

学校编码: 10384
学 号: 17520141151138

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

机构持股对公司治理的影响

——双重代理成本的视角

The Impact of Institutional Ownership on Corporate
Governance

——Dual Agency Cost Perspective

王馨雪

指导教师姓名: 薛祖云 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2017年 4 月

论文答辩时间: 2017年 5 月

学位授予日期: 2017年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 6 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

经过三十年的发展，机构投资者的数量和投资规模逐渐扩大，投资模式也日臻成熟，其在促进金融市场的发展中起到了愈加重要的作用。在持股比例较低时，机构投资者退出市场的风险较低，而随着持股比例的增高，机构投资者采取短期投资策略的方式来管理股票，只会使其承受股票价格大幅下降而带来的损失，因此更多的机构投资者开始寻求能够获取稳定收益的途径。他们以股东的身份对上市公司的经营管理决策发表意见，监督管理层和股东行为，改善公司内部治理环境以促进其健康稳定的发展，并取得了一定的成效。

机构投资者的作用逐渐引起了我国政府的关注。政府在引入机构投资者的同时相继出台了有关的法律、法规以保障其能够有效地行使股东权利。然而在我国独特的市场化环境中，机构投资者是否还能够发挥有效的作用依然存在着不确定性，因此需要根据我国的具体情况来进行相关研究。虽然也有学者从管理层的盈余管理行为、公司绩效等视角展开了相关研究，但少有学者从代理成本的角度进行论述。因此，本文从上市公司的双重代理成本出发，研究了机构投资者持股对上市公司治理的影响，以及产权性质和市场发展程度所能起到的调节作用。

研究发现随着持股比例的上升，上市公司的双重代理成本均呈现出先减少后增加的“U”型形态。机构持股的增多能够改善上市公司的治理状况，但在存在过度投机行为时，反而会给上市公司的治理带来负面的影响。因此我国政府在鼓励发展的同时，应正确引导和控制机构投资者的行为。

关键词：机构投资者；公司治理；代理成本

Abstract

After thirty years of development, the number of institutional investors and the scale of investment gradually expanded, the investment model is also maturing, which plays an increasingly important role in promoting the development of financial markets. The shareholding ratio is low, the risk of institutional investors out of the market is relatively low, and with the increased proportion of shares, institutional investors take a short-term investment strategy to manage the stock, will only make the bear stock prices fell sharply and losses, therefore more institutional investors to seek ways to get a stable income. They are the identity of the shareholders of the listed company management decision-making opinion, supervision management and shareholder behavior, improve the internal governance environment in order to promote the healthy and stable development, and have achieved certain results.

The role of institutional investors has gradually aroused the concern of our government. At the same time, the government has introduced the relevant laws and regulations to protect the shareholders' rights. However, in China's unique market environment, institutional investors are still able to play an effective role, there are still uncertainties, it is necessary to study the specific circumstances of our country. Although there are some scholars from the perspective of earnings management behavior, corporate performance and other related research, but few scholars from the perspective of agency costs. Therefore, this paper studies the impact of institutional investors on the governance of listed companies, and the regulatory role of property rights and the degree of market development.

The study found that with the increase in the proportion of shareholding, the dual agency costs of listed companies showed a "U" shape which first decreased and then increased. The increase of institutional ownership can improve the governance of listed companies, but in the presence of excessive speculation, it will have a negative impact on the governance of listed companies. Therefore, our government should encourage and control the behavior of institutional investors.

Key Words: Institutional Investors; Corporate Governance ;Agency Cost.

目录

第一章 导论	1
第一节 研究背景和研究意义.....	1
第二节 研究思路和研究方法.....	3
第三节 研究框架.....	5
第四节 研究贡献.....	5
第五节 研究的局限性.....	6
第二章 文献综述	7
第一节 机构投资者和公司治理的相关研究.....	7
第二节 代理成本的相关研究.....	12
第三章 研究的理论基础和假设提出	17
第一节 理论基础.....	17
第二节 参与公司治理的积极性和障碍.....	19
第三节 研究假设.....	25
第四章 研究设计	30
第一节 样本选取与数据来源.....	30
第二节 变量定义与度量.....	31
第五章 实证检验与分析	35
第一节 描述性统计结果.....	35
第二节 相关系数分析结果.....	36
第三节 多元回归分析结果.....	38
第四节 稳健性检验.....	44
第五节 进一步研究.....	47
第六章 研究结论和相关建议	50
第一节 研究结论.....	50
第二节 相关建议.....	51

