

论中国公司治理改革与机构投资者的发展

谢魁星 吴姚东

摘要: 由于国家干预下的“内部人控制”问题,中国上市公司治理结构存在致命的缺陷,并且给新兴的股票市场带来了一系列的严重问题,这证明了公司的内外治理具有相互依存的关系。大力发展中国的机构投资者队伍,不仅是改善上市公司股权结构和治理结构的重要途径,而且,从股票市场发展的现状来看,机构投资者价值型投资趋向也为他们参与公司治理创造了可能性。

关键词: 公司治理 机构投资者 改革 发展

国有企业改革是自1970年代末以来中国所进行的最为重要的一项经济改革,它不仅在很大程度上决定了下一世纪初中国经济的结构、经济增长潜力,而且还关系到政治和社会的稳定,从而关系到能否最终完成向社会主义市场经济过渡这一历史性任务。对这一问题的重要性虽然各方已获得共识,但国有企业的改革却进展缓慢,目前正处于攻坚阶段。除了难度大、涉及面广等客观因素外,主观认识上和具体操作上存在不少问题也是一个障碍。本文从资本市场的角度探讨国有企业改革的一个核心问题,即如何建立公司的治理机制以及机构投资者在建立公司的治理机制方面的作用。

一、国家干预下的内部人控制

在转轨经济中,内部人控制是一个相当普遍和严重的现象。青木昌彦指出:“内部人控制看来是转轨经济中所固有的一种潜在可能的现象,是从计划经济的遗产中演化而来的一种内生的趋势”(青木昌彦,1994)。与美国由于公司股权高度分散,伴随公司“经理革命”而产生的公司“官僚行为”不同,转轨国家的内部人控制一般是由于国有股权虚置,国有资产管理功能未到位,导致公司的大股东出现失控,甚至国有股权的代理人与公司的内部控制人“串谋”,共同危害“终极所有人”的利益和中小股东的利益。我国的内部人控制和前苏联东欧一些经济转轨国家还有所不同,因为政府还保留着企业的人事任免权,从而也掌握着与管理事业有关的激励手段。因此,张春霖(1997)将之归纳为“国家干预下的内部人控制”。

(一) 融资体制的变化和公司治理的变迁

企业治理结构的改革是与融资体制的变化相联系的。在改革开放之初的相当长一段时间里,国有企业的资金主要来自于国家拨付的财政资金以及从银行得到的贷款。由于改革开放以来我国国民收入分配格局的变化,中国的国民储蓄结构也发生了很大的变化,个人、企业和政府三部门所占比重分别由1979年的23.55%、33.65%和42.8%,转变为1990年的75%、20%和5%(钱颖一,1995)。因此,自1983年国家实行“拨改贷”以来,国家给企业注入资本金的做法已基本停止。为了应付国有企业正常维持经营及发展所需的资金,企业的外源融资主要依靠银行借款这一渠道(张杰,1998,19页)。在市场经济中,银行信贷是一种市场行为,要以成本和效益比较以及对风险的估计为基础。但在我国银行给国有企业的贷款中,由于企业和银行都存在着“预算软约束”的问题,企业具有内在的高负债冲动,企业对银行信贷资金的争夺一度成为我国经济生活中的一个比较突出的特点。这种在企业 and 银行“预算软约束”背景下所产生的均衡结果是企业

高负债、低绩效与银行高不良资产的同时出现。如果仔细分析,就会发现产生这一结果的根本原因在于国家的参与和干预。国家为了实现经济增长、社会稳定等目标而具有要求国有企业保持持续经营及提高产值利税的动力,因此,在银行不认可的贷款上,只要政府认为银行的不良贷款对整个经济体系的风险还处于可以接受的范围之内,政府就有动力实施干预,要求银行贷款给那些明知不可能归还贷款的企业。在国有企业了解到政府的这一行为标准后,它就会找各种理由来争得贷款这一软性约束的资金。而对银行来说,由于其不良资产是国家干预下的产物,银行可以不承担责任。事实上,通过贷款给国家指定的企业或项目,银行还得到了国家在其发生问题时进行救助的承诺和其他一些好处。

在企业的外源融资主要来自于国家干预下的银行贷款的背景下,我国开始了以放权让利为特征的国有企业改革(我国较长时间实行的承包制就是这一改革的典型代表),目的是提高企业管理层和工人的工作积极性。放权让利显示了国家淡出对国有企业进行直接控制的意图,而开始注重用经济手段来激励企业提高经营效率。在放权让利情况下,实际上是国家和企业订立一个激励契约,企业在一个时段内达到某一利润水平,管理人员不仅会得到完成固定利润目标时的奖励额,而且会因为实际利润水平超过固定利润数额而得到额外的奖励。显然,企业实现的利润越多,企业管理人员得到的收益也越多。但放权让利式改革并没有解决相应的信息问题与国有资产保值增值的激励约束机制问题。从博弈结果看,国家所选定的路径并不一定是企业管理人员的占优策略均衡路径。首先,在国家不干预企业的情况下,企业为了“自利”目的有尽可能隐瞒利润的动机。因为相对于按一定比例提取的收益来说,企业隐瞒利润所得到的收益可能更大。国家对企业经营信息的了解可以减少企业的这一机会主义行为。但在信息不对称的情况下,国家要了解企业生产经营信息,又不得不加强对企业经营活动的直接参与,这会导致政府干预问题的复归。再看国家作为所有者的目标,国家所要求的不仅是利润的增加,还要求企业使用属于国家的财产能够保值增值。但放权让利式的激励契约一般以利润为考核标准,即使一些契约条款规定了资产保值增值的内容,但由于相对于明确的利润标准而言,资产保值增值条款的可核实性和激励强度都不足,实际上也并不能起多大的作用。这样,企业的内部人往往会采取急功近利式的做法,对国有资产进行“掠夺”式的使用,这就损害了所有者——国家的利益。

20世纪80年代末期以来,随着我国经济的开放程度及市场竞争程度的日益提高,我国的融资体制开始出现了一些引人注目的变化。这表现为外资的流入,证券市场筹资方式

的引入以及多种金融机构的发展及竞争格局的形成等方面。这一变化。从我国固定资产投资资金来源结构的变化(见表1)可以看出

表1 我国固定资产投资资金来源结构的变化(1981-1997年)(%)

