

湖北省社会科学院文库

基于企业社会绩效的 机构投资者持股偏好与机制研究

王玲玲 著

Jiyu Qiye Shehui Jixiao De Jigou Touzizhe Chigu Pianhao Yu Jizhi Yanjiu

 中国社会科学出版社

■ 湖北省社会科学院文库

基于企业社会绩效的 机构投资者持股偏好与机制研究

王玲玲 著

Jiyu Qiye Shehui Jixiao De Jigou Touzizhe Chigu Pianhao Yu Jizhi Yanjiu

 中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于企业社会绩效的机构投资者持股偏好与机制研究 / 王玲玲著.

—北京: 中国社会科学出版社, 2015. 1

ISBN 978 - 7 - 5161 - 5491 - 5

I. ①基… II. ①王… III. ①机构投资者—金融投资—研究—
中国 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 014612 号

出版人 赵剑英

责任编辑 徐 申

责任校对 古 月

责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

网 址 <http://www.csspw.cn>

发 行 部 010 - 84083685

门 市 部 010 - 84029450

经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司

版 次 2015 年 1 月第 1 版

印 次 2015 年 1 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 12

插 页 2

字 数 208 千字

定 价 45.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社联系调换

电话:010 - 84083683

版权所有 侵权必究



“湖北省社会科学院文库”资助

本专著得到湖北省社会科学基金项目（2013069）的资助

摘 要

层出不穷的企业恶性事故和欺诈行为使得企业社会绩效的重要性愈发凸显,投资者们意识到除了经济绩效,社会绩效也是一个非常重要的企业监控指标。多维度的企业社会绩效反映了各利益相关者的不同利益,社会绩效良好的企业具有更大的竞争优势。而相比个人投资者,机构投资者更有动机和能力监控企业社会绩效,在制定投资决策时偏好企业社会绩效良好的公司,并进一步督促持股公司改善企业社会绩效。在我国资本市场“大力发展机构投资者”的背景下,深入检验机构投资者持股与企业社会绩效的互动关系,对我国资本市场大力发展机构投资者进而促进企业社会绩效的提升具有重要的意义。

首先,本文对国内外文献进行了梳理与回顾,结合我国资本市场实践确定了研究的主题与内容,并对机构投资者积极主义和企业社会绩效相关概念与理论进行了简要介绍,在此基础上从研究思路与框架、研究样本与数据、研究方法三个方面进行了研究设计。其次,从持股动机、影响因素和持股方式三个方面对基于企业社会绩效的机构投资者的持股机理进行了剖析,为下面的实证分析提供必要的理论支持。再次,基于利益相关者理论设计了涵盖股东、债权人、政府、员工、供应商、消费者、社会公益七个方面共计 23 个指标的指标体系,并利用因子分析法构建了我国企业社会绩效评价模型,对我国上市公司的企业社会绩效进行了综合评价。

基于上述理论分析和企业社会绩效的计量,本文对基于企业社会绩效的我国机构投资者持股偏好与机制进行了实证分析。首先,检验了我国机构投资者基于企业社会绩效的持股偏好,通过对企业社会绩效与机构投资者整体持股、企业社会绩效与各类机构投资者持股、企业社会绩效各维度与机构投资者持股三方面关系的检验,证实了我国机构投资者基于企业社会绩效的持股偏好,即持股过程中扮演了道德偏好角色。其次,进一步考

2 基于企业社会绩效的机构投资者持股偏好与机制研究

察了我国机构投资者基于企业社会绩效持股偏好的影响因素，借助内部控制质量、经济绩效两个变量，分别从制度因素和经济因素两方面剖析偏好影响因素，结论表明我国机构投资者的道德偏好受到内部控制质量和经济绩效两方面的显著影响。然后，从持股策略与持股效果两方面剖析了我国机构投资者道德偏好角色背后的持股机制，探讨了我国机构投资者基于企业社会绩效“如何持股”以及“持股效果如何”的问题。结论显示我国机构投资者道德偏好角色的形成源于正面筛选策略的采用，且机构投资者持股仅能促进企业社会绩效微弱的改善。进而推断我国机构投资者目前扮演的道德改善角色尚不显著。最后，根据实证分析结论，提炼相应的政策建议，为我国“大力发展机构投资者”、提升企业社会绩效提供一定的科学依据和理论指导。

