

西北大学经济管理学院博士文库

XIBEI DAXUE JINGJI GUANLI XUEYUAN BOSHI WENKU

THE IMPACT OF INSTITUTIONAL INVESTORS
ON LISTED COMPANIES

机构持股对上市公司的 价值影响研究

深入了解机构投资者与上市公司价值之间的关系，让您更准确地把握资本市场的运行变化。

石 阳◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

教育部人文社会科学重点研究基地——西北大学中国西部经济发展研究中心资助项目
中国博士后科学基金项目 (2015M580868)
陕西省教育厅科学研究计划项目 (15JK1730)
陕西省优势学科应用经济学建设项目

西北大学经济管理学院博士文库

THE IMPACT OF INSTITUTIONAL INVESTORS
ON LISTED COMPANIES

机构持股对上市公司的 价值影响研究

深入了解机构投资者与上市公司价值之间的关系，让您更准确地把握资本市场的运行变化。

石 阳◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目(CIP)数据

机构持股对上市公司的价值影响研究 / 石阳著.

北京:中国经济出版社,2017. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4599 - 7

I. ①机… II. ①石… III. ①上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 002974 号

责任编辑 贺 静

责任印制 巢新强

封面设计 华子设计

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京艾普海德印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 11.75

字 数 150 千字

版 次 2017 年 1 月第 1 版

印 次 2017 年 1 月第 1 次

定 价 48.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68330607)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68355416 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390)

服务热线:010-88386794

总 序

经过 30 多年的改革开放,我国经济发展站在了新的历史起点,经济增长进入到了新的阶段。我国处于经济增长新阶段的表现:第一,成为世界第二大经济体。1978 年我国 GDP 总量全球排名第 15 位,然而在改革开放 30 多年的进程中,我国的经济增长率持续保持在 10% 左右,创造了“中国奇迹”。2011 年我国 GDP 为 471564 亿元,首次超过日本,2015 年 GDP 总量达到 676708 亿元,已经成为世界第二大经济体,迈入了世界经济大国的行列。我国在迈入经济新阶段后,面临着从经济大国向经济强国转变的根本任务。第二,人均收入进入中等收入国家行列。直到 20 世纪 80 年代中期,我国一直是低收入国家,1978 年我国人均 GDP 只有 226 美元,居全球倒数第 2 位。经过改革开放 30 多年的发展,我国人均 GDP 现已达到 5.2 万元,约合 8016 美元,排世界第 84 位。虽然我国已经步入中等收入国家行列,但新的矛盾却日渐凸显,避免陷入中等收入陷阱成为新阶段的首要任务。第三,我国已经步入新型工业化国家行列。改革开放以来,我国大力推进工业化建设,2014 年第三产业占总 GDP 的比重超过第二产业,而且 PPI 连续三年下降,这意味着自 2015 年起我国开始进入工业化的后期阶段,已经完全实现了从农业国到工业国的转变;随着工业化和城市化进程的加快,目前我国已步入新型工业化国家行列。在质量型经济发展新阶段,我国将致力于发展新型工业化,与此同时面临着迎接世界第三次产业革命的艰巨任务。第四,经济增长的红利发生了变化。从 2011 年开始,中国经济增长率逐季下滑,长期

支持中国经济增长的体制转轨红利、资源红利、人口红利、对外开放红利都在消退,投资驱动和需求拉动型的增长模式走到尽头,未来增长的可持续性受到了挑战,创造经济发展新红利空间的任务迫在眉睫。第五,资源禀赋结构发生变化。在改革开放初期,我国选择粗放型经济增长模式,以自然资源为依托,通过要素投入带动经济总量的增长,形成了“高投入、高污染、高耗能”的生产机制。在经济增长的新阶段,资源禀赋约束作用加强,高投入的生产机制造成了经济增长方式效率低下,制约了经济的长期增长。同时,我国人口老龄化程度加剧,劳动力数量下降且质量不足,人力资源效率低下,劳动力结构的变化影响了经济新一轮增长。因此,我国正面临着从数量型经济增长向质量型经济增长转型的任务,在这一转型中有许多问题需要进一步研究。

