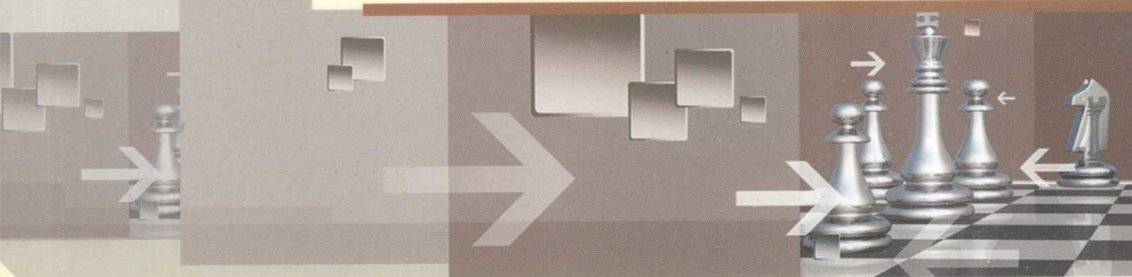


机构股东、公司治理 与治理效率研究



The Study on the Relationship Between Institutional Shareholders,
Corporate Governance and Governance Efficiency

赵敏 ◎著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

机构股东、公司治理 与治理效率研究

赵敏 ◎ 著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

机构股东、公司治理与治理效率研究 / 赵敏著. —广州:
暨南大学出版社, 2010. 7

ISBN 978 - 7 - 81135 - 503 - 1

I. ①机… II. ①赵… III. ①股份有限公司—股东—
研究—中国 ②股份有限公司—企业管理—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 071919 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学
电 话: 总编室 (8620) 85221601
营销部 (8620) 85225284 85228291 85220693 (邮购)
传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)
邮 编: 510630
网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 暨南大学出版社照排中心
印 刷: 暨南大学印刷厂

开 本: 850mm × 1168mm 1/32
印 张: 7.5
字 数: 150 千
版 次: 2010 年 7 月第 1 版
印 次: 2010 年 7 月第 1 次

定 价: 20.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

作者简介

赵敏，女，1978年生，江苏省淮安市人，2009年3月毕业于上海财经大学，获管理学博士学位，现为南京财经大学讲师，主要担任国际会计（双语）及会计学的教学与研究工作。先后在《当代财经》、《财会月刊》、《财会通讯》等核心期刊上发表论文10多篇。参与国家自然科学基金项目1项，主持校级课题2项。主要研究方向是公司治理问题中机构投资者的角色定位及基于我国证券市场的相关实证与案例探究。

前 言

“一股独大”、“内部人控制”的相互交织是我国上市公司治理的先天性缺陷，这一缺陷导致控股大股东侵害中小股东利益的案例比比皆是，而由于相关法律与制度的缺失，我国中小股东维护自身利益的手段少之又少，其维权的艰辛从最近五粮液的“诉讼门”^①事件中可见一斑。拥

^① 2009年9月9日，五粮液集团因涉嫌违反证券法律法规，被证监会立案调查。9月23日，证监会公布了初步调查结果：五粮液涉嫌“三宗罪”——未按规定披露重大证券投资行为及较大损失、未如实披露重大证券投资损失且披露的主营业务收入数据存在差错。10月3日，封毅等四股民向成都市中级人民法院递交诉状，状告五粮液和四川华信会计师事务所，请求确认华信出具的五粮液相关审计报告为不实报告，并判令两被告赔偿原告投资损失约15万元。10月13日，四川省高院以其缺乏有关部门的行政处罚决定或公告，驳回其代理的诉讼请求，不予立案。此后，证监会以“仍在调查”为由迟迟没对五粮液作出行政处罚，令股民起诉一度停滞。



