

对外经济贸易大学国际商学院教授、博士文库

我国机构投资者的 作用力研究

续摇芹摇著

对外经济贸易大学出版社

总摇摇序

最近几年，中国大学之道与中国大学改革是高等教育界和社会舆论的热点话题，大学战略的意义被迅速抬高。什么是大学战略？这是一个富有挑战性的问题。乔治·凯勒（George K. Keller）在其著名的《大学战略》一书中首先批判了一些不尽完整或准确的观点，提出大学战略的“十不准则”。大学的战略规划不是一个详细的蓝图，不是一系列的陈词滥调，不是校长或理事会的个人观点，不是校内各个系所的集合，不是计划者制定的战略决策，不是一些重要数据的替代物，不是一种向市场状况或趋势屈服的形式，不是每年分开来制定的，不是一种消除风险的方式，不是一种加强未来不确定性的尝试。

其实，凯勒先生并没有明确界定大学战略的内涵和实践原则，他所描述的是“大学战略的制定与实践需要反复尝试，需要历史积淀，需要团队承诺”。同时，他还特别指出，一所大学的资源即便再丰富，也总是无法满足所有目标的需要，因此大学必须在考虑内部因素及外部影响的基础上根据自身的能力，确定自己的优先指标。

什么是优先指标？其实，大学最初的功能是知识传承，培养专门人才。到了20世纪末，大学发展知识和科学研究的功能开始受到关注。二战以后，大学的社会服务功能开始被社会广泛期待与认可。

实践表明，优秀大学的优先指标（或至少是与人才培养同等重要的指标）是科学研究，即所谓的“研究型大学”。从美国对研究型大学分类标准的不断变化中可以看出，研究型大学是一个发展的概念。一般认为，研究型大学是以创新性知识的生产、传播和应用为中心，以产出高水平的研究成果和培养高层次精英人才为目标，在社会发展、经济建设、科技进步和文化繁荣中发挥重要作用的大学。

研究型大学的发展，有几个问题需要反复论证和求解。

首先，大学的科学研究需要科学规划，需要持续平衡基础研究与应用研

究的关系。基础研究与应用研究很难说谁比谁更重要，这是一个连续体的不同步骤。基础研究是应用导向研究的基础，两者是互动的关系。当应用研究发展到一定阶段时，更需要强化基础研究，不然应用研究便失去了更高的起点。

其次，关于科学研究的评价机制问题，最好的方式是同行评价，由同行来认定他们是否在行业内作出了贡献，贡献有多大，而不是由位高者决定。同时索引次数、转载和收录也是一个主要指标。如果你发表的文章能够被广泛收录或转载引用，这说明你的研究得到了同行的重视，并且成为同行研究的主要参考；反之，你的研究成果有可能只能自我陶醉和自我欣赏。

再次，现在大学的科学研究面临的一个最大挑战是如何吸引顶尖人才。其实，这也是全球性的问题。顶级的学者，向来都缺少，即使全球最好的高校，最缺乏的仍然是优秀的教师资源。如何引进和使用人才？蔡元培先生早年提倡的“兼容并包，思想自由”的理念具有重大的历史和现实意义，这种理念为他的教师聘任制改革奠定了思想基础。据此，他采用“几不论”的原则，具体包括：（员）不论派别；（圆）不论年龄；（猿）不论学历；（源）不论政见。需要指出的是，蔡元培先生提倡的“兼容并包”隐含的第一层含义是：在学术上，得有许多你瞧不上的、你反感的、你绝不赞同的元素存在，这样才符合逻辑。如果触目所及，全让你心旷神怡，飘飘欲仙，那必然是一个以你的单一喜好为标准的小圈子。第二层含义是：学术路线并不是无原则的折衷主义，需要坚持传承与创新，不能因循守旧。

