

# 机构投资者对公司市值的影响路径

——基于结构方程模型的经验研究

沈乐平(博士生导师), 庞倩倩, 梁文光

**【摘要】** 伴随股市的持续高涨,机构投资者会加速入市,其通过参与公司治理提高公司市场价值的积极性不断提升。基于2011~2014年沪深A股6375个样本,采用结构方程模型研究发现机构投资者在公司治理中发挥了积极作用,其通过优化股权结构、强化高管激励提高公司市场价值,但未能通过增强董事会独立性对提高公司市场价值发挥积极作用。据此本文从加强制度建设、引导机构投资者参与公司治理、提高机构投资者治理水平三方面提出政策建议。

**【关键词】** 机构投资者; 公司治理; 市场价值

**【中图分类号】** F832.48

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)02-0121-4

## 一、引言

机构投资者的兴起,使得英、美等国的股权结构从分散化的股民持股转变为集中化的机构持股,集中的股权使得机构投资者在公司治理中扮演着重要角色。Bob Tricker认为,机构投资者在公司治理中的作用体现在两方面:一是调停股东和管理层;二是促进联盟。Hample也同样认为,应明确机构投资者在公司治理中的作用。

伴随股市的持续高涨,机构投资者加速入市。截至2014年年底,机构投资者在A股市场的平均持股比例为37.94%,已发展成上市公司的重要股东,机构投资者对上市公司治理水平及市场价值的影响备受关注。

当前国内有关机构投资者通过公司治理影响公司市场价值的研究多为理论研究,在为数不多的实证研究中,学者们采用的实证方法也多为回归分析法。笔者认为,结构方程模型可以更直观地展现各变量之间的因果关系,其应用于社科类研究以分析多个因果之间的关系已得到广大学者的认可。基于此,本文立足于我国机构投资者蓬勃发展的现状,引入结构方程模型来研究机构投资者如何通过参与公司治理影响公司的市场价值,试图对领域内研究方法的拓展有所贡献,也希望研究结论能为机构投资者参与公司治理的实践提供借鉴。

## 二、理论基础和研究假设

**1. 理论基础。**关于机构投资者持股对公司治理的影响,国外学者提出的假说可分为三类:有效监督假说、无效监督假说和负面监督假说。

有效监督假说认为机构股东采取积极战略可以强化公司内部监督,机构投资者持股比例与公司绩效之间存在正相关关系。Mallin和Chris(2004)的研究结果表明,机构投资者持股与公司绩效正相关,原因在于机构投资者可实行有效的监督。Opler和Sokobin(2011)的实证研究结果表明,机构投资者对推动公司治理改革起到了积极作用,进而有利于提高公司绩效。

无效监督假说的代表学者Jensen(1993)认为,机构投资者的行为未必有利于改善公司绩效,某些机构投资者积极参与经营管理是由于受到管理者的影响。Sunil Wahal(2005)的实证分析结论是,机构投资者持股对公司治理并未产生明显影响。

负面监督假说认为,机构投资者持股对公司绩效会产生不良影响,即认为机构投资者与管理者之间存在利益关系,这对公司经营而言是不利的。Robert Webb(2003)认为,机构投资者持股不会提高公司价值,长期来看反而对公司价值有负面作用。

我国有关机构投资者的研究兴起较晚,现有研究中多数学者认为机构投资者会对公司治理与公司绩效产生积极作用。李静(2010)通过实证分析认为,机构投资者持股可以改善上市公司股权结构。吴晓军和姜彦福(2006)研究发现,机构投资者持股比例与独立董事比例正相关。孙红梅、黄虹(2015)研究发现,机构投资者持股比例与高管薪酬显著正相关,在机构投资者的影响下,高管薪酬与公司业绩也存在显

**【基金项目】** 国家自然科学基金资助项目(项目编号:71301054); 国家重点实验室开放基金资助项目(项目编号:DPMEIHZ201401)

著的正相关关系,即机构投资者可以通过薪酬激励促进公司业绩增长。

2. 研究假设。从现有国内外研究成果来看,多数学者认为机构投资者会通过公司治理对公司绩效产生积极影响,其作用途径主要是通过强化股东大会、董事会及高管治理对经营绩效发挥积极作用。基于此,本文提出如下研究假设:

H1:机构投资者通过优化股权结构提高公司市场价值。

H2:机构投资者通过增强董事会独立性提高公司的市场价值。

H3:机构投资者通过强化高管激励提高公司市场价值。

三、研究设计

1. 研究选取与数据来源。本文选择2011~2014年沪深A股有机机构投资者参与持股的上市公司作为样本,在此基础上剔除如下公司:一是金融行业公司,原因在于金融行业公司的会计准则、资产负债结构与其他上市公司差异较大;二是ST、\*ST类公司,原因在于这类公司存在财务或其他异常状况;三是财务数据不全的样本。最终得到6735个有效样本,其中2011年788个,2012年1991个,2013年1956个,2014年2000个。

