

# 机构投资者异质性、公司治理和跨国并购绩效

——基于代理成本视角

凌志雄(副教授), 陶诗慧

**【摘要】** 本文以2008~2012年沪深两市A股成功进行跨国并购的111家公司为研究对象,选取跨国并购前两年和并购后两年的绩效指标为研究样本,利用回归模型进行实证检验,引用了机构投资者持股比例检验机构投资者对跨国并购绩效的影响。研究表明:公司的跨国并购绩效与公司治理水平正相关;长期境内机构投资者持股可以提升跨国并购的绩效;短期境内机构投资者持股与跨国并购绩效负相关;合格境外机构投资者持股无论是长期还是短期对跨国并购的绩效没有影响;合格境外机构投资者持股对于公司治理水平没有影响;长期境内机构投资者持股可以削弱代理问题对跨国并购绩效的侵害;短期境内机构投资者持股却会强化公司代理问题对跨国并购绩效的侵害。

**【关键词】** 机构投资者; 代理成本; 公司治理; 跨国并购

**【中图分类号】** F830.9

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)06-0027-5

## 一、引言

随着世界各国资本市场大门的陆续打开,全球掀起了一股对外投资的热潮。自20世纪80年代中期,跨国并购逐渐取代绿地投资成为对外直接投资的主要方式。跨国并购能弥补本国资源不足的问题,避开贸易壁垒,开拓国际化市场,然而与此同时,也带来了一些法律风险、整合风险和财务风险。在具有中国特色的背景下,大多数上市公司跨国并购后绩效并不理想,除了宏观经济环境和制度约束等外在因素之外,公司治理作为一个重要的公司内部因素备受关注,那么公司治理是否会对跨国并购的绩效产生影响呢?

本文基于代理成本视角,使用回归模型对机构投资者、公司治理和跨国并购绩效三者的关系进行实证研究,以找出三者之间的关系,从而为引入机构投资者、改善公司治理结构、提高跨国并购绩效提供理论参考和政策建议。

## 二、文献回顾及研究假设

### (一) 公司治理与跨国并购绩效之间的关系

公司治理要解决的核心问题是控制权和所有权分离以及信息不对称、契约不完备导致的委托代理问题(吴晓辉,2006)。委托代理问题有两类,第一类代理问题是股东和管理者之间的代理问题(Jensen and Meckling,1976),第二类代理问题是控股股东和中小股东的代理问题(La Porta et al.,1999)。

在所有权和经营权分离的背景下,股东(委托人)与管理者(代理人)之间代理问题产生的原因在于双方利益并不完全一致,管理者可能会按照个人利益最大化而非公司价值最

大化的目标进行决策(方红星,2013)。跨国并购作为公司极为重要的投资策略,直接关系到管理层的自身利益,因为管理者的薪酬与公司规模正相关(Grinstein and Hribar,2003)。而并购显然是扩大企业规模最便捷有效的手段,管理者在追求私有收益的动机驱使下,完全有可能接受投资回报率很低的并购项目(李善民等,2009),从而获得更高的薪酬。控股股东一旦控制了公司,他们常常会利用公司的资源谋取私利,损害其他股东和利益相关者的利益(Shleifer and Vishny,1997)。虽然政治风险、东道国等外在因素可能对跨国并购绩效产生影响,但是管理者的决策作为内部因素更为重要(李维安等,2014)。

一般来说,公司代理成本越高,公司代理问题越严重,管理者做出跨国并购决策并没有受到有效监督,不能保证决策的科学性。据此,本文提出以下研究假设:

H1: 跨国并购绩效与代理成本负相关。

### (二) 机构投资者对公司治理与跨国并购绩效的影响

机构投资者包括证券投资基金、券商和合格境外机构投资者(姚颐,2007),此外也包括保险公司、投资公司、社保基金、企业年金等其他类型的机构投资者。

机构投资者相对于个人投资者,其优势在于:第一,规模较大。机构投资者通常汇集了中小投资者的资金,具有一定的规模,既能直接通过“用手投票”的方式参与公司治理,又能通过股票交易“用脚投票”来影响公司决策的制定(Hartzell J. Starks L. T.,2003),作为大股东的机构投资者还能够参与制定公司政策(Bhagat S.,Black B.,Blair M.,2004)。第二,

