



香港城市大學
City University
of Hong Kong

中國會計學
China Journal of
Accounting Research



中山大學
SUN YAT-SEN UNIVERSITY

Summer Research Workshop 2009

24-25 July 2009

Title: 所有權和控制權分離對機構投資者持股決策的影響——兼論不同類型機構投資者的差異

Presented by: Dr Song Yu
Nanjing University of Science and Technology

Discussant: Dr Oliver Li Zhen
University of Arizona

FOR THIS WORKSHOP ONLY
DO NOT QUOTE
DO NOT CIRCULATE

所有权和控制权分离对机构投资者持股决策的影响

——兼论不同类型机构投资者的差异

宋玉

(南京理工大学 经济管理学院, 江苏 南京 210094; 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093)

摘要: 上市公司所有权与控制权的严重分离会影响其公司价值, 进而会影响投资者的投资决策。本文以2004-2007年我国A股上市公司为研究样本, 考察了我国上市公司两权分离状况对机构投资者总体和各类机构投资者持股决策的影响。我们发现, 上市公司所有权越高, 两权分离度越小时, 机构投资者(主要是证券投资基金)持股比例越高; 而且两权分离度指标对机构投资者持股决策的影响在非国有企业中表现更为明显。本文的研究结论表明, 我国机构投资者总体上能够做到自我利益保护, 在投资者保护方面发挥积极的作用, 但是这种作用的发挥在机构投资者类型中存在显著差异。

关键词: 最终控制人 所有权 控制权 机构投资者持股

The Effect of the Separation between Ownership and Control on Institutional Ownership: the Difference of Institutional Investors Types

SONG Yu

(School of Economics and Management, Nanjing University of Science and Technology, Nanjing 210094;
School of Business NanJing University, Nanjing 210093)

Abstract: The significant separation between ownership and control will have an effect on companies' value, and then may have an effect on investors' decisions. This paper investigates the separation between ownership and control for listed companies in China and it's an effect on institutional ownership. It is found that high level of cash-flow rights and small separation between ownership and control has a positive effect on institutional ownership, mainly refer to security investment funds. And this relationship is more significant for non-state listed companies. The result proves that institutional investors play a positive role in investor protection area, but there has a significant difference among different type of institutional investors.

Keywords: Ultimate Owner; Ownership Rights; Control Rights; Institutional Ownership

作者简介: 宋玉(1979-), 女, 安徽宿州人, 博士, 南京大学博士后, 南京理工大学经济管理学院讲师, 主要研究方向为财务会计与公司治理。通讯地址: 南京理工大学经济管理学院(210094), Email地址: songyu6186@sina.com。

基金项目: 中国博士后科学基金会课题(项目编号: 20080441025); 江苏省博士后科研资助计划项目(项目编号: 0901101C); 南京理工大学经济管理学院青年教师科研扶持基金课题(项目编号: JGQN0702)。

所有权和控制权分离对机构投资者持股决策的影响

——兼论不同类型机构投资者的差异

摘要：上市公司所有权与控制权的严重分离会影响其公司价值，进而会影响投资者的投资决策。本文以 2004-2007 年我国 A 股上市公司为研究样本，考察了我国上市公司两权分离状况对机构投资者总体和各类机构投资者持股决策的影响。我们发现，上市公司所有权越高，两权分离度越小时，机构投资者（主要是证券投资基金）持股比例越高；而且两权分离度指标对机构投资者持股决策的影响在非国有企业中表现为明显。本文的研究结论表明，我国机构投资者总体上能够做到自我利益保护，在投资者保护方面发挥积极的作用，但是这种作用的发挥在机构投资者类型中存在显著差异。

关键词：最终控制人 所有权 控制权 机构投资者持股

一、引言

自二十世纪八十年代后期以来，即使是曾经股权相当分散的美国公司，也出现了一定程度的股权集中现象，因为适当的股权集中可以有效地克服投资者与管理层之间存在的委托代理问题，降低公司的代理成本。然而，股权的集中也存在潜在成本，即监督管理层的股东将承担监督的全部成本，而他自己却只能按其所持有的股份获取由监督活动带来的好处，由此造成股东对于管理层的监督存在成本—收益不对称的问题，很可能导致大宗持股股东的利益侵占行为，从而造成不良影响。同时，现阶段大多数国家的大部分公司，其代理问题已经不是突出表现在外部投资者和管理层之间的冲突，已转变为在投资者法律保护不完善环境下的控股股东与中小股东之间潜在的利益冲突（Shleifer 和 Vishny，1997）。La Porta 等（1999）对 27 个发达经济体的研究发现，除了拥有良好投资者保护机制的国家外，其他国家的股权相对比较集中，控股股东常常通过金字塔股权结构使得控制权超过所有权。当控股股东的控制权比例越大，而所有权比例越小时，其侵占上市公司和其他股东利益的动力就越大；当控股股东的的所有权越高时，控股股东就越有激励动机保证公司顺利运行。之后，Claessens 等（2000）以及 Faccio 和 Lang（2002）分别对东亚公司和西欧公司的研究也发现了类似结论：金字塔股权结构意味着控股股东的的所有权可以远远低于其控制权。如果对中小股东的权益缺乏有力的保护，两权的背离将极大的激励控股股东以侵害中小股东的利益为代价来增加私人收益。Johnson 等（2000）的研究发现，过度集中的股权引发了大股东的“掏空”行为，使

得中小股东利益受到侵害。

根据国外发达资本市场的历史经验：机构投资者作为全球金融体系市场化的重要推动力量，能够凭借自身的规模经济优势和长期、理性的投资理念，在事前的定价机制和事后的监督机制两个方面发挥积极的作用，从而起到完善资本市场功能、健全市场机制与推进市场创新的作用。与此同时，机构投资者在发挥积极作用的同时，也会因其不成熟性而引发负面作用。Pound（1988）关于机构投资者作用的三种假说，就与此论断不谋而合。（1）有效监督假说（Efficient monitoring hypothesis）：该假说认为机构投资者凭借自身高水平的专业素质，能够以较低的成本对公司管理层的行为进行监督，从而获得更高的监督收益。因此，机构投资者的参股行为会有效缓解小股东之间的搭便车问题，起到保护中小投资者利益和提升公司价值的作用。（2）利益冲突假说（Conflict-of-interest hypothesis）：该假说认为机构投资者可能与持股公司存在其他业务往来，这使得机构投资者对管理层行为不满时不敢投反对票予以制止。（3）战略联盟假说（Strategic-alignment hypothesis）：该假说认为机构投资者和上市公司管理层之间存在互惠互利的关系，很可能引发双方互相勾结，从而无法有效监督管理层的行为。该假说与利益冲突假说均表明机构投资者并不能起到保护中小投资者利益的作用，从而对公司价值的提升存在负面效应。

