

机构投资者持股、管理者权力与非效率投资

夏 宁¹, 邱飞飞²

(1. 华北电力大学 经济与管理学院, 北京 102206; 2. 山东师范大学 历山学院, 山东 青州 262500)

[摘 要]选取 A 股上市公司 2010—2013 年的数据作为样本, 实证检验机构投资者的加入对于管理者权力与非效率投资之间的关系的影 响, 结果表明: 管理者权力与企业非效率投资之间是显著正相关的, 机构投资者的加入可以在一定程度上降低正相关程度。区分不同类型的机构投资者的进一步研究发现: 压力抵制型机构投资者可以弱化管理者权力与企业非效率投资之间的正相关性; 压力敏感型机构投资者则没有起到弱化的作用。

[关键词]机构投资者持股; 管理者权力; 非效率投资; 投资效率; 公司业绩; 投资行为; 公司治理; 企业投资

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)02-0012-09

随着技术与管理的变革, 企业的组织架构与运营模式也相应发生了变化, 人力资本逐渐取代财务资本成为主导经济发展的最重要的因素。目前我国的大部分股份制企业是由国有企业改制而成, 国有股东缺位使得内部人控制现象极为严重, 董事会虽然名义上作为股东的代表, 但是常常会被公司高管收买, 这就使得管理者逐渐形成了相对于所有者的经济权势, 并且管理者开始倾向于利用自身权力寻租, 导致企业的投资效率不断下降, 即过大的管理者权力可能会造成企业的非效率投资问题。

目前随着国家出台的“超常规发展机构投资者”等政策的推动, 机构投资者的发展空间得到了很大的扩展。对于机构投资者的作用, 学术界存在两种相反的观点: 股东积极主义认为机构投资者对于公司治理起到了积极的作用; 股东消极主义则认为其不仅没有起到正面的促进作用, 反而起了反作用。因此就我国来说, 对于机构投资者能否积极利用自身的股权对公司治理进行有效的监督进而提升公司的投资效率问题, 研究者结论并不统一。本文试图以中国上市公司为研究对象, 在研究管理者权力与企业非效率投资关系的基础上, 先引入机构投资者总体, 研究机构投资者的加入能否调节由于管理者权力引发的企业非效率投资问题, 然后再将机构投资者区分为压力抵制型和压力敏感型两种类型, 进一步考察不同类型机构投资者对于管理者权力与企业非效率投资关系的影响是否存在差异。

一、文献回顾

管理者权力与企业投资效率之间关系一直是学术界研究的热点, 现有的大部分文献都是从委托代理理论、信息不对称理论或公司行为等角度, 分析上市公司非效率投资行为产生的原因。John 和 Nachman 研究了企业投资不足问题与控股股东、小股东间的目标利益不一致的关系, 研究结果证实, 管理层并未将最大化全体股东的利益作为其制定投资决策的目标, 而更多看重的是控股股东利益的最大化。这一心理就决定了管理者在需要通过发行新股融资并投资时会出现投资不足行为^[1]。Shleifer 和 Vishny 认为管理层在投资时往往不会考虑投资项目对股东是否有利, 通常他们会选择能够稳固自身职位、可以获得更多的供自己专用资本的项目, 这就可能造成投资的非效率^[2]。Gugler 等的

[收稿日期]2015-11-21

[基金项目]财政部全国会计科研课题(2015KJB020); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目

[作者简介]夏宁(1974—), 男, 山东济南人, 华北电力大学经济与管理学院教授, 硕士生导师, 财政部全国会计领军人才, 主要研究方向为管理会计理论; 邱飞飞(1989—), 女, 山东潍坊人, 山东师范大学历山学院讲师, 主要研究方向为公司财务理论。

研究发现独立董事参与董事会会议时,能够对管理者做出的投资决策进行有效的监督^[3]。Grullon 和 Michaely 发现如果企业所处行业的竞争压力较大,相较于将资金投资在低效率的项目上,管理者更愿意将自由现金流以股利的形式发放给股东,因为竞争所带来的惩罚机制已经严重削弱了管理者对于自由现金流的控制能力^[4]。石大林以 2002—2011 年间的 716 家上市公司的数据作为样本,运用动态面板的 System GMM 估计方法,从动态视角来研究管理者权力、投资机会对企业非效率投资的影响,研究结果显示:管理者权力和投资机会不仅对企业当期投资效率产生影响,而且还会影响企业下一期投资效率,即这种影响具有长期性^[5]。张丽平基于上市公司所在地区的市场化程度以及所处行业的竞争程度角度检验管理者权力对于资本投资价值的影响,发现管理者权力与企业资本投资价值之间是负相关的,而市场化程度能够在一定程度上降低两者之间的负效应,而且处于保护性行业的企业,管理者权力与企业资本投资价值之间的负作用更显著^[6]。赵纯祥的研究发现:民营企业的资本投资回报要明显高于国有企业,而且差距达到 70%;不管是对于民营企业还是国有企业而言,管理者声望权力和专家权力都显著降低了企业的投资回报;国有企业由于受到的限制较少,因此管理者权力对于投资回报的负面影响更显著^[7]。国内外学者在研究上市公司投资行为时,鲜有把管理层权力与公司投资行为联系起来探讨管理层权力对公司投资行为的影响。

