



华侨大学哲学社会科学文库·管理学系列

HUIQIAO UNIVERSITY

文库主编：贾益民

机构投资者持股、 公司投资与公司业绩

*INSTITUTIONAL INVESTORS SHAREHOLDING,
CORPORATE INVESTMENT AND CORPORATE PERFORMANCE*

徐爱玲 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



华侨大学
HUAQIAO UNIVERSITY

哲学社会科学文库·管理学系列

文库主编：贾益民

机构投资者持股、 公司投资与公司业绩

*INSTITUTIONAL INVESTORS SHAREHOLDING,
CORPORATE INVESTMENT AND CORPORATE PERFORMANCE*

徐爱玲 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

机构投资者持股、公司投资与公司业绩 / 徐爱玲著

· -- 北京: 社会科学文献出版社, 2017. 6

(华侨大学哲学社会科学文库·管理学系列)

ISBN 978 - 7 - 5201 - 0874 - 4

I. ①机… II. ①徐… III. ①机构投资者 - 研究

IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 115090 号

华侨大学哲学社会科学文库·管理学系列 机构投资者持股、公司投资与公司业绩

著 者 / 徐爱玲

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 王 绯

责任编辑 / 赵慧英 吕 颖

出 版 / 社会科学文献出版社·社会政法分社 (010) 59367156

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 13.5 字 数: 212 千字

版 次 / 2017 年 6 月第 1 版 2017 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 0874 - 4

定 价 / 59.00 元



本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

▲ 版权所有 翻印必究

《华侨大学哲学社会科学文库》编辑委员会

主 编 贾益民

副主编 曾 路

编 委 (以姓氏笔画为序)

马海生 王四达 王丽霞 庄国土 许少波 许斗斗 许培源
孙 锐 孙汝建 孙德明 李拉亚 李景源 宋振镇 张向前
张禹东 陈旋波 林怀艺 周世兴 郑向敏 郑锦扬 赵昕东
胡日东 胡培安 骆克任 贾益民 郭克莎 黄小萍 黄远水
梁 宁 程一辉 曾 路

华侨大学哲学社会科学学术著作专项资助计划

发展哲学社会科学 推动文化传承创新

——《华侨大学哲学社会科学文库》总序

哲学社会科学是研究人的活动和社会历史发展规律、构建人类价值世界和意义世界的科学，是人类文化的核心组成部分，其积极成果有助于提升人的素质、实现人的价值。中国是世界文明古国，拥有丰富的文化历史资源，中华文化的发展是世界文化发展进程中不可或缺的重要一环。因此，努力打造具有中国特色的哲学社会科学，全面继承和发展中华文化，对于推动中华文明乃至世界文明进程具有深远的意义。

当代中国，全面深化改革已经进入关键时期，中国特色社会主义建设迫切需要对社会历史发展规律的科学认识，需要哲学社会科学发挥其认识世界、传承文明、创新理论、资政育人和服务社会的作用。因此，深化文化体制改革、繁荣哲学社会科学，不仅是建设社会主义文化强国、丰富人民精神世界的需要，也是实现中华民族伟大复兴的中国梦的必由之路。中共中央高度重视哲学社会科学在实现中华民族伟大复兴的历史进程中的重要作用，先后出台《中共中央关于进一步繁荣发展哲学社会科学的意见》《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》《中共中央办公厅、国务院办公厅转发〈教育部关于深入推进高等学校哲学社会科学繁荣发展的意见〉的通知》《高等学校哲学社会科学繁荣计划（2011—2020年）》等一系列重要文件，全面部署繁荣哲学社会科学、提升中华文化软实力的各项工作，全面深化教育体制改革，为我国哲学社会科学事业的繁荣和发展创造了前所未有的历史机遇。

