

政府控制、机构投资者持股 与投资者权益保护^{*}

刘志远,花贵如

(南开大学 商学院 天津 300071)

摘要:文章从政府控制的制度层面因素出发,以大股东资金侵占为研究载体,考察中国机构投资者的股东积极主义行为。研究表明,总体而言,机构投资者已具备股东积极主义的动机和能力,能抑制大股东资金侵占行为,从而客观上保护投资者权益;然而,相对于非政府控制的上市公司来说,在政府控制的上市公司中,机构投资者采取股东积极主义行为受到更多的限制,其抑制大股东资金侵占行为,客观上保护投资者权益的效果较差;并且主要是体现在地方政府控制的上市公司中。这意味着制度层面的政府控制因素对公司层面的机构投资者的股东积极主义行为具有重要影响。

关键词:政府控制;机构投资者持股;投资者权益保护

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)04-0119-12

一、引言

自1998年以证券投资基金为代表的中国机构投资者诞生以来,机构投资者迅猛发展,对资本市场产生的影响也日益明显。2004年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》指出,希望通过机构投资者的介入改善我国股票市场的投资者结构,依靠市场力量进一步推动上市公司的发展。然而,机构投资者能否奉行股东积极主义行为,有效地参与公司治理;尤其是能否有效地成为大股东的制衡力量,客观上保护中小投资者的利益,一直是个颇有争议、但又急需解决的理论与现实问题。乐观的一方认为,机构投资者不仅具备采取股东积极主义的动机,也具备参与公司治理的能力,能有效地参与到公司治理中,客观上起到保护中小投资者权益的功能(Shleifer和Vishny, 1986;王琨、肖星, 2005;姚颐、刘志远, 2008等);悲观的一方更多地看到机构投资者的短期行为,将其定位于消极股东的角色,认为其缺乏客观上保护投资者的作用(Pound, 1988;唐清泉、罗党论和王莉, 2005等)。

收稿日期:2008-9-11

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70672031), (70872052)

作者简介:刘志远(1963—),男,河北石家庄人,南开大学商学院教授,博士生导师;

花贵如(1979—),男,安徽舒城人,南开大学商学院博士研究生。

然而,根据 Dyck(2001)的研究发现,控股股东的利益侵占可以依赖两种机制:国家层面的经济、政治、文化及法律体系所构成的制度机制和公司层面的股权结构等所构成的政策机制。但是,之前的研究致力于从公司和机构投资者自身特征来研究控股股东利益侵占行为和机构投资者股东积极主义行为,而未考虑国家层面的制度机制,这或许也是导致上述争议的根源。

中国证券市场是一个新兴市场,同时中国证券市场又根植于转轨经济中。新兴加转轨的双重特征导致在中国证券市场上,上市公司主要由政府控制,各级政府的动机和行为对其控制的上市公司具有重要影响(夏立军、方轶强,2005)。然而,制度层面的政府控制因素对公司层面的机构投资者的股东积极主义行为是否具有重要影响,有什么样的影响等问题,现有的研究几乎尚未涉及。

由此,本文以政府控制的制度背景为研究视角,考察上市公司是否在政府控制之下,以及在不同政府层级控制之下,机构投资者采取股东积极主义行为的动机和能力是否有所差异,其客观上保护投资者权益的效果是否有所不同。这一研究成果有助于我们更加深入地理解机构投资者采取股东积极主义、客观上保护中小投资者权益的制度条件。此外,本文也丰富了国内外学者对制度与公司治理、控股股东“掏空”行为的相关经验研究。

本文第二部分首先从总体上分析机构投资者采取股东积极主义的动机和能力,在此基础上重点探讨政府控制的制度背景对机构投资者与投资者保护关系的调节作用,并提出研究假设;第三部分介绍文章的研究设计;实证检验与分析在第四部分;最后一部分为本文研究的结论、启示与局限。

