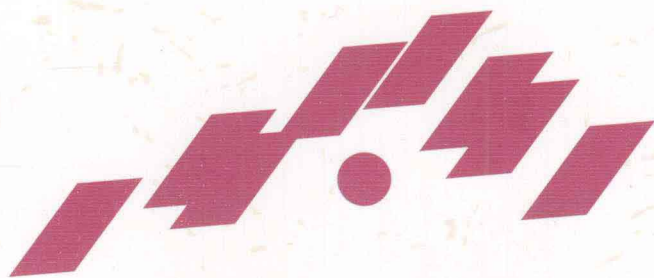




江苏师范大学哲学社会科学文库

中国上市公司 机构投资者治理及 会计反应研究

罗栋梁 著



中国社会科学出版社

江苏师范大学哲学社会科学

中国上市公司 机构投资者治理及 会计反应研究

罗栋梁 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司机构投资者治理及会计反应研究/
罗栋梁著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 11

ISBN 978 - 7 - 5161 - 3715 - 4

I. ①中… II. ①罗… III. ①上市公司—机构投资者—研究—中国 ②上市公司—会计检查—研究—中国
IV. ①F279. 246 ②F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 285902 号

出 版 人 赵剑英

选题策划 卢小生

责任编辑 卢小生

特约编辑 李舒北

责任校对 王雪梅

责任印制 李 建



出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)

网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619

发 行 部 010 - 84083635

门 市 部 010 - 84029450

经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂

装 订 廊坊市广阳区广增装订厂

版 次 2013 年 11 月第 1 版

印 次 2013 年 11 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 13.5

插 页 2

字 数 229 千字

定 价 39.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话: 010 - 64009791
版权所有 侵权必究

在创新语境中努力引领先锋学术

(总序)

任 平*

2013 年江苏师范大学文库即将问世，校社科处的同志建议以原序为基础略做修改，我欣然同意。文库虽三年，但她作为江苏师大学术的创新之声，已名播于世。任何真正的创新学术都是时代精神的精华、文明的活的灵魂。大学是传承文明、创新思想、引领社会的文化先锋，江苏师大更肩负着培育大批“学高身正”的师德精英的重责，因此，植根于逾两千年悠久历史的两汉文化沃土，在全球化思想撞击、文明对话的语境中，与科学发展的创新时代同行，我们的人文学科应当是高端的，我们的学者应当是优秀的，我们的学术视阈应当是先锋的，我们的研究成果应当是创新的。作为这一切综合结果的文化表达，本文库每年择精品力作数种而成集出版，更应当具有独特的学术风格和高雅的学术品位，有用理论穿透时代、思想表达人生的大境界和大情怀。

我真诚地希望本文库能够成为江苏师大底蕴深厚、学养深沉的人文传统的学术象征。江苏师大是苏北大地上第一所本科大学，文理兼容，犹文见长。学校 1956 年创始于江苏无锡，1958 年迁址徐州，1959 年招收本科生，为苏北大地最高学府。60 年代初，全国高校布局调整，敬爱的周恩来总理指示：“徐州地区地域辽阔，要有大学。”学校不仅因此得以保留，而且以此为强大的精神动力得到迅速发展。在 50 多年办学历史上，学校人才辈出，群星灿烂，先后涌现出著名的汉语言学家廖序东教授，著名诗