样本数据均来自万德和国泰安数据库,后续使用SPSS17.0和AMOS17.0进行数据处理和分析。

2. 变量选取。详见表1。

表 1		变量说明
变量类型	变量名称	变量说明
外因变量	机构持股比例	机构投资者持股数量/发行股本数量
中介变量	前十大股东持股比例之和	前十大股东持股数量/发行股本数量
	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
	高管前三名薪酬总额	高管前三名薪酬之和(万元)
内因变量	净资产收益率ROE	净利润/平均净资产×100%
	每股收益EPS	归属于普通股股东的当期净利润/当期发行在外普通股的加权平均数

一是外因变量。选取上市公司所有机构投资者持股比例作为外因变量。

二是中介变量。李静(2010)认为,机构投资者可以改善上市公司股权结构,因此本文以股权集中度衡量上市公司股权结构状况,选取前十大股东持股比例之和表示股权集中度。吴晓军和姜彦福(2006)研究发现,机构投资者持股比例与独立董事比例正相关,因此本文以独立董事比例衡量上市公司董事会结构状况。孙红梅、黄虹(2015)研究发现,机构投资者可以通过提高高管薪酬来改善公司业绩,因此本文以高管前三名薪酬总额衡量上市公司高管激励状况。

三是内因变量。衡量公司市场价值的指标分为传统会计绩效和市场绩效指标。传统会计绩效指标主要有总资产收益率ROA、净资产收益率ROE等,其中ROE的计算纳入了财务杠杆比率,因而被更为广泛地采用。市场绩效指标主要有每股收益EPS及托宾Q值等,Ferreria和Matos(2008)指出,托宾Q值并非一个有效的市场价值测量指标,加之我国资本市场起步较晚,机制尚不健全,市场的价格发现功能较弱,故本文选取净资产收益率ROE作为会计绩效衡量指标,选取每股收益EPS作为公司市场绩效衡量指标。

3. 模型构建。本文采用结构方程模型进行实证分析,以机构持股比例作为外因变量,以前十大股东持股比例之和、独立董事比例、高管前三名薪酬总额作为中介变量,以净资产收益率ROE作为内因变量,构建结构方程模型1,如图1所示;以机构持股比例作为外因变量,以前十大股东持股比例之和、独立董事比例、高管前三名薪酬总额作为中介变量,以每股收益EPS作为内因变量,构建结构方程模型2,如图2所示。

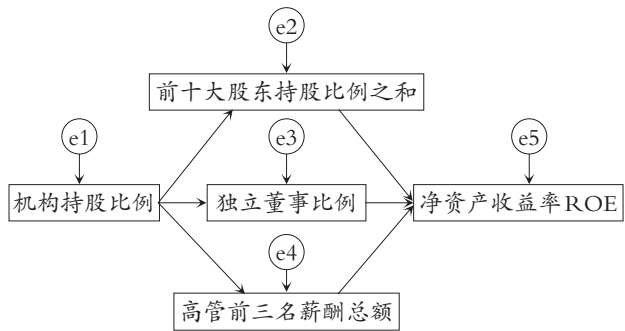


图 1 结构方程模型1

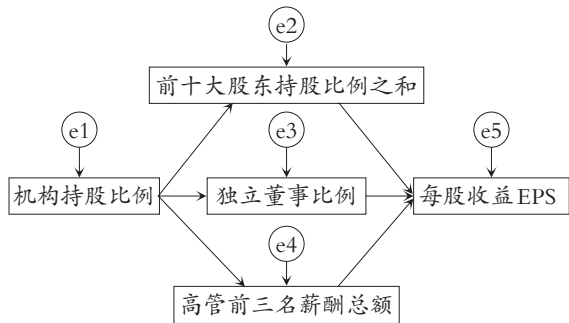


图 2 结构方程模型2

四、实证分析

1. 描述性统计分析。各变量的描述性统计结果(详见表2)显示,机构持股比例平均值为37.51%,相比前十大股东持股比例之和的均值57.51%,仅相差20%,说明机构投资者持股已达到较高水平,这也预示着机构投资者参与公司治理的程度可能较高。

前十大股东持股比例之和均值为57.51%,标准差为15.68%,说明上市公司股权集中度整体差异不大,大多维持

在较为合理的范围内,合理的股权集中度有利于股东之间相互制衡,有利于提高公司绩效。独立董事比例平均值为37.22%,标准差为5.43%,说明上市公司中独立董事比例比较均衡,机构投资者持股对独立董事比例的影响作用可能较小。高管前三名薪酬总额均值为172.48万元,标准差为169.54万元,说明不同上市公司高管的薪酬差异较大,这会对高管产生不同的激励效果,继而影响高管工作的努力程度,最终对公司绩效和市场价值产生影响。