二、文献回顾与研究假设

直到 20 世纪 80 年代中期,机构投资者都在公司治理中遵循着“华尔街法则”,被动地投资公司的股票。但是在 20 世纪下半叶,随着机构投资者持股比例的快速增长及其资本市场地位的提高,机构投资者逐渐放弃原有的“华尔街法则”,转而采取股东积极主义,发起、参与股东议案或征集投票代理权,以加强对公司治理的参与。人们也期望机构投资者能够积极地参与到公司治理之中,有效地监督上市公司的管理人员或控股股东,抑制控股股东对中小股东的侵吞和掠夺行为,从而客观上保护投资者权益。

机构投资者股东积极主义被普遍认为是一种新的公司治理机制,从总体上看,机构投资者具备了采取股东积极主义的动机和能力(Grossaman、Hart, 1980; Shleifer、Vishny, 1986)。然而,机构投资者采取股东积极主义受到制度条件的约束,不同的制度安排将导致机构投资者行为及其效果的差异。我们将在总体上分析机构投资者采取股东积极主义的动机和能力的基础上,重点探讨中国资本市场特殊的政府控制的制度背景对机构投资者与投资者保护关系的调节作用。

（一）机构投资者采取股东积极主义的动机和能力

机构投资者具备采取股东积极主义的动机。随着机构持股比重的上升，机构的巨量持股导致其在大量卖出股票时流动性大幅降低，这将使机构被迫承担大量的交易损失。在这种进退维谷的情况下，机构有动力转而运用其不断增长的提案权、投票权等手段影响或改变公司的管理，而不是简单地卖出股票。同时，机构投资的专业化优势降低了信息成本，避免了中小投资者监督成本相对过高而带来的激励不足问题。Boyd 和 Smith(1996)认为，机构投资者治理可以代替更为严格的公司内部治理，机构投资者可以保持外部独立性，既解决了小股东治理激励不足问题，也可以制衡大股东内部控制缺陷。

此外，机构投资者常被认为是“老练”投资者，拥有丰富的资产与强大的投资能力，具有组合投资、专家理财、控制投资风险、较通畅的信息获取渠道等优势。对管理层或控股股东的行为不满时，可以采取代理投票权、同管理层直接协商、将公司置于公众关注之下等“声音”来制止。更为重要的是，根据 Grossman 和 Stiglitz(1990)等研究提出的信息经济学理论，机构投资者的作用更直接地体现为通过知情人交易向市场传递信息，引发市场的关注，并且诱发“羊群效应”，影响该公司股价，这将给公司管理层的机会主义行为带来强大的“威慑”作用。

近年来，中国资本市场上机构投资者迅猛发展，资本市场结构正逐渐由过去散户占主导地位向与欧美市场类似的以机构投资者占主导的方向发展。管理层对机构投资者寄予厚望，2006 年证监会公布的《中国上市公司治理准则》第十一条规定，“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用。”与此同时，从招商银行的“可转换债券风波”到万科股东大会上基金联手提出修改议案，种种迹象表明我国机构投资者愈发倾向于高调扮演“积极投资者”，干预公司治理的态度更明确，干预程度亦更加深入（翁洪波、吴世农，2007）。王琨、肖星（2005）实证研究发现，机构投资者持股能有效降低上市公司资金被关联方占用的程度，这意味着我国的机构投资者已经参与到公司治理中，客观上起到保护投资者权益的功能。综观上述理论与实证分析，我们提出以下假设。

假设 1：总体而言，机构投资者具备股东积极主义的动机和能力，能客观上保护投资者权益。

（二）政府控制与机构投资者的股东积极主义

我国的上市公司绝大多数由国有企业改制而来。为了维护公有制的主体地位，国有企业在改制上市过程中大都采用了国家控股的股权模式，因而中国上市公司主要由政府控制。此外，我国渐进式改革的路径形式，以及从 20 世纪 70 年代末开始的分权化改革，促使各级政府在资本市场中的动机和行为可能有所不同。承袭刘芍佳、孙需和刘乃全（2003）一文所使用的“终极产权论”

以及夏立军、方轶强(2005)的研究设计,根据上市公司披露的终极控制人数据,我们将上市公司划分为非政府控制(个人、职工持股会、集体企业、^①外资企业控制)与政府控制这两种类型,对政府控制上市公司进一步细分为中央政府控制(中央国资委、中央国有企业)与地方政府控制(地方国资委、地方国有企业)上市公司。

