

机构投资者参与公司治理 的可行性研究

马 颖 / 著

JIGOU TOUZIZHE CANYU
GONGSI ZHILI DE KEXINGXING YANJIU

东北林业大学出版社

机构投资者参与公司治理 的可行性研究

马 颖 著

东北林业大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者参与公司治理的可行性研究/马颖著. —哈尔滨: 东北林业大学出版社, 2008. 5

ISBN 978-7-81131-344-4

I. 机… II. 马… III. 金融机构—金融投资—关系—公司—企业管理—研究 IV. F830.59 F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 121161 号

责任编辑: 李学忠

封面设计: 彭 宇



NEFUP

机构投资者参与公司治理的可行性研究

Jigou Touzizhe Canyu Gongsi Zhili De Kexingxing Yanjiu

马 颖 著

东北林业大学出版社出版发行

(哈尔滨市和兴路 26 号)

哈尔滨市工大节能印刷厂印装

开本 850 × 1168 1/32 印张 5.125 字数 130 千字

2008 年 5 月第 1 版 2008 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—1 000 册

ISBN 978-7-81131-344-4

F · 240 定价: 9.00 元

前 言

从 20 世纪 80 年代开始,国外机构投资者的积极股东行为已经逐渐被认可,并取得成效。我国证券市场发展的较晚,与国外成熟资本市场相比,我国机构投资者的数量和质量都存在一定差距,参与公司治理的积极性不高,监督效果也不理想。但近两年来,我国证券市场发生了新的变化:其一,2006 年股权分置改革结束,我国上市公司股权实现了全流通,国有股“一股独大”现象将不复存在,这为机构投资者“补位”成为新的股权制衡力量提供了机遇;其二,2006~2007 年我国证券投资基金规模出现有史以来最大幅度的增长,其规模的增长必然会增加机构投资者在上市公司的话语权,有利于达到监督的效果。这些新变化产生了对机构投资者参与公司治理的必要性及可行性研究的要求。对此进行研究能进一步明确机构投资者的积极股东行为在改善我国现阶段公司治理及规范证券市场中的作用,还可以揭示机构投资者参与上市公司治理存在的障碍,进而探求解决方案。

本书采用规范研究和案例研究的方法,从理论与现实两方面分析了机构投资者参与公司治理的必要性与可行性,重点讨论了新形势下参与治理的可行性,并分析了现实障碍,提出了应对的建议。

本书共分七章:

第一章,导论:介绍研究动机、思路、方法及创新。

第二章，界定机构投资者及公司治理的概念，综述国内外对于机构投资者参与公司治理问题研究的文献，为以后的研究提供必要的理论准备。

第三章，阐述国外股东积极主义行为兴起及演变。

第四章，阐述我国机构投资者参与公司治理的现状及主要案例，并分析造成我国机构投资者股东积极性不足、监督效果不佳的原因。

第五章，从理论与现实两方面分析机构投资者参与公司治理的必要性。

第六章，从理论与现实两方面分析机构投资者参与公司治理的可行性。

第七章，进一步分析了我国机构投资者参与公司治理的障碍，并提出促进机构投资者成为积极股东的建议。

本书的创新观点在于：提出了后股权分置时代中国机构投资者参与公司治理存在的可行性；提出了机构投资者参与公司治理的过程中存在着双重委托代理关系，并提出了第一重代理关系中的委托人（即原始投资者）的态度对机构投资者是否参与公司治理起决定性作用；提出了机构投资者的异质性和各类机构投资者发展不平衡性，是我国机构投资者股东积极性不足的原因之一。本书对于机构投资者参与公司治理的实际操作问题进行了研究。以往所见文献中很少提及具体操作问题。