* 任平，江苏师范大学校长。

人、中国现代文学研究专家吴奔星教授，戏剧家、中国古代文学史家王进珊教授，中国古代文学研究专家吴汝煜教授，教育家刘百川教授，心理学家张焕庭教授，历史学家臧云浦教授等一批国内外知名人文学者。50多年来，全校师生秉承先辈们创立的“崇德厚学、励志敏行”的校训，发扬“厚重笃实，艰苦创业”的校园精神，经过不懈努力，江苏师大成为省重点建设的高水平大学。2012年，经过教育部批准，学校更名并开启了江苏师范大学的新征程。作为全国首批硕士学位授予单位、全国首批有资格接收外国留学生的高校，目前有87个本科专业，覆盖十大学科门类。有26个一级学科硕士点和150多个二级学科硕士点，并具有教育、体育、对外汉语、翻译等5个专业学位授予权和以同等学力申请硕士学位授予权，以优异建设水平通过江苏省博士学位立项建设单位验收。学校拥有一期4个省优势学科和9个重点学科。语言研究所、淮海发展研究院、汉文化研究院等成为省人文社会科学重点研究基地；以文化创意为特色的省级大学科技园通过省级验收并积极申报国家大学科技园；包括国家社科基金重大、重点项目在内的一批国家级项目数量大幅度增长，获得教育部和江苏省哲学社会科学优秀成果一等奖多项。拥有院士、长江学者、千人计划、杰出青年基金获得者等一批高端人才。现有在校研究生近3000人，普通全日制本科生26000余人。学校与美国、英国、日本、韩国、澳大利亚、俄罗斯、白俄罗斯、乌兹别克斯坦等国的20余所高校建立了校际友好合作关系，以举办国际课程实验班和互认学分等方式开展中外合作办学，接收17个国家和地区的留学生来校学习。学校在美国、澳大利亚建立了两个孔子学院。半个世纪以来，学校已向社会输送了十万余名毕业生，一大批做出突出成就的江苏师范大学校友活跃在政治、经济、文化、科技、教育等各个领域。今日江苏师大呈现人文学科、社会学科交相辉映，基础研究、文化产业双向繁荣的良好格局。扎根于这一文化沃土，本着推出理论精品、塑造学术品牌的精神，文库将在多层次、多向度上集中表现和反映学校的人文精神与学术成就，展示师大学者风采。本文库的宗旨之一：既是我校学者研究成果自然表达的平台，更是读者理解我校学科和学术状况的一个重要窗口。

努力与时代同行、穿透时代问题、表征时代情感、成为时代精神的精华，是本文库选编的基本努力方向。大学不仅需要文化传承，更需要创新学术，用心灵感悟现实，用思想击中时代。任何思想都应当成为时代的思

想，任何学术都应当寻找自己时代的出场语境。我们的时代是全球资本、科技、经济和文化激烈竞争的时代，是我国大力实施科学发展、创新发展、走向中国新现代化的时代，更是中华民族走向伟大复兴、推动更加公正、生态和安全的全球秩序建立和完善的时代。从以工业资本为主导走向以知识资本为主导，新旧全球化时代历史图景的大转换需要我们去深度描述和理论反思；在全球化背景下，中国遭遇时空倒错，前现代、现代和后现代共时出场，因而中国现代性命运既不同于欧美和本土“五四”时期的经典现代性，也不同于后现代，甚至不同于吉登斯、贝克和哈贝马斯所说的西方（反思）的新现代性，而是中国新现代性。在这一阶段，中国模式的新阶段新特征就不同于“华盛顿共识”、“欧洲共识”甚至“圣地亚哥共识”，而是以科学发展、创新发展、生态发展、和谐发展、和平发展为主要特征的新发展道路。深度阐释这一道路、这一模式的世界意义，需要整个世界学界共同努力，当然，需要本土大学的学者的加倍努力。中国正站在历史的大转折点上，向前追溯，五千年中国史、百余年近现代史、六十余年共和国史和三十余年改革开放史的无数经验教训需要再总结、再反思；深析社会，多元利益、差异社会、种种矛盾需要我们去科学把握；未来展望，有众多前景和蓝图需要我们有选择地绘就。历史、当代、未来将多维地展开我们的研究思绪、批判地反思各种问题，建设性地提出若干创新理论和方案，文库无疑应当成为当代人的文化智库、未来人的精神家园。

我也希望：文库在全球文明对话、思想撞击的开放语境中努力成为创新学术的平台。开放的中国不仅让物象的世界走进中国、物象的中国走向世界，而且也以“海纳百川、有容乃大”的宽阔胸襟让文化的世界走进中国，让中国精神走向世界。今天，在新全球化时代，在新科技革命和知识经济强力推动下，全球核心竞争领域已经逐步从物质生产力的角逐渐次转向文化力的比拼。民族的文化精神与核心价值从竞争的边缘走向中心。发现、培育和完善一个民族、一个国家、一个地区的优秀的思想观念、文化精神和价值体系，成为各个民族、国家和地区自立、自强、自为于世界民族之林的重要路径和精神保障。文化力是一种软实力，更是一种持久影响世界的力量或权力（power）。本文库弘扬的中国汉代精神与文化，就是培育、弘扬这种有深厚民族文化底蕴、对世界有巨大穿透力和影响力的本土文化。

