

机构投资者持股对企业绩效影响的实证研究

夏宁¹ 李民²

(1. 山东财经大学国际教育学院, 山东 济南 250014; 2. 山东财经大学工商管理学院, 山东 济南 250014)

[摘要] 近年来,机构投资者稳步发展,逐渐成为证券市场的中坚力量。然而专业机构投资者发展不足,限制参与公司治理的能力。以深市A股2008-2012年间的深市A股公司为样本,运用多元回归模型,首先检验机构投资者持股与企业绩效的关系,其后加入代理成本为中介变量,分析机构投资者持股是否通过代理成本对企业绩效形成影响。研究发现:机构投资者持股对上市公司绩效特别是国有企业产生了积极影响,但代理成本并不在机构投资者持股与企业绩效间起到显著的中介作用。

[关键词] 机构投资者持股;企业绩效;代理成本

[DOI编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2014.06.010

[中图分类号] F230

[文献标识码] A

[文章编号] 2095-3410(2014)06-0068-08

一、引言

企业最为显著的特点是所有权与经营权的分离,这种分离在给企业带来高度专业化经营的同时也使企业产生了相应的委托代理问题。无论是所有者与经营者的利益冲突,还是大股东与中小股东的代理问题,其围绕的焦点在于企业剩余利益的分配。企业中股东对于剩余利益的索取程度取决于实际控制权的归属,掌握着企业内部资源的实际控制人与企业的其他利益相关者,重复博弈、相互妥协,形成了一个较为稳定的剩余利益分配结果。而这种剩余利益的分配往往并不和企业的所有权对应成比例。企业的实际控制者会试图打破原有契约,谋取超额利益,在“道德风险”与“逆向选择”的作用下,代理成本也就相应产生了。公司治理的核心问题就是要构建有效的公司治理体制,降低代理成本,保护股东的利益。

解决企业代理问题的关键点在于对企业的实际控制人形成有效的监督,这种监督既可以来自于企业的外部约束,例如国家出台的条例与政策等;也可

来自于内部,例如企业内部控制体系构建与股权制衡等。中小股东积极地参与公司治理,进行自我保护,是一种有效地减少企业代理问题、降低代理成本的方式。然而普通中小股东由于自身的局限性,往往难以对企业的经营与管理决策产生有效影响。出于对自身利益的考虑,对公司内部监督这一“公共产品”进行“搭便车”,无疑是大多中小股东的最优选择。

随着我国证券市场的发展与进一步完善,中小股东群体逐渐分化。上世纪七十年代后,机构投资者迅速发展。较之于个人投资者,机构投资者在资金规模、信息获得以及科学决策等方面具有较强的优势。随着自身持股的不断增加,西方机构投资者逐渐抛弃了“用脚投票”的方式,变为主动参与公司内部治理,维护自身利益、保障投资效率。西方研究表明,机构投资者通过股权制衡作用,有效抑制了大股东的“隧道挖掘”以及“内部人控制”(冯根福, 2001)现象的存在。Gomes和Novaes(2005)认为第二大股东的存在不但减少了经理人的私人收益,还

[作者简介] 夏宁(1974-),男,山东济南人,山东财经大学国际教育学院副院长、教授,会计学博士、博士后。主要研究方向:财务理论。

对大股东从上市公司转移资源起到了良好的抑制作用。

我国专业机构投资者发展不足,限制了其对上市公司治理及现金分红等制度的影响力,使得长期投资和价值投资的策略往往难以获取利润,机构只能选择短期投机的投资策略。机构投资者应成为我国股票市场稳定的有力保障,但现有路径依赖下政府往往“一股独大”,机构没有足够的动力进行价值投资,机构投资者活动主要集中在二级市场。其追涨杀跌的投资行为反而在很大程度上加大了我国股市的波动,后果背离了原有的初衷。加快扭转我国“散户化”的投资者结构,引导机构投资者进行价值投资,也就成为改善我国资本市场现状、引导企业健康发展的关键。

企业经营过程的参与者存在着多种相互关系,机构投资者的加入势必改变原有均衡。在我国当前情境下,机构投资者持股能否对企业绩效产生影响,又会怎样影响是我们所要研究的。本文旨在将机构投资者持股与企业绩效结合起来,并联系企业的代理成本,进而将两者直接的影响机理更清晰的挖掘出来。

