

机构投资者 对上市公司自由现金流量 控制的研究

——基于代理问题角度

梁 勇 / 著



科学出版社

机构投资者对上市公司自由 现金流量控制的研究

——基于代理问题角度

梁 勇 著

科 学 出 版 社

北 京

内 容 简 介

本书系统地介绍了我国机构投资者发展状况和上市公司自由现金流量持有现状,详细阐述了自由现金流量内涵和机构投资者对自由现金流量的控制问题,通过实证研究,着重分析了机构投资者、不同机构投资者与自由现金流量持有之间的委托代理问题。本书共分为10章,包括绪论、相关理论基础、机构投资者与自由现金流量相关文献综述、机构投资者对自由现金流量控制的相关内容,然后分别对机构投资者在自由现金流量闲置、过度投资、在职消费、大股东掏空、公司并购、股利分配及审计监督等方面的委托代理问题进行了实证研究,从而得出相关结论,并提出充分发挥机构投资者“股东积极主义”的措施。

本书可供财务与会计、证券投资等相关专业的研究生参考使用。

图书在版编目(CIP)数据

机构投资者对上市公司自由现金流量控制的研究:基于代理问题角度 / 梁勇著. —北京:科学出版社, 2017.11

ISBN 978-7-03-054833-7

I. ①机… II. ①梁… III. ①上市公司-企业管理-现金管理-研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 253267 号

责任编辑:张 展 杨悦蕾 / 责任校对:王 翔

责任印制:罗 科 / 封面设计:墨创文化

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

成都锦瑞印刷有限责任公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017年11月第 一 版 开本:B5 (720×1000)

2017年11月第一次印刷 印张:13 3/4

字数:277千字

定价:96.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前言

自从 Jensen 提出“自由现金流量”这一重要的财务概念之后，自由现金流量与公司委托代理问题结下了不解之缘。就自由现金流量本身来讲，仅仅作为一个财务指标，代表公司在预计未来投资项目净现值大于零所需资金之后所剩余的那部分现金流量。然而，该部分现金流所牵涉的财务关系、利益关系、所有权关系、公司治理关系等却是非常复杂的，由此引发了公司管理层与股东、大股东与中小股东、股东与债权人之间的自由现金流量、存量和增量之争。本书以干胜道教授的“所有者财务理论”为指导，主要从公司管理层与股东、大股东与中小股东之间的自由现金流量的委托代理关系入手，研究机构投资者如何积极发挥“股东积极主义”作用，主动参与公司治理，进一步督促公司管理层进行股利分配，减少自由现金流量持有，降低审计费用，最大限度地制约公司管理层对自由现金流量的占有、低效滥用、闲置不用等代理问题。同时，发挥机构投资者对大股东的制衡作用，防止大股东掏空，保护中小股东利益。在此基础上，本书也考察了机构投资者股东异质性特点，分析了不同的机构投资者对自由现金流量代理问题的影响和控制，为研究和分析各类机构投资者特征、有针对性地发展机构投资者队伍提供有价值的参考依据。

本书的研究重点为机构投资者对公司自由现金流量代理问题的影响和控制，总体研究思路为：先分析机构投资者股东积极主义的各种体现、自由现金流量的代理问题表现，然后结合自由现金流量内涵、特征及持有重要性，找到机构投资者与自由现金流量的契合点。在此基础上，主要参照符蓉、干胜道教授对自由现金流量代理成本的随意性支出、随意性资本支出等划分方式，梳理了自由现金流量在使用与管理、审计监督等环节的代理问题，并实证研究了机构投资者对自由现金流量存在于这些环节的代理问题的影响作用及控制情况，同时也延伸到不同类型的机构投资者对自由现金流量的影响体现。结合实证研究结果，本书提出如何改善资本市场投资环境和政策环境，完善机构投资者市场监督机制，壮大机构投资者队伍，增强机构投资者责任意识，促使机构投资者积极参与公司治理，充分发挥机构投资者股东积极主义，切实承担起保护中小股东利益的重任。

本书共分为 10 章。第 1 章从宏观经济、资本市场发展、股东利益三个角度分析本书研究的背景，阐述研究的意义、研究对象、研究方法、思路及主要内容和整体框架；第 2 章以所有者财务理论为主导，阐述自由现金流量代理成本理论、

