



经济学家文库
JINGJIXUEJIA WENKU

机构投资者对中小投资者 利益保护效应研究

李海英 / 著

Study on the Interests Protection Effect of
Institutional Shareholder to Minority Shareholder



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

机构投资者对中小投资者利益保护效应研究

Study on the Interests Protection Effect of Institutional
Shareholder to Minority Shareholder

李海英 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者对中小投资者利益保护效应研究/
李海英著. —北京: 经济科学出版社, 2012. 3
(中青年经济学家文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1736 - 3

I. ①机… II. ①李… III. ①投资者 - 利益 - 保护 -
研究 - 中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 057192 号

责任编辑: 纪晓津
责任校对: 康晓川
技术编辑: 王世伟

机构投资者对中小投资者利益保护效应研究

李海英 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: 88191537

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

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

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 9.125 印张 240000 字

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1736 - 3 定价: 21.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

序

我很高兴看到李海英博士的博士学位论文《机构投资者的中小投资者利益保护效应研究》，作为经济科学出版社的“中青年经济学家文库”丛书之一出版。本书探讨机构投资者制度安排对中小投资者利益保护的影响，对在法律法规尚不健全的新兴市场制度背景下，探索法律制度以外，其他制度设计将如何影响中小投资者利益保护做了探索性尝试。

近30年来，中小投资者利益保护一直是公司治理、公司财务、法学、金融市场学等研究领域的核心问题之一。美国前证监会主席阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）曾经指出：市场可以离开很多因素而运转，但不可以没有投资者，因而必须把投资者的利益放在第一位。已有相关研究主要从法律制度角度研究投资者保护问题，但由于法制建设的长期性，在法律法规尚不健全的新兴市场制度背景下，如何更好地保护投资者利益受到了学界与实务界的广泛关注。中国作为典型的新兴市场国家，法律基础薄弱、股权高度集中，侵害中小股东利益的行为（如关联方交易、大股东占款等）屡屡发生。这为探讨法律制度之外的制度设计对中小投资者的利益保护作用，创造了难得的“自然实验室”。20世纪90年代以来，机构投资者在中国的迅猛发展，也为本书从机构投资者制度安排视角研究中小投资者利益保护创造了现实条件。

产权理论强调产权和制度环境在决定经济行为中的相互作用。机构投资者作为公司所有权结构的主要组成部分，通过介入公司决

策、参与市场交易，甚至对国家政策产生影响，在追求自身利益最大化的同时，可能为整个公司的外部股东争取利益，进而产生中小投资者利益保护效应。但是，由于机构投资者作为追求自身利益的经济体，对经济的影响可能依赖于其所处的制度环境。不同制度环境下的相似研究，可能会得到不一致的结论。那么，机构投资者是否有可能保护中小投资者利益，以及在什么条件下能够产生这种利益保护作用就具有重要的研究意义。本书在对现有投资者保护相关理论文献进行梳理的基础上，从中小投资者利益实现的价值效应和信息效应研究视角，结合中国转轨经济阶段的特殊制度背景，通过理论分析和实证检验，研究机构投资者对中小投资者的利益保护效应及其产生此效应的制度条件。

本书相比于已有相关文献，创新之处主要体现在以下几个方面：

第一，对现有投资者保护理论进行了有益扩展。本书针对已有文献主要从投资者法律保护视角探讨投资者权利保护的研究现状，从中小投资者利益实现角度，构建了机构投资者制度安排对中小投资者利益保护作用的理论框架，扩展了投资者保护理论。

第二，进一步深化了对发展机构投资者的经济后果的研究。本书在投资者保护理论框架下，分析机构投资者对中小投资者在股票市场利益实现过程的影响，从中小投资者利益实现视角，研究了机构投资者对中小投资者利益保护效应，拓展了对发展机构投资者这种制度安排经济后果的研究。

第三，本书的实证结果，提供了不同制度条件下，机构投资者对中小投资者利益保护的影响，为现实中对中小投资者利益实施保护提供了实证支持，同时也可以为发展和规范机构投资者提供施政依据。

李海英博士的研究结论说明，在限定制度的因素条件下，从中小投资者利益实现视角看，机构投资者通过其对中小投资者利益实现的价值效应和信息效应，对中小投资者实现其投资利益的基础

