

中国证券市场 个人投资者投资绩效研究

ZhongGuo ZhengQuan ShiChang GeRen TouZiZhe TouZi JiXiao YanJiu

庄学敏 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国证券市场个人投资者 投资绩效研究

庄学敏 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场个人投资者投资绩效研究 / 庄学敏著.
—北京: 经济科学出版社, 2010. 12
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0194 - 2

I. ①中… II. ①庄… III. ①证券交易 - 资本
市场 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 245735 号

责任编辑: 王冬玲
责任校对: 王肖楠
版式设计: 代小卫
技术编辑: 董永亨

中国证券市场个人投资者投资绩效研究

庄学敏 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: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

海跃装订厂装订

787 × 1092 16 开 14. 25 印张 250000 字

2011 年 1 月第 1 版 2011 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0194 - 2 定价: 28. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

自从中国证券市场成立以来，我国投资者的生存状态越来越受到监管层和学术界的关注。由于我国市场经济发展的时间还不长，市场经济赖以存在的各种基础设施和条件还不完善，加上投资者自身素质的问题，使得投资者的投资绩效长期不佳。长期的低效率投资的现实摧残着投资者的信心。对投资者的这种状态进行适度介入，采取各种措施帮助投资者提升其投资绩效，已经成为证券市场建设中刻不容缓的重要课题。培育一支不断壮大的理性投资者队伍是我国证券市场长期健康发展的基础，也是政府和市场义不容辞的责任。

投资者投资绩效的取得与权益保护问题，相关文献可谓汗牛充栋。已有的研究成果大多以创造一个公平有效的市场为出发点，从契约和法律规制等方面研究如何为投资者创造公平、公正、公开的投资环境。证券市场监管的制度安排也是基于传统金融理论而制定，从信息披露和违规惩罚等制度安排上对市场予以规范，以尽量满足传统金融模型中关于股价形成的假设。这种来自外部的规范非常重要，但是作为产生投资绩效的内因，也就是投资者自身的素质也是不容忽视的内在因素。

对此，行为金融理论从投资者行为和认知偏差的角度，解释了证券市场中的一些异常现象。但是到目前为止，进一步利用行为主义学说和认知理论的成果对这些异常和偏差进行矫正的探索还相对不足。我们已经通过“刮骨”看清了一些本质，接下来的“疗伤”则更加复杂和困难，需要更多的勇气和创新思维进行研究才能解决。对于提升投资者风险认知水平，及由此提高其投资绩

效的研究应该引起足够重视。从对投资者异常行为作出解释到帮助投资者矫正认知过程中的偏差，毫无疑问，是一个具有重大现实意义的飞跃。

在此背景下，庄学敏博士进行了大量的调查和研究。现在奉献在大家面前的这部《中国证券市场个人投资者投资绩效研究》，就是他近几年潜心研究的成果。这部著作是在理论和实务的双重需求下，从投资者风险认知和行为的视角，对我国证券市场个人投资者投资绩效问题展开了探索。该书在系统研究与行为金融学、行为主义学习理论、认知主义学习理论等相关文献的基础上，通过整合经济学、管理学、心理学等学科的相关理论和方法，围绕投资者教育、投资者理性与投资绩效的关系，对与个人投资者投资绩效相关的重要理论与现实问题进行拓展和研究，得出了一系列重要结论：（1）投资者教育对于提升投资者风险认知能力具有较明显的效果，能够帮助投资者在大多数股市环境下作出正确的风险判断和投资决策。（2）投资者风险认知能力的提高是其知识水平、风险态度、思维方式以及外在介入因素综合起作用的结果。因此，需要考虑对于不同类型的投资者，应给予与其相适应的投资者教育的内容和方式，方能在提高其风险认知能力方面起到实质性的效果。（3）投资者教育由谁组织和实施是投资者教育如何发挥作用的现实问题。投资者教育的实施应该有一个合理的体制，由各实施机构共同承担，分工合作，扬长避短。（4）在“政策市”环境里，投资者不能站在客观、理智的角度来看待政府主导的投资者教育行为。政府主导的投资者教育活动的效果具有“双刃剑”的作用，既可适时警醒投资者，又可能由于路径依赖的存在，使得投资者过于依赖政府的“窗口指导”，反而损害投资者利益。