当前国内外学者对机构投资者参与公司治理的议题进行了大量研究。西方国家资本市场较成熟,机构投资者发展也较早,已经有了大量研究成果,形成了较系统的观点,而国内机构投资者和资本市场发展较晚,研究成果相对较少。Mconnel 和 Servaes 的研究结果证实,单纯地通过“用脚投票”(即在证券市场上抛售股票)不符合机构投资者的利益目标,他们有能力且更愿意利用手中较高持股比例的投票权发挥自身对管理者的监督权,从而抑制管理者机会主义,进而提高公司业绩^[8]。国内有学者认为,由于受到自身条件和外部环境的限制,机构投资者(主要是证券投资基金)参与公司治理的作用非常有限。如黄兴年认为我国机构投资者高度依赖政府,政府会凭借资源或政策等控制手段,干预机构投资者经营,而政府目标与企业目标存在巨大差异,机构投资者不可能成为企业合格的监督主体。续芹、叶陈刚依据 A 股上市公司 2003—2005 年数据进行研究,发现我国机构投资者对上市公司的股价市场表现有一定的影响,但对公司治理和经营业绩的作用却非常微弱^[9]。但也有部分学者持不同意见。石良平等以 2003—2005 年 117 家基金重仓股为样本研究了基金持股比例与每股收益的关系,发现机构投资者持股与下一年每股收益正相关,得出了机构投资者是影响公司绩效的重要力量的结论^[10]。李争光等以 2001—2012 年上市公司为样本,考察了机构投资者异质性对企业绩效的影响,发现机构投资者能显著提高企业绩效,机构投资者能够有效地缓解代理冲突,特别是稳定型机构投资者的作用更显著^[11]。

二、理论分析与研究假设

一般来说,管理者的权力越大,影响公司决策的能力就越强,也就越有利于管理者使用公司资产实现来私人收益。尽管过度投资会损害公司价值而且最终必将会拉低管理层获得的基于业绩的薪酬水平,但由于追求过度投资带来的控制权以及可能带来的私人收益远远大于薪酬水平降低所带来的损失,因此管理者会想尽一切办法利用权力实现私人利益。由于现代企业中所有权与经营权的分离,投资对于管理者来说是存在私人成本的,即当企业启动新的投资项目时,管理者本身就需要付出额外的精力,即其私人成本增加了,但是其所付出的私人成本与其可能获得的私人收益两者之间是不对等的,在此影响下就产生了两种结果:一是管理者会放弃那些对于自身而言私人成本较高的项目,无论这些项目净现值是否是正的;二是接受能给自己带来私人收益的项目,尽管某些项目的净现值为负。此外,从管理者获得收益的形式来看,既有显性的收益,如货币薪酬和持股额收益,也有隐性收益,如在职消费。随着管理者权力的增大,其利用自身的权力谋取私人利益的方式和渠道也拓宽了,他们寻

租的能力进一步增强。这样一来,由于管理者完全可以通过其他途径来获取较高的私人收益,也就不必完全依赖激励补偿契约获取报酬,这就使得管理者降低了对于企业投资效率的关注度,而且有时甚至还会以牺牲企业的业绩为代价来实现自身利益。因此,权力较大的管理者能够依靠自身的权力影响激励契约的设计,减少企业投资效率与自身薪酬的挂钩程度。基于以上分析,我们提出假设1。

