

# 合格境外机构投资者与企业绩效

李争光, 年洁, 季雨薇

(盐城工学院 经济管理学院, 江苏 盐城 224002)

**摘要:**选取2007—2016年的A股上市公司作为研究样本,考察了合格境外机构投资者持股对企业绩效的影响。研究发现,合格境外机构投资者持股比例与企业绩效显著正相关,即能有效提高企业绩效。还进一步考察了终极控制人性对合格境外机构投资者与企业绩效之间关系的影响,经验证据表明,与民营企业相比,合格境外机构投资者对国有企业的绩效影响更加显著。

**关键词:**企业绩效;合格境外机构投资者;影响

**中图分类号:**F831.5

**文献标识码:**A

**文章编号:**1008-5092(2019)02-0036-08

自1998年以来,我国在发展机构投资者方面做出了很大的努力,在这期间,机构投资者迅速发展,对资本市场的影响越来越大,逐渐成为资本市场的一支新兴力量。经过20多年的发展,中国资本市场已日臻完善。相对于散户来说,机构投资者会以投资管理建议的方式对企业进行监督,以促使企业经营管理的改良,进而提高企业绩效。

合格境外机构投资者(QFII)制度从2002年正式被我国引入以来,合格境外机构投资者发展十分迅速。QFII是指经中国证券监督管理委员会允许在中国证券市场进行投资,并获得国家外汇管理局批准的境外资产管理机构。据国家外汇管理局统计,到2017年1月底,中国共有276家境外机构投资者,投资金额累计达873.09亿美元。随着经济全球化趋势愈加明显,经济共同体联系日益紧密,QFII对中国证券市场的影响也越来越大。与此同时,随着QFII所持上市公司股份的不断增多,QFII对上市公司的治理产生了巨大的影响。因此,研究QFII与企业绩效的相关性对上市公司治理具有重要意义。

随着经济全球化的深入,QFII对国内经济的发展有很大促进,但是国内的研究者却忽略了QFII持股对企业的影响,大多数研究都局限在一般机构投资者对企业影响上。综观国内外学者的研究结论,关于QFII的公司治理效应存在着两种观点<sup>[1]</sup>。

第一种观点支持“效率监督假说”,即QFII可以改善公司管理,促进公司发展,有效提高企业绩效。国内有少量文献研究了QFII与企业绩效的影响,其中黄斌(2011)在其发表的一篇论文中表明,QFII持股与企业绩效水平呈现正相关关系<sup>[2]</sup>。王雄等(2013)通过实证研究发现,QFII持股与公司业绩正相关<sup>[3]</sup>。童元松等(2015)研究发现,QFII通过获取更多的股份,提出自己的意见,选取更加合理的方案,参与公司的管理,从而了解被投资公司,这一切均有利于提高企业绩效<sup>[4]</sup>。

Suman Neupane等(2016)通过印度的IPO市场研究了国内外机构投资者对IPO的投资,研究发现<sup>[5]</sup>:外国机构投资者和国内机构投资者的投资模式和股票选择差异很大,通过研究上市时的机构认购情况,发现外国机构投资者比国内机构投资者更具侵略性,更多的认购IPO。一些研究还表明,由于拥有投资经验和专业知识,外国机构投资者相对于国内机构投资者表现更为优越(Grinblatt和Keloharju,2000;Seasholes,2000)<sup>[6-7]</sup>。Tarun Khanna和Kfishna Pale Pu(2003)通过对印度市场的研究,发现QFII持股能显著提高上市公司的业绩<sup>[8-10]</sup>。Ahmadjian(2007)在书中写到,外国投资者的股权比例由一开始的7.7%增长为后来的28%,对公司的管理有着很大影响<sup>[11]</sup>。Ueda(2007)研究了日本的资本市场、投资者关系

收稿日期:2018-07-26

作者简介:李争光(1984—),男,江苏徐州人,副教授,博士,研究方向:会计理论、企业管理。

以及投资者支持,发现机构投资者的积极行为是由外国投资者发起的,其次才是日本机构投资者<sup>[12]</sup>。Mitsuru Mizuno (2010) 研究发现,外国投资者对企业绩效的影响,比国内机构投资者要大。该项研究从国外投资者和国内机构投资者的角度讨论了公司治理结构的演变,并阐明了机构投资者与企业绩效之间的关系<sup>[13]</sup>。就外国投资者而言,在绝大多数公司治理项目中,外资持股与公司治理指标之间存在正相关关系。欧洲政策研究中心(1995)指出,机构投资者的国际多样化和日益增加的跨境活动有助于改变公司治理标准。外资股权的影响不容低估,因为欧洲的“新”投资者往往是来自美国、英国和其他国家的机构投资者<sup>[14]</sup>。

