

文章编号:1671-4229(2022)01-0070-11

开放式基金持股网络及其公司治理效应分析

刘广¹, 黄云英^{1*}, 冯锐¹, 张露¹, 陈柏廷²

(1. 广州大学 经济与统计学院, 广东 广州 510006; 2. 中山大学 数学学院(珠海), 广东 珠海 519082)

摘要:以开放式基金为典型代表的机构投资者已逐渐成为我国资本市场的参与主体和基石,其公司治理功能对企业绩效改善和经济高质量发展作用重大,备受各方关注。既有研究较多聚焦机构投资者单独或联合持股行为产生的公司治理效果,对微观个体剖析有余而对宏观整体关注不足。基于此,以2010-2019年间开放式基金为样本,首先借助社会网络分析方法,以样本基金年末前十大重仓股为连接构建其持股网络,并揭示网络中心度等特征,然后实证检验开放式基金嵌入持股网络后产生的公司治理效果。研究发现,开放式基金持股网络呈现节点逐渐增多、密度逐渐增大、连线数逐渐增多等演化特征,开放式基金嵌入网络与股指走势密切相关;开放式基金网络特性与公司治理水平之间确实存在显著关系,但作用方向尚未与预期一致。基于系统观对开放式基金持股网络特征和效果进行分析,有助于丰富机构投资者公司治理功能研究,拓宽社会网络理论应用领域,为规范机构投资者发展,改善公司治理状况,深化资本市场改革等提供启示。

关键词: 持股网络; 公司治理; 开放式基金; 中心度; 机构投资者

中图分类号: F831 文献标志码: A

Shareholding network of open-end funds and its corporate governance effect

LIU Guang¹, HUANG Yun-ying^{1*}, FENG Rui¹, ZHANG Lu¹, CHEN Bai-ting²

(1. School of Economics and Statistics, Guangzhou University, Guangzhou 510006, China;

2. School of Mathematics (Zhuhai), Sun Yat-sen University, Zhuhai 519082, China)

Abstract: The “unconventional developing” institutional investors, typically represented by the open-end funds, have gradually become the main participants and cornerstones of China’s capital market. Their corporate governance function plays an important role in enterprise performance and high-quality economic development, correspondingly having attracted wide attention. Most of the existing studies have focused on the corporate governance effect brought by the individual or joint shareholding of institutional investors, and paid attention to the effect more at the micro individual level but less at the macro integral level. Because of this, the open-end equity mutual funds in the A-share stock market from 2010-2019 are taken as samples, the social network analysis is chosen as the study method, the shareholding networks are constructed by taking the top ten awkward stocks in every sample fund’s annual report as the connection, and the characteristics of those networks are revealed chronologically. Then, the corporate governance effect of open-end funds embedded in the shareholding network is empirically tested. The results show that the shareholding networks are evolutionarily characterized by increasing nodes, density and connections, and the open-end funds are more and more commonly embedded in the networks, which is closely related to the fluctuation of the core stock index. There is indeed a significant relationship between the network characteristics and corporate governance effects of

基金项目: 国家社会科学基金资助项目(19BJY249)

作者简介: 刘广(1980—),男,讲师,博士. E-mail: mrliguang@126.com

*通信作者. E-mail: 2112064029@e.gzhu.edu.cn

引文格式: 刘广, 黄云英, 冯锐, 等. 开放式基金持股网络及其公司治理效应分析[J]. 广州大学学报(自然科学版), 2022, 21(1): 70-80.

sample funds, but the direction of action is inconsistent with initial expectation. The conclusions drawn by the analysis on the characteristics and effects of shareholding networks based on a systemic view not only enrich the researches on the corporate governance function of institutional investors, broaden the study field of social network theory, but also provide guidance for regulating the institutional investors, improving the level of corporate governance, deepening the reform of capital market, and so on.

Key words: shareholding network; corporate governance; open-ended fund; centrality; institutional investor

机构投资者始于英国,兴于美国,被誉为证券市场“皇冠上的明珠”。20世纪80年代开始,机构投资者在发达资本市场中逐渐由消极投机者转变为积极投资者,通过持股行为直接参与企业决策,在公司治理领域掀起了一股“看不见的革命”^[1]。相比个人投资者,机构投资者持股通常具有数量多、比例高、时间长等特点,由此造成“用脚投票”相比“用手投票”的成本更高。受利益最大化目标驱动,机构投资者的最优选择是奉行积极股东主义,以企业利益相关者和中小股东“伙伴”自居^[2]。在现代企业两权分离的情况下,机构投资者履行股东监督义务和发挥外部治理功能在客观上有利于规范管理层面或大股东等代理人行为,进而促进企业业绩改善和价值提升。

我国资本市场起步较晚,机构投资者相应起步更晚,其发展主要经历了3个阶段:①萌芽阶段(1990-1997年),彼时机构投资者主要以证券公司为主,数量较少,管理的资金规模较小,投资方式保守,多以“用脚投票”表达意见和诉求,市场影响力有限,公司治理功能微弱;②调整阶段(1998-2005年),证券投资基金问世,合格境外机构投资者(QFII)制度实施,保险资金入市,“超常规发展机构投资者”战略出台,机构投资者积蓄力量,蓄势待发;③快速发展阶段(2006年至今),继券商、基金和险资后,社保基金、企业年金、信托公司等各类机构投资者如雨后春笋般涌现,数量由2010年的5 098家暴增至2019年的28 170家,持股市值由2010年的12.35万亿元增加至2019年的30.92万亿元,目前,已形成较为成熟的多层次、大规模投资者群体,在资本市场中的影响力和话语权不断增强^[3]。

参照发达资本市场经验,一般认为,机构投资者相比个人投资者具备资金、信息、技术等多方面优势,集专家理财、稳定市场和外部治理等功能于一身,有动机和能力干预企业决策,是资本市场的“风向标”“压舱石”和“稳定器”。但是,目前国内针对机构投资者功能发挥与否的诸多研究所得结论并不统一,至少对其是否扮演“积极股东”角色尚无定论。一些研究认为,机构投资者

是价值投资者,有动机和能力通过“用手投票”来规范代理人行为^[4];另一些研究则认为,尽管机构投资者存在诸多优势,但其功能发挥需要具备若干前提条件。在国内市场透明度不足且上市公司股权相对分散的情况下,机构投资者不仅发挥积极股东角色的意愿不大^[5],甚至反而可能与代理人合谋,异化为投机者^[6-7]。

