

# 控制权私有收益与机构投资者 持股比例的关系研究

王艳 李敏

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400030)

**【摘要】** 本文从投资者保护的角度出发,分析随着机构投资者力量的壮大,机构投资者参与公司治理是否会减少控制权私有收益。实证研究发现,机构投资者参与公司治理并没有对控制权私有收益产生显著影响,验证了机构投资者的无效监督假说。

**【关键词】** 机构投资者持股比例 控制权私有收益 公司规模 转让股权比例

在我国资本市场上,大股东利用控制权侵占中小股东利益(即控制权私有收益)的行为屡屡发生,这已严重制约我国资本市场以及上市公司的健康发展。随着机构投资者的出现,我国公司治理结构也发生了变化。机构投资者是介于内部股东与外部股东之间的第三方力量,与个人投资者相比,其具有资源优势和专业能力,在与上市公司管理层及大股东的相互制衡过程中具有优势。那么,中小投资者是否有望借助于机构投资者得到利益保护?这成为理论界和实务界当前需要研究的课题。

对投资者保护的研究,世界各国正在如火如荼地展开。本文从机构投资者的角度出发,分析随着机构投资者力量的壮大,中小投资者的利益能否通过“搭便车”而得到保护。机构投资者在公司治理中究竟扮演什么角色?机构投资者能否保护中小投资者的利益?本文将对这些问题进行研究,并分析控制权私有收益与机构投资者持股比例的相关关系。

## 一、研究假设

与个人投资者相比,机构投资者能更有效地对公司管理层进行监督,防止大股东对中小股东的利益侵占,而这是机构投资者直接参与公司内部治理或间接影响公司外部治理的结果。对于机构投资者参与公司治理能否保护中小投资者的利益问题,目前理论界还没有形成统一的结论,而争论的焦点主要在于机构投资者的投资究竟是短期投资还是长期投资,机构投资者是否愿意或有能力参与公司治理。总体来看,主要存在三种不同的观点:第一,有效监督假说,认为机构投资者较易取得信息且具备专业知识,因此较一般股东而言,其监督成本较低。因此,其能比中小投资者更有效地监督公司管理层,从而提升公司价值,其在保护自身利益的同时,又对中小投资者的利益进行保护。第二,利益冲突假说和战略同盟假说,认为机构投资者的参与会对公司产生不利的影响,即干扰管理层的正常工作。利益冲突假说认为,机构投资者本身也可能存在着代理问题,可能与公司存在其他业务往来,可能会因自身利益而支持管理层或董事会的计划,从而影响其监督职能的

履行,最终导致外部投资者利益受损。战略同盟假说认为,机构投资者和管理层进行合作对双方来说都是有利的,但这种合作减弱了机构投资者监督管理层对公司价值产生的正效应,损害了外部投资者利益。第三,无效监督假说,认为机构投资者的参与对公司治理没有显著的影响。国内外的有关研究并没有明确给出机构投资者持股能够保护中小投资者利益的经验证据,为此,本文提出以下三个研究假设:

假设1:机构投资者持股比例与控制权私有收益显著正相关,机构投资者不能保护中小投资者的利益。

假设2:机构投资者持股比例与控制权私有收益显著负相关,机构投资者能够保护中小投资者的利益。

假设3:机构投资者持股比例与控制权私有收益不显著相关,机构投资者能否保护中小投资者的利益无法确定。

## 二、研究设计

**1. 变量设计。**本文中,被解释变量是控制权私有收益。关于对控制权私有收益的度量,我国目前还没有一个统一的标准。姚先国和汪炜(2003)借鉴了Barclay和Holderness(1989)的研究思路,充分考虑了我国证券市场现有股权结构下控制权交易定价的特殊性,对唐宗明和叶康涛的度量方法进行了改进。他们以过去三年的平均净资产收益率来反映公司价值增长的未来预期,并将其作为控制权公共收益的近似估计值,从控制权溢价中扣除。该方法不仅避免了唐宗明和叶康涛研究中对控制权公共收益与控制权私有收益的混同,而且也克服了施东晖研究中配对样本较少的缺陷。因此,我们将采用该方法进行研究。

解释变量为股权转让前一季度的机构投资者持股比例。我们选取了目前国内最为重要的前两大机构投资者(即基金和券商)进行研究,同时加入必要的控制变量。汪光成(2001)认为,机构投资者持股比例较高的公司,其盈利能力较强、成长能力较强、规模较大。因此,在研究机构投资者持股比例与控制权私有收益的关系时,对公司规模(用“股权转让前一年总资产的自然对数”表示)、主营业务收入增长率应当予以控