关键词：企业社会绩效 机构投资者 持股偏好 持股机制

目 录

1	绪论	(1)
1.1	研究背景、目的及意义	(1)
1.2	国内外文献综述	(7)
1.3	技术路线及研究内容	(20)
1.4	主要创新点	(22)
2	基本概念与理论基础	(25)
2.1	机构投资者与股东积极主义	(25)
2.2	利益相关者	(30)
2.3	企业社会绩效界定	(33)
2.4	企业社会绩效评价	(44)
2.5	本章小结	(53)
3	研究设计	(54)
3.1	研究框架及思路	(54)
3.2	研究样本及数据	(56)
3.3	研究方法	(61)
3.4	本章小结	(69)
4	基于企业社会绩效的机构投资者持股机理分析	(70)
4.1	基于企业社会绩效的机构投资者持股动机	(70)
4.2	基于企业社会绩效的机构投资者持股影响因素	(76)
4.3	基于企业社会绩效的机构投资者持股方式	(81)
4.4	本章小结	(86)

2	基于企业社会绩效的机构投资者持股偏好与机制研究	
5	我国企业社会绩效的界定与计量	(87)
5.1	我国企业社会绩效界定	(87)
5.2	我国企业社会绩效评价指标体系设计	(92)
5.3	我国企业社会绩效因子分析模型构建	(99)
5.4	我国企业社会绩效评价结果分析	(103)
5.5	本章小结	(107)
6	基于企业社会绩效的机构投资者持股偏好分析	(109)
6.1	持股偏好理论分析与研究设计	(109)
6.2	企业社会绩效与机构投资者整体持股实证分析	(114)
6.3	企业社会绩效与各类机构投资者持股实证分析	(120)
6.4	企业社会绩效各维度与机构投资者持股实证分析	(125)
6.5	本章小结	(128)
7	基于企业社会绩效的机构投资者持股偏好影响因素分析	(130)
7.1	持股偏好影响因素理论分析与研究设计	(130)
7.2	制度因素对持股偏好的影响实证分析	(133)
7.3	经济因素对持股偏好的影响实证分析	(140)
7.4	本章小结	(147)
8	基于企业社会绩效的机构投资者持股机制分析	(148)
8.1	持股机制理论分析与研究设计	(148)
8.2	企业社会绩效与机构投资者持股策略实证分析	(152)
8.3	企业社会绩效与机构投资者持股效果实证分析	(158)
8.4	本章小结	(164)
9	总结与展望	(165)
9.1	全文总结	(165)
9.2	研究展望	(167)
	参考文献	(169)
	后记	(187)

1 绪论

1.1 研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

1) 企业社会责任的困境

2010年4月, BP公司原油泄露导致“重度受污或中毒”的海岸线达到1050英里、墨西哥湾海洋生物死亡率大幅上升; 2010年7月, 紫金矿业9100立方米的废水顺着排洪涵洞流入汀江, 导致汀江部分河段污染及大量网箱养鱼死亡; 2011年6月, 康菲渤海平台漏油、哈药集团污染排放……

蒙牛牛奶的“毒奶门”、味千拉面的“骨汤门”、恒顺醋业的“勾兑门”、锦湖轮胎的“掺假门”、家乐福超市的“价签门”、达芬奇家具的“产地门”、奥的斯电梯的“缺陷门”、苏泊尔家电的“减料门”……

安然公司的财务舞弊、世通公司的会计丑闻、蓝田股份的恶意欺诈、银广夏的财务造假……

IBM公司劳务用工歧视、苹果供应商员工中毒、富士康员工跳楼、SOHO中国上海欠薪……

层出不穷的企业恶性事故和屡禁不止的企业欺诈行为给政府、社会、环境、投资者、消费者、员工等各利益相关者带来了不可估量的损失, 也一次次将企业社会责任问题推向舆论的风头浪尖。企业在忘情追逐自身利润最大化的时候, 不知不觉的陷入了企业社会责任困境而无法自拔。“如果企业仅追求自身利润的最大化, 必然会导致企业利益和社会利益分配的不平衡。一个健康的企业和一个病态的社会很难共存, 社会之所以进入病态, 企业负有不可推卸的责任 (Drucker, 1987)”。

