

公司治理、机构投资者与企业绩效

——来自中国上市公司的经验证据

杨合力 周立 王博

内容提要: 公司治理与机构投资者对企业绩效存在影响,公司治理与机构投资者存在内生性。本文选取中国 2003~2007 年上市公司数据,运用最小二乘法和二阶段回归法,对公司治理、机构投资者与企业绩效三者的关系进行实证研究。研究发现:机构投资者与公司治理正相关,与企业绩效存在正相关;公司治理与企业绩效正相关,公司治理的改善有助于提高企业绩效;机构投资者偏好政府控制企业和绩效好的企业。研究为进一步提升中国企业绩效提供了理论参考。

关键词: 公司治理 机构投资者 企业绩效

一、引言

企业绩效一直以来是中国证券市场上备受关注的热门话题。企业绩效的影响因素很多,公司治理是一个重要的方面。公司治理包括外部治理和内部治理。外部治理,包括市场状况、法律环境和经济水平,是所有企业共同面对的外部环境。内部治理,包括控股股东性质、股权集中度、董事会和外部审计等,不同企业的内部治理存在差异。与西方发达国家相比,我国市场机制建立比较晚,市场发展水平和法制水平相对低,企业的外部环境相对差;一股独大、股权过度集中现象严重,董事会制度不健全,企业的内部治理不完善。为通过提高公司治理水平来提高企业绩效,有必要研究公司治理与企业绩效的关系。

据证监会统计,截至 2007 年底,我国各类机构投资者持有 A 股市值总值的 32%,机构投资者快速发展,对资本市场产生日益重要的作用。在欧美发达的市场经济体制和完善的法律环境下,内部治理是制约企业经营管理的工具,有效促进企业的发展和绩效的提升。相比之下,我国市场经济发展时间短,市场体系和法律体系都不健全,公司治理对企业绩效的影响有限。基于这样的背景,我国推进机构投资者的发展,期望机构投资者能够弥补公司治理的不足,促进企业绩效的提升。

近年来,国内外学者对企业绩效影响

的研究较多。La Porta(1999)对不同国家公司治理结构进行比较,研究发现,不同国家的公司治理结构存在差异,除美国、英国、加拿大,大部分国家的上市公司被家族、银行或是国家所控制。Sun & Tong(2003)研究发现,不同性质的股东对企业绩效影响不同,法人股与企业绩效存在正相关,而外资股则不存在这种相关性。国内研究方面,周宏、刘玉红和张巍(2010)研究发现,企业 CEO 与董事长兼任并不对企业绩效产生直接影响,但是这种兼任通过影响激励强度来影响企业绩效。总体来讲,学者们取得不少研究成果,但仍然存在一些不足。这些研究着重公司治理、机构投资者对企业绩效的影响,较少考虑到公司治理与机构投资者的内生性,将三者结合起来进行研究。本文结合公司治理理论和企业绩效理论,采用我国上市公司 2003~2007 年的数据,运用最小二乘法和二阶段回归法对公司治理、机构投资者和企业绩效之间的关系进行实证研究,试图找到三者之间相关性,为相关部门和机构提高企业绩效提供理论依据和建议参考。

二、研究假设

我们认为,公司治理水平与机构投资者持股存在相关性。外部治理环境良好情况下,公司经营管理获得有效的法律保证和政府支持,公司能够将较大的精力放在

经营管理上,公司业绩相对就好,深受机构投资者的关注。公司内部治理结构,对于解决代理问题引起的管理层违规行为起到了一定的制约作用,良好的内部治理结构有助于企业创造好的业绩,这一点深得投资者的青睐。另外,机构投资者对于机构介入的企业给予了较大的关注,包括企业投资和经营管理方面,无形增加了对企业的监督,促使企业改善经营管理,改良公司治理结构。公司治理水平的改善,能够提高机构投资者持股比例。

