

机构投资者与公司治理：新趋势和研究展望

童卫华^{1,2}

(1.中国证券监督管理委员会, 北京 100033; 2.中国财政科学研究院, 北京 100142)

摘要: 机构投资者在公司治理中发挥的作用是当前理论和实务界关注的重点课题。本文从机构投资者参与公司治理的动因、参与途径及经济后果共三个维度对相关国内外理论和研究进行了梳理、分析和评价。该领域研究进展和新趋势可概括为“三新”，即关注积极参与公司治理的外资、险资等新投资者、通过机构调研影响公司治理的新行为和以公司代理咨询机构的出现为代表的新现象。相比国外研究，国内研究主要侧重于分析机构投资者参与公司治理的经济后果，今后围绕以上三个新领域的理论和实证研究，特别是研究投资者参与公司治理的具体途径，是该领域研究未来的发展方向。

关键词: 机构投资者；公司价值；公司治理

Abstract: The role of institutional investors in corporate governance is the focus of scholars and practitioners. This article plans to review foreign studies from the reason, participation way and economic consequences of institutional investors participating in corporate governance, and summarizes domestic main achievements and new trends. Three new trends of institutional investors participating in corporate governance can be generalized as new institutional investors like foreign capital and insurance capital who take active part in corporate governances, new behaviors to affect corporate governances through market survey and new phenomena like the appearance of proxy advisory firms. Compared with foreign study, domestic research mainly focuses on analyzing economic consequences of institutional investors participating in corporate governance and less focuses on motivation and ways of institutional investors participating in corporate governance. This paper argues it will be the future prospects of domestic study that, the researchers firstly distinguish between different types of function of institutional investors according to the external constraints faced by different institutional investors and explore ways of institutional investors participating in corporate governance, finally improve the credibility of the research conclusion about economic consequences.

Key words: institutional investor, company value, corporate governance

作者简介: 童卫华, 会计学博士, 中国财政科学研究院博士后, 任职于中国证券监督管理委员会。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

引言

自20世纪末开始, 西方成熟资本市场的机构投资者获得了快速发展。美国市场的机构投资者持股比例从1950年的6.1%上升到2013年的61.6%, 增幅超过10倍。它们往往奉行长期投资理念, 并通过积极参与上市公司经营管理不断完善公司治理结构、规范公司运作、提升上市公司长期价值, 最终促进资本市场的健康稳定发展。而随着持股比例的大幅上升, 机构投资者对公司治理、高管人员决策直至企业价值的影响越来越大, 甚至

有学者把机构投资者看作成一种能够有效约束公司高管人员行为的公司治理机制。

境外学术界对机构投资者参与公司治理的研究主要从动因、参与途径及经济后果共三个维度展开, 尤其是机构投资者如何在公司治理方面发挥直接作用已成为近年来的关注热点。传统观点认为, 机构投资者通常通过三种形式发挥作用(Hirschman, 1971)^[27]: 一是退出(Exit), 即用脚投票, 出售其股票; 二是发出声音(Voice), 即继续持有股票, 但通过某种途径积极参与公司治理, 以期能改变公司高管人员行为, 提升企业价

值；三是忠诚(Loyalty)，即继续持有股票但不发表自己的意见。而机构投资者如何发出声音、规范公司的经营决策，开始逐渐受到研究关注，提交股东提案、与管理层私下协商、行使股东诉讼权利以及发动行业力量联合救助公司等操作层面细节成为新的研究主题，不仅为相关领域研究提供了更为直接的实证证据，也为实践发展及监管参考提供了重要依据。

近年来，伴随着我国资本市场各项制度逐渐成熟和监管部门的政策引导，境内机构投资者获得了长足发展，并逐渐开始成为资本市场上的中坚力量。一方面，机构投资额度大幅提升。机构投资者投资总额从2003年的1366亿元增长到2016年的47181亿元，投资额年均增速超30%。另一方面，机构类型多样化。我国机构投资者已囊括了基金、合格境外投资者(Qualified Foreign Institutional Investor, QFII)、券商、保险、社保基金、信托、银行等各类型机构，并以基金、券商、保险、信托和非金融类上市公司为主(表1)。机构投资者在促进上市公司规范运作、确保市场稳定发展等方面所发挥的作用亟待研究，相关政策的施行效果也有待评估。

