

真实环境下机构投资者持股与 公司透明度研究^{*} ——基于遗漏变量与互为因果的 内生性检验分析视角

叶建芳¹, 李丹蒙¹, 丁 琼²

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433;

2. 上海汽车集团股份有限公司财务部, 上海 200041)

摘 要:文章旨在考察真实环境下机构投资者持股对上市公司信息透明度的影响。在理论分析的基础上,文章采集了深圳证券交易所2004—2006年共1 482个样本上市公司的观测值,以深交所的信息披露考评结果代表公司的信息透明度进行实证检验,分别采用Ordered Probit模型与Probit模型、两阶段回归以及联立方程等方法,考察了机构投资者与上市公司信息披露之间的关系。实证结果证实了机构投资者的持股能够积极作用于上市公司信息透明度,在控制了由“遗漏变量”引起的内生性问题和由“互为因果”引起的内生性问题之后,文章的结论仍然成立,进而完成了“真实性”探索的基本过程及其目的。

关键词:机构投资者持股;公司透明度;内生性;真实环境

中图分类号:F230 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)01-0049-12

一、引 言

资本市场在本质上是一个信息市场,投资者依据信息评估与经过修正的风险和收益对比进行投资决策,相应地,资本随着相关信息而流动。为使有限的资源流向生产能力高的企业,实现资本市场有效的资源配置,充分的公司信息透明度是关键。信息不对称使投资者面临逆向选择和道德风险,真实、充分、及时的信息披露可以提高上市公司信息透明度,弥补投资者的信息弱势地位,是防止内幕交易和证券欺诈行为、保护投资者利益的重要机制,同时也是资本市场实现效率与公平的关键。

迄今为止,很多文献从信息理论、股权性质、制度环境等角度研究了公司

收稿日期:2008-08-20

作者简介:叶建芳(1966—),女,浙江武义人,上海财经大学会计学院副教授;

李丹蒙(1980—),男,河北石家庄人,上海财经大学会计学院博士研究生;

丁 琼(1983—),女,湖南株洲人,上海汽车集团股份有限公司财务部,硕士。

透明度的各种影响因素(Bushman等,2004;高雷和宋顺林,2007;张程睿,2008),其中,机构投资者作为一种重要的公司治理机制,其对公司信息披露和透明度的影响成为研究的焦点之一。El-Gazzar(1998)发现,机构投资者会带来较高的自愿披露水平,但是Schadewiz等(1998)的研究却认为机构投资者会降低公司自愿披露水平(通过与管理层的合谋)。从国内研究成果来看,崔学刚(2004)通过分析我国上市公司的公司治理因素与公司透明度之间的关系后发现,前十大股东中拥有机构投资者的公司具有较高的公司透明度。程书强(2006)的研究发现,机构投资者持股有助于改善会计盈余的质量:机构投资者持股公司的会计盈余质量显著高于其他公司,并且会计盈余的质量随着机构投资者持股比例的增加而提高。

1999年我国监管机构提出“超常规发展机构投资者”的决断,为我国证券市场的发展指明了方向,我国机构投资者从此得到迅速的发展,这为我们研究机构投资者提供了基础。2004年初发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》也指出,希望通过机构投资者的介入改善我国股票市场的投资者结构,进一步推动上市公司的发展。截至2006年底,机构投资者入市规模已占A股流通市值的30%左右,占沪深300成分股流通市值的47%左右。尤其是在过去一年,证券投资基金创造了巨额的收益,极大地点燃了投资者的热情,壮大了投资者队伍,不断创出新的基金规模。

然而,2000年《财经》杂志披露的“基金黑幕”暴露了我国机构投资者特别是证券投资基金的机会主义倾向,肖星和王琨(2005)也发现证券投资基金存在着投机行为。傅勇和谭松涛(2008)考察了股权分置改革过程中机构投资者与非流通股股东之间的合谋行为,合谋的结果使得非流通股股东得以支付一个较低的对价水平,而机构投资者则通过内幕交易获得额外收益。可见,中国的机构投资者到底能否提高上市公司的信息透明度需要做进一步的经验检验。鉴于机构投资者在公司治理中的关键性作用,有必要对该问题进行全面、系统的归纳和梳理。本文旨在分析机构投资者持股与公司信息透明度之间的关系,这将有助于进一步完善我国上市公司信息透明度的研究。本文剩余部分安排如下:第二部分提出本文的研究假说,第三部分是本文的研究设计,第四部分报告了实证检验的结果,最后对全文进行总结。