## □ 改革与发展

人员专业。机构投资者的管理人员通常都有着丰富的经验和较高的专业水平,他们更擅长信息解读和价值评估,能够及早识别控股股东和管理人员的机会主义行为,并采取相应措施予以制止(Davis, 2001)。分散的机构投资者通过不断交易,将他们获取的信息反映在股价上,从而制约管理层的行为(Edmans and Manso, 2001)。

但是,国外学者认为机构投资者的作用并非必然是保护投资者利益,至于机构投资者参与公司治理的表现,学者们提出了以下三种假说:①效率监督假说。机构投资者能利用自身的优势,积极参与公司治理,提升公司价值。②无效监督假说。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,根据其投资组合平衡的需要来决定持有或卖出股票。③利益合谋假说。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。可见,机构投资者与企业的跨国并购绩效之间的关系,取决于机构投资者治理效应的三种假说。

机构投资者可以分为合格境外机构投资者和境内机构投资者。我们重点关注前者。合格境外机构投资者(QFII)制度的意义在于,作为战略性投资机构引入,完善公司治理(Ferreira and Matos, 2011)。境内机构投资者持股比例较高,有动机参加公司治理(李蕾、韩立岩, 2013)。但是,合格境外机构投资者持股比例低,是否能积极参与公司治理呢?学术界对于合格境外机构投资者的研究尚未达成一致结论。一些学者对合格境外机构投资者的“价值创造”持有乐观的态度;另一些学者却认为,合格境外机构投资者仅仅是“价值投资者”,他们利用自身的专业水平,选择本身业绩比较好的公司进行投资,但并未对企业的价值做出贡献。而且合格境外机构投资者的本土化程度较低,参与公司治理的成本较高(付刚, 2008)。由于我国相关政府部门对QFII的准入持谨慎态度,因此,QFII的投资受到限制。总体而言,QFII的平均投资额远低于国内机构投资者,其缺乏参与公司治理的动机。

从另一角度来看,机构投资者可以分为长期型机构投资者和短期型机构投资者,不同类型的机构投资者在公司治理中的作用不同,他们会在治理收益和交易收益之间进行权衡,以选择他们认为更有利的一种投资策略:长期型的机构投资者追求的是治理收益,短期型的机构投资者追求的是交易收益,这也是机构投资者从自身投资收益和成本出发进行权衡后的结果。

学者们的实证研究结果也表明,长期型的机构投资者才有强烈动机去影响公司的合并决策(Chen et al., 2007)。长期机构投资者在公司控制权市场中发挥着积极作用(伊志宏、李艳丽, 2011)。短期型的机构投资者往往具有投机性质,他们一般会采用“买好卖坏”的投资战略。Koh(2007)研究发现,长期型机构投资者可以抑制被投资公司的盈余管理行为,以使得公司的长期业绩水平趋于稳健。Burns et al.(2010)研究

发现,对于机构投资者,尤其是在报表重述日进行卖出操作的这一类带有短期投机性质的机构投资者,他们的持股会显著提升财务报表错报风险发生的可能性。当短期机构投资者所在的收购公司发生收购兼并时将承受更低的超常收益,同时长期的市场表现也更差。

综上所述,合格境外机构投资者对于参与公司治理的动机不强,其重点在于“价值选择”,而不是“价值创造”;长期机构投资者会积极参与公司治理,对公司跨国并购活动起到了监督的作用,能够改善跨国并购绩效;短期机构投资者一般不参与公司治理,甚至会提高公司的治理成本,侵害公司的并购绩效。

据此,本文提出如下研究假设:

H2a:跨国并购绩效与长期合格境外机构投资者持股比例不相关。

H2b:跨国并购绩效与短期合格境外机构投资者持股比例不相关。

H3a:跨国并购绩效与长期境内机构投资者持股比例正相关。

H3b:跨国并购绩效与短期境内机构投资者持股比例负相关。

H4:合格境外机构投资者不影响公司代理成本对公司并购绩效的侵害。

H5a:长期境内机构投资者可以削弱代理成本对公司并购绩效的侵害。

H5b:短期境内机构投资者可以强化代理成本对公司并购绩效的侵害。

## 三、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

考虑到并购后两年企业绩效数据的可获取性,本文选取CSMAR数据库中2008~2012年发生跨国并购的A股上市公司为初始研究样本。

然后按照以下原则对样本数据进行筛选处理:①将跨国并购限定为资产收购、股权转让与吸收合并,不包括资产剥离、债务重组、资产置换与股份回购等形式的并购重组活动,且并购后拥有50%以上的股权;②考虑到金融和保险类公司财务指标的特殊性,以中国证券监督管理委员会于2002年修订的《上市公司行业分类指引》为标准,剔除了金融和保险类公司;③一年内发生多次并购的,对其并购金额进行加总处理;④仅保留交易成功的并购样本;⑤由于财务状况异常环境下发生的并购交易很可能是出于某些特殊目的,因此剔除ST、\*ST类公司发生的并购事件。

经过手动整理之后得到符合要求的公司共90家。其中,2010年13家公司,2011年32家公司,2012年45家公司。收集并购前两年及并购后两年的财务数据,相关数据来源于CSMAR数据库。

## (二)变量定义

1. 跨国并购绩效。本文通过主成分分析法来评价并购绩效。通过选取流动比率、速动比率、资产负债率、总资产增长率、营业总收入增长率、成本费用利润率、每股收益、总资产报酬率、净资产收益率、营业净利率、应收账款周转率和总资产周转率共十二个财务指标进行主成分分析,得到并购前两年、并购前一年、并购后一年和并购后两年综合得分,然后用并购后两年综合得分的平均值减去并购前两年综合得分的平均值。

2. 机构投资者。通过年报找出前十大股东中每一个机构投资者的持股比例,然后根据Chen et al.(2007)的研究,以一年为临界值,区分每一个机构投资者是长期机构投资者还是短期机构投资者。

3. 代理成本。参考Jensen(1986)、李守喜(2007)的研究,选取管理费用率作为代理成本的指标。

4. 控制变量。本文控制变量包括行业相关性、公司规模、跨国并购的规模、资产负债率。

各变量定义及说明如表1所示:

表1 各变量定义及说明

| 指标类型 | 变量名称        | 变量标识                  | 变量定义                                     |
|------|-------------|-----------------------|--|
| 因变量  | 并购绩效        | F-2                   | 主成分分析法得到并购前两年绩效综合得分                      |
|      |             | F-1                   | 主成分分析法得到并购前一年绩效综合得分                      |
|      |             | F1                    | 主成分分析法得到并购后一年绩效综合得分                      |
|      |             | F2                    | 主成分分析法得到并购后两年绩效综合得分                      |
| 自变量  | 长期合格境外机构投资者 | Ins-QFII              | 长期QFII持股比例,上市公司前十大股东中长期合格境外机构投资者的持股比例之和  |
|      | 短期合格境外机构投资者 | Ins-QFII Sht          | 短期QFII持股比例,上市公司前十大股东中短期合格境外机构投资者的持股比例之和  |
|      | 长期境内机构投资者   | Ins-DL                | 长期境内机构投资者持股比例,上市公司前十大股东中长期境内机构投资者的持股比例之和 |
|      | 短期境内机构投资者   | Ins-Sht               | 短期境内机构投资者持股比例,上市公司前十大股东中短期境内机构投资者的持股比例之和 |
|      | 代理成本        | EXP                   | 管理费用率                                    |
|      | 交互项1        | EXP×Ins-QFII          | 合格境外机构投资者持股比例与代理成本的乘积                    |
|      | 交互项2        | EXP×Ins-DL            | 长期境内机构投资者持股比例与代理成本的乘积                    |
| 交互项3 | EXP×Ins-Sht | 短期境内机构投资者持股比例与代理成本的乘积 |  |
| 控制变量 | 控股股东        | GOV                   | 控股股东性质,当控股股东为政府,取1;否则,取0                 |
|      | 第一大股东       | First                 | 第一大股东持股比例                                |
|      | 并购规模        | Scale                 | 上市公司进行跨国并购的规模,并购交易额/主并公司总资产              |
|      | 公司规模        | LNA                   | 主市公司并购当年总资产取对数                           |
|      | 资产负债率       | Lev                   | 资产负债率,总资产/总负债                            |
|      | 审计权威        | Audit-F               | 审计机构。审计机构为“四大”,取1;否则,取0                  |
|      | 行业相关        | relate                | 并购双方的行业是否相关,虚拟变量,是行业相关,取1;否则,取0          |
| 年度   | Year        | 将年份进行控制               |  |

