的治理评分，通过加权计算基金持有的个股治理水平来构建；资金流动指标则用

于捕捉投资者申购和赎回行为。研究发现：（1）基金层面的公司治理评分与基金流量呈显著正相关，表明投资者在社会责任与可持续发展偏好驱动下，将治理水平纳入决策框架，形成基于治理质量的资金流入效应；（2）投资者对治理水平的响应呈现非对称性，主要体现在申购行为中，而在赎回行为中不显著；（3）分组分析显示，治理评分对资金流入的促进作用在小规模基金、小规模基金公司以及高星级基金中更为明显；（4）不同投资者群体的决策存在差异性，个人投资者更倾向于优先考虑治理等非财务因素，而机构投资者则注重治理与财务回报的综合平衡；（5）稳健性检验进一步验证了治理评分对基金流量的正向影响，并证实治理因素可通过提升绩效间接吸引资金流入。

本文的研究贡献主要体现在以下三方面：第一，从治理维度切入，丰富了对投资者信息集的认识，证明治理作为非定价因素，能与传统指标共同驱动决策。第二，揭示了投资者在买入与卖出行为中对治理水平反应的非对称性，深化了对资金流动机制的理解。具体而言，投资者在申购决策中对治理信号更为敏感，反映出其在不同决策情境下的行为差异。第三，阐明了投资者在决策中存在的非财务动机。具体而言，我国基金投资者表现出对公司治理的社会或可持续性偏好，与既有研究中关于投资者愿为社会责任承担一定绩效折让的结论相符，进一步丰富了关于投资者行为驱动因素的讨论。

本文研究结论为推动中国公募基金行业可持续发展提供了一定政策启示。第一，完善 ESG 评级体系与信息披露机制。建议监管机构不断推动标准化 ESG 评级框架建设，减少评级分歧与披露不充分问题。同时，可要求基金在招募说明书和定期报告中披露基金层面治理评分及相应的持仓细节，帮助投资者识别真实治理投入并防范“漂绿”行为。同时，可考虑构建绿色金融信息平台，嵌入治理评分查询模块，衔接传统基金评估体系，多方位提升基金市场透明度。

第二，引导基金管理人强化治理导向的投资实践。基金公司可将治理因素纳入投研体系，开发侧重于高治理评级标的的产品线，结合社会偏好驱动的投资者需求，降低参与成本并提升小规模基金的竞争力。同时，鼓励基金经理通过提高投资透明度、参与 PRI 等国际责任投资倡议，放大治理信号在高评级基金中的作用。监管部门可引入差异化激励，对治理表现突出的基金予以支持，推动 ESG 投资从理念向实践深化。

第三，投资者教育与分类监管。针对个人投资者易受治理信号影响的特点，可通过线上平台等渠道建立常态化的投资者教育机制，引导其理性评估治理因素与财务回报之间的关系，理性谨慎投资。同时，建立基于治理评分的分类监管框架，对评分持续偏低的基金加强风险监测与信息披露要求，以防范可能出现的资金异常流出，维护市场稳定与可持续发展。

指数基金是否稳定了股价？ ——来自断点回归的证据

申宇 王博煊 杨青青 毛希林

2024 年第三季度，我国股票市场出现重要结构性变化，指数基金持股市值超越主动基金，即股票指数型共同基金（Indexed Mutual Funds）和交易所交易基金（ETFs）等被动投资基金的资产占比首次超过 50%。这意味着，以被动投资为代表的“长期资金”和“大体量资金”已成为影响股票市场价格和波动的关键力量。

理论上，指数基金可能从正反两方面影响股价波动。一方面，指数成份股具有“吸睛效应”，投资者关注度更高，分析师和媒体报道更多，信息透明度更高。资产定价理论显示，公开信息越多的股票，投资者通过私有信息套利的机会越少，股价更趋于稳定，波动率更低。另一方面，指数基金规模扩大可能导致其持仓集中，在申购赎回过程中对成份股的自由流通盘形成交易冲击，特别是大规