这部著作是作者在其博士学位论文基础上的适度拓展和深化，开创了一条逻辑清晰的基于投资者认知偏差矫正的投资绩效提升的研究线索，主要创新之处体现在：以行为金融理论和认知论为基础，通过引入投资者教育这个变量，通过设定多种股市情境，

构建了一个证券市场个人投资者的风险认知能力提升框架，并运用方差检验和 Logistic 回归分析方法对各种内外部因素影响投资者风险认知能力的程度进行了检验；通过对投资者教育、投资者信心和投资者行为之间的关系进行研究，建立了一个三者之间的关系模型；采用事件研究法，分析了我国政府主导的投资者教育模式对投资绩效的影响；检验了投资者理性水平对于股价信息含量的影响；最后，从组织体系和方法论两个方面提出了完善我国投资者教育的建议。因而，该研究不仅具有较高的学术价值，而且在实践上也具有指导意义。

当然，从行为主义理论和认知学角度来探索提高投资者风险认知能力和投资绩效，本身是一项复杂的系统工程，涉及多学科的交叉，本著作还有许多有待深化、拓展和完善的地方，希望作者在后续研究中，进一步深入发掘，以形成更为丰硕的研究成果。这对于提高我国证券市场的基础设施水平和质量，推进我国证券市场进一步繁荣和发展，都将大有裨益。

由此，我乐为之序。

王 华

2010 年 10 月 1 日

前言

本书从全球股灾的教训以及 2005 ~ 2010 年上半年以来我国证券市场个人投资者投资绩效的现状出发,从行为金融和行为主义认知理论两个角度,采用实证分析方法分析了我国个人投资者在股票投资中“屡战屡败”的原因;采用调查问卷的方法,从投资者的知识、心理、行为三个构面,选取入市动机、证券投资知识、风险意识、投资理念、交易行为、投资决策依据及投资业绩 7 个因素来考察我国投资者的投资行为特征;针对这些投资者的行为特征,从情感心理偏差、社会心理偏差和认知心理偏差三个构面,从过度自信、损失厌恶、保守性偏差、过度恐惧、选择性偏差、赌博心理与自我归因、对政策的依赖性偏差以及暴富心理等影响因素出发对我国投资者的认知偏差,以及产生这些偏差的原因进行了分析,探讨了投资者在投资决策时的几个约束条件,即信息约束、知识约束、心理约束、资金约束以及外部条件约束。在此基础上,本书构建了一个投资者个人内部因素(思维方式、风险态度、知识水平)和外部介入因素(投资者教育)相结合的研究框架;通过设计 7 种股市情境,即股价加速上涨、匀速上涨、减速上涨、减速下跌、匀速下跌、加速下跌和上下波动,通过对试验结果的配对分析,来考察投资者教育对其风险认知的影响。

在对我国投资者认知偏差进行调查和实证分析的基础上,本书对投资者信心、投资者行为与投资者教育三者之间的关系进行了分析,并建立了一个关系模型;以此为基础,本书对我国政府主导的投资者教育的效果进行了一项事件研究,实证分析了当前政府主导的投资者教育模式与投资者权益保护效率的关系,并对其成因进行了辨析。并在此基础上,利用股价信息含量和投资者理性测度数据,对我国当前投资者教育的效果进行了实证检验。

然后,在对成熟市场投资者教育和权益保护经验进行分析的基础上,本书探讨了海外市场投资者教育体系及其投资者权益保护机制带给我们的启示。以此为基础,本书从组织体系和方法论两个方面探讨了如何加强我国投资者教育和权益保护的问题。在投资者教育组织方面,需要通过构建一个多

