

西南政法大学公司治理与财务风险管理系列丛书

异质机构投资者在公司治理中的作用： 基于双重代理问题的研究

The Role of Heterogeneous Institutional Investors in Corporate Governance:
Research based on Double Agency Problems

◎ 吴先聪 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本书出版获得以下课题的资助：

教育部人文社会科学青年基金项目 (13YJC630181)：制度背景、机构特征与公司控制权私有收益——基于双重代理问题的研究

异质机构投资者在公司治理中的作用：基于双重代理问题的研究

吴先聪 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

异质机构投资者在公司治理中的作用：基于双重代理问题的研究/
吴先聪著. —北京：经济科学出版社，2015. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6075 - 8

I. ①异… II. ①吴… III. ①机构投资者 - 作用 - 公司 -
企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 48②F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 224463 号

责任编辑：段 钢 卢元孝

责任校对：王苗苗 徐领柱

责任印制：邱 天

异质机构投资者在公司治理中的作用：基于双重代理问题的研究

吴先聪 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京万友印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 10. 25 印张 200000 字

2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6075 - 8 定价：32. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

机构投资者会监督公司内部控制人吗？这个问题在很长一段时间受到公众的质疑。众所周知，由于股权集中和经理人才市场不完善等原因，中国上市公司的公司治理面临着严重的“内部人控制”问题，而机构投资者参与公司治理、减缓内部人控制问题既是证券市场发展到一定阶段的产物，也是机构投资者自身发展到一定阶段的必然选择。本书在“新兴+转轨”的中国资本市场环境中以及超常规发展机构投资者的政策背景下，主要研究了股权分置改革后期机构投资者在公司治理中的作用。

在梳理国内外现有文献的基础上，本书根据我国机构投资者发展的现状，分析了他们参与公司治理的必然性和必要性以及影响机构投资者参与公司治理的宏观因素和微观因素。随后，从两类代理问题出发研究机构投资者在公司治理中的作用，一类为股东—经理之间的代理问题，另一类为大、小股东之间的代理问题。先从理论上分析了机构投资者与两类内部控制人行为博弈关系，然后实证检验机构投资者是否影响经理人员的薪酬契约和控制权私有收益，以及是否能监督和制衡控股股东在关联交易中的“掏空”行为。在此基础上，研究了机构投资者对内部控制人行为影响所带来的经济后果，即对公司会计业绩和市场价值的影响，以及在我国现有的制度背景下和国有企业改革过程中，上市公司产权性质和股权分置改革这些我国特色的制度背景对机构投资者持股与公司业绩之间的关系的影晌。然后直接研究了机构投资者持股与公司治理G指数之间的关系，进一步探究两类不同产权性质的机构投资者（具有明显私有产权属性的证券投资基金和具有明显公有产权属性的社保基金）在不同所有制的公司中持股的动机：投资抑或投机？最后得出研究结论并提出了政策建议。

研究过程中，主要从机构投资者的持股集中度、投资期限、持股稳定性和独立性四个特征出发，研究大机构与小机构、长期机构与短期机构、稳定与不稳定机构、独立机构与非独立机构各自的公司治理作用。总体来讲，随着持股比例的提高，长期的、独立的和稳定持股的大机构能够解决个人投资者在监督公司上的“搭便车”问题，有效治理我国上市公司治理中存在的“内部人控制”乱相。

在理论分析的基础上，本研究实证发现：

(1) 当公司经理成为主要内部控制人时，公司治理的焦点是减缓股东与经理之间的利益冲突问题，薪酬操纵是管理人员获取私有收益的主要手段。机构持股与高管薪酬和私有收益的实证结果显示，独立机构投资者显著提高高管薪酬—业绩敏感性、降低高管的非货币私有收益，对货币私有收益也有一定的限制作用；相反，非独立机构，为了保持与公司的关系，或者是受政府干预程度较高，对高管薪酬契约没有显著影响。同时，在公司持股时间较长的机构投资者，监督成本较低，他们愿意从监督中获取收益，能够显著降低高管的非货币私有收益，但是对高管薪酬—业绩敏感性没有积极影响。这表明长期机构投资者偏好采用直接监督的方式给管理者施压，而不是采用激励机制促使管理者按照股东利益行事。结论支持了标准代理理论的观点，激励机制和股东监督机制是一种互替关系。而持股时间较短的机构投资者，不会积极监督高管私有收益的获取，他们常常以公司长期价值为代价，利用当前盈余信息进行交易，短期内提高了以盈余为业绩的薪酬—业绩敏感性。