## (三)模型设计

首先,我们设计了模型(1)来检验公司治理与跨国并购绩效的关系:

$$\text{模型(1): } F = a + a_1 \text{EXP} + a_2 \text{Control} + \varepsilon$$

其中,F是并购绩效综合得分,EXP是代理成本, $\varepsilon$ 为残差。

其次,用模型(2)~模型(5)来检验假设不同类型机构投资者对跨国并购绩效的影响:

$$\text{模型(2): } F = a + a_1 \text{Ins} - \text{QFII} + a_2 \text{Control} + \varepsilon$$

$$\text{模型(3): } F = a + a_1 \text{Ins} - \text{QFII Sht} + a_2 \text{Control} + \varepsilon$$

$$\text{模型(4): } F = a + a_1 \text{Ins} - \text{DL} + a_2 \text{Control} + \varepsilon$$

$$\text{模型(5): } F = a + a_1 \text{Ins} - \text{Sht} + a_2 \text{Control} + \varepsilon$$

其中,Ins-QFII为长期合格境外机构投资者持股比例,Ins-DL为长期境内机构投资者,Ins-Sht为短期境内机构投资者。

最后,用模型(6)~模型(8)来检验不同机构投资者的治理作用。

$$\text{模型(6): } F = a + a_1 \text{EXP} + a_2 \text{Ins} - \text{QFII} + a_3 \times X_1 + a_4 \text{Control} + \varepsilon$$

$$\text{模型(7): } F = a + a_1 \text{EXP} + a_2 \text{Ins} - \text{DL} + a_3 \times X_2 + a_4 \text{Control} + \varepsilon$$

$$\text{模型(8): } F = a + a_1 \text{EXP} + a_2 \text{Ins} - \text{Sht} + a_3 \times X_3 + a_4 \text{Control} + \varepsilon$$

其中, $X_1$ 是 $\text{EXP} \times \text{Ins} - \text{QFII}$ , $X_2$ 是 $\text{EXP} \times \text{Ins} - \text{DL}$ , $X_3$ 是 $\text{EXP} \times \text{Ins} - \text{Sht}$ ,分别代表合格境外机构投资者、长期境内机构投资者和短期境内机构投资者的治理作用。

## 四、实证结果与解释

### (一)并购绩效综合得分

我们按“并购前两年”、“并购前一年”、“并购后一年”、“并购后两年”分别对111家样本公司的十二个财务指标进行因子分析,通过SPSS软件求得各年相关系数矩阵的KMO值分别为0.717、0.639、0.715和0.646,KMO值均大于0.6,说明各变量间具有较强的关联性,适合进行因子分析。

### (二)描述性统计

描述性统计结果见表2。表2显示,并购绩效极大值为1.93,而极小值为-4.49,合格境外机构投资者、长期境内机构投资者和短期境内机构投资者的极小值为0。由此可以看出,并不是所有的企业都有机构投资者。