最后，大学需要积极营造一种严肃、严谨、一丝不苟的学术氛围。现在许多大学存在一个致命的缺陷，即学术不严肃气息。科学研究不仅是“令事情发生”，还需要“探究事情发生的逻辑和效应”。因此不仅需要知道什么事情在发生、事情发生的过程，而且还需要探究事情发生的原因，考证事情发生的结果。科学研究是复杂而艰苦的创造性劳动，需要锲而不舍的精神，需要忍耐寂寞，需要一种韧性。要获得持续的创造力和学术发展的原动力，必须战胜自己的悲情心理，战胜自己的私欲，战胜个人主义，战胜自以为是聪明。

前不久，国家颁布了哲学社会科学研究“十一五”（~~二〇〇六~~—~~二〇一〇~~年）规划，召开了全国高校哲学社会科学科研工作会议，提出了“立足创新，大力提高哲学社会科学研究质量”的主题。随着知识经济社会的发展，国家创新战略的推进，如何适应我国建设小康社会，适应世界经济、政治、文化

格局的新形势，拓展国际视野，强化创新理念，树立精品意识，着力提升高校人文社会科学的水平与质量，为我国现代化的建设提供更强有力的智力支持、人才保障和精神动力，已成为我国高校的一项重要历史使命。

大学作为国家的“思想库”，肩负着发展人文社会科学的历史重任，而大学的商学院肩负着推进经济与管理学科发展的重任。因此，商学院的教师应该有强烈的社会责任感，“铁肩担道义”，走出象牙塔，更多地关注社会现实，直面我国经济改革与发展中存在的重大理论与实践问题，立足国家目标确定研究方向，深入社会，深入实践，以忧患的意识开展调查与研究工作，以强烈的社会责任感向社会推广、宣介研究成果，摒弃仅为个人名利而研究的意识，着力推出改革开放、社会主义市场经济及现代化建设实践所需要的理论成果。

“精品”是一个国家人文社会科学繁荣的重要表征，是促进国家经济建设、社会发展的根本动力。高校经济与管理研究人员应坚持科学发展观，严谨学风，以研究质量为核心，坚守精品意识；挖掘新材料，推出新理论、新观点、新方法，创建具有中国特色社会科学理论体系，为我国的经济发展、人类的社会进步和文明发展贡献新知。

自然学科发展的融合趋势以及学科研究对象的复杂性要求人文社会科学研究方法的多元化。目前，国际上人文社会科学的各主要学科，尤其是管理学和经济学等，越来越多地采用自然科学方法，特别是采用数学、统计、实验、模拟与模型方法等，从而促进了人文社会科学学科建设的科学化，提高了人文社会科学研究成果的可证明性、可检验性、可应用性与决策支持性。当代人类与社会现象和社会活动日益复杂，也要求人文社会科学的研究方法更注重综合，更注重应用，更注重定性和定量的结合，采取实证考察、多参数信息处理、变量间的复杂选择和优化组合等方法，以进行较为全面的论证和系统分析，最终制定出科学可行的实施方案。

但是，我们必须认识到，与自然科学台阶式的发展、研究过程的可重复性、成果价值易评估的特点相比，人文社会科学具有历史性、研究过程不可重复性、成果价值难以量化等特点，因此，在人文社会科学研究的过程中，我们不能机械地移植自然科学的研究方法，简单地套用自然科学研究的思路，应妥善处理量化的实证性研究与非量化的解释性研究之间的关系，在两者之间保持一定的张力；在引进、移植、借用方法时，应特别注意每种研究方法的适用范围与条件，不应无限制地放大其功能，同时，应根据本土的

特点，努力将其具体化、特殊化。

现在所出版的是第四批对外经济贸易大学国际商学院教授、博士文库。前面三批主要涉及的领域包括跨国经营、财务报表分析、跨文化管理、国际营销、资本运营、拍卖理论与实务、国际合资等。今年的专著主要集中在决策理论、人力资源、国际税务、营销评价等相关领域。每一个领域的研究都较为系统，具有一定的前沿性和前瞻性。

