

机构投资者异质性与企业绩效

——来自中国上市公司的经验证据

李争光¹, 赵西卜¹, 曹 丰¹, 卢晓璇²

(1. 中国人民大学 商学院, 北京 100872; 2. 武汉大学 经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

[摘要]以 2001—2012 年沪深两市 A 股上市公司为研究对象, 考察了机构投资者异质性对企业绩效的影响。研究发现, 机构投资者能显著提高企业绩效。进一步将机构投资者划分为稳定型与交易型机构投资者后, 发现与交易型机构投资者相比, 稳定型机构投资者对企业绩效的影响更加显著。研究结果表明机构投资者尤其是稳定型机构投资者发挥了监督作用, 能有效地缓解代理冲突, 降低信息不对称程度, 有利于企业绩效的提升。

[关键词]企业绩效; 机构投资者异质性; 稳定型机构投资者; 交易型机构投资者; 代理冲突; 信息不对称; 企业绩效; 证券市场; 公司治理绩效

[中图分类号]F275.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)05-0077-11

一、引言

20 世纪 80 年代以来, 许多发达国家的机构投资者队伍快速成长, 各类基金发展迅速, 大大改变了资本市场的结构, 公司股票的大多数逐渐由代表养老金受益者和其他投资者利益的大机构股东所持有^[1]。我国作为新兴转型经济体, 机构投资者的产生时间要晚于西方发达国家, 20 世纪 90 年代初期出现的共同基金标志着机构投资者在我国的产生。近年来, 随着我国证券市场的不断完善, 机构投资者在数量上实现了快速增长。深交所发布的 2012 年实证分析报告显示, 截至 2012 年底, 在深交所上市的公司所公布的机构投资者持股比例已达到了 9.86%, 较 2011 年有了较大的增长^①。此外, 民建中央在 2013 年初向“两会”提交了一份《关于深化改革促进资本市场安全健康发展的提案》, 该民主党派建议政府大力发展机构投资者队伍, 机构投资者持股市值占比应达到 60%—70%^②。在政府超常规发展机构投资者的决策的引导下, 机构投资者必将成为未来资本市场的主力军。

国内外学者的大量研究已经表明, 机构投资者较之小股东而言, 在行业特长和信息搜集等方面具有优势, 但机构投资者在改善公司治理水平, 提升企业绩效的功能方面尚未取得一致结论^[2]。本文从机构投资者异质性的视角来考察不同性质的机构投资者对企业绩效的影响, 以期找出机构投资者在公司治理中产生截然不同影响后果的原因。

本文选取了 2001—2012 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本, 采用多元回归模型检验了机构投资者对企业绩效的影响, 并考察了稳定型机构投资者与交易型机构投资者这两类不同性质的机构

[收稿日期]2014-03-12

[基金项目]国家自然科学基金项目(71303024); 中国人民大学商学院研究生科学研究基金项目(14XNH234)

[作者简介]李争光(1984—), 男, 江苏铜山人, 中国人民大学商学院博士研究生, 盐城工学院讲师, 从事资本市场会计、审计问题、会计理论研究; 赵西卜(1963—), 男, 河北辛集人, 中国人民大学建华研究院副院长, 商学院教授, 博士生导师, 从事会计理论、会计准则研究; 曹丰(1986—), 男, 安徽蚌埠人, 中国人民大学商学院博士研究生, 从事资本市场会计、审计问题、财务理论研究。

①上述数据来源于 2013 年 5 月 6 日的《投资快报》, 标题为“深市公司机构投资者持股比例 9.8% 沪市近七成公司有分红”, 网址为: <http://www.gf.com.cn/cms/newsContent.jsp?docId=1749059>。

②民建中央于 2013 年两会上的这份提案信息来源于 2013 年 2 月 28 日《证券时报》, 标题为“民建中央两会提案建议: 机构持股占比应提至 60%—70%”, 网址为: http://news.xinhuanet.com/fortune/2013-02/28/c_124397843.htm。

投资者对企业绩效的影响。本文的经验证据表明,机构投资者显著提高了企业绩效。进一步分析发现,与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者对企业绩效的影响更加显著。

本文的研究可能具有以下贡献:第一,不同于其他学者侧重从机构投资者持股比例视角来研究其对企业绩效的影响,本文检验了稳定型机构投资者与交易型机构投资者这两类不同性质的机构投资者对企业绩效的影响程度,研究发现,与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者对企业绩效的影响更加显著,从而深化了机构投资者公司治理效应领域的研究;第二,本文的研究结论有助于政府和监管部门根据机构投资者以及不同性质的机构投资者对企业绩效的影响做出正确引导。

二、文献综述

学术界对机构投资者领域的研究主要关注两个方面:一是机构投资者的公司治理效应;二是机构投资者的分类。

(一) 机构投资者公司治理效应研究

Almazan 等认为机构投资者是监督公司管理者行为的一个重要公司治理机制,理论与经验研究都证实了与持股比例少的、消极的、信息闭塞的个人投资者相比,机构投资者更能够发挥积极的监督作用^[3]。Chung 和 Zhang 检验了机构投资者持股比例与公司治理之间的关系,研究发现,随着机构投资者持股比例的增加,公司治理结构质量得到了进一步提高^[4]。Woidtke 研究发现机构投资者中的私人养老金基金的持股比例与托宾 Q 正相关^[5]。Cornett 等研究发现,当机构投资者与被投资企业之间不存在任何商业关系时,机构投资者持股比例越高,企业绩效越好^[6]。Helwege 等研究了机构投资者与 CEO 变更之间的关系,随着持股比例的增加,机构投资者抑制了用脚投票行为,但只有积极的机构投资者才能成为影响 CEO 变更的重要工具^[7]。

