

文章编号:1003-207(2011)05-0182-11

机构投资者异质性、企业产权与公司绩效

——基于股权分置改革前后的比较分析

刘 星, 吴先聪

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400044)

摘 要:本文利用 2003—2009 年有机构持股的 A 股上市公司为样本, 基于不同的企业产权, 利用两阶段最小二乘模型研究了不同类型的机构投资者在股改前、股改中对公司绩效的影响。首先讨论了以基金为代表的国内机构投资者和合格境外机构投资者(QFII)与公司绩效的关系, 发现基金持股与公司绩效之间存在显著的正向关系, 表明基金持股有助于提高公司绩效, 而 QFII 对我国上市公司绩效没有影响。然后, 研究了股权分置改革对机构持股与上市公司绩效关系的影响, 以及股权分置改革前后, 产权性质对机构持股与上市公司绩效关系的影响。结果显示, 国有产权性质和股改过程这两个因素对以基金为首的国内机构投资者在提高公司绩效方面有不利影响, 而对还未介入我国上市公司治理的 QFII 的投资行为没有明显影响。

关键词:机构投资者异质性; 股权分置改革; 国有控股; 公司绩效; 2SLS

中图分类号:F253.7

文献标识码:A

1 引言

近三十年来, 以养老基金、证券投资基金为代表的机构投资者在各国上市公司中的整体持股比例一直在持续而快速地增长, 截止 2005 年底, 机构投资者在全球范围内的投资规模已经超过 45 万亿美元, 持股占总股本的比例为 38.5%, 对各国资本市场以及国民经济的发展产生了重要影响^[1]。中国的机构投资者起步较晚, 但是, 在“超常规发展机构投资者”的战略下, 2007 年底, 各类机构持有的上市 A 股流通市值占比约为 73.5%。其中, 证券投资基金是我国第一大机构投资者, 也是率先入市的机构投资者, 截止 2009 年底所持 A 股市值约达 1.9 万亿元人民币。QFII(合格境外机构投资者的简称)2003 年正式进入中国上市公司, 2009 年底, 已有 93 家 QFII 进入中国近 300 家上市公司, 在我国 A 股上市公司中的持股市值约为 559 亿元人民币, 已成为我国仅次于证券投资基金的第二大机构投资者(数据来源源于 WIND 数据库)。

机构投资者已成为证券市场中不可忽视的力量, 作为较大的股东, 他们对公司治理的影响问题越来越受到学术界的重视, 而且对这一问题的研究已经取得了比较丰硕的成果。20 世纪 90 年代以前, 由于法制不健全, 机构投资者投票权受限, 不满意管理层的决策时, 他们通常采取“用脚投票”的方式退出^[2]。随着机构投资者持有的股份越来越多, 其“华尔街之脚”行走得再也不那么方便, 这使得他们越来越倾向于积极地监督管理层^[3]。1992 年前后一年多时间里, 美国几家最著名大公司的董事会解雇了六名超级总裁, 其原因是机构投资者的治理从幕后走到台前, 成为推动公司治理的一个重要的外部力量, 为破解“伯利-米恩斯难题”带来希望^[4]。稳定持股的机构投资者不仅提高了公司绩效^[5], 还有效地保护了中小投资者的利益, 提高了董事会的独立性, 改善了公司治理^[6]。更进一步的研究表明, 机构持股水平和持股机构数量与公司绩效均成正相关关系, 而且这种关系只存在于与公司没有业务联系的机构投资者^[7]。然而, 不是所有学者都认为机构投资者都是积极参与公司治理的, Parrino 等(2003)认为机构投资者只扮演短期投机者角色, 当他们不满意公司绩效时, 仍然会选择“用脚投票”的消极方式^[8]。随着国外相关研究的不断深入和国内机构投资者的蓬勃发展, 国内对该问题的研究也逐步展开。李维安和李滨(2008)的实证结果显示, 机构投资者

收稿日期:2010-09-06; 修订日期:2011-04-16

基金项目:国家自然科学基金面上项目(70772100); 中央高校基本科研业务费资助(CDJXS11022201)

作者简介:刘星(1956—), 男(汉族), 河南镇平人, 重庆大学经济与工商管理学院教授, 博士生导师, 研究方向:公司治理, 公司财务与金融。

在提升公司治理水平方面发挥了重要的作用,降低了代理成本,机构投资者持股比例与公司绩效和市值价值之间存在显著的正相关关系,表明机构投资者积极地参与了公司治理^[9]。肖星和王琨(2005)研究发现,证券投资基金持股与公司业绩正相关,促进了公司治理水平地提高,扮演了积极的投资者角色,而且认为,证券投资基金的这种积极作用同时源于他们“用脚投票”和“用手投票”两种效应^[10]。

虽然上述研究敏锐地洞察到了机构投资者参与公司治理的作用,但是研究不够深入、全面,也尚未达成一致的结论。笔者发现:(1)已有研究主要是基于成熟的资本市场的,其研究结论并不完全适用于新兴加转轨经济体制的中国。众所周知,我国上市公司大部分由国有企业转变而来,而且国有企业中相当一部分是非流通股份。因此,研究国有产权性质如何影响机构投资者参与公司治理的、股权分置改革过程对机构投资者在改善公司绩效方面有什么影响等问题有着极强的现实意义,有待进一步深入;(2)现有研究倾向于将机构投资者作为一个整体,研究各种类型机构投资者持股比例之和对企业业绩的影响^[5,8],这种研究思路的潜在假设是不同类型机构投资者持股对公司绩效的影响具有同质性。这种假设有一定的局限性,不同类型的机构投资者本身具有不同的特性、面临不同的风险、采用不同的管理模式和投资策略^[7],对公司绩效也会产生不同的影响。

