

国有股权对本土及境外机构投资者 的不同影响：信息不对称

龚小凤

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430223)

【摘要】 QFII 制度是我国逐步开放证券市场的一种过渡性措施,可抑制投机性外资对本国经济的冲击,推动本国资本市场国际化及健康发展。但本文分析发现,国有股权对境外机构投资者通过信息不对称影响其收益,间接反映了我国资本市场的成熟以及严重的公司治理问题。对此本文建议通过转变政府职能、改善股权结构来缓解问题,避免造成更为严重的影响。

【关键词】 国有企业 机构投资者 信息不对称

一、引言

2001 年以来,随着我国资本市场的逐步成熟,越来越多的专家提出引入境外机构投资者。毋庸置疑,机构投资者对资本市场的作用是巨大的,但为何要引入境外机构投资者呢?

本文中的境外机构投资者指的是 QFII。所谓 QFII (Qualified Foreign Institutional Investors),即合格的境外机构投资者制度,是指允许合格的境外机构投资者,在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金,并转换为当地货币,通过严格监管的专门账户投资当地证券市场,其资本利得、股息等经批准后可转为外汇汇出的一种市场开放模式。我国《境外机构投资者境内证券投资管理办法》中规定,境外投资者包括境外基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构。

通过引入 QFII,我们有选择、有控制、有目的地引入一定规模的外国资本,实现资本市场的部分开放和资本项目下人民币的局部可自由兑换,这是 WTO 在金融业开放方面的基本要求。QFII 在我国资本市场上投资,不可避免涉及国有企业。然而,国有企业股权的转让在实质上仍受政府影响。2007 年 7 月 7 日,国务院国资委和中国证监会联合出台《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》、《国有单位受让上市公司股份管理暂行规定》、《上市公司国有股东标识管理暂行规定》三个政策性文件,规定国有控股股东在连续三个会计年度内通过证券交易系统累计净转让股份的比例未达到上市公司总股本的百分之五且不涉及上市公司控制权转移的,可由企业按内部决策程序自主决定;超过百分之五或者虽然不超过百分之五但会造成上市公司控制权转移的,需报经国有资产监督管理机构审核批准后实施。

尽管此举对所有欲接手国有股权的单位及个人均起作用,但实质上影响了 QFII 对国有企业的投资。我国要想发展为成熟有效的资本市场,本土与境外机构投资者的信息应是对称的,不应出现本土机构投资者利用本土优势获取特殊信息的情况,而应该利用自身的技术水平获取收益。这样对完善公司治理结构、发展我国资本市场,无疑具有一定的促进作用。

本文贡献主要体现在:①主要讨论本土或境外机构投资者哪个获得更多信息。为了我国未来经济发展规划能顺利实现,难免会出现本土与境外机构实际待遇出现差异的现象,本文通过实证分析证实了存在这一现象。②丰富了有关机构投资者的研究。以往的研究注重机构投资者的业绩与机构投资者的特征之间的关系,并未对本土与境外机构进行比较分析研究。

二、研究理论基础

信息不对称理论是指在市场经济活动中,各类人员对有关信息的了解是有差异的。掌握信息比较充分的人员,往往处于比较有利的地位,而信息贫乏的人员,则处于比较不利的地位。信息不对称理论是由三位美国经济学家——约瑟夫·斯蒂格利茨、乔治·阿克洛夫和迈克尔·斯彭斯提出的。该理论认为:市场中卖方比买方更了解有关商品的各种信息;掌握更多信息的一方可以通过向信息贫乏的一方传递可靠信息而在市场中获益;买卖双方中拥有信息较少的一方会努力从另一方获取信息。这一理论为很多市场现象如股市沉浮、就业与失业、信贷配给、商品促销、商品的市场占有等提供了解释,并成为现代信息经济学的核心。

将信息不对称理论用于解释我国资本市场很多非正常现象,其中国有企业的信息透明度问题最为严重,可以看出本土机构投资者相较于境外机构投资者而言有着明显的信息优势:

1. 国有企业公司治理透明度。我国国有企业管理中仍有着政府的身影,并未完全市场化,境外机构投资者对其内部公司治理有着理解偏差。国有企业的行政总裁往往由曾经的政府官员出任。本土机构投资者更熟悉这种政治文化,知道通过何种渠道获取信息。一般认为国有企业私有化会提升公司业绩,然而在我国,股权集中的私有化却出现了业绩下降的趋势。

2. 国有企业财务信息透明度。在我国资本市场中,对于公司治理、财务的透明度问题,一直存在争论,多数认为上市公司为取得进一步融资的资格粉饰报表。国有企业财务透明度更低,本土机构投资者与国有企业的管理者联系紧密,并且

两者有着沟通的便利条件,比境外投资者更易获取信息。

3. 爱国主义与意识形态。众多学者研究发现,境外机构投资者介入,使得上市公司的业绩得到大幅度提升,然而在我国,国有企业有着更多的特权和政治保护,而且出于产业战略考虑,其并不关心境外投资者带来的业绩提升,相反要限制境外投资者的介入。因此,国有企业会给予本土投资者更多的优先权和信息。

三、数据来源与描述性统计

本研究数据均来自于CSMAR数据库。2003年7月9日QFII首次开始买单,因此本文数据选取始于2004年,而由于2010年数据尚不全,所以止于2009年12月31日。样本为固定样本,每年均为1276家,系相同上市公司。样本皆为A股上市公司,因为B股和H股对于投资者是有限制的。

表1显示每年样本分布情况,表2为分行业显示分布情况。提供所有样本、拥有国内所有者、拥有国外所有者频数和百分比分布。样本包括2004至2009年7656个以年为单位的数据。其中,68.82%的公司有国内机构投资者,只有6.73%的有国外机构投资者。从表1可看出,境内机构占比成逐年上升趋势,而境外机构自2004年起逐年上升,于2007年达到高峰,但随后开始下降。从表2可看出,无论是本土机构还是境外机构都偏好制造业,其中境外机构更甚,这主要是由于制造业需要更多的实物资产,具有信息成本低的特点。

表1

| 年度 | 总样本 | 百分比 | 境内机构 | 百分比 | 境外机构 | 百分比 |
|------|-------|---------|-------|---------|------|---------|
| 2004 | 1 276 | 16.67% | 773 | 14.67% | 81 | 15.73% |
| 2005 | 1 276 | 16.67% | 793 | 15.05% | 86 | 16.70% |
| 2006 | 1 276 | 16.67% | 880 | 16.70% | 98 | 19.03% |
| 2007 | 1 276 | 16.67% | 946 | 17.95% | 101 | 19.61% |
| 2008 | 1 276 | 16.67% | 858 | 16.28% | 90 | 17.48% |
| 2009 | 1 276 | 16.67% | 1 019 | 19.34% | 59 | 11.46% |
| 合计 | 7 656 | 100.00% | 5 269 | 100.00% | 515 | 100.00% |