本文主要通过理论发展路径分析，阐述该领域发展脉络和理论框架，并结合中国实际，指明未来的研究发展趋势，推动理论真正发挥指导实践发展、评估政策实施效果的作用。

机构投资者参与公司治理的动因

机构投资者参与公司治理有宏观和微观两个层面的

因素。从宏观层面来看，法律体系、监管环境直接决定机构投资者参与公司经营决策的手段和方式，成为影响其参与公司治理的成本因素。从微观层面来看，获取投资收益是机构投资者参与资本市场的唯一目的。

一、受托责任下机构最大化投资收益

机构投资者具有一般投资者所缺乏的规模效应，后者将资金委托给前者进行投资，机构投资者承担的为一般投资者盈利、控制损失的受托责任促使其积极参与公司治理。Gillan & Starks(2007)^[32]提出机构投资者参与公司治理最主要的动力来自于最大化投资回报。Krikorian(1991)^[3]、David & Kochhar(1996)^[18]发现机构投资者所持股份一般较多，积极参与公司治理、提升公司价值符合受托责任的根本要求。所有权与经营权相分离的背景下，管理层天生具有追逐自身利益最大化、违背股东财富最大化的动机(Jensen and Meckling, 1976)^[19]，受托责任下的机构投资者治理对于弥补董事会独立性缺失与内部治理机制失效、监督管理层不当行为具有积极意义(Boyd & Smith, 1996)^[23]。

二、持股比例增加促使机构追求长期收益

理性股东将会选择参与公司治理。机构投资者集中了大量委托人的资金，且有资金、信息的专业优势，监督成本较低(Admati等1994)^[20]。同时，机构投资者持股比例较高，机构监督的收益远超过成本(Schleifer和Vishny, 1996)^[9]，小股东则大多选择“搭便车”(Stiglitz, 1985)^[13]。Holderness(2003)^[22]、Bushee等(2013)^[25]发现持股比例高的机构投资者更倾向于积极参与公司治理。

与公司治理。

三、监管环境、法律体系的改善降低机构监督成本

一国的监管环境、法律体系决定机构股东的监督成本。当法律制度不完善、监督成本较高时，机构投资者采取“用脚投票”策略，选择绩优公司进行投资。相比之下，随着法律体系的不断完

表1 机构投资者历年投资额及其占比

	2012年		2013年		2014年		2015年		2016年	
	投资额	比例	投资额	比例	投资额	比例	投资额	比例	投资额	比例
基金	4,077.37	18.71%	4,480.33	21.05%	4,825.71	13.89%	6,472.17	13.38%	5,330.22	11.30%
QFII	2,210.95	10.14%	1,757.05	8.25%	2,651.17	7.63%	2,142.63	4.43%	2,059.83	4.37%
券商	1,170.10	5.37%	1,174.40	5.52%	1,594.30	4.59%	8,048.98	16.64%	7,291.32	15.45%
保险	6,491.62	29.78%	5,784.57	27.17%	11,644.22	33.52%	12,744.03	26.34%	12,228.23	25.92%
社保基金	1,010.30	4.64%	1,147.11	5.39%	1,778.41	5.12%	2,243.76	4.64%	2,127.89	4.51%
信托	874.36	4.01%	1,458.73	6.85%	3,030.32	8.72%	5,975.34	12.35%	8,124.41	17.22%
财务公司	114.13	0.52%	91.30	0.43%	74.89	0.22%	65.62	0.14%	62.83	0.13%
银行	113.38	0.52%	92.41	0.43%	74.59	0.21%	42.60	0.09%	89.54	0.19%
非金融类上市公司	5,733.28	26.30%	5,302.20	24.91%	9,059.36	26.08%	10,640.97	22.00%	9,866.89	20.91%
机构投资总额	21,795.48	100.00%	21,288.11	100.00%	34,732.97	100.00%	48,376.09	100.00%	47,181.16	100.00%

注：投资额单位为亿元，每类投资者对一家上市公司的投资额=当年持股数量*该年最后一个交易日的股票价格，所有上市公司投资额数据分类累加可得表格数据；表格中比例数据为每类机构投资者投资额与当年机构投资总额的比值。

善，机构投资者采取“用手投票”策略，利用所持股份的投票权，以股东身份参与公司治理，提升公司业绩，充当价值创造者。Gillan和Starks(2003)^[31]发现20世纪初期美国的机构投资者并不主动参与公司治理，而在20世纪末法律管制逐步开始放松，降低了机构投资者参与公司治理的成本，提高了其参与公司治理的积极性。Seki(2005)^[10]研究认为随着日本法律制度放宽对机构持股比例的限制，机构投资者更加积极地监督被投资公司。

