

我国上市公司机构投资者治理效应研究

Effects of Listed Company's Intitutional Investors on Corporate Governance





中国经济文库 · 应用经济学精品系列 (二)

张婉君◎著

我国上市公司机构 投资者的治理效应研究

Effects of Listed Company's
Intitutional Investors
on Corporate Governance



 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司机构投资者的治理效应研究/张婉君 著

北京: 中国经济出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2355 - 1

I. ①我… II. ①张… III. ①上市公司—机构投资者—研究—中国 IV. ①F279.246
②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 043602 号

责任编辑 赵静宜

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 10

字 数 153 千字

版 次 2013 年 7 月第 1 版

印 次 2013 年 7 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 2355 - 1/F · 9662

定 价 39.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

目 录

CONTENTS

第1章 绪 论	1
1.1 研究机构投资者治理效应的背景 /1	
1.2 研究机构投资者治理效应的意义 /3	
1.3 相关概念界定和研究范畴的约定 /4	
1.4 研究思路和研究方法 /7	
1.5 研究的主要内容和主要框架 /9	
1.6 研究的创新之处 /11	
第2章 理论基础与文献述评.....	13
2.1 机构投资者治理效应研究的理论基础 /13	
2.2 机构投资者参与公司治理的文献述评 /19	
第3章 机构投资者参与公司治理的机理分析.....	31
3.1 机构投资者参与公司治理的动因分析 /31	
3.2 影响机构投资者参与公司治理的因素 /33	
3.3 机构投资者参与公司治理的主要方式 /36	
3.4 机构投资者参与公司治理的机理 /40	

第4章 我国上市公司机构投资者参与公司治理的制度背景 47

 4.1 我国上市企业公司治理的现状及其所面临的问题 /47

 4.2 我国机构投资者的发展历程与现状 /51

 4.3 制约我国机构投资者发展的因素 /64

第5章 机构投资者持股与公司资本支出决策..... 69

 5.1 问题的提出 /69

 5.2 理论分析与研究假设 /70

 5.3 研究设计和实证分析 /73

 5.4 实证结果及分析 /77

 5.5 小结 /82

第6章 机构投资者持股与大股东资金占用 85

 6.1 引言 /85

 6.2 理论分析与研究假设 /87

 6.3 研究设计 /89

 6.4 实证结果及分析 /91

 6.5 稳健性分析 /97

 6.6 小结 /98

第7章 机构投资者持股与股权融资成本 99

 7.1 引言 /99

 7.2 文献回顾与研究假说 /100

 7.3 样本选取和研究设计 /104

 7.4 实证结果与分析检验 /109

 7.5 稳健性分析 /117

 7.6 小结 /117

第 8 章 机构投资者参与公司治理的价值效应	119
8.1 文献回顾与研究假设 /119	
8.2 研究设计 /122	
8.3 实证结果与分析 /124	
8.4 稳健性检验 /127	
8.5 小结 /127	
第 9 章 研究结论与政策建议	129
9.1 主要研究结论 /129	
9.2 政策建议 /132	
参考文献 /136	
重要术语索引表 /151	

绪 论

1.1 研究机构投资者治理效应的背景

在西方发达国家的资本市场发展进程中,随着在上市公司中的持股比例日益上升,机构投资者已经取代了个人投资者成为资本市场主要的投资主体。美国机构投资者所持股份占上市公司总市值的比例从 1950 年的 6.1% 上升为 1997 年的 55%;而在 2003 年,所有美国大公司里有超过 2/3 的股份都掌握在机构投资者手中;1998 年末,西方七国集团除德国外,人寿保险、养老基金和共同基金等机构投资者的资产总值占 GDP 的比重都在 50% 以上,其中英国、美国和加拿大等国机构投资者的资产总值占 GDP 的比重超过 100%。自 20 世纪 80 年代以来,随着机构投资者的发展,机构投资者在行使股东权利方面更加积极,积极推行“股东积极行动”,至今已经成为公司治理领域和资本市场的重要参与主体。随着机构投资者的进一步发展及资本市场地位的提高,机构投资者放弃了原有的“华尔街准则”,不再被动地投资于股票,而是积极地参与公司治理活动(pound, 1988; Brickley, 1988; Romano, 2000)。1992 年到 1993 年间,美国的机构投资者在 13 个月内令美国运通公司、伯顿公司、通用汽车公司、IBM 公司、柯达公司以及西屋公司等六家国际知名大公司先后撤换了 CEO。这一事件作为机构股东积极治理行动的标志性事件引发了理论界和实务界的高度重视。