本文在考虑了股权分置改革政策和公司产权性质的基础上,不仅讨论了总的机构持股对公司绩效的影响,还选择了两类具有代表性的机构投资者——基金和QFII进行了研究。因为基金和QFII是我国规模最大的两类机构投资者,具有可比性,而且一类是国内机构投资者的代表,一类国外机构投资者,具有地域差异的特征。本文的贡献主要有:第一,首次分析了股权分置改革对机构投资者与公司绩效关系的影响;第二,系统分析了股改前后,产权性质对机构持股与公司绩效关系的影响;第三,比较分析了国内机构投资者与境外合格机构投资者对我国上市公司绩效影响的差异以及对改革政策和公司产权性质的敏感差异。

余下的章节是这样安排的:第二节为文献回顾和假说提出;第三节为样本选取和模型描述;第四节为实证结果分析;第五节为结论及建议。

2 研究设计

2.1 假设提出

国外大量实证研究认为,机构投资者是介于公司控股股东与外部中小股东之间的第三方力量,其凭借自身的信息、资金、专业等方面的优势对上市公司控股股东、高管人员的行为进行监督,反映中小股东的要求,传递市场信息,以较小的成本改善公司治理,提高公司市场价值^[5,6]。国内学者从机构投资者的治理效率、治理水平等方面研究了机构投资者与公司价值、公司业绩的关系,结果显示,机构投资者的持股比例与公司绩效及企业价值存在着显著的正相关关系,机构投资者在提升公司治理水平方面发挥了重要的作用,降低了代理成本^[9-11]。

本文研究的两类机构投资者,证券投资基金和QFII,由于他们来自不同性质的投资主体,面临不同的投资政策和国际风险,他们会选择不同的投资策略,从而对公司治理产生不同的影响。证券投资基金是我国规模最大、发展最成熟的机构投资者,在改善公司绩效方面发挥了积极作用^[10,12],因此,以基金为首的机构投资者的壮大有利于上市公司治理结构的完善^[13]。虽然,QFII有较强的价值选择能力,倾向于长期持有公司股票,但是,他们进入中国市场的时间相对较短、对中国宏观环境和企业相关情况尚处于探索阶段等原因,其参与公司治理能力还比较弱^[12]。而且,与发达资本市场相比,国内证券市场起步较晚,法律体系不够完善,信息披露的透明度不高,在这种不成熟的市场环境下,QFII要付出更昂贵的代价才能达到改善公司治理水平、提高公司绩效的目的,因此,我们认为QFII对中国资本市场尚无足够信心坚持其在成熟市场惯用的价值投资理念。

基于以上分析,本文提出以下假设:

H1:各类机构投资者持股比例与所持股公司绩效正相关;

H1a:证券投资基金持股比例与所持股公司绩效正相关;

H1b:QFII持股比例与所持股公司绩效没有显著相关性。

“股权分置”是我国经济转型和资本市场发展过程中出现的特殊现象,这种制度安排下,资本流动存在非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格,而且公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束,公司治理缺乏共同的利益基础^[14]。为了解决股权分置带来的诸多问题,2005年4月29日,我国上市公司拉开了股权分置改革的序幕。由于股权分置改革方案须经参加表决的流通股股东所

持表决权的 2/3 以上通过,所以股改博弈很大程度上是持股比例较高的机构投资者与非流通股东的议价过程。我们关心的是,股权分置改革的博弈过程是否影响了机构投资者参与公司治理作用的发挥?吴超鹏等(2006)研究表明机构投资者在股改中未发挥议价能力,未起到保护中小流通股股东利益的作用^[15]。辛宇和徐莉萍(2007)实证结果显示,股改中,机构投资者采取与非流通股“合谋”的行为,而且,在治理环境差的子样本中,机构投资者和非流通股股东通过“合谋”或妥协来侵害中小投资者利益的程度会更重一些^[16]。

由于这次改革是一次相对行政化的举措,力度大、速度快,许多上市公司实际上还未做好迎接全流通时代来临的准备;再者,股改前、后的六年间正值我国股票市场牛、熊市转换和世界金融市场高度动荡的时节,许多公司的股改方案和股改后的举措受到动荡时局的较大影响,为机构投资者提供了谋求自身短期利益的契机。老练的机构投资者,尤其是基金公司,为了找出最有利于自身的对价方案,无疑会依靠自身的专业知识和信息优势,全力挖掘内幕信息,当发现与非流通股“合谋”或通过内幕交易等手段更有利于自身利益时,他们就会暂时忽略公司利益。与基金公司相比,QFII 不熟悉国内改革政策的操作流程,也没那么容易获取内幕信息,另一方面,由于各自所处的制度背景不同,非流通股与国外机构投资者(QFII)很难相互信任,为了规避风险,他们一般不会选择“合谋”,因此,对本来就未积极参与公司治理的 QFII 来讲,股权分置改革过程不会影响他们与公司绩效的关系。

根据上文分析,本文提出假设:

H2: 股权分置改革过程对各类机构在改善公司绩效方面有显著负面影响;

H2a: 股权分置改革过程对基金在改善所持股公司绩效方面有显著负面影响;

H2b: 股权分置改革过程对 QFII 持股与所持股公司绩效的关系没有显著影响。

国有企业经常承担一些非经济性的任务,不以追求企业价值最大化为单一目标,国有企业经理主要考虑的是政治、社会因素而不是经济因素^[17]。另外,所有者“缺位”的国有企业,其最终控制权掌握在政府手中,主要通过董事会中的非执行董事来实现对公司的控制权,而在董事会成员的选拔中,更多地体现为一种政治过程,可能导致国有公司受到的监督更为有限,内部人控制现象更为严重。而且,政府

部门会对国有公司治理实施干预,运用政治力量保护自身的利益^[18]。这一系列的制度安排决定了机构投资者在国有公司中的影响是有限的。比较而言,非国有公司的市场化程度较高,政府的直接影响较小,主要追求公司价值最大化。而且,非国有企业产权较为清晰,作为理性“经济人”的机构投资者,有能力和意愿监督管理层以提高公司绩效。薄仙慧和吴联生(2009)从盈余管理角度研究证明,机构投资者在非国有控股公司发挥了积极的治理作用,而在国有控股公司中没有体现出积极的治理作用^[19]。张敏和姜付秀(2010)从“业绩-薪酬”敏感性角度研究得出了同样的结论^[20]。由此可推断,基金作为中国资本市场第一大机构投资者,有充分的动机和能力参与公司治理,在积极性的发挥过程中,必将受到治理环境、产权性质的影响。然而,QFII 对中国资本市场还没有足够的信心,缺乏参与公司治理的积极性,所以公司产权性质对 QFII 持股与公司绩效关系不会产生太大影响。

