

doi:10.11835/j.issn.1008-5831.2022.01.001

欢迎按以下格式引用:王垒,沙一凡,曲晶.投资组合视角下机构投资者治理行为分析:一个权变的观点[J].重庆大学学报(社会科学版),2022(1):95-111. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2020.04.003.



Citation Format: WANG Lei, SHA Yifan, Qu Jing. Analysis on the governance behavior of institutional investors from the perspective of portfolio: A viewpoint of contingency[J]. Journal of Chongqing University(Social Science Edition), 2022(1):95-111. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.jg.2020.04.003.

投资组合视角下机构投资者治理行为分析:一个权变的观点

王垒¹,沙一凡²,曲晶²

(1. 中国海洋大学 经济学院,山东 青岛 266100;2. 山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

摘要:作为独立于管理层与股东之外的第三方力量,机构投资者在提高公司治理水平方面一直被国内外学者和政府监管部门寄予厚望。然而,目前公司治理领域有关机构投资者治理角色研究尚存在有效监督、无效监督、战略合谋三种争论。为回答机构投资者在公司治理中究竟发挥何种作用的问题,文章以企业两类代理成本为切入点,从投资组合角度重新审视了机构投资者的治理行为,并结合不同内外情境解释了其参与治理行为的权变观点。基于委托代理理论和有限注意理论,利用2013—2017年我国沪、深A股上市公司样本数据。通过定义监督型机构投资者,从投资组合权重与投资组合集中度两个维度,采用固定效应回归模型实证检验了机构投资者对公司两类代理成本的影响,并运用工具变量法对结果进行稳健性检验,同时结合公司内外不同情境,借助分样本检验辩证分析了机构投资者的治理行为差异。研究表明:投资组合作为机构投资者分散风险的投资行为模式,在参与治理的过程中表现出了“双刃剑”效应,监督型机构投资者与投资组合集中度在降低大股东与中小股东之间第二类代理成本的同时,却以提升股东与管理层之间的第一类代理成本为代价。进一步从外部市场环境与内部高管、控股股东三个方面,发现机构投资者在不同情境下的治理行为存在差异,具体表现为在欠发达地区与存在强权高管的上市公司内,机构投资者加剧第一类代理成本的现象表现得更为明显;而公司内支持型控股股东的存在,则会加强机构投资者对第二类代理成本的抑制作用。上述研究运用权变的观点,实现了从以往关注机构投资者“持股数量”向“投资组合集中度”研究的创新性转变,在丰富机构投资者研究视角的同时,为以权变观点看待机构投资者治理行为的合理性提供依据。研究一方面能够帮助上市公司通过引入监督型机构投资者进行管理创新,提升其治理水平实现高质量发展;另一方面也为证监会创新监管模式,运用权变的观点充分认识机构投资者的治理行为,制定分类引导异质机构投资者的相关文件提供

基金项目:国家社会科学基金青年项目“机构投资者异质性对创业股东治理行为影响的管理策略研究”(18CGL009)

作者简介:王垒,中国海洋大学经济学院副教授,工学博士,管理学博士后,Email:leiwang@ouc.edu.cn。

理论参考。

关键词: 监督型机构投资者;投资组合集中度;两类代理成本;治理行为;权变观点

中图分类号: F275;F832.51

文献标志码: A

文章编号: 1008-5831(2022)01-0095-17

一、问题提出

自证监会提出“超常发展机构投资者”口号到“大力发展长期机构投资者”,在资金实力、信息获取等方面具备独特优势的机构投资者得到迅速发展。证监会多次发布声明指出要鼓励和发挥各类机构投资者的作用,这种频繁“喊话”表明在二级市场中拥有重要地位的“中小股东”——机构投资者这一外部机制在公司治理领域被寄予厚望。而在多家公募基金与公司高管进行内幕交易被曝光的实际情况下,机构投资者真能如证监会希望的那样采取积极治理行为、对上市公司实施了有效监督吗?

本质上机构投资者的治理作用,要通过抑制公司内部人的机会主义行为,降低管理层与股东间的第一类代理成本和大股东与中小股东间的第二类代理成本得到发挥。针对机构投资者的治理角色,学术界存在有效监督、无效监督、战略合谋^[1]三种争论。本文认为现有研究大都从单个公司的角度出发,认为不同公司对机构投资者同等重要,但实际上机构投资者为分散风险常采取投资组合策略同时投资于多家公司,以其所掌握的资源为基础参与公司治理并取得相应收益。相比于投资组合内其他公司,某家公司中机构投资者所控制的资源越多^[2],其通过干预这家公司获得收益的可能性也就越大。因此基于有限注意理论,考虑到机构投资者迫于业绩压力不会对投资组合内所有公司“一视同仁”,而是更关注组合中相对重要的公司。本文从投资组合视角出发,参考 Fich 等^[3]、李青原和时梦雪^[4]的研究,将监督型机构投资者定义为投资组合中前 10% 的上市公司所对应的机构投资者,认为它们能够对其组合内较为重要的公司进行积极治理。

为此,本文以沪深两市 2013—2017 年上市公司为样本,从投资组合视角出发分析机构投资者投资组合权重与投资组合集中度对公司两类代理成本的影响。结果发现:作为“中小股东代表”的监督型机构投资者,能够显著降低公司内部大股东与中小股东间的第二类代理成本,但却会纵容管理者的机会主义行为,导致第一类代理成本增加;并且,机构倾向于对其投资组合集中度更高的公司进行治理,发挥“双刃剑”效应影响两类代理成本;上述结果也从投资组合视角证明了以权变观点看待机构投资者治理行为的必要性。此外,考虑到机构投资者治理作用的发挥与公司内外情境密切相关,本文进一步从市场化水平、高管控制权、控股股东两权分离程度三个方面,借助不同情境解释机构投资者治理行为的权变观点。

本文的创新性工作体现如下:第一,现有对机构投资者治理效应的研究大都从单个公司出发,认为所投资公司对机构投资者同等重要,但本文从投资组合权重与投资组合集中度两个维度出发,分析了机构投资者投资组合视角下的治理效应,丰富了机构投资者治理行为的相关文献。第二,与以往仅关注机构投资者行为对某类代理问题治理效果的研究不同,本文将两类代理成本同时纳入研究框架,从投资组合视角出发考虑其对管理层和大股东行为的治理偏好,深入研究了其对引发两类代理成本主体的异质治理效应。第三,进一步从公司外部市场化水平以及高管控制权和控股股东两权分离度等内部治理特征三个角度,挖掘影响机构投资者治理行为的情境因素,为以权变观点

看待机构投资者治理行为的合理性提供依据。以上研究结论从投资组合角度重新审视机构投资者的治理行为,并解释了其参与治理行为的权变观点,也为证监会深化认识异质机构投资者治理角色,实现对机构投资者分类引导与监管提供理论依据。

二、文献综述

(一) 公司代理成本治理机制研究

在现代企业中,由于所有权与经营权分离^[5],不仅存在因经理自利动机引发的股东与管理层间的利益冲突,还存在大股东利用控制权对中小股东实施的权益侵占,因此,需同时关注股东与管理层间和大股东与中小股东间的两类代理成本。具体来说,为降低股东和经理的目标差异程度,一方面可以借助管理层激励机制,保持其与股东利益的一致性防止自利行为;另一方面也可以通过提高独立董事占比等手段,借助公司内外治理机制监督管理层,进而降低第一类代理成本。而针对控股股东利用金字塔持股、交叉持股等方式,借助控制权与现金流权不对等的情况,攫取私有收益而引发的第二类代理成本,则可以通过加强机构投资者、审计师等外部利益相关者的监督力度,降低公司信息不对称水平得以抑制。

