



经济管理学术文库·经济类

机构投资者、公司治理与资本成本

Institutional Investors, Corporate Governance and
Cost of Capital

霍晓萍 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·经济类

机构投资者、公司治理与资本成本

Institutional Investors, Corporate Governance and
Cost of Capital

霍晓萍 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者、公司治理与资本成本/霍晓萍著. —北京: 经济管理出版社, 2015. 9
ISBN 978 - 7 - 5096 - 3873 - 6

I. ①机… II. ①霍… III. ①机构投资者—关系—资本市场—研究—中国
IV. ①F832. 48 ②F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 159968 号

组稿编辑: 曹 靖
责任编辑: 张巧梅
责任印制: 黄章平
责任校对: 王 森

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 12.75

字 数: 245 千字

版 次: 2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 3873 - 6

定 价: 48.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序 一

资本成本是现代公司财务理论中的核心概念之一。资本成本概念及其估算技术的研究不仅仅涉及到公司财务政策的科学制定，同时也关系到很多公司治理、政府规制等问题的研究。无论是在微观领域还是在宏观领域，资本成本及其估算值都将发挥其不可或缺的锚定作用，决定着诸多决策、政策的科学性与合理性。

从学术演进的角度看，人们主要从两个角度关注资本成本问题的研究：第一，资本成本自身性质以及估算技术的研究；第二，资本成本锚定领域和影响资本成本波动的问题的研究。进入到 20 世纪 90 年代以后，伴随着公司治理研究的蓬勃发展，越来越多的学者开始从公司治理的角度展开资本成本问题的研究，尤其是关注对影响资本成本的各种因素及其影响方式、影响途径的研究。比如股权结构与资本成本关系的研究、财务信息质量与资本成本关系的研究、政治关联与资本成本关系的研究等。这些研究既推动了公司治理理论的发展，同时也丰富了资本成本的理论体系。

与国家股东、家族股东、公众股东等股东比较，机构股东是一种具有独特治理功能的控股股东。机构股东的存在对于公司的治理质量、管理水平都将产生重大的影响，同时，也会对资本成本产生不可忽视的影响。另外，对机构投资者持股与资本成本之间的相关关系进行分析论证，无论是对公司财务理论还是对公司运作实践、甚至对于中国正在进行中的混合所有制改革等均有着重要的价值。

作者对机构投资者持股与上市公司资本成本之间的关系进行了系统深入的研究，多方面多角度地论证了机构投资者持股对上市公司资本成本的影响，并探讨了机构投资者持股影响资本成本的机理和路径。本书较为全面地分析了不同类型、不同持股行为和不同传导路径下机构投资者持股对资本成本的影响，研究结论不仅有助于明确机构投资者治理角色和降低上市公司的资本成本，对于建设和完善资本市场相关管理制度并进一步推进证券市场深层次改革也具有重要的启示意义。

作者的这部著作是在其博士论文的基础上修改而成的。纵观全书，其研究视



角较为独特，研究逻辑关系清晰，论述层次分明，前沿性和创新性突出，反映出作者在公司财务领域所经历的严格的学术训练，也彰显出作者孜孜不倦、锲而不舍、持之以恒的为学精神。资本成本研究是一个重大的学术前沿领域，尤其是如何结合中国实际创新性地深化资本成本研究，更是一个极具挑战性的研究课题。

汪 平

2015 年 8 月

序 二

以我国第一批公募基金 1998 年 3 月正式成立为标志,机构投资者在我国资本市场已历经 17 年的发展。自 2000 年我国提出“超常规发展机构投资者”战略以来,中国证券市场上机构投资者种类、数量和规模都得到了迅速发展。2005 年之后伴随着中国股市持续强劲上涨的市场行情,我国机构投资者实现了跨越式发展,形成了证券投资基金、社保基金、保险公司、证券公司和合格境外机构投资者等相结合的多元化格局。随着机构投资者交易量和持有份额不断的增长和提升,机构投资者已逐渐成为我国资本市场稳定发展的主导力量。机构投资者持股比例的增加使其在信息获取和信息处理方面的规模经济优势凸显,同时机构投资者作为公司利益的直接相关者,具备积极参与公司治理以及获取收益的强烈动机,因而机构投资者能够通过积极有效的外部监督对上市公司的治理环境施加重要影响。

