

财会文库
财会文库

中国金融机构 投资者和公司治理

袁蓉丽 著

 中国人民大学出版社



中国金融机构 投资者和公司治理

袁蓉丽 著

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融机构投资者和公司治理/袁蓉丽著. —北京: 中国人民大学出版社, 2014. 5

(财会文库)

ISBN 978-7-300-19244-4

I. ①中… II. ①袁… III. ①金融机构-投资-研究-中国②金融公司-经营管理-研究-中国 IV. ①F832.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 086909 号

财会文库

北京市社会科学理论著作出版基金资助

中国金融机构投资者和公司治理

袁蓉丽 著

Zhongguo Jinrongjigou Touzizhe he Gongsì Zhili

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 155 mm×230 mm 16 开本

版 次 2014 年 5 月第 1 版

印 张 15 插页 2

印 次 2014 年 5 月第 1 次印刷

字 数 210 000

定 价 42.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



前 言

随着金融机构投资者的规模越来越大，持股比例越来越高，他们作为公司管理人员的监督者的这种作用及其重要性越来越受到学术界和政策制定者的重视。以往绝大多数有关股东积极主义的研究都是以经济发达国家（例如美国和英国）为背景的。中国的学术界并没有对金融机构投资者的治理作用给予足够的关注，多数人认为中国的金融机构投资者在公司治理中没有发挥任何作用。但是，随着中国金融机构投资者的蓬勃发展，他们逐渐成为积极的股东。我们已经能够看到越来越多的有关金融机构投资者参与上市公司决策制定的报道，所以，有必要重新评价中国金融机构投资者在上市公司的公司治理中的作用。

我们采取定性和定量分析相结合的方法研究中国金融机构投资者在上市公司的公司治理中的作用和对公司业绩的影响。具体的研究问题包括：

（1）能够吸引金融机构投资者投资的公司的特征是什么？

（2）金融机构投资者在公司治理中的理论作



用和实际作用分别是什么？

(3) 影响中国机构投资者在公司治理中作用的因素是什么？

(4) 机构投资者持股对公司业绩的影响是什么？

(5) 机构投资者如何在实际中发挥他们的作用？

为了回答上述前三个问题，我们采访了机构投资者的高级经理和上市公司董事。访谈结果表明，经营业绩良好、流通股的比例高、财务报表和年度报告质量好、管理人员素质高、有效的投资者沟通是吸引金融机构投资者的公司所具备的特征。研究结果还表明，大多数证券公司是消极投资者，一些积极的投资基金则帮助它们投资的公司进行财务预测、规范公司行为、改善公司业绩。这种有限的公司治理作用受到许多因素影响，包括股权高度集中、机构投资者持股比例低、不成熟的监管环境、利益冲突、财务信息不透明和披露不足，以及机构投资者自身代理问题的存在。

为了回答第四个问题，我们以 2006—2010 年间在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的 1 654 家公司（7 009 个观察值）为样本，分别分析了证券公司和投资基金的持股对公司业绩的影响。我们发现：（1）投资基金对公司业绩有积极影响，会计盈余反过来影响它们的持股比例；（2）证券公司的持股不会显著影响公司业绩。研究结果表明，不同的金融机构投资者对公司业绩的影响不同。

在回答第五个问题，我们采用案例研究方法深入分析实际环境中机构投资者在公司治理中的作用。在招商银行拟发行百亿元可转换债券案例中，以投资基金为代表的小股东团结起来，采取集体行动反对招商银行的融资提案，在一定程度上保护了小股东利益。案例研究结果表明，中国主要的代理问题是控股股东和小股东的利益冲突，以投资基金为代表的机构投资者能够代表小股东，发挥监督控股股东的作用。同时我们发现，中国其他治理机制的低效率限制了机构投资者在公司治理中发挥作用。

总之，中国的机构投资者（尤其是投资基金）已经开始在上市公司的公司治理中发挥作用，不同的机构投资者对公司业绩的影响不同。这些研究发现表明，中国政府努力发展机构投资者（主要是投资基金）、鼓励他们积极参与上市公司的公司治理的



政策是正确的，取得了一定的成效。同时，中国政府还需要继续努力，进一步增强这种治理作用，尤其是发挥证券公司的监督作用。研究结果同时强调了在分析中国金融机构投资者对公司业绩的影响时，区分不同类型的机构投资者的重要性。