我国资本市场还处于“新兴加转轨”的阶段，无论在制度架构、市场基础和投资理念上，与成熟市场国家存在很大的差异，与其他新兴市场也有所不同，控股股东对中小股东利益侵害的事件和研究成果也不断涌现。自1997年我国机构投资者真正迈开发展步伐以来，在随后十年多的时间，机构投资者的群体不断发展壮大，进入了蓬勃发展阶段，逐渐发挥了对证券市场健康长期发展的积极引导作用。但是，机构投资者的持股比例相较于个人投资者而言虽然处于较高的水平，然而相较于控股股东和国外发达资本市场机构投资者的持股比例还偏低，他们仍然处于相对弱勢的地位。机构投资者为了更好地实现自身利益最大化的目标，很可能会对采取“短视”行为。例如，有关机构投资者在公司治理和投资者保护中角色的分析结论就不尽相同。王琨和肖星（2005）、高雷等（2006）、程书强（2006）、吴晓辉和姜彦福（2006）、李维安和李滨（2008）、李刚和张海燕（2009）、刘志远等（2009）和叶建芳等（2009）等从不同角度证明了机构投资者对降低代理成本，提高公司治理质量方面（关联方资金占用、会计盈余质量、董事会效率、红利甄别能力）的积极影响；而张翼和马光（2005）、唐清泉等（2005）、吴超鹏等（2006）、沈艺峰等（2006）则表明机构投资者在投资者权益保护方面不仅没有发挥正向积极的作用，甚至会与控股股东合谋侵害中小投资者的利益。而有关机构投资者持股决策行为的研究更多的是从持股公司财务和市场特征，以及羊群行为展开论述。

这些研究为我们更好地理解机构投资者的行为,对公司治理信息的关注和改进提供了宝贵的经验证据,然而他们基本没有涉及到隐藏在大股东背后的控制性股东真实意图的探究,没有直接从机构投资者自身权益保护的视角,考察公司最终控制人情况对机构投资者持股决策的影响。本文将投资者保护为视角,分析所有权和控制权分离度对我国机构投资者持股决策的影响。

此外,除了证券投资基金和券商以外,2000年9月我国社保基金建立,并于2003年6月正式入市;2002年11月5日中国证监会、中国人民银行共同发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,2003年QFII正式入市;2005年8月我国劳动和社会保障部公布了获得企业年金投资管理人资格的15家机构中,标志着企业年金的市场化运作正式启动。那么,伴随机构投资者队伍的迅猛发展和一系列制度的建设,不同类型的机构投资者是否会在持股决策方面有不同的考虑,公司治理和中小投资者权益保护状况是否会影响他们的决策?本文也将对此问题进行探讨。

本文以我国证券市场上2004—2007年沪深A股上市公司为研究样本,考察了两权分离情况对机构投资者总体和各类机构投资者持股决策的影响,并同时考察了最终控制人性质对这一关系的影响。我们发现,上市公司现金流量权越高,两权分离度越小时,机构投资者(主要是证券投资基金)持股比例越高;最终控制人性质为国有时,两权分离程度相对较弱,中小投资者利益受侵害的可能性较小,因此,在国有上市公司中,两权分离程度对于机构投资者持股决策的影响相对较小。本文的研究结论表明,我国机构投资者总体上能够做到自我利益保护,在投资者保护方面发挥积极的作用,但是这种作用的发挥在机构投资者类型中存在显著差异。

本文结构如下:本部分是引言,简要介绍了本文的研究问题和意义。第二部分针对本文将要研究的问题进行了相关文献回顾,并在此基础上提出可供检验的理论假说;第三部分介绍了研究方法及数据描述;第四部分是实证检验结果及解释;第五部分对全文作了总结并提出了相关政策建议。

二、文献回顾与研究假说

信息是不确定性的减少或消除,是可能影响使用者决策的证据。因此,在任何一项经济决策和每一次经济交易中信息都是不可或缺的,充分而准确的信息对任何资源的配置都起着重要,甚至是决定性的作用。根据发达资本市场机构投资者持股决策的依据,人们发现,上

市公司的财务特征和市场特征信息在机构投资者持股决策中占有重要的地位（Badrinath et al., 1989; Falkenstein, 1996; Eakins et al., 1998; Grinstein 和 Michaely, 2005）。随着机构投资者的发展，人们发现机构投资者的持股决策并非仅仅考虑即将持股公司的财务信息，机构投资者更加关注公司治理信息的影响。因为在机构投资者看来，高质量的公司治理能够降低公司的运作风险，提高公司应对危机的能力，保证公司在较长时间内的良好运作，并最终为他们带来高额的回报。因此，公司治理状况的好坏也成为机构投资者进行决策的重要影响因素之一（Giannetti 和 Simonov, 2006）。

公司治理是一系列机制的集合，主要是为了保护外部投资者免受公司内部人（主要指公司管理当局或控股股东）的利益侵占，它包括内部治理机制和外部治理机制。而对于新兴市场，特别是投资者法律保护较弱的国家，公司层面的内部治理作用更加凸显（Klapper 和 Love, 2004），其原因在那些薄弱的法制环境的国家里，公司可以通过建立良好的公司治理结构和提供可置信的投资保护来部分地弥补无效的法律和执法程度（林勇等，2009）。Coombes 和 Watson（2000）对 Mckinsey 有关机构投资者在不同国家或地区为具有良好公司治理的上市公司愿意支付股票溢价情况的报告进行了详细描述——投资于治理环境良好的英美上市公司的机构投资者，他们愿意支付的溢价平均为 18%，而投资于意大利、委内瑞拉或印尼的机构投资者，他们愿意支付的溢价平均分别为 22% 和 27%。因为，在机构投资者看来，亚洲和拉丁美洲地区上市公司的财务报告质量较差，良好的公司治理举措能够作为一种补充机制，更好地保护股东的权利，支付高额的溢价能够确保收益的实现，是值得的。Russell Reynolds Associates（1998）、Chiu 和 Monin（2003）研究发现，董事会质量较高的公司比较受机构投资者的青睐。Nielsen（2006）从研究私募基金的视角出发，发现机构投资者喜好无控股股东、CEO 为外部人、外部董事居多，且信息披露充分的公司，达到风险偏低而收益颇丰的目的。

在内部治理机制方面，相当重要的一个方面即是控股股东所有权和现金流量权分离的程度。因为，最终控制人的所有权代表了他从上市公司中所获得的利益，而控制权则代表了最终控制人对企业决策的影响程度，所有权和控制权的差距越大，最终控制人越有可能损害企业利益（La Porta 等，1999）。La Porta 等（2002）以 27 个经济体的 539 家公司为样本，考察了中小投资者立法保护和控股股东现金流量权对公司价值（Tobin's Q）的影响，结果显示，中小投资者立法保护好，现金流量权高的公司价值更大。Claessens 等（2002）以东亚 8 个国家和地区中的上市公司为研究样本，研究发现公司的价值随大股东现金流量权的增加而增加，而随着控制权与现金流量权之差的增大而减少，这与控股股东持股比例的利益协同效应

和利益侵占效应相一致。张华等（2004）考察了我国民营上市企业所有权、控制权以及二者的分离对企业的影响，结果发现民营上市企业的最终控制人大多采用金字塔方式从而以用较少的投资控制较多的股份，两权的分离造成了企业价值的下降。叶勇等（2005）通过追踪上市公司的终极控制股东发现，对于中国的上市公司整体而言，终极控制股东投入的现金流平均只有 39.33%，而其拥有的控制权平均为 43.67%，两者的比值为 0.890，而且终极控制股东为家族的上市公司，它们的所有权和控制权最有可能偏离。叶勇等（2007）实证研究发现我国上市公司的终极控制股东普遍运用投资公司控股、金字塔结构的方式获取控制权，并因此使其控制权与现金流量权产生偏离，且偏离幅度越大，上市公司的市场价值就越小，终极控制股东对小股东剥削的程度就越大，其中又以终极控制股东为家族企业的上市公司最为严重。王力军等（2008）研究发现，我国民营上市公司的所有权与控制权分离程度相当严重，所有权比例的增加提高了公司价值，而所有权与控制权的分离则降低了公司价值。