二、文献回顾与研究假设

机构投资者参与公司实务旨在维护自身利益,那么这种行为是否有利于改善公司治理结构,不同研究对此形成不同见解。不少研究认为机构投资者的参与对于公司治理是有益的,Assaf Hamdani and Yishay Yafeh (2011)认为机构投资者改善了公司整体的价值取向,从而优化了公司的治理结构。Aneta Hryckiewicz (2009)发现积极主义降低了被投资企业的资本成本。Gillan and Starks (2000)以及 Kahan and Rock (2006)发现投资基金与对冲基金的参与在促进公司政策、组织以及管理方面起到了非常强的促进作用。Chung et al. (2002)和 Velury and Jenkins (2006)则得到高机构持股比例的公司,账目虚报可能性较小,盈余的数据也更加可靠的结论。Christopher Ray Reutzel (2012)表明参与治理的机构投资者组合稳定性越强,企业 IPO 失败的可能性越小,而董事会外部控制现象会降低此影响。

同时另外一些文献则表明机构投资者参与对公司治理的影响较小,对于公司股票以及盈余的作用

微乎其微,如 Thomas and Cotter (2007)、Robert C. Illig (2008)。同样 Gillan and Starks (2007)也发现持股比例对公司治理的改善作用没有预想的强烈。Robin Greenwood and Michael Schor (2007)则表明纵使有参与治理的倾向,然而由于自身的短视特性,对冲基金更善于寻找被低估的资产来完成并购,而非参与长期公司治理。

机构投资者在影响公司治理结构的同时也对公司的业绩与股价造成影响。对于机构投资者与公司业绩关系的研究,于上世纪九十年代初期已经开始。Opler and Sokobin (1998)通过财务绩效研究后,发现机构参与公司治理会导致业绩提升; McConnell and Servaes (1990)选择托宾 Q 值作为企业业绩的替代变量,经过实证分析发现机构投资者的持股水平与托宾 Q 值之间存在着较为显著地正向关系,这也就证明了机构投资者参与公司治理具有较为明显的治理改善作用; Aneta Hryckiewicz (2009)发现机构持股降低了被投资企业的资本成本。Kenneth Wm. Kury (2010)表明机构持股有益于提高企业的盈余管理水平。而上述这些无疑都提升了企业的绩效。Christopher Ray Reutzel (2012)表明参与治理的机构投资者组合稳定性越强,企业 IPO 失败的可能性越小,而董事会外部控制现象会降低这种影响。我国学者也作出了大量相关研究肖星与王琨 (2005)、石良平与李洋 (2007)、张婉君 (2010)等均指出机构投资者对大股东掏空等行为可以起到强有力的制衡作用。而姚颀、刘志远 (2007)对 Pound 二十世纪九十年代所提出的战略合作假说进行了研究,结果表明,在我国股权分置改革的过程中,机构投资者并未真正的起到保护中小股东利益的作用。刘志远、花贵如等 (2009)对上述研究进行延伸,发现在多种原因的作用下,国有企业中的机构投资者并不能抑制大股东的资金侵占行为。基于前人文献,并结合我国现实,本文认为,机构投资者持股比例与企业绩效存在相关性,持股比例越高,表明投资者对企业整体给予越高的肯定。机构投资者持股比例越高,其监督能力越强,企业绩效越好。因此提出以下假设:

假设 1:机构投资者整体持股比例与企业绩效高度显著正相关。

在我国上市公司股权结构中,非流通股股东占

绝对控股地位,而流通股股东占少数股权。由于控股股东的流动性很小,因而流通股股东“搭便车”的问题非常突出。我国大部分上市公司的前身为国有企业,这些上市公司在改制上市时,普遍采取改组公司骨干部分为股份公司,剥离公司非经营性资产,由被剥离部分成立集团公司来控股股份公司。采用这种形式,股份公司与集团公司之间存在着密切的利益关系。股份公司与集团在人事安排,特别是高层领导方面有许多是重叠的。这又形成了所谓的“内部人控制”问题。内部人控制问题的出现,使得国内的经理人市场和控制权市场难以有效形成,而流通股股东又普遍“搭便车”,使得上市公司缺乏有效的监督,上市公司的治理水平也就不能真正提高,其绩效也就难以得到保证。