(2) 当大股东成为公司主要内部控制人时，大、小股东之间的利益冲突成为公司治理要解决的核心问题，关联交易中的占款行为是大股东获取私利的主要渠道。从机构持股与大股东利益侵占的回归结果看，前十大股东中的机构投资者能有效限制大股东的掏空行为，减少关联交易中的利益侵占，但是，他们不能与控股股东形成制衡的股权结构。同时，实证结论表明与公司没有业务联系的、受政府干预少的独立机构投资者和持股时间较长的机构投资者能有效地限制关联交易中大股东的“掏空”行为。相反，非独立机构投资者和短期机构投资者不能有效降低大股东资金占用行为。

(3) 机构投资者参与公司治理的效果最终反映到公司业绩和市场价格上。在考虑了股权分置改革政策和公司产权性质的基础上, 本书不仅讨论了总的机构持股对公司绩效的影响, 还选择了两类具有代表性的机构投资者——基金和 QFII (合格境外机构投资者) 进行了研究。基金和 QFII 是我国规模最大的两类机构投资者, 一类是国内机构投资者的代表, 另一类国外机构投资者, 具有可比性和地域差异的特征。实证结果显示, 机构投资者总体上对公司绩效有显著改善作用, 基金持股与公司绩效之间也表现出显著正向关系, 而 QFII 对我国上市公司绩效没有影响; 国有产权性质和股改过程对以基金为首的国内机构投资者在改善公司绩效方面有消极影响, 而对还未介入我国上市公司治理的国外机构投资者没有负面影响。

(4) 采用公司治理 G 指数衡量企业的综合治理水平, 直接讨论了机构持股与公司治理水平的关系。进一步分析了中国证券市场中两种产权性质不同的机构投资者持股与所持股上市公司治理水平之间的相关关系, 以及不同类型机构投资者参与国有和非国有公司治理水平的差异。研究发现: 各类机构投资者整体上促进了公司治理水平的提高; 具有私有产权性质的证券投资基金有效地提高了公司治理水平; 而具有明显公共产权性质的社保基金没有对公司治理水平的提高做出积极贡献; 机构投资者在国有和非国有公司中的治理效应存在显著差异, 即国有产权性质限制了机构投资者积极性的发挥。

上市公司中信息不对称、责任不对等以及契约不完备的天然存在, 使得所有权控制机制成为剩余索取权和剩余控制权等一系列有效制度安排的关键, 而控制权私利及其利益攫取问题则始终是公司治理研究关注的焦点。无论是所有权集中还是分散的治理结构, 谁掌握了公司控制权谁就有机会获取控制权私利, 而控制权私利均源于企业实际控制人所掌控的各类资产和控制性资源, 在特定的所有权安排和治理结构下, 控制权主体 (即内部控制人) 基于自身利益与其他利益相关者重复博弈的结果, 如经理人员自定薪酬和过度在职消费等行为、大股东在关联交易中的“掏空”行为。因此, 这个内部控制人可能是大股东, 也可能是经理人员, 还可能这两者同时存在, 共同侵占中小股东的利益。作为一种新型治理机制的主体, 机构投资者本质上是外部大

股东对公司内部控制人的监督。机构投资者是否真的起到了监督作用，不能简单地用“是”或“不是”来回答，因为影响机构投资者是否采取监督行为的因素很多。机构投资者的监督动机不仅与持股集中度有关，还与持股时间长短、持股波动性和机构投资者的独立性等因素有关，而且，在既定的制度约束下，机构投资者的影响力既可能来自市场上机构投资者整体，也可能来自某些较大的机构投资者的联合。本书较详细地分析了机构投资者的监督动机、监督方式，深入探讨了不同特质的机构投资者在公司治理中的作用。