综上，所有权和控制权的分离会影响公司价值，进而影响投资者的利益。针对上市公司控股股东可能给中小股东带来的利益侵害，持股比例相对较高的机构投资者更有可能对此进行监督，降低自身利益被侵害的可能性。因为机构投资者由于其持股量较大，有强烈的动机去监督管理层的行为，避免搭便车行为的出现，会慎重考虑公司决策所带来的每股成本与收益，减少股东投票权可能产生的负的外部性，同时他们可以通过代理权竞争或接管给管理当局施压，从而有效地克服现代公司中存在的委托代理问题，实现公司价值最大化（Shleifer 和 Vishny, 1997），这与 Pound（1988）关于机构投资者作用的有效监督假说相一致。因此，机构投资者的参股行为会有效缓解小股东之间的搭便车问题，起到保护中小投资者利益的作用。根据上述分析，我们提出假说 1：

H1：上市公司两权分离程度越小时，机构投资者持股比例越高。

根据国内外两权分离的相关研究成果，两权分离所导致的代理成本问题主要表现在民营企业或家族控制企业。比如，La Porta 等（1999）、Claessens 等（2000）研究发现，所有权和控制权分离更有可能发生在家族控股公司；国内学者叶勇等（2005）的研究结论也表明，国家控制的公司两权偏离最小（0.941），家族控制的公司两权的偏离是最大的（0.673）。现阶段，我国上市公司中仍以国有企业为主导，国有控股公司虽然在治理机制方面存在很多缺陷，但是从激励约束机制来看，国有性质的上市公司侵占公司利益的激励可能较弱。因为国有上市公司进行利益侵占后所得的不当收益很难全部或大部分归于个人，而非国有企业利益侵占后能将大部分收益归于自己。同时，国有企业因其自身天然的“政治联系”，能够相对容易地获取银行贷款、税收优惠和政府补贴等优惠政策，他们不太可能通过资产转移、关联

交易等行为使中小股东利益受到严重损害。Berkman 等（2005）的研究发现，中国上市公司为国有控股时，小股东利益可能被很少的侵占。王鹏和周黎安（2009）有关两权分离对公司绩效影响的研究也发现，对于国有控股的公司，控股股东的股权结构体现出正的“激励效应”和负的“侵占效应”；两权分离指标使上市公司体现出明显递增的边际效应。而对于私人控股的公司，两权分离程度在某些区间上反而提高了公司的绩效。因此，两权分离度指标会因企业不同所有者性质而对公司绩效产生不同影响。我们预期，当最终控制人性质为国有时，两权分离情况相对较弱。在此基础上，我们预测，当以两权分离度指标作为影响机构投资者持股决策的因素时，该指标作用的发挥更可能在非国有企业中充分体现，即两权分离度指标在国有企业中对机构投资者的影响力会有所下降。根据上述分析，我们提出假说 2：

H2：当上市公司最终控制人性质为国有时，两权分离度指标对机构投资者持股决策的影响有所下降。

然而，机构投资者因其发展阶段的早晚、投资期限的长短、受托责任的大小、风险承担方式与市场监管差异，不同类型机构投资者的行为也可能会有所不同^①。例如，Del Guercio（1996）论述了银行和共同基金持股公司的特征，研究发现这两种不同类型的机构投资者在投资谨慎度方面存在差异。其中，银行更多地体现出谨慎投资的理念，他们更多持有属于 S&P500 指数，在 S&P 中排名较高、上市年限较长、市场资本化程度较高、盈利状况好、流动性强、风险小的股票；而共同基金并未表现出明显的谨慎投资趋势，他们仅在高市场资本化程度、强流动性和低风险方面表现出统计显著性。Bushee 和 Noe（2000）研究发现，短期投资型的机构投资者表现出对高风险高收益的偏好，例如对高系统风险的偏好；长期投资型的机构投资者表现出谨慎投资的偏好，例如他们偏好在 S&P 中的排名较高的股票；而准指数型的机构投资者的表现基本处于中间状况，他们既不是高风险的偏好者，也不是稳健投资的代表。为此，本文根据我国机构投资者类型发展的现状和实证研究数据的可获取性，将

^①比如，（1）根据机构投资者是否与持股公司存在业务联系和利益冲突，将机构持股者分为“压力敏感型”（pressure-sensitive）、“压力抵制型”（pressure resistant）与“压力不明确型”（pressure indeterminate）。其中，“压力敏感型”指与持股公司存在密切利益关系，对管理层有损公司价值的行为不积极行动的机构投资者，例如银行和保险公司等；“压力抵制型”与“压力敏感性”形成鲜明对照，该类机构投资者会对管理层的不当行为积极实施否决权，例如公共养老基金、捐赠基金等；“压力非明确型”的机构投资者则居于前两种之间，行动特征不具明显特征，例如公司养老基金、投资咨询公司等（Brickley, Lease 和 Smith, 1988）。（2）根据机构投资者的投资期限（investment horizons），具体包括投资组合的多样化水平、变动程度与交易量对当期盈余的敏感度三类指标，可以把机构投资者分为短期投资型（transient）——偏好多样化的投资和频繁的组合变动，一般会采用“买好卖坏”战略；长期投资型（dedicated）——偏好均衡投资，不轻易变动投资组合，注重“关系投资”；以及准指数型（quasi-indexer）——偏好多样化的投资，但相对不轻易变动（Bushee, 1998）。（3）根据信托责任（fiduciary）的高低可以把机构投资者细分为银行信托、保险公司、投资顾问（包括共同基金），以及养老和捐赠基金四大类。其中，银行信托面临最大的信托责任，投资十分稳健；其次是养老和捐赠基金，其投资相对也比较稳健；保险公司受到的信托责任限制较少；投资顾问的信托责任最低（Bushee, 2001）。

考察证券投资基金、券商和 QFII 持股决策过程中对公司两权分离状况的关注力度^②。根据现阶段有关机构投资者行为的研究成果，大部分研究支持了机构投资者持股决策的科学性，以及对公司治理建设的积极作用，因此，本文按照机构投资者类型的不同提出以下假说：

H1.1：上市公司两权分离程度越小时，证券投资基金持股比例越高。

H2.1：当上市公司最终控制人性质为国有时，两权分离度指标对证券投资基金持股决策的影响有所下降。

H1.2：上市公司两权分离程度越小时，券商持股比例越高。

H2.2：当上市公司最终控制人性质为国有时，两权分离度指标对券商持股决策的影响有所下降。

H1.3：上市公司两权分离程度越小时，QFII 持股比例越高。

H2.3：当上市公司最终控制人性质为国有时，两权分离度指标对 QFII 持股决策的影响有所下降。

三、研究设计

（一）样本选择和数据来源

为了系统考察我国上市公司两权分离度对机构投资者总体和各类机构投资者持股决策的影响，我们根据机构投资者持股的状况和实证研究中数据检验的需要，选择了从 2004-2007 年间机构投资者持股的沪深 A 股上市公司作为研究的初始样本^③，机构投资者持股公司的数量如表 1 剔除前各栏所示。由于两权分离度指标的部分缺失，用于实证分析的样本数如表 1 剔除后各栏所示。本文所需的机构投资者持股比例数据和相关财务指标数据来自于上海万得资讯科技有限公司开发的“Wind 资讯”，两权分离度指标来自深圳国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 数据库。由于金融保险类上市公司遵循的会计核算规则与其他类上市公司存在较大的差异，而且其资产负债结构等与其他行业相差较大，进而会影响因素的选取，故此我们在样本中予以剔除。