层次的投资者教育体系，将有偿教育与义务教育结合起来，以满足不同投资者的需要；在投资者教育的方法论方面，需要在教育手段、教育内容和教育形式及手段等方面进行改进，针对不同投资者需求的特点，丰富投资者教育内容，创新教育形式，积极探索采用生动活泼、通俗易懂、寓教于乐的形式开展各项教育活动。

庄学敏

2010年10月

目 录

第 1 章	导论	1
1.1	研究背景和研究意义	1
1.2	主要内容与研究框架	20
1.3	研究方法和主要创新	23
第 2 章	证券市场个人投资者投资绩效研究的 理论基础	25
2.1	传统金融理论	25
2.2	行为金融理论	32
2.3	行为主义学习理论	41
2.4	认知主义学习理论	43
第 3 章	我国证券市场个人投资者投资绩效的现状	47
3.1	我国证券市场个人投资者投资绩效的调查	47
3.2	我国证券市场个人投资者的特点	53
3.3	我国股市个人投资者“屡战屡败”的原因	58
第 4 章	我国证券市场个人投资者风险认知能力 提升对策	79
4.1	文献综述	79
4.2	研究方法	81
4.3	实证研究结果与结论	85

第5章 我国现行投资者教育的效果	91
5.1 我国政府主导的投资者教育概述	91
5.2 我国政府主导的投资者教育的事件研究	95
5.3 投资者教育的股价信息含量检验	114
第6章 我国投资者教育需求分析	124
6.1 我国投资者教育体系的发展历程	124
6.2 我国投资者教育的需求特征	128
6.3 完善我国投资者教育体系	133
第7章 研究结论与研究展望	159
7.1 研究结论	159
7.2 研究展望	161
附录	163
参考文献	200
后记	214

第1章 导论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

新兴的股票市场由于监管体制等不完善，市场尚不成熟，不同的投资者在市场中的地位和优势有着显著的差异。个人投资者由于资金和信息等的劣势往往易受大股东及内幕知情者的侵害。当投资者的利益因得不到保障而失去信心时，他们往往选择从市场中退出，从而使新兴的证券市场面临崩溃的危险。人类历史上发生的著名股灾的一个重要原因就是投资者存在对风险的认知偏差而盲目跟风，缺乏必要的抗风险素质和理性。如1710~1720年的法国密西西比股灾的直接原因是由市场过度投机暴炒密西西比公司股票并最终导致股票暴跌引起的。在投机最为猛烈的阶段，投资者已经完全陷入疯狂状态，投资所需的必要风险意识全部抛之脑后。在最高位时，密西西比公司股票每股最高涨幅为发行价的62倍，创造了世界股市当时及以后相当长一段时间内暴涨的最高纪录。1720年7月，当投机狂潮终于接近尾声时，在恐慌之中，市场上开始大量抛售密西西比公司股票，股价急剧下泄，创造了至今仍保持的跌幅一次达99%的世界股市最高纪录。抛售股票的狂潮迅速演变为挤兑狂潮，导致了法国银行的倒闭，无数纸币顷刻变成废纸，法国经济随之陷入长期大萧条。1720年的英国南海股灾，是继1720年法国密西西比股灾后世界股市史上爆发的重大股灾，其影响比法国密西西比股灾更为深远。整个英国股市完全崩溃，大量银行倒闭，公司破产，在以后长达一个多世纪的时间里，英国市场上的股票几乎销声匿迹。

1929年的美国股灾波及的范围更广、破坏力量更强。1929年9月初美

国的全民股票热导致道·琼斯指数攀至 452 点，比年初暴涨了 1 倍多，比 1921 年最低时上涨了 5.95 倍，股价远远超过了其实际价值。同年 10 月 21 日，“黑色星期一”使得美国股市一开盘就像决堤的洪流急剧奔泻，纽约证券交易所当天共有 1600 万张以上的股票易手，是该所有史以来最大成交额。到 1932 年 7 月，道·琼斯指数已跌至 58 点，较 1929 年 9 月最高点 452 点已下跌 89%，市值损失了 82.3%，美国通用电气公司股票价格从 396 美元跌至 8 美元，从此美国股市步入长达 5 年的漫长熊市，不仅美国经济陷入瘫痪，而且引发了长达 4 年的世界性经济危机。直到 25 年后的 1954 年，道·琼斯指数才重返 1929 年的峰位 452 点。

