机构股东对上市公司市场价值的影响效应

沈乐平(博士生导师)，段 静，朱哲廷，王 成

(华南理工大学工商管理学院，广州 510640)

【摘要】股东保护是各国资本市场发展的核心问题。近年来随着我国机构股东的迅速壮大,机构股东已成为优化公司治理结构的重要因素。本文以2009~2013年度上海证交所A股的387个上市公司年度观察值为对象,实证验证机构股东持股对上市公司市场价值的影响效应。深层次研究发现,当公司为国有控股时,随着机构股东持股比例增加,反而会降低上市公司的市场价值;国外机构股东没有国内机构股东对上市公司市场价值的影响显著,基金类机构股东对上市公司市场价值有明显的积极作用;机构股东制衡度与上市公司市场价值没有显著关系。据此文章基于资本市场和机构股东两个角度提出相关对策建议。

【关键词】机构股东；上市公司市场价值；影响效应；对策建议

一、引言

从全球范围来看,机构股东的发展历史不长,受金融全球化和世界各国福利改革等因素的影响,机构股东已成为目前全球资本市场特别是成熟资本市场的主导力量,作为拥有最大资本量的群体,其在公司治理中发挥的作用也日渐凸显。

我国的机构股东起步较晚,其发展大致经历三个阶段:第一阶段,1990~1997年,萌芽状态,机构股东数量和资金规模均较小,难以影响到投资公司的市场价值。第二阶段,1998~2005年,市场调整和机构更替状态,市场结构开始向机构股东为主体的方向转变,同时政府部门亦加大了对股票市场的规范和监管力度,这一时期可以说是政府推动型快速发展,机构股东已有能力去关注投资公司的价值增值,但受制度环境和自身的限制不一定能积极影响其投资公司的市场价值。第三阶段,2006年至今,快速发展时期,初步形成了以证券投资基金为主,证券公司、信托公司、保险公司、合格境外机构投资者、社保基金、企业年金等机构股东相结合的多元化格局。通过上述分析可见,我国的机构股东与成熟资本市场相似的机构股东特征逐渐显现,机构股东有能力和动机积极影响公司内部治理,进而影响上市公司的市场价值。

目前国内学者对机构股东的研究尚以理论为主,实证研究相对较少,在为数不多的实证研究中几乎都是对所有上市公司进行总体分析,忽略了不同类别上市公司的特性。本文立足我国机构股东投资现状,通过实证研究的方法对机构股东进行分类,并且考虑上市公司控股股东性质,同时加入机构股东制衡度的研究,试图将机构股东对上市公司市场价值的影响研究向深度拓展。

二、理论分析与研究假设

(一)理论分析

目前,对机构股东与公司绩效和公司价值的研究存在着两种不同的理论:

1. 正向理论,包括信息不对称和委托代理理论。相关学者认为机构股东的持股比例与公司绩效或公司价值呈正相关关系。信息不对称理论认为相较于其他股东,机构股东有能力获取公司信息以确定有效的投资组合,降低投资风险,同时对投资对象进行有效监督。委托代理理论认为机构股东持股的上市公司中存在着双重委托代理关系,一方面个人投资者选择机构股东能有效降低投资风险,由此获得的收益可弥补付出的代理成本,另一方面以股东的身份参与到上市公司的治理中,持有股份的不断增长使得他们有很强的动机去监控公司的表现和管理层的行为,促使公司改进治理结构以提高公司市场价值。

2. 负向理论,这方面的研究包括利益冲突和战略同盟理论。相关学者认为机构股东的持股比例与公司绩效或公司价值之间呈负相关关系。利益冲突理论认为机构股东和公司之间存在着其他有盈利性的业务关系,那些敏感性的机构股东必然会与公司在业务利益分成上产生矛盾,他们过多地关注当期收益进而偏向短期行为。战略同盟假说则认为机构股东和高管发现他们之间进行合作对双方来说是有利的,这种合作会降低机构股东监督高管所产生的对公司价值的正效应,机构股东不能发挥真正独立的监督作用。