本书是作者在其博士论文基础上,不断补充、修改、拓展而成的心血结晶。本书以机构投资者持股对上市公司资本成本的作用为研究主线,从机构投资者持股对资本成本的直接影响、机构投资者持股对资本成本的间接影响及异质机构投资者持股对资本成本的影响三个方面较全面地分析和研究了机构投资者积极参与公司治理影响上市公司资本成本的作用路径和作用效果。本书的研究对于分析和理解机构投资者的治理角色、探讨降低上市公司资本成本的路径、完善我国资本市场的制度建设都具有重要的启示意义。

作者善于钻研、勤于思考、严谨治学,对机构投资者公司治理问题的研究数据充分,对机构投资者和资本成本等领域的理论资源应用准确,所使用的研究方法新颖独特,具有较强的前沿意义和实践价值,显示出一定的学术眼光和理论勇气。

衷心祝贺作者的专著付梓出版。

杨河清
2015 年 8 月

前 言

资本成本是现代财务理论中复杂程度最高同时应用范围最广的一个概念。从微观角度看，资本成本直接影响着企业价值，并贯穿于企业财务政策制定的整个过程，是企业投资、融资、股利分配等活动的评价标准。从宏观角度看，资本成本是资本市场发展和证券制度建设的基本考量指标，且对于资本市场配置资源、引导资金流向的效率起着极为关键的作用。资本成本在公司理财活动中的重要性使众多学者对其估算技术和影响因素等方面进行了积极且深入的探讨，而伴随着公司治理理论和实践研究的逐步深入，众多学者从委托代理问题的角度研究上市公司的资本成本。现有大部分文献关于公司治理机制与资本成本关系的研究主要集中在单一公司治理机制对资本成本的影响研究上，其内部治理机制包括股权集中、股权制衡、董事会、管理层薪酬、信息披露等，外部治理机制包括企业控制权市场、投资者法律保护和产品市场竞争等，这些单一治理机制与资本成本之间的关系研究，已经形成了大量的学术成果，但机构投资者这一新兴治理机制作用于资本成本的研究却鲜有所见。

机构投资者是资本市场中重要的参与主体，它们作为独立于控股股东和外部中小股东之间的投资机构，比个人投资者更具有资金优势、信息优势和较强的专业能力。凭借自身的规模经济优势和长期、理性的投资理念，机构投资者能够在事前定价机制和事后监督机制两个方面发挥积极作用，并促进完善资本市场的经济功能。近 10 年来，在超常规发展机构投资者的战略指导下，我国证券市场的机构投资者种类、数量和规模都得到了迅速的发展。不过，机构投资者在迅猛发展的同时，也暴露出很多负面问题，这使得人们对于机构投资者在资本市场中的作用及大力发展机构投资者的方针政策一度产生了质疑。

本书在委托代理理论、信息不对称理论和公司治理理论的基础上，采用 2005 ~ 2012 年沪深两市上市公司的数据，分析和检验了中国上市公司机构投资者持股的资本成本效应。研究过程从三条主线展开：第一条主线是“机构投资者持股对资本成本的直接影响”，并从机构投资者持股与否、持股比例高低、持股



期限长短、持股比例四个方面界定了机构投资者持股与资本成本之间的关系；第二条主线是“机构投资者持股对资本成本的间接影响”，关注机构投资者持股是否通过其他内部公司治理机制影响了资本成本；第三条主线是“异质机构投资者持股对资本成本的影响研究”，检验了证券投资基金、证券公司、保险基金、社保基金和 QFII 五类重要的机构投资者对资本成本的影响差异。

本书的研究结论主要有：①机构投资者持股具有负的资本成本效应，机构投资者能够有效发挥公司治理作用。机构投资者持股的上市公司比机构未持股的上市公司的资本成本低，机构投资者持股比例高的上市公司的资本成本较低，机构投资者持股期限长的上市公司的资本成本较低，机构投资者持股比例与上市公司的资本成本呈负相关关系。②机构投资者持股对上市公司资本成本的影响表现为公司治理效应。股权结构治理机制、董事会治理机制和管理层治理机制等都没有在机构投资者持股与资本成本之间发挥中介传导作用，都不是二者之间的中介变量。③在促进资本成本的降低方面，机构投资者持股比例与股权集中度、独立董事比例、高管人员持股比例与高管薪酬存在显著的交互作用。④我国各类机构投资者发展很不均衡，从持股公司数量来看，证券投资基金是我国机构投资者的最大构成主体，基金公司发展呈现出“一枝独秀”的态势。不同类型的机构投资者持股具有不同的资本成本效应。