二、研究假说

Healy和Palepu(2001)对资本市场中的信息披露文献进行了重要且具有启示意义的回顾和总结,这里我们借鉴Healy和Palepu(2001)的分析框架讨论机构投资者与公司信息透明度的关系。在一个完美和无摩擦的“理想”资本市场中,资源的最优配置可以无成本的实现,并不需要信息和金融中介。真实环境中的信息不对称以及由此产生的代理问题使得投资者面临着“逆向选择”与

“道德风险”，从而阻碍了资本市场中资源的有效配置。以机构投资者为代表的金融中介通过减少信息不对称和降低代理成本来提高公司信息透明度，进而维持资本市场的有效运作。

一方面，机构投资者的自身特征和行为模式可以有效地减少投资者与上市公司之间的信息不对称。Lev(1988)指出，“规模经济”对于信息价值具有重要影响。当投资小于一定规模时，获取和处理信息并没有足够的回报，当投资大于一定规模时，获得更多的信息就能够受益。机构投资者由于资金雄厚可以在获取信息过程中充分享有“规模经济”，导致获取信息的单位成本下降。机构投资者往往雇佣专业的财务分析师对上市公司的各种信息进行加工处理，挖掘出具有投资价值的信息。同时，由于持有的股份较多，机构投资者在上市公司中具有很大的话语权，可以获得董事会中的席位，进而直接干预公司信息的生成和传播过程，增强信息流动。

另一方面，机构投资者在公司治理中的监督作用会抑制来自控股股东或管理层的代理问题，提高上市公司的信息披露水平。由于代理问题的存在，控股股东或管理层可能会利用自己的私人信息侵犯中小股东的利益。机构投资者的信托责任使其有义务监督持股公司、防止价值损失并最大化投资回报。为了更好地履行这种信托责任，机构投资者有动机促使持股公司提高信息透明度。由于机构投资者资金充足，能够承担参与公司治理的成本，可以有效地解决小股东的“搭便车”行为，化解“集体行动”的困境。作为公司的股东，机构投资者利用其所持股份的投票权，通过推荐董事、委托投票权征集、股东提案和集体诉讼等方式直接参与上市公司的治理，抑制控股股东或管理层对中小股东利益的侵占，在这个过程中，监督功能的发挥需要充分的信息来源，当企业中的机构投资者所有权足够大时，他们的监督活动将对控股股东或管理层提供不真实的财务报告形成制约。我国上市公司长期以来具有“股权分置”和“一股独大”的特点，占有流通股较高比例的机构投资者在公司治理和提高信息透明度方面扮演的角色将更加重要。因此，我们得出本文的研究假说：机构投资者持股对于上市公司信息透明度有显著为正的作用。

三、研究设计

本文选择的机构投资者持股数据来自 Wind 咨询金融终端，由于 Wind 从 2004 年起开始详细披露机构投资者的持股比例和持股数量，因此我们将样本期间定义为 2004—2006 年。Wind 咨询终端在 2005 年开始才有详细的季度和半年度机构投资者数据，考虑到统计口径的一致性，在本文中我们一律采用年末机构投资者的持股比例。

对于公司信息透明度的衡量，我们采用了深圳证券交易所的信息披露考评结果。目前国内已有的大多数研究公司信息披露和透明度的文献都使用了

这一指标,比如张程睿(2008)和高雷、宋顺林(2007)等。考核结果分为优秀、良好、及格、不及格四个等级,各年的考核结果都可以从深交所的网站得到。我们以考评等级作为上市公司信息透明度的衡量标准。样本公司的基本信息、财务资料和公司治理数据都来自 CSMAR 数据库。

由于被解释变量为典型的受限因变量,我们采用 Ordered Probit 模型来研究机构投资者对于公司信息透明度的影响。Ordered Probit 模型假设变量的残差服从正态分布,具体的回归方程如 1 式所示,为了简便起见,我们省略了模型中的时间和个体下标。

$$\begin{aligned} \text{SCORE1} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{INST/NUMINST} + \alpha_2 \text{INDEX} + \alpha_3 \text{BIGOWN} + \alpha_4 \text{STATE} \\ & + \alpha_5 \text{SIZE} + \alpha_6 \text{LEVERAGE} + \alpha_7 \text{ROA} + \alpha_8 \text{AGE} + \alpha_9 \text{GROWTH} \\ & + \alpha_{10} \text{IFHOLD} + \alpha_{11} \text{BIG4} + \alpha_{12} \text{CROSSLIST} + \alpha_{13} \text{LIQUID} \\ & + \alpha_{14} \text{INDEP} + \text{YearDummy} + \text{IndustryDummy} + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