参考文献.....	52
致谢.....	56

厦门大学博硕士学位论文摘要库

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research Background and Significance	1
Section 2 Research Ideas and Methods	3
Section 3 Research Frame work	5
Section 4 Research Innovation Points	5
Section 5 Research Difficulty	6
Chapter 2 Literature Review.....	7
Section 1 Research on Institutional Investors and Corporate Governance	7
Section 2 Research on Agency Cost.....	12
Chapter 3 The theoretical Basis and Assumptions	17
Section 1 Theoretical Basis.....	17
Section 2 Institutional Participation in Corporate Governance Initiatives and Barriers	19
Section 3 Studies Hypothesis.....	25
Chapter 4 Research Design	30
Section 1 Sample Selection and Data Sources	30
Section 2 Variable Definition and Measurement	31
Chapter 5 Empirical Test and Analysis	35
Section 1 Descriptive Statistical Results	35
Section 2 Correlation Coefficient Analysis Results.....	36
Section 3 Multivariate Regression Analysis Results	38
Section 4 Robustness Test	44
Section 5 Further Studies	47
Chapter 6 Conclusions and Suggestions.....	50
Section 1 Research Conclusions	50
Section 2 Relevant Suggestions	51
Reference.....	52

Acknowledgement..... 56

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

第一节 研究背景和研究意义

一、研究背景

现代企业中两权的分离，将公司资产交付到具有专业才能的经理人（代理人）手中，而股东（委托人）只需要付出一定的报酬就可以获取资产运营的收益，公司的经营效率得到提高。然而作为理性人，代理人在工作过程中会尽可能的为自己谋取私利，在与委托人的目标不一致时，双方的冲突就会导致代理问题的产生。Jensen 和 Meckling 认为上市公司委托代理问题产生的成本包括委托人进行监管时的花费，代理人保证按照合同履约的成本以及公司的额外损失。

上市公司的股东中不仅有持股比例较大的投资者还有持股较少的中小投资者，在两者利益目标不一致时也会导致代理问题的产生，因此围绕着委托人和代理人的关系，产生了公司股东和经理人之间，控股股东和中小股东之间的双重委托代理问题。前者的代理成本主要包括公司股东对管理层的经营决策过程的监督成本，激励管理层实现股东目标的财务成本以及在管理层实际工作过程中偏离股东目标时给股东利益造成的利益侵蚀。在本文的研究中，我们将股东和管理层之间的代理成本定义为上市公司的第一类代理成本。后者代理成本的产生主要是因为控股股东凭借着对公司的绝对控制，以合法的方式侵占公司资产、挪为己用而使中小股东的利益遭受损失。在本文的研究中，我们将大股东与中小股东之间的代理成本定义为上市公司的第二类代理成本。

我国目前依然处于社会主义初级阶段，上市公司的治理结构还不完善，内部监督机制也相对薄弱，委托代理问题较为突出，委托人和代理人之间的利益博弈愈演愈烈。这种博弈在一定程度上内耗了公司的资源，阻碍了其健康的发展，因此寻求合理的外部治理成为改善公司治理状况的新途径。

20 世纪 80 年代末，机构投资者在西方主要发达国家发展迅猛，尤其是在英、美的证券市场中占据了重要的位置。1960 年，美国上市公司股权结构中福利基金的占比仅为 4%，1970 年达到 9%，而到了 20 世纪 90 年代初，这一占比

达到了 23%。进入 21 世纪，机构投资者持股呈现出井喷的趋势，到 2006 年，美国证券市场中已有接近总市值 70% 的股票被机构投资者所持有；在英国市场中，机构投资者的持股市值也达到了 80% (Davis,2002) [1]。机构持股的增多为其参与上市公司的治理提供了原始动力，短期的投机收益已不再能够满足机构投资者的需求，获取更长期的收益逐渐成为了一种趋势。机构投资者更充分地利用手中所持有的公司股票，在股东大会上充分发挥话语权和表决权参与经营决策的制定、表达对管理层行为的不满，积极改善公司的治理状况。

