



中大管理论丛

机构投资者与 公司治理关系研究

王彩萍 著



经济科学出版社



中大管理论丛

机构投资者与 公司治理关系研究

王彩萍 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者与公司治理关系研究 / 王彩萍著. —北京:
经济科学出版社, 2007. 8

(中大管理论丛)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6455 - 9

I. 机… II. 王… III. 金融机构 - 金融投资 - 关系 -
企业管理 - 研究 IV. F830.59 F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 109223 号

感谢中山大学日本笹川良一优秀青年基金“博士创新项目研究”的资助！

感谢中山大学文科青年教师科研基金项目“机构所有权对上市公司治理决策的影响研究”（项目批准号：4101024）的资助！

感谢教育部人文社会科学研究项目“机构持股对公司治理决策的影响研究”（项目号：06JA630077）！

序

处于转轨经济背景下，中国证券市场的发展无任何可借鉴的成功经验，而随着经济的全球化发展，证券市场国际化的步伐加快。因此，我国证券市场既处于一个摸着石头过河的阶段，也处于一个日新月异的时期。这样的制度环境给我们提供了很多有趣的研究话题，机构投资者与公司治理研究就是其中的一个。

关于公司治理的话题一直以来都是证券市场上讨论的热门话题，如何完善上市公司治理，无论是管理层、实务界还是学术界都给予了很大的关注。在我国特殊的股权结构下，加之相关法制建设的不完善，股东大会、董事会、监事会不能发挥其应有的作用，同时控制权市场、经理人市场发展也不成熟，难以实现其外部治理的效果。那么，随着我国以证券投资基金为主的机构投资者力量的发展壮大，投资理念的日趋成熟，他们对上市公司治理结构的完善甚而对企业价值的提高存在什么影响呢？王彩萍所著的《机构投资者与公司治理关系研究》正是通过实证研究，回答了这个问题我们共同关注的问题，目前关于这一话题的实证研究在国内还是凤毛麟角。这本书研究思路清晰，对国内外关于机构投资者与公司治理关系的研究文献进行了很好的梳理和概括，采用了理论研究和实证研究相结合的方法，从机构持股与上市公司高级管理层薪酬关系、机构持股与控制权转移关系两个视角分别进行了实证分析，并得出了有意义的结论。当然，相对于中国证券市场目前的发展状况来说，这一研究话题较新，在某种意义上带有探索性质的研究，还存在着一些不完善之处。

王彩萍跟随我读研究生和博士共5年，她是一个踏实勤奋、严谨认真的学生，在读书期间已经在《管理世界》、《经济研究》、《管理工程学报》等重要期刊发表论文十余篇。本书是由她的博士论文改写而成的，也是她对多年来学习和研究工作所交的一份答卷。学术研究是一份艰辛而具有挑战性的工作，我很高兴看到王彩萍的成

长，同时更希望她在今后的教学与科研工作中，能继续以积极、创新的态度要求自己，取得更大的进步。

李善民

中山大学管理学院教授、博士生导师
2006年10月23日于康乐园

摘 要

公司治理一直是资本市场研究的热点话题，如何有效地减少委托人和代理人之间利益目标的差异，各种治理机制在不同时期发挥着不同的作用，在 20 世纪 90 年代，机构投资者成了公司治理的主角。本书结合我国实践和理论发展的最新需要，以机构投资者与公司治理的关系为主题，研究了新兴和转轨经济的制度背景下，我国的机构投资者在公司治理中的作用。

在对公司治理理论、所有权理论以及国外关于机构投资者与公司治理研究文献回顾的基础上，本书结合我国所有权结构、公司治理状况和机构投资者发展等制度背景，分析了我国机构投资者持股公司特征和机构投资偏好；并以我国上市公司为样本，进一步从机构投资者与上市公司高级管理层薪酬激励机制，以及机构投资者与控制权转移机制之间的关系这两个方面来论述我国机构投资者与公司治理的关系。由于我国机构投资者的发展是一个渐进的过程，因此分年度进行研究将有助于把握其在不同年度所体现的特征和发展趋势。实证检验发现：

1. 我国以证券投资基金为主的机构投资者所持股上市公司在治理状况、盈利能力等方面优于非基金持股的上市公司，开放式基金持股的上市公司与封闭式基金持股的上市公司在治理状况方面存在显著差异；但仅从 2003 年开始，我国机构投资者才能够通过“用手投票”和“用脚投票”的方式对上市公司的业绩产生影响，体现出积极投资者的作用。同时，对机构投资者反对中兴通讯 H 股发行以及证券投资基金联合反对招商银行发行可转换债券再融资这两个案例研究表明，实践中我国机构投资者已经逐步形成积极关注上市公司治理和决策的理念，他们通过基金联合、私下协商、股东大会、股票市场等多种方式来试图影响上市公司的经营决策。这些关于机构投资者影响和行为的发现为进一步研究机构投资者与公司治理的关系提供了必要的前提条件。

