

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书
经济组织与制度经济学系列 罗必良 / 主编

JIGOU TOUZIZHE CHIGU
YU GONGSI JIXIAO

jiyu zhongguo zhengquan shichang de lilun yu shizheng yanjiu

机构投资者持股 与公司绩效

——基于中国证券市场的理论与实证研究

范海峰 ■ 著

 中国经济出版社

F832.48/40

2012

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书
经济组织与制度经济学系列 罗必良主编

机构投资者持股与公司绩效

——基于中国证券市场的理论与实证研究

范海峰 著

北方工业大学图书馆



C00318882



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京



图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者持股与公司绩效——基于中国证券市场的理论与实证研究/范海峰著.

北京: 中国经济出版社, 2012. 9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1642 - 3

I. ①机… II. ①范… 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 (2012) 第 120226 号

责任编辑 张淑玲

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京金华印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 16

字 数 190 千字

版 次 2012 年 9 月第 1 版

印 次 2012 年 9 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1642 - 3/F · 9358

定 价 36.00 元

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 - 68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

序

华南农业大学经济管理学院是一所融农业经济、产业经济、工商管理、金融、贸易、财会诸学科为一体，具有博士后、博士、硕士、本科等多层次，多规格人才培养能力，实行人才培养、科学研究和社会服务相结合，在国内外具有一定影响的学院。

经过多年的建设，学院已经形成了以农业经济管理作为核心的复合型学科群，其主要研究方向包括：农村经济发展与政策、农村经济组织与制度经济、农村产业集群与中小企业管理、农产品市场与国际贸易、农村金融与公共投资等。本学科的总体水平在国内同类学科及广东省经济管理类学科中排名均处于前列。1997 年被列为华南农业大学“211 工程”建设重点学科之一，1999 年被遴选为广东省重点学科，并评为广东省经济管理类三个 A 类重点学科之一，2001 年评为国家重点学科，2006 年 5 月再次被评为国家重点学科。

为了有效地实施重点学科的建设计划，经济管理学院于 2002 年决定出版“国家重点学科农业经济管理系列丛书”，集中出版以反映我院学科特色、具有较高质量的标志性成果。该系列丛书由教材、研究专著及部分优秀博士论文组成。分为四个子系列：经济发展与政策系列、经济组织与制度经济学系列、外向型经济与企业管理系列、国际贸易与金融系列。

制度经济学的研究，已经成为华南农业大学经济管理学院学科发展的重要方向之一。在近些年中，学院的部分老师和研究生为深

机构投资者持股与公司绩效：

基于中国证券市场的理论与实证研究

化有关方面的研究做出不懈的努力，并为这一研究方向的成长做出了他们的贡献。先后在《经济研究》、《经济学家》、《经济科学》、《中国社会科学季刊》等重要刊物发表论文与研究报告 400 余篇，出版了《市场化进程中的组织制度创新》、《经济组织的制度逻辑》、《经济发展中的制度变迁》、《目标、效率与治理结构选择》、《技术创新、制度创新与中国农村经济发展》、《技术、制度与发展》、《新制度经济学》等多部专著和教材。

作为华南农业大学经济管理学院主持的国家重点学科“农业经济管理”系列丛书中的一部分，“经济组织与制度经济学”子系列除了出版有关的教材外，还致力于经济组织效率的制度经济学研究。主要内容涉及经济组织的契约性质、经济组织的效率生成、经济组织与环境的相容性、不同经济组织的比较优势与作用范围、制度变迁的逻辑与演化路径、经济组织的激励机制设计、产权制度与政府行为等。

本系列已经出版的著作有：

1. 罗必良等：《农业产业组织：演进、比较与创新——基于分工维度的制度经济学研究》，2002；
2. 曹正汉：《信念、效率与制度变迁——广东省中山市崖口村公社制度研究（1980～1999）》，2002；
3. 郭守前：《资源特性与制度安排》，2004；
4. 吴剑辉：《经济组织的治理逻辑》，2005；
5. 马乐新：《中国药品管制的制度经济学研究》，2005；
6. 傅晨：《中国农业合作经济：组织形式与制度变迁》，2006；
7. 万俊毅：《机构投资股东：理论、实践与政策》，2006；
8. 王京安：《企业规模决定论——基于信息和知识的解

