

机构投资者对公司治理影响的研究综述

李映照(教授) 郭娟

(华南理工大学工商管理学院 广州 510641)

【摘要】随着机构投资者持股比例的增加,机构投资者的作用越来越受到各界的广泛关注,也受到证券研究学者的重视。本文对机构投资者有无参与公司治理的原因、参与公司治理的效果等国内外研究的主要观点进行了初步梳理,并在有关理论的基础上提出促进我国资本市场发展的一些建议。

【关键词】证券市场 机构投资者 公司治理

近年来,机构投资者持股等更为广义的公司治理机制开始成为实务界和学术界共同关注的焦点。我国2004年初提出的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》指出,希望通过机构投资者的介入改善我国证券市场投资者的结构,进一步规范和推进上市公司的发展。本文对现有研究机构投资者参与公司治理的几种主要观点进行了梳理,并提出促进我国资本市场发展的一些建议,以促进机构投资者为积极推进我国资本市场发展作出贡献。

在我国,机构投资者包括:基金、券商、合格的境外机构投资者(QFII)、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司、财务公司以及其他机构投资者。据统计,机构投资者持股比例占全部股票市场总额在2006~2008年三年增长幅度明显,并且截止到2008年底已经达到26.83%。世界银行(2001)的报告认为,机构投资者持股比率只有达到某个临界值(一般认为是占股票市场总额的20%),他们才有积极性参与公司治理。而据证监会统计,至2006年末,机构投资者占我国股市流通市值已达30%,而且还将呈快速增长势头。在这种形势下,研究机构投资者参与公司决策的结果,分析机构投资者对资本市场效率的影响,具有极为重要的理论及现实意义。

2002~2005年,针对我国上市公司的再融资行为,监管层先后发出通知,明确要求凡是要进行再融资的上市公司,除了需要经股东大会通过,还需要经过流通股股东的分类表决通过,以期通过分类表决制实现外部投资者对上市公司内部控制人的监督,遏制其恶意“圈钱”行为,维护投资者的利益。在分类表决制下,机构投资者作为流通股股东的大股东,一方面对再融资的表决结果可能会起到关键作用。但是,另一方面作为投机性的市场主体,也可能并不关注公司的重大决策,而仅仅是采用“用脚投票”。那么,机构投资者究竟发挥了哪种作用?在哪些方面发挥了作用?本文将对此展开研究。

一、机构投资者的分类

目前,基于不同机构投资者类型对公司治理的影响,是研究的一个重要方向。事实上并不是所有的机构投资者都愿意并有能力发挥监督作用,不同类型的机构投资者由于自身特

点和投资理念的差异,其投资偏好和对公司治理的影响有很大不同。因此对机构投资者按照一定的标准进行类型划分,会有助于研究机构投资者的作用。

根据机构投资者与被投资上市公司是否存在商业关系,Brickley等(1988)将机构投资者划分为两种类型:一类是那些与上市公司不存在商业关系的机构投资者,即压力不敏感型。通常认为只有他们才能够坚持自己的投资理念,不会因为害怕受到被投资上市公司的商业打压而对公司的短期行为置之不理,而是着眼于长期回报,并且有动机参与公司治理,从而从公司治理活动中得到更大的收益。另一类是那些与被投资上市公司有业务往来关系的机构投资者,即压力敏感型机构投资者。由于他们不想破坏其与被投资上市公司的关系,因而往往采取中庸或支持公司决策的态度。

根据机构投资者不同的投资偏好,Bushee(1998)将机构投资者过去的投资行为划分为三种类型:①短期型,一般会采用“买好卖坏”战略,更多的是通过获取股票差价收益;②长期型,即注重长期投资、提供长期稳定的投资量,关注公司的长远利益,收益来自被投资公司长期的收益;③准指数型,不经常变动投资组合,仅仅是在更大的范围内实施投资战略。

根据持股时间的长短及持股比例的大小,Chen等(2007)将机构投资者划分到四个维度,即:长期持股、短期持股、大量持股、小量持股。实证得出长期持股以及持股比例高的机构投资者才有动力且有能力参与公司治理。

二、机构投资者参与公司治理效果的研究

研究者对机构投资者争论的焦点主要是机构投资者的投资目的究竟是短期还是长期,机构是否愿意或有能力参与公司治理,总体上存在三种不同的观点:

1. 有效监督假说。支持该假说的学者认为,公司绩效与机构投资者持有的股权比例之间呈正相关关系。国外的研究中持有该观点的学者主要有:Shleifer和Vishny(1986)的研究表明,有一个占支配地位的股东并对其进行监督的公司,一般会取得更好的绩效。Michael Useem(1993)通过自己的研究,认为机构投资者的力量日益强大,总体会对公司治理产生积

极的影响,公司管理者应认识到这一趋势并积极与机构投资者进行交流和协调。因为股东积极关心公司有利于公司治理的改进,可以增加股东的财富。Strickland、Wiles 和 Zenner (1996)通过实证研究得出结论:机构投资者的监督有利于提高公司的绩效。Opler 和 Sokobin (1995)的实证研究也表明,以公共基金为代表的机构投资者对上市公司治理改革的积极参与将导致上市公司长期经营绩效的提高。Guercio 和 Hawkins (1999)对美国最积极的养老金组织进行了研究,他们发现,股东的提议对公司的治理机制有补充作用,机构投资者提交股东议案后,目标公司会显著地加强公司治理工作。Bertrand 和 Mullainathan (2001)认为,机构投资者作为一个大股东一般能积极参与公司治理并发挥作用。

而国内的学者也得出了一些相关的结论:宋冬林、张迹和苏振华(2002)指出,机构投资者的积极参与对于改善我国国有公司“一股独大”的股权结构、保证治理结构中激励和约束机制的均衡都有着不可小视的作用。姜伟(2002)采用 1998~2000 年的数据检验了基金持股与公司绩效之间的关系,发现基金持股比例与托宾 Q 值显著正相关,他猜测可能是基金参与了公司治理并改善了公司绩效。王琨和肖星(2005)以 2002 年的上市公司为样本检验了证券公司和证券投资基金机构投资者持股与关联方资金占用之间的关系,结果发现,上市公司的前十大股东中机构投资者的存在及其持股比例的增加,都会显著降低上市公司因关联方交易而产生的资产和资产负债净值,因此认为我国机构投资者已经在一定程度上参与公司的经营和治理活动。机构投资者参与公司治理可以克服小股东治理激励不足与大股东内部控制的弊端。

肖星、王琨(2005)通过实证研究发现基金占有较多股份的上市公司在多项财务业绩和公司治理指标上均显著优于其他公司,基金在选择业绩和治理结构均良好的公司进行投资的同时,也起到了促进公司业绩改善的作用。孙凌珊和刘健(2006)以托宾 Q 值和 ROE 为业绩衡量指标,通过实证研究发现,机构投资者持股比例与公司绩效之间呈现出一定的正相关性,说明机构投资者的持股确实在一定程度上改善了公司的绩效。王奇波(2006)通过构造理论模型,提出将机构投资者引入上市公司控制权竞争之中,最终形成制衡的股权结构,从而降低大股东控制权私有收益,改善上市公司治理结构。翁洪波和吴世农(2007)实证研究了 2001~2004 年间我国证券市场机构投资者持股与公司治理效应之间的关系,研究结果表明:上市公司中机构投资者持股比例越高,上市公司发生恶意派现的可能性就越小,大股东通过恶意派现侵占中小股东利益的可能性也越小。丁方飞和丰珂(2008)验证了机构投资者年度持股变动和下一年超额报酬率显著正相关,即机构投资者投资对上市公司的业绩产生显著的正向作用。

国内也有学者对影响机构投资者参与公司治理的因素进行研究,例如,肖星和王琨(2005)通过对 2000~2003 年证券市场的数据进行分析后发现,我国证券投资基金的持股与财务业绩的关系是内生的:证券投资基金在选择投资对象时会选择财务业绩优良的公司,同时证券投资基金也起到了促进

公司财务业绩改善的作用。所以他们认为,中国证券投资基金既通过“用手投票”的积极方式参与公司治理,又通过“用脚投票”的被动方式影响公司治理。王永海等(2007)用理论模型阐释了影响机构投资者参与公司治理积极性的四个因素:持有单个公司的股权比率、资本市场中公司治理结构不完善的概率、所投资公司治理结构的完善程度以及监督成本。