机构投资者参与公司治理的具体途径

机构投资者主要通过提交股东提案、与管理层私下协商、行使股东诉讼权利以及发动行业力量联合救助公司等方式积极参与公司治理。

一、股东提案

股东提案是较常用的积极行动方式，最早由美国证券交易委员会根据《1934年证券交易法》对此类行为进行规范。Gillan和Starks(2000)^[30]研究发现美国股市中，当股东提案获得的支持率较高时，机构投资者对公司治理也会产生更大的影响。Renneboog和Szilagyi(2011)^[8]的研究表明股东提案对公司股价产生了较小但显著为正的影响，充分说明以机构投资者发起为主的股东提案对规范公司运作、提升公司价值起到了积极作用。Gillan和Starks(2007)^[32]发现，由于提案的发起者可以从口头上收集代理投票权，不需要证券交易委员会的文件，机构投资者逐渐成为股东提案的主要发起人。

二、私下协商

通过与高管人员私下谈判等非公开行为来影响公司的经营决策也是机构投资者参与公司治理的主要方式之一。为了确保自身诉求得到管理层采纳，机构投资者通常会同时使用股东提案和私下协商两种方式推进相关工作(Venkiteswaran等, 2010)^[14]。Parker(1989)^[7]发现，加利福尼亚公共机构雇员退休基金(CalPERS)通过与Texaco公司的谈判，Texaco公司最终同意任命一个代表养老金利益的人选进入董事。Carleton等(1998)^[26]研究了机构投资者(TIAA-CREF)与目标公司之间的直接谈判，发现在谈判过的45家公司里，有71%的公司与达成了协议，从而避免了公司向股东邮寄提案进行投票表决。

三、股东诉讼

股东诉讼是一种相对极端的方式，主要针对公司管理层严重损害公司利益的行为，诉讼费用高昂、过程拖延时间长，机构投资者极少采取股东诉讼的方式来参与公司治理。同时，为了避免股东诉讼被少数人滥用或操纵，美国在1995年颁布了《私人证券诉讼改革法》，防止少数“职业原告”滥用诉讼权利以及律师对诉讼的操纵，并鼓励机构通过诉讼来维护中小投资者权益。Agnes(2010)^[21]研究美国1996~2005年证券诉讼案件后发现，首席原告为机构投资者的集体诉讼比首席原告为个体的集体诉讼被撤回的可能性小而且获得的金钱赔偿更多，胜诉后在董事会独立性改善程度也更高。

四、联合行动

欧美市场上，机构投资者的持股上限受相关法律严格限制，上市公司通常拥有数家机构股东且各股东持股比例非常分散。当公司股价持续大幅下跌或是发生重大危机事件，机构投资者通常需要通过行业性团体组织联合行动，对公司进行救助。如英国的全国养老基金会(NAPF, National Association of Pension Funds Ltd.)和英国保险公司协会(ABI, Association of British Insurers)会牵头特定行业的机构投资者采取联合行动。

机构投资者参与公司治理对公司价值的影响

针对机构投资者参与公司治理经济后果的研究主要从公司运作规范性、短期公司价值、长期公司价值共三个方面展开。

一、机构投资者持股对公司规范运作的影响

大量实证研究表明，机构投资者通过公开或非公开的手段能够充分发挥监督作用，规范公司运作，改善公司信息透明度，督促公司专注长期发展，最终提升公司价值。

机构投资者通过更有效监督股东、抑制公司盈余管理程度等机制提高公司价值。Bushee(1998)^[24]发现，机构投资者持股比例与公司的研发费用成正比，持股比例越高，最终可以提高企业价值。Chung等(2002)^[29]发现机构投资者大量持有公司股份可以降低公司盈余管理的程度，原因是机构投资者会施加压力迫使公司采取合适的会计政策。Koh(2007)^[2]和Hadani等(2011)^[33]研究认

为长期机构投资者能够有效抑制公司的盈余管理行为。Bushee(1998)^[24]、Koh(2003)^[1]、Liu和Peng(2006)^[4]发现机构投资者能够对管理层进行监督,降低后者的机会主义行为,提高公司的信息披露质量。Woidtke(2002)^[16]发现私人养老基金持股比例高的公司,其公司价值高于持股比例较低的公司。