释》，2006；

9. 易法敏：《核心能力导向的企业知识转移与创新研究》，2006；

10. 张日新：《人力资本与中国高等教育体制改革研究》，2006；

11. 林关征：《水资源的管制放松与水权制度》，2007；

12. 李明月：《我国城市土地资源配置的市场化研究》，2007；

13. 文晓巍：《易变质商品供应链库存研究》，2007；

14. 秦勉：《资产减值会计制度——历史、机理与效率》，2008；

15. 马亚男：《知识联盟组织间技术知识共享的风险控制》，2008；

16. 王雄志：《配送中心配货作业方法研究》，2008；

17. 何一鸣：《产权管制放松理论——验证于中国的农地制度变迁（1958—2009年）》，2010；

18. 罗必良主编：《产权制度与经济组织》，2003；

19. 罗必良主编：《政府、市场及意识形态——新制度经济学的解析》，2003；

20. 罗必良主编：《农村经济组织的创新与绩效——新制度经济学的解析》，2003。

（后三本由中国数字化出版社出版）

本书亦是该系列中的一种。

作为国内首例制度经济学本土化研究的系列丛书，存在不足是难免的。因此，我们期待着社会和学界的关注、批评与呵护，同时希望此系列成为华南农业大学经济管理学院学科成长的台阶与标志。

罗必良

2010年10月于广州

作者简介

范海峰，男，1971年10月出生于湖南省郴州市，财务管理博士，华南农业大学经济管理学院会计系副教授，主要讲授“会计学原理”、“管理会计”等课程。迄今为止，主持和参与省部级等各类课题共7项，主编教材一部。在《经济与管理研究》、《证券市场导报》、《山西财经大学学报》等专业期刊上发表学术论文20余篇。主要研究领域为公司治理和绩效评价、机构投资者参与公司治理等。

内 容 提 要

中国资本市场发展十多年来，公司治理一直是困扰资本市场的一个难题。由于控股股东股权过于集中和股权分置等原因，上市公司的公司治理面临着严重的“内部人控制”问题，公司内外部治理机制无法发挥其应有的监督作用。机构投资者作为上市公司控股股东和个人股东之间的第三方力量，相对于个人投资者具备规模、信息和人员优势，能够克服个人投资者在公司治理上的“搭便车”问题，从而改善公司治理和公司绩效。但不同的机构投资者之间在诸多方面存在着重要差异，这将影响其参与公司治理的目标函数，从而导致其对公司治理和公司绩效有不同的影响。

本书以理论研究、定量和定性研究相结合的方式，研究了机构投资者整体以及不同机构投资者持股对公司绩效的影响。首先回顾了机构投资者股东积极主义、机构投资者股东消极主义和折衷观点的最新发展，在代理理论和产权理论的基础上对机构投资者在公司治理中的作用进行了分析，提出了研究设计；然后对中国公司治理的现状和缺陷进行了分析，回顾了机构投资者股东积极主义在西方国家的发展及其对公司治理的促进作用，以及中国机构投资者的发展历程，分析了中国不同机构投资者的特征以及中国机构投资者参与公司治理的相关案例；接下来实证分析了中国机构投资者整体和不同的机构投资者持股对上市公司的股权融资成本和自由裁量性投

机构投资者持股与公司绩效：

基于中国证券市场的理论与实证研究

资的影响，并实证研究了机构投资者对公司通过削减 R&D 投资而进行的盈余管理行为的影响，在此基础上实证研究了机构投资者持股对公司绩效的影响；最后对全书进行了总结。

本书的主要研究结论是：（1）理论层面：中国机构投资者是上市公司股权结构中重要的组成部分，总体上对上市公司能够发挥有效监督作用，减少公司的代理成本，提高公司绩效。但不同的机构投资者在监督上市公司管理层方面发挥的作用各不相同，可以根据产权性质和与公司之间可能的业务联系划分为独立机构投资者和非独立机构投资者两类。（2）实证层面：首先，证券投资基金作为独立的机构投资者，其持股能降低公司股权融资成本，促进公司自由裁量性投资，并改善公司绩效，证券投资基金持股和机构投资者整体能够有效抑制公司通过削减 R&D 支出的盈余管理行为，非独立机构投资者社保基金和保险基金持股无法起到类似的作用，社保基金持股甚至对公司价值产生了负面影响，机构投资者持股对上市公司的绩效影响存在着“双重代理”问题。首先，独立机构投资者“一方独大”也是中国机构投资者整体持股能够改善公司治理和公司绩效的主要原因；其次，从机构投资者持股对公司系统风险和自由裁量性投资的影响发现中国机构投资者整体上是理性而非短视的机构投资者。