制,这样有利于提高回归结论的可靠性。周世成(2008)研究认为,买方如果具有国有性质,则溢价明显高于买方具有非国有性质时的溢价;卖方如果具有国有性质,则溢价明显低于卖方具有非国有性质时的溢价。因此,他在研究中以转让前后的股权性质作为变量(股权的性质为国有时,取值为1,否则为0)。Jensen(1986)认为,负债会减少公司自由现金流量,从而减少私有收益。因此本文选取交易后的资产负债率作为控制变量。另外,本文还选取股权集中度、转让股权比例作为控制变量进行分析。相关变量具体见表1:

**表1 研究变量**

变量类型	变量名称与符号		变量定义
被解释变量	控制权私有收益PBC		
解释变量	机构投资者持股比例Insti	基金持股比例Fund	股权转让前第一季度的机构投资者持股比例
		券商持股比例Secu	
控制变量	转让前的股权性质Before		国有为1,其他为0
	转让后的股权性质After		
	公司规模Size		股权转让前一年总资产的自然对数
	股权集中度First		股权转让前一年年末第一大股东与前十大股东的持股数之比
	主营业务收入增长率Grow		股权转让前一年的主营业务收入增长率
	资产负债率Lev		交易当年年末资产负债率
	转让股权比例Change		转让股权占全部股权的比例

2. 模型构建。本文建立以下模型进行研究:

$$Y_1=r_0+r_1Insti+r_2Before+r_3After+r_4Size+r_5First+r_6Grow+r_7Lev+r_8Change+\epsilon_1 \quad (1)$$

$$Y_2=r_0+r_1Fund+r_2Secu+r_3Other+r_4Before+r_5After+r_6Size+r_7First+r_8Grow+r_9Lev+r_{10}Change+\epsilon_1 \quad (2)$$

3. 样本选取和数据来源。本文选择2005~2008年沪深两市发生了非流通股交易的A股上市公司作为考察对象。我们运用了Dyck和Zingales(2004)提出的控制权私有收益度量必须遵循的基本原则,并结合我国股票市场的非流通股交易现状,确定了本文研究中样本公司需要同时满足的条件:①股权转让后第一大股东发生变更;②股权转让为非关联方交易并公布转让价格;③交易双方自愿进行股权转让,不包括国有股在国有单位之间的无偿划拨、抵债或被法院公告拍卖;④国有股的转让已得到有关政府部门的批准和确认。由于金融类公司的股权转让交易的审批程序与其他公司不同且财务数据的可比性较差,故剔除金融类公司。同时,为

了避免对一家上市公司在同一交易日的多笔股权转让交易重复计算,笔者参阅了2005~2008年涉及股权转让交易的所有上市公司的交易公告,并对两笔及两笔以上的交易记录进行了归并。我们最终得到有效样本公司69家。本文中的国有股权转让交易数据来源于中国上市公司治理结构研究数据库,财务数据来源于中国上市公司财务报表数据库以及中国上市公司财务指标数据库,机构投资者数据来自Wind数据库。

**三、实证分析**

1. 描述性统计分析。发生控制权转让的有效样本公司的描述性统计分析结果如表2所示:

**表2 描述性统计分析结果**

	最小值	最大值	平均值	标准差
每股转让价格	0.03	21.66	3.7316	3.99586
每股净资产	-9.64	5.50	2.0554	2.06755
股权转让前三年的净资产收益率	-938%	144%	-22.94%	1.28159
机构投资者持股比例	0.3%	37%	7.83%	0.10904
基金持股比例	0.07%	31%	3%	0.06761
券商持股比例	0.07%	8%	1%	0.02244
转让前的股权性质	0	1	0.41	0.496
转让后的股权性质	0	1	0.21	0.409
公司规模	18.48	27.07	20.9354	1.24978
股权集中度	0.22	0.98	0.5776	0.21389
主营业务收入增长率	-162%	110%	-1.33%	0.43963
资产负债率	1%	549%	66.32%	0.66284
转让股权比例	0.11%	70%	24.76%	0.15998

从表2可以看出:①转让股权比例的值有很大的变化,最大值为70%,而最小值为0.11%,平均值约为24.8%;每股转让价格在0.03~21.66之间变动,平均值约为3.73;而股权转让前三年的平均净资产收益率为-22.94%,这说明业绩差的公司容易发生控制权转移。②机构投资者持股比例的最大值为37%,最小值为0.3%,相差较大;基金持股比例的最大值大于券商持股比例的最大值,基金持股比例的平均值为3%。

2. 相关性分析。相关性分析结果见表3:

**表3 相关性分析结果**

	PBC	Insti	Before	After	Size	First	Grow	Lev	Change
PBC	1.000								
Insti	0.089	1.000							
Before	-0.179	-0.075	1.000						
After	-0.100	-0.153	0.233	1.000					
Size	-0.138	0.117	0.036	0.164	1.000				
First	0.150	-0.218	0.342**	0.228	0.096	1.000			
Grow	0.264*	0.197	-0.090	0.225	0.056	-0.061	1.000		
Lev	0.151	-0.088	0.186	-0.049	0.157	0.320**	-0.326**	1.000	
Change	-0.016	-0.247*	0.360**	0.192	0.081	0.727**	-0.112	0.348**	1.000

注:\*\*、\*分别表示在5%、10%的水平上显著。

表3数据说明:①机构投资者持股比例与控制权私有收益正相关,但不显著。②自变量之间不存在较强的相关性,转让股权比例与股权集中度的相关系数最大,其余最大的相关系数为0.36,这表明自变量之间并不存在多重共线性。

### 3. 回归分析。回归分析结果具体见表4:

表4 回归分析结果

	模型(1)	模型(2)
截距项	28.957 *** (2.193)	32.546 *** (2.072)
机构投资者持股比例	4.427 (0.531)	
基金持股比例		7.036 (0.457)
券商持股比例		-18.819 (-0.450)
转让前的股权性质	0.605 (0.325)	0.930 (0.442)
转让后的股权性质	1.625 * (0.693)	1.380 * (0.544)
公司规模	-1.278 ** (-2.051)	-1.407 *** (-1.933)
股权集中度	0.383 * (0.061)	-0.661 (-0.090)
主营业务收入增长率	0.281 (0.116)	0.173 (0.065)
资产负债率	-0.444 ** (-0.368)	-0.676 * (-0.509)
转让股权比例	-5.953 (-0.759)	-5.874 (-0.665)
F	0.768	0.626
DW	1.89	1.906
Adj.R <sup>2</sup>	0.039	0.081

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

回归分析结果表明,两个模型的DW值都接近于2,表明模型残差不存在一阶自相关,表明模型的解释变量和控制变量的选择是比较合理的。在两个模型中,解释变量中的机构投资者持股比例(基金持股比例、券商持股比例)与被解释变量虽具有相关关系,但不显著,这与假设3相吻合,表明机构投资者持股对控制权私有收益没有显著影响,机构投资者对中小投资者不具有利益保护作用。

另外,从控制变量的回归结果看,两个模型中“转让前的股权性质”、“转让后的股权性质”的系数符号一致,其中“转让

后的股权性质”通过显著性检验,“转让前的股权性质”没有通过显著性检验。这从另一个角度验证了周世成(2008)提出的“买方如果具有国有性质,则溢价明显高于买方具有非国有性质时的溢价”的说法。公司规模、资产负债率和转让股权比例均与控制权私有收益呈负相关关系,但只有公司规模和资产负债率通过了显著性检验,这表明公司规模越大,资产负债率越高,控制权私有收益越多。

### 四、结论

本文对我国股权转让过程中的控制权私有收益与机构投资者持股比例之间的相关关系进行了研究,结果发现:在机构投资者(基金、券商)持股比例与控制权私有收益正相关时,这表明希望借助机构投资者实现对上市公司管理层及大股东制衡的预想并没有实现。以上的研究结论验证了无效监督假说,表明在股权转让过程中,虽然机构投资者具有专业优势,但是这种优势并未发挥出来,以机构投资者作为中小投资者的代言人,并不能实现对中小投资者的利益保护。

综上所述,我们可以得到以下启示:

第一,过于集中的股权结构不利于证券市场的发展,关键是要形成相互监督的机制。通过本文研究可以得出,把监督的责任赋予机构投资者,在现有的条件下是徒劳的。

第二,即使在西方发达国家,机构投资者参与公司治理的可能性与有效性也尚未定论。在我国,由于机构投资者所处的投资环境不够完善,其专业素质也不够高,在其内部还存在着严重的治理问题,因此其参与公司治理的积极性会大打折扣。

第三,中小投资者利益保护的重点应放在法制建设上,要改善治理环境,加大法律法规的执行力度,完善上市公司的信息披露机制。

### 主要参考文献

1. Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control. Journal of Political Economy, 1986; 94
2. 李向前. 机构投资者、公司治理与资本市场稳定研究. 南开经济研究, 2002; 2
3. 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究. 南开管理评论, 2005; 2
4. 刘茂平. 基于投资者保护视角的我国上市公司控制权私有收益实证分析. 经济经纬, 2008; 3
5. 周世成. 我国上市公司控制权私利及其影响因素分析. 财经论丛, 2008; 5
6. 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析. 经济研究, 2002; 4