



中国劳动关系学院
青年学者文库

柯希嘉 著

机构投资者与 中国上市公司治理

Institutional Investors and the Governance
of China's Listing Corporation



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

柯希嘉 著



机构投资者与 中国上市公司治理

Institutional Investors and the Governance
of China's Listing Corporation

图书在版编目(CIP)数据

机构投资者与中国上市公司治理/柯希嘉著. —北京: 社会科学文献出版社, 2015. 11

(中国劳动关系学院青年学者文库)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 8036 - 7

I. ①机… II. ①柯… III. ①机构投资者 - 关系 - 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F832.48 ②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 208783 号

· 中国劳动关系学院青年学者文库 ·
机构投资者与中国上市公司治理

著 者 / 柯希嘉

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 高明秀 王晓卿

责任编辑 / 王晓卿 于占杰 何晋东

出 版 / 社会科学文献出版社·全球与地区问题出版中心(010)

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心(010) 59367081 59367090

读者服务中心(010) 59367028

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16


印 张: 14 字 数: 235 千字

版 次 / 2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 8036 - 7

定 价 / 59.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

导 论	1
第一章 机构投资者与公司治理理论背景和研究演进	8
一 机构投资者与公司治理理论相关理论背景	9
二 机构投资者与公司治理理论研究演进	13
三 既有研究不足和进一步研究方向	32
四 小结	34
第二章 机构投资者与公司治理概述	36
一 机构投资者概念界定	36
二 机构投资者与金融市场	40
三 机构投资者证券投资策略	44
四 机构投资者制度监管体系和监管机制	45
五 中国机构投资者类型	48
六 机构投资者在中国证券市场的发展及其参与公司治理的前提	53
七 机构投资者参与公司治理的制度背景、动因和影响因素	57
八 机构投资者参与公司治理的机制和途径	61
九 小结	69
第三章 信息收集优势与机构投资者市场影响力	70
一 信息收集的必要性	70
二 机构投资者信息收集优势	73

三 机构投资者信息优势及其对证券市场的影响	79
四 小结	83
第四章 股权结构优化与机构投资者制衡	85
一 中国上市公司股权结构特征	85
二 中国上市公司股权结构问题成因	87
三 中国上市公司股权结构引发的公司治理问题	89
四 中国上市公司股权结构的优化和机构投资者制衡作用	93
五 小结	95
第五章 机构投资者与控制性股东序贯博弈	96
一 引言	96
二 控制性股东与机构投资者的利益冲突	97
三 单一机构投资者与控制性股东之间的序贯博弈	103
四 机构投资者持股比例对纳什均衡解的影响	112
五 关于纳什均衡解的进一步改善	116
六 小结	117
附 录	117
第六章 机构投资者与控制性股东重复序贯博弈	122
一 引言	122
二 机构投资者与控制性股东之间的无限重复博弈分析	123
三 一期序贯博弈和无限重复博弈的结论比较及进一步分析	131
四 小结	132
附 录	133
第七章 多家机构投资者与控制性股东重复序贯博弈	135
一 引言	135
二 多家机构投资者与控制性股东的博弈模型分析	136

三 模型分析得出的相关命题	148
四 模型的进一步说明	149
五 小结	150
附 录	151
第八章 机构投资者与中国上市公司治理水平	154
一 引言	154
二 机构投资者对公司治理水平影响概述	155
三 研究假设	165
四 样本选择与变量定义	166
五 描述性统计	169
六 多元回归分析	170
七 小结	174
第九章 机构投资者与中国上市公司经营绩效	175
一 引言	175
二 机构投资者对公司经营绩效影响概述	175
三 研究假设	180
四 样本选择与变量定义	180
五 描述性统计	183
六 多元回归分析	184
七 小结	189
第十章 机构投资者与中国上市公司治理案例研究	190
一 来自招商银行的案例	190
二 来自伊利股份的案例	192
三 小结	194