(二)研究假设

随着我国股票市场相关的法律和监管制度的逐步完善,特别是机构股东数量和规模的增加,加之机构股东在

人才、资金和政策方面的优势使得他们有能力和动机影响企业控制人,进而影响其所投资上市公司的市场价值,基于此我们提出假设一。

H1:机构股东的参与可有效提升上市公司的市场价值,即上市公司中的机构股东的持股比例与公司市场价值呈正相关关系。

我国资本市场新兴加转轨的双重特征导致政府行为对资源配置具有重要影响。在资本市场上,大多数上市公司由国有企业改制而来且采取国有控股模式。政府有动机将其多重目标内化到其所控制的上市公司,一定程度上增加了机构股东的监督成本和难度,从而限制其公司治理机制作用的发挥,鉴于以上分析提出假设二。

H2:相对于非国有控制的上市公司,国有控制的上市公司降低了机构股东发挥正的价值效应。

近年来,我国的国内机构股份不断发展壮大,整体持股比例不断增加,其中基金类机构股东持股比例最高,国外机构股东在全球范围内不断扩张但其最终目的是获得股利分红,相较之国外机构股东,国内机构股东会更加关注企业的长期发展,相应的会承担企业更多的经济责任,因此我们提出假设三。

H3:相比于国外机构股东,国内机构股东的持股比例对上市公司市场价值的影响更为显著;相比于非基金类机构股东,基金类机构股东的持股比例对上市公司市场价值的影响更为显著。

当机构股东的持股达到一定比例,就拥有更多的话语权和对公司的控制权,能对第一大股东产生制衡作用。根据委托代理理论,机构股东倾向于将自己作为公司真正的经营者,会将自身利益与公司市场价值捆绑在一起。

H4:机构股东的股权制衡度与上市公司市场价值呈正相关关系。

三、研究设计

(一)样本选取及数据来源

首先,考虑到沪深两市在上市公司的特征和交易规则等方面存在一些差别,大盘蓝筹股都在沪市,深市主要以中小股为主;其次,机构股东发挥作用的前提需要其自身具有较大的规模,资本市场监管较完善。笔者认为沪市更能反映我国国内金融市场的变化,所以选取沪市上市公司为研究对象。

本文以**2009~2013**年间上海证券交易所的上市公司为初始样本,为确保数据的有效性和代表性,剔除如下上市公司:①金融行业的公司;②所有**ST**、***ST**公司;③相关财务数据缺失的公司;④未披露机构股东数据的公司;⑤控股股东性质不详的公司。同时,为消除极端值的影响,本文对涉及的所有连续变量都在**1%**的水平进行了**winsorize**处理,筛选后最终得到**387**个上市公司—年度观察值。

表**1**显示了**2009~2013**年不同企业性质的上市公司分布特征,从中可以看出,**2009~2010**年的样本数相对较为平均,而**2011~2012**年间的样本数相对较多,且**2012**年的样本比例最高,达到**24.03%**,**2009**年的样本比例最少,为**15.50%**。从整体上来看,各年度的样本分布是相对较为平均的。另外,国有企业样本数为**290**,占总样本的**74.94%**,非国有企业样本数**97**,占总样本的**25.06%**。

样本数据来自聚源数据库和**CSMAR**中国上市公司财务数据库及上市公司机构持股东数据库。后续使用的数据处理与计量分析软件为**SPSS 18.0**和**STATA 12.0**。

表1　样本公司分布特征(分年度)

年份	国有企业	非国有企业	合计	百分比
2009	**47**	**13**	**60**	**15.50%**
2010	**48**	**19**	**67**	**17.31%**
2011	**62**	**26**	**88**	**22.74%**
2012	**72**	**21**	**93**	**24.03%**
2013	**61**	**18**	**79**	**20.41%**
总计	**290**	**97**	**387**	**100%**
百分比	**74.94%**	**25.06%**	**100%**	**100%**

(二)变量选取

表2　变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量说明
被解释变量	市场价值	**Tobinq**	(年平均股价×股本总数+负债额)/总资产
解释变量	机构股东持股比例	**Inst**	证券投资机构和外国人持股总数/发行股本总数
	国内机构持股比例	**Inr**	证券投资机构持股总数/发行股本总数
	国外机构持股比例	**Ecr**	外国人持股总数/发行股本总数
	机构股东持股制衡度	**Z**	第一大机构投资者持股比例/第一大股东持股比例
	基金类机构持股比例	**Fsr**	基金类机构持股总数/发行股本总数
终端控制人	国有企业	**Gov**	国有控股,**GOV=1**;非国有控股,**GOV=0**
控制变量	公司规模	**Size**	总资产的自然对数
	资产流动性	**Far**	总资产周转率
	股票投资价值	**Pe**	市盈率
	成长能力	**Grow**	营业收入增长率
	财务杠杆	**Leverage**	资产负债率
	换手率	**Change**	成交量除以流通总股数
	第一大股东持股比例	**Blgone**	第一大股东持股比例除以总股数
哑变量	年度	**Year**	年度虚拟变量,控制不同年份宏观经济因素的影响
	行业	**Industry**	行业虚拟变量,采用证监会行业分类方法控制行业效应