有“股市维权先锋”称号的股民谭正标在进行了一系列的维权行动后，就曾感叹道：如果“朝中无人”，中小股东在维护自己的权益方面不可能走得太远。

那么谁最后能成为这“朝中之人”？这是值得我们思考的一个问题。1999年初，在证监会“超常规、创造性地培养与发展机构投资者”的政策扶持下，我国机构投资者迅猛发展。2005年4月29日，证监会颁布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》（简称《4·29通知》），该通知开启了非流通股逐步流通的大门，国有股与法人股逐渐退出上市公司，机构投资者的持股比率不断提高。在机构投资者队伍逐渐壮大的今天，我们不禁要问：机构投资者这一新生力量能否成为中小股东的有力代言人，保护中小股东的利益？这是促使本书进行机构投资者治理功能研究的一个原动力。

20世纪80年代，西方国家机构投资者迅猛发展，随着机构投资者持股比率的不断提高，当上市公司的股价下跌时，机构投资者移动“华尔街之脚”的成本大大增加。在这种情况下，当上市公司发生严重的治理危机时，机构投资者逐渐放弃了一贯使用的“用脚投票”的处理方式，



转而采用“用手投票”^①的方式来积极应对公司治理危机，这种现象被称为“机构股东积极主义（institutional stockholder activism）”。机构股东积极主义让我们看到了机构维权的希望，国外学者也从不同的维度研究了机构投资者与公司治理的关系，并获得了大量机构投资者积极行动的直接证据和研究成果。虽然我国的机构投资者也在蓬勃发展，而且2002年胜利股份表决权的争夺、2003年中兴通讯H股、招行可转债的发行失败以及2005年万科地产公司章程修改、神火股份可转债发行风波等一系列事件也显示出我国机构投资者正在行动。但我国学者对于机构投资者的研究主要集中在其证券市场的功能上，对于其公司治理功能的研究尚处于起步阶段。对机构投资者在控股股东侵害中小股东利益的第二类委托—代理问题中的作用机理的探讨更是空白。为此，本书以机构投资者与公司治理的关系为主线，通过构建博弈模型重点探讨了机构投资者在第二类委托—代理问题中的作用机理，同时通过相关案例与数据实证检验了机构投资者公司治理功能的实效。

① 机构投资者通过与公司董事会私下协商、发送解释函、提交股东议案、曝光劣迹公司等一系列方式积极参与公司治理活动，提升公司业绩，在公司治理中发挥着重要作用。



本书首先在评述国内外学者有关机构投资者参与公司治理的研究成果的基础上,通过构建不完美信息博弈模型探讨了机构投资者在第二类委托—代理问题中的作用机理,基于模型的推导与均衡解的分析发现:机构投资者持股比例越高、持股时间越长,机构投资者越有动力监督控股大股东的侵害行为,但机构股东监督只是法制监督的补充,无法从根本上抑制控股大股东的“掏空”行为。其监督有效性的发挥依赖于法律制度与监管体制的健全与完善。其次主要运用事件研究法(CAR)研究了神火股份可转债发行、万科地产公司章程修改以及清华同方、金牛能源股改三个机构行动的案例,找到了机构股东积极参与公司治理的直接证据,同时也发现了抑制机构股东作用发挥的重大因素——机构股东与控股大股东的合谋。最后以机构股东持股比例超过5%的制造业上市公司为研究样本,实证检验了机构股东对高管薪酬机制以及公司价值的影响。实证结果显示,目前我国的机构股东对制造业上市公司高管薪酬水平及薪酬结构还没有发挥积极的监督作用,但表现出偏好高薪酬激励的上市公司的选股特征,机构股东重视高管薪酬激励的效果,并通过“用脚投票”的方式表达对高管过度激励的不满。基于股权激励能够提升公司价值的理念,