在制度背景同质性假设的基础上,以机构投资者自身特质为逻辑起点,我们推演出假设 1。下面我们放松制度背景同质性的基础假设,进一步考虑上述中国特殊的政府控制的制度背景可能对机构投资者股东积极主义的动机、能力及其效果的影响。

根据 Grossman 和 Stiglitz(1990)等研究提出的信息经济学理论,机构投资者的作用更直接地体现为通过知情人交易向市场传递信息。侯宇、叶冬艳(2008)实证研究发现,中国机构投资者的股票转让交易行为确实增加了股价中的公司特有信息含量。作为“产权束”重要组成部分的转让权,在有效市场上可以起到鞭策经理人员,降低代理成本的作用(Demsetz, 1967)。但是,上述鞭策效用发挥的潜在条件是,存在有效的经理人员薪酬契约。然而,从中国上市公司经理薪酬契约的制度背景来看,政府控制的上市公司更多地表现为经理货币薪酬与会计业绩相关,而非政府控制的上市公司则表现为经理货币薪酬与股票业绩相关(Firth 等, 2006; 辛清泉、林斌和王彦超, 2007)。同时,政府控制的经理薪酬受到政府管制(陈冬华, 2005)。中国上市公司经理薪酬契约的上述特征导致了相对于非政府控制的上市公司,政府控制的上市公司的经理利益更难以与股东利益相协调,更可能无视机构投资者的股东积极主义行为。因此,在政府控制的上市公司中,机构投资者行使转让权的鞭策效用有限。

此外,由于政府在中国的社会生活和经济生活中的强势地位,监管力量和法律约束难以限制政府权力(夏立军、方轶强, 2005)。这导致了相对于非政府控制上市公司,政府控制上市公司中,机构投资者采取股东积极主义的行为受到更多的限制,甚至迫使机构投资者“用脚投票”以“适应”强势的政府权力,这也将影响机构投资者参与公司治理的能力和效果。由此,我们提出假设 2a。

假设 2a: 相对于非政府控制的上市公司,在政府控制的上市公司中,机构投资者采取股东积极主义行为的效果有限,客观上保护投资者权益的成效较差。

我国渐进式改革的路径形式,以及从 20 世纪 70 年代末开始的分权化改革,促使各级政府在资本市场中的动机和行为存在较大差异。以上分析说明政府控制给机构投资者的股东积极主义行为带来负面影响,那么该种影响是否在不同行政级别的政府之间具有差异?

首先,基于政府间委托代理机制的视角,中央政府的角色更像是一个委托人,而地方政府的角色更类似于一个代理人(夏立军、方轶强, 2005)。在渐进

式改革过程中,由于缺乏足够的创新知识,委托人(中央政府)通常要借助代理人(地方政府)进行制度创新“试验”,以便对其加以事后的追认或制止,因此,中央政府往往要预留给地方政府一定的制度创新空间。但是这种“未知”的制度创新空间客观上使得地方政府实际上面临着相对“软化”的制度约束环境,导致了大量的地方政府机会主义行为,并不断地“自我强化”(李军杰,2005)。同时,地方政府完全有动机、有能力将其机会主义行为内在化到其控制的上市公司中。这将提高机构投资者的监督成本与监督难度,降低其采取股东积极主义的动力。因此,相对于中央政府控制的上市公司,机构投资者更难以监督地方政府控制的上市公司的行为。

其次,基于地方政府自主性及其行为逻辑的视角,市场化进程中制度环境的深刻变迁,不仅使地方政府演变成了拥有特殊利益结构和效用偏好的行为主体,导致其行为选择的动力机制和基本准则发生重大变更,而且客观上极大地提升了地方政府的行为自主性(何显明,2007)。同时,地方政府自主性的扩张造成了地方政府行为巨大的不确定性,也造成了地方政府所控制的上市公司行为的区域性和个性化差异。而上述不确定性、区域性及个体化差异无疑增加了机构投资者采取股东积极主义行为的监督成本,降低了机构投资者的监督效率。由此,我们提出假设 2b。

假设 2b:相对于中央政府控制的上市公司,在地方控制的上市公司中,机构投资者采取股东积极主义行为的监督难度和监督成本较高,客观上保护投资者权益的成效较差。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