机构投资者的参与有助于企业绩效的改善。机构投资者并不能直接参与企业的管理经营,主要通过间接影响的方式,包括提供经营管理建议和用脚投票。相对企业来讲,机构投资者接触不同的企业,具有不同企业经营管理的经验。机构投资者会将这些信息,以投资管理建议的形式反馈给企业,促进企业改善经营管理,进而提高绩效。另外,机构投资者“用脚投票”的行为,对于管理层是一种坏信息;这种“用脚投票”的可能,对于管理层是一种风险。虽然大多数机构投资者不能决定管理层的去留和薪金的高低,但是机构投资者“用脚投票”的信息会获得包括董事会及其他股东的认可;董事会或其他股东可能认可这种信息,这将影响管理层利益。我们认为,机构投资者持股比例与企业绩效存在相关性,持股比例越高,表明投资者对企业绩效给予越高的肯定。

公司治理环境的改善有助于公司创造更好的绩效。外部治理环境的改善,能够为企业提供良好的法律保证、较少的政府干预和广阔的市场环境,有利于企业自主经营的开展。内部治理的改善,在一定程度上制约管理层和大股东侵害公司的可能性。内部治理机制中,董事会是对管理层行使监督和制约的主要机构,董事会机构的完善有助于发挥良好的监督作用。外部审计机构具有较强的独立性,因此外部审计机构的介入有助于保障年度报表的客观性,这在一定程度上约束了管理层对财务报告的影响力,迫使管理层通过改善经营来改善报表。良好的股权结构,能减少大股东对中小股东的侵害,减少大股东的掏空行为。因此,公司治理的改善,包括外部治理环境的改善和内部治理结构的优化,有助于企业绩效的提高。

根据上述,我们提出本文假设:

H1:公司治理与机构投资者存在正相关。

H2:机构投资者持股比例越高,企业的绩效越好。

H3:公司治理环境的改善,有助于提高企业绩效。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源。

本文选取 CSMAR 数据库中 2003~2007 年沪深两市 A 股上市公司为研究对象。剔除金融行业样本、ST 和 *ST 的样本以及数据不全样本,剩余有效样本 3504 家。其中 2003 年 188 家,2004 年 845 家,2005 年 853 家,2006 年 886 家,2007 年 732 家。公司治理环境数据来源于樊纲、王

小鲁和朱恒鹏发布的《中国市场化指数(2009)》;其余数据均来自 CSMAR 数据库。

(二)变量定义。

企业绩效。本文用托斌 Q 表示企业绩效,托斌 Q 被普遍用作企业绩效的衡量指标。托斌 Q 计算中,有些变量难以计算,为计算方便,本文用市净率代替托斌 Q。

公司治理。公司治理变量包括外部治理变量和内部治理变量。在本文中,外部治理变量包括“市场化指数”、“政府干预指数”和“市场法治指数”。我们用樊纲、王小鲁和朱恒鹏发布的《中国市场化指数》中数据。其中,用“要素市场的发布程度”表示“市场化指数”,用“政府与市场关系”表示“政府干预指数”,用“市场中介组织的发育和法律制度环境”表示“市场法治化水平”。内部治理变量,包括控股股东性质、股权集

表 1

变量定义

变量类型	变量名	变量定义
企业绩效	Q	Q 值,或称为市净率,用于反映股票的市场反应。市净率=每股股价/每股净资产。
机构投资者	Ins	机构投资者持股比例,用上市公司前十大机构投资者持股比例表示。
公司治理	Index-Mar	市场化指数,用《中国市场化指数(2009)》中“要素市场的发育程度”中的数据来表示。
	Index-GOV	政府干预指数,用《中国市场化指数(2009)》中“政府与市场关系”中的数据来表示。
	Index-Law	市场法治化水平,用《中国市场化指数(2009)》中“市场中介组织的发育和法律制度环境”中的数据来表示。
	GOV	控股股东性质,虚拟变量。当控股股东为政府,取 1;否则,取 0。
	First	第一大股东持股比例。
	Single	一股独大。第一大股东持股比例超过 50%,或者第一大股东持股比例超过 40%但不足 50%,且第一大股东持股比例超过第二到第五大股东持股比例之和;否则,取 0。
	Unio	多股同大。当 $10% < top1 < 50%$,且第二大股东持股比例大于 10%且小于第二到第五大股东持股比例之和,取 1;否则,取 0。
	Dece	高度分散。当 $top1 < 20%$,且第二大股东持股比例小于 10%,且 $top1$ 小于第二到第五大股东持股比例之和,取 1;否则,取 0。
	JR	董事长、CEO 兼任。董事长和总经理兼任,取 1;否则,取 0。
	B-size	董事会规模。
	J-size	监事会规模。
	B-m	上市公司召开董事会次数。
	G-m	上市公司召开股东大会次数。
	IDD	独立董事比例。独立董事人数/董事会人数。
	Audit-foreign	审计机构。审计为四大会计师事务所,取 1;否则,取 0。
Audit-1	审计意见类型。标准意见,取 1;否则,取 0。	
Audit-2	无法发表意见,取 1;否则,取 0。	
控制变量	SIZE	公司规模,用总资产的自然对数来衡量。
	Lev	资产负债率,总资产/总负债。
	Industry-i	行业变量。i=1, ..., 4。依次为商业、房地产、公共事业和综合行业。若本公司属于该行业,则取 1;否则,取 0。
	Year-j	年度变量。J=2003, ..., 2006。