本书的主要研究贡献有：①以机构投资者发挥的公司治理作用为理论基础，研究了机构投资者持股对投资者的要求报酬率——资本成本的作用和影响，并进一步探讨了机构投资者持股影响公司资本成本的路径。这一方面加深了机构投资者公司治理效应的研究；另一方面也是对股权资本成本影响因素研究的补充和完善。②研究了机构投资者持股对资本成本的直接影响，并从机构持股与否、持股高低、持股期限、持股比例全面地分析了机构投资者的影响作用。研究结论客观、全面而明确，并能为我国资本市场相关政府部门和上市公司在制定有关机构投资者政策时提供有益的指导。③研究了内部治理机制在机构投资者持股与资本成本之间关系中的影响作用，采用中介效应检验方法和交互效应检验方法分析了机构投资者持股对资本成本的作用路径，这从理论上揭开了机构投资者影响公司资本成本的“黑纱”，明确了机构投资者持股对资本成本的作用机理。④探讨了异质机构投资者的投资特点，研究了各种类型机构投资者对资本成本的影响差异，使机构投资者的研究得到了深化和拓展。

本书以资本成本作为上市公司治理作用的替代变量，研究了机构投资者这一新兴的治理机制与资本市场之间的关系，不仅从传统角度探讨了机构投资者持股的治理功能，而且探究了机构投资者持股影响资本成本的作用路径及不同类型机构投资者对资本成本的影响差异。我国的机构投资者能够发挥积极的公司治理效

应，我国证券市场应该促进机构投资者的发展，规范机构投资者的运作，建立机构投资者的分类发展机制，营造良好的 QFII 投资环境，并实现机构投资者的均衡发展。

本书在撰写和出版过程中受到桂林理工大学广西高校人文社会科学重点研究基地现代企业管理研究中心和首都经济贸易大学劳动经济学院的支持与资助，是广西高等学校科学研究重点资助项目——“异质性视角下的机构投资者治理机制与影响机理研究”（编号：KY2015ZD056）、桂林理工大学博士科研项目——“异质机构投资者参与公司治理的作用路径研究”、北京市博士后科研活动 A 类经费资助项目——“机构投资者有限注意、公司治理与资本成本”和首都经济贸易大学应用经济学博士后研究的阶段性研究成果。本书对参考借鉴的前人研究成果都尽量做了注明，如有疏漏敬请谅解，作者在此一并表示感谢。

因笔者水平有限，书中不足之处在所难免，恳请广大专家、学者、读者谅解与批评指正。

霍晓萍
2015 年 8 月

目 录

1	导 论	1
1.1	选题来源与研究意义	1
1.2	研究思路与内容安排	4
1.3	研究方法及相关概念界定	8
1.4	主要研究贡献	11
2	文献回顾	12
2.1	机构投资者的公司治理作用	12
2.2	机构投资者持股与公司治理	18
2.3	公司治理与资本成本	25
2.4	机构投资者持股与资本成本	34
2.5	文献评价与本章小结	34
3	我国资本市场和机构投资者的相关制度背景研究	36
3.1	我国上市公司治理现状与存在的问题	36
3.2	中西方机构投资者的发展情况	38
3.3	本章小结	50
4	机构投资者持股影响资本成本的机理研究	51
4.1	理论基础	51
4.2	机理分析及研究假设	55
4.3	本章小结	66
5	资本成本的度量	67
5.1	资本成本的概念与性质	67



5.2	资本成本的估算技术	70
5.3	估算模型设计及数据说明	78
5.4	我国上市公司的资本成本特征	81
5.5	本章小结	84
6	机构投资者持股影响资本成本的模型构建	85
6.1	变量设计	85
6.2	模型构建	88
6.3	样本选择	90
6.4	检验方法	91
6.5	本章小结	94
7	机构投资者持股影响资本成本的直接效应	95
7.1	机构投资者持股与否与资本成本	95
7.2	机构投资者持股高低与资本成本	99
7.3	机构投资者持股期限与资本成本	103
7.4	机构投资者持股比例与资本成本	106
7.5	稳健性检验	108
7.6	本章小结	110
8	机构投资者持股影响资本成本的间接效应	111
8.1	变量分析	111
8.2	机构投资者持股、股权结构与资本成本	116
8.3	机构投资者持股、董事会治理与资本成本	123
8.4	机构投资者持股、管理层治理与资本成本	130
8.5	稳健性检验	135
8.6	本章小结	151
9	异质机构投资者持股对资本成本的影响研究	153
9.1	样本选取	153
9.2	实证模型构建	153
9.3	相关性分析	154
9.4	描述性统计	156
9.5	回归结果分析	156