第二种观点支持“利益冲突假说”和“战略同盟假说”,这种观点则认为 QFII 持股不会提高企业绩效<sup>[15]</sup>。叶丹(2009)研究了 QFII 持股对企业绩效的影响,发现 QFII 没有积极参与公司治理,也没有提高企业绩效。作为目前最积极的投资者,美国养老基金成为了学术界研究的主要对象。Smith(1996)通过研究 CalPERS 的积极行为对目标公司治理结构的影响,发现美国养老基金持股增加了公司股东的财富,但对经营业绩没有显著影响<sup>[16]</sup>。Wahal (1996)、Guercio 和 Hawkins (1999)发现养老基金股东的行为不能改善会计业绩<sup>[17-18]</sup>。Stuart 和 Laura(2000)以养老基金为代表,对机构投资者的积极行为进行研究,发现机构投资者虽然在短期内通过改革公司治理结构有效地提高了企业绩效,但长期效果并不显著<sup>[19]</sup>。Michael(1996)认为机构投资者的积极行为虽然可以改善企业治理情况,却没有显著提高企业绩效<sup>[20]</sup>。

从上述国内外文献综述可以看出,合格境外机构投资者与企业绩效之间的关系尚未形成一致结论。目前,全球股票市场的特点是机构投资者迅速增加,机构投资者的这种扩张影响着企业绩效。因此,机构投资者的行为已经成为影响企业绩效极其重要的因素。故本文从企业绩效的视角考察 QFII 的公司治理效应。

## 一、理论分析与研究假设

### 1. QFII 持股对企业绩效的影响

《新京报》发表的一篇文章指出,QFII 在投资国内公司时比国内基金更注重公司的治理结构。

例如,QFII 在进行投资时,会选择管理回报比较高的公司。这背后的逻辑是,公司管理层的薪酬与公司的经营业绩密切相关。管理层的高报酬可能意味着公司有更好的经营业绩。如果公司高管的薪酬低于行业标准,则意味着管理层没有足够的动力去主动地工作,或者管理层可能从秘密渠道获得上市公司的非法收入。此外,考虑到中国的特殊情况,管理层的高薪酬可能意味着公司的财务和薪酬政策更加透明和标准化,以及公司治理结构可能会相对完整。此外,QFII 在股权结构改革过程中也发挥着积极的作用。例如,研究表明,拥有 QFII 和国内基金的公司将在股票交易改革中经历更短的时间,QFII 的作用将高于国内基金。作为国外股东,QFII 很少屈服于大股东的压力,发挥监督者作用的可能性更高。通过 QFII 在改进公司治理方面的作用,毕马威事务所等相关研究进一步表明,与没有 QFII 作为股东的公司相比,QFII 作为股东的公司具有更好的经营业绩。QFII 的持股规模与公司的财务表现和股票市场表现均呈正相关关系。

国内外学者认为 QFII 是否改进公司治理结构继而提升企业业绩存在三种假说:效率监督假说是指 QFII 结合自己国内的企业管理经验,对参与的企业提出建议,具有促进作用;利益冲突假说是指 QFII 和公司之间存在分歧,QFII 更加注重利益,而公司既要追求利益,又要追求业绩;战略同盟假说是指 QFII 和公司高管认为双方相互合作是有益的,这种合作降低了机构投资者监督公司高管所产生的对公司价值的正效应。后两种假说都认为 QFII 的参与会对公司产生负面影响,影响公司的正常发展。

QFII 持股与企业绩效之间存在何种关系主要取决于上述探讨的 QFII 与企业绩效关系的三种假说。假如 QFII 发挥了效率监督的作用,可以有效地减少管理层的投机行为或自身利益行为,有效地监督上市公司,督促管理层更加关注企业绩效,那么可以预期 QFII 持股比例与企业绩效之间存在正相关关系。如果 QFII 参与公司治理干扰了管理层和董事会的工作,影响了公司正常的经营业务秩序,降低了公司治理水平,我们预期在这种情况下,QFII 持股比例与企业绩效之间存在负相关关系。基于以上分析,本文提出假设 1:

H1a:在保证其他条件不变时,根据效率监督假说,合格境外机构投资者持股与企业绩效正

相关;

H1b:在保证其他条件不变时,根据利益冲突假说和战略同盟假说,合格境外机构投资者持股与企业绩效负相关。

### 2. 产权性质对 QFII 与企业绩效之间关系的影响

现有文献大多关注 QFII 对整体上市公司绩效的影响,很少有文献进一步研究产权性质对 QFII 与企业绩效之间关系的影响。上市公司终极控制人性质的不同会使公司之间的治理结构存在差异,从而导致企业绩效水平有所不同。因此,根据企业产权性质的不同,本文提出假设 2:

H2a:在其他条件不变的前提下,与民营企业相比,合格境外机构投资者对国有企业绩效的影响更加显著;

H2b:在其他条件不变的前提下,与国有企业相比,合格境外机构投资者对民营企业绩效的影响更加明显。

## 二、研究设计

### 1. 样本选择与数据来源

本文选取了 CSMAR 数据库中 2007—2016 年

沪深两市 A 股上市公司作为研究样本。本文的筛选过程如下:(1)财务指标数据缺失的上市公司;(2)企业终极控制股东性质不能判断及缺失的上市公司;(3)其他控制变量缺失的上市公司;(4)QFII 持股比例数据缺失的上市公司;(5)对主要连续变量在 1% (99%) 的水平上进行了缩尾。经过上述筛选过程,最终,共获得 2068 个观测值。

### 2. 变量的选择与定义

本文选择的因变量是企业绩效指标。虽然有很多度量企业绩效水平的指标,但在本文中主要选取总资产收益率 *ROA*、每股收益 *EPS* 以及托宾 *Q* 值(*TOBIN Q*)进行度量。

总资产收益率 *ROA* 和每股收益 *EPS* 从会计业绩层面衡量了企业绩效。托宾 *Q* 在一定程度上反映了证券市场对企业绩效的反应,从股本扩张能力的角度出发进行考察。

文中解释变量选取 QFII 持股比例进行度量。本文借鉴了李争光等<sup>[21]</sup> (2014) 的实证模型,我们对一些指标进行了控制,主要有资产负债率、企业规模和市值账面比。为了控制年度和行业对企业绩效的影响,本文在回归模型中还加入了年度和行业虚拟变量。主要变量定义详见表 1。

表 1 主要变量定义表

变量名称	变量符号	计算方法
总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/平均总资产,其中平均总资产=(本年末总资产+上年末总资产)/2
每股收益	<i>EPS</i>	净利润/普通股股数
托宾 <i>Q</i> 值	<i>TOBIN Q</i>	(股权市值+负债账面价值)/总资产,其中股权市值=流通股股数×年末收盘价+非流通股股数×每股净资产
QFII 持股比例	<i>FR</i>	QFII 持股股数/总股数
资产负债率	<i>LEV</i>	负债总额/资产总额
企业规模	<i>SIZE</i>	企业总资产的自然对数
市值账面比	<i>MBR</i>	股权市值/所有者权益
终极控制人性质	<i>SOE</i>	终极控制人性质虚拟变量,企业的终极控制股东为国有企业时取 1,否则取 0
年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量

### 3. 实证模型

采用如下模型(1)来检验 QFII 持股对企业绩效的影响:

$$Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 FR_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MBR_{it} + \beta_5 SOE_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,  $Performance_{it}$  为企业 *i* 在 *t* 年的企业绩效。企业绩效指标将分别用总资产收益率、每股

收益、托宾 *Q* 值来衡量;  $FR_{it}$  是企业 *i* 在 *t* 年的合格境外机构投资者持股比例;  $LEV_{it}$  是企业 *i* 在 *t* 年的资产负债率;  $SIZE_{it}$  是企业 *i* 在 *t* 年的企业规模;  $MBR_{it}$  是企业 *i* 在 *t* 年的市值账面比;  $SOE_{it}$  是企业 *i* 在 *t* 年的终极控制人性质虚拟变量;  $\sum Year$  是年度虚拟变量;  $\sum Industry$  是行业虚拟变量;  $\varepsilon_{it}$  是误差项。我们按照终极控制人性质,采用模型(1)进行分样本回归,以检验产权性