随着社会的进步, 市场和公众判断一个企业是否成功的标准不再以企

业财务利润为绝对导向,而包括社会、环境、道德、慈善等丰富内涵的企业社会责任理念受到广泛的关注。著名的《财富》和《福布斯》杂志把企业社会责任列为企业排名的评价标准之一;1999年,联合国秘书长科菲·安南提出了包含10项原则的“全球契约”,要求企业界领导人在经营企业的同时,维护正当的劳工权益和环境标准;2007年,亚洲博鳌论坛将“企业社会责任与可持续发展”作为一项重要的讨论议题。因此,在“利润最大化原则”广受质疑的背景之下,如何帮助企业走出企业社会责任困境是企业界和理论界亟待解决的问题。

2) 股东积极主义的发展

20世纪70年代开始,股东积极主义逐渐兴起,并引起了学术界的广泛关注。Peter Drunker的《看不见的革命——养老基金社会主义是如何进入美国的》一书拉开了这场关注热潮的序幕,Drunker(1974)分析了以养老基金为代表的投资者迅速发展给资本市场带来的革命性的变化。而在企业界,美国、英国等西方国家的投资者们也慢慢推行股东积极主义。一方面,投资者以专业的眼光和先进的金融分析工具对投资对象进行分析,投资理念逐步从对“价差”的偏好发展到对“价值”的偏好,即选择具有投资价值的企业进行投资(Guercio and Hawkins, 1999;江向才, 2004; et al.),体现了投资者的“价值偏好角色”。另一方面,投资者采取私下协商(Private negotiations)、股东提案(Shareholder proposal)(Brent, 2002)、征集投票权(Cumulative voting)(Gillan and Starks, 2000)等方式对管理层决策进行监控,积极干预持股公司的治理问题。根据Brent(2002)的报告,自2001年以来更多的公共基金倾向发起、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;Gillan和Starks(2000)还发现机构投资者采取的诸如股东提案等积极主义行为能得到更高的支持率,并且积极参与公司治理得到的收益增量远远高于监督成本,因此投资者的积极主义行为在公司治理的诸多方面起到很好的监控效果,体现了投资者的“价值改善角色”。

作为公司治理的有机组成部分,企业社会责任也受到股东积极主义越来越多的关注(Petersen and Vredenburg, 2009)。投资者们意识到长期利益取决于对不同利益相关者的有效管理及与之保持良好的互动关系(Clarkson, 1995),这些关系能提供公司需要的获取和保持竞争优势的资源(Jones, 1995)。除了传统的财务绩效外,投资者在制定投资决策时愈

加重视公司的长期发展前景,更倾向持股那些在社会、环境、道德等方面表现良好的公司(Graves and Waddock, 1994)。同时,投资者通过持股进一步积极的干预公司行为与决策以促进企业社会责任的履行。1970年,一个针对社会议题的法律裁定成为了投资者关注企业社会责任的标志性事件,随后投资者们开始积极关注企业社会责任,尤其在每年的委托书征集季节(Proxy season),大量社会议题出现在股东大会上,包括人权和劳工标准问题(Proffitt and Spicer, 2006)、环境和气候问题(Monks et al., 2004)、南非问题(Coffey and Fryxell, 1991)等等,涉及到企业社会责任的各个方面(Sjostrom, 2008)。因此,股东积极主义有助于促进股东有效的监控企业社会责任,在持股决策制定时提高公司的社会、环境、道德表现的影响权重,进而借助股东权力促进企业社会责任的履行。