二、机构投资者行为的短期市场反应

通过衡量机构投资者治理效果的短期市场反应可以考察股东提案被市场获悉时,市场是否认定机构投资者提案能促进公司治理的改善、降低企业的代理成本。Smith(1996)^[11]发现美国市场的股东提案获得通过的市场反应显著为正,反之显著为负。Wahal(1996)^[15]实证发现养老基金通过提交股东提案可以改变公司的治理结构,但市场并没有作出正面回应。Karpoff等(1996)^[17]实证研究了290家公司共583个股东提案的短期市场反应,结果发现股东提案没有获得显著异于零的超额回报。尽管事件研究能够一定程度的避免内生性因素的干扰,但由于时点认定困难、窗口选择缺乏权威,最终导致各类研究难以得到一致的结论。

三、机构投资者行为的长期市场反应

由于机构投资者参与公司治理的效果需要在较长的时间内才能体现,学者开始着手研究机构投资者提交股东提案后公司长期业绩的变化。

在研究机构治理对长期股票回报影响的相关研究方面:Nesbitt(1994)^[5]发现那些被CalPERS提交股东提案的公司有显著为正的超额长期股票回报。Smith(1996)^[11]通过研究股东提案事件长期超额回报率显著为正。Opler和Sokobin(1998)^[6]发现那些出现在机构投资者协会目标名单上公司的业绩显著超过对照样本。

在研究机构治理对会计业绩影响的相关研究方面:Karpoff等(1996)^[17]研究发现,没有证据证明提交股东提案的目标公司的总资产回报率增长幅度、销售利润率增长幅度显著高于控制样本。Del Guercio和Hawkins(1999)^[28]、Smith(1996)^[11]、Wahal(1996)^[15]、Stricklan等(1996)^[12]以及Karpoff等(1996)^[17]都发现没有证据表明机构投资者提交提案可以显著提高公司会计业绩。

当然,考察机构投资者提交股东提案对公司业绩变化和股价走势的影响仍存在一定的研究缺陷:第一,目

标公司内生性因素很难完全控制,窗口内公司股票回报或经营业绩的显著提升无法完全归因于机构投资者参与公司治理、提交股东提案。第二,采用选取同一行业、相似业绩或规模的公司作为控制样本很难完全合理,最终影响研究结论的科学性。

机构投资者参与公司治理的国内研究

近年来,在监管部门超常规发展机构投资者的政策引导下,我国资本市场投资者结构正从以散户为主体向以机构投资者为主体转变,机构在资本市场发挥的作用也逐引起国内学者的广泛关注。当前研究主要关注机构的交易行为对资本市场价格波动的影响(施东晖,2001;徐龙炳,2005a;徐龙炳,2005b)^{[38][40][41]},针对机构投资者参与公司治理的相关研究还较为初步。

目前,国内的相关研究主要围绕机构参与公司治理的经济后果展开,结论多数证实了机构投资者的正向治理作用。姜伟(2002)^[36]发现证券投资基金持股比例与公司价值显著正相关。肖星和王琨(2005)^[39]发现证券投资基金起到了促进公司业绩改善的作用。范海峰等(2009)^[35]发现社保基金和证券投资基金对公司价值产生了不同影响。闫菲(2010)^[42]发现机构持股比例越高的企业,其公司绩效也越高。牛建波等(2012)^[37]发现价值投资的机构投资者更加愿意持有自愿性信息披露程度高度公司。

针对机构投资者参与公司治理动因及其参与途径方面的研究还较少,当前研究主要通过介绍国外机构参与治理的动因、途径以及经济后果的经验、教训以期引导国内机构发展。仲继银(2000)^[45]介绍了美国机构投资者为何参与、如何参与公司治理以及对我国的启示。伊志宏等(2009)^[43]区分机构投资者类型分析了机构投资者对公司治理的影响,为理论研究和实务操作提供参考。

机构投资者参与公司治理的新热点和新趋势

机构投资者参与公司治理的研究热点和新趋势可大致归结为三大新问题,即研究关注以外资、险资等积极参与公司治理的新投资者、通过机构调研影响公司治理的新行为和以公司代理咨询机构的出现为代表的新现象。