质对 QFII 持股与企业绩效之间关系的影响。

### 四、实证结果分析

#### 1. 描述性统计

表 2 报告了主要连续变量的描述性统计结果。从表 2 可以发现,总资产收益率、每股收益、托宾 Q 值的均值(中位数)分别为 0.063(0.057)、

0.606(0.463)、2.144(1.740),标准差较小。QFII 持股比例的均值(中位数)为 1.67%(0.85%),说明我国上市公司的 QFII 持股比例较低,这是因为我国作为一个新兴的资本市场,引入 QFII 的时间较短,QFII 正处于初步发展阶段。根据样本可以发现,中国上市公司大多为国有企业控股,占到 54.6%。

表 2 样本描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	Q1	中位数	Q3	最大值
ROA	2068	0.063	0.059	-0.127	0.026	0.057	0.094	0.236
EPS	2068	0.606	0.643	-0.914	0.226	0.463	0.821	3.344
TOBIN Q	2068	2.144	1.264	0.906	1.297	1.740	2.527	7.790
FR	2068	0.0167	0.0297	0.0007	0.0040	0.0085	0.0162	0.1870
LEV	2068	0.456	0.219	0.054	0.280	0.444	0.613	0.949
SIZE	2068	22.679	1.675	20.002	21.549	22.410	23.375	28.716
MBR	2068	3.054	2.194	0.696	1.647	2.432	3.701	13.674
SOE	2068	0.546	—	—	—	—	—	—

#### 2. 相关性分析

表 3 报告了主要变量之间的相关性分析。在 pearson 相关系数中,FR 与 EPS 显著正相关,与 ROA、TOBIN Q 显著负相关;在 spearman 相关系数

中,FR 与 ROA、EPS、TOBIN Q 显著正相关。单变量检验的结果并没有验证假设 1 与假设 2,为了控制其他变量的影响,本文将在下面作多元回归分析。

表 3 Pearson(Spearman)相关系数

变量名	ROA	EPS	TOBIN Q	FR	LEV	SIZE	MBR	SOE
ROA	1	0.683***	0.368***	0.078**	-0.508***	-0.153***	0.208***	-0.209***
EPS	0.600***	1	-0.055**	0.146***	-0.041*	0.300***	-0.071**	-0.032
TOBIN Q	0.245***	-0.046**	1	0.133***	-0.421***	-0.573***	0.909***	-0.247***
FR	-0.091***	0.143***	-0.072**	1	0.018	-0.122***	0.144***	-0.126***
LEV	-0.463***	0.008	-0.312***	0.237***	1	0.472***	-0.108***	0.312***
SIZE	-0.142***	0.330***	-0.443***	0.294***	0.552***	1	-0.433***	0.336***
MBR	0.087***	-0.077**	0.872***	-0.06**	-0.021	-0.355***	1	-0.154***
SOE	-0.187***	0.013	-0.188***	-0.034	0.308***	0.310***	-0.102***	1

注:左下角(右上角)为 pearson(spearman)相关系数;“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

#### 3. 实证结果及分析

##### (1) QFII 与企业绩效

表 4 报告了假设 1 的检验结果,我们可以发现 FR 与 ROA、EPS、TOBIN Q 之间显著正相关,即 QFII 持股越高,企业绩效越好,支持了效率监督假说, H1a 得到验证。

在控制变量方面,当企业绩效的因变量为总资产收益率和每股收益时,资产负债率的系数是负的,二者均在 1% 的水平上显著,表明公司的资产负债率越高,企业绩效越差,这与李争光等<sup>[21]</sup>(2014)的研究结论一致。企业规模的系数是正

的,且在 1% 的水平上显著,表明企业规模越大,规模效应越好,企业绩效越好。公司成长性市账比 MBR 的系数是正的,且在 1% 的水平上显著,表明公司成长机会越好,企业绩效越好。终极控制人性质的系数是负的,分别在 1%、5% 的水平上显著。当企业绩效的因变量为 TOBIN Q 时,资产负债率 LEV 的系数是负的、市账比 MBR 的系数是正的,二者均在 1% 的水平上显著,与第 1 列、第 2 列得出的结果一致。企业规模的系数为负、终极控制人的系数为正,但不显著。