H₁:管理者权力与企业非效率投资之间是正相关关系。

对于机构投资者的作用,学术界有股东积极主义和股东消极主义两种观点。股东积极主义认为,机构投资者有动机同时也有能力来参与公司治理、行使其监督的权力,进而提升公司的投资效率和公司业绩。目前,随着机构投资者持股数量的不断增加,机构投资者不能再通过简单地抛售股票来实现自身的收益,改变了以往“用脚投票”的方法,变被动为主动,从以往的单纯持股转变为真正地参与到公司的发展规划中,监督企业日常的投资决策,提升企业的投资效率。机构投资者能够监督公司的主要原因有:第一,机构投资者的专业性较强,不仅有专业的人才,掌握了专业的技术,同时还具备了丰富的管理经验,因此有实力来监督企业经营,参与公司的治理;第二,相较于中小机构投资者而言,机构投资者拥有较高的持股比例,因此在上市公司中分量较重,“话语权”较大;第三,机构投资者的加入可以提升企业的声誉以及公司的形象,因此上市公司都比较注重与机构投资者合作,这也使得机构投资者有机会充分地了解企业的内部运营情况和相关的财务状况,为其更好监督投资决策提供了保障;第四,机构投资者自身内部存在的竞争压力和激励制度使得其会积极监督企业的非效率投资行为,有效地降低非效率投资可能造成的损失。综上所述,机构投资者会监督企业投资决策。如果机构投资者是属于“股东积极主义”,即机构投资者采用的是“用手投票”,他们就会积极地参与公司的治理,监督企业管理者的投资行为,充分利用自身的专业优势和股权优势,那么机构投资者就可以制约由于管理者权力过大引起的企业非效率投资决策。

股东消极主义认为,由于监督成本等因素的影响,机构投资者目前还是以“用脚投票”为主,因此其对于非效率投资的制约能力有限。主要原因是:第一,机构投资者自身频繁的交易行为使得其没有时间和精力来参与企业的治理,无法监督管理者的权力,制约不了企业的非效率投资行为,因为当企业的业绩达不到机构投资者要求时,机构投资者就会通过抛售股票的形式来实现自身的收益;第二,由于“双重委托代理”的存在,机构投资管理者可能本身也会存在“道德风险”和“逆向选择”问题,也可能会为了自身的私利与企业管理者相勾结,达不到监管企业的目的。如果机构投资者是属于“消极股东主义”,即机构投资者只是持有公司的股票,但是不参与公司的治理,即采用“用脚投票”方式,当公司的业绩达不到机构投资者的要求时,他们就通过抛售股票来实现自身的收益,或者是机构投资者的“双重委托代理”问题较为严重时,机构投资者就可能与公司管理者合谋,通过损害公司的利益来实现自身的私人收益,那么机构投资者持股对于管理者权力膨胀造成的企业非效率投资行为就起不到抑制的作用。

基于以上分析,我们提出相反的两个假设,以待验证。

H₂:机构投资者持股能够抑制管理者权力对企业非效率投资的影响。

H₃:机构投资者持股不能抑制管理者权力对企业非效率投资的影响。

不同类型的机构投资者,如证券投资基金、社保基金、信托基金、券商、QFII等,由于受到自身的风险承受能力、资金的来源以及与公司的利益关系等因素的影响,他们本身对于企业的治理能力与治理效率存在很大的差距,因此本文将主要的机构投资者分为两种类别,即压力抵制型机构投资者和压力敏感型机构投资者,分别研究这两类机构投资者对于企业投资效率的影响。

压力抵制型的机构投资者,例如证券投资基金、社保基金以及QFII,一般与被投资单位只是投资与被投资的关系,他们本身实力较强,而且注重对企业的长期投资,因此出于投资成本和长期投资收益的考虑,会积极地行使自身的监督权力,注重运用自身的权力来提升被投资企业的投资效率。与此同时,我们知道,管理者权力的膨胀会造成企业的非效率投资行为。就其中最具有代表性的证券投资基金

金而言,作为我国最大的机构投资者,他们的投资实力以及投资总额是其他几种机构投资者无法企及的,也正是由于相对较高的持股比例,使得他们难以通过直接抛售来实现自身收益,这促使其积极参与公司的治理,监督企业管理者的行为,制约管理者权力的膨胀。

压力敏感型机构投资者,主要包括保险公司、信托公司和综合类券商,他们往往与其投资公司之间存在较为密切的商业联系。综合类券商指的是可以经营证券经纪、证券自营、证券承销以及经国务院证券监督管理机构核定的其他证券业务的投资机构,其往往与被投资公司在财务顾问、股票承销等方面存在联系。保险公司除了不承销上市公司的股票以外,其他各方面与券商的情况基本一样。由于自身存在的信托责任,信托公司与被投资公司之间必然会存在着紧密的商业联系^[12]。这种商业联系,一方面使得他们不用参与公司的治理就可以获得内幕消息并从中获利;另一方面他们可能会与公司的管理者联合牟利,因此会放任管理者的权力膨胀,而管理者权力的膨胀又会造成企业的非效率投资行为。基于以上分析,我们提出假设4和假设5。