高等学校是哲学社会科学研究的重要阵地，高校教师和科研人员是哲学社会科学研究的主要承担者。因此，高校有责任担负起繁荣哲学社会科

学的使命，激发广大教师和科研人员的科研积极性、主动性和创造性，为哲学社会科学提供良好的制度和环境，致力于打造符合国家发展战略和经济社会发展需要的精品力作。

华侨大学是我国著名的华侨高等学府，也是中国面向海外开展华文教育的重要基地，办学55年以来，始终坚持“面向海外、面向港澳台”的办学方针，秉承“为侨服务，传播中华文化”的办学宗旨，贯彻“会通中外，并育德才”的办学理念，坚定不移地走内涵发展之路、特色兴校之路、人才强校之路，全面提升人才培养质量和整体办学水平，致力于建设基础雄厚、特色鲜明、海内外著名的高水平大学。

在这个充满机遇与挑战的历史时期，华侨大学敏锐洞察和把握发展机遇，贯彻落实党的十七大、十七届六中全会、十八大、十八届三中全会、十八届四中全会精神，发挥自身比较优势，大力繁荣哲学社会科学。

一方面，华侨大学扎根侨校土壤，牢记侨校使命，坚持特色发展、内涵发展，其哲学社会科学的发展彰显独特个性。“为侨服务，传播中华文化”是华侨大学的办学宗旨与神圣使命，其办学活动及其成果直接服务于国家侨务工作与地方经济社会发展。为此，华侨大学积极承担涉侨研究，整合、利用优势资源，努力打造具有侨校特色的新型智库，在海外华文教育、侨务理论、侨务政策、海上丝绸之路研究、海外华人社团、侨务公共外交、华商研究、海外宗教文化研究等诸多领域形成具有特色的研究方向，推出了以《华侨华人蓝皮书：华侨华人研究报告》《世界华文教育年鉴》等为代表的一系列标志性成果。

另一方面，华侨大学紧紧抓住国家繁荣哲学社会科学的时代机遇，积极响应教育部繁荣哲学社会科学的任务部署，颁布实施《华侨大学哲学社会科学繁荣计划（2012—2020）》，为今后学校哲学社会科学的发展提供发展纲领与制度保证。该计划明确了学校哲学社会科学发展的战略目标，即紧抓国家繁荣发展哲学社会科学的时代机遇，遵循哲学社会科学的发展规律，发挥综合大学和侨校优势，通过若干年努力，使华侨大学哲学社会科学学科方向更加凝练，优势更加突出，特色更加鲜明，平台更加坚实；形成结构合理、素质优良、具有国家竞争力的高水平学术队伍；研究创新能力显著增强，服务国家侨务工作的能力明显提升，服务经济社会发

展的水平不断提高，适应文化建设新要求、推进文化传承创新的作用更加凸显；对外学术交流与合作的领域不断拓展，国际文化对话与传播能力进一步增强。到2020年，力争使华侨大学成为国内外著名的文化传承与知识创新高地，国家侨务工作的核心智库，提供社会服务、解决重大理论和现实问题的重要阵地。

为切实有效落实《华侨大学哲学社会科学繁荣计划（2012—2020）》，学校先后启动了“华侨大学哲学社会科学青年学者成长工程”“华侨大学哲学社会科学学术论文专项资助计划”“华侨大学哲学社会科学学术著作专项资助计划”“华侨大学哲学社会科学百名优秀学者培育计划”“华侨大学人文社会科学研究基地培育与发展计划”五大计划，并制定了相应的文件保证计划的有效实施，切实推进学校哲学社会科学的繁荣发展。

“华侨大学哲学社会科学学术著作专项资助计划”作为《华侨大学哲学社会科学繁荣计划（2012—2020）》的重要配套子计划，旨在产出一批在国内外有较大影响力的高水平原创性研究成果，打造学术精品力作。作为此资助计划的重要成果——《华侨大学哲学社会科学文库》将陆续推出一批具有相当学术参考价值的学术著作。这些著作凝聚着华侨大学文科学者的心力、心气与智慧：他们以现实问题为导向，关注国家经济社会发展；他们以国际视野为基础，不断探索开拓学术研究领域；他们以学术精品为目标，积聚多年的研判与思考。