表 4 QFII 持股与企业绩效回归结果

变量	因变量 ROA(1)	因变量 EPS(2)	因变量 TOBIN Q(3)
截距项	-0.210*** (-7.79)	-4.780*** (-15.25)	1.624*** (6.23)
FR	0.079* (1.67)	2.421*** (4.38)	1.304*** (2.83)
LEV	-0.169*** (-23.93)	-0.907*** (-11.04)	-1.885*** (-27.58)
SIZE	0.015*** (13.17)	0.242*** (18.72)	-0.005 (-0.43)
MBR	0.005*** (8.69)	0.040*** (5.66)	0.495*** (84.84)
SOE	-0.015*** (-5.69)	-0.066** (-2.18)	0.024 (0.94)
年度效应	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制
Obs	2068	2068	2068
Adj R <sup>2</sup>	0.292	0.193	0.855
F 统计值	28.51***	16.94***	395.06***

注:括号内为 *t* 值;“\*\*\*”、“\*\*”和“\*”分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

(2) 产权性质对 QFII 持股与企业绩效之间关系的影响。为了进一步验证终极控制人性质对 QFII 持股与企业绩效之间关系的影响,我们进行

了分样本回归分析。分样本回归分析的结果如表 5 所示,当终极控制人性质为国有企业时,FR 与 ROA、EPS、TOBIN Q 显著正相关;当终极控制人性质为民营企业时,FR 与企业绩效的因变量 TOBIN Q 显著正相关,与因变量 ROA 正相关、与 EPS 负相关,但并不显著,这支持了假设 H2a,说明了 QFII 对国有企业绩效的正向影响比非国有企业更为显著。

#### 4. 稳健性检验

(1) 本文选择了净资产收益率 ROE 作为企业绩效的替代变量检验 QFII 对企业绩效的影响,稳健性检验结果如表 6 所示。通过表 6 的第 1 列的数据,我们可以发现 FR 与 ROE 正相关,且在 1% 的水平上显著,这表明 QFII 持股比例的增加有助于提高企业绩效,稳健性检验结果与表 4 中的研究结论一致。

通过表 6 的第 2 列、第 3 列可以发现。当企业终极控制股东为国有企业时,FR 与 ROE 正相关,且在 1% 的水平上显著;当企业终极控制股东为非国有企业时,FR 与 ROE 不显著,这与表 5 的研究结论一致。

表 5 产权性质对 QFII 持股与企业绩效之间关系影响的回归结果

变量	SOE = 1			SOE = 0		
	ROA	EPS	TOBIN Q	ROA	EPS	TOBIN Q
截距项	-0.126*** (-4.06)	-4.114*** (-9.62)	2.388*** (6.74)	-0.461*** (-9.08)	-6.320*** (-14.12)	0.172 (0.48)
FR	0.221** (3.35)	6.302*** (6.94)	1.477** (1.96)	0.027 (0.40)	-0.512 (-0.87)	1.054** (2.25)
LEV	-0.180*** (-20.82)	-1.256*** (-10.51)	-1.711*** (-17.27)	-0.173*** (-14.46)	-0.693*** (-6.56)	-2.288*** (-27.18)
SIZE	0.010*** (7.92)	0.213*** (12.44)	-0.028** (-1.99)	0.026*** (12.51)	0.308*** (16.53)	0.049** (3.30)
MBR	0.006*** (8.39)	0.059*** (5.63)	0.431*** (49.74)	0.005*** (5.34)	0.024*** (2.79)	0.573*** (84.58)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Obs	1130	1130	1130	938	938	938
Adj R <sup>2</sup>	0.339	0.200	0.787	0.262	0.331	0.930
F 统计值	20.95***	10.75***	144.69***	12.07***	16.44***	415.98***

注:括号内为 *t* 值;“\*\*\*”、“\*\*”和“\*”分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

表 6 QFII 与企业绩效(ROE)回归结果

变量	ROE(1)	SOE = 1 ROE(2)	SOE = 0 ROE(3)
	截距项	-0.483*** (-8.81)	-0.349*** (-4.85)
FR	0.292*** (3.02)	0.648*** (4.24)	0.139 (1.21)
LEV	-0.150*** (-10.42)	-0.194*** (-9.67)	-0.131*** (-6.38)
SIZE	0.029*** (12.63)	0.021*** (7.23)	0.048*** (13.19)
MBR	0.009*** (7.31)	0.011*** (6.53)	0.007*** (4.54)
年度效应	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制
Obs	2068	1130	938
Adj R <sup>2</sup>	0.116	0.137	0.181
F 统计值	9.71***	7.17***	7.91***

注:括号内为 t 值;“\*\*\*”、“\*\*”和“\*”分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