股权制衡理论、股东特质理论、信息不对称理论等相关支撑理论，贯穿于全书的研究；第3章为机构投资者与自由现金流量相关文献综述；第4章为机构投资者对上市公司自由现金流量控制的相关内容，对机构投资者的相关概念、分类和发展状况进行整理，着重阐述自由现金流量概念、构成结构、内在特征、持有现状和财务意义，同时从机构投资者自身优势出发，分析论证机构投资者对上市公司自由现金流量控制角色地位的确立；第5章从公司募集资金闲置角度研究机构投资者、自由现金流量与资金闲置之间的关系；第6章实证研究机构投资者对自由现金流量随意性经营支出的控制作用（自由现金流量的过度性投资与在职消费）；第7章实证研究机构投资者对自由现金流量随意性非经营性支出（自由现金流量被大股东掏空和低效并购）的作用关系；第8章实证研究在公司股利分配、审计监督等方面机构投资者对自由现金流量的制约作用；第9章综合前面的论述和实证分析，从制度环境、信息披露、机构投资者自身建设等方面提出政策建议和制度规范；第10章总结本书研究的不足及未来研究方向。

本书系作者在职攻读四川大学商学院会计专业博士的论文成果。在此期间，我的博士生导师干胜道教授亲自指点，在本书的框架构思、内容写作、观点提炼等方面给予很多建议；四川大学任佩瑜教授、王虹教授、程宏伟教授，西南财经大学余海宗教授、何杰教授、罗宏教授，西南大学杜勇教授及四川农业大学罗华伟教授等提出了许多宝贵意见；我的家人、同学、单位领导在我读博期间和修改书稿过程中给予了很大的支持；科学出版社在编辑出版过程中也提供了很多帮助，在此一并表示感谢。

本书撰写中引用的参考文献较多，未能一一列出，在此向原作者致谢。由于作者的学术和知识水平有限，书中难免存在不足之处，敬请广大读者批评指正。

目 录

第1章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	15
1.2 研究问题、对象及目标	16
1.2.1 提出问题	16
1.2.2 研究对象与研究目标	17
1.3 研究方法的研究思路	17
1.3.1 研究方法	17
1.3.2 研究思路	18
1.4 研究创新点	19
1.5 主要内容与框架	19
第2章 相关理论基础	22
2.1 所有者财务理论	22
2.2 自由现金流量代理成本理论	23
2.3 股权制衡理论	24
2.4 股东特质理论	25
2.5 信息不对称理论	25
2.6 理论评述	26
第3章 机构投资者与自由现金流量相关文献综述	27
3.1 机构投资者“股东积极主义”	27
3.1.1 股东治理——机构投资者参与公司监督与管理	27
3.1.2 股东制衡——机构投资者参与“股东保护”	28
3.1.3 股东异质——不同机构投资者的差异化作用	29
3.1.4 股东抑制——机构投资者与自由现金流量的关系	31
3.1.5 文献评述	32
3.2 自由现金流量代理问题相关文献综述	32
3.2.1 闲置的无效性——自由现金流量与闲置	33
3.2.2 投资的过度性——自由现金流量与过度投资	33

3.2.3 使用的浪费性——自由现金流量与在职消费行为	34
3.2.4 并购的低效性——自由现金流量与公司并购	35
3.2.5 占有的损坏性——自由现金流量与大股东掏空	35
3.2.6 文献评述	36
第4章 机构投资者对上市公司自由现金流量控制的相关内容	37
4.1 机构投资者概述	37
4.2 机构投资者发展状况	38
4.3 自由现金流量的内涵理解	40
4.3.1 自由现金流量概念	40
4.3.2 自由现金流量的结构分析	42
4.3.3 自由现金流量内在特征	45
4.3.4 自由现金流量代理的财务意义	47
4.4 我国上市公司自由现金流量的现状分析	48
4.4.1 自由现金流量留存的绝对量较大, 占公司总资产比例较高	48
4.4.2 行业分布较广, 各行业持有差异显著	50
4.4.3 自由现金流量来源渠道的多元化	52
4.4.4 自由现金流量存在的隐蔽性	53
4.4.5 超额持有诱发各种代理问题, 损害股东利益	53
4.5 机构投资者对上市公司自由现金流量积极控制地位的确立	55
4.5.1 机构投资者具有逐利偏好的内在需求	55
4.5.2 机构投资者四大优势促使	56
4.5.3 政府政策支持与推进	56
4.5.4 机构投资者社会责任与企业社会责任趋同性	57
4.5.5 机构投资者具有制衡优势	57
4.5.6 机构投资者“股东积极主义”的异质性	58
第5章 机构投资者对自由现金流量产生的控制研究——基于自由现金流量的 闲置问题	59
5.1 理论基础与假设	59
5.2 研究与设计	60
5.3 模型构建	61
5.4 实证检验与分析	61
5.5 研究结论	73
第6章 机构投资者对自由现金流量随意性经营支出控制的实证研究——基于 自由现金流量过度性投资与在职消费	75
6.1 机构投资者对自由现金流量随意性资本支出控制的研究——过度性投资 角度	75