^② 根据 WIND 数据库的统计依据，其机构投资者总体主要包括证券投资基金、券商、券商理财产品、QFII、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司和财务公司。选取证券投资基金、券商和 QFII 这三类机构投资者主要出于实证研究的考虑，因为他们持股公司数量较多，比较具有代表性和实证分析的可行性。

^③ 在稳健性测试中我们还按照机构投资者是否持股进行统计分析和实证检验，具体结果见后文相关内容。

表 1 2004—2007 年各类机构投资者持股家数（考虑两权分离度指标的可获取性）

年份	机构总体持股		基金持股		券商持股		QFII 持股	
	剔除前	剔除后	剔除前	剔除后	剔除前	剔除后	剔除前	剔除后
2004	1225	1038	1134	964	286	242	37	29
2005	1248	904	1156	833	235	182	129	89
2006	1305	852	1176	777	217	138	205	135
2007	1428	1242	941	810	237	206	160	137
合计	5206	4036	4407	3384	975	768	531	390

（二）研究模型与变量

本文用如下模型来检验两权分离度对机构投资者持股决策的影响：

$$INST = \beta_0 + \beta_1 RIGHTS + \beta_2 GOV + \beta_3 RIGHTS \times GOV + \sum_{j=1}^6 \beta_{4j} \times CONTROL_j + \sum_{j=1}^{19} \beta_{5j} \times INDU_j + \sum_{j=1}^3 \beta_{6j} \times YEAR_j + \varepsilon$$

其中，因变量 INST 分别表示机构投资者总体持股比例 TOTAL、证券投资基金持股比例 FUND、券商持股比例 QS 和合格境外机构投资者持股比例 QFII。

自变量中的 RIGHTS 与 RIGHTS 和 GOV 的交乘项为两类测试变量。（1）RIGHTS 是表示最终控制人两权状况的变量，具体又包括：①所有权 CR，它等于最终控制人控制链上各个控制环节持股比例的乘积，而如果存在交叉持股，则将每条控制链的所有权乘积相加得出；②两权分离程度 CV，它等于 CR/VR^④（VR 为控制权，等于控制链上最小的持股比例，而如果存在交叉持股，则将每条控制链的控制权相加得出），该比例越接近 1，两权的差异越小。我们主要考察 CR 和 CV 对机构投资者持股比例的影响，我们预测这两个测试变量的符号应显著为正。（2）GOV 是关于最终控制人性质的变量。本文将最终控制人的性质划分为国有和非国有两种类型，当最终控制人类型为国有时取值为 1，否则为 0。为了考察不同企业类型对两权分离度指标与机构投资者持股决策关系的影响，我们加入了 RIGHT 和 GOV 的交乘项，我们预测该测试变量的符号应显著为负。

CONTROL 为控制变量。根据国内外的研究文献（Badrinath et al., 1989; Cready, 1994; Del Guercio, 1996; Falkenstein, 1996; Eakins et al., 1998; Bushee, 2001; Gompers 和 Metrick,

^④ 在稳健性测试中我们还以现金流量权和控制权之差（用 DIFFSEP 表示）作为两权分离程度的衡量变量，具体结果见后文相关内容。

2001; Grinstein 和 Michaely, 2005; 汪光成, 2001; 高雷等, 2006; 宋玉, 2007), 我们选择以下因素作为控制变量: 第一, 公司规模 SIZE 变量, 用总资产的对数进行度量; 第二, 公司负债水平 LEV 变量, 用总负债与总资产的商进行度量; 第三, 公司盈利能力 EPS 变量, 用每股盈余进行度量; 第四, 公司经营性现金流 OCF 变量, 用每股经营活动现金流量进行度量; 第五, 是否属于沪深 300 指数的成分股 COMP 变量, 属于取值为 1, 否则为 0; 第六, 公司上市年限 AGE 变量。其中, 我们预期 SIZE、EPS、OCF、COMP 变量与因变量机构投资者持股比例存在正相关关系, 而 LEV 和 AGE 变量与因变量存在负相关关系^⑥。

同时, 由于行业的特征很可能会影响机构投资者的持股决策 (Badrinath et al., 1989), 我们在模型中加入了 INDU 变量, 控制行业效应的影响。行业的分类标准采用中国证监会于 2001 年公布的《上市公司行业分类指引》(简称《指引》)。《指引》中共包含 13 个门类, 其中制造业门类中又细分为 9 个次类, 即可以将样本公司分为 21 个行业类别。由于剔除了金融保险类, 故笔者在上述模型中设置了 19 个行业哑变量。同时, 笔者也在模型中加入了 YEAR 变量, 控制年度变化的影响, 当年份分别为 2005、2006、2007 时取 1, 否则为 0。

四、检验结果

(一) 描述性统计结果

表2列示了文章主要变量的描述性统计结果。机构投资者总体持股比例最大值为91%, 最小为0.0001%, 差异非常大, 均值为14.67%, 与发达资本市场机构投资者持股比例相比, 持股比例比较偏低, 这将可能影响其在公司治理中的发言权。其他各类机构投资者持股比例的状况与机构投资者总体持股状况相近。以证券投资基金为例, 持股比例最大值为81.5%, 最小值为0.0001%, 标准差为16.4, 差异也比较大。在各类机构投资者持股比例的分析中, 我们还发现, 证券投资基金持股比例普遍高于券商和QFII。为了避免极端值的影响, 使本文的研究结论具有稳定性, 我们在后面的多元回归分析中剔除了三个标准差之外的样本。

在两权分离状况指标中, 机构投资者总体持股公司所有权均值为34%, 控制权均值为40%, 两权分离度的均值为0.82。而Claessens等(2000)有关东亚九国研究发现, 所有权均值为15.7%, 控制权均值为19.77%, 两权分离度的均值为0.746, 说明我们国家上市公司总体的两权分离状况比东亚九国的平均状况要好。

^⑥ 国外的相关文献 (Del Guercio, 1996; Falkenstein, 1996; Bushee, 2001) 一般发现机构投资者持股比例与上市公司的上市年限存在正相关关系, 但是根据国内学者 (汪光成, 2001; 宋玉, 2007) 的研究成果, 研究结论与此相反, 即机构投资者持股公司的年限偏短。我们认为制度环境的影响相当重要, 应该以我国国情为基础进行变量符号的预测。

表 2 主要变量的描述性统计结果

指标	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
TOTAL	14.66731	6.2628	18.81264	0.0001	91.011
FUND	10.31134	1.7917	16.40338	0.0001	81.5384
QS	3.09347	1.8745	3.521986	0.1334	42.1668
QFII	3.603061	2.5387	3.515209	0.1327	27.297
GOV	0.611862	1	0.487387	0	1
CR	33.9963	32.105	17.91262	0.4089	100
VR	39.8008	38.88	15.69633	4.83	100
CV	0.827691	1	0.245511	0.015991	1
SIZE	21.348	21.26264	1.104531	14.93745	27.6251
LEV	0.560546	0.509075	1.374236	0.009122	61.33537
EPS	0.196828	0.1716	0.552771	-13.114	5.53
OCF	0.382541	0.30105	0.826254	-7.65	11.5357
COMP	0.267344	0	0.442628	0	1
AGE	7.293355	7	3.633536	1	17