(2) 考虑到内生性问题,本文采用滞后一期的 QFII 持股比例来检验其对企业绩效的影响,滞后一期的 QFII 持股比例用 LagFR 来表示,回归结果如表 7、表 8 所示。其中表 7 报告假设 1 的稳健性检验结果;表 8 报告假设 2 的稳健性检验结果。从表 7 可以看出,当 QFII 持股比例滞后一期时,LagFR 与总资产收益率 ROA 呈正相关,但不显著,与每股收益、托宾 Q 值显著正相关,且在 5% 的水平上显著,这与表 4 得出的结论基本一致。

从表 8 中可以看出,当企业终极控制股东为国有企业时,LagFR 与因变量 ROA、EPS、TOBIN Q 显著正相关,分别在 1%、1%、1% 的水平上显著;当企业终极控制股东为非国有企业时,LagFR 与因变量 ROA、EPS、TOBIN Q 不显著,再次验证了假设 H2a。

表 7 QFII 滞后一期与企业绩效回归结果

变量	因变量 ROA(1)	因变量 EPS(2)	因变量 TOBIN Q(3)
	截距项	-0.283*** (-6.30)	-6.565*** (-10.88)
LagFR	0.001 (1.09)	0.023*** (2.82)	0.017** (3.12)
LEV	-0.191*** (-15.16)	-1.044*** (-6.17)	-2.151*** (-19.35)
SIZE	0.016*** (9.03)	0.306*** (13.00)	-0.033 (-2.11)
MBR	0.008*** (7.19)	0.062*** (4.33)	0.503*** (53.11)
SOE	-0.012*** (-2.86)	-0.030 (-0.53)	0.007 (0.19)
年度效应	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制
Obs	765	765	765
Adj R <sup>2</sup>	0.356	0.262	0.875
F 统计值	15.59***	10.34***	185.01***

注:括号内为 t 值;“\*\*\*”、“\*\*”和“\*”分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

表 8 QFII 滞后一期与企业绩效分样本回归结果

变量	SOE = 1			SOE = 0		
	ROA	EPS	TOBIN Q	ROA	EPS	TOBIN Q
截距项	-0.186*** (-3.83)	-5.527*** (-7.28)	1.138** (2.29)	-0.626*** (-6.37)	-9.162*** (-9.56)	0.513 (0.85)
LagFR	0.003*** (3.08)	0.071*** (5.22)	0.028*** (3.15)	-0.0002 (-0.18)	-0.008 (-0.92)	0.007 (1.39)
LEV	-0.215*** (-15.10)	-1.587*** (-7.13)	-2.252*** (-15.50)	-0.184*** (-7.46)	-0.411* (-1.71)	-1.947*** (-12.91)
SIZE	0.012*** (6.57)	0.273*** (9.56)	0.028 (1.51)	0.028*** (7.09)	0.393*** (10.05)	0.030 (1.24)
MBR	0.008*** (6.89)	0.076*** (3.96)	0.446*** (35.72)	0.007*** (3.29)	0.043** (2.24)	0.616*** (50.72)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Obs	467	467	467	298	298	298
Adj R <sup>2</sup>	0.418	0.281	0.837	0.348	0.452	0.945
F 统计值	13.38***	7.73***	89.90***	7.89***	11.66***	222.82***

注:括号内为 t 值;“\*\*\*”、“\*\*”和“\*”分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

#### 四、结语

本文选取 2007—2016 年的 A 股上市公司作为研究样本,考察了合格境外机构投资者持股对企业绩效的影响。研究发现,合格境外机构投资者持股比例与企业绩效显著正相关,即能有效提高企业绩效。本文还进一步考察了终极控制人性对合格境外机构投资者持股与企业绩效之间关系的影响,经验证据表明,与民营企业相比,合格境外机构投资者对国有企业的绩效影响更加显著。

本文通过实证分析研究了合格境外机构投资者持股与企业绩效之间的关系,其研究结果具有一定的理论和现实意义。第一,本文从企业绩效的角度考察了 QFII 持股对公司治理的影响,研究发现合格境外机构投资者能够提升企业绩效,从