国内文献中,石美娟、童卫华研究发现,机构投资者持股比例越高,企业价值越高,并且在股改后期,机构投资者对企业的价值影响得到了显著的提升^[8]。杨典研究发现机构投资者持股比例与企业盈利能力以及股票市场表现显著正相关^[9]。龙振海检验了机构投资者与企业价值之间的关系,研究发现,由于我国的制度背景与西方发达国家存在显著的差异,机构投资者在我国还没有充分发挥积极的治理作用,并不能显著改善持股公司的价值^[10]。

从上述国内外文献的回顾中可以发现,学术界对机构投资者的公司治理效应进行了大量的研究,但是尚未形成一致的结论,之所以存在两种截然不同的观点,原因可能在于已有研究在考察机构投资者对公司治理影响时并未对机构投资者进行合理的分类。

(二) 机构投资者分类研究

许多研究表明,机构投资者存在异质性,不同类型的机构投资者对公司管理层的监督积极性不同^[10-15]。

目前,国外文献关于机构投资者类型的划分标准主要包括五种。第一,Brickley 等根据机构投资者是否与被投资公司存在现有的或潜在的商业关系,将其划分为压力非敏感型机构投资者和压力敏感型机构投资者两种类型^[11]。第二,Bushee 根据机构投资者的预期投资期限将机构投资者划分为短线机构投资者、长线机构投资者以及准指数型机构投资者^[12]。第三,Almazan 等认为机构投资者在监督公司管理层的行为方面发挥了重要作用,但并不是所有的机构投资者都能同样发挥这种作用^[3]。他们将机构投资者基于监督成本的不同划分为潜在的积极机构投资者和潜在的消极机构投资者两类。第四,Chen 等在成本效益框内,将机构投资者划分为监督型机构投资者与短期型机构投资者^[13]。第五,Bushee 等将机构投资者划分为公司治理敏感型机构投资者和公司治理不敏感型机构投资者^[14]。

与国外学者相比,国内学者对机构投资者类型的研究较少,仅有牛建波等根据机构投资者的投资行为将机构投资者划分为稳定型机构投资者与交易型机构投资者,这也是本文考察不同性质的机构

投资者持股对企业绩效影响时借鉴的分类方式^[15]。稳定型机构投资者注重对其投资的公司的长期关注以及能够主动参与企业的公司治理,监督企业管理层的行为,是上市公司的长线投资者。而交易型机构投资者对上市公司的持股具有明显的投机性,总是寄希望于根据股票价格上下波动来获得利益,故这两类机构投资者参与公司治理的积极性不同。

从上述国内外文献回顾我们可以看出,关于机构投资者公司治理作用领域的研究均认为机构投资者之间是同质的^[8-9,16-17]。实际上,不同类型的机构投资者对公司治理产生的效应不同,如果在考察机构投资者公司治理效应的研究中不对机构投资者加以区分,仅从机构投资者整体角度来研究其公司治理效应,那么得出的结论可能有失偏颇。故本文从机构投资者异质性的角度,考察机构投资者整体以及不同性质的机构投资者对企业绩效的影响,以深化机构投资者公司治理效应领域的研究。

三、理论分析与研究假设

现代企业制度的基本特征是所有权与经营权的分离,两权分离带来的一个问题是公司股东与管理层之间的代理冲突和信息不对称。在信息不对称的情形下,公司管理层比公司股东更加了解企业的生产经营活动,拥有公司生产经营活动的私人信息。当公司管理层的个人目标函数与股东的目标函数不一致时,公司管理层可能会为了个人利益(比如帝国构建),仅仅关注公司的短期盈利,并实施有可能损害股东利益的行为,使公司的管理活动具有短视行为,这些代理问题会损害公司价值,降低企业的绩效。

根据公司治理理论可知,现代公司的治理主体经历了一个范围扩大、边界延伸的过程。现代公司的治理主体已经从过去的股东,扩展到了包括股东、债权人、经营者、职工在内的全部公司成员,再扩展到更广泛的利益相关者。公司利益相关者都有着强烈的动机参与公司治理,但是在我国这样一个新兴转型国家,资本市场发展不完善、股权结构不合理、信息披露不充分等现象的存在导致了一些公司利益相关者没有能力监督公司管理层。机构投资者由于具有行业专长、信息优势、资金优势,再加之其对投资公司的持股比例高,被国家赋予了改善上市公司治理结构、提升企业绩效、保护中小股东合法权益的神圣责任。

国内外学者认为机构投资者能否发挥公司治理效应存在三种假说:有效监督假说、无效监督假说和利益合谋假说。有效监督假说是指机构投资者可以利用其大股东所具备的信息优势、专业优势与人才优势,对公司管理层进行有效的监督,这种有效监督可以增加公司的价值,机构投资者能从这种监督中获得超过监督成本的利益。如果积极监督的机构投资者对其投资公司的经营绩效或者董事会决策不满意,他们可以通过卖出其持有的股份以及采取积极的策略来向公司管理层施加压力。无效监督假说是指机构投资者以交易为主要目的,具有短视行为,不干预公司的治理,根据其投资组合再平衡的需要来决定持有或卖出股票。利益合谋假说是指机构投资者与公司管理层为了侵占分散的小股东的利益而进行合谋。例如,投资公司为了获得更多的投资银行业务,通常以牺牲小股东的利益为代价而支持公司的管理层。