2. 负面监督假说。持该观点的学者认为,机构投资者参与会对公司产生不利的影响。这方面的研究主要包括利益冲突假说和战略同盟假说。利益冲突假说认为,机构投资者和公司之间存在着其他有盈利性的业务关系,那些敏感性的机构投资者必然会与公司在业务利益分成上产生矛盾。战略同盟假说则认为,机构投资者和高管发现他们之间进行合作对双方来说是有利的,这种合作降低了机构投资者监督高管所产生的对公司价值的正效应,在重大决策面前可能会牺牲外部中小投资者的利益。因此,利益冲突假说和战略同盟假说都预言公司价值与机构投资者持股比例呈现负相关关系。Coffee (1991)、Jayne Barnard (1992)和 Robert Webb (2003)等人的观点便是上述假说的典型代表,他们对机构投资者可以在改进公司治理结构中发挥积极作用持否定态度。在他们看来,机构投资者监控不是一个“绝对的善”,他们往往采用分散的投资组合策略。Robert (2003)和 Romano (2001)在回顾了机构投资者介入公司治理的文献后发现,文献显示了一个明显的矛盾:虽然评论者对于股东的积极性给予正面的评价,但实证研究表明,股东的积极性对于目标公司的绩效影响甚微。

国外还有很多其他学者通过实证研究也同样得出机构投资者在不同的治理动机下参与公司治理的效果显著不同的结论。Black (1992)和 Woidtke (2002)认为,机构投资者监督上市公司,实质就是“代理人监督代理人”,此时如果机构投资者(如公共养老金)受到强烈政治利益的驱使(如关注失业率、社会安定问题),那么机构投资者和中小股东则具有不同的目标函数,因而也就不能成为有效监督的外部股东。

国内在这方面的研究学者主要有:蔡明生、白东文(2002),常巍、贝政新(2002),唐正清、顾慈阳(2005),他们认为,基于我国机构投资者对公司治理经验的缺乏,现阶段他们只能定位于消极股东的角色;石子印(2007)研究认为,我国机构投资者不会改变大股东侵占中小股东利益的现状,其对改善上市公司治理状况起到的作用微乎其微。傅勇和谭松涛(2008)以 2006 年 11 月 13 日以前完成股权分置改革的 1 104 家上市公司作为研究样本,研究了机构投资者在股权分置改革过程中发挥的作用,研究结果表明:机构投资者通过内部交易与尚不能流通股股东合谋,并获取额外收益。

3. 无效监督假说。持该观点的学者认为,机构投资者的参与对公司没有显著的影响。Lipton 等 (1991)和 Wohlstetter (1993)认为,机构投资者缺乏管理企业的相关技能与经验,不太可能改进企业的决策。Black (1990)和 Admati (1994)认为,“搭便车”也是那些持短期投资理念的机构投资者的惯常行为,他们一般不会发起集体诉讼行动,并且面对较差的绩效时更可能采取的是出售股票而不是发起纠正行动。Pound 认为,

机构投资者不会对公司进行有效监督。Sunil Wahal 在研究中发现, 养老金积极参与公司治理的效果并不明显。Karpoff、Malatesta 和 Walkling(1996)研究了股东提案与公司市值的相关性, 结论是股东提案与公司市值不存在显著的相关性。

国内关于这方面的研究主要有: 绍颖红、朱哲晗、陈爱军(2006)选择证券投资基金作为研究对象, 对证券投资基金持有上市公司股票的比例与公司治理之间的关系进行相关性研究, 得出的结论是: 从目前机构投资者参与公司治理的情况来看, 机构投资者还只是浅层次地参与, 他们更注重公司的短期业绩, 而对长期投资收益关注较少, 当公司业绩下降时, 他们采取的主要还是“用脚投票”策略, 而不是积极介入公司治理, 追求长期收益。姚颐、刘志远、王健(2007)对我国股权分置改革过程中机构投资者参与表决的结果进行了实证研究, 结果发现, 当股权分置改革存在巨大利益诱惑时, 机构投资者与上市公司之间存在战略合作假说, 而对中小投资者的利益往往置之不顾, 以致中小投资者的利益难以得到保护。

三、机构投资者参与公司治理具体事项的研究简述

Borokhovich 等(2000)的研究还发现机构投资者能够积极地对反接管提案实施监督; Hartzell 和 Starks(2003)以 1992~1997 年 1 500 家美国上市公司为样本, 研究发现机构投资者的股权集中度与经理人的绩效正相关, 与经理人的薪酬水平负相关, 充分说明机构投资者的监督能够缓解股东与经理人之间的利益冲突。Chen 等(2007)通过并购事件发现, 只有独立的长期投资的机构投资者的持股比例与并购后的业绩相关, 其他类型的机构投资者不存在监督效应, 且该类型机构投资者降低了效应为负的并购发生的可能性。Samuel(1996)通过对 1985~1990 年美国 557 家制造业企业的研究指出, 机构投资者的股权对企业的资本支出有正效应、对企业的研发支出有负效应、对企业的广告支出没有影响。