《公募基金投资者与公司治理》附录

附录 1 变量定义及描述性统计

附表 1 变量名称及定义

变量名称	变量符号	变量定义
MSCI 治理评分	<i>MSCI_GOV_Score</i>	基金层面的治理评分,即基金投资组合中所有股票的 MSCI 治理评分按基金持股比重取加权平均值
基金流量	<i>Flow</i>	基金净资产较上一年增长的百分比,减去本年基金回报率的百分比
基金规模	<i>Fund_Size</i>	基金所有份额类别的总资产之和的对数
基金公司规模	<i>Family_Size</i>	基金公司旗下基金总资产之和,除以旗下基金数目,然后取对数
基金成立年限	<i>Age</i>	自基金在市场上成立以来的年份数,然后取对数
费用比率	<i>Fee</i>	基金年化费用比率(参考万得数据库)
换手率	<i>Turnover</i>	基金投资组合的年交易频率(参考万得数据库)
基金回报率	<i>Return</i>	基金过去 12 个月收益率的平均值
股票数量	<i>Stock_Number</i>	基金持仓组合里面所有的股票数量,然后取对数
收益回报波动率	<i>Return_Volatility</i>	过去 12 个月基金收益率的标准差
风险调整收益	<i>CAPM_Alpha,</i> <i>FF3_Alpha, FF4_Alpha,</i> <i>FF5_Alpha</i>	本文应用资本资产定价模型(CAPM)、Fama-French 三因子模型(FF3)、Fama-French-Carhart 四因子模型(FF4)、以及 Fama-French 五因子模型(FF5)。本文在 CSMAR 获取这些模型风险因子每日数据,使用 t 年度内基金的日收益率对风险因子回归计算得出该年度的 Alpha 值。
个人投资者比率	<i>Retail_Holder</i>	个人投资者在基金份额中的持股比例
机构投资者比率	<i>Inst_Holder</i>	机构投资者在基金份额中的持股比例
前十股东持股	<i>Top_10_Holder</i>	基金投资组合中前十股东的持股比例
基金投资风格	<i>Fund_Style</i>	Morningstar 九种分类,按市值规模(大盘/中盘/小盘)和估值(价值/平衡/成长)划分基金
Morningstar ESG 基金标签	<i>ESG_Fund_Label</i>	标识基金是否为 ESG 基金

附表 2 描述性统计

变量	(1) 观测值	(2) 平均数	(3) 50 分位数	(4) 标准差	(5) 最小值	(6) 最大值
<i>MSCI_GOV_Score</i>	6,935	4.1848	4.1852	0.8821	0.6370	10.0000
<i>Return</i>	6,935	0.0594	0.0000	0.2633	-0.5463	1.9527
<i>Flow</i>	5,594	-0.0737	-0.1272	0.5097	-0.8825	2.8559
<i>Fund_Size</i>	6,935	19.6644	20.0157	2.5646	2.3094	24.9384
<i>Family_Size</i>	6,935	19.8442	19.9495	0.8703	2.0695	22.3447
<i>Age</i>	6,935	6.2855	5.0000	4.6856	1.0000	23.0000
<i>Fee</i>	6,887	1.3484	1.5000	0.2901	0.0000	3.0000
<i>Turnover</i>	6,870	5.8435	5.8496	0.8284	1.8369	14.2657
<i>Return_Volatility</i>	6,319	0.0451	0.0425	0.0278	0.0008	0.5414
<i>Stock_Number</i>	6,812	4.1881	4.2767	0.8459	0.0000	6.9829
<i>CAPM_Alpha</i>	6,935	0.00002	-0.00004	0.0010	-0.0084	0.0154
<i>FF3_Alpha</i>	6,935	-0.00002	-0.00005	0.0009	-0.0073	0.0162
<i>FF4_Alpha</i>	6,935	0.0008	0.0001	0.0063	-0.0620	0.0900
<i>FF5_Alpha</i>	6,935	-0.0001	-0.0001	0.0009	-0.0086	0.0151