在我国,随着资本市场的迅速发展,机构投资者在数量和规模上得到了

飞速发展。由于我国上市公司的治理结构具有明显的转轨经济特征,国有股“一股独大”所造成的上市公司所有者缺位引发的一系列治理问题,而从西方国家的经验可以看到,机构投资者在公司治理中发挥了积极作用。管理层对于机构投资者寄予厚望。自从1998年基金金泰和基金开元发行上市以来,我国监管机构对机构投资者的发展给予了大力支持。2000年,证监会提出“超常规、创造性地培育和发展机构投资者”的口号;2004年,国务院在《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干建议》中指出,要培养一批诚信、守法、专业的机构投资者,使以基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量。2004年底和2005年初推出分类表决制和上市公司“询价制度”,赋予以基金为代表的流通股东更多话语权,参与上市公司管理(刘传葵,2005)。2006年证监会公布的《中国上市公司治理准则》第十一条明确规定:“机构投资者应在公司董事选任、经营激励与监督、重大事项决策方面发挥作用。这一系列法律法规的颁布旨在积极发展机构投资者,保护中小投资者的利益。而社会公众和实务界也对机构投资者是否能够和控股股东相抗衡,既在一定程度上避免“搭便车”的发生,又实现对中小投资者利益的保护展开了热烈的讨论。2002年以证券投资基金为首的机构投资者集体反对中兴通讯发行H股事件、2003年机构投资者干预招商银行可转债发行事件以及股改过程中,清华同方、科达机电、金丰投资等8家公司股改方案被机构投资者否决的事件均说明我国机构投资者也在积极地参与上市公司治理,保护中小投资者的利益。

就中国市场而言,以证券投资基金、合格境外投资者等为代表的机构投资者得到了迅猛的发展,走上了一条先发展后监管的超常规道路。但是以证券投资基金为主的机构投资者是否对大股东控制下的公司财务行为和公司治理的完善发挥了积极的直接或间接影响?是否对大股东的利益输送行为产生了遏制作用?能否对控股股东形成制衡,在追求自身利益最大化的同时,为整个公司的外部股东争取利益,进而保护中小投资者的利益?现有的理论和经验研究对此缺乏全面和深入的分析,因此,本文立足于中国特有的制度背景和公司特征,分别从上市公司的资本支出水平、约束大股东资金占用等对机构投资者持股及对股权融资成本产生的经济后果、价值效应展

开研究,以期为中国上市公司治理的完善和机构投资者的发展提供经验证据和理论支持。

■ 1.2 研究机构投资者治理效应的意义 ■

本书的研究具有非常重要的理论价值和现实意义,具体可归纳为如下几点:

(1)明确我国机构投资者在转轨时期所发挥的作用,能够丰富对机构投资者这一外部治理机制的理论认识,促进公司治理理论的发展。机构投资者是公司治理的重要研究领域,近年来引起了学者们诸多的关注与牵系。自20世纪80年代以来,西方发达国家的机构投资者发展迅猛,已经成为资本市场的重要力量。他们对财务状况陷入困境的公司发出警告,对公司管理层薪酬方案提出异议,采取行动征集代理表决权使公司的反接管提案无法通过,机构投资者的积极行动部分纠正了管理层的错误决策和短视行为,增加了公司的信息透明度,监督管理层能够更好地以股东利益最大化为经营目标,提高了公司价值。在英国和美国,机构投资者已经取代公司控制权市场成为另一种重要的外部治理机制。

目前,西方关于机构投资者参与治理的研究多是以股东提案或者反对经理提案的代理权活动作为机构投资者股东积极行动的研究标的。但由于我国有关机构投资者股东积极行动数据的不可获取性,不可能将机构投资者的股东提案作为积极行动的研究标的,限于数据的获取以及资本市场的不完善,现有的研究仅限于对内部治理机制的探索,涉及外部治理机制的研究并不多见。而我国机构投资者的发展正处于起步阶段,还没有发挥充分的作用,因而对机构投资者的规范性研究较多,并且主要集中在机构投资者的投资策略和持股偏好方面。通过研究机构投资者,能够丰富对机构投资者这一外部治理机制的理论认识,促进公司治理理论的发展。