中度、董事会、监事会、审计机构等。

控制变量。本文控制变量包括公司规模、资产负债率、行业变量、政府保护行业,以及年度。具体变量及定义见表1。

四、实证结果与解释

(一)实证结果。

公司治理与机构投资者回归结果,见表2。外部治理变量包括 Index-Mar、Index-GOV 和 Index-Law, 系数均为正,且在5%的显著性水平下显著。这表明,机构投资者倾向于投资市场环境好、法律完善和较少政府干预地区。外部治理变量中,GOV 系数接近0,系数很小,这表明控股股东是否是政府并不影响机构投资者的介入。这可能是因为,对于民营企业,随着企业规模的扩大和经营的完善,其盈利效果明显;对于国企,由于政府给予较多的支持而获得稳定的利润来源,因而机构投资者给予相同的青睐。FIRST 系数为正,但没有通过10%的显著性检验,可能是因为伴随股权改革的完善,企业治理机制正在完善,大股东对于机构投资者的影响逐渐减弱。股权结构中,Single、Unio 和 Dece 系数分别为-0.011、0.001、-0.035,这表明,与“一股独大”和“高度分散”相比,机构投资者更倾向于“多股同大”股权结构的公司。“一股独大”可能引起大股东掏空行为和盈余管理现象;“高度分散”可能出现诸多的股东选择“搭便车”策略,而丧失对管理层的监督。董事会结构方面,B-size、J-size、B-m、G-m 和 IDD 系数均为正,除 G-m 外,均在5%的显著性水平下显著。这表明,机构投资者倾向于投资董事会和监事会相对完善的公司,尤其是董事会规模越大、董事会会议次数越多、独立董事比例越高,机构投资者越青睐。外部审计方面,Audit-foreign、Audit-1 和 Audit-2 系数均为正,表明机构投资者倾向于投资外审相对严格的公司。另外,Industry-i 的系数存在差异,表明机构投资者在不同行业的投资存在差异。综上所述,机构投资者倾向于投资于具有较好的外部治理环境、“多股同大”、董事会结构相对完善、具有较好的外审监督等特点的公

表2 公司治理与机构投资者回归结果(因变量:机构投资者 Ins)

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	beta	sig	beta	sig	beta	sig
(Constant)	-0.322	0.000	-0.342	0.000	-0.320	0.000
Index-Mar	0.003	0.003	0.003	0.008	0.003	0.006
Index-GOV	0.004	0.000	0.004	0.000	0.003	0.000
Index-Law	0.002	0.021	0.002	0.020	0.002	0.022
GOV	0.000	0.006	-0.001	0.000	0.000	0.004
FIRST	0.001	0.133	0.003	0.210	0.002	0.270
Single	-0.011	0.000				
Unio			0.001	0.003		
Dece					-0.035	0.008
JR	0.000	0.000	0.000	0.0010	0.000	0.014
B-size	0.001	0.027	0.001	0.005	0.001	0.006
J-size	0.001	0.006	0.001	0.016	0.001	0.026
B-m	0.001	0.029	0.001	0.029	0.001	0.029
G-m	0.000	0.271	0.000	0.001	0.001	0.001
IDD	0.000	0.039	0.001	0.049	0.000	0.089
Audit-foreign	0.031	0.000	0.031	0.005	0.031	0.009
Audit-1	0.027	0.000	0.026	0.001	0.026	0.000
Audit-2	0.034	0.132	0.033	0.132	0.034	0.122
Size	0.016	0.000	0.016	0.000	0.018	0.008
Lev	0.017	0.005	0.017	0.005	0.017	0.005
Industry-1	-0.004	0.037	-0.003	0.040	-0.004	0.004
Industry-2	-0.002	0.006	-0.002	0.003	-0.002	0.005
Industry-3	-0.001	0.004	-0.002	0.006	-0.001	0.001
Industry-4	-0.006	0.003	-0.006	0.008	-0.006	0.003
R ²	0.165		0.160		0.164	
调整的 R ²	0.159		0.154		0.158	
F 值	27.401	0.000	26.451	0.000	27.336	0.000