我国资本市场起步较晚,机构投资者在近些年来逐步经历了由无到有的过程,虽然我国的机构投资者表现出了参与公司治理的意向,然而在我国特殊经济体制下,机构投资者并未真正发挥自身的积极股东角色。我国的机构投资者主要通过间接的方式对企业的经营和管理产生影响,这主要包括两个方面:首先,机构投资者具有更强获知与处理企业外部信息的能力,机构投资者会以建议的方式将这些信息传递给企业,这无疑提高了企业与市场的信息对称水平;其次,机构投资者会通过自身的股票减持来表达对自身的不满,这也就所谓的“用脚投票”的方式。这种方式虽然难以直接影响到管理层任职与薪酬,然而董事会其他股东会对这种行为进行考虑,这势必会影响到管理层利益分配格局。例如 Ryan(2002)以美国的机构投资者为研究样本,发现机构投资者的干预和活动水平对公司的业绩有显著的影响。本文认为,我国现状下,机构投资者有效参与公司治理的行为并不普遍存在,机构大多通过间接方式影响企业绩效。因此,提出下列假设:

假设2:代理成本在机构投资者持股比例与持股公司业绩关系中并不能起到显著中介效应。

三、数据与研究设计

(一)样本与数据来源

为了实证检验我国上市公司中机构投资者持股与企业绩效的关系,本文选择2005年以前上市,2008-2012年期间的深市A股上市公司为初选样

本。其后对上述样本进行处理:剔除了金融保险类上市公司,ST和*ST上市公司,财务数据、治理数据缺失的公司;机构投资者总体持股比例为0的样本;同时剔除1%和99%分位数以外的异常值。剔除后本文的研究样本总数为1058家公司。我们所选用的数据全部来自深圳国泰安CSMAR数据库和RESSET数据库,其中财务数据来自CSMAR数据库,机构投资者持股数据来自RESSET数据库,所使用的数据计算工具为EXCEL,统计软件采用SPASS 17.0。

(二)变量定义

综合考虑本文的研究目的、数据的可获得性以及合理性,机构投资者持股变量采用机构投资者持股比例(TIH),是指公司所有股东中所有类别机构投资者的持股比例之和,反映了机构投资者影响企业运营与管理的可能性以及作用大小,机构投资者持股比例越高,其对企业所起到的间接作用也就越强。同时考虑到机构异质性对机构持股比例与企业绩效关系所产生的影响,本文同时选取持股比例最大的证券投资基金、社保基金和QFII三种机构投资者持股比例之和作为稳健性检验的自变量。

在中介变量的选取方面,我们采用James等(2000)的第一种方法,采用销售收入管理费用率作为企业代理成本的替代变量,这一选取方式的有效性在我国也得到了李寿喜(2007)等的证实。这一指标主要反映经理由于过度在职消费所引起的浪费。

在控制变量方面,参考Faccio M.(2008)及姜付秀等(2010)的研究,采用以下变量作为控制变量(详见表1)。另外,由于不同年份宏观经济环境可能存在重大差异,选择了年度哑变量对不同年份宏观经济环境的差异进行控制。同时控制行业因素对实证结果产生的影响,取虚拟变量INDUS作为控制的标准。根据2012年证监会行业分类标准,剔除掉金融业的数据,共对12个行业进行分析。设置11个虚拟变量,消除行业差异可能对实证结果产生的影响。

(三)研究设计

根据前文的分析,以下研究模型的设计思路是:
(1)上市公司经营业绩如果与机构股东持股比例显

表 1 相关变量及说明

变量类型	变量名称	变量说明
控制变量	机构总体持股比例 (TIH)	年末机构持股占总体比重
	股权集中度 (CON)	前 10 大股东持股占总体比重
	员工规模 (EMP)	年平均员工人数的自然对数
	资产规模 (SIZE)	总资产的自然对数
	董事会独立性 (IDIR)	独立董事人数占董事会规模的比例
	长期偿债能力 (LEV)	资产负债率取倒数
	企业性质 (SH)	国有控股企业为 1; 非国有控股企业为 0
	行业因素 (INDUS)	参照中国证监会行业分类, 当处于该行业时为 1; 否则为 0
	年度 (YEAR)	当处于该年度时为 1; 否则为 0
中介变量	代理成本 (AEGNT)	销售收入管理费用率
被解释变量	年度净资产收益率 (ROE)	净利润/股东权益余额
	年度总资产收益率 (ROA)	净利润/总资产余额