年份	1981	1983	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1	28.1	23.8	16.0	14.6	13.1	9.3	8.3	8.7	6.8	4.3	3.7	3.0	3.0	2.8	2.8
2	12.7	12.3	20.1	21.1	27.0	20.6	17.3	19.6	23.5	27.4	23.5	20.5	21.0	19.6	18.9
3	3.8	4.7	3.6	4.4	4.8	5.9	6.6	6.3	5.7	5.8	7.3	9.9	11.2	11.8	10.3
4	55.4	59.2	60.3	59.9	59.1	64.5	67.8	65.5	64.1	62.5	65.5	67.6	67.0	66.0	67.7

说明: 1—预算内资金; 2—国内贷款; 3—外资; 4—企业自筹资金及其他。

自筹资金投资中包括: 预算外资金、企业税后利润和折旧基金、城乡居民个人投资、集体单位的自筹投资、股份制企业发行股票和债券、定向募集公司发行股票、各种摊派和集资等。这是固定资产投资渠道中的一个最复杂的成分。

资料来源: 国家统计局:《中国统计年鉴(1998)》,北京,中国统计出版社,1998;李扬、何德旭:《经济转型的中国金融市场》,23页,北京,经济科学出版社,1999。

这一时期引人注目的是,虽然通过银行等金融中介而筹资的中长期信贷市场仍然是中国资本形成的主要力量,但中国的证券市场已经取得了很大的发展。与在资本市场上通过股权融资和债务融资两种方式相对应,企业在资本市场上的融资契约也分为股权融资契约和债务融资契约。但中国的企业债券市场总体规模相对较小,只占国内生产总值的0.015%。其原因除了企业自身普遍质量和信誉不高外,可能与法律、税收政策和交易措施等各个方面的诱因不足有关。例如,与其他债券市场发达的国家不同,在中国企业支付债券利息是不扣税的,造成这些债券的负面影响很可能超过了税务方面的正面作用。另外,要刺激投资者购买债券,就必须让他们在公司拖欠本息时有优先追讨权,而中国的破产法在公司出现财务问题时,又不让债权人接管公司(冯鸿玑、梁伟坚,2000)。

相比之下,中国的股票市场发展得十分迅速。中国国有企业的内部治理改革也相应地经历了一个三阶段的转变过程:公司化、公司控制权的重新安排和产权多元化。

首先,原来单一的国家所有的部分国有企业转变为国家控股或国有、法人、外资及个人等共同持股的多元化混合所有制形式的股份制企业。其次,由于改变了国家单一给企业注入资本金的局面,企业通过多种渠道主要是股市筹集股本金,对降低过高的资产负债率,优化资本结构具有重要的促进作用。这方面以上市公司为典型代表。1997年,我国工业类上市公司平均资产负债率为47.7%,比全部国有工业企业平均水平的65%低17个百分点(厉以宁等,1999)。对于上市公司来说,公司化过程已经完成或者说在形式上已经完成,上市之后需要面对的则是如何规范的问题,亦即公司控制权如何进行重新安排。但问题在于,即使是上市公司,政府对公司的影响仍然很大。由于我国国有公司在实行股份化改造时通常采取剥离非核心资产,以原国有独资公司作为唯一发起人组建股份有限公司进行首发公募(IPO)的办法,国家在大多数上市公司中拥有高度集中的股权,表现在大多数上市公司里普遍存在国家股“一股独大”的现象。1998年上市公司股本结构为国家股占42.24%,法人股26.47%,内部职工股2.03%,转配及其他2.415%,可流通A股25.6%,B股0.9%(上海证券交易所,1998)。另外,一项调查显示,在上市公司的全部董事中,有73.3%的董事具有国有股(27.9%)和国有法人股(占45.4%)的背景。

上述事实表明,尽管我国的公司融资日益向市场化方向发展,但在这个过程中,国家直接参与公司市场交易契约的订立过程并未停止。根据澳籍经济学家谭安杰对国内上市公司所进行的检验研究,我国上市公司治理中有明显的国家干预特征:(1)在董事会中,遇有资本结构的重大调整,政府往往实施直接干预。(2)总经理和董事长主要由上级部门直接任命。(3)中国的公司治理结构既没有把重点放在保护股东的利益上,也缺乏良好的体制基础(即具有竞争性的外部市场和法律制度)。一份对406家有完整董事会的上市公司招

股说明书和上市公告书的实证研究(何浚,1998),也证实了国有股在公司中所占比例高的公司内部人控制度高,由国有企业或集体企业改组而成的上市公司内部人控制度高以及中国上市公司内部人控制度普遍较高的结论(见表2)。

表2 上市公司内部人控制度分布

区间	0~10%	20~30%	30~40%	40~50%	
内部人控制度在相应区间的公司数	3	8	27	25	
占全部样本比例(%)	0.72	1.97	6.65	7.14	
区间	50~60%	60~70%	70~80%	80~90%	90~100%
内部人控制度在相应区间的公司数	40	46	66	65	97
占全部样本比例(%)	9.85	11.33	16.26	16.01	23.89

说明:内部人控制度以k表示,k=内部董事人数/董事会成员总数,其中,将董事会成员中的企业主管部门领导或由企业主管部门改组而成的总公司管理人员也纳入内部董事范围。

资料来源:何浚:《上市公司治理结构的实证分析》,载《经济研究》,1998(5)。

造成这一现状的主要因素恰恰是因为上市公司绝大多数仍属国家控股企业,或者虽不控股,但国家作为大股东之一其影响力仍在上市公司中举足轻重。中国国有企业改革进程中出现的这种状况,仍然反映了如下的两难选择:企业经营自主权是必要的,它可以带来企业效率的提高,但同时也可能导致“内部人控制”失控,导致股东利益的损失;国家作为大股东对企业进行监督和控制是必要的,但国家及其代理人所具有的特殊地位又使这种监督和控制难免带有行政色彩,导致对企业过多的干预。而且,与之相联的另一个问题,是国家所有权的代理行使问题没有得到妥善的解决。目前,大多数国有控股公司采取由授权投资机构(控股公司、国有资产经营公司、集团公司等等)全权代理行使国有股权的办法。由于“授权投资机构”一旦建立,就会有自己区别于国家这个最终所有者利益的独立利益,同时,这些机构又是以国家所有者的全权代表的身份出现的,因而这些机构的领导人就有可能运用他们握有的控制权追求自身的利益。于是,就出现了授权投资机构的“代理风险”或“内部人控制”问题,也就是说,作为国家所有权受托人(代理人)的“授权投资机构”的内部人离开委托人的要求(例如把上市公司建设成为具有强大市场竞争力的公司)而追求自身的目标,甚至不惜为了本机构或者本机构领导人的利益,损害作为最终所有者的国家的利益。因此,在这种情况下,国有企业治理结构改革中所面临的根本问题仍然没有解决。或者,从一般意义上讲,在控股股东在上市公司的公司治理中占有绝对优势的情况下,规范控股股东行为成为建立有效的公司治理和保证国企改革成功的一个关键。