新全球化具有“全球结构的本土化”(glaocalization)效应。就全球来看,发展模式、道路始终与一种精神文化内在关联。昨天的发展模式必然在今天展现出它的文化价值维度,而今天的文化价值体系必然成为明天的发展模式。因此,发展模式的博弈和比拼,说到底就必然包含着价值取向的对话和思想的撞击。20世纪90年代以来,世界上出现了三种发展模式,分别发生在拉美国家、俄罗斯与中国,具体的道路均不相同,结果也大不一样。以新自由主义为理论基础的“华盛顿共识”是新自由主义价值观支撑下的发展模式,它给拉美和俄罗斯的改革带来了严重后果,替代性发展价值观层出不穷。2008年爆发的全球金融危机更证明了这一模式的破产。1998年4月,在智利首都圣地亚哥举行的美洲国家首脑会议,明确提出了以“圣地亚哥共识”替代“华盛顿共识”的主张。但是,“拉美社会主义”至今依然还没有把南美洲从“拉美陷阱”中完全拔出。从欧洲社会民主主义价值理论出发的“欧洲价值观”,在强调经济增长的同时,倡导人权、环保、社会保障和公平分配;但是,这一价值并没有成为抵御全球金融危机的有效防火墙。改革开放以来,中国是世界上经济增长最快的国家。因此,约瑟夫·斯蒂格利茨指出,中国经济发展形成“中国模式”,堪称很好的经济学教材。^①美国高盛公司高级顾问、清华大学兼职教授乔舒亚·库珀·拉莫(Joshua Cooper Ramo)在2004年5月发表的论文中,把中国改革开放的经验概括为“北京共识”。通过这种发展模式,人们看到了中国崛起的力量源泉^②。不管后金融危机时代作为“G2”之一的中国如何,人们不可否认“中国经验”实质上就是中国作为一个发展中国家在新全球化背景下实现现代化的一种战略选择,它必然包含着中华民族自主的社会主义核心价值——和合发展的共同体主义。而它的文化脉络和源泉,就是“中国精神”这一理想境界和精神价值,与努力创造自己风范的汉文化精神有着不解之缘。文库陆续推出的相关著作,将在认真挖掘中华民族文化精神、与世界各种文化对话中努力秉持一种影响全球的文化力,为中国文化走向世界增添一个窗口。

文库也是扶持青年学者成长的阶梯。出版专著是一个青年人文学者学术思想出场的主要方式之一,也是他学问人生的主要符码。学者与著作,

① 《香港商报》2003年9月18日。

② 《参考消息》2004年6月10日。

不仅是作者与作品、思想与文本的关系，而且是有机互动、相互造就的关系。学者不是天生的，都有一个学术思想成长的过程。而在成长过程中，都得到过来自许许多多资助出版作品机构的支持、鼓励、帮助甚至提携和推崇，“一举成名天下知”。大学培育自己的青年理论团队，打造学术创新平台，需要有这样一种文库。从我的学术人生经历可以体会：每个青年深铭于心、没齿难忘的，肯定是当年那些敢于提携后学、热荐新人，出版作为一个稚嫩学子无名小辈处女作的著作的出版社和文库；慧眼识才，资助出版奠定青年学者一生学术路向的成名作，以及具有前沿学术眼光、发表能够影响甚至引领学界学术发展的创新之作。我相信，文库应当热情地帮助那些读书种子破土发芽，细心地呵护他们茁壮成长，极力地推崇他们长成参天大树。文库不断发力助威，在他们的学问人生中，成为学术成长的人梯，学人贴心的圣坛，学者心中的精神家园。

是为序。

2011年2月28日原序

2013年11月5日修改

序

随着我国资本市场的不断发展，养老基金、保险基金、共同基金、证券投资基金等机构投资者正在成为市场中的主要力量，公司股权结构也发生了不可逆转的改变，并对公司治理产生了深远影响。

关于机构投资者问题，国内外的研究主要集中在资产管理和交易策略等方面。近年来，也有学者从股东角度研究机构投资者对公司治理的影响，但这些研究大多将机构投资者当成股东的一员，而不是将其作为公司治理中的第三股力量来研究。罗栋梁博士的博士学位论文《中国上市公司机构投资者治理及会计反应研究》，将机构投资者作为公司治理中的一股独立力量，从理论上探讨了机构投资者治理的理论基础、动机选择和路径依赖，从实践上研究了机构投资者治理的国际借鉴、证据支持和会计反应，这为深入研究机构投资者治理问题，提供了新的研究视角和分析框架，具有重要的学术价值和现实意义。本书在以下几个方面取得了突破：