6.1.1	理论基础与假设	75
6.1.2	研究与设计	77
6.1.3	模型构建	79
6.1.4	实证检验与分析	79
6.1.5	稳健型检验	91
6.1.6	研究结论	93
6.2	机构投资者对自由现金流量随意性收益支出控制的研究——在职消费	93
6.2.1	理论基础与假设	93
6.2.2	研究与设计	97
6.2.3	模型建立	98
6.2.4	实证检验与分析	99
6.2.5	稳健型检验	106
6.2.6	研究结论	108
第7章	机构投资者对自由现金流量非经营性支出控制的实证研究——基于自由现金流量的掏空与低效并购	109
7.1	机构投资者、自由现金流量与大股东“掏空”	109
7.1.1	理论基础与假设	109
7.1.2	研究与设计	111
7.1.3	模型构建	112
7.1.4	实证检验与分析	112
7.1.5	稳健型检验	120
7.1.6	研究结论	122
7.2	机构投资者对自由现金流量随意性资本支出控制的研究——基于低效并购的角度	123
7.2.1	理论基础与假设	123
7.2.2	研究与设计	124
7.2.3	模型建立	129
7.2.4	实证检验与分析	129
7.2.5	研究结论	154
第8章	机构投资者对自由现金流量支出的监督控制研究	155
8.1	机构投资者对自由现金流量支出的监督控制研究——基于公司股利分配角度	155
8.1.1	理论基础与假设	155
8.1.2	研究设计	158
8.1.3	模型构建	159

8.1.4 实证检验与分析	160
8.2 机构投资者对自由现金流量支出的监督控制研究——基于公司审计费用的角度	168
8.2.1 理论基础与假设	168
8.2.2 研究设计	171
8.2.3 模型构建	173
8.2.4 实证检验与分析	174
8.2.5 研究结论	187
第9章 机构投资者对公司自由现金流量积极控制的措施	189
9.1 创造良好的制度环境,促进机构投资者控制能力的发挥	189
9.2 完善财务报表体系设计,规范上市公司自由现金流量信息披露管理	190
9.3 完善机构投资者的治理结构,强化机构投资者监督职责	191
9.3.1 健全机构投资者内部的激励约束机制	191
9.3.2 健全机构投资者的声誉机制	191
9.3.3 提高机构投资者参与公司治理的能力	192
9.3.4 充分发挥行业自律和监管功能,加强对机构投资者的履责考核	192
9.3.5 进一步提高机构投资者的成熟程度与价值取向	192
9.4 引导机构投资者在公司治理的关键领域发挥积极股东作用	193
9.5 壮大机构投资者队伍,不断培育多种类型的机构投资者	194
第10章 总结与展望	195
10.1 主要结论	195
10.2 不足及展望	197
参考文献	199
索引	209

第1章 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

正当我们感叹 2007 年中国股票市场震荡，从之前的 6000 多点滑到 1600 点，从此一蹶不振时，沉默了近十年的股票市场从 2014 年下半年到 2015 年上半年再次死灰复燃，然而 2015 年 5 月又再次大滑坡，数十万亿市值顷刻消散。2015 年 5 月，国家全力救市，首次公开募股 (initial public offerings, IPO) 暂缓，打击投机商，才勉强把股市拉回 3000 点左右。券商圈股，大股东做空，投资者投机如此猖獗，短期投资水分严重，股市如何让人安于长期投资，上市公司如何回报投资者，投资者利益如何得到保障，委托代理成本问题日益突出，中小股东们利益何在？

面对资本市场的非理性动荡，政府监管部门积极干预，机构投资者肩负起股市“稳定器”的社会责任，使得股市逐渐恢复，市场信心被挽回。随着机构投资者的发展，其在资本市场上发挥的作用越来越明显。在 1929 年美国股票市场大崩盘之后，美国机构投资者发展迅速，包括养老基金、各类捐赠式基金、保险基金、对冲基金、互惠基金、投资公司等成为美国资本市场的新兴主体，合力维持美国股市，使美国安然度过 2008 年次贷危机。机构投资者的“稳定器”作用与其执着的价值投资理念和市场责任感是分不开的。