上述结论不统一,有可能事实如此,即机构投资者在资本市场中相机行事,在不同情境中扮演了不同角色,实现了不同功能。但更大的可能是由于既有研究选择的视角、方法、样本、数据等各不相同所致。目前,多数研究从机构投资者单独持股或联合持股行为出发考察其外部治理功能,以理性人假设为基础,着眼于个体行为特征。实际上,机构投资者持股行为除了受自身目标取向和外部环境的影响,还受其他机构投资者(尤其是有直接或潜在利益关联的机构投资者)行为的影响。当市场不确定增强时,机构投资者可能采取“抱团取暖”的方式,通过共同持股穿越股市波动的迷雾,这就导致机构投资者持股将由过去秉持完全的利己主义,转为逐渐蕴含部分利他主义成分。随着社会网络理论兴起并向资本市场研究领域延伸,借助网络模型刻画机构投资者的共同持股行为和功能特征变得成为可能。不仅如此,这种以共同持股作为连接构建机构投资者持股网络还有利于借助网络指标刻画机构投资者在整体特征,从而兼顾个体和整体。此时,机构投资者发挥积极功能可能既与自身属性有关,也与网络属性有关。具体到治理功能,机构投资者由于彼此之间利益连接更加紧密,一荣俱荣一损俱损,因此既有动机也有能力对持股企业实施外部监督,从而更好地产生外部治理效应。

上市公司前十大股东中,开放式基金持股占比逐年提升。2010年末,开放式基金持股比例均值为11.51%,最大值为58.54%;到2019年末,这2个值已分别增加到16.56%和86.29%。基于此,笔者以开放式基金为代表,构建机构投资者持股网络并探究其公司治理效应。上述工作存在以下贡献:①基于系统观视角揭示了开放式基金持股网络及其结构变化特征,有助于从

个体和整体2方面同时揭示我国机构投资者演化历程和功能取向;②实证检验了开放式基金持股网络的公司治理效应,为机构投资者外部治理功能提供了新视角和证据。我国经济虽然已迈入高质量发展阶段,但仍存在较强的“新兴+转轨”特征,上市公司“一股独大”和“内部人控制”问题较为严重,公司治理不完善极大影响了资源优化配置效果。机构投资者虽然总体规模已较大,但单独持股比例仍然较低,各自发挥外部治理作用有限。分则力弱、合则力强,机构投资者通过共同持股形成网络,进而成为掌握企业经营决策话语权的重要一极,这无疑是资本市场未来健康发展的方向和希望所在。

1 文献综述与机理分析

1.1 文献综述

机构投资者是相对于个人投资者而言的证券市场参与者,基于专业能力管理自有资金和他人委托的资金,通过投资有价证券创造收益和价值。根据中国证监会的监管规定,国内机构投资者主要包括证券投资基金、证券公司、保险公司、信托公司、养老金,以及企业年金、QDII等。

诸多研究已经证明,机构投资者与所持股企业之间的关系并不是单向的,而是相互促进和依赖的。一方面,机构投资者通过积极参与公司治理,起到监督企业生产经营,提升企业价值的作用;另一方面,企业治理水平提升反过来又会吸引机构投资者持股,增强利益相关者信心,实现资源优化配置。基于此,机构投资者和所持股企业公司治理水平之间的关系受到理论和实践的极大关注。

我国机构投资者是仿照英美资本市场经验建立起来的,起步较晚。由于所处市场环境独特,既有研究对国内机构投资者是否存在有效外部监督作用莫衷一是,有的支持,有的反对,还有的不置可否。综合来看,主要存在以下3类观点。

受发达市场的成功模式及相应的理论成果所影响,国内第一类研究支持机构投资者“有效监督假说”,认为其具有公司治理作用。

Morck等^[8]较早考察了机构投资者持股比例与上市公司治理水平之间的关系,发现机构投资者持股比例越高,其对所持股公司治理水平的影响越大,这是因为持股比例更高的机构投资者为了确保自身利益最大化,会更加积极地监督代理人行为。Agrawal等^[9]试图区分“积极监督”和“被动支持”2个假设,结果发现机构投资者持股和企业价值正相关,支持了积极监督假说。Opler

等^[10]以若干被列入重点关注名单的上市公司为研究对象,发现以共同基金为代表的机构投资者能对公司治理产生积极作用。Gillan等^[11]通过对长达15年间近2000份股东提案进行实证分析,发现由机构投资者提出的股东提案所获得的支持率要比个人股东提出的高很多,并且支持率呈逐年上涨趋势,同样证明机构投资者具有有效监督能力。由于国外研究在机构投资者功能方面达成的共识较高,因此,近期研究较少继续讨论该话题,而是直接将其作为结论使用。

国内研究方面,张涤新等^[12]以我国2004-2012年间部分上市公司为样本,从机构投资者自我保护角度从发,构建机构投资者和上市公司内部人之间的博弈模型,发现机构投资者持股和公司治理水平显著正相关,且各类机构投资者中,开放式基金对公司治理的正向作用最突出。李万福等^[13]检验了异质机构投资者持股在抑制管理层盈余操纵方面的作用,发现相比外地或短期机构投资者,本地或长期机构投资者持股的公司治理效应更为显著,且其治理效应的发挥与公司内部控制机制之间存在互补关系。陈志军等^[14]发现,机构投资者持股对国有企业内部控制质量有显著提升作用,且该作用对媒体等“隐性”外部监督机制有替代效应。刘邓^[15]对A股上市公司2016-2018年间的的面板数据进行实证分析,发现机构投资者持股比例提高会对公司绩效产生积极影响,且不同类型的机构投资者对公司治理产生的影响不同。这些研究使用的样本对象和时间区间各不相同,但结论基本一致,即机构投资者具有有效监督功能,其持股存在公司治理效应,且这种效应对企业业绩、内控等都有正向作用。

第二类研究不支持机构投资者“有效监督假说”,相反,他们支持“监督不力假说”。他们认为,机构投资者与企业之间的利益并不总是一致的,可能存在冲突,这导致企业内部人并不总按机构投资者的意愿行事。此外,机构投资者与企业管理层之间的关系可能并不总是委托代理关系,也可能是合作甚至合谋关系,双方为了利益可能相互勾结,导致机构投资者丧失监督意愿。