SCORE1 是因变量,代表公司信息透明度,取值为 1、2、3、4,代表信息考评结果分别为“不及格”、“及格”、“良好”和“优秀”。在我们的研究样本中,考评结果为“良好”和“及格”的上市公司占据了全部样本的主要部分,为了使我们的检验结果更加稳健,我们同时定义了 SCORE2 作为因变量,将考评结果为“优秀”和“良好”的公司信息透明度取值为 1,考评结果为“及格”和“不及格”的公司信息透明度取值为 0。我们使用二元 Probit 模型进行回归检验,Probit 模型中所有的自变量和控制变量与 Ordered Probit 模型完全一致。

INST 和 NUMINST 为本文关注的主要自变量,INST 代表年末机构投资者持股数量占上市公司流通股数量的比例,^① NUMINST 代表年末投资于上市公司的机构投资者的数目。根据前文的研究假说,我们预计 INST 和 NUMINST 的回归系数为正。

在控制变量方面,张程睿(2008)和高雷、宋顺林(2007)系统地研究了中国上市公司信息透明度的影响因素,我们对控制变量的选取参考了其研究成果。

首先,我们控制宏观制度环境对公司信息透明度的影响。INDEX 表示样本上市公司所处地区的市场化进程水平,樊纲、王小鲁和朱恒鹏主编的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告》提供了 2001—2005 年各省份的市场化进程指数,考虑到本文的样本期间为 2004—2006 年,我们使用 2005 年的数据来代表 2006 年的市场化程度。在本文中我们选取的是反映市场化进程的综合指数,一个地区的市场化水平越高,政府的干预相对越低,法治水平则往往较高,因而我们预期市场化水平和公司透明度显著正相关。

根据张程睿(2008)以及高雷、宋顺林(2007)的研究,公司治理机制对中国上市公司的信息透明度有重要影响,所以我们控制了第一大股东的持股比例(BIGOWN)、上市公司是否为国有控股(STATE)、高管人员是否持股(IFHOLD)、是否由国际“四大”会计事务所来审计(BIG4)、是否同时发行 B 股

或 H 股(CROSSLIST)以及独立董事的比例(INDEP)。

最后,我们在回归模型中控制了样本公司的基本特征,比如公司规模(SIZE)、公司的负债率(LEVERAGE)、公司的盈利水平(ROA)、公司的年龄(AGE)和主营收入增长率(GROWTH)、流通股占总股本的比例(LIQUID)以及年度和行业固定效应。

四、实证检验结果

1. 描述性统计

在表 1 中,我们提供了所有变量的描述性统计。我们发现,机构投资者作为一个整体,持股比例平均达到了上市公司流通股比例的 9%左右,对于那些流通股比例较高的上市公司,机构投资者持股比例最高可以达到 66%。平均来看,每家样本公司的流通股股东中,机构投资者可以高达 7—8 家,中位数也达到了 3 家。这些数据都表明,机构投资者在我国上市公司的流通股中已经占据了颇具影响力的地位,有能力干预上市公司的公司治理和信息披露。从信息透明度的数据来看,平均的考评结果赋值达到了 2.688,中位数则达到了 3,说明在 2004—2006 年的样本期间,样本公司的信息透明度渐趋良好,如果以二分变量来考察,超过 65%的样本公司信息披露评价为“优秀”或“良好”。^②