纵观现有代理成本的相关研究,根据内容可划分为两个方面:一方面将代理成本作为自变量或中介变量,研究其对公司价值^[6]、成本粘性^[7]、业绩预告精确度^[8]、审计收费^[9]等方面的影响;而另一方面则是将代理成本作为衡量公司代理冲突的指标,研究不同因素对公司代理成本的影响,例如媒体关注^[10]、证券分析师跟踪^[11]、独立董事地理距离^[12]、银行债权^[13]及地区官员腐败^[14]等。但现有研究往往仅从加剧或缓解代理问题的单一观点出发,忽视其可能会对两类代理成本产生不同影响,也很少从投资组合角度出发运用权变的观点看待机构投资者的治理行为。

(二) 机构投资者治理行为研究

股权分置改革后,一直扮演“中小股东代表”角色的机构投资者作为公司外部最重要的治理机制之一,一直被学者和证监会寄予厚望。关于机构投资者治理行为的研究大致可划分为两个阶段:第一阶段是从持股比例视角出发,默认机构投资者是同质的,认为其治理作用的发挥仅取决于它持有公司股权的多少;第二阶段则是在考虑持股比例的基础上,进一步按机构投资者自身性质、投资偏好等因素进行划分,更深入地研究异质机构投资者对公司的影响。但无论从同质角度还是从异质角度,对于机构投资者的治理角色,国内外学者分歧明显,有效监督假说认为机构投资者能够借助自身优势,采用“用手投票”的方式,对管理层与大股东进行有效监督,通过抑制内控缺陷^[15]、减少过度投资与关联方资金占用^[16]、提高上市公司分红水平^[17]等活动提高公司的业绩,并进一步探讨机构异质性的作用^[18];也有部分学者持相反态度,认为机构投资者大多是“价值发现者”,为获得更丰厚的投资回报,经常选择退出公司来降低其投资组合的风险,导致股价波动的增加^[19],却不会对公司实际治理状况实施过多关注,“用脚投票”的方式也不会对代理成本产生显著影响^[20]。此外,还有学者认为机构投资者获得高收益率的唯一途径是操纵股价,但这种收益的取得依赖于能否与公司管理层合谋成功,一旦机构投资者可以利用资金优势垄断某公司的流通股进而操纵股价,在高额收益的驱动下,很可能与管理层合谋发布虚假信息或进行内幕交易,非但不会解决公司代理问题,甚至倾向于选择同管理者串通,刺激代理成本上升^[1]。

无论从同质性视角出发用持股数量衡量机构投资者的治理效应,还是从异质性角度出发对机

构投资者的不同类型进行区分,现有大部分研究都存在一个明显不足,即没有考虑到机构投资者投资组合策略,认为组合内的公司对机构投资者同等重要。而在机构投资者同时投资多家公司的情况下,不同公司在机构投资者组合中的比重能够在一定程度上反映其治理意愿。并且处于大数据时代下的机构投资者面临着空前的信息爆炸,但受到自身信息处理能力的限制,往往更有意愿和动机参与投资组合权重较大公司的治理过程以提高其投资有效性。Fich 等^[3]、李青原和时梦雪^[4]的研究也证实了投资组合权重的重要性,认为相比于其他机构,拥有较高投资组合集中度的监督型机构投资者在提高公司绩效^[21]、盈余质量^[22]及现金持有量^[23]等方面更具影响。

(三) 研究述评

通过整理相关文献,发现主要存在以下几方面问题:(1)国内外对机构投资者的研究大都从单个公司的角度出发,认为“所有被投资公司对机构投资者同等重要”,但在“一对多”投资组合策略普遍存在的情况下,“一视同仁”假设存在明显不足;(2)现有对机构投资者治理效应的研究往往集中于公司盈余管理、内部控制缺陷等问题,很少以权变观点看待机构投资者的治理行为、辩证考察其对两类代理成本的不同影响,导致对其治理行为认识不够深入;(3)现有考虑不同情境下机构投资者治理行为的差异,一般关注产权性质、信息透明度等因素,鲜见基于两类代理成本的主体差异对其治理行为影响的研究。为此,本文从投资组合视角出发,以权变的观点分别考察机构投资者投资组合权重和投资组合集中度对公司两类代理成本的影响,以明晰机构投资者的治理作用,并从外部市场化水平与内部高管、控股股东三个角度进行区分,结合不同情境辩证分析机构投资者的治理行为差异,在丰富机构投资者研究视角的同时,为运用权变观点看待机构投资者治理行为的合理性提供依据。

三、研究假设

(一) 监督型机构投资者与治理行为

作为中小股东的代表,机构投资者凭借其在资金规模、信息来源等方面的优势能够更好地参与公司日常活动,通过发挥治理作用抑制代理成本。但监督型机构投资者在参与公司治理时会面临以下三种选择:第一种是监督型机构投资者作为独立于管理层和大股东的第三方力量,主动参与其投资组合权重相对较高的公司治理活动,选择“用手投票”有效监督管理层并制衡大股东,即监督型机构投资者能够同时降低公司的两类代理成本;第二种是监督型机构投资者迫于业绩压力,更倾向于借助短期股价波动获取收益^[19],选择“用脚投票”并未实际参与公司治理过程,因而不会对两类代理成本产生显著影响;第三种是监督型机构投资者还可以与管理层合作形成战略联盟,为获取更高收益,选择与拥有公司实际决策权的管理层保持一致,忽视管理层的自利行为,甚至与管理者串通导致第一类代理成本增加。

因此,基于权变的观点,本文认为:在“一对多”投资组合策略下,监督型机构投资者对不同公司的治理意愿会因持股价值而存在差异,并且受自身信息处理能力的限制,机构投资者不可能将全部精力均匀分配到其所投资的全部公司中,即不会对每家公司均实施有效监督,而是在利益驱动下更倾向于对其持股价值占比相对较高的公司发挥积极治理作用。尽管监督型机构投资者更有意愿参与公司治理,其规模也在证监会调整有关规定、部分取消“双 10%”限制后迅速扩大,但相较于公司大股东而言,其持股水平仍处于劣势地位,在实际治理过程中话语权偏弱,因此迫于业绩压力会倾

向于与实际运作公司的管理者保持一致,选择“纵容”管理层的自利行为,进而增加第一类代理成本。与之相反,监督型机构投资者虽然会为提高投资回报选择与管理层形成战略同盟,但并不会影响其“中小股东代言人”作用的发挥,通过选择与管理层保持一致获取更多公司内部信息,减少信息不对称,并进一步防范大股东掏空行为,降低第二类代理成本。基于以上分析,本文从机构投资者投资组合权重出发提出假设 1。

H_1 : 监督型机构投资者会在提高第一类代理成本的同时,降低公司第二类代理成本。

(二) 机构投资者集中度与治理行为

尽管机构投资者比自然人投资者更具治理能力,但不是所有机构都有意愿对被投资公司进行有效监督,研究发现高持股水平并不代表机构投资者监督效果更强,如相比于稳定型机构投资者,交易型机构投资者持股比例的上升并不利于公司自愿性信息的披露^[24]。而机构投资者为降低风险会采取投资组合策略投资于不同公司,其对某公司的投入越多,该公司重要性越大^[22],因此机构投资者也就更倾向于“用手投票”,通过有效监督获取更大收益。与从上市公司角度出发所定义的监督型机构投资者指标不同,投资组合集中度指标则是从监督型机构投资者角度出发衡量公司对其重要程度。因此,本文进一步从“质量”视角直接研究机构投资者的治理行为。