近年来，我国资本市场得到了快速发展。截至 2014 年底，中国资本市场 2592 家上市公司 A 股市值总规模首次突破 35 万亿元，达到 37.11 万亿元，按 2014 年中国国内生产总值 (gross domestic product, GDP) 63.65 万亿元计算，证券化率为 58.3%。从我国 5 年来沪深市场市值变化来看，2009 年市值总额为 24.05 万亿元，2014 年达到 37.11 万亿元，增加了 13.06 万亿元，增幅为 54.30% (表 1-1)。如此看来，我国资本市场规模在逐年扩大，市值不断攀高。上市公司数量也在上升，从 2009 年的 1581 家增加到 2014 年的 2592 家，增幅为 63.95% (表 1-2)。股市上市股票从 2009 年的 1804 亿股增加到 2014 年的 2696 亿股，增加 892 亿股，增幅为 49.45%。2014 年与 2009 年相比，总股本增幅为 67.63%，流通股股本增幅为 98.93%，总市值增幅为 47.43% (表 1-3)。市场主体的多元化发展和壮大为资本市场发展提

供了更广泛的投资环境。

表 1-1 我国沪深市场 2009~2014 年 A 股市值变化情况 (单位: 万亿元)

市场板块	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
深圳市场	5.74	8.38	6.51	7.05	8.70	12.77
上海市场	18.31	17.80	14.78	15.80	15.06	24.34
合计	24.05	26.18	21.29	22.85	23.76	37.11

表 1-2 我国资本市场 2009~2014 年 A 股市值及上市公司数情况

情况	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
A 股市值/万亿元	24.05	26.18	21.29	22.85	23.76	37.11
存量公司数量/家	1581	1680	2029	2311	2466	2592
均值/亿元	152.12	155.83	104.93	98.87	96.35	143.17

数据来源: 2013 年和 2014 年《中国 A 股市值年度报告》。

表 1-3 我国资本市场 2009~2014 年上市公司情况统计

年份	上市公司 总数/家	上市股票 总数/亿股	上市 A 股 总数/亿股	总股本 /亿股	流通股本 /亿股	总市值 /亿元	流通 A 股市 值/亿元	平均 市盈率
2014	2613	2696	2592	43931.08	39228.10	428620.57	314829.03	17.419
2013	2489	2574	2468	40662.43	36714.84	272499.64	198025.63	12.408
2012	2494	2579	2472	38487.68	31321.16	267848.81	180141.84	13.861
2011	2342	2428	2320	36194.88	28806.12	250115.90	163597.46	12.849
2010	2063	2149	2041	33281.67	25226.93	305214.865	191040.65	20.061
2009	1718	1804	1696	26207.33	19719.88	290727.179	149618.19	34.992

数据来源: Wind 数据库。

从全球部分国家/地区上市公司情况来看,截至 2013 年底,在上市公司数量方面,中国共有 2498 家,总市值为 3.95 万亿美元,分别为日本市值的 87.00%和美国市值的 32.89%,平均市值达到 15.81 亿美元(表 1-4)。

表 1-4 全球部分国家/地区上市公司统计(截至 2013 年底)

国家/地区	上市公司数量/家	市值/万亿美元
中国	2498	3.95
美国	5008	12.01
日本	3408	4.54
亚洲	23682	18.48
美洲	10158	28.30