该观点在国外研究中也不乏证据。Coffee^[16]及Webb等^[17]指出,机构投资者没有产生公司治理作用,原因有三:①机构投资者并不必然是长期投资者,相反可能是短期投机者,加上他们采取分散化投资方式,因此,无力发挥有效监督作用;②企业经营的专业化程度越来越高,机构投资者的投资领域越来越细分,相应并不具备企业运营的全领域知识,在实施监督时可能力有不逮;③虽然机构投资者持股能给企业带来益处,但企业内部人并不喜欢被机构投资者干涉,因此,有可能给

机构投资者设置监督障碍。

国内研究中,曹丰等^[18]发现,机构投资者和上市公司股价崩盘风险之间有正相关关系,而且机构投资者持股比例越高,公司股价崩盘的风险也越高。王垒等^[19]发现,异质机构投资者的公司治理效果在不同组织情境下呈现出动态性、多元性和复杂性特征,总体存在“合谋”管理层、“监督”大股东的相机抉择情境。如果从投资组合视角出发,可进一步揭示机构投资者在参与治理过程中的“双刃剑”作用,即监督型机构投资者能够降低大股东与中小股东之间的第二类代理成本,却会加剧股东与管理层之间的第一类代理成本,且后一种情况在欠发达地区与存在强权高管的上市公司内表现更为明显^[20]。

国内机构投资者没有表现出公司治理效应,其原因主要归结为以下4个方面:①国内机构投资者由于秉持分散化投资策略,或因为风险控制原因,对单一企业的持股比例较低,暂不足以对管理层或大股东行为构成实际约束^[21];②资本市场制度仍不完善,机构投资者和管理层合谋的成本较低而收益较高,导致内幕交易、盈余操纵等现象频发^[22];③机构投资者受业绩锦标赛驱动,难以奉行长期主义,较多关心短期收益,容易由长期投资者异化为短期投机者^[23];④机构投资者持股存在“门槛效应”,一旦持股比例越过某个水平,其可能由“参与治理”转为“选择治理”,导致公司治理效应逐渐减弱,这可以通过考察企业会计稳健性获得证据^[24]。这意味着,机构投资者的公司治理效应存在权变特征。机构投资者持股比例过低或过高都可能削弱其治理效果,持股比例与治理效果之间表现出倒U型关系。

第三类研究持“监督中性假说”,认为机构投资者与其他类型投资者并无区别,对公司治理既无正向作用,又无负向作用。比如 Sunil^[25]发现,被证券投资基金持股的上市公司业绩并未显著改善,同时,养老金并不排斥持有业绩不佳的公司。Smith^[26]考察了存在股东激进主义上市公司的特点,没有发现机构投资者持股与公司治理之间有显著关系。国内研究中,黄郡^[27]采用分组方法,按机构投资者持股比例将样本企业分为高、低、无3组,发现机构投资者持股与公司治理水平之间不存在显著相关关系,持股比例低或不持股2组公司的治理水平并不明显低于持股比例高的公司组。李善民等^[28]的研究也支持该结论。

梳理国内外研究可以发现,目前国内对机构投资者持股与公司治理水平之间的关系尚无定论。总体来说,多数研究认为机构投资者持股对公司治理有积极作用,少数研究认为有负面作用或没有作用。如果继续使用机构投资者调研、关注等行为作为指示指标,所得结论

也基本一致。基于此,笔者尝试改变思路,从机构投资者之间形成的持股网络出发,考察其是否具有公司治理效应。

1.2 机理分析

机构投资者具有公司治理功能,首先与其作为独立个体表现出的禀赋特征和行为取向有关,比如持股行为能够提高公司盈余报告的精确性和及时性^[29]。现代企业的突出特征之一是两权分离,由此产生难以根治的委托代理问题,加上市场信息透明度不足,或者信息不对称程度较高,会进一步影响企业公司治理水平的提升。在理性“经济人”假设下,机构投资者会在成本收益框架内,依据收益最大化目标做决策。当治理收益超过治理成本时,机构投资者就会将治理动机转为治理行动^[30]。基于机构投资者个体持股及其公司治理效应的研究成果较多,相应的机理分析也较为丰富。

在个体视域下,机构投资者彼此分割、各自为战,彼此之间的相互影响及整体作为市场重要一极的功能便难以被识别和挖掘。当其由于共同持股形成网络后,各机构投资者同时具备了网络特征和系统性资源禀赋,此时其发挥公司治理功能相应就有独特之处。

(1)机构投资者持股网络提供了一种公司治理激励机制。机构投资者嵌入持股网络不仅会提升直接收益,比如因为促进所持股企业业绩改善而获得收益,重要的是还会增加间接收益,比如赚取行业声誉、赢得市场地位等。基于比较的观点,机构投资者在持股网络中的地位越高,向市场传递的高能信号就越强。这会引导市场资金进一步向该机构投资者流动,从而不断增大其资产管理规模和投资实力。相反,机构投资者在持股网络中的地位越低,甚至根本未嵌入网络,则会向市场传递低能信号,导致其很难持续获得增量资金,进而难以发展壮大。此外,企业也更愿意被网络地位高的机构投资者所持股,争取获得更多资金以外的诸如技术、市场、人才等资源,最终形成一种与机构投资者相互吸引、相互依存的良性互动关系。一旦这种正向反馈机制形成,资本市场的马太效应将愈发显著,机构投资者强者愈强的局面将逐渐形成。可见,持股网络不仅增强了机构投资者彼此之间的联系,促使其利益相关性变强,同时还通过市场竞争提供了一种实力甄别方法,从而促使机构投资者整体实力和水平提升,促进机构投资者更好地履行公司治理功能,彰显持股网络的公司治理效应。

(2)机构投资者持股网络有助于推动合作行为的产生与传播,并缓解外部监管的“搭便车”问题。相比机构投资者单个持股,机构投资者共同持股的总比例通常更高,获得的投票权、经营决策参与权更大,市场影响力相