9.6 稳健性检验	159
9.7 本章小结	160
10 结论与建议	162
10.1 研究结论	162
10.2 政策建议	163
10.3 研究局限与未来展望	164
参考文献	166
后 记	189

1 导 论

1.1 选题来源与研究意义

1.1.1 选题来源

资本成本是公司理财学的第一概念（邹颖和汪平，2011），它直接影响着企业价值，并贯穿于整个企业的财务政策制定，是企业投资、融资、股利分配等活动的评价标准。资本成本通常被认为是一个公司财务领域的微观金融概念，是公司资金来源选择和投资取舍决定的主要标准，它对公司财务决策和价值绩效具有十分重要的影响（肖珉，2008）。但实际上，资本成本的作用并不局限在微观层面，资本成本是证券市场发展和资本制度建设的基本考量指标，对于资本市场组织资源配置及引导资金流向的效率起着关键作用。资本成本同时作为企业投资机会有取舍标准、融资成本的约束标准、资本市场评价企业是否为股东创造价值和资本是否保值增值的指标，它将企业投资决策、融资决策和股利分配决策有机地结合在一起，因而是现代财务理论中的核心概念。

资本成本的估算问题是学术界和实务界长期争论的基础（McLaney、Pointon 和 Tucker，2004）。债务资本成本由于是债权投资者和企业协商确定的利息率水平，估算技术方面较为简单，并不是资本成本估算问题的争论焦点。资本成本研究的一系列复杂性表现在股权资本成本上，无论是对单项资本成本的估算还是对平均资本成本的估算，都要确定股权资本成本是其复杂性和难点的重要来源。Bruner 等（1998）指出，“股权资本成本是加权平均资本成本估算的最复杂部分，因为它不像债券市场那样有现成的数据。因而迫使实践过程中要更加关注使用间接而抽象的方法来估算股权资本成本”。“股权资本成本既是近年来理论界



学者非常关注的热点问题，也是当前世界各国资本市场建设实践亟须解决的问题。它既是公司财务理论的核心概念，也是历经半个世纪发展而未解决的研究难题”（肖作平，2011）。1982年，美国思腾斯特（Stem - Stewart）财务咨询公司提出了经济增加值 EVA 指标^①，就是考虑了带来企业利润的所有投入资金的资本成本，是全部资本收益补偿全部资本成本后的经济利润。2008年我国开始执行国企分红制度，分红比例既要满足政府股东的报酬率要求，即资本成本，也要兼顾国有企业的长远可持续发展。在2010年1月1日国资委修订的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中，EVA考核引入了所有央企的考核中，而EVA计算中最为关键的因素就是资本成本的合理估算。资本成本不仅是企业财务决策制定的标准，更是作为国家管制政策的一个重要量化指标。因而，关于资本成本的研究已经成为近年来学者们关注的重点。

从国外相关研究文献来看，公司治理与资本成本关系的研究主要从两个方面展开：一方面是侧重分析公司治理如何降低代理成本；另一方面关注在促进资本市场发展和提高企业权益融资能力方面公司治理水平的作用（LLSV，1997）^②。基于此，学者们展开了公司治理对资本成本影响的实证分析。现有文献主要从股权结构机制、管理层薪酬机制、企业控制权竞争机制、中国特色的控股机制、信息披露机制、投资者法律保护、政治关联等角度研究了这些机制对资本成本的影响，但众多研究文献都忽略了一个重要的治理机制——机构投资者。