2004 年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》指出,希望通过机构投资者的介入改善我国股票市场的投资者结构,进一步推动上市公司的发展。同时,考虑到需要使用 2003 年数据以及机构投资者持股数据的可获得性。因此,我们使用中国沪深股票市场 2003 年之前上市,2004 至 2005 年期间的所有 A 股上市公司为初选样本。然后,我们剔除了金融行业的上市公司、ST 和 *ST 上市公司、终极控制人不详、含 B 股或 H 股的上市公司、已实施股权分置的上市公司^②以及财务数据缺失的上市公司。经过上述程序,最后我们获得 1600 家样本公司,其中 2004 年、2005 年分别为 773 家和 827 家,基于政府控制的样本公司分布特征如表 1 所示。

机构投资者持股数、终极控制人数据和其他财务数据来自 Wind 和 CCER 数据库;由于各地区市场化进程在不同年度间相对稳定,各地区市场化进程数据来自樊纲和王小鲁(2003)报告的 2000—2002 年度市场化进程数据的均值。

表 1 基于政府控制的样本公司分布特征

	2004 年		2005 年		两年合计	
	数量	比例(%)	数量	比例(%)	数量	比例(%)
政府控制	543	70.25	579	70.01	1122	70.13
其中:中央政府控制	152	28.00	160	27.63	312	27.81
地方政府控制	391	72.00	419	72.37	810	72.19
非政府控制	230	29.75	248	29.99	478	29.87
整体样本	773	48.31	827	51.68	1600	100

(二)变量定义和研究模型

1.变量定义

从 20 世纪 90 年代起,研究者或学术界开始关注到,在股权集中型的大企业中,由控股股东和中小股东之间的冲突引起的代理问题更加严重。现代公司金融与公司治理机制的核心之一就是如何切实有效地保护中小投资者权益。中小投资者权益受侵害与其权益保护是一个问题的两个方面,前者是后者从事后角度进行考量的重要指标。中国上市公司控股股东的绝对控股地位以及特殊的人事制度安排很容易产生控股股东侵占中小股东利益的现象。在众多的利益侵占方式中,大股东的资金侵占行为最为常见,^③给上市公司也带来了严重的问题,中国证监会也把大股东占款视为影响中国上市公司质量的突出问题之一。因此,我们选取大股东资金侵占作为投资者保护的替代性指标。解释变量为机构投资者持股比例。依据 Dyck(2001)、李增泉、孙铮和王志伟(2004)等的研究,我们选取的控制变量包括政府控制、市场化进程、第一大股东持股比例的变量、第二到第五大股东持股比例之和、独立董事比例、公司特征因素(包括公司的资产总规模、资产负债率、企业业绩)、行业分类以及年度。参照国内外已有的研究,相关变量的定义如表 2。

表 2 研究变量定义

变量	定义
资金侵占(Occupy) ^④	其他应收款的增量/总资产
机构持股比例(Instves)	机构投资者持股占流通股比例之和 ^⑤
政府控制(Gov)	如果终极控制人属于政府时,则 Gov 取值为 1,否则取值为 0
中央政府控制(Centralgov)	如果上市公司终极控制人属于中央政府时,则 Centralgov=1,否则 Centralgov=0
地方政府控制(Localgov)	如果上市公司终极控制人属于地方政府时,则 Localgov=1,否则 Localgov=0
市场化相对进程(Indexmrk)	经降序排列后,当该地区市场化进程位于全国第一四分位之前时为 1,否则,为 0
第一大股东持股比例(Shr1)	第一大股东持股数量/总股本
第二到第五大股东持股比例之和(Shr2_5)	第二到第五大股东持股数量之和/总股本
独立董事比例(Direct)	独立董事人数/董事会规模
资产总规模(Lnasset)	总资产取对数
资产负债率(Leverage)	总负债/总资产

续表 2 研究变量定义

变量	定义
企业业绩 (EPS)	净利润/普通股总数
年度 (Year)	当处于 2005 年度时为 1, 否则为 0
行业 (Industry)	按照《上市公司行业分类指引》, 当处于第 i 个该行业时为 1, 否则为 0