2. 通过对机构投资者与上市公司高级管理层薪酬激励机制关系的检验我们发现, 2003 年国有控股样本中机构投资者持股与上市公司年度薪酬总额之间存在显著负相关关系, 这表明我国机构投资者对上市公司的薪酬水平存在着负面的影响和替代作用, 但是这种情况在对其他年度和样本的分析中并不普遍, 更多情况下的检验结果发现, 虽然机构投资者客观上可能具有一定选股能力, 但是并没有发挥对上市公司薪酬机制“用手投票”的积极监督作用。同时, 从整体上我国的机构投资者并没有体现出偏好薪酬绩效敏感型公司的特征, 不具有“用脚投票”的顾客效应。因此, 从机构投资者与上市公司薪酬机制之间关系的角度来看, 仅有微弱的证据可以表明我国机构投资者能够积极参与公司治理并影响上市公司的薪酬水平。

3. 通过对机构投资者在控制权转移过程中所扮演角色的实证检验发现, 以 2000~2002 年的数据分析表明, 目前我国的机构投资者尚不是积极的投资者, 他们在控制权转移事件发生之前不能通过积极行动参与公司治理、提高上市公司价值从而降低公司控制权转移发生的可能性; 但是在 2003 年公司控制权转移之后, 结合 2003 年和 2004 年相关数据研究的结果却发现, 我国机构持股变化与上市公司接管前后企业价值的变化正相关, 这表明 2003 年开始我国机构投资者在客观上已能够影响上市公司治理并发挥一定的积极作用。

综上, 本书的经验研究结果表明, 近年来以证券投资基金为主的我国机构投资者正处于一个投资理念的转变期, 价值投资理念正逐步形成, 开始有了积极参与上市公司治理决策的相关行动, 并在客观上对上市公司治理存在一定的影响, 同时这些影响的效果在 2003 年开始逐步得以体现。

本书在对我国机构投资者与公司治理关系实际情况和经验检验的基础上, 从政府监管层、上市公司以及机构投资者本身三个方面, 分别提出相关政策建议, 以促进我国机构投资者的发展, 并进一步推动机构投资者积极关注和影响上市公司治理和经营决策。

Abstract

Corporate governance is the hot topic in capital market. Different mechanism acts as different role to reduce the object gap between the principal and the agent, and in the 1990's institutional investors have become more and more important. According to the latest development about the theory and practice in this area, this book focuses on how our country's institutional investors affect corporate governance in the emerging and transition markets.

Based on the review of theories on corporate governance, ownership structure and some researches focusing the relationship between institutional investors and corporate governance, and the background of China, we study the characteristics of the companies which are held by institutional investors. Then we investigate the relationship between the institutional ownership and executive compensation, and actions of institutional investors taking in takeover using the data of the listed companies in China, the results of these studies will help us to understand the relationship between institutional investors and corporate governance. We take our research year by year to look for different characteristics in different times because institutional investors do develop stage by stage. The empirical results are these.

1. The companies held by institutional investors were better in corporate governance and earning than those not held by institutional investors, but only in 2003 and in 2004, we found that institutional investors can affect performance of the companies through "vote with voice" and "vote with feet", and they acted as active investors. We also found that the institutional investors in our country have begun to care about corporate governance, and they tried to make influence to corporate decision through private negotiation, general meeting or stock market. These findings were

necessary conditions for studying relationship between institutional investors and corporate governance in next step.

2. Though the relationship between institutional investors and executive compensation is very important, there are few relevant studies in our country. We made an investigation on whether institutional investors in China could affect executive compensation. The results were that the existence of institutional investors in top ten shareholders of Chinese listed companies significantly reducing executive compensation according to the data of SOE in 2003, but in other years we couldn't find any evidence. So there were few evidences that institutional investors in our country actively attend corporate governance and affected executive compensation.

3. In the third step we studied what do institutional investors do during takeover. The empirical results were that our country's institutional investors still can not attend corporate governance and take actions to low the probability of being targets according to the data of 2000 - 2002. However, after takeover we can find that there existed positive relationship between the change of institutional ownership and the change of company's value, this told us that institutional investors had begun affect corporate governance and acted as active investors since 2003 in China.

