

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 17520101151173

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

机构投资者的公司治理效应研究

—基于公司治理指数的实证检验

**Involvement of Institutional Investors in Corporate
Governance: An Empirical Test Based on the Corporate
Governance Index**

王巧贞

指导教师姓名: 苏新龙教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩日期: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 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

1868年英国第一个专业投资基金的成立,标志着机构投资者登上证券市场的历史舞台。发展至今,机构投资者已成为世界各国资本市场的中坚力量。鉴于西方机构投资者已有较长的发展历史,再加上成熟的资本市场为其发展提供了适宜的条件,西方机构投资者已蜕变为较成熟的投资群体,投资理念已由短期获利转向长期持有,扮演的角色也相应地由市场中的投机者过渡到投资者。然而我国资本市场、制度环境与西方发达国家不尽一致,再加上我国机构投资者起步较晚,现在正处于快速成长时期,机构投资者的结构也有待完善。因此我们不禁要思考,在我国资本市场机构,投资者扮演的角色是否和西方国家一样已成为重要的监督者呢?

基于上述思考,本文主要从机构投资者持股比例出发,首先对机构投资者和公司治理等相关概念进行界定,接着理论分析机构投资者介入公司治理的可能性及其对公司治理效应的影响,以此为基础,实证检验机构投资者与公司治理关系。经过上述研究,本文主要得出以下几个结论:(1)当把所有的机构投资者作为一个整体考察其与公司治理关系时,机构投资者的介入不但没有改善上市公司治理状况,反而对公司治理起到抑制作用;但从介入的机构投资者种类来看,介入上市公司的机构投资者种类越多,公司治理水平越好。(2)处于前十大股东的机构投资者和公司治理指数的回归系数为正,这说明它对公司治理效应具有积极地促进作用,非处于前十大股东的机构投资者的回归系数为负,说明持股比例较小的机构投资者介入公司治理的意愿不强,他们存在“搭便车”行为。对两个回归方程做T检验,结果表明,处于前十大股东的机构投资者对公司治理效应的影响在1%水平上显著大于非处于前十大股东的机构投资者。(3)机构投资者的异质性分析得到,不同的机构投资者介入公司治理的意愿不同。

关键词: 机构投资者; 公司治理; 异质性

Abstract

The first specialized investment funds were established in year 1868 in England, since then, institutional investors became one participant in the capital market. After almost 150 years of development, now institutional investors have become the backbone of the capital market in the world. In western countries, On the one hand, institutional investors have a long history of development, on the other hand, mature capital market has provided favorable environment, therefore institutional investors have changed into a mature investment group. They pay more attention to the value of the company rather than short-term profit. Accordingly, they play an important role as a monitor in the capital market. On the contrary, in China, institutional investors are now in a period of rapid growth. What is more, the capital market and institutional environment are different from western countries. As a result, we can not help but to think about whether institutional investors play the same role as in western countries.

Based on the above thinking, we take the proportion of institutional investors holding as start to study the role institutional investors play in capital market in China. First, we define the concept of institutional investors、corporate governance and so on. Second, we analyze the possibility of institutional investors involved in corporate governance and their effect on corporate governance in theory. than, we take an empirical test on the relationship between institutional investors and corporate governance. Finally we come to the following conclusions:(1)when we take all kinds of institutional investors as a whole to examine their relationship with the corporate governance, it shows that the involvement of institutional investors do not improve the

governance of listed companies. (2) Institutional investors in the top ten shareholders have a positive effect on corporate governance. While the willingness involved in corporate governance of other institutional investors is not strong. The effect on corporate governance of institutional investors in the top ten shareholders is significantly greater than other institutional investors. (3) Considered the heterogeneity of institutional investors, we find that different kinds of institutional investors play a different role in the capital market.

Key words: institutional investors; corporate governance; heterogeneity

摘要	I
Abstract	II
第一章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 基本思路和主要框架	2
1.3 研究方法	4
1.4 研究贡献与不足	4
第二章 理论基础与文献综述	6
2.1 相关概念的界定	6
2.1.1 机构投资者	6
2.1.2 机构投资者股东积极主义	7
2.1.3 公司治理	8
2.1.4 公司治理指数	9
2.2 理论基础	10
2.2.1 委托代理理论	10
2.2.2 利益相关者理论	11
2.2.3 成本收益理论	12
2.3 文献综述	13
2.3.1 国外学者的相关研究	13
2.3.2 国内学者的相关研究	15
2.3.3 对现有文献的评述	17
第三章 机构投资者介入公司治理的制度背景与理论论证	19
3.1 我国机构投资者的发展历程	19
3.1.1 萌芽阶段的机构投资者	19
3.1.2 探索阶段的机构投资者	19