1. 被解释变量。市场价值一定程度上反映了公司的内在价值,又能体现公司股票的投资价值,因此市场价值是上市公司价值最有效的表现形式之一。衡量和体现上市公司市场价值的指标有多个,理论和实践证明托宾Q值是一个有效的衡量指标。本文选择托宾Q 值作为被解释变量来体现上市公司的市场价值。

2. 解释变量。解释变量为机构股东的持股比例(**Inst**)、国内机构持股比例(**Inr**)、国外机构持股比例(**Ecr**)、机构股东持股制衡度(**Z**)和基金类机构持股比例(**Fsr**)。

3. 终端控制人。即控股股东性质,如果控股股东性质为国有,则**Gov**取**1**,否则为**0**。

4. 控制变量。选取公司规模(**Size**)、资产流动性(**Far**)、股票投资价值(**Pe**)、成长能力(**Grow**)、财务杠杆(**Leverage**)、换手率(**Change**)和第一大股东持股比例(**Blgone**)作为控制变量。另外,在模型中加入年度虚拟变量(**Year**)和行业变量(**Industry**),以充分考虑年度和行业效应。

(三)模型构建

为考虑机构股东持股比例对上市公司市场价值的影响,构建模型(**1**) 用于检验假设一:

$$Tobinq=\alpha_0+\alpha_1 Inst_{it}+\alpha_2 Size_{it}+\alpha_3 Far_{it}+\alpha_4 Pe_{it}+\alpha_5 Grow_{it}+\alpha_6 Leverage_{it}+\alpha_7 Change_{it}+\alpha_8 Blgone_{it}+\beta_1 Year_{it}+\beta_2 Industry_{it}+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中:α_0为常数,α和β为回归系数,**i=1-387**,**t=2009~2013**,**j=1~17**,ε为随机误差。为避免解释变量与被解释变量之间可能存在的内生性问题,对各解释变量进行滞后一期处理(以下模型相同)。

为揭示控股股东的不同性质对机构股东积极治理效应的影响,本文引入机构投资者持股比例与控股股东性质的交叉项,建立模型(**2**)用于检验假设二:

$$Tobinq=\alpha_0+\alpha_1 Inst_{it}+\alpha_2 Inst_{it}\times Gov_{it}+\alpha_3 Size_{it}+\alpha_4 Far_{it}+\alpha_5 Pe_{it}+\alpha_6 Grow_{it}+\alpha_7 Leverage_{it}+\alpha_8 Change_{it}+\alpha_9 Blgone_{it}+\beta_1 Year_{it}+\beta 2 Industry_{it}+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

为区分国内外机构股东及基金类机构股东对上市公司市场价值的影响,构建如下模型(**3**)用于检验假设三:

$$Tobinq=\alpha_0+\alpha_1 Inr_{it}+\alpha_2 Ecr_{it}+\alpha_3 Fsr_{it}+\alpha_4 Size_{it}+\alpha_5 Far_{it}+\alpha_6 Pe_{it}+\alpha_7 Grow_{it}+\alpha_8 Leverage_{it}+\alpha_9 Change_{it}+\alpha_{10} Blgone_{it}+\beta_1 Year_{it}+\beta_2 Industry_{it}+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

为分析机构股东制衡度对上市公司市场价值的影响,构建模型(**4**)用于检验假设四:

$$Tobinq=\alpha_0+\alpha_1 Z_{it}+\alpha_2 Size_{it}+\alpha_3 Far_{it}+\alpha_4 Pe_{it}+\alpha_5 Grow_{it}+\alpha_6 Leverage_{it}+\alpha_7 Change_{it}+\alpha_8 Blgone_{it}+\beta_1 Year_{it}+\beta_2 Industry_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4)$$