表3

| 变量 | 总样本(N=7 656) | | 本土机构(N=5 260) | | 境外机构(N=513) | | 本土-境外(P值) | | 国有企业(N=2 910) | | 非国有企业(N=1 608) | | 国有-非国有(P值) | |
|-----------|--------------|-----------|---------------|-----------|-------------|-----------|-----------|--------|---------------|-----------|----------------|----------|------------|--------|
| | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 |
| retit | 0.614 265 | 0.259 07 | 0.729 706 | 0.477 247 | 0.544 656 | 0.308 621 | (0.00) | (0.00) | 0.611 675 | 0.256 057 | 1.242 449 | 1.149 56 | (0.00) | (0.00) |
| total | 8.039 004 | 2.285 | 10.818 9 | 5.661 5 | 35.000 6 | 32.18 | (0.00) | (0.00) | 6.112 896 | 2.325 | 10.105 72 | 3.19 | (0.00) | (0.00) |
| local | 6.115 359 | 1.905 | 8.919 18 | 5.165 | 6.198 642 | 2.54 | (0.00) | (0.00) | 5.775 438 | 2.21 | 7.199 775 | 2.7 | (0.00) | (0.00) |
| foreign | 2.186 472 | 0 | 2.284 007 | 0 | 32.792 7 | 28.44 | (0.00) | (0.00) | 0.391 876 | 0 | 3.631 581 | 0 | (0.00) | (0.00) |
| state | 0.264 241 | 0.254 891 | 0.265 892 | 0.263 974 | 0.182 514 | 0.104 251 | (0.00) | (0.00) | 0.596 841 | 0.582 926 | 0 | 0 | (0.00) | (0.00) |
| lncapital | 19.749 77 | 19.636 48 | 19.843 77 | 19.725 81 | 19.938 75 | 19.861 54 | (0.00) | (0.00) | 20.003 12 | 19.805 08 | 19.636 9 | 19.569 2 | (0.00) | (0.00) |
| turnover | 5.407 19 | 3.360 002 | 6.127 484 | 3.903 353 | 5.381 803 | 3.554 648 | (0.00) | (0.00) | 6.615 497 | 4.125 393 | 4.927 622 | 3.029 24 | (0.00) | (0.00) |
| dividend | 0.008 756 | 0 | 0.010 323 | 0.004 023 | 0.011 051 | 0.003 296 | (0.00) | (0.00) | 0.014 151 | 0.006 49 | 0.006 029 | 0 | (0.00) | (0.00) |
| price | 10.659 05 | 8.060 357 | 12.185 06 | 9.306 87 | 13.440 23 | 7.369 567 | (0.00) | (0.00) | 9.915 711 | 7.765 223 | 13.377 7 | 10.547 2 | (0.00) | (0.00) |
| bookprice | 0.775 843 | 0.824 14 | 0.756 93 | 0.793 287 | 0.799 396 | 0.856 304 | (0.00) | (0.00) | 0.873 263 | 0.928 605 | 0.596 082 | 0.552 42 | (0.00) | (0.00) |

注:各变量解释如下:retit:一年的回报;total:所有机构占总股本的比重;local:本土机构占总股本的比重;foreign:境外机构占总股本的比重;state_{it}:国有股所占比例;lncapital_{it}:资本总额的自然对数;turnover_{it}:每股营业收入;dividend_{it}:分红与股本总额的比例;price_{it}:每股市价;bookprice_{it}:账面市价比。下文同。

表2

| 行业 | 总样本 | 百分比 | 境内机构 | 百分比 | 境外机构 | 百分比 |
|---------|-------|---------|-------|---------|------|---------|
| 采掘业 | 144 | 1.88% | 127 | 2.41% | 0 | 0.00% |
| 传播与文化产业 | 60 | 0.78% | 47 | 0.89% | 0 | 0.00% |
| 电力煤气水供应 | 372 | 4.86% | 255 | 4.85% | 9 | 1.75% |
| 房地产 | 528 | 6.90% | 354 | 6.73% | 30 | 5.85% |
| 建筑业 | 132 | 1.72% | 73 | 1.39% | 1 | 0.19% |
| 交通运输仓储业 | 312 | 4.08% | 267 | 5.08% | 11 | 2.14% |
| 金融保险业 | 90 | 1.18% | 65 | 1.24% | 17 | 3.31% |
| 农林牧渔 | 156 | 2.04% | 105 | 2.00% | 13 | 2.53% |
| 批发零售贸易 | 558 | 7.29% | 402 | 7.64% | 8 | 1.56% |
| 社会服务业 | 234 | 3.06% | 164 | 3.12% | 21 | 4.09% |
| 信息技术业 | 444 | 5.80% | 266 | 5.06% | 17 | 3.31% |
| 制造业 | 4 242 | 55.41% | 2 895 | 55.04% | 374 | 72.90% |
| 综合类 | 384 | 5.02% | 238 | 4.52% | 11 | 2.14% |
| 总计 | 7 656 | 100.00% | 5 260 | 100.00% | 513 | 100.00% |