表 3 是以机构投资者总体持股公司进行分析时主要变量的相关系数。机构投资者总体持股 TOTAL 变量与现金流量权、控制权和两权分离程度均呈现显著的正相关关系，而与控股股东的性质存在正向相关关系，但是显著性不够稳定（Pearson 检验结果中在 10% 水平显著，而 Spearman 检验结果中不存在显著关系）。在公司特征的控制变量中，机构投资者持股与持股公司规模、盈利能力、现金流量和是否是成分股变量存在显著正相关关系，而与持股公司的负债水平和上市年限呈现显著负相关关系，这与前期相关作者的研究结论和本文的预期相一致，即机构投资者倾向于持有规模较大、盈利能力和现金流量较高，负债水平较低，以及上市年限较短的公司股票。从变量间的相关系数来看，除了 CR 和 VR、CR 和 CV 之间的相关系数达到 0.8 和 0.6 以上外（后面在回归分析时逐步放入各个变量，以避免共线性的影响），其他变量之间的相关系数均在 0.6 以下，变量间不存在严重的共线性问题。

（二）趋势分析

我们首先对机构投资者持股比例与所有权 CR 和两权分离度 CV 的关系趋势进行了分析，其中图 1 为所有权 CR 不同区间内机构投资者总体和各类机构投资者持股比例的分布情况，图 2 为两权分离度 CV 不同区间内机构投资者总体和各类机构投资者持股比例的分布情况。在不同的 CR 和 CV 区间内，证券投资基金持股比例的走势与机构投资者总体相一致，券商和 QFII 持股比例的趋势变化不大，这可能与它们持股比例偏低有关，基本在 5% 以下。这表明，现阶段我国证券市场机构投资者仍以证券投资基金为主，基金的影响较大。总体来看，CR 越大机构投资者持股比例越高，只是当 CR 处于 90%—100% 区间时，机构投资者

持股比例下降；而 CV 越大时机构投资者持股比例也呈现上升趋势，只是上升趋势中存在一定的波动，没有表现出明显的正向关系。

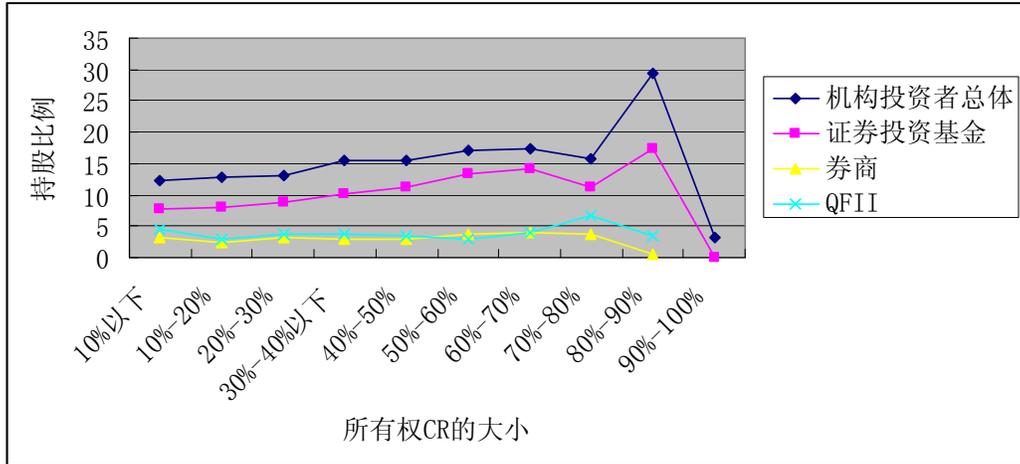


图1 所有权 CR 与机构投资者持股比例的关系

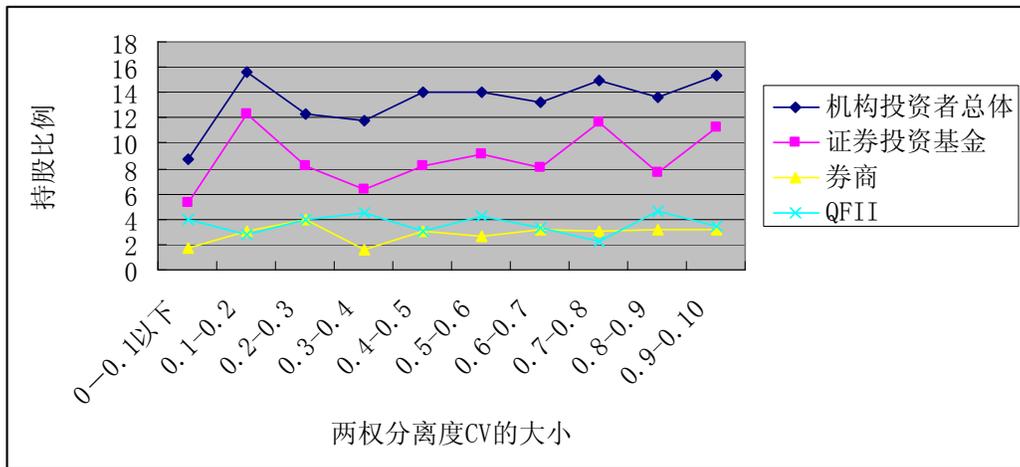


图2 两权分离度 CV 与机构投资者持股比例的关系

表 3 主要变量间的相关性统计结果

	TOTAL	GOV	CR	VR	CV	SIZE	LEV	EPS	OCF	COMP	AGE
TOTAL	1.000	0.028*	0.089***	0.095***	0.047***	0.359***	-0.032**	0.409***	0.246***	0.337***	-0.066***
GOV	0.008	1.000	0.454***	0.335***	0.443***	0.265***	-0.008	0.055***	0.083***	0.169***	0.018
CR	0.073***	0.463***	1.000	0.887***	0.649***	0.224***	-0.002	0.143***	0.064***	0.195***	-0.166***
VR	0.076***	0.342***	0.873***	1.000	0.273***	0.219***	-0.001	0.145***	0.066***	0.196***	-0.197***
CV	0.042***	0.503***	0.624***	0.230***	1.000	0.113***	-0.013	0.084***	0.021	0.090***	-0.039**
SIZE	0.356***	0.265***	0.187***	0.183***	0.120***	1.000	-0.105***	0.246***	0.221***	0.589***	0.047***
LEV	-0.071***	-0.012	-0.107***	-0.117***	-0.064***	0.254***	1.000	-0.092***	-0.018	-0.033**	0.078***
EPS	0.559***	0.020	0.182***	0.209***	0.069***	0.305***	-0.205***	1.000	0.285***	0.229***	-0.099***
OCF	0.292***	0.112***	0.095***	0.104***	0.049***	0.306***	-0.008	0.408***	1.000	0.189***	-0.036**
COMP	0.337***	0.169***	0.190***	0.195***	0.096***	0.584***	-0.045***	0.282***	0.227***	1.000	0.045**
AGE	-0.040**	0.018	-0.165***	-0.197***	-0.043***	0.091***	0.151***	-0.196***	-0.063***	0.043***	1.000