泡沫堆砌的奇迹迟早是要破灭的，大到一个国家的 GDP 增长，小至一个企业的市值增长，都需要有实际业绩作为坚强的后盾，背离基础的繁荣只能是昙花一现。

从以上股灾发生的背景来看，我们可以得到如下启示：

(1) 世界早期资本市场由于成立的时间不长，投资者的证券投资知识和技能不足，风险认知能力低下，喜欢跟风炒作，极易酿成大规模股灾。这与我国的情况极为相似，一方面我国证券市场成立的时间很短，大部分投资者都是新入市者，承担着极大的投资风险；另一方面，我国股市自 2007 年 10 月 16 日最高的 6124 点，跌至 2008 年 9 月 18 日的 1802 点，一年时间跌去 70% 市值，堪比 1929 年美国金融危机时的股市大跌。

(2) 20 世纪发生的世界性和区域性股灾，都是发生在资本市场已经建立多年，市场体系已经较为成熟的国家和地区，投资者应该已经比较成熟，为什么还会发生如此大规模的股灾呢？为什么投资者还是会不顾风险跟风炒作？这说明，一方面提高投资者的风险认知能力是一项长久性的工作，只要证券市场在运转，投资者的风险认知能力就需要不断地更新，而绝不是一劳永逸的；另一方面，除了投资者自身要注重提升风险认知能力之外，政府监管部门和其他证券从业机构需要根据宏观经济情况和证券市场不断出现的新情况、新问题，捕捉市场热点和风险，适时对投资者进行引导和教育，对投资者实施引导和教育的题材永不会枯竭。而且，在经济全球化的今天，随着经济活动的日益复杂和金融创新的不断发展，国际范围内的金融投资风险在规模上、复杂程度上都与以往不可同日而语，其发生的时间、地点更加不易准确预测和捕捉，这更增加了投资者对风险认知和把握的难度。比如，20 世纪在新兴市场发生的股灾（如 1990 年的台湾股灾），国际游资兴风作浪是其重要诱因之一，这不能不引起我们的重视和关注。

我国的上市公司在一段历史时期内,由于股权分置制度的存在,大股东和中小股东所持的流通股和非流通股份的同股不同权症结导致我国证券市场出现了许多特殊的问题,使得公司治理和控制权市场功能异化,严重地影响了证券市场的发展。随着股权分置改革的完成,股份可以全流通,同股同权同价的制度改革极大地提升了我国个人投资者投资于证券市场的热情,据中国证券登记结算公司数据显示:2006年10月新增开户数是34.85万户,2007年1月新增开户数是325.77万户,8月新增开户数已经升至892.42万户,截至同年10月25日,沪深两市开户数突破1.3亿户^①。不到一年时间,两市新增开户数量增长了25倍。股市量价齐升带来的赚钱效应,吸引着越来越多的普通百姓投身股市;来自散户的巨额资金和投资热情,又成为推高股指的强大动力。当“历史新高”和“成交天量”似乎已不再是新闻而成为一种证券市场的“司空见惯”时,伴随股指的持续攀升,投资者们正日益面临不断加剧的投资风险。据新浪财经网报道,一对夫妇在签署权证交易风险揭示书之后,用多年积蓄的7万元买入了即将到期的权证,结果2天后资金“消失得无影无踪”。一位高龄“新股民”,则在到处打听“为什么周六不能买卖股票”^②。