机构投资者持股与企业绩效之间存在何种关系主要取决于上述探讨的机构投资者公司治理效应的三种假说。如果机构投资者发挥了有效监督的作用,能够降低股东与管理层之间的信息不对称,缓解代理冲突,那么我们可以预期机构投资者持股比例与企业绩效之间存在正相关关系。如果机构投资者公司治理效应符合无效监督假说,股东与公司管理层之间的信息不对称程度不会降低,代理冲突也不会缓解,那么我们可以预期机构投资者持股比例与企业绩效之间不存在相关关系或者存在弱相关关系。如果机构投资者公司治理效应符合利益合谋假说,那么机构投资者与公司管理层会实施损害公司价值的行为,我们预期在这种情形下,机构投资者持股比例与企业绩效存在负相关关系。根据以上分析,我们提出本文的假设1。

H1a:在其他条件不变的前提下,根据有效监督假说,机构投资者持股比例与企业绩效正相关。

H1b:在其他条件不变的前提下,根据无效监督假说,机构投资者持股比例与企业绩效不相关,或存在弱相关关系。

H1c:在其他条件不变的前提下,根据利益合谋假说,机构投资者持股比例与企业绩效负相关。

已有的研究都是基于机构投资者持股比例来检验机构投资者持股对企业绩效的影响。但是机构投资者整体持股比例这一指标并不能充分度量机构投资者持股对企业绩效的影响,因为这一指标忽略了所有权水平以外的其他维度对企业绩效的影响。如前所述,我们认为不同性质的机构投资者的投资倾向存在差异,从而导致了其对公司管理层的监督积极性不同。一些机构投资者选择积极监督公司的经营管理活动,并对公司管理层施加影响;然而其他的机构投资者则关注信息的收集和短期的交易利润。机构投资者如何在监督与短期交易战略之间进行选择主要取决于机构投资者的稳定性。稳定型机构投资者更可能从事监督和影响公司管理层的活动;而交易型机构投资者更倾向于通过频繁交易,赚取买卖利差,不注重对公司管理层的监督。稳定型机构投资者发挥公司治理效用的三种解释如下。一是在既定持股期限的前提下,稳定型机构投资者有大量机会来研究其投资的公司,并且在持续持股的基础上有更大的动机有效监督其投资的公司,这也许会减少因外部人与内部人之间的代理成本和信息不对称程度而产生的有害股东利益的行为。二是机构投资者的期限越长,越能够降低其投资公司偿还资金的压力和信息不对称程度,这会促使公司管理层从事能够带来长期回报的投资项目,使得公司的长期绩效得到改善。三是稳定型机构投资者,特别是持股比例高的稳定型机构投资者,能够通过向公司管理层施加压力,迫使公司管理层去改变高管薪酬结构,更多地采用基于股权的薪酬激励机制,确保管理层的利益与股东利益保持一致,稳定型机构投资者也会限制公司管理层从事盈余管理活动,指导公司管理层关注长期盈利。此外,稳定型机构投资者的存在也会导致投资公司董事会中的独立董事比例增加,以改善公司治理,提升企业绩效。

根据机构投资者公司治理效应的三种假说,我们可以判断出稳定型机构投资者在公司治理中符合有效监督假说,是公司的有效监督者。而交易型机构投资者在公司治理中的作用符合无效监督假说。由于与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者有更强的动机监督公司的日常经营活动和管理层行为,这会使其关注长期投资和改善公司治理。通过上述分析,我们可以发现稳定型机构投资者持股比例高且稳定,它将监督公司管理层和促进企业绩效提升。交易型机构投资者持股比例低且频繁波动,它不会积极主动监督企业管理层的行为。因此,我们提出本文的假设2。

H2:在其他条件不变的前提下,与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者对企业绩效的影响更加显著。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文的研究样本为2001—2012年在我国上市的全部A股上市公司,之所以选择2001年作为样本的起始期是因为我国自2001年才开始披露机构投资者持股数据。本文的相关财务数据来自CSMAR数据库。机构投资者持股比例数据来自RESSET数据库。

本文的样本筛选过程如下:(1)剔除了金融类行业的观测值236个;(2)剔除了企业终极控制人性性质无法判断及缺失的观测值564个;(3)剔除了其他控制变量缺失的观测值2968个;(4)剔除了机构投资者持股比例数据缺失的观测值1923个;(5)剔除了机构投资者稳定性异常的观测值658个。经过上述的筛选后,本文的最终样本为9600个样本观测值,详见下页表1。

(二) 变量的选择与度量

1. 企业绩效的度量

本文采用资产收益率ROA、每股收益EPS以及托宾Q来度量企业绩效。资产收益率ROA以及

每股收益 EPS 能够反映企业总资产的使用效率与股东的盈利能力,这从会计业绩层面度量了企业绩效。托宾 Q 包含了股票的市场价值,在一定程度上反映了证券市场对企业绩效的反应,一般来讲,企业绩效越好,该公司的股价与股权市值会越高,从而托宾 Q 值越大。

