QFII 持股与上市公司绩效相关性研究

叶 丹

（中国光大银行杭州分行 杭州 310006）

【摘要】本文对合格的境外投资者（QFII）持股与上市公司绩效之间的关系进行了实证研究，发现 QFII 并没有积极参与公司治理，进而提高公司绩效，他们不是“价值创造者”，而只是选择绩优的公司，是“价值发现者”。

【关键词】QFII 公司业绩 公司治理

2002 年 12 月 1 日，我国《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式实施，这标志着我国正式引入 QFII 管理制度。我国引入 QFII 管理制度至今，QFII 是否与当初设想的一样积极参与公司治理，进而提高公司绩效呢?本文通过对 QFII 持股与上市公司绩效之间的关系进行实证研究，试图说明这个问题。

一、研究样本及变量选择

1. 研究样本。研究范围限定为在我国上海和深圳证券交易所发行了 A 股的公司，并根据 2003 年到 2007 年的年报选取前十大流通股股东中有 QFII 持股的上市公司为研究样本。为了保证数据的有效性，消除异常样本对研究结果的影响，本文剔除了以下样本：①金融类公司；②数据不完全的公司。

2. 变量选择。

（1）被解释变量。本文选用净资产收益率代表公司绩效。净资产收益率是一个综合性极强、极具代表性的财务指标，能反映公司经营活动的最终成果和股东投入资金的获利能力。

（2）解释变量。本文采用 QFII 持股比例作为解释变量，选取目标公司中最大 QFII 的持股比例。

（3）控制变量。为了控制公司的其他特征可能对公司绩效造成的影响，笔者选取了资产负债率、总资产、成长能力作为控制变量，其中资产负债率反映了公司的财务状况，总资产、成长能力对公司绩效也有不小的影响。将这些对公司绩效有影响的变量加以控制，可以更好地考察 QFII 持股对公司绩效造成了何种影响。本文引入成长能力作为控制变量，用以说明公司未来绩效的发展趋势。

表 1　　回归方程中各变量的定义与说明

	变　量	定　义
被解释变量	净资产收益率(ROE)	净利润与平均股东权益之比
解释变量	QFII持股比例(MaxQfii)	十大流通股股东中最大QFII的持股比例
控制变量	资产负债率(Lev)	负债与资产之比
	总资产(LnAsset)	总资产的自然对数
	成长能力(Growth)	主营业务收入增长率

根据上述研究假设建立下列模型：

$$ROE=a_0+\beta_1 MaxQfii+\beta_2 LnAsset+\beta_3 Lev+\beta_4 Growth+\varepsilon$$

二、研究假设

QFII 崇尚价值型投资，他们为上市公司创造价值的前提是必须控制该公司。根据股数效应，QFII 持股比例越高，监督成本越小，从而监管经营者产生的净收益就越高，QFII 就越有积极性参与公司治理。另外，QFII 持股数量比较庞大，抛售股票会带来股价的下跌，如果采用“用脚投票”的方式抛售股票会最终损害 QFII 自身的利益。因此，本文假设 QFII 持股比例对公司绩效存在正向影响。

假设 1：QFII 可以有效地改善公司治理，并反映在公司绩效上，即 QFII 持股比例与公司绩效存在正相关关系。

从理论上讲，QFII 作为大型的机构投资者，由于规模大、对流动性要求高，其投资理念首先是“价值发现”。QFII 拥有较多专业人才，因而较易取得专业知识。QFII 内部分工较细，管理较为规范，运作较为系统，可调配的社会资源较多，承担投资风险的能力也较强，因而在进行投资时，其不仅有强有力的资金支持，而且有规范的操作策略和较大的后续支持。Shiller 和 Pound（1989）的研究发现，机构投资者会花较多时间进行投资分析。就此观点而言，QFII 因为具有专业优势且其投资金额较大，应会进行较理性且缜密的投资，在投资前会对被投资单位的经营能力、长期获利能力及公司体制优劣进行较细致的分析，以作为投资依据。

假设 2：相对于第 T−1 年，第 T 年有 QFII 持股的公司绩效要优于第 T 年没有 QFII 持股的公司绩效。

在考察了 QFII 持股比例与公司绩效的关系之后，还需要验证QFII 提升公司绩效，仅仅是源于对公司“价值的创造”，还是源于“价值的发现”。如果是源于“价值的创造”，则 QFII 在选择公司进行投资之后，相对于 QFII 没有持股之前，公司的绩效会有所提升。

假设 3：QFII 持股之后的第 T+1 年的公司绩效优于 QFII 持股之前的第 T−1 年的公司绩效。

三、假设检验及结论

1. 假设检验。

（1）假设 1 的检验。根据前文所述，QFII 具有参与公司治

理的动机，现通过 QFII 持股比例和公司绩效的回归分析，来检验 QFII 持股比例是否对公司绩效产生影响，即对假设 1 进行检验。为了验证 QFII 持股比例对公司绩效是否有影响，笔者对模型进行了回归，回归结果如表 2 所示。