2. 研究模型

根据上文分析, 我们构建下面 4 个模型, 其中: 模型 1 检验假设 1, 模型 2a、2b 分别检验假设 2a、假设 2b,

模型 (1): $Occupy = \beta_0 + \beta_1 Instves + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \epsilon$

模型 (2a): $Occupy = \beta_0 + \beta_1 Instves + \beta_2 Gov \times Instves + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \epsilon$

模型 (2b): $Occupy = \beta_0 + \beta_1 Instves + \beta_2 Centralgov \times Instves + \beta_3 Localgov \times Instves + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \epsilon$

四、实证检验结果与分析

(一) 主要变量的描述性统计结果

由表 1 可见, 在样本公司中, 70.13% 的公司被各级政府控制, 其中地方政府和中央政府控制的上市公司分别占 27.81% 和 72.19%, 这说明中国上市公司主要由政府控制。因此, 我们有必要从政府控制的制度背景分析机构投资的股东积极主义。表 3 为主要变量的描述性统计。从大股东资金侵占增量指标来看, 平均值为 -0.0028, 这说明样本期间大股东资金侵占程度有所下降, 但大股东资金侵占的期末存量仍然相当高 (限于篇幅未在表 3 中报告); 从样本公司所有权结构来看, 第一大股东持股比例的均值和中位数远大于第二到第五大股东持股比例之和以及所有机构投资者持股比例之和; 特别地, 机构投资者持股比例平均值为 7.1785%, 标准差为 14.2318。这说明, 相对于发达的资本市场, 在中国上市公司所有权结构中, 机构投资者持股比重仍然偏低, 而且分布极不均匀。在中国资本市场中, 上市公司所有权结构的这些特征, 或许也为大股东侵占和掠夺中小股东权益创造了条件。

表 3 主要变量的描述性统计

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Occupy	-0.0028	0.0002	-4.6076	0.3933	0.13954
Instves (%)	7.1785	0.2567	0.0000	75.7567	14.2318
Shr1	0.4179	0.3999	0.0614	0.8375	0.1628
Shr2_5	0.1720	0.1477	0.0022	0.5882	0.1351
Direct	0.3375	0.3333	0.0000	0.5455	0.0592
Lnasset	21.344	21.2689	17.1219	26.9790	0.9393
Leverage	0.5085	0.5105	0.0232	9.6988	0.3115
EPS	0.0826	0.1180	-7.0651	2.3703	0.5100

面对大股东侵占和掠夺中小股东权益的恶劣行为,在中国资本市场政府控制的特殊制度背景下,机构投资者能否凭借其自身专业优势客观上保护中小股东权益,需要我们作进一步的实证分析。

(二)回归结果与分析

根据上述研究假设和检验模型,得到的实证检验结果如表 4 所示。

表 4 实证检验结果

变量\模型	模型 1		模型 2a	模型 2b	模型 3	
Instves	-0.001*** (-4.399)	-0.001*** (-4.423)	-0.002*** (-3.585)	-0.002*** (-3.595)	-0.002*** (-3.364)	-0.002*** (-3.391)
Gov×Instves			0.001* (1.853)		0.001* (1.889)	
Centralgov×Instves				0.001 (1.497)		0.001 (1.491)
Localgov×Instves				0.001* (1.822)		0.001* (1.873)
Indexmrk×Instves					0.000 (0.643)	0.000 (0.521)
Gov	-0.013** (-2.318)		-0.017*** (-2.840)		-0.017 (0.005)	
Centralgov		-0.019*** (-2.682)		-0.023*** (-2.929)		-0.023*** (-2.910)
Localgov		-0.010* (-1.834)		-0.014** (-2.356)		-0.014** (-2.364)
Indexmrk	-0.012** (-2.494)	-0.011** (-2.409)	-0.011** (-2.381)	-0.011** (-2.294)	-0.012** (-2.348)	-0.012** (-2.294)
样本	1600	1600	1600	1600	1600	1600
adj.R ²	0.594	0.595	0.595	0.595	0.595	0.595
D-W	1.869	1.870	1.866	1.867	1.867	1.867