1997 年以前，我国证券市场上的机构投资者还仅仅局限于证券公司，而经过近 20 年的发展，已经逐渐发展形成了包括基金持股、QFII 持股、券商持股、保险持股、社保基金持股、信托持股和银行持股等在内的多元化机构持股的格局。到 2012 年末，我国机构投资者所持股票的价值已接近 A 股所有流通股股票价值的 17.40%；在上市公司的年报中也频繁地出现机构投资者的身影。机构投资者的壮大逐渐引起了我国政府部门的关注。

机构投资者在国外市场中所发挥出来的作用给我国政府提供了促进上市公司稳定发展的新的途径，监督部门逐渐放松对机构持股的约束，相关的保障法律也逐步颁布出来。1997 年我国首次通过以行政法规的形式规范了投资资金的运作；2001 年，中国证监会提出了在证券市场的发展过程中应充分重视机构投资者的作用。2004 年 2 月，中国证监会再次颁布了规定，以保障社会投资者在上市公司中行使股东的权利。该规定指出在进行重大事项的决议时，股东会议中需要有社会公众股股东出席并且有超过 50% 以上的参与表决权通过才能够被实施，从而为机构投资者作为外部治理机制发挥公司治理的作用提供了有力的保障。5 月份中国人民代表大会通过的证券投资基金法，则从法律上进一步为持股机构影响上市公司的治理活动创造了条件。2005 年，中国证监会开始对存在非流通股的企业实施股权分置改革，经过两年时间的改革，至 2007 年我国证券市场基本进入了股权“全流通”的时代。上市公司的股票不再由少数几个股东持有，从而抑制了大股东对股票价格的操作，机构投资者更容易以股东的身份发表意见，影响上市公司的内部发展。

二、研究意义

虽然，我国政府逐渐重视机构投资者对上市公司的治理所能发挥的作用，也颁布了相关的法律以保障这种机制的有效发挥。然而，由于我国机构投资者的发展起步较晚，发展方向还处于摸索阶段，仅仅是法律上的支持并不一定能够有效的激发其参加上市公司内部治理的兴趣。我国的特殊国情决定了在我国的上市公司中，持股的机构并不一定能够发挥出其应有的作用。而且为了筹集更多的公众资金，上市公司多次进行公开发行，持股的机构数量逐渐增多，在对上市公司的监管过程中就会出现“推诿”和“依赖”的现象。在这些情况下机构投资者是否还能够发挥出公司治理的作用，会存在着较大的不确定性。

然而在我国学者的研究中并没有太多的文献涉及到这一方面。在此基础上，本文从双重代理成本的角度出发，研究了机构投资者持股可能对上市公司治理产生的影响，以及产权性质和市场发展程度对这一影响的调节作用。经过研究发现机构投资者确实能够起到改善公司治理状况、降低代理成本的作用，然而同时发现了机构投资者过度投资时并不利于上市公司的健康发展。从而以实证结论支持了我国政府部门发展机构投资者的举措，又从反面提出了完善发展的意见，从而对我国证券市场的发展提供了新的思路和参考价值。

第二节 研究思路和研究方法

一、研究思路

本文在研究机构投资者持股对上市公司治理的影响时借鉴了以往学者的思路和方法，所选取的样本数据为来自于 2008-2015 年在中国沪深证券交易所中已上市的 A 股公司。

本文的章节安排如下：

第一章为“导论”。本章首先提出了问题研究的背景，在读者对研究背景有所了解之后紧接着提出了本文所要研究的主题以及相关意义。然后介绍了本文是按照何种顺序和模式开展的研究，构建了逻辑框架，并最后提出了本文的贡献及局限所在。

第二章为“文献综述”。本章分为两个部分，从“机构投资者与公司治理”

以及“代理成本”这两个方面分别介绍了已有的研究文献。通过对文献的梳理使读者初步了解机构投资者和上市公司双重代理成本之间的关系，为下文的研究分析奠定理论基础。

第三章为“研究的理论基础和假设提出”。本章首先介绍了公司治理的两大理论基础，委托代理理论和公司治理理论。然后进一步分析了相关因素如何影响机构持股的公司治理作用，并结合已有研究提出了本文的研究假设。