2. 稳定型机构投资者与交易型机构投资者的度量

我们借鉴牛建波等对机构投资者的划分方法,采用时间和行业两个维度研究机构投资者的异质性^[15]。具体计算公式为:

$$\begin{cases} SD_{i,t} = \frac{INVH_{i,t}}{STD(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})} \\ INVW_{i,t} = \begin{cases} 1, SD_{i,t} \geq MEDIAN_{i,t}(SD_{i,t}) \\ 0, \text{其他} \end{cases} \end{cases} \quad (1)$$

其中 $INVH_{i,t}$ 表示 i 公司在 t 年的机构投资者持股比例; $STD(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})$ 表示 i 公司前三年机构投资者持股比例的标准差; $SD_{i,t}$ 表示 i 公司在 t 年的机构投资者持股比例与其过去三年机构投资者持股比例标准差的比值; $MEDIAN_{i,t}(SD_{i,t})$ 表示 t 年的 SD 行业 j 的中位数; $INVW_{i,t}$ 哑变量为机构投资者稳定性的标识,当 $SD_{i,t} \geq MEDIAN_{i,t}(SD_{i,t})$ 时,取值为 1,表示 i 公司在 t 年的机构投资者为稳定型机构投资者,否则取值为 0,表示 i 公司在 t 年的机构投资者为交易型机构投资者。

3. 其他相关控制变量

借鉴已有研究^[8-10,18],本文控制了如下变量:资产负债率 LEV 、企业规模 $SIZE$ 、市账比 MB ;为了控制年度、行业对企业绩效的影响,我们在回归模型中加入了年度、行业虚拟变量。变量及其定义详见下页表 2。

(三) 实证模型

1. 采用模型(2)来检验机构投资者持股对企业绩效的影响

$$Performance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVH_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 SOE_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Performance_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的企业绩效,分别用资产收益率 ROA 、每股收益 EPS 、托宾 Q 值来度量; $INVH_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的机构投资者持股比例; $LEV_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的资产负债率; $SIZE_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的企业规模; $MB_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的市账比; $SOE_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的终极控制人性质虚拟变量; $\sum Year$ 为年度虚拟变量; $\sum Industry$ 为行业虚拟变量; $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。

2. 采用模型(3)来检验机构投资者异质性对企业绩效的影响

$$Performance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVW_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 SOE_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $INVW_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的机构投资者稳定性虚拟变量,其他变量定义同上。若 β_1 显著为正,则表明与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者对企业绩效的影响更加显著,即假设 2 成立。

表 1 样本选择过程

2001—2012 年通过 CSMAR 与 RESSET 合并得到的样本观测值	15949
减:	
金融类企业的观测值	(236)
企业终极控制人性质无法判断及缺失的观测值	(564)
其他控制变量数据缺失的观测值	(2968)
小计	12181
减:	
机构投资者持股比例数据缺失的观测值	(1923)
机构投资者稳定性异常的观测值	(658)
最终样本	9600

表2 主要变量定义表

变量名称	变量代码	变量
资产收益率	<i>ROA</i>	净利润 / 平均总资产,其中平均总资产 = (本年末总资产 + 上年末总资产) / 2
每股收益	<i>EPS</i>	净利润 / 普通股股数
托宾 <i>Q</i> 值	Tobin's <i>Q</i>	(股权市值 + 负债账面价值) / 总资产,其中股权市值 = 每股市价 × 流通股股数 + 每股净资产 × 非流通股股数
机构投资者持股比例	<i>INVH</i>	机构投资者持股股数 / 总股数
机构投资者稳定性的哑变量	<i>INVW</i>	哑变量,当机构投资者稳定性指标 <i>SD</i> 大于(含等于)其同行业、同年度的中位数时,取值为1;否则取值为0,具体计算详见公式(1)
资产负债率	<i>LEV</i>	负债总额 / 资产总额
企业规模	<i>SIZE</i>	企业总资产的自然对数
市账比	<i>MB</i>	股权市值 / 股权账面价值
终极控制人性质	<i>SOE</i>	终极控制人性质虚拟变量,若企业的终极控制股东为国有企业,则取值为1,否则取值为0

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

1. 全样本的特征分析

为了避免样本异常值对本文实证结果造成的不良影响,我们对主要连续变量进行了1%(99%)的缩尾处理。主要连续变量的描述性统计结果见下页表3。

表3的Panel A列报了全样本的描述性统计结果,每股收益*EPS*、资产收益率*ROA*、托宾*Q*值的均值(中位数)分别为0.234(0.178)、0.032(0.032)、1.805(1.338),标准差较小。机构投资者持股比例的均值(中位数)为16.1%(8.1%),说明了我国上市公司的机构投资者持股比例较高。样本中国有企业比例为66.8%,说明我国大部分上市公司为国有企业。稳定型机构投资者的比例为48.4%,说明了我国上市公司的机构股东大部分为交易型机构投资者。