表 2　QFII 持股比例与公司绩效相关性的回归结果

变量名称	系数	T值	Sig.
MaxQfii	0.930	1.853*	0.065
LnAsset	0.017	5.074***	0.000
Lev	0.024	1.223	0.222
Growth	0.003	2.281**	0.023
(Constant)	−0.281	−3.897***	0.000
F	10.574***		
R^2	8.7%		
Adj. R^2	7.9%		

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

上述结果表明，QFII 持股比例越高，公司绩效就越好。可见，关于 QFII 持股比例与公司绩效存在正相关关系的假设是成立的，即假设 1 是成立的。

(2)假设 2 的检验。以 2002 年为基准年，将其作为第 T−1 年，将第 T−1 年没有 QFII 持股的公司样本分成 A、B 两组，A 组是第 T 年即 2003 年有 QFII 持股的上市公司，B 组是第 T 年即 2003 年没有 QFII 持股的上市公司。利用这两组样本均值检验这两组数据的净资产收益率是否存在明显的差异。以后年度依此类推，比较结果见表 3。

表 3　净资产收益率的分组比较结果

年度	样本	净资产收益率平均值	T值
2002年	A	0.058 5	0.847
	B	0.049 9	
2003年	A	0.066 1	1.873*
	B	0.003 8	
2004年	A	0.116 2	2.351**
	B	−0.050 4	
2005年	A	0.101 5	1.021*
	B	0.020 3	
2006年	A	0.100 8	1.992*
	B	0.004 0	

注：*、** 分别表示在 10%、5%的水平上显著。

根据均值检验结果发现，在当年都没有 QFII 持股的情况下，次年有 QFII 持股的公司的绩效显著优于次年没有 QFII 持股的公司。2002 年到 2006 年间次年有 QFII 持股的公司的净资产收益率(ROE)比次年无 QFII 持股的公司的净资产收益率分别高出 0.008 6、0.062 3、0.166 6、0.081 2、0.096 8，2003 年到 2007 年的 T 值分别在 10%、5%、10%、10%的水平上显著。以上结果说明假设 2 是成立的，QFII 善于发现绩效好的公司，是“价值发现者”。

(3)假设 3 的检验。笔者现对假设 3 进行验证，以考察 QFII 的加入是否有效提升了公司绩效。本文分别以 2003 年、2004 年、2005 年、2006 年为基准年，假设它们为 T 年，选择第 T+1 年所有有新 QFII 加入的公司和 QFII 持股比例增加的公司，进行第 T−1 年和第 T+1 年的公司绩效的配对比较，以验证 QFII 的加入是否对公司绩效有明显的影响。

为了避免市场宏观形势对行业的影响，每股收益和净资产收益率均为行业均值调整后的相对值，即减去所在行业所有上市公司绩效平均值后的相对结果。配对比较结果如表 4 所示。

表 4　净资产收益率的配对比较结果

基准年(T年)	年度	样本	净资产收益率平均值	T值
2003年	2002年	A	0.121 4	0.417
	2004年	B	0.134 5	
2004年	2003年	A	0.075 5	0.857
	2005年	B	0.034 5	
2005年	2004年	A	0.167 3	0.787
	2006年	B	−0.496 1	
2006年	2005年	A	0.082 6	3.221***
	2007年	B	0.271 5	

注：A 指 T 年有新 QFII 加入的或者 QFII 追加投资的前一年的样本公司。B 指 T 年有新 QFII 加入的或者 QFII 追加投资的后一年的样本公司。*** 表示在 1%的水平上显著。

从表 4 可知，2003 年和 2005 年这两年的净资产收益率均高于对应样本，但是差异并不显著。以 2004 年为基准年的后一年的净资产收益率低于前一年。以 2006 年为基准年的后一年的净资产收益率显著高于前一年，并且在 1%的水平上显著，这可能与新会计准则的实施有关。可见，QFII 的加入并没有使上市公司的绩效显著提高。因此，上市公司的净资产收益率在 QFII 投资后与投资前并没有显著差异，这说明假设 3 是不成立的。

2. 结论。

(1)QFII 是“价值发现者”。以第 T−1 年为基准年，将第 T−1 年没有 QFII 持股的公司样本分成两组，一组是第 T 年有QFII 持股的公司，另外一组是第 T 年没有 QFII 持股的公司。利用独立样本均值比较检验两组数据的每股收益和净资产收益率，发现次年有 QFII 持股的公司绩效在当年要显著优于次年没有 QFII 持股的公司绩效。这说明 QFII 进行投资时更注重公司绩效，善于发现绩优公司，是“价值发现者”。

