

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15620081152132

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

机构持股与公司业绩：价值发现还是价值创造？

The Impact of Institutional Ownership
on Corporate Performance: Value-Finding or Value-Creation?

张 林

指导教师姓名: 蔡庆丰 副教授

专业名称: 金融系 投资学

论文提交日期: 2011年4月

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

借着管理层“超常规发展机构投资者”的政策东风，我国的机构投资者迅速崛起，已经成为了市场上一支不可忽视的重要力量。正因如此，机构投资者的行为模式、其对市场以及上市公司的影响等内容引起了诸多学者的关注。有鉴于此，本文着眼于现有的市场环境，从机构投资者持股比例变化与公司业绩以及公司业绩变化的关系这一角度，研究机构投资者的价值发现和价值创造能力，以期为决策层提供参考意见。

本文以 2004~2009 年间在我国沪深两市进行交易的 984 家上市公司的面板数据为样本，通过建立实证模型来探究我国的机构投资者是否具备价值发现能力，在此基础上，本文还探究了我国的机构投资者是否具备价值创造能力。另外，考虑到不同机构投资者特征各异，本文还对机构投资者进行了细分研究。

实证研究结果表明，机构投资者持股比例变化与当期、滞后一期和滞后两期的公司业绩正相关，我国机构投资者具备较强的价值发现能力。机构投资者持股比例变化与滞后一期的公司业绩变化正相关，但滞后两期之后，显著性迅速下降，表明我国的机构投资者在长期内并不具备价值创造能力。在细分机构投资者方面，基金无论是在价值发现还是价值创造方面的能力都明显高于其他机构投资者（券商、QFII、社保和信托）。从实证研究结果来看，我国的机构投资者与成熟市场上的机构投资者之间还存在较大的差距。

本文的主要贡献在于：一、将不同类型的机构投资者进行了细分研究，以区别它们在价值发现能力和价值创造能力方面可能存在的差异；二、将已有模型的一些指标做了改进，例如选用扣除非经常性损益的基本每股收益和净资产收益率指标来代表公司业绩，使得研究结果更为可信；此外，本文还采用了 2004~2009 年间的最新样本进行面板数据回归，时效性更强。

关键词：机构持股，公司业绩，实证研究

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Directly benefited from the board's policy: "extraordinary development of institutional investors", China's institutional investors have risen sharply and gradually become an important force in the security market. As a result, many scholars have paid a lot attention to institutional investors' behavior and their impacts on the market and corporations. Focused on the current market environment, this thesis discusses the Value-Finding and Value-Creation capabilities of the institutional investors from the angle of institutional ownership and corporate performance, and we hope that the results will provide some useful information for the governors who have to make decisions.

This thesis focuses on whether the institutional investors have Value-Finding or Value-Creation capabilities based on the panel data of 984 companies from 2004 to 2009. In consideration of their differences, different types of institutional investors are separated to be analyzed.

Our empirical study shows that: the change of institutional investors' shareholdings has a positive relationship with the corporate performance, lag the performance by one year or two still gets the same result, so institutional investors can find corporations that value more. We also find that the change of institutional investors' shareholdings has a positive relationship with the one-term lagged change of corporate performance, but the significance declines sharply after two-term lags, this result shows that in China institutional ownership can't show Value-Creation capability in the long run. As for different types of institutional investors, fund performs much better than other institutional investors(Broker、QFII、Pension Fund and Trust). Compared with their counterparties in the foreign markets, China's institutional investors still have a lot to do.

The major contributions of this thesis are as follows: Firstly, different types of institutional investors are separated to be analyzed for their differences. Secondly, some indicators are improved in this thesis, such as the use of the adjusted EPS

and ROE. Besides, adoption of the samples between 2004 and 2009 makes this thesis high time efficiency.