3.1.3 规范阶段的机构投资者	20
3.1.4 快速发展阶段的机构投资者	21
3.2 我国机构投资者的种类	21
3.2.1 证券投资基金	22
3.2.2 证券公司	23
3.2.3 保险公司	23
3.2.4 社保基金	24
3.2.5 合格境外机构投资者	24
3.3 我国上市公司治理现状	25
3.3.1 内部治理机制	25
3.3.2 外部治理机制	26
3.4 机构投资者介入公司治理的理论论证	26
3.4.1 成本收益分析	26
3.4.2 股数效应模式	28
第四章 机构投资者介入公司治理的实证分析	30
4.1 研究假设	30
4.2 样本选择与数据来源	30
4.3 上市公司治理指数度量模型	31
4.3.1 建立原则	31
4.3.2 公司治理评价基本指标的选取	31
4.3.3 公司治理指数的计算	32
4.3.4 公司治理指数整体水平分析	36
4.4 机构投资者与公司治理相关性模型	37
4.4.1 变量设计与模型构建	37
4.4.2 假设一实证检验与结果分析	40
4.4.3 假设二实证检验与结果分析	44
4.5 机构投资者异质性分析	48
第五章 研究结论和政策建议	50
5.1 研究结论	50

5.2 政策建议	51
5.2.1 存在的问题	51
5.2.2 应对策略	52
参考文献	54
致谢	59

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Abstract	I
Chapter 1 Preface	1
1.1 Background and Significance	1
1.2 Basic Ideas and Framework	2
1.3 Study Methods	4
1.4 Study Contributions and Defects	4
Chapter 2 Theoretical Foundation and Literature Review ...	6
2.1 Definition of Related Concepts	6
2.1.1 Institutional Investors	6
2.1.2 Shareholder Activism	7
2.1.3 Corporate Governance	8
2.1.4 Corporate Governance Index	9
2.2 Theoretical Foundation	10
2.2.1 Principal-Agent Theory	10
2.2.2 Stakeholder Theory	11
2.2.3 Cost-Benefit Theory	12
2.3 Literature Review	13
2.3.1 Review of Foreign Study	13
2.3.2 Review of Domestic Study	15
2.3.3 Comments on the Existing Study	17
Chapter 3 Institutional Background and Theoretical Analysis	19
3.1 Development of Institutional Investors in China	19
3.1.1 Embryonic Stage	19
3.1.2 Exploratory Stage	19
3.1.3 Specification Stage	20

3.1.4 Rapid Development Stage	21
3.2 Types of Institutional Investors in China	21
3.2.1 Securities Investment Funds	22
3.2.2 Securities Companies	23
3.2.3 Insurance Agent.....	23
3.2.4 Social Security Funds.....	24
3.2.5 QFII.....	24
3.3 Corporate Governance Mechanism	25
3.3.1 Internal Governance Mechanism.....	25
3.3.2 External Governance Mechanism.....	26
3.4 Theoretical Analysis.....	26
3.4.1 Cost-Benefit Analysis.....	26
3.4.2 Number of Shares Effect Model.....	28
Chapter 4 Empirical Analysis.....	30
4.1 Hypothesis	30
4.2 Sample Selection and Source of Data	30
4.3 Corporate Governance Index Measurement Model.....	31
4.3.1 Principle of Model Building	31
4.3.2 Selection of Basic Indicators.....	31
4.3.3 Calculation of Corporate Governance Index.....	32
4.3.4 Evaluation on the Overall Level of Index	36
4.4 Correlation Model of Institutional Investors and Corporate Governance.....	37
4.4.1 Variable Design and Model Building.....	37
4.4.2 Empirical Testing of Hypothesis One.....	40
4.4.3 Empirical Testing of Hypothesis Two.....	44
4.5 Heterogeneity of Institutional Investors	48
Chapter 5 Conclusion and Suggestion.....	50
5.1 Conclusion	50

5.2 Suggestion	51
5.2.1 Existing Problems	51
5.2.2 Coping Strategies	52
Refernces	54
Acknowledgements	59

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景及意义

1868 年英国第一个专业投资基金的成立，标志着机构投资者登上证券市场的历史舞台。自此，西方国家以养老金、保险基金和投资基金为主的机构投资者得以迅速发展，逐渐渗透到资本市场并取得主体地位。发展至今，机构投资者已成为世界各国资本市场的中坚力量。随着机构投资者队伍的不断壮大以及持股比例的上升，机构投资者开始意识到，消极被动地应对目标公司的经营决策不但会降低自己的投资效率，而且有时候还会损害投资收益。于是，机构投资者纷纷抛弃了投机者的角色，尝试积极参与目标公司的经营决策，这种投资理念被称为“股东积极主义”。^[1] 伴随着机构投资者的觉醒，“股东积极主义”逐渐成为近年来西方资本市场的一个明显特征。机构投资者积极参与公司治理、监督董事会及管理层运作，以期通过介入公司治理的方式来参与目标公司的经营决策，保护自己的股东权益。机构投资者的这一积极行为对改善上市公司股权结构、缓解中小股东“搭便车”等起到一定的作用，因此日益成为了影响公司治理机制的重要因素。这一现象也引起了理论界的极大兴趣，深入分析机构投资者与上市公司治理的作用机制及其影响，逐渐成为当前热门的研究课题。

