

宋 玉 / 著

中国机构投资者持股决策的 动因及其后果研究

Research on the Motivations and Consequences of
Institutional Ownership in China



经济科学出版社
Economic Science Press

013059121

F832.48

107

本书系教育部人文社会科学研究青年基金（项目批准号：10YJC790011）和南京理工大学经济管理学院青年教师科研基金（项目编号：JGQN1304）的研究成果

中国机构投资者持股决策的 动因及其后果研究

宋玉著



F832.48
107

经济科学出版社



北航

C1665441

013029131

图书在版编目 (CIP) 数据

中国机构投资者持股决策的动因及其后果研究/宋玉著.
—北京: 经济科学出版社, 2013. 6
ISBN 978-7-5141-3533-6

I. ①中… II. ①宋… III. ①金融机构-金融投资-
研究-中国 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 135146 号

责任编辑: 王长廷 刘 莎

责任校对: 刘 昕

版式设计: 代小卫

责任印制: 邱 天

中国机构投资者持股决策的动因及其后果研究

宋 玉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxbs. tmall. com](http://jjkxbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 9.25 印张 260000 字

2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-3533-6 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 翻印必究)

序

自 20 世纪后期以来，金融体系“市场化”成为全球金融体系变革的重要趋势之一，而机构投资者则是此次变革的重要推动力量。根据国外发达资本市场的历史经验，机构投资者能够凭借自身的规模经济优势和长期、理性的投资理念，在事前的定价机制和事后的监督机制等方面发挥积极的作用，从而起到完善资本市场功能、健全市场机制与推进市场创新的作用。一方面，机构投资者在信息收集和处理方面更具优势，并通过机构投资者的充分竞争，逐步形成市场化证券发行约束机制，产生最优的价格信号，引导资源的有效配置。另一方面，伴随着公司大股东和中小股东之间利益冲突的加剧，资本市场强烈呼唤专业化和相对成熟的投资者加入到公司治理的行列中来，发挥他们的监督作用。在西方发达资本市场上，机构股东积极主义在 20 世纪 80 年代悄然兴起，并在最近的二三十年中获得了长足的发展。机构投资者已经成为大多数发达资本市场建设过程和上市公司治理进程中一支不可或缺的力量。

近些年来，我国机构投资者的规模不断拓展，类型日趋丰富，2004 年国务院颁布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》就明确提出了以证券投资基金为代表的机构投资者在证券市场投资的主导地位，机构投资者的发展和影响受到高度重视。而我国证券市场还处于“新兴加转轨”的阶段，无论在制度架构、市场基础和投资理念上，与成熟市场国家存在很大的差异，与其他新兴市场也有所不同。如何看待我国机构投资者在资本市场的作用和功能，市场各方包括监管层、实务界和学术界还存在一定分歧。

宋玉博士的新著《中国机构投资者持股决策的动因及其后果研究》基于我国证券市场的制度背景，并借鉴国外相关研究成果和实践经验，对我国机构投资者的持股决策动因及其后果进行了全面系统的分析。纵观全书，主要有以下特点：一是选题具有较强的现实意义和理论价值，为评价转型经济环境下我国机构投资者的持股决策行为提供了理论支持和经验证据，有助于客观评价机构投资者在不同制度环境下的实施效果。二是研究视角独特，该书主要从会计学 and 财务学角度分析了会计信息、公司治理信息等在机构投资者持股决策中的作用，并探讨了机构投资者对股价内涵、证券市场资源配置效率的影响，丰富了有关会计信息决策有用性和证券市场效率的相关文献。三是谋篇布局合理，内容系统，章章相连，层层深入，并首次从地理经济学视角衡量了上市公司地理特征信息对机构投资者持股决策行为的影响，反映出作者具有扎实的理论功底和较强的创新意识。

宋玉博士在攻读博士研究生阶段，学习目标明确，勤奋刻苦，善于思考，经常参加各种学术研讨会，专业基础非常扎实。毕业后她进入高校继续进行科研工作，并在博士阶段研究内容的基础上进行拓展，形成了较为稳定的研究领域，其主要研究观点见诸于她发表在《会计研究》、《南开管理评论》等期刊的多篇学术论文。本书是其博士阶段和工作阶段的综合研究成果，也是对其多年读书生活的一个阶段性总结，反映出其对科研工作的热爱，对证券市场问题的深入思考。尽管本书对于机构投资者持股决策行为的研究还可以进一步深化，但是本书对该领域的研究进行了很好的探索。我相信，随着我国证券市场和机构投资者的不断发展，该领域的研究成果会更加丰富和成熟。