著正相关,那么说明机构投资者的参与对公司的经营与管理产生影响;(2)将代理成本作为中介变量,若机构投资者持股比例显著影响企业代理成本,代理成本又显著影响公司价值变动,则代理成本的中介效应显著,说明机构股东积极治理价值效应的发挥主要通过降低企业代理问题实现的。

$$ROA = \alpha + \varphi_1 TIH + \varphi_2 CON + \varphi_3 EMP + \varphi_4 SIZE + \varphi_5 IDIR + \varphi_6 LEV + \sum_{k=1}^{13} \gamma_k INDUS + \sum_{i=1}^2 \delta_i YEAR + \xi \quad (1)$$

$$AGENT = \alpha + \varphi_1 TIH + \varphi_2 CON + \varphi_3 EMP + \varphi_4 SIZE + \varphi_5 IDIR + \varphi_6 LEV + \sum_{k=1}^{13} \gamma_k INDUS + \sum_{i=1}^2 \delta_i YEAR + \xi \quad (2)$$

$$ROA = \alpha + \varphi_1 TIH + \varphi_2 CON + \varphi_3 EMP + \varphi_4 SIZE + \varphi_5 IDIR + \varphi_6 LEV + \sum_{k=1}^{13} \gamma_k INDUS + \sum_{i=1}^2 \delta_i YEAR + \xi \quad (3)$$

模型(1)用来检验机构投资者持股(TIH)对企业绩效(ROA)的总效应,选取机构投资者总体持股比例来衡量 TIH,选取总资产净收益率(ROA)来衡量企业绩效。为控制其他因素对企业绩效产生的影响,本文将控制变量组设定为:股权集中度(CON)、公司规模(SIZE)、员工人数(EMP)等。模型(2)来检验机构投资者持股对代理成本的抑制效应,将被解释变量设定为代理成本(Agent),根据李寿喜等学者相关研究,本文用销售收入管理费用率来衡量公司代理成本,销售收入管理费用率越高,代理成本越高。模型(3)中,将机构投资者持股与

代理成本均引入方程,检验代理成本在机构投资者持股对绩效影响过程中的中介效应。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

首先对所选样本的主要变量进行描述性统计分析,统计结果如表 2 所示:

表 2 相关变量的描述性统计

	极小值	极大值	均值	中位数	标准差
ROA	-0.22991	0.37390	0.04874	0.04354	0.05083
AGENT	0.0028	0.6296	0.083094	0.06855	0.06685
TIH	0.000125	0.869427	0.16272442	0.10798	0.16674
EMP	2.19722	11.49959	7.50629	7.4676	1.24384
SIZE	19.04555	26.09686	21.58616	2.1405	1.10115
IDIR	0.08695	0.72730	0.34824	0.33333	0.85314
FR	0.45350	5.61956	0.29364	2.0905	3.24039
N	1158	1158	1158	1158	1158

表 2 是对模型(1) - 模型(3)主要变量的描述性统计结果。从表中我们可以看出各样本组变量观测值的分布特征。ROA 的最小值为 -0.230,最大值为 0.374,说明我国上市公司经营绩效差异比较明显,从均值和中位数可以看出,企业业绩的差异程度分布比较均衡,全样本整体结构合理。类似地,几个自变量和控制变量指标差异程度也比较均衡。机构投资者总体持股比例最大值达 86.943%,最小为 0.013%,差异非常大,均值为 16.27%,比中位数高出约 6%,与发达资本市场机构投资者持股比例相比偏低,这将可能影响其在公司治理中的发言权。销售收入管理费用率一项中,最大值为 62.96%,均值为 8.31%,说明代理成本在我国上市公司中普遍较高,代理问题在我国上市公司中影响很大。独立董事持股比例均值为 34.824%,达到了“独立董事占全部董事 1/3”的规定,但是 8.695%的最小值表明我国仍需要逐步完善诸如独立董事制度等公司治理制度,以期改善企业的绩效。