目 录

第一章 导 论	1
第一节 研究动机.....	1
第二节 研究思路与研究方法.....	2
第三节 主要创新.....	4
第二章 理论与文献综述	6
第一节 公司治理的一般理论.....	6
第二节 机构投资者概念的界定	29
第三节 国外机构投资者参与公司治理的文献综述	35
第四节 我国机构投资者参与公司治理的相关研究	40
第三章 股东积极主义行为的兴起及演变	42
第一节 股东积极主义的内涵	42
第二节 美国机构投资者的“股东积极主义”行为	44
第三节 国外机构投资者参与公司治理的效果	54
第四节 股东积极主义典型案例 ——CalPERS、TIAA - CREF	57
第四章 我国机构投资者参与公司治理的现状分析	61
第一节 我国各类机构投资者的发展状况	61
第二节 我国各类机构投资者参与公司治理的案例分析	67
第三节 影响我国机构投资者监督效果的主要因素	97
第五章 机构投资者参与公司治理的必要性分析	100

第一节 理论上的必要性分析.....	100
第二节 现实中的必要性分析.....	103
第六章 机构投资者参与公司治理的可行性分析.....	112
第一节 理论上的可行性分析.....	112
第二节 现实中的可行性分析.....	122
第七章 机构投资者参与公司治理的障碍及建议	143
第一节 现实障碍.....	143
第二节 应对建议.....	150
参考文献.....	154
后记.....	157

第一章 导 论

第一节 研究动机

20 世纪 80 年代中期，国外机构投资者逐渐放弃“华尔街法则”，从“用脚投票”转为积极参与公司治理的“用手投票”。这一转变有利于解决公司治理中存在的问题，如加强了对管理者的监督力度，有效地解决了上市公司治理机制中个人投资者监督成本内化和收益外化的“搭便车”问题；有利于公司治理的加强，以及绩效的提升，从而推动股份制经济的进一步发展；有利于证券市场的稳定和发展，从而促进公司外部治理的加强。

在我国由于上市公司股权结构不合理，致使公司治理结构存在致命的缺陷。长期以来，我国国有股“一股独大”且不上市流通，导致缺乏权力制衡的产权基础，因而国有股对公司的控制权大于其实际的出资比例，形成了对公司的超强控制。另一方面，国有股的最终所有权并不明确，国有资产的剩余索取权和控制权缺乏人格化的代表，形成了对公司的超弱控制。这两方面原因造成了公司被“内部人控制”，且过度融资、恶意圈钱和掏空上市公司等行为屡见不鲜，同时也为证券市场带来一系列问题。

目前，我国国有上市公司的股权分置改革已结束，非流通股上市，非流通股股东也要受到市场对其行为的检验。我国也可借鉴国外机构投资者参与公司治理的经验，尝试用机构投资者

“补位”，弥补国有股退出的空间，不仅可以改善上市公司的股权结构，而且可以改善其治理结构，也意味着公司剩余索取权与控制权由分离向合一转变。

此外，从2005年年底我国证券投资基金的规模开始了有始以来最具爆发力的一轮增长。大量的社会闲散资金掌握在证券投资基金手中，如果投资基金以短期投资为主，则将加剧我国证券市场的波动，如果投资基金以长期投资为主并参与公司治理，将有助于稳定证券市场、改善公司治理结构、降低初始投资者的投资风险。

因而，我国机构投资者参与上市公司的治理存在一定的可行性与必要性。对其可行性与必要性从理论与现实两方面进行分析，能进一步明确，机构投资者作为一个特殊的投资群体参与公司治理对我国现阶段改善公司治理及规范证券市场的重要作用。另外，通过对其可行性与必要性的分析，还可以揭示机构投资者参与上市公司治理存在的障碍，进而探求解决方案。

第二节 研究思路与研究方法

一、研究思路

本书对机构投资者参与公司治理的可行性研究按以下逻辑框架展开：

公司治理和机构投资者的一般理论介绍是本书的理论基础，对机构投资者参与公司治理的文献综述为本书的研究提供了方向。

股东积极主义行为的兴起及演变和我国机构投资者参与公司

治理的现状分析是本书研究的起点。这两部分分别介绍了国外机构投资者参与公司治理的起源及其治理效果；国内各类机构投资者的发展状况及其参与公司治理的现状；国内外机构投资者参与公司治理的主要案例；并针对我国机构投资者参与治理的积极性不高、监督效果不理想的问题，从股权结构、法律制度、证券市场、监督者内部四个方面分析了原因。