(二) 培育机构投资者是完善公司治理的突破口

股权结构是决定公司内部治理机制有效性的最重要的

因素,因为股权结构如何将决定公司控制权的分布,决定所有者与经营者之间的委托代理关系的性质。如前所言,发达市场经济中公司运作的历史表明,公司股权集中度与公司治理有效性之间关系的曲线是倒U形的,股权过分分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构。一方面,如果股权过分分散,所有股东都怀着“搭便车”的心理,对公司的经营状况不闻不问,对管理层的监督会变得十分软弱无力。另一方面,如果一股独大,控股股东独断专权,管理层唯大股东之命是从,也不利于有效公司治理机制的建立。

国内对这一问题的经验研究,主要还集中在股权结构与企业经营绩效的关系方面。许小年(1998)对沪、深两市上市公司的经验研究表明,国有股比例越高的公司,绩效越差;法人股比例越高的公司,绩效越好;个人股比例与企业绩效基本无关。孙永祥、黄祖辉(1999)的经验研究发现,随着第一大股东的所持比例的增加,托宾(Tobin)的Q值先是上升,当第一大股东所持股权比例达到50%后,Tobin的Q值开始下降。魏刚(2000)的经验证据表明,公司管理层的持股数量与企业绩效不存在“区间效应”,高级管理人员的报酬水平与企业规模存在显著的正相关关系,与其所持股份存在负相关关系,并受所处行业景气度的影响。陈晓、江东认为,不同类型的股东在公司治理中发挥的作用是状态依存的,股权结构的多元化对公司业绩的正面影响取决于行业的竞争性。在提高行业竞争性的基础上,通过适当减持国有股比例,提高法人股和流通股的比例,将能改善公司的治理结构。陈小悦、徐晓东(2001)对深交所1996-1999年除金融行业以外的上市公司股权结构与企业绩效之间的关系所进行的经验研究表明,在公司治理对外部投资人利益缺乏保护的情况下,流通股比例与企业业绩负相关;在非保护性行业,第一大股东持股比例与企业业绩正相关;国有股比例、法人股比例与企业业绩之间的相关关系不显著。

从以上对国内文献的综述可以看出,尽管关于股权结构和企业绩效之间关系的经验研究目前还没有形成一致的意见,但减持国有股,改变上市公司股权结构对企业绩效的影响是正面的。对于国有股普遍在上市公司控股带来的后果,很多人直接对上市公司的融资行为和业绩状况进行研究。总体结论是一致的,即上市公司资金需求强劲,热衷于通过发行股票筹资,存在严重的“圈钱”问题,表现在:(1)为达到上市目的而制造虚假证明和文件的现象。如1999年受到证监会处罚的“蓝田股份”、“东方锅炉”和2001年的“麦科特”等都属此类。(2)为保配股资格的利润操纵现象(陈小悦,2000)。“银广夏事件”可以说相当典型。(3)上市公司“圈钱”后的业绩下降现象(见表3、表4)。例如,石昌(1998)对比了新上市公司各年的净资产收益率,1992年为19.5%,1993年为15.5%,1994年为15.5%,1995年为13.9%,1996年为13.9%,1997年为13.1%。上市公司的每股亏损在升高,1994-1997年各年平均每股亏损额为0.13、0.20、0.37、0.53元。这一现象在近两年的研究中表现得更为突出,而且,上市公司总体业绩存在下滑的趋势。证券之星和复旦大学金融期货研究所联合开发的“风向标”财务分析系统测评(2001)显示:用国际通用会计准则衡量,我国80%以上的上市公司存在财务隐患;根据中国国情大幅度降低评价标准后,仍有将近20%的上市公司存在较为严重的财务问题:平均资产负债率、平均的长期资金适合率、应收账款增长率与主营业务增长率之比等,都远远高于国际标准。另外,我国上市公司还普遍存在着大量不规范的关联交易和短贷长投等现象,这也是国际通用会计准则所难以接受的。(4)筹集资金到位后的闲置和挪用,包括还有更多的公司上市后对预定的投资项目进行更改,有为“圈钱”而设计项目之嫌。更有甚者,近年来出现了一系列控股机构利用自身特殊地位损害其他投资者(中小股东、贷款银行等),以及股权最终所有者的利

益的恶性事件。例如,控股股东通过不正当的关联交易,强制上市公司为自己出具担保、抽逃上市公司资金、私分上市公司财产等办法“掏空”上市公司等等。“猴王”只是其中广为人知的一个事例。这些恶性事件的频繁发生,充分说明了问题的严重性。

表3 历年上市公司收益状况表

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
每股收益(元)	0.35	0.32	0.25	0.23	0.27	0.20	0.21
净资产收益率(%)	14.60	14.20	10.80	9.50	10.99	7.96	8.23

资料来源:《中国证券期货年鉴(1999)》,1999年的数据引自中国证券业协会编:《中国证券市场年报(2000)》

上述现象说明,上市公司热衷于“圈钱”,但不致力于公司业绩的改善,公司的风险意识差,回报股东的积极性低,这些问题归根结底源于市场对公司的激励约束机制不健全,公司治理结构的不完善所致。国有股“一股独大”而绝对控股造成事实上缺乏必要的对管理层的监督和约束,从而使管理层获得了几乎不受任何制约的权力空间,甚至和大股东代理人明分暗合,两者合谋共同控制上市公司,侵害其他股东的利益。

表4 历年上市公司亏损状况表

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
亏损家数(家)	2	17	31	41	77	85
亏损总额(百万元)	0.33	6.92	20.77	47.54	119.65	-
每股亏损(元)	0.13	0.20	0.37	0.53	0.49	-
亏损比例(%)	0.68	5.26	5.85	5.50	9.16	8.78

