

证券投资基金持股比例与上市公司绩效关系的实证研究

唐国琼 林 莉

(西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 本文对证券投资基金持股比例与上市公司绩效之间的关系进行了实证研究,指出我国证券投资基金持股比例与上市公司绩效呈现出一定的正相关性,并且随着公司股权的分散,基金对公司绩效的影响越来越显著。

【关键词】 证券投资基金 持股比例 公司绩效

我国对于基金持股行为与公司绩效之间的关系的研究尚不多见。鉴于此,本文通过对我国基金重仓持股比例与上市公司绩效之间的关系进行实证研究,力图说明以证券投资基金为代表的机构投资者持股对上市公司治理改革的积极参与促进了上市公司长期经营绩效的提高。

一、研究样本及变量的选用

1. 研究样本的选取及数据来源。从2000年开始,基金在年报中公布了其在每年最后一个交易日完整的投资组合以及持股明细。本文选取2006年年末基金重仓持有的股票作为研究样本,剔除上市不到三年、被兼并收购以及数据不全的股票,共得到样本148个。

本文将同时满足以下两点的股票界定为基金重仓股:①基金持股占个股流通市值的5%以上(这样可以较显著地发现基金持股对上市公司业绩的影响);②持有个股的基金家数在5家以上(这样可以说明个股受到较多基金的关注,从而排除特殊情况)。本文的基金重仓股披露信息来自于晨星网,上市公司的年报数据来自于金融界网、巨潮资讯网以及华西证券网上行情系统。

2. 变量的选用。

(1)公司绩效指标的选用。本文选取反映公司业绩的每股收益、净资产收益率、主营业务利润率作为被解释变量。

(2)解释变量的选用。本文选取基金在上市公司中的持股比例,即基金持股占个股流通市值的百分比作为机构投资者作用的衡量指标。

(3)控制变量的选用。为了准确评估机构投资者作用对公司绩效的影响,必须控制其他因素对公司绩效表现的影响。本文参考国内外研究者的一般做法,将财务杠杆、公司规模和公司成长能力等因素引入回归模型,以便在控制这些因素的条件下探讨机构投资者作用(解释变量)对公司绩效(被解释变量)的影响。①财务杠杆。债务融资具有税收屏蔽作用。一般来讲,当资产负债率处于较低水平时,公司价值随着资产负债率的提高而增加。当公司债务水平较高时,不得不用积累资本来偿还债务本息,而不是将其投资于一些净现值也许为负的

项目,这可以有效规避“过度投资”问题(Jensen, 1986)。然而,由于我国证监会不允许净资产收益率在过去三年中低于10%的公司进行配股或增发,所以这些公司只能以债务融资,这意味着此类公司的高资产负债率是同低绩效挂钩的。所以,对我国上市公司来说,资本结构对公司绩效具有影响,但是具体的作用方向并不明确。②公司规模。本文并没有直接引用总资产作为企业规模的代表,而是采用总资产的对数值。这是因为本文回归模型中的其他变量都采用相对指标,取自然对数可使回归分析时各个变量系数的量级大致相当。③公司成长能力。本文引用主营业务收入增长率作为控制变量,来说明公司未来的绩效发展趋势。

(4)随机误差项的说明。为了丰富模型的意义,本文考虑了其他随机因素的影响,这可以代表模型中未包含因素的影响,也可以代表测量误差,或反映模型关系设定误差的影响。回归方程中各变量的定义与说明见表1。

表1 回归分析中使用变量的定义与说明

项目	变量	名称	说明
被解释变量	EPS	每股收益	净利润/普通股总数
	ROE	净资产收益率	净利润/平均净资产
	CPM	主营业务利润率	净利润/主营业务收入
解释变量	JJZCG	基金持股比例	基金持股数/流通股数
控制变量	DAR	资产负债率	负债总额/资产总额
	LNTA	公司规模	总资产的自然对数
	GROWTH	主营业务收入增长率	(当年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入

二、实证研究方法 with 回归模型设计

本文采用CR₁指标(即第一大股东所持股份占全部股份的比率)来衡量股权集中度,并且按照股权集中度将基金重仓股公司分为三类:①高度集中型。即第一大股东持股比例大于50%的基金重仓股公司。②相对集中型。即第一大股东持股比例介于20%~50%之间的基金重仓股公司。③高度分散型。即第一大股东持股比例小于20%的基金重仓股公司。在三种不

同类型的基金重仓股公司的基础上,分别讨论机构投资者对公司治理绩效的影响。

笔者认为,采用单个年度的数据进行回归得出的结论并不具有很强的说服力。因此,我们选择了2004~2006年三个年度的面板数据作为研究的数据源。截面变量和时间变量的结合带来了较大的自由度,并且能显著地减少缺省变量对模型的影响。这种方法可以在一定程度上削弱由于公司管理层对单个会计绩效衡量指标进行盈余管理而对人们理解股权结构的绩效造成的影响。我们利用面板数据的固定效应模型进行了检验。固定效应模型是将公司的不可观察的影响和一些随时间改变的影响用虚拟变量纳入模型,此模型代表每个截面上不同的单位有个体差异、无结构影响。

对面板数据采用普通最小二乘法进行估计,通过使用Eviews3.1软件实现。回归方程如下:

$$PERFORMANCE_{it} = \alpha_i + \beta_1 JJZCG_{it} + \gamma DAR_{it} + \delta LNNTA_{it} + \varepsilon GROWTH_{it} + \mu_{it}$$

其中: α_i 随个体的不同而改变;PERFORMANCE_{it}代表公司绩效变量,分别为EPS_{it}、ROE_{it}、CPM_{it}; μ_{it} 为模型的随机误差项。

