

# 机构投资者与公司治理

杨 丹

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

摘要: 本文从机构投资者的角度出发论述其对公司治理结构产生的影响, 系统全面地对比分析了古典——经理主导——机构股东主导的三种公司治理模式。在此基础上, 通过借鉴国外资本市场机构投资者参与公司治理的成熟经验并结合中国的现状和国情, 阐述了通过发展中国机构投资者来完善上市公司治理结构的理念。

关键词: 机构投资者 公司治理 公司治理模式

## 一、相关概念阐述

### (一) 机构投资者的定义

机构投资者一般是相对于个人化投资而言的金融机构, 这种职业化、社会化的团体和机构将个人和非金融机构的资金, 投资于金融市场的债券性或股权性工具, 它们或是积极于证券组合管理, 或是积极于所投资公司的管理。在 OECD 国家中, 机构投资者一般包括养老基金、保险公司、开放式基金、封闭式基金、对冲基金、投资银行、金融财团、证券公司以及各类捐赠基金等。

### (二) 公司治理概念的界定

所谓公司治理, 不同的学者给予了不同的定义。Oliver Hart (1995) 归纳了公司治理理论的分析框架, 认为只要两个条件存在, 公司治理问题就必然在组织中产生, 一是代理问题, 确切地说是组织成员 (所有者、经理人、工人和消费者) 之间存在利益冲突; 二是交易费用之大, 致使代理问题不可能通过契约解决。如果存在代理问题并且合约不完全, 则公司治理结构至关重要。Shleifer 和 Vishny (1997) 认为, 公司治理的问题是向公司所提供资金的供给者如何保证他们能够从他们的投资中获得收益。Tiróle (2000) 把公司治理的标准定义为对股东利益的保护。

国内学者吴敬琏认为所谓公司治理是指由所有者、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。李维安认为公司治理应该从更广泛的利益相关者的角度, 从权利制衡和决策科学两个方面去理解。本文基于 Shleifer 和 Vishny 的定义, 对公司治理问题进行阐述。

## 二、公司治理模式的演变

从公司治理结构的历史演进过程看, 公司治理主要经历了三个阶段: 所有者、经理人合一的古典模式 (“家庭资本主义”), 经理人主导的伯尔利——米恩斯 (Berle—Means) 模式 (以“经理革命”著称的“管理资本主义”), 两权分离, 投资者主导的 21 世纪模式 (“机构投资者资本主义”)——投资者真正发挥作用的现代企业制度。

### (一) 私人股东主导的公司治理模式

私人股东主导的治理模式是股份公司产生以后最先出现的治理模式, 并在自由竞争资本主义阶段成为主流。其最基本的特点是所有权与经营权分离, 而所有权与控制权相统一。在这种模式下, 所谓“代理成本”几乎不会产生。

1. 从股权结构看, 股东均为私人股东, 股份持有相对集中, 股东主要被少数私人家族所持有, 持股比例一般在 50% 以上。

2 从持股的稳定性看, 股东持股的目的主要是对自己的投资行使直接的控制, 而不是通过股票买卖投资获利, 因而持股的稳定性很强。

3 从持股形式看, 长期性、投资性持股是主要形式。

4 从权力结构看, 主要设立股东大会、董事会、总经理等三个机构, 由于股票持有很集中, 大股东往往支配着股东大会和董事会, 有关公司运营的各项重大决策均由大股东亲自参与做出, 公司董事会全面负责这些决策的落实和贯彻, 职业经理只负责公司的日常管理事务, 如生产、开发、人事、营销、融资等。

5 从外部控制机制看, 资本市场已有初步的发展, 存在流动性较强的股票市场, 资本市场的存在为股票交易提供了条件, 使大股东通过购买股票控制别的企业成为可能。再者, 资本市场的存在也为公司通过并购扩大自身规模创造了条件。由于大股东持股比例稳定, 对职业经理的约束主要来自公司内部强有力的董事会, 所以资本市场对公司运营的影响不大。

### (二) 经理主导的公司治理模式

随着公司经营规模的扩大, 股票持有呈现出分散化的趋势, 20 世纪上半期出现了所谓的“经理革命”, 到 70 年代末, 该模式达到成熟阶段。其主要

特点是:

1. 从股权结构看, 股东人数众多, 持股主体是大量的私人股东, 股票持有呈现高度分散化的态势, 每个股东的持股比例都很小。

2. 从持股的稳定性看, 由于股东的持股额很小, 不足以对公司经营施加有效的影响, 因而比较关注公司短期经营状况和股息及红利分配水平, 一旦对公司业绩不满, 或发现所持股票价格下降, 绝大多数股东都会抛售手中所持股票, 即遵循传统的“华尔街规则”, 所以, 持股的稳定性差。

3. 从持股形式看, 短期性、交易性持股是主要形式。

4. 从权力结构看, 也设有股东大会、董事会、总经理机构, 股东大会名义上依然是公司的最高权力机关, 董事会代表全体股东在公司日常经营中对重大问题行使决策权, 然而公司实际运营的真正支配者和控制者是经理阶层。这主要由公司股票持有高度分散所致。这一阶段, 股东大会形同虚设, 董事会成为橡皮图章, 经理人员控制了公司的决策机构, 在事实上成为公司的控制者。