注：右上角是 Pearson 检验结果，左下角是 Spearman 检验结果。

***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上统计显著（双尾检验）。

（三）分组检验结果

对于机构投资者持股的公司，我们按照两权分离度CV的高低进行分组检验，当按照CV从高到低进行排序时，处于前10%的公司称为高CV组，而处于最后10%的公司称为低CV组^⑥。表4列示了2004—2007年机构投资者总体和各类机构投资者持股公司不同CV组别间持股比例情况的对比结果。从表中的信息可知：（1）当以机构投资者总体持股公司为对象进行分析时，2004—2007年的混合样本表明，高CV组机构投资者持股比例的均值为50.601%，低CV组机构投资者持股比例的均值为12.208%，而且二组具有显著的差异。即两权分离度指标CV越大时（两权分离程度越小），机构投资者持股比例较高，说明两权分离度指标影响机构投资者的持股决策，分离程度越小机构投资者持股比例越高。分年度检验结果与混合样本完全一致，支持大股东“掏空”的可能越大机构投资者持股比例越少的假设。（2）在机构投资者类别检验结果中，不论是证券投资基金持股、券商还是QFII持股的公司，高CV组的样本持股比例越高，低CV组的样本持股比例越低，这与机构投资者总体持股公司的检验结果一致，支持了研究假设。但是，对于券商和QFII而言，高CV组和低CV组持股比例都比较低，而证券投资基金两组持股差异较大，同样支持了前面有关基金在证券市场处于主导地位的观点。

表4 两权分离度不同时机构投资者总体和各类别持股比例的分组检验结果

数值 类型		2004年	2005年	2006年	2007年	2004-2007年
		机构总体持股	高CV组均值	38.415	41.970	51.360
	低CV组均值	6.618	7.536	11.859	19.506	12.208
	T检验	16.364***	15.878***	17.135***	21.594***	35.481***
基金持股	高CV组均值	34.316	37.218	44.100	55.960	44.369
	低CV组均值	5.408	5.730	7.235	14.428	7.742
	T检验	14.459***	15.573***	16.726***	18.668***	34.714***
券商持股	高CV组均值	7.718	7.847	5.420	5.520	9.472
	低CV组均值	2.748	3.143	2.773	2.349	2.893
	T检验	7.176***	3.751***	3.134***	5.598***	9.813***
QFII持股	高CV组均值			8.271	5.785	8.500
	低CV组均值			4.054	3.693	3.485
	T检验			4.414***	2.282**	6.706***

为了考察最终控制人性质的影响，我们对假说2的分析逻辑进行了检验，即考察最终控制人性质为国有和非国有时，两权分离度指标的分布状况，具体信息见表5。根据表5的信

^⑥ 由于券商和QFII持股公司在各年度数据量较少，按照10%进行样本选取时高低组样本数少于30，因此在分年度检验时，券商和QFII持股公司的选择标准为20%。由于2004—2005年即使按照20%的标准选取样本，QFII持股的每组数据也远远少于30，因此我们未进行分组检验，在表4中我们也就未能报告结果。此外，我们将机构投资者总体持股和基金持股公司也按照CV的20%的标准进行检验时，结果与表4基本一致，研究结果比较稳健。

息我们可以看到，当以机构投资者总体持股公司为样本时，最终控制人为国有时，所有权和控制权之比 CV 指标的值为 0.91，而最终控制人为非国有时，CV 指标的值为 0.69，二者存在显著差异；对于所有权 CR 指标，国有组均值大于非国有组，二者存在显著差异。这表明当最终控制人性质为国有时，现金流量权较大，两权分离度较小，即相当于非国有组，国有企业通过两权分离进行利益侵占的可能性较小。DIFSEP 为控制权和所有权之差，国有组均值显著小于非国有组，同样支持了前面的假定，说明最终控制人为国有时，两权分离程度较小。对于基金持股、券商持股和 QFII 持股的样本，同样表现出与机构投资者总体持股样本一致的研究结论。

表 5 最终控制人性质的差异对两权分离度指标影响的分组检验结果

数值		CV	CR	VR	DIFSEP
类型					
机构 总体 持股	国有组均值	.91	40.58	44.11	3.53
	非国有组均值	.69	23.88	33.33	9.45
	T 检验	28.376***	32.880***	22.786***	-22.482***
基金 持股	国有组均值	.92	41.65	45.19	3.54
	非国有组均值	.70	24.70	34.29	9.59
	T 检验	25.447***	29.924***	20.674***	-20.448***
券商 持股	国有组均值	.90	41.49	45.63	4.14
	非国有组均值	.73	25.98	34.75	8.77
	T 检验	9.746***	13.122***	9.793***	-7.390***
QFII 持股	国有组均值	.92	41.89	45.17	3.28
	非国有组均值	.67	25.29	36.16	10.86
	T 检验	9.005***	9.577***	5.440***	-7.800***

（四）回归分析检验结果

表6和表7分别列示了所有权和控制权分离对机构投资者总体持股决策、证券投资基金持股决策的影响。（1）根据表6的信息——考察所有权和控制权分离对机构投资者总体持股决策的影响，当未加入公司特征信息变量时，所有权和两权分离程度指标对机构投资者总体持股决策有正向显著的影响，CV的系数（分别3.553和6.439）均大于CR的系数（分别为0.121和0.169），模型的解释能力达到14%左右；当加入公司特征信息变量时，所有权和两权分离程度指标对机构投资者总体持股决策不存在显著影响（见表6中的第(5)和第(6)列），但是模型的解释能力达到将近40%，公司特征变量表现出显著的相关性，且与预期相符（除了LEV指标），这说明机构投资者总体对于公司特征变量（特别是公司规模、公司盈利能力、现金流量状况、是否是成分股和上市年限）特别关注，对于两权分离度也有一定的关注力度，假说H1得到证实。在表6中CV和GOV的交乘项，以及CR和GOV的交乘项变量均表现出显著负相关

关系（无论是否考虑公司特征信息变量的影响），这与假说H2相符，说明两权分离指标主要在非国有上市公司中起作用，非国有企业最终控股股东更有可能通过金字塔结构侵害中小投资者的利益，这与前人的研究也基本相同。

（2）根据表7的信息——考察所有权和控制权分离对证券投资基金持股决策的影响，当未加入公司特征信息变量时，所有权和两权分离程度指标对机构投资者总体持股决策有正向显著的影响，模型的解释能力达到13%左右；当加入公司特征信息变量时，模型的解释能力达到将近35%左右，所有权和两权分离程度指标对机构投资者总体持股决策正向影响仍然比较显著，CV的系数（分别2.442和3.586）均大于CR的系数（分别为0.033和0.082），假说H1.1得到证实。这说明：总体而言，相较于机构投资者总体而言，证券投资基金更加关注两权分离可能给投资者带来的损失，更关注公司治理信息对投资决策的作用。在表7中CV和GOV的交乘项，以及CR和GOV的交乘项变量基本没有表现出显著负相关关系（除了第(8)列），这与假说H2.1不相符。这表明证券投资基金更关注两权分离状况带来的不良后果，而对于这种不良后果在何种性质企业存在并不十分关心。