2005 年至 2009 年成功推行的股权分置改革,从理论上基本解决了困扰中国股市全流通性问题的制度性缺陷。然而,后股改时期,由于政策的滞后效应和大小非禁售的政策要求,证券市场实际上还未达到全流通的状态,各利益相关者对国有公司的监督管理并没有真正市场化。其次,股改过程中,最大流通股股东机构投资者与非流通股股东进行对价博弈,通过内幕交易等手段有“合谋”的动机^[15,16]。再者,机构投资者把注意力集中到讨价还价或者“合谋”事务上,缺少精力去监督管理层,使公司管理层有可乘之机偷懒或是为自身利益作为。而且非流通股主要集中在国有公司,所以后股改时期国有产权性质对机构投资者参与公司治理的影响比股改前更明显。

基于以上分析,文章提出如下假设:

H3: 国有产权性质对机构投资者在改善公司绩效方面有负面影响,而且股改过程中的负面效应比股改前更明显;

H3a: 国有产权性质对基金在改善公司绩效方面有负面影响,而且股改过程中的负面效应比股改前更明显;

H3b: 国有产权性质对 QFII 与所持股公司绩效关系没有显著影响。

2.2 研究样本

本文以 2003 年至 2009 年间公布了年报数据的沪、深 A 股所有上市公司为初始样本,并根据研究

需要按以下原则对样本进行了筛选:(1)剔除机构未持股的公司;(2)剔除上市未满两年的公司;(3)剔除金融类和ST类公司;(4)剔除数据缺失的公司;(5)去掉研究区间发生过控股股权性质改变的公司,即从国有变为非国有的公司和非国有变为国有的公司;(6)2005年4月底开始实施股权分置改革,由于股改中非流通股有一年左右的限售期,为了研究需要,2006年及以后的样本中剔除未股改的公司。经过上述操作,最终得到七年样本共有5992个公司年的非平衡面板数据。数据主要来源于万德(Wind)数据库、色诺芬(CCER)和国泰安(CSMAR)数据库。

2.3 模型构建

当引入其它控制变量后,普通最小二乘法估计机构投资者与公司绩效之间可能出现内生性问题^[21],即机构投资者持股可能会提高公司绩效,反之,绩效好的公司容易吸引机构投资者的眼球,鼓励他们增加持股或采取长期持股方案。因此,机构持股与公司绩效之间有相互影响的因果关系,OLS无法准确解释变量间的相关关系,为了克服变量之间的内生性问题,本文借鉴文献^[22]的思路,把机构持股比例和公司绩效当作内生变量,建立联立方程,采用两阶段最小二乘法进行估计。

$$Perfor = \alpha_0 + \alpha_1 PINST + \rho X + \gamma C + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$PINST = \beta_0 + \beta_1 Perfor + \sigma Y + \lambda C + \sum Industry + \sum Year + \omega \quad (2)$$

方程(1)、(2)中的 $Perfor$ 和 $PINST$ 是内生变量; $Perfor$ 表示公司绩效, $PINST$ 表示机构投资者持股比例。向量 X 是公司绩效的工具变量,向量 Y 是机构持股的工具变量,向量 C 是两个方程共同的控制变量, $Industry$ 、 $Year$ 是行业和年度控制变量。 ε 、 ω 分别是两个方程的干扰项。

2.4 变量设置

2.4.1 公司绩效的度量

已有研究中,衡量公司绩效的指标较多,最常用的是Tobin's Q,是市场-账面价值比率,通过市场价值因素的影响反应公司的成长机会和未来前景期望^[22]。这个指标容易受到公司流通股比例、股本结构以及公司并购中出价溢价的影响,不能真实反映中国上市公司绩效^[7]。资产收益率也用得较多,它是衡量企业收益能力的指标,比Tobin's Q更能真实反映当前公司绩效^[7]。资产收益率的高低直接反

映了公司的竞争实力和发展能力,在考核企业利润目标的实现情况时,投资者最关注资产收益率^[23,24]。息税前收益率也是一个度量公司绩效的好指标,它反映了企业营业费用、管理费用和财务费用等期间费用的情况及其变化^[23]。根据前人的研究,本文选用息税前收益率($EBIT$)和资产收益率(ROA)作为公司绩效的代理变量,由于 $EBIT$ 和 ROA 的水平和变化可能受到外部行业的影响,对其进行的估计就会受到行业因素影响,行业调整后的绩效还可以避免存在于行业水平间潜在的同时性偏差^[7],因此我们采用行业调整的息税前收益率和总资产收益率代表公司绩效,即 $IAEBIT$ 和 $IAROA$, $IAEBIT$ 等于每个公司 $EBIT$ 值减去当年行业中值; $IAROA$ 等于每个公司 ROA 减去当年行业中值。

2.4.2 机构持股比例的度量

由于后股改时期,随着限售股的解禁,流通盘扩大,对机构持股占流通股比例会有个自然的稀释作用,使得机构持股的变化受到非机构投资者行为的影响,因此,本文的各类机构持股比例 $INSH$,选取年末各类机构投资者持股数量除以本年末A股总股数来度量。基金持股比例 $JJSH$,由于我国现有制度下,基金持股的数据第一季度和第三季度只披露了重仓股数据,因此,总的基金持股比例采用年末基金持股数占A股总股数之比;重仓基金持股比例采用采用第三季度基金持股占A股总股数之比;非重仓基金持股比例采用年末基金持股数占A股总股数之比。境外合格机构投资者持股比例 $QFII$,采用年末 $QFII$ 持股数占A股总股数之比。