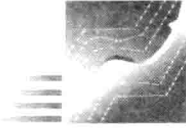
本书的特点主要体现在以下几个方面。第一，区别于以往以美国 and 英国等发达经济国家为背景展开的研究，本书分析了中国金融机构投资者的治理作用，丰富了公司治理的文献，尤其是金融机构投资者在公司治理中的作用的文献。第二，本书关注具体的金融机构投资者，即证券公司和投资基金，而不是一般意义的法人投资者。本书还在研究中区分了两种不同类型的金融机构投资者对公司业绩的影响。第三，本书采用定性研究和定量研究相结合的方法分析了金融机构投资者在中国上市公司的公司治理中的作用。通过定性和定量研究，我们得到了相同的结果，这些结果相互印证，从而更加全面、可靠。第四，本书分别以金融机构投资者的高级经理和他们所投资上市公司的董事为访谈对象，从不同的角度对所研究的问题进行剖析，给读者提供了更全面、客观的答案。第五，本书采用案例分析的方法深刻挖掘了金融机构投资者如何试图影响他们所投资公司的决策，这是对以投资基金为代表的小股东反抗大股东和管理层利益侵占的一项探索性研究。

本书共有 9 章。第 1 章是导论，介绍研究背景、理论、研究目标和研究问题，讨论研究方法和研究意义，总结主要研究结论和本书特点，最后介绍本书的结构安排。第 2 章提供理论分析。我们主要以代理理论为指导分析中国制度背景，确定研究问题、建立假设，分析研究结果。第 3 章回顾主要公司治理模式和有关公司治理机制有效性的文献。第 4 章回顾国外关于金融机构投资者在公司治理中的作用和对公司业绩影响的文献，为与中国金融机构投资者在公司治理中的作用进行比较提供了理论背景和现实基础。第 5 章介绍中国的制度背景、公司治理和金融机构投资者，为第 6、第 7、第 8 章的定性和定量研究提供了制度背景。第 6 章通过对金融机构投资者高级经理和被投资的上市公司的董事的访谈，分析金融机构投资者在公司治理中的作用。第 7 章分析证券公司和投资基金的持股对公



司业绩影响的实证证据。第 8 章是案例研究，分析以投资基金为代表的小股东如何面对强大的控股股东和公司管理层，团结一致反对招商银行的百亿元可转债融资提案，最终取得了一定的胜利。第 9 章总结主要研究发现和结论、研究特色及启示，指出本书的研究局限和未来的研究方向。

袁蓉丽



目 录

第 1 章	导 论	1
	1.1 引言	1
	1.2 研究背景	2
	1.3 理论、研究目标和研究问题	4
	1.4 研究方法	6
	1.5 研究意义	8
	1.6 主要研究结论和本书特点	10
	1.7 结构安排	11
第 2 章	代理理论	13
	2.1 引言	13
	2.2 代理理论概述	14
	2.3 代理问题	16
	2.4 代理理论以及金融机构投资者 在公司治理中的作用	19
	2.5 代理理论的局限性	23
	2.6 代理理论的应用	28
	2.7 结语	31



第 3 章	公司治理体系及其有效性	32
3.1	引言	32
3.2	公司治理模式	33
3.3	公司治理机制：内部机制和外部机制	38
3.4	新兴经济体的公司治理	54
3.5	结语	57
第 4 章	国外金融机构投资者在公司治理中的作用	59
4.1	引言	59
4.2	世界各国的主要金融机构投资者	60
4.3	金融机构投资者在公司治理中的作用	63
4.4	金融机构投资者参与公司治理的过程	69
4.5	影响金融机构投资者在公司治理中作用的因素	73
4.6	金融机构投资者持股和公司业绩	76
4.7	结语	78
第 5 章	中国的制度背景、公司治理以及金融机构投资者	80
5.1	引言	80
5.2	中国经济和经济改革	81
5.3	中国股票市场的发展	82
5.4	国有企业与上市公司	86
5.5	中国上市公司的治理制度	91
5.6	内部公司治理机制	93
5.7	外部公司治理机制	97
5.8	中国金融机构投资者	101
5.9	中国金融机构投资者在公司治理中的作用	108
5.10	结语	112
第 6 章	金融机构投资者的治理作用：来自深度访谈的证据	114
6.1	引言	114
6.2	研究问题	115



6.3	样本选择和研究方法	117
6.4	对访谈数据的分析讨论	120
6.5	结语	132
第7章	金融机构投资者持股和公司业绩： 来自上市公司的证据	134
7.1	引言	134
7.2	研究假设	137
7.3	研究设计	139
7.4	实证分析	143
7.5	敏感性测试	149
7.6	结语	156
第8章	中国的股东积极主义：招商银行 百亿元可转债融资案分析	158
8.1	引言	158
8.2	理论基础和文献回顾	160
8.3	研究方法	164
8.4	案例分析	166
8.5	结论和建议	176
第9章	结论和启示	180
9.1	引言	180
9.2	研究问题和研究结论	180
9.3	本书特点	182
9.4	对代理理论的进一步思考	184
9.5	对政策制定者和实施者的启示	186
9.6	局限性	188
9.7	未来研究方向	189
	附录	190
	参考文献	192