一是提出了机构投资者治理这个重要命题。在资本市场中，机构投资者既不同于一般中小股东，也不同于控股股东，而是介于中小股东和控股股东之间的一种重要力量。因此，机构投资者治理，一方面能够克服中小股东的“搭便车”问题，另一方面也不会由于股权过度集中而损害其他股东的利益。机构投资者治理在克服股权分散或股权集中所致局限中的这一独特作用，使其在公司治理中成为一种非常重要的力量。

二是发现了机构投资者治理的作用机理。本书发现，机构投资者对上市公司治理确实产生了一定影响，这种作用在会计上的反应比较明显。从融资偏好看，机构投资者所持股份的上市公司并没有表现出股权融资的偏好，这与我国其他上市公司的股权融资偏好不一致，它表明机构投资者的参与使上市公司融资行为回归到正常的融资优序，有利于上市公司和资本市场的健康持续发展。从信息披露看，虽然上市公司倾向于提前披露好消息、推迟披露坏消息，但是，机构投资者持股后总体上促成上市公司提前

披露年报。在盈余管理方面,研究发现机构投资者与操作性应计利润呈正相关,说明机构投资者对所持股份上市公司盈余管理行为产生了影响。

三是发现不同市场环境中机构投资者不同治理行为的证据。本书跨越牛市与熊市两种不同市场环境,并发现,在牛市和熊市中,机构投资者对上市公司是否提前年报披露的影响有所不同:在牛市中,机构投资者自身盈利压力较小,因而施压上市公司管理层进行盈余管理的倾向较小;而在熊市中,机构投资者和上市公司管理层都存在通过盈余管理来吸引投资者注意力的动机和倾向。这一发现颇有价值,有利于揭示机构投资者在不同市场环境中的行为,同时也为监管部门制定政策提供了重要的实践依据。

从机构投资者治理来研究上市公司治理机制,既是一个崭新的视角,也是一个极富挑战性的领域。在这个意义上,本书还是初步性的和探索性的,还有不少问题需要进一步深化和细化,比如,机构投资者治理是否改善上市公司治理,机构投资者持股量变化是否引起上市公司行为的变化,这些都有待作者在后续研究中努力。

中国资本市场一路走来,在风雨中高歌前行。但要真正建成具有中国特色的资本市场,建成一支宏大的机构投资者队伍,还有很长的路要走。作为罗栋梁博士的导师,我相信并希望他在机构投资者治理这一研究领域,锲而不舍,坚持下去。

另外,我还要提到,罗栋梁博士的求学之路,饱含了他对时代的珍惜、对学术的热爱和对事业的追求。他的这部著作,是他攻读博士期间学术研究成果的一个集中展示,也从一个侧面反映了他朴实无华的为人品质和精益求精的行事风格。在著作即将付梓之际,我写下以上文字,是以祝贺,是以为序。

西南财经大学党委书记
教授、博士生导师



2013年2月1日

摘 要

机构投资者不仅是各国证券市场发展的中坚力量，而且是上市公司治理中的重要因素。本书以我国机构投资者持股上市公司为对象，研究机构投资者治理的行为以及机构投资者治理后持股上市公司的会计反应。主要内容如下：

引言部分主要介绍了选题背景、研究意义，研究基本思路、逻辑结构和研究方法等。

第一章是机构投资者治理的理论框架。首先给出机构投资者和机构投资者治理的定义，其次分析机构投资者治理的理论基础，最后分析机构投资者治理的动机选择和路径选择。

第二章进行机构投资者治理的国际比较。首先分析机构投资者发展的国际趋势，其次分析机构投资者治理的制度保障，再次分析机构投资者治理的国际趋同，最后分析国内外学术界的相关研究。为下一步研究打下基础。

第三章主要寻找我国证券市场中机构投资者治理的直接证据和间接证据。虽然我国证券市场发展时间较短，机构投资者的发展时间更短，但是机构投资者治理的事件时有发生，表现出机构投资者治理的强烈愿望，这是直接证据。通过检验机构投资者持股量与第一大股东持股量的关系，发现机构投资者治理的意愿，这是间接证据。这些证据有力支持了机构投资者参与治理这个结论。