表 1 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	最小值	25% 分位数	75% 分位数	最大值
INST(%)	1482	8.855	1.280	0.000	0.012	10.577	66.695
NUMINST	1482	7.840	3.000	0.000	1.000	8.000	77.000
SCORE1	1482	2.688	3.000	1.000	2.000	3.000	4.000
SCORE2	1482	0.653	1.000	0.000	0.000	1.000	1.000
INDEX	1482	7.480	7.295	1.550	6.400	10.310	11.480
BIGOWN(%)	1482	37.541	33.605	8.120	25.360	50.150	84.980
STATE	1482	0.654	1.000	0.000	0.000	1.000	1.000
SIZE	1482	21.164	21.108	18.776	20.465	21.843	23.813
LEVERAGE(%)	1482	58.871	54.633	6.908	40.064	65.836	336.178
ROA(%)	1482	0.643	2.095	-67.451	-0.357	5.343	20.880
AGE	1482	8.050	8.000	1.000	6.000	10.000	14.000
GROWTH(%)	1482	20.222	13.174	-87.088	-1.349	33.338	318.392
IFHOLD	1482	0.351	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
BIG4	1482	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
CROSSLIST	1482	0.097	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
LIQUID(%)	1482	45.119	43.257	19.048	35.478	54.489	78.153
INDEP(%)	1482	34.981	33.333	16.667	33.333	36.364	60.000

2. 回归分析

在回归分析中,为了控制极端值的影响,我们对所有的自变量在 1%的水平上进行了 winsorize 处理,因为我们的样本全部来自深交所上市公司,其中广东省的上市公司占据了相当的比例,为了控制来自同一省份的上市公司具有的相关性,我们使用了聚类分析方法调整回归的标准差得到一致性估计。

为了节省篇幅,我们列示了使用逐步回归方法得到的回归结果。从表2中我们发现,无论是使用 Ordered Probit 模型还是 Probit 模型,机构投资者的持股比例(模型1、模型3)和机构投资者数目(模型2、模型4)都对信息透明度有显著为正的作用,考虑到 Ordered Probit 模型如果进行概率分析比较复杂,需要设定多个对应的概率预测。我们使用 Probit 模型计算了边际效应,当机构投资者在流通股中的持股比例每增加1个百分点,公司信息透明度从较差的“不及格”和“及格”变为“良好”、“优秀”的概率可以增加0.5%,^③考虑到评级结果为“优秀”和“良好”的公司占全部样本的65%以上,这一结果显然具有经济意义上的显著性。各地区的市场化水平与公司信息透明度正相关,至少在10%的水平上显著。控制变量方面,规模较大、盈利水平较高和收入增长较高的上市公司,信息透明度显著更高。年龄较轻的上市公司有强烈的融资需求,因而信息披露水平更高。高管人员持有上市公司的股票时,上市公司的信息透明度显著更高,这种关系在1%的水平上显著。

表2 机构投资者持股与公司透明度

变量	符号预测	SCORE1(Ordered Probit)		SCORE2 (Probit)	
		模型1	模型2	模型3	模型4
INST	+	0.0165*** (0.000)		0.0150*** (0.000)	
NUMINST	+		0.0168*** (0.000)		0.0161*** (0.005)
INDEX	+	0.0575** (0.011)	0.0612*** (0.007)	0.0455* (0.062)	0.0578** (0.038)
BIGOWN	-	0.0052*** (0.004)	0.0050*** (0.008)	0.0074*** (0.002)	0.0046* (0.071)
SIZE	+	0.1186** (0.018)	0.0925* (0.061)	0.1350** (0.015)	0.1044* (0.052)
ROA	+	0.0347*** (0.000)	0.0360*** (0.000)	0.0347*** (0.000)	0.0344*** (0.000)
AGE	?	-0.0367* (0.052)	-0.0455** (0.014)	不显著	-0.0382* (0.071)
GROWTH	+	0.0008** (0.039)	0.0009** (0.040)	0.0010* (0.062)	0.0010** (0.046)
IFHOLD	+	0.2680*** (0.000)	0.2770*** (0.000)	0.3172*** (0.000)	0.3495*** (0.000)
其他控制变量		不显著	不显著	不显著	不显著
行业		控制	控制	控制	控制
年度		控制	控制	控制	控制
样本		1 482	1 482	1 482	1 482
Pesudo R ²		0.1477	0.1441	0.1657	0.1680
Prob>chi ²		0.0000	0.0000	—	—

注:为了节省篇幅,这里的列示省略了截距项。*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著,下同。

Healy 和 Palepu(2001)在关于信息披露文献的回顾与评述中指出,可能存在的内生性问题是信息披露研究结果中最严重的局限之处。具体到本文的研究,我们认为内生性问题同样可能存在,因此我们在本文中试图对内生性问题进行处理。