在中国经济进入新阶段的背景下,为了进一步推进我院的学术研究和人才培养工作,学院先后启动了“青年教师科研孵化项目”“教师学术沙龙”“青年教师国际化”,以及“西北大学经济管理学院博士文库”等项目,以不断加强青年教师能力建设。“西北大学经济管理学院博士文库”第一期已经完成,带动了年轻教师的积极性,带动了科研和教学活动,效果明显。

学院党政联席会议研究决定,启动“西北大学经济管理学院博士文库”第二期,入选的13个选题涵盖了理论经济学、应用经济学和工商管理学科,具体包括李勇博士的《发展战略、产权结构和长期经济增长》、郭晗博士的《结构变化与增长潜力:中国潜在经济增长率的测算及其结构转换路径研究》、王聪博士的《金融发展对经济增长的作用机制》、李伟博士的《我国循环经济发展模式研究》、王敏博士的《基于动态比较优势的增值贸易研究——理论与经验证据》、谢平博士的《中国地方政府债券发行制度研究》、董建卫博士的《风险投资机构的网络位置对投资绩效的影响研究》、石阳博士的《机构持股对上市公司的价值影响研究》、谭乐博士的《基于情景的领导

素质理论》和《环境不确定条件下领导者人格类型对领导有效性作用机制研究》、张洁博士的《高新技术企业创新管理能力成熟度模型与提升方法研究》和《企业二元创新模式演进：从封闭式创新到开放式创新》，以及张宸璐博士的《组织柔性对企业创新的影响研究：基于组织二元性视角》。第二期博士文库入选著作主要有以下几个研究方向：

1. 突出制度与经济发展之间作用关系的研究。美国克拉克经济学奖获得者阿西莫格鲁认为，一个国家的经济制度和政治制度都可分为汲取性和包容性两类，包容性经济制度的特征包括保护产权、确保法治、市场公平竞争、国家向市场提供公共服务和监管支持等，而汲取性经济制度则在这些方面存在缺失。中国经济实现持续增长、跨越中等收入陷阱，需要由汲取性制度向包容性制度转型。文库第二期中涉及制度与经济发展研究的著作有《发展战略、产权结构和长期经济增长》《金融发展对经济增长的作用机制》《我国循环经济发展模式研究》以及《中国地方政府债券发行制度研究》。

2. 探讨在不确定性背景下宏观经济发展趋势、投资策略选择以及微观企业管理问题。不确定性引发的风险问题在现实经济管理中具有深刻的影响。在微观经济学研究领域，不对称信息引发不确定性进而导致市场失灵的问题，一直以来都是研究的热点。在宏观经济学研究层面，不确定性对未来经济增长趋势的影响需要在不同情景模式下开展。管理学研究中，由不确定性引发的风险管理更是理论界和实务界关注的焦点。第二期文库中的《结构变化与增长潜力：中国潜在经济增长率的测算及其结构转换路径研究》《风险投资机构的网络位置对投资绩效的影响研究》《机构持股对上市公司的价值影响研究》以及《环境不确定条件下领导者人格类型对领导有效性作用机制研究》四个选题可归入这一研究领域。

3. 开放视角下的经济管理问题研究。2002年中国加入WTO，2015年人民币加入IMF的特别提款权货币篮子以及“一带一路”战略的推行，中国经

济在各个层面都将面临更高层次的对外开放,开放经济条件下中国的经济发展和企业管理也将迎来新的挑战 and 战略选择。《基于动态比较优势的增值贸易研究——理论与经验证据》《企业双元创新模式演进:从封闭式创新到开放式创新》和《组织柔性对企业创新的影响研究:基于组织双元性视角》三个选题分别探讨了开放条件下的贸易和管理问题。