我们将继续坚持和主张严肃的科学研究精神，争取在相关领域的研究中取得更大的进展。我们希望这些研究成果能够为学术界提供一定的理论支持和借鉴，还希望与国内外学术界建立密切的学术联系和合作关系，共同推动学术研究的进步与发展。

徐子健

二〇〇六年 月 日

序

《我国机构投资者的作用力研究》一书是在续芹的博士论文基础上修改而成的，该书对我国机构投资者在上市公司中的作用进行了系统和深入的研究，是关于机构股东积极主义方面比较全面和系统的研究，对于机构投资者三个作用力的总结具有创新性和一定的学术价值。本书具有以下几个特点：

一、对机构股东积极主义的兴起进行了系统的理论分析

为什么机构投资者会积极行动，充当积极股东呢？作者在文献回顾的基础上认为，股东与经理人之间、大股东与小股东之间存在的代理问题是伴随现代公司应运而生的，而大股东一定程度上可以减轻代理问题；机构投资者随着自身发展，在公司中持有的股份比例越来越高——也就是说机构投资者成为了大股东，它有能力也有动力去进行积极行动。而实践中对企业伦理和股东利益的重新讨论更促成了机构投资者向积极股东转变。

作者还认为，机构投资者自身投资盈利模式的发展也促成了其转变为积极股东。作者将机构投资者的投资盈利模式分为四个阶段——价差发现阶段、价差创造阶段、价值发现阶段和价值创造阶段。这种投资盈利模式的划分对后续研究的开展具有一定的启发作用。

二、“三个作用力”的提出建立在大量文献回顾基础之上

作者仔细搜集和整理了美国机构股东积极主义的相关文献，在比较分析的基础上将机构投资者的作用细分为“治理力”、“市场力”和“经营力”三个方面，接着依照这样的三个作用力对中国机构投资者的相关研究文献进行了系统整理，并在此基础上分别进行了实证研究。

三、实证研究的结论具有较强的现实意义

作者经过研究发现，目前我国机构投资者的市场力较明显，但治理力和经营力均不显著，进而认为我国机构投资者正处于由价差创造到价值发现的过渡阶段，并有针对性地提出了有益的政策建议。

四、对某些热点问题的讨论很能体现作者的原创性

本书对股权分置改革中机构投资者的作用力研究，充分考虑了股权分置改革的特殊性和机构投资者的角色，提出了符合中国实际情况的假设并得到了数据的支持。此外，对孕列肇露的基金的研究也很新颖，孕列肇露的基金在我国证券市场上方兴未艾，可以想见未来此类基金将获得长足的发展，研究它对上市公司的作用具有一定的前瞻性。

作为续芹的硕士生导师和博士生导师，我很高兴能为她的著作出版作序。续芹博士毕业之后，到对外经济贸易大学工作，也希望她能够新的工作岗位上努力钻研、不断进步。

耿建新

圆瑶轱年 圆月于人大品园

前摇摇言

2005年上半年，我国证监会提出了“超常规、创造性地培育和发展机构投资者”的口号。至今，机构投资者已经成为证券市场中举足轻重的一支力量，关于机构投资者的研究正方兴未艾。

本书的着眼点放在机构投资者对上市公司的作用上，研究了机构股东积极主义对上市公司可能产生的影响。在对文献进行搜集整理的过程中，笔者将机构股东积极主义的作用归纳为三个方面，即治理力、市场力和经营力。治理力是指机构投资者的行动对上市公司的公司治理产生了影响；市场力是指机构投资者的行动对上市公司股票在二级市场上的表现产生了影响；经营力是指机构投资者的行动对上市公司的经营业绩产生了影响。

机构投资者若要对上市公司有所作用和影响，是以其积极行动为前提的。在本书第三章中，笔者分析了机构股东积极主义兴起的原因，作为全书的一个理论基础。代理问题在现代公司中是普遍存在的，而大股东可以一定程度上减轻代理问题；随着机构投资者的发展壮大，机构投资者成为了这样的大股东；此外，人们关于企业伦理和股东利益观念的变革，也促成了机构投资者以积极股东的身份加入到公司治理甚至公司管理中去；从机构投资者自身盈利模式的发展变化来看，盈利模式的变化也导致了它最终以积极股东的身份出现。