(二)相关性分析

本文对变量之间进行了 Pearson 相关性分析,相关性分析结果如表 3:

从显著性检验的结果我们可以看出:机构投资者总体持股和企业绩效呈现显著正相关关系,说明机构投资者持股会对企业绩效产生影响;机构投资者持股和代理成本在 10% 的水平上呈现出显著负相关的关系,说明该样本内机构投资者持股会对代理成本产生影响。员工人数与企业规模呈现出显著

表3 变量相关性测试

	ROA	AGENT	TIH	CON	EMP	SIZE	IDIR	LEV
ROA	1							
AGENT	-0.045	1						
TIH	0.100***	-0.007*	1					
CON	-0.015	0.097**	0.138***	1				
EMP	-0.0006	-0.230***	0.053	0.004	1			
SIZE	-0.008	-0.336***	0.141***	-0.015	0.534***	1		
IDIR	0.039	0.015	0.045	0.097***	0.089***	-0.010	1	
LEV	0.216***	0.233***	0.000	0.100***	-0.200***	-0.264***	0.033	1

注：***、**、*表示在1%、5%和10%的水平上显著相关。

的正相关关系,这是由于企业规模越大,所雇用的员工人数越多所导致的,下文中将对这两组数据的共线性问题进行分析。

(三) 回归结果与分析

我们首先选取总样本数据,对上述方程(1)进行多元回归,检验了机构投资者持股与企业绩效的关系。其后对方程(2)和方程(3)进行检验,判断机构投资者持股是否通过降低企业代理成本提高企业绩效。具体实证结果如表4所示:

表4 机构投资者持股、代理成本与企业绩效

	总体样本回归结果		
	(1)	(2)	(3)
TIH	0.020** (2.298)	0.029*** (2.735)	0.021** (2.459)
CON	0.073*** (8.160)	-0.056*** (-5.110)	0.070*** (7.773)
EMP	-0.002 (-1.446)	0.001 (-0.456)	-0.002 (-1.475)
SIZE	0.004** (2.282)	-0.018*** (-8.232)	0.003 (1.736)
IDIR	0.000 (0.027)	0.022 (1.044)	0.002 (-0.090)
LEV	0.003*** (6.369)	0.003*** (5.321)	0.003*** (6.618)
AGENT			-0.049** (-2.044)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
D.W.	2.031	2.008	2.030
MAX(VIF _t)	1.974	1.974	2.0001
Adj-R ²	0.115	0.221	0.118
F值	9.359***	19.256***	9.111***

注：***、**、*表示在1%、5%和10%的水平上显著相关。

首先我们对模型(1)进行了回归,模型的F值和调整的R平方都较大,说明模型拟合程度较好,D-W值也接近于2,说明模型没有受自相关问题影响,模型的VIF值都远小于5,说明模型没有严重的共线性问题。机构投资者整体持股比例与公司业绩高度显著正相关,这与假设1所一致。证实了机构

投资者参与可以有效地提高公司的绩效。标准化后系数约为0.066,说明机构投资者企业绩效中所起到的作用是不可忽略的。H1得到证明。

模型(2)的回归结果中,F值、调整R平方、D-W值、VIF值均与模型(1)中相似,表明模型(2)具有合理性。机构投资者持股比例对代理成本的解释程度为0.029,并且通过了水平为0.01的显著性检验。表明机构投资者持股水平的上升会提高公司的代理成本。这与国外Gilan and Starks(2003)等认为机构投资者可以改善企业公司治理,优化企业代理问题的结论不符,这很有可能与我国资本市场发展不完善,机构投资者成长不成熟相关。我国的机构投资者持股行为在一些企业中更多的是一种短期行为,其目的是为了攫取企业的利益,而非参与公司治理,改善公司的绩效。