H₄:压力抵制型机构投资者持股能够抑制管理者权力与非效率投资之间的正相关关系。

H₅:压力敏感性机构投资者持股不能抑制管理者权力与非效率投资之间的正相关关系。

三、样本选择与研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取我国沪深A股全部上市公司作为研究对象,选取2010年到2013年的数据作为研究样本,并根据以下原则进行筛选:(1)剔除被特别处理的公司;(2)由于金融、保险类上市公司与一般上市公司在财务制度等方面存在较大的差异,所以剔除金融、保险类上市公司;(3)剔除数据缺失的上市公司;(4)剔除数据异常的上市公司。本文对所使用的主要连续变量进行winsorize处理来消除极端值的影响。本文需要的财务数据来自于CCER和CSMAR数据库,管理者权力数据是根据国泰安数据库中管理层的个人资料手工转换得到,我们还根据年报公开资料对部分缺失的管理层的个人信息予以了补充。

(二) 主要指标的衡量

1. 非效率投资的衡量

本文采用Richardson和Verdi相结合的模型来计量非效率投资这一变量,这一模型曾在众多研究中被采用。首先,采用模型估算企业的投资水平,然后将实际的投资水平与估算的投资水平之间的残差的绝对值作为非效率投资的代理变量。

$$Inv_t = \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 Cash_{t-1} + \beta_3 Size_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Ret_{t-1} + \beta_6 Inv_{t-1} + \beta_7 Lev_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

本文采用我国A股上市公司2010—2013年的数据对模型(1)进行回归,由上式得到的残差就是我们非效率投资的观测值,用 $Ginv_t$ (这里指观测值的绝对值)表示。残差的绝对值越大,预示着实际与预期的差距越大,即非效率程度越严重。其中, Inv_t 指的是公司第 t 年资本的投资水平; $Growth_{t-1}$ 指的是第 $t-1$ 年公司的成长性,一般来说,公司的成长性越好,企业的投资就越大。具体变量的含义见表1。

2. 管理者权力的衡量

借鉴以往学者的方法,本文采用主成分分析法合成管理者权力指标。考虑到数据的可得性和代表性,本文选择四个指标(X_1 为CEO是否兼任董事长; X_2 为董事会规模; X_3 为独立董事比例; X_4 为第一大股东持股比例),用主成分方法合成管理者权力指标 $Power$ 。具体指标定义如表2所示。

我们通过对管理者权力四个维度进行主成分分析,得到计算结果如式(2)所示。

$$Power = 0.056X_1 + 0.376X_2 - 0.467X_3 - 0.384X_4 \quad (2)$$

表 1 非效率投资指标体系

变量名称	变量符号	定义
资本投资	<i>Inv</i>	固定资产、无形资产和长期投资的净值 / 总资产
公司成长性	<i>Growth</i>	销售收入增长率
现金持有量	<i>Cash</i>	货币资金与短期投资之和 / 总资产
公司规模	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数
上市年龄	<i>Age</i>	当年年度减去上市年度
股票收益	<i>Ret</i>	第 $t-1$ 年 5 月到第 t 年 4 月以月股票回报率计算年度股票回报率
财务杠杆	<i>Lev</i>	资产负债率
非效率投资	<i>Ginv</i>	模型(1) 中残差的绝对值
行业虚拟变量	<i>Industry</i>	参照中国证监会行业分类
年度虚拟变量	<i>Year</i>	控制不同时期宏观经济因素的影响

3. 机构投资者持股比例的衡量

本文中机构投资者持股指的是年末证券投资基金、社保基金、综合类券商、QFII、保险公司、信托公司这六类机构投资者的持股比例之和。需要说明的是,机构投资者除了上述六种之外,还包括财务公司、企业年金等等,但是考虑到数据的可得性以及代表性,本文将难以区分投资者性质以及与投资企业关系的机构投资者排除,只保留上述六种。

表 2 管理者权力的衡量指标名称及定义

变量名称	变量符号	变量定义
CEO 是否兼任董事长	X_1	两职兼任为 1,分离为 0
董事会规模	X_2	$\ln(\text{董事会人数})$
独立董事比例	X_3	独立董事人数/董事会人数
第一大股东持股比例	X_4	第一大股东持股的数量/公司总股数