应越高。机构投资者基于利益纽带实施集体行动,籍此通过退出威胁和“用手投票”来抑制控股股东私利行为,从而有利于公司治理功能的发挥^[31]。此外,机构投资者借助持股网络形成小集团,使得通过集体退出制造股价崩盘风险成为可能,这种潜在威胁对被持股企业构成强大的外部威慑,促使其提高公司治理水平^[5]。机构投资者持股网络越紧密,这种威慑作用越大。

(3)机构投资者持股网络有助于提升股价信息含量,增强市场信息透明度,进而产生公司治理效应。信息在机构投资者参与公司治理中发挥重要作用^[32]。由于持股网络具有信号传递功能和相互监督功能,嵌入网络的机构投资者有更强的动机和实力督促上市公司提升信息披露质量。比如机构投资者可通过实地调研、股东提案等行为直接促进被持股企业披露更多信息^[33]。此外,机构投资者还可以通过持股网络收集和传递企业特质信息,促使信息随着交易行为发生迅速融入股价,提高股价的信息含量^[34-35]。不仅如此,私有信息还会通过持股网络向机构投资者所在的其他社会网络扩散,进而加速渗透进股价中。

综上所述,由于嵌入网络中的机构投资者相比单个个体具有网络禀赋特征,同时,网络本身具有信息和资源交互功能,因此,机构投资者能更好地发挥公司的治理功能存在可能性和可行性。据此假设,嵌入持股网络中的机构投资者表现出更好的公司治理功能,机构投资者持股网络具有公司治理效应。

2 网络构建及其特征分析

2.1 社会网络分析简介

社会网络分析是研究一组行动者及其关系的理论和方法^[36]。在社会网络中,节点代表各类行动者(可以是个人、组织、群体、社区和国家等),连接代表行动者之间的关系。社会网络既是一种资源交换媒介,也是一种互助互惠机制,还是一种奖惩制度安排。当行动者嵌入网络中,其行为不仅受到自身目标取向驱动,还受到其他行动者行为的影响。行动者通过网络获取或交换信息(尤其是私有信息)及其他资源,或者侦查其他行动者的行为,以此作为自己行动决策的参考依据。

节点通过网络获取信息、资源等社会资本的能力高低,既与节点所处的网络位置有关,又与网络的整体特性有关。一般来说,节点在网络中所处的位置越重要,获得的资源就越多,在网络中的影响力就越大;网络密度越高,节点获取资源越容易。网络位置较好地度量了节点的信息或资源获取能力^[37]。

通常用中心度来度量节点在网络中所处位置及其重要性,用中心势度量整个网络的中心度。依据不同测度方法,中心度可分为度数中心度(Degree centrality)、中介中心度(Betweenness centrality)和接近中心度(Closeness centrality)3种。度数中心度指网络中与该节点直接相连的节点的个数,用来衡量该节点在网络所处位置的核心程度;中介中心度指该节点在多大程度上位于网络中其他节点对的“中间”,起到沟通其他节点对的桥梁作用,以衡量该节点对资源的控制程度,如果1个节点处于很多其他节点对的捷径(最短途径)上,则意味着该节点具有较高的中介中心度;接近中心度指该节点与其他所有节点的捷径距离之和,用来衡量该节点在多大程度上不受其他节点影响,即该节点的独立程度。

机构投资者持股网络是指多家机构投资者因共同持有1家或多家公司上市公司股票而构成的社会网络,其中,机构投资者是节点,共同持股的上市公司是连接。机构投资者持股网络规模是指网络中全部机构投资者的数量,即网络中的节点数量。当多家机构投资者共同持有某家上市公司股票时,总持股比例相比单个机构投资者持股比例上升,就会产生持股规模效应,可以在一定程度上提高干预公司治理的能力。机构投资者共同持股比例越高,其干预公司治理的动机和能力越强。

除节点中心度和网络规模等特征指标外,还有其他若干衡量网络整体特征的指标,其名称和含义见表1。

表 1 社会网络整体特征指标
Table 1 Characteristics of social network

指标名称	指标含义
平均度数	所有节点度数中心度的均值
连线数(线值=1)	2个节点持股1家公司的总和
连线数(线值≠1)	2个节点同时持股1家以上公司的总和
连线总数	2个节点同时持股1家及以上公司的总和
点度中心势	各节点度数中心度的差异程度
居中中心势	各节点中介中心度的差异程度
接近中心势	各节点接近中心度的差异程度

2.2 持股网络构建

(1) 节点选择和数据采集

以我国股票型开放式基金为样本和节点,首先导出2010-2019年间各基金年末前十大重仓股信息,获得前十大重仓股的持股比例和排名。由此得到1330家开放式基金及2738只重仓股。然后依据研究需要对原始数据作进一步筛选:①剔除ST、*ST等被特殊处理的重仓

股,因为这类公司的治理水平与正常公司的治理水平存在显著差异;②剔除金融类重仓股;③剔除数据缺失的重仓股;④保留重仓股 2 370 只,以此为连接构建开放式基金各年度持股网络。

上述机构投资者数据来自天天基金网,十大重仓股的股权结构数据、财务数据等来自 Wind 数据库。数据处理使用 Excel2013、txt2pajek、Pajek、Stata16 等软件,其中,Excel2013 用来存储原始数据,并另存为 .TXT 格式,然后用 txt2pajek 将 .TXT 格式文件转换成 .net 格式,将其导入 Pajek 软件即得到开放式基金持股网络及其特征,最后用 Stata16 来实施实证检验。

(2) 持股网络概览

数据收集整理完成后,首先将得到的“开放式基金-十大重仓股”点对表导入 Pajek 中,得到包含开放式基金及其重仓股 2 类节点的二模网。然后将二模网中的

重仓股节点去掉,得到只包含开放式基金单一类别节点的一模网,即开放式基金持股网络。在该网络中,任意 2 家基金若有连接,表明至少共同持有 1 支重仓股。由于开放式基金之间共同持股没有指向关系,且不考虑持股比例差异,因此,得到的持股网络属于较为简单的无权无向网络。以 2010 年、2013 年、2016 年和 2019 年 4 年的开放式基金持股网络为例,如图 1~图 4 所示。

4 张持股网络较为直观和粗略地反映了这 10 年间开放式基金个体和整体的变化趋势。首先,网络中节点数量在逐年上升,网络规模在逐年扩大,表明开放式基金数量在逐年增多,其市场影响力逐年增强;其次,节点密度逐年增加,中心节点聚集度逐年上升,表明开放式基金整体的“吸附力度”在逐年提升,优秀开放式基金的市场地位在逐年升高;最后,网络核心-边缘界限越来越模糊,表明开放式基金之间的联系逐年增强。