在西方国家机构投资者迅速发展的带动下，作为一个新兴资本市场，我国仿效西方国家也将机构投资者引入资本市场，并快速培育和发展机构投资者。1998 年进行证券投资基金试点，1999 年允许券商增资扩股，允许保险资金和三类企业入市，2000 年提出“超常规发展机构投资者”，2001 年开放式基金浮出水面，2002 年进行中外合作基金试点，2003 年推出 QFII，此后我国机构投资者队伍如雨后春笋般迅速发展壮大起来。据统计，截止 2012 年年底，我国基金管理公司管理的资产达到 3.61 万亿元，和去年相比上升了 21.92 个百分点。各类专业机构投资者总持股比例占有 A 股流通市值的 17.4%，相比去年增加了 1.73 个百分点；散户持股占比 25.33%，下降了 1.22 个百分点；企业等一般机构持股占比 57.28%，下降了 0.51 个百分点。^[2] 可见，我国机构投资者队伍正在逐步取得资本市场的主体地位。在前不久的融资中国 2013 资本年会上，我国证券投资基金

业协会会长孙杰发表讲话提出，为进一步发育成熟的资本市场改善上市公司治理，我们应该要加大力度培育一个多元、包容的机构投资者团体。另外，证监会主席郭树清也在资本年会上指出，就目前我国资本市场的发展态势来看，我们需要一个强大的财富管理行业，发展壮大机构投资者队伍势在必得。

现如今，不论在西方发达国家还是我国，机构投资者在资本市场中都已取得举足轻重的地位。从西方发达国家的实践来看，机构投资者的介入在一定程度上能够改善公司治理结构，因此发展和完善机构投资者队伍给我国改善公司治理状况提供了一个新契机。众所周知，西方机构投资者已有较长的发展历史，并且西方成熟的资本市场为其发展提供了适宜的条件，得益于此，西方机构投资者已蜕变为较成熟的投资群体，投资理念已由短期获利转向长期持有，并注重价值投资，扮演的角色也相应地由市场中的投机者过渡到投资者，继而成为资本市场重要的监督者。另外，国外大量研究文献也表明，在西方发达国家资本市场，机构投资者的介入对公司治理具有改善作用。然而，西方机构投资者参与公司治理行为是由其所处的制度环境以及自身的成熟度催化发生的，我国资本市场、制度环境与西方发达国家不尽一致，再加上我国机构投资者起步较晚，现在正处于快速成长时期，机构投资者的结构也有待完善。因此我们不禁要思考，在我国资本市场机构投资者扮演的角色是否和西方国家一样已成为重要的监督者呢？在我国机构投资者结构不尽完善的情况下，持股较小的机构投资者是否存在“搭便车”行为？不同的机构投资者扮演的角色是否会存在差异？我国在大力发展机构投资者队伍时，应注意哪些问题？鉴于此，本文主要基于机构投资者持股视角，通过理论分析和实证检验来深入研究我国特定的制度背景下，机构投资者对上市公司治理效应的影响，最后针对研究发现的问题提出政策性建议，试图为规范和发展壮大我国机构投资者队伍提供一些参考，也为后续我国养老金、公积金入市提供一点理论支撑。因此本研究具有重要的理论和实践意义。

1.2 基本思路 and 主要框架

本研究基本的思路可以从两个方面来阐述。首先，在衡量公司治理水平时，本文采用主成分分析法，将 12 个基本指标合成一个综合指标—公司治理指数（Index）来量化反映公司治理水平。其次，在研究机构投资者对公司治理效应

的影响时，本研究分三个部分进行论证：第一部分，将全部机构投资者视为一个整体，研究其与公司治理的关系；第二部分，将机构投资者分为处于前十大股东的机构投资者和其他机构投资者两类，分别研究其对公司治理的影响，试图探索机构投资者中的“搭便车”行为；最后考虑到机构投资者的异质性，本文分五大类来研究机构投资者对公司治理的影响，以期得到不同的机构投资者在公司治理中扮演的不同角色。

本研究主要包括了以下几方面内容：

第一章，绪论。该部分主要介绍了本文的选题背景、研究意义以及基本框架等，并对本文所采用的研究方法进行概括说明，最后对文章可能的研究贡献和不足进行了阐述。

第二章，理论基础与文献综述。这一章首先逐一界定了本文所涉及的一些重要概念，比如机构投资者、公司治理等；其次，介绍了委托代理理论、利益相关者理论等与本研究相关的基础理论；最后，对国内外相关的研究文献进行综述和总结。