笔者分别从治理力、市场力和经营力三个方面分析了我国机构投资者的现状，用粤股市场2001年至2005年的数据进行了实证研究。研究的结果发现，我国机构投资者治理力和经营力仍不显著，只有市场力较为明显；并结合机构投资者投资盈利模式的发展，认为我国机构投资者正处于由“价差创造”向“价值发现”过渡的阶段。

本书还对机构投资者在股权分置改革中的作用进行了研究。在充分了解股权分置改革的背景和机构投资者角色的特殊性之后，笔者提出了研究假设，并用2005年的相关数据进行验证。结果发现机构投资者在股权分置改

革中并不是作为完全的“逐利者”出现的，它理性地配合政府，使得股权分置改革能够顺利开展下去。这种“行为的非市场化”在这个阶段是有利于改革平稳进行的，但从长远来讲，则不利于机构投资者的健康发展。

笔者还对机构投资者的新动向进行了展望和研究，这部分主要是关于孕捌的基金的研究。股权分置改革之后，进入“全流通”时代，孕捌的基金的退出获利通道打开，因此可以想见这类基金会有一个大的发展。笔者用圆瑶年至圆瑶年在香港上市的中国企业数据，初步研究了孕捌的基金的作用，以期对这类基金有所认识 and 了解。

总体来看，本书认为，经过几年“超常规”发展，中国的机构投资者有所进步，但依然处于较为初级的阶段。这体现在盈利模式仍处于初级阶段；有一定积极主义倾向的机构投资者目前仅基金而已；机构投资者的发展非市场化因素较强，具有一定的行政管理色彩；但机构投资者在未来仍将有很大的发展空间。

续摇芹
圆瑶年 怨月
于北京

摘摇摇要

1998年基金金泰和基金开元发行上市，正式拉开了中国机构投资者发展的序幕。我国监管机构对机构投资者的支持是大力度的，1999年上半年中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）便提出了“超常规、创造性地培育和发展机构投资者”的口号。截至1999年底，机构投资者持股市值占流通市值的1/4，正在逐步成为资本市场的重要投资力量（尚福林，2000）。当然，在机构投资者蓬勃发展的过程中，也时常有不和谐的事件发生。例如，机构投资者的主力——证券投资基金爆出“基金黑幕”的丑闻；大量学者的研究证实了“羊群效应”的存在；在中国提及机构投资者，人们更多想到的是南方系、德隆系、格林柯尔系等“庄家”或“玩家”。一方面是监管层大力发展机构投资者的种种措施，另一方面机构投资者却又出现种种不规范的行为，那么，机构投资者到底在资本市场上发挥了什么作用呢？

我国长期存在的股权分置的特殊现象，为我们研究机构投资者的行为提供了一个独特的制度背景。本书将研究的落脚点放在了机构投资者与上市公司上，具体分析了在我国独特的制度背景下，机构投资者能够从哪些方面对上市公司产生影响？是否真的产生了影响？在股权分置改革过程中，机构投资者对上市公司股改方案的通过产生了什么作用？在股权分置改革之后，机构投资者又可能会发生哪些新的变化，会对上市公司造成什么影响？对以上问题的研究基本上构成了本书的主要内容。

本书的基本结构包括四个部分。

第一部分是对研究背景、研究框架以及机构投资者相关定义的界定，包括第一章。

第一章介绍了本书的研究背景和目的，并对研究的框架进行解释说明。本章首先指出本书研究的落脚点放在机构投资者对上市公司的作用力上，研究拟综合采用实证研究与规范研究相结合、定性分析与定量分析相结合以及