2. 稳定型机构投资者与交易型机构投资者的特征及差异分析

表3的Panel B分别报告了稳定型机构投资者和交易型机构投资者等两类机构投资者的特征分析,并对两类机构投资者相关变量的组间均值和中位数进行了差异性检验。从均值和中位数差异性检验的这两列中,我们发现两类机构投资者在除市账比(*MB*)以外的变量上都存在显著差异,其中稳定型机构投资者在每股收益*EPS*、资产收益率*ROA*、托宾*Q*值、持股比例、公司规模等变量上的均值(中位数)都显著大于交易型机构投资者,这充分说明不同性质的机构投资者之间存在显著差异。

(二) 相关性分析

为了检验机构投资者持股、机构投资者异质性对企业绩效的影响,我们首先进行了单变量之间的相关性分析,下页表4报告了相关变量之间的相关性分析。*INVH*、*INVW*与*EPS*、*ROA*、Tobin's *Q*显著正相关,说明了机构投资者持股比例越高,企业绩效越好。与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者对企业绩效的影响更加显著。其他变量之间的相关系数都在0.5以下,说明不存在严重的多重共线性问题。单变量检验已经验证了本文的假设1a与假设2,但为了控制其他因素的影响,我们将在下文进行多元回归分析。

表3 样本描述性统计

Panel A: 全样本描述性统计								
变量名	样本量	均值	标准差	最小值	Q1	中位数	Q3	最大值
EPS	9600	0.234	0.447	-1.359	0.042	0.178	0.400	1.860
ROA	9600	0.032	0.078	-0.326	0.009	0.032	0.063	0.259
Tobin's Q	9600	1.805	1.333	0.769	1.048	1.338	2.012	9.359
INVH	9600	0.161	0.191	0	0.013	0.081	0.248	0.800
LEV	9600	0.539	0.255	0.073	0.383	0.534	0.663	1.849
SIZE	9600	21.639	1.200	18.691	20.837	21.559	22.327	25.213
MB	9600	3.949	4.757	-9.735	1.707	2.786	4.735	31.378
SOE	9600	0.668	—	—	—	—	—	—
INVW	9600	0.484	—	—	—	—	—	—

Panel B: 子样本描述性统计								
变量	稳定型机构投资者			交易型机构投资者			差异性检验	
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差	均值	中位数
EPS	0.313	0.240	0.452	0.160	0.130	0.429	16.89***	18.841***
ROA	0.043	0.040	0.071	0.021	0.025	0.082	14.41***	16.844***
Tobin's Q	1.830	1.372	1.300	1.781	1.303	1.363	1.81*	4.466***
INVH	0.258	0.214	0.207	0.070	0.022	0.117	54.49***	55.588***
LEV	0.519	0.521	0.231	0.558	0.542	0.273	-7.60***	12.492***
SIZE	21.797	21.697	1.206	21.491	21.424	1.176	12.61***	-6.050***
MB	3.931	2.878	4.236	3.966	2.704	5.200	-0.36	4.492***
SOE	0.684	—	—	0.654	—	—	3.13***	—
观测值	4650			4950				

注:稳定型机构投资者与交易型机构投资者两个独立子样本之间的均值(中位数)差异采用t检验(Wilcoxon 双侧检验);“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

表4 pearson(spearman)相关系数

	EPS	ROA	Tobin's Q	INVH	INVW	LEV	SIZE	MB	SOE
EPS	1	0.883***	0.084***	0.392***	0.192***	-0.162***	0.432***	0.119***	0.037***
ROA	0.813***	1	0.234***	0.350***	0.172***	-0.346***	0.208***	0.213***	-0.046***
Tobin's Q	0.063***	0.117***	1	0.233***	0.046***	-0.192***	-0.344***	0.719***	-0.205***
INVH	0.257***	0.220***	0.086***	1	0.567***	-0.084***	0.217***	0.241***	0.024**
INVW	0.170***	0.145***	0.018*	0.492***	1	-0.062***	0.128***	0.046***	0.032***
LEV	-0.240***	-0.385***	0.010	-0.075***	-0.077***	1	0.206***	-0.002	0.039***
SIZE	0.367***	0.216***	-0.390***	0.105***	0.128***	0.030***	1	-0.182***	0.255***
MB	0.045***	0.077***	0.466***	0.101***	-0.004	-0.065***	-0.171***	1	-0.112***
SOE	0.030***	-0.013***	-0.208***	0.035***	0.032***	-0.027***	0.266***	-0.074***	1

注:左下角(右上角)为pearson(spearman)相关系数;“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

(三) 实证检验结果分析

下页表5报告了假设1和假设2的检验结果。表5的第(1)列、(2)列、(3)列,报告了假设1的检验结果,我们可以发现INVH与EPS、ROA、托宾Q之间正相关,且都在1%的水平上显著,这说明了机构投资者持股比例越高,对企业的监督作用越明显,企业绩效越好,支持了有效监督假说。在控制变量方面,当企业绩效的代理变量为EPS、ROA时,LEV的系数为负,且在1%的水平上显著,说明了企业资产负债率越高,企业绩效越差。SIZE的系数为正,且在1%的水平上显著,说明了公司规模越大,越能够发挥规模效应,企业绩效越好。公司成长性MB的系数为正,且在1%的水平上显著,说明了公司成长机会越好,公司的绩效越好。终极控制人性性质SOE的系数为负,且在1%的水平上显著,说明了国有企业的绩效没有非国有企业的绩效好。当公司绩效的代理变量为Tobin's Q时,MB的系数为正、SOE的系数为负,且都在1%的水平上显著,与第(1)列、(2)列得出的结论一致。SIZE的系数为负、LEV的系数为正,且都在1%的水平上显著。