第十一章 主要结论及对策建议	195
一 主要结论	195
二 对策建议	197
三 本书的不足和进一步研究方向	198
参考文献	200
索引	210

图目录

图 0-1	本书的整体研究思路	5
图 5-1	公司治理水平为 k 对应的控制性股东最优利益侵占比例	107
图 5-2	机构投资者的等收益曲线簇	109
图 5-3	机构投资者对公司治理水平的供给曲线	110
图 5-4	机构投资者与控制性股东序贯博弈的反向归纳解	111
图 5-5	机构投资者持股比例过低的情况 I : $\beta = \underline{\beta}$	113
图 5-6	机构投资者持股比例过低的情况 II : $\beta < \underline{\beta}$	113
图 5-7	机构投资者与控制性股东序贯博弈纳什均衡解的 改善区间	116
图 6-1	贴现因子 $\delta = 1$ 时, 博弈双方纳什均衡解的改善区域	125
图 6-2	贴现因子 $\delta < 1$ 但接近 1 时, 博弈双方纳什均衡解的 改善区域	126
图 6-3	贴现因子 $\delta > 0$ 但接近 0 时, 博弈双方纳什均衡解的 改善区域	126
图 6-4	贴现因子 $\delta = 0$ 时, 博弈双方纳什均衡解的改善区域	126
图 6-5	博弈双方完全合作契约线	128
图 6-6	机构投资者和控制性股东无限重复博弈条件下的双方 讨价还价合作解	129
图 6-7	当 $\delta = \delta^*$ 时, 无限重复博弈条件下博弈双方的最优解	130

图 6-8	当 $\delta > \delta^*$ 时, 无限重复博弈条件下博弈双方的最优解	130
图 6-9	当 $\delta < \delta^*$ 时, 无限重复博弈条件下博弈双方的最优解	131
图 A6-1	当 ρ 趋近 0 时, 贴现因子 δ^* 的取值及其对博弈双方最优解的影响	133
图 A6-2	当 ρ 趋近 1 时, 贴现因子 δ^* 的取值及其对博弈双方最优解的影响	134
图 7-1	持股控制力和持股流动性的变化对机构投资者联盟等收益曲线簇的影响	140
图 7-2	机构投资者联盟与控制性股东序贯博弈的纳什均衡解	140
图 7-3	机构投资者联盟与控制性股东序贯博弈纳什均衡解的可改善区域	141
图 7-4	机构投资者联盟股权控制力和持股流动性对博弈双方合作解的影响	145
图 7-5	机构投资者联盟股权控制力较强且持股流动性较弱时博弈双方的子博弈完美解	145
图 7-6	机构投资者联盟股权控制力较弱且持股流动性较强时博弈双方的子博弈完美解	146
图 7-7	机构投资者联盟持股比例 $\beta = \underline{\beta}$ 时股权集中度极高且无流动性时的情况	147
图 7-8	机构投资者联盟持股比例 $\beta < \underline{\beta}$ 时股权集中度极高且无流动性时的情况	147

表目录

表 8-1	公司治理指数变量说明	167
表 8-2	2010~2012 年公司治理指数成分构成	167
表 8-3	变量定义与说明	169
表 8-4	主要变量的描述性统计	170

表 8-5	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司治理指数的多元回归结果 (2010 年)	171
表 8-6	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司治理指数的多元回归结果 (2011 年)	172
表 8-7	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司治理指数的多元回归结果 (2012 年)	173
表 8-8	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司治理指数的多元回归结果汇总 (2010 ~ 2012 年)	173
表 9-1	变量定义与说明	182
表 9-2	主要变量的描述性统计	183
表 9-3	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司绩效的多元回归结果 (2010 年)	184
表 9-4	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司绩效的多元回归结果 (2011 年)	185
表 9-5	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司绩效的多元回归结果 (2012 年)	186
表 9-6	持股比例排名前三的机构投资者特征与公司绩效的多元回归结果汇总 (2010 ~ 2012 年)	187
表 9-7	机构投资者特征与公司绩效的多元回归稳健性检验结果 I (2010 ~ 2012 年)	188
表 9-8	机构投资者特征与公司绩效的多元回归稳健性检验结果 II (2010 ~ 2012 年)	188
表 10-1	持股招商银行的机构投资者情况汇总 (2010 ~ 2013 年)	191
表 10-2	持股伊利股份的机构投资者情况汇总 (2010 ~ 2013 年)	193