实际上机构的投资组合策略在规避风险的同时会提高其监督治理成本,导致其参与所投资公司治理的主动性降低^[25],甚至会选择“用脚投票”,不利于被投资公司治理水平的提升。同时,与传统有效市场理论的无限信息处理能力不同,在“信息爆炸”时代,机构投资者往往缺乏对信息的有效甄别。基于资源稀缺与有限注意理论,机构投资者投资组合越分散,其所需处理的信息和付出的成本也就越大,因此在对投资收益和成本进行衡量后,机构投资者往往更关注其投资组合中相对重要的公司,更愿意了解和掌握这些公司的内部信息并进行参与治理,即机构投资者投资组合越集中,在利益最大化目标的驱动下,越有动力参与被投资公司的治理过程。结合上文分析,在机构投资者持股水平偏低、话语权相对较弱的情况下,倾向于选择与管理层合谋来更加全面地了解 and 掌握公司内部信息,进而与大股东抗衡防范其掏空行为,扮演“中小股东代言人”角色。因此,本文从机构投资者投资组合集中度出发提出假设 2。

H_2 : 机构投资者投资组合集中度会在提高第一类代理成本的同时,降低公司第二类代理成本。

四、研究设计

(一) 样本选择

考虑到 2012 年 10 月证监会对资产管理的相关规定进行调整,部分取消了双 10% 的限制,因此本文以 2013—2017 年沪深两市 A 股上市公司为样本进行实证检验。其中:解释变量根据 CSMAR 数据库相关数据经由手工收集所得;被解释变量和控制变量相关数据均来自 CSMAR 数据库,并剔除金融类上市公司;剔除 ST、PT 公司及相关数据存在缺失值的公司;剔除资产负债率大于或等于 1 的公司。此外,本文同时剔除了样本中存在“一致行动人”关系的公司,因为一方面“一致行动人”关系可能会导致机构投资者在参与治理时监督与决策行为的失效;另一方面在投资组合视角下,机构投资者投资组合集中度无法全面真实地反映与其保持一致的其他股东的行为。为此,本文依据公司年报信息,进一步剔除相应样本,以消除在机构投资者治理过程中因“一致行动人”关系产生的“噪声”。最终得到 3 321 个观测值。

(二) 变量定义

1. 被解释变量——两类代理成本

机构投资者的治理作用最终会通过影响公司代理成本得到发挥,我国上市公司内部控股股东的普遍存在,使公司在面临管理层与股东间第一类代理成本的同时也要考虑大股东与小股东间的第二类代理成本。

对于第一类代理成本,本文参考 Ang 等^[26]、王明琳等^[27]做法,采用管理费用率进行衡量,在管理费用中占较大比例的办公费、差旅费等费用与管理层代理行为密切相关,此值越低表明股东与管理者间的利益冲突越少,第一类代理成本越低。对于第二类代理成本,根据苏玲^[28]的研究,用“其他应收款与总资产的比值”作为代理变量,一方面,大股东主要通过占用公司资金实施利益侵占行为;另一方面,与以“关联方销售”所形成的应收款相比,以“暂借款”形式形成的其他应收款项目更为隐蔽,能够更好地反映公司第二类代理成本,此值越高,第二类代理成本越高。

2. 解释变量——机构投资者

基于机构投资者“一对多”的投资组合特性,参照 Fich 等^[3]研究,本文通过考察投资组合权重较高的监督型机构投资者及投资组合集中度对两类代理成本的影响,从投资组合视角出发深入剖析机构投资者的治理行为。

对于监督型机构投资者,本文首先依据 A 股主板上市公司前十大股东数据,确定机构投资者所投资的全部上市公司及相应持股比例,构成其投资组合;其次计算每个机构投资者组合中各公司的持股价值并按大小排序,将组合内排名前 10% 的公司所对应机构投资者定义为监督型机构投资者;最后计算得出监督型机构投资者持股之和,作为机构投资者组合权重的代理变量。

机构投资者集中度:基于资源稀缺理论和有限注意理论,机构投资者组合策略虽分散了风险却会影响其对公司的注意力集中程度。因此参考刘行^[2]、李青原和时梦雪^[4]的研究,本文在定义监督型机构投资者的基础上,进一步考虑投资组合集中度,以每家公司中持股最多、影响最大的监督型机构投资者对该公司的持股价值占其总持股投资价值的比例构成投资组合集中度指标。其中集中度越高,表明公司对该机构投资者越重要。

3. 控制变量

参考李青原和时梦雪^[4]、陈志军等^[29]的研究,本文对公司规模、公司年限、负债水平、盈利能力、管理层持股比例及有形资产比例变量加以控制。此外,本文还控制了年份和行业效应。所有变量定义及衡量方式见表 1。

(三) 模型设计

为研究投资组合视角下机构投资者的治理行为,本文基于资源稀缺理论与有限注意理论,为消除异方差和控制变量对结果的影响,构建异方差调整的固定效应回归模型如下:

$$AC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IHH_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 AGE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 MSHARE_{it} + \alpha_7 TANG_{it} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$AC_{it} = \beta_0 + \beta_1 IHH_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MSHARE_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \lambda_{it} \quad (2)$$

其中,模型(1)、(2)分别用于检验 H_1 与 H_2 。AC 包括代表第一类代理成本 AC_1 和第二类代理

成本 AC_2 ; IHH 为监督型机构投资者持股比例之和; IIPC 为公司在机构投资者投资组合中的集中度; ε, λ 为误差项,其余控制变量定义详见表 1。

表 1 变量选择及说明

| | 变量名称 | 变量符号 | 变量说明与度量 |
|-------|----------|----------|---|
| 被解释变量 | 第一类代理成本 | AC_1 | 管理费用率 $AC_1 = \text{管理费用} / \text{营业收入}$ |
| | 第二类代理成本 | AC_2 | 其他应收款比重 $AC_2 = \text{其他应收款} / \text{总资产}$ |
| 解释变量 | 监督型机构投资者 | IHH | IHH = 监督型机构投资者持有股份数量之和 / 公司总股份数量 |
| | 机构投资者集中度 | IIPC | 某一上市公司在某一机构投资者组合中所占比重 $IIPC = SV_i \sum_{i=1}^n SV$ |
| 控制变量 | 公司规模 | SIZE | 公司年末总资产的自然对数 $SIZE = \text{LN}(\text{公司年末总资产})$ |
| | 公司年限 | AGE | 公司上市年限的自然对数 $AGE = \text{LN}(\text{公司上市年限})$ |
| | 负债水平 | LEV | 资产负债率 $LEV = \text{公司总负债} / \text{总资产}$ |
| | 盈利能力 | ROA | 总资产报酬率 $ROA = \text{息税前利润} / \text{总资产}$ |
| | 管理层持股比例 | MSHARE | $MSHARE = \text{管理层持有股份数量} / \text{公司总股份数量}$ |
| | 有形资产比例 | TANG | $TANG = (\text{存货} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资}) / \text{期初总资产}$ |
| | 年度 | YEAR | 年度虚拟变量 |
| | 行业 | INDUSTRY | 行业虚拟变量 |