一、新投资者

随着我国资本市场各项制度的不断完善和国际化水平的提高,机构投资者类型不断丰富,尤其是境外投资者参与A股的比重提升,对公司治理优化起到了一定积极作用。一是QFII、互联互通机制和A股加入MSCI,有利于将境外先进投资理念引入A股市场公司治理实践。A股正式纳入MSCI指数后,预计大量资金将其作为投资基准,外资占比将持续提高,外资在公司治理方面表现的较为积极且富有经验,其对未来A股公司治理的影响有待研究。二是保险资金等长线机构投资者对公司治理的影响更加显著。一方面保险资金由于其长线投资者的属性,更有动力通过参与公司治理改善经营模式获得丰厚收益,另一方面目前我国险资介入上市公司治理事件频发,可能会对公司经营产生负面影响,如“宝万之争”案例。三是被动投资对公司治理的影响是否显著区别于主动化投资。从国外发展情况判断,未来国内股市被动投资占比越来越高,A股纳入MSCI指数带来的增量资金多为被动化投资,被动投资与主动投资的动机完全不同,对公司治理的影响也有较大差异。

二、新行为

以往的研究多通过机构持股比例及对公司股价的影响来研究机构投资者的公司治理效应。但近年来境内外机构投资者的调研行为越来越频繁,对公司股价的影响越发显著,研判机构投资者调研的公司治理效应的重要性凸显。谭劲松、林雨晨(2016)^[46]发现机构的积极行为可以改善公司治理水平,进而影响公司信息披露质量,机构投资者调研行为是其参与治理的方式之一。但是,鉴于研究还处于起步阶段,机构调研影响公司治理的机制尚需进一步的实证支持和深入的理论研究。

三、新现象

以美国为主的境外成熟市场,机构投资者能够对公司治理产生显著影响,公司代理咨询行业的市场化运作也起到重要作用。公司代理咨询机构(Proxy Advisory Firms, PAF)是境外市场中对投资者和上市公司具有重要影响力的中介服务机构,很多机构投资者使用其提供的建议对上市公司重大事项进行投票。例如,美国市场份额最大的机构股东服务公司(Institutional Shareholder Services, ISS),主要提供公司治理分析、投票咨询建议等服务,约40%的机构投资者直接采纳和执行该公司

的投票建议。我国尚未出现具有一定影响力的公司代理咨询机构,但已有发展苗头,未来随着机构投资者参与公司治理的积极性不断提高,此类机构将有较大发展空间,当然发展过程中需注意防范公司代理咨询机构市场化运作模式带来的利益冲突及其负面影响,加强立法建设,确保稳步发展。

机构投资者与公司治理:研究展望

如前所述,现阶段国内相关研究还较为初步,不仅没有对机构投资者参与公司治理的作用进行科学评估,也未能结合当前市场发展的新趋势对投资机构的发展进行前瞻性引导,研究空白仍有待填补,而根据机构投资者面临的外部约束对不同类型机构发挥作用进行区分,并探索研究机构投资者参与公司治理的具体途径,增强经济后果类研究结论的可信度,将成为国内相关研究的未来发展方向。

一、结合新出现的投资者类型研究不同机构参与公司治理的动因

机构类型决定了机构的持股期限、投资风格和绩效激励机制,不同机构由于面临的外部激励、约束条件不同,其在参与公司治理途径及治理的经济后果等方面也存在差异。以社保基金和合格境外机构投资者(QFII)为例,社保基金虽然是长期投资资金,追求短期收益的动机较弱,但由于激励机制与绩效脱钩,参与公司治理积极性不足,而受各方面压力的影响,经营目标可能与上市公司发生冲突,对公司价值造成不利影响;QFII由于承受的各方面压力较小,绩效激励有效,持股规模的增加将促进对上市公司的监督。结合资本市场对外开放大背景下出现的新投资者类型及其面临的约束条件,深入剖析影响各类型机构参与公司治理的深层次因素,不仅是对现有文献进行有益补充,也能为监管规则制定、引导机构发挥治理功能、规范上市公司运作提供参考。

二、研究机构投资者参与公司治理的具体途径

当前研究主要通过介绍国外机构参与治理的动因、途径以及经济后果的经验、教训以期引导国内机构发展,针对机构参与公司治理具体途径的研究还较少。探索机构投资者如何规范公司的经营决策,关注机构治理行为在提交股东提案、与管理层私下协商、行使股东诉

讼权利等操作层面的细节,不仅能够为相关领域研究提供直接证据,也能为指导实践发展发挥积极作用。

三、结合制度背景研究机构投资者治理的经济后果

机构投资者持股上市公司类型不同,其所发挥的公司治理功能也会有所差异,尤其是在我国国有企业占比比较高、国有持股比例较大的特殊制度背景下,国有持股治理与机构持股治理的治理效应和交互作用始终是极具理论和实践意义的研究主题。目前研究主要集中于盈余管理水平和管理者薪酬方面:薄仙慧(2009)^[34]发现,随着机构持股比例的增加,只有非国有公司的正向盈余管理水平显著降低,对国有控股公司的影响不显著。张敏