Key words: Institutional Ownership; Corporate Performance; Empirical Study

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 导论	1
1.1 选题背景和问题的提出	1
1.2 研究思路与主要内容	3
1.2.1 研究思路.....	3
1.2.2 主要内容.....	3
1.3 本文的主要创新和不足	4
1.3.1 本文的主要创新.....	4
1.3.2 本文的不足和进一步研究的方向.....	4
第二章 文献综述	6
2.1 国外文献综述	6
2.1.1 机构投资者是否具备价值发现能力的相关研究.....	6
2.1.2 机构投资者是否具备价值创造能力的相关研究.....	7
2.2 国内文献综述	9
2.2.1 机构投资者是否具备价值发现能力的相关研究.....	9
2.2.2 机构投资者是否具备价值创造能力的相关研究.....	9
第三章 机构投资者影响公司业绩的机制分析	12
3.1 机构投资者影响公司业绩的动机	12
3.1.1 机构投资者影响公司业绩的动机.....	12
3.1.2 影响机构投资者改善公司业绩的因素.....	16
3.2 机构投资者影响公司业绩的途径	18
3.2.1 公司权力机构.....	18
3.2.2 公司资本结构.....	19
3.2.3 管理者薪酬.....	20
3.2.4 公司控制权市场.....	20
3.3 机构投资者影响公司业绩的障碍	20
3.3.1 投资者的障碍.....	21
3.3.2 机构投资者自身的障碍.....	21

3.3.3 上市公司的障碍.....	22
第四章 机构持股与公司业绩：基于面板数据的检验.....	24
4.1 研究假设.....	24
4.2 研究样本、变量与模型.....	24
4.2.1 研究样本.....	24
4.2.2 变量.....	25
4.2.3 模型.....	29
4.2.4 变量的描述性统计与相关性分析.....	30
4.3 机构投资者持股变化与公司业绩：基于面板数据的检验.....	33
4.3.1 Model I：机构投资者与公司业绩---价值发现模型.....	33
4.3.2 Model II：不同类型的机构投资者都能发现价值吗？.....	35
4.4 机构投资者持股变化与公司业绩变化：基于面板数据的检验.....	38
4.4.1 Model III：机构投资者与公司业绩变化---价值创造模型.....	38
4.4.2 Model IV：不同类型的机构投资者都能创造价值吗？.....	41
第五章 研究结论与政策建议.....	44
5.1 研究结论.....	44
5.2 政策建议.....	45
参考文献.....	47
致谢.....	52

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background and Presentation of the Questions	1
1.2 Research Ideas and Main Contents.....	3
1.2.1 Research Ideas	3
1.2.2 Main Contents.....	3
1.3 Main Innovation and Limitation	4
1.3.1 Main Innovation.....	4
1.3.2 Limitation and Suggestions for Further Research	4
Chapter 2 Related Literature Review	6
2.1 Review of Relevant Foreign Literatures	6
2.1.1 Literatures on whether Institutional Investors can Find Value	6
2.1.2 Literatures on whether Institutional Investors can Create Value	7
2.2 Review of Relevant Domestic Literatures.....	9
2.2.1 Literatures on whether Institutional Investors can Find Value	9
2.2.2 Literatures on whether Institutional Investors can Create Value	9
Chapter 3 Analysis of the Mechanism of the Impact of Institutional Investors on Corporate Performance	12
3.1 The Motivation of the Impact of Institutional Investors on Corporate Performance	12
3.1.1 The Motivation of the Impact of Institutional Investors on Corporate Performance	12
3.1.2 The Factors that Influence the Shareholders' Activism	16
3.2 The Means of the Impact of Institutional Investors on Corporate Performance	18
3.2.1 Company Authorities	18
3.2.2 Company's Capital Structure	19
3.2.3 Executive Compensation	20