导 论

随着中国社会主义市场经济的建立和中国金融证券市场的不断完善，作为新兴金融证券组织的机构投资者在中国的发展方兴未艾。机构投资者利用自身资金和信息优势不断加大对中国上市公司的投资规模，逐渐成为中国证券市场和上市公司治理领域中一支举足轻重的力量。全面展示中国机构投资者的发展状况，深入剖析机构投资者参与上市公司治理的机制和途径，深入分析机构投资者对上市公司治理和上市公司经营绩效的影响是十分必要的。通过这一领域的研究必将对中国机构投资者的壮大和中国上市公司的健康发展产生十分积极的影响。

在我国证券市场发展初期，市场以个人投资者为主体。从1996年开始，各地先后出现了大量的证券公司和信托投资公司，从而逐渐改变了单一证券市场主体的状况，券商及投资公司成为证券市场的重要力量；1998年，国泰基金管理公司与南方基金管理公司成立；1999年，允许上市公司等三类企业有条件进入一级市场，允许保险资金间接进入股票市场；2001年，第一只开放式基金华安创新设立；2002年，QFII制度正式实施；2003年，社保基金正式入市，标志着我国证券市场的投资主体进入了一个新阶段，对我国证券市场发展产生了一定的积极影响；2005年9月21日，中信建投证券公司正式成立；2006年12月7日，嘉实策略增长基金一天募资419亿元，是股改后我国基金募资的最大规模；2007年6月26日，国内首只创新型封闭式基金国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金正式推出。截至2008年10月，机构投资者在中国上市公司流通股比重当中的比例达到49.1%。虽然随着中国股权分置改革序幕的拉开，大量非流通股解禁流通导致机构投资者所占份额有所下降，但从2008年至2013年的中登公司数

数据库的数据来看，机构投资者的规模占全部上市公司总市值的比重仍然保持在 1/5 以上。

在相关法律、政策方面，国务院证券委员会于 1997 年颁布了《证券投资基金管理暂行办法》；2000 年，中国证监会将超常规、创造性地培育和发展机构投资者作为推进中国证券市场发展的重要政策手段；2001 年，颁布了《中华人民共和国信托法》《全国社会保障基金投资管理暂行办法》；2002 年，修改了《中华人民共和国保险法》，颁布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》；2003 年，颁布了《中华人民共和国证券投资基金法》《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》，为发展机构投资者提供了政策和法律支持；2004 年 10 月 25 日，经国务院批准，中国保监会联合中国证监会正式发布了《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》，允许保险机构投资者在严格监管的前提下直接投资股票市场；2005 年 2 月 16 日，中国保监会、中国证监会发布《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》和《保险机构投资者股票投资登记结算业务指南》，保险资金直接入市进入实质性操作阶段；2006 年 9 月 1 日，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》经证监会第 170 次主席办公会、中国人民银行第四次行长办公会和国家外汇管理局第五次局长办公会审议通过实施；2007 年 6 月 20 日，中国证监会发布《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》（QDII 制度）和相关通知，意味着基金管理公司、证券公司等为境内居民提供的境外理财服务业务即将展开。2012 年 12 月 28 日，第十一届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议修订《中华人民共和国证券投资基金法》，从法律层面对机构投资者投资证券市场进行了进一步明确。

本书所要研究的机构投资者与中国上市公司治理问题是在回顾相关文献后确定了所要采用的研究方法，并明确了研究思路，进而确定了整体结构。笔者首先全面介绍本书所涉及的研究方法及本书的研究思路，并对本书整体结构进行说明。

一 研究方法

本书运用了实证研究与规范研究相结合、横向比较分析与纵向比较分析相结合的研究方法。具体来说，在考察金融体系的变迁、机构股东策略转变以及分析机构投资者参与上市公司治理的绩效等方面，主要运用了文