第 1 章 导 论

1.1 引 言

公司治理是为了解决公司所有权和控制权分离所引起的代理问题而产生的 (Boubakri et al., 2005), 它包括一系列能够引导自利的管理人员代表股东追求公司股东权益最大化的制度和市场机制。现代公司治理的目的是持续增加股东的经济财富 (Healy, 2003; Black et al., 2013), 例如, 公司治理好的公司可以防止舞弊, 提高盈余质量 (Velury and Jenkins, 2006), 帮助改善经营管理, 提高公司业绩 (Sami et al., 2011; Lin and Chang, 2012)。20 世纪 90 年代以来, 公司治理在全球范围内引起了极大的关注。随着对公司治理关注的日益增多, 作为公司管理人员的监督者的金融机构投资者显得越来越重要。

本书采用深度访谈、二手数据分析和案例研究相结合的方法剖析中国金融机构投资者在上市



公司的公司治理中的作用。本章介绍研究背景，描述理论、研究目标和研究问题，讨论研究方法和研究意义，总结主要研究结论和本书特点，最后介绍本书的结构安排。

1.2 研究背景

随着机构投资者在资本市场中的规模越来越大，持股比例越来越高（Gompers and Metrick, 2001），他们对世界各国公司治理的影响正在变得越来越大（Gillan and Starks, 2003, 2007; Chung and Zhang, 2011）。

在过去的几十年里，美国机构投资者的持股比例有了显著增长。到现在，他们持有了美国公司近一半的股份。随着美国股票市场中机构投资者持股比例的增长，一些大股东（通常是公共和私人养老基金）开始走上前台。他们在被投资公司中拥有足够多的股份以克服“搭便车”问题，同时高的持股比例使这些机构投资者难以采取传统的“华尔街法则”^①。因为这些基金管理人员使用了指数基金作为重要的投资工具，而这些指数基金和一些著名市场指数（例如 S&P 500）的业绩相同，并且各个基金在他们的投资组合公司中持股比例很大，因此他们很难在期望的时间里以预计的价格出售股份（Hawley and Williams, 2000）。由于这些变化，一些机构投资者开始积极参与公司事务，提高公司价值（Alexander et al., 2007; Brav et al., 2008a, 2008b; Klein and Zur, 2009; Helwege et al., 2012）。一些业绩不好的公司，或者存在会损害股东财富的公司治理问题的公司成为他们积极行动的目标（Choi and Cho, 2003; Aggarwal et al., 2011）。

在英国有关公司治理的争论中，金融机构持股者是否有必要积极参与公司治理的问题引起了越来越多的重视。据估计，英国的金

^① 当股东对公司业绩、策略或治理不满时选择出售股份，这种做法就是“华尔街法则”。



融机构投资者在整个股权市场中持有 65%~80% 的股份 (Ersoy-Bozcuk and Lasfer, 2001)。1992 年的《卡德伯利报告》(The Cadbury Report) 指出,“因为他们的集体股份,我们在机构股东委员会 (Institutional Shareholders' Committee) 的支持下尤其期望机构投资者利用他们作为股东的影响力确保所投资的公司遵守法律规定。”《卡德伯利报告》强调金融机构投资者是改善公司治理的一种手段,其前提是他们的持股比例使他们有能力影响公司行为 (Short and Keasey, 1997)。Dong and Ozkan (2008) 发现,注重长期投资的英国机构投资者能够限制董事薪酬,并强化薪酬和业绩的关系。

股东积极主义^①并不局限于美国和英国,其他国家也有许多积极的机构股东,例如韩国、意大利。例如, Lim (2011) 发现,韩国的机构投资者持股和公司债务成本存在负相关关系,说明机构投资者能监督控股股东的代理成本; Bajo et al. (2013) 发现,意大利的机构投资者在公司退市过程中发挥了保护小股东利益的重要作用。在中国, Ezzamel et al. (2013) 发现了金融机构投资者团结起来代表小股东的利益对抗招商银行大股东的积极行动。