合格境外机构投资者极大值是0.1513,均值却只有0.0054,可见合格境外机构投资者的持股比例平均值是很低的。

长期境内机构投资者持股比例极大值是0.1804,平均值是0.0401,短期境内机构投资者持股比例极大值是0.1615,平均值是0.0215,可见境内机

## □ 改革与发展

构投资者持股比例极大值和均值都比合格境外机构投资者高,对公司的影响更大。

代理成本极小值是0.014,极大值是0.867,两者相差60倍以上,不同企业之间的代理成本相差比较大,所以对代理成本的研究有一定的意义。国有企业比例只有36%,由于跨国并购涉及的政治因素比较多,因此国有企业进行跨国并购受限。

**表 2 描述性统计分析**

| 变量             | N   | 极小值    | 极大值    | 均值      | 标准差    |
|----------------|-----|--------|--------|---------|--------|
| F              | 111 | -4.49  | 1.93   | 0.1488  | 0.8962 |
| Ins-QFIIL      | 111 | 0      | 0.1513 | 0.0054  | 0.0207 |
| Ins-QFIISht    | 111 | 0      | 0.0341 | 0.0063  | 0.0007 |
| Ins-DL         | 111 | 0      | 0.1804 | 0.0401  | 0.0457 |
| Ins-Sht        | 111 | 0      | 0.1615 | 0.0215  | 0.0313 |
| EXP            | 111 | 0.0140 | 0.8670 | 0.0001  | 0.0942 |
| X <sub>1</sub> | 111 | 0      | 0.0148 | 0.0004  | 0.002  |
| X <sub>2</sub> | 111 | 0      | 0.0238 | 0.0034  | 0.0046 |
| X <sub>3</sub> | 111 | 0      | 0.0174 | 0.0021  | 0.0035 |
| GOV            | 111 | 0      | 1      | 0.36    | 0.4823 |
| First          | 111 | 0.1176 | 0.862  | 0.3821  | 0.1652 |
| Scale          | 111 | 0      | 0.4153 | 0.0463  | 0.0733 |
| LNA            | 111 | 20.02  | 28     | 22.3365 | 1.3533 |
| Lev            | 111 | 0.033  | 0.833  | 0.4537  | 0.2147 |
| Audit-F        | 111 | 0      | 1      | 0.1261  | 0.3335 |
| relate         | 111 | 0      | 1      | 0.964   | 0.1872 |

### (三) 回归结果及分析

根据表3的回归结果,我们可以看到,在模型(1)中,EXP的系数显著为负,不能拒绝假设1,说明代理成本与跨国并购绩效负相关。

在模型(2)~模型(5)中,Ins-QFIIL和Ins-QFIISht的系数不显著,说明QFII对跨国并购绩效没有影响;Ins-DL的系数显著为正,说明长期境内机构投资者与跨国并购绩效正相关;Ins-Sht的系数显著为负,说明短期境内机构投资者与跨国并购绩效负相关。

控制变量中,政府关联度与跨国并购绩效显著正相关,跨国并购过程中,政府支持有助于跨国并购绩效的提高;第一大股东持股比例与跨国并购绩效显著正相关,表明第一大股东持股比例的提升有助于跨国并购绩效的提高;公司规模与跨国并购绩效显著负相关,表明公司规模越大,并购后面面临的整合风险越大,对跨国并购绩效有负向影响。

根据模型(6)~模型(8)的回归结果(见表4)我们可以看出,长期境内机构投资者的引入,降低了代理成本对于跨国并购绩效的侵害,而短期境内机构投资者的引入加重了代理成本对于跨国并购绩效的侵害,合格境外机构投资者不显著影响跨国并购绩效的侵害。