表5的第(4)列、(5)列、(6)列,报告了假设2的检验结果,我们可以发现机构投资者异质性标识变量INVW与每股收益EPS、资产收益率ROA、托宾Q之间正相关,且都在1%的水平上显著,这说明

与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者更能积极发挥监督作用,对企业绩效的影响更加显著,支持了假设2。在控制变量方面,得出的结论与第(1)列、(2)列、(3)列得出的结论一致。

表5 机构投资者、机构投资者异质性与企业绩效

变量	机构投资者与企业绩效			机构投资者异质性与企业绩效		
	因变量 <i>EPS</i> (1)	因变量 <i>ROA</i> (2)	因变量 Tobin's Q (3)	因变量 <i>EPS</i> (4)	因变量 <i>ROA</i> (5)	因变量 Tobin's Q (6)
截距项	-2.373*** (-27.89)	-0.206*** (-13.67)	10.574*** (48.71)	-2.419*** (-27.99)	-0.212*** (-13.95)	10.568*** (48.60)
<i>INVH</i>	0.447A** (21.15)	0.064*** (17.13)	0.574*** (10.64)			
<i>INVW</i>				0.098*** (12.35)	0.014*** (10.33)	0.190*** (9.52)
<i>LEV</i>	-0.414*** (-26.70)	-0.114*** (-41.65)	0.247*** (6.25)	-0.424*** (-26.94)	-0.116*** (-41.74)	0.245*** (6.18)
<i>SIZE</i>	0.129*** (35.64)	0.014*** (21.30)	-0.426*** (-46.34)	0.131*** (35.69)	0.014*** (21.55)	-0.427*** (-46.24)
<i>MB</i>	0.002*** (2.61)	0.001*** (3.60)	0.078*** (34.62)	0.003*** (3.87)	0.001*** (4.62)	0.080*** (35.27)
<i>SOE</i>	-0.061*** (-6.96)	-0.013*** (-8.69)	-0.157*** (-7.01)	-0.060*** (-6.72)	-0.013*** (-8.50)	-0.155*** (-6.92)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Obs	9600	9600	9600	9600	9600	9600
Adj R ²	0.288	0.262	0.478	0.266	0.248	0.477

注:“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

(四) 稳健性检验

1. 本文借鉴 Elyasiani 等的做法,拉长时间窗口来考察机构投资者的稳定性,即用公司机构投资者当年持股比例除以其前5年的机构投资者持股比例的标准差作为从时间维度度量机构投资者稳定性的指标,行业维度不变,然后采用模型(2)、模型(3)进行回归,回归结果如表6所示^[19]。

表6中的回归结果与表5得出的结论一致。

表6 机构投资者、机构投资者异质性与企业绩效(考虑5年持股比例变化)

变量	机构投资者与企业绩效			机构投资者异质性与企业绩效		
	因变量 <i>EPS</i> (1)	因变量 <i>ROA</i> (2)	因变量 Tobin's Q (3)	因变量 <i>EPS</i> (4)	因变量 <i>ROA</i> (5)	因变量 Tobin's Q (6)
截距项	-2.464*** (-24.97)	-0.177*** (-9.76)	13.161*** (43.92)	-2.450*** (-24.61)	-0.175*** (-9.62)	13.179*** (43.92)
<i>INVH</i>	0.378*** (14.76)	0.048*** (10.16)	0.490*** (6.30)			
<i>INVW</i>				0.091*** (9.67)	0.012*** (6.75)	0.122*** (4.34)
<i>LEV</i>	-0.231*** (-15.53)	-0.078*** (-28.49)	0.739*** (16.35)	-0.239*** (-15.91)	-0.079*** (-28.75)	0.730*** (16.14)
<i>SIZE</i>	0.129*** (31.51)	0.012*** (15.78)	-0.543*** (-43.86)	0.128*** (31.14)	0.012*** (15.65)	-0.544*** (-43.75)
<i>MB</i>	0.001 (1.48)	0.0003* (1.92)	0.058*** (25.29)	0.002** (1.98)	0.0003** (2.27)	0.059*** (25.49)
<i>SOE</i>	-0.072*** (-6.84)	-0.017*** (-8.59)	-0.181*** (-5.69)	-0.069*** (-6.53)	-0.016*** (-8.38)	-0.177*** (-5.57)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Obs	7189	7189	7189	7189	7189	7189
Adj R ²	0.239	0.189	0.437	0.226	0.183	0.436

注:“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

2. 本文以基金公司作为机构投资者的代理变量,用于代替模型(2)、模型(3)的 *INVH*、*INVW* 进行回归,回归结果如表7所示。表7中的回归结果与表5得出的结论一致。

3. 考虑到潜在的内生性问题,本文采用滞后一期的投资者持股比例、机构投资者稳定性虚拟变量来检验它们对企业绩效的影响,回归结果如表8所示。表8中的回归结果与表5得出的结论一致。

4. 考虑公司治理对企业绩效的影响,我们借鉴了杨典、John、Chung 等的研究,进一步地控制了独董比例(*DDBL*)、董事长与总经理是否兼任(*JIANREN*)、第一大股东持股比例(*TOP*)、第一大股东持股比例平方(*TOPSQ*)等反映公司治理结构的变量^[9,20,4],实证结果如下页表9所示,表9得出的结论与表5相比没有发生本质变化。