四、实证分析

(一)相关性分析

为避免多重共线性的影响,在进行多元回归分析前,本文先对各变量进行相关性分析。

从表**3**可以看出,机构股东持股比例与托宾**Q**值呈显著正相关,但机构股东对上市公司市场价值的具体影响路径仍有待后续实证分析的检验。同时,国内机构持股比例与国外机构持股比例显著负相关,这意味着二者之间是替代关系。从表**3**和表**4**可以看出,主要变量之间的相关系数均较低,因此模型中不存在严重的多重共线性。

表 3　主要变量的Pearson相关系数

	Tobinq	Inst	Inr	Ecr	Z	Fsr
Tobinq	1					
Inst	0.02**	1				
Inr	0.019**	1.000**	1			
Ecr	0.063	0.017	-0.351***	1		
Z	0.038	0.416	0.362	0.156*	1	
Fsr	0.057*	0.248**	0.246**	0.102*	0.288**	1

注:***、**、*分别表示在**1%**、**5%**和**10%** 的水平上是显著的,表**4**、表**6**同。

表 4　其他变量的Pearson相关系数

	Size	Far	Pe	Grow	Leverage	Change	Blgone
Size	1						
Far	0.017	1					
Pe	0.158**	-0.038	1				
Grow	0.059***	-0.047	-0.013	1			
Leverage	-0.004***	0.066	-0.082	0.178***	1		
Change	-0.189	-0.032	0.031	0.024	0.226**	1	
Blgone	0.386***	0.066	-0.116	-0.074	-0.084	-0.556	1

(二)描述性统计

表**5**中列出了样本公司全部变量的最小值、最大值、均值、中位数、标准差和方差。

表 5　变量的描述性统计结果

	N	极小值	极大值	均值	标准差	方差
Tobinq	387	0.40	31.03	1.88	2.14	4.58
Inst	387	0.30	59.43	16.95	14.81	219.26
Inr	387	0.30	59.43	16.82	14.81	219.22
Ecr	387	0.00	6.59	0.12	0.51	0.26
Z	387	0.01	3.51	0.59	0.64	0.41
Fsr	387	0.00	45.65	6.48	8.44	71.30
Size	387	17.27	26.55	22.57	1.40	1.97
Far	387	0.03	4.31	0.80	0.65	0.42
Pe	387	-638.04	2528.04	51.39	173.73	30183.00
Grow	387	-278.61	2661.27	39.56	171.89	29544.90
Leverage	387	4.71	236.20	53.11	25.74	662.37
Change	387	0	225.27	9.24	22.19	492.59
Blgone	387	6.69	84.00	40.24	17.94	321.81

数据显示特征如下:①以Tobinq衡量的各上市公司市场价值差异比较大,最小值0.4,最大值31.03,均值和标准差分别为1.88和2.14。②机构股东在上市公司的持股比例最大值接近60%,说明在部分公司中,机构股东已完全处于控制权位置,而最小值仅0.3%,标准差为14.81,表明机构股东的分布非常不均,个别上市公司可能很高,而部分上市公司的持股比例很低,同时也说明了我国机构股东的发展现状还不能适应资本市场的发展潮流,与国外成熟资本市场相比存在一定的差距。③我们将机构股东分为国内机构股东、国外机构股东和基金类机构股东,仅国内机构股东的最小值不为0,且均值最大,说明国内机构股东投资范围广,在资本市场上较活跃,对上市公司的影响也较大。④相较于第一大股东持股比例而言,机构股东的持股比例较低,均值分别为40.24%与16.95%,极差23.29%,同时亦说明第一大股东持股比例较高,股权集中度很高。⑤机构股东持股制衡度Z来看,最大值为3.51,说明机构股东成为个别公司实质上的第一大股东,而最小值和均值分别为0.01和0.59(小于1),说明机构股东整体上对大股东的制衡性还是有限的,机构股东目前还处于参与上市公司股权的阶段。⑥总体来看,对于上市公司而言,公司资产规模、成长性和财务杠杆等差异较大。

