

# 机构投资者持股与中国上市公司治理有效性

——基于序贯博弈的分析

柯希嘉<sup>1</sup>(博士), 高明华<sup>2</sup>(博士生导师), 陈焱晗<sup>1</sup>

(1.中国劳动关系学院经济管理系, 北京 100048; 2.北京师范大学经济与工商管理学院, 北京 100875)

**【摘要】** 通过运用完全信息条件下的序贯博弈分析方法, 构建了机构投资者与控制性股东之间的博弈模型, 从而对机构投资者参与公司治理的有效性进行了研究。并运用中国上市公司数据对机构投资者持股比例对上市公司治理水平进行了实证研究, 对通过机构投资者与控制性股东的博弈来提高公司治理水平的假设进行了验证。通过中国上市公司数据验证, 机构投资者持股确实有效提高了上市公司的治理水平。

**【关键词】** 机构投资者; 公司治理; 序贯博弈

## 一、引言

公司所有权结构及其引发的委托—代理问题一直是公司治理研究领域关注的主题。**Berle**和**Means(1932)**、**Fama**和**Jensen(1983)**关注到经理人与股东之间的委托—代理问题。**Shleifer**和**Vishny(1997)**、**La Porta**等(2000)则把研究重点放在控制性股东与分散股东之间的委托—代理问题上。**Drunker(1974)**最早揭示了由养老基金等机构投资者的兴起所引起的公司股权结构的变化。20世纪80年代以来, 机构投资者开始由消极主义向积极主义转变, 机构投资者作为分散股东利益的代表开始参与到公司治理中(**Brancato, 1998**)。

学术界多数观点认为机构投资者对公司治理具有积极作用。**Shleifer**和**Vishny(1986)**认为机构大股东的存在会强化公司内部的监督机制;**Chidambaram**和**John(1998)**认为机构投资者的作用在于将企业的内部信息传递到资本市场, 从而强化对企业的监督;李维安和李滨(2008)通过实证发现机构投资者有助于提高公司治理的水平, 其持股比例与公司绩效和市值显著正相关。另外, 一些学者则认为机构投资者对公司治理没有显著的影响;**Pound(1988)**认为机构投资者不会对公司进行有效监督;**Wahal(1996)**发现养老基金参与公司治理的效果并不明显;随着关于机构投资者研究的深入, 一些学者开始注意到不同机构投资者存在不同的偏好和目标, 从而导致对公司治理不同影响(**Brickley**等, 1988; **Bushee, 1998**)。

通过分析, 我们发现已有文献并未将制度背景和法律环境、机构投资者持股比例等因素综合考虑。基于以上认识, 本文运用序贯博弈的分析方法, 建立分析机构投资者参与公司治理的框架, 综合考虑机构投资者对公司治理水平影响, 以及与此影响相关的各种因素, 从而得出相

应的结论。

## 二、机构投资者与控制性股东序贯博弈模型

假定在完全信息条件下, 公司中存在一个机构投资者和一个控制性股东。控制性股东持股比例为 $\alpha$ , 由于存在第二类委托—代理问题, 控制性侵占公司 $s$ 比例利润, 并在剩余利润中再得到 $(1-s)\alpha$ 比例利润。假设投资为 $I$ , 投资收益率为 $R$ , 那么, 控制性股东收益为: $sRI+(1-s)\alpha RI-c(k,s)RI$ , 其中 $c(k,s)$ 为利益侵占成本函数, 是其转移 $s$ 比例利润所花费成本占总利润的比例。

$c(k,s)$ 是一个关于公司治理水平 $k$ 和利益侵占程度 $s$ 的函数(**La Porta, 2002**), 有如下假定:(a) $c_k>0$ , 表示公司治理水平越高, 控制性股东利益侵占的成本越高。(b) $c_s>0$ , 表示控制性股东的利益侵占程度越高, 其利益侵占的成本越高。(c) $c_{ss}>0$ , 表示控制性股东利益侵占的边际成本递增。(d) $c_{ks}>0$ , 表示公司治理水平越高, 控制性股东利益侵占的边际成本就越高。