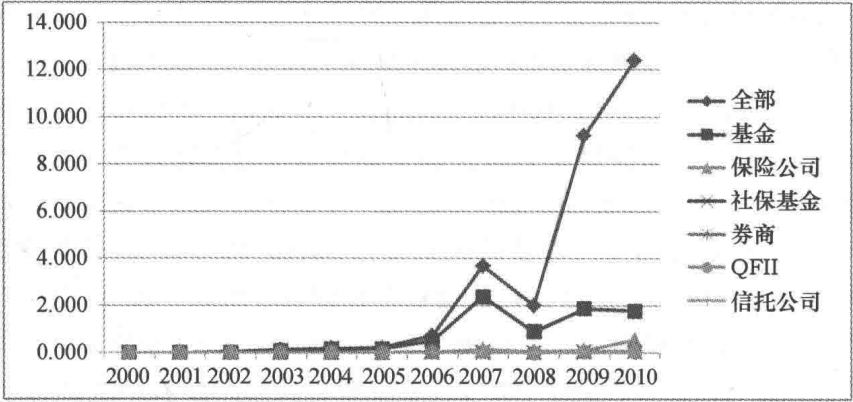
3) 机构投资者的壮大

Schleifer 和 Vishny (1986) 认为股权分散的证券市场上,只有大股东有足够的去监控公司管理层。而所有大股东之中,不断发展壮大的机构投资者更有动机扮演好“积极主义者”的角色,关注企业社会责任问题。美国机构持股比例在 20 世纪 50 年代仅为 6.1%,到 80 年代末机构投资者在最大 50 家、100 家、250 家和 500 家 4 个公司组群中的持股比率均超过 50%。进入 90 年代,机构持股比例进一步提高,机构投资者在全部上市公司中持股比例稳定在 50% 左右。而英国机构投资者占公司资产的比例在 90 年代中期也达到了 58%。到二十世纪末,英国包括国外机构投资者在内的全部机构持股份额已达 80% (Davis, 2002);从经济总量上看,经合组织(OECD)国家机构投资者管理的金融资产在 35 万亿美元以上,超过 OECD 所有成员国 GNP 的总和,如果从 1992 年算起的话其增长幅度达到 125% (Jeffers, 2005);而欧盟机构股东拥有的资产自 1992 年开始,8 年间增长了 150%。截至 2007 年,欧洲和美国主要机构投资者(包括养老基金、保险公司和共同基金)资产规模分别达到了惊人的 22.1 万亿美元和 35.8 万亿美元。

而在我国,机构投资者在量变的积累中也逐渐成为资本市场的重要力量。中国证监会从 1998 年开始着手推动基金业的发展。2000 年,监管层明确提出“超常规发展机构投资者”,并将其作为改善资本市场投资者结构的重要举措。在“超常规”这一战略的指导下,我国机构投资者的发展驶入快车道。统计数据显示:1998 年,我国基金管理公司仅有 5 家,

发起设立基金 5 只，管理基金份额 100 亿份；到 2011 年，我国基金管理公司已达到 62 家，管理着 652 只证券投资基金，管理规模达到了近 3 万亿份。而全部机构投资者持股市值达到 12.36 万亿，约占 A 股总市值的 58.74%，其中基金持股市值达到 17691 亿、QFII 持股市值 653 亿、券商持股市值 377 亿、保险公司持股市值 5460 亿、社保基金持股市值 427 亿、信托公司持股市值 421 亿、私募基金持股市值 153 亿、财务公司持股市值 100 亿、银行持股市值 164 亿、企业年金持股市值 21 亿。近十年来，我国机构投资者持股市值变化趋势如图 1-1 所示。

随着持股比例的持续增长，机构投资者也越来越倾向于积极的干预持股公司的管理层（Shleifer and Vishny, 1986），使公司治理从由经理人执掌全权、不受监督制约的“管理者资本主义”发展到由投资者控制、监督经理层的“投资者资本主义”。机构投资者强大的资本力量使成熟市场上的公司股权结构发生了根本转变，促使其在公司治理中发挥着日益重要的作用，也给公司摆脱企业社会责任困境带来了希望。



持股市值单位：千亿元

图 1-1 我国机构投资者持股市值变化趋势图

1.1.2 研究目的及意义

虽然“商业活动唯一的社会责任就是增加利润”的名言已经和伟大的经济学家米尔顿·弗里德曼一样成为了历史，但资本的逐利天性使得企业具有释放负外部性的天然动机，导致企业在追求自身利益时必然会损害其他利益相关者的利益，进而陷入企业社会责任困境。触目惊心的企业恶

性事故和欺诈行为凸显了监控企业社会责任的重要性,而衡量企业社会责任履行的重要指标是企业社会绩效 (Neubaum and Zahra, 2006),它由“企业的社会责任原则、社会事务响应过程以及政策、计划和可观察到的结果(当它们涉及公司的社会关系时)所组成”(Wood, 2010)。多维度的企业社会绩效反应了各利益相关者的不同利益,更为直接有效的体现了企业社会责任的履行情况。对企业社会绩效的重视意味着更大的资源竞争优势 (Muller and Kolk, 2010)、更好的员工工作积极性 (Turban and Greening, 1997) 和顾客声誉 (McGuire et al., 1988)、更低的交易成本 (Ruf et al., 2001) 和财务风险 (Cox P et al., 2004),以及可持续的竞争力 (张旭, 2010)。