第四章为“研究设计”。本章首先介绍了实证研究中所用到的样本选取和数据来源，然后根据以往文献的研究结论，选取本文的自变量、因变量和控制变量，并详细地阐述了变量的度量和定义方法，最后根据提出的假设构建本文的回归模型。

第五章为“实证检验与分析”。本章首先介绍了描述性统计的结果，然后对模型构建中的主要变量进行 Pearson 检验，通过分析使读者初步了解自变量与因变量之间具有的关系，以及分组指标的选取合理性，为下文的进一步研究奠定了基础，同时排除了回归模型中主要变量之间存在多重共线性的可能。接着对回归的结果进行详细的分析，以数据支撑本文的研究主题。为了证明研究结论的稳健可靠性，本章采用不同的财务指标来替代原因变量进行了稳健性检验，最后，考虑到机构投资者的异质性进行了进一步的研究。

第六章为“研究结论和相关建议”。首先，对模型回归的结果按照提出的假设进行归纳总结，得出本文的结论。然后从三个方面对发展和引导机构投资者的行为提出了相关的建议。

二、研究方法

本文采用实证研究的方法。

（一）实证研究方法

本文主要运用了实证研究的方法，通过前文的理论研究分析了自变量和因变量之间的关系并在此基础上构建了两者的数学模型，运用 stata 统计分析软件对所构建的模型进行全样本和分组样本回归，验证提出的假设并得出本文的研究结论。