当然，由于著者水平有限，书中难免有一些疏漏和不足之处，恳请专家学者予以批评指正。

著者

2015年7月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 问题提出与研究目的	1
1.1.1 问题提出	1
1.1.2 研究目的	3
1.2 理论意义与现实意义	4
1.3 相关概念界定	6
1.4 研究内容与逻辑框架	7
1.4.1 主要研究内容	7
1.4.2 逻辑分析框架	8
1.5 研究方法与技术路线	9
1.5.1 研究方法	9
1.5.2 技术路线	9
1.6 本书特色与研究创新	11
第 2 章 文献综述	13
2.1 机构投资者参与公司治理的动机及方式	13
2.2 机构投资者对管理层薪酬的影响	16
2.3 机构投资者对大股东控制的影响	17
2.4 机构投资者对公司业绩的影响	18
2.5 已有研究评述	20
第 3 章 理论基础与制度背景分析	22
3.1 理论基础概述	22
3.1.1 委托代理理论	22
3.1.2 机构投资者监督积极性与管理人控制	24

3.1.3 机构投资者监督积极性与大股东控制	26
3.2 中国制度背景下的公司治理特征	29
3.2.1 相关的制度背景	29
3.2.2 内部人控制问题	30
3.2.3 公司治理机制	32
3.3 中国机构投资者的发展现状与监督动机	33
3.3.1 机构投资者的发展现状	33
3.3.2 机构投资者的类型划分	38
3.3.3 机构投资者的监督动机	42
3.4 本章小结	45
第4章 异质机构投资者对高管薪酬及其私有 收益的影响	46
4.1 引言	46
4.2 进一步文献回顾	47
4.2.1 薪酬—业绩敏感性 & 高管薪酬操纵	47
4.2.2 机构投资者监督与公司治理特征	49
4.3 理论分析与研究假设	50
4.3.1 机构投资者独立性、持股期限与高管薪酬—业绩敏感性	50
4.3.2 机构投资者的独立性、持股期限与高管私有收益	53
4.4 研究设计	55
4.4.1 模型建立	55
4.4.2 变量描述	56
4.4.3 样本和数据收集	60
4.5 实证结果与分析	60
4.5.1 描述性统计分析	60
4.5.2 机构投资者独立性、持股期限与高管薪酬—业绩敏感性	63
4.5.3 机构投资者独立性、持股期限与高管私有收益	67
4.6 稳健性检验	71
4.7 本章小结	74
第5章 异质机构投资者对大股东利益侵占的影响	76
5.1 引言	76
5.2 进一步文献回顾	77

5.2.1	基于“掏空”的关联交易	78
5.2.2	对“掏空”型关联交易的监督	79
5.3	理论分析与研究假设	80
5.3.1	机构投资者持股规模与大股东“掏空”关联交易	81
5.3.2	机构投资者的独立性与大股东“掏空”关联交易	82
5.3.3	机构投资者持股期限与大股东“掏空”关联交易	83
5.4	研究设计	84
5.4.1	模型建立	84
5.4.2	变量描述	86
5.4.3	样本与数据收集	89
5.5	实证结果与分析	89
5.5.1	描述性统计分析	89
5.5.2	机构投资者持股规模与大股东掏空	92
5.5.3	机构投资者的独立性与大股东掏空	94
5.5.4	机构投资者持股期限与大股东掏空	95
5.6	稳健性检验	97
5.7	本章小结	99

第6章 异质机构投资者对公司业绩的影响分析

	——基于股权分置改革前后的比较	100
6.1	引言	100
6.2	研究设计	102
6.2.1	假设提出	102
6.2.2	研究样本	104
6.2.3	模型构建	105
6.2.4	变量设置	105
6.2.5	样本描述性统计	108
6.3	实证结果分析	109
6.3.1	公司绩效与机构持股	109
6.3.2	股改对机构投资者与公司绩效关系的影响	111
6.3.3	公司产权性质对机构投资者与公司绩效关系的影响	113
6.3.4	稳健性检验	116
6.4	本章小结	116