表6　　模型回归结果

模型(1)		模型(2)		模型(3)		模型(4)	
Variables	Tobinq	Variables	Tobinq	Variables	Tobinq	Variables	Tobinq
Inst	0.029**	Inst	0.031***	Inr	0.021***	Z	0.007
	(1.987)		(3.879)		(3.374)		(1.522)
Size	0.141**	Inst*Gov	-0.023**	Ecr	0.009	Size	0.144***
	(2.174)		(-2.140)		(0.671)		(3.601)
Far	0.043	Size	0.138*	Fsr	0.012**	Far	0.210***
	(0.576)		(1.989)		(2.080)		(4.276)
Pe	0.004	Far	0.249	Size	0.173*	Pe	0.027
	(0.286)		(1.467)		(1.880)		(1.224)
Grow	0.029	Pe	0.029	Far	0.249	Grow	0.037**
	(0.712)		(1.124)		(1.467)		(1.983)
Leverage	-0.378***	Grow	0.056	Pe	0.013	Leverage	-0.001*
	(-4.339)		(1.051)		(1.124)		(-1.798)
Change	-0.0179***	Leverage	-0.002**	Grow	0.041	Change	-0.017***
	(-3.533)		(-2.155)		(1.051)		(-3.533)
Blgone	0.004	Change	-0.016***	Leverage	-0.002*	Blgone	0.008
	(0.607)		(-3.263)		(-1.805)		(0.966)
Constant	4.391**	Blgone	0.005	Change	-0.016***	Constant	4.517**
	(2.310)		(0.759)		(-4.263)		(3.356)
Industry	Control	Constant	5.141***	Blgone	0.005	Industry	Control
Year	Control		(4.633)		(0.759)	Year	Control
Obs	387	Industry	Control	Constant	5.141***	Obs	387
Adj R^2	0.667	Year	Control		(4.633)	Adj R^2	0.629
		Obs	387	Industry	Control		
		Adj R^2	0.719	Year	Control		
				Obs	387		
				Adj R^2	0.644		

(三)对假设的检验

从表6可以看出,4个模型的Adjusted R-squared均在0.6以上,拟合度较高,说明4个模型均有较好的解释能力。

逐个分析回归结果,在模型(1)中,对机构股东持股比例与上市公司市场价值的关系进行了多元回归检验。当机构股东持股比例作为解释变量时,回归系数为0.029(P=0.039),说明在5%的水平下机构股东持股比例与上市公司市场价值呈正相关关系,且通过显著检验,假设H1得到验证。此外,leverage和size对模型亦具有较好的控制作用,与Tobinq分别呈负相关和正相关关系。在模型(2)中,引入机构投资者持股比例与控股股东性质的交叉项作为解释变量,Inst×Gov的回归系数为-0.023(P=0.018),说明在5%的水平下显著,即当公司被国有控股时,随着机构股东持股比例的增加控股股东会显著影响其公司治理机能的发挥,从而影响上市公司市场价值,假设H2得到支持。在模型(3)中,当Inr、Ecr和Fsr作为解释变量时,Inr的回归系数分别为0.021(P=0.006),回归结果在1%的水平上非常显著,意味着上市公司每增加1单位的国内机构股东持股比例会使公司市场价值增加0.021个单位,Ecr的回归系数为0.009(P=0.139),说明国外机构股东持股比例的增加会增加公司的市场价值,但回归结果不显著,且相较于Inr的回归系数,两者极差较大,Fsr的回归系数0.012(P=0.046),在5%的水平下显著,意味着公司每增加1单位的国内机构股东持股比例会使公司市场价值增加0.012个单位。可见,无论是国内还是国外抑或是基金类机构股东,其持股比例的增加均会增加公司的市场价值,但影响效应不同,这就验证了假设H3。在模型(4)中,Z的回归系数0.007(P=0.139),回归结果不显著,表明随着我国机构股东持股比例与第一大股东之间制衡度的增加,并未对上市公司市场价值产生显著影响,假设H4未得到验证。

(四)稳健性检验

本文通过两种方式来验证研究结果的稳定性。一是从计量方法出发,采用CAPM模型来计算被解释变量;二

是从变量出发,替换被解释变量,用净资产收益率(**ROE**)和每股收益增长率(**EPSG**)替换**Tobinq**,增加控制变量,增加研发支出率、**H**指数、**S**指数(限于篇幅未对上述验证过程进行详述),结果显示四个模型大部分变量系数的符号、系数大小和显著性水平都极为相近。本文的研究结论未发生显著变化,研究结论具有较好的稳健性。