根据经典的计量经济分析(伍德里奇,2007),内生性问题是指在回归检验中,自变量和回归残差的协方差不为 0,其可能的表现形式主要有三种:遗漏变量(Omitted Variable),测量误差(Measurement Error)以及互为因果(Simultaneous Causality)。考虑到本文的研究对象,我们重点分析遗漏变量和互为因果两种可能的内生性问题。

首先,我们来分析遗漏变量导致的内生性。遗漏变量问题是指在回归中,可能存在着没有加以控制的变量 Z ,该变量同时影响了回归中的自变量 X 和残差 u ,因而造成了 X 与 u 之间的相关程度不为 0。具体到本文中是指,可能有一种在回归模型中没有加以控制的因素 Z ,该因素同时影响了机构投资者的持股和上市公司的信息透明度,对于这种内生性问题的处理需要寻求合适的工具变量,采用两阶段最小二乘估计(2SLS)来得到一致估计量。

在选择工具变量进行 2SLS 回归前,我们先进行了滞后值的分析方法来初步探讨内生性问题,^④即利用年初的机构投资者持股比例和年初机构投资者数目作为自变量来检验与信息透明度的关系。如果内生性问题是由于遗漏变量引起的,当我们采用期初的内生变量作为自变量时,应当与因变量没有显著关系。我们的回归结果显示,年初机构投资者的持股比例和机构投资者数目都对公司信息透明度有显著为正的作用,表明存在一定的内生性,但是并不严重。由于篇幅限制,我们这里没有列出使用年初机构投资者持股比例的回归结果。

参考已有的研究信息披露内生性问题的文献,比如 Larker 和 Rusticus (2007),我们选择了“上市公司股东数目的自然对数($\ln\text{holders}$)”和“公司股票的月平均换手率”(Turnover,等于各年月平均流通股交易总量除以流通股股本)作为工具变量进行两阶段回归。表 3 的结果表明,工具变量的选择是合适的。首先从工具变量的解释力来说,Shea Partial R^2 的数值很高,达到 0.2302,F 值为 215.55,可以拒绝“工具变量没有解释力”的原假设。“弱工具变量”的问题^⑤在这里也并不严重。同时,过度识别检验显示,至少一个工具变量是有效的。^⑥最后,Durbin-Wu-Hausman 检验的结果显示,两阶段最小二乘的回归系数与普通最小二乘回归系数没有显著差异。也即,我们可以认为“遗漏变量”导致的一定的内生性问题在本文中并不影响我们的分析结论。在第一阶段回归中,工具变量 TURNOVER 的回归系数显著为负,说明换手率越高的股票,机构投资者持股比例越少,这与侯宇和叶冬艳(2008)的发现一致。我们还以机构投资者数目作为内生变量进行了检验,结果基本与表 3 一致。

表3 两阶段回归结果(内生变量为机构投资者持股比例)

变量	第一阶段回归	INST	第二阶段回归	SCORE1
工具变量	系数	P 值	系数	P 值
TURNOVER	-6.6002***	(0.001)		
LNHOLDERS	-11.3172***	(0.000)		
INST			0.0103***	(0.000)
控制变量				
INDEX	0.0859	(0.628)	0.0319***	(0.001)
BIGOWN	0.0435**	(0.079)	0.0015	(0.243)
STATE	0.5133	(0.469)	0.0722*	(0.057)
SIZE	8.4779***	(0.000)	0.0547**	(0.013)
LEVERAGE	0.0003	(0.970)	-0.0005	(0.277)
ROA	0.1327***	(0.000)	0.0170***	(0.000)
AGE	-0.1824	(0.146)	-0.0166**	(0.015)
GROWTH	-0.0009	(0.884)	0.0005	(0.108)
IFHOLD	-0.6414	(0.360)	0.1414***	(0.000)
BIG4	4.0543***	(0.007)	-0.0545	(0.502)
CROSSLIST	0.7211	(0.565)	-0.0067	(0.919)
LIQUID	0.2291***	(0.000)	-0.0006	(0.705)
INDEP	-0.0487	(0.373)	0.0009	(0.760)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制