(2)为我国机构投资者进一步发挥积极治理作用和公司治理完善提供实践参考。由于中国正处于“新兴+转轨”时期,机构投资者的发展面临着

与其他国家不同的社会制度环境,例如上市公司股权结构独特,一股独大现象严重,股份公司的治理机制非常不完善等。因而,尽管其他国家的成功经验值得借鉴,在实际效仿中要切实注意中国的国情。我国以证券投资基金为主的机构投资者是否对大股东控制下的公司财务行为和公司治理的完善发挥了积极的直接或间接影响?是否对大股东的利益输送行为产生了遏制作用?能否对大股东形成制衡,进而保护中小投资者的利益?是否支持“超常规发展机构投资者”的战略决断?我国机构投资者积极治理的影响因素有哪些?这些都是基于我国制度背景关于机构投资者研究和公司治理研究中具有前瞻性和实践意义的研究课题。研究及解决这些基本问题将有利于加深对中国机构投资者和公司治理的认识,有利于合理地、选择性地借鉴国外的经验,从而为中国机构投资者的发展及公司治理水平的提高提供一个有益的参考。为监管部门制定政策提供合理依据,具有一定的现实意义。

■ 1.3 相关概念界定和研究范畴的约定 ■

为了避免概念混淆对研究工作的严密性和科学性可能造成的负面影响,在研究机构股东积极治理与中小投资者利益保护的关系时,本文就涉及到的一些主要概念和研究范畴进行如下辨析与界定。

(1) 大股东

在借鉴相关研究成果和考虑本文研究目的的基础上,本文所研究的控股股东(Large shareholder 或 blockholder)主要是指拥有公司表决权的多数(相对多数或绝对多数),从而通过任命公司董事会等权力机构的多数席位而实质掌握了公司控制权的股东。大股东又可分为内部大股东和外部大股东。内部控股股东是指在公司管理层担任职务的股东,而外部控股股东则是指不在公司管理层担任职务的股东。从该定义看,持有较高的股权比例是大股东的首要特征。此外,我们强调的“控制”因素也是大股东具备的重要特征,而后一特征是影响大股东行为的本质特征。随着金融工具的创新,通过发行多种投票权股票、建立金字塔持股结构以及交叉持股等方式,少数

股东(the minority shareholder)可以用较少的现金流权获得公司的实际控制权。在这种情况下,持股比例和相应拥有的现金流权可能不高,但是该股东拥有的投票权可能达到控制公司的程度。我们将这类股东也归入本文所研究的控股股东之列。

(2) 中小投资者利益保护

本文所述中小投资者是指中小股东,即在证券市场上购买上市公司的股票、以获取股息或资本利得为目的的投资者,或者更直接地说,主要是对投资于股市的中小“散户”权益的保护。

中小投资者利益保护范围的界定。首先需要明确的是,本文所指的中小投资者利益并非指投资者在二级市场上进行投资所获取的短期盈余。由于股市价格是波动的,具有内生性风险,投资者由于市场行为导致的股价波动,而非侵权行为造成的盈亏,并不属于投资者保护的范畴。本文主要研究第二种委托代理问题引发的损害中小投资者利益的行为,即由于和控股股东对应的概念就是小股东。小股东不仅持股数量较少,更重要的是,他们无法凭借各自的股权行使对公司的控制权。

(3) 机构投资者

学术界对机构投资者的定义一般分为描述性和列举性两种。美国人 Davis 和 Steil(2001)对机构投资者的一般性描述为:机构投资者可以定义为一种特殊的金融机构,代表小投资者的利益,将他们的储蓄集中在一起管理,为了特定目标,在可接受的风险范围和规定的时间内,追求投资收益的最大化。Davis 和 Steil 的定义将机构投资者限定在金融机构这一层次,以追求利益最大化为目标,而不是以控股权和支配权为目的。该定义比较符合当前国际上资本市场的现状。许多学者从机构投资者的具体类型出发对其进行界定。美国的《Black 法律词典》将机构投资者定义为:大的投资者,例如共同基金、养老基金、保险公司以及用他人的钱进行投资的机构等。《证券知识读本》(周正庆,1999)将个人投资者定义为证券持有人为自然人,而将机构投资者定义为证券持有人为机构。机构投资者类型主要包括证券公司、保险公司、证券投资基金、社会保险基金、合格的境外机构投资者(QFII)等。而大量的其他法人机构,虽然也持有大量的上市公司股份,不是机构投