第7章 不同特征机构投资者在不同所有制公司中的治理作用	117
7.1 引言	117
7.2 研究假设	118
7.3 研究设计	119
7.3.1 样本选择	119
7.3.2 变量定义及模型建立	119
7.4 实证结果及分析	122
7.4.1 CGI 治理指标的计算	122
7.4.2 描述性统计和相关性分析	122
7.4.3 实证结果分析	123
7.4.4 稳健性检验	125
7.5 本章小结	125
第8章 研究结论及政策建议	127
8.1 结论与启示	127
8.2 政策建议	130
8.3 局限性与研究展望	133
参考文献	136
附录	150
后记	151

第1章 绪 论

本章主要介绍本研究的选题背景、研究目的及意义、研究内容与逻辑框架、研究方法与技术路线、研究特色及主要创新等，从总体上勾勒出一个清晰的研究框架。

1.1 问题提出与研究目的

1.1.1 问题提出

公司中谁掌握了控制权谁就有机会牟取私利。控制权私利源于企业实际控制人所掌控的各类资源，而控制性资源的形成则是在特定的所有权控制路径下，控制权主体与其他利益相关者重复博弈的结果。股东—经理人的代理冲突源于所有权与控制权的分离，而大、小股东代理问题产生的原因则是现金流权与控制权的分离（La Porta et al. , 1999），两权分离产生了代理成本（Jensen and Meckling, 1976）。公司治理要解决的核心问题就是减少代理成本，保护股东利益，尤其是中小股东利益。在相关法律和制度的约束下，中小股东采取积极行动进行自我保护是最有效的减少代理成本的方式之一。伴随证券市场的发展，中小股东队伍逐渐分化演变，与个体投资者相比，机构投资者拥有资金优势、信息优势和较强的专业能力，人们对他们能够代表中小股东利益积极行动寄予了厚望。事实上，随着机构投资者持股比例的攀升，他们已经由“用脚投票”的方式来发泄对公司的不满逐渐倾向于直接监督公司的行为（Shleifer and Vishny, 1997）。美国学者彼得·德鲁克是最早洞察这些变化的学者之一。1976年，他在《看不见的革命：养老金社会主义是如何进入美国的》一书中，以其醒目的书名和翔实的数据分析，向世人揭示了养老基金等机构投资者的兴起将导致上市公司股权结构逐步机构化，公司治理模式逐步“市场化”，并指出机构投资者的兴起将

会为破解“伯利—米恩斯难题”带来希望。20世纪80年代后期，英、美等资本市场发达国家的机构投资者逐渐把公司治理问题提到议事日程，并以实际行动参与公司的监督管理。这种现象引起了全球范围内大量学者对机构投资者“股东积极主义”（shareholder activism，有人译成“股东监督”或“股东积极行动”）的研究兴趣（Del Guercio, Seery, and Woidtke, 2008），他们的研究表明，当不满意公司业绩时，一些机构采用抛售股票促使CEO更换（Tarrino, Sias and Starks, 2003），或是拥有更大头寸，直接参与代理投票权竞争（Morgan et al., 2011），追求变革性的策略，并预期从监督中得到较高的回报（Helwege, Intintoli, and Zhang, 2012）。