机构投资者作为独立于控股股东和外部中小股东之间的投资机构，比个人投资者更具有资金筹集和信息获取方面的优势，随着机构投资者持股比例的提升，它们的专业能力得以发挥，并逐步由“用脚投票”的方式转向直接监督公司的行为（Shleifer 和 Vishny，1997）。机构投资者的积极监督对目标企业的公司治理环境施加了重要影响，因而机构投资者被视为解决公司治理问题的又一新兴治理机制（Black，1990）。自2000年我国提出“超常规发展机构投资者”战略以来，中国证券市场上机构投资者种类、数量和规模都得到了迅速发展。2005年以后，已初步形成了证券投资基金、证券公司、社保基金、保险公司、QFII等各类机构投资者的多元化格局。截至2011年年末，我国各类机构投资者已持有流通A股市值总值的70%以上^③，其在证券市场已经形成了不可忽视的力量，必然影响企业的公司治理水平和资本市场的稳定。

① 经济增加值建立在经济利润概念的基础上，是企业税后净营业利润与经加权平均的资本成本之间的差额。经济增加值考虑了带来企业利润的所有资金成本。

② La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Legal Determinants of External Finance [J]. Journal of Finance, 1997, 52: 1131 - 1150.

③ 中国经营报官网, http://news.cb.com.cn/money_10_373_1.html。

机构投资者在公司治理中的作用是学术界备受争议的一个问题,部分学者认为机构投资者在公司治理中发挥着积极的作用(Shleifer 和 Vishny, 1986; Huddart, 1993; Maug, 1998; Noe, 2002; 石美娟和童卫华, 2009; 唐跃军和宋渊洋, 2010; 唐松莲和袁重生, 2010),也有部分学者认为机构投资者在公司治理中没有发挥作用甚至发挥消极的作用(Pound, 1988; 姚颐等, 2007; 傅勇和谭松涛, 2008)。我国机构投资者的发展历史只有十几年,其参与公司治理能否降低股东与管理层、中小股东和大股东之间的信息不对称程度与代理成本,进而降低上市公司的资本成本呢?

现有国内外有关机构投资者治理效应的研究大多假定机构投资者为一个具有相似目标和投资策略的同质群体,而忽略了机构投资者的异质性(Attig 等, 2012)^①。事实上,不同类别的机构投资者、不同持股比例的机构投资者、不同投资期限的机构投资者在公司治理水平中发挥了不同的作用。本书以资本成本作为上市公司机构投资者治理机制有效性的替代变量,关注了上市公司机构投资者治理机制是否会对资本成本产生影响及异质机构投资者持股影响资本成本的差异程度。这一问题的展开研究,既有助于研究降低资本成本的途径,也有助于实证检验各类机构投资者持股是否真正发挥了加强公司治理和稳定资本市场的作用。

1.1.2 研究意义

现有文献主要从股权结构机制、管理层薪酬机制、企业控制权竞争机制、中国特色的控股机制、信息披露机制、投资者法律保护、政治关联等角度研究了这些治理机制对资本成本的影响,但忽略了机构投资者这一新兴的治理机制。由于机构投资者持股具有公司治理作用,因而必然会影响到公司的资本成本。

同时,现有对机构投资者公司治理效应的研究大多从公司收益和市场波动两方面展开,以资本成本来衡量机构投资者治理机制有效性的研究鲜有所见。本研究在借鉴前人研究成果的基础上,研究机构投资者整体及各类机构投资者对资本成本的影响,这既是研究资本成本的一个新视角,也是机构投资者研究领域的必要补充。

在我国“超常规、创造性地发展机构投资者”的政策下,本选题从机构投资者治理机制的新视角对资本成本展开研究,具有以下几点重要意义:

- (1) 有助于解释我国上市公司单一治理机制对资本成本的影响结论不一致的问题,从而为进一步系统地从多因素角度展开资本成本的研究奠定了基础;
- (2) 有助于加深实务界和理论界对资本成本的认识与了解,充分发挥资本

^① Attig, Cleary, Ghoul, Guedhami. Institutional Investment Horizons and the Cost of Equity Capital [J]. Financial Management, 2012 (12): 1-37.