4. 机构投资者异质性的衡量

根据机构投资者与企业之间关系的不同,我们将机构投资者分类为压力抵制型机构投资者和压力敏感型机构投资者。其中压力抵制型机构投资者指的是那些与被投资企业只具有投资与被投资关系的机构投资者,具体包括证券投资基金、社保基金以及合格境外机构投资者(QFII)这三类,压力抵制型机构投资者持股比例指的是这三者持股比例之和;压力敏感型机构投资者指的是与被投资企业存在商业联系的机构投资者,具体包括保险公司、信托公司以及综合类券商这三类,压力敏感型投资者持股比例是以这三者持股比例之和来表示的。

(三) 研究模型构建

为检验本文提出的假设,我们构建了以下模型。

管理者权力与非效率投资的回归模型如下:

$$Ginv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Power_{t-1} + \alpha_2 Roa_t + \alpha_3 Fcf_t + \alpha_4 Adm_t + \alpha_5 Rev_t + \alpha_6 Lev_t + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \tag{3}$$

式(3)中被解释变量 $Ginv_t$ 为非效率投资,解释变量 $Power$ 代表的是管理者权力大小,如果管理者权力变量的系数显著为正,则可以证实管理者权力会加大企业的非效率投资,为了控制内生性问题,本文选取滞后一期的管理者权力指标。

为了检验机构投资者持股是如何影响管理者权力与企业非效率投资之间关系的,本文在模型(3)的基础上加入了机构投资者持股变量,同时在企业非效率投资模型中加入管理者权力与机构投资者持股比例的交叉变量 $Power_{t-1} \times Gm_{t-1}$,构建了模型(4)。为了避免内生性问题,本文同样选取解释变量滞后一期的数据。

$$Ginv_t = \beta_0 + \beta_1 Power_{t-1} \times Gm_{t-1} + \beta_2 Power_{t-1} + \beta_3 Gm_{t-1} + \beta_4 Roa_t + \beta_5 Fcf_t + \beta_6 Adm_t + \beta_7 Rev_t + \beta_8 Lev_t + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \tag{4}$$

我们还构建了压力抵制型机构投资者的作用模型和压力敏感性机构投资者的作用模型,如式(5)和式(6)所示。

$$Ginvt_i = \beta_0 + \beta_1 Power_{i-1} \times Resist_{i-1} + \beta_2 Power_{i-1} + \beta_3 Resist_{i-1} + \beta_4 Roa_i + \beta_5 Fcf_i + \beta_6 Adm_i + \beta_7 Rev_i + \beta_8 Lev_i + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

$$Ginvt_i = \beta_0 + \beta_1 Power_{i-1} \times Sensi_{i-1} + \beta_2 Power_{i-1} + \beta_3 Sensi_{i-1} + \beta_4 Roa_i + \beta_5 Fcf_i + \beta_6 Adm_i + \beta_7 Rev_i + \beta_8 Lev_i + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (6)$$

模型(6)是为了检验压力敏感型机构投资者对于管理者权力与企业非效率投资关系的影响而构建的,可以与模型(5)形成对比。回归模型中变量定义见表3。

表3 回归模型中变量的定义

变量类型	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	非效率投资	<i>Ginvt</i>	模型(1)中残差的绝对值
解释变量	管理者权力	<i>Power</i>	主成分分析计算结果
	机构投资者持股比例	<i>Gm</i>	机构投资者持股数量/总股数
	压力抵制型机构投资者	<i>Resist</i>	证券投资基金、社保基金与 <i>QFII</i> 年末持股比例之和
	压力敏感性机构投资者	<i>Sensi</i>	保险公司、信托公司和综合类券商期末持股比例之和
控制变量	财务杠杆	<i>Lev</i>	资产负债率
	总资产收益率	<i>Roa</i>	总资产收益率
	自由现金流量	<i>Fcf</i>	(当年的经营现金流量 - 上年正常投资额)/平均总资产
	管理费用率	<i>Adm</i>	管理费用/主营业务收入
	主营业务收入增长率	<i>Rev</i>	(本年主营业务收入 - 上年主营业务收入)/上年主营业务收入
	行业虚拟变量	<i>Industry</i>	参照中国证监会行业分类
	年度虚拟变量	<i>Year</i>	控制不同时期宏观经济因素的影响

四、实证研究结果及分析

(一) 描述性统计

我们首先对主要变量进行了描述性统计分析,结果见表4。

从表4的描述性统计结果可以看出:从管理者权力来看,其最大值为2.859,最小值为0.011,均值为1.526,标准差为0.506,表明上市公司管理者权力在公司间存在一定的差距;从机构投资者的持股比例来看,最大值与最小值相差较大,且变化的幅度也较大,说明机构投资者在选择上市公司时有自己的专业判断以及自己的选择。