表7 机构投资者、机构投资者异质性与企业绩效(基金作为机构投资者的代理变量)

变量	机构投资者与企业绩效			机构投资者异质性与企业绩效		
	因变量 <i>EPS</i> (1)	因变量 <i>ROA</i> (2)	因变量 Tobin's Q (3)	因变量 <i>EPS</i> (4)	因变量 <i>ROA</i> (5)	因变量 Tobin's Q (6)
截距项	-1.960*** (-20.79)	-0.174*** (-11.56)	7.737*** (46.49)	-2.683*** (-27.97)	-0.261*** (-17.43)	6.821*** (41.21)
<i>INVH</i>	1.594*** (35.02)	0.201*** (27.75)	2.139*** (26.63)			
<i>INVW</i>				0.146*** (16.93)	0.020*** (14.84)	0.219*** (14.73)
<i>LEV</i>	-0.527*** (-28.32)	-0.135*** (-45.58)	-0.424*** (-12.91)	-0.576*** (-29.45)	-0.141*** (-46.06)	-0.482*** (-14.27)
<i>SIZE</i>	0.111*** (27.00)	0.012*** (18.79)	-0.290*** (-40.03)	0.141*** (33.42)	0.016*** (24.08)	-0.253*** (-34.74)
<i>MB</i>	0.005*** (3.26)	0.002*** (8.07)	0.118*** (47.74)	0.014*** (9.48)	0.003*** (12.94)	0.129*** (52.24)
<i>SOE</i>	-0.043*** (-4.84)	-0.011*** (-7.53)	-0.099*** (-6.34)	-0.056*** (-5.99)	-0.012*** (-8.39)	-0.116*** (-7.20)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Obs	8742	8742	8742	8742	8742	8742
Adj R ²	0.372	0.357	0.595	0.307	0.317	0.572

注:“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

表8 机构投资者、机构投资者异质性与企业绩效(自变量滞后一期)

变量	机构投资者与企业绩效			机构投资者异质性与企业绩效		
	因变量 <i>EPS</i> (1)	因变量 <i>ROA</i> (2)	因变量 Tobin's Q (3)	因变量 <i>EPS</i> (4)	因变量 <i>ROA</i> (5)	因变量 Tobin's Q (6)
截距项	-2.424*** (-25.37)	-0.204*** (-12.23)	11.427*** (46.34)	-2.503*** (-25.85)	-0.214*** (-12.74)	11.334*** (45.77)
<i>LAGINVH</i>	0.397*** (17.19)	0.054*** (13.36)	0.686*** (11.51)			
<i>LAGINVW</i>				0.077*** (8.66)	0.011*** (7.19)	0.177*** (7.77)
<i>LEV</i>	-0.395*** (-23.05)	-0.111*** (-37.14)	0.249*** (5.64)	-0.406*** (-23.33)	-0.113*** (-37.28)	0.238*** (5.35)
<i>SIZE</i>	0.130*** (32.67)	0.014*** (19.45)	-0.457*** (-44.59)	0.134*** (33.11)	0.014*** (19.93)	-0.454*** (-43.9)
<i>MB</i>	0.003*** (2.94)	0.001*** (4.10)	0.077*** (31.46)	0.004*** (3.83)	0.001*** (4.79)	0.078*** (31.95)
<i>SOE</i>	-0.061*** (-6.24)	-0.014*** (-8.05)	-0.186*** (-7.34)	-0.060*** (-6.05)	-0.014*** (-7.90)	-0.184*** (-7.21)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Obs	8011	8011	8011	8011	8011	8011
Adj R ²	0.275	0.250	0.474	0.255	0.238	0.469

注:“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

表9 机构投资者、机构投资者异质性与企业绩效(考虑公司治理状况的影响)

变量	机构投资者与企业绩效			机构投资者异质性与企业绩效		
	因变量 EPS (1)	因变量 ROA (2)	因变量 Tobin's Q (3)	因变量 EPS (4)	因变量 ROA (5)	因变量 Tobin's Q (6)
截距项	-2.211 *** (-23.26)	-0.180 *** (-10.82)	10.714 *** (44.26)	-2.257 *** (-23.37)	-0.186 *** (-11.05)	10.71 *** (44.13)
INVH	0.453 *** (21.45)	0.065 *** (17.61)	0.586 *** (10.90)			
INVW				0.103 *** (12.97)	0.016 *** (11.19)	0.19 *** (9.36)
LEV	-0.409 *** (-26.18)	-0.114 *** (-41.81)	0.252 *** (6.35)	-0.418 *** (-26.35)	-0.115 *** (-41.81)	0.25 *** (6.28)
SIZE	0.123 *** (32.80)	0.012 *** (18.78)	-0.427 *** (-44.82)	0.125 *** (32.75)	0.013 *** (18.93)	-0.43 *** (-44.67)
MB	0.002 *** (2.58)	0.001 *** (3.37)	0.082 *** (34.99)	0.004 *** (3.95)	0.001 *** (4.50)	0.08 *** (35.71)
SOE	-0.0718 ** (-7.87)	-0.015 *** (-9.83)	-0.123 *** (-5.39)	-0.070 *** (-7.69)	-0.015 *** (-9.69)	-0.12 *** (-5.38)
DDBL	-0.197 ** (-2.45)	-0.007 (-0.52)	1.007 *** (4.91)	-0.219 *** (-2.68)	-0.011 (-0.74)	0.97 *** (4.73)
JIANREN	0.022 * (1.91)	-0.00001 (-0.01)	0.027 (0.93)	0.024 ** (2.03)	0.0002 (0.11)	0.03 (0.97)
TOP	0.090 (0.75)	0.009 (0.42)	-3.157 *** (-10.32)	0.151 (1.23)	0.018 (0.83)	-3.06 *** (-9.98)
TOPSQ	0.145 (1.00)	0.043 * (1.67)	3.756 *** (10.11)	0.084 (0.57)	0.034 (1.31)	3.67 *** (9.87)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Obs	9487	9487	9487	9487	9487	9487
Adj R ²	0.294	0.276	0.486	0.272	0.262	0.484