表3报告了所有样本中机构所有者和其他公司的特征的均值和中值,以及根据机构所有者和国有股权进一步划分的子样本。在本土机构样本中,发现混合机构所有者的均值是10.82%,中值却是5.66%,机构所有者的分布偏向右边。而平均来看,境外机构投资者的企业,与有着本土投资者的企业相比,有较低的未来回报、更高的账面市价比和分红,及较低的国有股权,其价格高,回报较低。对均值和中值的不同检验,显著性都在1%的水平。较低的未来回报可能意味着境外机构投资者与本土机构投资者比无法更好地获取信息。低国有股权、高分红意味着境外机构投资者喜欢具有降低信息成本的公司特征。

在表3中,用国有股权对样本分类,提供了国有股权和非国有股权子样本的均值和中值,并对其检验。

对比发现国有股权公司有着较低的未来回报、较少的本土和国外机构投资者、较少的市场资本化、较高的账面市价

比、较高的营业收入、高分红和低价。检验显著性在 1%。国有企业中,本土机构投资者股份均值为 5.78,而境外机构投资者仅为 0.39,可见国有企业对于境外机构投资者带有排斥性,并不愿意让其参与投资。

四、实证分析

本文用混合回归分析研究本土和境外机构所有者的特性。主要目的是发现机构投资者和未来回报的关系。运用机构持有的股票一年的回报和不同的公司特征进行分析。

假设 1: 境外机构投资者和本土机构投资者的投资偏好并不完全一致。

$$\text{ownership}_{it} = \alpha + \beta_0 \text{state}_{it} + \beta_1 \text{incapital}_{it} + \beta_2 \text{turnover}_{it} + \beta_3 \text{dividend}_{it} + \beta_4 \text{price}_{it} + \beta_5 \text{bookprice}_{it} + \text{Time_dummies} + \text{Industry_dummies} + \varepsilon_{it}$$

其中, ownership_{it} 为机构投资者占投资比例,分别用总机构投资者、本土机构投资者和境外机构投资者数据。

从表 4 的各个变量回归的情况,可看出机构投资者偏好股本是规模大的、销售收入高的、高分红、高价和低的账面市值比。从第二列与第三列,本土机构投资者与境外机构投资者对比来看,境外机构投资者偏好的股本为规模大的,账面市值比高的,但对股价的偏好无明显特点,说明境外机构投资者投资稳健,注重价值投资。

假设 2: 境外机构投资者比本土机构投资者对未来收益的预测能力较强。

机构投资者持有股票和未来回报的关系:

$$\text{ret}_{it,t+12} = \alpha + \beta_0 \text{ownership}_{it} + \beta_1 \text{state}_{it} + \beta_2 \text{incapital}_{it} + \beta_3 \text{turnover}_{it} + \beta_4 \text{dividend}_{it} + \beta_5 \text{price}_{it} + \beta_6 \text{bookprice}_{it} + \text{Time_dummies} + \text{Industry_dummies} + \varepsilon_{it}$$

其中: $\text{ret}_{it,t+12}$ 为一年期个股回报率。

表 4

| 变量 | 所有机构投资者 | 本土机构投资者 | 境外机构投资者 |
|----------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|
| state | -7.597 536 (-9.009 711) | 1.068 083 (1.887 427) | -7.347 69 (-10.507 61) |
| incapital | 0.161 057 (0.717 951) | -0.079 42 (-0.527 547) | 0.490 872 (2.640 327) |
| turnover | 0.160 325 (5.692 437) | 0.196 796 (10.412 13) | -0.014 87 (-0.636 507) |
| dividend | 39.767 12 (3.183 514) | 23.047 53 (2.749 377) | 12.634 9 (1.219 75) |
| price | 0.133 368 (7.775 589) | 0.140 347 (12.192 97) | 0.010 388 (0.730 32) |
| bookprice | -3.359 18 (-4.311 153) | -7.447 104 (-14.242 12) | 3.821 24 (5.913 973) |
| 常数项 | 12.953 11 (19.879 72) | 11.476 15 (26.245 8) | 1.969 579 (3.645 226) |
| R ² | 0.35 | 0.4 169 | 0.323 |