成本在上市公司财务政策中的指导作用；

(3) 有助于检验机构投资者是否真正发挥了加强公司治理和稳定资本市场的作用，是否实现了我国机构投资者发展战略的重要目标；

(4) 有助于监管部门制定合理的决策，推动机构投资者发展、优化上市公司治理结构和促进资本市场健康有序地发展。

1.2 研究思路与内容安排

1.2.1 研究思路

本书以机构投资者持股的资本成本效应为研究主线，将机构投资者、公司治理与资本成本有机结合并形成一个整体框架，如图 1-1 所示。机构投资者作为一种治理机制，由于其强大的信息获取优势和信息解读能力降低了股东和管理层之间的信息不对称程度，从而降低了上市公司的资本成本。同时，机构投资者具有的公司治理效应，通过作用于股权结构、董事会和管理层等内部治理机制而影响了上市公司的资本成本。

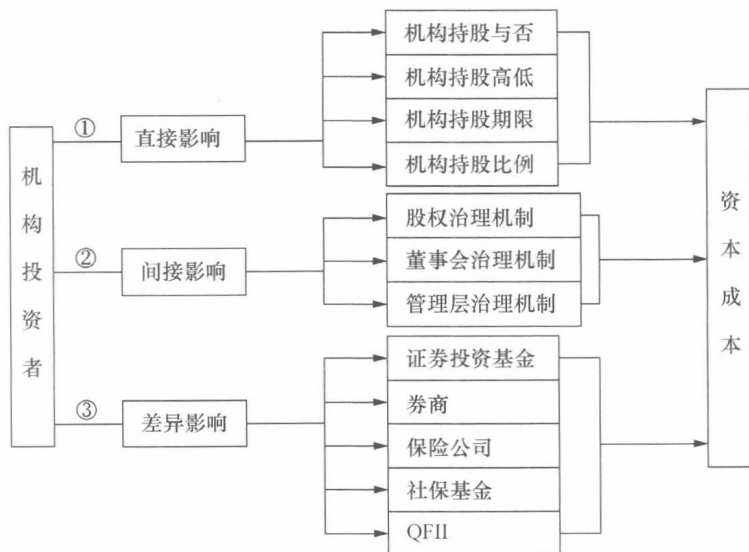


图 1-1 机构投资者持股影响资本成本的理论框架

因此，本书的研究共有三条主线，具体内容如下：

第一条研究主线：

本书的第一条研究主线是“机构投资者持股对资本成本的直接影响”。随着机构投资者在上市公司中持股比例越来越高，机构投资者已经放弃了原有的“华尔街准则”，转而选择了积极参与上市公司治理的战略决策。作为上市公司的一种新兴治理机制，机构投资者的积极监督对目标公司的治理水平施加了重要影响。机构投资者持股对公司的资本成本是否会产生直接影响？本书从机构投资者持股与否、持股高低、持股期限、持股比例四个方面界定了机构投资者持股与资本成本之间的关系。具体的实证研究在本书第7章详述。

第二条研究主线：

本书的第二条研究主线是“机构投资者持股对资本成本的间接影响”，主要研究机构投资者持股是否通过其他内部公司治理机制影响了资本成本。机构投资者作为一种治理机制，对上市公司的股权结构、董事会、管理层等均会产生一定的影响，那么，机构投资者影响资本成本，是其本身作为一种治理机制而产生的效应，还是机构投资者通过作用于某一内部公司治理机制而导致了资本成本的降低？股权结构、董事会、管理层等的内部治理机制是否充当了机构投资者与资本成本的中介变量，发挥了中介传导作用？还是机构投资者治理机制与这些内部治理机制存在着相互促进或相互替代效应，它们之间存在交互效应吗？本书第8章为此进行了实证研究。

第三条研究主线：

本书的第三条研究主线是“异质性机构投资者对资本成本的影响研究”。随着机构投资者规模的日益壮大，证券投资基金、证券公司、保险基金、社保基金和QFII等各类机构投资者呈现出百花齐放的多元化发展格局。值得注意的是，由于政策监管、市场准入等原因，机构投资者目前在我国的发展并不均衡，加之在投资目标和持股比例等方面存在明显差异，各类机构投资者可能在资本市场中扮演着不同的角色。但已有研究往往忽视了机构投资者群体存在的异质性。本书第9章从机构投资者异质性的视角，深入考察了各类机构投资者持股对资本成本的差异影响。

1.2.2 内容安排

基于上述理论分析，本书研究的逻辑框架如图1-2所示，全书共分为10章，具体安排如下：

第1章：导论。本章主要概论了本书的选题来源、研究意义、研究思路、内容安排等，并对本书中涉及的重要概念进行界定，说明了本书使用的研究方法，