数据来源: <http://date.worldbank.org.cn>

长期以来,投资回报与投资者利益保护始终是社会各界关注的焦点。投资回报与公司价值息息相关,投资者往往偏好以公司价值为基准来评定所投资公司的未来发展业绩,从而使利益回报和投资倾向再次回归公司财务领域,还原到以公司财务为核心,从财务角度去探讨股东利益回报。根据会计最基本的恒等式,即“资产=负债+所有者权益”。在股份制改革后,基本恒等式演化为“资产=负债+股东权益”,体现出现代公司经营权与所有权分离。企业资产形成源于债权人和股东投入。债权人利益主要依靠按期支付利息、到期支付本息来实现债权人利益保护,即使公司破产,按照《中华人民共和国企业破产法》也是先偿还债务再做其他分配。而股东权益则不一样,股东权益依靠股东投资回报,依赖于公司市场价值、所购股票价格和股利分配升降来实现。因此,股东更关注公司的长期发展和公司价值的提升。然而,在所有权与经营权分离的情况下,资本所有者从所有者经营分离出来,形成了股东与经营者之间的委托代理关系,在信息不对称情况下,经营者道德问题和逆选损害股东利益,一方面表现为资本所有者与公司经营者的委托代理问题,另一方面表现为资本所有者构成中控股股东(大股东)与机构投资者、中小股东之间的利益纷争。自从 Jensen 提出“自由现金流量”概念后,股东与经营者之间的委托代理问题集中到自由现金流量上来,表现为经营者掌握着公司盈余的信息优势,通过各种手段占有充足的支配的自由现金流量,进行过度低效益投资、在职消费、随意性支出,而股东则要求经营者对自由现金流量予以现金分红和派发现金股利,以获取投资回报。与此同时,股东内部结构的分化,特别是在我国股权结构环境下,控股股东依靠其所占股份的比例和股份的非流通性,在维护股东利益的同时与经营者共谋,通过利益输送、掏空等方式侵害机构投资者、中小股东利益。上市公司面临的代理问题已不再是简单的股东与经营者之间的矛盾,而且也存在大股东与中小股东之间的利益冲突。

2000 年以来,国家不断促进机构投资者发展,机构投资者队伍的不断壮大,在资金规模、投资技术、信息发掘能力等方面有较大的优势,通过委派董事成员、市场调控等方式,对经营者的管理行为进行约束和监督,也对公司的控股股东形成牵制和制约,从而平衡股东利益分割,稳定资本市场发展。本书旨在从机构投资者角度研究对上市公司自由现金流量委托代理的控制问题,从而更加有效、规范地使用和管理自由现金流量,降低委托代理成本,充分发挥自由现金流量在公司发展中的积极推动作用,有效保护股东利益和中小股东利益,提高公司经营绩效,最终提升公司整体价值。总体来说,本书研究背景主要包括以下 4 个方面。

1. 资本市场发展逐渐成熟,国家政策支持显著增强

长期以来,我国资本市场发展较为缓慢,股市发展尚处于不成熟阶段,大多数上市公司是由国有企业通过改制或分拆、粉饰财务报表、包装后直接上市,以致上市公司国有主体缺位,国有股票不完全流通,存在同股不同权、同股不同价

等现象,造成市场调节股市失效。多年来,国家积极推进资本市场发展,不断完善我国股市发展制度。2001年3月,在中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)发布的《上市公司新股发行管理办法》中,首次对上市公司再融资行为进行了规范,要求上市公司近三年必须要分红派息,收益回报股东。

同时,国家在制度管控方面进一步加大对资本市场的规范管理。2004年1月,国务院下发的“国九条”对建立有效的资本市场体系、完善资本市场产品结构、健全上市公司和市场群体、市场主体约束和优胜劣汰机制、市场监督机制等方面作了明确的规定,努力建设透明、高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。2005年4月,国家开始启动股权分置改革,从股票上进行改革,解决上市公司“同股不同权,同股不同价”的制度性缺陷,实行股票市场化的全流通,真正做到同股同权、同股同价,充分发挥市场化的资本配置调节作用,优胜劣汰。同年9月,《上市公司股权分置改革业务操作指引》和《上市公司股权分置改革说明书格式指引》先后出台,为股权分置改革奠定了良好的政策依据。紧接着,《上市公司证券发行管理办法》于2006年4月颁布,对上市公司新股发行条件作了要求,明确提出上市公司要以现金或股票方式进行利润分配,督促上市公司分红。

2008年9月,财政部调整了证券交易印花税政策,降低了股票交易成本,改善了股票交易环境。2014年,国发〔2014〕17号《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》提出要进一步促进资本市场健康发展,健全多层次资本市场体系,为我国资本市场发展创造了有利的条件。