厦门大学管理学院

陈少华

2013年6月

目 录

第 1 章 导言	1
1.1 研究背景与动机	1
1.2 基本概念界定	4
1.3 研究思路与框架	5
1.4 主要贡献	8
第 2 章 理论分析与文献回顾	10
2.1 信息搜集的必要性：信息供求分析	11
2.2 机构投资者的信息优势：多视角分析	14
2.3 机构投资者持股特征文献回顾	25
2.4 机构投资者持股与证券市场波动性关系文献回顾	34
2.5 机构投资者持股与公司治理关系文献回顾	37
2.6 本章小结	55
第 3 章 机构投资者的历史演进	57
3.1 美国机构投资者的发展历程	57
3.2 我国台湾地区机构投资者的发展历程	63
3.3 我国机构投资者的发展沿革：基于制度建设的视角	70
3.4 我国证券投资基金的发展现状	83

3.5 本章小结	90
第4章 我国机构投资者持股决策的动因：基于公司 基本面信息的检验	91
4.1 引言	91
4.2 理论分析与假设发展	92
4.3 研究设计	98
4.4 实证检验结果	102
4.5 本章小结	116
第5章 我国机构投资者持股决策的动因：基于公司 治理信息的检验	118
5.1 引言	118
5.2 制度环境、股权结构与机构投资者持股决策	120
5.3 最终控制人性质、两权分离度与 机构投资者持股决策	147
5.4 法律环境、两权分离度与机构投资者持股 决策	165
5.5 本章小结	180
第6章 我国机构投资者持股决策的动因：基于地理 特征的拓展分析	182
6.1 引言	182
6.2 理论分析与假设发展	183
6.3 我国上市公司的地理分布特征	188
6.4 研究设计	191
6.5 实证检验结果	194
6.6 本章小结	200

第7章 机构投资者持股、信息优势与会计盈余信息含量	201
7.1 引言	201
7.2 理论分析与假设发展	202
7.3 研究设计	207
7.4 实证检验结果	209
7.5 本章小结	217
第8章 机构投资者持股、未来盈余与股价信息含量	218
8.1 引言	218
8.2 机构投资者持股对股价内涵影响的模型分析	219
8.3 理论分析与假设发展	222
8.4 研究设计	228
8.5 实证检验结果	232
8.6 本章小结	238
第9章 机构投资者持股、价格发现与资源配置效率	239
9.1 引言	239
9.2 理论分析与假设发展	241
9.3 研究设计	244
9.4 实证检验结果	247
9.5 本章小结	254
第10章 结语	256
10.1 研究结论与启示	256
10.2 研究局限与展望	259
参考文献	262
后记	286

第1章

导言

1.1 研究背景与动机

根据法玛(Fama)的有效市场假说,投资者在信息利用方面应该是十分老练的(Sophisticated),他们能够正确地解读企业财务报表数据的内涵,不会被用不同的会计方法反映相同经济现实所“愚弄”。但是,在随后的研究中,部分学者(例如,Ball,1972;瓦茨、齐默尔曼,1999;赵宇龙,2000)发现投资者并非像有效市场假说所描述的那样聪明,他们不能完全正确地识别企业财务报表中所包含的信息,对企业未来现金流的预测存在很大的偏差,在信息利用方面存在着功能锁定现象(Functional Fixation Hypothesis)。韩德(Hand,1990)从拓展的功能锁定假说(Extended Functional Fixation Hypothesis)出发,分类研究了老练的投资者与非老练的投资者的信息解读能力差异,发展了原有的功能锁定假说与有效市场假说。

处于转型经济下的中国,伴随着资本市场的不断发展,市场的参与群体也不断丰富,其中作为资本市场的专业投资人士——机构投资者同样获得了较大的发展。具体来看,近些年来我国机构投资者的发展主要表现在:首先,从证券市场监管当局的指导思想来

看。在我国机构投资者发展历程中,我们不难发现我国证券市场监管当局对于发展机构投资者的积极态度。例如,2000年上半年中国证监会提出的“超常规、创造性地发展机构投资者”的提法,2003年10月十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》与2004年2月国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》都明确提出了大力发展和培养一批诚信、守法、专业的机构投资者的指导思想,对机构投资者的迅猛发展起到了重大的推动作用。其次,从投资主体来看我国的机构投资者类型从20世纪90年代的证券公司、封闭式基金、信托公司,发展为包括封闭式基金、开放式基金、信托公司、财务公司、保险基金、社保基金、QFII (Qualified foreign institutional investor, “合格的境外机构投资者”的缩写)、企业年金等在内的庞大机构投资群体,成为资本市场发展进程中不容忽视的一支重要力量。最后,从相关法律法规的建设方面来看,为了顺利推出每一类机构投资者,并规范其运作,我国证券市场上连续颁布了与机构投资者相关的法律法规,为机构投资者的合法和“阳光”运作提供了保障。