注:限于篇幅,我们仅报告主要观测变量结果;***、**、* 分别表示显著性水平 1%、5%、10%;括号内的数值为 T 值。下表同。

模型(1)报告了机构投资者持股对大股东资金侵占的影响。容易发现,在控制终极控制人特征、市场化进程等因素对大股东资金占用的影响之后,机构投资者持股比例与大股东资金占用显著负相关,这说明,在中国资本市场中,虽然机构投资者持股比例不高,但已具备股东积极主义的动机和能力,能抑制控股股东对中小股东侵吞和掠夺行为,客观上保护了投资者权益。因此,假设 1 得到了实证数据的支持。

模型(2a)、(2b)报告了政府控制对机构投资者的股东积极主义行为的影响。在模型(2a)中,从 Gov×Instves 的系数(0.001)及 T 值(1.853)可以看出(与 Instves 的系数符号相反)可以看出,相对于非政府控制的上市公司来说,在政府控制的上市公司中,大股东资金占用随机构投资者持股比例而下降的程度有显著降低。这表明,相对于非政府控制的上市公司来说,在政府控制的上市公司中,机构投资者采取股东积极主义行为的效果有限,其抑制控制股东侵吞和掠夺行为、客观上保护投资者权益的成效较差。这与假设 2a 的预期是一致的。

在模型(2b)中,从 $\text{Centralgov} \times \text{Instves}$ 和 $\text{Localgov} \times \text{Instves}$ 的系数及其显著性可以看出(前者不显著,而后者在 10% 水平上显著,且符号为正),相对于中央政府控制的上市公司来说,在地方政府控制的上市公司中,大股东资金占用随机构投资者持股而下降的程度显著降低。这印证了假说 2b,说明了地方政府控制的上市公司中,机构投资者采取股东积极主义行为的监督难度和监督成本较高,其抑制控制股东侵吞和掠夺行为、客观上保护投资者权益的效果较差。

综合上述模型(2a)和(2b)的结果可以看出,相对于非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司更难以监督,机构投资者采取股东积极主义行为受到更多的限制,其抑制控制股东侵吞和掠夺行为、客观上保护投资者权益的效果较差,地方政府控制的上市公司尤其如此。

(三) 稳健性分析

在中国经济的转轨过程中,由于地区间资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同,导致了各地区在市场化进程方面呈现出较大的差异(樊纲、王小鲁,2003)。市场化进程不但可以直接作用于大股东的资金侵占行为,还可能通过改变机构投资者股东积极主义行为,间接影响大股东的资金侵占行为。模型(1)和模型(2)将市场化进程作为控制变量,是基于对其直接影响的考虑,旨在控制市场化进程可能带来的间接影响。在模型(3)中,我们引入了“市场化进程与机构投资者持股”的交乘项进行稳健性测试。

$$\text{模型(3): } \text{Occupy} = \beta_0 + \beta_1 \text{Instves} + \beta_2 \text{Gov} \times \text{Instves} (\text{或者 } \alpha_2 \text{Centralgov} \times \text{Instves} + \beta_2 \text{Localgov} \times \text{Instves}) + \beta_3 \text{Indexmrk} \times \text{Instves} + \sum \text{Control} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon$$

从表 4 中的模型(3)可以看出,上述回归结果与前文研究结论没有实质性的差异(β_1 、 β_2 或者 α_2 、 β_2 与预期一致)。值得一提的是,从 $\text{Indexmrk} \times \text{Instves}$ 的系数 0.000(T 值为 0.643,都不显著)可以看出,相对于市场化进程较低的地区,市场化进程比较高的地区的上市公司中,控股股东资金占用随机构投资者持股而下降的程度没有显著降低。这说明,市场化进程方面的外部治理环境未对机构投资者积极主义带来促进作用。

此外, Demsetz 和 Lehn (1985)、Cready (1994)、Wahal 和 McConnell (2000)等的研究表明,机构投资者持股比例是一个内生决定的变量,受到公司规模、业绩等特征因素的影响。因此,我们构造下面的联立方程模型以控制机构投资者的内生性问题,进一步检验上述结论的稳健性。^⑥采用系统估计方法和 2SLS 法,获得主要结果如表 5 所示。从表 5 可以看出,在控制机构投资者内生性问题情况下,上述结论依然成立。

$$\begin{aligned} \text{模型(4): } \text{Occupy} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Instves} + \sum \text{Control} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon \\ \text{Instves} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Occupy} + \sum \text{Control} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon \end{aligned}$$