(企业价值)以及中小投资者交易时机选择所依赖的相关信息产生影响,进而存在产生中小投资者利益保护效应的可能性。但是,机构投资者对中小投资者利益保护效应受到其所处制度环境的制约。机构投资者自身实力和规模将影响其对中小投资者利益保护效应的发挥;上市公司的国有控制特征降低了机构投资者的价值效应,但增强了机构投资者的信息效应;上市公司所在地市场化程度和法治水平的提高能够促进机构投资者发挥其市场价值效应,但是没有证据表明上市公司所在地市场环境因素会影响机构投资者对上市公司会计盈余信息含量的作用;在股票市场行情的下跌阶段,机构投资者提高了股价的稳定性,而在股票市场行情上涨阶段,机构投资者进一步推动了股票市场的波动。

李海英博士的研究结论不仅有利于读者深刻理解中国特殊制度背景下,发展机构投资者的经济后果,以及机构投资者发挥中小投资者利益保护效应的制度条件;更对在法律法规尚不健全的新兴市场制度背景下,如何更好地保护中小投资者利益具有重要的启示和借鉴意义。

作为李海英博士的导师,我知道她为此书的完成付出了艰辛的努力,本书的面世表明她的勤奋得到了回报。在撰写书稿的日日夜夜中,有取得进展的喜悦,也有遭遇挫折的烦恼,这些经历都是宝贵的财富。希望李海英博士以此书出版为起点,继续努力,不断取得新的进步。

刘志远

2012年初春于南开园

前 言

近年来，投资者保护尤其是中小投资者利益保护问题受到国内外理论界和实务界的普遍关注。然而，已有文献主要从法律制度对投资者的权利保护角度研究投资者保护问题，很少关注所有权安排对中小投资者利益保护所产生的影响。

根据产权理论，所有权和制度环境在决定经济行为时相互作用并影响经济行为决策。机构投资者作为重要的所有权安排，通过与企业控制人之间的利益博弈制衡，可能会影响中小投资者利益保护。特别是进入 20 世纪 80 年代后，机构投资者在全球迅猛发展，并成为企业所有权结构的重要组成部分，对中小投资者利益保护产生了更为深远的影响。现有文献对发展机构投资者经济后果的研究并没有得到一致的结论，一定程度上是由于机构投资者作为追求自身利益的经济体，对经济的影响可能依赖于其所处的制度环境，不同制度环境下的相似研究，可能会得到不一致的结论。那么，机构投资者是否有可能保护中小投资者利益，以及在什么条件下能够产生这种利益保护作用就具有重要的研究意义。基于上述考虑，本书在对现有文献梳理的基础上，从中小投资者利益实现的研究视角出发，结合中国具体制度环境，通过理论分析和实证检验，研究机构投资者对中小投资者利益的保护效应及其产生作用的制度条件。

本书共分七章。第一章导论，提出了本书所要研究的问题、研究意义以及研究内容与方法，并对本书所涉及的关键概念进行界定；第二章文献综述，对投资者保护所涉及的代表性研究文献，以

及机构投资者的相关文献进行了系统的梳理,并通过对已有文献的评述,进一步深化了本书的研究问题;第三章制度背景,回顾和分析了与研究主题相关的制度背景,并结合制度背景,分析了中国中小投资者利益保护的特点和机构投资者的特征;第四章通过理论分析,指出了机构投资者对中小投资者利益保护效应的作用机理,并结合中国的制度背景,提出了本书的研究假设;第五章和第六章对第四章所提出的研究假设进行实证检验和分析;最后,第七章总结本书的主要研究成果,并提出本书的研究不足和未来进一步研究的方向。

通过上述研究和分析,本书得到以下主要研究结论:

第一,在限定制度因素条件下,从中小投资者利益实现视角看,机构投资者存在产生中小投资者利益保护效应的可能性。机构投资者作为重要的所有权制度安排,通过其对中小投资者利益实现的价值效应和信息效应,对中小投资者实现其投资利益的基础——企业价值以及中小投资者交易时机选择所依赖的相关信息产生影响,促进中小投资者实现其投资利益,产生中小投资者利益保护效应。

第二,机构投资者对中小投资者利益保护效应受到其所处制度环境的制约。首先,机构投资者自身实力和规模影响其对中小投资者利益保护效应的发挥,机构投资者较强的实力和规模有助于其发挥保护中小投资者利益作用。其次,上市公司终极控制人特征、上市公司所在地市场环境因素以及股票市场行情等因素影响机构投资者对中小投资者的利益保护效应。上市公司的国有控制特征降低了机构投资者的价值效应,但增强了机构投资者的信息效应;上市公司所在地市场化程度和法治水平的提高能够促进机构投资者发挥其市场价值效应,但是没有证据表明上市公司所在地市场环境因素会影响机构投资者对上市公司会计盈余信息含量的作用;在股票市场行情的下跌阶段,机构投资者提高了股价的稳定性,而在股票市场行情上涨阶段,机构投资者进一步推动了股票市场的波动。