4. 企业管理的新问题与新思考。领导力研究和企业创新能力研究分别从不同角度分析了企业核心竞争力的构建策略,这也是近年来管理学领域要重点分析和探索的问题。当然,一个成熟的有创造力的企业不但需要构建以领导者为核心的组织架构,而且也需要不断培育企业创新能力,唯有此才能基业长青。我院工商管理学科团队采用实证分析方法,在领导力和企业创新研究领域形成的著作有《基于情景的领导素质理论》和《高新技术企业创新管理能力成熟度模型与提升方法研究》

入选第二期“西北大学经济管理学院博士文库”的选题在突出不同学科研究特点的同时,也紧跟学术研究前沿,使用先进的研究方法和工具分析中国本土的经济和管理问题,这是学院近年来所倡导的大问题意识、追求“知行合一”与“顶天立地”的科研精神的集中体现。同时,“西北大学经济管理学院博士文库”也是我院“211 重点学科”、教育部人文社科重点研究基地和“陕西省优势学科”建设的重要成果之一。

西北大学经济管理学院院长、教授、博士生导师

任保平

2016 年 10 月于西北大学

序 言

机构投资者的股东积极主义,指机构股东凭借其所持有的股份,以多种形式主动参与公司治理,进而维护自身权益的行为。近年来,该行为在中国资本市场的重要性日益显现,以公募基金为典型代表的机构投资者在部分上市公司的重大决策事项上开始趋于活跃,频繁运用用手投票的权利,力图在上市公司治理中表达自己的意愿。例如,近年来在双汇发展、格力电器的股东大会上,均发生了机构投资者联手投出反对票以维护自身利益的事件。

鉴于机构投资者对于上市公司治理的重要意义,中国证监会也提出了希望跨越式大力发展机构投资者的战略思路。在此背景下,一批学术研究成果从多个方面对之进行了探讨,并发现了机构投资者促进上市公司治理、公司价值的证据。然而,仍然存在大量的细节问题尚未得到深入讨论。本书在本领域内选择了三个具体问题进行分析,包括机构投资者影响上市公司价值的途径,具有怎样特征的机构投资者更容易促进上市公司价值,机构投资者在什么样的企业中更容易产生正面作用。

对于每一个具体问题,本书作者均构建了较为完备的、能够自圆其说的研究框架,并严格按照学术规范进行分析,将理论分析与实证研究相结合,辅之以多项稳健性检验,力求提高结论的可靠程度。在对上述三个问题进行回答之后,作者在本书的最后一章对全书的结论进行了总结和提炼,提出了促进机构投资者与上市公司积极、正面发展的政策建议,同时引出了未来

有待于进一步研究的方向。最后,希望对本书的探索,会引发学者以及资本市场参与人士对于股东积极主义的关注与深入研究,从而更好地推动中国资本市场和中国企业的高效化、规范化与有效化发展。

西北大学经济管理学院金融系主任

王满仓

2016 年 10 月 23 日

前 言

20 世纪 80 年代以来,欧美发达资本市场中的机构投资者迅速发展,其重要性不断增强。与此同时,伴随股东积极主义浪潮,学者们开始逐步重视机构对于上市公司治理、公司价值的作用,并产生了大量的学术研究成果 (McConnell 和 Servaes,1990;Smith,1996;Del Guercio 和 Hawkins,1999;Brav 等,2008;Becht 等,2009)。

中国的社会主义市场经济尚处于转型阶段,上市公司治理中仍存在诸多问题。自 21 世纪初以来,证监会希望通过跨越式大力发展机构投资者提升市场质量,改善中国公司治理的整体水平。对此,大量文献分析了机构投资者对中国上市公司的影响,并基本得出了机构持股有助于提升上市公司价值的初步结论 (程书强,2006;薄仙慧、吴联生,2009;石美娟、童卫华,2009;姚颐、刘志远,2009;刘星、吴先聪,2011;范海峰,2012)。但国内现有文献对于该领域内很多需要深入分析的问题并未能给出较好的回答,其中包括:①机构投资者主要通过何种渠道影响公司价值?是直接参与上市公司治理?抑或“用脚投票”进而间接对公司经理层形成压力?②何种特征的机构投资者会促进公司价值提升?③在什么样的企业中,机构投资者更有助于企业价值提升?