横向、纵向比较等研究方法。接着,本章对机构投资者的概念进行了界定,认为采用严格的归纳法来定义一个不断发展变化的范畴是不大可取的,我们应该首先抓住其本质内涵,再具体用列举法和描述性的方式来界定其具体外延,这应当是目前比较实用的界定方法。本书将机构投资者界定为:泛指那些其个体行为可以对企业的治理效果、股票的市场表现、企业的经营行为产生重大影响的财务投资者。在本书中将要具体分析基金、证券公司、信托公司、社保基金、保险基金这五类机构投资者,介绍了这五类机构投资者在美国与中国的发展历程以及各自的类别特征。

第二部分包括第二章、第三章和第四章,分别是文献回顾、理论基础以及研究设计。

第二章对机构投资者股东积极主义的相关文献进行了总结比较,将机构投资者对上市公司的作用总结为“三种作用力”,分别是治理力、市场力和经营力。“治理力”即机构投资者直接对公司治理的相关机制发挥的作用;“市场力”是指机构股东的行动对二级市场的影响;“经营力”则是指机构股东的行动对公司业绩(会计业绩)的影响。在对美国机构投资者的相关实证文献进行总结后,本书认为美国机构投资者存在“治理力”,但“市场力”和“经营力”均没有显著的统计证据。由于各国的法律体系和股权结构均存在很大差异,因此不同国家机构投资者的表现可能会有很大差异。最近两年也有一些文献对我国机构投资者的作用进行了一些研究,前人的研究大多集中在投资基金这一种机构投资者上。本书与前人研究的区别在于,本书研究五种类型的机构投资者,并从三个角度(治理力、市场力和经营力)衡量其在上市公司中的作用力。此外,本书还专门研究了机构投资者在股权分置改革中的作用,以及新兴的另类投资基金的作用力。

第三章分析了股东积极主义兴起的原因,认为现代公司模式下不可避免地存在“代理问题”、大股东(控股股东)可能的监督作用、现代公司股权结构的泛机构化、以及人们对企业伦理和股东利益的重新定义、机构投资者盈利模式的改变等等因素,都促成了现代公司史上机构投资者股东积极主义的兴起。本书研究的视角在于:(员)机构投资者对上市公司的作用力,包括对公司上市后的公司治理、股价表现和经营业绩的作用;(圆)机构投资者对股权分置改革中股改方案通过情况的影响;(猿)机构投资者投资于上市前,从而在上市过程中对公司的影响等等。机构投资者若要对上市公司有所作用和影响,是以其积极行动为前提的,尤其是对公司治理和经营业绩

的影响更是需要机构投资者积极参与公司治理甚至公司管理。因此，对机构投资者积极主义兴起的分析，是本书的理论基础。

第四章是研究设计，包括三部分内容。第一部分是基础性研究的研究设计，基础性研究就是用 1991 年至 1999 年中国 粤股资本市场上的数据对机构投资者在治理力、市场力和经营力这三方面的作用力进行基础性研究（为了与对股权分置改革和 证券投资基金的研究相区分，故称为基础性研究）。第二部分是对股权分置改革中机构投资者作用力的研究设计，首先分析了股权分置问题的由来与背景，以及改革的曲折过程，根据我国机构投资者在这一特殊历史事件中的表现，提出了三个假设。第三部分是对 证券投资基金作用力的研究设计，研究 证券投资基金的作用，主要是观察到在海外证券市场上，机构投资者对上市公司的作用不仅体现在上市之后，他们已经将眼光放到了交易所外，在上市之前投资于某企业，从而在企业上市后退出现获利。全流通之后，更多的机构投资者将会有动力参与到企业的上市前投资。因此，笔者考察了 证券投资基金在上市过程中的作用（样本与数据基于香港股市），从而为全流通之后机构投资者发挥作用的可能途径描绘一个较为全面的图景。