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计与相关分析

本文变量描述性统计结果如表 2 的 Panel A 所示。其中:监督型机构投资者持股之和介于 0.000 6~0.794 之间,说明在不同公司中,监督型机构投资者持股水平存在明显差异;同时均值 0.085 也表明尽管近年来机构投资者规模不断扩大,但其平均持股水平仍偏低。监督型机构投资者投资组合集中度最大值为 1,表明某些机构投资者仅投资了一家上市公司。第一类与第二类代理成本均值分别为 0.085 和 0.012,并且其 0.077 与 0.016 的标准差也表明不同公司的代理成本存在差异。此外,公司规模、公司年限、负债水平等分布较为分散;而管理层持股比例均值为 0.044,也符合我国上市公司中管理层持股水平偏低的现状。

表 2 的 Panel B 为本文主要变量的相关分析结果。不难看出两类代理成本与监督型机构投资者持股比例之和、投资组合集中度间显著相关,并且相关系数符号也与本文假设一致,初步验证了以权变观点看待机构投资者治理行为的合理性,即机构投资者会在抑制第二类代理成本的同时增加第一类代理成本。

(二) 监督型机构投资者与治理行为

监督型机构投资者与公司两类代理成本间的关系如表 3 列(1)和列(3)所示。可以看出监督型机构持股在与第一类代理成本正相关的同时,与第二类代理成本负相关,表明监督型机构投资者在治理过程中会选择与管理者形成战略联盟,从而倾向于忽视其机会主义行为,导致第一类代理成本增加。而作为更具监管动机的特殊组织,监督型机构投资者却在扮演“中小股东代言人”角色上表现优异,可以凭借自身优势缓解与大股东之间的信息不对称程度,通过抑制大股东掏空维护包括自己在内的中小股东利益。结合监督型机构持股能够显著提高公司第一类代理成本的结果,本文认

为由于监督型机构投资者持股仍处于较低水平,话语权与控股股东相比差异明显,再加之机构投资者通过与管理层合谋等非常规途径提前获取公司重大信息牟利的成本较低,因此他们更倾向于选择与拥有公司实际运作权力的管理层保持一致,通过形成战略联盟获取更多内部信息来降低同大股东间的信息不对称程度,从而更好地发挥“中小股东代言人”的角色。

表2 描述性统计与相关分析

| Panel A:描述性统计 | | | | | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|--------|
| Variable | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 | | | | |
| IIH | 3 321 | 0.085 | 0.120 | 0.000 6 | 0.794 | | | | |
| IIPC | 3 321 | 0.830 | 0.266 | 0.056 | 1.000 | | | | |
| AC ₁ | 3 321 | 0.085 | 0.077 | 0.002 | 1.972 | | | | |
| AC ₂ | 3 321 | 0.012 | 0.016 | 0.000 | 0.325 | | | | |
| SIZE | 3 321 | 22.760 | 1.446 | 17.757 | 28.505 | | | | |
| AGE | 3 321 | 2.498 | 0.893 | 0.000 | 3.332 | | | | |
| LEV | 3 321 | 0.487 | 0.207 | 0.028 | 0.995 | | | | |
| ROA | 3 321 | 0.055 | 0.055 | -0.537 | 0.474 | | | | |
| MSHARE | 3 321 | 0.044 | 0.131 | 0.000 | 0.879 | | | | |
| TANG | 3 321 | 0.525 | 0.308 | 0.003 | 10.702 | | | | |
| Panel B:相关分析 | | | | | | | | | |
| 变量 | AC ₁ | AC ₂ | IIH | IIPC | SIZE | AGE | LEV | ROA | MSHARE |
| AC ₂ | -0.035 ** | | | | | | | | |
| IIH | 0.081 *** | -0.055 *** | | | | | | | |
| IIPC | 0.130 *** | -0.067 *** | 0.164 *** | | | | | | |
| SIZE | -0.338 *** | 0.102 *** | -0.103 *** | -0.341 *** | | | | | |
| AGE | -0.019 | -0.116 *** | -0.111 *** | -0.114 *** | 0.203 *** | | | | |
| LEV | -0.252 *** | 0.218 | -0.063 *** | -0.114 *** | 0.480 *** | 0.275 *** | | | |
| ROA | -0.117 *** | -0.110 *** | 0.0163 | -0.031 * | 0.012 | -0.186 *** | -0.316 *** | | |
| MSHARE | 0.030 * | 0.047 *** | 0.025 | 0.135 *** | -0.253 *** | -0.607 *** | -0.245 *** | 0.187 *** | |
| TANG | -0.130 *** | -0.059 *** | 0.010 | -0.057 *** | 0.146 *** | -0.009 | 0.227 *** | 0.042 ** | 0.007 |

注:1. 样本量(N)为3 321;2. *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平上的显著性;3. 表格内小于0.001的数据结果已保留至小数点后第1位非0数字。

(三) 机构投资者投资组合集中度与治理行为

机构投资者投资组合集中度与两类代理成本间的关系如表3列(2)和列(4)所示,即表现为与第一类代理成本正相关,与第二类代理成本负相关。基于有限注意理论,机构投资者受资源与注意力水平的限制,往往倾向于关注其投资组合中持股价值相对较高的某家或某几家公司。尽管目前机构投资者规模在证监会调整“双10%”的限制后不断扩大,但相较于大股东而言,其持股水平仍处于劣势地位,在所投资公司中的话语权偏弱,因此倾向于选择与管理者“合谋”获取更多内部信息来避免大股东掏空,进而对第二类代理成本发挥积极治理作用,平抑大股东与中小股东间的代理冲突,但这也在一定程度上导致机构与管理层合谋进行内幕交易的现象频发。综上,本文认为在对机构投资者治理行为进行研究时,要考虑到我国证券市场中机构持股水平普遍偏低的现状,运用权变

的观点看待机构投资者对两类代理成本的差异影响。

表 3 机构投资者投资组合与治理行为实证检验

| Variables | AC ₁ | | AC ₂ | |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| IIIH | 0.038*** (3.42) | | -0.004** (-2.29) | |
| IIPC | | 0.006** (2.10) | | -0.003** (-2.40) |
| SIZE | -0.014*** (-10.56) | -0.013*** (-10.06) | 0.0001 (0.57) | -0.0001 (-0.06) |
| AGE | 0.004*** (2.87) | 0.004*** (2.64) | 0.001*** (4.87) | 0.001*** (5.12) |
| LEV | -0.060*** (-5.55) | -0.061*** (-5.57) | 0.014*** (7.41) | 0.015*** (7.40) |
| ROA | -0.213** (-5.82) | -0.212*** (-5.82) | -0.008* (-1.80) | -0.008* (-1.85) |
| MSHARE | -0.015* (-1.78) | -0.019** (-2.24) | 0.007*** (3.13) | 0.008*** (3.40) |
| TANG | -0.013* (-1.91) | -0.013* (-1.92) | -0.005*** (-2.89) | -0.005** (-2.86) |
| Constant | 0.395*** (13.26) | 0.392*** (12.43) | 0.013** (2.24) | 0.019*** (2.74) |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| INDUSTRY | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R ² | 0.208 | 0.205 | 0.126 | 0.127 |
| F | 28.34*** | 29.34*** | 17.02*** | 16.87*** |
| N | 3 321 | 3 321 | 3 321 | 3 321 |