净资产收益率ROE波动范围较大,最小值为-1871.88%,最大值为413.75%,说明上市公司盈利能力差异较大,这可能与治理水平相关。每股收益EPS均值为0.35,标准差为0.57,EPS在不同公司间的波动幅度远小于ROE。

**表 2 变量的描述性统计结果**

变量名称	均值	中值	极小值	极大值	标准差
机构持股比例(%)	37.51	38.12	0.0005	97.93	23.48
前十大股东持股比例之和(%)	57.51	58.88	10.37	96.14	15.68
独立董事比例(%)	37.22	33.33	18.18	71.43	5.43
高管前三名薪酬总额(万元)	172.48	129.39	3.00	3068.00	169.54
净资产收益率ROE(%)	6.53	7.07	-1871.88	413.75	33.53
每股收益EPS(元/股)	0.35	0.26	-3.81	14.58	0.57

注:数据来源于SPSS描述性统计输出。

**2. 模型整体适配度检验。**Joreskog和Sorbom(1996)曾提出,若GFI、AGFI大于0.9,则表示模型拟合较好;Bollen(1989)提出采用RFI和IFI指标检测,能较好地地区分真模型和误设模型,两者大于0.9说明模型是可以接受的;Bentler和Bonett(1998)提出,两个指数NFI、TLI大于0.9说明模型是可以接受的;Steiger(1980)认为,RMSEA低于0.08表示好的拟合,低于0.05表示非常好的拟合。基于学者们的研究经验,本文选取表3、表4所示的指标进行适配度检验,模型1与模型2的有关指标检验结果均显示模型适配度较好,可以接受。

**表 3 模型1整体适配度检验结果**

指数名称	良性适配指数	调整后良性适配指数	规范适配指数	相对适配指数	增值适配指数	非规则适配指数	近似误差平方根
指数代码	GFI	AGFI	NFI	RFI	IFI	TLI	RMSEA
可接受范围	>0.90	>0.90	>0.90	>0.90	>0.90	>0.90	<0.05优良 <0.08良好
检验结果	0.999	0.996	0.986	0.954	0.989	0.964	0.022

注:数据来源于AMOS路径分析输出,下同。

**表 4 模型2整体适配度检验结果**

指数名称	良性适配指数	调整后良性适配指数	规范适配指数	相对适配指数	增值适配指数	非规则适配指数	近似误差平方根
指数代码	GFI	AGFI	NFI	RFI	IFI	TLI	RMSEA
可接受范围	>0.90	>0.90	>0.90	>0.90	>0.90	>0.90	<0.05优良 <0.08良好
检验结果	0.999	0.996	0.992	0.974	0.994	0.98	0.022

**3. 模型的参数估计。**本文采用结构方程模型来验证假设,表5是模型1的观测变量之间的参数估计结果,表6是模型2的观测变量之间的参数估计结果。

结合表5、表6分析,“机构持股比例”变量通过“前十大股东持股比例之和”变量对ROE的间接影响效果值为0.021156(0.246×0.086),“机构持股比例”变量通过“前十大股东持股比例之和”变量对EPS的间接影响效果为0.04797(0.246×0.195),即机构投资者持股有利于增加前十大股东持股比例,且这一情况有利于提高公司市场价值,这与H1相符,H1得到验证。“机构持股比例”变量对“独立董事比例”变量的直接影响效果为-0.069,机构投资者持股增加非但不能提高董事会独立性,反而会使董事会独立性下降,与H2矛盾。此外,“独立董事比例”变量对ROE、EPS的影响效果均不显著,即机构投资者未能通过提高董事会独立性来增加公司市场价值,这与H2不符。

**表 5 模型1观测变量之间的参数估计**

观察变量		标准化参数估计值	标准误差	C.R.	P
前十大股东持股比例之和	← 机构持股比例	0.246	0.008	20.835	***
独立董事比例	← 机构持股比例	-0.069	0.003	-5.686	***
高管前三名薪酬总额	← 机构持股比例	0.225	0.086	18.959	***
净资产收益率ROE	← 前十大股东持股比例之和	0.086	0.027	6.912	***
净资产收益率ROE	← 独立董事比例	-0.014	0.075	-1.165	0.244
净资产收益率ROE	← 高管前三名薪酬总额	0.094	0.002	7.552	***
净资产收益率ROE	← 机构持股比例	0.003	0.018	0.234	0.815