Shea Partial R² = 0.2302, F = 215.55, P = 0.0000

Sargan 过度识别统计量 Chi² = 1.0553, P = 0.3043

Durbin-Wu-Hausman 内生性检验 F = 1.0479, P = 0.3062

我们再考虑另一种形式的内生性问题:变量之间互为因果而导致的内生性(Simultaneous Causality)。这种内生性问题可能在本文的研究环境中更容易出现,即不仅仅是机构投资者的存在可以提高上市公司的信息透明度,反过来,信息透明度高的公司也可能会吸引更多的机构投资者。信息透明度的提高降低了机构投资者获取信息的交易成本,为机构投资者获取信息带来了便利。由于机构投资者依靠分析师收集信息去判断是否积极参与公司治理,因此他们更倾向于高质量信息披露的公司。Healy, Hutton 和 Palepu(1999)发现,机构投资者倾向于购买信息披露增加的公司的股票,可能的原因是机构投资者希望能够继续从公司得到更多的信息披露。方军雄和洪剑峭(2005)构造了 t+1 期基金的行为与 t 期上市公司信息披露考核的引导关系模型,发现 t 期上市公司披露信息考核结果显著正向作用于 t+1 期基金行为,因此得出基金行为具有较高的提前反应能力的结论。为了处理“互为因果”的内生性,我们采用联立方程的方法来进行处理,回归模型如 2 式和 3 式所示:

$$\begin{aligned} \text{SCORE1} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{INST} + \alpha_2 \text{INDEX} + \alpha_3 \text{BIGOWN} + \alpha_4 \text{STATE} + \alpha_5 \text{SIZE} + \\ & \alpha_6 \text{LEVERAGE} + \alpha_7 \text{ROA} + \alpha_8 \text{AGE} + \alpha_9 \text{GROWTH} + \alpha_{10} \text{IFHOLD} \\ & + \alpha_{11} \text{BIG4} + \alpha_{12} \text{CROSSLIST} + \alpha_{13} \text{LIQUID} + \alpha_{14} \text{INDEP} + \text{Year-} \\ & \text{Dummy} + \text{IndustryDummy} + \epsilon \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{INST} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{SCORE1} + \alpha_2 \text{LNHOLDERS} + \alpha_3 \text{BIGOWN} + \alpha_4 \text{STATE} + \\ & \alpha_5 \text{SIZE} + \alpha_6 \text{LEVERAGE} + \alpha_7 \text{ROA} + \alpha_8 \text{AGE} + \alpha_9 \text{GROWTH} + \alpha_{10} \text{IF-} \end{aligned}$$

$$\text{HOLD} + \alpha_{11} \text{BIG4} + \alpha_{12} \text{CROSSLIST} + \alpha_{13} \text{LIQUID} + \alpha_{14} \text{TURNOVER} + \text{YearDummy} + \text{IndustryDummy} + \epsilon \tag{3}$$

为了保证联立方程能够识别，我们在以机构投资者作为因变量的 3 式中加入了工具变量 LNHOLDERS 和 TURNOVER，同时去除了变量 INDEX 和 INDEP（我们认为二者对于机构投资者的持股比例和机构投资者数目没有显著影响）。联立方程组采用三阶段回归的方法进行拟合。从表 4 的结果我们可以看出，机构投资者的持股比例对于公司信息透明度有显著为正的作用，信息透明度较高的公司会吸引更多的机构投资者进行投资，但是这种关系并不显著。我们还考虑了关于机构投资者数目的联立方程检验，得到的结论基本一致，这里不再列出。

表 4 联立方程回归（机构投资者持股比例）

变量	SCORE1		INST	
	P 值	系数	P 值	系数
INST	0.0103***	(0.000)		
SCORE1			2.0655	(0.695)
TURNOVER			-6.5673***	(0.002)
LNHOLDERS			-11.0624***	(0.000)
INDEX	0.0321***	(0.001)		
BIGOWN	0.0015	(0.244)	0.0397	(0.132)
STATE	0.0720*	(0.058)	0.3732	(0.628)
SIZE	0.0544**	(0.014)	8.2071***	(0.000)
LEVERAGE	-0.0005	(0.277)	-0.0015	(0.869)
ROA	0.0170***	(0.000)	0.0947	(0.364)
AGE	-0.0166**	(0.015)	-0.1482	(0.349)
GROWTH	0.0005	(0.107)	-0.2054	(0.746)
IFHOLD	0.1415***	(0.000)	-0.9348	(0.343)
BIG4	-0.0545	(0.502)	4.0828***	(0.005)
CROSSLIST	-0.0061	(0.926)	0.6376	(0.598)
LIQUID	-0.0006	(0.703)	0.2256***	(0.000)
INDEP	0.0004	(0.879)		
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
R ²	0.2764		0.4493	
P	0.0000		0.0000	