表 5

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
|----------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|
| | 总样本 | 总样本 | 总样本 | 国有企业 | 国有企业 | 国有企业 | 非国有企业 | 非国有企业 | 非国有企业 |
| 机构股权 | -0.003 514 (-3.619 126) | | | 0.004 066 (1.454 975) | | | -0.002 14 (-1.340 52) | | |
| 本土机构股权 | | -0.005 47 (-3.782 03) | | | 0.006 565 (2.151 819) | | | -0.004 45 (-1.774 86) | |
| 境外机构股权 | | | -0.000 93 (-0.792 221) | | | -0.006 12 (-0.932) | | | -0.000 83 (-0.439 33) |
| STATE | 0.327 147 (-5.336 607) | 0.348 432 (-5.724 869) | 0.346 948 (-5.635 132) | 0.223 304 (-0.798 42) | 0.224 839 (0.805 532) | 0.177 194 (0.633 697) | 0 (.) | 0 (.) | 0 (.) |
| incapital | 0.064 153 (-4.003 76) | 0.063 109 (-3.939 114) | 0.064 074 (-3.991 759) | 9.94E-08 (-4.199 997) | 1.02E-07 (4.306 009) | 9.58E-08 (4.071 612) | 0.020 094 (0.716 297) | 0.021 274 (0.755 084) | 0.061 765 (2.087 945) |
| turnover | 0.011 897 (-5.895 887) | 0.012 399 (-6.103 986) | 0.011 319 (5.619 773) | 0.006 246 (-2.219 012) | 0.006 207 (2.206 901) | 0.006 352 (2.256 571) | 0.008 164 (2.093 486) | 0.008 682 (2.209 107) | 0.008 826 (2.161 371) |
| dividend | -9.294 524 (-10.307 59) | -9.296 881 (-10.312 36) | -9.420 988 (-10.443 98) | -4.932 3 (-4.392 766) | -5.055 45 (-4.498 937) | -4.745 68 (-4.256 099) | -13.899 5 (-8.216 848) | -13.849 (-8.156 573) | -11.429 6 (-5.899 847) |
| price | 0.015 751 (-12.636 34) | 0.016 061 (-12.782 37) | 0.015 293 (-12.319 08) | 0.033 39 (-10.409 62) | 0.032 729 (10.140 29) | 0.034 202 (-10.859 4) | 0.016 554 (6.887 67) | 0.017 118 (6.992 848) | 0.014 871 (6.114 932) |
| bookprice | -2.316 211 (-41.534 47) | -2.344 848 (-41.365 52) | -2.300 846 (-41.158 29) | -2.239 02 (-20.657 38) | -2.214 63 (-20.330 9) | -2.279 23 (-21.755 28) | -1.904 16 (-23.730 5) | -1.922 63 (-23.707 7) | -1.942 1 (-23.556 4) |
| constant | 0.990 198 | 1.027 696 | 0.948 062 | 1.967 495 | 1.942 247 | 2.043 33 | 1.685 29 | 1.675 239 | 0.921 487 |
| 观测数 | 5 386 | 5 386 | 5 386 | 1 739 | 1 739 | 1 739 | 2 083 | 2 073 | 1 847 |
| R ² | 0.345 | 0.345 | 0.344 | 0.358 | 0.359 | 0.357 | 0.325 | 0.324 | 0.328 |

上页中,表 5 的(1)~(3)列显示总样本中各公司特征与股票回报的关系。第(1)列机构股权与未来回报间呈负相关关系,总体而言,机构的预测能力并不强。第(2)列和第(3)列分别显示本土机构、境外机构与公司特征的关系。通过对比系数和 T 值发现,本土机构投资者的获利能力较低,而境外机构投资者对盈利的预测能力并不具有显著性。因此,第(1)~(3)列说明了在整个股票市场中,境外机构投资者比本土机构投资者有较多的信息优势。