注:同表 2。

(四) 稳健性检验

1. 内生性检验

在本文中,机构投资者可能选择具有较高信息披露水平的公司持股,但这些公司的代理成本会存在差异,不能排除监督型机构投资者投资组合权重指标存在的内生性问题对结论的影响。因此,参照马连福和杜博^[30]的方法,本文运用行业内其他公司机构投资者持股比例的均值(IIIH_ave)作为监督型机构投资者投资组合权重的工具变量。一方面,由于机构投资者具有一定行业偏好,因此其对本公司的持股比例通常与被投资企业所处行业的其他企业相关;另一方面,行业内其他企业的机构投资者持股水平却不会影响本企业的代理成本。因此,IIIH_ave 与机构投资者投资组合权重相关,却与两类代理成本不存在直接关系,即 IIIH_ave 只能通过机构投资者投资组合权重对被解释变量产生影响,符合工具变量的选择标准。

相关结果如表 4、5 所示。由表 4 知,IIIH_ave 拒绝了弱工具变量的假设;并与监督型机构投资者投资组合权重指标显著负相关,进一步验证了其作为工具变量的合理性。由表 5 知,通过工具变量控制了内生性问题后,机构投资者投资组合权重与两类代理成本仍在 10% 水平上显著相关,表明本文结论具有稳健性。

表4 工具变量第一阶段检验回归结果

| III_ave | AC1 | AC2 |
|--|------------|------------|
| A: 弱工具变量检验 | | |
| Cragg-Donald 统计值 | 96.269 | 96.269 |
| Stock = Yogo 临界值 | 16.38(10%) | 16.38(10%) |
| B: 第一阶段回归系数 | | |
| 系数 | -5.426 | -5.426 |
| T 值 | -2.61 | -2.61 |
| C: 其他统计量 | | |
| Shea's Partial $R^2 = 0.0277$ $F = 93.688$ $P = 0.000$ Durbin Wu-Hausmann 内生性检验 $\chi^2(2) = 10.57$ $P = 0.005$ | | |

2. 其他稳健性检验

本文进一步采用“营业收入/总资产”“应收账款/总资产”分别作为第一类、第二类代理成本的替代变量,进行稳健性检验,结果一致,限于篇幅在此并未列示。

六、进一步研究

上述研究从投资组合角度实证检验了机构投资者公司治理行为所发挥的“双刃剑”效应,即机构投资者既会加剧股东与经理层之间的第一类代理成本,亦能降低大股东与中小股东间的第二类代理成本。作为重要外部治理机制的机构投资者其治理行为在不同情境下的差异也受到学者普遍关注,但现有研究一般考察产权性质、经济环境等宏观因素对机构治理行为的影响,很少涉及直接引发两类代理成本的主体差异对其治理行为的作用。因此,为深入研究机构投资者的治理行为,本文在考察宏观因素(市场环境)差异性的同时,也对直接引发两类代理成本的主体(高管与控股股东)加以区分,以权变的观点从公司内外三个角度进一步研究不同情境下机构投资者的治理行为差异。

(一) 市场化水平与机构投资者治理行为

考虑到我国各地区市场环境的不同可能会导致机构投资者治理行为差异,本文进一步分析了不同市场化水平下机构投资者与两类代理成本的关系。一方面,机构投资者的治理作用与公司自身治理结构、融资约束等存在联系,而这些因素与市场化水平密切相关;另一方面,作为一种外部治理机制,市场本身也能够发挥一定治理作用^[10]。因此,作为两大外部监督机制的监督型机构投资者与市场化水平间既可能表现为互补效应,也可能表现为替代效应。

为此,本文参考樊纲等发布的各地区市场化指数,将样本划分为发达地区和欠发达地区两个子样本,其中若某地区市场化指数高于均值则赋值为1,否则赋值为0,检验不同市场化水平下机构投资者治理行为差异,结果如表6所示。监督型机构投资者与两类代理成本间的关系在不同地区间

表5 工具变量第二阶段回归结果

| | AC ₁ | AC ₂ |
|--------------------|----------------------|----------------------|
| III | 0.080* (1.70) | -0.023** (-2.47) |
| SIZE | -0.013*** (-9.52) | -0.00003 (-0.10) |
| AGE | 0.005*** (2.98) | 0.001*** (2.78) |
| LEV | -0.059*** (-5.53) | 0.014*** (7.28) |
| ROA | -0.212** (-5.81) | -0.008* (-1.82) |
| MSHARE | -0.011 (-1.12) | 0.005** (2.12) |
| TANG | -0.013* (-1.89) | -0.005*** (-2.93) |
| Constant | 0.381*** (10.88) | 0.020** (2.87) |
| YEAR | 控制 | 控制 |
| INDUSTRY | 控制 | 控制 |
| Adj-R ² | 0.204 | 0.107 |
| F | 26.26*** | 16.52*** |
| N | 3 321 | 3 321 |

注:同表2。

存在明显差异,即在欠发达地区中,监督型机构投资者会造成第一类代理成本的显著上升,但会对大股东进行积极治理,这可能是因为欠发达地区受市场环境、制度等因素制约,外部监督机制仍不完善,再加之监督型机构投资者选择与管理者合谋,大幅降低了管理者自利行为所承担的风险,进而导致第一类代理成本的提升。而监督型机构投资者会造成处于发达地区的公司第一类代理成本的上升,却不会有效防范大股东掏空产生的不利影响,即在发达地区中,监督型机构投资者虽更偏向于同管理者合谋抑制大股东的私利行为,但其监督效果却偏弱。机构投资者投资组合集中度与两类代理成本的关系仅在欠发达地区通过显著性检验,表现为与第一类代理成本正相关、与第二类代理成本负相关,说明机构投资者投资组合集中度与市场化程度表现为“互补效应”,机构投资者通过与管理层合谋获取内部信息,倾向于积极监督大股东,发挥“双刃剑”作用抑制公司第二类代理成本,进而保护中小股东的利益。

表 6 市场化水平与机构投资者治理行为实证检验

| Variables | AC ₁ | | | | AC ₂ | | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 欠发达地区 | | 发达地区 | | 欠发达地区 | | 发达地区 | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| IIH | 0.048*** (2.70) | | 0.028** (2.15) | | -0.007** (-2.19) | | -0.002 (-1.10) | |
| IIPC | | 0.010** (2.38) | | 0.001 (0.19) | | -0.004** (-2.20) | | -0.001 (-0.97) |
| SIZE | -0.016*** (-8.55) | -0.015*** (-7.98) | -0.011*** (-6.01) | -0.011*** (-5.79) | -0.001** (-2.04) | -0.001** (-2.43) | 0.001** (2.47) | 0.001** (2.08) |
| AGE | 0.002 (0.97) | 0.002 (0.73) | 0.006*** (3.38) | 0.005*** (3.18) | 0.002*** (4.11) | 0.002*** (4.37) | 0.001** (2.47) | 0.001** (2.61) |
| LEV | -0.045*** (-3.28) | -0.047*** (-3.34) | -0.073*** (-4.21) | -0.073*** (-4.20) | 0.015*** (4.68) | 0.016*** (4.72) | 0.015*** (7.60) | 0.015*** (7.60) |
| ROA | -0.193*** (-4.35) | -0.190*** (-4.32) | -0.235*** (-3.77) | -0.236* (-3.77) | 0.003 (0.52) | 0.003 (0.44) | -0.019*** (-2.86) | -0.019*** (-2.86) |
| MSHARE | -0.029* (-1.82) | -0.032** (-2.02) | -0.0002 (-0.02) | -0.003 (-0.35) | 0.011** (2.21) | 0.011** (2.35) | 0.007** (2.50) | 0.007** (2.66) |
| TANG | -0.032*** (-3.05) | -0.034*** (-3.12) | -0.006 (-0.91) | -0.006 (-0.90) | -0.012*** (-4.91) | -0.012*** (-4.82) | -0.003** (-2.47) | -0.003** (-2.45) |
| Constant | 0.458*** (11.12) | 0.447*** (10.27) | 0.310*** (6.79) | 0.318*** (6.41) | 0.033*** (4.03) | 0.040*** (4.25) | 0.008 (0.88) | 0.012 (1.06) |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| INDUSTRY | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R ² | 0.242 | 0.238 | 0.190 | 0.189 | 0.083 | 0.085 | 0.206 | 0.206 |
| F | 15.75*** | 15.14*** | 26.76*** | 27.61*** | 8.05*** | 6.70*** | 15.26*** | 15.22*** |
| N | 1 633 | 1 633 | 1 688 | 1 688 | 1 633 | 1 633 | 1 688 | 1 688 |