构建机构投资者的收益函数: 机构投资者持股比例为 $\beta(\beta>\beta^D)$ , 收益为: $\beta(1-s)RI-c^II(k)RI$ 。其中 $c^II(k)$ 是机构投资者防止利益侵占而参与公司治理的成本函数, 其推动公司治理水平提高(假定没有机构投资者参与时, 由制度背景和法律环境决定的公司治理水平为 $k$ ; 其参与后, 治理水平达到 $k\geq k$ ), 但需付出相应成本。

对 $c^II(k)$ 做如下假定:(e) $c^{II}(k)>0$ , 表示随着机构投资者提高公司治理水平, 其参与治理的成本提高。(f) $c^{II}_{kk}>0$ , 表示随着机构投资者提高公司治理水平, 其参与治理的边际成本越高。

由于 $RI$ 独立于其他各变量, 因此控制性股东和机构投资者的收益函数可以分别写成:

$$\Pi=(1-s)\alpha+s-c(k,s) \quad (1)$$

$$U^{\text{II}} = \beta(1-s) - c^{\text{II}}(k) \quad (2)$$

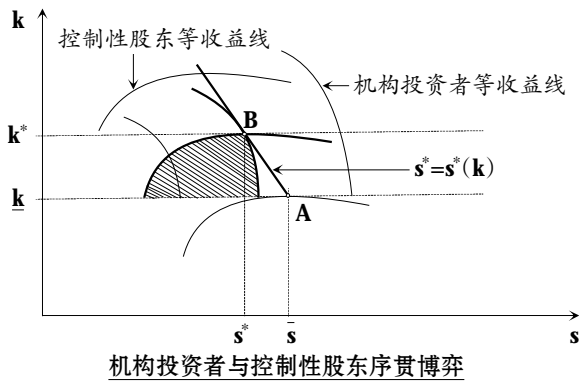
在完全信息条件下,序贯博弈过程如下:第一阶段由机构投资者决定公司治理水平  $k$ ,第二阶段控制性股东观察到  $k$ ,并决定其利益侵占程度  $s$ 。根据 Leontief (1946) 序贯博弈的分析方法,首先使控制性股东的期望收益最大化  $[\max_{s \geq 0} a(1-s) + s - c(k, s)]$ : (1) 式对  $s$  求一阶导数,并令一阶导数为零,即  $c_s(k, s) = 1 - \alpha$ 。 $c_s(k, s) = 1 - \alpha$  表示控制性股东对公司治理水平  $k$  的最优反应函数,因此可改写为:

$$s^* = s^*(k) \quad (3)$$

接下来,使机构投资者期望收益最大化  $[\max_{k \geq \bar{k}} U^{\text{II}} = \beta(1-s^*) - c^{\text{II}}(k)]$ : (3) 式代入 (2) 式,并对  $k$  求一阶导数,即:  $U_k^{\text{II}}(k, s^*) + U_s^{\text{II}}(k, s^*) \frac{ds^*}{dk} = 0$ , 也就是:

$$\beta \frac{ds^*}{dk} + c_k^{\text{II}} = 0 \quad (4)$$

通过对 (4) 式的计算便得出机构投资者决定的最佳公司治理水平  $k^*$ ,再将  $k^*$  代入 (3) 式,得出控制性股东的最佳利益侵占程度  $s^*$ 。因此,  $(k^*, s^*)$  为机构投资者与控制性股东之间序贯博弈的反向归纳解,同时也是纳什均衡解。这一过程可以通过下图直观表现出来<sup>②</sup>:



上图中从右上方到左下方的一组曲线为机构投资者的等收益线簇(从右上方到左下方表示其收益越来越大)。从左上方到右下方的一组曲线为控制性股东的等收益线簇(从左上方到右下方表示其收益越来越大),当公司治理水平  $k$  取某一定值时,水平线必然与控制性股东的等收益线簇中某一条相切,由于从左上方到右下方其收益越来越大,所以切点就是控制性股东的最优反应点,将所有最优反应点连线,就得最优反应函数线  $s^* = s^*(k)$ 。