据北京数字100市场咨询有限公司和《大众理财顾问》杂志社在2006年4月对基民投资倾向所做的一项调查显示^③,与2004年的数据相比,2006年个人投资者对开放式基金的了解程度不升反降,近一半的投资者仅仅“了解基金的一些基本常识和概念”。开放式基金作为一种大众化的理财产品在知识传播上却远未实现大众化,这值得深思。对于基金公司来说,除了提供产品和服务外,是否也应该将对投资者的教育作为一项重要业务来开展呢?投资者如果没有足够的证券投资和风险管理知识,置风险于不顾,贸然入市,必将遭受更大的损失,其后果只能是投资意愿严重受挫,在大亏之后黯然离场。

投资者投资意愿和信心的下降,其后果是严重的。投资者被迫离场的后果主要表现在:一是金融市场萧条,资源配置能力成为无水之源。2008年一季度,上证指数单季跌幅逾57%,90%以上的股民亏损,投资者离场的意愿骤增。二是证券业面临行业系统性风险,全面陷入生存困境。截至2008年一季度,两市流通市值7.5万亿元,而2007年年底的数据为9.4万

① 中国证券登记结算公司网站, <http://www.chinaclear.cn>。

② 新浪财经网站, <http://finance.sina.com.cn>。

③ 《大众理财顾问》网站, <http://www.popfinancing.com.cn>。

亿元,3个月时间缩水1.9万亿元。曾经被称为市场主力的基金股票市值规模大约下降8000亿元,其中主要是市值损失的结果,另一部分是被净赎回的结果。普遍的亏损令市场的救市声持续高涨,《国务院2008年工作要点》同时责令央行、金融监管机构等优化资本市场结构,促进股票市场稳定健康发展,着力提高上市公司质量,维护公开、公平、公正的市场秩序,政府要员也强调防止市场大起大落,证监会连续7周批准发行新基金,这些措施都没有挽回市场的信心,新基金销路与2007年已不可同日而语,且其效果也是杯水车薪,证券公司业务收入大幅减少。三是市场融资功能受损,上市公司融资越来越困难。股市的持续下跌,也使得上市公司的融资压力大增。排队等待上市或再融资的企业和大批正积极争取上市的企业,再加上汹涌而至的“大小非”解禁,令股市不堪重负,形成了低融资额与弱承受力的恶性循环。自中国平安到浦发银行,凡提巨额再融资的公司立即遭遇跌停,这一度成为证券市场常态。四是股市在国民经济中的地位和作用受到影响。股市的持续暴跌严重伤害了中国投资者的信心,这在本质上也是对中国股市的伤害。个人投资者是股市发展的重要基础,要发展资本市场,既要鼓励他们进入市场,在分享经济发展的成果的同时,也为我国证券市场的发展提供源源不断的新鲜血液,另外必须刻不容缓地高度重视他们的投资绩效问题,尽量避免不要让投资者成为“又傻又天真”的风险盲人,促使其合理投资、理性投资,保护投资者队伍的稳定,避免股市的大起大落,以保护股权分置改革所取得的弥足珍贵的成果。

金融是现代经济体系的命脉,是因为其担负着资源配置的功能。而正是有了投资者的参与,才使得金融市场“为有源头活水来”。自证券市场诞生之日起,对投资者的保护就一直是人们关注的焦点。从国内外已有的关于投资者保护的研究成果来看,主要围绕着外生性的制度供给和保护措施来进行,并从契约论和法律论角度来展开的。根据契约论的观点,由于个人的有限理性,外部环境的复杂性和不确定性,信息的不对称性和不完全性等因素的存在,使得契约不完备,因此需要通过设计一些法律以外的机制来达到保护投资者的目的,这些方法包括政府干预、集中的所有权结构、市场声誉机制、交叉挂牌上市以及产品市场竞争等。

但是从实践来看,私人合约并不能保证投资者的权益不受到侵害。这些机制都只能在一定程度起到保护投资者的作用;并且在不同的政治、文化等环境下,其效果也是不一样的。故此有学者主张从法律的角度来考虑投资者保护的问题。但是,由于诉讼成本的巨大,因此诉讼也不能成为一个有效的