相比分散的个人投资者,持股规模持续增长的机构投资者更有可能在持股过程中积极的关注企业社会绩效。一方面,机构投资者更有可能偏好持股企业社会绩效良好的公司,因为机构投资者有能力和动机获取关于企业社会绩效的信息 (Heiner, 1983),并根据有价值的企业社会绩效信息进行投资决策的制定 (Petersen and Vredenburg, 2009)。而且由于持股量很大且比较集中,机构投资者很难在不影响股价 (David et al., 1998)、不遭受流动性风险 (Parthiban, 1996) 的情况下迈出“华尔街准则”之脚,这使得机构投资者制定投资决策时不得不关注企业的长期利益,重视企业社会绩效 (Mallina, 2011)。在进行投资时,“选择一个相似的但企业社会绩效更好的公司,投资者可以在更小的风险下获得同样的回报” (Graves and Waddock, 1994),在持股过程中扮演“道德偏好角色”。另一方面,机构投资者更有可能在持股后改善公司的企业社会绩效,因为机构投资者持有目标公司足够的股票,对该公司的持股是投资组合中的重要组成部分,他们更有动机对公司事务进行干预 (Ryan and Schneider, 2002)。由于管理层倾向于满足最有实力、最重要的利益相关者 (Agle et al., 1999; et al.), 持股规模越来越大的机构投资者对管理层的影响更大,更有可能监控公司行为和目标 (Gedajlovic and Shapiro, 2002),比如企业社会绩效 (Johnson and Greening, 1999)。随着股东积极主义的兴起,机构投资者会采取股东提案等方式督促公司改善企业社会绩效 (Neubaum and Zahra, 2006),在持股过程中扮演“道德改善角色”。

在中国资本市场,机构投资者经过十年的茁壮成长已经基本形成了基金、QFII、券商、保险公司、社保基金和信托公司等各类机构投资者全面

发展的格局。各类机构投资者在我国资本市场中扮演的角色越来越重要,随着社会责任投资理念在我国证券市场的逐步推广,机构投资者们在投资过程中慢慢认识到了企业社会绩效的重要性。那么,现阶段我国机构投资者在持股过程中,是否偏好持股企业社会绩效良好的公司,是否进一步改善持股公司的企业社会绩效,需要实证检验。另外,机构投资者异质性对机构投资者与企业社会绩效的关系存在显著影响(Cox et al., 2004; et al.),仅仅将全部机构投资者作为一个整体进行研究并不能全面深刻的反映机构投资者与企业社会绩效互动关系的真实图景,而且国内外机构投资者在经营环境、资金规模、投资策略等各方面都存在很大差异,机械照搬国外的分类方法显然也不能真实的反映我国各类机构投资者与企业社会绩效的关系。因此,本文选取沪深两市有机构投资者持股的上市公司为研究对象,对我国机构投资者整体与企业社会绩效的互动关系进行研究,并进一步按照机构投资者组织形式的基本分类,考察各类机构投资者与企业社会绩效的互动关系,以期达到以下三个方面的研究目的:

(1) 考察机构投资者是否偏好持股企业社会绩效良好的公司

对企业社会绩效与机构投资者整体持股关系进行研究的基础上,分别检验企业社会绩效与不同机构投资者持股的关系,并深入探讨企业社会绩效的不同维度对机构投资者持股影响的差异性,以全面考察基于企业社会绩效的我国机构投资者的持股偏好,即分析我国机构投资者在持股过程中是否扮演道德偏好角色。同时,从制度视角和经济视角两个方面考察机构投资者道德偏好的影响因素。

(2) 剖析机构投资者持股偏好背后的内在机制

通过检验筛选策略对机构投资者持股的影响以及机构投资者持股对企业社会绩效的影响,从持股策略与持股效果两个方面深入剖析基于企业社会绩效的机构投资者的持股机制,以了解基于企业社会绩效的机构投资者“如何持股”以及“持股效果如何”。