**表 3 模型(1)~模型(5)的回归结果**

|                   | 模型(1)               | 模型(2)               | 模型(3)               | 模型(4)               | 模型(5)                |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| constant          | 0.209<br>(1.264)    | 0.322<br>(0.995)    | 0.55<br>(0.6)       | 0.316<br>(1.008)    | 0.13<br>(1.527)      |
| Ins-QFIIL         |                     | 0.571<br>(0.568)    |                     |                     |                      |
| Ins-QFIISht       |                     |                     | 0.71<br>(0.364)     |                     |                      |
| Ins-DL            |                     |                     |                     | 0.075*<br>(1.802)   |                      |
| Ins-Sht           |                     |                     |                     |                     | 0.002***<br>(-3.159) |
| EXP               | 0.049**<br>(-1.993) |                     |                     |                     |                      |
| GOV               | 0.056*<br>(1.935)   | 0.092*<br>(1.701)   | 0.058*<br>(1.917)   | 0.083*<br>(1.751)   | 0.098*<br>(1.697)    |
| First             | 0.026**<br>(2.262)  | 0.013**<br>(2.542)  | 0.007**<br>(2.775)  | 0.008***<br>(2.708) | 0.026**<br>(2.266)   |
| Scale             | 0.868<br>(-0.167)   | 0.926<br>(-0.093)   | 0.882<br>(-0.149)   | 0.84<br>(0.203)     | 0.801<br>(-0.252)    |
| LNA               | 0.098*<br>(-1.672)  | 0.097*<br>(-1.655)  | 0.086<br>(-1.733)   | 0.094*<br>(-1.69)   | 0.053*<br>(-1.96)    |
| Lev               | 0.04**<br>(2.082)   | 0.004***<br>(2.941) | 0.001***<br>(3.332) | 0.006***<br>(2.832) | 0.002***<br>(3.197)  |
| Audit-F           | 0.4<br>(0.845)      | 0.388<br>(0.868)    | 0.338<br>(0.963)    | 0.275<br>(1.097)    | 0.393<br>(0.858)     |
| relate            | 0.537<br>(-0.62)    | 0.515<br>(-0.654)   | 0.316<br>(-1.009)   | 0.482<br>(-0.706)   | 0.397<br>(-0.85)     |
| Year              | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制                   |
| R <sup>2</sup>    | 0.225               | 0.245               | 0.229               | 0.267               | 0.314                |
| 调整的R <sup>2</sup> | 0.13                | 0.126               | 0.146               | 0.155               | 0.206                |
| F-statistic       | 23.69***            | 20.55**             | 27.58***            | 23.12***            | 29.05***             |

注:表中括号内数字为相关系数,括号上数字为显著性;\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

### (四) 稳健性检验

为保证研究的可靠性,本文还进行了稳健性检验。用总资产周转率代替管理费用率,作为代理成本的指标,用TobinQ代替综合绩效得分,表示跨国并购绩效。主要结论未发生实质性变化,表明上述结论是稳健的。

### 五、结论和政策性建议

本文选取2008~2012年沪深两市A股进行跨国并购的公司为研究对象,研究机构投资者异质性对于跨国并购绩效的影响,研究结论如下:①代理成本会侵害跨国并购的绩效;②合格境外机构投资者对跨国并购绩效没有影响,长期境内机构投资者持股比例与跨国并购绩效正相关,短期境内机构投资者持股比例与跨国并购绩效负相关。③合格境外机构投资者的引入对于公司治理没有影响;长期境内机构投资者参与公司治理,提升跨国并购绩效;短期境内机构投资者不仅不参加公司治理,反而会提高公司治理成本,侵害跨国并购绩效。