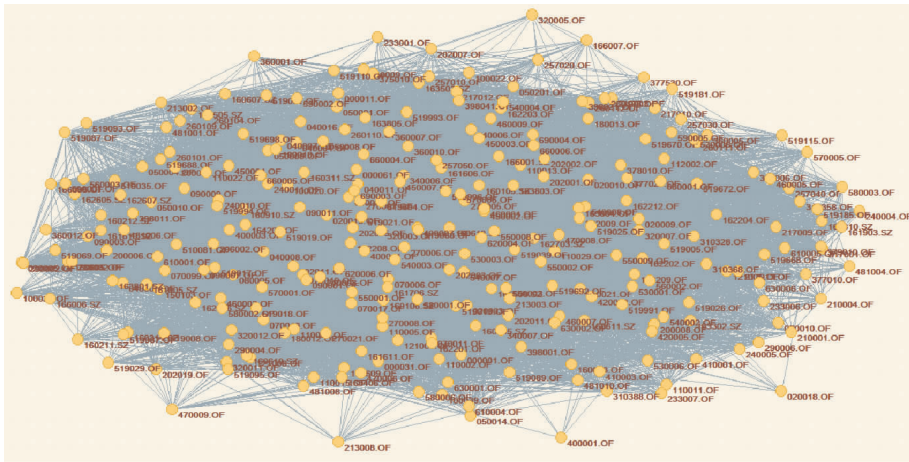


图 1 2010 年持股网络

Fig.1 Shareholding network of 2010

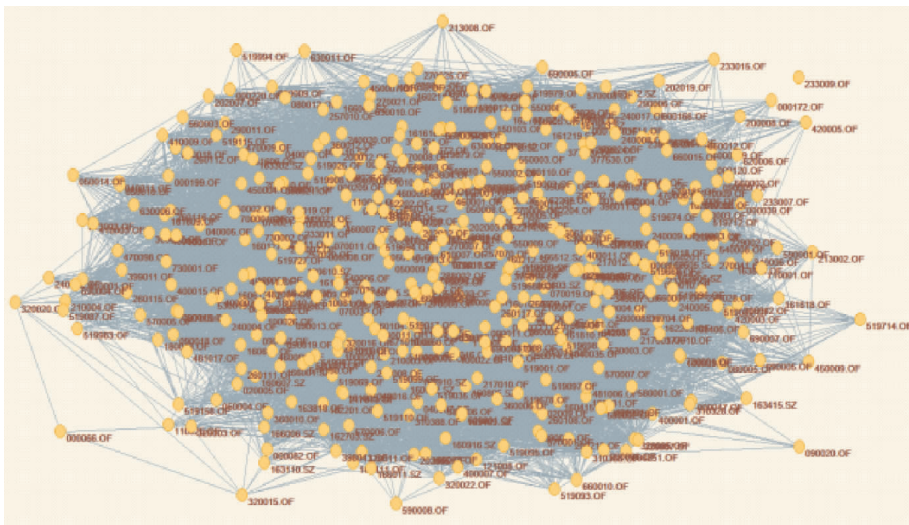


图 2 2013 年持股网络

Fig.2 Shareholding network of 2013

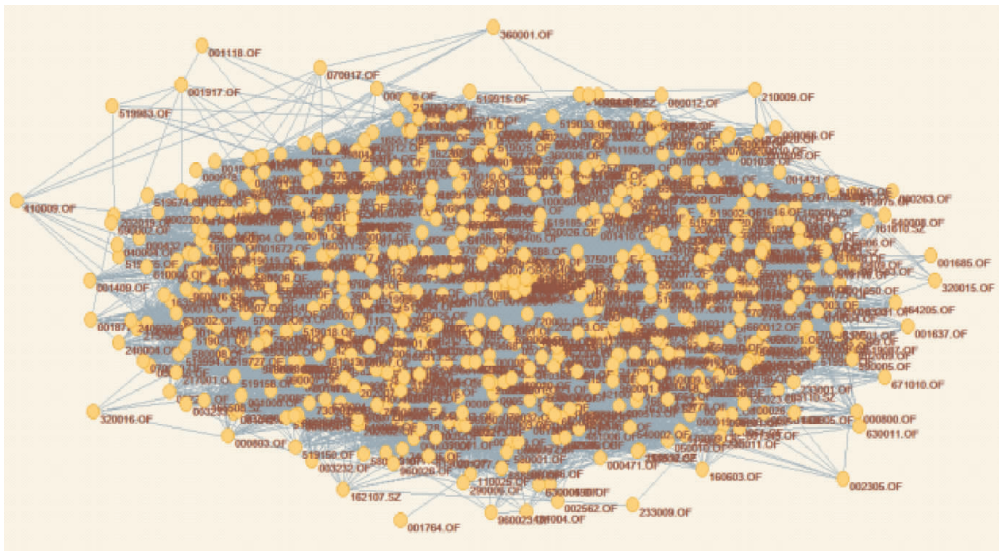


图 3 2016 年持股网络

Fig.3 Shareholding network of 2016

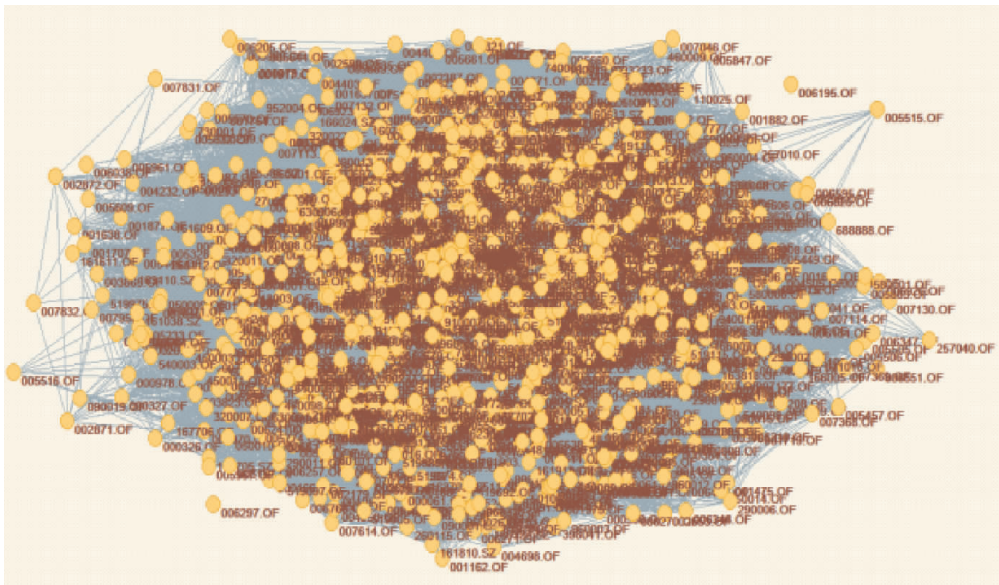


图 4 2019 年持股网络

Fig.4 Shareholding network of 2019

2.3 网络特征分析

如前所述,开放式基金持股网络中节点数量逐年增加,即基金数量逐年增加,较好地反映了现实情况(图 5)。网络密度在 10 年间波动较大,呈 U 型走势,表明开放式基金在金融危机后持股共识较高,随着牛市来临,持股分歧加大,网络密度逐渐下降,并在 2015 年录得最小值,此后又逐年上升。近年来,开放式基金在股市低迷时采取“抱团取暖”策略,网络密度又逐渐攀升到前期峰值。

继续考察样本期内开放式基金持股网络的整体特征,结果见表 2。

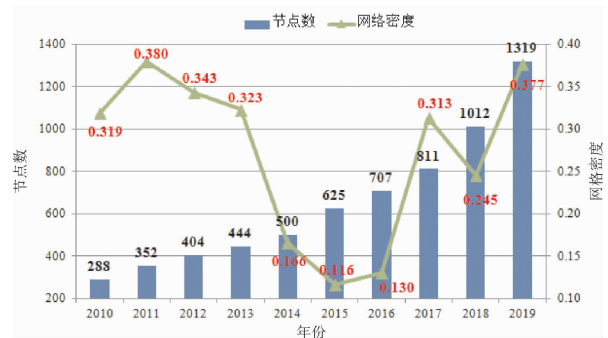


图 5 网络规模及密度变化

Fig.5 Scale and density of shareholding network

表 2 网络整体特征

Table 2 Characteristics statistics of shareholding network

年份	平均度数	连线数(=1)	连线数(>1)	连线总数	点度中心势	居中中心势
2010	92.00	10 387	2 861	13 248	0.319 3	0.005 3
2011	133.76	16 674	6 868	23 542	0.333 1	0.004 2
2012	138.52	20 571	7 411	27 982	0.337 8	0.007 1
2013	143.42	22 957	8 882	31 839	0.298 4	0.003 9
2014	82.95	17 909	2 829	20 738	0.283 8	0.008 6
2015	72.68	20 023	2 691	22 714	0.159 7	0.004 8