没有机构投资者存在时,由制度背景和法律环境决定的公司治理水平为  $\bar{k}$ ,对应最优反应函数线上的  $A(\bar{k}, \bar{s})$  点;存在持股比例为  $\beta$  的机构投资者时,最优反应函数线会与机构投资者等收益线簇中表示收益最大的等收益线相切,切点  $B(k^*, s^*)$  就是序贯博弈的反向归纳解,也是纳什均衡解。通过比较  $A$  和  $B$  可以看出:机构投资者参与公司治理后,公司治理水平由  $\bar{k}$  提高到  $k^*$ ;控制性股东的利益侵占程度由  $\bar{s}$  降低到  $s^*$ ;衡量公司绩效的托宾  $q$  值 ( $La$

Porta 等, 2002) 由  $(1-\bar{s})R$  提高到  $(1-s^*)R$ 。

### 三、机构投资者持股与上市公司治理水平的实证分析

通过采用中国上市公司数据 (2010 ~ 2012) 对机构投资者持股比例与上市公司治理水平的分析进行实证研究。具体内容如下:

1. 计量模型。我们构建了如下关于机构投资者特征对公司治理指数影响的计量回归模型:

$$Zindex = \beta_0 + \beta_1 \times Ishare + \beta_2 \times IIhhi + \beta_3 \times IIdbl + \varepsilon \quad (5)$$

其中,  $Zindex$  为公司治理水平,  $Ishare$  为全部机构投资者持股比例,  $IIhhi$  持股比例排名前三机构投资者持股集中度,  $IIdbl$  持股比例排名前三机构投资者年平均持股变化率。

2. 样本选择。回归分析所用数据来源于国泰安数据库。本文所选取的样本为 2011 ~ 2013 年中国沪深两市 A 股上市公司中的连续三年都有三家机构投资者持股的上市公司。通过筛选,剔除掉了数据不完整的样本,最终确定的样本公司为 260 家。

3. 变量定义。本文根据博弈模型分析,考察机构投资者对中国上市公司治理有效性。因此,选取以被解释变量:上市公司的公司治理水平和上市公司的公司绩效。其中,公司治理水平变量用公司治理指数表示;公司绩效变量用总资产收益率、净资产收益率和每股收益率表示<sup>③</sup>。

表 1 变量定义与说明

		变量定义	变量说明
被解释变量	公司治理水平	公司治理指数 (Zindex)	运用主成分分析法将治理水平指标指数化
	解释变量	机构投资者整体持股比例	全部机构投资者持股比例之和 (Ishare)
		机构投资者股权控制力	持股比例排名前三的机构投资者持股集中度 (IIhhi)
解释变量	机构投资者持股流动性	持股比例排名前三的机构投资者年平均持股变化率 (IIdbl)	持股比例排名前三的机构投资者本年与上年持股比例之差/本年度持股,再取平均
	控制变量	其他可能的影响因素	公司规模 (size)
负债程度 (lev)			总资产负债率
行业虚拟变量 (ind)		设置了 22 个代表行业分类的虚拟变量来控制不同行业所带来的影响	
第一大股东性质 (top1xz)		分为国有绝对控股、国有强相对控股、国有弱相对控股、国有参股和无国有股,采用虚拟变量衡量	