模型 (5a): $Occupy = \beta_0 + \beta_1 Instves + \beta_2 Gov \times Instves + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \epsilon$

$Instves = \alpha_0 + \alpha_1 Occupy + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \epsilon$

模型 (5b): $Occupy = \beta_0 + \beta_1 Instves + \beta_2 Centralgov \times Instves + \beta_3 Localgov \times Instves + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \epsilon$

$Instves = \alpha_0 + \alpha_1 Occupy + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \epsilon$

表 5 联立方程检验结果

内生变量	Occupy				Instves
解释变量	Instves	Gov × Instves	Centralgov × Instves	Localgov × Instves	Occupy
模型 (4)	-0.007* (-1.801)	—	—	—	-222.004 (-1.553)
模型 (5a)	-0.055** (-2.139)	0.089** (2.509)	—	—	-222.004 (-1.553)
模型 (5b)	-0.055** (-2.205)	—	0.079* (1.710)	0.0910*** (2.584)	-228.676 (-1.539)

五、研究结论、启示与局限

本文从政府控制的制度层面因素出发,以大股东资金侵占为研究载体,考察中国机构投资者的股东积极主义行为。研究表明,从总体上看,机构投资者持股比例与大股东资金侵占的增量显著负相关。这说明,在中国资本市场中,虽然机构投资者持股比例不高,但已具备股东积极主义的动机和能力,能抑制大股东资金侵占行为,客观上保护投资者权益。同时,相对于非政府控制的上市公司来说,政府控制的上市公司中,特别是地方政府控制的上市公司中,大股东资金侵占随机构投资者持股而下降的程度显著降低。这说明,政府控制的上市公司更难以监督,机构投资者采取股东积极主义行为受到更多限制,其抑制大股东资金侵占行为,客观上保护投资者权益的效果较差,地方政府控制的上市公司尤其如此。

上述研究发现意味着,制度层面的政府控制因素对公司层面的机构投资者的股东积极主义行为具有重要影响,机构投资者的行为差异是对不同制度安排的适应性反映。制度条件的改善是机构投资者采取股东积极主义行为的基础,需要政府改变其控制上市公司的角色,以利于机构投资者客观上更好地保护中小投资者权益。

大股东“掏空”上市公司、侵害中小股东利益行径主要有资金侵占、关联交易、资金担保和现金分红等(刘峰等,2004;唐清泉等,2005)。本文仅以大股东资金侵占为研究载体,考察中国机构投资者的股东积极主义行为。在考虑到

政府控制的制度背景下,中国机构投资者面对大股东其他“掏空”行径态度如何,其是否也具备股东积极主义动机和能力,能否客观上保护中小投资者权益,尚待我们作进一步探究。此外,本文仅采用了“其他应收款增量/总资产”衡量大股东资金侵占,而未采用更多的指标以加强研究结论的可靠性,因此论文的研究结论部分地依赖于这一指标的可靠性。值得一提的是,机构投资者持股本身内生于公司特征和机构特征,我们虽然采用大多数国内外文献都运用的联立方程模型来考虑这一内生性问题,但这种方法很难完全有效地控制内生性问题,这也是本文研究可能存在的局限性。

* 本文还是南开大学“985”工程资助项目(1050821210)。

注释:

- ①由于乡镇一级的政府部门控制的上市公司实为乡镇集体企业性质,其受政府干预较少,更类似于民营企业,而不是国有企业,因此将该类上市公司也归入“非政府控制”类型(夏立军、方轶强,2005)。
- ②剔除含B股或H股的上市公司是由于这些公司面临境内外双重监管环境,与其他上市公司不同。因为2004—2005年间绝大部分上市公司未实行股权分置改革,为保持样本的可比性,我们删除了已实施股权分置改革上市公司。
- ③根据沪深交易所披露的统计资料,截至2005年12月31日,两市共有401家上市公司不同程度存在大股东非经营性占用上市公司资金行为,占用资金总额达449.04亿元(周松林、吴铭,2006)。
- ④控股股东及其关联方对上市公司资金的占用大多被放在其他应收款中(李增泉等,2004),所以本文采用其他应收款上的资金占用,而未考虑应收、应付款上的资金占用情况。叶康涛等(2007)也实证支持了采用其他应收款增量作为资金侵占的合理性。
- ⑤我们选取的机构投资者主要包括证券投资基金、券商、社保基金、保险公司和QFII。
- ⑥内生变量为大股东资金侵占、机构投资者持股,大股东资金侵占的观察变量和控制变量如前文;依据Cready(1994)、Wahal和McConnell(2000)、黄郡(2006)等的研究,我们选取的影响机构投资者持股的解释变量包括大股东资金侵占、政府控制、市场化进程、股权结构、独立董事比例、资产总规模、公司业绩、资产负债率、资产周转率、流动比率、净利润增长率、审计意见、年度和行业。

参考文献:

- [1]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2):92—101.
- [2]何显明.市场化进程中的地方政府角色及其行为逻辑[J].浙江大学学报,2007,(6):25—35.
- [3]刘灼佳,孙霏,刘乃全.终极产权论、股权结构及公司绩效[J].经济研究,2003,(3):51—62.
- [4]李军杰.经济转型中的地方政府经济行为变异分析[J].中国工业经济,2005,(1):39—46.
- [5]翁洪波,吴世农.机构投资者、公司治理与上市公司股利政策[J].中国会计评论,2007,(3):367—380.
- [6]唐清泉,罗党论,王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量[J].中国会计评论,2005,(1):63—86.
- [7]王琨,肖星.机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J].南开管理评论,2005,(2):27—33.
- [8]夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值[J].经济研究,2005,(5):40—51.

- [9]辛清泉,林斌,王彦超.政府控制、经理薪酬与资本投资[J].经济研究,2007,(8):110—121.
- [10]姚颐,刘志远.机构投资者、股权制衡与投资者保护[R].南开大学工作论文,2008.
- [11]Boyd J H,B D Smith.The co-evolution of the real and financial sectors in the growth process[J].World Bank Economic Review,1996,102:371—396.
- [12]Coffee.Liquidity versus control, the institutional investor as corporate monitor[J]. Columbia Law Review, 1991,91:1277—1368.
- [13]Demsetz, Harold.Towards a theory of property rights[J].American Economic Review, 1967,57: 347—359.
- [14]Dyck I J. A. Ownership structure, legal protections, and corporate governance[M]. Annual world bank conference on Development Economics,2001:291—330.
- [15]Firth M,P Fung, O Rui,Corporate performance and CEO compensation in China[J]. Journal of Corporate Finance,2006,(12):693—714.
- [16]Grossman, Sanford J, Oliver D Hart.Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation[J].Bell Journal of Economics,1980,(11):42—54.
- [17]Grossman S J, Stiglitz J E.On the impossibility of informationally efficient markets[J]. American Economic Review,1980,70:393—408.
- [18]Shleifer A, Vishny R. Large shareholders and corporate control[J].Journal of Political Economy,1986,(3):461—488.

Governmental Control, Stock Holding of Institutional Investors and Protection of Investors' Rights

LIU Zhi-yuan, HUA Gui-ru

(Department of Accounting, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Based on the institutional-level factors of governmental control, the paper discusses the shareholder activism behaviors of institutional investors through analyzing the case of controlling shareholders' embezzlement. The results show that, generally, institutional investors can restrain shareholders' embezzlement behaviors and protect shareholders' rights. However, compared with listed companies which are non-governmentally controlled, the shareholder activism behaviors of institutional investors are limited more. Its effects on restraining embezzlement behaviors and protecting shareholders' rights are worse and this situation is caused by local governmental control on listed companies. It means that the institutional-level factors of governmental control have significant impacts on the shareholder activism behaviors of institutional investors.

Key words: governmental control; stock holding of institutional investors; protection of investors' rights

(责任编辑 金 澜)