机构股东的存在能显著提高上市公司实行股权激励计划的概率。同时，机构股东的存在在一定程度上能够提升公司的价值。

综合以上的研究结果，本书认为：目前我国机构股东参与公司治理仍处于初级阶段，但机构股东越来越倾向于高调扮演“积极投资者”的角色已是不争的事实，且机构股东对公司治理的影响是积极的。这种积极意义主要表现在以下三个方面：首先，在一定程度上抑制了公司管理层权力的滥用。虽然这种抑制实效的发挥需要外部机制的健全与完善，但机构投资者确实是一种重要的制衡力量，是对公司“内部人控制”的一种控制；其次，在一定程度上改善了上市公司的治理结构，提升了上市公司的整体业绩；再次，推动了公司治理运动的发展，提高了上市公司的公司治理整体水平。当然，在本书的研究中也发现了机构股东与控股大股东合谋损害中小股东利益的证据。所以，我们应辩证地看待机构投资者与公司治理的关系，既要肯定机构投资者的积极作用，又不能盲目地把机构投资者参与公司治理的效果扩大化、绝对化。应通过政策面积极倡导机构投资者“参与”公司治理，但不能让其“控制”公司。在股东大会“一言堂”的今天让中小股东能够听到机



构投资者积极的声音，让公司经营者感受到另一种重要的外在制衡力量，让机构投资者在参与公司治理中发掘公司新的投资价值，使其成为保护中小股东的利益的有力使者。

目 录

	前 言	1
第一章	绪 论	1
	第一节 问题的提出与研究意义	1
	第二节 研究思路与研究内容	5
	第三节 研究方法 with 框架结构	9
	第四节 主要创新	12
第二章	文献回顾与理论基础	15
	第一节 机构股东参与公司治理的理论研究	16



	第二节 机构股东参与公司治理的实证研究	25
	第三节 公司治理相关理论评述	40
第三章	机构股东参与公司治理的博弈分析	60
	第一节 我国所有权结构与公司治理问题	61
	第二节 机构股东参与公司治理的博弈 模型构建及解析	66
	第三节 博弈模型均衡解分析及政策建议	76
	第四节 本章小结	79
第四章	机构股东积极行动的制度背景及案例研究	81
	第一节 我国机构股东参与公司治理的制度 背景分析	82
	第二节 我国机构股东参与公司治理的案例 研究	95
	第三节 我国机构股东参与公司治理的现状 及障碍分析	134
	第四节 本章小结	143



第五章	机构股东对高管薪酬机制影响的实证检验	
		145
	第一节 研究背景及研究假设	146
	第二节 研究设计与描述性统计	152
	第三节 实证检验与结果分析	159
	第四节 本章小结	178
第六章	机构股东对公司价值的影响的实证研究	179
	第一节 机构股东影响公司价值的机理	
	分析	180
	第二节 研究假设	182
	第三节 研究设计与描述性统计	185
	第四节 实证检验与结果分析	190
	第五节 本章小结	196
第七章	结 语	198
	第一节 研究结论与启示	198
	第二节 研究局限与展望	204
	参考文献	207
	后 记	225

第一章 绪 论

第一节 问题的提出与研究意义

自从 1932 年 Berle & Means 明确提出因公司的两权分离而导致经理层侵害股东利益的代理问题后，公司治理问题一直是各国学者关注的焦点。尤其是在 20 世纪初美国安然、世通公司的轰然坍塌，2004 年中航油石油期货投资 5.5 亿美元的巨额亏损以及中国资本市场格林柯尔系和德隆系的全面崩盘之后，理论界与实务界人士更是从不同的角度研究了该问题，研究成果可谓百家争鸣、百花齐放。



20 世纪 80 年代以后,西方国家机构投资者迅速发展^①,机构投资者的持股比率不断攀升,导致的直接后果是增加了其移动“华尔街之脚”的成本,当公司治理危机出现时,机构投资者逐渐抛弃了“用脚投票”的应对策略,转而采用“用手投票”的投资策略——通过发送解释函、行使股东投票权、提交股东议案、曝光劣迹公司甚至直接进入董事会的方式积极参与公司治理,并在公司治理过程中发挥了重要的作用。这一现象被称为“机构股东积极主义”。机构股东积极主义的出现标志着现代公司治理的模式正由经理人主导的伯利—米恩斯模式转变为机构投资者主导的 21 世纪模式。