附录 2 控制风险调整后的基金绩效：基金流量与治理评分

为了进一步考察治理评分对基金资金流动的预测能力,本文基于多种风险模型来计算基金绩效,并使用绩效指标与治理评分的交互项来进行回归,分析其中介效应。回归结果显示,在所有风险模型中治理评分的系数均显著为正,表明治理评分正向影响基金流量,即在考虑了不同风险调整模型后的结果依然稳健。

附表 3 控制风险调整后基金绩效：基金流量与治理评分

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>MSCI_GOV_Score</i>	0.0244** (2.0830)	0.0254** (2.2748)	0.0288** (2.3801)	0.0248** (2.1261)	0.0311** (2.4443)
<i>MSCI_GOV_Score</i> × <i>Return</i>	-0.0076 (-0.1553)				
<i>Return</i>	0.0887 (0.4079)				
<i>MSCI_GOV_Score</i> × <i>CAPM_Alpha</i>		0.0431 (0.3481)			
<i>CAPM_Alpha</i>		-0.0447 (-0.0818)			
<i>MSCI_GOV_Score</i> × <i>FF3_Alpha</i>			0.3516* (1.6650)		
<i>FF3_Alpha</i>			-1.2778 (-1.4044)		

<i>MSCI_GOV_Score</i> ×					
<i>FF4_Alpha</i>				-0.0427*	
				(-1.8600)	
<i>FF4_Alpha</i>				0.1852*	
				(1.9442)	
<i>MSCI_GOV_Score</i> ×					
<i>FF5_Alpha</i>					0.3719*
					(1.6945)
<i>FF5_Alpha</i>					-1.3380
					(-1.4464)
常数项	0.5574	-0.8601***	0.5172	0.5673	0.5077
	(1.045)	(-3.1250)	(0.9669)	(1.0633)	(0.9495)
年份-风格-基金					
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
基金聚类效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	3,906	4,161	3,906	3,906	3,906
<i>Adj. R</i> ²	0.0748	0.0390	0.0771	0.0754	0.0775

附录3 基金绩效与治理评分

在本节中，本文进一步探讨治理评分是否能预测基金绩效。我们对基金绩效与治理评分及控制变量进行了如下回归分析：

$$Performance_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 MSCI_GOV_Score_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (A1)$$

其中， $Performance_{i,t+1}$ 表示基金 i 在 $t+1$ 年的风险调整后绩效， $MSCI_GOV_Score_{i,t}$ 为基金 i 在 t 年的治理评分， $X_{i,t}$ 是一组控制变量，包括 t 年的基金流量、基金规模对数、基金公司规模对数、基金成立年限对数、基金费率、基金换手率对数、基金回报波动率、基金投资组合中股票数量的对数。

附表4 基金绩效与治理评分

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Return</i>	<i>CAPM</i>	<i>FF3</i>	<i>FF4</i>	<i>FF5</i>
<i>MSCI_GOV_Score</i>	-0.0048	-0.00003**	-0.00002**	-0.0001	-0.00002
	(-1.3714)	(-2.3442)	(-1.987)	(-0.7412)	(-1.5830)
常数项	0.5282***	0.0015***	0.00130***	0.0037	0.0013***
	(3.6160)	(3.2877)	(2.9140)	(0.9851)	(2.8794)
年份-风格-基金固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
基金聚类效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	4,216	4,216	4,216	4,216	4,216
<i>Adj. R</i> ²	0.6980	0.4120	0.2830	0.3980	0.2810

回归发现，治理评分对基金绩效的影响在基金回报（无模型）、四因子和五因子模型中不显著，虽然在 CAPM 和 Fama-French 三因子模型中呈现负相关，但系数非常小（小于 -0.01）。整体而言，公司治理评分对基金绩效的影响有限。