In a word, the institutional investors in our country are forming the idea of value investment in this transitional time. They have taken some actions to affect corporate governance and corporate decisions actively since 2003.

Based on these empirical results, we make some advice to governance, listed company and institutional investors, these advices will benefit to promote the development of institutional investors and promoting institutional investors to care more about corporate governance.

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 研究动机	(1)
第二节 研究的角度和主要内容	(2)
第三节 研究方法和本书框架	(4)
第四节 主要创新	(5)
第二章 理论与文献综述	(7)
第一节 公司治理相关理论回顾	(7)
第二节 机构投资者参与公司治理文献综述	(15)
第三节 我国机构投资者与公司治理关系的研究	(34)
第三章 我国所有权结构、公司治理与机构投资者发展分析	(37)
第一节 我国的所有权结构与公司治理机制研究	(37)
第二节 我国机构投资者的发展与投资约束	(44)
第三节 我国机构投资者持股上市公司特征比较研究	(56)
第四节 中兴通讯 H 股发行事件案例研究	(68)
第五节 招商银行可转债发行案例研究	(80)
第六节 本章概括与讨论	(89)
第四章 机构投资者参与公司治理：基于薪酬机制的检验	(91)
第一节 理论分析与文献概括	(91)
第二节 研究设计与描述性统计	(95)
第三节 实证检验与结果讨论	(98)
第四节 本章结论	(114)
第五章 机构投资者参与公司治理：基于控制权转移的检验	(115)
第一节 研究内容	(115)

第二节	控制权转移中机构投资者角色的实证检验	(116)
第三节	本章结论	(124)
第六章	结论、建议与研究局限	(125)
第一节	主要结论和政策建议	(125)
第二节	研究局限	(128)
参考文献		(129)

第一章 绪 论

第一节 研究动机

无论是 Berle 和 Means 所提倡的所有者、经营者治理，还是近期学者所倡导的所有者、经营者和其他利益相关者共同治理，如何利用一定的内部和外部治理机制，对企业的管理者进行激励和监督，使其行为目标与公司股东的目标相一致，是公司治理要解决的首要问题。这些机制主要包括股东大会、董事会、管理层薪酬等进行激励监督的内部机制，以及产品市场、经理人市场、公司控制权市场、机构投资者监督等外部机制，治理模式不同，治理机制的侧重点也不同。

如果把各种公司治理机制看作一个整体，机构投资者在 20 世纪 90 年代英、美等成熟市场国家的公司治理舞台上，无疑已经成为了公司治理的主角。他们对财务状况陷入困境的公司提出警告，对公司管理层薪酬方案提出异议，采取行动收集代理投票权使公司的反接管提案无法通过……机构投资者的行动部分纠正了管理者错误决策和短视行为，增加了公司信息的透明度，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。无可置疑，在当今世界的公司治理中，机构投资者的存在对证券市场的稳定和上市公司治理结构的完善起着不可或缺的作用。

在我国，以证券投资基金为主的机构投资者在近八年来得到了长足的发展，同时这八年的发展历程也是我国证券投资基金价值投资抑或投机操作理念反复、震荡变化的过程。2000 年 7 月《财经》杂志关于嘉实基金管理公司内部“地震”的报道揭示了嘉实基金内部关于投资理念的长期争论，争论的焦点就是证券投资基金应当进行长期分散化投资，还是进行重仓短期炒作。这一事件给证券投资基金市场带来了巨大的震动。随后，《财经》杂志 2000 年 10 月号关于“基金黑幕”^①的报道也为规范我国证券投资基金的发展和加强对证券投资基金的监管敲响了警钟。自此以来，随着证券市场对于基金监管的加强，以及证券市场逐步开放过程中外资对中国基金市场的介入和合格外国机构投资者的引入（QFII），价值投资的理念越来越得到广泛的认同，对证券市场的影响也