第三部分是对机构投资者作用力的实证分析，包括第五章、第六章和第七章。

第五章对机构投资者的治理力进行了实证分析。基础性研究中选用独立董事比例、董事会召开次数以及出席股东大会股东人数作为治理力变量，研究了机构投资者总持股比例以及各类机构投资者持股比例与治理力变量的关系。本书发现，机构投资者的治理力作用并不大，在分类别检验中，除了基金的治理力较强之外，其他类别的机构投资者治理力均较弱。用滞后一年的数据得到的结论基本与面板数据（~~证券投资基金~~）固定效应模型的结论一致。对机构投资者在股权分置改革中的治理力进行研究的结果表明，机构投资者持股比例高的上市公司股改方案流通股赞成率更高、对价更低，但机构投资者持股比例与股改方案是否一次通过并不相关。为什么作为中小股东代表的机构投资者没有“漫天要价”、“趁火打劫”、要求更高的对价呢？

第六章对机构投资者的市场力进行了实证分析。基础性研究中选用平均周涨跌幅（衡量股价波动）和平均周换手率（衡量受投资者的关注程度）作为市场力变量，研究发现我国机构投资者的市场力作用还是十分明显的，整体来看机构持股比例越高，股价波动越大、股票受投资者关注程度越高，

但不同类别机构投资者的市场力也出现了分化，例如券商的市场力方向与其他种类机构投资者不同。笔者认为由于券商多是被动持股（作为上市公司融资时的承销商，没有完全发行出去时包销的结果），所以会造成这种与其他机构投资者检验结果完全相反的情况。第六章中还对公募基金的市场力进行了实证分析，笔者没有找到公募基金在融资过程中市场力的直接证据。市场力指标——认购倍数、发行市盈率以及股价表现等指标并不显著。虽然笔者从理论上分析公募基金对于普通投资者应该有市场力，但是从统计结果来看，这些指标在两组对样本间并没有显著差异。

第七章对机构投资者的经营力进行了实证分析。基础性研究中选用净资产收益率、主营业务利润率和主营业务收入现金含量作为经营力变量，研究结果表明，目前的统计证据并不能支持机构投资者提升企业业绩的假设，笔者认为机构投资者的经营力仍不显著。第七章中还对公募基金的经营力进行了实证分析，研究发现有公募基金的公司全部实行了管理层持股制度并且高管的国际化程度越高，但派息政策以及选用的承销商和会计师的实力在有无公募基金的公司间并没有显著差异。本书认为公募基金的经营力有一定体现，但其作用仍然有限。

第四部分对本书的结论进行了归纳总结，给出政策性建议，指出本书研究的局限性以及未来的研究方向，包括第八章。

从基础性研究的实证结果可以看出，总体上机构投资者的治理力作用并不大、市场力作用还是十分明显的、经营力并不显著。中国的机构投资者虽然经过了一段时期的“超常规”发展，其盈利模式仍处于价差创造向价值发现过渡的初级阶段。中国机构投资者还没有一种自觉的意识（或者是由于竞争不够激烈而没有动力）去“用手投票”，而是采用了“搭便车”，博取价差的盈利模式。相对于其他机构投资者，投资基金的发展程度较高。

对股改中机构投资者作用的实证结果可以看出，机构投资者积极配合政府监管部门和企业进行股改，使得困扰中国资本市场的一大问题得以顺利解决。机构投资者在国家指导下的行为，解决了中国资本市场的积弊之一，促进了市场的发展。但在这一特殊事件中机构投资者的特殊行为体现了我国机构投资者独特的一面，即在特殊市场环境下行为的非自主性，或者说行为非市场化。这种非市场化从长期上讲将如同“政企不分”一样不利于企业自主发展，也是不利于机构投资者长远健康发展的。

对公募基金作用力的实证结果，就目前掌握的证据来看，可以说

中国目前的基金的作用力仍十分有限，这可能与中国目前的基金大量参与中国企业境外上市有关。全流通实现之后，会极大地完善中国目前的基金的退出渠道。可以确信，全流通后中国目前的基金将会大量出现。中国目前的基金有助于筛选优质企业，改善企业的治理水平，因此应该积极鼓励其发展。但如果不能有效规范这些基金的行为，可能会出现一些新形式的“坐庄”、操纵股价的行为，有损于小股东的利益。从香港与美国股票市场的经验来看，采用市场化原则的方法是至关重要的。通过市场化的运作，在竞争中优胜劣汰，才会激励这些基金注重树立良好的信用，保护小股东与企业的利益。