同时,为了增强机构投资者在公司治理的积极作用,中国证监会和国家经贸委于2002年1月发布了《上市公司治理准则》,其中明确规定“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用。”从而肯定了机构投资者在公司治理中的重要作用。而随着我国证券市场投资理念的逐步转变,机构投资者参与上市公司治理的要求也将日益强烈。2004年12月7日中国证监会发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》提出了启动分类表决机制,这为机构投资者直接或间接参与上市公司治理,在制度上制约上市公司重大经营行为创造了条件。机构投资者在公司治理中的角色扮演也可圈可点。从2002年中兴通讯H股增发方案、2003年招商银行转债方案、2004年福田汽车和重庆百货增发议案、2005年神火股份可转债方案,以及2008年以机构

投资者为代表的市场参与者纷纷采取用“脚”投票的方式对上市公司的再融资行为做出取舍，在这些事件中，机构投资者作为证券市场中重要的参与主体之一，其行为影响因举足轻重而备受关注。因此，机构投资者不仅可以在资金、信息和专业知识方面为上市公司的日常经营提供帮助，而且还可以起到对上市公司经营管理的监督作用，以维护中小投资者的合法权益。

但是相对于西方发达国家证券市场一百多年的历史，中国证券市场的短暂历史决定了其自身必然存在诸多不成熟和颇具中国特色之处，而伴随其发展的机构投资者同样也存在许多的不完善。例如，我国证券市场初始时期的机构投资者并不具备真正意义上的机构投资者特征，在我国机构投资者迅猛发展的过程中也暴露出一些负面影响，以2000年《财经》杂志暴露的“基金黑幕”为代表。面对机构投资者的“双刃剑”特征，人们一度对机构投资者的信息优势、获利能力和监督作用等产生了质疑。那么，现阶段我国机构投资者的发展状况究竟如何？他们在我国资本市场上到底起到怎样的作用？机构投资者是否具有信息优势？若是有信息优势，具体是怎样表现的？机构投资者的决策行为会对股价和证券市场的资源配置效率产生怎样的影响？证券市场监管当局的政策定位是否恰当，实施效果如何？显然，关于这些问题的探讨，是一个需要结合我国特殊的制度环境和证券市场发展的不同历程，通过理论阐述与实证检验的命题。

基于上述背景，本书紧密围绕转型经济时期我国证券市场的固有特征，论述机构投资者的持股特征，以及机构投资者对会计盈余和股价信息含量，及其证券市场资源配置效率的影响。本书主要从会计学 and 财务学视角对我国机构投资者的持股决策行为进行考察，对深入理解会计信息的作用和股价的内涵，以及准确评价我国机构投资者的持股决策行为提供了理论支持和经验证据。同时，本书还考察了不同类型机构投资者对各类信息的利用情况，对股价和证券市场效率的影响进行了分别刻画，有助于客观评价各类机构投资者

对证券市场的影响,有助于监管部门制定更有针对性、更合理的监管政策。

1.2 基本概念界定

所谓机构投资者是指进行金融意义上投资行为的非个人化、职业化和社会化的团体或机构,利用自有资金或通过各种金融工具所筹资金并在金融市场进行投资的非个人化机构,与个人投资者相比,其中多了一层委托代理关系(王志强,2002)。它们是最能够有效利用股东投票权为自身利益服务的股东^①(Camara,2005)。机构投资者通常包括各种证券中介机构、证券投资基金、养老金、社会保险基金及保险公司等。但是,机构投资者发展阶段的早晚、投资期限的长短、受托责任的大小、风险承担方式与市场监管差异都会影响机构投资者的行为^②。

(1) 根据机构投资者是否与持股公司存在业务联系和利益冲突,将机构持股者分为“压力敏感型”(pressure-sensitive)、“压力抵制型”(pressure resistant)与“压力不明确型”(pressure indeterminate)。其中,“压力敏感型”指与持股公司存在密切利益关系,对管理层有损公司价值的行为不积极行动的机构投资者,例如,银行和保险公司等;“压力抵制型”与“压力敏感性”形成鲜明对