威慑机制,所以需要有专门针对证券市场的法律法规来保障投资者权益(Djankov et al., 2003)。事实上,最优的法律设计也是不存在的,因为法律制定者不可能考虑到市场中的任何情况;更何况市场总在发展,总有新问题在产生,因此,法律也不可能是完备的,想要通过法律来达到投资者保护的目标也具有不确定性。

从我国的实际情况来看,在股权分置改革后的较长一段时间,由于制度的惯性以及国有控股的需要,大股东控制将在我国长期存在下去,我国个人投资者仍面临极大的权益侵占风险,但是利益侵占的方式将变得更加复杂和多元化(刘成彦、陈炜,2006),就像在其他亚洲国家一样(Claessens, Djankov and Lang, 2000)。因此,以防止和控制大股东及其他相关方利益侵占为主要形式的个人投资者利益保护仍然是证券市场监管的重要工作,这是股东经济权力天然非对等的必然结果(张屹山、董直庆、王林辉,2005)。

从完善外部规制方面,从规范利益控制集团的利益侵占方面来研究投资者权益保护,很多学者进行了大量卓有成效的研究,本书称之为股东权益保护方向的研究。从我国投资者目前的情况来看,由于大股东和内部人控制的局面长期存在,以及我国投资者还普遍没有通过与大股东和公司实际控制人谈判进行自我权益保护的意识和行为,证券市场中的“股东文化”还没有真正形成,大多数投资者进行证券投资活动还处于主要通过二级市场获利的阶段。

还有一个研究方向就是从投资者自身的投资行为和投资理性出发,来研究其在投资决策过程中的权益保护问题,本书称之为投资绩效方向的研究。该方向的研究一般是与投资者的风险认知、投资理性等联系在一起的,如杨春鹏、吴冲锋、陈敏(2005)与李潇潇、杨春鹏(2009)就将认知风险和认知收益联系在一起进行研究。当前我国证券市场建设的时间还不长、还处于“新兴加转轨”的阶段,许多投资者的投资行为还很幼稚(江晓东,2006),迫切地需要规范其投资行为,降低其交易风险,以避免因“幼稚”而造成的损失,提升他们自我保护和主动保护的意识和能力,尽快实现其由“不成熟”向“有限成熟”直至“成熟”的转化,这是我国证券市场健康发展的基础。投资者处于这样一个充满风险的市场中,他们不仅需要得到不完备的契约和法律这种外来的保护,还需要主动进行自我保护。而投资者自我保护能力的提高,需要以获得显性和隐性知识为基础。因此,笔者认为,投资者教育问题是第二个研究方向的重要组成部分。从投资者教育的方式来

看,在投资者遇到损失威胁时刻才进行的“救火”式的教育在帮助投资者认知和防范风险上的效果是有限的,投资者教育举办机构根据自己的思路安排的“单边”式、非对称的投资者教育也不能成为真正保护投资者的利器,我们迫切需要系统研究投资者教育的理论和实践问题。在股市持续暴涨、市场风险急剧积聚的同时,中国证监会于2007年5月11日和23日两次发出加强投资者教育、防范市场风险的通知,从充分揭示风险、强化市场监管角度,对开展投资者教育工作做了系统部署。从2007年下半年开始,中国股市开始上演振荡态势,继“5.30”印花税事件之后,接下来的“9.11”深度调整、“10.18”中石油“阴谋”、“10.15”站上了6000点,“11.22”又跌破了5000点,此后经历短暂反弹之后,大盘开始了狂泻。2008年1月22日,上证综指重挫354.69点,创下历史最大单日跌幅,深沪两市仅24只个股上涨,933只个股大面积跌停。至2008年9月18日,上证综指收于1802点,许多股民高位套牢,损失惨重。值得关注的是,从6100点之后的单边下跌以来,我们再也没有看到政府部门对投资者进行大面积的“教育”;并且从中国证监会网站来看,其“机关部室投资者教育”栏目的内容也仅仅更新到了2008年1月21日(根据2008年10月2日的统计结果)^①。