2016	91.52	27 589	4 764	32 353	0.203 8	0.005 4
2017	253.81	72 185	30 736	102 921	0.345 5	0.002 7
2018	247.63	98 927	26 373	125 300	0.303 6	0.002 3
2019	497.81	216 548	111 759	328 307	0.351 8	0.001 3

表 2 数据揭示了如下事实:

(1) 开放式基金持股网络的平均度数呈逐年上升趋势,意味着嵌入网络中的开放式基金彼此联系愈发紧密,网络的信息传递和资源交换功能逐渐增强。造成该现象的主要原因是 2015 年股市由牛转熊后,开放式基金开始放弃各自为战的策略,转向抱团取暖,优质白马股由此获得开放式基金的更多青睐,资本市场强者愈强的“马太效应”不断增强。

(2) 开放式基金持股网络中连线数量不断增加,且在 2016 年后呈加速上升趋势,表明不同开放式基金共同持有 1 家或多家上市公司股份的情况越发普遍,在牛市结束后对优质企业的趋同性升高。由于开放式基金的联系不断增多,因此,彼此对对方的影响也会不断加大,加上开放式基金同时持股多家公司的情况也在增加,未来它们之间的关系会越来越稳定。

(3) 网络中心势是指社会网络中各个节点网络位置的差异程度。样本期内开放式基金持股网络中心势情况如图 6 所示。

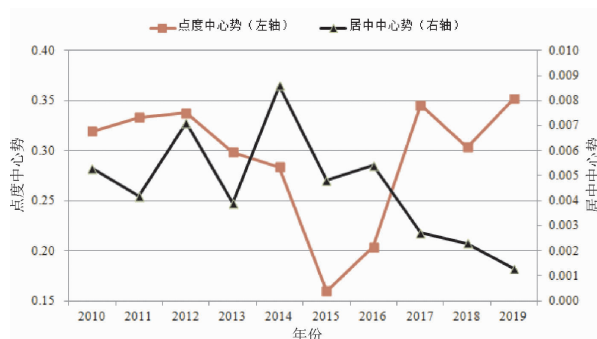


图 6 网络中心势情况

Fig. 6 Centralization of shareholding network

在 10 年间,持股网络点度中心势呈先下降后上升

的 U 型变化,居中中心势在 2015 年前较为平稳,其后呈下降趋势。2 个指标的拐点都出现在 2015 年前后,与大盘指数走势较为一致。比如 2015 年股灾发生后,不少开放式基金因风控原因被迫清仓离场,持股网络度数中心度的差异程度上升,中介中心度的差异程度下降,基本反映了现实情况。

3 实证检验

3.1 变量定义与模型设定

(1) 被解释变量

公司治理的内涵丰富,包括企业经营管理中的各个方面,如何准确评价和衡量公司治理水平是理论研究的重要课题之一。早期研究多用某个或某几个指标表征公司治理水平,虽便捷易行,但不够全面。2004 年,南开大学首次发布公司治理综合指数,从董事会、股东结构、管理层、信息透明度等多个维度衡量公司治理水平。该指数的提出突破了既往专注于单个治理指标的局限,也标志着国内在公司治理水平衡量方面有了重大突破。其后的研究不断对初始各类指标进行优化或降维,由此得到的公司治理综合指数的代表性和科学性都更强。