2.4.3 控制变量

根据我国资本市场的具体情况和国外的研究^[5,25],文章选取公司规模、资产负债率、公司风险、是否在其它市场挂牌上市、是否国有控股作为两个方程的共同控制变量。

2.4.4 工具变量

最好的工具变量应该是外生变量和滞后期内生变量的线性组合,它们与回归方程中的内生变量高度相关,而与联立方程中的误差项无关^[22]。以前的研究认为,机构投资者往往根据公司上一期的相关指标进行投资决策,他们偏好于资本市场化力度大、公司盈利能力强、市场风险小、市净率低的高成长大盘股,同时也考虑股利分配情况^[22,26]。因此,对于机构持股水平,我们选择流通股比例、市场风险、股利支付率、市净率作为工具变量。

大量研究^[5,7,21]认为,公司的内部治理机制:董事会规模、独立董事比例、董事长与总经理是否合一、内部人持股,这些变量限制着管理者的决定权、减缓经理-股东之间的冲突,与公司绩效高度相关,与干扰项无关。而我国,公司内部人持股很少,只在一些民营企业实施了股权激励,货币薪酬直接影响

着管理者的努力程度,是我国目前主要的经理激励机制,而且,董事会规模在时间序列上变化不大,可能不是一个很好的公司绩效工具变量。因此,本文选择董事长与总经理是否合一,独立董事比例、高管薪酬作为公司绩效的工具变量。

文中涉及到的所有变量如表 1 所示:

表 1 变量描述

	变量	具体定义
被解释变量	IAEBIT	行业调整的息税前收益率,息税前收益/平均总资产-当年行业中值
	IAROA	行业调整的资产收益率,公司净利润/平均总资产-当年行业中值
解释变量	INSH	机构投资者持股比例,采用年末机构投资者持股数占 A 股总股数之比
	JJSH	基金持股比例,总的基金持股比例采用年末基金持股数占 A 股总股数之比;重仓基金持股比例采用采用第三季度基金持股占 A 股总股数之比;非重仓基金持股比例采用年末基金持股数占 A 股总股数之比
	QFII	QFII 持股比例,采用年末 QFII 持股数占 A 股总股数之比
	SIZE	公司规模,采用年末资产总额的自然对数计算
控制变量	LEV	资产负债率,年末总负债除以年末总资产
	RV	收益波动性,也叫公司风险,采用一年中每月股票收益标准差来衡量
	HB	是否在其它市场挂牌上市虚拟变量,是为 1,否则为 0
	STATE	是否国有控股虚拟变量,是为 1,否则为 0
	GG	是否股改虚拟变量,2006—2009 年的样本是股改的,取 1,否则为 0
	Year	年度虚拟变量,控制不同年份宏观经济因素的影响,共 6 个年度虚拟变量
	Industry	行业虚拟变量,按证监会分类标准(制造业分小类),共 20 个行业虚拟变量
公司绩效工具变量	DUAL	董事长和总经理是否两职合一虚拟变量,是为 1,否则为 0
	INDR	独立董事比例,采用独立董事人数除以董事会总人数计算
	TOPSLR	高管薪酬,采用高管前三名薪酬总额的自然对数计算
机构持股工具变量	RTS	流通股比例,即前一年流通 A 股占全部 A 股比例
	RPB	市净率,采用前一年年末每股市价除以当年每股净资产计算
	BETA	市场风险,前一年 52 周(一年)股票的 Beta 值
	DIVD	股利支付率,采用前一年每股股利除以每股收益计算

2.5 样本描述性统计

表 2 列出了七年中变量的描述性统计。可以看出,经过行业调整处理以后,各个公司的业绩差异不大,IAEBIT 的平均值为 0.002,最大、最小值分别为-3.634、0.451,IAROA 的平均值为 0.004,最大、最小值分别为-1.705、0.403。机构持股占所持股公司 A 股比例平均为 10.6%,基金持股占 A 股比例平均为 6.2%,占了机构总体持股的 60%以上,是我国第一大机构投资者。QFII 持股占 A 股比例平均为 1.5%,七年的平均值看起来不大,事实上从 2003 年入市以来,2006 年就成为我国 A 股市场上第二大机构投资者。独立董事比例平均为 34.9%,略高于证监会规定的最低标准 33.3%。从虚拟变量的频数统计发现,沪、深 A 股在其它市场挂牌上市的公司不多,只占 8%左右。国有控股公司占了三分之二以上,“一股独大”的现象很突出。董事长和总经理兼任情况很少,低于 12%,有利于公司治理。

Pearson 相关性检验表明,变量间基本符合逻辑上的相关性,相关系数均小于 0.6,且绝大部分在 0.2 以下。多重共线性 VIF 检验值最大的为 3.205,远远小于上限值 10,因此,多元回归中出现多重共线性的可能性小。同时,D-W 检验值为 1.675,表明我们的数据没有明显的正或负的自回归问题。

为了更清楚比较这七年中主要指标的变化情况,表 3 报告了所选样本主要指标的年平均值。代表公司绩效的资产收益率(ROA)是震荡上行的,2005 年出现最低绩效后 2007 年达到最高点,2008 年急剧下滑,2009 年稍有回升。第一大股东持股比例逐年下降,而各类机构持股比例则逐年上升。流通股比例也是逐年递增的,2009 年,流通股比例达到了 80%以上,全流通时代指日可待。基金和 QFII 持股变化相似,其持股比例开始逐年增加,可能受金融危机影响,2007 年达到最高点后开始下滑。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本个数	平均值	标准差	最小值	最大值
IAEBIT	5992	0.002	0.096	-3.634	0.451
IAROA	5992	0.004	0.071	-1.705	0.403
INSH	5992	0.106	0.140	0.000	0.905
JJSH	4859	0.062	0.091	0.000	0.661
QFII	662	0.015	0.016	0.000	0.122
RV	5992	0.140	0.063	0.013	0.655
SIZE	5992	21.646	1.056	18.643	27.488
LEV	5992	0.491	0.184	0.000	2.555
INDR	5992	0.349	0.052	0.000	0.667
TOPSLR	5992	13.384	0.832	9.616	16.534
RPB	5992	3.268	2.960	0.260	58.794
RTS	5992	0.469	0.176	0.025	1.000
DIVD	5992	0.069	0.409	0.000	12.000
BETA	5992	1.080	0.306	0.000	2.671
虚拟变量	样本个数	1 出现频率	1 所占比例(%)	0 出现频率	0 所占比例(%)
STATE	5992	4286	0.715	1706	0.285
BH	5992	487	0.081	5505	0.919
DUAL	5992	676	0.113	5316	0.887