机构投资者参与公司治理的可行性是本书的主要研究对象。可行性研究是建立在必要性研究基础之上的。本书从理论与现实两方面来阐述机构投资者行使积极股东权利的必要性。从理论上来看，机构投资者的介入有利于解决公司治理中的“搭便车”问题、“大股东控制问题”、“内部人控制问题”；从我国现实情况来看，机构投资者能够缓解我国特殊制度背景下的“内部人控制”现象，促进我国后股权分置时代控制权市场的发展，还有利于我国证券市场的稳定。必要性研究的结果为可行性研究提供了支持。可行性研究开始于理论上的分析，包括机构投资者参与公司治理的成本与收益的分析、参与治理的方式的分析、参与治理的程度的分析，这些分析证明了机构投资者的监督行为在理论上存在可能；结合我国现实情况，近期的股权分置改革为机构投资者提供了更多的话语权，近期证券投资基金规模的激增壮大了机构投资者的力量，对于机构投资者内部异质性的忽视为整体提升我国机构投资者的股东积极性提供了思路，还有一个新案例——机构投资者在股权分置改革中发挥了治理功能，这些分析都证明了在我国机构投资者参与公司治理存在可行性。

当然，以我国目前的经济发展现状，机构投资者参与公司治理也存在诸多障碍，如法律制度方面的、证券市场方面的、机构

投资者的委托人——原始投资者方面的、机构投资者自身内部治理方面的。完成以上研究后，本书在结尾处，提出了促进机构投资者成为积极股东的建议：构建适合机构投资发展壮大的法律制度，创建各种机构投资者服务机构，加快我国证券市场的发展。

二、研究方法

（一）理论与实证研究相结合的方法

理论研究主要用于机构投资者参与公司治理在理论上的必要性和可行性的研究。实证研究不仅包括引用已有的实证研究成果还包括描述性的分析，主要涉及对机构投资者参与公司治理在现实中的可行性、必要性和障碍的研究。

（二）比较研究方法

主要用于机构投资者异质性问题的研究。

第三节 主要创新

本书的选题在我国公司治理研究领域中具有一定的前瞻性。20 世纪 90 年代末，虽然机构投资者积极参与上市公司治理已经成为国外成熟市场国家资本市场研究的热点和重点话题，但是在我国这一领域的研究刚刚起步。以往的研究都将股权分置问题作为机构投资者参与公司治理的一大障碍，而对于后股权置时代我国机构投资者参与公司治理问题的研究还很少见。这是本文的最大创新。具体说来如下：

（1）研究了后股权分置时代我国机构投资者参与公司治理的可行性问题。刚刚结束的股权分置改革为机构投资者发挥积极

股东作用带来了机遇，近两年来证券投资基金规模的激增也为机构投资者发挥作用创造了条件。本书结合最新数据，分析最新形式下的机构投资者参与公司治理问题是一个创新点。

(2) 本书分析了机构投资者的异质性，并提出我国机构投资者股东积极性不足的原因是各类机构投资者比重不合理。理想的监督者——社保基金、保险资金所占比重太低，监督积极性最小的证券投资基金比重过高。

(3) 本书详细分析了机构投资者参与公司治理中存在的多重委托代理关系，并提出了第一重代理关系中的委托人（即原始投资者）的态度对机构投资者是否参与公司治理起决定性作用。

(4) 本文对于机构投资者参与公司治理的实际操作问题进行了研究。以往所见文献中很少提及具体操作问题。本文分析了我国机构投资者实际运行中基金持有人、发起人、管理人、托管人四者之间的关系，认为目前机构投资者实为基金管理人控制，而且存在内部治理的问题。我国的基金管理人还掌控着社保、保险、银行、企业年金间接入市资金。因而，规范基金管理人的行为对机构投资者发挥积极股东作用极其重要。