资料来源:同表3。

从理论和国外的实践上来讲,对管理层的监督还可以通过市场的力量和股东投票权加以约束。但是由于我国上市公司治理的深层缺陷,我国的股市有效性很弱(后文将谈及)。市场有效性弱表现在股价严重偏离公司业绩,市场炒作气氛浓厚。这样,一方面使投资者无法从公司股价来判断公司经营情况和评价经营者的能力和努力程度,造成股价的信号传递功能失灵,从而加剧了市场不是依据对业绩和回报的预期而是根据各种题材、“朦胧”的信息进行炒作的投机倾向;另一方面使上市公司实行股票期权制缺乏市场运行基础,无法发挥对经营者的激励作用。同时,大量劣质企业股价高于其内在价值,使其难以对外部收购者产生吸引力,无法通过证券市场的接管机制来对经营者产生约束作用。另一方面,从市场流动性看,我国股市波动过大过频,换手率过高是一个相当突出的特征。统计表明,我国股市从1992年到2000年出现了9次大的震荡,平均峰谷相差200%以上,而同期在美国股市的波动中,峰谷相差仅为60%;1993年到1998年,我国股市的平均换手率达437%,而同期纽约、东京、伦敦股市的平均换手率仅为59%、29%、64%。

国有股的绝对控股地位也直接导致了公司控制权市场的失灵。主要表现在:(1)股票被人为地划分为国家股、国有法人股、社会法人股、内部职工股和社会流通股,而社会流通股又进一步划分为A股、B股、H股、S股、N股等,各种类别的股票在股价、流通性和转让程序等方面具有很大的差异,形成同股不同价、同股不同权和流通市场彼此分割的状况,这样就使通过二级市场收购来获得足够的股票控制权的成本大大高于其可能所获得的收益,从而大大降低了潜在收购者的积极性。(2)大量国有股和法人股不能流通。据统计,1999年底沪深两市上市公司中70%的股权是不可流通的,这种状况显然使通过二级市场收购的方式来获得大多数公司的控制权成为不可能。(3)上市公司之间的收购重组基本上是通过协议转让的方式来进行,并具有浓厚的行政安排色彩,这样就无法通过证券市场的接管机制来替换绩效低劣的在职经营者。(4)现有的公司接管主要是上市公司壳资源买卖行为,是市场方式矫正以往上市和配股行政管理行为模

式的行为,并没有达到西方企业的那种资源配置效果和公司治理功能。新的控股股东通常通过将自己的业务注入和替换被接管公司里来改善短期会计业绩指标,实质上仍是一种变相的“圈钱”行为,降低了控股股东持续改善经营的压力(吴姚东,2002)。(5)在散户股民在流通股市场仍占主导地位的情况下,要使股东大会的用手投票的机制发挥对公司内部人控制的约束作用,实际上是不现实的事情。余运久(2001)对抽样出来的100家上市公司的调查发现,对于投票权的使用和直接参与公司决策,一般小股东是不感兴趣的。而且,流通股比例的多少并不决定股东参与积极性的高低,通常只有大股东才有动机参与股东大会,而这些股东所代表的主要是国家股和法人股(见表5)。这从反面也验证了中小股东参与公司投票积极性不高的结论。

表5 100家上市公司参与股东大会的代表数量分布情况

	10人以下	10~20人	20~30人	30~50人	50~100人	100人以上
上市公司	8	25	19	16	16	16

资料来源:根据2000年股东年会决议公告。

总之,从目前来看,加大所有权方面改革的力度,让公司控制权市场化,弱化政府董事会和管理层的控制,使其他的市场主体能够参与到公司治理中来,已经成为一个十分迫切的任务。

就我国的现实来说,能够通过“控制导向”型投资策略的实施而影响上市公司治理的市场主体包括:资产管理公司、商业银行、基金、保险公司和其他战略投资者。就我国目前的情形来看,信达、华融等大型的国家控股的资产管理公司在上市公司治理结构中发挥着比较大的作用,特别是在一些实施了债转股的上市公司中,甚至发挥了主导性的作用。商业银行也有可能参与向它借款的企业治理过程,但商业银行的参与是一种选择性的参与,它是以银行贷款为基础的。这种“相机性控制”机制使银行能在企业正常经营时不加以干预(内部人控制),而在经营不佳时将控制权自动转向主银行(外部人控制),这也是日本的主银行制度在公司治理过程中的作用机制(钱颖一,1995)。但是自20世纪90年代日本“泡沫经济”破灭以来,大企业的相继破产和银行体系出现的巨大不良债权现象,使人们对主银行在企业治理结构中作用的有效性产生了怀疑。而且,我国银行(特别是四大国有商业银行)面临着艰巨的商业化改革的任务,只有在其预算约束硬化和行为相对比较合理后,才能发挥比较有效的公司治理作用。而且,有关的研究表明,随着资金的充裕和企业融资渠道的多元化,银行在企业融资中的作用逐渐下降,相应地,其在企业治理结构中的作用也越来越弱。不仅仅主银行对企业经营的监督作用在不断弱化,而且在对陷入财务危机的企业救助中的作用也由于坏账的累积而越来越难以发挥了。

根据“抓大放小”的国有企业改革战略,国有企业将来主要都是大中型企业。对这些大中型企业进行公司化改造,形成政府干预不多的合理的治理结构,企业间相互持股是一个出路。但这种方式有很大的局限性,如同一个产业中的不同

企业由于是竞争对手而难以相互持股,不同产业间的企业则很多是“隔行如隔山”,技术上的巨大差异和信息上的严重不对称往往使互相持股不易发生。另外,由于这类企业在资金筹措和运用上具有同构而非互补的性质,它们很难将分散的家庭资金转化为企业资金后有转投其他企业。完成这一任务需要另外的主体。

因此,尽管从目前来看,资产管理公司、商业银行以及其他的战略投资者都发挥了一定的作用,但从长期来看,保险基金、社保基金等机构投资者将会在外人控制中发挥主导性的作用,这将有助于实现“为全部股东创造最大价值”的价值取向。这也是发达国家上市公司治理所表现出的一个趋势。这些机构投资者虽然平时对公司不甚关心,主要追求股票的投资回报,但它比起散户来有能力也有积极性去关心自己所投资的公司的治理状况,如有能力广泛收集信息并派人员参加股东大会等。尤其是所投资的公司出现问题时,机构投资者可以行动起来对其管理层进行整顿。这被称作“机构投资者的觉醒”,从原先的“消极股东”转变为“积极股东”(吴敬琏,1994)。当然,在我国,机构投资者还是新生事物,如何培养发展并使其行为合理化,有许多问题需要进一步研究。但随着企业改革和社会保障体制的改革的推进,各种类型的机构投资者已经出现是不容置疑的现实。在股权多元化过程中,大力发展投资基金、养老基金等机构投资者,强化来自外部的机构投资者在上市公司治理结构中的地位和作用,不仅能够有效公司治理体制改革准备起所有制基础,而且促进我国上市公司治理结构的改善。