因此,在我国证券市场成立的时间不长,股东文化尚在发育之初,证券投资者主要倾向于在二级市场获利,股市风险表现较为剧烈的现实背景下,促使笔者专注和思考从投资者自身出发,来研究提高其投资绩效问题,以促进我国证券投资者队伍的稳定和发展,促进我国证券市场的繁荣昌盛,在我国社会主义市场经济发展过程中发挥更大的作用。

1.1.2 研究意义

莫迪利安尼和米勒(MM)二人在对公司资本结构的分析上作出了巨大的贡献。他们在研究中很早就涉及投资者权益问题。他们认为,在完全合同分析范式下,企业是一个投资项目的集合体,外部投资者拥有对投资项目所产生现金流的全部权利,也就是说,按照产权属性,债权人有权按时获得利息和本金,股东有权获得股利。MM的分析是在确定的情况下对投资项目所产生的现金流及其归属进行的分析,他们并没有涉及各种干扰因素的影响,

^① 中国证监会网站, <http://www.csrc.gov.cn/>。

如公司内部人的机会主义行为。因此,MM设计的是一个理论的框架,在这个框架体系内,内部人是尽责和勤勉的,不会产生道德风险和逆向选择问题;而投资者是理性的,他们清楚关于投资项目的一切情况,他们的投资绩效完全取决于项目本身的效益情况,投资者不会被欺骗和蒙蔽,因此不需要单独强调对他们的风险认知问题。

针对MM框架的不足,Jensen和Meckling(1976)进一步扩展了MM的框架,他们在研究中考虑了企业内部人的机会行为对外部投资者利益的侵害问题。他们给出的对策是,投资者可以通过订立合同的形式来约束内部人的行为,确保投资项目按照计划得到执行,实现当初的投资目标,这样来达到保护自己合法权益的目的。他们在最佳资本结构理论中,设计了一种保护模式,以减少和消除代理人的机会主义行为,比如,外部股东可以设计更有利于自己的资本结构,增加资本结构中的债务比例来约束经理人的行为,而债权人则可通过债务合同条款对管理层和股东行为作出限制以保护自己的权益;或者通过采取激励代理人的方式,使经理层持有股份,股东这样做是期望通过降低代理成本,使经理人自觉按照股东的意图来从事经营管理活动,从而保护投资者自己的利益。在这个模式中,我们可以看到,Jensen和Meckling依然将投资者权益界定为现金流所有权。他们的研究与MM的不同之处在于:他们在MM的基础上放松了约束条件,更加考虑到了投资过程的复杂性,也就是,从委托代理分析范式来分析投资者与经理层利益冲突,从订立契约来研究投资者权益保护问题。但是,Jensen和Meckling依然假设投资者无论在知识水平、风险认知程度上都是无可挑剔的。

Grossman和Hart(1986)进一步将研究的假设条件放在一个更加真实的背景下予以考察。他们在研究中考虑到了合同的不完全性问题。因此,他们从不完全合同角度得出的结论是,外部投资者的权益核心是剩余控制权而不是一直以来人们所认为的现金流所有权。由于合同的不完全性,不可能通过订立契约来防范无处不在的损害投资者利益的行为。因此,投资者和管理层之间的代理问题不可能通过事前的合同完全解决,最终二者博弈的结果是,管理层拥有一定的剩余控制权,也就是在合同中没有规定的决策权。因此哈特(1995)认为,在合同不完全的情况下,投资者的剩余控制权是投资者权益的核心,它是投资者获得现金流所有权(利息、股利)的根本保障。这是财务理论中首次将投资者的权益核心做了重新的定义。具体来讲,对于债务合同而言,债权投资者的剩余控制权体现在合同规定了外部投资者