第四章着重研究机构投资者治理下持股上市公司的会计反应。本章在理论分析机构投资者治理对上市公司会计行为影响的基础上，重点考察了机构投资者治理对上市公司负债融资、信息披露、盈余管理等的影响。实证结果发现，机构投资者治理对上市公司的负债融资、信息披露、盈余管理等都有较大影响，上市公司在采取会计行动时，充分考虑机构投资者的意愿。同时，我们发现在不同市场环境中机构投资者治理行为不同的证

据。例如，在牛市和熊市中，机构投资者对上市公司是否提前披露年报的影响不同。在牛市中，机构投资者自身的盈利压力比较小，从而向上市公司管理层施压进行盈余管理的倾向就比较小；在熊市中，机构投资者和上市公司管理层可能都需要通过盈余管理来吸引投资者的注意力，机构投资者促使上市公司进行盈余管理的倾向就比较明显。这些发现为研究机构投资者在不同市场环境中的行为提供了难得的证据，也为管理部门制定政策等提供了依据。

第五章实证研究机构投资者治理对上市公司业绩的影响。研究发现，机构投资者持股量与上市公司托宾 Q 在 5% 的水平上显著正相关，与 CoreROA 除了个别年份外也都是显著正相关。说明机构投资者治理对上市公司业绩产生了较大影响。研究结果也显示，机构投资者持股量与公司的托宾 Q 值之间存在倒“U”形关系，表明我国证券市场具有较强的投机性；股权集中能够提高公司的业绩；市场虽然看好负债的杠杆作用，但刚性负债制度却给企业的经营带来沉重负担。

第六章得出结论并给出发展机构投资者的政策建议。

关键词：机构投资者 公司治理 股东积极主义 盈余管理

ABSTRACT

Institutional investors are not only the nucleus of the development of security market every country, but also the important factor for the optimization of corporate governance. The book aims at the listed companies which institutional investors hold in China, and makes a study of the behavior that institutional investors participate in corporate governance and the behavior reaction of listed companies. The main contents are as follows:

The introduction mainly analyzes the background, research significance, research ideas, logical structure and research methods.

The first chapter gives the theoretical framework of institutional investors governance. Firstly the definition of institutional investors and institutional investors governance is given, followed by analysis of the theory of institutional investors governance, finally analyses the motivation and path choice of institutional investors governance.

The second chapter analyzes the international comparative institutional investors governance. First analyzes the international trend of the development of institutional investors, followed by analysis of the guarantee system of institutional investors governance, analyzes the convergence of international institutional investors governance, the final analysis of the research of academic circles both at home and abroad. Lay the foundation for the next step of research.

Chapter three mainly seeks for the direct and indirect evidence of institutional investors' participation in corporate governance in Chinese security market. Although the time for the development of Chinese security market is comparatively short, and the development of institutional investors is even shorter, institutional investors now and then participate in corporate governance with their strong desire, as can be seen as direct evidence. By analyzing the relationship of

the amount of stocks held by institutional investors and No. 1 stockholder, we penetrate the will of institutional investors' participation in corporate governance, as can be seen as indirect evidence. All above can prove that institutional investors participate in corporate governance of listed companies.

In Chapter four, We focus on the behavior reaction of listed companies that institutional investors participate in. Institutional investors' participation in corporate governance influences the behaviors of listed companies, especially three main behaviors: debt financing; information disclosure and earnings management. Institutional investors have deep influence on those behaviors. When listed companies take action, they think much of institutional investors' will. Meanwhile, we find out that institutional investors have different behaviors in different market situation. For example, in Bull stock market and Bear stock market, institutional investors influence listed companies differently. In Bull stock market, the pressure of payoff for them is comparatively small, so their tendency to give pressure to manager on earning management is small. In Bear stock market, both institutional investors and manager of listed companies may be need to attract investors by earning management, thus the tendency to give pressure to manager on earning management is relatively clear. These findings help provide scare evidence for exploring institutional investors' behaviors in different market situation and provide a good foundation for management department to set down policies.

Chapter five analyzes the influences of listed companies' achievement because of the institutional investors' participation. The study finds out that there is significant positive correlation between the share of institutional investors and Tobin Q of listed companies at level of 5% , also the same with CoreROA except for specific years. All can be used to prove institutional investors' influences on the achievement of listed companies. The findings show that the reverse "U" type relationship exist between the share of institutional investors and Tobin Q, which shows that security market in China has a comparatively strong speculation; the convergence of share can improve achievement of corporate; although market does favor to the effect of financial leverage, the rigidity of debt leaves a heavy load for company's running.