献研究的方法；在分析机构投资者策略转变的经济合理性，以及企业的权力配置等方面，主要运用了规范研究的方法；在回顾股东积极主义的演变历程、比较各国的公司治理结构等方面，主要运用了比较分析的方法。

一是规范分析方法。在机构投资者参与中国上市公司治理的制度分析中，笔者采用了规范分析方法，主要是通过对已有文献的回顾，首先对机构投资者及其参与中国上市公司治理的基本概况进行描述性分析，然后运用博弈论的相关知识对机构投资者参与上市公司治理的情况进行分析。在运用博弈论分析的过程中，主要运用完全信息条件的博弈分析框架，分析机构投资者与控制性股东之间的博弈过程，从而得出相应结论。

二是统计分析方法。在研究过程中笔者采用了统计分析的方法，首先对中国证券市场以及机构投资者的发展进行统计分析，研究证券市场和机构投资者在中国的发展状况。然后在机构投资者参与中国上市公司治理的机制和途径方面运用统计分析的方法，收集了2010~2012年机构投资者的基本情况，并对排名前三的机构投资者持有上市公司股票的比例、前三家机构投资者持股集中度，以及对应的上市公司的基本情况进行统计分析，包括对上市公司的公司治理水平相关的各种指标，以及上市公司2010~2012年间的公司绩效指标，进行统计性的描述分析，一方面了解机构投资者及其投资的上市公司情况，另一方面为下一步进行实证分析提供数据支持。

三是计量回归分析方法。本书在研究机构投资者参与中国上市公司治理的有效性过程中运用了计量回归的分析方法。在对2010~2012年机构投资者的持股比例进行整理后，总结了2010~2012年的机构投资者信息，整理了机构投资者中投资上市公司的持股比例占上市公司持股比例最多的三家机构投资者的持股比例、持股集中度以及年度持股变动率。同时，也统计了2010~2012年上市公司的治理水平各项指标和反映公司绩效的各项指标。然后运用主成分分析法对各年度上市公司治理水平进行分析，构建了公司治理指数。最后用机构投资者持股前三名的持股比例、持股集中度和年度持股变动率作为解释变量，分析其与上市公司治理水平和公司绩效之间的关系，进而得出相应结论。此外，统计了2010~2012年所有机构投资者重仓的上市公司的信息，统计了机构投资者重仓的上市公司中所有机构投资者的持股比例，将其作为解释变量对上市公司的治理指数和公司绩效进行了回归分析，并将其作为重要的参考结论，进一步印证机构投资者参与上市公司治理的实际效果，

得出相关结论和对策建议。

四是比较分析方法。在研究机构投资者对上市公司治理的影响过程中笔者运用了比较分析方法。结合已有文献，本书总结了西方主要证券市场中机构投资者参与上市公司治理的情况，特别研究了美国证券市场中几个主要机构投资者参与上市公司治理的情况，对我国机构投资者参与上市公司治理的基本情况进行了总结。然后将中国的情况与外国的情况进行比较分析。比较分析的内容主要体现在中国证券市场与西方证券市场发展的差异，以及中国证券市场中机构投资者参与上市公司治理的途径和方式与外国证券市场情况的差异。通过比较分析可以清楚地看到，证券市场发展的不同对机构投资者参与上市公司治理的不同影响；同时，也可以清楚地看到中国证券市场中机构投资者与国外证券市场中机构投资者在参与上市公司治理的途径和方式上的明显差异。通过以上的比较分析，可以对规范分析和实证分析得出的结论进行有效诠释，从而为本书的相关结论和相关对策的提出，以及进一步的研究奠定基础。