《华侨大学哲学社会科学文库》按学科门类划分系列，共分为哲学、经济学、法学、教育学、文学、历史学、管理学、艺术学八个系列，内容涵盖哲学、应用经济、法学、国际政治、华商研究、旅游管理、依法治国、中华文化研究、海外华文教育等基础理论与特色研究，其选题紧跟时代问题和人民需求，瞄准学术前沿，致力于解决国家面临的一系列新问题、新困境，其成果直接或间接服务于国家侨务事业和经济社会发展，服务于国家华文教育事业与中华文化软实力的提升。可以说，该文库的打造是华侨大学展示自身哲学社会科学研究力、创造力、价值引领力，服务中国特色社会主义建设事业的一次大胆尝试。

《华侨大学哲学社会科学繁荣计划（2012—2020）》已经实施近两年，经过全校上下的共同努力，华侨大学的文科整体实力正在逐步提升，一大

批高水平研究成果相继问世，一批高级别科研项目 and 科研成果奖成功获评。作为华侨大学繁荣哲学社会科学的成果，《华侨大学哲学社会科学文库》集中反映了当前华侨大学哲学社会科学的研究水平，充分发挥了优秀学者的示范带动作用，大力展示了青年学者的学术爆发力和创造力，必将鼓励和带动更多的哲学社会科学工作者尤其是青年教师以闽南地区“爱拼才会赢”的精神与斗志，不断营造积极向上、勇攀高峰的学术氛围，努力打造更多造福于国家与人民的精品力作。

当然，由于华侨大学面临的历史和现实等主客观因素的限制以及华侨大学哲学社会科学工作者研究视野与学术积累的局限性，《华侨大学哲学社会科学文库》在研究水平、研究方法等方面难免存在不足之处，我们在此真诚地恳请各位读者批评指正。

最后，让我们共同期待《华侨大学哲学社会科学文库》付梓，为即将迎来 55 岁华诞的华侨大学献礼！让我们一起祝福华侨大学哲学社会科学事业蒸蒸日上！让我们以更大的决心、更宽广的视野、更精心的设计、更有效的措施、更优质的服务，培育华大社科的繁花硕果，以点滴江河的态势，加速将华侨大学建设成基础雄厚、特色鲜明、海内外著名的高水平大学，从而更好地服务海外华侨华人，支持国家侨务工作，配合国家发展战略！

华侨大学校长、教授、博士生导师 贾益民

2015 年 4 月 28 日于华园

摘 要

机构投资者是在金融全球化、福利改革等因素影响下迅猛发展起来的，它的发展历史并不长，但机构投资者的崛起可以说是全球金融体系最近 30 多年来最重大的变化之一，目前，机构投资者已成为全球资本市场特别是成熟资本市场的主导力量，影响着金融市场的稳定和资源配置效率，在企业微观层面，机构投资者对公司治理产生了重大和深远的影响。公司治理的目的是保证公司决策科学化，而投资决策是公司最重要的财务决策之一，是公司成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础。因此，本书致力于研究机构投资者与持股公司投资决策之间的相互关系及这种关系的经济后果，试图为机构投资者的发展、公司投资决策提供证据。本书总体内容按篇章结构安排为八部分。

第一章，绪论。主要介绍本书的研究背景和意义、研究思路与方法、主要研究贡献等。

第二章，文献综述。对机构投资者积极主义和机构投资者异质性、机构投资者持股与公司投资、机构投资者持股与公司业绩等方面的相关文献进行了回顾。

第三章，制度背景。首先，在界定我国机构投资者的基础上，回顾了我国机构投资者的发展历程、现状及自身存在的约束，其次分析了我国机构投资者存在与发展的外部环境，包括市场环境、法律制度及公司治理状况等。