本书创新之处主要体现在如下方面：

第一，对现有投资者保护理论进行了有益扩展。本书针对已有文献主要从投资者法律保护视角探讨投资者权利保护的研究现状，从产权理论视角出发，分析指出利益实现视角是研究投资者利益保护的有效途径，并从投资者利益实现角度构建了中小投资者利益保护的理論框架，发展了投资者保护理论。

第二，拓展了对发展机构投资者这种制度安排经济后果的研究。本书在投资者保护理论框架下，分析机构投资者对中小投资者在股票市场利益实现过程的影响，从中小投资者利益实现视角，研究了机构投资者对中小投资者利益保护效应，拓展了对发展机构投资者这种制度安排经济后果的研究。

第三，本书的实证结果，提供了不同制度条件下，机构投资者对中小投资者利益保护效应的深入证据，为发展和规范机构投资者提供了施政依据；也为现实中对中小投资者利益实施保护提供了实证支持。

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题提出和研究意义.....	2
一、研究背景和问题提出.....	2
二、选题意义.....	6
第二节 研究思路、研究框架与研究方法.....	8
一、研究思路、主要内容与研究框架.....	8
二、研究方法和技术路线.....	11
第三节 主要概念界定.....	12
一、机构投资者.....	12
二、中小投资者.....	13
三、中小投资者利益保护.....	14
四、所有权与控制权.....	15
五、控制权私人收益.....	16
六、价值效应、信息效应和中小投资者利益保护效应.....	16
第四节 主要结论和创新之处.....	17
一、主要结论.....	17
二、创新之处.....	18
第二章 文献综述	20
第一节 中小投资者利益保护的文献.....	20
一、投资者法律保护视角.....	21

机构投资者对中小投资者利益保护效应研究

二、其他涉及投资者保护的相关研究	35
第二节 中小投资者利益保护文献评述	46
一、对中小投资者利益保护研究文献的总结	46
二、已有投资者保护研究的不足与进一步研究的方向	48
第三节 机构投资者与中小投资者利益保护研究文献	50
一、机构投资者对上市公司市场价值的影响	51
二、机构投资者对上市公司股票市场信息的影响	55
三、简要评述	63
 第三章 制度背景	65
第一节 中小投资者利益保护的制度渊源	65
一、企业所有权制度变迁	68
二、资本市场制度的功能	73
三、法律制度环境的影响	75
第二节 中国中小投资者保护的制度环境	77
一、中国公司制度的发展以及股权结构特征	77
二、中国资本市场的发展	86
三、中国中小投资者法律保护环境	87
第三节 机构投资者制度	91
一、机构投资者产生与发展	91
二、机构投资者的性质与特征	92
三、中国机构投资者的发展与特征	96
 第四章 理论分析与研究假设	101
第一节 中小投资者利益保护理论分析	101
一、“两权分离”命题	101
二、中小投资者利益保护的产权理论基础	104
三、现有中小投资者利益保护理论——法与金融理论	111
四、基于产权理论的中小投资者利益保护理论框架	114

第二节 机构投资者对中小投资者利益保护效应的 作用机理	116
一、中小投资者利益实现分析	116
二、机构投资者对中小投资者利益保护的作用机理	124
第三节 机构投资者对中小投资者利益实现的价值 效应	131
一、中国机构投资者发展现状对机构投资者价值效应的 影响	132
二、上市公司终极控制人特征对机构投资者价值效应的 影响	137
三、上市公司所在地市场环境因素对机构投资者价值效 应的影响	140
四、机构投资者价值效应典型途径分析——以占用上市 公司资金为例	141
第四节 机构投资者对中小投资者利益实现的信息 效应	144
一、机构投资者对上市公司股价信息含量和股价稳定性 的影响	145
二、机构投资者对上市公司会计盈余信息含量的影响	148
第五章 机构投资者对中小投资者利益实现的价值效应检验	153
第一节 机构投资者对中小投资者利益实现的总体价值 效应检验	154
一、研究设计	154
二、实证检验与结果分析	163
三、稳健性检验	172
第二节 机构投资者对中小投资者利益实现价值效应 的典型途径检验	176
一、研究设计	176