5. 从外部控制机制看, 资本市场十分活跃并发挥着决定性作用。资本市场活跃表现在股票市场流动性很强, 公司控制权市场 (Market for Corporate Control) 非常活跃, 在资本市场十分活跃的情况下, 敌意兼并和收购频繁发生, 对公司经理人员的职业稳定构成严重威胁。

(三) 机构股东主导的公司治理模式

由于赖以存在和运营环境、条件的不同, 机构股东主导型治理模式有不同的存在形式, 其中最典型的是以美国为代表的公司治理模式。

美国机构股东主导型公司治理模式主要形成于二十世纪八十年代末九十年代初, 该模式的主要特点是:

1. 从股权结构看, 个人股东与机构股东并存, 以机构股东为主体。

2. 从持股形式上看, 机构股东的持股为单向持股, 且以星座式持股为主。所谓星座式持股, 就是每个大公司的股份往往被若干个大机构股东所持有, 相对于单个公司而言, 这若干个机构股东就成为具有共同利益的股东, 他们联合在一起, 类似一个星座, 集体对公司的运营实行制约和控制, 按照这种持股形式, 大公司可以不受星座中任何一家机构投资者的支配, 但却受以星座形式出现的机构投资者集体持股行为的控制。

3. 从持股稳定性看, 机构股东持股比较稳定。

4. 从权力结构看, 美国公司设股东大会、董事会、董事会的附属机构以及首席执行官职位。为加强董事会的监督和制衡职能, 美国法律规定公司必须有一定数量的外部董事, 而且要求上市公司必须设立由外部董事组成的设计委员会、董事提名委员会、以及薪酬委员会, 全面负责公司业务的审查、董事任免及董事和经理人员的收入分配工作。首席执行官与董事会主席职务分设, 首席执行官由董事会任命并对董事会负责。

5. 从控制机制看, “用手投票”机制和“用脚投票”机制并存, 而“用手投票”机制的作用越来越大。

### 三、公司治理模式的比较

从公司制度的发展沿革和企业理论的研究结论看, 现代企业制度的权力结构客观上存在着所有权与控制权相分离的可能, 所以这里主要比较后两种模式, 即经理主导型与机构股东主导型公司治理模式。

#### (一) 对比分析

从公司治理模式的特点可以看出, 机构股东主导的公司治理模式具有一定的优势。

1. 从持股主体看, 机构投资者优于个人投资者。机构投资者作为人格化的个人, 超越个人投资者形成 1+1>2 效应; 与个人投资者相比, 机构投资者

具有创新的原动力, 在信息的收集、占有、处理、反馈以及整体性、人力资本、资金、信息、技术上具有优势。

2. 从持股形式看, 星座式持股优于短期性、交易性持股。星座式持股有利于股东行使对公司董事会的控制权, 有利于股东保护自身利益, 对公司经理阶层进行监督。

3. 从持股稳定性看, 机构股东持股比较稳定。机构投资者正在逐渐向长期投资者转化。

4. 从内部设置看, 机构股东主导的公司治理结构, 股东大会真正发挥作用, 董事会能够以高度的责任感履行股东所赋予的监督和制衡经理阶层的职能, 使公司的经营目标与股东的长期利益结合在一起。

5. 从控制机制看, 经理主导的公司治理模式中, 过分活跃的资本市场, 对公司运营的影响具有非常明显的消极效应, 即短视效应。在这种效应的作用下, 公司经理阶层往往难以有长远打算, 不太重视长期投资, 不愿进行设备更新和研究开发投入, 公司经营行为具有明显的短期性倾向。机构股东主导的公司治理模式中, 公司控制权市场只起有限的作用, 敌意兼并很少发生, 公司的经营行为具有明显的长期化倾向。

#### (二) 经济理论分析

公司治理问题产生的条件有两个: 一是代理问题, 所有者、经营者、雇员之间存在着利益冲突; 二是交易费用之大使代理问题不可能通过契约来解决。两权发生分离, 经营者为追求自己的利益最大化而牺牲所有者的利益, 导致所有者的权益受损。所以, 要实现公司运营的高效率并使所有者的权益得到保障, 就必须使所有者能够真正掌握控制权, 并对经营者进行有效的约束和制衡。在机构股东主导的公司治理模式中, 随着机构投资者在公司权益资本份额中的增长, 委托代理关系和公司治理正在发生演变, 机构投资者正通过采取更长期的权益投资策略来有选择地但积

极地参与公司治理过程。较之经理主导的公司治理模式,这种模式能更好地约束和控制经理阶层,保护所有者的利益。较之个人投资者,机构投资者更有能力将其监督成本和干预成本内部化,所以在这种模式下代理问题也大大减少。

### (三) 实践经验

机构投资者积极参与公司治理带来了以下结果:一是提升了机构投资者的投资业绩。有研究表明机构投资者所取得的收益增量足以弥补其监控成本而有余。二是提高了被投资的上市公司的业绩水平。三是推动了上市公司治理结构的改革,强化了来自外部的机构投资者应有权利,对缓解内部人控制现象起到了作用。具体分析如下:

#### 1. 机构投资者应对上市公司反并购措施。

经理主导的公司治理模式中,为了防止“袭击者”并购企业,公司经理人员往往采取一系列的反并购措施(anti-takeover measure),如绿色邮袋计划(greenmail)、毒药丸方案(poison pills)、金降落伞计划(golden parachutes)、王冠宝石销售(crown jewel)等。这些措施可以阻止恶意并购的发生,但这些反并购措施也造成对机构投资者的交易限制,对公司的长期目标造成了损害。

机构投资者的主要精力集中在阻止经理人员在各自的公司中建立反并购措施。1987年,机构投资者在50多家公司里掀起了一场声势浩大的反毒药丸计划的运动。1990年,威斯康星投资局在Champion International并购案中成功地撤出了毒药丸计划。1993年,美国Care America断然拒绝了由Surgical Care Affiliates提出的一项合并方案。

#### 2. 机构投资者参与和监督公司治理,提高经营管理层的效率。

在机构投资者的压力下,美国公司总裁报酬结构发生了明显变化,即报酬中的很大一部分是股票或股票期权,形成了与公司业绩挂钩的激励机制。迫于

机构投资者的压力,在过去的十几年中,美国许多国际著名的大公司曾不得不更换其主要管理人员,他们分别是国际商业机器公司(IBM)总裁 John Akers 通用汽车公司总裁 Robert Stempel 美国运通(American Express)总裁 James Robinson 西屋公司(Westinghouse)总裁 Paul Lego 和康柏电脑公司(Compaq Computer)总裁 Rod Canion

3. 机构投资者可以公开批评业绩差的公司,置疑、追问公司的财务状况。

在2001年的安然丑闻中,整个事件的曝光就是通过作为机构投资者代言人的买方分析师的不断置疑、追问而逐渐公开的。

#### 4. 机构投资者可以提出系统化的公司治理建议

机构投资者协会定期公布、推荐一些具体措施来强化、完善上市公司的治理结构,提高董事会的工作效率。这些措施包括:董事长同首席执行官的职能应有所分离,建议在一定范围内任命非执行董事长(Nonexecutive Chairman);引进外部独立董事,在董事会选举中采用累积投票权(Cumulative Voting);公开代理过程(Proxy Process);在董事会中进行信任投票(Confidential Voting);加强独立与执行董事(Executive Directors)的董事会会议作用;披露经理人员的薪酬;反对为保护管理层的既得利益不惜牺牲股东利益而阻碍被收购的计划在董事会及管理层通过,等等。

5. 机构投资者有利于稳定资本市场 1929—1993年和1987年的股灾,尽管两次都具有全球性的特征,但是后一次的负面影响就远没有第一次大。根据资料显示,在第一次全球性大股灾中,它的直接后果是5000万人失业,无数人流离失所,上千亿美元的财富付诸东流。直至1954年,整整花了20多年的时间,道·琼斯指数才恢复到1929年的高点。1987年的股灾尽管也是危害甚大,据记录1987年10月29日单日跌

幅高达22.6%,损失市值约5000亿美元,但是不到数年时间,股市又恢复生机。究其原因,便是机构投资者尤其是基金力量的迅速增长,市场稳定性得以提高。这在美国遭受911恐怖事件后,股市仅用2个月的时间就恢复到以前水平,得到了充分反映。

#### 四、中国机构投资者参与公司治理的发展方向

机构投资者对上市公司治理的参与可以有三个方向:一是着重于一般性的公司治理,主要涉及股东、董事、经理层关系和关联交易、信息披露等方面;二是着重于与行业相关的公司治理,探寻适应与所属行业的最佳公司治理行为;三是着重于监察公司内部的执行和控制系统。中国的机构投资者刚刚开始关注公司治理,在上述一般性的公司治理方面还有很多工作可做。在这方面,机构投资者可以采取一些联合行动,如共同对中国上市公司治理中现存问题进行一些调查和研究,深入具体地探寻有哪些现实可操作的潜在行动等等。

#### 参考文献:

1. 黄文斌. 金融市场中的机构投资者行为研究. 商业研究. 2004(2). 90-91
2. 刘人怀, 叶向阳. 公司治理: 理论演进与实践发展的分析框架. 经济体制改革. 2003(4). 5-6
3. 仲继银. 积极投资者的崛起. 国际经济评论. 2000(9). 43-44
4. 陈学章. 外国机构投资者的作用及对我国的启示. 湖北师范学院学报(哲学社会科学版). 2003(1). 134-135
5. 董华春. 浅析美国机构投资者在公司治理中的作用. 证券市场导报. 2003(6). 52-57
6. 朱吉琪. 试析机构投资者在公司治理中的作用. 上海金融学院学报. 2004(8). 58-59
7. 王曦, 齐欢. 论机构投资者与公司治理. 科技进步与对策. 2003(7). 135-136
8. 丁响. 机构投资者在公司治理中的作用. 上海金融. 2002(3). 33-34