因此,越来越多的金融机构投资者积极地参与公司治理活动,引进代理建议,与管理人员沟通,以期改善公司业绩。除了通过专业选择投资工具提供风险最小和增加收益的投资机会外,他们还集合了许多个人投资者的利益,并代表他们作为上市公司股东发表意见 (Belev, 2003; Dharwadkar et al., 2008)。

中国金融机构投资者正处于发展的起步阶段 (耿志民, 2002), 他们的数量相对较少, 规模相对较小。因为市场份额小、权力有限, 他们仅仅是为委托人赚钱的代理人, 而不是公司的股东 (Zhang, 2002)。另外, 大多数金融机构投资者由国有企业转换而来 (Zhu et al., 2002), 没有建立有效的公司治理机制。因此, 许多金融机构投资者面临着与上市公司相同的问题, 包括内部控制薄弱, 控股股东利益和投资者利益纠缠不清 (Cha, 2001)。此外, 在中国, 不同

^① Smith (1996) 认为,“股东积极主义”是传统消极的金融机构投资者发挥了积极的监督作用。



的金融机构投资者由不同的监管部门监管，受到不同的投资限制。

1.3 理论、研究目标和研究问题

代理理论认为，在所有权和控制权分离的现代公司中，管理者行为偏离了股东回报最大化的目标（Berle and Means, 1932; Pratt and Zeckhauser, 1985），因此，股东和管理者的冲突导致了代理问题（Jensen and Meckling, 1976），即委托—代理问题。在存在控股股东的经济体中，外部股东和控股股东之间的冲突导致了另一类代理问题（Shleifer and Vishny, 1997），即大股东和小股东之间的利益冲突，也称委托—委托问题。公司可以采用不同的机制解决代理问题，使代理人和委托人的利益相一致。

根据代理理论，金融机构投资者对管理人员来说是股东、委托人，作为“监督其他代理人的代理人”（Varian, 1990），代表受益所有人发挥着监督公司管理人员的作用（Schneider, 2000）。许多学者认为，大股东参与监督或控制活动可以限制或解决代理问题。有关大股东发挥监督作用的实证证据支持了代理理论。

金融机构投资者持股模型既反映了对公司所有权要求的首要性，又反映了委托人和机构所有者之间可能存在的信息不对称（Schneider, 2000）。代理理论对所有权的普遍适用承认了前者的有效，对专业契约的应用又认可了后者，因此，代理理论对建立这样一个模型是重要的（Sharma, 1997）。此外，与所有权和控制权分离相关的代理问题是转型经济体的核心问题（Judge et al., 2003）。的确，近几年的研究表明，转型经济体不仅存在委托—代理问题，委托—委托问题也很普遍（Young et al., 2002, 2009）。因此，代理理论能够为分析中国金融机构投资者在公司治理中的作用提供一个有益的理论基础。

基于代理理论和现有文献，我们试图探索中国金融机构投资者在上市公司的公司治理中的作用和对公司业绩的影响。具体的研究问题包括：

(1) 能够吸引金融机构投资者投资的公司特征是什么? 当金融机构投资者在投资之前对公司进行考察时, 就已经开始参与上市公司的公司治理活动, 因此, 明确公司吸引金融机构投资者投资的特征是有必要的。

(2) 金融机构投资者在公司治理中的理论作用和实际作用分别是什么? 金融、法律和社会环境影响的相互作用形成了金融机构投资者的积极主义, 并在不同程度上影响不同的金融机构投资者的积极行动, 因此金融机构投资者在上市公司的公司治理中的理论作用和实际作用一定是有差异的。

(3) 影响中国金融机构投资者在公司治理中作用的因素是什么? 我们不能理所当然地认为, 金融机构投资者只要有动机参与公司治理活动, 就一定能成功地这样做。各种结构和监管障碍很有可能会阻止金融机构投资者充分发挥他们的监督能力, 或者激励他们从一个不同的方向发挥他们的能力。

(4) 金融机构投资者持股对公司业绩的影响是什么? 如果金融机构投资者有监督公司管理的动机和能力, 这种治理作用应该最终会提高公司业绩。金融机构投资者持股对公司业绩的影响可以定量地解释金融机构投资参与公司治理产生的实际效果。

(5) 金融机构投资者如何在实际中发挥他们的作用? 通过案例分析, 我们在一个真实的环境中深入分析了金融机构投资者参与被投资公司事务的动机、方法和结果, 使读者能够清晰地了解到他们是如何发挥治理作用的。此外, 这个案例研究考察了金融机构投资者和其他公司治理机制的相互作用, 强调了公司治理的问题和其他公司治理机制的有效性。