二、中国资本市场的有效性和机构投资者参与公司治理的可行性

市场是否有效或处于何种效率状态,30多年来西方学者进行了大量实证分析。近几年来关于中国股票市场对信息反应的效率问题,我国学者进行了大量研究。俞乔首先在《经济研究》发表论文,他对上海和深圳股市综合指数1990年12月29日至1994年4月28日的的数据研究表明,深、沪股票市场均不具备弱式效率。宋颂兴和金伟根(1995)认为由于上海股市的发展存在明显的阶段性,因此检验时将中国股市分成前后两个阶段,检验发现29个股票在第二个阶段(1993年初至1994年10月)呈现随机游走。吴世农(1996)指出检验中国股市是否为弱式有效,首先样本容量要超过5年,同时对采用的检验方法要进行敏感性分析。杨朝军和蔡明超(1998)采用秩相关系数和Q统计量对1990至1996年底上证综合指数的研究认为上海股市趋于弱式有效。陈小悦(1997)采用单位根过程方法对上海和深圳股市1992年年底前上市的52家股票以及20种股票指数(1991年至1996年11月)的每日收盘价进行了分析,发现深圳股市的23种股票以及12种股票指数全部符合随机游走模型,上海股市1991年至1996年11月间1/3的样本不符合随机游走模型,但1993年1月至1996年11月间只剩1家股票和1个指数不符合随机游走模型。

表6 我国学者对中国股市弱式有效性的检验

作者,出处	交易所	样本期	检验对象	方法	结果
俞乔,《经济研究》(1994)	上海、深圳	1990-1994	综合指数	相关系数	非弱有效
宋颂兴、金伟根,《经济学家》(1995)	上海	1993-1994	资产组合、综合指数	自相关系数 游程检验	1993年后弱有效
吴世农,《经济研究》(1996)	上海、深圳	1992-1993	20只个股	自相关系数	1992-1993年非弱有效
陈小悦,《会计研究》(1997)	上海、深圳	1991-1996	共52只个股、20只指数	单位根过程	1993年后接近弱有效
杨朝军、蔡明超,《国家自然科学基金报告》(2000)	上海、深圳	1991-1998	综合指数	秩相关系数	1993年后弱有效
奉立城,《经济研究》(2000)	上海	1993-1998	综合指数	周内效应	非弱有效

综合以上结论可以认为, 1993 年以来中国股票市场为弱式有效市场。那么中国股市是否为半强式有效? 学者们基本上都是采用了经典的事件研究法来研究股价对资产重组和年报披露等信息的反应速度。赵宇龙(1998)认为上海股市对预期的好消息存在过度反应的现象, 而对预期的坏消息存在反应不足的现象。沈艺峰、吴世农(1999)通过构造的赢家组合和输家组合发现两者都存在异常的负收益率。陈信元

(1999)发现股权转让、资产剥离和资产置换类公司的股价在公告前呈上升趋势, 随后逐渐下降。杨朝军和蔡明超(2000)分别采用事件研究法和夏普指标对控制权转移公司的市场效应进行了分析, 这类公司股价在重大事件公告前至少 40 天出现价格上扬, 消息公布后的 3 个交易日内平均股价回落, 然后再次出现上扬。所有这些研究都得到了同样的结果, 中国股市尚不是半强式有效。

表 7 我国学者对中国股市半强式有效性的检验

作者, 出处	交易所	样本期	检验对象	方法	结果
宋颂兴、金伟根,《经济学家》(1995)	上海	1993- 1994	资产组合	单指数模型	小公司有超额收益
张人骥等,《经济研究》(1998)	上海	1993- 1994	48 只个股	事件研究法	输家组合持续下跌
赵宇龙,《经济研究》(1998)	上海	1993- 1996	123 只个股	事件研究法	好消息过度反应, 坏消息反应不足
沈艺峰、吴世农,《经济研究》(1999)	深圳	1995- 1996	60 只个股	事件研究法	赢家组合和输家组合都存在异常的负收益率
陈信元,《经济研究》(1999)	上海	1996- 1997	股权转让 30 家兼并收购 45 家资产剥离 14 家资产置换 6 家	事件研究法	股价在公告前呈上升趋势, 随后逐渐下降
陈工孟,《金融研究》(2000)	上海、深圳	1991- 1996	599 只个股	回归模型	新股发行存在信息反应不足
杨朝军、蔡明超,《国家自然科学基金报告》(2000)	上海	1998	控制权转移公司 40 家	事件研究法和夏普指标	公告前价格上扬, 公布后平均股价短期回落, 然后再上扬