投资者的主体。

本文认为,根据市场上通行的惯例,机构投资者的定义可以区分为广义和狭义。机构投资者从广义上讲是指以自有资金或者从分散的公众投资者手中筹集的资金进行有价证券投资活动的专门法人机构。广义的机构投资者不仅包括证券投资基金、养老基金(包括社保基金等)、保险公司,还包括各种证券中介机构、私人捐款的基金会、社会慈善机构组织等,内涵十分广泛。而狭义的机构投资者则主要指各种证券投资基金(包括公募和私募)、养老基金及保险公司。本文所指的机构投资者以证券投资基金为主导,辅以社保基金、保险基金、企业年金、合格境外机构投资者、券商资金(包括证券公司自营资金以及集合理财资金)等在内。

(4) 机构投资股东

机构投资股东是指机构投资者作为中介性投资主体的一种表现形式。机构投资股东是机构投资者的一个部分。机构投资者经常集股东身份与非股东身份于一体。作为股东的机构投资者追求股份收益的最大化。由于机构投资者持有的股份日益增多,简单地用脚投票的“华尔街准则”渐渐地不太适用,机构投资者的行为策略正在发生变迁,影响到资本市场的发展和公司治理的演变。文中也用机构股东作为机构投资者的简称。

(5) 机构投资者股东积极主义

机构投资者股东积极主义(shareholder activism),作为外部股东为维护自身利益积极参与公司治理的行动理念,在西方成熟市场经济国家由来已久,最近20年来,一直在资本市场上居于主导地位。

目前,学术界并没有对“股东积极主义”做出统一、科学的定义,“股东积极主义”更多地表现为实践行为。学者们从多种视角对“股东积极主义”进行了描述性解释。

Blair(1995)认为“股东积极主义”是指投资者保持比较积极、主动的状态,更为负责地对公司经营管理实施监督。Michael Smith(1996)将“股东积极主义”定义为:投资者对那些不以股东财富最大化为追求目标的公司所采取的监督和努力改变组织控制结构的所有方式。Bernard S. Black(1998)认为在美国的股东积极主义主要来自机构投资者,机构投资者通过两种不同

的方式发挥作用:就公司治理问题在公司年度股东大会上提交(或威胁提交)股东议案;对公司管理层、董事会施加压力,以取得公司管理、战略的改变。Eric Berglof(1998)把股东积极主义的现象称为从“保持距离”型投资策略向“控制导向”型投资策略的转化。

Giuan 和 stark(2000)提出“股东积极主义”是当投资者对公司经营管理或决策不满时,设法从公司内部改变管理或战略,包括对公司绩效或经营活动的一系列连续反应行为。它的一个极端是抛售手中的股票,另一个极端是公司控制权市场的收购兼并,中间是利用股东权力对公司战略决策实施影响。Jamie(2005)把“股东积极主义”认为是小股东采取的所有旨在改善公司治理结构、确保所有股东公平对待和提升公司价值的方式。Jonathan M. Karpoff(2008)文中定义的“股东积极主义”主要采取两种方式:在公司的年度会议上提出议案和私下协商。这两种方式并不相互独立,而是经常交叉使用。

本文将机构投资者股东积极主义界定为:机构股东不是被动地通过买卖公司的股票来间接地影响公司管理层,而是积极行使股东权利,通过投票权、提交股东议案、私下协商等多种方式参与公司事务或经营决策等,以期改善公司治理状况,提高公司绩效,从而提高股东投资的回报。而传统的采取“华尔街准则”行事的机构股东行为属于机构股东消极治理行为,通过用脚投票影响股票价格来对公司治理产生间接影响。

■ 1.4 研究思路和研究方法 ■

科学、合理的研究方法是影响一项研究成功与否的关键因素。为了有效地展开研究,本文采用规范分析、实证分析与比较分析等多种方法对控股股东控制下机构股东积极治理与中小投资者利益保护的关系以及机构股东积极治理保护中小投资者利益的经济后果和价值效应展开了系统的探讨。