注:“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

六、研究结论与启示

本文选取了2001—2012年沪深两市A股上市公司作为研究样本,从企业绩效的影响因素视角考察了机构投资者对企业绩效的影响,并考察了稳定型机构投资者与交易型机构投资者这两类不同性质的机构投资者对企业绩效的影响。本文研究发现:(1)机构投资者持股比例与企业绩效显著正相关,这支持了机构投资者的有效监督假说;(2)与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者对企业绩效的影响更加显著。

本文的研究发现具有重要的理论与现实意义。第一,本文从企业绩效的视角检验了不同性质机构投资者的公司治理效应,研究发现稳定型机构投资者是提升企业绩效的一个重要变量,从而丰富和深化了企业绩效的影响因素以及机构投资者公司治理效应领域的研究。第二,本文发现不同性质的机构投资者在资本市场中扮演的角色不同,因此国家监管部门与政策制定部门应该大力宣传,鼓励机构投资者注重对企业进行长期投资,关注公司日常经营和盈利状况,对其投资的上市公司进行有效的监督,能降低冲突和信息风险以保护自身以及广大中小股东的利益,争取成为稳定型机构投资者,为健全和完善我国资本市场的发展而充分发挥生力军作用。

参考文献:

- [1]李维安.现代公司治理研究[M].北京:中国人民大学出版社,2002.
 [2]Chhaochharia V, Kumar A, Niessen-Ruenzi A. Local investors and corporate governance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012,

- 54(1):42-67.
- [3] Almazan A, Hartzell J C, Starks L T. Active institutional shareholders and costs of monitoring: evidence from executive compensation[J]. *Financial Management*, 2005, 34(4):5-34.
- [4] Chung K H, Zhang H. Corporate governance and institutional ownership[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(1):247-273.
- [5] Woidtke T. Agents watching agents: evidence from pension fund ownership and firm value[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 63(1):99-131.
- [6] Cornett M M, Marcus A J, Saunders A, et al. The impact of institutional ownership on corporate operating performance[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31(6):1771-1794.
- [7] Helwege J, Intintoli V J, Zhang A. Voting with their feet or activism? Institutional investors' impact on CEO turnover[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(1):22-37.
- [8] 石美娟, 童卫华. 机构投资者提升公司价值吗? ——来自后股改时期的经验证据[J]. *金融研究*, 2009(10):150-161.
- [9] 杨典. 公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析[J]. *中国社会科学*, 2013(1):72-95.
- [10] 龙振海. 机构投资者与公司价值关系研究——来自上市公司要约收购的证据[J]. *南开管理评论*, 2010(4):35-43.
- [11] Brickley J A, Lease R C, Smith C W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. *Journal of financial economics*, 1988, 20(1-3):267-291.
- [12] Bushee B J. Investors on myopic R&D[J]. *The accounting review*, 1998, 73(3):305-333.
- [13] Chen X, Harford J, Li K. Monitoring: which institutions matter? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2):279-305.
- [14] Bushee B, Carter M E, Gerakos J. Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms[R]. Working Paper, 2010.
- [15] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. *管理评论*, 2013(3):48-59.
- [16] 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(9):129-136.
- [17] 林树, 陈浩. 机构投资者能提高公司业绩吗? ——基于民营上市公司的经验研究[J]. *山东社会科学*, 2013(10):101-105.
- [18] 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(5):182-192.
- [19] Elyasiani E, Jia J J, Mao C X. Institutional ownership stability and the cost of debt[J]. *Journal of Financial Markets*, 2010, 13(4):475-500.
- [20] John S W. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(2):287-322.

[责任编辑:高 婷]

Institutional Investors Heterogeneity and Firm Performance: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies

LI Zhengguang¹, ZHAO Xibo¹, CAO Feng¹, LU Xiaoxuan²

(1. School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China;

2. School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: We use the sample data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies between 2001 and 2012, exploring institutional investor heterogeneity's effect on firm performance. Our findings show that institutional investors have a significant positive effect on the firm performance. We divide institutional investors into the stable institutional investor and the unstable institutional investor. A further analysis shows that the stable institutional investors have a more significant effect on firm performance than the unstable institutional investors. The findings show that institutional investors, especially the stable institutional investors, can effectively mitigate corporate agency conflicts by reducing the information asymmetry between stock shareholders and managers.

Key Words: firm performance; institutional investor heterogeneity; stable institutional investors; unstable institutional investors; agency conflict; information asymmetry; enterprise performance; stock market; corporate governance performance