我国股票市场总体上接近弱有效的结论证明, 我国股市经过 10 年的发展, 在风险动态聚集、分配社会资金和提供公司投资评价信息以及公司控制权转移上的有效性是不足的。造成这种情况的原因, 除了西方金融经济学者通常认为的企业层次的因素外, 股票市场对上市公司的评价理念不当和控制权转移功能低效也是重要因素。毕竟, 股票市场的有效性直接体现在通过少数金融工具实现企业融资功能和股票市场信息的价格反应上, 并直接取决于股票市场投资者理念和投资力量对比结构。目前, 概念化、题材化的短期投资评价理念和行为在我国机构投资者行为模式中占据了绝对主导地位, 之所以如此, 原因是多方面的: 第一, 上市公司的股权结构不合理导致治理结构极不完善, 股东会、董事会、监事会没有发挥其应有的作用, 有的形同虚设。这一局面非机构投资者单独可以改变, 机构投资者参与这些上市公司治理的成本必定远大于收益。第二, 由于上市公司普遍存在治理结构的落后, 股票市场的收益与治理结构没有联系, 机构投资者无需通过改进上市公司的治理获得收益。第三, 证券市场法规和监管的疏漏, 使得投机和操纵价格的行为十分流行, 机构投资者可以采用对倒等手段摆脱被套的可能。第四, 机构投资者没有完全意义上的指数投资策略。上市公司整体业绩下降增加了上市公司投资价值风险和股票市场系统风险, 使投资者难以通过投资组合来有效分散风险。第五, 大多数机构投资者的国有产权性质, 如国有证券公司、国有信托公司、国有投资公司等, 使其经营者具有事实上负盈不负亏的特征, 其投资行为必然存在一种对股市高估的倾向, 进而助长了市场的投机风气(张维迎, 1999); 而主要由国有证券公司和国有信托公司发起设立的基金管理公司也没有建立相关的约束机制来防范基金管理者的道德风险行为。而且, 这些机构投资者同样具有国有控股上市公司普遍存在的委托人缺位、“内部人控制”和法人治理机制不健全等问题, 也决定了其参与公司治理的动力和效率不足。最后, 虽然近年来管理层大力支持和鼓励机构投资者发展, 并希望通过引入基于公司战略资源、竞争能力以及治理质量的投资价值评价理念的机构投资者, 逐渐在我国股票市场注入以公司战略资源能力和治理质量等价值驱动为估价指标的投资者力量。但是, 影响我国机构投资者的公司治理行为的法律及其他障碍仍然存在。例如, 我国对投资基金的持股主要有两个 10% 的规定, 即“一个基金持有一家上市公司的股票, 不得超过该基金资产净值的 10%”、“同一基金管理人管理的全部基金持有一

家公司发行的证券, 不得超过该证券的 10%”。如果以西方标准, 基金持有一家上市公司 10% 的股票, 足以对公司形成控制, 但我国上市公司一般由大股东控制, 而且大股东的比例往往在 30% ~ 70% 之间, 因此, 基金在绝大多数上市公司中的持股比例不具有控制力。

从另一方面来看, 对中国股市市场效率的检验结果也表明, 我国机构投资者的投资策略正处于需要转变的时期。不少机构投资者已经掌握了常用的技术分析, 因此简单的技术分析指标已经在投资分析中显得越来越无效, 尤其是基于简单的移动平均指标等线性分析方法。学者们采用各种方法得到的非半强有效的结论则支持投资者应加强对公司基本面研究的观点: 一方面, 由于股价没有充分反映公司公开的会计信息, 投资者通过基础分析能够获取超过平均水平的利润。另一方面, 前面得到的部分信息过度反应也是市场非有效的表现, 它提醒投资者应注意防范掌握内幕消息的交易者逢利好出货, 及因市场信息不均衡传播导致的危险。

这样, 就需要机构投资者对目前中国上市公司股价与公司治理相关的内在价值之间的关系作基本的判断。中国证券市场明显由“交易者”主宰是事实, 股价的升降中主要因素是“炒作”, 其背后是庄家和联合坐庄等行为。但从中长线的走势来看, 劣劣公司之间市场价值的差异也还是能够显示出来的, “投资者”和中长线股民增多也是不争的事实。频频暴露出的上市公司治理和管理方面的问题亦可谓“触目惊心”, 这就为机构投资者利用自己的实力和信息优势通过执行一种以公司治理为导向的投资战略而盈利“创造”了一个巨大的“用武之地”。

而且, 随着我国证券市场长期以散户为主, 受制于少数主流资金操纵的市场格局已被逐渐打破, 机构投资者日益成为市场的主流, 由于机构投资者结构的多样性, 机构间的博弈、机构与散户间的博弈, 使整个市场间资金的博弈过程异常复杂多变。靠少数主力资金, 几家甚至十几家机构要想控制市场是难以做到的。在机构投资者主导市场的格局下, 机构投资者之间的差别优势不会太明显, 多数机构投资者只能获取市场平均利润。这也迫使机构投资者要转变思路, 借鉴国外同行的经验, 从提升组合中的公司的长期价值中获得稳定增长。

机构投资者对上市公司治理的参与可以有三种深度或三个方向: 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, 探寻适应于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。至于机构投资者参与上市公司治理的方式, 有的主张采用“直接介入”投资战略的方式; 有的主张机构投资者不应当走“持股公司”的道路, 应将其投资战略原则确定为“挑选优胜者”, 适时进行投资转换的战略原则, 这样不仅能避免资金流动性问题, 而且能最大限度地发挥自己的特殊经营优势——即在广泛掌握市场信息的基础上识别和发现优胜者的才能, 并根据新信息灵活调整投资策略, 提高整体投资回报率。机构投资者采取哪种介入方式为好, 还要靠实践来检验。目前可以从一些初步但可行的步骤开始, 包括采取一些联合行动, 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(如同那些大的消费品制造商联合进行一些一般性的市场调查, 或如发达国家的机构投资者订购一些专业公司治理研究机构的产品或共同出资组建为其从事公司治理活动提供服务的专业机构)。

三、大力发展中国的机构投资者

(一) 中国机构投资者发展的现状

在我国, 由于类似于西方传统的养老基金、保险基金、共同基金发展的还不充分, 相应地, 机构投资者的资产分布比较分散, 范围很广, 可以包括证券投资基金、证券公司、信托投资公司、保险公司、国有企业、国有控股公司和上市公司等。在股市上的地位和影响正在迅速上升。据上海证券交易所统计, 截至 2000 年 11 月 30 日, 上交所开立 A 股账户的总数为 2 879.13 万户, 其中, 个人账户为 2 867.71 万户, 机构账户为 11.42 万户。机构投资者所占比重仍然很小, 但增速很快, 同 1999 年 12 月 30 日相比, 个人投资者账户增长了 27%, 而机构投资者账户增长了 51%。