3. 稳健性分析

根据我们的样本显示，目前构成机构投资者主体的主要是证券投资基金，我们使用了上市公司前十大股东中的基金持股比例和基金数目作为主要变量进行了上文列示的全部检验，得到的结果保持不变。

五、全文总结

本文选择了 2004—2006 年的深市上市公司作为研究样本，以深交所的信息披露考评结果代表公司的信息透明度，同时运用 Ordered Probit 模型和 Probit 模型，系统地分析了中国资本市场上机构投资者对于公司信息透明度

的作用。研究结果表明,在中国资本市场,以证券投资基金为代表的机构投资者对上市公司的信息透明度有显著为正的作用,在控制了由“遗漏变量”引起的内生性问题和由“互为因果”引起的内生性问题之后,我们的结论仍然成立。

值得说明的是,本文的研究结论主要支持机构投资者在中国资本市场中的“积极作用”——增加了上市公司的信息透明度。目前国内关于机构投资者的相关研究结论并不一致,侯宇和叶冬艳(2008)从信息的角度对机构投资者在我国资本市场中所起的作用进行的检验显示,机构投资者交易确实增加了股价中的公司特有信息含量,提高了市场的效率。另一方面,从《财经》报道的“基金黑幕”到“老鼠仓”的出现,机构投资者在资本市场中实际扮演的角色也在受到各方质疑。傅勇和谭松涛(2008)考察了股权分置改革过程中机构投资者与非流通股股东之间的合谋行为,合谋的结果使得非流通股股东得以支付一个较低的对价水平,而机构投资者则通过内幕交易获得额外收益。我们认为,机构投资者作为股东,同时承担着来自投资人的受托责任,最大化自身利益是其首要选择。保护中小股东利益并不是机构投资者的责任和义务,保护中小股东只是一定条件下机构投资者行为的“外部性”,当条件或制度发生变化,机构与公司控股股东或管理层以及机构与中小股东之间的关系也会发生变化(傅勇和谭松涛,2008)。如何通过有效的机制设计和制度建设使得机构投资者在谋求自身利益最大化的同时,充分发挥参与公司治理、保护中小股东利益的“外部性”是监管部门的重要任务。

由于我们的研究水平有限,本文还存在着许多不足之处,这些也将成为本文未来的努力方向。由于数据方面的限制,我们还无法详细了解机构投资者的投资行为和公司信息透明度之间的关系,如果能够根据机构投资者的投资行为特点来进一步考察机构投资者与公司信息透明度的关系,将使我们的结论更加稳健和更具有说服力。对于公司信息透明度的衡量,我们主要参考了深交所的信息披露考评体系,考评体系结果的离散性特点使得我们的研究结论受到限制,我们希望能够在将来进一步了解机构投资者在上市公司自愿性信息披露和满足强制性信息披露的要求方面扮演的角色是否会不同。

* 此文得到上海财经大学“211 工程”三期重点学科建设项目资助,同时为教育部人文社会科学重点研究基地 2007 年度重大项目立项课题成果的一部分,项目批准号:07JJD630006。

注释:

- ①这里我们使用机构投资者持股数量占公司流通股的比例而非占总股本的比例,因为在股权分置长期存在的情形下,机构投资者主要投资于上市公司的流通股,检验机构投资者持股占流通股的比例更能反映机构投资者对上市公司的实际影响力。
- ②为了节省篇幅,我们这里省略了相关系数表格,如有需要,可以向作者索取。相关系数分析显示,各变量之间的相关程度都没有超过 0.5。

③在 Probit 模型下,计算边际效应的公式为:
$$\frac{\partial \Pr(\text{SCORE}=1|X)}{\partial \text{INST}} = \frac{\partial \Pr(\text{SCORE}=1|X)}{\partial X\alpha} \times$$

$$\frac{\partial X\alpha}{\partial \text{INST}} = \varphi(X\alpha) \times \alpha_1, X \text{ 代表自变量矩阵, } \alpha \text{ 为系数向量, 所有其他的自变量取均值水}$$