参考白重恩等^[38]和廖理等^[39]的研究,选取 8 个能够反映公司治理水平的指标构成公司治理指标体系(表 3)。这 8 个指标反映了公司管理层水平、董事会结构、股权制衡度、股权集中度、市场监督程度、信息披露水平、国有控股情况以及是否发行 B 股或 H 股等,比较全面地诠释了公司治理的多个层面。然后通过主成分分析对其进行降维,得到一个衡量公司治理水平的综合指标 CGI。

表 3 公司治理指标体系
Table 3 Measurements of corporate governance

指标名称	指标含义
高管是否担任董事长	虚拟变量,如果高管同时担任董事长,董事会可能很难发挥独立监督作用,从而对公司治理产生负面影响
独立董事比例	董事会中独立董事占比,比例越高越可能对公司治理产生正向影响
股权集中度	第一大股东持股数量除以总股份数量,比例越高越可能对公司治理产生负向影响
股权制衡度	第二至第十大股东持股比例除以第一大股东持股比例,比例越高越可能对公司治理产生正向影响
高管薪酬	高管薪酬总额的自然对数
高管持股比例	高管持股数量除以总股数
国有控股情况	政府目标以提高就业率和维护社会稳定为主,与股东利益最大化目标有冲突,国有控股比例太高可能会给公司治理带来负面影响
是否发行 B 股或 H 股	根据监管要求,公司发行 B 股或 H 股需要提高信息披露程度,这对公司治理有正向影响

上述公司治理指标数据全部来自国泰安数据库。首先对数据进行标准化处理,得到各年度 $n \times 8$ 的标准矩阵, n 代表样本企业数量;然后计算标准矩阵的方差-协方差矩阵;第三步计算方差-协方差矩阵的特征值,及最大特征值对应的特征向量;最后将标准矩阵和特征向量相乘,即得到各家企业的 CGI 值。

(2) 解释变量和控制变量

为了考察开放式基金持股网络的公司治理效应,笔者选择开放式基金的度数中心度、中介中心度和接近中心度 3 个指标衡量其网络属性。对每家上市公司,由于可能存在多家开放式基金共同持股的情况,因此,使用 3 个指标的均值作为解释变量,分别设为 MDC 、 MBC 和 MCC 。如果回归结果显著,则可以认为开放式基金持股网络是公司治理水平的一个非常重要的外部因素,存在公司治理效应。

除此以外,为了兼顾持股比例的影响,选择上市公司前十大股东中开放式基金持股比例之和(SSH)作为控制变量。另外,参照其他研究做法,还选择企业规模(SIZ)、净资产收益率(ROE)和杠杆比率(LEV)等作为控制变量。

(3) 模型设定

虽然 3 个解释变量的网络特征含义各不相同,但它们之间相关性较高。为了避免相关性对回归结果产生影响,将 3 个解释变量分开单独回归,分别观察它们对公司治理水平的影响程度。数据使用 2010-2019 年 10 年的混合数据,面板模型设定如下:

$$GCI = \beta_0 + \beta_1 * D + \beta_2 \sum X + \varepsilon \quad (1)$$

其中, D 代表 3 个解释变量, X 代表控制变量。

3.2 实证结果分析

依据式(1)得到的回归结果如表 4 所示。

表 4 回归结果
Table 4 Results of regression analysis

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
MDC	-0.012*** (-1.12)		
MBC		-0.007*** (-0.63)	
MCC			-0.007*** (-0.61)
SSH	0.010* (0.91)	0.009* (0.86)	0.009* (0.87)
SIZ	-0.136*** (-12.21)	-0.138*** (-12.36)	-0.137*** (-12.33)
ROE	-0.081*** (-7.31)	-0.083*** (-7.58)	-0.082*** (-7.52)
LEV	-0.102*** (-9.21)	-0.102*** (-9.20)	-0.102*** (-9.16)

注:括号内为 t 值,*、**和*** 分别代表 10%、5%和 1%的水平下显著

回归结果显示,开放式基金的 3 个网络特征对公司治理水平都有显著影响,即开放式基金持股网络的确存在公司治理效应。但 3 个特征指标的回归系数均为负,

表明开放式基金持股网络的公司治理效应不是积极而是消极的,其共同持股恶化了公司治理状况。这与假设相反。造成这种情况的主要原因可能在于,一方面,开

开放式基金尚未完全严格遵循价值投资策略,仍然存在一定的短视行为,这可从其重仓股持股时间较短得到验证;另一方面,由于持股网络促进了信息和资源交流,反而一定程度上助推了机构投资者的羊群行为,这同样影响了其公司治理功能发挥。这表明,持股网络发挥积极作用同样需要一定的外部条件,机构投资者预期治理功能的发挥是多种内外部因素共同作用的结果。同时,在当前阶段,由于机构投资者持股网络还未能产生正向积极作用,因此,还要通过积极监管避免其负向消极作用扩大。继续深化资本市场改革,以持续发展解决发展中出现的各种问题,仍是贯穿未来一段时期的主基调。

各控制变量的回归系数均显著,且与预期一致。其中,开放式基金持股比例之和的系数为正且显著,表明开放式基金持股比例对公司治理有正向积极影响,比例越高对公司治理的积极作用越大。这与既有研究结论也相吻合,再次印证了开放式基金持股的外部威慑作用的确存在。在当前市场条件下,开放式基金持股比例之和是更好的显示性指标。公司规模、净资产收益和杠杆比率3个控制变量的回归系数均为负,表明对公司治理有消极作用,这分别与委托代理假说、自由现金流假说等相一致。公司规模越大,委托代理问题可能越严重;净资产收益率和杠杆比率越高,企业的现金流敏感性可能越低,公司治理效果相应较差。

此外,在3个模型中,各控制变量回归系数的大小相近、方向一致,表明控制变量的选择具有较好的代表性,所得结果的稳健性程度较高。

参考文献:

- [1] 韩晴,王华. 独立董事责任险、机构投资者与公司治理[J]. 南开管理评论, 2014, 17(5): 54-62.
- [2] 李维安,姜涛. 公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据[J]. 财贸经济, 2007(12): 56-61.
- [3] 李合龙,李海菲,张卫国. 机构投资者持股、会计稳健性与公司价值[J]. 证券市场导报, 2018(3): 41-47 + 58.
- [4] 梅洁,严华麟. 基金持股对信息披露质量的改善作用研究——来自深圳证券交易所2004-2010年上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2012(2): 99-105.
- [5] 吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2019(2): 117-135.
- [6] 代昀昊,唐齐鸣,刘莎莎. 机构投资者、信息不对称与股价暴跌风险[J]. 投资研究, 2015, 34(1): 50-64.
- [7] 何乔,薛宏刚,王典. 机构投资者、信息透明度与股价崩盘风险[J]. 经济体制改革, 2017(5): 135-141.
- [8] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management ownership and market valuation[J]. Journal of Financial Economics, 1988(20): 293-315.
- [9] Agrawal A, Mandelker G N. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990, 25(2): 143-161.
- [10] Opler T C, Sokobin J S. Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors[J]. Research in Financial Economics, 1996, doi:10.2139/ssrn.46880.
- [11] Gillan S L, Starks L T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 57(2): 275-305.