(2)QFII 没有积极参与公司治理，不是“价值创造者”。通过实证检验得出，QFII 持股比例与公司绩效之间存在正相关关系，说明 QFII 持股比例越高，公司绩效越好。这也说明QFII 在投资前已经考察过公司的绩效，选择了绩优的公司。为了检验公司绩效的提高是源自“价值的发现”还是“价值的创造”，本文以第 T 年为基准年，选择第 T+1 年有新 QFII 加入的上市公司和QFII 持股比例增加的上市公司为样本，对这些上市公司前后两年的绩效进行比较，发现公司绩效并没有显著提高，说明 QFII 没有积极参与公司治理，不是“价值创造者”。

中马财务报表列报准则比较

池昭梅

(广西财经学院 南宁 530003)

【摘要】"中国-东盟自由贸易区"的加快建设,为中国与马来西亚两国企业的交流与发展提供了很大的机遇。中马两国财务报表列报准则既有相同点,也存在着差异。为发挥中国在区域经济一体化中的作用,中国应细化财务报表列报准则,加快与国际会计准则趋同的进程。

【关键词】财务报表列报准则 趋同 比较

随着"中国-东盟自由贸易区"的加快建设,中国与马来西亚必将在区域经济一体化中发挥重要作用。研究中马两国财务报表列报准则存在的差异,对中国企业尽快融入国际资本市场具有重要的意义。

一、中马财务报表列报准则发展历程比较

1. 马来西亚财务报表列报准则的发展历程。根据1997年通过的《财务报告法》的相关规定,马来西亚成立了财务报告基金会(FRF)和马来西亚会计准则委员会(MASB),并赋予马来西亚会计准则委员会制定、修改会计准则等方面的权限。1999年,MASB第一次发布了财务报表列报准则(MASB1),企业的财务报表编制因此有了依据。从2005年1月1日起,MASB把所有的会计准则重新命名为财务报告准则(FRS),至此MASB1更名为FRS101。2007年6月15日,根据国际财务报告准则的相关规定,MASB对十项财务报告准则和《财务报表列报框架》进行修订和重新编排,FRS101的内容随之发生了很大的变化,本文所要比较的财务报表列报准则为2007年修订后的准则。

2. 中国财务报表列报准则的发展历程。至2006年《企业会计准则第30号——财务报表列报》(CAS30)发布之前,中国并无完整意义上的财务报表列报准则,对财务报表列报的

四、建议

1. 加快法制建设步伐,健全QFII参与公司治理的制度。从国外的经验可以看到,政府的积极推动及金融管制的放松是促进QFII参与公司治理的有效措施。借鉴以上经验,笔者认为现阶段我国推动QFII参与公司治理可从以下两方面着手:一方面,要进一步加强证券市场法制建设,健全和完善相关法律体系。我国证券市场法律体系的核心是《证券法》、《公司法》,它们与其他相关法律一起为证券市场的发展奠定了基础。但我国的证券法律体系尚不健全,许多条文存在缺陷和漏洞。现行与证券法律体系相匹配的法律制度尚不完善,有些内容与国际惯例不一致,如《会计法》、《审计法》和《外汇管理条例》。这样的法律体系在一定程度上影响了QFII参与公司治理的积极性。另一方面,要继续完善《证券法》、《公司法》,引进或细化累积投票制度、委托书收购制度、股东派生诉讼制度等,放松对QFII入市的制度约束。目前我国的金融政策对于QFII的运作还有严格限制。只有放宽这些限制,才能使QFII成为公司的积极投资者和股东,QFII才会真正关注公司的长远发展,积极参与公司治理。

2. 改善公司治理,提高公司质量。完善公司治理不是仅靠企业自身努力就能实现的,需要以政府为主导,投资者、监管者、社会中介和经理人持续的共同努力,逐步建立公司治理文化。政府要充分发挥主动性,加强信息披露的管理,加快对股东权利保护的立法,建立企业的内部控制机制。只有这样,才能吸引国外投资,并在此基础上进一步提高公司管理与治理水平。另外,我国上市公司存在大量的非流通股,股权结构存在明显缺陷,为鼓励QFII长期投资、减少短期投机性投资,必须优化公司股权结构,提高公司质量。同时,还应建立合理的激励机制和内部监督机制,增强公司管理层个人的责任感和董事会的独立性,发挥监事会的监督作用,以立法的形式赋予监事会更大的权限。

主要参考文献

1. 仲继银.积极投资者的崛起——美国机构投资者为何和如何参与公司治理及其对中国的启示.国际经济评论,2000;25

2. 娄伟.基金持股与上市公司业绩相关性的实证研究.上海经济研究,2002;6

3. 方赛迎.试论机构投资者的介入对公司治理结构的影响.暨南大学学报(哲学社会科学版),2000;3

4. 蔡玉龙.推动机构投资者积极参与上市公司治理的对策.统计与决策,2005;3

5. 邵颖红等.股权制衡与公司治理研究.同济大学学报(自然科学版),2003;9

6. 曾德明,龙淼,龚红.机构投资者持股对公司绩效的影响研究.软科学,2006;1