(1) 规范分析与实证分析相结合

应用经济学领域所应用的研究方法多种多样,但是总体而言,不外乎规

范分析和实证分析两种基本的方法。实证分析与规范分析是依据“是一应该是”的二分法则对经济研究方法所作的区分。所谓规范分析,就是借助已有的、成熟的理论进行抽象的归纳和总结,并以此作为价值判断的基础,研究判断经济行为的“优、劣”标准,并利用这些标准去衡量、评价经济行为“应该怎样”(What should be)的问题。实证分析是以现实数据为依托,利用特定的统计检验方法分析相关变量之间可能存在的内在关系。它不受价值观点或伦理观念的约束,只对经济运行过程中表现出来的各种经济现象加以客观描述与解释,一般不对行为结果作价值判断,主要回答“是什么”(What it is)的问题。然而,在实际研究过程中,实证与规范分析经常交织在一起,因此,实证研究中也难免会包含一些价值判断。规范研究与实证研究各有所长,又各有所短,但二者之间并不相互排斥,规范研究以实证研究为基础,而实证研究以规范研究为指导,只有将二者结合起来才能相得益彰。本文首先利用理论分析的成果和自己建立的理论框架。规范分析的结论可能会与现实产生一定的偏离,这就需要其他研究方法进行弥补,而实证研究则是纠正规范分析结论的有效手段。所以,本文以中国上市公司数据为基础,利用相关性分析、参数分析、多方程的多元回归分析等对机构股东积极治理行为与公司资本支出水平、控股股东资金占用的相互关系进行了实证检验。最后,在实证分析的基础上,根据我国机构投资者参与公司治理的影响因素和约束条件,运用规范分析的方法,探讨完善上市公司治理应该做什么、必须做什么,进而为促进机构投资者的发展提供具体的政策建议。

(2) 比较和归纳相结合的方法

通过比较,发现比较对象之间存在的差异,进而分析存在差异的原因,才能抓住研究问题的关键,最终提出切实可行的解决方案。本文通过建立机构投资者持股与公司资本支出水平、控股股东资金占用相互关系的理论模型,并将其结果与实证经验进行比较。

■ 1.5 研究的主要内容和主要框架 ■

本书首先对机构投资者参与公司治理的理论基础和相关文献进行了回顾,并分析了机构投资者发挥治理效应的机理。在此基础上,结合我国上市公司所处的制度背景以及机构投资者发展的现状和约束条件,以机构投资者的治理效应为研究主题,采用规范与实证相结合的研究方法,对我国上市公司机构投资者的治理效应和作用机理进行了理论分析和实证检验。

第1章,绪论。主要概括了选题的背景、研究的目的、意义,并就本文涉及的重要概念进行了逐一阐释和界定,总结了本文所应采用的研究方法,提炼了文章研究的基本思路,最后对文章存在的几个创新点进行了阐述。

第2章,理论基础与文献述评。首先,分析了机构投资者参与公司治理的相关理论基础;其次,从机构投资者的构成与发展、参与公司治理的两类行为以及机构投资者参与公司治理的效应三条主线综述并评价了机构投资者参与公司治理的相关文献。

第3章,探讨了机构投资者参与公司治理的动因、影响因素和主要方式,阐述了机构投资者参与公司治理的优势和作用机制。在此基础上,揭示了机构投资者参与公司治理,从影响公司战略和经营决策、抑制控股股东寻租行为、降低公司股权融资成本三个方面提升企业价值的作用机理。

第4章,我国机构投资者参与公司治理的制度背景分析。首先阐述了中国证券市场上市公司治理的现状及所面临的问题。然后概述了国内各类机构投资者的发展历程和现状,分析了制约机构投资者发展的因素。

第5章,实证分析了机构投资者持股与上市公司资本支出决策之间的关系。针对我国特殊的控股股东控制背景下机构投资者持股与上市公司资本支出决策之间的关系,实证检验了我国机构投资者是否对公司经营决策产生了影响,是否能够发挥积极的监督治理作用。

第6章,实证分析了机构投资者持股与上市公司大股东资金占用之间的

关系。针对我国一股独大的股权结构背景,大股东资金占用这一普遍现象,实证检验了我国机构投资者是否能监控和约束控股股东的寻租行为,是否能够发挥积极的监督治理,保护中小投资者利益。

第7章,实证研究我国上市公司机构投资者持股是否能够降低公司股权融资成本产生影响,进而保护中小投资者利益。进一步考察了控股股东性质、治理环境等制度环境因素对降低公司股权融资成本这一经济后果的影响。