平。 $\varphi(X\alpha)$ 为正态分布概率密度函数。

④另外一种更具说服力的方法可能是进行变化量的分析,即研究信息透明度改变量与机构投资者持股改变量之间的关系,但是由于在本研究的全部样本中,有超过一半的公司各年间信息披露考评结果没有发生改变,因此采用变化量分析的方法可能会降低检验的功效。我们曾进行了改变量的回归,发现信息披露透明度改变量与机构投资者持股变化量之间的相关系数为正,但是不显著,这里因篇幅所限没有列示结果。

⑤“弱工具变量”是指选择的工具变量对内生变量的解释力度较弱,即工具变量与内生变量的相关程度很低,在这种情况下,两阶段回归得到的结果可能是有偏的,甚至不如普通最小二乘的结果。

⑥在两阶段回归中,选择的工具变量应当与原始回归模型的残差不相关,由于原始模型的残差无法直接观察到,我们采用工具变量与第二阶段回归估计的残差之间的相关系数来替代,这就是过度识别检验。当选择的工具变量数目多于内生变量数目时,我们称为过度识别。在过度识别检验下,如果我们无法拒绝原假设,那么我们可以认为“至少一个工具变量是有效的”。

参考文献:

- [1]程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界, 2006,(9):129—136.
- [2]崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2004,(8):72—80.
- [3]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2007.
- [4]方军雄,洪剑峭. 信息披露透明度及其经济后果性的实证研究[R]. 上海:公司治理青年学者论坛, 2005.
- [5]傅勇,谭松涛. 股权分置改革中的机构合谋与内幕交易[J]. 金融研究, 2008,(4):88—102.
- [6]高雷,宋顺林. 公司治理与公司透明度[J]. 金融研究, 2007,(11):28—44.
- [7]侯宇,叶冬艳. 机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据[J]. 金融研究, 2008,(4):131—145.
- [8]王琨,肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2005,(2):27—33.
- [9]肖星,王琨. 证券投资基金:投资者还是投机者[J]. 世界经济, 2005,(8):73—79.
- [10]张程睿. 上市公司信息透明度:理论与实证研究[M]. 北京:经济科学出版社, 2008.
- [11]J. M. 伍德里奇. 计量经济学导论[M]. (费剑平译)北京:中国人民大学出版社, 2007.
- [12]Bushman R M, Piotroski J D, A J Smith. What determines corporate transparency[J]. Journal of Accounting Research, 2004,42:207—225.
- [13]S M El-Gazzar. Predisclosure information and institutional ownership: A cross section-

- al examination of market revaluations during earning announcement periods[J]. The Accounting Review, 1998, 73: 119—129.
- [14] Healy P, K Palepu. A review of the empirical disclosure literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31: 405—440.
- [15] Healy P, Hutton A, K Palepu. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 1999, 16: 485—520.
- [16] Larker D, T Rusticus. On the use of instrumental variables in accounting research[R]. Working Paper, <http://www.ssrn.com>, 2007-03-20.
- [17] B Lev. Toward a theory of equitable and efficient accounting policy[J]. The Accounting Review, 1988, 63: 1—22.
- [18] Schadewitz H J, D Blevins. Major determinants of interim disclosures in an emerging market[J]. American Business Review, 1998, 16: 41—55.

Study on Institutional Investors' Share-holding and Corporate Transparency in a Real Environment ——An Analysis on Endogenous Test of Omitted Variables and Simultaneous Causality

YE Jian-fang¹, LI Dan-meng¹, DING Qiong²

(1. School of Accountancy, Shanghai University of Finance
and Economics, Shanghai 200433, China; 2. Department of Finance,
SAIC Motor Corporation Ltd, Shanghai 200041, China)

Abstract: The paper aims to study the impact of institutional investors' share-holding on the information transparency of listed companies in a real environment. Based on a sample of 1482 listed companies of Shenzhen Stock Exchange from 2004 to 2006, it regards the results of information disclosure assessment by SSE as corporate information transparency and makes an empirical test of the relationship between institutional investors and information disclosure of Chinese listed companies. The results confirm that institutional investors' share-holding can play an active role in corporate information transparency. The conclusions are still robust after solving endogenous problems caused by omitted variables and simultaneous causality.

Key words: shares hold by institutional investors; corporate transparency; endogeneity; real environment

(责任编辑 金 澜)