总而言之，本书认为经过几年“超常规”发展，中国的机构投资者有所进步，但依然处于较为初级的阶段。这体现在盈利模式仍处于初级阶段；有一定积极主义倾向的机构投资者目前仅基金而已；机构投资者的发展非市场化因素较强，具有一定的行政管理色彩；但机构投资者在未来仍将获得长足的发展。

本书还对今后发展机构投资者行业提出了一些政策建议：培育公平、公正的市场环境，加强多层次市场体系的建设；完善机构股东积极主义的法律支持；多层次、多元化发展机构投资者；做好机构投资者自身实力的累积等等。

本书的创新之处在于：

首先，笔者对机构投资者的概念从内涵与外延两方面进行了系统总结和界定。认为机构投资者是那些拥有市场势力的投资者，具体来说就是那些“个体行为可以对企业的治理效果、股票的市场表现、企业的经营行为产生重大影响的财务投资者”。本书还明确了其外延是处于不断发展变化之中的，目前的中国证券市场上活跃的机构投资者大致有证券投资基金、证券公司、信托、社保基金、保险公司和私募基金等几类。

其次，在文献回顾的基础上，机构投资者的市场势力又细分为治理力、市场力和经营力。并且用中国 1994 年至 2003 年 粤股市场的证据对这三种作用力分别进行了研究。结果发现，只有市场力较为显著，而治理力和经营力均不显著，进而说明我国机构投资者仍处于其发展的初期阶段。对各类机构投资者的分类研究中还发现，不同种类的机构投资者在三种作用力上出现了分化。

再次，本书对机构投资者在股权分置改革中的作用进行了实证研究。笔

者充分意识到这次股改中机构投资者行为的“非市场化”，实证检验的结果也支持了笔者的假设。机构投资者虽然并不是作为纯粹的逐利者参与股改，但应当说正是这样才促成了股改的顺利完成，为我国股市进一步健康发展奠定了基础。

最后，本书对未来机构投资者可能的新动向进行了探讨，系统地对多层次机构投资者进行了研究，这在世界范围内都是一个较新的研究领域。笔者写作本书的时候，并没有发现相关实证研究的证据。在未来全流通环境下，我国证券市场上会大量涌现出一批投资于企业上市之前，并以企业上市之后退出获利为目的的一些专业基金。本书的研究弥补了这方面研究的空白，对未来的实践具有一定的指导意义。

关键词：上市公司，机构投资者，治理力，市场力，经营力

粤豐源基金

In 1998, Jintai Fund and Kaiyuan Fund were issued publicly, which was the first time the institutional investor was formally introduced into security market in China. Policies supporting development of institutional investor were very strong. In 2004, China Securities Regulatory Commission (CSRC) claimed that "Government will nurture and develop institutional investors unconventionally and creatively". As a result, market value held by the institutional investors was up to 34% of the total liquid market value by the end of 2004, and institutional investors are becoming the most powerful investors in China's security market (Fulin Shang, 2004). But some discords arose during the quick development of institutional investors. For example, most of the institutional investors (the investment funds) have been accused of "having inside stories"; many researchers have tested the existence of "herding behaviors"; when institutional investors are discussed people are more intended to record the story of Nanfang Chain, Delong Chain, and Greencool Chain. On the one side, it is the regulatory institutions that support the development of institutional investors; on the other side, it is the irregular behavior of the institutional investors. So, what are the effects of institutional investors on China's security market?

The equity division phenomenon in China's security market gives us a unique situation in studying the effects of institutional investors. This book studies the effects institutional investors on the listed companies, and analyzes from what aspects the institutional investors influence the listed companies. Do they really have those effects? How the institutional investors influence the consideration agreement during the equity division reform? And after the equity division reform, what new changes will happen in institutional investors? How the new changes will influence the listed companies? The answers to those questions will