第二章 理论与文献综述

第一节 公司治理的一般理论

一、公司治理的概念

现代企业的所有权与经营权分离，以及由此产生的委托代理关系，是公司治理问题产生的根源。当所有权与经营权分离时，委托代理关系产生，所有者为委托人，经营者为代理人。由于双方激励不相容、信息不对称、责任不对等，使得代理人易出现道德风险和逆向选择。为此，企业所有者（委托人）构建一套机制来保障自己的利益，限制经营者（代理人）损害自己利益行为。

公司治理问题是现代经济学一个重要的研究领域，多位学者曾从不同的角度讨论了公司治理的概念，但至今尚未达成一致认识。

（一）从公司治理作用的角度来定义

Oliver Hart 在《公司治理理论与启示》一文中提出了公司治理理论的分析框架。他认为，只要以下两个条件存在，公司治理问题就必然在一个组织中产生。第一个条件是代理问题，确切的说组织成员（可能是所有者、工人或消费者）之间存在利益冲突；第二个条件是，交易费用之大，使代理问题不可能通过合

约解决。他这样解释道,在没有代理问题的情况下,公司中所有的个人都可以被指挥去追求利润或企业净市场价值的最大化,或者去追求最小成本,个人因为对公司活动的结果毫不关心而只管执行命令,每个人的努力和其他各种成本都可以得到补偿,因此不需要激励机制调动人们的积极性,也不需要治理结构来解决争端,因为没有争端可言。如果出现代理问题并且合约不完全,则公司治理结构就至关重要。标准的委托代理人模型假定签订一份完全合约是没有费用的,然而,实际签订合约的费用可能很大,如果这些交易费用存在,所有的当事人不能签订完全的合约,而只能签订不完全合约。如果初始合约模棱两可,当新的消息出现,合约将被重新谈判,否则就引起法律争端。因此,Hart指出,在合约不完全的情况下(代理问题也将出现),治理结构确定有它的作用。治理结构被看作一个决策机制,而这些决策在初始合约下没有明确的设定,更确切的说,治理分配公司非人力资本的剩余控制,即资产使用权如果没有在初始合约中详细设定的话,治理结构决定其将如何使用。由此可以看出,Hart是将代理问题和合约的不完全性作为公司治理存在的条件和理论基础。

(二) 从公司治理基本问题的角度来定义

对公司治理基本问题的解释是 Philip L. Corhran 和 Steven L. Wartick 提出的。他们在 1988 年发表的《公司治理——文献回顾》一文中指出:公司治理问题包括高级管理阶层、股东、董事会和公司其他利害相关者相互作用中产生的具体问题。构成公司治理问题的核心是:①谁从公司决策/高级管理阶层的行动中受益;②谁应该从公司决策/高级管理阶层的行动中受益?当在“是什么”和“应该是什么”之间存在不一致时,一个公司的治

理问题就会出现。为了进一步解释公司治理中包含的问题，他们引述了 Buckhoiz 的论述，将公司治理分为四个要素，每个要素中的问题都是与高级管理阶层和其他主要的相关利益集团相互作用有关的“是什么”和“应该是什么”之间不一致引起的。具体来说，就是管理阶层有优先控制权，董事过分屈从于管理阶层，工人在企业管理上没有发言权以及政府监管过于宽容等。每个要素关注的对象是这些相关利益人集团中的一个，如股东、董事会、工人和政府。对于这些问题，解决的办法可以是加强股东的参与、重构董事会、扩大工人民主和严格政府管理。他们认为：“理解公司治理中包含的问题，是回答公司治理是什么这一问题的一种方式。”