研究这些问题不但有助于完善相关公司金融理论,而且对于国家应当如何发展机构投资者乃至资本市场,以及从哪些方面去引导机构投资者改善上市公司治理、提高企业的价值均具有重要意义。因此,本书试图在机构

影响上市公司治理、公司价值的大框架下,详细分析机构投资者的作用渠道、机构类型以及公司特征,分别讨论以往文献并没有给予很好回答的上述问题。本书各章主要内容如下:

第一章为导论。介绍本书的选题背景与研究意义,阐述研究思路与研究内容,指出研究方法与创新与贡献。

第二章为文献综述。首先,回顾了机构投资者与公司价值关系的研究文献,具体包括机构与个人投资者的差异、机构对上市公司的价值促进作用、机构对上市公司的负面影响等。其次,分别对机构可能影响公司价值的作用渠道、机构异质性、企业特征等研究现状进行了分析和述评。

第三章介绍中国机构投资者影响上市公司价值的现状背景,并进行了初步分析。首先,对中国机构的整体发展状况、传统分类情况进行了描述,指出中国与美国存在一定的差异,公募基金占据了中国机构投资者的大部分,能够代表机构的主体。其次,对比分析了机构持股、机构未持股公司在业绩指标与公司治理方面的差异,发现机构持股企业拥有较好的公司治理和公司价值。

第四章对于中国机构投资者主要通过直接渠道还是间接渠道影响公司价值进行了研究。该章首先对机构如何通过这两种渠道影响公司行为进行了讨论,其中直接渠道指机构直接参与上市公司治理影响公司价值,间接渠道指机构潜在的用脚投票能力会对股价形成压力,进而间接约束公司经理层的行为,影响公司价值。其次,将股票流动性作为区分两种渠道的重要中间变量,引入了机构持股对公司价值的影响分析。在文献理论的基础上,根据股票流动性在不同渠道中起到的不同作用,本章提出了三种理论解释,包括直接锁定公司假说、直接干预能力假说与间接退出约束假说,其中第三种属于间接渠道。以外国金融危机事件为突发外生事件控制内生性,本章对究竟哪种理论假说在中国市场上会起到主要作用进行了实证检验。结果发

现,随着股票流动性增强,机构对于上市公司价值的促进作用也有所增强;当公司经理层更加重视股票二级市场价格的情形(如公司计划增发扩股或公司实行了股权激励)时,上述关系会更强。以上实证结果符合间接渠道假说,但不支持直接渠道假说。因此表明,在中国资本市场上,机构投资者会通过用脚投票的间接渠道机制对股票价格造成压力,进而对上市公司形成约束,促进公司价值提升。

第五章研究什么样的机构投资者更有助于促进上市公司价值提升。该章根据中国机构投资者的特征,对作为机构主体的公募基金,分别从机构投资者的战略风格、股权性质、规模等三个角度进行了划分,具体包括是否是长期或短期机构,是否具有外资背景或地方政府背景,以及机构的资金规模。其次在此基础上,以工具变量两阶段最小二乘法控制内生性,通过回归分析实证检验不同类型机构投资者对公司价值影响程度的差异。研究结果表明:相比于短期机构,长期机构更能够有效地促进上市公司价值;长期机构的外资背景会进一步加强其对于公司的正面价值;资金规模实力的提高,同样有助于长期机构发挥其促进公司价值提升的作用。

第六章分析在什么样的公司中,机构投资者更有助于促进上市公司价值提升。首先从股权性质、内部治理状况、外部治理环境等三个方面对上市公司进行区分,具体包括:企业是国有或民营,企业的股权集中程度高低,以及企业的产品市场竞争程度等。然后在此三个方面,以回归分析检验机构在不同类型企业中发挥价值促进作用的效果差异,并以工具变量两阶段最小二乘法控制内生性。其中,在分析后两个方面时,为了更有突出性地识别机构作用效果的差异,选择以民营企业为研究样本。实证结果表明,机构投资者在民营企业中能发挥更强的正面效果,而在国有企业中的作用则不显著;随着民营企业股权集中度的降低,机构投资者更容易发挥制衡作用;在产品市场竞争更激烈的民营企业中,机构投资者对于企业的重要性更强。