1999 年初,在我国证监会“超常规、创造性地培养与发展机构投资者”的政策扶持下,以证券投资基金、券商、社保基金为主的机构投资者迅速成长^②,尤其是在股权分置

① 美国机构投资者(退休基金、共同基金、捐赠基金、基金会和保险公司)的持股比率由 1950 年的 6.1% 飞跃到 2004 年的 51%,在某些公司甚至达到 70%。英国机构投资者的持股比率在 2004 年达到 80%,其中保险公司持有 17.2%,养老基金持有 15.7%,海外投资持有 32.6% (ONS, 2004)。

② 1998 年以来,我国机构投资者的增长速度为个人投资者的 3 倍以上。投资基金和证券公司、信托投资公司为代表的机构投资者群体正在日益成为我国证券市场的主导力量。



改革顺利完成之后，机构投资者的入市规模急剧扩大^①，其持股比例的不断增加逐渐改变了我国上市公司“一股独大”的股权结构，影响了公司的治理模式。人们不禁要问：我国机构投资者能否成为国有股退出的有效补充？能否在公司治理中发挥积极股东作用？能否有效地保护中小股东利益？2002 年胜利股份表决权的争夺、2003 年中兴通讯 H 股、招行可转债的发行失败以及 2005 年万科地产公司章程修改、神火股份可转债发行风波等一系列事件让我们看到了机构股东“话语权”的力量与机构股东积极行动的证据。2006 年，中国证监会在《上市公司治理准则》中更明确提出“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、公司重大决策事项等方面发挥作用”。由上可看出：我国的机构投资者已经在公司治理的舞台上“粉墨登场”。然而，我国学者目前对于机构投资者的研究主要集中在其证券市场的功能上，对于其在公司治理中的作用发挥的研究较少，且主要集中在实证

① 中国登记结算公司公布的 2007 年上半年的统计数据显示：截至 6 月末，以基金、QFII、保险公司、社保等为代表的机构资金的入市规模已达 24 112.97 亿元，占流通市值的 43.39%。



研究^①上,相关理论研究^②更是少之又少。集中的股权结构导致公司治理问题在我国主要表现为控股大股东通过各种方式侵害中小股东的利益,即第二类委托—代理问题是我国公司治理的最大问题。因此,本书首先基于博弈论的视角探讨了机构投资者在第二类委托—代理问题中的作用机理,为机构投资者参与公司治理奠定理论基础。其次,在股权分置改革的背景下,机构投资者逐渐成为国有股、法人股退出的有效补充,机构投资者的“入主”能否形成对控股大股东的有效制衡?能否提高公司绩效,保护中小股东利益?本书通过相关案例以及数据的实证检验来回答这

① 姜伟(2002)采用1998—2000年间的数据检验了基金持股与公司绩效之间的关系,发现基金持股比例与托宾 Q 值显著正相关,他猜测可能是基金参与了公司治理并改善了公司绩效;王琨和肖星(2005)以2002年的上市公司为样本检验了机构投资者(证券公司和证券投资基金)持股与关联方资金占用之间的关系,结果发现上市公司的前十大股东中机构投资者的存在及其持股比例的增加都会显著降低上市公司因关联交易而产生的资产和资产负债净值,由此认为我国机构投资者已经在一定程度上参与了公司的经营治理活动;罗栋梁(2007)以2000—2005年机构股东持股的上市公司为研究对象,研究了机构投资者参与公司治理的行为以及机构投资者参与下上市公司的行为反应,结果发现机构投资者对上市公司的筹资行为、信息披露行为以及盈余管理行为都有重大影响。

② 李青原(2003)通过对机构投资者积极参与公司治理的数理模型的分析,认为机构投资者参与公司治理的条件是:机构投资者的持股比例、监督成本和风险偏好。王奇波(2006)通过构造一个数理模型用以说明,如果将机构投资者引入上市公司控制权竞争中,形成制衡的股权结构,就会降低大股东的控制权私人收益,改善上市公司的治理状况。罗栋梁(2007)提出了机构股东参与公司治理的股权竞争理论。