表中最后一列为模型(3)的回归结果。机构投资者持股比例对公司业绩的解释程度为0.021,代理成本对公司业绩的解释程度为-0.049,这与代理成本的增加会降低企业业绩的现实是相符的。我们采用Baron Reuben M.(1986)对于变量中介变量的判断方法:自变量对因变量的回归系数显著,自变量对中介变量的回归系数显著,自变量与因变量对中介变量的回归中,中介变量必须显著,而自变量的效应减少或者没有。在上述检验方程组中,自变量(TIH)对因变量(ROA)的回归系数(2.298)显著,自变量(TIH)对中介变量(AGENT)的回归系数(2.735)显著,自变量(TIH)与因变量(ROA)对中介变量(AGENT)的回归中,中介变量回归系数(-2.044)显著,然而其自变量的系数为0.021,高于方程(1)中自变量的系数0.020,这说明代理成本在机构投资者持股与企业绩效间并未起到相应的中介作用,从而证明了假设(2)。我国公司的股权集中

度较高,控股股东与少数股东之间的第二类代理问题显得更为突出。当机构投资者难以对控股股东形成相应制衡时,其行为表现出更多的是寻租趋向。机构投资者在我国公司决策中缺乏相应的话语权,起到应有的股东积极主义作用仍旧需要经历一个过程。

(四)不同企业性质下的进一步探讨

从制度经济学的角度来看,企业被认为是利益相关者之间的一组契约组合,每个利益相关者被其持有的这个契约中的生产要素产生的自我利益所驱动。由于企业所有权即剩余索取权和剩余控制权是由利益相关者们共同掌握的,因此各个利益团体就必须通过谈判的方式,以契约的形式来达到一种长期的合约关系。同时企业作为个人之间交易财产权的一种方式,为了降低其交易成本,各个利益团体也会在所有权与控制权相分离的条件下通过谈判来形成一种契约,这也就是公司治理的本质所在。

如前文实证结果所表明,机构投资者持股并不能通过影响企业的代理成本进一步改变企业绩效。机构投资者公司治理作用的发挥很大程度上与公司的所有权性质相关,公司所有权性质的不同会影响代理人的行为。李善民等(2006)与李维安、邱爱超(2010)认为,大股东通过治理机制对管理者发挥作用的过程中,控股股东的所有权性质差异必然导致公司治理机制存在差别。国有企业无论从资金补助还是政府服务方面,都要严格优于非国企。同时在这种非有效的资本市场环境中,国企拥有相关信息与经验优势,因此在国有企业与民营企业中,机构投资者所能起到的作用无疑会出现很大的不同。我们按照上市公司最终控制人性性质来划分国有和非国有,其中把国家股东、国有资产管理部、中央直属国有企业和地方所属国有企业定义为国有,其余的定义为非国有。

表5 不同企业性质下:机构投资者持股、代理成本与企业绩效

	民营上市公司样本			国有上市公司样本		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
TIH	0.008 (0.851)	0.032*** (2.669)	0.010 (0.971)	0.071*** (3.707)	0.007 (0.291)	0.072*** (3.747)
CON	0.078*** (7.933)	-0.076*** (-6.318)	0.075*** (7.479)	0.045*** (2.095)	-0.003 (-0.117)	0.045*** (2.090)
EMP	0.001 (-0.504)	0.001 (0.546)	0.001 (-0.479)	-0.012*** (-3.084)	-0.006 (1.337)	-0.012*** (-3.128)
SIZE	0.005*** (2.220)	-0.021*** (-8.244)	0.004*** (1.773)	0.011*** (2.709)	-0.015*** (-2.946)	0.009*** (2.371)
IDIR	-0.002 (-0.082)	0.032 (1.396)	0.000 (-0.017)	0.007 (0.179)	0.004 (0.078)	0.007 (0.187)
LEV	0.003*** (6.047)	0.004*** (0.203)	0.003*** (6.206)	0.003*** (2.457)	0.000 (-0.005)	0.003*** (2.464)
AGENT			-0.038(-1.386)			-0.081(-1.544)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
D. W.	2.101	2.064	2.104	1.824	1.958	1.802
MAX(VIF _i)	1.859	1.859	2.0001	2.705	2.705	2.727
Adj - R ²	0.125	0.235	0.126	0.119	0.253	0.124
F 值	8.683***	17.474***	8.316***	2.833***	5.611***	2.826***