第(4)~(9)列是将样本分出两个子样本,即国有企业和非国有企业(国有企业是指国有股份占总股本 50%以上的上市公司,非国有企业是指不含有国有股份的上市公司)。

在国有企业和非国有企业中,通过对比机构投资者的系数和 T 值发现,国有企业中机构投资者的系数和 T 值分别为 0.004 与 1.45,非国有企业的为 -0.002 与 -1.34,说明机构投资者对国有企业的预测能力高于非国有企业。

国有企业样本中,第(5)列与第(6)列显示本土机构投资者和境外机构投资者相比,本土机构投资者与国有企业关联度高,享有更多的信息优势。非国有企业样本中,第(8)列与第

(9)列显示本土机构投资者与盈利负相关,而境外机构投资者对盈利预测能力不具有显著性,说明在非国有企业中,本土机构投资者不具有信息优势。

综合以上分析,国有企业对本土和境外机构投资者有着信息不对称的影响因素。

假设 3:在国有企业中,本土机构投资者比境外机构投资者拥有更多的信息;在没有国有股权的上市公司中,境外机构投资者获取信息的能力更强(将样本分为国有企业和非国有企业两组比较)。

机构投资者交易和未来回报的关系:

$$ret_{it,t+12} = \alpha + \beta_0 ownership_{it-1} + \beta_1 \Delta ownership_{it-1} + \beta_2 state_{it} + \beta_3 lncapital_{it} + \beta_4 turnover_{it} + \beta_5 dividend_{it} + \beta_6 price_{it} + \beta_7 bookprice_{it} + Time_dummies + Industry_dummies + \varepsilon_{it}$$

表 6 中,第(1)~(3)列系总样本的回归结果。机构股份交易、本土机构交易和境外机构交易的系数都为正,而且显著,说明机构对于交易回报有预测能力,境外机构交易的系数为 0.400 56,远高于本土机构的系数,说明境外机构的获取信息的能力高于本土机构。

表 6

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
|----------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | 总样本 | 总样本 | 总样本 | 国有企业 | 国有企业 | 国有企业 | 非国有企业 | 非国有企业 | 非国有企业 |
| 机构股份滞后一期 | -0.007 8 (-7.573 171) | | | -0.017 87 (-4.776 981) | | | -0.006 21 (-3.472 088) | | |
| 机构股份变化 | 0.008 033 (5.813 076) | | | 0.017 117 (4.120 623) | | | 0.002 436 (1.118 951) | | |
| 本土机构滞后一期 | | -0.016 87 (-11.082 33) | | | -0.019 79 (-4.806 973) | | | -0.018 52 (-6.583 293) | |
| 本土机构股份变化 | | 0.0191 46 (9.714 548) | | | 0.022 05 (4.947 403) | | | 0.015 057 (4.242 161) | |
| 境外机构滞后一期 | | | -0.000 65 (-0.501 959) | | | -0.010 82 (-1.226 647) | | | 0.001 075 (0.520 659) |
| 境外机构股份变化 | | | 0.400 56 (2.240 496) | | | 0.012 (1.148 446) | | | 0.600 139 (3.428 171) |
| state | 0.428 152 (7.282 667) | 0.442 116 (7.673 206) | 0.500 472 (8.418 924) | 0.411 187 (1.136 432) | 0.322 371 (0.894 783) | 0.478 13 (1.287 187) | 0 (.) | 0 (.) | 0 (.) |
| lncapital | 0.086 436 (5.579 615) | 0.094 505 (6.197 955) | 0.063 76 (4.096 78) | 0.156 848 (6.074 636) | 0.157 128 (6.120 546) | 0.138 435 (5.262 002) | 0.016 127 (0.540 107) | 0.040 092 (1.363 909) | -0.003 42 (-0.114 926) |
| turnover | 0.010 24 (5.631 779) | 0.011 099 (6.155 191) | 0.009 244 (5.050 252) | 0.005 846 (1.789 281) | 0.005 766 (1.773 126) | 0.006 263 (1.871 347) | 0.013 02 (2.985 396) | 0.015 223 (3.526 55) | 0.011 798 (2.701 948) |
| dividend | -9.091 03 (-10.222 47) | -8.587 58 (-9.784 74) | -9.495 78 (-10.594 23) | -7.318 85 (-5.364 698) | -7.066 36 (-5.185 369) | -8.050 19 (-5.780 785) | -14.432 1 (-8.068 144) | -13.598 1 (-7.768 609) | -15.408 (-8.641 238) |
| price | 0.018 298 (15.0233 4) | 0.019 259 (15.852 41) | 0.017 205 (14.116 2) | 0.035 252 (9.382 271) | 0.035 482 (9.422 481) | 0.029 975 (7.999 44) | 0.013 86 (5.539 697) | 0.016 223 (6.491 076) | 0.012 765 (5.106 81) |
| bookprice | -2.381 8 (-47.1470 8) | -2.403 74 (-47.643 53) | -2.342 21 (-45.833 31) | -2.451 38 (-19.237 17) | -2.453 24 (-19.200 06) | -2.371 43 (-18.756 53) | -2.057 85 (-22.216 84) | -2.105 54 (-23.018 75) | -2.020 49 (-21.654 5) |
| constant | 0.60 | 0.46 | 0.97 | -0.848 23 | -0.808 13 | -0.592 39 | 1.981 823 | 1.539 442 | 2.303 812 |
| 观测数 | 6 380 | 6 380 | 6 380 | 1 256 | 1 256 | 1 256 | 1 886 | 1 886 | 1 886 |
| R ² | 0.36 | 0.37 | 0.34 | 0.41 | 0.41 | 0.38 | 0.33 | 0.35 | 0.32 |