在被解释变量中涉及了公司治理指数,在此要予以重点说明,如表 2 所示。

**表 2 公司治理指数变量说明**

考虑因素	变量定义	变量名称	变量说明
董事会治理	两职兼任	ceo	如果 CEO 兼任董事会主席或副主席,取值为 1;否则,取值为 0
	外部董事比例	wbds	独立董事人数/董事会人数
	外部监事比例	wbjs	不领取薪酬的监事人数/监事会人数
高管激励机制	高管薪酬	wage	年度高管薪酬总额
股权结构	第一大股东性质	top1xz	分为国有绝对控股、国有强相对控股、国有弱相对控股、国有参股和无国有股,采用虚拟变量衡量
	第一大股东持股比例	top1cg	年度第一大股东持股比例
	关联交易	gljy	年度关联交易总额
	股权集中度	hhi3、hhi5、hhi10	赫芬达尔指数 3、5、10
信息披露机制	海外上市	abroad	如果上市公司还在海外上市,则值为 1,否则为 0

因为涉及公司治理水平的指标很多,为了能够更便于回归分析,因此本文运用了主成分分析法构建了公司治理指数,这里借鉴了白重恩等(2005)的研究方法,并对其部分指标进行了修改。通过运用主成分分析法,我们可以将表 2 中的各个变量构成公司治理指数(Z 指数)。考虑到上市公司治理水平受年度影响较大,因此我们分别构建了 2011 年、2012 年和 2013 年的公司治理指数。结果见表 3。

**表 3 公司治理指数成分构成(2011~2013 年)**

指数构成	2011 年	2012 年	2013 年
CEO 是否兼任董事会主席或副主席(Zceo)	- 0.046	- 0.141	- 0.198
外部董事比例(Zwbds)	0.002	- 0.037	0.06
外部监事比例(Zwbjs)	0.223	0.309	0.271
高管薪酬(Zwage)	- 0.111	- 0.224	- 0.247
第一大股东性质(Ztop1xz)	- 0.670	0.702	0.711
第一大股东持股比例(Ztop1cg)	0.962	0.967	0.968
关联交易(Zgljy)	0.332	- 0.019	- 0.064
赫芬达尔指数 3(Zhhi3)	0.983	0.979	0.979
赫芬达尔指数 5(Zhhi5)	0.982	0.979	0.979
赫芬达尔指数 10(Zhhi10)	0.982	0.979	0.978
是否海外上市(Zabroad)	0.245	0.209	0.207

数据来源:数据均来自国泰安数据库并由作者运用 SPSS 统计软件计算整理。

4. 前三大机构投资者特征与公司治理指数的多元回归分析。本文采用 OLS 逐步回归的方法,运用 SPSS 计量软件进行回归分析,分年回归结果见表 4、表 5 和表 6。

**表 4 多元回归结果(2011 年)**

	被解释变量: Zindx			
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Ishare	0.323*** (0.000)	0.406*** (0.000)	0.405*** (0.000)	0.272*** (0.000)
Ihhi		0.209*** (0.001)	0.201*** (0.001)	0.089** (0.025)
Ibdl			- 0.047** (0.015)	- 0.038** (0.018)
lev				- 0.242*** (0.001)
size				0.302*** (0.001)
ind	控制	控制	控制	控制
样本量	261	261	261	261
R <sup>2</sup>	0.511	0.544	0.546	0.589

注:表中上行数字为估计系数,括号内数字为双尾概率 P 值,回归结果经过异方差修正。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5% 和 1%的水平下显著,下同。

**表 5 多元回归结果(2012 年)**

	被解释变量: Zindx			
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Ishare	0.325*** (0.000)	0.393*** (0.000)	0.395*** (0.000)	0.301*** (0.000)
Ihhi		0.226*** (0.000)	0.226*** (0.000)	0.152** (0.027)
Ibdl			- 0.050** (0.019)	- 0.042** (0.026)
lev				- 0.146** (0.050)
size				0.199** (0.037)
ind	控制	控制	控制	控制
样本量	312	312	312	312
R <sup>2</sup>	0.521	0.560	0.560	0.574

**表 6 多元回归结果(2013 年)**

	被解释变量: Zindx			
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Ishare	0.307*** (0.000)	0.371*** (0.000)	0.376*** (0.000)	0.273*** (0.000)
Ihhi		0.158*** (0.018)	0.150** (0.027)	0.036** (0.026)
Ibdl			- 0.041** (0.024)	- 0.021** (0.023)
lev				- 0.174** (0.017)
size				0.257*** (0.006)
ind	控制	控制	控制	控制
样本量	347	347	347	347
R <sup>2</sup>	0.539	0.554	0.555	0.578