注:***、**、*表示在1%、5%和10%的水平上显著相关。

从民营企业样本组的回归结果我们可以看出:在方程(1)中,企业业绩与机构投资者总体持股比例之间不呈现显著相关关系,即企业业绩并不受到机构投资者总体持股比例的影响。同时代理成本与机构投资者持股之间是显著正相关的,机构投资者总体持股数量的增大反而会提高机构的持股数量。同时代理成本在机构投资者总体持股与公司业绩之间并不呈现出中介效应。

从国有企业样本组的回归结果我们可以看出:在方程(1)中,公司业绩与机构投资者总体持股比例之间呈现出显著相关关系,无论是机构投资者持股比例对于公司业绩的解释程度还是显著性水平,均高于全体样本组中的对应值。在方程(2)中,代理成本与机构投资者持股之间不呈现显著相关关系。在方程(3)之中,公司业绩与机构投资者总体持股比例之间呈现出显著相关关系,机构投资者持

股比例的系数增大,但中介效应依然不显著。

对比上述两个样本组的回归结果,相对于民营企业而言,在国有企业里企业绩效与机构投资者持股之间的正相关关系更为显著。原因可能是现代企业制度在民营企业中并不完善,部分民营企业家族化现象严重,大股东对企业经营与管理施加太多干预,机构投资者并无法参与到企业管理实践中来。在未对企业形成控制之前,机构并不能发挥积极治

理的作用,更多的是对短期利益的挖掘,我国民营企业中机构投资者持股比例的上升会增加企业的代理成本恰恰是对这一点的说明。在国有企业中,机构投资者持股比例并未对代理成本产生显著影响。

(五)稳健性检验

为了保证实证结果的稳健性,我们采取 ROE 替代 ROA 作为企业业绩的替代变量,再次对方程(1) - 方程(3)进行分析。

表6 不同所有权性质下:机构投资者持股、代理成本与企业绩效

	民营上市公司样本			国有上市公司样本		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
TIH	0.002 (0.073)	0.080 *** (2.669)	0.006 (0.194)	0.238 *** (3.701)	0.217 (0.291)	0.240 *** (3.732)
CON	0.219 *** (6.739)	-0.190 *** (-6.318)	0.210 *** (6.315)	0.098 (1.508)	-0.007 (-0.117)	0.097 (1.501)
EMP	-0.036 (-0.848)	0.022 (0.546)	-0.035 (-0.823)	-0.333 *** (-2.726)	-0.121 (1.337)	-0.345 *** (-3.414)
SIZE	0.204 *** (4.789)	-0.326 *** (-8.244)	0.188 *** (4.257)	0.335 *** (3.413)	-0.261 *** (-2.946)	0.309 *** (3.100)
IDIR	-0.017 (-0.519)	0.042 (1.396)	-0.015 (-0.455)	0.036 (0.568)	0.004 (0.078)	0.037 (0.576)
LEV	0.028 (0.831)	6.496 *** (0.203)	0.038 (1.102)	-0.017 (-0.251)	0.000 (-0.005)	-0.017 (-0.252)
AGENT			-0.049 (-1.362)			-0.098 (-1.329)
行业与年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业与年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
D. W.	2.062	2.064	2.062	1.761	1.958	1.752
MAX(VIF _i)	1.859	1.859	2.0001	2.705	2.705	2.727
Adj - R ²	0.107	0.235	0.108	0.080	0.253	0.083
F 值	7.441 ***	17.474 ***	7.138 ***	2.188 ***	5.611 ***	2.173 ***

注:***、**、*表示在1%、5%和10%的水平上显著相关。

上表中为用 ROE 代替 ROA 作出稳健性检验的结果:在民营企业的分组中,公司业绩与机构投资者持股相关性不显著,机构投资者持股会增加企业的代理成本;在国有企业的分组中,机构投资者持股比例对公司业绩的解释程度为 0.029,并且通过了水平为 0.01 的显著性检验,企业代理成本与机构投资者持股不相关,同时在加入代理成本这一中介变量后,机构投资者持股对企业业绩的解释程度增强。本次回归结果基本上与前文中实证结果相似,同时采用三大机构(证券投资基金、社保基金和 QFII)的持股总额作为机构投资者总体持股比例的替代变量后,实证结果大体与本次结果相同,说明了上文实证结论的稳健性。