中国正处于计划经济向市场经济转轨的过程中，上市公司的公司治理还存在着严重问题，特别是内部人控制问题，即管理人控制和大股东控制问题，这是不争的事实也是亟待解决的问题。而我国管理人控制和大股东控制常常是同源控制。一方面，由于上市公司大多是国有企业改制而来，股权是全民所有，但实际控制人是国家、董事长或总经理，多数由国家委派而来，导致公司董事长既是大股东的发言人，又是管理人的代表，形成以大股东控制为主的同源控制；另一方面，来自公司外部的董事威信太小没有发言权，造成董事会受管理人控制的格局，形成以管理人控制为主的同源控制。长期来看，大股东与管理人总是处于一种既相互牵制又相互合作的复杂的均衡之中，当大股东与管理人经过多次重复博弈合谋起来之后，则会共同侵蚀中小股东利益。特别是在中小投资者保护还不够完善的情况下，内部控制人容易利用其对公司的控制权来牟取私利，以多种手段侵害中小股东的利益。大股东主要通过关联交易等手段无偿占用上市公司资源，侵占中小股东利益（Cheung et al., 2006），管理人最主要的手段之一是自定薪酬和过度在职消费（李增泉等，2004；陈信元等，2009）。

中国机构投资者的发展历史虽然不长，但在提倡大力发展机构投资者的策略下，几乎浓缩了西方近50年的发展历程。从2003年以后，中国证券市场上的机构投资者已初步形成了多元化格局，拥有证券投资基金、QFII、社保基金、保险基金、信托基金、券商等多种机构投资者。截至2012年年底，各类专业机构投资者持有流通A股市值比例平均达17.4%。他们已成为证券市场的主导力量，必将对公司治理的改善产生重要的影响。最近发生的一个例子使其得到了验证：大商股份（600694）前十大流通股东中就有六位是机构投资者，分别是富国天惠、鹏华基金、富兰克林、华夏红利、华夏复兴和诺安平衡。近几年来，大商股份业绩不错，但是因为对管理层激励不够，导致这个公司发展有障碍，长期存在治理问题，以致公司股价表现不佳。为了维护股东利益、提高公司市场价值，机构就分红方案与大商股份管理层私下进行了多次交流。而且，2011年11月，这

六家机构投资者还联名起草了一份提案，提请大商股份召开股东大会，希望董事会能够以业绩（净利润）为基础给予管理层更多的现金激励。

本书从中国上市公司治理结构中存在的缺陷和机构投资者迅速发展的现状出发，主要研究参与公司持股的机构投资者对两类内部人控制问题的监督作用及其产生的经济后果。具体地说，本研究主要从理论上分析和实证上检验不同特征的机构投资者对高管薪酬契约设计以及管理人自定薪酬和过度在职消费等利益侵占行为不同影响、不同特征的机构投资者对大股东在关联交易中的“掏空”行为的不同影响，以及不同特征的机构投资者对公司业绩的不同影响，以准确揭示机构投资者的内部特征如何影响其投资理念，最终影响他们在公司治理中的作用，为检验和进一步制定中国机构投资者发展策略提供新思路。

1.1.2 研究目的

在中国上市公司中，为保护中小股东利益不受公司内部人侵害，除了健全法律体系外，中小股东要自己行动起来，积极参与公司治理，对此，理论界和实务界对作为最大流通股东的机构投资者寄予了厚望。在当前中国特殊的制度背景和资本市场条件下，检验机构投资者能否代表中小股东监督公司行为、减少代理成本、提高公司业绩是本研究要解决的主要问题。为了实现这一总目标，本研究拟实现以下具体目标：

(1) 结合我国实际情况，通过构建模型，从理论上分析机构投资者监督积极性的内部动因和外部动因，找出影响机构投资者监督积极性的因素。

(2) 从机构投资者的四个特征出发，即机构投资者独立性、持股集中度、持股期限与稳定性，探寻不同特征的机构投资者对内部人控制行为的影响有何差异，找出具有哪些特征的机构投资者是积极监督机构投资者。

(3) 用我国的经验数据实证检验机构投资者是否能够影响内部控制人的利益侵占行为。分别对控股股东在关联交易中的资金侵占行为的监督 and 制衡作用和对高管薪酬契约的影响以及高管控制权私有收益的监督作用做检验，从而验证机构投资者是否可以影响上市公司的经营业绩和市场价值，回答机构投资者参与公司治理是否减少了股东—经理之间以及大、小股东之间的代理成本。