注:同表 2。

(二) 高管控制权与机构投资者治理行为

监督型机构投资者偏好选择与管理层“合谋”来获取更多公司内部信息,以减少信息不对称并维护自身利益,同时积极扮演“中小股东代言人”角色,但二者的合谋行为也会降低机构投资者对高管自利行为的监督。研究表明:强权高管更可能在监督机制相对较弱时实施激进的避税策略^[31],加剧公司的代理问题。基于代理理论,管理层代理成本取决于公司治理机制中控制权的分配,那么在

不同公司中,机构投资者与两类代理成本,尤其是第一类代理成本的关系是否会受到高管控制权水平的影响?

借鉴 Chikh 和 Filbien^[32]、代彬等^[31]的研究,本文将 CEO 作为高管代表,首先从管理层结构、CEO 影响力、专家权力及声誉权力四个方面,借助是否兼任董事长、是否兼任内部董事、是否持有公司股份、是否为高学历、是否为高职称、是否具备政治关联、是否在其他公司任职 7 个指标刻画高管控制权水平;其次进行赋值,若符合指标要求则赋值为 1,否则赋值为 0;再次将所有指标得分进行加总,得到 CEO 权力综合指标;最后根据综合指标的均值将样本划分为强权高管与弱权高管两个子样本进行检验,相关数据均根据 CSMAR 数据库经由手工整理所得。具体回归结果见表 7,发现与弱权高管相比,强权高管的存在会显著增加公司第一类代理成本,结合表 3 第(1)列结果,说明强权高管更容易借助个人权力优势,在与机构投资者合谋使其约束力下降的情境下,做出更多机会主义行为导致第一类代理成本上升。但这种合谋行为也会促使机构投资者积极监督大股东,降低信息不对称水平,避免大股东掏空行为,降低第二类代理成本,这一结果也通过列(5)的回归结果得到验证。此外,表 7 中机构投资者投资组合集中度与两类代理成本间的回归系数也仅在强权组通过了显著性检验,进一步支持了机构投资者会选择与拥有较大权力的管理者合谋,通过获取更多内部信息对大股东实行有效监督的结论。

表 7 高管控制权与机构投资者治理行为实证检验

| Variables | AC ₁ | | | | AC ₂ | | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|--------------------|
| | 强权高管 | | 弱权高管 | | 强权高管 | | 弱权高管 | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| IIH | 0.062*** (3.11) | | 0.013 (1.49) | | -0.007*** (-2.88) | | -0.001 (-0.33) | |
| IIPC | | 0.009* (1.80) | | 0.005 (1.22) | | -0.004*** (-2.78) | | -0.001 (-0.57) |
| SIZE | -0.015*** (-6.33) | -0.014*** (-6.19) | -0.013*** (-10.05) | -0.013*** (-9.04) | 0.0003 (1.03) | 0.0001 (0.38) | -0.0002 (-0.76) | -0.0003 (-0.81) |
| AGE | 0.009*** (3.60) | 0.008*** (3.41) | 0.0001 (-0.05) | -0.0001 (-0.07) | 0.001*** (-3.42) | 0.001*** (3.77) | 0.001*** (3.52) | 0.001*** (3.61) |
| LEV | -0.091*** (-4.89) | -0.094*** (-4.89) | -0.033*** (-3.33) | -0.033*** (-3.32) | 0.015*** (7.05) | 0.016*** (7.30) | 0.013*** (4.41) | 0.014*** (4.27) |
| ROA | -0.319*** (-4.22) | -0.318*** (-4.19) | -0.144*** (-4.79) | -0.143*** (-4.80) | -0.003 (-0.38) | -0.003 (-0.43) | -0.012* (-1.88) | -0.012* (-1.88) |
| MSHARE | -0.010 (-0.75) | -0.016 (-1.23) | -0.034*** (-2.88) | -0.036*** (-3.02) | 0.008** (2.42) | 0.008*** (2.78) | 0.005 (1.58) | 0.005 (1.64) |
| TANG | -0.030* (-1.88) | -0.030* (-1.88) | -0.004 (-1.26) | -0.004 (-1.27) | -0.008*** (-3.70) | -0.008*** (-3.79) | -0.004* (-1.94) | -0.004* (-1.93) |
| Constant | 0.430*** (7.59) | 0.430*** (7.43) | 0.378*** (13.84) | 0.371*** (11.82) | 0.009 (1.03) | 0.016* (1.78) | 0.022*** (2.82) | 0.025** (2.48) |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| INDUSTRY | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R ² | 0.202 | 0.197 | 0.315 | 0.315 | 0.172 | 0.174 | 0.089 | 0.089 |
| F | 15.87*** | 18.38*** | 23.93*** | 24.14*** | 11.54*** | 11.68** | 10.90*** | 10.85*** |
| N | 1 637 | 1 637 | 1 684 | 1 684 | 1 637 | 1 637 | 1 684 | 1 684 |

注:同表 2。

(三) 控股股东两权分离与机构投资者治理行为

在我国上市公司内部普遍存在控股股东的背景下,大股东对中小股东实施利益侵占导致的第二类代理冲突尤为明显。现有研究也通过划分控股股东、董事会的不同主导功能对该问题的原因展开了深入探讨^[33-35],认为控股股东“掏空”或“支持”行为的根本原因在于现金流权与控制权的分离^[36],并且掏空行为的发生来源于控股股东拥有的信息优势。因此,既然监督型机构投资者可以降低公司的信息不对称程度,那么在不同两权分离程度的公司中,机构投资者对第二类代理成本的抑制作用是否存在差异呢?基于此,本文借助CSMAR数据库中控股股东两权分离度数据,将样本划分为支持型控股股东(不存在两权分离)与掏空型控股股东(存在两权分离)两个子样本进行检验。

由表8列(1)—(4)可知,仅在“支持”样本中,机构投资者投资组合权重与投资组合集中度与第一类代理成本显著正相关,这说明控股股东的“支持”行为会助长机构投资者与高管“合谋”,加剧公司内部第一类代理问题;而列(5)—(8)则表明,只有当大股东不存在两权分离时,机构投资者才会显著降低第二类代理成本。原因可能在于:虽然监督型机构投资者希望通过积极参与公司治理有效监督大股东掏空行为,但却无法弥补因其在持股比例上与大股东之间的差距导致话语权偏弱的现状,无法有效降低公司第二类代理成本。