我国机构投资者的形成和发展大致可以分为三个阶段: 第一个阶段是 1990 年代中期以前, 当时的机构投资者主要是证券公司、信托投资公司、银行附属企业以及少数国有企业等, 这些机构的资金来源与银行信贷资金有较为密切的联系。由于当时没有相关的法规对这些基金的运作进行规范, 这些基金尽管采取了相对稳定的组织形式, 但在基金的运作中在基金可投资的方向, 投资组合管理以及风险控制等方面实际处于无序状态。在投资策略及投资模式方面和当时市场中的其他机构并没有太大区别, 从而不具备现代意义的共同基金投资模式的主要特征。第二阶段大致从 1996 年到 1999 年 6 月, 此一时期由于政策约束, 国有企业及上市公司等被禁止进入市场, 加上“银证分业”的实施过程中银行及相关企业全面退出市场从而导致证券市场中的机构投资者数量和资金规模大幅减小, 此后一段时期在市场上比较活跃的机构投资者主要包括证券公司、信托投资公司以及少数民营企业。第二个阶段自 1997 年 7 月至今。随着 1999 年 7 月“证券法”的实施以及政府对证券市场的政策变化, 管理层在 1999 年 6 月以后对市场准入政策进行了重大调整, 比如发展共同基金, 允许保险资金以总资产的一定比例投资于证券投资基金, 明确国有企业、国有控股企业和上市公司可以进入证券市场进行投资, 在新股发行时向战略投资者及一般法人配售, 新股发行时向证券投资基金特别配售, 允许综合类券商及基金管理公司进入银行间市场融资等等。我国证券市场中的机构投资者的发展也因之进入新的历史阶段。从此, 大力培育机构投资者成为管理层的长期策略, 并在 2000 年初明确地提出了超常规、创造性地发展机构投资者的政策。这一系列的调整最终导致我国证券市场的投资者结构和规模发生重大变化。

目前, 机构投资者已经形成了以基金公司、券商、保险公

司、企业法人等为主体的多元化格局。

随着机构投资者队伍的壮大, 中国证券市场上机构投资者的市场特性也在近期发生了较大的变化, 我们认为与早期市场上机构投资者的特征相比较, 目前的机构投资者主要具备以下重要特征: 第一, 组织化程度高, 并且无论是体制内机构还是体制之外的“私募基金”都具有较为明确和固定的组织形式; 其二, 机构管理的资金规模大; 其三, 有较为稳定的投资理念并运用组合投资技术进行证券投资, 风险管理受到重视; 第四, 资金提供者与投资管理人趋向分离, 这一点无论在公募基金、券商委托理财以及“私募基金”的运作中都得到体现, 也即是所谓通过信托方式投资成为资金所有者通常的选择。

总的来讲, 2000 年以后的中国证券市场由于监管方面的政策调整, 投资者结构发生了较大的变化, 机构投资者及其资金占整个证券市场的比例已经相当高。目前市场中的机构投资者既有证券公司、三类企业、基金以及保险公司等市场角色清晰的机构, 也包括“私募基金”等游离于现有法规之外的机构。由于各类机构投资者普遍具有较为稳定的投资理念和策略, 并且采取组合投资以及既定的止损策略等风险控制与投资技术, 因而也使得中国证券市场的运行特征也发生了相应变化。

(二) 超常规发展机构投资者需要拓展思路

虽然近年来在管理层的高度重视和有意培育下, 我国机构投资者队伍发展迅速, 但是, 相对于发达国家而言, 我国机构投资者无论在数量上还是在规模上、在市场的所占比重上都还相差甚远, 主要表现在: 证券投资基金还难以满足社会大众的股票投资需求; 证券公司与国外大型投资银行无法相提并论; 更适合普通民众投资的开放式基金尚未建立; “三类企业”尤其是战略投资者的入市行为还有待规范; 保险资金进入股市的大门有待进一步打开; 海外机构投资者进入我国 A 股市场尚属空白等等。这种现状是很多因素造成的, 如受制于中国证券市场总体特征(个人投资者为主, 政策因素主导)和证券投资基金运作时间还很短等因素, 中国证券投资基金的运作风格还没有明显分化, 多数仍为综合型基金。中国证券投资基金进一步发展的速度与空间, 在很大程度上取决于其在上市公司治理及其自身的治理方面的实际运作情况。如果主要依靠新股配售, 甚至是联合坐庄等方式来保持盈利“跑赢大市”, 中国证券投资基金的进一步发展必然受到资金供给方面的限制。追求稳定性的社会保障基金的发展更受到社会保障体制改革滞后的制约。

从投资基金化比例(IFR)来看, 截至 2000 年底, 我国证券投资基金的发行份额为 562 亿元, 资产规模 847.35 亿元, 而同期沪深两地股票市场市价总值为 48 091 亿元, 流通市值 16 087 亿元, 证券投资基金所占比例分别为 1.76% 和 5.27%。若以 2000 年全部金融机构各项存款余额 12 38 万亿元来计算投资基金化比率, 数值为 0.68%, 微小得可以忽略不计。而早在 1990 年, 墨西哥的 IFR 已达 22.6%, 即使在 1995 年金融危机后仍为 6.1%; 韩国的 IFR 在 1995 年也达到了 12.4%, 比 1980 年的 5.6% 增长了 121.4%。因此, 可以认为我国金融体系的投资基金化程度还很低, 证券投资基金还处于发展的启蒙期。

表 8 2000 年各国(各地区)基金规模比较

	中国	美国	日本	中国香港
基金总值(亿美元)	66	55 250	4 000	700
基金/证券市场流通市值(%)	6.6	52	15	17
基金/银行储蓄(%)	0.5	115	8.3	22

资料来源:《关于我国基金业发展状况的汇报》, 载《热点研究》, 总第 30 期。

因此, 当前仍应该在总量上积极鼓励机构投资者的快速

成长,从多方面大力发展机构投资者:

1. 培育新的机构投资者。发展机构投资者不仅要在存量上对现有机构投资者进行大规模扩容,而且要在增量上全方位引进新的机构投资者:(1)积极推动公益基金进入股市,使之成为证券市场的主要机构投资者。养老基金和保险基金的投资行为通常具有持股周期长、追求长期稳定收益的特征,是工业国家金融市场机构投资者的大户,随着我国社会保障制度改革的不断深入,以养老基金和保险基金为代表的社会公益基金必将有一个飞跃式发展,是未来股市最具潜力的机构投资者,我国应借鉴国外经验,在条件成熟的情况下,逐步引入包括养老基金、福利基金、社会保障基金、退休基金等各类社会公益基金进入市场,增加长期投资者比例。(2)扩大证券投资基金的规模。不仅要有封闭式基金,还要有开放式基金,不仅要有公募基金,还要有私募基金,同时,配合国家投资体制、金融体制改革,在基金品种上优先考虑发展产业基金、国债基金等。(3)引进海外基金。根据我国国情,引进海外基金入市可先采取组建中外合资或合作投资基金形式,即由我国专业经营机构与国外投资银行或基金管理公司共同出资组成投资基金,由我国金融主管部门核定基金数额,再通过外国承销机构以发行基金收益凭证方式或向国外或境内投资者筹资,然后,运用基金进入国内市场。