司。假设1成立,机构投资者倾向于投资公司治理好的公司,机构投资者持股比例与公司治理正相关。

机构投资者与企业绩效回归结果见表3。Ins 系数 3.346,为正,且在5%的显著性水平下显著,表明机构投资者与企业绩效正相关,机构投资者的参与提高了企业绩效。机构投资者并不直接去干预企业的管理,通过间接方式影响企业管理。假设2成立,机构投资者的参与提高了企业绩效,机构投资者持股比例越高,企业绩效越好。

公司治理与企业绩效关系回归结果见表4。外部环境治理方面,Index-Mar 和 Index-Law 系数为正,且在5%显著性水平下显著,表明市场发育完善和法律系统完

表3 机构投资者与企业绩效(因变量:企业绩效Q)

	模型(7)	
	B	Sig.
(Constant)	3.979	0.002
Ins	3.346	0.031
Size	-0.046	0.000
Lev	-4.22	0.000
Industry-1	-1.033	0.031
Industry-2	5.596	0.005
Industry-3	1.007	0.004
Industry-4	2.757	0.027
调整的 R ²	0.003	
F	28.304	

表 4 公司治理与企业绩效回归结果(因变量:企业绩效 Q)

变量	模型(4)		模型(5)		模型(6)	
	beta	sig	beta	sig	beta	sig
(Constant)		.001		.000		.006
Index-Mar	.006	.001	.005	.001	.007	.008
Index-GOV	-.025	.020	-.027	.000	-.026	.070
Index-Law	.010	.000	.011	.005	.010	.001
GOV	-.002	.000	-.003	.006	-.003	.006
FIRST	.006	.006	.008	.010	.007	.008
Single	-.035	.009				
Unio			.016	.000		
Dece					-.003	.010
JR	-.002	.009	-.003	.000	-.004	.000
B-size	.001	.010	.002	.009	.002	.009
J-size	.008	.005	.007	.005	.009	.006
B-m	.002	.007	.003	.009	.002	.010
G-m	-.002	.008	-.002	.009	-.002	.015
IDD	.014	.004	.015	.014	.016	.016
Audit-foreign	.016	.002	.017	.004	.014	.006
Audit-1	.003	.001	.008	.005	.007	.004
Audit-2	-.004	.005	-.007	.006	-.006	.004
Size	0.009	0.000	0.011	0.000	0.010	0.000
Lev	0.002	0.020	0.003	0.010	0.003	0.000
Industry-1	-0.030	0.008	-0.031	0.007	-0.032	0.074
Industry-2	0.018	0.149	0.019	0.206	0.020	0.219
Industry-3	-0.006	0.001	-0.007	0.001	-0.006	0.000
Industry-4	-0.008	0.000	-0.009	0.000	-0.010	0.000
调整的 R ²	0.004		0.006		0.005	
F 值	90.841		89.001		80.014	

善的公司的企业绩效水平高;Index-GOV 系数为负,表明政府对市场干预的减弱并没有提升企业绩效,可能是因为政府在市场力量退出的同时,市场力量和法律力量还不足以填补空缺,导致企业绩效的下降。GOV 系数为负,表明政府控股企业的绩效水平低于非政府控股企业。FIRST 系数为正,表明第一大股东持股比例的上升,有助于提高企业绩效。Single 和 Dece 系数为负,Unio 系数为正,表明“一股独大”和“高度分散”均不利于企业绩效的提升,“多股同大”是相对好的股权结构模式。B-size、J-size、IDD 和 B-m 系数为正,表明公司董事会和监事会规模的扩大、独立董事比例的提高有助于企业绩效的提升。G-m 系数为负,说明股东大会召开次数的增加不仅没有提升企业绩效,还降低了企业绩