(4) 寻找实证结果与理论分析的差异及内在根源，为我国上市公司改善公司治理结构、制定薪酬契约以及优化股权结构等提供相应的政策建议，并为制定中国机构投资者发展策略提供新的思路。

1.2 理论意义与现实意义

近几十年来，以养老基金、证券投资基金和保险公司为代表机构投资者在发达国家上市公司中的整体持股比例一直在持续而快速地增长，截至 2005 年年底，全球机构投资者持股占总股市值的比例为 38.5%（Ferreira and Matos, 2008）。在美国，以投资基金、养老金和保险金为主的机构投资者持股价值占市场总价值的比例从 1950 年的 6.1% 上升到 1980 年的 32%，2007 年年底，这一比例已达到 68%（Lewellen, 2011）。在英国，1990 年各种金融机构已经拥有英国上市公司 61.3% 的普通股股份（希尔斯和斯达科斯，1997）。发达国家投资机构化以及股权持有者机构化，给中国股权结构的优化与公司治理结构的改善提供了一个重要的参考。中国证券市场发展历史虽然才 20 年左右，发展速度却惊人，相当于资本主义证券市场半百年的发展进程，到今天，已成为国民经济生活中不可或缺的重要组成部分。以基金为代表的机构投资者近十年来快速发展，逐渐成为我国资本市场的主导力量，对我国资本市场和整个金融体系都产生了重大而深远的影响。尤其是中国证监会 2001 年提出“超常规发展机构投资者”的发展战略以来，机构投资者放开束缚，看好前景，在上市公司中的持股比例不断攀升。2005 年推行的股权分置改革和 2006 年初到 2007 年底强劲上涨的中国股市给机构投资者带来了新的机会，使各类机构持有上市公司 A 股流通市值占所持公司总市值的比例从 2001 年的不到 2% 上升到 2007 年底的约 73.5%（数据来源于 WIND 数据库），达到历史新高。由此看来，全球机构投资者已逐步取代个人投资者而成为资本市场的投资主体。而且，机构换手率远低于股票市场的平均水平，2008 年国内基金市场平均换手率为 206%，2009 年为 258%，2010 年上半年为 129.07%，与 2009 年相比已经有了明显的下降，与之相比，A 股市场的换手率 2008 年为 420%，2009 年为 546%，2010 年上半年则为 255%（《证券日报》，2010 年 8 月 5 日）。

从全球范围来看，机构投资者积极行为已成为一种重要的公司治理机制，但已有的相关研究主要是针对英、美国的公司治理结构，对“新兴+转轨”经济体制国家的机构投资者积极主义的研究还很欠缺，研究结论也存在很大分歧，对此的理论分析和实证检验尚有很大空间。随着我国机构投资者持股规模的扩大及其在公司中的地位 and 作用的不断上升，使他们有条件、有动机关注公司治理问题；而且，本研究期间正逢我国上市公司治理面临重大机遇和挑战之时。因此，以我国证券市场为背景，研究机构投资者对公司治理结构的影响无疑具有重大的理论和实践意义，有益于全面理解机构投资者在上市公司中扮演的角色，更好地

把握公司治理结构发展和演进的趋势。

我国上市公司中的代理问题比较复杂,既有控股股东的掠夺行为,又有管理人员的利益侵占问题。针对公司大股东的“掏空”行为,持股较多的长期机构投资者可以与之抗衡,提高其“掏空”的成本、降低其控制权私人收益的规模;针对管理人员控制问题,机构的存在有利于解决国有上市公司“所有者缺位”问题,代替国有大股东对管理层进行监督。另外,基于专业优势和信息分析能力,机构投资者可以对上市公司的信息和质量进行鉴别,还可以利用大股东身份深入公司内部了解控股股东和管理者的行为,在一定程度上缓解资本市场上的信息不对称,起到“信号传递”作用,从而有助于提升上市公司治理水平和公司业绩(Ajinkya et al., 2005)。