第四章，理论基础与机理分析。分别对代理理论、信息不对称理论、公司治理与公司投资理论的融合、利益相关者理论等理论基础进行了梳理，从理论上分析了机构投资者在公司治理方面发挥作用的动因和方式，

并阐述了机构投资者对公司投资支出可能发生的作用及作用机理。

第五章，机构投资者持股与公司投资：持股偏好分析。采用资本市场和公开来源数据，结合相关理论预期，提出若干假说，检验机构投资者在上市公司特征（成长性、赢利能力、股利政策、公司规模、财务风险）、市场表现（上市年限、风险与成长机会、股票交易成本、股票市场回报率）、公司治理（会计信息质量、股权集中度、董事会特征）等方面是否存在持股偏好。

第六章，机构投资者持股与公司投资：治理作用分析。结合相关理论预期，以及我国国企所处的宏观经济背景和内部微观治理结果，提出若干假说，首先，检验了机构投资者持股是否对上市公司投资支出的规模有影响。其次，检验机构投资者对上市公司非效率投资是否有抑制作用，从投资不足和过度投资两方面分别检验了机构投资者持股的影响作用。

第七章，机构投资者持股、公司投资与公司业绩：经济后果分析。在相关理论分析的基础上，提出若干假说，检验了机构投资者对投资支出的影响作用是否最终带来企业价值的提升。

第八章，结语。总结本书的研究结论和启示、局限性及未来的研究方向。

本书的主要结论有：第一，我国机构投资者具备一定的信息优势，能通过对上市公司相关信息的分析、鉴别，选择较具投资价值的股票。第二，我国机构投资者在被投资公司的投资支出方面具有一定的治理作用。第三，从公司业绩的视角来看，我国机构投资者起到了一定的积极作用，这种积极作用部分是通过投资支出的影响，间接地促进了公司业绩的提升。第四，机构投资者具有异质性。基金持股是机构投资者中占主导地位的机构类别。

关键词：机构投资者；投资决策；非效率投资

Abstract

Institutional investors, which have become the dominant force of the global capital markets, particularly the mature capital markets, developing in the context of the financial globalization, welfare reform and other factors. However, as a new invest – subject in the markets, the institutional investors have changed significantly the global financial system in the last 30 years. Currently, institutional investors exert important influence on the stability of the financial market and the efficiency of the resource allocation. Moreover, from the micro – level, institutional investors have significant and far – reaching impact on corporate governance. The purpose of corporate governance is to ensure the science of the corporate decision – making and the investment decision – making, as one of the most important financial decision – making, is the main motivation of the growth of the company and an important foundation for the growth of the future cash flow. Therefore, this book aims to study the relationship between the institutional investors and the investment – decisions of the companies and its economic consequences, and to try to provide evidence for the development of institutional investors and for the investment decision – making of the companies.

This book is divided into eight parts by chapter structure:

Chapter I (Introduction) mainly introduces the research background and significance, the research ideas and methods, and the main contributions, etc.

Chapter II (Literature Review) reviews the relevant literature related to the institutional investor initiative and heterogeneity, institutional investor shareholding and corporate investments, institutional investor shareholding and corpo-

rate performance.

Chapter III (Institutional Background), firstly, on the basis of defining the institutional investors of our country, reviews the development course, the present situation and the internal restraints of the institutional investors in China. Secondly, it analyzes the external environment of the institutional investors' existence and development, including the market environment, the legal system and the corporate governance.

Chapter IV (Theoretical Basis and Mechanism Analysis), combing the agency theory, the information asymmetry theory, the integration of corporate governance and corporate investment theory, the stakeholder theory, analyzes the motivation and the methods in which institutional investors play a role in corporate governance, and expounds the possible role of institutional investor in the company's investment expenditure and its mechanism.