(2010)^[44]等发现,机构投资者能够显著提高民营企业的“绩效-薪酬”敏感性,在国有企业中则没有明显的治理作用。

四、研究机构投资者行为的动态调整

目前,多数实证研究仅以机构持股比例作为衡量投资者公司治理效应的代理指标变量,未考虑机构行为的动态调整,难以反映其持股的动态变动,机构投资者通常会利用内部信息优势进行股份调整,在利好消息前进行股份增持,而在利好消息释放后出售股票,研究者应当在考虑变量内生性的情况下,分析机构投资者持股波动性及其对公司治理的影响。 ■

参考文献:

- [1] Koh P S. On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia[J]. The British Accounting Review, 2003, (35): 105-128.
- [2] Koh P S. Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2007, (26): 267-299.
- [3] Krikorian B L. Fiduciary standards: Loyalty, prudence, voting proxies, and corporate governance[J]. Business One Irwin: Homewood, IL, 1991, (2): 72-76.
- [4] Liu L Y, Peng E Y. Institutional ownership composition and accruals quality.2006
- [5] Nesbitt, Stephen L. Long-term rewards from shareholder activism: a study of the “CalPERS effect”[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1994, (4): 75-80.
- [6] Opler, T., and J. Sokobin. Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors. Working paper, Ohio State University, 1998.
- [7] Parker, M. It’s almost Spring, and that Means Proxy Fever[N]. New York Times, 1989-3-5.
- [8] Renneboog, Luc, Szilagyi, Peter G. The role of shareholder proposals in corporate governance[J]. Corp. Finance, 2011, (17): 167-188.
- [9] Schleifer, Andrei, Vishny, Robert W. Large Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1996, (3): 461-488
- [10] Seki T. Legal reform and shareholder activism by institutional investors in Japan[J]. Corporate Governance: An International Review, 2005, (3): 377-385.
- [11] Smith, M. P. Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CALPERS[J]. Journal of Finance, 1996, (51): 227-252.
- [12] Stricklan D, Wiles K, Zenner M. A requirement for the USA: is small shareholder monitoring effective?[J]. Journal of Financial Economics, 1996, (40): 88-112.
- [13] Stiglitz J E. Credit markets and the control of capital[J]. Journal of Money, credit and Banking, 1985, (2): 133-152.
- [14] Venkiteshwaran, Vinod, Iyer, Subramanian R., Rao, Ramesh P. Is Carl Icahn good for long-term shareholders? A case study in shareholder activism[J]. Appl. Corp.Finance, 2010, (22): 45 - 57.
- [15] Wahal, S. Pension Fund Activism and Firm Performance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, (31): 1-23.
- [16] Woitke, T. Agents Watching Agents?: Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value[J]. Journal of Financial Economics, 2002, (63): 99-131.
- [17] Karpoff, J. M., P. H. Malatesta, and R. A. Walking. Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 1996, (42): 365-395.
- [18] Kochhar R. Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. Transaction cost economics[J]. Strategic Management Journal, 1996. (17): 713-728.
- [19] Jensen, M., and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305-360.
- [20] Admati A R, Pfleiderer P, Zechner J. Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium[J]. Journal of Political Economy, 1994, (6): 1097-1130.
- [21] Agnes Cheng, C.S, etc. Institutional monitoring through shareholder litigation[J]. Journal of Financial Economics, 2010, (3): 356-383.
- [22] Holderness, Clifford G. A Survey Of Blockholders And Corporate Control[J]. Economic Policy Review, 2003, (1): 51.
- [23] Boyd J, Smith B. The coevolution of the real and financial sectors in the growth process[J]. The World Bank Economic Review, 1996, (2): 371-396.
- [24] Bushee B J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. Accounting review, 1998, (2): 305-333.
- [25] Bushee B J, Carter M E, Gerakos J. Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms[J]. Journal of Management Accounting Research, 2013, (2): 123-149.
- [26] Carleton, W. T., J. M. Nelson, and M. S. Weisbach. The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF[J]. Journal of Finance, 1998, (53): 1335-1362.
- [27] Hirschman, Albert O. Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States[M]. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1970: 1-176.

(下转第58页)