(二) 相关性分析

主要变量的相关系数结果如表5所示。

从相关性分析结果可以看出,解释变量之间的相关系数不论在全样本组还是分样本组都相对较低。管理者权力与企业非效率投资在1%的水平上正相关,即管理者权力越大,企业的投资效率越低,其原因是管理者权力越大,监管的难度就越大,管理者利用自身权力谋取私人利益的能力就越大,对于企业的投资效率就越不利。

(三) 回归分析

1. 机构投资者持股、管理者权力与非效率投资的回归结果

为检验假设1、假设2和假设3是否成立,我们对模型(3)、模型(4)进行回归分析,结果见表6。

表4 描述性统计结果

	最小值	最大值	均值	标准差
<i>Ginvt</i>	0.001	0.492	0.267	0.070
<i>Gm</i> ^①	0.000	0.897	0.202	0.202
<i>Power</i>	0.011	2.859	1.526	0.506
<i>Roa</i>	-1.186	1.114	0.029	0.103
<i>Fcf</i>	-2.285	1.231	0.046	0.189
<i>Adm</i>	0.002	2.683	0.102	0.180
<i>Rev</i>	-0.984	9.817	1.233	1.352
<i>Lev</i>	0.018	0.903	0.458	0.298

①表4中的机构投资者持股数据最小值为0,并不一定表示机构投资者未持股,而是由于其比例极小,经过四舍五入后为0。

表 5 主要变量的相关系数表

	<i>Ginv</i>	<i>Gm</i>	<i>Power</i>	<i>Roa</i>	<i>Fcf</i>	<i>Adm</i>	<i>Rev</i>	<i>Lev</i>
<i>Ginv</i>	1							
<i>Gm</i>	-0.040 ***	1						
<i>Power</i>	0.099 ***	-0.004 *	1					
<i>Roa</i>	-0.069 **	0.082 **	-0.004	1				
<i>Fcf</i>	0.131 ***	-0.040 **	0.023	0.138 ***	1			
<i>Adm</i>	0.027 *	-0.044 ***	0.007	-0.151 ***	-0.016	1		
<i>Rev</i>	-0.038 **	-0.026 *	-0.041 ***	0.213 **	-0.082 ***	0.042 **	1	
<i>Lev</i>	0.025	-0.026 *	-0.013	-0.398 ***	-0.069 **	0.160 ***	-0.014	1

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。下同。

从表 6 的回归结果,我们可以看出:管理层权力与企业非效率投资之间是正相关的关系,即管理层权力的加大降低了企业的投资效率,这验证了假设 1,说明随着管理者权力的不断扩大,管理者更倾向于追求企业投资的规模,而忽视投资的效率。考虑到私人收益,他们会接受净现值为负的项目,尽管投资规模上去了,可是投资效率却降低了。交互项 $Gm \times Power$ 的系数为负且在 1% 水平上显著,这就验证了假设 2,同时否定了假设 3,即机构投资者持股降低了管理者权力与企业非效率投资之间正相关关系,说明如果机构投资者持有企业的股权,就能有效地抑制由于管理者权力膨胀而造成的企业非效率投资现象,即机构投资者发挥了自身的积极作用,参与公司治理一定程度上可以制约管理层的权力膨胀导致的非效率投资行为。

2. 基于机构投资者异质性的进一步检验

为检验假设 4、假设 5 是否成立,我们对模型(5)、模型(6)进行回归分析,结果见表 7 和表 8。

表 7 压力抵制型机构投资者的回归结果

变量	模型(3)	模型(5)
截距项	-0.008 (-0.949)	-0.003 (-0.302)
<i>Resist</i>		-0.185 * (-1.858)
<i>Power</i>	0.038 ** (2.476)	0.023 ** (2.390)
<i>Resist</i> × <i>Power</i>		-0.141 *** (-2.297)
<i>Roa</i>	-0.148 *** (-4.902)	-0.137 *** (-5.424)
<i>Fcf</i>	0.188 *** (9.354)	0.189 *** (9.402)
<i>Adm</i>	0.024 (1.158)	0.025 (1.204)
<i>Rev</i>	-0.030 (-1.447)	-0.032 (-1.545)
<i>Lev</i>	0.098 *** (4.124)	0.107 *** (4.421)
行业与年度	控制	控制
Adj - R ²	0.203	0.222
F 值	27.719 ***	24.216 ***
N	2118	2118