(3) 考察机构投资者是否改善持股公司的企业社会绩效

在检验基于企业社会绩效的我国机构投资者持股机制的基础上,根据持股效果进一步分析机构投资者与持股公司企业社会绩效的关系,以考察机构投资者持股对企业社会绩效的影响作用,即分析我国机构投资者在持股过程中是否扮演道德改善角色。

因此,通过检验我国机构投资者持股与企业社会绩效之间的互动关

系,能深入分析基于企业社会绩效的机构投资者的持股偏好和持股机制,以透彻了解我国机构投资者持股过程中体现的道德偏好角色和道德改善角色。对机构投资者提高投资水平、加强对持股公司的有效监控具有一定的指导意义;对上市公司健全完善公司治理结构以促进企业社会责任的履行并进一步提升企业社会绩效具有一定的参考价值。总之,为我国推动机构投资者积极主义,加强机构投资者对企业社会绩效的监控,进一步提升上市公司的企业社会绩效提供科学合理的科学依据和理论指导。在我国现阶段“超常规发展机构投资者”的政策背景下,进行基于企业社会绩效的机构投资者持股偏好与机制的研究具有重要的理论意义和现实意义。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 机构投资者积极主义文献综述

20 世纪 70 年代开始,股东积极主义在机构投资者中逐渐兴起。相比分散的个人投资者和持股规模不大的董事会,机构投资者拥有更好的时机、更多的资源和更强的能力通过持股去影响公司管理层 (Schleifer and Vishny, 1986)。另外,由于持股量很大且比较集中,机构投资者不得不“用手投票”,在持股后积极的干预公司治理 (Feng, 2010; et al.)、财务绩效 (Miguel et al., 2008; et al.)、市场价值 (Seifert et al., 2005; et al.) 和企业社会绩效 (Petersen and Vredenburg, 2009)。现从“偏好角色”与“改善角色”两个角度对机构投资者积极主义通过持股介入公司治理、财务绩效、市场价值的研究文献进行归纳,机构投资者持股与企业社会绩效互动关系的文献综述放在后面单独讨论。

1) 机构投资者持股与公司治理

国外大量学者证实 (Schleifer and Vishny, 1986; Hartzel and Starks, 2003; Gillan and Starks, 2000; et al.) 机构投资者会采取各种积极主义行动介入公司治理。Russell Reynolds Associates (1998)、Roberta (2001)、Monks 和 Minow (1995) 发现机构投资者在进行投资决策时十分关注公司董事会的质量; Chiu 和 Monin (2003) 发现在新西兰基金经理持股过程中非常关注上市公司治理过程和治理结构的独立性,特别是独立董事的比例、CEO 的职责、新董事的选择。同时, Chung et al. (2002)、Jiambalvo et al. (2002)、Ayers 和 Freeman (2003) 研究表明机构投资者对公司盈

余管理会产生积极的影响; Clay (2000)、Hartzell 和 Starks (2003)、Khan 和 Dharwadka (2005)、Feng (2010) 的实证研究显示机构投资者持股能影响高管薪酬安排, 尤其会提高公司的薪酬业绩敏感度。Huson (1997)、Del Guercio 和 Hawkins (1998) 的结论进一步从公司治理的其他方面证实了机构投资者积极主义行为。国内研究也表明机构投资者倾向持股公司治理好、信息透明度高的公司 (江向才, 2004), 肖星和王琨 (2005) 发现基金注重公司外部董事的比例及董事会成员的专业技术水平, 偏好投资治理结构优良的公司。另外, 机构投资者与公司治理结构完善程度正相关 (王永海等, 2007), 也对董事会治理 (吴晓晖和姜彦福, 2006; 杨忠诚和王宗军, 2008)、信息披露和公司透明度 (崔学刚, 2004)、薪酬激励 (程书强, 2006) 以及控股股东行为 (高雷等, 2006) 进行了干预。利用中国公司治理指数 (CCGI^{NK}), 李维安和李滨 (2008) 研究发现我国机构投资者的积极介入有利于上市公司治理水平的提升。