表 3 主要指标值的逐年描述

年 份	资产收益率 ROA	第一大股东持股 比例	流通股 比例	各类机构持股 占总股比例	基金持股 占 A 股比例	QFII 持股占 A 股 比例
2003	0.031	0.440	0.376	0.026	0.0187	0.004
2004	0.035	0.439	0.404	0.042	0.0295	0.012
2005	0.023	0.413	0.423	0.055	0.0384	0.015
2006	0.046	0.365	0.505	0.087	0.0535	0.018
2007	0.057	0.360	0.580	0.142	0.1066	0.018
2008	0.033	0.359	0.651	0.186	0.1017	0.014
2009	0.036	0.355	0.808	0.279	0.0842	0.012

3 实证结果分析

3.1 公司绩效与机构持股

表 4 报告了联立方程(1)、(2)的回归结果。第(1)、(2)、(5)、(6)列的解释变量是机构总体持股占 A 股总股的比例,我们发现不管是单变量回归还是多变量回归,机构投资者持股比例与行业调整的息税前收益率(IAEBIT)和行业调整的资产收益率(IAROA)均成正相关关系,而且在 1% 水平下显著,结论支持 H1。第(3)、(7)列的解释变量是基金持股占 A 股总股比例,其结果表明,基金持股比例与公司绩效在 1% 的水平显著正相关,验证了 H1a。从第(4)、(8)列的解释变量是 QFII 持股占 A 股总股比例,它与 IAEBIT 和 IAROA 相关性不显著,表明 QFII 在我国没发挥出价值投资的作用,对我国上市公司治理水平没起到改善功效,结论支持了 H1b。从回归结果中我们还可以看出,高管薪酬在所有回归中都与公司绩效在 1% 的水平下显著相关,说明我国上市公司高管薪酬与公司业绩紧密相

关。独立董事比例与公司绩效的关系不显著,而且多数回归中的系数符号与我们预期的相反,这说明我国证券市场独立董事没有发挥出预期的作用,相关的约束机制有待完善;是否在其它市场挂牌上市虚拟变量 BH 的系数与我们预期的相反,可能是因为这类样本占比太少(只有 8.1%),对 A 股公司信息披露没有起到正面作用,或者是因为不同市场适用的会计准则不同从而影响了数据的一致性。

3.2 股改对机构投资者与公司绩效关系的影响

2005 年 5 月启动的股权分置改革,2006 年底基本完成,按照“锁一爬二”的政策,部分非流通股从 2006 年 6 月陆续解禁,并进入二级市场进行流通。由此看来,2006 年是非流通转向流通的过渡年,投资者、管理者以及其它利益相关者的情绪因素和改革中的不确定因素不仅影响投资决策,而且影响公司管理决策,以致波及到公司绩效。因此,我们在做股改前后对比分析过程中将去掉受改革过渡期因素影响的 2006 年的样本。利用联立方程(1)、(2)股改前 3 年(2003—2005)和股改中 3 年(2007—2009)的

样本进行回归,表 5 报告回归结果。第(1)列的解释变是各类机构投资者持股比例,股改与各类机构持股比例的交互作用与公司绩效在 1%水平下显著负相关(系数-0.196, t 值-5.13),结论印证了 H2。为进一步讨论国内、国外机构投资者持股与公司绩效的关系受股改过程影响有没有什么不同,选择了基金和 QFII 进行了比较研究,表 5 第(2)、(3)列报告了回归结果。基金持股比例与股改的交互作用与公司绩效在 1%的水平下显著负相关(系数-0.174, t 值-4.52),而 QFII 持股比例与股改的交互作用跟公司绩效关系不显著(系数 0.514, t 值

1.36)。说明国内机构投资者更容易受到改革政策影响,善于利用信息优势捕捉谋取私利的机会,而国外机构投资者更成熟,更规范,其投资行为不易受改革“噪声”的影响。该结论支持了 H2a、H2b。进一步,我们把样本按基金持仓分为重仓基金和非重仓基金,研究他们对股改政策的反应有没有差异,从表 5 第(4)、(5)列可以看出,股改不是对所有基金与公司绩效的关系都有负面影响,只在重仓股中有这个结论,非重仓股中没有得出同样的结论。可能的原因是非重仓基金由于持股比例相对较小,没有能力利用股改之机谋取私利。