二 研究思路

本书关于机构投资者参与中国上市公司治理有效性研究的整体思路如下。

首先通过对已有文献的分析提出所要解决的问题。然后对机构投资者参与中国上市公司治理的整体情况进行概述。接下来，运用博弈论和微观经济学的相关知识对这一问题进行理论分析，并提出理论假设。之后，对所提出的理论假设进行实证分析，验证理论分析的结论。同时，结合中国证券市场的实际数据对理论分析和实证分析的结果进行进一步的诠释。最后，根据已有的分析得出最终结论并提出对策建议。整个研究思路可以通过图0-1更加直观地体现。

三 整体结构

本书分为三个部分。第一章、第二章、第三章和第四章为第一部分，是本书的问题导入部分；第五章至第十章是第二部分，为本书的理论分析和实证分析部分；第十一章为第三部分，为本书的研究结论和对策建议部分。

本书的第一章主要是从机构投资者参与中国上市公司治理的理论背景和现实背景出发，结合国内外已有文献提出问题，通过分析机构投资者参

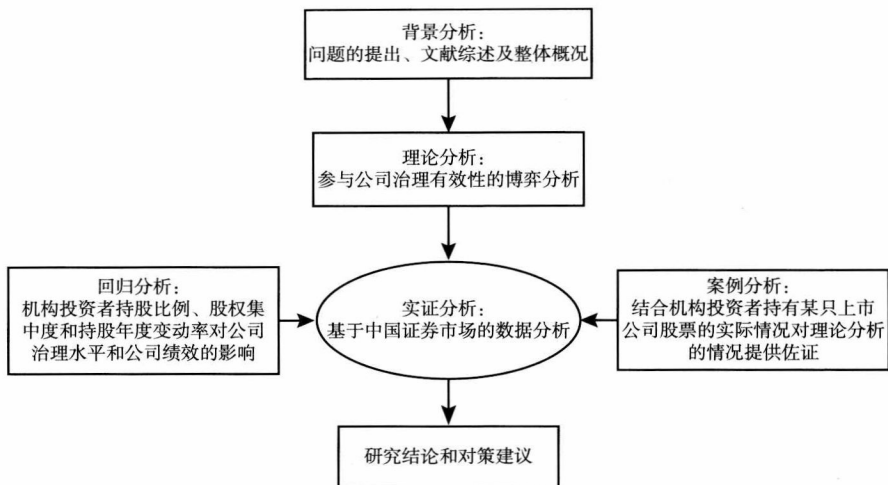


图 0-1 本书的整体研究思路

与中国上市公司治理有效性问题的相关背景，引出所要研究的问题，以及研究此问题的整体思路。同时，对研究中所涉及的相关概念进行界定，确定研究的分析框架。文献综述旨在通过回顾涉及机构投资者以及参与公司治理的国内外的相关文献，明确现有研究的思路、方法和研究的进程情况，进一步确定接下来研究方向和研究所要采用的方法，以及所面临的研究重点和难点。第一章的工作，使机构投资者参与中国上市公司治理的问题更加明确和细化。特别是文献研究，把国内外文献关于该问题的争论和分歧突出出来，使接下来的理论分析和实证研究更加具有针对性，也为现有争论和分析的解决奠定基础。第二章是机构投资者与公司治理概述，是机构投资者参与中国上市公司治理的整体状况研究。该章回顾了中国证券市场的发展和机构投资者演进过程，对机构投资者参与中国上市公司治理的情况进行了归纳和总结，这为下一步的理论分析和实证研究奠定了现实基础，也为本书进行总结和政策建议做了现实状况的铺垫。该章对机构投资者的概念、机构投资者与金融市场的关系、机构投资者的投资策略、监管机制和体系、机构投资者类型及其参与公司治理的动因、机制和途径等问题进行了概述。第三章重点强调了机构投资者在信息搜寻方面的优势及其对证券市场和对普通投资者的作用。第四章是从中国实际出发，强调机构投资者在中国公司治理中面对“一股独大”问题所能发挥的股权