2. 理论研究不断深入与完善,为机构投资者与自由现金流量研究提供了强有力的支撑

1932年,“公司治理”概念首次在Berle、Means所著的《现代公司与私有产权》一书中提出,随后理论界对其进行了多方面研究。所有权与经营权分离理论引发委托代理理论和利益相关者理论,进而发展到产权理论,不断丰富公司治理理论。1976年,Jensen提出了“自由现金流量”理论假说。他认为,由于公司委托代理问题的存在,管理层与所有者之间在目标定位、利益享有方面出现了差异。当企业持有超额自由现金流量时,管理者与所有者的委托代理转向了自由现金流量代理问题。管理者将持有的自由现金流量用于满足个人在职消费,扩大企业投资规模,增大个人权力控制,建立商业帝国等,严重损害所有者利益。那么,如何解决自由现金流量带来的代理成本问题呢?Jensen提出了自由现金流量假说理论的两个重要的推论——负债控制说和并购效应。同时,学术界对自由现金流量的定义、公式计算、代理成本问题,以及由自由现金流量引发的过度投资、低效并购、随意性收益支出(在职消费)及现金股利分配等一系列问题展开了研究。同时,苏敏(2006)、汤谷良(2002)等将自由现金流量与现代财务理论相结合,提

出了以自由现金流量为主线的现代财务运行体系。干胜道等(2009)分析了 FCF 理论在发展和应用方面存在的定量难、代理成本分解难、自由现金流量控制难问题,提出了资本市场要引进“猎食者”,防止公司自由现金流量大量“闲置”或低效使用,建立信息披露机制,消除股东与机构投资者之间的信息不对称。同时,引入经济增加值业绩评价方法,引导经营者财务行为优化等思路,促进机构投资者发挥对上市公司再融资、股利分配等重要作用。符蓉(2006)梳理了国内外对自由现金流量研究的相关成果,在此基础上提出要结合信息不对称理论、财务契约论、公司治理结构学说、激励约束理论、博弈论、业绩评价方法等,进行自由现金流量理论的相关研究,降低自由现金流量代理成本。

另外,学术界对自由现金流量理论在中国的实践利用也作了研究。比如怎样利用自由现金流量实施企业价值评估、企业绩效考核、进行股票投资决策、确定企业的最佳资本结构等。张敦力等(2014)则提出了如何量化自由现金流量的代理成本、机会成本、交易成本,影响自由现金流量代理成本、机会成本和交易成本;如何构建优化模型,综合考虑代理成本、机会成本与交易成本,确定自由现金流量最优持有量。在确定自由现金流量最优持有量的基础上,进一步研究其与闲置现金流量的关系,特别是结合我国实际情况,拓宽自由现金流量范围,深入研究负债对自由现金流量的控制验证问题,从而丰富了自由现金流量理论。通过相关的理论及文献综述归纳本书基础理论框架,如图 1-1 所示。

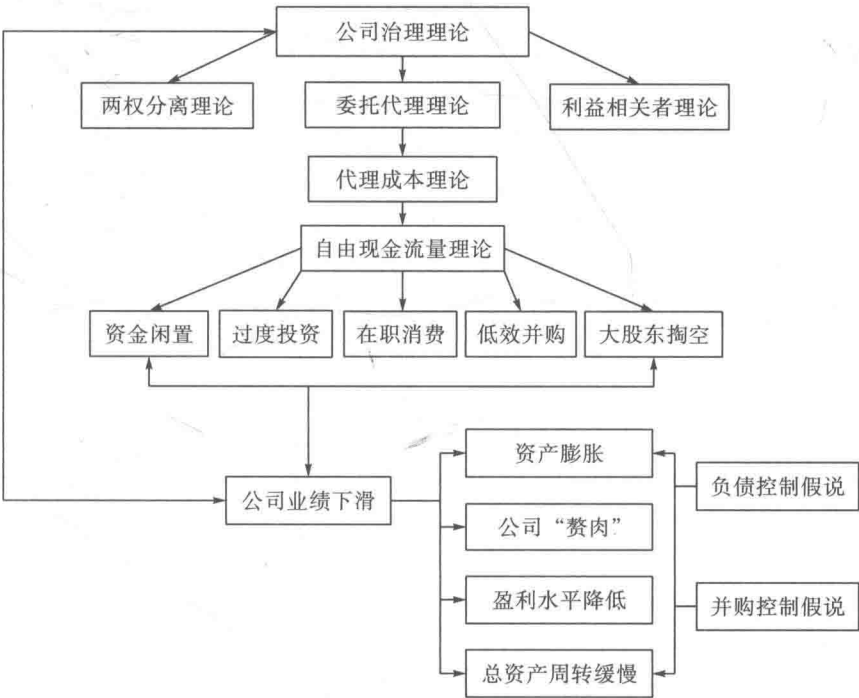


图 1-1 自由现金流量理论基本框架

3. 机构投资者发展与积极作用日益显著

在西方发达国家,机构投资者已经成为资本市场主要的投资者,占有资本市场较大比例。比如,1997年美国机构投资者所持股份占上市公司总市值的55%,资产总量达到了全球机构投资者资产总量的一半左右。1998年底,除德国以外的其他西方七国集团的人寿保险、养老基金等机构投资者的资产总值占本国GDP比例超过了100%(姚会元等,2006)。2006年底,机构投资者所控制的资产总额达到了27.1万亿美元,较1980年增长了9倍。机构投资者持有的股票市场价值达到12.9万亿美元,较1980年增长了225倍。