2) 机构投资者持股与财务绩效

大量研究 (Nestor, 1999; Berglof, 1999; Kaplan and Stromberg, 2001; Sundaramurthy et al., 2005) 表明机构投资者比个人更有能力关注和监控公司的日常经营活动, 并获取监督的回报, 在持股时偏好财务绩效优良的公司。其他文献主要从改善角度进行研究。国外直接对机构投资者持股和公司财务绩效相关性进行研究的文献并不多, 并大都选取净资产收益率 (ROE) 和资产收益率 (ROA) 作为公司财务绩效的变量 (Chaganti and Damanpour, 1991; Chaganti et al., 1995; Miguel et al., 2008), 研究证实机构持股能改善公司财务绩效。以美国证券市场为例, Chaganti 和 Damanpour (1991) 发现机构持股和 ROE 存在一个显著的正相关关系; Chaganti et al. (1995) 研究显示了机构投资者持股与 ROA 之间显著的相关性。而基于 27 个国家的股权数据, Miguel et al. (2008) 也发现了机构投资者持股对 ROA 显著的积极影响。国内关于机构投资者和公司财务绩效的实证研究相对较多, 彭仕卿 (2009)、张宗益和陈科 (2008)、申尊焕和郝渊晓 (2008) 以及王雪荣和董威 (2009) 等学者均选取 ROE 作为衡量公司财务绩效的变量进行实证研究, 分析结论表明机构投资者持股和 ROE 存在显著正相关关系, 也有学者采用主营业务总资产收益率 (CROA) 考察公司财务绩效 (邓丽姬和王娃宜, 2010; 吴晓晖和姜彦福, 2006) 得到类似的结论。

3) 机构投资者持股与市场价值

总体来看国外机构投资者持股和公司市场价值相关性的实证研究并不多, McConnell 和 Servaes (1990)、Seifert et al. (2005) 运用托宾 Q 值代表公司市场价值, 实证研究发现托宾 Q 值与机构投资者的持股份额存在正相关关系, 即机构投资者投资过程中重视公司的市场价值。其他文献也主要集中在改善方面。Lee Pinkowitz (2001)、西崎和意泽 (2003)、堀内和花崎 (2004) 分别在美国和日本证券市场发现实证证据, 表明机构投资者持股对公司市场价值存在显著的促进作用。Agrawal et al. (1999)、Opler (1995) 通过考察股票价格发现, 机构投资者积极介入公司治理有助于提高公司市场价值。国内关于机构投资者对公司市场价值的影响研究相对较多, 吴晓晖和姜彦福 (2006)、孙凌姗和刘健 (2006)、姜伟 (2002) 采用托宾 Q 作为公司市场价值变量, 实证结果显示机构投资者的介入能有效提升公司市场价值。也有大量学者 (万俊毅, 2006; 唐国琼和林莉, 2007; 李维安和李滨, 2008; 穆林娟和张红, 2008) 选取每股收益 (EPS) 代表公司市场价值, 均发现机构投资者的积极介入有助于公司市场价值的提升。另外续芹 (2009) 采用平均周涨跌幅 (AWS) 和平均周换手率 (AWER), 申尊焕和郝渊晓 (2008) 采用市场价值与账面价值的比率 (MB) 得到了同样的结论。

然而, 也有部分学者对机构投资者积极主义提出了质疑, 他们认为机构投资者缺乏必要的管理企业的专业技能与经验 (Taylor, 1990; Lipton and Rosenblum, 1991; Wohlstetter, 1993), 存在明显的短视倾向 (Coffee, 1991), 另外机构投资者自身也存在一定的代理问题 (Gorton and Kahl, 1999), 机构投资者之间也容易遭受“搭便车”问题的困扰 (Black, 1990), 等等, 这些都使得机构投资者并不能发挥最大的监督作用。Coffee (1991)、Jayne Barnard (1992)、Robert Webb (2003) 等人的研究结论支持了机构投资者消极主义, 他们发现机构投资者并没有在参与公司治理过程中产生正面的影响。Roberta Romano (2001) 在对现有相关研究结论进行归纳总结的基础上也发现了消极主义的证据, 即虽然相当的研究结论是支持机构积极主义的, 但是实证证据却显示积极主义对持股公司绩效的改善作用并不显著。甚至如果机构投资者自身并不具备成熟的经营、管理企业的专业技能, 介入过多反而会对公司治理产生不利的影响 (李维安和李滨, 2008)。Pound (1988) 也认为在利益冲突假说 (Conflict-of-