第(4)~(9)列为国有企业和非国有企业两个子样本的回归结果。国有企业样本中,本土机构股份变化的系数为正,且显著,而境外机构的系数尽管为正,但并不显著,说明本土机构的信息能力高于境外机构。非国有企业样本中,境外机构股份变化的系数远高于本土机构,且都很显著,说明不含国有股份的上市公司中,境外机构的信息能力高于本土机构。

综合以上分析,发现国有企业针对与本土机构和境外机构存在信息不对称的现象,其给予本土机构的信息量高于境外机构。

五、稳健性检验

前面做的实证研究中,从总样本中取出了国有企业和非国有企业两个子样本做了对比分析,其中,国有企业是指国有股份占总股份的50%以上的上市公司,而非国有企业指不含国有股份的上市公司。在此,要提供额外的证据证明本土机构投资者对国有企业拥有更多的信息优势。因此,可以预测本土机构投资者拥有的信息优势会随着国有股份比重的不同而有所变化,即在国有股份占比低的上市公司中,本土机构投资者拥有的信息优势低于国有企业,但高于非国有企业。

从表7可看出,本土机构投资者在低国有股权的上市公司中拥有的信息优势要低于国有企业,但高于非国有企业。境外机构投资者呈相反的姿态,随着国有股权比重的增加,其拥有的信息优势呈下降趋势。