表 6 机构投资者持股、管理者权力与非效率投资的回归结果

变量	模型(3)	模型(4)
截距项	-0.039 *** (-6.282)	-0.017 ** (-2.048)
<i>Gm</i>		-0.246 *** (-4.235)
<i>Power</i>	0.095 *** (6.176)	0.039 * (1.858)
<i>Gm</i> × <i>Power</i>		-0.171 *** (-3.904)
<i>Roa</i>	-0.084 *** (-4.831)	-0.084 *** (-4.815)
<i>Fcf</i>	0.140 *** (9.001)	0.138 *** (8.813)
<i>Adm</i>	0.017 (1.063)	0.016 (1.039)
<i>Rev</i>	-0.006 (-0.360)	-0.008 (-0.487)
<i>Lev</i>	0.001 (0.011)	0.002 (0.116)
行业与年度	控制	控制
Adj - R ²	0.231	0.273
F 值	24.268 ***	20.572 ***
N	3105	3105

表 8 压力敏感型机构投资者的回归结果

变量	模型(3)	模型(6)
截距项	0.022 * (1.761)	0.018 (1.274)
<i>Sensi</i>		0.072 * (1.867)
<i>Power</i>	0.012 ** (2.476)	0.031 * (1.733)
<i>Sensi</i> × <i>Power</i>		0.155 * (1.872)
<i>Roa</i>	-0.183 *** (-4.138)	-0.186 *** (-4.217)
<i>Fcf</i>	0.182 *** (6.009)	0.176 *** (5.791)
<i>Adm</i>	-0.045 (-1.462)	-0.044 (-1.434)
<i>Rev</i>	0.029 (0.928)	0.025 (0.789)
<i>Lev</i>	-0.118 *** (-2.688)	-0.111 ** (-2.516)
行业与年度	控制	控制
Adj - R ²	0.245	0.291
F 值	21.279 ***	21.225 ***
N	1110	1110

从表7可以看出,管理者权力与企业非效率投资之间在5%的水平上显著正相关,而压力抵制型机构投资者持股比例与管理者权力的交叉变量 $Resist \times Power$ 与 $Ginv$ 在1%的水平上显著负相关,即压力抵制型机构投资者可以抑制由于管理者权力膨胀而造成的企业非效率投资现象,验证了假设4。有这样效果的主要原因是这一类型的机构投资者与被投资企业之间只具有投资关系,不具有商业联系,因此较为独立,所以他们能真正深入企业监督企业的运营以减少企业投资失败给自己造成的损失,实现了对公司的有效监督,这样就在一定程度上提升了企业的投资效率,降低了管理者权力对非效率投资的正向影响。

从表8可以看出,管理者权力与企业非效率之间是正相关的,而压力敏感型机构投资者持股比例与管理者权力的交叉变量 $Sensi \times Power$ 与 $Ginv$ 之间是正相关的,即压力敏感型机构投资者不仅没有抑制由于管理者权力膨胀而造成的企业非效率投资现象,反而强化了这一关系,因而验证了假设5。造成这一现象的主要原因是压力敏感型投资者包括综合类券商、信托公司和保险公司这三类,而他们除了与被投资企业具有投资与被投资关系外,还保持着商业联系,使得投资者与企业内部管理层之间容易相互串通,为了自身的利益而损害企业的利益,加重了由于管理者权力扩张造成的企业非效率投资行为。

(四) 稳健性检验

为了证实前述结果的稳健性,我们将机构投资者持股比例换成了持股数量来进行稳健性检验,机构投资者持股、管理者权力与非效率投资的稳健性检验结果见表9。因篇幅所限,区分机构投资者不同类型的稳健性检验结果不再列示。

从表9的回归结果,我们可以看出,管理层权力与企业非效率投资之间在5%的水平上显著正相关,即管理层权力的加大降低了企业的投资效率,说明随着管理者权力的不断扩大,投资的效率在不断下降,这与我们前面采用机构投资者持股比例这一变量进行回归得到的结果基本是一致的。交互项 $Gm \times Power$ 的系数为负且在5%水平上显著,即机构投资者持股降低了管理者权力与企业非效率投资之间正相关关系,这与我们前面的回归结果也是基本一致的。将机构投资者区分为压力抵制型和压力敏感型的稳健性检验结果与本文前述的结果也基本一致。这说明本文得出的结论是可信的和稳健的。