而丰富了企业绩效的影响因素以及合格境外机构投资者公司治理效应领域的研究。第二,为了进一步研究终极控股人性对 QFII 持股与企业绩效之间关系的影响,本文进行了分样本回归分析。我们发现,与民营企业相比,合格境外机构投资者对国有企业绩效的影响更为显著,这可能是因为中国的资本市场环境对 QFII 的投资决策有很大的影响。中国作为一个“新兴”与“转型”兼具的资本市场,QFII 进入中国资本市场的时间很短,在进行投资选股时,往往会选择绩效较好的公司。由于国有企业控股的上市公司本身就具有比较稳定和完善的公司治理体系,而非国有企业控股的上市公司可能会因为信息披露不充分、公司治理结构不完善导致企业绩效水平低下,因此,QFII 在进行投资选股时为了减少投资风险会更偏向于国有企业控股的上市公司。

#### 参考文献:

- [1] Pound. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight [J]. *Journal of Financial Economics*, 1998(20):237-265.
- [2] 黄斌. QFII 在中国 A 股市场持股特征研究 [J]. *统计与决策*, 2011(24):139-142.
- [3] 王雄,方闻千,刘振彪. QFII 持股与上市公司绩效的相关性研究:基于 2009—2011 年 QFII 持股上市公司数据的实证分析 [J]. *深圳大学学报(人文社会科学版)*, 2013,30(3):87-91.
- [4] 童元松,王光伟. 境外机构投资者持股、公司业绩与股市质量 [J]. *会计与经济研究*, 2015,29(6):101-110.
- [5] Suman N, Biwesh N, Krishna P, et al. Domestic and Foreign Institutional Investors' Investment in IPOs [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016(39):19-21.
- [6] Grinblatt M, Keloharju M. The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,55(1):43-57.
- [7] Seasholes M S. Smart Foreign traders in Emerging Market. Unpublished Work. University of California, Berkeley, 2000.
- [8] Tarun K, Kfishna P. Do Firms Learn to Create Value the Case of Alliances [J]. *Strategic Management Journal*, 2003(21):295-315.
- [9] Brav A, Jiang W, Partnoy F. Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance [J]. *Journal of Finance*, 2008,63(4):1729-1775.
- [10] Yuan R, Xiao J Z, Zou H. Mutual Funds' Ownership and Firm Performance: Evidence from China [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008,32(8):1552-1565.
- [11] Ahmadjian C, Aoki M, Jackson G, et al. Foreign Investors and Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity [J]. Oxford University Press, 2007.
- [12] Ueda R. General Shareholders Meeting in 2007 and the Trend of Institutional Investors [EB/OL]. (2017-11-12) [2018-06-15]. <http://www.docin.com/p-2079468217.html>.
- [13] Mitsuru Mizuno. Institutional Investors, Corporate Governance and Firm Performance in Japan [J]. *Pacific Economic Review*, 2010,15(5):653-665.
- [14] Gros D. The implications of a Greek default for the euro, CEPS Commentary, Centre for European Policy Studies, Brussels [J]. *Oxford Review of Economic Policy*. 2002(18):18-23.
- [15] 叶丹. QFII 持股与上市公司绩效相关性研究 [J]. *财会月刊*, 2009(9):87-89.

- [16] Smith M P. Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS [J]. *Journal of Finance*, 1996, 51(1):227-252.
- [17] Sunil Wahal. Public Pension Fund Activism and Firm Performance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(1):1-23.
- [18] Guercio D D, Hawkins J. The Motivation and Impact of Pension Fund Activism [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(3):293-340.
- [19] Stuart L Gillan, Laura T Starks. Corporate governance proposals and shareholder activism; the role of institutional investors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000(57):275-305.
- [20] Michael P. Smith Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS [J]. *Journal of Finance*, 1996, 51(1):227-252.
- [21] 李争光,赵西卜,曹丰,等. 机构投资者异质性与企业绩效:来自中国上市公司的经验证据 [J]. *审计与经济研究*, 2014, 29(5):77-87.

## Qualified Foreign Institutional Investors and Firm Performance

LI Zhengguang, NIAN Jie, JI Yuwei

(College of Economics and Management, Yancheng Institute of Technology, Yancheng Jiangsu 224002, China)

**Abstract:** Taking the listed companies (A) 2007—2016 in China as a sample, this thesis analyzed the influence of holding stock by qualified foreign institutional investors on corporate performance is investigated. It is found that there is a significant positive correlation between the shareholding ratio of QFII and corporate performance, that is, it can effectively improve corporate performance. The influence of ultimate controllers on the relationship between QFII and corporate performance. Compared with private enterprises, the presence of qualified foreign institutions has a more significant impact on the performance of state-owned enterprises.

**Keywords:** firm performance; QFII; effect

(责任编辑:李 军)