效。Audit-foreign 和 Audit-1 系数为正, Audit-2 系数为负,表明外部审计的介入有效提高了企业的绩效,当审计报告给出“无法发表意见”时,会对企业绩效产生不良影响。Industry-i 系数不同,其中 Industry-2 系数为正,表明房地产行业收益明显高于其他企业,房地产公司的企业绩效明显高于其他企业。总体来讲,公司的外部治理环境好、股权适度分散、具备完善的董事会和监事会、具有高质量的外部审计等情况下,企业绩效水平相对高。假设 3 基本成立,公司治理环境的改善,有助于提高企业绩效。

公司治理、机构投资者与企业绩效关系回归结果见表 5。机构投资者与公司治理存在内生性,本文构建模型(8)~(10),运用二阶段回归模型研究公司治理、机构投资者和企业绩效的关系。表 5 和表 4 对比

发现,两者回归结果相差不大,除个别变量发生细微变化外,变量的系数符号和大小基本不变,这表明机构投资者是公司治理的内生变量;公司治理的改善提高了机构投资者持股比例,改善了企业绩效。假设 3 进一步获得证明。

(二)稳健性检验。

为保证研究的可靠性,本文进行了稳健性检验。公司治理方面,我们用外部治理综合变量 Index-All^①来代替 Index-Mar、Index-GOV 和 Index-Law,带入模型(1)~(3),结果基本一致。机构投资者变量,我们用前八大机构投资者持股比例 Ins-8 替代 Ins,结果基本一致。总体上,稳健性检验的结论与原结论一致。

五、结论与政策建议

本文选取中国上市公司数据,研究公司治理、机构投资者和企业绩效的关系。鉴于机构投资者与公司治理存在内生性,本文运用二阶段回归法进行研究。研究得出以下结论:

1. 公司治理与机构投资者正相关。本文研究表明,公司治理与机构投资者存在较强的相关性。外部治理方面,机构投资者倾向于投资市场环境好、法律完善和较少政府干预的地区。内部治理方面,机构投资者倾向于投资“多股同大”、董事会规模大、董事会会议次数多、外部审计严格的公司。

2. 机构投资者持股比例越高,企业的绩效越好。实证研究表明,机构投资者与企业绩效正相关,机构投资者的参与提高了企业绩效。机构投资者并不直接去干预企业的管理,通过间接方式影响企业管理,比如机构投资者参与公司的咨询和管理,提供资金支持等。

3. 公司治理环境的改善,有助于提高企业绩效,尤其是国有企业治理的改善。实证研究表明,市场发育完善和法律系统完善的公司的企业绩效水平高;政府对市场干预的减弱并没有提升企业绩效;股权适度分散、具备完善的董事会和监事会、具有高质量的外部审计等情况下,企业绩效水平相对高。研究没有发现政府干预减弱对企业绩效的积极作用,可能是因为政府在

表 5 公司治理、机构投资者与企业绩效(因变量:企业绩效 Q)

变量	模型(8)		模型(9)		模型(10)	
	beta	sig	beta	sig	beta	sig
(Constant)		.001		.000		.006
Index-Mar	.054	.001	.004	.001	.005	.000
Index-GOV	-.010	.020	-.006	.000	-.002	.000
Index-Law	.046	.000	.010	.004	.011	.005
GOV	-.004	.010	-.003	.000	-.002	.006
FIRST	.007	.061	.008	.006	.006	.004
Single	-.035	.006				
Unio			.006	.000		
Dece					-.003	.010
JR	-.003	.009	-.002	.000	-.003	.000
B-size	.002	.010	.002	.005	.002	.009
J-size	.006	.005	.008	.007	.009	.009
B-m	.002	.004	.002	.008	.002	.019
G-m	-.003	.005	-.003	.002	-.002	.010
IDD	.012	.003	.003	.004	.010	.006
Audit-foreign	.015	.003	.016	.004	.014	.006
Audit-1	.005	.001	.007	.000	.006	.004
Audit-2	-.003	.005	-.008	.004	-.010	.000
Size	0.010	0.000	0.011	0.009	0.011	0.010
Lev	0.002	0.023	0.002	0.019	0.002	0.006
Industry-1	-0.037	0.028	-0.035	0.008	-0.032	0.007
Industry-2	-0.010	0.189	-0.010	0.206	-0.026	0.209
Industry-3	0.007	0.000	0.007	0.000	0.007	0.000
Industry-4	-0.009	0.000	-0.009	0.012	-0.010	0.070
调整的 R ²	0.004		0.005		0.005	
F 值	82.140		79.019		76.004	