表8 控股股东两权分离与机构投资者治理行为实证检验

| Variables | AC ₁ | | | | AC ₂ | | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| | 支持型控股股东 | | 掏空型控股股东 | | 支持型控股股东 | | 掏空型控股股东 | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| IH | 0.045*** (3.14) | | 0.030 (1.64) | | -0.005** (-2.38) | | -0.002 (-0.59) | |
| IIPC | | 0.008* (1.84) | | 0.004 (0.94) | | -0.003* (-1.79) | | -0.002 (-1.23) |
| SIZE | -0.014*** (-7.71) | -0.014*** (-7.32) | -0.013*** (-6.50) | -0.013*** (-6.37) | 0.0004 (1.21) | 0.0004 (-0.70) | -0.004 (-1.11) | -0.001 (-3.87) |
| AGE | 0.001 (0.57) | 0.0004 (0.21) | 0.008*** (2.83) | 0.007*** (2.84) | 0.001*** (3.41) | 0.001*** (3.57) | 0.001*** (3.44) | 0.001*** (3.58) |
| LEV | -0.059*** (-3.51) | -0.059*** (-3.45) | -0.063*** (-4.74) | -0.064*** (-4.71) | 0.015*** (7.81) | 0.015 (-0.76) | 0.015*** (4.22) | 0.015*** (4.30) |
| ROA | -0.268*** (-4.19) | -0.264*** (-4.15) | -0.164*** (-4.23) | -0.165*** (-1.84) | -0.004 (-0.64) | -0.028 (-0.81) | -0.010 (-1.54) | -0.010 (-1.53) |
| MSHARE | -0.018* (-1.68) | -0.023** (-2.21) | -0.017 (-1.03) | -0.018 (-1.09) | 0.009*** (3.04) | 0.010*** (3.29) | 0.002 (0.57) | 0.002 (0.63) |
| TANG | -0.011 (-1.39) | -0.012 (-1.43) | -0.017 (-1.62) | -0.017 (-1.59) | -0.003** (-2.45) | -0.003** (-2.42) | -0.010*** (-4.46) | -0.010*** (-4.48) |
| Constant | 0.393*** (8.75) | 0.388*** (8.25) | 0.400*** (9.40) | 0.402*** (9.06) | 0.010 (1.09) | 0.015 (1.53) | 0.023*** (3.10) | 0.027*** (2.92) |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| INDUSTRY | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj-R ² | 0.220 | 0.215 | 0.190 | 0.189 | 0.182 | 0.183 | 0.087 | 0.088 |
| F | 29.23*** | 28.83*** | 12.99*** | 13.91*** | 15.34*** | 15.53*** | 7.54*** | 7.46*** |
| N | 1754 | 1754 | 1567 | 1567 | 1754 | 1754 | 1567 | 1567 |

注:同表2。

七、结论与启示

机构投资者作为独立于管理层与股东之外的第三方力量,在提高公司治理水平方面一直被国内外学者和政府监管部门寄予厚望。针对目前公司治理领域存在的有关机构投资者治理行为的争论,本文从投资组合视角出发,以2013—2017年我国A股上市公司为样本,通过定义监督型机构投资者,实证分析了机构投资者投资组合权重与投资组合集中度对公司两类代理成本的影响。研究表明:(1)对公司而言,监督型机构投资者发挥“双刃剑”效应,在平抑大股东与中小股东间的第二类代理成本的同时,却以第一类代理成本的提升为代价。(2)对机构投资者而言,基于有限注意理论,其往往会对投资组合中集中度相对较高的某家或某几家公司的治理过程施加有效影响,尽管目前机构持股水平在证监会部分取消“双10%”限制后不断提升,但与大股东相比,其在所投资公司中的话语权仍旧偏弱,并表现为在加剧管理层代理成本的同时缓解第二类代理问题。(3)进一步从外部市场环境、内部高管、控股股东三个方面区分不同情境下机构投资者的治理效应,发现在欠发达地区机构投资者投资组合集中度与市场化程度能够共同抑制公司第二类代理成本;而在不同高管控制权与控股股东两权分离水平下,监督型机构投资者对两类代理成本的影响存在差异,即在存在强权高管的公司中,机构投资者更偏好与管理层合谋增加第一类代理成本;而在控股股东不存在两权分离的公司中,监督型机构投资者更能发挥监督作用缓解第二类代理问题。上述研究结论从投资组合角度出发,以权变的观点回答了公司治理领域的焦点问题——机构投资者究竟发挥何种作用,有助于正确认识和加深理解机构投资者的治理行为与效果。

根据本文的研究结论可知:(1)上市公司要权变地认识到监督型机构投资者在对缓解内部大小股东之间的利益冲突具有积极意义的同时,也会在一定程度上恶化股东与经理层之间的代理问题,并且强权高管和支持型控股股东的存在会加剧这一不利影响。因此对上市公司而言,一方面,不仅要从小股东持股数量出发衡量机构投资者对企业的重要程度,也要进一步从投资组合视角关注机构投资者集中度所反映的治理能力大小,通过引入监督型机构投资者,借助其监督治理能力提升公司治理水平,最终促进公司的高质量发展;另一方面,要发挥监督型机构投资者对减缓股东利益冲突及保护中小股东方面的积极治理作用,并通过合理分配公司内部高管权力强弱程度防范其与经理层利益合谋行为,进而最大程度地降低公司代理成本。(2)机构投资者要把握中国资本市场部分取消“双10%”限制后所带来的发展机遇,在逐步提高在所投资公司中的话语权的同时,适当集中投资,将有限的资源和时间进行合理分配,通过积极参与公司治理赢得更高收益。因此对于机构投资者而言,一方面要真正凭借自身实力而非与管理层合谋等非常规手段减少信息不对称程度,积极参与公司治理;另一方面要充分理解投资组合集中度对防范大股东掏空行为的积极作用,适度提高投资组合的集中度水平来保障自身权益,提高投资效率。(3)证监会等监管部门要运用权变的观点充分认识异质机构投资者的治理行为,转变对机构投资者的引导与监管模式,实现从机构投资者持股数量监管到投资组合集中度监管模式的创新。因此,对于证监会等部门而言,一方面要权变地看待处于不同情境下的上市公司与机构投资者,尤其要关注机构投资者和不同地区市场化水平间的关系;另一方面,要从投资组合视角重新审视机构投资者,通过创新监管模式并制定相应制度

文件对异质机构投资者进行更有针对性的引导,鼓励机构投资者在分散风险的同时适当集中投资,进而有效发挥机构投资者这一外部治理机制的积极治理效应,使其扮演好“中小股东代言人”的角色进而保护中小股东的利益。

参考文献:

- [1] POUND J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 237-265.
- [2] 刘行. 政府干预的新度量: 基于最终控制人投资组合的视角[J]. *金融研究*, 2016(9): 145-160.
- [3] FICH E M, HARTFORD J, TRAN A L. Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118(1): 21-48.
- [4] 李青原, 时梦雪. 监督型基金与盈余质量: 来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2018(1): 172-181.
- [5] BABEAU A, BERLE A A, MEANS G C, et al. The modern corporation and private property[J]. *Revue Économique*, 1969, 20(6): 1042.
- [6] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [7] 刘慧龙, 齐云飞, 王成方. 金字塔集团不同层级公司成本粘性差异及其成因的实证分析[J]. *会计研究*, 2017(7): 82-88, 97.
- [8] 袁振超, 岳衡, 谈文峰. 代理成本、所有权性质与业绩预告精确度[J]. *南开管理评论*, 2014(3): 49-61.
- [9] 朱春艳, 伍利娜, 田利辉. 代理成本、弹性信息披露对审计收费的影响[J]. *会计研究*, 2017(7): 89-95, 97.
- [10] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用: 双重代理成本视角[J]. *金融研究*, 2012(10): 153-166.
- [11] 严若森, 叶云龙. 证券分析师跟踪与企业双重代理成本: 基于中国 A 股上市公司的经验证据[J]. *中国软科学*, 2017(10): 173-183.
- [12] 罗进辉, 黄泽悦, 朱军. 独立董事地理距离对公司代理成本的影响[J]. *中国工业经济*, 2017(8): 100-119.
- [13] 王满四, 徐朝辉. 银行债权治理与公司内部治理间的互动效应研究: 基于管理层代理成本的实证分析[J]. *中国软科学*, 2017(12): 100-115.
- [14] 徐细雄, 郭仙芝. 地区官员腐败与企业代理成本: 基于中国上市公司的实证研究[J]. *重庆大学学报(社会科学版)*, 2017(3): 1-10.
- [15] 李越冬, 严青. 机构持股、终极产权与内部控制缺陷[J]. *会计研究*, 2017(5): 85-91, 99.
- [16] 唐松莲, 林圣越, 高亮亮. 机构投资者持股情景、自由现金与投资效率[J]. *管理评论*, 2015(1): 24-35.
- [17] 宁青青, 杨宝. 机构持股、管理层权力寻租与公司分红决策[J]. *重庆大学学报(社会科学版)*, 2017(4): 46-55.
- [18] 王垒, 曲晶, 刘新民. 选择偏好与介入治理: 异质机构投资者持股与双重股利政策的相互影响[J]. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2018(11): 64-78.
- [19] 王谨乐, 史永东. 机构投资者、高管变更与股价波动[J]. *管理科学学报*, 2018(7): 113-126.
- [20] 吕景胜, 邓汉. 全流通条件下上市公司股权治理结构对代理成本的影响研究: 基于 2009 年中小板制造类上市公司的经验数据分析[J]. *中国软科学*, 2010(11): 136-143.
- [21] EKHOLM A, MAURY B. Portfolio concentration and firm performance[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(4): 903-931.
- [22] 汪玉兰, 易朝辉. 投资组合的权重重要吗: 基于机构投资者对盈余管理治理效应的实证研究[J]. *会计研究*, 2017(5): 55-61, 99.

- [23] WARD C W R, YIN C, ZENG Y Q. Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48:49-75. DOI:10.2139/ssrn.3061155.
- [24] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. *管理评论*, 2013(3):48-59.
- [25] BURKART M, GROMB D, PANUNZI F. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(3):693-728.
- [26] ANG J S, COLE R A, LIN J W. Agency costs and ownership structure[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1):81-106.
- [27] 王明琳, 徐萌娜, 王河森. 利他行为能够降低代理成本吗: 基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究[J]. *经济研究*, 2014(3):144-157.
- [28] 苏玲. 债权人监督与控股股东代理成本[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2015(1):49-59.
- [29] 陈志军, 赵月皎, 刘洋. 不同制衡股东类型下股权制衡与研发投入: 基于双重代理成本视角的分析[J]. *经济管理*, 2016(3):57-66.
- [30] 马连福, 杜博. 股东网络对控股股东私利行为的影响研究[J]. *管理学报*, 2019(5):665-675, 764.
- [31] 代彬, 彭程, 刘星. 高管控制权、审计监督与激进避税行为[J]. *经济管理*, 2016(3):67-79.
- [32] CHIKH S, FILBIEN J Y. Acquisitions and CEO power: Evidence from French networks[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(5):1221-1236.
- [33] 王垒, 刘新民, 吴士健, 等. 创业企业 IPO 后所有权类型集中度、董事会主导功能与多元化战略选择[J]. *南开管理评论*, 2018(3):103-115.
- [34] 薛有志, 刘鑫. 所有权性质、现金流权与控制权分离和公司风险承担: 基于第二层代理问题的视角[J]. *山西财经大学学报*, 2014(2):93-103.
- [35] 王亮亮. 控股股东“掏空”与“支持”: 企业所得税的影响[J]. *金融研究*, 2018(2):172-189.
- [36] CLAESSENS S, DJANKOV S, LANG L H P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2):81-112.

Analysis on the governance behavior of institutional investors from the perspective of portfolio: A viewpoint of contingency

WANG Lei¹, SHA Yifan², Qu Jing²

(1. School of Economics, Ocean University of China, Qingdao 266100, P. R. China;

2. College of Economics and Management, Shandong University of Science and Technology, Qingdao 266590, P. R. China)

Abstract: As another party other than management and shareholders, institutional investors have been highly expected from scholars at home and abroad and government regulators to improve the level of corporate governance. However, existing studies on the institutional investors' governance roles have formulated three arguments in corporate governance, including valid supervision, invalid supervision and strategic conspiracy. In order to answer what roles institutional investor would play in corporate governance, this study takes two types of agency costs as the starting point, re-examines the governance behavior of institutional investors from the perspective of portfolio, and explains the contingency viewpoint of their participation in governance behavior under the different internal and external situations. Based on principal-agent theory and limited attention

theory, this article takes A-listed publicly firms in Shanghai and Shenzhen markets over the period from 2013 to 2017 as example. By defining motivated monitoring institutional investors, from the two dimensions of portfolio weight and portfolio concentration, we explore the impact of institutional investors on the two types of agency costs by applying the fixed effect regression model. The empirical results are robust to alternative IV approach. In addition, combined with different situations inside and outside the company, we further dialectically analyze the differences of governance behavior of institutional investors with the help of the sub-sample regressions. The results display that: as a mode of investment behavior to spread risk, investment portfolio have double-edged sword effects for institutional investors in corporate governance. It means that monitoring institutional investors and portfolio concentration reduce the agency problems between large shareholders and minority shareholders, but improve principal – agency cost. Furthermore, the institutional investor’s governance role is distinct considering external market environment, internal executives and controlling shareholders. To be more specific, the phenomenon, which the principal–agency cost is intensified by institutional investors who are in companies with underdeveloped regions or powerful executives, is more obvious. While the restraining effect of institutional investors on the agency problems will be strengthened when supportive controlling shareholders exist in the company. Using the view of contingency, the above-mentioned research has realized a creatively change from the focusing on the “number of shares” of institutional investors to “portfolio concentration”. It not only enriches research perspective of institutional investors, but also supports the rationality of the governance behavior of institutional investors from contingency view. Our findings can help firm to carry out management innovation by introducing motivated monitoring institutional investors, which improve its governance level to achieve high-quality development. At the same time, conclusions could offer reference for CSRC to innovate the regulatory model, fully understand the governance behavior of institutional investors, and formulate relevant documents to guide heterogeneous institutional investors.

Key words: motivated monitoring institutional investors; portfolio concentration; two types of agency costs; governance behavior; viewpoint of contingency

(责任编辑 傅旭东)