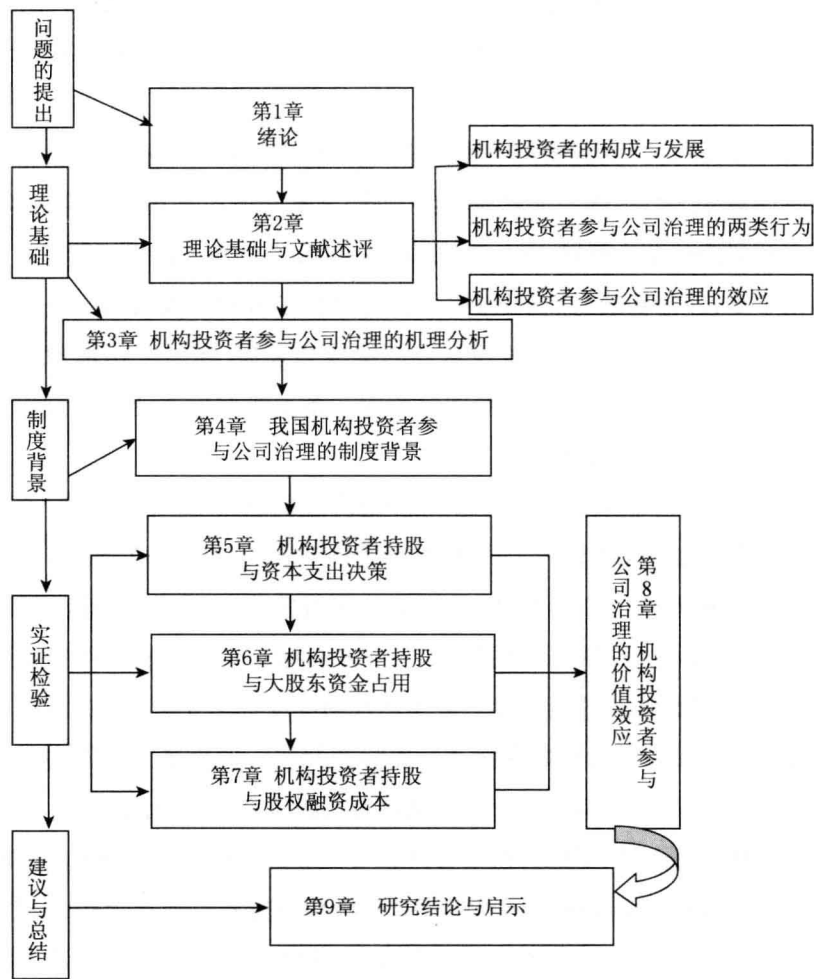


图 1.1 本书整体框架示意图

第8章,实证检验了中国上市公司机构投资者参与公司治理是否会对其企业价值产生影响。在此基础上,进一步考察了控股股东性质对机构投资者价值效应的影响。

第9章,研究结论与政策建议。在这一部分中,总结以上各章的结论,并提出相应的政策建议。

具体而言,本书的整体研究框架如图1.1所示。

■ 1.6 研究的创新之处 ■

本书在现有研究基础上,在以下方面取得了一定程度的创新:

(1)利用机构投资者参与公司治理的股数效应模型和公司数效应模型,明晰了机构投资者参与公司治理的前提条件。揭示了机构投资者通过内外部治理机制影响公司战略和经营决策、抑制控股股东的寻租行为、降低股权融资成本,从而提升公司价值的内在机理,丰富了现有机机构投资者治理效应的理论研究,并通过实证研究验证了我国机构投资者参与公司治理的有效性。

(2)本书采用非平衡面板模型对机构投资者持股与股权融资成本的关系进行计量分析,进一步证实了我国机构投资者能发挥积极股东作用,降低公司股权融资成本。与现有研究的估计方法采用普通最小二乘法相比,本文所构建的非平衡面板模型有助于提高研究结果的可信度。

(3)考虑了我国上市公司运行的制度因素对公司治理效应的影响,将控股股东性质、市场化指数、法制指数与政府干预指数的变量引入实证研究。研究表明控股股东性质、我国差异化的市场发展程度、法治水平和政府干预程度等因素影响下机构投资者的治理效应存在显著差异:国有控股抑制了机构投资者作用的发挥,相对于中央控股公司,地方控股公司进一步降低了机构投资者的积极作用;市场化程度对机构投资者的公司治理效应能够产生重要影响,市场化程度越高,机构投资者参与公司治理的效果越好。法治水平越高,公司治理效应越强。