表 4 不同类型机构投资者持股比例与公司绩效

	(1) IAEBIT	(2) IAEBIT	(3) IAEBIT	(4) IAEBIT	(5) IAROA	(6) IAROA	(7) IAROA	(8) IAROA
INSH	0.051*** (4.69)	0.041*** (4.19)			0.045*** (5.80)	0.037*** (5.48)		
JJSH			0.137*** (8.14)				0.137*** (12.32)	
QFII				-0.037 (-0.29)				-0.024 (-0.20)
SIZE		0.033*** (15.65)	0.023*** (10.70)	0.001 (0.02)		0.023*** (16.96)	0.017*** (11.38)	0.002 (0.89)
LEV		-0.302*** (-35.57)	-0.269*** (-28.8)	-0.129*** (-8.12)		-0.0232*** (-40.68)	-0.219*** (-35.16)	-0.134*** (-9.09)
RV		-0.034 (-1.48)	-0.012 (-0.47)	0.056 (1.29)		-0.018 (-1.15)	0.001 (0.06)	0.063 (1.54)
BH		-0.028*** (-3.31)	-0.019** (-2.44)	-0.005 (-0.53)		-0.019*** (-3.66)	-0.013** (-2.41)	-0.003 (-0.32)
INDR		-0.019 (-0.81)	-0.005 (-0.19)	-0.022 (0.46)		0.002 (0.14)	0.026 (1.53)	-0.012 (-0.26)
TOPSLR		0.018*** (8.58)	0.017*** (7.67)	0.023*** (6.53)		0.018*** (12.99)	0.017*** (11.47)	0.022*** (6.68)
DURL		-0.009** (-2.09)	-0.01** (-2.17)	-0.008 (-1.13)		-0.004 (-1.51)	-0.005 (-1.50)	-0.009 (-1.28)
Intercept	-0.019** (-2.00)	-0.749*** (-16.35)	-0.567*** (-11.5)	-0.265*** (-3.78)	-0.009 (-1.41)	-0.600*** (-19.95)	-0.458*** (-13.95)	-0.286*** (-4.44)
行业、年度	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
R ² (between)	0.0316	0.3515	0.2648	0.2692	0.0326	0.4416	0.3703	0.3006
Chi2	62.59 (0.000)	1628.52 (0.000)	1199.55 (0.000)	170.8 (0.000)	87.6 (0.000)	2225.52 (0.000)	1898.15 (0.000)	185.79 (0.000)
Obs	5992	5992	4859	662	5992	5992	4859	662

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著;括号里的数字为 t 值或 p 值。

进一步研究股改对机构投资者参与公司治理的影响是否与公司产权性质有关,我们把样本分为国有公司和非国有公司,研究了股改与机构持股的交互作用与公司绩效的关系。从表 5 第(6)、(7)列得知,国有公司中,机构投资者持股比

例与股改的交互作用与公司绩效在 1%的水平上显著负相关,而非国有公司中,其交互作用与公司绩效没有显著相关性。这充分说明,股改过程中机构投资者不是在所有公司中都与非流通股东有“合谋”嫌疑。

表 5 股改对机构投资者与公司绩效关系的影响

	被解释变量:IAEBIT						
	(1) 各类机构	(2) 基金	(3) QFII	(4) 基金重仓	(5)非重仓	(6) 国有公司	(7) 非国有公司
INSH	0.223*** (5.96)					0.249*** (6.54)	0.120** (2.30)
JJSH		0.291*** (7.66)		0.357*** (9.29)	0.372*** (2.23)		
QFII			-0.341 (-0.54)				
GG	-0.021*** (-3.61)	-0.014** (-2.18)	-0.036** (-2.33)	-0.019*** (-3.25)	-0.011 (-0.94)	0.002 (0.27)	-0.031** (-2.54)
GG* INSH	-0.196*** (-5.13)					-0.228*** (-5.84)	-0.074 (-0.79)
GG* JJSH		-0.174*** (-4.52)		-0.112** (-2.61)	0.165 (0.61)		
GG* QFII			0.514 (1.36)				
SIZE	0.032*** (14.81)	0.023*** (10.06)	0.002 (0.60)	0.002 (1.31)	0.039*** (9.09)	0.026*** (11.01)	0.046*** (9.41)
LEV	-0.309*** (-33.87)	-0.277*** (-26.99)	-0.131*** (-6.94)	-0.143*** (-16.44)	-0.31*** (-18.35)	-0.243*** (-23.34)	-0.391*** (-21.55)
RV	-0.077*** (-2.71)	-0.047 (-1.43)	0.014 (0.25)	-0.005 (-0.20)	-0.16** (-2.04)	-0.096*** (-3.18)	0.002 (0.04)
BH	-0.029*** (-3.45)	-0.023*** (-2.81)	-0.012 (-1.05)	-0.004 (-0.61)	-0.031** (-2.63)	-0.025*** (-2.79)	-0.017 (-0.80)
INDR	-0.022 (-0.86)	-0.007 (-0.23)	-0.019 (-0.33)	0.01 (0.40)	0.008 (0.15)	-0.024 (-0.88)	-0.057 (-1.01)
TOPSLR	0.018*** (7.85)	0.017*** (6.92)	0.025*** (5.82)	0.017*** (8.97)	0.012*** (2.83)	0.022*** (8.85)	0.007* (1.64)
DURL	-0.010** (-2.07)	-0.011** (-2.22)	-0.006 (-0.66)	0.001 (0.10)	-0.011 (-1.26)	-0.002 (-0.40)	-0.018** (-2.24)
Intercept	-0.745*** (-15.49)	-0.134** (-2.41)	-0.316*** (-3.93)	-0.201*** (-4.80)	-0.836*** (-8.38)	-0.724*** (-13.38)	-0.846*** (-7.98)
行业、年度	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
R ² (between)	0.3511	0.2678	0.2574	0.2791	0.2499	0.3605	0.3514
Chi2	1528.38 (0.000)	1099.80 (0.000)	132.30 (0.000)	674.72 (0.000)	526.73 (0.000)	860.39 (0.000)	627.81 (0.000)
Obs	5231	4112	507	2624	1655	3739	1492

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著；括号里的数字为 *t* 值或 *p* 值。

3.3 公司产权性质对机构投资者与公司绩效关系的影响

4.2 的结果表明,股改对机构投资者参与公司的影响不仅与机构投资者类型有关,而且与公司产权性质有关,为了弄清股改前、后,产权性质对此产生了什么样的影响,我们利用联系方程(1)、(2),分别对全样本(剔除 2006 年的样本)、股改前样本、股改中样本进行了回归,本表 6 报告了公司产权性质对不同类型的机构投资者参与公司治理的影响的回归结果。第(1)–(3)列解释变量为各类机构持股比例,国有控股虚拟变量与机构持股比例的交互作用与公司绩效的相关性在全样本期和股改后期均显著