第三章，机构投资者介入公司治理的制度背景和理论论证。该部分首先探讨了我国机构投资者的现状，从发展历程和类型两方面展开论述；接着，分内部治理机制和外部治理机制两部分来讨论现行制度下我国公司治理的现状；最后，从两个视角出发——股数效应模型和成本收益分析，理论论证我国机构投资者介入公司治理的可能性。

第四章，机构投资者参与公司治理的实证分析。基于深市 A 股数据，实证检验了我国机构投资者对公司治理效应的影响、机构投资者中的“搭便车”行为以及机构投资者的异质性。

第五章，研究结论和政策建议。这一部分总结了本文的研究结论，并针对我国现存的问题提出相应的政策建议。

根据本文的研究内容，绘制出如下框架图：

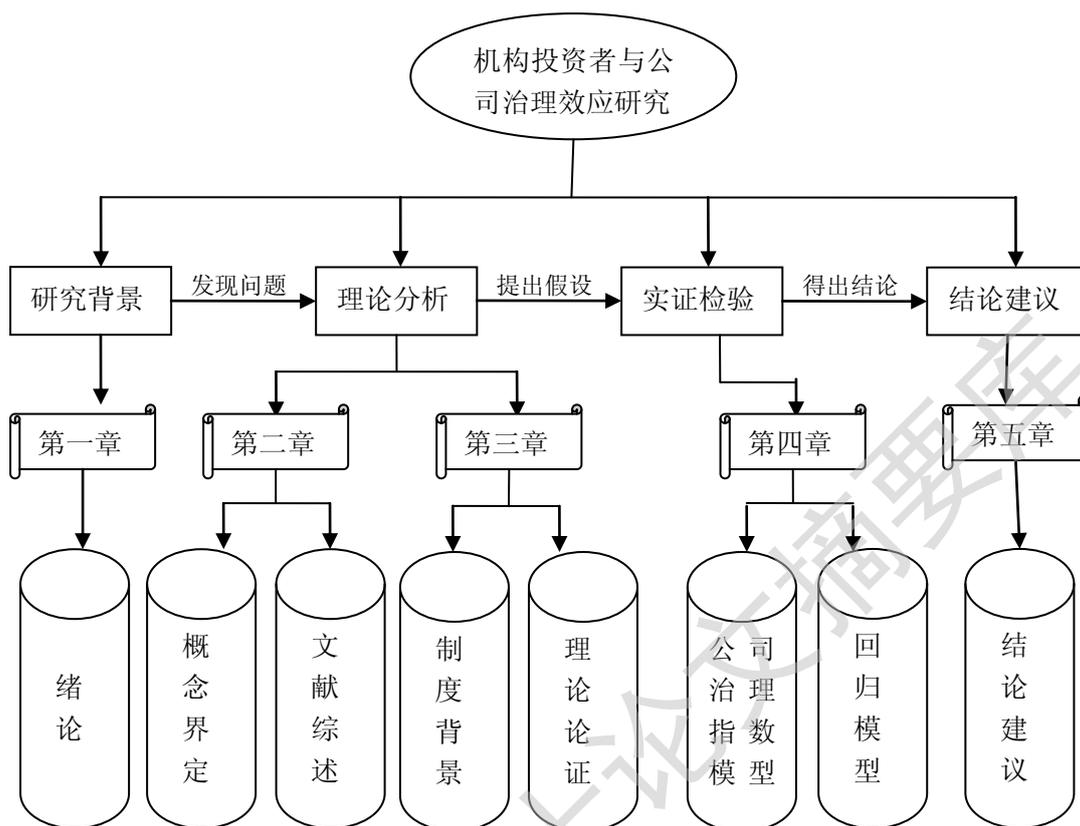


图 1.1: 研究框架图

1.3 研究方法

为使本研究有理有据，本文既采用了理论分析，也进行了实证检验，二者相结合的研究方式确保本研究更加严谨。首先本文借助理论分析探究机构投资者介入公司治理的行为，以此为基础和前提提出研究假设并进行实证检验，具体包括描述性统计分析、回归分析以及 T 检验。本文希望通过对投资者介入公司治理具体行为的研究，在回答机构投资者扮演的角色“是什么”的基础上，提出发展壮大机构投资者队伍“该怎样”的对策建议。另外，为使研究结果和建议更加充实、饱满，本研究还采用定性分析和定量分析相结合的做法，力图做到既有相关理论支撑又有充分的数据和图表支持。

1.4 研究贡献与不足

具体而言，本文可能的研究贡献有以下三点：（1）纵观国内学者研究文献，

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.

厦门大学博硕士论文摘要库