① 平湖、李簪：《基金黑幕：关于基金行为的研究报告解析》，载《财经》2000 年 10 月号。

日益扩大。与此同时，中国证券投资基金的运作和发展已经较好地完成了试点工作，正处于一个规范制度基础上的迅速发展和大力推广阶段的起点上（巴曙松，2003）。随着2004年11月5日《证券投资基金管理暂行办法》被正式废止，20%国债的强制持仓规定不复存在。近年来基金在量上不断扩张，其持股所占流通股的比重逐年上升。在2005年基金规模已经超过3000亿元的情况下，上市公司已经不能完全忽视基金的意见，这也使得上市公司大股东与流通股股东权利失衡的局面得以改观，管理决策层不得不重视以基金为代表的流通股股东的意见，从而推出了一系列的政策，包括2004年底和2005年初推出的分类表决制和上市公司IPO的“询价制度”，赋予了流通股股东更多的话语权，参与上市公司管理（刘传葵，2005）。但由于基金业绩评价体系短期化的缺陷等原因，近年来我国以证券投资基金为主的机构投资者的存在是否对上市公司治理机制的完善和上市公司行为决策产生直接或者间接的影响？这是本书所要回答的中心问题。国内对这一话题的相关研究主要集中在定性分析方面，定量的经验研究还十分缺乏，仅有肖星和王琨（2005）从机构持股与关联交易资金占用的角度研究认为我国的机构投资者已经在一定程度上关注上市公司治理，并参与公司的经营决策。本书将在对国外研究文献回顾的基础上，通过经验研究从机构持股对治理机制和公司决策行为影响的多个不同方面进一步对此问题加以论证，并结合我国特殊的制度背景，分析我国机构投资者积极参与公司治理尚存在的障碍，以期为我国上市公司治理的完善和机构投资者的进一步发展，提供相关的理论依据和经验参考。

同时，对这一问题的研究具有重要的政策意义。2002年Clasessens和Fan在回顾亚洲各国公司治理研究后指出，在中国这样的发展中国家，由于缺乏完善的法律体系对小股东进行保护，发展机构投资者在内的其他公司治理机制将大大促进市场的规范和良性发展；2004年初，国务院在出台的《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》中也指出，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。可见，无论是学术界还是政策层都对我国机构投资者的发展寄予了厚望。因此，本书经验研究的结果对于正确评价我国机构投资者上市公司治理中所充当的角色，以及完善上市公司治理将具有重要的理论意义和实践价值。

第二节 研究的角度和主要内容

本书研究的目的主要是在对国外机构投资者积极参与公司治理的动因、方式以及效果等回顾的基础上，结合我国相关的制度背景，研究近年来我国机构投资者在开始引入价值投资理念之后其与上市公司治理的关系。受实践发展的

制约，本书将从机构投资者的角度研究上市公司治理问题，具体包括机构投资者持股上市公司的特征以及机构投资者行动的背景研究、对机构投资者与企业高级管理层薪酬关系经验检验、对机构投资者与上市公司控制权转移的关系经验检验。对上述问题的研究发现，将有助于回答目前我国机构投资者与公司治理的关系问题。

本书研究的主要内容包括以下几个方面。

一、公司治理理论

在对代理理论、所有权理论等进行回顾的基础上，对英、美以市场为主导的和日、德以银行为主导的两种主要公司治理模式及主要治理机制进行分析。以此为基础，对国外机构投资者的发展背景、主要类型进行综述和概括，进而回顾其参与公司治理的动因及不利因素、机构投资者参与公司治理的方式和方法，最后对机构投资者参与公司治理的影响进行回顾，这主要包括作为公司治理机制的一种机构投资者参与公司治理对其他内外部治理机制的影响，对企业决策和企业价值以及其他利益相关者的影响等方面。同时本书还对我国关于机构投资者和公司治理关系的研究文献进行回顾，在此基础上进行对比分析和评论，并就该问题指出我国目前需要研究的重点。

二、我国的制度背景研究

所有权结构是特定公司治理模型形成的一个重要原因。本部分将对我国的所有权结构及其成因进行研究，并结合我国目前主要的公司治理机制，分析其存在的主要问题。同时，作为本书的研究主体，本研究将对我国机构投资者所包括的主要类型及其发展状况进行分析。这部分的研究将有助于我们了解机构投资者的发展对于我国公司治理的重要意义，而对我国公司治理实践的回顾，也为下文对机构投资者与公司治理关系的经验分析视角的选择奠定了基础。

同时，这一部分还将以描述性统计和案例分析的方法，对近年来我国以证券投资基金为主的机构投资者投资持股与否的上市公司其在公司治理、盈利能力等方面是否存在差异进行统计研究，以及对开放式基金和封闭式基金持股公司在治理特征等方面是否存在差异进行研究，并进一步分析我国以证券投资基金为主的机构投资者与企业业绩的关系；对以基金为主体的机构投资者参与阻止中兴通讯在香港市场发行 H 股的案例展开实证研究，分析我国机构投资者参与公司治理的动因，可以选择的方式以及存在的障碍。这一部分的研究结果，将为以下章节的经验检验提供分析的制度背景。