表 4 模型(6)~模型(8)的回归结果

|                   | 模型(6)    |         | 模型(7)    |         | 模型(8)    |         |
|-------------------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
|                   | beta     | sig.    | beta     | sig.    | beta     | sig.    |
| constant          | 1.439    | 0.153   | 1.244    | 0.217   | 1.758    | 0.082*  |
| Ins-QFII          | -1.272   | 0.206   |          |         |          |         |
| Ins-DL            |          |         | 1.712    | 0.09*   |          |         |
| Ins-Sht           |          |         |          |         | -2.032   | 0.045** |
| EXP               | -1.602   | 0.112   | -1.773   | 0.079*  | -1.738   | 0.087*  |
| X <sub>1</sub>    | 1.451    | 0.15    |          |         |          |         |
| X <sub>2</sub>    |          |         | 1.872    | 0.064*  |          |         |
| X <sub>3</sub>    |          |         |          |         | -2.085   | 0.04**  |
| GOV               |          |         | 1.849    | 0.068*  | 1.389    | 0.169   |
| First             | 2.508    | 0.014** | 2.43     | 0.017** | 2.076    | 0.041** |
| Scale             | 0.032    | 0.974   | 0.148    | 0.883   | -0.311   | 0.756   |
| LNA               | -1.871   | 0.064*  | -1.718   | 0.089*  | -1.938   | 0.05*   |
| Lev               | 2.577    | 0.011** | 2.011    | 0.047** | 2.268    | 0.026** |
| Audit-F           | 1.161    | 0.248   | 1.031    | 0.305   | 0.758    | 0.45    |
| relate            | -0.976   | 0.331   | -0.671   | 0.504   | -0.904   | 0.368   |
| Year              | 控制       |         | 控制       |         | 控制       |         |
| R <sup>2</sup>    | 0.264    |         | 0.289    |         | 0.345    |         |
| 调整的R <sup>2</sup> | 0.168    |         | 0.159    |         | 0.226    |         |
| F-statistic       | 27.59*** |         | 22.27*** |         | 28.86*** |         |

国外相关研究表明,境外机构投资者对于跨国并购规模与绩效都有正相关影响,而在我国,却只是进行“价值选择”而不是“价值创造”,没有发挥其自身的治理作用。由于QFII持股比例较低且分散,近年来其在我国虽然有一定的发展,持股比例有所提高,但其投资理念未能很好地适应中国股市具体情况。

QFII进入中国市场相对较晚,对中国的宏观环境和企业情况还处于探索阶段,其参与公司治理能力较弱。同时,由于中国市场不成熟,使其要花费更多的成本参与公司治理,从而削弱了QFII的积极性。笔者认为,可以通过市场完善和法律建设,提高QFII参与治理的积极性。

长期和短期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。另外,还需要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,从而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。

#### 主要参考文献:

戴嘉贺,刘可,杨竹清.机构投资者持股与公司治理间关系的实证研究——基于代理成本的视角[J].技术经济,2013(7).

吴晓晖,姜彦福.机构投资者影响下独立董事治理效率变化研究[J].中国工业经济,2006(5).

方红星,金玉娜.公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据[J].会计研究,2013(7).

Yaniv Grinstein, Paul Hribar. CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonuses [J]. Journal of Financial Economics, 2004(6).

李善民,毛雅娟,赵晶晶.高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J].管理科学,2009(6).

Rafael La Porta, Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Good news for value stocks: further evidence on market efficiency[J]. The Journal of Finance, 1996(6).

李维安,刘振杰,顾亮.董事会异质性、断裂带与跨国并购[J].管理科学,2014(4).

姚颀,刘志远,王健.股权分置改革、机构投资者与投资者保护[J].会计研究,2007(11).

Jay C. Hartzell, Laura T. Starks. Institutional investors and executive compensation[J]. Journal of Finance, 2003(6).

李蕾,韩立岩.价值投资还是价值创造——基于境内外机构投资者比较的经验研究[J].经济学,2014(1).

付刚.QFII基金经理行为模式调查[N].华夏时报,2008-05-31.

Shleifer A., R. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986(3).

Xia Chen, Jarrad Harford, Kai Li. Monitoring: Which Institutions Matter[J]. Journal of Finance Economics, 2007(2).

Dimitris Andriosopoulos, Shuai Yang. The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom [J]. Journal of Banking & Finance, 2015(5).

伊志宏,李艳丽.机构投资者的公司治理角色:一个文献综述[J].管理评论,2013(5).

李守喜.产权、代理成本和代理效率[J].经济研究,2007(1).

作者单位:湖南大学工商管理学院,长沙410006