① 卡玛拉(Camara)之所以强调“最有效地利用股东投票权”是因为:作者认为现实中存在妨碍股东投票权有效实施的障碍,主要包括:(1) 股东没有充分的动机去调查投资公司的质量;(2) 投票的外部性(特别是负的外部性);(3) 有限理性;(4) 说服公司最终控制人的活动成本;(5) 决策冗余成本;(6) 意见不一致成本;(7) 股东受托责任的需要。而机构投资者可以很大程度上克服这些障碍。例如,机构投资者由于其持股量较大,会慎重考虑公司决策所带来的每股成本与收益,减少股东投票权可能产生的负的外部性,以及股东受托责任的需要;相对于较为分散的个人投资者,机构投资者在数量上较少,股东之间更容易形成一致的意见,减少意见分歧和相关的活动成本;同时,机构投资者一般是训练有素的,他们能更好地克服个人投资者的有限理性问题。

② 这也是笔者在后面章节开展机构投资者分类研究的缘由。

照,该类机构投资者会对管理层的不当行为积极实施否决权,例如,公共养老基金、捐赠基金等;“压力非明确型”的机构投资者则居于前两种之间,行动特征不具明显特征,例如,公司养老基金、投资咨询公司等(Brickley, Lease and Smith, 1988)。

(2) 根据机构投资者的投资期限(investment horizons),具体包括投资组合的多样化水平、变动程度与交易量对当期盈余的敏感度三类指标,可以把机构投资者分为短期投资型(transient)——偏好多样化的投资和频繁的组合变动,一般会采用“买好卖坏”战略;长期投资型(dedicated)——偏好均衡投资,不轻易变动投资组合,注重“关系投资”;以及准指数型(quasi-indexer)——偏好多样化的投资,但相对不轻易变动(Bushee, 1998)。

(3) 根据信托责任(fiduciary)的高低可以把机构投资者细分为银行信托、保险公司、投资顾问(包括共同基金),以及养老和捐赠基金四大类。其中,银行信托面临最大的信托责任,投资十分稳健;其次是养老和捐赠基金,其投资相对也比较稳健;保险公司受到的信托责任限制较少;投资顾问的信托责任最低(Bushee, 2001)。

(4) 根据机构投资者风险承受方式的不同,戴维斯和斯泰尔(2005)主要讨论了养老基金(包括固定收益基金和固定缴费基金)、人寿保险公司(包括有担保收益和无担保收益的人寿保险)和共同基金。其中,固定收益养老基金和具有担保收益的人寿保险的风险由发起公司和承保人承担,而固定缴费养老基金、无担保收益的人寿保险和共同基金的风险由投资者个人承担。

1.3 研究思路与框架

为了能够对所研究的问题给出清晰而又令人信服的证据,本书按照“观察经济现象——提出问题——理论分析——实证研究——

结论——政策建议”，即“提出问题——分析问题——解决问题”的逻辑线索安排研究思路和主要内容，采用规范与实证相结合的研究方法，从理论和经验两个方面进行了分析与检验。

笔者首先对机构投资者信息搜集的必要性和信息优势进行理论分析，并结合相关文献进行评述；其次对美国、我国台湾地区和中国机构投资者的发展状况进行了描述和分析，重点从制度建设的视角分析了我国机构投资者的发展历程，特别是我国证券投资基金的发展现状。随后结合我国证券市场的特点，通过实证研究的方法论述了我国机构投资者持股决策的动因及其后果。

基于上述研究思路，本书共分为 10 章，各章的基本框架及其主要内容如下：

第 1 章为导言。该部分首先对本书研究问题所处的背景进行了简要的交代，指明本书的研究动机；其次对本书的基本概念、研究思路和基本框架进行详细分析；最后，笔者对期望达到的学术贡献进行了归纳。

第 2 章为理论分析和文献回顾，为后面章节的实证分析奠定基础。该部分首先通过信息的供求分析论证了机构投资者信息搜集的必要性；其次运用经济学、心理学、会计学等学科的综合知识，论证了相对于个人投资者而言，机构投资者存在信息优势的可能性；最后对机构投资者持股特征与证券市场波动性，以及与公司治理关系的文献进行了述评。

第 3 章对机构投资者的历史演进过程进行了阐述，阐明本书分析对象的运作背景。首先分析了美国和中国台湾地区机构投资者的发展历程和特征，其次从制度建设的视角详细分析了我国机构投资者的发展历程，最后依据我国证券投资基金在证券市场的主导地位，论述了其在我国证券市场上的表现。

第 4 章考察了上市公司基本面信息对我国机构投资者持股决策行为的影响。其中，笔者还分别考察了财务报表所反映的会计信息与股票市场所呈现出的公司市场表现信息与机构投资者持股的相关