而 Bushee(1998)指出, 当公司的机构投资者持股比例较高时, 他们能够起到积极的监督作用, 不会允许管理层通过削减研发支出来保全公司的短期业绩。但是, 当机构的持股比例极高时, 机构投资者的小量交易行为会随着管理层削减研发投入可能性的增大而加大进货量, 以加强控制力, 即持股比例高的机构投资者对管理层研发支出的监督力度会随着公司业绩的变化而变化。Chung、Firth 和 Kim(2002)检验机构投资者的存在是否有效地制约了公司的盈余管理行为, 他们发现, 在机构投资者持有股份较多(大于年度机构投资者持股比例中值)的公司里, 管理层利用应计项目操纵利润的行为得到抑制。Eric K. Kelley(2009)验证了机构投资者持股的公司披露的信息更加具有有效性, 即机构投资者持股有助于上市公司完整地披露会计信息, 避免公司管理层进行信息操纵。

四、研究结论及启示

1. 研究结论。关于机构投资者能否有效地参与公司治理问题, 根据以上国内外的研究文献可以归纳出以下几点结论: ①机构投资者的规模日益壮大, 而根据投资目的、与被投资公司的商业关系以及投资深度(持股比例及持股时间)可以将其分成不同类型的投资机构; ②对机构投资者能否有效地参

与到上市公司治理结构中去有不同的研究结论, 但得出肯定结论的研究越来越多, 说明机构投资者参与公司治理在一定程度上发挥了积极的作用; ③对于不同的具体事项, 如盈余管理、研发投入、大股东占用上市公司资金、聘请会计师事务所以及经理人的薪酬设计等特殊事项, 不少学者在这方面进行了实证研究, 结果表明, 机构投资者在这些方面已经发挥了重要的监督作用; ④随着机构投资者规模的扩大, 国内一些文献已经开始从前十大股东中机构投资者的持股比例着手, 探讨机构投资者在被投资公司股东中的说话力度。

2. 几点启示。

(1)国内的研究大多还只是处于将国外的一些研究思路翻译过来, 寻求在我国市场能否得到验证, 而真正从我国特殊的新兴资本市场的深处进行挖掘的研究并不多。

(2)国内学者对机构投资者与上市公司业绩的内生性研究表明: 机构投资者在选择投资对象时, 一般会选择业绩优良的公司, 同时, 机构投资者持股又会起到促进公司业绩改善的作用。即国内的一些机构投资者既通过“用手投票”的积极方式参与公司治理, 又通过“用脚投票”的被动方式影响公司治理, 还不能算是完全的价值投资者, 人们不能对机构投资者参与公司治理寄予太大的希望。

(3)国内外研究表明, 影响机构投资者参与公司治理积极性的因素除了包括单个公司的股权比率、监督成本, 还有外部因素如资本市场中公司治理结构完善的概率和所投资公司治理结构的完善程度。与西方成熟的资本市场相比, 我国的资本市场还是一个新兴的市场, 市场化机制还不完善, 上市公司在公司治理方面尚存在一些缺陷, 因此我们的政策建议是: 在大力发展资本市场的同时, 要特别关注证券市场建设, 加快建设完善的财务、审计制度和严格的信息披露制度, 着力提高实施契约和对证券市场的监管水平等。通过激发机构投资者参与公司治理的积极性, 促使更多的机构投资者参与到公司治理中来, 发挥机构投资者的监督促进作用。

主要参考文献

1. Brickley J., Lease R., Smith C. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 1988; 20
2. Bushee B. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 1998; 3
3. Chen X., Harford J., Kai Li. Monitoring: Which Institutions Matter. *Journal of Financial Economics*, 2007; 3
4. 宋冬林, 张述. 机构投资者参与公司治理的经济学分析. *经济纵横*, 2002; 5
5. 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究. *南开管理评论*, 2005; 2
6. 肖星, 王琨. 证券投资基金: 投资者还是投机者. *世界经济*, 2005; 8
7. 常巍, 贝政新. 资产市场发展中投资主体与投资行为. *经济研究*, 2002; 7