我国机构投资者的产生和发展较晚,长期以来较大程度上依赖于政府干预和资本市场发展,发展速度相对缓慢。根据范海峰(2012)、罗栋梁(2007)、彭丁(2012)、张婉君(2013)等梳理的相关文献来看,我国机构投资者发展主要经历了萌芽初期(1993~1999年)、初步发展阶段(2000~2003年)和逐渐壮大阶段(2004年至今)。

我国在推进资本市场、发展多元化投资主体的同时,也在加强制度建设,规范机构投资主体,优化投资结构,支持各类基金以多种方式参与市场竞争。同时,国家也出台了一系列相关规定和通知,进一步从投资环境上去改善机构投资者投资环境。比如2002年发布了《中国上市公司治理准则》,明确规定“机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用”,肯定了机构投资者积极有效率地参与上市公司治理的一面。2004年,国务院颁发的《推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中指出,要以基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量,改善我国股票市场环境。同年,证监会在《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》中又提出了分类表决机制。2005年推出的“询价制度”,让基金等机构投资者有更多机会参与公司管理(刘传葵,2006)。这些制度的贯彻实施为机构投资者进一步直接或间接参与上市公司的治理提供了条件,有利于促进机构投资者的发展,为发挥机构投资者的“股东积极主义”作用、保护中小投资者的利益营造了良好的制度环境。

随着机构投资者持股比例的增大和在资本市场中地位的提升,机构投资者短期持有和“用脚投票”的机会成本也逐步增加,机构投资者也在逐渐放弃原有的“华尔街准则”,主动积极参与公司治理活动(Pound, 1988),开始理性行使股东权利,推行“股东积极行动”,目前已经成为公司治理和资本市场的重要主体。在国外,由于机构投资者积极参与公司治理,美国运通公司、伯顿公司等六大国际知名公司一年内先后撤换CEO(chief executive officer,首席执行官),引起理论界和实务界的高度关注,显示了机构投资者参与公司治理的积极效应。在我国,近年来机构投资者“股东积极主义”作用也越来越明显,如2001年发生的“方正科技股权之争”事件;2002年“集体反对中兴通讯发行H股”的事件;2003年

“招商银行可转债发行”事件和“清华同方等八家股改公司方案被否决”事件；2010 年“河南双汇机构投资者否决公司优先股转让优先受让权”议案；2012 年 5 月，“格力电器的机构投资者成功推选自己提名的董事并拒国资委的提名董事于门外”；2013 年 6 月，“大商股份的机构投资者否决大商集团及大商投资管理公司非公开发行股份及购买资产”的相关案件等，从不同方面都说明了我国机构投资者在积极参与上市公司治理，并发挥了保护中小投资者利益的作用。

当然，机构投资者在发展中，由于受多方面的外界因素限制和自身先天性的不足，也出现了不少问题。比如国债“3·27”、证券投资基金风波、2000 年的“基金黑幕”、“羊群效应”、2009 年的“老鼠仓”事件等，在不同程度上暴露出机构投资者存在的投机行为和短期利益效应，甚至出现机构投资者与管理者合谋形成“利益共同体”，共同侵占中小投资者利益。

据统计，截至 2014 年底，我国新开户 950.92 万户，其中自然人开户数量占全国新开户比例较大，2003 年以来，自然人平均开户比例为 98.53%；机构投资者为 5.29 户，占比为 0.56%，新开户比例总体趋势平缓(表 1-5)。各类机构投资者持有证券数量总体在逐年上涨，其中一般法人、基金、社保基金、合格境外机构投资者(qualified foreign institutional investors, QFII)、阳光私募基金、信托公司等持有证券数量呈增加趋势(表 1-6)。

表 1-5 2003~2014 年股票投资者历年新开户统计情况 (单位：万户)