三、从企业高级管理层薪酬视角的检验

薪酬激励机制作为公司治理机制的一种，与机构投资者监督机制之间存在着

一定的相互关系。对上市公司机构持股与企业高级经理层薪酬关系的研究是从两个方面进行的。其一是机构持股对高级管理人员薪酬水平直接影响的研究；其二是机构持股对高级管理人员薪酬变化绩效敏感性（Pay-for-Performance）影响的研究。这两个方面研究的实证结果，将有助于定量地揭示我国的机构投资者是否影响上市公司治理。

四、从上市公司控制权转移视角的检验

在上市公司控制权转移过程中，机构投资者充当了什么角色。从上市公司控制权转移视角的检验将有助于回答这个问题。本部分将分上市公司控制权转移之前和控制权转移之后两个阶段，对机构投资者所扮演的角色进行经验研究，并结合相关背景进行分析。

在对上述内容研究分析的基础上，结合国内外制度背景的差异以及我国机构投资者参与公司治理的现状，提出发展机构投资者、完善上市公司治理的政策建议。

第三节 研究方法和本书框架

一、研究方法

本书从理论和实证两个方面对机构投资者参与公司治理进行探讨。对以上内容研究，主要采用以下研究方法：

（1）描述性统计分析。这一方法主要用于第三章对机构持股上市公司特征的比较研究。

（2）案例调查。用于对中兴通讯机构投资者干预公司发行 H 股案例的研究。

（3）GLS 回归分析法。主要用于从企业高级管理层薪酬角度对机构持股与之关系的研究（第五章），以及第四部分对控制权转移之后机构持股变化和企业价值变化之间关系的研究。

（4）Logit 回归分析法。用于对控制权转移之前机构持股对上市公司成为接管目标可能性影响的预测研究。

二、本书框架

本书的研究框架见图 1-1。

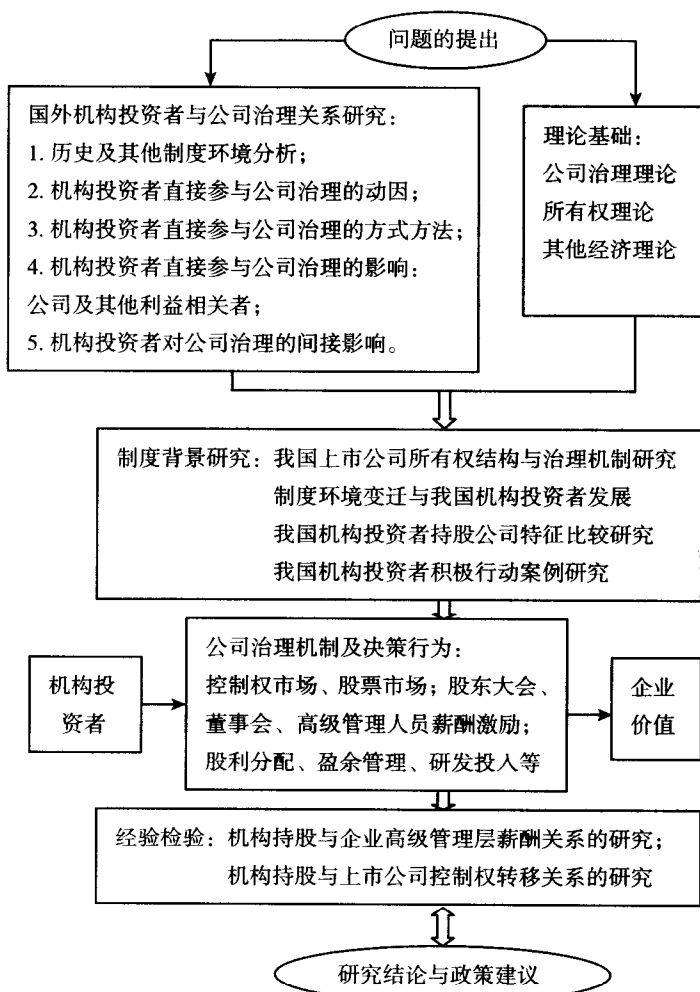


图 1-1 研究框架

第四节 主要创新

本研究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才刚刚起步。而且大多数研究着重于理论分析，经验研究较少，这与我国积极提倡发展机构投资者、促进其在公司治理中的作用是不相一致的。因此，本书主要创新可以概括为把理论研究和经验研究相结合，通过经验数据定量地揭示目前我国机构投资者与公司治理的关系，并结合相关理论和我国特殊的制度背景进行分析。具体