表9 机构投资者持股、管理者权力
与非效率投资的稳健性检验结果

变量	模型(3)	模型(4)
截距项	-0.015 *** (-5.040)	-0.053 * (-3.620)
Gm		-0.151 *** (-5.371)
$Power$	0.048 ** (8.129)	0.112 *** (2.674)
$Gm \times Power$		-0.243 ** (-5.231)
Roa	-0.058 ** (-4.937)	-0.100 ** (-4.997)
Fcf	0.167 ** (9.089)	0.234 ** (8.679)
Adm	0.045 (1.273)	0.024 (1.435)
Rev	-0.009 (-0.369)	-0.010 (-0.512)
Lev	0.003 (0.020)	0.006 (0.120)
行业与年度	控制	控制
Adj - R ²	0.248	0.287
F 值	26.247 ***	23.461 ***
N	3102	3102

五、研究结论与政策建议

本文通过对机构投资者持股、管理层权力与非效率投资相关理论的梳理和分析,密切了三者之间的理论联系,并且利用2010—2013年A股上市公司的数据进行实证检验,发现管理层的权力越大,非效率投资越严重,机构投资者持股可以抑制管理者权力与企业非效率投资之间的正相关关系,这一研究结果主要是针对机构投资者总体而言的。进一步的分析发现,压力抑制型机构投资者会抑制管理者权力与企业非效率投资之间的正相关关系,压力敏感型机构投资者则没有抑制管理者权力与企业非效率投资之间的正相关关系。

因此,我们提出以下建议:第一,上市公司应该健全公司治理内外部监督机制,从内部而言要加强

董事会、监事会的作用,真正发挥其功效,从外部而言要通过证监会等监督机构的作用来制约管理者的机会主义行为;第二,要建立健全上市公司运营机制,充分调动机构投资者整体积极作用的发挥;第三,要加强媒体的监督制约作用,诸多的事件表明媒体的监督可以在很大程度上制约管理者的违规操作行为,制约管理者权力的滥用。

参考文献:

- [1] JOHN K, NACHMAN D. Risky debt, investment incentives and reputation in a sequential equilibrium[J]. Journal of Finance, 1985, 40: 863 - 878.
- [2] SHLEIFER A, VISHNY R. Managerial entrenchment: the case of manager-specific investment[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 25: 123 - 140.
- [3] GUGLER K, YURTOGLU B. Average Q, marginal Q, and the relation between ownership and performance[J]. Economics Letter, 2003, 78: 379 - 384.
- [4] GRULLON G, MICHAELY R, SWAMINATHAN B. Are dividend changes a sign of firm maturity? [J]. Journal of Business, 2008, 75: 387 - 424.
- [5] 石大林, 路文静. 管理者权力、投资机会与公司非投资效率间的动态关系——基于动态面板 System GMM 模型的实证研究[J]. 金融纵横, 2014(5): 62 - 70.
- [6] 张丽平, 杨兴全. 治理环境与管理者权力对资本投资价值的影响[J]. 现代财经, 2013(4): 90 - 100.
- [7] 赵纯祥, 张敦力. 市场竞争视角下的管理者权力和企业投资关系研究[J]. 会计研究, 2013(10): 65 - 75.
- [8] MCONNEL J, SERVAES H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 595 - 612.
- [9] 续芹, 叶陈刚. 机构投资者对上市公司作用的实证研究——依据我国 A 股市场的经验[J]. 审计与经济研究, 2009(5): 94 - 98.
- [10] 石良平, 李洋. 机构投资者介入公司治理的作用研究[J]. 上海经济研究, 2007(7): 56 - 58.
- [11] 李争光, 赵西卜, 曹丰, 等. 机构投资者异性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2014(5): 77 - 87.
- [12] 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.

[责任编辑: 杨凤春]

Institutional Investor Ownership, Managerial Power and Non-efficient Investment

XIA Ning¹, QIU Feifei²

(1. School of Economics and Management, North China Electric Power University, Beijing 102209, China;

2. Lishan College, Shandong Normal University, Qingzhou 262500, China)

Abstract: Taking the data of A-share listed companies from 2010 to 2013 as a sample, this paper makes an empirical test on the effect of investor's entry on the relationship between managerial power and non-efficient investment. The empirical results prove that managerial power and non-efficient investment show a stronger positive correlation, but the positive correlation decreases, to some extent, with the joining of institutional investors. The further study distinguishing the different institutional investors finds that the pressure-resistant institutional investors can weaken the positive correlation of managerial power and non-efficient investment, but the pressure-sensitive institutional investors do not play such a role.

Key Words: institutional investor ownership; managerial power; non-efficient investment; investment efficiency; corporate performance; investment behavior; corporate governance; corporate investment