关键词：机构投资者异质性；股权融资成本；自由裁量性投资；公司盈余管理；公司绩效

Abstract

During the more than 10 years of China capital market's development, it has always been troubled by corporate governance of listed companies. As controlling shareholders' equity is highly concentrated and stock rights are divided, China's listed companies are faced with serious insider controlling problems. The external and internal corporate governance mechanisms all lose their due monitoring functions. Being the third party between controlling shareholders and individual shareholders, institutional investors have advantages in size, information and personnel, and can overcome the hitch hike problem faced by individual shareholders, so that their shareholding can improve corporate governance and performance. But there are also important differences between different institutional investors, which will influence their objective functions and lead to their different impacts on corporate governance and performance.

Combined with theoretic research, qualitative and quantitative methods, the book studied the impacts of the whole and different institutional investors on corporate performance. The book made a literature review of the institutional investor's shareholder activism, shareholder passivism and the compromising view. Combined with agency theory and property theory, the book analyses the role of institutional investors' shareholding in corporate governance, and bring forward the research design; then analyses the current situation and shortcoming of the corporate governance of China's listed corporate, then reviewed the development of western country's insti-

机构投资者持股与公司绩效：

基于中国证券市场的理论与实证研究

tutional investors and their promotion of corporate governance. The book also analysis the current situation and defects of China's institutional investor, and looked back some cases China's institutional investor taking part in corporate governance. Then the book made empirical studies of the impact of the whole and different institutional investor's shareholding on equity cost and corporate discretionary investment, and made empirical studies on the role of the whole institutional investor and mutual funds' shareholding on corporate's earning management by cutting R&D expenditure, and studied the role of the whole and different institutional investor's shareholding on corporate performance based on the former two studies. At last summarizes the whole book.

The main results in the book are: (1) by the theoretical level: China's institutional investors are an important components of equity structure of China's listing corporates, they can monitor these listing corporates effectively by the whole, decrease the proxy costs and promote corporates' performance. But these institutional investors can be divided into two groups based on their business relations with their portfolio companies and their property characters, which is independent institutional investors and non-independent institutional investors. (2) by the empirical level: Firstly, as independent institutional investor, mutual funds can reduce equity costs, promote corporate discretionary investment, and improve corporate performance, the whole institutional investors and mutual funds' shareholding can suppress corporate's earning management by cutting R&D expenditure. But as non-independent institutional investors, social security funds and insurance funds can't do the same. What's more, social security funds' shareholding has negative impacts on corporate value. Independent institutional investors dominating China's institutional investor is the main

reason why China's institutional investors improve corporate governance and performance. Secondly, the impacts of institutional investor's shareholding on corporate systematic risk and discretionary investment verify that China's institutional investors are rational but not myopic investors.

Key words: Heterogeneity of Institutional Investors; Equity Cost; Discretionary Investment; Earning management; Corporate Performance

序 / 1	
内容提要 / 1	
Abstract / 3	
第 1 章 导 论	1
1.1 选题动机与研究意义 / 1	
1.2 研究思路与研究方法 / 3	
1.3 相关概念界定 / 6	
1.4 内容安排与逻辑框架 / 10	
1.5 本书的主要研究贡献 / 13	
第 2 章 文献回顾和理论基础	15
2.1 机构投资者股东积极主义与公司治理 / 15	
2.2 机构投资者股东消极主义与公司治理 / 36	

机构投资者持股与公司绩效：

基于中国证券市场的理论与实证研究

- 2.3 机构投资者异质性与公司治理 / 40
- 2.4 机构投资者介入公司治理的机理分析 / 55
- 2.5 本书的研究设计 / 65
- 2.6 本章小结 / 67

第3章 制度背景 69

- 3.1 中国上市公司治理的制度背景 / 69
- 3.2 中西方机构投资者的发展历程及现状 / 77
- 3.3 中国机构投资者股东积极主义与公司治理 / 105
- 3.4 本章小结 / 108

第4章 机构投资者持股与公司股权融资成本 110

- 4.1 理论分析 / 110
- 4.2 研究假设 / 115
- 4.3 研究设计与实证分析 / 116
- 4.4 实证结果及分析 / 120
- 4.5 本章小结 / 131