五、主要结论与政策启示

(一)主要结论

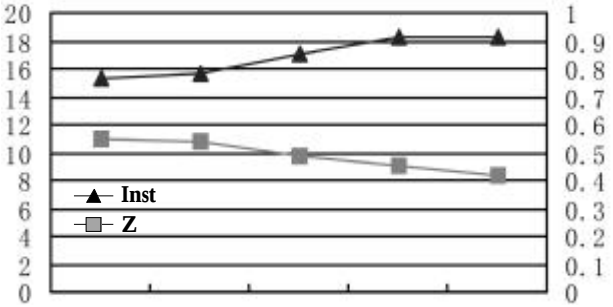
本文在理论分析的基础上,以**2009~2013**年上海证交所**A**股上市公司为对象,实证验证了机构股东对上市公司市场价值的影响效应,并进一步探讨了第一大股东持股比例、控股股东性质对机构股东发挥监督治理作用的影响。得出如下结论:①从整体上看,机构股东持股比例与上市公司市场价值之间存在显著的正相关关系,说明机构股东这种股东形式的存在对完善公司治理结构和提升公司市场价值产生积极的影响。②当上市公司为国有控股时,随着机构股东持股比例的增加反而会降低公司的市场价值,说明国有控股抑制了机构股东公司治理机能的发挥,"一股独大"无论是在形式抑或是实质上都对上市公司产生显著的影响,相应的非国有控股公司的机构股东积极治理效应更好。③国外机构股东虽然重要,但其积极影响作用仅限于极少部分上市公司,没有国内机构股东对上市公司市场价值的影响显著,基金类作为我国规模最大的机构股东,具有一定的实力在上市公司中起到实际的治理作用,对上市公司市场价值有明显的积极作用。④机构股东制衡度与公司市价价值没有显著关系,机构股东数量和规模的增加并未发挥相应水平的公司治理功能,说明机构股东对上市公司的影响可能仍限于专业技术、信息、资金等方面,对公司的重大决策尚未构成根本的影响,"一股独大"的实质地位难以制衡,也从侧面印证了前文的假设**H2**,亦说明我国的资本市场与西方发达国家相比需进一步完善。

(二)政策启示

通过前面的实证研究,可以说机构股东在一定程度上充当了"价值创造者"的角色。但需要指出的是,与国外成熟资本市场的机构股东相比,我国的机构股东在资金规模、持股比例及股东积极行为等方面存在着明显的差距,暂不能满足我国资本市场快速发展的需求。究其原因,一方面,我国的机构股东行为主要取决于他们在特定制度环境下受到的约束,以政府为主导的初始制度安排存在的缺陷是最根本的制约因素,初步完成的股权改革方案并未撼动第一大股东(**74.93%**为国有持股)的实质地位,还要受到占绝对优势的第一大股东控制权制约的双重影响。另一方面,我国对国外机构股东的准入条件、投资额度与范围限制较多,一定程度上影响了国外机构股东入驻的数量和比例,国内机构股东发展尚不成熟,多元化的投资结构初步形成,规模小且分散,又受自身成本与收益的约束,缺乏对公司发展长期规划和参与公司治理的动力。据此,基于我国资本市场的制度环境和机构投股东自身的双重视角,提出相关对策建议:

1. 通过法律塑造机构股东发展模式,要松弛有度。一方面,放松限制,对国外机构股东而言,继续积极引入目前国际上较为成熟的积极性机构股东,放宽其准入条件,包括投资额度、范围、资金汇入汇出的限制,提高其入市规模和持股比例;对国内机构股东而言降低门槛限制,简化行政性限制和审批条款,同时细化机构股东的相关法律条文,加强投资收益的立法保护,修改关于个别机构类持股比例的硬性规定。另一方面,强化监管,规范机构股东市场交易行为,要求自身信息披露,提高违约成本,加大惩罚力度,避免机构股东内部交易和自我交易行为。

2. 推进国有股减持,改善上市公司股权结构。从样本上市公司的股权结构来看,第一大股东持股比例在**20%**以下的**15.8%**,持股比例超过**40%**的就占**51.9%**,其中第一大股东中国有控股的占到**74.93%**。国外学者**Shleifer**研究表明,若第一大股东持股量超过**40%**,公司控制权市场基本不起作用。另外,从**2009~2013**年机构股东持股比例及制衡度趋势图来看,虽有机构股东整体持股比例呈增长趋势,但从机构股东制衡度走势判断,机构股东持股比例增长率远低于第一大股东持股比例增长率,说明我国上市公司的股权结构很不合理。根据证监会发布的《关于上市公司股权分配改革试点有关问题的通知》,要继续优化上市公司股权结构,在保证国有经济占主导地位的前提下,逐步增加机构股东持股比例的基础上,通过国有股持股减持来削弱其在上市公司中的控股地位,提高法人股和流通股的比例,使上市公司的股权结构逐步与英美发达资本市场的上市公司接轨,平衡各股东之间的利益诉求,健全公司治理机制,促进公司经营管理的市场化。