（三）从制度安排的角度来定义

将公司治理解释为一种制度安排也是一种很有影响的观点。英国牛津大学管理学院院长柯林·梅耶（Myer）在他的《市场经济和过渡经济的企业治理机制》一文中，把公司治理定义为：“公司赖以代表和服务于他的投资者的一种组织安排。它包括从公司董事会到执行经理人员激励计划的一切东西……公司治理的需求随市场经济中现代股份有限公司所有权和控制权相分离而产生。”斯坦福大学的钱颖一教授也支持制度安排的观点。他认为：“在经济学家看来，公司治理结构是一套制度安排，用以支配若干在企业中有重大利害关系的团体——投资者（股东和贷款人）、经理人员、职工之间的关系，并从这种联盟中实现经济利益。公司治理结构包括：①如何配置和行使控制权；②如何监督和评价董事会、经理人员和职工；③如何设计和实施激励机制。”

钱颖一教授在他的论文《中国的公司治理结构改革和融资

改革》中提出：“公司治理结构是一套制度安排，用来支配若干在企业中有重大利害关系的团体，包括投资者、经理、工人之间的关系，并从这种制度安排中实现各自的经济利益。公司治理结构应包括：如何配置和行使控制权；如何监督和评价董事会、经理人员和职工；如何设计和实施激励机制。”

（四）从公司治理具体形式的角度来定义

在《新帕尔格雷夫货币与金融大词典》的“公司治理”条目中，接管市场被看作是过去 25 年里英美公司治理有效的、简单的和一般的方法。它的本质是使经营者忠于职责。因为没有接管市场的压力，经营者就会玩忽职守，侵蚀股东权益。而且，在其他对公司治理可能产生影响的因素不起作用的环境下，比如说，在董事会、经理市场、产品市场、贷款人约束不起作用的情况下，接管却仍能发挥作用。但是，由于决策失误和成本高昂，近年来它的影响已经下降，人们重新对董事会发生兴趣，把它作为监督经营者、协调股东与经营者关系的工具。另一方面，机构投资者被视为改善公司治理的重要力量，尽管它们本身存在自己的代理问题。这个词条没有直接给出公司治理的定义，但对它的主要形式作了描述。

（五）从公司治理的制度构成与制度功能的角度来定义

就影响企业经营行为的因素而言，企业制度、企业文化、自我调控机制、资本市场以及企业的法律环境等都是公司治理的组成部分。瞿林瑜（1996）认为，企业作为一个经济组织，它需要一个有效的制衡、协调、监督和赏罚的制度结构及市场结构。而企业的治理结构就是指该制度结构和市场结构。对于股份公司而言，股东会和董事会对企业管理者的任免、监督和评价以及监

事会的监督，就是公司治理的制度结构，而通过来自债权的监督以及来自股票市场的压力来对企业经营行为施加影响，即为公司治理的市场结构。

美国公司董事协会在 20 世纪 80 年代初是这样理解公司治理的：它是确保企业长期战略目标和计划得以确立，能够按部就班地实现这些计划的一种组织制度安排，公司管理机构还要确保维护公司的向心力和完整性，保持和提高公司声誉，对与公司发生各种社会经济联系的团体和个人承担相应的义务和职责的职能。

蒙克（Monks，1995）把公司治理定义为影响公司的方向和业绩表现的各类参与者之间的关系。主要参与者包括：①股东；②经理；③董事会；④其他利害相关者。它们之间的关系涉及主要参与者的权利、责任和影响，以及在决定公司的方向、战略、业绩表现上能做什么和应该做什么。

国内学者吴敬琏教授认为：“所谓公司治理结构，是指由所有者、董事会和高级经理三者组成的一种组织结构，在这种结构中，上述三者之间形成一定的制衡关系。通过这一结构，所有者将自己的资产交由公司董事会托管；公司董事会是公司的决策机构，拥有对高级经理人员的聘用、奖惩和解雇权；高级经理人员受雇于董事会，组成在董事会领导下的执行机构，在董事会的授权范围内经营企业。”^①

以上学者从不同角度对公司治理进行定义，这些定义从不同侧面反映了什么是公司治理，加深了人们对公司治理的理解。但这些定义均存在很大程度的片面性。

^① 吴敬琏：《现代公司与企业改革》，天津人民出版社，1994 年。