为负,在股改前则不显著,说明在股改后期上市公司的国有产权性质对机构投资者参与公司治理的限制作用大于股改前的,解释变量为基金持股比例的第(4)–(6)列回归得出相同的结论。由于非流通股主要集中在国有公司,而且国有产权性质对机构投资者改善公司绩效的消极作用股改过程中比股改前明显,进一步说明与基金为首的国内机构投资者在股改过程中确实有可能与非流通股或管理人员“合作”嫌疑而阻碍了公司绩效的提高,证明 H3、H3a 成立。解释变量为 QFII 持股比例的第(7)–(9)列回归结果则不同,国有产权性质对 QFII 参与公司治理没有限制作用。结果表明,由于 QFII 本身就

没有积极参与公司治理,而且处于信息劣势,他们对中国证券市场改革不敏感,该结论支持了 H3b。引起我们注意的是,股改前 QFII 持股比例与公司绩效关系为负,随着持股比例的增加和入市时间越来

越长,到了股改后期,QFII 持股比例与公司绩效的关系转负为正了。从这一变化趋势我们可以预期,在不久的将来,作为我国证券市场主力军之一的 QFII 必定会为提高公司价值采取积极行动。

表 6 公司产权性质对机构投资者与公司绩效关系的影响

	被解释变量: IAROA								
	(1) 全期	(2) 股改前	(3) 股改中	(4) 全期	(5) 股改前	(6) 股改中	(7) 全期	(8) 股改前	(9) 股改中
INSH	Q 063*** (5 23)	Q 148*** (2 68)	Q 063*** (4 70)						
JJSH				Q 181*** (8 47)	Q 204*** (3 71)	Q 160*** (6 52)			
QFII							-Q 264 (-Q 50)	-Q 719 (-Q 78)	Q 028 (1 09)
STATE	-Q 007** (-2 37)	-Q 013*** (-2 97)	-Q 007* (-1 74)	-Q 007** (-2 03)	-Q 010** (-2 33)	-Q 012** (-2 84)	-Q 013* (-1 68)	-Q 028* (-1 89)	-Q 017* (-1 71)
STATE * INSH	-Q 035*** (-2 84)	Q 030 (Q 50)	-Q 043** (-2 93)						
STATE * JJSH				-Q 054** (-2 27)	-Q 031 (-Q 51)	-Q 031* (-1 91)			
STATE * QFII							Q 340 (1 09)	Q 810* (1 91)	-Q 071 (-Q 18)
SIZE	Q 023*** (16 34)	Q 038*** (15 86)	Q 015*** (Q 54)	Q 017*** (1Q 97)	Q 036*** (13 95)	Q 009*** (5 04)	Q 005 (1 52)	Q 005 (1 00)	Q 003 (Q 77)
LEV	-Q 237*** (-38 96)	-Q 345*** (-4Q 15)	-Q 158*** (-1Q 07)	-Q 227*** (-33 60)	-Q 333*** (-35 47)	-Q 154*** (-17 03)	-Q 142*** (-8 29)	-Q 148*** (-5 20)	-Q 128*** (-5 73)
RV	-Q 039** (-2 06)	-Q 096** (-2 50)	Q 002 (Q 09)	-Q 01 (-Q 45)	-Q 056 (-1 35)	Q 021 (Q 87)	Q 038 (Q 74)	Q 076 (Q 54)	Q 014 (Q 23)
BH	-Q 020*** (-3 65)	-Q 036*** (-4 50)	-Q 019*** (-3 48)	-Q 014** (-2 51)	-Q 036*** (-4 26)	-Q 011** (-2 00)	-Q 012 (-1 24)	-Q 004 (-Q 33)	-Q 015 (-1 08)
INDR	Q 002 (Q 13)	Q 019 (Q 83)	-Q 045* (-1 83)	Q 033* (1 75)	Q 066** (2 56)	-Q 015 (-Q 57)	Q 008 (Q 15)	Q 023 (Q 25)	Q 011 (Q 17)
TOPSLR	Q 019*** (12 49)	Q 014*** (6 60)	Q 021*** (1Q 56)	Q 017*** (1Q 75)	Q 015*** (6 97)	Q 017*** (7 89)	Q 023*** (5 83)	Q 020*** (3 79)	Q 021*** (4 00)
DURL	-Q 006* (-1 88)	-Q 010** (-2 12)	-Q 001 (-Q 33)	-Q 006* (-1 92)	-Q 012** (-2 42)	Q 002 (Q 36)	-Q 007 (-Q 91)	Q 013 (Q 92)	-Q 013 (-1 37)
Intercept	-Q 609*** (-19 36)	-Q 795*** (-15 14)	-Q 509*** (-13 90)	-Q 475*** (-13 42)	-Q 794*** (-14 04)	-Q 328*** (-7 91)	-Q 347*** (-4 74)	-Q 348** (-2 87)	-Q 29*** (-3 12)
行业_年度	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
R ² (between)	Q 4412	Q 4093	Q 3255	Q 3673	Q 3428	Q 3903	Q 2949	Q 4260	Q 2577
Chi2	2108 88 (Q 000)	2139 65 (Q 000)	759 80 (Q 000)	1771 34 (Q 000)	1742 94 (Q 000)	729 87 (Q 000)	148 04 (Q 000)	148 04 (Q 000)	78 24 (Q 000)
Obs	5231	2439	2792	4112	2036	2076	507	157	350

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%水平下显著;括号里的数字为 t 值或 p 值。

3.4 稳健性检验

为了证明结论的可靠性,我们做了以下几种稳定性检验:(1)研究股改对机构投资者与公司绩效关系的影响时,以行业调整的资产收益率(IAROA)为被解释变量进行回归;研究公司产权性质对机构投资者与公司绩效关系的影响时,以行业调整的息税前收益率(IAEIBT)为被解释变量进行回归;(2)采用平衡面板数据,重复了上文的回归。这几种方法

得出的结论与我们前面的研究是一致的,说明我们的结论具有一定的可靠性。

4 结语

本文利用 2003—2009 年有机构持股的上市公司为样本,首先研究了这七年中总的机构投资者、基金、QFII 持股分别与公司绩效的关系,发现机构投资者总体上对公司绩效有显著改善作用,基金持股