3.2.4 Market for Corporate Control	20
3.3 The Barriers of the Impact of Institutional Investors on Corporate Performance	20
3.3.1 The Barriers of Investors.....	21
3.3.2 The Barriers of Institutional Investors	21
3.3.3 The Barriers of Corporation.....	22
Chapter 4 Institutional Ownership and Corporate Performance: An Empirical Study Based on Panel Data Model	24
4.1 Hypothesis.....	24
4.2 Samples、 Variables and Models	24
4.3 The Change of Institutional Investors’ Shareholdings and Corporate Performance: An Empirical Study Based on Panel Data Model	33
4.3.1 Model I : Institutional Ownership and Corporate Performance ---Value-Finding Model	33
4.3.2 Model II : Can all Institutional Investors Find Value?	35
4.4 The Change of Institutional Investors’ Shareholdings and the Change of Corporate Performance: An Empirical Study Based on Panel Data Model	38
4.4.1 Model III : Institutional Ownership and Change of Corporate Performance ---Value-Creation Model	38
4.4.2 Model IV: Can all Institutional Investors Create Value?	41
Chapter 5 Chief Conclusions and Policy Proposals.....	44
5.1 Chief Conclusions.....	44
5.2 Policy Proposals.....	45
References	47
Acknowledgements	52

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

1.1 选题背景和问题的提出

机构投资者是目前欧美成熟证券市场中的中坚力量，他们积极参与上市公司治理，给公司业绩带来了明显的提升。然而，欧美市场上的机构投资者也并非是从一出现就开始积极参与公司治理的，在二十世纪八九十年代以前，他们往往遵循“华尔街”准则，即采用用脚投票的方式来表达对上市公司的不满。到二十世纪八九十年代，欧美市场上的机构投资者的规模迅速发展壮大。以美国为例，养老基金 1950 年时拥有全美上市公司股票的比例不到 1%，而到 1989 年，这一比例已经迅速上升到 25%，其资产占美国全国资产总额的比例也由 3% 急剧上升到 18%；1945 年时，美国所有机构投资者持有上市公司股权的比例仅为 16.5%，而到 1986 年，这一比重已经达到 42.7%^[1]，2006 年进一步上升到 66.3%，机构投资者成为了美国市场上的交易主体。持股比例的增加使得传统的用脚投票的方式越来越不可行：由于持有大量股份，抛售必然使得股价大幅度下跌，机构投资者自身将蒙受巨额损失。因此，他们开始把注意力更多地转移到上市公司的监督治理上来，希望通过积极参与公司治理促使公司改善经营，并由此分享公司长期成长带来的增值收益。

我国机构投资者的出现和发展始于上世纪的经济体制改革，与国外机构投资者相比，我国机构投资者入市时间较晚，深交所和上交所分别于 1991 年和 1993 年才允许机构投资者入市。此后一直到 1999 年之前，由于法律和制度方面的原因，我国机构投资者发展较为无序和缓慢。1999 年，证监会提出了“超常规发展机构投资者”的政策导向，机构投资者发展的政策环境出现重大转变。此后，伴随着金融市场制度不断完善、法律法规逐渐健全以及国家政策积极支持，我国机构投资者开始步入快速发展期。Wind 咨询的数据显示，截止到 2010 年年末，我国机构投资者持股市值达 193110.4 亿元，相当于我国 2010 年全年 GDP 的 27.52%，占全部 A 股流通市值比例为 56.71%^①。

机构投资者的快速发展改变了我国证券市场的结构，过去以个人投资者为市

^① 此处的机构投资者包括：基金、券商集合理财、一般法人、非金融类上市公司、QFII、券商、保险公司、信托公司、财务公司、社保基金、银行、企业年金和基金管理公司。

场主体的历史将不复存在，机构投资者将逐渐占据我国市场的主体地位。依据欧美成熟证券市场多年发展积累的经验，机构投资者作为市场主体更有利于资本市场和上市公司的发展。例如众多学者研究都表明，机构投资者具备一定的价值发现能力，能够引导资金流向优质的上市公司，从而实现了资源的优化配置，在一定程度上改善了市场效率，有利于市场发展。同时，部分学者的研究还表明，欧美成熟证券市场中的机构投资者不但具备价值发现能力，而且还具备一定的价值创造能力^①：他们通过持有公司股票参与到公司的治理过程中，以改革公司治理体制、规范公司运营、监督公司经理人行为等方式提高了上市公司效率，改善了公司业绩，从而创造出了更多的价值。