第三节 研究框架

本文的逻辑结构如下图所示：

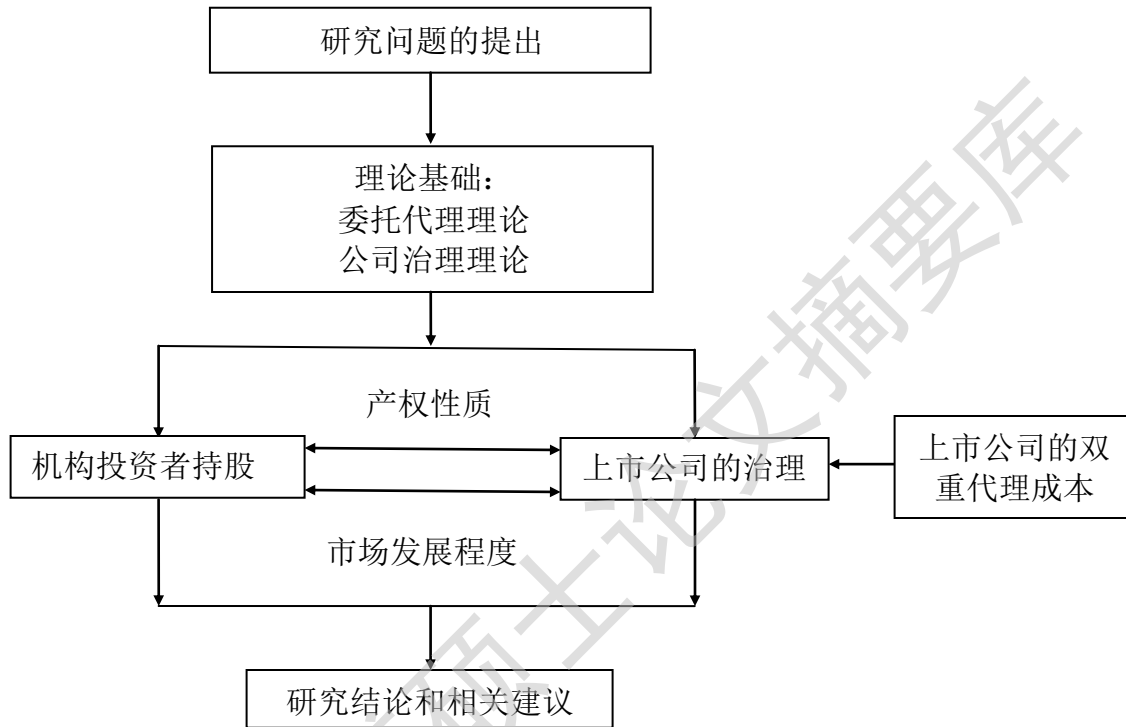


图 1-1：研究框架

第四节 研究贡献

一、研究视角。近年来，越来越多的学者开始重视对机构投资者的研究，探讨了机构投资者限制管理层的行为能够对上市公司盈余管理和绩效产生的影响，但少有学者从机构投资者监督管理层的经营管理活动、行使股票权监督公司大股东的行为能够缓解上市公司的代理问题这一角度出发进行研究。因此结合已有的研究，本文以特定财务指标替代代理成本，构建模型研究机构持股和代理成本之间的关系，以揭示机构投资者持股对上市公司治理的影响，具有一定的创新性。

二、研究方法。机构持股和上市公司的代理成本之间可能具有 U 型关系。

机构投资者的公司治理可能存在着“搭便车”的现象，机构间的相互博弈行为也可能导致其对上市公司的治理效果产生非线性的影响。虽然也有学者从理论角度分析了机构投资者的行为选择，但并未有在实证方面证明这一现象的存在。本文从实证研究的角度，发现随着持股的增多，上市公司的代理成本呈现出先减少后增加的 U 型形态，从而验证了本文所提出的假设。在研究方法上具有一定的创新性。

第五节 研究的局限性

本文所采用的研究对象全部来源于 CSMAR 数据库，将数据库中的九类投资者进行合并作为研究总体。不考虑机构投资者之间的差异将其统一作为一个整体进行研究。但是根据已有研究发现，如果机构投资者不仅持有公司股票而且与公司管理层或者其他人员具有相关联系时，为了不破坏早已建立的联系，机构则不太可能对管理层的行为进行监督。因此在机构持股的动机和目的存在差异时，其公司治理上的行为选择也会有较大的不同。虽然本文在进一步研究中考虑了机构持股稳定性的影响，并发现了机构持股稳定性对上市公司的第一、二类代理成本具有不同的影响，但是结论只停留于表面并没有进行更深层次的研究。没有充分考虑机构持股的独立性、稳定性和不同分类对代理成本的影响，是本文的局限所在。

第二章 文献综述

第一节 机构投资者和公司治理的相关研究

一、机构投资者的概述

（一）机构投资者的界定及特征

机构投资者是指将来自于机构内部的资金和来自于社会公众的资金进行组合投入到证券活动中的组织。机构投资者通过运用专业的分析将资金分散投资到有关证券活动中，并对投资资金进行风险管理以实现投资利益的最大化。随着金融市场的发展，越来越多的机构能够从事证券投资，机构投资者的种类不断的扩大，不仅包含了证券公司、保险公司等在内的金融机构，也包含了慈善机构、宗教组织等非金融机构。

作为特殊的投资主体，机构投资者的特性可以概括为以下几点：

第一，机构投资者的内部职员大多了解与投资相关的知识，在证券投资之前能够根据搜集的上市公司信息进行分析、处理然后根据前期分析结果选择出具有投资价值的股票，在投资决策和风险管理上具有更专业的能力。第二，机构投资者不仅可以运用自己的资金进行投资而且还可以从市场中公开募集资金，取得资金的渠道较为丰富使得其管理的资金规模能够不断扩大，管理资金的边际成本就会有所降低，从而有利于形成最优的资产投资规模。第三，机构投资者具有较强的风险分散能力。机构投资者在投资选择时一般采取投资组合的策略来合理利用手中的资金，而且拥有的资金量能够保障其投入到更多不同的行业及上市公司去，从而有效的规避了市场的非系统性风险。

（二）机构投资者的类型

基于不同的研究，机构投资者可以进行以下的分类：第一：根据机构与上市公司之间存在的关系，判断其投资行为是否受到除股票收益之外其他因素的影响，可以分为独立型和非独立型（徐寿福，2013）^[2]。前者由于与公司只有投资关系，他们着眼于获取长期的投资回报，在公司内部人员的行为损害其利益时，独立机构投资者能够积极遏制这种行为，改善公司的治理；后者为了

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库