年份	全国新开户数合计			A 股新开户数		沪市 A 股新开户数		深市 A 股新开户数	
	总数	自然人	机构投资者	自然人	机构投资者	自然人	机构投资者	自然人	机构投资者
2003	140.76	135.62	1.52	135.62	1.52	73.62	0.85	62.00	0.67
2004	170.65	166.66	1.26	166.66	1.26	85.36	0.73	81.30	0.53
2005	87.02	84.92	0.86	84.92	0.86	43.81	0.53	41.11	0.33
2006	311.66	305.52	2.83	305.52	2.83	150.51	1.37	155.01	1.46
2007	3829.37	3748.00	11.48	3748.00	11.48	1867.36	5.88	1880.64	5.60
2008	1436.63	1425.14	5.30	1425.14	5.30	719.53	2.75	705.61	2.54
2009	1732.77	1719.98	6.59	1719.98	6.59	856.22	3.35	863.76	3.24
2010	1494.25	1484.85	4.92	1484.85	4.92	743.86	2.55	740.99	2.37
2011	1079.51	1072.98	4.05	1072.98	4.05	574.23	2.18	525.75	1.87
2012	556.21	552.45	2.48	552.45	2.48	289.38	1.33	263.07	1.15
2013	492.90	488.05	3.23	488.05	3.23	254.44	1.68	233.61	1.54
2014	950.92	943.89	5.29	943.89	5.30	480.41	2.64	463.48	2.66

数据来源：《中国证券登记结算统计年鉴》(2014 年)，《上海证券交易所统计年鉴》(2012 年)，《深圳证券交易所统计年鉴》(2012 年)。

表 1-6 我国 2010~2014 年各类机构投资者持股数量及持股市值情况

机构类型	2014 年		2013 年		2012 年		2011 年		2010 年	
	持有证 券数量 /亿股	持股 市值 /亿元	持有证 券数量 /亿股	持股 市值 /亿元	持有证 券数量 /亿股	持股 市值 /亿元	持有证 券数量 /亿股	持股 市值 /亿元	持有证 券数量 /亿股	持股 市值 /亿元
一般法人	2327	163901.34	2209	10.28	2218	95644.96	1995	88068.35	1697	95780.88
基金	2419	15133.58	2132	1.32	2101	13650.01	2055	12973.11	1653	17773.69
保险公司	381	9952.92	385	0.47	499	5910.36	561	4917.59	499	5456.60
社保基金	627	1638.88	508	0.10	386	639.70	312	435.30	277	427.32
券商 集合理财	1028	603.36	1361	0.05	748	312.62	706	287.39	710	393.51
QFII	231	1546.60	191	864.78	152	759.47	134	575.23	214	646.54
阳光私募	467	386.04	327	171.95	307	130.44	285	109.60	263	142.51
券商	348	381.13	215	179.63	269	242.02	258	265.48	278	359.06
财务公司	37	58.41	45	71.63	54	104.59	67	75.07	36	99.61
信托公司	100	532.04	191	429.28	186	380.94	178	307.69	141	405.39
非金融类上 市公司	171	3549.85	177	2022.47	179	1649.64	173	1372.23	158	1703.51
银行	21	50.34	32	64.16	30	97.04	28	115.04	25	164.11
企业年金	27	7.32	17	8.96	14	3.47	24	19.93	45	20.67
基金管理 公司	0		1	3.95	1	0.35	2	0.85	3	1.03

数据来源：Wind 数据库。

4. 自由现金流量代理问题日益突出

自由现金流量是满足所有具有正的净现值投资项目所需资金后多余的那部分现金流量，因此企业出于“交易成本动机”和“预防性动机”而大量持有自由现金流量，以便在某种程度上可以节约企业交易成本，增加财务弹性，满足企业战略调整的需要，或者能够在市场竞争中保持资金优势，从而增加企业市场价值。我国沪深两市 A 股上市公司 2007~2014 年自由现金流量持有量的统计数据显示，我国上市公司自由现金流量均值和中位数都呈递增趋势，最大持有量也在不断增大。从 2007 年自由现金流量持有均值的 322094.07 万元增加到 2014 年的 612944.05 万元，增加了 290849.98 万元，增幅达 90.30%。就制造业而言，自由现金流量持有均值从 2007 年的 49207.70 万元增加到 2014 年的 126049.06 万元，增加了 1.6 倍。

然而，由于所有权与经营权分离，而我国股权高度集中，国有股处于控股地