表6 以机构投资者总体持股比例为因变量的回归结果

变量	预期符号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
截距		1.506 (1.005)	.813 (.633)	-.154 (-.095)	.581 (.449)	-49.10*** (-7.825)	-48.94*** (-7.796)	-55.17*** (-8.556)	-52.96*** (-8.312)
CV	+	3.553*** (3.091)		6.439*** (3.968)		-.109 (-.108)		4.374*** (2.998)	
CR	+		.121*** (7.504)		.169*** (8.696)		.007 (.449)		.095** (3.383)
GOV	+/-			5.613** (2.496)	5.705** (2.849)			2.289*** (1.168)	-.294 (-2.261)
CV*GOV	-			-7.028*** (-2.698)				-5.919*** (-2.587)	
CR*GOV	-				-8.429*** (-3.806)				-.084** (-2.494)
SIZE	+					2.616*** (8.796)	2.594*** (8.646)	2.812*** (9.295)	2.740*** (9.033)
LEV	-					.285 (1.626)	.280 (1.594)	.303* (1.734)	.293* (1.673)
EPS	+					7.566*** (15.164)	7.547*** (15.104)	7.492*** (14.932)	7.437*** (14.799)
OCF	+					7.560*** (7.102)	2.307*** (7.115)	2.414*** (7.418)	2.434*** (7.483)
COMP	+					9.699*** (13.545)	9.684*** (13.514)	9.602*** (13.367)	9.595*** (13.343)
AGE	-					-.763*** (-10.226)	-.759*** (-10.109)	-.745*** (-9.928)	-.719*** (-9.482)

行业		控制							
年份		控制							
F值		27.55***	29.90***	25.72***	28.49***	78.86***	78.87***	74.83***	74.93***
Adj. R ²		0.131	0.141	0.134	0.147	0.376	0.376	0.382	0.382

表7 以证券投资基金持股比例为因变量的回归结果

变量	预期符号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
截距		-1.715 (-1.154)	-1.209 (-.947)	-2.323 (-1.433)	-1.732 (-1.270)	-22.426*** (-3.336)	-20.225*** (-3.000)	-23.539*** (-3.426)	-21.479*** (-3.144)
CV	+	4.393*** (3.894)		5.529*** (3.426)		2.442** (2.396)		3.586** (2.395)	
CR	+		.102*** (6.642)		.147*** (5.095)		.033** (2.272)		.082*** (2.935)
GOV	+/-			2.318 (1.064)	.790 (.639)			-.129 (-.067)	.732 (.654)
CV*GOV	-			-2.890 (-1.141)				-.982 (-.431)	
CR*GOV	-				-.054 (-1.535)				-.057* (-1.704)
SIZE	+					.855*** (2.573)	.789** (2.350)	.896*** (2.663)	.822** (2.430)
LEV	-					7.168*** (5.214)	7.241*** (5.253)	7.025*** (5.075)	7.127*** (5.145)
EPS	+					7.968*** (14.163)	7.972*** (14.168)	7.848*** (13.885)	7.833*** (13.861)
OCF	+					2.029*** (6.704)	2.021*** (6.678)	2.091*** (6.878)	2.085*** (6.863)
COMP	+					9.457*** (13.940)	9.436*** (13.904)	9.403*** (13.789)	9.377*** (13.750)
AGE	-					-.555*** (-7.548)	-.541*** (-7.309)	-.549*** (-7.391)	-.526*** (-6.997)

行业		控制							
年份		控制							
F值		21.286***	22.722***	19.577***	21.048***	58.527***	58.496***	54.467***	54.575***
Adj. R ²		0.121	0.129	0.122	0.130	0.349	0.349	0.350	0.350

(3) 当我们以券商持股比例和QFII持股比例为因变量进行回归分析, 同时不考虑最终控制人性质影响时(考虑文章篇幅我们没再给出回归分析的表格), 两权分离变量对于因变量的影响力急剧下降, 特别是以QFII持股比例为因变量时, CV和CR与因变量均不存在显著的正相关关系, 而且方程的解释能力(包括加入公司特征控制变量)也仅在3%左右, 假说H1.2和假说H1.3并未得到证实。这说明各类信息在券商和QFII持股决策过程中的影响力比较弱(回归分析中, 仅公司规模SIZE变量与因变量存在显著正相关关系), 两权分离信息的影响也很小, 这在一定程度上否定了这两类机构投资者在投资决策中的科学性。当考虑最终控制人性质影响时, 对于券商持股决策而言, 最终控制人性质GOV和CV、CR的交乘项呈现出负相关关系, 但是不存在统计显著性, 假说H2.2未得到证实; 而对于QFII持股决策而言, 最终控制人性质GOV和CV、CR的交乘项呈现出显著负相关关系, 假说H2.3得到证实。但是, 模型的解释能力都非常小, 均在5%以下(包括加入公司特征控制变量), 这说明券商对于公司特征信息和投资者保护指标关注力度非常不够, 投资决策很不科学; 而QFII会对最终控制人信息给予一定的关注, 但是对公司基本面信息的关注也很缺乏, 投资决策过程不够合理和科学, 没有发挥长期投资者应该具有的“投资”特性, 在一定程度上表现出短期“投机”特性。

(五) 进一步检验

为了保证研究结论的稳健性, 我们还从以下方面进行了进一步检验:

第一, 我们考察了两权分离度指标对机构投资者是否持股决策行为的影响, 即以机构投资者是否持股为因变量展开讨论。回归分析的结果与以机构投资者持股比例作为因变量的检验结果有一定的差异。我们发现, 当单独考察两权分离对机构投资者总体和证券投资基金持股决策的影响时, CV和CR对因变量有显著的正向影响, 解释力在15%左右, 但是当加入公司特征控制变量时, CV和CR对因变量没有显著的正向影响; 而对券商和QFII是否持股决策而言, 不论是否加入公司特征控制变量, CV和CR对因变量没有显著的影响。综合来看, 机构投资者在是否持股决策过程中更多关注持股公司基本面的财务信息, 而对于公司治理状况的关注力度很小; 当机构投资者持股后, 持股比例的大小则受到持股公司两权分离状况的影响, 即机构投资者此时才更有可能考虑自身利益受侵害的可能。

第二, 我们以控制权和所有权的差作为两权分离的测试变量时, (1) 与机构投资者总体持股比例进行回归时, 与表6的研究结论基本一致, 只是在不考虑GOV与CV、CR交成影响时, 两权分离变量的系数为负, 但是并未呈现出显著负相关关系, 这与张华等(2004)的研究结果相同。(2) 与证券投资基金持股比例进行回归时, 与表7的研究结论基本一致, 证实了证

券投资基金持股决策中十分关注持股公司的两权分离度状况,但是最终控制人性质的影响不显著。(3)与券商和QFII持股比例进行回归时,与前面的研究结论也基本一致,这两类机构投资者对于公司特征信息和公司两权分离信息的关注力度仍然很弱。鉴于篇幅,回归结果的表格这里不再具体列示。