三、回归结果

根据上述模型,在三种不同股权结构下分别进行面板数据的回归,分析证券投资基金持股比例对上市公司绩效影响的显著性,分析结果见表2、表3和表4。

表2 高度集中股权结构下的回归结果

	JJZCG	DAR	LNNTA	GROWTH	R ²	Adj.R ²	F-statistic
EPS	0.001 6 (0.605 6)	-0.010 7** (-2.053 4)	0.143 0 (0.896 1)	0.003 6** (3.807 0)	0.642 9	0.444 0	52.805 9
ROE	0.099 1** (2.734 6)	0.123 3* (1.723 0)	-2.309 1 (-1.052 3)	0.032 6** (2.482 1)	0.784 2	0.664 1	106.603 7
CPM	0.009 8 (0.397 3)	-0.012 8 (-0.261 9)	-1.398 9 (-0.934 0)	0.011 4 (1.272 6)	0.957 6	0.934 0	662.410 7

表3 相对集中股权结构下的回归结果

	JJZCG	DAR	LNNTA	GROWTH	R ²	Adj.R ²	F-statistic
EPS	0.002 2* (1.676 8)	-0.010 4** (-3.110 7)	0.206 0** (2.287 3)	-0.000 1 (-0.140 7)	0.762 9	0.635 4	141.569 4
ROE	0.039 4* (1.674 8)	-0.077 1 (-1.261 8)	4.878 3** (2.962 1)	0.008 4 (0.601 6)	0.807 5	0.704 0	184.618 5
CPM	0.019 7 (0.976 9)	-0.060 4 (-1.148 3)	0.138 6 (0.097 9)	0.005 8 (0.482 5)	0.968 3	0.951 2	1 343.315

表4 高度分散股权结构下的回归结果

	JJZCG	DAR	LNNTA	GROWTH	R ²	Adj.R ²	F-statistic
EPS	0.004 7** (3.328 5)	0.006 5* (1.855 1)	-0.123 3 (-1.208 8)	-2.64E-05 (-0.054 5)	0.874 3	0.801 6	148.364 9
ROE	0.098 8** (3.245 1)	0.118 2 (1.574 1)	-0.820 2 (-0.375 2)	-0.009 9 (-0.951 0)	0.833 6	0.737 4	106.867 0
CPM	-0.030 8 (-1.236 8)	0.043 8 (0.713 8)	-1.881 8 (-1.052 6)	-0.027 6** (-3.250 2)	0.979 5	0.967 6	1 017.005

注:括号内为t统计量;**表示在5%的置信水平上显著,*表示在10%的置信水平上显著,均为双侧检验。

从方程整体拟合度来看,净资产收益率、主营业务利润率作为绩效变量都具有较好的拟合效果,特别是主营业务利润率,无论在

哪种情况下调整后的R²均达到了0.9以上。

在高度集中的股权结构下,尽管主营业务利润率作为绩效变量时方程整体拟合度最好,但是各变量的回归系数均不显著。只有净资产收益率作为绩效变量时,机构投资者持股比例才会对公司绩效具有正向影响,回归系数在5%的置信水平上显著。并且在这种情况下,资产负债率和主营业务收入增长率对因变量均具有较强的解释能力。

在相对集中的股权结构下,主营业务利润率作为绩效变量也出现了相同的情况:方程整体拟合度最好,但各变量的回归系数均不显著。然而,用每股收益和净资产收益率作为绩效变量时,机构投资者持股比例这个解释变量的回归系数均在10%的置信水平上显著。由此可见,在相对集中的股权结构下,机构投资者持股比例越高,公司绩效越好。另外值得注意的是,在这种情况下,资产负债率、公司规模对公司绩效的影响也很显著。

在高度分散的股权结构下,机构投资者的作用进一步体现。无论是以每股收益作为因变量还是以净资产收益率作为因变量,回归系数均在5%的置信水平上显著。由此可知,在股权分散的情况下,随着机构投资者持股比例的提高,其参与公司治理的意愿增强,公司绩效也随之提高。与相对集中股权结构不同的是,此时公司规模的影响不再显著,资产负债率这个控制变量也只有在每股收益作为被解释变量时才能达到10%的显著水平。

对这三种股权结构下的不同结果进行比较可以清楚地看到,随着股权的不断分散,机构投资者对公司绩效的影响会越来越显著。这与当前资本市场的实际情况是相符的。总体来说,目前我国证券市场上机构投资者的持股比例还比较小,如证券投资基金,持股比例不到1%的就占半数,持股比例高于10%的也只有26%。若股权分散,则投资者只需要持有相对较少的份额就可能对公司治理产生较大的影响。因此,在分散的股权结构下,机构投资者持股比例对公司绩效的正向影响最显著。

综上所述,通过对我国证券投资基金参与上市公司治理效率的实证研究可以发现,正如许多西方学者所论证的那样,机构投资者是影响公司治理的一支积极力量。我国证券投资基金持股比例与上市公司绩效的面板数据呈现出一定的正相关性。我们可以得出:证券投资基金持股与上市公司治理效率整体来看是具有相关性的。我国机构投资者积极参与公司治理正朝着良性方向发展,但参与的动力和能力还需要进一步加强。随着股权分置改革的完成、同股同权的全流通股市场的建立,机构投资者的作用将会越来越明显。

主要参考文献

1. 陈信元,陈冬华,朱凯.股权结构与公司业绩:文献回顾与未来研究方向.中国财务与会计,2004;4
2. 丁响.机构投资者在公司治理中的作用.上海金融,2002;3