2. 用市场化的手段培育理性、成熟的机构投资者。培育和扶持机构投资者的目标应当是让一大批成熟的、理性的机构投资者成为市场的主角,而不是那些投资行为与散户差不多的“超级散户”,否则,中国股市仍将是一个以投机为主的市场,这也是有违管理层初衷的。然而,要培育成熟的机构投资者,不能仅仅依靠几条政策。根本的办法应当是通过市场化的手段,例如:克服人为设置的、妨碍市场起作用的种种障碍,在市场化基础上加强监管,使中国证券市场进一步走向市场化;推进立法,加强法规和规章制度的建设,促进市场的公平、透明和规范;在设立市场准入原则后,更多地依靠市场自身的选择和发展来推动机构投资者队伍的壮大。

3. 营造机构投资者成长的良好外部环境。(1)尽快出台《投资基金法》等与之配套的相关法规,为改革投资者结构提供制度保障,使机构投资者的功能得以充分发挥,市场投资理念实现根本性转变。(2)建立完整的投资基金市场评价体系。目前投资者对基金的判断似乎仅停留在投资回报方面,未来养老基金等公益基金进入证券市场后,对基金管理公司的选择要求除了资产增值盈利外,风险规避能力将是一个至关重要的考察因素,因此,必须建立客观的评价体系,促进机构投资者行为的优化。(3)允许券商上市,使其拥有稳定的长期资金来源。从国际经验看,发达国家的证券市场中,券商的主要组织形式是上市公司,美国的十大券商中,除了排名第三的所罗门公司仍是合伙制外,其他9家都是上市公司,而且大部分都在美国甚至海外多个证券交易所同时上市,产业资本和公众资本进入证券行业是我国证券业发展到今天的必然选择,监管部门应尽快放开对券商直接融资规模、融资对象的种种限制,允许符合条件的券商公开发行上市,允许多种社会主体参股券商,拓宽券商社会化融资的渠道。(4)提高上市公司质量。目前我国机构投资者存在着较明显的短期行为,其重要原因之一就在于上市公司质量不高,绩优公司无论在规模上还是在市场影响力上均不足以占据市场主流,股市缺乏长期投资的价值,机构投资者因而缺乏长期投资的市场基础,改变这一状态需要加快对业绩、成长性、市场形象等诸方面均出色的“领头羊”的培养。(5)提高从业人员素质,加强对就业人员的培训,真正发挥机构投资者专家理财的优势。

4. 引进海外机构投资者。特别是借鉴中国台湾等发展中经济体资本市场开放的经验,建立QFII机制,引进外国投资者。在金融创新方面,今后政府及监管当局可能考虑的品种

包括中外合资基金、交易所交易基金(ETF)以及中国存托凭证(CDR)等,而这些创新金融工具的引入也必将导致新型的机构投资者进入市场。通常这种政策选择必须考虑证券市场的总体发展情况特别是市场规模和市场监管水平等一些关键领域的实际进展,也就是说要注意把握市场准入政策的节奏和进度并与市场的实际及其演进相适应。在与市场准入相关的配套政策方面则应避免仅仅为发展机构投资者而出台一些非市场化的扶植政策。

最后,在制定发展机构投资者的相关政策时不仅要关照现有体制内的机构投资者,而且要将目前体制外的“私募基金”等自发形成的有组织的集合投资机构纳入政策规范的范围。此外,政府及监管当局在今后制定发展机构投资者的相关政策时应特别注意同时对市场监管政策进行调整。

参考文献:

1. 青木昌彦:《对内部人控制的控制:转轨经济中公司治理的若干问题》,载《改革》,1994(6)。
2. 钱颖一:《中国的公司治理结构改革和融资改革》,载《经济研究》,1995(1)。
3. 张杰:《中国国有金融体制变迁分析》,北京,经济科学出版社,1998。
4. 厉以宁等:《中国经济跨世纪的主题和难题》,北京,经济科学出版社,1999。
5. Xiaonian Xu and Yan Wang, 1998 Ownership Structure, Corporate Governance And Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies Discussion Paper of World Bank, May 1998
6. 陈小悦、徐晓东:《股权结构、企业绩效与投资者利益保护》,载《经济研究》,2001(11)。
7. [美]小艾尔弗雷德·钱德勒:《看得见的手》,中文版,北京,商务印书馆,1987。
8. [美]JO·哈特:《公司、合同与财务结构》,中文版,上海,上海三联书店,1998。
9. [日]青木昌彦等:《转轨经济中的公司治理结构》,中文版,北京,中国经济出版社,1995。
10. [美]曼舍尔·奥尔森:《集体行动的逻辑》,中文版,上海,上海三联书店,1995。
11. 余运久:《资本市场的协调发展》,北京,中国发展出版社,2001。
12. 王彬、张研:《机构投资者与公司治理》,载《国际金融研究》,2001(7)。
13. 吴姚东:《ST制度与公司治理研究》,载《上市公司》,2002(4)。
14. 郑红亮:《公司治理理论与中国国有企业改革》,载《经济研究》,1998(10)。
15. 徐宪平:《风险投资模式的国际比较分析》,载《管理世界》,2001(2)。
16. 严文兵、郑泽华:《新经济条件下融资的发展》,载《经济评论》,2001(4)。
17. 赵增耀:《资本市场规制与公司治理模式形成——以日、美、德为例》,载《经济学家》,2000(1)。
18. 青木昌彦、钱颖一:《从国际比较角度看中国银行体制改革》,载《改革》,1992(6)。
19. 庞德良:《论日本法人相互持股制度与公司治理结构》,载《世界经济》,1998(12)。
20. 许小年:《信息、企业监控和流动性》,载《改革》,1996(4)。
21. 聂德宗:《对内部人控制的治理——美国公司治理模式及其变迁》,载《法律科学》,1999(5)。
22. 何自力:《美国大公司股份资本占有结构的新变化》,载《世界经济》,1997(4)。
23. 何自力:《论机构投资者在美国公司治理中的作用》,载《南开经济研究》,1998(3)。

(作者单位:厦门大学经济学院 厦门 361005
招商证券股份有限公司 深圳 518026
武汉大学世界经济系 武汉 430072)
(责任编辑: N)