性。研究结果发现,随着我国证券市场和机构投资者的不断发展与规范,机构投资者在持股决策中已比较关注公司的基本面信息,投资决策的依据比较合理与科学。其中,公司规模、负债水平、每股收益、每股经营性现金流、每股现金股利、是否是成份股、上市年限、每股股价和每股回报等因素显著影响机构投资者的持股比例。

第5章考察了上市公司治理信息对机构投资者持股决策行为的影响,特别是两权分离度对于机构投资者持股决策的影响。研究结果发现,公司治理信息在机构投资者的投资决策中具有一定的影响。其中,最终控制人的性质、两权分离度和法律环境等因素对机构投资者的持股决策具有重要影响。最终控制人所有权比例越高,两权分离度越小时,机构投资者持股比例越高;而且两权分离度指标对机构投资者持股决策的影响在最终控制人为非国有性质的企业中表现更为明显,而投资者法律保护环境越健全,两权分离程度对于机构投资者持股决策的影响越弱。

第6章在第4章和第5章研究结论的基础上,进一步探讨了上市公司地理特征对机构投资者持股决策行为的影响。研究结果发现,机构投资者在进行持股决策时会受到上市公司区域地理特征的显著影响。在数量上,机构投资者在东部城市的持股明显高于中西部;在持股比例上,在东部城市上市公司的持股比例高于中西部城市的持股比例,而且即使在考虑上市公司基本面信息的情况下,上市公司区域特征变量仍然存在显著影响;上市公司办公地与机构投资者之间距离的远近也会显著影响机构投资者的持股比例,但是当考虑上市公司基本面信息的情况下,地理距离的影响力有所减弱。

第7章通过短时窗的事件研究方法分析了年度盈余宣告前后机构投资者的收益变化情况,以及机构投资者持股对会计盈余信息含量的影响。经验研究结果表明,我国机构投资者具有一定的信息优势,他们能够较早地准确解读会计盈余信息。机构投资者持股比例越高,盈余宣告后的市场反应越小,会计盈余宣告的信息含量越低。在会计盈余宣告前,机构投资者的持股比例高低与市场的累计

超额回报正相关；而在盈余宣告后，机构投资者持股公司的市场累计超额回报出现反转。

第8章通过长时窗的关联研究方法，分析了不同时期的年度盈余在股价中的反映状况，重点考察了机构投资者持股对于股价反映未来盈余信息的影响。经验研究结果表明，机构投资者持股比例与股价反映未来盈余信息的程度正相关，机构投资者的持股加速了未来盈余信息在股价中的反映程度。即机构投资者持股比例越高，股价中反映的当期盈余信息越少，未来盈余信息越多。

第9章考察了机构投资者持股对证券市场资源配置效率的影响。经验研究结果表明，机构投资者的持股决策对证券市场资源配置效率产生了积极作用。机构投资者持股比例越高的行业越有可能获得追加投资以扩大规模、获取更多的银行贷款和股权融资额，行业的资源配置效率越高。

第10章为本书的最后一章。本章在前文规范分析和实证检验的基础上，对全书的主要研究结论进行了总结和归纳，并指出研究的不足和未来的研究方向。

1.4 主要贡献

本书通过横向的信息类型差异与纵向的时间变化差异的对比，着重分析了在我国特殊的制度背景下机构投资者在信息利用方面的现状，以此考察我国机构投资者持股决策的行为特征，以及机构投资者持股对上市公司和证券市场的影响。本研究系统地研究了我国机构投资者持股、信息利用与证券市场反应和资源配置效率之间的关系，为评价我国机构投资者的发展现状和引导我国机构投资者的未来发展提供了理论支持。具体来说，笔者期望有以下方面的贡献：

第一，采用分类研究的方法，系统考察了公司各类信息（例

如,会计信息、市场表现信息、公司治理信息与地理特征信息等)对于机构投资者持股决策的影响,并通过纵向时间序列的方法,分析了我国机构投资者决策依据合理性的演进过程,为正确评价我国机构投资者的投资决策行为提供了经验证据。

第二,从上市公司地理特征出发,用地理特征度量信息成本进而衡量信息不对称程度,考察了上市公司地理特征变量对机构投资者持股决策的影响,对于我国现有的研究起到了文献补充作用。

第三,对不同阶段不同类型机构投资者(例如,证券投资基金、合格境外机构投资者等)的持股动因、对股价和证券市场效率的影响进行分别刻画,有助于客观评价各类机构投资者对证券市场的影响。

第四,以会计盈余信息为着眼点,实证检验了机构投资者信息优势的具体表现,并考察了机构投资者持股对股价内涵的积极影响,为正确看待机构投资者在我国证券市场中的地位与作用提供了直接的经验支撑。