与公司绩效之间也表现出显著正向关系,而 QFII 对我国上市公司绩效没有影响。然后,研究了股权分置改革对机构持股与上市公司绩效关系的影响,以及股权分置改革前后,产权性质对机构持股与上市公司绩效关系的影响。结果显示,国有产权性质和股改过程对以基金为首的国内机构投资者在改善公司绩效方面有消极影响,而对还未介入我国上市公司治理的国外机构投资者没有负面影响。

针对以上结论提出几点建议:(1)进一步加强国有企业的改革。作为国有企业的实际控制人,国家政府应该伸出扶持之手,鼓励机构投资者积极参与国有企业的公司治理活动。(2)在大力发展机构投资者的同时要加大对它的监管力度。提高以基金为首的机构投资者的素质,减少道德风险行为,减少与控股股东或经理人员的“合谋”行为。(3)进一步监督股改后的解禁工作的顺利完成,达到改革的最终目的,同时,相关部门应该引导上市公司以及各利益相关者逐步适应全流通的市场环境,促使证券市场逐步进入规范发展、健康成长的轨道。(4)营造良好的 QFII 投资环境,引导和鼓励境外机构投资者积极参与公司治理,使 QFII 成为真正的价值投资者,而不只是被动的长期持股者。

参考文献:

- [1] Ferreira, M. A., Matos, P.. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the World [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88: 499—533.
- [2] Johnson, Edward, C.. An Insider's Look at Institutional Investors[J]. *Harvard Business Review*, 1990, 7—8: 195—196.
- [3] David, P., Kochhar, R.. Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice [J]. *European Management Journal*, 1996, 14(5): 457—466.
- [4] Shleifer, A., Vishny, R.. A survey of corporate governance [J]. *Journal of Finance*, 1997, 52: 737—783.
- [5] Elyasiani, E., Jia, J.. Distribution of institutional ownership and corporate firm performance [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34: 606—620.
- [6] Cheng, C. S. A., Huang, H. H., Li, Y., Lobo, G.. Institutional monitoring through shareholder litigation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 356—383.
- [7] Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., Tehranian, H.. The impact of institutional ownership on corporate operating performance [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2007, 31: 1771—1794.
- [8] Parrino, R., Sias, R. W., Starks, L. T.. Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(1): 3—46.
- [9] 李维安,李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGINK 的经验研究[J]. *南开管理评论*, 2008, 11(1): 4—14.
- [10] 肖星,王琨. 证券投资基金:投资者还是投机者[J]? *世界经济*, 2005, (8): 73—79.
- [11] 石美娟,童卫华. 机构投资者提升公司价值吗[J]. *金融研究*, 2009, (10): 150—161.
- [12] 宋渊洋,唐跃军. 机构投资者有助于企业业绩改善吗? [J]. *南方经济*, 2009, (12): 56—68.
- [13] 姚颐,刘志远. 机构投资者具有监督作用吗[J]? *金融研究*, 2009, (6): 128—143.
- [14] 吴晓求. 股权分置改革的若干理论问题——兼论全流通条件下中国资本市场的若干新变化[J]. *财贸经济*, 2006, (2): 24—31.
- [15] 吴超鹏,郑方镛,林周勇,李文强,吴世农. 对价支付影响因素的理论和实证分析[J]. *经济研究*, 2006, (8): 14—23.
- [16] 辛宇,徐莉萍. 投资者保护视角下治理环境与股改对价之间的关系研究[J]. *经济研究*, 2007, (9): 121—133.
- [17] Frye, T., Shleifer, A.. The invisible hand and the grabbing hand [J]. *American Economic Review*, 1997, 87: 354—358.
- [18] Li, H., Zhou, L.. Political turnover and economic performance: The disciplinary role of personnel control in China [J]. *Journal of Public Economics*, 2005, 89: 1743—1762.
- [19] 薄仙慧,吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. *经济研究*, 2009, (2): 81—91.
- [20] 张敏,姜付秀. 机构投资者、企业产权与薪酬契约[J]. *世界经济*, 2010, (8): 43—58.
- [21] McConnell, J. J., Servaes, H.. Additional evidence on equity ownership and corporate value [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27: 595—612.
- [22] Woidtke, T.. Agents watching agents?: Evidence from pension fund ownership and firm value[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 63: 99—131.
- [23] 陈小悦,徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. *经济研究*, 2001, (11): 3—11.
- [24] Mahoney, L., Roberts, R. W.. Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in canadian firms [J]. *Accounting Forum*, 2007, 31(3): 233—253.
- [25] Bhattacharya, P. S., Graham, M. A.. On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2009, 19: 370—394.

- [26] Bennett, J., Sias, R. W., Starks, L. T., Greener
pastures and the impact of dynamic institutional prefer-
ences [J]. The Review of Financial Studies, 2003, 16:
1203—1238.

The Influence of the Heterogeneity of Institutional Investors and Corporate Ownership on Firm Performance

——An Analysis Based on the Split-Share Structure Reform

LIU Xing, WU Xian-cong

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: Collecting 2003—2009 A-share Chinese listed companies having institutional ownership as samples, based on different corporate ownership, this study investigates the influence of different institutional investors on firm performance around the split-share structure reform, within simultaneous equations by using 2SLS. First, the associations between the fund on behalf of domestic institutional investors and firm performance, and qualified foreign institutional investors (QFII) and firm performance are discussed, the results show that fund ownership improves firm performance, but QFII does not. Then, this article studies the influence of the split-share structure reform on the relationship between different institutional investors and firm performance, and the influence on the association between different institutional investors and firm performance around the split-share structure reform. The results indicate that the factors of the reform and corporate ownership impede domestic institutional investors participate corporate governance but not affect QFII's behavior of corporate governance.

Key words: heterogeneity of institutional investors; split-share structure reform; state-owned controlling; firm performance; 2SLS