当初我国管理层在提倡“超常规发展机构投资者”时，既有基于提高市场效率的考虑，也有通过引入机构投资者参与到公司治理^②当中为公司创造更多价值的考虑。然而，学者们对我国市场上的机构投资者到底扮演了什么角色（价值发现者还是价值创造者或是两者兼备）以及其参与上市公司治理后的成效究竟如何始终未能形成一致意见，并且既有研究在研究方法上也存在一些缺陷，可能会导致最后的研究结果出现偏差（对于此点，后文将详细论述）。而现有关于发展机构投资者的政策某种程度上是基于我国的机构投资者会积极参与上市公司治理，帮助企业改善经营管理从而创造价值的基础上做出的，如果以有偏差的研究结果作为依据可能会做出不适当的政策决定。

基于以上背景，为了有效分辨我国金融市场上的机构投资者是否具备价值发现和价值创造能力，探究机构投资者与上市公司业绩以及业绩变化之间的真实关系，本文选取 2004~2009 年间在我国沪深两市进行交易的上市公司经验数据，通过建立计量回归模型在验证机构投资者是否具备价值发现能力的基础上，进一步研究机构投资者持股能不能为公司创造价值，以期为管理层决策提供一些参考。

^① 本文中的价值发现能力是指：机构投资者能够发现业绩优异的上市公司进行投资；价值创造能力是指：机构投资者持股能够改善公司业绩，给公司创造了更多的价值。

^② Cornett et al.(2007)、翁洪波和吴世农(2007)认为，机构投资者积极参与公司治理是一种新的治理机制。

1.2 研究思路与主要内容

1.2.1 研究思路

本文的核心部分是在对国内外相关研究成果进行回顾和梳理的基础上,采用实证研究的方法来考察我国市场上机构投资者持股比例变化与公司业绩以及公司业绩变化的关系。

本文首先从国际和国内两方面对相关文献进行了梳理,其次对机构投资者持有上市公司股票与上市公司业绩之间的关系进行了机理分析,认为我国市场上的机构投资者具备创造价值的潜在可能。然后,通过建立面板数据模型实证分析了机构投资者持股比例变化与我国上市公司业绩以及业绩变化的关系,以此来进一步验证机构投资者是否具备价值发现能力和价值创造能力。此外,本文还将机构投资者进行了细分,以研究不同类型的机构投资者与公司业绩以及公司业绩变化的关系。在得出实证研究结论之后,本文还结合我国的实际情况提出了一些有关机构投资者发展的政策建议。

1.2.2 主要内容

本文研究的主要内容如下:

第一章为导论部分,主要对论文进行扼要介绍,包括选题背景、问题的引出、研究的思路、研究的主要内容以及本文的改进、创新以及不足之处。

第二章为文献综述,主要从国际和国内两个角度对相关研究文献进行系统的整理回顾和归纳。

第三章对机构投资者持有上市公司股票与上市公司业绩之间的关系进行机理分析,具体包括机构持股影响公司业绩的动机、途径以及障碍等等。同时,通过分析国外和我国机构投资者发展的实际情况,笔者认为中国市场上的机构投资者具备创造价值的潜在可能。

第四章是本文的实证部分,在介绍本文研究假设、相关研究样本、变量和模型的基础上,通过构建面板数据模型分析机构投资者与上市公司业绩以及业绩变化的关系,并据此进一步判断我国的机构投资者是否具备价值发现能力和价值创造能力。本部分还将机构投资者进行了细分,以区别不同类型的机构投资者与公

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库