当大多数文献使用“机构投资者”(institutional investors)这个术语时, Holland (1995, 1998, 1999) 和 Holland and Doran (1998) 使用了“金融机构投资者”(financial institutions)来探索他们在公司治理中的作用。在发达经济体中, “机构投资者”和“金融机构投资者”代表的是同一群体的投资者, 这些机构投资者代表很多资金所有者, 资金所有者主要对组合投资感兴趣, 机构投资者则以股息收入或者出售资产获得的资本利得作为收入来源 (Belev,



2003)。然而在中国，机构投资者和金融机构投资者有所不同，机构投资者是法人投资者，包括小部分的金融机构投资者（例如投资基金、养老基金）和大部分的其他公司，例如实行公司制的国有企业、股份制公司和私人公司（Peng, 2004; Wang et al., 2004）。本书关注的重点仅仅是中国金融机构投资者，因为他们与发达国家的同行类似（耿志民，2002），并预期将在改善公司治理和稳定股市方面发挥重要作用（中国证券监督管理委员会，2004）。所以，本书采用“金融机构投资者”或“机构投资者”的术语，仅指金融机构投资者，不包括其他法人机构投资者。

我们在研究中只关注证券投资基金和证券公司，这样做基于两个原因。第一，中国法律禁止商业银行直接持有公司股份，因此商业银行不能在上市公司的公司治理中发挥重要作用。第二，保险公司可以投资股票市场。然而，保险基金投资股票的数量有严格的额度限制，因此，它们也不太可能在公司治理中发挥重要作用。

1.4 研究方法

我们采取定性和定量分析相结合的方法研究中国金融机构投资者在上市公司的公司治理中的作用。定性研究方法有助于深入、详细地分析问题。定性分析不受事先确定的分析范围的限制，可以增加研究的深度、广度和详细程度，同时增加对案例和情境研究的理解深度（Patton, 2002）。但是定性研究过于主观，难以复制和概括，缺乏透明度。定量研究方法的优点是能够测量很多人对有限问题的反应，从而有助于数据的比较和统计聚合。这就可能提供一组广泛的、有概括性的，并能进行简洁明了报告的研究发现。然而，定量研究在测量过程中的精确度和准确度有一种人工和虚假的感觉（Bryman, 2004）。因此，两种研究方法的差异可以概括为：定量研究是结构化的、有逻辑的、可测量的、有广度的，而定性研究更直观、主观、深刻（Bouma and Atkinson, 1997）。

定性和定量研究方法有各自的优缺点，可相互替代，却不互相



排斥。在同一个研究过程中，可以同时收集定性和定量数据（Patton, 2002）。Burgess（1982）用术语“多个研究策略”（multiple research strategies）来描述在分析同一个研究问题时采用不同方法的情况。对这种方法策略有个更早的术语是“三角验证法”（methodological triangulation, Denzin, 1970）。Burgess（1982）认为，研究者应该灵活选择一系列适合调查研究问题的方法。Webb et al.（1966）认为，使用定量方法的研究应该增加其他方法对同一个概念进行测量，这样得到的结果能令研究者有信心。Bird（1992）建议，当定量和定性两种主要研究方法同时被采用时，研究结果能够更加丰富。Brown and Brignall（2007）认为，定性研究和定量研究相互补充，相互质疑。Vaivio（2008）认为，三角验证法能提供一个完整的知识框架，比如，通过大样本的实地调查验证案例研究中出现的假设，从而补充了定性的案例研究。

我们采用定性和定量两种研究方法回答同一个研究问题。定性调查的结果可能被定量研究核实，并提高研究的有效性；同时，将定量与定性研究方法相结合，可以为读者全面、深入地展现金融机构投资者在上市公司的公司治理中的作用。

具体来说，为了回答上述前三个问题，我们采访了金融机构投资者的高级经理和上市公司董事。从这两类管理人员的不同角度，我们提供了中国金融机构投资者参与公司治理更全面的证据。访谈有助于提供金融机构投资者发挥作用的背景信息，以此作为建立研究假设的基础，并帮助解释研究结论背后的原因。

为了回答第四个问题，我们以2006—2010年间在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的1654家公司（7009个观察值）为样本，分别分析了证券公司和投资基金的持股对公司业绩的影响。二手数据分析法将金融机构投资者的治理作用与他们对业绩的影响联系在一起，旨在形成概括性的研究结论。同时，二手数据分析有助于选择访谈和案例研究的受访对象和主题。

在回答第五个问题，我们采用案例研究来深入分析实际环境中金融机构投资者在公司治理中的作用。这样的案例研究是重要的，因为它把通过定量研究得到的结论具体化、情境化，有助于读者加