The last Chapter draws a conclusion and gives suggestions for the development of institutional investors.

Key words: institutional investor corporate governance
shareholder's activism earnings management

引 言

第一节 选题背景与研究意义

一 选题背景

从 20 世纪 80 年代后,国外的机构投资者得到蓬勃发展。机构投资者在国家经济生活中的地位越来越重要,机构投资者资产占 GDP 比重逐年增加。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 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%^①。机构投资者的壮大,彻底改变了公司股权结构,形成了公司治理中的一股重要力量,改善了传统的公司治理。

我国证券市场上,持股投资者中个人投资者占比一直较高。1997 年年底,我国机构投资者开户数占总开户数比例不到 1%,到 2011 年年底,持股个人投资者占比仍然较高^②。由于个人投资者资金较小,投资知识缺乏,风险意识淡薄、风险识别和自我保护能力不足,因此,导致个人投资者的盲目性较大,不利于资源的优化配置。1999 年,我国证券管理当局提出要“超常规发展机构投资者”,为我国证券市场的发展指出了方向,我国机构投资者也得到迅速的发展,市场占比迅速增加。截至 2011 年年

① [英] E. 菲利普·戴维斯、贝恩·斯泰尔:《机构投资者》,唐巧琪、周为群译,中国人民大学出版社 2005 年版,第 9 页。

② 2011 年年底,在 7000 多万投资者中,个人投资者数量占比约为 99.6%,持股市值在 10 万元以下的投资者占比超过 80%。郑晓波:《证监会将引导更多类型机构投资者入市》,《证券时报》2012 年 2 月 10 日第 1 版。

底,个人投资者持有流通 A 股市值的比例降低到 26.5%,专业机构投资者持有流通 A 股市值的比例上升到 15.6%,企业法人持有流通 A 股市值的比例为 57.9%^①。现在的问题是,在机构投资者发展的短短十几年中,我国机构投资者发挥治理作用了吗?机构投资者治理的实际效果如何?是否达到了预期目标?这些都有待于实证研究的证据支持。

二 研究意义

机构投资者已经在成熟资本市场中占据了重要位置,从而对上市公司及其治理产生了不可逆转的影响。我国机构投资者的发展虽然才短短的十几年,但是其发展速度非常快,机构投资者也已经成为影响我国证券市场的重要力量。我国的机构投资者也在逐步发挥治理作用,对上市公司产生一定的约束。但是,毕竟我国机构投资者发展时间较短,在治理的方法、途径和动机方面还需要进一步提高。本书将提供较为详细的证据,对我国机构投资者治理进行全面评估,从而为决策层提供决策的证据支持,为广大机构投资者治理提供合理建议。

关于机构投资者治理的研究具有一定的理论意义和实践意义,主要包括以下方面:

(一) 机构投资者治理是公司治理研究的重要领域

在 20 世纪 80 年代后,西方主要工业国家的机构投资者获得了迅猛发展,尤其在英国和美国,机构投资者已成为证券市场上的重要力量,并且在公司治理中的作用日益增强。英美等国的机构投资者已经取代 20 世纪 80 年代的公司控制权市场,形成另外一种重要的治理机制。在我国也是如此。

国内对公司治理的研究主要有制衡论(吴敬琏,1994;李维安,2001)^{②③}、所有者主导论(张维迎,1996)^④、相关利益者论(卢昌崇,1994)^⑤、市场论(林毅夫,1997)^⑥等,很少集中研究公司的外部非控股股东如机构投资者对公司的治理作用,究其原因:一方面是我国还没有

① 《证监会:自然人持有流通 A 股市值占比达 26.5%》,《证券时报网》2012 年 6 月 21 日。

② 吴敬琏:《现代公司与企业改革》,天津人民出版社 1994 年版,第 15 页。

③ 李维安:《现代公司治理研究》,中国人民大学出版社 2001 年版,第 21 页。

④ 张维迎:《所有制、治理结构与委托—代理关系》,《经济研究》1996 年第 9 期。

⑤ 卢昌崇:《公司治理机构及新、老三会关系论》,《经济研究》1994 年第 11 期。

⑥ 林毅夫:《充分信息与国有企业改革》,上海人民出版社、上海三联书店 1997 年版,第 7 页。