通过回归分析可以看到,2011~2013年上市公司股东中拥有三家以上机构投资者持股的上市公司数量分别为261家、312家和347家。根据表4~表6显示,机构投资者持股比例与上市公司治理水平呈现正相关关系,机构投资者持股集中度与上市公司治理水平呈现正相关关系,而机构投资者持股流动性与上市公司治理水平呈现负相关关系。

#### 四、结论及对策建议

综上所述,通过对运用分步回归的方法,对机构投资者影响上市公司治理水平的相关因素对上市公司治理水平的综合影响情况进行了实证分析。因此,从中国证券市场的发展和提高中国上市公司整体治理水平的角度来看,不断发展和壮大机构投资者队伍,提高机构投资者在上市公司的持股比例对促进中国上市公司治理水平大有裨益。此举不但能够吸纳市场资金入市促进中国证券市场发展和实现中小投资者资产的保值增值,而且可以借助机构投资者实现证券市场稳健发展,防止过分投机炒作,同时,通过机构投资者与上市公司控制性股东的博弈来推动中国上市公司完善公司治理制度,对提高公司治理水平将具有十分重要的理论和现实意义。

【注】①机构投资者持股比例必须高于其有能力参与公司治理的持股比例下限 $\beta$ ,数理推导过程见附录一的第一部分。

②图1中各条曲线形态的数理推导过程见附录的第二部分。

③运用托宾q值来衡量公司绩效是西方学术界比较通行的方法。但由于国内数据库中,托宾q值的数据不全,并且由于现在中国市场化程度不是很高,导致托宾q值很难准确衡量公司绩效。因此,国内的很多研究都不再使用q值,而用总资产收益率进行替代。有鉴于此,本文便使用总资产收益率来评价公司绩效,并在后面的计量回归中用净资产收益率和每股收益进行稳健性检验。

#### 附录

##### 一、机构投资者参与公司治理的最低持股比例 $\beta$

由于机构投资者的收益函数为 $U^I = \beta(1-s) - c^I(k)$ ,当 $k \geq k^*$ 时,如果机构投资者的持股比例 $\beta$ 过低的话,机构投资者参与公司治理后的收益,可能会低于不参与公司治理的收益,因而,机构投资者可能会选择像普通投资者一样,消极参与公司治理。因此,机构投资者的持股比例必须保证参与公司治理后的收益大于不参与公司治理的收益。正文中(3)、(4)式求出的纳什均衡 $(k^*, s^*)$ 保证:

$$\beta(1-s^*) - c^I(k^*) \geq \beta(1-\bar{s}) \quad (A1-1)$$

因此,机构投资者参与公司治理的持股比例必须高于 $\beta$ ,即:

$$\beta \geq \beta^* = \frac{c^I(k^*)}{(s - \bar{s})} \quad (A1-2)$$

## 二、正文图1中的曲线

### 1. 控制性股东的等收益线。

(1)式 $\pi = (1-s)\alpha + s - c(k,s)$ 对s求一阶导数,得:

$$0 = (1-\alpha) - c_s - c_k \frac{dk}{ds} \quad (A2-1)$$

$$\text{即: } \frac{dk}{ds} = \frac{(1-\alpha) - c_s}{c_k} \quad (A2-2)$$

$$(A2-2) \text{式的不定积分式为: } k = \int \frac{(1-\alpha) - c_s}{c_k} ds + C_1 \quad (A2-3)$$

(A2-3)式中 $C_1$ 取不同常数时会得到一组等收益函数,其图像就是等收益线。可是由于不知道 $c(k,s)$ 的具体形式,因而无法得到等收益线的具体形式。所有我们转换思路:

(A2-2)式对s再次求导,得:

$$\frac{d^2k}{ds^2} = \frac{-c_{ss}c_k - [(1-\alpha) - c_k]c_{ks}}{c_k^2} \frac{dk}{ds} \quad (A2-4)$$

将(A2-2)式代入(A2-4)式得:

$$\frac{d^2k}{ds^2} = \frac{-c_{ss}c_k - \frac{[(1-\alpha) - c_k]^2 c_{ks}}{c_k}}{c_k^2} \quad (A2-5)$$

因为, $c_s > 0$ ,且 $c_k > 0$ ,所以在(A2-2)式中,当 $c_s = (1-\alpha)$ 时, $\frac{dk}{ds} = 0$ ;当 $c_s > (1-\alpha)$ 时, $\frac{dk}{ds} < 0$ ;当 $c_s < (1-\alpha)$ 时, $\frac{dk}{ds} > 0$ 。

又因为: $c_s, c_{ss}, c_k, c_{ks}$ 均大于0,因此(A2-5)式,即

$$\frac{d^2k}{ds^2} = \frac{-c_{ss}c_k - \frac{[(1-\alpha) - c_k]^2 c_{ks}}{c_k}}{c_k^2} < 0 \quad (A2-6)$$

因此,(A2-3)式的图像为凹的,因此得出图中控制性股东等收益线的图像是凹的,且当 $c_s < (1-\alpha)$ 时是增函数,当 $c_s > (1-\alpha)$ 时是减函数。由于(A2-3)式是不定积分后的函数,所以由一系列曲线构成。

### 2. 机构投资者的等收益线。

正文中(2)式 $U^I = \beta(1-s) - c^I(k)$ 对s求一阶导数得:

$$0 = -\beta - c_k^I \frac{dk}{ds} \quad (A2-7)$$

$$\text{即: } \frac{dk}{ds} = \frac{-\beta}{c_k^I} \quad (A2-8)$$

$$(A2-8) \text{式的不定积分为: } k = \int \frac{-\beta}{c_k^I} ds + C_2 \quad (A2-9)$$

(A2-9)式中 $C_2$ 为不同常数时,便得出一组机构投资者的等收益线。同样由于 $c^I(k)$ 的表达式不清楚,所有也

需转换思路:

(A2-8)式对s再次求导,并将(A2-8)式代入上述结果得:

$$\frac{d^2k}{ds^2} = \frac{\beta c_k^{\text{II}} \frac{dk}{ds}}{(c_k^{\text{II}})^2} = -\frac{\beta^2 c_{kk}^{\text{II}}}{(c_k^{\text{II}})^3} \quad (\text{A2-10})$$

因为  $c_k^{\text{II}} > 0, c_{kk}^{\text{II}} > 0$ , 所以(A2-10)式

$$\frac{d^2k}{ds^2} < 0 \quad (\text{A2-11})$$

所以,我们可以确定机构投资者的等收益线为凹的减函数。

3. 控制性股东的最佳反应函数线  $s^* = s^*(k)$ 。

文中(1)式对s求导,得:

$$c_s(k, s) = 1 - \alpha \quad (\text{A2-12})$$

文中将(A2-12)式的形式改写成(3)式  $s^* = s^*(k)$  的形式。为了明确(3)式即(A2-12)式图像的形态,我们的思路如下:(A2-12)式对s求导,得:

$$c_{ss}(k, s) + c_{ks}(k, s) \frac{dk}{ds} = 0 \quad (\text{A2-13})$$

$$\text{即: } \frac{dk}{ds} = -\frac{c_{ss}(k, s)}{c_{ks}(k, s)} \quad (\text{A2-14})$$

因为  $c_{ss}, c_{ks}$  均大于零,所以:

$$\frac{dk}{ds} = -\frac{c_{ss}(k, s)}{c_{ks}(k, s)} < 0 \quad (\text{A2-15})$$

因此,函数  $s^* = s^*(k)$  是减函数。但  $s^* = s^*(k)$  图像是凹的还是凸的,需要(A2-14)式进一步求导得:

$$\frac{d^2k}{ds^2} = -\frac{(c_{sss} + c_{ssk} \frac{dk}{ds})c_{ks} - (c_{kss} + c_{ksk} \frac{dk}{ds})c_{ss}}{c_{ks}^2} \quad (\text{A2-16})$$