表7

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|----------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | 低国有股份 | 低国有股份 | 国有企业 | 国有企业 | 非国有企业 | 非国有企业 |
| 本土机构股权 | 0.005 986 (3.080 597) | | 0.101 494 (3.409 265) | | -0.004 428 (-1.516 975) | |
| 境外机构股权 | 0.000 107 (0.061 646) | | -0.011 236 (-1.442 57) | | 0.101 28 (2.628 138) | |
| 本土机构股权滞后一期 | | 0.008 415 (3.142 907) | | 0.019 824 (4.816 992) | | -0.018 455 (-6.549 316) |
| 本土机构股权变化 | | 0.105 893 (3.031 779) | | 0.122 233 (4.987 067) | | 0.015 088 (4.248 303) |
| 境外机构股权滞后一期 | | 0.001 67 (0.662 346) | | -0.011 172 (-1.304 436) | | 0.000 772 (0.382 493) |
| 境外机构股权变化 | | 9.03E-05 (0.051 82) | | -0.015 063 (-1.483 73) | | 0.100 769 (3.241 786) |
| state | 0.541 356 (4.164 947) | 0.541 992 (4.169 745) | 0.473 592 (1.277 063) | 0.276 658 (0.764 634) | 0 (.) | 0 (.) |
| lncapital | 0.047 414 (1.910 736) | 0.049 377 (1.986 358) | 0.139 336 (5.276 95) | 0.161 03 (6.250 078) | 0.037 197 (1.141 995) | 0.039 128 (1.328 131) |
| turnover | 0.009 25 (3.624 193) | 0.009 435 (3.693 248) | 0.006 285 (1.877 778) | 0.005 778 (1.777 451) | 0.015 154 (3.162 706) | 0.015 26 (3.528 739) |
| dividend | -10.578 64 (-7.115 01) | -10.602 58 (-7.129 1) | -7.987 746 (-5.700 501) | -7.173 676 (-5.258 966) | -11.534 3 (-5.276 395) | -13.649 07 (-7.767 715) |
| price | 0.016 04 (10.368 98) | 0.015 931 (10.284 89) | 0.030 327 (7.910 384) | 0.035 243 (9.352 314) | 0.011 (4.167) | 0.016 236 (6.493 038) |
| bookprice | -2.555 266 (-34.380 33) | -2.560 411 (-34.396 79) | -2.386 093 (-18.168 43) | -2.448 681 (-19.166 91) | -2.108 439 (-20.639 83) | -2.103 156 (-22.856 89) |
| constant | 1.488 664 | 1.464 991 | -0.590 667 | -0.854 583 | 1.653 063 | 1.553 591 |
| 观测数 | 3 024 | 3 024 | 1 256 | 1 256 | 1 569 | 1 886 |
| R ² | 0.36 | 0.36 | 0.38 | 0.42 | 0.3 | 0.35 |

六、结论及政策建议

本文从不同角度分析了国有股权如何影响信息环境,对本土机构和境外机构产生影响,发现国有股权越高的上市公司,本土机构的获利能力越强,且获得的信息高于境外机构。在我国经济飞速发展的同时,资本市场的重要性毋庸置疑,我国对发展有效的资本市场的需求越来越迫切。而国有股权通过信息不对称对境外机构产生的影响无疑会影响资本市场的正常发展。本文的研究结论说明要从根本上解决这一问题,必须从股权结构入手。

在我国资本市场逐步走向全流通的大背景下,解决股权结构问题变得更为便利。一些行业并不能永远处于政府的保护之下,通过市场竞争才使其真正成熟起来,以及一些不合理的行为才会得到抑制。

在政府职能转变的过程中,应注意政府对经济运行发挥作用的方式、方法的研究。市场经济不排除政府对市场的干预,关键是要研究什么地方需要得到干预、用什么手段干预以及怎样干预才能完善和发展市场经济。经济手段、法律手段和行政手段的运用,都应以相关信息的充分收集、研究为前提。

主要参考文献

1. 刘莉亚,丁剑平,赵建晖.国际投资者非理性情绪下的中国国际收支稳定性研究.财经研究,2011;1
2. 张舰,李学峰,王建虎.我国券商与证券投资基金的惯性反转策略比较研究——基于交易策略弹性指数.财贸研究,2010;4
3. 胡方,杨武歧,刘三昌.中国上市公司股权结构和公司业绩的相关性.当代经济管理,2010;7
5. 乔旭东.上市公司年度报告自愿披露行为的实证研究.当代经济科学,2003;2
6. 孙立,林丽.QFII投资中国内地证券市场的实证分析.金融研究,2006;7
7. 刘成彦,胡枫,王皓.QFII也存在羊群行为吗.金融研究,2007;10
8. 王琨,肖星.机构投资者持股与关联方占用的实证研究.南开管理评论,2005;2