第三,我们以流通市值考察公司的规模,研究的结论与上述分析基本一致。鉴于篇幅,回归结果的表格这里不再具体列示。

五、研究结论

处于转型经济下的中国,伴随着资本市场的不断发展,市场的参与群体也不断丰富,其中作为资本市场的专业投资人士——机构投资者同样获得了较大的发展,类型也日趋丰富。机构投资者已经成为我国证券市场建设过程和上市公司治理进程中不可或缺的一支重要力量。本文从投资者保护视角,考察了我国上市公司控股股东所有权和控制权分离状况对机构投资者总体和各类机构投资者持股决策的影响。我们发现,对于机构投资者总体和证券投资基金而言,上市公司现金流量权越高,两权分离度越小时,机构投资者持股比例越高。但是,上市公司两权分离度指标并未显著影响券商和QFII的持股比例,即使是公司的基本面信息也对这两类机构投资者的持股决策行为影响甚微。同时,最终控制人性质为国有时,两权分离程度相对较小,因此两权分离指标在国有上市公司中的作用会降低,且该种现象主要表现在机构投资者总体和QFII持股样本中,在证券投资基金持股样本中基本不存在显著表现。

本文的研究结论表明,我国机构投资者总体能够在投资者保护方面发挥积极的作用,给予两权分离状况以充分的关注,但是这种作用的发挥会因最终控制人性质的不同和机构投资者类型的差异而存在显著差别。这可能与我国监管层的政策导向有密切的关系——2004年2月2日国务院颁布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,将资本市场提升至事关国民经济全局的战略地位,并首次确定了以基金为代表的机构投资者在证券市场投资的主导地位。因此,后期证券市场的监管当局应在政策制度导向方面给予更加充分的论证,保证政策制定的合理性和科学性。而对于普遍认为对于证券市场发展起重要作用的QFII制度,并未如人们所预期的那样,QFII并未发挥长期投资者的引导作用,其短期赢利的动机更加浓厚。因此,如何正确看待同一制度在差异化环境下的作用,也是值得我们深思的问题,这对于我国资本市场的长远健康发展尤为重要。

参考文献:

- [1] Badrinath, S., G. Gay., and J. Kale.1989. Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial “Safety-Net” Hypothesis. *Journal of Risk and Insurance* 56(4):605-629.
- [2] Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith.1988.Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20:267-291.
- [3] Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73(3):305-333.
- [4] Bushee, B. 2001. Do investors prefer near-term earning over long-run value? *Contemporary Accounting Research* 18:207-246.
- [5] Bushee, B., and C. Noe. 2000. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research* 38(Supplement):171-202.
- [6] Chiu. P., and J. Monin.2003. Effective Corporate Governance: from the perspective of New Zealand fund managers. *Corporate Governance: An International Review* 11(2):123–131.
- [7] Claessens , S. , S. Djankov , L. P. H. , Lang . 2000 . The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (6) : 81 -112.
- [8] Claessens , S. ,S. Djankov , J . Fan , L. P. H. , Lang. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57 (6) , 2741 -2771.
- [9] Coombes, P., and M. Watson. 2000. New institutional investor survey puts price tag on corporate governance. *Directorship* 26(8):1-3.
- [10] Cready, W. M.1994.Determinants of Relative Investor Demand for Common Stocks. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 9(3):487-507.
- [11] Del Guerciu, D.1996. The distorting effect of the prudent-man laws of institutional equity investment. *Journal of Financial Economics* 40(January):31-62.
- [12] Eakins, S., R. Stanley., and E. Paul.1998. Institutional portfolio composition: an examination of the prudent investment hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 38:93-109.
- [13] Faccio, M., and L. Lang.2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65:365-395.
- [14] Falkenstein, G. E. 1996. Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *Journal of Finance* 51(1):111-135.

- [15] Giannetti, M., and A. Simonov. 2006. Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices. *Journal of Finance* 61(3):1507-1547.
- [16] Gompers, P., and A. Metrick. 2001. Institutional investors and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics* 116:229-259.
- [17] Grinstein, Y., and R. Michaely. 2005. Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance* 60(3):1389-1426.
- [18] Johnson, S., R., La Porta, F., Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer. 2000. Tunneling. *American Economic Review* 90 (2) :22-27.
- [19] Klapper, L. F., and I. Love. 2004. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10:703-728.
- [20] La Porta R., F Lopez-de-Silanes, A Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance* 54 (2) : 471-517.
- [21] La Porta, Lopez- de - Silanes, Shleifer and Vishny. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57 (2) : 1147-1170.
- [22] Nielsen, K.M. 2006. Institutional Investors and Private Equity. Working paper. www.ssrn.com.
- [23] Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20:237-265.
- [24] Russell Reynolds Associates. 1998. Setting new standards for corporate governance: 1997 US survey on institutional investors, *Corporate Governance: An International Review* 6:67-68.
- [25] Shleifer, A., and A. R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52(2):737-783.
- [26] 程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究. *管理世界*, 2006.9: 129—136
- [27] 高雷、何少华、殷树喜. 中国基金管理人持股偏好实证研究. *中国会计与财务研究*, 2006.2: 1—23
- [28] 李刚、张海燕. 解析机构投资者的红利甄别能力. *金融研究*, 2009.1: 165—178
- [29] 李维安、李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{NK} 的经验研究. *南开管理评论*, 2008.1: 4—14
- [30] 林勇、连洪泉、谢军. 外部治理环境与公司治理结构效应比较. *中国工业经济*, 2009.1:

- [31] 刘志远、花如贵.政府控制、机构投资者持股与投资者权益保护.财经研究, 2009.4: 119—130
- [32] 沈艺峰、许琳、黄娟娟.我国股权分置中对价水平的“群聚”现象分析.经济研究, 2006.11: 102—111
- [33] 宋玉.2007. 机构投资者持股、信息优势与市场反应——来自中国证券市场的经验证据. 厦门大学博士学位论文, 6
- [34] 唐清泉、罗党论、王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据.中国会计评论, 2005.1: 63—86
- [35] 汪光成.2001.证券投资基金持股特征的实证研究.中国会计与财务研究, 2: 139—156
- [36] 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: 27—33
- [37] 王力军、童盼.民营上市公司控制类型、多元化经营与企业绩效.南开管理评论, 2008.5: 31—39
- [38] 王力军.金字塔结构控制、投资者保护与公司价值——来自我国民营上市公司的经验证据.财贸研究, 2008.4: 74—82
- [39] 王鹏、周黎安.2006.控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据.金融研究, 2: 88—98
- [40] 吴超鹏、郑方镛、林周勇、李文强、吴世农.对价支付影响因素的理论和实证分析.经济研究, 2006.8: 14—23
- [41] 吴晓辉、姜彦福.机构投资者影响下独立董事治理效率变化研究.中国工业经济, 2006.5: 105—111
- [42] 叶建芳、李丹蒙、丁琼.真实环境下机构投资者持股与公司透明度研究——基于遗漏变量与互为因果的内生性检验分析视角.财经研究, 2009.1: 49—60
- [43] 叶勇、胡培、黄登仕.中国上市公司终极控制权、现金流量权及其国际比较分析.南开管理评论, 2005.3: 25- 31
- [44] 叶勇、胡培、谭德庆、黄雷.控制权和现金流量权偏离下的公司价值和公司治理.管理工程学报, 2007.1: 71—76
- [45] 张华、张俊喜、宋敏.所有权和控制权分离对企业价值的影响——我国民营上市企业的实证研究.经济学(季刊), 2004. 3: 1—14
- [46] 张翼、马光.法律、公司治理与公司丑闻.管理世界, 2005.10: 113—122