Chapter V (Institutional Investors Shareholding and Corporate Investment: Analysis of Shareholding Preference), using the data of capital market and public source, combined with the relevant theoretical expectations, puts forward a number of hypotheses to examine whether institutional investors have a preference for holdings in terms of the characteristics of listed companies (growth, profitability, dividend policy, firm size, financial risk), the market performance (listing time, risk and growth opportunities, stock transaction costs, stock market returns), the corporate governance (accounting information quality, equity concentration, board characteristics) and so on.

Chapter VI (Institutional Investors Shareholding and Corporate Investment: Analysis of Effect of Corporate Governance), combined with the relevant theoretical expectations, the macro - economic background and the internal micro - governance results of our country's state - owned enterprises, puts forward a number of hypotheses to examine, firstly, whether institutional investors shareholding has an impact on the scale of the investment expenditure of listed company, and secondly, whether institutional investors have an inhibitory effect on the inefficient investment of listed company. Specially, it examined the

impact of institutional investors shareholding from both underinvestment and overinvestment.

Chapter VII (Institutional Investors Shareholding, Corporate Investment and Corporate Performance: Analysis of Economic Effects), on the basis of relevant theoretical analysis, puts forward a number of hypotheses to examine whether the influence of institutional investors on investment expenditure will bring about the improvement of enterprise value.

Chapter VIII (Epilogue) summarizes the conclusions, the implications and the limitations of this book, and the future research.

The main conclusions of this book are as follows: 1. China's institutional investors have certain information superiority. They can identify the stock with investment value through the analysis relevant information of listed companies. 2. China's institutional investors have played a certain governance role in the investment expenditure of invested companies. 3. From the perspective of corporate performance, China's institutional investors have played a positive role. This positive role promoted indirectly the improvement of company's performance through its impact on the investment expenditure. 4. Institutional investors are heterogeneous. Found holdings are the dominant institutional categories of institutional investors.

Key Words: Institutional investors; Investment decision – making; Inefficient investment

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与研究意义	1
第二节 研究思路、内容与方法	4
第三节 主要研究贡献	7
第二章 文献综述	9
第一节 机构投资者积极主义的文献综述	9
第二节 机构投资者异质性的文献综述	17
第三节 机构投资者持股与公司投资的文献综述	22
第四节 机构投资者持股与公司业绩的文献综述	24
第三章 制度背景	27
第一节 机构投资者范畴界定	27
第二节 中国机构投资者的发展历程与现状	29
第三节 机构投资者发展的外部因素	43
第四章 理论基础与机理分析	52
第一节 理论基础	52
第二节 机构投资者与公司治理的机理分析	65
第三节 机构投资者与公司投资的机理分析	69
第五章 机构投资者持股与公司投资：持股偏好分析	74
第一节 理论分析与假说发展	74
第二节 研究设计	85

第三节	实证结果	90
第四节	本章小结	105
第六章	机构投资者持股与公司投资：治理作用分析	106
第一节	机构投资者持股与投资规模	107
第二节	机构投资者持股与投资效率	124
第三节	本章小结	150
第七章	机构投资者持股、公司投资与公司业绩：经济后果分析	153
第一节	理论分析与假说发展	153
第二节	研究设计	156
第三节	实证结果	159
第四节	本章小结	170
第八章	结语	172
第一节	研究结论和启示	172
第二节	本书的局限性及未来研究方向	176
参考文献	178

Contents

Chapter I Introduction / 1

Section I Research background and significance / 1

Section II Research ideas, contents and methods / 4

Section III Main contributions / 7

Chapter II Literature Review / 9

Section I Related to the institutional investor initiative / 9

Section II Related to the institutional investor heterogeneity / 17

Section III Related to the institutional investor shareholding and corporate investments / 22

Section IV Related to the institutional investor shareholding and corporate performance / 24

Chapter III Institutional Background / 27

Section I Definition of the institutional investors / 27

Section II Development course and present situation of the institutional investors in China / 29

Section III External environment of the institutional investors' development / 43

Chapter IV Theoretical Basis and Mechanism Analysis / 52

Section I Theoretical basis / 52

Section II Mechanism between institutional investors and corporate governance / 65