2009~2013年机构股东持股比例(%)及制衡度

3. 提高机构股东的整体持股水平的同时,重点提高个别机构股东持股比例。从上图可以看到,近五年来机构股东的抗衡度呈明显的下降趋势,且抗衡度值处于**0.4~0.5**(小于**1**),说明控股股东普遍存在,控股股东控制公司的现象较为严重。要实行对控股股东的有效制衡,首要前

融券交易影响上市公司相对业绩评价吗

潘中华

（北京大学光华管理学院，北京 100871）

【摘要】融券机制降低了股票回报波动率，减少了公司操纵性应计项目，不但降低了目标公司和对照组公司业绩之间的协方差噪音，而且降低了对照组公司业绩方差噪音，提高了对照组信息的信息含量，提高了相对业绩评价程度。本文选取我国上市公司2005～2013年数据，实证考察了融券交易对上市公司相对业绩评价的影响，结果显示融券交易确实提高了相对业绩评价程度。这表明融券机制能够影响公司薪酬政策。

【关键词】融资融券；薪酬政策；相对业绩评价

一、引言

融券机制降低了股价非理性噪音（Charoenrook和Daouk，2005），促使股票价格与基本面价值更接近（Boehmer和Wu，2013），减少了会计利润中的操纵性应计项目（潘中华，2014）。这不但降低了目标公司和对照组公司业绩之间的协方差噪音，还降低了对照组公司业绩方差噪音，提高了对照组信息的信息含量。按照Holmstrom和Milgrom（1987）所指出的业绩方差与协方差噪音与相对业绩评价程度的反向变动关系，我们应当能够观察到融资融券机制与相对业绩评价之间的同向变动关系。那么，融券是否能够提高上市公司相对业绩评价程度呢？现有研究并没有明确回答该问题。

委托人使用全部相关业绩信息进行业绩评价和激励，以降低代理成本，提高契约效率（Holmstrom，1979、

提就是对机构股东进行大规模扩容，提高其整体持股水平。从上文的实证结论得知，基金类机构股东持股比例与上市公司市场价值呈显著正相关关系，结合我国的国情，重点提出提高养老保险基金的持股比例。一方面，我国已步入老龄化社会，专家分析2010～2040年将会是人口老龄化的高速期，即便在财政适度倾斜的基础上也难以弥补养老金巨大的缺口；另一方面，从发达国家的实践模式来看，都有相当大比例的养老保险基金投放到资本市场中去，相较于其他基金其规模更大，独立性更强，参与上市公司治理也倾向于积极主义行为。因此，提高养老保险基金持股比例不仅有利于完善上市公司内部治理结构，也体现了在社会发展过程中政府对民生的关注。

4. 完善机构股东内部治理结构，以充分发挥“积极股东”的作用。机构股东自身的治理状况一定程度上决定了其在上市公司治理中发挥积极作用的程度。针对机构股东投资行为短期化行为建立一套科学可行的机构股东绩效评价体系，除资产增值盈利外，将风险规避能力、换手率也作为重要的考核因素，以优化机构股东投资行为。另外，对机构股东实施一定的流动性限制，比如对持股时间较短的大型机构股东的交易收益征税，在一定程度上增强机构股东的持股稳定性，使其在对流动性和控制权之间的均衡选择上更多地偏重控制权。

主要参考文献

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CCGI～(NK)的经验研究.南开管理评论，2011(11).

Mintzberg H. Patterns in strategy formation. Management Science，2000(9).

Short H，Keasey K. Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom[M]. Oxford：Oxford University Press，2007.

王雪荣，董威.中国上市公司机构投资者对公司绩效影响的实证分析[J].中国管理科学，2009(2).

雷光勇，刘慧龙.大股东控制、融资规模与盈余操纵程度[J].管理世界，2009(1).

薄仙慧，吴联生.国有控股与机构投资者的治理效应：基于沪深A股股票市场的实证研究[J].经济研究，2011(7).

余鹏翼.基于机构投资者持股比例与公司经营绩效的研究——来自深市A股面板数据的验证[J].管理世界，2010(7).

【基金项目】国家社会科学基金重大项目（项目编号：12&ZD098）；中国博士后科学基金项目（项目编号：2012M521608）