第七章对全文进行总结,并提出了相应的政策建议,如进一步加强股票二级市场建设、大力发展长期机构投资者、提高机构投资者的市场化程度与资金规模、完善企业的市场竞争环境、提高企业的股权制衡程度等。最后,指出了目前研究存在的不足,以及未来可能的研究方向。

本书的主要创新与贡献包括以下几个方面:

第一,不同于现有文献主要从直接干预渠道研究机构投资者持股对公司的影响,本书提出了中国机构能够通过用脚投票间接约束上市公司的新渠道,并首次对两种渠道在国内资本市场上的作用效果进行了检验。检验结果发现:间接渠道在中国机构投资者促进上市公司价值的过程中发挥了更大作用。

第二,将资产定价和公司金融结合起来,研究资本二级市场如何驱动公司金融决策是当前的金融学术前沿问题之一(Baker, 2009),本书丰富了这个领域的研究文献。现有文献在资本二级市场研究与公司金融研究方面较为孤立,缺乏将二者相结合的研究,造成对于资本市场如何影响企业决策等问题回答不足(Bond 等, 2012)。本书发现二级市场中的股票流动性,能够强化机构投资者通过间接渠道对上市公司治理、公司价值提升的促进,为二级市场影响企业实际决策行为这个较新的领域提供了另一视角的证据。

第三,在方法论上,本书引入了新的外生事件,为后续研究在缓解内生性问题方面提供了新的借鉴。外生事件是控制内生性的最有效工具之一,本书以外国金融危机作为外生事件,并对其适用性进行了讨论,指出了使用外国金融危机事件相比使用中国国内制度改革事件的优势。

第四,现有文献对中国机构的分类研究不足,并主要以券商持股、公募基金、社保基金、QFII、银行等进行分类。本书指出了这种分类方式存在的问题,并分别从机构投资期限、股权性质、规模实力三个方面对机构进行了划分,较为细致地回答了何种机构类型更有利于公司价值提升这一问题。

第五,现有文献对机构在什么样的企业中更容易促进公司价值提升这一问题回答不足,仅分析了国有企业、民营企业的差异。本书在现有文献基础上作了进一步的细分,研究公司内部治理状况、外部治理环境是如何影响机构发挥价值促进作用的。

目 录

>>>
CONTENTS

第一章 导 论	1
第一节 选题背景	1
第二节 研究意义	2
第三节 研究思路与研究内容	4
第四节 研究方法与创新之处	8
第二章 文献综述	10
第一节 机构投资者与公司价值关系	10
第二节 机构投资者发挥作用的直接渠道与间接渠道	24
第三节 机构投资者异质性	32
第四节 机构投资者与企业特征	37
第五节 本章小结	39
第三章 研究现状和背景	42
第一节 中国机构投资者的基本状况	42
第二节 机构持股与上市公司的关系	51
第三节 本章小结	55

第四章 机构持股影响公司价值的渠道	56
第一节 理论分析与研究假说	57
第二节 研究设计	62
第三节 实证结果与分析	70
第四节 稳健性检验	80
第五节 本章小结	83
第五章 不同类型机构投资者对上市公司价值的影响	85
第一节 理论分析与研究假说	86
第二节 研究设计	89
第三节 实证结果与分析	95
第四节 稳健性检验	103
第五节 本章小结	104
第六章 机构投资者在不同企业中的价值差异	106
第一节 理论分析与研究假说	107
第二节 研究设计	111
第三节 实证结果与分析	116
第四节 稳健性检验	123
第五节 本章小结	126
第七章 结 论	128
第一节 研究结论	128
第二节 政策建议	130

第三节 本书的局限性	131
第四节 未来的研究方向	132
参考文献	135
附录1 机构投资者主要持股公司	153
附录2 公募基金公司名单	163
索 引	167
后 记	169