第5章 机构投资者持股与公司自由裁量性投资 133

- 5.1 理论分析 / 133
- 5.2 研究假设 / 140
- 5.3 研究设计和实证分析 / 143
- 5.4 实证结果及分析 / 148

5.5 本章小结 / 161	
第6章 机构投资者持股与公司盈余管理	163
6.1 理论分析 / 164	
6.2 研究假设 / 166	
6.3 研究设计和实证分析 / 170	
6.4 LOGIT 回归结果及分析 / 172	
6.5 本章小结 / 180	
第7章 机构投资者持股与公司绩效	182
7.1 理论分析和研究假设 / 182	
7.2 研究设计与实证分析 / 185	
7.3 实证结果及分析 / 188	
7.4 本章小结 / 202	
第8章 结论与建议	204
8.1 研究结论 / 204	
8.2 几点建议 / 206	
8.3 研究局限性和进一步研究的方向 / 208	
参考文献	211
后 记	235

第 1 章 导 论

1.1 选题动机与研究意义

现代公司的典型特征是所有权与控制权的分离 (Berle and Means, 1932), 这种分离提高了公司经营的专业化程度, 提高了公司的经营效率, 但也带来了现代公司的委托代理问题 (Jensen and Mecking, 1976)。公司经营者与投资者的信息不对称和利益不一致, 使经营者在进行公司战略决策时未必以公司的长远发展为目标, 从而对公司治理和公司绩效产生负面影响。

中国目前还处于由计划经济向市场经济转轨的过程中, 上市公司的公司治理还存在着严重问题, 特别是“内部人控制”问题。由于对内部人缺乏有效的监督, 极易出现控股股东通过不公平的关联交易及存在利益冲突的自我交易等方式追求控制权私人收益的机会主义行为, 即出现控股股东对中小股东的“利益侵害”效应。治理良好的公司其内部人受到严格的监督, 内部人侵占等机会主义行为较少, 改善公司治理能够降低公司的代理成本, 提高公司的绩效。

20 世纪 80 年代以来, 欧美等国的机构投资者发展迅速, 在资本市场扮演着越来越积极的角色, 也为公司治理的完善起到了重要的作用 (Gillan and Starks, 1998)。伴随着机构投资者崛起的是机构投

机构投资者持股与公司绩效：

基于中国证券市场的理论与实证研究

投资者的股东积极主义，机构投资者股东积极主义的特点是寻求积极扮演股东的角色并介入公司治理，并在股东大会上对重大事务行使股东的话语权。很多学者的研究发现机构投资者持股能通过改善公司治理从而改善公司绩效（McConnell and Servaes, 1990; Smith, 1996; Del Guercio et al., 1999; Tanrun Khanna, 1999）。

自中国 2000 年提出了“超常规发展机构投资者”的战略以来，中国机构投资者发展迅速，其资产规模得到了迅猛扩张。据证监会统计，从 2005 年以后，股市机构投资者如证券投资基金、QFII、社保基金和保险基金的多元化格局初步形成。机构投资者已经成为了中国重要的市场力量和社会力量，必将对公司治理和证券市场的稳定产生重要的影响。中国机构投资者发展战略的一个重要目标就是要机构投资者发挥其完善公司治理的作用，证监会发布的《上市公司治理准则》中针对于机构投资者的第 11 条就明确规定，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。但中国机构投资者只有十多年的历史，尚处于较初级的发展阶段，也存在着较多问题，其能否有效制衡公司内部人对中小股东的利益侵占等机会主义行为是一个仍具有争议性的问题。

因此，本书从中国特有的制度背景即上市公司治理结构中存在的缺陷以及机构投资者的特征出发，着重研究在机构投资者迅猛发展的情况下，机构投资者持股能否有效改善公司治理从而提升上市公司的绩效。中国机构投资者多元化的格局已经形成，不同机构投资者之间在资金来源、业务联系和激励机制等方面存在着很大差异，这是否会对公司治理产生不同的作用，从而对上市公司绩效造成不同的影响？这些都是值得深入研究的问题。因此本书将着重研究不同机构投资者之间的差异及其对公司治理的不同影响，并实证研究不同机构投资者及机构投资者整体持股对公司融资政策、投资政策