即:

$$\frac{d^2k}{ds^2} = -\frac{(c_{sss} - c_{ssk} \frac{c_{ss}(k, s)}{c_{ks}(k, s)})c_{ks} - (c_{kss} - c_{ksk} \frac{c_{ss}(k, s)}{c_{ks}(k, s)})c_{ss}}{c_{ks}^2}$$

化简为:

$$\begin{aligned} \frac{d^2k}{ds^2} &= -\frac{(c_{sss} - c_{ssk} \frac{c_{ss}(k, s)}{c_{ks}(k, s)})c_{ks} - (c_{kss} - c_{ksk} \frac{c_{ss}(k, s)}{c_{ks}(k, s)})c_{ss}}{c_{ks}^2} \\ &= -\frac{c_{sss}c_{ks} - c_{ssk}c_{ss} - c_{kss}c_{ss} + c_{ksk} \frac{c_{ss}^2}{c_{ks}}}{c_{ks}^2} \\ &= -\frac{c_{sss}}{c_{ks}} + \frac{c_{ssk}c_{ss}}{c_{ks}^2} + \frac{c_{kss}c_{ss}}{c_{ks}^2} - \frac{c_{ksk}c_{ss}^2}{c_{ks}^3} \end{aligned} \quad (\text{A2-17})$$

由于对  $c_{sss}, c_{kss}, c_{ksk}$  均未作定义,因此(A2-16)式符号不能确定。

La Porta等(2002)提供的一个假定情况为  $c(k, s) = \frac{1}{2} ks^2$ , 那么,  $c_s = ks, c_{ss} = k, c_{sss} = 0; c_k = \frac{1}{2} s^2, c_{ks} = s, c_{kss} = 1, c_{kks} = 0$ 。于是:

$$\frac{d^2k}{ds^2} = -\frac{c_{sss}}{c_{ks}} + \frac{c_{ssk}c_{ss}}{c_{ks}^2} + \frac{c_{kss}c_{ss}}{c_{ks}^2} - \frac{c_{ksk}c_{ss}^2}{c_{ks}^3} = \frac{2k}{s^2} > 0 \quad (\text{A2-18})$$

函数为减函数,且为凸。

#### 主要参考文献

Berle, A. and G Means. *The Modern Corporation and Private Property* [M]. New York: Macmillan Publishing Company, 1932.

Fama, Eugene and Michael Jensen. *Separation of Ownership and Control* [J]. *Journal of Law and Economic*, 1983 (34).

La Porta, Lopez- de- Silanes, Shleifer and Vishny. *Investor Protection and Corporate Valuation* [J]. *The Journal of Finance*, 2002 (57).

Drunker, Peter. *the Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America* [M]. New York: Harper & Row, 1974.

Shleifer, A. and R. Vishny. *Large Shareholders and Corporate Control* [J]. *Journal of Political Economy*, 1986 (16).

Pound J. *Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight* [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988 (23).

Wahal, Sunil. *Pension Fund Activism and Firm Performance* [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996 (7).

Smith, M. P. *Shareholder activism by institutional investors: evidence from CALPERS* [J]. *Journal of Finance*, 1996 (7).

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<sup>NK</sup>的经验研究[J].南开管理评论, 2008 (1).

白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究, 2005 (2).

王正军,申鹏伟.上市公司治理结构与绩效关系实证研究——来自创业板的数据[J].财会通讯, 2012 (18).

【基金项目】国家社科基金重点项目“深入推进国有经济战略性调整研究”(项目编号:12AZD059);中国劳动关系学院院级科研项目“中国工资集体协商制度的经济学分析——基于企业盈利模式和工会偏好的视角”(项目编号:13YY052)