注:\*\*\*表示在0.05水平(双侧)上显著,下同。

“机构持股比例”变量通过“高管前三名薪酬总额”变量对ROE的间接影响效果为0.02115(0.225×0.094);“机构持股比例”变量通过“高管前三名薪酬总额”变量对EPS的间接影响效果为0.0549(0.225×0.244),即机构投资者通过强化对高管的薪酬激励提高公司的市场价值,这与H3相符,即H3得到验证。

表6 模型2观测变量之间的参数估计

观察变量		标准化参数估计值	标准误差	C.R.	P
前十大股东持股比例之和	←—— 机构持股比例	0.246	0.008	20.835	***
独立董事比例	←—— 机构持股比例	-0.069	0.003	-5.686	***
高管前三名薪酬总额	←—— 机构持股比例	0.225	0.086	18.959	***
每股收益EPS	←—— 前十大股东持股比例之和	0.195	0	16.476	***
每股收益EPS	←—— 独立董事比例	-0.019	0.001	-1.653	0.098
每股收益EPS	←—— 高管前三名薪酬总额	0.244	0	20.723	***
每股收益EPS	←—— 机构持股比例	0.049	0	4.025	***

4. 稳健性检验。采用滞后一期的机构持股比例替换当期机构持股比例,用总资产收益率ROA替换净资产收益率ROE,用托宾Q值替换每股收益EPS,均得到同样的实证结果(限于篇幅,未做详述),说明本研究结论稳健性较好。

### 五、主要结论、政策建议与不足之处

1. 主要结论。本文在前人研究基础上,以沪深A股上市公司为研究对象,基于2011~2014年数据研究机构投资者通过参与公司治理对公司绩效和市场价值的影响效果。研究显示,机构投资者可以通过参与公司治理提高公司绩效和市场价值。第一,机构投资者可以通过提高前十大股东持股比例之和来改善公司市场价值,这是由于当前我国机构投资者持股比例较高,不少已跻身前十名,机构投资者一改以往“用脚”投票方式,积极投身公司治理,起到了良好的监督制衡作用。第二,机构投资者通过改变独立董事比例来改善公司市场价值的作用不显著,原因在于我国上市公司独立董事作用与监事会作用有重叠,且独立董事独立性不足,因此其监督作用有限,其比例增减对公司市场价值的影响不显著,亦不受到机构投资者的重视。第三,机构投资者通过强化高管激励来提高公司市场价值的作用显著,机构投资者通过增加高管薪酬,可以激励高管努力工作、减少高管道德风险和代理

成本,进而有利于提高公司绩效。

2. 政策建议。当前机构投资者在完善公司治理、提高公司市场价值方面发挥了积极作用,但其规模仍然较小,参与公司治理的路径和手段不够明晰,自身治理水平也有待提高。

为进一步发挥机构投资者在提高公司市场价值中的积极作用,结合本文研究结论,提出三点政策建议:第一,加强制度建设。一是推进机构投资者规模建设。放宽行业准入,建立适应功能监管需要的牌照管理体系,完善相关制度安排,鼓励多元化主体参与。二是转变监管方式。简化行政审批程序;完善事中监管,加强对重要机构及产品的风险监测,要求其进行信息披露;强化事后监管,加大执法力度,提高违约成本,规范机构投资者交易行为。第二,引导机构投资者参与公司治理。积极引导机构投资者参与公司治理,为其明确参与公司治理的路径和手段,鼓励机构投资者行使“用手”投票的权力,强化机构投资者监督制衡作用。具体而言,机构投资者可积极参与公司经营决策,减少大股东隧道行为、高管道德风险与公司内部交易,真正实现有效监督。第三,提高机构投资者治理水平。我国机构投资者发展较晚,缺乏高效的管理机制和人才,未来需进一步加强自身队伍建设,不断提高自身公司治理水平,从担忧利益受侵的被动治理转向积极提高公司绩效的主动治理。

3. 不足之处。限于篇幅,本文所分析路径有限,没有将机构投资者通过抑制大股东掏空行为、高管代理行为进而提高公司市场价值的路径纳入实证分析模型,未来需要进一步扩大研究范围。

### 主要参考文献:

- 孙红梅,黄虹,刘媛.机构投资、高管薪酬与公司业绩研究[J].技术经济与管理研究,2015(1).
- 吴晓晖,姜彦福.外部机构投资者能否对传统内部治理机制产生影响[J].经济管理,2006(9).
- 卢晖,肖婧,张伟.机构投资者参与公司治理的传导途径研究[J].北京师范大学学报,2012(3).
- 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).
- 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[J].南开管理评论,2008(11).
- Robert Webb, Matthias Beck, Roddy Mckinnon. Problems and Limitations of Institutional Investor Participation in Corporate Governance [J]. Corporate Governance: An International Review, 2003(1).
- Mallin, Chris. Institutional Investor Activism: What's Next [J]. Directorship, 2004(12).
- 作者单位:华南理工大学工商管理学院,广州510640