本文同时选取持股比例最大的证券投资基金、社保基金和 QFII 三种机构投资者持股比例之和作

为稳健性检验的自变量进行稳健性检验,所得出结论基本上与上述结论相同。

五、结论与启示

本文将我国上市公司作为研究样本,用连续多年数据从机构投资者持股、代理成本与企业绩效三者的关系进行了分析,以解释机构投资者是否通过减少企业代理问题影响了企业绩效。

具体来说,从前面的研究可以得出如下结论:

第一,机构投资者总体持股对上市公司绩效产生积极影响。研究发现,机构投资者总体持股比例与上市公司绩效呈显著正相关关系。机构持股比例越高,其在干预企业经营与管理决策中就有更多的话语权。因此,要进一步发展机构投资者,提高整体机构投资者持股水平对上市公司绩效的积极作用。

其次,机构对国有企业绩效的提升作用要优于

民营企业。我国的机构投资者实践与国外存在着较大的差异,西方机构投资者的产生与发展是由于市场投资者的需要,是一种市场发展过程中的自发行为。反观中国资本市场,机构投资者的产生和发展在相当程度上都是由政府出于自己的某种需要而推动的,是一种明显的政府行为。而机构持股有效地改善了国有企业的经营效率。

最后,代理成本并没有在机构投资者持股与企业绩效间起到显著的中介作用。按照以往经验,机构投资者持股比例的增加,会提高其参与公司治理的可能性。然而在我国实际中,国有企业“内部人控制”现象严重,机构投资者在公司治理中缺少话语权,只能通过传递信息等方式间接对企业的管理与经营产生影响。而许多民营企业经营不稳定,机构持股更多地出于投机的目的,“二级市场”的追涨杀跌是这些机构更喜欢的一种行为。

因此,我国应继续推进机构投资者的发展,减少机构投资者参与公司内部治理的障碍。同时,引导机构投资者发挥“积极股东”的作用。在合理地条件下打破原有对机构的制约与束缚,更多识别市场的需求,运用市场的力量,在保证机构数量扩大的同时,提高机构的专业化水平。

参考文献:

[1] Aneta, Hryckiewicz (2011): “Pension Reform, Institutional Investors’ Growth and Stock Market Development in the Developing Countries? Does it Function”, Working Paper Series.

[2] Ayers, B, O. Li and J. Robinson (2008): “Tax - induced Trading around the Taxpayer Relief Act of 1997”, Journal of the American Taxation Association, 1, 77 - 100.

[3] Chao Xi (2006): “Institutional Shareholder Activism in China: Law and Practice”, International Company and Commercial Law Review, 9, 251 - 294.

[4] Gillan, Stuart, and Laura Starks (2007): “The evolution of shareholder activism in the United States”, Journal of Applied Corporate Finance, 19 (1), 55 - 73.

[5] Parrino, R., Sias, R. W., & Starks, L. T. (2003): “Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover”, Journal of Financial Economics, 68(1), 3 - 46.

[6] Thomas, Randall, and J. Cotter (2007): “Shareholder proposals in the new millennium: Shareholdersupport, board response, and market reaction”, Journal of Corporate Finance, 13, 368 - 391.

[7]程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界, 2006, (09): 128 - 136.

[8]雷倩华,柳建华,季华. 机构投资者、内幕交易与投资者保护——来自中国上市公司资产注入的证据[J]. 金融评论, 2011, (03): 29 - 39.

[9]刘星,吴先聪. 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[J]. 中国管理科学, 2011, 19(05): 182 - 192.

[10]尹志宏,李艳丽,高伟. 市场化进程、机构投资者与薪酬激励[J]. 经济理论与经济管理, 2011, (10): 75 - 84.

[11]温洪波,吴世农. 机构投资者、公司治理与上市公司股利政策[J]. 中国会计评论, 2007, (03): 367 - 379.

[12]余佩坤,李志文,王玉涛. 机构投资者能跑赢个人投资者吗[J]. 金融研究, 2009, (08): 147 - 157.

[13]袁蓉丽,肖泽忠,邹宏. 金融机构投资者的持股和公司业绩:基于股东积极主义的视角[J]. 中国软科学, 2010, (11): 110 - 192.

[14]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, (08): 43 - 58.

(责任编辑:刘 军)