二、实证检验与结果分析	179
三、稳健性检验	188
第三节 结论与启示	191
第六章 机构投资者对中小投资者利益实现的信息效应检验	194
第一节 机构投资者对上市公司股价信息影响的实证 检验	195
一、机构投资者对上市公司股价信息含量的影响	195
二、机构投资者对上市公司股价稳定性的影响	207
第二节 机构投资者对会计盈余信息含量影响的实证 检验	217
一、研究设计	218
二、实证检验与结果分析	220
三、稳健性检验	228
第三节 结论与启示	235
第七章 研究结论、启示和局限性	238
第一节 研究结论	238
第二节 研究启示	241
第三节 研究局限与展望	244
参考文献	246
后记	277

第一章

导 论

自 20 世纪 80 年代以来，机构投资者在各国（尤其是英美发达国家）迅猛发展，随着机构投资者力量的壮大，在其追求自身利益最大化的同时，可能为整个公司的外部股东争取利益，进而影响中小投资者利益保护。首先，机构投资者通过积极介入公司决策，可能会直接影响企业控制人的行为选择；其次，机构投资者通过市场交易行为，不仅会影响资本市场的运行效率，甚至可能通过其市场行为，影响企业控制人的行为选择，最终影响外部投资者的利益；最后，机构投资者通过其国家层面的影响，譬如凭借其资源优势，通过“政治游说”等行为对政府部门或其他利益团体施加压力，进而为外部股东争取利益。

然而，已有文献主要延续投资者法律保护研究视角，很少关注机构投资者兴起对中小投资者和控制人的利益制衡作用，进而对投资者利益保护所产生的影响。事实上，产权理论强调产权和制度环境在决定经济行为中的相互作用，那么机构投资者作为企业重要的所有权安排，可能对根植于产权制度安排中的中小投资者利益保护产生重要影响。因此，探索机构投资者对中小投资者利益保护效应具有重要的理论意义和现实意义。本书从中小投资者利益实现视角，结合中国转轨经济阶段的特殊制度背景，理论分析了机构投资者对中小投资者利益保护的影响，并从事后结果的角度进行了实证检验。

本书内容的安排如下：第一节，基于当前制度背景和已有研究文献的不足，提出本书所要研究的问题以及本书选题的理论意义和

现实意义；第二节，介绍本书的研究思路、主要研究内容以及研究方法；第三节，对本书所涉及的主要概念进行界定和分析；第四节，本书的创新之处。

第一节

问题提出和研究意义

一、研究背景和问题提出

自 20 世纪 80 年代以来，机构投资者在全球范围内的兴起，已是不争的事实。随着机构投资者力量的壮大，机构投资者作为公司所有权结构的主要组成部分，通过介入公司决策、参与市场交易，甚至对国家政策产生影响，在追求自身利益最大化的同时，可能为整个公司的外部股东争取利益，进而影响中小投资者利益保护。彼得·德鲁克（Peter Drucker，1974）在其著作《看不见的革命——养老基金社会主义是如何进入美国的》一书中，以翔实的数据分析了养老基金等机构投资者兴起所导致的上市公司股权机构化这一革命性的变化，并且指出机构投资者兴起对制衡公司投资者和控制人利益的重要作用。

然而，自从拉波尔塔、洛佩斯－德西拉内斯、施莱费尔和维什尼（LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny；以下简称 LLSV；1998）从法律视角明确提出了投资者保护的概念以来，已有相关文献主要延续 LLSV 的研究视角，从法律制度对证券持有者权利^①

^① 格罗斯曼和哈特（Grossman & Hart，1988），摩尔（Moore，1992）和哈特（Hart，1995）认为，投资者的剩余控制权是获得现金流的保证。经济学家按照分配给证券持有者的权利而不是分配给他们的现金流来设计金融工具，而投资者拥有证券上的权利也就拥有了获得现金的能力，并且这些权利都不是证券本身固有的，而是依赖于证券发行时所处环境的法律规则权限及其执行质量（LLSV，1997，1998，2000b）。虽然，詹科维（Djankov）、拉波尔塔、洛佩斯－德西拉内斯等（2008）从法律制度限制控制人自我交易（self-dealing）的视角，研究对外部股权投资者保护，并设计了一套计量指标。但已有的相关研究主要延续 LLSV（1997，1998，2000b）的研究视角。