制衡方面的作用。

从第五章开始以后的三章均是理论模型分析。本书的第五章是机构投资者参与公司治理的基础博弈模型。在该章中笔者结合已有文献和分析方法构建了博弈模型。通过设定机构投资者和公司控制性股东之间的博弈模型，在完全信息条件下，通过博弈双方的一阶段博弈分析，得出一阶段博弈反向归纳解。笔者发现，一阶段博弈模型分析后，仍然为博弈双方留下进一步帕累托改进的空间，这就为下一章多阶段博弈模型的研究提出了研究思路。第六章是在第五章的基础上进行的进一步研究。第六章在多阶段条件下进行了分析，并在原有模型的基础上，加入了博弈双方的讨价还价模型，使该问题的研究形成较为规则的分析框架。通过第六章的研究，笔者发现，现有的分析仍然停留在较为理想化的层次，并没有考虑现实中机构投资者在证券投资中的实际情况，因此还需对该问题进行进一步深入研究。第七章是在第六章的基础上进行的，在该章中，结合第六章的理论推导，将机构投资者的持股比例、持股集中度和持股变动率纳入模型当中，并沿用第五章的分析思路进行研究，进而得出理论分析的结论。第八章、第九章和第十章是关于机构投资者参与中国上市公司治理的实证研究，首先将第七章的理论模型转换成实证模型，然后选取实证模型中各变量量化成指标系统，最后进行实证分析并得出结论。需要指出的是，在模型中的公司治理水平变量是结合上市公司治理中的众多指标，用主成分分析法构建公司治理指数，从而使公司治理水平得以量化。通过第八章和第九章的实证分析对相关的文献综述、理论研究假设进行了计量经济学验证。本书认为仅仅通过实证研究还不能全面地说明问题，因此在第十章运用了案例分析方法。由于案例分析和相关数据的整理使得对机构投资者参与上市公司治理的问题研究更加清晰和准确。

本书的第十一章是全书的总结，也是对进一步研究问题的归纳。通过对机构投资者参与中国上市公司治理的分析，本书得出了一系列相关结论。同时，结合这些结论，本书提出一系列对策建议，并对研究过程中的不足之处进行总结，对下一步的研究提出了展望。

四 本书主要创新之处

本书运用规范分析、统计分析、计量回归分析、比较分析等分析方法

对机构投资者参与中国上市公司治理的有效性问题进行研究。在研究过程中，本书取得了一些创新，总结起来包括如下几点。

第一，本书梳理了机构投资者参与上市公司治理的国内外文献，研究了机构投资者参与公司治理的制度背景和演进过程，对其发展的制度根源进行了分析，并对已有文献进行了梳理，对该问题研究中的争论进行了总结和归纳。

第二，在对机构投资者参与上市公司治理的问题研究中，本书运用博弈论的研究方法进行分析。在完全信息条件下，构建机构投资者与公司控制性股东之间的博弈分析，通过一阶段和多阶段的分析得出了对该问题研究的分析框架。

第三，在问题研究中，为了将问题更加深化和更加切合实际，本书将机构投资者持股比例、持股集中度和持股年度变动率纳入模型中，使理论分析模型更加切合实际，也为计量分析奠定了基础。

第四，在进行计量分析的过程中，将理论模型中的各个相关变量较为合理地转换成实际可计量的变量。特别是在衡量上市公司治理水平的过程中，运用主成分分析法构建了上市公司治理指数，从而为计量回顾工作提供了前提条件。

第五，在研究过程中最为突出的创新在于，本书将公司治理水平和公司绩效同时纳入研究模型当中，并和机构投资者参与公司治理的问题紧密联系起来。这不但能够为机构投资者参与中国上市公司治理的研究构建研究模型，同时可以通过一定修改应用于其他与公司治理研究相关的问题上。

总而言之，本书的研究，使笔者对涉及机构投资者参与公司治理的相关研究有了一个全面、直观的认识。通过对国内外学者相关文献的综述，笔者更加清楚地了解到国内外学者的研究进展，以及对该问题的研究思路、研究方法和主要观点。笔者发现，通过对机构投资者参与公司治理这样一个引起如此之多争议问题的整理，笔者进一步明确了大家争论的焦点和分析问题的不同视角，进而明确了需要解决的问题和需要采取的方法。