因此,深入研究机构投资者在公司治理中的作用,对中国公司治理结构的改善与国有企业的改革和健康发展,有着极为重要的现实意义。正如克莱森斯和范博宏(2002)在回顾亚洲各国公司治理研究后指出,在中国这样的发展中国家,由于缺乏完善的法律体系对中小股东进行保护,发展机构投资者在内的其他公司治理机制将大大促进市场的规范和良性发展。

(1) 本研究有利于丰富机构投资者监督“内部控制人”和改善公司业绩的理论知识。“新兴+转轨”的双重市场特征,使机构投资者的发展和监督作用的发挥与发达资本市场中不同,可能本身就是强制性制度变迁的过程;独特的股权结构和委托代理关系使机构投资者在公司治理中面临着与其他资本市场上截然不同的问题。英、美等成熟市场上,机构投资者的主要任务是解决股东和管理者之间的代理冲突,是外部股东对作为“内部人”的管理者所进行的监督;而我国的机构投资者既担负解决股东与管理者之间的代理冲突的使命又担负解决控股股东和中小股东之间的代理冲突的使命,是外部股东对控股股东和管理者的监督,是对控股股东的“制衡”和对国有股东的“补位”。该研究可以丰富“新兴+转轨”市场的股权结构理论、委托代理理论和公司治理理论。

(2) 本研究有利于提高人们对机构投资者监督“内部控制人”、改善公司业绩的实践认识。第一,大力发展机构投资者可以优化上市公司的股权结构和公司治理结构。为了实现上市公司产权主体多元化以及优化股权结构,中国证监会2001年提出了“超常规发展机构投资者”的战略方针,国务院2004年指出,要通过机构投资者的介入改善我国股票市场的投资者结构。这些政策为大力发展机构投资者铺平了道路,使我国机构投资者在这十年时间得到了迅速的发展。第二,机构投资者参与公司治理可以提高资本市场效率,弥补过于薄弱的外部治理机制。机构投资者虽然主要通过监督“内部人”的方式参与公司治理,但这种监督过程离不开资本市场这一平台,资本市场的发展有利于机构功能的发挥,而机

构投资者的发展也有利于资本市场效率的提高，二者相互促进，共同发展。

(3) 通过本书的深入研究，能更清晰地揭示我国不同特征的机构投资者在上市公司治理中扮演的不同角色，更好地把握机构投资者的发展结构和公司治理机制的演进趋势。本书的研究拓展了公司治理相关理论，为深入探讨如何提高我国公司治理水平展示了新的证据，为有关部门进一步完善中小投资者法律保护体系提供了新的理论和实证支撑。

1.3 相关概念界定

(1) 内部人控制问题

本研究所指的公司内部人包括管理人和大股东（有时也说控股股东）两类。管理人控制问题是指在公司所有权与控制权分离的条件下，公司管理人员在法律上或事实上掌握了公司的控制权，凭借权利为实现自身利益而牺牲股东利益；大股东控制问题是指在公司股权结构中拥有相对或绝对控股权的股东利用其垄断性的控制地位做出对自己有利而损害中小股东利益的行为。在此情况下，股东会、监事会、董事会和其他监督机构都没能对内部人进行有效的监控，结果给内部人提供了权力寻租和侵占资产的机会，导致内部人掌握着相当大部分的剩余控制权和剩余索取权。

(2) 控制权私人收益

控制权私人收益（private benefits of control，简称控制权私利）来源于现代公司制度中控制权和所有权的分离，在学术界没有统一的定义。本研究将控制权私人收益定义为公司控制人（包括公司经理人和控股股东）凭借其拥有对公司的控制权而获得超过其所付出努力或按持股份比例应获得收益的那部分收益，即掌握公司控制权的管理人或大股东利用控制权来消耗公司资源或独占公司中小股东无法分享的收益这部分收益就是控制权私人收益，既包括合理部分又包括不合理部分，为了简化，本书均视为不合理私人收益。这些私人收益包括管理者为自己制定的高额薪水或过度在职消费，或是控股股东通过各种手段将公司资源转移为自己所有等。

(3) 机构投资者

一般来说机构投资者可以定义为一种特殊的金融机构，将广大个体投资者的