4 结 论

基于国内外机构投资者既有研究成果,结合我国机构投资者独特的发展环境和历程,以机构投资者的典型代表开放式基金为样本,使用社会网络分析方法揭示了开放式基金持股网络及其特征,并考察了其公司治理效应。研究发现,开放式基金持股网络的密度近年来不断增加,嵌入网络中的开放式基金数量不断增加,彼此联系不断增强;以网络位置表征的开放式基金网络特征虽然对公司治理有显著影响,但却是消极而非积极的。这表明,在当前市场环境下,开放式基金由于种种原因而逐渐采取“抱团取暖”策略,但其持股网络尚未产生公司治理效应。

大力发展机构投资者是我国资本市场建设中一项坚定不移的重大战略举措,对优化金融市场生态,促进实体经济高质量发展至关重要。经过20多年艰苦卓绝的建设,机构投资者整体取得了长足进步,迈入了新的发展阶段,但其作为一个整体,尚未发挥期望的公司治理功能。必须注意的是,我国机构投资者是在相对独特的市场环境中孕育出来和发展起来的,其成长过程很难照搬发达市场经验。促进机构投资者个体和整体功能的发挥,除了要对其进行必要的正确规管外,还要辅以完善的市场环境和制度体系。从基于社会网络的系统观视角看,我国机构投资者建设仍任重道远。对于造成这种情况的诸多深层次原因,拟在后续研究中给予更多关注。

- [12] 张涤新,李忠海. 机构投资者对其持股公司绩效的影响研究——基于机构投资者自我保护的视角[J]. 管理科学学报,2017,20(5):82-101.
- [13] 李万福,赵青扬,张怀,等. 内部控制与异质机构持股的治理效应[J]. 金融研究,2020(2):188-206.
- [14] 陈志军,董美彤,马鹏程,等. 媒体与机构投资者关注对内部控制的交互作用——来自国有企业的经验数据[J]. 财贸研究,2020(9):99-110.
- [15] 刘邓. 机构投资者持股比例、公司治理水平与公司绩效的实证分析[J]. 经济研究导刊,2021(4):47-49.
- [16] Coffee J. Liquidity versus control: The institutional investor voice[J]. Columbia Law Review, 1991,91(6):1277-1338.
- [17] Webb R, Beck M, Mckinnon R. Problems and limitations of institutional investor participation in corporate governance[J]. Corporate Governance: An International Review, 2010,11(1):65-73.
- [18] 曹丰,鲁冰,李争光,等. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗? [J]. 会计研究,2015(11):55-61+97.
- [19] 王垒,曲晶,赵忠超,等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择:双重委托代理视角[J]. 管理世界,2020(7):132-152.
- [20] 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), doi:10.11835/j. issn. 1008-5831. jg. 2020. 04. 003.
- [21] 杨海燕,韦德洪,孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗? ——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究,2012(9):16-23+96.
- [22] 雷倩华,柳建华,季华. 机构投资者、内幕交易与投资者保护——来自中国上市公司资产注入的证据[J]. 金融评论, 2011,3(3):29-39+123-124.
- [23] 申璐. 机构投资者对上市公司绩效的影响——基于A-H股的自然实验[J]. 金融论坛,2015,20(9):60-68.
- [24] 甄红线,凌方,景跃霞. “参与治理”还是“选择治理”? ——基于机构投资者与会计稳健性内生关系的检验[J]. 系统工程理论与实践,2021,41(9):2198-2217.
- [25] Sunil W. Pension fund activism and firm performance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996,31(1):1-23.
- [26] Smith M P. Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS[J]. Journal of Finance, 1996,51(1):227-252.
- [27] 黄郡. 机构投资者持股特征的实证分析[J]. 南方金融,2006(9):42-45.
- [28] 李善民,王彩萍. 机构持股与上市公司高级管理层薪酬关系实证研究[J]. 管理评论,2007(1):41-48+64.
- [29] Ajinkya B, Bhojraj S, Sengupta P. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts[J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(3):343-376.
- [30] 童卫华. 机构投资者与公司治理:新趋势和研究展望[J]. 证券市场导报,2018(6):26-31+58.
- [31] 刘新争,高闯. 机构投资者抱团能抑制控股股东私利行为吗——基于社会网络视角的分析[J]. 南开管理评论,2021, 24(4):141-152.
- [32] Aboody D, Lev B. Information asymmetry, R&D and insider gains[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(6):2747-2766.
- [33] 谭劲松,林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. 南开管理评论, 2016,19(5):115-126.
- [34] Boehmer E, Kelley E K. Institutional investors and the informational efficiency of prices[J]. Securities Market Herald, 2009, 22(9):3563-3594.
- [35] 林忠国,韩立岩. 机构交易的正面效应:波动率和市场效率的视角[J]. 系统工程理论与实践, 2011, 31(4):606-616.
- [36] Kilduff M, Tsai W. Social networks and organizations[J]. Systems Man & Cybernetics Part C Applications & Reviews IEEE Transactions on, 2006, 28(2):173-193.
- [37] 殷枫,王贝,刘春林. 客户集中度对公司业绩的影响——基于社会网络理论的实证分析[J]. 河海大学学报(哲学社会科学版),2019,21(5):51-57+106-107.
- [38] 白重恩,刘俏,陆洲,等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究,2005(2):81-91.
- [39] 廖理,沈红波,郦金梁. 股权分置改革与上市公司治理的实证研究[J]. 中国工业经济,2008(5):99-108.