保护角度，探索投资者保护问题，隐含性的假定如果保障了公司投资者的权利就能保护公司投资者的利益^①。

事实上，从法律制度角度保证了证券投资者的权利并不一定能保证投资者的收益现金流。首先，通过法律制度保障的权利，依赖于法律制度体系的完善程度，法律制度体系越完善，这种方式对投资者的利益保护程度越强。其次，通过法律制度强制力保证的股东权利具有较高的履行成本，政府履行往往是发现一例查处一例，难以全面，而政府严格的管制还有可能造成过度监管、限制企业活力、甚至孳生腐败以及规则执行的拖延和低效率等问题；股东自我履行，尤其是对中小投资者而言，常常由于费用过高，而经常是名存实无。再其次，即使法律制度体系是完美的，对证券上的权利有完美的规定，也不存在履行成本，但是由于中小股东的人数众多且每个股东的持股份额较小，按照投票原则，中小股东仍然会由于其份额少、人数众，难以形成足够的影响力^②。另外，即使证券上的权利是完美的，没有履行成本，也不存在中小股东投票权的实际影响力问题，中小股东通过股票市场或股利发放等途径，收回投资现金流，仍可能受到股票市场效率等因素的影响。显然，尽管保护中小投资者证券上的权利是非常重要的，但是仅仅通过保证中小投资者证券上权利，不一定能真正有效地保护中小投资者利益。这种状况在中国这样的法律体系和制度安排不是很健全的新兴市场国家更为严重。而产权理论强调产权和制度环境在决定经济行为中的相互作用，当国家的制度安排无法有效地保证产权所有者实现其收益时，产权所有者会通过私人契约进行“自保”。因此，直接从中

① 伯利和米恩斯（Berle & Means, 1932）认为如果企业想要成长，就必须在一定程度上满足投资者获得投资收益的期望。

② 伯利和米恩斯（1967）对其著作 *The Modern Corporation & Private Property*（1932）的修订版序言中指出，在股权非常分散，每个股东持股数量有限的情况下，股东拥有的投票权等权利难以付诸实施，可能具有准政治上的重要性，但却没有人必须注意到他们。哈特（1995）也认为在股权分散的公司，股东的投票权，很难真正意义上约束管理者的行为。

小投资者利益实现的角度，从所有权安排角度探讨中小投资者利益保护，可能具有极其重要的意义，在中国这样的新兴市场中更是如此。

所以，本书试图从中小投资者利益实现角度，分析作为企业所有权结构重要组成部分的机构投资者对中小投资者利益保护的影响，回答在中小投资者利益实现视角下，机构投资者能否以及如何产生中小投资者利益保护效应，机构投资者的这种中小投资者利益保护效应是否以及如何受到制度环境的影响。

并且，根据伯利和米恩斯（Berle & Means，1932）的观点，中小投资者依靠三种方式实现其最终收益现金流。一是企业清算时将企业资产分配给股东；二是企业将税后剩余利润的一部分以现金股利的形式加以分配；三是通过股票市场的交易。自从股票市场出现以后，由于股票市场强大的功能，股票市场交易成为中小投资者获取投资收益，收回投资本金的主要手段^①。而中小投资者通过股票市场交易实现其投资利益，一方面，上市公司在股票市场的企业价值增值是中小投资者获得投资收益的基础，企业可供分配的财富增加是中小投资者投资收益的来源；另一方面，在市场不完全有效的情况下^②，中小投资者需要了解股票市场中与公司估价相关的信息，形成合理的价格预期，选择交易的时机，最终实现其投资利益。因此，具体来说我们试图解决以下问题：第一，机构投资者能否以及如何影响所投资企业的企业价值，进而影响中小投资者利益实现；机构投资者的发展状况和实力、上市公司的控制人特征和其

① 在第四章的理论分析中，我们详细分析了中小投资者收回投资现金流的这三种方式，并指出本文研究的中小投资者利益实现，仅考虑中小投资者通过股票市场交易实现其利益。

② 如果市场是完全有效的，每个投资者都不能通过股票市场交易获得超额收益。此时，每个投资者将按照其持股比例通过股票市场交易获得相应的投资收益。因此，投资者不需要进行股票估价和交易选择。但是，如果股票市场不是完全有效，那么，投资者需要信息进行估价和交易时机的选择，以最终实现其投资收益，此时，与投资者估价和交易时机选择相关的信息对中小投资者实现其投资利益至关重要。