市场中力量退出的同时,市场力量和法律力量还不足以填补空缺,导致企业绩效的下降。还有另外一种可能,虽然政府减少了对市场的直接行政干预,但是间接干预明显增加。比如,我国上市公司中,国有企业超过 70%,这些国有企业高管大多是由政府直接任命、或者由具有政府背景的官员负责管理的,政府对企业的干预不是减弱而是加强了,“国进民退”现象值得重视。

根据本文的研究结果,我们提出以下建议改善企业绩效和公司治理。

1. 积极发展第三方监管者,包括外部审计机构、机构投资者和专业咨询机构。虽然第三方监管者不一定能直接促进公司治理结构和企业绩效的改善,但是第三方监管机构有助于增强社会对企业的监督,甚至是资金支持。

2. 积极改善企业内部和外部治理环

境,尤其是企业的外部治理环境。研究发现,治理环境的改善能显著提高企业绩效。外部治理环境的改善主要通过市场完善、法律建设,内部治理环境改善主要通过完善内部治理相关法律法规。同时,减少政府对企业的直接干预和间接干预,增强市场对企业的直接影响。研究发现,政府干预的减弱反而对企业绩效具有负面影响,这可能是由于政府对企业的直接干预减弱的同时,在间接干预方面大幅度增强,这对企业绩效产生不利影响。

3. 加快国有企业治理机制的完善和提升。研究表明,与非国有企业相比,国有企业在公司治理和企业绩效均较差。我国上市公司中,国有企业超过 70%，“国进民退”现象值得注意。国有企业掌握着我国经济的命脉,提升和完善国有企业治理及竞争力具有重要的意义。

进一步研究的建议。机构投资者对企业绩效和公司治理的影响尚待进一步研究。有学者认为,公司治理与机构投资者正相关并不能说明机构投资者的加入促进了公司治理的改善,虽然研究得出了机构投资者与公司治理和企业绩效存在正相关,但是这种正相关可能是机构投资者选择的结果。机构投资者选择目标公司具有一定的倾向性,机构投资者往往选择那些当前公司治理结构完善、过去企业绩效表现良好的公司。也就是说,在机构投资者参与目标公司治理之前,公司的治理结构就已经是相对完善的,企业绩效已经是良好的。公司的治理结构完善、企业绩效改善不一定是机构投资者产生的作用,可能是公司自身改善的结果。对于这一点,我们提出了进一步的研究建议。首先,研究企业绩效在机构投资者介入前后的变化。单凭机构投资者投资比例和企业绩效相关性,很难得出机构投资者对企业绩效的影响。如果研究企业绩效在机构投资者介入前后的变化,可以在一定程度上找出机构投资者对企业绩效的影响。其次,研究延迟的企业绩效与机构投资者的关系。机构投资者的介入对企业绩效的影响可能存在延迟,而不是在当年产生影响。

主要参考文献

[1] Agrawal, A., C.R. Knoeber. Corporate Governance and Managerial Incentives [J]. Journal of Law and Economics, 1999, (42).
 [2] Grinstein, Y., & Michaely, R. Institutional holdings and payout policy[J]. Journal of Finance, 2005,(3).
 [3] 白重恩. 中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005(02).
 [4]周宏,刘玉红,张巍. 激励强度、公司治理与经营绩效——基于中国上市公司的检验 [J]. 管理世界,2010(04).

作者单位:清华大学经济管理学院
 厦门大学管理学院
 (责任编辑 纪燕渠)

①外部治理综合指标,用樊纲、王小鲁和朱恒鹏发布的《中国市场化指数(2009)》中“总得分”中的数据来表示。